

# 把握行业机遇与趋势，关注长短期竞争要素

## ——化妆品行业 2019 年下半年投资策略

行业中期报告

### ◆行业回顾：终端零售波动、行业快速变化致业绩波动，公司表现分化

终端零售波动、行业快速变化等致品牌商业绩波动较大，不同品牌因品类/渠道/定位不同、受影响不一及迎合行业趋势响应速度不一、业绩出现分化。

化妆品板块获益行业高景气自 18 年初至今跑赢大盘，但 19 年表现弱于大盘、个股表现分化。美妆景气度高于个护促其估值亦高于个护，且美妆估值持续提升、个护估值有所下降。

### ◆产业链分析：品牌商掌握核心价值环节，生产商业绩稳健

化妆品产业链包含生产商、品牌商、经销及渠道商。其中：1) 品牌商把握产业链核心价值环节，规模体量较大、国际比较显示国内品牌商对上下游议价能力仍有提升空间。重研发、营销及渠道拓展，盈利能力强，业绩稳定性弱、其发展受到定位、概念、渠道、营销等多重持续处于变动因素的影响。2) 生产商产值贡献较低，受终端消费趋势及行业（如营销、渠道等）变迁影响较小，业绩稳健。在同业竞争中倚重研发、研发费用率高。

### ◆品牌商：行业景气、本土品牌地位提升，竞争集中于营销、渠道、产品力

我国化妆品行业自 2000 年以来获益四线及以下城市消费升级进入成长周期，18 年零售规模 4102 亿，04~18 年复合增速 10.56%。国际品牌仍占主导，但本土品牌把握行业机遇及渠道红利、在国际品牌布局相对较弱的四线及以下城市快速发展，地位提升在大众领域体现明显。

竞争要素方面，品牌发展倚重持续的营销、与品牌定位相符的渠道拓展及产品力。短期行业变化快速要求品牌需积极迎合营销、渠道兴衰趋势，长期产品力强者胜出、且品牌商需具备持续把握行业趋势的能力。

### ◆生产商：行业成长、本土龙头初现，竞争集中于研发与规模效应

下游需求释放推动化妆品产能持续扩张，03~17 年我国化妆品制造固定资产投资复合增速 24.44%。按 10 倍加价倍率反推算，18 年我国化妆品生产产值约 410 亿。

大型品牌商通常具有自主产能，代加工需求主要来自小品牌生产环节全部外包及大品牌部分外包。行业集中度较低、未来待提升，本土龙头诺斯贝尔初现。生产商与品牌商相互背书，以研发先行、实现客户质量跃升、扩大服务范围，进而实现规模效应可进一步夯实生产商壁垒。

### ◆行业展望：多品牌打开品牌商发展空间，生产商寡头格局有望最终形成

品牌商层面，对比发达国家人均消费水平，我国化妆品行业仍有 3~6 倍空间，集中度有待提升。单品牌体量仍有成长空间、但存天花板及收入波动风险，多品牌可分散风险、迎合行业细分机遇、打开单品牌天花板。

生产环节依附下游、空间相对较小，但获益需求释放、空间待成长。生产商客户粘性强业绩稳健、发展动力足，强者恒强、最终有望形成寡头垄断格局。

### ◆投资建议：把握行业机遇与趋势，关注长短期竞争要素

我国化妆品行业处成长期，本土品牌商及生产商迎发展机遇。1) 行业快速变化属性致品牌商需持续迎合行业变迁趋势、同时夯实产品力增强长期竞争力，另外多品牌是做大必经途径。推荐行业趋势把握力强的珀莱雅及研发优势领先的多品牌龙头上海家化。2) 下游需求持续释放、小品牌兴起为上游生产环节提供机遇，随着优质公司研发实力增强、客户范围扩大、规模效应加强，行业有望向寡头集中。推荐本土化妆品生产龙头诺斯贝尔（青松股份）。

◆风险分析：终端零售疲软，进口关税下调，国际品牌大幅降价加剧本土品牌竞争，未能把握行业趋势致品牌更迭发生等。

李婕 (执业证书编号：S0930511010001)

021-52523339

lijie\_yjs@ebsec.com

罗晓婷(执业证书编号：S0930519010001)

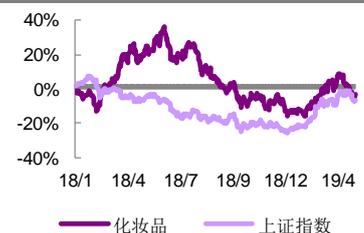
021-52523673

luoxt@ebsec.com

行业主要数据图



行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

### 相关研报

- 线上线下零售环比放缓，传统本土品牌调整节奏不一、出现分化——化妆品行业月报  
.....2019-06-04
- 终端零售环比改善，线上继续快速增长、格局持续变化——化妆品行业月报  
.....2019-05-13
- 终端零售疲软、化妆品景气较高，线上本土品牌表现分化——化妆品行业月报  
.....2019-04-03
- 1~2 月线上销售增速放缓，1 月进口继续改善，国际品牌加码电商——化妆品行业月报  
.....2019-03-03
- 18 年 12 月进口环比提速，19 年 1 月线上仍景气，春节数据靓丽——化妆品行业月报  
.....2019-02-12
- 美妆、个护景气分化，精选优质个股标的——化妆品行业 2019 年度投资策略  
.....2019-01-07
- 化妆品行业蓬勃发展，本土品牌初露锋芒——化妆品行业深度报告  
.....2018-06-16

## 投资聚焦

### 研究背景

当前我国化妆品行业处成长期，四线及以下城市消费升级趋势培育了一批优质大众定位的本土品牌的崛起。但近年随着小红书、抖音等内容营销的兴起，新锐品牌借助内容营销快速发展。本土品牌商运营环境复杂化、竞争环境激烈化，哪些才是品牌商的真正胜出要素？

下游行业机遇带来上游本土生产商的快速发展，但未来行业空间如何？格局如何演进？如何寻找生产龙头的成长轨迹？

### 本文创新之处

1) 深入对比分析了化妆品品牌商与生产商在产业链中的价值地位，以及由此衍生出空间规模的对比；进一步通过财务数据分析其各自模式特征。

2) 深入分析本土品牌在过去行业将近 20 年的红利期的行业地位提升路径；在行业快速变化背景下，详细拆解品牌间长短期竞争要素。

3) 在下游品牌竞争激烈的背景下，重点提示上游代加工领域相关投资机会，从行业发展动力、格局、国际经验比较等角度出发，分析优质本土代加工环节未来空间、格局演进及龙头成长要素、发展方向等。

### 投资观点

当前我国化妆品行业处于成长期，有望培育出本土优质品牌商及生产商，建议关注。其中：

➤ **品牌商**：获益四线及以下城市消费升级趋势行业蓬勃发展，我国本土品牌把握行业机遇、市场地位持续提升。行业多年发展经历渠道变迁、营销方式更迭。品牌短期竞争要素为品牌营销及渠道拓展，长期胜出仍需关注产品力。

未来行业成长空间大、集中度仍待提升，多品牌发展有利于缓解单品牌业绩波动风险、同时有利于迎合行业新变化、分享新成长机遇。

推荐把握行业趋势变化能力强的珀莱雅以及研发优势领先的多品牌龙头上海家化。

➤ **生产商**：终端需求的持续释放促进了生产商的发展，经过 20 多年的培育，一部分本土公司凭借持续的研发投入、生产规模效应逐步显现，如护肤品领域的诺斯贝尔、彩妆领域的上海臻臣等。

未来随着下游需求持续释放、小品牌兴起为上游生产环节提供机遇，同时生产商与品牌商相互背书、研发实力不断增强、合作客户范围持续扩大、规模效应得到加强与巩固，行业最终有望向寡头集中。

推荐聚焦化妆品代加工领域、研发实力较强、客户质量持续提升的诺斯贝尔（青松股份 19 年 4 月收购其 90% 股权）。

## 目 录

|   |    |
|---|----|
| 1、 行业回顾：美妆景气高于个护，个股公司表现分化.....            | 7  |
| 1.1、 板块业绩：终端零售波动，个股表现分化 .....             | 8  |
| 1.2、 板块行情与估值 .....                        | 10 |
| 2、 产业链分析：品牌商价值高，生产商业绩稳健.....              | 12 |
| 2.1、 价值分布分析：品牌环节价值高于生产环节.....             | 12 |
| 2.2、 财务特点分析：品牌商营销投入大、规模体量大，生产商业绩稳健 .....  | 14 |
| 3、 品牌商：行业景气，渠道及营销迎新变化.....                | 17 |
| 3.1、 概况：获益消费升级步入成长，美妆景气高于个护、高端化趋势凸显 ..... | 17 |
| 3.2、 格局：国际品牌占主导，本土品牌把握行业/渠道机遇地位提升 .....   | 19 |
| 3.3、 竞争策略：短期积极迎合行业变化，长期产品力构建基石.....       | 22 |
| 4、 生厂商：行业成长、集中度待提升，本土龙头初现.....            | 29 |
| 4.1、 概况：下游需求释放促产能扩张，品牌外包催生代加工需求 .....     | 29 |
| 4.2、 格局：行业集中度低、本土生产商龙头初现.....             | 32 |
| 4.3、 竞争要素：研发为本实现客户质量跃升，规模效应夯实壁垒 .....     | 35 |
| 5、 行业展望：尚处早期，前景广阔 .....                   | 37 |
| 5.1、 品牌商：行业兴起，多品牌发展渐成趋势 .....             | 37 |
| 5.2、 生产商：需求推动，期待寡头诞生 .....                | 40 |
| 6、 投资建议与推荐标的 .....                        | 43 |
| 6.1、 投资建议 .....                           | 43 |
| 6.2、 推荐标的 .....                           | 43 |
| 7、 风险分析.....                              | 49 |

## 图表目录

|  |    |
|--|----|
| 图 1：化妆品板块营收及同比增速.....                              | 5  |
| 图 2：化妆品板块净利及同比增速.....                              | 5  |
| 图 3：限额以上零售企业零售总额及化妆品零售额当月同比增速（%）.....              | 8  |
| 图 4：2018 年限额以上零售企业主要消费品零售额增速（%）.....               | 8  |
| 图 5：美妆、个护细分板块营收同比增速.....                           | 9  |
| 图 6：美妆、个护细分板块归母净利润同比增速.....                        | 9  |
| 图 7：化妆品板块毛利率、净利率.....                              | 9  |
| 图 8：美妆、个护细分板块毛利率、净利率.....                          | 9  |
| 图 9：化妆品板块存货周转率、应收账款周转率（次）.....                     | 10 |
| 图 10：美妆、个护细分板块存货周转率、应收账款周转率（次）.....                | 10 |
| 图 11：化妆品行业与大盘 18 年初至今累计涨跌幅走势（%，更新至 2019/6/11）..... | 10 |
| 图 12：化妆品个股 18 年初至今累计涨跌幅（%，更新至 2019/6/11）.....      | 10 |
| 图 13：自 18 年初以来各细分板块累计涨跌幅（%，更新至 2019/6/11）.....     | 11 |
| 图 14：化妆品行业与大盘 19 年初至今累计涨跌幅走势（%，更新至 2019/6/11）..... | 11 |
| 图 15：化妆品个股 19 年初至今累计涨跌幅（%，更新至 2019/6/11）.....      | 11 |
| 图 16：自 19 年初以来各细分板块累计涨跌幅（%，更新至 2019/6/11）.....     | 11 |
| 图 17：美妆公司 18 年以来 PE 估值（TTM，更新至 2019/6/11）.....     | 12 |
| 图 18：个护公司 18 年以来 PE 估值（TTM，更新至 2019/6/11）.....     | 12 |
| 图 19：我国化妆品产业链分析.....                               | 13 |
| 图 20：我国化妆品产业链价值分布分析.....                           | 13 |
| 图 21：2018 年中国、韩国化妆品产业链价值分布.....                    | 14 |
| 图 22：2018 年我国化妆品上市公司收入规模对比（亿元）.....                | 15 |
| 图 23：2018 年国际化妆品公司收入规模对比（亿美元）.....                 | 15 |
| 图 24：我国上市化妆品生产商、品牌商营收增速.....                       | 15 |
| 图 25：我国上市化妆品生产商、品牌商净利增速.....                       | 15 |
| 图 26：2018 年我国化妆品上市公司销售费用率对比（%）.....                | 16 |
| 图 27：2018 年国际化妆品公司销售费用率对比（%）.....                  | 16 |
| 图 28：2018 年我国化妆品上市公司毛利率对比（%）.....                  | 16 |
| 图 29：2018 年国际化妆品公司毛利率对比（%）.....                    | 16 |
| 图 30：2018 年我国化妆品上市公司净利率对比（%）.....                  | 16 |
| 图 31：2018 年国际化妆品公司净利率对比（%）.....                    | 16 |
| 图 32：2018 年我国化妆品上市公司研发费用率对比（%）.....                | 17 |
| 图 33：2018 年国际化妆品公司研发费用及研发费用率.....                  | 17 |
| 图 34：我国化妆品行业零售市场规模及同比增速.....                       | 17 |
| 图 35：2018 年我国化妆品不同细分品类市场规模（百亿元）及占行业总体比重.....       | 18 |
| 图 36：2004~2018 年我国化妆品行业总体及不同细分品类市场规模年均复合增速.....    | 18 |

|  |    |
|--|----|
| 图 37：我国化妆品高端、大众化妆品市场规模增速 .....                           | 18 |
| 图 38：我国化妆品高端、大众市场规模占比 .....                              | 18 |
| 图 39：2016 年面部护肤、香水彩妆等品类消费者年龄段占比（%） .....                 | 19 |
| 图 40：2014 年欧洲女性年人均面部护肤品消费金额（欧元） .....                    | 19 |
| 图 41：年轻消费者化妆品消费呈现高端化 .....                               | 19 |
| 图 42：2012~2016 年我国限额以上零售企业分城市化妆品零售额同比增速（%） .....         | 20 |
| 图 43：18 年我国化妆品行业不同渠道市场份额（%） .....                        | 20 |
| 图 44：2009~2018 年我国化妆品市场品牌分来源地市占率（%） .....                | 21 |
| 图 45：2009、2018 年我国化妆品分品类、分定位本土公司合计市占率（%） .....           | 21 |
| 图 46：主要消费品上市公司销售费用率对比（%） .....                           | 22 |
| 图 47：截止 2019 年 3 月 28 日各品牌小红书笔记数量（万个） .....              | 26 |
| 图 48：截止 2019 年 3 月 28 日各品牌小红书商品数量（个） .....               | 26 |
| 图 49：截止 2019 年 3 月 28 日各品牌抖音官方账号获赞数（万个） .....            | 26 |
| 图 50：截止 2019 年 3 月 28 日各品牌抖音官方账号粉丝数（万个） .....            | 26 |
| 图 51：2018 年世界主要化妆品品牌公司研发费用及研发费用率 .....                   | 27 |
| 图 52：爱茉莉太平洋 50 年代推出的 ABC 人参霜 .....                       | 28 |
| 图 53：爱茉莉太平洋 70 年代的彩妆广告 .....                             | 28 |
| 图 54：雪花秀品牌前身 .....                                       | 28 |
| 图 55：我国化妆品制造固定资产投资完成额（亿元）及同比增速 .....                     | 30 |
| 图 56：2004~2018 年我国化妆品产值及同比增速 .....                       | 30 |
| 图 57：2018 年我国化妆品产值按品类占比 .....                            | 30 |
| 图 58：截止 18 年 4 月我国化妆品生产商数量（个）分省份分布情况 .....               | 31 |
| 图 59：2018 年我国市占率<0.1%、>0.1%的品牌合计占比 .....                 | 32 |
| 图 60：分别不同情形设定下我国化妆品外包生产比例占行业总产值比重（%） .....               | 32 |
| 图 61：2017 年我国生产环节行业集中度 .....                             | 33 |
| 图 62：2017 年韩国生产环节行业集中度 .....                             | 33 |
| 图 63：17H1 珀莱雅 OEM 采购额前五大 OEM 商采购金额占比 .....               | 33 |
| 图 64：2018 年我国主要化妆品代工上市公司营收（亿元） .....                     | 34 |
| 图 65：2018 年我国主要化妆品代工上市公司归母净利（百万元） .....                  | 34 |
| 图 66：2014~2018 年我国化妆品生产商上市公司收入增速（%） .....                | 34 |
| 图 67：2014~2018 年我国化妆品生产商上市公司净利增速（%） .....                | 34 |
| 图 68：2018 年韩国化妆品主要生产商营收规模对比（百万韩元） .....                  | 36 |
| 图 69：2018 年韩国化妆品主要生产商毛利率对比（%） .....                      | 37 |
| 图 70：2018 年韩国化妆品主要生产商净利率对比（%） .....                      | 37 |
| 图 71：2018 年主要国家护肤品人均年消费金额（美元）及近五年（2013~2018 年）复合增速 ..... | 38 |
| 图 72：18 年韩国化妆品公司市占率（%） .....                             | 38 |
| 图 73：18 年我国化妆品公司市占率（%） .....                             | 38 |
| 图 74：2018 年不同国家护肤品第一大品牌市占率（%） .....                      | 39 |

|   |    |
|---|----|
| 图 75 : 2018 年不同国家护肤品第一大品牌终端零售额 ( 亿元 ) .....     | 39 |
| 图 76 : 国际化妆品巨头多业务、跨区域发展 .....                   | 40 |
| 图 77 : 2018、2023 及长期我国化妆品零售及产值空间 ( 亿元 ) .....   | 41 |
| 图 78 : 2018 年韩国主要化妆品生产商在韩国本土营收规模 ( 百万韩元 ) ..... | 41 |
| 图 79 : 2018 年韩国化妆品生产与品牌龙头营收规模对比 ( 亿韩元 ) .....   | 42 |
| 图 80 : 2018 年韩国化妆品生产与品牌龙头营收增速对比 ( % ) .....     | 42 |
| 图 81 : 科丝美诗业务多元 .....                           | 42 |
| <br>  |    |
| 表 1 : 我国化妆品上市公司简介 .....                         | 7  |
| 表 2 : 2018 年我国化妆品行业前十大企业及其市占率 .....             | 20 |
| 表 3 : 2018 年我国前二十大大化妆品品牌及其市占率 ( % ) .....       | 21 |
| 表 4 : 我国化妆品销售主要渠道 .....                         | 23 |
| 表 5 : 2009、2018 年我国与主要发达国家化妆品市场前十大品牌对比 .....    | 24 |
| 表 6 : 阿里全网护肤品行业前十大品牌销售额及在阿里全网护肤品行业市占率 .....     | 25 |
| 表 7 : 阿里全网彩妆行业前十大品牌销售额及在阿里全网彩妆行业市占率 .....       | 25 |
| 表 8 : 爱茉莉太平洋旗下品牌多成立于 90 年代并先后推出中高端、高端品牌 .....   | 29 |
| 表 9 : 我国化妆品上市公司生产模式及主营业务成本构成 .....              | 31 |
| 表 10 : 本土代工厂与国际代工厂对比 .....                      | 34 |
| 表 11 : 诺斯贝尔前五大客户采购金额 ( 亿元 ) .....               | 35 |
| 表 12 : 我国主要化妆品生产商简介 .....                       | 36 |
| 表 13 : 珀莱雅盈利预测与估值 .....                         | 44 |
| 表 14 : 上海家化盈利预测与估值 .....                        | 45 |
| 表 15 : 青松股份分业务收入拆分及盈利预测 .....                   | 47 |
| 表 16 : 青松股份化同业公司估值表 .....                       | 48 |
| 表 17 : 青松股份盈利预测与估值 .....                        | 49 |

## 1、行业回顾：美妆景气高于个护，个股公司表现分化

我国化妆品行业中个护、美妆等先后发展于 90 年代及 00 年以后，当前仍处于成长期。行业格局方面，国际品牌占主导，但其主要分布在一二线城市，我国本土化妆品品牌把握三四线城市消费升级行业机遇、在国际品牌布局相对真空的地带获得快速成长，市场份额不断提升、目前进入我国化妆品行业前十大的国内公司有上海上美（旗下有韩束、一叶子等品牌）、百雀羚、伽蓝集团（旗下有自然堂等品牌）等。

我国化妆品第一家上市公司为上海家化、于 2001 年上市，2017 年以来化妆品公司加快上市步伐，拉芳家化、珀莱雅、名臣健康、御家汇等陆续上市，2019 年 4 月丸美股份 IPO 获得证监会审核通过、青松股份收购我国化妆品代工龙头诺斯贝尔 90% 股权完成资产过户。此外还有青岛金王自 2014 年以来开始拓展化妆品第二主业。

表 1：我国化妆品上市公司简介

| 公司名称                    | 公司/化妆品标的成立时间 | 上市日期/收购化妆品标的日期 | 公司简介  | 18 年收入规模 (亿元) | 18 年毛利率 (%) | 18 年净利率 (%) |
|-------------------------|--------------|----------------|---|---------------|-------------|-------------|
| <b>生产商</b>              |              |                |   |               |             |             |
| 青松股份<br>(收购诺斯贝尔 90% 股权) | 2004         | 2019-04        | <ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 青松股份主营松节油深加工，为全球樟脑行业龙头，占全球产能 44.78%、占全国产能 78.95%；</li> <li>✓ 2019 年 4 月完成收购本土化妆品加工商龙头诺斯贝尔 90% 股权完成交割。</li> </ul>   | 19.78         | 24.06       | 10.40       |
| <b>品牌商</b>              |              |                |   |               |             |             |
| 上海家化                    | 1898         | 2001-03-15     | <ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 旗下多品牌（如佰草集、六神、美加净、高夫、玉泽、家安等）质地优秀，覆盖护肤、个护及家居护理等领域，在各自细分领域占据领先地位；</li> <li>✓ 全渠道发展，18 年线下、线上收入占比分别为 78%、22%。</li> </ul>  | 71.38         | 62.79       | 7.57        |
| 珀莱雅                     | 2003         | 2017-11-15     | <ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 以护肤品为主，定位大众端，2018 年在我国护肤品行业市占率 1.9%、排名第十一、在本土品牌中排名第六；</li> <li>✓ 拥有 9 个品牌，其中主品牌珀莱雅定位二三线城市、贡献主要收入来源；</li> <li>✓ 渠道以专营店（分销为主）、电商为主，2018 年收入占比分别为 43%、44%。</li> </ul> | 23.61         | 64.03       | 12.14       |
| 御家汇                     | 2012         | 2018-02-08     | <ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 起家于电商面膜自有品牌销售。旗下四大自有品牌，主品牌御泥坊 18 年面膜市占率 7.8%、排名第二，15 年迎合进口品趋势、代理国际品牌，18 年通过水羊国际开放平台加速推进，目前代理有 7 个；</li> <li>✓ 品类不断丰富、拓展水乳膏霜/彩妆/个护，以线上为主、近年积极拓展线下。</li> </ul>       | 22.45         | 51.67       | 5.68        |
| 拉芳家化                    | 2001         | 2017-03-13     | <ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 主营个护品类，涵盖洗发水、护发素、沐浴露、香皂、膏霜等产品；</li> <li>✓ 旗下有“拉芳”、“雨洁”、“美多丝”、“圣峰”、“缤纯”等品牌；</li> <li>✓ 随着个护行业增速放缓、竞争加剧，公司一方面年轻化个护品牌，另一方面积极拓展美妆业务。</li> </ul>                        | 9.64          | 60.44       | 13.30       |
| 名臣健康                    | 1994         | 2017-12-18     | <ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 主营个护品类，产品包括洗发水、护发素、沐浴露、啫喱水及护肤品等；</li> <li>✓ 旗下品牌有“蒂花之秀”、“美王”、“高新康效”、“依采”等；</li> <li>✓ 公司销售模式以经销、商超为主。</li> </ul>   | 5.46          | 37.90       | 5.43        |
| <b>渠道商</b>              |              |                |   |               |             |             |
| 青岛金王                    | 2014         | 2014           | <ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 公司主营蜡烛、玻璃和时尚工艺品制造与出口等，2014 年起公司先后收购化妆品制造商、品牌商、渠道商等。</li> </ul>   | 54.56         | 23.98       | 2.84        |

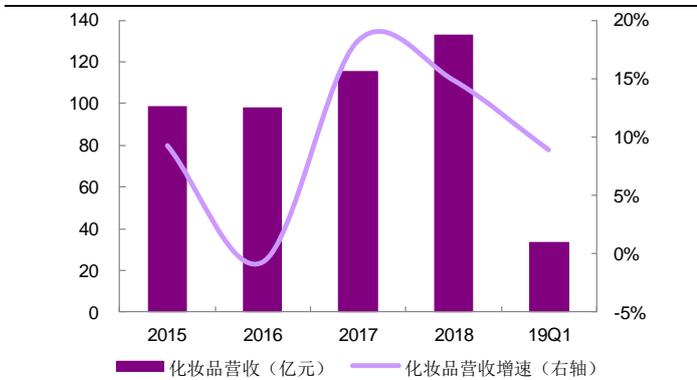
资料来源：公司官网、Wind、光大证券研究所

注：1) 上表中公司成立时间实际为公司前身（有限制公司）成立时间，其中珀莱雅公司前身珀莱雅有限成立于 2006 年、品牌成立于 2003 年。2) 除青岛金王外、上表公司财务数据均为化妆品业务相关财务数据，如青松股份财务数据实际为诺斯贝尔财务数据。

### 1.1、板块业绩：终端零售波动，个股表现分化

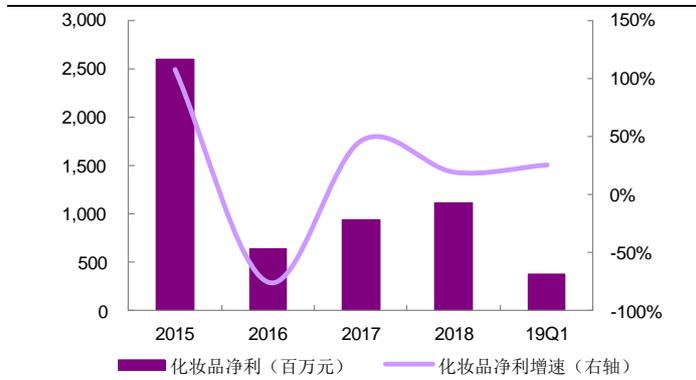
我们重点跟踪了美妆公司（上海家化、珀莱雅、御家汇等）、个护公司（拉芳家化、名臣健康等）共计5家上市公司业绩数据。

图 1：化妆品板块营收及同比增速



资料来源：Wind、光大证券研究所

图 2：化妆品板块归母净利及同比增速

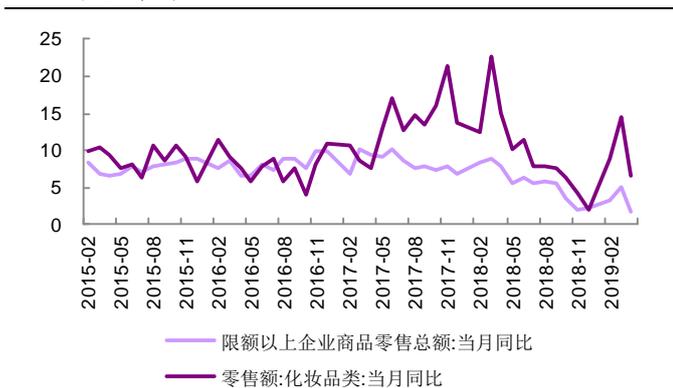


资料来源：Wind、光大证券研究所

业绩总体来看，近年来化妆品品牌商波动较大，分析背后的主要原因有如下两个方面。

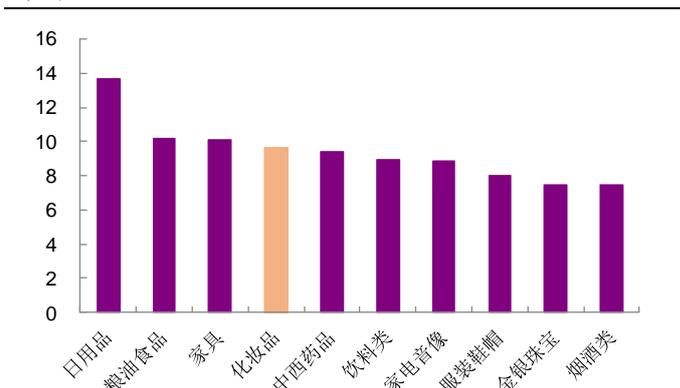
- 1) 终端零售波动：化妆品为消费品类之一，近年终端零售大环境持续变动致化妆品零售亦出现波动，其波动总体滞后大环境，如 16 年年初零售总额回暖、至 16 年底化妆品零售增速同比改善，17H2 零售总额再现疲软、18Q2 疲软幅度加大、化妆品零售自 18 年 5 月以来增速持续放缓。但横向对比其他消费品类，化妆品零售获益行业成长属性、增速处于中上游水平。
- 2) 行业运营环境快速变化（新消费趋势、渠道变迁、内容营销兴起、新锐品牌快速发展、行业营销资源争夺激烈等）、不同品牌主营品类、渠道、定位等有所不同、受到影响不一，以及迎合行业趋势变化响应速度不一。

图 3：限额以上零售企业零售总额及化妆品零售额当月同比增速 (%)



资料来源：Wind、光大证券研究所

图 4：2018 年限额以上零售企业主要消费品零售额增速 (%)



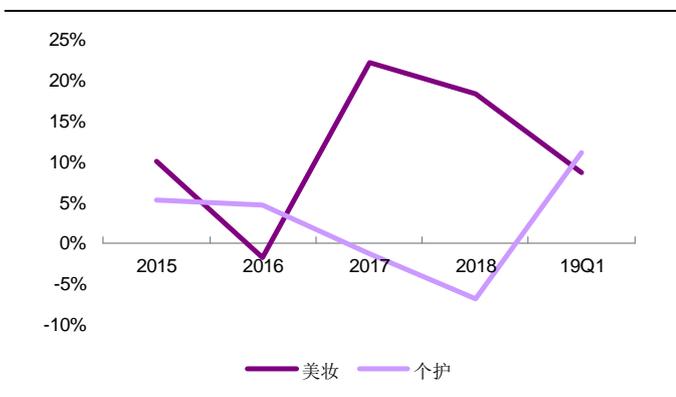
资料来源：Wind、光大证券研究所

业绩细分板块及个股来看，美妆板块总体景气高于个护，主要由于我国美妆子行业成长晚于个护，近年美妆、个护板块业绩表现均呈现波动、个股表现分化，一方面为行业景气有差异，另一方面为行业需求、渠道、营销等持续变化，品牌调整节奏不一。

1) 美妆公司中上海家化 17 年在新董事长带领下多品牌收入增速回升, 业绩改善, 进入 18 年受佰草集及高夫变更唯品会经销商影响业绩有所放缓, 19Q1 佰草集集中去库存、收入增速环比 18 年全年进一步放缓; 珀莱雅 17 年上市前线下 CS 渠道受零售环境影响增长承压、线上虽快速增长但占比较低贡献有限, 进入 18 年公司积极转型内容营销、线上线下均显效、收入与净利增长提速, 19Q1 总体保持良好增长态势; 御家汇获益面膜、电商等品类/渠道红利获得快速增长, 但面膜行业门槛低、竞争逐趋激烈、18Q4 收入增速大幅放缓, 同时由于公司拓展水羊国际跨境电商进口平台 (通过该平台引入国外化妆品品牌)、培育新品牌等短期投入较大、净利表现弱于收入。

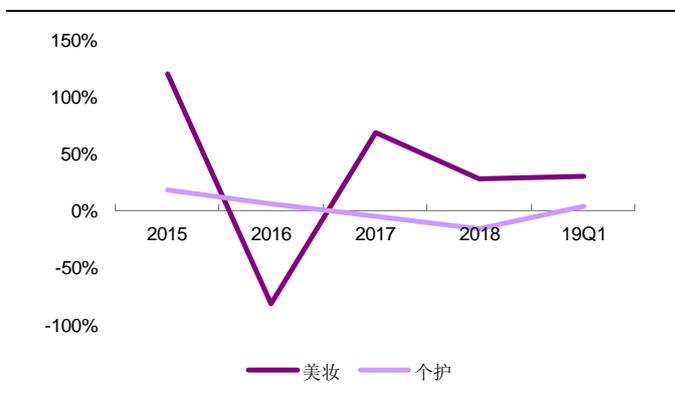
2) 个护公司中拉芳家化及名臣健康等传统个护用品公司主要以经销模式覆盖下线城市零售小店为主, 该渠道受电商分流影响较大, 其业绩近年均增长承压, 其中拉芳家化积极升级产品、拓展电商、商超等新兴渠道、同时拓展景气度更高的美妆领域, 19Q1 业绩现改善。

图 5: 美妆、个护细分板块营收同比增速



资料来源: Wind、光大证券研究所

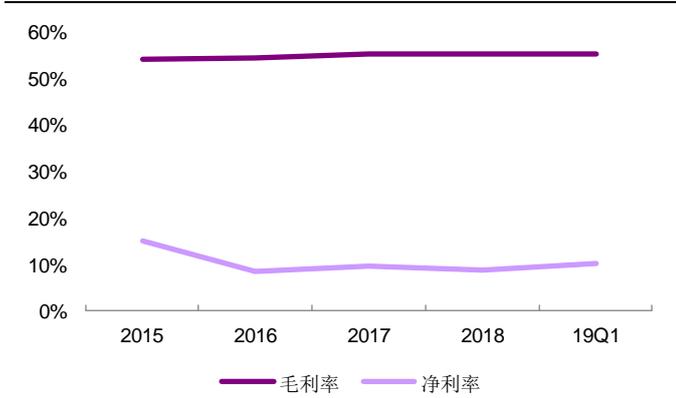
图 6: 美妆、个护细分板块归母净利同比增速



资料来源: Wind、光大证券研究所

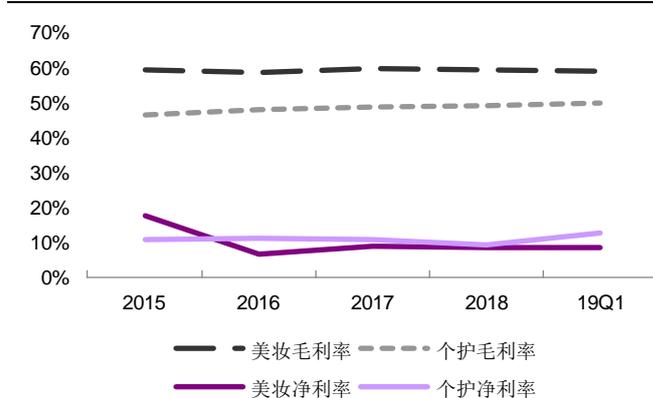
盈利指标来看, 化妆品板块毛利率总体稳定, 净利率近年略有下降、主要为行业景气吸引国内外品牌进入、品牌间竞争逐趋激烈、营销资源等投放力度加大所致。

图 7: 化妆品板块毛利率、净利率



资料来源: Wind、光大证券研究所

图 8: 美妆、个护细分板块毛利率、净利率

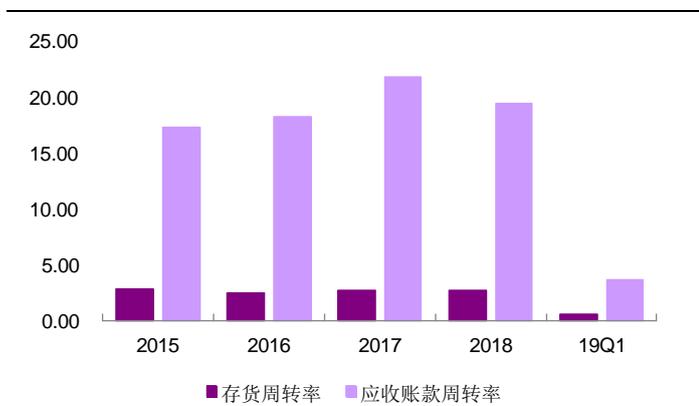


资料来源: Wind、光大证券研究所

营运指标来看, 化妆品板块存货周转率总体稳定, 应收账款周转率 17 年及其以前持续提升主要为御家汇业绩快速增长、周转加快以及拉芳家化拓展商

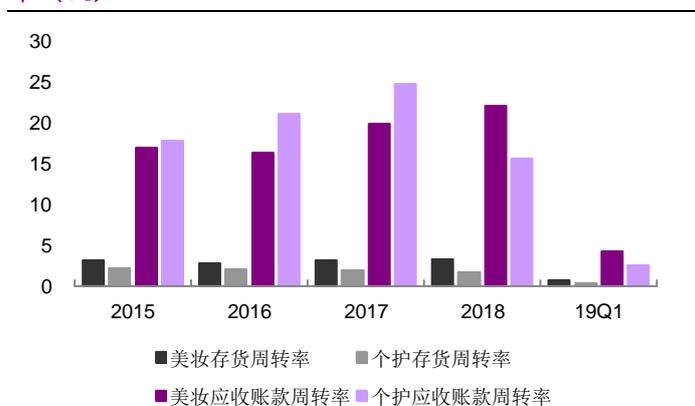
超、电商等渠道、应收账款周转改善，18 年下降主要为名臣健康放缓幅度较大拖累。

图 9：化妆品板块存货周转率、应收账款周转率（次）



资料来源：Wind、光大证券研究所

图 10：美妆、个护细分板块存货周转率、应收账款周转率（次）



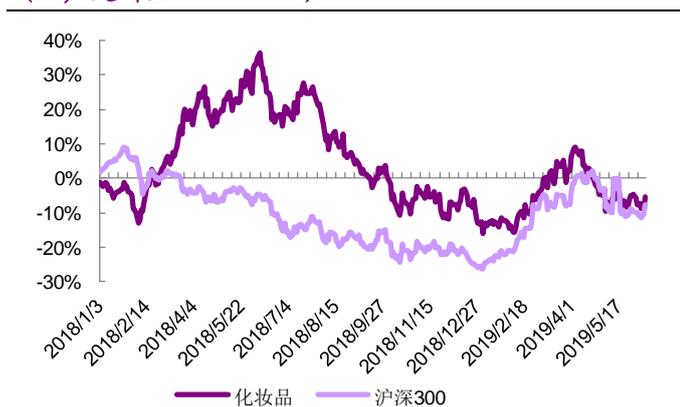
资料来源：Wind、光大证券研究所

## 1.2、板块行情与估值

由于多数化妆品公司 17 年底/18 年初上市，因此下面选取自 2018 年初至今的板块行情进行分析。

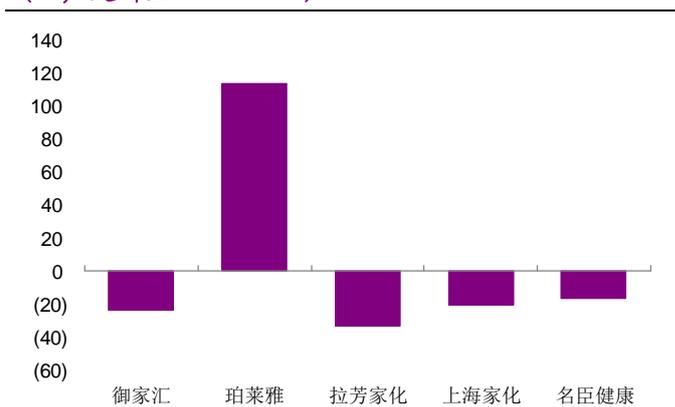
自 2018 年年初至今（2019 年 6 月 11 日）化妆品板块<sup>①</sup>累计跌幅为 5.38%，跑赢沪深 300 2.35PCT。对比其他板块，化妆品板块居于中上游，主要为个股珀莱雅股价表现一枝独秀、累计上涨 114.30%，其上市后业绩提速增长、表现靓丽，其他个股股价累计跌幅较多、主要因业绩出现不同程度的放缓。

图 11：化妆品行业与大盘 18 年初至今累计涨跌幅走势（%，更新至 2019/6/11）



资料来源：Wind、光大证券研究所

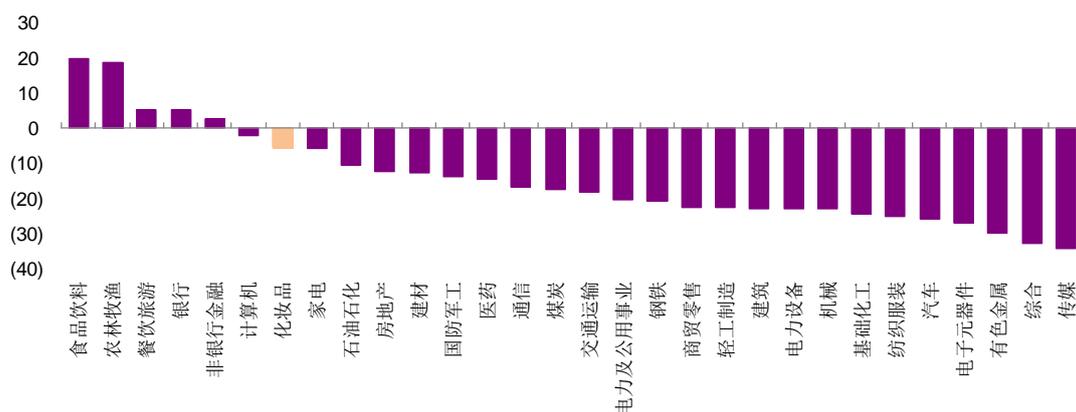
图 12：化妆品个股 18 年初至今累计涨跌幅（%，更新至 2019/6/11）



资料来源：Wind、光大证券研究所

<sup>①</sup>此处的化妆品板块为光大证券选取的主业为个护及美妆研发、生产、销售等相关的 A 股上市公司，包含有上海家化、珀莱雅、御家汇、拉芳家化、名臣健康、广州浪奇、青岛金王等个股，不同于 Wind 直接披露的化妆品指数 (8841109.WI)。

图 13: 自 18 年初以来各细分板块累计涨跌幅 (% , 更新至 2019/6/11)

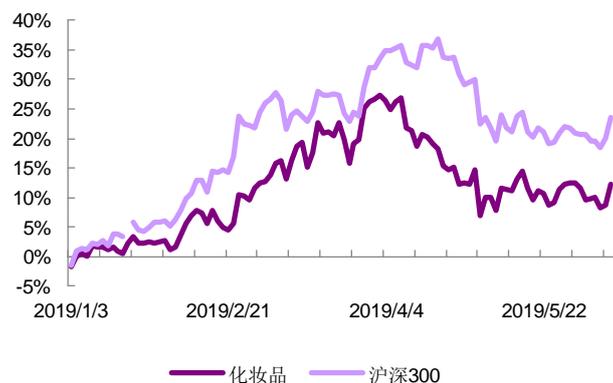


资料来源: Wind、光大证券研究所

但从 2019 年年初至今 (截止 2019 年 6 月 11 日), 化妆品板块累计涨幅 12.20%, 跑输沪深 300 11.34PCT, 在板块排名中居后。

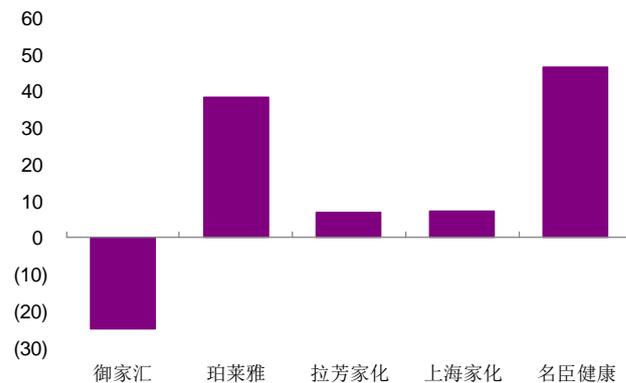
个股方面, 珀莱雅股价表现继续靓丽、19 年年初至今 (截止 2019 年 6 月 11 日) 累计上涨 38.47%; 御家汇业绩不及预期、股价下跌较多。

图 14: 化妆品行业与大盘 19 年初至今累计涨跌幅走势 (% , 更新至 2019/6/11)



资料来源: Wind、光大证券研究所

图 15: 化妆品个股 19 年初至今累计涨跌幅 (% , 更新至 2019/6/11)



资料来源: Wind、光大证券研究所

图 16: 自 19 年初以来各细分板块累计涨跌幅 (% , 更新至 2019/6/11)



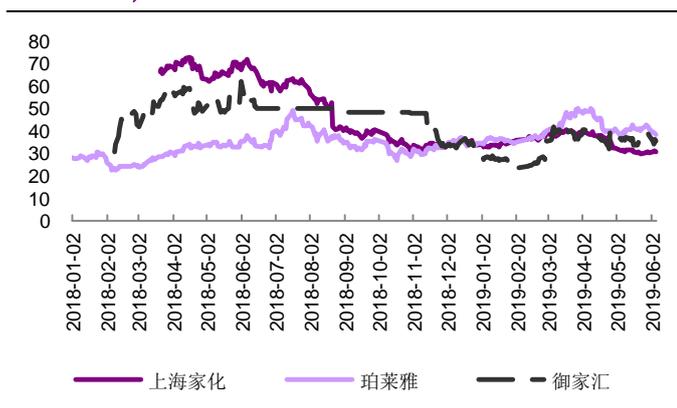
资料来源: Wind、光大证券研究所

从估值情况来看，美妆公司估值水平多在 25~60 倍、个护公司估值水平多在 20~55 倍、与子行业景气度情况相吻合。

从估值变动趋势来看，1) 美妆板块：18 年以来珀莱雅随着业绩持续靓丽、市场给予估值水平总体提升，上海家化及御家汇等业绩现波动等、估值水平有所下降。

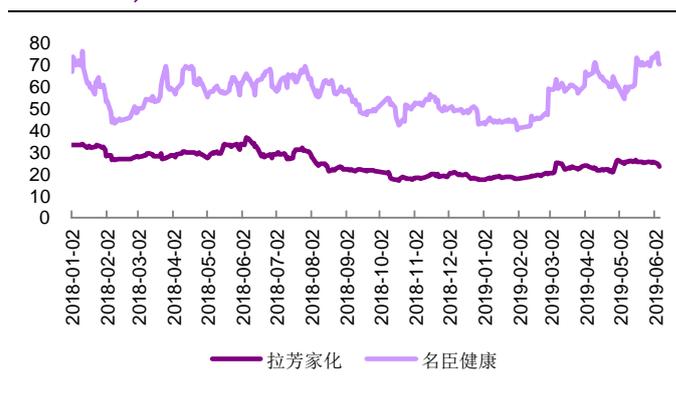
2) 个护板块：2018 年全年拉芳家化及名臣健康等业绩持续调整，估值水平总体有所下降，19Q1 拉芳家化业绩改善，估值水平有所提升。

图 17：美妆公司 18 年以来 PE 估值 (TTM, 更新至 2019/6/11)



资料来源：Wind、光大证券研究所

图 18：个护公司 18 年以来 PE 估值 (TTM, 更新至 2019/6/11)



资料来源：Wind、光大证券研究所

## 2、产业链分析：品牌商价值高，生产商业绩稳健

### 2.1、价值分布分析：品牌环节价值高于生产环节

化妆品产业链可以分为上游生产商、中游品牌商及下游经销商、渠道商等，由于我国化妆品上市公司主要集中在生产、品牌等环节，因此下面将侧重对比分析品牌商与生产商。

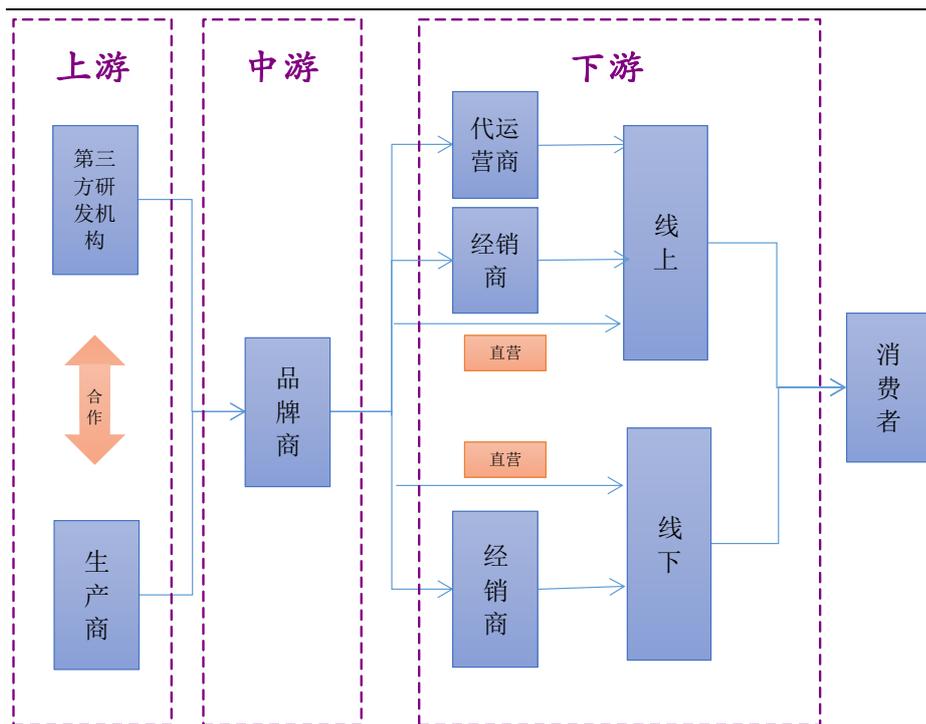
#### ➤ 品牌环节价值高于生产环节

上游生产商主要负责行业的 OEM/ODM 环节，其中 OEM 商只负责生产环节，ODM 商除生产外、通常具有一定的研发能力或者合作外部第三方研发机构。

大型品牌商通常具有较强的研发、自主生产、品牌营销、渠道拓展能力，部分小品牌在资金实力较弱的情况下选择直接采购成熟的产品配方、外包生产而专注品牌营销及价值塑造、渠道拓展等环节。

下游渠道环节分为线上及线下，其中：1) 线下可分为直营模式、经销模式，我国化妆品品牌商在发展早期多采用经销模式进入三四线城市 CS 渠道、小型超市、街边小卖部等，近年随着行业竞争激烈化、渠道变迁，品牌商通过直营模式直接进入大型连锁商超、直营占比有所提升、但经销模式仍占主导。2) 线上渠道，不同品牌采用不同运营策略，分别有直营、经销及代运营等模式。

图 19：我国化妆品产业链分析

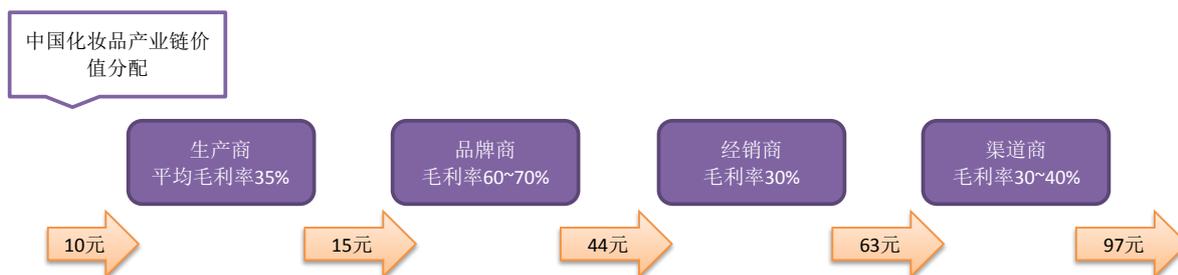


资料来源：光大证券研究所

从价值分析角度来看，我们通过产业链条上不同环节企业的毛利率情况，大致可以推算出产业链价值的分配情况，以原料成本为 10 元的化妆产品为例，生产商、品牌商、渠道商（含经销商）分别增加 5 元、29 元、53 元产品价值。

可以看出，生产环节价值量较低，品牌与流通环节占据相对较高的市场价值，与大部分产业规律相同。

图 20：我国化妆品产业链价值分布分析



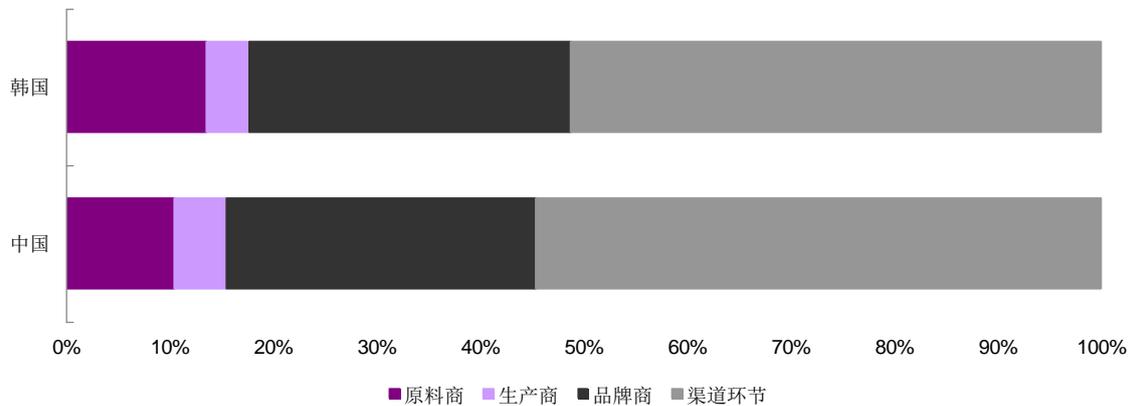
资料来源：Wind、Bloomberg、光大证券研究所

注：化妆品根据定位的不同，其毛利率及销售渠道均有差异，例如高端品牌毛利率为 70~80%、而大众端品牌毛利率在 60~70%，高端品牌主要在百货、机场免税店等渠道销售，而大众品牌主要在 CS、商超等渠道销售；因此大众与高端化妆品产业链价值分布将有所差异，本处重点研究占比较大的大众化妆品产业链的价值分布。

➢ 我国品牌商对上下游议价能力仍有提升空间

同样测算韩国等发达国家化妆品产业链价值分布情况，对比中韩两国市场发现，我国品牌商在产业链中的价值占比水平相对较低，主要为我国化妆品产业发展时间不长，大部分品牌发展时间较短、相对渠道较为弱势，未来随着我国本土品牌力持续增强、对上下游议价能力有望提升、在产业链中的价值占比有望提高。

图 21：2018 年中国、韩国化妆品产业链价值分布



资料来源：Wind、Bloomberg、光大证券研究所

## 2.2、财务特点分析：品牌商营销投入大、规模体量大，生产商业绩稳健

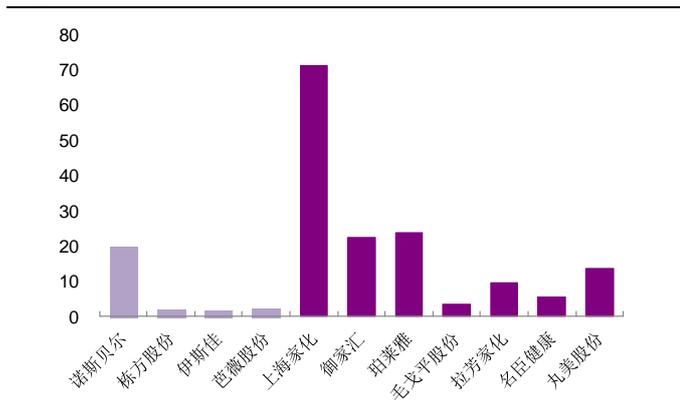
进一步对比分析化妆品产业中公司的财务数据，从财务角度探求化妆品产业链上的公司成本及盈利模式特性。

当前我国上市公司中品牌商有上海家化、珀莱雅、御家汇、拉芳家化等，生产商有诺斯贝尔、栋方股份、伊斯佳、芭薇股份（后三家为新三板公司）等，下面重点对比上述公司的财务数据。

### ➤ 规模与成长性对比：品牌商产业链价值占比相对较高，体量总体较大；生产商业绩表现稳定

由于品牌环节相对生产环节产业价值占比更高，品牌商总体规模体量大于生产商，尤其是多品牌、多品类运作的品牌商规模体量更大。对比世界化妆品品牌商与生产商，亦呈现该规律。

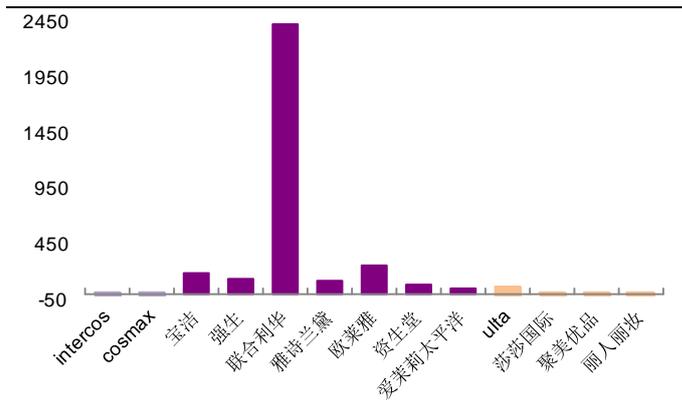
图 22：2018 年我国化妆品上市公司收入规模对比（亿元）



资料来源：Wind、光大证券研究所

注：上图中毛戈平股份财务数据实际为 2016 年、丸美股份财务数据实际为 2017 年，下同。

图 23：2018 年国际化妆品公司收入规模对比（亿美元）



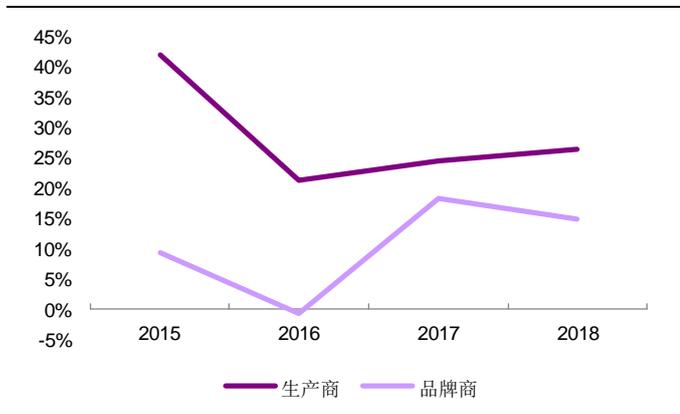
资料来源：Wind、Bloomberg、光大证券研究所

注：浅紫色为生产商、深紫色为品牌商、橘色为渠道商，下同

而在业绩的稳定性上生产商优于品牌商。

- 1) 品牌发展与品牌定位、品牌概念、渠道拓展、营销等多重持续处于变动的因素相关，例如产品定位与概念随着消费者偏好而不断变化、渠道或兴起或衰落、营销方式持续更迭，品牌商运营环境持续变化、总体运营难度较大；
- 2) 生产商业绩主要受客户订单、自身产能等影响，产品一旦获得客户认可、其订单将总体保持稳定，产能的扩张将带来业绩的稳定增长，对终端零售环境波动的敏感性较弱。

图 24：我国上市化妆品生产商、品牌商营收增速



资料来源：Wind、光大证券研究所

注：为了增强数据的可对比性，上图中品牌商未包含毛戈平、丸美股份等，包含标的为上海家化、珀莱雅、御家汇、拉芳家化、名臣健康等，生产商包含诺斯贝尔、伊斯佳、芭薇股份等。

图 25：我国上市化妆品生产商、品牌商净利增速

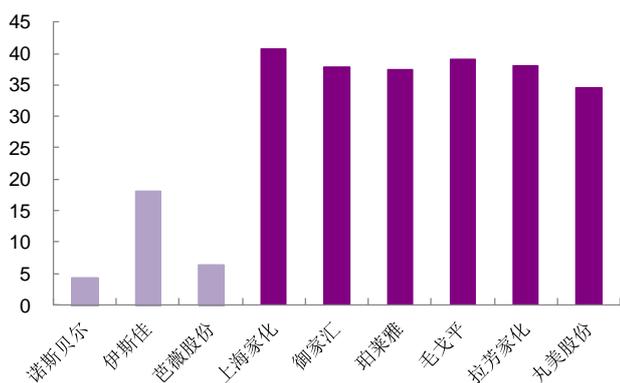


资料来源：Wind、光大证券研究所

➤ 模式对比：品牌商重研发、营销及渠道拓展，盈利能力强；生产商倚重研发、研发费用率高

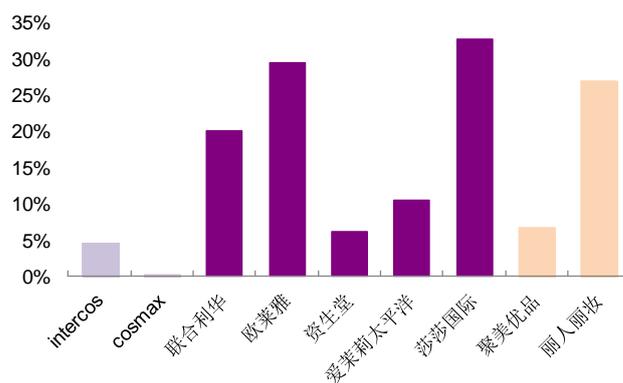
品牌商主业为品牌运营、在品牌运营相关的营销方面投入较高，销售费用率在 35~40%、其中品牌营销及渠道拓展（如销售推广人员薪酬、平台推广费等）相关费用为销售费用第一大支出项。

图 26: 2018 年我国化妆品上市公司销售费用率对比 (%)



资料来源: Wind、光大证券研究所

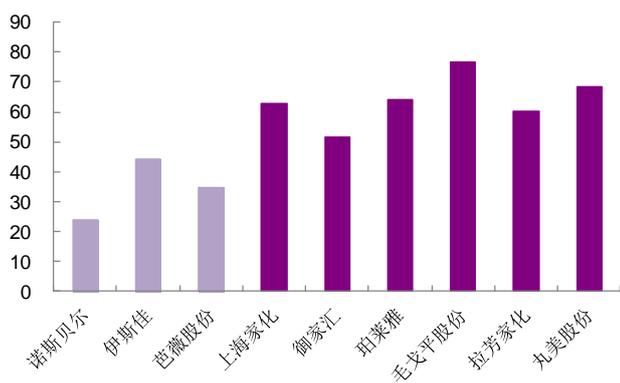
图 27: 2018 年国际化妆品公司销售费用率对比 (%)



资料来源: Wind、Bloomberg、光大证券研究所

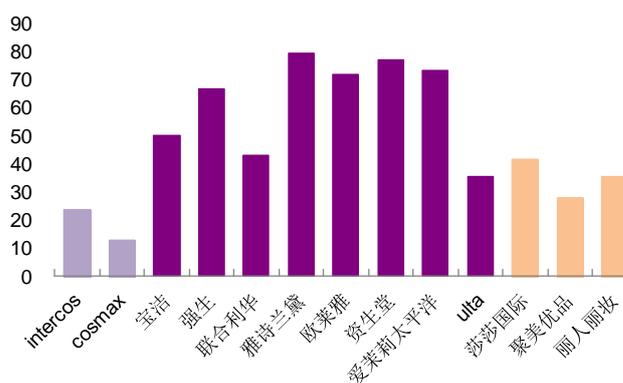
品牌商高费用率背后的支撑为高毛利率、较高的产品加价倍率，大众端定位品牌毛利率在 60%左右、高端定位的毛利率由于品牌议价力更高、毛利率通常为 60~70%、部分国际高端品牌毛利率可接近 80%，如雅诗兰黛等。

图 28: 2018 年我国化妆品上市公司毛利率对比 (%)



资料来源: Wind、光大证券研究所

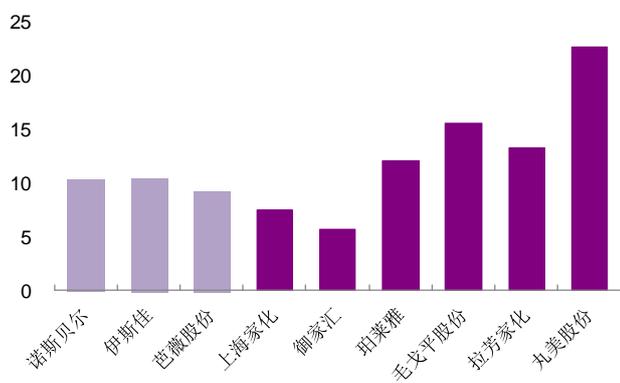
图 29: 2018 年国际化妆品公司毛利率对比 (%)



资料来源: Bloomberg、光大证券研究所

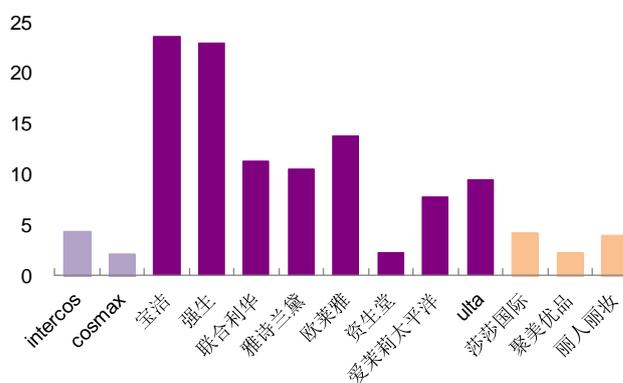
品牌商体现出毛利率高、营销及渠道拓展费用率占比高的特点，其最终的净利率水平亦高于生产商。我国品牌商净利率水平通常在 10~15%之间，部分公司业绩调整或低于该水平。

图 30: 2018 年我国化妆品上市公司净利率对比 (%)



资料来源: Wind、光大证券研究所

图 31: 2018 年国际化妆品公司净利率对比 (%)

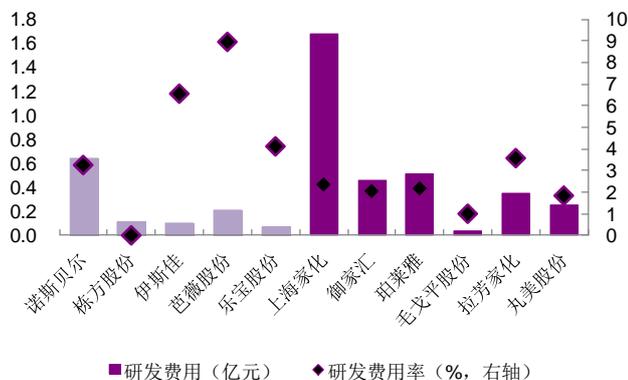


资料来源: Bloomberg、光大证券研究所

品牌商重视研发、研发投入力度大，研发费用规模高于上游生产商、下游渠道商。品牌商研发费用率通常在 2~4%。

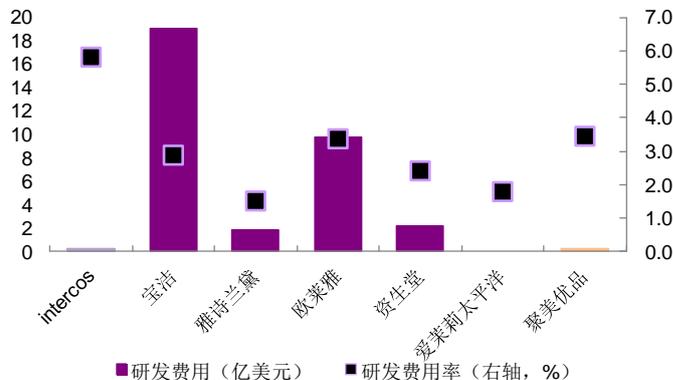
生产商研发费用绝对额虽然低于品牌商，但研发费用率总体水平在 3~9%、相对较高，显示生产商重视研发，主要为生产商间的竞争倚重研发所致。

图 32: 2018 年我国化妆品上市公司研发费用率对比(%)



资料来源: Wind、光大证券研究所

图 33: 2018 年国际化妆品公司研发费用及研发费用率



资料来源: Wind、光大证券研究所

### 3、品牌商：行业景气，渠道及营销迎新变化

#### 3.1、概况：获益消费升级步入成长，美妆景气高于个护、高端化趋势凸显

➢ 获益四线及以下城市消费升级，我国化妆品终端零售额快速增长

我国化妆品行业、尤其是护肤、彩妆等美妆品类自 2000 年以来获益四线及以下城市消费升级，进入成长周期。据 Euromonitor，18 年化妆品行业零售市场规模为 4102 亿元，2004~2018 年年均复合增速为 10.56%。

图 34: 我国化妆品行业零售市场规模及同比增速

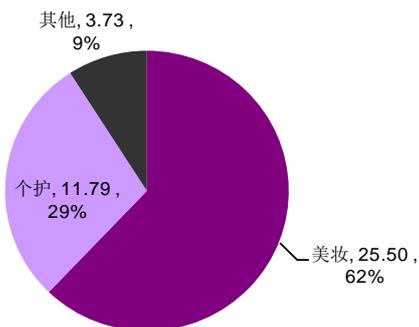


资料来源: Euromonitor，光大证券研究所

分品类来看，美妆（护肤、彩妆等）、个护（洗护发、沐浴用品等）为两大主要品类，2018 年零售规模占行业总体比重分别为 62%、29%，其他品类（男士用、婴童及婴儿用化妆品、香水、防晒等）占比 9%。

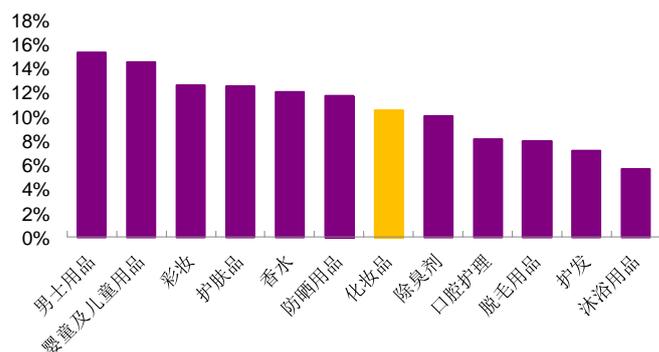
个护、美妆等先后发展于 90 年代、2000 年，经过多年发展，个护用品渗透率将近 100%、发展成熟，而美妆渗透率仍待提升、尚处于成长期，美妆行业总体景气度高于个护。

图 35：2018 年我国化妆品不同细分品类市场规模（百亿元）及占行业总体比重



资料来源：Euromonitor，光大证券研究所

图 36：2004~2018 年我国化妆品行业总体及不同细分品类市场规模年均复合增速

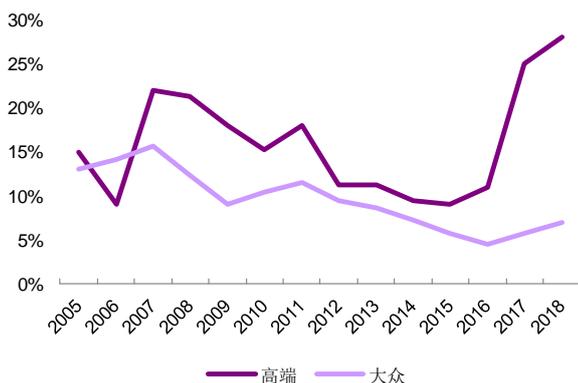


资料来源：Euromonitor，光大证券研究所

➢ 自 08 年以来高端化趋势持续，18 年高端、大众市场规模占比为 3:7

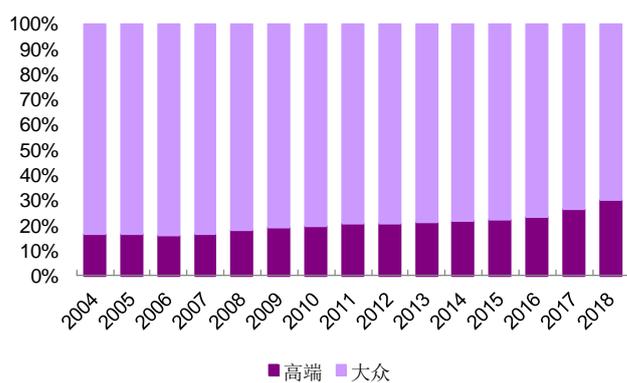
自 2008 年以来我国化妆品高端化趋势兴起、占比持续提升。2008~2018 年我国大众及高端化妆品零售市场规模年均复合增速为 7.90%、15.47%，占我国化妆品总体零售市场份额分别为 70.07%、29.93%。

图 37：我国化妆品高端、大众化妆品市场规模增速



资料来源：Euromonitor，光大证券研究所

图 38：我国化妆品高端、大众市场规模占比

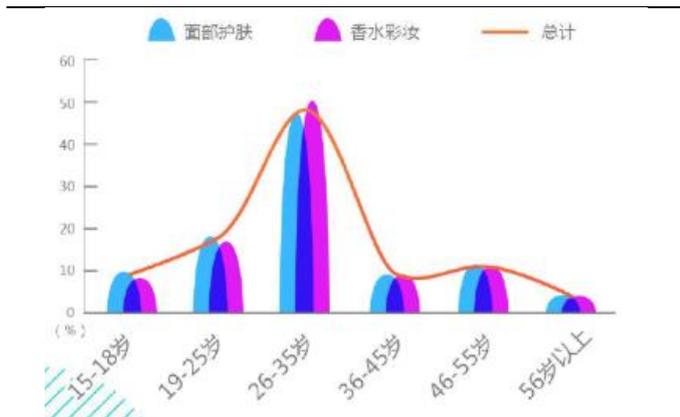


资料来源：Euromonitor，光大证券研究所

近年化妆品高端化有加速的态势，我们认为背后的推动力有两个：

- 1) 根据 TNS Worldpanel Europe 的调查，欧洲 40~59 岁的女性年人均面部护肤品的消费金额接近 25~39 岁女性的两倍。当前我国护肤品、彩妆等产品消费主要以 80 后、90 后年轻消费者为主，该部分人群年龄较此前有所增长，肌肤问题增多、对高端产品的需求提升。

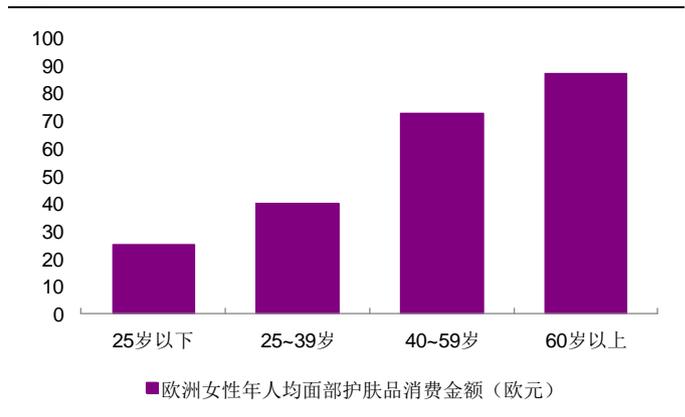
图 39：2016 年面部护肤、香水彩妆等品类消费者年龄段占比 (%)



资料来源：京东&南都传媒《2017 美妆消费报告》、光大证券研究所

注：该报告 2017 年发布，报告调查数据实际为 2016 年

图 40：2014 年欧洲女性年人均面部护肤品消费金额 (欧元)



资料来源：TNS Worldpanel Europe、光大证券研究所

2) 年轻一代消费者在首次使用时已经呈现出高端化趋势。据京东&南都传媒发布的《2017 美妆消费报告》，95 后等年轻一代消费者正展现出高端化趋势，其偏好的前 50 大品牌中雅诗兰黛、迪奥、范思哲等高端品牌较多，韩国品牌春雨、雪花秀等排名较高。

图 41：年轻消费者化妆品消费呈现高端化



资料来源：京东&南都传媒《2017 美妆消费报告》

### 3.2、格局：国际品牌占主导，本土品牌把握行业/渠道机遇地位提升

➢ 国际品牌占主导（尤其在高端领域），本土品牌多定位大众领域

当前我国化妆品市场中国际品牌占据主导地位，2017 年前十大化妆品公司基本为欧美、日韩等国家品牌，本土公司仅有上海上美、百雀羚、伽蓝集团入列。

国际知名化妆品企业依托强势的品牌地位及强大的资金实力，主要占据了我国一线城市的高端化妆品市场。国内自主品牌企业依托性价比优势及对中国消费者消费习惯的深入理解，主要在中低端化妆品领域参与市场竞争。

表 2：2018 年我国化妆品行业前十大企业及其市占率

| 市场排名 | 总体     |         | 大众     |         | 高端       |         |
|------|--------|---------|--------|---------|----------|---------|
|      | 公司名称   | 市占率 (%) | 公司名称   | 市占率 (%) | 公司名称     | 市占率 (%) |
| 1    | 宝洁     | 10.0    | 宝洁     | 11.7    | 欧莱雅      | 16.1    |
| 2    | 欧莱雅    | 9.2     | 欧莱雅    | 7.8     | 雅诗兰黛     | 12.1    |
| 3    | 资生堂    | 3.4     | 上海上美   | 4.0     | LVMH     | 8.4     |
| 4    | 雅诗兰黛   | 3.2     | 百雀羚    | 3.8     | 资生堂      | 6.4     |
| 5    | 联合利华   | 2.8     | 联合利华   | 3.8     | 无极限      | 3.9     |
| 6    | 爱茉莉太平洋 | 2.5     | 伽蓝集团   | 3.7     | 爱茉莉太平洋   | 3.8     |
| 7    | 上海上美   | 2.5     | 上海家化   | 3.0     | 宝洁       | 3.1     |
| 8    | 高露洁    | 2.5     | 玫琳凯    | 2.9     | 安利       | 3.1     |
| 9    | 百雀羚    | 2.4     | 资生堂    | 2.7     | LG 生活与健康 | 2.9     |
| 10   | 伽蓝集团   | 2.3     | 爱茉莉太平洋 | 2.4     | Chanel   | 2.7     |

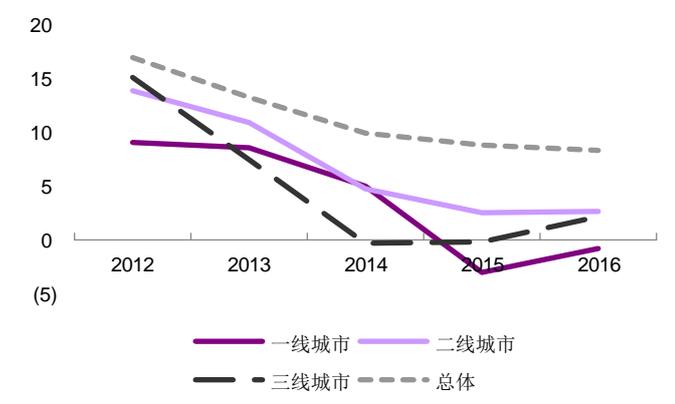
资料来源：Euromonitor、光大证券研究所  
注：加粗为本土化妆品公司

➤ 本土品牌把握四线及以下城市消费升级机遇及渠道红利获得快速发展、市场地位提升

自 2000 年以来我国四线及以下城市消费向护肤、彩妆等升级（护肤为化妆品第一大品类，市场规模占比约 50%左右），四线及以下城市成为我国化妆品市场增长的重要力量，据国家统计局，近年我国四线及以下城市化妆品零售额增速高出全国水平、拉动行业总体增长。而在该区域，国际品牌布局相对较弱、为本土品牌发展提供了良好的竞争环境。

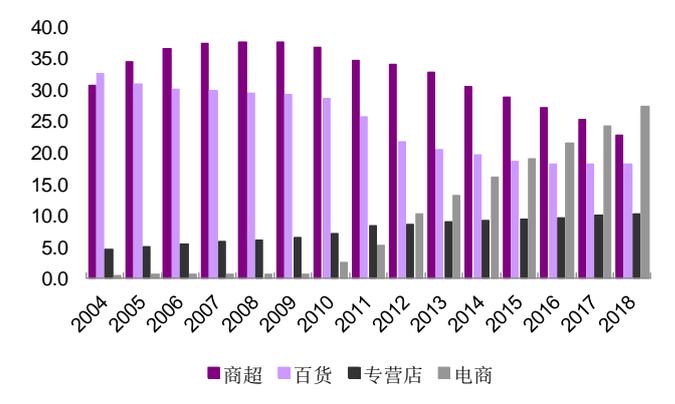
此外，行业的发展也催生了不同的渠道，我国化妆品自 2000 年以来先后在商超、CS 店、电商等渠道获得快速发展，其中一部分本土品牌把握不同时期的渠道机遇快速成长，如百雀羚先后把握商超、电商等渠道机遇，珀莱雅先后把握 CS 渠道、电商等渠道机遇，行业后发者御家汇借力电商渠道获得快速发展、成就电商渠道面膜品类的龙头地位。

图 42：2012~2016 年我国限额以上零售企业分城市化妆品零售额同比增速 (%)



资料来源：国家统计局、光大证券研究所

图 43：18 年我国化妆品行业不同渠道市场份额 (%)



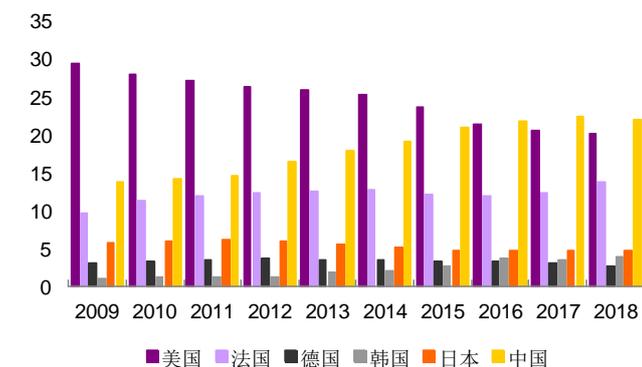
资料来源：Euromonitor、光大证券研究所

本土品牌快速发展，对应的其市场地位亦总体提升。2018 年我国本土品牌市占率为 22.1%、较 2009 年提升 8.4PCT。具体分析可以发现：

1) 分品类看,我国公司在口腔护理、护肤、彩妆等领域表现靓丽,2018年我国口腔护理、护肤、彩妆等细分品类市场中本土公司合计市占率分别为27.4%、31.3%、13.5%,分别较2009年提升9.6PCT、17.3PCT、7.6PCT,本土公司竞争力增强、地位提升显著。

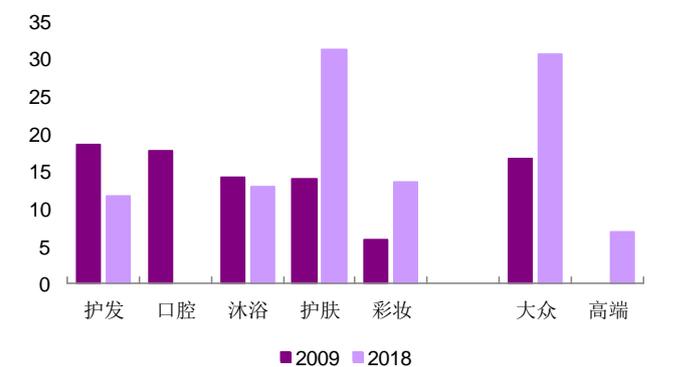
2) 分定位来看,我国本土品牌在大众端的定位提升要比在高端领域更为显著。2018年我国本土公司在大众、高端市占率分别为30.7%、7.0%,分别较2009年提升13.9PCT、7.0PCT,其中高端市占率提升主要来自三个品牌贡献,分别为环亚集团旗下的高端洗护发洗发水滋源、拉芳家化旗下的美多丝以及主要通过直销模式拓展客群的无极限公司旗下的萃雅。

图 44: 2009~2018 年我国化妆品市场品牌分来源地市占率 (%)



资料来源: Euromonitor、光大证券研究所

图 45: 2009、2018 年我国化妆品分品类、分定位本土公司合计市占率 (%)



资料来源: Euromonitor、光大证券研究所

由上可知,我国本土品牌行业地位提升主要在大众护肤、彩妆、口腔护理等领域,主要为本土品牌把握住了自2000年以来四线及以下城市在护肤、彩妆及口腔护理等方面的机遇,而国际品牌由于渠道下沉的能力较弱,使得其未把握住该机遇、导致其行业地位总体下降。以CS渠道为例,本土品牌供货折扣多在3.5~4.0折之间,而国际品牌供货折扣通常在6~7折之间,高于本土品牌,对于经销/渠道商而言,其销售本土品牌的盈利空间及积极性更高。

我国高端化妆品消费主要以一二线城市为主,国际品牌在一二线城市布局较为完善、且近年高端化趋势下兰蔻、雅诗兰黛、SK-II、兰芝等国际高端大牌发展良好,本土品牌面临的国际品牌竞争更加激烈,同时由于自身发展时间较短、研发及产品力仍需时日培育,因此本土品牌在高端领域表现不及大众端。

表 3: 2018 年我国前二十大化妆品品牌及其市占率 (%)

| 市场排名 | 护肤         |      |      | 彩妆         |      |      | 口腔         |      |      |
|------|------------|------|------|------------|------|------|------------|------|------|
|      | Brand Name | 2009 | 2018 | Brand Name | 2009 | 2018 | Brand Name | 2009 | 2018 |
| 1    | 百雀羚        | 0.0  | 4.5  | 美宝莲        | 20.6 | 11.3 | 黑人         | 8.4  | 12.3 |
| 2    | 欧莱雅        | 5.1  | 4.1  | 欧莱雅        | 9.8  | 7.1  | 高露洁        | 18.3 | 11.9 |
| 3    | 自然堂        | -    | 3.4  | Dior       | 2.9  | 6.3  | 云南白药       | 3.9  | 11.6 |
| 4    | Olay       | 7.1  | 3.1  | 卡姿兰        | 2.0  | 4.6  | 佳洁士        | 17.0 | 11.1 |
| 5    | 兰蔻         | 1.7  | 3.0  | YSL        | -    | 4.3  | 舒克         | 0.6  | 7.7  |
| 6    | 玫琳凯        | 4.0  | 3.0  | 魅可         | 0.5  | 3.4  | 飞利浦        | -    | 5.5  |
| 7    | 雅诗兰黛       | 1.3  | 2.9  | 兰蔻         | 1.7  | 3.1  | 中华         | 7.9  | 4.7  |

|    |      |     |     |                  |     |     |         |     |     |
|----|------|-----|-----|------------------|-----|-----|---------|-----|-----|
| 8  | 韩束   | -   | 2.3 | 香奈儿              | 1.5 | 2.9 | Oral-B  | 2.0 | 3.3 |
| 9  | 一叶子  | -   | 2.1 | 玛丽黛佳             | 0.0 | 2.7 | 冷酸灵     | 2.7 | 2.7 |
| 10 | 萃雅   | -   | 2.0 | 悦诗风吟             | -   | 2.7 | 竹盐      | 2.5 | 2.3 |
| 11 | 珀莱雅  | 0.6 | 1.9 | 阿玛尼              | 0.1 | 2.6 | 舒适达     | 0.3 | 2.1 |
| 12 | 佰草集  | 0.9 | 1.7 | 蜜丝佛陀             | -   | 2.5 | 纳爱斯     | 1.7 | 2.0 |
| 13 | 欧珀莱  | 2.3 | 1.7 | 雅诗兰黛             | 0.8 | 2.3 | Glister | 4.5 | 1.5 |
| 14 | SKII | 0.2 | 1.6 | 韩束               | -   | 1.9 | 黑妹      | 1.9 | 1.0 |
| 15 | 妮维雅  | 2.2 | 1.6 | 纪梵希              | 0.3 | 1.8 | 细齿洁     | 0.7 | 1.0 |
| 16 | 悦诗风吟 | -   | 1.6 | 兰芝               | 0.7 | 1.5 | 六必治     | 1.9 | 0.8 |
| 17 | 完美   | 2.8 | 1.5 | 兰瑟               | 0.7 | 1.5 | 小米      | -   | 0.7 |
| 18 | 韩后   | -   | 1.4 | 玫琳凯              | 2.8 | 1.4 | 青蛙      | 0.6 | 0.6 |
| 19 | 御泥坊  | -   | 1.3 | CPB              | -   | 1.1 | 狮王      | 0.7 | 0.6 |
| 20 | 雅姿   | 3.5 | 1.3 | Make Up For Ever | 0.4 | 1.1 | 李施德林    | 0.4 | 0.6 |

资料来源：Euromonitor、光大证券研究所

注：品牌从上自下的顺序为 2018 年该品牌占所述品类中的市占率从高到低；浅紫色底色为本土品牌。

### 3.3、竞争策略：短期积极迎合行业变化，长期产品力构建基石

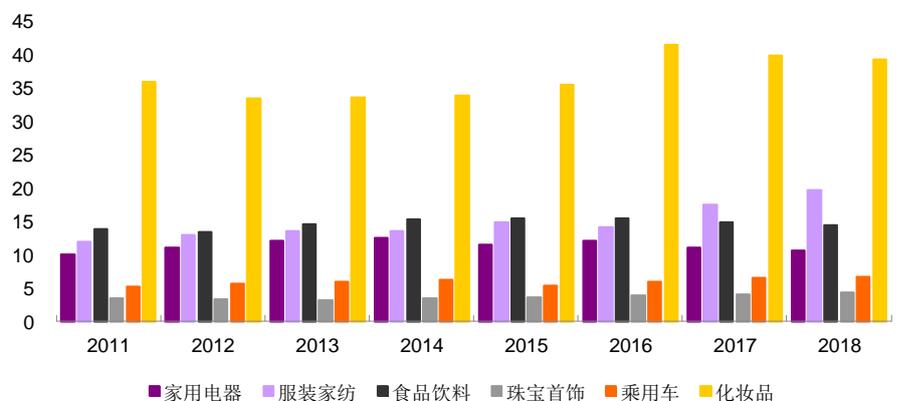
#### 3.3.1、影响因素：品牌发展倚重营销、渠道及产品力

##### ➢ 营销：快消属性致品牌需持续营销

化妆品具有快消属性，其产品消费周期通常在 3 个月、时间较短，其中彩妆生命周期更短、消费者尝新属性更强，如消费者尚未使用完毕一款口红即转向采购下一款口红。

较短的产品使用周期使得品牌商需持续营销来延长品牌的使用寿命。对比主要消费品，化妆品的销售费用率均处于较高水平。并且随着我国化妆品行业品牌的持续进入（新锐品牌快速崛起、进口品风起、国际品牌加速拓展电商渠道等），行业竞争加剧，近年大多数化妆品上市公司营销投放力度加大。

图 46：主要消费品上市公司销售费用率对比（%）



资料来源：Wind、光大证券研究所

➤ **渠道：渠道定位严格区分品牌，品牌成长受渠道变迁影响**

化妆品行业渠道有商超、百货、CS店、单品牌店及电商等渠道。

一方面，不同渠道销售的品牌定位不同，例如商超主要销售中低端定位品牌、百货销售中高端品牌、CS日化专营店主要销售中端品牌。品牌由于其特定的定位、适合销售的渠道亦有所差异。

另一方面，自2000年以来，我国化妆品行业发展先后带来了商超、CS店、电商等渠道红利，一批本土品牌纷纷把握住不同渠道机遇获得快速发展，如大众定位的百雀羚先后把握住了商超、电商等渠道红利，珀莱雅、丸美等先后把握住CS店、电商等渠道红利，近年完美日记等新锐品牌借力内容营销在电商渠道实现快速发展。渠道的变迁/兴衰影响着品牌的更迭和发展。

鉴于此，品牌需要根据其定位选择合适的渠道、并且随着渠道的变迁积极做出调整。

表4：我国化妆品销售主要渠道

| 项目        | 线下渠道   |                                    |                            |                                     | 线上渠道   |
|-----------|--|------------------------------------|----------------------------|-------------------------------------|--|
|           | 超市及大卖场   | 百货商店                               | 日化专营店/美妆专卖店 (CS)           | 单品牌门店                               | B2C、C2C等   |
| 品牌数量      | 10~60个   | 20~30个                             | 小于10个                      | 1个                                  | 几乎所有品牌   |
| 产品定位      | 中低端  | 中高端                                | 中端                         | 中档、高档                               | 高中低  |
| 产品价格区间    | 40~300元  | 200~2000元                          | 40~300元                    | 100元及以上                             | 通常有较大折扣  |
| 服务        | 简单的产品咨询  | 商场品牌专柜的美容导购提供美容咨询服务                | 简单的产品咨询                    | 美容导购及产品体验                           | 产品以文字介绍为主  |
| 终端设计装修    | 品牌陈列无明显分隔  | 品牌分隔较为明显，每个柜台代表一个品牌                | 品牌分隔较为明显                   | 品牌陈列有序                              | -  |
| 终端特点      | 中低端产品重要销售渠道，众多高端国际化妆品品牌逐渐进入该渠道；进入门槛逐年上升，一些低档本土品牌面临巨大挑战 | 通过设立专柜树立品牌形象，竞争激烈，知名度、销量较低品牌易被淘汰   | 二三线城市及乡镇日化专营店数量众多，本土品牌占据主导 | 独立门店品牌形象更加突出；同时门店还可以搭配皮肤测试等服务，客户体验好 | B2C平台：天猫、草莓网、乐蜂网、京东等；<br>C2C平台：淘宝、Panli等；<br>品牌直营网店：兰蔻、碧欧泉等；<br>特卖、团购网站：聚美优品、高朋等；<br>海淘等 |
| 主要品牌      | 妮维雅、旁氏、卡尼尔等外资品牌，相宜本草、丁家宜、大宝等本土品牌                       | 欧莱雅、资生堂、娇韵诗、雅诗兰黛、迪奥等外资品牌，本土品牌如佰草集等 | 珀莱雅、自然堂、丸美、美肤宝等本土品牌        | 欧舒丹、科颜氏、悦诗风吟、老中医、林清轩、美体小铺           | 几乎覆盖所有外资和本土品牌  |
| 2018年市场份额 | 22.80%   | 18.10%                             | 10.30%                     | -                                   | 27.40%   |

资料来源：珀莱雅招股书、Euromonitor、光大证券研究所；

注：1) 专营店市占率不包含药店等；

2) 上述渠道以外，还有销售员直接销售化妆品予消费者形式，2018年该种模式市场份额占比9.50%。

品牌营销与渠道均影响品牌业绩表现，但在当前阶段，我们认为新兴渠道的拓展能力重要性高于品牌营销，因为当前我国化妆品行业处于成长期，渠道的红利能快速成就品牌，但木桶效应又决定品牌营销能力需要与渠道拓展能力相当。

➤ **产品：产品力构筑长期竞争基石**

回顾世界主要化妆品行业近十年的前十大品牌格局，我们发现大部分市场化妆品前十大品牌格局较为稳定，不论是大众还是高端都呈现此特点。

我们认为背后的主要原因为大众及高端前十大品牌产品力较强，在行业营销及渠道的不断变迁中可以凭借过硬的产品保持领先的行业地位。

**表 5：2009、2018 年我国与主要发达国家化妆品市场前十大品牌对比**

| 市场排名                | 中国   |      |      |      | 日本       |          |                    |                    | 韩国            |                 |           |           | 美国                |                   |                 |                         |
|---------------------|------|------|------|------|----------|----------|--------------------|--------------------|---------------|-----------------|-----------|-----------|-------------------|-------------------|-----------------|-------------------------|
|                     | 大众   |      | 高端   |      | 大众       |          | 高端                 |                    | 大众            |                 | 高端        |           | 大众                |                   | 高端              |                         |
|                     | 2009 | 2018 | 2009 | 2018 | 2009     | 2018     | 2009               | 2018               | 2009          | 2018            | 2009      | 2018      | 2009              | 2018              | 2009            | 2018                    |
| 1                   | Olay | 欧莱雅  | 兰蔻   | 兰蔻   | Shiseido | Shiseido | Shiseido           | Shiseido           | The Face Shop | The Face Shop   | Sulwhasoo | Sulwhasoo | L'Oréal Paris     | Bath & Body Works | Clinique        | Shiseido                |
| 2                   | 欧莱雅  | 百雀羚  | 雅诗兰黛 | 雅诗兰黛 | DHC      | DHC      | Kanebo             | Pola               | Missha        | Innisfree       | Hera      | Whoo      | Mary Kay          | L'Oréal Paris     | Estée Lauder    | bareMinerals            |
| 3                   | 海飞丝  | 海飞丝  | Dior | Dior | Kanebo   | Bioré    | Pola               | Sofina             | Etude         | AHC             | Isa Knox  | Hera      | Avon              | Dove              | Lancôme         | Giorgio Armani          |
| 4                   | 玫琳凯  | 自然堂  | 资生堂  | 萃雅   | Bioré    | Kosé     | Sofina             | SK-II              | Mise-en-scene | Missha          | Sooryehan | SU:M37    | Bath & Body Works | Neutrogena        | Mac             | Too Faced               |
| 5                   | 飘柔   | Olay | 薇姿   | 资生堂  | Kosé     | Kanebo   | Kosé               | Kanebo             | Mamonde       | Nature Republic | lope      | lope      | Olay              | Mary Kay          | Chanel          | IT Cosmetics            |
| 6                   | 雅芳   | 玫琳凯  | 香奈儿  | SKII | Lux      | Lux      | SK-II              | Clé de Peau Beauté | Mary Kay      | Tony Moly       | O HUI     | O HUI     | Dove              | Maybelline        | Paul Mitchell   | Smash box               |
| 7                   | 完美   | 韩束   | 雅漾   | 雅姿   | Orbis    | Orbis    | Clé de Peau Beauté | Kosé               | Coreana       | Mise-en-scene   | Laneige   | Laneige   | Neutrogena        | Victoria's Secret | bareMinerals    | Anastasia Beverly Hills |
| 8                   | 舒肤佳  | 飘柔   | 兰芝   | 香奈儿  | Noevir   | Fancl    | Menard             | Cosme Decorte      | Elastine      | Age 20's        | Artistry  | Isa Knox  | Cover Girl        | Garnier           | Matrix          | Aveda                   |
| 9                   | 美宝莲  | 美宝莲  | 倩碧   | 兰芝   | Pantene  | Pantene  | Artistry           | Albion             | Nu Skin       | Etude           | SK-II     | Artistry  | Maybelline        | Cover Girl        | Elizabeth Arden | YSL                     |
| 10                  | 欧珀莱  | 悦诗风吟 | YSL  | YSL  | Gatsby   | Gatsby   | Chanel             | Chanel             | LacVert       | Nu Skin         | Whoo      | SK-II     | Clairol           | Suav              | Shiseido        | Redken                  |
| 09~18年持续进入前十榜单的品牌数量 | 6    |      | 7    |      | 9        |          | 6                  |                    | 5             |                 | 9         |           | 5                 |                   | 4               |                         |

资料来源：Euromonitor、光大证券研究所

**3.3.2、短期策略：迎合行业变化，把握内容营销、电商红利新机遇**

由上可知，营销与渠道的扩展能力将影响品牌的业绩表现，对于品牌商应持续迎合行业在营销及渠道等方面的变化。近年我国化妆品行业内容营销兴起、电商渠道领先其他渠道快速发展、渗透率持续提升。

营销方面，近年以来小红书、微信、微博、抖音等社交媒体兴起、其营销价值及商业价值被逐步挖掘、一部分新锐品牌获益内容营销实现快速发展。

表 6：阿里全网护肤品行业前十大品牌销售额及在阿里全网护肤品行业市占率

| 排名 | 品牌<br>(2019.03) | 销售额<br>(百万元) | 阿里全网市<br>占率 | 品牌<br>(2019.04) | 销售额<br>(百万元) | 阿里全网市<br>占率 | 品牌<br>(2019.05) | 销售额<br>(百万元) | 阿里全网市<br>占率 |
|----|-----------------|--------------|-------------|-----------------|--------------|-------------|-----------------|--------------|-------------|
| 1  | 欧丽源             | 281.78       | 2.84%       | 欧丽源             | 440.70       | 5.01%       | 莱贝              | 702.21       | 7.26%       |
| 2  | 倾肤              | 255.41       | 2.57%       | 莱贝              | 191.00       | 2.17%       | 一枝春             | 219.15       | 2.26%       |
| 3  | l'oreal         | 226.63       | 2.28%       | 一枝春             | 140.95       | 1.60%       | 欧丽源             | 212.47       | 2.20%       |
| 4  | 形象美             | 194.06       | 1.96%       | l'oreal         | 134.31       | 1.53%       | Bauo            | 200.57       | 2.07%       |
| 5  | olay            | 168.71       | 1.70%       | Olay            | 112.12       | 1.27%       | 梵贞              | 191.03       | 1.97%       |
| 6  | 莱贝              | 160.37       | 1.62%       | Wis             | 97.82        | 1.11%       | l'oreal         | 181.75       | 1.88%       |
| 7  | 一枝春             | 144.36       | 1.45%       | estee lauder    | 97.82        | 1.11%       | lancome         | 151.56       | 1.57%       |
| 8  | estee lauder    | 128.65       | 1.30%       | audala          | 95.26        | 1.08%       | 36°37           | 116.45       | 1.20%       |
| 9  | wis             | 123.75       | 1.25%       | sk-ii           | 93.61        | 1.06%       | Olay            | 115.50       | 1.19%       |
| 10 | 海洋主义            | 119.30       | 1.20%       | lancome         | 88.54        | 1.01%       | Wis             | 112.13       | 1.16%       |

资料来源：淘数据、光大证券研究所

注：上表中粗体品牌为新锐品牌

表 7：阿里全网彩妆行业前十大品牌销售额及在阿里全网彩妆行业市占率

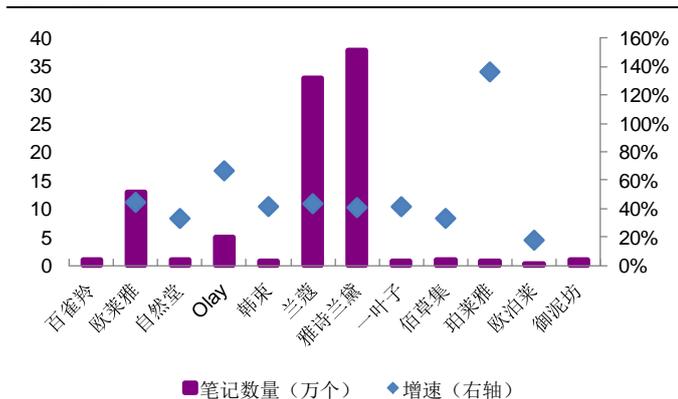
| 排名 | 品牌<br>(2019.03) | 销售额<br>(百万元) | 阿里全网市<br>占率 | 品牌<br>(2019.04) | 销售额<br>(百万元) | 阿里全网市<br>占率 | 品牌<br>(2019.05) | 销售额<br>(百万元) | 阿里全网市<br>占率 |
|----|-----------------|--------------|-------------|-----------------|--------------|-------------|-----------------|--------------|-------------|
| 1  | 完美日记            | 196.56       | 4.93%       | 欧丽源             | 162.95       | 4.19%       | 完美日记            | 164.89       | 4.59%       |
| 2  | maybelline      | 94.49        | 2.37%       | 完美日记            | 162.48       | 4.18%       | ysl             | 103.84       | 2.89%       |
| 3  | Mac             | 88.92        | 2.23%       | 花西子             | 157.23       | 4.04%       | mac             | 95.62        | 2.66%       |
| 4  | Ysl             | 86.25        | 2.16%       | mac             | 83.94        | 2.16%       | 花西子             | 94.82        | 2.64%       |
| 5  | 稚优泉             | 82.58        | 2.07%       | ysl             | 65.12        | 1.67%       | dior            | 77.13        | 2.15%       |
| 6  | 卡姿兰             | 78.59        | 1.97%       | giorgio armani  | 65.08        | 1.67%       | givenchy        | 73.26        | 2.04%       |
| 7  | Dior            | 68.33        | 1.71%       | 淮树              | 63.51        | 1.63%       | giorgio armani  | 69.00        | 1.92%       |
| 8  | Zeesea          | 68.15        | 1.71%       | maybelline      | 60.62        | 1.56%       | 曼诗丽             | 59.74        | 1.66%       |
| 9  | estee lauder    | 68.10        | 1.71%       | 稚优泉             | 57.63        | 1.48%       | estee lauder    | 58.79        | 1.64%       |
| 10 | giorgio armani  | 61.50        | 1.54%       | 卡姿兰             | 54.21        | 1.39%       | maybelline      | 57.46        | 1.60%       |

资料来源：淘数据、光大证券研究所

注：上表中粗体品牌为新锐品牌

国际品牌与本土传统品牌纷纷学习效仿、加码内容营销，但执行力度不一。据我们跟踪的小红书笔记及商品数量、抖音官方账号获赞数及粉丝数的数据，国际品牌资金实力强及品牌力强，使得其内容营销量（其中部分为品牌自带流量）远高于本土品牌；本土品牌中对比来看，珀莱雅、佰草集、御泥坊、自然堂等内容营销转型较快，内容营销的趋势把握更为迅速。

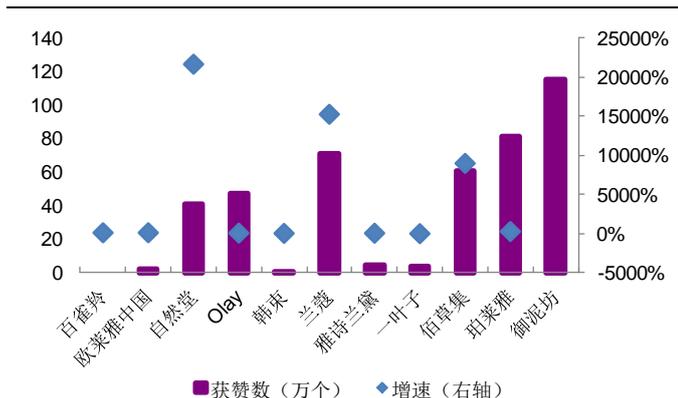
图 47: 截止 2019 年 6 月 15 日各品牌小红书笔记数量 (万个)



资料来源: 小红书 APP、光大证券研究所

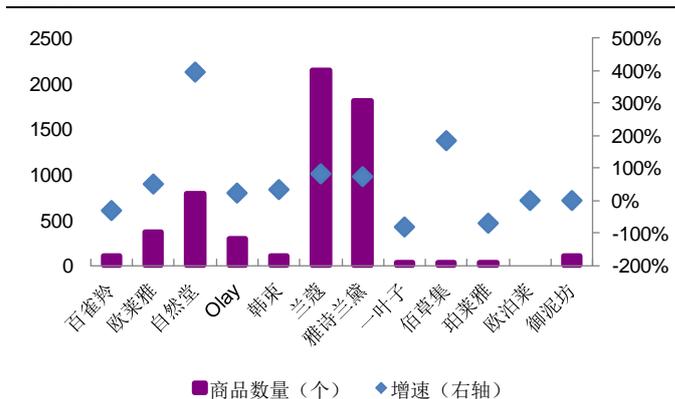
注: 1) 上图中从左到右的品牌顺序为 2017 年我国护肤品行业市场占率从大到小, 下同  
2) 增速是相比 2018 年 12 月 20 日光大证券最早跟踪以来的增速, 下同

图 49: 截止 2019 年 6 月 15 日各品牌抖音官方账号获赞数 (万个)



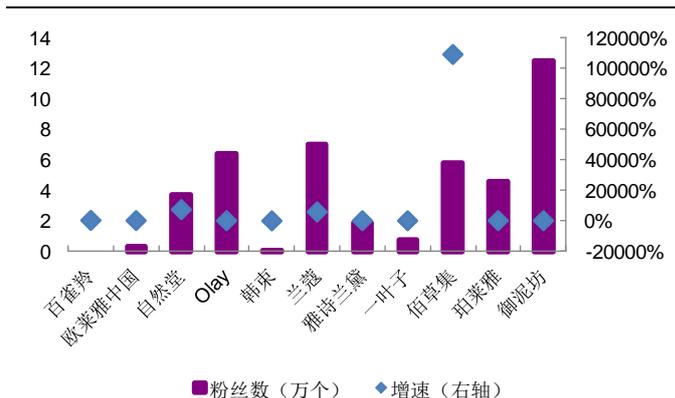
资料来源: 抖音 APP、光大证券研究所

图 48: 截止 2019 年 6 月 15 日各品牌小红书商品数量 (个)



资料来源: 小红书 APP、光大证券研究所

图 50: 截止 2019 年 6 月 15 日各品牌抖音官方账号粉丝数 (万个)



资料来源: 抖音 APP、光大证券研究所

渠道方面, 近年线上渠道市场份额持续提升, 线下 CS 渠道份额总体持平、与行业总体增长水平相当, 而其他线下渠道如商超、百货等份额持续下降、增长缓慢。

据 Euromonitor, 2018 年我国化妆品行业商超、百货、CS 渠道、电商等市场份额占比分别为 22.80%、18.10%、10.30%、27.40%, 2013~2018 年渠道市场规模复合增速分别为 3.54%、4.58%、17.52%、56.33%。

我们判断积极向与品牌定位相符的成长渠道调整/拓展的品牌商更容易胜出。

### 3.3.3、长期策略: 持续把握行业趋势, 加强研发、提升产品力

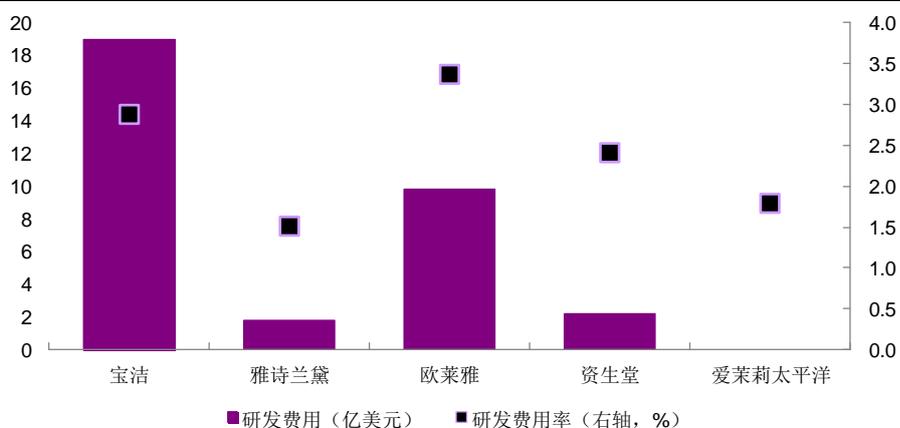
➢ 跨越品牌兴衰, 看化妆品公司不变的品质: 顺应行业趋势、重视研发构筑壁垒

化妆品营销及渠道持续快速变化，品牌亦随之兴衰，我们认为只有能持续根据行业变迁趋势做出调整或迎合行业变化培育新品牌的运营商才有望胜出。

此外，研发也构成品牌商长期胜出的竞争要素。考察世界个护巨头宝洁、化妆品巨头欧莱雅、日本化妆品龙头资生堂、韩国化妆品龙头爱茉莉太平洋等在研发上均较为突出，其研发费用率通常在 2~4%，年研发投入规模在亿美元级别、其中宝洁年研发投入规模将近 20 亿美元。

国际化妆品巨头研发内容亦较为丰富。如欧莱雅研发包括消费者需求洞察、产品原料及配方研发、产品概念及包装升级等；资生堂研发范围远远超越皮肤研究的范围，从原材料至终端消费者购买行为、从化妆品技术研发到消费者行为心理学、覆盖面广。

图 51：2018 年世界主要化妆品品牌公司研发费用及研发费用率



资料来源：Bloomberg、光大证券研究所

### ➤ 案例分析：韩国化妆品龙头成长之路——持续迎合行业变迁、重研发夯实竞争力

韩国化妆品行业成长于 60~80 年代、成熟于 90 年代至今，在其成长期韩国政府限制化妆品进口，虽然这与我国当前处于成长期的化妆品行业中国际品牌大量进口的格局不同，但与在国际品牌布局相对较弱的广大四线及以下城市市场仍较为相近，此外韩国化妆品 90 年代亦受到国际品牌的冲击，对我国未来国际品牌渠道下沉、本土品牌向上突破进入中高端领域、本土品牌与国际品牌竞争加剧提供参考与借鉴。

为此，我们重点研究了一直居于韩国化妆品行业龙头地位的爱茉莉太平洋的发展历史，希望透过行业发展变迁挖掘其成功的要素，我们发现其在始终重视研发的同时，在品牌、营销、渠道等方面一直处于持续变革中，迎合行业变化趋势、把握行业细分机遇。

分阶段来看，公司在进口限制时期（90 年代以前）领先同业的主要原因为始终走在行业前列、且勇于创新；在 90 年代开放进口、国际品牌涌入韩国国内市场，公司在市场份额一度下降背景下能继续稳住龙头地位在于其持续梳理品牌矩阵、推陈出新、把握行业新渠道机遇。

**a. 进口限制时期（90 年代以前），公司研发、产品、营销等持续走在行业前列：**早在韩国化妆品行业进入快速发展时期以前（60~70 年代），爱茉莉

太平洋已经重视产品研发与质量，利用战后日本人遗留下的在当时较为先进的设备生产，1954年成立韩国第一家化妆品研究实验室、1958年在亚洲首次引入德国设备；产品方面，1948年推出第一个款产品“Melody”面霜、1951年推出“ABC”头油、1966年推出“ABC”人参面霜（雪花秀前身，到1970年因为市场变化而停产），均以品质著称，70年代设立第一家彩妆子公司“OMY Love”迎合当时刚刚兴起的美妆机遇；营销端，1958年出版韩国第一版美妆月刊，进入70年代在同业均聘请明星作为代言人的年代，公司首次聘请“韩国小姐”作为代言人、引发市场关注。

图 52：爱茉莉太平洋 50 年代推出的 ABC 人参霜

图 53：爱茉莉太平洋 70 年代的彩妆广告



资料来源：chosun、光大证券研究所

资料来源：chosun、光大证券研究所

**b. 全面开放时期（90 年代以后），公司持续革新、梳理品牌矩阵、迎合行业趋势：**

至 90 年代，本土品牌供过于求、同时韩国政府开放国内市场、国外品牌纷纷布局，行业竞争加剧，爱茉莉太平洋与 LG 生活与健康合计市占率从 1991 年的 60.6% 下降至 1995 年的 50%。为此爱茉莉太平洋重新调整策略，推出从高端到大众全覆盖的多品牌战略、同时旗下各品牌之间进行明确清晰的定位梳理（目标人群、年龄、职业、价位、品牌概念、零售渠道等）、将此前外包的品牌营销转为内部掌控，并且此后公司不断针对行业变化与趋势调整、梳理品牌矩阵，例如 2000 年以后针对单品牌店兴起、推出悦诗风吟等新品牌。公司目前的品牌多创立于 90 年代以后，而早期创立的品牌如“Melody”、“ABC”等均在不符合行业变化的潮流中停产/升级换代。

图 54：雪花秀品牌前身



1966  
雪花秀的前身“ABC 人参面霜”首度问世。



1973  
蕴含人参皂苷的创新护肤品<人参参美>问世。



1981  
推出全新<参美真>，并出口至海外 25 个国家与地区。



1987  
蕴含东方珍贵草本的<雪花>品牌应运而生。

资料来源：雪花秀品牌官网、光大证券研究所

表 8：爱茉莉太平洋旗下品牌多成立于 90 年代并先后推出中高端、高端品牌

| 旗下品牌                | 定位         | 成立时间        | 品类             |
|---------------------|------------|-------------|----------------|
| Vitalbeautie        | -          | 1972        | 美容食品           |
| Aritaum             | -          | 1983        | 公司自有品牌专营店      |
| Median              | 中高端        | 1983        | 口腔护理           |
| <b>Etude</b>        | <b>中端</b>  | <b>1985</b> | <b>护肤及彩妆</b>   |
| Primera             | 中高端        | 1990        | 护肤             |
| <b>Mamonde</b>      | <b>中端</b>  | <b>1991</b> | <b>护肤及彩妆</b>   |
| <b>Langeige</b>     | <b>中高端</b> | <b>1994</b> | <b>护肤及彩妆</b>   |
| Lirikos             | 中档         | 1994        | 护肤及彩妆          |
| Verite              | 中高端        | 1994        | 彩妆             |
| <b>Hera</b>         | <b>高端</b>  | <b>1995</b> | <b>护肤及彩妆</b>   |
| <b>lope</b>         | <b>中高端</b> | <b>1996</b> | <b>护肤及彩妆</b>   |
| Odyssey             | 中高端        | 1996        | 男士护肤           |
| <b>sulwhasoo</b>    | <b>高端</b>  | <b>1997</b> | <b>护肤</b>      |
| <b>Innisfree</b>    | <b>中端</b>  | <b>2000</b> | <b>护肤及彩妆</b>   |
| happy bath          | 中高端        | 2000        | 沐浴用品           |
| <b>amorepacific</b> | <b>高端</b>  | <b>2002</b> | <b>护肤及彩妆</b>   |
| Aestura             | 中高端        | 2006        | 护肤（药妆）         |
| Goutal              | -          | 2011        | 2011 年收购美国香水品牌 |
| Mise-en-scene       | -          | 2011        | 染发品牌           |
| 东医                  | -          | 2014        | 口腔护理           |
| Fresh Pop           | 中高端        | 2016        | 洗护发品牌          |
| Bro&T!ps            | 中端         | 2017        | 男士护肤           |
| Hanyul              | 中高端        | -           | 彩妆             |
| Espoir              | 中端         | -           | 彩妆             |
| Makeon              | -          | -           | 美妆仪器           |
| Outrun              | -          | -           | 护肤（防晒用品）       |
| cube me             | -          | -           | 美容食品           |
| 吕                   | 中高端        | -           | 洗护发            |
| <b>Amos</b>         | <b>高端</b>  | -           | <b>专业洗护发品牌</b> |
| 理润                  | 中端         | -           | 护肤品            |
| Pleasia             | 中高端        | -           | 口腔护理           |
| Osulloc             | 茶概念食品      | -           | 茶概念食品          |

资料来源：爱茉莉太平洋公司官网、光大证券研究所

注：加粗的为公司主力品牌；深紫色为高端品牌、浅紫色为中高端品牌。

## 4、生厂商：行业成长、集中度待提升，本土龙头初现

### 4.1、概况：下游需求释放促产能扩张，品牌外包催生代加工需求

- 下游需求释放推动化妆品产能持续扩张

我国化妆品生产商伴随下游消费需求的释放而成长，上世纪 90 年代我国个护用品率先发展，一批本土洗护用品代工企业纷纷建厂，进入 2000 年以后我国护肤品需求快速兴起，诸多本土护肤代工企业亦迎来蓬勃发展期，近年我国彩妆消费逐步流行、成为推动我国化妆品行业增长的重要品类之一，本土彩妆生产商亦悄然兴起。2003~2017 年我国化妆品制造业固定资产投资额年均复合增速为 24.44%。

图 55：我国化妆品制造固定资产投资完成额（亿元）及同比增速



资料来源：Wind、光大证券研究所；

注：2013 年数据缺失

市场空间来看，按照化妆品产品通常的 10 倍加价倍率测算，2018 年我国化妆品生产产值 410 亿元、2004~2018 年年均复合增速为 10.56%。分品类来看，我国化妆品产值占比较大的为护肤品、18 年占比约 50%。

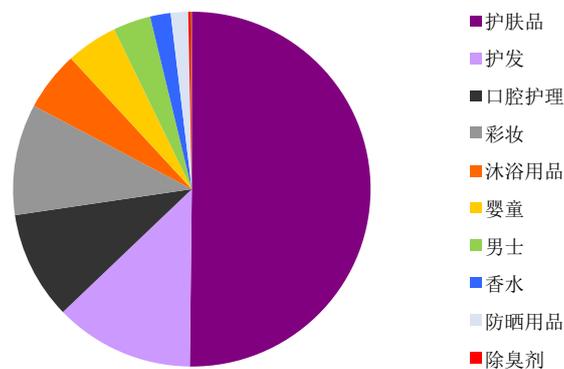
图 56：2004~2018 年我国化妆品产值及同比增速



资料来源：Euromonitor、光大证券研究所

注：产值测算过程中假设化妆品总体加价倍率为 10 倍，由终端零售市场规模推算所得。

图 57：2018 年我国化妆品产值按品类占比

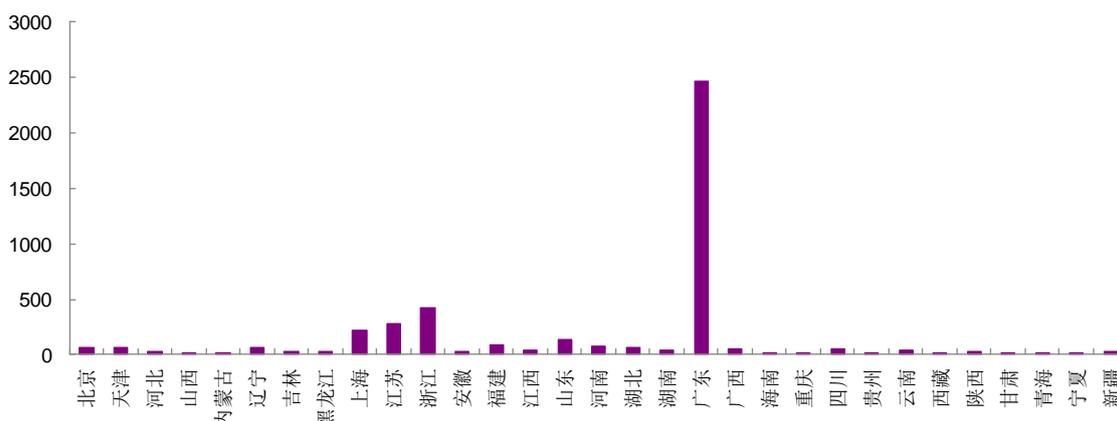


资料来源：Euromonitor、光大证券研究所

注：产值测算过程中假设所有细分品类的加价倍率均为 10 倍，由终端零售市场规模推算所得。

截止 2018 年 4 月我国化妆品代工厂数量有 4456 家，主要分布在我国珠三角地区，广东省较为集中、同期生产商数量为 2469 家、占比 55%左右。

图 58：截止 18 年 4 月我国化妆品生产商数量（个）分省份分布情况



资料来源：智研咨询、光大证券研究所

### ➤ 代加工需求来自于小品牌生产环节的全部外包、大品牌部分外包

我国化妆品的生产主要由品牌商自主生产及 OEM/ODM 等代工生产。不同品牌商对于自主生产与外包生产的选择有所不同。1) 通常规模体量较大的品牌商以自主生产为主、外包生产为辅。2) 而对于行业中大量的小品牌而言，其资金实力较弱、建设自主产能难度较大，通常采用外包生产的模式。

因此，代加工的直接需求来自于小品牌全部外包生产以及大品牌的部分外包需求。

表 9：我国化妆品上市公司生产模式及主营业务成本构成

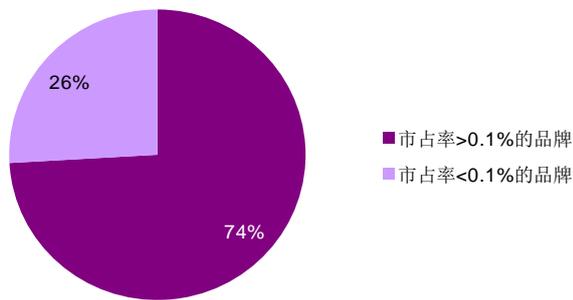
| 公司名称 | 生产模式            | 主营业务成本构成                 | 直接材料成本构成                         | 主要的直接材料                            |
|------|-----------------|--------------------------|----------------------------------|------------------------------------|
| 上海家化 | 自主生产为主          | -                        | -                                | 皂粒、油脂、表面活性剂、溶剂、营养药物添加剂、包装物（纸箱、玻璃等） |
| 珀莱雅  | 自主生产为主、OEM 生产为辅 | 直接材料 90%+直接人工 6%+制造费用 4% | 原材料 30%+包装物 70%                  | 保湿剂、活性物、油脂蜡、乳化剂、包装物（纸箱等）           |
| 御家汇  | 委托加工为主，自主生产为辅   | 材料 70%+人工与制造费用 30%       | 原材料 30%+包装物 70%（以公司自主生产的贴片式面膜为例） | 保湿剂、活性物、膜布、彩盒、铝膜袋                  |
| 拉芳家化 | 自主生产为主，委外生产为辅   | 直接材料 88%+直接人工 5%+制造费用 7% | -                                | 表面活性剂、香精、硅油、皂基                     |

资料来源：Wind、光大证券研究所

当前我国大量小品牌营收规模在 5 亿元以下、对应终端零售规模在 50 亿元以下，18 年在我国化妆品市占率不足 0.1%。我们以此为界限，假设市占率不足 0.1%的品牌完全采用外包生产模式，市占率在 0.1%以上的品牌外包比例分为三种假设情形：外包占比 50%/30%/10%，结合 18 年市占率不足 0.1%的品牌、超过 0.1%的品牌合计占比分别为 25.9%、74.1%，可以推算出三种假设情形下，我国化妆品外包生产（代加工生产）占总产值的比重分别为 62.95%、48.13%、33.31%。

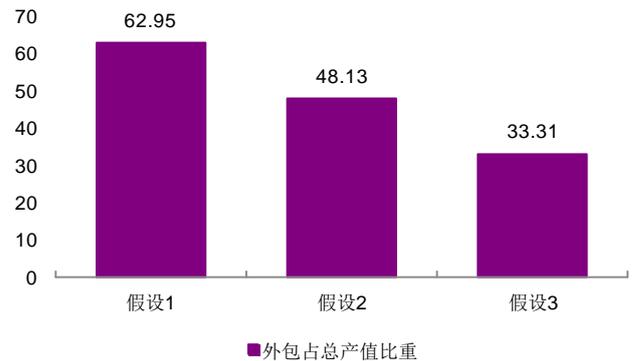
可以看出，虽然大品牌商多以自主生产为主，但由于大量小品牌的外包需求持续存在，生产商仍有较好的发展空间。预计未来我国化妆品代加工行业发展动力主要来自于下游需求释放推动行业总体产值增加以及小品牌持续涌现、外包需求的增加。

图 59：2018 年我国市占率<0.1%、>0.1%的品牌合计零售规模占化妆品总零售规模占比



资料来源：Euromonitor、光大证券研究所

图 60：分别不同情形设定下我国化妆品外包生产比例占行业总产值比重（%）



资料来源：Euromonitor、光大证券研究所

注：市占率在 0.1% 以上的品牌外包比例占比分为三种假设情形：外占比 50%/30%/10%。

## 4.2、格局：行业集中度低、本土生产商龙头初现

国内化妆品行业的成长机遇吸引国内外公司纷纷布局，其中国际生产商莹特丽、韩国化妆品代工龙头科丝美诗、科玛、韩佛等自 2003 年以来陆续进入中国，本土公司中有诺斯贝尔、芭薇股份、广州雅纯、栋方股份等自 2000 年以来纷纷进入代工行业。

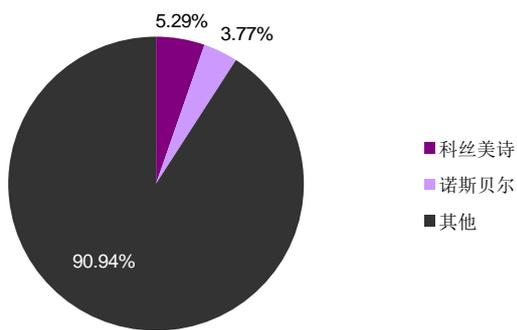
### ➤ 行业集中度低，未来有待提升

当前我国化妆品生产环节集中度仍较低，根据可获得的数据，我们测算出 2017 年我国化妆品生产环节 CR2（科丝美诗中国、诺斯贝尔）为 9%，而同期韩国 CR2 为 81%<sup>②</sup>。

当前我国化妆品生产环节行业集中度低主要为其发展历程较短，韩国化妆品代加工行业发展于 80 年代、进入 90 年代后行业企业数量增多、当今韩国化妆品生产公司多成立于 90 年代以后。

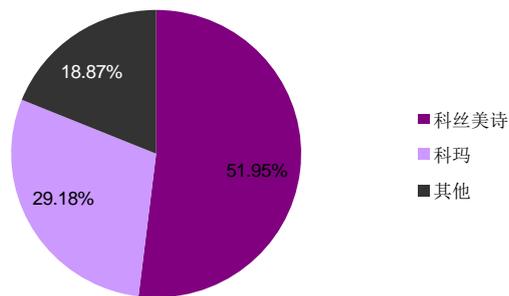
<sup>②</sup>韩国生产环节市场规模按 10 倍产品加价倍率由终端零售市场规模推算所得，公司市占率=公司在韩国本土营收除以上述测算的生产环节市场空间，由于数据来源较多、多重测算，与实际情况或有差异。但中国市场也才采用相同办法推算，中韩两国横向对比仍有参考意义。

图 61：2017 年我国生产环节龙头市占率



资料来源：Wind、Bloomberg、Euromonitor、光大证券研究所  
 注：龙头市占率为光大证券研究所测算，龙头市占率=龙头本土营收÷化妆品生产产值，其中化妆品生产产值根据 10 倍产品加价倍率、由化妆品零售总规模推算所得，此处数据来源及情况假设较多，推算结果与实际情况或有差异。

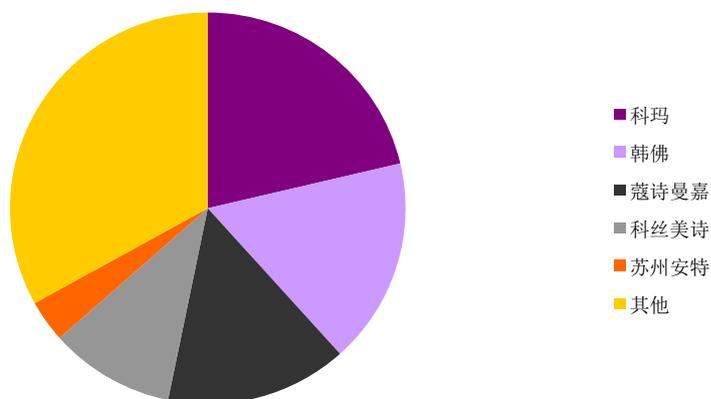
图 62：2017 年韩国生产环节龙头市占率



资料来源：Wind、Bloomberg、Euromonitor、光大证券研究所  
 注：龙头市占率为光大证券研究所测算，龙头市占率=龙头本土营收÷化妆品生产产值，其中化妆品生产产值根据 10 倍产品加价倍率、由化妆品零售总规模推算所得，此处数据来源及情况假设较多，推算结果与实际情况或有差异。

总体上看，国际代工厂具有成熟的研发技术与生产管理经验，代工的品类横跨个护及美妆、品类丰富且代工价格相对较高，合作客户有国际品牌等优质客户，其优质的产品特性也吸引我国本土品牌与其合作，如珀莱雅 2017H1 前五大采购商均为国际生产商。

图 63：17H1 珀莱雅 OEM 采购额前五大 OEM 商采购金额占比



资料来源：Wind、光大证券研究所

我国本土生产商发展时间相对国际生产商较短，产品品类较为单一、集中在面膜/护肤/彩妆等领域，总体规模体量较小，合作的客户多以本土品牌为主，其中较为优质的生产商客户以体量规模较大的传统本土品牌为主，如佰草集、御泥坊、小迷糊、相宜本草，以及网红品牌完美日记、花西子、美康粉黛等。

表 10: 本土代工厂与国际代工厂对比

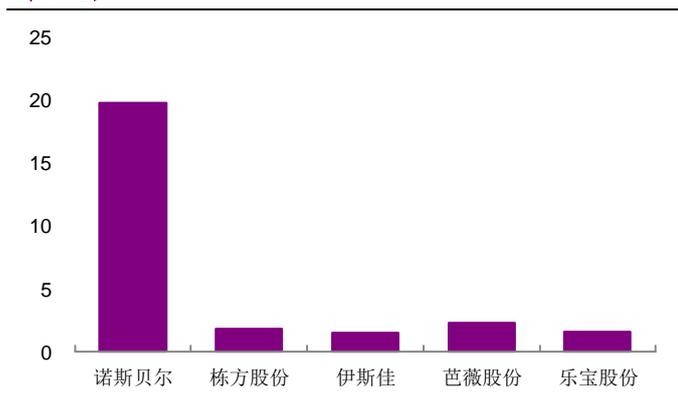
| 代工厂       | 加工品类            | 服务的客户                               | 产品特点及竞争力  | 规模     |
|-----------|-----------------|-------------------------------------|---|--------|
| 本土代工厂     | 以护肤为主,且产品结构较为单一 | 本土品牌为主,其中大量本土代工厂为本土小品牌提供代工服务        | 研发实力较弱、生产产品质量较差,定价较低,缺乏核心竞争力通常通过低价竞争;部分代工厂依托低成本的电商/微商等渠道拓展自有品牌、获得更高的盈利空间。 | 体量相对较小 |
| 国际代工厂在华分厂 | 护肤、彩妆等          | 服务对象广泛,包括国际大牌在华销售产品、本土传统线下品牌、本土小品牌等 | 研发实力较强、产品质量较有保障,因此定价通常较高;无自有品牌、不与客户竞争。                                    | 体量相对较大 |

资料来源: 国产非特殊用途化妆品备案服务平台、《化妆品观察》、Wind、光大证券研究所

➤ 本土生产商诺斯贝尔一枝独秀: 占据行业龙头、规模体量及客户质量均高于其他本土生产商

我国本土生产商中诺斯贝尔表现一枝独秀,公司专注面膜代加工行业,获益面膜的高成长性实现快速发展,目前逐步由面膜向水乳膏霜代工方向发展,在规模、成长稳定性等方面均优于同业,未来随着公司代工品类的逐步丰富,其发展规模有望进一步扩大。

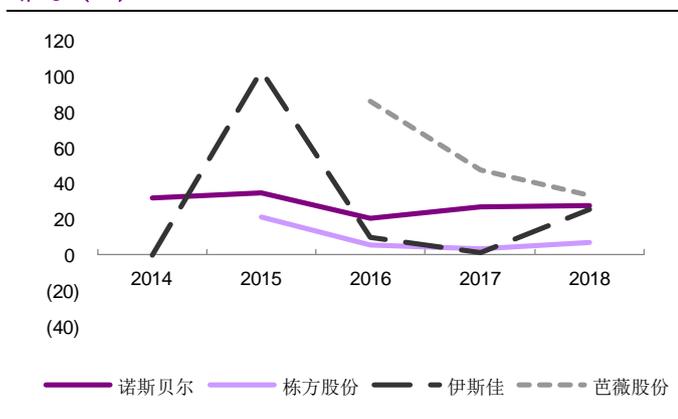
图 64: 2018 年我国主要化妆品代工上市公司营收 (亿元)



资料来源: Wind、光大证券研究所

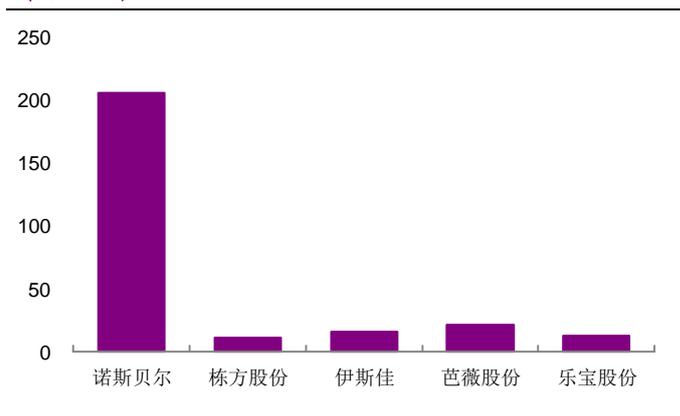
注: 栋方股份、伊斯佳、芭薇股份、乐宝股份为新三板上市公司,其中乐宝股份已退市、其 18 年财务数据实际为 17 年,下同。

图 66: 2014~2018 年我国化妆品生产商上市公司收入增速 (%)



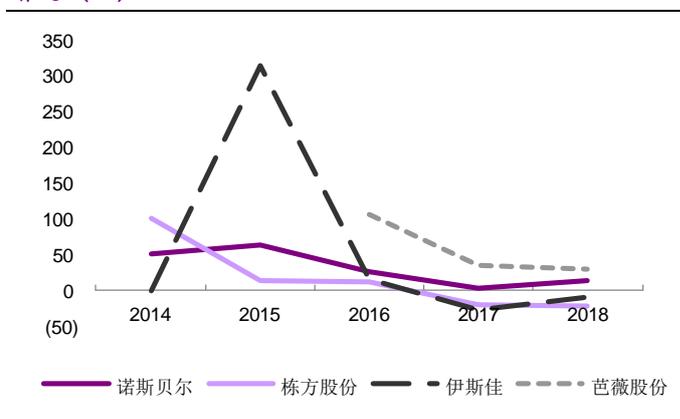
资料来源: Wind、光大证券研究所

图 65: 2018 年我国主要化妆品代工上市公司归母净利润 (百万元)



资料来源: Wind、光大证券研究所

图 67: 2014~2018 年我国化妆品生产商上市公司净利润增速 (%)



资料来源: Wind、光大证券研究所

诺斯贝尔在注重研发、规模优势逐渐凸显的背景下，客户质量不断提升，本土知名护肤公司如伽蓝集团、韩后、御家汇等纷纷成为公司前五大客户，定量单持续增长。当前公司还获得爱茉莉太平洋、联合利华、玫琳凯、安利等国际品牌的订单，国际客户订单仍处于小批量试生产阶段，未来随着合作进展顺利、未来订单量有望扩大。

本土同业竞争者（护肤领域的代工商）多以本土小品牌为主。如在新三板上市体量较大的芭薇股份客户以初印象、姘媯、蔻臣士、丽雨嘉田等本土小品牌为主（据国产非特殊用途化妆品备案平台）。

**表 11：诺斯贝尔前五大客户采购金额（亿元）**

| 2014             |             | 2016      |             | 2017      |             | 2018年1~7月 |             |
|------------------|-------------|-----------|-------------|-----------|-------------|-----------|-------------|
| 屈臣氏              | 2.96        | 屈臣氏       | 3.40        | 屈臣氏       | 3.43        | 屈臣氏       | 1.78        |
| 东方风行             | 0.64        | 韩后        | 1.53        | 伽蓝集团      | 2.10        | 伽蓝集团      | 1.48        |
| Reckitt Benkiser | 0.46        | 御家汇       | 0.89        | 韩后        | 1.55        | 御家汇       | 0.95        |
| GAMAHEALTHCARE   | 0.35        | 植物医生      | 0.75        | 御家汇       | 1.04        | 新高姿       | 0.52        |
| 妮维雅              | 0.24        | 伽蓝集团      | 0.73        | 植物医生      | 0.74        | 上海悦目      | 0.51        |
| <b>合计</b>        | <b>4.64</b> | <b>合计</b> | <b>7.30</b> | <b>合计</b> | <b>8.86</b> | <b>合计</b> | <b>5.24</b> |

资料来源：公司公告、光大证券研究所

注：2015年数据缺失

### 4.3、竞争要素：研发为本实现客户质量跃升，规模效应夯实壁垒

#### ➤ 研发为本，实现客户质量的跃升

生产商与品牌商相互背书，生产商按客户质量分层。不同行业地位的生产商的订单通常来自与其对应到品牌端具有相当行业地位或更低的品牌商。

欧美品牌除在华自建工厂生产以外，多合作意大利化妆品生产龙头莹特丽；韩国品牌在华多合作韩国生产商、如科丝美诗、科玛等；我国本土生产商客户多以本土品牌为主，部分优质生产商已获得国际大牌的部分订单，例如护肤代工领域的诺斯贝尔、彩妆代工领域的上海臻臣。

由于生产商与品牌商相互背书，因此若生产商能获得大品牌的信赖和订单，一方面，进入大品牌供应链体系、相互绑定、分享大品牌成长，另外也有助于拓展小品牌客户、带来业绩增长点。

而实现客户质量的跃升，在于研发及产品力强，能够为客户提供优质的产品。因此生产商应该以研发为本，实现客户质量的跃升。

表 12：我国主要化妆品生产商简介

| 公司名称     | 成立时间 | 备案产品数量<br>(个) | 服务品牌   | 生产品类        | 17年在中国<br>市场营收<br>(亿元人民币) | 17年营收<br>占中国化<br>妆品产能<br>比重 (%) |
|----------|------|---------------|--|-------------|---------------------------|---------------------------------|
| 科丝美诗 (韩) | 2004 | 10709         | 完美日记、百雀羚、稚优泉、羽西、萝莉小姐、优图碧、美宝莲、欧莱雅、olay、悦诗风吟以及大量中国本土小品牌      | 护肤、彩妆       | 21.7                      | 5.29%                           |
| 诺斯贝尔     | 2004 | 3874          | 完美日记、佰草集、高夫、御泥坊、韩后、英氏、膜法世家、小迷糊、花瑶花、欧诗漫、魔法时代、梦妆、美颜秘笈、高姿、屈臣氏 | 面膜为主        | 15.46                     | 3.77%                           |
| 莹特丽 (意)  | 2003 | 3064          | 雅诗兰黛、佰草集、百雀羚、伊蒂之屋、花灵、完美日记                                  | 护肤、彩妆       | 5.44                      | 1.33%                           |
| 科玛 (韩)   | 2007 | 7560          | 悦诗风吟、伊蒂之屋、百雀羚、花灵、悦丽雅以及其他小品牌                                | 护肤、彩妆       | 3.52                      | 0.86%                           |
| 芭薇股份     | 2006 | 7289          | 初印象、姘媯、蔻臣士、丽雨嘉田等小品牌  | 面膜、水乳霜膏     | 1.72                      | 0.42%                           |
| 栋方股份     | 2003 | 2204          | 御泥坊、小迷糊、韩后、白小西、自然旋律、婵皙、植萃集；巴黎欧莱雅                           | 面膜、水乳霜膏、洗护发 | 1.69                      | 0.41%                           |
| 上海臻臣     | 2015 | 1432          | 完美日记、花西子、美康粉黛、FACE IDEAS、小蜜坊、橘、Cata.Q86、爱得菲                | 彩妆          | -                         | -                               |
| 苏州安特 (美) | 2006 | 2469          | Cata.Q86、珀兰娜、木槿生活、FACE IDEAS、BIG EVE 等                     | 彩妆          | -                         | -                               |
| 乐宝股份     | 2003 | 2309          | 御泥坊、小迷糊、相宜本草、LifeVC/Beauty、瑟尤丽恩、光芮等                        | 护肤          | 1.55                      | 0.38%                           |
| 伊斯佳      | 1998 | 4313          | BS、Jians、蔻伶、现代经典、亲子、肌颜之锁                                   | 面膜、水乳霜膏     | 1.20                      | 0.29%                           |

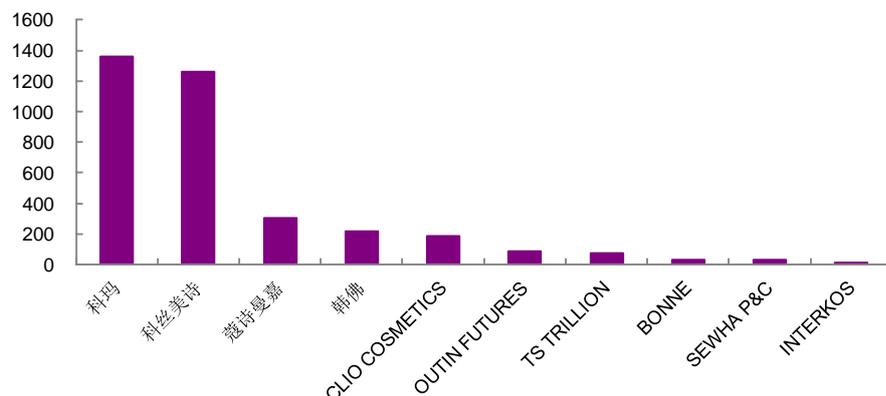
资料来源：国产非特殊用途化妆品备案服务平台、品观网、公司官网、光大证券研究所

注：为了增加数据的可对比性，营收规模数据使用 2017 财年；莹特丽财务数据实际为 2015 年。

### ➤ 规模效应逐渐释放夯实竞争壁垒

以韩国化妆品生产商格局为例，韩国目前有两大化妆品生产龙头、分别为科丝美诗、科玛，形成寡头垄断格局。

图 68：2018 年韩国化妆品主要生产商营收规模对比 (百万韩元)



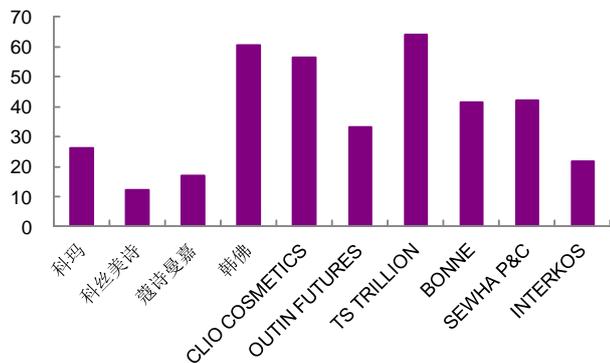
资料来源：Bloomberg、光大证券研究所

对比两大龙头与同业竞争者的财务数据发现，科丝美诗 (Cosmax) 与科玛 (Kolma) 的毛利率均较同业更低，但净利率处于行业平均水平，显示出其

较强的生产管理能力和较低的生产成本。较低的毛利率可以理解为相比同业有更高的性价比，而产品的高性价比离不开规模效应。

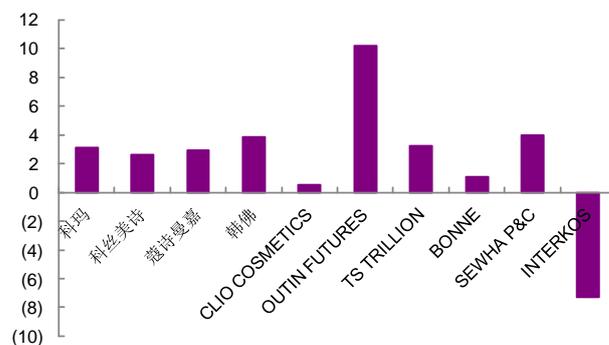
大规模生产降低产品成本，意味着相同出厂价可以使用更优质的原材料或在使用相同品质的原材料基础上可以给出更低的出厂价，无论采取何种策略均优于竞争对手。

图 69：2018 年韩国化妆品主要生产商毛利率对比 (%)



资料来源：Bloomberg、光大证券研究所

图 70：2018 年韩国化妆品主要生产商净利率对比 (%)



资料来源：Bloomberg、光大证券研究所

## 5、行业展望：尚处早期，前景广阔

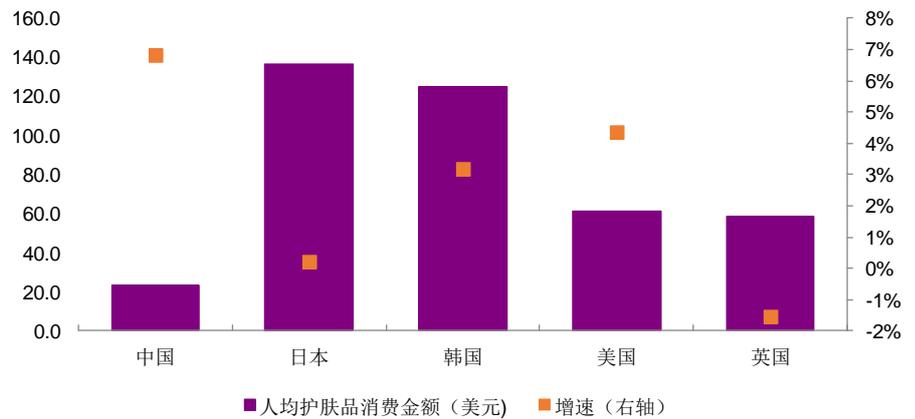
### 5.1、品牌商：行业兴起，多品牌发展渐成趋势

#### 5.1.1、行业发展空间大，集中度待提升

我国化妆品行业市场增速全球最高，但对比发达国家，我国人均消费水平仍较低，2018 年我国人均护肤品消费金额为 23 美元，同期日本、韩国、美国、英国等人均护肤品消费金额分别为 137、125、61、58 美元，分别是我国的 5.9、5.4、2.7、2.5 倍。

当前我国护肤品人均消费仍处于较高增速，2013~2018 年年均复合增速为 6.83%，而同期日本、韩国、美国、英国等国家为 0.22%、3.19%、4.37%、-1.54%，未来随着我国国民收入水平提升，在人均消费水平增长背景下，我国护肤品人均消费金额有望持续增加。

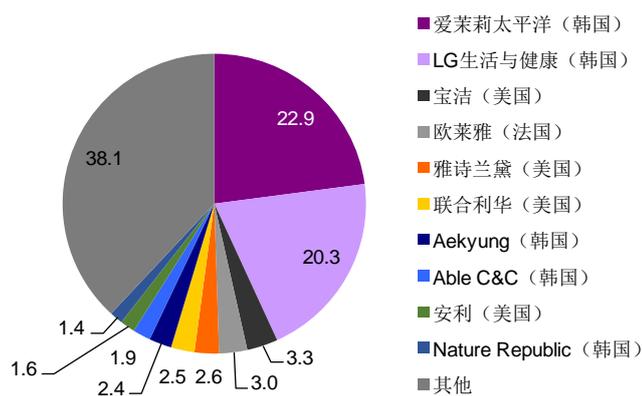
图 71:2018 年主要国家护肤品人均年消费金额(美元)及近五年(2013~2018 年)复合增速



资料来源: Euromonitor、光大证券研究所

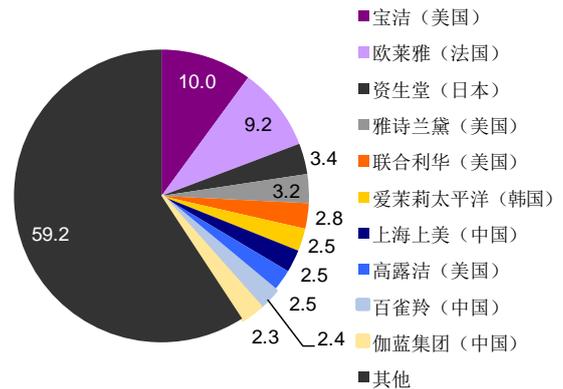
当前我国化妆品行业集中度仍偏低, 18 年公司 CR10 为 41% (对比同期韩国市场 62%) 仍处于较低水平。龙头市占率来看, 我国与成熟市场仍存一定差距。

图 72: 18 年韩国化妆品公司市占率 (%)



资料来源: Euromonitor, 光大证券研究所

图 73: 18 年我国化妆品公司市占率 (%)



资料来源: Euromonitor, 光大证券研究所

### 5.1.2、单品牌仍有成长空间, 多品牌运作构筑龙头

#### ➤ 目前我国化妆品单品牌规模仍较小、未来仍有发展空间

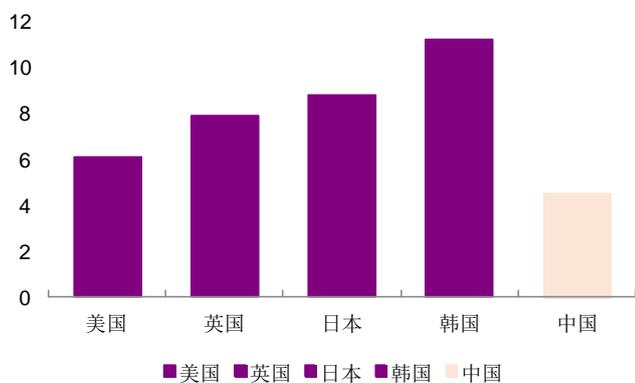
当前我国部分护肤品牌营收规模在 20 亿元, 市场普遍担心其是否发展至品牌天花板。单品牌天花板由其所在的市场规模及市占率所决定, 其中市占率主要与行业发展阶段有关, 行业发展越早期、其品牌市占率通常越低。

以我国化妆品第一大品类护肤品为例, 当前我国第一大龙头品牌百雀羚在护肤品市占率为 4.5%、而同期美英日韩等发达国家成熟市场龙头品牌市占率分别为 6.1%、7.9%、8.8%、11.2%, 我国护肤品龙头品牌市占率偏低。

若龙头品牌市占率类比发达国家, 以 18 年化妆品零售市场规模来进行测算, 龙头品牌零售规模有望达到 129-238 亿元, 是当前的 1.36-2.49 倍。

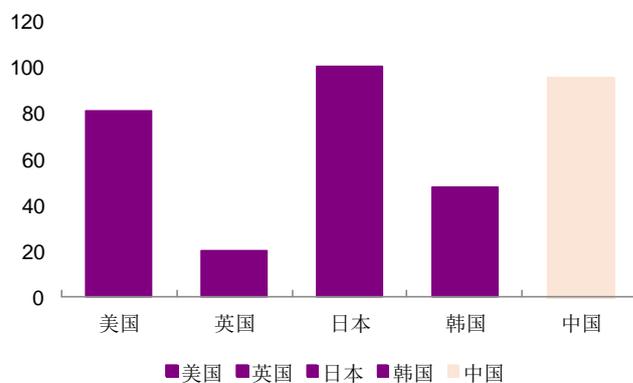
我国化妆品单品牌具体成长空间一方面来源于人均消费水平提升、行业空间进一步加大，另一方面来源于产品品质提升、竞争力增强、品类的丰富、渠道的多元化从而实现市占率提升。

图 74：2018 年不同国家护肤品第一大品牌市占率 (%)



资料来源：Euromonitor、光大证券研究所

图 75：2018 年不同国家护肤品第一大品牌终端零售额 (亿元)



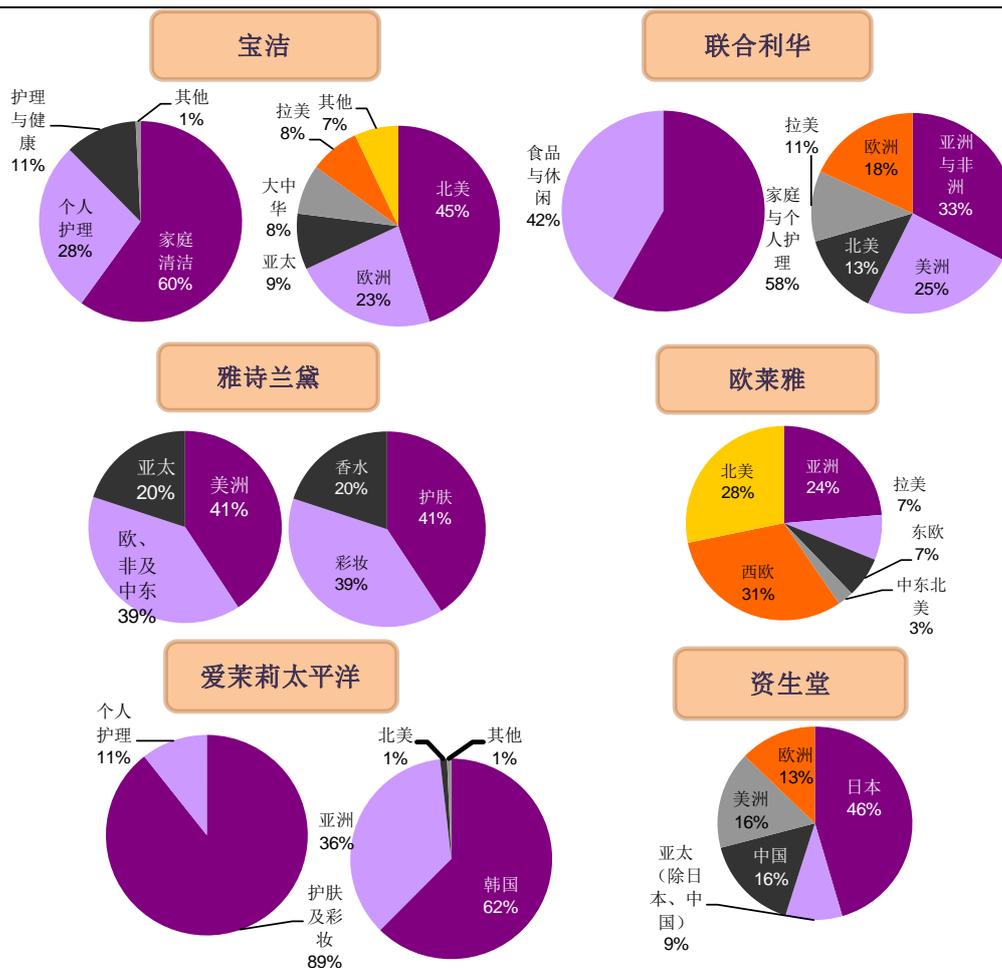
资料来源：Euromonitor、光大证券研究所

### ➤ 单品牌存天花板及收入波动风险，多品牌协同发展为龙头公司必经之路

由于化妆品行业变化快速，单品牌存在不能随行业及时调整、出现收入波动的风险，此外达到一定体量后还面临天花板的风险。

从国外历史发展经验来看，由于化妆品行业变化快速、不同时代有其专属的品牌，品牌格局持续变化，但并不意味着没有业绩长青的化妆品龙头公司诞生，品牌变换背后沉淀下来的出色的品牌运营能力、通过多品牌路径实现行业机遇把握及单品牌业绩风险分散、有望诞生行业龙头。参考世界几大化妆品巨头其业务亦多为多品牌发展。

图 76：国际化妆品巨头多业务、跨区域发展



资料来源：Bloomberg、光大证券研究所；

注：上述化妆品品牌商分业务、分地区收入为 2017 年财务年度

## 5.2、生产商：需求推动，期待寡头诞生

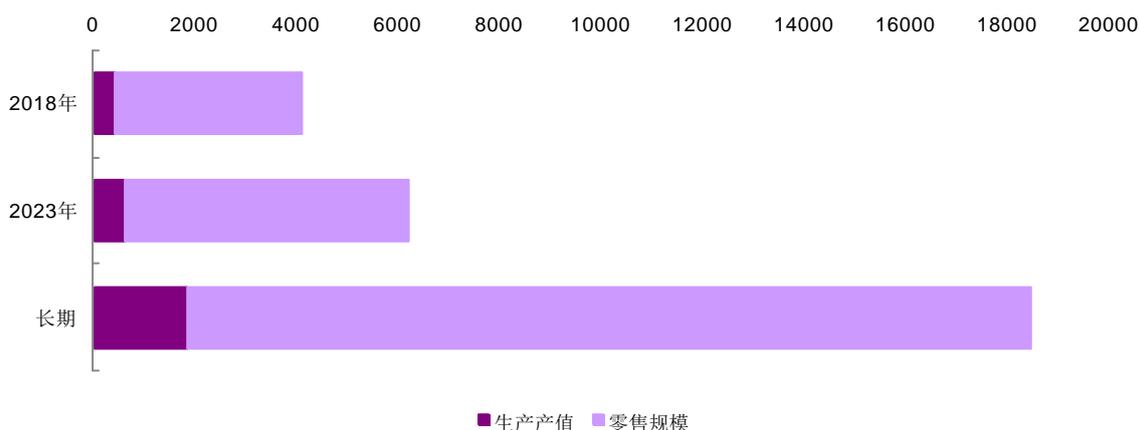
### 5.2.1、小行业空间待释放，大寡头格局望形成

➤ 空间：获益下游需求释放及小品牌加速成长，生产商空间待释放

行业虽小但获益我国化妆品消费升级趋势、且近年小品牌加速崛起、小品牌代加工需求旺盛等，我国化妆品代加工行业有望继续快速成长。

参考我国未来下游品牌零售成长空间仍有 3~6 倍，假设外包生产的比例不变，我国上游代工生产行业空间仍有 3~6 倍空间，而未来随着小品牌加速成长，行业总体外包生产产值空间有望高于 3~6 倍。

图 77：2018、2023 及长期我国化妆品零售及产值空间（亿元）



资料来源：Euromonitor、光大证券研究所

注：2023 年空间为 Euromonitor 预测，长期空间为光大证券研究所对比参考国际成熟市场化妆品人均消费规模预测，即 2018 年发达国家人均化妆品消费金额平均是我国的 4.5 倍，假设未来我国人均消费水平达到发达国家水平、并且人口总量及结构维持不变，长期我国化妆品市场空间将达到 2018 年的 4.5 倍，由 10 倍加价倍率推算上游生产产值。

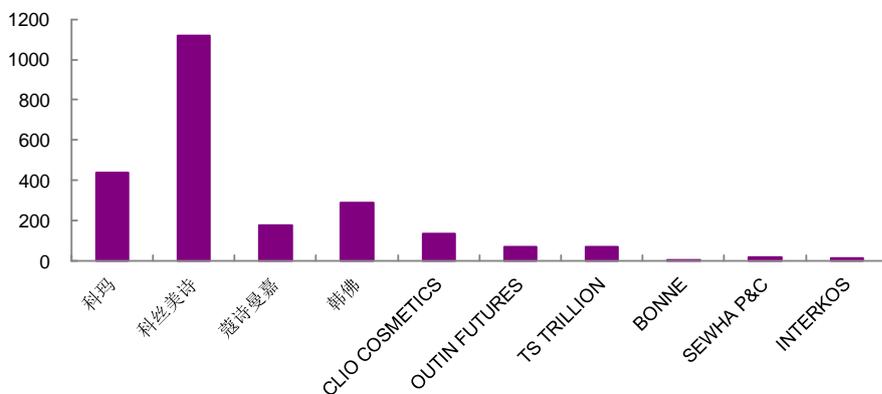
➤ 格局：寡头垄断格局望形成

韩国化妆品产业发展成熟，品牌商环节形成了爱茉莉太平洋、LG 生活与健康等两大龙头，生产环节形成了科玛、科丝美诗等两大龙头。

观察韩国化妆品代工行业格局，发现已经形成稳固的寡头垄断格局（据我们前文测算，2017 年韩国化妆品生产行业 OEM CR2 为 81%。），科玛和科丝美诗多年来稳居韩国化妆品代工龙头地位，并且规模远超同业竞争对手。2018 年科玛、科丝美诗在韩国本土营收规模分别为 11.19、4.37 亿韩元。

背后的主要原因为：1）一方面行业总体规模空间有限，行业高度集中在少量的代工商有利于实现规模效应最大化；2）龙头借力规模效应持续巩固行业地位、形成良性循环，为大品牌提供质量保障的产品、合作关系稳固，小品牌乐于与大厂商合作为其背书、增强竞争力。

图 78：2018 年韩国主要化妆品生产商在韩国本土营收规模（百万韩元）



资料来源：Bloomberg、光大证券研究所

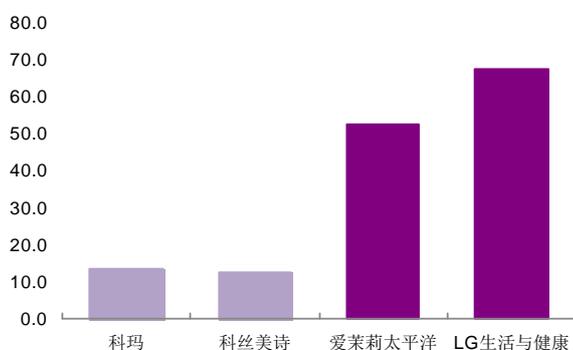
预计未来我国化妆品代工领域最终亦有望形成寡头垄断格局。当前行业仍处于成长期，为代工商的发展提供了良好契机，我国生产商应在行业成长期选好赛道快速成长、形成规模效应，同时加强研发、提升客户质量、扩充服务范围，实现规模效应与研发实力相互促进的正向循环、夯实竞争壁垒。

### 5.2.2、生产商客户粘性强，发展动力足

#### ➤ 龙头成长：生产商龙头客户粘性强于品牌商

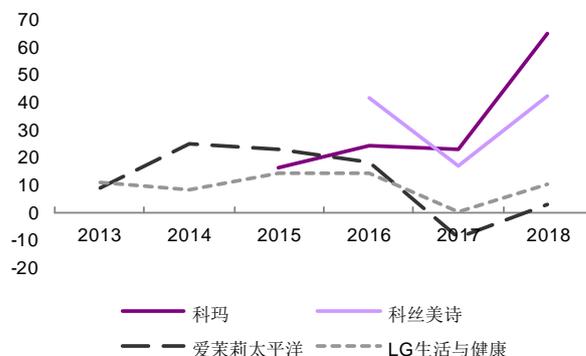
受制于生产环节空间小于品牌零售空间，韩国化妆品生产龙头营收规模小于品牌商规模，但其成长性与稳定性均优于品牌商，主要为生产商的客户粘性及其稳定性强于品牌商。

图 79：2018 年韩国化妆品生产与品牌龙头营收规模对比 (亿韩元)



资料来源：Bloomberg、光大证券研究所

图 80：2018 年韩国化妆品生产与品牌龙头营收增速对比 (%)



资料来源：Bloomberg、光大证券研究所

#### ➤ 拓展品类/客户/产业链/市场等发展空间大

当前我国化妆品生产商品类较为单一、客户以本土品牌为主、主要负责 OEM 环节（部分参与 ODM 环节），未来我国本土龙头可通过拓展品类，增强研发实力、提升客户质量，向 ODM 等较高附加值环节延伸，甚至跟随本土品牌布局海外市场的步伐拓展国际市场等进一步提升发展空间。

图 81：科丝美诗业务多元



资料来源：科丝美诗中国官网、光大证券研究所

## 6、投资建议与推荐标的

### 6.1、投资建议

当前我国化妆品行业处于成长期，有望培育出本土优质品牌商及生产商，建议关注。其中：

➤ **品牌商**：获益三四线城市消费升级趋势我国化妆品行业蓬勃发展，我国本土品牌把握行业机遇、市场地位持续提升。行业多年发展经历渠道变迁、营销方式更迭。品牌短期竞争要素为品牌营销及渠道拓展，长期胜出仍需关注产品力。

未来行业成长空间大、集中度仍待提升，多品牌发展有利于缓解单品牌业绩波动风险、同时有利于迎合行业新变化、分享新成长机遇。

推荐把握行业趋势变化能力强、持续增强研发实力加强长期竞争力、拓展多品牌、发展动力足的**珀莱雅**以及研发优势领先、迎合行业新营销趋势调整的多品牌本土龙头**上海家化**。

➤ **生产商**：终端需求的持续释放促进了生产商的发展，经过 20 多年的培育，一部分本土公司凭借持续的研发投入、生产规模效应逐步显现，如护肤品领域的**诺斯贝尔**、彩妆领域的**上海臻臣**等。

未来随着下游需求持续释放、小品牌兴起为上游生产环节提供机遇，同时生产商与品牌商相互背书、研发实力不断增强、合作客户范围持续扩大、规模效应得到加强与巩固、行业最终有望向寡头集中。

推荐聚焦化妆品代加工领域、研发实力较强、客户质量持续提升的本土化妆品代加工商**诺斯贝尔**（**青松股份** 19 年 4 月收购其 90% 股权）。

### 6.2、推荐标的

#### 6.2.1、珀莱雅：优质本土护肤品标的，把握行业趋势力强、业绩增长靓丽

公司主营化妆品业务，以护肤品为主，定位大众端。主品牌珀莱雅定位二三线城市、贡献主要收入来源，2018 年底主品牌线下日化专营店经销商数量为 100 余家，网点数 13000 多家，此外公司通过自主培育及合伙人制，品牌总数扩充至 9 个（如韩雅、悠雅、猫语玫瑰等）；渠道以专营店、电商为主，2018 年收入占比分别为 43%、44%。

公司 2014 年以前业绩快速增长，2015-16 年受电商冲击收入分别同降 5.45%、1.33%、线下收入出现下滑，17 年线下收入企稳、线上持续高增促收入同增 9.83%，18 年线下线上均提速，全年收入同增 32.43%，19Q1 收入增速放缓。

公司早期把握专营店机遇快速成长为全国性品牌，2012 年自建团队布局高成长电商贡献业绩增长，2018 年快速切入新兴社交电商、未来发展空间大，此外迎合三四线城市消费升级、拓展单品牌店、18 年下半年开设约 500 家、

19 年计划新增 1000 家。采用合伙人制平台化运作孵化切入进口品、彩妆等行业风口、添加长期增长动力。

2018 年 6 月底推出股权激励，业绩目标为以 2017 年为基数，2018~2020 年营收增速不低于 30.8%/74.24%/132.61%（折算同比增速分别为 30.8%/33.21%/33.50%），净利润增速不低于 30.1%/71.21%/131.99%（折算同比增速分别为 30.1%/31.60%/35.50%），彰显发展信心。

2019 年 5 月主品牌天猫旗舰店销售增速放缓，主要为去年高基数影响所致，预计该部分影响仍存，其他小品牌继续快速增长，预计公司未来线上发展动力由主品牌转向多品牌、多平台，公司披露全年电商收入增速目标维持 50%。

**投资建议：**我们看好公司出色的把握行业趋势的能力，先后借力 CS、电商等渠道成长为全国性品牌，18 年拓展社交电商、单品牌店等新渠道机遇，布局内容营销等新型营销方式、开启二次增长。当前化妆品行业仍处成长期、大众端竞争主要集中于渠道拓展>品牌营销>爆款打造上，公司在渠道、营销、产品等方面均具有出色的运营能力，业绩有望持续快速增长。长期来看，公司战略生态化发展、目前已经通过平台化、合伙人制布局行业新风口、把握新锐品牌机遇，前景可期。我们维持 19~21 年 EPS 为 1.89、2.57、3.33 元，对应 19 年 PE 31 倍，维持“买入”评级。

**风险提示：**终端零售疲软；渠道拓展、营销效果、新品牌培育不及预期；无法把握行业趋势变化。

**表 13：珀莱雅盈利预测与估值**

| 指标             | 2017     | 2018     | 2019E    | 2020E    | 2021E    |
|----------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入（百万元）      | 1,783.03 | 2,361.25 | 3,151.62 | 4,138.73 | 5,337.49 |
| 营业收入增长率        | 9.83%    | 32.43%   | 33.47%   | 31.32%   | 28.96%   |
| 净利润（百万元）       | 200.79   | 287.19   | 381.58   | 517.13   | 670.64   |
| 净利润增长率         | 30.70%   | 43.03%   | 32.87%   | 35.53%   | 29.68%   |
| EPS（元）         | 1.00     | 1.43     | 1.89     | 2.57     | 3.33     |
| ROE（归属母公司）（摊薄） | 13.76%   | 16.95%   | 18.17%   | 19.76%   | 20.40%   |
| P/E            | 59       | 41       | 31       | 23       | 18       |

资料来源：Wind、光大证券研究所预测 注：股价为 2019 年 6 月 14 日收盘价

### 6.2.2、上海家化：百年家化龙头，多品牌资产优质、持续焕活

公司为百年本土家化龙头，2001 年上市。旗下 10 个品牌覆盖美容护肤、个护、家居护理等，18 年收入占比分别为 33.03%、63.07%、3.27%，采用与品牌相匹配的多元渠道销售模式，2011 年实控人变更为平安集团、目前平安系持股 52.16%。

公司近年业绩波动较大，15 年收入增速放缓、16 年出现下滑。16 年底新董事长张东方上任，对公司进行多项改革，部分品牌效果显现，17 年收入同比增 9%、恢复增长，18Q2 受部分线上渠道调整影响收入增速出现波动、Q3 逐步消化，18 年全年收入、净利分别增 10%、39%、总体平稳，19Q1 渠道库存清理影响收入同比增 5.03%。

目前公司拥有佰草集、六神、汤美星三大明星品牌（收入十亿元以上）、贡献约 80% 收入，分别在美容护肤、个护、婴童用品领域占据领先地位，此

外公司还针对细分消费趋势，激活老品牌、推出新品牌，形成美加净、高夫、启初等中坚（收入亿元级），玉泽、家安、一花一木、双妹等新锐品牌（收入尚未达亿元级），为公司长期发展提供充足动力。

分品牌看，公司护肤主品牌佰草集贡献收入占比约 30%，近年因内部人员更替问题未能较好把握护肤品行业发展机遇，新董事长上任后 17 年恢复双位数增长、18 年出现业绩波动，总体仍未调整到位。19 年公司重点调整佰草集，目前已于 18 年底重新梳理品牌定位与形象、更换天猫代运营商，19Q1 重点清理线下百货渠道库存、轻装上阵，5 月加大内容营销投放力度、天猫旗舰店销售额增长靓丽，建议关注。

17 年公司收购集团旗下 50 年英国喂哺龙头品牌汤美星，18 年整合初见成效、盈利能力显著提升。18 年公司与美国领先个护制造商 C&D（美国小苏打市场排名第一）达成合作意向，独家负责其小苏打、牙膏、干发香波、女性洗液等在中国大陆全渠道推广及销售，进一步夯实竞争力、带来新的业绩增长点。

**投资建议：**我们看好公司多品牌优质资产及其优秀的研发能力，佰草集品牌继品牌再定位、渠道调整优化之后，渠道库存问题得到优化，轻装上阵，5 月将加大内容营销投放力度、聚焦资源先后打造冻干面膜、日月精华等明星产品，掘金化妆品行业红利，调整效果有望逐步显现、业绩端望迎来改善，维持 19~21 年 EPS 为 0.92、1.07、1.26 元，对应 19 年 PE 31 倍，维持“买入”评级。

**风险提示：**终端零售疲软；佰草集品牌调整效果不及预期；多品牌培育不及预期。

**表 14：上海家化盈利预测与估值**

| 指标             | 2017     | 2018     | 2019E    | 2020E    | 2021E     |
|----------------|----------|----------|----------|----------|-----------|
| 营业收入（百万元）      | 6,488.25 | 7,137.95 | 7,899.58 | 8,884.41 | 10,148.55 |
| 营业收入增长率        | 21.93%   | 10.01%   | 10.67%   | 12.47%   | 14.23%    |
| 净利润（百万元）       | 389.80   | 540.38   | 617.50   | 717.71   | 846.23    |
| 净利润增长率         | 80.45%   | 38.63%   | 14.27%   | 16.23%   | 17.91%    |
| EPS（元）         | 0.58     | 0.81     | 0.92     | 1.07     | 1.26      |
| ROE（归属母公司）（摊薄） | 7.25%    | 9.30%    | 9.59%    | 10.03%   | 10.58%    |
| P/E            | 49       | 36       | 31       | 27       | 23        |

资料来源：Wind、光大证券研究所预测 注：股价为 2019 年 6 月 14 日收盘价

### 6.2.3、青松股份：全球樟脑制造龙头收购本土化妆品代加工领导者，双主业驱动业绩动力足

青松股份主营松节油深加工，即以松节油为主要原料，通过化学加工方法生产合成樟脑、冰片、香精香料等精细化工产品，广泛应用于日化、医药、农药、饲料、纺织、皮革、塑料等化工行业。公司产品以合成樟脑为主，2018 年内销与出口收入占比将近 6:4，其中国内市场采用直营式销售模式、出口主要向欧洲、亚洲等地区、采用分销模式。公司是全球樟脑行业龙头，占全球产能 44.78%、占全国产能 78.95%。于 2010 年 10 月 26 日于创业板上市。

自上市以来公司业绩呈现波动，主要为产品销售均价波动，而销量总体较为平稳，尤其是 2016 年以来公司收入增长持续大幅提速，主要为近年受到松

脂-松节油-樟脑产业链价格传导以及放大效应的影响，公司为行业龙头将原材料成本上涨转嫁给下游，产品销售均价持续大幅增长。2013~2018 年公司收入与净利年均复合增速分别为 17.60%、69.45%；2018 年收入与净利规模分别为 14.22、4.00 亿元，分别同比增 75.24%、322.55%；19Q1 继续获益产品销售价格上涨，收入与净利分别同比增 30.57%、33.98%。

公司以 11.56 元/股发行 1.31 亿股份及现金 9.20 亿元收购诺斯贝尔 90% 股权（作价 24.3 亿元）并募集 7 亿元配套资金，19 年 4 月已完成资产交割。诺斯贝尔承诺 2018 年扣非归母净利不低于 2 亿元，2018~2019 年合计净利不低于 4.4 亿元、2018~2020 年合计净利不低于 7.28 亿元。

诺斯贝尔成立于 2004 年，主营面膜、护肤品及湿巾等产品的设计、研发与制造，为国内外客户提供 OEM、ODM 服务，以内销为主，主力品类为面膜。经过多年发展，已与国内外众多客户建立了稳定 ODM 合作关系，如屈臣氏、资生堂、妮维雅、爱茉莉太平洋、联合利华、伽蓝集团、御家汇、上海家化、上海悦目等。目前诺斯贝尔在全球化妆品代加工企业排名第四名。2016 年在新三板挂牌，代码为 835320.OC，16 年 3 月定增增发 2650 万股，18 年 5 月终止挂牌新三板。

获益我国下游化妆品行业、尤其是面膜等细分品类的快速发展，诺斯贝尔收入与净利增速保持较快增长，2013~2018 年年均复合增速分别为 28.63%、29.97%，2018 年收入与净利分别为 19.78 亿元、2.06 亿元，分别同比增 27.95%、13.05%。2016、2017 年净利增速有所放缓主要为毛利率下降较多所致。

细分品类来看，诺斯贝尔主力产品面膜引领增长，新老客户持续开发、前五大客户贡献收入持续增长的同时新客户不断扩充。2013~2017 年主要产品面膜、湿巾、护肤品等收入年均复合增速分别为 56.50%、12.87%、7.28%。前五大客户贡献收入 2013~2017 年年均复合增速为 25.83%，占公司总收入比重由 2013 年的 62.90% 下降至 2017 年的 57.28%。

诺斯贝尔毛利率自 2016 年以来呈现下降趋势，主要为公司在产业升级过程中，产能储备、扩大市场份额的战略目标的影响，增加生产、仓储等方面的投入同时对部分大客户适当降价。公司控费能力出色，近年费用率呈现下降趋势。

诺斯贝尔 2016 年以前存货与应收账款周转率持续提速，显示良好的运营能力，2016 年公司抢占市场份额、扩大业务规模，在存货周转及应收账款周转方面略有放缓。

6 月 11 日公司公告持股 5% 以上股东柯维龙及其一致行动人柯维新计划 6 个月内减持不超 3099 万股股份、占公司总股份数 6%，其中通过集中竞价减持不超 2%（且任意连续 3 个月内减持不超 1%）、大宗交易减持不超 4%（且任意连续 3 个月内减持不超 2%）。

盈利预测方面，1) 公司原主业合成樟脑制造业务未来有望获益量价齐升，其中产品价格预计在国内松树资源萎缩以及松脂限采、人力采摘成本上升、原料价格上涨带动下呈现上升态势，量有望随着公司合成樟脑扩建项目、香料产品项目等陆续投产实现扩张。预计 19~21 年公司产品均价分别同比增 25%、13%、2%，销量分别同比增 2%、8%、8%。

获益产品提价，合成樟脑业务毛利率预计呈现提升态势，假设 19~21 年该业务毛利率分别为 41.89%、42.39%、42.89%；费用投入较为刚性、同时收入快速增长，费用率预计总体呈下降趋势，假设 19~21 年销售费用率分别为 1.61%、1.51%、1.41%，管理费用率分别为 5.35%、5.25%、5.15%。

2) 化妆品代加工业务，公司计划利用已租入待投入使用的厂房，通过购置自动化设备提高产能和产量，预计未来随着公司在化妆品加工领域的竞争力增强，销量亦有望随着产能释放而提升；价格方面，预计公司优势品类（如面膜、护肤品等）规模优势逐渐凸显、产品均价呈现下降趋势。

分品类来看，19~21 年面膜销量分别同比增 24.84%、19.06%、16.83%，面膜均价分别同比降 0.95%、降 0.97%、降 1.96%；湿巾销量增速分别为 21.07%、17.00%、15.00%，湿巾均价分别同比增 0.93%、0.00%、0.00%；护肤品销量分别同比增 21.02%、19.97%、17.97%，护肤品均价分别同比增 0.00%、降 0.21%、降 1.48%；无纺布营收预计分别同比增 8.96%、11.75%、9.36%。

目前诺斯贝尔在化妆品代加工领域已确立龙头地位，未来随着规模效应凸显，毛利率有望回升，同时毛利率较低的护肤品、湿巾、无纺布等品类占比提升，正负双向作用致毛利率总体呈现波动，假设 19~21 年毛利率分别为 22.98%、23.11%、23.27%。

化妆品代加工业务快速成长，费用相对较为刚性，费用率预计未来呈现下降趋势，19~21 年销售费用率分别为 4.14%、4.07%、4.06%，管理费用率分别为 6.06%、5.90%、5.76%。

公司 2019 年 4 月完成收购诺斯贝尔 90% 股权，假设 6 月开始并表，预计公司 19~21 年合计营收分别为 29.92、35.97、40.22 亿元，归母净利润分别为 6.46、9.42、10.67 亿元，EPS 分别为 1.25、1.82、2.07 元，对应 19 年 PE 8 倍。

表 15：青松股份分业务收入拆分及盈利预测

|                     | 2018    | 2019E   | 2020E   | 2021E   |
|---------------------|---------|---------|---------|---------|
| <b>青松股份原合成樟脑业务</b>  |         |         |         |         |
| 营收 (亿元)             | 14.22   | 18.13   | 22.12   | 24.37   |
| yoy                 | 75.24%  | 27.50%  | 22.04%  | 10.16%  |
| 销量 (万吨)             | 3.99    | 4.07    | 4.39    | 4.74    |
| yoy                 | -4.58%  | 2.00%   | 8.00%   | 8.00%   |
| 均价 (万元/吨)           | 3.57    | 4.46    | 5.04    | 5.14    |
| yoy                 | 83.65%  | 25.00%  | 13.00%  | 2.00%   |
| <b>诺斯贝尔化妆品加工业务</b>  |         |         |         |         |
| 营收 (亿元)             | 19.78   | 23.58   | 27.71   | 31.71   |
| yoy                 | 27.95%  | 19.22%  | 17.49%  | 14.43%  |
| <b>其中：面膜营收 (亿元)</b> | 12.44   | 15.38   | 18.13   | 20.77   |
| yoy                 | 26.16%  | 23.66%  | 17.90%  | 14.54%  |
| 面膜销量 (吨)            | 1196.16 | 1493.33 | 1777.93 | 2077.09 |
| yoy                 | 27.39%  | 24.84%  | 19.06%  | 16.83%  |
| 面膜均价 (元/片)          | 1.04    | 1.03    | 1.02    | 1.00    |
| yoy                 | -0.97%  | -0.95%  | -0.97%  | -1.96%  |
| <b>湿巾营收 (亿元)</b>    | 3.22    | 3.93    | 4.60    | 5.29    |

|                       |              |              |              |              |
|-----------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| yoy                   | 22.35%       | 22.19%       | 17.00%       | 15.00%       |
| 湿巾销量 (吨)              | 4776.69      | 5783.16      | 6766.30      | 7781.25      |
| yoy                   | 27.11%       | 21.07%       | 17.00%       | 15.00%       |
| 湿巾均价 (元/片)            | 0.07         | 0.07         | 0.07         | 0.07         |
| yoy                   | -3.75%       | 0.93%        | 0.00%        | 0.00%        |
| 护肤品营收 (亿元)            | <b>2.08</b>  | <b>2.52</b>  | <b>3.02</b>  | <b>3.51</b>  |
| yoy                   | 20.18%       | 21.03%       | 19.72%       | 16.22%       |
| 护肤品销量 (吨)             | 43.99        | 53.24        | 63.87        | 75.35        |
| yoy                   | 19.68%       | 21.02%       | 19.97%       | 17.97%       |
| 护肤品均价 (元/100ml)       | 4.74         | 4.74         | 4.73         | 4.66         |
| yoy                   | 0.41%        | 0.00%        | -0.21%       | -1.48%       |
| 无纺布系列营收 (亿元)          | <b>1.60</b>  | <b>1.75</b>  | <b>1.95</b>  | <b>2.13</b>  |
| yoy                   | 36.66%       | 8.96%        | 11.75%       | 9.36%        |
| 总营收 (亿元)<br>(合并报表口径)  | <b>14.22</b> | <b>29.92</b> | <b>35.97</b> | <b>40.22</b> |
| yoy                   | 75.24%       | 110.45%      | 20.25%       | 11.81%       |
| 归母净利 (亿元)<br>(合并报表口径) | <b>4.00</b>  | <b>6.46</b>  | <b>9.42</b>  | <b>10.67</b> |
| yoy                   | 322.55%      | 61.38%       | 45.73%       | 13.36%       |
| EPS (元)<br>(合并报表口径)   | <b>0.78</b>  | <b>1.25</b>  | <b>1.82</b>  | <b>2.07</b>  |

资料来源: Wind、光大证券研究所预测

公司化工业务 A 股同业 19 年 PE 均值为 12 倍, PEG 0.46~3.28; 化妆品加工业务同业在 A 股尚无, 参考国际同业科丝美诗估值, 19 年 PE 25 倍, PEG 为 1。公司未来业绩高成长, 而 19 年 PE 对比国内外同业均处于较低水平。

表 16: 青松股份同业公司估值表

| 公司名称    | 收盘价    | EPS (元) |       |       |       | PE  |     |     |     | 3 年 CAGR | PEG  | 市值<br>(亿元) |
|---------|--------|---------|-------|-------|-------|-----|-----|-----|-----|----------|------|------------|
|         | 元/股    | 18A     | 19E   | 20E   | 21E   | 18A | 19E | 20E | 21E |          | 18 年 |            |
| 化工同业    |        |         |       |       |       |     |     |     |     |          |      |            |
| 万华化学    | 38.84  | 3.38    | 3.96  | 4.62  | 5.47  | 11  | 10  | 8   | 7   | 17.44%   | 0.56 | 1219       |
| 龙蟠佰利    | 15.92  | 1.12    | 1.47  | 1.79  | 2.13  | 14  | 11  | 9   | 7   | 23.69%   | 0.46 | 323        |
| 巨化股份    | 7.07   | 0.78    | 0.78  | 0.89  | 0.98  | 9   | 9   | 8   | 7   | 7.54%    | 1.20 | 194        |
| 中泰化学    | 7.88   | 1.13    | 1.16  | 1.27  | 1.37  | 7   | 7   | 6   | 6   | 6.49%    | 1.05 | 169        |
| 鸿达兴业    | 6.48   | 0.24    | 0.29  | 0.35  | 0.39  | 27  | 23  | 19  | 17  | 17.89%   | 1.26 | 168        |
| 华谊集团    | 7.91   | 0.86    | 0.82  | 0.87  | 0.94  | 9   | 10  | 9   | 8   | 2.96%    | 3.28 | 161        |
| 三美股份    | 37.53  | 2.54    | 2.74  | 3.08  | 3.53  | 15  | 14  | 12  | 11  | 11.54%   | 1.19 | 164        |
| 平均      | -      | -       | -     | -     | -     | 13  | 12  | 10  | 9   | -        | -    | -          |
| 化妆品代工同业 |        |         |       |       |       |     |     |     |     |          |      |            |
| 科丝美诗    | 661.56 | 20.35   | 26.89 | 36.93 | 45.55 | 33  | 25  | 18  | 15  | 30.80%   | 1    | 66         |

资料来源: Wind、光大证券研究所

注: A 股股价更新至 2019 年 6 月 14 日, 盈利预测为 Wind 一致预期; 海外公司股价更新至 2019 年 6 月 6 日, 并使用当期汇率转换为人民币。

**投资建议:** 青松股份为全球樟脑龙头, 2019 年收购我国化妆品代加工龙头诺斯贝尔, 构成双主业。诺斯贝尔聚焦高景气面膜品类, 先发优势下快速成长为行业龙头, 专注代工领域、重研发夯实竞争力, 规模优势逐渐凸显, 客户质量持续提升, 近年收入快速增长, 净利受到客户拓展影响增速低于收入。

预计 19~21 年 EPS 为 1.25/1.82/2.07 元，对应 19 年 PE 8 倍，对比国外同业估值水平较低，首次覆盖给予“买入”评级。

**风险提示：**产能投产不及预期；替代产品技术成熟，对下游议价能力减弱、产品提价不及预期；化妆品加工业务客户拓展不及预期；控股股东、实际控制人及其一致行动人股份质押比例高。

**表 17：青松股份盈利预测与估值**

| 指标             | 2017    | 2018     | 2019E    | 2020E    | 2021E    |
|----------------|---------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入（百万元）      | 811.21  | 1,421.57 | 2,991.63 | 3,597.35 | 4,022.02 |
| 营业收入增长率        | 45.56%  | 75.24%   | 110.45%  | 20.25%   | 11.81%   |
| 净利润（百万元）       | 94.75   | 400.35   | 646.08   | 941.54   | 1,067.35 |
| 净利润增长率         | 189.44% | 322.55%  | 61.38%   | 45.73%   | 13.36%   |
| EPS（元）         | 0.18    | 0.78     | 1.25     | 1.82     | 2.07     |
| ROE（归属母公司）（摊薄） | 13.01%  | 36.07%   | 36.79%   | 34.90%   | 28.35%   |
| P/E            | 58      | 14       | 8        | 6        | 5        |

资料来源：Wind、光大证券研究所预测 注：股价为 2019 年 6 月 14 日收盘价  
注：假设诺斯贝尔 19 年 6 月开始并表。

## 7、风险分析

### 1) 终端零售持续疲软影响化妆品公司业绩表现

虽然我国化妆品行业总体呈景气态势，但短期受终端零售大环境疲软影响，化妆品零售增速放缓，未来若零售持续疲软、化妆品零售放缓将影响上市公司业绩。

### 2) 化妆品进口关税大幅下调，加剧国内外品牌竞争

我国政府为了促进本土市场消费，前后多次调低消费品进口关税税率。如果化妆品进口关税税率大幅下调，进口化妆品税费成本下降、相对本土品牌价格竞争力增强，将减弱本土化妆品竞争力。

### 3) 国外品牌大幅降价、本土品牌面临的竞争增强

出国游与跨境进口电商的兴起使得国际品牌区域性的歧视性定价被逐渐弱化，同时国外品牌为了充分获得中国市场红利纷纷降低在中国市场定位，加剧本土品牌面临的竞争压力。

### 4) 未能把握行业趋势变化，引致品牌更迭的发生

化妆品终端需求快速变化，营销方式更迭与渠道变迁持续发生，品牌生命力除受自身产品力影响外，还受到上述外部因素影响，因此若品牌未能跟随行业趋势变化，将引致品牌的老化与衰落。

## 行业及公司评级体系

| 评级  | 说明   |
|-----|--|
| 买入  | 未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；                       |
| 增持  | 未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；                     |
| 中性  | 未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；               |
| 减持  | 未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；                     |
| 卖出  | 未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；                       |
| 无评级 | 因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。 |

**基准指数说明：**A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

## 联系我们

| 上海                             | 北京  | 深圳                                 |
|--------------------------------|---|------------------------------------|
| 静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层 | 西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层<br>复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层 | 福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼 |