

从去年7月至今，医药遭遇连续重挫，龙头们普遍暴跌超过50%。直到最近，才稍稍随着大盘的崛起而反弹。在我看来，很多细分领域，诸如创新药、医疗器械，更多是超跌反弹，而不是反转。

大医药赛道中，医美化妆品受大势冲击最小。珀莱雅仅小幅震荡，并于近期再创历史新高。贝泰妮反弹也较为暴力，底部上来将近50%，爱美客40%+，华熙生物30%+。

当前，珀莱雅动态PE为72.6倍，贝泰妮100倍，华熙生物79.4倍，爱美客115倍，远超CXO、疫苗、医疗器械、创新药相关龙头估值。其实，医美化妆品整体是大医药赛道里面估值水平最高的。

这是二级市场所有人用真金白银投出的票，值得投资者深度思考：凭什么啊？

外资作为重要的参与方之一，也很看好化妆品龙头。珀莱雅持股比例高达23.22%，持股市值达104.6亿元，位列所有A股重仓股第48名。在大医药赛道中，珀莱雅持仓市值仅次于迈瑞、恒瑞以及泰格，前者总市值为450亿元，后三者市值体量要大得多。另外，外资持股贝泰妮、爱美客的市值分别为31.7亿元、28.3亿元，持股比例分别为3.36%、2.23%。以上三家巨头，外资持续加仓，并于近日创下或逼近持股新高水平。

二级市场为何会给予医美化妆品龙头如此之高的估值？外资又为何疯狂买买买？

01 生意宿命

我们都知道，股票价格始终会围绕公司内在价值波动。有些时候前者远远高于后者，偏离太远产生泡沫，终究还是会回归，比如去年估值超110倍的金龙鱼。有些时候则反过来，诸如2019年初的很多细分赛道龙头，普遍处于极为低估的状态，后迎来持续2年的大涨。

内在价值是什么？

从底层逻辑看，就是公司经营存续期内能够赚取的自由现金流总和，在进行折现的值。这个值大于现价，就是被低估，反之亦然。（PS：自由现金流是指企业在满足了再投资需求之后剩余的、不影响公司持续发展前提下的、可供企业股东和债权人分配的现金）

在中国，有很多行业，有很多生意模式。比如，分布极其广泛的普通制造业，就有不好的生意宿命。每年的盈利并不拿来分红，而是不断扩大投资和生产能力，最后发现几乎所有的资产都变成了过剩产能。现在，光伏亦或是新能源车行业处于行业全盛期，但也不要忘记本质还是制造业，大概率是逃不过其生意模式的宿命。也就是说，它们不具备长期穿越周期的生意属性，一旦行业红利期过去，尘归尘，土归土。

但消费股不一样，大多是永续经营，赚的利润是真的，能够持续创造自由现金流，当然也就有资本进行分红回馈股东。这亦是消费股龙头能够维持5年、10年，乃至20年以上穿越周期的持续上涨的根源。

医美化妆品虽然回归于大医药赛道，但跟医药的属性关系并不大，更多具备消费属性——需求永续，经营永续，复购率强。

2020年5月，国家提出“国内国际双循环战略”战略，重点锚定在内循环上。为了保护中产消费力，对于房地产、教育、医疗进行重点的监管捶打。医疗也有很多的监管举措，包括集采提速扩面等，较为深刻地改变了行业投资逻辑——人民利益极高的医疗保健需求，和作为买家（医保）没有钱之间的矛盾。

这就是医药、医疗股持续暴跌重要逻辑，而医美化妆品沾边“医”，但不增加国家医保负担，更多呈现的是消费属性。从内循环大战略角度看，政策应该多鼓励医美化妆品消费才是，而不是打压。

在中国，我们有庞大的中产人群，蕴藏着巨大的消费潜力。未来，大趋势仍然是消费升级，升级的不但单价提升（诸如白酒、啤酒），而是追求更美好生活，比如对健康的需求也会升级。

对于健康，最低需求层次是有病了去治疗，这是国家医保基金试图解决的问题。再上一层需求是防范生病以及保健，更为上层的需求是抗衰老、美丽与长寿。

医美化妆品就是解决人们更为上层的需求。聚焦做抗衰老、抗皱的化妆品企业，产品单价很高，且还可以持续涨价。这块大市场牢牢被外资品牌占据。而国产化妆品企业主要集中在大众化赛道，但也逐步具备往上做中高端的潜力与实力。

比如定位中低端的珀莱雅，于2020年推出红宝石淡纹紧致精华、双抗精华（抗衰老），获得不错的市场反响，带动护肤品类产品平均售价持续上涨，最近2个季度同

比提升超过50%。

过去几年来，化妆品行业整体消费升级还是很明显的。

高端护肤品市场份额由2015年的27.26%提升至2020年的42.97%。

可见，医美化妆品是一门好生意。

这决定了该赛道中会诞生穿越周期性的大投资机会。

02 驱动力

资本如何看待产业估值？

在我看来，资本对每个行业的估值高低区别很大，主要差距体现在门槛高低上（不能阻止行业外资本进入行业内部）以及未来行业成长增量大小上。前者是供给端，后者是需求端。白酒亦或是啤酒就是整个行业盘子就这么大，大约为6000亿，但供给端收缩厉害，高端品牌就那么几个，且在消费升级的大背景下，具备良好的中长期投资价值。还有传统行业的水泥，需求端几乎没有增量，但2016年开启的供给侧改革，造就了一大波高达数倍的投资机会。

那么，化妆品呢，供给端

在收缩，需求端仍在持续增长。

这叫供需双向驱动，在宏观经济下台阶的当下，这种情形比较罕见了。

2020年，中国美妆个护行业规模高达5200亿元，过去10年年复合增速高达10%。

其中，护肤品占比最

大，比例为51%，其次才是彩妆、护发、口腔护理

，分别为12%、12%、10%。当前，护肤品市场规模大致为2700亿元，前瞻产业研究院预计2027年将达到5500亿元。

在护肤品市场，分为传统护肤品、功能性护肤品与皮肤药物三个类别。传统护肤品面向广泛的消费者群体，具有清

洁、保湿、防晒、美白

等基础功能，使用于日常皮肤保养。功能性护肤品又细分为皮肤学级护肤品、强功效性护肤品与医美级护肤品，适用于针对皮肤保养，如抗氧化、抗皱、舒敏。比如贝泰妮旗下大单品——薇诺娜定位为舒敏，在皮肤学

级护肤品市场中跃升为国内NO.1。

该细分赛道，2020年市场规模约为150亿元，16-20年年复合增速高达22%。

过去很多年，化妆品行业鱼龙混杂，经营门槛较低，行业外资本可以快速切入，并砸钱扶持新品牌起来。但这一现状正在悄然发生深刻变化。

从2020年以来，化妆品行业出台了一些列政策监管文件，将对行业市场格局产生深远影响。

2021年1月1日，全国将正式实施《化妆品监督管理条例》，而上一次法规则是1990年颁发实施的。新规从原料溯源、功效评价、合规质量经营等多个维度进行了规范与监管，将推动行业从野蛮生长回归理性发展，中小型化妆品企业将被逐步淘汰出局。

原料端纳入监管范围，实施注册备案以及安全信息报送制度。这将有利于原料规范化、促使原料商和品牌商的利益进一步绑定。

生产端，从机构与人员、质量管理、质量控制、物料与产品等多个维度进行了规范管理，且首次要求企业设立质量安全责任人（具备化妆品专业知识，5年以上相关质量安全管理经验）。这将大幅提升代工厂端合规经营成本以及经营门槛。

品牌端，新规要求进行功效宣称评价，即要有充分的科学依据，且进行相应的功效评价检测。且还要具备不良反应检测以及完善的委托生产制度。在此背景下，非合规宣传的产品将被迫退出市场。此外，品牌方原来完全可以重营销，不管原料、生产监督等问题，新规之后就行不通了。

一大批化妆品行业新规与政策陆续正式实施，将提高行业经营门槛，行业供给端收紧将加速集中度提升。

当然，化妆品行业本身也在演绎“恒者恒强”的逻辑。2020年，中国化妆品市场前20的本土企业有7家，市占率从2011年的4.2%抬升至2020年的9.7%。

在国潮思潮下，本土强劲的化妆品龙头将持续提升市占率，存在国产替代化的逻辑。比如薇诺娜在2019年已经跃升至敏感肌

护

肤品

类第一名

，2021年市场份

额接近第二名与第三名的总和。而

海外强势品牌雅漾、薇姿、理肤泉等市占率大幅下滑。

国产化妆品要想持续崛起，产品力和营销力越来越重要。

随着95后、00后为首的Z时代消费群体崛起，他们不但要看品牌，还要看产品的功效性、安全性以及具体成分。这跟过去很不一样，成分与功效成为消费者购买化妆品主要考量因素，比性价比和品牌因素还要重要。

产品力主要有3个维度，包括功效定位、原料创新以及品类扩张。在消费者越来越追求功效性的大背景下，产品功效定位要明晰。比如薇诺娜聚焦在舒敏，雅诗兰黛小棕瓶聚焦在修复，欧莱雅小白瓶聚焦在美白，造就了跨越长周期的大单品。而原料创新是塑造产品力的核心基础，且作为后续营销推广的抓手。品类扩张就是从单一品类到覆盖面霜、眼霜、精华、面膜、护肤水等全品类。产品力不一样，决定了生命周期不一样。

此外，化妆品企业还需要很强的营销力。过去好几年，大型化妆品龙头吃了不少线上电商红利，包括珀莱雅以及贝泰妮以及这几年诞生的一些国货新锐品牌。随着电商红利丧失，产品力一般，还想单凭营销砸钱砸出一个大单品可能一去不复返了。

一个行业的增长动力主要有4种，包括渗透率、集中度、单价升级、利润池扩张。

在化妆品赛道，有后三种增长动力，未来几年会有良好的投资机会。这亦是外资狂买龙头的核心逻辑。

03 尾声

当然，化妆品行业也会有一些投资风险。首先是宏观经济承压，化妆品作为非生活必要消费品，整体销售会受到挤压。今年5月，化妆品零售总额为291亿元，同比下滑11%，跌幅还高于社会零售总额的6.7%。另外，疫情不是暂时的，有常态化迹象。那么，这意味着在公共场合长年需要戴口罩，会在一定程度上削减化妆品销量，尤其是口红为首的彩妆产品。

此外，化妆品

龙头经历了最近几个月的大

涨，存在估值偏高的风险。合理参照坐标系

是今年3月低点。那时大盘经历了连续4个月的暴跌，化妆品龙头除了珀莱雅外均有明显的下跌。这个位置的估值水平，有一些借鉴意义。

但中长期看，在中产阶级的崛起和消费升级的大背景下，本土化妆品龙头具备穿越周期性的投资机会。

本文源自格隆汇