

推荐 (首次)

## 行业景气度高，静待国货破茧成蝶

风险评级：中风险

化妆品行业深度报告

2020年6月30日

### 投资要点：

魏红梅

SAC 执业证书编号：

S0340513040002

电话：0769-22119410

邮箱：whm2@dgzq.com.cn

研究助理：雷国轩

SAC 执业证书编号：

S0340119070037

电话：0769-23320072

邮箱：

leiguoxuan@dgzq.com.cn

### 行业指数走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind

- **中国化妆品领域市场容量巨大，且保持高增长。**根据欧睿国际统计显示，我国化妆品市场容量巨大，2019年的市场规模达到4,777亿元，过去10年，CAGR达到9%。放眼全球，化妆品市场保持持续增长。中国的市场规模仅次于美国，位居第二，但高速增长速度则远甩美国（2.81%）和日本（1.78%）。
- **品牌商拥有定价话语权，高盈利空间。**从产业链来看，上游的原料供应商基本被海外日化原料巨头垄断，另外，不少大型化妆品ODM/OEM生产商因较早地在华设立工厂，技术、产能和业务覆盖都较为成熟。在中游端，品牌商凭其强大的品牌力拥有比较理想的利润空间，本土品牌在大众市场渐露锋芒。在下游，电商是目前最重要的销售渠道。
- **行业集中度有望提升，国货均聚焦大众市场。**我国化妆品行业CR10化妆品公司约41%，相比海外的美国和日本市场，CR10均高于50%。我国大众市场的基数大，占据约58%的市场份额，且保持良好的增势，因此，大众市场为国货提供优质的发力点，且凭借积累多年的对国内消费者的认识和差异化的定位，通过精准营销手段和重点拓展线下CS和电商渠道，赢得不少消费者的青睐，正在不断地挤压外资品牌的市场份额。
- **借力政策红利和消费升级，行业具有优秀的中长期成长空间。**随着我国化妆品行业的政策不断地完善，鱼龙混杂的格局将改善，有利大型的化妆品公司继续做大做强。此外，我国低线城市的消费水平不断地提升，且一线城市的精致的生活理念和护肤美容习惯将逐渐渗透到低线城市，化妆品的需求也将进一步增长。
- **投资策略。**我国化妆品市场容量巨大，人均化妆品消费和行业集中度尚有成长空间，品牌商在产业链中具有定价话语权，凭借优秀的品牌运营能力可形成可观的利润空间。国际品牌称霸高端市场的现状暂时难以改变，本土品牌以高性价比的特性正快速拓展大众市场。展望未来，依托低线城市消费升级和行业政策的红利，本土品牌进行精准地营销和拓展电商渠道，有望持续扩大优势。资本市场的关注度不断提升，我们也认为此板块值得长期留意，建议关注相关标的，善于孵化明星产品和品牌年轻化的珀莱雅（603605）、专注于眼部抗衰老细分领域的丸美股份（603983）、新帅和新系列产品带来转型机遇的老牌日化上海家化（600315）、以面膜为核心以“并购+代理”扩品牌为战略的互联网护肤品牌御家汇（300740）。
- **风险提示。**消费能力下降、行业竞争加剧、化妆品安全问题等。

## 目 录

1. 化妆品市场概况	4
1.1 化妆品市场现状	4
1.1.1 中国化妆品市场	4
1.1.2 全球化妆品市场	6
1.2 剖析化妆品产业链	7
1.3 我国化妆品品牌概括	8
2. 化妆品市场的竞争格局	9
2.1 市场集中度	9
2.2 国际品牌深耕中国市场，具有明显竞争优势	11
2.3 本土品牌靠差异化定位，借力消费升级逐渐崛起	12
3. 国产品牌“渠道+营销”的崛起之策	14
3.1 电商渐成国产品牌发力的主流渠道，线下 CS 渠道助拓展下线市场	14
3.2 坚定发展品牌营销策略，善用新媒体营销吸引年轻消费者	17
4. 化妆品行业的发展驱动力	19
4.1 国家产业政策的推动	19
4.2 化妆品刚需属性，城乡居民消费升级	21
5. 上市企业分析	22
5.1 主营业务及渠道	22
5.2 业绩对比	23
5.3 盈利能力	25
5.4 营运能力	26
6. 投资策略	26
7. 风险提示	27

## 插图目录

图 1：我国化妆品市场正以高速增长	4
图 2：2017 年起化妆品增速超出旅游业和批发零售	4
图 3：护肤品是我国化妆品市场最主要的构成成分	4
图 4：彩妆成为我国化妆品行业增长的主要驱动力	4
图 5：大众市场占超过一半的我国化妆品市场	5
图 6：高端市场的增速较明显	5
图 7：我国化妆品当月零售额（亿元）	5
图 8：化妆品行业从新冠疫情影响中恢复地较快	5
图 9：全球化妆品市场呈缓慢增长趋势	6
图 10：我国化妆品市场位居世界第二且增速最明显	6
图 11：我国人均化妆品消费水平较其他国家低	7
图 12：我国化妆品产业链剖析	8
图 13：中国与美日两国的 CR10 化妆品公司	9
图 14：2019 年化妆品市场 CR10 集中度（%）	9
图 15：国际品牌进军中国市场时间梳理图	11
图 16：我国高端化妆品市场板块构成	12
图 17：2014-2019 年彩妆复合增速高于高端市场	12

图 18: 我国大众化妆品市场板块构成.....	13
图 19: 2014-2019 年大众市场细分品类复合增速 (%) .....	13
图 20: 2014-2019 年渠道占比变化 (%) .....	15
图 21: 国内 CS 美妆店: 丝芙兰 .....	15
图 22: 专业美妆店的市场份额逐年提升.....	15
图 23: 国外品牌提供 CS 渠道的供货折扣偏低.....	15
图 24: 抖音最热视频本土品牌热度高.....	18
图 25: 当红流量明星成为珀莱雅代言人.....	18
图 26: 城镇居民人均可支配收入正逐年攀升.....	22
图 27: 不同等级收入居民可支配收入增速 (%) .....	22
图 28: 上海家化 2019 年主营业务结构.....	22
图 29: 御家汇 2019 年主营业务结构.....	22
图 30: 丸美股份 2019 年主营业务结构.....	22
图 31: 珀莱雅 2019 年主营业务结构.....	22
图 32: 线上渠道占比 (%) .....	23
图 33: 营收规模 (亿元) .....	24
图 34: 营收同比增速 (%) .....	24
图 35: 归母净利润 (亿元) .....	24
图 36: 归母净利润同比增速 (%) .....	24
图 37: 毛利率 (%) .....	25
图 38: 净利率 (%) .....	25
图 39: 存货周转天数 .....	26
图 40: 应收账款周转天数 .....	26

## 表格目录

表 1: 我国化妆品品牌 .....	8
表 2: 我国 CR20 化妆品公司 .....	10
表 3: 我国 CR20 化妆品品牌 .....	10
表 4: 2019 年高端市场 CR10 化妆品企业 .....	11
表 5: 2019 年大众市场 CR10 化妆品企业 .....	13
表 6: 化妆品四大渠道概括 .....	14
表 7: 国内品牌给渠道的供货折扣较高.....	16
表 8: 国内品牌的单品牌店数量远超国外品牌.....	16
表 9: 国产和国际品牌进驻天猫时间梳理.....	17
表 10: 中国化妆品行业相关政策梳理.....	19
表 11: 重点公司盈利预测及投资评级 (2020/6/30) .....	27

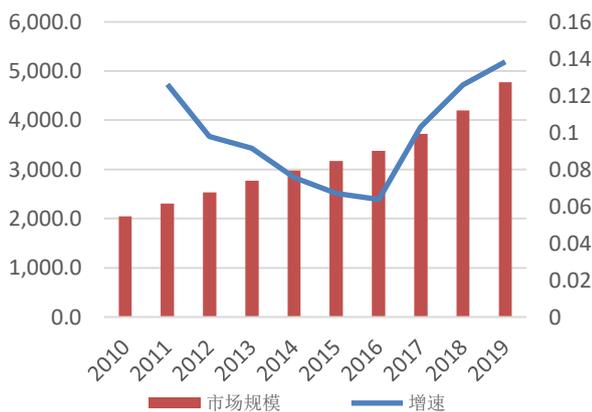
## 1. 化妆品市场概况

### 1.1 化妆品市场现状

#### 1.1.1 中国化妆品市场

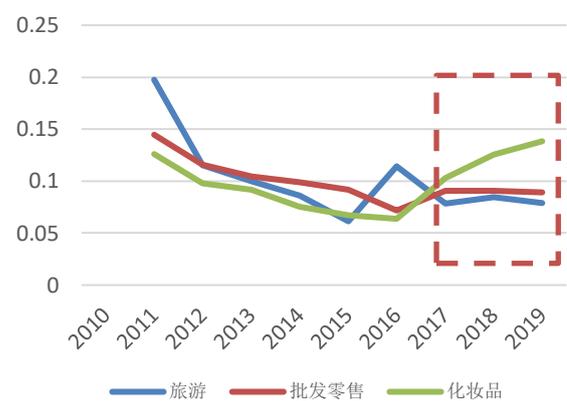
我国化妆品市场规模巨大。根据欧睿数据显示，2019年，我国化妆品行业市场规模高达4,777.2亿元，同比增长13.84%。2010-2019年，年均复合增速达到8.82%。对比其他消费市场，作为服务型的可选消费，2019年旅游市场规模达到32,666.75亿元，同比增长7.89%。另外，2019年批发零售业市场规模179,827.23亿元，同比增长8.93%。自2017年起，化妆品行业的市场规模已连续三年以靓丽的高速成长速度超过旅游业和批发零售业，是为数不多的高增速行业。

图 1：我国化妆品市场正以高速增长



资料来源：Euromonitor，东莞证券研究所

图 2：2017 年起化妆品增速超出旅游业和批发零售

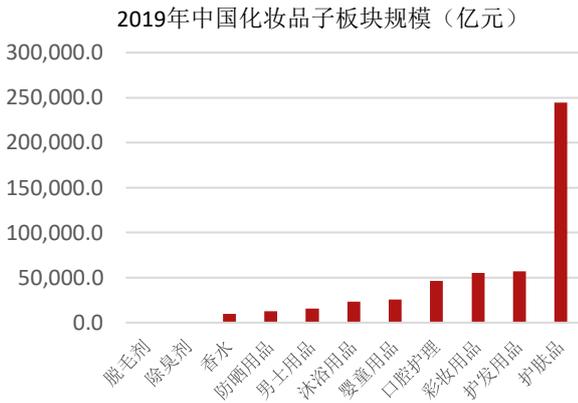


资料来源：Euromonitor，东莞证券研究所

护肤品是最主要的化妆品产品，彩妆产品具备高增长属性。护肤品、护发和彩妆是化妆品消费市场的主力军，三者占据约 75% 化妆品市场。其中，2019 年护肤品市场约为 2,444.15 亿元，占比已高达一半。从成长速度来看，彩妆则成为增长速度最快的化妆品，2014-2019 年，年均复合增速 15.95%，远远高于整体行业增速。其次，占比最大的护肤品的年均复合增速（2014-2019 年）为 8.35%，与整体行业增速稍保持相近水平。

图 3：护肤品是我国化妆品市场最主要的构成成分

图 4：彩妆成为我国化妆品行业增长的主要驱动力



资料来源: Euromonitor, 东莞证券研究所

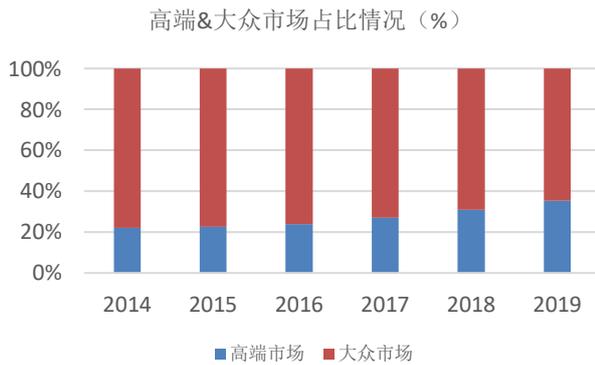


资料来源: Euromonitor, 东莞证券研究所

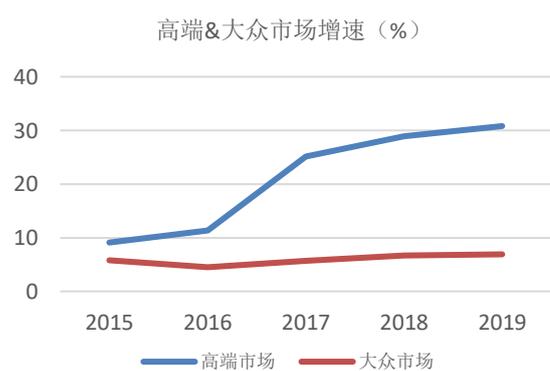
**高端市场高增长，大众市场基数庞大。**化妆品市场可分为高端市场和大众市场。高端市场是面向一二线城市具有高消费水平的人群，其2019年市场规模为1,517.9亿元，占比31.77%的市场份额。大众市场主要针对低线城市的中产人群。虽然大众市场的化妆品产品单价比较低，但由于消费者的基数较大，2019年市场规模高达2,769.8亿元，占据57.98%的市场份额，成为我国最重要的化妆品市场。在成长速度上看，高端市场规模增长得较快。2014-2019年，高端市场复合增速为16.98%，大众市场的复合增速约4.90%。

图 5：大众市场占超过一半的我国化妆品市场

图 6：高端市场的增速较明显



资料来源: Euromonitor, 东莞证券研究所

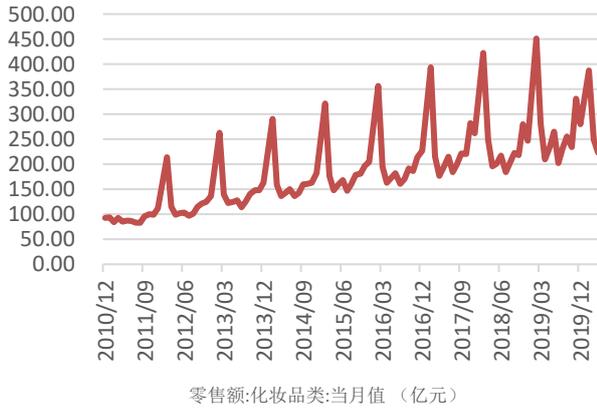


资料来源: Euromonitor, 东莞证券研究所

**2020Q1 受疫情影响，化妆品零售额同比有所下降，Q2 逐步恢复正增长。**截至5月，据国家统计局数据显示，2020年2、3、4、5月化妆品零售额分别为387.10、249.50、223.60、270亿元，较去年同期增速分别为-14.10%、-11.60%、3.50%、12.90%。同期我国社会消费品零售总额同比增速分别为-20.50%、-15.80%、-7.50%、-2.80%。一季度受疫情影响，化妆品零售额同比下降，随着国内疫情的缓解，Q2化妆品零售额逐步恢复正增长。

图 7：我国化妆品当月零售额（亿元）

图 8：化妆品行业从新冠疫情影响中恢复地较快



资料来源: 国家统计局, 东莞证券研究所

资料来源: 国家统计局, 东莞证券研究所

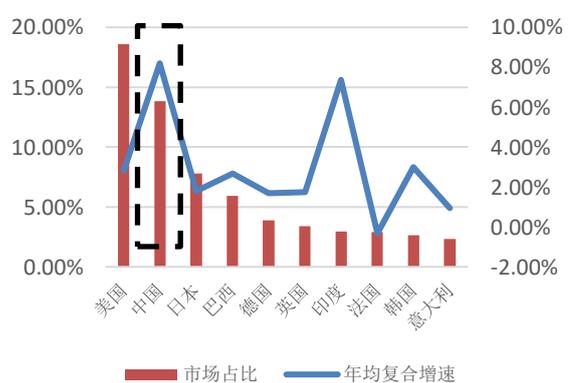
### 1.1.2 全球化妆品市场

**全球化妆品市场规模保持持续增长趋势。**据欧睿数据显示, 2019 年全球化妆品市场规模达到 4,996.37 亿美元, 自 2014 年起呈缓慢增长趋势。世界规模基数最大的化妆品市场是美国, 2019 年其市场规模达到 928.53 亿美元, 较我国多 34.28%, 占全球市场的 18.58%。我国的化妆品市场规模位居世界第二, 占据约 14%。世界第三位是同处于亚太地区的日本, 其 2019 年的市场规模约 389 亿美元, 占比约 8%。从增长性来看, 2014-2019 年, 美国和日本化妆品市场年均增速远不及中国, 分别仅有 2.81% 和 1.78%。在全球前 10 的化妆品市场中, 仅有中国和印度的市场规模正处于快速增长阶段。

图 9: 全球化妆品市场呈缓慢增长趋势



图 10: 我国化妆品市场位居世界第二且增速最明显

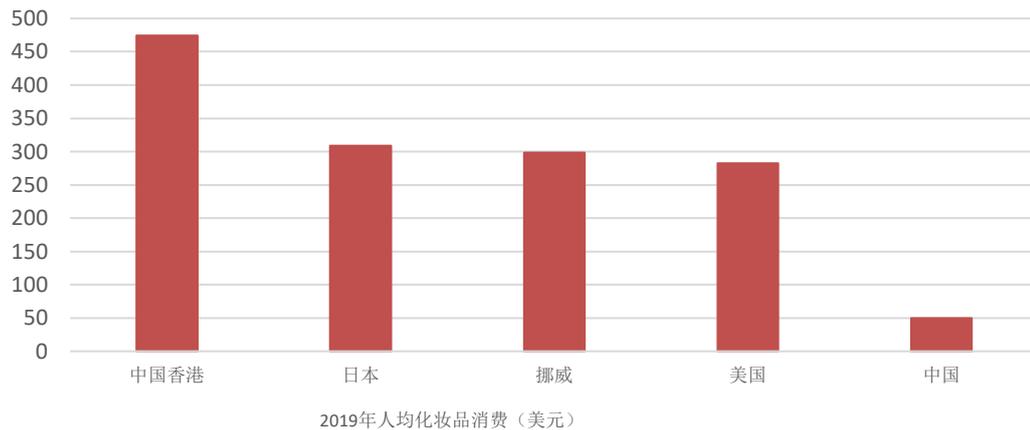


资料来源: Euromonitor, 东莞证券研究所

资料来源: Euromonitor, 东莞证券研究所

**我国人均化妆品消费低于其他发达国家, 市场潜力大。**从欧睿数据库中看出, 全球最高的人均化妆品消费是中国香港地区, 2019 年人均消费了 475 美元。其次是日本, 2019 年人均消费了 309 美元。随后是地处北欧的挪威, 2019 年人均消费了 299 美元。美国虽拥有最大的化妆品市场, 但其人均消费只排在第七位, 2019 年人均消费 282 美元。反观中国, 2019 年人均仅消费 50 美元, 仅是中国香港、日本、挪威和美国的 11%、16%、17% 和 18%。

图 11：我国人均化妆品消费水平较其他国家低



资料来源：Euromonitor，东莞证券研究所

## 1.2 剖析化妆品产业链

**上游原材料占护肤品总成本约 70-80%。**化妆品的生产过程会经历 4 个阶段。化妆品的产业链始于化妆品的原料供应商，原料包括甘油、乳化剂、表面活性剂等；原材料占护肤品总成本约 70-80%，占美妆类产品成本更少。目前，我国化妆品原料发展尚处于不成熟的发展阶段，与日本、欧美等国家还有很大的距离，仅有低端合成护肤油脂、保湿剂、单体活性物（提取）、防晒剂这几类原料具有过硬的生产实力，但是，相关技术也没有很好的应用在国内化妆品领域。国内化妆品原料行业的龙头有巴斯夫、陶氏杜邦、道康宁等全球知名原料公司，此外，还有华熙生物、蓝星等为代表的国产原料供应商。根据原料品类的稀缺性，原料供应商有较好的定价权，毛利率约为 70%-80%。

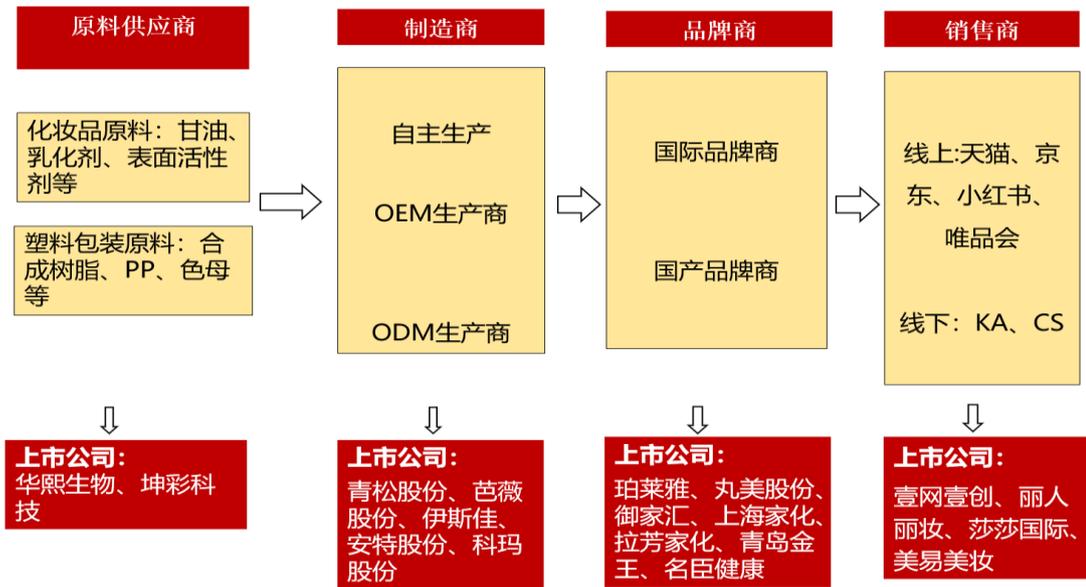
**我国化妆品制造商发达且技术成熟。**生产端从供应商采购完原料后，生产商开始进行加工制作，国内制造商可分为 OEM/ODM 代工厂商和品牌商自主生产（OBM）。因早期国内人工等生产成本较低，不少大型化妆品 ODM/OEM 生产商都较早地在华设立工厂，导致无论是从技术、产能还是业务覆盖的方面来看都较为成熟。一般来说，大型的品牌商会自主掌握核心研发和生产线来控制成本和提高产品质量，比如珀莱雅、丸美是以自主生产为主，自产率达 90% 以上。另外，国内还有一部分优秀的外资化妆品代工厂，比如意大利的莹特丽，韩国的科丝美诗，韩国的科玛，抢占了国内较大比例的化妆品 OEM/ODM 市场。除了少量龙头代工厂能把握住价格话语权，其他中小型代工厂数量多且具有产品质量不稳定性，不具有定价权。即便如此，生产商属于重设备型的属性，且人工费用较高，其毛利率约为 15%-30%。

**化妆品品牌商有较大的盈利空间。**品牌商将负责品牌运营和与经销商合作进行产品销售。品牌运营得好与否将决定品牌力的强度，品牌力强同时也意味着品牌溢价效益空间大。因此，在品牌商而言，最大的支出便是营销费用，一般此比率占 25%-40% 左右，其毛利率处于整个产业链前列，大约为 65%-80%。

**销售渠道向多元化方向发展。**按照品牌商的经营策略，选择经销商或者代理商进行线上或者线下或者两者相结合的销售渠道铺设。当前，我国的化妆品市场发展迅猛，很大程

度地受益于销售渠道的多元化发展。从渠道分布来看，线下CS店逐渐挤兑传统KA店的市场份额，线上的直营店和第三方综合平台的化妆品销售额则迅速增长。线上销售渠道的成本相对线下实体店而言较低，综合起来，销售商的毛利率约为25%-40%左右。

图 12：我国化妆品产业链剖析



资料来源：中国产业信息网，东莞证券研究所

### 1.3 我国化妆品品牌概括

国际品牌产品矩阵完善，统领高端市场，本土品牌聚焦于大众护肤品牌。我国化妆品品牌大致能分为四个档次，分别是顶级、高端、中端及低端。从美妆产品上看，顶级、中高端品牌都是由欧美知名品牌所主导，顶级的代表品牌有 Tom ford(汤姆·福特)、香奈儿。高端市场的代表品牌有迪奥、雅思兰黛。中端市场则是一些价格中等的品牌，比如欧莱雅、美宝莲。低端市场则有一部分韩国和国产品牌，比如卡姿兰、爱丽小屋。我国专营美妆产品为主的品牌尚还在起步状态，成型的品牌数量不多，大多定位在中低端的大众市场。从护肤品上看，我国市面的顶级品牌全是海外知名品牌，代表有 Lamer(海蓝之谜)、娇兰。高端品牌则是日本品牌为主，代表有资生堂、雪花秀等，其他高端美妆品牌，比如迪奥等，也有相应的护肤品产品。中端品牌也是以欧美和日韩的品牌为主，代表由玉兰油、国产的丸美。我国低端护肤品品牌是以本土品牌为主，代表有珀莱雅、韩束等。

表 1：我国化妆品品牌

品牌属性	市场定位	美妆产品	护肤品
顶级	高端市场	TOM FORD CHANEL	GUERLAIN 法国娇兰 L'AMER sisley PARIS IR
高端	高端市场	ESTÉE LAUDER 雅诗兰黛 LANCÔME YVES SAINT LAURENT Dior GIORGIO ARMANI	SHISEIDO 资生堂 SKII ORIGINS Whoo Sulwhasoo CLARINS IPSA
中端	大众市场	MAC MAYBELLINE NEW YORK L'OREAL 欧莱雅 shu uemura KIKO 露华浓 REVLON	Kiehl's BIOTHERM EAU THERMALE 雅漾 VICHY 薇姿 佰草集 innisfree LA ROCHE-POSAY 理肤泉 LANEIGE MARUBI 玉兰油 OLAY
低端	大众市场	Mamonde 梦妆 CARSLAN 卡姿兰 PASTORAL LOVER ETUDE HOUSE perfect diary 完美日记	百雀羚 御泥坊 CHANDO 自然堂 春纪 KanS 韩束 PROYA 珀莱雅 小伊士 MININURSE One leaf 一叶子 薇诺娜

资料来源：公开资料整理，东莞证券研究所

## 2. 化妆品市场的竞争格局

### 2.1 市场集中度

我国市场较日美两国集中度低，但有逐年提升的趋势。我国2014年、2019年的化妆品CR10分别为35.4%、41.7%，市场集中度有明显提高。参考日本和美国的市场占有率，美国2014年、2019年的化妆品CR10分别为56.8%、54.8%，市场集中度正逐年下降；日本2014年、2019年的化妆品CR10分别为48.2%、49%，集中度保持平稳。当前，中国的化妆品市场集中度与发达国家相比尚有提升空间。

图 13：中国与美日两国的 CR10 化妆品公司

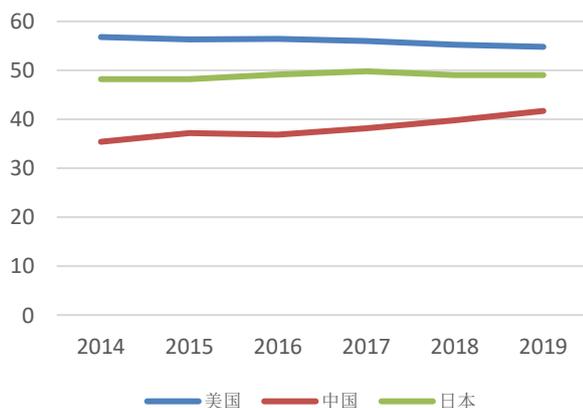
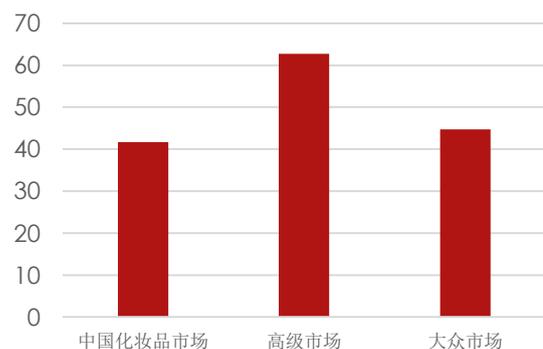


图 14：2019 年化妆品市场 CR10 集中度 (%)



资料来源：Euromonitor，东莞证券研究所

资料来源：Euromonitor，东莞证券研究所

我国化妆品市场主要份额集中于海外知名公司和品牌。在化妆品企业排名前20的化妆品企业中，欧莱雅、宝洁、雅思兰黛、资生堂和LVMH集团分别占据前5名，它们均是海外知名化妆品企业，2019年占据约30%的市场份额。除此之外，20强企业里本土企业占据10位，位置均在13-20名左右。这10家本土企业里包含百雀羚、伽蓝、上海上美和上海家化等涵盖美妆或者护肤品的企业。从品牌上看，百雀羚、自然堂、韩束是国产品牌入榜前20的化妆品品牌，其中百雀羚的市场份额位居第三，2019年市场份额为2.3%，仅差排名第二的兰蔻0.1%。

大众市场的集中度较低，本土品牌主要发力大众市场。大众市场的公司数量繁多，市场竞争激烈，CR10仅有44.70%；而高端市场的CR10达到62.8%。近几年，伴随电商的兴起，国产品牌纷纷转向线上的渠道，并使用精准的营销方式，提升品牌形象，市场份额有所提升并不断挤压国际品牌的市场份额。在大众市场，国际品牌近年来更是不断地承压，CR20化妆品企业中属于本土的市场份额从2014年的不足20%提升至2019年的25%。

表 2：我国 CR20 化妆品公司

排名(1-10)	化妆品公司	市场份额 (%)	排名(11-20)	化妆品公司	市场份额 (%)
1	欧莱雅	10.2	11	上海家化	1.5
2	宝洁	9.4	12	杭州玫琳凯	1.4
3	雅思兰黛	4.2	13	LG	1.3
4	资生堂	3.8	14	好来化工	1.1
5	LVMH 集团	2.8	15	云南白药	1.1
6	爱茉莉太平洋	2.4	16	无极限	1.1
7	上海百雀羚	2.3	17	广州阿道夫	1.1
8	联合利华	2.3	18	优妮雅	1.1
9	伽蓝	2.2	19	安利	1
10	上海上美	2.1	20	高露洁	1

资料来源：Euromonitor，东莞证券研究所

表 3：我国 CR20 化妆品品牌

排名(1-10)	化妆品品牌	市场份额 (%)	排名(11-20)	化妆品品牌	市场份额 (%)
1	巴黎欧莱雅	3.1	11	飘柔	1.2
2	兰蔻	2.4	12	黑人	1.1
3	百雀羚	2.3	13	云南白药	1.1
4	雅思兰黛	2.2	14	阿道夫	1.1
5	玉兰油	1.9	15	美宝莲	1.1
6	自然堂	1.8	16	悦诗风吟	1
7	海飞丝	1.6	17	佳洁士	1
8	迪奥	1.4	18	欧珀莱	0.9
9	玫琳凯	1.3	19	舒肤佳	0.9
10	韩束	1.2	20	SK-II	0.9

资料来源：Euromonitor，东莞证券研究所

## 2.2 国际品牌深耕中国市场，具有明显竞争优势

国外品牌主导高端市场，一二线城市具有较高消费能力是目标人群。我国高端市场虽然基数不大，占比仅约30%，但受益于近年来消费升级，高级化妆品市场的增速比较靓丽。从细分板块上看，护肤品是其中最大的品种，占高端市场的62%，其次是彩妆用品，与整个化妆品市场的构成较为一致。从增长速度来看，彩妆才是驱动整个高端市场增长的主要因素。高端市场的集中度比较高，CR10公司的市场份额62.8%。前10强公司里仅有1家中资公司，阿道夫，其主营个人洗护产品；其余的9席全是外资公司。由此可见，本土品牌在高端市场的竞争力薄弱，仅有洗护产品的阿道夫挤入前列，美妆和护肤品公司均未入列。

表 4：2019 年高端市场 CR10 化妆品企业

企业名称	市场份额 (%)
欧莱雅	17.3
雅思兰黛	13.1
LVMH 集团	8.7
资生堂	6.9
<b>阿道夫</b>	<b>3.3</b>
爱茉莉	3.1
宝洁	3.1
无限极	2.8
LG 生活健康	2.4
安利	2.1
CR10 合计	62.8

资料来源：Euromonitor，东莞证券研究所

经过研究，我们总结出国外品牌得以统领高端市场，得益于以下几点优势：

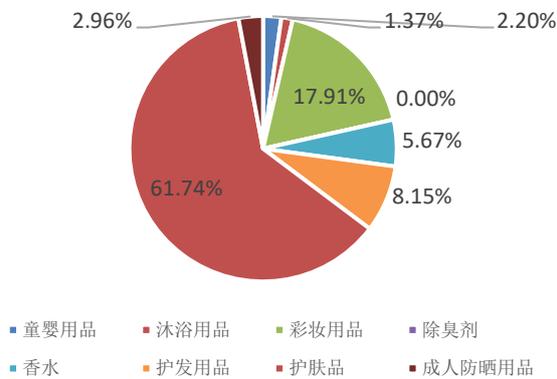
**进军中国市场较早，品牌力强。**早在20世纪80年代，国外品牌就开始进入中国市场，至今已有40余年。目前，中国还活跃于化妆品市场的本土化妆品品牌大多数成立于2000年左右，然而在那之前，小护士、美加净等最早期的国民化妆品品牌大多以被收购合并为结局，因此，国外品牌立足国内多年，已塑造好的高级的品牌形象深耕国内消费者的心中。根据益普索的调研显示，高端市场女性消费者的品牌意识非常强烈，她们最关注的不是产品价格，而是产品品质，因此，更倾向于品牌力强的国际知名品牌，形成较好的消费粘性。

图 15：国际品牌进军中国市场时间梳理图



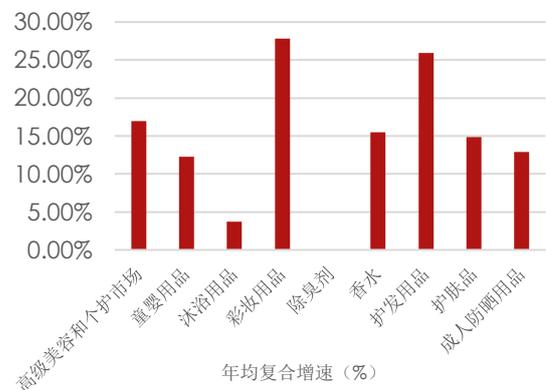
资料来源：公开资料整理，东莞证券研究所

图 16：我国高端化妆品市场板块构成



资料来源：Euromonitor，东莞证券研究所

图 17：2014-2019 年彩妆复合增速高于高端市场



资料来源：Euromonitor，东莞证券研究所

**强大的研发技术持续追逐潮流。**近年来，随着我国的消费升级，我国女性消费者特别是一二线城市的女性的精致生活意识和护肤意识不断地提升。对于护肤品，她们的要求不仅限于基础补水和保湿，而是更多地倾向于专门解决某个面部问题的功能性产品，比如抗衰老等。除了护肤品以外，化妆品消费趋势也逐渐扩展到彩妆产品。除了良好的品牌效应，国际品牌背靠充足的集团资本资源，能随着消费者的口味持续研发出领先同行的产品来不断地完善自己的子品牌和产品矩阵。因此，国际品牌能持续满足一二线城市女性的因消费升级而带来的消费需求，不断巩固其在高端市场的话语权。

### 2.3 本土品牌靠差异化定位，借力消费升级逐渐崛起

国产品牌定位大众市场，三线以下城市的中产阶级女性为目标人群。我国化妆品大众市场的特征是：基数大，占比约6成，增速稳中有升。从细分板块上分析，护肤品是大众市场占比最大的板块，占比54.41%。从增速来看，2014-2019年属于基础日化的婴童产品增长迅猛，年均复合增速11.09%。其次，跟高端市场一样，彩妆也成为驱动大众市场成长

的主要元素之一，年均复合增速也有9.24%。香水产品的市场规模则逐年下降，年均复合增速为-4.79%。

图 18：我国大众化妆品市场板块构成

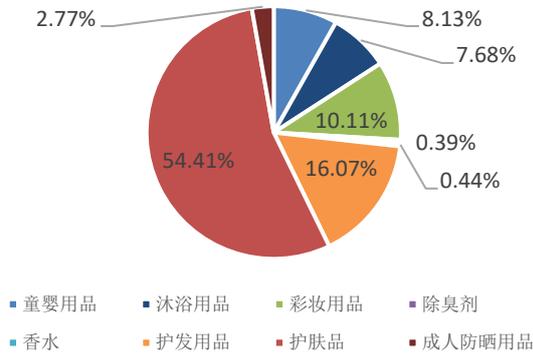
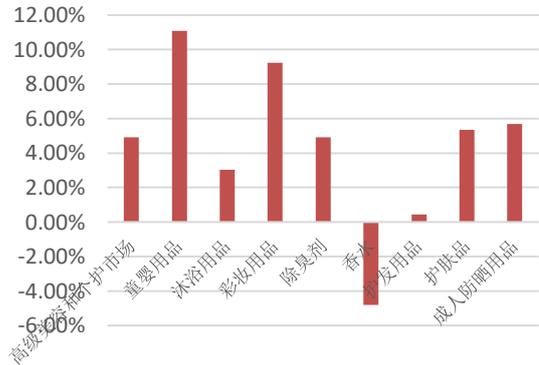


图 19：2014-2019 年大众市场细分品类复合增速(%)



资料来源：Euromonitor，东莞证券研究所

资料来源：Euromonitor，东莞证券研究所

国产品牌处于的大众市场的竞争比较激烈。CR10品牌的市场份额只有28.7%，其主要竞争压力是来自于国际品牌旗下的定位中低端的子品牌。据欧睿数据统计显示，大众市场的CR10公司中的本土公司有5个，分别是百雀羚、伽蓝集团、上海上美、上海家化和玫琳凯，另外5强席位均是国际知名公司。近年来，本土公司慢慢崛起，市场份额逐年提升，2014-2019年，百雀羚、伽蓝集团的市场占有率均有不同程度地提升。经过研究，我们觉得本土化妆品公司近年来扭转竞争局势慢慢崛起的原因归根于以下几点：

表 5：2019 年大众市场 CR10 化妆品企业

企业名称	市场份额 (%)
宝洁	11.8
欧莱雅	8.1
百雀羚	4
伽蓝集团	3.8
上海上美	3.6
联合利华	3.2
资生堂	2.8
上海家化	2.7
爱茉莉	2.4
杭州玫琳凯	2.3
CR10 合计	44.7

资料来源：Euromonitor，东莞证券研究所

不再是“模仿者”，逐渐重视产品创新。由于资金不足、缺乏创新能力等问题，大多数国产化妆品公司初期是模仿国际大牌的产品起家的，虽然价格便宜，但产品不具有差异性且品质不过关，导致无法吸引大量的消费者。随着国际品牌不断深耕中国市场的步伐，

国产品牌在一旁也不断地参考和学习它们的经验，并开始重视营销，近年来，更有重视产品的研发创新的趋势。当前，我国突围而出的本土品牌，凭借自身对本土市场的人群喜好和皮肤肤质的了解，均善于打造具有差异化的适合国内消费者的产品。

**享受低线城市的消费升级的红利。**近年来，国内的消费升级除了带动一二线高端市场的迅速增长，也拉动三线以下城市消费者对化妆品的购买力。受一二线城市对化妆品消费观念转变的影响，除了消费生活必需品以外，三线以下城市的居民也开始尝试更多的非必需品，比如化妆品等，一定程度上提高生活质量。一是本土品牌善于利用经销商进行渠道下沉，并且给经销商让利、返点等优惠活动，使得经销商更愿意与本土品牌合作，非常有利于本土品牌布局三线以下城市的销售。反观国际大牌，因为受限于公司内部的价格规定，无法给经销商同等的优惠力度，价格灵活性较低，不利于它们布局低线城市。二是本土品牌善于利用目前当红的社交电商平台，进行一系列的营销活动，获得消费者特别是年轻一族的关注和青睐，品牌理念更贴近国内消费者对健康、自然、美丽的追求。

### 3. 国产品牌“渠道+营销”的崛起之策

#### 3.1 电商渐成国产品牌发力的主流渠道，线下CS渠道助拓展下线市场

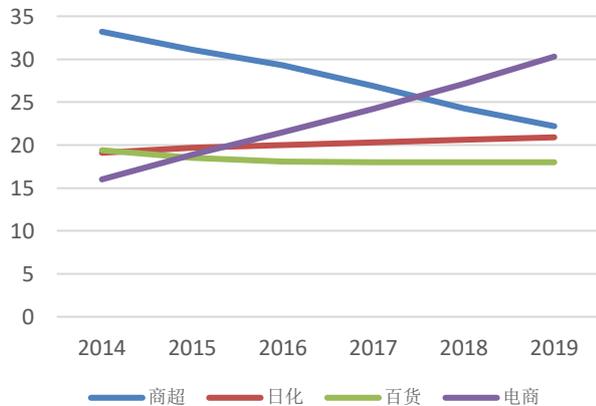
化妆品领域趋于向多元化渠道矩阵发展，不只依赖单一的销售渠道。随着电商的普及，消费者购物习惯发生变化，化妆品的销售不再局限于线下渠道。从前，KA是主要的渠道，现在CS日化/美妆店和线上电商平台成为后起之秀。根据欧睿统计显示，2019年，我国化妆品的渠道主要分布在KA、CS日化/美妆店、大型百货商场和电商，它们的渠道份额分别是22.2%、20.9%、18%和30.03%，形成相当均衡的四足鼎立的销售渠道体系。

表 6：化妆品四大渠道概括

渠道	市场定位	价格区间	渠道特征	渠道举例	主要品牌
商超 (KA)	中低端	30-200 元	产品分品牌地陈列在货柜上，可能有销售人员负责推广	家乐福、永辉超市	本土国民品牌：百雀羚、大宝等
大型百货商场	高端、顶级	300-2000 元	设立高档的品牌专柜，并附有专业的导购人员，给消费者较为全面的消费体验	恒隆、中信泰富	国际一线品牌：迪奥、香奈儿等
日化/美妆专营店 (CS)	中高端	50-500 元	各品牌分开陈列，有导购人员提供产品咨询服务，店内种类、品牌较多，给消费者提供一站式服务	丝芙兰、屈臣氏	本土品牌：珀莱雅、自然堂等；日韩品牌：奇士美等
电商	中高端	50-2000 元	B2C、C2C 平台，提供文字、图片表达产品，消费者下单后等待 2-3 天拿到产品	天猫、京东	涵盖几乎所有国产国外品牌
	中高端	30-200 元	特卖、团购平台，通常价格比较优惠	唯品会、聚美优品	本土品牌：御泥坊、珀莱雅等；少数国际品牌：兰蔻

资料来源：珀莱雅招股书，东莞证券研究所

图 20：2014-2019 年渠道占比变化（%）



资料来源：Euromonitor，东莞证券研究所

图 21：国内 CS 美妆店：丝芙兰

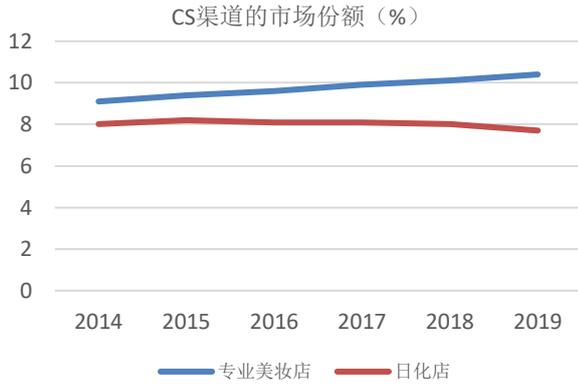


资料来源：丝芙兰微博官网，东莞证券研究所

**线上渠道越发重要，线下传统KA渠道渐渐被CS日化/美妆店取代。**从趋势来看，目前，电商是最受欢迎的渠道，电商在消费者生活和购物的渗透率越发提高，因此，化妆品领域也顺应潮流纷纷拓展线上渠道，2014-2019年，电商渠道以11.23%的复合增速快速发展。然而，商超和百货商场的销售渠道均有不同程度的下滑。从前，化妆品行业的商超渠道为王，但如今，由于商超的定位比较低端、货架上陈列方法无法展示产品的差异化、缺乏专业导购，导致无法满足消费者消费升级的需求。另一方，受电商崛起的冲击，化妆品百货渠道的市场份额也有较为明显的下滑，其中原因是百货商场本身的业态不佳，整体销售额下滑严重。不过，百货渠道主要是国际大品牌所占据，国产品牌几乎没有，百货渠道的衰退与国产品牌关联不大。我国CS渠道能细分为日化药品店和专业美妆店两种，性质相似，但具体的服务性质有所区别。两者的门店都售卖美妆产品和护肤品，且都配有导购员。区别在于日化药品店的生活日化类产品更齐全，不过导购员的专业性一般，而专业美妆店产品品种聚焦于美妆和护肤品，且导购员的专业性更强，提供消费者更好地现场体验及专业的服务。从数据上看，专业美妆店渠道2014年、2019年的占比分别是9.1%、10.4%，逐年递增；日化药品店渠道2014年、2019年的占比分别是8%、7.7%，逐年递减。正是因为如此，当前在消费升级的大环境下，消费者更重视生活品质和体验感，专业美妆店的优势更胜一筹。

图 22：专业美妆店的市场份额逐年提升

图 23：国外品牌提供 CS 渠道的供货折扣偏低



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, 在 CS 店供货折扣 7-7.8 折+政策促销
宝洁	宝洁护肤+洗护	多年没有太大改变, CS 渠道平均毛利率在 10-20 个百分点左右。
联合利华	联合利华专供新品	清扬樱花系列 350ml 专供系列及力士沐浴露等 14 个 SKU, 利润空间相比以往提高了 20~30%
曼秀雷敦	曼秀雷敦常规品	在 CS 店的供货折扣 5.5 折左右+政策促销
	曼秀雷敦特供品	在 CS 店的供货折扣 5 折左右+政策促销
爱茉莉太平洋	梦妆	在 CS 店的供货折扣 6 折+政策促销

资料来源: Euromonitor, 东莞证券研究所

资料来源: 品观网, 东莞证券研究所

线下渠道中,CS店有利于开发低线城市的市场潜力,单品牌店逐渐成为趋势。一般来说,化妆品领域中线下渠道基本都通过经销商来铺张。国产品牌的目标人群是居住在三线以下城市的,但是我国城镇乡结构复杂,为了精准地针对到目标消费者人群,国产品牌借助CS渠道来深入低线城市的市场。相比于其他渠道,CS渠道的优势在于门店扩张速度比较快,有相当强的引流能力,适合国产品牌打开低线市场;二来是相对百货来说,CS渠道的入场费和进入门槛较低,经销商能以较低的成本来达到比较好的品牌曝光度;三是CS店起初大多是以夫妻店的模式运营,即便当前的CS店有一系列的装修升级和改造,CS店的形象还是相对地平民化,符合注重“性价比”的低线化妆品市场的消费理念;四是,国产品牌针对CS渠道的供货折扣一般是60%以上,而国际品牌的折扣幅度都不超过40%。这导致了CS门店即使也引入不少的偏平民化的国际品牌,但从利润率上看,CS门店更愿意销售国产品牌。另一方面,除了CS渠道,国产品牌开始发力开单品牌门店,以规模先行,通过大量铺设店铺来进一步扩大销售渠道。单品牌店的优势在于注重体验、能直接触达消费者、且有效地承接线上引流,有利于塑立国产品牌中很缺乏的品牌粘性。

表 7: 国内品牌给渠道的供货折扣较高

公司	品牌	供货折扣
丸美	丸美、恋火	CS、百货、电商: 供货价格为零售价四折
	春纪	CS、电商: 供货价格为建议零售价三五折
珀莱雅	珀莱雅	KA: 供货折扣为 5.1 折供货

资料来源: 丸美股份和珀莱雅招股书, 东莞证券研究所

表 8: 国内品牌的单品牌店数量远超国外品牌

类别	品牌	单品牌店数量
本土品牌	植物医生	2500
	婷美小屋	1000
	林清轩	417

	膜法世家	210
欧美品牌	欧舒丹	200
	馥蕾诗	49
韩系品牌	悦诗风吟	400
	菲诗小铺	357

资料来源：亿邦动力研究，东莞证券研究所

**线上电商为国产品牌崛起提供垫脚石，与本土品牌共同成长。**电子商务平台解决了消费者对产品的信息透明度的问题，降低了消费者的试错成本。最初，电商渠道都以价格便宜来吸引消费者，其受众人群正是对新事物接受度较高和对价格较敏感的消费者，这就为国产品牌提供了一个成本即低又能较好地接触消费者的平台切入点。得益于对国内敏锐的市场洞察力和快速的反应，国产品牌跨入电商领域的发展是早于国际品牌。以御泥坊为例子，它的电商旗舰店成立于2008年，品牌专注于面膜类产品。借助第一波的电商东风，实现短时间内营业收入快速增长。另一方面，从线下起家的本土品牌为了抓住电商的红利，也积极发展线上渠道，对于它们而言，虽然品牌本身有一定的知名度，但电商平台能很大程度地弥补线下销售网点的不足。近年来，社交电商逐渐兴起，引领着化妆品领域的线上渠道从传统的综合电商平台转化到新型社交电商平台，实现新一轮的营收增长。

表 9：国产和国际品牌进驻天猫时间梳理

时间	品牌
2008 年	御泥坊、相宜本草
2009 年	阿芙、佰草集
2010 年	百雀羚
2011 年	韩束、美肤宝
2012 年	SK-II、兰芝
2013 年	倩碧、娇韵诗、茱莉蔻、伊丽莎白雅顿
2014 年	后、雅思兰黛、悦木之源、资生堂
2015 年	兰蔻、赫莲娜、海蓝之谜
2016 年	丸美、雪花秀、植秀村

资料来源：天猫，东莞证券研究所

### 3.2 坚定发展品牌营销策略，善用新媒体营销吸引年轻消费者

**注重品牌营销。**早期，国内品牌的渠道主要在于KA渠道，有着缺乏鲜明突出的品牌形象和用户粘性的缺点，并且，国内消费者尚未形成护肤和美妆等消费理念和习惯。为了快速扩张销售规模，营销的最直接主要方式局限在于产品价格促销，以打折的方式来达到吸引消费者的效果。这种营销的效果不具有持续性，不利于建立品牌忠诚度，消费者在多种品牌可供选择的情况下，往往会倾斜于价格更低或者正在做促销的产品。但是，随着国内化妆品行业的日益成熟，并且，护肤品和美妆产品具有偏刚需的特性。对于女性

消费者来说，一旦用上，便会依赖上并持续地购买更多地化妆品品种以达到更精致的美貌。因此，国产品牌也洞悉到国内消费者的习惯转变，逐渐开始重视品牌营销，以建立品牌力。除了上文所说的建立单品牌门店之外，国产品牌的营销思路也逐渐清晰，通过了解国内消费者的消费偏好顺应潮流，借力年轻的流量明星，致力打开年轻一代的消费市场。比如，珀莱雅一直是定位于大众市场的年轻品牌形象，品牌代言人之前是高圆圆、陈好、大S徐熙媛等大牌明星，今年4月份更是选择了新锐流量明星蔡徐坤成为品牌代言人，希望以明星的人气流量转变为品牌产品的销量，引起消费者特别是年轻一代（16-20岁）的购买欲望。

图 24：抖音最热视频本土品牌热度高

图 25：当红流量明星成为珀莱雅代言人



资料来源：米汇统计，东莞证券研究所

资料来源：珀莱雅微博官网，东莞证券研究所

**善于借力网络KOL“卖货”引爆话题热点。**除了营销策略发生转变之外，本土品牌也较好地洞悉到国内营销媒介重心逐渐从传统电视报纸广告到新型网络平台上的转化。以前，传统营销媒介集中于电视、报纸等，国际品牌利用自身的资金优势，大量投放广告来迅速提高知名度，但此营销方式对早期缺乏充足的资金链的国产品牌来说并不友好。近几年，随着电子商务平台的兴起，营销媒介逐渐向网络社交媒体倾斜。以前，营销内容是注重于醒目的却单一的广告语，如今，伴随“小红书”、“抖音”等社交媒体的兴起，以美妆KOL“种草”推荐、网红直播卖货、行业专业认识功能解读等营销方式促使消费者购买产品，购买完产品后，消费者又能在平台通过图文或者短视频与他人分享和交流自己的购买经验，形成二次的口碑传播，因此以社交媒体为核心的新营销方式的内容更为丰富且更生活化，能够全面地渗入消费者的生活当中。新型社交媒体的使用者绝大部分也是千禧一代消费者，对于国产品牌而言，网络社交媒体的门槛并不高，不需要投入特别多的资金，并且，与国产品牌的目标人群有着高度的契合度，国产品牌能利用新型社交媒体能达到精准有效的营销效果。比如，珀莱雅的泡泡清洁面膜通过”口红一哥”李佳琦的直播带货，瞬间成为明星“爆款”产品，短时间内销售出200万盒。据米汇统计显示，热受年轻人喜爱的抖音APP成为国产美妆品牌营销的主要平台之一，抖音热门视频中前5强里有3个是国产化妆品品牌。

## 4. 化妆品行业的发展驱动力

### 4.1 国家产业政策的推动

国家政策不断进一步细化的约束，引导国内化妆品行业规范化发展。自1990年起，国家卫生部发布《化妆品卫生监督条例》，规定未取得《化妆品生产企业卫生许可证》的单位，不得从事化妆品生产，从此拉开我国对化妆品的卫生质量和使用安全监督的幕帘。接着，国家不断细化和规范化妆品注册和备案的流程，比如2011年的《国产非特殊用途化妆品备案管理办法》等。随着行业规范化的推进，国家也不断地从生产和检测两格方面推进化妆品质量的管理。从生产商来看，2016年起，国家药监局发布新规“两证合一”，对化妆品生产许可的标准提出了新要求，重点在于提高企业在生产质量管理方面的要求；2018年，《化妆品分类规范》和《化妆品功效宣称评价指导原则》中引导和规范了化妆品企业正确地说明化妆品的分类和功效。从检验角度来看，2017年，《化妆品监督抽检工作规范》加强和规范化妆品监督抽检工作；2019年，化妆品检验检测机构能力建设指导原则中加强化妆品类型的检验检测能力。

**规范化的同时也释放政策红利。**在不断地规范化妆品行业的质量安全，改善化妆品行业鱼龙混杂的局面的同时，国家也不断开放市场，降低化妆品进口关税和消费税。2016年9月，财政部与国家税务总局发出《关于调整化妆品消费税政策的通知》，取消对（包括进口）普通美容、修饰类化妆品征收消费税，其中“化妆品”税目名称更名为“高档化妆品”，税率由30%调整为15%。降低化妆品进口关税和消费税有利减少国际品牌国内外价格的差距和帮助国内化妆品市场形成良好的竞争格局。国内化妆品市场的原料和新原料的监管一直备受诟病，原料的受限导致了功效好、新上市的新型原料，在国内化妆品品牌中不能使用。为了打破这局限，今年1月，国务院常务会议审议通过《化妆品监督管理条例（草案）》，更是放开了化妆品原材料的使用，为国产品牌进行产品创新打下良好的基础。

表 10：中国化妆品行业相关政策梳理

时间	政策法规	具体要求
1990 年	《化妆品卫生监督条例》	对化妆品生产企业的卫生监督实行卫生许可证制度，《化妆品生产企业卫生许可证》由省、自治区、直辖市卫生行政部门批准并颁发。 《化妆品生产企业卫生许可证》有效期四年，每 2 年复核 1 次。未取得《化妆品生产企业卫生许可证》的单位，不得从事化妆品生产。
2005 年	《化妆品卫生监督条例实施细则》（2005 修订）	详细说明了《化妆品生产企业卫生许可证》的审核批准程序及相关管理办法。特殊用途化妆品投放市场前必须进行产品卫生安全性评价，并由国务院卫生行政部门审查批准。
2011 年	《化妆品行业“十二五”发展规划》	十二五”期间，化妆品销售和进出口贸易争取保持持续平稳增长，销售额平均年增长速度稳定在 9% 左右，到 2015 年销售额力争达到 2300 亿元左右，出口贸易额年均增长稳定在 10% 左右，到 2015 年出口额力争达到 25 亿美元左右。

2011年	《国产非特殊用途化妆品备案管理办法》	详细规定了国产非特殊用途化妆品的备案要求和相应手续。国产非特殊用途化妆品应在产品投放市场后2个月内，由生产企业向所在行政区域内的省级食品药品监督管理部门申请备案，并按照有关要求提交备案资料，履行备案手续。
2012年	《关于化妆品领域落实<标准化 事业发展“十二五”规划>的意见》	今后几年化妆品标准化工作，要坚持以服务化妆品行业科学发展和安全监管需要为主题，以支撑加快转变化妆品行业发展方式为主线，到“十二五”末，努力实现我国化妆品标准质量水平明显提高，化妆品标准化整体质量效益明显提升，标准体系能基本满足化妆品生产、流通、消费和监管需要。
2013年	《关于调整化妆品注册备案管理有关事宜的公告》	规定自2014年6月30日起，国产非特殊用途化妆品生产企业应当在产品上市前，按照《国产非特殊用途化妆品备案要求》，对产品信息进行网上备案。备案的产品信息经省级食品药品监管部门确认后在食品药品监管总局政务网站统一公布，供公众查询，省级食品药品监管部门不再发放国产非特殊用途化妆品备案凭证。美白化妆品纳入祛斑类化妆品管理。
2013年	《关于进一步做好当前化妆品生产许可有关工作的通知》	国家质检总局已发放的《全国工业产品生产许可证》和省级食品药品监管部门已发放的《化妆品生产企业卫生许可证》，在有效期内的仍继续有效。上述两个许可证有效期满需要换证的，原许可证有效期自动顺延，具体截至日期另行通知。
2015年	《关于化妆品生产许可有关事项的公告》	对化妆品生产企业实行生产许可制度。从事化妆品生产应当取得食品药品监管部门核发的《化妆品生产许可证》，《化妆品生产许可证》有效期为5年，其式样由国家食品药品监督管理总局统一制定。
2015年	《关于实施化妆品安全技术规范（2015年版）有关事宜的公告》	自2016年12月1日起，禁止生产或进口不符合《化妆品安全技术规范（2015年版）》规定的化妆品，相关产品可销售至其保质期结束。
2015年7月20日	《化妆品监督管理条例（修订草案送审稿）》	互联网化妆品交易第三方平台应实行化妆品生产经营者实名登记制度，对入网化妆品生产经营者承担管理责任，发现其有违规行为应及时制止，并立即报告食品药品监督管理部门。发现严重违法行为的，立即停止对其提供互联网交易平台服务。
2015年12月15日	“两证合一”的公告	原持有《全国工业产品生产许可证》和《化妆品生产企业卫生许可证》的化妆品生产企业，需在2016年1月1日--12月31日期间统一替换为新版的《化妆品生产许可证》。
2015年11月10日	《化妆品安全风险评估指南》	在产品安全风险的评估上，对人员要求、评估程序、毒理学研究以及相应的安全风险评估报告四个方面都更加细化。
2016年9月30日	《关于调整化妆品消费税政策的通知》	为了引导合理消费，取消对普通美容、修饰类化妆品征收消费税，将“化妆品”税目名称更名为“高档化妆品”。征收范围包括高档美容、修饰类化妆品、高档护肤类化妆品和成套化妆品。税率调整为15%；高档美容、修饰类化妆品和高档护肤类化妆品是指生产（进口）环节销售（完税）价格（不含增值税）在10元/毫升（克）或15元/片（张）及以上的美容、修饰类化妆品和护肤类化妆品。
2017年	《“十三五”国家食品和药品安全规划》	“十三五”期间，加快食品安全国家标准制修订，实施药品、医疗器械和化妆品标准提高行动。

2017年7月27日	《化妆品监督抽检工作规范》	加强和规范化妆品监督抽检工作
2018年1月5日	《化妆品风险监测工作规程》	根据规程,6大类化妆品将被重点监测,包括:可能含有潜在危害因素的产品;流通范围广、消费量大的产品;引起化妆品安全事故或受到消费者关注的产品;涉嫌虚假夸大宣传误导消费者的产品;根据不良反应监测结果显示具有潜在风险的产品;技术上无法避免,导致风险物质作为杂质带入的产品。以上6大类化妆品的监测总结报告,将直接报送国家食品药品监督管理总局。
2018年1月9日	《化妆品分类规范》	该规范以产品功能宣称、作用部位、产品剂型和使用人群为依据细化分类,实施编码原则,实行开放式分类表格设计,可依据行业和科技的发展对分类进行动态增补或调整。
2018年1月24日	《化妆品功效宣称评价指导原则》	化妆品企业需对产品功效宣称类别进行评价,要求功效宣称与其证据水平(评价)相一致。除了能直接识别的功效外,特定功效宣称均应经过相应评价,包括但不限于防晒、美白祛斑、育发、美乳、健美、除臭、抗皱、祛痘、控油、去屑、修复、保湿(>2小时)功效
2018年12月8日	《化妆品监督管理条例》	标志着条例的修订工作取得重大进展。结合条例的修订,化妆品生产质量管理规范、化妆品网络销售监督管理办法、非特殊用途化妆品备案管理办法等法规标准也有序推进。
2019年5月30日	《关于实施特殊用途化妆品行政许可延续承诺制审批有关事宜的公告》	自2019年6月30日起,特殊用途化妆品行政许可延续政策发生重大改变,实施承诺制审批。
2019年8月22日	化妆品检验检测机构能力建设指导原则	加强对药品、医疗器械、化妆品类型检验检测机构在能力建设方面的指导,提升检验检测能力,为药品、医疗器械化妆品、监管体系提供有力的保障。
2019年9月10日	《化妆品注册和备案检验工作规范》	《规范》共二十四条,旨在进一步规范化妆品注册和备案检验工作,保证化妆品注册和备案检验工作公开、公平、公正、科学。
2020年	《化妆品管理条例》	按照放管并重的要求,规定对化妆品产品和原料,按风险高低分别实行注册和备案管理,并简化流程;完善监管,明确企业对化妆品质量安全的主体责任,加大企业和相关责任人违法惩戒力度。

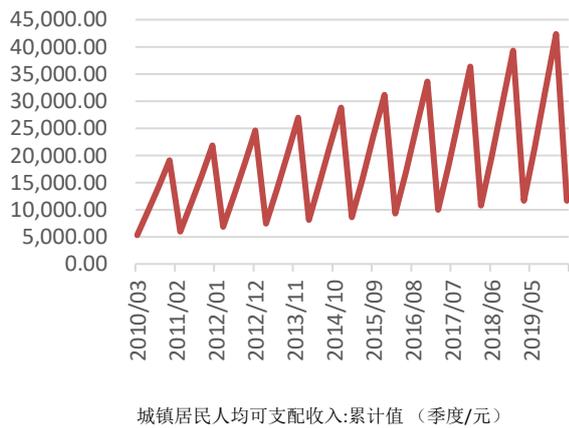
资料来源:公开资料整理,东莞证券研究所

## 4.2 化妆品刚需属性,城乡居民消费升级

**城乡居民消费升级,化妆品刚需属性优势突显。**根据国家统计局数据,2019年我国城镇居民人均可支配收入达到42,359元,较2010年提升2倍多,2010-2019年,复合增速约8.30%,居民消费力得到大力提升。从品类属性上看,化妆品属于快消品,且女性化妆的步骤品类繁多,女性护肤需求也随着天气,年龄变化而转变,购买频率非常高,具备刚需的特性。除衣食住行的必要消费外,可支配收入的提高便会倾移到化妆品这类刚需特性的产品中,为国内化妆市场增速提供了必要条件。另外,自上个世纪90年代起,外资品牌进驻中国市场,我国的化妆品市场消费者教育已有30余年,当前的消费者较30年前的消费者已形成较为全面且专业的美容护肤意识,护肤类产品的需求不仅限于保湿补水,美妆类产品的需求不局限于遮盖皮肤瑕疵的底妆产品,因此,我国居民消费升级将引导

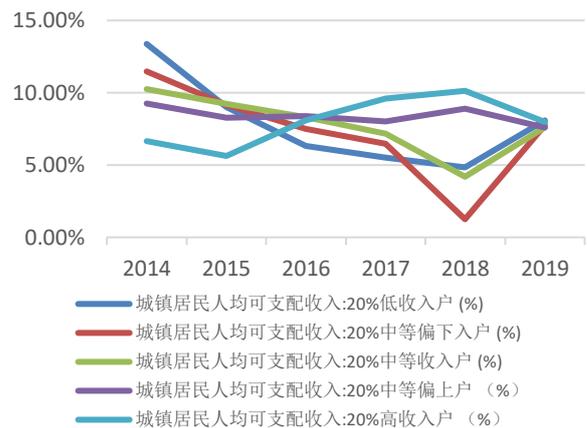
着产品不断加速迭代推新，也不断地驱动化妆品行业发展。

图 26：城镇居民人均可支配收入正逐年攀升



资料来源：Wind，东莞证券研究所

图 27：不同等级收入居民可支配收入增速 (%)



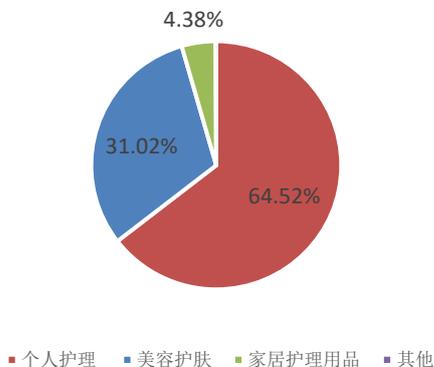
资料来源：Wind，东莞证券研究所

## 5. 上市企业分析

### 5.1 主营业务及渠道

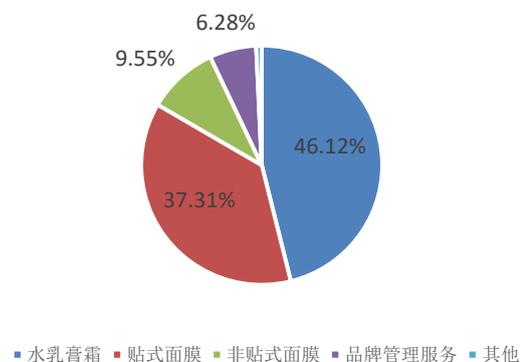
主营业务均不同程度地涵盖护肤品品种。上海家化作为我国老牌国产日化企业，个人护理产品占其主营业务的大比例，约65%，美容护肤品占比仅3成左右。御家汇的主营业务里，水乳膏霜和面膜产品各占比约40%左右，另外，公司还有一个较为突出的业务变化就是新铺设的品牌代运营业务，占据6.28%的主营业务。丸美股份早期虽以眼部护理为切入点，当前，其眼部护肤类产品占比3成，护肤类产品成为主力军。珀莱雅的主营产品则着重于护肤类产品，占比超8成。整体上看，除了上海家化涉及个人护理类日化产品，其余三家均聚焦于护肤类品种，且御家汇和丸美股份均专注于更细分的护肤品种类。

图 28：上海家化 2019 年主营业务结构



资料来源：公司公告，东莞证券研究所

图 29：御家汇 2019 年主营业务结构



资料来源：公司公告，东莞证券研究所

图 30：丸美股份 2019 年主营业务结构

图 31：珀莱雅 2019 年主营业务结构

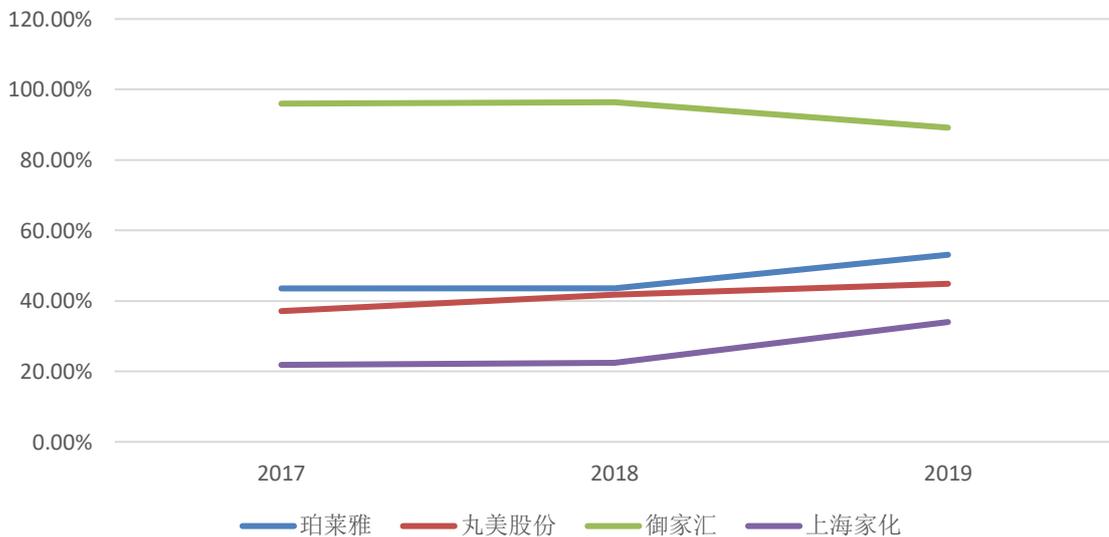


资料来源：公司公告，东莞证券研究所

资料来源：公司公告，东莞证券研究所

**线上销售渠道的占比逐年增加。**上海家化线上渠道占比最少，其主要销售网点依然集中于传统线下实体店，但拥有逐渐向线上渠道倾斜的趋势。依靠电商起家的御家汇目前线上渠道仍然很高，占比达到9成。另外，珀莱雅和丸美股份的线上渠道占比虽不及御家汇高，但也保持逐年增长的趋势。由此看来，4家企业的销售布局重心均向线上发展，与整个化妆品行业的趋势一致。

图 32: 线上渠道占比 (%)



资料来源：公司公告，东莞证券研究所

## 5.2 业绩对比

**营收规模对比。**2019年，上海家化、珀莱雅、丸美股份、御家汇的营业收入分别为75.97亿元、31.24亿元、18.01亿元、24.12亿元，上海家化的营收规模远超其余三家，分别是珀莱雅、丸美股份和御家汇的2.45倍、4.2倍、3.17倍，具备相对的规模优势。从营收变化情况来看，2017-2019年，上海家化、珀莱雅、丸美股份、御家汇复合增速分别为5.40%、20.55%、10.02%、13.58%，珀莱雅营收规模拥有高速增长。从最新的2020年Q1表现来看，上海家化的营收规模仍然保持优势，实现16.65亿元营收，而御家汇的营收规模实现逆势增长，同比增速达到34.17%，得益于其去年布局的国际品牌代运营业务放量以及去

年的低基数。

**近三年营收增速对比。**2017-2019年，上海家化营收增速放缓，主要由于公司旗下个人护理类佰草集、高夫、美加净等出现品牌老化，且受线下零售业态低迷影响较大，导致个别品牌营收出现下跌；但其新锐品牌玉泽迎合当前护肤潮流，且公司积极自营电商渠道，弥补了一部分下跌的营收从而带动总体营收实现增长。御家汇的营收增速也同样地放缓，但2020年Q1御家汇实现逆势增长；营收增速放缓主要原因是行业竞争加剧，主营产品营收受挤压，Q1的营收不降反增则是反映了前期在国际品牌代运营和线下渠道的投入逐渐放量。近三年珀莱雅的营收增速保持良好而稳定的增速，从上市前2017年10%增速提高到上市后的2018和2019年保持在30%以上增速，主要得益于品牌紧追潮流，依附线上电商红利实现营收高增长，虽其Q1营收受疫情拖累出现负增长，但符合市场预期。近三年丸美股份的营收增速较为稳定，保持在10%-15%，Q1营收受疫情影响也保持小幅正增长，得益于核心品牌以差异化定位中高端抗衰老成功绑定核心客户群，且大众护肤和彩妆矩阵正不断地完善。整体来看，珀莱雅的营收表现出更强的增速弹性。

图 33：营收规模（亿元）



图 34：营收同比增速（%）



资料来源：公司公告，东莞证券研究所

资料来源：公司公告，东莞证券研究所

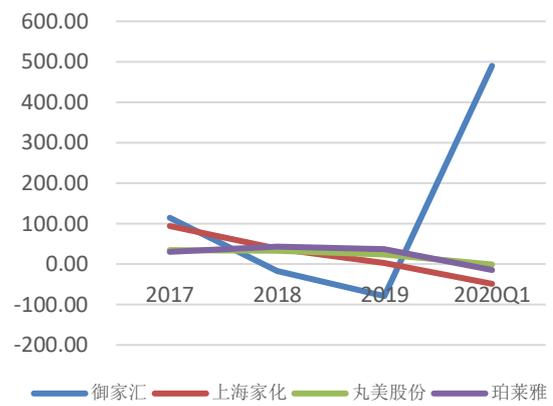
**净利润规模及增速对比。**2019年归母净利润规模排序依次为：上海家化>丸美股份>珀莱雅>御家汇。2017-2019年，上海家化、丸美股份和珀莱雅的归母净利润均保持逐年增长趋势，年均复合增速分别为12.64%、18.18%、25.05%。御家汇归母净利润不升反降，背后原因主要系近年来布局国际品牌代运营和渠道拓展的销售费用增加所致。

图 35：归母净利润（亿元）

图 36：归母净利润同比增速（%）



资料来源：公司公告，东莞证券研究所



资料来源：公司公告，东莞证券研究所

### 5.3 盈利能力

**毛利率横向对比。**丸美股份的毛利率位列第一，2019年毛利率高达68.16%，得益于其品牌定位中高端，其核心品牌的抗衰老产品单价较高。御家汇因其主营的面膜类产品的品类毛利率较低，且面膜行业竞争日益激烈，导致毛利率最低，2019年毛利率仅51.05%。珀莱雅主打大众护肤产品，虽定价中等偏低，但公司善于打造明星产品实现销量快速增长，因此毛利率达到63.96%。上海家化的产品矩阵从个人护理跨越到护肤品，产品结构多样化，且毛利率较高的护肤品的占比均保持在30%以上，因此，2019年毛利率也达到61.88%。

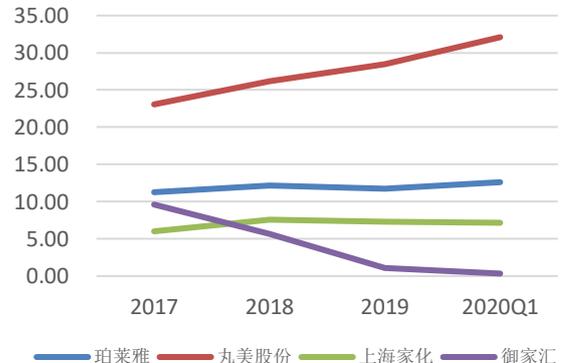
**毛利率纵向对比。**丸美股份2017-2019年毛利率均稳定在68%以上，得益于其核心竞争力比较强，品牌累积了多年稳定的核心客户群。珀莱雅近两年毛利率基本稳定在64%左右。上海家化、御家汇近三年毛利率逐年小幅下降，主要是由于成本费用率不断上升。

图 37: 毛利率 (%)



资料来源：公司公告，东莞证券研究所

图 38: 净利率 (%)



资料来源：公司公告，东莞证券研究所

**净利率对比。**净利率横向对比上，丸美股份>珀莱雅>上海家化>御家汇，主要受毛利率和费用率高低影响所致。其中丸美股份净利率远超于其他三家公司，主要系品牌定位较其

他三家公司高，且费用率较其他三家公司低。御家汇净利润最低，2019年仅为1.05%，主要系公司在渠道和市场以及新品牌培育的投入有所加大，费用率较高。从近三年净利率的变化趋势来看，珀莱雅、丸美股份逐年提高，表明品牌力不断提高，营销投放日渐成效。上海家化2018年有所提升后2019年再次略微下降，主要系公司的经营模式调整，销售和管理费用效率尚有优化空间。御家汇逐年下降，主要受公司新增的国际代运营业务的销售管理费用拖累。

## 5.4 营运能力

**珀莱雅的明星产品为存货周转提速。**御家汇的平均存货周转天数是远超前于同行的，且周转速度逐年放缓，2017-2019年的存货周转天数分别是136天、140天、199天。2019年的存货周期飙升在于御家汇代运营国际品牌的新模式，其存货规模增加，且代理品牌的产品大部分在境外，导致备货周期长于同行。珀莱雅的存货周转表现比较优秀，且逐年加快；2017-2019年的存货周转天数分别是105天、89天、87天，这主要得益于珀莱雅的经营战略倾向于打造明星“爆款”产品，存货周转较快。丸美股份2017-2019年的存货周转天数分别是92.3天、87.2天、99.2天，2019年存货周转天数有所增加，主要系加大备货应对新品投放所致。

图 39：存货周转天数



资料来源：公司公告，东莞证券研究所

图 40：应收账款周转天数



资料来源：公司公告，东莞证券研究所

**丸美股份的应收款周转天数因“先款后货”领跑行业。**上海家化表现相对不理想，且逐年增长趋势，这系近年营收增长乏力，且其主要渠道依然是以线下KA渠道为主，大型商超的账期比较长。丸美股份的表现极为优秀，2019年的应收账款周转天数接近于零，这得益于公司与经销商合作的模式采取先收款后发货的形式，账期几乎不存在。珀莱雅和御家汇的表现也较为良好，2019年的应收账款周转天数均为16天。

## 6. 投资策略

我国化妆品市场容量巨大，位居世界第二。品牌商在产业链中具有定价话语权，凭借优秀的品牌运营能力可以造成品牌溢价及可观的利润空间。当前，人均化妆品消费水平和行业集中度尚有较大的成长空间。国际品牌称霸高端市场的现状虽暂时难以改变，本土

品牌以高性价比的特性继续快速拓展大众市场。展望未来，依靠低线城市消费升级和行业政策的红利，本土品牌以对国内市场的认知继续进行精准地营销，并大力拓展电商渠道，有望持续扩大优势。资本市场对化妆品领域的关注度不断地提升，我们认为化妆品板块值得长期留意。综上所述，我们建议关注相关优质标的，善于孵化明星产品和品牌年轻化的珀莱雅（603605）、专注于眼部抗衰老细分领域的丸美股份（603983）、新帅和新系列产品带来转型机遇的老牌日化国货上海家化（600315）、以面膜为核心以“并购+代理”扩品牌为战略的互联网护肤品牌御家汇（300740）。

## 7. 风险提示

消费能力下降、行业竞争加剧、化妆品安全问题等。

表 11：重点公司盈利预测及投资评级（2020/6/30）

股票代 码	股票名 称	股价(元)	EPS (元)			PE			评级	评级 变动
			2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E		
603983	丸美股份	86.03	1.28	1.46	1.75	72.3	63.4	52.9	推荐	首次
603605	珀莱雅	180.02	1.96	2.43	3.16	84.9	68.5	52.7	推荐	首次
300740	御家汇	13.76	0.07	0.14	0.21	208.7	104.4	69.6	谨慎推荐	首次
600315	上海家化	47.90	0.83	0.75	0.89	46.9	51.9	43.8	推荐	首次

资料来源：wind, 东莞证券研究所

**东莞证券研究报告评级体系：**

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上
风险等级评级	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	可转债、股票、股票型基金等方面的研究报告
中高风险	科创板股票、新三板股票、权证、退市整理期股票、港股通股票等方面的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。

**分析师承诺：**

本人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、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

**声明：**

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（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。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及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提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

**东莞证券研究所**

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：(0769) 22119430

传真：(0769) 22119430

网址：www.dgzq.com.cn