



## 渠道更迭，国牌崛起

## 推荐|首次

## ——化妆品行业深度报告

## 要点:

- 高景气度消费赛道，高端化与细分化是大趋势

2009-2018年间，中国美容及个人护理市场规模实现翻倍，由1816亿元激增至2018年的4102亿元，CAGR高达9.9%。消费人口和人均消费金额两端共同驱动，行业增长潜力较大。趋势上，我们认为高端化和细分化将是化妆品行业的两大机会。市场格局方面，外资品牌占据主导，但传统国产品牌在激烈的竞争下逐渐崛起，在大众市场站稳脚跟，市场份额逐渐扩大。同时乘互联网之风，近两年来国产新锐品牌成长迅速。

- 研发/生产：中外研发实力仍有差距，国产公司加大投入奋力追赶

受限于企业规模，我国化妆品企业的研发投入规模与国际巨头仍有一定差距，在基础研究方面落后较多。近年来本土公司加大研发投入，通过战略合作等方式补足研发短板，不断提升品牌新品竞争力。

- 品牌/营销：本土品牌立足民族文化，打造差异化定位

品牌定位上，通常立足中医、本草等概念，以民族文化为突破口，与国际品牌形成差异化竞争。营销上，媒介更迭迅速，品牌需适时调整理念与营销方式，实现品牌与消费者的情感共鸣，以适应美妆年轻化趋势。

- 渠道：乘渠道之风，国产品牌发展壮大

2018年电商超越KA成为最大的化妆品销售渠道，新渠道下需要新打法。线下渠道中，仅CS渠道占比维持涨势，国产品牌凭借较低的折扣率，在该渠道中战胜国际品牌，走出了一条“农村包围城市”的崛起之路，但目前CS渠道红利式微。KA及百货渠道进入壁垒较高，市场占比近年来成下滑态势。另外，单品牌店有望成为新增长点。

- 投资建议

重点关注：上海家化（多渠道多品牌）、珀莱雅（电商增长迅速，CS渠道强势）

- 风险提示

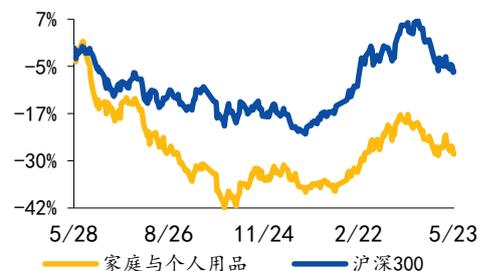
宏观经济下滑，行业景气度下行；行业竞争加剧

## 附表：重点公司盈利预测

| 公司代码   | 公司名称 | 投资评级 | 昨收盘<br>(元) | 总市值<br>(百万元) | EPS   |       |       | PE    |       |       |
|--------|------|------|------------|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|        |      |      |            |              | 2018A | 2019E | 2020E | 2018A | 2019E | 2020E |
| 600315 | 上海家化 | 买入   | 28.08      | 19949        | 0.81  | 0.95  | 1.15  | 34.67 | 29.53 | 24.41 |
| 603605 | 珀莱雅  | 买入   | 63.08      | 12847        | 1.43  | 1.90  | 2.51  | 44.61 | 33.63 | 25.47 |

资料来源：Wind，国元证券研究中心

## 过去一年市场行情



资料来源：Wind

## 相关研究报告

## 报告作者

分析师 李典

执业证书编号 S0020516080001

电话 021-51097188-1866

邮箱 lidian@gyzq.com.cn

## 目 录

|  |    |
|--|----|
| 1、成长类消费品，国产品牌逐渐崛起.....                       | 6  |
| 1.1 国内化妆品行业增速领跑全球，高景气消费赛道.....               | 6  |
| 1.2 化妆品行业整体消费韧性较强.....                       | 8  |
| 1.3 高端 VS 大众：高端化是大趋势.....                    | 10 |
| 1.4 需求多元化、细分化，孕育新机会.....                     | 11 |
| 1.5 公司角度：整体行业集中度有待提高，本土龙头空缺.....             | 13 |
| 1.6 从消费人口和人均消费看我国化妆品市场，空间巨大.....             | 17 |
| 驱动一：消费人口持续增长。.....                           | 18 |
| 驱动二：消费升级拉动人均化妆品消费额上升.....                    | 19 |
| 2、深度剖析化妆品产业链各环节.....                         | 20 |
| 2.1 研发：国内外差距较大，头部企业努力追赶.....                 | 21 |
| 2.1.1 化妆品研发包含基础研究与产品开发两个层面.....              | 21 |
| 2.1.2 研发投入差距较大，国产公司加大投入奋力追赶.....             | 22 |
| 2.1.3 研发周期及其影响因素.....                        | 23 |
| 2.2 生产：自建工厂与代工相结合.....                       | 24 |
| 2.2.1 中国化妆品代工厂市场格局分散，具有较大长尾效应.....           | 24 |
| 2.2.2 代工厂需承担上游原材料价格波动压力.....                 | 26 |
| 2.2.3 护肤品与彩妆在生产端的需求差异.....                   | 27 |
| 2.3 品牌：差异化定位助力国牌崛起.....                      | 28 |
| 2.3.1 品牌定位：国妆立足民族文化，打造差异化定位.....             | 28 |
| 2.3.2 营销：多元化营销模式下，品牌与消费者的情感共鸣成为构造品牌力的关键..... | 31 |
| 2.4 渠道：渠道更迭，品牌借势.....                        | 35 |
| 2.4.1 线下：KA 与百货渠道受挤压，CS 渠道增速放缓.....          | 36 |
| 2.4.2 线上：电商渠道高增长.....                        | 42 |
| 2.4.3 OTC 等新兴渠道：医院、新零售等.....                 | 45 |
| 3、投资逻辑与标的推荐.....                             | 47 |
| 3.1 上海家化.....                                | 47 |
| 3.2 珀莱雅.....                                 | 48 |
| 4、风险提示.....                                  | 49 |

## 图表目录

|   |    |
|---|----|
| 图 1: 2018 年全球化妆品子品类分布情况 .....           | 6  |
| 图 2: 全球美容及个人市场规模及增速 .....               | 6  |
| 图 3: 2018 全球前十化妆品消费国市场份额 .....          | 6  |
| 图 4: 前十化妆品消费国 2009-2018 复合增长率 .....     | 6  |
| 图 5: 2018 全球前十化妆品消费国市场份额 .....          | 7  |
| 图 6: 2005-2018 高端及大众化妆品市场增长情况 .....     | 7  |
| 图 7: 2017 年来化妆品在各类消费品中保持了较高的景气度 .....   | 7  |
| 图 8: 护肤品的消费链条 .....                     | 8  |
| 图 9: 2009-2018 年化妆品主要销售渠道的占比变化 .....    | 9  |
| 图 10: 中国 GDP 增速与国内彩妆销售额增长情况对比 .....     | 9  |
| 图 11: 2018 全球前十化妆品消费国市场份额 .....         | 10 |
| 图 12: 前十化妆品消费国 2009-2018 复合增长率 .....    | 10 |
| 图 13: 高端市场品牌集中度下降, 企业集中度上升 .....        | 10 |
| 图 14: 细分品类市场规模、渗透率及增速 .....             | 12 |
| 图 15: 2012-2017 年护肤品细分品类中面膜增速领跑 .....   | 13 |
| 图 16: 2017 年天猫+京东面膜销售额前十品牌及其市占率 .....   | 13 |
| 图 17: 以药妆概念切入市场的薇诺娜增长迅猛 .....           | 13 |
| 图 18: Homefacialpro(HFP)主打“成分”概念 .....  | 13 |
| 图 19: 中国化妆品市场 CR3 呈下降趋势 .....           | 15 |
| 图 20: 市场份额前 20 中本土化妆品公司市场份额合计 .....     | 15 |
| 图 21: 2018 美妆消费人数同比增速 (滚动年度数据) .....    | 18 |
| 图 22: 2018 年男性化妆品品类消费增速 .....           | 18 |
| 图 23: 微博美妆兴趣用户年龄段分布趋势 .....             | 19 |
| 图 24: 儿童护肤品市场规模及其增速 .....               | 19 |
| 图 25: 2018 年各国人均化妆品消费额 (美元) .....       | 19 |
| 图 26: 化妆品产业链 .....                      | 20 |
| 图 27: 化妆品各环节毛利率及净利率情况 .....             | 21 |
| 图 28: 化妆品研发可细分为基础研究与产品开发两部分 .....       | 21 |
| 图 29: 中外主要化妆品公司研发费用率对比 .....            | 22 |
| 图 30: 中外主要化妆品公司研发支出额对比 (亿元人民币) .....    | 22 |
| 图 31: 上海家化的中草药链式研究模式 .....              | 23 |
| 图 32: 珀莱雅研发创新中心 .....                   | 23 |
| 图 33: 上海家化的各类新品及其对应生产周期 .....           | 24 |
| 图 34: 代工模式可分为 OEM、ODM、OBM 三种 .....      | 25 |
| 图 35: 莹特丽、科丝美诗及科玛收入、合作客户、中国工厂情况对比 ..... | 26 |
| 图 36: 上游原料价格波动对代工厂与品牌商的影响 (成本传导图) ..... | 27 |
| 图 37: 护肤品与彩妆对生产端的需求差异 .....             | 28 |
| 图 38: 16-35 岁年轻用户占比超 80% .....          | 29 |
| 图 39: 16-25 岁客单价增长最高 .....              | 29 |
| 图 40: 玉兰油全新定位“无惧年龄” .....               | 30 |

|   |    |
|---|----|
| 图 41: 百雀羚 2015-2017 年天猫双十一单日销售额 .....         | 30 |
| 图 42: 中国护肤品品类单品牌销售额与市占率 .....                 | 30 |
| 图 43: 中国彩妆品类单品牌销售额与市占率 .....                  | 30 |
| 图 44: 主要中外公司销售费用率对比 .....                     | 32 |
| 图 45: 消费者获取美妆产品信息渠道 (多选) .....                | 32 |
| 图 46: “美妆一哥”李佳琦的抖音粉丝数超 2350 万 .....           | 32 |
| 图 47: 微博知名美妆博主及其粉丝量 .....                     | 33 |
| 图 48: KOL 营销的有效性调研 (基于 201901-02 月调研) .....   | 33 |
| 图 49: 明星代言方式更加多元化 .....                       | 33 |
| 图 50: 美加净与大白兔推出联名唇膏 .....                     | 34 |
| 图 51: 肯德基与彩妆品牌玛丽黛佳跨界合作 .....                  | 34 |
| 图 52: 2004-2018 年中国主要销售渠道占比变化 .....           | 36 |
| 图 53: 2014-2018 年间御家汇收入及其增速 .....             | 36 |
| 图 54: 2004-2018 年 KA 渠道规模、占比及增速 .....         | 37 |
| 图 55: 商品在 KA 渠道陈列 .....                       | 37 |
| 图 56: 2004-2018 年百货渠道规模、占比及增速 .....           | 38 |
| 图 57: 百货渠道多为国际大牌的专柜 .....                     | 38 |
| 图 58: 佰草集进驻百货渠道 .....                         | 39 |
| 图 59: 自然堂进驻百货渠道 .....                         | 39 |
| 图 60: 2004-2018 年 CS 渠道规模、占比及增速 .....         | 39 |
| 图 61: CS 门店形式 .....                           | 39 |
| 图 62: 屈臣氏门店数快速扩张, 但单店效益持续下滑 .....             | 40 |
| 图 63: 丝芙兰稳步扩张, 单店效益持续上升 .....                 | 40 |
| 图 64: 化妆品线下店发展趋势 .....                        | 41 |
| 图 65: 欧舒丹单品牌店形象 .....                         | 41 |
| 图 66: 2004-2018 年电商渠道规模、占比及增速 .....           | 43 |
| 图 67: 2013-2018 年各渠道 CAGR .....               | 43 |
| 图 68: 主要化妆品品类及各电商平台 2018 年 GMV 增速 .....       | 44 |
| 图 69: 阿里全网月度化妆品销售额维持较高增速 .....                | 44 |
| 图 70: 化妆品店在天猫、唯品会两类电商平台的运营模式 .....            | 45 |
| 图 71: 片仔癀进驻 OTC 渠道 .....                      | 46 |
| 图 72: 屈臣氏上线饿了么平台 .....                        | 46 |
| <br>  |    |
| 表 1: 2012vs2018 大众市场企业市占率变化 .....             | 11 |
| 表 2: 2017.11-2019.04 阿里平台彩妆行业前十大品牌单月销售额 (百万元) |    |
| .....   | 12 |
| 表 3: 欧美日韩各大化妆品集团及其品牌矩阵 .....                  | 14 |
| 表 4: 2018 年各国头部化妆品公司及其市占率 .....               | 15 |
| 表 5: 2018 年我国市场份额跻身前 20 的日化及个护企业 .....        | 16 |
| 表 6: 2012vs2018 年中国化妆品品牌排名及市占率 .....          | 16 |
| 表 7: TOP30 国产化妆品品牌 2018 零售额以及三年复合增速 .....     | 17 |

|   |    |
|---|----|
| 表 8: 化妆品产业链各环节代表公司及其盈利情况.....                       | 21 |
| 表 9: 国内新三板上市的化妆品制造工厂 (若非特殊标注, 均为 2018 年数据)<br>..... | 25 |
| 表 10: 珀莱雅公司生产成本构成.....                              | 26 |
| 表 11: 国内外部分化妆品品牌定位对比 .....                          | 29 |
| 表 12: 国内主要化妆品上市公司旗下品牌矩阵与外延并购操作/意向 .....             | 31 |
| 表 13: 三大国内头部化妆品品牌及三大新锐国妆品牌情况.....                   | 35 |
| 表 14: 各类线下渠道特点对比 .....                              | 37 |
| 表 15: 国际知名化妆品集团 CS 渠道供货折扣情况 .....                   | 40 |
| 表 16: 国产 CS 渠道汇总 .....                              | 41 |
| 表 17: 在华开单品牌店的主要国际品牌.....                           | 42 |
| 表 18: 本土主要单品牌店汇总 .....                              | 42 |
| 表 19: 中国化妆品电商平台类型及其特点 .....                         | 43 |
| 表 20: 丽人丽妆与杭州悠可财务状况与合作品牌 .....                      | 45 |
| 表 21: 上海家化旗下业务与品牌矩阵 .....                           | 47 |
| 表 22: 珀莱雅旗下品牌矩阵 .....                               | 48 |

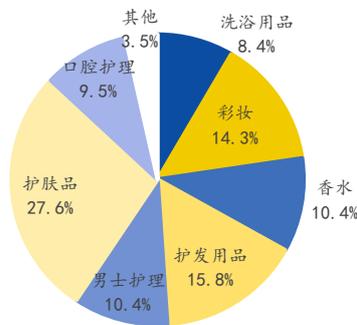
## 1、成长类消费品，国产品牌逐渐崛起

### 1.1 国内化妆品行业增速领跑全球，高景气消费赛道

化妆品行业，按品类划分可分为护肤品、彩妆、护发、洗浴、口腔护理、婴童护理、男士护理、香水等多个领域。从全球范围内看，护肤品是化妆品中的第一大品类，占比达到 27.6%，其次是护发用品（15.8%）、彩妆（14.3%）、香水（10.4%）、男士护理（10.4%）、口腔护理（9.5%）、洗浴用品（8.4%）等。

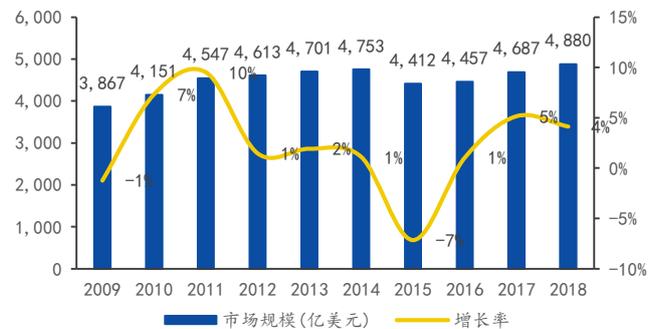
2009-2018 十年间里，全球美容及个护市场规模呈现波动性增长，由 2009 年的 3867 亿美元增至 2018 年的 4880 亿美元，CAGR 为 2.6%。2009 年受金融危机影响，东欧、北美、澳洲地区出现负增长，导致大盘整体下滑，随后 2010 年及 2011 年经历了两年的修复性反弹。2015 年受到欧元区需求持续疲软以及拉美经济走弱的影响，全球化妆品市场规模同比下滑 7.3%，此后开始触底回升，2018 增长 4.1%。

图 1：2018 年全球化妆品子品类分布情况



资料来源：Euromonitor，国元证券研究中心

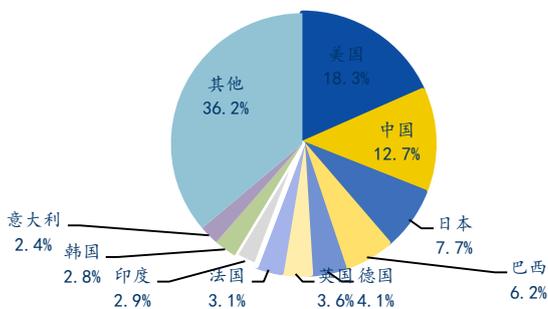
图 2：全球美容及个护市场规模及增速



资料来源：Euromonitor，国元证券研究中心

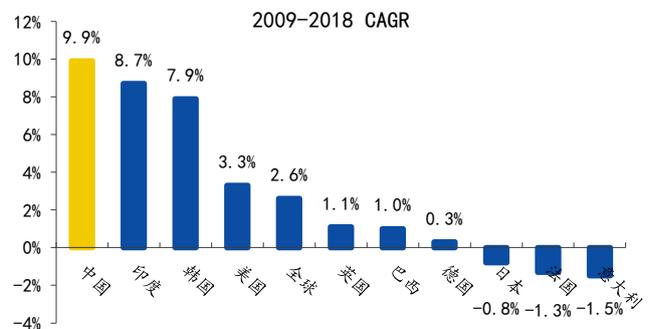
美国是全球最大的化妆品消费国，市场占比 18.3%。2013 年中国超越日本成为全球第二大化妆品消费国，市场份额为 12.7%。前十大化妆品消费国还包括了日本、巴西、德国、英国、法国、印度、韩国和意大利。增速上，中国、印度、韩国等新兴市场在过去十年内引领全球增长，日本、法国、意大利等成熟市场出现负增长，其他主要市场仍实现正增长。

图 3：2018 全球前十化妆品消费国市场份额



资料来源：Euromonitor，国元证券研究中心

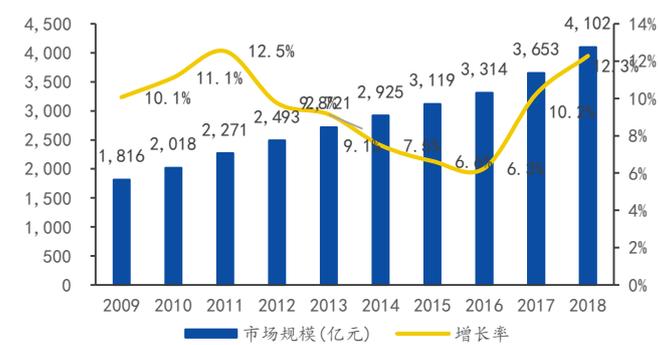
图 4：前十化妆品消费国 2009-2018 复合增长率



资料来源：Euromonitor，国元证券研究中心

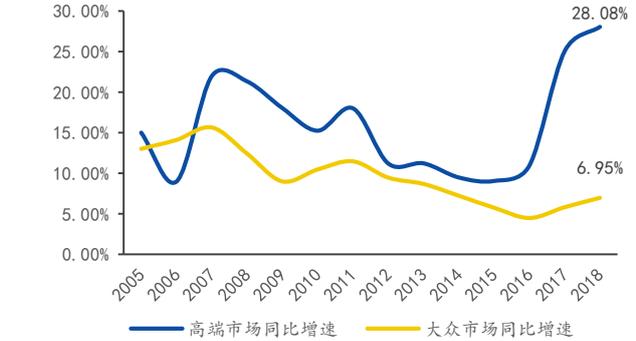
2009-2018 年间，中国美容及个人护理市场规模实现翻倍，由 1816 亿元激增至 2018 年的 4102 亿元，CAGR 高达 9.9%。虽然在 2012-2016 年，受制于国内整体宏观经济放缓，消费增速回落，化妆品行业增速整体有所放缓，但在高端市场强劲增长复苏和大众市场增速企稳的带动下，2017 年化妆品行业增速拐点向上，2017 年、2018 年同比增长 10.2% 和 12.3%。

图 5：2018 全球前十化妆品消费国市场份额



资料来源：Euromonitor, 国元证券研究中心

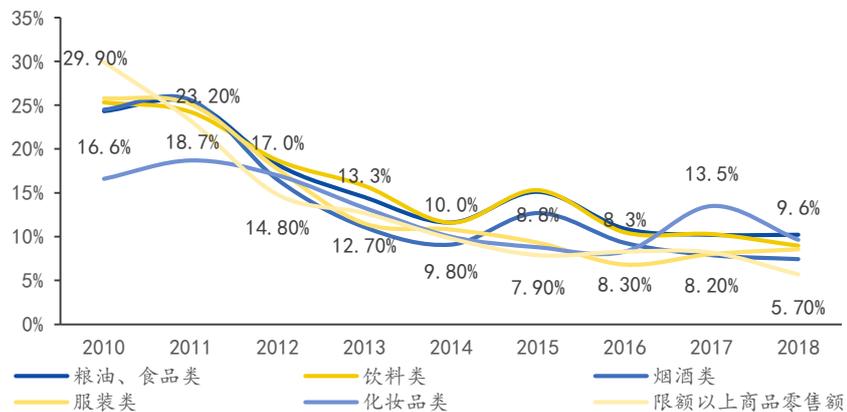
图 6：2005-2018 高端及大众化妆品市场增长情况



资料来源：Euromonitor, 国元证券研究中心

根据国家统计局限额以上批发和零售业零售额数据，自 2017 年 5 月起，我国化妆品消费额同比增速开始进入高位，增长显著快于食品粮油、饮料、烟酒、服装等消费品。2017 年全年零售额累计同比增速高达 13.5%，高于限额以上商品零售总额 5.3 pct.；2018 年虽然在下半年增速随着消费下行而放缓，但全年化妆品零售额累计同比增速依然保持 9.6%，较 5.7% 的限额以上商品零售总额增速高出 3.9pct，保持着较高的景气度。

图 7：2017 年来化妆品在各类消费品中保持了较高的景气度



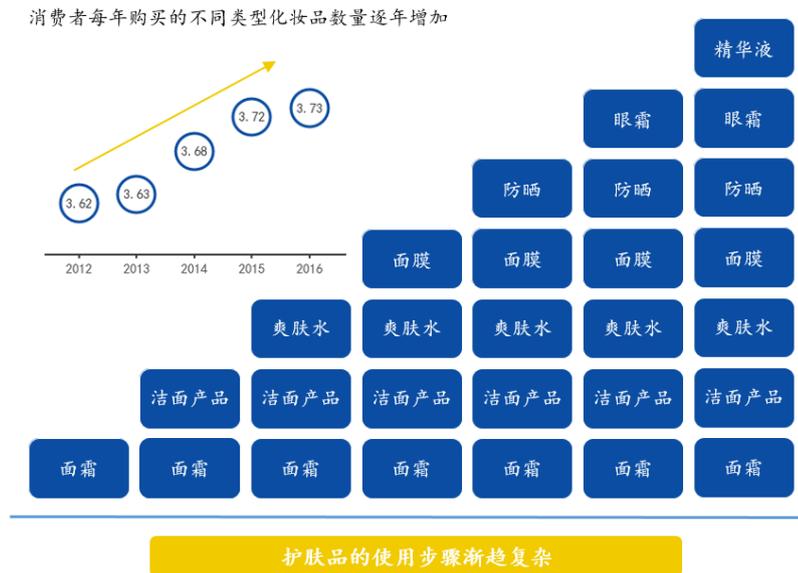
资料来源：国家统计局, Wind, 国元证券研究中心

## 1.2 化妆品行业整体消费韧性较强

### 消费特性 1：不断做“加法”，消费链条较长，消费习惯不可逆性

化妆品消费链条较长，消费者通常会经历“基础护肤-基础彩妆-精细化护肤与彩妆”这一进阶过程。随着年龄增长、经验积累以及周围环境的影响，化妆品的需求会渐趋精细化与专业化，产品使用不断叠加，且需求的增加与升级是不可逆的过程。根据天猫美妆的数据，最初只购买基础护肤产品的消费者，在此后通常会逐渐购买基础彩妆，进而越来越追求完整的护肤与彩妆步骤，消费者从“入门”到“进阶”可拓展和想象空间较大。

图 8：护肤品的消费链条

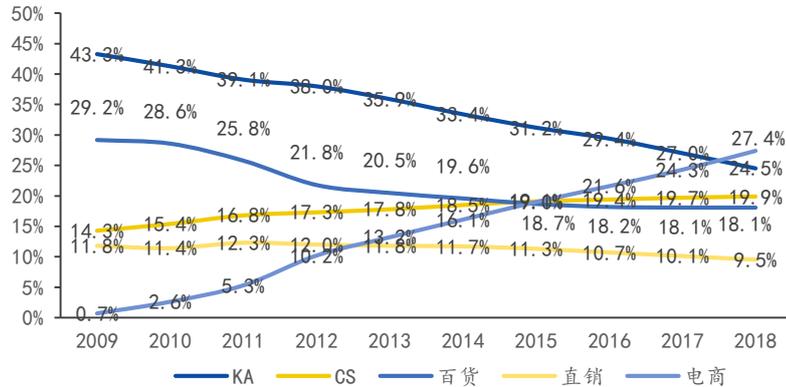


资料来源：凯度，国元证券研究中心

### 消费特性 2：标品化程度较高，借电商之风，渗透率快速提升

化妆品行业相对标品，天然适合线上销售，受益于电商的快速发展，快速实现渗透率的提升。2018 年电商渠道占化妆品销售达到 27%，超越 KA 渠道成为化妆品最重要的渠道来源。

图 9：2009-2018 年化妆品主要销售渠道的占比变化



资料来源：Euromonitor, 国元证券研究中心

### 消费特性 3：口红效应

“口红效应”，也称“低价商品偏爱趋势”，在经济不景气时，人均可支配收入，消费者对于房屋、汽车等大额资产的购买力大幅减弱，而化妆品特别是口红这一“廉价非必要之物”可带来愉悦心情、安慰人心的作用，因此呈现出较为显著的抗周期性。

图 10：中国 GDP 增速与国内口红销售额增长情况对比

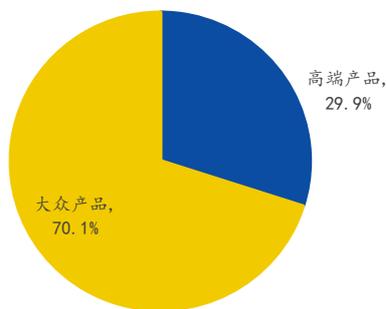


资料来源：Euromonitor, Wind, 国元证券研究中心

### 1.3 高端 VS 大众：高端化是大趋势

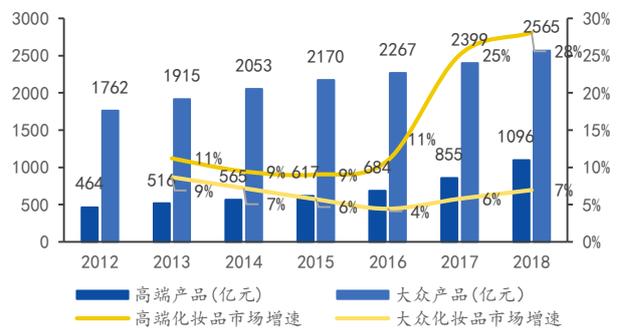
化妆品消费升级趋势明显，大众与高端消费增速剪刀差扩大，高端化是大趋势。在我国，大众化妆品仍为消费主力，2018年占据70.1%的市场份额，但这一比例在高端化妆品的高速增长下已逐年下降。高端市场受益于消费升级，增速自2016年起迅速提升，2017与2018年增速分别高达25%与28%，同期大众品类增速企稳，二者的增速剪刀差迅速扩大。对比亚洲邻国，日本与韩国的高端市场份额分别达到43.3%与47.3%，远高于我国(29.9%)当前水平，我国高端份额增长空间依然较大，消费升级下高端化妆品增长将成为拉动化妆品市场增长的主驱动力。但值得注意的是，高端市场增速往往短期内受经济影响更为剧烈。

图 11：2018 全球前十化妆品消费国市场份额



资料来源：Euromonitor, 国元证券研究中心

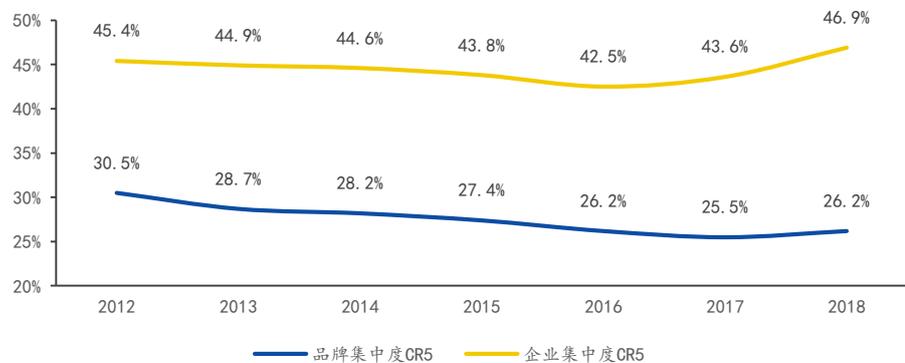
图 12：前十化妆品消费国 2009-2018 复合增长率



资料来源：Euromonitor, 国元证券研究中心

高端市场由外资企业主导，品牌集中度虽呈下降趋势，但公司集中度18年提升明显，国内企业在高端市场突破难度较大。高端市场品牌与研发壁垒相对较高，市占率居前的多为有悠久历史的世界大型化妆品集团，如欧莱雅、雅诗兰黛、LVMH、资生堂等。从品牌层面看，品牌CR5由2012年的30.5%降至2018年的26.2%，表明高端市场品牌竞争加剧。但从企业角度看，国际公司凭借完善的品牌矩阵，在单品牌此消彼长的环境中保证了集团整体份额的稳定，企业集中度(CR5)由2016年的42.5%提升至2018年的46.9%，得益于电商渠道的发力，2018年整体提升非常明显。由于在品牌研发上的差距，国内企业在高端市场突破难度较大。

图 13：高端市场品牌集中度下降，企业集中度上升



资料来源：Euromonitor, 国元证券研究中心

大众市场则是国产品牌主战场，本土公司市占率逐年上升。大众市场，产品及品牌壁垒相对较低，本土品牌具有更强的消费者洞察力，同时并依托渠道（例如CS渠道以及线上渠道）、以及在营销上重投入拓展市场，2012-2018年，跻身大众市场前20名的本土公司由8家增加至10家，累计市场份额由11.6%提升至21.9%，前20名中国际公司市场份额则受到严重挤压，由49.4%降至38.6%。

**表 1：2012vs2018 大众市场企业市占率变化**

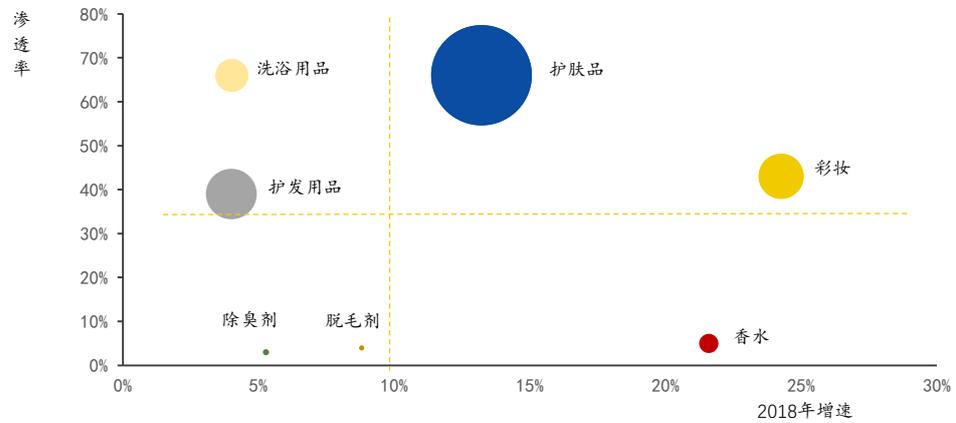
| 2012 年    |       |        |              | 2018 年    |       |       |              |
|-----------|-------|--------|--------------|-----------|-------|-------|--------------|
| 公司名       | 市占率   | 公司名    | 市占率          | 公司名       | 市占率   | 公司名   | 市占率          |
| 宝洁        | 16.3% | 隆力奇    | 1.7%         | 宝洁        | 11.7% | 拜尔斯道夫 | 2.4%         |
| 欧莱雅       | 8.9%  | 相宜本草   | 1.5%         | 欧莱雅       | 7.8%  | 强生    | 1.8%         |
| 联合利华      | 4.9%  | 珀莱雅    | 1.4%         | 上海上美      | 4.0%  | 珀莱雅   | 1.7%         |
| 玫琳凯       | 3.8%  | 汉高     | 1.4%         | 百雀羚       | 3.8%  | 完美    | 1.6%         |
| 资生堂       | 3.7%  | 广州环亚   | 0.9%         | 联合利华      | 3.8%  | 汉高    | 1.5%         |
| 拜尔斯道夫     | 3.2%  | 花王     | 0.9%         | 伽蓝集团      | 3.7%  | 广州环亚  | 1.3%         |
| 上海家化      | 2.4%  | 安利     | 0.9%         | 上海家化      | 3.0%  | 韩后    | 1.3%         |
| 强生        | 2.4%  | 雅芳     | 0.9%         | 玫琳凯       | 2.9%  | 御家汇   | 1.1%         |
| 完美        | 2.1%  | 美即     | 0.9%         | 资生堂       | 2.7%  | 相宜本草  | 1.1%         |
| 伽蓝集团      | 2.0%  | 爱茉莉太平洋 | 0.8%         | 爱茉莉太平洋    | 2.4%  | 隆力奇   | 0.9%         |
| 本土公司市占率合计 |       |        | <b>11.6%</b> | 本土公司市占率合计 |       |       | <b>21.9%</b> |
| 国际公司市占率合计 |       |        | <b>49.4%</b> | 国际公司市占率合计 |       |       | <b>38.6%</b> |

资料来源：Euromonitor，国元证券研究中心

#### 1.4 需求多元化、细分化，孕育新机会

从大的品类上看化妆品市场，护肤品在中国化妆品市场占据半壁江山（占比 51.7%），彩妆（增速 24.3%）、香水（增速 21.6%）等新兴品类景气度领跑行业。综合渗透率与增速两大因素来看，香水、彩妆两大品类增速高且渗透率较低，景气度较高。护肤品依托其庞大的市场基数，叠加双位数的增速，也存在较大的增长空间。而洗浴、护发等个护市场增长缓慢，且市场格局相对稳定，由头部宝洁、联合利华、花王等外资企业垄断，突破难度较大。

图 14：细分品类市场规模、渗透率及增速



资料来源：Euromonitor, 凯度消费者指数, 国元证券研究中心

彩妆品类 2018 年增速达到 24.3%，高景气度为国产新品牌的崛起提供契机。相比护肤品，彩妆具有立竿见影的效果，带有冲动消费属性，同时行业热点迅速变化，淘汰与更新迭代速度较快，依靠单一产品难以维持长期增长，更易孵化新品牌。2017 年来，淘数据显示我国线上彩妆市场发生了翻天覆地的变化，以玛丽黛佳、完美日记、稚优泉、欧丽源、橘朵等为代表的新兴国产彩妆品牌走入主流视野。通过高性价比、颇高的颜值和对趋势潮流的把握以及社交+营销的方式，成功赢得一批消费者尤其年轻消费者的青睐。

表 2：2017.11-2019.04 阿里平台彩妆行业前十大品牌单月销售额（百万元）

| 品牌<br>(2017.11) | 销售额<br>(百万元) | 品牌<br>(2018.11) | 销售额<br>(百万元) | 品牌<br>(2019.04) | 销售额<br>(百万元) |
|-----------------|--------------|-----------------|--------------|-----------------|--------------|
| Maybelline      | 133.7        | 完美日记            | 255.4        | 欧丽源             | 163.0        |
| 玛丽黛佳            | 118.4        | MAC             | 204.2        | 完美日记            | 162.5        |
| MAC             | 116.6        | Maybelline      | 181.3        | 花西子             | 157.2        |
| Dior            | 98.4         | 稚优泉             | 140.1        | MAC             | 83.9         |
| 卡姿兰             | 85.0         | YSL             | 125.4        | YSL             | 65.1         |
| Innisfree       | 84.4         | 卡姿兰             | 125.3        | Armani          | 65.1         |
| YSL             | 82.6         | 玛丽黛佳            | 124.7        | 淮树              | 63.5         |
| Estee Lauder    | 74.6         | Dior            | 119.5        | Maybelline      | 60.6         |
| Lancome         | 64.8         | Estee Lauder    | 108.5        | 稚优泉             | 57.6         |
| 自然堂             | 63.8         | Innisfree       | 108.3        | 卡姿兰             | 54.2         |

资料来源：淘数据, 国元证券研究中心

护肤品赛道，面膜增速领跑细分品类，国产品牌捕捉风口占得先机，夺取品类头部位置。面膜十年发展是需求释放的过程，渗透率实现了快速提升，而国产品牌在这个“新兴”品类中一直占据了主动权。国内面膜市场目前规模已经达到了 207.5 亿，占护肤

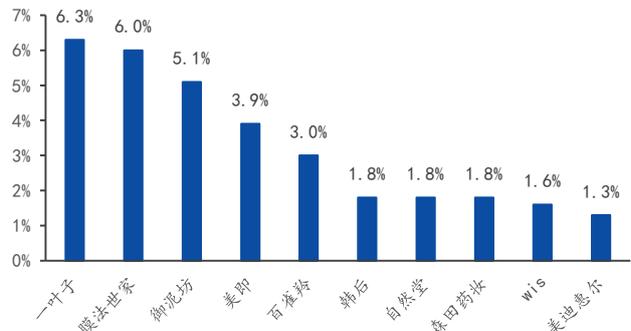
品市场 10% 的市场份额。其本身具有见效快、单价低、高频次的特性，极易吸引消费者尝试。2003 年，国产品牌“美即”首次推出单片售卖，以“平价面膜+单张销售”的方式迅速打开市场，将面膜从“特殊护理品”转变为“大众快消品”。目前国内面膜市场已经形成了由一叶子、御泥坊、膜法世家、等本土品牌为主导的市场格局。

图 15：2012-2017 年护肤品细分品类中面膜增速领跑



资料来源：Euromonitor, 国元证券研究中心

图 16：2017 年天猫+京东面膜销售额前十品牌及其市占率



资料来源：星图数据, 国元证券研究中心

随着消费者消费意识的崛起和成熟以及对于个性化精细化的追求，化妆品行业需求呈现多元化和细分化趋势，定位细分市场，定位细分人群将迎来新机遇。我们以 HomeFacialPro 为例，这个新晋品牌初期主要定位以理工女和初级护肤者构成的“成分党”，差异化的品牌定位，以及大量运用微信公众号引流，实现了成立 2 年后年销售突破 10 亿的奇迹。再如 10 亿俱乐部品牌，薇诺娜，切入过去一直被雅漾、理肤泉以及薇姿霸占的药妆市场。但由受益于过去几年敏感肌人群越来越大，针对国内用户需求的药妆品牌迎来风口，助推了薇诺娜这两年来的高速增长。

图 17：以药妆概念切入市场的薇诺娜增长迅猛



资料来源：Euromonitor, 国元证券研究中心

图 18：Homefacialpro(HFP)主打“成分”概念



资料来源：品牌官网, 国元证券研究中心

### 1.5 公司角度：整体行业集中度有待提高，本土龙头空缺

美日韩等化妆品大国市场集中度较高，均形成了拥有丰富品牌矩阵的大型化妆品集团。日化用品具有品类繁多、进入壁垒低、产品同质化高等特性，单一品牌难以在市场竞争中实现垄断，因此市场易于形成相对分散的格局。纵观美、日、韩等化妆品强国，在过往百余年的发展历程中，均形成了具有多品牌矩阵的大型化妆品集团，涵盖护肤、彩妆、美发、香水等多个细分品类。

**表 3：欧美日韩各大化妆品集团及其品牌矩阵**

| 集团名称           | 美妆品类  | 细分品类   | 品牌   |      |   |
|----------------|---|--|--|------|---|
| 欧莱雅<br>(法国)    | 护肤品类  | 一线品牌   | HR(赫莲娜)  |      |   |
|                |   | 二线品牌   | Lancome(兰蔻)、Biotherm(碧欧泉)  |      |   |
|                |   | 三线及以下  | L'oreal Paris(巴黎欧莱雅)、Kiehl's(科颜氏)、Yue-sai(羽西)、美爵士、小护士、美即、Garnier(卡尼尔)、Baxter of California   |      |   |
|                | 其他品类  | 药妆   | LaRoche-Posay(理肤泉)、Vichy(薇姿)、Skin Ceuticals(修丽可)   |      |   |
|                |   | 彩妆   | Giorgio Armani(阿玛尼)、Lancome(兰蔻)、Maybelline(美宝莲)、YSL(圣罗兰)、Shu Uemura(植村秀)、L'oreal Paris(巴黎欧莱雅)、NYX、Urban Decay、Dermablend、Essie     |      |   |
|                |   | 香水   | Giorgio Armani(阿玛尼)、Ralph Lauren(拉尔夫劳伦)、Cacharel、VIKTOR&ROLF、Maison Martin Margiela、Diesel(迪塞尔)                                    |      |   |
|                |   | 美发   | L'Oreal Professionnal(欧莱雅专业美发)、Kerastase(卡诗)、Matrix(美奇丝)、Mizani、Carol's Daughter、Softsheen Carson、Redken、Pureology                 |      |   |
|                |   | 美容仪器   | Clarisonic(科莱丽)  |      |   |
|                |   | 雅诗兰黛<br>(美国)   | 护肤品类   | 一线品牌 | LA MER(海蓝之谜)                                  |
|                |   |  |  | 二线品牌 | Estee Lauder(雅诗兰黛)、Clinique(倩碧)、Origins(悦木之源) |
| 三线及以下          | Lab Series(男士护肤)、RODIN olio lusso、Glam Glow |  |  |      |   |
| 其他品类           | 药妆  |  | Darphin(迪梵)  |      |   |
|                | 彩妆  | Tom Ford Beauty、Bobbi Brown、Smashbox、Becca、M.A.C、Too Faced |  |      |   |
| 资生堂<br>(日本)    | 护肤品类  | 一线品牌   | CPB(肌肤之钥)、IPSA(茵芙莎)、TheGinza   |      |   |
|                |   | 二线品牌   | Shiseido(资生堂)、Dicila(蒂思岚)  |      |   |
|                |   | 三线及以下  | Aqualabel(水之印)、Aupres(欧珀莱)、ANESSA(安耐晒)、dprogram、Elixir、Ettusais(艾杜莎)、HAKU、Prior、Pure&Mild(泊美)、Revital Granas、Urara(悠莱)、Senka(洗顔专科) |      |   |
|                | 其他品类  | 药妆   | Avene(雅漾)  |      |   |
|                |   | 彩妆   | Laura Mercier、Bare Minerals、Benefique、NARS、Integrate、Majolica Majorca、Maquillage(心机彩妆)、ZA  |      |   |
|                |   | 香水   | ELIE SAAB、ISSEYMIYAKE(三宅一生)、Narciso Rodriguez、SergeLutens  |      |   |
|                |   | 个人洗护   | AG Deo 24、Aquair、Ma Cherie、Sea Breeze、TSUBAKI(丝蓓绮)、UNO(男士品牌)   |      |   |
| 爱茉莉太平洋<br>(韩国) | 护肤品类  | 一线品牌   | Sulwhasoo(雪花秀)、AmorePacific(爱茉莉太平洋)  |      |   |
|                |   | 二线品牌   | Lirikos、IOPE、Verite、LANEIGE(兰芝)  |      |   |
|                |   | 三线及以下  | Mamonde(梦妆)、Innisfree(悦诗风吟)、Primera、HANYUL、MIREPA(男士护肤)、ILLI(一理)、AESTURA(医疗美容)   |      |   |
|                | 其他品类  | 彩妆   | Innisfree(悦诗风吟)、Espoir(艾丝珀)、Hera(赫拉)、Etude House(伊蒂之屋)、ARITAUM   |      |   |
|                |   | 香水   | LolitaLempicka、ANNICKGOUTAL、ODYSSEY(男士香水)  |      |   |
|                | 内服美容  | VITALBEAUTY  |  |      |   |

|      |  |
|------|--|
| 个人洗护 | AYUNCHE、吕、Mise-en-scene、Happy Bath、MEDIAN、Songyum、Dantrol、AMOSPROFESSIONAL |
| 美容仪器 | Makeon   |

资料来源：各公司官网，公司公告，国元证券研究中心

2018年，美国、日本、韩国市场份额前三的公司多为本土集团，累计市场份额(CR3)均大于30%，韩国这一数据甚至超过45%。不同于美、日、韩的成熟市场格局，我国化妆品市场集中度较低，CR3仅为22.4%，且市占率前三的公司分别为美国的宝洁、法国的欧莱雅与日本的资生堂，本土公司缺失，未来本土化妆品巨头成长可期。

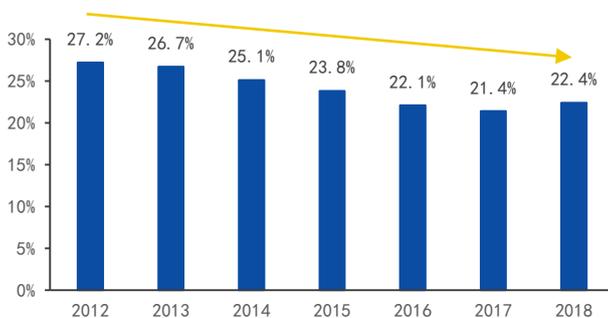
表 4：2018 年各国头部化妆品公司及其市占率

| 国家 | 市场份额排名 | 公司名称    | 公司属地 | 市场份额  | CR3 (%) |
|----|--------|---------|------|-------|---------|
| 美国 | 1      | 欧莱雅     | 法国   | 12.8% | 30.8%   |
|    | 2      | 宝洁      | 美国   | 10.2% |         |
|    | 3      | 雅诗兰黛    | 美国   | 7.8%  |         |
| 日本 | 1      | 资生堂     | 日本   | 13.2% | 33.1%   |
|    | 2      | 花王      | 日本   | 13.1% |         |
|    | 3      | 高丝      | 日本   | 6.8%  |         |
| 韩国 | 1      | 爱茉莉太平洋  | 韩国   | 22.9% | 46.5%   |
|    | 2      | LG 生活健康 | 韩国   | 20.3% |         |
|    | 3      | 宝洁      | 美国   | 3.3%  |         |
| 中国 | 1      | 宝洁      | 美国   | 9.9%  | 22.4%   |
|    | 2      | 欧莱雅     | 法国   | 9.1%  |         |
|    | 3      | 资生堂     | 日本   | 3.4%  |         |

资料来源：Euromonitor，国元证券研究中心

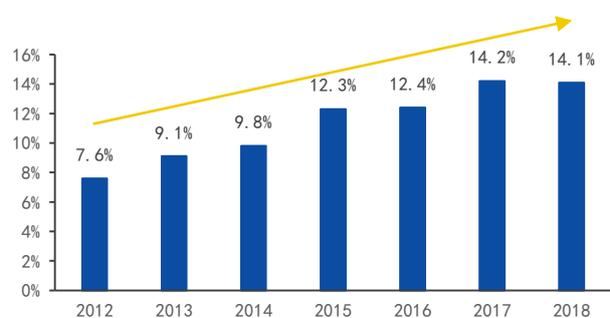
化妆品行业相对是个充分竞争的市场，80、90年代国际品牌逐渐进入中国市场，在欧美日韩化妆品巨头的夹击，国产化妆品公司走出了自己的特色崛起之路。对2012-2018年间，市场份额跻身前20的本土化妆品公司由6家增长至8家，合计市场份额由7.6%增长至14.1%，崛起趋势明显。而前三的国际化妆品公司CR3则由27.2%逐年降至22.4%，市场份额流失。

图 19：中国化妆品市场 CR3 呈下降趋势



资料来源：Euromonitor，国元证券研究中心

图 20：市场份额前 20 中本土化妆品公司市场份额合计



资料来源：Euromonitor，国元证券研究中心

**表 5：2018 年我国市场份额跻身前 20 的日化及个护企业**

| 排名 | 公司名称 | 品牌矩阵                               | 市占率  |
|----|------|------------------------------------|------|
| 6  | 上海上美 | 韩束、一叶子、红色小象、花迷、吾尊、时克、索薇娅、HIFACE    | 2.5% |
| 8  | 百雀羚  | 百雀羚、三生花、气韵、海之秘、小雀幸、小幸韵             | 2.4% |
| 9  | 伽蓝集团 | 自然堂、美素、植物智慧、春夏                     | 2.3% |
| 10 | 上海家化 | 佰草集、六神、高夫、美加净、启初、双妹、玉泽、家安、一花一木、汤美星 | 1.9% |
| 12 | 无限极  | 萃雅、维雅、植雅                           | 1.4% |
| 16 | 好来化工 | 黑人牙膏                               | 1.2% |
| 17 | 云南白药 | 云南白药                               | 1.2% |
| 18 | 广州环亚 | 美肤宝，法兰琳卡，蕾菴，滋源                     | 1.2% |

资料来源：Euromonitor，国元证券研究中心

从单品牌层面看，百雀羚、自然堂等“国妆”品牌市占率已跻身前五。不同于国外的集团化多品牌运营，国内化妆品公司对单一品牌依赖较强，目前处于建立多品牌矩阵的转型期，在公司市占率层面处于劣势。但从单品牌的角度看，2018 年百雀羚、自然堂等国妆品牌市占率已达到第二（2.4%）与第五（1.9%）。

**表 6：2012vs2018 年中国化妆品品牌排名及市占率**

| 排名 | 品牌名称 | 市占率  | 排名 | 品牌名称  | 市占率  |
|----|------|------|----|-------|------|
| 1  | 欧莱雅  | 4.5% | 1  | 巴黎欧莱雅 | 3.6% |
| 2  | Olay | 3.3% | 2  | 百雀羚   | 2.4% |
| 3  | 海飞丝  | 2.8% | 3  | 海飞丝   | 2.0% |
| 4  | 玫琳凯  | 2.7% | 4  | 兰蔻    | 1.9% |
| 5  | 飘柔   | 2.2% | 5  | 自然堂   | 1.9% |
| 6  | 佳洁士  | 1.7% | 6  | Olay  | 1.8% |
| 7  | 雅安   | 1.6% | 7  | 玫琳凯   | 1.8% |
| 8  | 高露洁  | 1.5% | 8  | 雅诗兰黛  | 1.8% |
| 9  | 美宝莲  | 1.5% | 9  | 韩束    | 1.4% |
| 10 | 完美   | 1.5% | 10 | 迪奥    | 1.4% |

资料来源：Euromonitor，国元证券研究中心（左边为 2012 年数据，右边为 2018 年数据）

根据欧睿数据，从销售规模排名前 30 的国产品牌来看，国内单品牌销售收入最高的百雀羚达到了 98 亿人民币，紧随其后的自然堂单品牌销售额为 77 亿人民币，二者三年的复合增速均超过了 20%，高于行业。前三十的品牌中，启初、薇诺娜、膜法世家、法兰琳卡、一叶子、舒客、御泥坊增速三年复合增速较快，增速较快品牌大多聚焦细分高景气赛道。

**表 7: TOP30 国产化妆品品牌 2018 零售额以及三年复合增速**

| 品牌   | 2018 零售额 (百万元) | 2015-2018CAGR |
|------|----------------|---------------|
| 百雀羚  | 9,785.6        | 20.4%         |
| 自然堂  | 7,689.0        | 21.8%         |
| 韩束   | 5,775.0        | 8.2%          |
| 黑人牙膏 | 5,118.5        | 7.2%          |
| 云南白药 | 4,810.4        | 9.1%          |
| 一叶子  | 4,453.8        | 46.1%         |
| 萃雅   | 4,273.9        | 16.6%         |
| 珀莱雅  | 4,083.5        | 6.6%          |
| 佰草集  | 3,716.7        | 2.7%          |
| 韩后   | 3,333.2        | 23.4%         |
| 舒客   | 3,193.8        | 42.0%         |
| 御泥坊  | 2,835.1        | 38.0%         |
| 相宜本草 | 2,743.2        | -3.1%         |
| 隆力奇  | 2,409.0        | -10.0%        |
| 水密码  | 2,321.8        | 5.7%          |
| 丸美   | 2,270.5        | 7.2%          |
| 美肤宝  | 2,080.8        | 4.8%          |
| 中华   | 1,965.2        | 0.1%          |
| 卡姿兰  | 1,952.9        | 11.1%         |
| 薇诺娜  | 1,744.8        | 63.3%         |
| 启初   | 1,541.1        | 108.4%        |
| 滋源   | 1,396.0        | 36.9%         |
| 美素   | 1,277.5        | 14.4%         |
| 法兰琳卡 | 1,273.6        | 50.9%         |
| 玛丽黛佳 | 1,157.7        | 28.0%         |
| 冷酸灵  | 1,141.9        | 9.4%          |
| 六神   | 1,075.0        | -3.0%         |
| 高夫   | 1,026.3        | 10.3%         |
| 大宝   | 1,000.4        | 3.1%          |
| 纳爱斯  | 821.9          | 7.9%          |
| 拉芳   | 795.5          | -0.3%         |
| 膜法世家 | 761.9          | 55.8%         |

资料来源: Euromonitor, 国元证券研究中心

## 1.6 从消费人口和人均消费看我国化妆品市场, 空间巨大

根据“行业规模=消费人口\*客单价”这一公式进行拆分, 长期看, 化妆品行业增长将受益于两端驱动。

**驱动一：消费人口持续增长。**

庞大的消费群体无疑是支撑中国化妆品行业发展的动力。资生堂在中国曾提出核心“化妆品人口”概念：1) 居住在城镇；2) 年龄大于 20 岁的女性；3) 年收入不低于 30,000 元人民币。随着城镇化的提升与人均可支配收入的增长，国内核心“化妆品人口”已从 2005 年的 2,200 万人已增长到 2018 年的近 2 亿人，预计 2025 年将达到 4 亿人。

另一方面，男性美妆的崛起为化妆品人口持续增长奠定了基础。随着时代的变革，化妆品已不仅仅是女性的专用品，越来越多男性对于形象管理的投入也逐渐增加，2018 年男性美妆消费人数增速已超过女性。根据《2018 年度消费报告》，2018 年前三季度男性护肤品市场增长迅速，15-24 岁与 25-34 岁两个年龄段的增速分别达到 21% 与 30%。值得关注的是，男士彩妆市场崛起速度惊人：天猫数据显示，2018 年男士彩妆同比增速达到了 89%，远超护肤及日化用品增速。供给端也即使响应需求，2018 年男士专用品牌的同比增长达到了 56%，化妆品公司开始专门为男性消费者开发男士专用脸部护肤套装、洁面乳、乳液乳霜、专用面膜、BB 霜和 CC 霜等。未来男性有望成为化妆品消费人口的重要贡献群体。

图 21：2018 美妆消费人数同比增速（滚动年度数据）

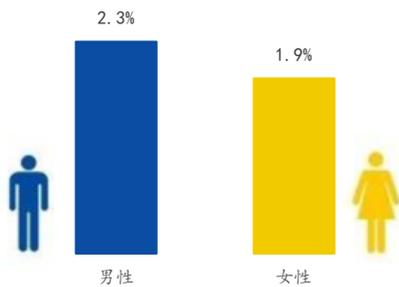


图 22：2018 年男性化妆品品类消费增速

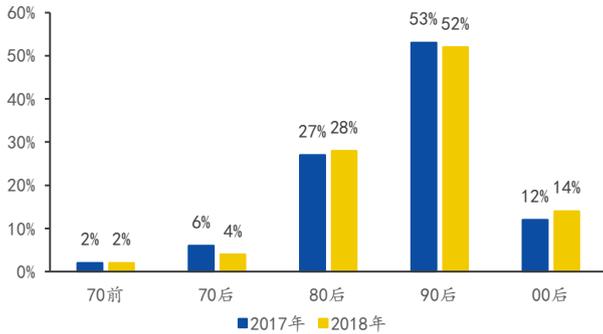


资料来源：阿里数据, CBNDData 《2018 美妆趋势报告》, 国元证券研究中心

资料来源：《天猫 2019 年颜值经济报告》, 国元证券研究中心

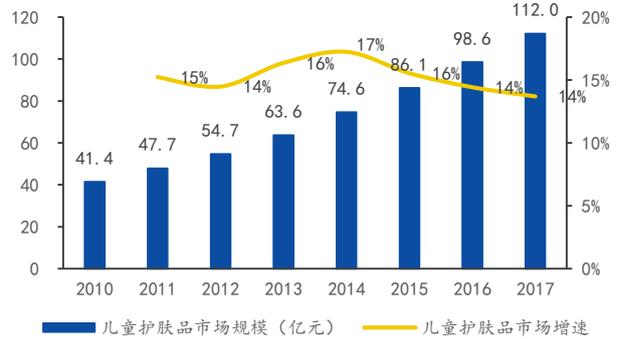
此外，化妆品市场趋向低龄化，目标人群有望进一步拓展。一方面，随着互联网短视频、直播行业发展带来的“网红效应”使青少年越来越早开始接触护肤品、彩妆等话题，进而可能更早开始使用相关美妆产品。通过分析 2018 年使用微博关注美妆领域的各年龄层用户，90 后、00 后占比达 66%，其中 00 后占比由 2017 年的 12% 升至 2018 年的 14%，兴趣用户增速远高于 80 后与 90 后。另一方面，儿童护肤市场也颇具潜力。“80 后”新生代父母消费观念转变，更舍得在小孩身上花钱，尽可能为孩子提供更好的产品。根据智研咨询的数据，2017 年儿童护肤品市场增长 13.7% 至 112 亿元，未来随着“二胎”政策的利好，有望持续高增长。

图 23：微博美妆兴趣用户年龄段分布趋势



资料来源：微博数据中心，国元证券研究中心

图 24：儿童护肤品市场规模及其增速

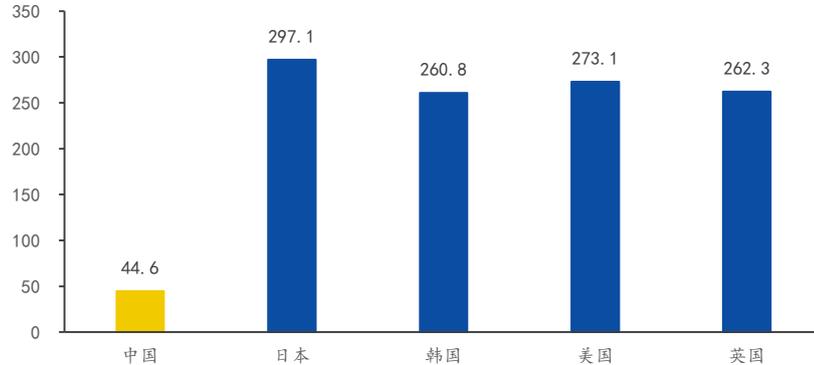


资料来源：智研咨询，国元证券研究中心

### 驱动二：消费升级拉动人均化妆品消费额上升

2018年中国人均化妆品消费额仅为44.6美元，远低于美、日、韩等化妆品大国。我国人口基数庞大，且城镇化率仍有较大提升空间，大多数化妆品消费者仍处于“护肤入门”阶段。日本、美国、韩国的人均化妆品消费额分别为中国的6.7x、6.1x和5.8x，随着消费升级带动的高端化妆品市场占有率逐年增大，中国人均化妆品消费额有望逐渐追赶欧美日韩等化妆品大国。

图 25：2018年各国人均化妆品消费额（美元）

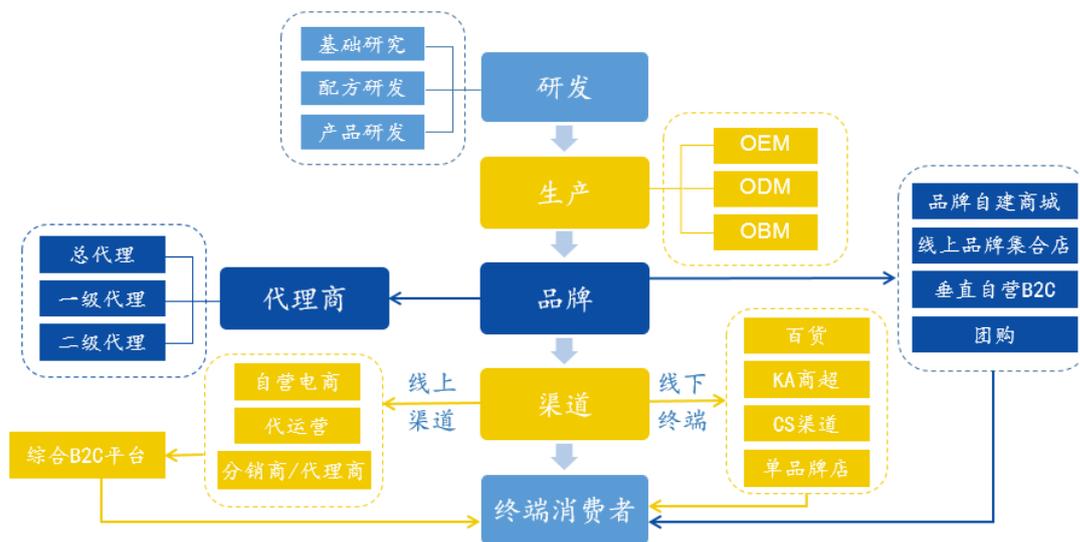


资料来源：Euromonitor，国元证券研究中心

## 2、深度剖析化妆品产业链各环节

化妆品产业链主要包括研发、生产、品牌、渠道四个重要环节。研发环节包括品牌自主研发、原料商与生产商研发、以及与外部（如高校、医院）合作研发等方式，高端化妆品通常在研发环节具有一定壁垒。生产环节除部分较大品牌方自行生产外，主要通过代工厂来完成。而品牌方在产业链中占据核心环节，主要通过渠道分销方式以及部分直销方式，链接下游渠道，我国传统品牌更加依赖经销商制度。渠道方面，主要包括了线上以及线下的百货、KA商场、CS 以及单品牌店等等。

图 26：化妆品产业链

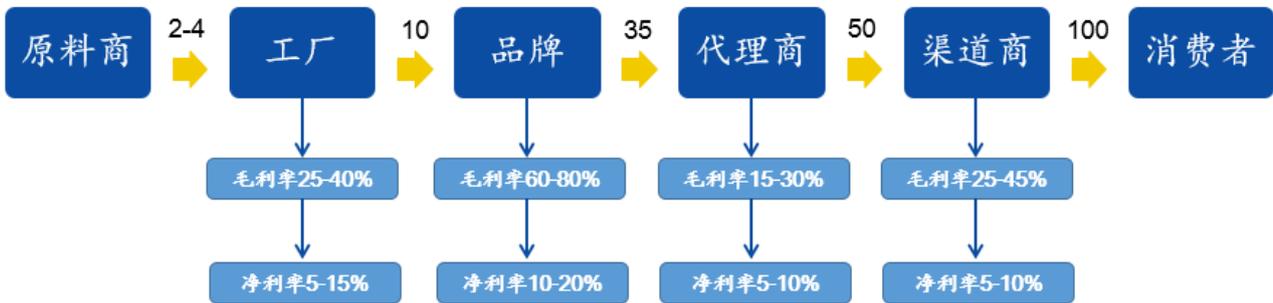


资料来源：国元证券研究中心

化妆品从成本端到零售端通常有 10 倍加价。在流通方面，化妆品首先经过原料配方到工厂包装完工交货给品牌方，整个生产成本约为产品零售价的 10%。产品经过品牌端的流转与营销包装，给代理商的价格通常为零售价的 30%-40%；后续销售过程中，除网上直营商城外，渠道端的进货价格通常为零售价的 40%-60%。

品牌商毛利最高，产业链中话语权较强。由于生产成本在化妆品终端零售价中占比较低（仅为 10%左右），品牌商、渠道商所承担的广告营销、租金、扣点与人工费用为化妆品流转过程中的主要花费，故化妆品的定价权主要由品牌商与渠道商掌握。叠加消费者对强大品牌力的认知，品牌商可实现最高的毛利率 60%-80%。相对而言，生产环节在上游受到原材料价格波动影响，下游受到品牌商的挤压，盈利能力有限，毛利率通常为 25-40%。此外，代理商通常掌握着关键渠道资源，也可获得 30%左右的毛利。最后，渠道商掌握零售终端，也需承担较高的扣点、租金、人工等费用，对应毛利率通常达到 25%-45%。

图 27：化妆品各环节毛利率及净利率情况



资料来源：公司财报，招股说明书，Wind，国元证券研究中心

表 8：化妆品产业链各环节代表公司及其盈利情况

| 渠道环节    | 代表公司 | 主要收入构成        | 主要成本/费用构成       | 2018 毛利率 | 2018 净利率 |
|---------|------|---------------|-----------------|----------|----------|
| 生产商     | 芭薇股份 | 产品销售          | 原材料、人工成本等       | 34.59%   | 9.24%    |
| 品牌商     | 珀莱雅  | 产品销售          | 销售推广成本、人工、研发等成本 | 64.03%   | 12.14%   |
| 代理商/代运营 | 丽人丽妆 | 产品销售价差+品牌运营收入 | 采购成本、运营成本、营销成本  | 36.63%   | 6.96%    |
| 渠道商     | 莎莎   | 产品销售价差（扣点）    | 租金、人工等成本        | 40.2%    | 4.9%     |

资料来源：公司公告，国元证券研究中心

## 2.1 研发：国内外差距较大，头部企业努力追赶

### 2.1.1 化妆品研发包含基础研究与产品开发两个层面

化妆品的研发可拆分为研究与开发 (Research & Development) 两个层面，Research 为基础研究，壁垒较高，通常仅有资金雄厚的国际化妆品巨头有基础研究实力。Development 为产品开发，可细分为配方开发与产品开发两部分，大多数国内化妆品公司的研发集中于这一环节。

图 28：化妆品研发可细分为基础研究与产品开发两部分



资料来源：国元证券研究中心

**基础研究 (Research)** 包括对原料、皮肤结构的深层研究, 以及各类成分对皮肤底层的作用的探索, 目前仅资金雄厚的大型化妆品集团设有这一环节。基础研究难度较高、人力与资金投入高、且投入回报时间长, 但其研究成果往往可以推动某一护肤技术的变革。基于基础研究的高要求, 目前仅有欧莱雅、雅诗兰黛、资生堂等大集团会在这一层面有较大投入。此外, 大型化妆品集团也会选择与一些专业的医院、高校等以及研究院合作进行研发。

**基础研究能力可助力化妆品公司构建强大品牌力与技术壁垒。** 雅诗兰黛的小棕瓶, SK-II 的神仙水等明星产品在最初均是依靠创新型的添加某一基础原料, 实现功效上的突破, 通过不断的更新升级, 打造品牌核心爆款, 建立品牌壁垒和客户忠诚度。雅诗兰黛小棕瓶创新性的添加了二裂酵母提取物, 以实现产品中所宣称的在夜间修复被紫外线伤害的细胞的功能, 同时是世界上第一次使用透明质酸作为保湿剂的产品, 这两种成分至今仍在产品中沿用。SK-II 神仙水将创新培育出的具有出色护肤功效的 Pitera 活细胞酵母精华添加在护肤品中, 这一基础成分自 1980 年一直沿用至今, 仍广受市场好评。

**开发环节 (Development)** 可细分为配方研发与产品工业设计两个过程, 配方研发也可能成为公司的技术壁垒之一。配方研发主要是确定各类原料的使用与配比, 使产品达到功效与使用感的平衡。比如著名的美白成分抗坏血酸(VC), 虽然功效明确, 但在现实中非常容易被氧化, 如何保证其在与酒精、甘油、乳化剂等多种化学成分混合后还可保持优异的功效, 就是配方研发的关键。后端的产品研发则相对简单, 包括产品概念、香型、包装等设计, 更侧重于对产品进行包装修饰以满足更多消费者的需求。

### 2.1.2 研发投入差距较大, 国产公司加大投入奋力追赶

国内化妆品公司研发费用率已与国际大集团相当, 但由于规模差异较大, 研发费用的投入量级仍有显著差距。国际化妆品集团中, 欧莱雅集团在研发上的投入最大, 其研发投入常年维持 3.4% 左右, 资生堂、爱茉莉太平洋等集团的研究投入基本维持在 2%-2.5% 之间。尽管上海家化、珀莱雅、御家汇等国产化妆品公司已逐年加大研发投入, 研发费用率均已超过 2%, 但由于公司规模较小, 实际投入的研发支出均不超过 1.5 亿, 而欧莱雅集团的研究投入每年超过 50 亿人民币。巨大的量级差异导致国内品牌在一些关键原料与配方的研发环节仍落后于与国际巨头, 这也是国产化妆品难以打开高端市场的瓶颈所在。

图 29: 中外主要化妆品公司研发费用率对比

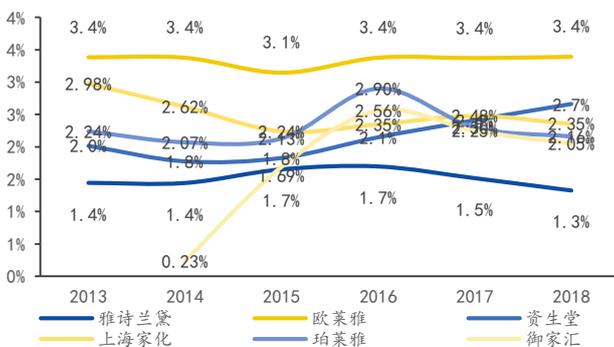
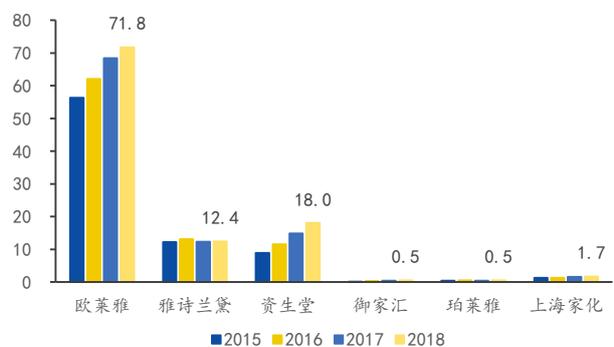


图 30: 中外主要化妆品公司研发支出额对比(亿元人民币)



资料来源：公司财报，国元证券研究中心

资料来源：公司财报，国元证券研究中心

近年来随着消费升级拉动行业景气度的提升，产品品质与品牌力越来越成为品牌可持续发展的关键，国产公司也逐渐重视研发投入、不断增强研发能力。上海家化、珀莱雅等国妆公司均不断扩张研发队伍，并与多家医院、高校合作，力求在原料研发与配方研发上实现突破。

上海家化是国内较早开展基础研究（Research）的企业，目前已在中草药功效添加剂、问题肌肤屏障修复、微生态、智能靶向等研究方面取得开创性进展，不少研究成果已成功应用于佰草集、玉泽等品牌的产品开发中。2018年7月，公司在研发中心的基础上升级为科创中心。公司的科创中心是国家级科研中心、国家级工业设计中心和博士后科研工作站，囊括五十多个内部实验室，并和众多国内知名大学及研究机构建立联合实验室。

珀莱雅也先后与浙江大学、浙江工业大学、浙江科技学院、北京工商大学、法国国家海藻研究机构（CEVA）等进行战略合作，共同探索化妆品技术研发领域的更多可能性。其研发创新中心总经理曾任爱茉莉太平洋化妆品集团技术研究院护肤产品首席研究员，研发总监蒋立刚也曾先后在玫琳凯和雅诗兰黛工作十年，拥有国家授权发明专利 26 项。公司的人才战略也显示出其在研发方面投入的决心。

图 31：上海家化的中草药链式研究模式

图 32：珀莱雅研发创新中心



资料来源：化妆品财经在线，国元证券研究中心

资料来源：珀莱雅公司官网，国元证券研究中心

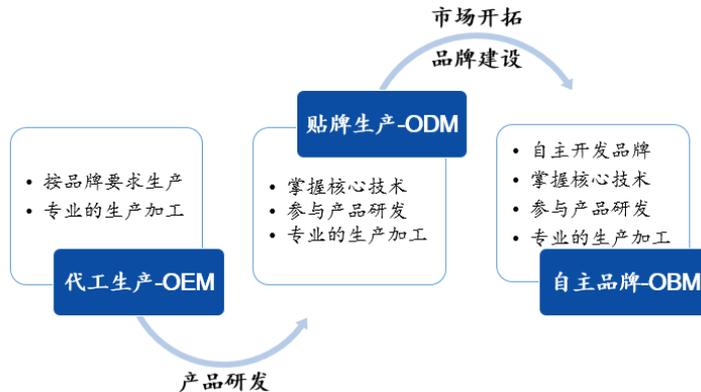
### 2.1.3 研发周期及其影响因素

护肤品与彩妆在研发周期与研发特点上均有显著区别。彩妆需要每年不断的创新，偏向快时尚，每年至少要有两次大类别品类的 SKU 翻新，另外每一个季度或者每个月都要有新单品的出现，从而跟随者市场的创新速度，而护肤开发周期相对更长。新品的周期的话，彩妆是大六小三，即大类别的是六个月，小类别、小单品基本上是三个月的时间；护肤的开发周期实际上在 12 到 18 个月。

近年来随着渠道需求的变化，企业也需不断调整其产品研发周期。拥有多品牌矩阵的上海家化旗下不同品类与不同渠道的新品对应的研发生产周期有较大差别：第一类型是针对电商的新品，速度最快，从研发到供应链、出仓，生产周期基本在 2-3 个月，这一供应链周期目前基本与淘品牌的开发水平相当。第二大类型的新品，主要涉及新的配方的延伸、产品的新功效要求，从配方的完善到再推向市场通常要经过 6 个月左右。第三大类型的新品，是佰草集等品牌的护肤线，从配方机制到配方创意，需



图 34：代工模式可分为 OEM、ODM、OBM 三种



资料来源：诺斯贝尔招股说明书，Wind，国元证券研究中心

化妆品代工厂相较于品牌商处于弱势地位，中国代工厂市场格局分散。消费者对化妆品的选择通常是基于对品牌的认知，因此相较于品牌商，代工厂的话语权处于劣势，护肤美妆类加工厂毛利率通常在 25%-40%之间，远低于品牌商的 60%-80%。叠加中国化妆品产业发展滞后，目前国内代工厂市场格局相对分散。根据国家药品监督管理局数据，截至 2019 年 5 月，全国共有 4892 家持证的化妆品生产企业，其中广东地区就有 2689 家。虽然数量众多，但仅有诺斯贝尔一家年销售额超过 10 亿元，多数代工厂销售额在 2 亿元以下，小而分散。

表 9：国内新三板上市的化妆品制造工厂（若非特殊标注，均为 2018 年数据）

| 证券代码   | 证券简称         | 品牌客户                 | 营业收入<br>(亿元)     | 净利润<br>(亿元)      | 毛利率              | 净利率              | 市值   | 市盈率    |
|--------|--------------|----------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------|--------|
| 835320 | 诺斯贝尔<br>(退市) | 曼秀雷敦、妮维雅、屈臣氏、雅芳、御家汇等 | 19.78            | 未披露              | 30.45%<br>(2016) | 14.42%<br>(2016) | 15.9 | N/A    |
| 835255 | 乐宝股份<br>(退市) | 相宜本草、御泥坊、安娜苏、汉高等     | 1.55<br>(2017 年) | 0.13<br>(2017 年) | 35.72%<br>(2017) | 8.17%<br>(2017)  | N/A  | N/A    |
| 837023 | 芭薇股份         | 百雀羚、自然堂、屈臣氏          | 2.31             | 0.21             | 34.6%            | 9.2%             | 2.91 | 13.66  |
| 834319 | 三椒口腔         | 云南白药、青蛙王子等           | 2.05             | 0.18             | 31.0%            | 8.6%             | 9.82 | 55.93  |
| 835056 | 栋方股份         | 植萃集、阿芙、韩后等           | 1.81             | 0.09             | 33.9%            | 5.0%             | 1.08 | 10.04  |
| 838858 | 伊斯佳          | 伊斯佳、现代经典等            | 1.52             | 0.16             | 44.2%            | 10.5%            | 5.34 | 33.60  |
| 839326 | 科玛股份         | 珈蓝、高姿、玛莎、佰草集、屈臣氏等    | 0.46             | -0.01            | 34.5%            | -1.2%            | 0.35 | N/A    |
| 838865 | 琪嘉日化         | 纳爱斯、芳乐、白特尔等          | 1.05             | 0.01             | 12.5%            | 0.6%             | 1.82 | 322.38 |
| 837410 | 美爱斯          | 欧莱雅、韩束、施华蔻等          | 1.02             | 0.13             | 40.1%            | 12.5%            | 2.4  | 18.84  |

资料来源：Wind，公司公告，国元证券研究中心

放眼全球，意大利的莹特丽、韩国的科丝美诗和科玛为国际化妆品研发与生产领域的龙头企业，这类大型公司的合作品牌遍布世界各地。在帮助大品牌做 OEM、ODM 的过程中，头部代工企业不断扩张，也逐渐发展自主研发能力，其中莹特丽公司的研

发费用率达到 4%左右，高于大多数化妆品品牌公司。目前头部的化妆品代生产公司已依靠其规模与研发能力，建立起强大的客户壁垒、技术壁垒与环保壁垒。随着中国化妆品市场需求的快速增长，此类国际化妆品工厂纷纷在中国建厂，中国业务已成为其重要收入构成。韩国的科丝美诗 2018 年中国业务收入高达 28.4 亿元，占其总收入比例达到 27.4%。

图 35：莹特丽、科丝美诗及科玛收入、合作客户、中国工厂情况对比

| 意大利<br>莹特丽   | 韩国<br>科丝美诗   | 韩国<br>科玛   |
|--|--|--|
| <ul style="list-style-type: none"> <li>2017年收入约人民币55.7亿元</li> <li>2017中国收入约10亿</li> <li>合作客户：雅诗兰黛、百雀羚、伽蓝等</li> <li>2005年进入中国，先后在苏州、上海布局3家子公司</li> <li>绝大部分核心原料为公司自主研发</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>2018年营业收入约人民币103.9亿元</li> <li>中国业务收入28.4亿元，占比27.4%</li> <li>合作客户：兰蔻、迪奥、资生堂、植村秀、卡姿兰、百雀羚等</li> <li>中国建有5家工厂，上海4家、广州1家，年产能超过6.5亿支</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>2017年营业收入约人民币81.6亿元</li> <li>中国销售额4.51亿元，占比5.5%</li> <li>合作品牌：欧莱雅、CK、后、悦诗风吟、安利、菲诗小铺等</li> <li>中国建有北京、无锡两家工厂，总产能5.5亿支</li> </ul> |

资料来源：Wind，公司公告，国元证券研究中心

### 2.2.2 代工厂需承担上游原材料价格波动压力

化妆品生产成本以直接材料为主，其中包装材料成本高于原料成本。化妆品成本构成中直接材料通常占到 80-90%，人工成本与制造费用通常仅占 10-20%。直接材料中，包装材料占比更高。根据珀莱雅公司招股说明书的数据，公司直接材料占生产成本的比例达到 90%左右，其中包装物占比达到 69%，为原材料成本的两倍之多。

表 10：珀莱雅公司生产成本构成

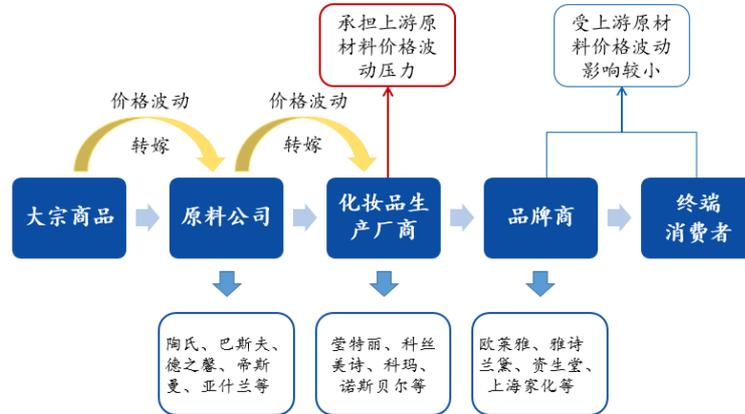
| 项目     | 2017年 1-6月 |        | 2016年   |        | 2015年   |        |
|--------|------------|--------|---------|--------|---------|--------|
|        | 金额(万元)     | 占比(%)  | 金额(万元)  | 占比(%)  | 金额(万元)  | 占比(%)  |
| 直接材料   | 27918.4    | 89.48  | 55147.2 | 89.30  | 53637.1 | 90.21  |
| 原料     | 8250.2     | 29.55  | 16878.4 | 30.61  | 17635.0 | 31.11  |
| 包装物    | 19338.4    | 69.27  | 37880.6 | 68.69  | 37609.7 | 66.34  |
| 其他零星物料 | 329.8      | 1.18   | 388.2   | 0.70   | 1450.0  | 2.56   |
| 直接人工   | 1993.6     | 6.39   | 3933.8  | 6.37   | 3393.2  | 5.71   |
| 制造费用   | 1290.1     | 4.13   | 2675.2  | 4.33   | 2427.2  | 4.08   |
| 合计     | 31202.1    | 100.00 | 61756.3 | 100.00 | 59457.5 | 100.00 |

资料来源：珀莱雅招股说明书，国元证券研究中心

上游原料与包材价格波动对化妆品生产厂商盈利能力影响较大。化妆品的生产环节从上游原料入库开始，经过原料检验与计量、产品内容物制造、产品灌装、质量检测等流程，最终出厂交于品牌方。上游原材料主要包括水、甘油、乳化剂、油脂、香精、膜布以及包材等，价格受到大宗商品价格波动的影响。同时，近年来国内环境治理的力度不断加强，一些污染较重的矿企被直接关停，供给减少导致国内外原料企业的上游成本在提升，致使化妆品原材料价格呈上涨趋势。由于品牌商具有较强的议价能力

与较高的毛利率，原材料价格的变动通常对其影响较小，这一涨价压力往往由代工厂来承担。

图 36：上游原料价格波动对代工厂与品牌商的影响（成本传导图）



资料来源：国元证券研究中心

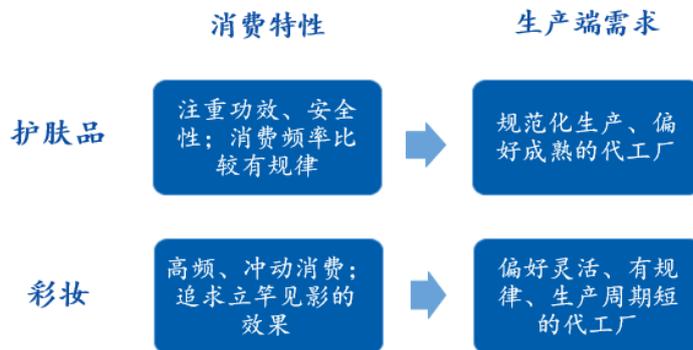
原材料涨价趋势叠加行业规范化趋势，中国化妆品代工产业集中度有望提升。采购层面，头部化妆品代工厂具有采购的规模效应，对上游原材料供应商具有较强的议价权，可以相对稳定的价格采购原料，一些分布零散的中小型代工厂往往会在原材料涨价时受到严重挤压。需求层面，消费者对产品的需求也从“价格敏感”转向“品质驱动”，头部代工厂因其规范的管理与良好的口碑更易受到品牌青睐。此外，监管层面，2015年“供给侧改革”的概念提出后，化妆品行业也经历了结构性调整，准入门槛提高、违规企业被清理，产业进行优化重组。在三种因素的叠加影响下，未来化妆品代工行业有望从规范化逐渐走向规模化发展。

### 2.2.3 护肤品与彩妆在生产端的需求差异

护肤品更加注重功效与安全性，对上游研发能力与规范化生产有较高要求。护肤品消费多为效用导向与口碑导向，对生产的各个环节需严格把关，更加注重生产线的规范化与安全性，因此大型护肤品品牌多选择与成熟的头部代工厂合作。高端护肤品对原料的质量与配方的精细化要求更高，甚至有些原料与配方为自行研发所得，具有保密性，因此高端护肤品品牌通常选择自建工厂进行生产，以保证公司对各个生产环节的把控。大众类护肤品配方原料多为通用原料，代工厂也对此类产品的生产比较有经验，因此大众品牌多选择与代工厂合作生产。

彩妆具有高频消费与冲动消费的属性，产品推出讲究“快准狠”，偏好灵活、有弹性的供应链。彩妆与服饰类似，一种颜色和妆效的流行具有明显的周期性与时效性，同时彩妆的化学配方对人体的影响不如护肤品大，消费者更加注重色彩、包材的设计，追求立竿见影的效果。此外，彩妆品类繁杂，材质分为粉质、膏状、流体等，睫毛膏、眼线笔等产品还涉及刷头的制作，对机器、原料的丰富性要求较高，因此彩妆品牌多委托代工厂进行生产。近年来，随着线上线下资讯与渠道的打通，彩妆更新换代的频次加快，“款多量少、定制化、轻库存”成为彩妆品牌适应市场需求的诀窍。在此基础上，灵活、有弹性、生产周期短的代工厂将成为彩妆品牌的首选。

图 37：护肤品与彩妆对生产端的需求差异



资料来源：国元证券研究中心

### 2.3 品牌：差异化定位助力国牌崛起

品牌形象通常决定消费者对产品的直观认知，良好的品牌形象有助于牌建立品牌力。品牌形象的塑造包含两个层面，一是确定品牌的定位与主打概念，二是围绕这一定位开发对应产品、并开展适宜的营销活动，将品牌定位有效传达至目标消费群体。良好的品牌形象叠加优质的产品用户体验可帮助品牌建立强大的品牌力，在市场竞争中形成品牌壁垒。

#### 2.3.1 品牌定位：国妆立足民族文化，打造差异化定位

国产品牌通常立足中医、本草等概念，以民族文化为突破口，与国际品牌差异化竞争，但这也造成部分国产品牌之间的定位同质化。大型国际化妆品品牌通常经过长时间的发展，已形成深入人心的品牌形象：如欧莱雅以“触手可及的奢华”为定位，兰蔻将高贵典雅的“玫瑰”融入品牌形象，彩妆品牌 MAC（魅可）象征时尚先锋，个性张扬。为与国际大牌差异化竞争，国产品牌多主打纯天然，或以中国传统文化为突破口，定位中医、草本等概念，以民族情怀吸引消费者。如佰草集主打本草美颜，旗下产品也多加入中医、太极等概念；珀莱雅定位海洋护肤，强化天然保湿功效；百雀羚定位草本护肤，并将这一定位贯穿多个产品线中。正是这样的差异化定位，助力部分国产品牌脱颖而出。但炙手可热的中医本草概念也使得部分国产品牌定位同质化，如佰草集、百雀羚、相宜本草、三草两木等，在品牌定位与产品包装上都有一定的相似度，形成国产品牌间竞争。

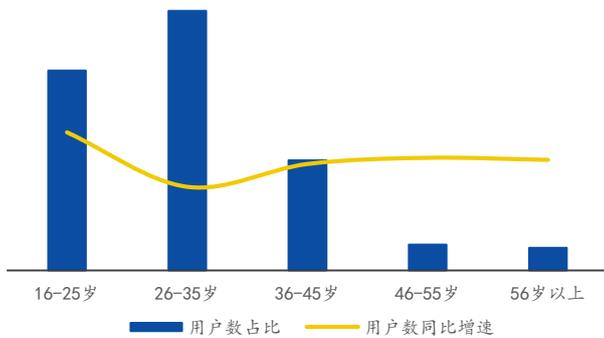
表 11：国内外部分化妆品品牌定位对比

| 品牌名称       | 品牌 LOGO | 品牌定位/形象          | 品牌名称 | 品牌 LOGO | 品牌定位/形象                |
|------------|---------|------------------|------|---------|------------------------|
| 兰蔻         |         | 将高贵典雅的“玫瑰”融入品牌形象 | 佰草集  |         | 主打本草美颜，传承千年中医本草文化      |
| 巴黎欧莱雅      |         | 触手可及的奢华          | 珀莱雅  |         | 海洋护肤，致力于发掘深海纯净、珍贵的护肤成分 |
| M.A.C (魅可) |         | 时尚先锋，个性张扬        | 百雀羚  |         | 草本护肤，安全无刺激             |
| 理肤泉        |         | 专业应对敏感肌的护肤品牌     | 御泥坊  |         | 传承古法护肤，融合现代技术，御美有方     |

资料来源：品牌官网，国元证券研究中心

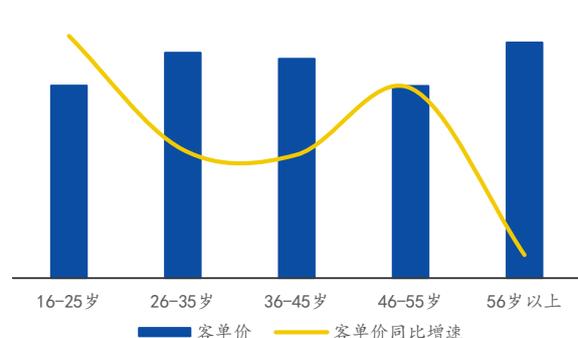
美妆趋势不断变化，品牌端需及时调整产品概念与营销策略，使品牌形象匹配不断变化的目标群体。化妆品行业也是紧跟时代“潮流”的行业，随着消费人群、消费者理念的改变，品牌若不及时调整自身战略，就容易陷入老化。根据京东美妆的数据，2018 年平台 16-35 岁年轻用户占比已超过 80%，且 16-25 岁群体的用户数的增长率与客单价增长均为最高，美妆年轻化已是显著趋势。各大化妆品品牌，特别是传统品牌必须及时调整品牌形象与营销策略，才能不被时代抛弃。

图 38：16-35 岁年轻用户占比超 80%



资料来源：京东美妆，国元证券研究中心

图 39：16-25 岁客单价增长最高



资料来源：京东美妆，国元证券研究中心

玉兰油、百雀羚等传统品牌，均重新规划品牌理念，以创新性营销与情感共鸣的方式实现与年轻消费者的沟通，完成品牌年轻化的华丽转身。曾在 2004 年以 12.38% 的市场份额登顶中国护肤品市场的品牌 Olay 玉兰油，一度被冠上了“妈妈级品牌”标签，并经历了严重的业绩低潮期，但自 2015 年底，玉兰油决定重新定义品牌理念，以“无惧年龄”的概念迎合 90 后与 95 后对抗初老的新需求，此后将这一理念贯穿于营销活动和产品宣传中，实现与年轻消费者的情感共鸣，这一转变帮助玉兰油成功实现品牌年轻化，于 2017 年第四季度实现中国地区 30% 的增长，并在此后的 5 个季度实现连续增长。

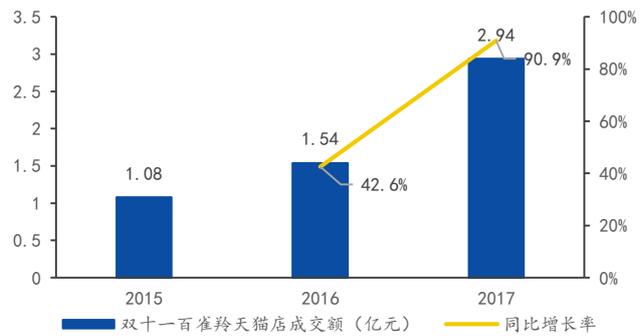
国产品牌百雀羚自 2008 年进行品牌重建以来，也曾陷入“妈妈级品牌”的概念。2015 年起，百雀羚一方面推出针对年轻消费者的三生花系列，配以小清新、文艺的时尚风格，另一方面在 2016 双十一和 2017 年春节期间分别推出了《四美不开心》和《过年不开心》的策划，以恶搞、魔性的画风吸引了年轻人的关注，品牌年轻化进程顺利推进，自 2015-2018 年连续四年拿下双十一国妆销售额第一。

图 40：玉兰油全新定位“无惧年龄”



资料来源：品牌官网，国元证券研究中心

图 41：百雀羚 2015-2017 年天猫双十一单日销售额



资料来源：天猫美妆，国元证券研究中心

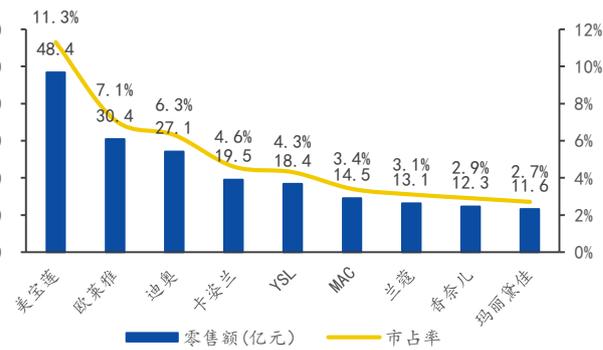
化妆品单品牌天花板较低，建立差异化定位的多品牌矩阵是公司做大做强关键。消费者对化妆品需求呈现多元化与个性化的特点，单一定位品牌所覆盖的化妆品品类、人群、档次均有限，品牌对应的天花板较低。我们分别以 2018 年中国护肤品与彩妆市场市占率第一的品牌为基准 (Euromonitor 口径)，粗略计算单品牌的天花板，护肤品排名第一的百雀羚单品牌零售额接近 100 亿元，彩妆排名第一的美宝莲单品牌零售额接近 50 亿元，单一品牌可达到的规模有限，在经历几年高增长后很容易遭遇瓶颈，因此建立差异化的多品牌矩阵是企业拓展的统一趋势。

图 42：中国护肤品品类单品牌销售额与市占率



资料来源：Euromonitor，国元证券研究中心

图 43：中国彩妆品类单品牌销售额与市占率



资料来源：Euromonitor，国元证券研究中心

企业拥有完备品牌矩阵的优势主要有：**1、覆盖的目标消费群体广阔。**如雅诗兰黛集团旗下的品牌中，海蓝之谜 (Lamer) 对应贵妇级消费者，雅诗兰黛覆盖中高端消费者，倩碧则更偏大众化，悦木之源对应崇尚天然护肤的消费者。**2、在潮流瞬息万变的环境下抗风险能力强，保证公司整体业绩稳定。**随着互联网的普及，信息传播速度加快，时尚潮流瞬息万变，单一品牌受限于固有的品牌形象，很难在短时间内做出调

整并迅速见效，因此品牌间的业绩可能呈现此消彼长的趋势。拥有多品牌矩阵的公司通常可对冲部分品牌的业绩波动，更容易保持业绩与现金流的稳定性。**3、品牌间可共享研发、渠道等资源，具有显著的协同效应。**大集团通常拥有较强的研发能力与丰富的渠道资源，在品牌产品创新与新渠道布局上拥有更多便利性，如上海家化在2017年收购婴幼儿品牌“汤美星”后，借助旗下“启初”品牌拓展出的母婴渠道。

国内上市公司中目前仅有上海家化建立了较为全面的品牌矩阵，但珀莱雅、御家汇等对单一品牌依赖较重的公司均体现出外延并购或内生孵化新品牌意向。上海家化目前已布局的品牌与品类包括：日化用品品牌六神与家安、中高端护肤品牌佰草集、大众护肤品牌美加净、男士护肤品牌高夫、婴幼儿护肤品牌启初、婴幼儿用品品牌汤美星、美妆品牌玉泽以及高端护肤品牌双妹等，其中佰草集、六神、美加净、启初、高夫等品牌均处于细分品类的头部位置，品牌矩阵较为健全。珀莱雅2018年9月公告与杭州磐缔与上海磐缔设立湖州磐瑞实业投资合伙企业，拟定向投资于时尚消费品行业与化妆品行业。御家汇2018年曾公告收购阿芙精油子公司60%股权，虽然最终取消收购，但已凸显出品牌外延并购的意向。

**表 12：国内主要化妆品上市公司旗下品牌矩阵与外延并购操作/意向**

| 企业名称 | 品牌矩阵                               | 外延并购操作/意向   |
|------|------------------------------------|---|
| 上海家化 | 佰草集、六神、高夫、美加净、启初、双妹、玉泽、家安、一花一木、汤美星 | 2017年收购英国母婴品牌汤美星                                      |
| 珀莱雅  | 珀莱雅、优资莱、悦芙媞、韩雅、悠雅、猫语玫瑰             | 2018年9月公告与杭州磐缔与上海磐缔设立湖州磐瑞实业投资合伙企业，拟定向投资于时尚消费品行业与化妆品行业 |
| 御家汇  | 御泥坊、小迷糊、师夷家、花瑶花                    | 2018年曾公告收购阿芙精油子公司60%股权，但最终取消收购                        |

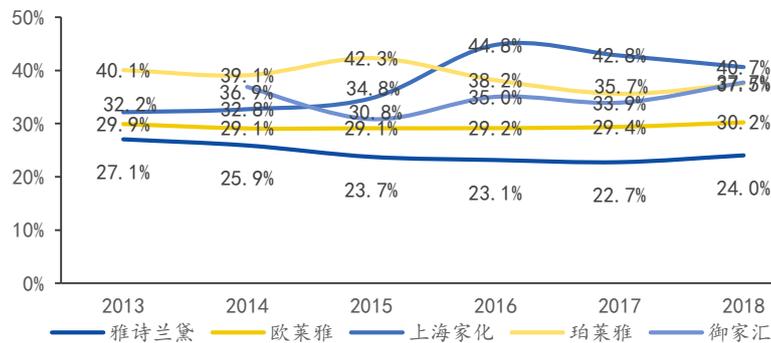
资料来源：公司公告，国元证券研究中心

### 2.3.2 营销：多元化营销模式下，品牌与消费者的情感共鸣成为构造品牌力的关键

化妆品行业是典型的高毛利、重营销的行业。消费者的购买意向受品牌形象、广告营销、他人推荐等因素影响较大，因此营销为品牌管理中重要环节。雅诗兰黛、欧莱雅等国际化妆品巨头营销费用率通常在20-35%之间。国内公司近几年处于市场拓展阶段，营销投入较大，2018年上海家化、珀莱雅、御家汇的销售费用率均高于37%，略高于国际大型化妆品集团。

营销方式渐趋多样化，数据营销助力企业触达个性化、精细化的需求。与早期返利、满赠、打折等释放促销信息吸引消费者的销售方式不同，现在的营销更加注重品牌价值的持续塑造和与消费者之间的情感沟通，品牌利用社交媒体、KOL（关键意见领袖）、明星代言、跨界IP合作等多种模式，与消费者深度互动，产生情感共鸣，强化消费者对品牌与产品的认知。

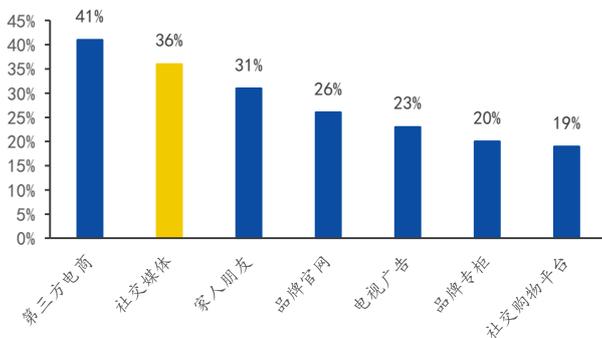
图 44：主要中外公司销售费用率对比



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

社交媒体平台成为消费者种草美妆产品的主要阵地。社交媒体的出现，充实了人们碎片化的时间，也逐渐成为消费者获取信息、被“种草”美妆产品的重要渠道。最初的社交媒体平台的测评推荐比较倾向于熟人推荐，具有较高的可信度。随着这一模式的发展，产生了如微博和小红书的社区分享平台、B 站等视频平台、抖音等短视频平台以及直播平台等多种互动媒介。与此同时，一系列商业化运作的 KOL 应运而生，KOL 往往有较大的粉丝群体，且煽动作性强，可与消费者产生情感层面的互动，兼具广告宣传与他人推荐的效果。如最近炙手可热的“美妆一哥”李佳琦，依靠男性美妆、夸张演绎、趣味性短视频等特色，实现 2 个月抖音吸粉 1300 万，淘宝直播粉丝涨 100 多万，单场销售破 2000 万的惊人成绩，成为名副其实的带货王。

图 45：消费者获取美妆产品信息渠道（多选）



资料来源：CBNDATA，微博数据中心，国元证券研究中心

图 46：“美妆一哥”李佳琦的抖音粉丝数超 2350 万



资料来源：抖音，国元证券研究中心

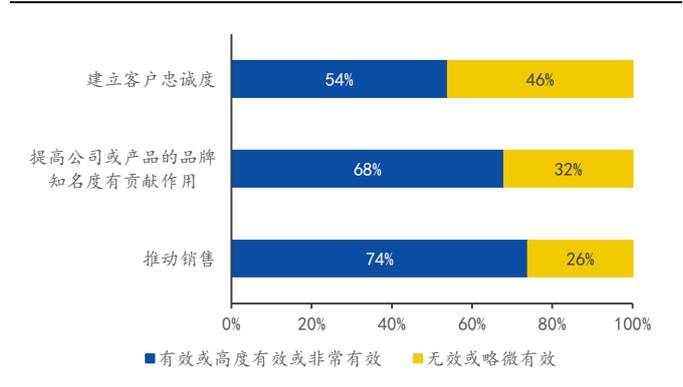
KOL 虽然对于推动销售有显著影响，但对于品牌方建立客户忠诚度的贡献有限。根据聚美丽对美妆业内人士的调研，基于 KOL 的营销对短时间内的品牌销售额有显著的推动作用，但是此种模式下消费者的购买力一部分是归于其对 KOL 的粘性而非对品牌的兴趣，因此此种营销模式对客户忠诚度的提升并不显著。品牌在利用社交媒体进行营销投放时，应更加注重品牌定位与产品概念的传达，将 KOL 粘性有效转化为品牌粘性。

图 47：微博知名美妆博主及其粉丝量

| 微博名称         | 微博美妆博主粉丝量 (万) |
|--------------|---------------|
| Kevin 凯文老师   | 5487          |
| 小 P 老师       | 3602          |
| 牛尔           | 2745          |
| 张沫凡 MOMO     | 1229          |
| 吴大伟 DvWooooo | 1019          |
| Kakakaoo-    | 970           |
| Pony_朴惠敏     | 842           |
| 俊平大魔王        | 820           |

资料来源：微博，国元证券研究中心

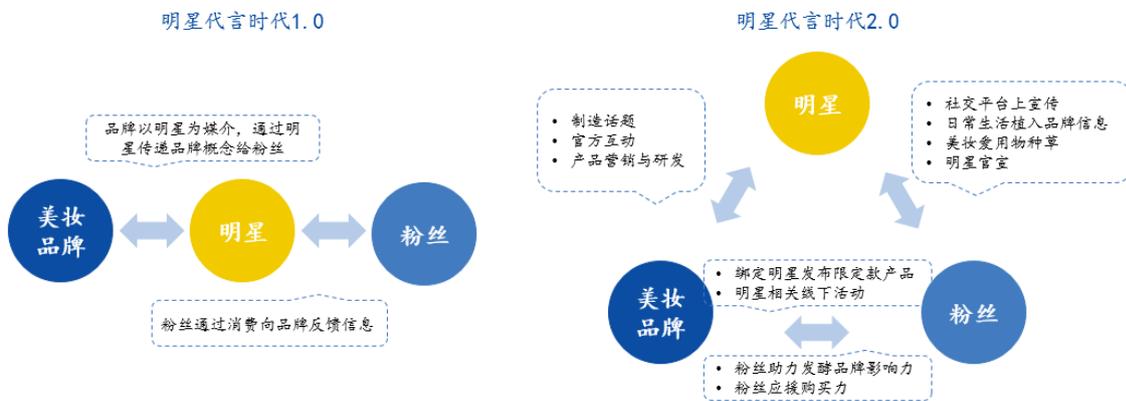
图 48：KOL 营销的有效性调研（基于 201901-02 月调研）



资料来源：聚美丽调研数据，国元证券研究中心

互联网时代明星代言方式多元化，短期流量与品牌沉淀之间的平衡成为品牌营销新路径。社交媒体普及也使得品牌、明星、消费者之间的沟通更加迅速有效，明星不仅仅担任美妆品牌与粉丝之间沟通的媒介，更可以依靠其自身价值帮助品牌制造话题、依靠粉丝应援迅速拉动销量。目前品牌邀请明星代言的方式主要分两种：1、选择与品牌概念契合度高的明星作为长期代言人，积淀品牌形象。2、启用流量明星，依靠粉丝经济赚取短期粉丝应援购买力。虽然第 2 种模式对品牌的短期销售额有较显著的作用，但长期来看对品牌的形象塑造与用户粘性效果不佳。因此不少品牌开始采用“代言人+泛代言人”营销模式，整合长期与短期代言人传播矩阵，从不同维度塑造品牌形象，在高效聚合转化粉丝流量地同时，实现流量和价值的双重变现。

图 49：明星代言方式更加多元化



资料来源：CBNDATA，微博数据中心，国元证券研究中心

合作知名 IP 跨界联动，利用情怀制造话题度并拓宽品牌受众群体。在格外强调精神层面消费满足感的化妆品行业，营销越来越注重与“情怀”挂钩，不少化妆品企业联合食品饮料领域的知名 IP，打造 IP 专属系列产品，利用 IP 自带的粉丝属性以及消费者的怀旧情怀，将产品与品牌输送给更多的消费人群。如 2018 年 9 月，上海家化旗下美加净品牌联合冠生园旗下大白兔推出“大白兔润唇膏”，首发半秒即被抢空，紧急补货后再次瞬间售空；2017 年肯德基与玛丽黛佳推出合作限定彩妆，助力玛丽黛佳登顶 2017 年国产彩妆销售第一名。此外，不少国产品牌选择植入电视剧等 IP

项目，如佰草集植入现代都市剧《欢乐颂 2》，御泥坊植入古装剧《扶摇》等，通过与剧情场景的融合深度传播品牌形象。

图 50：美加净与大白兔推出联名唇膏



资料来源：美加净天猫旗舰店，国元证券研究中心

图 51：肯德基与彩妆品牌玛丽黛佳跨界合作



资料来源：搜狐，国元证券研究中心

剖析几大头部国妆品牌及新锐国妆品牌的发展历程，传统的头部国产化妆品品牌均在早期依托适宜的渠道打开市场，近年来依据品牌形象，推出富有特色的营销活动，实现了品牌形象的深入人心。如经典国货品牌百雀羚，依托风趣幽默的古典短视频，在保留品牌底蕴的同时传达出品牌的趣味性；自然堂以“你本来就很美”的品牌精神鼓励女性消费者，同时传达其“自然之道”的品牌定位，实现与消费者的精神共鸣。近几年兴起的新锐国妆品牌在多元化的营销方式中选择与品牌定位相契合的一种或几种集中投放，实现品牌的传播与营业额的提升。如主打“成分”的Homefacialpro深耕微信公众号，依靠品牌自身强大的内容生产力，叠加微信公众号 KOL 的公信力，完成面向公众的化妆品成分普及教育，掀起“成分党”的风潮；彩妆品牌完美日记根据彩妆适合图片、视频传播这一特性，深耕美图更多、化妆品消费者更加集中的小红书社区，全方位投放形成裂变式传播，于 2018 年跻身线上彩妆头部品牌。

**表 13：三大国内头部化妆品品牌及三大新锐国妆品牌情况**

| 品牌归类        | 品牌名称          | 成立时间  | 代表产品图   | 近几年品牌定位+营销策略   |
|-------------|---------------|-------|---|--|
| 三大头部化妆品品牌   | 百雀羚           | 1931年 |    | 2008年，在国妆品牌多集中于CS渠道时，百雀羚选择进驻KA渠道，并借势渠道的发展、较小的竞争与良好的口碑，成功实现第一次翻身。营销方面，百雀羚先是邀请莫文蔚做代言人、冠名《中国好声音》，随后紧跟热点，利用社交网络传播多款或幽默、或感人的广告剧《四美不开心》、《韩梅梅快跑》，成功创造了一个个病毒式营销，提升了全民好感度，并抓住年轻消费者的眼球，成功实现了品牌年轻化。 |
|             | 自然堂           | 2001年 |    | 自然堂早期主攻CS渠道，2003年即成为CS渠道第一品牌，2005年自然堂大举进攻百货商场和KA渠道，成功逆袭商超渠道并继续领导渠道变革。品牌营销方面，自然堂定位“自然之道”，价格界定于中低端，形象却抢占高位，符合年轻女性的消费需求。其“你本来就很美”这一品牌精神也贯穿于品牌的广告营销、短视频营销与社交媒体推广中，持续传递价值观，实现与消费者的情感共鸣。       |
|             | 韩束            | 2002年 |    | 韩束早期与多数品牌一样依托CS渠道崛起，随后韩束在2008年抓住电视购物的风口，2010年做到电视购物行业第一，公司一直紧跟渠道变革。品牌营销方面，2013-2015年间，韩束集中性赞助《非诚勿扰》、《蒙面歌王》、《快乐大本营》、《天天向上》等热门综艺，提高品牌曝光率与关注度，同时邀请林志玲担任代言人，助力品牌成为耳熟能详的国民品牌之一。               |
| 三大新锐护肤/彩妆品牌 | Homefacialpro | 2014年 |   | HFP依靠内容营销异军突起：品牌定位“成分党”，包装简洁大方，将产品主要成分标于瓶身醒目位置。营销方面，HFP依靠强大的内容生产力，通过微信公众号KOL的公信力进行覆盖性用户教育并获取用户，然后综合公众号流量、微博导流、淘系内容投放拉动销售增长。HFP通过对化妆品成分的普及教育，成功掀起“成分党”的风潮。                                |
|             | 薇诺娜           | 2008年 |  | 薇诺娜定位为专业对抗敏感肌的药妆品牌，其产品包装也为医药风格的红白色，突出其药妆定位。营销方面，薇诺娜以“拯救敏感肌”为主题，结合快闪店+公益义诊、短视频情感营销、流量艺人推广等多种营销方式，成功使药妆这一概念在中国站住脚跟。  |
|             | 完美日记          | 2016年 |  | 完美日记立志于“用精简设计、大牌品质打造年轻人喜爱的彩妆”。彩妆更适合同图、视频等传播方式，因此品牌将营销渠道重点放在美图更多、消费群体更加专业化的小红书社区。自2017年底开始，完美日记在小红书上投放了明星、头部KOL、腰部KOL、素人等各式笔记，种草爆文在小红书上形成裂变式传播，2018年双十一成为天猫彩妆销售头部品牌。                      |

资料来源：公司公告，国元证券研究中心

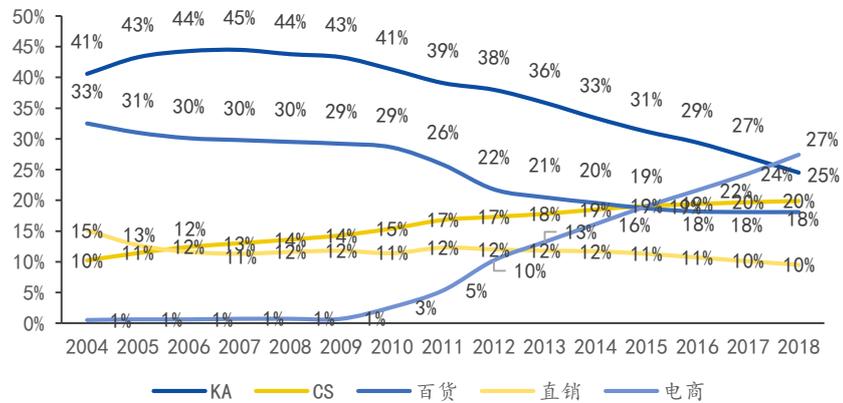
综上所述，无论是依靠社交媒体传播、依靠流量明星带货、跨界IP合作，还是传统电视或地面广告，品牌本质上都是在寻求与消费者间的情感共鸣。互联网时代电商平台与社交媒体均可记录消费者的购买行为与浏览偏好，大数据统计下的消费者的喜好与情感需求都可成为品牌营销的突破口。品牌唯有明确自身定位，清晰刻画产品目标人群，才有望借助大数据实现高效的精准营销。

## 2.4 渠道：渠道更迭，品牌借势

化妆品渠道主要包括了，线上、百货、商超、化妆品专营店、直销、专业线渠道、电视购物等。纵观中国化妆品渠道变迁史，2010年以前，化妆品销售以实体渠道流通为主，KA及百货渠道相对强势。2010年后，电商渠道迅速崛起，2018年超越KA成为日化及个护用品第一大销售渠道，而线下渠道中仅CS渠道市占率稳中有升，KA、百货等传统渠道景气度下滑严重。乘电商崛起之风，日化用品在电商渠道的份额自2010起来迅速攀升，销售额占比从2009年的0.7%飙升至2018年的27.4%，

并于 2018 年超越 KA 渠道成为第一大销售渠道。

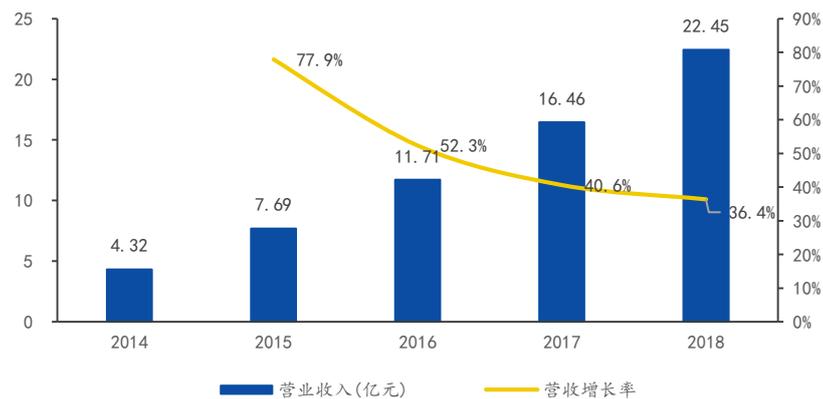
图 52：2004-2018 年中国主要销售渠道占比变化



资料来源：Euromonitor, 国元证券研究中心

品牌的成功常常可归结为“赢在合适的渠道”上。契合度高的品牌与渠道可产生相辅相成的作用。珀莱雅在 2003-2013 年的十年间，实现年零售额从 0 到 40 亿的突破，这十年恰好也为 CS 渠道发展的黄金十年，珀莱雅主打的高性价比大众化护肤品深入各级城市（主要是三四线城市）的 CS 店，至 2012 年已经布局了 3 万多多个 CS 网点，快速占领三四线城市。受益于品牌与渠道间相辅相成，珀莱雅在 2013 年成长为年营业收入近 15 亿的国产化妆品公司。同样受益于渠道变革的御泥坊，是第一批在电商渠道销售化妆品的“淘品牌”，其主打的面膜品类与电商的契合度极高，借助电商这一新兴渠道红利，其母公司御家汇收入由 2014 年的 4.32 亿元增长至 2018 年的 22.5 亿元。

图 53：2014-2018 年间御家汇收入及其增速



资料来源：公司公告, 国元证券研究中心

### 2.4.1 线下：KA 与百货渠道受挤压，CS 渠道增速放缓

传统线下渠道包括 KA、百货、CS 店等。KA 渠道即依托于沃尔玛、大润发等大型商超，具备营业面积大、客流量大的特色，产品主要覆盖日化用品与大众类美妆产品。百货渠道包括购物中心与化妆品百货店，品牌档次比 KA 渠道高，更注重消费者体验

与服务，是国际知名中高端化妆品品牌线下主战场。CS 渠道为化妆品专营店，通常为多品牌加盟代理经营，以屈臣氏、丝芙兰、娇兰佳人等为代表。近几年崛起的单品牌店以品牌管理和展示为核心，为顾客提供更加全面的单品牌销售与服务，以悦诗风吟、伊蒂之屋、科颜氏为代表。此外，线下还存在着不依托实体门店的直销方式，依靠多层级的销售人员直接对接消费者，著名日化直销品牌包括安利、玫琳凯等。

表 14：各类线下渠道特点对比

| 线下渠道种类 | 特点                          | 渠道代表                    | 品牌举例              |
|--------|-----------------------------|-------------------------|-------------------|
| KA 渠道  | 依托大型商超、卖场，营业面积大，客流量广，多为大众品牌 | 沃尔玛、家乐福、永辉超市、大润发、华润万家等  | 百雀羚、美加净、相宜本草等大众品牌 |
| 百货渠道   | 包括百货与购物中心，客流量大，多为高端品牌       | 万象城、银泰、茂业、久光、IFC、恒隆、百联等 | 兰蔻、雅诗兰黛、迪奥等国际大牌   |
| CS 渠道  | 化妆品专营连锁店，聚集多个化妆品品牌产品        | 屈臣氏、丝芙兰、娇兰佳人、唐三彩等       | 珀莱雅、欧诗漫、自然堂、一叶子等  |
| 单品牌店   | 经营单个品牌，店面通常较小，产品标准化，注重体验性   | 悦诗风吟、伊蒂之屋、科颜氏、欧舒丹等      | 各品牌均可成立各自的单品牌店    |

资料来源：Wind，国元证券研究中心

**(1) KA 渠道：**2004-2008 年间曾经历较快增长，受线上冲击和渠道老化影响下，景气度大幅下滑。2004 年起，国家全面放开外资进入零售业，外资超市凭借“超国民”待遇开始高速扩张，商超零售业的高景气度也逐渐拉动化妆品行业在这一渠道的快速增长，2004-2008 年 KA 渠道连续实现两位数的高速增长。但随后随着 CS 店、电商的兴起，KA 渠道因规模庞大、流程复杂，产品上新与调整较慢，且消费群体渐趋老龄化，与新兴化妆品品牌的契合度低等原因，市场占比逐渐下降。此外，KA 渠道商品更偏标品，线上替代性强，故渠道景气度自 2010 年来下滑严重。但目前来看，KA 渠道依然是化妆品行业第二大渠道，定位及研发适合商超货架产品成为关键。

图 54：2004-2018 年 KA 渠道规模、占比及增速



资料来源：Euromonitor，国元证券研究中心

图 55：商品在 KA 渠道陈列



资料来源：品观网，国元证券研究中心

**品牌进驻 KA 渠道的门槛较高，渠道壁垒较大：**1、KA 渠道进驻流程复杂，品牌需先对接 KA 代理商，进而要保证产品的持续供货能力，这里面又可能牵涉到各地的经销商，对公司人脉拓展与精细化运营的要求较高。2、较高的资金壁垒。包括了专柜制作费用，同时入场时需要交进场费，如永辉系统内，护肤品进驻每个网点需要交 300-500 元/条码的费用；其次，商场做促销活动时的堆头、特陈、端架等场地费以

及 BA 的人力费用需要品牌自己承担；此外，多数 KA 大卖场实行账期结算，通常账期为 2~4 个月，对品牌公司的现金流要求较高。

**(2) 百货渠道：**自 2004 年来增长放缓，2012 年在电商与 CS 的冲击下一度出现负增长，近两年受益于高端市场爆发，增速有明显回升，渠道占有率企稳。百货渠道以带美容导购的专柜形式，为消费者提供体验咨询服务，并进行品牌宣传和产品展示，有助于帮助品牌建立牢固品牌形象。百货渠道的客流量大，且客单价高，因此成为国际中高端护肤品和彩妆产品的主战场。2004-2010 年间，百货渠道维持着稳定增长，2011-2012 年，电商的分流使百货渠道增速出现断崖式下滑，2012 年增速降至 -7.3%。此后受益于高端化妆品市场爆发，叠加各大品牌的百货渠道注重推出差异化体验（如百货专柜提供肤质测试并赠送较多试用装），2017 年起百货渠道有所反弹，增速接近化妆品市场整体增速，渠道占有率企稳。

图 56：2004-2018 年百货渠道规模、占比及增速



资料来源：Euromonitor, 国元证券研究中心

图 57：百货渠道多为国际大牌的专柜



资料来源：搜狐, 国元证券研究中心

国内百货渠道主要被外资及合资品牌垄断，整体国产品牌不佳，但低渗透率或成未来国产品牌渠道拓展新增长点。2017 年仅佰草集和自然堂在百货渠道零售额过 15 亿，但是此两个品牌进军百货渠道的时间均已经 10 年以上。主要原因有：1、我国化妆品品牌多定位大众化，中高端品牌屈指可数，定位与渠道不匹配。2、国产品牌入驻难度较大。百货渠道是外资和合资化妆品品牌的天下，从 1994 年欧珀莱第一家专柜从北京开设开始，距今为止，百货渠道一直都是外资和合资品牌的主战场，外资和合资品牌创建了百货渠道化妆品品牌的游戏规则，例如高额的商场扣点，昂贵的柜台制作费用、高于 CS 渠道的人才薪酬标准、差旅标准等等，这些高企的费用标准成了阻止民族化妆品品牌进军百货渠道的壁垒，而破垒的成本是高昂的。例如国产品牌进驻百货渠道所需的扣点率通常比国际大牌高 10pct，且面临着高昂的租金与人工（需 BA 导购）成本，进驻效益较低。目前大部分标准的商场针对国产品牌的进场有保底要求，少则 60 万的年保（半岛），多则 80-100 万的年保（整岛），甚至有推行季保和半年保，完不成保底商场就直接从代理商或品牌方的货款中强行扣除，半年或一年达不到保底要求，品牌会被直接淘汰。

图 58：佰草集进驻百货渠道



资料来源：国元证券研究中心

图 59：自然堂进驻百货渠道



资料来源：国元证券研究中心

**(3) CS 渠道：2000 年以来度过黄金十年，2010 年后为电商挤压下唯一市占率攀升的线下渠道，但目前渠道红利式微。**进入 21 世纪，日渐增加的化妆品需求对线下渠道的覆盖度及专业度提出新的要求，集百货与商超特性为一体的化妆品专营店(CS 店)应运而生，打着“比百货专柜更平民，比超市更专业”的旗号度过黄金十年。2004 年至 2010 年，CS 渠道连续 6 年保持着 15%以上的高增速，渠道占有率由 2004 年的 10.2%升至 2010 年的 15.4%。2010 年后，在电商的强势挤压下，CS 渠道因其专业化、便捷化的消费持续拓展市场，至 2018 年，CS 渠道占有率达到 19.9%，超越百货成为第二大线下渠道。目前 CS 渠道整体增速趋缓，渠道红利期已经度过，呈现高端景气与低端瓶颈的分层化格局。

图 60：2004-2018 年 CS 渠道规模、占比及增速



资料来源：Euromonitor, 国元证券研究中心

图 61：CS 门店形式



资料来源：搜狐, 国元证券研究中心

于品牌而言，CS 渠道灵活性高，经营链条相对简单，可助力产品下沉至跟多低线城市。单一 CS 店面积较小，在开店选址上具有较大的灵活性，更有助于品牌渠道下沉，目前中国已有 CS 店约 17 万家。此外，相较 KA、百货等渠道，CS 店的渠道支持成本较低，通常由代理商帮助品牌将产品分销到加盟店里，加盟店以优惠折扣拿货，以零售价售卖，品牌无需支付租金、营销等支持成本。且由于经营链条相对简单，CS 店中产品概念更新更快，叠加 BA 引导性推荐，可助力品牌迅速推广。

借力 CS 渠道红利，多个国产品牌受益壮大。不同于国际品牌在 CS 渠道折扣率相对较高，国产品牌在 CS 渠道的供货折扣大部分品牌都是 3-3.5 折到代理商、5 折到店，

加上返点和政策在化妆品店的折扣大都低于 5 折，因而销售国产品牌有利于提供店铺销售利润率，带动店铺主动销售。在 CS 渠道占据主导的五大护肤品牌分别是自然堂、珀莱雅、欧诗漫、丸美以及资生堂。前五的彩妆品牌是卡姿兰、玛丽黛佳、兰瑟、巧迪尚惠以及美宝莲。不论是在护肤品还是美妆上，国产品牌在 CS 渠道上显然更加强势。

表 15：国际知名化妆品集团 CS 渠道供货折扣情况

| 集团     | 旗下品牌/品类    | CS 渠道供货折扣  |
|--------|------------|--|
| 欧莱雅    | 巴黎欧莱雅/美宝莲等 | 根据不同品牌/类目，供货折扣 7-7.8 折+政策促销                        |
| 宝洁     | 宝洁护肤+洗护    | 多年无太大变化，CS 渠道平均毛利率 10-20%                          |
| 联合利华   | 联合利华专供新品   | 清扬樱花系列 350ml 专供系列及历史沐浴露等 14 个 SKU，利润空间比以往提高 20-30% |
| 曼秀雷敦   | 曼秀雷敦常规品    | 供货折扣 5.5 折左右+政策促销                                  |
|        | 曼秀雷敦特供品    | 供货折扣 5 折左右+政策促销                                    |
| 爱茉莉太平洋 | 梦妆         | 供货折扣 6 折左右+政策促销                                    |

资料来源：品观网，国元证券研究中心

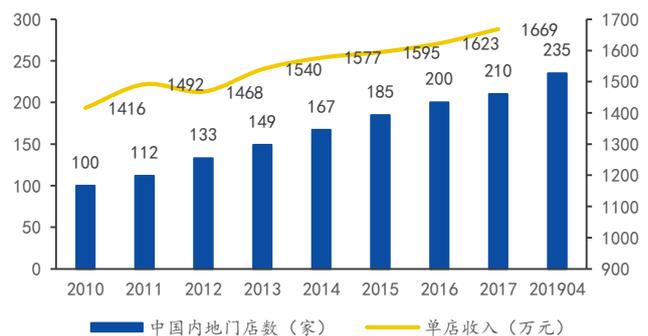
目前，我国 CS 渠道呈现分层化格局，以丝芙兰为代表的高端化妆品店持续景气，以屈臣氏、娇兰佳人为代表的大众化妆品面临增长瓶颈。CS 店也因其定位不同分为大众与高端两种：以屈臣氏为基准的大众化妆品店以销售中端和中低端品牌为主，客单价约 50-200 元，在全国范围内以连锁门店形态覆盖；以丝芙兰为例的高端化妆品店以销售中高端化妆品为主，客单价达到 300-800 元，在一二线城市的百货、购物中心布局。近几年，大众 CS 店持续拓展市场，屈臣氏的门店数由 2010 年的 800 家增加至 2018 年的 3608 家，但因扩张速度过快、与线上价差过大，其单店收入不断下滑。相比之下，谨慎扩张的高端 CS 店丝芙兰的表现更优，2010-2018 年间，丝芙兰在店铺数量翻倍的前提下，单店收入实现稳定增长。

图 62：屈臣氏门店数快速扩张，但单店效益持续下滑



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

图 63：丝芙兰稳步扩张，单店效益持续上升



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

国产 CS 店受聚焦三四线城市，受益于低线城市消费升级趋势。国产 CS 店主要包括娇兰佳人、唐三彩、亿莎、金甲虫等，多采用农村包围城市的策略，分布于三四线城市的街头巷尾。从体量上看，除娇兰佳人、唐三彩等店铺在全国分布较广外，其他门店多具有区域性优势，如金甲虫主要分布于云贵川等地、千色店主要分布在广东地区。

受益于低线城市由基础日化到高阶美妆的消费升级，国产 CS 店也稳步扩张。截至 2018 年 10 月，娇兰佳人全国总店数逾 2300 家，拥有会员 2200 万。唐三彩 2017 年门店数也突破 1000 家。

表 16: 国产 CS 渠道汇总

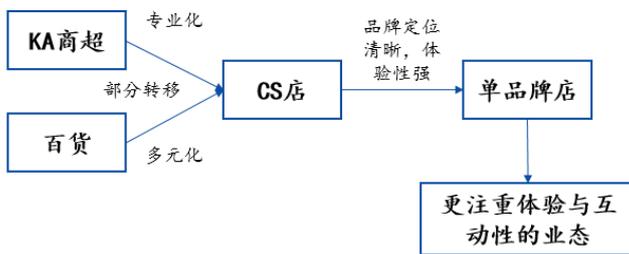
| CS 渠道名称 | 门店数                               |
|---------|-----------------------------------|
| 娇兰佳人    | 超 2300 家 (2018 年 10 月)            |
| 唐三彩     | 超 1000 家, 目标 3000 家 (2017 年 12 月) |
| 亿莎      | 约 300 家 (2016 年)                  |
| 康缇      | 超 300 家 (2017 年中旬)                |
| 金甲虫     | 262 家 (2018 年 6 月)                |
| 千色店     | 182 家 (2019 年 5 月)                |

资料来源: 公司官网, 国元证券研究中心

**(4) 单品牌店:** 在 CS 店同质竞争加剧、体验性消费需求提高的背景下，单品牌店应运而生。单品牌店模式诞生于欧洲，1967 年由 The Body Shop 开创，此后在韩国悦诗风吟、伊蒂之屋等品牌的推广下，在中国掀起新风潮。单品牌店的 SKU (通常为 200-800) 少于 CS 店，且通常货源一致，供应链环节较为简单，这也使单品牌店具有较强的灵活性，可根据消费者需求迅速做出改变。同时，单品牌店可打造凸显品牌定位的装修风格，容易迅速吸引与品牌契合的消费者。以欧舒丹为例，明黄色调和普罗旺斯香草与天然有机环保的商品特性高度融合，给人以舒缓放松的感受。此外，在线上消费对线下造成严重冲击的现状下，单品牌店主打线上难以实现的体验性消费，具有社交互动属性，适合彩妆等具有线下体验特性的品类。

单品牌店由于供应链简单，中间环节成本少，故毛利率较高，但前期租金、装修等固定成本使得单品牌店的经营效率随销量波动很大。同时，单品牌店在下沉至低线城市的过程中，面临较多管理上的难点，对品牌的线下零售端运营能力有很高的要求。

图 64: 化妆品线下店发展趋势



资料来源: 国元证券研究中心

图 65: 欧舒丹单品牌店形象



资料来源: 聚美丽, 国元证券研究中心

2017 年起部分国际品牌单品牌店在中国经营承压，拓展步伐趋缓；国产品牌单品牌店于 2010 年起逐步发力，加速布局。海外品牌在中国的单品牌店代表有欧舒丹、科颜氏、悦诗风吟、菲诗小铺等。但 2017 年起，国际品牌在华开店步伐纷纷放缓，2018 财年欧舒丹在中国大陆的收入虽然同比增长 14% 至 1.59 亿欧元，但自营单品牌店数

量不增反降；悦诗风吟、伊蒂之屋等韩系品牌在萨德事件的影响下也遭遇增长瓶颈，中国区销售纷纷出现下滑，悦诗风吟 2018 年销售额下滑 7%，集团将其归咎于单品牌店的减产。

**表 17：在华开单品牌店的主要国际品牌**

| 品牌名称 | 进驻中国时间 | 店铺数量                       |
|------|--------|----------------------------|
| 欧舒丹  | 2005 年 | 197 家(截至 2018 财年)          |
| 悦诗风吟 | 2012 年 | 346 家(截至 2019 年 5 月)       |
| 谜尚   | 2006 年 | 248 家(截至 2019 年 5 月)       |
| 伊蒂之屋 | 2013 年 | 58 家, 覆盖 25 个城市            |
| 菲诗小铺 | 2008 年 | 2017 年初 350+家, 现逐渐关停中国单品牌店 |
| 科颜氏  | 2009 年 | 114 家(截止 2017 年 1 月)       |

资料来源：公司公告，品牌官网，国元证券研究中心

聚焦本土品牌，1998 年佰草集开出了本土品牌的第一家单品牌店，2010 年左右，国内涌现出一批依靠单品牌店模式崛起的品牌，包括植物医生、樊文花、婷美小屋（娇兰佳人旗下）、林清轩、蜜思肤等。2015 年以来，珀莱雅、卡姿兰、一叶子等已具有一定规模和口碑的化妆品企业也纷纷布局单品牌店，以珀莱雅为例，公司着重布局两大新孵化品牌悦芙媞与优资莱的单品牌店，公司在 2018 半年报中将营收高达 24.92% 的同比增速解释为线上和单品牌店营业收入的增长，可见其单品牌店的发展成效。

**表 18：本土主要单品牌店汇总**

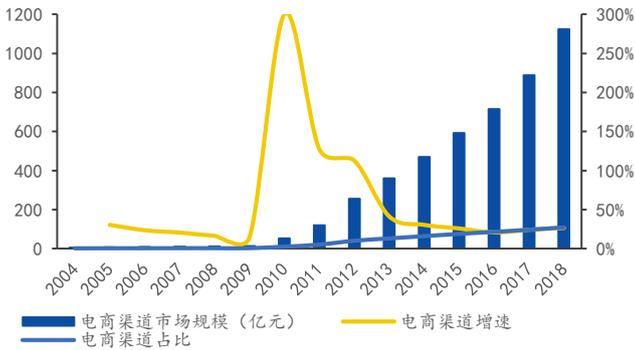
| 单品牌店 | 布局单品牌店时间 | 总店数                |
|------|----------|--------------------|
| 佰草集  | 1998 年   | 200+               |
| 植物医生 | 2004 年   | 3000 (2019 年 5 月)  |
| 樊文花  | 2013 年   | 3700+ (2019 年 3 月) |
| 婷美小屋 | 2012 年   | 2000               |
| 林清轩  | 2009 年   | 370                |
| 膜法世家 | 2012 年   | 500+               |
| 三草两木 | 2012 年   | 300+               |
| 果木果然 | 2016 年   | 1160 (2018 年 10 月) |
| 荟宝   | 2015 年   | 1600+              |
| 美丽小铺 | 2004 年   | 2300+ (2017 年底)    |

资料来源：公司公告，公司官网，国元证券研究中心

#### 2.4.2 线上：电商渠道高增长

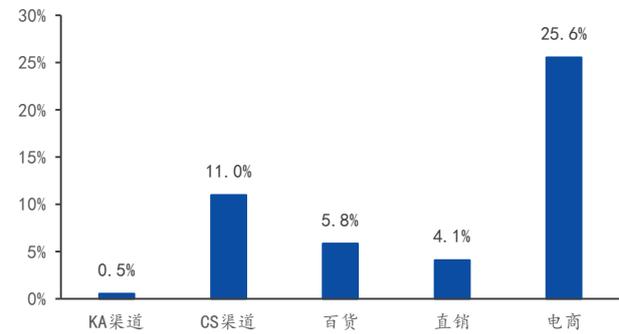
2009 年起，化妆品电商迎来爆发式增长，电商渠道占有率由不足 1% 飙升至 2018 年的 27.4%，超越 KA、百货等传统强势渠道成为化妆品市场零售额占比最高的渠道。在经历过 2009-2012 年的爆发式增长后，2013-2018 年电商渠道增速虽有放缓，但 CAGR 仍高达 25.6%，景气度显著高于其他线下渠道。

图 66：2004-2018 年电商渠道规模、占比及增速



资料来源：Euromonitor, 国元证券研究中心

图 67：2013-2018 年各渠道 CAGR



资料来源：Euromonitor, 国元证券研究中心

国内化妆品电商平台类型主要有七种：综合 B2C 平台、垂直自营 B2C、线上品牌集合店、品牌自建商城、C2C 平台、社交电商以及海淘电商。

综合 B2C 平台持续扩大优势，其他传统线上平台均增长乏力。以天猫、京东为代表的综合 B2C 平台为化妆品市场主流电商平台，这类平台运营规范性高、流量大，成为大品牌最重视的电商渠道。垂直自营平台主要包括聚美优品、唯品会等，多采用经销商模式，品牌方不需投入过多资源进行店面维护和日常运营，但近几年出现增长瓶颈。线上品牌集合店即为线上 CS 店，但在线上各大品牌官方店的竞争下较难实现突破。品牌自建电商过于小众，流量有限。传统淘宝类 C2C 平台因运营不规范、质量无保障等原因，市场占有率已越来越小。

在部分传统平台衰落的同时，以拼多多、云集、小红书为代表的社交电商，有望成为新的力量。此外，基于国际高端化妆品在国内外的高额价差，海淘电商另辟蹊径，成为不少消费者的新选择。

表 19：中国化妆品电商平台类型及其特点

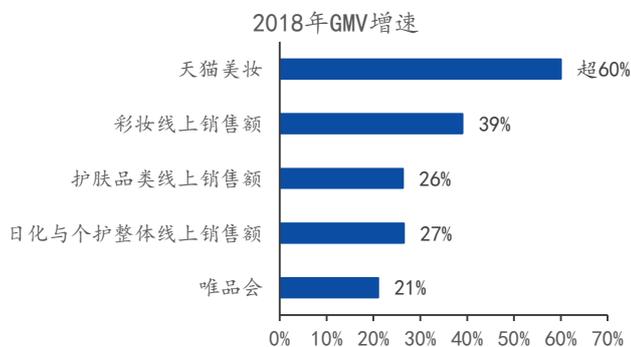
| 平台类型      | 主要特点及模式  | 代表平台          |
|-----------|--|---------------|
| 综合 B2C 平台 | 2008 年开始化妆品业务，起初商品大多来自经销商，现在主要跟品牌厂商合作，开设品牌官方店，是目前大品牌最重视的线上销售平台。主要有品牌直营跟代运营 (TP) 两种模式，大部分国外中高端品牌采用代运营模式 | 天猫、京东         |
| 垂直自营 B2C  | 跟经销商或品牌厂商合作，不需要品牌方投入过多资源进行店面维护和日常运营，但销售扣点一般高于综合型 B2C   | 聚美优品、唯品会      |
| 线上品牌集合店   | 在天猫、京东等电商平台开旗舰店，或自建网上商城/APP  | 屈臣氏、丝芙兰等线上专营店 |
| 品牌自建商城    | 品牌自建线上商城，可进行商品陈列并自主掌握核心数据，但对品牌商线上运营能力要求高，且流量有限   | 巴黎欧莱雅         |
| C2C 平台    | 较早开展化妆品销售业务，但运营不正规，存在串货、水货甚至假货问题，现市场份额逐步下滑   | 淘宝            |
| 社交电商      | 基于不同引流方式包括拼团模式、内容模式和会员模式，增长迅速  | 拼多多、云集、小红书    |

海淘电商 平台帮助消费者进行跨境采购，商品价格通常低于国内专柜与天猫平台价格，目前呈上升趋势 网易考拉、洋码头

资料来源：国元证券研究中心

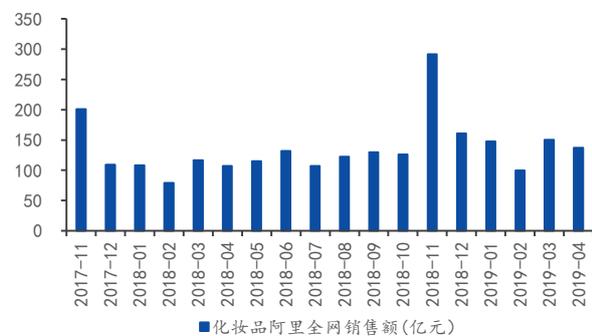
天猫、京东等头部综合 B2C 平台市场份额优势不断扩大，垂直自营 B2C 增长逐渐乏力。2018 年，整个日化及个护市场线上增速达到 26.5%，其中护肤品品类线上增速 26.3%，彩妆线上增速 39.0%。分平台来看，天猫、京东两大头部电商平台陆续成立了独立的美妆部门，专门对接美妆品牌及代理商，引来越来越多的国内外品牌进驻，同时也成为消费者信任程度最高的两大电商平台。2018 年天猫美妆增速超过 60%，远高于化妆品电商整体增速，头部地位进一步强化。反观垂直 B2C 电商，受到综合性电商的挤压，增速放缓。唯品会 2018 年平台 GMV 增速也仅为 21%，低于行业均值，增长初显乏力。

图 68：主要化妆品品类及各电商平台 2018 年 GMV 增速



资料来源：Euromonitor，天猫美妆，唯品会公司公告，国元证券研究中心

图 69：阿里全网月度化妆品销售额维持较高增速



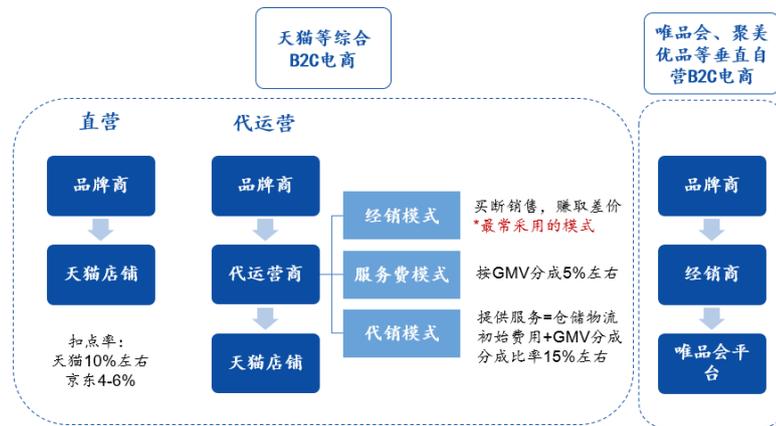
资料来源：淘数据，国元证券研究中心

**品牌进驻综合 B2C 平台主要有两种方式：直营与代运营。**

直营模式下，品牌商自建电商团队，直接负责天猫、京东店铺的运营，品牌需以销售额为基准，向天猫或京东平台支付 4-10%左右的佣金(目前天猫扣点率为 10%左右，京东为 4-6%)。

代运营模式下，品牌将店铺的运营及部分营销工作外包给专业的代运营商 (TP)，由 TP 帮助对接电商平台，可迅速实现电商平台的入驻，帮助品牌商节省时间成本与运营成本。目前大部分国外的中高端品牌都采用代运营模式来经营电商渠道。化妆品代运营模式主要分三种：一是经销模式，即 TP 买断商品，在自营线上店铺中经营销售，TP 可赚取价差但须承担库存风险。二为服务费模式，即 TP 为品牌提供 IT 解决方案、线上店铺运营、数字营销或其他定制性的客户服务，按照项目或按照 GMV 进行佣金分成 (佣金比例 5%左右)。三是代销模式，TP 为品牌提供服务+仓储物流服务，收取初始设立费、月服务费与 GMV 佣金分成 (佣金比率 15%左右) 等费用，此种模式在服装类品牌中应用较多。由于经销模式下品牌承担风险较小，且可以保证一定的销售量及利润，因此多数化妆品品牌采用这一代理模式。

图 70：化妆品店在天猫、唯品会两类电商平台的运营模式



资料来源：公开资料整理，国元证券研究中心

品牌进驻唯品会、聚美优品等垂直自营电商 B2C 平台通常通过经销商模式，由经销商买断货物，此后的运营与销售均由经销商完成，品牌无需投入过多资源。但此种模式下容易造成库存积压，为平台与品牌带来库存清理困扰。

国内的 TP 企业以丽人丽妆、杭州悠可为代表，毛利率在 35-40%之间。丽人丽妆是天猫美妆平台第一大网络零售服务商，合作品牌包括兰蔻、雅漾、碧欧泉、雪花秀、兰芝、美宝莲、妮维雅等，2018 年实现营业收入 36.15 亿元(+5.69%)，毛利率 36.63%。杭州悠可合作品牌主要包括雅诗兰黛、倩碧、娇韵诗、薇姿、理肤泉等，是天猫美妆平台第二大网络零售服务商，2017 年 5 月被上市公司青岛金玉收购为全资子公司，2019 年 2 月起被挂牌出售，2018 年 1-9 月实现营业收入 7.82 亿元，毛利率 37.62%。

表 20：丽人丽妆与杭州悠可财务状况与合作品牌

| 公司名称 | 收入情况                    | 毛利率水平  | 合作品牌                                  |
|------|-------------------------|--------|---------------------------------------|
| 丽人丽妆 | 2018 年 36.15 亿          | 36.63% | 兰蔻、雅漾、碧欧泉、雪花秀、兰芝、美宝莲、妮维雅、芙丽芳丝、雪肌精等    |
| 杭州悠可 | 2018 年 1-9 月<br>7.82 亿元 | 37.62% | 雅诗兰黛、倩碧、娇韵诗、薇姿、理肤泉、黛珂、MAC、后、欧舒丹、森田药妆等 |

资料来源：公司公告，Wind，国元证券研究中心

线上渠道具有显著数据优势，为企业提供了重要的数据资源。相较线下渠道，线上渠道可提供全面的消费者数据与行为偏好记录。企业可根据消费大数据有效开发适应市场需求的产品、制定适宜的营销策略，同时可依据消费者标签可实现精准投放。电商渠道在扮演品牌主要销售渠道的同时，也成为了企业重要的数据来源之一。

#### 2.4.3 OTC 等新兴渠道：医院、新零售等

未来化妆品有望在非处方药店/药妆店（OTC）、新零售等新兴渠道实现拓展。

以薇诺娜为代表的国产药妆品牌兴起，有望利好 OTC 这一潜在化妆品渠道。OTC 在医药领域已是一成熟渠道，部分大型连锁药店已遍布全国各地，同时，OTC 的质量控制和购销条款比化妆品专营店更为严格，在安全性与功效性上更易令消费者信服。

目前，薇诺娜、片仔癀等品牌的产品已进驻 OTC 渠道，随着药妆这一品类在中国的普及，OTC 有望成为新兴化妆品渠道之一。

新零售连通线上与线下，提升化妆品消费的便利性，有望拉动化妆品渗透率与购买频次的提升。2018 年来屈臣氏陆续与京东到家、饿了么合作，消费者触达更加便利，提升了化妆品消费的即时性。据 2018 年 10 月份屈臣氏公布的数据，经过 1 个多月的探索及运营，屈臣氏与饿了么合作的试点门店 9 月交易额环比增长超过 115%，新零售模式对化妆品消费的渗透率及 CS 门店的景气度都有望产生拉动作用。

图 71：片仔癀进驻 OTC 渠道



资料来源：公开资料整理，国元证券研究中心

图 72：屈臣氏上线饿了么平台



资料来源：饿了么 APP，国元证券研究中心

### 3、投资逻辑与标的推荐

我们认为化妆品市场是消费领域景气度较高的成长赛道，消费人群扩大叠加消费额提升驱动行业发展。目前高端化和细分化是行业增长的两个大机会。国产品牌有望凭借更强的消费者洞察在国外品牌的竞争下实现弯道超车和国牌崛起。重点关注：多品牌多渠道布局的上海家化，以及聚焦大众护肤品电商渠道高增长的珀莱雅。

#### 3.1 上海家化

公司背靠平安大股东，是国内全品类布局的日化及个护行业龙头。2017年成功收购汤美星后，公司已形成包括个人护理用品、化妆品、婴幼儿喂哺用品、家具护理用品的多品类业务格局。渠道方面，公司全方位布局八大渠道，为现有品牌与潜在品牌的流通推广打下坚实基础。自2016年底新任管理层上任以来，公司在渠道与品牌方面都进行了调整与梳理，并进一步通过并购与代理业务拓宽品牌矩阵，目前公司业务已逐渐理顺，未来增长可期。

2018年公司实现收入71.38亿元(+10.01%)，实现归母净利润5.40亿元(38.63%)，旗下品牌中除佰草集与高夫处于调整期，业绩增长平平外，其他品牌均实现较快增长：六神、美加净等传统品牌在公司的年轻化营销与新品推广支持下，恢复增长动力；聚焦细分领域的启初、家安、玉泽等均在各自细分品类中表现亮眼，保持高增长。

展望未来，公司依托深厚的研发功底与强势的渠道布局，有望借助新兴营销模式，实现旗下品牌的全方位发展。主品牌佰草集与高夫分别作为我国少有的定位中高端市场与男性护肤市场的品牌，有望借力个护美妆市场高端化趋势与男性美妆的崛起态势，在调整期后焕发新生；六神与美加净在产品升级与年轻化转型的战略支持下，有望维持较快增长；启初、家安、玉泽、双妹等品牌将持续满足细分化需求，不断提升细分市场市占率；汤美星配合公司线下渠道，有望在母婴用品这一蓝海市场持续突破。长期来看，公司多品牌、多渠道的平台化运作有望实现协同效应，为公司持续扩张提供基础。

表 21：上海家化旗下业务与品牌矩阵

| 业务类型   | 品牌矩阵  |   |   |   | 2018 营业收入 (亿元) | 收入占比   |
|--------|---|---|---|---|----------------|--------|
| 个人护理   | 六神  | 高夫  | 启初  | 汤美星   | 45.41          | 63.62% |
|        |  |  |  |  |                |        |
| 美容护理   | 佰草集   | 美加净   | 玉泽  | 双妹  | 23.55          | 32.99% |
|        |  |  |  |  |                |        |
| 家具护理用品 |   | 家安  |   |   | 2.33           | 3.27%  |
|        |   |  |   |   |                |        |

资料来源：公司公告，国元证券研究中心

我们预计公司 2019-2020 年实现归母净利润 6.38、7.72 亿元，EPS 为 0.95、1.15，对应 PE 为 29.53x/24.41x，给予“买入”评级。

### 3.2 珀莱雅

公司为国内知名大众化妆品企业，主品牌珀莱雅定位海洋科技护肤，收入占比接近达到 88.77%，其他子品牌包括优资莱、韩雅、悠雅、猫语玫瑰、悦芙媞、TZZ 等，其中优资莱品牌销售超 1 亿，为公司第二大品牌。依托早期的渠道积累，公司在低线城市具有较高的渠道渗透率，珀莱雅品牌覆盖的 CS 终端达到 1.3 万余家，同时，近年来公司加码电商渠道，借助线上渠道红利实现品牌再度腾飞。受益于低线城市美妆品类的消费升级，叠加公司内生外延打造多品牌矩阵，公司未来持续增长可期。

2018 年公司实现收入 23.61 亿元(+32.43%)，实现归母净利润 2.87 亿元(43.03%)，其中电商渠道全年销售增幅高达 59.91%，远超行业平均水平，线上销售额占比达 43.57%，超越传统强势渠道 CS 店。同时，公司发力新品牌优资莱的单品牌店布局，持续寻求新的线下渠道增长。优资莱单品牌店在低线城市扩展迅猛，2018 年已开店 500 家以上，这一新兴模式有望成为公司营收增长的新驱动。

我们预计公司 2019-2020 年实现归母净利润 3.82、5.04 亿元，EPS 为 1.90、2.51，对应 PE 为 33.63x/25.47x，给予“买入”评级。

表 22：珀莱雅旗下品牌矩阵

| 品牌名称 | 旗下品类   | 品牌定位                           | 主要渠道    | 2018 营业收入<br>(亿元) | 营收占比   |
|------|--------|--------------------------------|---------|-------------------|--------|
| 珀莱雅  | 护肤品为主  | 海洋科技护肤，专注于海洋护肤研究               | 全渠道覆盖   | 20.94             | 88.77% |
| 优资莱  | 护肤品+彩妆 | 定位于茶养护肤，提供有效能的茶元素护肤产品。         | 单品牌店+电商 | 1.33              | 5.63%  |
| 悦芙媞  | 护肤品+彩妆 | 专为年轻肌肤定制，带来轻松快乐的美妆方式           | 单品牌店+电商 |                   |        |
| 韩雅   | 药妆为主   | 定位于高功能护肤，提供针对性的肌肤解决方案          | CS 店+电商 |                   |        |
| 悠雅   | 彩妆为主   | 以“轻彩妆、会呼吸”为理念，打造“清透感”的时尚彩妆     | 电商      | 合计 1.32           | 5.60%  |
| 猫语玫瑰 | 彩妆为主   | 以天然玫瑰花精华为基底，打造甜美恋爱系自然彩妆        | 电商      |                   |        |
| TZZ  | 彩妆为主   | 以“天然作美，创想青春”为理念，打造时尚创意的纯植物化妆产品 | 电商      |                   |        |

资料来源：公司公告，国元证券研究中心

#### 4、风险提示

宏观经济下滑，行业景气度下行；行业竞争加剧

## 投资评级说明

| (1) 公司评级定义 |                                 | (2) 行业评级定义 |                                |
|------------|---------------------------------|------------|--------------------------------|
| 买入         | 预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20% 以上   | 推荐         | 预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10% 以上 |
| 增持         | 预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20% 之间 | 中性         | 预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10% 之间 |
| 持有         | 预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5% 之间    | 回避         | 预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10% 以上 |
| 卖出         | 预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5% 以上    |            |                                |

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

## 证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或间接损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户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。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

## 免责声明

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址：

www.gyzq.com.cn

## 国元证券研究中心

| 合肥                                | 上海                                   |
|-----------------------------------|--------------------------------------|
| 地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券 | 地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券 |
| 邮编：230000                         | 邮编：200135                            |
| 传真：(0551) 62207952                | 传真：(021) 68869125                    |
|                                   | 电话：(021) 51097188                    |