

化妆品产业：颜值时代的大市场

2019年05月22日

看好/维持

化妆品 | 深度报告

首席分析师	刘畅	电话：010-66554017	邮箱：liuchang_yjs@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480517120001
研究助理	魏鹤翀	电话：010-66554044	邮箱：weihch@dxzq.net.cn	

投资摘要：

化妆品是消费类中维持高度景气的细分品类，在对“美”的追求下，化妆品消费从无到有叠加消费升级，长期增长逻辑清晰。沿着产业纵向流通的顺序，化妆品产业可拆解为原料设备供应与生产端、品牌端、代理端及渠道端四个环节，各环节层层加价之下蕴藏着万亿大市场的利益分配格局。

纵向对比来看，各环节经营规模和盈利能力差异明显。品牌端毫无疑问成为附加值最高的环节，掌握核心的定价权，有望最先跑出巨头企业；此外，代工厂、渠道商亦拥有各自的生存发展之道。

上游：生产商在产业链内处于弱势地位，毛利率一般在30%以下，净利率5-10%。生产端企业规模普遍较小，大多未上市，激烈的竞争或导致企业资本化进程加快。

- ◆ **原料商：**国内化妆品原料商整体实力较弱，后向制约品牌商的研发技术水平。
- ◆ **代工厂：**代工环节订单稳定波动较小，是分享化妆品市场增长的正确选择。外资大型厂挤占生存空间，行业“大吃小”趋势下优胜者坐享资源和研发技术的集中优势，国内代工龙头发展前景可期。

中游：品牌端掌握产业链定价权，毛利率处于60%-70%的区间，净利率为5%-15%。品牌端发展相对成熟，已存在具有一定市场基础的知名企业，有望最先跑出产业巨头。

- ◆ **品牌端：**国际品牌与本土品牌价格错位竞争，当前国货化妆品与国际品牌间的差距正逐渐缩小；但本土企业若要于国际集团站在同一高度，短期战略应采取扩品牌拓品类，长期仍要专注“营销+研发”双轮驱动，紧抓国内消费趋势的变迁，寻求弯道超车的机会。

下游：渠道端毛利率在20%-25%，净利率为5%左右。传统渠道运营的费用高企，效率之争下渠道求新求变，新兴模式不断出现。

- ◆ **渠道端：**沿着细分化、专业化的趋势不断迭代。线上团购拼团、社交电商平台带来增量流量；线下单品牌店成为渠道下沉的最佳选择。

相关上市公司：

青松股份 (300132.SZ)：收购化妆品ODM最大厂商诺斯贝尔，成功切入化妆品市场。

珀莱雅 (603605.SH)：卡位大众化妆品消费市场，全品类矩阵初现，单品牌店布局加速。

上海家化 (600315.SH)：百年日化龙头，大众护理类产品重焕新机，佰草集高端化进程值得。

风险提示：化妆品消费增速放缓、行业竞争加剧、产品质量风险

代码	公司名称	细分产业	产业位置	市值 (亿人民币)	PE	评级
300312.SZ	青松股份	化工	上游	48	11.5	未评级
603605.SH	珀莱雅	化妆品	中游	128	41.6	强烈推荐
600315.SH	上海家化	化妆品	中游	192	30.8	推荐

资料来源：东兴证券研究所、wind

目录

1. 化妆品产业处于高速成长阶段，长期增长逻辑清晰	4
1.1 从无到有叠加消费升级，产业长期增长逻辑清晰	4
1.2 化妆品正处于高速成长阶段	4
2. 化妆品产业链概况	5
3. 上游：原料行业处于起步阶段，代工产业进入洗牌时代	6
3.1 原料商：全球市场梯度分明，国内原料研发生产技术待提升	6
3.2 代工厂：行业竞争白热化，国内龙头具备良好成长空间	7
4. 中游：品牌端掌握定价权，国货突破需多维发力	9
4.1 品牌端掌握定价权，为产业链高附加值环节	9
4.2 国际国内品牌错位竞争，本土品牌需发力多品牌	10
4.3 把握消费变迁趋势，国货寻求弯道超车的机会	12
4.3.1 护肤：进入门槛较高，营销+研发双轮同步累积品牌价值	12
4.3.2 彩妆：进入门槛较低，“类快时尚”消费习惯下依赖营销投入	13
5. 下游：线上+线下多位引流，渠道创新加快	13
5.1 线上：社交电商平台崛起，线上渠道持续引流	13
5.2 线下：新兴渠道风口已现，单品牌店实现产品+服务最佳结合	14
6. 相关上市公司	15
6.1 青松股份（300132.SZ）	15
6.2 珀莱雅（603605.SH）	16
6.3 上海家化（600315.SH）	16
7. 风险提示	16

表格目录

表 1:化妆品产业环节代表企业	6
表 2:化妆品原料供应商分布情况	7
表 3:中日韩原料产业对比	7
表 4:化妆品代工厂分类	7
表 5:各大代工厂对比	8
表 6:化妆品价格组成中，品牌端占据主导地位	9
表 7:国际国内品牌价格错位竞争	10
表 8:国内化妆品市场的市占率情况——以品牌划分	11
表 9:国内化妆品市场的市占率情况——以公司划分	11
表 10:化妆品企业费用构成表（单位：亿元）	12
表 11:线上渠道模式趋于多元化	13
表 12:化妆品渠道商的对比	14
表 13:各品牌的单品牌模式对比	15

插图目录

图 1:化妆品市场爆发式增长	4
图 2:中国人均化妆品支出远不及日本（元）	4
图 3:化妆品产业链构成	6
图 4:代工厂商毛利率水平较低	9
图 5:国内代工企业规模小于知名国际工厂（亿元）	9

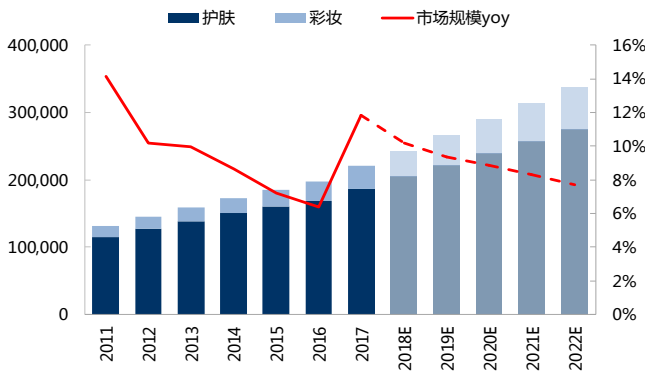
1. 化妆品产业处于高速成长阶段，长期增长逻辑清晰

1.1 从无到有叠加消费升级，产业长期增长逻辑清晰

化妆品作为一个兼具日用品和奢侈品双重属性的产业，体现着人类对“美”的追求。中国的美妆消费意识自古皆有，从1830年扬州谢馥春的香粉铺，到如今国内外品牌互为竞争，中国化妆品行业进入了高速成长的阶段。据Euromonitor，2017年国内化妆品市场规模达到2210.72亿元，同比增11.9% (yoy+5.5pct)，已经成为了全球第二大化妆品市场。

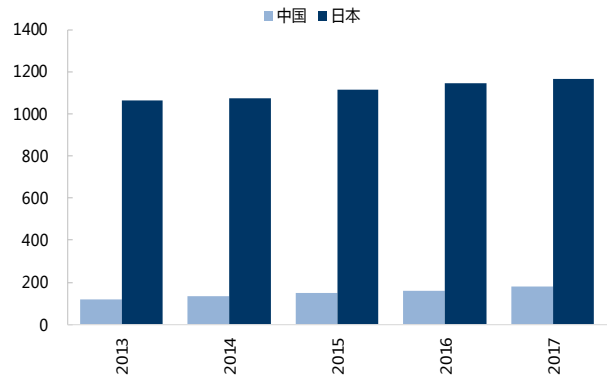
但对标成熟的日本市场，国内化妆品市场触及天花板尚早，行业长期发展的确定性强。2017年国内人均化妆品支出仅为181元，远不及日本（1196元）。对标接近饱和的日本市场，国内的化妆品市场有望发展到万亿以上的体量。

图 1:化妆品市场爆发式增长



资料来源：Euromonitor、东兴证券研究所

图 2:中国人均化妆品支出远不及日本（元）



资料来源：Euromonitor、东兴证券研究所

化妆品的高速成长，表现出国内，双主线引领化妆品市场发展：一方面，年轻和高线群体经历从“0”到“1”的消费过程，市场规模高速扩张；另一方面，高偏好的消费者从低端市场逐渐转向高端市场。量价齐升持续推升化妆品行业景气度。同时，国内化妆品需求远未饱和，对标成熟的日本市场，国内的化妆品市场有望发展到万亿以上的体量，化妆品产业的长期增长逻辑清晰。

1.2 化妆品正处于高速成长阶段

从产业发展的角度来看，化妆品产业脱身于现代化工产业，中国的化妆品产业发展历程可以划分为四个阶段：

- ◆ 19世纪-1978年，本土工厂成立阶段：在50年代公私合营的浪潮下，上海明星家用化学品制造厂、谢馥春日用化工厂等日化工厂成立，生产肥皂、蛤蚧油、雅霜等价格低廉、原料简单的产品。
- ◆ 1978年-2000年，国产品牌发展阶段：工业化生产促进了化妆品行业的发展，大宝、小护士、雅倩、美加净等物美价廉、形象亲民的国产化妆品风靡全国上下。

- ◆ 2000年-2010年，外资涌入大举并购阶段：20世纪初期，雅诗兰黛、欧莱雅、资生堂等国际化妆品巨头逐渐在中国市场站稳脚跟，开始大举并购战略：2004年欧莱雅收购小护士、羽西，2008年强生收购大宝，2011年Coty收购丁家宜，大部分品牌收购后遭遇雪藏。国际品牌市场份额快速扩张，本土品牌错过行业发展前期的黄金时段。
- ◆ 2010年-至今，本土品牌复苏阶段：化妆品需求爆发，消费群体扩容和高端化成为化妆品需求的两大助推器，带动化妆品产业链上游繁荣发展。而品牌端，尽管国际品牌的综合竞争力仍占上风，但其本土化进展不如预期，国产品牌把握机遇借助新渠道新营销重新进入大众视野，与国际品牌的差距逐渐缩小。

2. 化妆品产业链概况

化妆品长期增长逻辑清晰，带动产业上下游繁荣发展。沿着产业纵向流通的顺序，化妆品产业可拆解为原料设备供应与生产端、品牌端、代理端及渠道端四个环节，各环节层层加价之下蕴藏着万亿大市场的利益分配格局。

纵向对比来看，各环节经营规模和盈利能力差异明显。品牌端毫无疑问成为附加值最高的环节，掌握核心的定价权，有望最先跑出巨头企业；此外，代工厂、渠道商亦拥有各自的生存发展之道，共同分享产业链的利润。

(1) 上游：生产商在产业链内处于弱势地位，毛利率一般在30%以下，净利率5-10%。生产端企业规模普遍较小，大多未上市，激烈的竞争或导致企业资本化进程加快。

- ◆ **原料商：**国内化妆品原料商整体实力较弱，后向制约品牌商的研发技术水平。

- ◆ **代工厂：**代工环节提供产能和技术支持，订单稳定波动较小，是分享国内化妆品消费市场增长的合适选择。外资大型代工商入驻挤占中小厂商的生存空间，行业“大吃小”趋势下优胜者坐享客户资源和研发技术的集中优势，国内代工龙头发展前景可期。

(2) 中游：品牌端掌握产业链定价权，毛利率处于60%-70%的区间，净利率为5%-15%。品牌端发展相对成熟，已存在具有一定市场基础的知名企业，有望最先跑出产业巨头。

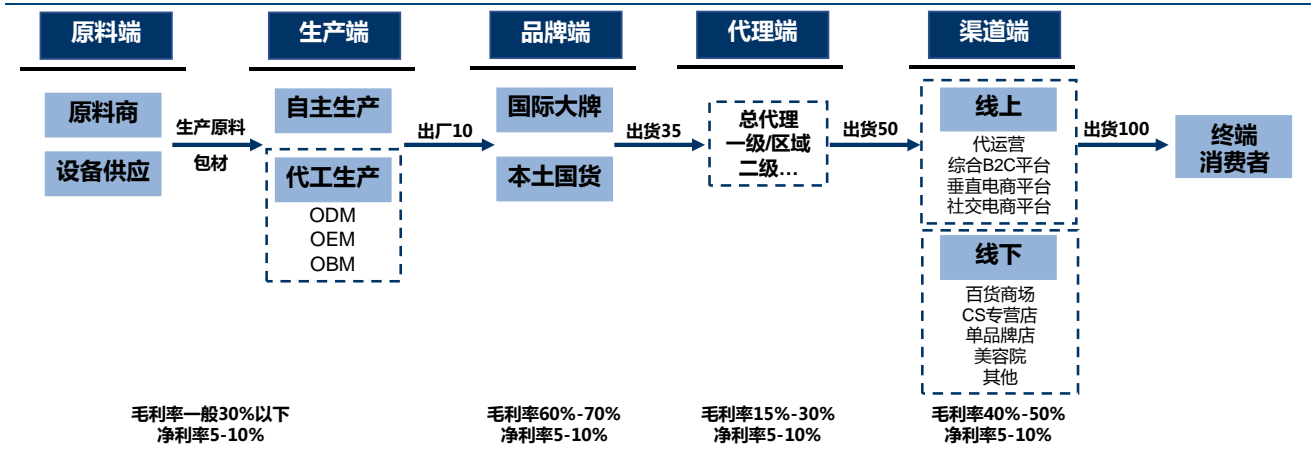
- ◆ **品牌端：**国际品牌与本土品牌价格错位竞争，当前国货化妆品与国际品牌间的差距正逐渐缩小；但本土企业若要于国际集团站在同一高度，短期战略应采取扩品牌拓品类，长期仍要专注“营销+研发”双轮驱动提升品牌价值，紧紧抓住国内消费趋势的变迁，寻求弯道超车的机会。

(3) 下游：渠道端毛利率在20%-25%，净利率为5%左右。传统渠道运营的费用高企，效率之争下渠道求新求变，新兴模式不断出现。

- ◆ **渠道端：**沿着细分化、专业化的趋势不断迭代。线上团购拼团、社交电商平

台带来增量流量；线下单品牌店成为渠道下沉的最佳选择。

图 3:化妆品产业链构成



资料来源：公开资料整理、东兴证券研究所

表 1:化妆品产业环节代表企业

产业链	代表企业	市值（亿元）	营业收入（亿元）	营业利润（亿元）	毛利率	净利率
生产端	诺斯贝尔	-	19.78		30%+	10.14%
	栋方股份	1.08	1.81	0.1	33.92%	5%
品牌端	上海家化	197.48	71.38	6.46	62.79%	7.57%
	珀莱雅	125.25	23.61	3.88	64.03%	12.14%
	御家汇	37.35	22.45	1.58	51.67%	5.68%
渠道端	唯品会	54.3	843	17	20.2%	2.5%
	聚美优品	3.05	43	-3	25.43%	2.74%

资料来源：wind、东兴证券研究所

3. 上游：原料行业处于起步阶段，代工产业进入洗牌时代

3.1 原料商：全球市场梯度分明，国内原料研发生产技术待提升

国内原料商生产能力整体落后，后向制约国内品牌的研发能力。从全球化妆品原料生产商格局来看，国内化妆品原料生产商处于第三梯队，能实现基础的保湿滋润等功能，但高阶工艺的关键性原料对国外生产商的依赖度较高。在技术研发能力、测试检验系统及化妆品产业认知能力等方面的落后，导致国内原料商的生产水平整体落后于国际，并后向制约着国内品牌商的研发能力。

此外，原料生产上的差距使得国内原料端存在较多降低纯度、以次充好、以相似原料替代、添加微量激素等造假现象，更进一步的影响国产品牌的研发能力，并对整体国产化妆品形象带来负面影响。

表 2:化妆品原料供应商分布情况

	国家	代表性原料生产企业
第一梯队	美国	Ashland (亚什兰)、Lubrizol (路博润)、DowCorning (道康宁)
	欧洲	BASF (巴斯夫)、DSM (帝斯曼)、Clariant (科莱恩)、Evonik (赢创)、Symrise (德之馨)
第二梯队	日本	NissinOillio (日清奥利友)、NikkolChemicals (日光化学)、Shin-Etsu (信越)、Ajinomoto (味之素)、Sumitomo (住友)、TAYCA (帝国化学)
第三梯队	韩国	SK、KCC、Kelon
	中国	蓝星、丽臣、华熙、天赐、新和成

资料来源：中国日化工业信息网、东兴证券研究所

表 3:中日韩原料产业对比

项目	中国	韩国	日本	中国潜在优势
低端合成护肤油脂	强	弱	中	较强
高端合成护肤油脂	弱	中	强	市场需求逐渐提升，受限于批量，国产质量不够精致
乳化剂	弱	中	强	聚甘油系、烷基糖苷类、蔗糖酯、卵磷脂系，国内质量不够精致
保湿剂	强	弱	强	强，但生产商不注重化妆品产业
单体活性物(提取)	强	弱	中	强，但生产商不注重化妆品产业
单体活性物(合成)	中	中	强	正在崛起，未来主攻方向(α-熊果苷、葡萄糖甘油、ECTOIN等)
防腐剂	中	弱	弱	正在崛起，未来主攻方向(对羟基苯乙酮、二醇等)
香精	弱	强	强	
功能粉体	弱	中	强	
防晒剂	强	弱	弱	比较强，基本为代工厂
高端表面活性剂	中	中	强	正在崛起，未来主攻方向(氨基酸系、羧酸系等)

资料来源：中国日化工业信息网、东兴证券研究所

3.2 代工厂：行业竞争白热化，国内龙头具备良好成长空间

化妆品生产端主要采取自行生产和委托生产两种模式。拥有独立生产线、可完全自主实现化妆品研发生产的企业为少数压缩产品周期和费用的大多数生产采取的是代工模式(OBM、OEM和ODM)。

表 4:化妆品代工厂分类

模式	主要内容	特点
OEM	客户提供配方，按要求采购原材料及生产样本	只负责生产，对研发能力要求不高
ODM	自行研制配方，生产产品，品牌商贴牌	研发能力是核心竞争力
OBM	自有品牌输出，提供从生产到营销一站式服务	全方位考察研发、生产、营销等能力，比较吸引处于初创期的小众品牌

资料来源：公开资料整理、东兴证券研究所

代工环节提供产能和技术支持，增长稳定波动较小。常见的代工类企业在某一流程上专精，相较于自主生产往往效率和产能更高，且能以自身经验在生产研发上对品牌提供一定的帮助。技术和生产导向的 2B 业务意味着代工环节拥有比下游更加稳定的增速和抗风险能力，是分享国内化妆品消费市场增长的合适选择。

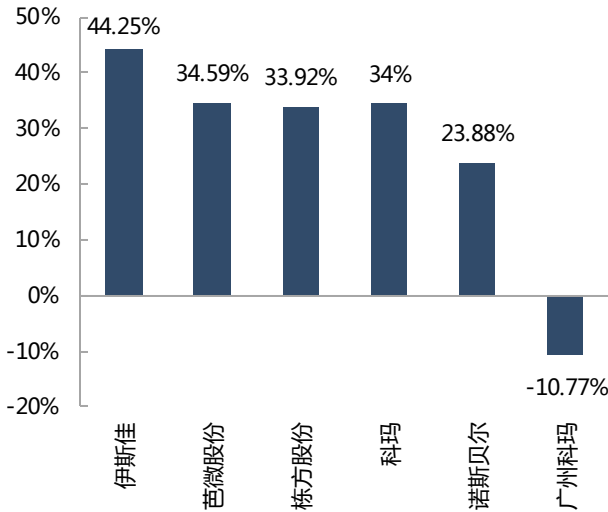
技术优势+客户资源决定代工厂竞争优势。品牌企业通常会同时和数家优质代工厂确立稳定的合作关系。知名代工厂如意大利的莹特丽，韩国的科丝美诗、科玛等企业包揽了众多一线品牌。但国际大厂普遍存在的短板是生产周期较长、生产成本偏高、对个性化需求响应不及时，这就给本土的代工企业创造了发展空间。从韩国代工厂经验来看，把握趋势、适应韩妆快速推新节奏的本土企业科丝美诗积累大量国内订单，形成规模和成本上的优势，并通过不断的积累技术创新逐渐获得国际大牌的订单。

表 5:各大代工厂对比

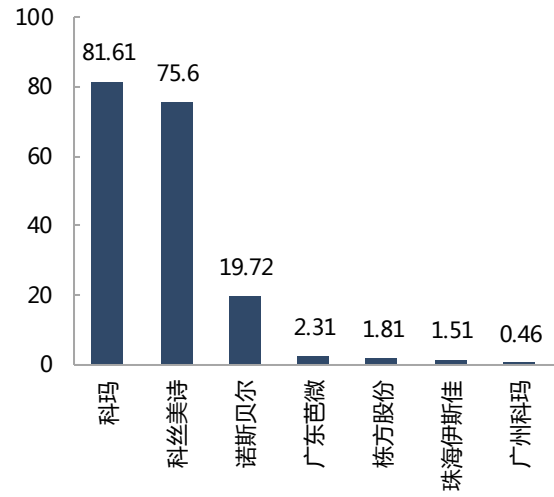
代工企业		国际品牌	国内品牌
意大利	莹特丽	中高端	美宝莲、雅诗兰黛、欧莱雅
		大众端	自然堂、毛戈平、完美日记、 玫琳凯
韩国	科丝美诗	中高端	雅诗兰黛、兰蔻、迪奥、资生堂
		大众端	植村秀、巴黎欧莱雅 韩束、伽蓝集团、上美、百雀 羚、卡姿兰
	科玛	中高端	香奈儿、兰蔻、雅诗兰黛、兰芝 佰草集
		大众端	谜尚、菲诗小铺、悦诗风吟 伽蓝集团、上美、高姿
诺斯贝尔	中高端	资生堂 佰草集	
	大众端	屈臣氏、妮维雅、雅芳、曼秀雷敦 韩后、御家汇、东方风行	
中国	栋方股份	中高端	阿芙
		大众端	植萃集、韩后、瓷肌等
上海永力 笔业	中高端		
	大众端	悦诗风吟、伊蒂之屋、谜尚 稚优泉、韩后、自然堂	

资料来源：公开资料整理、东兴证券研究所

国内代工行业竞争激烈，优胜者具备良好发展前景。代工行业毛利率普遍在 30%左右，利润空间小于下游品牌端。加之国外大型代工厂入驻，直接挤压中小代工企业的生存空间受到挤压。在原料价格上涨、准入门槛提高、竞争加剧等冲击下，行业拉开整合趋势，2017 年国内持证化妆品生产企业减少近 500 家。大浪淘沙的竞争直接利好龙头企业，形成生产技术和客户资源上的集中。代工龙头具备本土生产的成本控制优势，有望逐步拓宽成长空间。

图 4:代工厂商毛利率水平较低


资料来源：wind、东兴证券研究所

图 5:国内代工企业规模小于知名国际工厂（亿元）


资料来源：wind、东兴证券研究所

4. 中游：品牌端掌握定价权，国货突破需多维发力

4.1 品牌端掌握定价权，为产业链高附加值环节

化妆品价格构成中，品牌端占据主导地位。化妆品终端售价远高于其初始成本，品牌商和渠道商是重要的提价环节。品牌商的毛利率普遍处于 50%-60% 的区间，净利率为 5%-15%，高利润空间的环节有望最先跑出本土巨头公司。

表 6:化妆品价格组成中，品牌端占据主导地位

上游	价格组成	中游	价格组成	下游	价格组成
原材料及包装	8%	品牌商费用	20%	渠道商费用	40%
生产商费用	1%	品牌商利润	5%	渠道商利润	10%
生产商利润	1%	代理商费用	10%		
		代理商利润	10%		

资料来源：wind、东兴证券研究所

品牌溢价决定定位，营销能力+产品研发决定溢价空间。掌握定价权的品牌商，其品牌的溢价能力直接影响产品的价格和定位。沿着品牌溢价形成的营销和研发两大来源，我们可以进一步剖析国产品牌的生存现状和潜在路径。

4.2 国际国内品牌错位竞争，本土品牌需发力多品牌

国内高低端市场三七开，国际品牌占据高端市场，国产品牌大众市场竞争力更强。国内环境正处于第二消费时期向第三消费时期过渡阶段，化妆品的高低端市场分布接近3:7。国际大牌依靠品牌力和产品力在高端市场占据主导地位；而本土品牌凭借性价比、渠道下沉等优势在低价市场更具竞争力。大众市场以满足基本的护肤和彩妆需求为主，定位人群品牌认知度和忠诚度相对较低，因此价位偏低的本土品牌更容易打入市场。在三四线城市及农村，国产品牌更易被消费者接受。凭借下沉市场的开拓，国产品的市占率呈现不断提升的趋势。

表 7:国际国内品牌价格错位竞争

	国内品牌	国际品牌
高端 >500		
中高端 300-500		
中端 200-300		
中低端 100 - 200		
低端 <100		

资料来源：公开资料整理、东兴证券研究所

表 8:国内化妆品市场的市占率情况——以品牌划分

彩妆	2015	2016	2017	市占率变化	护肤	2015	2016	2017	市占率变化
美宝莲	17.5	15.8	13	-4.5	百雀羚	3.4	4	4.5	1.9
欧莱雅	9.4	8.6	7.4	-2	玫琳凯	5	4.1	3.6	-1.8
卡姿兰	5.6	5.5	5	-0.6	欧莱雅	4.1	3.7	3.3	-1.4
DIOR	3.1	3.4	4.7	1.6	自然堂	2.5	2.8	3.1	0.8
MAX FACTOR	-	2.8	3.4	0.6	OLAY	3.9	3.2	2.8	-1.8
悦诗风吟	1.7	2.8	2.7	1	韩束	2.4	2.7	2.7	1.1
兰蔻	2.1	2.4	2.6	0.5	兰蔻	2.1	2.1	2.5	0.3
香奈儿	2.2	2.1	2.5	0.3	雅诗兰黛	2.1	2	2.5	0.5
玛丽黛佳	2.2	2.4	2.5	0.3	萃雅	1.7	2.1	2.1	0.6
韩束	2.9	2.8	2.4	-0.5	一叶子	0.9	1.3	2	1.1
YSL	0.5	1.1	2.2	1.7	佰草集	2.1	2	1.8	-0.4
MAC	1.2	1.6	2.2	1	完美	2.3	2.1	1.8	-0.5
玫琳凯	3.1	2.4	1.9	-1.2	珀莱雅	2.1	1.9	1.8	-0.4

资料来源：Euromonitor、东兴证券研究所

但从公司的角度出发，国内化妆品公司的整体市占率与国际龙头还存在一定的差距。主要是因为国际集团在品牌、品类和各价格带上的布局齐全，各品牌相辅相成。本土公司对单一品牌或品类的依赖过大，且定价被压制在低-中端，使得公司层面的市占率落后较多。在单一品牌上的突破证明了本土企业的品牌培养能力，多维品牌的打造及高端品牌的培育将是下一阶段本土企业的发展重点。

表 9:国内化妆品市场的市占率情况——以公司划分

彩妆	2015	2016	2017	市占率变化	护肤	2015	2016	2017	市占率变化
巴黎欧莱雅	31.1	29.8	27.8	-3.3	巴黎欧莱雅	10.9	9.7	9.6	-1.3
LV	5.7	5.6	6.8	1.1	上海上美	3.3	4	4.7	1.4
爱茉莉太平洋	5.4	6.7	6.1	0.7	百雀羚	3.4	4	4.5	1.1
雅诗兰黛	3.7	4.2	5.7	2	资生堂	4	4	4.3	0.3
卡姿兰	5.6	5.5	5	-0.6	宝洁	4.7	4	3.9	-0.8
资生堂	3.7	3.6	3.5	-0.2	珈蓝	3.2	3.6	3.9	0.7
科蒂	-	2.8	3.4	0.6	雅诗兰黛	3.1	3.1	3.7	0.6
香奈儿	2.2	2.1	2.5	0.3	玫琳凯	5	4.2	3.6	-1.4
上海飞杨	2.2	2.4	2.5	0.3	爱茉莉太平洋	2.8	3.4	3.4	0.6
上海上美	2.9	2.8	2.4	-0.5	上海家化	3	2.8	2.5	-0.5
玫凯琳	3.1	2.4	1.9	-1.2	李锦记	2.1	2.5	2.5	0.4
IMC	1.9	1.8	1.7	-0.2	拜尔斯道夫	2.1	2.1	2	-0.1
LC	1.1	1.4	1.3	0.2	珀莱雅	2.2	2	1.9	-0.3

资料来源：Euromonitor、东兴证券研究所

4.3 把握消费变迁趋势，国货寻求弯道超车的机会

分品类来看，彩妆与护肤市场的增长逻辑存在一定的差异。

4.3.1 护肤：进入门槛较高，营销+研发双轮同步累积品牌价值

国内品牌仍处于“营销驱动”发展阶段，营销投入加大、营销方式趋于多元化成为国产品牌崛起的重要推力。目前国货护肤产品普遍定位大众市场，旨在以高性价比的产品满足新进入消费者的基础需求。在这一区间，产品间无显著区别，营销是决定企业规模的关键。过去两三年中国内社交平台、自媒体兴起带来了颜值经济、社群经济等新兴营销模式，国货也由此把握机会，成功打进下沉市场。

但大众产品线的提价能力有限，且化妆品消费主力的年轻人愿意为品牌和服务付出溢价，对高端美妆品牌的热爱远高于其他年龄段。在他们的主导下，化妆品类上的消费趋势滚滚袭来。本土企业若要与跨国集团达到同一高度，高端市场是必攻之地。本土品牌的高端化需在以下两方面持续努力：

(1) 重视研发投入提升产品力，营销+研发双轮需平衡。在爆款营销、内容营销持续发力的同时，研发端是本土企业不可忽视的环节。国内化妆品企业的研发费用率虽以较为接近国际水平，但整体投入的绝对值仍相差较远；从原料端的原料研发到生产端的产品加工配制均无法匹敌国外知名品牌。如何提高研发费用效率，打造具有竞争力的产品或是国内品牌商亟待解决的问题。

(2) 把握消费趋势，寻找弯道超车的机会。核心消费人群的迭代、消费环境的变化带来化妆品消费趋势的不断潜移，为本土企业后来而居上创造有利条件。如护肤品中“成分党”的出现，既源自于新生代 95-00 后消费者品牌意识逐渐淡化，也代表着去品牌化的消费趋势在化妆品中的体现，这就成就了新晋国货 HomeFacialPro、薇诺娜等品牌的崛起。随着化妆品需求逐渐走入多元化、细分化、碎片化，国货有望凭借敏锐的本土洞察力打造在需求和情感上均贴近国人需求的化妆品牌。

表 10:化妆品企业费用构成表（单位：亿元）

	上海家化	珀莱雅	御家汇
销售费用	29.0	8.9	8.5
% of revenue	40.6%	37.5%	37.7%
管理费用	8.8	1.7	1.0
% of revenue	12.4%	7.3%	4.6%
财务费用	0.6	-0.1	0.1
% of revenue	0.9%	-0.5%	0.3%
研发费用	1.5	0.5	0.5
% of revenue	2.1%	2.2%	2.0%
营业收入	71.38	23.61	22.45

资料来源：wind、东兴证券研究所

4.3.2 彩妆：进入门槛较低，“类快时尚”消费习惯下依赖营销投入

彩妆消费存在以下 4 个特点：

- (1) 彩妆产品使用周期较短，产品迭代快；
- (2) 彩妆产品的研发和创新要求较低；
- (3) 彩妆产品单价较低，消费者试新成本较低；
- (4) 消费者购买彩妆首要的考量是颜值和使用感（可见和可直接感受），对安全性和工艺的要求小于护肤品，对新品牌的接受度也高于护肤品，试新意愿更高。

因此，对彩妆的营销投入后，引流和转化路径更为顺畅，但也注定了彩妆品牌的护城河较窄，赛道中的竞争更为激烈。随着品牌数量的快速增长，彩妆市场格局愈加分散。从国内化妆品上市公司皆以护肤产品为主，侧面佐证了主要依赖彩妆的企业难以做大规模。但在扩品类的过程中，彩妆品类能够成为业绩快速增长的来源。

5. 下游：线上+线下多位引流，渠道创新加快

5.1 线上：社交电商平台崛起，线上渠道持续引流

线上渠道格局趋于多元化，新兴渠道不断崛起。随着线上渠道的发展趋于成熟期，传统电商平台的增长基本稳定，新兴渠道成为增量流量红利。

- ◆ **团购电商平台**：拼团促销方式以低价策略吸引众多消费者，以拼多多、云集为首的新兴团购式电商渠道销售额快速增长。
- ◆ **社交电商平台**：在社交平台的发展过程中，营销与销售界限逐渐模糊，社交+电商模式成为电商渠道发展大趋势。社交平台成为越来越多消费者获取美妆信息的重要渠道，以小红书、微博为首的社交平台在年轻消费者中影响力度越来越大。社交媒体的兴盛、美妆 KOL 的带货能力为新品牌、新产品的崛起提供新机遇。

表 11:线上渠道模式趋于多元化

分类	电商平台	特点
B2C 平台	天猫、京东	品牌商直接授权官方旗舰店，有品质保证
C2C 平台	淘宝	多为个人零售店，品牌小、多、杂
垂直电商平台	唯品会、聚美优品	品牌商直接授权代理商代运营
新兴渠道	拼多多、云集	团购形式，主打低价营销策略
	微店、小红书	内容集合平台，流量变现渠道

资料来源：公开资料整理、东兴证券研究所

5.2 线下：新兴渠道风口已现，单品牌店实现产品+服务最佳结合

当传统百货面临客流下滑、专营店面临高成本低效率多方面挑战时，以单品牌店为代表的全品类一站式、体验式业态逐渐引领化妆品线下渠道的新风潮。与传统渠道相比，单品牌店存在三方面的优势：

- ◆ **渠道下沉的最优门店形式，加深品牌印象抢占消费者心智。**三四线城市消费者较多的闲暇时间奠定了体验式业态的发展基础。作为产品+服务结合的绝佳场所，单品牌店成为渠道下沉的最佳门店形式：一方面形象感优于专营店，通过品牌特色的装修风格，门店可直接树立品牌定位和形象，以好的形象感抢占消费者的心智；另一方面服务体验优于百货商超，围绕优质产品，单品牌店可以打造更加个性化的服务体验。
- ◆ **美容体验服务开辟新市场，增强客户粘性和产品连带率。**作为独立门店，单品牌店可开设护理专区，使用自有产品提供专业美容服务，开辟出新市场。国内的美容院市场目前品牌力较弱，使用的常常是三无产品。单品牌店通过开拓美容增值服务可直接替代无品牌的美容院，在服务过程中可有效增强客户粘性，促进全套产品的连带购买。
- ◆ **缩短供应链条，提高渠道流转效率。**自建单品牌店，品牌商可有效减少中间经销、代运营的渠道成本，提高渠道效率，最大程度的攫取产业链的利润空间。供应链环节减少，品牌商能更直接的感知消费趋势的变化，灵活满足市场需求。

表 12:化妆品渠道商的对比

分类	百货专柜	商超/卖场	日化专营店	单品牌店
品牌数量（个）	20-30	10-60	<10	1
产品定位	中高端	中低端	中端	中高端
价格区间（元）	200-2000	40-300	40-300	300+
服务内容	美容导购、美容咨询	简单的产品咨询	简单的产品咨询	美容导购、产品体验
终端特点	通过设立专柜树立品牌形象，竞争激烈，知名度、销量低的品牌易被淘汰	中低端产品的重要销售渠道，进入门槛较低，	二三线城市及乡镇的专营店数量众多，本土品牌占据主导	独立门店，品牌形象突出；提供美容体验、皮肤测试等多样服务，客户体验感佳

资料来源：公开资料整理、东兴证券研究所

市场开拓期，外资单品牌店承担的角色。早期的单品牌店以悦诗风吟、伊蒂之屋为代表的韩系和欧舒丹为代表的欧美系为主，在国内市场发挥了排头兵的作用，培养了群体的消费习惯。随着国货品牌商逐渐重视单品牌店的机会，门店数量的增加带来竞争加剧，韩系门店在国内仅靠先发优势抢占下沉市场而无长期品牌运营战略的弊端逐渐暴露。2017年韩国总部决定停止菲诗小铺单品牌店的拓展，并定下逐步推出计划。

门店扩张期，国货单品牌店百花齐放。在门店数量的快速拓展期，国货单品牌店模式依托本土优势迅速抢占下沉市场，与开店集中在一线购物中心的国际品牌开展错位竞争。起步较早的植物医生，目前已拥有超过 3000 家门店；珀莱雅旗下的优资莱单品牌店，精确定位中档大众，在三四五线市场的开拓进展良好。单品牌店已成为带动销量的重要渠道，有望在未来三年内成为线下增量的主要来源。

表 13:各品牌的单品牌模式对比

门店	优资莱（珀莱雅）	佰草集	植物医生	林清轩	膜法世家	樊文花
数量	1000	200	2800	370	505	3700
形态	健与美智慧门店，皮肤测试+护肤方案，茶疗体验区	“养美空间”产品+专业 SPA 护理，轻彩妆试妆服务	产品+体验会员模式、护理模式 倡导环保	新零售 手淘+钉钉 全产业链经营模式	现场试用、皮肤护理、深度体验	产品+服务的新型线下体验店模式，免费享受面部护理
渠道	专卖店、超内店中店、百货店	百货专柜	街边店	百货商店、购物中心、标准店、旗舰店	CS、电商	百货商超、购物中心、化妆品小店
产品	SKU: 400 个 护肤、彩妆、美妆工具、身体护理、保健产品	SKU: 约 50 个 草本护肤品、低价彩妆	SKU: 400 个 复方精油、清洁膏、面膜、身体乳	SKU: 200 多个手 工皂、山茶花油、芦荟膏、面膜	SKU: 100 个 面膜、男女士护肤品、去黑头产品	SKU: 300 个 单品美白为主，洁面、爽肤水乳、面膜、精华
运营	加盟、代理	加盟	直营+加盟	直营	直营+加盟	直营+加盟
形象	墨绿色白色相间，天然、清新、科技	清新绿色	绿色为主	草绿色+原木色，田园风	绿色，体现草本天然	草绿色，草本天然

资料来源：公开资料整理、东兴证券研究所

6. 相关上市公司

化妆品行业长期增长逻辑明确，产业链龙头共享庞大增量。上游生产商格局分散，代工厂商大浪淘沙胜者为王；中游国产品牌增长势头强劲，构建长期竞争力的品牌商有望最先跑出行业巨头；下游渠道模式创新不断，单品牌店助力品牌下沉。

6.1 青松股份（300132.SZ）

收购化妆品 ODM 最大厂商诺斯贝尔，成功切入化妆品市场。公司是全球规模最大的合成樟脑及系列产品生产企业，收购国内化妆品 ODM 诺斯贝尔，成功切入化妆品行业，打开利润新增长点。

代工厂商增长稳定抗风险力强，本土龙头成长可期。诺斯贝尔是国内最大的化妆品 ODM 厂商，产品涵盖面膜、护肤品系和湿巾三大系列，面膜产能全球第一。与屈臣氏、资生堂、御家汇等国内外众多品牌均建立合作关系。作为本土企业，诺斯贝尔有望凭借较低的人力成本和较强的盈利能力，与国际大厂一决高下。

6.2 珀莱雅（603605.SH）

公司是一家专注于化妆品研发、生产和销售的美妆企业。旗下拥有“珀莱雅”、“优资莱”、“韩雅”、“悠雅”、“猫语玫瑰”等多个品牌，产品覆盖护肤品、彩妆、清洁洗护、香薰等多领域。公司产品侧重于大众护肤品，营销网络重点布局国内二三线城市。

卡位大众化妆品消费市场，多品牌拓品类策略稳步进行。公司产品主定位大众端，满足美妆消费从无到有阶段，化妆消费群体持续拓展为公司持续贡献营收增量。公司不断发力产品矩阵的构建，从单品牌单品类向多品牌全品类发展，新锐彩妆品牌增长势头强劲、潜在空间巨大；搭建生态平台化机制进行新品牌孵化，品牌建设进展良好。

线上线下全渠道布局，单品牌店布局加速。公司线上渠道保持高速增长，线上收入占比从 14 年的 16% 快速提升至 18 年的 43.6%。线下方面公司加快对直营单品牌店的布局，旗下“优资莱”“悦芙媞”单品牌店在三四线城市反响良好。单品牌店在产品展示和销售功能之余，亦是提供体验和服务的最佳场所，符合下沉市场的消费习惯。

6.3 上海家化（600315.SH）

公司主要从事化妆品、个人护理、家居护理用品的研发、生产及销售，旗下品牌包括佰草集、高夫、美加净、启初、六神、家安等。公司以差异化的产品和品牌定位覆盖不同年龄和消费层次消费需求。

产品全方位布局，品牌差异化定位。公司多元化业务线协调发展可为公司全方位创收，避免单一化业务局限。战略转型下，品牌定位逐渐高端化、年轻化、细分化。美加净、六神等大众护理系列加快年轻化转型，跨界合作动作不断，期待重焕新光彩；收购母婴品牌汤美星，满足细分化需求。

百年日化龙头，高端品牌转型可期。作为公司的战略发展重点，佰草集主攻高端市场，逐渐由渠道导向转向消费需求导向，经营战略理顺。调整期后，明星爆款产品策略有望帮助佰草集在定位和品牌形象上突破。

7. 风险提示

化妆品消费增速放缓、行业竞争加剧、产品质量风险

分析师简介

刘畅

东兴证券研究所大消费组长、首席分析师。先后职于天风证券研究所、东方基金、泰达宏利基金。杜伦大学金融学一等学位，北京航空航天大学工学、法学双学位。2017年11月加入东兴证券研究所，负责食品饮料、商贸零售、社会服务、轻工造纸、农林牧渔、纺织服装的研究工作。2018年获得万得wind平台综合影响力第一名，万得wind食品饮料最佳分析师第三名，同花顺ifind食品饮料最佳分析师第二名。

研究助理简介

魏鹤翀

中山大学应用经济学硕士，2018年加入东兴证券研究所，从事轻工制造行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。