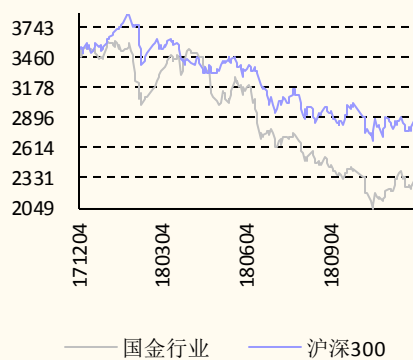


市场数据(人民币)

市场优化平均市盈率	18.90
国金纺织品和服装指数	2314.64
沪深300指数	3260.95
上证指数	2654.80
深证成指	7938.47
中小板综指	8073.50



相关报告

- 1.《纺服双周报数据谈第9期：10月社零增速下滑，“双11”商家或...》，2018.11.18
- 2.《18年双十一前瞻——平台新玩法更社交化，商家或“赚名不赚利”...》，2018.11.9
- 3.《纺服板块估值处于历史底部，上市公司回购彰显价值，确定性价值投...》，2018.11.4
- 4.《纺服双周报数据谈第8期：社零增速企稳，线上渠道和大众消费是拉...》，2018.10.28
- 5.《纺服双周报数据谈第7期：家纺18年前三季度阿里数据解读，板块...》，2018.10.14

吴劲草 分析师 SAC 执业编号：S1130518070002
wujc@gjzq.com.cn

姬雨楠 联系人
jiyunan@gjzq.com.cn

日本四大化妆品巨头启示录——东洋之镜为鉴，穿越周期的颜值行业

行业观点

- 日本化妆品行业穿越经济周期，诞生了市值超过万亿日元的巨头：1955年至今，日本经济虽然经历了高速增长、低速稳定增长和停滞&低速复苏的增速换挡，仍然诞生了资生堂、花王、高丝、宝丽奥蜜思这些穿越周期、为股东创造可观回报的本土化妆品企业。泡沫经济破灭至今，日本四大化妆品集团的市值翻了约4-10倍，P/E 大多时候均在20x-40x的较高水平。我们发现业绩增长是驱动资生堂和花王市值增长的主要因素，而高丝和宝丽奥蜜思则在上市后迎来了业绩增长和估值提升的戴维斯双击。
- 日本化妆品巨头成长经验：深耕自有品牌+本国市场，发力并购+全球化。四大化妆品巨头无一不是通过明星自有品牌在本土市场上先站稳了脚跟，例如资生堂旗下的SHISEIDO、高丝旗下的Kose、宝丽奥蜜思旗下的POLA和花王旗下的碧柔。但单个品牌的天花板是有限的，长期成长更依靠多品牌运营和全球化扩张。日企擅长不断培育自有品牌，资生堂高端化妆品中自己培育比例为62.5%，大众化妆品几乎均为自己培育。品牌并购是日企近年来开拓新品类和新市场的增长路径，例如花王收购佳丽宝拓展化妆品版图、高丝收购Tarte开拓美国市场，但宝丽对H2O+和Jurlique的收购则并不有效。全球化扩张中，日本企业则相对保守谨慎。2017年资生堂和花王海外业务占比约为50%和40%，高丝和宝丽的海外业务占比仅为25%和8%。
- 日本化妆品的渠道分布和中国很不相同：药妆店在日本化妆品渠道中占比第一，免税店则是近年来增速迅猛的渠道，但日本的电商渠道并不凶猛。我们认为，日本电商渠道并不发达的原因包括①早前日本大多数家庭主妇不工作，有充足的时间去实体店购买产品，已经形成消费习惯。②药妆店与便利店已经遍地开花，在实体店购买本就方便快捷。③日本的物流和人力成本较高，电商不一定具备价格优势。但与日本不同，中国新的主力消费群体成长于互联网爆发之时，化妆品电商销售占比已上升至2017年的23%。因此在中国，电商已经成为化妆品销售的兵家必争之地。
- 日本化妆品巨头在中国的渠道下沉并不顺利，而这正是本土企业的机会：资生堂推出的泊美和悠莱因以独立品牌运营，缺乏品牌形象辨识度，在大众市场被国货败退。高丝2017年将其位于杭州专门生产仅在中国销售的品牌的工厂出售转让。我们认为，大众市场竞争中跨国公司渠道下沉较慢、品牌独立经营缺乏形象辨识度以及较难对快速发展的市场做出快速反应是导致其针对中国专门推出的大众品牌并不成功的原因。我们预计未来资生堂、高丝、宝丽和花王在中国化妆品市场的主战场仍在高端领域。

投资建议

- 日本经验十分值得中国化妆品企业借鉴，未来我国本土市场大型化妆品集团的诞生值得期待：国金消费研究团队对日本化妆品四大巨头资生堂、花王、宝丽和高丝进行了实地调研，深入探究总结日本化妆品帝国崛起的前世今生。目前我国GDP增速和人均GDP均接近1980年左右的日本，以东洋之镜为鉴，我们认为，未来本土翘楚有望凭借针对中国市场的创新产品、符合本土偏好的品牌定位和品牌营销以及强势的渠道下沉能力，分享国内千亿级化妆品市场盛宴。建议关注珀莱雅、上海家化、御家汇、拉芳家化。

风险提示

- 消费增速放缓、产品质量风险、能否准确把握消费者偏好变化的风险

内容目录

前言	6
1. 日本化妆品巨头：经历经济周期检验、实现本土崛起的百年老店	7
1.1 经历经济周期检验，市值突破万亿日元	7
1.2 力抗欧美巨头，实现在本国市场的绝对主导	9
2. 资生堂：源于日本而目标制胜全球的国际化妆品集团	12
2.1 融合西方药学与东方哲理的百年集团	12
2.2 品牌：自身培育为主+明星产品+高端优先	13
2.3 渠道：高端品牌抢占最豪华地段，大众品牌遍布免税店及药妆店	15
2.4 营销：营销投入持续加大，一线代言人诠释品牌价值	16
2.5 全球化：跨国公司经营机制，中国业务机遇和挑战并存	17
3. 高丝：以质量著称，被誉为“品质的高丝”	20
3.1 代理起家，以质量闻名的日本化妆品集团	20
3.2 品牌：主打顶级&高端化妆品品牌，销售占比超过 75%	21
3.3 渠道：百货及化妆品专卖店为主要渠道	22
3.4 营销：为每个品牌打造独特的营销，品牌代言人明星云集	23
3.5 全球化：海外版图正在开拓，中国市场由中国制造转为日本制造	24
4. 宝丽奥蜜思：低调而富有特色的日本第四大化妆品集团	26
4.1 产品和渠道都极具差异化的化妆品巨头	26
4.2 品牌：POLA 主打高端抗衰和美白，ORBIS 主打中端无油产品	27
4.3 渠道：POLA 起家于直销模式，ORBIS 见长于电商销售	29
4.4 全球化：90%销售来自日本市场，海外业务面临挑战	30
5. 花王：日本最大的日化综合集团	32
5.1 日本本土最大的日用消费品公司	32
5.2 品牌：“G11+R8”的品牌聚焦，“渠道为基础”转为“客户为基础”	33
5.3 渠道：深厚的资源积累，药妆店是公司在日本最重要的终端渠道	35
5.4 全球化：海外扩张保守谨慎，化妆品业务在中国发展一波三折	35
6. 总结：美颜盛世，穿越周期，东洋之镜可鉴，经济发展放缓后韧性最强的消费品	37
6.1 经历经济周期检验，化妆品行业消费韧性强	37
6.2 稳健业绩&戴维斯双击驱动市值增长，行业享有估值溢价	39
6.3 日本化妆品巨头成长经验：深耕自有品牌+本国，发力并购+全球化	39
6.4 日本化妆品并购路径解密	40
6.5 渠道之惑——特色的日本药妆店，快速发展的中国电商	41
6.6 跨国公司在中国下沉渠道挑战重重，本土企业应把握良机	43
7. 投资建议	43
8. 风险提示	44

图表目录

图表 1: 1955-2017 年日本 GDP 增速及消费发展阶段.....	7
图表 2: 泡沫经济破灭后日本四大化妆品集团市值 (亿日元).....	7
图表 3: 1992-2017 花王市值及调整净利润 (亿日元).....	8
图表 4: 1992-2017 资生堂市值及调整净利润 (亿日元).....	8
图表 5: 2000-2018 高丝市值及调整净利润 (亿日元).....	8
图表 6: 2010-2017 宝丽市值及调整净利润 (亿日元).....	8
图表 7: 花王集团历史 PE 区间.....	9
图表 8: 资生堂集团历史 PE 区间.....	9
图表 9: 高丝集团历史 PE 区间.....	9
图表 10: 宝丽奥蜜思历史 PE 区间.....	9
图表 11: 2003-2017 年日本化妆品市场规模 (亿日元) 及增速.....	10
图表 12: 日本四大化妆品集团.....	10
图表 13: 2017 年日本化妆品行业前 10 大集团市场份额.....	10
图表 14: 2017 年日本化妆品行业前 10 大品牌市场份额.....	11
图表 15: 位于东京银座七町目的资生堂大楼.....	12
图表 16: 2013-2017 营收 (亿日元) 及增速.....	12
图表 17: 2013-2017 经调整净利润 (亿日元) 及增速.....	12
图表 18: 资生堂各业务事业部.....	13
图表 19: 资生堂旗下明星高端品牌的口碑产品.....	14
图表 20: 资生堂旗下护肤、防晒类明星大众品牌.....	14
图表 21: 2014-2017 资生堂各业务营收占比变化.....	15
图表 22: 2014-2017 资生堂各业务营收复合增速.....	15
图表 23: 2014-2017 SHISEIDO 营收 (亿日元).....	15
图表 24: 2014-2017 CPB 营收 (亿日元).....	15
图表 25: 资生堂在日本本土市场的渠道分布.....	16
图表 26: 仅在东京银座、帝国酒店以及国际机场销售的 The Ginza.....	16
图表 27: 资生堂 2014-2020E 成本分布 (%).....	17
图表 28: 2018-20 年资生堂营销投入计划.....	17
图表 29: CPB 全球品牌大使—章子怡.....	17
图表 30: 2017 公司全球各地区营收占比.....	18
图表 31: 2017 公司全球各地区营收增速.....	18
图表 32: 资生堂全球化经营结构.....	18
图表 33: 资生堂专为中国市场推出的三个品牌.....	19
图表 34: 高丝致力于开发能够创造新市场的产品.....	20
图表 35: FY 2014-2018 营收 (亿日元) 及增速.....	20
图表 36: FY 2014-2018 经调整净利润 (亿日元) 及增速.....	20
图表 37: 高丝集团主要品牌.....	21

图表 38: FY2018 高丝各事业部销售占比.....	21
图表 39: FY2018 高丝各事业部销售增速.....	21
图表 40: 高丝未来将专注于五大全球品牌.....	22
图表 41: 高丝集团旗下品牌主要销售渠道分布.....	22
图表 42: 高丝在日本本土市场的渠道分布.....	23
图表 43: 高丝 FY2018 成本分布.....	23
图表 44: 明星云集的高丝旗下品牌代言人.....	24
图表 45: 雪肌精代言人——新垣结衣.....	24
图表 46: 高丝 FY2018 分地区营收占比.....	24
图表 47: 高丝 FY2018 分地区营收增速.....	24
图表 48: 高丝在中国市场的发展历程.....	25
图表 49: 位于东京的 POLA 旗舰店.....	26
图表 50: 2013-2017 营收 (亿日元) 及增速.....	26
图表 51: 2013-2017 经调整净利润 (亿日元) 及增速.....	26
图表 52: POLA 集团化妆品品牌矩阵.....	27
图表 53: 2017 POLA 集团各品牌占化妆品销售比重.....	27
图表 54: 2017POLA 集团各品牌销售增速.....	27
图表 55: POLA 化妆品品牌矩阵梯队.....	28
图表 56: 2013-2017 POLA 营收 (亿日元) 及增速.....	28
图表 57: 2013-2017 ORBIS 营收 (亿日元) 及增速.....	28
图表 58: POLA 品牌的主要销售渠道及占比.....	29
图表 59: ORBIS 品牌的主要销售渠道及占比.....	30
图表 60: 2017 POLA 集团各地区营收占比.....	30
图表 61: 2017 POLA 集团各地区营收增速.....	30
图表 62: POLA 进军中国市场以来战略动作.....	31
图表 63: 位于东京的花王集团大楼.....	32
图表 64: 2013-2017 营收 (亿日元) 及增速.....	32
图表 65: 2013-2017 经调整净利润 (亿日元) 及增速.....	32
图表 66: 2017 花王各事业部营收占比.....	33
图表 67: 2017 花王各事业部营收增速.....	33
图表 68: 花王集团旗下 49 个品牌.....	33
图表 69: 花王集团“G11+R8”品牌战略.....	34
图表 70: 花王集团“咨询型品牌”和“自助型品牌”.....	34
图表 71: 花王在日本本土市场的渠道分布.....	35
图表 72: 2017 花王集团各地区营收占比.....	35
图表 73: 2017 花王集团各地区营收增速.....	35
图表 74: 花王进军中国市场以来的化妆品业务领域战略动作.....	36
图表 75: 泡沫经济破灭后日本 10 年期国债收益率.....	37
图表 76: 泡沫经济破灭后日本四大化妆品集团 ROE.....	38

图表 77: 日本四大化妆品集团最新财年财务指标.....	38
图表 78: 资生堂红色蜜露 100 年产品更新迭代.....	39
图表 79: 花王收购佳丽宝后面临对于 49 个品牌的资源整合与再分配的问题.....	41
图表 80: 2017 年日本化妆品行业渠道分布.....	41
图表 81: 日本化妆品销售渠道.....	42
图表 82: 2017 年中国化妆品行业渠道分布.....	42
图表 83: A 股化妆品上市公司估值表	43

前言

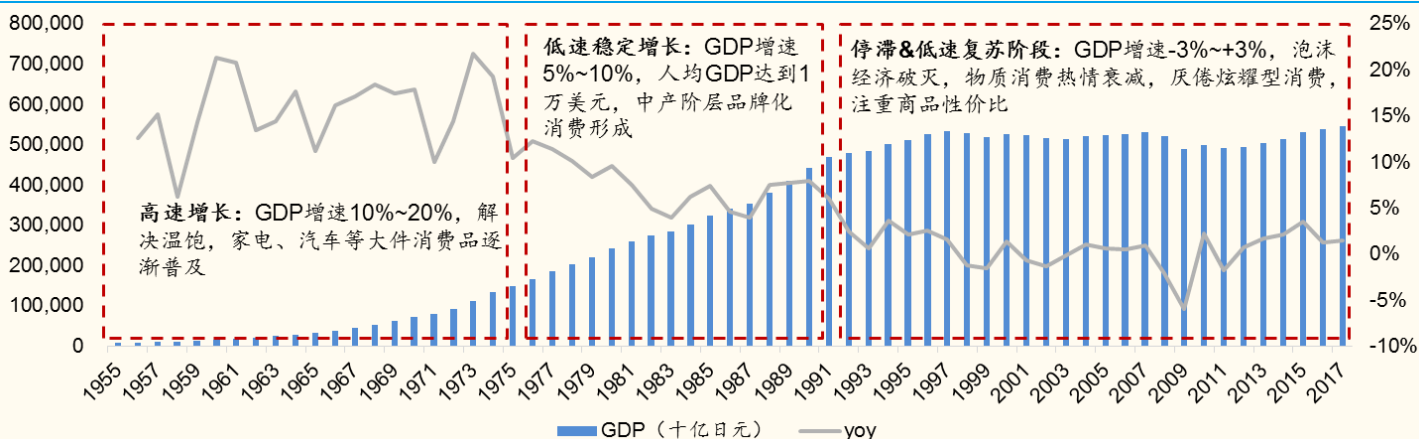
- **新常态下，寻找韧性强劲的消费品种。**近年来，中国经济一直在寻找新的经济增长点，新常态下，社零整体增速现疲态。而化妆品行业是消费品大类中，增长最为亮眼的品种，在 2017-2018 年，化妆品行业显出了显著的超额增速，可谓目前中国是韧性最强的消费品种。
- **东洋之镜为鉴，探索消费品下一个十年的投资主线。**日本与中国具有相近的人文环境，其经济发展周期先于中国若干年，日本消费品产业，具国际领先地位，对中国消费产业的研究具有很强的借鉴意义。我们希望通过研究日本消费产业变迁历程，了解日本产业的前世今生，以寻找中国消费品下一个十年的投资主线。
- **颜值经济，化妆品行业穿越日本经济周期。**从战后繁荣的高速增长到增速放缓，到 90 年后日本的“失去的 30 年”，日本经历了多轮经济增速的换挡。但在这个过程中，仍然诞生了许多穿越经济周期的化妆品巨头。这些化妆品企业在日本震荡的经济环境中强势崛起，打造了具有国际影响力的品牌，同时为股东创造了可观回报。在“失去的 30 年”间，化妆品可谓是日本韧性最强的消费品产业之一，成为了无数行业后辈研习的榜样，亦成为投资研究的经典案例。
- **纸上得来终觉浅，绝知此事要躬行。**国金证券消费研究团队远至东瀛，实地拜访了日本四大化妆品巨头资生堂，花王，高丝和宝丽奥蜜思，希望通过实地深入调研，助力投资者以全球化的视野进行研判，以东洋之镜为鉴，充分吸取经验，判断形势，全面总结化妆品企业发展方法论，构筑研究框架，以发掘中国化妆品行业的投资机会。

1. 日本化妆品巨头：经历经济周期检验、实现本土崛起的百年老店

1.1 经历经济周期检验，市值突破万亿日元

- 1955 年至今，日本经历了高速增长、低速稳定增速和停滞&低速复苏的 3 次经济增速换挡：①1955-1974，GDP 增速 10%~20%，国民在解决温饱基础上，家电、汽车等大件消费品逐渐普及；②1975-1991，GDP 增速 5%~10%，人均 GDP 突破 1 万美元，中产阶级品牌消费观形成，化妆品行业迎来蓬勃发展；③1992 年至今，泡沫经济破灭，GDP 增速-3%~+3%，国民更看重商品性价比，化妆品作为悦己型商品的典型代表，表现出较强的韧性。

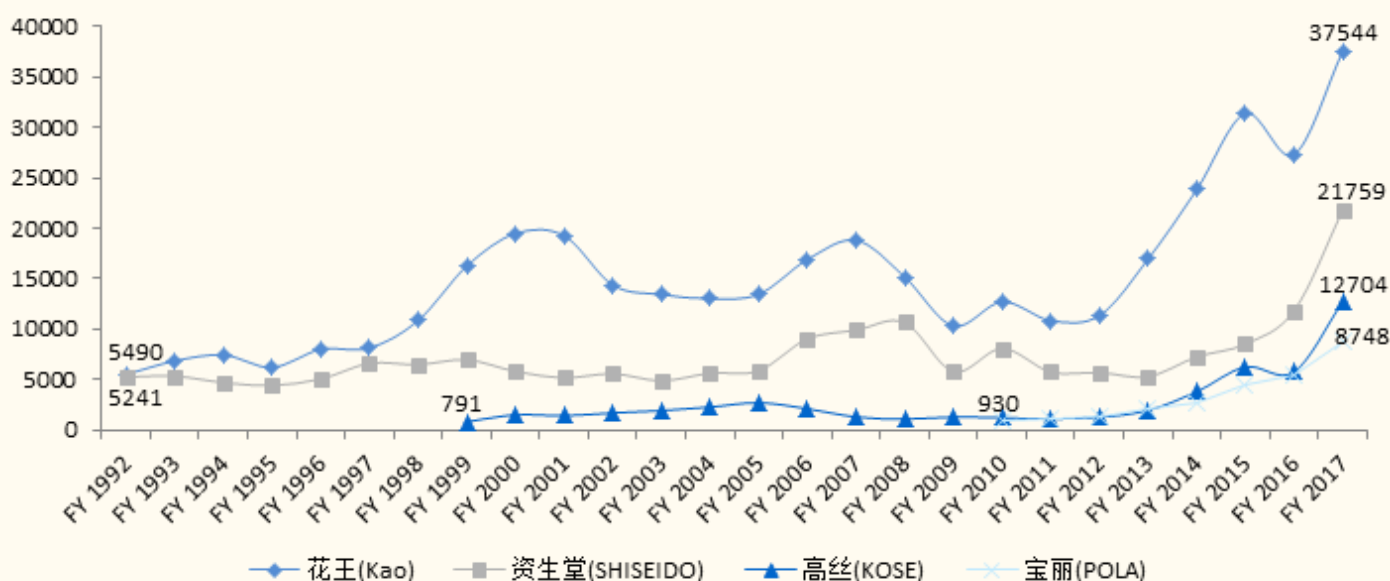
图表 1：1955-2017 年日本 GDP 增速及消费发展阶段



来源：Wind，国金证券研究所

- 泡沫经济破灭至今，日本四大化妆品集团的市值翻了约 4-10 倍：1992-2017 年，资生堂的市值由 5,241 亿日元上升至 21,759 亿日元，花王（目前美容护理业务约占 40%）市值由 5,490 亿日元，上升至 37,544 亿日元。高丝市值由上市后 1999 年的 791 亿日元，上升至 2017 年的 12,704 亿日元。宝丽奥蜜思由上市后 2010 年的 930 亿日元上升至 2017 年的 8,748 亿日元。

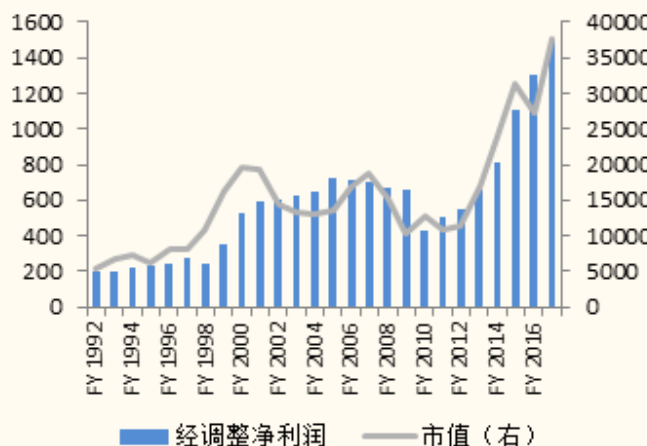
图表 2：泡沫经济破灭后日本四大化妆品集团市值（亿日元）



来源：Bloomberg，国金证券研究所，备注：花王目前美容护理业务约占 40%

- 业绩增长是驱动资生堂和花王市值增长的主要因素，高丝和宝丽奥蜜思则在上市后迎来戴维斯双击：资生堂 2017 年市值是 1992 年的 4.2 倍，调整后净利润是 1992 年的 4.1 倍；花王（目前美容护理业务约占 40%）2017 年市值是 1992 年的 6.8 倍，调整后净利润是 1992 年的 7.5 倍；高丝 2017 年市值是 1999 年的 16.1 倍，调整后净利润是 1999 年的 7.4 倍；宝丽奥蜜思 2017 年市值是 2010 年的 9.4 倍，调整后净利润是 2010 年的 3.7 倍。泡沫经济破灭至今，资生堂和花王的市值增长与调整后净利润增长的幅度非常接近，业绩是驱动两大巨头市值增长的主要因素。而高丝和宝丽奥蜜思则迎来了业绩增长与估值提升的戴维斯双击。

图表 3：1992-2017 花王市值及调整净利润（亿日元）



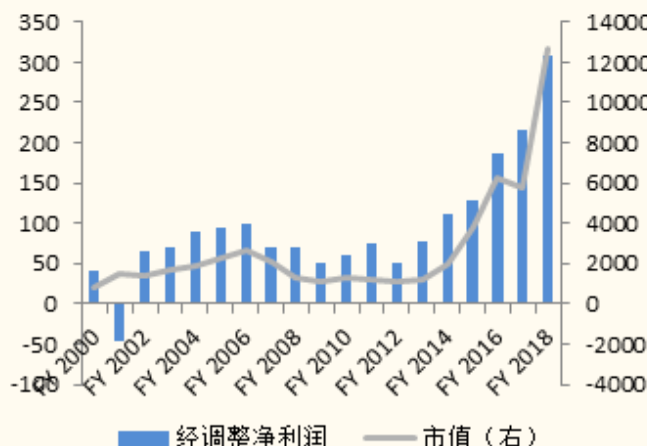
来源：Bloomberg，彭博经调整净利润剔除了包括商誉减值、无形资产减值及出售/收购损益在内的多个异常项目，国金证券研究所

图表 4：1992-2017 资生堂市值及调整净利润（亿日元）



来源：Bloomberg，彭博经调整净利润剔除了包括商誉减值、无形资产减值及出售/收购损益在内的多个异常项目，国金证券研究所

图表 5：2000-2018 高丝市值及调整净利润（亿日元）



来源：Bloomberg，彭博经调整净利润剔除了包括商誉减值、无形资产减值及出售/收购损益在内的多个异常项目，国金证券研究所

图表 6：2010-2017 宝丽市值及调整净利润（亿日元）



来源：Bloomberg，彭博经调整净利润剔除了包括商誉减值、无形资产减值及出售/收购损益在内的多个异常项目，国金证券研究所

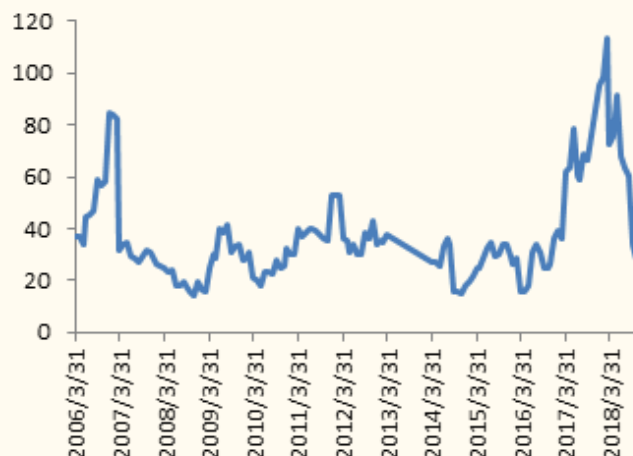
- 从估值水平来看，日本四大化妆品集团的 P/E 大多时候均在 20x-40x 的较高水平：通过统计日本四大化妆品集团 Bloomberg 月度 P/E 数据，我们发现 2003 年至今，花王 P/E 的平均值为 22x，中位数为 21x；2006 年至今，资生堂 P/E 的平均值为 37x，中位数为 32x；2006 年至今，高丝 P/E 的平均值为 24x，中位数为 22x。2011 年至今，宝丽奥蜜思 P/E 的平均值为 25x，中位数为 27x，基本位于 20x-40x 的区间内。

图表 7: 花王集团历史 PE 区间



来源: Bloomberg, 国金证券研究所, 目前美容护理业务约占 40%

图表 8: 资生堂集团历史 PE 区间



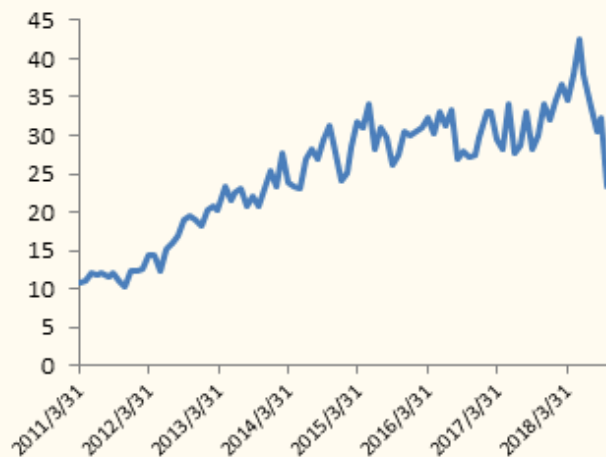
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表 9: 高丝集团历史 PE 区间



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表 10: 宝丽奥蜜思历史 PE 区间

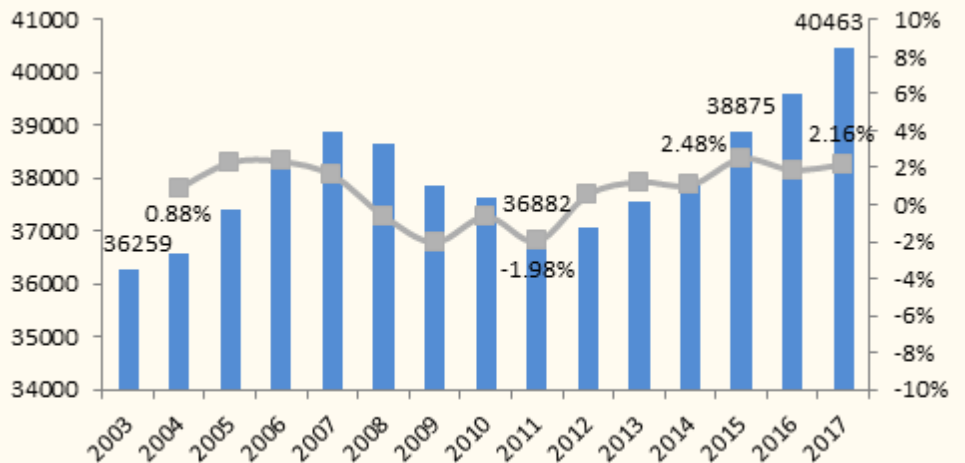


来源: Bloomberg, 国金证券研究所

1.2 力抗欧美巨头，实现在本国市场的绝对主导

- 日本化妆品行业目前已处于发展成熟阶段，目前行业本身增长的空间已经不大：根据 Euromonitor 的数据，2003-2017 年，日本化妆品行业的市场规模由 36,259 亿日元增长至 40,463 亿日元，每年的增长率在 -2%~+2% 左右，与日本 GDP 增速接近。我们认为目前日本化妆品行业本身增长的空间已经不大，行业主要看点为市场格局的变化。

图表 11: 2003-2017 年日本化妆品市场规模 (亿日元) 及增速



来源: Euromonitor, 国金证券研究所

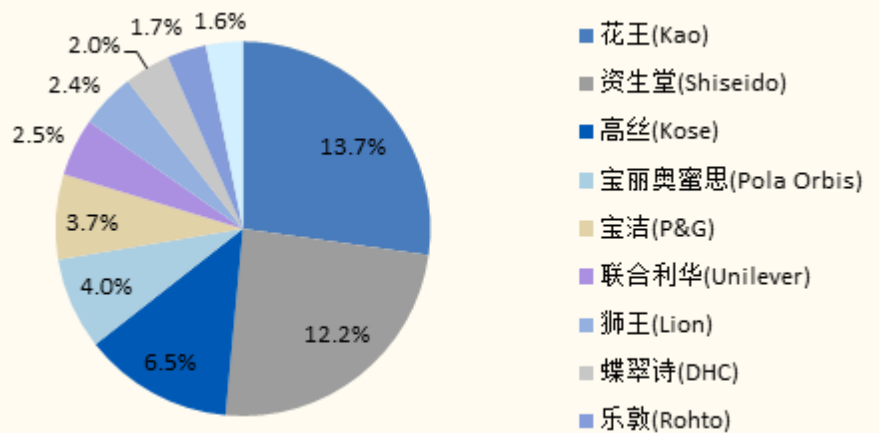
- 日本化妆品集团在本土市场实现了从崛起到主导的发展: 2017 年日本化妆品行业前十大集团中有 8 家为本土企业, 外国企业仅有 2 家。四大化妆品集团占据本土市场 TOP4, 花王 (06 年收购当时的日本第二大化妆品集团佳丽宝)、资生堂、高丝和宝丽奥蜜思 2017 年市场份额分别为 13.7%、12.2%、6.5%和 4%。

图表 12: 日本四大化妆品集团



来源: 公司官网, 国金证券研究所

图表 13: 2017 年日本化妆品行业前 10 大集团市场份额



来源: Euromonitor, 国金证券研究所, 备注: 花王于 2006 年收购当时的日本第二大化妆品集团佳丽宝

- 2017年日本化妆品行业TOP 10品牌中本土品牌占据9席，本土品牌已经是市场当之无愧的领导者：资生堂为本土第一大品牌，市占率为7.9%，高丝、佳丽宝、宝丽紧随其后，市占率分别为4.7%、3.8%和2.3%。联合利华旗下的力士是唯一进入前10的国际品牌，排名仅为第9，市占率1.3%。

图表 14：2017年日本化妆品行业前10大品牌市场份额

品牌名称	所属集团	市场份额
资生堂(Shiseido)	资生堂(Shiseido)	7.9%
高丝(Kose)	高丝(Kose)	4.7%
佳丽宝(Kanebo)	花王(Kao)	3.8%
宝丽(Pola)	宝丽奥蜜思(Pola Orbis)	2.3%
蝶翠诗(DHC)	蝶翠诗(DHC)	2.0%
碧柔(Bioré)	花王(Kao)	2.0%
苏菲娜(Sofina)	花王(Kao)	1.7%
肌肤之钥(CIÉ de Peau Beauté)	资生堂(Shiseido)	1.4%
力士(Lux)	联合利华(Unilever)	1.3%
奥蜜思(Orbis)	宝丽奥蜜思(Pola Orbis)	1.3%

来源：Euromonitor，国金证券研究所

2. 资生堂：源于日本而目标制胜全球的国际化妆品集团

2.1 融合西方药学与东方哲理的百年集团

- **从一间药房成长为日本第一大化妆品集团**：资生堂起源于药剂师福原有信 1872 年在东京银座创立的日本第一家西式调剂药店，名称取自中国古典易经“至哉坤元，万物资生”。公司于 1949 年在东京证券交易所成功上市，如今已发展成为拥有遍布全球近百家子公司，营收突破 1 万亿日元，覆盖化妆品、香水、个护、专业美发等业务的国际巨头。
- **资生堂深耕日本市场，非常注重打造自有品牌**：自成立以来，日本是公司主要深耕的市场，此外，公司一直以来非常注重通过自有品牌培育拉动的内生增长，明星品牌如 SHISEIDO、Clé de Peau Beauté、IPSA、ELIXIR、ANESSA、洗颜专科等均为自己培育，2000 年左右才开始进入全球并购期。

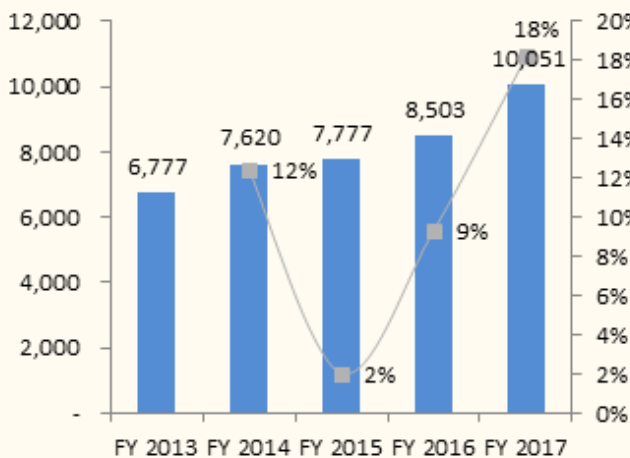
图表 15：位于东京银座七町目的资生堂大楼



来源：公司公告，国金证券研究所实地调研

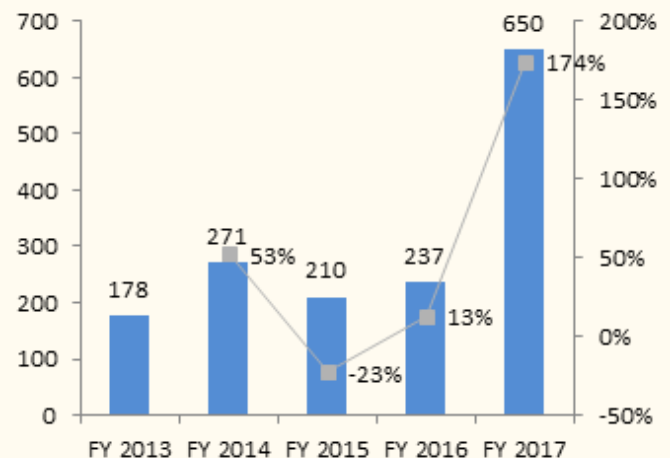
- **公司制定了中长期战略“VISION2020”**：原计划于 2020 年达成的 1 万亿日元的销售目标已于 2017 年达成，营业利润也在 2017 年实现了既往最佳业绩。目前公司计划 2020 年实现销售额超 1.2 万亿日元、营业利润超 1,200 亿日元、净资产收益率（ROE）超 14%。面向 2030 年，在维持日本及亚洲地区高度存在感的同时，公司将面向全球赢取高档化妆品市场前三名的地位。

图表 16：2013-2017 营收（亿日元）及增速



来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表 17：2013-2017 经调整净利润（亿日元）及增速



来源：Bloomberg，该数据剔除了包括商誉减值、无形资产减值及出售/收购损益在内的多个异常项目，国金证券研究所

2.2 品牌：自身培育为主+明星产品+高端优先

- **资生堂核心事业部包括高端化妆品、香水、大众化妆品、个人护理：高端化妆品**以百货公司和化妆品专卖店为中心，通过美容顾问销售高附加值、高价位的化妆品。**香水系列**通过与著名设计师合作、打造个性化的高价位香水，主要在香水店和商场铺货。**大众化妆品**以药妆店和量贩店为中心，主打供客人自由选择的价格适中的化妆品。**个人护理**以药妆店和量贩店为中心，包括低价位的护肤品、洗发水等护发产品、身体护理产品等。此外公司还有专业美发沙龙用产品、餐饮、食品和零售业务。

图表 18：资生堂各业务事业部

主要事业部	业务概况	相关品牌举例	17年营收占比及增速
高端化妆品	以百货公司和化妆品专卖店为中心，通过美容顾问形式销售高附加值、高价位的化妆品。		营收占比 42%， YOY+19%
香水系列	通过与著名设计师合作、打造个性化的极具时尚气息的价位香水，主要在香水店和商场铺货。		营收占比 11%， YOY+59%
大众化妆品	以药妆店和量贩店为中心，供客人自由选择的价格适中的化妆品。同时也根据市场、品牌、销售渠道的特性通过咨询顾问的形式进行销售。		营收占比 30%， YOY+8%
个人护理	以药妆店和量贩店为中心进行销售。包括低价位的护肤品、洗发水等护发产品、身体护理产品等。		营收占比 9%， YOY+11%
专业美发沙龙用产品	面向美发沙龙的头发护理及造型产品、染发剂、烫发剂等商品。		营收占比 5%， YOY+4%
其他业务	PARLOR 开展餐饮业务和食品业务，通过 THE GINZA 开展零售业务，还开展玻尿酸等面向专业医科的化妆品的制造与销售以及氨基酸的分析受托等前沿科学业务。		营收占比 3%

来源：公司公告，国金证券研究所

- **秉承工匠精神，强大的自有品牌创造能力：**目前资生堂旗下销售额在 100~500 亿日元的品牌线共有 10 个以上。公司具有非常强大的自有品牌创造能力，我们统计发现高端化妆品中公司自己培育的品牌比例为 62.5%，而大众化妆品事业部中几乎所有品牌均为公司自己培育。
- **明星口碑产品筑就明星高端品牌：**公司在悠久的历史中培养了独特的日本美感，产品设计和制造中彰显着日本关注和重视细节的特点。例如 SHISEIDO 以公司名称命名，是代表集团形象的高端品牌，旗下五大口碑明星产品包括红妍肌活精华露(2014 年 9 月首次发售，是资生堂的标志性产品)、红色蜜露精华化妆液(100 多年历史，历经 8 次产品升级)、新透白美肌集光祛斑精华液、新艳阳夏臻效水动力防护乳和悦薇珀翡塑颜抗皱霜。而 CLE DE BEAUTE 是公司定位于“殿堂级”和“贵妇级”的顶级品

牌，旗下五大口碑明星产品包括金致乳霜、晶致肌活精华露、晶致眼霜、光采采保湿露和光采日间防护乳/霜。

图表 19：资生堂旗下明星高端品牌的口碑产品

SHISEIDO 5大明星产品



CPB 5大明星产品



来源：品牌官网，国金证券研究所

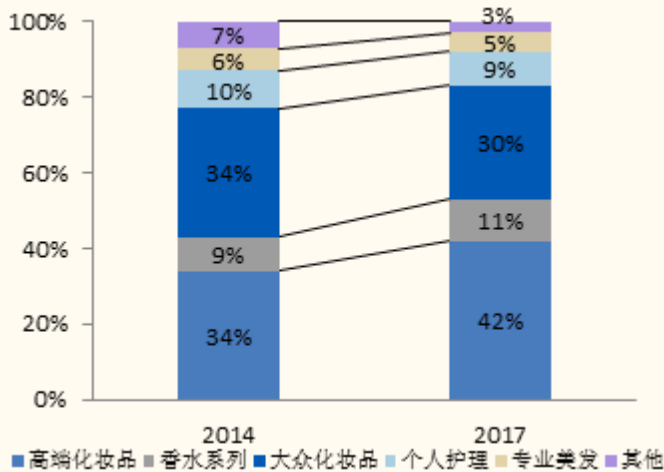
- 资生堂在护肤、彩妆和防晒类目的日本本土大众市场也都具有口碑极佳的明星品牌：ELIXIR 是资生堂旗下畅销的胶原蛋白护肤品牌，多次登上日本 cosme 大赏，连续 11 年占据日本市场护肤品品牌销量冠军，2017 年营收超过 500 亿日元，14-17 年 CAGR 为 14%。Maquillage 是公司旗下的主力彩妆品牌，14-17 年 CAGR 为 14%，在日本本土的市占率不断提升。ANESSA 是公司旗下连续 15 年获得日本防晒类化妆品销售额第一的品牌。

图表 20：资生堂旗下护肤、防晒类明星大众品牌

来源：品牌官网，国金证券研究所

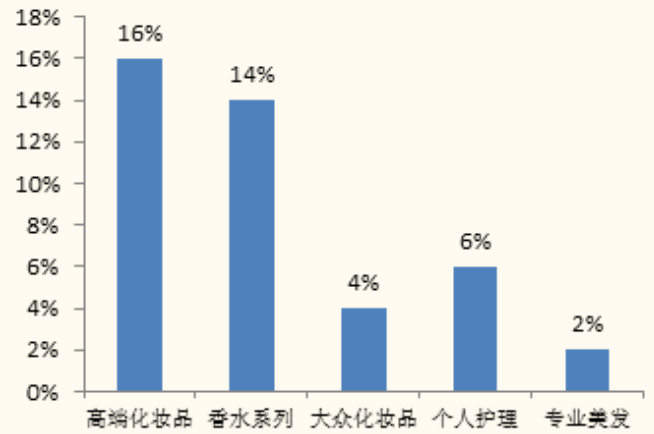
- 高端优先是资生堂近年来在品牌端的重要策略：公司高端化妆品及香水系列在 14-17 年的三年中扩大了 1.5 倍，营收占比从 43% 增加到 53%。未来 3 年公司将继续强化“高端优先战略”，在品牌组合中继续集中投资于高端品牌 SHISEIDO、CLE DE BEAUTE、NARS、bare Minerals、Ipsa 和 Laura Mercier 等，以实现超越市场的增长。

图表 21: 2014-2017 资生堂各业务营收占比变化



来源: 公司公告, 国金证券研究所

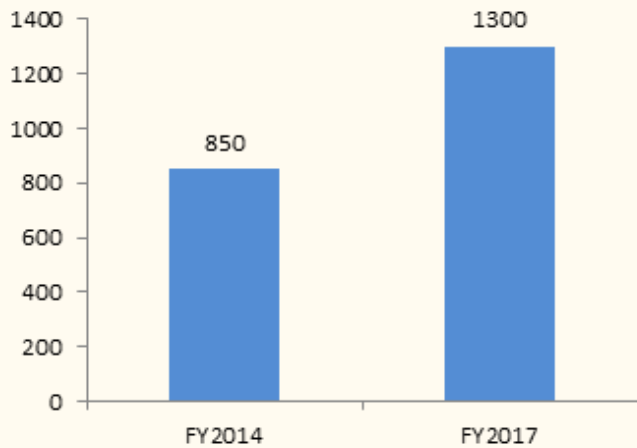
图表 22: 2014-2017 资生堂各业务营收复合增速



来源: 公司公告, 国金证券研究所

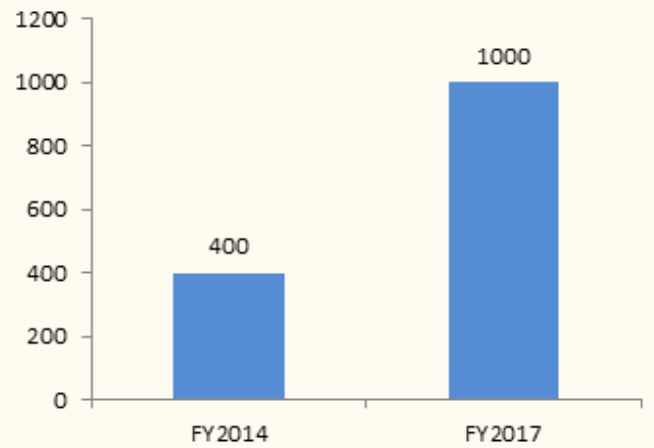
- 2017 年, 高端化妆品实现营收 4221 亿日元, 同比+19%。高端化妆品包括 8 个品牌: SHISEIDO、BENEFIQUE、bareMinerals、Clé de Peau Beauté、IPSA、Dicila、NARS 和 Laura Mercier。SHISEIDO 和 Clé de Peau Beauté (CPB) 为最主力的两个品牌, 17 年营收分别超过 1300 亿日元和 1000 亿日元, 14-17 年 CAGR 分别为 15%和 33%。

图表 23: 2014-2017 SHISEIDO 营收 (亿日元)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 24: 2014-2017 CPB 营收 (亿日元)

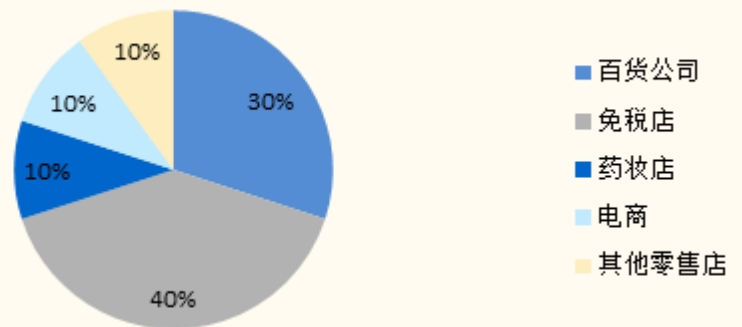


来源: 公司公告, 国金证券研究所

2.3 渠道: 高端品牌抢占最豪华地段, 大众品牌遍布免税店及药妆店

- 免税店及百货公司是资生堂在日本本土市场最主要的渠道: 免税店占比约为 40%, 百货渠道占比 30%, 药妆店占比约 10%, 一般零售店占比 10%, 线上渠道直营网店 (watashi) + 代理网店合计大概占比为 10%。资生堂旗下产品基本都采用直接贩卖的模式, 代理店相对较少, 日本几乎全部的百货公司和药妆店基本上都会销售资生堂的产品。

图表 25: 资生堂在日本本土市场的渠道分布



来源: 公司公告, 国金证券研究所实地调研

- 资生堂根据不同的品牌定位选择不同的渠道侧重策略: 例如 The Ginza 为集团最尖端品牌, 只在日本国内发行, 而且日本国内也仅有东京银座总店、帝国酒店专卖店以及国际机场有售, 一般的资生堂专柜也是买不到的。

图表 26: 仅在东京银座、帝国酒店以及国际机场销售的 The Ginza



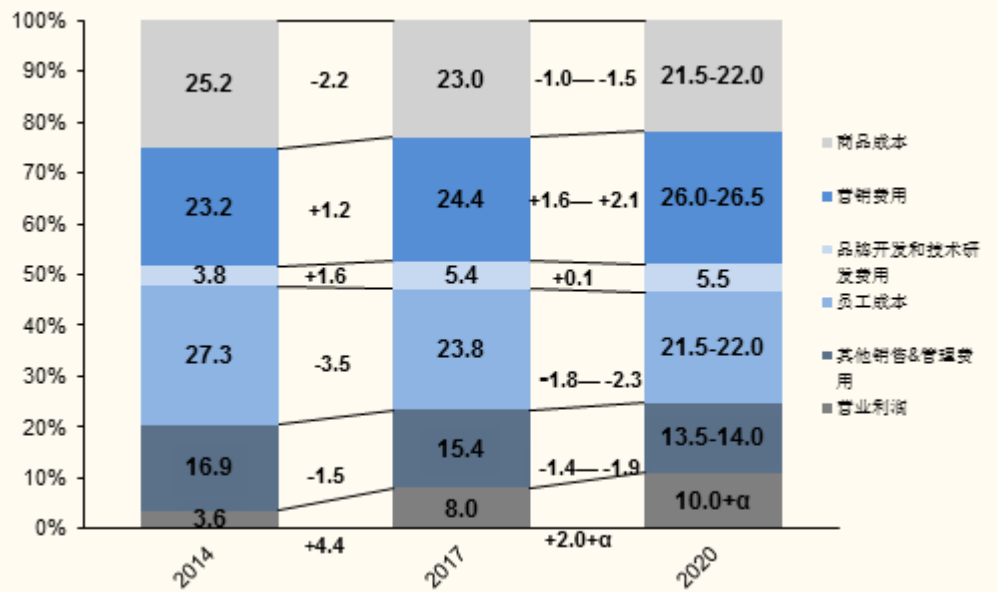
来源: 公司官网, 国金证券研究所

- 定位国际化“贵妇级”品牌的 CPB 将所有销售地点都选择在每座城市最豪华、最高档的地区。定位高端的 SHISEIDO 选择各大百货专柜为主要渠道。而大众品牌中的 ELIXIR 则遍布日本, 在约 23,000 家店铺有售。此外, 大众品牌 Maquillage 和 ANESSA 也是在日本各大药妆店、免税店和零售店中均有强大的铺货能力。

2.4 营销: 营销投入持续加大, 一线代言人诠释品牌价值

- 化妆品是一个通过为女性“创造梦想”来销售产品的行业, 营销投入就是这个“创造梦想”的过程。2014-2017 年资生堂成本结构变化中, 品牌营销费用率由 23.2% 上升 1.2pct 至 24.4%, 品牌开发&技术研发费率由 3.8% 上升 1.6pct 至 5.4%, 而其他成本项目均有不同程度的下降。在资生堂的 VISION2020 战略中, 也明确提出将进一步加大营销投入, 预计 2017-2020 年将品牌营销费用率由 24.4% 提升 1.6pct~2.1pct 至 26%~26.5%。

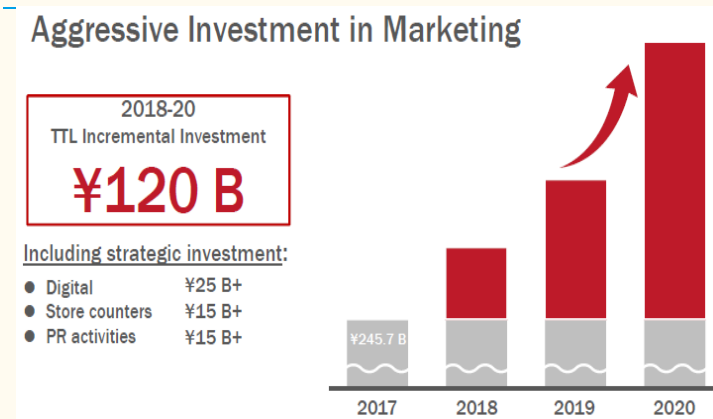
图表 27: 资生堂 2014-2020E 成本分布 (%)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

- **未来三年资生堂计划加大对营销方面的投资力度:** 根据公司 18-20 年的业务规划, 资生堂计划每年增加约 1200 亿日元的营销投入, 包括在电商端和商店专柜端的营销投入和品牌推广活动投入。此外, 资生堂也非常擅长签约一线演员来担任品牌代言人。例如旗下 CPB 品牌 2012 年曾签下周迅作为亚洲区品牌大使, 2018 年初签约奥斯卡奖提名女演员 Felicity Jones 为其全球品牌代言人, 2018 年 9 月签约章子怡为其全球品牌大使。某种程度上讲, 代言人是品牌潜在消费者“梦想”的具象反映, 越一线的代言人往往代表着对于广大女性消费者营造出了越具有吸引力的“梦想”。

图表 28: 2018-20 年资生堂营销投入计划



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 29: CPB 全球品牌大使—章子怡

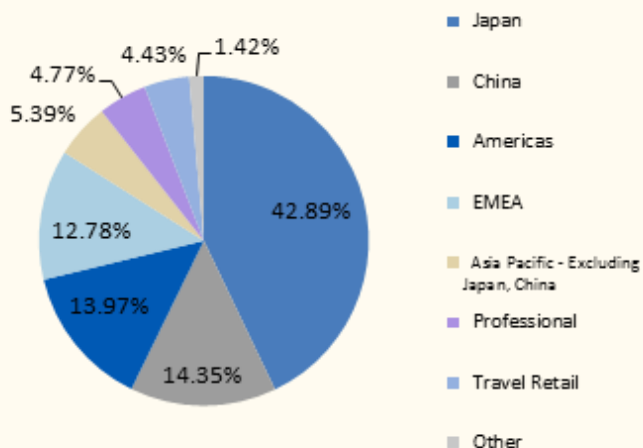


来源: 品牌官网, 国金证券研究所

2.5 全球化: 跨国公司经营机制, 中国业务机遇和挑战并存

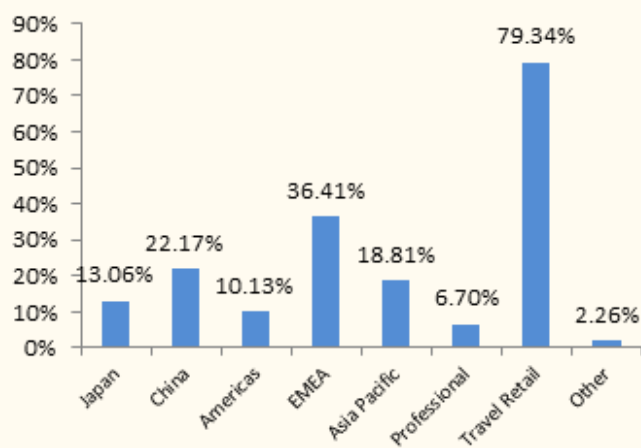
- **全球化是资生堂近年来的一大重要战略:** 近年本土业务逐渐饱和, 格局稳定, 资生堂正在通过资本方式积极拓展海外业务, 进一步扩大市场规模和品牌知名度。分地区来看, 虽然日本仍占据集团近一半的销售收入, 但比重有所下降, 中国、美国和 EMEA 为营收占比排名第 2-4 的地区, 2017 年营收占比分别为 14%、14%和 13%。旅游零售、EMEA 地区和中国为资生堂增速最快的市场, 2017 年营收增速分别为 79%、36%和 22%。

图表 30：2017 公司全球各地区营收占比



来源：公司公告，国金证券研究所

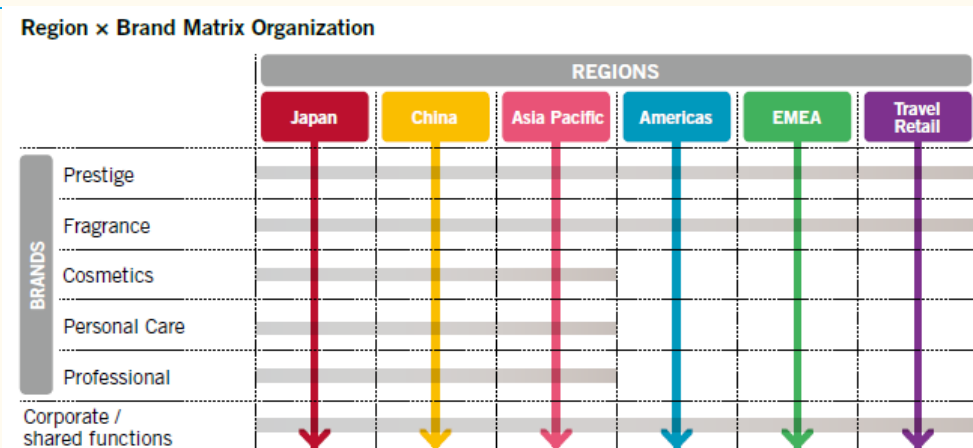
图表 31：2017 公司全球各地区营收增速



来源：公司公告，国金证券研究所

- **资生堂采取全球经营化的体制：**在全球每个中心，都设立一个母公司，每个中心公司都有自己的决策权，以便于可以快速决策。当地的 CEO 由当地享有盛名的著名职业经理人来担任，本地化策略使得整体公司销售额可以实现增长。

图表 32：资生堂全球化经营结构



来源：公司公告，国金证券研究所实地调研

- **资生堂的中国业务发展经历了三个阶段：**
 - **阶段一：进口代理。**1981 年，资生堂首先通过设立办事处的方法把日本国内的产品输送到中国，在部分国有的百货商店（北京饭店、友谊商店等）开始现场销售资生堂化妆品。1983 年，资生堂与北京的丽源公司签署技术合作协议，首次合作生产和销售日化产品，以北京丽源公司“华姿”品牌代理销售资生堂产品。
 - **阶段二：本土化策略为主导。**1991 年资生堂和北京丽源公司共同筹资组建了中日合资资生堂丽源化妆品有限公司，由之前的进口销售，开始转变为在中国本土生产销售化妆品，同时开发面向中国市场的专有品牌。1998 年资生堂又合资成立了上海卓多姿中信化妆品有限公司。为了更好的研发针对中国市场的产品，2002 年 4 月资生堂在北京成立了资生堂(中国)研究开发中心有限公司。2003 年，资生堂成立了 100% 全资子公司——资生堂（中国）投资有限公司。
 - **阶段三：国际化+本土化相结合。**2017 年，资生堂集团中国地区总部成立，领导资生堂（中国）投资、资生堂丽源、资生堂香港、上海卓多姿中信和资生堂(中国)研究开发中心 5 个分公司共 9000 余名员工共

同发展在中国的 20 余个国际化品牌和 3 个中国专属品牌。渠道建设方面，资生堂的进口产品只进入高级百货店，以保持高端的品牌形象，而像欧珀莱、泊美、悠莱等会选择进入百货店、专卖店与化妆品专营店等多个渠道，以覆盖更广的消费者群体。

■ 本土化策略中较为成功的案例——欧珀莱：

- 欧珀莱是资生堂专门为中国女性设计并只在中国市场销售的化妆品。在资生堂开拓中国市场时，在恰当的时机推出了本土化的欧珀莱品牌，致力于打造高端的品牌形象，拥有较为成熟的高档化妆品消费群体。欧珀莱一开始就定位在中国生产的所有合资化妆品中最高档的位置，在营销中与资生堂紧密相连，在渴望美丽、希望时尚的许多中国女性消费者心中，欧珀莱就是资生堂。
- 主要定位百货专柜渠道：在全国 34 个城市设立逾 1000 家专柜、18 家直营店，在全中国超千家百货店欧珀莱专柜和五大 EC 渠道发售。

图表 33：资生堂专为中国市场推出的三个品牌

品牌标识	进入中国时间	生产厂家	品牌定位	渠道策略
AUPRES 欧珀莱	1994	资生堂丽源化妆品有限公司	追寻成熟高档化妆品形象，25 岁以上时尚潮流的中产阶级女性，支持中国女性追寻无惧时光的素颜之美	在全国 34 个城市设立逾 1000 家专柜，18 家直营店，在全中国超千家百货店欧珀莱专柜和五大 EC 渠道发售。以北京为总部，先后建立 21 个分公司。
PURE&MILD 泊美	2005	上海卓多姿中信化妆品有限公司	大众化妆品、18-35 岁左右轻熟肌龄，专为中国女性所设计的专业植物系护肤产品适合混合、油性肤质的人群使用	主要通过 CS 渠道，覆盖百货店、专卖店、屈臣氏等以及线上渠道销售。全国有约 5000 多家泊美化妆品专卖店。
悠莱 urara	2006	上海卓多姿中信化妆品有限公司	大众化妆品、20-45 岁左右时尚爱美女性，专为中国女性而研发，率先将 DAA (D-氨基酸) 应用于此产品中	主要通过 CS 渠道，超市、低线城市的化妆品专卖店、电商平台销售。

来源：公司公告，国金证券研究所

■ 本土化策略中遇到较大挑战的案例——泊美&悠莱：

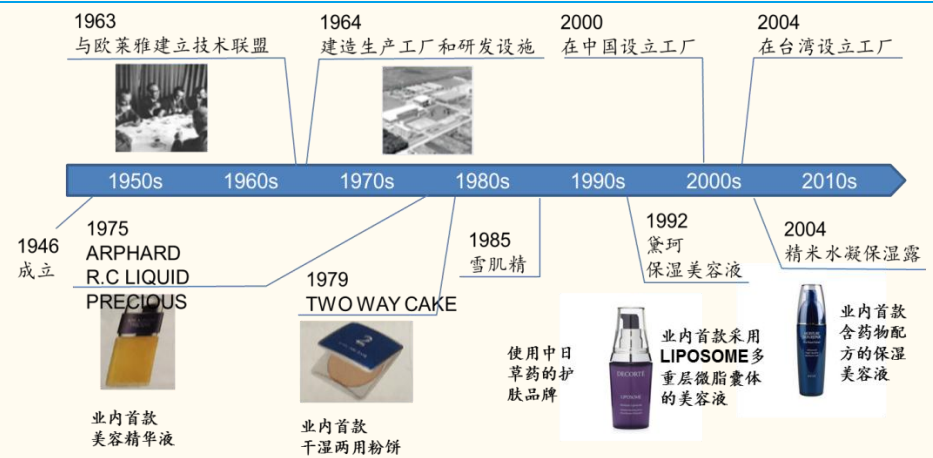
- 泊美：泊美是资生堂针对中国市场推出的大众化品牌，主打天然，植物概念。在低线城市，这类没有明显形象和露出的产品，迅速被本土品牌的专柜淹没，2015 年泊美在多个省份都有不同程度的下滑。
- 悠莱：主打 D-氨基酸技术应用的护肤品牌，其余产品系列缺乏亮点，主要通过 CS 渠道，渠道竞争激烈，面对快速变化的市场没有及时反应，导致部分 CS 渠道的代理商和专营店结束了与悠莱的合作关系。
- 我们认为，专为中国市场推出的泊美和悠莱不成功的原因可能归于以下三个方面：① 中国化妆品中低端市场竞争激烈，在下沉渠道和触达低线城市消费者时国产品牌更有优势；② 资生堂对自身品牌的管理一般采取“品牌分生”策略，泊美和悠莱并未如欧珀莱一样署名资生堂，而是独立经营，独立发展，因此在大众市场缺乏品牌形象辨识度。③ 作为跨国公司，资生堂自身反应和反馈体系太慢，很难对中国不断变化的市场、消费者价值和购买行为做出快速的回应。
- 我们预计未来资生堂在中国化妆品市场的主战场仍在高端领域。2017 年资生堂将自身在中国市场的关键战略定义为：(1) 保持高端品牌的业务，如 SHISEIDO, Cl é dePeau Beaut é, IPSA；(2) 布局三、四线城市，利用集团协同效应，增加主要销售柜台；(3) 加强数字营销和电商营销。此外，结合公司过去数十年在中国高端和大众市场成与败的经验，我们认为未来资生堂在中国化妆品的主战场仍在高端领域。

3. 高丝：以质量著称，被誉为“品质的高丝”

3.1 代理起家，以质量闻名的日本化妆品集团

- 以质量著称于日本，获得日本化妆品行业的质量管理奖项“戴明奖”：高丝由创办者小林孝三郎结合化学与药学人士于 1946 年在日本东京创立，初期以代理其他美容化妆品牌为主，1948 年开始发展自己的品牌，1963 年与法国欧莱雅公司开展技术合作。现主要业务为生产、零售并出口化妆品，包括美容用品、护肤品及护发产品。旗下主要知名品牌有黛珂、雪肌精、JILLSTUART 等。
- 高丝致力于开发能够创造新市场的产品：例如旗下品牌黛珂以渗透技术见长，倡导“乳液先行”的保养概念，先用乳液再用化妆水，打破了护肤品的常见使用顺序。旗下品牌雪肌精不仅成功引领了日本的美白趋势，更开启了日本化妆品业界使用植物成分的热潮。

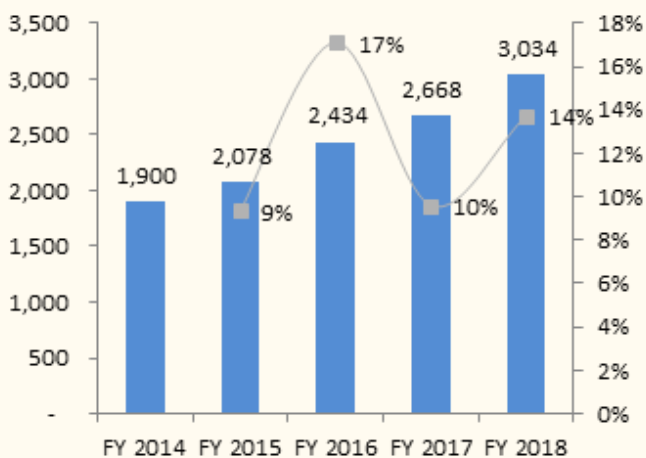
图表 34：高丝致力于开发能够创造新市场的产品



来源：公司公告，国金证券研究所实地调研

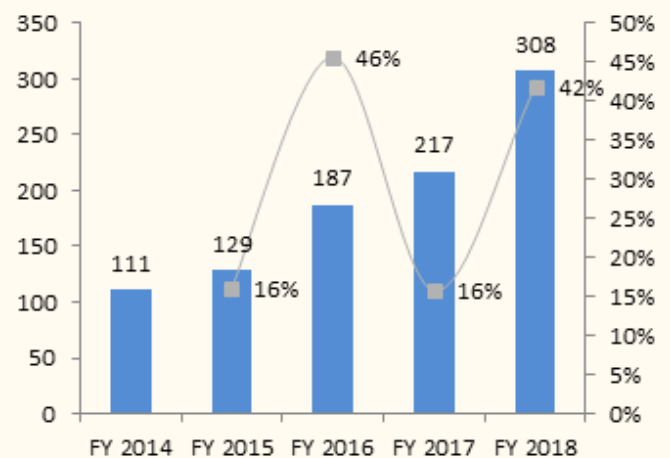
- “VISION 2026”是高丝集团为迎接创业 80 周年实现进一步成长而制定的中长期愿景。“VISION 2026”的经营目标为销售额达到 5,000 亿日元、营业利润率超过 16%、ROE 超过 15%。为实现这一愿景，公司将利用其品牌营销、科研能力和注重质量优势，重点聚焦五个具有独特价值的品牌进行全球推广，即黛珂、雪肌精、JILL STUART、Addiction 和 clear turn。

图表 35：FY2014-2018 营收（亿日元）及增速



来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表 36：FY2014-2018 经调整净利润（亿日元）及增速



来源：Bloomberg，该数据剔除了包括商誉减值、无形资产减值及出售/收购损益在内的多个异常项目，国金证券研究所

3.2 品牌：主打顶级&高端化妆品品牌，销售占比超过 75%

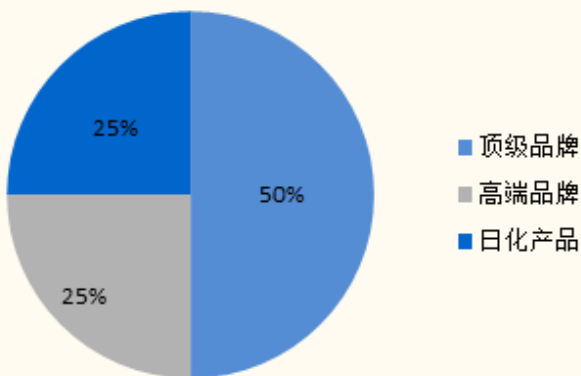
- 高丝集团的品牌可以分为三类：① 顶级化妆品品牌（单品价格 5000 日元以上）占整体销售收入的 50%，运营利润的 75%，2017 年实现 7% 的增长，主要销售渠道是百货公司、专卖店，还有通过个人顾问形式来销售。② 高端化妆品品牌（单品价格 3000-5000 日元）主要在药妆店销售，销售额占比为 25%，利润大约 15%，2017 年实现 27% 的增长。③ 日化品牌（单品价格 2000 日元以下）销售额占 25%，利润占比大约为 10%，2017 年同比增长约 5.5%。

图表 37：高丝集团主要品牌

化妆品业务	High Prestige 顶级品牌 汇集高丝最尖端研发技术之精华，拥有上乘品质的顶尖品牌群。主要品牌包括：黛珂、奥尔滨、JILL STUART、Addiction、tarte。	
	Prestige 高端品牌 具备极高附加价值，可灵活应对化妆品专营店，量贩店，药妆店等各种渠道的品牌。主要品牌包括：雪肌精、ONE BY KOSÉ、绮丝碧、肌极。	
日化业务	Cosmetaires 日化产品 基于化妆品研发基准的自主品牌群，除化妆品以外，还包括洗发水、护发素等洗护产品。主要品牌包括：Vis é e、softymo、BIOLISS、晒可皙。	

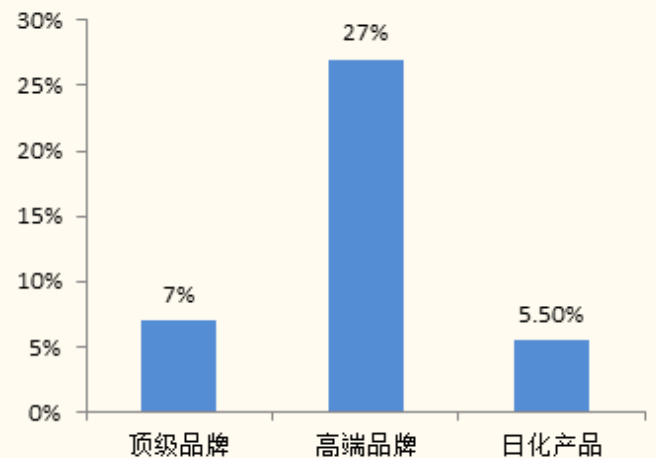
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 38：FY2018 高丝各事业部销售占比



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 39：FY2018 高丝各事业部销售增速



来源：公司公告，国金证券研究所

- 未来高丝将重点聚焦五个具有独特价值的品牌进行全球推广：高丝旗下品牌由两大类构成，即以企业名称冠名的“高丝品牌”和以高独创性而著称的“单独品牌”。目前，高丝重点着眼于集团的五大全球品牌，即“单独品牌”黛珂、JILL STUART、ADDICTION 和“高丝品牌”雪肌精、光映透，计划将其培养为推动高丝集团全球销售额持续增长的驱动力。五个主打品牌风格各异，具有不同的定位客群，比如黛珂主打奢华品牌感，JILL STUART 较为柔和可爱，而 ADDICTION 更为个性。

图表 40：高丝未来将专注于五大全球品牌

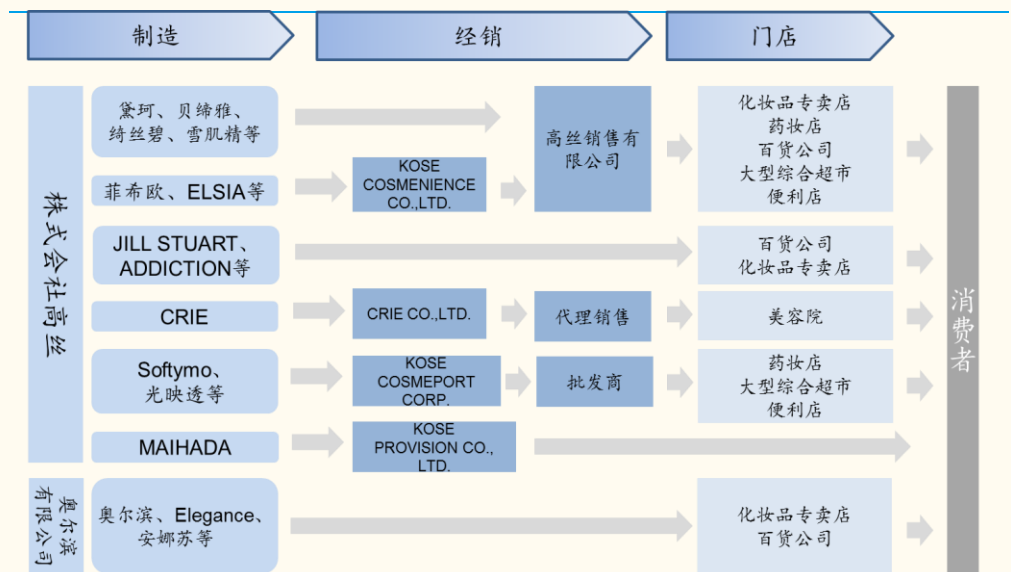
DECORTÉ		<ul style="list-style-type: none"> ■ 提高在日本的销售份额 ■ 在亚洲牢牢树立品牌 ■ 增加在北美和意大利的活动
雪肌精 SEKKISEI		<ul style="list-style-type: none"> ■ 旨在促进东亚地区快速发展 ■ 增加全球推广活动
JILLSTUART		<ul style="list-style-type: none"> ■ 增强品牌在全球的影响力 ■ 加强和扩大旅游零售业务，增加新的分销渠道
ADDICTION BY AYAKO		<ul style="list-style-type: none"> ■ 将ADDICTION打造为亚洲领先的化妆品牌 ■ 迅速开拓外国市场，并在海外树立该品牌
CLEAR TURN クリアターン		<ul style="list-style-type: none"> ■ 在日本的自选化妆品市场占据主导地位 ■ 在其它有良好成功前景的国家寻找机会

来源：公司公告，国金证券研究所实地调研

3.3 渠道：百货及化妆品专卖店为主要渠道

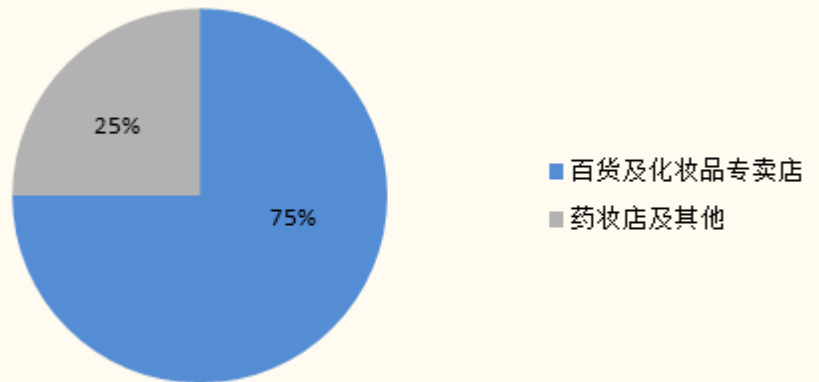
- 百货及化妆品专卖店销售占比约 75%，药妆店及其他渠道占比 25%。顶级品牌多在化妆品专卖店和百货商场出售，配以经过专门培训的美容顾问，提供最细致的服务；高端品牌则在追求高附加值的同时，满足各种分销渠道的需求，从专卖店、大型零售店到药店和邮购都有涵盖；而日化产品则主要通过大型零售店、药店、便利店和其他零售店出售。

图表 41：高丝集团旗下品牌主要销售渠道分布



来源：公司公告，国金证券研究所实地调研

图表 42：高丝在日本本土市场的渠道分布

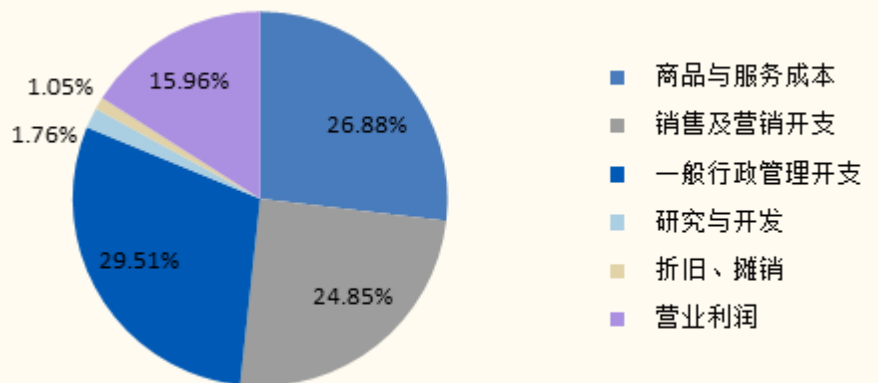


来源：公司公告，国金证券研究所实地调研

3.4 营销：为每个品牌打造独特的营销，品牌代言人明星云集

- **为每个品牌打造独特的品牌营销：**公司从长远的角度为每个品牌打造独一无二的销售方法和渠道，设计最佳营销方法。例如 2017 年为顶级品牌黛珂在各海外销售国的五星酒店举办沙龙活动，雪肌精的海外专柜用日本传统纸张做装饰，营造日本式国际化氛围等。不同策略的目标是展现出不同品牌的基本特征，以更好地匹配顾客偏好和消费习惯。这也是高丝集团拥有众多享有忠实客户支持的畅销产品的原因。

图表 43：高丝 FY2018 成本分布



来源：公司公告，国金证券研究所

- **公司旗下品牌代言人明星云集：**旗下品牌雪肌精的代言人为新垣结衣、SHIROSUMI 的代言人为北川景子、FASIO 的代言人为桐谷美玲、COSMEPORT 的代言人为上户彩、Visee 的代言人为罗拉、ELSIA 的代言人为小泉今日子等，代言人阵容几乎都是日本当红的人气明星。

图表 44：明星云集的高丝旗下品牌代言人



来源：品牌官网，国金证券研究所

图表 45：雪肌精代言人——新垣结衣

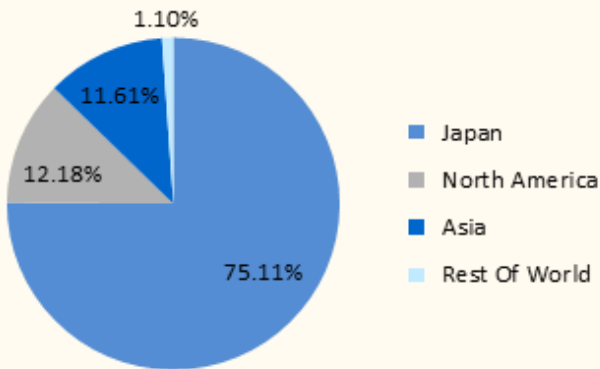


来源：品牌官网，国金证券研究所

3.5 全球化：海外版图正在开拓，中国市场由中国制造转为日本制造

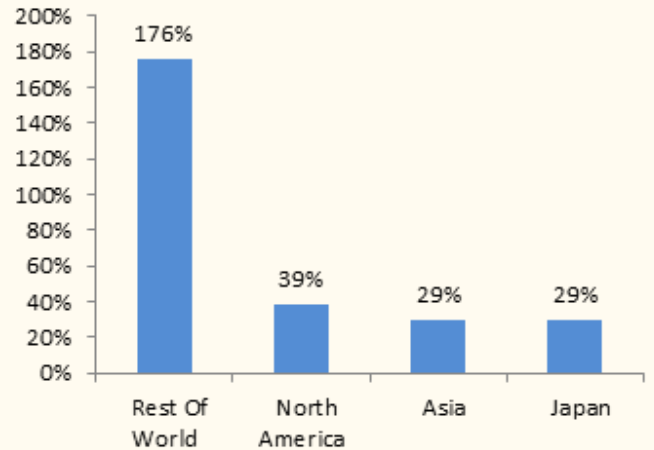
- 高丝集团目前的主战场仍在日本国内，全球化是面向 2026 年的重要战略目标：目前日本国内销售额占比为 75%，顶级护肤品牌黛珂是亚洲（除日本外）销售增长的主要原因，而北美地区营业收入不断增加则是因为美国公司 Tarte, Inc. 的销售额持续增长。2018 财年，公司在北美和亚洲（除日本）的销售占比分别为 12.18% 和 11.61%，而其他地区仅占 1.10%。从增速来看，FY2018 世界其他地区增速最快，为 176%，而北美、亚洲（除日本）和日本的增速分别为 39%、29% 和 29%。

图表 46：高丝 FY2018 分地区营收占比



来源：品牌官网，国金证券研究所

图表 47：高丝 FY2018 分地区营收增速



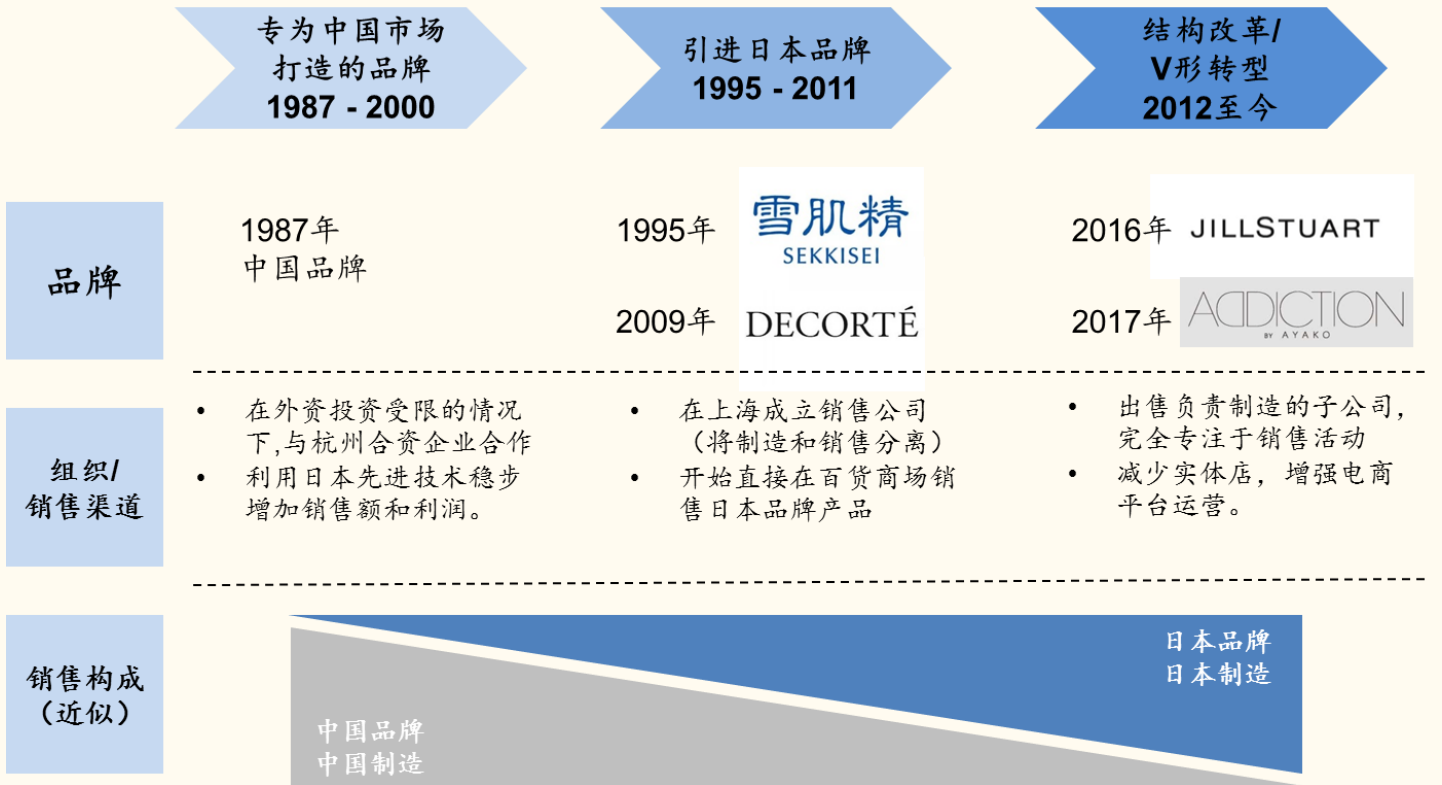
来源：品牌官网，国金证券研究所

■ 高丝在中国的发展经历了三个阶段：

- 专为中国市场打造品牌：高丝于 1987 年和杭州孔凤春化妆品厂在杭州成立了集生产和销售于一体的春丝丽有限公司，推出专为中国市场定制的品牌如兰皙欧、美膳媛、娜寇等，定价在高丝品牌中属于中低档。
- 引进日本品牌：随着“Made in Japan”的化妆品越来越受到青睐，雪肌精、奥尔滨等日本制造的高价格产品更加受到中国消费者追捧。1995 年，巨星产品雪肌精化妆水在中国上市。2005 年 6 月，高丝在上海注册设立了专门的销售公司，2007 年润肌精品牌进入中国内地市场，2008 年贝缔雅品牌在中国展开销售，2009 年黛珂进驻中国市场，2010 年高丝官方旗舰店入驻天猫商城。
- 结构性改革：2017 年，高丝将其位于杭州下沙的工厂出售转让给化妆品 OEM 公司科玛。高丝杭州下沙的工厂负责生产兰皙欧、美膳媛、娜寇等仅在中国市场销售的低价品牌，2007 年时，这些低价品牌为高丝

在中国的市场贡献了约 60%的销售业绩。但随着中国消费者开始更加偏爱高丝旗下诸如雪肌精、黛珂等高端品牌，中国市场销售额中当地生产的仅占 10%。如今，高丝旗下面向中国市场的商品基本采取的是从日本进口以及外包生产的模式。

图表 48：高丝在中国市场的发展历程



来源：公司公告，国金证券研究所实地调研

- 我们认为，引进更多日本本土高端品牌是高丝对其在中国大众品牌探索尚不成功的战略调整。近几年国产大众线品牌的崛起让资生堂和高丝的大众产品线都面临相当大的竞争压力，结合公司过去 30 年在中国市场的探索经验和公司面向 2026 年重点发力的五个关键品牌战略，我们认为未来高丝在中国化妆品的主战场同样在高端领域，接下来高丝能否用旗下高端品牌雪肌精、黛珂在中国打好“日本制造”这张牌，让我们拭目以待。

4. 宝丽奥蜜思：低调而富有特色的日本第四大化妆品集团

4.1 产品和渠道都极具差异化的化妆品巨头

- 宝丽集团创立于 1929 年，已具有 89 年的悠久历史：公司致力于化妆品及护肤产品的开发、生产和销售，旗下有旗舰品牌 POLA 和 ORBIS，收购品牌 H2O+和 Jurlique 以及 Three 等发展中品牌。POLA 是创立于 1929 年以“上门销售”为特色的高端化妆品品牌，畅销产品包括美白丸和去皱面霜；ORBIS 是创立于 1984 年以“邮购销售”为特色的主打无油类化妆品品牌，70%左右的商品通过线上销售，连续多年获得日本化妆品通贩销售 No.1。

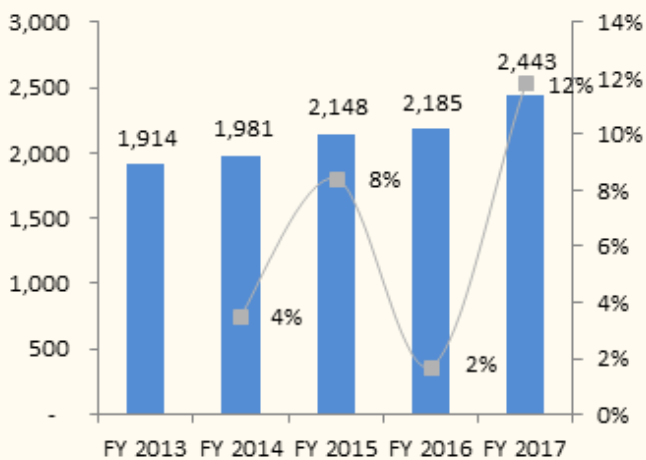
图表 49：位于东京的 POLA 旗舰店



来源：公司公告，国金证券研究所实地调研

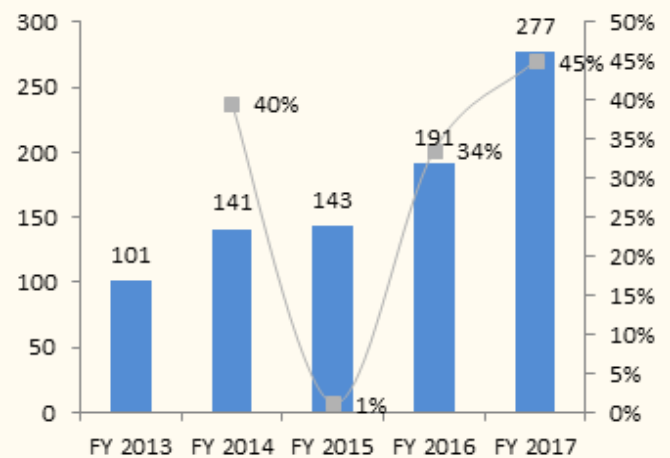
- 2017 年集团制定了面向 2020 年的中期计划：2020 年目标达到 2,500 亿日元的销售额（预计 2018 年就可以达到），海外销售额占比达到 20%，ROE 达到 12%。为实现这一愿景，集团将在三个方面重点发力：①保持在日本国内的稳定增长；②通过并购等方式发展新品牌；③加速扩张海外市场，特别关注中国和东南亚的市场潜力。

图表 50：2013-2017 营收（亿日元）及增速



来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表 51：2013-2017 经调整净利润（亿日元）及增速



来源：Bloomberg，该数据剔除了包括商誉减值、无形资产减值及出售/收购损益在内的多个异常项目，国金证券研究所

4.2 品牌：POLA 主打高端抗衰和美白，ORBIS 主打中端无油产品

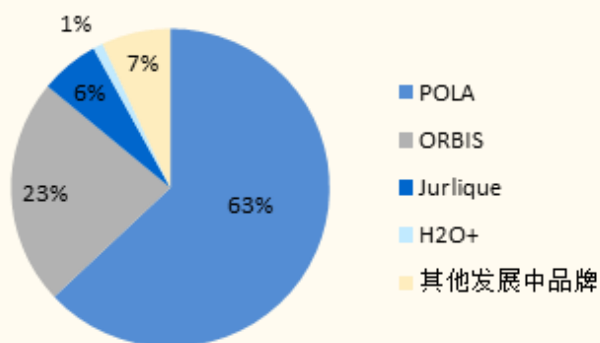
- POLA 主品牌营收占比超过 60%，POLA 和 ORBIS 合计占比超过 85%：POLA 集团营收主要来自化妆品业务，营收占比保持在 93%，其次营收来自房地产租赁，占比约为 5%-6%，其余的营收来自药品、建筑维护等，占比约为 1%-2%。化妆品业务中，POLA 和 ORBIS 分别是高端和中端的主力品牌，两者销售占比合计超过 85%。

图表 52：POLA 集团化妆品品牌矩阵

分类	旗舰品牌		海外品牌		发展中品牌举例	
品牌	POLA	ORBIS	H2O+ BEAUTY	Jurlique	THREE	DECENCIA
加入时间	创立于 1929 年	创立于 1984 年	美国品牌，收购于 2011 年	澳洲品牌，收购于 2012 年	创立于 2009 年	创立于 2007 年
产品图						
主要产品	致力于抗衰老和美白的高档护肤品	无油类化妆品	以水为本的天然护肤品	来自澳大利亚的高档有机护肤品	采用国产原料的护肤品；化妆品	适用敏感肌肤的护肤品
销售渠道	Esthelnn, POLA THE BEAUTY, 上门销售, 百货商场, 电商	邮购, 直销零售店	化妆品专卖店, 电商	百货商场, 直销零售店, 电商, 免税店	直销店铺, 百货商场, 化妆品专卖店, 电商	电商
营收	2017 年营收 1440 亿日元, 同比增长 24%	2017 年营收 531 亿日元, 同比下降 5%	2017 年营收 23 亿日元, 同比下降 9.58%	2017 年营收 128 亿日元, 同比下降 2.64%	2017 年营收 150 亿日元, 同比增长 1.23%	

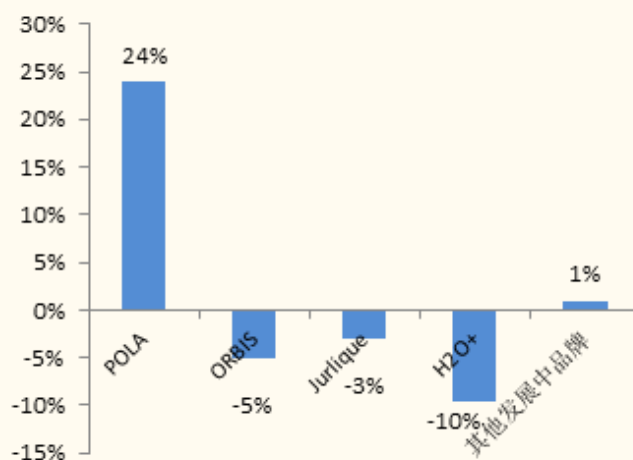
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 53：2017POLA 集团各品牌占化妆品销售比重



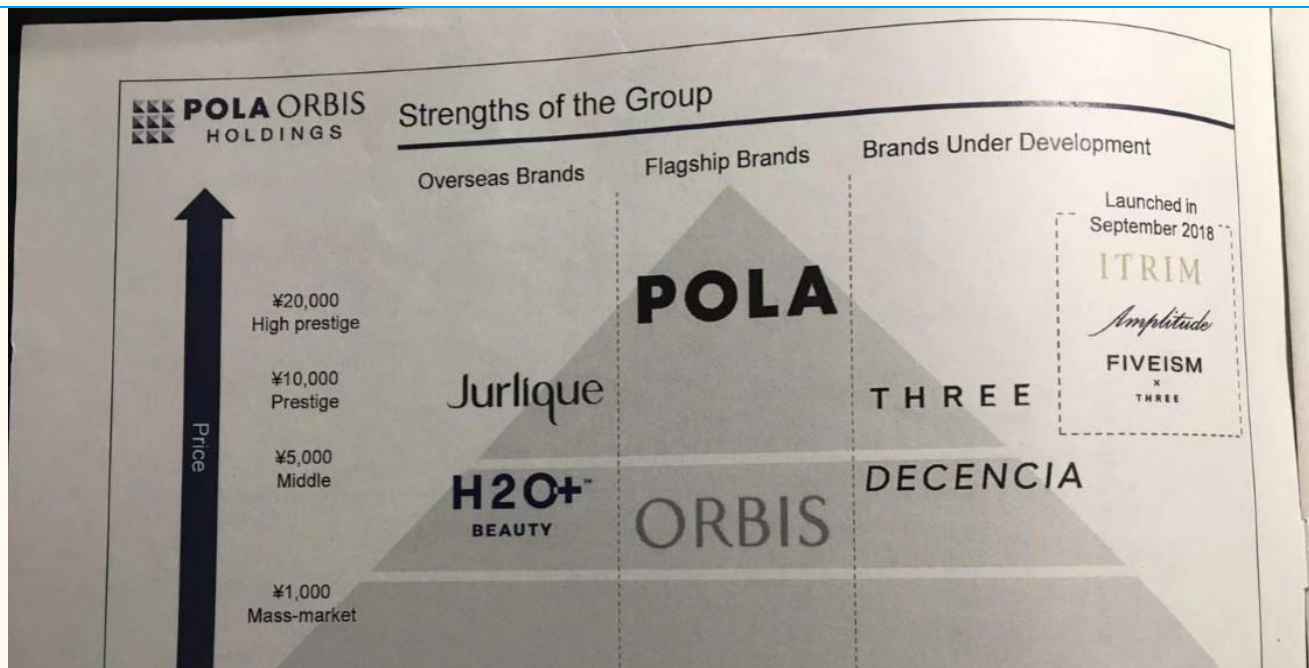
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 54：2017POLA 集团各品牌销售增速



来源：公司公告，国金证券研究所

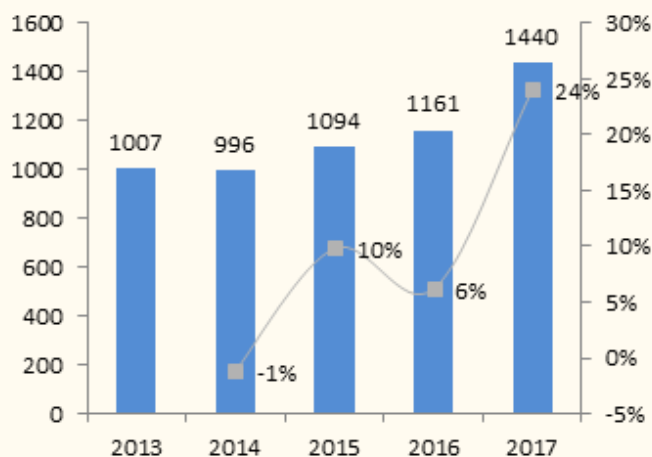
图表 55: POLA 化妆品品牌矩阵梯队



来源: 公司公告, 国金证券研究所实地调研

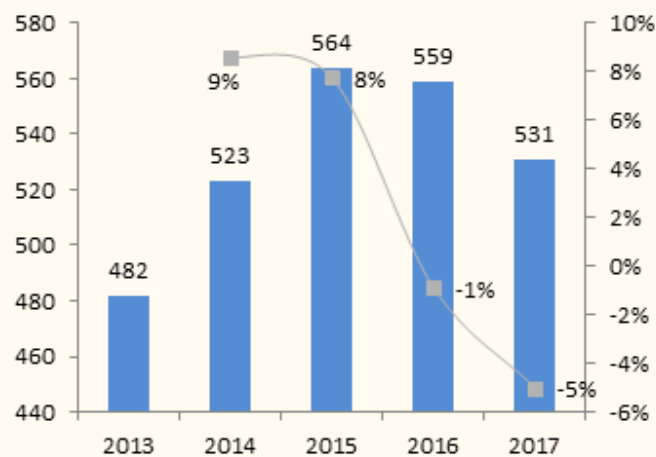
- 主品牌 POLA 的产品优势在于抗老化和皮肤美白: 主要涵盖高端产品 (超过 10000 日元), 明星单品包括: ①抗老化护肤产品 B.A、Wrinkle Shot: POLA 高端护肤和粉底彩妆系列产品; ②半定制产品 APEX: 于 1989 年推出, 是业内首个定制护肤及粉底彩妆系列的产品; ③皮肤美白产品 WHITSSIMO、White Shot: 最新的研究成果已应用于皮肤美白系列产品。
- 2017 年 1 月 1 日 POLA 推出日本第一款可改善皱纹的药用化妆品——“Wrinkle Shot 精华液”: 作为首款在日本被批准并销售的“可改善皱纹”的药用化妆品, 含有 POLA 自主研发的有效成分——“NEL-L1”, 可抑制引起皱纹的“中性粒细胞弹性蛋白酶”活性。该产品经过 12 周的眼角周围皱纹测试, 在 7 成实验者身上看到皱纹的明显改善。
- ORBIS 品牌产品价格 在 1000-3000 日元之间: 是公司营业利润率最高的品牌, 可达 20% 左右。2016-2017 年, ORBIS 营业利润率有所下降, 主要由于粉丝粘性有所下降, 公司也有一定危机感, 并针对性的推出了新的方针, 目标将营业利润率重新提升至 20% 以上。

图表 56: 2013-2017 POLA 营收 (亿日元) 及增速



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 57: 2013-2017 ORBIS 营收 (亿日元) 及增速



来源: 公司公告, 国金证券研究所

4.3 渠道：POLA 起家于直销模式，ORBIS 见长于电商销售

- **POLA 的特色销售策略——通过直销增强客户粘性：**POLA 直销模式占比达到 86%，品牌有约 4.6 万代理员，主要通过三种方式直销。
 - (1) **直接上门销售：**自 POLA 品牌 1929 年设立以来，坚持“自主生产、销售自己的品牌”理念，迅速扩大了上门销售的销售额。2017 年销售占比为 13%。
 - (2) **Esthe-in 门店：**该销售模式始于 2000 年，目的是为了满足不同女性的需求，客户可以定期在门店接受关于美容护肤的咨询与治疗。2017 年销售占比为 46%。
 - (3) **POLA THE BEAUTY 门店：**该销售模式于 2005 年推出，这种统一门店形象的方式扫除了传统上门销售的旧印象，成为品牌销售的驱动者。2017 年销售占比为 42%。
- **Esthe-inn 和 POLA THE BEAUTY 是两种不同的门店：**Esthe-inn 由代理员自己投资开设，并非公司投资，装修等会更简单一些，至 2017 年底大概有 1900 家。而 POLA BEAUTY 的契约和内装是 POLA 公司出钱，每个月的运营费用由代理员个人来出，装修等会高端一些，目前大概 650 家。公司未来战略希望慢慢将门店改成 POLA THE BEAUTY 这种形式，以提升整体形象。
- **公司控制终端定价权，支付 POLA 代理员 40% 左右的销售佣金：**POLA 公司规定，代理员不可以更改公司锁定的定价，且只能卖 POLA 的产品以维持整个产品形象。代理员只有销售佣金，没有底薪，佣金大概是产品销售价的 40%。产品虽然放在代理员处，但所有权是在公司，基本是按销售情况定生产情况。公司基本没有对于代理员的商品设定卖出期限，但如果是 3 年左右没有卖掉，公司将会回收销毁。

图表 58：POLA 品牌的主要销售渠道及占比

销售渠道	直销 (约 46000 位代理员, 4200 个销售办事处)			其他销售渠道
	上门销售	Esthe-inn 门店代销	POLA THE BEAUTY 门店销售	
销售方式	上门销售	Esthe-inn 门店代销	POLA THE BEAUTY 门店销售	百货店、电商、B2B 以及海外地区
2017 年销售额占比	12.7%	45.8%	41.5%	14% (其中百货店占比 7.5%)
2017 年销售额 yoy	3.1%	24.1%	25.5%	/
销售点数量 (截至 2017.12)	约 600 家	约 1900 家	656 家 (由 1600 个销售办事处运作)	在日本及中国大陆、香港、台湾、泰国等海外地区有 53 家百货柜台和 EC 渠道
客群	客群为 60 岁及以上	客群在 40-50 岁	客群年龄在 20-40 岁之间	在日本及海外地区的百货柜台：主要为新客户
客户数据管理	总部			
位置和外观设计	代理员 (经理) 决定	代理员 (经理) 和总部共同决定		总部决定
初始费用	代理员 (经理) 出资		总部出资	
运营费用	代理员 (经理) 出资			总部出资
合同/人员雇佣	商品代销合同			员工 (取决于海外地区的经营模式)
收入	佣金和奖金			工资 (取决于海外地区的经营模式)
产品及其价格	只能销售 POLA 的产品, 且价格为公司锁定的定价			
存货	总部管理			

来源：公司公告，国金证券研究所实地调研

- **ORBIS 一开始的战略定位就是要和 POLA 做差异化的销售模式，商品 70% 都是线上销售：**ORBIS 主打中低价位，这个价位的化妆品，不需要亲手交给顾客，因而采取互联网销售战略。ORBIS 通过网络与客户实时沟通、收集信息，建立了一个超过 1750 万条日本女性皮肤条件的数据库，集团会分析这些数据并用于研发和营销，以此和消费者建立牢固的关系。

图表 59：ORBIS 品牌的主要销售渠道及占比

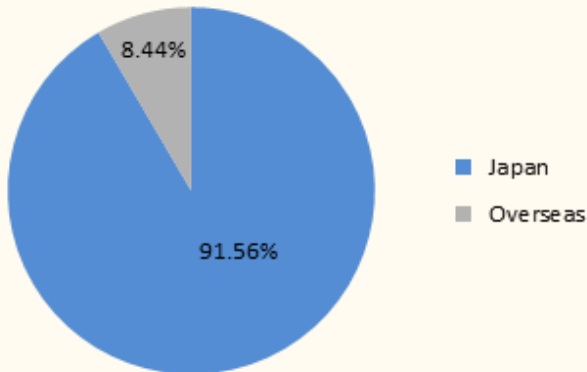
销售渠道	邮购		日本零售店	海外地区
	网上销售	邮购目录		
2017 年销售额占比	46.9%	25.7%	27.4%	
2017 年销售额 YOY	-2.0%	-13.4%	/	
产品及其定价	只能销售 ORBIS 产品，跨渠道标准化定价			附加保费
客群	新客户和老客户	主要为老客户	新客户和老客户	主要为新客户
客户数据管理	ORBIS 总部			
存货管理	ORBIS 总部			

来源：公司公告，国金证券研究所实地调研

4.4 全球化：90%销售来自日本市场，海外业务面临挑战

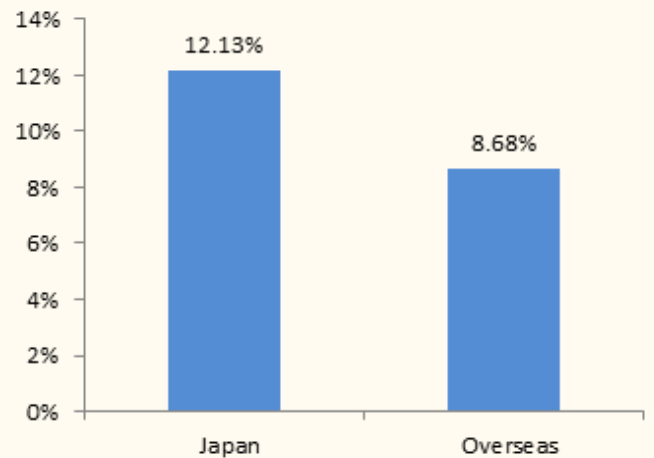
- **全球化是公司下一步的增长点：**日本化妆品市场本身已经呈现较为饱和的状态，基本在每年 1% 左右的增长，近年来海外顾客到日本购物推动了日本国内销售的成长。目前集团营收主要来自日本国内，占比在 90% 左右，毫无疑问全球化是公司的下一个重要增长点，公司目标 2020 年将海外业务占比提升至 20% 左右。

图表 60：2017 POLA 集团各地区营收占比



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 61：2017 POLA 集团各地区营收增速



来源：公司公告，国金证券研究所

- **POLA 瞄准了中国化妆品高端市场，希望利用独有的美容沙龙营销模式，赢得在华的高知名度：**2005 年公司在中国开设首家 POLA THE BEAUTY，作为推介 POLA 产品的窗口。此外，POLA 也逐步在中国核心商圈百货开设百货专柜，目前已在上海、北京等一二线城市开设专柜 13 家，并计划在 2020 年底在中国市场的百货专柜与品牌专营店等实体店店铺总数增至 34 家。虽然在中国电商渠道发展迅猛的背景下，POLA 在天猫也开设了官方旗舰店，但公司更多将其作为线下实体店引流手段，仍将品牌发展重心放在百货专柜与品牌专营店渠道。

图表 62: POLA 进军中国市场以来战略动作

时间	事件	结果
2004 年	创立上海宝丽妍贸易有限公司	POLA 进入中国市场
2005 年	在中国开设首家 POLA THE BEAUTY	POLA 正式进军中国市场
2017 年	在天猫开设 POLA 官方旗舰店	POLA 涉足线上渠道
2017 年	计划加速开拓亚洲市场，尤其是中国市场	计划 2020 年底将中国市场的百货专柜与品牌专营店等实体店铺总数增至 34 家
2018 年	在上海、北京等一二线城市开设了 13 家百货专柜	POLA 在中国的发展取得了实质性的突破

来源：公司公告，国金证券研究所

- 我们认为，POLA 作为集团的拳头品牌，将是重点在中国投资和引进的品牌。但是 POLA 超高端的定位决定了它在中国扩张的边界，目前在国内仅有 13 家百货专柜而 2020 年计划增加至 34 家。因此，宝丽奥蜜思集团在中国化妆品的主战场同样在高端领域。

5. 花王：日本最大的日化综合集团

5.1 日本本土最大的日用消费品公司

- 花王是具有 130 年悠久历史的日本最大的日化集团：花王株式会社成立于 1887 年，前身是西洋杂货店“长濑商店”（花王石碱），最初主要销售美国产化妆香皂以及日本国产香皂和进口文具等。经历百年风雨，目前花王已经成为拥有美容护理用品、衣物洗涤及家居清洁用品、健康护理用品和工业化学用品多个事业版图，年营收超过 1.4 万亿日元的综合性日化集团。

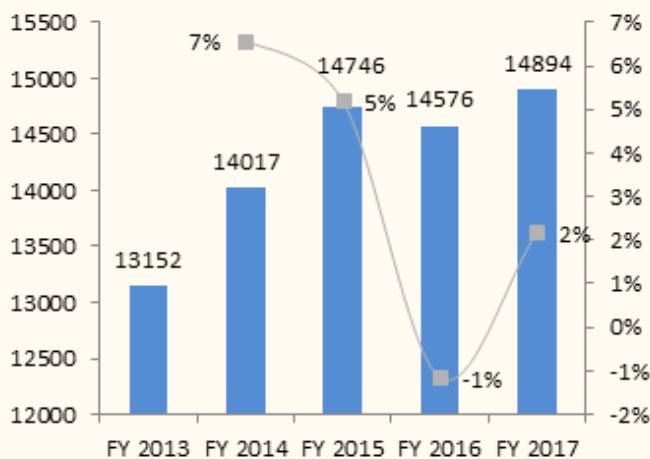
图表 63：位于东京的花王集团大楼



来源：公司公告，国金证券研究所实地调研

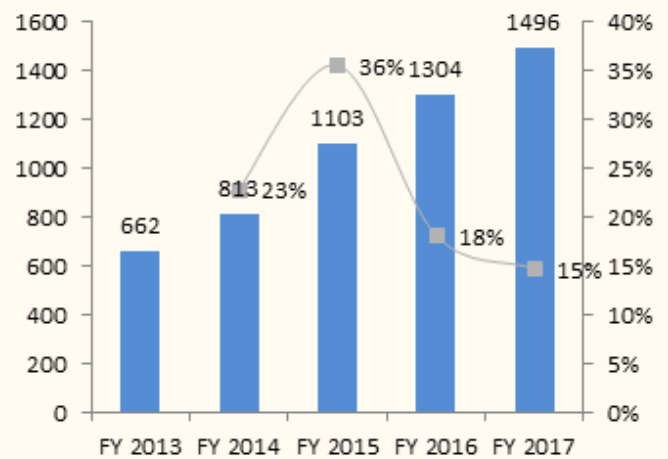
- 面向 2020 年及 2030 年，花王分别制定了中长期发展规划：目标到 2020 年经营利润率达到 15%，培育出 3 个 1000 亿日元的品牌（Merries 纸尿裤、Attack 洗衣液和碧柔 Biore 护肤品，2017 年已经完成）。而针对 2030 年，花王目标实现 2.5 万亿日元的营业收入，17% 的经营利润率和 20% 的 ROE。

图表 64：2013-2017 营收（亿日元）及增速



来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表 65：2013-2017 经调整净利润（亿日元）及增速

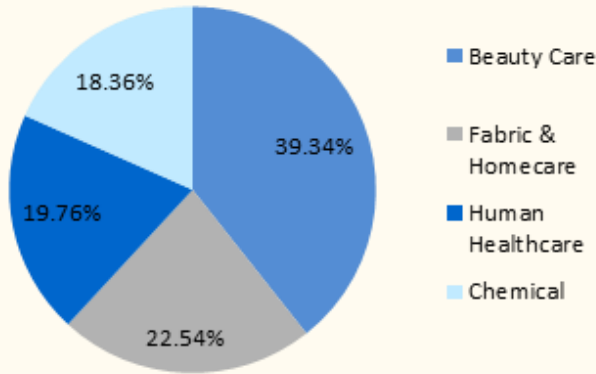


来源：Bloomberg，该数据剔除了包括商誉减值、无形资产减值及出售/收购损益在内的多个异常项目，国金证券研究所

- 目前美容护理板块（Beauty Care）占花王集团营收比重为 39%：2017 年公司美容护理用品、衣物洗涤及家居清洁用品、健康护理用品和工业化学

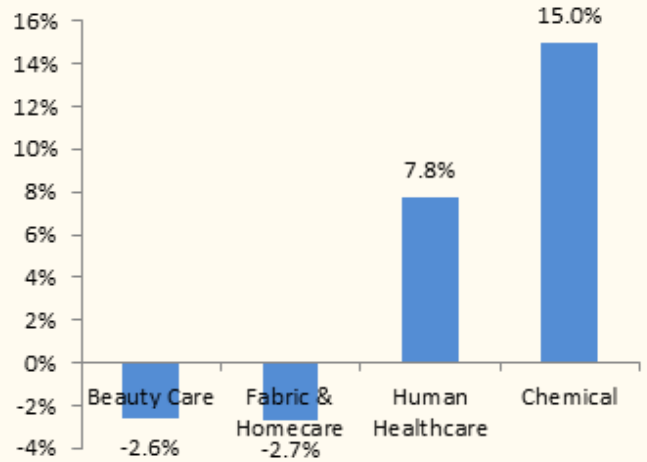
用品占比分别为 39%、23%、20%和 18%。工业化学用品和健康护理用品增速最快，分别为 15%和 7.8%，美容护理用品、衣物洗涤及家居清洁用品增速分别下滑 2.6%和 2.7%。

