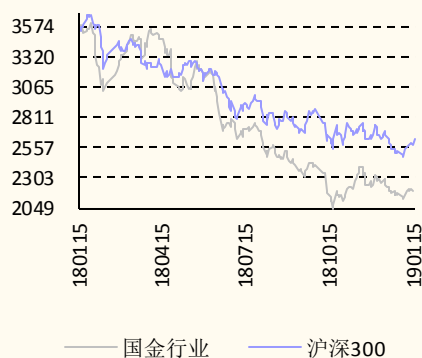


纺织品和服装行业研究 买入（维持评级）

行业深度研究

市场数据(人民币)

| | |
|------------|---------|
| 市场优化平均市盈率 | 18.90 |
| 国金纺织品和服装指数 | 2195.24 |
| 沪深300指数 | 3127.99 |
| 上证指数 | 2570.35 |
| 深证成指 | 7547.35 |
| 中小板综指 | 7687.87 |



相关报告

1. 《纺服双周报数据谈 2019 第 1 期：美妆 18 年阿里数据解读，电商...》，2019.1.6
2. 《2019 年策略报告：在估值底部挖掘超额收益-2019 年策略报...》，2018.12.28
3. 《纺服双周报数据谈第 10 期：美妆 18 年 M1-M11 阿里数据解读...》，2018.12.9
4. 《日本四大化妆品巨头启示录——东洋之镜为鉴，穿越周期的颜值行业...》，2018.12.4
5. 《纺服双周报数据谈第 9 期：10 月社零增速下滑，“双 11”商家或...》，2018.11.18

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

姬雨楠 联系人
jiyunan@gjzq.com.cn

化妆品巨头成长史：资生堂——平成时代下的

矛，资生堂的光复之路

- #### 行业观点
- 资生堂是亚洲第一的化妆品集团，经历日本经济周期检验，在日本本国力抗欧美劲敌实现崛起，体现出较大的投资价值：公司起源于 1872 年日本的第一家西式药店，如今已发展为营收突破 1 万亿日元，在日本高端化妆品市场市占率接近 20% 的化妆品巨头。从资本市场表现来看，泡沫经济破灭至今，公司市值相对日经 225 指数有明显超额收益，P/E 大多时候在 20x-40x，业绩是驱动市值增长的主要因素。资生堂成功的经验非常值得我国本土化妆品企业借鉴，我们总结为六大维度。
 - ①品牌端实施自身培育为主+明星口碑产品+高端优先策略，②研发端开创众多引领时代的“美白”、“防晒”、“抗皱”研究成果。公司具有强大的自有品牌创造能力，旗下 40 余个品牌中销售额在 100~500 亿日元的有 10 个以上，高端优先是近年来的重要策略。公司曾开发日本首款美白化妆水和首款防晒霜，对爆款单品也非常擅长迭代升级。面对市场变化，公司并未沉溺于过去的业绩，而是用最快的速度和技术做出反应。
 - ③渠道端高端品牌抢占最豪华地段，大众品牌遍布免税店及药妆店，④营销端品牌建设一直引领日本广告设计界。“贵妇级”品牌 CPB 将所有销售地点选择在最豪华、最高档的地区。大众品牌 ELIXIR、Maquillage 等则在各大药妆店、免税店中有强大的铺货能力。能够对创造出的价值很好的传达是资生堂另一优势，公司设计部一直引领日本的宣传、广告及设计界。此外，公司在全球约有 2 万名美容顾问，与消费者建立密切关系。公司计划 2017-2020 年将品牌营销费用率提升 1.6pct~2.1pct 至 26%~26.5%。
 - ⑤供应链端全球化布局高效生产，近年加大日本工厂投资主推“日本制造”，⑥公司治理方面采用职业经理人管理，董事会监督的现代化管理。资生堂在全球拥有多个研究开发中心及生产据点，近年来主推日本制造，18-20 年计划投资 1300 亿日元在日本新建工厂。公司股权结构分散，外国投资者持股比例高达 41%，无实际控制人。2014 年公司迎来首位外部 CEO 鱼谷雅彦，带领公司实现销售额的大幅度增长。
 - 全球化布局相对保守谨慎，中国地区复杂的城市层级为公司渠道下沉带来挑战：公司目前日本营收占比仍有 43%。日本的成功经验在中国一二线城市能够得到一些成功，但是遇到和日本国情相差较大、层级复杂的中国的三四线城市，难免会遇到困难。资生堂中国本土化策略中较为成功的品牌为欧珀莱，挑战较大的为泊美和悠莱。我们认为未来资生堂在中国的主战场仍在高端领域。

投资建议

- 化妆品是与地缘文化和商业文化息息相关的消费品，一代时势造就一代英雄，未来我国本土化妆品集团的诞生值得期待：资生堂当年能够力抗欧美劲敌，实现对本国市场的主导，是因为其更加符合日本本土文化。当前，电商和复杂的下沉渠道是中国商业最核心的差异变量，我们认为本土品牌有望凭借针对中国市场的创新产品和在电商与下沉渠道的优势，分享国内千亿级化妆品盛宴。推荐珀莱雅，建议关注上海家化、御家汇和拉芳家化。

风险提示

- 化妆品消费增速放缓、产品质量风险、市场潮流和消费者偏好变化风险

内容目录

| | |
|--|----|
| 1. 资生堂：源于日本，目标制胜全球的国际化妆品集团..... | 4 |
| 1.1 发展历程：从一间药房成长为亚洲第一大化妆品集团..... | 4 |
| 1.2 市场地位：全球高端市场排名第三，日本高端市场排名第一..... | 5 |
| 1.3 市值复盘：经历经济周期检验，业绩驱动市值增长..... | 7 |
| 2. 六大维度分析资生堂为何成为亚洲第一..... | 11 |
| 2.1 品牌：自身培育为主+明星口碑产品+高端优先策略..... | 11 |
| 2.2 研发：140年来不断创新，开创众多里程碑式的研究成果..... | 17 |
| 2.3 渠道：高端品牌抢占最豪华地段，大众品牌遍布免税店及药妆店..... | 19 |
| 2.4 营销：营销投入持续加大，一线代言人诠释品牌价值..... | 21 |
| 2.5 供应链：全球布局高效生产，加大国内工厂投资主推“日本制造”..... | 22 |
| 2.6 公司治理：职业经理人管理，董事会监督的现代化集团..... | 24 |
| 3. 全球化与中国布局..... | 25 |
| 3.1 全球化布局相对保守谨慎，如何适应各地区地缘文化是重要挑战..... | 25 |
| 3.2 资生堂中国业务：机遇和挑战并存..... | 27 |
| 4. 投资建议..... | 30 |
| 5. 风险提示..... | 31 |

图表目录

| | |
|--|----|
| 图表 1：资生堂发展历史..... | 4 |
| 图表 2：位于东京银座七町目的资生堂大楼..... | 5 |
| 图表 3：2003-2017 年全球化妆品行业市场规模（亿美元）及增速..... | 5 |
| 图表 4：2017 年全球化妆品行业公司市场份额..... | 6 |
| 图表 5：2017 年全球高端化妆品行业 TOP10 市场份额..... | 6 |
| 图表 6：2003-2017 年日本化妆品市场规模（亿日元）及增速..... | 6 |
| 图表 7：2017 年日本化妆品行业各公司市场份额..... | 7 |
| 图表 8：2017 年日本高端化妆品行业各公司市场份额..... | 7 |
| 图表 9：1955-2017 年日本 GDP 增速及消费发展阶段..... | 7 |
| 图表 10：1992 年至今日本 10 年期国债收益率..... | 8 |
| 图表 11：1992 年至今日经 225 指数..... | 8 |
| 图表 12：1992 年至今资生堂市值（亿日元）..... | 9 |
| 图表 13：FY1992-FY2017 营收（亿日元）及增速..... | 9 |
| 图表 14：FY1992-FY2017 调整净利润（亿日元）及增速..... | 9 |
| 图表 15：资生堂集团成本费用结构..... | 10 |
| 图表 16：资生堂集团历史 PE 区间..... | 10 |
| 图表 17：资生堂各业务事业部..... | 11 |
| 图表 18：2014-2017 资生堂各业务营收占比变化..... | 12 |

| | |
|---|----|
| 图表 19: 2014-2017 资生堂各业务营收复合增速..... | 12 |
| 图表 20: 资生堂旗下明星高端品牌的口碑产品..... | 12 |
| 图表 21: 资生堂高端化妆品事业部品牌..... | 13 |
| 图表 22: 2014-2017 SHISEIDO 营收 (亿日元) | 14 |
| 图表 23: 2014-2017 CPB 营收 (亿日元) | 14 |
| 图表 24: 资生堂香水事业部品牌..... | 14 |
| 图表 25: 资生堂旗下护肤、防晒类明星大众品牌..... | 15 |
| 图表 26: 资生堂大众化妆品事业部品牌..... | 15 |
| 图表 27: 资生堂个人护理、专业美发及健康护理事业部品牌..... | 17 |
| 图表 28: 资生堂具有时代意义的研究成果..... | 18 |
| 图表 29: 资生堂 Optune 智能护肤系统..... | 19 |
| 图表 30: 资生堂红色蜜露 100 年产品更新迭代..... | 19 |
| 图表 31: 仅在东京银座、帝国酒店以及国际机场销售的 The Ginza..... | 20 |
| 图表 32: 资生堂主要销售渠道..... | 20 |
| 图表 33: 资生堂在日本本土市场的渠道分布..... | 21 |
| 图表 34: 资生堂美容顾问发展历史..... | 21 |
| 图表 35: CPB 全球品牌大使—章子怡..... | 22 |
| 图表 36: SHISEIDO 中国区彩妆代言人—唐嫣..... | 22 |
| 图表 37: 资生堂 2014-2020E 成本分布 (%) | 22 |
| 图表 38: 资生堂集团研发中心和工厂介绍..... | 23 |
| 图表 39: 资生堂投资新建工厂项目..... | 24 |
| 图表 40: 资生堂前 10 大股东及持股比例..... | 24 |
| 图表 41: 资生堂股东地域分布..... | 24 |
| 图表 42: 公司核心管理层..... | 25 |
| 图表 43: 2017 资生堂全球各地区营收增速..... | 25 |
| 图表 44: 2017 资生堂全球各地区营收占比..... | 26 |
| 图表 45: 2017 花王全球各地区营收占比..... | 26 |
| 图表 46: FY2018 高丝全球各地区营收占比..... | 26 |
| 图表 47: 2017 POLA 全球各地区营收占比..... | 26 |
| 图表 48: 各地区 2020 年营收目标及 2017-2020 年营收 CAGR 目标..... | 27 |
| 图表 49: 资生堂专为中国市场推出的三个品牌..... | 28 |
| 图表 50: 中国化妆品行业整体渠道格局变化..... | 29 |
| 图表 51: 中国化妆品近 5 年各渠道增速..... | 29 |
| 图表 52: 中国部分化妆品专营店及店铺数..... | 29 |
| 图表 53: 我国各级行政区域划分数量..... | 29 |
| 图表 54: A 股化妆品上市公司估值表..... | 30 |

1. 资生堂：源于日本，目标制胜全球的国际化妆品集团

1.1 发展历程：从一间药房成长为亚洲第一大化妆品集团

- **融合西方药学与东方哲理的百年化妆品巨头：**资生堂起源于药剂师福原有信 1872 年在东京银座创立的日本第一家西式调剂药店，名称取自中国古典易经“至哉坤元，万物资生”。公司于 1949 年在东京证券交易所成功上市，如今已发展成为拥有遍布全球近百家子公司，营收突破 1 万亿日元，覆盖化妆品、香水、个护、专业美发等业务的国际巨头。
- **资生堂深耕日本市场，非常注重打造自有品牌：**自成立以来，日本是公司主要深耕的市场，且公司一直以来非常注重通过自有品牌培育拉动的内生增长，明星品牌如 SHISEIDO、Clé de Peau Beauté、IPSA、ELIXIR、ANESSA、洗颜专科等均为自己培育。

图表 1：资生堂发展历史

| 发展阶段 | 重要事件 |
|---------------------------|--|
| 从药店到化妆品的业务转型期 (1872-1921) | 1872 年，药剂师福原有信在东京银座创立日本第一家西式调剂药店“资生堂” (品牌创立)。 |
| | 1897 年，发布“EUDERMINE 红色蜜露”化妆水(初步尝试化妆品)。 |
| | 1916 年，正式设立化妆品部，召集顶尖设计师成立“意匠部”，负责产品设计及宣传推广，并发布日本首款香水“花椿”(从药店全面转向化妆品业务)。 |
| 企业模式变革期 (1921-1926) | 1921 年从药店改造为合资公司，1927 年进一步改造为股份制公司，1923 年引入自由连锁经营模式，建立覆盖日本的连锁网络，1921 年确立以品质和客户为尊的五大经营管理原则。 |
| 独有价值创造期 (1927-1948) | 此阶段，先后经历了金融危机、全球经济萧条、二战等时代灾难，资生堂一方面转产肥皂、牙膏、鞋油等产品维系企业，另一方面开始独有的价值创造，1933 和 1937 年先后设立资生堂画报与花椿画刊，扩大用户基础。 |
| 过渡期 (1949-1956) | 1949 年在东京证券交易所上市，进入发展新时代。 |
| 快速扩张期 (1957-1986) | 业务向海外快速扩张，1956 年，开始在台湾销售产品，1962 年成立首个海外销售公司资生堂夏威夷公司，1963 年首次进入欧洲，1965 年美国设立子公司，1970 年正式进入东南亚，1981 年进入中国。 |
| 转型综合业务期 (1987-1995) | 转向美与健康的综合业务，1987 年成立资生堂药品(株)，1988 年先后收购美国卓多姿与都柏林公司，1991 年成立(株)艾杜纱、(株)蒂思岚，1992 年收购三宅一生，同年成立资生堂休闲产品(株)。 |
| 全球并购期 (1996-2011) | 进一步全球化发展，1998 年收购美国拉莫尔公司沙龙业务部门，2000 年收购美国“NARS”品牌，2010 年收购 Bare Escentuals 公司。 |
| 加速全球化期 (2012 至今) | 2015 收购法国香水品牌 Serge Lutens，2016 年收购美国彩妆品牌 Laura Mercier，2018 收购人造皮肤科技公司 Olivo Laboratories。 |

