

从无到与叠加消费升级, 颜值需求助推行业景气

——化妆品行业深度报告

2018年09月27日

看好/维持

商贸零售

深度报告

投资摘要:

化妆品增速领跑社零的细分品类。消费群体话语权逐渐转向年轻人, 助推化妆品的高景气增长。

- ◆从消费结构上, 95及00后群体对化妆品消费的提档增量成为市场扩张的主要驱动力。
- ◆从消费行为上, 短视频APP养成美妆的消费习惯, 自媒体提升消费者接触品牌的广度和密度, 助力打造“爆款”美妆。
- ◆从消费偏好上, 国内处于第二消费时期向第三消费时期过渡阶段, 高偏好的消费者有望延续化妆品类上的消费升级。

我们认为, 双主线引领化妆品市场发展。一方面, 年轻和高线群体经历从“0”到“1”的消费过程, 市场规模高速扩张; 另一方面, 高偏好的消费者从低端市场逐渐转向高端市场。量价齐升持续推升化妆品行业景气度。

国内化妆品需求远未饱和。对标成熟的日本市场, 国内化妆品市场触及天花板尚早, 行业长期发展可期。

- ◆潜在用户群体庞大。据世界银行数据, 消费主力的85及90后(20-34岁)约3.23亿人, 高消费倾向的95及00后(10-19岁)约1.55亿人, 合计占全国人口的34.28%。
- ◆消费水平方面, 2017年国内人均支出仅为181元, 远不及日本(1196元)。对标接近饱和的日本市场, 国内的化妆品市场有望发展到万亿以上(10177亿元)的体量, 对应的人均支出为760元。

高端先行, 低端市场享受扩张红利。国内化妆品的高低端市场分布接近3:7。高偏好的新生代消费者延续化妆品类上的消费升级, 对标日本, 国内的高端市场份额有近10pct的提升空间。另一方面, 随着化妆习惯向高线市场和低年龄段不断渗透, 性价比产品符合消费趋势。国货化妆品具备本土竞争优势, 有望乘着市场扩张的东风高速增长。

投资策略:

- ◆化妆品消费升级延续、利好专业销售渠道。关注紧跟消费趋势、品类布局完善的百货龙头王府井和卡位渠道、打造美妆帝国的青岛金王等。
- ◆国产化妆迎春、企业伴随行业高速增长。拥抱市场扩张东风, 关注研发营销齐发力、品牌力和专业形象共提高的国产化妆品龙头企业珀莱雅和上海家化等。

风险提示: 居民消费持续承压、行业发展不及预期。

研究员: 郑闵钢

010-66554031

zhengmgdxs@hotmail.com

执业证书编号:

S1480510120012

研究助理: 宋劲

010-66554029

songjin@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480116110028

研究助理: 魏鹤翀

010-66554121

weihch@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480118070038

行业基本资料

占比%

股票家数	98	2.75%
重点公司家数	-	-
行业市值	8844.47 亿元	1.7%
流通市值	8629.31 亿元	1.84%
行业平均市盈率	17.92	/
市场平均市盈率	14.46	/

行业指数走势图



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

相关研究报告

- 1、《商贸零售行业事件点评: 居民消费持续承压, 寻找细分品类的微观机会》2018-09-14
- 2、《商贸零售行业报告: 社保网疏盼民富, 费率下调夫如何?》2018-09-10
- 3、《商贸零售行业报告: 四个视角全面看待居民消费降速的四个问题》2018-09-02
- 4、《王府井深度报告: 老骥积跬步, 行稳至千里》2018-07-03

目录

1. 消费结构不断变迁 国内化妆品持续高景气	4
1.1 化妆品增速领跑社零各品类 行业维持高景气.....	4
1.2 彩妆市场高速扩张 化妆品中高端化趋势明显.....	4
1.3 消费年轻化转型 化妆品市场迎来发展机会.....	5
2. 化妆习惯向新生消费者渗透 量价齐升推动行业景气	6
2.1 强购买力的新生消费者是推动化妆品上行的主要动力.....	7
2.1.1 化妆品的潜在消费群体规模庞大.....	7
2.1.2 高偏好的新生消费者购买力强劲.....	8
2.2 女性消费红利凸显 年轻男性美妆消费潜力爆发.....	10
2.2.1 化妆品市场享受女性消费力释放.....	10
2.2.1 95后男性成为化妆品市场的新贵.....	11
2.3 渠道下沉 高线城市化妆品消费放量.....	12
2.3.1 高线城市城镇化推进，带来广阔市场.....	12
2.3.2 消费放量，大众美妆市场不断开拓.....	13
3. 美妆社交培养消费偏好 个性化需求成发展方向	13
3.1 粉丝经济与颜值经济齐飞 偶像同款共好货种草一色.....	13
3.1.1 颜值经济：社交平台助推颜值经济收益倍增.....	13
3.1.2 社群经济：自媒体时代 KOL 打造“爆款”产品.....	14
3.1.3 粉丝经济：真爱粉丝 GET 偶像同款动力无限.....	14
3.2 美妆意识提升 需求趋向专业化、个性化.....	15
3.2.1 专业化需求下消费品类拓展.....	15
3.2.2 个性化需求下市场深度挖掘.....	16
4. 对标日本 看国内化妆品消费走向何方	16
4.1 日本：百年市场，本土企业乘风而起.....	16
4.1.1 三阶段发展 形成四六开的高低端市场.....	17
4.1.2 竞争格局稳定 本土品牌乘风壮大.....	18
4.2 国内：高端先行，低端市场享受扩张红利.....	20
5. 投资策略	20
6. 风险提示	20

表格目录

表 1:中国化妆品市场规模测算	6
表 2:各年龄段人群特征	8
表 3:各大化妆品品牌代言人	15

插图目录

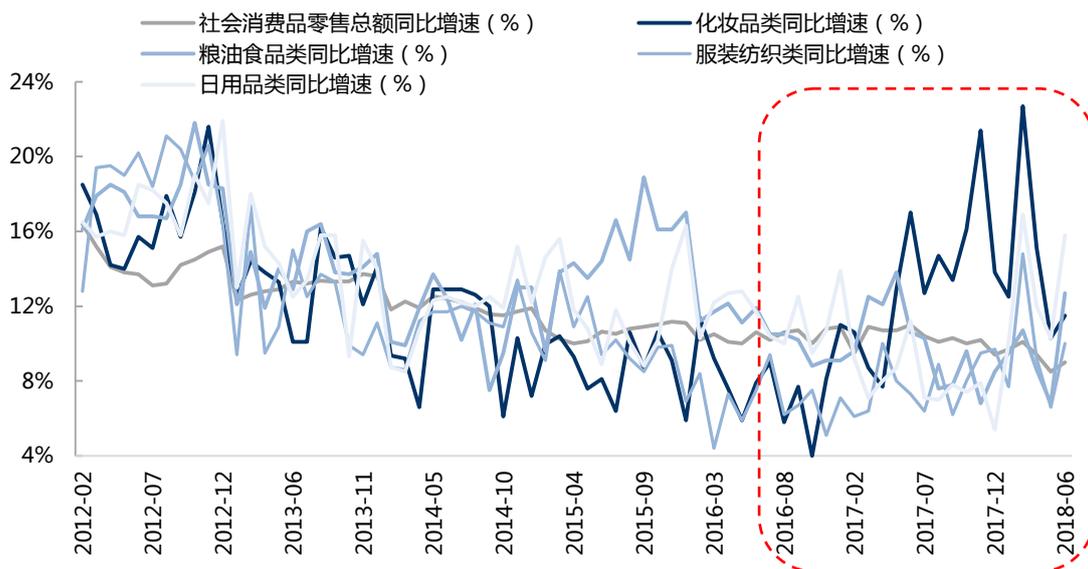
图 1:社零细分品类中化妆品持续领跑	4
图 2:化妆品市场爆发式增长.....	5
图 3:护肤稳增长彩妆高增长.....	5
图 4:中高端与低端化妆品的增速剪刀差逐步扩大.....	5
图 5:中国人均化妆品支出远不及日本	6
图 6:化妆品潜在消费群体规模庞大.....	7
图 7:95 后护肤化妆习惯远超其他年龄段.....	8
图 8:90 及 95 后是关注化妆品的主力人群	8
图 9:2017 年化妆品消费的年龄分布	9
图 10:2017 年化妆品消费的人均开支增速	9
图 11:2017 年 H1 淘系美妆用户的年龄分布.....	9
图 12:18-22 岁用户的销售量攀升	9
图 13:18-22 岁用户人均消费中枢上移	10
图 14:超半数女性收入与配偶相或更高	11
图 15:女性优先将钱花在提高颜值方面	11
图 16:95 后男生使用彩妆的比率	11
图 17:男生正在缩小与女生的消费差	11
图 18:高线城市的城镇化率具备向上空间.....	12
图 19:高线城市市中产阶级扩容的主要驱动力.....	12
图 20:高线城市社零增速居前，消费放量.....	12
图 21:高线城市的电商渗透率具备广阔空间	13
图 22:美妆 KOL 热度极高，提升品牌影响力	14
图 23:偶像文化对年轻人影响力巨大.....	15
图 24:护肤八部曲-彩妆十一步走.....	16
图 25:日本市场趋于成熟.....	17
图 26:日本化妆品市场发展的三个阶段	17
图 27:日本高端化妆品市场份额全球居首.....	18
图 28:化妆品消费两极分化	18
图 29:资生堂研发高投入.....	19
图 30:多品牌覆盖全消费层级.....	19
图 31:资生堂品牌发展史.....	19

1. 消费结构不断变迁 国内化妆品持续高景气

1.1 化妆品增速领跑社零各品类 行业维持高景气

自 2016 年 10 月触底反弹以来，化妆品行业进入爆发式增长阶段。据统计局数据，2018 上半年，化妆品类累计同比增速 14.2%，较上年同期多增 2.9pct。在社零整体增速放缓的背景下，化妆品类零售额持续高增长，在社零细分品类中表现突出。

图 1:社零细分品类中化妆品持续领跑



资料来源：WIND、东兴证券研究所

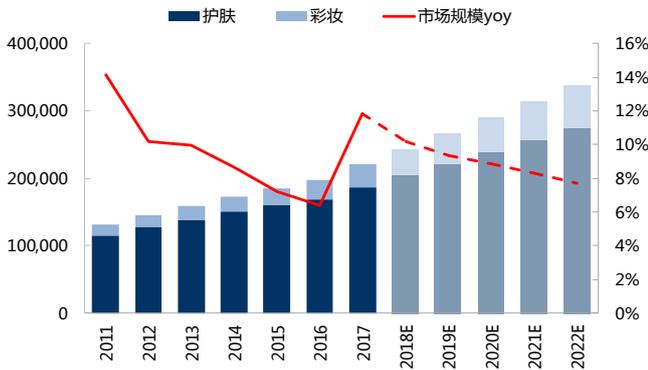
1.2 彩妆市场高速扩张 化妆品中高端化趋势明显

国内化妆品市场于 2016 年下半年表现出爆发式增长，2017 年美妆市场规模达到 2210.72 亿元，同比增 11.9% (yoy+5.5pct)

护肤品稳步发展，彩妆市场高速增长。护肤品的市场规模占比超八成，已进入稳定发展阶段；彩妆部门处于高增长阶段。两部门 2017 年分别实现同比增长 10.3% (yoy+4.9pct) 和 21.3% (yoy+8.7pct)。

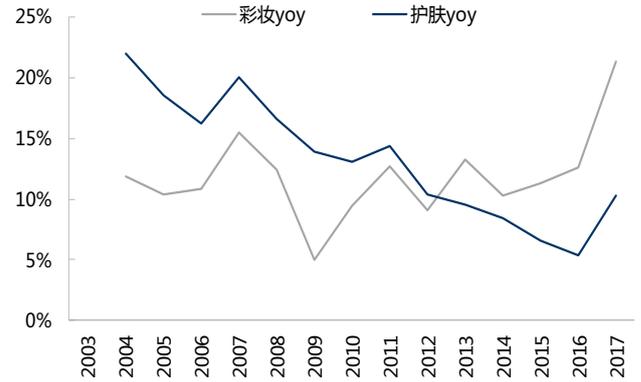
国内化妆品市场表现出中高端化的趋势。据 Euromonitor 定义，单价约 200 元以上的产品为中高档化妆品。此口径下，国内中高端化妆品增速始终高于大众化妆品，2017 年同比增速分别为 25%和 10.3%，较上年同期分别多增 14.3pct 和 4.9pct，增速剪刀差不断扩大。

图 2:化妆品市场爆发式增长



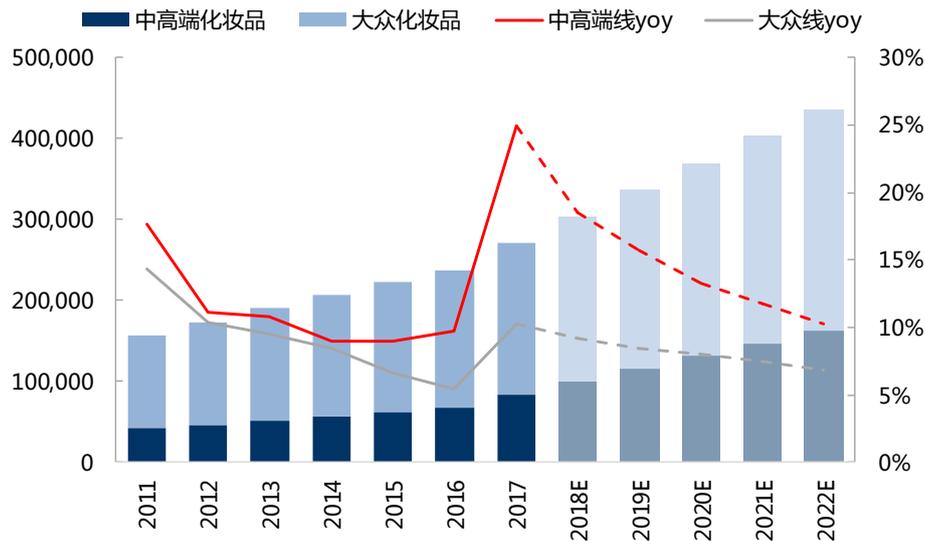
资料来源: Euromonitor、东兴证券研究所

图 3:护肤稳增长彩妆高增长



资料来源: 微博数据中心、东兴证券研究所

图 4:中高端与低端化妆品的增速剪刀差逐步扩大



资料来源: Euromonitor、东兴证券研究所

1.3 消费年轻化转型 化妆品市场迎来发展机会

化妆品增速领跑社零的细分品类。消费群体话语权逐渐转向年轻人，助推化妆品的高景气增长。

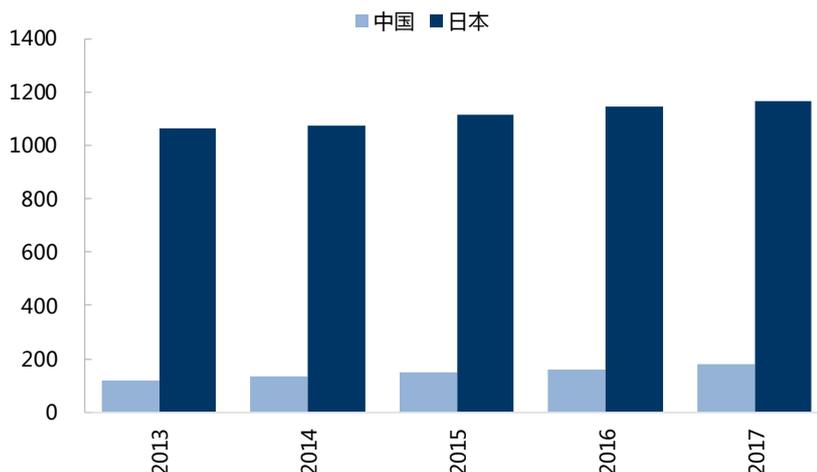
- ◆ 从消费结构上，95及00后群体对化妆品消费的提档增量成为市场扩张的主要驱动力。
- ◆ 从消费行为上，短视频 APP 养成美妆的消费习惯，自媒体提升消费者接触品牌的广度和密度，助力打造“爆款”美妆。
- ◆ 从消费偏好上，国内处于第二消费时期向第三消费时期过渡阶段，高偏好的消费者有望延续化妆品类上的消费升级。

我们认为，双主线引领化妆品市场发展。一方面，年轻和高线群体经历从“0”到“1”的消费过程，市场规模高速扩张；另一方面，高偏好的消费者从低端市场逐渐转向高端市场。量价齐升持续推升化妆品行业景气度。

国内化妆品需求远未饱和。对标接近饱和的日本市场，国内化妆品市场触及天花板尚早，行业长期发展可期。

- ◆ 潜在用户群体庞大。据世界银行数据，消费主力的85及90后（20-34岁）约3.23亿人，高消费倾向的95及00后（10-19岁）约1.55亿人，合计占全国人口的34.28%。
- ◆ 消费水平方面，2017年国内人均支出仅为181元，远不及日本（1196元）。对标接近饱和的日本市场，国内的化妆品市场有望发展到万亿以上（10177亿元）的体量，对应的人均支出为760元。

图 5: 中国人均化妆品支出远不及日本



资料来源：Euromonitor，东兴证券研究所

表 1: 中国化妆品市场规模测算

年龄段	人口数 (亿)	人口占比 (%)	人均消费 (元/人)	消费规模 (亿)	市场规模 (亿)
0-10	1.66	12%	351	584	10177
10-19	1.55	11%	935	1454	
20-34	3.23	23%	935	3018	
35-49	3.23	23%	935	3016	
50-64	2.72	20%	585	1588	
65及以上	1.48	11%	351	517	

资料来源：WorldBank，Euromonitor，东兴证券研究所

2. 化妆习惯向新生消费者渗透 量价齐升推动行业景气

国内化妆品的消费群体范围不断沿着以下三个维度拓宽，市场规模高速扩张。

- ◆ **年龄：**消费话语权向年轻且购买欲望强的 95、00 后转移
- ◆ **性别：**年轻男性加入美妆大军
- ◆ **地区：**渠道下沉，化妆品市场向广阔的三四五线市场开拓

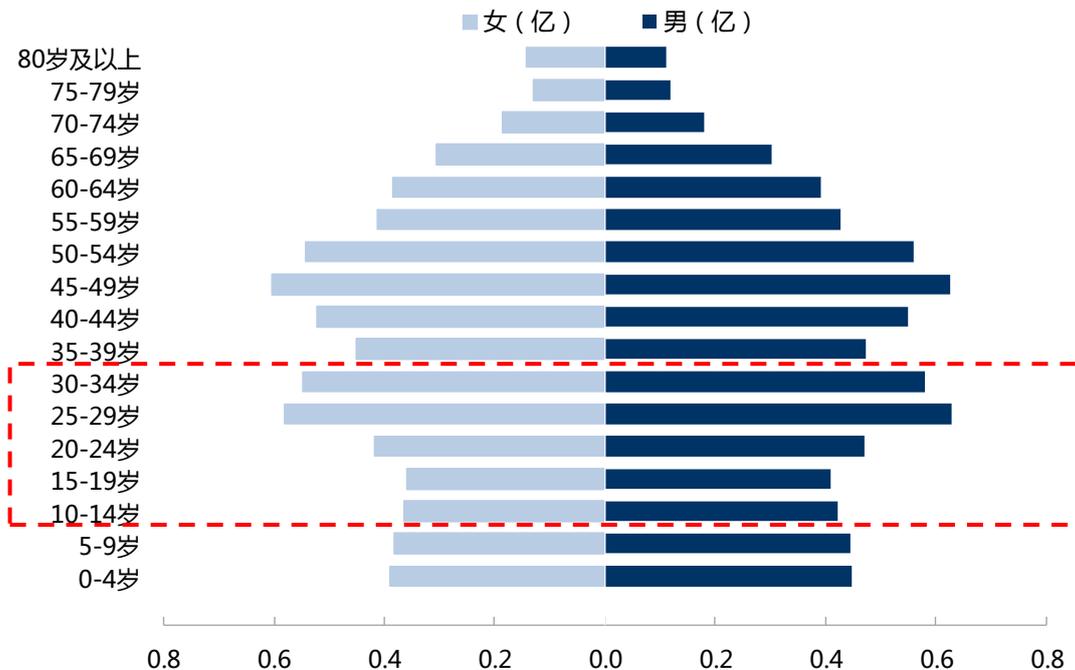
2.1 强购买力的新生消费者是推动化妆品上行的主要动力

2.1.1 化妆品的潜在消费群体规模庞大

千禧一代人口基数大，是提振消费的中坚力量。从人口结构来看，生长在物质大爆发年代的 85 及 90 后（处于 20-35 岁年龄段）约有 3.23 亿人，占全国人口的 23.28%，接近美国人口总数。随着他们逐步占据中国劳动力人口的主要构成部分，千禧一代已经成为提振消费的中坚力量。

Z 世代正在成为推动消费的主力，引领未来的潮流趋势。代际更迭下，年龄处于 10-20 岁、人口占比 11% 的 95 及 00 后已经开始崭露头角，逐渐成为新生代的消费力量。物质富裕的成长环境、独立的消费观和超前的消费意识下，95 及 00 后们重视品质质量，拥有较高的消费偏好。作为乐于分享的意见领袖，消费的话语权越来越多的转向年轻人。

图 6:化妆品潜在消费群体规模庞大



资料来源：World Bank、东兴证券研究所

表 2:各年龄段人群特征

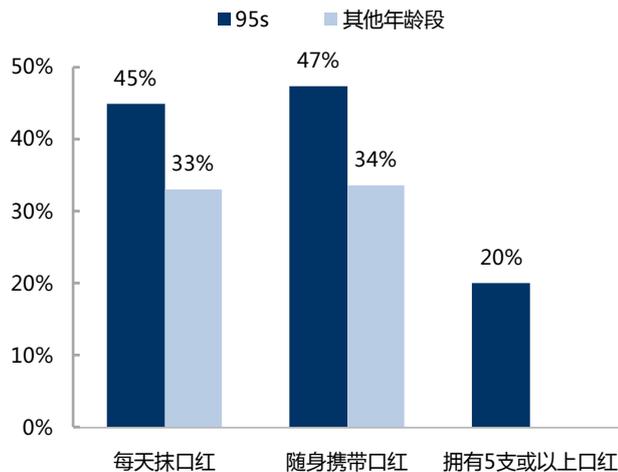
	95 及 00 后	85 及 90 后	60-80 后	60 前
统计年龄段	10-19 岁	20-34 岁	35-49 岁	50 岁及以上
消费特征	消费新力量	消费中坚	务实派	数字不落伍
人口	1.55 亿	3.23 亿	3.23 亿	2.72 亿
群体所占比例	11%	23%	23%	20%
社会特征	经济结构型调整 信息爆炸时代 学生&意见领袖	经济高速发展 互联网时代 新中产阶级	经济起飞 事业有成 中产核心	改革开放的红利 安逸洒脱 或已退休

资料来源：World Bank，艾瑞咨询，东兴证券研究所

2.1.2 高偏好的新生消费者购买力强劲

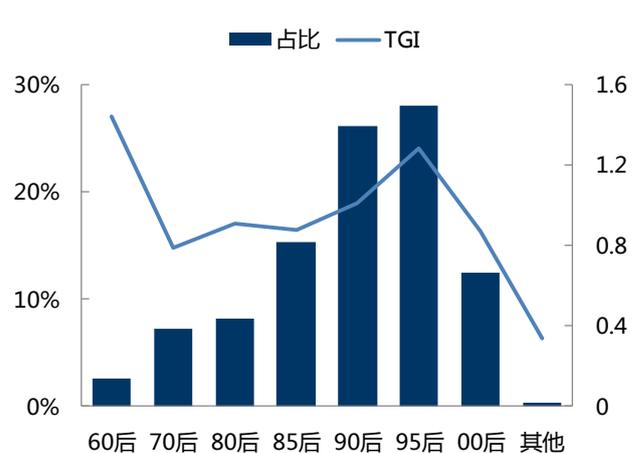
颜值派的 95 及 00 后美妆意识深种。个性独立、审美独特的 Z 世代，更加在乎颜值，愿意为此付出高溢价。伴随着化妆品品牌开拓中国市场、营销力度加大，化妆习惯在年轻人中的渗透率远超其他年龄段。微博数据显示，从对化妆品关注的主力人群来看，95 后位居榜首；艾瑞咨询同样发现，44.8% 的受访 95 后每天抹口红，较其他年龄段高 11.8pct；47.3% 的 95s 随身携带口红或唇膏，较其他年龄段高 13.8pct。

图 7:95 后护肤化妆习惯远超其他年龄段



资料来源：艾瑞咨询 x 唯品会，东兴证券研究所

图 8:90 及 95 后是关注化妆品的主力人群



资料来源：微博数据中心，东兴证券研究所

注：TGI 指数=化妆品全体用户中具有某一特征的群体所占比例/微博总体用户具有相同特征的群体所占比例，比例大于 1 说明群体特征较总体更明显

美妆偏好高企，年轻人购买力强劲。从年龄结构来看，15-30 岁的年轻人占据化妆品市场的近半壁江山。对于初入职场的年轻人，可支配收入水平大幅提升，显著增强消费能力，具备消费提档的基础。对于青少年们，高考结束标志着他们步入经济相对自由、环境较为宽松的人生阶段，具备消费增量的基础。

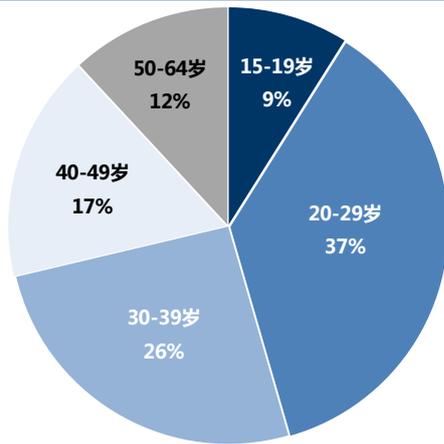
◆ 职场主力的 85 及 00 后延续品类升级。劳动力消费者较强的边际消费倾向作用下，千禧一代的化妆品消费表现出明显的中高档化趋势，2017 年人均化妆品支出高增

23%。

◆ **95 及 00 后的化妆品消费逐步经历从“0”到“1”的过程。**考虑到成长于互联网时代的青少年网购消费比例居高，从淘宝数据中更能看出 95 及 00 后消费量高增。在淘系美妆用户中，18-22 岁的用户销售额占比由 2013H1 的 11.4% 攀升至 2017H1 的 26.7%。品类升级的趋势在 Z 世代用户中逐渐显现，人均消费额的中枢不断上移。

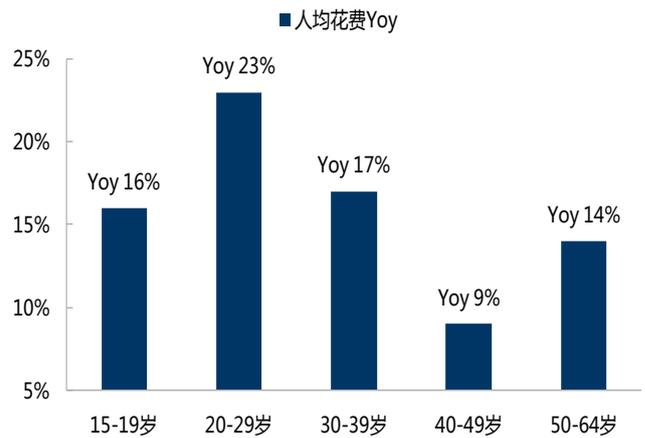
新生消费群体对化妆品的高偏好和高支出水平远超其他年龄段。我们认为，这批消费者对化妆品消费提档加量，形成了自 2016 年下半年以来化妆品销售量爆发式的增长。伴随着化妆品群体扩大及品类消费升级延续，化妆品市场的高增可期。

图 9:2017 年化妆品消费的年龄分布



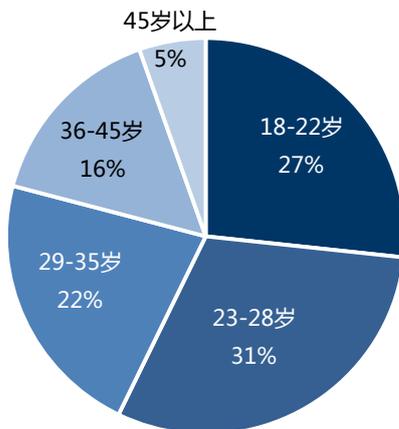
资料来源：凯度、东兴证券研究所

图 10:2017 年化妆品消费的人均开支增速



资料来源：凯度、东兴证券研究所

图 11:2017 年 H1 淘系美妆用户的年龄分布



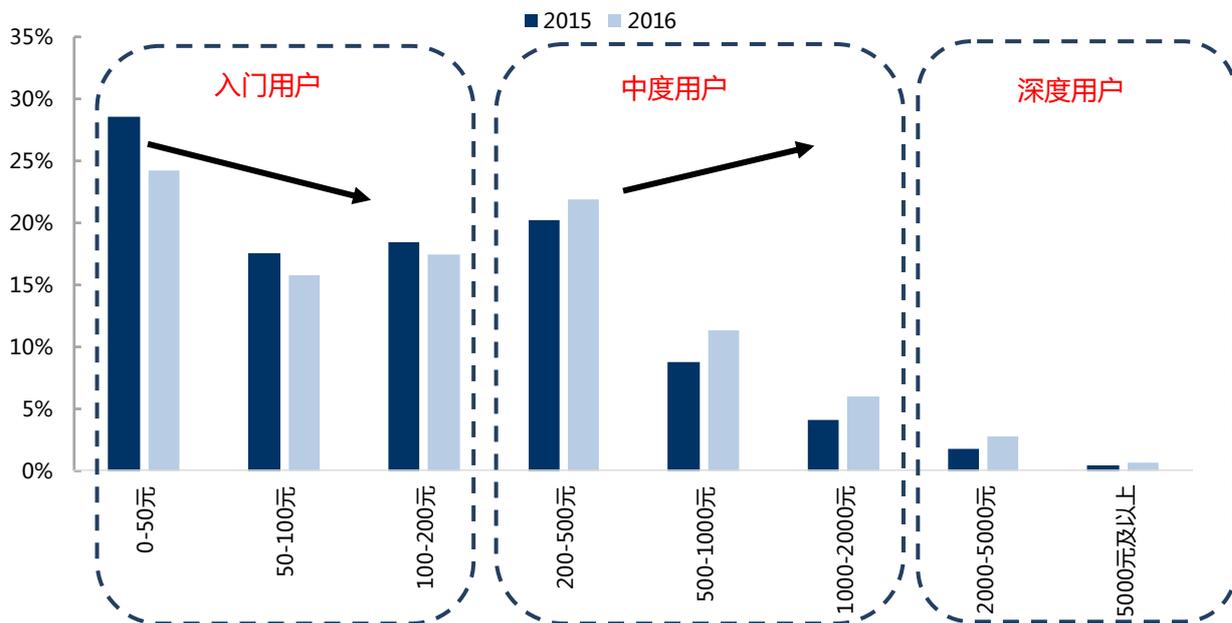
资料来源：CBNData、东兴证券研究所

图 12:18-22 岁用户的销售量攀升



资料来源：CBNData、东兴证券研究所

图 13:18-22 岁用户人均消费中枢上移



资料来源：CBNData、东兴证券研究所

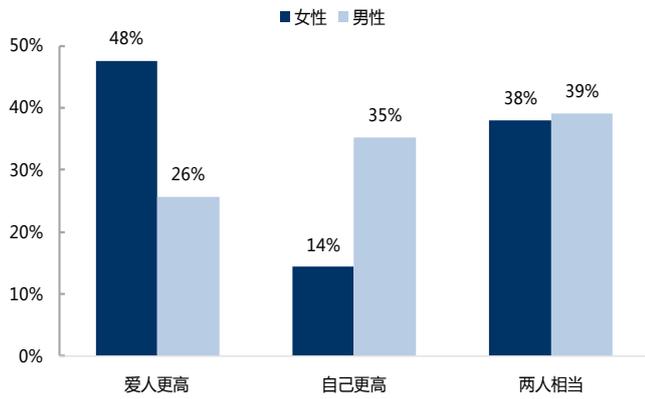
2.2 女性消费红利凸显 年轻男性美妆消费潜力爆发

2.2.1 化妆品市场享受女性消费力释放

女性经济独立性增强，消费需求渐趋增长。追求时尚且具备经济实力的 20-45 岁女性约 2.5 亿人，占我国约 18% 的人口。据德勤，中国女性劳动参与率约 63.3%，高于经济合作与发展组织（57%）和亚太地区（62%）的平均水平。高就业率下，过半女性已经追上或超过配偶的收入水平。

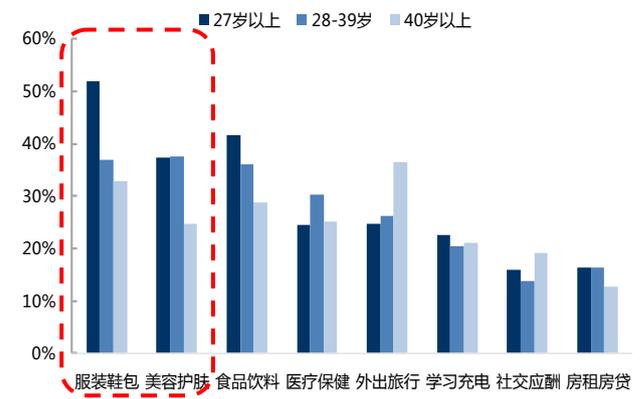
消费能力的释放，优先满足化妆品需求。女性的经济独立性逐步增长，对应更强的消费能力，直接推动了化妆品市场的繁荣。调查显示，多数女性愿意优先将钱花在提高颜值的方面，美妆习惯逐步养成。2015 年底贸发局对 2000 名女性进行的调查访问中，年轻组（20-30 岁）88% 的女性有护肤化妆习惯，成熟女性（31-45 岁）的比例为 83%。女性消费红利的逐步释放，对国内整体的化妆品消费产生强烈的影响。

图 14:超半数女性收入与配偶相或更高



资料来源：睿问、东兴证券研究所

图 15:女性优先将钱花在提高颜值方面



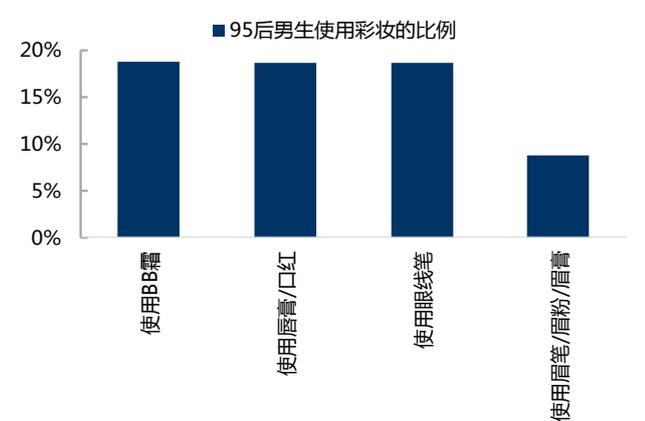
资料来源：睿问、东兴证券研究所

2.2.1 95 后男性成为化妆品市场的新贵

形象管理的理念同样影响男性，带来美妆消费增量。随着注重形象管理的男性越来越受欢迎，一个品质化、个性化的消费群体正逐渐崭露头角。在中国青年报社会调查中心近日对 2000 名男性的调查发现，57.6%的受访者发现身边使用护肤品的男性正在增加。使用化妆品的主要理由是提升生活品质，也让自己更加自信。49.1%的受访者认为，男性化妆的普及会大范围提升男性群体的颜值。

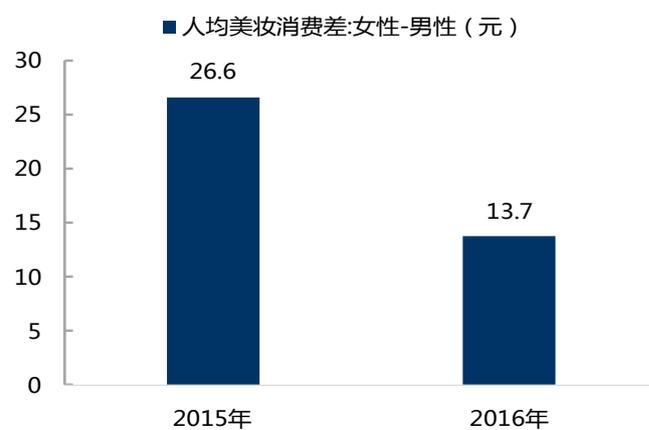
95 后男生更重仪表，驱动男士美妆消费迅猛增长。唯品会和艾瑞共同报告显示，2017 年 95 后男性的化妆品销售规模同比增长 42.9%，较去年多增 26.2pct；近四成的 95 后男生接受日常化妆，平均每 5 个 95 后男生中就有一个使用 BB 霜。消费水平上，男性正逐渐追上女性的化妆品消费水平。男女生的人均支出差由 2015 年 26.6 元缩小到 2016 年的 13.7 元。Euromonitor 预测，到 2019 年中国男性化妆品消费量的年均增长率将达到 13.5%，远高于全球平均水平的 5.8%，年轻男性逐渐成为市场新贵。

图 16:95 后男生使用彩妆的比率



资料来源：艾瑞、东兴证券研究所

图 17:男生正在缩小与女生的消费差



资料来源：京东 x 南都传媒、东兴证券研究所

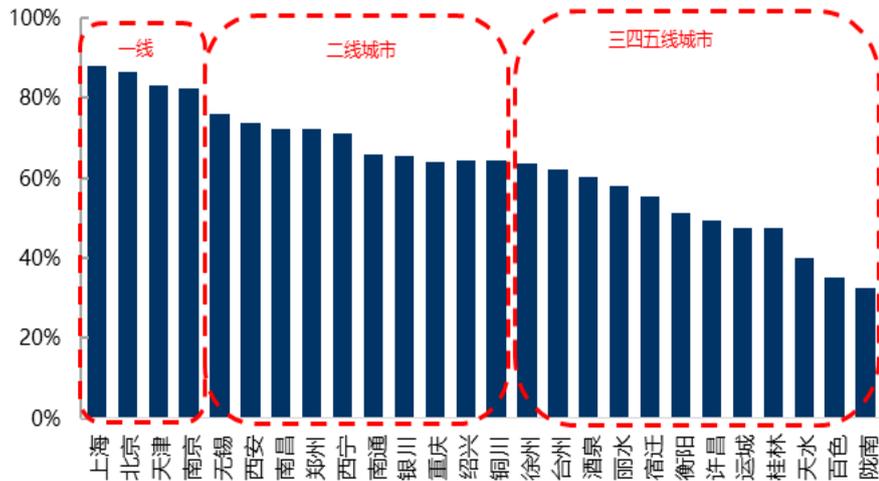
2.3 渠道下沉 高线城市化妆品消费放量

2.3.1 高线城市城镇化推进，带来广阔市场

三四线人口基数庞大，城镇化推进开发出广阔的消费潜力。我国三四五线城市人口数量达到 2.32 亿人左右，城镇化水平相对落后。目前一线城市的城镇化率基本达到 90% 左右，接近发达国家的“天花板”。相比之下，城镇化率低于 70% 高线城市逐渐步入高速拓张的“快车道”，消费市场具备巨大的向上空间。

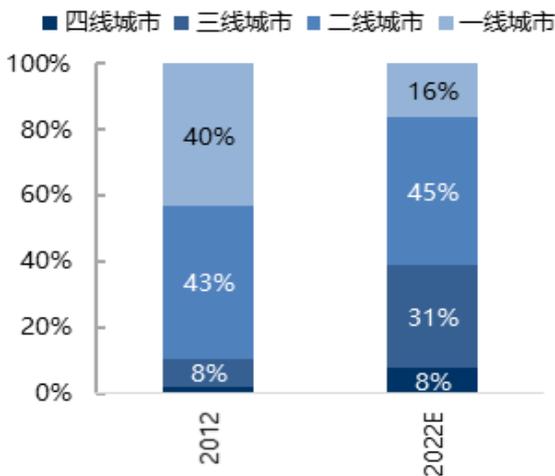
三四线城市中产阶层持续扩大，消费持续放量。随着城镇化进程推进，三四线城市的中产阶层数量快速增长。据麦肯锡，预计 2022 年我国中产阶层及以上的占比将大幅提升至 81%，其中三四线城市成为主要驱动力。伴随着中产阶级的扩容，高线城市进入消费的放量阶段。从社零总额上看，近年来三四五线城市的同比增速表现突出。

图 18:高线城市的城镇化率具备向上空间



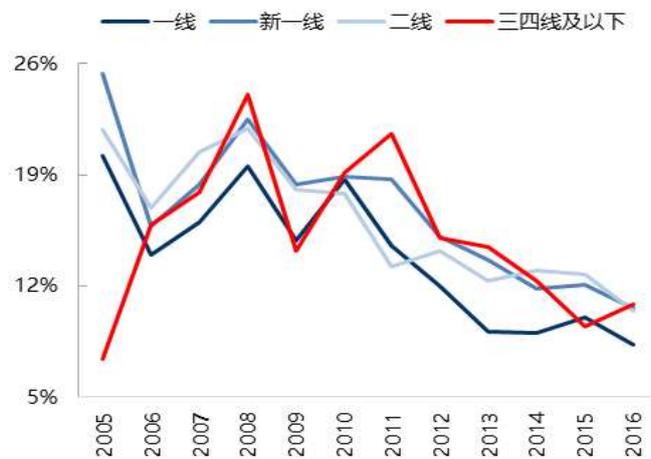
资料来源：WIND、东兴证券研究所

图 19:高线城市市中产阶级扩容的主要驱动力



资料来源：中国产业信息网、东兴证券研究所

图 20:高线城市社零增速居前，消费放量



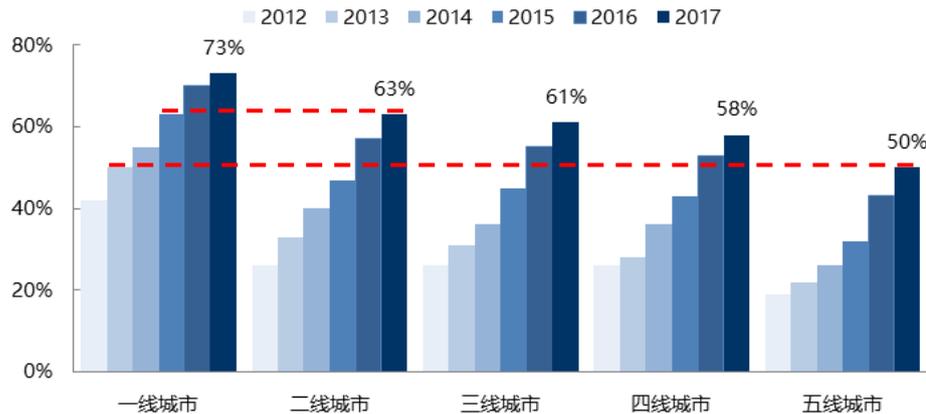
资料来源：WIND、东兴证券研究所

2.3.2 消费放量，大众美妆市场不断开拓

美妆习惯逐步养成，电商渠道下沉激发消费潜力。凯度数据显示，2017年二线、三线和四五线城市的在护肤彩妆上的人均消费分别同比增19%、20%和20%，远超一线城市（9%）。

我们认为高线城市的高增速，一方面源于美妆意识渗透，居民开始化妆品的消费；另一方面受益于电商渠道不断向高线市场开拓。二、三线城市的电商渗透率年增速分别达到19%和18%，五线城市增速高达21%。考虑到护肤彩妆品类超过30%的电商渗透率，美妆消费享受线上渠道高增的红利。伴随着越来越多的消费者经历从“0”到“1”的过程，高线城市的大众化妆品消费进入放量阶段。

图 21:高线城市的电商渗透率具备广阔空间



资料来源：Euromonitor、东兴证券研究所

3. 美妆社交培养消费偏好 个性化需求成发展方向

3.1 粉丝经济与颜值经济齐飞 偶像同款共好货种草一色

好货共享，美妆社交引领消费新潮流。在移动互联网时代，“好货需分享”的生活态度将年轻人的消费和社交融为一体，诞生的美妆社交潮流显著提升化妆品的营销效率。从明星代言人到网红美妆 KOL，颜值经济与偶像经济是培养化妆品消费偏好的重要助推力，自媒体、短视频等新兴社交平台成为打造“爆款潮品”新发力点。

3.1.1 颜值经济：社交平台助推颜值经济收益倍增

社交平台大幅提升分享效率，扩大颜值经济的影响力。微博、小红书等社群 APP 以及抖音、美拍等短视频平台的加速发展，填充消费者碎片化的娱乐时间。零门槛的创作分享，使得短视频平台满足消费者的社交需求；通过成熟的算法实现精准投放和高效传播，短视频大幅提升消费者的分享效率。

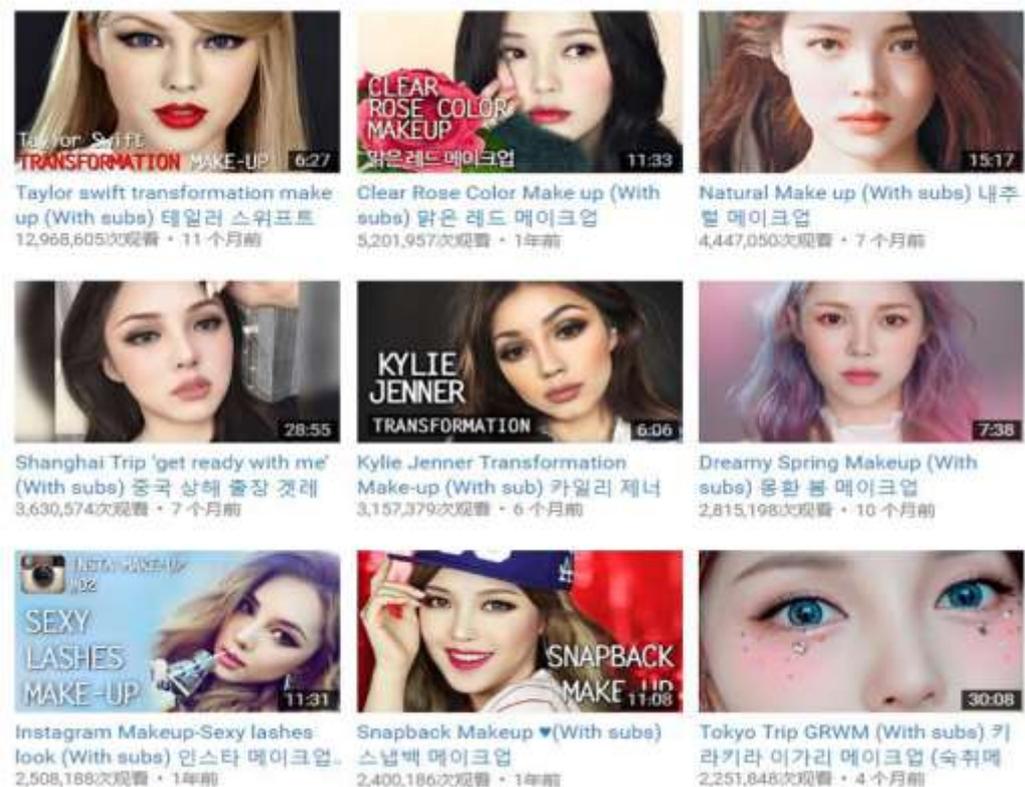
“颜值收益”成倍提升，培育美妆消费高偏好。假设以妆容可以被多少人看见来简单的衡量颜值收益。一个普通人平均每天可遇见 1000 人；通过抖音、美拍等平台，普

通视频可触及附近 10 万人，热度较高的视频则可以达到 30-100 万的播放量。高分享效率下，社交平台将颜值的辐射范围显著扩大，颜值经济的收益实现少则百倍多则上千倍的增长。社交平台激发年轻人对美的追求，使得化妆的意识与习惯深入人心。在较高的边际消费倾向作用下，消费者围绕颜值的投入不断加大，逐渐走向深度、高端的市场。

3.1.2 社群经济：自媒体时代 KOL 打造“爆款”产品

自媒体时代，消费者接触品牌的广度和密度大幅提升。韩国美妆达人 PONY 在 YouTube 上的视频点击轻松破百万，在新浪微博上的粉丝数超 625 万。KOL 极高的热度可直接转化为品牌影响力：一段视频对数十种产品的分享，形成巨大的消费导向作用；随着消费者互相“种草”，品牌传播范围进一步扩大。在美妆 KOL 宣传-种草-购买-反馈-二次传播这一完整的营销链条中，美妆社交成功引爆产品的销量。通过打造各类“爆款”产品，自媒体可助力品牌形成口碑和销量齐增长。

图 22:美妆 KOL 热度极高，提升品牌影响力



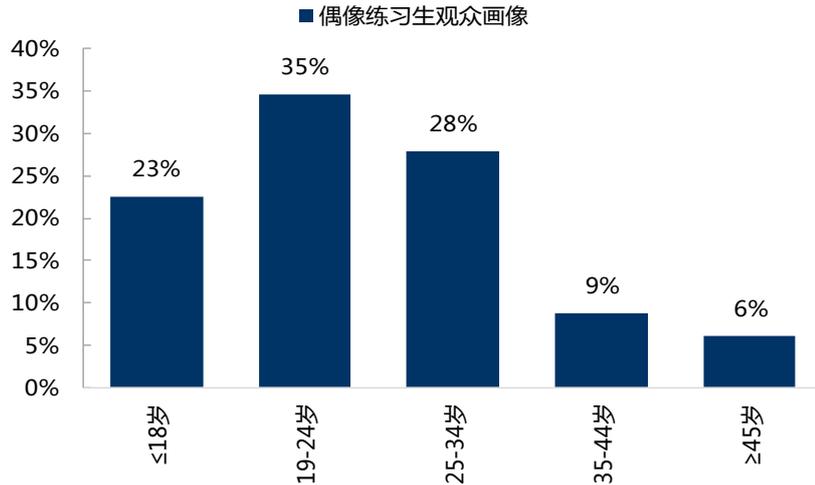
资料来源：互联网、东兴证券研究所

3.1.3 粉丝经济：真爱粉丝 GET 偶像同款动力无限

明星同款成为美妆“爆款”。通过冠名或植入热门剧集、综艺，化妆品牌可收获极大话题量。韩剧早期的“想你色”到中国的“扶摇色”，明星同款是打造“爆款”产品的另一途径。

粉丝经济激发美妆消费意愿。偶像文化的盛行，一方面潜移默化的培养年轻人对颜值和形象的追求，另一方面由“粉丝经济”催生庞大的消费市场。通过偶像代言，化妆品可直接面向年轻群体，激发消费意愿。而粉丝出于为偶像应援的目的，会自发进行推广和营销。厂商在互动中可有效积累品牌好感度和影响力。此外，偶像文化更是带动年轻男生的美妆消费，助推化妆品消费市场进一步放量。

