



商贸零售行业研究

买入（维持评级）

行业年度报告

证券研究报告

商贸零售组

分析师：罗晓婷（执业 S1130520120001）

luoxiaoting@gjzq.com.cn

从品牌到原料，“新”国货硬核崛起

原料：国产头部厂商市占率提升，“中国成分”重组胶原蛋白扬帆破浪

- 防晒剂：全球市场持续扩大，科思股份凭借产能优势&敏锐反应能力迅速抢占市场份额，首推科思股份
- 重组胶原蛋白：高景气细分赛道、商业化加速，推荐在研管线丰富+产业化能力领先+望率先获批械III的巨子生物/锦波生物
- ✓ 参考玻尿酸发展路径，先后经历动物提取-生物发酵提取（18年华熙注射级玻尿酸原料出厂价11万/公斤）-交联技术，应用范围不断扩大。据沙利文，21年中国玻尿酸护肤（含敷料）市场零售额193亿元、发展相对成熟；玻尿酸医美填充剂终端零售217亿元，出厂口径63亿元、22~30年复合增24%至443亿元。
- ✓ 当前重组胶原蛋白多肽、单链已实现量产，在护肤（妆字号）/水光（械III）/头皮抗衰（械II）/私密健康（械II）等领域已开启商业化。21年我国重组胶原功效护肤/医用敷料零售额46/48亿元、17~21年CAGR52.8%/92.2%。未来重组胶原继续突破三螺旋、四级空间结构、自交联等技术后，有望向填充、再生材料等应用领域进一步延伸。
- ✓ 投资建议：当前重组胶原蛋白技术已取得一定突破，短期护肤&医美领域商业化速度最快、利润空间可观，中长期看好研发能力优秀、在研产品丰富、有望率先获批械III的中游厂商，推荐巨子生物/锦波生物。

美妆品牌商：新国货崛起是长期趋势，坚守集团化龙头，掘金二线改善标的

- ✓ 行业总体偏淡、成长性减弱，大促提振效果有限；美容护理板块自3月以来总体下跌、行情表现不佳，主要系β红利减弱+消费预期较弱下估值下行。1-11M23化妆品零售额同比+4.7%（复合21年同期增0.72%）。淘系增长继续承压、1-10M23护肤+彩妆销售额同比-12%（较20年/21年24.1%/8.7%的增速显著放缓），延续22年趋势（销售额同比-14%）；抖音同比+74%、延续高增态势。新营销方式（定制短剧等）带来出圈机会，大单品矩阵&组织能力是品牌长期持续增长的胜负手。
- ✓ 护肤：21年来新国货崛起趋势明显，竞争从单一要素演变至综合能力，比拼得是公司产品开发、配方研发、精细化运营、品牌力、产品力等多维能力，薇诺娜、珀莱雅等品牌不断追赶国际品牌，2021-2022年我国护肤市场国货品牌市场份额由25.4%提升至26.1%。分平台，天猫平台国货龙头突出重围、完成从“追赶”到“领跑”的跃迁；抖音平台国际品牌发力、排名中枢上移，国货品牌中韩束、珀莱雅稳居前列。
- ✓ 彩妆：国货品牌激流勇进，看好在底妆类目突围。2018年来我国彩妆市场中国货品牌市占率加速提升，至21年市场份额提升至29.4%，主要系以完美日记为代表的时尚快消品牌+以花西子为代表的国风品牌借力直播渠道红利快速崛起，色彩类产品受社交场景减少表现偏弱、22年国货品牌市场份额略有下降至27%，但底妆占优的化妆品IP、时尚品牌如毛戈平、彩棠、恋火等表现高速增长。毛戈平底妆优势显著、护肤崛起，关注其上市进度。
- ✓ 投资建议：渗透速度放缓，新国货崛起是长期趋势，龙头领跑、二线标的细分赛道突围。关注两条投资主线，集团化龙头（珀莱雅）&二线改善标的（福瑞达等）。

黄金珠宝：基本面关注金价走势及龙头集中，稳健投资风格仍获偏好

- ✓ 国货龙头抓住黄金产品消费热潮&持续渠道扩张，市占率呈提升趋势，2016-2023年我国黄金珠宝市场国货品牌市场份额由19.8%提升至33.9%。金价高位短期影响投资和消费情绪，金价中长期上行预期下消费者观望情绪逐步淡化。头部预计24年普遍回归稳健增长，开店稳步拓展+产品持续升级+单店优化为主要驱动因素。

风险提示

新品/营销/抖音渠道发展不及预期，客户流失带来短期业绩波动；加盟拓展/终端零售不及预期，金价波动



内容目录

1、原料：国产头部厂商市占率提升，“中国成分”重组胶原蛋白扬帆破浪	5
1.1、防晒剂：全球市场持续扩大，科思股份凭借产能优势&敏锐反应能力迅速抢占市场份额.....	5
1.2、重组胶原蛋白：商业化提速，“中国成分”扬帆破浪	6
1.2.1、胶原蛋白性能优越、重组技术揭开黄金时代.....	6
1.2.2、发展路径：护肤领航、医美起量，生物材料/组织工程领域大有可为.....	9
1.2.3、重组胶原蛋白注射剂空间几何？	11
1.2.4、投资建议：推荐业绩确定性强&成长性优的锦波生物/巨子生物.....	12
2、美妆品牌商：新国货崛起是长期趋势，坚守集团化龙头、掘金二线改善标的.....	13
2.1、基本面回顾：行业总体偏淡、成长性减弱，抖音红利仍在.....	13
2.2、竞争格局：新国货崛起是长期趋势.....	14
2.2.1、护肤：竞争向品牌/产品/运营/研发等综合能力升维，国货品牌发力赶超.....	14
2.2.2、彩妆：国货品牌激流勇进，看好在底妆类目突围.....	17
2.3、板块回顾：分化加剧，龙头珀莱雅表现亮眼.....	21
2.4、行情回顾：板块表现处下游，大促提振效果有限.....	21
2.5、看好新营销、大单品矩阵带来的成长机遇.....	22
2.5.1、新营销：微短剧异军突起.....	22
2.5.2、从大单品到大单品矩阵.....	23
2.6、投资建议：坚守集团化龙头，挖掘二线成长标的.....	24
2.6.1、投资主线一：头部品牌集团化运作确定性强——珀莱雅.....	24
2.6.2、投资主线二：二线改善标的.....	24
3、黄金珠宝：基本面关注金价走势及龙头集中，稳健投资风格仍获偏好.....	26
3.1、基本面回顾：1H23 黄金饰品量价齐升，高基数下 Q3 金银珠宝类社零增速走低.....	26
3.2、国货龙头抓住黄金产品消费热潮&持续渠道扩张，市占率呈提升趋势.....	27
3.3、投资建议：推荐稳健标的的老凤祥/潮宏基.....	28
4、风险提示.....	29
4.1、化妆品.....	29
4.2、黄金珠宝.....	30

图表目录

图表 1： 全球防晒剂市场持续扩大	5
图表 2： 预计 22-27 年我国防晒化妆品市场规模 CAGR 为 9.6%	5



图表 3:	22 年科思防晒剂销量市占率 28.7%、较 21 年大幅提升 8.4PCT.	5
图表 4:	防晒剂新老品 Q3 扩产备战 Q4 旺季.	6
图表 5:	科思股份盈利预测.	6
图表 6:	国内重组胶原蛋白头部厂商.	7
图表 7:	不同种胶原蛋白具有不同的序列、结构、功能和用途.	8
图表 8:	与动物源胶原蛋白相比, 重组胶原蛋白水溶性更好、可加工性能更强、产品品质更容易控制.	8
图表 9:	透明质酸供给端突破引领应用端加速渗透和应用范围不断扩大.	9
图表 10:	胶原蛋白在美丽健康领域的应用.	9
图表 11:	21 年我国重组胶原蛋白医用敷料市场规模 48 亿元、预计 22-27 年 CAGR 28.8%.	10
图表 12:	21 年我国重组胶原蛋白功效护肤市场规模 46 亿元、预计 22-27 年 CAGR 55%.	10
图表 13:	重组胶原蛋白成分处于概念普及期、目前布局品牌相对较少.	10
图表 14:	预计 24-25 年重组胶原蛋白迎三类械获证高峰期.	11
图表 15:	重组胶原蛋白在抗衰医美领域具有潜力.	12
图表 16:	锦波生物拥有市场上唯二的重组人源化胶原蛋白三类证, 前瞻布局私密抗衰+XVII 型重组胶原蛋白.	13
图表 17:	巨子生物在研 4 种肌肤焕活产品.	13
图表 18:	1-11M23 化妆品类零售额同比+4.7% (复合 21 年同期增 0.72%), 总体表现偏弱.	14
图表 19:	化妆品/服装/金银珠宝类零售额累计同比增速.	14
图表 20:	淘系+抖音护肤&彩妆同比增个位数, 延续 22 年趋势, 较 20/21 年放缓.	14
图表 21:	抖音护肤+彩妆体量逐步比肩淘系.	14
图表 22:	我国护肤市场 21 年来新国货崛起趋势明显.	15
图表 23:	2018 年来新国货品牌薇诺娜、珀莱雅市占率持续提升.	15
图表 24:	历年双十一美妆店铺销售前十品牌.	16
图表 25:	国际品牌发力抖音、排名中枢上移, 国货品牌中韩束、珀莱雅稳居前列.	17
图表 26:	预计 2027 年我国彩妆市场规模 779 亿元, 5 年 CAGR 为 7%.	17
图表 27:	22 年受疫情反复、社交场景减少, 我国彩妆细分类目均出现下降.	17
图表 28:	我国面部彩妆占比最高、22 年占比 50%.	18
图表 29:	2022-2027E 我国面部彩妆复合增速 8.6%、细分类目中最高.	18
图表 30:	2018 年来国货彩妆品牌在国内市占率加速提升、22 年略有下降.	18
图表 31:	我国彩妆市场 2018-2021 年集中度提升、22 年集中度下降.	18
图表 32:	底妆占优的品牌 (如 YSL、毛戈平、Nars 等) 市占率自 2018 年持续提升.	19
图表 33:	完美日记、花西子 22 年市占率下降, 彩棠/毛戈平提升.	19
图表 34:	彩棠、恋火营收 21 年来高速增长.	19
图表 35:	20 年我国百货商场渠道高端彩妆品牌排名.	20
图表 36:	发力线上, 22 年猫旗/抖音小店占毛戈平品牌总收入的 19%/12%.	20
图表 37:	毛戈平品牌 20-22 年护肤收入 CAGR 为 60.43%.	20



图表 38: 毛戈平品牌 22 年护肤收入占比 43%	20
图表 39: 1-11M23 毛戈平天猫旗舰店 GMV 同比增 60%左右	21
图表 40: 1-10M23 毛戈平天猫旗舰店鱼子酱气垫&涂抹面膜销售出色	21
图表 41: 龙头珀莱雅表现亮眼, 1-3Q 营收同比+32.5%	21
图表 42: 业绩分化加剧, 龙头珀莱雅 1-3Q 归母净利润同比+50.6%	21
图表 43: 美容护理板块自 3 月来总体下跌、表现弱于大盘	22
图表 44: 板块对比, 美容护理板块处下游	22
图表 45: 个股涨少跌多, 边际改善标的水羊股份/福瑞达、龙头珀莱雅表现相对较好	22
图表 46: 美妆品牌微短剧营销势起	23
图表 47: 韩束在姜十七短剧中的露出	23
图表 48: 珀莱雅产品在短剧中的露出	23
图表 49: 部分大单品 23 年双十一天猫旗舰店销售出现下降	24
图表 50: 珀莱雅盈利预测	24
图表 51: 丸美股份盈利预测	25
图表 52: 福瑞达盈利预测	25
图表 53: 水羊股份盈利预测	26
图表 54: 1-11M23 金银珠宝类社零增速 11.9%	26
图表 55: 金银珠宝类社零领跑可选消费	26
图表 56: 黄金产品 H1 量价齐升, Q3 价增驱动占主导、量微降	27
图表 57: 金价攀升高位	27
图表 58: 1-3Q 黄金珠宝板块营收/利润增速靓丽	27
图表 59: 我国黄金珠宝市场国货品牌市占率持续提升	28
图表 60: 我国黄金珠宝公司门店数量持续扩张	28
图表 61: 主要黄金珠宝国货品牌市占率持续提升	28
图表 62: 受益金价上行, 老凤祥 Q3 业绩超预期、归母净利润同比+49%	29
图表 63: 潮宏基盈利预测	29



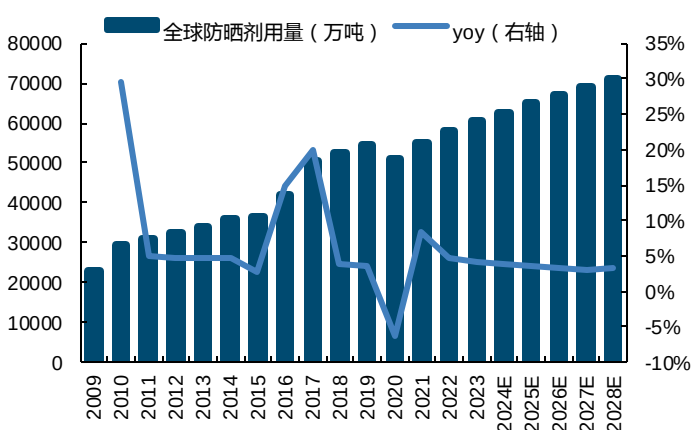
1、原料：国产头部厂商市占率提升，“中国成分”重组胶原蛋白扬帆破浪

1.1、防晒剂：全球市场持续扩大，科思股份凭借产能优势&敏锐反应能力迅速抢占市场份额

全球防晒剂市场持续扩大，据欧睿数据，2023 年全球防晒剂市场规模约 6 万吨、至 2028 年达 7.12 万吨，5 年复合增速 3.4%，年均绝对值增加 2000 吨+。除传统防晒霜、防晒喷雾领域，防晒剂在气垫、隔离、粉底液、唇膏等品类应用范围和渗透率不断提升。

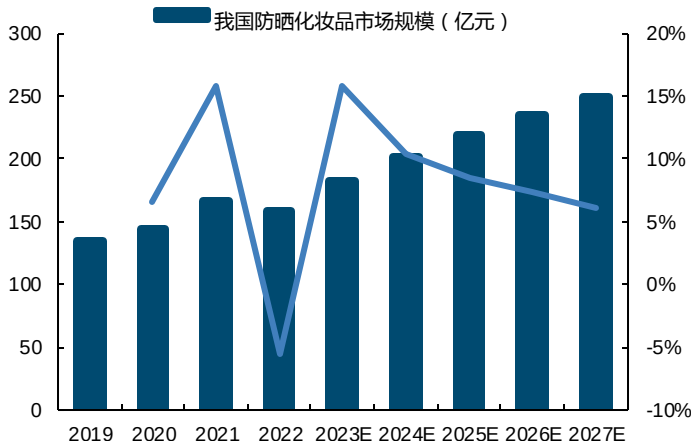
我国防晒化妆品渗透率仍有提升空间，预计 22-27 年我国防晒化妆品市场规模 CAGR 为 9.6%、至 27 年达 249 亿元。

图表1：全球防晒剂市场持续扩大



来源：欧睿数据，国金证券研究所

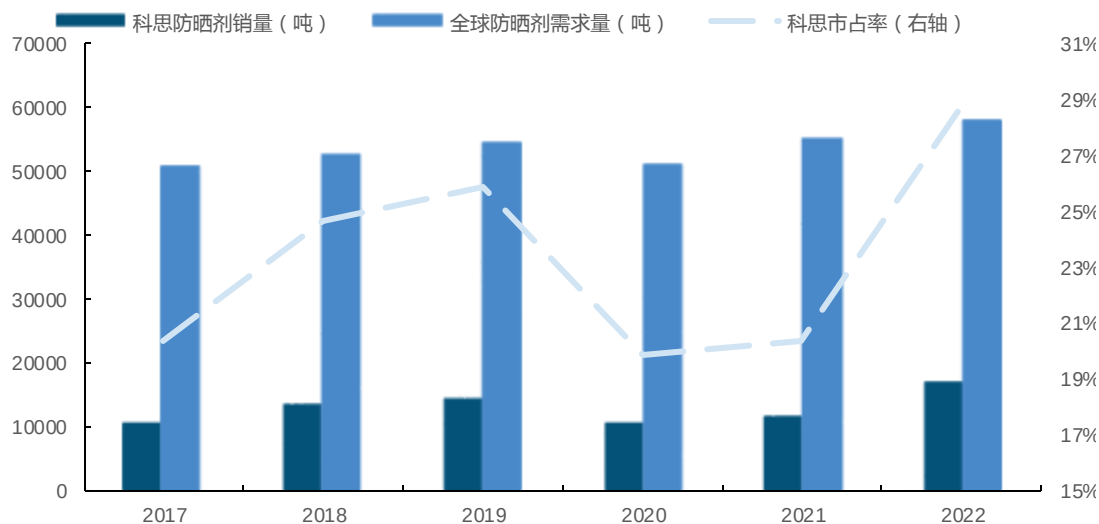
图表2：预计 22-27 年我国防晒化妆品市场规模 CAGR 为 9.6%



来源：欧睿数据，国金证券研究所

22 年巴斯夫欧洲能源危机下开工率不足、供给下降，国内厂商把握时机，凭借产能优势&敏锐的反应能力迅速抢占市场份额，产能加速释放。根据欧睿数据和科思股份公告，22 年科思防晒剂销量市占率 28.7%、较 21 年大幅提升 8.4PCT。

图表3：22 年科思防晒剂销量市占率 28.7%、较 21 年大幅提升 8.4PCT



来源：欧睿数据，科思股份公告，国金证券研究所

防晒剂新老品 Q3 扩产备战 Q4 旺季，个护原料新品 24 年望贡献可观收入及净利。展望 Q4，旺季 PS/EHT/PA 等防晒剂新品继续放量，去屑剂 P0 大客户（宝洁、联合利华等）验证有序推进中、Q4 望开始逐步出货。随产能逐步释放、协同深化合作现有大客户/开拓小客户，24 年个护原料新品望快速起量、防晒剂新品进一步放量。

防晒剂老品景气持续，公司拟在马来西亚扩产 1w 吨产能主要以防晒剂老品为主，预计 25



年下半年预计正式供应产品。

图表4：防晒剂新老品 Q3 扩产备战 Q4 旺季

分类	产品	产品介绍	产能	产能扩张节奏
防晒剂老品	阿伏苯宗（AVB）	主要的紫外线UVA防晒剂，可以吸收UVA320~400nm波段，几乎不吸收可见光，具有吸收率高、无毒、无致畸，存在光稳定性不足的缺陷	5000吨	原有产能2000吨，IPO项目扩产2000吨（20年10月投产），3Q23再扩产1000吨
	奥克立林（OCT）	能同时吸收UVA和UVB，是美国FDA批准的I类防晒剂，在美国和欧洲使用率较高	3000吨	上市前原有产能
	对甲氧基肉桂酸异辛酯（OMC）	UVB区紫外线的良好吸收剂，能有效防止UVB290~320nm的紫外线	3000吨	上市前原有产能
	原膜散酯（HMS）	紫外线UVB防晒剂，为无色透明液体，不溶于水，可吸收UVB295~315nm波段的紫外线，适合抗水配方	4000吨	上市前原有产能
	水杨酸异辛酯（OS）	较弱的紫外线UVB防晒剂，可以吸收UVB 280~320波段，但相对于其他大多数防晒剂较安全，毒性较小，而且廉价	3000吨	上市前原有产能
防晒剂新品	EHT	新型广谱防晒剂，既可吸收 UVB 段紫外线，又可吸收UVA段紫外线，是目前市售 UVB 吸收能力最强的油性防晒剂	2000吨	3Q21投产1000吨，3Q23再扩产1000吨
	PA	新型的 UVA 紫外线吸收剂，紫外吸收波段和阿伏苯宗相近，且存在光化学稳定性好、复配性佳等特点，对紫外线产生的自由基有很强的防护效果	1500吨	1H22投产500吨，3Q23再扩产1000吨
	PS	新型广谱紫外线吸收剂，兼具吸收 UVA 和 UVB 功能，具有脂溶性和较高的光稳定性，搭配其他防晒剂使用可以显著增强 SPF 值	2000吨	原有产能500吨、22Q4扩产500吨，4Q23扩产1000吨
	PM	高效的广谱紫外线吸收剂，同时拥有与无机防晒剂类似的颗粒产品形式，在防晒配方中也会表现出物理防晒剂的吸收和散射紫外线的特性	500吨	-
物理防晒剂	二氧化钛	两种物理防晒剂之一	2000吨	22年末投产
个护原料	PO	去屑剂、替代ZPT	3000吨	3Q23投产
	氨基酸表活	-	1.28万吨	3Q23投产
	卡波姆	增稠剂	2000吨	预计24年初投产

来源：科思股份招股书，公司公告，国金证券研究所

长期的技术积累、深厚的大客户资源，敏锐的市场洞察力、出色的选品能力，严格的质控和安全体系等核心竞争力筑造壁垒，看好中长期成长性。预计 23-25 年归母净利润 7.5/9/9.96 亿元、同比+93%/+20%/+11%，对应 23-25 年 PE 14/11/10 倍，维持“买入”评级。

图表5：科思股份盈利预测

项 目	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	1,008	1,090	1,765	2,700	3,580	4,300
营业收入增长率	-8.35%	8.13%	61.85%	52.99%	32.59%	20.11%
归母净利润（百万元）	163	133	388	750	900	996
归母净利润增长率	6.35%	-18.72%	192.13%	93.32%	19.96%	10.68%
摊薄每股盈利（元）	1.448	1.177	2.292	4.43	5.32	5.88
净资产收益率	11.08%	8.36%	19.95%	24.13%	28.28%	25.35%
市盈率（倍）	37.68	53.67	22.75	13.76	11.47	10.36
市净率（倍）	4.18	4.49	4.54	3.32	3.24	2.63

来源：科思股份公司公告，国金证券研究所（注：股价更新至 12 月 22 日）

1.2、重组胶原蛋白：商业化提速，“中国成分”扬帆破浪

1.2.1、胶原蛋白性能优越、重组技术揭开黄金时代

国内重组胶原蛋白技术&产业化处于全球领先水平，头部厂商主要包括巨子生物、锦波生物、创健医疗、聚源生物等，暂未跑出绝对龙头。其中，锦波生物、创健医疗、聚源生物、东万生物等均布局原料、OEM 代工以及自主品牌。


图表6：国内重组胶原蛋白头部厂商

公司	表达体系	业务布局	胶原蛋白类型	胶原蛋白注册产品	管理类别	TO-C 品牌
巨子生物	毕赤酵母菌、酿酒酵母菌、大肠杆菌	原料（100%自用）+自主品牌（功效护肤品+二类医用敷料）	重组 I 型、II 型、III 型胶原蛋白、mini 小分子重组胶原蛋白肽	8 款	二类	可复美/可丽金等
锦波生物	毕赤酵母菌、大肠杆菌	原料+OEM+自主品牌（三类植入剂产品、医用敷料、功能性护肤品）	重组 I 型、III 型、XVII 型人源化胶原蛋白	35+款	二类、三类	薇旎美、重源、兰蜜等
创健医疗	酵母菌	原料+OEM+自主品牌（二类医用敷料）	重组 I 型、II 型、III 型、XVII 型胶原蛋白、重组小分子胶原蛋白（5kDa）	15+款	二类	悦白之己
聚源生物	毕赤酵母菌	原料+OEM 代工（医疗美容、功能性护肤）+自主品牌	主要原料产品是 III 型重组人源化胶原蛋白，正在拓展 I 型、IV 型、VII 型胶原管线	7 款	二类	科媛氏、蒂美生、
东万生物（合作江苏吴中）	CHO 细胞	原料+代工+自主品牌（二类医用敷料）	重组 I、II、III、IV 型、X 型、XVII 型	5 款	二类	思格肤
丸美股份	-	自主品牌（二类医用敷料+化妆品）	重组双胶原（I+III 型）	-	-	丸美（双胶原系列）
纳科生物（合作福瑞达）	-	原料+代工（二类医疗器械+化妆品）	拥有 I 型、III 型、V 型、VI 型和 XVII 型等多型别的重组胶原蛋白	-	-	-

来源：国家药品监督管理局，36 氪，各公司官网，国金证券研究所（注：创健医疗拥有创健医疗与青海创铭工厂）

胶原蛋白是多细胞动物细胞外基质（ECM）的主要成分，提供物理性的支架结构，促进细胞的增殖（多肽）、分化（多肽）、迁移、参与信号传递（需具有三级、四级空间结构）等，促进组织修复再生、抗氧化（清理自由基）、美白、止血等功效。

人体成分有 16%左右是蛋白质，而蛋白质中又有 30%~40%属于胶原蛋白，主要存在的部位有结缔组织、皮肤、肌肉、骨骼、牙齿、内脏（如胃、肠、心肺、血管与食道）、韧带、巩膜与眼睛等组织器官。

依据氨基酸序列和功能的差异，胶原蛋白共分为 28 种亚型，全方位参与人体组织器官的修复和再生。


图表7：不同种胶原蛋白具有不同的序列、结构、功能和用途

型别	组织分布	功能用途
纤维状胶原 I、II、III、V、XI	肌腱、韧带、骨头、角膜、肺、网状纤维、皮肤、玻璃体和软骨等	诱导组织再生，软骨修复和关节炎治疗、止血和组织密封剂、角膜治疗、骨关节炎治疗等
基底膜胶原 IV	基底膜	细胞培养附着增强剂、糖尿病肾病指标等
微纤维 VI	真皮、胎盘、肺、软骨、椎间盘	止血等
锚定 VII	口腔粘液、子宫颈、真皮和表皮连接、皮肤	皮下注射治疗营养不良大疱性表皮松解
纤维结合胶原 IX、XII、XIV、XIX、XX、XXI	角膜、软骨、玻璃体、肌腱、软骨膜、韧带、血管壁、胎盘、肝脏、真皮、肺、胚胎皮肤、肌腱	有的与 II 型胶原共分布与软骨和玻璃体；有的位于基底膜区，表现出抗血管增生；有的受血小板刺激表达，有助于血管生成。
跨膜胶原 XIII、XVII	毛囊、肠、肝、真皮和表皮连接、表皮和肺	影响骨形成和机械力；参与炎症反应和血管生成；稳定上皮细胞对细胞的黏附周围的细胞外基质；它对牙齿有重要作用形成
多重中断胶原 XV、XVI、XVIII	肾脏、平滑肌细胞、成纤维细胞和胰腺、角质化细胞和成纤维细胞、肝脏和肺	与 I 型和 III 型桥接形成条纹纤维；某些疾病的靶标和指标；视网膜结构和神经管闭合方面起着重要作用

来源：2023 年中国生物材料大会《重组人源化胶原蛋白行业标准解读》，国金证券研究所

相较动物源胶原蛋白，重组胶原蛋白具有生物活性及生物相容性更高、免疫原性更低、漏检病原体隐患风险更低、水溶性更佳、无细胞毒性以及可进一步加工优化等固有优势。此外，重组胶原蛋白的变性温度在 72℃ 以上，远高于动物源胶原蛋白的 40℃，因此更容易运输和储存。

图表8：与动物源胶原蛋白相比，重组胶原蛋白水溶性更好、可加工性能更强、产品品质更容易控制

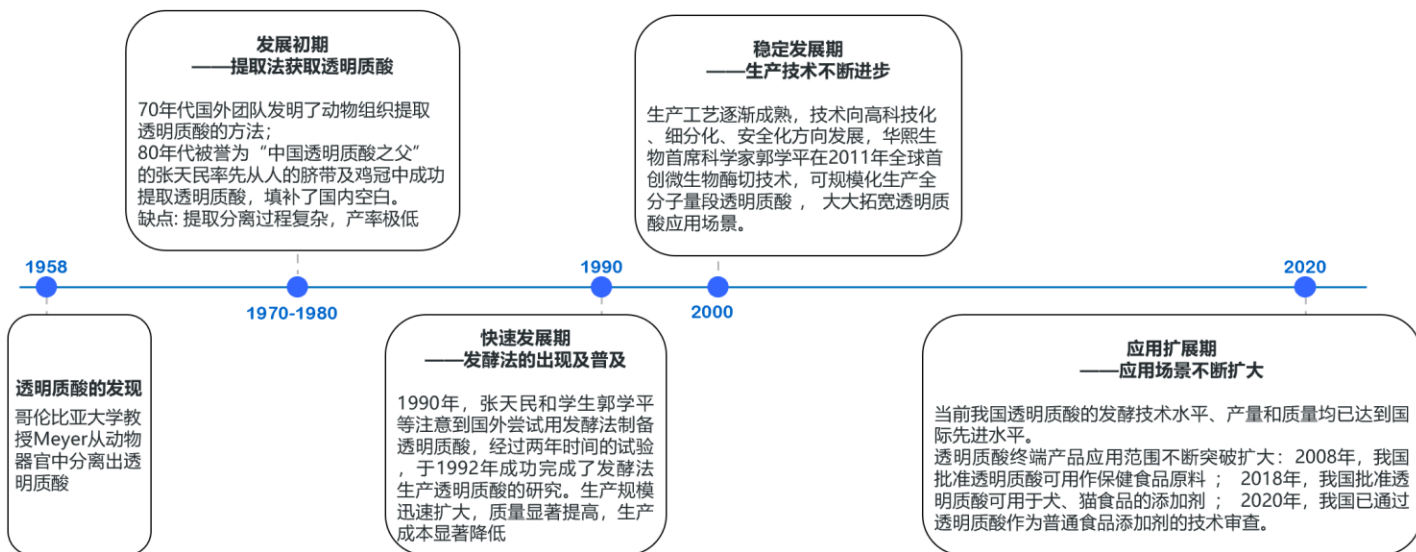
分类	动物源胶原蛋白	重组胶原蛋白
制备方法	利用酸、碱水解法等从动物结缔组织（猪皮、牛皮、驴皮、鱼等）中提取胶原蛋白	将人体胶原蛋白基因进行特定序列设计、酶切和拼接、连接载体后转入工程细胞，通过发酵表达生产的胶原蛋白及其类似物的技术
优点	三螺旋结构完整、能够保留生物活性	1) 具有较好的可加工性，如水溶性和乳化特性 2) 解决了传统提取方法存在的如疯牛病毒等隐患等缺点 3) 改善了胶原蛋白的亲水性、免疫排异性等性能，可通过序列设计尽可能的降低免疫原性
缺点	1. 存在着病原体残留风险； 2. 强酸强碱的残留安全隐患； 3. 排异性，亲肤度、吸收度大打折扣	不确定重组胶原蛋白是否具有类似天然胶原的、可耐受蛋白酶的、稳定的三螺旋结构
代表企业	台湾双美生物、长春博泰医药生物、创尔生物等	巨子生物、锦波生物、创健医疗等

