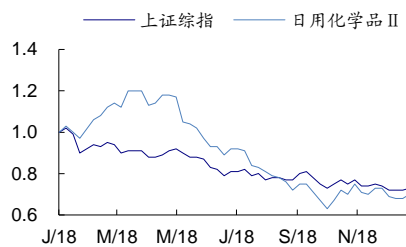


一年该行业与上证综指走势比较



证券分析师: 张峻豪

电话: 0755-22940141

E-MAIL: zhangjh@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980517070001

证券分析师: 曾光

电话: 0755-82150809

E-MAIL: zengguang@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980511040003

联系人: 冯思捷

电话: 15219481534

E-MAIL: fengsijie@guosen.com

行业专题

夹缝中之蝶变，探寻本土美妆品牌突围之路

● 国内美妆行业现状：行业稳步扩张，品牌竞争加剧

我国美妆行业市场规模稳步扩大，过去10年复合增速达到9.5%。这一过程中，国际品牌占据主导，并对国内市场的发展起到引领作用，但本土日化企业在经历了二十多年的残酷竞争后，通过对本土文化的熟悉、对消费者的深刻理解，在一些大众护肤市场等细分领域已经形成一定差异化的竞争优势。

● 品牌定位：本土品牌坚守大众市场，以农村包围城市

本土品牌主要定位大众市场，一方面避开国际品牌之锋芒，另一方面借力渠道下沉快速实现规模效应，为品牌后续投入打下基础。从大众市场用户画像分析来看，一是在消费分层背景下，随着低线居民美妆消费习惯的养成，有利于本土大众品牌龙头进一步建立优势；二是从人口结构变化来看，年轻市场快速增长，新一代消费群体个性化消费习惯，以及对社交渠道的偏好，将给本土品牌带来新机遇。

● 产品研发：技术为本，品类丰富度需求提升

产品研发方面，国内日化企业积极学习国际品牌先进技术，通过战略合作，人才积累等加速提升自身的研发实力，目前在多数的产品研发环节中已初步具备了国际领先实力。当前，随着美妆新概念的推陈出新速度不断加快，品牌的忠诚度持续时间呈现下滑趋势，企业需要进一步加强新品研发力度以立于不败之地。

● 营销战略：品牌力重视度提升，媒介创新带来新机遇

品牌营销是化妆品企业运营中极为重要的环节。新时期新一代消费者注重个性化的特征以及营销形式和媒介的不断更新迭代，既为本土提供了弯道超车的机会，也带来了新的挑战。本土企业必须转变思路，注重内容+社交新形式，顺应年轻化趋势，才能避免品牌老化，实现企业的持续增长。

● 渠道选择：CS渠道助力快速下沉，电商蓬勃发展

当前来看，本土品牌线下主力渠道为日化专营（CS）以及连锁商超（KA），本土品牌凭借较低的折扣率和灵活的销售策略调整，与渠道经销商深入绑定，借助两大渠道加速下沉，实现了规模的快速扩张。同时，在互联网电商渠道的兴起下，本土企业也充分抓住电商流量红利，实现了规模的进一步扩张。

● 投资建议：行业稳步向好，本土美妆龙头布局正当时

本土美妆品牌一方面将受益行业整体稳步成长趋势，同时经过几年的积累，在一些细分市场已经形成了一定的差异化优势，并有望在营销、产品和渠道等领域通过内生外延的方式加速实现成长。重点推荐：珀莱雅（大众美妆龙头，电商+单品牌力促业绩增长确定性），上海家化（多品牌布局完善，渠道理顺增长可期），御家汇（线上自身优势不断巩固，多品牌布局进行时）。

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (百万元)	EPS		PE	
					2018E	2019E	2018E	2019E
603605	珀莱雅	买入	45.00	9,061	1.39	1.79	33.31	25.87
600315	上海家化	买入	27.91	18,735	0.78	0.98	35.57	27.55
300740	御家汇	增持	17.28	4,700	0.66	0.90	23.11	17.45

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理预测

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，其结论不受其它任何第三方的授意、影响，特此声明

投资摘要

关键结论与投资建议

我国美妆行业市场规模稳步扩大，过去 10 年复合增速达到 9.5%。行业蛋糕不断做大的情况下，国内外品牌均受益发展，但从目前来看，国际品牌由于占据了研发，设计，营销等方面的巨大优势，整体占据着市场的主导地位，但本土日化企业在经历了 20 多年的残酷竞争下，也涌现出多家优秀的美妆企业，他们通过对本土文化的熟悉、对消费者的深刻理解，在一些大众护肤市场等细分领域形成了差异化的竞争优势，未来有望在营销、产品和渠道进一步发力，并借助资本的力量实现弯道超车。重点推荐**珀莱雅**:大众美妆龙头，电商+单品牌力促业绩增长确定性；**上海家化**:多品牌布局完善，渠道理顺增长可期；**御家汇**:线上自身优势不断巩固，多品牌布局进行时。

核心假设或逻辑

第一，本土美妆品牌主要定位大众市场，而当前环境下，随着低线居民美妆消费习惯的养成，以及在年轻市场快速增长下，新一代消费群体个性化消费习惯，以及对社交渠道的偏好，都将给本土品牌带来新机遇；
第二，新时期的营销环境下，新一代消费者注重个性化的特征以及营销形式和媒介的创新，为本土在塑造品牌力方面提供了弯道超车的机会；
第三，本土品牌线下主力渠道为日化专营（CS）以及连锁商超（KA），本土品牌凭借较低的折扣率和灵活的调整，与渠道经销商深入绑定，借助两大渠道加速下沉，实现了规模的快速扩张。

与市场预期不同之处

市场认为目前国内化妆品行业整体目前仍有国外品牌主导，国内资本市场所能触及的本土品牌表现存在一定分化，市场对于国内化妆品企业长期发展趋势仍有较大的分歧。我们认为，虽然当前市场仍由外资主导。但本土日化企业在经历了 20 多年的残酷竞争下，在一些细分领域已经形成差异化的竞争优势，未来有望通过内生外延，实现弯道超车。

股价变化的催化因素

第一，板块龙头公司业绩持续释放并有超预期表现；
第二，化妆品市场整体持续稳健增长。
第三，上市公司开展外延收购，通过并购方式布局多品牌，同时有效增厚业绩。

核心假设或逻辑的主要风险

第一，经济形势恶化，消费数据不达预期，行业景气度下行；
第二，行业竞争格局恶化，龙头公司业绩不达预期。

内容目录

投资摘要	2
国内美妆市场现状：行业稳步扩张，品牌竞争加剧	6
国际品牌：发展势如破竹，取得绝对优势的同时也面临新挑战.....	7
国产美妆品牌：从夹缝中求生存到在细分市场崭露头角.....	12
他山之石：日本本土化妆品牌的逆袭之路.....	16
市场定位：坚守大众市场，农村包围城市	19
国外品牌统领中高端护肤及彩妆市场，本土品牌站稳大众护肤市场.....	19
从定位市场用户画像分析来看本土美妆未来发力点.....	21
产品研发：技术为本，品类丰富度要求提升	26
本土品牌在学习中成长，研发实力快速提升.....	26
护肤理念加速升级，新概念迭出考验品牌应变能力.....	28
消费需求不断挖掘，品类丰富度加速提升.....	28
营销战略：品牌力重视度提升，媒介创新带来新机遇	30
营销是化妆品企业运营关键，国内外品牌营销费用体量差距明显.....	30
营销思路转变：从产品促销转向品牌建设，积极顺应年轻化趋势.....	31
营销媒介变迁：从传统媒体到网络社交，流量碎片化下本土品牌迎机遇.....	33
从 OLAY 复兴之路看大众美妆品牌营销新路径.....	35
渠道选择：CS 渠道助力快速下沉，电商蓬勃发展	37
线下渠道：国际品牌以百货专柜为主，本土主要发力 CS 渠道.....	37
线上：大平台流量增益效果提升，加速布局新型内容平台.....	43
投资建议：本土美妆龙头布局正当时	46
国内美妆行业整体仍积极向好，本土品牌龙头多维布局实现超车.....	46
板块公司估值推演：资本助力多品牌，国际对标龙头拥有估值溢价.....	46
投资标的：珀莱雅、上海家化、御家汇等.....	48
国信证券投资评级	50
分析师承诺	50
风险提示	50
证券投资咨询业务的说明	50

图表目录

图 1: 美容及个人护理品类市场容量图	6
图 2: 2017 年人均化妆品消费额 (美元)	7
图 3: 2015Q4-2017Q3 天猫美妆增长情况拆解	7
图 4: 化妆品零售额当月值及同比增速 (%)	7
图 5: 彩妆品类增速相对更高	7
图 6: 美容化妆品及护肤品进口金额当月同比 (%)	9
图 7: 国际品牌在天猫的入驻时间	10
图 8: 国际品牌增速明显放缓	11
图 9: 大众品牌线上仍有稳步增长	11
图 10: 护肤品市场 CR5 及 CR20 市占率持续下滑	11
图 11: 我国化妆品品牌发展历程	12
图 12: 2012 年品牌红利期增速较高	13
图 13: 2012 年后整体增速放缓但仍有稳步表现	13
图 14: 本土化妆品品牌毛利率在 15 年后出现普遍下滑	14
图 15: 1960-2017 年日本 GDP 及增速情况 (以 2010 年不变美元计算)	16
图 16: 资生堂&花王集团市值变化	16
图 17: 资生堂&花王集团营业收入增速 (%)	16
图 18: 日本本土品牌的逆袭之路	17
图 19: 美妆市场按照价位与目标消费群细分	19
图 20: 高端美妆占比不断提升	20
图 21: 大众美妆市场仍有稳步增长	20
图 22: 2017 年各城市级天猫美妆销售额和人数占比及增速	22
图 23: 各线市场美妆销售增速	22
图 24: 13-16 年美妆用户数量及交易规模的订单年龄分布	23
图 25: 天猫美妆消费人群中青少年消费者增速最高	24
图 26: 2017 年美妆消费人群年龄分布	24
图 27: 2028E 年美妆消费人群年龄分布	24
图 28: 中老年群体选择产品重点关注内容	25
图 29: 中老年群体前三大关注皮肤问题	25
图 30: 化妆品新品开发环节	26
图 31: 护肤品研发过程	26
图 32: 国际品牌研发投入变化	26
图 33: 本土大众品牌研发投入	26
图 34: 大众护肤品销各品类销售增速 (%)	29
图 35: 美妆品类不断细化	29
图 36: 全国市场各行业广告花费情况	31
图 37: 2018H 电视媒体中大日化个细分行业广告花费	31
图 38: 国内外品牌 SG&A 费用率变化情况	31
图 39: 营销方式区别	32
图 40: 不同媒介近年来广告投入增长情况	33
图 41: 新形势下的营销形式变革	34
图 42: 内容营销带动消费者需求丰富度提升	34
图 43: OLAY (玉兰油) 的营销特色	35
图 44: 营销模式的变革	36
图 45: 2003-2017 年我国日用化妆品主要渠道占比变化 (%)	37
图 46: 国际品牌中国地区渠道占比	38
图 47: 本土品牌的渠道占比	38
图 48: 国际品牌 CS 渠道的折扣率	39
图 49: 国际品牌在 CS 店货架摆放中位置较差	39
图 50: 全国连锁企业: 超市店数变化	39
图 51: 全国连锁企业: 大型超市店数变化	39
图 52: 相宜本草现代渠道增速变化	40
图 53: 屈臣氏门店数量、覆盖城市数量及门店数量增速 (%)	41
图 54: 屈臣氏门店数量分布 (%)	41
图 55: 传统 CS 店铺形象	41
图 56: 数字化升级后的 CS 店铺	41
图 57: 国际单品牌店整理	42
图 58: 电商渠道发展阶段	44

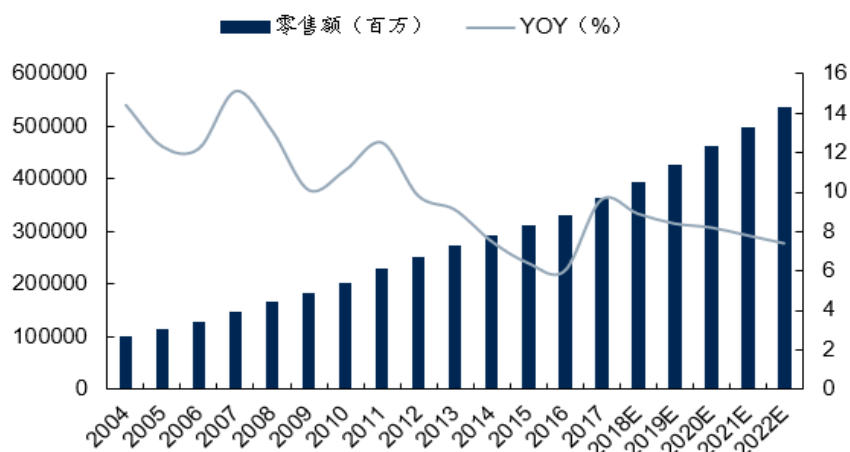
图 59: 御泥坊营收变化情况	44
图 60: 珀莱雅全网销售额、销售额、销量及均价 YOY	44
图 61: 2018 年 Q1 中国社交电商用户年龄分布/%	45
图 62: 2018 年 Q1 中国社交电商用户倾向购买商品品类分布	45
图 63: 小红书佰草集测评	45
图 64: 小红书范冰冰的测评	45
图 65: 2018 各季度日化板块公司营收增速 (%)	46
图 66: 2018 各季度日化板块公司业绩增速 (%)	46
图 67: 爱茉莉太平洋营收增速 (%)、业绩增速 (%) 及 PE	47
图 68: 欧莱雅营收增速 (%)、业绩增速 (%) 及 PE	47
表 1: 部分国际日化巨头进入中国时间表	8
表 2: 主要化妆品公司美容及个人护理品类市场份额	8
表 3: CS 渠道供货折扣率	10
表 4: 欧莱雅国内品牌收购案例	12
表 5: 国际日化巨头并购中国本土品牌	13
表 6: 本土前十品牌综合情况概述	15
表 7: 2017 年日本化妆品渠道占比及概述	18
表 8: 2017 年高端市场美妆品牌 CR10 排名	20
表 9: 大众美妆市场 (CR20)	21
表 10: 各年龄层对化妆品需求变化	23
表 11: 上海家化与国际日化公司合作情况	27
表 12: 本土美妆企业研发高管背景情况	27
表 13: 国际品牌在中国设厂及研发中心时间	28
表 14: 护肤品三大产品成分分类	28
表 15: 本土大众化妆品企业的多品牌、多品类布局	30
表 16: 本土品牌在年轻营销中尝试	33
表 17: 我国目前化妆品线下渠道概述	38
表 18: 国内单品牌店品牌一览	43
表 19: 我国目前化妆品线上渠道概述	43
表 20: 上海家化旗下品牌	47
表 21: 化妆品公司外延事项公告	47
表 22: 推荐公司财务及估值情况整理	48

国内美妆市场现状：行业稳步扩张，品牌竞争加剧

从我国化妆品市场发展历史来看，整体我国美妆市场起步较晚，但通过二十多年的发展，伴随居民收入的增长、城镇化比率的提升、消费升级和消费习惯的改变，日化行业市场容量急剧膨胀。在这一过程中本土品牌以及国外品牌一定程度上都分享了行业整体快速发展的红利。

我们通常所定义的美妆市场主要为美容用品及个人护理品类，包括 11 大细分子品类，按照 2011 年子行业容量大小，依次为：护肤品、头发护理品类、口腔护理品类、沐浴清洁品类、彩妆、男士用品、婴童产品、香水、防晒用品、止汗香体、脱毛美容等。根据 Euromonitor 的统计，2017 年我国美容用品及个人护理品类市场容量为 1816 亿元，同比增长为 9.6%，过去十年复合增速达到 9.5%。其中护肤品及彩妆是目前增速最快，也是占比最大的两个板块，期间也走出了大量的国内外知名品牌。

图 1：美容及个人护理品类市场容量图



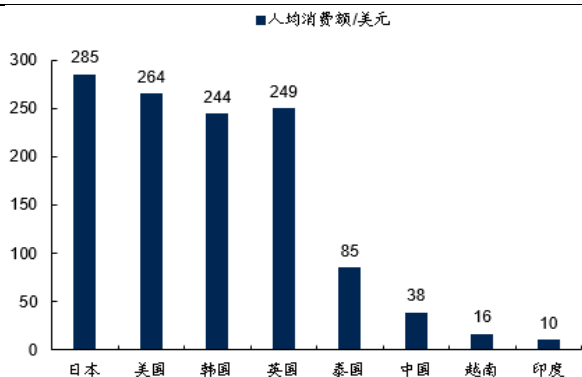
资料来源：Euromonitor，国信证券经济研究所整理

虽然我国美妆市场在经历了二十多年的快速发展之后已经初具规模，但是与其他成熟国家相比，我国美妆市场在消费者渗透率（量）以及人均消费额（价）相比仍有较大的提升空间。

一方面，按照此前日本资生堂公司的研究，中国的核心“化妆品人口”数量正在快速增长，预计将在 2020 年达到 4 亿，将远超日本等国家的美妆人群。而从 CBN Data 的报告显示，从 2015 年四季度至 2017 年的三季度，天猫美妆消费频次与笔单价基本保持稳定，表明主流渠道自身的下沉过程中，消费人群即渗透率的扩大仍是美妆消费持续增长的重要推动因素。

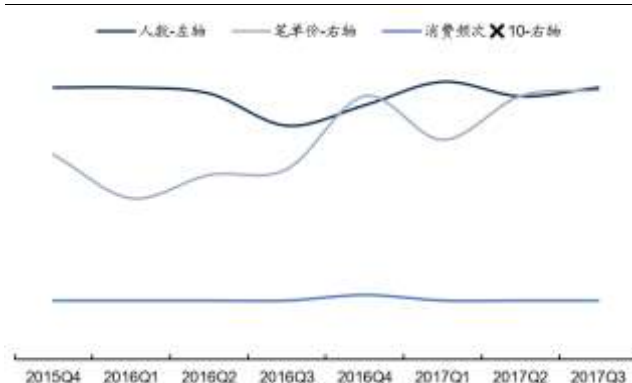
另一方面，根据我们测算 2017 年中国的人均化妆品消费额为 38 美元，仅为日本的 1/7，美国和英国的 1/7 和 6/1，也仅为泰国的 1/2。随着居民收入水平的增长，消费习惯的变化，未来我国人均化妆品消费仍有巨大的提升潜力。

图 2：2017 年人均化妆品消费额（美元）



资料来源：Euromonitor，国信证券经济研究所整理

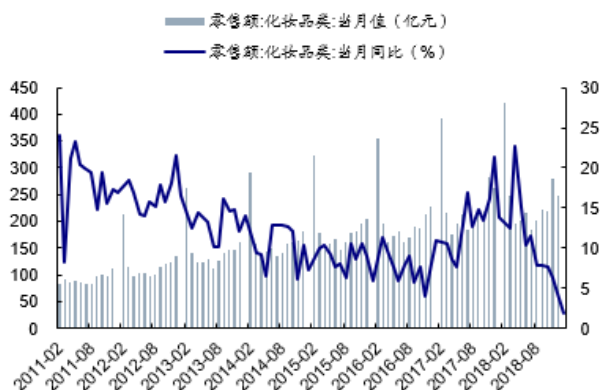
图 3：2015Q4-2017Q3 天猫美妆增长情况拆解



资料来源：CBN Data，国信证券经济研究所整理

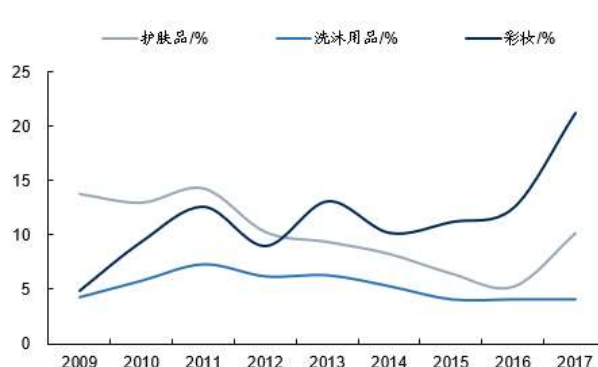
我们从最近的一轮化妆品行业复苏增长来看，在 2017 年 5 月-2018 年 6 月期间行业取得了较为靓丽的高增速。具体分拆来看，**根据我们分析，这一轮的增长推动力预计主要来自于彩妆消费，以及中高端品牌的快速增长**，而在这两大分类中，国际品牌在其中扮演着更为重要的角色。这也和过去二十多年的市场发展趋势类似：虽然我国化妆品市场整体仍在蓬勃发展期，行业蛋糕的做大将同时给予国际品牌和本土品牌大量的发展机会，但在实际发展过程中，国际品牌明显占据着主导地位。

图 4：化妆品零售额当月值及同比增速（%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 5：彩妆品类增速相对更高



资料来源：Euromonitor，国信证券经济研究所整理

国际品牌：发展势如破竹，取得绝对优势的同时也面临新挑战

国际日化巨头进入中国已有接近三十年的历史，在这一期间，他们将有国际影响力的品牌和国际水准的产品带入国内，同时通过大量领先的广告推广和品类管理经验，在自身销售规模得到不断扩大的同时也引领了国内日化行业快速发展，国内消费者得到了充分的教育，消费习惯也逐渐培养。因此，国际美妆品牌的布局一定程度对国内日化市场的发展起到的积极的推动作用。

表 1: 部分国际日化巨头进入中国时间表

公司		进入中国时间
资生堂		1981
联合利华		1986
高丝		1987
宝洁		1988
爱茉莉太平洋		1992
花王		1993
雅诗兰黛		1993
欧莱雅		1996

资料来源: 国信证券经济研究所整理

同时, 国际日化巨头进入中国市场初期的高举高打带来了整体销售规模在短时间内的快速提升, 而在规模效应下一定程度上也为其进一步强化在中国市场的产品研发以及营销广告投入打下了基础, 因此在过去二十年来, 国际品牌通过持续的新品推出以及营销推广不断巩固其行业话语权, 如此循环, 国际品牌在国内日化领域的主要细分品类上都处于明显领先优势, 市场份额维持高位。

表 2: 主要化妆品公司美容及个人护理品类市场份额

公司	2008 年 (%)	2011 年 (%)	2017 年 (%)
宝洁	15.9	14.4	10.1
欧莱雅	7.4	8.8	8.4
资生堂	3.5	3.8	3.1
上海上美	-	-	2.6
联合利华	3.6	3.6	2.6
雅诗兰黛	0.9	1.6	2.5
爱茉莉太平洋	0.5	0.8	2.5
上海百雀羚	0.0	0.2	2.3
珈蓝集团	0.7	1.3	2.2
玫琳凯	1.9	2.5	2.2
上海家化	1.2	1.5	1.9
安利	3.3	3.1	1.4
高露洁	2.1	1.7	1.4
无限极	-	0.9	1.4
好来化工	0.8	1.1	1.4
云南白药	0.2	0.7	1.3
广州环亚	0.1	0.6	1.2
完美	1.8	1.5	1.2
LG 健康	0.5	0.7	1.1
妮维雅	1.3	1.3	1.1

资料来源: Euromonitor, 国信证券经济研究所整理

虽然短期来看，国际巨头无论在规模、品牌、产品、技术、推广，还是在人才、产业链等各方面仍有着全方位的优势。但是国外品牌在国内市场发展势如破竹之际，也并不是高枕无忧。从上表我们也可以看到，国际品牌的市占率近十年未有进一步的提升变化，一定程度上触及瓶颈。虽然去年以来国际品牌又迎来了新一波高增长但根据我们的分析，主要因素在于：

一是，2014-2016年国际品牌频繁入驻天猫，并积极推出适合国内消费者的营销策略（如积极参与双十一活动，利用年轻化、高流量明星引流），借助渠道红利实现爆发式增长；二是，借着关税降低政策的出台，进行了大范围降价，国内外价差的缩小也促进了高端化妆品的增长。但这两个主要因素从长期来看，持续性相对较弱。从未来发展动力来看，国际品牌也面临了一系列的挑战：

1、中高端市场短期面临经济不确定影响，大众美妆市场难以建立绝对优势

➤ **主力客群为城市中产，长期受益消费升级但短期受宏观经济影响较大**

虽然不少化妆品所属品牌定位高奢，但由于化妆品单品价格低，相对于传统重奢品牌下的服装鞋包品类，化妆品实际所面向的用户客群相对囊括了更多的中产阶层。从长期来看，国际品牌的定位客群符合国内消费主力变迁发展方向，但在短期，特别是国内消费呈现出一定 M 型消费特征的背景下，国际品牌所面向的主力客群预计将受宏观经济不稳定影响导致消费下行更为明显，这主要由于中产阶层受地产、教育、医疗挤出效应下，受经济波动带来的日常消费支出影响敏感性更大。

今年 6 月以来社零消费中化妆品增长随整个可选消费品一同出现失速在一定程度上反映了这一影响。我们从进口化妆品额增速可以看出，下半年化妆品增速放缓节点与进口化妆品增速放缓节点较为一致，表明国际品牌化妆品品牌在今年的行业表现中既是推动增速加快也同样是增速放缓的主要原因之一。

图 6：美容化妆品及护肤品进口金额当月同比（%）



资料来源：海关总署，国信证券经济研究所整理

➤ **大众美妆市场布局多年，但并未占据绝对优势**

由于在研发、品牌拥有短期难以打破的巨大优势，国际品牌在中高端市场长期占据统治地位，但在更加广阔的大众市场中，国际品牌并未体现出绝对的优势。其实，在过去的这些年中，国际品牌并不是没有进行相应的布局，国际日化品牌很早就认识到国内三四线市场以及农村市场的重要性，欧莱雅、资生堂等均在国内有着完整的品牌体系进行全方位的市场覆盖，但一直以来国际品牌都表现相对挣扎。我们认为其中的原因可能包括：

- 1) 大众市场主要以大众护肤产品需求为主，功能性强，需求相对简单（保湿、美白、防晒为主），相关生产技术已经较为成熟，外资品牌难以体现研发设计优势；
- 2) 大众市场所定位的人群品牌认知度相对较低，外资的品牌力也难以充分体现，反而容易被本土品牌以相似的外观设计和品牌名称蹭流量；

3) **渠道下沉难度较大**: 不同于再一二线城市, 国际品牌可以多数通过直营百货柜台或是大型购物中心进行高端品牌推广, 而在大众市场针对三四线城市进行下沉的过程当中, 由于国内复杂的城乡结构, 离不开多层级的经销商体制的支持, 但不同于本土品牌折扣率更具优势, 在返点等措施上也相对更家灵活, 国际品牌由于价格体系相对固化难以给予经销商更多的支持, 导致渠道下沉迟迟未打开局面。

表 3: CS 渠道供货折扣率

集团	旗下品牌/品类	CS 渠道供货折扣
本土品牌		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
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	多年来没有太大改变, CS 渠道平均毛利率在 10-20 个点
曼秀雷顿	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 折左右+政策促销
资生堂	悠莱	在 CS 店的供货折扣 6 折左右+政策促销
	泊美和姬芮 (Za)	在 CS 店的供货折扣 5 折左右+政策促销

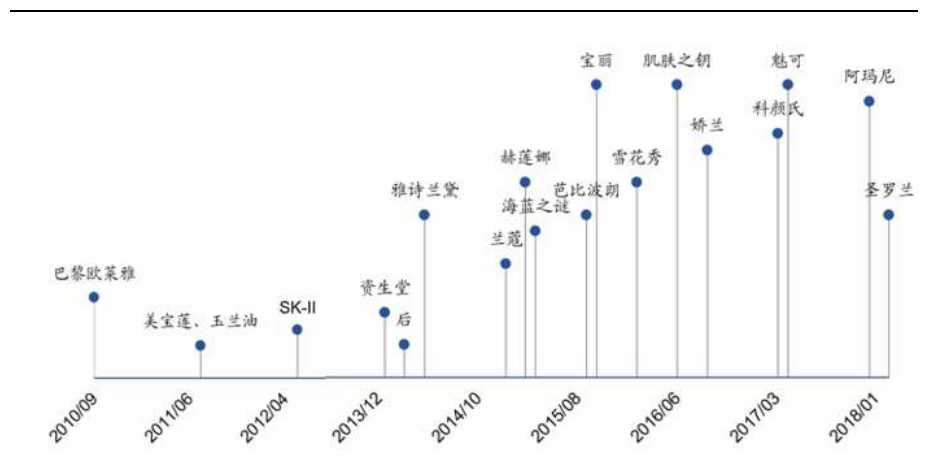
资料来源: 品观网, 国信证券经济研究所整理

2、电商渠道短期依赖低基数下的高增长, 长期存在一定瓶颈

近几年, 随着传统电商平台的品牌化发展, 国际品牌通过电商渠道, 得以更好的渗入国内市场。随着天猫以及京东等平台品牌化趋势的加强, 2015 年至 2017 年是中高端护肤品进驻天猫旗舰店的爆发年份:

一方面, 高端美妆品牌入驻电商平台, 可以借助平台自身已建立的渠道优势, 打破线下开店瓶颈, 弥补线下铺货的不足, 吸纳更多的用户开辟新市场。另一方面, 除了销量提升外, 可以直接与线上消费者建立有效的高频互动。这也是为什么国际多数进驻天猫的原因: 除了天猫自身具备强大流量加持外, 天猫美妆允许品牌做自营, 并开放大数据, 使得品牌能够建立与消费者的对话, 并记录消费者消费习惯。

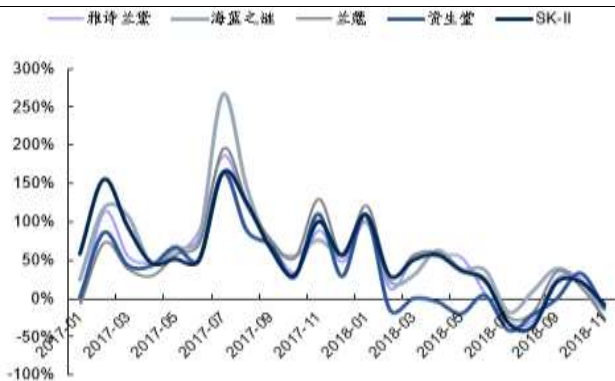
图 7: 国际品牌在天猫的入驻时间



资料来源: 搜狐网、国信证券经济研究所整理

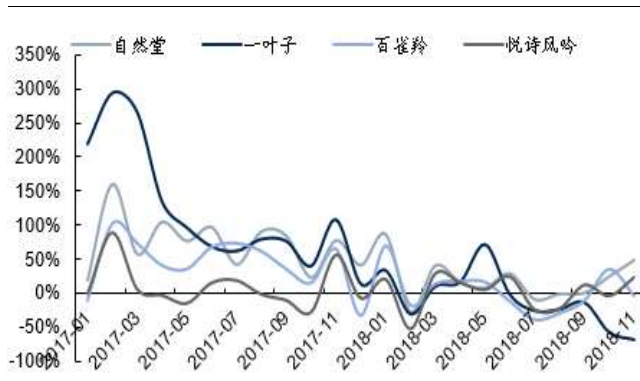
经过 2-3 年的培育, 17 年以来, 国际品牌在天猫等电商渠道中的销售迎来爆发期。如雅诗兰黛 2017 年中国线上销售额增长了近 100%, 欧莱雅集团 2017 年线上销售增长 34%, 其中中国的线上增长是主要的推动因素。但是自今年下半年, 线上国际美妆品牌同样遇到了增速放缓的问题。

图 8：国际品牌增速明显放缓



资料来源：淘数据，国信证券经济研究所整理

图 9：大众品牌线上仍有稳步增长



资料来源：淘数据，国信证券经济研究所整理

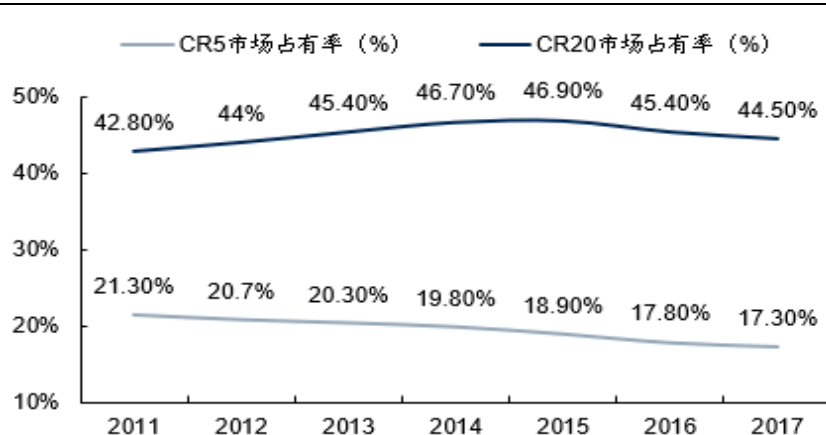
我们认为，一方面，前两年的国际品牌在电商的高增速部分源于国际品牌进驻电商交完带来的低基数效应，而进入今年下半年，随着整个电商流量红利的消退，以及在传统平台被分流的背景下，美妆品类也同样不可避免的遇到边际增长放缓的问题。另一方面，从销量的角度，电商渠道更多的是国际品牌的一种渠道补充，由于国际美妆品牌要求的服务统一、价格统一、调性统一，线上的产品本身在定位上并没有发生本质变化，同样是以城市中产阶级为主，因此也必然会受到前文所阐述的受宏观经济下行下中产阶级中高端消费需求下降的影响。

此外，本土大众品牌多个电商渠道同步扩张的增长方式也并不适用于国际品牌。高端品牌的通性是，必须保持品牌认知、品牌调性。这些品牌们在产品和消费者接触时必须有一套严格的价格、服务等管理体系。这样就决定了这些品牌不可能入驻以卖货为基本诉求的平台。

3、品牌老化及新品牌拓展难度增大，收购国内品牌多数以失败告终

一方面，年青一代的新消费群体追求个性化，这是近年来彩妆等品类发展的驱动力，但同时他们对于品牌忠诚度较低，依靠单一产品难以维持长期增长趋势，品牌需要不断推陈出新。从品牌推陈出新的角度，不少国际品牌经过多年的发展，一定程度上也面临品牌老化的问题，这对于维持或者扩大市场份额同样形成了较大的挑战。

图 10：护肤品市场 CR5 及 CR20 市占率持续下滑



资料来源：Euromonitor，国信证券经济研究所整理

另一方面，对于国际品牌的新品类和新品牌方面，容量最大的品类大部分已经进入中国，并且市场环境较 20 年前有巨大差异，CR20 的市场集中度近年来一直处于下滑态势，表明市场竞争正在加剧，新品牌在国内的成功概率和需要投入的资源也不再是一个数量级。而与此同时，国际巨头针对中国市场进行国内品牌的收购中，

多数也以失败告终。

表 4: 欧莱雅国内品牌收购案例

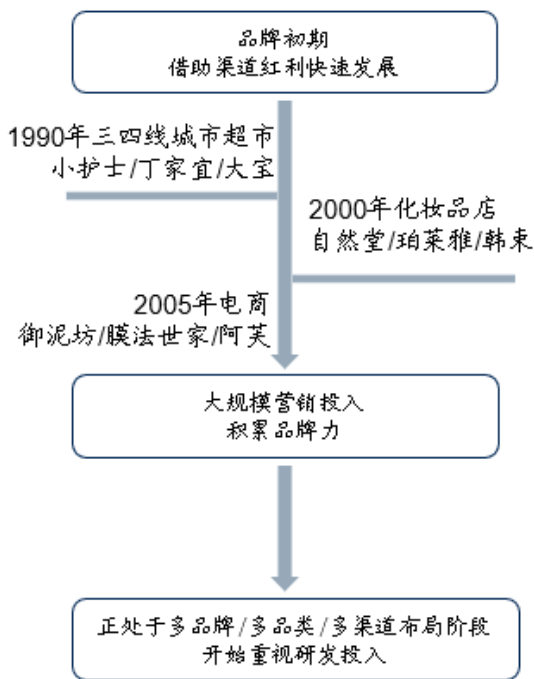
项目	欧莱雅收购小护士		欧莱雅收购美即面膜	
	收购前	收购后	收购前	收购后
品牌建设	收购前小护士品牌知名度已达 99%，欧莱雅可进一步辅导品牌形象建设	强行嫁接法国高贵气质，调性提升不明不昧，削减营销投入	面膜快消的创始者，收购前国内市占率第 1，收购后欧莱雅可以提供进一步营销的资源	拔高为“面膜哲学”的营销主打，功能定位不明
销售渠道	拥有全国 28 万个销售网点，是当时国内分销最广的护肤品牌，收购后可与欧莱雅渠道进一步结合	收购后的欧莱雅并未给予小护士更多支持，反而将小护士的自有渠道分配给旗下另一品牌卡尼尔所用	自有销售网络敏捷、稳固	混乱的渠道定价使整个销售网络人心涣散，迟迟无法统一的利润分成更是加剧了欧莱雅与供应商间的矛盾。

资料来源:品观网, 国信证券经济研究所整理

国产美妆品牌：从夹缝中求生存到在细分市场崭露头角

面对国际品牌的残酷竞争，国内日化品牌在发展初期主要紧紧抓住不同时期的渠道红利，经历了百货商超-日化专营店-电商平台的渠道变迁，并在市场定位上也走出了以农村包围城市，从三四线城市逐步向一二线城市扩张的道路，而进入互联网时代也同时大规模的进行营销投入，积累品牌影响力。此外，通过过去近三十年的对外资品牌的学习及合作，本土品牌学习提升技术能力，在产品研发实力上也有了长足进步。

图 11: 我国化妆品品牌发展历程



资料来源:化妆品报, 国信证券经济研究所整理

2007 年前：面对外资冲击，处于守势地位

在国际品牌大举进入中国市场的前二十年里，本土品牌在外资冲击下一直处于守势地位，国内日化行业一直都是完全开放的充分竞争市场，因此，国内传统日化品牌在 90 年代及 2000 年初，面对进入国内市场国际级别最强大的对手，无论是产品品质，品牌影响力，营销投入费用等，都与国际巨头有着极大的差距，在各方面均受到严酷的冲击之下，大部分国内品牌在此过程中要不经营不善破产消失，要不被国际巨头收购，要不被合资或者并购后雪藏。

表 5: 国际日化巨头并购中国本土品牌

时间	事件	品牌
1994	联合利华从租赁“中华”牙膏	
2003	欧莱雅收购小护士	
2004	欧莱雅收购羽西	
2007	拜尔斯道夫收购丝宝集团	   
2008	强生收购大宝	
2011	科蒂收购丁家宜	

资料来源: 国信证券经济研究所整理

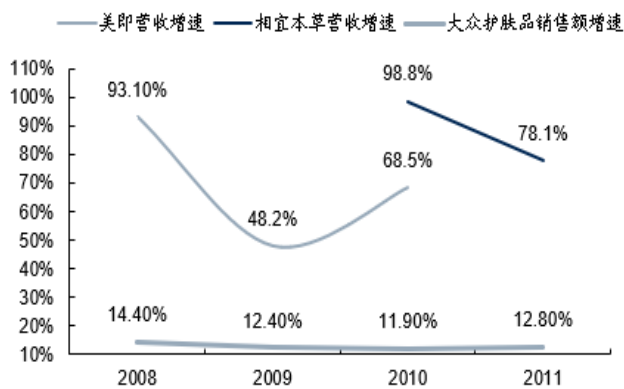
但同时, 这期间也走出了不少优秀的民族日化品牌, 通过差异化定位, 学习先进经验, 培育出一定的核心竞争能力, 从而在一些细分市场中站稳了脚跟。

2007年-2012: 行业高速增长期, 品类迭出渠道扩张加速

2012年之前, 整个日化行业都处于一个高速增长期, 虽然在一些细分行业受到了国际品牌的挤压, 但整体来看, 本土品牌中不乏有新兴品牌乘行业红利崛起。这一阶段, 整个行业迎来第一轮高速发展期每年增速保持在10%以上, 本土品牌抓住的日化渗透率提升的第一波红利加速扩张, 大部分品牌的市占率均不断得到提升。这一阶段中, 百货商超为主的KA渠道仍处在强盛期, 整体占比持续处于高位, 本土品牌借助百货商超渠道大举铺货, 进行渠道下沉, 取得规模上的快速扩张。同时, 电商渠道初步兴起, 已经有不少新品牌借助这一渠道实现了爆发式的增长。

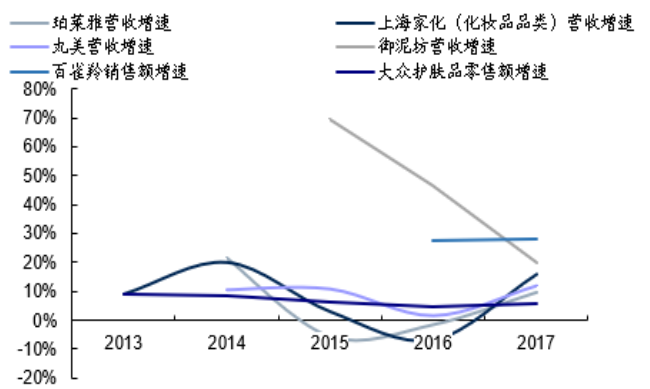
而在产品方面, 消费者的偏好不断被挖掘, 美妆护肤的产品教育和产品设计不断创新。差异化竞争背景下, 本土品牌也涌现出了美即面膜、相宜本草等优秀本土品牌, 两者分别抓住了面膜以及中草药概念崛起的风口, 通过与国际品牌差异化的品类布局, 均取得了远高于行业营收增速, 充分享受了行业高速发展带来的红利。

图 12: 2012 年品牌红利期增速较高



资料来源: 品观网, 国信证券经济研究所整理

图 13: 2012 年后整体增速放缓但仍有稳步表现



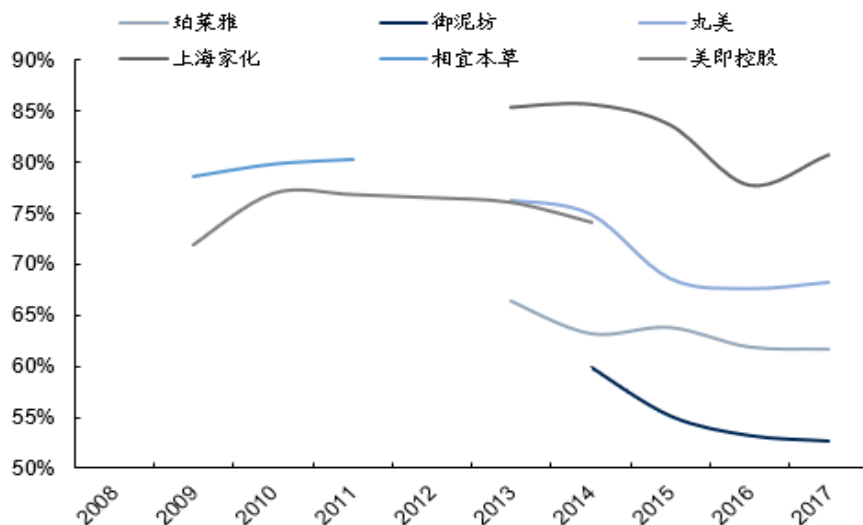
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

2012年-2017年: 行业竞争加剧, 产品创新、营销激进、渠道多样

从2012年开始, 化妆品行业在增速放缓至10%以下, 一方面行业新进入者增

多，品牌进入疯狂营销宣传时代，另一方面渠道结构调整加速，传统渠道布局品牌增速下滑明显。从本土品牌不断下降的毛利率水平可以看出行业竞争激烈，各品牌为挤进大型日化专营店，不惜大幅让利给渠道，促销活动大幅增加。

图 14：本土化妆品品牌毛利率在 15 年后出现普遍下滑



资料来源: Wind、招股说明书、国信证券经济研究所整理

1) 品牌营销通过激进的营销手段抢占市场份额。在营销手段上，以上美集团为例，旗下品牌韩束在 2015 年 10 月出资 10 亿获得湖南卫视金鹰独播剧场和《天天向上》两大栏目的独家冠名，同时，其另一品牌一叶子，邀请了年轻的当红影星鹿晗、刘昊然、胡一天和宋祖儿作为代言人，先后冠名湖南卫视音乐节目《我想和你唱》和《火星情报局》等。

2) 渠道方面，百货业态低迷，线上和日化专营渠道得到飞速的发展。从线上来看，不仅本土品牌御泥坊和膜法世家依托淘宝迅速成长，伴随着美妆类垂直品台的兴起，海外面膜品牌可莱丝、丽得姿也频频出现在各大线上销售榜单之中。从日化渠道来看，本土品牌三生花、自然堂、珀莱雅、韩束和韩后等均是依托日化渠道崛起。屈臣氏、娇兰佳人和唐三彩等三家与本土品牌定位契合的 CS 渠道商，其门店数量处于不断增加和下沉中，截至 2017 年 3 家日化专营店在中国的门店数量已经达到 6271 家。

2017 年以来：渗透率提升、互联网下半场背景下行业出现新变化

17 年大众护肤品行业增速出现拐点，行业整体增速开始回升，同时行业也出现了一系列新变化：首先，低线城市人群正在从基础个护消费过度到精细护理用品的消费，在日化专营店不断向低线城市下沉的过程中，需求在供给匹配的过程中将得到进一步的释放。其次，互联网进入下半场，新的渠道格局以及新的营销模式也带来新的市场机会，不少本土品牌凭借敏锐的市场嗅觉抓住机遇，走出了差异化发展之路。

因此我们看到，多数品牌营收增速开始回暖，根据公开资料显示，2017 年本土龙头品牌百雀羚和自然堂的销售分别增长了 28.3%和 31%；上海家化化妆品类的营收复苏明显，从 2016 年的负增长到 2017 年的 16.13%，珀莱雅的营收更是止住了两年的下滑趋势，2017 年营收增速为 9.83%，比去年同期提升了 11.16 个百分点。这些品牌目前均在自身所布局的细分领域站稳脚跟。

表 6: 本土前十品牌综合情况概述

品牌	产品定位	定位	价格区间	爆款产品介绍	营销	渠道	17年护肤品市占率	17年零售额(百万)	14-17年市占率变化	网点
百雀羚	天然草本护肤	大众中端	58-258元	百雀羚水能量焕颜美容液仍延续其几十年的草本配方。	宣传节目: 中国好声音、非诚勿扰、快乐大本营 代言人: 周杰伦、李冰冰、旗下三生花由范冰冰代言	依托于大型商超渠道成行起来, 2016年商超占比约70%	4.5%	8,399	+1.9%	30000 (2016)
自然堂	喜马拉雅雪山萃取	大众中端	29-380元	自然堂品牌有25款单品年销售过亿元。其中冰肌水年销售额过10亿元。	宣传节目: 花儿与少年、高能少年团、生活相对论、蜜蜂少女队、情感调查局 代言人: TFBOYS	以专营店渠道反攻商超的渠道战略	3.1%	5,786	+0.8%	20000 (2016)
韩束	定位大众、时尚、科技	大众中端	49-249元	红石榴洗面奶、黑面膜、墨菊巨补水套装	宣传节目非诚勿扰、非你莫属、我是歌手、最强大脑、天天向上、蒙面歌王、火星情报局、我想和你唱、我是大美人、中国梦之声、金鹰独播剧场、超级战队 代言人: 郭采洁、娜扎、景甜	全渠道发展	2.7%	5,040	+1.1%	28000 (2016)
一叶子	新鲜有养植物护肤(植物提取物)	大众中端	39-175元	一叶子补水保湿面膜(149元/22片)	宣传节目: 这就是街舞、我想和你唱、火星情报局、天天向上 代言人: 胡一天、宋祖儿、鹿晗、刘昊然	从线上到全渠道, 依托于上美化妆品有限公司建立的渠道成长起来	2.0%	3,733	+1.1%	26000 (2016)
佰草集	中草药护肤	大众中高端	48-1070元	新七白美白嫩肤面膜、菁萃原液面膜	宣传节目: 出发吧爱情(2015) 代言人: 刘涛、欢乐颂五美	中高端百货商场专柜	1.8%	3,360	-0.4%	4500 (2016)
珀莱雅	深度之美, 源自海洋	大众中端	39-210元	靓白肌密超名模BB霜、水漾心肌透润水漂流瓶、海洋骄阳动感润肤防晒乳	宣传节目: 梦想的声音、中国蓝剧场、中国喜剧星、异口同声 代言人: 唐嫣	商超、CS渠道	1.8%	3,360	-0.4%	15000 (2016)
韩后	天然、年轻的轻护肤理念(定位90后、聚焦天然)	大众中端	29.9-199元	茶蕊嫩白液(148元/110ml)、BB霜(99元)、深海藻保湿达人面膜(118元/20片)	节目: 我们来了、跨界歌王、女神的新衣 代言人: 黄子韬	日化渠道	1.6%	2,986	+0.9%	20000 (2016)
相宜本草	天然草本护肤专家	大众中端	29-218元	四倍蚕丝补水面膜(139元/20片)、红景天小红瓶面部精华(198元)	宣传节目: 极限挑战 代言人: 刘诗诗	商超渠道	1.5%	2,800	-0.5%	-
丸美	专注眼部护理, 眼霜,	大众中高端	36-698元	雪睛眼霜、弹力蛋白日夜眼部精华	宣传节目: 花儿与少年3、我们相爱吧、一路上有你 代言人: 周迅	日化和电子商务(百货渠道定位失败)	1.0%	1,867	+1.0%	17000 (2016)
完美	主打天然草本, 芦荟植物护肤	大众低端	-	完美芦荟胶(38元/40g)	-	CS店、药房、商超、直销渠道	1.8%	3,360	-0.5%	-
隆力奇	主打珍贵蛇油, 自然精华	大众低端	5.9-380元	蛇油护手霜(9.9元/150g)、蛇油膏(19元/瓶)	宣传节目: 谢天谢地你来了(2013) 代言人: 佟大为、关悦(花露水)	电商、商超、直销渠道	1.0%	1,867	-0.3%	-

资料来源: 公告官网, 品观网, 新耶, 搜狐, 国信证券经济研究所整理

总结来看, 二十多年行业发展的过程中, 中国的日化企业夹缝中求生存, 在极其残酷的竞争环境中, 寻找自己的立足之地。其中一批优秀国内品牌通过对本土文化的熟悉、对本土消费者的深刻理解, 在一些细分领域形成了进行差异化运作的竞争优势。而本土电商和日化专营渠道的崛起也为本土品牌的发展提供了沃土, 大批潜力品牌从此冒出, 继而渗入甚至反攻主流渠道。未来, 我们认为本土品牌将在营销、产品和渠道进一步发力, 并借助资本的力量实现弯道超车, 外资巨头市场份额越来越多的将面临守势, 新时期下整个日化产业的格局也将迎来新一轮的洗牌。

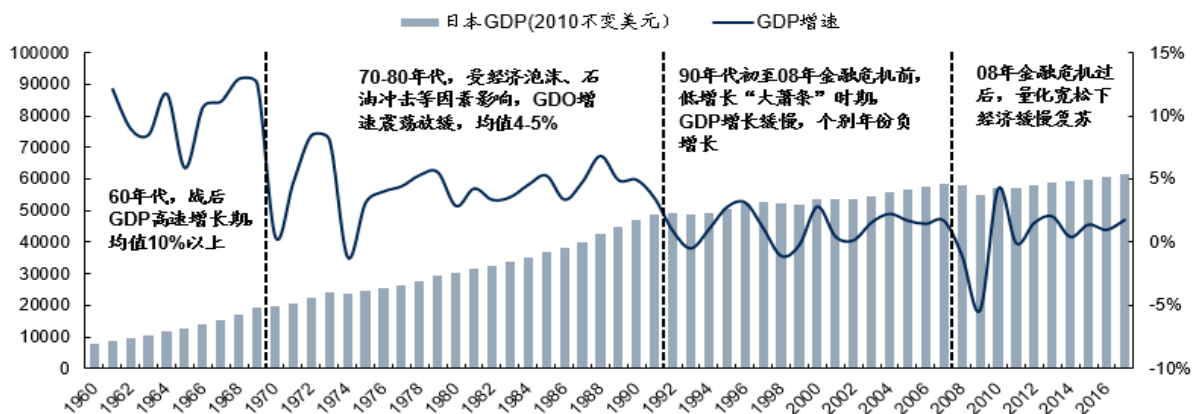
他山之石：日本本土化妆品牌的逆袭之路

作为我们国家的近邻，日本市场的很多消费品行业发展历程均具有很大的参考意义，在美妆行业中，一方面，同为亚洲人，在文化审美以及皮肤肤质上较为类似，反映在产品偏好较为相似；另一方面，日本市场中的本土同样在发展过程中遭遇了欧美国际品牌的强力竞争，但最终仍涌现出了花王、资生堂、高丝以及宝丽奥蜜思这四大化妆品龙头集团。

穿越经济周期，行业稳步高速发展

众所周知，日本经济在二战之后的初期经历了高速发展之后，逐步开始放缓，并在 90 年代开始进入停滞期，1992 年至今，GDP 总量增长几乎停滞。但这期间仍然诞生了万亿日元市值的化妆品龙头企业。

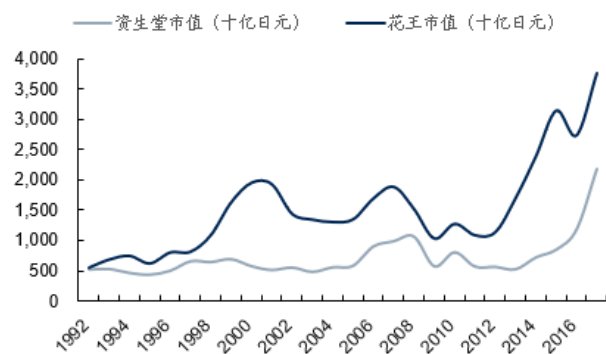
图 15: 1960-2017 年日本 GDP 及增速情况 (以 2010 年不变美元计算)



资料来源: Bloomberg、国信证券经济研究所整理

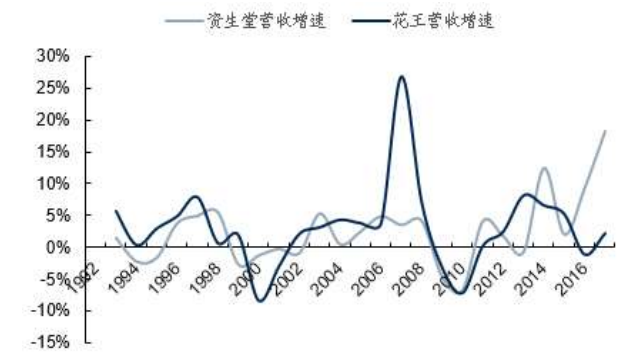
从日本经济开始陷入衰退的 92 年至今，资生堂以及花王集团的营收取得了稳健向上的营收增长，股票市值则分别增长了 4.2 倍和 6.8 倍。一方面，化妆品作为口红效应的消费品代表，具备一定抗经济周期的行业韧性，另一方面也离不开四大品牌自身较强的运营能力，不仅顶住了来自国际品牌的竞争压力，同时也实现了自身的对外扩张和全球化布局。

图 16: 资生堂&花王集团市值变化



资料来源: Bloomberg、国信证券经济研究所整理

图 17: 资生堂&花王集团营业收入增速 (%)



资料来源: Bloomberg、国信证券经济研究所整理

深耕自有品牌，借力资本实现逆袭

日本本土化妆品企业的发展，也经历了从被欧美品牌收购挤压，到本土品牌崛起以及对外并购的逆袭之路，并最终形成了现在的四大化妆品巨头格局。

1) 立足主品牌，全方位打造明星单品

四大化妆品巨头在发展之初，无一不是通过深耕自有品牌在本土市场站稳脚跟，

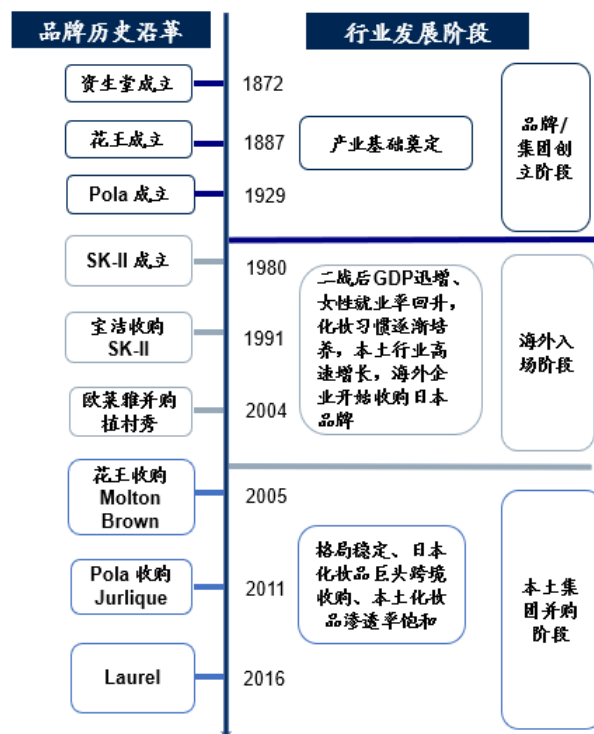
例如资生堂旗下的 SHISEIDO、高丝旗下的 Kose、宝丽奥蜜思旗下的 POLA 和花王旗下的碧柔。这些品牌凭借多年积累的研发实力，以及对本土市场的深刻把握，及时的对产品进行更新换代。并依靠强大的渠道能力，将明星品类的推广做到极致。通过对单品的持续打造能够初步实现品牌知名度的提升，并形成相当体量的用户基础及品牌忠诚度。

2) 内生外延共促多品牌布局，外延并购助力全球化扩张

单一品牌发展始终存在一定天花板，因此要长期成为化妆品行业龙头，更重要的是打造多品牌矩阵，突破单品销售额天花板。一方面，日本企业擅长不断培育自有品牌，资生堂的大众化妆品几乎均为自己培育，另一方面，在后期积累了一定实力之后，也通过外延的方式加速了多品牌布局。

整体来看，尽管在 20 世纪中后叶的发展过程中，日本本土企业也经历了海外企业的残酷竞争，不少品牌纷纷被海外企业收并购，但进入 21 世纪，本土公司在积累了足够的实力后，逐步开始逆袭欧美市场。2010-2016 年资生堂先后收购美国自然彩妆品牌 Bare Escentuals、高端彩妆品牌 Laura Mercier 和高端护肤品牌 ReVive；宝丽奥蜜思收购了美国护肤品牌 H2O+ 和 Jurlique；花王收购了英国高档沐浴品牌 Molton Brown。从中我们可以看出，其外延收购主要集中在高端品牌以及彩妆等方面的布局，主要在于补其短板，丰富了自身的品牌矩阵。同时，通过大规模的外延并购，日本企业也打入了全球市场，实现了规模的进一步扩张。

图 18: 日本本土品牌的逆袭之路



资料来源:CEIC、峰瑞资本、国信证券经济研究所整理

当前日本市场现状：新兴品牌层出不穷，大众渠道仍是主流

目前，整体日本化妆品的国内市场已经趋于成熟，但近年来日本化妆品市场仍然涌现出了多个新兴品牌，他们的发展速度更快，大多仅用三年时间就迅速打响品牌知名度。而他们的品牌发展路径多以单品突破为主，选择从电商或美容院等日本小众类渠道起家，当产品口碑积累到一定程度，且拥有一批忠实的消费者后，它们往往会选择向化妆品店、药妆店等大众渠道布局，然后再进行产品线扩充，以实现品牌化运作。

同时，根据日本知名的化妆品店@Cosme store 提供的渠道分布显示，在其线下渠道中，药妆店和化妆品店占比达到 70%-85%，2017 年年初日本 TOP 5 的药妆达到 7194 家，Top 5 的化妆品店铺数量达到 382 家。其中定位于大众的药妆店渠道占比 60%-70%。这也说明，即使是日本这样的成熟市场，大众品牌的受众以及渠道分布仍然占据主流。

表 7：2017 年日本化妆品渠道占比及概述

渠道	占比	概述	定位
药妆店	60%-70%	主要分为传统的药妆店和现代新型药妆店，覆盖广而定位大众的药妆店，不仅更加便利，而且商品性价比更高、品类更为丰富，较早地抢占了消费者的心智，同时，现代新型药妆店的经营模式越来越接近化妆品店，无论从店铺形象、品牌结构、美容服务等方面，更加时尚化、年轻化或者轻奢化。与陈列拥挤杂乱、店面形象 LOW、毫无体验的传统日本药妆店相比，经营模式几乎已经彻底颠覆。	大众、中低，年轻化和轻奢化趋势明显
化妆品专营店	10%-15%	不同于大多数中国的化妆品综合店，日本化妆品专营店定位介于百货与药妆店之间，是被日本消费者认可的仅次于百货的高端化妆品渠道，熟知的日本高端品牌 CPB、黛珂、ALBION 等品牌都在该渠道销售，与传统药妆店相比，这类化妆品店也更加注重顾客服务和体验。	年轻、中高端
百货	10%-15%	和国内一样，是高端品牌的竞技场	高端、中产阶级
超市、便利店	-	便利店凭借着便捷性和在日本的高覆盖率成为增速最快的实体渠道。日本药妆店、化妆品店趋于饱和，便利店正逐渐成为化妆品企业拓宽渠道的香饽饽	成熟女性、中高端

资料来源:化妆品报，国信证券经济研究所整理

市场定位：坚守大众市场，农村包围城市

国外品牌统领中高端护肤及彩妆市场，本土品牌站稳大众护肤市场

首先我们将从本土品牌的定位来开启讨论，定位是品牌战略布局的基础，无论后续的营销战略、渠道选择还是产品研发等都是基于品牌的定位所展开的。按照价位和目标消费群来定位，美妆品市场大致可分为：大众（Mass）、中档（Masstige）、高档（Prestige）三大分类。

从护肤品行业来看，可进一步分为：1) 低于 50 元的为大众低端市场，包括美加净、隆力奇、大宝等品牌，2) 50-100 元的大众中端市场，包括珀莱雅、百雀羚等品牌，3) 200-300 元的大众高端市场，包括玉兰油二代，佰草集等品牌。4) 中档市场价位大致在 200-500 元，有悦木之源，欧珀莱等。5) 高档市场又可细分为高档高端和高档中低端，例如雅诗兰黛、兰蔻等品牌就定位于高档中低端，而海蓝之谜、赫莲娜等品牌则定位于高档高端。

从彩妆品牌来看，由于彩妆类目的整体单价相对较低，各分类的客单价均低于护肤品品类：1) 50-100 元的为大众市场的中低端，包括美宝莲、卡姿兰等；2) 100-200 元的为大众中高端，包括蜜丝佛陀等；3) 中端市场主力价位在 300-500 元，主要包括芭比布朗，魅可等；4) 500 元以上的主要为高端市场，包括香奈儿、迪奥以及法国娇兰等。

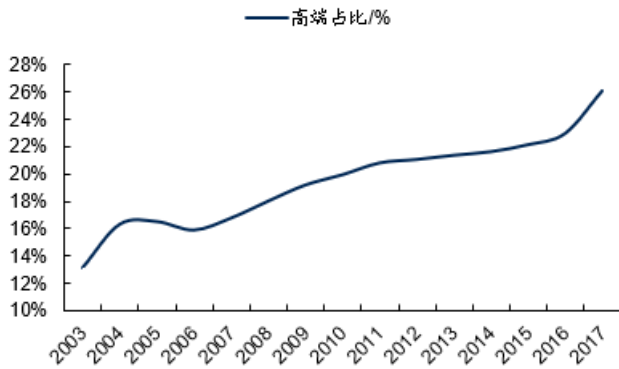
图 19：美妆市场按照价位与目标消费群细分



资料来源：国信证券经济研究所整理

从高端以及大众产品的市场规模来看，根据欧睿数据：1) 高端市场一方面由于基数相对较小，同时在近年来消费升级的趋势之下，一直处于快速增长的阶段，目前份额目前大致在 27%左右；2) 大众市场虽然整体占比下行，但仍远高于高端市场，且自身在高基数下近年来仍保持着稳步增长，在 2017 年，大众美妆市场销售额增速为 5.5%，其中护肤品增速为 9.6%。较前一年度提升 3.0pct，我们认为这主要与低线城市的护肤理念开始崛起、护肤人群持续扩大有关。而根据欧睿数据的预测显示，2018-2022 年我国大众护肤品仍将保持 5%以上的增速。

图 20: 高端美妆占比不断提升



资料来源: 欧睿, 国信证券经济研究所整理

图 21: 大众美妆市场仍有稳步增长



资料来源: 欧睿, 国信证券经济研究所整理

而从各档次市场的竞争格局情况来看: 本土主要定位大众市场

➤ 高端中高档市场主要被欧美大牌所占据

欧美品牌凭借强大的研发实力以及大手笔的营销投入, 支撑起了极强的品牌竞争优势, 在高端产品线上处于较为强势的地位。雅诗兰黛和欧莱雅等公司几乎主力品牌均是定位于高端系列, 因此我们看到在高端市场基本均被国际品牌企业所把持。

表 8: 2017 年高端市场美妆品牌 CR10 排名

品牌	最新市占率 (%)
兰蔻	6.5
雅诗兰黛	6.2
草雅	4.6
迪奥	4.1
雅姿	3.5
兰芝	2.5
雅漾	2.2
SK-II	2.2
香奈儿	1.9
后	1.8

资料来源: Euromonitor, 国信证券经济研究所整理

➤ 高端中低档及中端市场国内外品牌竞争相对最为激烈

1) 日韩品牌: 在 2010 年前后随着日韩剧在国内的热播带动了一大批日韩美妆品牌的流行, 而日韩品牌也以更贴近东方女性的肌肤的特点和年轻化的营销方式, 广受国内年轻消费者欢迎。

2) 欧美品牌: 对中端市场, 一方面欧美原有的高端系列通过丰富产品系列, 扩大了价格上的覆盖面, 另一方面, 欧美品牌借由近几年的几次关税调整, 对主力产品进行了大幅度降价, 通过更低的价格和更强品牌力, 挤压了原有的日韩及部分国产中端品牌的生存空间。

3) 本土优秀品牌: 如上海家化旗下的佰草集等, 通过差异化的产品定位, 以及过硬的研发实力保证下的高品质, 逐步向上切入中高端市场, 并取得了一定的成绩。

➤ 中端及低端的大众市场当前本土品牌逐步取得相对主导地位

在国内大众护肤品市场占有率前 20 大品牌中, 本土品牌的市场占有率从 2012 年的 12% 上升至 2017 年的 21.9%。(如下表所示)。本土品牌在凭借着对国内消费者深刻的洞察力, 在大众品营销和渠道方面一定程度上已经超越外资大众品牌。其中百雀羚的市占率在 2014-2017 年提升了 1.9 个百分点, 跃居第一位,

本土品牌自然堂、韩束、一叶子和韩后等的市占率也均有明显提升。而同时，早期进入中国的外资品牌玫琳凯、巴黎欧莱雅和 Olay 的市占率则持续下降。

表 9: 大众美妆市场 (CR20)

品牌	所属公司	2014 (%)	2015 (%)	2016 (%)	2017 (%)	市占率变化
百雀羚	上海百雀羚日化有限公司	2.6	3.4	4.0	4.5	1.9
玫琳凯	杭州玫琳凯有限公司	5.4	5.0	4.1	3.6	-1.8
巴黎欧莱雅	欧莱雅中国有限公司	4.7	4.1	3.7	3.3	-1.4
自然堂	伽蓝集团有限公司	2.3	2.5	2.8	3.1	0.8
Olay	宝洁 (广州) 有限公司	4.6	3.9	3.2	2.8	-1.8
韩束	上海上美化妆品有限公司	1.6	2.4	2.7	2.7	1.1
兰蔻	欧莱雅中国有限公司	2.1	2.1	2.1	2.5	0.4
雅诗兰黛	雅诗兰黛 (上海) 商贸有限公司	2.0	2.1	2.0	2.5	0.5
萃雅	无限极 (中国) 有限公司	1.5	1.7	2.1	2.1	0.6
一叶子	上海上美化妆品有限公司	-	0.9	1.3	2.0	1.1
佰草集	上海家化联合有限公司	2.2	2.1	2.0	1.8	-0.4
完美	完美 (中国) 有限公司	2.3	2.3	2.1	1.8	-0.5
珀莱雅	珀莱雅化妆品有限公司	2.2	2.1	1.9	1.8	-0.4
欧珀莱	资生堂中国有限公司	1.8	1.7	1.7	1.7	-0.1
韩后	韩后化妆品有限公司	0.7	1.0	1.3	1.6	0.9
悦诗风吟	爱茉莉太平洋化妆品有限公司	0.4	0.9	1.4	1.5	1.1
雅姿	安利 (中国) 有限公司	2.5	2.2	1.8	1.5	-1.0
相宜本草	上海相宜本草化妆品有限公司	2.0	1.9	1.7	1.5	-0.5
屈臣氏	屈臣氏 (香港) 集团有限公司	1.3	1.4	1.2	1.1	-0.2
水密码	丹姿集团有限公司	1.1	1.2	1.1	1.1	0.0
雅漾	皮尔法伯集团	0.9	1.0	1.0	1.0	0.1
SK-II	宝洁 (广州) 有限公司	0.6	0.6	0.7	1.0	0.4
隆力奇	江苏隆力奇集团有限公司	1.3	1.3	1.2	1.0	-0.3
御泥坊	湖南御家汇互联网有限公司	0.4	0.7	1.0	1.0	0.6
Dior	克里斯汀迪奥香水及化妆品有限公司	0.8	0.8	0.9	1.0	0.2
丸美	广东丸美生物技术有限公司	1.1	1.1	1.1	1.0	-0.1
欧莱雅男士	欧莱雅中国有限公司	0.9	0.9	0.9	0.9	0.0
兰芝	爱茉莉太平洋化妆品有限公司	0.9	0.9	0.9	0.8	-0.1
后	LG 生活健康贸易有限公司	0.2	0.4	0.7	0.7	0.5
欧瑞莲	欧瑞莲化妆品 (中国有限公司)	0.1	0.3	0.5	0.7	0.6
其他	其他	49.3	47.3	46.9	46.8	-2.5

资料来源: Euromonitor, 国信证券经济研究所整理

对于本土品牌而言，定位大众市场不仅仅是避国际品牌在高端市场的锋芒，通过低线市场的快速扩张来提升企业规模效应也具有一定现实意义。不同于国际品背后有着全球的市场规模支撑其持续的大规模研发及营销投入，本土品牌短期的产品及品牌力尚不足以推动国际扩张，因此通过大众化的定位，借助对本土市场的深刻理解以及多层次渠道的融合优势，在广阔的国内低线市场进行扩张，迅速做大规模，从而支撑研发及营销投入力度的加大，以农村包围城市，以低端带动高端，这一直以来不仅仅在化妆品市场，在绝大多数消费品领域均是本土企业最合适的发展之路。

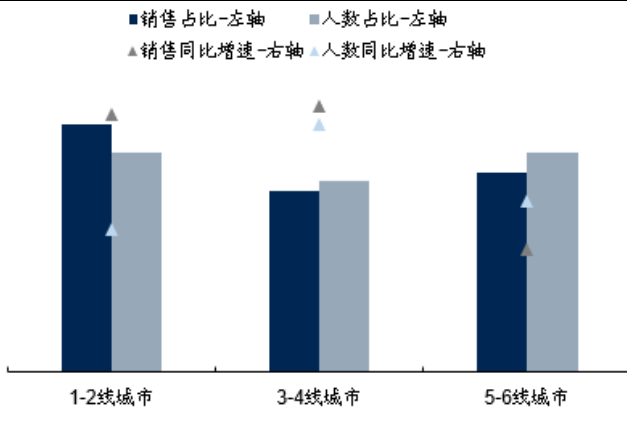
从定位市场用户画像分析来看本土美妆未来发力点

从分析本土品牌所主要定位的大众美妆市场用户画像来看，我们通过人口结构以及消费阶层变迁的角度，认为大众美妆未来仍有较强的发展推动力：**第一**，随着低线城市美妆护肤意识的崛起，整体化妆品消费人群基数将不断扩大，大众美妆特别大众护肤品作为入门级产品，有望充分享受美妆消费渗透率在低线市场的提升红利；**第二**，以 90 后 00 后为主的年轻一代美妆习惯的养成带来的不仅是消费人群在不断的扩大，且随着美妆消费品类的不扩充，有望通过提升消费频次，提升人均美妆消费水平。

分阶层来看：三四线渗透率加速提升，品牌意识逐步崛起

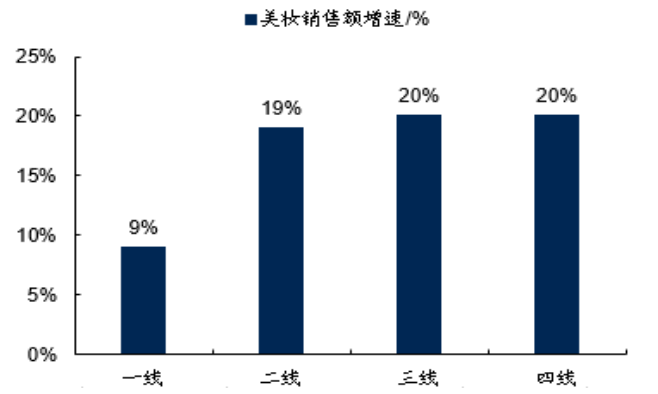
根据 CBN data 的数据可以估算，目前天猫美妆在 1-2 线城市、3-4 线城市和 5-6 线城市的销售额占比分别约为 37%、31%和 32%，1-2 线城市仍然是天猫美妆的主要消费市场，但与低线城市差距已经不大。同时从增速水平来看，根据凯度咨询数据，2017 年一线、二线、三线、四五线城市的美妆消费分别增长了 9%、19%、20%和 20%。表明低线城市美妆消费已成为市场成长的主要推动力。一方面，一二线城市居民或是具备一定收入基础年轻中产阶层，是近几年美妆市场真正意义上的消费升级趋势主要推动力；另一方面，低线城市居民在美妆意识刚刚崛起背景下，一定程度上推动了美妆消费渗透率的进一步提升。

图 22: 2017 年各城市级天猫美妆销售额和人数占比及增速



资料来源：CBN Data，国信证券经济研究所整理

图 23: 各线市场美妆销售增速



资料来源：凯度咨询，国信证券经济研究所整理

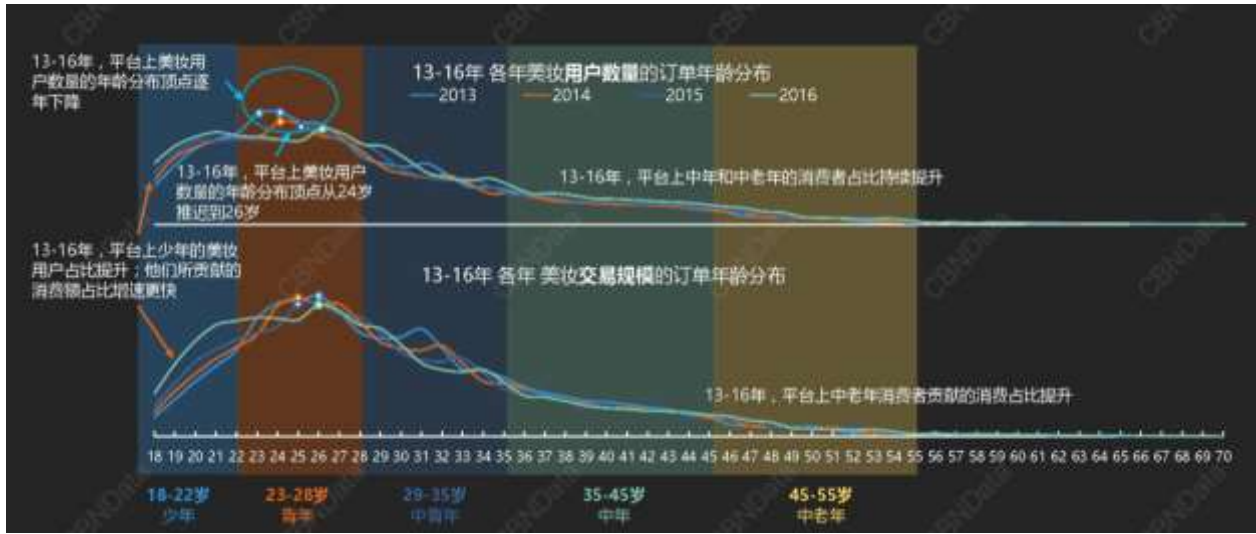
1) 首先从低线城市的消费能力和消费偏好变化来看。从尼尔森数据显示，四线城市和农村地区的就业预期增长较为显著，其他级别城市均保持平稳态势，且在四线城市，44%的家庭表示相较于去年消费支出有所增加，且增加比例达到 21%。居民收入预期的提升和相对较小的生活压力促进了当地消费需求的提升。同时从消费品类来看，目前四线城市消费者更偏爱衣服鞋帽和生活用品，个人护理用品等。

2) 其次，从零售业态来看，近年来低线城市和农村地区电商蓬勃发展。2018 年一季度三四线城市的网购金额同比增加 18%和 23%，超过其他各级别城市。电商的蓬勃发展给了美妆消费带来新动力。但同时线下仍是低线城市的主要消费渠道，三线、四线城市线下销售额占比分别为 63%、81%。因此对于庞大的低线大众美妆市场来说，CS 等具备较强下沉优势的渠道，短期难以取代。因此本土大众美妆品牌在具备渠道下沉和互联网电商先发优势的背景下，仍有望获得市场先机。

分年龄段来看：年青一代美妆习惯养成扩大基数，中老年市场新蓝海

具体来看，美妆的消费人群按年龄主要可以分为 5 类，分别是少年群体、青年群体（23-28 岁）、中青年群体（29-35 岁）、中年群体（36-45 岁）和中老年群体（46-55 岁）。根据 CBN data 的数据显示，当前时点，美妆的核心贡献人群仍然是是青年群体，这部分人群的消费升级也是国际品牌近年来的增长主要推动力之一，但同时我们也发现近几年美妆人群年龄结构呈扁平化趋势，消费不再过度集中于青年人群，其他人群特别是年轻人和中老年的消费力量逐渐崛起。

图 24: 13-16 年美妆用户数量及交易规模的订单年龄分布



资料来源: CBN Data、国信证券经济研究所整理

由于不同年龄段的人群在成长背景、教育背景和所处的人生阶段有很大的差异，导致不同年龄段人群在美妆消费过程中呈现的消费方式和消费习惯均有一定的不同；同时，不同年龄对于具体美妆产品要求也有所不同，因此，通过针对不同群体呈现出的消费特征进行差异化定位，也给本土品牌带来了新发展机遇。

表 10: 各年龄层对化妆品需求变化

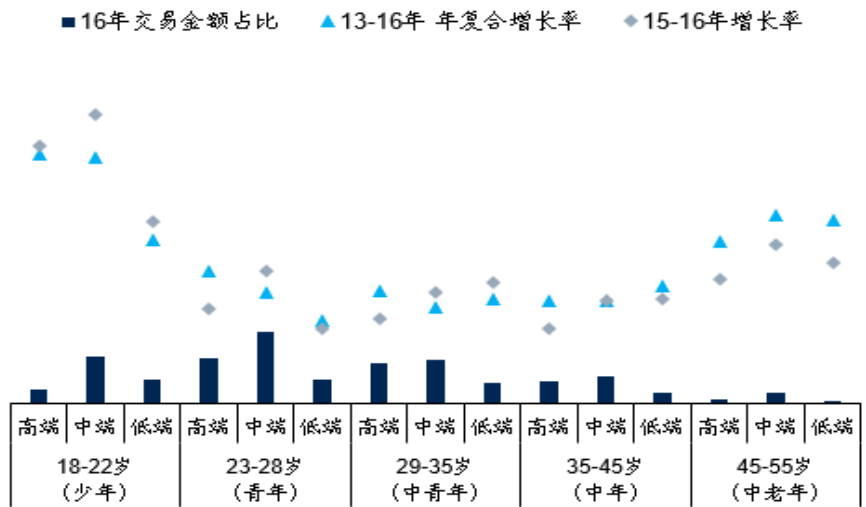
	少年	青年	中青年	中年	中老年
阶段	学生	初入职场 (23-28 岁)	组建家庭 (29-35 岁)	(36-45 岁)	46-55 岁
肌肤状态	较为无暇	较为无暇	动态性皱纹	静态型皱纹	全部皱纹
消费额增速排名	第一	第三	第四	第五	第二
消费额增量排名	第一	第二	第三	第四	第五
消费渗透率	4	5	3	2	1
消费水平	低于整体平均	高于整体平均	高于整体平均	略高于整体平均	与平均水平相当
消费额占比 (%)	21%	35%	25%	14%	5%

资料来源: CBN Data、国信证券经济研究所整理

➤ 青少年已成为美妆消费生力军，个性化推动美妆产品变革

具体来看，青少年群体的销售贡献在非常快速的攀升，已逼近主流人群。从线上来，2013-2017 年，天猫平台上美妆少年的美妆用户占比快速提升，贡献的销售占比从 10% 到接近 21%，增速相对最快。而根据凯度消费者调研指数显示，整体来看，年轻消费者已经是当前市场最重要消费群体，2017 年 30 岁以下的人群贡献了约为 50% 的销售额。

图 25: 天猫美妆消费人群中青少年消费者增速最高



资料来源: CBN Data、国信证券经济研究所整理

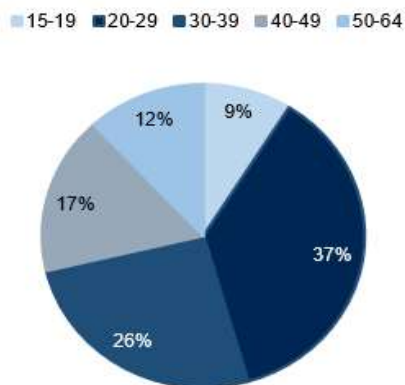
青少年群体的在美妆消费中体现出来的特点在于: 从消费理念上来看, 目前该群体以大学生和刚步入社会的年轻人为主, 他们成长于互联网时代和中国经济飞速发展期, 普遍接受过良好的教育, 拥有着超前的消费观念。根据观智库发布的《中国经济新常态下的消费升级趋势与应对》报告显示, “80后”、“90后”已经逐渐成为消费主力人群, 消费结构从生存型消费向享受型、发展型消费升级。重享受、个性化、重精神体验, 是目前中国互联网消费主体的主要特征。

具体到大众美妆消费领域, 首先, 以 90/00 后为主的年轻人更愿意大胆地尝试新兴事物, 较低试错成本的高性价比大众化妆品一定程度上符合他们的需求。其次, 青少年的肌肤状态相对稳定, 在护肤品等选择上以满足基本的美白保湿防晒等功效为主, 因此大众品牌也较为适合。此外, 随着社交电商以及网红直播 KOL 等新营销形式的兴起, 年轻消费者的需求被不断挖掘, 对于美妆产品的品类需求也在不断增加。

➤ 中老年人有望成为美妆市场的新蓝海

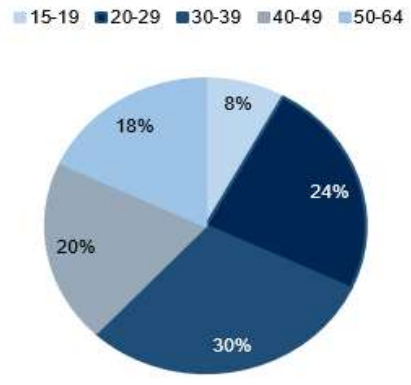
同时我们看到 45-55 岁的中老年人群的美妆消费金额也在快速攀升, 虽然整体规模仍相对较低, 但增长速度仅次于青少年人群。随着老龄人口比例的攀升以及美妆消费习惯的养成, 未来中老年美妆消费整体的占比将会不断扩大, 根据凯度咨询数据, 未来十年, 40 岁以上美妆人群占比将由现在的 28% 提升至 38%。

图 26: 2017 年美妆消费人群年龄分布



资料来源: 凯度咨询, 国信证券经济研究所整理

图 27: 2028E 年美妆消费人群年龄分布



资料来源: 凯度咨询, 国信证券经济研究所整理

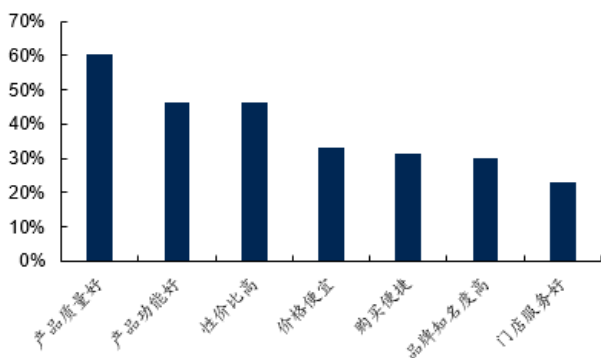
按国际标准, 一国 60 岁人口占比超 10% 即为老龄化国家。截至 2014 年底我国

60 岁及以上人口占比已经达到 15.50%，且还在不断上升之中，老龄化趋势明显。因此中老年消费群体未来也将越来越受到各大消费品企业的重视，而中老年消费偏好主要体现在注重品质和实用性，且近年来对自身保养越发重视：

1) 首先，50/60 后消费理念相对成熟，相对时尚性更重视产品性价比和实用性比较为重视，且购物的目的性明确。由于成长环境较差，虽然现阶段已经具备很好的消费能力，但在消费决策的过程中仍较为理性务实。因此，价格相对平价，且能够满足基本护肤功能的大众护肤品牌预计将受到这部分群体的欢迎。

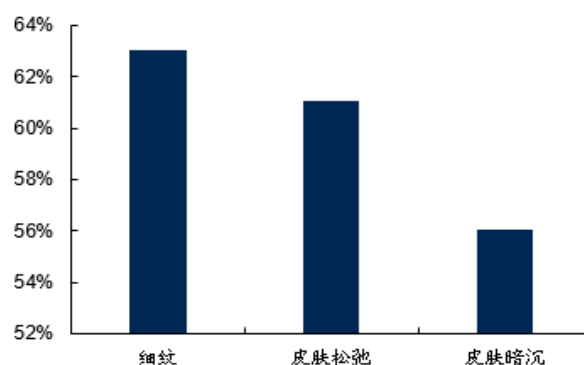
2) 其次，随着收入水平的增长，中老年群体对于自身养护的关注度正在不断提升。而据调查，欧洲 40-59 岁的女性面部护肤品的消费金额接近 25-39 岁女性的两倍，而 60 岁以上的女性几乎占了 34% 的面部护肤品市场，而日本中老年美妆市场预计达到 270 亿美元，占据接近一半的比例。因此虽然目前我国中老年市场仍处在较低的发展水平，但随着消费理念以及消费习惯的养成，未来发展空间巨大。

图 28: 中老年群体选择产品重点关注内容



资料来源：2017 中国老年消费习惯白皮书，国信证券经济研究所整理

图 29: 中老年群体前三大关注皮肤问题



资料来源：Mintel，国信证券经济研究所整理

产品研发：技术为本，品类丰富度要求提升

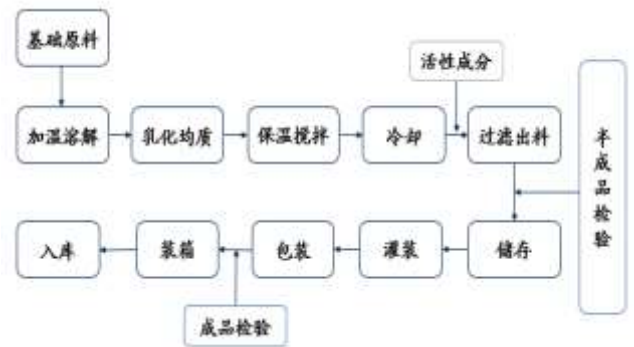
化妆品行业的新品开发是一个始于创意，经过调研及可行性分析后立项，再经过项目规划及实施转化为成品投放市场的过程。根据不同产品层次的变化，新产品又分为新闻世产品，新产品线，现有产品线增补产品，现有产品的改进，市场重新定位型产品以及成本减少型产品。对于发展较为成熟的化妆品公司来说，为了巩固企业在行业内的现有地位，同时开拓更多市场，全面推进品牌的发展，需要不断根据市场变化和公司战略规划，选择适宜的产品类型进行开发。

图 30：化妆品新品开发环节



资料来源：搜狐新闻，国信证券经济研究所整理

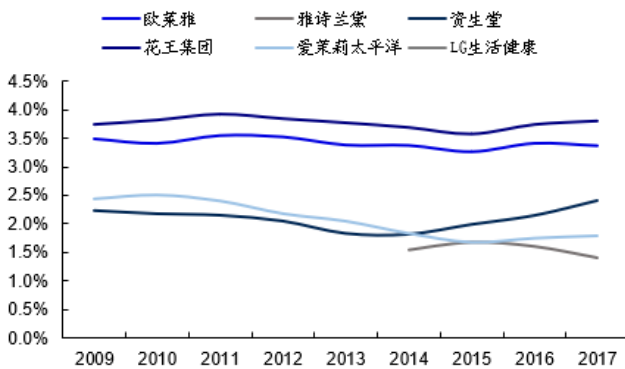
图 31：护肤品研发过程



资料来源：珀莱雅招股说明书，国信证券经济研究所整理

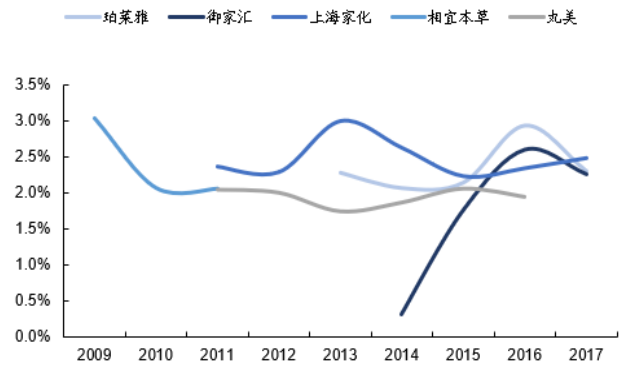
当前为了满足消费者快速变化的需求，产品研发正在扮演越来越重要的角色。无论是定位高端的国际品牌还是定位相对中低端的本土品牌，每年均有着稳定的研发投入，整体来看，国内外化妆品牌的研发费用率分布在 2%-3.5%之间。

图 32：国际品牌研发投入变化



资料来源：Bloomberg、国信证券经济研究所整理

图 33：本土大众品牌研发投入



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

本土品牌在学习中成长，研发实力快速提升









近三十年来，在面对国际巨头扩张下残酷竞争的同时，国内日化企业的也在积极学习国际品牌先进技术，分别在战略合作，人才积累以及国内产业链完善等方面，加速提升自身的研发实力，目前在绝大多数的产品研发环节中已经初步具备与国际抗衡的实力。

➤ 战略合作吸收国际企业研发经验

在国际品牌进入中国市场的期间，优秀的本土企业与国际品牌同样存在竞合关系。国际品牌看重优秀本土企业对国内市场消费者，渠道等方面的理解，而本土企业也可以在合作中深入学习国际品牌的产品研发，技术推广等经验。

以上海家化为例，自国际品牌进入国内市场之初，公司就开始不断的积极向国际巨头学习提升自身品牌实力，专注于消费者研究和洞察的核心竞争能力的培育，并通过差异化策略在细分市场上寻找机会。

表 11：上海家化与国际日化公司合作情况

时间	合作事项	合作公司
1985 年	与欧莱雅建立技术合作关系，合作推出“梦巴黎”、“清妃”香水系列产品；	
1987 年	与嘉娜宝合作生产系列化妆品；	
1992 年	与庄臣公司合资成立了露美庄臣有限公司；	
1993 年	与日本狮王建立技术合作关系；取得“植物物语”品牌的中国代理；	
1995 年	与嘉娜宝合资创建上海嘉娜宝化妆品有限公司；	
2004 年	取得法国科蒂旗下阿迪达斯个人护理用品中国生产权和代理经营权（2011 年中期中止）；	
2004 年	和 LVMH 集团下法国丝芙兰合资设立丝芙兰（上海）和丝芙兰（北京）；	
2011 年	和日本花王合作，成为中国区总代理；	

资料来源：国信证券经济研究所整理

➤ 行业优秀人才得到不断积累

国际巨头进入中国市场的二十多年来，也为中国日化行业培养了大量人才，从而为国内日化品牌的崛起奠定了人才基础。目前本土企业中担任研发等环节高层的大部分均是具备高学历以及国际企业背景的专家，同时，本土企业也积极挖角国际企业高管充当顾问，进一步夯实了研发人才的基础。

表 12：本土美妆企业研发高管背景情况

公司	高管名字	职务	背景介绍
珀莱雅	蒋丽刚	研发总监	玫琳凯和雅诗兰黛先后工作 10 年，拥有国家授权发明专利 26 项，是 6 项化妆品国家标准的起草者
上美集团	孙培文	全球科研中心总监	前宝洁大中华区开放式创新研发总监，对 SK-II、玉兰油等配方研究多年。
珈蓝集团	陆政政	研发总监、自然堂喜马拉雅研究院秘书长	前强生全球创新中心美容护肤研发部亚太区总监

资料来源：搜狐网、新浪网、国信证券经济研究所整理

如珀莱雅公司研发创新中心汇集了化学、物理、生物、植物学、香精香料、机械工程、包装工程和计算机等不同学科的各类专业人才，使公司在现代配方（乳化）技术、植物研究技术、包装设计、产品开发和评估技术等五个方面与国际全面接轨。

➤ 国内已初步形成完善的上下游产业链

此外，随着国际巨头纷纷把工厂靠近市场，在国内设厂生产，国内相关的产业链也迅速发展，化妆品上下游产业链的配套不再成为制约的瓶颈，也为品牌的崛起提供了保障。同时，近几年国际品牌也纷纷在中国设立研发中心，进一步发掘贴近中国市场消费者的产品，也为中国企业观察国际美妆先进技术提供了更多的机会。

与此同时，国内企业也开始走出国门，在国外设立研究中心，近距离学习先进化妆品工艺技术以及创新理念。如上美集团在 2016 年于日本神户建立了自己的研发中心。这里是全日本再生医学聚集地，拥有 330 家研发中心，背靠超级计算机，拥有 6 家干细胞研究运用临床基地，极大地降低了企业获取日本核心技术的成本。

表 13: 国际品牌在中国设厂及研发中心时间

公司	中国设厂时间	中国研发中心
资生堂	1991	2016 年设立中国第二个研发中心
联合利华	1986	2009 设立其全球六大研发中心之一的中国研发中心
宝洁	1988	2010 年在北京建成其全球最大的研发中心
雅诗兰黛	1996	2011 年在上海设立亚洲研发中心
欧莱雅	1996	2005 年上海设立研发中心

资料来源:搜狐新闻, 新浪新闻, 国信证券经济研究所整理

护肤理念加速升级, 新概念迭出考验品牌应变能力

对于护肤品来说, 不同概念的护肤理念兴起对研发成分的变化和组合的更新都有着新要求, 目前流行的主要有植物提取物、草本护肤、动物提取物、化学配方成分、酸类和矿物成分以及不同成分的融合。

根据 CBN Data 的数据显示, 2017 年, 销售额排名前三的成分分别为化学配方类、动物提取物和植物提取物, 增速排名前三的护肤成分分别为酸类、化学配方和动物提取物。而在大众护肤市场中, 不乏有本土品牌通过通过差异化的产品成分特征迅速打响名声。如一叶子的植物酵素、百雀羚和佰草集的草本护肤等。同时, 各大品牌融合多种概念进行组合式营销, 以不同的成分来强化和突出其品牌的概念来打造各种明星单品, 如自然堂的雪域精粹系列蕴含喜马拉雅小分子团冰川水和珍贵龙胆复合精萃等成分, 珀莱雅的水漾沁肌系列含有大溪地泻湖藻、大溪地泻湖水等成分等。

表 14: 护肤品三大产品成分分类

大分类	子分类	概述	成分	品牌	品牌概念
动植物提取物	植物提取物	天然安全不刺激	玫瑰、洋甘菊、酵素等植物成分	百雀羚、一叶子、完美	一叶子植物酵素、完美芦荟胶
	草本护肤	适合亚洲人肤质	七子白、红景天、人参	相宜本草和佰草集	百雀羚草本、一叶子植物酵素、完美芦荟胶
医师专利配方成分	动物提取物	天然安全营养	牛奶、蚕丝、燕窝、海月水母	屈臣氏燕窝面膜	屈臣氏燕窝面膜
	化学配方成分	效用明显	玻尿酸、烟酰胺、胶原蛋白	森田药妆	森田药妆的高纯度玻尿酸
矿物质	酸类成分	具有祛痘、焕肤效果	A 酸、水杨酸、果酸	宝拉珍选	宝拉珍选水杨酸、焕彩果酸
	矿物成分	显著舒缓和再生功效的活性成分。	火山泥	贝佳斯	贝佳斯火山泥面膜

资料来源:CBN Data、公开资料、国信证券经济研究所整理

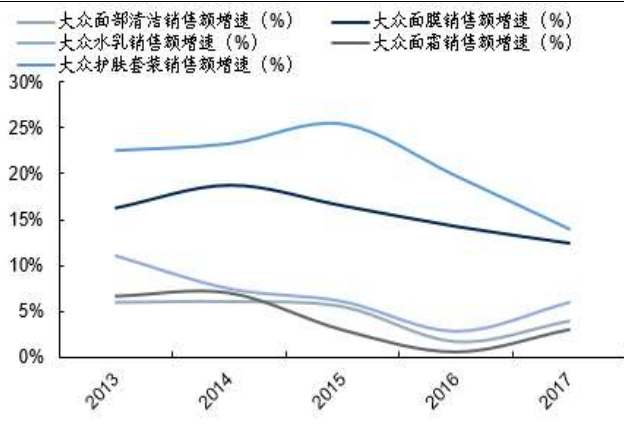
当前时点, 护肤品的发展从产品成分角度又步入新的阶段。已经从传统的动植物提取物和天然草本护肤到专业的化学成分。去年以来玉兰油依靠烟酰胺概念排名上升迅速, 今年位居双十一榜单第一, 同时新兴品牌 HomeFacialPro 同样依靠成分崛起, 18 年首次进入双十一榜单, 位居第八位。总之, 随着年轻群体个性化趋势的加强, 各类护肤新概念的推陈出新速度不断加快, 护肤品牌的忠诚度持续时间整体呈现下滑趋势, 要求企业加大研发力度并加快新品上市周期。此外, 随着彩妆的占比提升, 更是加速了美妆产品的更新换代周期。由于彩妆产品的变化更多是注重对于时尚度和色系等流行趋势的把握之上, 而这就需要研发部门与前端营销部门更加紧密的配合, 及时挖掘客户需求, 发现市场风向, 并准确的判断产品未来的流行趋势。在以往本土品牌更多的是采用跟随战术, 但在新品更迭速度不断加快的背景下, 对企业的应变能力也提出了新的要求。

消费需求不断挖掘, 品类丰富度加速提升

根据 Euromonitor 数据显示, 2012-2017 年, 在大众护肤品的品类中(面部清洁、精华、水乳、面霜、精华、面膜和护肤套装), 护肤套装和面膜的销售额年均增速分别为 21%和 15.7%, 分别位居第一位和第二位。而这两者也是本土品

牌的优势品类。

图 34: 大众护肤品销各品类销售额增速 (%)



资料来源: Euromonitor, 国信证券经济研究所整理

图 35: 美妆品类不断细化



资料来源: 国信证券经济研究所整理

根据 CBN data 的数据显示, 天猫美妆消费者购买的美妆品类不断增多, 反映了消费者的护肤步骤更加精细复杂, 其中购买三类及以上护肤品的消费者占比**较前期提升 5.6pct**, 显示了越来越多的消费者走向精致护肤。传统的品类正在不断衍生发展处更加精细化的产品品类(如上图所示)。新品类的层出不穷, 也意味着新的市场机会的出现, 这也给了本土品牌快速发展突破的机遇。而通常这类抓住新品类市场机遇的公司将有望是伴随着对整个品类的消费者教育过程中**诞生和成长的**, 因此能够充分享受细分行业的成长红利。

其中, **面膜这一品类的崛起就是一个非常好的例子**: 作为国内市场上特有的高速发展品类, 面膜在过去几年的飞速发展主要是市场营销和由此带来的强大消费者需求带动。对比需要长期投入、短期见效难的传统护肤品, 面膜的即时功效性使女性的购买频次更为频繁, 具有稳定、连续的市场刚性需求。此外, 面膜能够覆盖全年龄阶段的人群, 市场广阔。在面膜品类崛起的过程又与近年来增长的**电商和 CS 渠道**相关, 而本土品牌快速捕捉到了这一品类的巨大发展空间, 目前面膜这一细分板块中, 基本被本土品牌占据, 期间也诞生出了多个明星企业, 如一叶子、御泥坊、百雀羚以及美即控股(后被欧莱雅收购)。

长期来看, 化妆品企业多品牌多品类布局是大势所趋, 通过持续研发能力的开拓, 不断丰富自身产品品类, 并通过产品定位区隔进行多品牌布局, 实现对不同消费人群进行多维度覆盖, 才能在复杂多变的市场环境中立于不败之地。

表 15: 本土大众化妆品企业的多品牌、多品类布局

企业	旗下品牌	覆盖品类
珀莱雅	珀莱雅	护肤
	优资莱	护肤
	韩雅	护肤
	悠雅	彩妆
	猫语玫瑰	彩妆
	悦芙媿	彩妆
上海家化	佰草集	彩妆、护肤
	六神	香水、洗护
	美加净	护肤
	高夫	男士护肤
	启初	婴幼儿洗护
	玉泽	医学护肤
	双妹	香氛护肤、香水、彩妆
	一花一木	护肤
青岛金王	蓝秀	护肤、彩妆
	莱倩	护肤、彩妆
御家汇	御泥坊	护肤、男士护肤、彩妆
	小迷糊	护肤
	花瑶花	护肤
	师夷家	男士护肤
	薇风	护肤
百雀羚	百雀羚	护肤、男士护肤、彩妆
	三生花	护肤
	气韵	护肤
	海之谜	护肤
伽蓝集团	自然堂	护肤、彩妆
	美素	护肤、彩妆
	植物智慧	植物护肤
	医婷	医学护肤
	春夏	青少年护肤
上海上美	韩束	护肤、彩妆
	一叶子	植物护肤
	吾尊	男士护肤
	红色小象	孕期护肤、婴幼儿洗护
	索薇娅	香氛洗护
	韩粉世家	彩妆

资料来源:公司官网、国信证券经济研究所整理

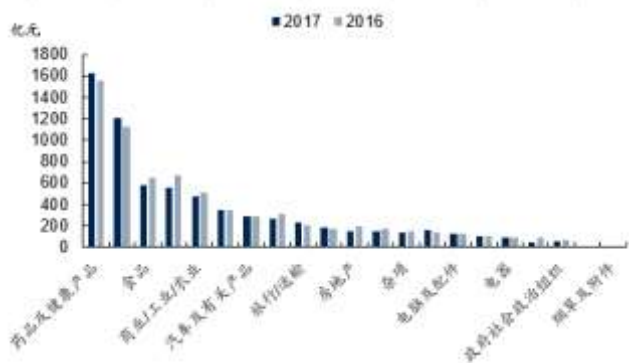
营销战略: 品牌力重视度提升, 媒介创新带来新机遇

营销是化妆品企业运营关键, 国内外品牌营销费用体量差距明显

按照定义, 营销包括辨识用户未被满足的需要, 并对目标市场进行规模和利润潜力预测, 挖掘自身产品与目标市场的契合点, 满足用户的需求甚至为用户创造需求, 并以用户最终购买并形成品牌忠诚为目的。

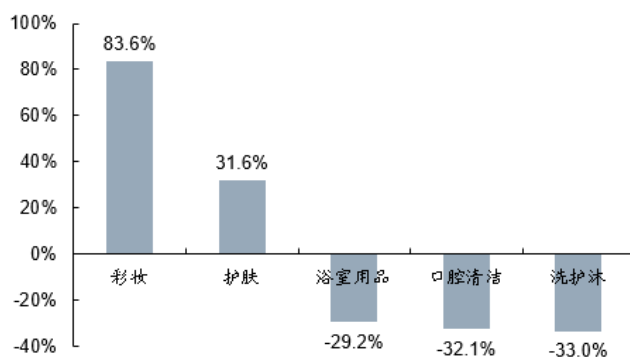
而化妆品作为可选消费品, 消费者在购买过程中的决策受品牌推广力度影响较为突出, 因此优秀的营销战略决策对于化妆品企业最终的销售情况起到了极为关键的作用, 从 CTR 数据分析来看, 大日化行业常常居于全行业广告投入排名前十。并且其中彩妆及护肤品的广告投入增速远高于其他品类, 与行业发展趋势也较为一致。

图 36: 全国市场各行业广告花费情况



资料来源: 尼尔森, 国信证券经济研究所整理

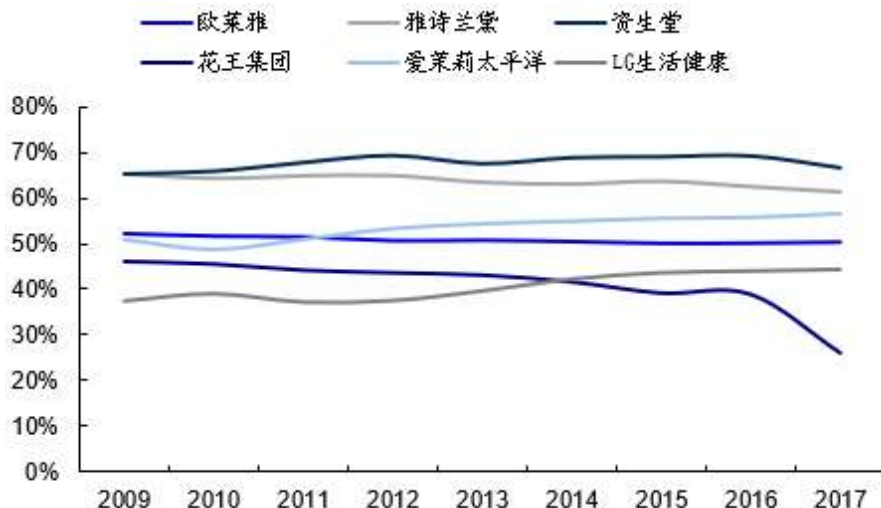
图 37: 2018H 电视媒体中大日化个细分行业广告花费



资料来源: CTR, 国信证券经济研究所整理

因此, 化妆品企业具备较为明显的高营销费用率特征。通过对上市化妆品企业的分析, 国内外化妆品企业的 SG&A 营销管理费用率在 45%-70% 的范围之间。单看营销费用的话, 根据我们了解, 国外龙头公司欧莱雅和雅诗兰黛集团营销费用率稳定在 25-30% 之间, 而国内品牌, 上海家化及珀莱雅的销售费用率均在 35-45% 的区间中。

图 38: 国内外品牌 SG&A 费用率变化情况



资料来源: wind, Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

因此, 无论是国际品牌还是本土品牌, 均极为重视营销在化妆品运营过程的作用, 甚至国内品牌的销售费用率高于国际品牌, 但由于国内外品牌规模体量差异, 实际投入的绝对额差距巨大, 总体来看, 国际品牌在核心营销渠道中的投入相较于本土有着难以比拟的巨大优势。因此, 本土品牌在有限资金实力下必须通过更加与时俱进的营销思路以及更为精准的营销媒介选择, 以达到营销效果的最大化。

营销思路转变: 从产品促销转向品牌建设, 积极顺应年轻化趋势

➢ 营销 VS 促销: 从简单的产品促销向品牌力建设倾斜

除了投入体量上的差距以外, 过去本土企业在营销理念上也与国际品牌有着较大差异。对于大量的本土品牌企业, 往往在发展初期把营销简单粗暴的理解为产品促销。实际上按照营销对品牌实际产生的效果, 可以进一步分为品牌推广和产品促销: 前者主要指的是企业为建设产品的品牌力而做出的广告、宣传等

有针对性的推荐行为等，是以提升品牌知名度以及品牌力为最终目的的，对品牌的销售影响具有一定的不确定性，但一旦有效，影响相对更为深远。而后者主要指用于直接拉动销售量的产品打折、满减、满赠，以及针对经销商的返点、货补等，促销对于提升销售往往有立竿见影的效果但可持续性弱，往往增收不增利，且使用不当甚至会对长期的品牌形象带来损害。

图 39: 营销方式区别



资料来源:国信证券经济研究所整理

企业在宣传费和促销费之间的分配与该公司旗下品牌的发展战略、定位、目标客群、销售渠道等紧密相关。国际品牌由于自身定位相对高端，因此大量营销精力用于品牌力的建设和推广之上。

而本土品牌由于大量定位于大众市场，更需要在品牌形象以及销售规模扩张之间作出平衡。在发展初期，大众品牌由于定位的人群对于价格敏感性相对较高，以 CS 及电商为主的渠道的打法偏粗放，且自身需要快速规模扩张占据市场先机，因此往往所谓的营销都是以促销的形式为主。但近年来，随着消费者购买力日益增强及消费心理日趋成熟，促销对销售的推动力以及持续性都在削弱，国内化妆品企业的品牌意识也开始逐步增强，营销逐渐向品牌建设倾斜。如上海家化公司在 17 年年报中明确提出，由渠道驱动转向品牌驱动；而珀莱雅上市募集资金中 6.32 亿用于营销网络的打造，主要用于渠道形象建设及品牌建设。其中品牌建设将通过传统媒体渠道、PC 端渠道及移动端渠道等多种渠道提升公司品牌知名度。

➤ 年轻化 VS 品牌老化：新品牌层出不穷，顺应大势积极变革

在上文我们提到，近年来青少年的美妆消费增速迅猛。因此，品牌若想站在红利风口，实现销售转化，就必须与新生代消费者交流、互动，并赢取他们的持续关注度。

一方面，对于刚接触化妆品的青少年人群来说，由于缺乏相关专业知识，以及不了解自己的护肤需求和护肤理念还未形成时期，容易受到产品营销（广告宣传、明星带货、电视植入、美妆博主分享、真人效果图等）的影响，做出购买决策，因此品牌营销在这一群体中起到的效果也相对最大。

另一方面，由于年轻一代消费的特征在于个性化，对传统品牌忠诚度相对较低，同时也在社交环境中呈现出圈层化趋势。因此相较于传统的媒体传播，利用社交媒介深入不同年轻圈层推介，推动自发式口碑营销，效果将更为明显，但对于企业的营销思路也有了更多颠覆性的要求。

因此，无论是国际品牌还是本土优秀品牌，在经历了十多年的发展后，如果不能成功抓注新时期下新生代消费者的偏好，均会不同程度的面临品牌老化导致

的销量下滑影响。近年来，本土品牌的营销手段更为符合年轻人的消费特征，且产品包装设计更符合年轻消费者的特征。

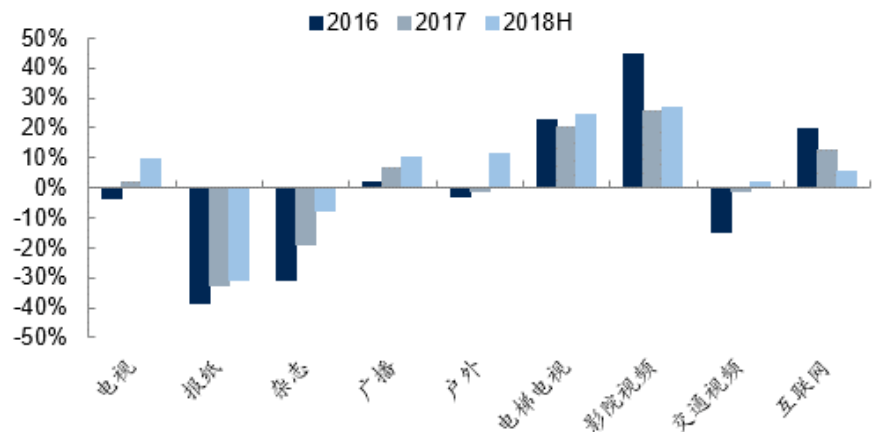
表 16: 本土品牌在年轻营销中尝试

公司	代言人	广告植入	其他
珀莱雅	唐嫣、李易峰	早在 11 年就以植入电视剧《宫》实现品牌大热，	近年来在电视剧《归来去》、综艺节目《异口同声》中植入
上海家化	华晨宇、李易峰	佰草集也成功植入热门影视剧《欢乐颂 2》、《思美人》	旗下六神跨界 RIO 鸡尾酒、与歌手胡夏合作创作单曲《裸夏》
上美集团	刘昊然、景甜、胡一天	深度植入《三生三世十里桃花》等爆款电视剧	冠名综艺节目《火星情报局》等
百雀羚	范冰冰、李冰冰、周杰伦	电视剧《欢乐颂 2》	民国风广告《一九三一》、恶搞微电影《四美不开心》等动画作品
珈蓝集团	TFBOYS、欧阳娜娜、陈伟霆	自然堂品牌植入电视剧《杜拉拉 2》	自然堂与漫画 IP 牛轰轰的跨界合作

资料来源: 新浪王, 搜狐, 国信证券经济研究所整理

营销媒介变迁: 从传统媒体到网络社交, 流量碎片化下本土品牌迎机遇
 化妆品营销也随着媒体渠道变迁也经历了从传统的电视报刊杂志, 到网络社交媒体的转变, 在形式上也从简单的明星代言, 进阶到内容营销。从目前的整体营销媒介变化趋势来看, 如下图所示, 传统媒体渠道仍在下行趋势之中, 而网络等新兴媒介处于稳步提升当中。

图 40: 不同媒介近年来广告投入增长情况



资料来源: CTR, 国信证券经济研究所整理

以往在传统媒体占据主流的时代, 由于媒体流量相对集中, 大型电视台、报刊杂志在广告招商中具有较大的话语权, 收取巨额的广告费用, 同时头部明星的代言费用也相对较高, 而国际品牌拥有着强大的资金实力, 以高额的广告投入可以占据宣传制高点, 但进入新媒体时代, 特别是进入移动互联网时代, 随着传播流量入口的更加碎片化, 美妆营销格局进一步发生了变化, 正在向社交媒体为主的传播方式演进。对于美妆企业而言, 一方面社交媒体媒介符合当下社会化传播带来高质流量的趋势, 另一方面社交媒体进入门槛较低, 资金量需求不大, 只要运用得当, 在同等条件给了本土品牌提供了绝佳的曝光机会。

图 41: 新形势下的营销形式变革



资料来源:国信证券经济研究所整理

整体来看，互联网等新媒体形式多样、内容丰富、互动性强，主要受众为 80、90 后消费群体。它的蓬勃发展，对于美妆消费也产生了深层次的影响：

1) 解决信息不对称问题，也催生了化妆品加速个性化、年轻化

不同于服装的即时显现效果，护肤品的效果（特别是护肤品）难在短时间内看到，由于青少年人群的皮肤不稳定，如何选择正确的产品常常是其最为关心的问题。同时彩妆的流行趋势变化较快，年轻群体追求个性化的需求使得他们对于了解最新的产品流行趋势诉求较强。

而此前由于信息不对称，年轻用户在购买产品时很难获悉全面的产品功效信息，以及最新的流行产品资讯等，而以小红书等全用户贡献内容（UGC）社交平台的出现，以及大量美妆博主进驻的直播平台的兴起，给了新一代消费者直接面对化妆品机会的同时，也给大量优秀新兴品牌的曝光机会，从而催生了一批个性化、年轻化新品牌。

图 42: 内容营销带动消费者需求丰富度提升



资料来源:国信证券经济研究所整理

2) 促进美妆消费习惯进一步养成，带动消费频次及品类不断提升

护肤品和彩妆的近年来通过新兴媒体的大力营销宣传，也带动了一大批新兴美妆概念的兴起，用户人群不断扩大的同时，社交媒体传播通过更为详细的解读和定制化的产品分享，使得用户的使用需求也被不断细化和挖掘，从而带动了

美妆消费内容的不断丰富。

同时，在营销技能（产品教育创新、产品设计创新）不断革新的时代，目前美妆产品已经不仅仅是简单的日常消耗品，更是一种对美好容貌的向往以及个性化的彰显，类似于挑选不同风格的服装，青少年人群已经开始通过选择化妆品来彰显自己的个性。而在产品教育革新和产品设计创新的时代，他们购买化妆品的频率将得到提升，也更加愿意倾向于尝试新兴品类，在这一过程中，一些较高性价比、高创新能力、多 sku 的本土大众化妆品品牌也受到了大量欢迎。

从 OLAY 复兴之路看大众美妆品牌营销新路径

OLAY 是宝洁旗下较早进入国内的大众护肤品牌，近几年前曾跌倒于品牌年轻化，一度缺乏产品创新，并且品牌老化严重。但在最近两年，OLAY 通过一系列营销活动，实现了“年轻化”的品牌焕新，多款新品也都获得了不错的市场反响。其品牌营销的经验非常值得与其有着类似定位的本土大众护肤品牌借鉴：

- 1) 首先，针对品牌老化的问题，公司 15 年提出了“无惧年龄”的品牌理念，并将此融合到了品牌的所有营销活动和产品宣传中，通过消费者真实故事为载体，重新认知女性的价值，鼓励女性消费者冲破年龄束缚，将一个品牌的宣传语上升到了开创新女思潮的高度，从而一举扭转消费者心中固化的品牌形象。
- 2) 其次，OLAY 本身拥有的极佳产品力和品质，一直专注于美白功效的研究与产品进阶，因此营销过程中，着重将品牌的产品优势与消费者当前的实际痛点相结合，总结出产品的卖点，并在后续营销传播中强化消费认知。
- 3) 同时，通过有针对性的 IP 跨界融合以及选取流量明星吸引年轻客群。一方面，OLAY 选取了米老鼠（80/90 后一代童年记忆）以及吾皇（数百万年轻爱猫人士）进行 IP 跨界营销；另一方面，通过选取自带流量的明星 IP，成功带动明星粉丝转化成消费群体，实现从流量到销量的转化。
- 4) 此外，通过与成千上百的美妆达人，网红大咖的等 KOL 的合作，掀起爆款产品的种草热潮，进一步吸引众多普通消费者的自发回应；并且精选与品牌形象相契合的热门综艺合作，并借由节目创造与产品相契合的网络话题，进而实现病毒式的传播去提高品牌声量，带动同款产品热销。

图 43: OLAY（玉兰油）的营销特色



资料来源:国信证券经济研究所整理

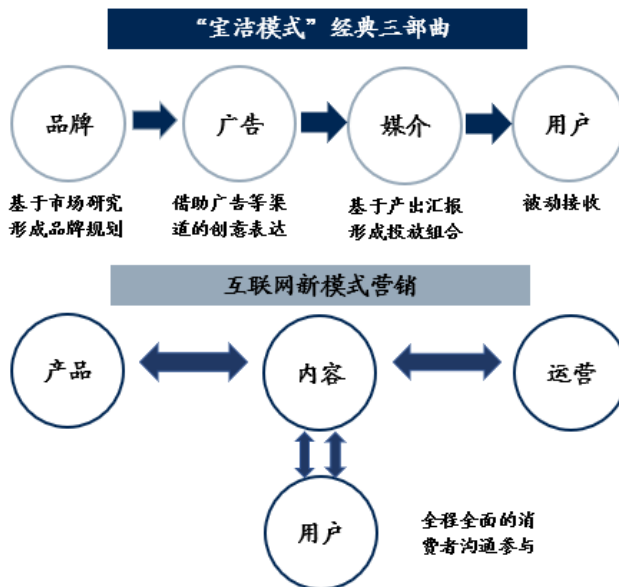
在营销助力之下，OLAY 品牌在国内的销售也呈现明显回暖迹象。2017 财年，OLAY 整体在中国地区销售增长了 30%，电商销售额大涨 80%。并在今年成为了双十一国际美妆销售排名第一的护肤品牌。

而与 OLAY 类似，近几年来本土品牌也在新时期背景下进行了新模式营销的积

极尝试。当前多数本土化妆品牌在营销方面沿用了“宝洁模式”这一曾久经全球市场考验的成功方法论，包括了基于市场研究形成的品牌规划、借助广告等渠道的创意表达和基于产出回报形成的媒介投放组合的经典三部曲。

但在 20 年后，随着互联网的飞速发展，面对千禧一代、Z 世代迥然不同的个性化需求与媒体习惯，传统营销手段在一定程度上已经有所失灵。新时期下，注重内容+社交的方式，才是能充分抓住新一代消费者群体，实现品牌的持续成长。

图 44: 营销模式的变革



资料来源:聚美丽, 国信证券经济研究所整理

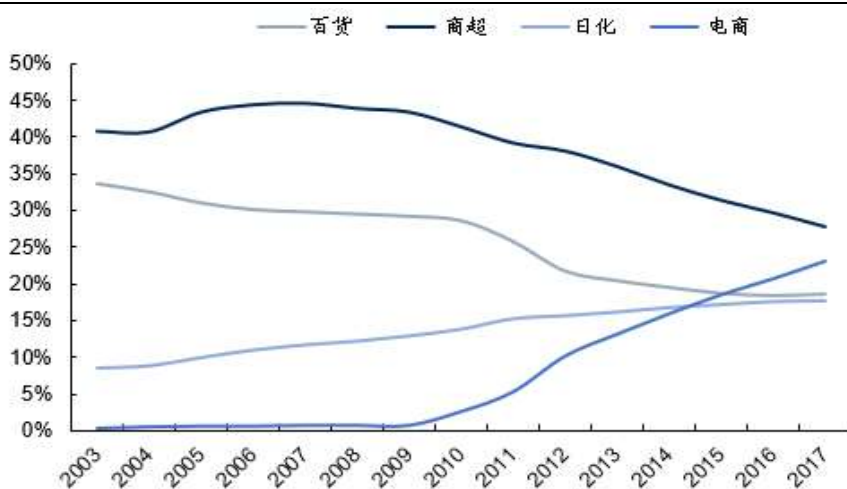
总结来看，无论是国际品牌还是本土品牌在经历了一定的品牌发展期后，均会面临品牌老化的问题，而新时期面对营销新形式和新媒介，与国际品牌在一定程度上处在了同一起跑线上，营销变革既为本土提供了弯道超车的机会，也给他们带来了新的挑战，未来能都否取得成功关键还在于本土品牌思路是否真正转变，是否具备足够的战略执行力。

渠道选择：CS 渠道助力快速下沉，电商蓬勃发展

渠道是化妆品企业运营过程中极为关键的一个战略环节，由于国内市场城乡结构环境相对复杂，渠道体系也较为庞杂。整体上来看，日化渠道可以分为**商超卖场 (KA)**、**日化专营 (CS)**、**电商渠道**、**百货专柜**以及**单品牌店**等，海外流行的**药妆连锁**和**直销模式**在国内相对小众，除此之外还有**美容院渠道**等。

目前来看，商超 KA 渠道目前仍然是日化第一大渠道，但是在近年来呈现加速下滑迹象，2017 年已跌至 27.7% 的占比；同时，日化专营店 CS 渠道一直保持稳定的增长，目前的销售额占比已经达到 17.6%。此外，电商渠道在 2010 年开始飞速发展，到 17 年已经达到 23.2%，成为我国日用化妆品的第二大渠道；此外，百货业态一度相对低迷，销售额占比持续下降，但随着购物中心的转型，2017 年百货及购物中心占比开始有所提升，目前销售额占比为 18.7%。

图 45：2003-2017 年我国日用化妆品主要渠道占比变化 (%)



资料来源:Euromonitor, 国信证券经济研究所整理

随着近年来国内经济环境及社会结构的变迁，2003 年-2017 年间我国日化销售渠道发生了较大的变化，不同渠道体系的兴衰也在一定程度上决定了不同品牌的发展境遇。

线下渠道：国际品牌以百货专柜为主，本土主要发力 CS 渠道

在线下渠道中，从国内外品牌主要的分布来看：国际品牌布局的渠道主要为**百货专柜及购物中心单品牌店**，而本土品牌主要渠道为**KA 和 CS 渠道**。两者会有一定的交叉，最终的布局差异仍然是由品牌定位所决定的。

表 17: 我国目前化妆品线下渠道概述

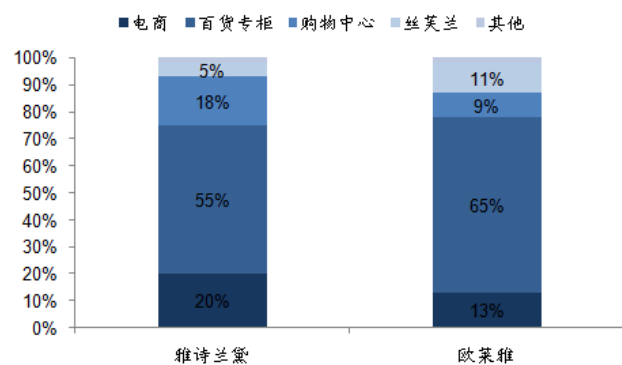
渠道	描述	定位	渠道列举	当前主力消费人群	渠道品牌
商超	多为大型连锁商超	中端	家乐福、人人乐、永辉超市、武商等	中老年	百雀羚、相宜本草等
百货	仍是外资品牌的竞技场	高端	久光/银泰	中产阶级	雅诗兰黛、兰蔻、资生堂等
日化专营店	药妆店: 与香港和日本不同, 国内的药妆店由于牌照问题不能售卖药品 化妆品店: 售卖护肤品、彩妆、香氛等, 个护和保健品占比较小,	中端	屈臣氏(渠道下沉非常明显)、万宁	少年、中青年	本土品牌(一叶子、韩束、三生花、韩后和自然堂等)、台湾和日韩品牌以及自有品牌
		中高端	丝芙兰(一二线城市)、狐狸小妖(三四线城市)、千色店	一二线年轻时尚人群以及位于消费升级风口的三四线城市年轻人群	国际中高端品牌以及自有品牌
		中端	娇兰佳人、唐三彩	低线的年轻时尚人群	
单品牌店	国际品牌	多为中高端	一二线城市购物中心	一二线城市的年轻人群	Lush、欧舒丹、茉莉蔻、爱丽小屋、悦诗风吟
	本土品牌	中低端(佰草集除外)	低线城市的街铺店(其中佰草集主要位于一线城市的社区类购物中心)	低线城市(五、六线及以下)人群, 但随着日化专营店的渠道下沉, 消费人群逐渐减少	佰草集、婷美、老中医、植物医生

资料来源: 公开资料整理、国信证券经济研究所整理

1) 百货专柜以及购物中心渠道是以品牌商为核心。这类终端通常掌控在品牌商手中, 能够根据品牌商意志进行实时的调整, 对中高端品牌而言, 这类渠道便于品牌商维护品牌价值; 同时, 没有了中间环节, 品牌商也得以更好的与消费者进行互动, 及时的了解需求变化。此外, 由于百货及购物中心整体形象定位原因, 对于进入的品牌本身也有较高的准入门槛和要求。因此, 百货及购物中心基本被定位中高端的国际品牌所垄断, 同时也有少数定位中高端的本土品牌。

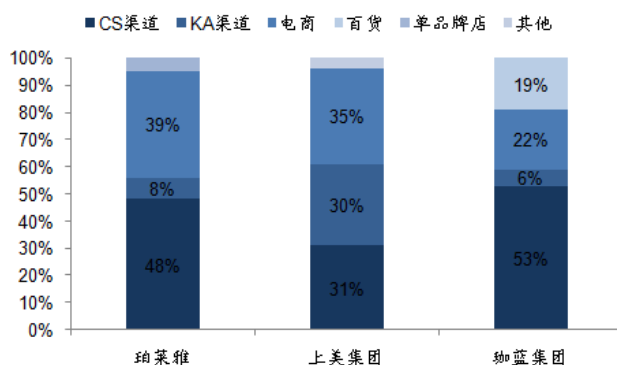
2) CS 以及 KA 更多是以加盟商、代理商掌控操作权。这可以帮助在国内复杂的城乡结构中, 能够及时的针对不同情况进行适时调整, 有利于品牌在渠道上快速下沉。但不可否认的是, 越往低线市场走, 品牌对经销商依赖程度会越高, 因此这两个渠道布局的主要难点在于如何对代理商和经销商进行有效的管理。

图 46: 国际品牌中国地区渠道占比



资料来源: 草根调研, 欧睿咨询, 国信证券经济研究所整理

图 47: 本土品牌的渠道占比



资料来源: 草根调研, 欧睿咨询, 国信证券经济研究所整理

在 CS 及 KA 渠道, 国际品牌也通过旗下大众品牌做了积极尝试, 如欧莱雅和宝洁旗下的 Olay 品牌等, 但整体来看 CS 及 KA 中本土品牌仍占据着绝对优势。而正如前文所述, CS 及 KA 渠道的优势在于渠道下沉, 但越是下沉, 品牌对经销商的依赖程度会越高, 本土品牌相对于国际品牌在处理经销商利益方面显示出更加灵活的一面, 反映在给予代理商的折扣率更低, 并且灵活应用销售返点, 货补等其他优惠政策, 充分让利代理商, 而国际品牌一方面人力成本, 税收成本等相对较高, 且较为僵化定价及销售策略难以针对不同情况进行灵活变通, 导致其能够给予经销商折扣优惠相对有限。根据品观网的数据统计, 本土品牌在日化渠道的供货折扣一般为 3-3.5 折到代理商, 再由代理商 5 折卖给门店, 并在其中叠加销售返点和其他优惠政策, 而国际大牌针对日化渠道的供货折扣大多在 6-7.8 折左右, 这样能够给经销商和终端留下的利润空间较为有限。

图 48: 国际品牌 CS 渠道的折扣率

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/品类，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，利用空间相似以往提高了 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：品观网，国信证券经济研究所整理

图 49: 国际品牌在 CS 店货架摆放中位置较差



资料来源：草根调研，国信证券经济研究所整理

因此，我们看到虽然大量的 CS 门店也常常引入国际品牌，但更多的只是看重其品牌知名度，作为引流工具和店铺品牌丰富度提升的手段，而在真正的销售过程以及导购员的推荐中，更倾向于销售能够给他们带来更多利润的本土品牌，以获得自身利益最大化。

商超 KA 渠道：渠道整体受零售环境影响明显

具体来看，KA 渠道以大型商超、卖场为销售平台，大多与居民区毗邻而设，客流量比较稳定，十分适合定位大众市场的快消日用品，直至目前都是日化品类占比最大的渠道，在巅峰期一度占据 40% 以上的份额，但在近年来出现了明显下滑的趋势，我们认为主要有以下几点原因：

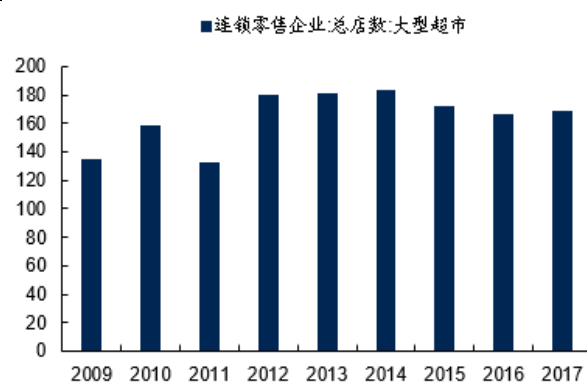
1) 首先，大型商超零售渠道自身陷入困境。在近几年在宏观经济环境下行，竞争环境加剧，以及电商等模式冲击下，KA 渠道所依附的各大商超近年纷纷放缓开店速度，因此对选择 KA 渠道为主销售窗口的化妆品牌也造成了一定影响。

图 50: 全国连锁企业：超市店数变化



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

图 51: 全国连锁企业：大型超市店数变化



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

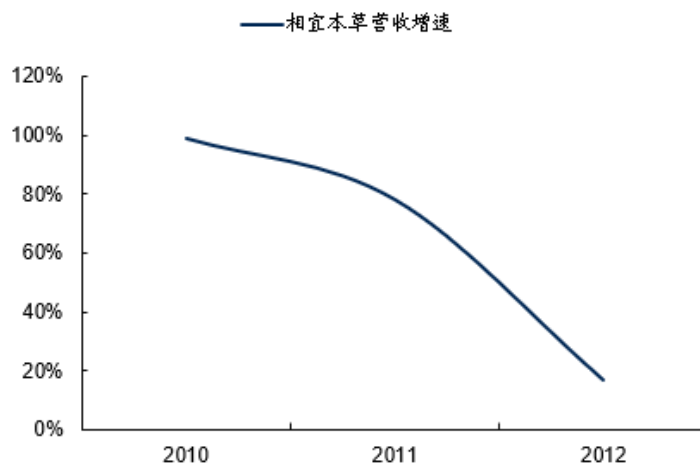
2) 其次，对化妆品企业而言，一方面，KA 渠道难以实现统一的品牌形象，在后续的品牌运营中难以树立新兴的、有特色的品牌形象，也就意味着品牌将逐步远离年轻一代消费；另一方面，KA 渠道费用高昂，运营难度较大，不仅包括大卖场索要的进场费、陈列费、扣点、DM（快讯商品广告）、促销费等，各项费用通常能够达到 20-30%，同时由于 KA 渠道中推广十分依赖销售人员的“终端拦截”，BA 团队人员费用也是一大笔开支。

KA 渠道品牌代表：相宜本草

相宜本草成立于 2000 年，其发展之初的战略总结来看：一是在产品功效上定位“中药本草”填补当时的市场空白，而在渠道上实施 KA 渠道战略，通过大

力布局在 2011 年就已完成 KA 渠道的 100%全覆盖。而借助当时 KA 渠道的快速发展，2007 年至 2011 年，相宜本草每年的销售额均以接近 100%甚至更高的速度增长。而在 2012 年开始，随着 KA 渠道开始步入下滑趋势，相宜本草的高增速也走到了尾声：2011 年相宜本草现代渠道(大卖场、超市和便利店)销售额尚有接近一倍的增速，而根据品观网报道 2012 年其增速仅有 17%。

图 52: 相宜本草现代渠道增速变化



资料来源:招股说明书, 品观网, 国信证券经济研究所整理

同时, KA 渠道越来越高昂的地面推广人员费用使得相宜本草在 2012 年上市失败之后开始不得不大幅裁减了原本全国 KA 渠道数千人的 BA 团队。但由于原本主要合作的代理商多数并不具备成熟的 BA 团队, 因此虽然公司同样降低了出货折扣, 但高企的人员费用仍然压缩了大量代理商利润, 最终导致公司在 KA 渠道中回款额不断下滑, 公司也开始面临一定挑战, 直至近年来随着公司的调整到位, 营收开始逐步企稳。

日化专营 CS 渠道: 门店数量快速增加, 提供多品牌一站式消费体验

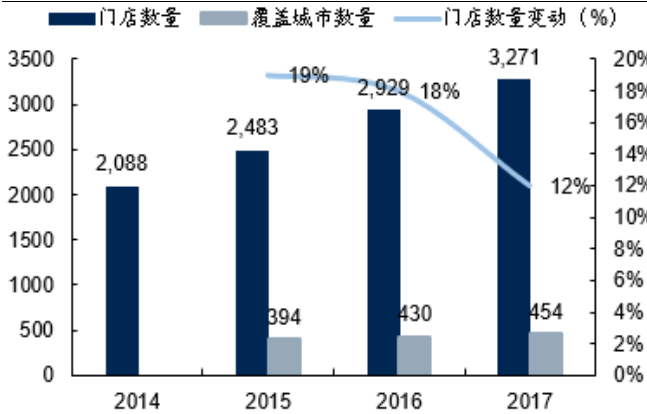
自 2010 年以来, 日化专营店渠道发展迅速, 相较于其他渠道, 日化专营店的优势在于: 一是, 日化专营店正在继续加速进行渠道下沉, 门店扩张极为迅速, 符合低线美妆市场渗透率提升的优势; 二是, 相对于 KA 百货等渠道, CS 渠道现金流健康, 账期短, 深受品牌商及代理商欢迎; 三是, 日化专营店具有天然的经验优势和专业性优势, 便于品牌商未来进行进一步的品牌打造。目前 CS 已成为本土大众化妆品牌最重要的渠道之一, 但经历了十多年的发展, CS 渠道目前也面临了新一轮的洗牌阶段。

1) 集中度提升是大势所趋, 大型连锁店加速扩张

在 CS 渠道发展之初, 主要以数量众多的“夫妻店”为主, 而在近几年, 随着大型日化专营连锁店的不断下沉, 以及区域型连锁店的崛起, CS 渠道正进入集中度加速提升的阶段。

一方面, 三四线城市近年消费升级趋势, 为大型 CS 店的下沉和扩张打开市场, 另一方面, 数量充足的连锁门店数量也将有助于 CS 渠道建立全新健康的定价机制。以屈臣氏为例, 其日化专营店近几年在内地迅速下沉, 2017 年的门店数量已经达到 3271 家。2014-2017 年, 屈臣氏的门店覆盖城市数量增加 60 个, 2017 年其覆盖城市已经达到 454 个。根据大众点评的门店数量显示, 目前三、四线及以下的城市的门店占比 46%左右。

图 53: 屈臣氏门店数量、覆盖城市数量及门店数量增速 (%)



资料来源: 公司年报, 国信证券经济研究所整理

图 54: 屈臣氏门店数量分布 (%)



资料来源: 大众点评, 国信证券经济研究所整理

同时, 如娇兰佳人和唐三彩等本土区域性大众连锁日化专营店如雨后春笋般冒出, 通过加盟店的模式快速的进行扩张和渠道下沉。根据公开资料显示, 2017年, 娇兰佳人的门店数量已经达到 2000 家, 拥有 1800 多万会员, 日均接待顾客 40 多万, 其门店数量增长迅猛, 目标 2022 开店全国开店 10000 家, 成为老百姓生活的一部分。除此之外, 千色店、唐三彩等 CS 渠道也均有高达数千家门店建设的规划。

2) 新时期下需围绕核心优势, 对店铺、品类及管理全方面革新

同时, 近两年 CS 渠道整体也暴露出了诸如网点存活率低、单店产出低、渠道执行效率低等问题, 并且随着电商渠道低线城市渗透率的提升, 也对 CS 渠道带来了冲击。在这一背景下, 部分日化渠道通过对店铺形象、品类结构和管理意识等方面的革新, 逐步走向新常态化发展。

目前在低线城市, CS 店仍然具备一定核心竞争力即店铺位置的便利性和服务的专业性。低线城市中, 区域性的私营日化专营店通过社区店的形式, 有着相当强的引流能力。当前时点, 一方面店铺形象需要不断进行升级改造, 以吸引年轻消费群体; 另一方面, 店铺需要通过加强服务能力, 并通过微信等社交手段, 发布品牌最新信息与消费者建立紧密的关系, 并针对用户需求近期进行社交活动, 进一步增强用户粘性。

图 55: 传统 CS 店铺形象



资料来源: 联商网, 国信证券经济研究所整理

图 56: 数字化升级后的 CS 店铺



资料来源: 联商网, 国信证券经济研究所整理

CS 渠道品牌代表: 珀莱雅

CS 渠道是目前各大本土品牌中占比最高的渠道, 也造就了一大批国内品牌。去

年上市成功的珀莱雅就是借CS渠道实现了最初的营收快速增长。在2008年之后，日化专营店就成为了珀莱雅最主要的销售渠道。公司的品牌上移和渠道下沉战略取得了显著的效果，据媒体报告，2008年珀莱雅的销售翻了一番，到了2009年，销售额增长仍然达到增80%。虽然在此后随着CS渠道整体陷入挣扎，公司营收在2015-2016年也出现了一定波动，当然此期间也与公司为筹备上市战略调整有所束缚有关。但在积极调整之后，公司于2017年整体营收再次重回正增长。

单品牌店：有助于树立品牌形象，加强消费者品牌粘性

随着多品牌专营店渠道同质化竞争的加剧，以及近几年国产品牌知名度的提升，许多国产品牌开始发展单品牌专卖店渠道。与日化专营店对比，单品牌店最大的不同不仅仅是品牌的种类，而是较高的店铺体验感、适合的商品结构与高性价比带来的高复购率。而单品牌店的较好的店铺形象将进一步提升品牌影响力，强化品牌在消费心目中的形象。

目前来看，一线城市的高端购物中心渠道主要被国际品牌单品牌店占据。如悦诗风吟、悦木之源 (Origins)、Lush、茉莉菟和欧舒丹等，以悦风诗吟为例，其门店主要位于购物中心和一二线城市的主流商圈。根据爱茉莉太平洋集团的年报显示，截止2016年，其在中国的门店数量已经达到330家，比2014年增长了230家。对于国际品牌而言，单品牌店能够将其极强的品牌理念和宗旨通过店铺体验很好的传达给消费者，并通过优化产品结构提高产品的连带率。

图 57：国际单品牌店整理



资料来源:品观网, 国信证券经济研究所整理

而我国大众品牌的单品店品牌主要定位三四线城市，以社区店等为主。主要以老中医、樊文花、美丽小屋、婷美小屋和植物医生的规模较大，同时国内第一梯队的化妆品品牌，如百雀羚、自然堂、一叶子、韩束和珀莱雅等，这些品牌在国内已经积累了一定的规模优势和品牌口碑，其单品店也正在加速布局中。

表 18: 国内单品牌店品牌一览

品牌	门店数量	风格定位
婷美小屋	1500+	小清新、快时尚风格, 主打天然有效、高性价比的植物护肤, 背靠娇兰佳人集团
老中医	3000+	中草药为品牌的主概念, 产品功效为主要诉求
植物医生	2500+	主打高山植物护肤, 强调纯净、温和、有效
林清轩	400+	主打环保护肤, 致力于将中国传统的草本与西方天然香薰精油相配伍
樊文花	2700+	专注美白细分领域, 以面膜品类为突破口
佰草集	100+	主打中草药精华、汉方护肤
蜜思肤	300+	主张精致、天然、水润, 诠释江南文化
膜法世家	150+	以“天然、有机、纯真”为理念, 主打膜类护肤产品
茶宝	近 1000 家	主打芦荟护理产品
薇妮	500+	主打时尚、百变的理念, 打造“一小时彩护体验”营销模式
美丽小铺	2000+	主打植物护肤, 19 分钟体验模式开创者和智慧门店践行者
一叶子	目前数量低于 50	主打植物鲜活精萃, 背靠上海上美

资料来源: 中国美妆网、国信证券经济研究所整理

线上: 大平台流量增益效果提升, 加速布局新型内容平台

目前, 我国的线上渠道主要可以分为淘宝、京东大型平台, 社交平台和特卖平台, 其中淘宝平台可以进一步细分为品牌官方旗舰店、第三方平台旗舰店和零散的 B2C 及 C2C, 目前大众化妆品品牌的主要线上渠道为品牌官方旗舰店。

表 19: 我国目前化妆品线上渠道概述

渠道	分类及描述	定位	渠道列举	渠道品牌
淘宝、京东大型平台	品牌官方旗舰店 (在天猫和京东)	中高低端全覆盖	各种中高低端品牌的天猫官方旗舰店、京东自营官方旗舰店	高端品牌: 雅诗兰黛、兰蔻、海蓝之谜等; 大众品牌: 百雀羚、自然堂、珀莱雅
	第三方平台旗舰店 (主要为线下知名 CS 去渠道品牌的线上店铺)	与第三方平台的定位有关	丝芙兰、屈臣氏和丽人丽妆等代销平台	多以未建立天猫官方旗舰店的小众品牌、品牌力较弱但单品打造力强的品牌 (欧树、彼得罗夫等) 以及自有品牌为主
	零散 B2C 和 C2C (随着天猫品牌化的推进、品牌定价策略一致化, 该渠道正在逐渐衰退)	中高低端全覆盖	包括各种海外代购、品牌的经销商在网上自建的平台等等	高端品牌 (未建立天猫旗舰店) 的海外代购, 中低端品牌的经销商建立的平台
社交电商	以内容为驱动的电商种草平台, 通过优质内容分享为交易引流	中高低端全覆盖	小红书	高端品牌: SK-II、CPB、圣罗兰等; 大众品牌: 碧柔、Olay 等
特卖平台	销售品牌折扣商品, 限时特卖, 该类平台正在不断衰退	中高低端全覆盖	聚美优品、唯品会	大众品牌为主: 自然堂、美宝莲、御泥坊等; 高端品牌: 兰蔻、雅诗兰黛等

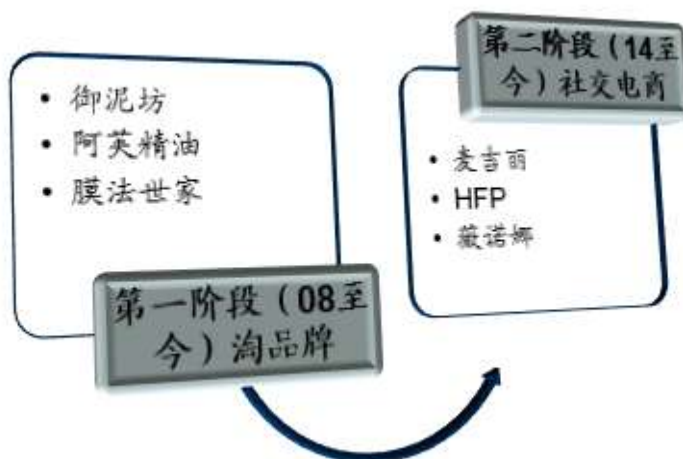
资料来源: 公开资料整理、国信证券经济研究所整理

本土化妆品布局互联网渠道已经有了十年时间, 前后可以具体分为两个阶段:

第一阶段, 08 年至今的淘品牌时期。在互联网发展之初, 借助渠道红利品牌涌现出了一大批的淘品牌公司, 包括目前仍活跃一线的御泥坊、阿芙、膜法世家等。但随着电商红利的消退以及电商品牌化趋势的推进, 部分缺乏品牌力同时在营销方式未能与时俱进的淘品牌逐步退出市场。

第二阶段, 随着移动互联网的兴起, 2014 年开始了新一轮社交电商浪潮。当前新一代化妆品借助通过微信公众号、微博以及小红书和抖音等新媒体平台, 依托内容营销进行快速的品牌扩张, 包括今年进入双十一美妆前十的 HFP 和薇诺娜等。

图 58: 电商渠道发展阶段



资料来源:品观网, 国信证券经济研究所整理

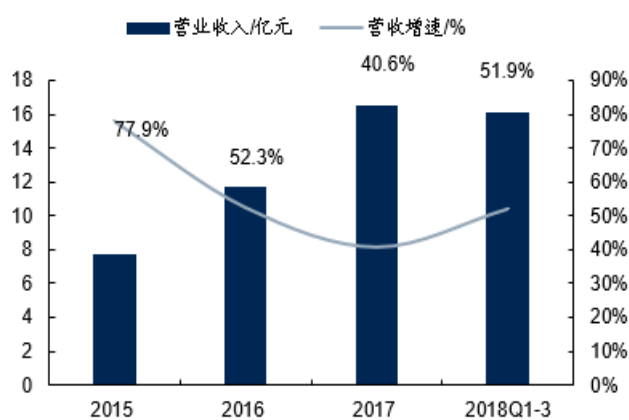
传统电商平台: 依托平台流量增益, 品牌力提升是未来关键

由于电商渠道从发展之初就以平价、优惠为卖点, 所定位的客群也大多数以价格敏感性较高的客群为主, 因此在发展之初与定位大众平价的本土品牌有着较高的契合度。

一方面, 电商的发展孕育了大量的淘品牌, 他们往往通过一两个细分类目切入市场, 与主流电商平台建立深度合作关系, 借着前期的互联网红利在短时间内实现销量大幅增长。如创立于 2011 年的御家汇, 旗下主要产品“御泥坊”通过专注面膜这一细分领域, 着力打造互联网“爆品”, 2014-17 年实现年复合增速 56.2%。

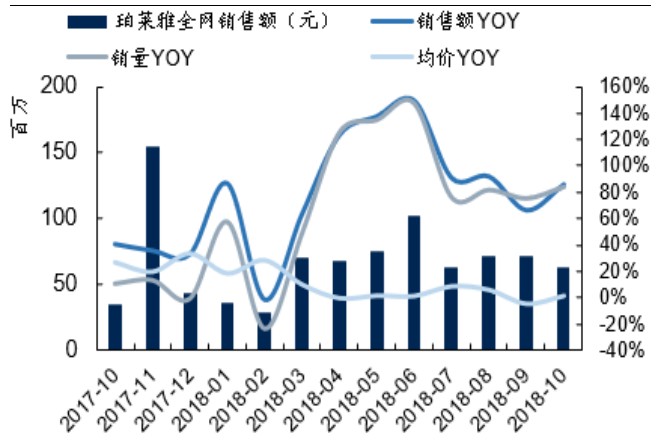
另一方面, 线下起家的本土品牌也在积极发力电商。线下本土自身已具备一定品牌力和产品力, 近年来随着天猫平台的品牌化趋势加速, 以及自身电商团队的开拓建设, 线上销售额迎来爆发。如去年上市的珀莱雅公司, 今年开始大力发展线上渠道, 根据淘数据显示, 2018 年 1-11 月珀莱雅全网销售额同比增长 95.44%, 销量同比增长 77.94%。

图 59: 御泥坊营收变化情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 60: 珀莱雅全网销售额、销售量、销量及均价 YOY



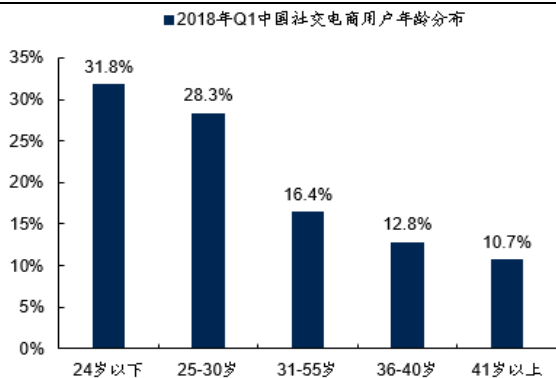
资料来源: 淘数据, 国信证券经济研究所整理

社交电商：定位年轻化的内容平台引流能力增强，本土品牌加速布局

年轻化一直是电商渠道的最大特征，根据高端品牌提供给天猫的数据显示，线上数据呈现出的消费者年龄比线下年轻5至10岁左右。而在新时期下，以淘宝、天猫、京东为主的主流平台不再是新一代客群的唯一线上渠道，以内容为主的社交电商在年轻一代中的渗透率正在不断提升。

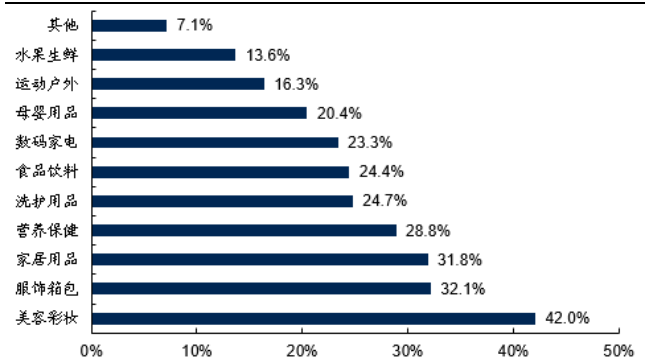
根据艾媒咨询的报告显示，2018年Q1中国社交电商用户中，24岁以下和25-30岁的用户占比分别为31.8%和28.3%，这意味着社交电商中约60%的用户为90后。社交电商依托社交平台进行传播，年轻用户群更容易接受创新的社交电商的购物模式。进一步来看，42.0%的受访中国社交电商用户倾向购买美容彩妆类商品，是占比最大的品类。

图 61: 2018 年 Q1 中国社交电商用户年龄分布/%



资料来源：艾媒咨询，国信证券经济研究所整理

图 62: 2018 年 Q1 中国社交电商用户倾向购买商品品类分布



资料来源：艾媒咨询，国信证券经济研究所整理

在互联网的下半场，传统电商流量已进入瓶颈期，社交领域却仍在不断创造新的流量红利。同时，营销与渠道分界越发模糊，渠道在一定程度上也担当了营销的职能，因此定位年轻化的内容平台作为电商流量入口开始兴起，引流能力不断增强。如成立于2013年的小红书是典型的社交电商平台。平台上沉淀有大量的优质购物笔记，带动滚雪球式的购物需求，形成社交+电商的完整闭环。目前，本土品牌中珀莱雅、佰草集、御泥坊、一叶子等本土品牌纷纷入驻小红书开设官方账号，分享产品测评、护肤攻略等内容，同时开设品牌官方旗舰店，分享社交流量红利。

图 63: 小红书佰草集测评



资料来源：小红书，国信证券经济研究所整理

图 64: 小红书范冰冰的测评



资料来源：小红书，国信证券经济研究所整理

投资建议：本土美妆龙头布局正当时

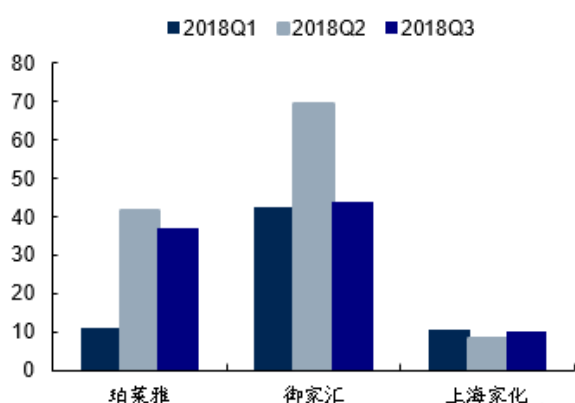
国内美妆行业整体仍积极向好，本土品牌龙头多维布局实现超车

总结来看，我国美妆行业通过多年发展，市场规模稳步扩大，过去 10 年复合增速达到 9.5%，且与国际相比我国市场在消费者渗透率以及人均消费额相比仍有较大的提升空间，行业蛋糕做大的过程国内外品牌均有望受益发展。

同时我们也看到，国际品牌在过去二十多年的发展中占据了绝对主导地位，但本土日化企业通过对本土文化的熟悉、对消费者的深刻理解，在一些大众护肤市场等细分领域形成差异化的竞争优势，并走出了一批优秀企业。且未来有望通过在营销、产品和渠道进一步发力，并借助资本的力量实现弯道超车。

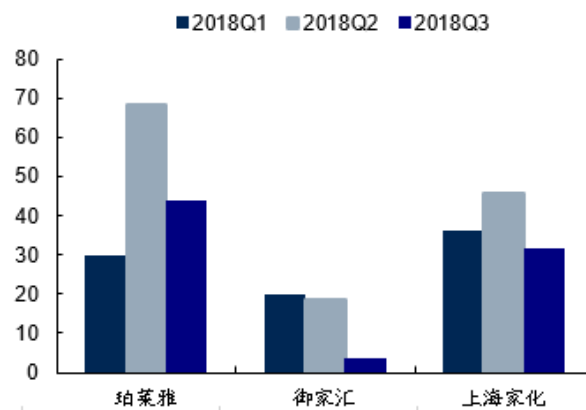
而从板块公司基本面表现来看，在 17 年以来的行业复苏之下，上市美妆品牌企业均有优异表现。2018 年 Q1-3 以上海家化、珀莱雅以及御家汇为代表的化妆品公司业绩增速分别为 38.0%、44.6%、12.2%，上市企业一是在渠道下沉，渗透率提升下传统渠道仍有稳步成长，二是加速发力电商渠道，拉动全年整体营收业绩高增长。

图 65: 2018 各季度日化板块公司营收增速 (%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 66: 2018 各季度日化板块公司业绩增速 (%)



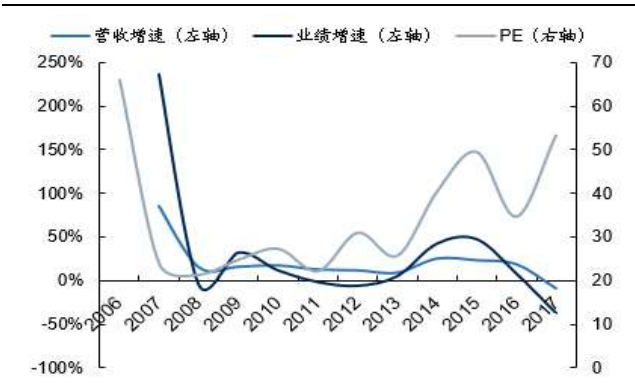
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

板块公司估值推演：资本助力多品牌，国际对标龙头拥有估值溢价

回顾全球日化巨头，多为平台型公司，多品牌、多市场的发展使得他们能够面对不同细分市场，服务尽可能多的消费者。这些日化龙头公司近些年的业绩增速并不是很高，复合增长率基本在个位数，但其估值都是业绩增速的数倍以上：如 2007 年到 2017 年，欧莱雅的收入复合增长率为 4.31%，净利润复合增长率为 3.03%；爱茉莉太平洋的收入复合增长率为 13.40%，净利润复合增长率为 6.98%。

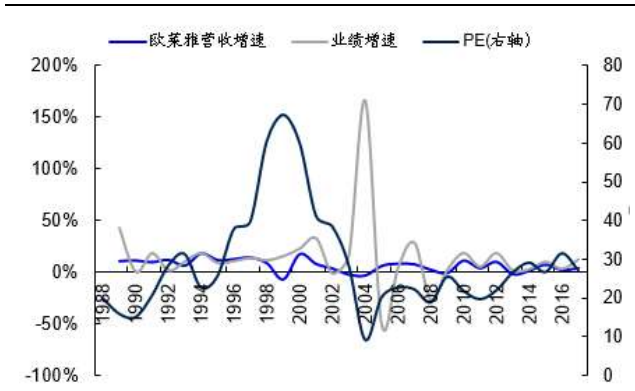
我们认为市场给予估值溢价的原因，除了其较高分红外，最主要的原因是其平台型的公司本质，通过关注消费者需求和注重产品研发，其强大的系统支持能力支撑其进入不同细分领域，面对尽可能多的细分市场和消费群体。

图 67: 爱茉莉太平洋营收增速(%)、业绩增速(%)及 PE



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图 68: 欧莱雅营收增速(%)、业绩增速(%)及 PE



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

而本土品牌多家化妆品企业开启上市后,在资本助力下开启收购整合之路,未来随着多品牌布局的完善,中长期有望享受平台溢价。目前,上海家化的多品牌布局已经较为完善,其他上市化妆品公司的多品牌布局已在积极的推进中,如珀莱雅 18 年 11 月公告参与发起设立的投资基金,有望推动外延项目储备;御家汇于 18 年 6 月 19 日公告拟收购阿芙精油母公司,虽然最终未能成功完成收购但外延布局战略已然明确。

表 20: 上海家化旗下品牌

分类	品牌	主营业务
第一梯队	六神	本土花露水市占率第一的品牌,目前正从夏季需求转变为全季需求品牌
	美加净	面霜市场地位稳固
	佰草集	中档护肤品品牌,主打草本护肤
	高夫	男士护肤品牌
第二梯队	启初	0-3 岁婴幼儿护理品牌
	家安	家庭清洁用品
	玉泽	药妆护肤品品牌
第三梯队	双妹	中国高端时尚美妆品牌
	一花一木	草本护肤品牌,相较于佰草集,定位更加年轻化,渠道侧重日化专营店
	汤美星	英国市占率第一的婴幼儿喂哺品牌(于 17 年收购)

资料来源:公司公告,公开资料,国信证券经济研究所整理

此外,日化企业其自身的现金流创造能力较强,通常收购拓品牌依靠自有资金即可,没有向市场迫切融资的需求,因此,对股东而言,多数情况下将避免股本摊薄,这对估值的提升也非常有利。

表 21: 化妆品公司外延事项公告

公司	时间	公告
御家汇	2018 年 6 月	发布《重大事项停牌公告》,拟收购阿芙精油母公司北京茂思商贸有限公司
珀莱雅	2018 年 11 月	发布《关于公司参与发起设立的投资基金完成私募投资基金备案的公告》
拉芳家化	2018 年 11 月	发布《关于增资并收购上海缙嘉国际贸易有限公司 51%股权的公告》

资料来源:公司公告,国信证券经济研究所整理

此外,板块目前上市公司较少,已上市企业具备一定稀缺性。如拉芳家化、珀莱雅、名臣健康和御家汇分别于 17 年 3 月、17 年 11 月、17 年 12 月和 18 年 2 月上市,具备次新股特征。同时纯正的美妆行业的上市公司相对更少(拉芳家化以及名臣健康主营业务为传统中低端洗护用品),具有一定的稀缺性,这在估值上又锦上添花。

投资标的：珀莱雅、上海家化、御家汇等

珀莱雅：大众美妆龙头，电商+单品牌力促业绩增长确定性

公司作为大众美妆品牌龙头，具备一定板块稀缺性，品牌主要定位低线市场有望长期受益低线美妆消费渗透率提升趋势，同时，加码电商渠道拉动高增长，长期有望通过内生外延实现多品牌矩阵。

公司今年前三季度公司实现营收同增 28.58%，业绩同增 44.57%，营收增长较中报进一步加速。其中公司线上增长是最大亮点，且远超行业平均水平，预计同增超过 60%，营收占比超过 40%；而线下渠道整体预计增速 10%+，主要依靠单品牌开店驱动，预计开店已超过 500 家，完成全年目标。

展望未来，公司首先将继续发力电商渠道，目前已名列天猫平台美妆全品类 Top10，并与同价位品牌不断拉开增速差距，未来有望继续发力新兴平台。其次，优资莱单品牌店定位低线，发展迅猛，目前签约加盟已达 1200 家，并有望明年逐步实现盈利。此外，随着公司多品牌及多品类战略的推进，未来在中高端线及彩妆方向具备较强的外延扩张预期，且高标准股权激励有望充分调动员工积极性。

上海家化：多品牌布局完善，渠道理顺增长可期

公司作为多品牌、多渠道布局的化妆品龙头公司，品牌布局完善，定位差异化，未来有望实现多梯度的迭代发展，从渠道来看，公司旗下品牌渠道覆盖面广，且在经历调整阵痛期后，目前渠道已经逐渐开始理顺。

公司 18 年前三季度公司营收/业绩分别增长 9.5%/38%，业绩扣非后增 15%。其中佰草集和高夫由于唯品会经销商去库存以及特渠系统升级调整影响，收入有所下滑外，其他品牌均实现正增长。

展望未来，首先，主力品牌佰草集和高夫在渠道调整到位的情况下，有望恢复高速增长，而美加净在产品升级和年轻化营销战略转型下，仍有望保持较高的增速；其次，第二梯队的品牌启初/玉泽/家安在精准定位细分领域下，有望保持较高速增长；母婴用品汤美星在蓝海市场下将实现较高速增长。长期来看，多品牌、多渠道长期有望实现协同效应，平台化发展值得期待。

御家汇：线上自身优势不断巩固，多品牌战略完善产品矩阵

公司依托面膜品类，在“互联网+美妆”的发展模式高速增长，目前公司水乳膏霜品类正以噶偶面膜品类的速度增长，大幅减少公司对面膜品类的以来，此外，公司拥有强大的线上运营能力，代理品牌业务正高速增长。

公司 2018 年前三季度实现营收 16.1 亿元，同增 51.9%，归母净利润 1.1 亿元，同增 12.2%，表现稳定。展望未来，首先公司自有品牌通过品类扩张实现稳健增长。其次，代理品牌在公司电商平台的优势下保实现高速增长。同时，公司年初公告拟收购精油市占率第一的阿芙精油，虽然最终收购未能完成，但公司外延布局战略已较为明确，未来有望继续通过多品牌布局加速完善产品矩阵。

表 22：推荐公司财务及估值情况整理

公司 名称	市 值 (亿)	营收 (亿元)			业绩 (亿元)			业绩增速 (%)			PE		PEG	
		01/22	2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E
珀莱雅	90.61	17.83	23.4	29.44	2.01	2.79	3.57	30.7%	38.9%	28.1%	32.37	25.14	0.83	0.89
上海家化	187.35	64.88	71.97	81.01	3.9	5.23	6.55	80.4%	34.1%	25.3%	35.78	28.48	1.05	1.13
御家汇	48.00	16.46	24.01	31.8	1.58	1.78	2.46	114.9%	12.4%	38.0%	26.18	19.20	2.11	0.51

资料来源:Wind 一致预测, 国信证券经济研究所整理预测

附表：重点公司盈利预测及估值

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价 2019/01/22	EPS			PE			PB
				2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E	2017
603605	珀莱雅	买入	45.00	1.39	1.79	2.27	32.4	25.1	19.8	3.9
603808	歌力思	买入	15.53	1.13	1.19	1.65	13.7	13.1	9.4	3.7
002127	南极电商	增持	8.61	0.39	0.60	0.84	22.1	14.4	10.3	6.6
002832	比音勒芬	买入	31.55	1.44	1.94	2.53	21.9	16.3	12.5	4.5
002563	森马服饰	买入	8.75	0.58	0.71	0.84	15.1	12.3	10.4	2.1
603365	水星家纺	买入	15.59	1.12	1.32	1.59	13.9	11.8	9.8	3.0
603877	太平鸟	买入	17.44	1.29	1.62	1.93	13.5	10.8	9.0	3.9
600398	海澜之家	买入	8.78	0.84	0.95	1.05	10.4	9.3	8.4	3.9
002293	罗莱生活	买入	9.02	0.77	0.90	1.04	11.7	10.0	8.7	3.5
603839	安正时尚	增持	10.34	0.89	1.13	1.18	11.6	9.2	8.8	2.8

数据来源：wind、国信证券经济研究所整理

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或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提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本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。

国信证券经济研究所整理

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032