图 23:偶像文化对年轻人影响力巨大



资料来源：极光大数据、东兴证券研究所

表 3:各大化妆品品牌代言人

品牌	代言人
欧莱雅	吴亦凡、井柏然、朱一龙、蔡徐坤、李宇春
美宝莲	Angelababy
SKII	汤唯、倪妮、窦靖童
资生堂	黄轩、唐嫣
百雀羚	周杰伦、李冰冰
佰草集	刘涛、李易峰
六神	华晨宇
百雀羚	周杰伦、李冰冰
珀莱雅	李易峰、唐嫣
膜法世家	薛之谦、吴磊、周冬雨
一叶子	胡一天、宋祖儿

资料来源：互联网、东兴证券研究所

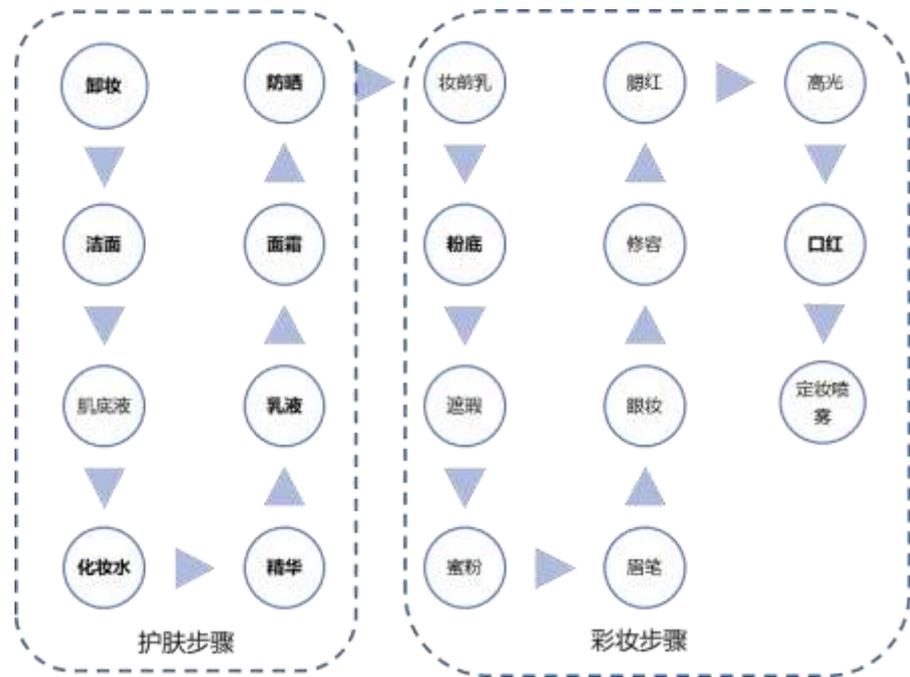
3.2 美妆意识提升 需求趋向专业化、个性化

伴随着消费意识趋提升，化妆品市场呈现出多元化、细分化的趋势。

3.2.1 专业化需求下消费品类拓展

化妆习惯普及，消费者横向拓展品类。在更加完整精致的美妆追求下，消费者开始从基础护肤上移至更复杂的护肤和彩妆。据贸发局，受访的 2400 名女性人均使用 4.7 种化妆品，化“淡妆”需要 3 种最基本的化妆品，而化“全妆”所需要的化妆品接近 10 多种。

图 24:护肤八部曲-彩妆十一部走



资料来源：东兴证券研究所（加粗部分为相对刚性需求）

3.2.2 个性化需求下市场深度挖掘

消费群体的认知和审美双重升级，消费走向多元化和碎片化，催生庞大的细分市场。满足消费者日益变化的个性化需求，将成为美妆市场的新增长点。

- ◆ 健康天然的诉求下，药用型化妆品、尤其是中草药化妆品开辟新市场。
- ◆ 简单高效的诉求下，粉底类产品扩展出 BB 霜、气垫粉底和粉饼等细分品类。
- ◆ 彰显个性的诉求下，色彩更大胆出挑的深红色、紫色等唇妆和蓝色、绿色等眼妆受到消费者追捧。

4. 对标日本 看国内化妆品消费走向何方

4.1 日本：百年市场，本土企业乘风而起

日本是全球化妆品的第三大市场，经过多年的发展已处于基本饱和阶段，2013-2017 年的年均复合增速为 2.21%。日本的化妆品消费习惯和意识趋于成熟，2017 年人均化妆品支出达 1169 元，是中国（181 元）的 6.5 倍。

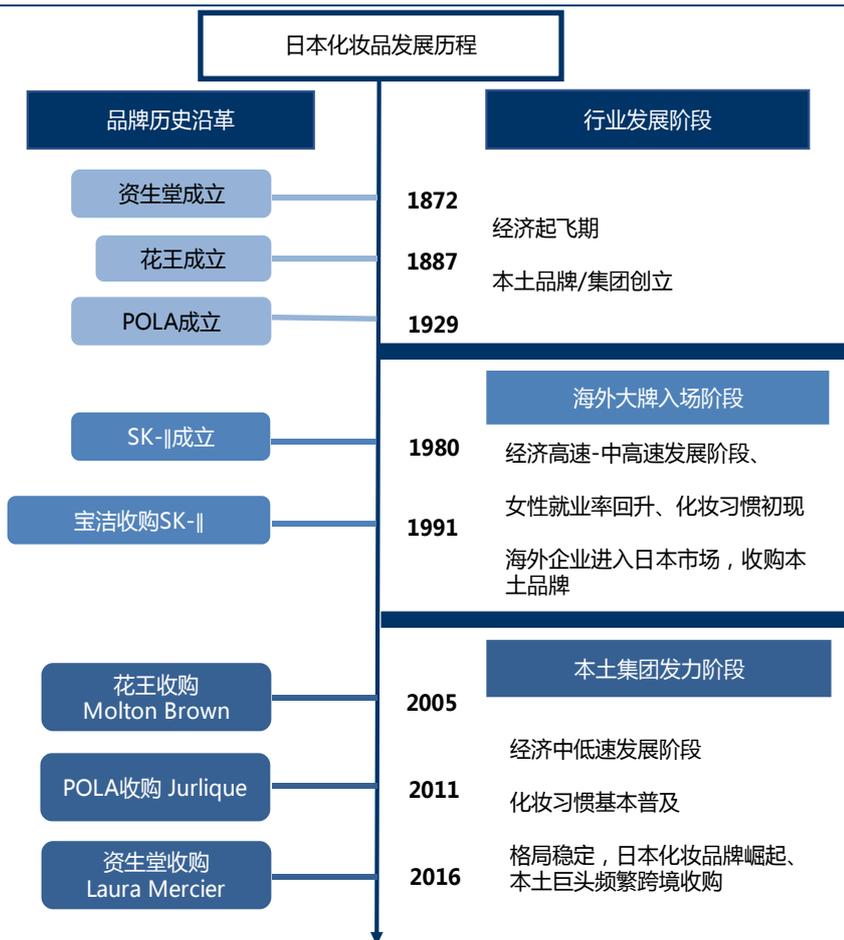
图 25:日本市场趋于成熟



资料来源: Euromonitor, 东兴证券研究所

4.1.1 三阶段发展 形成四六开的高低端市场

图 26:日本化妆品市场发展的三个阶段

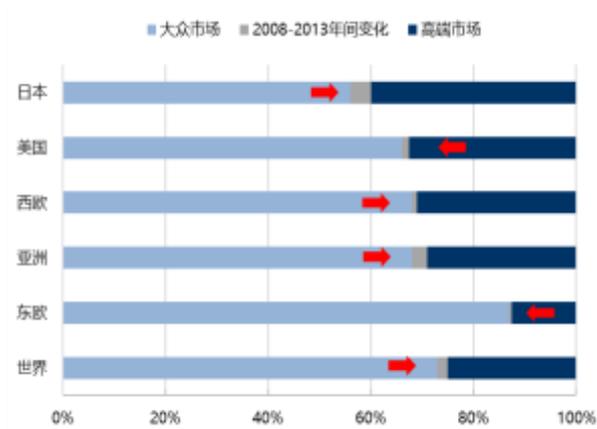


资料来源: 东兴证券研究所

日本化妆品市场经历本土市场初步发展-消费升级，国际品牌入场-消费分化，本土品牌崛起的三个阶段。

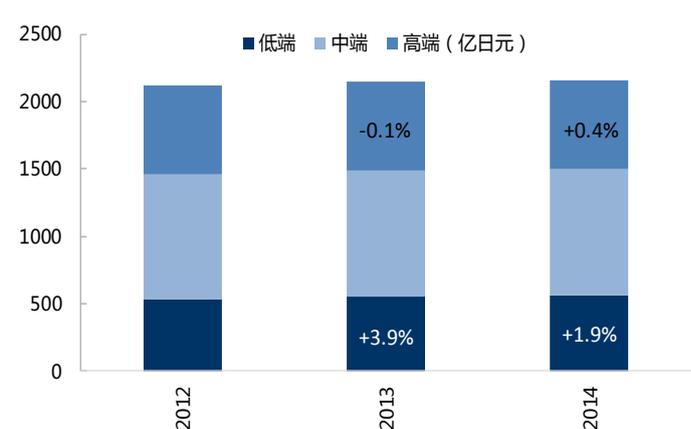
- ◆ 1960s 前：经济起飞期，本土品牌资生堂、花王等在 1880s 前后建立。
- ◆ 1960-1990s：经济高速-中高速发展期，居民消费升级，对欧美品牌有狂热偏好。据 J.P.Morgan 测算，1980s 香榭丽舍 LV 门店 80% 的零售额均被日本游客买走。国际大牌强势进入日本，不断鲸吞本土品牌市场，**高端化妆品市场高速发展。**
- ◆ 1990s 后：经济转向中低速发展，金融危机和老龄化侵蚀中产阶级的消费能力。一方面，消费回归理性、追求物美价廉，以 UNIQLO 为代表的简约消费盛行；另一方面，已形成的消费偏好难以降级，消费者有选择的缩减其他开支以满足高档品的需求。**在节衣缩食买大牌的趋势下，化妆品消费呈现出由中端向高端和低端两极转移的趋势。**2013 年，日本高端化妆品仍保有近 40% 的市场份额，占比为全球最高。与此同时，在 2008-2013 年间低端市场受益于药妆店渠道的广泛铺开，大众美妆占比提升 5pct 至 60%。

图 27:日本高端化妆品市场份额全球居首



资料来源：Euromonitor、东兴证券研究所

图 28:化妆品消费两极分化



资料来源：Euromonitor、东兴证券研究所

4.1.2 竞争格局稳定 本土品牌乘风壮大

在第二阶段向第三阶段的过渡中，以资生堂为代表的本土化妆品企业凭借持之以恒的研发投入，积累品牌资产，在本土市场站稳脚跟并成功打入高端市场，实现翻身逆袭。

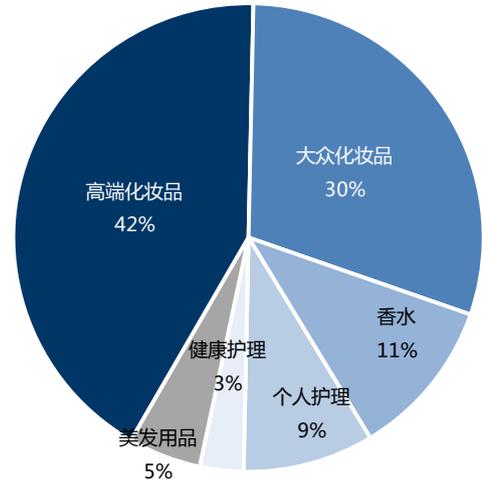
研发驱动，高品质积累品牌壁垒。高品质、科技感的标签紧紧贴在资生堂的产品上。1897 年资生堂推出红色蜜露，以紧跟前沿技术的高端配方为卖点，打造出一款畅销至今的高端化妆水。2014-2017 年资生堂研发费用 CAGG 高达 21.53%，占营收的比重由提升 0.61pct 至 2.41%。高研发投入下，资生堂前后培育出 SHISEIDO、Clé de Peau Beauté、the GINZA 等高端品牌，推出众多明星产品，成功打入高端市场。

图 29:资生堂研发高投入



资料来源：公司财报、东兴证券研究所

图 30:多品牌覆盖全消费层级



资料来源：公司财报、东兴证券研究所

拓展产品线，多品牌运作抢占市场份额。进入集团化运作后，资生堂开启多样化品牌矩阵的布局。其高端线成功覆盖百货店、专营店等销售渠道。在产品力加持下，资生堂推出的 Anessa、Avene 等以性价比著称的品牌，通过药妆店、量贩店等渠道的扩张迅速抢占低端市场。通过多品牌的运营全面覆盖不同层级的消费者，资生堂规模迅速扩张，逐渐成长为日本第一大化妆品公司。

图 31:资生堂品牌发展史



资料来源：东兴证券研究所

中国市场高端品牌高增，明星产品拉动大众线。伴随影响力飞速扩大，资生堂经营范围已横跨亚太、美洲、欧洲等地区。作为全球第二大市场，2018H1 中国市场以 32.4% 的高增速领跑众地区，销售额高达 929 亿日元（约人民币 54.3 亿元），占公司总销售

额的 17.4%。其中，高端线销售额达 382 亿日元（约人民币 22.3 亿元，占中国地区销售额的 41.2%），同比高增 56.5%；大众产品线同比增 21.3%，主要来自防晒明星产品怡丽丝尔和安热沙的贡献，业绩增长分别达到 1.5 倍和 2 倍以上。

4.2 国内：高端先行，低端市场享受扩张红利

高偏好的新生消费者延续化妆品类的消费升级。国内环境正处于第二消费时期向第三消费时期过渡阶段，化妆品的高低端市场分布接近 3: 7。消费主力的年轻人愿意为品牌和服务付出溢价，对高端美妆品牌的热爱远高于其他年龄段。在他们的主导下，化妆品类上的消费升级有望持续，高端化妆品市场具备较大的向上空间。对标日本，国内的高端市场份额仍有近 10pct 的提升空间。

化妆习惯养成，低端市场享受扩张的红利。随着美妆意识向高线市场和低年龄段不断渗透，性价比产品符合消费趋势。国货化妆品具备本土竞争优势，享受电商渠道开拓红利，在高线城市的市场享有更高的传播度。国产企业有望乘着市场扩张的东风高速增长。

5. 投资策略

化妆品消费升级延续，利好专业销售渠道。关注紧跟消费趋势、品类布局完善的百货龙头和卡位渠道、打造美妆帝国的企业。

- ◆ **王府井：**重点布局中高端消费，商场云集国际一线化妆品牌以及顶级奢侈品牌，持续受益化妆品消费增长。
- ◆ **青岛金王：**整合美妆产业链，构建美妆新零售全景图。

国产化妆迎春天，企业伴随行业高速增长。拥抱市场扩张东风，关注研发营销发力、品牌力和专业形象共提高的国产化妆品龙头。

- ◆ **珀莱雅：**大众化妆品龙头，线上线下渠道齐发力。
- ◆ **上海家化：**百年日化龙头，期待战略转型成效。

6. 风险提示

居民消费持续承压、行业发展不及预期。

分析师简介

分析师：郑闵钢

房地产行业首席研究员，房地产、传媒、计算机、家电、农业等小组组长。央视财经嘉宾。2007年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011年最强十大金牌分析师（第六名）。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永继2012年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强（第七名）。朝阳永继2012年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强（第八名）。2013年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。2014万得资讯年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。2016年度今日投资天眼房地产行业最佳选股分析师第三名。

研究助理简介

研究助理：宋劲

英国埃克塞特大学金融学硕士，曾任职于元大证券、哲奔咨询（上海）有限公司，2016年加入东兴证券研究所，从事策略及商贸零售行业研究。

研究助理：魏鹤翀

中山大学应用经济学硕士，2018年加入东兴证券研究所，从事商贸零售行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。