来源：巨子生物招股书，创尔生物招股书，国金证券研究所

参考玻尿酸发展路径，先后经历动物提取-生物发酵提取（18 年华熙注射级玻尿酸原料出厂价 11 万/公斤）-交联技术，应用范围不断扩大。据沙利文，21 年中国玻尿酸护肤（含敷料）市场零售额 193 亿元、发展相对成熟；玻尿酸医美填充剂终端零售 217 亿元，出厂口径 63 亿元、22~30 年复合增 24% 至 443 亿元。



图表9：透明质酸供给端突破引领应用端加速渗透和应用范围不断扩大



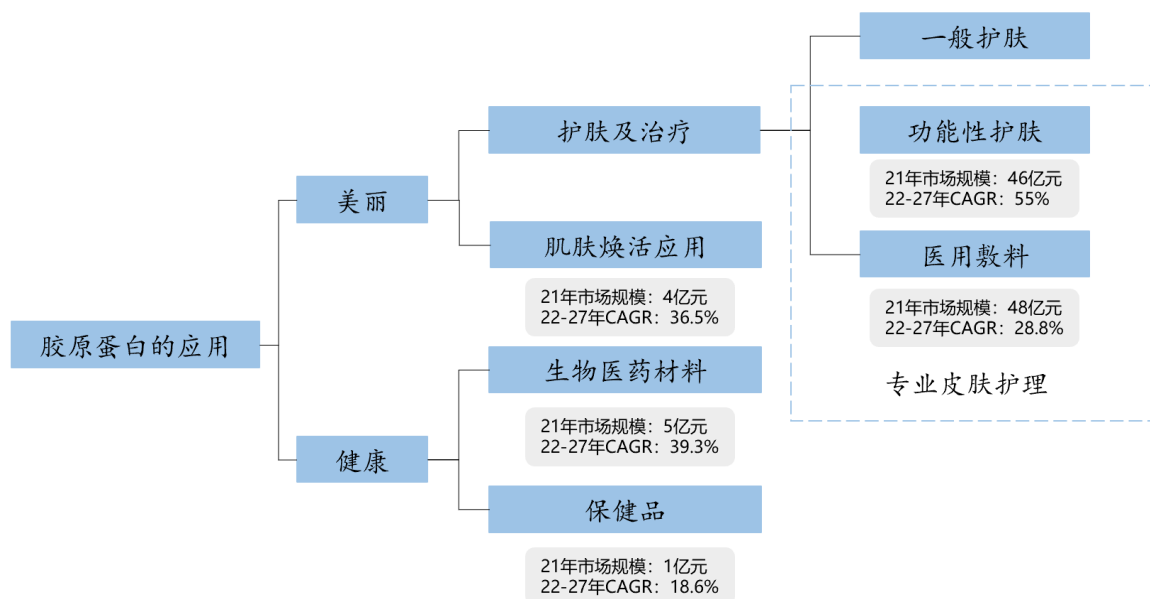
来源：艾瑞咨询，华熙生物招股书，国金证券研究所

1.2.2、发展路径：护肤领航、医美起量，生物材料/组织工程领域大有可为

当前重组胶原蛋白多肽、单链已实现量产，在护肤（妆字号）/水光（械III）/头皮抗衰（械II）/私密健康（械II）等领域已开启商业化。21年我国重组胶原功效护肤/医用敷料零售额46/48亿元、17~21年CAGR 52.8%/92.2%。

未来重组胶原继续突破三螺旋、四级空间结构、自交联等技术后，有望向填充、再生材料等应用领域进一步延伸。

图表10：胶原蛋白在美丽健康领域的应用



来源：Frost & Sullivan，国金证券研究所

■ 护肤：国产品牌引领成分应用、可复美/可丽金市场认知度高，国际品牌加速切入

重组胶原蛋白成分处于概念普及期、目前布局品牌相对较少，随着消费者认知加深，市场端有望加速进入应用爆发期。国产品牌引领成分应用，具体来看，1）原料厂自有品牌：

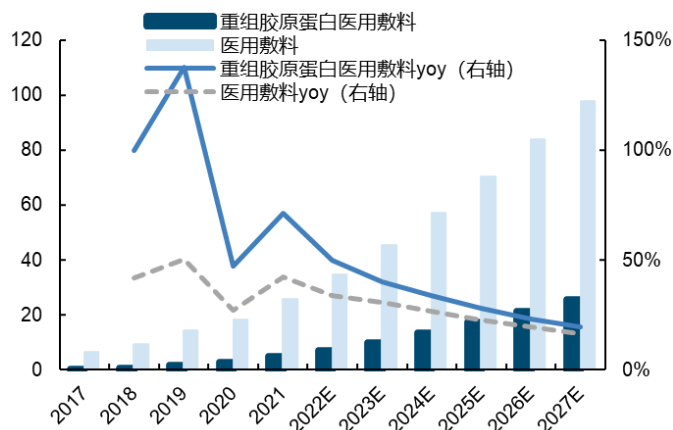


巨子生物旗下可复美/可丽金市场认知度高，锦波生物逐步培育功效护肤品牌肌频/重源；2) 传统专业护肤品牌推出胶原蛋白系列，如芙清、绽妍、益肤、薇诺娜，丸美上市重组双胶原系列产品（小金针、冻干面膜、眼霜等）、关注度快速增长；3) 主打重组胶原蛋白的新锐功效护肤品牌，如溯华、美丽法则。

国际品牌加速重组胶原蛋白成分应用探索，例如巴黎欧莱雅小蜜罐 2.0 首次添加重组胶原蛋白，并作为亮点进行宣传。

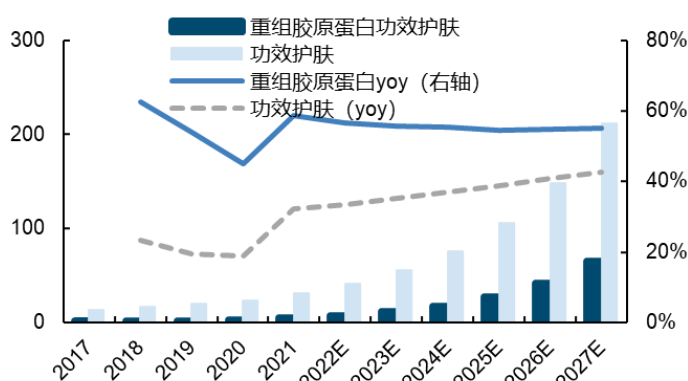
据沙利文 21 年中国重组胶原蛋白功效护肤、医用敷料市场规模分别为 46、48 亿元，预计 27 年市场规模分别增长至 645、255 亿元，2022-2027 年 CAGR 分别为 55%、28.8%。

图表11：21 年我国重组胶原蛋白医用敷料市场规模 48 亿元、预计 22-27 年 CAGR 28.8%



来源：弗若斯特沙利文，巨子生物招股书，国金证券研究所

图表12：21 年我国重组胶原蛋白功效护肤市场规模 46 亿元、预计 22-27 年 CAGR 55%



来源：弗若斯特沙利文，巨子生物招股书，国金证券研究所

图表13：重组胶原蛋白成分处于概念普及期、目前布局品牌相对较少

公司	品牌	1-9M23 体量规模 (百万元)		产品覆盖	覆盖品类	重组胶原蛋白产品厂家	代表产品	主要成分	品牌介绍
		天猫	抖音						
贝泰妮	薇诺娜			酵母重组胶原蛋白液体敷料、敷料贴	医用敷料	青海创格	酵母重组胶原蛋白液体敷料、敷料贴	酵母重组胶原蛋白	专注敏感肌肤的功效性护肤品牌
巨子生物	可复美	777	475-700	基本全线 (胶原修护系列)	医用敷料+妆品	巨子生物	胶原棒、胶原贴	重组胶原蛋白C5HR仿生组合	中高端+皮肤修护
	可丽金	116	25-50	全线	医用敷料+妆品	巨子生物	胶原大膜王、嘟嘟次抛	重组胶原蛋白C5HA仿生组合	中高端+抗衰老
丸美股份	丸美			双胶原系列	妆品	-	小金针、双胶原眼霜	全人源胶原蛋白 (重组型+III型胶原蛋白)	中高端、抗衰老大师、国货眼霜领军者
丸美合资控股	美丽法则			全线	妆品	-	小银罐精华面膜	全人源胶原蛋白 (重组型+III型胶原蛋白)	全人源胶原蛋白作为核心技术的中高端抗衰护肤品牌
锦波生物	肌频	19	2.5-5	全线	妆品	锦波生物	胶原蛋白精华原液	重组III型人源化胶原蛋白	专注敏感肌自修护，专业解决敏感肌泛红、瘙痒、刺痛、屏障受损等问题
	重源	2.8	1-2.5	全线	妆品	锦波生物	法令纹专家绝代”双胶“次抛	重组III型人源化胶原蛋白	主打抗衰
敷尔佳	敷尔佳			胶原蛋白系列	医用敷料+妆品	北星药业	医用重组III型人源化胶原蛋白贴、胶原蛋白水光修护贴	重组III型人源化胶原蛋白	贴片式专业护肤领军者
安德普泰	芙清			胶原蛋白系列	医用敷料	吉林蓝浦浩业科技+创健医疗	胶原蛋白修复套装	重组人源化III型胶原蛋白	聚焦解决痘肌皮肤问题
绽妍生物	绽妍			胶原蛋白系列	医用敷料	青海创格	酵母重组胶原蛋白修复敷料	酵母重组胶原蛋白	专注于皮肤屏障修护的专业品牌
天纵生物	益肤			胶原蛋白敷料	医用敷料	江苏海智生物	重组人源化胶原蛋白敷料	重组人源化胶原蛋白	皮肤急救专家
广州美神生物	溯华	2.24	10-25	全线	妆品	-	C3胶原抗老面霜/面膜	C3重组人源胶原蛋白	以高端合成生物技术为基础，将人源化胶原蛋白作为核心成分的中高端护肤品牌

来源：天猫，各品牌官网，炼丹炉，飞瓜数据，国金证券研究所（注：蓝色底纹品牌为基本全线产品均主打重组胶原蛋白成分的专业护肤品牌）

■ 面部抗衰：加速渗透水光针&眼周年轻化市场，填充类产品技术待突破

重组胶原蛋白注射产品三类械获证目前 2 款，“注射用重组 III 型人源化胶原蛋白溶液”、“重组 III 型人源化胶原蛋白冻干纤维”分别于 23 年 8 月/21 年 6 月拿证，均为锦波生物产品。

预计 24-25 年重组胶原蛋白迎三类械获证高峰期。巨子生物 (24 年中 2 款、25 年 2 款)、创健医疗 (24 年 2 款，同时 4-5 款产品进入临床)、江苏吴中 (25 年 1 款)、聚源生物 (24 年 2 款) 有望获得三类证，丸美生物预计分别于 2026/2028 年推出三类械重组胶原蛋白水



光针和填充剂。

图表14：预计 24-25 年重组胶原蛋白迎三类械获证高峰期

公司	产品	功效	预计拿到三类证时间
巨子生物	重组胶原蛋白液体制剂	用于抗衰老的皮内及皮下恢复肌肤活力的产品（主要针对于面部皮肤）	预计 2024 年 H1 获批
	重组胶原蛋白固体制剂	用于抗衰老的皮内及皮下恢复肌肤活力的产品（主要针对于面部皱纹如抬头纹、鱼尾纹）	预计 2024 年 H1 获批
	重组胶原蛋白凝胶	用于抗衰老的皮内及皮下恢复肌肤活力的产品（主要针对中度至重度的颈纹）	预计 2025 年获批
	交联重组胶原蛋白凝胶	用于抗衰老的皮内及皮下恢复肌肤活力的产品（主要针对中度至重度法令纹）	预计 2025 年获批
创建医疗	重组胶原蛋白水光溶液	-	预计 2024 年获批
	重组胶原蛋白植入剂		预计 2024 年获批
	医用重组胶原蛋白可吸收修复敷料（皮肤支架）		预计 2025 年获批
江苏吴中	重组胶原蛋白填充剂		临床阶段，预计 2026 年取证
	自研胶原蛋白		预计 2025 年左右上市
丸美股份	重组胶原蛋白水光针		预计 2026 年推出
	重组胶原蛋白填充剂		预计 2028 年推出
聚源生物	重组三型人源化胶原蛋白冻干纤维		预计 2024 年
	重组一型人源化胶原蛋白冻干纤维		预计 2024 年
佰仁医疗	重组胶原蛋白填充剂（交联）		预计 2H24 年
湘雅生物	动物源胶原蛋白+重组胶原蛋白注射剂		开发阶段
益尔康生物	动物源胶原蛋白+重组胶原蛋白注射剂		开发阶段
双美生物	第四代胶原蛋白植入剂		临床阶段

来源：医与美前沿，化妆品观察，国金证券研究所

1.2.3、重组胶原蛋白注射剂空间几何？

胶原蛋白作为皮肤中重要成分，拥有良好的消费者认知基础，有望凭借其良好的支撑、修复、保湿、美白等性能，成为注射类项目的重要材料之一。

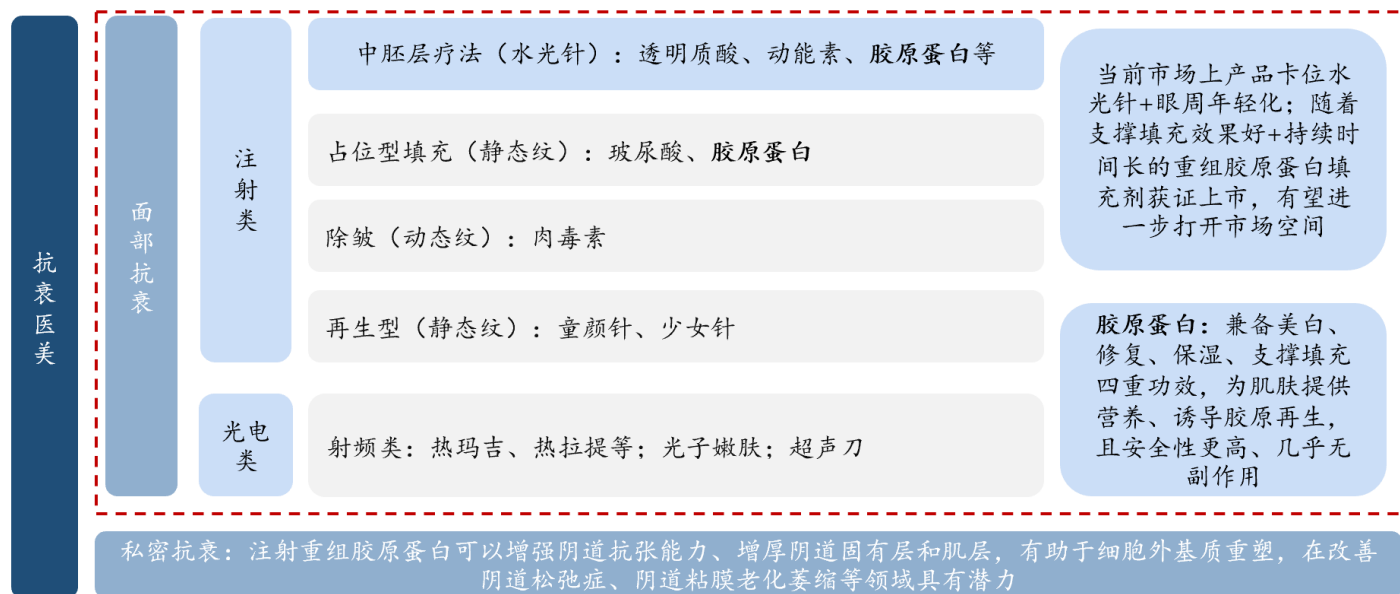
面部抗衰：胶原蛋白性能契合中国消费者多重需求（美白+抗衰、效果自然），有望成为医美水光、眼周年轻化、填充领域的重要材料。24-25 年重组胶原蛋白植入剂迎械 III 获证高峰。中性假设下，预计重组胶原蛋白水光/眼周年轻化/面部填充 2025 年市场规模 66/33/3 亿元、2030 年市场规模 92/62/70 亿元。

私密抗衰：中性假设下（用户渗透率 1%），预计 2030 年重组胶原在阴道松弛治疗领域市场规模为 70 亿元。

具体测算过程详见《重组胶原蛋白行业深度系列（一）：商业化提速，中国成分踏入“黄金时代”》。



图表15：重组胶原蛋白在抗衰医美领域具有潜力



来源：国金证券研究所

1.2.4、投资建议：推荐业绩确定性强&成长性优的锦波生物/巨子生物

- 锦波生物：薇旎美快速放量，产品管线储备丰富，前瞻布局 XVII 型重组胶原蛋白+私密抗衰

唯一合规产品+加速渠道拓展，大单品薇旎美放量高增。1) 唯一合规产品、稀缺性强：薇旎美卡位眼部年轻化（细纹改善）+水光针，稀缺&合规&利润空间足（以 4mg 为例，出厂价 1000+元，终端零售价 6000 元+），机构推广动力足且无负担；3) 渠道拓展加速：截至 1H23 覆盖 1500 家终端机构。

XVII 型重组胶原蛋白+兰蜜私密抗衰整形拉高成长天花板。1) XVII 型重组胶原蛋白：23 年 7 月“薇莱美”正式发布（深层修复基底膜带，实现表皮细胞焕新，根源对抗衰老）；2) 兰蜜：私密抗衰热度抬升、发展前景可期。



图表16：锦波生物拥有市场上唯二的重组人源化胶原蛋白三类证，前瞻布局私密抗衰+XVII型重组胶原蛋白



来源：兰蜜微信公众号，薇莱美官方微博，锦波生物官网，公司公告，国金证券研究所

■ 巨子生物：妆品占领心智，医美产品蓄力第二增长曲线

储备4款医美产品，预计明年上半年2款（水光/改善鱼尾纹）获证。医美渠道成熟，截至1H23覆盖1400家公立医院，2200家私立医院及诊所，产品获证上市后有望迅速铺货。

妆品可复美势能强劲，干敏肌赛道持续强化心智，23年胶原棒出圈、明年成长空间仍足，逐步建立大单品矩阵（胶原乳、吨吨次抛等起量节奏良好）；秩序系列助力向油敏肌赛道拓展。

图表17：巨子生物在研4种肌肤焕活产品

公司	产品	性质	发展阶段	预计获得的医疗器械注册证	预计取证时间
巨子生物	重组胶原蛋白液体制剂	自研	临床阶段	第三类	1H24
	重组胶原蛋白固体制剂	自研	临床阶段	第三类	1H24
	重组胶原蛋白凝胶	自研	产品开发	第三类	2025
	交联重组胶原蛋白凝胶	自研	产品开发	第三类	2025

来源：巨子生物招股书，国金证券研究所

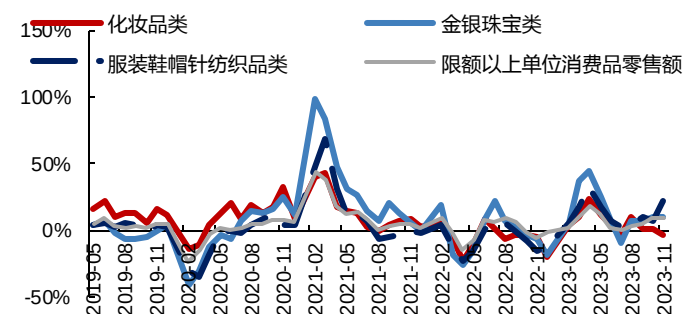
2、美妆品牌商：新国货崛起是长期趋势，坚守集团化龙头、掘金二线改善标的

2.1、基本面回顾：行业总体偏淡、成长性减弱，抖音红利仍在

行业总体偏淡，成长性减弱。据国家统计局，2017-2021年限额以上化妆品零售额复合增速11.4%，高于同期限额以上商品零售总额5.2%的复合增速；22年增速放缓、化妆品类零售额同比-4.5%；1-11M23零售额同比+4.7%（复合21年同期增0.72%），总体表现偏弱，我们认为主要系渠道/流量红利趋弱、居民收入预期走弱背景下消费更偏理性+性价比。

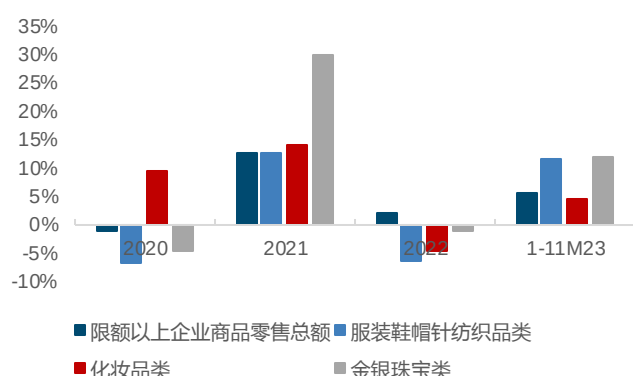


图表18：1-11M23 化妆品类零售额同比+4.7%（复合21年同期增0.72%），总体表现偏弱



来源：国家统计局，国金证券研究所

图表19：化妆品/服装/金银珠宝类零售额累计同比增速



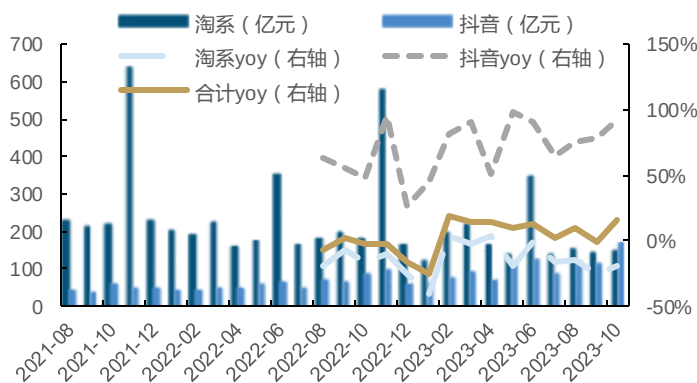
来源：国家统计局，国金证券研究所

1-10M23 淘系+抖音护肤+彩妆同比增个位数，延续22年趋势，较20/21年放缓。天猫大促回流效应减弱，10月抖音彩妆+护肤体量比肩淘系。

淘系增长继续承压，23年1-10月护肤+彩妆销售额1787亿元、同比-12%（较20年/21年24.1%/8.7%的增速显著放缓），延续22年趋势（销售额同比-14%）。我们认为表现较弱主要系品牌方精力部分侧重抖音平台+消费者大环境疲弱。

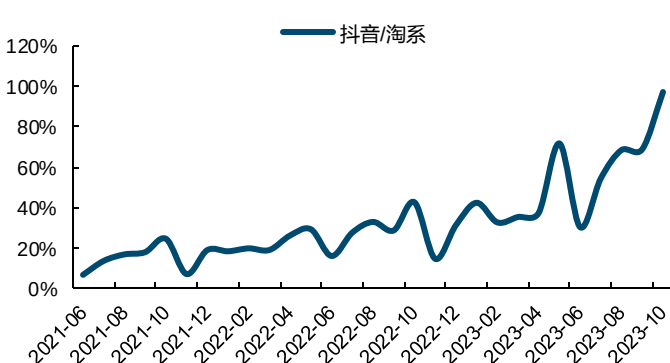
抖音红利仍在，23年1-10月美妆护肤销售额896亿元、同比+74%，延续高增态势，主要系越来越多品牌方发力抖音+微短剧等新营销方式吸引消费者+自播间平销期流量收割效率高。

图表20：淘系+抖音护肤&彩妆同比增个位数，延续22年趋势，较20/21年放缓



来源：魔镜数据，萝卜投资，国金证券研究所

图表21：抖音护肤+彩妆体量逐步比肩淘系



来源：魔镜数据，萝卜投资，国金证券研究所

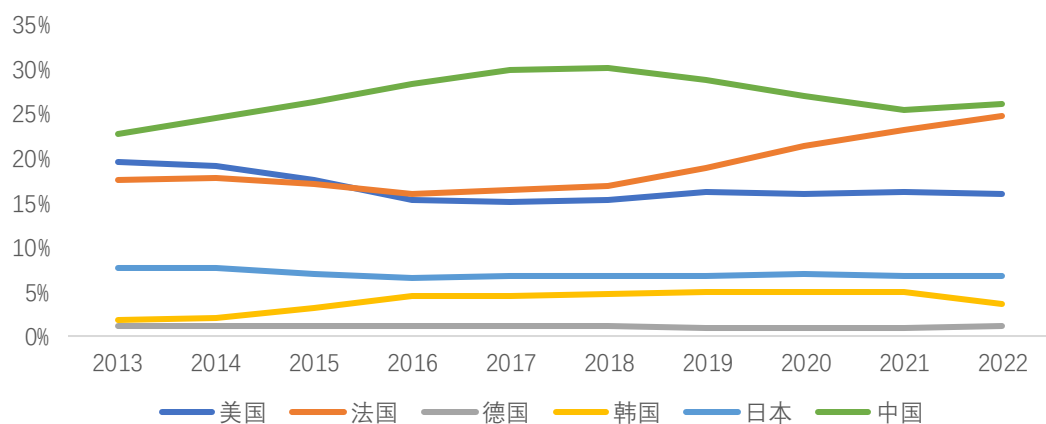
2.2、竞争格局：新国货崛起是长期趋势

2.2.1、护肤：竞争向品牌/产品/运营/研发等综合能力升维，国货品牌发力赶超

我国护肤市场经历两轮国货崛起，第一轮（2013-2017）国货品牌凭借敏锐反应速度&大胆的营销投放迅速占领红利渠道，市场份额迅速提升，但品牌力和产品力略逊于国际品牌，2013-2017年国货品牌市场份额由23.8%提升至30%，产品主要以价值量偏低的套组、面膜等为主，其中百雀羚、自然堂表现突出（2013-2017年市占率分别由1.8%提升至4.4%、2.3%提升至3.3%）；第二轮新国货崛起（2021年以来），竞争从单一要素演变至综合能力，比拼得是公司产品开发、配方研发、精细化运营、品牌力、产品力等多维能力，薇诺娜、珀莱雅等品牌不断追赶国际品牌，2021-2022年国货品牌市场份额由25.4%提升至26.1%。



图表22：我国护肤市场 21 年来新国货崛起趋势明显



来源：欧睿数据，国金证券研究所

图表23：2018 年来新国货品牌薇诺娜、珀莱雅市占率持续提升

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
巴黎欧莱雅	7.9%	7.1%	6.5%	5.9%	5.3%	5.3%	5.5%	5.8%	5.7%	6.0%
兰蔻	2.4%	2.3%	2.3%	2.3%	2.7%	3.2%	4.0%	5.0%	5.4%	5.9%
雅诗兰黛	2.0%	2.0%	2.1%	2.0%	2.4%	2.9%	3.6%	4.4%	4.8%	4.6%
百雀羚	1.8%	2.6%	3.4%	4.0%	4.4%	4.5%	4.5%	4.1%	3.8%	3.5%
玉兰油	5.2%	4.7%	4.0%	3.2%	2.9%	3.1%	3.4%	3.2%	3.0%	3.3%
自然堂		2.3%	2.5%	2.8%	3.3%	3.4%	3.4%	3.1%	3.0%	2.7%
珀莱雅	1.3%	1.4%	1.3%	1.2%	1.1%	1.2%	1.3%	1.4%	1.7%	2.5%
薇诺娜	0.1%	0.1%	0.2%	0.4%	0.6%	0.8%	1.1%	1.4%	1.7%	2.4%
SK-II	0.6%	0.7%	0.7%	0.8%	1.1%	1.6%	1.9%	2.3%	2.4%	2.3%
海蓝之谜	0.3%	0.3%	0.4%	0.5%	0.6%	0.8%	1.2%	1.7%	2.1%	2.2%
资生堂	0.4%	0.3%	0.4%	0.5%	0.6%	0.8%	1.0%	1.3%	1.5%	1.5%

来源：欧睿数据，国金证券研究所

■ 天猫：从“追赶”到“领跑”，国货龙头突出重围

国货品牌抢占先机：“渠道为王”红利下，早期胜负手是谁最先进入红利渠道、谁最先让新崛起的红利渠道的消费者认知/完成首次购买，体现出高销售费用率（线下时代比的是铺网点速度，线上时代则是流量引入速度），规模体量小转弯相对容易、反应速度快的国货品牌往往能够抢占先机。参考 2012-2016 年以相宜本草/自然堂/御泥坊为代表的淘品牌快速发展，占据天猫“双”11 榜单主导地位。

国际品牌降维打击：渠道玩法逐渐透明、越来越多品牌涌入赛道，参考 2017-2019 年国际品牌降维打击下国货品牌发展趋弱，国际品牌逐步占领天猫“双”11 榜单。

国货品牌细分赛道突围：当市场容量逐步接近天花板（人群触达足够多），品牌重心转向“向宽”留住消费者（复购+连带），竞争回归产品力，只有满足消费者需求的产品才能最终得到消费者的长久青睐。国产品牌纷纷加强研发进军功效/成分党等细分景气赛道，薇诺娜/珀莱雅崛起，2020-2022 年薇诺娜连续 3 年跻身天猫“双”11 前十榜单，珀莱雅 22 年位列第五。

国货龙头更上一层楼、领跑榜单：存量市场、竞争加剧，国货龙头珀莱雅凭借大单品矩阵+超头流量赋能+超强精细化运营能力+敏锐消费者洞察力等完成从“追赶”到“领跑”的跃迁，23 年跻身天猫双 11 榜首。


图表24：历年双十一美妆店铺销售前十品牌

排名	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
1	阿芙	阿芙	百雀羚	百雀羚	百雀羚	兰蔻	欧莱雅	雅诗兰黛	雅诗兰黛	欧莱雅	珀莱雅
2	美即	美即	韩束	欧莱雅	自然堂	Olay	兰蔻	欧莱雅	欧莱雅	雅诗兰黛	欧莱雅
3	御泥坊	百雀羚	欧莱雅	SK-II	兰蔻	欧莱雅	雅诗兰黛	兰蔻	兰蔻	兰蔻	兰蔻
4	欧莱雅	欧莱雅	玉兰油	一叶子	雅诗兰黛	雅诗兰黛	Olay	后	后	Olay	雅诗兰黛
5	牛尔	御泥坊	御泥坊	自然堂	SK-II	SK-II	SK-II	Olay	资生堂	珀莱雅	薇诺娜
6	百雀羚	自然堂	膜法世家	雅诗兰黛	Olay	百雀羚	自然堂	SK-II	薇诺娜	薇诺娜	海蓝之谜
7	玉兰油	韩束	珀莱雅	韩束	欧莱雅	自然堂	百雀羚	雪花秀	OLAY	海蓝之谜	Olay
8	膜法世家	玉兰油	韩后	佰草集	一叶子	HFP	后	资生堂	SK-II	SK-II	修丽可
9	雅诗兰黛	膜法世家	佰草集	Olay	悦诗风吟	薇诺娜	完美日记	薇诺娜	海蓝之谜	HR	HR
10	相宜本草	丸美	卡姿兰	兰蔻	资生堂	悦诗风吟	薇诺娜	海蓝之谜	HR	资生堂	娇兰

来源：青眼情报，国金证券研究所（注：蓝色底纹品牌为国产品牌）

■ 抖音：国际品牌发力、月度排名中枢上移，国货品牌中韩束、珀莱雅稳居前列

国际品牌发力抖音平台，迅速占据主导地位，排名中枢明显上移。国货品牌韩束短剧营销出圈、“日不落”自播间收割流量，23 年 4 月来基本稳居前三；珀莱雅 6-7 月账号调整为单系列单账号以更精准匹配人群、排名有所波动，8 月逐步调整到位、双十一全期跻身榜首。



图表25：国际品牌发力抖音、排名中枢上移，国货品牌中韩束、珀莱雅稳居前列

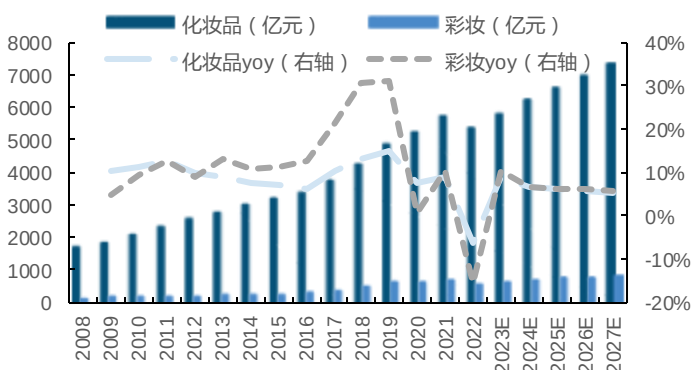
排名	2023-01	2023-02	2023-03	2023-04	2023-05	2023-06	2023-07	2023-08	2023-09	2023-10
1	欧莱雅	欧莱雅	珀莱雅	欧莱雅	欧莱雅	赫莲娜	韩束	韩束	韩束	珀莱雅
2	谷雨	珀莱雅	海蓝之谜	韩束	韩束	雅诗兰黛	娇润泉	欧莱雅	娇润泉	韩束
3	珀莱雅	欧诗漫	韩束	面玑时光	珀莱雅	海蓝之谜	里季	SK-II	珀莱雅	欧莱雅
4	韩束	SK-II	欧莱雅	珀莱雅	海蓝之谜	兰蔻	肌肤未来	珀莱雅	雅诗兰黛	娇润泉
5	后	海蓝之谜	欧诗漫	谷雨	SK-II	后	薇诺娜	海蓝之谜	欧莱雅	雅诗兰黛
6	SK-II	雅诗兰黛	赫莲娜	后美国国际	赫莲娜	韩束	兰蔻	娇润泉	谷雨	海蓝之谜
7	雅诗兰黛	谷雨	HBN	蜜丝婷	兰蔻	SK-II	欧莱雅	赫莲娜	仁和匠心	薇诺娜
8	兰蔻	IYIY	蜜丝婷	雅诗兰黛	欧诗漫	珀莱雅	欧诗漫	欧诗漫	欧诗漫	谷雨
9	海蓝之谜	兰蔻	兰蔻	海蓝之谜	玉兰油	欧莱雅	HBN	奥伦纳素	可复美	HBN
10	奥伦纳素	赫莲娜	SK-II	欧诗漫	雅诗兰黛	玉兰油	仁和匠心	兰蔻	海蓝之谜	SK-II
11	仁和匠心	面玑时光	谷雨	奥伦纳素	谷雨	可复美	玉兰油	谷雨	自然堂	赫莲娜
12	HBN	海洁娅	黛莱皙	玉兰油	黛莱皙	肌肤未来	珀莱雅	雅诗兰黛	肌肤未来	玉兰油
13	欧诗漫	玉兰油	海洁娅	HBN	娇韵诗	资生堂	赫莲娜	肌肤未来	迷奇	自然堂
14	自然堂	韩束	海蓝之谜	仁和匠心	薇诺娜	HBN	谷雨	HBN	薇诺娜	奥伦纳素
15	赫莲娜	HBN	玉兰油	自然堂	HBN	奥伦纳素	丸美	仁和匠心	娇韵诗	可复美
16	珂莱妮	丸美	奥伦纳素	兰蔻	丸美	谷雨	海蓝之谜	可复美	玉兰油	听研
17	IYIY	环球配方	面玑时光	SK-II	自然堂	薇诺娜	雅诗兰黛	C咖	HBN	欧诗漫
18	娇兰	后	后	丸美	环球配方	娇润泉	羽素	玉兰油	羽素	兰蔻
19	玉兰油	自然堂	自然堂	海蓝朵	面玑时光	丸美	蜜丝婷	羽素	后	娇韵诗
20	里季	瑷尔博士	兰亭	美康粉黛	可复美	DCEXPOT	如薇	自然堂	HFP	达尔肤

来源：飞瓜数据，国金证券研究所

2.2.2、彩妆：国货品牌激流勇进，看好在底妆类目突围

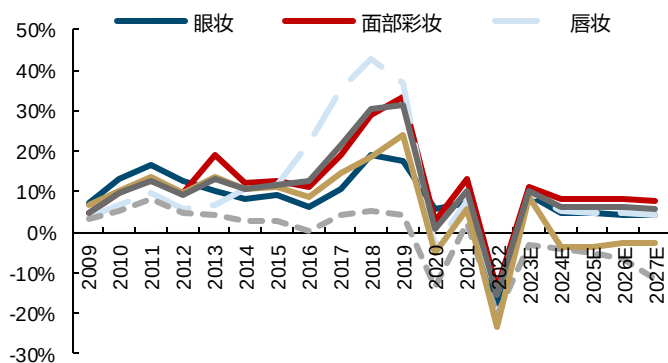
我国彩妆行业 2017 年增长提速、16-19 年 CAGR 为 27.7%，20 年受疫情影响/消费场景减少、增速放缓至 0.6%，21 年增速恢复至 10.1%，22 年受疫情反复&社交场景减少影响、增速为-15.4%（表现弱于化妆品行业整体）。据欧睿数据，2027 年我国彩妆市场规模将达到 779 亿元，2022-2027 年 CAGR 为 7%，高于化妆品整体 6.5%的增速。

图表26：预计 2027 年我国彩妆市场规模 779 亿元，5 年 CAGR 为 7%



来源：欧睿数据，国金证券研究所

图表27：22 年受疫情反复、社交场景减少，我国彩妆细分类目均出现下降



来源：欧睿数据，国金证券研究所

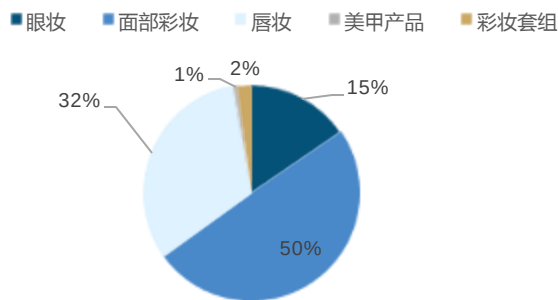
底妆类目占比最高，成长性最好。彩妆细分品类中，面部彩妆占比最高、唇部彩妆次之，



22 年面部彩妆/唇妆/眼妆分别占比 50%/32%/15%。

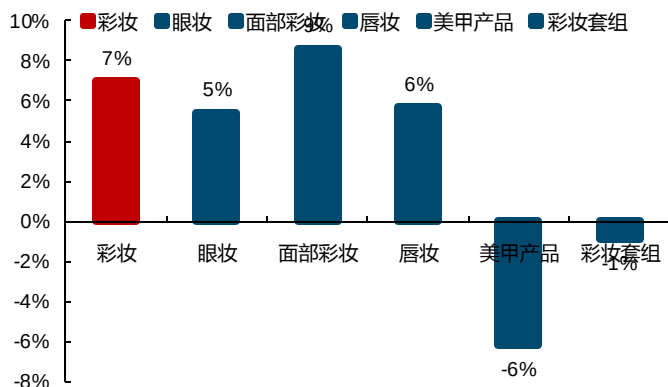
对比成长性，面部彩妆>唇妆>眼妆。根据欧睿数据，2022-2027E 我国面部彩妆/唇妆/眼妆复合增速分别为 8.6%/5.7%/5.4%，面部彩妆受益底妆产品刚需性和产品升级、增速最快。

图表28：我国面部彩妆占比最高、22 年占比 50%



来源：欧睿数据，国金证券研究所

图表29：2022-2027E 我国面部彩妆复合增速 8.6%、细分类目中最高

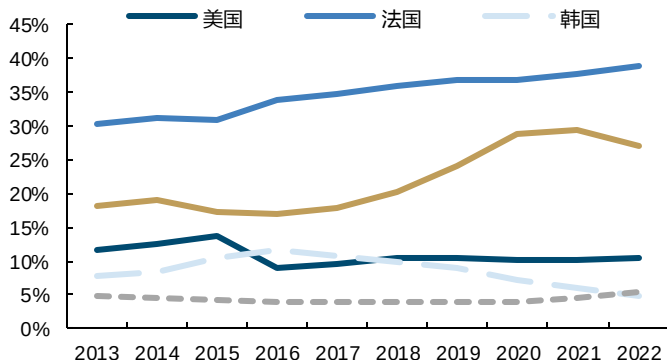


来源：欧睿数据，国金证券研究所

竞争格局来看，2018-2021 年集中度提升 (TOP3/TOP5/TOP10 市占率由 16.8%/23.9%/37.5% 提升至 18.9%/28.3%/43.1%)，22 年集中度下降、TOP20 品牌中国货品牌占据 5 席。其中，底妆占优的品牌 (如 YSL、毛戈平、Nars 等) 市占率自 2018 年持续提升。

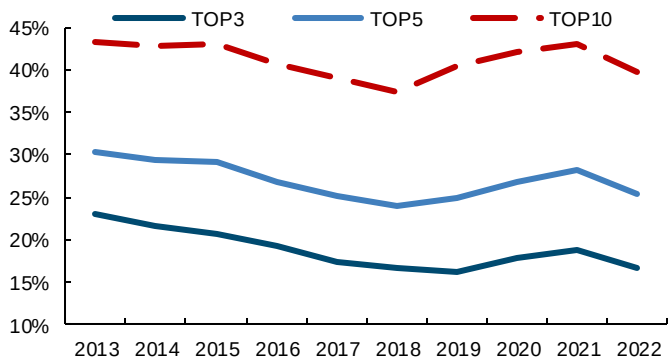
2018 年来我国彩妆市场中国货品牌市占率加速提升，至 21 年市场份额提升至 29.4%，主要系以完美日记为代表的时尚快消品牌+以花西子为代表的国风品牌借力直播渠道红利快速崛起，色彩类产品受社交场景减少表现偏弱、22 年国货品牌市场份额略有下降至 27%，但底妆占优的化妆品 IP、时尚品牌如毛戈平、彩棠、恋火等表现高速增长。

图表30：2018 年来国货彩妆品牌在国内市占率加速提升、22 年略有下降



来源：欧睿数据，国金证券研究所

图表31：我国彩妆市场 2018-2021 年集中度提升、22 年集中度下降



来源：欧睿数据，国金证券研究所



图表32：底妆占优的品牌（如YSL、毛戈平、Nars等）市占率自2018年持续提升

排名	品牌	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
1	YSL	0.0%	0.2%	0.4%	0.9%	1.8%	3.3%	3.7%	3.8%	4.3%	5.7%
2	迪奥	3.0%	3.1%	3.1%	3.4%	4.7%	6.0%	6.1%	6.0%	6.1%	5.6%
3	花西子	-	-	-	-	0.3%	2.0%	2.9%	5.1%	6.5%	5.4%
4	兰蔻	2.8%	2.9%	3.5%	4.0%	4.3%	4.3%	4.9%	5.0%	5.1%	5.4%
5	阿玛尼	0.3%	0.5%	0.7%	1.0%	1.5%	2.2%	3.0%	3.1%	3.4%	3.3%
6	完美日记	-	-	-	-	0.3%	1.6%	5.1%	6.7%	6.3%	3.1%
7	3CE	-	-	-	-	-	-	0.9%	1.8%	2.2%	2.9%
8	香奈儿	2.2%	2.4%	2.2%	2.1%	2.5%	2.7%	2.6%	2.5%	2.8%	2.8%
9	卡姿兰	4.3%	4.6%	5.0%	4.9%	4.5%	3.8%	3.2%	2.5%	2.6%	2.8%
10	Mac	1.0%	1.1%	1.2%	1.6%	2.2%	3.2%	3.8%	3.4%	2.9%	2.7%
11	Nars	-	-	-	-	0.5%	0.7%	1.2%	1.5%	1.9%	2.6%
12	雅诗兰黛	1.5%	1.6%	1.4%	1.3%	1.8%	2.2%	2.5%	2.6%	2.7%	2.6%
13	美宝莲	13.0%	12.1%	11.1%	10.1%	8.3%	6.5%	5.1%	4.0%	3.0%	2.6%
14	珂拉琪	-	-	-	-	-	0.4%	1.1%	1.4%	2.5%	2.3%
15	巴黎欧莱雅	4.4%	4.3%	4.1%	3.7%	3.2%	2.7%	2.3%	2.3%	2.3%	2.2%
16	纪梵希	1.1%	1.5%	1.7%	1.9%	2.1%	2.2%	2.5%	2.3%	2.2%	2.0%
17	芭比波朗	0.7%	0.8%	0.9%	0.9%	1.0%	1.1%	1.2%	1.3%	1.5%	2.0%
18	毛戈平	0.7%	0.7%	0.7%	0.6%	0.6%	0.5%	0.7%	0.9%	1.4%	1.8%
19	橘朵	-	-	-	-	-	0.6%	0.7%	1.2%	1.5%	1.8%
20	蜜丝佛陀	-	-	-	2.8%	2.8%	2.4%	1.9%	1.9%	1.8%	1.8%

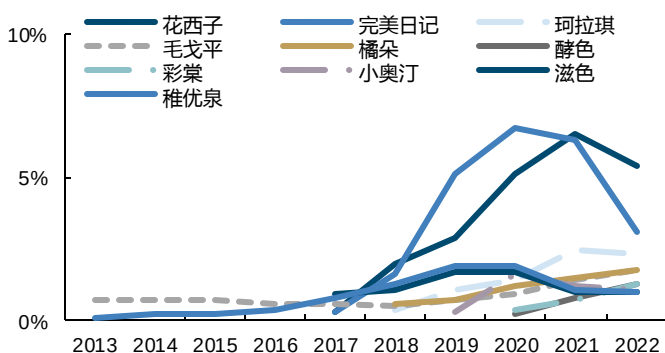
来源：欧睿数据，国金证券研究所（注：蓝色底纹产品为国货品牌）

本土大众彩妆兴起、抢占市场份额；高端领域仍以国际品牌为主导、国货品牌毛戈平市占率提升。

分品牌类型看，时尚快消类品牌表现分化，22年，完美日记、珂拉琪、滋色等市占率降低，橘朵、酵色等市占率提升，主要系时尚快消类品牌主打色彩类产品（如口红、眼影等）上新快、定价偏低（50-100元）、市场流行多变，且进入门槛相对较低、更依赖营销概念，属于能够快速放量但不易持续保持。

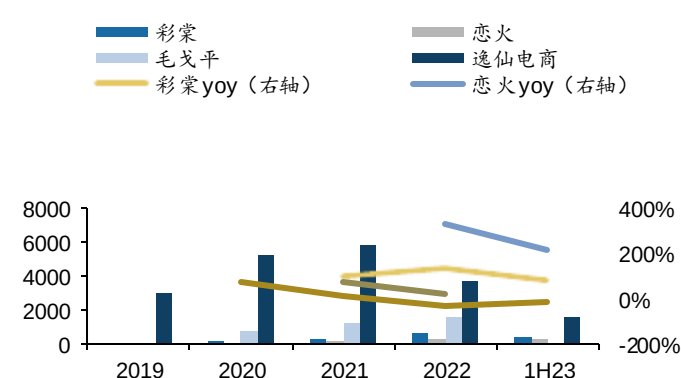
国货化妆师IP品牌在高单价&进入壁垒相对较高底妆细分品类突围，如彩棠大单品三色一体高光修容盘、毛戈平鱼子酱气垫，未来进一步补足粉底液等产品、市场份额有望进一步提升。

图表33：完美日记、花西子22年市占率下降，彩棠/毛戈平提升



来源：欧睿数据，国金证券研究所

图表34：彩棠、恋火营收21年来高速增长



来源：各公司公告，国金证券研究所



■ 毛戈平：定位高端，底妆占优、护肤崛起，关注上市进度

MAOGEPING 是国内少数定位高端且拥有完整护肤线的专业彩妆师品牌。根据欧睿数据，18 年来毛戈平品牌在我国彩妆行业市占率持续提升，22 年市场份额为 1.8%。2020 年 MAOGEPING 品牌在国内百货商场渠道高端彩妆产品的市场排名为第 10 位，前十名其余品牌均为国际品牌。

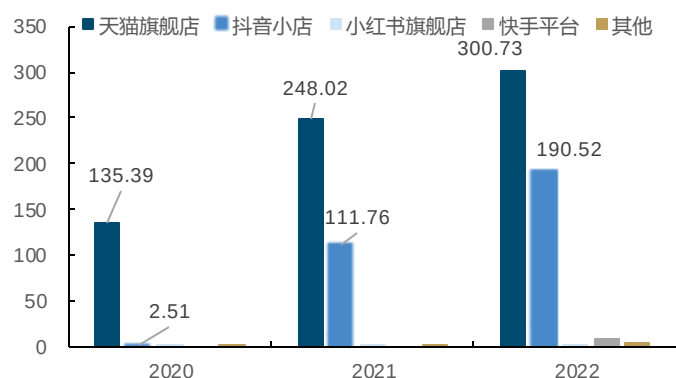
发力线上，20-22 年天猫旗舰店收入由 1.35 亿元增长至 3.01 亿元、21/22 年分别同增 83%/21%，抖音小店收入由 251 万元增长至 1.91 亿元、21/22 年分别同增 4347%/70%。22 年天猫旗舰店/抖音小店占毛戈平品牌总收入的 19%/12%。

图表35：20 年我国百货商场渠道高端彩妆品牌排名

排名	彩妆品牌	所属企业	所属国家
1	迪奥	LV 集团	法国
2	兰蔻	欧莱雅集团	法国
3	乔治阿玛尼	欧莱雅集团	法国
4	香奈儿	香奈儿集团	法国
5	圣罗兰	欧莱雅集团	法国
6	魅可	雅诗兰黛集团	美国
7	雅诗兰黛	雅诗兰黛集团	美国
8	纪梵希	LV 集团	法国
9	肌肤之钥	资生堂株式会社	日本
10	毛戈平	毛戈平	中国
11	植村秀	欧莱雅集团	法国
12	芭比波朗	雅诗兰黛集团	美国
13	汤姆福特	雅诗兰黛集团	美国
14	玫珂菲	LV 集团	法国
15	NARS	资生堂株式会社	日本

来源：毛戈平招股说明书，国金证券研究所

图表36：发力线上，22 年猫旗/抖音小店占毛戈平品牌总收入的 19%/12%

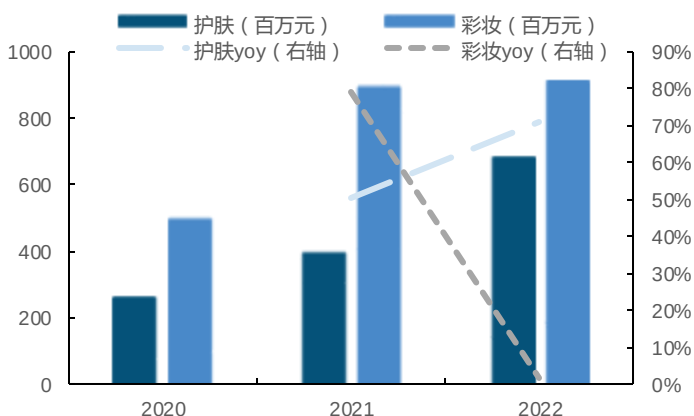


来源：毛戈平招股说明书，国金证券研究所

护肤线完整，22 年收入占比达 43%。MAOGEPING 护肤线覆盖卸妆、面霜、眼霜、面膜、精华、洁面、眼部等多品类。20-22 年 MAOGEPING 护肤线收入由 2.61 亿元增长至 6.71 亿元、21/22 年分别同增 51%/71%，21/22 年占 MAOGEPING 品牌总收入的比例为 31%/43%。

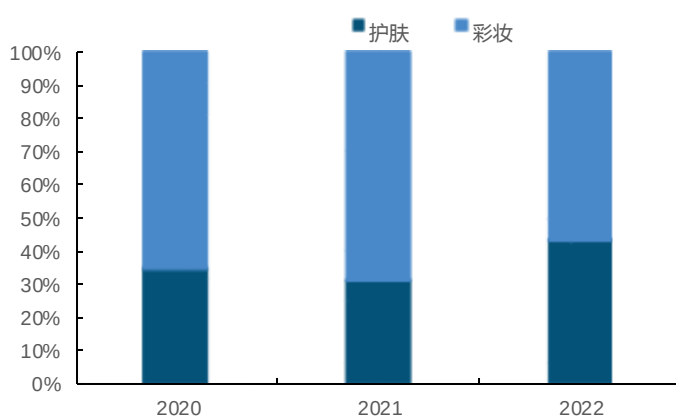
彩妆线明星产品为鱼子酱气垫、双色遮瑕膏、光影塑颜高光，护肤线明星产品为鱼子酱涂抹面膜。

图表37：毛戈平品牌 20-22 年护肤收入 CAGR 为 60.43%



来源：毛戈平招股书，国金证券研究所

图表38：毛戈平品牌 22 年护肤收入占比 43%

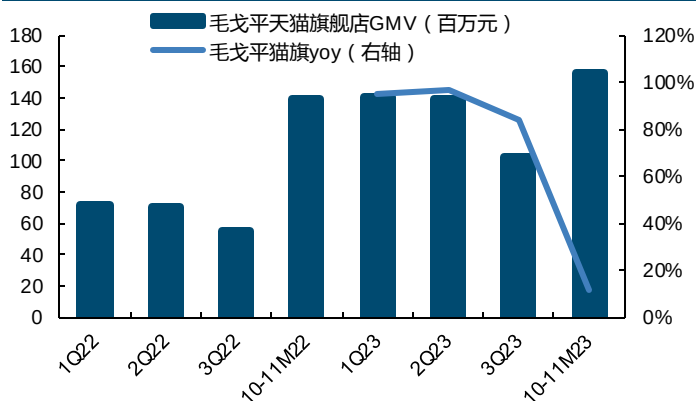


来源：毛戈平招股书，国金证券研究所

23 年合作超头+积极拓展抖音，1-11M23 毛戈平天猫旗舰店 GMV 同比增 60%左右、抖音同比增 100%+，二者合计接近翻倍增长。



图表39：1-11M23 毛戈平天猫旗舰店 GMV 同比增 60%左右



来源：炼丹炉，国金证券研究所

图表40：1-10M23 毛戈平天猫旗舰店 鱼子酱气垫&涂抹面膜销售出色

品类	产品	销售额 (百万元)	销售额占比	销量 (万件)	均价 (元)
彩妆	鱼子酱气垫	72.63	14.7%	19.10	380.37
	双色遮瑕膏	39.55	8.0%	12.47	317.11
	光影塑颜高光	26.01	5.3%	8.42	308.80
	柔纱焕颜腮红盘	25.34	5.1%	9.31	272.20
	小金扇粉饼	15.85	3.2%	5.56	285.31
	水奶油粉底液	13.56	2.8%	3.85	352.15
	合计	192.94	39.2%	58.70	328.7
护肤	鱼子酱涂抹面膜	74.62	15%	15.75	473.81
	奢华养肤黑霜	16.66	3%	3.83	435.12
	鱼子酱涂抹眼膜	4.38	1%	1.16	375.71
	瓷肌莹透粉膏伴侣(精华)	0.69	0%	0.60	115.73
	净悦柔润卸妆油	1.47	0%	0.73	201.02
	合计	97.82	20%	22.07	443.17

来源：炼丹炉，国金证券研究所

2.3、板块回顾：分化加剧，龙头珀莱雅表现亮眼

龙头珀莱雅表现亮眼（1-3Q 营收同比+32.5%，归母净利润同比+50.6%），优化产品及渠道+聚焦组织效率提升、贝泰妮/福瑞达/丸美股份营收增长环比提速，持续加码营销推广、上海家化/敷尔佳业绩短期承压。

图表41：龙头珀莱雅表现亮眼，1-3Q 营收同比+32.5%

	2020	2021	2022	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23
上海家化	-7%	9%	-7%	0%	-24%	1%	-3%	-6%	3%	-11%
珀莱雅	20%	23%	38%	39%	35%	22%	50%	29%	46%	21%
丸美股份	-3%	2%	-3%	-5%	-7%	24%	-9%	25%	34%	46%
水羊股份	54%	35%	-6%	28%	-11%	-4%	-19%	0%	8%	-5%
贝泰妮	36%	53%	25%	59%	37%	21%	11%	7%	21%	26%
敷尔佳	18%	4%	7%	2%	-	-	-4%	5%	7%	-5%
巨子生物	25%	30%	53%	-	-	-	-	63%	-	-
华熙生物	112%	147%	39%	77%	17%	-8%	-	-	-	-
福瑞达	120%	117%	32%	95%	45%	12%	7%	13%	7%	32%
品牌商	18%	31%	15%	20%	11%	18%	13%	7.1%	18.3%	8.5%

来源：各公司公告，国金证券研究所（注：1）鲁商发展/华熙生物仅包含化妆品业务；2）1Q21-3Q22 美妆品牌商板块营收增速未包含华熙生物化妆品业务）

图表42：业绩分化加剧，龙头珀莱雅 1-3Q 归母净利润同比+50.6%

	2020	2021	2022	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23
上海家化	-23%	51%	-27%	18%	亏损	16%	-31%	16%	269%	-40%
珀莱雅	21%	21%	42%	44%	19%	44%	52%	31%	110%	24%
丸美股份	-10%	-47%	-30%	-35%	-42%	扭亏为盈	-49%	20%	1%	1367%
水羊股份	415%	69%	-47%	36%	-29%	-37%	-94%	25%	119%	4%
贝泰妮	32%	59%	22%	86%	34%	35%	5%	8%	17%	6%
敷尔佳	-2%	24%	5%	-7%	-	-	-10%	-1%	-1%	-37%
巨子生物	50%	0%	21%	-	-	-	-	53%	-	-
品牌商	13%	19.2%	6.7%	16.8%	12%	115.9%	-6.0%	14.8%	56.1%	-9.2%

来源：各公司公告，国金证券研究所

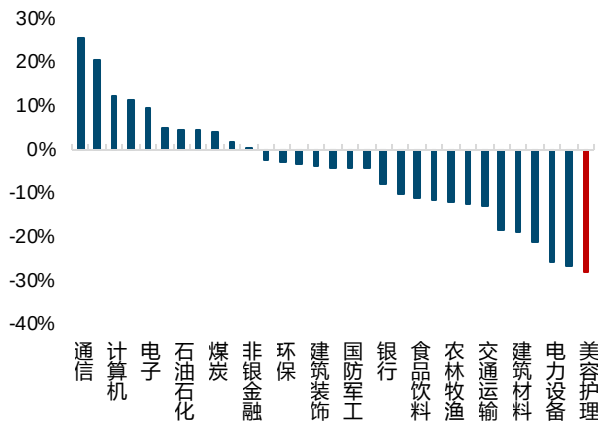
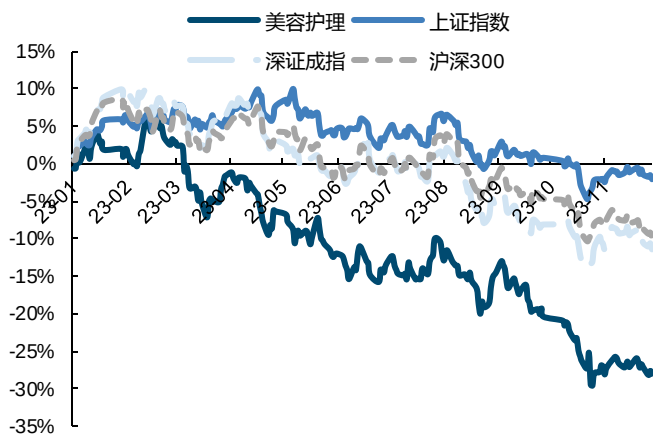
2.4、行情回顾：板块表现处下游，大促提振效果有限

美容护理板块自 3 月来总体下跌、表现弱于大盘，主要系 β 红利减弱+消费预期较弱下估值下行。“618”、双十一重点大促提振效果有限、期间行情表现平淡。截至 11 月 29 日，美容护理板块累计跌 28.04%、跑输沪深 300 指数 18.14PCT。板块对比，美容护理板块处下游。



图表43: 美容护理板块自3月以来总体下跌、表现弱于大盘

图表44: 板块对比, 美容护理板块处下游



来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 股价更新至 2023 年 11 月 29 日)

来源: Wind, 国金证券研究所

个股涨少跌多, 估值普遍下降至 20-30 倍中枢, 边际改善标的水羊股份/福瑞达、龙头珀莱雅表现相对较好, 自年初至今 (11.29) 分别累计涨 11%、跌 5%、跌 11%。

图表45: 个股涨少跌多, 边际改善标的水羊股份/福瑞达、龙头珀莱雅表现相对较好

证券代码	证券简称	累计涨跌幅	相对板块涨跌幅	累计成交量 (万股)	市值 (亿元)
300856.SZ	科思股份	26.72%	55%	41461	110
003010.SZ	若羽臣	22%	50%	132547	28
300740.SZ	水羊股份	11%	39%	235792	65
603630.SH	拉芳家化	4%	32%	86618	37
300955.SZ	嘉亨家化	-3%	25%	23901	23
600223.SH	福瑞达	-5%	23%	233124	103
603605.SH	珀莱雅	-10.74%	17%	41862	420
300792.SZ	壹网壹创	-11%	17%	114025	59
605136.SH	丽人丽妆	-19%	9%	179571	45
300132.SZ	青松股份	-20%	9%	141582	29
603983.SH	丸美股份	-20.63%	7%	42809	106
600315.SH	上海家化	-26%	2%	107331	157
688363.SH	华熙生物	-46%	-18%	54334	352
300957.SZ	贝泰妮	-51%	-23%	71824	306

来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 股价更新至 2023 年 11 月 29 日)

2.5、看好新营销、大单品矩阵带来的成长机遇

2.5.1、新营销: 微短剧异军突起

网络微短剧将产品融入情节中, 以更生动有趣的方式展示产品特点和效果, 并且通过传递品牌的核心价值和故事, 让消费者更直观地理解品牌文化。同时, 微短剧通常充满趣味和互动性, 能够促进用户参与和分享, 契合下沉市场用户对短视频的喜好, 助力覆盖更广泛的用户群体。



图表46：美妆品牌微短剧营销势起

上线时间	品牌	微短剧名称	类型	集数	单集平均时长	投放平台	播放量
2021. 12. 22	倩碧	《狐系女友惹不起》	奇幻甜宠	20	7:51	快手	1.5 亿
2022. 06. 30	爱茉莉	《人设外卖店》	霸总甜宠	14	10:36	优酷	2.4 万人追剧
2022. 10. 02	丸美	《靠近双子星》	霸总甜宠	26	1:51	快手	1.2 亿
2022. 10. 11	韩熙贞	《破浪》	女性职场	22	2:10	快手	1.0 亿
2023. 02. 28	韩束	《以成长来装束》	霸总甜宠	16	4:02	抖音	6.5 亿
2023. 03. 08	AHC	《命中注定就是你》	霸总甜宠	24	2:07	快手	1.2 亿
2023. 04. 02	韩束	《心动不止一刻》	霸总甜宠	16	3:47	抖音	11.9 亿
2023. 05. 19	韩束	《一束阳光一束爱》	霸总甜宠	16	4:03	抖音	11.9 亿
2023. 07. 16	韩束	《全是爱与你》	霸总甜宠	16	4:18	抖音	9.9 亿
2023. 08. 21	韩束	《你终将会红》	霸总甜宠	16	4:24	抖音	9.2 亿
2023. 09. 10	珀莱雅	《反抗背后》	都市职场	/	4:29	抖音	/
2023. 09. 23	珀莱雅	《反击吧妻子》	家庭题材	/	3:24	抖音	/
2023. 10. 13	珀莱雅	《全职主夫培养计划》	家庭题材	16	4:02	抖音	2.4 亿

来源：聚美丽，抖音，快手，国金证券研究所

韩束与银色大地 MCN 机构旗下抖音头部短剧达人@姜十七开展短剧合作，并与今年 2 月、4 月、5 月、7 月、8 月陆续播出 5 部短剧《以成长来装束》、《心动不止一刻》、《一束阳光一束爱》、《全是爱与你》、《你终将会红》，每部 16 集。植入产品韩束红蛮腰礼盒上半年全渠道销量 150+ 万套。

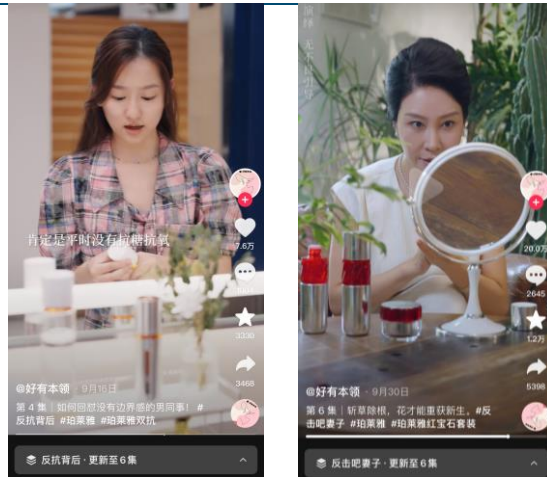
9 月珀莱雅推出《反抗背后》和《反击吧妻子》两部短剧用于推广红宝石系列和双抗系列产品，10 月推出品牌自有 IP 微短剧《全职主夫培养计划》。珀莱雅推出的三部短剧均聚焦于独立女性，从不同年龄阶段的女性视角诠释“独立”的理解。

图表47：韩束在姜十七短剧中的露出



来源：抖音，国金证券研究所

图表48：珀莱雅产品在短剧中的露出



来源：抖音，国金证券研究所

2.5.2、从大单品到大单品矩阵

品牌体量规模 5-10 亿时，成功的大单品能够助力突破 10-20 亿门槛。过于依赖单一大单品，容易在消费者心中形成固化形象，且单一大单品达到销售天花板时往往造成品牌增长势能迅速减弱。形成大单品矩阵是有一定体量规模品牌持续成长的重要动能，主要思路有 1) 同系列延伸，例如从精华向面霜、眼霜拓展；2) 以新成分为核心开辟新系列。



图表49：部分大单品 23 年双十一天猫旗舰店销售出现下降

品类	产品	23年双十一销量（万件）	23年双十一销售额（百万）	22年双十一销量（万件）	22年双十一销售额（百万）
精华	雅诗兰黛小棕瓶面部精华	14	109	47	357
	珀莱雅双抗精华	48	163	79	252
	珀莱雅红宝石精华	58	323	69	377
	资生堂红腰子	4	25	23	150
	修丽可色修精华	18	114	38	227
眼霜	雅诗兰黛小棕瓶眼霜	26	146	67	370
	欧莱雅紫熨斗	62	212	105	310
	丸美小红笔眼霜	16	64	3	11
	珀莱雅红宝石眼霜	15	79	7	28
	兰蔻菁纯眼霜	19	222	30	350
	兰蔻发光眼霜	18	103	41	241
精华水	SK-II神仙水	3	53	26	465
乳/霜	珀莱雅红宝石面霜	123	422	65	204
	薇诺娜保湿特护霜	54	157	88	310
	兰蔻菁纯面霜	7	117	13	257
	雅诗兰黛智妍胶原霜	19	165	38	334
	修丽可AGE面霜	17	313	8	140
次抛	可复美胶原棒	52	236	6	28
	夸迪战痘次抛	18	63	44	165
	夸迪焕颜次抛	16	108	49	275
	夸迪悬油次抛	16	90	18	101

来源：炼丹炉，国金证券研究所

2.6、投资建议：坚守集团化龙头，挖掘二线成长标的

2.6.1、投资主线一：头部品牌集团化运作确定性强——珀莱雅

展望 24 年，珀莱雅品牌源力+红宝石+双抗三大系列继续发力、能量系列+专柜调整望助力线下快增，防晒新品矩阵贡献增量；彩棠粉底、气垫等产品积极调整&升级，望拉动品牌持续高增。

预计 23-25 年归母净利润 11.39/14.09/17.23 亿元，同比+39%/+24%/+22%，对应 23-25 年 PE 分别为 33/27/22 倍，维持“买入”评级。

图表50：珀莱雅盈利预测

项 目	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	3,752	4,633	6,385	8,262	10,282	12,565
营业收入增长率	20.13%	23.47%	37.82%	29.39%	24.45%	22.21%
归母净利润（百万元）	476	576	817	1,139	1,409	1,723
归母净利润增长率	21.22%	21.03%	41.88%	39.36%	23.71%	22.29%
摊薄每股盈利（元）	2.367	2.866	2.883	2.871	3.552	4.343
净资产收益率	19.90%	20.03%	23.19%	27.38%	28.15%	28.53%
市盈率（倍）	75.21	72.68	58.09	33.38	26.99	22.07
市净率（倍）	14.97	14.55	13.47	9.14	7.60	6.30

来源：珀莱雅公司公告，国金证券研究所（注：股价更新至 12 月 22 日）

2.6.2、投资主线二：二线改善标的

丸美股份：展望明年，主品牌大单品策略持续强化，双胶原&小红笔系列继续发力，线下复苏+抖音势能向上+天猫持续修复望拉动收入继续快速增长；恋火中等价位带底妆产品强势、具备做大空间。“重组双胶原蛋白”拥有 I 型+III 型嵌合、C-pro 扣环三螺旋结构、翻译暂停专利技术三大优势，新上市 2 款械 II 产品，未来向水光+填充+组织材料领域发力。预计公司 23-25 年归母净利润 2.7/3.51/4.45 亿元、同比+55%/+30%/+26.6%，对应 PE 为 36/28/22 倍。


图表51：丸美股份盈利预测

项 目	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	1,745	1,787	1,732	2,388	3,031	3,712
营业收入增长率	-3.10%	2.41%	-3.10%	37.89%	26.93%	22.47%
归母净利润（百万元）	464	248	174	270	351	445
归母净利润增长率	-9.81%	-46.61%	-29.74%	55.07%	30.00%	26.60%
摊薄每股盈利（元）	1.158	0.617	0.434	0.674	0.876	1.109
净资产收益率	15.60%	8.04%	5.46%	7.99%	9.66%	11.21%
市盈率（倍）	45.08	51.65	77.76	35.88	27.60	21.80
市净率（倍）	7.03	4.15	4.25	2.87	2.67	2.44

来源：丸美股份公司公告，国金证券研究所（注：股价更新至12月22日）

福瑞达：房地产业务完全剥离，治理向前更进一步，新聘任高管先前均在子公司山东福瑞达医药集团（化妆品&药品&原料业务主体）担任重要职位，此次聘任与公司发展化妆品与医药两大主业战略相符，治理结构有望进一步改善、激发内部活力。

布局重组胶原蛋白，蓄力第二增长曲线。合作河北纳科、布局II/III类医疗器械，医美品牌珂谧（专研肌肤年轻化）8月初亮相，首发产品为II类修护贴/次抛精华等。

内部治理逐步改善，瓊尔博士&颐莲势能向好，医药及原料业务总体稳健。预计23-25年归母净利润为4.13/4.9/5.88亿元（考虑地产业务剥离），对应23-25年PE分别为23/20/16倍。

图表52：福瑞达盈利预测

项 目	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	13,615	12,363	12,951	4,258	4,845	5,476
营业收入增长率	16.60%	-9.20%	4.76%	-67.13%	13.81%	13.02%
归母净利润（百万元）	639	362	45	413	490	588
归母净利润增长率	85.39%	-43.34%	-87.44%	808.41%	18.60%	20.05%
摊薄每股盈利（元）	0.633	0.359	0.045	0.406	0.482	0.578
净资产收益率	15.65%	7.66%	1.22%	10.31%	11.26%	12.35%
市盈率（倍）	13.46	36.95	236.84	23.26	19.62	16.34
市净率（倍）	2.11	2.83	2.90	2.40	2.21	2.02

来源：福瑞达公司公告，国金证券研究所（注：股价更新至12月22日）

上美股份：韩束短剧营销出圈、自播转化高效、套盒火爆，抖音排名位列前茅、同比高增，拉动23年韩束品牌营收有望翻倍以上增长；24年抖音继续努力保持势能，产品端继续坚守套盒，叠加推单品（套盒拆单品+推核心成分的新产品），随自营能力逐步补齐、发力天猫，线下屈臣氏利润改善，收入望维持快速增长、利润率优化带来业绩弹性。

国内多品牌龙头，持续精准把握渠道&营销红利，韩束经验有望顺利复制至红色小象和一叶子；其他子品牌一页23年体量2亿元左右、增长势能足；安敏优向好，独家青蒿油成分、产品差异化强，盈利趋势较明确。

水羊股份：多业务延续向好势头，御泥坊全面调整、期待改善。国外产品矩阵丰富+国内逐步引入新品+加强全球高端渠道布局（国内高端百货&增加免税网点等），叠加明年法国巴黎奥运会，看好高净利率（20%+）伊菲丹中长期空间+短期带来的利润增厚；大水滴精准确定位熬夜肌赛道、预计维持快速增长；御泥坊进一步调整、短期仍有压力、期待24年全新升级亮相。预计23-25年归母净利润为3/4/4.62亿元、对应PE分别为21/16/13倍，维持“买入”评级。



图表53：水羊股份盈利预测

项 目	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	3,715	5,010	4,722	5,224	5,738	6,265
营业收入增长率	54.02%	34.86%	-5.74%	10.62%	9.83%	9.19%
归母净利润（百万元）	140	236	125	300	400	462
归母净利润增长率	415.28%	68.54%	-47.22%	141%	33%	16%
摊薄每股盈利（元）	0.341	0.574	0.321	0.771	1.026	1.187
净资产收益率	10.37%	14.78%	7.15%	14.91%	16.83%	16.57%
市盈率（倍）	53.04	27.66	47.14	20.70	15.56	13.45
市净率（倍）	5.50	4.09	3.37	3.09	2.62	2.23

来源：水羊股份公司公告，国金证券研究所（注：股价更新至12月22日）

3、黄金珠宝：基本面关注金价走势及龙头集中，稳健投资风格仍获偏好

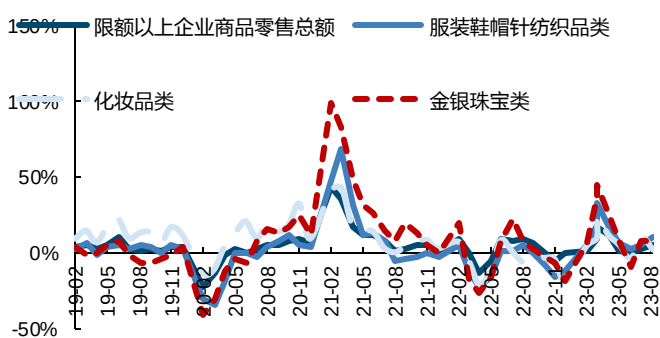
3.1、基本面回顾：1H23 黄金饰品量价齐升，高基数下 Q3 金银珠宝类社零增速走低

据国家统计局，23 年 H1/1-3Q 金银珠宝类累计同比+17.5%/+12.2%。上半年金价上涨+积压婚庆需求释放+工艺升级下产品力升维，叠加黄金保值属性，黄金饰品量价齐升；以绝对值推算、单 Q3 零售额同比持平。

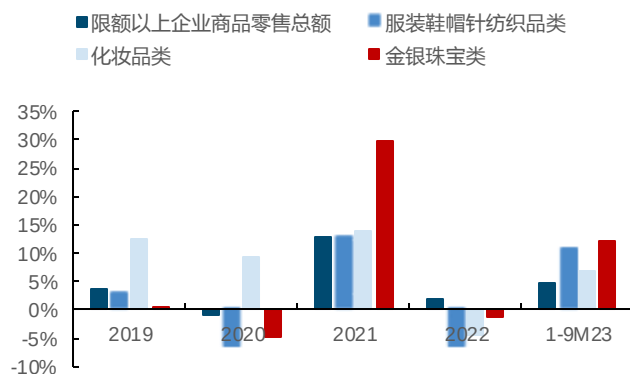
对比三大可选消费品类，金银珠宝类领跑。1-11M23 化妆品类/金银珠宝类/服装鞋帽针纺织品类累计同比+4.7%/+11.9%/+11.5%。

图表54：1-11M23 金银珠宝类社零增速 11.9%

图表55：金银珠宝类社零领跑可选消费



来源：国家统计局，国金证券研究所



来源：国家统计局，国金证券研究所

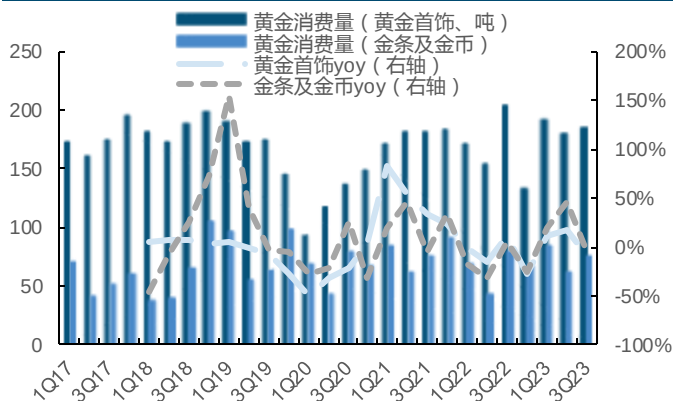
Q3 价增驱动占主导、量微降，短期金价高位影响投资和消费情绪。

1) 量：据中国黄金协会，1H23 全国黄金消费量 554.88 吨、同增 16.37%，黄金首饰/金条及金币/工业及其他用金同比+14.82%/+30.12%/-7.65%；Q3 全国黄金消费量 280.19 吨、同比-7%，其中黄金首饰 183.78 吨、同比-8.8%，金条和金币 76.06 吨、同比-4.1%，我们预计金饰需求同比下降主要系去年同期高基数+9 月底金价大幅波动增强消费者观望情绪。

2) 价：据上海金交所，上半年黄金（Au9999）加权平均价格为 432.09 元/克，同比上涨 10.91%；Q3 日收盘均价同比+19.6%。



图表56：黄金产品 H1 量价齐升，Q3 价增驱动占主导、量微降



来源：Wind，国金证券研究所

图表57：金价攀升高位



来源：上海黄金交易所，国金证券研究所

1-3Q 黄金珠宝板块营收/利润增速靓丽，Q1 旺季更旺（1-2 月元旦春节黄金产品消费集中释放+3 月金价急涨拉动投资需求）、Q2 延续亮眼表现（五一节日催化下黄金产品消费持续释放+去年低基数）、Q3 基数较高下增长稳健。

1-3Q23 黄金珠宝板块营收同比+18.7%，表现好于金银珠宝类社零 12.2%的增速。其中黄金珠宝板块 Q3 营收 564 亿元、同比+10.2%、复合 21 年同期增 10.3%；归母净利润 15.9 亿元、同比+3.5%，若剔除迪阿股份（钻石镶嵌类需求疲软）、豫园股份（地产业务拖累业绩）影响同比+30.1%。基数走高下收入和利润增长稳健，主要系黄金产品持续景气+金价处于高位+9 月订货会加盟商积极性偏高。

图表58：1-3Q 黄金珠宝板块营收/利润增速靓丽

公司	收入（亿元）			归母净利润（亿元）			收入yoy			归母净利润yoy		
	1Q23	2Q23	3Q23	1Q23	2Q23	3Q23	1Q23	2Q23	3Q23	1Q23	2Q23	3Q23
老凤祥	246	158	217	7.16	5.57	6.92	33%	3%	10%	76%	15%	49%
豫园股份	152	122	121	3.36	18.82	0.17	25%	25%	6%	1%	348%	89%
中国黄金	161	134	117	3.00	2.37	2.04	12%	22%	13%	19%	27%	17%
周大生	41	40	44	3.65	3.74	3.55	50%	69%	15%	26%	27%	3%
菜百股份	51	33	40	2.35	1.78	1.79	46%	78%	25%	31%	159%	66%
迪阿股份	7	5	5	1.01	-0.48	0.21	42%	38%	48%	73%	123%	89%
曼卡龙	3	5	4	0.27	0.24	0.18	3%	32%	2%	29%	61%	23%
潮宏基	15	15	15	1.24	0.84	1.04	22%	61%	24%	30%	54%	23%
板块总体	677	512	564	22.0	32.9	15.9	25%	21%	10%	13%	90%	3%
总体（除豫园、迪阿）	517	384	438	17.7	14.5	15.5	27%	21%	13%	42%	32%	30%

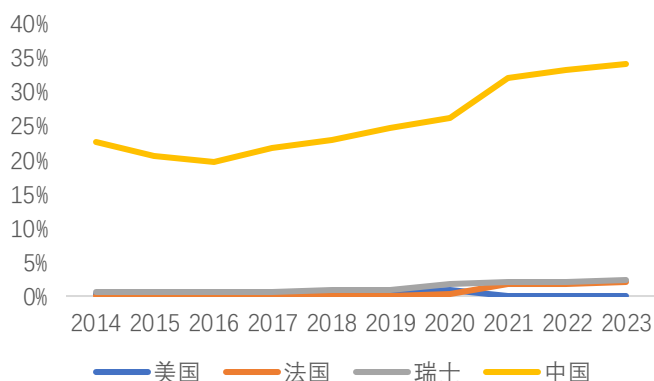
来源：Wind，国金证券研究所

3.2、国货龙头抓住黄金产品消费热潮&持续渠道扩张，市占率呈提升趋势

工艺升级+保值属性+金价上涨三重因素驱动，黄金产品持续景气，我国黄金珠宝公司迅速调整，抓住黄金饰品消费热潮、战略性加大黄金产品投入，叠加持续渠道扩张（尤其疫情几年，头部表现逆势扩张，表现较强的开店能力），2016-2023 年我国黄金珠宝市场国货品牌市占率由 19.8%提升至 33.9%。

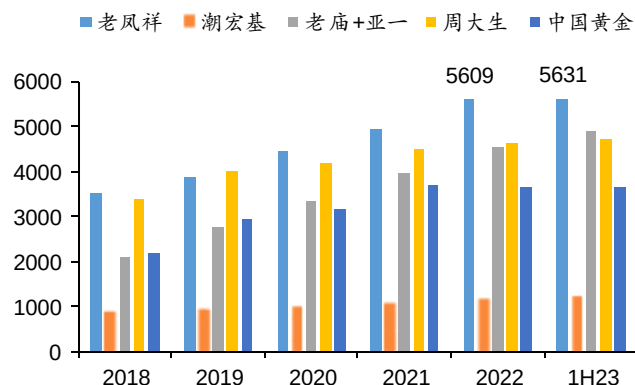


图表59：我国黄金珠宝市场国货品牌市占率持续提升



来源：欧睿数据，国金证券研究所

图表60：我国黄金珠宝公司门店数量持续扩张



来源：各公司公告，国金证券研究所

图表61：主要黄金珠宝国货品牌市占率持续提升

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
周大福（港资）	6.1%	5.1%	5.2%	6.0%	6.5%	7.1%	7.6%	11.2%	11.1%	10.9%
老凤祥	5.5%	5.3%	5.1%	5.7%	6.2%	6.7%	7.5%	7.9%	8.5%	8.8%
老庙	2.9%	2.6%	2.2%	2.2%	2.4%	3.0%	3.5%	3.6%	4.3%	4.6%
梦金园	2.7%	2.8%	2.6%	2.7%	2.5%	2.6%	2.3%	2.7%	2.5%	2.5%
周大生	0.6%	0.6%	0.7%	0.8%	1.0%	1.1%	1.1%	1.7%	2.1%	2.4%
周生生（港资）	1.1%	1.2%	1.1%	1.2%	1.2%	1.3%	1.3%	1.7%	1.7%	1.8%
Tiffany & Co	-	-	-	-	-	-	-	1.3%	1.4%	1.5%
卡地亚	0.4%	0.4%	0.5%	0.5%	0.6%	0.7%	1.1%	1.4%	1.3%	1.4%
梵克雅宝	0.2%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.4%	0.7%	0.9%	0.9%	1.0%
潮宏基	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.5%	0.6%	0.7%

来源：欧睿数据，国金证券研究所（注：底纹为蓝色的品牌为国货品牌）

3.3、投资建议：推荐稳健标的的老凤祥/潮宏基

金价高位短期影响投资和消费情绪，金价中长期上行预期下消费者观望情绪望逐步淡化。头部预计 24 年普遍回归稳健增长，开店稳步拓展+产品持续升级+单店优化为主要驱动因素，关注老凤祥/潮宏基/菜百股份/周大生。

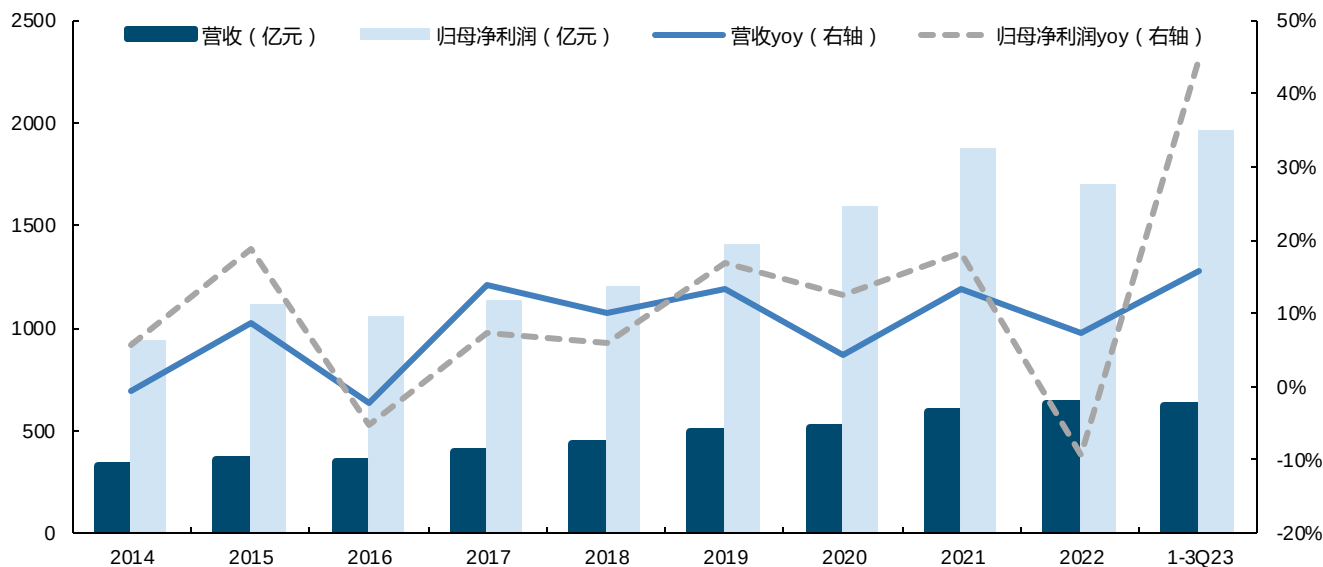
■ 老凤祥：黄金老字号行稳致远，改革释放经营活力

金价上行+终端景气，叠加规模优势凸显，23 年表现高业绩弹性，1-3Q 收入/归母净利润同比+16%/+45%。

股权结构+激励机制逐步优化，进一步激发经营活力。渠道优势显著，截至 1H23 门店总数量 5631 家、位列行业第二，“藏宝金”、“凤祥喜事”门店布局提升零售形象。黄金老字号，品牌价值获认可，业绩长期稳健兑现。



图表62：受益金价上行，老凤祥Q3业绩超预期、归母净利润同比+49%



来源：老凤祥公司公告，国金证券研究所

■ 潮宏基：聚焦产品升级打造差异化，拓店有空间

产品定位国潮/时尚化，拥有花丝系列/臻金臻钻等强品牌印记产品，打造差异化、受年轻群体青睐；拓展加盟渠道，25年2000家珠宝门店目标不变，预计23/24/25年分别净开店200-250家/300家/300家；悦己需求崛起+工艺&产品升级驱动行业景气延续。

预计23-25年归母净利润为4/4.97/6.07亿元，同比+101%/+24%/+22%，对应23-25年PE分别为15/12/10倍，维持“买入”评级。

图表63：潮宏基盈利预测

项 目	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	3,215	4,636	4,417	5,688	6,914	8,087
营业收入增长率	-9.24%	44.20%	-4.73%	28.75%	21.56%	16.97%
归母净利润（百万元）	140	351	199	400	497	607
归母净利润增长率	72.05%	151.03%	-43.22%	100.71%	24.24%	22.33%
摊薄每股盈利（元）	0.154	0.387	0.224	0.450	0.559	0.684
净资产收益率	4.07%	9.96%	5.62%	10.57%	12.17%	13.67%
市盈率（倍）	26.57	14.23	23.47	14.54	11.70	9.57
市净率（倍）	1.08	1.42	1.32	1.54	1.42	1.31

来源：潮宏基公司公告，国金证券研究所（注：股价更新至12月22日）

4、风险提示

4.1、化妆品

新品销售不及预期：化妆品品牌商积极应对行业竞争，推新品迎合消费者需求，若新品销售不及预期，将影响公司业绩表现。

营销投放不及预期：化妆品品牌竞争激烈，一方面需要产品力作为支撑，另一方面需要大量营销触达消费者，因此化妆品企业销售离不开营销。若未来品牌商营销投放效果不及预期、将影响其成长性与盈利性。

抖音新渠道拓展不及预期/拖累净利表现：抖音直播等新兴渠道发展快速，品牌商纷纷布局；但抖音流量算法等不同于传统的电商渠道，新渠道运营能力仍待锻炼。此外，抖音等直播渠道要求低价（毛利率低）、网红主播等费用率高，抖音等新渠道拓展或拖累总体净利表现。



代运营/生产商客户流失带来短期业绩波动：代运营商与生产商业绩均依托客户拓展，若短期大客户战略调整、终止合作将给代运营商及生产商带来短期业绩波动。

4.2、黄金珠宝

终端零售不及预期：黄金珠宝行业增量主要来自悦己需求的增长、可选属性强，终端零售增长受宏观环境影响有所波动。

加盟渠道拓展不及预期：当前黄金珠宝品牌商主要以加盟模式拓店、下沉市场。行业竞争激烈、头部集中趋势延续，加盟渠道拓展不及预期影响品牌利润增长。

金价波动：金价走势影响黄金投资需求&消费需求释放，金价高位震荡或将激发消费者观望情绪、抑制需求释放，从而影响企业收入/利润释放。



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。

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。本报告反映撰写研究人员的不同设想、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，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

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。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。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；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。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。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-80234211

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 5 楼

北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心

18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究