来源：公司公告，国金证券研究所

- **2014 年公司制定了 6 年的中长期战略“VISION2020”：**公司将 2015 年-2017 年的战略定位为“重组事业基础”，致力于彻底解决日本国内及海外各企业的结构性问题。2017 年已经将原计划于 2020 年达成的 1 万亿日元销售目标提前达成，营业利润也实现了既往最佳业绩。目前公司计划 2020 年实现销售额超 1.2 万亿日元、营业利润超 1,200 亿日元、净资产收益率 (ROE) 超 14%。

图表 2：位于东京银座七町目的资生堂大楼

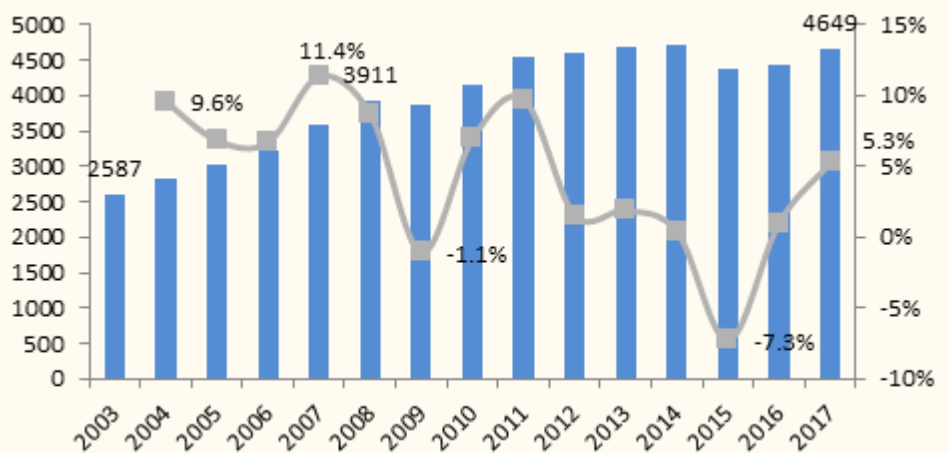


来源：公司公告，国金证券研究所实地调研

1.2 市场地位：全球高端市场排名第三，日本高端市场排名第一

- **2017 年全球化妆品行业市场规模为 4649 亿美元，同比+5.3%：**根据 Euromonitor 数据，2003-2017 年，日本化妆品行业的市场规模由 2587 亿美元增长至 4649 亿美元，近 14 年复合增速为 4.28%。从市场结构来看，2003-2017 年，全球化妆品行业高端和大众市场占比基本稳定，其中高端市场占比为 27%-29%，大众市场占比为 71%-73%，大众市场规模是高端市场规模的 2.4-2.7 倍。

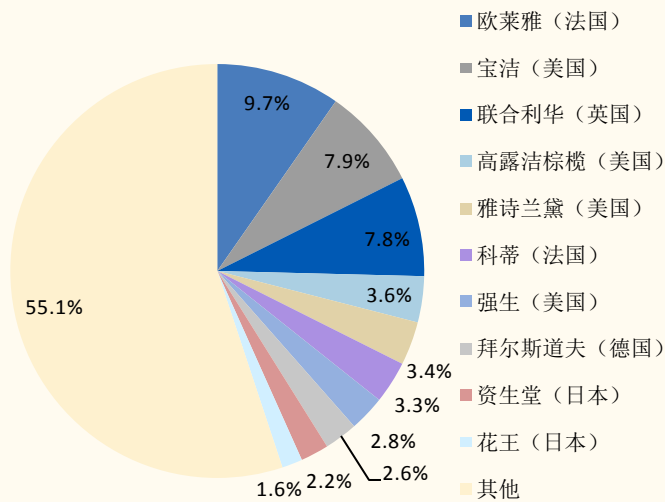
图表 3：2003-2017 年全球化妆品行业市场规模（亿美元）及增速



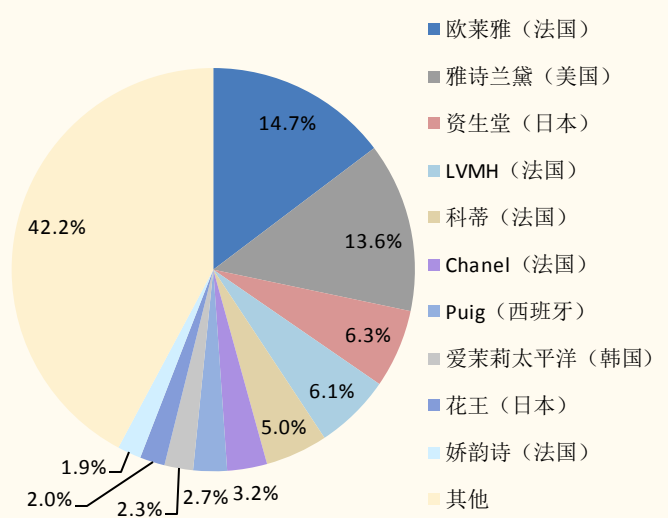
来源：Euromonitor，国金证券研究所

- **2017 年全球化妆品行业 CR10 合计占比为 44.9%：**欧莱雅是全球市占率排名第一的公司，市场份额为 9.7%。资生堂市占率排名第九，市场份额为 2.2%，是前十排名公司中排名第一的亚洲企业。2017 年全球高端化妆品行业 CR10 合计占比为 57.8%，高端市场头部公司市场份额更为集中：欧莱雅和雅诗兰黛是全球高端市场市占率排名第一和第二的公司，市场份额分别为 14.7%和 13.6%。资生堂市占率排名第三，市场份额为 6.3%，是高端市场前三公司排名中唯一的亚洲企业。

图表 4：2017 年全球化妆品行业公司市场份额



图表 5：2017 年全球高端化妆品行业 TOP10 市场份额

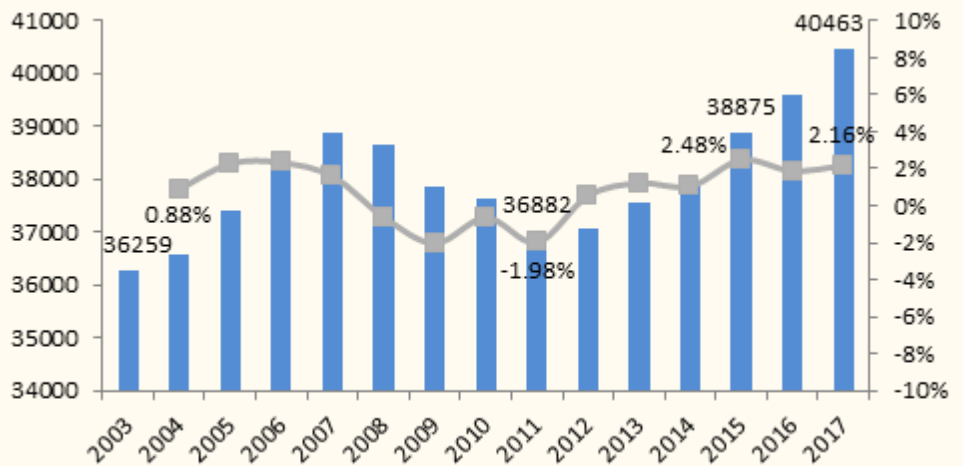


来源：Euromonitor, 国金证券研究所

来源：Euromonitor, 国金证券研究所

- **2017 年日本化妆品行业市场规模为 40,463 亿日元，同比+2.16%：**根据 Euromonitor 数据，2003-2017 年，日本化妆品行业的市场规模由 36,259 亿日元增长至 40,463 亿日元，每年的增长率在-2%~+2% 左右，与日本 GDP 增速接近。从市场结构来看，日本化妆品行业的高端市场占比高于全球。2003-2017 年，日本化妆品行业高端市场占比为 42%-45%，大众市场占比为 55%-58%，高端市场和大众市场规模基本平分天下。

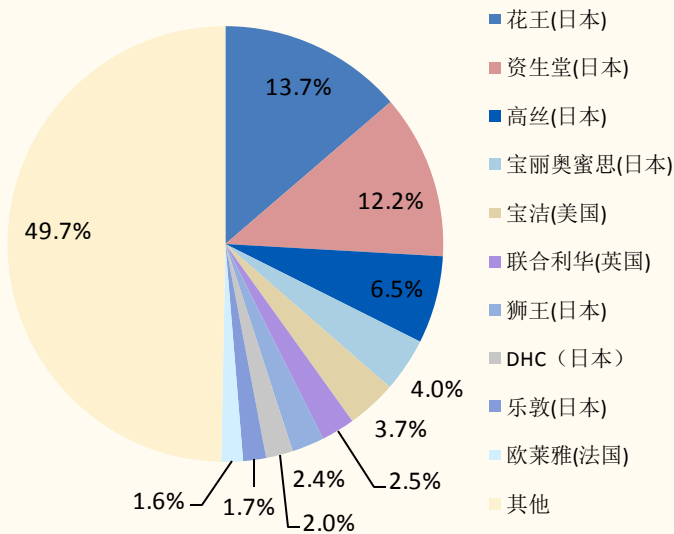
图表 6：2003-2017 年日本化妆品市场规模 (亿日元) 及增速



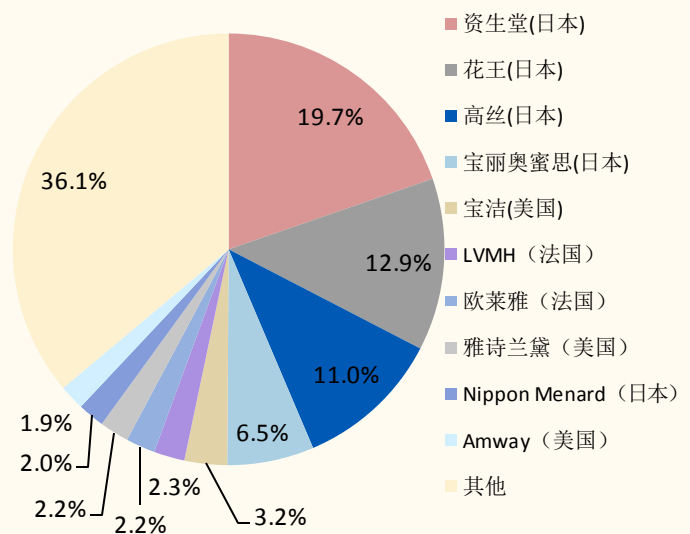
来源：Euromonitor, 国金证券研究所

- **以资生堂为代表的日本化妆品集团力抗欧美巨头，实现在本国市场的绝对主导：**日本战后，化妆品行业曾经也经历了崇洋媚外的阶段，但是日本本土品牌凭借更符合本土文化的定位、独具匠心的产品和强大的渠道和营销能力，在本土市场实现了从崛起到主导的发展。2017 年日本化妆品行业 CR10 中 7 家为本土企业，外国企业仅有 3 家。
- **2017 年日本高端化妆品行业 CR10 合计占比为 63.9%，资生堂占比为 19.7%：**日本高端化妆品市场，头部公司的市场份额同样更为集中，CR4 均为日本本土企业，合计占比为 50.1%。其中资生堂是日本高端市场市占率排名第一的公司，市场份额接近 20%。

图表 7：2017 年日本化妆品行业各公司市场份额



图表 8：2017 年日本高端化妆品行业各公司市场份额



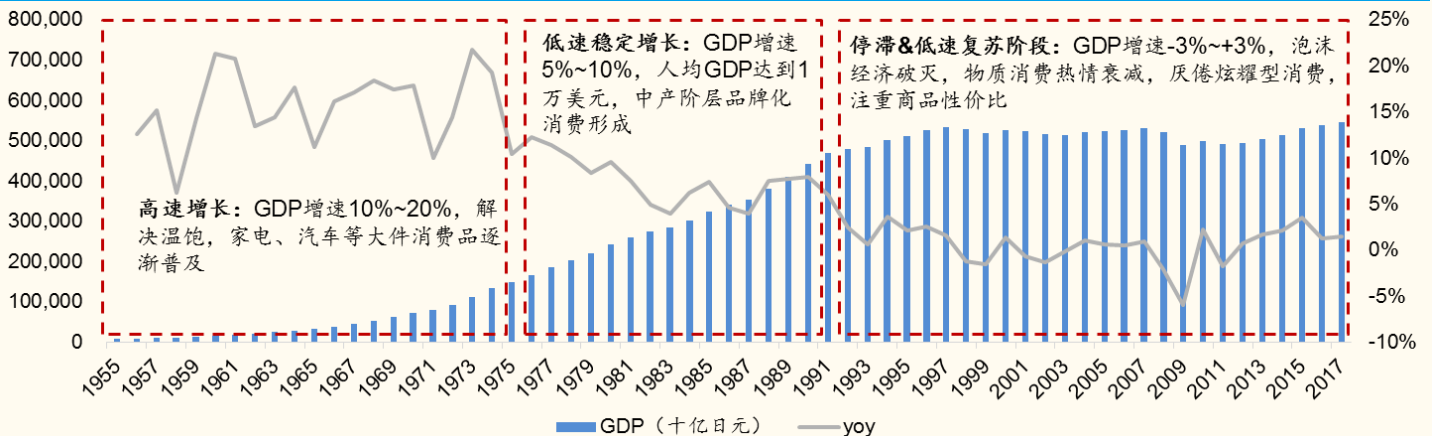
来源：Euromonitor，国金证券研究所，花王 2006 年收购日本当时的第二大化妆品集团佳丽宝

来源：Euromonitor，国金证券研究所花王 2006 年收购日本当时的第二大化妆品集团佳丽宝，

1.3 市值复盘：经历经济周期检验，业绩驱动市值增长

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

图表 9：1955-2017 年日本 GDP 增速及消费发展阶段



来源：Wind，国金证券研究所

- 1992 年日本泡沫经济破灭后，最直接的影响就是资产价格的严重缩水。1992 年以来日本 10 年期国债收益率不断走低，整个社会资产回报率不断下降。1992 年日经 22 指数曾经高达 23000 点以上，泡沫经济破灭后，日经 225 指数迅速跌破 2 万点，在 1992 年到 2012 年“失去的 20 年间”，日经 225 指数曾一路下行至 8000 点附近，直到 2013 年起才开始上行趋势，在 2017、2018 年才上行至和 1992 年相近的 23000 点附近。

图表 10：1992 年至今日本 10 年期国债收益率



来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表 11：1992 年至今日经 225 指数



来源：Wind，国金证券研究所

- 泡沫经济破灭至今，资生堂股票市值相对日经 225 指数有非常明显的超额收益：1992-2018 年，资生堂的市值由 5000 亿日元左右上升至 30000 亿日元附近，这 26 年间，在日经 225 指数一路下行之后又重新回到 1992 年水平的情况下，资生堂市值逆势实现 5 倍左右的增长，超额收益显著。

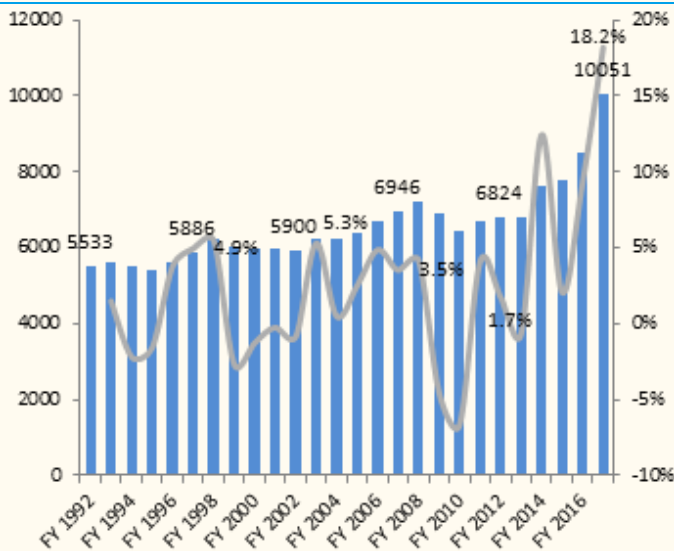
图表 12：1992 年至今资生堂市值（亿日元）



来源：Bloomberg，国金证券研究所

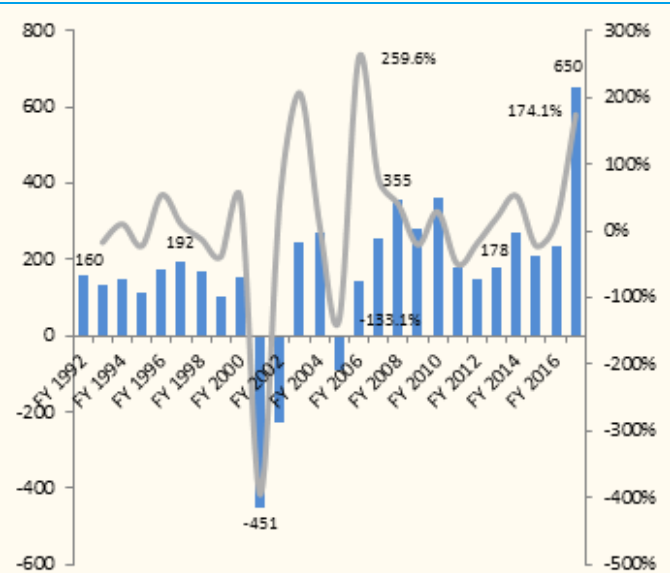
- 1992-2017 年，资生堂营收由 5,533 亿日元增长至 10,051 亿日元，营业利润由 342 亿日元增长至 804 亿日元：2017 年公司营收突破 1 万亿日元，同比增长 18.20%；营业利润为 804 亿日元，同比增长 119%；净利润为 227 亿日元，同比下降 29.13%（主要受收购 Bare Escentuals 品牌无形资产商誉减值的一次性影响）；调整净利润为 650 亿日元，同比增长 174.1%。

图表 13：FY1992-FY2017 营收（亿日元）及增速



来源：Bloomberg，国金证券研究所

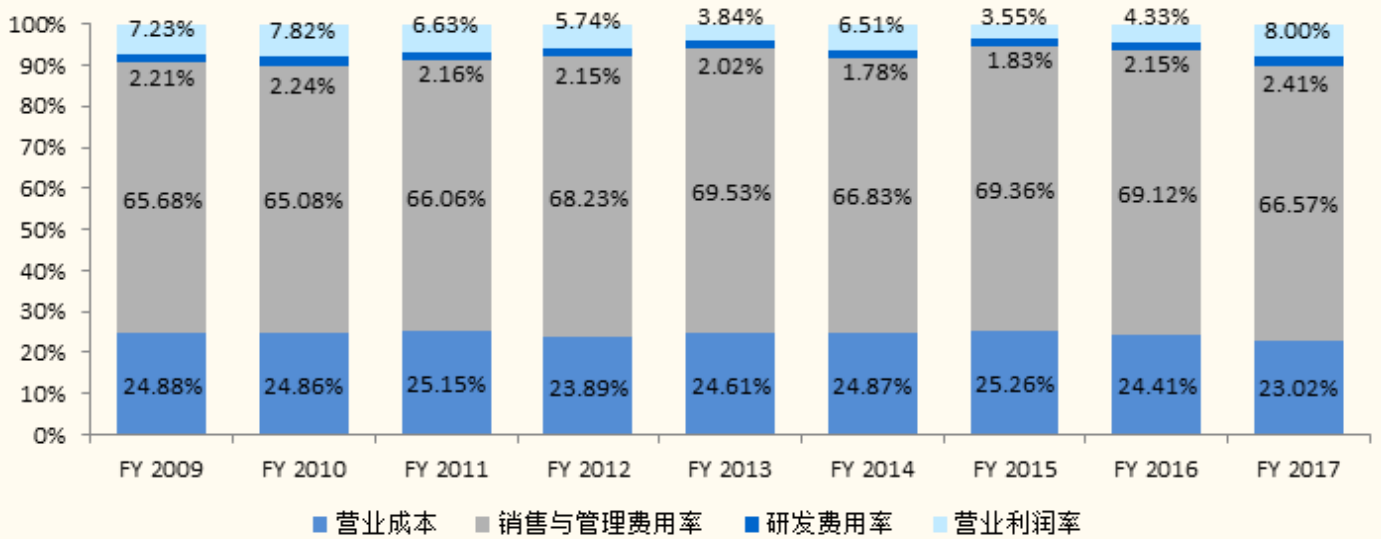
图表 14：FY1992-FY2017 调整净利润（亿日元）及增速



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

- 近 10 年，资生堂毛利率在 75%左右，销售及管理费用率在 65%左右，研发费用率在 2%左右：高毛利率、高营销及管理费用率是化妆品品牌公司共同的特点，资生堂近 10 年毛利率和营销及管理费用率也一直保持在较高的水平。2017 年公司毛利率增长 1.39pct 达到 76.98%，销售及管理费用率下降 2.55pct 至 66.57%，研发费用率上升 0.26pct 至 2.41%。

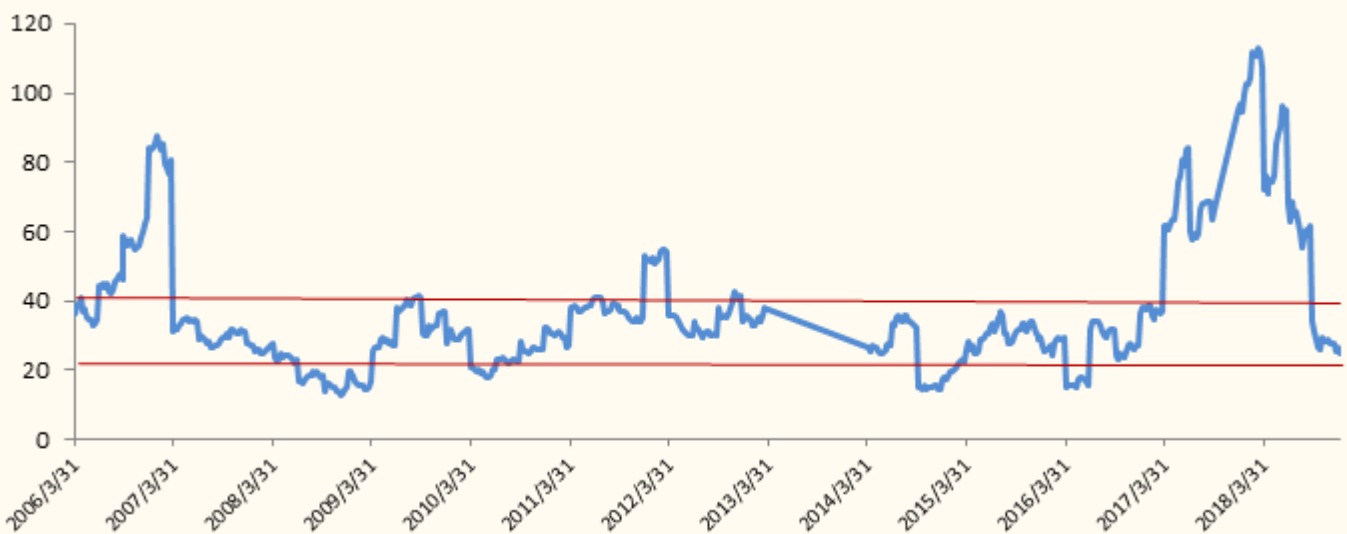
图表 15: 资生堂集团成本费用结构



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

- **业绩增长是泡沫经济破灭后驱动资生堂市值增长的主要因素:** 泡沫经济破灭至今, 资生堂的市值增长与调整后净利润增长的幅度非常接近, 业绩是驱动市值增长的主要因素。而从估值水平来看, 资生堂的 P/E 大多时候均在 20x-40x 的较高水平。2006 年至今, 资生堂 P/E 的平均值为 37x, 中位数为 32x。

图表 16: 资生堂集团历史 PE 区间



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

2. 六大维度分析资生堂为何成为亚洲第一

2.1 品牌：自身培育为主+明星口碑产品+高端优先策略

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

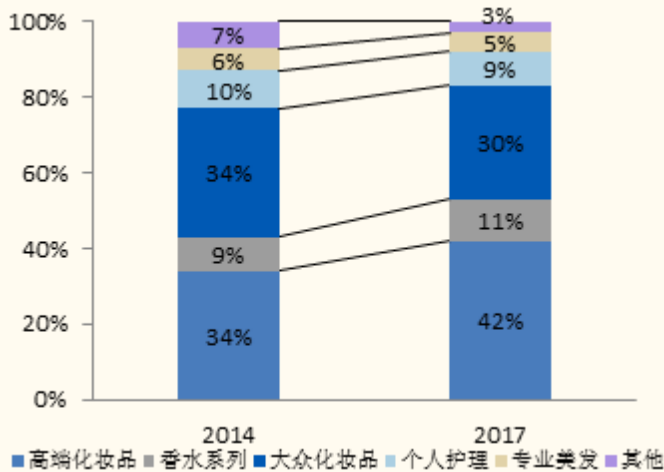
图表 17：资生堂各业务事业部

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

来源：公司公告，国金证券研究所

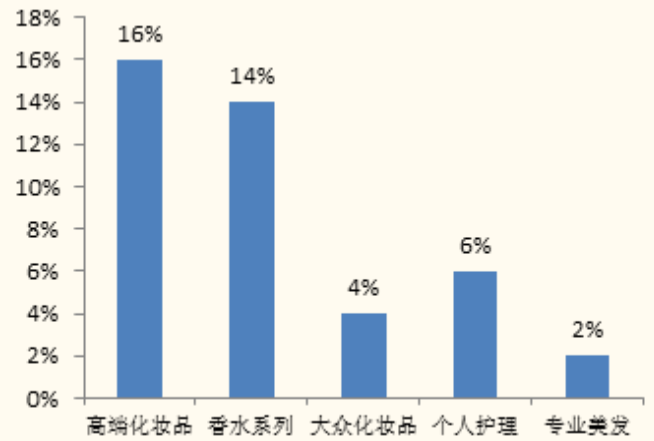
- **秉承工匠精神，强大的自有品牌创造能力：**目前资生堂旗下销售额在 100~500 亿日元的品牌线共有 10 个以上。公司具有非常强大的自有品牌创造能力，我们统计发现高端化妆品中公司自己培育的品牌比例为 62.5%，而大众化妆品事业部中几乎所有品牌均为公司自己培育。
- **高端优先是资生堂近年来在品牌端的重要策略：**公司高端化妆品及香水系列在 14-17 年的三年中扩大了 1.5 倍，营收占比从 43% 增加到 53%。未来 3 年公司将继续强化“高端优先战略”，在品牌组合中继续集中投资于高端品牌 SHISEIDO、CLE DE BEAUTE、NARS、bare Minerals、Ipsa 和 Laura Mercier 等，以实现超越市场的增长。

图表 18：2014-2017 资生堂各业务营收占比变化



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 19：2014-2017 资生堂各业务营收复合增速



来源：公司公告，国金证券研究所

- 明星口碑产品筑就明星高端品牌：**公司在悠久的历史中培养了独特的日本美感，产品设计和制造中彰显着日本关注和重视细节的特点。例如 SHISEIDO 以公司名称命名，是代表集团形象的高端品牌，旗下五大口碑明星产品包括红妍肌活精华露(2014 年 9 月首次发售，是资生堂的标志性产品)、红色蜜露精华化妆液(100 多年历史，历经 8 次产品升级)、新透白美肌集光祛斑精华液、新艳阳夏臻效水动力防护乳和悦薇珀翡塑颜抗皱霜。而 CLE DE BEAUTE 是公司定位于“殿堂级”和“贵妇级”的顶级品牌，旗下五大口碑明星产品包括金致乳霜、晶致肌活精华露、晶致眼霜、光采采保湿露和光采日间防护乳/霜。

图表 20：资生堂旗下明星高端品牌的口碑产品

SHISEIDO 5 大明星产品



CPB 5 大明星产品



来源：品牌官网，国金证券研究所

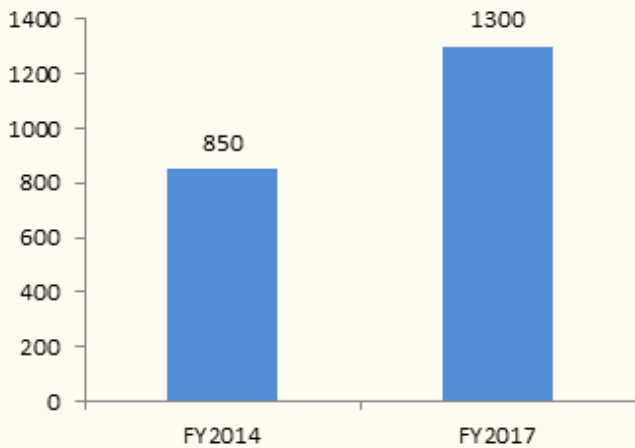
- ① 高端化妆品 2017 年实现营收 4221 亿日元，同比+19%，收入占比 42%，14-17 年 CAGR 为 16%。高端化妆品包括 8 个品牌：SHISEIDO、BENEFIQUE、bareMinerals、Clé de Peau Beauté、IPSA、Dicila、NARS 和 Laura Mercier。其中 SHISEIDO 和 Clé de Peau Beauté 为最主力的两个品牌，17 年营收分别超过 1300 亿日元和 1000 亿日元，14-17 年 CAGR 分别为 15%和 33%。

图表 21：资生堂高端化妆品事业部品牌

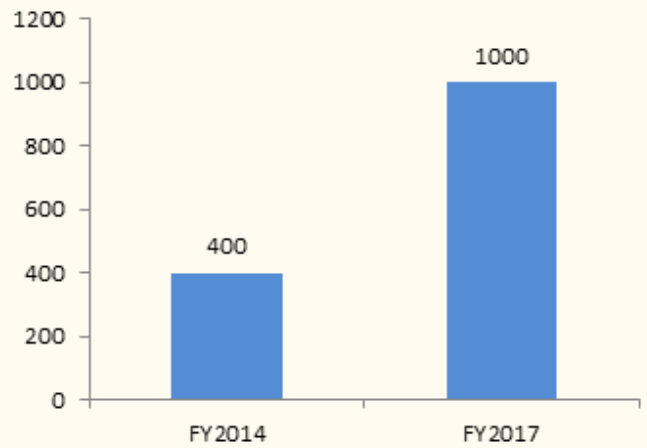
| 事业部 | 品牌名 | 品牌定位和简介 | 销售国家和地区 | 创立时间 | 自有/收购 |
|------------------|-------------------------------|---|-----------------------------|--------|----------------|
| 高端 化妆品 (8) | SHISEIDO 资生堂 | 以公司名称命名，代表集团形象的高端品牌，自 2015 年 12 月至今已在约 80 个国家和地区铺货。 | 日本、中国大陆、亚太地区、欧洲/中东/非洲、北美/南美 | 1872 年 | 自己培育 |
| | BENEFIQUE 碧丽妃 | 主要供于日本化妆品专卖店的品牌。以护肤用品为中心，同时拥有彩妆、美发、个人护理、美容食品等多列产品线。独有“温℃美容手法”，并于 2015 年 9 月发售受众为 10 岁到 60 岁的系列产品。 | 日本、亚太地区、北美/南美 | 1972 年 | 自己培育 |
| | bareMinerals | 源自美国的矿物质化妆品，于 2010 年被资生堂收购，现于全球约 30 个国家内发售。2006 年 1 月，护肤产品线升级焕新。 | 日本、亚太地区、欧洲/中东/非洲、南美/北美 | 1976 年 | 收购 (2010 年) |
| | Clé de Peau Beauté 肌肤之钥 | 集团旗下顶级品牌，自 2015 年至今，已在全球约 12 个国家或地区发售，销售护肤和彩妆产品。以 2020 年占据高端化妆品市场的顶点为目标，进一步加强全球范围内的市场战略。 | 日本、中国大陆、亚太地区、欧洲/中东/非洲、北美/南美 | 1982 年 | 自己培育 |
| | IPSA 茵芙莎 | 株式会社 IPSA 旗下产品，专注于专业领域的肌肤护理、彩妆等，主要通过商场发售。 | 日本、中国大陆、亚太地区 | 1987 年 | 自己培育 |
| | Dicila 蒂思岚 | 株式会社 dicila 旗下产品，主要在化妆品专卖店销售，走高端品牌路线。以护肤产品为中心，同时拥有彩妆、美发、个人护理、香水等产品线。品牌理念 Simple is Luxury，简单最奢华。 | 日本、中国大陆、亚太地区 | 1991 年 | 自己培育 |
| | NARS | 由身为彩妆大师及摄影师的 Francois Nars 创立的美国彩妆品牌。于 200 年被资生堂收购，现在在约 30 个国家和地区销售。主要铺货渠道为商场，走高端彩妆路线。 | 日本、中国大陆、亚太地区、欧洲/中东/非洲、北美/南美 | 1994 年 | 收购 (2000 年) |
| | Laura Mercier | 法国彩妆大师在美国创立的同名彩妆品牌。自 2016 年加入资生堂旗下，目前在约 30 个国家及地区有售。laura mercier 在美国作为高档化妆品主要以百货商场和专卖店为中心，以“个性即美”的信念为轴心开展业务。 | 日本、亚太地区、欧洲/中东/非洲、南美/北美 | 1996 年 | 收购 (2016 年) |

来源：公司公告，国金证券研究所

图表 22: 2014-2017 SHISEIDO 营收 (亿日元)



图表 23: 2014-2017 CPB 营收 (亿日元)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 国金证券研究所

- ② 香水 2017 年实现营收 1106 亿日元, 同比+59%, 占收入比重为 11%, 14-17 年 CAGR 为 14%。香水包括 7 个品牌: ALAIA PARIS、三宅一生、ELIE SAAB、DOLCE&GABBANA、ZADIG&VOLTARE、narciso rodriguez 和 SERGE LUTENS。香水板块公司除品牌收购外, 主要与国际一线欧洲奢侈品集团合作, 获得其品牌授权或经营权授权后展开销售。其中 DOLCE&GABBANA 17 年实现营收 500 亿日元。

图表 24: 资生堂香水事业部品牌

| 事业部 | 品牌名 | 品牌定位和简介 | 销售国家和地区 | 创立时间 | 自有/收购 |
|-----------|-------------------|--|-----------------------------|--------|----------------|
| 香水 (7) | ALAIA PARIS | 资生堂集团香水部门推出的设计师品牌, 在世界各地 3000 多家店铺中销售。 | 亚太地区、欧洲/中东/非洲、北美 | 1960 年 | 品牌授权 (2015 年) |
| | ISSEY MIYAKE 三宅一生 | 设计师品牌香氛副线“ISSEY MIYAKE PARFUMS”以巴黎为总部, 拥有个人护理、香水、国际 S.A 产品的, 在全世界约 120 个国家销售, 主打个性香氛产品。因使用高品质原料, 有留香时间长的特点。 | 日本、中国大陆、亚太地区、欧洲/中东/非洲、北美/南美 | 1970 年 | 收购 (1992 年) |
| | ELIE SAAB | 设计师品牌香氛副线“ELIE SAAB PARFUMS”以巴黎为总部, 旗下有个人护理、高端护肤、国际 S.A 等产品线, 在全球约 100 个国家销售。 | 日本、中国大陆、亚太地区、欧洲/中东/非洲、北美/南美 | 1982 年 | 品牌授权 (2009 年) |
| | DOLCE&GABBANA | 在 1985 年于米兰开创的品牌, 2016 年与资生堂签订了香水、彩妆、护肤产品的开发、生产以及销售相关的全球品牌授权协议。 | 日本、中国大陆、亚太地区、欧洲/中东/非洲、北美/南美 | 1985 年 | 品牌授权 (2016 年) |
| | ZADIG&VOLTARE | 法国时装品牌 ZADIG&VOLTARE 创始人 Thierry Gillier 与资生堂集团香水部门世界性技术的碰撞, 产生了该香水品牌。 | 欧洲 | 1997 年 | 经营权授权 (2015 年) |
| | narciso rodriguez | 设计师品牌香氛副线“narciso rodriguez PARFUMS”以巴黎为总部, 拥有个人护理、化妆品、国际 S.A 等产品线, 在全世界约 100 个国家范围内销售。特色为具有优雅的品格, 经典摩登并存。 | 日本、中国大陆、亚太地区、欧洲/中东/非洲、北美/南美 | 1998 年 | 品牌授权 (2003 年) |
| | SERGE LUTENS | 创意沙龙香水及彩妆的先锋精神奢侈品品牌, 在世界范围约 35 个国家内销售。法国艺术家 SERGE LUTENS 曾担任资生堂集团形象总监, 后其以姓名为标, 创立 SERGE LUTENS 品牌。产品包括化妆品、香水、照片、映像、著述等多项类目。 | 日本、亚太地区、欧洲/中东/非洲、北美/南美 | 2000 年 | 收购 (2015 年) |

来源: 公司公告, 国金证券研究所

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

图表 25：资生堂旗下护肤、防晒类明星大众品牌

连续 11 年，日本护肤品品牌

日本 No.1 销售金额占比第一*

*出自日本株式会社英德知对 2006 年 10 月-2017 年 9 月期间日本（除冲绳）销售渠道护肤品牌销售金额占比调查结果。

安热沙 水能户外防晒乳

面部与身体用

- AQUA BOOSTER 水能防晒技术
- 美肌精华
- 升级防水功效
- 一般清洁产品可卸除

SPF 50+ PA++++

来源：品牌官网，国金证券研究所

- ③ 大众化妆品 2017 年实现营收 3015 亿日元，同比+8%，占收入比重为 30%，14-17 年 CAGR 为 4%。大众化妆品是资生堂品牌数最多的事业部，包括 17 个品牌：例如主打日本市场的 d program、ELIXIR、ANESSA、HAKU 和 Maquillage 等，还有为中国量身定制的品牌如 AUPRES、PURE&MILD 泊美和 urara 悠莱等。其中 ELIXIR 是大众化妆品事业部最主力的护肤品牌，17 年营收超过 500 亿日元，14-17 年 CAGR 为 14%。Maquillage 是大众化妆品事业部主力的彩妆品牌，ANESSA 是公司旗下唯一防晒专业品牌，产品连续 15 年日本防晒类化妆品销售额第一。

图表 26：资生堂大众化妆品事业部品牌

| 事业部 | 品牌名 | 品牌定位和简介 | 销售国家和地区 | 创立时间 | 自有/收购 |
|------------|--------------|--|--------------|-----------|--------------------|
| 大众化妆品 (17) | d program | 主要在日本发售的面向娇弱肌护肤品牌。主打呵护、强健娇弱肌肤，重塑肌肤屏障功能。为了做到产品内容物的新鲜，在包装设计上也花费了相当的功夫。 | 日本 | 早于 1978 年 | 自己培育 |
| | ELIXIR 怡丽丝尔 | 主要在日本发售的中端产品线，主打护肤产品。该品牌携胶原蛋白技术，于 2014 年 10 月进行了品牌升级。2015 年秋季，新发售高机能美容液和乳液产品。 | 日本、中国大陆、亚太地区 | 1983 年 | 自己培育 |
| | Avene 雅漾 | 源自法国南部名叫 Avene 雅漾的小镇，当地独特的温泉水医药品制造商皮尔法伯公司所创立的肌肤护理品牌。该公司在日本与资生堂公司共同出资建立“皮尔法伯日本公司”，主要进行进口贸易销售。 | 日本 | 1990 年 | 自己培育（日法合资，负责其日本销售） |
| | Ettusais 艾杜纱 | 走日杂开架及药妆店路线，面向年轻用户层。部分商品特别添加了在“ettusais 农场”有机栽培的植物中萃取的精华。 | 日本、亚太地区 | 1991 年 | 自己培育 |
| | ANESSA 安热沙 | 在日本连续畅销 15 年的防晒霜品牌。其产品金瓶、银瓶可满足顾客日常所需的不同防晒强度。 | 日本、中国大陆、亚太地区 | 1992 年 | 自己培育 |
| | AUPRES 欧珀莱 | 中国专供品牌，隶属于中日合资公司“资生堂丽源化妆品有限公司”，在全中国超千家百货店欧珀莱专柜和五大 EC 渠道发售。 | 中国大陆 | 1994 年 | 自己培育（中日合资） |

| | | | | |
|------------------|--|---------------|--------|----------------|
| Za 姬芮 | 作为护肤、彩妆的全线品牌，Za 是为追求自信活力之美的女性而创立的化妆品品牌。在亚洲各地区百货，个人护理点店，大卖场，便利店和电商平台均有销售。 | 中国大陆、亚太地区 | 1997 年 | 自己培育 |
| PURE&MILD 泊美 | 资生堂旗下为中国女性量身定制，专注植物护肤理念的品牌。覆盖百货店、专卖店、屈臣氏等以及线上多元渠道。 | 中国大陆 | 2001 年 | 自己培育 (中日合资) |
| HAKU 臻白无瑕 | 主要针对色斑的美白专业品牌，依靠预防色斑技术成果开发的有效美白成份及新技术不断更新。2015 年 3 月，HAKU 更新为高机能美白护理品牌，扩大了其受众顾客群体。 | 日本、中国大陆、亚太地区 | 2003 年 | 自己培育 |
| MAJOLICA MAJORCA | 定位于低价格带，以重视自我需求的 15 岁到 20 岁左右女性为对象。该品牌官网设计成一个原创的童话故事。 | 日本、亚太地区 | 2003 年 | 自己培育 |
| Maquillage 心机彩妆 | 主要在日本销售的中价格带主力彩妆品牌。于 2014 年 11 月启动品牌新生活活动。2015 年，迎来了品牌诞生 10 周年。 | 日本、中国大陆、亚太地区 | 2005 年 | 自己培育 |
| AquaLABEL 水之印 | 主打肌肤护理。根据市场需求不同细分为“滑润肌”“弹润肌”“美白”三种产品系列。2015 年 10 月，水之印打出了“从容不迫真美丽”的宣传语，刷新了传媒印象。 | 日本、亚太地区、北美/南美 | 2006 年 | 自己培育 |
| INTEGRATE | 主要在日本和中国台湾地区发售的彩妆品牌，定位低价格带，目标受众 25 到 30 左右的女性消费者。打造甜美可爱又不失成熟感的妆容的同时，遮掩肌肤和毛孔困扰。 | 日本、亚太地区 | 2006 年 | 自己培育 |
| urara 悠莱 | 于 2006 年上市的中国化妆品专卖店专属品牌，拥有丰富的护肤和彩妆产品线。 | 中国大陆 | 2006 年 | 自己培育 (中日合资) |
| REVITAL GRANAS | 拥有护肤和基础彩妆产品，旨在帮助获得理想无妆感美肌。对于导致肌肤老化的季节损伤因素，则推出了更高端的产品线，缔造年龄及季节影响的“内部坚韧之美肌”。 | 日本 | 2008 年 | 自己培育 |
| PRIOR | 为 50 岁以上的熟龄女性提供全新的美丽基准。为了满足她们的需求，资生堂在技术和包装细节方面都做出了相应调整。 | 日本 | 2015 年 | 自己培育 |
| PLAYLIST | 以 25-30 岁年龄层女性为主要对象群体，通过网络沟通扩大接触。 | 日本 | 2016 年 | 自己培育 |

来源：公司官网，国金证券研究所

- ④ 个人护理 2017 年实现营收 905 亿日元，同比+11%，占收入比重为 9%，14-17 年 CAGR 为 6%。资生堂个人护理包括 7 个品牌：水之密语、洗颜专科、吾诺、SEA BREEZE、丝蓓绮、MA CHERIE 和 Ag DEO 24。此外，专业美发沙龙用产品 2017 年实现营收 503 亿日元，同比+4%，收入占比 5%，14-17 年 CAGR 为 2%。其他业务 2017 年实现营收 302 亿日元，收入占比由 14 年的 7% 下降至 17 年的 3%。

图表 27：资生堂个人护理、专业美发及健康护理事业部品牌

| 事业部 | 品牌名 | 品牌定位和简介 | 销售国家和地区 | 创立时间 | 自有/收购 |
|-----------|--------------|---|-----------------------|--------|-------------|
| 个人护理 (7) | 水之密语 | 资生堂集团旗下的高档洗护品牌。产品线包括洗护发、淋浴以及免洗系列。 | 中国大陆 | 1872 年 | 自己培育 |
| | SENKA 洗颜专科 | 高性价比护肤品牌，针对忙碌而充实的现代女性群体。除了洁面和卸妆产品外，还有护肤、沐浴、防晒产品同时销售。 | 日本、中国大陆、亚太地区 | 1872 年 | 自己培育 |
| | 吾诺 | 男士形象用品品牌。以整发产品为中心，同时有洁面和护肤产品以及个人护理产品销售，实现崇尚自然的帅气男士形象。 | 日本、亚太地区 | 1872 年 | 自己培育 |
| | SEA BREEZE | 于 2000 年收购的身体护理品牌，主打产品为全身用化妆品，主要功效是抑制体味，令周身保持清爽。帮助 10 多岁青少年们面对充满活力的学校生活。 | 日本、亚太地区 | 1902 年 | 收购 (2000 年) |
| | TSUBAKI 丝蓓绮 | 为头发与头皮进行集中护理的美发品牌。2015 年 3 月，对商品包装及视觉表现进行全面更新。同年 9 月，推出“免冲洗集中护理”产品线。 | 日本、中国大陆、亚太地区、欧洲/中东/非洲 | 2006 年 | 自己培育 |
| | MA CHERIE | 美发品牌，2016 年 3 月，系列产品功能升级强化焕新，适合对时尚敏感，功效和可爱外观两方面都很注重的高要求年轻人。主要产品为修护秀发损伤的产品、用于打理造型的精华护理和造型用品。 | 日本、中国大陆、亚太地区 | 2016 年 | 自己培育 |
| | Ag DEO 24 | 针对体味和汗味的专业除臭用品，主打产品是粉末喷雾剂，品牌理念为“保持肌肤清爽”。2016 年 2 月，启动除臭用品品牌新生活活动，重生为“Ag Deo24”面世。 | 日本 | / | 自己培育 |
| 专业美发沙龙用产品 | 资生堂专业美发 | 美发沙龙专供的品牌。为专业人士提供护发剂、造型剂、染发剂等技术产品。提供高级技术和服 务，全面支持美发沙龙的活动。 | 日本、中国大陆、亚太地区 | 1922 年 | 自己培育 |
| 健康护理 (2) | IHADA | 通过资生堂药品株式会社销售的健康护理品牌，产品包括医药品、化妆品和健康食品。除了专门针对干燥等脸部皮肤困扰的护理产品线，还有能防止花粉附着肌肤和秀发用的喷雾。 | 日本 | 2011 年 | 自己培育 |
| | The Collagen | 依托资生堂的胶原蛋白研究成果，是一款不断在进化中的胶原蛋白补充产品，主要产品为美容饮品。 | 日本 | / | 自己培育 |

来源：公司官网，国金证券研究所

2.2 研发：140 年来不断创新，开创众多里程碑式的研究成果

- 自成立以 来，资生堂推出了众多引领时代的“美白”、“防晒”、“抗皱”研究成果，并由此诞生了许多如今众人皆知的化妆品。例如 1897 年发售日本首款基于西方药 学处方的化妆水“EUDERMIN”（红色蜜露），1917 年开发日本首款美白化妆水“抗氧化青瓜水”，1923 年开发日本首款防晒霜“Uviolin”，1971 年领先于其他公司率先发售敏感肌 肤专用化妆品“EVENESE”系列，1993 年开发抗皱·视黄醇配合剂，在日本国内推出首款含视黄醇的化妆品等。

图表 28：资生堂具有时代意义的研究成果

| 时间 | 研究成果 |
|------|---|
| 1897 | 发售“EUDERMIN”(红色蜜露)正式进军化妆品行业 |
| 1906 | 发售日本首款肤色白粉“KAEDE”(黄色白粉)“HANA”(肤色白粉) |
| 1917 | 开发日本首款美白化妆水“抗氧化青瓜水” |
| 1923 | 开发日本首款防晒霜“Uviolin” |
| 1957 | 为解决烧伤疤痕的困扰,发售“资生堂 SPOTSCOVER” |
| 1971 | 领先于其他公司率先发售敏感肌肤专用化妆品“EVENESE”系列产品 |
| 1979 | Natsuko beauty pact 干湿两用粉饼 |
| 1984 | 日本首款通过发酵培养法使得透明质酸的量产成功 |
| 1988 | 开发日本首款带护发素成分的洗发水“Rinpool”、将乳化粉底收入盒中,开发 Emulsion pact、全世界首次发现导致脚臭的化学物质 |
| 1990 | 发现美白精华熊果苷的效果 |
| 1993 | 开发抗皱·视黄醇配合制剂,国内推出首款含视黄醇的化妆品 |
| 1997 | 开拓“香氛舒缓”产品领域 |
| 1998 | 开发“舒缓身心的化妆品”QIORA 系列产品的发售 |
| 2001 | “Ag+”首次将银用于止汗剂 |
| 2005 | 发售全新的转盘式液体口红 PN 口红 |
| 2007 | 日本首款涂抹用激素制剂“含 l'estrogel 0.06%” |
| 2011 | 首次使用植物提取聚乙烯 |

来源：公司公告，国金证券研究所

- **皮肤基础研究方面：**①美白研究是资生堂最具优势的领域之一，“熊果苷”和“稳定型维生素 C 衍生物”都是资生堂所开发的被全世界广泛使用的美白成分。②抗老化研究方面，资生堂首次验证了法令纹随年龄增长变深变长，并发现“甜茶提取物”对法令纹具有一定效果。③美肌研究方面，资生堂首次发现肌肤纹理紊乱是由于干燥，并找到了可以在干燥环境下抑制角质层细胞收缩保持美丽肌肤纹理的有效成分“海藻糖”。
- **原料开发方面：**资生堂针对同时拥有保湿成分与油分两种功能的全新原料进行了开发并最终生产出了“Aquainpool”。Aquainpool 在日本、美国、欧洲、中国大陆、中国台湾、韩国等地都取得了专利。Aquainpool 作为能够同时溶解到水和油中的成分，兼具保湿成分和油分的优点，被广泛应用于资生堂的多种化妆品中。
- **药剂开发方面：**资生堂独创了新型美白成分 4MSK，这种成分可以有效地抑制黑色素的过量生成。这项开发起始有 50 名技术人员参与，共耗时 10 年以上。自 2004 年投入市场以来，4MSK 经历了长时间的考验，如今已经成为了资生堂的主力美白成分，同时还在日本、中国台湾、韩国、美国、欧洲等国家和地区取得了专利。
- **面对市场的变化，资生堂并未沉溺于过去的业绩，而是用最快速度和先进的技术做出反应。**2017 年，考虑到年轻消费者对于个性化产品有着更强烈的追求，资生堂推出了一款能够实现护肤个性化定制的全新护肤系统“Optune”。“Optune”利用智能手机专用软件来收集肌肤数据和环境数据，通过独家算法计算出的护肤类型数据发送到专用设备，由设备进行分析后，能够提供最适合用户当下状态的美容精华液和乳液。

图表 29: 资生堂 Optune 智能护肤系统



来源: 公司官网, 国金证券研究所

- 对于爆款单品, 资生堂擅长不断迭代升级。资生堂真正意义上的第一款化妆品“红色蜜露”在研发之初, 开发者东京帝国大学教授长井长义博士就希望这款化妆品有着和药品一样的高品质。一百年来, 资生堂仍在不断改进红色蜜露的配方, 如今产品已经更新迭代到了第 8 代。红色蜜露经历 100 年的产品更新迭代, 愈发成为化妆品中的经典。

图表 30: 资生堂红色蜜露 100 年产品更新迭代



来源: 公司官网, 国金证券研究所

- 凭借行业领先的研发嗅觉与实力, 资生堂不断创造高品质、高功能、安全的化妆品和尖端美容解决方案。未来公司不仅将在化妆品领域创造新的价值, 还将在人工皮肤、头发和皮肤再生以及高级美容护理等新领域创造新的价值。到 2020 年, 公司预计研发人员将增加到 1500 人, 研发费用率将超过 3%。此外, 为实现世界级水平的研究开发能力的最大化, 2018 年 12 月公司在横滨·未来港 21 区设立全球创新中心并投入运营。

2.3 渠道: 高端品牌抢占最豪华地段, 大众品牌遍布免税店及药妆店

- 资生堂根据不同的品牌定位选择不同的渠道侧重策略: The Ginza 为集团最尖端品牌, 只在日本国内发行, 且日本国内也仅有东京银座总店、帝国酒店专卖店以及国际机场有售。定位国际化“贵妇级”品牌的 CPB 将所有销售地点都选择在每座城市最豪华、最高档的地区。定位高端的 SHISEIDO 选择各大百货专柜为主要渠道。而大众品牌中的 ELIXIR 则遍布日本, 在约 23,000 家店铺有售。此外, 大众品牌 Maquillage 和 ANESSA 也是在日本各大药妆店、免税店和零售店中均有强大的铺货能力。

图表 31：仅在东京银座、帝国酒店以及国际机场销售的 The Ginza



来源：公司官网，国金证券研究所

- **药妆店在日本化妆品渠道中占有举足轻重的地位。**战后繁荣时期，欧美公司都是高价产品进入日本市场，且主要占据着百货渠道。泡沫经济破灭后，大众化妆品仍旧保持着稳健的需求，以大众价位为主、几乎只销售日本本土品牌的药妆店成为日本化妆品行业日益重要的渠道。松本清是日本最大连锁店最多的药妆店，商品类目繁多，涵盖范围从平价品牌到贵妇级大牌。
- **日本免税店则是近年来增速迅猛的渠道：**日本免税商店通常设置在国际机场港口以及几个热门城市的主要商场及购物街，可分为机场免税店、商业区免税店和 DFS 免税店。日本有多达 20 多个机场，差不多所有机场都拥有机场免税店；商业区例如银座和新宿也有很多免税店。近年来，随着赴日旅游人数的增加，旅游购物的零售额也不断提升。
- **日本电商渠道并不凶猛，占比仅 8.5%。**日本线上主要购物平台以亚马逊为主，化妆品电商占比仅在 8.5%。我们认为日本电商渠道发展并不凶猛的原因有：①由于早前日本大多数家庭主妇不上班，有充足的时间去实体店购买产品，已经形成了一定的消费习惯。②日本的药妆店与便利店遍地开花，且服务更好，消费者在实体店购买产品本就十分方便快捷。③日本的物流和人力成本较高。这些因素都在一定程度上限制了日本电商渠道的发展。

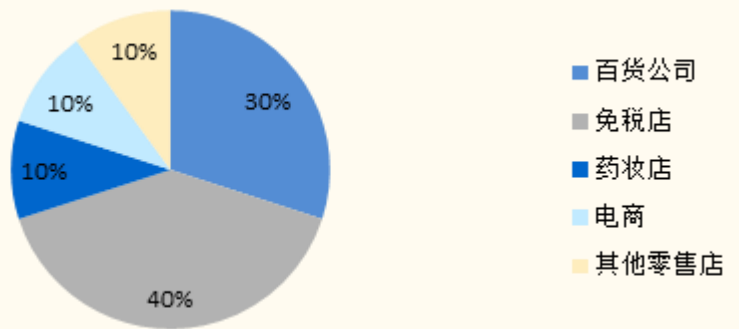
图表 32：资生堂主要销售渠道



来源：公司公告，国金证券研究所实地调研

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

图表 33：资生堂在日本本土市场的渠道分布



来源：公司公告，国金证券研究所实地调研

2.4 营销：营销投入持续加大，一线代言人诠释品牌价值

- 我们认为，化妆品是一个通过为女性“创造梦想”来销售产品的行业，营销投入就是这个“创造梦想”的过程。能够对创造出的价值提出好的提案并很好的将其传达出来是资生堂的一大优势。自 1916 年资生堂设计部成立以来，就一直引领日本的宣传、广告及设计界。此外，资生堂在全球约有 2 万名美容顾问担任美容专业人士，与个人消费者建立密切关系，传递品牌价值。

图表 34：资生堂美容顾问发展历史

| 资生堂美容顾问发展历史 | | | |
|-------------|------|----------------------|---|
| 1934 | 诞生 | 美的“传教士”——资生堂小姐诞生 | 1934 年，走出家庭进入社会的女性屈指可数，资生堂走在时代前列，开始招聘女性宣传员。资生堂小姐通过“近代美容剧”的戏剧形式，简单易懂地介绍了符合当时的美容法。演出结束后，为每一位到场人士诊断肌肤类型、根据个人喜好介绍化妆品的选择方法等，并制定美容方案。 |
| 1948 | 复兴 | 二战后一度停止后再次绽放光彩的资生堂小姐 | 战争结束后，女性们再次迎来了让她们熠熠生辉的时代。资生堂小姐成为比战争前更为女性向往的职业，她们更加致力于开展帮助女性实现健康生活方式的活动。尽管遭受战火的冲击，但使顾客绽放美丽容颜的使命感和“以诚待客”的精神依旧完整地得以继承和延续。 |
| 1959 | 发展 | 资生堂小姐升级为“美容部员” | 随着经济高度增长期的到来，女性的生活方式也产生了巨大的变化。原本以宣传为主要活动的资生堂小姐为拓展活动平台，与销售人员融为一体，改称为“美容部员”。随着光顾资生堂百货专柜和专卖店的顾客不断增加，对更多美容部员的需求在全国迅速扩大。 |
| 1990 | 全球化 | 作为美容顾问在世界崭露头角 | 随着女性逐渐参与到社会活动中，女性们更加追求具有自身特点的美丽妆容。于是，“SHISEIDO 美容顾问 (BC)”这一崭新的称呼应运而生。从那时起，SHISEIDO 加快了全球化的发展步伐。如今，有 2 万多名美容顾问活跃在全世界 89 个国家和地区。 |
| 如今 | IT 化 | 为了顾客的美丽容颜 | 在 IT 技术日渐发达的今天，为了提高顾客的认可度及满意度而灵活运用交流工具，力求迎合顾客的心情开展相应的活动。 |

来源：公司官网，国金证券研究所

- 代言人是品牌潜在消费者“梦想”的具象反映，资生堂也一直选择签约一线演员和明星来担任品牌代言人。例如旗下 CPB 品牌 2012 年曾签下周迅作为亚洲区品牌大使，2018 年初签约奥斯卡奖提名女演员 Felicity Jones 为其全球品牌代言人，2018 年 9 月签约章子怡为其全球品牌大使。某种程度上讲，越一线的代言人往往代表着对于广大女性消费者营造出了越具有吸引力的“梦想”。

图表 35: CPB 全球品牌大使—章子怡



来源: 品牌官网, 国金证券研究所

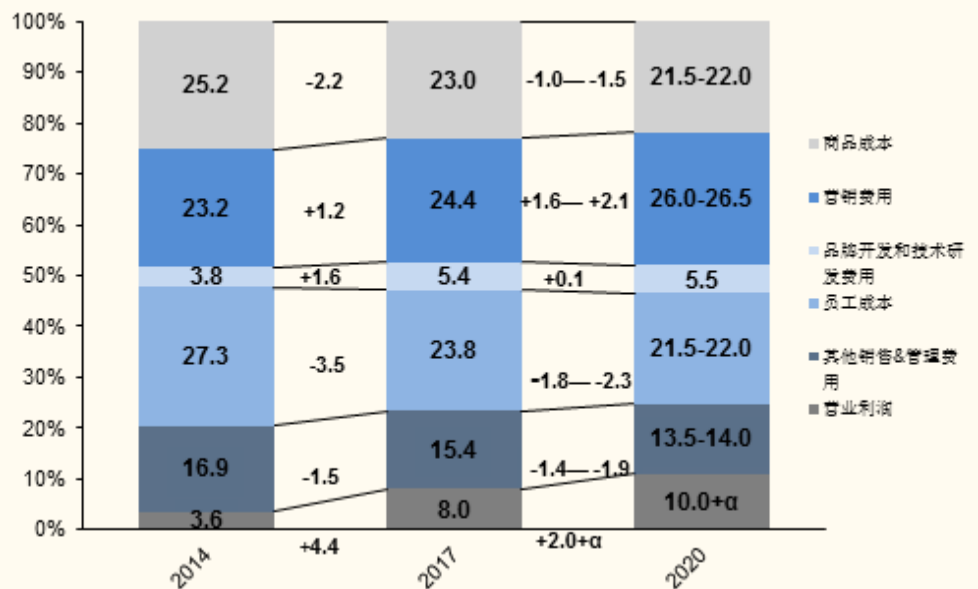
图表 36: SHISEIDO 中国区彩妆代言人—唐嫣



来源: 品牌官网, 国金证券研究所

- 2014-2017 年资生堂的成本结构变化中, 品牌营销费用率由 23.2% 上升 1.2pct 至 24.4%, 品牌开发&技术研发费率由 3.8% 上升 1.6pct 至 5.4%, 而其他成本项目均有不同程度的下降。而在资生堂的 VISION2020 战略中, 也明确提出将进一步加大营销投入, 预计 2017-2020 年将品牌营销费用率由 24.4% 提升 1.6pct~2.1pct 至 26%~26.5%。

图表 37: 资生堂 2014-2020E 成本分布 (%)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

2.5 供应链: 全球布局高效生产, 加大国内工厂投资主推“日本制造”

- 资生堂一直积极推进全球技术网点的整备, 确保实现在全球范围内的稳定、高效生产: 除了日本国内的大阪工厂、挂川工厂、久喜工厂, 资生堂还在中国大陆、中国台湾、东南亚、欧洲、美国拥有 9 个研究开发中心及 13 个生产据点。海外研究中心致力于针对当地消费者的皮肤需求及化妆习惯进行研究, 开发具有当地特色的产品, 并不断向世界各地的消费者提供安全高品质的产品及服务。

图表 38：资生堂集团研发中心和工厂介绍

| 国家和地区 | 技术网点 | 技术网点介绍 |
|-------------------------|-------------------------------|--|
| 日本 (6) | 资生堂研究开发中心(新横滨) | 1916 年作为研究部成立，2000 年移至现在地址。从事化妆品、化妆用具、医药品的开发，以及支持其开发的基础研究。 |
| | 资生堂美容创意研究中心 | 1953 年成立，通过“美发、化妆”活动“创造”、传递“崭新之美”。打造、发布最新流行趋势的“美容信息开发”、实施技术教育的“美容技术教育”机构。 |
| | 资生堂细胞加工培养中心 (SPEC) | 2014 年 5 月设立于神户生物学创造中心 (BMA)，为了快速实现毛发等再生医疗技术，进行细胞的培养和加工。 |
| | 资生堂挂川工厂 | 1975 年成立，化妆产品的母工厂，医药品、透明质酸的专门工厂，已取得 ISO14001 认证。 |
| | 资生堂久喜工厂 | 1983 年成立，专门从事精致化妆用具的高效工厂，24 小时作业，已取得 ISO14001 认证，导入太阳能照明。 |
| | 资生堂大阪工厂 | 1939 年成立，护肤产品的母工厂，已取得 ISO14001 认证。 |
| 中国大陆 (4) | 资生堂中国研究开发中心 | 2001 年成立，面向中国市场的产品研究开发，针对中国消费者进行研究，化妆品规定的调查与相关法律的对应。 |
| | 资生堂丽源化妆品有限公司 (北京工厂) | 1993 年成立，AUPRES (欧珀莱) 品牌产品的生产工厂，已取得 ISO14001 认证。 |
| | 上海卓多姿中信化妆品有限公司 (上海卓多姿) | 1999 年成立，面向中国国内，中低价格化妆品的生产工厂，已取得 ISO14001 认证。 |
| | 上海华妮透明美容香皂肥皂有限公司 (上海华妮) | 2010 年成立，宾馆洗浴产品·婴儿产品的 OEM 事业、化妆品 OEM 事业、肥皂生产工厂，已取得 ISO14001 认证。 |
| 亚洲 (除日本、中国大陆) (3) | 资生堂东南亚研究开发中心 | 2006 年成立，研究东南亚顾客及交流开发，化妆品规定的调查及相关医药品的对应。 |
| | 中国台湾资生堂中坜工厂 | 1980 年成立，进口品精加工、护肤、化妆品的生产工厂，已取得 ISO14001 认证。 |
| | 资生堂越南工厂 | 2010 年成立，洁面、男性用化妆品以及中低价格的护肤品生产工厂，遵循 ISO22716 的最先进工厂，已取得 ISO14001 认证。 |
| 美国 (5) | 资生堂美国研究开发中心 | 1990 年成立，海外品牌 (NARS、Bare Escentuals) 的研究开发，面向其他公司 OEM 业务的研究开发，新素材的探索 (美国)。 |
| | 资生堂美国东温莎工厂 | 1999 年成立，香氛、护肤品的生产工厂，取得 ISO14001 认证。 |
| | Davlyn Industries, Inc. | 1989 年成立，化妆品护肤品的生产工厂，取得 ISO14001 认证。 |
| | Zotos International Inc 研究所 | 1929 年成立，Zotos 产品的研究开发。 |
| | Zotos International Inc 日内瓦工厂 | 1988 年成立，Zotos 产品的生产。 |
| 欧洲 (3) | 资生堂欧洲研究开发中心 | 1988 年成立，研究欧洲顾客及交流开发，化妆品规定的调查及相关医药品的对应。 |
| | 资生堂法国 Val de Loire 工厂 | 1999 年成立，香氛与护肤品的研究开发和生产工厂。 |
| | 资生堂法国 Gien 工厂 | 1991 年成立，香氛产品的生产工厂。 |

来源：公司官网，国金证券研究所

- 主推日本制造，2018-2020 年资生堂计划投资 1300 亿日元在日本新建工厂：**近年来，高品质的日本制造产品备受访日消费者追捧，资生堂敏锐地把握到了访日游客高涨的需求，计划在东京北部的栃木县新建一座生产工厂，同时提高大阪府西部一工厂的产能至当前两倍。栃木县的新工厂预计于 2019 年建成投产，将为本土市场生产中端商品。大阪工厂预计于 2020 年投产，将为本土和海外顾客提供高端产品。

图表 39：资生堂投资新建工厂项目



来源：公司公告，国金证券研究所

2.6 公司治理：职业经理人管理，董事会监督的现代化集团

- **资生堂股权结构分散，无实际控制人，目前公司前 10 大股东累计持股比例为 42.93%：**从资生堂股权结构来看，创始福原家族并非其实际控制人，公司已经完全是职业经理人管理，由董事会监督的现代化集团。这或许与第一任社长福原信三的管理理念有关，资生堂上市后，福原信三规定福原家族不滥用权力、不屈服权势，避免家族势力介入公司经营。

图表 40：资生堂前 10 大股东及持股比例

| 持有人名称 | 占比 |
|---|--------|
| 日本政府养老金投资基金 | 6.94% |
| 三菱日联信托银行株式会社 | 6.21% |
| JP Morgan Funds Asia Ltd | 4.91% |
| Nomura Asset Management Co Ltd | 4.80% |
| 纽约梅隆银行股份有限公司 | 4.48% |
| Asset Management One Co Ltd | 3.96% |
| Sumitomo Mitsui Trust Asset Management Co Ltd | 3.47% |
| 道富银行及信托公司 | 3.07% |
| 日兴资产管理有限公司 | 2.59% |
| 瑞穗银行株式会社 | 2.50% |
| 合计 | 42.93% |

来源：Bloomberg，国金证券研究所，截至 2018/12/30

- **外国投资者持股比例高达 41%：**从股东地域来看，资生堂的日本股东占比为 59%，外国投资者持股占比接近 41%，美国投资者持股比例为 26.61%，位居外国投资者持股排名第一，反映出国外投资者资生堂发展的长期看好。

图表 41：资生堂股东地域分布

| 持有人地域 | 占比 |
|-------|--------|
| 日本 | 59.97% |
| 美国 | 26.61% |
| 加拿大 | 3.57% |
| 卢森堡 | 3.16% |
| 爱尔兰 | 3.15% |
| 英国 | 1.69% |
| 法国 | 0.63% |
| 挪威 | 0.67% |
| 瑞典 | 0.12% |
| 其他 | 0.43% |

来源：Bloomberg，国金证券研究所，截至 2018/12/30

- **2014 年公司迎来首位外部 CEO 鱼谷雅彦(Masahiko Uotani)**, 带领公司实现销售额的大幅度增长: 从福原信三起至今, 资生堂已历经 17 任社长, 其中有多位来自福原家族, 除鱼谷雅彦外其他均由内部培养, 内部培养掌舵人一直是日本企业的传统。2014 年在资生堂业绩承压之时, 公司打破了历史传统, 聘请曾任可口可乐日本公司的总裁兼首席执行官的鱼谷雅彦为集团总裁兼首席执行官, 反映出资生堂在面临当前时代竞争的勇敢变革。鱼谷雅彦上任后, 带领公司制定了中长期规划 Vision2020, 并在 2015-2017 年实现了销售额的大幅度增长。

图表 42: 公司核心管理层

| 姓名 | 职务 | 年龄 | 任期 | 履历 |
|------------------|--------------------------------------|----|-----|--|
| Masahiko Uotani | President/ CEO 董事长兼社长 | 64 | 4.5 | 1977 年加入日本狮王株式会社, 并先后在花旗银行担任经理、可口可乐(日本)有限公司担任总裁、代表董事, BrandVision Inc 担任首席执行合伙人、代表董事。2013 年加入资生堂, 担任资生堂首席营销顾问, 2014 年起任资生堂总裁兼首席执行官以及代表董事至今。 |
| Jun Aoki | Corporate Executive Officer 首席执行官 | 61 | 1.8 | 1980 年加入榎文彦设计事务所, 1991 年加入麦肯锡公司任职日本办事处助理顾问, 于 1999 年担任法国巴黎银行驻日本的首席执行官, 2014 年加入资生堂, 担任资生堂顾问, 于 2015 担任公司董事, 现任资生堂首席人力官、资生堂丽源化妆品有限公司董事长、资生堂首席执行董事、代表董事。 |
| Yoichi Shimatani | Corporate Executive Officer 首席执行官 | 62 | 3.5 | 1979 年加入资生堂, 先后担任资生堂中国研究中心有限公司董事兼总裁、化妆品研发中心总经理、护肤开发中心总经理、执行董事, 2015 年起任公司首席执行官、首席研发官至今, 2018 年成为公司代表董事。 |

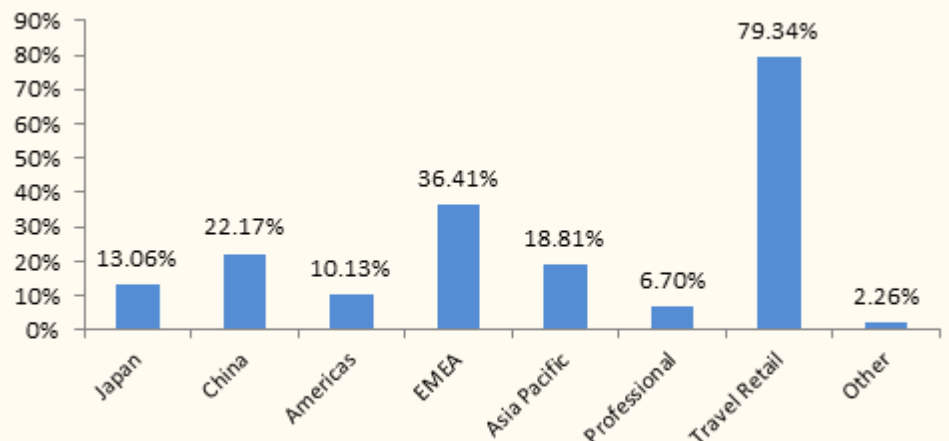
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

3. 全球化与中国布局

3.1 全球化布局相对保守谨慎, 如何适应各地区地缘文化是重要挑战

- **全球化是资生堂近年来的一大重要战略:** 近年本土业务逐渐饱和, 格局稳定, 资生堂开始通过资本方式积极拓展海外业务, 进一步扩大市场规模和品牌知名度。从增速角度来看, 旅游零售、EMEA 地区和中国为资生堂增速最快的市场, 2017 年营收增速分别为 79.34%、36.41%和 22.17%。

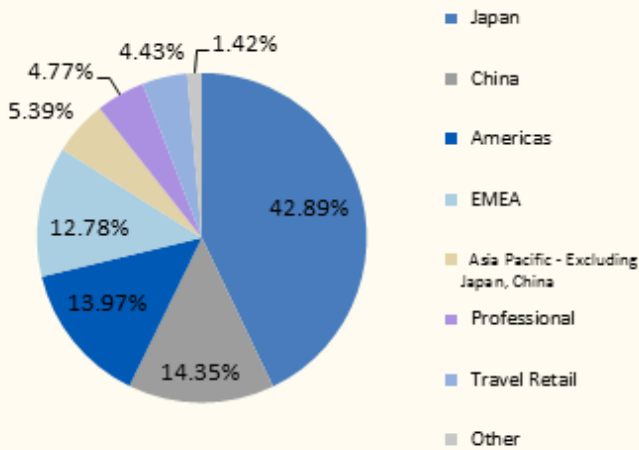
图表 43: 2017 资生堂全球各地区营收增速



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

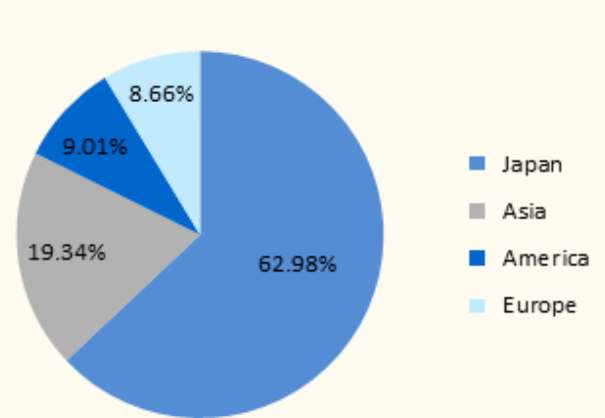
- 日本企业在国际化扩张中相对谨慎保守，资生堂虽然是日本化妆品企业中全球化程度最高的，但日本本土销售占比仍有 43%：2017 年资生堂和花王海外业务占比约为 57%，而日本另外三大化妆品集团花王、高丝和宝丽的海外业务占比仅为 37%、25%和 8%。我们认为，化妆品是与地缘文化和商业文化息息相关的消费品，资生堂、花王、高丝、宝丽奥蜜思当年能够力抗欧美劲敌，实现对本国市场的主导，是因为其更加符合日本本土文化。但在新一轮的国际化竞争中，如何适应全球各地区的地缘和商业文化、满足不同地区消费者的差异化需求是资生堂这样的巨头面临的重要挑战。

图表 44：2017 资生堂全球各地区营收占比



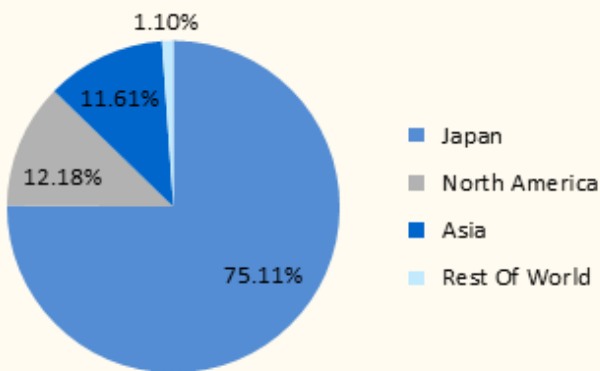
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 45：2017 花王全球各地区营收占比



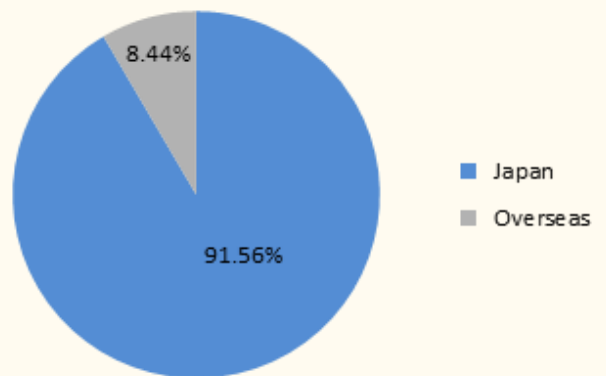
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 46：FY2018 高丝全球各地区营收占比



来源：公司公告，国金证券研究所

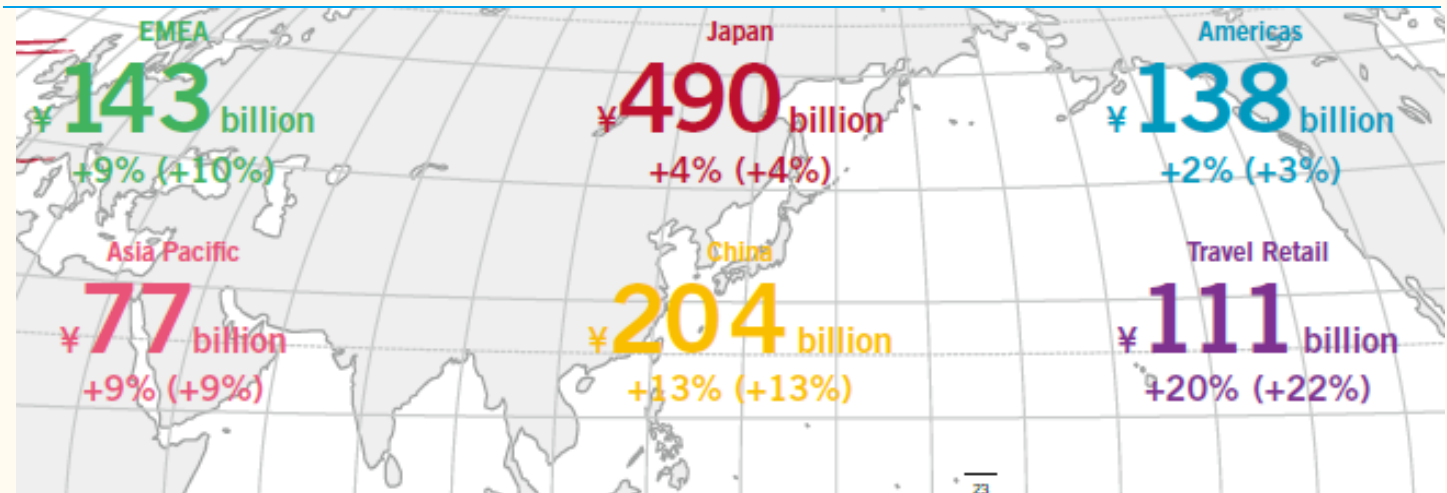
图表 47：2017 POLA 全球各地区营收占比



来源：公司公告，国金证券研究所

- 为了更好地开展国际化业务，资生堂开始采取全球经营化的体制：资生堂在全球每个中心，都设立了一个母公司，每个中心公司都有自己的决策权，以便于可以快速决策。当地的 CEO 由当地享有盛名的著名职业经理人来担任，本地化策略使得整体公司销售额可以实现增长。2020 年公司目标在日本、中国、EMEA、美国、旅游零售和亚太地区分别实现营收 4900 亿日元、2040 亿日元、1430 亿日元、1380 亿日元、1110 亿日元和 770 亿日元。

图表 48：各地区 2020 年营收目标及 2017-2020 年营收 CAGR 目标



来源：公司公告，国金证券研究所

3.2 资生堂中国业务：机遇和挑战并存

■ 资生堂在中国的业务发展经历了三个阶段：

- **阶段一：进口代理。**1981 年，资生堂首先通过设立办事处的方法把日本国内的产品输送到中国，在部分国有的百货商店（北京饭店、友谊商店等）开始现场销售资生堂化妆品。1983 年，资生堂与北京的丽源公司签署技术合作协议，首次合作生产和销售日化产品，以北京丽源公司“华姿”品牌代理销售资生堂产品。
- **阶段二：本土化策略为主导。**1991 年资生堂和北京丽源公司共同筹资组建了中日合资资生堂丽源化妆品有限公司，由之前的进口销售，开始转变为在中国本土生产销售化妆品，同时开发面向中国市场的专有品牌。1998 年资生堂又合资成立了上海卓多姿中信化妆品有限公司。为了更好的研发针对中国市场的产品，2002 年 4 月资生堂在北京成立了资生堂(中国)研究开发中心有限公司。2003 年，资生堂成立了 100% 全资子公司——资生堂（中国）投资有限公司。
- **阶段三：国际化+本土化相结合。**2017 年，资生堂集团中国地区总部成立，领导资生堂（中国）投资、资生堂丽源、资生堂香港、上海卓多姿中信和资生堂(中国)研究开发中心 5 个分公司共 9000 余名员工共同发展在中国的 20 余个国际化品牌和 3 个中国专属品牌。渠道建设方面，目前资生堂的进口产品只进入高级百货店，以保持高端的品牌形象，而像欧珀莱、泊美、悠莱等会选择进入百货店、专卖店与化妆品专营店等多个渠道，以覆盖更广的消费者群体。

图表 49：资生堂专为中国市场推出的三个品牌

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

来源：公司公告，国金证券研究所

■ 本土化策略中较为成功的案例——欧珀莱：

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

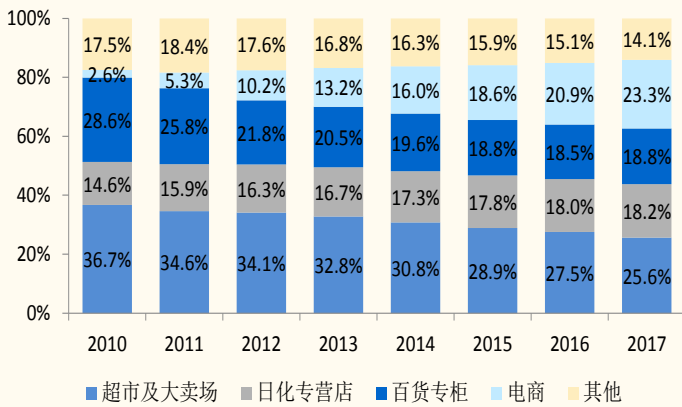
■ 本土化策略中遇到较大挑战的案例——泊美&悠莱：

- 泊美：泊美是资生堂针对中国市场推出的大众化品牌，主打天然，植物概念。在低线城市，这类没有明显形象和露出的产品，迅速被本土品牌的专柜淹没，2015 年泊美在多个省份都有不同程度的下滑。
- 悠莱：主打 D-氨基酸技术应用的护肤品牌，其余产品系列缺乏亮点，主要通过 CS 渠道，渠道竞争激烈，面对快速变化的市场没有及时反应，导致部分 CS 渠道的代理商和专营店结束了与悠莱的合作关系。

■ 我们认为，资生堂专为中国市场推出的泊美和悠莱遇到较大挑战的原因可能归于以下三个方面：① 中国化妆品中低端市场竞争激烈，在下沉渠道和触达低线城市消费者时国产品牌更有优势；② 资生堂对自身品牌的管理一般采取“品牌分生”策略，泊美和悠莱并未如欧珀莱一样署名资生堂，而是独立经营，独立发展，因此在大众市场缺乏品牌形象辨识度。③ 作为跨国公司，资生堂很难对中国不断变化的市场、消费者价值和购买行为做出及时高效的回应。

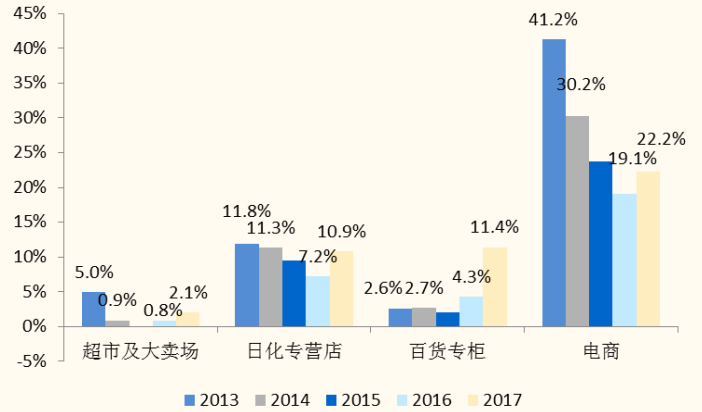
- 一代时势造一代英雄，电商和 CS 渠道是当前中国化妆品行业渠道的核心商业变量，也是海外化妆品巨头较不熟悉和较难下沉的渠道。日本的成功发展经验，在中国的一二线城市能够得到一些成功，但是遇到和日本国情相差较大、层级复杂的中国的三四线城市，难免会遇到下沉的困难。
- 目前中国化妆品行业渠道中电商占比已经超过 23%：中国 80、90、00 后成长于中国互联网爆发之时，随着这批新消费者成为美妆消费的主力人群，电商渠道高速成长为化妆品行业中的重要渠道。因此，在中国电商已经成为化妆品销售的兵家必争之地。电商是中国商业核心的差异变量，是与海外化妆品市场差异巨大的点，也是中国本土品牌逆袭的利器。

图表 50：中国化妆品行业整体渠道格局变化



来源：Euromonitor，国金证券研究所

图表 51：中国化妆品近 5 年各渠道增速



来源：Euromonitor，国金证券研究所

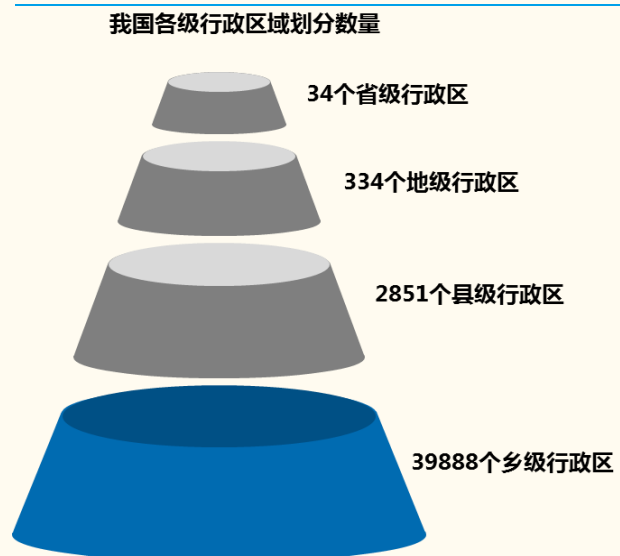
- **CS 渠道是在中国复杂的城市层级中，下沉能力最强的渠道，也是跨国公司最难做好的渠道：**商超和百货渠道门槛较高，扣点较高，渠道下沉能力有限。与商超和百货不同，CS 渠道具有低门槛、复制速度快、下沉能力强等优势。根据最新的行政区划划分，我国有 34 个省、334 个地级市、2851 个县级市和近 4 万个乡，CS 渠道仍是面对复杂的城市层级扩张空间最大的渠道。但是由于 CS 渠道具有极高的分散化和本土化特征，对于渠道经验的积累有较高的门槛，跨国企业想要理解国内各地的商业文化，和各类经销商渠道商完成高效及时的沟通反馈和对接并非易事。

图表 52：中国部分化妆品专营店及店铺数

| | 定位 | 国内店铺数 |
|---------|--------|-------|
| 屈臣氏 | 全国性 | 4335 |
| SEPHORA | 一二线城市 | 121 |
| 娇兰佳人 | 二三四线城镇 | 2390 |
| 唐三彩 | 二三四线城镇 | 943 |
| 康妮 | 二三四线城镇 | 183 |

来源：百度地图，国金证券研究所

图表 53：我国各级行政区划数量



来源：中华人民共和国行政区划简册，国金证券研究所

- **我们预计未来资生堂在中国化妆品市场的主战场仍在高端领域。**资生堂将自身在中国市场的关键战略定义为：(1) 突出“日本制造”概念，保持高端品牌的业务，如 SHISEIDO, Cl é dePeau Beaut é, IPSA；(2) 布局三、四线城市，利用集团协同效应，增加主要销售柜台；(3) 加强数字营销和电商营销。此外，结合公司过去数十年在中国高端和大众市场成与败的经验，我们认为未来资生堂在中国化妆品的主战场仍在高端领域。

4. 投资建议

- 资生堂是亚洲第一的化妆品集团，经历日本经济周期检验，在日本本国力抗欧美劲敌实现崛起，体现出较大的投资价值：公司起源于 1872 年日本的第一家西式药店，如今已发展为营收突破 1 万亿日元，在日本高端化妆品市场市占率接近 20%的化妆品巨头。从资本市场表现来看，泡沫经济破灭至今，公司市值相对日经 225 指数有明显超额收益，P/E 大多时候在 20x-40x，业绩是驱动市值增长的主要因素。资生堂成功的经验非常值得我国本土化妆品企业借鉴，我们总结为六大维度。
- ①品牌端实施自身培育为主+明星口碑产品+高端优先策略，②研发端开众多引领时代的“美白”、“防晒”、“抗皱”研究成果。公司具有强大的自有品牌创造能力，旗下 40 余个品牌中销售额在 100~500 亿日元的有 10 个以上，高端优先是近年来的重要策略。公司曾开发日本首款美白化妆水和首款防晒霜，对爆款单品也非常擅长迭代升级。面对市场变化，公司并未沉溺于过去的业绩，而是用最快的速度和技术做出反应。
- ③渠道端高端品牌抢占最豪华地段，大众品牌遍布免税店及药妆店，④营销端品牌建设一直引领日本广告设计界。“贵妇级”品牌 CPB 将所有销售地点选择在最豪华、最高档的地区。大众品牌 ELIXIR、Maquillage 等则在各大药妆店、免税店中有强大的铺货能力。能够对创造出的价值很好的传达是资生堂另一优势，公司设计部一直引领日本的宣传、广告及设计界。此外，公司在全球约有 2 万名美容顾问，与消费者建立密切关系。公司计划 2017-2020 年将品牌营销费用率提升 1.6pct~2.1pct 至 26%~26.5%。
- ⑤供应链端全球化布局高效生产，近年加大日本工厂投资主推“日本制造”，⑥公司治理方面采用职业经理人管理，董事会监督的现代化管理。资生堂在全球拥有多个研究开发中心及生产据点，近年来主推日本制造，18-20 年计划投资 1300 亿日元在日本新建工厂。公司股权结构分散，外国投资者持股比例高达 41%，无实际控制人。2014 年公司迎来首位外部 CEO 鱼谷雅彦，带领公司实现销售额的大幅度增长。
- 全球化布局相对保守谨慎，中国地区复杂的城市层级为公司渠道下沉带来挑战：公司目前日本营收占比仍有 43%。日本的成功经验在中国一二线城市能够得到一些成功，但是遇到和日本国情相差较大、层级复杂的中国的三四线城市，难免会遇到困难。资生堂中国本土化策略中较为成功的品牌为欧珀莱，挑战较大的为泊美和悠莱。我们认为未来资生堂在中国的主战场仍在高端领域。
- 化妆品是与地缘文化和商业文化息息相关的消费品，一代时势造就一代英雄，未来我国本土化妆品集团的诞生值得期待：资生堂当年能够力抗欧美劲敌，实现对本国市场的主导，是因为其更加符合日本本土文化。当前，电商和复杂的下沉渠道是中国商业最核心的差异变量，我们认为本土品牌有望凭借针对中国市场的创新产品和在电商与下沉渠道的优势，分享国内千亿级化妆品盛宴。推荐珀莱雅，建议关注上海家化、御家汇和拉芳家化。

图表 54：A 股化妆品上市公司估值表

| 证券代码 | 证券简称 | 收盘价 (元) | 总市值 (亿元) | EPS (元/股) | | | PE (X) | | |
|-----------|-------|------------|-------------|-----------|-------|-------|--------|-------|-------|
| | | 1月15日 | 1月15日 | 2018E | 2019E | 2020E | 2018E | 2019E | 2020E |
| 603605.SH | 珀莱雅* | 46.17 | 92.97 | 1.34 | 1.69 | 2.04 | 34.46 | 27.32 | 22.63 |
| 600315.SH | 上海家化* | 27.14 | 182.18 | 0.75 | 0.90 | 1.11 | 36.19 | 30.16 | 24.45 |
| 300740.SZ | 御家汇 | 17.40 | 47.33 | 0.74 | 0.98 | 1.24 | 23.38 | 17.81 | 14.05 |
| 603630.SH | 拉芳家化 | 14.20 | 32.19 | 0.83 | 1.02 | 1.20 | 17.12 | 13.95 | 11.80 |

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

5. 风险提示

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

公司投资评级的说明：

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

行业投资评级的说明：

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

特别声明:

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

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

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

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

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

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

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

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH