仅供内部参考，请勿外传

化妆品行业专题

抽丝剥茧，外资品牌复苏背后的行业脉络

行业研究 · 行业专题

商贸零售

投资评级：优于大市（维持）

证券分析师：张峻豪
021-60933168
zhangjh@guosen.com.cn
S0980517070001

证券分析师：孙乔容若
021-60375463
sunqiaorongruo@guosen.com.cn
S0980523090004

证券分析师：柳旭
0755-81981311
liuxu1@guosen.com.cn
S0980522120001

仅供内部参考，请勿外传

投资要点

- **自2025年三季度以来，外资美妆品牌在华业绩的复苏趋势较为明显：**欧莱雅、资生堂以及雅诗兰黛三大主要国际美妆集团，中国区相关的区域分部增速分别在25Q3回正至5%/8%和9%，并将正增水平延续至26Q1。同时我们从线上增速跟踪来看，自25年下半年至今，包括赫莲娜、雅诗兰黛、兰蔻等在内的重点外资品牌均实现了强劲的双位数正增长，且在各主要平台的618大促美妆前十榜单中外资品牌数量也明显提升。此外，从外资品牌披露的经营举措来看，均提及了包括加大中国地区社交电商重视性，提速产品研发的本土化，以及加大与国内本土品牌的“学习”等举措，显示对中国市场重视度依旧。
- 不同于市场普遍将本轮外资品牌的回暖简单归纳为经济K型分化下高端复苏的一环，**我们认为其背后更深层次反应的是行业进入新渠道和新产品的双红利退坡期下，行业整体竞争范式正回归至品牌力竞争本身。**一方面，渠道端，中国移动互联网月活用户规模触及已达12.76亿高位，线上购物渗透率接近饱和，原有电商平台格局稳定；另一方面，产品端，2025年全国普通化妆品新增备案总量同比下滑14.1%，基础品类与包装形态创新趋于同质化。因而国货过去主要实现差异化突围的两大抓手出现周期性回落。而在品牌力层面，与外资品牌以时间和资金换取的品牌底蕴相比，多数国货品牌仍存在一定差距。
- **但同时，我们也不认为这就是竞争的终局，相反也为国货未来的发展侧重方向指明了道路。**1）一方面，已经积累一定品牌基础的头部国货龙头，今年开始持续优化营销投放结构，收缩低效达人直播，强化品牌自播与心智建设，毛利率水平反而有所提升；并正通过内生孵化与外延并购双轨搭建多品牌矩阵，以及全球化拓展，搭建出满足多元需求的品牌力矩阵。2）另一方面，部分外资品牌的经营打法，实质上也在透支现有品牌基础，长期来看给了优质国货更大的机会：一是从近两轮的大促来看，国际品牌加大了社交电商投放与折扣力度，“以费换量”的增长模式也存在对自身品牌力的消耗；二是，产品创新升级同样乏力，而通过套盒式的产品组合也逐步被贴上性价比的标签，同样不利于长期发展。
- 投资建议：整体来看，面对国内化妆品市场已正式步入存量博弈新常态，国货品牌首先加大深耕品牌力建设，并将战略重心转移到品牌价值的长期沉淀上；同时正向“多品牌大集团”模式跃升，以打破规模天花板；此外，加速出海与全球化布局也已成为寻找增量的必然趋势。我们建议关注：1）已经成功跑通平台化机制并具备一定品牌力基础的国货龙头，在稳固主品牌表现的基础上，通过内生外延构建完善的多品牌、多品类矩阵，实现集团化发展，推荐：珀莱雅、毛戈平、巨子生物、贝泰妮、上美股份、上海家化等；2）仍处于增长势能下的细分龙头，通过持续深耕定位赛道下的品类布局，做大做深品牌心智，在当下营收基础上同样具备较高的成长空间，推荐：水羊股份、丸美生物等。
- **风险提示：**消费复苏不及预期，品牌新品推出不及预期，竞争加剧影响企业盈利能力等。

表：重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价	总市值（亿元）	EPS		PE	
			06-26	06-26	2026E	2027E	2026E	2027E
603605.SH	珀莱雅	优于大市	56.70	225	4.17	4.68	13.60	12.12
1318.HK	毛戈平	优于大市	50.60	248	3.29	4.22	14.31	11.16
2367.HK	巨子生物	优于大市	25.80	274	1.82	1.92	13.22	12.54

资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理预测，注：巨子生物、毛戈平价格为港元

仅供内部参考，请勿外传

目录

01 现象解析：海外大牌在华复苏表现与增长归因

02 行业脉络：红利见顶下的存量博弈，竞争回归“品牌力”

03 国货破局：品牌升维、矩阵扩张与出海寻路

04 投资建议

仅供内部参考，请勿外传

一、现象解析：海外大牌在华复苏表现与增长归因

仅供内部参考，请勿外传

1.1 外资品牌在华销售去年下半年拐点后呈现持续回暖

■ 全球化妆品集团在中国区的表现来看，大部分外资品牌表现趋势具有一致性。2024Q2至2025Q2期间，主要是受宏观消费影响、本土国货强势崛起分流、旅游免税零售持续低迷，以及品牌主动进行去库存与渠道调整等多重内外因素共振冲击所致，除LG在24年下半年出现短暂冲高外，其余多数跨国巨头均遭遇较为明显的下滑或是失速。

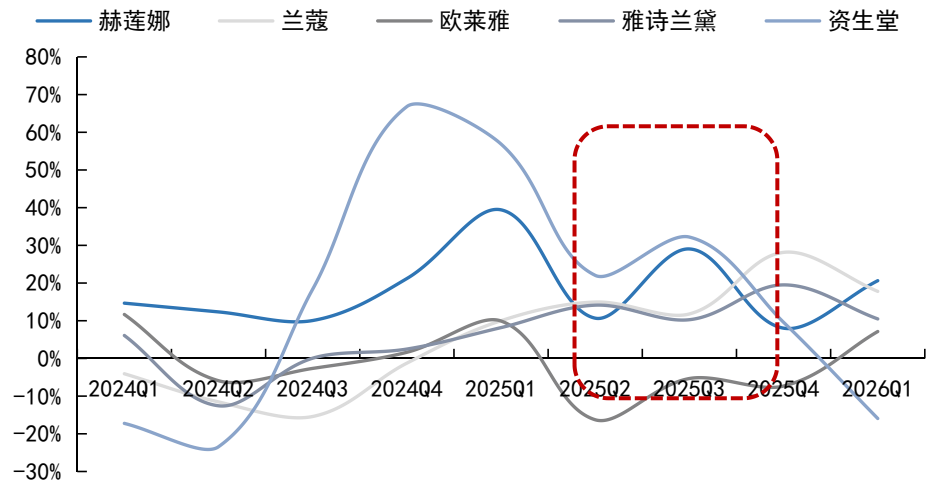
■ **但25Q3成为市场触底反弹的关键分水岭，各大巨头呈现出一定程度上的共振回暖趋势，无论是财报表现还是国内的线上增速均表现出拐点趋势。从财报来看，**欧莱雅、资生堂以及雅诗兰黛，三大主要集团，中国区相关区域分部增速分别在25Q3回正至5%/8%和9%，其中雅诗兰黛在25Q4进一步攀升至13%的高位。同时我们从线上增速跟踪来看，进入2025年下半年以来，包括赫莲娜、雅诗兰黛、兰蔻等在内的重点外资品牌在均在多个季度中实现了强劲的双位数正增长。

表1：全球美妆集团中国区/亚洲区收入增速

	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1
雅诗兰黛	双位数下滑	-10%	中个位数	-1%	9%	13%	6%
欧莱雅	-7%	-4%	-2%	-9%	5%	1%	5%
资生堂	-23%	2%	-14%	-7%	8%	2%	-1%
爱茉莉	-34%	-9%	-10%	23%	9%	-10%	-13%
LG生活	12%	21%	-4%	-8%	-5%	-17%	-14%
花王	-45%	-30%	-3%	-16%	50%	68%	11%
联合利华	3%	3%	2%	5%	7%	7%	6%

资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理，注：欧莱雅为北亚，资生堂为中国+旅游零售，花王（化妆品业务）、联合利华为亚洲区，其余均为中国区收入

图1：部分外资品牌中国线上增速



资料来源：久谦、国信证券经济研究所整理

仅供内部参考，请勿外传

1.2 外资品牌26年以来在华销售发力明显且重要性仍较高

■ **今年来看，线上大促排名反映出外资头部品牌进一步份额回升趋势。**今年618大促抖音5.27-6.1期间前五国货仅有珀莱雅，其余全为外资高端品牌。而去年618和双11大促国货在抖音渠道前五分别占据2-3个名次，且国货稳居榜首。整体来看，外资美妆品牌销售持续走强一方面系部分品牌前期低基数下加大了营销折扣力度，另一方面，线上平台在量增触及天花板后也有意识向高价品类做流量倾斜。

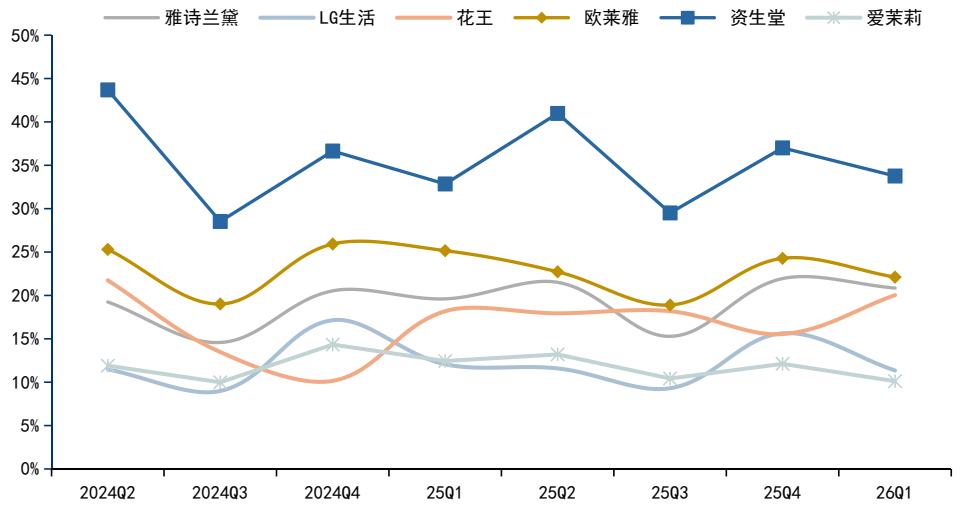
■ 同时从各外资美妆集团的营收区域结构来看，中国区对国际美妆巨头的营收贡献仍长期保持着举足轻重的核心地位。构成了各大集团极其重要的基本盘。因此对于跨国美妆巨头而言，若要维持全球业务的领先规模与长效增长，稳住并持续深耕中国这一绝对核心阵地，依然是其捍卫全球市场份额最不可动摇的战略底牌。

图2：抖音大促美妆行业榜单排名



资料来源：抖音电商营销观察、国信证券经济研究所整理

图3：部分外资品牌中国线上增速



资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理，注：欧莱雅为北亚，资生堂为中国+旅游零售，花王（化妆品业务）为亚洲区，其余均为中国区收入

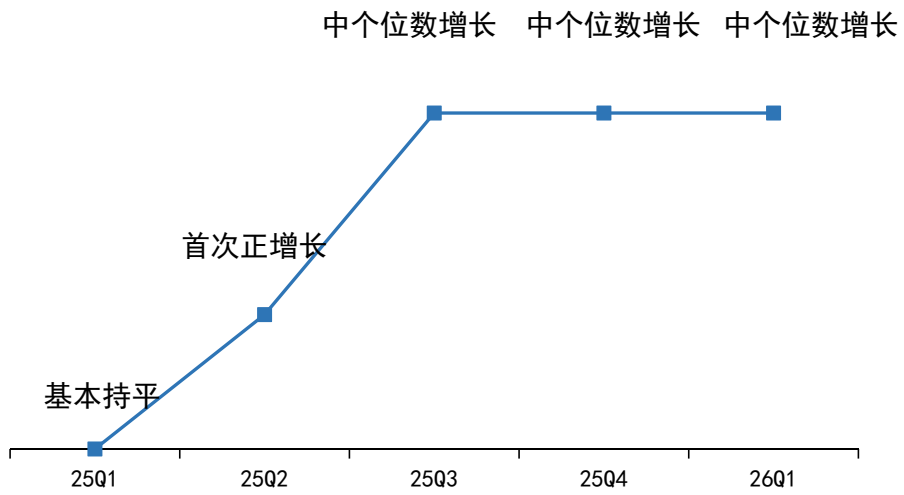
仅供内部参考，请勿外传

1.3 欧莱雅：高端驱动营收逐季加速，全面深化中国市场战略

■ **自2025年以来，欧莱雅中国区业绩呈现出从企稳到强劲复苏的逐季加速态势，高端化妆部门持续拉动增长。**25Q1整体持平表现，主要由于专业美发、功效护肤和高端部门带动；25Q2在低基数下中国市场在连续5个季度后首次营收增速回正；25Q3营收增速达到了中个位数，主要得益于高档品牌部的复苏，以及创新产品管线的支持，如兰蔻菁纯抗老系列、赫莲娜黑绷带以及YSL黑管唇釉；25Q4维持中个位数增速，通过重仓抖音以及渠道下沉策略，将中国区的消费者基数一举突破至1.08亿人；而在26Q1持续实现中个位数增长，其中高档化妆品、专业美发和皮肤科学美容均取得双位数或高个位数增长，大众化妆品略微承压，**同时集团CEO明确表示，中国市场已确认回到正增长区间，尤其是是高端品牌的全面复苏。**

■ 同时欧莱雅仍在持续强调中国市场的重要性，如26年在集团全球产能最大的制造基地苏州工厂建设30周年之际，欧莱雅官宣加码投产UPX二期智能车间及首个智能运营中心，并计划于2026年下半年正式启动南通智能运营中心的建设，进一步织密长三角数智化物流网络。

图4：欧莱雅中国区销售增速



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图5：欧莱雅苏州工厂成立30周年纪念活动



资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

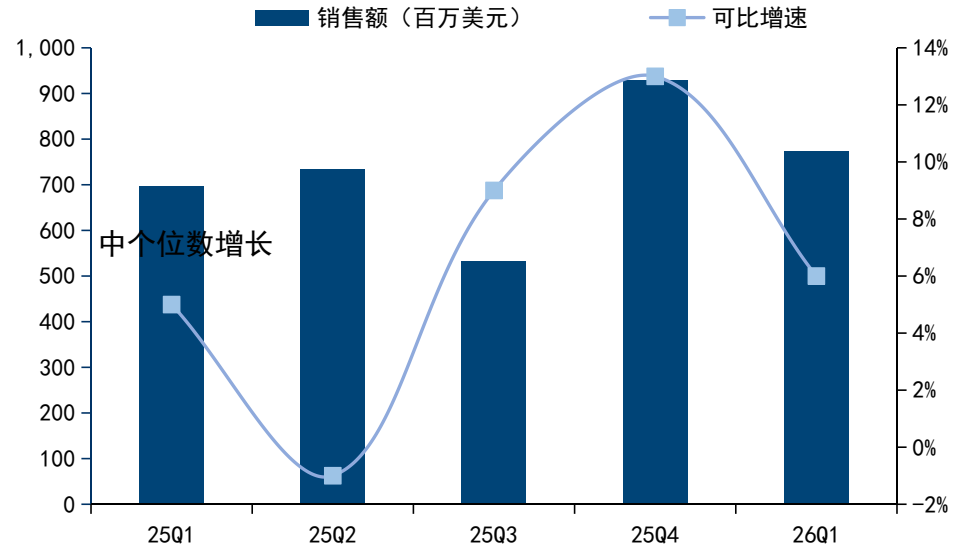
仅供内部参考，请勿外传

1.4 雅诗兰黛：中国区基本面全面复苏，迎“量利双升”

■ **雅诗兰黛则自25年开始在中国区调整结束后开始反弹修复。**在2024年整体消费疲软以及公司主动进行渠道去库存调整背景下，雅诗兰黛中国区2024年表现持续承压。但25Q1在低基数下营收已经实现中个位数增长，并于25Q2首次提出中国市场出现了企稳的早期迹象，后续销售回暖以及低基数效应下自25Q3开始营收增速回升，并已连续五个季度跑赢国内高端美妆大盘。而在利润端，伴随着营收规模的恢复，中国区的盈利水平同样实现明显反弹。营业利润率从24Q3的-3.3%迅速回正，并在26Q1实现超20%的新高。

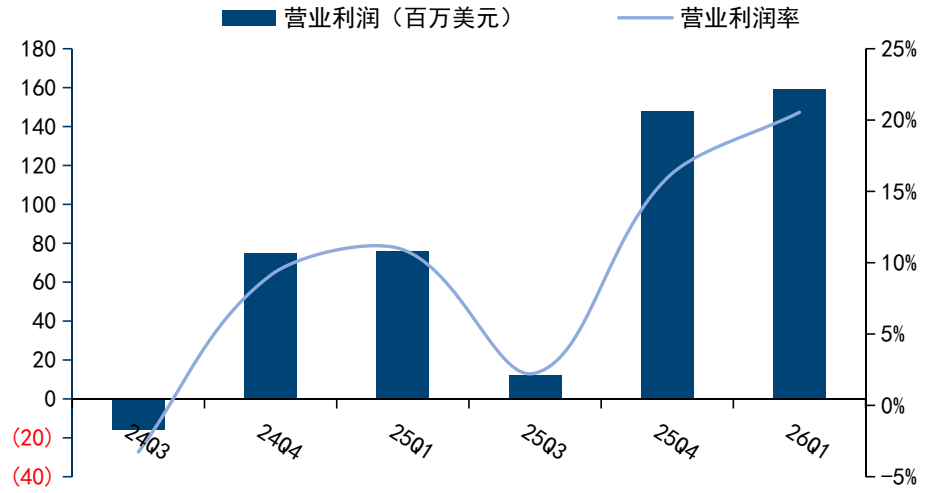
■ 后续来看，公司管理层也在业绩会中表示目前中国区已进入“成熟市场”阶段，同时消费者信心企稳，因此集团需要摆脱单一品牌与大促依赖，走向多极健康增长，同时加大与本土品牌“速度的学习”，未来也将提速研发与本土化。

图6：雅诗兰黛中国区销售额和可比增速



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图7：雅诗兰黛中国区营业利润增速和营业利润率



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

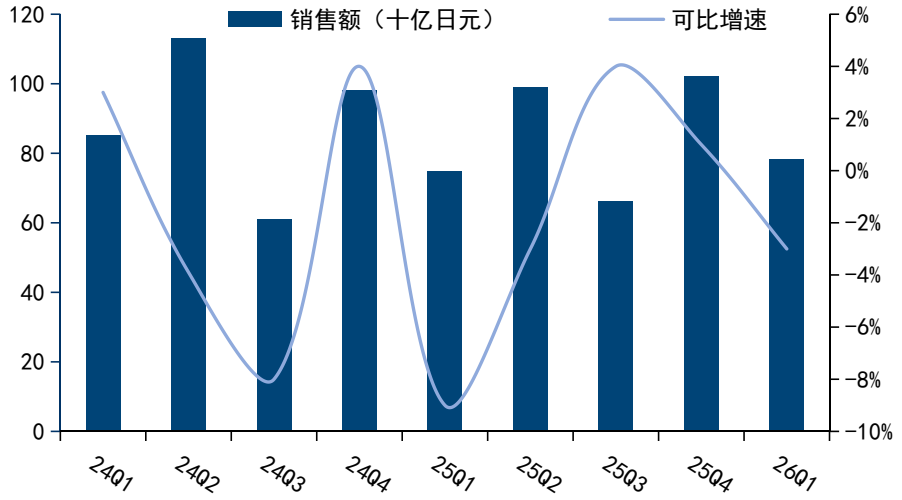
仅供内部参考，请勿外传

1.5 资生堂：高端矩阵构筑逆势韧性，电商内化驱动高质量增长

■ **复盘资生堂25年以来中国区的业绩表现，我们可以发现高端品牌的表现对于公司无论是收入还是业绩端的拉动是至关重要的，同时将社交电商收回为自营模式，不断提高其作为营销手段的优先级。具体来看：**

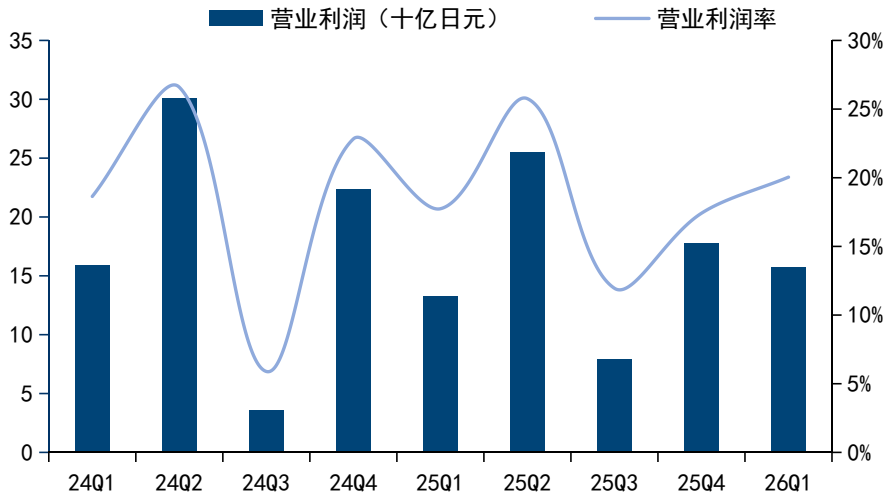
- 25Q1资生堂将中国市场和旅游零售渠道进行架构合并，并去代购化，坚持“全球统一定价战略”，在调整期间公司收入和利润承压，但开始注重中长期的高质量发展，成为贯穿全年的主线；而在2025年后续发展中，依托CPB和NARS等高端品牌持续跑赢大盘并扩大份额，并于25Q3提出将电商运营内部化，由内部团队自主掌控电商数据和内容创作，体现出资生堂对于中国地区社交电商的重视性。全年中国+旅游零售区实现营收可比增速和营业利润率分别为-3%/18.9%，其中中国本土市场全年实现正增长。
- 26Q1在中日关系复杂严峻的背景下，凭借CPB、NARS持续表现优异，以及资生堂主品牌继续保持正增长下，Q1中国与旅游零售部门销售额仅微降1.4%，在Earnings Call上管理层表示超出此前预期，因此将全年销售预期从“低单位数下降”上调至“低单位数增长”。

图8：资生堂中国+旅游零售区销售额和增速



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图9：资生堂中国+旅游零售区营业利润增速和营业利润率



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

仅供内部参考，请勿外传

二、行业脉络：红利见顶下的存量博弈，竞争回归“品牌力”

仅供内部参考，请勿外传

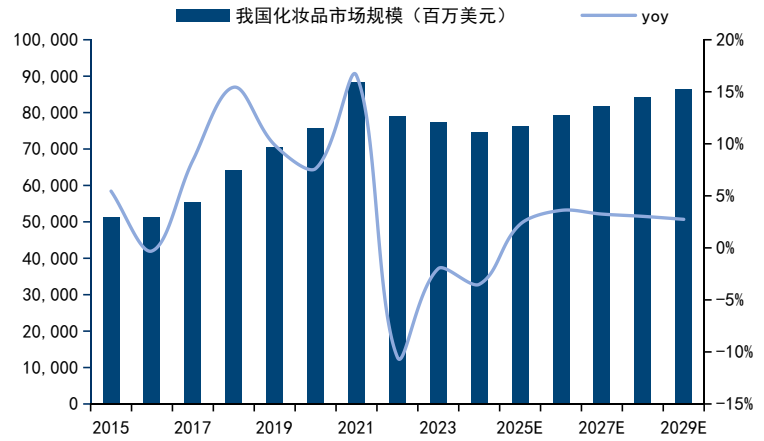
2.1 目前国内化妆品市场步入存量竞争市场

■ **理解为何外资品牌复苏，首先需要理解当前国内美妆行业进入存量环境的现状：**国内化妆品市场已过了早期高速扩容阶段，整体大盘规模增速趋缓，据欧睿数据，2022-2028E我国化妆品市场年复合增速仅为1.1%，步入存量博弈的新常态，企业也面临增长动能转换的关键节点。

■ **回溯前几年的行业繁荣期，国产品牌的规模扩张核心得益于“渠道变迁”与“产品创新”的双轮驱动。在渠道端，**品牌充分享受了线上流量结构重塑的时代红利。从早期深度绑定阿里系平台，吃透传统货架电商的流量溢价，到随后敏锐切入抖音等兴趣电商阵地，成功承接了短视频内容与直播带货的爆发式流量，构筑了高增长的底层依托。**在产品端，**前期的迅猛爆发则高度依赖功效升级与形态创新的直接拉动。行业精准踩中了“功效护肤”的消费风口，通过市场教育成功将烟酰胺、玻色因、重组胶原蛋白等现象级成分推向消费者。同时，叠加“次抛”精华等兼具便携与高活性的新包装形态，极大满足了受众精细化的护肤需求。

■ 然而，随着这些“新成分”与“新渠道”逐渐沉淀为行业标配，过往依赖这两端红利的单一驱动模式已后继乏力，品牌竞争范式又回归至“品牌力”本身，以及搭建满足多元需求下的品牌力矩阵。下文我们也将对此详细分析。

图10：我国化妆品市场规模及增速



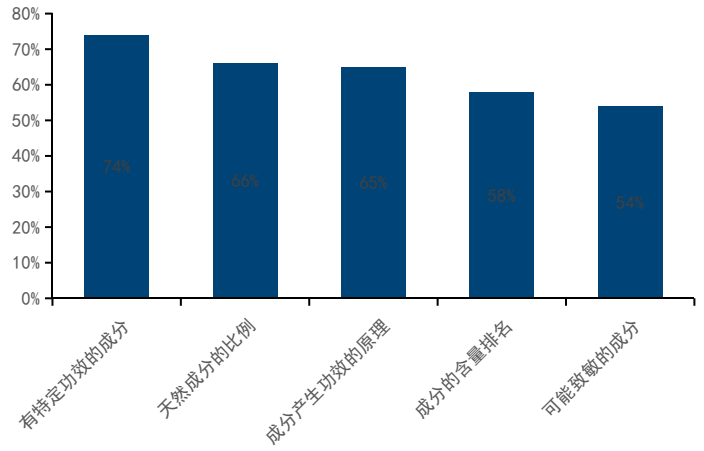
资料来源：欧睿、国信证券经济研究所整理

图11：渠道变迁初始都是由国货率先跟进



资料来源：聚美丽、国信证券经济研究所整理

图12：2021年功效护肤带动成分风起



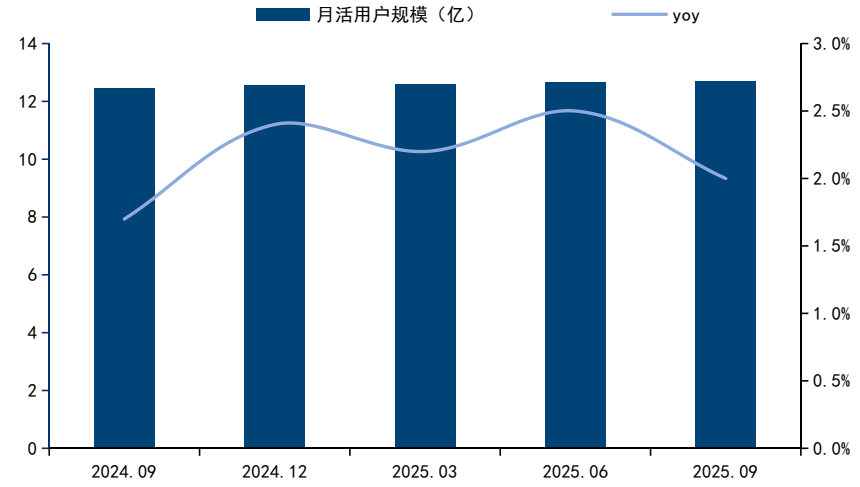
资料来源：英敏特研究、国信证券经济研究所整理

仅供内部参考，请勿外传

2.2 渠道端：线上流量见顶，平台从“量增”切换“价涨”

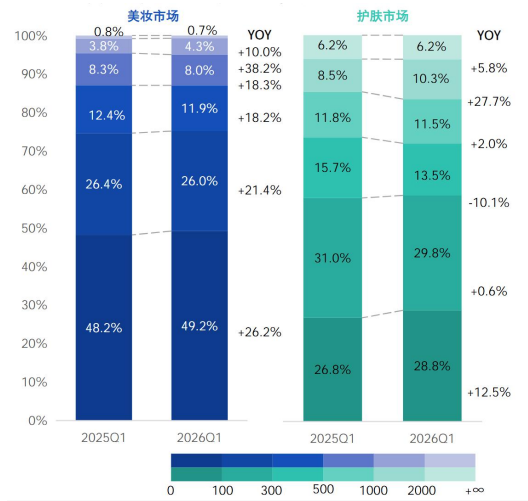
- **首先在渠道层面目前我国互联网与零售市场已进入存量时代。**从用户规模来看，QuestMobile数据显示，截至2025年12月，中国移动互联网整体月度活跃用户规模已达到12.76亿。同时，线上购物用户渗透率已达较高水平，2025年网红电商行业的核心用户群体规模达10.8亿人，几乎所有具备线上消费能力的用户均已被现有渠道覆盖，整体线上渠道缺乏足够的增量用户基础来形成红利。
- **对于平台而言，**如果将GMV的增长拆分为量与价，当线上渗透率触达天花板，进一步低价促销走量的销售转换效率将持续降低，加上政策面持续推进反内卷，今年相关部门密集约谈线上平台减少低价无序竞争。因此向相对高价位段品牌进行流量倾斜切换成为各平台普遍选择。
- **因此我们看到今年以来，线上平台的高价位端美妆品牌份额呈现持续提升趋势。**据魔镜洞察，2026年Q1无论是美妆还是护肤市场高价格带增速明显高于其他价格带，如美妆市场500+价格段均同比增幅显著，500-1000元销售额增速高达38.2%；护肤市场1000-2000元销售额同比增长最快，达27.7%。**这一过程中，由于外资品牌主力价位端与这一趋势较为适配，因此也成为了平台流量逻辑切换过程中的主要受益方。**

图13：我国月活用户规模及增速



资料来源：QuestMobile、国信证券经济研究所整理

图14：2026年Q1美妆护肤线上市场价格段销售额占比分布及增速



资料来源：魔镜洞察、国信证券经济研究所整理

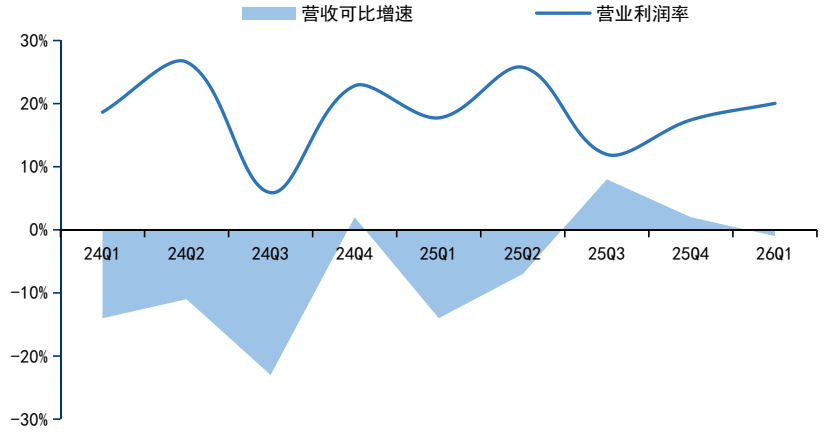
仅供内部参考，请勿外传

2.2 渠道端：外资品牌自身投放加大带动短期销售激增，但仍持续性犹疑

■ 其次，外资品牌自身也在渠道费用投入力度上进一步加强。去年以来外资品牌**将社交电商提升至战略高位**，今年我们看到更多的外资品牌落地 “套组主推 + 达人带量 + 自播沉淀” 的本土化社交平台流量打法，依托长期积累的高端品牌心智实现高效转化，带动市场份额持续回升。据美妆头条，宝洁旗下SK-II加大抖音达人矩阵布局；联合利华将社交媒体广告预算占比从30%提升至50%。

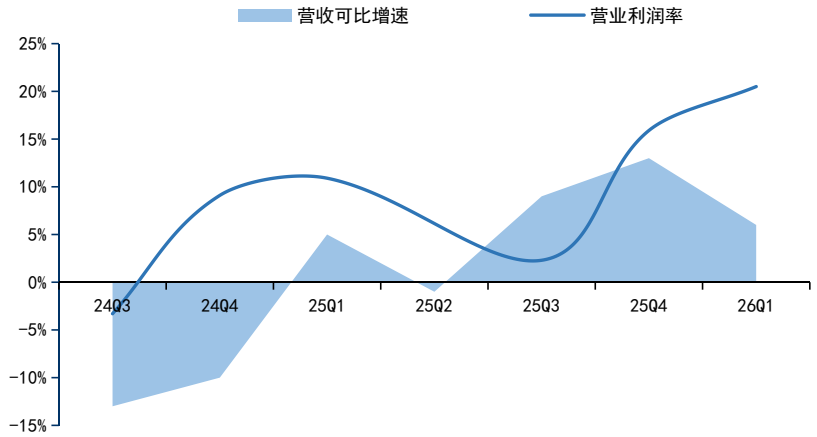
■ **但总结来看，渠道上外资品牌阶段性抬高营销费用及破价让利虽能驱动短期销售规模扩张，但其“以费换量”增长模型实质上是在消耗其品牌力基础，而平台对于不同价位的产品流量倾斜本身也是动态变化的，长期可持续性仍有不确定性。**以资生堂与雅诗兰黛中国区为例，充分验证了其当前业绩对买量杠杆的极度依赖以及长线自然增长底盘的脆弱性。如资生堂在25Q3试图通过扩大前端营销换取8.0%的营收规模反弹时，当季营业利润率被剧烈压缩至12.0%的低位；而当26Q1战略重新侧重利润率修复（营业利润率回升至20.0%）时，其营收增速随即滑落至-1.0%。同样的财务“跷跷板”效应在雅诗兰黛的数据中也得到印证：其25Q3在营收实现9%增长的同时，营业利润率跌至仅2%的谷底；而在26Q1利润率大幅反弹至21%时，营收增速则明显放缓至6%。

图15：资生堂在中国区营收增速及营业利润率表现



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理，注：以中国+旅游零售代表中国区整体表现

图16：雅诗兰黛在中国区营收增速及营业利润率表现



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

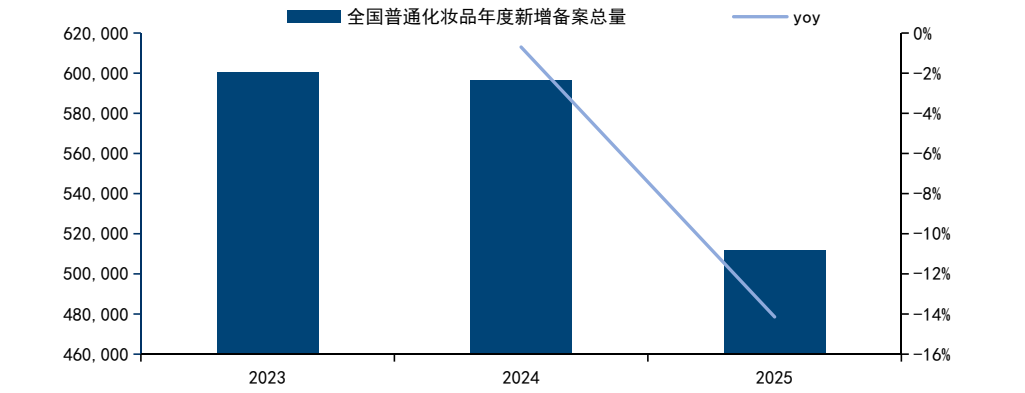
仅供内部参考，请勿外传

2.3 产品端：常规品类扩充及包装形态迭代步入饱和阶段

■ **与此同时，**当前行业面临的另一问题在于，**在基础品类结构与包装形态维度，国内美妆市场同样步入了高度同质化的瓶颈期，传统依靠“品类扩充”与“形态微创”带来的边际拉动效应正在快速失效。**根据《2025年度化妆品审评报告》，2025年全国普通化妆品新增备案总量为511974件，同比下滑14.1%，这是近年来新品备案规模首次出现两位数回落。

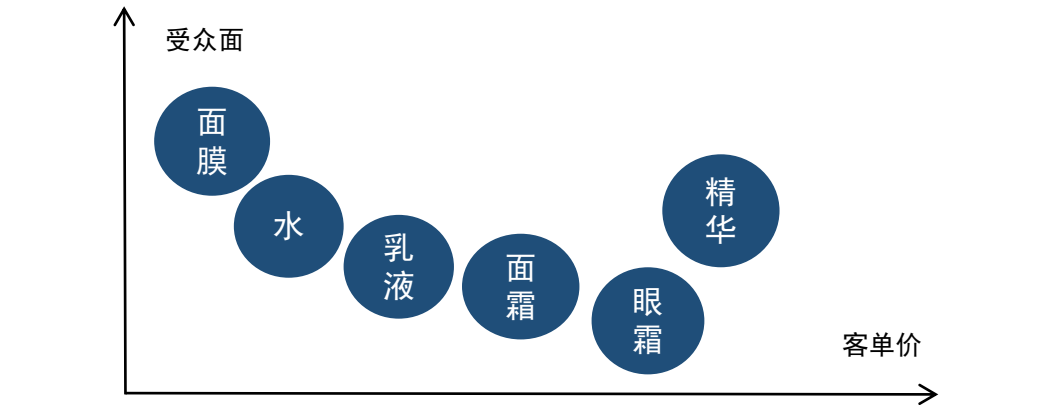
- 从产品品类来看，当前国内美妆市场的产品矩阵已处于高度成熟与全面饱和状态，极难再孕育出具备颠覆性增量红利的“全新独立品类”。经过多年的深度市场教育与无死角的品类细分，消费者的护肤流程已被拆解与挖掘到了极致。从前端的基础清洁（卸妆、洁面），到中枢的滋养修护（化妆水、精华、乳液、面霜），再到特定部位与场景的定向护理（眼霜、颈霜、涂抹/贴片面膜、防晒），现有的基础品类框架已经完备且细致地覆盖了用户的全部护肤痛点与生理需求。
- 而在包装形态层面，曾作为品牌差异化破局、提升客单价利器的“次抛”、“安瓶”、“冻干粉”以及“双管/真空泵”等创新包装形态，如今随着上游代工厂供应链的全面成熟，已彻底沦为从头部大厂到下沉白牌的基础标配。以最具代表性的“次抛”形态为例，在经历前几年的井喷后，当前不仅其在精华细分赛道的形态渗透率已触达天花板，且品类整体增速锐减。

图17：我国普通化妆品年度新增备案总量



资料来源：中国食品药品检定研究院、国信证券经济研究所整理

图18：主流护肤品类



资料来源：青眼、国信证券经济研究所整理

仅供内部参考，请勿外传

2.3 产品端：化妆品新功效及新原料开发步入阶段性瓶颈期

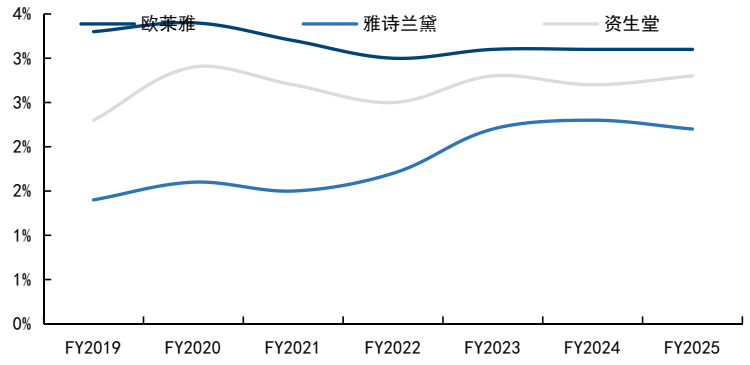
■ 因此，外资品牌在这一行业新品亮点相对平淡时期，依托自身此前其经典单品积累和关键原料心智绑定，反而仍有一定销售基础支撑，但长期来看，其产品创新力度同样较为平淡，而时代仍在呼唤新一轮的颠覆式产品创新升级。

1）底层分子研发陷入长周期断档。以欧莱雅为例，从上一代扛鼎成分“玻色因”于2006年进入商业化，到新一代核心分子“Melasyl”（2024年推出），历经长达18年，而其目前市面超七成高端抗衰新品仍依赖传统经典成分循环复配。

2）浓度内卷凸显边际效用递减，底层新靶点匮乏导致品牌走向无效的物理参数竞争。以烟酰胺为例，临床证实其最佳起效浓度在2%-5%，超过5%后不仅功效收益断崖式递减，屏障受损风险更呈指数上升。然而，市面仍大量涌现宣称10%甚至15%极高浓度的同质化产品，这种透支成分耐受极限的配方，实质上掩盖了研发端在寻找新靶点与开辟新通路上的无力。

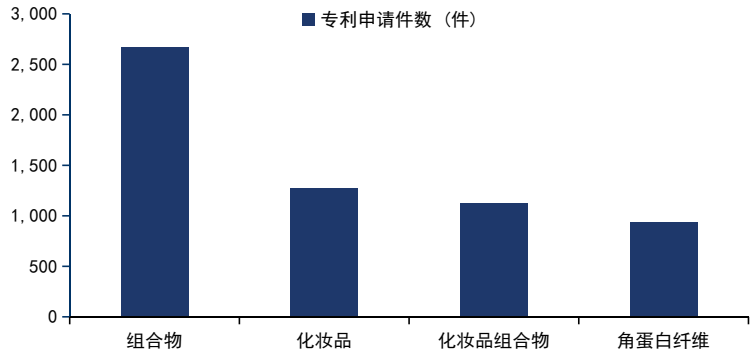
3）技术天花板导致应用型专利占比高。头部巨头研发费用率长期停滞在1.5%-3.5%，且国际巨头的核心专利绝大多数高度集中在组合物（即现有成分的配方复配与工艺优化）领域。例如，欧莱雅专利布局排名第一的领域即为组合物（高达2670件）。

图19：全球化妆品龙头研发费用率



资料来源：彭博、公司公告、国信证券经济研究所整理

图20：2015-2019年欧莱雅专利情况



资料来源：刘玉亮，《专利质量折射我国化妆品产业发展面临新挑战》，《中国医药报》，2021年，07版美业观潮、国信证券经济研究所整理

仅供内部参考，请勿外传

2.4 丰富的多品牌矩阵搭建是外资品牌的最大优势

- 化妆品作为可选消费品，其单一品牌定位、定价、风格有一定的局限性，这就会导致渠道辐射范围、受众人群、购买频次存在上限，规模存在天花板。尤其在行业进入渠道及产品红利期的低谷，采用品牌组合的方式进行协同发展能够使得整个集团覆盖更多的消费人群，也能够在渠道议价，研发复用等层面形成合力，在存量市场中创造更大的销售价值。
- 以国际品牌为例，欧莱雅在面对近三年美妆行业整体疲软的情况下，其股价展现极强抗跌性。归功于其大众、高档与皮科美容均衡的金字塔矩阵及区域布局能力。因此在存量博弈与消费分化的时代，“全品类、多价格带、全渠道均衡”的平台型矩阵公司如欧莱雅，其业绩容错率与抗风险能力已得到验证以及市场的认可，而高度依赖单一爆品与渠道杠杆的高端单轨公司遭遇了现实困境。这也为国货美妆龙头未来的多品牌孵化与多渠道市场布局提供了最直观的终局对标参照。

图21：欧莱雅股价和利润走势



资料来源：公司公告、彭博、国信证券经济研究所整理

表2：26年618大促天猫美妆前十品牌及所属集团

排名	品牌	所属集团	排名	品牌	所属集团
1	珀莱雅（Proya）	珀莱雅集团	11	YSL 圣罗兰	欧莱雅集团
2	修丽可	欧莱雅集团	12	可复美	巨子生物
3	兰蔻（Lancome）	欧莱雅集团	13	资生堂（SHISEIDO）	资生堂集团
4	雅诗兰黛（Estée Lauder）	雅诗兰黛集团	14	薇诺娜（Winona）	贝泰妮集团
5	巴黎欧莱雅	欧莱雅集团	15	OLAY 玉兰油	宝洁集团（P&G）
6	SK-II	宝洁集团（P&G）	16	娇兰（Guerlain）	欧莱雅集团
7	海蓝之谜（LA MER）	雅诗兰黛集团	17	毛戈平（MAOGEPING）	毛戈平美妆
8	娇韵诗（Clarins）	娇韵诗集团	18	理肤泉（Laroche Posay	欧莱雅集团
9	CPB 肌肤之钥	资生堂集团	19	科颜氏（Kiehl's）	欧莱雅集团
10	赫莲娜	欧莱雅集团	20	馥蕾诗（fresh）	雅诗兰黛集团

资料来源：天猫大美妆、国信证券经济研究所整理

仅供内部参考，请勿外传

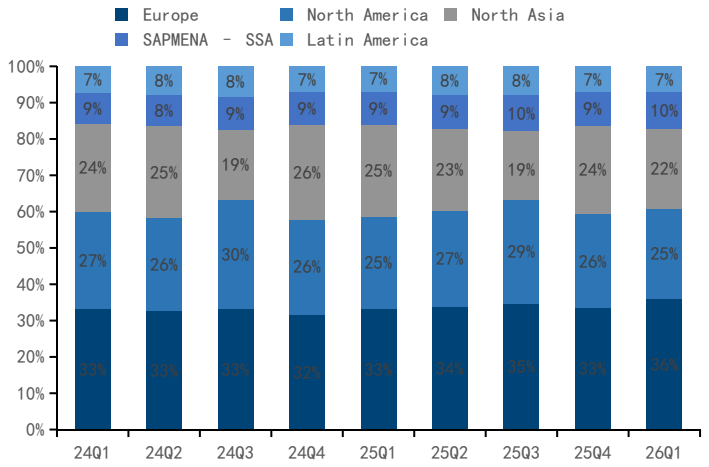
2.4 全球化布局也为其在关键市场提供充足战备基础

■ 国际品牌的长期稳健增长，也在于其多元化市场的布局，国际化不仅提供了风险对冲，也为战略市场的持续投入提供了充足资源储备。

■ 剖析欧莱雅、雅诗兰黛及资生堂三大巨头的各季度营收构成可知，三大巨头均构建了极具韧性的营收矩阵，多年保持稳定。欧莱雅在欧洲（占比36%）、北美（25%）与北亚（22%）形成了高度稳固的“三足鼎立”之势；雅诗兰黛在美洲（29%）、EUKEM（23%）、亚太（27%）及中国（21%）实现了极为均匀的四分天下；资生堂在深耕日本大本营（31%）与中国及旅游市场（34%）的同时，美洲（13%）与EMEA（14%）区域同样提供了坚实增量。

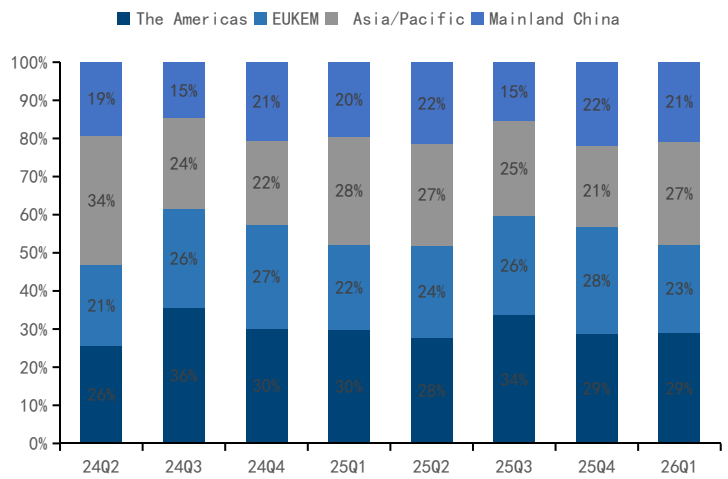
■ 这种全球化的战略纵深赋予了它们极强的抗风险能力。当单一市场面临消费疲软时，其他区域的稳健表现能迅速补位，真正实现“东方不亮西方亮”的跨区域对冲平滑集团总盘的波动；**另一方面，在关键市场面对本土竞争者时也可以集中全球资源和资金优势进行赋能和攻坚。**

图22：欧莱雅各地区收入占比



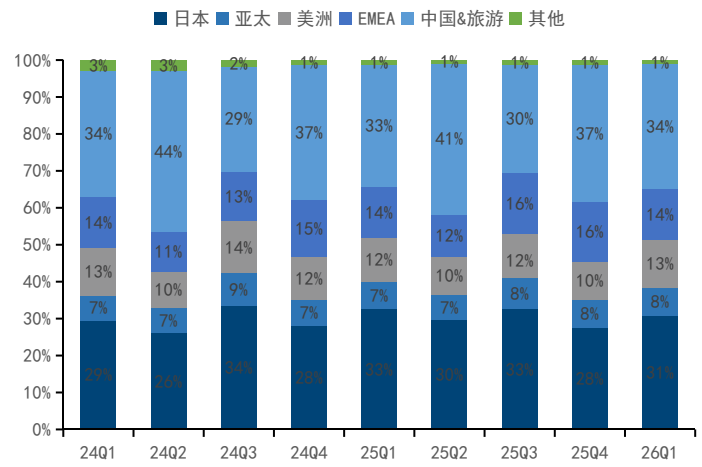
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图23：雅诗兰黛各地区收入占比



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图24：资生堂各地区收入占比



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

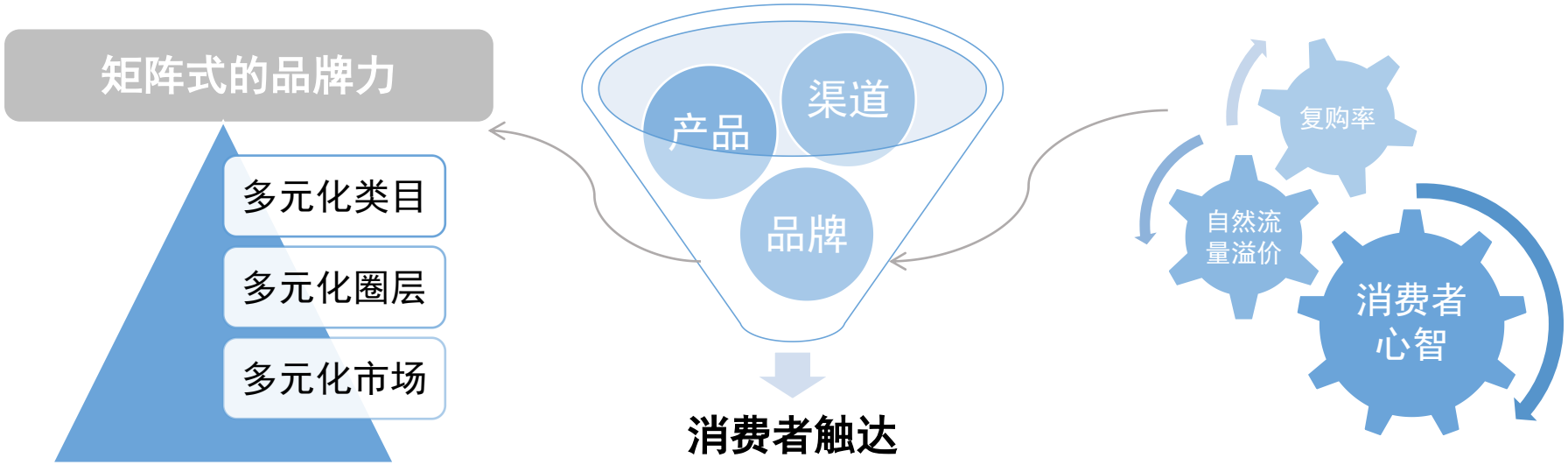
仅供内部参考，请勿外传

2.5 总结：格局变化的背后是竞争范式的变化，品牌力成为跨越周期的重要抓手

■ **从前文的分析总结来看，我们认为今年以来外资品牌的复苏，根本上是美妆行业进入存量市场的大环境背景下，企业竞争范式的变化：**如果将企业竞争要素分为产品力/渠道力和品牌力的话，此前行业处于增量市场下，通过新产品与新渠道去触达和转换更多的消费者，是企业增长的重要抓手，而这两者往往也是国货品牌最为擅长的。但当进入存量时代，品牌力又成为了吸引力存量优质消费者的途径，不仅能带来持续的自然流量溢价，大幅摊薄获客与拉新成本，更是企业维持稳健价盘、抵抗价格战的最强护盾。**同时这种品牌力不是单一的，而是矩阵式的，面对不同圈层和地域的人群都有所对应的消费者心智占有率，并形成极高的忠诚度与复购率。**

■ 虽然品牌力是目前多数时间积淀较少的国货需要补的课。**不过这并不是竞争的结局，而是在动态变化的：一方面为国内企业未来的发展重心指出了新的方向，我们已看到不少头部国货品牌通过扎实布局已积累一定品牌基础，在今年外资的反弹下仍占据前列；同时对应的部分外资品牌前文所描述的一系列破价促销行为也是在弱化其已有的品牌基础。**

图25：品牌力为化妆品品牌发展的长期目标



资料来源：聚美丽、国信证券经济研究所整理

仅供内部参考，请勿外传

三、国货破局：品牌升维、矩阵扩张与出海寻路

仅供内部参考，请勿外传

3.1 国货新常态下的三大战略：品牌化、集团化、全球化

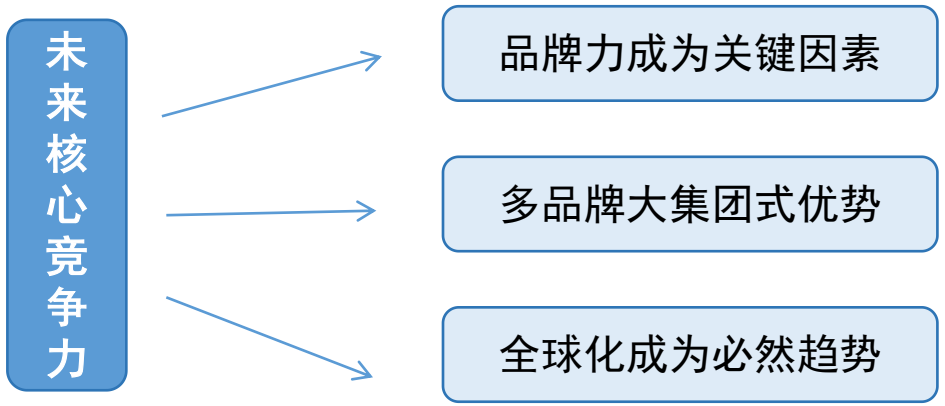
- 面对国内市场的存量博弈与内卷，国货品牌若想在下一周期的竞争中破局并构建符合长期发展的“未来核心竞争力”，必须全面跨越单点竞争的局限，从三大战略维度进行深度升维与重塑：

- **深耕品牌力建设已成为跨越周期的最关键因素。**国货品牌必须坚决摒弃短期的流量收割与价格战思维，将战略重心转移到品牌价值的长期沉淀上。通过讲好品牌故事、坚守核心大单品战略与精细化心智运营，将品牌打造为消费者信任的超级符号，以此换取持续的自然流量与溢价空间。

- **向“多品牌大集团”模式跃升是打破规模天花板的必由之路。**当单一品牌的受众与品类渗透触及极值时，国货企业需要依托中台化能力（研发、供应链、营销），积极孵化或并购新品牌，构建覆盖不同价格带、品类与细分人群的多品牌矩阵。这不仅能有效分摊单一品牌的周期风险，更能形成集团军作战的规模优势与协同效应。

- **加速出海与全球化布局已成为寻找增量的必然趋势。**在国内红利见顶的“红海”困局下，国货品牌亟需将视野向外延伸，利用中国极度成熟的美妆供应链体系与领先的电商运营经验进行“降维打击”或本地化深耕。在“东方不亮西方亮”的全球化拓展中，去海外更广阔的市场中开辟第二增长曲线，最终实现从“中国本土品牌”向“具备全球竞争力的国际大牌”的华丽转身。

图26：未来存量竞争市场核心竞争力



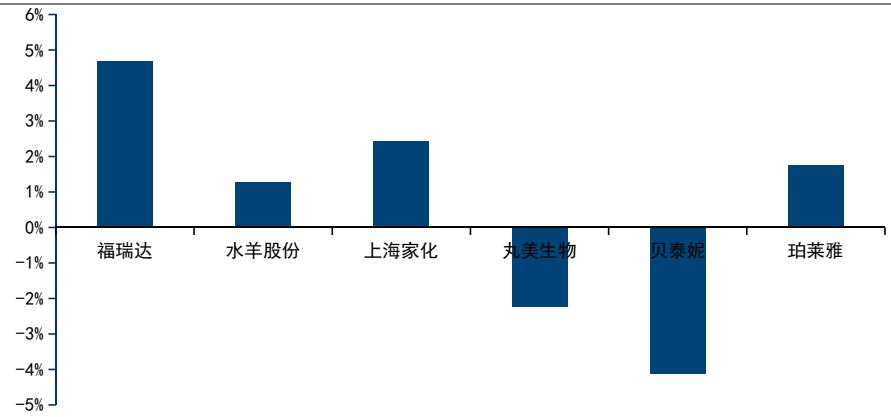
资料来源：青眼、国信证券经济研究所整理

仅供内部参考，请勿外传

3.2 国货龙头品牌力提升持续进行时

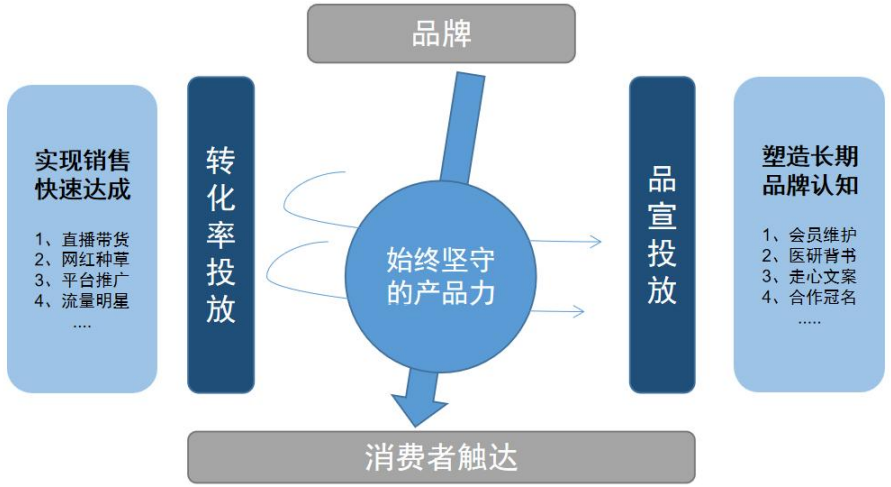
- 全面提升“品牌力”已成为国货美妆跨越存量博弈周期、实现长效增长的核心命题。**在营销端克制以价换量的短视冲动，严格管控全域价盘体系，同时加大高质量的品宣与品牌形象投放。**
- 主要头部国货品牌自去年开始在投放过程中向“重心智、塑品牌资产”全面转型趋势明显。而从结果来看，26Q1主要品牌企业的毛利率，除去丸美和贝泰妮由于自身在处于渠道调整期毛利率有所下滑，其余均处于提升态势。此外小红书等社媒平台上，主要品牌的粉丝数也持续增长，表现品牌声量也在持续提升。

图27：26Q1国货化妆品公司毛利率变动



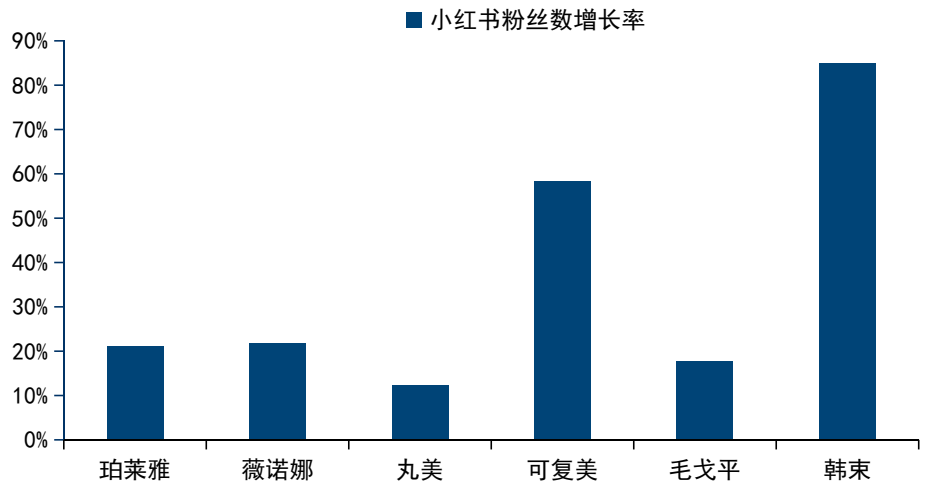
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图28：美妆品牌营销投放转向长期品牌力升级层面



资料来源：聚美丽、国信证券经济研究所整理

图29：2025/1/1-2026/5/31小红书粉丝数变动情况



资料来源：千瓜、国信证券经济研究所整理

仅供内部参考，请勿外传

3.3 国货集团化进程加速，内生外延多品牌矩阵成型

- 同时，国货向多品牌矩阵演进已非停留在纸面规划，如右表所示，多数美妆上市公司都有多个新品牌布局，且已经具备对集团公司财务表现具备拉动效应的水平。
- 且国货美妆企业通常能够根据自身发展阶段合理规划多品牌布局方式，无论是通过外部合作孵化细分赛道子品牌（如上美的“一页”、安敏优），还是借助资本杠杆进行跨品类收购（如珀莱雅控股彩棠与花知晓），国货已逐步具备构建集团第二增长曲线的多种方法手段。
- 且国内品牌的集团化也往往与其出海相联系，如珀莱雅收购的花知晓品牌在海外社媒有着极高知名度，再如水羊和若羽臣等收购的外资高端品牌本身在海外市场具备一定的知名度，均可以与其主品牌形成合力，共同实现协同出海战略的布局。

表3：近年来国货化妆品公司布局的重点第二增长曲线品牌情况介绍

公司	品牌	品牌定位
珀莱雅	彩棠	新国风化妆师专业彩妆，定位于底妆产品，以“高光/修容”作为单品突破口
	Off&Relax	日本研发生产，专注头皮养护的洗护品牌
	花知晓	少女心/强视觉极繁主义包装，独树一帜。2026年5月公司收购该品牌，持股51%，该品牌在东南亚及日本市场表现极佳，
丸美股份	恋火	新锐彩妆品牌，擅长底妆，崇尚高质和极简
贝泰妮	AOXMED	高端抗衰品牌，利用核心抗衰成分美雅安缇 MLYAAT-1002®全谱抗衰精萃打造“专妍”、“萃妍”、“美研”三大系列产品。
	薇诺娜宝贝	专注婴幼儿肌肤功效性护理，主打功效针对宝宝湿痒、干燥，帮助增强肌肤屏障功能，调节宝贝皮肤微生态。
水羊股份	伊菲丹	专为敏感肌研发抗衰产品，涵盖日常全品类护肤种类。主打三重胶原系列产品，核心成分为三重胶原肽。
华熙生物	夸迪	定位硬核抗老大师，依托强大的底层研发支撑，主打5D玻尿酸及CT50协同抗衰成分，聚焦高客单价的抗初老/抗衰市场。
	米蓓尔	专注敏感肌肤研制的功效护肤品牌，主打“医研共创”与敏肌细分化修护。
巨子生物	可丽金	依托核心专利技术，专研重组胶原蛋白抗衰的功效护肤品牌，侧重于抗老、紧致提拉的进阶护肤需求。
上美股份	一页	专注婴童敏感肌护理的“医研共创”品牌，由知名育儿专家、皮肤科医生联合研发，主打以天然成分解决婴童肌肤屏障受损等核心痛点。
	安敏优	青蒿精简护肤品牌，专为敏感肌研发。依托中国特色植物提取“青蒿”为核心成分，主打强效舒缓与皮肤微生态/屏障修护。

资料来源：公司公告、公司官网、国信证券经济研究所整理

仅供内部参考，请勿外传

四、投资建议

仅供内部参考，请勿外传

4.1 投资建议

- 总结来看，对于本轮的外资品牌复苏趋势，我们认为其背后更深层次反应的是行业进入新渠道和新产品的双红利消退期下，品牌整体竞争范式正回归至品牌力竞争本身。一方面，渠道端，中国移动互联网月活用户规模触及已达12.76亿高位，线上购物渗透率接近饱和，原有电商平台格局稳定；另一方面，产品端，2025年全国普通化妆品新增备案总量同比下滑14.1%，基础品类与包装形态创新趋于同质化。因而国货过去主要实现差异化突围的两大抓手出现周期性回落。而在品牌力层面，与外资品牌以时间和资金换取的品牌底蕴相比，多数国货品牌确实仍存在一定差距。

- 但同时，我们也不认为这就是竞争的终局，相反也为国货未来的发展侧重方向指明了道路。1）一方面，已经积累一定品牌基础的头部国货龙头，今年开始持续优化营销投放结构，收缩低效达人直播，强化品牌自播与心智建设，毛利率水平反而有所提升；并正通过内生孵化与外延并购双轨搭建多品牌矩阵，以及全球化拓展，搭建出满足多元需求的品牌力矩阵。2）另一方面，部分外资品牌的经营打法，实质上也在透支现有品牌基础，长期来看给了优质国货更大的机会：一是从近两轮的大促来看，国际品牌加大了社交电商投放与折扣力度，“以费换量”的增长模式也存在对自身品牌力的消耗，二是，产品创新升级同样乏力，而通过套盒式的产品组合也逐步被贴上性价比的标签，同样不利于长期发展。

- 长期来看，面对国内化妆品市场已正式步入存量博弈新常态，国货品牌一是需要深耕品牌力建设，并将战略重心转移到品牌价值的长期沉淀上。同时向“多品牌大集团”模式跃升，以打破规模天花板。此外，加速出海与全球化布局也已成为寻找增量的必然趋势。我们建议关注1）已经成功跑通平台化机制并具备一定品牌力的国货龙头，在稳固主品牌表现的基础上，通过内生外延构建完善的多品牌、多品类矩阵，实现集团化发展，推荐：珀莱雅、毛戈平、巨子生物、贝泰妮、上美股份、上海家化等；2）仍处于增长势能下的细分龙头，通过持续深耕定位赛道下的品类布局，做大做深品牌心智，同样具备较高的成长空间，推荐：水羊股份、丸美生物等。

仅供内部参考，请勿外传

4.1 投资建议

表4：重点公司盈利预测及估值

代码	公司名称	投资评级	收盘价	总市值（亿元）	EPS				PE			
			06-26	06-26	2025	2026E	2027E	2028E	2025	2026E	2027E	2028E
300957.SZ	贝泰妮	优于大市	30.17	128	1.19	1.53	1.73	1.91	33.18	19.69	17.42	15.77
603605.SH	珀莱雅	优于大市	56.70	225	3.78	4.17	4.68	4.94	18.10	13.60	12.12	11.48
300740.SZ	水羊股份	优于大市	17.85	70	0.38	0.53	0.61	0.69	62.68	33.67	29.21	25.98
2367.HK	巨子生物	优于大市	25.80	274	1.83	1.82	1.92	2.00	16.81	13.22	12.54	12.04
1318.HK	毛戈平	优于大市	50.60	248	2.46	3.29	4.22	5.22	30.04	14.31	11.16	9.04
603983.SH	丸美生物	优于大市	23.25	93	0.62	0.80	0.93	1.04	53.77	29.15	24.94	22.41
600315.SH	上海家化	优于大市	16.46	111	0.40	0.58	0.72	0.84	56.58	28.24	22.81	19.58

资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理预测，注：巨子生物、毛戈平价格为港元

仅供内部参考，请勿外传

风险提示

一、消费复苏不及预期，居民消费意愿持续低位；

二、宏观经济、恶劣天气、重大自然灾害等系统性风险；

三、品牌新品推出不及预期，或新品牌推广不及预期；

四、渠道竞争加剧，营销投放成本上升影响企业盈利能力；

五、企业管理层出现变动调整导致经营能力受损；

六、收购整合可能低于预期及商誉减值风险。

仅供内部参考，请勿外传

免责声明

国信证券 GUOSEN SECURITIES

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数(HSI.HI)作为基准；美国市场以标普500指数(SPX.GI)或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

仅供内部参考，请勿外传

国信证券
GUOSEN SECURITIES

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路125号国信金融大厦36层

邮编：518046　　总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路1199弄证大五道口广场1号楼12楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街6号国信证券9层

邮编：100032