图表 66：2017 花王各事业部营收占比



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 67：2017 花王各事业部营收增速

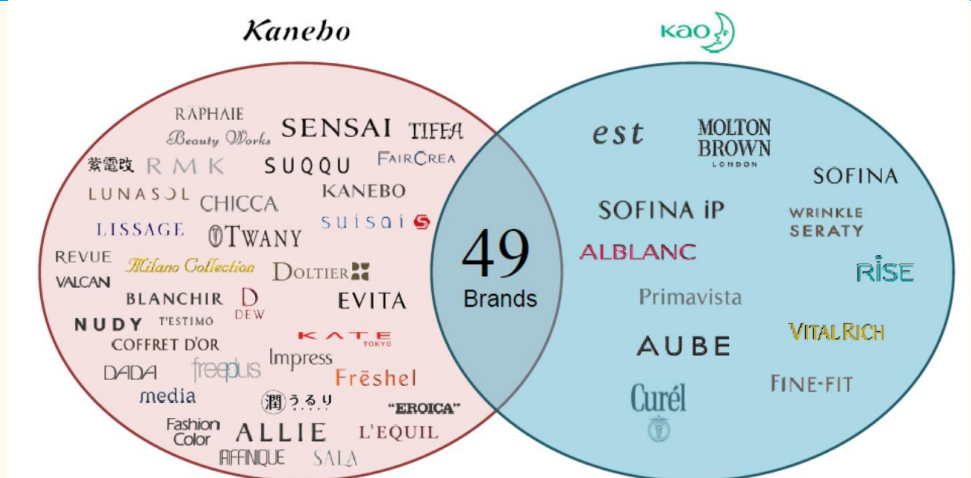


来源：公司公告，国金证券研究所

5.2 品牌：“G11+R8”的品牌聚焦，“渠道为基础”转为“客户为基础”

- **花王 2006 年以 4400 亿日元收购日本化妆品巨头佳丽宝：**佳丽宝作为当时日本第二大化妆品集团，涉足化妆品领域 60 多年，旗下护肤品和彩妆品牌在亚洲和欧洲销售渠道布局丰富。但当时佳丽宝受经营亏损与巨额负债的影响，花王也面临世界巨头宝洁进军日本、本土日化业务遇发展天花板、原料价格上涨和利润空间不断压缩的两难困境。花王亟须横向边界重构，拓展业务领域。06 年，花王一举收购佳丽宝，旗下美妆品牌也由仅有的碧柔、SOFINA，增加了护肤及底妆品牌 Impress、高端彩妆 LUNASOL、药房转售品牌 freeplus 以及 KATE 等，打开了花王集团缺乏中低端市场的平台，并为进一步开发海外市场奠定了重要基础。
- **2018 年提出新的“品牌聚焦”策略：**2018 年之前，花王集团旗下有 Kanebo Cosmetics、e' quipe、Sofina、Curel、MOLTON BROWN 5 个美妆业务板块，因这些业务均为独立运营，品牌总数达到 49 个，导致了品牌作用及地位先后不清，集团产品组合出现了效率低下的情况。因此 18 年花王针对化妆品业务提出“新的全球投资组合战略”，旨在加强化妆品业务的品牌管理。

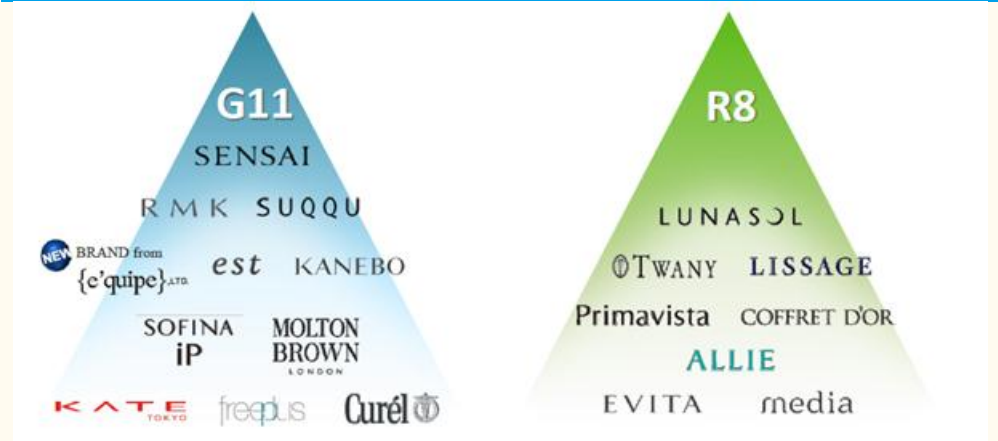
图表 68：花王集团旗下 49 个品牌



来源：公司公告，国金证券研究所

- **确立全球战略品牌“G11”**：在综合考虑品牌实力、潜在全球扩张以及收益能力后，花王确定了 11 个全球战略品牌（G11）：SENSAI、RMK、SUQQU、est、KANEBO、Sofina iP、MOLTON BROWN、KATE、freeplus、Curel 及预计于 2020 年推出的 e'quipe。“G11”战略一方面希望抓住旅游零售业务，加快促进花王在亚洲、欧洲市场的发展；另一方面集团也希望加强高端品牌的发展，以提升化妆品业务在全球的影响力。
- **确立日本本土战略品牌“R8”**：LUNASOL、TWANY、LISSAGE、Primavista、COFFRET D'OR、ALLIE、EVITA 和 MEDIA。“R8”将日本本土品牌重新划分为“咨询”（counseling）和“自助”（self-service）品牌，重新审视分销渠道的策略。

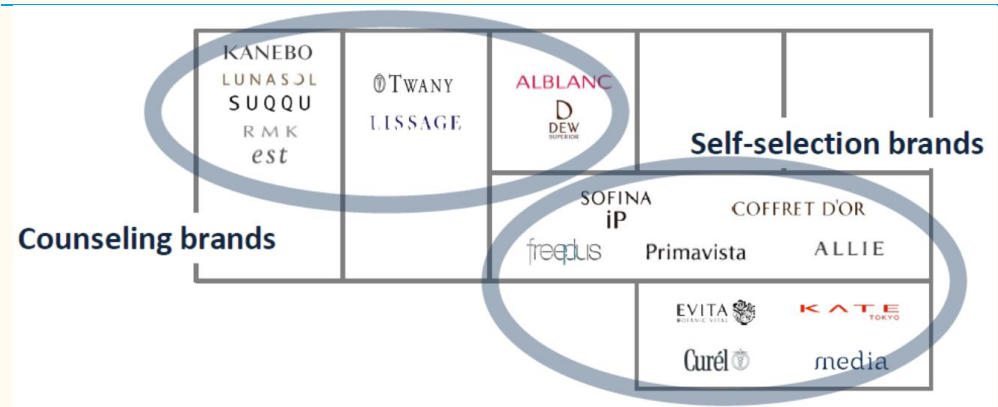
图表 69：花王集团“G11+R8”品牌战略



来源：公司公告，国金证券研究所

- **从传统的“以渠道为基础”的品牌定位战略，转向“以客户为基础”的品牌定位**：花王集团摒弃了原有的“高端”、“中端”、“大众”品牌分类，将品牌简化为“咨询型品牌”和“自助型品牌”两个类别。在更明确的品牌定位的同时，集团还将优化其生产和销售方式，重新审视每个分销渠道的品牌战略。
 - **咨询型品牌**：品牌制造和营销重心将转向为通过专业培训的美容顾问为客户量身定制的推进，为客户提供更好的服务。
 - **自助型品牌**：围绕明星产品进行重新组合，重新调整集团的营销和门店战略，以期最适合各个品牌，并积极推进 EC 渠道。

图表 70：花王集团“咨询型品牌”和“自助型品牌”

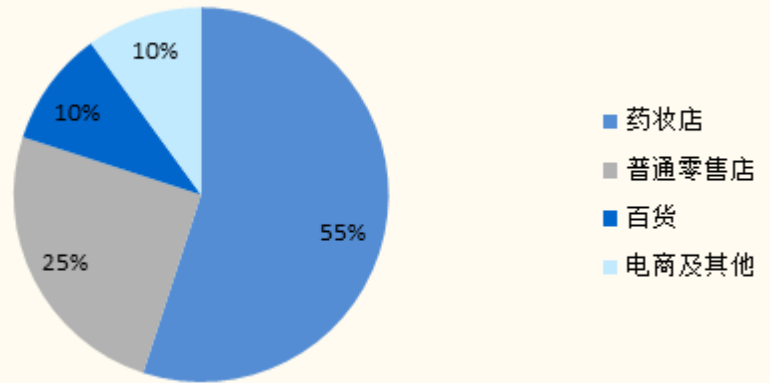


来源：公司公告，国金证券研究所

5.3 渠道：深厚的资源积累，美妆店是公司日本最重要的终端渠道

- **花王集团在日本市场有自己的销售公司：**花王自己的销售公司直接和终端渠道进行交易，不需要通过中间商。因此，公司在日本本土对于终端渠道具有非常强大的掌控能力。公司在日本国内的终端渠道分布中，55%以上是美妆店，25%是在普通零售店，10%左右是百货公司，电商及其他销售占比大约在10%。

图表 71：花王在日本本土市场的渠道分布



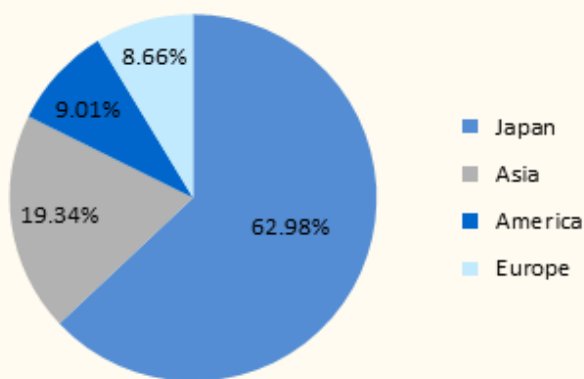
来源：公司调研，国金证券研究所

- **花王在日本本土市场具有非常深厚的渠道资源积累：**从1970年开始，花王就有许多代理商和经销商，且当时只允许销售花王的产品。随着集团的扩大，花王慢慢将这些经销商和代理商并入了公司。目前花王在日本大约能够接触到3万家终端渠道。

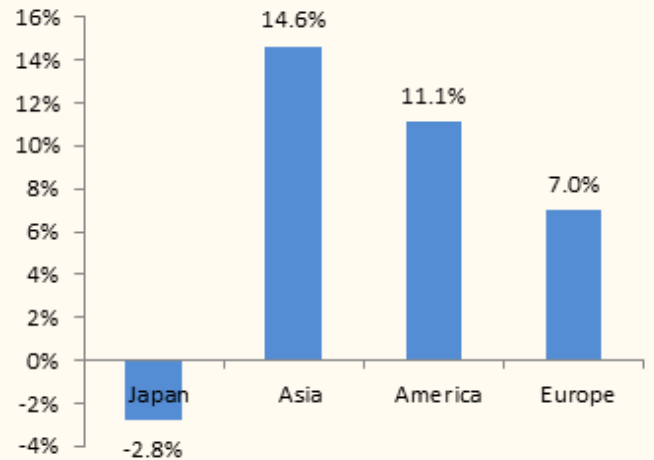
5.4 全球化：海外扩张保守谨慎，化妆品业务在中国发展一波三折

- **目前日本国内销售占比仍超过60%：**日本化妆品市场本身已经呈现较为饱和的状态，基本在每年1%左右的增长，近年来海外顾客到日本购物推动了日本国内销售的成长。目前集团营收主要来自日本国内，占比在60%左右，日本销售同比下降2.8%，而亚洲、美国和欧洲的增速相对较快，分别为14.6%、11.1%和7%。

图表 72：2017 花王集团各地区营收占比



图表 73：2017 花王集团各地区营收增速



来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

- **化妆品业务在中国的发展一波三折：**1993年，花王踏上了进军中国市场的征程，在近10年的时间里，花王在渠道拓展方面乏力，仅自行开发90个

城市。为了弥补在中国渠道布局不足的局面，2011年花王与上海家化达成战略合作。借助家化在全国拥有的1000多个经销商网络渠道，花王的销售网络从最初的90个城市开拓到上千城市。但是上海家化只负责代理花王的纸尿裤、卫生巾和洗衣液三大类的线下批发经销渠道，花王的化妆品在中国市场仍未能很好地打开局面。2014年，花王集团旗下高端护肤品牌Impress和彩妆品牌LUNASOL退出中国百货渠道。

图表 74：花王进军中国市场以来的化妆品业务领域战略动作

时间	事件	结果
1993年	创建上海花王有限公司	花王正式进军中国市场
2001年	与浙江传化达成战略合作	借用浙江传化的渠道推行花王品牌产品，但由于花王在华战略不清晰，导致合作失败
2002年	创立花王（中国）投资有限公司	负责花王在华事业
2005年	引进高端保养品牌 SOFINA	调整策略，转向中国高端市场
2005年	引进药妆品牌 freeplus	freeplus 进驻中国高级药房
2006年	创立花王（中国）研究开发有限公司	开发以皮肤护理、头发护理和家庭护理为主的护理用品
2006年	创立佳丽宝化妆品(中国)有限公司	在百货店引进 Impress 和 LUNASOL
2010年	引入彩妆品牌 KATE	KATE 进驻一二线城市的屈臣氏和百货渠道
2011年	与上海家化达成战略合作	整合上海家化所拥有的1000多个经销商渠道资源，在中国推广日本花王的个人护理用品和家庭用品事业
2012年	嘉娜宝官方旗舰店入驻天猫商城	主要销售 freeplus 和 KATE 品牌
2014年	高端护肤品牌 Impress 和彩妆品牌 LUNASOL 退出中国百货渠道	进行品牌调整，集中力量推进偏高端和中价位品牌的发展
2015年	与天猫国际达成战略合作	主要在线上销售花王健康护理用品等，强化消费者对花王品牌的认知，带动线下消费
2016年	与京东达成战略合作	率先在京东销售健康护理用品，随后跟进其他产品，以扩大花王在中国市场的声誉和渗透力
2018年	提出“G11”战略，缩减旗下品牌数量	超高端品牌 SENSAI 预计于2020年进入中国市场，加快 Cur é l、freeplus 和 KATE 三大大众品牌在华的发展

来源：公司公告，国金证券研究所

- 我们认为，花王化妆品业务在中国一波三折的原因可能有以下几个方面：渠道建设投入不足、营销推广的曲高和寡、日籍管理在高增长市场信息反馈分析不敏感以及不能迅速捕捉和理解市场反馈和商业规则等。此外，花王在日本本土一直坚守直销模式，无法很好适应中国的经销商模式也许是另一重要原因。

6. 总结：美颜盛世，穿越周期，东洋之镜可鉴，经济发展放缓后韧性最强的消费品

6.1 经历经济周期检验，化妆品行业消费韧性强

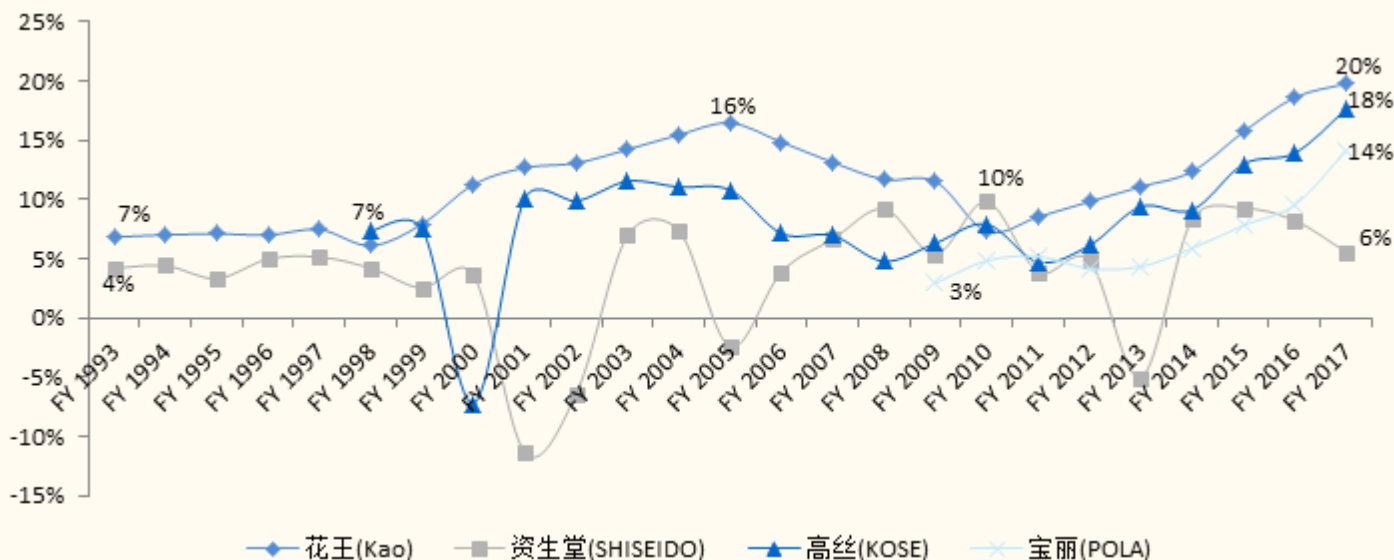
- 日本化妆品行业穿越经济周期，诞生了市值超过万亿日元的巨头：1955 年至今，日本经济经历了高速增长、低速稳定增长和停滞&低速复苏的 3 次增速换挡。①1955-1974，GDP 增速 10%~20%，国民在解决温饱基础上，家电、汽车等大件消费品逐渐普及；②1975-1991，GDP 增速 5%~10%，人均 GDP 突破 1 万美元，中产阶层品牌消费观形成，化妆品行业迎来蓬勃发展；③1992 年至今，泡沫经济破灭，GDP 增速-3%~3%，国民更看重商品性价比，化妆品作为悦己型商品的典型代表，并未像其他炫耀型的奢侈品一般被日本国民放弃消费，而是表现出较强的韧性。虽然经历经济增速的换挡，但日本仍然诞生了资生堂、花王、宝丽奥蜜思、高丝这些穿越周期、具有较强影响力的本土化妆品巨头。
- 作为具有百年历史的公司，日本化妆品集团创造了较为可观的回报。泡沫经济破灭后，日本 10 年期国债收益率不断走低，而四大化妆品集团的 ROE 却保持了较为可观的水平。而日本的百年化妆品企业，许多是没有实际控制人的，这也说明化妆品作为一个韧性很强的消费品种类，并不依赖于某些企业领导人的个人魅力。

图表 75：泡沫经济破灭后日本 10 年期国债收益率



来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表 76：泡沫经济破灭后日本四大化妆品集团 ROE



来源：Bloomberg, 国金证券研究所

- 最新财年数据显示，资生堂实现 10051 亿日元收入，同比+18.2%，毛利率为 77%，经调整净利润为 650 亿元，同比+174%。高丝实现 3034 亿日元收入，同比+13.73%，毛利率为 73%，经调整净利润为 308 亿元，同比+42%。宝丽奥蜜思实现 2443 亿日元收入，同比+11.83%，毛利率为 83%，经调整净利润为 277 亿元，同比+45%。花王（目前美容护理业务约占 40%）实现 14894 亿日元收入，同比+2.18%，毛利率为 44%，经调整净利润为 1496 亿元，同比+15%。

图表 77：日本四大化妆品集团最新财年财务指标

	资生堂(SHISEIDO)	高丝(KOSE)	宝丽(POLA)	花王(Kao)
营业收入 (亿日元)	10051	3034	2443	14894
YOY	18.20%	13.73%	11.83%	2.18%
营业利润 (亿日元)	804	484	389	2085
YOY	119%	24%	44%	9%
GAAP 净利润 (亿日元)	227	306	271	1,470
YOY	-29%	41%	56%	16%
经调整净利润 (亿日元)	650	308	277	1496
YOY	174%	42%	45%	15%
毛利率	76.98%	73.12%	82.96%	44.00%
净利率	2.26%	10.09%	11.11%	9.87%
销售与管理费用率	66.57%	54.36%	62.91%	25.99%
研发费用率	2.41%	1.76%	2.18%	3.81%
存货周转天数	194	205	162	76
应收账款周转天数	54	48	41	52
应付账款周转天数	127	93	46	45
资产负债率	53.04%	26.86%	21.27%	42.60%
ROE	5.56%	17.60%	14.12%	19.78%

来源：Bloomberg, 国金证券研究所，备注：花王目前美容护理业务约占 40%

- 当前我国人均 GDP 接近 1980 年左右的日本，化妆品行业有望迎来蓬勃发展：2017 年中国人均 GDP 达到 8,827 美元，接近 1980 年左右的日本，而目前我国人均化妆品零售额为 38.2 美元，与目前日本 298 美元的人均化妆品零售额相比，未来数年仍然具有相当大的成长空间。同时，我们可以看到，化妆的观念在我国正加速渗透，大家越来越认可化妆于外是在工作

和社交场合对他人的尊重和重视，于己是一种无关炫耀、提升自我形象和自身愉悦感的悦己型消费。

- 中国是相对日本有 10 倍消费潜力的国家，我们相信在本土市场能够走出大的本土化妆品公司。2017 年日本人口数量为 1.27 亿，而 2017 年资生堂仅在日本市场的销售额为 4000+亿日元，高丝、宝丽奥蜜思约为 2000 亿日元左右。中国是一个人口基数为日本 10 倍以上的市场，我们认为在中国市场诞生本土化妆品巨头企业是一件值得期待的事。

6.2 稳健业绩&戴维斯双击驱动市值增长，行业享有估值溢价

- 泡沫经济破灭至今，日本四大化妆品集团的市值翻了约 4-10 倍：1992-2017 年，资生堂的市值由 5,241 亿日元上升至 21,759 亿日元，花王（目前美容护理业务约占 40%）市值由 5,490 亿日元，上升至 37,544 亿日元。高丝市值由上市后 2000 年的 791 亿日元，上升至 2017 年的 12,704 亿日元。宝丽奥蜜思由上市后 2010 年的 930 亿日元上升至 8,748 亿日元。
- 业绩增长是驱动资生堂和花王市值增长的主要因素，高丝和宝丽奥蜜思则在上市后迎来戴维斯双击：资生堂 2017 年市值是 1992 年的 4.2 倍，调整后净利润是 1992 年的 4.1 倍；花王（目前美容护理业务约占 40%）2017 年市值是 1992 年的 6.8 倍，调整后净利润是 1992 年的 7.5 倍；高丝 2017 年市值是 1999 年的 16.1 倍，调整后净利润是 1999 年的 7.4 倍；宝丽奥蜜思 2017 年市值是 2010 年的 9.4 倍，调整后净利润是 2010 年的 3.7 倍。泡沫经济破灭至今，资生堂和花王的市值增长与调整后净利润增长的幅度非常接近，业绩是驱动两大巨头市值增长的主要因素。高丝和宝丽奥蜜思则迎来了业绩增长与估值提升的戴维斯双击。
- 从估值水平来看，日本四大化妆品集团的 P/E 大多时候均在 20x-40x 的较高水平：通过统计日本四大化妆品集团 Bloomberg 月度 P/E 数据，我们发现 2003 年至今，花王 P/E 的平均值为 22x，中位数为 21x；2006 年至今，资生堂 P/E 的平均值为 37x，中位数为 32x；2006 年至今，高丝 P/E 的平均值为 24x，中位数为 22x。2011 年至今，宝丽奥蜜思 P/E 的平均值为 25x，中位数为 27x。

6.3 日本化妆品巨头成长经验：深耕自有品牌+本国，发力并购+全球化

- 打造明星的自有品牌是集团立足的第一步：从日本四大化妆品企业的成长经验来看，无一不是通过明星自有品牌在本土市场上先站稳了脚跟。例如资生堂旗下的 SHISEIDO、高丝旗下的 Kose、宝丽奥蜜思旗下的 POLA 和花王旗下的碧柔，都是具有历史积淀和极高口碑的明星品牌，且具有经久不衰的魅力。这些自有明星品牌帮助消费者建立起对企业最初的信任和忠诚度，随着时间的推移，如果自有明星品牌能够不断迭代出消费者认可的产品和系列，那么这个明星品牌将会历久弥新，产生更加巨大的品牌价值。例如资生堂的红色蜜露经历 100 年的产品更新迭代，愈发成为化妆品中的经典。

图表 78：资生堂红色蜜露 100 年产品更新迭代



来源：公司官网，国金证券研究所

- **长期成长依靠多品牌运营和全球化扩张：**我们必须承认，单个品牌的天花板是有限的，例如资生堂旗下的 SHISEIDO、宝丽奥蜜思旗下的 POLA 的目前年销售额均在 1000 亿日元左右，而作为化妆品巨头，除了明星品牌的立足，更需要形成自己的品牌矩阵和市场矩阵来突破销售额的天花板。因此，企业长期的增长有赖于多品牌的运营和扩区域的扩张。
- **我们认为，化妆品是一个品类和品牌都相对能够灵活且以较低成本扩张的行业。**化妆品的使用是一个不断做“加法”的过程，消费者一般从简单的功能性需求入门，随着年龄的增长和对化妆品了解的加深，会逐渐衍生出更精细化和更专业的需求，使用品类和步骤都会增加，且这种增加一般不可逆。正是因为具有不断做“加法”和“类快消”的消费特性，商家可以不断创造出新的品类和新的品牌去创造和满足消费者新的需求。
- **多品牌运营中，日本化妆品巨头企业非常擅长不断培育自有品牌：**我们可以看到，目前资生堂旗下销售额在 100~500 亿日元的品牌线共有 10 个以上。高端化妆品中公司自己培育的品牌比例为 62.5%，而大众化妆品事业部中几乎所有品牌均为公司自己培育。例如在将 1872 年创立的 SHISEIDO 打造为高端化妆品事业部的顶梁柱后，资生堂于 1982 年又推出了自有顶级品牌 CPB，经过数十年的努力，目前 CPB 的销售额已经与 SHISEIDO 非常接近。
- **全球化扩张中，日本企业相对保守，全球化的动作相对谨慎：**四大化妆品集团中资生堂是全球化业务比例最高的企业。2017 年，资生堂的海外业务占比已经超过 50%，花王的海外业务占比接近 40%，而高丝的海外业务占比约 25%，宝丽奥蜜思的海外业务占比仅为 8%。我们认为，日企全球化进展相对缓慢一方面与自己本就相对保守和谨慎的企业基因有关，另外一方面，我们可以看到老牌企业资生堂和花王的全球化进程相对高丝和宝丽奥蜜思要更快一些，这也反映出全球化扩张中在海外对于品牌认知的建立和对于渠道的扩张需要一定的时间积累和经验积累的。

6.4 日本化妆品并购路径解密

- **品牌并购是近年来日本化妆品集团尝试选择的一条增长路径：**一般来讲，并购的目的包括开拓不熟悉的品类和开拓新的市场，尤其是外地（海外）市场。近年来，在日本化妆品集团全球化增长中并购品牌也越来越常见，但是我们发现并非所有的并购对开拓新的市场都有效。
- **花王收购佳丽宝拓展化妆品版图：**花王 2006 年以 4400 亿日元收购日本化妆品巨头佳丽宝：佳丽宝作为当时日本第二大化妆品集团，涉足化妆品领域 60 多年，旗下护肤品和彩妆品牌在亚洲和欧洲销售渠道布局丰富。但当时佳丽宝受经营亏损与巨额负债的影响，花王也面临世界巨头宝洁进军日本、本土日化业务遇发展天花板，以及原料价格上涨、利润空间不断压缩的两难困境。花王亟须横向边界重构，拓展业务领域。06 年，花王一举收购佳丽宝，旗下美妆品牌也由仅有的碧柔、SOFINA 增加了护肤及底妆品牌 Impress、高端彩妆 LUNASOL、药房转售品牌 freeplus 以及 KATE 等，打开了花王集团缺乏中低端市场的平台，并为进一步开发海外市场奠定了重要基础。
- **高丝通过收购美国化妆品品牌 Tarte 开拓美国化妆品市场：**2014 年高丝以 1.35 亿美元收购美国化妆品品牌 Tarte 93.5% 的股权。成立于 1999 年的 Tarte 被认为是美国市场近年来增长最快的化妆品公司之一。该公司 2013 年销售额 6,800 万美元，同比增长 30%。FY2018，高丝的北美业务占比上升至 13% 左右，增速达到 39%，可以说高丝通过收购 Tarte 成功打入了北美市场。
- **宝丽奥蜜思对 H2O+ 和 Jurlique 则并不有效：**为了扩张海外版图，宝丽奥蜜思在 2011 年和 2012 年相继收购了美国品牌 H2O+ 和澳洲品牌 Jurlique，并将这两个品牌引入中国市场。但是 2013 年开始 H2O+ 由于内部管理问题造成了终端定价的混乱，H2O+ 出现了营收下降，2013 年退出了中国市场。而 Jurlique 在并购之后出现了频繁更换管理层的现象，并购了之后已经换了三任的总经理，而在开发新产品上，不那么成功，2016 到 2017 年没有新产品，因此也造成了销售额减少。

- 我们认为，并购是一把双刃剑，并购后的整合管理是关键：我们可以看出，花王在收购佳丽宝后面临着对于 49 个品牌的资源整合与再分配的问题，高丝收购 Tarte 在积极学习 Tarte 在网络社交营销端的优势，而宝丽奥蜜思则面临着水土不服、管理层变动和新品开发缓慢的问题。从日本化妆品集团的经验可以看出，持续的整合管理是决定一项并购是否有效的重要因素。

图表 79：花王收购佳丽宝后面临对于 49 个品牌的资源整合与再分配的问题

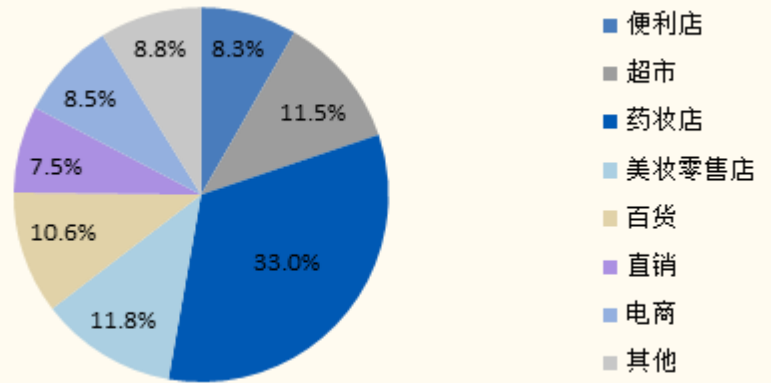


来源：公司公告，国金证券研究所

6.5 渠道之感——特色的日本药妆店，快速发展的中国电商

- 日本的渠道分布和中国很不相同，2017 年日本化妆品前 5 大渠道分别为药妆店（33%）、美妆零售店（11.8%）、超市（11.5%）、百货（10.6%）和电商（8.5%）。

图表 80：2017 年日本化妆品行业渠道分布



来源：Euromonitor，国金证券研究所

- 药妆店在日本化妆品渠道中占有举足轻重的地位。战后繁荣时期，欧美公司都是高价产品进入日本市场，且主要占据着百货渠道。泡沫经济破灭后，大众化妆品仍旧保持着稳健的需求，以大众价位为主、几乎只销售日本本土品牌的药妆店成为日本化妆品行业日益重要的渠道。松本清是日本最大连锁店最多的药妆店，商品类目繁多，日用品、食品、药品、医疗用品等等应有尽有，化妆品也非常齐全，涵盖范围从平价品牌到贵妇级大牌。
- 日本免税店则是近年来增速迅猛的渠道：日本免税店指的是贩卖免税金或关税商品的零售商店。免税商店通常设置在国际机场、国际港口，以及当地几个热门城市的主要商场及购物街，可分为机场免税店、商业区免税店和 DFS 免税店。日本有多达 20 多个机场，差不多所有机场都拥有机场免税店，而且机场免税店大多是由全日空公司运行的。此外，日本商业区例

如银座和新宿也有很多免税店，店铺外均挂有“免税”或“DutyFree”的招牌。近年来，随着赴日旅游人数的增加，旅游购物的零售额也不断提升。

- **日本电商渠道并不凶猛，占比仅 8.5%。**日本线上主要购物平台以亚马逊为主，化妆品电商占比仅在 8.5%。我们认为日本电商渠道发展并不凶猛的原因为：①由于早前日本大多数家庭主妇不上班，有充足的时间去实体店购买产品，已经形成了一定的消费习惯。②日本的药妆店与便利店遍地开花，且服务更好，消费者在实体店购买产品本就十分方便快捷。③日本的物流和人力成本较高。这些因素都在一定程度上限制了日本电商渠道的发展。

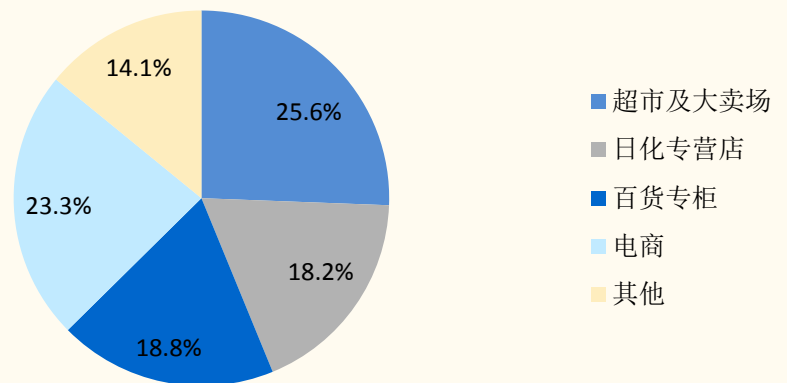
图表 81：日本化妆品销售渠道



来源：公司公告，国金证券研究所实地调研

- **电商是中国化妆品行业增长最快的渠道，占比已经超过 23%：**与日本不同，中国 80、90、00 后成长于中国互联网爆发之时，从小习惯网络消费，随着这批新消费者成为美妆消费的主力人群，电商渠道高速成长为化妆品行业中的重要渠道。2010-2017 年，化妆品电商销售占比逐年提升，2017 年电商占比已经超过 23%。因此，在中国电商已经成为化妆品销售的兵家必争之地。

图表 82：2017 年中国化妆品行业渠道分布



来源：Euromonitor，国金证券研究所

6.6 跨国公司在华下沉渠道挑战重重，本土企业应把握良机

- **日本四大化妆品集团为中国量身定制的产品基本都没有成功：**在进军中国市场的过程中，资生堂推出了专为中国市场定制的中高端品牌欧珀莱以及中低端品牌泊美和悠莱，欧珀莱凭借在营销中与资生堂紧密相连曾经杀出一条血路，但却因错失快速发展的电商渠道而承压，泊美和悠莱因以独立品牌运营，并未如欧珀莱一样署名资生堂，在大众市场缺乏品牌形象辨识度，在大众市场上被国货屡屡败退。而高丝 2017 年将其位于杭州下沙专门生产兰皙欧、美膳媛、娜寇等仅在中国市场销售的品牌的工厂出售转让给化妆品 OEM 公司科玛，基本放弃了为中国定制品牌之路。
- **我们认为，专为中国市场推出的大众品牌不成功的原因可能归于以下三个方面：**① 中国化妆品中低端市场竞争激烈，在下沉渠道和触达低线城市消费者时跨国公司很难运营，国产品牌更有优势；② 日本化妆品企业对自身品牌的管理一般采取独立经营、独立发展模式，因此在大众市场缺乏品牌形象辨识度。③ 作为跨国公司，自身反应和反馈体系太慢，很难对中国不断变化的市场、消费者价值和购买行为做出快速的回应。
- **我们预计未来资生堂、高丝、宝丽奥蜜思和花王在中国化妆品市场的主战场仍在高端领域。**一方面，各家公司自身战略已经将高端品牌作为引进中国的拳头产品；另一方面，结合过去数十年各家公司在中国的经营情况，我们发现近几年国产大众线品牌的崛起让资生堂、高丝、宝丽奥蜜思和花王的大众产品线都面临相当大的竞争压力。从这一角度来讲，这正是本土大众化妆品品牌崛起的最好的机遇。

7. 投资建议

- **日本化妆品巨头经验十分值得中国化妆品企业发展借鉴：**日本化妆品行业穿越经济周期，消费韧性强劲，诞生了市值超过万亿日元、为股东创造了较为丰厚回报的巨头。国金消费研究团队对日本化妆品四大巨头资生堂、花王、宝丽和高丝进行了实地调研，深入探究并总结日本化妆品帝国崛起的前世今生。
- **以东洋之镜为鉴，未来我国本土市场大型化妆品集团的诞生值得期待：**目前我国 GDP 增速和人均 GDP 均接近 1980 年左右的日本，而本土品牌正处于在大众市场刚刚开疆拓土、凭借价格优势和渠道优势、打造出 1-2 个明星品牌形象的阶段。我们认为，未来本土翘楚有望凭借针对中国市场的创新产品、符合本土偏好的品牌定位和品牌营销以及强势的渠道下沉能力，分享国内千亿级化妆品市场盛宴。建议关注国产大众美妆龙头珀莱雅、国产化妆品扛旗者上海家化、本土面膜互联网领军企业御家汇和大众洗护领导品牌拉芳家化。

图表 83：A 股化妆品上市公司估值表

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元/股)			PE (X)		
		12月3日	12月3日	2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E
603605.SH	珀莱雅*	44.40	89.29	1.34	1.69	2.04	33.13	26.27	21.76
600315.SH	上海家化*	28.00	188.08	0.75	0.90	1.11	37.33	31.11	25.23
300740.SZ	御家汇	21.46	58.37	0.74	0.98	1.24	28.83	21.96	17.33
603630.SH	拉芳家化	15.36	34.82	0.83	1.02	1.20	18.52	15.09	12.76

来源：Wind，国金证券研究所，备注：标*公司为已覆盖股票，未标*公司盈利预测取自 wind 一致预期

8. 风险提示

- **化妆品消费增速放缓：**若国内宏观经济发生进一步波动，经济增长持续放缓，我国社会消费品零售总额亦可能出现增速持续放缓，消费者对化妆品的消费能力也可能受到影响。
- **产品质量风险：**化妆品虽然是一种安全风险较低的时尚类消费品，但如果采购的原材料出现质量问题，且在生产过程中未能检测出相关问题，消费者使用可能诱发过敏或其他不适现象，从而对行业和企业造成不利影响。
- **能否准确把握市场潮流和消费者偏好变化趋势的风险：**化妆品销售受消费者品味和偏好不断变化的影响，要求企业能不断开发出适销对路的产品。因此行业面临不能充分了解市场需求信息、提高研发设计能力，引致的不能准确把握市场潮流和消费者偏好变化趋势的风险。

公司投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；
增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；
中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；
减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH