

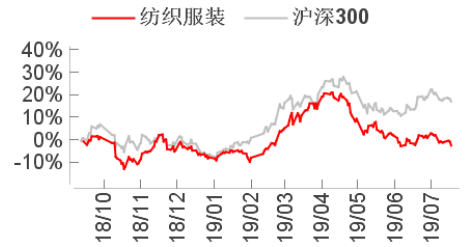
国内化妆品行业：好赛道+好时间



行业评级 **看好** 中性 看淡 (维持)

国家/地区 中国
 行业 纺织服装行业
 报告发布日期 2019年09月16日

行业表现



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 施红梅
 021-63325888*6076
 shihongmei@orientsec.com.cn
 执业证书编号：S0860511010001

证券分析师 赵越峰
 021-63325888*7507
 zhaoyuefeng@orientsec.com.cn
 执业证书编号：S0860513060001

联系人 张维益
 021-63325888-7535
 zhangweiyi@orientsec.com.cn

联系人 朱炎
 021-63325888-6107
 zhuyan3@orientsec.com.cn

相关报告

化妆品板块表现亮眼，坚定看好四大高景气品类： 2019-09-15
 港股运动户外白马连创新高，未来继续看好高景气品类龙头的表现： 2019-09-08
 化妆品行业持续较快增长 本土品牌大有可为： 2018-09-20

核心观点

- **国内化妆品行业目前是可选消费领域最大亮点之一。**（1）行业呈现持续较快的增长能力，在经济下行期由呈现出更强的增长韧性。（2）行业基础品牌逐步高端化和多元化，彩妆等细分品类市场渗透率不断提升。（3）低线城市成为行业增长主要的增量之一。（4）电商渠道持续高歌猛进，百货和免税店成为高端品牌增长新动力。
- **化妆品行业最新趋势和竞争格局演变：**（1）行业最新趋势：功能性化妆品成为行业近几年来最大风口之一，成分党、轻医美等大行其道，消费者从被动接受品牌营销到主动参与产品选择，90-00后这一代年轻群体追求化妆品迅速起效的诉求更为强烈。（2）行业最新格局：韩系退潮，日系重新崛起，欧美大牌优势相对稳固，本土品牌则在大众细分市场百花齐放，并逐步向中高端市场延伸。
- **化妆品行业投资思考：在好的时间遇上好的赛道。**（1）作为国内可选消费优质赛道之一，多种因素驱动行业继续向好。（2）从海外市场经验来看，化妆品行业是诞生大市值龙头公司的摇篮。庞大稳定的行业属性、稳固的市场地位和盈利能力（稳定较高的ROE与企业自由现金流）使得海外化妆品龙头公司普遍获得了较高的估值水平（30-40倍PE）。（3）灵活的营销推广、高效的渠道建设、稳定增长的研发投入叠加市场化的激励机制和国潮消费、社交营销的鹊起，本土化妆品龙头正进入增长的快车道。

投资建议与投资标的

- 与其他可选消费品不同，由于目标消费者人种皮肤的不同以及产品偏好、流行文化和消费理念的差异，化妆品行业相对更能诞生本土巨头。从邻国日韩的发展历史看，优秀的本土品牌大多经历了从国际品牌的竞争冲击到最终成长为当地市场龙头的过程。我们认为，中国本土化妆品品牌在长期的竞争中，已经逐步具备了较强的学习以及对市场的灵活应变能力，中期看行业未来至少能产生2-3家以上巨头企业。**落实到投资方面，目前A股化妆品上市公司仍相对稀缺（不到10家公司），因而短期可能享有一定的行业估值溢价。我们推荐本土优质化妆品集团珀莱雅(603605, 买入)、上海家化(600315, 增持)，建议积极关注次新股丸美股份(603983, 未评级)。**

风险提示

- 国内化妆品行业整体的增长不及预期；消费者偏好的变动与市场潮流的变动对行业竞争格局有较大影响等。互联网的快速发展（包括垂直电商的发展）从长期看可能将进一步改变行业竞争格局、定价体系与盈利能力。

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

目 录

化妆品行业现状：可选消费中最大亮点之一	5
行业呈现持续较快的增长能力和增长韧性	5
基础品类逐步高端化和多元化	6
彩妆、高端护肤等细分品类渗透率不断提升	7
国内彩妆市场存在较大成长空间	8
高端护肤成为品类增长新亮点	9
低线城市是化妆品市场的主要增量	10
低线城市人均消费基数低，成长空间大	10
移动互联网助力低线城市化妆品消费增长	10
电商渠道继续高歌猛进 百货与免税店成为高端品牌重心	11
化妆品行业最新趋势及格局变化	12
功能性化妆品成为行业最大风口之一	12
行业竞争格局的演变	13
（1）日系崛起，韩系退潮	13
（2）欧美优势相对稳固	16
（3）本土品牌百花齐放	17
A 股化妆品行业投资思考	19
国内化妆品行业二级市场投资：好的赛道+好的时间	19
（1）化妆品作为国内可选消费优质赛道之一，多种因素驱动行业继续向好	19
（2）从海外市场历史经验来看，化妆品行业是诞生大市值龙头公司的摇篮	19
（3）投资 A 股化妆品正当其时，本土化妆品龙头正进入增长的快车道	21
重点公司投资建议	22
珀莱雅	23
上海家化	23
丸美股份	24
风险提示	24

图表目录

图 1：2012–2018 年国内化妆品市场增速	5
图 2：2016–2019 年 8 月限额以上零售企业化妆品销售增速	6
图 3：2014–2018 年国内大众和高端洗浴类市场增速	7
图 4：2014–2018 年国内大众和高端洗发类市场增速	7
图 5：2008–2018 年我国城镇居民人均可支配收入（元）	7
图 6：2013–2018 年国内彩妆与护肤类市场增速	8
图 7：2013–2018 年中国彩妆市场规模情况（百万人民币）	8
图 8：2010–2018 年中国彩妆市场分品类增速情况	8
图 9：分年龄段女性对护肤彩妆类消费贡献（2017）	9
图 10：分年龄段女性对护肤彩妆类消费贡献（2028E）	9
图 11：2010–2018 年中国护肤品市场规模	9
图 12：2010–2018 年中国护肤品市场分品类增速情况	9
图 13：2010–2019 财年雅诗兰黛亚太收入增速与固定汇率增速	10
图 14：2010–2018 财年欧莱雅亚洲收入增速与有机增速	10
图 15：2019 年 3 月我国各级城市移动互联网用户时长增量情况	11
图 16：2009–2017 年国内药妆市场规模与预测	12
图 17：2014–2018 年中国赴日本游客数	13
图 18：中国赴日游客年龄结构	13
图 19：2012–2019 年 7 月中国进口日本化妆盥洗品	14
图 20：2012–2018 财年资生堂中国市场销售收入及增速	14
图 21：2011–2018 财年资生堂中国市场销售收入占比	14
图 22：2010–2018 年资生堂在中国高端化妆品与高端护肤品市场份额变化	15
图 23：2012–2019 年 7 月中国进口韩国化妆盥洗品	15
图 24：2010–2018 年爱茉莉太平洋在中国化妆品与护肤品市场销售增速	16
图 25：2010–2018 年爱茉莉太平洋在中国化妆品与护肤品市场份额变化	16
图 26：2012–2018 年欧莱雅在中国高端化妆品市场份额	17
图 27：2015–2018 年兰蔻、YSL 在中国护肤品与彩妆市场份额	17
图 28：2015–2018 年大众化妆品前 5 大本土企业市场份额变动	18
图 29：2015–2018 年护肤品前 5 大本土企业市场份额变动	18
图 30：2015–2018 年珀莱雅与丸美股份电商销售收入增速	18
图 31：2010–2023 年国内大众与高端化妆品增速	19
图 32：2018–2023 年各品类增速预测	19
图 33：2009 年至今欧莱雅净利润增速与当年平均市盈率	20

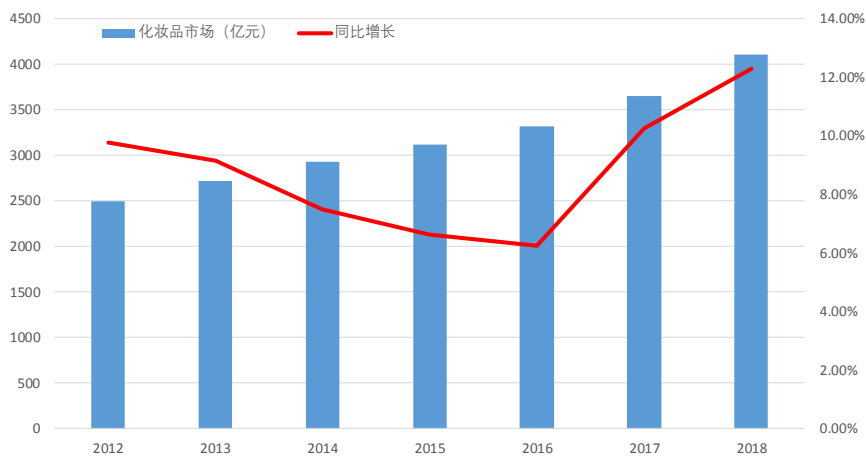
图 34：2010 财年至今雅诗兰黛净利润增速与当年平均市盈率	20
图 35：2009–2018 财年欧莱雅净资产收益率	20
图 36：2009–2018 财年欧莱雅净利润与企业自由现金流	20
图 37：2010–2019 财年雅诗兰黛净资产收益率	21
图 38：2010–2019 财年雅诗兰黛净利润与企业自由现金流	21
图 39：2015–2018 年化妆品企业研发费用率	21
表 1：中国化妆品行业各渠道占比	11
表 2：2012–2018 年欧莱雅集团在华销售收入增速	16

化妆品行业现状：可选消费中最大亮点之一

行业呈现持续较快的增长能力和增长韧性

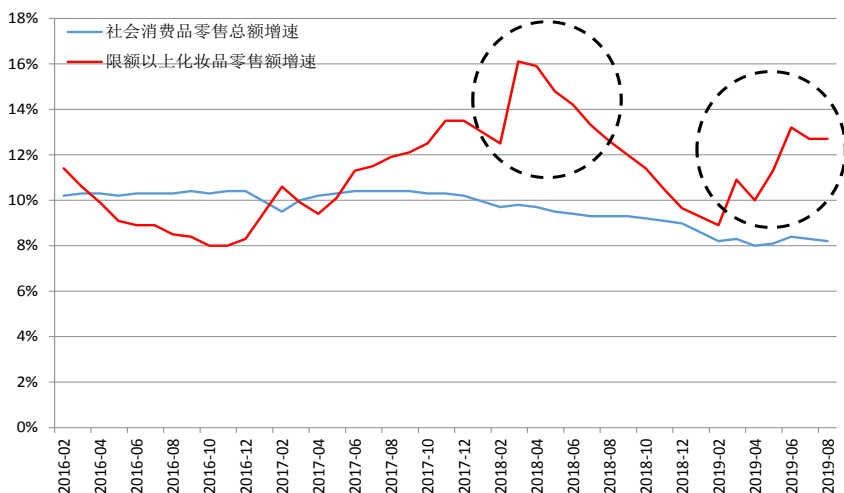
中国化妆品市场是全球化妆品行业发展最快的市场之一。在居民可支配收入的不断提升、国人对外在形象要求与认知的提高以及核心消费人群结构的变化等一系列因素驱动下，国内化妆品行业（包含美容及个人护理用品）近几年来一直保持着稳健的增长，尤其是近两年以来，国内化妆品市场增速不断提升，根据欧睿咨询统计，2012-2018年国内化妆品行业市场销售额年复合增长8.7%，其中彩妆市场年均复合增速达到15.4%，护肤品市场年均复合增速达到8.9%，同期全球化妆品市场增速为0.9%，彩妆与护肤品市场增速为2.5%与2.3%。2018年国内化妆品行业市场规模达到4105亿元，同比增长12.3%，彩妆与护肤品市场规模分别达到428亿元和2122亿元，分别同比增长24.3%与13.2%。

图 1：2012-2018 年国内化妆品市场增速



数据来源：前瞻产业信息网、东方证券研究所

尽管面临国内经济增长与零售环境的不确定性，国内化妆品市场仍然保持超越整体可选消费的增速。2018年以来在国内经济面临增长压力的大背景下，国内社会消费品零售总额增速也在近两年呈现逐步走弱的态势，珠宝首饰、服装、汽车等多数消费品需求受到了较为明显的影响，但化妆品品类的增长仍然表现出较强的韧性，无论是国家统计局公布的限额以上零售企业化妆品销售增长，还是上市公司层面每个季度的收入与盈利增速，都实现了明显超越整体经济与社会消费品零售总额的增长，这一方面源于居民收入逐步提升的情况下对化妆品的需求向中高端升级拉动了行业零售额的增长，另一方面国内消费者多层次的需求也带动了成熟品类的高端化与多元化（洗护清洁、洗发等）以及新兴品类（彩妆、香水等）渗透率的不断提升，这也是国内化妆品行业始终能够吸引市场与资本聚焦的重要推动力。

图 2：2016–2019 年 8 月限额以上零售企业化妆品销售增速


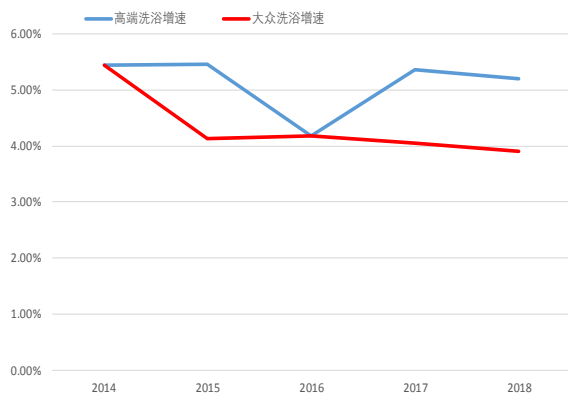
数据来源：国家统计局、东方证券研究所

基础品类逐步高端化和多元化

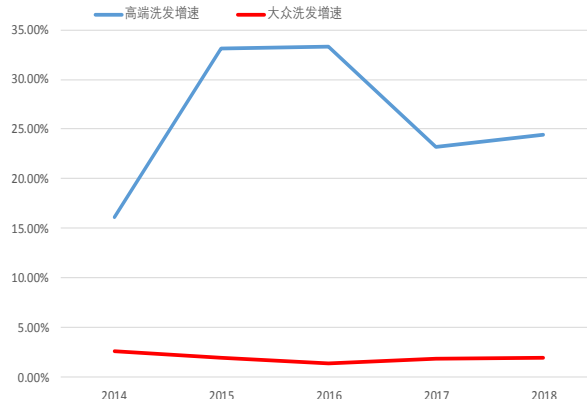
以洗浴、洗发与口腔护理为代表的基础品类的高端化、多元化需求是带动这部分高渗透率品类市场继续提升的主要驱动力。经过过去三十年大众化妆品品类的普及，基础品类的洗浴、洗发与口腔护理产品在国内大部分城镇地区基本完成普及，开始进入稳定增长阶段，未来增量将主要来自人均消费的提升以及产品对农村地区的进一步渗透，2018 年国内洗浴、洗发与口腔护理品类销售额为 229 亿元、534.5 亿元与 415.8 亿元，占整个化妆品行业销售额 6%、13%与 10%，增速分别为 4%、4%与 11%，低于行业整体增速。市场渗透率趋于饱和，但高端化、功能化成为这几个品类近年来的亮点，消费者对产品功效、原材料、安全性、便利性和舒适度的要求更高，并且愿意为这些需求付出更多的溢价。在当前的洗护市场中，功能细分化的产品受到越来越多的关注随着国人对生活品质要求的逐步提高和对产品功能的细分化需求，这些细分领域的产品也将逐步拥有自身稳定的消费群体。

在洗发品类中，随着消费者使用习惯从简单的二合一洗发水向诸如护发素、发膜、染发剂等更多细分与更多功能的产品延伸，同时，注重头皮健康的消费者会挑选无硅油产品，脱发消费者会选择生发洗发水；口腔护理品类中，从最初的牙刷、牙膏，逐步向电动牙刷、牙线以及洗牙器等细分品类的延伸普及。总体来看，随着收入与生活水平的提高，国人的消费观念与日常清洁方面的生活习惯逐步向欧美发达国家的消费者靠拢，未来这些基础品类消费仍然会延续这种趋势。

高端化产品满足消费升级需求。随着国内消费者对自身护肤护发方面的重视与了解，大众类产品已经无法完全满足所有消费者的需求，在市场格局基本稳定的背景下，外资企业纷纷推出高端产品，资生堂水之密语与丝蓓绮、宝洁的沙宣、汉高集团的施华蔻都是最早进入高端洗发水领域的品牌，本土品牌也在近几年跟进了外资企业的脚步，云南白药推出了高端洗发水“养元青”，霸王、美肤宝、舒蕾也同样推出了高端产品。2013-2018 年国内高端洗浴品类销售复合增速为 5.1%，高于大众洗浴类 4.3%的复合增速，高端洗发类销售复合增速为 25.9%，远高于大众洗发类 1.9%的复合增速，高端产品线更快的增速反映了市场需求的进一步细分。

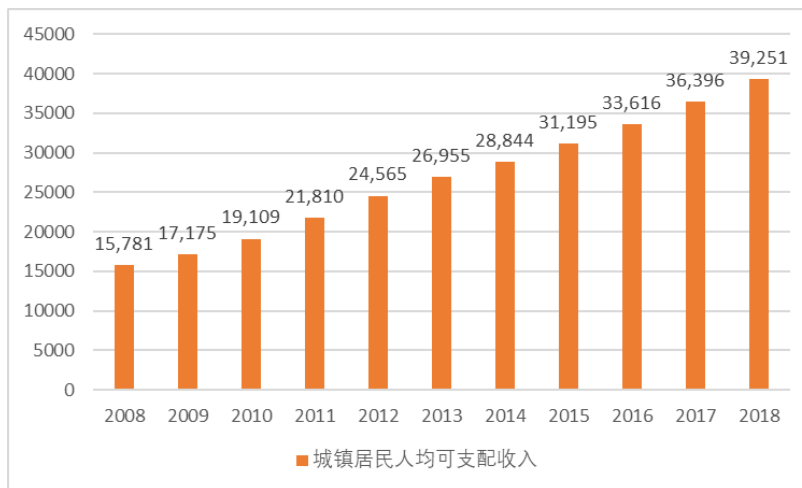
图 3：2014–2018 年国内大众和高端洗浴类市场增速


数据来源：前瞻产业信息网、东方证券研究所

图 4：2014–2018 年国内大众和高端洗发类市场增速


数据来源：前瞻产业信息网、东方证券研究所

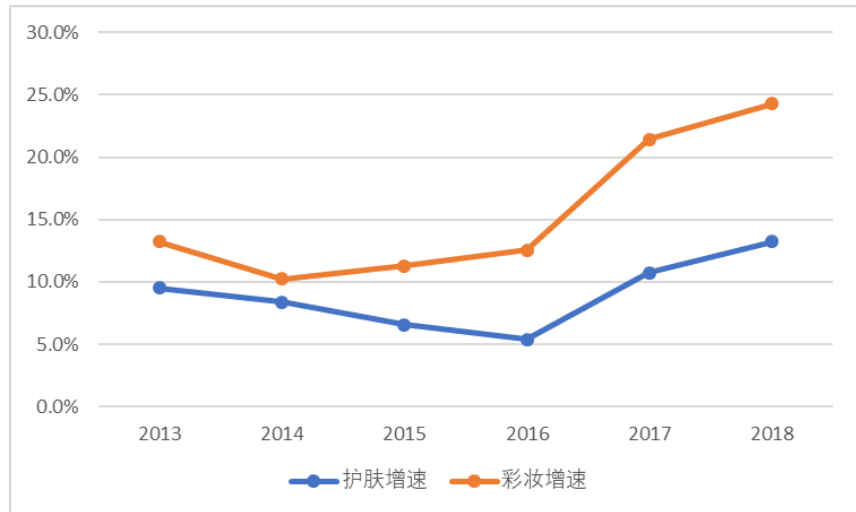
消费者的变化对日化洗护消费带来新的变化，一方面是整体教育水平的提升带来消费者挑选产品精细化的转变，另一方面人均收入的增加，带动消费者更倾向于选择高端产品。大学及以上学历人群在消费者中的占比不断增加，这部分人群消费认识更为丰富，尤其是部分具备海外经历的消费者，更倾向于选择精细化、功能化的优质产品；同时，我国城镇居民人均可支配收入约合 5500 美元，收入的提升已经成为高端产品消费保持增长的基石。

图 5：2008–2018 年我国城镇居民人均可支配收入（元）


数据来源：Wind，东方证券研究所

彩妆、高端护肤等细分品类渗透率不断提升

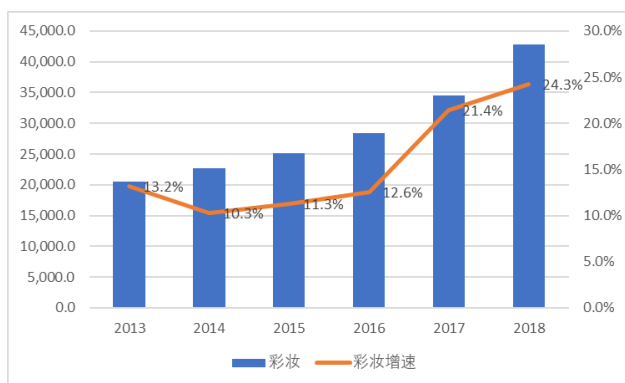
以彩妆、高端护肤品为首的细分品类仍然处于快速发展期，目标客群的增加以及消费高端化共同推动这些品类市场相对更快的增长。根据欧睿咨询数据显示，2018 年国内化妆品市场中护肤品增速为 13.2%，彩妆市场增速从 2013 年的 13% 进一步提升至 2018 年的 24.3%，增速呈现进一步加快的趋势。

图 6：2013–2018 年国内彩妆与护肤类市场增速


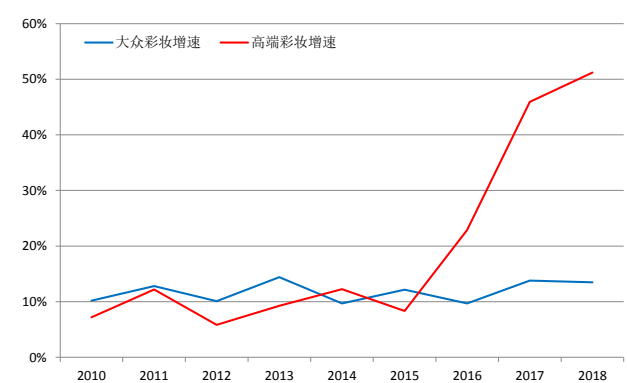
数据来源：前瞻产业信息网、东方证券研究所

国内彩妆市场存在较大成长空间

与日韩市场相比，国内彩妆市场存在较大成长空间。在日本和韩国，彩妆消费渗透率分别已经达到 80% 以上，接近 90%，当前中国的彩妆渗透率在 30% 左右。此外，中高端化趋势在国内彩妆品类表现得尤为明显，是驱动彩妆品类成长的关键。近两年，我国消费者彩妆产品平均单价已经从 75 元/件上升至 83 元/件，且价格在持续上升中。消费升级下，高端化的品质商品更易于赢得消费者青睐，对部分消费者，尤其是一二线城市白领女性，初入门的基础彩妆已无法满足其日常需求，转而投向单价更高的高端与奢侈品牌彩妆。另一方面，新兴品类的推出以其细分的特色功能，赢得更高的品牌溢价，从而推动彩妆产品量价齐升。

图 7：2013–2018 年中国彩妆市场规模情况（百万人民币）


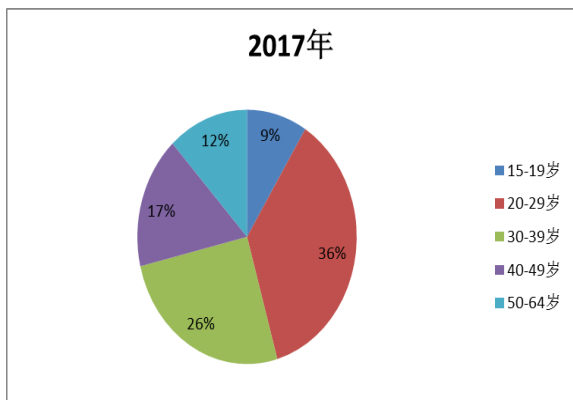
数据来源：前瞻产业信息网、东方证券研究所

图 8：2010–2018 年中国彩妆市场分品类增速情况


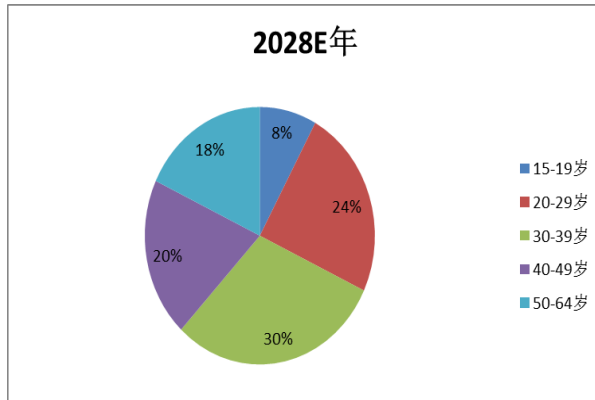
数据来源：前瞻产业信息网、东方证券研究所

彩妆的增长来自年轻消费者使用习惯的养成，这其中品牌对消费者的教育以及 KOL 起到了很大的推动作用。国人的美妆使用习惯已经从基本护肤，向更高层级的彩妆过渡，彩妆已逐渐发展成为与护肤品类似的日常消费品，消费频次的提高直接带动整体市场规模增加。根据凯度消费者指数个人彩妆样组研究显示，虽然 20~29 岁的女生只占所有人口的 28%，却贡献了彩妆市场 45% 的销售。

年轻一代的消费群体对化妆品的选择使用与购物决策容易受社交媒体上 KOL 推荐的影响，根据《Targeting Millennials in Beauty Innovation Report 2017（针对千禧一代的 2017 年美妆创新报告）》显示，63%的千禧一代表示，面对博主/用户评论和品牌自身宣传时，他们更愿意相信前者。这部分互联网原住民已经习惯于各类社交、视频、彩妆等 APP 中“种草拔草”，并且对价格相对不敏感，愿意以“多次少量”的消费习惯尝试不同品牌与产品。

图 9：分年龄段女性对护肤彩妆类消费贡献（2017）


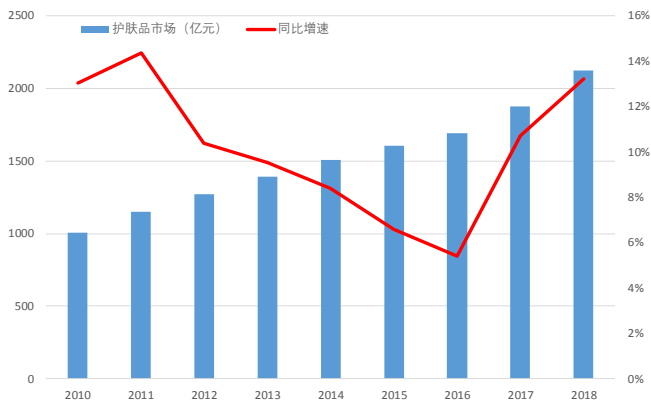
数据来源：凯度消费指数、东方证券研究所

图 10：分年龄段女性对护肤彩妆类消费贡献（2028E）


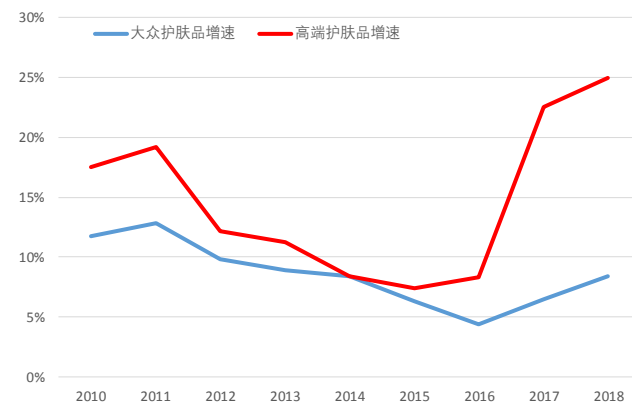
数据来源：凯度消费指数、东方证券研究所

高端护肤成为品类增长新亮点

2017 年以来高端护肤细分市场成为整个护肤品类增长的主要推动力之一，整体护肤品消费向高端化、高单价靠拢，原本在海外市场定位 30 岁以上的抗衰老产品线，在中国市场反而有越来越多的 25-30 岁年轻消费者购买，随着一二线城市工作生活节奏的加快，年轻女性白领更早的开始面临皮肤保养的问题与焦虑感，品牌与市场的不断普及教育（社交媒体同样起到了助推作用），使得这部分有经济能力的年轻消费者愿意通过购买海外高端品牌抗衰老等产品系列来满足提前保养的诉求，另一方面高端品牌的明星单品与营销方式也更容易赢得一二线城市消费者的青睐。

图 11：2010-2018 年中国护肤品市场规模


数据来源：前瞻产业信息网、东方证券研究所

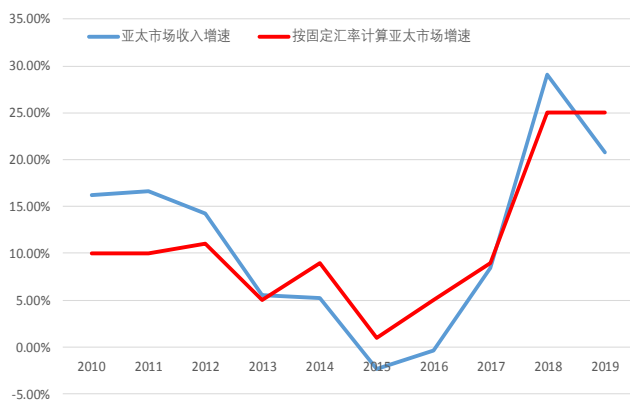
图 12：2010-2018 年中国护肤品市场分品类增速情况


数据来源：前瞻产业信息网、东方证券研究所

从海外化妆品集团最近 3 年亚洲市场收入增速来看，同样可以侧面验证中国高端护肤品市场在近阶段的快速增长。依靠小棕瓶等明星单品的持续换代升级与旗下高端护肤、彩妆品牌的快速增长，

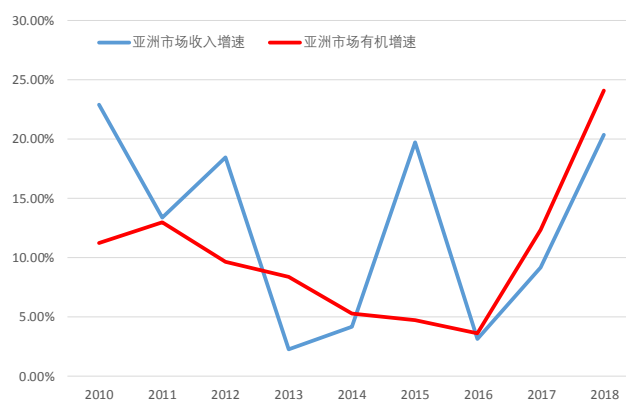
雅诗兰黛集团 2018-2019 财年亚太市场按照固定汇率计算的收入增速达到 25%，是 2006 年以来最快增速；在中国市场高端品类需求出色表现推动下（2018 年增长 33%，创 14 年来增速巅峰），欧莱雅集团亚洲市场有机增速在 2018 年达到 24%，是近 10 年以来最快增长。

图 13：2010-2019 财年雅诗兰黛亚太收入增速与固定汇率增速



数据来源：Bloomberg、东方证券研究所

图 14：2010-2018 财年欧莱雅亚洲收入增速与有机增速



数据来源：Bloomberg、东方证券研究所

低线城市是化妆品市场的主要增量

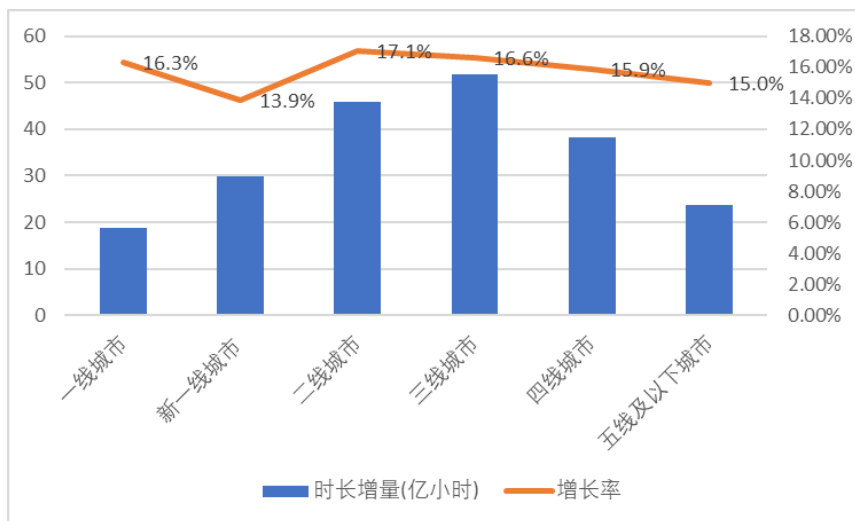
低线城市人均消费基数低，成长空间大

人均化妆品消费水平低，三四线城市成长空间大于一二线。尽管我国化妆品市场整体规模庞大，但化妆品消费水平与发达国家相比还有很大的差距。2017 年我国化妆品人均消费额约 38.5 美元，同期美国、日本、韩国化妆品人均消费额分别高达 239 美元、292 美元以及 220 美元，相当于国内化妆品人均消费水平的 6-8 倍，国内化妆品消费水平考虑到地域文化的相似以及消费习惯的相近，日韩市场有望成为中国化妆品市场未来的发展方向。

由于不同城市居民生活水平发展程度的差异，国内不层级城市之间的化妆品市场发展情况也不尽相同，一线城市消费者个人洗护习惯最为成熟，女性平均每周使用 8 种化妆护理产品，而四线城市则相对落后，目前一线城市的个护产品市场增速在 3%-5%，二线城市为 10%，三线城市则达到 15% 以上。随着城镇化的不断推进和人均可支配收入的提升，化妆品人均消费支出将得到进一步增加，尤其是在低线城市，化妆品市场将有很大的发展空间。

移动互联网助力低线城市化妆品消费增长

随着移动互联网加速向低线城市渗透，资讯信息不断扁平化，低线城市的年轻群体的化妆品消费与使用习惯越加接近一线城市，三四线城市已成为新的消费增长热土。从移动互联网总用户时长的增量城市构成来看，三四线及四线以下城市用户贡献的增量超过了一线、新一线和二线城市，同比增速都在 15% 以上。相较于一线城市来说，三四线城市人群工作节奏较缓，也拥有相对较多的休闲时间，手机已成为大多数人的第一娱乐休闲选择，抖音、快手、拼多多等 app 的火爆便是例证。资讯的传播速度和购物的便利性不断提高，使得三四线年轻消费者的化妆品消费习惯不断向一线城市靠近。

图 15：2019 年 3 月我国各级城市移动互联网用户时长增量情况


数据来源：QuestMoble、东方证券研究所

电商渠道继续高歌猛进 百货与免税店成为高端品牌重心

电商渠道高歌猛进，成为国内外品牌越来越重视的渠道。2012-2018 年国内化妆品销售渠道份额呈现此消彼长的趋势，百货商场由 21.8% 下降至 2018 年的 18.1%，超市大卖场由 34.1% 的份额下降至 2018 年的 22.8%。个人日化专营店渠道份额稳步提升，从 2012 年的 8.5% 提升至 2018 年的 10.3%。电商渠道快速发展，2018 年占比达到 27.4%，2012 年以来实现了 28% 以上的复合增速，考虑到化妆品的相对标品属性，叠加国内外品牌对线上销售的日益重视以及电商平台自身对美妆品类的倾斜，预计未来电商渠道的整体占比仍将继续提升。

表 1：中国化妆品行业各渠道占比

渠道分类	2012 年销售占比	2018 年销售占比	消费档次	定位人群
百货	21.8%	18.1%	高端	中高收入人群
超市大卖场	34.1%	22.8%	低端	中低收入人群
网购	10.2%	27.4%	中低端为主	80-00 后年轻人
个人日化专营店	8.5%	10.3%	中低端	80-00 后年轻人

数据来源：前瞻产业信息网、东方证券研究所

百货渠道虽然整体面临客流下滑压力，但依然是高端品牌输出产品形象与影响力的核心渠道之一。对进阶为高端化妆品的消费者来说，货源的可靠性重于价格因素，在这一方面，传统的百货专柜与购物中心的单品牌专卖店具备品牌正品与质量背书，在现阶段这部分线下实体店依然是高端化妆品输出品牌形象，实现销售的主要渠道。近几年来百货的化妆品楼层销售结构也在朝着高端化的头部品牌集中，相对中端定位的品牌在百货渠道也面临市占率与客流下滑的难题。

此外，免税店成为近几年快速提升的渠道之一。由于国内免税店香化产品以高端品牌为主，在品类丰富度与价格方面具备优势（日上上海高端护肤品的价格比国内专柜零售价格平均低 30%-40% 左

右)，随着相关旅游景区与出境客流提升，国内免税行业收入规模逐步增加，2016-2018 年保持了 22% 以上的增速，考虑到免税行业主流的机场免税店香化占比普遍在 50% 以上（其中浦东与首都机场免税店香化占比 70% 以上），高端化妆品消费是推动国内免税行业收入增长的重要动力之一。当前免税店渠道香化产品仍然以海外的高端品牌为主，预计后续随着高端国货品牌入驻，对这部分本土品牌的形象树立也将起到一定的推动作用。

化妆品行业最新趋势及格局变化

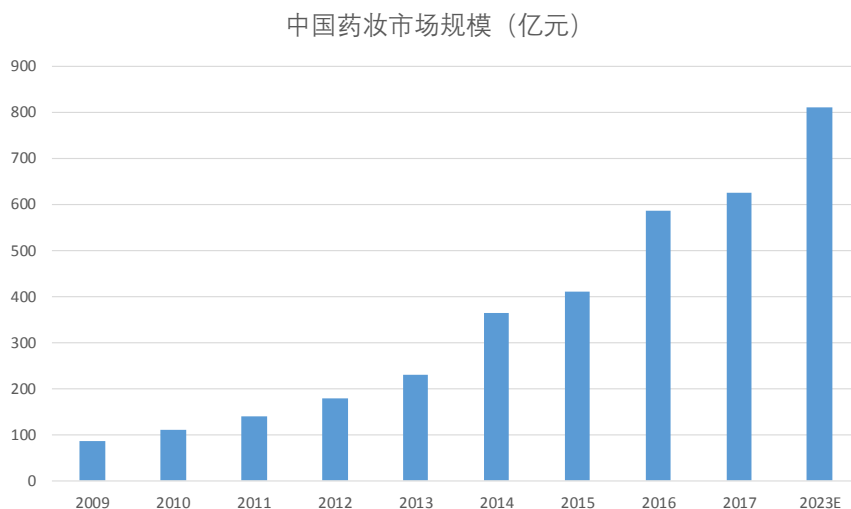
功能性化妆品成为行业最大风口之一

2010 年以来“药妆”概念一直是国内化妆品行业的风口之一，虽然国内既未针对“药妆”设制专门的批准文号，也未对“药妆”有明确的定义，但这并不妨碍如抗过敏、中医中草药、皮肤修复、医美等药妆概念的走红。南都大数据院联合京东发布的《2018-2019 美妆消费报告》显示，“药妆”在近 5 年的消费额增长 5.3 倍，用户数增长 4.2 倍，18~25 岁消费群体“药妆”消费额占比逐年提高，从 2016 年的 23% 升至 2018 年的 32.6%，2018 年消费额同比增长超过 100%，远超其他年龄段两位数的增长。

中医中草药的护肤理念在 2010-2015 年一度是行业最大的风口，佰草集、相宜本草等一批本土品牌也在那个阶段实现了渠道与销售规模的快速提升，中草药植物理念的流行，开始反映了国内消费者对化妆品成分的关注，中医汉方作为本土特有的医学理论，也更容易被国内消费者接受。

2016 年之后，国内的美妆消费者对安全、健康、高功效的护肤产品提出了更高、更理性的要求，随着社交媒体的兴起，行业信息越来越对称，消费者对化妆品成分与配方的研究开始兴起，消费者从被动接受品牌营销到主动参与产品选择，“成分党”应运而生，在这一过程中，以西医理论为基础的功效性护肤品开始更为让年轻消费者接受，这种行业风口的变化，反映了 90-00 后这一代年轻消费者普遍的追求化妆品迅速起效的强烈诉求（相较之下，中医理念的起效时间更长），另一方面消费者也在这种诉求中进一步升级分化，伴随国内医美的普及与技术的发展，一部分不满足于传统护肤手段的消费者，开始转向功效更即时的“轻医美”护肤方案。

图 16：2009—2017 年国内药妆市场规模与预测



数据来源：前瞻产业研究院、东方证券研究所

行业整体竞争格局的变迁，同样反映了新一代年轻消费群体对品类、品牌、购买渠道、营销方式等各方面喜好的大切换，这种变化会继续在中期影响行业格局与品牌的战略方向。

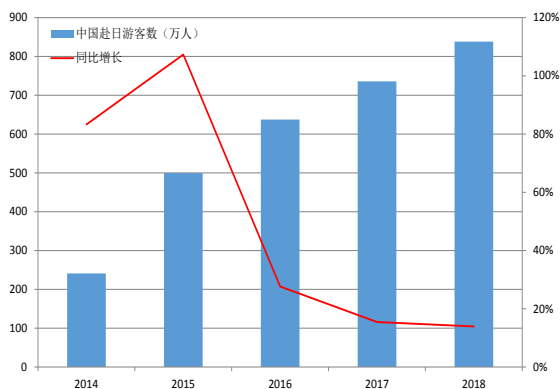
行业竞争格局的演变

(1) 日系崛起，韩系退潮

日系化妆品在中国市场的再次兴起，抓住了高端线，在大众化妆品市场后劲乏力的情况下，日本美妆品牌近年来不约而同地将重心向高端化妆品转移，甚至包括小众化的高端产品。

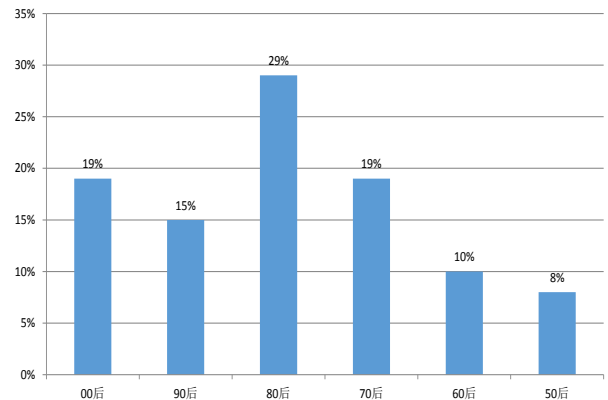
日系化妆品素以高质量、安全性和技术获得消费者的认可，随着国内消费者整体收入水平的提升，日本化妆品的理念符合了这部分消费者不断提高的产品安全与有效成分的意识。另一方面，随着中国赴日游客的增加，日系化妆品也更容易积累客源与美誉度，2019年一季度日本已经成为中国大陆与香港最大的化妆品进口国，中国进口日本的化妆品金额由2012-2013年两年的负增长，增速提升至2018年的81%，2019年1-7月仍有42%的提升。迅速增加的访日中国游客成为拉动日系化妆品进口增长的原因之一，根据日本观光厅的统计，约70%的中国访日游客会在日本购买化妆品，良好的产品口碑形成了回国后的购买习惯，资生堂方面曾经表示，约50%的访日中国游客在回国后会继续购买日本化妆品。

图 17：2014-2018 年中国赴日本游客数



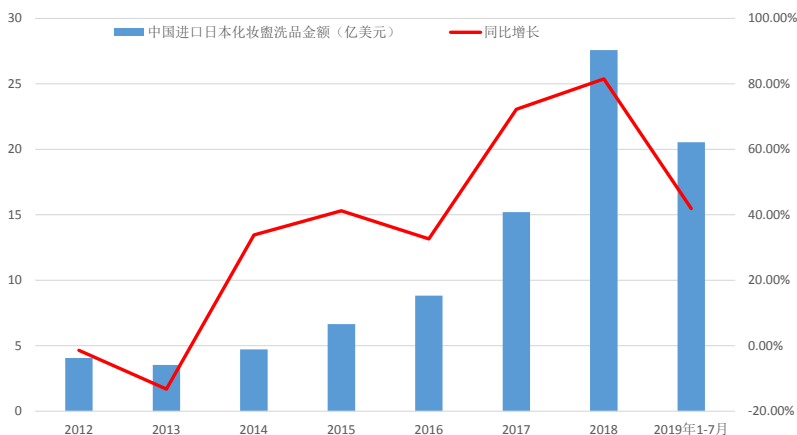
数据来源：日本政府观光局、东方证券研究所

图 18：中国赴日游客年龄结构



数据来源：携程《2018年中国游客赴日旅游报告》、东方证券研究所

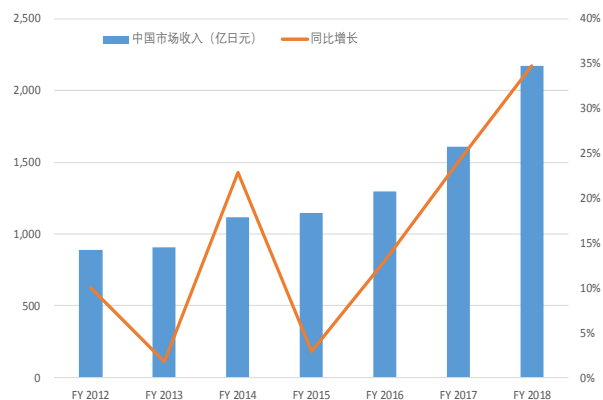
此外，近几年日本化妆品企业一改过去只专注于产品展开营销的特点，开始主动出击针对偏好高端化妆品的中国消费者展开营销推广，逐步抢占韩国化妆品在中国市场的地位，而日本化妆品相对更丰富的产品组合，也是越来越受中国消费者欢迎的因素之一。

图 19：2012–2019 年 7 月中国进口日本化妆盥洗品


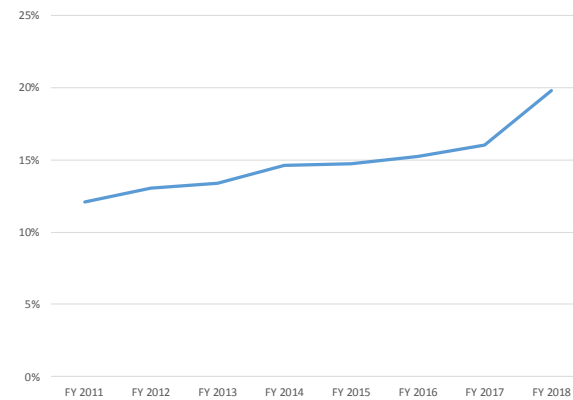
数据来源：海关总署、东方证券研究所

近 10 年以来资生堂在中国的发展是日系化妆品企业的缩影：2011-2015 年受困于较低营销投入以及对中国市场决策与反应速度的缓慢，资生堂在中国市场的销售增速出现了较大的起伏，整体表现不及以及欧美系化妆品龙头欧莱雅与韩系化妆品龙头爱茉莉太平洋在中国市场的较快增速。经过一系列中国地区经营管理团队与组织架构调整，随着营销投入支持的增加，2016 年开始资生堂在中国市场的销售收入增速逐年提升，至 2018 财年中国市场销售收入已经占资生堂整体收入的 20%。护肤品是资生堂产品系列中的强项，近几年受益于中国高端化妆品市场的快速增长，公司旗下的 SHISEIDO、Clé de peau BEAUTÉ、IPSA 等高端护肤品牌驱动资生堂 2015-2018 年在中国高端化妆品与护肤品市场中的份额得到了持续提升。

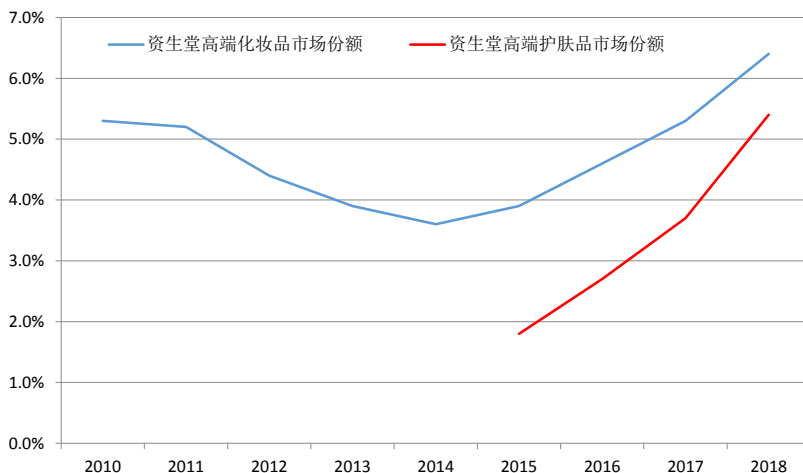
除了维持高端产品的既定战略之外，资生堂凭借丰富的产品线与价格带，较早在中国中底线城市的 CS 渠道完成布局，同时随着海淘与社交媒体的兴起，资生堂旗下的彩妆等系列迅速在中国年轻消费者中积累知名度，也使得品牌引入中国变得水到渠成，17 年 9 月资生堂将高端彩妆品牌 NARS 引入中国市场，契合了国内彩妆消费快速成长的黄金期。

图 20：2012–2018 财年资生堂中国市场销售收入及增速


数据来源：Bloomberg、东方证券研究所

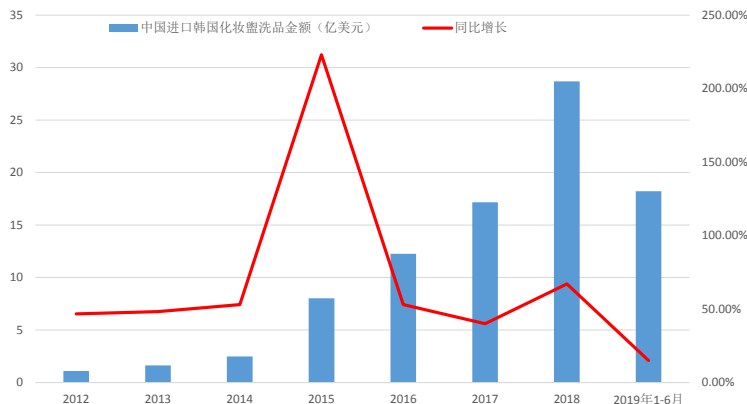
图 21：2011–2018 财年资生堂中国市场销售收入占比


数据来源：Bloomberg、东方证券研究所

图 22：2010–2018 年资生堂在中国高端化妆品与高端护肤品市场份额变化


数据来源：前瞻产业信息网、东方证券研究所

相对薄弱的高端产品线与营销红利的消失使得韩系化妆品在近三年的中国市场出现增速放缓的趋势。与日系化妆品在中国市场的表现此消彼长的是，2012-2016 年韩系化妆品在中国市场突飞猛进，这一方面得益于韩流文化在中国年轻消费者中的迅速传播，作为“韩流”的一部分，韩妆产业在中国成为生活方式的风向标之一，随着中韩旅游人次的增加，韩国免税店渠道也享受到这波韩系化妆品爆发的红利；另一方面，韩系化妆品高性价比的定位与不断更新的外观包装，降低了中国主流年轻消费者的购买门槛，迎合了当时主流客群的需求。

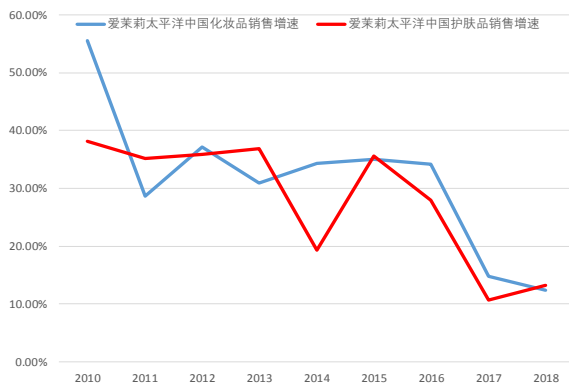
图 23：2012–2019 年 7 月中国进口韩国化妆品盥洗品


数据来源：海关总署、东方证券研究所

2016 年中韩政治关系的波折成为韩系化妆品在中国市场增速放缓的导火索之一，2019 年上半年韩国出口中国的化妆品增速降至 15%（同期日本与法国出口中国化妆品增速为 42%与 35%），除了政治关系的冲击之外，韩系化妆品在中国市场的增速下滑，一部分源于其相对薄弱的高端产品线无法满足中国消费者对产品品质的追求，另一部分源于中国本土竞争对手的崛起，一方面中国本土的影视文化娱乐产业在近几年蓬勃发展，与化妆品产业在营销、时尚潮流等方面形成良性互动，本土化妆品品牌更善于利用这种多变的传播营销方式与国内年轻消费者互动，削弱了韩妆品牌在营销传播方面的一大优势；另一方面，随着 90-95 后以及 00 后逐步成为中国化妆品市场消费的主力，

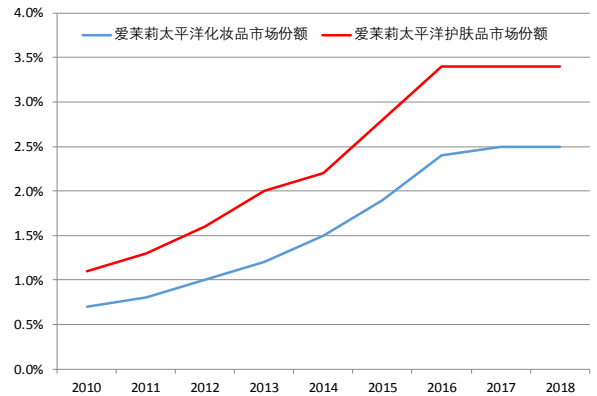
这部分年轻消费者相比 70-80 后，对国货并没有明显的偏见，本土化妆品品牌发展环境得到优化，抢占了同样定位大众客群的韩系化妆品的市场份额。

图 24：2010-2018 年爱茉莉太平洋在中国化妆品与护肤品市场销售增速



数据来源：前瞻产业信息网、东方证券研究所

图 25：2010-2018 年爱茉莉太平洋在中国化妆品与护肤品市场份额变化



数据来源：前瞻产业信息网、东方证券研究所

（2）欧美优势相对稳固

紧扣中国消费升级红利，欧美系品牌巩固了在中国中高端化妆品市场的领先地位。相较于日韩系化妆品在中国市场的起伏，欧美系化妆品龙头近几年来在中国市场加快了组织架构与营销方式的本土化调整以适应迅速变化的消费者，“抗衰老”、“有效成分”、“高端线”本身就是欧美品牌的标签与强项之一，紧抓这几个市场风口，叠加研发结合营销上的优势，欧美化妆品龙头在近几年巩固了其在中国高端市场与整体行业中的领先地位。

从全球市场最大的跨国化妆品集团欧莱雅在中国市场的销售增速来看，2013-2016 年随着收入规模的上升以及中国化妆品市场增速的减缓，欧莱雅同样也面临中国市场销售增长下降的局面，2017 年成为欧莱雅在中国的又一个分水岭，在整体行业增速变化不大的情况下，高端线、彩妆、男士护肤等细分品类脱颖而出，由于较好的多品牌布局基础，欧莱雅旗下高端线中的兰蔻、阿玛尼、YSL 等品牌在 2018 年中国市场的销售达到 10 亿级别，叠加公司在电商渠道的优异表现，拉动欧莱雅集团在中国的销售收入增速在高基数上回到 33% 的高位。

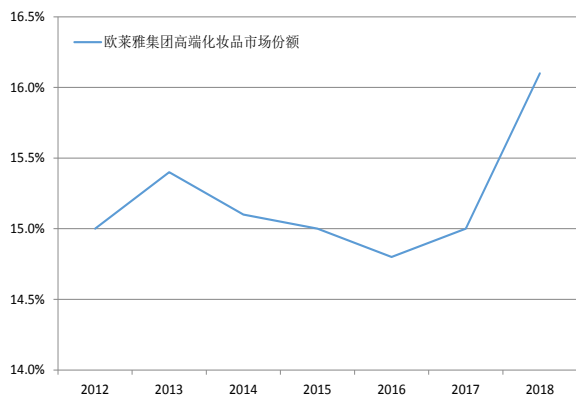
表 2：2012-2018 年欧莱雅集团在华销售收入增速

	欧莱雅集团在华销售收入增速
2012 年	32.6%
2013 年	10.2%
2014 年	7.7%
2015 年	4.6%
2016 年	未披露
2017 年	两位数增长

2018 年	33%
--------	-----

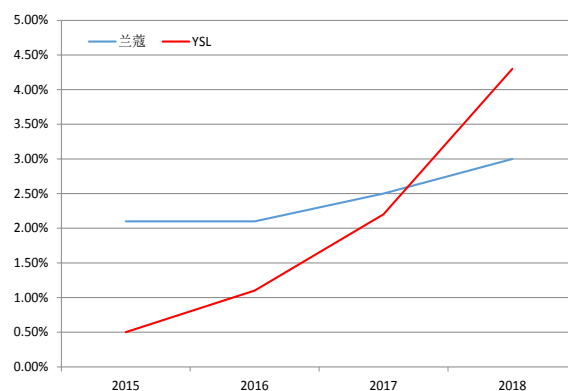
数据来源：化妆品财经在线、东方证券研究所

图 26：2012-2018 年欧莱雅在中国高端化妆品市场份额



数据来源：前瞻产业信息网、东方证券研究所

图 27：2015-2018 年兰蔻、YSL 在中国护肤品与彩妆市场份额

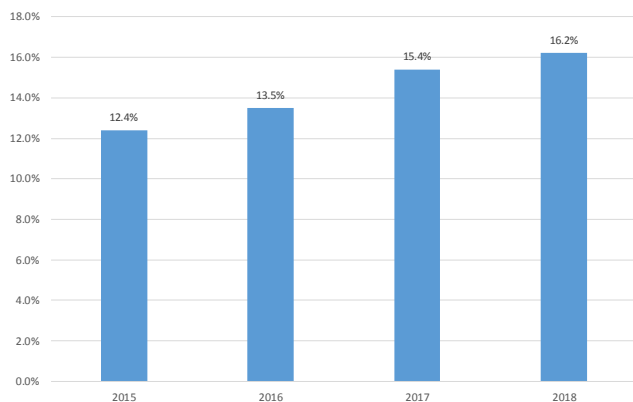


数据来源：前瞻产业信息网、东方证券研究所

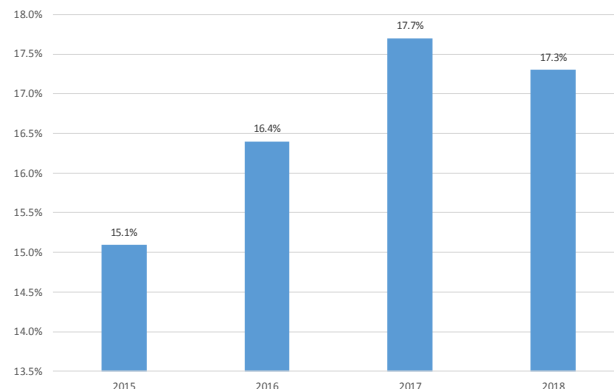
（3）本土品牌百花齐放

本土品牌在大众细分市场百花齐放。2012-2016 年本土化妆品品牌的成功，一方面得益于差异化的渠道（化妆品专营店），另一方面也受益于中医本草这一中国特有的本土理念对国内消费者的吸引。从市场整体竞争格局来看，本土品牌近几年仍然主要集中于大众市场，高端线与相关渠道（百货、免税店等）涉及较少。2017 年以来在原有的差异化的渠道与定位的基础上，众多本土品牌抓住了“成分党”、“彩妆”、“电商渠道”、“网红达人”等新的品类与赛道风口，呈现出百花齐放的格局，而 90-95 后以及 00 后核心消费者对国货的自信，也在助推本土化妆品品牌的成长。

在大众化妆品领域，本土品牌的平价定位拉低了年轻消费者的购买门槛，相较于外资品牌更多层级的管理反馈体系，在营销打法上更灵活、终端反应更迅速、运用社交媒体与消费者互动也更擅长，无论是新兴品牌，还是老牌国货（如百雀羚、美加净等），都在尝试通过更年轻多元、符合社交媒体调性的营销措施赢得年轻消费者的青睐。

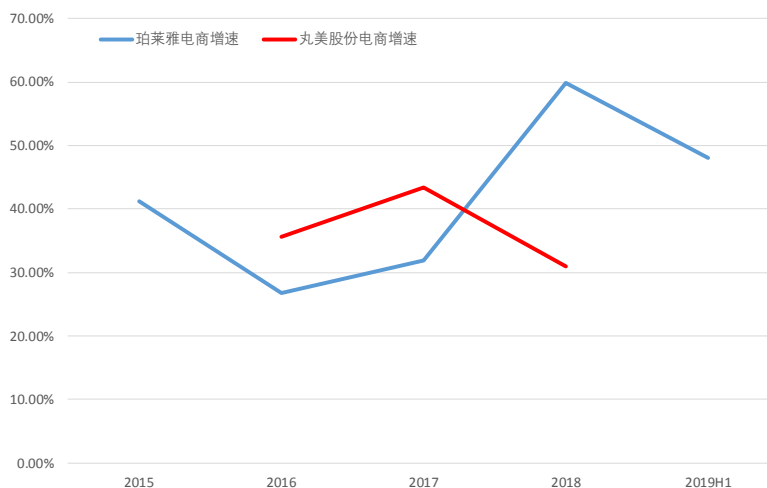
图 28：2015–2018 年大众化妆品前 5 大本土企业市场份额变动


数据来源：前瞻产业信息网、东方证券研究所

图 29：2015–2018 年护肤品前 5 大本土企业市场份额变动


数据来源：前瞻产业信息网、东方证券研究所

在爆发性最强的电商渠道，众多本土品牌主动调整营销、品牌建设、产品创新方面的策略，为终端的快速增长创造机遇，并且这种电商的运营能力通过人才的流动，形成了各企业间互相学习提升的路径，而线上营销的日常化，也是促使许多本土品牌能够在线上保持销量持续增长的另一重要原因。

图 30：2015–2018 年珀莱雅与丸美股份电商销售收入增速


数据来源：公司公告、东方证券研究所

在功能性护肤品细分市场（药妆成分党概念），近几年来诸如薇诺娜、玉泽、Home Facial Pro 等主打功效成分与抗敏皮肤修复等功能的本土品牌迅速崛起，其中家化旗下玉泽的发展可以代表这些本土品牌的成长之路。玉泽自 2009 年产品推出就主打差异化的医学角度护肤解决方案，定位大众市场，家化与瑞金医院合作开启国内专业医疗机构和专业化化妆品企业合作模式，第一代产品“玉泽皮肤屏障修护身体乳”经过上千例临床验证，借助皮肤科医生线上问诊等方式为品牌打上“医学护肤”的烙印，由于销售规模在家化品牌体系中相对较小，玉泽线上线下硬广告投放资源相对有限，营销上更多通过口碑传播与 KOL 推荐，随着近几年来销售规模的快速提升，渠道从最初的医院药房逐步延伸至屈臣氏与电商等，增长势头日渐迅猛。

A 股化妆品行业投资思考

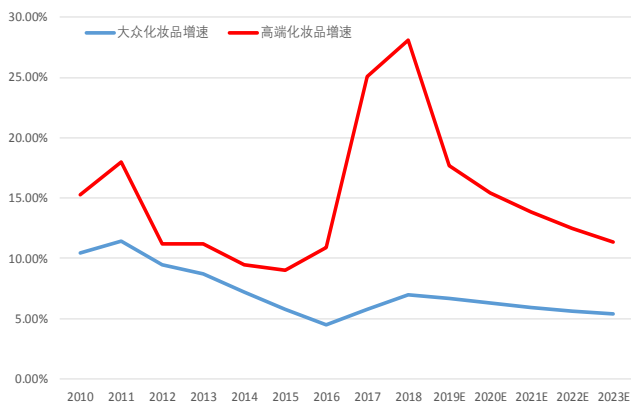
国内化妆品行业二级市场投资：好的赛道+好的时间

我们认为目前国内化妆品行业投资处于一个很好的时间，行业容量巨大，且保持持续较快增长，电商的快速增长和年轻人消费理念转变、国潮的崛起等利好本土品牌发展。而资本市场的发展也将进一步助推原先相对草根的本土企业走上多品牌、规模化和国际化的道路。

（1）化妆品作为国内可选消费优质赛道之一，多种因素驱动行业继续向好

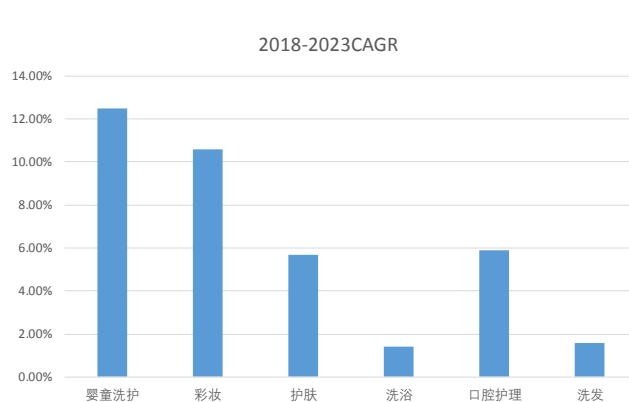
作为国内可选消费中优质赛道之一，化妆品行业增长的主要推动力始终没有发生根本变化，中国经济的增长将继续拉动人均可支配收入的提高，中产扩容与城镇化的过程中会有越来越多的人群增加化妆品（尤其是中高端化妆品）的使用与购买，消费群体基础的扩大将带动行业消费量的增长，国人消费能力的提升将带动人均消费水平的提高。另一方面，随着主力年轻消费群体的代际切换，化妆品的购买意愿与消费升级也将进一步推动一部分新兴品类渗透率与需求的提升。根据市场专业机构的预测，2018-2023 年行业复合增速在 6%-7% 之间，到 2023 年行业整体规模将达到 5500 亿左右。从结构上看，高端化妆品增长更为显著，婴童、彩妆等品类增速相对较快。

图 31：2010—2023 年国内大众与高端化妆品增速



数据来源：前瞻产业信息网、东方证券研究所

图 32：2018—2023 年各品类增速预测



数据来源：前瞻产业信息网、东方证券研究所

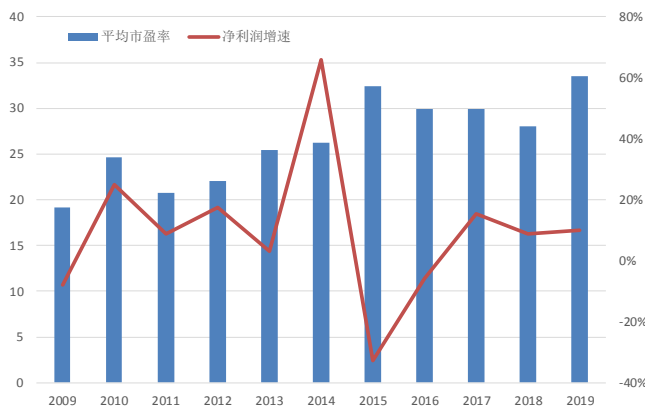
（2）从海外市场历史经验来看，化妆品行业是诞生大市值龙头公司的摇篮

作为充分竞争行业，化妆品行业品牌企业通常面临着复杂的竞争环境、多变的消费者喜好与层出不穷的挑战，但其相对更为日用、快速消费的属性、以及丰富多元的品类、广阔的市场容量也使得行业在海外市场往往容易诞生千亿以上大市值的龙头公司，一方面由于这些公司在激烈的竞争中塑造了适合竞争环境变化的组织架构、研发团队与销售队伍，往往能够出现强者恒强的局面，另一方面，出色的盈利能力与现金流能够保证这些企业不断加强新产品研发、品牌传播、渠道外延式扩张和多品牌并购，以滚雪球的方式覆盖越来越多的消费人群。

参考海外市场经验，我们可以看到化妆品龙头公司估值在最近 10 年呈现逐步上移的走势，资本市场通常愿意给予其更高的估值溢价，即使在业绩平稳增长阶段，因为庞大稳定的行业属性、品牌稳

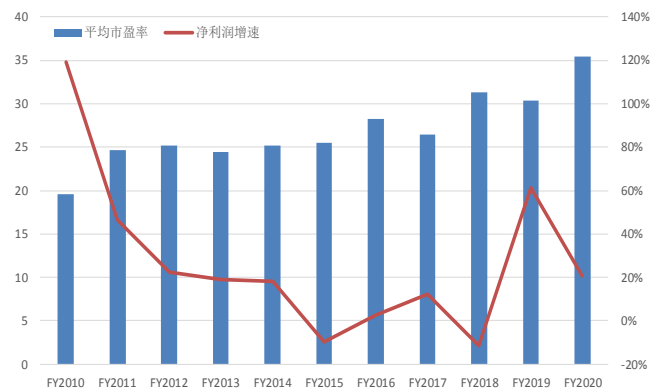
固的市场地位和良好的盈利能力与财务质量（稳定较高的 ROE 与企业自由现金流）等原因，海外化妆品龙头公司普遍获得了较高的估值水平（30-40 倍 PE）。

图 33：2009 年至今欧莱雅净利润增速与当年平均市盈率



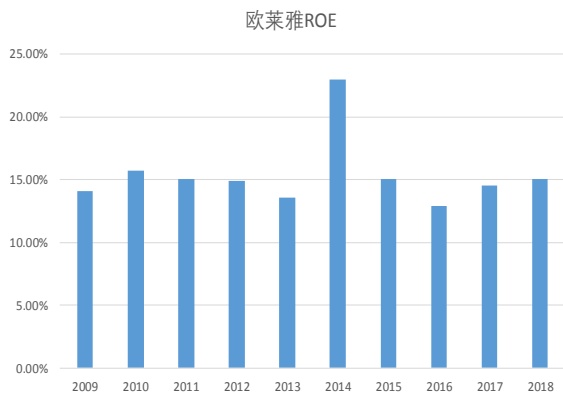
数据来源：Bloomberg、东方证券研究所

图 34：2010 财年至今雅诗兰黛净利润增速与当年平均市盈率



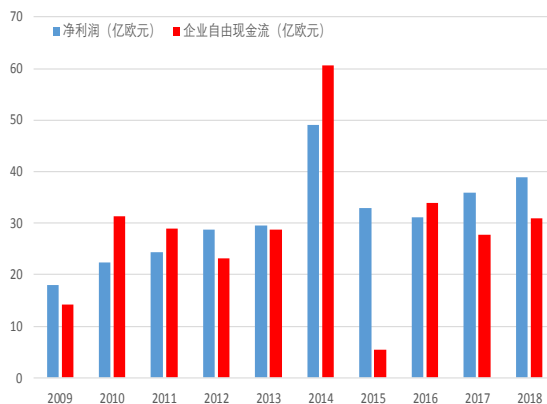
数据来源：Bloomberg、东方证券研究所

图 35：2009-2018 财年欧莱雅净资产收益率

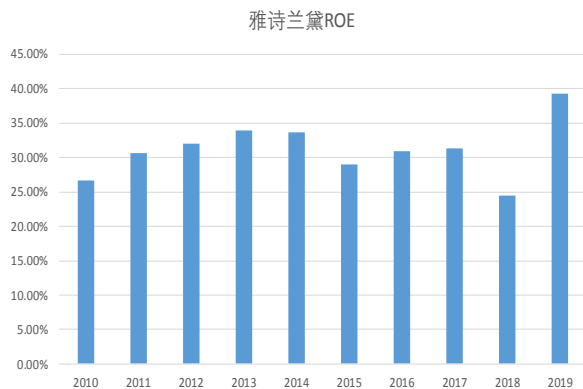


数据来源：Bloomberg、东方证券研究所

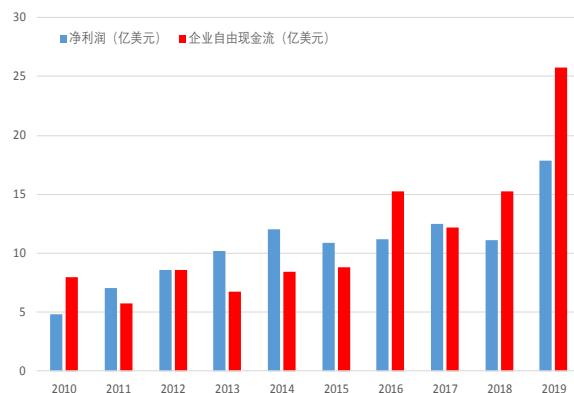
图 36：2009-2018 财年欧莱雅净利润与企业自由现金流



数据来源：Bloomberg、东方证券研究所

图 37：2010–2019 财年雅诗兰黛净资产收益率


数据来源：Bloomberg、东方证券研究所

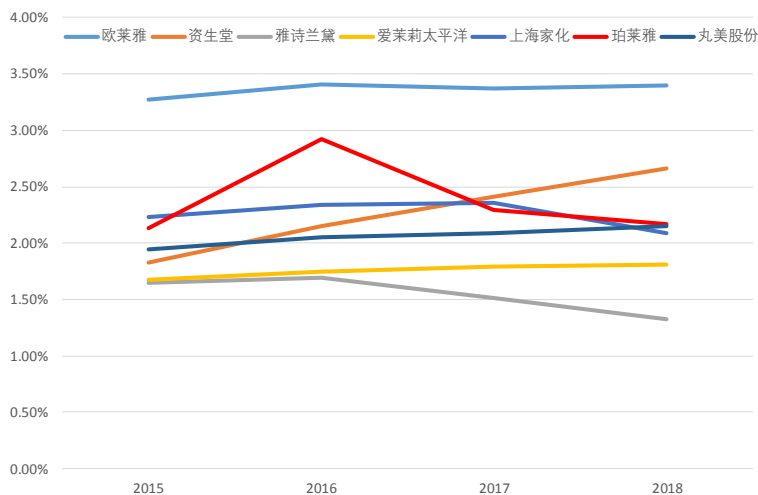
图 38：2010–2019 财年雅诗兰黛净利润与企业自由现金流


数据来源：Bloomberg、东方证券研究所

(3) 投资 A 股化妆品正当其时，本土化妆品龙头正进入增长的快车道

近几年来本土化妆品品牌在营销推广、渠道建设方面已经形成了各自的竞争优势，本土品牌更善于抓住国内年轻消费者的痛点，迎合他们的沟通方式与购买渠道，这种短平快的投入能够在短期迅速取得销售规模的增加。而随着规模和业绩的扩大，本土品牌也在逐步加大研发的投入，经营的增长已经开始反哺研发，为本土公司长期竞争力的提升打下良好的基础。而充分市场化的激励更是让部分本土龙头在发展中如虎添翼。

稳定增长的研发投入为本土品牌长期塑造打下基础。从研发费用率来看，海外化妆品巨头如欧莱雅、资生堂等，研发费用率与研发投入绝对额常年保持在较高的水平。随着市场与收入规模的扩大，本土化妆品企业在研发支出方面的投入也在不断增加，2018 年上海家化、珀莱雅、丸美股份三家上市的品牌企业研发费用率达到 2.1%、2.2%与 2.2%，从费用率来看已经开始缩小与海外品牌集团差距。

图 39：2015–2018 年化妆品企业研发费用率


数据来源：Bloomberg、公司公告、东方证券研究所

市场化的激励制度与团队的年轻化是本土化妆品企业保持竞争力的必要条件之一。化妆品行业作为充分竞争的市场，对企业管理团队战略制定与执行落地都提出了越来越高的要求，对本土化妆品企业来说，合理的激励机制是调动核心员工在激烈多变的市场环境中保持不断学习与灵活应变的基础制度之一，从二级市场来看，2012 年的上海家化与 2018 年的珀莱雅所推出的股权激励方案，都对后续两家本土化妆品龙头公司业绩的快速增长起到的重要的激励制度保障。此外，随着 95-00 后新一代消费者的入场，营销方式与媒介也在加速迭代，品牌团队的年轻化，对如何理解这部分新兴消费者的购买心理与消费决策同样也有重要的帮助。

国潮兴起，新一代年轻消费者对本土品牌接受度更高。随着化妆品市场的不断发展和消费者品牌意识的逐步提高，国内化妆品市场早已不是简单的产品买卖，而是进入了品牌整体营销的时代，一方面本土化妆品品牌由于能更好的贴近本土消费者需求、供应链管理相对更灵活、与线下渠道和电商配合更默契，品牌形象、知名度和信任度随之上升。另一方面，90-00 后为代表的新一代年轻消费者观念已发生转变，不再盲目崇拜海外品牌，对包装、产品品质、成分配方等细节都会有自己的见解与要求，对能够更好理解本土消费文化与肤质差异、市场与渠道反应速度更迅速的本土化妆品品牌的印象与好感逐步提升，电商降低本土品牌试错成本的同时，加快了产品上新与迭代，这也使得追逐新鲜感与热点的 90-00 后年轻消费者对本土品牌有了更高的接受度。

(4) 借助社交营销与新媒体风口，本土化妆品品牌瓜分了部分韩系化妆品在营销上的红利。随着电商逐渐成为化妆品消费最大的渠道之一，化妆品行业的营销方式与消费者购买方式都发生了巨大变化。一方面传统的电视杂志硬广等品牌自上而下的传播式微，微博、小红书、抖音等新媒体成为营销投放的主流平台，以天猫、唯品会为代表的电商平台逐渐成为购买主流渠道，另一方面随着社交媒体的兴起，线下 BA 的推荐演进为线上美妆 KOL 的种草，这对学习能力更强、传播推广方式更本土化的国内化妆品品牌带来了越来越多的营销红利，更易打造爆款产品与系列，一定程度上也瓜分了定位相近的部分韩系化妆品的市场份额与关注度。以珀莱雅年中推出的黑海盐泡泡面膜为例，7 月开始公司陆续在抖音投放种草短视频，运用大量 KOL 号召力带货，产品定价亲民并且有趣的产品思路更容易产生话题传播，最终打造出这款月销量超过 100 万件的抖音爆品。

重点公司投资建议

参考欧美及日韩成熟化妆品市场发展历史，优秀的本土品牌都经历了从国际品牌的竞争冲击到最终成长为本土市场龙头的过程。在竞争初期，由于国际品牌拥有更为成熟的品牌推广与市场销售经验，这一阶段本土品牌往往受到较大的竞争压力，但在本土品牌持续的研发投入以及不断开发更符合本土消费者偏好的产品努力下，优秀的本土品牌往往能够获得更多国内消费者的青睐与信任，在与国际品牌的竞争中逐渐树立起特有的优势。与其他消费品不同，因为目标消费者人种皮肤的不同以及偏好、文化和消费理念的差异，从日韩的发展历史看，本土化妆品品牌在长期的竞争中，能够牢牢抓住本土消费者特性，不断扩大市场份额，产生龙头化妆品企业。

落实到投资方面，目前 A 股化妆品上市公司仍相对稀缺，只有上海家化、珀莱雅、丸美股份、御家汇、青岛金王、青松股份等不到 10 家公司（因而短期可能具有更强的行业估值溢价），我们推荐本土优质化妆品集团珀莱雅与上海家化，建议积极关注次新股丸美股份。随着行业新趋势和新变化的演进，更多本土化妆品企业的上市也将为二级市场创造更多的投资机会，同时进一步提升本土品牌的话语权与市场地位。

珀莱雅

主品牌爆款品类与电商业务的发展是保障公司今年业绩继续快速增长的核心基础。18年以来珀莱雅在新产品研发、品牌营销方面加速向年轻化靠拢，新品迎合当下成分党与彩妆需求，营销更多与KOL合作引导推广，19年上半年公司收入与归母净利润分别同比增长27.48%与34.49%，其中电商销售保持48%的快速增长。今年7月公司新推出的黑海盐泡泡面膜初步证明了其在爆款品类上的打造能力。根据魔镜数据，在泡泡面膜等新品带动下，公司7月和8月电商GMV同比分别增长178%和190%（去年同期本身就很高，同比增幅为229%和153%），因此对于下半年的公司收入和盈利增速十分值得期待。

国内化妆品行业前景看好，公司机制和激励灵活更有利于其中短期业绩增长。作为充分竞争行业的龙头之一，公司一方面分享了国内化妆品市场快速增长的蛋糕，另一方面，公司内部建立起以品牌股权、工资加奖金等多种激励方式，上市后公司的激励机制进一步优化完善，追求销售最大化和经费最小化，让员工成为公司经营者；外部团队通过搭建合伙人制平台，保障公司人才梯度建设和长期健康可持续发展，实现更快速、更健康可控的扩张。这种灵活高效的激励与决策机制，给予公司在迅速变化的国内化妆品市场环境中更强的学习与应变能力，逐步形成了公司连续打造爆款的实力，在年轻消费者与低线市场中建立自身的品牌形象与竞争优势。

新品牌的拓展是公司中长期的潜在看点。18年以来公司先后与韩国美妆YNM、日本高端洗护I-KAMI、彩妆TZZ等品牌投资合作，围绕彩妆等高增长品类以及社交电商新兴营销方式，培育19年之后的更多增长点，公司相对更灵活的合作模式与激励机制，预计后续在国际化与多品牌多品类等方面将吸引更多品牌的外延布局。

我们维持对公司2019-2021年每股收益为1.90元、2.49与3.21元的盈利预测，维持公司“买入”评级。

上海家化

公司是国内历史最悠久、品牌梯度最完备的化妆品龙头企业之一，主要从事美容护肤、个人护理、家居护理产品的研发、生产和销售，旗下品牌包括佰草集、六神、高夫、美加净、启初、家安、玉泽、双妹、汤美星等，其中六神是花露水品类的绝对市场领导者；佰草集引领中草药护肤市场；美加净主打大众手霜品类；新兴品牌启初、玉泽、家安正快速成长。公司以差异化的品牌定位覆盖不同年龄和消费层次消费需求，采用线上与线下相结合的销售模式，借助持续不断的产品创新和多层次的渠道布局，成为国内首屈一指的多品牌多渠道的化妆品龙头企业。

在品牌年轻化、营销媒介创新投入、新品持续迭代升级等因素驱动下，家化旗下六神、美加净等传统品牌持续焕发新动力；佰草集将继续优化品牌与消费者定位，提升产品结构，重点打造明星单品，丰富渠道布局，期待下半年新品推出后收入端增速的继续回暖；电商业务有望继续受益行业线上渗透率的提升，保持良好增长；Mayborn集团中国市场的开发将带来新的增量。公司青浦新工厂于18年投产，短期对19年成本费用带来一定压力，长期将有效加强家化的生产能力以及供应链反应速度，未来产能利用率的提升也将缓解折旧成本的增加。

我们维持对公司 2019-2021 年每股收益为 0.96 元、0.92 元和 1.08 元的盈利预测，维持公司“增持”评级。

丸美股份

丸美是中国领先的本土化妆品龙头之一，以卓越的眼部护理系列产品著称化妆品界，旗下拥有丸美（中高端护肤）、春纪（大众护肤）和恋火（韩系彩妆）三个品牌，以差异化定位满足不同年龄、偏好、层次的消费者需求。2011-2018 年公司营业收入由 6.1 亿元增长至 15.8 亿元，年复合增长 14%，归母净利润由 1.7 亿元增长至 4.2 亿元，年复合增长 14%。公司创始人孙怀庆夫妇持股 81%，LVMH 旗下 L Capital 持股 9%。2019 年上半年公司营业收入与净利润分别同比增长 11.85%与 31.57%，扣非后净利润同比增长 19.75%。

公司亮点：1.丸美眼部护理系列已经成为公司标志性产品，收入占比 30%左右，以眼部护理细分市场作为切入点，主品牌逐步向高端面部护肤产品线延伸，迎合国内美妆客群消费升级的主流方向。

2. 原有线下渠道深耕三四线城市，在低线城市积累了较好的经销商资源与渠道基础。随着高端产品线的推出与强化，公司百货增长潜力巨大。2019 年上半年百货渠道收入增长超过 30%，验证了丸美品牌向上的张力。此外公司电商同样发展迅猛，2016-2018 年电商销售年复合增长 37%，成为公司增长最重要引擎之一。

3.财务指标与盈利能力亮眼，与已经上市的主要化妆品同行（上海家化、珀莱雅、御家汇）相比，公司毛利率大幅领先，由于期间费用率的有效控制，净利率也保持行业领先水平，带动公司始终保持着 30%以上的 ROE。

风险提示

- 1、 化妆品核心消费人群的扩容、人均化妆品消费增速、新品类推广等进度的波动都可能使国内化妆品行业市场规模的增长不及预期。
- 2、 化妆品行业为充分竞争市场，消费者偏好的变动与市场潮流的变动对行业竞争格局有较大影响。
- 3、 互联网的快速发展（包括垂直电商的发展）从长期看可能将进一步改变行业竞争格局、定价体系与盈利能力。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

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在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn

