

化妆品行业蓬勃发展，本土品牌锋芒初露

——化妆品行业深度报告

行业深度

◆概况：高阶日化占主导，集中度、本土化程度高

化妆品按品类分为基础与高阶，按定位分为高档与大众，技术进步、护肤理念更迭推动行业持续发展，并衍生出生美、医美等进阶行业。全球化妆品市场发展稳健，2011~2016年复合增速3.98%，2016年市场规模1682亿美元，护肤、彩妆、香水等高阶日化占比66.5%，亚太区占比36.9%。

成熟市场集中度高（如2017年美国CR10为60.7%），文化与肤质差异致品牌本土化程度高。龙头品牌价值高，重研发、营销，渠道布局广，多品牌、多品类、跨区域发展，外延协同性强，具备做大潜质，近年外延并购加速。

◆我国现状：高阶日化发展快，渠道多元，面膜及彩妆等品类兴起

2017年我国化妆品市场规模3616亿元，近5年复合增速7.72%，为全球增长最快市场。1)分定位：大众、高端占比74%、26%，近5年复合增速6.38%、12.53%。2)分品类：护发（近5年复合增速4%）、口腔护理（7%）、沐浴（5%）等基础日化发展稳定；高阶日化发展迅速，护肤品（8%），面膜（16%）、彩妆（14%）等细分品类快速增长。

渠道多元，百货、商超为传统渠道（17年份额46%），专营店、电商快速发展，单品牌门店成为新趋势。行业集中度较高但近年来持续下降，17年CR10为39.4%，其中基础日化现下降、高阶日化仍提升。国际品牌占据主导，本土品牌把握大众端品牌化消费升级趋势、份额逐步提升。

◆未来展望：长期空间大，短期现回暖，本土品牌锋芒初露迎机遇

化妆品消费意愿及消费能力增强、政策鼓励等共同助力行业发展：1)长期来看，对比国外人均消费我国仍有7倍空间，具体体现在产品结构优化、消费人口代际更迭、三四线城市持续发力。2)短期来看，16年下半年以来的终端消费回暖逐步传导到企业业绩端，行业结束调整进入新周期。

本土品牌把握大众化妆品消费升级机遇、绑定快速发展的专营及电商等渠道、拓展面膜等新兴品类，同时加强研发与品牌营销，初露锋芒迎发展机遇。

◆投资建议与相关标的

基础日化稳健发展，未来竞争将在于市场份额的争夺；高阶日化正兴起，本土品牌运营能力增强、深耕中档市场、试水高成长的高端市场，未来可期。建议关注百年日化企业上海家化、电商面膜龙头御家汇、优质本土护肤品公司珀莱雅、基础日化本土龙头拉芳家化、生美/医美提供商思妍丽等，全产业链布局的青岛金王等。

◆风险提示：消费回暖不及预期；国外品牌降价、进口关税下调等致本土品牌竞争加剧；重金属超标等安全问题影响消费者信心。

证券代码	公司名称	股价	EPS			PE		
			17A	18E	19E	17A	18E	19E
600315.SH	上海家化	42.48	0.58	0.82	1.12	73	52	38
603605.SH	珀莱雅	36.05	1.00	1.23	1.55	36	29	23
300740.SZ	御家汇	29.91	0.58	0.81	1.06	51	37	28
603630.SH	拉芳家化	20.51	0.61	0.82	0.96	34	25	21
002345.SZ	潮宏基	9.28	0.31	0.36	0.39	30	26	24
002094.SZ	青岛金王	8.81	0.58	0.58	0.76	15	15	12

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，注：股价更新至2018年6月15日

分析师

李婕(执业证书编号：S0930511010001)

021-22169107

lijie_yjs@ebscn.com

唐佳睿(执业证书编号：S0930516050001)

021-22169161

tangjiarui@ebscn.com

刘晓波(执业证书编号：S0930512080003)

021-22169177

liuxb@ebscn.com

叶倩瑜(执业证书编号：S0930517100003)

021-22169120

yeqianyu@ebscn.com

联系人

罗晓婷

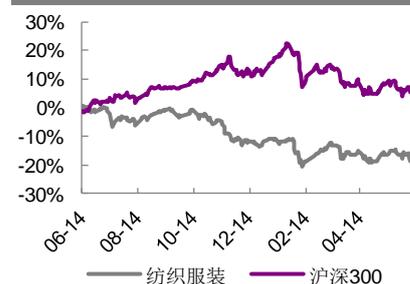
021-22169049

luoxt@ebscn.com

行业主要数据图



行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

相关研报

品牌服饰持续复苏，关注棉价上行机会——
纺织服装行业2018年下半年投资策略
.....2018-6-10

品牌复苏持续推进，行业进入良性循环——
纺织服装行业2017年报及2018一季报深度剖析
.....2018-5-20

目 录

1、 概况：专注美丽事业，品牌价值高.....	10
1.1、 行业概况：美丽诉求经久不衰，产品推陈出新生命力强.....	10
1.1.1、 定义与分类.....	10
1.1.2、 技术进步、护肤理念更迭推动行业持续发展.....	12
1.1.3、 化妆品构成美容生态产业基础，衍生生美、医美等进阶行业.....	13
1.2、 全球市场：发展稳健，近年并购加速.....	14
1.2.1、 高阶日化为主、亚太区占比较高，成熟市场本土化明显.....	14
1.2.2、 行业持续整合，近年并购加速.....	15
1.3、 化妆品巨头：重研发、品牌营销，渠道布局广.....	17
1.3.1、 占据核心价值环节、盈利能力强.....	17
1.3.2、 注重研发、品牌营销，渠道布局广泛.....	18
1.3.3、 外延性强，多品牌、多品类、跨区域发展，具备做大潜质.....	20
2、 我国化妆品行业全球增长最快，高阶日化蓬勃发展.....	22
2.1、 历史：经历三个发展阶段，本土品牌获益消费升级脱颖而出.....	22
2.2、 发展：需求持续释放，多品类、多定位快速增长.....	24
2.2.1、 概况：发展良好，其中高阶日化、高端定位发展较快.....	24
2.2.2、 分品类：护肤品增长稳健、面膜等新品类兴起，彩妆加速发展.....	25
2.2.3、 分定位：大众产品连带消费意愿强，高档以高阶日化为主.....	27
2.3、 渠道：电商、CS 等渠道快速发展，单品牌店风起.....	28
2.4、 格局：高阶日化集中度提升，本土品牌锋芒初露.....	31
2.4.1、 基础与高阶日化集中度分化，大众端竞争较为激烈.....	31
2.4.2、 国际品牌占据主导，本土品牌把握消费升级趋势、份额提升.....	34
3、 我国化妆品行业未来有望持续回暖，本土品牌竞争力增强、发展空间大.....	37
3.1、 动力：内外部环境逐步成熟，发展动力足.....	37
3.2、 空间：化妆品行业步入成长新周期.....	39
3.2.1、 长期：人均消费水平较低、消费人群较年轻，发展空间广阔.....	40
3.2.2、 短期：终端消费回暖逐步传导至公司收入端.....	42
3.3、 本土品牌机遇：内外部双重因素助力，开启发展新纪元.....	44
3.3.1、 内因：产品现代化、研发实力增强、营销投入加大，品牌力提升.....	44
3.3.2、 外因：新渠道、新品类提供发展契机.....	47
4、 投资建议与相关标的.....	49
4.1、 上海家化：百年日化企业，变革焕新颜.....	49
4.2、 珀莱雅：知名护肤品牌，线上线下双轮驱动、差异化多品牌掘金化妆品行业.....	55
4.3、 御家汇：电商面膜龙头，内生高成长，新品牌、新品类添动力.....	58
4.4、 拉芳家化：基础日化本土龙头，发展稳健、积极拓展社交电商、美妆新领域.....	63
4.5、 思妍丽（潮宏基并购标的）：高端生美/医美服务商.....	67
4.6、 青岛金王：蜡烛龙头拓展化妆品行业，寻新增长动力.....	69

5、 风险分析.....	71
附录	72

图表目录

图 1：化妆品定位分类及代表性品牌	11
图 2：世界知名化妆品巨头品牌矩阵	11
图 3：全球化妆品技术演进历史	12
图 4：全球美容生态产业分析	13
图 5：2010~2016 年全球化妆品市场规模（亿欧元）及增速	14
图 6：2016 年全球化妆品分品类市场规模（亿美元）及占比	14
图 7：2016 年全球化妆品分地区市场规模（亿欧元）及占比	14
图 8：2014~2016 年全球各地区化妆品行业市场规模复合增速	14
图 9：2017 年美国化妆品行业分公司市占率	15
图 10：2017 年英国化妆品行业分公司市占率	15
图 11：2017 年日本化妆品行业分公司市占率	15
图 12：2017 年韩国化妆品行业分公司市占率	15
图 13：欧莱雅部分并购品牌经营情况	16
图 14：国际主要化妆品巨头品牌并购案例数量（个）	16
图 15：2017 年化妆品上下游产业链公司毛利率对比（%）	18
图 16：2017 年化妆品上下游产业链公司净利率对比（%）	18
图 17：2017 年化妆品产业链公司研发费用及研发费用率	19
图 18：2017 年化妆品产业链公司营销费用率对比	19
图 19：世界化妆品巨头旗下品牌数量	20
图 20：国际化妆品巨头多业务、跨区域发展	21
图 21：2017 年化妆品产业链公司收入规模（亿美元）	21
图 22：化妆品产业链公司市值（截止 2018.6.13）	21
图 23：我国化妆品行业发展阶段	23
图 24：世界主要国家化妆品市场规模及近年复合增速	24
图 25：我国化妆品市场规模及同比增速	24
图 26：2017 年我国化妆品细分品类市场规模（亿元）及占比	24
图 27：2012~2017 年我国化妆品细分品类市场规模年复合增速（%）	24
图 28：2017 年我国化妆品市场中高端、大众比重	25
图 29：2012~2017 年我国高端、大众化妆品市场规模年复合增速（%）	25
图 30：我国护肤品市场规模及同比增速	26
图 31：2017 年我国护肤品细分品类市场规模（亿元）及 2012~2017 年复合增速	26
图 32：2017 年我国面部护肤品细分品类市场规模（亿元）及占比	26
图 33：2012~2017 年我国面部护肤品细分品类市场规模复合增速	26
图 34：我国彩妆市场规模及同比增速	27
图 35：2017 年我国彩妆细分品类市场规模（亿元）及 2012~2017 年市场规模复合增速	27
图 36：2017 年我国大众化妆品细分品类市场规模（亿元）及占比	27

图 37 : 2012~2017 年大众化妆品细分品类市场规模复合增速.....	27
图 38 : 2017 年我国高档化妆品细分品类市场规模 (亿元) 及占比.....	28
图 39 : 2012~2017 年高档、大众化妆品细分品类市场规模复合增速对比	28
图 40 : 2011、2017 年我国化妆品市场分渠道市占率 (%)	29
图 41 : 我国化妆品电商渠道市场规模及增速	30
图 42 : 我国主要消费品电商渠道渗透率 (%)	30
图 43 : 2016 年线上化妆品品牌按归属地分市占率	30
图 44 : 2016 年线上面膜前十大品牌市占率	30
图 45 : 2017 年我国化妆品单品牌门店数量 (个)	31
图 46 : 2017 年我国主要消费品行业 CR10 (%)	32
图 47 : 2008~2017 年我国化妆品行业 CR5、CR10 (%)	32
图 48 : 2008、2017 年我国化妆品细分品类 CR5 (%)	33
图 49 : 2008、2017 年我国化妆品细分品类 CR10 (%)	33
图 50 : 2008、2017 年我国大众、高端化妆品行业集中度 (%)	34
图 51 : 我国化妆品市场品牌分来源地市占率	35
图 52 : 我国化妆品市场前十大本土公司总市占率 (%)	35
图 53 : 韩国化妆品行业产值及增速.....	37
图 54 : 2017 年韩国化妆品出口金额分国家占比.....	37
图 55 : 2017 年韩国化妆品出口各国家金额及增速	38
图 56 : 2016 年主要国家化妆品人均消费金额及其占该国人均 GDP 比重.....	38
图 57 : 2017 年中国女性皮肤管理花费	38
图 58 : 2017 年处于不同人生阶段女性面临的肌肤问题.....	38
图 59 : 高等教育在校生女性占比	39
图 60 : 2017 年我国与发达国家市场规模及人均消费水平对比.....	40
图 61 : 2017 年我国与日本化妆品市场细分品类结构比较	40
图 62 : 欧洲女性年人均面部护肤品消费金额 (欧元)	41
图 63 : 2016 化妆品检索用户属性.....	41
图 64 : 16Q1 不同年龄段消费者化妆产品价格 (元/瓶)	41
图 65 : 2012~2016 年我国限额以上零售企业分城市化妆品零售额同比增速.....	42
图 66 : 我国彩妆检索量分城市占比.....	42
图 67 : 我国限额以上企业化妆品零售额同比增速 (%)	42
图 68 : 全国 100 家重点零售企业化妆品零售额当月同比增速 (%)	43
图 69 : 全国 50 家重点零售企业化妆品零售额当月同比增速 (%)	43
图 70 : 百雀羚产品演进史	44
图 71 : 我国主要本土化妆品公司研发费用 (亿元)	45
图 72 : 我国主要本土化妆品公司研发费用率	45
图 73 : 2017 年我国主要本土化妆品公司与国际化妆品巨头研发费用 (亿元) 对比.....	46
图 74 : 2017 年我国主要本土化妆品公司与国际化妆品巨头研发费用率对比.....	46

图 75：我国知名本土化妆品品牌理念.....	46
图 76：我国主要本土化妆品公司营销费用（亿元）.....	47
图 77：我国主要本土化妆品公司营销费用/营业收入比重.....	47
图 78：我国本土化妆品公司电商渠道收入（亿元）及同比增速.....	47
图 79：我国本土化妆品公司电商渠道收入占总收入比重.....	47
图 80：2016 年线上面膜前十大品牌市占率.....	48
图 81：我国面膜前十大品牌所属公司及市占率.....	48
图 82：上海家化分产品品类收入占比.....	51
图 83：上海家化各产品品类收入增速.....	51
图 84：上海家化营收及同比增速.....	513
图 85：上海家化净利及同比增速.....	513
图 86：上海家化期间费用率、毛利率、净利率.....	53
图 87：上海家化三费率.....	53
图 88：2016 年珀莱雅分销售模式收入占比.....	56
图 89：2016 年珀莱雅分渠道形态收入占比.....	56
图 90：珀莱雅电商渠道收入、同比增速、占总收入比重.....	57
图 91：珀莱雅营收及同比增速.....	58
图 92：珀莱雅净利及同比增速.....	58
图 93：珀莱雅期间费用率、毛利率、净利率.....	58
图 94：珀莱雅三费率.....	58
图 95：御家汇分品牌收入占比.....	60
图 96：御家汇旗下主要品牌收入（亿元）及同比增速.....	60
图 97：御家汇分渠道收入占比.....	60
图 98：御家汇线上、线下渠道收入（亿元）及增速.....	60
图 99：御家汇分产品收入占比.....	61
图 100：御家汇分产品收入（亿元）及增速.....	61
图 101：御家汇营收及同比增速.....	62
图 102：御家汇净利及同比增速.....	62
图 103：御家汇期间费用率、毛利率、净利率.....	62
图 104：御家汇三费率.....	62
图 105：拉芳家化分品牌收入占比.....	63
图 106：拉芳家化分品牌收入增速.....	63
图 107：拉芳家化分渠道收入占比.....	64
图 108：拉芳家化各渠道收入增速.....	64
图 109：百宝信息营收.....	65
图 110：百宝信息净利及净利率.....	65
图 111：广州蜜妆官方微信公众号.....	65
图 112：2017 年广州蜜妆收入及净利（百万元）.....	65

图 113：拉芳家化营收及同比增速.....	66
图 114：拉芳家化净利及同比增速.....	66
图 115：拉芳家化主要盈利指标.....	66
图 116：拉芳家化三费率.....	66
图 117：思妍丽旗下高端护理品牌（自主+代理）.....	68
图 118：思妍丽营收（万元）及同比增速.....	69
图 119：思妍丽净利（亿元）及同比增速.....	69
图 120：2017 年思妍丽分业务门店数量.....	69
图 121：思妍丽毛利率（%）.....	69
图 122：2017 年青岛金王分业务收入.....	70
图 123：青岛金王分业务毛利率.....	70
图 124：青岛金王营收及增速.....	71
图 125：青岛金王净利及增速.....	71
图 126：2017 年青岛金王化妆品收入（亿元）及增速.....	71
图 127：青岛金王期间费用率、毛利率、净利率.....	71
表 1：化妆品细分品类介绍.....	10
表 2：国际新兴化妆品品牌简介.....	17
表 3：我国化妆品销售主要渠道.....	28
表 4：2015 中国化妆品连锁店榜单.....	29
表 5：我国化妆品行业前十大公司市占率（%）.....	32
表 6：我国基础日化前十大公司市占率（%）.....	33
表 7：我国高阶日化前十大公司市占率（%）.....	34
表 8：2017 年我国化妆品行业前十大企业及其市占率.....	35
表 9：2008、2017 年我国大众、高档化妆品市场市占率前十大公司及其市占率.....	36
表 10：我国主要本土化妆品公司.....	36
表 11：我国化妆品相关政策.....	39
表 12：国内外化妆品公司收入增速.....	43
表 13：我国化妆品上市公司研发实力.....	45
表 14：2012~2017 年天猫双十一美妆品类销售额前十大品牌.....	48
表 15：2016 年彩妆品牌关注度.....	49
表 16：上海家化主要品牌.....	50
表 17：2018 年度股票期权激励计划.....	51
表 18：2017 年公司积极在研发、品牌、渠道、供应链等方面改革.....	52
表 19：上海家化分品牌收入拆分与预测（收入单位：亿元）.....	54
表 20：上海家化盈利预测与估值.....	55
表 21：珀莱雅旗下六大品牌.....	55

表 22：珀莱雅销售模式简介.....	56
表 23：珀莱雅 IPO 募投项目简介.....	57
表 24：御家汇产品/品牌在多平台上销量领先.....	59
表 25：御家汇旗下主要品牌.....	59
表 26：拉芳家化主要品牌简介.....	63
表 27：拉芳家化主要销售模式.....	64
表 28：拉芳家化分渠道收入拆分与预测（收入单位：百万元）.....	67
表 29：拉芳家化盈利预测与估值.....	67
表 30：思妍丽公司主要业务及发展情况.....	68
表 31：青岛金王布局化妆品产业.....	70
表 32：A 股及海外化妆品相关上市公司估值表.....	72
表 33：世界主要化妆品巨头模式分析.....	73
表 34：世界主要化妆品巨头公司外延并购情况.....	75

投资聚焦

研究背景

我国化妆品行业持续高景气发展，一批本土品牌把握大众化妆品消费升级机遇，锐意进取、创新产品、营销品牌等，借力快速发展的线下化妆品专营店、线上渠道等，在国际品牌主导的化妆品市场中地位逐步提升。

为分析我国化妆品行业投资机会，本文借鉴海外成熟市场经验、国际巨头成功要素梳理化妆品行业投资要点；从基础日化到高阶日化、从大众到高端、从长期到短期全方位分析我国化妆品行业未来成长空间及细分领域成长机遇；深入细致分析我国近 40 年化妆品渠道、品牌、定位变迁格局，从中透视本土品牌成长路径、揭示本土品牌发展机遇。

我们区别于市场的观点

1) 深刻研究成熟市场行业格局与国际化妆品巨头发展路径，揭示成熟市场中本土品牌占优，化妆品品牌商品牌价值高、盈利能力强，多品牌、多品类、跨区域发展、外延性强、具有做大潜质。

2) 业内首次系统回顾了我国化妆品行业近 40 年发展历程，从消费诉求变迁、渠道发展、国际与本土品牌竞争格局演变等多维度进行解析，揭示本土品牌近年市场地位提升的原因。

3) 深入细致分析我国化妆品细分品类/定位机遇，将化妆品分为基础日化与高阶日化、大众及高端。基础日化发展稳健，高阶日化拉动增长、其中面膜及彩妆等为新兴品类；大众发展良好、高端兴起，大众产品连带消费意愿强，高档以高阶日化为主。

4) 全面系统分析我国化妆品渠道结构，其中百货与商超为传统渠道，占据主要市场份额，百货品牌多定位中高端，商超多定位中低端；专营店经历高速发展后，近年有所放缓，多为中档品牌；近年单品牌店门店体验较高、成新发展趋势。线上渠道增速放缓、但仍最快，均获高、中、低品牌青睐。

5) 从长、短期两大视角分析我国化妆品行业发展空间。长期来看，我国化妆品空间来自于产品结构优化、消费人口代际更迭、三四线城市持续发力；短期来看，行业回暖、步入新发展周期，利好品牌商业绩。

投资观点

我们认为在消费升级大背景下，长期来看，我国化妆品行业有望持续增长，对比我国与成熟市场人均消费水平、我国化妆品市场仍有 7 倍空间；其中基础日化、高阶日化成长性依次增强，高阶日化中继护肤品后，面膜及彩妆等品类兴起、保持快速增长。短期来看，线上化妆品继续高增速、线下化妆品回暖显著、步入新的发展快周期、助力企业业绩释放。

企业层面，由于基础日化增速较慢、行业集中度较高，未来竞争将更多集中在市场份额的争夺和对原有领导性品牌的挑战；高阶日化成长性较高、行业集中度稳步提升，部分优质本土品牌有望持续获益，同时建议关注把握行业趋势，布局高端领域、拓展面膜/彩妆等新兴品类的本土品牌。

1、概况：专注美丽事业，品牌价值高

化妆品指适用于人体清洁和修饰、美容等日化产品，按品类分为基础日化（主要为清洁）及高阶日化（修饰及美容），按定位分为高端（单品 500 元以上）及大众（单品 500 元以下）。

全球化妆品市场稳健发展，亚太区占据主导。参考成熟市场及其龙头发展经验：1) 成熟市场集中度及本土化程度高，主要为本土品牌在人种肤质及文化差异下在产品研发、品牌概念包装及渠道推广、下沉等方面具有较强优势。2) 品牌商龙头成功运营要素包含研发、营销及渠道推广等方面，协同性与外延性强，多品牌、多品类发展空间大。

1.1、行业概况：美丽诉求经久不衰，产品推陈出新生命力强

本文化妆品范围为以个人清洁护理为主的基础日化及以护肤品、彩妆等为主的高阶日化，以单品 500 元为分界点划分为高档化妆品及大众化妆品。

消费者总是在追求效果/体验更好的产品，化妆品的发展历史即为工艺技术、护理理念不断演进的历史，技术进步与理念更迭为化妆品行业发展添加持续动力。消费者对美的不懈追求使得化妆品的发展逐步衍生出生活美容、医学美容等。

1.1.1、定义与分类

根据国家质检总局公布的《化妆品标识管理规定》，化妆品是指以涂抹、喷洒或者其他类似方法，散布于人体表面，以达到清洁、保养、美容、修饰和改变外观，或者修正人体气味，保持良好状态为目的的化工产品。

化妆品按清洁需求、美容修饰需求分为基础日化及高阶日化，其中护发、口腔护理、沐浴用品等属于基础日化，护肤品、彩妆、香水等属于高阶日化。

表 1：化妆品细分品类介绍

品类	含义
基础日化	
护发产品	洗发水、护发素、造型剂、脱发治疗、烫发和松弛剂、着色剂和沙龙护发产品等
口腔护理	牙膏、牙刷、漱口水/牙齿冲洗液、义齿护理、口腔清洁剂在家牙齿增白剂和牙线等
沐浴用品	肥皂、沐浴添加剂、沐浴露/沐浴露、洗涤剂、液体皂和滑石粉等
婴幼儿与儿童专用产品	包括 0-3 岁婴儿和幼儿产品以及 11 岁以下儿童产品，不包括“适合儿童和敏感皮肤”成人产品
男士护理用品	男士剃须产品、男士洗浴用品和男士香水等
防晒用品	防晒及晒后护理产品、婴童专用防晒产品
除臭剂	除臭剂和止汗剂等
脱毛用品	剃须前产品、剃须刀和刀片以及脱毛剂/漂白剂等
高阶日化	
护肤品	面部护理、身体护理、手部护理和护肤套装等
彩妆	面部化妆品、眼部化妆品、唇部产品、美甲产品和彩妆套装等
香水	男士、女士和男女皆宜的大众/高级香水、香水套装，包括香发产品

资料来源：Euromonitor、光大证券研究所

按定位又可以分为高档化妆品及大众化妆品，通常主力单价产品在 500 元以上归为高档化妆品，在 500 元以下的归为大众化妆品。

图 1：化妆品定位分类及代表性品牌



资料来源：Adtime、光大证券研究所

世界诸多知名基础日化、高阶日化品牌来自宝洁、联合利华、欧莱雅、雅诗兰黛、资生堂、爱茉莉太平洋等世界级化妆品巨头。其中宝洁、联合利华旗下品牌主要为基础日化、通常定位大众端，少量高阶日化品牌亦主要定位大众端市场（除宝洁旗下的 SK-II）；欧莱雅、雅诗兰黛、资生堂、爱茉莉太平洋等旗下品牌多为高阶日化，少量的基础日化品牌通常定位偏高、与基础日化巨头有所差异。

图 2：世界知名化妆品巨头品牌矩阵



资料来源：公司官网、光大证券研究所

注：本图仅列示化妆品巨头旗下主要品牌，未包含上述化妆品公司家庭清洁用品以及其他业务品牌。

1.1.2、技术进步、护肤理念更迭推动行业持续发展

回顾全球化妆品各个时期发展，在技术与护理理念的演进推动下持续发展，先后经历石油化工工业、大规模天然萃取分离技术、自由基理论、追求皮肤负担护肤理念、基因破译等技术/护肤理念的更迭，可以分为矿物油、天然成分、抗氧化、零负担及基因时代。

1) 矿物油时代 (20 世纪 40~70 年代)：第二次世界大战后，全球化妆品伴随着石油化工发展而迅速兴起，当时产品主要以矿物油为主要成分，成本低但安全性较差、多为滋润、保湿等简单功效为主。

2) 天然成分时代 (20 世纪 80 年代)：上世纪 70 年代，日本集中爆发多起因使用化妆品而罹患严重黑皮症案件，事件轰动国际美容界、也促进护肤品的重大革命；在大规模天然萃取分离技术成熟的背景下，化妆品开启天然成分时代，企业开始在护肤品中添加天然成分，但由于天然成分混合、防腐等技术受限、天然成份多为噱头。然而天然成分化妆品使用并未带来显著的护肤效果、反而起所谓的“保护”、“滋润”的功能抑制了皮肤自身的代谢致皮肤过敏、脆弱。

3) 抗氧化时代 (20 世纪 90 年代~21 世纪初)：人们开始对护肤有了更加科学的认识，认为护肤需要抗衰老，而衰老的原因在于自由基，化妆品开始进入功能性时代，外用维生素 C 和维生素 E 于护肤品中是抗氧化产品的一大发明。

4) 零负担时代 (2010 年~)：过去化妆品中过多的添加剂给肌肤造成不必要的负担，催生了零负担化妆品理念，减少使用无用成分，玻尿酸、胶原蛋白等活性成分被使用。

5) 基因时代 (未来)：当前化妆品的技术仍在不断推进，随着人类 25000 个基因被破译，部分公司开启基因层面抗衰老的研究与开发，例如药品及保健品公司葛兰素史克 7.2 亿美元收购美国生物技术企业 Sirtris 制药公司、进入抗衰老酶 sirtuins 研究。未来化妆品行业或进入基因时代。

图 3：全球化妆品技术演进历史

20世纪40~70年代	20世纪80年代	20世纪90年代~21世纪初	2010年~	未来
矿物油时代	天然成分时代	抗氧化时代	零负担时代	基因时代
背景： 世界经济复苏、石化工业迅速发展。	背景： 大规模天然萃取分离技术成熟；但天然成分混合、防腐等技术难题仍较难克服。	背景： 自由基理论被提出，细胞正常代谢过程中产生的自由基的有害作用造成衰老。	背景： 过去护肤品中过多的添加剂给皮肤造成负担/损伤/过敏等。	背景： 人类25000个基因被破译，开始应用到化妆品领域（其中包含皮肤和衰老相关的基因）。
产品特性： 1) 以矿物油为主要成分，加以香料、色素等其他化学添加物； 2) 能达到皮肤表面的一时美化，但其产品中化学添加剂，容易给消费者造成一定程度的伤害。	产品特性： 1) 沿用矿物油时代成分，偶尔添加天然成分 2) 使用植物油、动物油等天然油取代矿物油	产品特性： 内服外用相结合，如维生素C/E、葡萄籽精华、番茄红素、叶黄素等。	产品特性： 产品减少不必要的化学成分，护肤产品（如玻尿酸、胶原蛋白）性能温和、较易被皮肤吸收	产品特性： 诸多企业以基因为概念进行宣传，部分企业开始进入产品化研发与生产。

资料来源：艾尚（中国）彩妆营销中心、光大证券研究所

1.1.3、化妆品构成美容生态产业基础，衍生生美、医美等进阶行业

化妆品行业的发展离不开女性对美丽的追求，发达国家市场围绕美丽概念已经形成从日常化妆品等产品消费到专业的生活美容、医疗美容等构成的服务消费的美容生态产业。

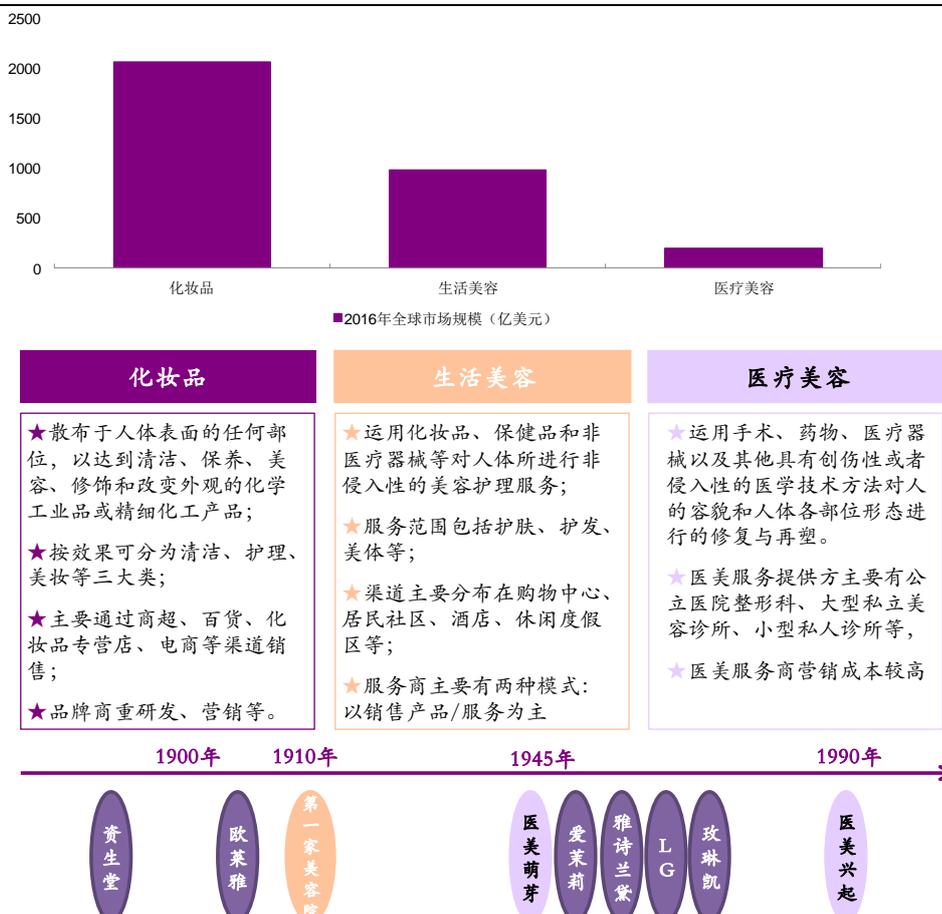
生活美容是指运用化妆品、保健品和非医疗器械等非医疗性手段，对人体所进行的皮肤护理、按摩等带有保养或者保健型的非侵入性的美容护理，护理内容包括护肤、护发、美体等，渠道主要分布在购物中心、居民社区、酒店、休闲度假区等。

医疗美容是指运用手术、药物、医疗器械以及其他具有创伤性或者侵入性的医学技术方法对人的容貌和人体各部位形态进行的修复与再塑。医疗美容服务提供方主要有公立医院整形科、大型私立美容诊所、小型私人诊所等。

从发展顺序上，三大细分产业先后发展：世界主要化妆品巨头多发展于1900年前后、迄今为止拥有100年发展历史；生活美容的发展几乎与日常化妆品发展同步，世界第一家具有现代概念的生活美容院于1910年在美国开设（之后被美国雅诗兰黛收购）；医美发展较晚，在20世纪90年代兴起。

从行业空间来看，由于受众范围更广、满足消费者日常自主护理，日常化妆品产业具有最大的市场空间，而医疗美容由于更具有针对性、消费门槛更高，目标客户群相对受限，行业空间最小。

图 4：全球美容生态产业分析



资料来源：经济学人、marketresearch、Euromonitor、光大证券研究所；化妆品品牌商对应年份为其创立的年份。

1.2、全球市场：发展稳健，近年并购加速

全球市场增长稳健，其中亚太区占据主导、且增长较快，以护肤及彩妆等高阶日化为主。

成熟市场集中度高、且本土化显著，主要原因为人种肤质、文化差异等致消费诉求有所差异、本土品牌在本地产品研发、品牌概念包装及营销推广等方面占据优势。

1.2.1、高阶日化为主、亚太区占比较高，成熟市场本土化明显

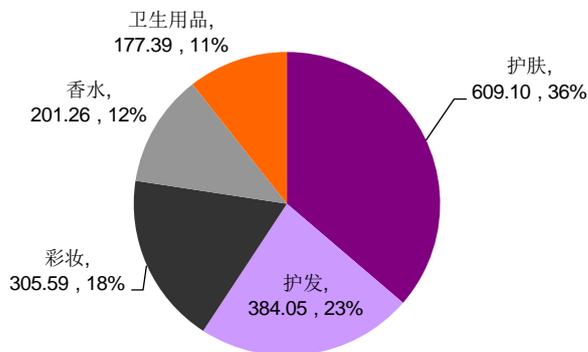
据 Euromonitor，2016 年全球化妆品行业市场规模为 1862 亿欧元，增长稳健，2011~2016 年市场规模复合增速为 3.98%。细分品类来看，高阶日化品类占据主要市场份额，护肤、彩妆、香水等合计占比 66.50%。

图 5：2010~2016 年全球化妆品市场规模（亿欧元）及增速



资料来源：Euromonitor、光大证券研究所

图 6：2016 年全球化妆品分品类市场规模（亿美元）及占比

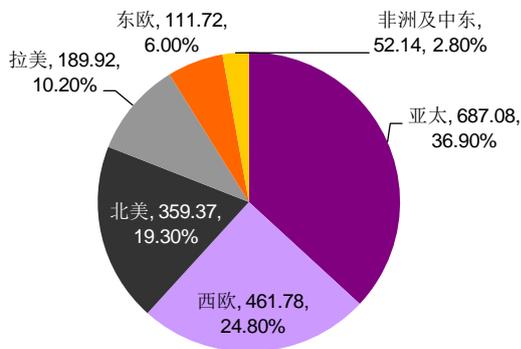


资料来源：Euromonitor、光大证券研究所

亚太市场是目前全球最大的化妆品消费市场，2016 年市场规模 687.08 亿欧元，占比 36.90%。

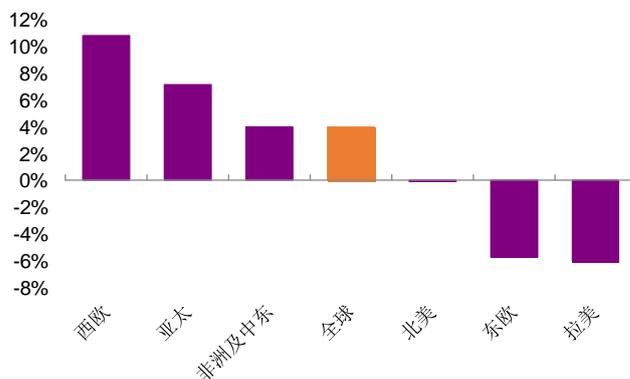
此外，从成长性看，亚太增速仅次于西欧地区，2014~2016 年全球化妆品市场规模复合增速最快的前三大地区分别为西欧、亚太、非洲及中东，增速分别为 10.88%、7.20%、3.96%。

图 7：2016 年全球化妆品分地区市场规模（亿欧元）及占比



资料来源：Euromonitor、光大证券研究所

图 8：2014~2016 年全球各地区化妆品行业市场规模复合增速



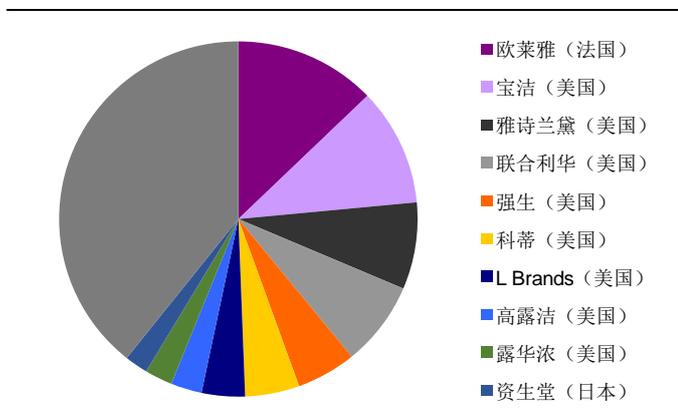
资料来源：Euromonitor、光大证券研究所

观察海外成熟市场，前十大公司基本占据超一半市场份额，显示出行业的高集中度。2017年美国、英国、日本、韩国化妆品行业CR10分别为60.7%、57.6%、67.1%、50.3%（同期中国为39.5%）。

分公司属地看，欧美市场主要以欧美品牌为主，日韩主要以本土品牌为主，其中韩国化妆品前两大巨头—爱茉莉太平洋、LG生活与健康—合计占韩国市场份额为47.9%，本土化水平程度高。

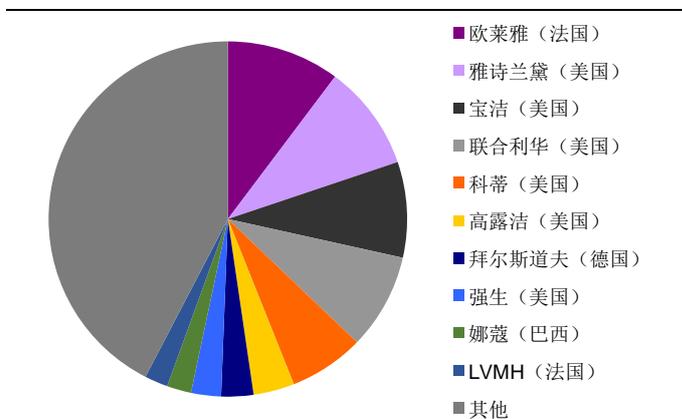
我们认为日韩化妆品市场以本土品牌为主，主要原因为：1) 不同人种肤质不同，所面临的肌肤主要问题有所差异，欧美品牌功能集中在抗衰老，日韩品牌功能集中在美白和保湿；2) 文化差异导致营销手段的差异性，本土品牌更理解本土消费者，例如韩国化妆品多主打中草药、茶元素等东方传统文化，品牌理念更贴近消费者对健康、自然、美丽的追求。例如韩国化妆品公司爱茉莉旗下明星品牌雪花秀主打人参等概念，发展良好。

图 9：2017 年美国化妆品行业分公司市占率



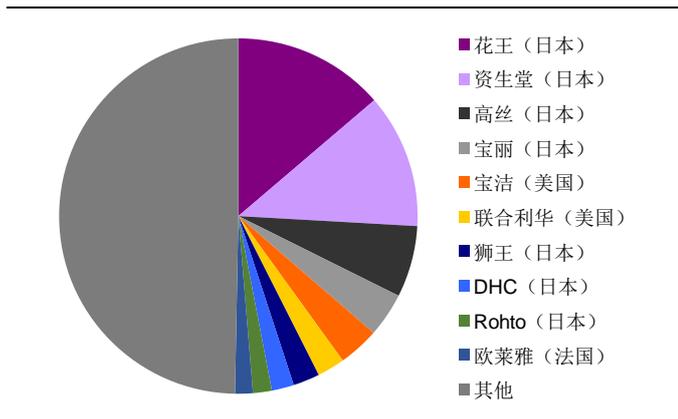
资料来源：Euromonitor、光大证券研究所

图 10：2017 年英国化妆品行业分公司市占率



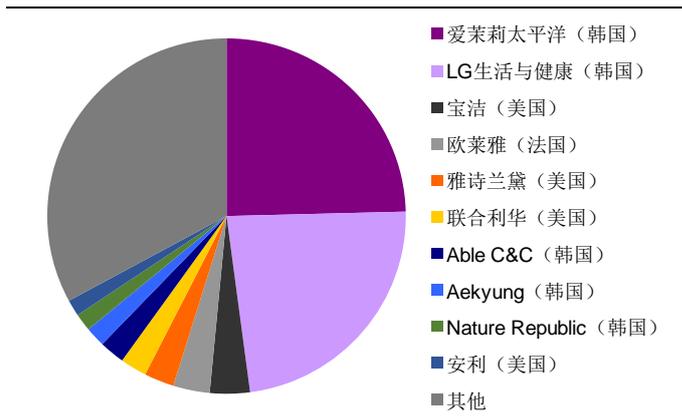
资料来源：Euromonitor、光大证券研究所

图 11：2017 年日本化妆品行业分公司市占率



资料来源：Euromonitor、光大证券研究所

图 12：2017 年韩国化妆品行业分公司市占率



资料来源：Euromonitor、光大证券研究所

1.2.2、行业持续整合，近年并购加速

世界化妆品行业并购时有发生，其中国际化妆品巨头持续并购、从而进入新的品类/市场，或者挖掘化妆品新成长机遇，并且近年并购节奏加速。

➤ 国际化妆品巨头多采用外延并购的多品牌战略，巩固新市场新品类地位

世界化妆品巨头多采用多品牌战略，回顾其发展历程发现其主要通过外延并购方式不断扩充品牌、完善业务矩阵。

国际品牌并购主要分为两大目的：1) 扩展当地市场/进入新品类领域，例如宝洁收购欧洲第二专业染发公司 *wella* 拓展欧洲地区护发与化妆品市场业务、进入专业护发领域，2005 年收购吉列开辟男士剃须用品市场；欧莱雅 2014 年收购中国知名面膜品牌美即，进入高速发展的中国面膜市场。2) 收购快速发展的小品牌，发挥集团优势助推小品牌发展、甚至是全球扩张，部分品牌并购后借助集团资源获得快速发展。

图 13：欧莱雅部分并购品牌经营情况



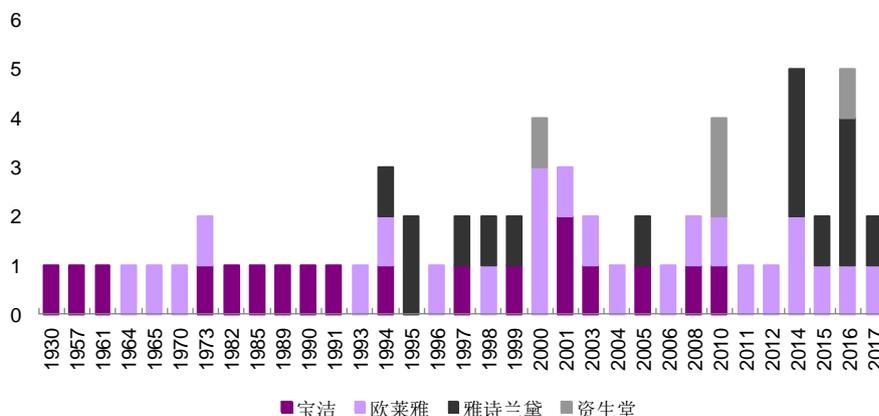
资料来源：欧莱雅公告、光大证券研究所

注：上述 CAGR 为该品牌自被欧莱雅并购以来至 2015 年年收入复合增速，收入增长倍数为自被欧莱雅并购以来至 2015 年收入增长倍数。

➤ 近年巨头加速并购整合，把握细分成长机遇

近年欧莱雅、雅诗兰黛等化妆品巨头加速品牌并购节奏。据不完全统计，自 2010 年以来欧莱雅、雅诗兰黛、资生堂、宝洁等共发生 20 项并购案例，近 8 年发生的并购案例数量占上述公司近 90 年来总并购案例数量的近三分之一。

图 14：国际主要化妆品巨头品牌并购案例数量（个）



资料来源：纽约时报、洛杉矶时报、Bloomberg、光大证券研究所

近年加速并购的小品牌总体上收入规模不大、大致在 1~3 亿美元左右，但成长性较高。这些小品牌在细分市场定位（如针对新兴的年轻一代、打造明星产品等）、独特的营销手段（社交平台等）、快速发展的零售渠道（如电商、化妆品专营店）等方面进行差异化竞争，凭借独特的竞争模式取得突破、实现快速发展。

小品牌的兴起主要为化妆品消费及零售环境变化较多，部分小品牌抓住细分市场机会获得快速发展，进入化妆品巨头体系内实现协同发展，助力化妆品巨头把握新兴渠道/品类/定位等的细分市场机会。

表 2：国际新兴化妆品品牌简介

品牌 (国家)	创立年份	品牌特点	收入规模	成长性	被并购情况	并购意义
Urban Decay (美国)	1996	美国化妆品品牌，明星产品为 12 色眼影盘，在年轻人具有较高的人气，主要通过化妆品专营店及电商渠道销售。	2012 年收入 1.3 亿美元	-	2012 年被欧莱雅收购	增强欧莱雅在化妆品专营店及电商等新兴渠道的拓展。
NYX (美国)	1999	平价化妆品品牌，采取社交媒体、定位草根大众的营销手段，主要通过化妆品专营店、电商及单品牌门店销售。	2013 年收入 0.72 亿美元	2013 年收入增速 46%	2014 年被欧莱雅收购	进一步丰富欧莱雅化妆品品牌，同时发挥协同效应促进双方共同发展。
IT Cosmetics (美国)	2008	创始人首次在 QVC 等电商渠道素颜化妆展现产品效果、逐步打响品牌知名度；在美国最大的 QVC 电视及网络零售商实现快速销售，同时在化妆品专营店亦有销售。	2015 年收入规模 1.82 亿美元	2015 年收入增速 56%	2016 年以 12 亿美元被欧莱雅收购	IT Cosmetics 科技和研发能力较强，提升欧莱雅总体研发实力；缓解欧莱雅在亚洲及拉美地区下滑的业绩。
Too Faced (美国)	1998	定位中档，渠道多为化妆品专营店善于利用社交媒体带动销售；包装可爱俏皮；在化妆品专营店及电商等渠道高速发展。	预计 2016 年收入达 2.7 亿美元	2012~2015 年复合增速 60% 以上	2016 年以 14.4 亿美元被雅诗兰黛收购	帮助该品牌开拓全球市场。
Deciem (加拿大)	2013	主营护肤产品，采用多品牌策略及垂直一体化的品牌运作机制（从研发、生产、销售及营销等，从而能够把握市场新需求）。	-	-	2017 年被雅诗兰黛收购	帮助该品牌开拓全球市场。

资料来源：纽约时报、欧莱雅官网、光大证券研究所

1.3、化妆品巨头：重研发、品牌营销，渠道布局广

在全球化妆品市场中，宝洁、强生、雅诗兰黛、欧莱雅、资生堂、爱茉莉太平洋等几大巨头占据重要市场份额。为此我们重点研究上述化妆品巨头，同时将其与上游生产巨头 Intercos、Cosmax，下游化妆品线上线下专业零售商 Ulta、莎莎国际、聚美优品、代运营商丽人丽妆等进行对比研究。

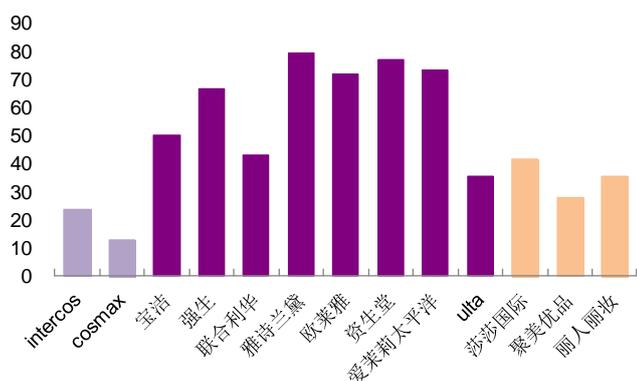
我们发现：化妆品品牌价值大，品牌商盈利性优于上下游企业；化妆品品牌成功经营关键要素在于产品研发、品牌营销及渠道的广泛布局；品牌公司多品牌、多品类发展协同效应强、规模大。

1.3.1、占据核心价值环节、盈利能力强

化妆品品牌商通过强大的研发能力、优质的营销能力以及广泛的渠道布局，提升品牌知名度，使得品牌价值凸显，毛利率、净利率等指标均高于上下游企业，显示在产业链中议价能力较强。

进一步看，高阶日化品牌商毛利率高于基础日化品牌商，高阶日化品牌商毛利率水平在 70~80%，基础日化品牌商毛利率多为 40~60%左右，因为基础日化多为大众定位、产品加价倍率更低。净利率方面，基础日化品牌商盈利能力强于高阶日化，基础日化品牌商净利率水平在 20~25%，高阶日化净利率多在 2~15%之间，主要为高阶日化需求多样、行业格局较分散、竞争较为激烈，品牌商需要投入更多的销售及管理费用以提升竞争力。

图 15:2017 年化妆品上下游产业链公司毛利率对比(%)

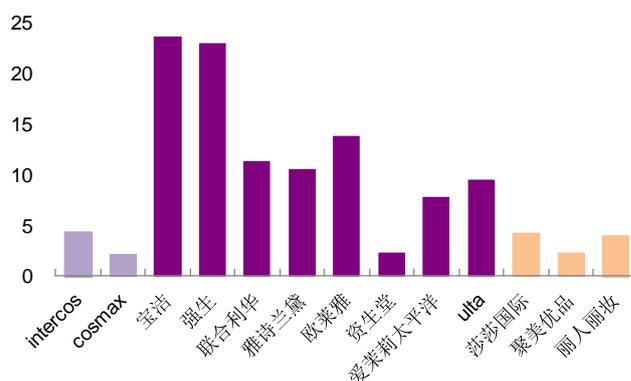


资料来源：Bloomberg、Wind、光大证券研究所

注：1) 浅紫色代表上游加工生产企业，深紫色为化妆品品牌商，浅黄色为下游零售商，下同；

2) 聚美优品为 2016 年数据，下同。

图 16:2017 年化妆品上下游产业链公司净利率对比(%)



资料来源：Bloomberg、Wind、光大证券研究所

1.3.2、注重研发、品牌营销，渠道布局广泛

化妆品品牌商注重产品研发、通常具有自主产能从而更好的保护公司研发知识产权、或能针对市场需求的变化快速生产新品，在品牌营销上投入较多资源、提升品牌知名度，以及借力经销模式实现广泛地渠道布局。

1) 研发与生产：供给推动需求背景下化妆品公司注重产品及外观包装研发、研发费用相对较高，不断推陈出新、新品成为收入增长重要来源。

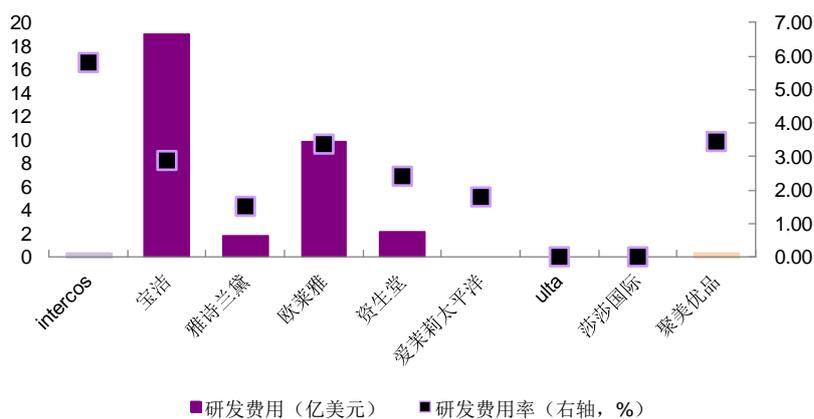
消费者总是在寻求体验更好、效果更显著的化妆产品，例如使用更加便捷的喷雾型防晒霜，综合遮瑕、调整肤色、防晒、细致毛孔等多种功能的 BB 霜等到妆感更自然的气垫等。

除了重视产品自身的研发，化妆品公司还注重产品包装设计、从而使得产品由内而外触动消费者。为此宝洁公司提出“first moment of truth”理念，指消费者第一眼看到货架上产品的那一刻公司产品即被要求能够吸引消费者注意力。

在研发领域堪称典范的要属于日本化妆品巨头资生堂，其研发范围远远超越皮肤研究的范围，从原材料至终端消费者购买行为、从化妆品技术研发到消费者行为心理学，关注和研究影响产品销售的所有影响因素。

总体上化妆品品牌商研发费用率在 2~4%，其中 2017 年欧莱雅研发费用率为 3.77%、在品牌商中最高，雅诗兰黛为 1.51%、在品牌商中最低。

图 17: 2017 年化妆品产业链公司研发费用及研发费用率



资料来源: Bloomberg、Wind、光大证券研究所

在化妆品品牌商不断推陈出新下，新品销售收入成为各公司重要增长来源，例如强生公司 2017 年财报披露近五年推出的新产品收入贡献占比达 22%。

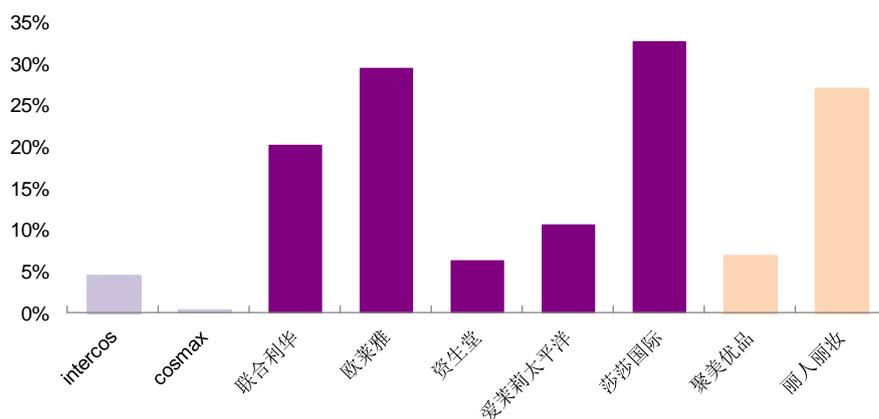
2) 营销: 抓住消费者心理, 营销宣传触动人心。

成功的营销往往能够达到事半功倍的效果，无论是对于化妆品巨头还是新兴的小众的化妆品公司，例如 Pout 口红广告语为诱惑而又俏皮的“Lick my lolly”、“Bite my cherry”；欧莱雅多年来的“你值得拥有”的经典语录。

除了传统广告，影视剧植入、美妆博主、KOL 等带货能力逐步增强。18Q1 美国化妆品牌 e.l.f. 收入同比增 9%，超预期的 5%，主要获益与意见领袖合作营销效果显著。

化妆品品牌商、渠道商营销费用率均通常在 6~30%，在产业链相关公司中处于较高水平。

图 18: 2017 年化妆品产业链公司营销费用率对比



资料来源: Bloomberg、Wind、光大证券研究所

注: 营销费用包括销售、营销及广告等费用，不包括一般行政费用

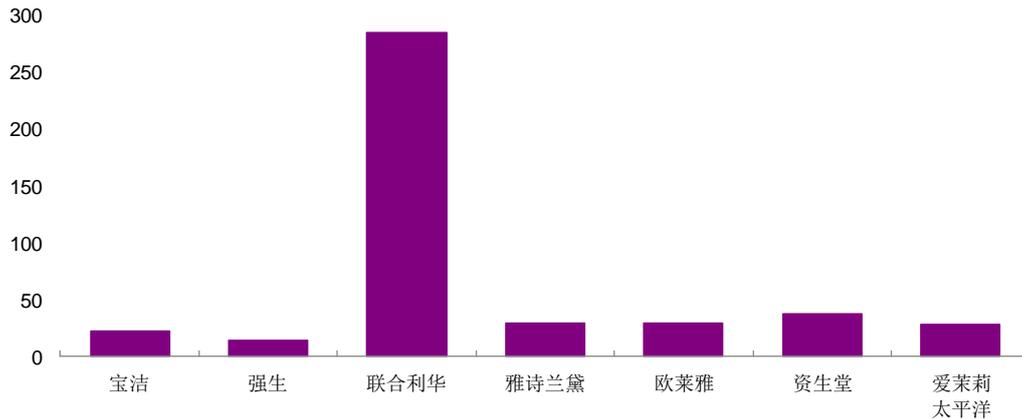
3) 渠道: 化妆品零售渠道较为广泛，从高端的百货渠道到定位较为大众的化妆品专营店、单品牌门店、药店、商超以及近年快速发展的电商渠道等。并且随着电商的发展，一些专营化妆品的垂直电商平台获得快速发展，

例如聚美优品；并催生一部分电商渠道代运营商，例如丽人丽妆等。此外还有部分化妆品专业零售商新增专业生活美容服务，例如美国 Ulta。

1.3.3、外延性强，多品牌、多品类、跨区域发展，具备做大潜质

化妆品品牌商业外延性强，常见的有高阶日化领域拓展进入基础日化，高阶日化内部同时发展护肤品、彩妆、香水等多个品类，业务矩阵较为丰富。公司通过多品牌覆盖广泛的产品品类或是不同的定位相同品类产品。

图 19：世界化妆品巨头旗下品牌数量

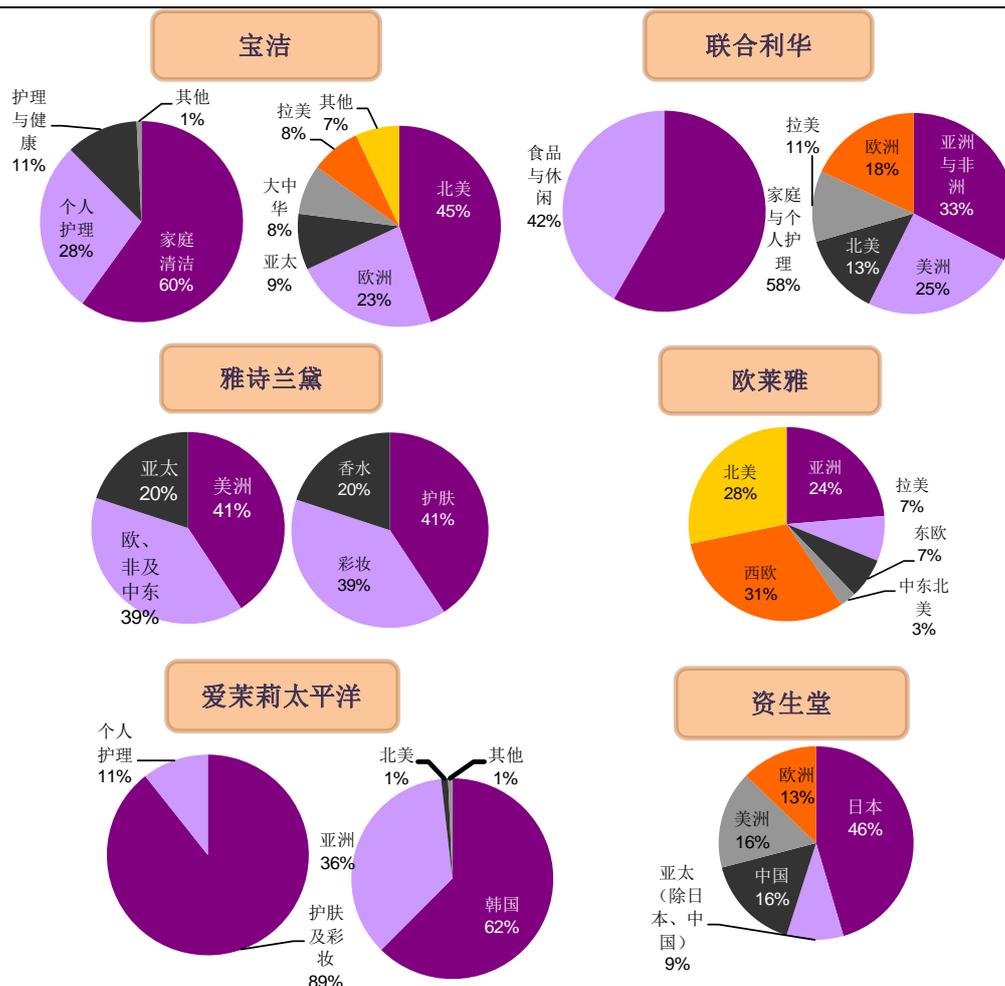


资料来源：品牌公司官网、光大证券研究所

注：联合利华旗下拥有 285 个品牌，数量较多主要为除了全球性品牌，公司还针对各个不同国家推出区域性品牌。

巨头多跨区域发展，通过自身品牌影响力及运营能力直接拓展当地市场、或是针对当地市场调研推出本土化品牌，或是直接并购当地成长性良好的品牌切入当地市场。

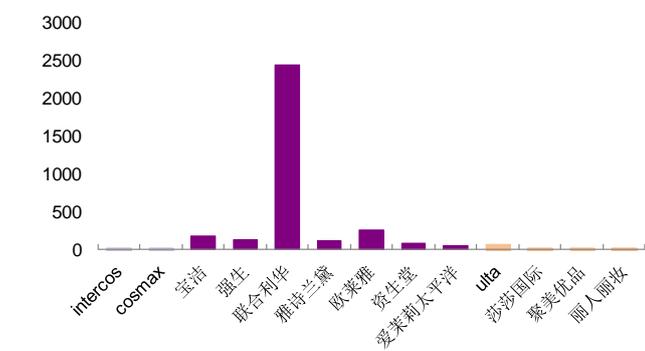
图 20：国际化妆品巨头多业务、跨区域发展



资料来源：Bloomberg、光大证券研究所；上述化妆品品牌商分业务、分地区收入为 2017 年财务年度

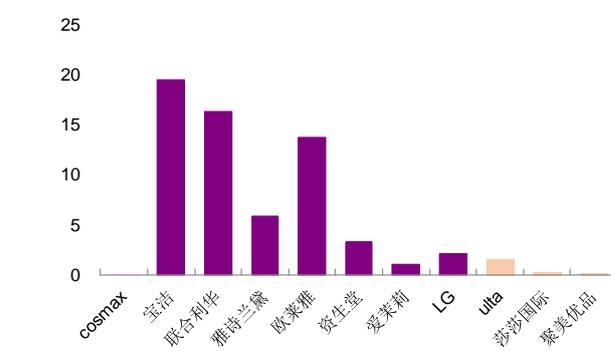
从结果来看，世界化妆品巨头收入规模及市值体量通常较大。国际化妆品巨头收入规模体量在 100 亿美元左右，其中基础日化业务规模最大的为联合利华，2017 年联合利华个人护理用品收入规模 2442 亿美元（剔除休闲食品收入及家庭清洁用品）；高阶日化业务规模最大的为欧莱雅，2017 年收入规模 260 亿美元。

图 21：2017 年化妆品产业链公司收入规模（亿美元）



资料来源：Bloomberg、Wind、光大证券研究所
注：宝洁包含护肤品、个人清洁用品，由于口腔护理与诊断试剂、营养补充剂等非化妆品合并核算，因此未纳入上述收入统计；强生只包含化妆品相关收入；聚美优品数据为 2016 年数据。

图 22：化妆品产业链公司市值（截止 2018.6.13）



资料来源：Bloomberg、Wind、光大证券研究所
注：市值单位为万亿美元

2、我国化妆品行业全球增长最快，高阶日化蓬勃发展

当前我国化妆品市场成长性高，为全球增速最大的市场之一，规模仅次于美国、全球排名第二。其中基础日化发展稳健，高阶日化拉动增长；大众及高端市场发展良性。

渠道形态丰富、持续发展，百货及商超等为传统渠道、专营店及电商快速发展、单品牌店开始兴起。

需求多元化致基础日化集中度现分散；高阶日化集中度提升，本土品牌把握消费升级机遇、借力专营店及电商等快速发展的渠道、提升运营能力、市场地位，行业格局雏形出现。

2.1、历史：经历三个发展阶段，本土品牌获益消费升级脱颖而出

按照终端需求变迁以及国内外品牌竞争格局，将我国化妆品发展分为三个阶段，每个阶段从化妆品消费需求、行业增速、渠道特征及行业格局等方面均具有不同特点：

1) 萌芽阶段 (70年代~1985年)：该时期我国化妆品消费诉求主要以润肤为主，该时期国外品牌尚未进入中国市场，品牌以本土品牌为主，如美加净、郁美净、孩儿面等。

2) 初始阶段 (1986~2001年)：该时期我国化妆品消费诉求由简单的润肤向多元的保湿、美白、防晒、祛斑、祛痘等转变，注重产品的功能性，该时期渠道主要以百货、商超为主，国外品牌开始进入中国、占据国内一线城市高端市场，本土品牌针对市场诉求、纷纷推出定位中档的功能性产品，例如丁家宜（一洗白）、小护士（维他命防晒）、索芙特（木瓜减肥）等，且主要定位大众市场，尚未与国际品牌正面竞争。

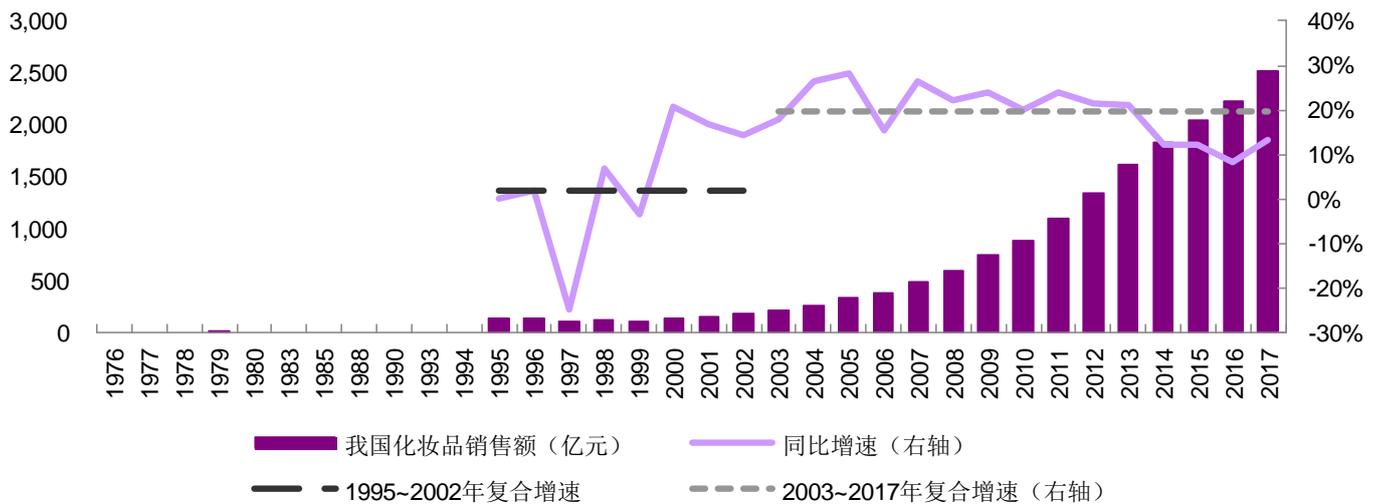
3) 成长阶段 (2002~)：我国化妆品市场进入快速发展阶段，据国家统计局，2002~2017年我国化妆品销售额复合增速为20%，大众及高档市场均保持较快增速发展、需求全面释放。

本轮大众市场需求释放、先后催生二三线城市的化妆品专营店的兴起（2000~2010成为其发展的“黄金十年”）、助力电商渠道化妆品类发展（2009年至今），同时一批新的本土品牌顺势把握住机遇、在两大新兴渠道获得快速发展、市场地位提升，而老牌大众品牌由于在产品变革、新兴渠道拓展等方面较为落后等原因在新一轮的市场竞争中被逐步淘汰。

大众市场的需求释放及广阔空间吸引国际品牌下沉、通过收购老牌本土大众品牌或是推出自主大众品牌、与新兴本土品牌开始正面竞争。

同时，高端化需求逐步增强，据国家统计局，我国2008~2017年化妆品进口额（主要为高端化妆品）复合增速为30%，占我国化妆品零售额比重由6%提升至15%。

图 23：我国化妆品行业发展阶段



发展阶段	萌芽阶段	初始阶段	快速成长阶段
时间	70年代~1985	1986~2001年	2002~
消费诉求	润肤	保湿、美白、防晒、祛斑、祛痘等多种功能	需求全面释放、大众及高端快速发展
化妆品销售额复合增速	-	低速增长 其中1995~2002年1.75%	19.53%
化妆品市场规模复合增速	-	-	10.63% 其中大众9.86%、高端16.74% 至2017年大众占比73.92%、高端占比26.08%
渠道特征	商店	以百货、商超等传统渠道为主	百货及商超等传统渠道日益饱和，化妆品专营店及电商等渠道迅速崛起： ※21世纪初前十年，我国化妆品专营店率先于二三线城市兴起，部分本土品牌伴随化妆品渠道快速发展，如珀莱雅、自然堂、丸美等； ※2009年起B2C电商快速崛起，对线下渠道形成冲击，部分本土品牌借助电商渠道快速发展，如御泥坊等
品牌格局	以本土品牌为主，其中上海品牌风靡全国	国际品牌入驻中国，占据一线城市高端市场、本土品牌发力中档市场、错位竞争： ※资生堂、宝洁、联合利华等与80年代末进入中国市场；随后欧莱雅、雅诗兰黛等于90年代进入中国市场，国际品牌于90年代全面进入中国市场； ※本土品牌占据中档市场、进行差异化竞争，顺应功能性推出对应产品，成长出一批优秀本土品牌	国际品牌布局中档市场、与本土品牌开始正面竞争，具体策略有： ※推出定位中档品牌，例如资生堂推出悠莱、泊美等定位中档的化妆品专营店品牌； ※通过收购本土中档品牌、借力其渠道、供应链等资源发展自身品牌 新一批中档本土品牌借专营店及电商渠道等东风快速崛起，逐步向中高端领域渗透
本土品牌举例	美加净、郁美净、孩儿面	大宝、奥妮、小护士、舒蕾、索芙特、丁家宜	佰草集、珀莱雅、自然堂、相宜本草、卡安兰

资料来源：庞数智库、Euromonitor、国家统计局、光大证券研究所

注：化妆品销售额数据来源为国家统计局、市场规模数据来源为 Euromonitor；发展阶段划分大体按该时期化妆品消费主要诉求，具体年份按国内外品牌竞争格局变化。

2.2、发展：需求持续释放，多品类、多定位快速增长

我国为全球化妆品行业增速最高的国家之一，规模上目前我国为全球仅次于美国的第二大市场。细分来看，基础日化稳健发展，面膜、彩妆等细分高阶日化品类发展迅速；大众及高端共同发展、高端化趋势逐步凸显。

2.2.1、概况：发展良好，其中高阶日化、高端定位发展较快

我国化妆品市场规模为全球第二大、仅次于美国。据普华永道咨询，我国化妆品行业增速居全球首位。2017 年我国化妆品市场规模为 3615.67 亿元，2012~2017 年的年均复合增长率 7.72%。

图 24：世界主要国家化妆品市场规模及近年复合增速



资料来源：Euromonitor、光大证券研究所

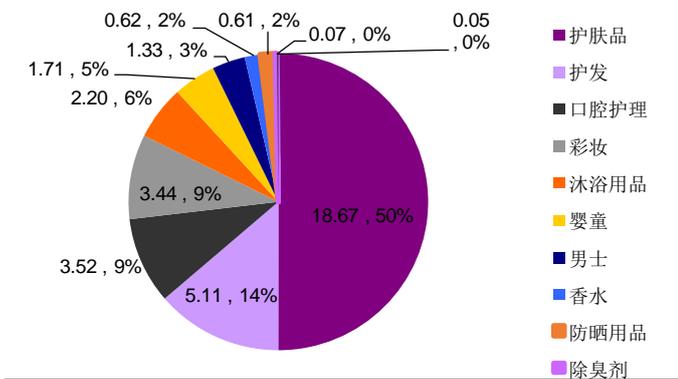
图 25：我国化妆品市场规模及同比增速



资料来源：Euromonitor、光大证券研究所

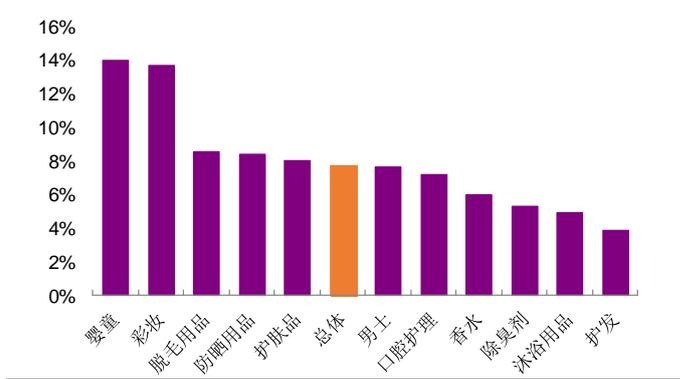
分品类来看，我国化妆品市场前五大品类护肤品、护发产品、口腔护理产品、沐浴用品和彩妆等市场份额占 90%。其中 1) 基础日化发展稳定：护发、口腔护理、沐浴用品等基础日化产品发展已经进入稳定期、2012~2017 年市场规模复合增速分别为 3.88%、7.18%、4.89%，低于同期化妆品市场规模复合增速 3.84PCT、0.54PCT、2.83PCT，未来竞争将更多集中在市场份额的争夺和对原有领导性品牌的挑战；2) 护肤及彩妆等快速发展：2012~2017 年护肤品及彩妆市场规模复合增速分别为 8.02%、13.67%，分别高出化妆品总体市场规模复合增速 0.30 PCT、5.95PCT。

图 26：2017 年我国化妆品细分品类市场规模（亿元）及占比



资料来源：Euromonitor、光大证券研究所

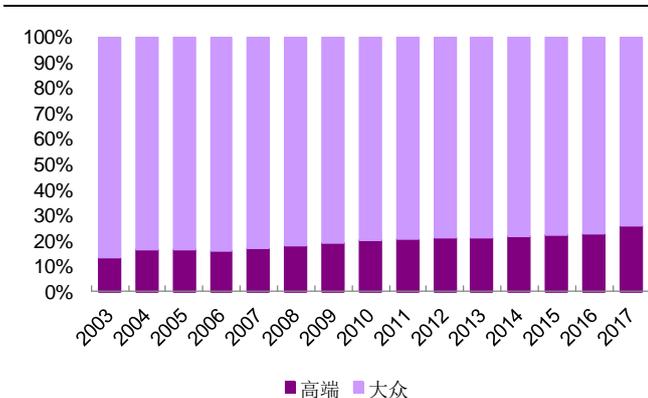
图 27：2012~2017 年我国化妆品细分品类市场规模年复合增速 (%)



资料来源：Euromonitor、光大证券研究所

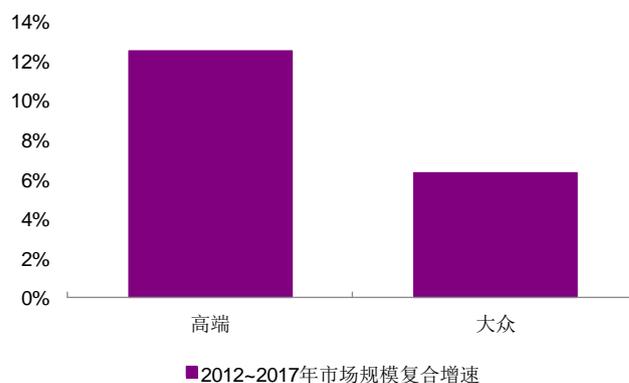
从定位来看，我国化妆品市场中大众产品占据主要市场份额，但近年高端产品增速较高，占比逐渐提升。2012~2017年我国大众、高端化妆品市场规模复合增速分别为6.38%、12.53%，2017年大众、高端化妆品市场规模分别为2394.98、845.13亿元，占比分别为73.92%、26.08%。

图 28：2017 年我国化妆品市场中高端、大众比重



资料来源：Euromonitor、光大证券研究所

图 29：2012~2017 年我国高端、大众化妆品市场规模年复合增速 (%)



资料来源：Euromonitor、光大证券研究所

2.2.2、分品类：护肤品增长稳健、面膜等新品类兴起，彩妆加速发展

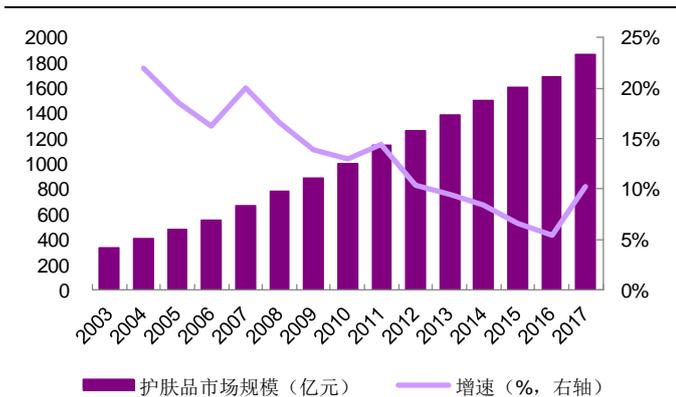
化妆品包含基础日化与高阶日化，其中我国高阶日化需求持续释放，拉动化妆品行业总体增长，因此本部分重点研究两大高阶日化品类——护肤品及彩妆。

➤ 护肤品：化妆品第一大品类，以面部护肤为主、面膜为近年兴起的品类

护肤品为我国化妆品市场第一大品类，2017年我国护肤品市场容量为1866.55亿元，占化妆品总体市场规模50.1%，2012~2017年护肤品市场规模复合增速为8.02%、高出总体化妆品0.30PCT。

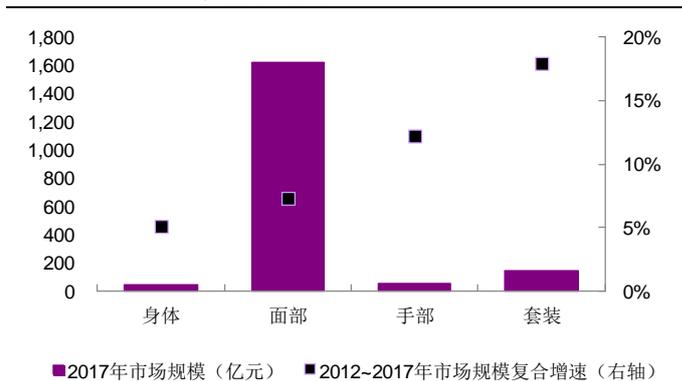
护肤品包括面部护理、护理套装、手部护理和身体护理四大品类，并且以面部护理为主、套装产品增速高。2017年面部护理产品市场规模为1624.87亿元、占比护肤品市场规模比重为87.05%，2012~2017年套装类产品复合增速为17.96%。

图 30：我国护肤品市场规模及同比增速



资料来源：Euromonitor、光大证券研究所

图 31：2017 年我国护肤品细分品类市场规模（亿元）及 2012~2017 年复合增速

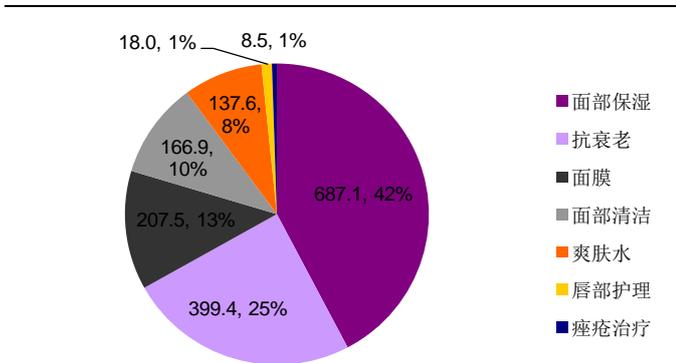


资料来源：Euromonitor、光大证券研究所

其中面部护肤品包含面部保湿、抗衰老、面膜等产品，2017 年三者合计占比为 79.64%。其中面膜成长性最高，2012~2017 年面膜市场规模年均复合增长率 15.78%，为增幅最大的面部护肤品子品类，高出同期护肤品市场规模复合增速 7.76PCT。

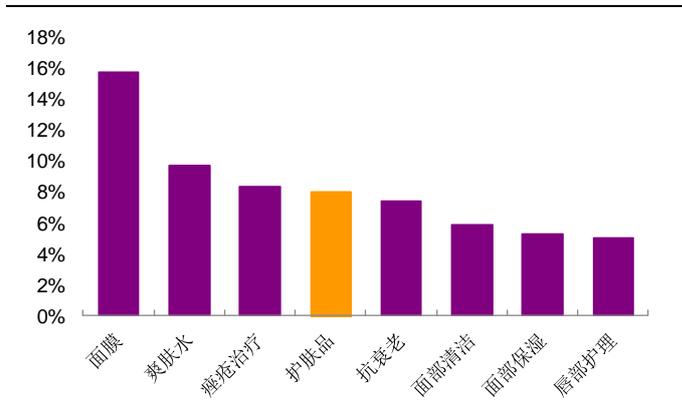
面膜可以分为贴式面膜和非贴式面膜两类。其快消品属性逐渐增强、消费频次不断提升带动面膜兴起。

图 32：2017 年我国面部护肤品细分品类市场规模（亿元）及占比



资料来源：Euromonitor、光大证券研究所

图 33：2012~2017 年我国面部护肤品细分品类市场规模复合增速



资料来源：Euromonitor、光大证券研究所

➤ 彩妆：2012 年以来加速发展，面妆及唇妆表现突出

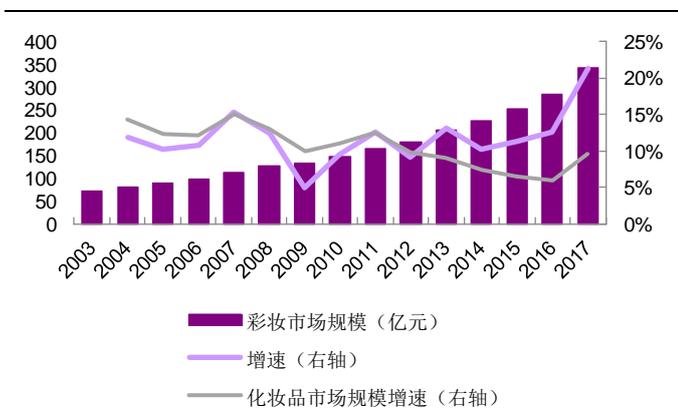
我国彩妆市场规模自 2012 年以来增速超过化妆品行业总体增速，并且持续提速。2017 年我国彩妆市场容量为 344.15 亿元，占化妆品整体市场 9.22%，2012~2017 年彩妆市场的年均复合增长率为 13.67%、高出总体化妆品 5.95PCT。

我们认为 80 后、90 后彩妆消费意识较强，随着彩妆渗透率提升及该部分人群参加工作收入水平提升，我国彩妆市场加快发展步伐，预计未来五年市场规模复合增速为 10.63%、高于同期我国化妆品市场规模增速 4.99PCT。

常见的彩妆产品有粉底、眼线/眼线膏、眼影、眉笔/染眉膏/眉粉、腮红等，可以归为脸部、唇部、眼部、彩妆套装和美甲产品五大类，其中面部彩

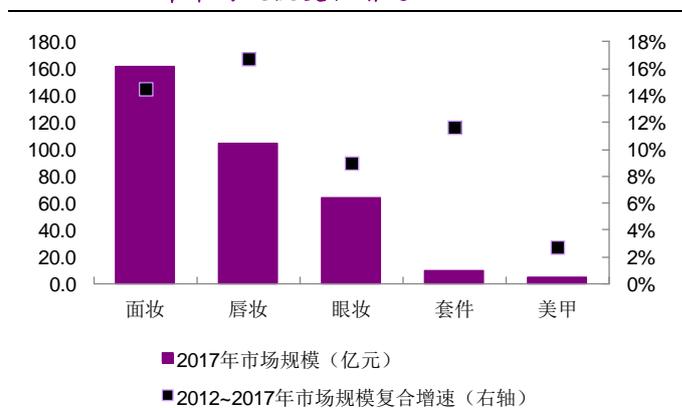
妆、唇部彩妆占据主要市场份额，并且保持较高增速，2012~2017 年市场规模复合增速分别为 14.52%、16.76%。

图 34：我国彩妆市场规模及同比增速



资料来源：Euromonitor、光大证券研究所

图 35：2017 年我国彩妆细分品类市场规模（亿元）及 2012~2017 年市场规模复合增速



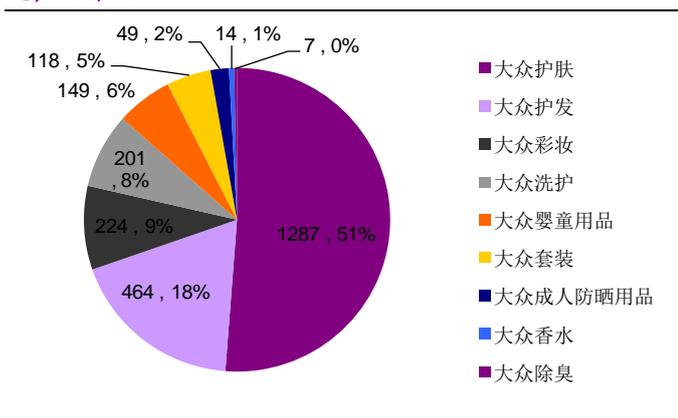
资料来源：Euromonitor、光大证券研究所

2.2.3、分定位：大众产品连带消费意愿强，高档以高阶日化为主

进一步分析细分品类看，我国大众化妆品以护肤、护发、彩妆、洗护为主，与我国化妆品总体市场结构相当，其中大众彩妆、护肤品等增速较高、贡献主要增长，2012~2017 年其市场规模复合增速分别为 10.66%、6.38%，分别高出大众化妆品市场规模复合增速 4.28PCT、0.42PCT。

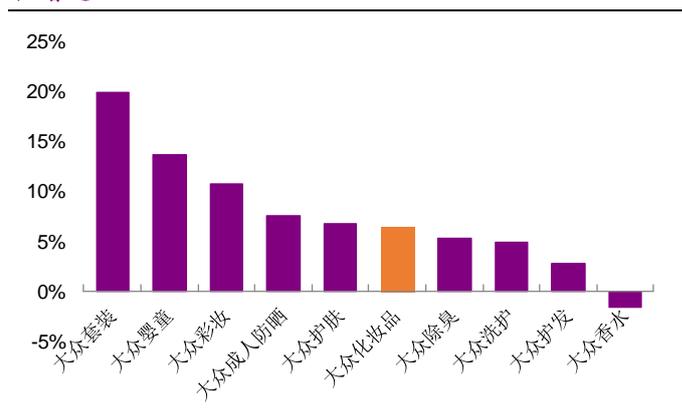
此外大众套装（多种产品组合销售）增速亮眼，2012~2017 年市场规模复合增速为 19.92%，较大众化妆品总体增速高出 13.53PCT。我们认为背后主要原因为消费者对化妆品连带消费意愿强、从而增速高于其他品类产品。

图 36：2017 年我国大众化妆品细分品类市场规模（亿元）及占比



资料来源：Euromonitor、光大证券研究所

图 37：2012~2017 年大众化妆品细分品类市场规模复合增速

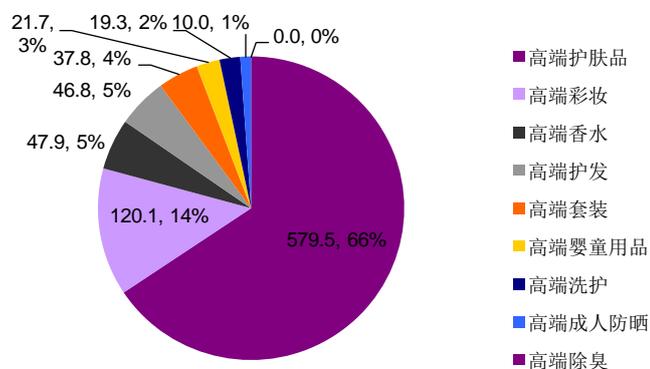


资料来源：Euromonitor、光大证券研究所

高档化妆品市场以护肤、彩妆、香水等高阶日化为主，基础日化占比较低，体现出高端消费人群对美容修饰等产品支付意愿更强、高阶日化消费高端化相较基础日化更加显著。相同品类对比高档及中档化妆品市场规模复合增速亦展现出上述特征，2012~2017 年高档彩妆、护肤品、香水市场复合增

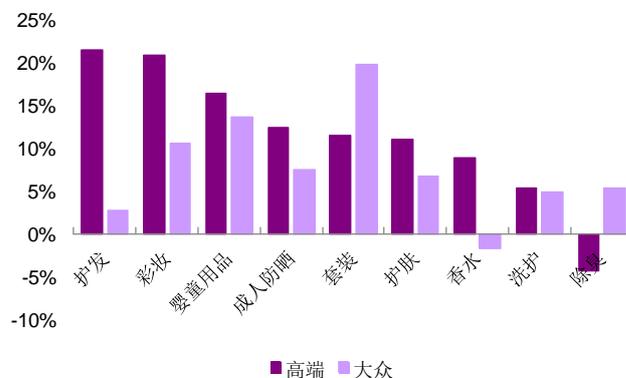
速为 20.99%、11.07%、8.92%，均高于同期中档定位的相同品类市场规模复合增速。

图 38：2017 年我国高档化妆品细分品类市场规模（亿元）及占比



资料来源：Euromonitor、光大证券研究所

图 39：2012~2017 年高档、大众化妆品细分品类市场规模复合增速对比



资料来源：Euromonitor、光大证券研究所

2.3、渠道：电商、CS 等渠道快速发展，单品牌店风起

➤ 多渠道发展、分别占据定位不同市场

我国化妆品主要销售渠道有（按市场份额大小排序）超市及大卖场、电商、百货商店、美妆专卖店（CS）、单品牌门店及其他等。

表 3：我国化妆品销售主要渠道

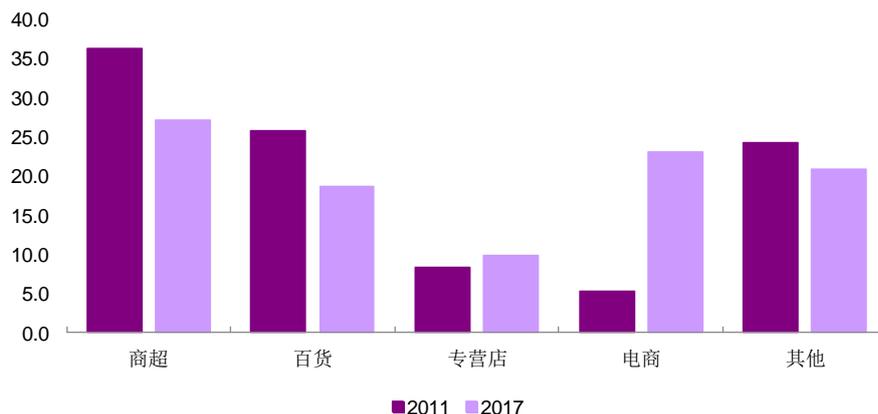
项目	线下渠道				线上渠道
	超市及大卖场	百货商店	日化专营店/美妆专卖店 (CS)	单品牌门店	B2C、C2C 等
品牌数量	10~60 个	20~30 个	小于 10 个	1 个	几乎所有品牌
产品定位	中低端	中高端	中端	中档、高档	高中低
产品价格区间	40~300 元	200~2000 元	40~300 元	300 元及以上	通常有较大折扣
服务	简单的产品咨询	商场品牌专柜的美容导购提供美容咨询服务	简单的产品咨询	美容导购及产品体验	产品以文字介绍为主
终端设计装修	品牌陈列无明显分隔	品牌分隔较为明显，每个柜台代表一个品牌	品牌分隔较为明显	品牌陈列有序	-
终端特点	中低端产品的重要销售渠道，众多高端国际化妆品品牌逐渐进入该渠道；进入门槛逐年上升，一些低档本土品牌面临巨大挑战	通过设立专柜树立品牌形象，竞争激烈，知名度、销量较低品牌易被淘汰	二三线城市及乡镇日化专营店数量众多，本土品牌占据主导	独立门店品牌形象更加突出；同时门店还可以搭配皮肤测试等服务，客户体验好	B2C 平台：天猫、草莓网、乐蜂网、京东等； C2C 平台：淘宝、Panli 等； 品牌直营网店：兰蔻、碧欧泉等； 特卖、团购网站：聚美优品、高朋等； 海淘等
主要品牌	妮维雅、旁氏、卡尼尔等外资品牌，相宜本草、丁家宜、大宝等本土品牌	欧莱雅、资生堂、娇韵诗、雅诗兰黛、迪奥等外资品牌，本土品牌如佰草集等	珀莱雅、自然堂、丸美、美肤宝等本土品牌	欧舒丹、科颜氏、悦诗风吟、老中医、林清轩、美体小铺	几乎覆盖所有外资和本土品牌
2017 年市场份额	27.20%	18.70%	9.90%	-	23.20%

资料来源：珀莱雅招股书、Euromonitor、光大证券研究所

注：1) 专营店市占率不包含药店等；2) 上述渠道以外，还有销售员直接销售化妆品予消费者形式，2017 年该种模式市场份额占比 9.70%。

其中：1) 超市及大卖场市场份额较高主要为定位中低端、市场规模较大；2) 美妆专卖店、百货等分别占据中档、中高档市场，市场份额相当，2017 年在我国化妆品市场中渠道份额分别为 9.9%、18.7%，百货渠道由于设有独立的品牌专柜、有专业的美容导购提供美容咨询服务，从而更适于打造品牌形象，但由于传统零售渠道日趋饱和、受到较大冲击，市场份额略有下滑；3) 电商渠道重要性逐步突出、发展迅速，在我国化妆品市场份额从 2011 年的 5.2% 提升至 2017 年的 23.2%。

图 40：2011、2017 年我国化妆品市场分渠道市占率 (%)



资料来源：Euromonitor、光大证券研究所

➤ 专营店：兴起于 21 世纪初，主要定位二三线城市、与本土品牌共成长

我国化妆品专营店发端于 80 年代、经历 90 年代缓慢成长、水货横行的阶段，进入 2000 年后实现快速发展，孕育区域连锁品牌，例如屈臣氏、莎莎、丝芙兰、娇兰佳人、万宁等。2015 年我国化妆品专营店有 17 万家，2014 年 12 月初屈臣氏在中国大陆地区第 2000 家门店开业，娇兰佳人第 1000 家门店 2015 年 1 月开业。

我国化妆品专营店在二三线城市获得良好发展，并且陪伴本土品牌成长。随着国外品牌进入中国一线城市，本土品牌在一线城市面临较大竞争压力，此时本土品牌寻求在竞争激烈程度相对较弱的二三线城市发展。在二三线城市化妆品消费需求逐步从传统洗护向美容修饰等高阶日化升级时，我国本土品牌凭借快捷、便利、产品丰富的化妆品专营店等快速发展，尤其在二三线城市市场。

表 4：2015 中国化妆品连锁店榜单

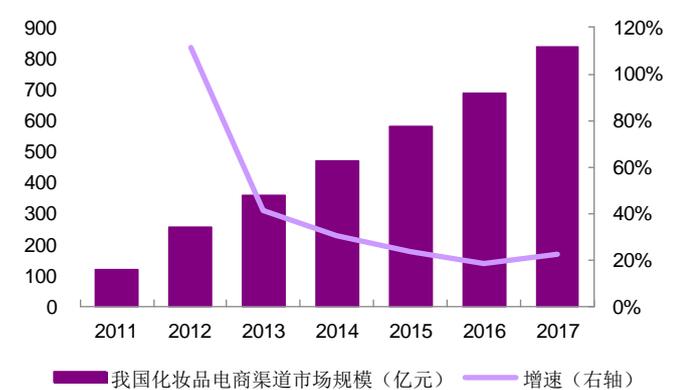
化妆品专营店	简介
娇兰佳人	创始于 2005 年，总部设在广州，有植物日记、minilab、娇兰佳人等自有品牌，截止 2017 年 8 月 11 日在全国共开设 2000 家门店，公司计划至 2022 年门店开设至 10000 家。
唐三彩	门店分布在全国各大省、市、县，目前拥有近千家门店。
亿莎	截止到 2013 年 12 月，亿莎化妆品直营连锁店达到 138 家，2012 年 4 月，亿莎集团已获君联资本（联想投资）亿元级战略投资。

资料来源：中华商业信息网、光大证券研究所

➤ 电商渠道增长亮眼，国外品牌与本土品牌平分秋色、本土品牌在部分品类居前

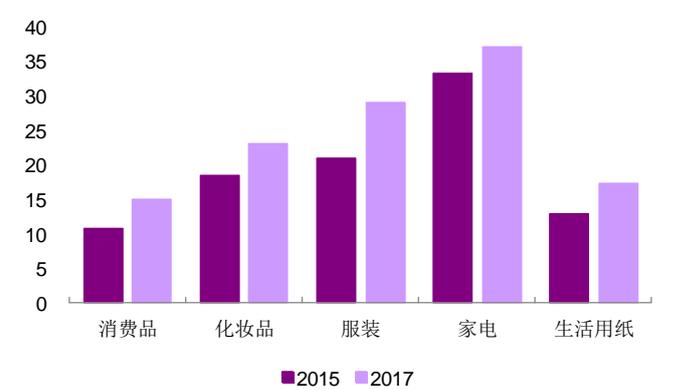
我国化妆品电商渠道市场规模增长亮眼，2015~2017年复合增速为20.39%，主要原因为我国电商渠道快速发展，带动化妆品品类在电商渠道快速发展。

图 41：我国化妆品电商渠道市场规模及增速



资料来源：Euromonitor、光大证券研究所

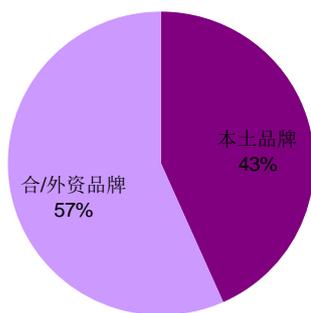
图 42：我国主要消费品电商渠道渗透率 (%)



资料来源：国家统计局、Euromonitor、光大证券研究所
注：1) 消费品电商渠道渗透率为国家统计局发布的实物商品网上零售额占社会消费品零售总额的比重；
2) 其他消费品类电商渠道渗透率为电商渠道市场份额。

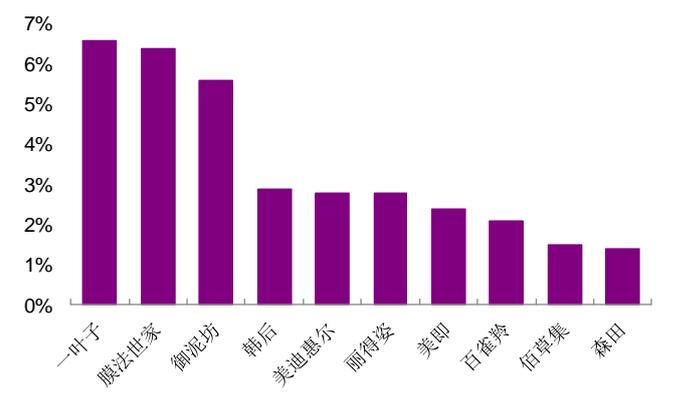
化妆品线上渠道方面，国外品牌与本土品牌平分秋色，本土品牌在部分品类、如面膜等实现突围、市场份额占据前列。主要原因为本土品牌在新型营销手段、电商等新渠道布局较早、针对市场需求变化快速做出反应，在面膜细分市场快速发展同时积极开发产品、利用成本较低的电商渠道实现快速发展。

图 43：2016 年线上化妆品品牌按归属地分市占率



资料来源：星图数据、光大证券研究所

图 44：2016 年线上面膜前十大品牌市占率



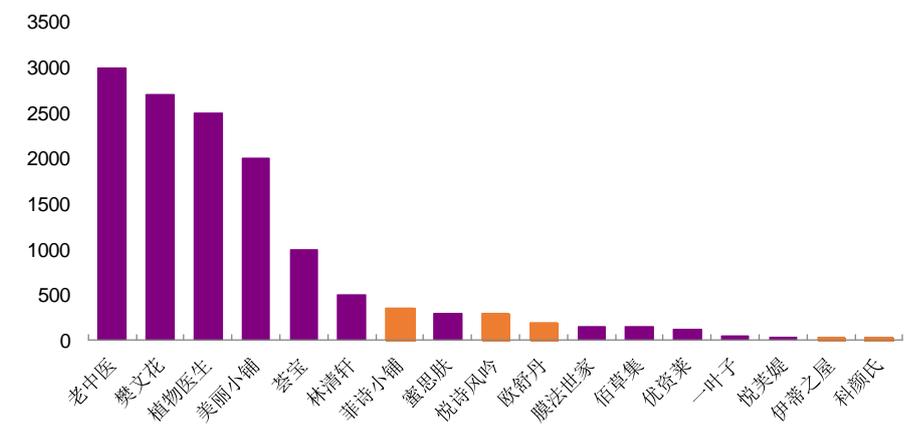
资料来源：星图数据、光大证券研究所

➤ 单品牌店：国内外品牌试水单品牌门店，成为化妆品渠道重要补充

单品牌门店凭借良好的门店品牌形象、品牌商能直接对接终端消费者、获得一线反馈信息，正获得化妆品品牌商的重视。部分化妆品品牌主要采用单品牌门店，例如韩国的悦诗风吟、伊蒂之屋、The Face Shop，英国品牌

The Body Shop，我国本土品牌林清轩、植物医生等。一方面单品牌门店快速发展，例如植物医生 2017 年战略规划发布会上公告 2016 年其销售增长 35%，线下门店拓展约至 2500 家；另一方面，单品牌门店的快速发展，使得传统商超化妆品品牌亦拓展单品牌渠道，2016 年 12 月巴黎欧莱雅先后在上海、长沙、武汉开出了三家精品店；珀莱雅、上海家化等本土品牌亦宣布加大单品牌门店拓展力度。

图 45：2017 年我国化妆品单品牌门店数量（个）



资料来源：珀莱雅调研、品观网、光大证券研究所

注：1) 上图中标记深紫色为本土品牌，浅橘色为国外品牌；

2) 欧舒丹渠道数量为截止 2017 年 9 月底，悦诗风吟渠道数量为截止 2016 年 9 月底。

2.4、格局：高阶日化集中度提升，本土品牌锋芒初露

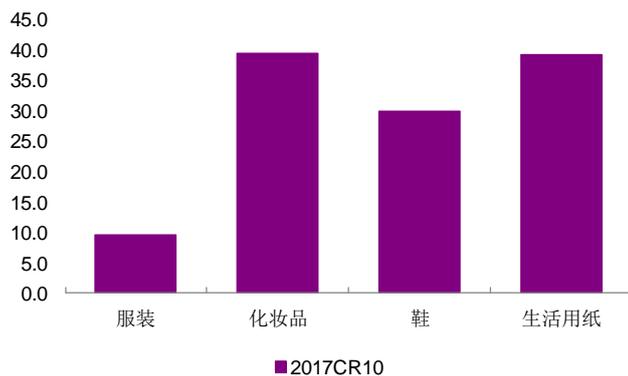
需求多元化致基础日化集中度下降，竞争激烈、本土品牌持续洗牌；高阶日化集中度提升，本土品牌把握消费升级趋势、发力中档市场，行业地位稳步提升，行业格局雏形初现。

2.4.1、基础与高阶日化集中度分化，大众端竞争较为激烈

➤ 集中度高，终端需求、零售环境多元化致行业格局趋于分散

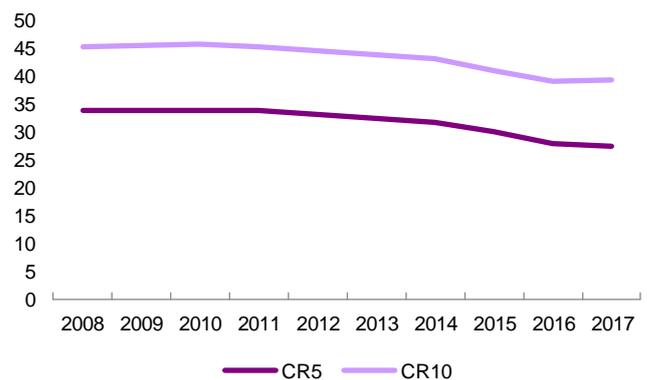
从静态角度看，2017 年我国化妆品行业 CR10 为 39.4%，处于较高水平；从动态角度看，2008~2017 年我国化妆品行业集中度持续下降，市场呈现持续分散化，且近年加速分散。

图 46: 2017 年我国主要消费品行业 CR10 (%)



资料来源: Euromonitor、光大证券研究所

图 47: 2008~2017 年我国化妆品行业 CR5、CR10 (%)



资料来源: Euromonitor、光大证券研究所

龙头市场份额有所下降, 2008~2017 年 CR5 下降的幅度大于 CR10, 分别为 6.5、5.9PCT, 主要为排名第一的龙头宝洁的市占率下降, 同期由 16.0%下降至 10.1%, 下降 5.9PCT。

我们认为背后的主要原因为我国化妆品消费需求多元化、新零售渠道不断兴起等, 使得零售环境复杂化, 小品牌抓住细分需求、某一零售渠道/品类抢占一定市场份额, 使得行业格局呈现分散化, 同时宝洁公司品牌老化、产品创新动力不足等问题使得市场份额逐步丧失。

进一步细分来看行业格局分散主要体现在基础日化、大众龙头等领域。表明基础日化行业格局正重塑、大众市场竞争较高端激烈。

表 5: 我国化妆品行业前十大公司市占率 (%)

市场排名	2008		2012		2017	
	公司	市占率	公司	市占率	公司	市占率
1	宝洁	16.0	宝洁	14.2	宝洁	10.1
2	欧莱雅	7.4	欧莱雅	9.1	欧莱雅	8.5
3	联合利华	3.6	联合利华	3.7	资生堂	3.1
4	资生堂	3.5	资生堂	3.4	高露洁	2.8
5	安利集团	3.3	高露洁	2.8	联合利华	2.8
6	高露洁	2.8	安利集团	2.8	上海上美	2.6
7	拜尔斯道夫	2.6	玫琳凯	2.7	雅诗兰黛	2.5
8	强生	2.4	拜尔斯道夫	2.4	爱茉莉太平洋	2.5
9	玫琳凯	1.9	强生	1.8	百雀羚	2.3
10	完美	1.8	雅诗兰黛	1.7	伽蓝集团	2.2
CR5	33.8		33.2		27.3	
CR10	45.3		44.6		39.4	

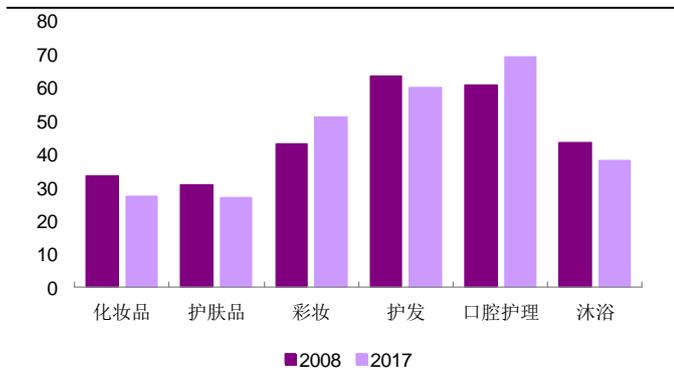
资料来源: Euromonitor、光大证券研究所

➤ 分品类: 基础日化小品牌兴起、格局分散化, 高阶日化集中度提升、格局初现

分品类来看, 我国基础日化发展较为成熟, 且产品相对单一, 集中度高于高阶日化, 2017 年护发、口腔护理、沐浴等基础日化 CR10 分别为 70.4%、81.5%、47.2%, 均高于护肤品 (44.1%)、彩妆 (65.7%) 等高阶日化。

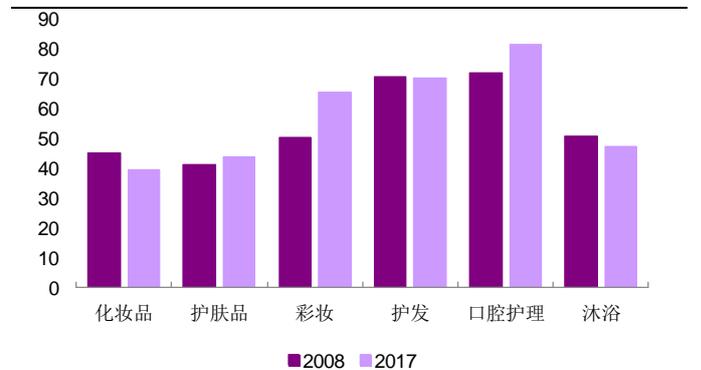
对比近 10 年行业格局变化，基础日化呈分散化，高阶日化呈集中化两种截然不同的趋势。我们认为背后的原因与细分行业发展阶段有关，我国居民需求多元化致基础日化行业格局分散，尤其在沐浴用品领域、一些小众品牌市占率提升抢占龙头份额；高阶日化目前处上升期，行业集中度向优质公司集中、行业格局雏形出现。

图 48：2008、2017 年我国化妆品细分品类 CR5 (%)



资料来源：Euromonitor、光大证券研究所

图 49：2008、2017 年我国化妆品细分品类 CR10 (%)



资料来源：Euromonitor、光大证券研究所

表 6：我国基础日化前十大公司市占率 (%)

排名	护发				口腔护理				沐浴			
	2008		2017		2008		2017		2008		2017	
1	强生	39.3	强生	35.3	高露洁	26.1	高露洁	29.0	宝洁	24.7	宝洁	20.5
2	联合利华	8.4	联合利华	10.4	强生	20.3	强生	14.9	联合利华	6.5	联合利华	7.0
3	拜尔斯道夫	6.8	汉高	6.1	联合利华	7.8	云南白药	12.6	上海家化	5.5	上海家化	4.6
4	霸王	5.7	欧莱雅	4.6	安利	4.3	薇美姿	7.3	安利	4.0	安利	3.5
5	拉芳	3.4	拜尔斯道夫	3.7	冷酸灵	2.6	联合利华	5.8	美日国际	3.0	蓝月亮	2.8
6	汉高	1.9	环亚集团	2.7	LG 生活与健康	2.4	冷酸灵	3.0	仁和药业	2.1	美日国际	2.4
7	DeColour	1.5	拉芳	2.5	云南白药	2.3	LG 生活与健康	2.6	蓝月亮	1.6	仁和药业	2.3
8	资生堂	1.3	资生堂	2.0	美晨	2.1	纳爱斯	2.2	澳雪国际	1.3	Lohmann	1.5
9	安利	1.3	拜耳	1.8	立白	2.0	葛兰素史克	2.2	纳爱斯	1.2	澳雪国际	1.4
10	欧莱雅	1.2	隆力奇	1.3	奥奇丽	2.0	安利	1.9	Jiuxin	1.0	纳爱斯	1.2
CR5	63.6		60.1		61.1		69.6		43.7		38.4	
CR10	70.8		70.4		71.9		81.5		50.9		47.2	

资料来源：Euromonitor、光大证券研究所

注：加粗的公司为本土公司。

表 7：我国高阶日化前十大公司市占率 (%)

排名	护肤品						彩妆					
	2008		2012		2017		2008		2012		2017	
1	欧莱雅	9.6	欧莱雅	11.3	欧莱雅	9.6	欧莱雅	30.3	欧莱雅	34.6	欧莱雅	27.8
2	宝洁	8.0	宝洁	6.3	上海上美	4.7	资生堂	4.8	LVMH	5.5	LVMH	6.8
3	资生堂	5.6	资生堂	5.1	百雀羚	4.5	LVMH	3.6	资生堂	4.8	爱茉莉太平洋	6.1
4	安利	4.3	玫琳凯	4.5	资生堂	4.3	玫琳凯	2.4	卡姿兰	4.2	雅诗兰黛	5.7
5	玫琳凯	3.4	安利	3.3	宝洁	3.9	安利	2.2	雅诗兰黛	3.6	卡姿兰	5.0
6	完美	2.9	雅诗兰黛	2.8	伽蓝集团	3.9	雅诗兰黛	2.1	玫琳凯	2.9	资生堂	3.5
7	拜尔斯道夫	2.3	伽蓝集团	2.5	雅诗兰黛	3.7	完美	1.4	香奈儿	2.2	科蒂	3.4
8	强生	2.1	上海家化	2.5	玫琳凯	3.6	卡姿兰	1.3	安利	2.0	香奈儿	2.5
9	上海家化	1.7	拜尔斯道夫	2.2	爱茉莉太平洋	3.4	香奈儿	1.3	爱茉莉太平洋	1.9	玛丽黛佳	2.5
10	雅诗兰黛	1.6	完美	2.2	上海家化	2.5	花王	1.0	玛丽黛佳	1.5	上海上美	2.4
CR5	30.9		30.5		27.0		43.3		52.7		51.4	
CR10	41.5		42.7		44.1		50.4		63.2		65.7	

资料来源：Euromonitor、光大证券研究所

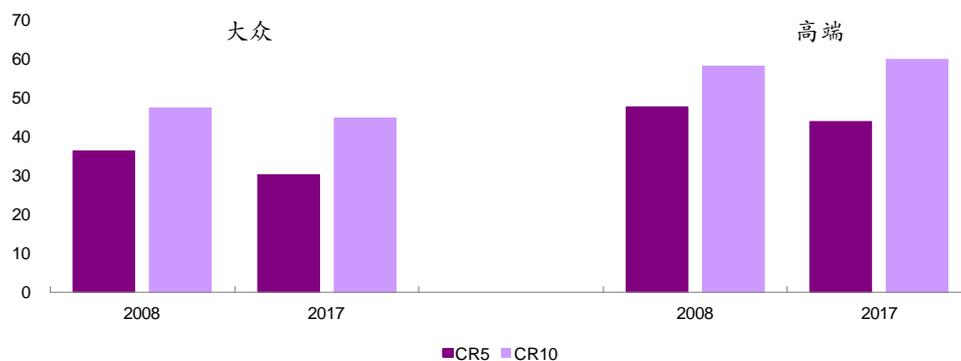
注：1) 加粗字体为本土品牌；

2) 对比 2012、2017 年护肤品及彩妆前十大公司较为稳定，结合行业集中度提升的事实，从而得出行业龙头逐步显现的结论。

➤ 分定位：大众端竞争较为激烈，高端市场集中度持续提升

我国大众市场竞争较为激烈、行业集中度呈现分散化，2017 年 CR10 为 44.7%，较 2008 年下降 2.5PCT；而高端化妆品市场集中度持续提升，2017 年为 59.7%、较 2008 年提升 1.7PCT。

图 50：2008、2017 年我国大众、高端化妆品行业集中度 (%)



资料来源：Euromonitor、光大证券研究所

2.4.2、国际品牌占据主导，本土品牌把握消费升级趋势、份额提升

➤ 国际品牌占据主导地位

当前我国化妆品市场国际品牌占据主导地位，2017 年前十大化妆品公司基本为欧美、日韩等国家品牌，本土公司仅有上海上美、百雀羚、伽蓝集团入列。

国际知名化妆品企业依托强势的品牌地位及强大的资金实力，主要占据了我国一线城市的高端化妆品市场。国内自主品牌企业依托性价比优势及对消费者消费习惯的深入理解，主要在中低端化妆品领域参与市场竞争。

表 8：2017 年我国化妆品行业前十大企业及其市占率

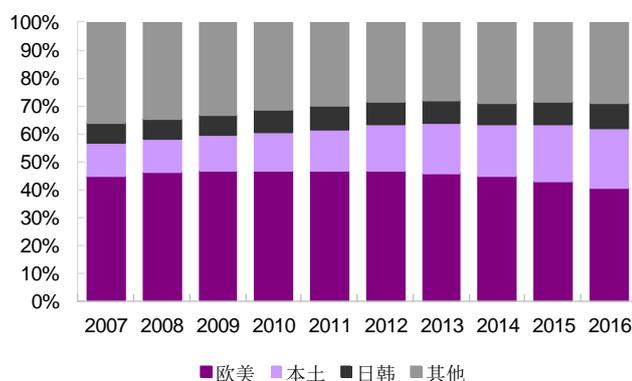
市场排名	总体		大众		高端	
	公司名称	市占率	公司名称	市占率	公司名称	市占率
1	宝洁	10.1	宝洁	11.6	欧莱雅	15.2
2	欧莱雅	8.5	欧莱雅	7.5	雅诗兰黛	10.8
3	资生堂	3.1	上海上美	4.0	LVMH	7.1
4	联合利华	2.8	百雀羚	3.5	安利	5.3
5	高露洁	2.8	联合利华	3.4	资生堂	5.3
6	上海上美	2.6	伽蓝集团	3.3	Lee Kum Kee	4.6
7	雅诗兰黛	2.5	玫琳凯	3.3	爱茉莉太平洋	4.0
8	爱茉莉太平洋	2.5	上海家化	2.8	香奈儿	2.8
9	百雀羚	2.3	资生堂	2.8	宝洁	2.4
10	玫琳凯	2.2	Beiersdorf	2.5	LG 生活与健康	2.2

资料来源：Euromonitor、光大证券研究所；注：加粗的为本土品牌，其中上海上美为韩束、一叶子等品牌的母公司。

➤ 本土品牌行业地位提升，主要受益于挖掘消费升级、大众端品牌化趋势

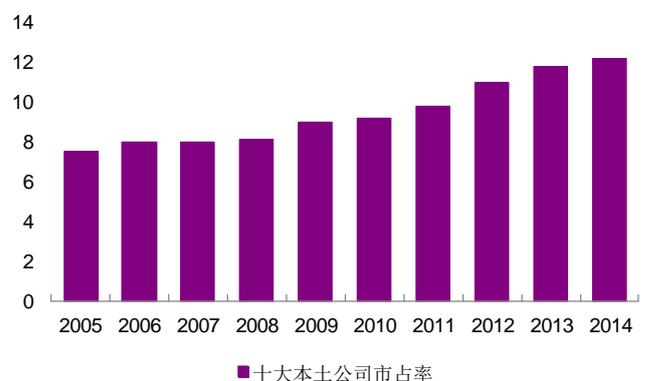
近年随着中档化妆品品牌化需求释放，专营店、电商等新兴渠道快速发展、面膜等新品类逐步流行等为我国本土品牌提供契机，部分优质本土品牌增强经营能力，市场份额逐步回升，并且逐步向中高端领域拓展。2016 年我国本土品牌市占率为 22%、较 2007 年提升 10PCT。

图 51：我国化妆品市场品牌分来源地市占率



资料来源：Euromonitor、光大证券研究所

图 52：我国化妆品市场前十大本土公司总市占率 (%)



资料来源：Euromonitor、光大证券研究所

而 2011 年以后前十大国际品牌总市占率显著下滑，一方面受到品牌、厂商和品类越来越繁杂，整个化妆品市场集中度逐渐下降影响，另一方面与本土品牌势力逐步增强有关。

分定位看，我们发现我国本土品牌行业地位的提升，主要体现在大众化妆品市场，在高档化妆品市场表现仍较弱。

如前文所述，我国本土品牌主要集中在大众化妆品市场中竞争，在高档化妆品领域仍涉足较少。我国本土化妆品公司进入前十大大众化妆品公司数量增多、市占率提升，结合大众化妆品市场竞争激烈、集中度下降、宝洁、资生堂等国际巨头市场份额下降，我们认为本土化妆品崛起背后的原因为大众端品牌化需求释放、本土品牌运营能力增强抢占了一部分国际品牌市场份额。

表 9：2008、2017 年我国大众、高档化妆品市场市占率前十大公司及其市占率

市场排名	大众市场				高档市场			
	2008		2017		2008		2017	
	公司名称	市占率	公司名称	市占率	公司名称	市占率	公司名称	市占率
1	宝洁	18.0	宝洁	11.6	安利	17.7	欧莱雅	15.2
2	欧莱雅	7.2	欧莱雅	7.5	欧莱雅	13.7	雅诗兰黛	10.8
3	联合利华	3.7	上海上美	4.0	雅诗兰黛	5.9	LVMH	7.1
4	资生堂	3.7	百雀羚	3.5	LVMH	5.6	安利	5.3
5	Beiersdorf	3.5	联合利华	3.4	资生堂	4.6	资生堂	5.3
6	强生	3.3	伽蓝集团	3.3	Pierre Fabre SA, Laboratoires	2.6	李锦记	4.6
7	玫琳凯	2.7	玫琳凯	3.3	爱茉莉太平洋	2.1	爱茉莉太平洋	4.0
8	完美	2.4	上海家化	2.8	香奈儿	2.1	香奈儿	2.8
9	上海家化	1.8	资生堂	2.8	Fancl	2.0	宝洁	2.4
10	伽蓝集团	0.9	Beiersdorf	2.5	Kosé	1.7	LG 生活与健康	2.2
CR5	36.1		30.0		47.5		43.7	
CR10	47.2		44.7		58.0		59.7	

资料来源：Euromonitor、光大证券研究所

注：加粗的为本土品牌

表 10：我国主要本土化妆品公司

公司	创立时间 (年)	产品品类	旗下品牌	简介	2017 年化妆品市占率	2017 年大众化妆品市占率	2017 年高端化妆品市占率
上海上美	2002	护肤品、洗护用品、彩妆	韩束、一叶子、吾尊、索薇娅、红色小象、韩粉世家	-	2.60%	4.00%	-
百雀羚	2000	护肤用品、洗护发用品、个人清洁用品、花露水和美容化妆用品	百雀羚、三生花、气韵、海之谜	-	2.30%	3.50%	-
伽蓝 (集团)	2001	化妆品、个人清洁与护理品	美素、自然堂、植物智慧、医婷	全国建立各类零售网络 2 万多个	2.20%	3.30%	-
上海家化	1898	护肤类、洗护类、家居护理类产品	佰草集、六神、高夫、美加净、启初、家安、玉泽、双妹等	2017 年营业收入为 65 亿元，净利润为 4 亿元	1.90%	2.80%	-
环亚	1999	护肤、护发产品	美肤宝、法兰琳卡、滋源、幽雅、MOR	-	1.2%	1.30%	1.60%
珀莱雅	2006	护肤品、彩妆、清洁洗护、香薰	珀莱雅、优资莱、韩雅、悠雅、猫语玫瑰、悦芙媞	2017 年营业收入为 18 亿元，净利润为 2 亿元	1.00%	1.50%	-
韩后	2005	护肤品	韩后	2016 年，韩后以 133.19 亿元的品牌价值跻身“中国最有价值品牌 500 强”榜单，位居第 272 位	0.90%	1.40%	-
丹姿	1998	护肤品、护发产品	水密码、他能量、丹姿、卡迪那	-	0.60%	0.90%	-
丸美	2002	护肤品、彩妆	丸美、春纪、恋火	-	0.50%	0.80%	-
玛丽黛佳	2006	彩妆	玛丽黛佳	明显产品为睫毛膏	0.20%	0.40%	-

资料来源：Euromonitor、各公司官网、光大证券研究所

注：1) 百雀羚品牌创立于 1931 年，2000 年改制为民营企业；

2) 环亚集团凭借旗下高端护发品牌滋源在高档化妆品中占有一定市场份额。

3、我国化妆品行业未来有望持续回暖，本土品牌竞争力增强、发展空间大

当前内外因多重助力我国化妆品行业发展。长期来看，对比发达国家，从人均消费角度看，我国化妆品市场仍有7倍左右空间，具体体现在产品结构优化、消费年龄层次迭代增长、渠道下沉等；短期来看，化妆品行业2013年以来持续调整、增速有所放缓，当前化妆品终端消费回暖，逐步传导至公司收入端，行业结束多年调整、进入成长新周期。

此外，本土品牌在产品、营销、渠道拓展等方面经营能力持续提升，竞争力增强，市场地位有望进一步提升，优质本土品牌有望优先获益行业回暖。

3.1、动力：内外部环境逐步成熟，发展动力足

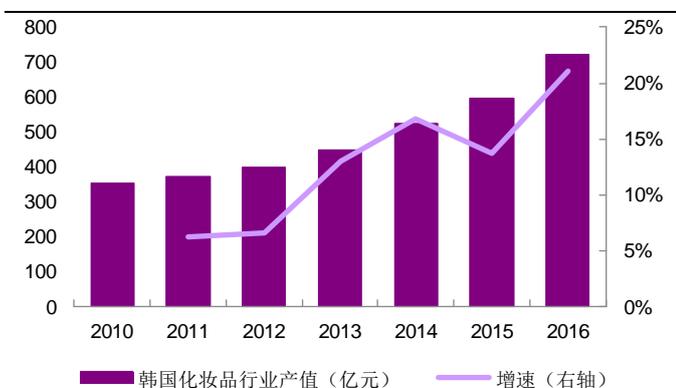
国家出台多项政策规范和鼓励化妆品消费，同时随着化妆品消费理念逐步普及，女性参与就业、收入增长，化妆品消费意愿及消费能力均增强，内外部条件成熟进一步助推我国化妆品市场发展。

➤ 消费意愿：对美容重视程度提升，美丽成为刚需

韩国化妆品行业的发展离不开韩国民众对美的追求，对比主要国家化妆品人均消费金额占人均GDP比重，韩国为0.87%，高于日本的0.74%、英国的0.64%、美国的0.45%，表明韩国民众在变美上具有更强的消费意愿。

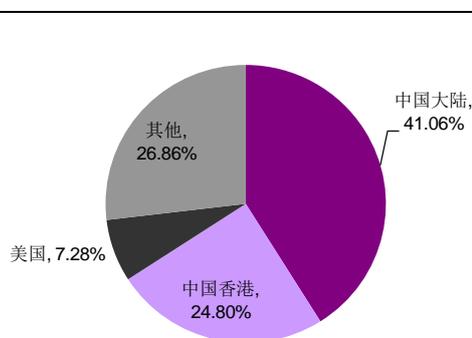
韩国居民对美的追求推动韩国化妆品行业的持续不断发展、成为韩国支柱产业之一，走出国门、出口中国等其他国家市场。韩国化妆品经过60多年的发展，在世界尤其是亚洲市场确立了较为突出的地位，2015年韩国化妆品产值突破10万亿韩元（约人民币600亿元）、出口金额占比27.28%，其中中国大陆、中国香港为韩国化妆品出口第一大目的国/地区，2015年合计占比65.86%，并且出口金额保持较高增速增长，2015年分别同比增99%、41%。

图 53：韩国化妆品行业产值及增速



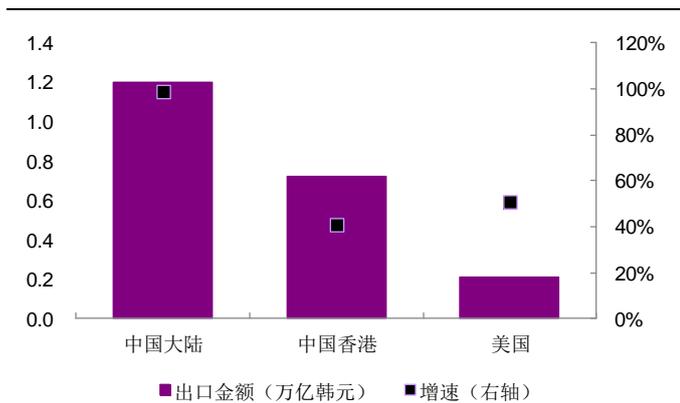
资料来源：韩国食品药品安全部、光大证券研究所

图 54：2017 年韩国化妆品出口金额分国家占比



资料来源：韩国食品药品安全部、光大证券研究所

图 55: 2017 年韩国化妆品出口各国家金额及增速



资料来源: 韩国食品药品安全部、光大证券研究所

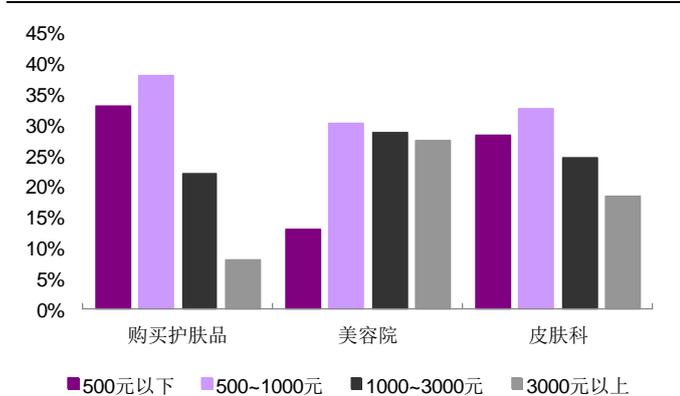
图 56: 2016 年主要国家化妆品人均消费金额及其占该国人均 GDP 比重



资料来源: Bloomberg、Wind、光大证券研究所

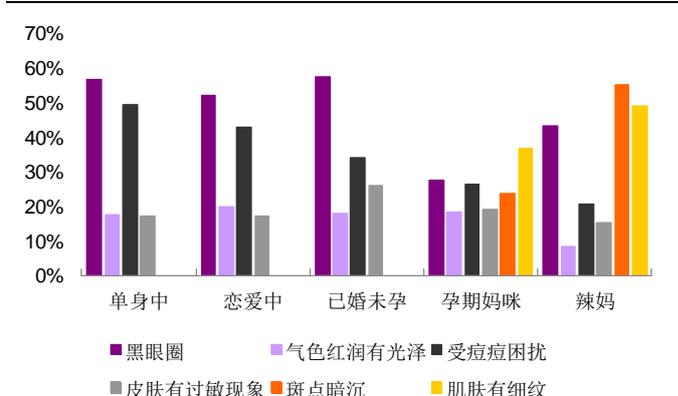
当前我国女性对美丽已较为重视,美丽消费意愿较强,对我国化妆品长期发展提供持续动力。处于不同人生阶段的女性面临不同的肌肤问题,其中常见有黑眼圈、痘痘、过敏等肌肤问题,并且随着年龄的增长斑点暗沉、细纹等成为困扰女性肌肤问题。我国女性自主购买使用护肤品、购买专业美容院/皮肤科等的美容服务,并且 2017 年超过 30% 的女性年度皮肤管理花费超过 500 元。

图 57: 2017 年中国女性皮肤管理花费



资料来源:《2017 年中国女性皮肤问题研究报告》、光大证券研究所

图 58: 2017 年处于不同人生阶段女性面临的肌肤问题

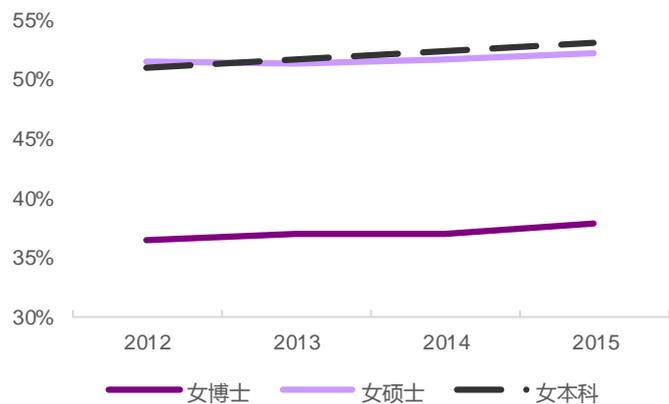


资料来源:《2017 年中国女性皮肤问题研究报告》、光大证券研究所

➤ 消费能力: 女性就业率及消费能力提升

随着改革开放的推进,女性无论是在接受教育的水平、获得良好工作的机会,还是在社会地位方面都得到了长足的进步。教育水平的提升使得女性劳动参与率提升、在职场中为增强自身竞争力、对化妆产品需求不断增多。

图 59：高等教育在校生女性占比



资料来源：《中国统计年鉴》、光大证券研究所

女性经济实力的不断增强，其消费能力亦不断提升：2011 年至 2015 年，我国女性人均年可支配收入从 1.58 万元增长至 2.31 万元，年复合增长率 10.05%。

➤ 政策：国家出台政策规划行业、鼓励化妆品消费

随着我国化妆品消费不断增长，行业发展不断推进，我国先后出台相关政策规范化妆品行业，同时降低化妆品消费税、进口关税等，鼓励国内化妆品消费。

表 11：我国化妆品相关政策

生效时间	政策文件名	主要内容
2018 年 7 月 1 日	《国务院关税税则委员会关于降低日用消费品进口关税的公告》税委会公告〔2018〕4 号	自 2018 年 7 月 1 日起，我国将洗涤用品和护肤、美发等化妆品及部分医药健康类产品进口关税平均税率由 8.4% 降至 2.9%。
2017 年 12 月 1 日	《国务院关税税则委员会关于调整部分消费品进口关税的通知》税委会〔2017〕25 号	自 2017 年 12 月 1 日起，以暂定税率方式降低部分消费品进口关税，其中就包括化妆品，唇用、眼用、指甲用化妆品以及香粉税率由 10% 降为 5%，其他美容品货化妆品税率由 6.5% 降为 2%。
2016 年 10 月 1 日	《关于调整化妆品消费税政策的通知》财税〔2016〕103 号	自 2016 年 10 月 1 日起，取消对普通美容、修饰类化妆品征收消费税，将“化妆品”税目名称更名为“高档化妆品”。征收范围包括高档美容、修饰类化妆品、高档护肤类化妆品和成套化妆品；高档化妆品消费税税率由 30% 下调为 15%。
2015 年 7 月 20 日	《化妆品监督管理条例（修订草案送审稿）》	对网售化妆品行为作出了明确的规制，将第三方交易平台纳入监管范畴。
2014 年 6 月 30 日	《关于调整化妆品注册备案管理有关事宜的通告》（第 10 号）	自 2014 年 6 月 30 日起，国产非特殊用途化妆品产正式实行产品信息网上备案。属于特殊用途的化妆品有 9 类：育发、染发、烫发、脱毛、美乳、健美、除臭、祛斑、防晒类。

资料来源：财政部、国家食品药品监督管理局、光大证券研究所

3.2、空间：化妆品行业步入成长新周期

长期来看，对比发达国家，从人均消费角度，我国化妆品市场规模未来仍有 7 倍左右空间。

具体空间来自于：1) 品类结构优化均衡：当前我国化妆品市场以护肤品为主，而彩妆、婴童及男士用化妆品占比仍较低，未来随着人均收入水平

提升、护肤品消费增长以外，化妆品消费结构有望进一步改善；2) 消费人口代际迭代：当前我国化妆品消费以 80、90 后为主，而发达国家消费人口覆盖几乎全年龄段人口，未来动力一方面在于新一代消费人口成长，另一方面在现有消费人口迭代进入更高年龄层、收入及消费能力更强背景下，人均消费水平有望持续提升；3) 城市下沉：当前三四线城市消费引领增长，彩妆等品类继续下沉有望进一步释放空间。

短期来看，当前化妆品终端零售好转、增速回升，并且传导至 2017 年国内外化妆品公司收入端，欧莱雅、雅诗兰黛、资生堂等国际化妆品公司在亚太区/中国区收入增长提速、珀莱雅等国内公司线下收入改善。

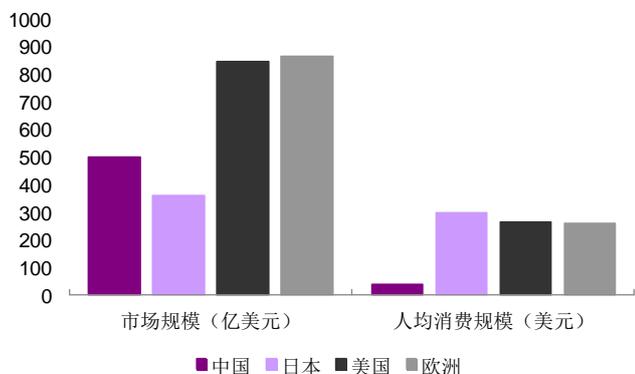
3.2.1、长期：人均消费水平较低、消费人群较年轻，发展空间广阔

未来我国化妆品行业增长空间来自于人均消费水平的提升、产品结构的升级、化妆品消费理念普及背景下的消费人口迭代以及渠道下沉等。

➤ 人均消费水平仍低、护肤与彩妆需求潜力大

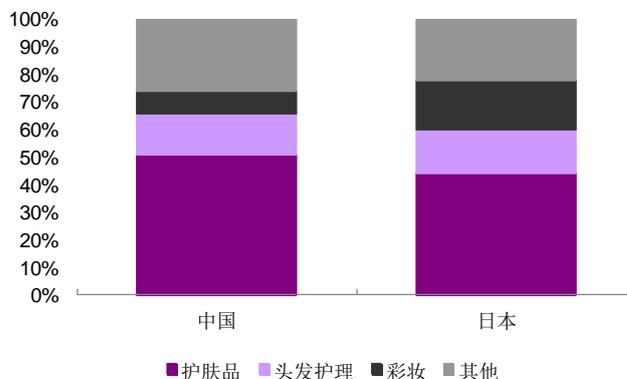
对比发达国家，我国人均护肤品消费水平仍处于较低水平，从人均角度，未来我国化妆品行业仍有 7 倍左右空间。此外，当前护肤品在化妆品中占比较高，而彩妆、婴童用及男士用化妆品等占比仍较低。未来我国化妆品市场空间广阔，其中护肤品及彩妆等需求释放潜力大。

图 60：2017 年我国与发达国家市场规模及人均消费水平对比



资料来源：Euromonitor、光大证券研究所

图 61：2017 年我国与日本化妆品市场细分品类结构比较

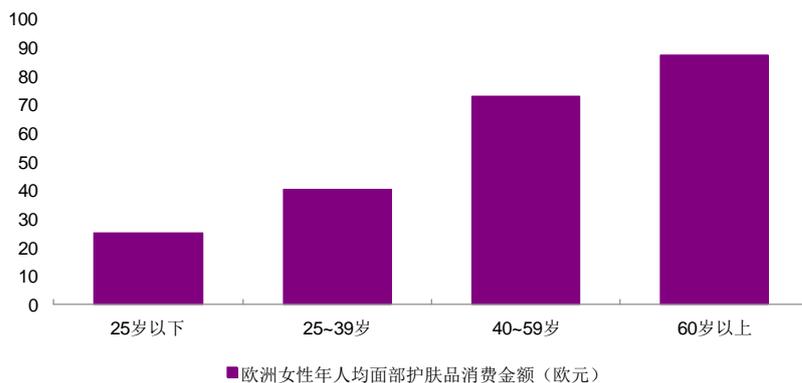


资料来源：Euromonitor、光大证券研究所

➤ 消费理念逐步普及，中高端消费升级持续

参考发达国家，年龄较大的女性由于年龄增长、在护肤及彩妆等产品需求更丰富，同时消费能力更强，从而通常在化妆品上支出更高。根据 TNS Worldpanel Europe 的调查，欧洲女性人均面部护肤品消费金额随着年龄的增长而增长。欧洲 40~59 岁的女性年人均面部护肤品的消费金额接近 25~39 岁女性的两倍，而 60 岁以上的女性几乎占了 34% 的面部护肤品市场。

图 62：欧洲女性年人均面部护肤品消费金额（欧元）

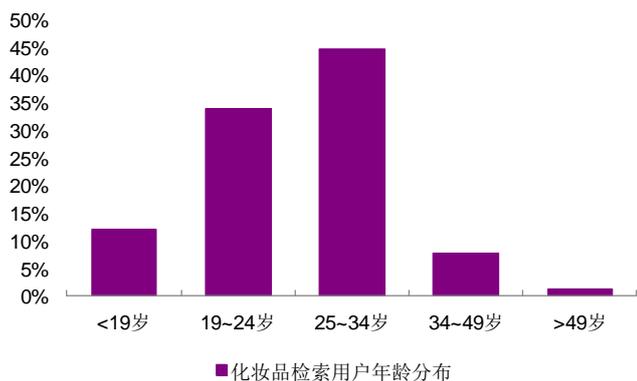


资料来源：TNS Worldpanel Europe、光大证券研究所

而当前我国护肤品、彩妆等产品消费主要以 80 后、90 后年轻消费者为主，其化妆品消费意识更强，在化妆品支出上较年长者更多；此外，我国 90 后消费者化妆品消费支付意愿更强，显示出消费升级迹象。

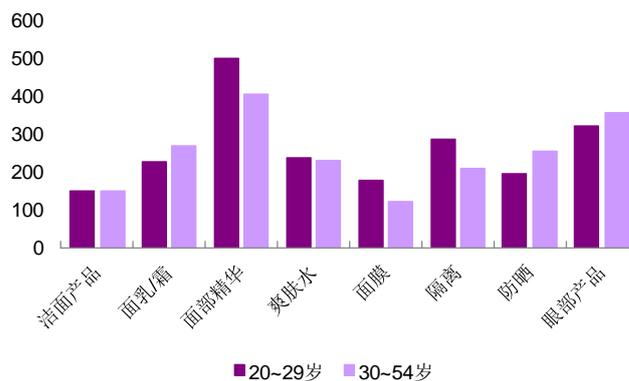
未来随着化妆品消费意识愈加普及、年轻一代升级消费中高档化妆品，我国化妆品市场规模有望进一步扩张。

图 63：2016 化妆品检索用户属性



资料来源：360 大数据、光大证券研究所

图 64：16Q1 不同年龄段消费者化妆产品价格（元/瓶）



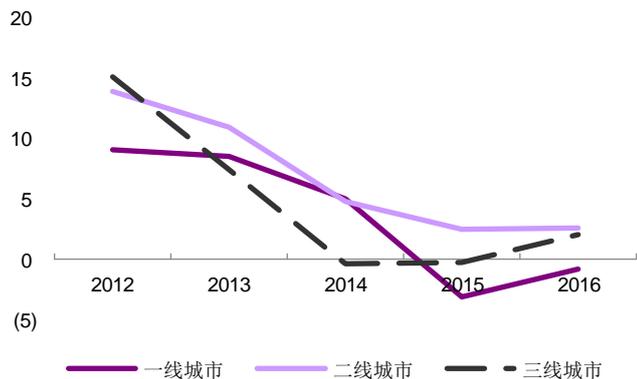
资料来源：凯度消费者个人美妆调查、光大证券研究所
注：该调查对象为全国一线至五线城市 14~54 岁男女性消费者，数据为 2016Q1。

➤ 三四线城市引领增长，发展潜力大、空间广阔

当前我国化妆品市场由三四线城市引领增长，据国家统计局，2011~2016 年我国限额以上企业一线、二线、三线城市化妆品零售额复合增速分别为 3.30%、5.68%、3.90%，均低于同期全国复合增速 9.44%。

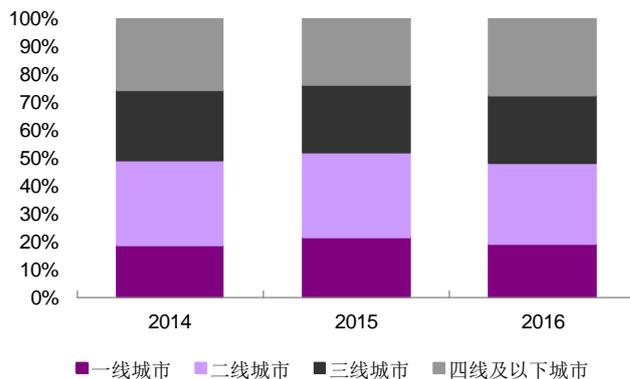
其中，彩妆品类正逐步从一二线城市下沉至三四线城市，2016 年彩妆检索量中三四线城市占比首次超过一二线城市达 51.7%，彩妆渠道下沉趋势初现。

图 65：2012~2016 年我国限额以上零售企业分城市化妆品零售额同比增速



资料来源：国家统计局、光大证券研究所

图 66：我国彩妆检索量分城市占比



资料来源：360 大数据、光大证券研究所

3.2.2、短期：终端消费回暖逐步传导至公司收入端

➤ 化妆品终端消费持续回暖，其中百货渠道率先回暖

我国化妆品行业经历前期高速发展后，2012 年受到我国经济增长放缓、终端需求消费疲软的影响，增速开始放缓。2016 年下半年以来我国化妆品增长现提速、终端消费回暖逐渐显现，进入 2018 年回暖态势延续。截止 2018 年 4 月我国限额以上化妆品零售额累计同比增 15.90%、较去年同期提升 6.50PCT。

图 67：我国限额以上企业化妆品零售额同比增速 (%)



资料来源：Wind、光大证券研究所

其中，线下百货渠道回暖显著：2016 年初以来全国 50、100 家重点零售企业化妆品零售额恢复个位数增长。

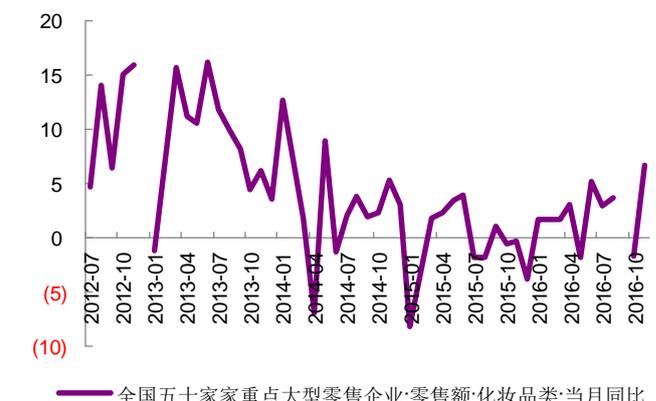
图 68：全国 100 家重点零售企业化妆品零售额当月同比增速 (%)



—— 全国100家大型零售企业:零售额:化妆品类:当月同比

资料来源：Wind、光大证券研究所

图 69：全国 50 家重点零售企业化妆品零售额当月同比增速 (%)



—— 全国五十家重点大型零售企业:零售额:化妆品类:当月同比

资料来源：Wind、光大证券研究所

➤ 终端回暖已传导至公司收入层面

我们重点考察了国内外主要化妆品公司近年收入增速情况，其中国际品牌主要为亚太区或是中国地区收入。我们发现无论是大部分国际品牌在亚太/中国地区收入增速还是本土品牌各个线下渠道收入在 2016、2017 年总体陆续回暖，显示当前终端化妆品消费回暖逐步传导至公司收入端。

表 12：国内外化妆品公司收入增速

公司	2015 年收入增速	2016 年收入增速	2016 较 2015 年 收入增速变动 PCT	2017 年收入增速	2017 较 2016 年 收入增速变动 PCT
国际公司					
欧莱雅 (亚太)	19.70%	3.60%	(16.10)	12.30%	8.70
雅诗兰黛 (亚太)	1.00%	4.00%	3.00	9%	5.00
资生堂 (中国)	2.90%	13.10%	10.20	22%	8.90
爱茉莉太平洋 (中国)	64.70%	42.50%	(22.20)	-	-
LG 生活与健康 (中国)	47.30%	35.60%	(11.70)	24.40%	(11.20)
L'Occitane (中国)	16.80%	11%	(5.80)	11%	0.00
本土企业					
珀莱雅					
日化专营店	-11.5%	-9.1%	2.44	5.3%	14.40
商场超市	-26.2%	-23.1%	3.13	-8.0%	15.06
连锁商超	-10.7%	84.9%	95.53	50.0%	(34.87)
拉芳家化					
经销渠道	-0.1%	-3.3%	(3.21)	-15.8%	(12.49)
商超渠道	19.7%	43.3%	23.60	5.1%	(38.26)
丸美股份					
百货专柜渠道	-	-22.5%	-	-13.2%	9.30
美容院渠道	-	0.3%	-	21.2%	20.95
商超渠道	-	-29.2%	-	110.0%	139.26
代销	-	-	-	-38.2%	-

资料来源：Bloomberg、光大证券研究所

3.3、本土品牌机遇：内外部双重因素助力，开启发展新纪元

3.3.1、内因：产品现代化、研发实力增强、营销投入加大，品牌力提升

本土品牌竞争力的提升，主要在于本土企业将产品现代化、加大产品研发、提升品牌宣传力度、品牌运营能力不断加强。

➤ 产品线扩充、现代化

在外资品牌进入以前，我国化妆品市场主要由大宝、百雀羚、美加净、小护士、丁家宜等传统知名国货品牌为主，产品品类较为单一，多为满足基础保湿需求的润肤乳、护手霜等。

产品品类的单一越来越不能满足我国居民对化妆品消费需求，本土化妆品品牌开始扩充产品线，由单一的润肤乳、护手霜等，逐步开发出洗面奶、爽肤水、乳液、精华、眼霜、防晒等现代化产品。以百雀羚为例，早在 1931 年创立的百雀羚，其经典蓝色铁盒形象的润肤乳曾一度成为国民润肤乳，随着本土化妆品诉求转向丰富、改制后的百雀羚积极升级产品形象、拓宽产品线、打造草本护肤品牌形象。

图 70：百雀羚产品演进史



资料来源：百雀羚官网、光大证券研究所

➤ 持续研发投入

本土化妆品公司对研发注重程度逐步提升，其中上海家化注重产品年轻化的研发，珀莱雅引入知名国际化妆品公司技术研发高管等，拉芳家化拥有多项头发洗护专利。

表 13：我国化妆品上市公司研发实力

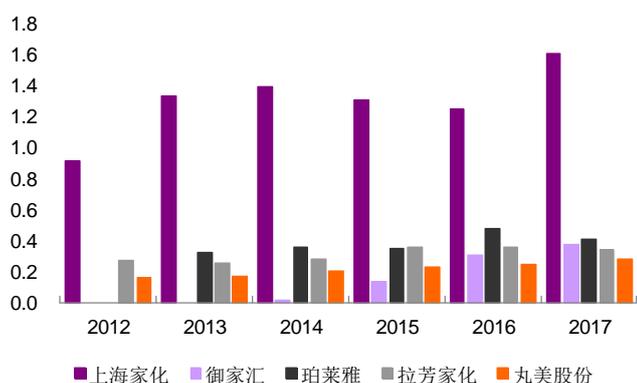
公司	研发情况介绍	参与制定行业标准情况	发明专利	实用新型专利	外观设计专利
上海家化	在开发常规产品的同时，积极响应市场，发布了一系列符合年轻化定位的新产品	参与制定《沐浴剂》GB/T34857-2017、《化妆品检验规则》，《抑汗(香体)液、乳、喷雾、膏》，《化妆品中抑汗活性成分的测定》等多项行业标准	-	-	-
珀莱雅	研发体系一直伴随业务的拓展而快速发展完善，2015 年引进前爱茉莉太平洋技术研究院护肤产品首席研究员金汉坤、2008 年引入前玫琳凯（中国）高级技术支持主管蒋丽刚	-	37	28	196
御家汇	研发体系一直伴随业务发展而不断完善，目前已构建起基础研究、产品开发、工艺开发、功效测评、包材实验等 90 余位专业研发团队	参与起草制定了《面膜》(QB/T 2872-2017) 行业标准	6	2	27
拉芳家化	拥有“含有中药本草植物的去屑养发组合物、洗发露及其制备方法”、“一种含有双去屑剂的香波组合物”、“基于非离子两亲表面活性剂透明纳米乳液及其应用”、“纳米活性祛痘化妆品组合物”等领先技术，发明专利《含有重要本草植物的去屑养发组合物、洗发露及其制备方法》获得中国第十八届专利优秀奖。	-	-	-	-

资料来源：公司公告、光大证券研究所

注：本表中的专利数量为截止 2017 年底数据。

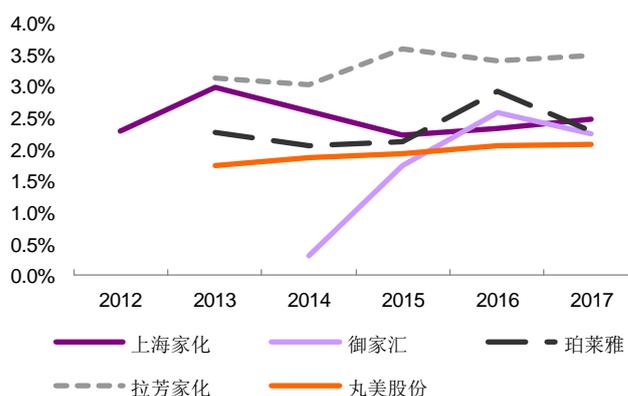
本土化妆品公司加大研发投入，研发投入占总营收规模总体呈现提升态势，其中上海家化研发投入规模最大，2017 年研发投入 1.61 亿元、研发费用为 2.48%，拉芳家化、珀莱雅、御家汇、丸美股份 2017 年研发费用率分别为 3.50%、2.29%、2.25%、2.09%，分别较 2014 年提升 0.47PCT、0.24PCT、1.94PCT、0.23PCT。

图 71：我国主要本土化妆品公司研发费用（亿元）



资料来源：Wind、光大证券研究所

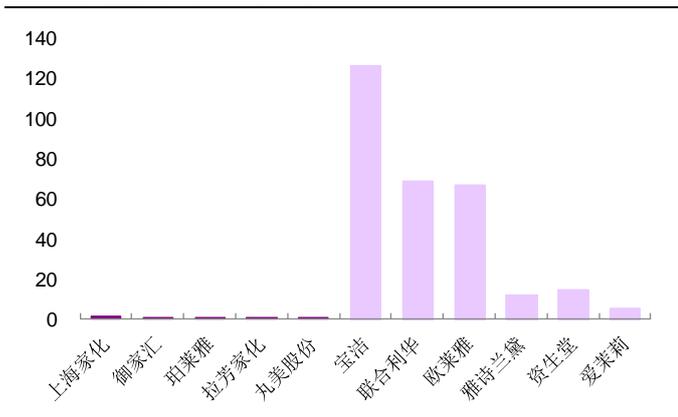
图 72：我国主要本土化妆品公司研发费用率



资料来源：Wind、光大证券研究所

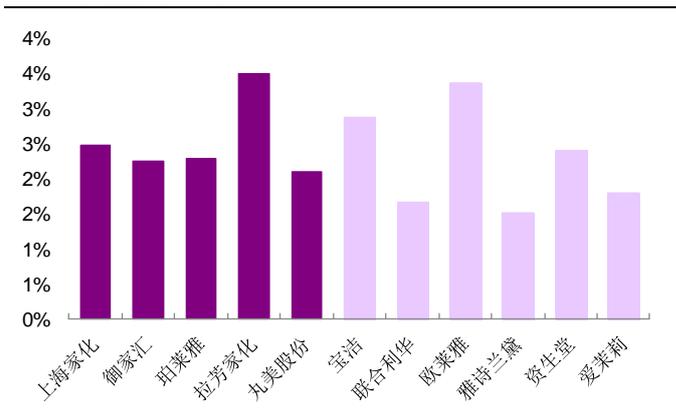
对比国际化妆品巨头，虽然在研发费用绝对值方面，我国化妆品公司与其仍有差距，但对比研发费用率，我国化妆品公司处于较高水平、研发能力正逐步追赶。2017 年欧莱雅研发费用为 66.92 亿元（此处不以宝洁、联合利华研发费用为例，因为其包含非化妆品行业），几乎百倍于我国化妆品公司同期研发费用；而我国化妆品公司研发费用率近年有所提升，2017 年普遍在 2.0~4.0% 之间，高于同期国际化妆品巨头研发费用率 1.5~3.5%。

图 73：2017 年我国主要本土化妆品公司与国际化妆品巨头研发费用（亿元）对比



资料来源：Bloomberg、Wind、光大证券研究所

图 74：2017 年我国主要本土化妆品公司与国际化妆品巨头研发费用率对比



资料来源：Bloomberg、Wind、光大证券研究所

➤ 品牌宣传突出本土化及宣传手段创新

本土品牌重视品牌塑造，确立本土化鲜明的品牌理念，迎合本土消费者心理文化归属诉求。例如佰草集定位复方草本养肤、御泥坊倡导矿物泥浆养肤。

本土品牌机制灵活，除了传统的多渠道广泛广告营销，还可以通过跨界合作、社交电商等新流量入口进行品牌宣传、提升营销效率。例如上海家化佰草集特邀珠宝设计师万宝宝联名推出“扇·美”礼盒、与六神代言人华晨宇担任星推官的腾讯独家大 IP《明日之子》进行深度绑定的内容合作；珀莱雅推广人人网红项目，增加品牌营销内容、提升品牌曝光度。

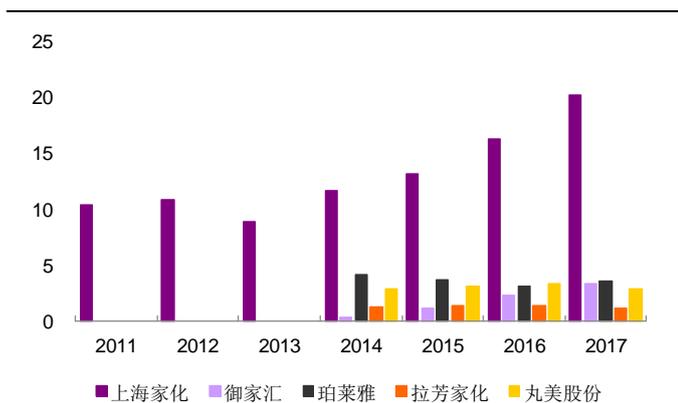
反映在财务指标上，品牌宣传及市场推广力度、相关费用投入保持上升态势。我们选取的主要代表性公司营销费用率从 2015 年的 21.71% 上升至 2017 年的 25.47%。

图 75：我国知名本土化妆品品牌理念



资料来源：公司官网、光大证券研究所

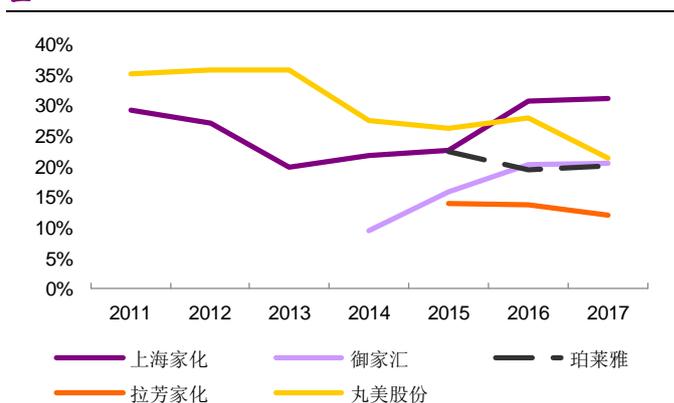
图 76: 我国主要本土化妆品公司营销费用 (亿元)



资料来源: Euromonitor、光大证券研究所

注: 将公司披露的品牌宣传及推广相关费用视为营销费用

图 77: 我国主要本土化妆品公司营销费用/营业收入比重



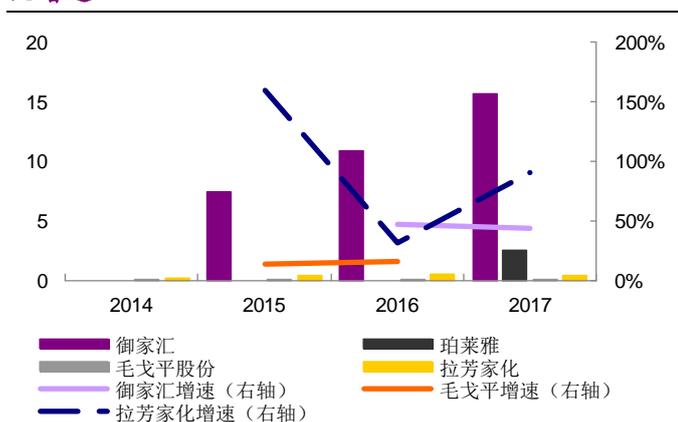
资料来源: Euromonitor、光大证券研究所

3.3.2、外因: 新渠道、新品类提供发展契机

在电商渠道兴起之前, 本土品牌与国外品牌在不同定位进行差异化竞争, 并且由于化妆品渠道通常亦具有定位上的差异性, 导致本土品牌多在二三线城市的超市/大卖场、美妆专卖店进行销售, 而国际品牌多在一二线百货渠道销售, 本土品牌与国际品牌处于相对隔绝状态。

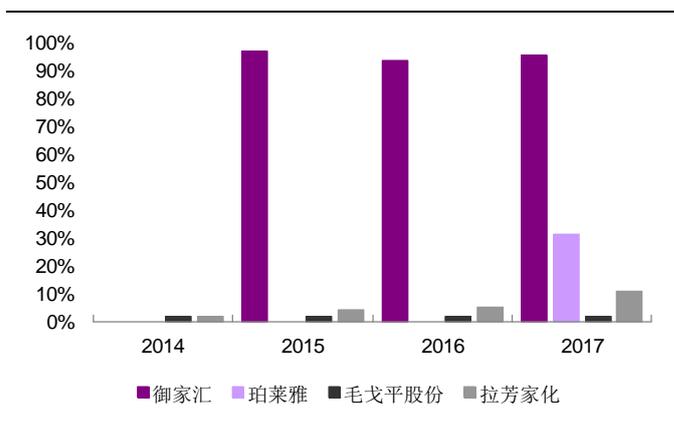
而随着电商渠道兴起, 本土品牌率先把握住该渠道兴起的趋势快速发展。而国际品牌布局电商渠道较晚, 为本土品牌发展提供窗口期。本土品牌中百雀羚、韩束、自然堂等多年在双十一美妆品类销售额排名中名列前茅。

图 78: 我国本土化妆品公司电商渠道收入 (亿元) 及同比增速



资料来源: Wind、光大证券研究所

图 79: 我国本土化妆品公司电商渠道收入占总收入比重



资料来源: Wind、光大证券研究所

表 14：2012~2017 年天猫双十一美妆品类销售额前十大品牌

品牌排名	2012	2013	2014	2015	2016	2017
1	雅诗兰黛	阿芙	百雀羚	百雀羚	百雀羚	百雀羚
2	御泥坊	美即	韩束	韩束	欧莱雅	自然堂
3	阿芙	御泥坊	自然堂	自然堂	SK-II	兰蔻
4	牛尔	欧莱雅	玉兰油	玉兰油	一叶子	雅诗兰黛
5	欧莱雅	牛尔	欧莱雅	欧莱雅	自然堂	SK-II
6	美即	百雀羚	阿芙	阿芙	雅诗兰黛	玉兰油
7	玉兰油	玉兰油	兰蔻	兰蔻	韩束	欧莱雅
8	相宜本草	膜法世家	御泥坊	御泥坊	佰草集	一叶子
9	膜法世家	雅诗兰黛	雅诗兰黛	雅诗兰黛	玉兰油	悦诗风吟
10	兰芝	相宜本草	膜法世家	膜法世家	兰蔻	资生堂
本土品牌个数	4	5	6	6	5	3

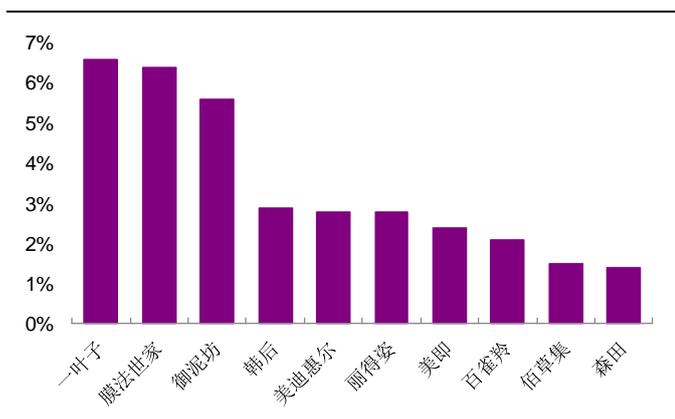
资料来源：亿邦动力网、光大证券研究所

注：加粗为本土品牌，2014 年美即被欧莱雅收购。

国内品牌在面膜等国际品牌布局较弱的细分品类寻求突破口。面膜属于化妆品细分品类，2017 年占化妆品市场规模比重为 5.74%。面膜分为贴式面膜和非贴式面膜。由于欧美消费者更偏好非贴式面膜，欧美品牌在贴式面膜未重点发展，而且相比面膜的低盈利性，大品牌更偏好发展功效类似但单价更高、盈利性更强的精华等产品。

相比化妆品总体市场中，国外品牌占据主导，在我国面膜市场本土品牌占领先优势，2017 年我国面膜前十大品牌中本土品牌占据八席，市占率合计 48.00%，其中一叶子面膜 2015 年上市，通过三年时间迅速成长为我国面膜龙头品牌，2017 年在面膜市场市占率 17.1%，2016 年在线上面膜市场中占据 6.60% 份额。

图 80：2016 年线上面膜前十大品牌市占率



资料来源：星图数据、光大证券研究所

图 81：我国面膜前十大品牌所属公司及市占率

品牌	公司	2015	2016	2017
一叶子	上海上美	9.0	11.4	17.1
百雀羚	百雀羚	6.4	6.9	7.5
御泥坊	御家汇	5.8	8.0	7.2
韩束	上海上美	5.4	6.0	5.7
相宜本草	相宜本草	4.3	3.7	3.1
佰草集	上海家化	3.8	3.3	2.9
玫琳凯	玫琳凯	4.4	3.4	2.9
MG	欧莱雅	11.9	3.6	2.5
悦诗风吟	爱茉莉太平洋	1.6	2.3	2.4
美丽日记	统一集团	2.2	2.2	2.1

资料来源：Euromonitor、光大证券研究所

注：底色标记浅粉色的为国外品牌；美丽日记为中国台湾统一集团旗下品牌。

此外在彩妆领域，据 360 大数据，2016 年面部彩妆、唇部彩妆、眼部彩妆等细分彩妆品类国外品牌关注度普遍高于本土品牌，而本土品牌卡姿兰在眼部彩妆异军突起、消费者关注度较高、品牌知名度较高。

表 15：2016 年彩妆品牌关注度

关注度	面部彩妆	唇部彩妆	眼部彩妆	指甲彩妆
1	兰芝	圣罗兰	美宝莲	OPI
2	迪奥	迪奥	兰蔻	迪奥
3	美宝莲	香奈儿	卡姿兰	sally Hansen
4	贝玲妃	纪梵希	娥佩兰	3CE
5	资生堂姬芮	魅可	3CE	悦诗风吟
6	乔治阿玛尼	乔治阿玛尼	sleek	美宝莲
7	赫拉	美宝莲	奇士美	珂莱欧
8	兰蔻	卡姿兰	迪奥	西雅特
9	纪梵希	安娜苏	火烈鸟	露华浓
10	卡姿兰	雅诗兰黛	芭比波朗	伊蒂之屋

资料来源：360 营销研究院、光大证券研究所

4、投资建议与相关标的

我国化妆品行业分为基础日化与高阶日化，其中基础日化增速较慢、行业集中度较高，未来竞争将更多集中在市场份额的争夺和对原有领导性品牌的挑战；高阶日化为我国化妆品行业未来发展较快的子领域，行业集中度相对较低，从格局上看，我国本土品牌运营能力不断增强、在国际品牌布局较为薄弱区域（二三线城市）/渠道（电商、专营店）/品类（面膜等）发力中端市场，市场地位不断提升。

预计未来本土品牌机制灵活、对本土化需求把握更加准确，在中档市场有望继续获得良好发展。此外，部分本土品牌试水成长性更高的高档化妆品领域，在本土品牌力不断增强背景下，值得关注。

4.1、上海家化：百年日化企业，变革焕新颜

上海家化其前身为成立于 1898 年的香港广生，经过百年发展，2001 年在上交所上市，公司主要从事化妆品、个人护理、家居护理用品的研发、设计、生产、销售及服务。2017 年上海家化在我国化妆品市场占有率为 1.9%，排名第十二、在本土品牌中排名第四。

➤ 业务概况：品类丰富、地位突出，控股股东要约及股权激励彰显发展信心

公司拥有“佰草集”、“六神”、“美加净”、“高夫”、“启初”、“家安”、“一花一木”、“玉泽”、“双妹”、“茶颜”、“Tomme Tippee”等诸多品牌（其中 Tomme Tippee 为 2017 年度公司收购的婴幼儿喂哺类产品品牌商 Cayman A2, Ltd. 旗下品牌），以差异化的品牌定位覆盖不同年龄和消费层次的消费需求。

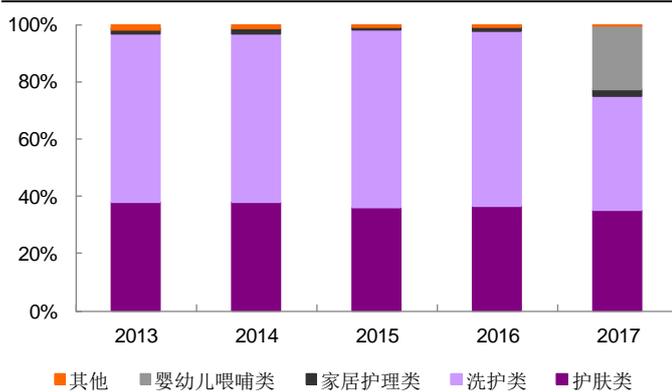
表 16: 上海家化主要品牌

品牌	年份	定位	品类	简介	发展规划
佰草集	1998	中高端	护肤品、彩妆等	中国第一套具有完整意义的中草药护理品牌	太极系列、金妍系列、专意理护系列和基础系列四大产品线构成品牌金字塔、定位差异化；其中太极系列定位高端，以太极系列为宣传着力点、辐射佰草集整体品牌。
六神	1990	大众	日化用品	六神花露水连续多年稳居中国花露水市场份额第一名，市场占有率超过 70%；六神沐浴露在清凉浴露子品类中市场份额第一名，市场占有率超过 20%。	从聚焦夏季需求的季节性品牌逐步向全季品牌过渡；从提供单纯的功能性理性诉求逐步向情感性诉求延伸；从花露水第一品牌向个人身体洗护领导品牌进军。
美加净	1960	大众	护肤品	美加净护手霜在手霜品类中市场份额第一名，市场占有率超过 15%，打造“全方位呵护”品牌形象	维持面霜市场地位，做强做大手霜市场，拓展润唇等机会品类。
高夫	1992	大众	男士护肤用品、香水	中国化妆品市场上第一个专业男士护理品牌，品牌致力于 19-35 岁中国男士提供最佳的个人护理解决方案，品牌定位“热血中国风”	打造强势保湿品类，推陈出新建立竞争壁垒；运用圈层、自创 IP、数字化媒体整合营销方式，打造高夫独特推广模式。
启初	2013	大众	婴童用品洗护、清洁、护肤品	启初在全国大卖场渠道婴儿面霜品类位列第二，市场占有率超过 15%，增速第一	打造婴幼儿洗护品牌全国性领导品牌
家安	2003	大众	家庭清洁	专注于家居清洁护理领域的科创品牌	巩固在创新细分品类的优势与形象，同时持续拓展及大力发展在成熟家清品类市场的机会，成为全方位的科创家清品牌。
玉泽	2009	大众	专业医学护肤品	专业医学护肤品	继续加强医学护肤领域的专业属性，强化“修护皮肤屏障”差异化品牌定位，产品延伸与渠道拓展并重。
双妹	1898	中端	香氛护肤、彩妆、香水	以东情西韵为特色的中国高端时尚美妆品牌	
一花一木	2014	大众	护肤品	向全国 CS 渠道代理商推荐新产品；通过 KOL 传播推广和美妆 APP 产品测试积累口碑	拓展线下化妆品专营店，并在线上开拓电商平台。
汤美星	2017 年收购	中高端	婴童用品	50 年英伦喂哺品牌，英国市场占有率第一，品牌在全球进行运作与销售	继续塑造英伦高端喂哺品牌形象，借力国内外顶尖母婴 KOL 及精准营销媒体组合，扩大品牌知名度和消费者口碑，做好专业渠道渗透。

资料来源：公司官网、公司公告、品牌天猫旗舰店、光大证券研究所

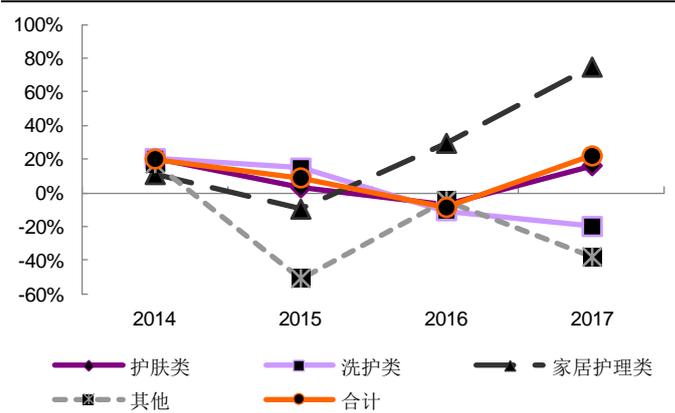
公司产品涵盖护肤类、洗护类、家居护理类、婴幼儿喂哺类（2017 年收购英伦喂哺品牌 Tommee Tippee，为同一控制下企业合并）。公司各条业务线保持良好发展。

图 82：上海家化分产品品类收入占比



资料来源：Wind、光大证券研究所

图 83：上海家化各产品品类收入增速



资料来源：Wind、光大证券研究所

上海家化采用全渠道战略，线上与线下相融合，渠道与品牌相匹配共同发展。公司八大渠道包括：线下销售为经销商分销、直营 KA、母婴、化妆品专营店、百货、海外；线上销售为电商、特渠（公司控股股东旗下电商渠道）。截止 2017 年底，公司进入商超门店 19.6 万家、百货及药房 2048 家、化妆品专营店 1.17 万家、母婴店 3000 万家。

2017 年 10 月 13 日公司公告公司控股股东家化集团对上海家化所在行业的前景长期看好，向除平安人寿、惠盛实业、太富祥尔以外的上海家化股东发出部分要约，以 38 元/股要约收购 1.35 亿股股份，占总股本 20%。本次要约收购完成后，家化集团直接持有公司 47.09%（收购前为 27.09%），家化集团及其关联方将合计持有公司 52.02% 股权，彰显控股股东对公司长期发展信心。

2018 年 3 月 21 日公司公告股票期权激励计划方案，拟向激励对象授予 425 万期权、占比 0.63%，其中首次授予 10 名激励对象（董监高 4 人）共 340 万份、行权价格 35.75 元/股、分三期解锁。财务业绩考核目标分为两个：1) 收入增速达标，行权比例为 30%：2018/2019/2020 年收入增速分别为 23.00%、25.20%、24.68%，2) 净利增速达标，行权比例为 70%：净利增速分别为 41.00%、36.17%、33.33%。

表 17：2018 年度股票期权激励计划

行权期	行权时间	可行权数量占获授股票期权数量比例	达成目标 1 达成目标后的行权比例为 30% (以 2017 年度营业收入为基准)	达成目标 2 达成目标后的行权比例为 70% (以 2017 年度净利润为基准)
第一个行权期	自授权日起满 12 个月后的首个交易日起至授权日起 26 个月内的最后一个交易日止	25%	2018 年度营业收入增长率不低于 23% 或 2019 年度营业收入增长率不低于 54%	2018 年度净利润增长率不低于 41% 或 2019 年度净利润增长率不低于 92%
第二个行权期	自授权日起满 26 个月后的首个交易日起至授权日起 40 个月内的最后一个交易日止	25%	2019 年度营业收入增长率不低于 54% 或 2020 年度营业收入增长率不低于 92%	2019 年度净利润增长率不低于 92% 或 2020 年度净利润增长率不低于 156%
第三个行权期	自授权日起满 40 个月后的首个交易日起至授权日起 68 个月内的最后一个交易日止	50%	2020 年度营业收入增长率不低于 92%	2020 年度净利润增长率不低于 156%

资料来源：公司公告、光大证券研究所

➤ **财务分析：终端疲软业绩承压，积极变革、加大营销投入，17 年效果初现**

公司自 2001 年上市以来业绩保持稳健发展，近年业绩出现波动，2015 年收入增速放缓、2016 年由于终端消费需求疲软、商超及百货等传统渠道增速显著放缓、来自国内外品牌竞争加剧、公司花王代理业务进入尾声(2016 年 12 月 31 日终止)等致收入首次出现同比下降、2017 年在新品及营销助力下收入增速表现良好，2017 年公司自有品牌（剔除 Tommee Tippee 收购及终止花王业务影响）实现营业收入 50.69 亿元，同比增长 15.85%。

表 18：2017 年公司积极在研发、品牌、渠道、供应链等方面改革

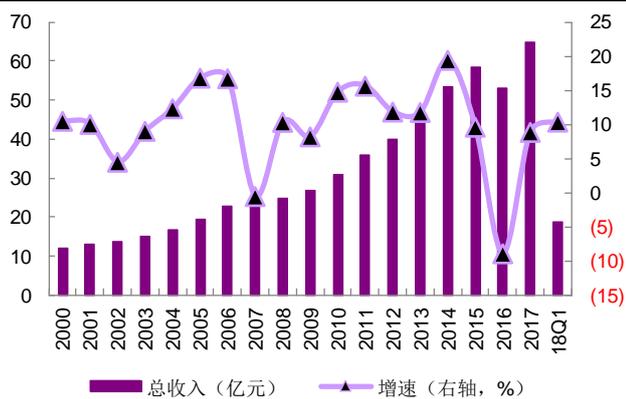
环节	发展方向	2017 年公司布局/发展策略
品牌	高端化	佰草集品牌推出定位高端的太极系列、并将其作为品牌宣传着力点、辐射品牌全系列，提升佰草集整体形象。
	年轻化	六神品牌针对泛 90 后推出劲凉 CP 为明星产品组合、90 后嗨夏限量版花露水、秋冬季沐浴露等年轻化产品。
	细分化	在手消费消费升级趋势下，推出新品时刻手护系列手霜、雪耳珍珠升级系列。
营销	签约新代言人	佰草集首次签约刘涛、六神签约新代言人华晨宇。
	360 度全方位覆盖、跨屏投放资源	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 佰草集太极系列通过电视开屏、视频网站、时尚高端杂志、女性垂直网站、户外媒体、机场、影院等平台全方位投放太极新品广告片，覆盖人次近 8.5 亿； ➢ 六神以“劲凉 CP 嗨翻夏天”为主题，运用内容整合营销，覆盖电视、OTV、广播、机场大牌以及线上新媒体资源（微博、qq 音乐、腾讯视频等）。
	跨界合作、丰富营销手段、提升营销效果	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 推出故宫版太极丹加深品牌“中国美”的印象，推出罗小黑版新七白面膜吸引了大量年轻新客； ➢ 佰草集 19 周年限量礼盒特邀珠宝设计师万宝宝联名推出“扇·美”礼盒，结合七夕时节，以“扇·解爱人心”为主题，联动线上线下进行全渠道推广，并尝试个性化定制礼盒； ➢ 佰草集联手品牌代言人刘涛、太极传人叶泳湘、人气小鲜肉邓伦、陆毅鲍蕾夫妇、高伟光、宁心等，充分利用明星效应拉动粉丝经济，转化为品牌粉丝； ➢ 六神与代言人华晨宇担任星推官的腾讯独家大 IP《明日之子》进行深度绑定的内容合作，双十一推出华晨宇“火星奇遇记”主题； ➢ 高夫品牌推出书法家朱敬一创意西游现世语录面膜、联合微软 XBOX 打造“游戏人生，必须去干”虚拟世界等，横跨文艺、二次元、电竞多个圈层，在与上海马拉松合作的第三年，累积超 1 亿的曝光度、200 万人次的深度互动。
渠道	经销商分销	抓单产、产品升级。
	KA	优化产品结构，将符合消费升级趋势的产品引入 KA 渠道，加强跨品牌、跨品类联合促销。
	母婴渠道	持续门店拓展并提高单产，将启初的高端新系列舒缓系列以及汤美星系列产品快速引入。
	化妆品专营店	确定化妆品专营店渠道增长模式，进行渠道梳理，持续加强门店覆盖，重点关注门店单点提升。
	百货	优化终端形象、门店单产提升和应收有效控制。
	海外渠道	挖掘欧洲市场增长潜力，并在北美、非洲市场进行突破，机场酒店业务快速提升。
	线上	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 优化电商渠道，将京东、天猫超市等平台经销模式转为直营模式，直接累积消费者数据、为后续精准营销做好准备； ➢ 与其它各个平台的合作更加紧密，更精准地推送适合各平台销售的产品； ➢ 引入电商行业内的优秀机构、人才及经验，提升电商渠道运营效率。

资料来源：公司年报、光大证券研究所

净利端，2015 年净利大幅增长主要为出售江阴天江药业 23.84% 股权所获投资收益增多所致，2016、2017 年公司净利较前几年大幅下滑，主要为销售费用率提升显著。

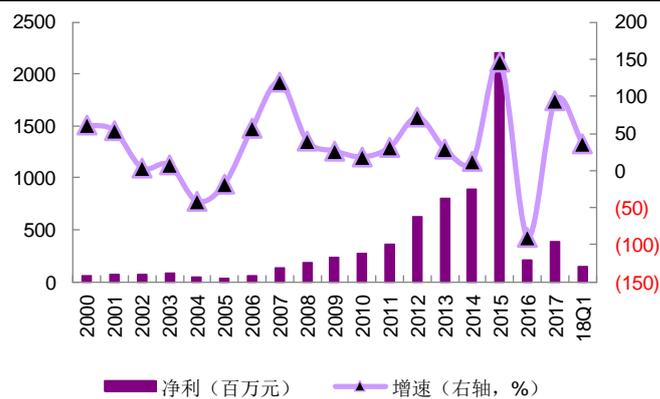
2018Q1 公司收入端继续保持 2017 年以来良好增长态势，主要获益产品升级、商超稳健增长、CS（化妆品专营店）渠道持续拓展等，18Q1 公司营收 18.60 亿元、同比增 10.33%，净利 1.51 亿元、同比增 35.92%。

图 84：上海家化营收及同比增速



资料来源：Wind、光大证券研究所

图 85：上海家化净利及同比增速

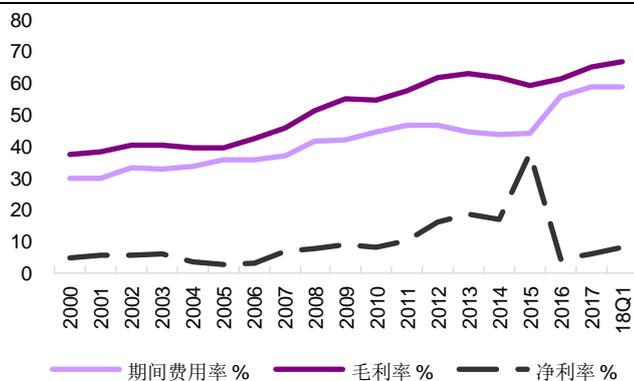


资料来源：Wind、光大证券研究所

公司毛利率主要受到产品/渠道结构调整、营销折扣等因素影响。近年公司毛利率总体呈现上升态势，其中 2016 年毛利率上升主要为公司持续改进采购工作、优化产品销售结构以及毛利率较低的代理花王业务进入收尾阶段、收入占比降低；2017 年毛利率上升主要为终止毛利率较低的代理花王产品业务，公司剔除 Tommee Tippee 收购及终止花王业务的毛利率为 69.52%、同比基本持平。

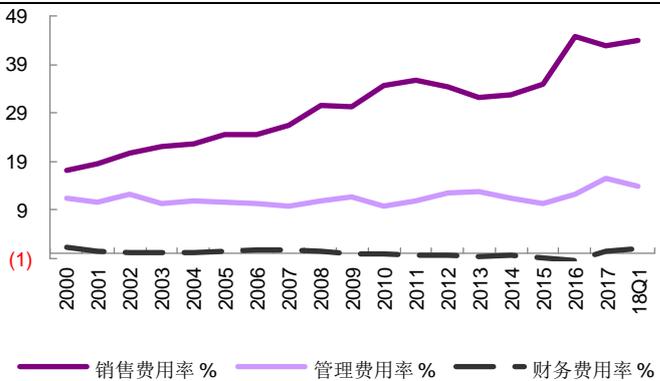
费用率方面，公司近年为提升品牌竞争力、营销投入扩大致销售费用率提升较快，管理费用率略有上涨。

图 86：上海家化期间费用率、毛利率、净利率



资料来源：Wind、光大证券研究所

图 87：上海家化三费率



资料来源：Wind、光大证券研究所

➤ 盈利预测与估值

预计未来随着公司业务调整到位，公司收入端表现有望继续靓丽。分品牌收入增速假设如下表所示，预计 2018~2020 年公司主营业务收入增速分别为 23.01%、25.20%、24.69%。

表 19：上海家化分品牌收入拆分与预测（收入单位：亿元）

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
佰草集	18.05	20.58	25.31	31.89	39.55
YOY	-	14.02%	23.00%	26.00%	24.00%
六神	15.05	17.08	21.01	26.47	33.35
YOY	-	13.49%	23.00%	26.00%	26.00%
美加净	3.05	3.58	4.44	5.59	7.05
YOY	-	17.38%	24.00%	26.00%	26.00%
高夫	4.55	5.08	6.15	7.49	9.06
YOY	-	11.65%	21.00%	21.80%	21.00%
启初	1.15	1.58	2.37	3.44	4.47
YOY	-	37.39%	50.00%	45.00%	30.00%
家安	1.00	1.08	1.24	1.49	1.71
YOY	-	8.00%	15.00%	20.00%	15.00%
其他品牌	0.90	1.42	3.12	6.25	11.23
YOY	-	57.78%	120.00%	100.00%	79.70%
花王	9.45	-	-	-	-
YOY	70.00%	-	-	-	-
Tommee ippee	6.41	14.47	16.15	17.28	18.14
YOY	-	125.74%	11.61%	7.00%	5.00%
主营业务收入	53.20	64.87	79.79	99.90	124.56
YOY	-	21.94%	23.01%	25.20%	24.69%
其他业务收入	0.01	0.01	0.01	0.02	0.02
YOY	-	4.00%	5.00%	5.00%	5.00%
总营业收入	53.21	64.88	79.81	99.91	124.58
YOY	-	21.93%	23.00%	25.20%	24.68%

资料来源：Wind、光大证券研究所预测

未来毛利率较低的花王业务终止后，公司自有品牌业务毛利率有望保持平稳，同时考虑毛利率低于公司自有品牌业务的 Tommee Tippee 收入占比持续提升，公司总体毛利率预计稳中略降。假设 2018~2020 年公司毛利率分别为 64.89%、64.86%、64.81%。

预计未来公司营销投入随着收入增长维持较高水平、销售费用率维持平稳，管理费用率在公司提升管理效率下预计稳中有降。假设 2018~2020 年公司销售费用率为 42.43%、42.30%、42.30%，管理费用率为 13.00%、12.45%、12.10%。

我们预计公司 2018~2020 年收入分别为 79.81、99.91、124.58 亿元，归母净利分别为 5.50、7.51、9.99 亿元，EPS 分别为 0.82、1.12、1.49 元。首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示：行业竞争加剧；新品发展不及预期；渠道拓展不及预期。

表 20：上海家化盈利预测与估值

指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	5,321.20	6,488.25	7,980.69	9,991.43	12,457.68
营业收入增长率	-8.98%	21.93%	23.00%	25.20%	24.68%
净利润（百万元）	216.02	389.80	549.83	750.69	998.63
净利润增长率	-90.23%	80.45%	41.05%	36.53%	33.03%
EPS（元）	0.32	0.58	0.82	1.12	1.49
ROE（归属母公司）（摊薄）	4.10%	7.25%	9.22%	11.18%	12.95%
P/E	132	73	52	38	29

资料来源：Wind、光大证券研究所纺织服装团队 注：股价为 2018 年 6 月 15 日收盘价

4.2、珀莱雅：知名护肤品牌，线上线双轮驱动、差异化多品牌掘金化妆品行业

公司成立于 2006 年，自设立以来专注于化妆品的研发、生产和销售。2017 年 11 月珀莱雅于上交所上市。公司产品以护肤品为主，彩妆收入占比较低（2017H1 占比 1.36%）。2017 年珀莱雅在我国化妆品市场占有率为 1.0%、在护肤品市场占有率为 1.9%。

➤ 业务概况：知名护肤品品牌拓展彩妆，多品牌、多渠道发展

目前公司旗下拥有“珀莱雅”、“优资莱”、“韩雅”、“悠雅”、“猫语玫瑰”、“悦芙媞”等品牌，产品品牌的差异化定位覆盖了多年龄段、多收入区间、多层次的客户群。公司主品牌贡献主要收入来源，2016 年主品牌收入规模为 14.28 亿元、收入占比 88.07%。

表 21：珀莱雅旗下六大品牌

品牌	时间	品牌简介	城市定位	代言人	主要产品	2016 年品牌收入，单位：亿元 (占比，单位：%)
珀莱雅	2009	海洋护肤品牌，旗下包括“水漾芯肌系列”、“靓白芯肌系列”、“弹润芯肌系列”、“赋能鲜颜系列”、“海洋防晒系列”、“珀莱雅面膜系列”等多个系列多款产品	二三线城市	唐嫣、宋仲基	护肤	14.28 (88.07%)
优资莱	2009	茶养护肤品牌，崇尚自然主义，秉承“活植、活萃、活肤”的三活理念	四五线城市	徐熙媛	护肤	1.93 (11.93%)
韩雅	2009	高功能护肤品牌	-	-	护肤	
悠雅	2009	追求“轻彩妆、会呼吸”的理念，打造“清透感”的时尚彩妆品牌	-	-	彩妆	
猫语玫瑰	2012	以天然玫瑰花精华为基底，打造甜美恋爱系自然彩妆	-	-	彩妆	
悦芙媞	2016	专为年轻肌肤定制，为年轻人带来轻松快乐的美妆方式	一二线城市	-	护肤	

资料来源：公司公告、光大证券研究所

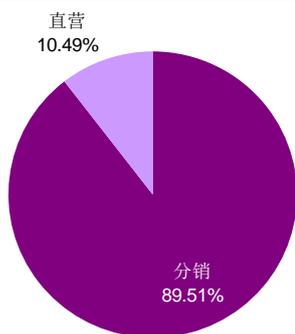
公司销售模式以分销为主、直营为辅。1) 分销为主：通过经销商实现日化专卖店、商超、天猫、淘宝等线上线下渠道的广泛布局；直接对接沃尔玛、屈臣氏等大型连锁商超以及唯品会、京东、聚美优品等大型 B2C 电商平台实现产品的分销。2) 直营为辅：通过线下单品牌门店、天猫旗舰店、

淘宝直营店等渠道实现直营销售。2016 年公司渠道分销及直营收入规模分别为 14.52 亿元、1.70 亿元，占比分别为 89.51%、10.49%。

分渠道形态来看，以线下日化专营店、商超及电商渠道为主，2016 年三者收入分别为 9.34、1.82、4.91 亿元，占比为 57.58%、11.23%、30.30%。

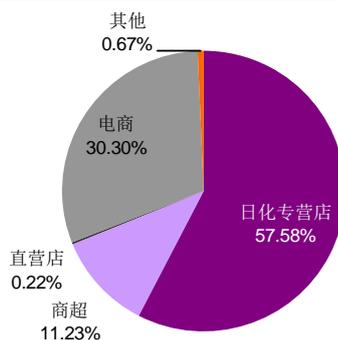
目前公司已在全国设有七个销售大区，与 400 余家经销商建立合作关系，覆盖 30 多个省级行政区，形成了全国性的销售网络。截止 17 年底，公司旗下主品牌“珀莱雅”线下经销商数量为 120 余家，线下渠道以日化专营店为主（占比 90%左右），日化专营店销售终端网点达 13000 余家。

图 88：2016 年珀莱雅分销售模式收入占比



资料来源：公司公告、光大证券研究所

图 89：2016 年珀莱雅分渠道形态收入占比



资料来源：公司公告、光大证券研究所
注：1) 商超包含通过经销商销售的商超渠道及公司直接对接大型连锁商超渠道（如沃尔玛、屈臣氏等）；
2) 电商渠道包含经销商电商分销渠道、公司直接对接大型 B2C 平台（如唯品会、京东、聚美优品等）、电商直营渠道等。

表 22：珀莱雅销售模式简介

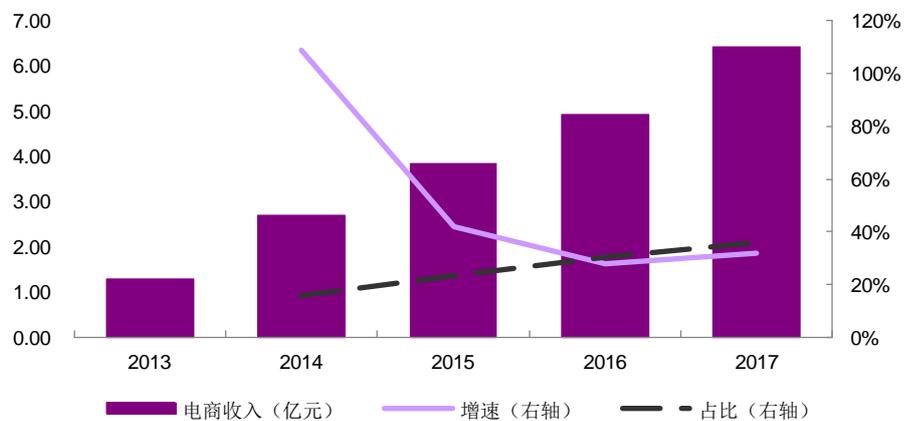
销售模式	销售类型	销售渠道	管理模式	收款政策	信用政策
分销	合作经销商	日化专营店	公司通过 CRM 系统对经销商销售进行订单管理并且与公司财务 SAP 系统对接； 公司销售区域经理定期拜访经销商了解库存情况，及时补货或促销等优化库存； 公司主要经销商保留 3 个月左右的库存，其中日化专营店通常保持 2~3 个月销量库存。	先款后货	经经销商申请，发行人审批后给予部分优质经销商一定的信用额度，信用期一般为 1-3 个月
		商场超市			
		天猫商城、淘宝等			
	大型 B2C 平台	京东、聚美优品、唯品会等	唯品会-代销，聚美优品-买断式经销，京东-买断式经销、2017 年改为代销	赊销	账期 2-3 个月
与连锁商超合作	沃尔玛、屈臣氏等	公司直接与沃尔玛、屈臣氏、大润发等连锁商超签订购销协议； 沃尔玛-代销、屈臣氏-代销、大润发-买断式经销； “珀莱雅”品牌与沃尔玛(2017 年改为经销商合作)、“猫语玫瑰”品牌与屈臣氏、“优资莱”品牌与大润发等	赊销	账期 2-3 个月	
其他	电视购物、悦芙媞单品牌加盟店及其他				
直销	电子商务	天猫旗舰店、淘宝直营店等			
	直营店	悦芙媞单品牌直营店等			
	其他	其他零星销售			

资料来源：公司公告、光大证券研究所

为把握电商发展趋势，公司 2012 年成立电商子公司美丽谷。目前公司已经与天猫/淘宝、唯品会、聚美优品、京东等电商平台取得合作，2016 年

天猫/淘宝、唯品会、聚美优品、京东等平台收入占电商收入比重分别为 51.52%、25.69%、13.42%、7.42%。电商渠道收入始终保持较高增速增长，占比逐步提升，2013~2017 年电商收入复合增速 49.22%，2017 年电商收入规模为 6.43 亿元、占公司总收入比重为 36.08%

图 90：珀莱雅电商渠道收入、同比增速、占总收入比重



资料来源：公司公告、光大证券研究所

公司 2017 年 11 月以 15.34 元/股首次公开发行 5000 万股，募集资金净额 6.98 亿元，计划投入营销网络建设、产品中心建设、湖州分公司化妆品生产线技术改造项目等投资项目。

表 23：珀莱雅 IPO 募投项目简介

项目	项目内容	项目总投资 (亿元)	募集资金投资额 (亿元)	建设周期	项目投资预计收益
营销网络建设项目	项目内容包含渠道形象建设、品牌建设，分别计划投入 2.47、3.58 亿元： 1) 渠道形象建设：更新改造现有日化专营店柜台 1 万个，商场柜台 700 个，超市柜台 600 个； 2) 品牌建设：通过传统媒体、PC 端及移动端等提升公司品牌知名度。	6.32	4.75	三年	项目建成后预计新增收入 14.61 亿元、利润 2.30 亿元；税前内部收益率为 29.24%、税前投资回收期为 5.91 年（含工程建设期）
产品中心建设项目	包括市场研究中心、设计中心、创意中心、体验互动中心和大数据中心五大板块。	2.23	1.68	三年	-
湖州分公司化妆品生产线技术改造项目	对现有厂房、生产线、仓储物流进行更新改造	0.73	0.55	一年	提升生产自动化水平，减少劳动用工 132 人
合计	-	9.28	6.98	-	-

资料来源：公司公告、光大证券研究所

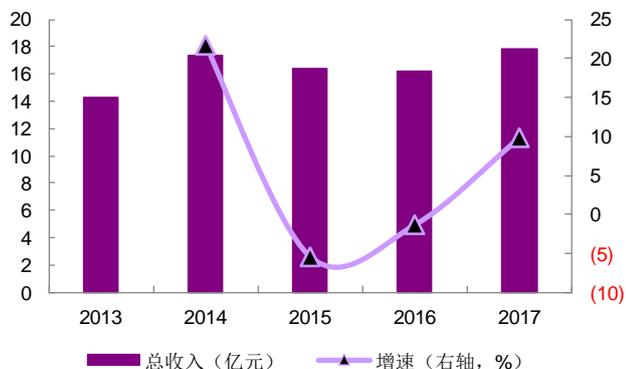
➤ 财务分析：电商影响逐步消化，行业回暖+降本提效带动业绩高速增长

2017 年公司营收 17.83 亿元、同比增 9.83%，净利 2.01 亿元、同比增 30.70%；18Q1 营收 5.03 亿元、同比增 10.93%，净利 6992 万元、同比增 29.58%。

回顾公司历史财务，2014~2017 年公司收入增速分别为 21.67%、-5.45%、-1.33%、9.83%，净利增速分别为-11.21%、-9.14%、6.87%、30.70%。收入端：公司 2015、2016 年收入有所下滑，主要为公司渠道以日化专营店及商超为主，化妆品电商渠道快速发展对上述两种传统渠道造成一定冲击；

2017 年公司线下渠道收入企稳、同比略增，线上维持较快增长使公司总体收入增速回升。净利端：受到收入下滑影响，2015、2016 年公司净利增速亦承压，2016 年公司控制费用促进净利恢复增长，2017 年在收入恢复增长背景下公司继续降本提效，净利增速高于收入增速。

图 91：珀莱雅营收及同比增速



资料来源：Wind、光大证券研究所

图 92：珀莱雅净利及同比增速

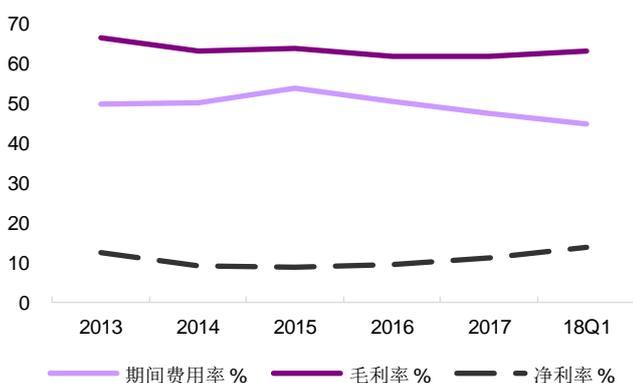


资料来源：Wind、光大证券研究所

2013~2017 年公司毛利率分别 66.43%、63.26%、63.86%、61.96%、61.73%，呈现下滑趋势但近年有所企稳，主要因公司加强终端渠道促销导致毛利率有所下降。

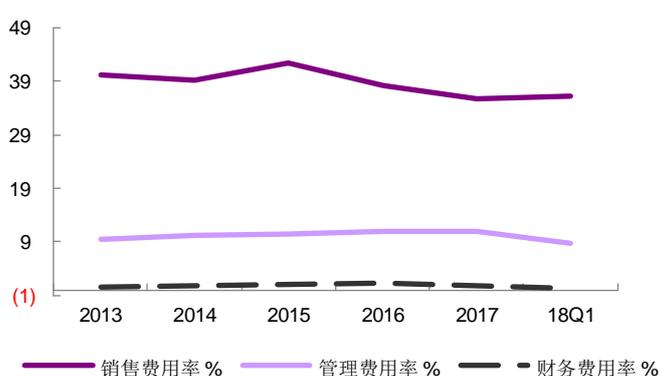
2013~2017 年公司期间费用率分别为 49.95%、50.11%、53.76%、50.50%、47.46%。2016 年始公司期间费用率有所下降，主要为公司积极降本提效，降低传统媒体广告投放转而投向迎合年轻人的新媒体广告，主动减少低效销售/促销人员或是改由经销商聘任促销人员。

图 93：珀莱雅期间费用率、毛利率、净利率



资料来源：Wind、光大证券研究所

图 94：珀莱雅三费率



资料来源：Wind、光大证券研究所

4.3、御家汇：电商面膜龙头，内生高成长，新品牌、新品类添动力

御家汇有限成立于 2012 年 11 月，是一家以自主品牌为核心、依托互联网电子商务进行销售的“互联网+护肤品”的公司，公司主营面膜及水乳膏

霜等护肤产品，其中以面膜为主（2017年公司面膜收入占比76.27%）。公司采用自主研发设计与品牌推广、生产环节部分外包同时以线上销售为主的经营模式，有利于公司聚焦护肤品高附加值业务环节，不断紧跟电子商务高速发展的趋势。2018年2月公司在深交所上市。

➤ **业务概况：电商面膜龙头，积极拓展多品牌、多渠道，团队年轻、激励充分**

公司致力于成为“全球第一的面膜企业”。2017年御家汇在我国面膜市场占有率为7.2%，排名第三；此外在线上多平台均名列前茅。截至2017年12月31日，按照用户ID计算，公司在天猫和淘宝开设的店铺累计购买人数超过1800万，御泥坊APP注册会员数超过400万，品牌优势已初步构建。

表 24：御家汇产品/品牌在多平台上销量领先

平台	销售排名情况
天猫/淘宝	2015年和2016年，“御泥坊旗舰店”在天猫主营类目（美容护肤/美体/精油）成交排名分别为第4名及第7名；2017年在淘宝平台上美容护肤品销售额排行第1。
唯品会	2016年公司产品在唯品会美妆类别销售额居第4名，御泥坊品牌在唯品会美妆类别销售额位居第2名、在面膜类别的销售额排名位居第1名。

资料来源：公司招股书、光大证券研究所

公司有御泥坊、小迷糊、花瑶花、师夷家、薇风等多个护肤品品牌。其中御泥坊、小迷糊收入规模超亿元，2017年两者收入规模分别为11.49、2.18亿元、收入占比分别为70.04%、13.30%。公司主品牌“御泥坊”在消费群体中具备较高的知名度，并拥有了一批忠实用户群体，成为公司的最核心品牌。

除“御泥坊”、“小迷糊”外，公司还通过自主培育和外延式收购不断发展新品牌/品类，如“御泥坊男士”、“花瑶花”、“师夷家”；2015年开始代理国际品牌，目前公司代理有“薇风”、“丽得姿”、“城野医生”等国际品牌。公司每个品牌具有不同的市场定位，有助于覆盖不同的消费群体。

表 25：御家汇旗下主要品牌

品牌	品牌定位	主要产品	17年收入规模（亿元） （占比）
御泥坊	天然护肤品牌	面膜、水乳膏霜	11.49 (70.04%)
小迷糊	青春/IP 品牌	面膜、水乳膏霜	2.18 (13.3%)
花瑶花	民族品牌	面膜、水乳膏霜	0.20 (1.23%)
师夷家	专业男士护肤品牌	面膜、水乳膏霜	0.11 (0.67%)
薇风	台湾补水修复品牌	面膜	0.10 (0.58%)
丽得姿	韩国护肤品品牌“Leaders”	面膜	0.29 (12.46%)
城野医生	日本护肤品品牌“DrCilabo”	水乳膏霜	

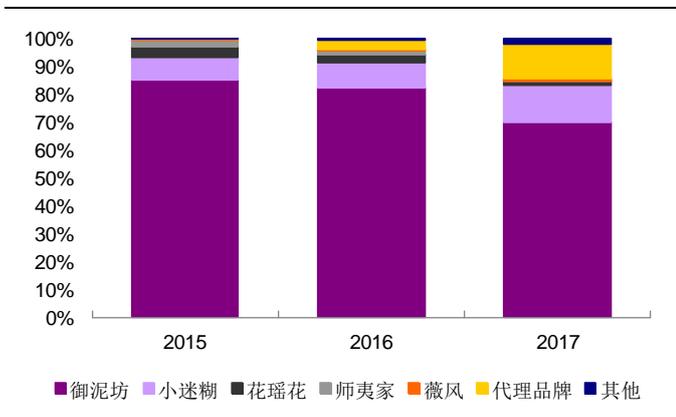
资料来源：公司招股书、光大证券研究所

注：表中浅紫色标记的品牌为公司代理的海外品牌品牌。

公司多品牌运作能力强，主品牌知名度高、发展快速；特色小品牌、海外代理品牌等高速拓展中。2015~2017年公司主品牌收入复合增速为32.67%、发展迅速，2017年主品牌收入规模为11.49亿元；此外公司积极

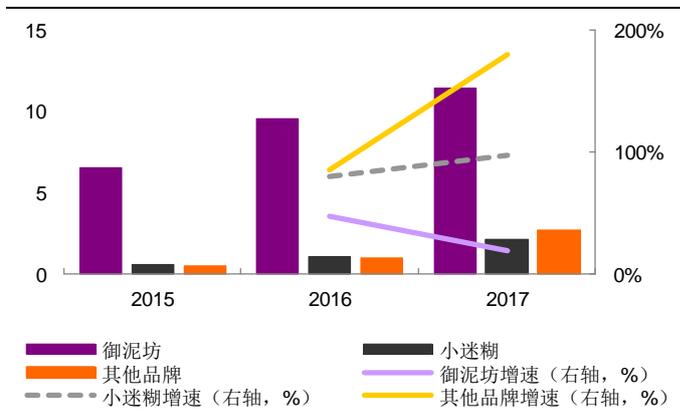
发展小品牌，其中小迷糊为 IP 品牌，迎合当前年轻人喜好、推出卡通形象定制款面膜，取得快速发展，2015~2017 年小迷糊收入复合增速为 88.73%，2017 年收入规模为 2.18 亿元；公司代理业务（如丽得姿、城野医生等）发展迅猛，2016、2017 年收入规模分别为 3852.71 万元、2.04 亿元，2017 年收入规模迅速达亿元级别。

图 95：御家汇分品牌收入占比



资料来源：公司招股书、光大证券研究所

图 96：御家汇旗下主要品牌收入 (亿元) 及同比增速



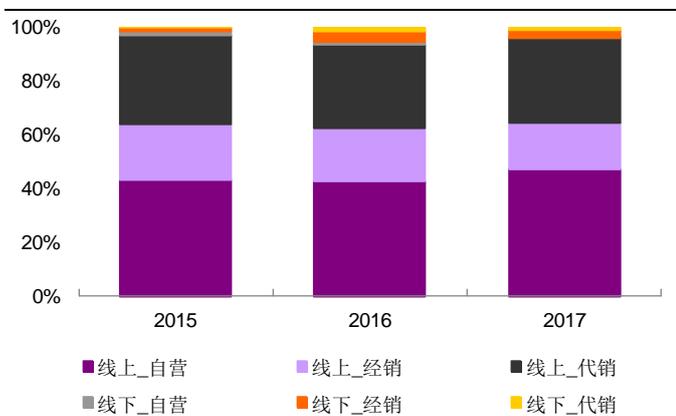
资料来源：公司招股书、光大证券研究所

公司主要通过线上渠道销售产品，同时积极拓展线下渠道，加速线上线下渠道融合。2017 年公司线上、线下收入分别为 15.74 亿元、6633.68 万元，占比 95.96%、4.04%。

线上：公司线上以自营为主（2017 年自营占总收入比重为 47.31%），渠道有天猫、淘宝、唯品会、京东、聚美优品、快乐购以及公司自有线上平台，其中以天猫/淘宝、唯品会为主导，2017 年两大平台收入规模占公司总收入比重分别为 37.48%、25.08%。公司线上渠道获益电商渠道高增长红利及公司品牌影响力，收入保持快速发展，2015~2017 年公司线上渠道收入规模复合增速 45.34%。

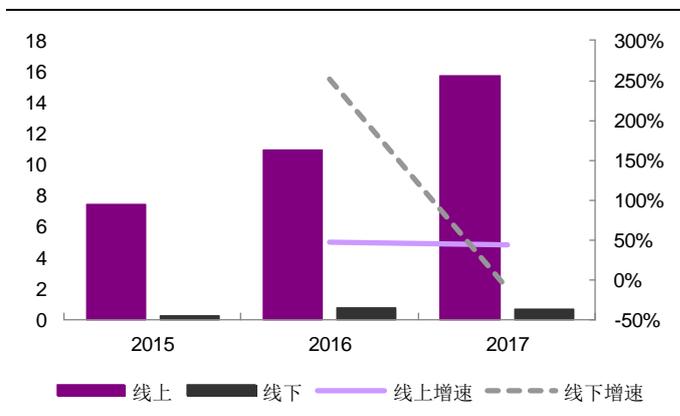
线下：线下销售主要通过直营店、经销/代销商进行销售。公司线下 2017 年收入同降 11.33%，主要为线下直营门店关闭，但经销及代销收入保持良好增长，2015~2017 年公司线下经销/代销商数量分别为 14、47、70 家，增长主要来自于华东、华中、港澳台等地区加强布局。

图 97：御家汇分渠道收入占比



资料来源：公司招股书、光大证券研究所

图 98：御家汇线上、线下渠道收入 (亿元) 及增速

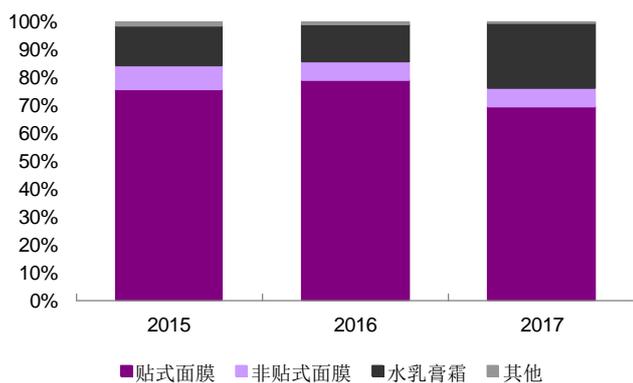


资料来源：公司招股书、光大证券研究所

分产品看，当前公司产品以面膜为主（其中又以贴片式面膜为主），同时拓展水乳膏霜等新品类。2017 年公司贴片式面膜、非贴片式面膜、水乳膏霜等产品收入规模为 11.40、1.11、3.82 亿元，占比分别为 69.50%、6.77%、23.29%。

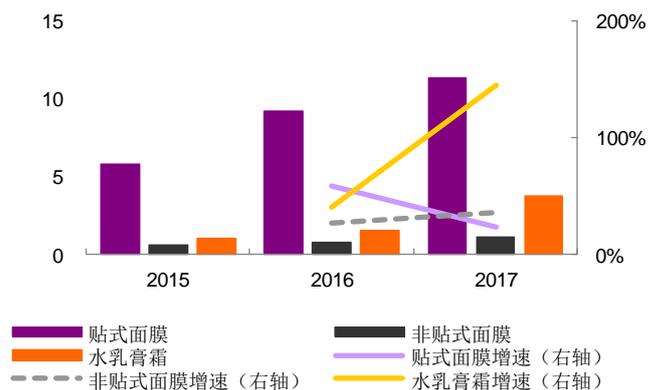
公司主产品贴片式面膜保持高速发展，2015~2017 年收入复合增速为 40.05%，水乳膏霜在短时间内以近乎翻番的速度增长，2015~2017 年收入复合增速为 86.31%，主要获益公司不断扩充产品线以及以水乳膏霜产品为主的“城野医生”的快速发展。

图 99：御家汇分产品收入占比



资料来源：公司招股书、光大证券研究所

图 100：御家汇分产品收入（亿元）及增速



资料来源：公司招股书、光大证券研究所

此外，公司核心管理团队年轻且稳定，包括总经理、副总经理、财务总监、董事会秘书在内的所有高级管理人员和中级管理人员平均年龄不超 35 岁；公司中高层管理人员通过员工持股平台御投投资（持有公司 5.96% 股份）持有公司股权，股权激励较为充分。

➤ 财务分析：主业高速发展，新业务顺利推进

回顾公司历史财务，公司收入与净利均保持快速增长，2015~2017 年公司收入增速分别为 77.89%、52.32%、40.61%，主要获益公司主品牌、主渠道等快速发展，小品牌、新渠道拓展亦有所贡献；2015~2017 年公司净利增速为 45.36%、38.80%、114.85%，2015~2016 年公司净利增速低于收入增速主要为公司推广其他品牌毛利率有所下降、销售费用率有所上升所致，2017 年公司净利大幅增长、增速超过收入增速主要为规模效应凸显费用率下降、代理品牌扭亏为盈利、线下渠道减亏等。

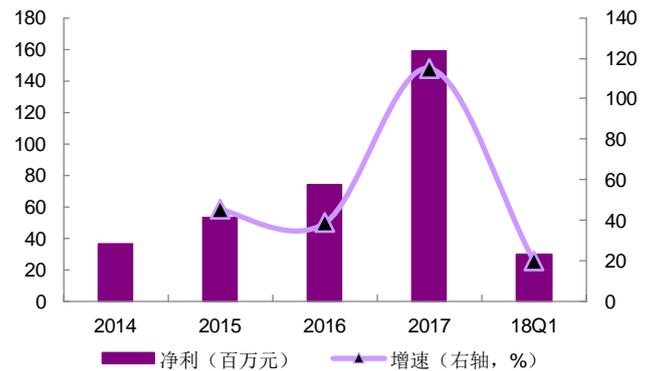
18Q1 公司营收 3.82 亿元、同比增 42.14%，净利 2934 万元、同比增 19.81%。18Q1 公司收入延续良好增速，净利增速低于收入主要为期间费用率有所上升所致。

图 101：御家汇营收及同比增速



资料来源：Wind、光大证券研究所

图 102：御家汇净利及同比增速



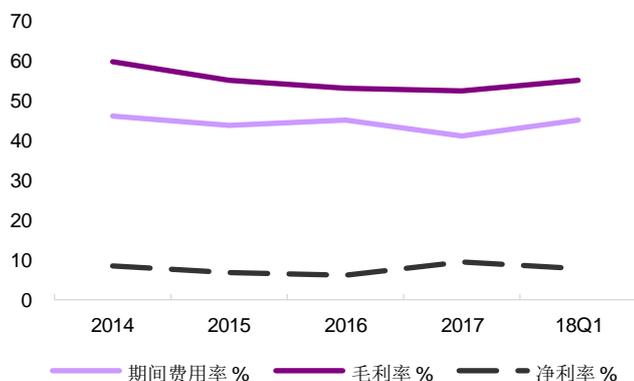
资料来源：Wind、光大证券研究所

毛利率方面，2014~2017 年公司毛利率为 59.92%、55.11%、53.18%、52.63%、呈现下降趋势，其中主品牌毛利率为 60.31%、55.97%、56.18%、57.08%，其他品牌毛利率均低于 50%。公司毛利率近年持续下降，主要原因为 2016 年以前公司推广其他新品牌、销售让利等使得其他品牌毛利率下降（2017 年其他品牌毛利率在优化销售策略、单位成本下降，代理品牌销售单价提高等下毛利率有所回升），同时其他品牌毛利率较低、收入占比提升进一步拉低毛利率。18Q1 公司毛利率为 55.21%。

费用方面，公司 2014~2017 年期间费用率分别为 46.18%、43.92%、45.33%、41.14%，总体呈现下降趋势，主要为管理费用率下降所致、而同期销售费用率在品牌、渠道推广等政策下保持上升趋势。2014~2017 年公司销售费用率为 36.91%、30.83%、35.03%、33.94%，主要受到公司营销推广策略影响；管理费用率为 9.08%、12.97%、9.85%、6.93%，呈现下降趋势主要受到股份支付费用波动影响，若剔除上述影响，公司同期管理费用率为 6.92%、8.84%、8.58%、6.12%，2015 年管理费用率上升主要为公司加大研发投入，2017 年费用率下降主要为规模效应凸显管理效率提升。

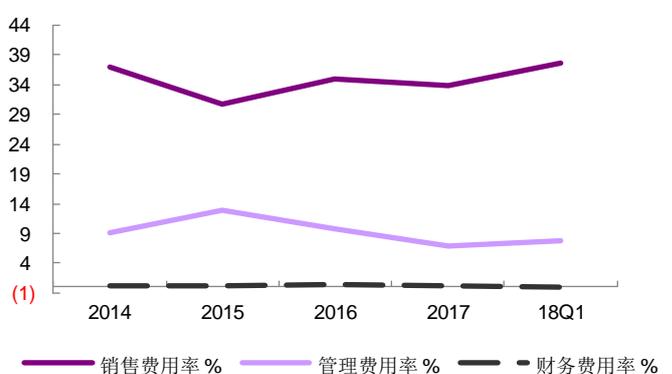
18Q1 公司期间费用率为 45.29%，其中销售费用率、管理费用率分别为 37.55%、7.82%，其中销售费用率有所增长，主要为公司加大渠道投入和市场投入所致。

图 103：御家汇期间费用率、毛利率、净利率



资料来源：Wind、光大证券研究所

图 104：御家汇三费率



资料来源：Wind、光大证券研究所

4.4、拉芳家化：基础日化本土龙头，发展稳健、积极拓展社交电商、美妆新领域

公司主要从事日用化学产品的研发、生产与销售，涵盖洗发水、护发素、沐浴露、香皂、膏霜等产品。公司致力于打造中国日化产品的民族品牌。2017年3月公司在上交所上市。2017年公司在护发产品市场占有率为2.5%，排名第六，在本土品牌中排名第一。

➤ **业务概况：基础日化龙头、发展稳健，积极拓展社交电商及美妆等新领域**

拉芳家化公司旗下拥有“拉芳”、“雨洁”、“美多丝”“圣峰”、“缤纯”等品牌。此外公司近年顺应国内洗护发市场中植物本草、无硅油等产品概念出现，推出依媚、娇草堂、曼丝娜等新品牌，主打绿色、健康的洗护发产品。

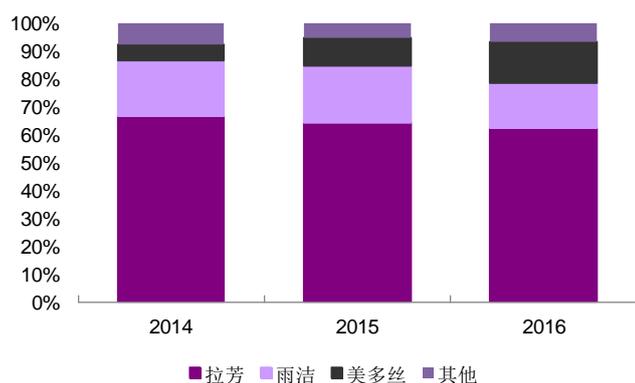
公司收入主要有主品牌“拉芳”贡献，其次为“雨洁”、“美多丝”，2016年前三者收入规模为6.54亿元、1.67亿元、1.58亿元，占比分别为62.43%、15.95%、15.03%；其他新品牌收入占比仍较低、2016年收入占比6.58%。

表 26：拉芳家化主要品牌简介

品牌	定位	发展战略	2016 年收入 (亿元) (占比)	2014-2016 年 收入复合增速
拉芳	营养柔顺系列	强化“拉芳”品牌影响力，深度营销	6.54 (62.43%)	2.70%
雨洁	头发护理及去屑系列	立足于去屑细分市场，稳定发展	1.67 (15.95%)	-5.46%
美多丝	受损修复系列	立足于修复细分、定位中高端市场、快速发展	1.58 (15.03%)	71.24%

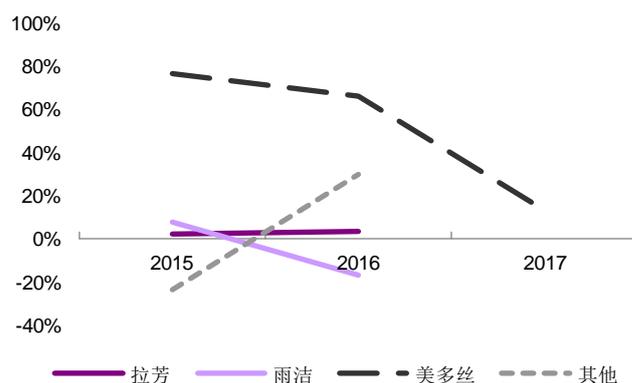
资料来源：公司公告、光大证券研究所

图 105：拉芳家化分品牌收入占比



资料来源：公司公告、光大证券研究所

图 106：拉芳家化分品牌收入增速



资料来源：公司公告、光大证券研究所

公司产品涵盖洗发护发、清洁沐浴、肌肤护理、口腔护理、日用洗涤等多个领域。2018年公司计划在洗护沐产品的基础上，通过自主研发、海外品牌代理、委外生产等方式介入美妆、护肤品等细分领域；另一方面，借助产业基金积极寻找美妆、护肤品等领域的优质项目，不排除通过收购、参股等外延方式布局美妆和护肤品等细分领域。

2018年3月公司公告拟出资4700万元与华熙基金、品观科技发起设立产业基金，总规模1亿元，积极寻找、储备和培育美妆领域的优质项目资源，尤其是优秀的美妆线下渠道商，尤其以购物中心、进口化妆品为主的连锁CS渠道等。

公司销售模式以线下经销及商超为主，电商渠道为辅，其中线下又以经销为主。其中经销主要覆盖中小型超市、便利店及杂货店等；商超主要为沃尔玛、家乐福、易初莲花、乐天、玛特、乐购、欧尚、大润发等知名商超；电商渠道主要为天猫等。

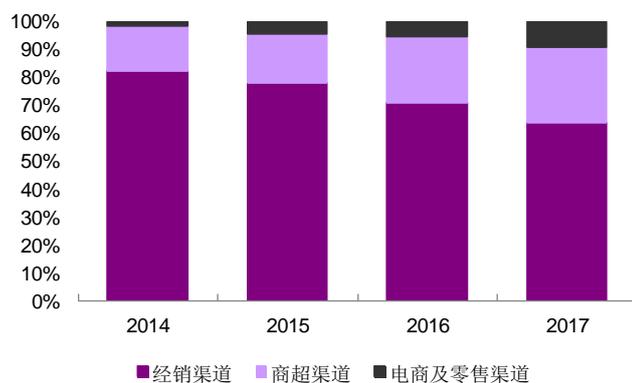
表 27：拉芳家化主要销售模式

销售模式	模式简介	2017年收入 亿元 (占主营业务收入 %)	近三年收入 复合增速
经销	通过经销商覆盖中小型超市、便利店及杂货店等	6.25 (63.69%)	-6.63%
商超	主要覆盖沃尔玛、家乐福、易初莲花、乐天、玛特、乐购、欧尚、大润发等知名商超，以买断式销售为主、部分采用代销模式	2.67 (27.17%)	21.70%
电商	天猫等电商平台	0.90 (9.13%)	80.06%

资料来源：公司公告、光大证券研究所

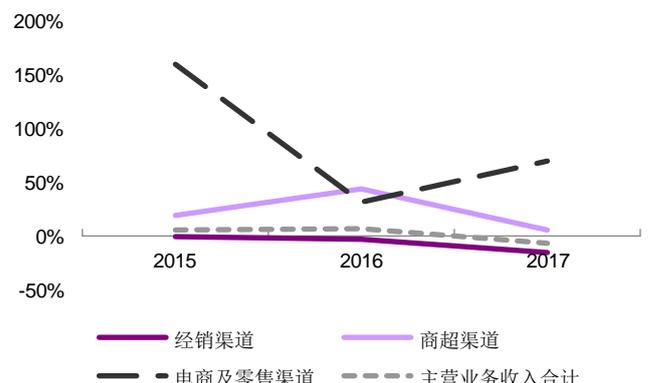
近年公司经销模式增速承压，公司大力拓展商超及电商渠道，后两者占比不断提升，2017年公司经销、商超、电商及零售渠道收入分别为6.25、2.67、0.90亿元，占比分别为63.69%、27.17%、9.13%。

图 107：拉芳家化分渠道收入占比



资料来源：Wind、光大证券研究所

图 108：拉芳家化各渠道收入增速



资料来源：Wind、光大证券研究所

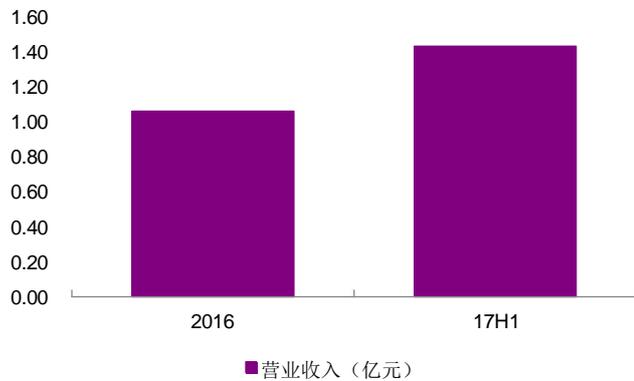
2017年公司对销售渠道的布局进行调整优化，重点拓展大卖场、超市、小型超市、化妆品专营店等以及电商、社交电商等新兴渠道。

1) 2017年9月9日公司公告拟对社群电商百宝信息增资1.10亿元，获得后者20%股权；2017年11月8日完成工商变更登记。百宝信息主营母婴、女性自媒体社群和电商业务，通过微信公众号撰写优质文章低成本聚拢精准粉丝、向粉丝提供优质服务提升粘性，并依托忠实粉丝群体的高转化率实现婴幼儿用品、女性用品的规模化销售。

通过自建、控股、参股等形式自主运营或联合运营了包括“小小包麻麻”“说说咱家娃”、“宝宝营养辅食”在内的十余个母婴、女性类微信公众号，覆盖800多万精准粉丝，内容覆盖育儿知识、育儿用品评测、图书（故事、英语）、教育、医疗等细分领域。

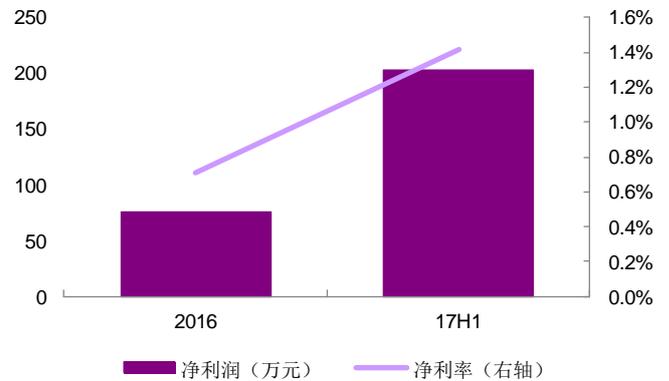
百宝信息承诺 2018 年归母净利 3000 万元或 2017、2018 年归母净利合计 4500 万元或 2017、2018 年营业收入合计 9 亿元。

图 109: 百宝信息营收



资料来源: 公司公告、光大证券研究所

图 110: 百宝信息净利及净利率



资料来源: 公司公告、光大证券研究所

2) 2018 年 5 月 16 日公司公告拟 3440 万元收购广州蜜妆 26.8% 股权, 广州蜜妆主营自媒体原创内容运营、自有彩妆品牌“MeetDay”的品牌管理和运营。

其中自媒体主要以微信公众号及微博“MK 凉凉”为主, 拥有“小五月狂想曲”、“粉星种草鸡”、“托腮少女张橙子”及“MK 的小宇宙”等微信公众号矩阵, 形成了覆盖 600 多万粉丝的网红平台。盈利模式为通过上述平台发布精准的美妆、部分时尚类教程的图文信息或视频信息等原创内容, 并主要通过植入品牌推广获取收入。

广州蜜妆拥有“MeetDay”美妆品牌, 产品品类主要包括彩妆及美妆工具等, 主要针对 16-30 岁的高校在校学生、职场新人, 以及初接触化妆的爱美女性, 主要在淘宝平台进行销售。

图 111: 广州蜜妆官方微信公众号

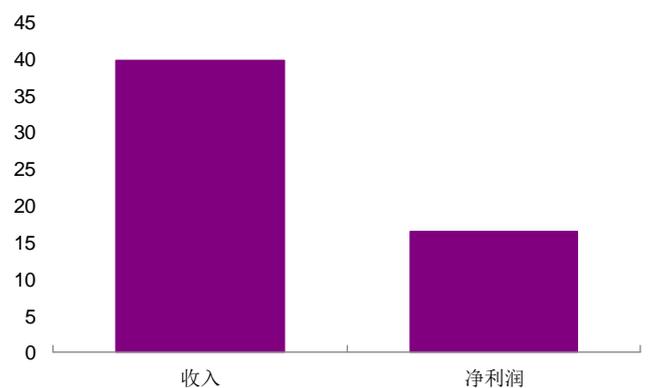


MK凉凉

(原:化妆师MK-雷韵祺) MK凉凉:精致生活的造梦者。剁手精致好物, 看MK凉凉; 大牌入门指南, 看MK凉凉!

资料来源: 广州蜜妆官方微信公众号、光大证券研究所

图 112: 2017 年广州蜜妆收入及净利 (百万元)



资料来源: 公司公告、光大证券研究所

此外, 控股股东、实际控制人吴桂谦基于对公司未来发展和长期投资价值的信心, 拟自 2018 年 2 月 2 日起 6 个月内增持不低于 100 万股、不高于 300 万股公司股份, 截止 2018 年 5 月 4 日控股股东已累计增持 33.63 万股, 占比为 0.19%。

➤ 财务分析：经销渠道拖累、新渠道拉动增长

公司近年收入增长较为稳健，主要在经销渠道发展较为平稳背景下公司积极拓展商超及电商等渠道，2014~2016 年公司收入增速分别为 9.33%、9.85%、10.49%，净利增速为 32.16%、13.31%、4.65%，2016 年净利增速低于收入主要为公司加大市场拓展力度、相关市场推广费用、人员薪酬、电商平台推广费用等增长较多所致。

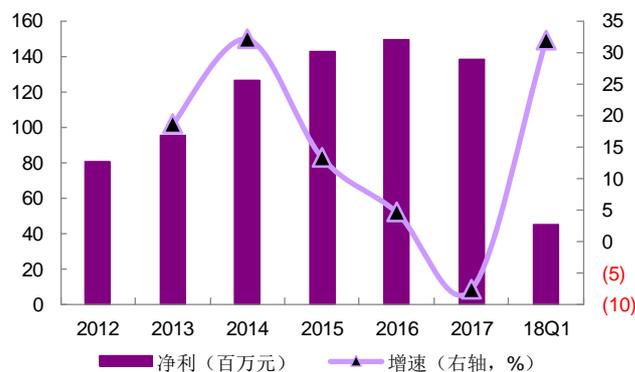
2017 年公司收入增速放缓，主要为经销渠道收入同比下滑，2017 年收入 9.81 亿元、同降 6.47%，净利 1.38 亿元、同降 7.64%；18Q1 营收 2.21 亿元、同降 5.94%，净利 4494 万元、同增 31.94%。

图 113：拉芳家化营收及同比增速



资料来源：Wind、光大证券研究所

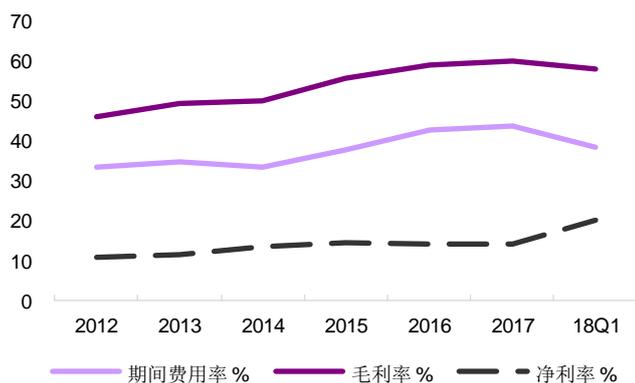
图 114：拉芳家化净利及同比增速



资料来源：Wind、光大证券研究所

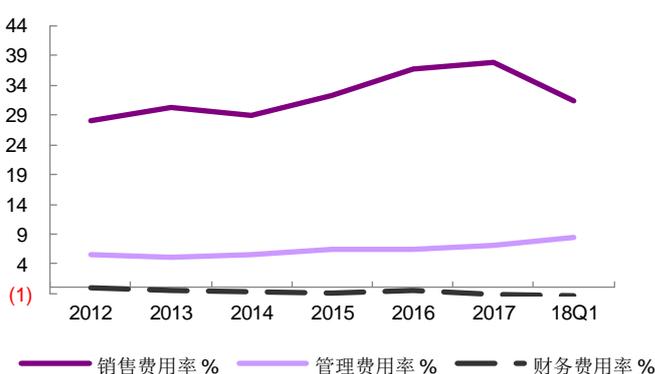
公司毛利率总体呈现上升趋势，主要为毛利率较高的商超、电商渠道收入占比持续提升；公司近年加大市场拓展力度，销售费用率保持上升态势，管理费用率稳中有升主要为公司加强自主研发投入、职工薪酬提升。

图 115：拉芳家化主要盈利指标



资料来源：Wind、光大证券研究所

图 116：拉芳家化三费率



资料来源：Wind、光大证券研究所

➤ 盈利预测与估值

假设未来公司经销渠道收入增速企稳回升，2018~2020 年经销渠道收入增速分别为 3.00%、1.00%、0.00%；未来公司商超渠道稳健发展，假设 2018~2020 年商超渠道收入增速分别为 1.50%、0.00%、-0.50%；电商渠道

持续拓展，假设 2018~2020 年公司电商渠道收入增速分别为 11.80%、4.50%、2.00%。

表 28：拉芳家化分渠道收入拆分与预测（收入单位：百万元）

渠道	2016	2017	2018E	2019E	2020E
经销	741.57	624.57	643.30	649.74	649.74
YOY	-3.28%	-15.78%	3.00%	1.00%	0.00%
商超	0.56	0.56	0.58	0.58	0.57
YOY	0.57%	0.50%	1.50%	0.00%	-0.50%
电商	253.61	266.43	297.86	311.27	317.49
YOY	43.32%	5.05%	11.80%	4.50%	2.00%
主营业务收入	1047.77	980.56	1151.66	1287.27	1424.00
YOY	6.53%	-6.41%	17.45%	11.78%	10.62%
其他业务收入	1.20	0.56	0.59	0.62	0.65
总收入	1047.77	980.56	1151.66	1287.27	1424.00
YOY	6.53%	-6.41%	17.45%	11.78%	10.62%

资料来源：Wind、光大证券研究所预测

预计未来随着商超及电商渠道继续保持当前良好发展势头、收入占比提升，公司毛利率继续保持上升趋势。假设公司 2018~2020 年毛利率分别为 63.39%、64.80%、65.49%。

同时市场拓展及研发持续投入，在规模效应逐渐体现的背景下，公司费用率有望逐步企稳。假设公司 2018~2020 年销售费用率分别为 37.80%、27.90%、27.90%，管理费用率分别为 7.20%、7.30%、7.30%。

综上，我们预计公司 2018~2020 年总收入分别为 12.88、14.25、16.56 亿元，归母净利分别为 1.86、2.17、2.49 亿元，EPS 分别为 0.82、0.96、1.10 元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：渠道拓展不及预期；品牌培育不及预期；外延并购不及预期

表 29：拉芳家化盈利预测与估值

指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	1,048.98	981.12	1,152.25	1,287.89	1,424.65
营业收入增长率	6.53%	-6.47%	17.44%	11.77%	10.62%
净利润（百万元）	149.47	138.05	186.21	216.86	249.43
净利润增长率	4.65%	-7.64%	34.89%	16.46%	15.02%
EPS（元）	0.66	0.61	0.82	0.96	1.10
ROE（归属母公司）（摊薄）	17.79%	8.12%	9.88%	10.32%	10.61%
P/E	31	34	25	21	19

资料来源：Wind、光大证券研究所预测 注：股价为 2018 年 6 月 15 日收盘价

4.5、思妍丽（潮宏基并购标的）：高端生美/医美服务商

潮宏基主营高档时尚珠宝首饰的研发、生产和营销等，旗下有“CHJ 潮宏基”、“VENTI 梵迪”和“FION 菲安妮”等三大品牌。公司为国内首家 IPO 珠宝企业，2010 年 10 月 28 日于深交所上市。

2018年3月20日公司公告重组思妍丽预案:拟9.83元/股发行1.32亿股股份收购思妍丽74%股权(作价12.95亿元)。业绩承诺为思妍丽2018~2021年扣非后归母净利润不低于1/1.2/1.4/1.6亿元,累计净利不低于5.2亿元。

潮宏基战略定位于“中高端时尚消费品多品牌运营商”,明确了以“中产阶级女性”为核心人群打造轻奢时尚产业集团的战略发展方向,随着公司项目的推进,公司业务逐步从珠宝、皮具向美容健康、化妆品、供应链金融、跨境电商等时尚产业相关领域延伸。

思妍丽2009年成立,业务板块包含生活美容及医疗美容:1)生活美容:公司以购物中心直营门店为主,在全国40余个城市开设有近150家高端美容会所、提供生活美容服务,同时拥有自主类医学品牌DR Bio芸众肽;代理了法国ESTHEDERM雅诗敦,法国高端SPA护肤品牌THALGO岱蔻儿等。2)医疗美容:公司以“Biyaya”品牌开设共4家医疗美容诊所,2018年2月26日思妍丽与台湾光泽医学美容中心(台湾前三大医学美容中心)进行资源整合,加速医美业务发展、共同发展大陆医学美容事业。

表 30: 思妍丽公司主要业务及发展情况

公司业务	服务内容	盈利模式	发展现状 (截止2018年1月)
生活美容	面部护理、身体护理、仪器护理,	为女性客户提供SPA等美容美体服务以及销售自有与代理品牌美容产品、美容仪器实现盈利;销售产品主要进口自法国、德国、韩国等国家	在全国43个城市拥有93家直营店、43家加盟店
医疗美容	美容皮肤科、整形外科及推拿等	收取诊疗费	以“Biyaya”品牌开设共4家医疗美容诊所;“生脉源”品牌中医养生门店2家

资料来源:潮宏基公告、光大证券研究所

图 117: 思妍丽旗下高端护理品牌(自主+代理)

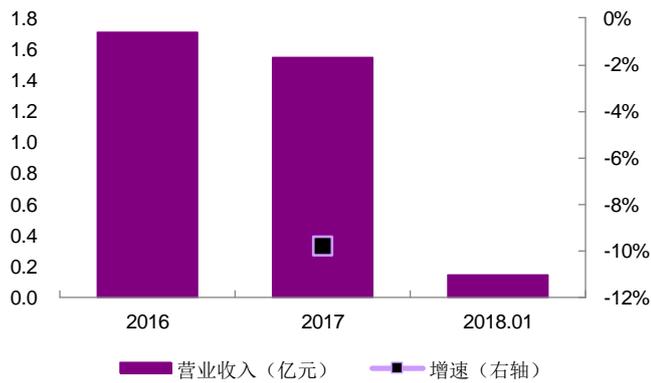


资料来源:思妍丽官网、光大证券研究所

思妍丽采用以自营为主、品牌代理和非品牌批发为辅的复合营销模式。目前已形成覆盖全国190个主要城市、线下拥有超过1000家品牌专营店的销售网络规模,同时通过自有平台、天猫、京东、唯品会等线上平台进行全网营销。

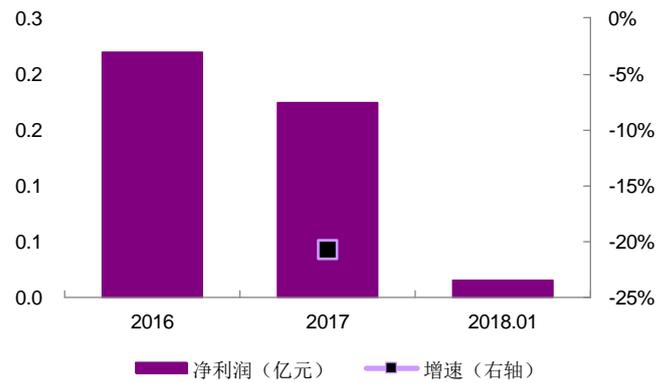
2017年思妍丽收入6.80亿元、同比略降1.61%,净利0.77亿元、同比增13.84%。

图 118: 思妍丽营收 (万元) 及同比增速



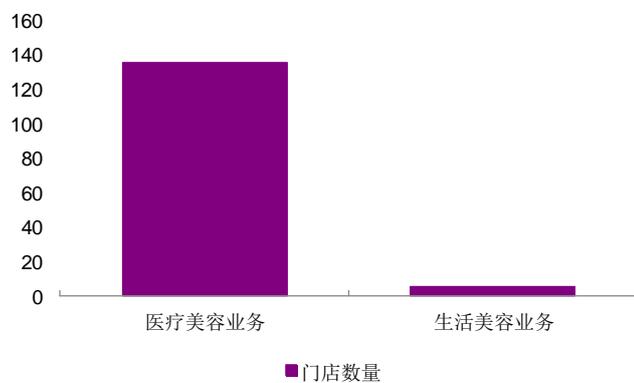
资料来源: Wind、光大证券研究所

图 119: 思妍丽净利 (亿元) 及同比增速



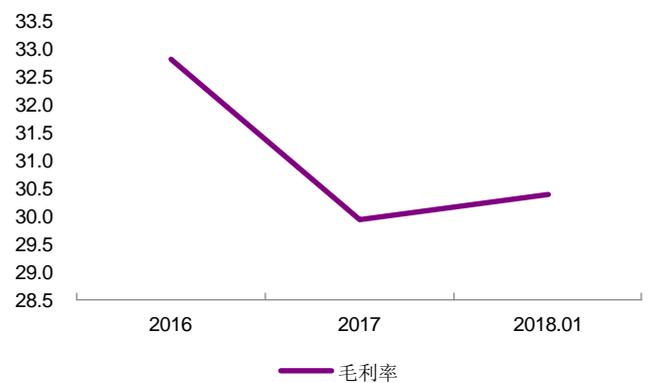
资料来源: Wind、光大证券研究所

图 120: 2017 年思妍丽分业务门店数量



资料来源: Wind、光大证券研究所

图 121: 思妍丽毛利率 (%)



资料来源: Wind、光大证券研究所

4.6、青岛金王：蜡烛龙头拓展化妆品行业，寻新增长动力

公司原主营业务为蜡烛、玻璃和时尚工艺品制造，产品主要出口欧美等国家、同时兼营上游原材料石蜡等石油衍生品贸易业务，2006 年 12 月 25 日于深交所上市。

2013 年起公司拓展化妆品行业，围绕化妆品产业链上下游并购相关标的。目前已经形成化妆品业务、新材料蜡烛及工艺制品业务和油品贸易业务等三大业务板块。

➤ **业务概况：原主业竞争加剧、用工成本增加，拓展化妆品新业务寻新增长点**

公司新材料蜡烛业务主要为出口，海外需求刚性、受经济波动影响较小、同时市场竞争加剧、国内用工成本增加，近年营业收入总体下降，同时油品贸易盈利能力逐渐降低。

公司积极寻求新盈利增长点，2013 年开始战略布局成长性较高的化妆品行业，公司围绕研发、生产、线上线下营销渠道、品牌运营的整体产业规划和布局，陆续投资了杭州悠可、广州栋方、上海月泮、广州韩亚、浙江金庄、云南弘美、四川弘方、山东博美、湖北晶盟、安徽弘方等化妆品公司，涵盖了化妆品线上渠道、线下渠道和研发生产等。

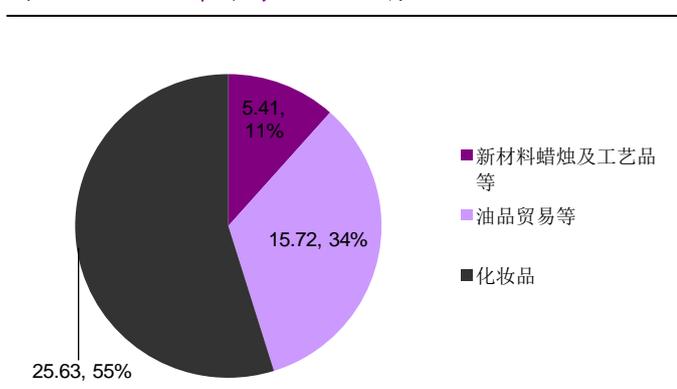
表 31：青岛金王布局化妆品产业

投资标的	时间	收购情况	投资标的简介	业绩承诺	投资意义
研发、生产					
广州栋方	2014 年	5192 万元收购广州栋方 45% 股权	成立于 2003 年，为化妆品研发、生产、销售一体运营的 OEM/ODM 厂商，2015 年挂牌新三板	2014~2016 年净利润不低于 1200、1400、1600 万元	增强公司研发生产实力，并且为未来引进国际品牌本土化、发展自主品牌奠定良好基础
品牌					
广州韩亚	2016 年	16.35 元/股发行股份及现金 1.12 亿元收购其 100% 股权（作价 3.73 亿元）并 21.85 元/股募集配套资金	彩妆为主、护肤一体的化妆品企业，旗下拥有“蓝秀”、“LC”等品牌	2015~2018 年净利润不低于 2750、3200、3800、4600 万元	增强公司品牌实力
渠道					
杭州悠可	2013 年 2017 年	2013 年 1.51 亿元收购杭州悠可 37% 股权； 2017 年 23.00 元/股发行股份及现金 3.28 亿元收购其剩余 63% 股权（作价 6.80 亿元）并 23.20 元/股募集配套资金 3.44 亿元	化妆品垂直领域的电商代运营商，代运营品牌有服务于 20 多个国际品牌，包括雅诗兰黛、倩碧、欧舒丹、娇韵诗、理肤泉（欧莱雅旗下）、菲诗小铺等	2016~2018 年净利润不低于 0.67、1.00、1.23 亿元	对公司化妆品业务线上销售，并形成线上渠道与线下渠道的互动互通和有效融合提供了有力支持
上海月泮	2014 年 2016 年	2014 年 60% 股权； 2016 年 16.35 元/股发行股份及现金 8586 万元收购其 40% 股权（作价 2.86 亿元）并 21.85 元/股募集配套资金	化妆品品牌线下渠道运营商，主要通过屈臣氏、万宁等个护连锁店销售“肌养晶”、“美津植秀”、“植萃集”品牌	2016~2018 年净利润不低于 6300、7300、8400 万元	增强公司研发实力
青岛金王产业链管理	2015 年	成立子公司	负责整合化妆品行业经销商资源，目前公司已经完成整合 30 家渠道商。	-	加快化妆品产业布局

资料来源：公司公告、光大证券研究所

目前公司化妆品业务、新材料蜡烛及工艺制品业务和油品贸易业务 2017 年收入占比分别为 55%、11%、34%，并且化妆品毛利率高于其他两项业务，显示出更强的盈利能力。

图 122：2017 年青岛金王分业务收入



资料来源：Wind、光大证券研究所

图 123：青岛金王分业务毛利率



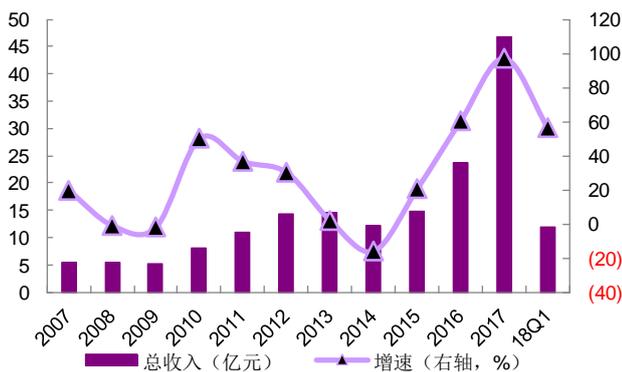
资料来源：Wind、光大证券研究所

➤ 财务分析：拓展化妆品业务，营收与净利持续高增长

2017 年公司营收 46.77 亿元、同比增 97.24%，净利 4.03 亿元、同比增 117.41%。其中化妆品营收 25.63 亿元、同比增 285.09%、占比 54.82%，主要获益杭州悠可并表（17 年收购杭州悠可剩余 63% 股权）及化妆品行业快速增长。截止 2017 年底，公司已覆盖 3.7 万家零售终端。

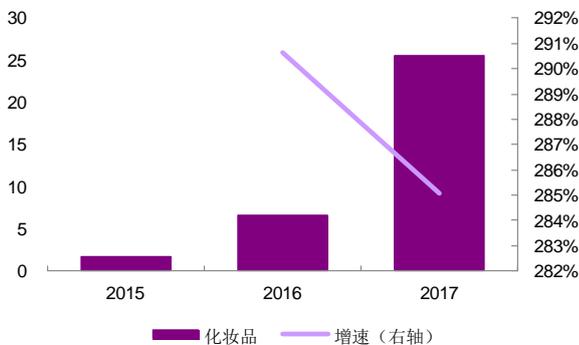
18Q1 公司营收 11.94 亿元、同比增 56.48%，净利 4782 万元、同比增 91.65%。

图 124：青岛金王营收及增速



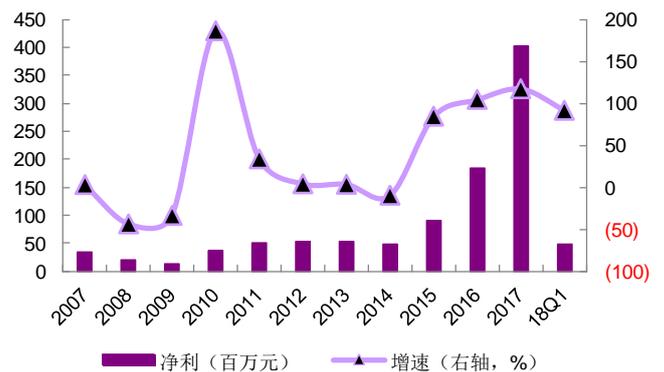
资料来源：Wind、光大证券研究所

图 126：2015~2017 年青岛金王化妆品收入（亿元）及增速



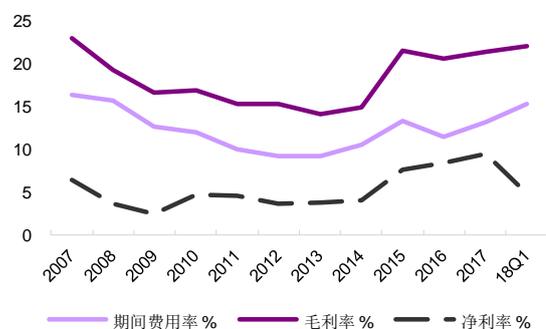
资料来源：Wind、光大证券研究所

图 125：青岛金王净利及增速



资料来源：Wind、光大证券研究所

图 127：青岛金王期间费用率、毛利率、净利率



资料来源：Wind、光大证券研究所

5、风险分析

➤ 化妆品消费回暖不及预期

2017 年我国限额以上零售企业化妆品零售额增速同比提升，化妆品终端消费呈现回暖态势；但若本轮回暖不及预期或持续性较弱，本土化妆品公司业绩增长将不及预期。

➤ 化妆品进口关税下调超预期

我国政府为了促进本土市场消费，前后多次调低消费品进口关税税率。如果化妆品进口关税税率下调超预期，进口化妆品税费成本下降、相对本土品牌价格竞争力增强，将减弱本土化妆品竞争力。

➤ **重金属超标等安全问题影响消费者信心**

化妆品尤其是彩妆产品重金属超标事件时有发生，此类事件对消费者身体长期健康造成负面影响，影响消费者信心。

➤ **国外品牌降价竞争、本土品牌面临的竞争越来越增强**

出国游与跨境进口电商的兴起使得国际品牌区域性的歧视性定价被逐渐弱化，同时国外品牌为了充分获得中国市场红利纷纷降低在中国市场定位，加剧本土品牌面临的竞争压力。

附录

表 32: A 股及海外化妆品相关上市公司估值表

公司名称	收盘价 元/股	EPS (元)				PE				3 年 CAGR	PEG 18 年	市值 (亿元)
		17A	18E	19E	20E	17A	18E	19E	20E			
A 股												
上海家化	42.48	0.58	0.82	1.12	1.49	73	52	38	29	36.83%	1.41	285.34
珀莱雅	36.05	1.00	1.23	1.55	2.08	36	29	23	17	27.38%	1.07	72.10
御家汇	29.91	0.58	0.81	1.06	1.35	51	37	28	22	32.40%	1.14	81.36
拉芳家化	20.51	0.61	0.82	0.96	1.10	34	25	21	19	21.80%	1.15	46.50
潮宏基	9.28	0.31	0.36	0.39	0.42	30	26	24	22	10.19%	2.54	84.02
青岛金王	8.81	0.58	0.58	0.76	0.99	15	15	12	9	19.36%	0.78	61.01
平均		-				40	31	24	20		-	
海外												
Estee Lauder	1005.96	21.77	28.55	32.20	35.98	46	35	31	28	18.22%	1.93	369225
Loreal	1560.77	46.30	51.92	55.37	58.99	34	30	28	26	8.41%	3.57	877065
P&G	494.62	37.14	26.83	28.50	30.55	13	18	17	16	-6.30%	-	1243776
Unilever	355.01	15.63	17.45	18.94	21.06	23	20	19	17	10.45%	1.95	1044628
Shiseido	521.00	3.25	10.53	13.07	15.52	160	49	40	34	68.36%	0.72	208401
Amore Pacific Group	749.49	13.78	23.16	29.02	35.22	54	32	26	21	36.72%	0.88	61801
LGHH	8480.44	205.11	272.98	306.79	341.61	41	31	28	25	18.53%	1.68	132449
L'occitane	11.60	0.63	0.57	0.61	0.69	18	20	19	17	3.03%	6.73	17136

资料来源: Wind、Bloomberg、光大证券研究所;

注: 1) 本表收盘价日期为 2018 年 6 月 15 日;

2) 本表中上海家化、拉芳家化盈利预测为光大证券纺织服装团队预测, 珀莱雅、御家汇为光大证券新三板团队预测, 潮宏基为光大证券商贸零售团队预测, 青岛金王为光大证券中小盘团队预测;

3) 海外上市公司为 Bloomberg 一致预期。

表 33：世界主要化妆品巨头模式分析

公司	创立时间	主要品牌	研发	生产	渠道	品牌营销
清洁与护理						
宝洁	1905	<ul style="list-style-type: none"> 洗护：海飞丝 (Head & Shoulders)、潘婷 (Pantene)、飘柔 (Pantene)、玉兰油 (Olay)、欧仕派 (Old Spice)、佳洁士 (Safeguard)、SK-II 剃须/除毛：博朗 (Braun)、吉列 (Gillette) 等； 护理与健康：佳洁士 (Crest)、欧乐 B (Oral-B) 等； 清洁：汰渍 (Tide) 等； 婴幼儿、妇女及家庭护理：帮宝适 (Pampers)、护舒宝 (Always/Whisper)、丹碧丝 (Tampax) 等 	本土化研发，在全球 6 个主要销售区域设立研发中心	原材料及外包包装材料主要采用外部采购	<ul style="list-style-type: none"> 在球 180 多个国家销售产品； 渠道有大型零售商、杂货部、会员店、药店、百货、分销商、批发商、母婴馆、化妆品专营店及电商等； 2017 年公司第一大客户沃尔玛占公司总收入 16% 	<ul style="list-style-type: none"> 公司提出 “first moment of truth” 营销理念，指消费者第一眼看到货架上产品的那一刻，公司产品使用最醒目的消费品包装； 公司还提出 “second moment of truth”，即在顾客使用的过程中能满足顾客需求并物有所值。
强生	1887	<ul style="list-style-type: none"> 母婴护理：艾惟诺婴儿 (AVEENO baby)、强生婴儿、唛呵 口腔护理：李施德林 (LISTERINE) 肌肤护理：艾惟诺 (AVEENO)、可伶可俐 (CLEAN & CLEAR)、小马赛人 (LE PETITE MARSEILLAIS)、强生美肌、露得清 (NEUTROGENA)、Dr.Ci:Labo、大宝 个人护理：o.b. 	研发包括发明、测试、开发性产品、对现有产品升级	在全球有 125 家工厂，其中消费品工厂面积占比 30%	不同国家销售的产品及销售渠道均有所不同	-
联合利华	1929	<ul style="list-style-type: none"> 个人护理：斧头牌 (Axe)、多芬 (Dove)、力士 (Lux)、舒耐爽 (Rexona)、夏士莲 (Sunsilk)、炫诗 (TRESemme)、洁诺 (Signal)、卫宝 (Lifebuoy)、凡士林 (Vaseline) 等 家庭护理：Dirt is Good、Surf、金纺 (Comfort)、奥妙 (omo)、Domestos、Sunlight、Cif、Pureit、Blueair 等 食品：家乐调味品 (Knorr)、Hellmann's 休闲：Heartbrand、和路雪 (Magnum)、立顿 (Lipton)、Brooke Bond、Ben&Jerry's 	<ul style="list-style-type: none"> 在全球设立有 25 个数据中心监测终端消费需求变动； 公司 70% 产品创新来自于与公司战略合作的供应商。 	<ul style="list-style-type: none"> 外部采购原材料； 在全球 69 个国家设立 300 多个工厂进行自主生产 	<ul style="list-style-type: none"> 超市、批发商、小型便利店、电商等； 超市渠道收入占比 50% 左右 电商收入占比约为 4% 	<ul style="list-style-type: none"> 在媒体支出方面，公司是全球第二大广告商； 除了传统广告手段，公司逐渐采用更多的网络广告从而实现更精准的营销
护肤与彩妆						
雅诗兰黛	1946	<ul style="list-style-type: none"> 经典品牌：雅诗兰黛 (Estée Lauder)、倩碧 (Clinique)、悦木之源 (Origins) 艺术彩妆品牌：MAC、Bobbi Brown 奢侈级品牌：La Mer、Jo Malone London、Tom Ford、AERIN、RODIN olio lusso、Le Labo、Editions de Parfums Frédéric Malle、By Kilian 香水系列 (获得奢侈品授权)：Tommy Hilfiger、Donna Karan New York、DKNY、Michael Kors、Kiton、Ermenegildo Zegna、Tory Burch 	<ul style="list-style-type: none"> 公司研发团队与公司市场营销、产品开发等部门以及外部供应商共同研究探讨新想法、新产品、生产线扩张、产品新包装概念及现有产品的升级 公司还与美国或是国际研发与教育机构形成长期合作关系 	<ul style="list-style-type: none"> 原材料采购自公司外部； 公司采用全自动流水线生产模式，部分采用外部生产； 公司采用专业化生产模式，即一家工厂 	<ul style="list-style-type: none"> 百货、化妆品专卖店、药房、高档香料店及高端沙龙、spa、自营或是第三方授权经营的精品店、电商、机场及游轮门店、免税店、奥特莱斯等； 公司在最大客户为梅西百货，2017 财年贡献收入 8%；公司精品店主要销售公司旗下多个品 	<ul style="list-style-type: none"> 依据品牌的定位、理念、主打产品、所在市场、销售渠道等进行推广； 注重社交媒体、意见领袖的营销手段； 小样是获取新客户/老客消费的有效手段

				为公司旗下多个品牌生产同一品类产品。	牌,截止2017年6月公司已经拥有1430个门店,其中超过500家为授权经营门店; ◆ 在全球35个国家和地区开通电商业务,但仍以美国、英国等为电商主要贡献来源	
欧莱雅	1907	◆ 专业产品: 欧莱雅、REDKEN、MATRIX、KERASTASE、PUREOLOGY、DECLEOR; ◆ 消费品: 欧莱雅、GARNIER、MAYBELLINE、NYX、ESSIE、DARK LOVELY、NIELY、MG ◆ 奢侈级: 兰蔻、YSL、GIORGIO ARMANI、KIEHL'S、URBAN DECAY、BIOTHERM、RALPH LAUREN、shu uemura、CIARISONIC、VIKTOR ROLF、DEISEL、HR、cacharel、it、YUESAI ◆ 活性化妆品: LA ROCHE POSAY、VICHY、SKINCRITICALS、ROGER&GALLET、CERAVE	◆ 公司设立有独立的研发团队并积累有独家丰富的数据库,研制活性成分及原材料等; ◆ 为了产品更加本土化,公司除了在日本、中国、印度、美国、巴西、南非等设立区域研发中心,贴近当地消费者需求; ◆ 此外在全球范围内还有20个研发中心、16个监测中心 ◆ 此外公司注重外观设计,在全球有3个外观研发部,分别位于欧洲、亚洲和美洲 ◆ 截止2017年6月公司共拥有498项专利、91项外观专利	◆ 在全球范围内有41家工厂,采用最先进的自动化设备与技术; ◆ 此外公司还设立有产品质量与安全中心,严格控制产品质量	◆ 多渠道销售: 美发沙龙、大型商超、香料店、百货、药店、spa馆、品牌门店、电商等; ◆ 为了提升终端管理效率,公司2017年在彩妆品牌NYX在法国的一家门店上线RFID系统,每件货品均带有一件特有的ID,从而实现活动实时监控。	
资生堂	1872	◆ 高端化妆品: bareMinerals、BENEFIQUE、肌肤之钥、蒂思岚、茵芙莎(IPSA)、Laura Mercier、NARS、SHISEIDO ◆ 大众化妆品: 安热沙(ANESSA)、水之印(AQUALABEL)、欧珀莱(AUPRES)、d program、怡丽丝尔(ELIXIR)、ettusais、臻白无瑕(HAKU)、INTEGRATE、恋爱魔镜(MAJOLICA MAJORCA)、心机彩妆、PRIOR、泊美、REVITAL GRANAS、悠莱(urara)、姬芮(ZA) ◆ 专业美发沙龙用产品: 资生堂专业美发 ◆ 香水系列: ELIE SAAB、三宅一生、narciso rodriguez、SERGE LUTENS 个人护理: Ag DEO 24、水之密语(AQUAIR)、MA CHERIE、SEA BREEZE、洗颜专科、丝(SENKA)、丝蓓绮(TSUBAKI)、吾诺(UNO) ◆ 健康护理: IHADA、The Collagen	◆ 在日本、欧洲、美国、亚洲等各地都拥有研发中心; ◆ 为了进一步提高研发品质及开发速度,公司积极推进与社外研究机构、大学、企业间的共同研究; ◆ 通过广泛吸收外部知识,并与资生堂科技融合,促进新科技革新的“开放式创新”由此诞生; ◆ 公司研发领域广泛涉及原料开发、制剂化技术、香料开发、工具与设备开发、测定与可视化技术、皮肤科学基础研究、皮肤科学解决方案开发、医疗、脑科学、行为科学。	在日本、欧洲、美国、亚洲等各地都拥有生产工厂	◆ 公司注重市场调研并将调研结果应用到产品销售中; ◆ 资生堂调查发现顾客不仅需要公司提供高质量的产品,还需要他们提供高水平的美容咨询服务,因此公司要求其销售人员必须有较强的咨询能力,为顾客提供各项咨询服务; ◆ 公司在全球有22000名美容咨询师	
爱茉莉	1945	◆ 护肤/彩妆: 雪花秀(Sulwhasoo)、	◆ AmorePacific 技术	◆ 在韩国设	-	◆ 美丽积分服务是

<p>莉太平洋</p>	<p>HERA、Primer、LANEIGE、IOPE、梦妆 (Mamonde)、HANYUL、ARITAUM、MIREPA、LIRIKOS、LIRIKOS MARINE ENERGY、AESTURA、悦诗风吟 (innisfree)、伊蒂之屋 (ETUDE HOUSE)、eSpor</p> <ul style="list-style-type: none"> ◇ 美容食品: ITALBEAUTY ◇ 香水: Lolita Lempicka、ANNICK GOUTAL、ODYSSEY ◇ 护发: mise en scène、吕、dantrol、AMOS PROFESSIONAL、AYUNCHE ◇ 口腔护理: MEDIAN、Songyum ◇ 美容仪: Makeon 家庭护理: Happy Bath、illi 	<p>研究院 (R&D Center) 的前身是成立于 1954 年韩国最早的研究室, 并从 1957 年每年派遣技术人员到德国、日本等地学习先进的技术以增强自身的实力。</p> <ul style="list-style-type: none"> ◇ 公司追求让消费者心动的设计; ◇ 2014 年升级原有的设计中心为“爱茉莉太平洋设计实验室”, 为公司培养人才、建立设计经营体系与全球性设计网络, 将品牌与设计相挂钩, 同时最大化了品牌间的互助倍增效果 	<p>立有 3 个工厂, 分别负责护肤品/彩妆生产、身体/口腔护理产品以及茶文化食品生产等。</p> <p>◇ 公司在中国和法国设立有工厂, 其中中国地区主要生产化妆品开发中国市场, 法国有生产香水产品。</p>	<p>公司所有品牌顾客提供的通用积分服务。</p>
-------------	---	--	--	---------------------------

资料来源: Bloomberg、各公司官网、光大证券研究所
注: 宝洁公司前身创立于 1837 年。

表 34: 世界主要化妆品巨头公司外延并购情况

收购时间	收购标的	简介	收购金额 (亿美元)	收购意义
宝洁				
1930	Thomas Hedley	英国香皂及蜡烛制造公司	-	开始拓展海外业务
1957	Charmin Paper Milk	卫生用纸	-	正式进入消费性纸品生意
1961	Folger's	全美最大的咖啡品牌商	29.5	进军食品和饮料市场
1973	Nippon Sunhome	日本一家小型香皂和清洁剂公司	-	开始在日本制造并销售公司产品
1982	Norwich Eaton	处方药生产、制造及分销商	-	拓展个人保健用品行业
1985	Rechardson-Vicks	旗下拥有潘婷、Olay 等品牌	12	夯实消费品业务
1989	Noxell	美国化妆品公司, 旗下拥有 Cover Girl、Clarion、Noxzema 等彩妆及护肤品品牌	13	拓展彩妆市场
1990	Old Spice	主营男士清洁用系列	3	收购完成后公司丰富品牌产品、提升品牌形象
1991	Max Factor、Betrrix、SKII 等	产品主要为彩妆及护肤品等	11.4	丰富公司化妆品业务
1994	Giorgio Beverly Hills	主要产品为香水	1.5	拓展公司香水业务, 提升公司在香水行业市场地位
1997	Tambrands 公司和它旗下的全球知名品牌 Tampax(丹碧丝)	知名妇女护理用品品牌	18.5	扩展妇女卫生用品市场
1999	Lams	高档宠物食品行业处于领先地位的公司	-	进军宠物保健和营养产品领域
2001	Clairol	主营护发染发业务, 世界第二大护发护理公司 (第一大为欧莱雅), 该公司旗下拥有 Clairol、Aussie 等多个品牌	49.5	确立公司在全球护发市场龙头地位
2001	伊卡露	全球染发、护发领导品牌	50	增加规模效益, 是公司全球化策略的一部分
2003	Wella	欧洲第二专业染发公司, 在欧洲市场的占有率为 24%, 仅次于拥有 29% 份额的欧莱雅	58	拓展欧洲地区护发与化妆品市场业务, 进入专业护发领域

2005	Gillete	著名剃须刀品牌	570	开辟了男士剃须用品市场
2008	Nioxin Research Laboratories	主营护发产品	3	巩固公司护发领域行业地位, 同时推进 Nioxin 业务发展
雅诗兰黛				
1994、1998	Mac	定位较为高端、主要销售渠道为百货	-	帮助 MAC 实现全球业务的扩张
1995	Bobbi Brown	美国彩妆及香水品牌	-	帮助 Bobbi Brown 实现全球业务的扩张
1995	La Mer	高档护肤品	-	帮助 La Mer 实现全球业务的扩张
1997	Aveda	染发护发、护肤品、彩妆品牌, 主打天然 主要在专业头发沙龙渠道销售	3	帮助 Aveda 实现全球业务的扩张
1999	Jo Malone	定位高端, 产品主要有香水、奢侈香蜡、洗浴用品等	-	进一步丰富公司产品线
2005	Tom Ford Beauty	化妆品及香水业务	-	使用该品牌扩充化妆品产品线
2010	SmashBox	主营化妆品, 主要通过化妆品专营店销售, 定位年轻人	-	帮助公司把握住年轻消费群体市场以及高速发展的专营店渠道市场机遇
2014	Le Labo	高端香水、香氛	0.4~0.6	对公司香水业务的补充, 并帮助该品牌开拓全球市场
2014	RODIN olio lusso	奢侈护肤品牌	未透露	帮助该品牌开拓全球市场
2014	GlamGlow	护肤(面膜、眼膜), 该品牌在化妆品专营店增长靓丽, 同时与品牌粉丝形成良好互动	2.2	对公司较为薄弱的面膜业务形成较好的补充
2015	Editions de Parfums Frédéric Malle	奢侈香水品牌	-	与公司定位相符
2015	GLAMGLOW	主要用于镜前拍摄用护肤品	-	
2016	By Kilian	法国香水品牌	-	对公司香水业务的补充
2016	BECCA	奢侈护肤品牌	2	对公司奢侈护肤品业务的补充, 并帮助该品牌开拓全球市场
2016	Too Faced	定位中档, 渠道多为化妆品专营店 善于利用社交媒体带动销售 包装可爱俏皮 在化妆品专营店及电商等渠道高速发展	14.4	帮助该品牌开拓全球市场
2017	Deciem	主营护肤产品, 采用多品牌策略及垂直一体化的品牌运作机制(从研发、生产、销售及营销等, 从而能够快把 握市场新需求)	-	帮助该品牌开拓全球市场
欧莱雅				
1964	兰蔻	高级护肤品牌	-	-
1965	Garnier	护发、护肤品牌	-	-
1970	Biotherm	高级护肤品牌	-	-
1973	Gemey	彩妆品牌	-	开始进入彩妆市场
1993	Redken 5th Avenue	全球专业护发产品及服务领导品牌	-	巩固公司美发业务地位
1994	Cosmair	为欧莱雅在美国和加拿大的代理商, 主要代理兰蔻、Ralph Lauren、Giorgio Armani 以及高端产品线	7	加速拓展美国高端化妆品市场
1996	Maybelline	定位大众端, 主要在药店及折扣店销售	6.6	拓展美国大众化妆品市场
1998	Softsheen	有色人种护发品牌, 产品主要通过化妆品专卖店及美发沙龙等, 旗下拥有 Optimum、Care Free Curl 及 Alternatives 等品牌	-	进入黑人化妆品领域
2000	Carson	黑人化妆品品牌, 产品全球发售, 25%收入来源于非洲, 是非洲最大的护肤护发公司, 旗下拥有 Dark & Lovely、Gentle Treatment、Magic Shave 及 Ultra Sheen 等品牌	-	进一步丰富公司产品线, 丰富公司黑人化妆品产品线, 同时分享该品牌的高成长性
2000	MATRIX ESSENTIALS	北美专业护发品牌, 主要通过护发沙龙销售	-	帮助该品牌进行全球市场拓展

2000	Kiehl's	美国高档护肤品	-	对公司高端化妆品的补充
2001、2004	Shu Uemura	日本化妆品公司	-	帮助该品牌进行全球市场拓展
2003	小护士	中国知名大众化妆品品牌,在护肤品类市场排名曾达第二	-	发展中国市场、同时帮助其全球扩张
2006	Body Shop	英国化妆品零售商,主要通过单品牌门店销售	3.56	-
2008	YSL Beauté	法国高级化妆品品牌	18	与公司现有品牌形成互补,助推公司高档化妆品业务
2010	Essie Cosmetics	美国指甲油品牌,主要通过沙龙及 SPA 销售	-	提升公司在指甲油及护理产品的市场份额,并且分享该市场的高成长性
2011	Clarisonic	美国美容仪领导品牌	-	帮助其拓展全球业务,同时进入高成长的美容仪领域
2012	Urban Decay	美国化妆品品牌,明星产为 12 色眼影盘,主要通过化妆品专营店及电商渠道销售	-	增强公司在化妆品专营店及电商等新兴渠道的布局
2014	美即	中国知名面膜品牌	8.3	看好面膜在中国市场的快速发展
2014	NYX	平价化妆品品牌,采取社交媒体、定位草根大众的营销手段,主要通过化妆品专营店、电商及单品牌门店销售	-	进一步丰富公司化妆品品牌,同时发挥协同效应促进双方共同发展
2015	Niely	巴西最大的护发染发品牌	-	进入快速发展的巴西等拉美市场
2016	IT Cosmetics	护肤及彩妆品牌,高速发展	12	IT Cosmetics 科技和研发能力较强,提升公司总体研发实力 拯救集团在亚洲及拉美地区下滑的业绩
2017	CeraVe、AcneFree 及 Ambi	清洁护肤产品,主要销售渠道有药店、商超、电商等	-	增强公司在北美的市场地位,同时帮助其全球扩张
资生堂				
2000	NARS	由身为彩妆大师及摄影师的 Franxois Nars 创立的美国彩妆品牌,针对敏感度高皮肤使用产品	-	-
2010	SEA BREEZE	拥有超过 100 年的悠长历史,主要产品为全身用化妆水,抑制体味,令周身保持清爽	-	帮助该品牌落地日本市场
2010	bareMinerals	美国品牌,主力商品是不添加防腐剂及人工香精的矿物质成分粉底	17	凭借该产品在美国的粉底产品市场构筑了坚实有力的地位
2016	Gurwitch	美国高级化妆品公司,其中拥有 Laura Mercier、ReVive 等品牌	2.6	品牌的高成长带动公司业绩

资料来源: 纽约时报、洛杉矶时报、光大证券研究所

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，光大证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议做出任何形式的保证和承诺。在任何情况下，本报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表达的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能会独立做出与本报告的意見或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅向特定客户传送，未经本公司书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络本公司并获得许可，并需注明出处为光大证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

机构业务总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件	
上海	徐硕		13817283600	shuoxu@ebscn.com	
	李文渊		18217788607	liwenyuan@ebscn.com	
	李强	021-22169131	18621590998	liqiang88@ebscn.com	
	罗德锦	021-22169146	13661875949/13609618940	luodj@ebscn.com	
	张弓	021-22169083	13918550549	zhanggong@ebscn.com	
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebscn.com	
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebscn.com	
	李晓琳		13918461216	lixiaolin@ebscn.com	
	丁点	021-22169458	18221129383	dingdian@ebscn.com	
	北京	郝辉	010-58452028	13511017986	haohui@ebscn.com
梁晨		010-58452025	13901184256	liangchen@ebscn.com	
吕凌		010-58452035	15811398181	lvling@ebscn.com	
郭晓远		010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebscn.com	
张彦斌		010-58452026	15135130865	zhangyanbin@ebscn.com	
庞舒然		010-58452040	18810659385	pangsr@ebscn.com	
高菲		010-58452023	18611138411	gaofei@ebscn.com	
深圳		黎晓宇	0755-83553559	13823771340	lix1@ebscn.com
		李潇	0755-83559378	13631517757	lixiao1@ebscn.com
		张亦潇	0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebscn.com
	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebscn.com	
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebscn.com	
	牟俊宇	0755-83552459	13827421872	moujy@ebscn.com	
国际业务	陈婕	0755-25310400	13823320604	szchenjie@ebscn.com	
	陶奕	021-22169091	18018609199	taoyi@ebscn.com	
	梁超		15158266108	liangc@ebscn.com	
	金英光	021-22169085	13311088991	jinyg@ebscn.com	
	王佳	021-22169095	13761696184	wangjia1@ebscn.com	
	郑锐	021-22169080	18616663030	zh Rui@ebscn.com	
	凌贺鹏	021-22169093	13003155285	linghp@ebscn.com	
	金融同业与战略客户	黄怡	010-58452027	13699271001	huangyi@ebscn.com
		丁梅	021-22169416	13381965696	dingmei@ebscn.com
		徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebscn.com
王通		021-22169501	15821042881	wangtong@ebscn.com	
私募业务部	赵纪青	021-22167052	18818210886	zhaojq@ebscn.com	
	谭锦	021-22169259	15601695005	tanjin@ebscn.com	
	曲奇瑶	021-22167073	18516529958	quqy@ebscn.com	
	王舒	021-22169134	15869111599	wangshu@ebscn.com	
	安羚娴	021-22169479	15821276905	anlx@ebscn.com	
	戚德文	021-22167111	18101889111	qidw@ebscn.com	
	吴冕		18682306302	wumian@ebscn.com	
	吕程	021-22169482	18616981623	lvch@ebscn.com	
	李经夏	021-22167371	15221010698	lijxia@ebscn.com	
	高霆	021-22169148	15821648575	gaoting@ebscn.com	
	左贺元	021-22169345	18616732618	zuohy@ebscn.com	
	任真	021-22167470	15955114285	renzhen@ebscn.com	
	俞灵杰	021-22169373	18717705991	yulingjie@ebscn.com	