消费升级与娱乐研究中心

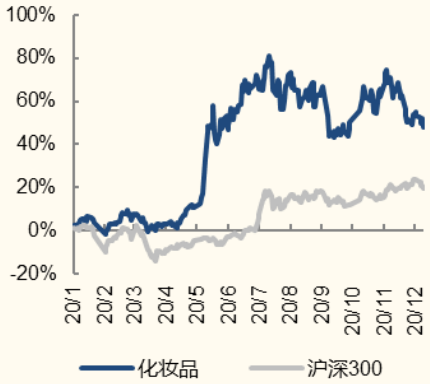
化妆品行业研究 买入（首次评级） 行业月报

国际品牌销售靓丽，本土品牌继续分化

——化妆品行业月度专题（2020 年 11 月）

市场数据(人民币)

市场优化平均市盈率	18.90
国金化妆品指数	3283
沪深 300 指数	4890
上证指数	3347
深证成指	13555
中小板综指	12232



行情回顾

- **11 月化妆品板块下跌，板块对比居下游。**上月（2020.11）上证综指、深证成指、沪深 300 分别跌 5.19%、跌 3.28%、跌 5.64%，化妆品板块跌 13.51%，跑输沪深 300 19.15PCT。化妆品板块涨跌幅处板块下游。拉芳家化、华熙生物、青松股份等涨幅居前。

重点数据跟踪及点评

- **10 月化妆品零售同增 18%、其中线上阿里全网增 35%、国际品牌发力双 11、助力全月销售排名：**自 3 月以来化妆品零售持续回暖，10 月零售额同增 18%，增速较去年同期提升 12PCT，高于总体零售额增速 11PCT、景气度高于其他品类。11 月线上继续引领化妆品成长，阿里全网化妆品零售额同增 35%。国际品牌双 11 折扣力度大，天猫双 11 美妆前十榜单继续以国际中高端及高端品牌为主，其中欧美品牌总体排名靠前，SK-II、后等日韩品牌靠后，高端品牌雅诗兰黛占据榜首，国产品牌仅薇诺娜进入前十。国际品牌双 11 销售助力 11 月全月表现，前十品牌亦以国际品牌为主，国产品牌薇诺娜 11 月销售额排名第七、自然堂第十、珀莱雅第十四。

- **重点上市公司品牌 11 月销售额增速表现继续分化：**1）贝泰妮：薇诺娜同增 240%，主要为明星产品舒敏特护霜贡献。2）珀莱雅：主品牌同增 51%；彩棠同增 6575%。3）御家汇：主品牌持续修复，11 月销售额同增 85%，其中氨基酸泥浆面膜贡献 38%天猫店铺销售额。4）华熙生物：润百颜同增 125%，主要为次抛原液系列产品带动，其中 377 小灯管新品销售额第一；功效性护肤品米蓓尔同增 173%，其中抖音美妆博主骆王宇（粉丝 672 万人）推荐单品销售贡献大；功效性护肤品夸迪、肌活分别同增 5888%、70%。5）上海家化：玉泽同增 185%，其他品牌仍承压。6）丸美股份：主品牌同降 16%，降幅较 9 月收窄，显示线上积极调整。7）壹网壹创：代理的百雀羚同降 28%、伊丽莎白雅顿同增 33%、欧珀莱同增 53%、Olay 下降 4%、宝洁同降 45%。8）丽人丽妆：代理的雪花秀品牌同增 115%；芙丽芳丝同增 72%，兰芝同降 17%。

行业公司动态

- **行业新闻：**1）完美日记母公司上市，发布营销/研发/开店/收购四大新计划；2）代运营商凯淳股份过会成功；3）露华浓破产风波暂时平息，仍深陷业绩下滑泥潭；4）拉芳家化收购国产新锐品牌 VNK，切入彩妆赛道。

- **公司动态：**1）珀莱雅：总经理方玉友计划 6 个月内减持不超过公司总股本 4%；2）丸美股份：拟授予限制性股票 102.26 万股，占公司总股本 0.26%，首次 32.53 元/股激励对象 67 人，21~23 年营收增速不低于 14.10%/16.67%/14.29%、净利增速不低于-0.37%/16.67%/14.9%；3）壹网壹创：以 1.26 亿元现金收购浙江速网 119.83%股权。

投资建议

- 消费升级，化妆品行业景气，其中功效性护肤品及彩妆为细分景气赛道。行业成长带来全产业链投资机会，其中品牌商主导产业链价值，优选景气赛道优质品牌商，推荐关注**贝泰妮、珀莱雅、华熙生物、御家汇**等。

风险提示：终端消费疲软；疫情反复风险。

李婕 分析师 SAC 执业编号：S1130520110003
lijie6@gjzq.com.cn

罗晓婷 分析师 SAC 执业编号：S1130520120001
luoxiaoting@gjzq.com.cn

内容目录

1、行情回顾.....3
2、重点数据跟踪与点评.....4
2.1、总体零售：10 月限额以上企业化妆品零售同增 18.30%.....4
2.2、线上零售：11 月阿里全网化妆品销售额同增 34.53%，增速同比放缓或因基数高+消费前置.....5
2.3、重点品牌线上销售：11 月国际品牌销售靓丽，本土品牌表现分化.....5
3、行业公司动态.....8
3.1、行业新闻.....8
3.2、公司动态.....11
4、行业估值与投资建议.....11
4.1、行业估值.....11
4.2、投资建议.....13
5、风险分析.....13

图表目录

图表 1：上月（2020.11）化妆品板块涨跌幅.....3
图表 2：上月（2020.11）化妆品板块涨跌幅走势.....3
图表 3：上月（2020.11）各板块涨跌幅（%）.....3
图表 4：上月（2020.11）化妆品个股涨跌幅.....4
图表 5：我国社会消费零售额当月增速（%）.....4
图表 6：2020 年 10 月限额以上零售企业主要消费品类当月零售额增速（%）4
图表 7：阿里全网化妆品当月销售额及同比增速.....5
图表 8：阿里全网化妆品月销售额累计同比增速.....5
图表 9：天猫美妆类目历年“双 11”销售额前十大品牌.....5
图表 10：阿里全网护肤品行业前十大品牌销售额（2020 年 8~11 月).....6
图表 11：护肤行业重点国内外品牌官方旗舰店 11 月销售额同比增速.....8
图表 12：上市公司公告.....11
图表 13：化妆品公司估值表.....11
图表 14：美妆公司 19 年以来 PE 估值（TTM，更新至 2020/12/11）.....12
图表 15：个护公司 19 年以来 PE 估值（TTM，更新至 2020/12/11）.....12
图表 16：代运营商 19 年以来 PE 估值（TTM，更新至 2020/12/11）.....12
图表 17：生产商 19 年以来 PE 估值（TTM，更新至 2020/12/11）.....12
图表 18：渠道商 19 年以来 PE 估值（TTM，更新至 2020/12/11）.....12

1、行情回顾

上月（2020.11）上证综指、深证成指、沪深 300 分别涨 5.19%、涨 3.28%、涨 5.64%，化妆品板块[①]跌 13.51%，跑输沪深 300 19.15PCT。

板块对比来看，化妆品板块处板块总体的下游。

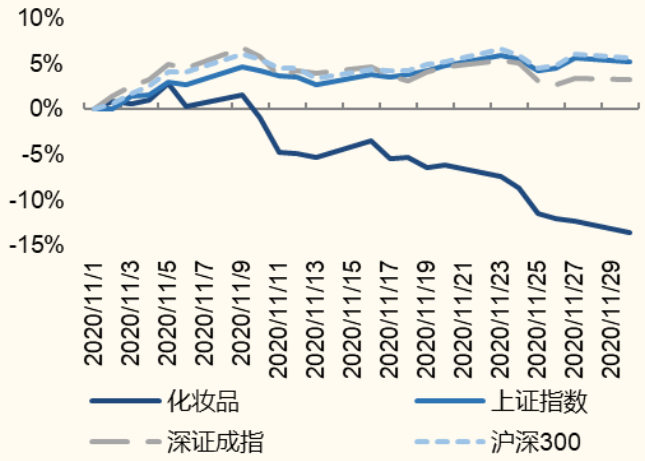
个股方面，拉芳家化、华熙生物、青松股份等涨幅居前。

图表 1：上月（2020.11）化妆品板块涨跌幅

板块名称	累计涨跌幅（%）
上证综合指数成份	5.19
深证成份指数成份	3.28
沪深 300	5.64
化妆品板块	(13.51)

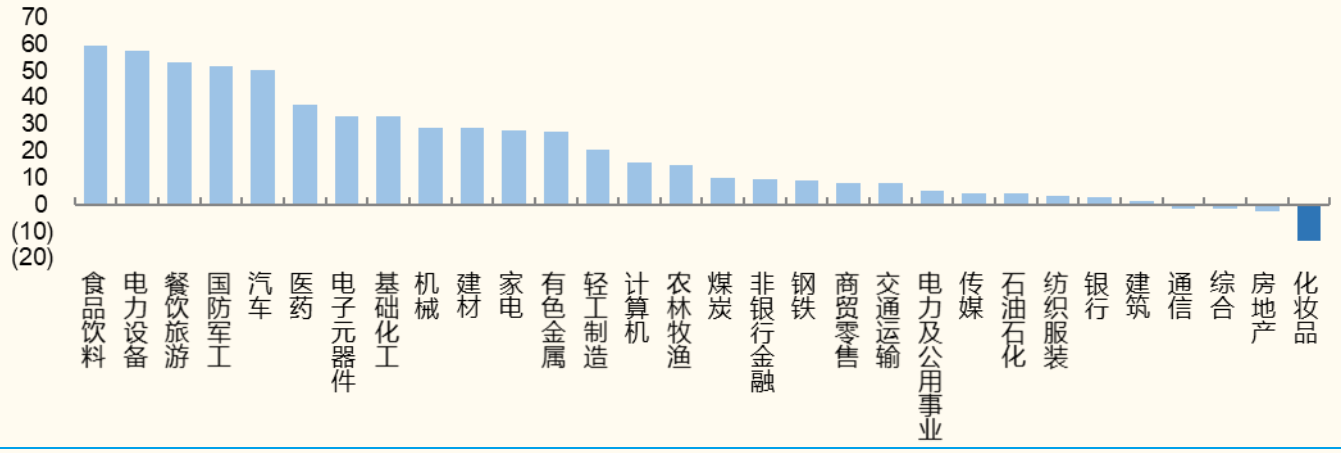
资料来源：wind，国金证券研究所

图表 2：上月（2020.11）化妆品板块涨跌幅走势



资料来源：wind，国金证券研究所

图表 3：上月（2020.11）各板块涨跌幅（%）



资料来源：wind，国金证券研究所

[①] 此处的化妆品板块为国金证券选取的主业涉及化妆品代运营、品牌、生产等相关的 A 股上市公司，包含有壹网壹创、上海家化、珀莱雅、丸美股份、御家汇、拉芳家化、名臣健康、青岛金王等个股，不同于 Wind 直接披露的化妆品指数（8841109.WI）。

图表 4：上月（2020.11）化妆品个股涨跌幅

证券代码	证券简称	收盘价（元）	累计涨跌幅（%）	累计成交量（万股）	市值（亿元）
603630.SH	拉芳家化	16.38	9.20	9129	37
688363.SH	华熙生物	148.08	6.07	4428	711
300132.SZ	青松股份	23.16	3.58	21577	120
002094.SZ	青岛金王	3.88	2.11	15589	27
002503.SZ	广州浪奇	2.30	1.77	102333	71
600315.SH	上海家化	37.48	-9.07	11335	254
603605.SH	珀莱雅	154.36	-10.83	3032	310
603983.SH	丸美股份	55.02	-11.22	2517	221
300740.SZ	御家汇	15.70	-15.77	20234	65
300792.SZ	壹网壹创	112.99	-32.89	2537	163
002919.SZ	名臣健康	37.61	-32.90	4264	46

资料来源：wind，国金证券研究所

2、重点数据跟踪与点评

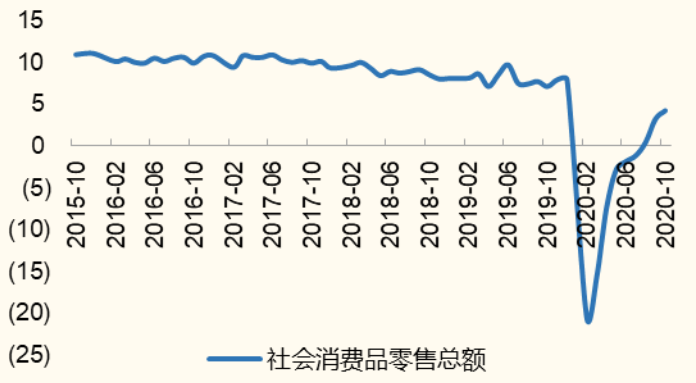
2.1、总体零售：10 月限额以上企业化妆品零售同增 18.30%

据国家统计局，10 月我国社会消费品零售额同比增 4.30%（增速同比放缓 2.90PCT，环比提升 1.00PCT），受益于国内疫情逐步得到控制和十一黄金周效应，终端零售持续回暖。其中，限额以上零售企业化妆品零售额同比增 18.30%（增速同比升 12.10PCT）。

1-10 月累计来看，我国社会消费品零售额同比降 3.20%（增速同比放缓 6.80PCT），其中限额以上零售企业化妆品零售额同比升 5.90%（增速同比放缓 6.20PCT）。

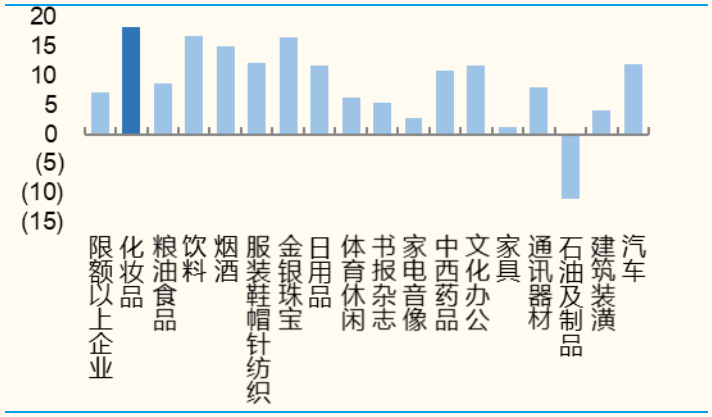
对比其他品类的当月同比增速来看，可选消费品增速普遍较高（金银珠宝、汽车、服装鞋帽同比增速均超 10%）；必选消费品中契合节日送礼聚餐需求的品类（饮料、烟酒）增速亦较高；化妆品获益于行业自身成长属性，增速最高，较限额以上企业整体高 11.10PCT。

图表 5：我国社会消费零售额当月增速（%）



资料来源：国家统计局，国金证券研究所

图表 6：2020 年 10 月限额以上零售企业主要消费品类当月零售额增速（%）



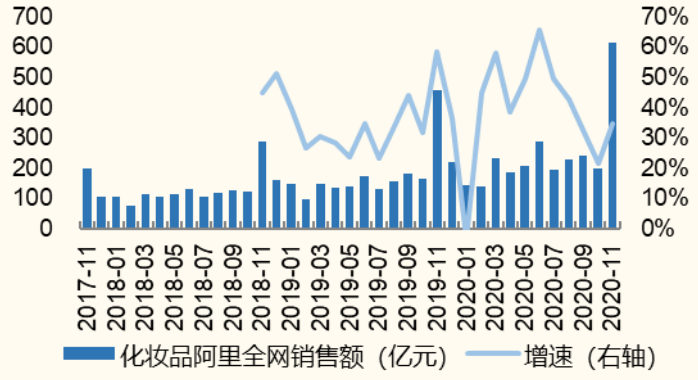
资料来源：国家统计局，国金证券研究所

2.2、线上零售：11 月阿里全网化妆品销售额同增 34.53%，增速同比放缓或因基数高+消费前置

11 月阿里全网化妆品零售额同比增 34.53%（增速同比放缓 24.03PCT），双 11 电商大促对线上销售刺激显著，而增速同比放缓主要由于基数较高以及今年电商活动玩法有变、战线拉长使部分销售额前置至 10 月。1~11 月，阿里全网化妆品零售额同比增 38.55%，较去年同期增速略高 1.16PCT。

分品类来看，11 月阿里护肤、彩妆、美发护发等销售额分别同比增 35.88%、增 26.59%、增 50.43%（增速较去年同期放缓 29.50PCT、放缓 14.61PCT、2.81PCT）；1~11 月累计分别同比增 36.67%、39.81%、54.70%（增速较去年同期放缓 9.13%、提升 20.00%、提升 18.58%）。

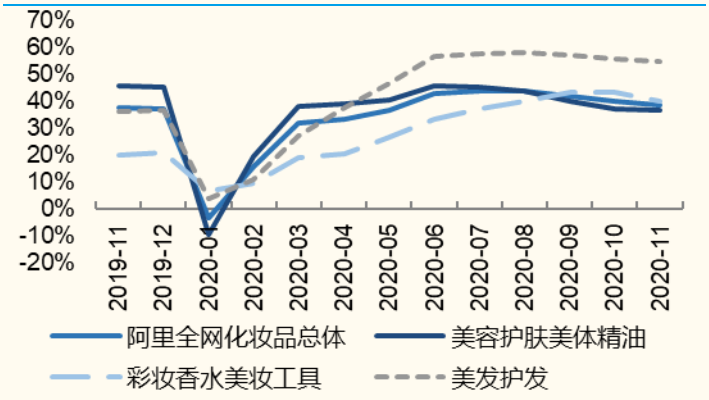
图表 7：阿里全网化妆品当月销售额及同比增速



资料来源：国金证券研究所

注：化妆品包含阿里统计的美容护肤美体精油（简称护肤）、彩妆香水美妆工具（简称彩妆）、美发护发等化妆品相关的一级行业。

图表 8：阿里全网化妆品月销售额累计同比增速



资料来源：国金证券研究所

2.3、重点品牌线上销售：11 月国际品牌销售靓丽，本土品牌表现分化

从今年双 11 电商大促销售情况看，天猫双 11 美妆前十榜单继续以国际中高端及高端品牌为主，其中雅诗兰黛、欧莱雅、兰蔻等欧美品牌总体排名靠前，SK-II、后等日韩品牌靠后，高端品牌雅诗兰黛占据榜首，国产品牌仅薇诺娜进入前十。

图表 9：天猫美妆类目历年“双 11”销售额前十大品牌

品牌排名	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
1	雅诗兰黛	阿芙	百雀羚	百雀羚	百雀羚	百雀羚	兰蔻	欧莱雅	雅诗兰黛
2	御泥坊	美即	韩束	韩束	欧莱雅	自然堂	玉兰油	兰蔻	欧莱雅
3	阿芙	御泥坊	自然堂	自然堂	SK-II	兰蔻	欧莱雅	雅诗兰黛	兰蔻
4	牛尔	欧莱雅	玉兰油	玉兰油	一叶子	雅诗兰黛	雅诗兰黛	玉兰油	后
5	欧莱雅	牛尔	欧莱雅	欧莱雅	自然堂	SK-II	SK-II	SK-II	玉兰油
6	美即	百雀羚	阿芙	阿芙	雅诗兰黛	玉兰油	百雀羚	自然堂	SK_II
7	玉兰油	玉兰油	兰蔻	兰蔻	韩束	欧莱雅	自然堂	百雀羚	资生堂
8	相宜本草	膜法世家	御泥坊	御泥坊	佰草集	一叶子	HFP	后	雪花秀
9	膜法世家	雅诗兰黛	雅诗兰黛	雅诗兰黛	玉兰油	悦诗风吟	薇诺娜	完美日记	薇诺娜
10	兰芝	相宜本草	膜法世家	膜法世家	兰蔻	资生堂	悦诗风吟	薇诺娜	海蓝之谜

资料来源：亿邦动力研究院、国金证券研究所

国际品牌双 11 销售助力 11 月全月表现，前十品牌亦以国际品牌为主，国产品牌薇诺娜排名第七、自然堂第十、珀莱雅第十四。

■ **护肤行业：双 11 电商大促国际品牌表现靓丽，上市公司的品牌表现分化**

11 月，护肤品品牌销售额排名较上月变化较大，国际品牌主导前十榜单，前三由欧莱雅、雅诗兰黛和兰蔻等欧美品牌包揽，韩系、日系在前十中各占两席（韩系 whoo、雪花秀，日系 SK-II、资生堂），品牌力强+促销力度提升是国际品牌对消费者吸引力增强、销售表现靓丽的主要原因。本土品牌中仅薇诺娜和自然堂上榜，分别位列第 7、第 10。

图表 10：阿里全网护肤品行业前十大品牌销售额（2020 年 8~11 月）

排名	品牌（2020.08）	销售额（百万元）	品牌（2020.09）	销售额（百万元）	品牌（2020.10）	销售额（百万元）	品牌（2020.11）	销售额（百万元）
1	the history of whoo	388.10	l'oreal	315.74	l'oreal	315.91	l'oreal	2511.47
2	lancome	355.20	梵贞	301.92	lancome	285.56	estee lauder	2092.18
3	sk-ii	338.06	lancome	296.37	estee lauder	232.88	lancome	2003.69
4	estee laude	298.04	estee lauder	261.78	sk-ii	229.74	the history of whoo	1162.56
5	l'oreal	282.84	欧佩	245.81	自然堂	153.42	olay	1140.74
6	梵贞	231.79	sk-ii	239.51	欧佩	151.92	sk-ii	1096.46
7	la mer	175.03	the history of whoo	188.45	珀莱雅	148.09	薇诺娜	989.65
8	kiehl's	167.95	a.h.c	176.34	wis	145.62	shiseido	932.06
9	欧佩	161.08	kiehl's	161.42	a.h.c	130.36	sulwhasoo	842.02
10	御泥坊	135.50	la mer	159.77	la mer	126.58	自然堂	787.49

资料来源：国金证券研究所

1）国际品牌：总体靓丽，其中大众品牌中欧莱雅品牌、高端品牌中兰蔻表现突出：

国际大众品牌：欧莱雅品牌销售表现持续向好，11 月销售额同增 101%；悦诗风吟表现弱于去年同期，11 月销售额同降 8%。

国际高端品牌：重点发力双 11，折扣力度有所提升，如雅诗兰黛小棕瓶眼霜 5 折起、欧莱雅黑精华 4 折起、后天气丹礼盒 3 折起、资生堂红腰子精华 5 折起等。兰蔻、雅诗兰黛、SK-II 均有双位数增长，11 月同比分别增 63%、52%、35%，其中以兰蔻表现更为突出。

2）本土品牌：线上运营能力强的品牌（如薇诺娜、珀莱雅、润百颜等表现较优：

贝泰妮：主品牌薇诺娜表现突出，双 11 销售额同增 95%，11 月同增 104%，主要为明星产品舒敏特护霜贡献。

珀莱雅：主品牌双 11 销售额同增 52%，销售额前三分别为粉底液、双抗精华、红宝石精华，11 月同增 51%，销售额前三分别为神经酰胺面膜、烟酰胺面膜、粉底液，双抗精华、红宝石精华、双抗小夜灯眼霜分别销售近 11 万、11 万、近 5 万瓶；新品牌彩棠成长迅速，双 11 销售额同增 4743%，11 月同增 6575%。小品牌优资莱增速表现靓丽，11 月同比增 74%，其他自有品牌仍调整中。

华熙生物：旗下品牌销售额大多实现高速增长，其中润百颜双 11 销售额同增 128%，11 月销售额同增 125%，主要为次抛原液系列产品带动，其中 377 小灯管新品销售额第一；米蓓尔双 11 销售额同增 224%，11 月同增 173%，其中抖音美妆博主骆王宇（粉丝 672 万人）推荐单品销售贡献大；夸迪双 11 销售额同增 7521%，11 月销售额同增 5888%；肌活 11 月销售额同增 70%，主打成分，迎合当下消费理性、成分兴起的趋势。

御家汇：主品牌御泥坊 11 月销售表现较为亮眼，同比增 85%，其中氨基酸泥浆面膜贡献 38%天猫店铺销售额；小迷糊仍承压，同比降 14%。代理品牌城野医生双 11 销售额同增 9%，11 月销售额同增 4%，代理品牌强生销售额同增 23%，11 月销售额同增 34%。

壹网壹创：公司代运营品牌较多，国内外品牌均有，代理品牌表现分化，其中两大品牌百雀羚、Olay 11 月销售不及去年同期，分别同比降 28%、降 4%，其他品牌中国际品牌欧珀莱、雅顿表现较好，11 月同比分别增 53%、增 33%。

上海家化：玉泽表现靓丽，其他品牌仍承压。玉泽双 11 销售额同增 211%，11 月销售额同增 185%；佰草集双 11 销售额同降 43%，11 月销售额同降 43%。

丸美股份：主品牌双 11 销售额同降 28%，11 月销售额同降 16%，10、11 月降幅较 9 月收窄，显示公司线上渠道积极调整中，小红笔销量 5 万+、贡献店铺 18%销售额。

丽人丽妆：代理的雪花秀品牌表现靓丽，双 11 销售额同增 110%，11 月销售额同增 115%；芙丽芳丝 11 月同增 72%，兰芝同降 17%。

图表 11：护肤行业重点国内外品牌官方旗舰店 11 月销售额同比增速

品牌类型	所属公司	品牌	20年7月	20年8月	20年9月	20年10月	20年11月
阿里全网护肤品			43%	36%	17%	13%	36%
本土传统品牌	贝泰妮	薇诺娜	-13%	-46%	-1%	-25%	104%
	珀莱雅	珀莱雅	-34%	-42%	0%	99%	51%
		优资莱	-42%	-7%	104%	36%	74%
		韩雅	138%	-57%	-81%	-79%	-70%
		悦芙媞	-53%	-68%	-53%	-24%	10%
		悠雅	-94%	-97%	-95%	60%	-5%
		彩棠	-	-	-	-	6575%
	华熙生物	润百颜	867%	285%	198%	1206%	125%
		肌活	-	-	-	-	70%
		米蓓尔	591%	839%	621%	2080%	173%
		夸迪	14648%	30185%	19073%	14039%	5888%
	御家汇	御泥坊	195%	30%	33%	454%	85%
		小迷糊	42%	6%	-27%	-18%	-14%
	上海家化	佰草集	-42%	-26%	-35%	45%	-43%
		六神	-31%	3%	1%	68%	20%
		美加净	-8%	-19%	-18%	16%	-32%
		高夫	-33%	-29%	-36%	-10%	-8%
		玉泽	69%	77%	248%	265%	185%
		家安	-82%	-40%	13%	18%	263%
	丸美股份	丸美	-12%	-18%	-61%	-11%	-16%
	壹网壹创代运营	百雀羚	43%	-9%	-33%	63%	-28%
		美肤宝	46%	43%	47%	18%	-15%
		大宝	5%	-2%	-2%	1%	2%
		olay	29%	15%	-11%	54%	-4%
		雅顿	6%	75%	60%	312%	33%
		欧珀莱	-1%	30%	34%	388%	53%
	丽人丽妆代运营	雪花秀	-	-	-	-	115%
		芙丽芳丝	-	-	-	-	72%
		兰芝	-18%	7%	32%	-27%	-17%
	上海上美	韩束	58%	-31%	44%	10%	23%
		一叶子	143%	-31%	7%	214%	26%
	伽蓝集团	自然堂	-39%	16%	7%	159%	17%
	相宜本草	相宜本草	-3%	16%	7%	159%	17%
本土新锐品牌	蛋壳科技	HFP	59%	-1%	-16%	78%	-2%
国际大众品牌	欧莱雅	欧莱雅	17%	67%	42%	248%	101%
	爱茉莉太平洋（韩）	悦诗风吟	87%	43%	59%	173%	-8%
国际高端品牌	欧莱雅（法）	兰蔻	527%	-7%	100%	153%	63%
	雅诗兰黛（美）	雅诗兰黛	40%	52%	42%	-2%	52%
	资生堂（日）	SKII	10%	133%	38%	62%	35%

资料来源：国金证券研究所

3、行业公司动态

3.1、行业新闻

■ **完美日记母公司登陆纽交所，发布四大新计划**

据品观网 11 月 20 日报道：北京时间 11 月 19 日晚 10 时 30 分，逸仙电商正式登陆纽约证券交易所，股票代码“YSG”。此次逸仙电商的上市发行价为

10.5 美元/ADS（约合人民币 69 元），总计发行 5875 万股美国存托股票(ADS)，募资约为 6.17 亿美元（约合人民币 40.6 亿元）。

招股书显示，2020 年前三季度，公司总销售额为 38 亿元，同比增 70.2%，约为中国美妆市场同期零售额增速的 15.6 倍，净利润经调整后亏损 5 亿元。前三季度亏损主要原因为营销费用投入高，据招股说明书披露，今年前三季度，逸仙电商营销及推广费用占净收入的比重为 62.2%达到历史之最。

在 11 月 19 日的上市之夜媒体沟通会上，公司 CEO 黄锦峰等多位高管露面，集中披露了上市后的四大规划：

第一，营销上坚持投入、绝不退缩。完美日记经过三年投入，在某些品类上已经进入了盈利期，而新品牌小奥汀、完子心选还处于大投入、高速增长阶段。未来公司将继续围绕用户的核心需求，搭建更多社交场景，通过高效的触达、引导和服务，加强与消费者的粘性

第二，20%募资用于研发投入，建立护城河。高速推新，一直是完美日记在产品上的一大特色，但其研发投入则较为薄弱。2018 年~2020 年前三季度，公司研发费用分别为 0.03 亿元、0.23 亿元和 0.41 亿元，研发费用率的 0.5%、0.8%和 1.3%。公司正在筹划建设自有工厂，帮助提升企业产能和研发能力。招股书透露，募资金额的 20%将用于产品研发。

第三，开更多线下体验店，让门店成为打造品牌力的彩妆空间。2019 年，完美日记开始从线上转入线下，截至 2020 年前三季度，完美日记已经开出两百多家线下门店。按照规划，完美日记将于“2022 年开出 600 家门店”。据黄锦峰透露，公司从 2018 年开始筹划开店事宜，并邀请前悦诗风吟单品牌店操盘手冯琪尧担任逸仙电商新零售事业部总裁，专门负责线下体验店的布局。

第四，加速收购步伐，持续扩张品牌矩阵。2019 年以来，公司已先后收购彩妆品牌小奥汀、推出战略新品牌完子心选(Abby'schoice)，2020 年 10 月 30 日，再次出手收购法国 PierreFabre 集团旗下高端美妆品牌 Galénic。杨东皓透露，上市完成后，融资的另一用途就是持续扩张品牌矩阵，表示“未来还将借助市场计划，并购更多品牌”。

■ 凯淳股份过会成功，A 股美妆相关电商代运营或再“添一将”

据深交所创业板 11 月 24 日发布的 2020 年第 50 次审议会议结果公告：上海凯淳实业股份有限公司（凯淳股份）首发符合发行条件、上市条件和信息披露要求。此次凯淳股份过会成功，有望成为年内第三家成功登陆 A 股的美妆代运营商。

公司本次拟公开发行不超过 2000 万股，募集资金 5 亿元，其中 2.47 亿元用于品牌综合服务一体化建设项目，通过加强一体化服务体系的建设，扩张公司现有业务，以引入更多新品牌，降低对标杆客户的依赖性；其余 1.03 亿元和 1.5 亿元募集资金拟分别用于智能数字化技术支持平台建设和补充流动资金。

凯淳股份主营业务是为国内外知名品牌提供全渠道、全触点的电子商务服务以及客户关系管理服务，包括品牌线上销售服务、品牌线上运营服务、客户关系管理服务。其中，品牌线上销售服务占比较大。2019 年，上述三大业务的营收占比分别为 58.62%、22.46%和 18.92%。

美妆个护方面，联合利华、雅漾、欧莱雅小美盒、馥绿德雅等均是其主要合作客户。其中，雅漾、欧莱雅小美盒、馥绿德雅位居线上销售服务前五大客户之列，美妆品类也是该版块主要收入来源。

2017~2019 年，公司营收分别为 5.58 亿元、7.48 亿元和 7.7 亿元，年均复合增长率为 17.52%；2020H1，实现营收 3.79 亿元，同比增 12.11%。净利润方面，公司 2017~2019 年分别实现净利 0.62 亿元、0.70 亿元和 0.67 亿元，年均复合增速 3.95%；2020H1 净利润 0.39 亿元，同比增 23.00%。

■ 露华浓破产风波暂时平息，仍深陷业绩下滑泥潭

据新浪财经 11 月 16 日报道：公司在 11 月 10 日传出申请破产消息，据外媒消息，公司已与安迈企业谘询公司（Alvarez & Marsal）合作，为债权人不接受一项重组提议的情况下该公司可能申请破产做准备。美国东部时间 11 月 10 日 12 点 46 分，露华浓股票因为涨跌幅波动异常，而在上市交易所停牌。11 月 12 日，破产风波出现转机，公司与投资大亨卡尔·伊坎达成了协议，以帮助露华浓避免破产。

1932 年，露华浓在美国纽约创立，以指甲油起家，1940 年成为美国第二大化妆品生产商，1955 年正式宣告上市。目前露华浓旗下包括蜜丝佛陀、可伶可俐等大众熟知的美妆个护品牌 14 个，消费品品牌 21 家，足迹遍布 150 多个国家。

露华浓已多年处于亏损状态，深陷业绩泥潭。公司 2020Q2 实现净销售额 3.48 亿美元，同比降 39%；净亏损 1.27 亿美元，上年同期净亏损 6370 万美元，亏损同比继续扩大。截至今年 6 月 30 日，露华浓总负债额达到 45.48 亿美元（约合人民币 301 亿元），比去年底扩大了 20 余亿元。

露华浓于 1962 年进入国内市场，在直营与代理商制度并举之下，陆续在全国省会城市布局了 50 多家专柜，曾在中国市场辉煌一时。但在半个世纪后，随着产品、渠道、营销等方面全面溃败，露华浓曾于 2013 年选择暂别中国市场。 定位不清、不接地气、产品老化等问题仍为目前露华浓在华销售不振的原因。

■ 拉芳家化收购 VNK，切入彩妆赛道

据财联社 2020 年 11 月 23 日报道：拉芳家化成为上海诚儒电子商务有限公司控股股东，持有后者 51%的股权，正式收购后者旗下彩妆品牌 VNK。

国产美妆品牌 VNK 成立于 2016 年，主要为用户提供轻欧美风格的口红、眼影、眉笔三大品类产品。目前品牌已布局天猫、京东、小红书、蘑菇街、唯品会等线上渠道，线下已进驻 WOW COLOUR 彩妆集合店。品牌爆款 VNK 方糖口红月均销量近 10 万支，唇釉、粉底液、毛蛋联名星耀盘眼影等亦为爆款产品。

拉芳家化副总经理、董秘张晨在接受财联社记者采访时表示“这是公司首次将版图拓展至彩妆领域，未来将服务更多年轻消费者。公司从洗护、护肤再到彩妆推进多品牌战略，VNK 就是其中首个彩妆品牌”。

3.2、公司动态

图表 12：上市公司公告

上市公司	公告时间	关键字	公告内容
珀莱雅	11 月 10 日 11 月 17 日	限售股解禁、大股东减持	公司有 13791 万股首次公开发行限售股锁定期期满，将于 2020 年 11 月 16 日上市流通，占公司总股本 68.57%。公司董事兼总经理方玉友先生拟通过集中竞价或大宗交易的方式，减持其所持有的公司股份不超过 804.47 万股（占总股本 4.00%），减持期间为自 2020 年 12 月 1 日起的 6 个月内。
丸美股份	11 月 13 日	股票激励计划	激励计划拟授予限制性股票数量 102.26 万股（占总股本 0.26%），其中首次授予 86.26 万股（占总股本 0.22%），授予价格为每股 32.53 元。首次激励对象总人数为 67 人，覆盖董事、高级管理人员、中层管理人员及核心骨干。
青岛金王	11 月 14 日	大股东减持	合计持有公司股份 5590 万股（占总股本 8.09%）的股东新能联合、中植产投计划在公告发布之日起十五个交易日后的六个月内以集中竞价方式或大宗交易方式减持公司股份合计不超过 4145 万股（占本总股本 6%）。
上海家化	11 月 17 日	股票激励计划	公司以 2020 年 11 月 16 日为激励计划的首次授予日，以 19.57 元/股向符合条件的 139 名激励对象授予 700.30 万股限制性股票。
壹网壹创	11 月 24 日	兼并收购	公司以现金支付的方式收购浙江速网电子商务有限公司 19.8255%的股权，本次交易涉及金额为人民币 1.26 亿元。

资料来源：wind，国金证券研究所

4、行业估值与投资建议

4.1、行业估值

从估值情况来看，美妆公司历史均值（PE_TTM，自 19 年初以来，下同）为 71 倍、个护公司历史均值为 80 倍、代运营商历史均值为 62 倍、生产商历史均值为 17 倍、渠道商历史均值 3.6 倍。

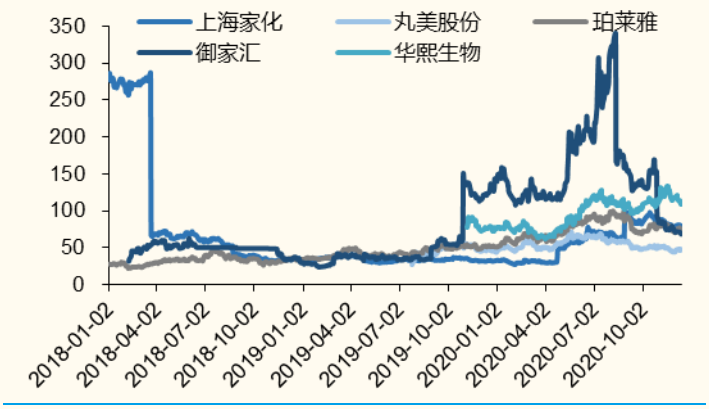
当前美妆、个护公司、代运营商、生产商最新估值水平（2020 年 12 月 11 日的动态市盈率）分别为 76 倍、77 倍、48 倍、22 倍，其中美妆估值高于历史平均水平，个护、代运营商、生产商估值低于历史平均水平，而渠道公司青岛金王因净利润为负而不适用于 PE 估值指标。

图表 13：化妆品公司估值表

公司名称	收盘价	EPS				PE				3年CAGR	PEG	市值
		19	20E	21E	22E	19	20E	21E	22E		20E	（亿元）
美妆品牌商												
珀莱雅	162.00	1.95	2.40	3.17	3.99	45	68	51	41	26.90%	2.51	326
丸美股份	58.58	1.28	1.41	1.70	1.97	47	42	34	30	15.34%	2.71	235
华熙生物	138.28	1.22	1.39	1.89	2.53	113	99	73	55	27.52%	3.61	664
上海家化	37.95	0.82	0.60	0.96	1.12	37	63	40	34	10.88%	5.82	257
御家汇	15.20	0.07	0.26	0.44	0.58	143	58	35	26	106.13%	0.55	62
平均	-	-	-	-	-	**77**	**68**	**50**	**40**	**20.16%**	**3.66**	**370**
个护品牌商												
拉芳家化	18.85	0.22	-	-	-	86	-	-	-	-	-	43
名臣健康	38.50	0.36	-	-	-	107	-	-	-	-	-	47
平均	-	-	-	-	-	**97**	-	-	-	-	-	**159**
代运营商												
壹网壹创	117.18	1.52	2.45	3.23	4.19	77	48	36	28	40.30%	1.19	169
丽人丽妆	31.38	0.79	0.82	0.99	1.18	-	38	32	27	14.31%	2.67	126
平均	-	-	-	-	-	**77**	**48**	**36**	**28**	-	**1.19**	**185**
生产商												
青松股份	20.45	0.88	1.02	1.15	1.33	23	20	18	15	14.88%	1.35	106
渠道商												
青岛金王	3.83	0.03	-	-	-	157	-	-	-	-	-	26

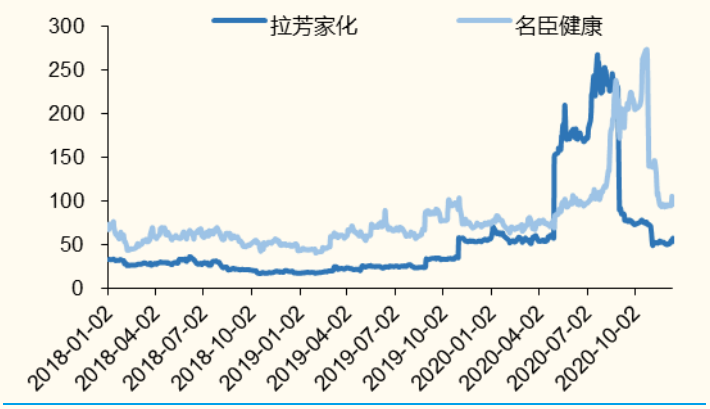
资料来源：wind，国金证券研究所
注：1）本表收盘价日期为 2020 年 12 月 11 日；
2）本表中上海家化、珀莱雅、丸美股份、青松股份盈利预测为国金证券预测，华熙生物、御家汇、壹网壹创、丽人丽妆盈利预测为 Wind 一致预期。

图表 14：美妆公司 19 年以来 PE 估值（TTM，更新至 2020/12/11）



资料来源：wind，国金证券研究所

图表 15：个护公司 19 年以来 PE 估值（TTM，更新至 2020/12/11）



资料来源：wind，国金证券研究所

图表 16：代运营商 19 年以来 PE 估值（TTM，更新至 2020/12/11）



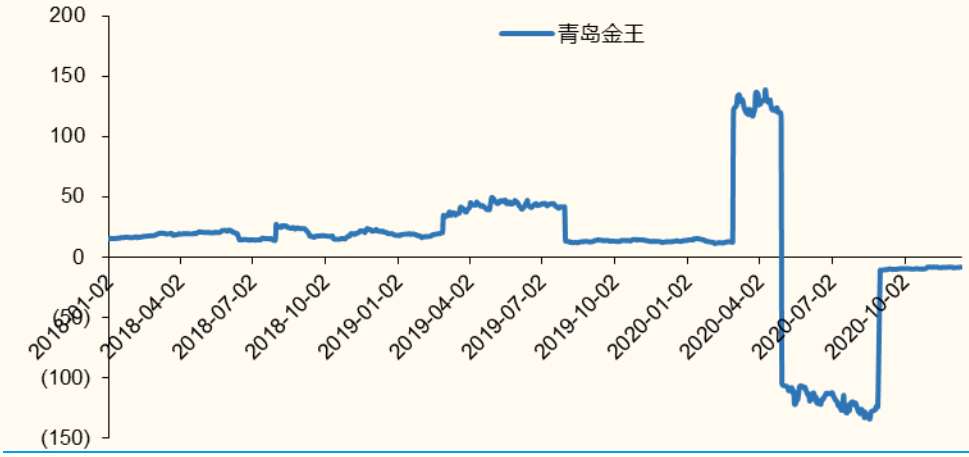
资料来源：wind，国金证券研究所

图表 17：生产商 19 年以来 PE 估值（TTM，更新至 2020/12/11）



资料来源：wind，国金证券研究所

图表 18：渠道商 19 年以来 PE 估值（TTM，更新至 2020/12/11）



资料来源：wind，国金证券研究所

4.2、投资建议

10 月终端零售继续修复，化妆品自 3 月以来持续回暖，10 月其零售额同增 18.30%，增速较去年同期提升 12.10PCT，高于总体零售额增速 11.10PCT、景气度仍高于其他品类。

11 月线上继续引领化妆品成长，阿里全网化妆品零售额同增 35%，其中护肤、彩妆、美发护发等销售额分别同比增 368%、增 27%、增 50%。

品牌排名来看，国际品牌发力双 11、排名靓丽：国际品牌双 11 折扣力度大，如雅诗兰黛小棕瓶眼霜 5 折起、欧莱雅黑精华 4 折起、后天气丹礼盒 3 折起、资生堂红腰子精华 5 折起等。天猫双 11 美妆前十榜单继续以国际中高端及高端品牌为主，其中雅诗兰黛、欧莱雅、兰蔻等欧美品牌总体排名靠前，SK-II、后等日韩品牌靠后，高端品牌雅诗兰黛占据榜首，国产品牌仅薇诺娜进入前十。国际品牌双 11 销售助力 11 月全月表现，前十品牌亦以国际品牌为主，国产品牌薇诺娜排名第七、自然堂第十、珀莱雅第十四。

重点上市公司品牌 11 月销售额增速表现继续分化：1） 贝泰妮：薇诺娜同增 240%，主要为明星产品舒敏特护霜贡献。2） 珀莱雅：主品牌同增 51%，销售额前三分别为神经酰胺面膜、烟酰胺面膜、粉底液；彩棠同增 6575%。3）御家汇：主品牌持续修复，11 月销售额同增 85%，其中氨基酸泥浆面膜贡献 38%天猫店铺销售额。代理品牌城野医生、强生增长稳健。4） 华熙生物：润百颜同增 125%，主要为次抛原液系列产品带动，其中 377 小灯管新品销售额第一；米蓓尔同增 173%，其中抖音美妆博主骆王宇（粉丝 672 万人）推荐单品销售贡献大；夸迪同增 5888%；肌活同增 70%，主打成分，迎合当下消费理性、成分兴起的趋势。5）上海家化：玉泽表现靓丽、同增 185%，其他品牌仍承压。6）丸美股份：主品牌同降 16%，降幅较 9 月收窄，显示公司线上渠道积极调整。7） 壹网壹创：代理品牌表现分化，其中百雀羚同降 28%、伊丽莎白雅顿同增 33%、欧珀莱同增 53%、Olay 下降 4%、宝洁同降 45%。8）丽人丽妆：代理的雪花秀品牌表现靓丽，同增 115%；芙丽芳丝同增 72%，兰芝同降 17%。

消费升级，化妆品行业景气，其中功效性护肤品及彩妆等为细分景气赛道。行业成长带来全产业链投资机会，其中品牌商主导产业链价值，优选景气赛道品牌运营能力强的品牌商，推荐关注**贝泰妮、珀莱雅、华熙生物、御家汇**等。

5、风险分析

疫情或有反复；终端消费疲软、影响化妆品公司业绩。

公司投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；

增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；

中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；

减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号嘉里建设广场 T3-2402