

国际视野下的化妆品行业(美国篇) ——化妆品系列研究之三

美国化妆品行业较我国成熟很多，发展历史看，主要可以分为认识模糊期（19 世纪中期及以前）——产品探索期（19 世纪后半叶）——品牌形成期（20 世纪初至 30 年代）——龙头整合期（二战及以后）。从本土品牌看，美国一批最早的民族品牌如蜜丝佛陀、Elizabeth Arden、美宝莲等均创立于 20 世纪初，较我国本土品牌密集创立要早约 100 年，这基本体现了两国化妆品行业历史的发展差距。

目前美国仍稳坐全球第一大化妆品市场。2017 年美国化妆品市场规模为 861 亿美元，占全球 18.5%，2003-17 年 CAGR 为 2.48%（中国同期 CAGR 为 10.6%）。美国本土品牌市占率占据主导。2017 年 TOP10 公司中海外公司占 4 家，TOP20 中海外公司仅 7 家，本土公司以强大的研发力铸就护城河，加之天然供应链和渠道铺设优势，长期深耕，超越舶来品牌。值得关注 2007-2009 年次贷危机时期，“口红效应”再次出现。2008-09 两年化妆品规模整体下滑幅度（0.0%、-1.4%）均小于 GDP（-0.1%、-2.5%）。高端市场连续两年高负增长（-3.0%、-5.2%），下降幅度大于宏观 GDP，但大众市场仍能保持正增速（1.4%、0.0%）。其中彩妆的“口红效应”表现强于护肤，大众彩妆连续逆势增长。

雅诗兰黛是美国本土化妆品龙头，亦是专注于彩妆，护肤，香水和头发护理的全球化妆品领军公司，2017 年占据全球高端化妆品 13.7% 份额。公司拥有 Estée Lauder、Clinique 等 30 种以上优质品牌的多元化产品组合，FY18 营收达 136.83 亿美元，同比增长 15.72%，仅次于欧莱雅位居全球第二。1999 年上市以来 PE 大约为 30，与其他世界化妆品巨头相当，近年来受益并购估值水平持续提升

集团通过频繁外延打造化妆品龙头，主要体现为四大特征：
1、在收购对象上，集团偏爱彩妆和香水主业，与聚焦护肤产品的自创品牌群体形成优势互补；
2、符合集团中高档定位，关注顶层化妆品品牌，拉升品牌层级，如收购高端奢华护肤品牌海蓝之谜；
3、在具体领域中追求以外延切入对应细分市场，如护肤领域引入专精精油护肤的 RODIN olio lusso、面膜品牌 GLAMGLOW 等；
4、护肤、彩妆主业外的领域着重具备发展潜力的小而美品牌，如护发领域多收购小众优质品牌，公司进行品牌重塑及渠道管理，培育成长。

风险因素：宏观经济影响终端消费；贸易战影响进出口业务规模及受益；外汇波动风险；原材料提价风险；行业竞争激烈，优质新品牌挤压份额；税收政策变动风险。

请参阅最后一页的重要声明

纺织服装

维持

增持

史琨

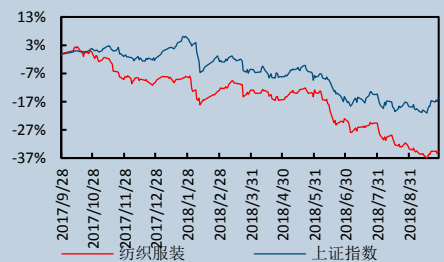
shikun@csc.com.cn

010-65608483

执业证书编号：S1440517090002

发布日期：2018 年 09 月 28 日

市场表现



相关研究报告

- 18.07.10 中信建投化妆品系列研究之一：四维透视本土品牌崛起之“道”
- 18.09.07 中信建投化妆品系列研究之二：面膜缘何率先崛起

目录

一、美国化妆品行业的发展阶段	5
(一) 19 世纪：洗护巨头宝洁开始扩张，居民美妆意识模糊甚至排斥	5
(二) 20 世纪初至 30 年代：美丽需求释放，行业大幕拉开，众星云集	5
(三) 二战及战后：女性地位提升+经济腾飞，市场进一步成熟，龙头开始整合	6
二、美国化妆品行业的主要特征	8
(一) 美国系全球第一大化妆品市场	8
(二) 美国市场“口红效应”获验证	9
(三) 本土品牌强势，CS 及线上渠道增长，挤压其他渠道份额	11
(四) 彩妆增长动力十足，功能性护肤成市场宠儿	13
三、雅诗兰黛成长之路	17
(一) 发展历程&市值分析：频繁并购打造化妆品帝国	17
(二) 财务分析：收入稳定增长，新税政影响 FY18 业绩，毛利率高于欧莱雅	21
(三) 自创+收购+代理，打造豪华化妆品品牌矩阵	23
(四) 销售渠道优化升级，旅游与电商渠道成长迅速	29
(五) 研发强劲，品牌+产品+包装三位一体	30
四、风险因素	31

图目录

图 1：蜜丝佛陀推出 Society Make-up，提出彩妆概念	6
图 2：美宝莲推出全球首款睫毛膏	6
图 3：美国二战时期海报中女性形象带有明显的彩妆妆容	7
图 4：1947-2000 年美国女性人均收入情况（美元）	7
图 5：1947-2000 年美国人均可支配收入情况（美元）	7
图 6：2017 年全球化妆品市场规模占比情况	8
图 7：2003-2017 年各国化妆品规模 CAGR 对比	8
图 8：2003-2017 年美国化妆品市场规模及同比增速	9
图 9：2004-17 年美国化妆品行业规模与 GDP 增速对比	10
图 10：2008-2009 年美国各化妆品类规模同比增速	10
图 11：2013-2022E 美国化妆品大众、高端占比情况	10
图 12：2004-17 年美国化妆品大众、高端产增速一览	10
图 13：2013-2022E 中国化妆品大众、高端占比情况	11
图 14：2004-2017 中国化妆品市场大众、高端产品增速一览	11
图 15：2014-17 年美国彩妆高端及大众增长情况	11
图 16：2014-17 年美国护肤高端及大众增长情况	11
图 17：2008-2017 年美国化妆品市场集团销售 CR5、CR10 情况	12
图 18：2017 年美国化妆品市场公司归属地格局（%）	12
图 19：2017 年美国化妆品市占率 TOP10	12



图 20: 2017 年中国化妆品市占率 TOP10.....	12
图 21: 2003-2017 年美国化妆品渠道分布: CS 及线上增长, 挤占其他渠道份额.....	13
图 22: 2017 年美国化妆品行业结构.....	13
图 23: 2017 年中国化妆品行业结构.....	13
图 24: 美国化妆品各品类规模及增长一览.....	14
图 25: 2003-2022E 美国彩妆市场规模及同比增速.....	14
图 26: 2008-2017 年美国彩妆大众、高端占比情况.....	14
图 27: 2013-2022E 美国彩妆市场各细分品类占比情况.....	15
图 28: 2004-2017 年美国彩妆市场各细分品类增速一览.....	15
图 29: 美国彩妆 TOP10 基本被雅诗兰黛和欧莱雅瓜分.....	15
图 30: 2008-2017 年美国彩妆 CR5、CR10 情况.....	15
图 31: 2003-2022E 美国护肤品市场规模及同比增速.....	16
图 32: 2008-2017 年美国护肤品大众、高端占比情况.....	16
图 33: 2013-2022E 美国护肤品市场各细分品类占比情况.....	16
图 34: 2004-2017 年美国护肤品类增速一览.....	16
图 35: 2008-2017 年美国护肤品 CR5、CR10.....	16
图 36: 雅诗兰黛历史沿革图.....	17
图 37: 雅诗兰黛公司 1997-2018 市值和 PE 变化情况.....	19
图 38: 1997-1999 年 6 月雅诗兰黛市值和 PE 变化情况.....	20
图 39: 1997-1999 年 6 月纳斯达克指数.....	20
图 40: 1999 年 7 月-2002 年雅诗兰黛市值和 PE 变化情况.....	20
图 41: 1999 年 7 月-2002 年纳斯达克指数.....	20
图 42: 2003-2009 年雅诗兰黛市值和 PE 变化情况.....	21
图 43: 2003-2009 年同行业 PE 对比.....	21
图 44: 2010 年以来雅诗兰黛市值和 PE 变化情况.....	21
图 45: 2010 年以来纳斯达克指数.....	21
图 46: FY1996-FY2018Q1-3 营业收入及同比增速.....	22
图 47: FY1996-FY2018Q1-3 归母净利润及同比增速.....	22
图 48: FY1996-FY2018Q1-3 综合毛利率水平.....	22
图 49: FY1996-FY2018Q1-3 净利率水平.....	22
图 50: FY2012-FY2018Q1-3 经营性现金流及增速.....	22
图 51: 彩妆与护肤两大传统板块依然为公司的营收支柱.....	23
图 52: 海外市场增长迅速.....	23
图 53: FY1996 以来从并购角度对营业收入阶段性拆分.....	28
图 54: FY1996 以来从并购角度对归母净利润阶段性拆分.....	29
图 55: 百货店占比下降, 新兴渠道占比上升.....	29
图 56: FY2017 公司各渠道占比情况.....	29
图 57: 公司采取全球化战略, 产品销售范围覆盖全球.....	30

表目录

表 1: 19 世纪美容类化妆品在美国面临三大困难.....	5
表 2: 19 世纪美容类化妆品在美国面临三大困难.....	6
表 3: 2013-2017 年美国化妆品市占率前十集团一览 (%)	12
表 4: 2017 全球高端化妆品市场份额排名第二.....	17
表 5: 2017 全球化妆品规模排名第二	17
表 6: 雅诗兰黛初创期大事记	18
表 7: 雅诗兰黛成长期大事记	18
表 8: 雅诗兰黛成熟扩张期大事记	19
表 9: 雅诗兰黛拥有丰富的多品牌组合矩阵.....	24
表 10: 雅诗兰黛品牌发展史	26

一、美国化妆品行业的发展阶段

人类社会对美的追求是与生俱来的，化妆品的运用伴随人类社会从诞生到今天。天然成分化妆品在历史上全球各个地区、各个人种均有广泛运用，但如今主流的建立在现代化工、生物等科学技术上的化妆品产业无疑起源于欧美。总体来看，工业革命之后欧洲与美国化妆品行业发展路径较为一致，19 世纪末开始有少数品牌出现，而大多数如今知名品牌创立于 20 世纪前三十年。我们对美国百余年来化妆品行业进行了简要梳理：

（一）19 世纪：洗护巨头宝洁开始扩张，居民美妆意识模糊甚至排斥

从化妆品大类来看，19 世纪的美国家庭已经广泛采用现代工业基础上的洗护产品，而现代美容类化妆品如个人护理、美妆等，整体大致是从 20 世纪初才开始逐渐被社会接受。出于产品定义、社会潮流、工业技术等原因，在此之前化妆品实际上并没有深厚的大众基础。

表 1：19 世纪美容类化妆品在美国面临三大困难

	内容
产品定义	化妆品和药品之间的区别一直比较模糊。传统上美国药剂师除药品外，还会携带个人护理、卫生和美容产品，因此化妆品当时并未形成独立的行业基础。
社会潮流	19 世纪的美国流行天然美，排斥美妆产品。在 18 世纪的美国，化妆对于上层阶级的男女是很普遍的。但到了 19 世纪，风潮发生变化，社会认同理想化的天然美，使用美妆来改变容貌被认为是不雅、轻浮的，因此任何涂料美妆在当时都是不被接受的，也很少有厂家生产。
工业技术	技术不成熟，产品损害健康。出于对美的追求，当时仍有不少女性私下里使用化妆品，主要是使面部美白、光滑。但当时生产技术还不成熟，皮肤产品通常含有有毒的汞，砷和铅，对人体造成危害，不可能广泛使用。

资料来源：Smithsonian Institution 官网，中信建投研究发展部整理

19 世纪末期随着产业逐渐成熟和观念逐渐转变，一些特定化妆品品类开始有所突破。香水是美国药房首批携带的化妆品，技术含量较低，且对人体外貌直接改变较少，相对容易接受，因此最先获得推广。19 世纪时法国是最大香水出口国，美国高端香水全部被法国品牌占据，本土品牌主要在中低端市场，也出口至欧洲。以牙膏起家的高露洁于 1866 年开设香水品线，是当时大众香水的代表。真正以香水起家的雅芳 AVON 创立于 1886 年，原名加州香水公司，到 1900 年时已成为美国最大化妆品集团之一，但化妆品行业大潮仍未到来。

洗护方面，实际美国社会也曾一度认为洗澡损害身体，但随着细菌理论的发展以及自来水管道的改进，美国人对于洗护观念的转变比美容化妆品早约半个世纪。19 世纪中期开始，美国人愈加重视卫生对预防疾病的作用，迅速推动洗护用品的发展。日化巨头宝洁创立于 1837 年，以蜡烛和肥皂起家，1879 年开发出高性价比的象牙皂大获成功，需求快速上升，1890 年即开始向加拿大、英国海外扩张。洗护行业早先一步开启增长。

（二）20 世纪初至 30 年代：美丽需求释放，行业大幕拉开，众星云集

如果说 20 世纪之前由于需求尚未完全崛起，化妆品仍属于少部分人需要，行业属于产品探索期，那 20 世纪初至 30 年代是化妆品品牌形成期，两大因素促进美容类化妆品在美国开始腾飞：

一、芭蕾舞剧和好莱坞电影明星影响力日益增长，从高雅和时尚两方面，将此前对于美容类化妆品的陈旧观念全部推翻。现代彩妆脱胎于当时舞台演员装扮需求，好莱坞影星蒂达·巴拉、克拉拉·鲍、葛丽泰·嘉宝等对

美国化妆品行业产生了重大影响，她们在电影中的各种装扮被美国女性极力追捧，如口红、眉笔、睫毛膏等均在民众中传播广泛，与如今明星网红超强的带货能力如出一辙，极大促进当时社会对彩妆的认识和需求；

二、早期女权运动的兴起亦冲击传统观念，刺激美容需求。20 世纪美国女权运动对化妆品的影响是随着时代而改变的，在前三十年带有建设性，肯定女性美容权利的自由，促进了化妆品的普及和多样化。如 1912 年纽约女性在街头游行时选择涂抹亮红口红，彰显女性权利，极大推动口红品类的发展。

许多具有开创性的美国化妆品品牌和产品在这期间相继涌现，并开始走向大众：

表 1：19 世纪美容类化妆品在美国面临三大困难

	品牌名	创立时间	品牌介绍及贡献
品牌	蜜丝佛陀	1909 年	由彩妆行业先驱者、“现代彩妆之父”Max Factor 创立，初创时专为好莱坞演员舞台化妆，为玛丽莲 梦露、伊丽莎白 泰勒、奥黛丽 赫本等设计经典妆容，1920 年首创“彩妆”（Make-up）概念，并大力开发大众美妆产品，相继发明了唇彩、粉饼、管状睫毛膏、遮瑕等重要彩妆品类。
	Elizabeth Arden	1910 年	由被誉为“化妆品皇后”的伊丽莎白 雅顿女士创立，由 1922 年后开始自产香水、护肤、彩妆产品，在护肤方法步骤上具有相当的开创性，40-60 年代巅峰期为全球最大的化妆品集团之一。
	美宝莲	1915 年	由药剂师威廉姆斯创立，1917 年推出全球首款筒装睫毛膏，1920 年经典固体饼状睫毛膏上市，开启大众眼部美妆领域。
产品	露华浓	1932 年	由郎佛迅兄弟和化学家查尔斯 郎曼创立，其用颜料替代染料制成色泽艳丽的不透明指甲油，开发全球首款不透明指甲油，具有前所未有的缤纷色彩，并提出唇妆和指甲颜色相配的理念，极大推动女性美甲需求。
	旁氏雪花霜、冷霜	1907 年	著名化妆品品牌旁氏开发出雪花霜和冷霜的配方以及世界第一款冷霜，该两项配方是今天所有护肤产品的基础，为行业带来巨大飞跃。

资料来源：品牌官网，摩登学院，中信建投研究发展部整理

图 1：蜜丝佛陀推出 Society Make-up，提出彩妆概念



资料来源：搜狐时尚，中信建投证券研究发展部

图 2：美宝莲推出全球首款睫毛膏



资料来源：品牌官网，中信建投证券研究发展部

（三）二战及战后：女性地位提升+经济腾飞，市场进一步成熟，龙头开始整合

美国本土在两次世界大战中未受打击，相比欧洲，美国化妆品行业幸免于难，尤其在二战中反而迅速发展，

后来居上，主要归功于四个原因：

- 1、当数百万美国女性在二战中进入劳动力市场，社会地位显著提升，并拥有更大的独立性和购买力，化妆品支出大幅增加；
- 2、政府通过各种宣传强调女性的双重责任，即支持战争并通过化妆品来维持女性身份，如鼓励妇女加入战争的海报中女性护士和工厂工人通常使用鲜红色口红和深色睫毛膏，化妆品已成为社会共识，有效促进化妆需求进一步普遍化；
- 3、不少厂商预计到战后将出现惊人的繁荣，亦加大投入囤积产品、研发新品；
- 4、虽然政府取消了对化妆品制造商的战时材料配给限制，以鼓励使用化妆品，但如石油、酒精等许多化妆品的基本成分仍被转用于战争供应，化妆品整体供不应求，有利于行业保持繁荣。

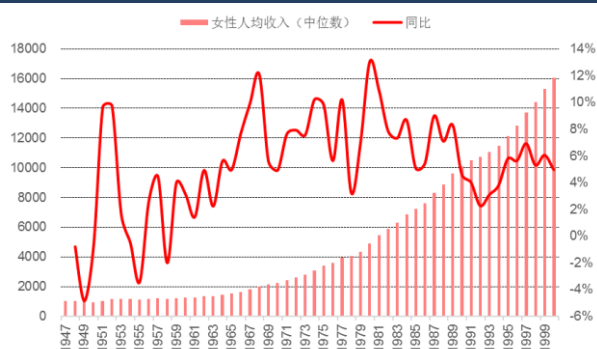
图 3：美国二战时期海报中女性形象带有明显的彩妆妆容



资料来源：搜狐历史，中信建投研究发展部

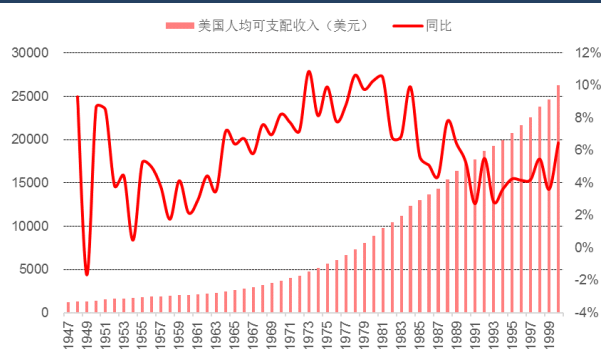
战后美国综合国力成为全球最强，经济持续稳定增长，尤其是 1965-1985 二十年间增速维持高位，人均可支配收入 CAGR 为 8.8%，女性人均收入（中位数）CAGR 也达 8.5%。虽然经历了 60 年代后期女权主义影响（当时女权主义者批评化妆品将女性物化，限制自由，提倡自然），但化妆品认知已然根深蒂固，经济水平的提升促进化妆品消费更加普遍化、多样化，行业持续稳健发展，不断成熟化。

图 4：1947-2000 年美国女性人均收入情况（美元）



资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

图 5：1947-2000 年美国人均可支配收入情况（美元）



资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

美国化妆品格局的转变是行业成熟的标志之一，20 世纪初期随着美容需求提升，催生了很多由女性创立的

中小化妆品品牌，行业较为分散。而在行业规模不断扩大，品牌厂商寻求拓张的过程中，一方面创新能力强、产品适销对路的领先企业逐渐积累优势，另一方面行业商业模式发生改变，为实现广泛分销，众多品牌商需要与连锁药品和百货商店进行谈判，而当时性别平等程度还不高，这些渠道往往被男性掌控居多，他们通常将女性经营的中小化妆品品牌/企业排除在分销渠道外，在竞争中处于劣势，因此从 30 年代开始，集中度已经开始提升，少数几家公司控制了约 40% 市场份额，美国化妆品行业巨头格局渐稳定，开始进入**龙头整合阶段**。

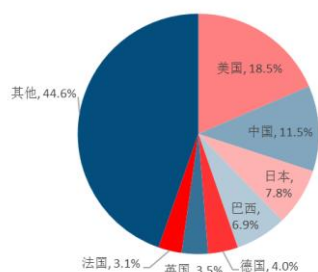
战后行业整合趋势加快，最具代表性的即是雅诗兰黛的频繁并购，战后第一年雅诗兰黛成立，经过二十年发展在行业站稳脚跟，超越 Elizabeth Arden 等成为美国第一化妆品集团，1964-2000 年间集团凭借雄厚的资金先后进行 18 笔并购，均瞄准化妆品品牌，将雅男士、倩碧、M.A.C、ORIGINS、BOBBI BROWN、LA MER、JO MALONE 等知名品牌纳入麾下，创立化妆品帝国。其他如宝洁收购 Richardson-Vicks（拥有潘婷、Olay 玉兰油）、蜜丝佛陀，欧莱雅收购赫莲娜、美宝莲、科颜氏、美奇丝等均促进行业集中度提升。

二、美国化妆品行业的主要特征

（一）美国系全球第一大化妆品市场

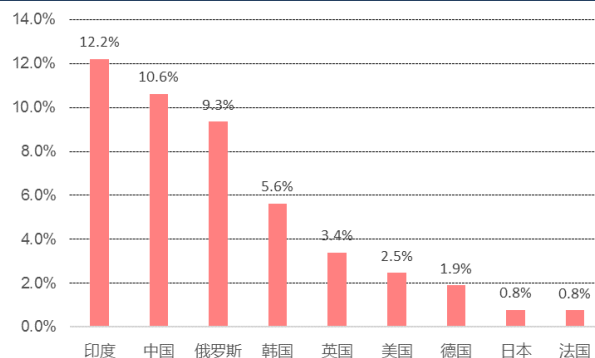
进入 21 世纪，美国化妆品依然稳坐化妆品市场规模第一之位。据 Euromonitor 数据显示，2017 年美国化妆品市场规模为 861 亿美元，占全球化妆品市场 18.5%，在全球具有举足轻重的影响（中国以 535 亿美元规模紧随其后，占全球市场份额 11.5%）。2003-2017 年美国化妆品市场规模 CAGR 为 2.48%（中国同期 CAGR 为 10.6%）。

图 6：2017 年全球化妆品市场规模占比情况



资料来源：Euromonitor，中信建投证券研究发展部

图 7：2003-2017 年各国化妆品规模 CAGR 对比



资料来源：Euromonitor，中信建投证券研究发展部

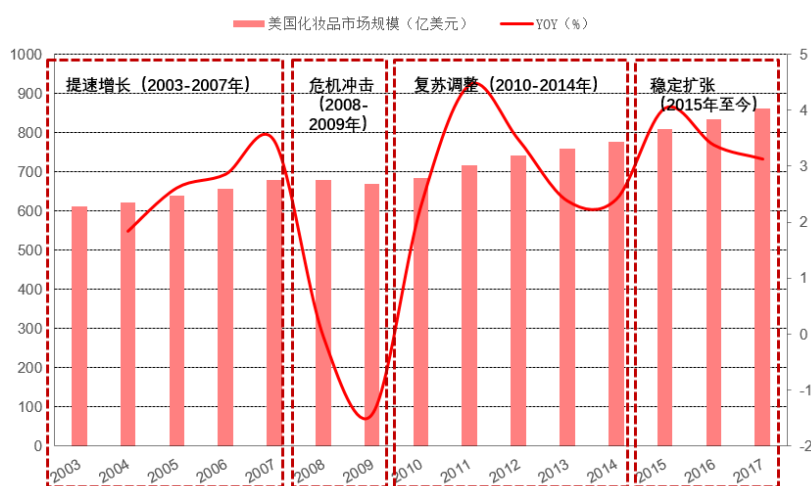
美国市场规模稳中有升，波动情况可分为四个阶段：

- **提速增长（2003-2007 年）**：美国化妆品市场规模增速不断提升，2007 年增速升至 3.4%，五年 CAGR 达 2.69%；
- **危机冲击（2008-2009 年）**：2008 年金融危机使得国内经济受挫，化妆品行业亦遭受重大冲击。化妆品市场连续两年负增长，2009 年同比下降 1.43% 至 670 亿美元；
- **复苏调整（2010-2014 年）**：后危机时代美国经济增速缓慢，但化妆品市场迅速反弹增长。2010 年由负转正，2011 年增速达 4.4% 创新高，此后规模维持增长，增速不断波动；
- **稳定扩张（2015 年-至今）**：2015 年规模增速再次突破 4%，增速趋于稳定。近三年行业龙头加速整合，

市场呈现良性增长，CAGR 为 3.29%。

据 Euromonitor 预测，与中国类似，受益于消费力更强的新生代进入市场与电商重要性的快速提升，未来五年美国化妆品规模增速将实现进一步攀升，预计 CAGR 达 3.89%，2022 年将达 1042 亿美元。

图 8：2003-2017 年美国化妆品市场规模及同比增速



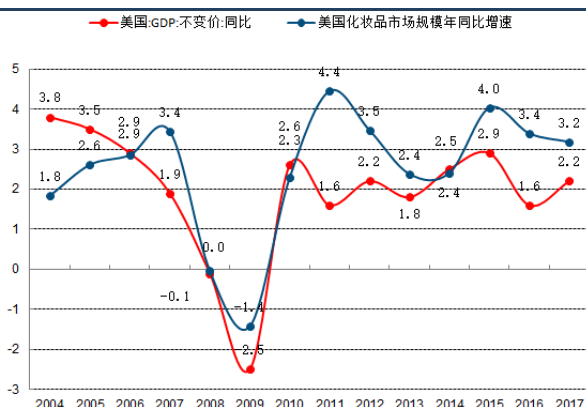
资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

（二）美国市场“口红效应”获验证

将美国化妆品行业规模增速与宏观经济对比来看，两者整体趋势相关性较强，且 2006-2017 年化妆品规模上涨速度快于 GDP 速度，下滑速度慢于 GDP 速度，行业景气度保持高位。2008/09 年因金融危机，2012-14 年因经济复苏持续疲弱，化妆品消费呈低端化趋势，高端领域乏力的影响，行业规模增速出现一定波动，但在经济增速提升时期化妆品行业总是能够迅速恢复元气。

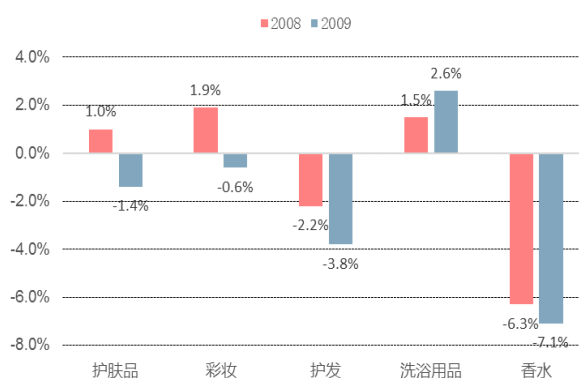
值得关注的是 2007-2009 年次贷危机时期，“口红效应”再次出现。20 世纪 30 年代，欧莱雅集团发现，美国经济不景气时，口红的本土销量反而直线上升，据此首次提出“口红效应”这一概念，即指在经济下行时，消费者实际收入下降，主观消费意愿的变动滞后于客观消费能力，因此在削减大的消费计划的同时，消费者会转而购买“廉价的非必要之物”，以满足强烈的消费欲望。2008-2009 年，美国 GDP 同比增速（不变价）连续两年负增长，2009 年美国 GDP 同比下降 2.5%，达 50 年内最低点。而化妆品市场受到波及，一转高增势头而呈现两年负增长，其中除洗浴用品保持增长外，其余重要品类 2009 年均有所下滑，护肤和彩妆规模分别同比下滑 1.4%、0.6%。但 2008-09 两年化妆品规模整体下滑幅度（0.0%、-1.4%）均小于 GDP（-0.1%、-2.5%）。

图 9：2004-17 年美国化妆品行业规模与 GDP 增速对比



资料来源: Euromonitor, 中信建投证券研究发展部

图 10：2008-2009 年美国各化妆品类规模同比增速

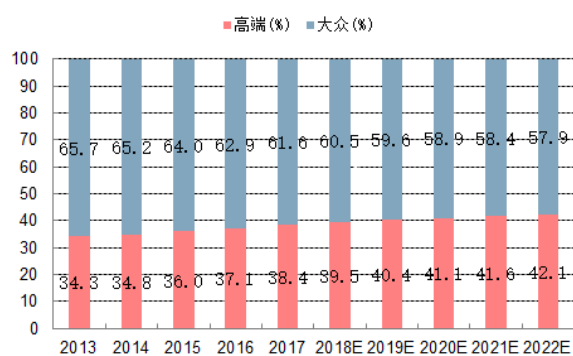


资料来源: Euromonitor, 中信建投证券研究发展部

根据口红效应的分析,收入下降时,非必需消费品高端需求被抑制,而中低端需求则保持坚挺。由此将美国化妆品行业根据品牌定位分开来看,美国化妆品高端市场占比超三分之一(Euromonitor 高端口径中单品价格约 200 元以上),2017 年高端市场占比为 38.4%。2004-2017 年间高端市场的增速基本快于大众市场,但高端市场增速较大众市场具有更高的弹性,受宏观因素影响更大。2008-09 年金融危机期间,高端市场连续两年高负增长(-3.0%、-5.2%),下降幅度大于宏观 GDP,但大众市场仍能保持正增速(1.4%、0.0%),居民消费能力下降偏好购买性价比更高的产品,口红效应得到充分体现。Euromonitor 预测美国 2022 年高端市场占比将提升至 42.1%,高端化趋势仍将延续。

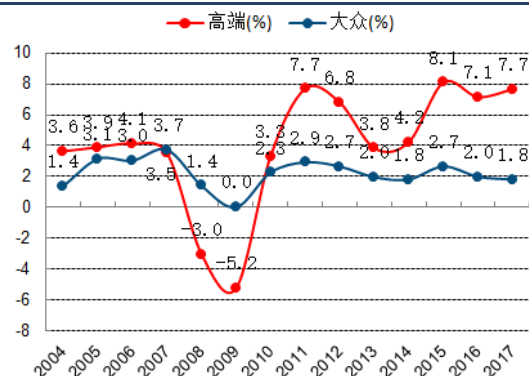
目前我国化妆品市场以大众为主导,2017 年大众化妆品规模占比达到 73.9%。近年来行业规模增长呈现明显的高端领涨态势,对标美国,中国高端化妆品市场仍存较大增长空间。

图 11：2013-2022E 美国化妆品大众、高端占比情况



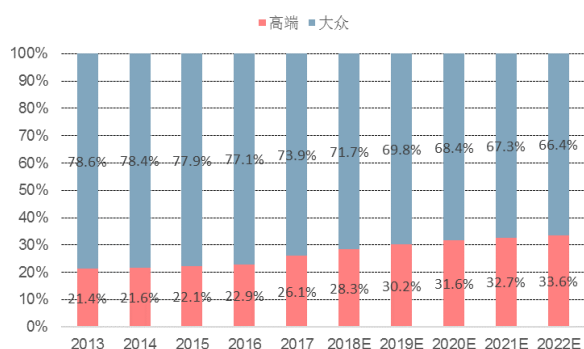
资料来源: Euromonitor, 中信建投证券研究发展部

图 12：2004-17 年美国化妆品大众、高端产增速一览



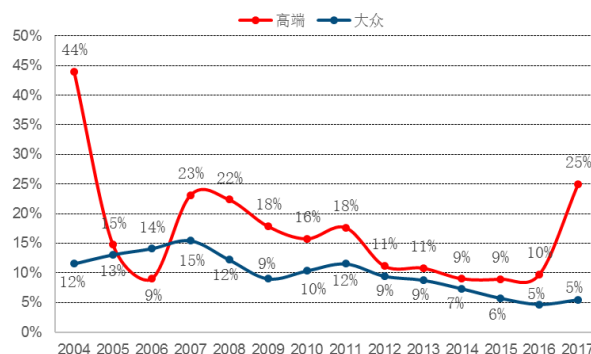
资料来源: Euromonitor, 中信建投证券研究发展部

图 13：2013-2022E 中国化妆品大众、高端占比情况



资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

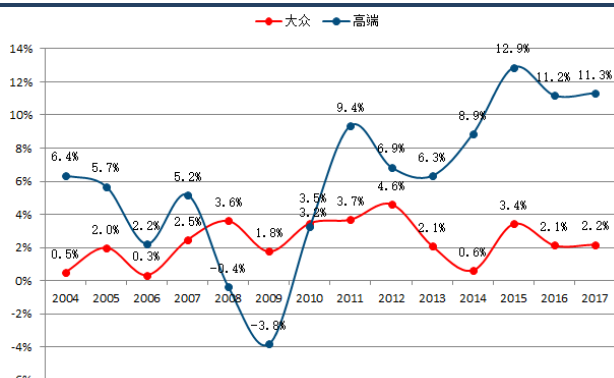
图 14：2004-2017 中国化妆品市场大众、高端产品增速一



资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

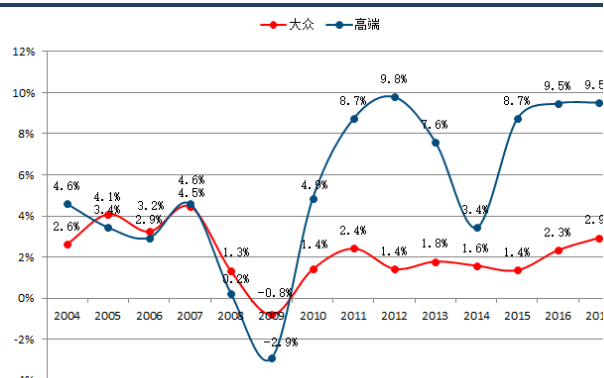
分品类看，(1) 护肤：2008-2009 年大众、高端彩妆下降趋势与总体保持一致，但大众市场的增速放缓趋势慢于高端市场。(2) 彩妆：彩妆整体弹性高于护肤品类，高端彩妆则更加敏感，2008-2009 年高端彩妆下降趋势与总体环境一致，但大众彩妆逆市增长，2008-2009 年同比增速分别达 3.6%、1.8%，彩妆的“口红效应”表现强于护肤。2012-2014 年行业趋缓期间护肤品亦满足此规律，彩妆大众部分因连续稳健增长带来高基数效应，增速迎来短期回调，高端彩妆则先行复苏。“口红效应”在美国的应验对本土化妆品市场的发展趋势颇具指引意义。

图 15：2014-17 年美国彩妆高端及大众增长情况



资料来源：Euromonitor，中信建投证券研究发展部

图 16：2014-17 年美国护肤高端及大众增长情况



资料来源：Euromonitor，中信建投证券研究发展部

(三) 本土品牌强势，CS 及线上渠道增长，挤压其他渠道份额

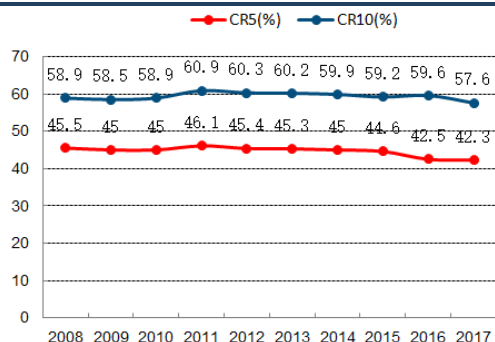
受美妆意识转变及社交平台话语权提升的影响，消费者不再局限于优质国际大品牌，小而美的独立品牌获得发展机遇，迅速进入市场，导致行业整体集中度有所下降。2017 年美国化妆品市场 CR5 为 42.3%，分别较 2008 年下降 3.2pct、1.3pct。(2017 年中国化妆品 CR5 为 26.8%，仍有提升空间)

从市场份额居首的品牌对比看。2013-17 年欧莱雅、宝洁、雅诗兰黛、联合利华及强生等传统美妆/日化龙头占据前五。宝洁因 2014 年起逐渐剥离美容业务，市占率持续下滑，2017 年排名首次降至第二；欧莱雅以 11.6% 跃升首位；雅诗兰黛和强生市占率均逐渐增长。美国化妆品市场龙头市占率较中国更高（没有提到中国数据，如果要与中国对比，就前后一致都比较高），且纷纷向独立美妆品牌伸出橄榄枝，将新兴竞争对手收入麾下，巩固自身市场地位。

与中国化妆品市场上国际品牌占绝对优势的情况不同，美国本土品牌市占率占据主导。2017 年市占率大于

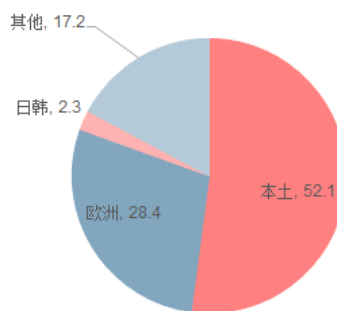
0.2%的公司数量共 62 家，其中美国公司占 52.1%，欧洲公司占 28.4%。2017 年市占率前 10 公司中海外公司占 4 家（欧莱雅、联合利华、LVMH、科蒂集团），前 20 公司中海外公司只有 7 家。美国作为全球综合国力排名第一的国家，强大的研发实力铸就创新护城河，加之天然供应链和渠道铺设优势，本土企业长期深耕，超越舶来品牌。值得注意的是，近年来日系品牌凭借不输美国品牌的科研实力和高于欧美水平的行业标准，成功积累品牌口碑，在美国有不俗表现，资生堂、花王等市占率逐年提升，均跻身前 20。

图 17：2008-2017 年美国化妆品市场集团销售 CR5、CR10



资料来源：Euromonitor，中信建投证券研究发展部

图 18：2017 年美国化妆品市场公司归属地格局 (%)



注：其他为市占率<0.2 的公司

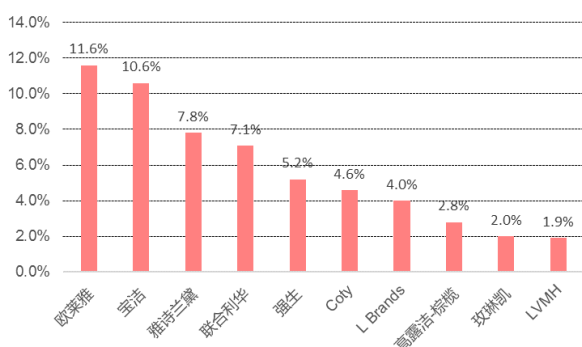
资料来源：Euromonitor，中信建投证券研究发展部

表 2：2013-2017 年美国化妆品市占率前十集团一览 (%)

集团名称	归属国/地区	2013	2014	2015	2016	2017
欧莱雅	欧洲	10.8	10.5	10.5	11.2	11.6
宝洁	美国	15.3	15.2	14.5	11.2	10.6
雅诗兰黛	美国	7.2	7.2	7.4	7.6	7.8
联合利华	欧洲	7.3	7.4	7.4	7.3	7.1
强生	美国	4.7	4.7	4.8	5.2	5.2
Coty	欧洲	2.5	2.5	2.4	4.9	4.6
L Brands	美国	3.9	4	3.9	4	4
高露洁-棕榄	美国	3	2.9	2.9	2.9	2.8
玫琳凯	美国	2.1	2.1	2.1	2	2
LVMH	欧洲	1.2	1.3	1.4	1.7	1.9

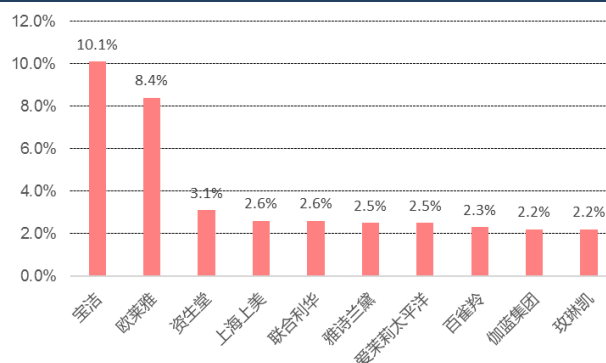
数据来源：Euromonitor，中信建投证券研究发展部

图 19：2017 年美国化妆品市占率 TOP10



资料来源：Euromonitor，中信建投证券研究发展部

图 20：2017 年中国化妆品市占率 TOP10

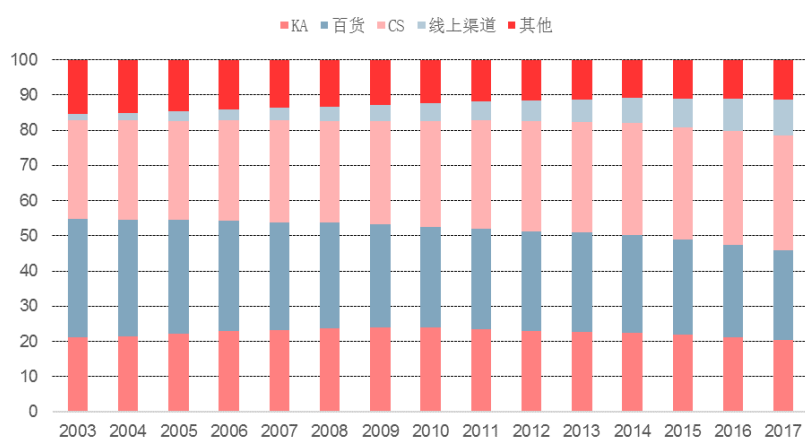


资料来源：Euromonitor，中信建投证券研究发展部

渠道方面，2017年，美国化妆品市场主要渠道占比前三为CS（按Euromonitor中Non-Grocery Specialists统计口径，即专营店）、百货、KA，占比分别为32.8%、25.4%、20.4%。**CS、电商渠道占比增长迅速**，共同挤压KA及百货渠道份额。以丝芙兰、Ulta等为代表的化妆品专营店增势不减，2003-2017年占比提升4.8个pct至32.8%；近年化妆品品牌商不断扩大线上布局，电商渠道实现持续扩展，占比由1.7%提升至10.2%。

对标美国，我国化妆品CS店近年来亦持续发展，为线下唯一正增长渠道，2017年销售占比为19.8%，比例仅约美国一半，仍有提升空间。

图 21：2003-2017 年美国化妆品渠道分布：CS 及线上增长，挤占其他渠道份额

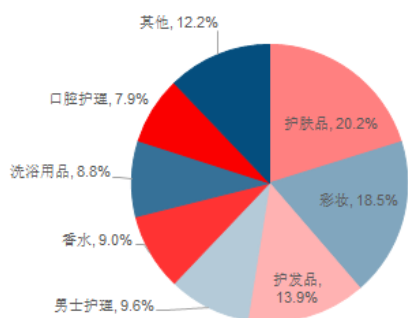


资料来源：Euromonitor，中信建投研究发展部

（四）彩妆增长动力十足，功能性护肤成市场宠儿

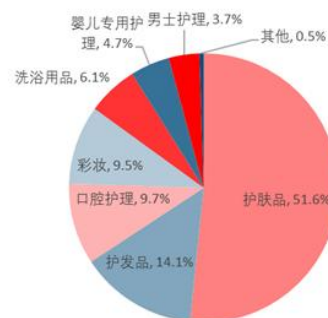
品类方面，相较于中国市场护肤品类一枝独秀的行业结构，美国化妆品市场护肤品、彩妆共同铸成双翼，持续驱动行业增长。2017年美国市占率前五的品类分别为护肤品、彩妆、护发品、男士护理及香水，其中护肤品占比20.2%，彩妆占比达18.5%（中国美妆市场占比9.5%）。**从增速上看**，2003-2008年，婴儿护理、男士护理增长领跑。2012年以后，彩妆增速跃居第一，护肤品紧随其后，2017年的同比增速分别为6.76%、5.41%。

图 22：2017 年美国化妆品行业结构



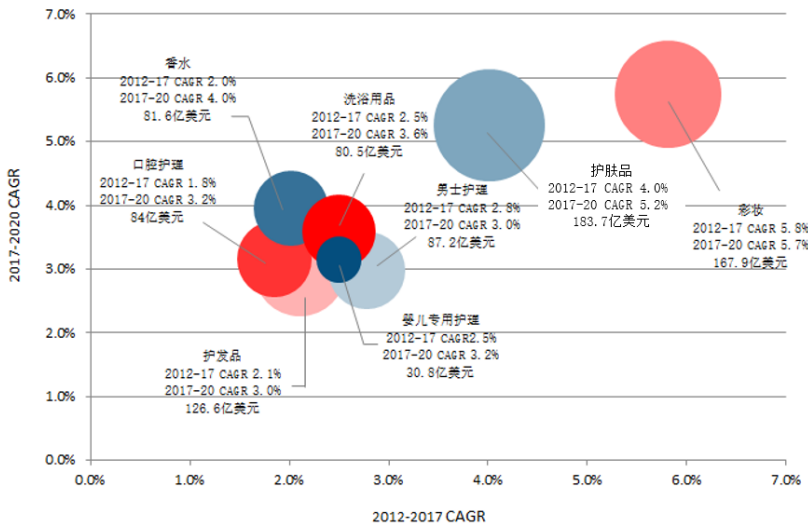
注：其他类包含婴童护理、防晒、除臭、脱毛剂等。
资料来源：Euromonitor，中信建投证券研究发展部

图 23：2017 年中国化妆品行业结构



资料来源：Euromonitor，中信建投证券研究发展部

图 24：美国化妆品各品类规模及增长一览



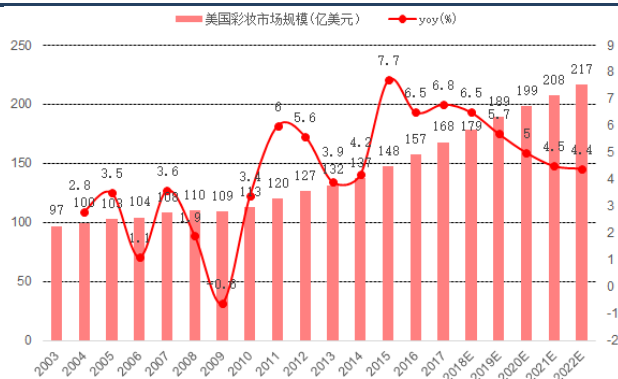
资料来源: Euromonitor, 中信建投研究发展部

1、彩妆：市场主要驱动力，唇妆展现绝对热度

2003-2017 年美国彩妆市场规模由 97 亿增至 168 亿美元，CAGR 为 4.01%。2014 年后增速显著提升，主要得益于彩妆消费人群的扩大及消费者平均使用彩妆产品数的提升。分品牌定位看，2017 年高端彩妆占比达 52.1%，较 2008 年上升 9.7pct，首次超越大众市场。美国消费者习惯使用彩妆遮盖面部瑕疵，偏好具有护肤功能、修护面部瑕疵的产品，成份更好、配方更优的高端产品。

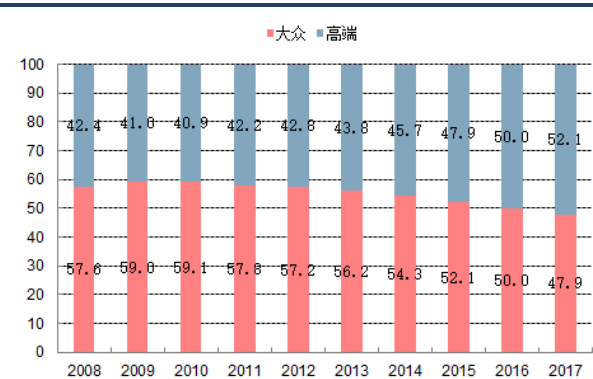
细分品类方面，面妆占比超三分之一，唇妆增长强劲。美国彩妆市场主要包括面妆、眼妆、唇妆等，2017 年占比分别达 36.7%、27.9%、21.3%。金融危机后，唇妆强力复苏，近三年均取得双位数增长，显著超越其他细分品类，主要因消费者所接受的唇色范围拓宽，品牌商推出具有色彩更丰富、更有质感产品。据 NPD 数据显示，2015 年美国本土裸色系唇妆首次超越传统粉色/红色系，销量跃居领先地位。

图 25：2003-2022E 美国彩妆市场规模及同比增速



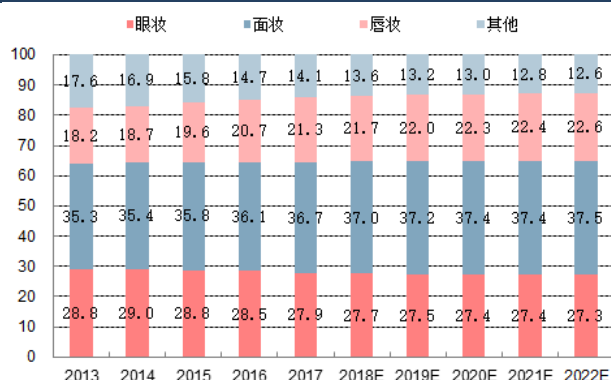
资料来源: Euromonitor, 中信建投证券研究发展部

图 26：2008-2017 年美国彩妆大众、高端占比情况



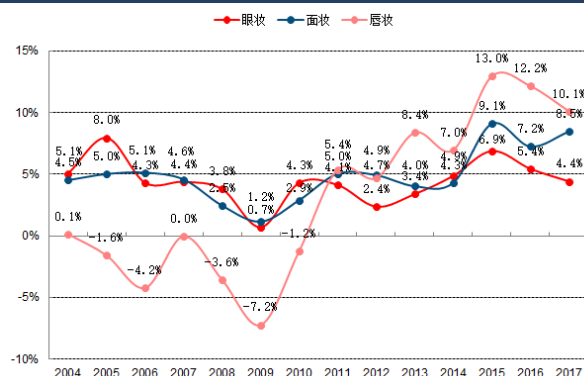
资料来源: Euromonitor, 中信建投证券研究发展部

图 27：2013-2022E 美国彩妆市场各细分品类占比情况



资料来源：Euromonitor，中信建投证券研究发展部

图 28：2004-2017 年美国彩妆市场各细分品类增速一览



资料来源：Euromonitor，中信建投证券研究发展部

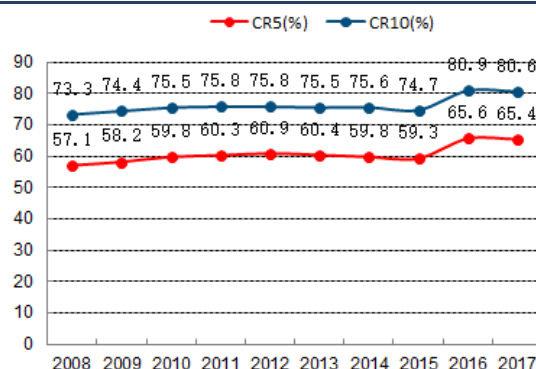
彩妆较化妆品整体集中度更高，近年龙头市占率显著提升。2008-2017 年彩妆 CR5 由 57.1% 提升至 65.4%，CR10 由 73.3% 提升至 80.8%。TOP10 彩妆品牌中，雅诗兰黛、欧莱雅集团旗下品牌分别占据 3、4 席，近五年市占率分别增长 1.5pct、3.4pct；Coty 集团（法国）、LVMH 近五年市占率分别增长 5.2pct、2.1pct，彩妆巨头在推出明星产品巩固原有品牌地位的同时，积极外延并购成长性高的小品牌，扩充品牌矩阵，覆盖广阔细分市场，整合行业实现集中度的加速提升。

图 29：美国彩妆 TOP10 基本被雅诗兰黛和欧莱雅瓜分



资料来源：Euromonitor，中信建投证券研究发展部

图 30：2008-2017 年美国彩妆 CR5、CR10 情况



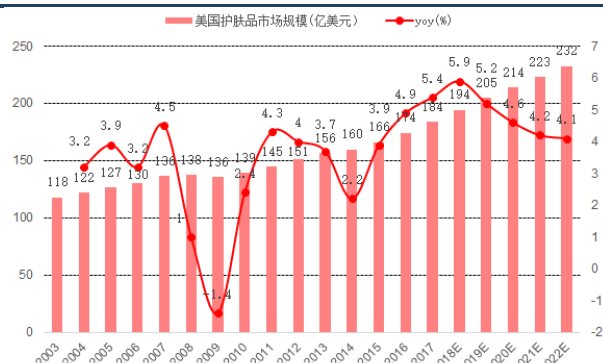
资料来源：Euromonitor，中信建投证券研究发展部

2、护肤：危机时期唯一一增长品类，行业竞争日益激烈

2003-2017 年美国护肤品市场规模由 118 亿增至 184 亿美元，CAGR 达 3.21%。2008 年金融危机时护肤品仍同增 1%，主要得益于抗衰老、专业化（如美白、抗敏感、减少红血丝等）、自然成份及高端产品的持续走俏，2014 年以来护肤品增速逐年攀升至 2017 年增速达 5.4%，主要受益于面膜、面部去角质等细分产品高增，NPD 数据显示，2017 年美国面膜同增 32%，面部去角质产品同增 12%。

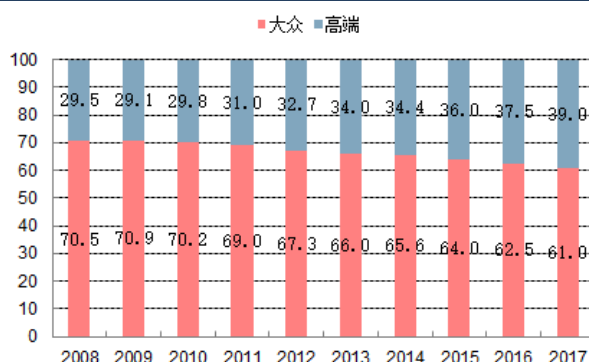
分品牌定位来看，2017 年高端护肤份额 39.0%，较 2008 年提升 9.5 个 pct，美国消费者愿意为良好的产品功效及优质的成分付出更高的价格。细分品类方面，面部产品为主要品类，2008-2017 年面部产品占比稳定 62-64% 左右，2017 年面部品类规模同比增长 5.6%，护肤套装逐渐受到消费者青睐，近三年 CAGR 达 10.69%。

图 31：2003-2022E 美国护肤品市场规模及同比增速



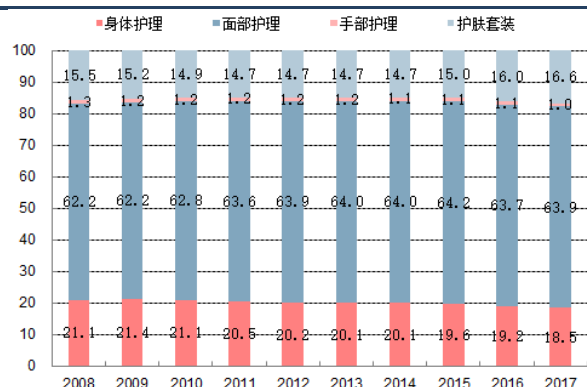
资料来源: Euromonitor, 中信建投证券研究发展部

图 32：2008-2017 年美国护肤品大众、高端占比情况



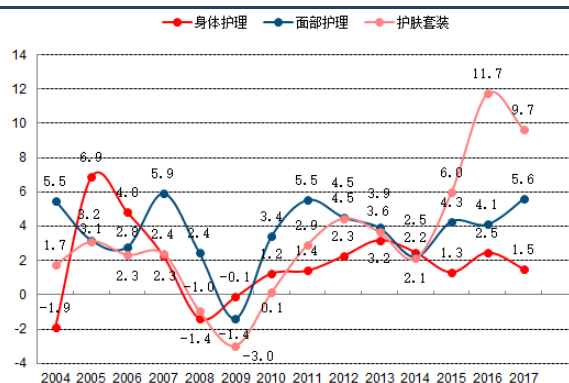
资料来源: Euromonitor, 中信建投证券研究发展部

图 33：2013-2022E 美国护肤品市场各细分品类占比情况



资料来源: Euromonitor, 中信建投证券研究发展部

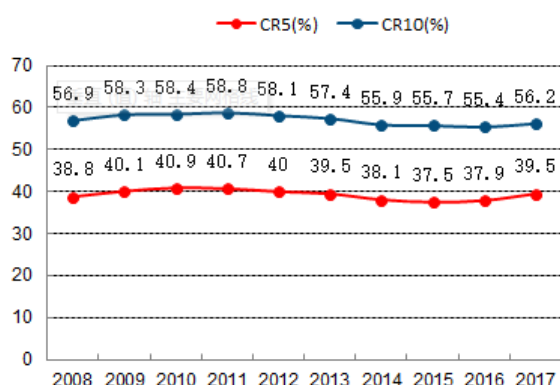
图 34：2004-2017 年美国护肤品类增速一览



资料来源: Euromonitor, 中信建投证券研究发展部

2017年美国护肤品 CR5 和 CR10 分别为 39.5%、56.2%，集中度低于整体化妆品市场（分别为 42.3%、57.6%），美国由于人种构成多样，肤质特点差异较大，由此衍生出多样化护肤需求。顶级行业巨头竞争格局稳定，TOP3 由欧莱雅、强生及雅诗兰黛占据，2017 年市占率分别为 9.9%、9.6%、8.0%，市占率相对接近。

图 35：2008-2017 年美国护肤品 CR5、CR10



资料来源: Euromonitor, 中信建投研究发展部

三、雅诗兰黛成长之路

(一) 发展历程&市值分析：频繁并购打造化妆品帝国

雅诗兰黛是专注于彩妆，护肤，香水和头发护理的全球化妆品领军公司，经过 70 余年的发展已成为仅次于欧莱雅的全球第二大化妆品公司。同时公司在高端化妆品领域地位领先，根据 Euromonitor 数据，公司在 2017 年占据全球高端化妆品市场 13.7% 的份额，与欧莱雅市占率相近，但超出第三名一倍之多。目前，雅诗兰黛拥有 Estée Lauder、Clinique 等 30 种以上优质品牌的多元化产品组合，以及覆盖全球 150 多个国家和地区的营销网络。2017 财年，公司营业收入达 118.24 亿美元（约合人民币 814.07 亿元），全球化妆品规模排名第二，是当之无愧的世界级化妆品巨头。

表 3：2017 全球高端化妆品市场份额排名第二

排名	公司名称	市场份额 (%)
1	欧莱雅	14.0
2	雅诗兰黛	13.7
3	资生堂	6.5
4	LVMH	6.3
5	Coty	5.1

资料来源：Euromonitor，中信建投研究发展部

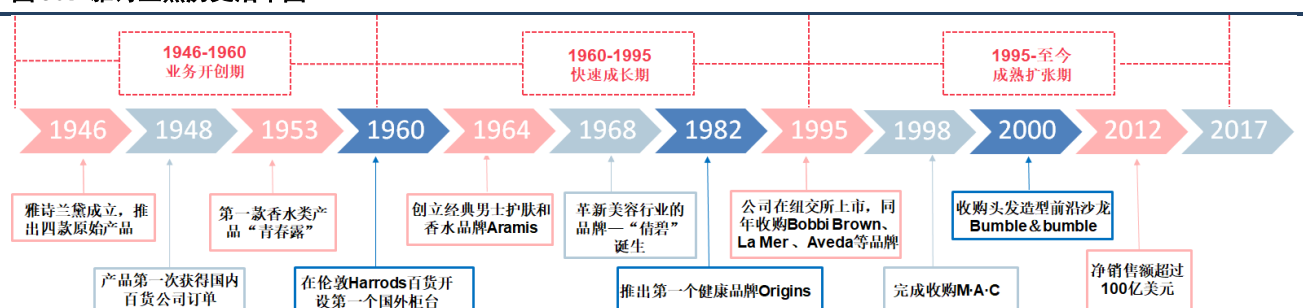
表 4：2017 全球化妆品规模排名第二

排名	公司名称	化妆品零售总额 (亿美元)	占比 (%)
1	欧莱雅	324.64	11.22
2	雅诗兰黛	148.56	5.14
3	资生堂	138.14	4.78
4	路易威登	137.01	4.74
5	科蒂	115.81	4.00

资料来源：Euromonitor，中信建投研究发展部

公司的发展历程大致分为开创期、成长期、扩张期等三个阶段：

图 36：雅诗兰黛历史沿革图



资料来源：公司官网，中信建投证券研究发展部

(1) 业务开创期 (1946-1960)：雅诗兰黛成立于 1946 年，由 Estée 和 JosephLauder 夫妇共同创立，公司事务由夫妇分工负责，Estée 负责创意，产品开发和销售，Joseph 负责财务和运营。当时，无论是美国本土化妆品公司如露华浓、雅芳等，还是欧洲知名化妆品公司兰蔻、碧欧泉等，产品主要集中于彩妆和香水等领域，护肤类产品十分稀少。因此在初创阶段，雅诗兰黛深耕面霜和润肤露等护肤产品，凭借着其四款原始产品（清洁油、面霜、润肤露和全效润肤精华）的显著功效以及出色的营销手段，从当时众多化妆品公司中脱颖而出，吸引了众多的消费者，打下了良好的基础。

表 5：雅诗兰黛初创期大事记

时间	事件
1946	雅诗兰黛成立，推出四款原始产品
1948	产品第一次获得国内百货公司订单
1953	推出第一款香水类产品“青春露”
1956	推出了售价高达 115 美金的天价面霜

资料来源：公司官网，中信建投证券研究发展部

(2) 快速成长期 (1960-1995)：20 世纪 60 年代，欧莱雅集团走出欧洲向美国逐渐拓展业务，虽然在未来 10 年内其通过陆续收购兰蔻、薇姿、碧欧泉等知名品牌逐渐涉足化妆品行业，但当时的欧莱雅在国际上注重于美发产品推广，与雅诗兰黛主营业务差别较大（专注于扩充现有护肤和香水产品的优势，鲜少涉足彩妆），因此并未对雅诗兰黛的市场份额构成大的威胁。

雅诗兰黛在自家面霜产品稳稳立足于国内化妆品市场后，开始从两个方向扩大自己的经营：**推出子品牌与全球化战略**。（1）Aramis 和 Clinique 品牌的推出为全球化化妆品产业带来革命性变化，成为化妆品历史上最成功的品牌之一。（2）公司开启进军海外市场的步伐，先后在英国、加拿大、澳大利亚等国家广泛布局。1980 年后公司逐渐发展成熟，新产品发布和开店通常成为重大新闻事件，Estée 夫人也因其对美容业务的巨大影响而获得广泛认可。

表 6：雅诗兰黛成长期大事记

时间	事件
1960	在伦敦 Harrods 百货开设第一个国外柜台
1964	开设第一个制造工厂
1964	创立经典男士护肤和香水品牌 Aramis
1967	首次进入日本，打开亚太市场
1968	革新美容行业的品牌—倩碧诞生
1982	推出开创性的夜间修复面霜
1990	推出第一个健康品牌 Origins

资料来源：公司官网，中信建投证券研究发展部

(3) 成熟扩张期 (1995-至今)：雅诗兰黛于 1995 年在纽交所上市。此时美国国内化妆品公司业务线高度重合，仅仅依靠护肤品的优势已经难以扩大公司规模和影响力。同时在国际上，通过前期并购成功成为化妆品行业巨头之一的欧莱雅开启了大规模全球化的时代。毫无疑问，坐拥几乎所有欧洲优秀化妆品公司的欧莱雅，在全球化的过程中给雅诗兰黛带来的竞争压力是巨大的。

面对来自国内外的双重竞争，雅诗兰黛将业务拓展重点放在扩充品牌组合与开拓渠道两方面：（1）品牌收购和代理许可协议都呈现爆炸性增长。仅 1995 年一年，公司不仅收购了 M A C 和 BOBBI BROWN 等知名彩妆

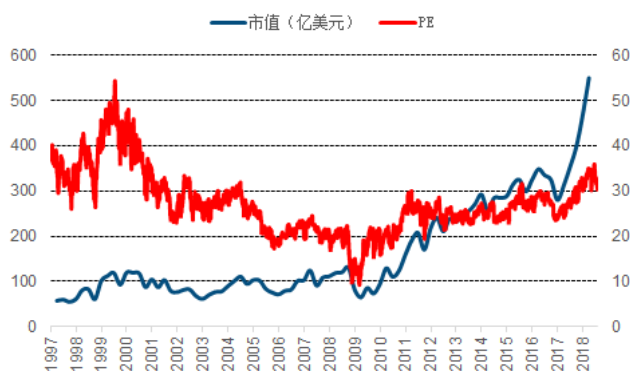
品牌与 LA MER 这种高端品牌，而且还拿下了 Tom Ford、Tommy Hilfiger 等公司香水产品的特许经营权。(2) 一方面拓展旅游零售、电子商务等多元化的渠道途径，同时借以奢侈品牌的特许经营拓宽在高端市场的销售渠道；另一方面积极开拓中东、亚太等新兴海外市场，2018Q1-3，欧洲、中东和非洲地区首次超越美洲成为贡献收入最多的地区。

表 7：雅诗兰黛成熟扩张期大事记

时间	事件
1995	公司在纽交所上市，同年收购 Bobbi Brown、La Mer、Aveda 等品牌
1996	公司作为线上先驱者，首先推出了倩碧和芭比布朗的电子商务网站 所有品牌的 ELC 在线部门创建于 1999 年
1998	完成收购多伦多 M A C 化妆品公司
2000	收购头发造型大学的时尚前沿沙龙 Bumble & bumble
2009	推出以护肤、亚太、高触感为重点的战略规划
2012	首次实现超过 100 亿美元的净销售额的里程碑
2013	公司产品登陆天猫，取得良好业绩
2016	完成对 Kilian、BECCA、TOO FACED 等品牌的收购

资料来源：公司官网，中信建投证券研究发展部

从估值来看，自上市后公司 PE 总体均值大约为 30，欧莱雅集团 2017 年 PE 为 32，爱茉莉太平洋集团 2018 年 PE 为 32，因此公司估值水平自上市以来与世界其余化妆品巨头相当。在早期（1997 年至 2000 年），雅诗兰黛的估值呈现较大幅度的波动，自 2000 年至 2009 年呈现下降态势，自 2011 年开始逐渐稳步上升。其市值则是在 2009 年之前小幅度波动，2009 年后持续向上增长，近几年市值的增长尤为明显。具体来看：

图 37：雅诗兰黛公司 1997-2018 市值和 PE 变化情况


资料来源：Bloomberg，中信建投证券研究发展部

1997-1999 年中旬：公司估值发生两次较大幅度的波动（1997 年 10 月和 1998 年 10 月）。经过大致一年左右回升至原来水平。从宏观经济来看，1997 年 7 月起亚洲金融风暴对美国股市造成影响。纳斯达克指数在与公司相似的时点亦发生明显下跌，这与公司估值和市值的变动极为相似。

图 38：1997-1999 年 6 月雅诗兰黛市值和 PE 变化情况



资料来源: Bloomberg, 中信建投证券研究发展部

图 39：1997-1999 年 6 月纳斯达克指数

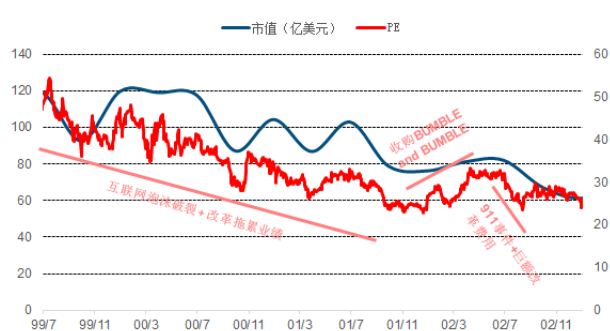


资料来源: Bloomberg, 中信建投证券研究发展部

从公司自身来看, 由于美国严厉的环保政策和专利法规, 雅诗兰黛在上世纪末本世纪初持续面临多起环保及专利权诉讼, 由于结果不确定性, 期间估值多次随诉讼事件发生而作出暂时性下调。但由于 1997-99 年公司收购 Jane、AVEDA、STILA、JO MALONE 四家企业, 并取得了 DONNA KARAN 和 Kate Spade Beauty 的特许经营权, 密集型的收购和获得授权也推动公司 PE 在 1999 年迅速从 40 上升至 50。

1997.7-2002 年末: 期间估值不断下调, 市值也缓慢降低。宏观层面主要受美国互联网泡沫破裂以及 9·11 事件的影响, 资金流入股市大幅减少。公司层面上, 2001-2002 年公司相关业务改革开支数额巨大, 导致 2001、2002 归母净利润同降 3.06%、40.21%, 主要涉及品牌全球化、“TOMMY’s Shop”改革、供应链信息系统更新、互联网平台改革、门店分布重置等。巨额且连年增长的改革费用引发投资者对前景产生怀疑, 影响估值水平。

图 40：1999 年 7 月-2002 年雅诗兰黛市值和 PE 变化情况



资料来源: Bloomberg, 中信建投证券研究发展部

图 41：1999 年 7 月-2002 年纳斯达克指数



资料来源: Bloomberg, 中信建投证券研究发展部

2003 年初-2009 末: 市值和 PE 波动较大, 与美国同业雅芳相比, 二者估值基本一致。2003 年宏观经济逐渐回暖, 公司改革计划步入尾声, 相关开支同降 87.39%至 22 亿美元, 归母净利润同比增长 75.91%。后续估值基本平稳在 25 倍上下, 随化妆护肤行业整体保持一致。2008 年金融危机使得公司估值较大幅度的下降。

图 42：2003-2009 年雅诗兰黛市值和 PE 变化情况



资料来源: Bloomberg, 中信建投证券研究发展部

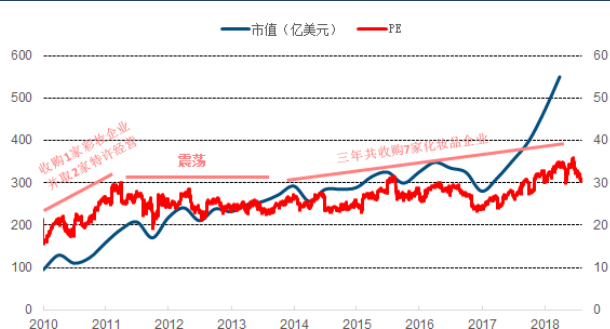
图 43：2003-2009 年同行业 PE 对比



资料来源: Bloomberg, 中信建投证券研究发展部

2010 年至今,随着公司业绩的不断提升(2010-2017 年营收 CAGR 为 7.3%,扣非归母净利润 CAGR 为 11.5%),同时新增七次收购,再加上美国经济缓慢复苏,纳指持续上扬助推,公司市值逐年上涨,PE 也从金融危机复苏后的 20 左右缓缓上升至如今超 40 倍。

图 44：2010 年以来雅诗兰黛市值和 PE 变化情况



资料来源: Bloomberg, 中信建投证券研究发展部

图 45：2010 年以来纳斯达克指数

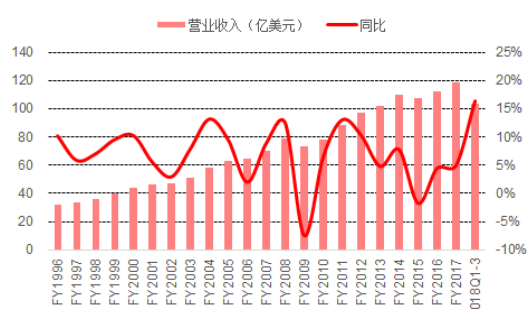


资料来源: Bloomberg, 中信建投证券研究发展部

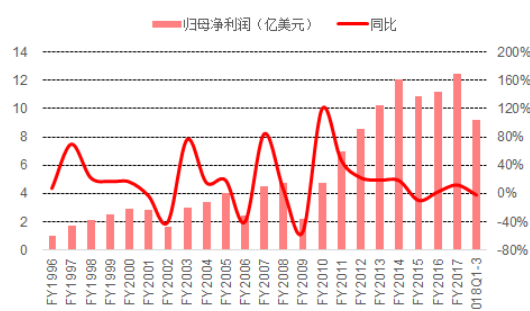
(二) 财务分析：收入稳定增长，新税政影响 FY18 业绩，毛利率高于欧莱雅

公司营业总收入二十余年呈现逐年增长的态势,1996 至 2017 财年(截止 2017 年 6 月),公司收入从 31.95 亿美元增至 118.24 亿美元, CAGR 为 6.43%。分阶段看,1996 财年至 2001 财年营收持续上扬,2002 财年受内部改革影响增速出现较大回落。2009 财年受金融危机影响,收入同比下降 7.42%,此后三年反弹高增,后维持稳中缓增的态势。近年来,公司对彩妆、护肤等产品持续创新与开发,同时并购 BECCA、Too Faced 等国际知名品牌,各项业务不断增长,彩妆与亚太地区增速尤为亮眼。

归母净利润由于受公司战略等影响,二十余年间波动较大,总体仍呈现增长态势,1996-2017 年由 1.03 亿美元增至 12.49 亿美元, CAGR 为 12.62%。期间,多次增速超过 40%,亦有因收购、并购或金融危机等风险而多次超过 30%的负增长。近期 2018 财年业绩下降主要系由新减税政策导致的一次性支出造成。

图 46: FY1996-FY2018Q1-3 营业收入及同比增速


资料来源: 公司财报, 中信建投证券研究发展部

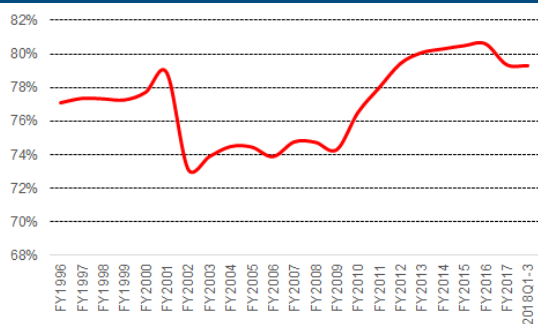
图 47: FY1996-FY2018Q1-3 归母净利润及同比增速


资料来源: 公司财报, 中信建投证券研究发展部

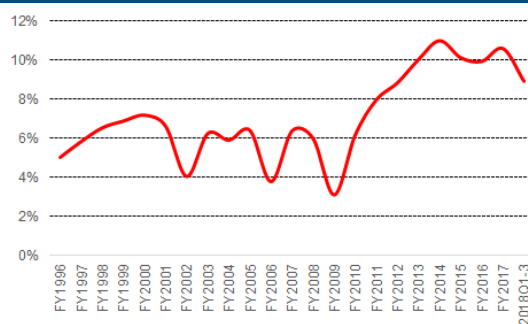
公司销售毛利率自 1996 财年 (77.12%) 以来总体保持稳定。具体而言, 1996 财年到 2001 财年呈缓增态势, 2002 财年由于会计准则的变更, 导致销售毛利率骤降 5pct 至 73.16%。排除会计准则变更的影响后, 毛利率同比 2001 年的 73.73% (会计准则变更后) 下降 0.57pct。2002 财年后, 毛利率稳步上扬, 逐渐提升至峰值 80.63% (2016 财年), 2017 财年出现小幅下降, 但均维持较高水平, 毛利率整体高于化妆品龙头欧莱雅约 10 个 pct。

净利率呈现稳中缓增的态势, 1996-2017 年由 5.02% 增至 8.94%, 在 2009 年触底 (3.10%), 后于 2014 年达到峰值 11.02%。总体而言, 公司净利率水平与欧莱雅整体接近且稍低。

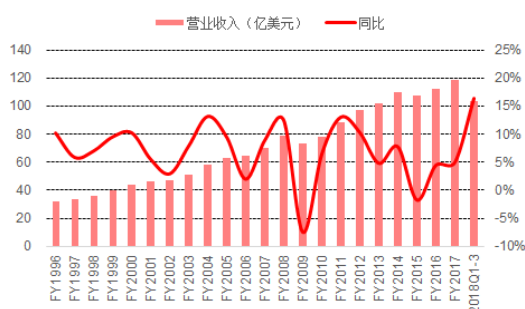
经营性现金流量净额自 1996 财年以来稳步提升, 从 1.72 亿美元上升至 2015 财年时的峰值 19.43 亿美元, 复合增长率达 11.83%, 2016 财年来回落后企稳回升, 2018 财年三季度现金流水平同比高增 54.23% 至 19.31 亿美元。

图 48: FY1996-FY2018Q1-3 综合毛利率水平


资料来源: 公司财报, 中信建投证券研究发展部

图 49: FY1996-FY2018Q1-3 净利率水平


资料来源: 公司财报, 中信建投证券研究发展部

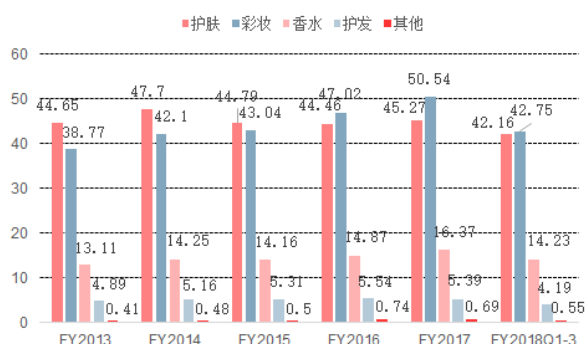
图 50: FY2012-FY2018Q1-3 经营性现金流及增速


资料来源: 公司财报, 中信建投证券研究发展部

分品类来看，**彩妆与护肤两大传统板块依然为公司的营收支柱**，除护肤品业务整体稳定外，其余各大业务营业收入均稳中有升，但总体占比仍变化不大。具体来看，彩妆业务近年来快速增长，2017 财年同比增长 7.49% 至 50.54 亿美元，近五个财年复合增长率达 6.85%，同时 2016 新增彩妆品牌 BECCA 与 Too Faced 助力 2017 财年业绩实现高增长；护肤品业务近年来保持整体稳定，17 财年同比增长 1.82% 至 45.27 亿美元；17 财年香水提升明显，同比增长 10.09% 至 16.37 亿美元，Jo Malone London, Tom Ford 和 Le Labo 实现超双位数增长；护发业务同比下降 2.7% 至 5.39 亿美元，主要系由去年同期发布新品所致。近年来看香水与护发业绩均呈上升趋势，目前占比仍低。

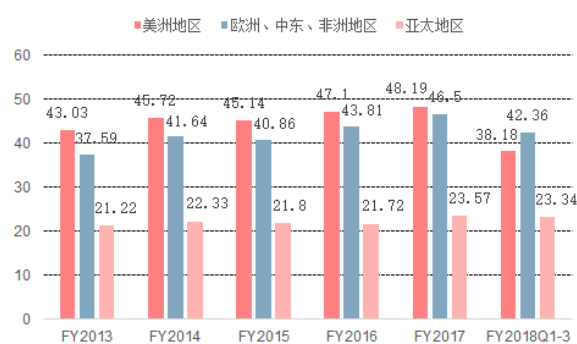
分地区来看，**美洲与欧洲、中东、非洲为公司的主要市场，亚太市场成长迅速**。美洲地区在 2018 财年前一直是雅诗兰黛销售额占比最大的地区，范围包括美国，加拿大和拉丁美洲的所有制造和销售业务，在 2017 财年营业收入中贡献 41% 达 48.2 亿美元，同比提升 2.33%。2018 财年前三季度同比提升 4.72% 至 38.18 亿美元，占比 36.75%。欧洲，中东与非洲的业务自 1960 年在英国伦敦成立后迅速扩张，目前业务范围已覆盖 80 多个国家，拥有 17 个分支机构和 800 多个独立商店，并在 2018 财年前三季度首次成为销售占比最高的地区。在 2017 财年营业收入同比提升 6.14% 至 46.50 亿元。2018 财年前三季度同比提升 21.83% 至 42.36 亿美元，占比 40.78%。亚太地区是公司营收增长最快的地区，目前公司在亚太拥有 13 个分支机构与超过 300 家独立商店。在 2017 财年，亚太区营业收入同比提升 8.52% 至 23.57 亿元。2018 财年前三季度同比大幅提升 29.02% 至 23.34 亿美元，占比 22.47%。中国市场实现超双位数增长，截至 2017 年 6 月 30 号，公司在中国共拥有门店 1700 多家，未来渠道有望进一步下沉。

图 51：彩妆与护肤两大传统板块依然为公司的营收支柱



资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部 244

图 52：海外市场增长迅速

































资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

（三）自创+收购+代理，打造豪华化妆品品牌矩阵

雅诗兰黛拥有清晰的多品牌发展战略，与欧莱雅、LVMH、开云集团等大型化妆品、奢侈品集团，乃至 Inditex 等服装品牌集团类似，其多品牌发展路径均为以成熟自有品牌为基础，通过外延切入细分领域，满足消费者对于化妆品的个性化需求，构建具备协同效应的品牌组合以提升市场占有率。雅诗兰黛自 1946 年第一只产品诞生发展至今，旗下品牌已有 31 种，其中自有品牌 7 种，收购品牌 14 种，代理（特许经营）品牌 10 种，涵盖护肤、彩妆、香水、护发多项领域，男女适用产品兼营。

表 8：雅诗兰黛拥有丰富的多品牌组合矩阵

系列	品牌名	LOGO	产品示意图	来源	品牌名	LOGO	产品示意图	来源
护肤&彩妆&香水	Est ée Lauder	ESTÉE LAUDER		自有				
	Clinique	CLINIQUE		自有	Perspective	PRESRIPTIVES <small>Established 1976, September 2011</small>		自有
护肤	Aveda	AVEDA		收购	Darphin	DARPHIN		收购
	GLAMGLOW W	GLAMGLOW		收购	La Mer	LA MER		收购
护肤	Lab Series	LAB SERIES		自有	Origins	ORIGINS		自有
	RODIN olio lusso	RODIN olio lusso		收购	Osiao	Osiao		自有
彩妆	BECCA	BECCA		收购	Bobbi Brown	BOBBI BROWN		
	M A C	MAC		收购	Smashbox	smashbox		
	Too Faced	Too Faced		收购				

香水	AERIN Beauty	AERIN BEAUTY		收购	Tommy Hilfiger Toiletries	TOMMY HILFIGER		特 许 经 营	
	DKNY Fragrances	DKNY		收购	Donna Karan Cosmetics	DONNAKARAN		特 许 经 营	
	Editions de Parfums Frédéric Malle	EDITIONS DE PARFUMS FRÉDÉRIC MALLE		收购	Ermenegildo Zegna Parfums	Ermenegildo Zegna		特 许 经 营	
	Jo Malone London	JO MALONE LONDON		收购	KILIAN	<i>Kilian</i> PERFUME AS AN ART		收 购	
	Kiton	Kiton		特 许 经 营	Le Labo	LE LABO®		收 购	
	Michael Kors Beauty	MICHAEL KORS		特 许 经 营					
	头部& 美发	Bumble and bumble	Bumble and bumble.						
	香水& 护肤	Tory Burch Beauty	TORY BURCH		特 许 经 营	Aramis	aramis		自 有
	香水& 彩妆	Tom Ford Beauty	TOM FORD BEAUTY		特 许 经 营				

数据来源：公司官网，中信建投证券研究发展部

公司扩张基础来自早期自创品牌的良好发展，1946年与创始人同名品牌 Estée Lauder 最初只销售四种产品：清洁油、面霜、润肤露和全效润肤精华。当时美国化妆品市场集中度很高，伊丽莎白·雅顿（Elizabeth Arden）和赫莲娜·鲁宾斯坦（Helena Rubinstein）的香水几乎垄断全美中高端法国香水一统天下。而雅诗兰黛从乳霜和润肤液等护肤类产品入手，吸引了大批消费者，助品牌形成创新和优质的影响，在商业上初获成功。另一个是 Re-Nutriv（白金系列），是 Estée Lauder 第一款真正的高端美容产品，定价高达 115 美元（其它产品售价多在 5

美元左右)，高品质+高价格满足高端消费人群心理，提升品牌形象高端化。

在主品牌 Estée Lauder 大获成功的基础上，集团在 1964-1990 年间陆续推出 5 个自创品牌，分别为 Aramis (1964)、Clinique (1968)、Perspective (1979)、Lab Series (1987)、Origins (1990)，产品触角扩张至彩妆、香水、护发等化妆品主要领域。目前 Estée Lauder 和 Clinique 为公司主要品牌，销售收入贡献在 60% 以上。

集团通过发展自有品牌奠定形象、积累客群和口碑、充实资金实力，于 1994 年收购知名彩妆品牌 M.A.C 为开端，开始进行收购和代理其他护肤、彩妆、香水、护发品牌。从雅诗兰黛收购历史来看，集团收购间隔分别为 3 年、7 年、4 年，平均约 4.7 年开启一轮并购。这主要由集团收购战略决定，在经济周期影响下，面临外部消费市场萎缩以及倩碧、雅诗兰黛、M.A.C 等主线品牌销售下滑时，集团通常需要通过并购以带来销售增长。2014 年雅诗兰黛集团重启已停顿 4 年的并购战略，外延动作一直延续至今，目前正将目标瞄准亚洲品牌，尤其是韩国品牌。

表 9：雅诗兰黛品牌发展史

品牌	时间	来源	品类	定位
ESTEE LAUDER	1946	自有	护肤品	豪华、经典
			化妆品	
			香水	
ARAMIS	1964	自有	男士护肤	提供广泛的高端男士产品。
			男士香水	
			女性香水	
			护肤品	
CLINIQUE	1968	自有	彩妆品	解决个人皮肤类型的特殊需求
			男士香水	
			护发产品	
PRESCRIPTIVES	1979	自有	护肤品	提供大量且多元化的选择
			化妆品	
Lab Series	1987	自有	男士护肤	专为满足男士皮肤的独特需求而设计
ORIGINS	1990	自有	护理品	植物性化妆品系列
			化妆品	
			男士香水	
TOMMY HILFIGER	1995	特许经营	女士香水	独家的全球许可证
			化妆品	
M.A.C	1994.12	收购	化妆品	广泛的颜色、时尚
	1997.3		化妆工具	
	1998.2			
BOBBI BROWN	1995.10	收购	化妆品	主要由第三方制造
			化妆刷	
			护肤品	
LA MER	1995	收购	保湿霜	奢华、神奇、不可置信
			乳液	

			清洁剂	
			爽肤水	
			护肤品	
Kiton	1995	特许经营	香水	典雅、时尚、具有朴素的刚毅和最高品质的血统
Jane	1997.10	收购	彩妆	针对年轻消费者
DONNA KARAN	1997.11	特许经营	香水	
			化妆品	
			护发品	
AVEDA	1997.12	收购	香水	
			化妆品	
STILA	1999.8	收购	彩妆	
			护肤	
JO MALONE	1999.10	收购	护发	高档
			香水	
Kate Spade Beauty	1999.11	特许经营		独家的全球许可证
Bumble and Bumble	2000.6	收购	护发	
			护肤	
DARPHIN	2003.4	收购	化妆	
			香水品	
MICHAEL KORS	2003.5	特许经营	沐浴品	
			护肤品	
RODAN & FIELDS	2003.7	收购	护肤品	为特定皮肤提供解决方案
			香水	
Tom Ford	2005	特许经营	化妆品	奢侈化妆品
			男士化妆	
Smashbox	2010	收购	化妆	帮助消费者创造华丽的外观
Ermenegildo Zegna	2011	特许经营	香水	独家全球许可协议
			化妆品	
Tory Burch	2011	特许经营	化妆品	
AERIN Beauty	2012	自有	香水	奢侈品
			化妆品	
RODIN olio lusso	2014.10	收购	护肤品	吸引所有年龄和皮肤类型的消费者
Le Labo	2014.11	收购	香水	精细工艺和个性化
Editions de Parfums				
Frédéric Malle	2015.1	收购	香水	
GLAMGLOW	2015.1	收购	护肤	
Kilian	2016.2	收购	香水	奢侈品
BECCA	2016	收购	化妆品	满足各种女性皮肤特质

TOO FACED

2016

收购

荧光笔

化妆品

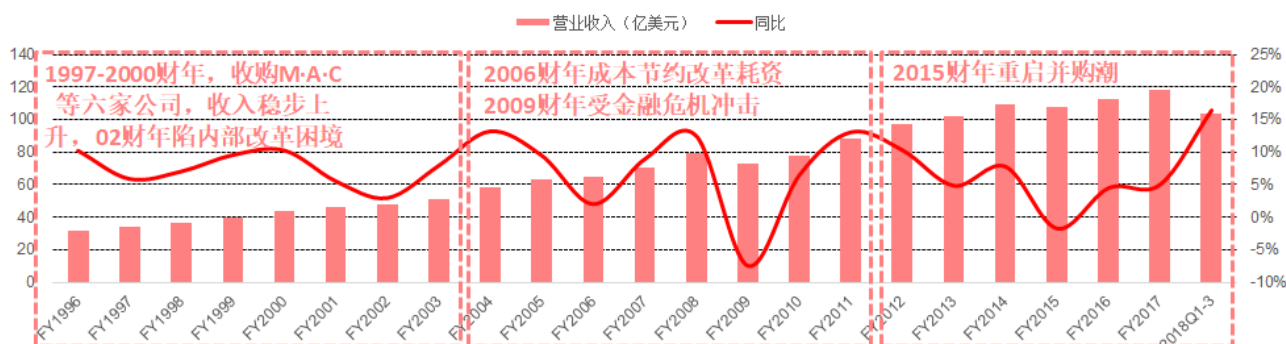
数据来源：公司财报，中信建投证券研究发展部

集团外延主要体现为四大特征：

- 1、在收购对象上，集团**偏爱彩妆和香水主业，与聚焦护肤产品的自创品牌群体形成优势互补；**
- 2、符合集团**中高档定位，关注顶层化妆品牌，**拉升品牌层级，如收购高端奢华护肤品牌海蓝之谜；
- 3、在**具体领域中追求以外延切入对应细分市场，**如护肤领域引入专精精油护肤的 RODIN olio lusso、面膜品牌 GLAMGLOW 等；
- 4、**护肤、彩妆主业外的领域着重具备发展潜力的小而美品牌，**如护发领域多收购小众优质品牌，公司进行品牌重塑及渠道管理，培育成长。

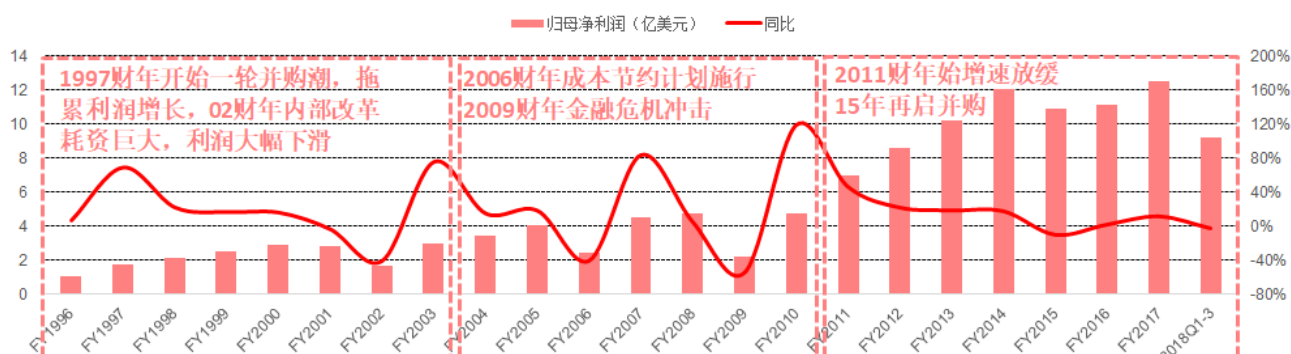
代理品牌方面，集团把握高端时尚品牌跨界开辟化妆品业务的大潮，时尚品牌通常以品牌全球独家营销许可权的形式，将其交由专门的化妆品集团代运营。集将 DKNY、Tom Ford、Michael kors、Tommy Hilfiger 等知名时尚品牌的美妆业务（主要为香水品类）纳入麾下，形成良好的客群扩展和渠道协同，如集团代理 Tom Ford 后于 2015 年 7 月将其引入中国，Tom Ford 对集团彩妆和香水部门业绩提振明显，2016 财年实现两位数的增长。代理品牌有利于整合优势渠道、品牌、营销资源，直接获得对方品牌已建立的强大知名度及客户积累，吸引同层级消费者以扩大自身品牌销售，但因品牌授权存在期限，存在代理权变更风险。

分阶段看，并购及伴之而生的内部改革对公司业绩影响较大：1997-2000 财年间，公司共收购六个品牌，其中不乏有知名彩妆品牌 MAC 以头部发廊 Bumble and Bumble，密集的收购促使公司营业收入稳步上扬，但同时拖累了净利润的增速。并且，收购后整体规模的扩大催生集团内部进行组织架构与供应链改革，耗费了巨大精力并带来高额相关支出，导致公司营收增速回落及净利润大幅下滑。2006 财年公司从长期战略目标考虑，再推成本节约计划，耗资 0.92 亿美元，给业绩带来一定冲击。虽然此后几年增速有所恢复，但受金融危机的影响，2009 财年营收、利润出现双重负增长，净利润发生腰斩。2012 至 2015 财年公司增速放缓，暂时进入成长瓶颈期，营收、利润增速双双出现回落。2015 财年，公司重启并购潮，三年间收购七个品牌，涵盖护肤、彩妆、香水等主营业务。

图 53：FY1996 以来从并购角度对营业收入阶段性拆分


资料来源：公司财报，中信建投证券研究发展部

图 54：FY1996 以来从并购角度对归母净利润阶段性拆分



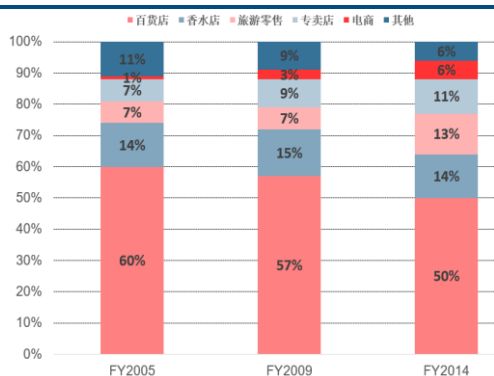
资料来源：公司财报，中信建投证券研究发展部

（四）销售渠道优化升级，旅游与电商渠道成长迅速

雅诗兰黛集团的主要销售渠道包括高档百货商店、专卖店、高档香水店和药房，其次，还包括电商、自营店、游船店及机场店等旅游渠道等。收购 Jane 和 Aveda 品牌后，公司又新增自选式零售店和专业美发廊两个新增渠道。

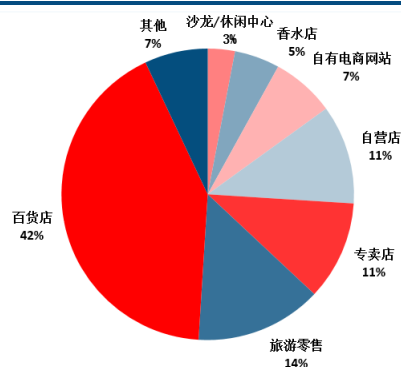
线下方面，公司传统百货店、香水店渠道占比逐渐下降，百货店销售占比从 2005 财年的 60% 逐渐降至 2017 财年的 42%，香水店占比从 14% 降至 5%，与此同时专卖店与旅游零售等新兴渠道占比大幅提升，正成为吸引新兴消费者的有效营销途径，且均以双位数增速保持快速增长。

图 55：百货店占比下降，新兴渠道占比上升



资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

图 56：FY2017 公司各渠道占比情况



资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

虽然百货店占比有所下滑，但目前百货店仍为公司第一大销售渠道，2016 财年，公司 26% 的营业收入来自梅西百货（10%）、诺德斯特龙（美国高档连锁百货店）（7%）与丝芙兰（9%）等三家大型渠道商。公司也将继续加强与大型渠道商的深度合作，主要是基于大型渠道商较高的知名度与客流量可为公司产品积累更多的客户资源，便于扩大营销活动的影响力。同时公司也在积极与海外，特别是欧洲与亚洲的大型零售商展开合作，利用其在当地市场的影响力扩大公司产品的覆盖范围，并力求优化渠道和地理位置的分销。

图 57：公司采取全球化战略，产品销售范围覆盖全球


注：图中深灰色阴影区域为公司产品销售覆盖范围

资料来源：公司官网，中信建投证券研究发展部

线上方面，2017 财年电商渠道销售额同比大幅提升 33%，占总销售额的 11%。美国和英国为公司两个最大的线上市场，合计占比约 70%。中国市场为公司第三大市场，受益于产品在天猫平台上的优异表现，2017 财年公司在中国的线上销售额同比增加接近 100%，前景可期。

线上渠道拆分来看，零售商渠道流量大于自营电商平台流量。公司的三大零售商合作伙伴梅西百货、诺德斯特龙与丝芙兰同样是用户访问量排名前三的高端化妆品零售商网站，公司通过与零售商的合作便可实现线上线下一体化的高度融合，将零售商线上强大的用户与流量规模与线下众多销售网点精准对接，便可提供线上促销引流，线下就近退货等多种服务，改善并提高用户体验。

（五）研发强劲，品牌+产品+包装三位一体

雅诗兰黛拥有先进的研发能力，以核心自主研发品牌 Estee Lauder 和 Clinique 占据大量市场份额，并在品牌研发、产品研发、包装研发等方面时刻保持创新活力。据公司数据显示，雅诗兰黛每年新品数目增长超过 20%，2012-2016 年年均申请或授予专利数达 565 个。

品牌开发方面，公司具有得天独厚的创新资源和战略高度的重视程度。一方面，雅诗兰黛集团的高层普遍拥有研发履历，其收购品牌的创始人很多拥有产品开发经验，为公司提供了珍贵的创新源泉。另一方面，公司设立了区别于研发和市场营销的独立品牌开发部门，与全球品牌总裁，创意和营销部门密切合作，共同开发消费者认可的顶级产品，不断落实品牌创新以增强公司的创新基因。

产品研发方面，公司的多学科、全球化研发正不断完善内部和外部创新能力。公司内部拥有广泛的人才网络，目前约有 800 名员工从事生物技术、产品配方等 14 个领域的研发活动。同时，公司与韩国、美国加利福尼亚等地合作设立了创意实验室，以专业知识和国际视角满足各地消费者体验。截至 2016 年，公司 70% 的产品为新产品或升级产品，且 SKU 由成立之初的 4 个大幅增至 1200 个以上，体现了集团强大的研发实力。

包装研发方面，公司创建了从研发到制造、营销到柜台、最终抵达消费者的端到端的完整包装研发体系。在供应链的每一环节公司皆不断寻求可持续的、优雅的包装解决方案，每年为护肤、化妆、护法等产品推出数千款式的包装。目前，雅诗兰黛的包装研发已经成功结合了视觉需求与使用体验，在市场上树立了高辨识度的设计风格，满足了消费者的多样需求。

四、风险因素

宏观经济影响终端消费；贸易战影响进出口业务规模及受益；外汇波动风险；原材料提价风险；行业竞争激烈，优质新品牌挤压份额；税收政策变动风险。

分析师介绍

报告贡献人

研究服务

史琨：CFA，金融学硕士，2017年7月加入中信建投证券纺织服装团队，2015-2017年在东兴证券从事商贸零售行业研究。

邱季 qiuji@csc.com.cn

周博文 zhoubowen@csc.com.cn

机构销售负责人

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

高思雨 gaosiyu@csc.com.cn

张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn

张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

北京公募组

黄玮 010-85130318 huangwei@csc.com.cn

朱燕 85156403 zhuyan@csc.com.cn

任师蕙 010-8515-9274 renshihui@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

王健 010-65608249 wangjianyf@csc.com.cn

杨济谦 010-86451442 yangjiqian@csc.com.cn

私募业务组

李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn

赵倩 010-85159313 zhaoqian@csc.com.cn

上海销售组

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

翁起帆 wengqifan@csc.com.cn

李星星 021-68821600-859 lixingxing@csc.com.cn

范亚楠 fanyanan@csc.com.cn

李绮绮 liqiqi@csc.com.cn

薛姣 xuejiao@csc.com.cn

许敏 xuminzgs@csc.com.cn

王罡 wanggangbj@csc.com.cn

深广销售组

胡倩 0755-23953981 huqian@csc.com.cn

许舒枫 0755-23953843 xushufeng@csc.com.cn

程一天 chengyitian@csc.com.cn

曹莹 caoyingzgs@csc.com.cn

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn

廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn

陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和/个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

中信建投证券研究发展部

北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B
座 12 层（邮编：100010）
电话：(8610) 8513-0588
传真：(8610) 6560-8446

上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大
厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）
电话：(8621) 6882-1612
传真：(8621) 6882-1622

深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心
B 座 22 层（邮编：518035）
电话：(0755) 8252-1369
传真：(0755) 2395-3859