

# 外资加速“降维”下沉，国货能否上位？ ——从2019年双十一谈化妆品内外上下之争

■当前阶段，外资大牌下沉低线市场战略明确，乘势2019年双十一全民“消费狂欢”，外资品牌纷纷大力降价拉新、力度空前。面对外资大牌汹汹来势，国货品牌能否坚守大众市场、能否进一步提升市占“上攻”段位？从2019年双十一来看，外资在预售阶段高歌猛进，但从最后销售总量来看国货表现同样优异，主要系双方打法不同——外资重提前预定，国货重当天抢购，打法背后体现客群偏好差异：①客群差异主要来源于外资大牌的品牌定位与进口税费决定的与国货的价格“鸿沟”；②基于收入水平分析，估算中国80%以上人群月收入在5000元以下，大部分人群难以从大众护肤品升级至国际大牌；③低线市场人群消费习惯与高线人群差异度决定外资无法全面下沉。总体而言，消费分级趋势下，大众市场空间稳定广阔，看好国货“农村包围城市”，逆线崛起。④国货借力新生代对“国风”偏爱，不迷信外资以及顺应差异化细分品类趋势另辟蹊径，迎来突破契机。

■19双十一复盘：外资预定量爆发式增长，国货双十一当天发力，主因玩法不同。①外资预售期火爆：2019天猫双十一预售，外资化妆品牌成最大赢家。从星图数据统计的10.21-11.10期间天猫双十一预售数据来看，护肤品类Top10全部为外资，美妆品类Top10中9个为外资；②国货双11当天逆袭：国货预售有限，但双十一当日开始发力，截至双十一24点，自然堂、百雀羚，完美日记和薇诺娜占据天猫双十一美容护肤类排行榜四席；③外资重提前预定，国货重当天抢购，打法背后体现客群偏好差异：外资品牌预售期间大手笔投入，明星阵容更豪华，叠加外资通常采取大单品策略，且主要外资品牌经典单品折扣力度超50%；国产品牌根据双十一不同阶段制定不同的产品组合，部分经典大单品不参与预售活动，只参与双十一当天的现货优惠。

■外资大牌的品牌定位与进口税费决定的与国货的价格“鸿沟”。①外资大牌与国货价格差距较大：我们统计了6家外资品牌和5家国产品牌天猫旗舰店的价格，发现外资大牌单价比国产品牌高100%-300%不等，面霜及精华价格差别较大。②价格“鸿沟”主要来源于外资大牌的品牌定位与进口税费：一方面，为维持品牌形象，国际品牌在定价、促销、渠道等方面不会轻易放下身段；另一方面，一般贸易模式下，进口化妆品要缴纳关税，消费税和增值税。以来自最惠国待遇国家到岸价为100元的高档化妆品为例，非美国进口情况下共需缴纳税费36.8元。

■实际目标人群重合度较低，中低收入群体升级至外资大牌可能性较小。①外资大牌多定位中高收入人群，国货更大众化：雅诗兰黛、兰蔻等外资大牌目标消费者多为收入较高的白领女性，而国货美妆品牌核心消费人群大部分为低线城市重视性价比的大众消费人群，与外资大牌目标人群重合度低。大众市场仍占据主导地位，九合数据显示，2012年-2018年美妆个护行业大众市场规模仍保持在70%以上；②中国中低收入群体占比大：我国低收入群体占比大，中等偏上收入组月收入3042元。根据国家统计局数据粗略估算至少60%的人群月收入3000以下，80%人群月收入5000以下。2018年我国化妆品市场

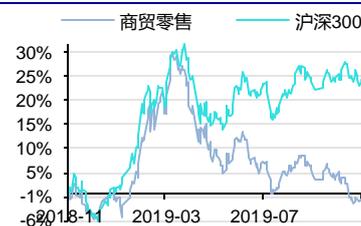
## 行业深度分析

证券研究报告

投资评级 领先大市-A  
维持评级

首选股票	目标价	评级
603605 珀莱雅	104.06	买入-A
603983 丸美股份	78.11	买入-A
688363 华熙生物	-	-
600315 上海家化	39.07	买入-A

### 行业表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-1.67	0.50	-27.29
绝对收益	-1.80	2.46	-3.25

刘文正

分析师

SAC 执业证书编号: S1450519010001  
liuwz@essence.com.cn  
021-35082109

杜一帆

分析师

SAC 执业证书编号: S1450518080002  
duyf1@essence.com.cn  
021-35082088

### 相关报告

- 家家悦省内外布局加速，美团点评三季度收入持续高增 2019-11-24
- 商贸零售行业专题报告 2019-11-18
- 双十一全网 GMV 增速可观，推下沉、拓营销及供应链升级为今年主题，子行业品牌化趋势明显 2019-11-17
- 放眼电商服务生态全景，剖析代运营行业挑战与机遇 2019-11-14
- 珀莱雅拟与 PRIMA·DERM 成立合资子公司，10月猪价同比翻倍推动 CPI 超预期 2019-11-10

规模达 619.8 亿美元，15-70 岁女性人口 5.19 亿人，我国化妆品消费群体主要为女性，假设我国化妆品消费人群为 15-70 岁女性人群，计算可得 2018 年我国化妆品消费群体人均消费约 119.3 美元，合人民币 839.8 元。同年人均可支配收入 28228 元，可得中国化妆品消费群体人均化妆品支出/人均可支配收入为 2.98%。对于月收入 5000 元的群体年化妆品消费约 1785 元。雅诗兰黛入门级套装（水乳霜精华洗面奶）约 3000 元，用 6 个月全年消费 6000 元。不考虑彩妆消费情况下，外资大牌护肤品消费是当前我国大众群体护肤品消费水平的 3.4 倍。目前看大众消费群体升级到价格较高的外资化妆品可能性较小。

■**渠道、营销、产品三维度决定外资无法全面下沉大众消费市场。**①**低线市场偏爱线下实体，外资新兴渠道布局欠缺：**下沉市场消费者闲暇时间较多，愿意到线下实体店购买产品；外资品牌进军 CS 渠道困难重重，线上布局较晚；而国货长期依靠经销商渠道生存，高度把控 CS 渠道，电商渠道布局积极，借助直播、小红书等方式营销；②**热衷促销活动，外资大牌价格束缚较大：**下沉市场消费者价格敏感性高，易受到促销和优惠赠送等活动的刺激。外资品牌全国范围内统一定价，在价格折扣低线方面束缚较大，国产品牌促销活动更灵活。③**潮流品类更迭迅速，国货企业机制灵活市场反应速度更快：**下沉市场的熟人社会属性高于一二线城市，“跟风”的消费趋势盛行，身边人都在用的产品很容易成为潮流。跨国公司产品开发流程冗长复杂，主打“大单品”逻辑；新锐国产品牌注重跟用户沟通，机制灵活，打造多款潮流单品。

■**代际变迁+细分趋势，国货逆袭迎来新契机。**①**消费观念更迭，新生代消费者更爱国货：**不同于 70 后、80 后追随国际大牌产品，95 后及 00 后欣赏国风文化，愿意尝试新事物，并不一味追求外资，国货顺势收获一大批年轻消费者，故宫口红借国潮之势上线 3 小时销量近 9000 支，国货美妆消费人群中 70% 为 18-25 岁，2018 年唯品会平台上社会新人美妆 TOP 品牌中国货占据 6 席。②**化妆品细分趋势来临，国货另辟蹊径寻求突破：**新一代消费者拥有更多的美妆个护知识，叠加生活水平提高带来对精致生活的追求，由此产生出更加精细化，针对性的需求。华熙生物避开大众品类市场，以中高端原液切入护肤品领域，18 年功能性护肤品收入增速高达 205%，珀莱雅与西班牙护肤品牌 Singuladerm 达成战略合作，瞄准高端抗衰老细分市场，产品布局由大众品类走向聚焦。

■**投资建议：**2018 年下半年以来社零增速趋缓，但其中化妆品社零增速维持稳定高速增长；化妆品行业的优质赛道属性不断被验证，表现出较强的持续增长能力和抗周期属性。重点推荐行业优质标的珀莱雅、丸美股份、华熙生物、上海家化。**珀莱雅：**2017 年以来线上收入高速增长，紧抓电商及社交营销红利，实践证明了管理团队的敏锐度极高、反应速度极快，产品矩阵丰富具备强劲增长后劲。**丸美股份：**上市后拟发力线上渠道及社交营销，正在加紧布局；主品牌卡位化妆品最优细分赛道之一眼部护理、定位中高端，有望迎来较大边际改善。**华熙生物：**公司为全球玻尿酸原料龙头企业，并以透明质酸为主线延伸上下游布局，加码医疗终端业务和护肤品市场，技术+成本+产业一体化优势下成长潜力巨大。**上海家化：**国货化妆品龙头，多品牌稳定良性发展，2019 年发力社交营销，下半年推出新品“太极两仪精华”，有望进一步推升品牌认知。

■**风险提示：**线上渠道增速放缓；线下竞争持续恶化；新品推广不及预期；宏观经济增速持续下滑。

## 内容目录

<b>1. 2019 年双十一，外资高歌猛进，国货表现优异</b> .....	<b>6</b>
1.1. 2019 年双十一，外资预定量爆发式增长.....	6
1.2. 国货预定量有限，但双十一当日销售火爆高速增长.....	8
1.3. 外资与国货玩法不同：外资重预定，国货重抢购.....	10
1.3.1. 外资品牌预售期营销活动及产品阵容占据优势.....	10
1.3.2. 国货针对零点活动精心策划，预热期营销成果逐步显现.....	14
<b>2. 外资大牌与国货价格带差距较大，来源于品牌形象及税费因素</b> .....	<b>16</b>
2.1. 外资大牌与国货价格相差 1-3 倍.....	16
2.2. 维护形象+税费较高导致价格差距.....	17
2.2.1. 主观原因：维护高端形象，定价&渠道“不亲民”.....	17
2.2.2. 客观原因：关税等税费较高.....	18
<b>3. 价格差距导致目标人群差距，大众消费者升级到外资品牌可能性低</b> .....	<b>19</b>
3.1. 外资大牌垄断高端化妆品市场，国货在规模更大的大众市场不断发力.....	19
3.2. 中国低收入群体占比较大，且升级可能性较低.....	22
<b>4. 大众市场与高端市场消费习惯有较大差异，外资无法全面下沉</b> .....	<b>24</b>
4.1. 低线市场偏爱线下实体，外资新兴渠道布局欠缺.....	24
4.2. 低线居民热衷各类促销活动，外资大牌价格束缚较大.....	26
4.3. 潮流品类更迭迅速，国货企业机制灵活反应迅速.....	28
<b>5. 代际变迁+细分趋势，国货逆袭迎来新契机</b> .....	<b>31</b>
5.1. 消费观念代际转换，95 后不再盲目追随大牌.....	31
5.2. “小而美”时代来临，细分领域异军突起.....	33
<b>6. 投资建议</b> .....	<b>35</b>
<b>7. 风险提示</b> .....	<b>35</b>

## 图表目录

图 1: 2019 年双十一天猫护肤类预售前十品牌占比.....	6
图 2: 2019 年双十一天猫美妆类预售前十品牌占比.....	6
图 3: 2019 年双十一预售个护前十单品销售额（单位：亿元）.....	6
图 4: 雅诗兰黛双十一预售首日火爆.....	7
图 5: 2019 年兰蔻清滢柔肤水第一周预售额提升（亿元）.....	7
图 6: 欧莱雅双十一预售产品.....	7
图 7: 2019 年欧莱雅面部精华液第一周预售额提升（亿元）.....	7
图 8: 2019 年 Olay 光感小白瓶第一周预售额提升（亿元）.....	8
图 9: 2019 年 Olay 淡斑小白瓶第一周预售额提升（亿元）.....	8
图 10: 国货护肤品牌双十一当日开始发力.....	8
图 11: 2019 年双十一截至 24 点美容护肤类品牌 TOP10 排行榜.....	8
图 12: 2019 年双十一天猫平台主要国产化妆品品牌旗舰店销售额增长率.....	9
图 13: 百雀羚开场 10 分钟销售破亿.....	9
图 14: 成为 2019 年双十一首个销售额破亿的彩妆品牌.....	9
图 15: 2019 年明星双十一带货人气榜单.....	10
图 16: 大牌品牌打折销售火爆的原理.....	12
图 17: 2019 年天猫双十一外资化妆品热衷预售.....	12
图 18: 2019 年双十一外资品牌经典单品单价下降幅度.....	12

图 19: 眼霜价格对比 (元/g)	16
图 20: 面霜价格对比 (元/g)	16
图 21: 爽肤水价格对比 (元/ml)	17
图 22: 乳液单价对比 (元/ml)	17
图 23: 洗面奶价格对比 (元/ml)	17
图 24: 精华单价对比 (元/ml)	17
图 25: 2016 年上半年化妆品百货渠道品牌占有率	18
图 26: 一般贸易模式占据主导地位 (百亿元)	19
图 27: 我国进口高档化妆品消费税征收情况	19
图 28: 进口化妆品的价格构成	19
图 29: 化妆品用户高端品牌人群主要关注外资大牌	20
图 30: 国货美妆品牌的核心消费人群	20
图 31: 高端化妆品市场 Top40 市场占有率	20
图 32: 大众市场 Top30 中国品牌占有率不断提升	20
图 33: 大众与高端化妆品市场规模 (亿元)	21
图 34: 美妆个护行业大众市场占比达 70%以上	21
图 35: 低线城市及年轻群体贡献行业主要增量	21
图 36: 2017 年高端品牌关注度	22
图 37: 2017 年大众品牌关注度	22
图 38: 全国居民人均可支配收入分布 (千元)	22
图 39: 我国人均可支配收入及收入中位数 (万元)	22
图 40: 我国大众消费能力与高端护肤品差距较大	23
图 41: 下沉市场消费者闲暇时间较多	24
图 42: 线下化妆品专营店具备服务属性	24
图 43: 2010-2018 年我国化妆品 CS 渠道占比提升	24
图 44: 购买个护及美妆渠道中化妆品专营店呈现上升趋势	25
图 45: 化妆品专营店主要分布在低线城市	25
图 46: 下沉市场做出购买决策时对价格关注度更高	26
图 47: 低线城市消费者偏爱拼多多类 APP	26
图 48: 各品牌官方微博发布日常促销活动数量 (截至 2019 年 11 月 20 日)	26
图 49: 熟人低线城市产品信息的重要来源	28
图 50: 2018 年小城中产女性产品认知方式	28
图 51: 跨国公司的产品打造流程较长	29
图 52: 新锐国产品牌产品打造更快	29
图 53: 兰蔻 2019 年全新彩妆眼影盘	30
图 54: 完美日记 2019 年中国国家地理眼影盘	30
图 55: 90 后消费观追去个性有趣	31
图 56: 90 后喜欢尝试网红产品和新品	31
图 57: 华熙生物“故宫口红”主打故宫文化	32
图 58: 故宫口红销售额 (万元)	32
图 59: 47.56% 的受访社会新人对国货有好感	32
图 60: 购买国货美妆的人群中 70% 为 18-25 岁	32
图 61: 唯品会平台上社会新人在护肤品和美妆领域偏爱国产品牌	33
图 62: 消费者对高度专业化护肤品倾向较高	33
图 63: 小众品牌聚焦细分市场获得青睐	33

图 64: 华熙生物瞄准高端原液类市场.....	34
图 65: 珀莱雅进军高端抗衰老市场.....	34
表 1: 2019 年双十一淘宝平台人气带货明星主要与外资护肤品牌合作.....	10
表 2: 预售一小时肖战雅诗兰黛销量情况.....	11
表 3: 国产与外资品牌双十一代言明星对比.....	11
表 4: 2019 年双十一外资品牌经典单品活动明细.....	13
表 5: 2019 年双十一国货与外资品牌预售及双十一当天天猫淘宝平台重点活动产品一览.....	14
表 6: 不同渠道特点对比.....	18
表 7: 2017 年外资品牌 CS 渠道供货折扣.....	25
表 8: 2018 年国产品牌渠道铺设情况.....	25
表 9: 2019 年下半年各品牌官方微博日常发布的促销活动统计.....	27
表 10: 完美日记, 兰蔻及圣罗兰 2019 年眼影、口红及香水新品情况.....	29
表 11: 化妆品行业核心标的估值 (数据截至 2019 年 11 月 27 日) .....	35

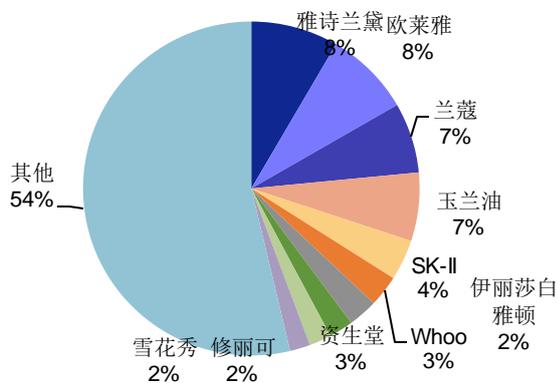
## 1. 2019 年双十一，外资高歌猛进，国货表现优异

2019 年双十一，预售期间外资大牌取得不菲成绩，但双十一当天国货开始发力，同比去年销售额增长势头良好，并最终在双十一美容护肤排行榜中占据四席。主因外资和国货玩法不同：外资重预售期，国货重抢购。①外资通常采取大单品策略，在预售阶段就放出选择在预售阶段就释放出该品牌大部分或所有畅销单品，尽可能触达消费者，叠加优惠力度大，明星带货阵容豪华，预售额迅速攀升；②国货根据双十一不同阶段制定不同的产品组合。部分经典大单品不参与预售活动，只参与双十一当天的现货优惠，在预热期通过直播及小视频等方式进行营销宣传，双十一当天营销成果显现。

### 1.1. 2019 年双十一，外资预定量爆发式增长

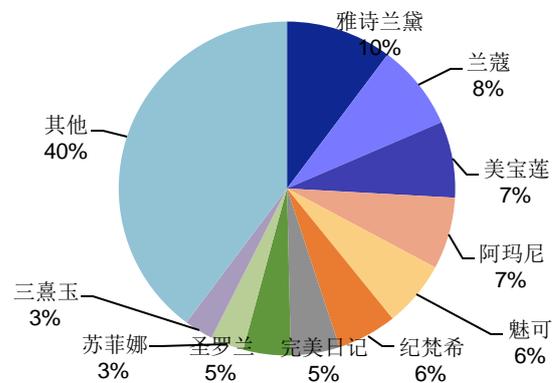
**2019 天猫双十一预售，外资化妆品牌成最大赢家。**从星图数据统计的 10.21-11.10 期间天猫双十一预售数据来看，护肤类品牌预售前三分别为雅诗兰黛（预售额占比 8.4%），欧莱雅（占比 8.26%）和兰蔻（占比 6.8%），前十品牌全部为外资品牌；美妆类前三分别为雅诗兰黛（占比 10.20%），兰蔻（占比 8.3%）和美宝莲（7.38%），前十品牌中 9 个为外资品牌。2019 年 10 月 21 日双十一预售开启仅 10 分钟，雅诗兰黛、兰蔻、欧莱雅、资生堂、HR 赫莲娜、Olay 及 Whoo 七个外资护肤品牌成交额即破亿，截至 11 月 3 日 22 点 45 分，雅诗兰黛已成为天猫首个预售破十亿的品牌。双十一开启前夕，雅诗兰黛小棕瓶眼霜预定超 55 万套，预售额达 2.9 亿元，个护类单品预售额排名第一。

图 1：2019 年双十一天猫护肤类预售前十品牌占比



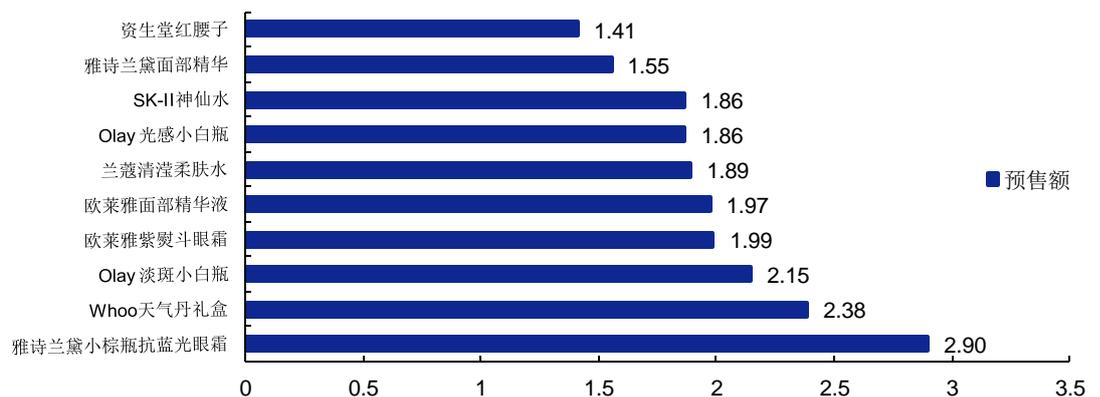
资料来源：星图数据，安信证券研究中心 注：数据统计区间为 10.21-11.10

图 2：2019 年双十一天猫美妆类预售前十品牌占比



资料来源：星图数据，安信证券研究中心 注：数据统计区间为 10.21-11.10

图 3：2019 年双十一预售个护前十单品销售额（单位：亿元）



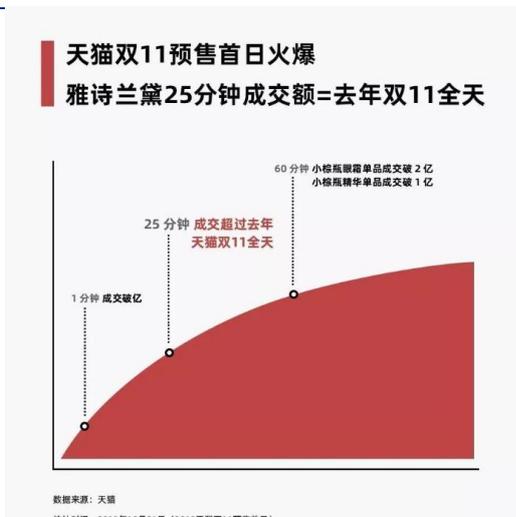
资料来源：星图数据，安信证券研究中心 注：数据统计区间为10.21-11.10

与去年相比，外资预售量实现大幅增长。天猫美妆数据显示，2019年双十一预售开启后数百家品牌预售打破去年双十一峰值。具体来看：

**雅诗兰黛**：预售25分钟实现交易额近5亿元，等于去年双十一全天成交量。首日交易额达5.87亿元。

**兰蔻**：两分钟预售成交超去年同期全天，预售第一周兰蔻清滢柔肤水实现销售额1.49亿元，同比增长63.3%。

图4：雅诗兰黛双十一预售首日火爆



资料来源：青眼，安信证券研究中心

图5：2019年兰蔻清滢柔肤水第一周预售额提升（亿元）



资料来源：星图数据，安信证券研究中心

**欧莱雅**：3分钟预售成交超去年同期全天。预售第一周面部精华液预售额1.68亿元，同比增长175.4%。

图6：欧莱雅双十一预售产品



资料来源：巴黎欧莱雅官方微博，安信证券研究中心

图7：2019年欧莱雅面部精华液第一周预售额提升（亿元）

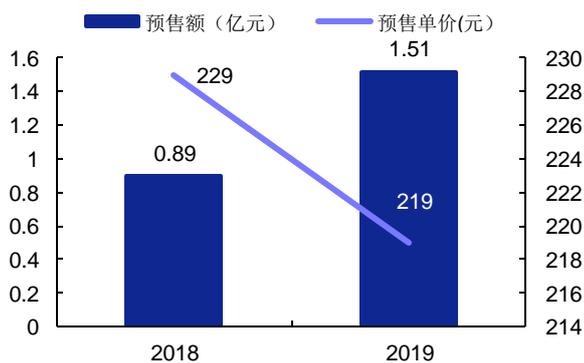


资料来源：星图数据，安信证券研究中心

**Olay 玉兰油**：7分钟预售成交超去年同期全天。第一周Olay光感小白瓶预售额1.51亿元，较去年同期增长69.8%，Olay淡斑小白瓶预售额1.88亿元，同比增长100.2%。

**SK-II**：7分钟预售成交超去年同期全天。

图 8：2019 年 Olay 光感小白瓶第一周预售额提升（亿元）



资料来源：星图数据，安信证券研究中心

图 9：2019 年 Olay 淡斑小白瓶第一周预售额提升（亿元）



资料来源：星图数据，安信证券研究中心

## 1.2. 国货预定量有限，但双十一当日销售火爆高速增长

国货预售有限，双十一当日开始发力。从 2019 年双十一预售数据看，国产护肤类品牌未进预售额 TOP10，国产美妆类品牌仅完美日记跻身预售额第七，但双十一当天国产品牌开始发力，11 日 0-6 点百雀羚、自然堂及薇诺娜销售额快速提升至护肤品牌前十。截至双十一 24 点，自然堂、百雀羚，完美日记和薇诺娜占据天猫双十一美容护肤类排行榜四席。

图 10：国货护肤品牌双十一当日开始发力

个护品类 双十一预售 Top10	双十一当天 0:00-6:00 Top10	双十一当天 0:00-10:00 Top10	双十一当天 0:00-19:00 Top10
雅诗兰黛	欧莱雅	欧莱雅	欧莱雅
欧莱雅	Olay	雅诗兰黛	雅诗兰黛
兰蔻	雅诗兰黛	Olay	Olay
Olay	兰蔻	兰蔻	兰蔻
SK-II	SK-II	资生堂	资生堂
Whoo	Whoo	SK-II	SK-II
资生堂	<b>百雀羚</b>	<b>自然堂</b>	<b>自然堂</b>
修丽可	<b>自然堂</b>	Whoo	Whoo
雪花秀	资生堂	<b>百雀羚</b>	<b>百雀羚</b>
伊丽莎白雅顿	<b>薇诺娜</b>	护舒宝	护舒宝

资料来源：星图数据，安信证券研究中心 注：深蓝色为国产品牌

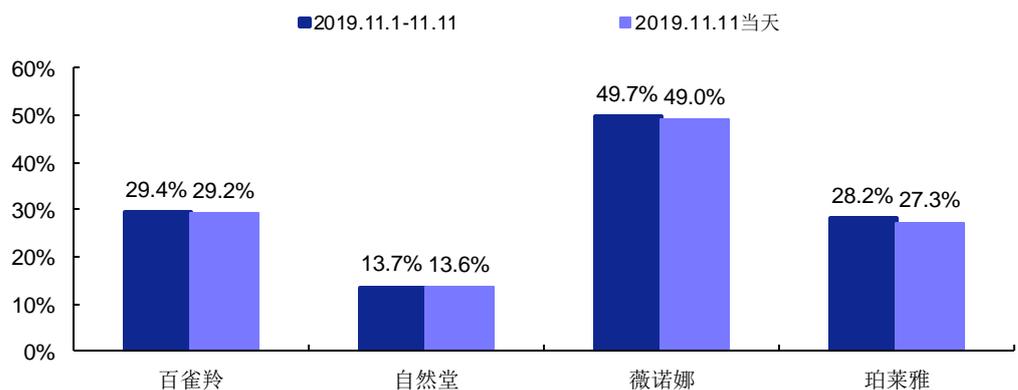
图 11：2019 年双十一截至 24 点美容护肤类品牌 TOP10 排行榜



资料来源：天猫，安信证券研究中心

同比去年双十一，主要国产品牌销售额增长势头良好。整体来看，国际品牌预售火爆并未对国产护肤品牌双十一销售造成压力。①百雀羚双十一开场十分钟销售破亿（去年用时 30 分钟），1 小时 01 分成交额突破 2 亿，双十一全网销售额 8.56 亿，双十一当天销售量同比去年上升 7.3%，销售额上升 29.3%；②自然堂天猫平台 39 分钟销售额突破 1 亿元，1 小时 2 分钟销售额 2 亿，7 小时 53 分钟销售额突破 3 亿元，双十一当天销售量同比上升 44.3%，销售额上升 13.6%，苏宁平台双十一开售 1 小时，登顶国货美妆第一，销售额同比增长 321%；唯品会平台前四小时销售额同比增长 368%；③薇诺娜 34 分钟突破 2018 年前一小时销售额，为 5847 万元，1 小时销售额破亿，一小时二十分破两亿。双十一当天销售量同比增长 41.7%，销售额同比增长 49.0%；④珀莱雅双十一当天销售量同比增长 53.8%，销售额同比增长 27.3%；⑤完美日记成为 2019 年双十一首个销售额破亿的彩妆品牌，28 分钟销量超过双十一全天销售量。

图 12：2019 年双十一天猫平台主要国产化妆品品牌旗舰店销售额增长率



资料来源：淘数据，安信证券研究中心

图 13：百雀羚开场 10 分钟销售破亿

图 14：成为 2019 年双十一首个销售额破亿的彩妆品牌



资料来源：淘宝 App，安信证券研究中心



资料来源：淘宝 App，安信证券研究中心

### 1.3. 外资与国货玩法不同：外资重预定，国货重抢购

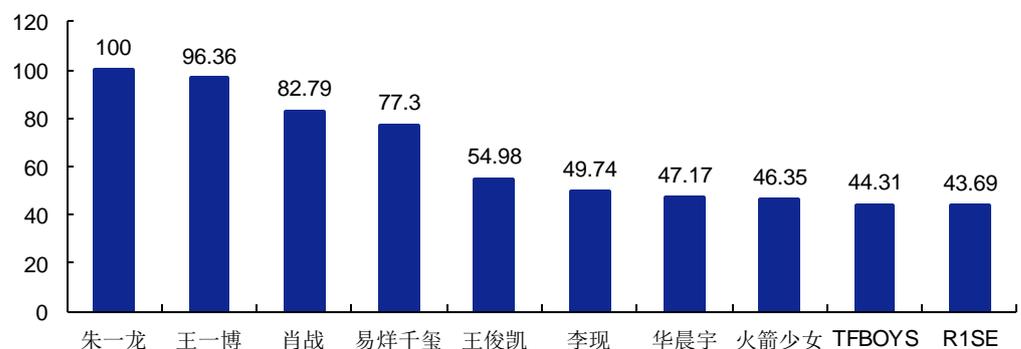
外资品牌在预售期营销高举高打，明星带货，畅销单品全、折扣大；国货预售期和双十一当天做两手准备，预热期营销成果双十一当天逐步显现。

#### 1.3.1. 外资品牌预售期营销活动及产品阵容占据优势

外资化妆品品牌双十一预售期间，一方面通过明星代言、网络红人直播带货等方式进行营销，另一方面采用打折、赠品等手段吸引顾客。

外资品牌大手笔投入，明星阵容更豪华，带货能力强。雅诗兰黛、欧莱雅、兰蔻等外资品牌预售期通常营销投入较大，选择当红人气明星合作，随商品赠送明星周边。第一财经商业数据中心评选的双十一带货人气榜单中，朱一龙、王一博、肖战和李现等当红的明星多与外资品牌合作，品牌还通过赠送代言人周边的方式吸引粉丝购买。

图 15：2019 年明星双十一带货人气榜单



资料来源：第一财经商业数据中心，安信证券研究中心

表 1：2019 年双十一淘宝平台人气带货明星主要与外资护肤品牌合作

明星	合作产品	合作形式	赠送代言人周边	单价
朱一龙	巴黎欧莱雅紫熨斗	品牌中国区代言人	-	319

王一博	TOMFORDBEAUTY	中国区品牌香氛形象大使	-	1900
	普罗旺斯欧舒丹乳木果身体乳滋润套装	大中华区身体护理代言人	前 20000 名赠送朱一龙立牌	350
	植秀村×宝可梦限量系列套装	全球品牌大使	王一博 2019 限定明信片、定制合影相框、实付 TOP6 赠王一博亲笔签名联名款周边	890
	悦木之源灵芝精华水礼盒	中国区首席探索官	赠送王一博台历	320
肖战	悦木之源发光保湿霜	中国区探索官	王一博拍立得套组	295
	HFP 祛痘收缩毛孔原液套装	代言人	王一博写真画册, 明信片	149
	雅诗兰黛唇膏倾慕 333/420 口红	彩妆及香氛代言人	肖战独家日历	270
李现	雅诗兰黛肖战亲选礼盒	彩妆及香氛代言人	肖战独家日历, 创意卡贴	1200
	Olay 淡斑小白瓶	代言人	前 1000 名送定制礼盒, 肖战人形立牌	280
	雅诗兰黛全新沁水粉底液	护肤及彩妆代言人	李现独家精美日历+创意立体贴	490

资料来源: Marketing 旗下文娱媒体品牌《娱大》, 安信证券研究中心

具体来看, 雅诗兰黛双十一前签下李现和肖战两大顶级流量, 再加上之前代言人杨幂, 形成李现+肖战+杨幂明星阵容, 另有薇娅和李佳琦直播间带货。提前四个小时官宣肖战为品牌彩妆及香氛代言人, 肖战限定礼盒一小时销售额达 852 万, 当晚临时上架的“肖战推荐”单链产品预售总额突破 4000 万元; 兰蔻 9 月 25 日官宣吴亦凡为兰蔻亚太区品牌代言人, 官宣微博当日即抢占微博热搜, 截至 11 月 15 日, 该微博已获转发 29 万次, 评论 1.9 万条。9 月底又陆续放出周冬雨、刘涛、俞飞鸿双十一礼盒推荐视频。此外, 欧莱雅与朱一龙合作, Olay 小白瓶由肖战代言。

表 2: 预售一小时肖战雅诗兰黛销量情况

商品名称	限量	单价 (元)	销量 (件)	销售额 (万元)
肖战限定礼盒	是	1200	7100	852.0
倾慕哑光唇膏	否	270	2926	79.0
小粉管变色护唇膏	否	270	3084	83.3
预售-倾慕唇膏 420	否	270	8284	223.7
预售-DW 粉底液	否	390	26369	1028.4
预售-倾慕哑光唇膏 333	否	270	25739	695.0
预售-小粉管护唇膏	否	270	4712	127.2
预售-DW 气垫	否	420	23602	991.3

资料来源: 聚美丽, 安信证券研究中心

相比较而言, 国产品牌明星代言阵容中流量明星较少。自然堂预售阶段邀请开心麻花沈腾、马丽、艾伦和常远, 护肤代言人郑恺, 女士护肤代言人苗苗, 面膜代言人白宇及代言人赵今麦进行宣传; 百雀羚 10 月 15 日携手迪丽热巴推出敦煌博物馆联名彩妆, 10 月 17 日官宣张云雷成为百雀羚国风大使; 完美日记与朱正廷合作宣传; 薇诺娜签约品牌大使罗云熙, 双十一期间特邀 20 多位权威皮肤科大咖搭配超人气网红及罗云熙进行 9 天直播。

表 3: 国产与外资品牌双十一代言明星对比

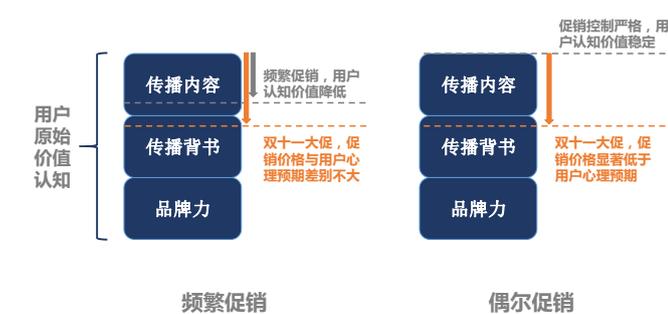
外资品牌	男性代言人	女性代言人	微博粉丝合计 (百万)	国产品牌	男性代言人	女性代言人	微博粉丝合计 (百万)
雅诗兰黛	李现, 肖战	杨幂	146.9	百雀羚	张云雷	迪丽热巴	71.43
兰蔻	吴亦凡	周冬雨, 刘	122.77	完美日记	朱正廷		12.49

		涛, 俞飞鸿				
欧莱雅	朱一龙	李宇春	34.04	自然堂	开心麻花四人, 郑恺, 苗苗, 赵今麦, 谢娜	178.6
OLAY	肖战	高圆圆, 马思纯	85.3	薇诺娜	罗云熙	16.72
				珀莱雅	李易峰, 罗云熙	73.3

资料来源: 新浪微博, 安信证券研究中心整理

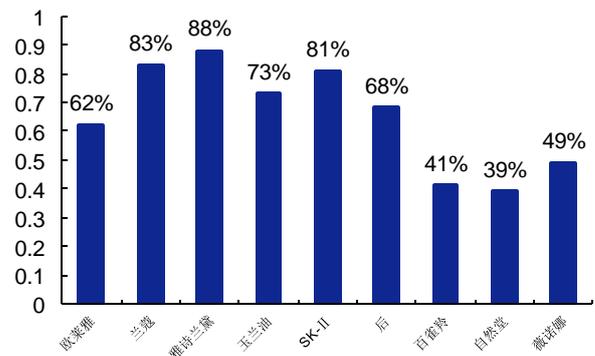
**外资品牌畅销单品全, 优惠力度大。**外资品牌通常更重视预售期, 外资品牌通常采取大单品策略, 在预售阶段就放出选择在预售阶段就释放出该品牌大部分或所有畅销单品, 尽可能触达消费者。天猫规定预售商品价格必须低于现货商品, 因此通常预售阶段优惠力度要高于双十一当天。外资品牌平时对促销活动的控制比较严格, 用户对产品价值认知清晰, 当双十一品牌放出较大折扣, 能迅速击穿用户心理防线。从往年双十一情况看, 外资预售占比高, 维恩咨询的数据显示, 2019 年天猫双十一 OLAY、兰蔻、雅诗兰黛和 SK-II 几个外资品牌的预售占比都在 60% 以上, 国货在 30%-50%。

图 16: 大牌品牌打折销售火爆的原理



资料来源: CK 商业逻辑研究, 安信证券研究中心整理

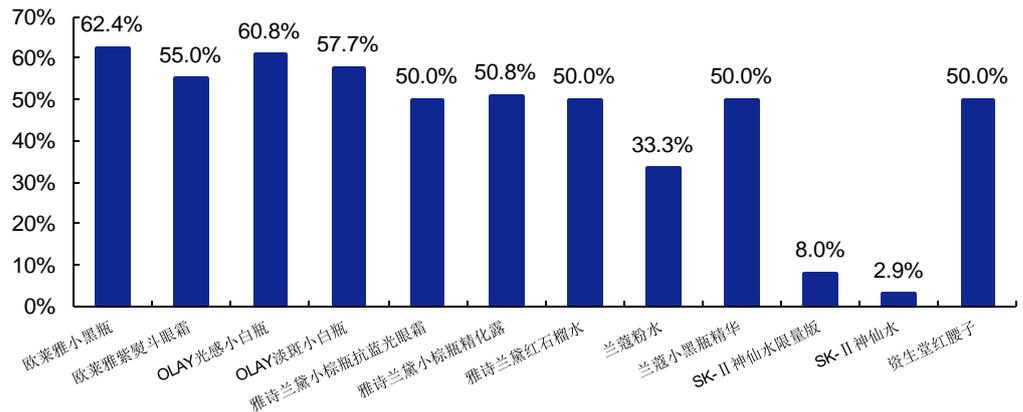
图 17: 2019 年天猫双十一外资化妆品热衷预售



资料来源: 维恩咨询, 安信证券研究中心

我们统计了几个外资主要品牌经典单品在 2019 年双十一的折扣情况, 发现大部分单品考虑同款赠品单价换算后折扣力度在 50% 以上。外资品牌多通过预售期间买正装加送同款中小样的方式变相打折, 欧莱雅小黑瓶, OLAY 小白瓶, 资生堂红腰子, 雅诗兰黛小棕瓶, 雅诗兰黛红石榴水, 兰蔻小黑瓶等多款大牌畅销单品双十一加赠小样或正装相当于“买一送一”, 折扣力度超 5 折。SK-II 单价折算降价幅度较小, 但通过加赠多款其他赠品的的方式吸引消费者, 预售赠送洁面 20g+清莹露 30ml+大红瓶 2.5g+大眼霜 2.5g 等多款产品。

图 18: 2019 年双十一外资品牌经典单品单价下降幅度



资料来源：安信证券研究中心整理

注：图中价格为考虑同款赠品后计出的商品单价。

表 4：2019 年双十一外资品牌经典单品活动明细

品牌	产品名称	规格 (ml ; g)	原价 (元)	单价 (元/ml; 元/g)	主要活动	双十一券后预售价格 (元)	考虑同款赠品折算规格 (ml; g)	双十一单价 (元/ml; 元/g)	其他赠品
欧莱雅	小黑瓶	50	350	7.00	限量买 1 送 9 买 50ml 送同款 7.5ml 黑精华 9 支 (限 100000 份)	309	117.5	2.63	
欧莱雅	紫熨斗眼霜	30	340	11.33	赠紫熨斗 15ml, 付尾款加赠 15ml	306	60	5.10	
OLAY	光感小白瓶	30	279	9.30	买 30ml, 送 30ml	219	60	3.65	前 40000 单付定金, 送 30 元单品券
OLAY	淡斑小白瓶	40	389	9.73	买 40ml 送 40ml	329	80	4.11	
雅诗兰黛	小棕瓶抗蓝光眼霜	15	510	34.00	送小棕瓶眼霜 3ml*4 预售加享 3ml 共 15ml	510	30	17	10 月 21 日加赠艺术丝巾
雅诗兰黛	小棕瓶精化露	30	590	19.67	买 30ml 赠 31ml	590	61	9.67	
雅诗兰黛	红石榴水	200	420	2.10	买 200ml 送 200ml	420	400	1.05	
兰蔻	粉水	400	420	1.05	送 200ml 粉水	420	600	0.70	定金抢 50000 份兰蔻定制包
兰蔻	小黑瓶精华	30	760	25.33	买 30ml 赠 30ml	760	60	12.67	
SK-II	神仙水限量版	230	1540	6.70	首日礼 10.21 预订加享神仙水 10ml*2,	1540	250	6.16	10.21 限时礼 00:00-01:59:59 预订加享前男友面膜 1 片; 预售礼 洁面 20g+清莹露 30ml+大红瓶 2.5g+大眼眼霜 2.5g, 护肤面膜 1 片+跨界艺术限定环保袋 1 件
SK-II	神仙水	330	2150	6.52		2150	340	6.32	赠洁面霜 20g+清莹露 30ml+大红瓶 15g+大眼眼霜 2.5g+前男友面膜 1 片。
资生堂	红腰子	50	860	17.20	买 60ml 赠 60ml	1180 (60ml)	120	9.83	享明眸润养 4 件礼

资料来源：安信证券研究中心整理

### 1.3.2. 国货针对零点活动精心策划，预热期营销成果逐步显现

国产品牌预售现货两手准备。双十一当天的销售情况，除了依据双十一当天现货折扣外，还来自于预热期的营销宣传。不同于国际大牌在预售期放出自己的大部分甚至全部畅销产品，国产本土化妆品牌通常根据双十一不同阶段制定不同的产品组合。部分经典大单品不参与预售活动，只参与双十一当天的现货优惠。

表 5：2019 年双十一国货与外资品牌预售及双十一当天天猫淘宝平台重点活动产品一览

国产品牌	预售商品	只能双十一零点抢购商品	外资品牌	预售商品	只能双十一当天抢购商品
薇诺娜	舒敏保湿特护霜	舒敏保湿修红霜	兰蔻	粉水	
	舒敏保湿特护霜	清透防晒乳 spf48		小黑瓶精华	
	套装旋转木马盒			眼霜系列	
	柔润保湿霜三件套	舒敏保湿喷雾 50ml		面霜系列	
	舒敏保湿修护精华液			新持妆粉底液 30ml	
	舒缓控油洁面泡沫			菁纯雾面哑光唇膏 196	
	保湿面膜			套装	
	水嫩倍现臻美四件套	草本水嫩倍现护肤套装 (镇店补水六件套)		其他 (安瓶精华, 小嫩膜面膜, 洗面奶等)	
	水嫩倍现精华水	水嫩倍现面霜		小棕瓶系列 (眼霜, 精华, 面膜等)	
	百雀羚	水能量套装		三生花护手霜	雅诗兰黛
		三生花面膜 20 片	红石榴系列 (洁面乳, 高光水等)		
一刻音乐面膜		三生花玲珑玉润护肤套装	套装		
		小雀幸面膜 20 片	淡斑小白瓶		
		凝时紧致 5 件套	光感小白瓶		
自然堂	凝时水乳精华礼盒套装	雪域系列 6 件套	Olay	小白瓶面膜	
	黑白双管精华液			大红瓶空气霜	
	炫彩红星唇膏			大红瓶面霜	
	蓝胖子精华肌底液			大红水新生塑颜活能水	
	小紫瓶凝时鲜颜肌活修护精华液			超 A 精华	
	冰肌爆水定妆散粉			小黑瓶	
	冰川水水光面膜	喜马拉雅补水面膜 21 片		紫熨斗眼霜	
	烟酰胺真安瓶面膜			安瓶面膜	
		水动力护肤品套装		小金管防晒	
		水漾芯肌护肤品套装		零点霜	
珀莱雅		弹润芯肌护肤品套装			
		insbaha 粉底液			
	黑海泡泡面膜 10 片	神经酰胺面膜 20 片			
	闺蜜面膜 60 片				
完美日记	哑光唇釉				
	小酒管水光唇釉	小金钻反重力唇釉			
	小粉钻口红				

小黑钻口红	眼线液笔
眼妆 3 件套	睫毛打底膏
水凝精华干皮粉底液	睫毛膏防水纤长卷翘
幻想家十六色眼影盘	金色散粉定妆粉
	小黑盖粉底液
	探险家十二色动物眼影盘

资料来源：安信证券研究中心整理

具体来看：

**百雀羚**：经典套装水嫩倍现系列在预售阶段放出四件套套装，双十一当天活动推出六件套装，三生花护手霜、面膜、玲珑玉润套装及明星产品小雀幸面膜均在双十一当天零点才有活动。

**自然堂**：根据预售期，预热期和现货期不同特性，采用预售品和现货相融合的产品策略。在预售期放出的主要是黑白双管精华液、烟酰胺安瓶面膜等高效产品，双十一当天喜马拉雅补水面膜等产品才放出。

**珀莱雅**：预售期主要是黑海泡泡面膜和闺蜜面膜等产品，经典的水动力护肤套装、水漾芯肌套装、弹润芯肌套装等产品活动安排在双十一零点抢购。

**完美日记**：预售期和双十一当天放出不同产品和组合，预售期口红有哑光唇釉，小酒馆唇釉，小粉钻和小黑钻口红，眼妆三件套，水凝精华干皮粉底液和十六色眼影盘，双十一当天主要是小金钻口红，眼部单品，金色散粉定妆粉及探险家十二色动物眼影盘。

**薇诺娜**：双十一当天活动在预售商品的基础上加入清透防晒乳、舒敏保湿喷雾等单品。

**直播+小视频多社交平台预热，双十一当天成果显现。**国货品牌在预热期通过直播及小视频等方式进行营销宣传，珀莱雅在 B 站、抖音、快手都投资有直播带货，双十一期间 CEO 方玉友做客明星伊能静直播间，与粉丝互动；薇诺娜线上通过抖音、小红书等覆盖年轻消费者日常社交平台，双十一邀请 20 多位皮肤科专家及代言人罗云熙连续 9 天直播；自然堂邀请开心麻花、谢娜、欧阳娜娜等明星成为自然堂开心购物官，通过拍摄开心购物官的各种花样小剧场短视频，与年轻消费者互动。10 月底邀请谢娜亲临自然堂研发中心，现场直播评测产品科技成分，双十一前两次携手薇娅展示品牌产品。双十一预热期间成果在双十一当天单品折扣的刺激下逐步显现，最终四家国产品牌跻身双十一天猫美妆排行榜前十。

## 2. 外资大牌与国货价格带差距较大，来源于品牌形象及税费因素

### 2.1. 外资大牌与国货价格相差 1-3 倍

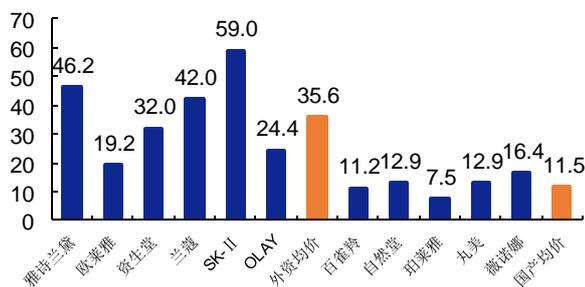
外资品牌单价比国产品牌高 100%-300%不等，面霜及精华价格差别较大。我们统计了 6 家外资品牌（雅诗兰黛，欧莱雅，资生堂，兰蔻，SK-II 和 OLAY）和 5 家国产护肤品牌（百雀羚，自然堂，珀莱雅，丸美和薇诺娜）在天猫旗舰店的价格，每个品牌每类产品均选取热销的 3 个单品计算单价，发现整体外资品牌比国产品牌价格高 100%-300%不等。分品类看，二者差价排序：面霜（414.3%）>精华（280%）>眼霜（209.6%）>爽肤水（200%）>乳液（183.3%）>洗面奶（100%），外资品牌在眼霜、面霜、精华和乳液这几个品类偏好推出奢华级别单品。

具体而言，

眼霜：外资均价 35.6 元/g，国产均价 11.5 元/g，外资比国产高 209.6%。外资品牌雅诗兰黛和 SK-II 推出均价 60-80 元/g 的奢华级别眼霜，除去后外资均价 30.7 元/g，比国产高 167.0%。

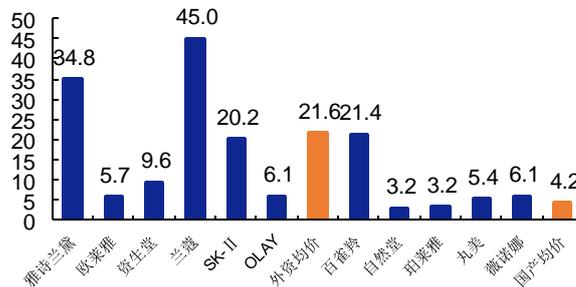
面霜：外资均价 21.6 元/g，国产均价 4.2 元/g，外资比国产高 414.3%，除去雅诗兰黛和兰蔻 2 款奢华级别面霜后，外资均价 13.2 元/g，比国产高 214.3%。

图 19：眼霜价格对比（元/g）



资料来源：淘宝 App，安信证券研究中心 注：统计时间为 2019.11.18

图 20：面霜价格对比（元/g）

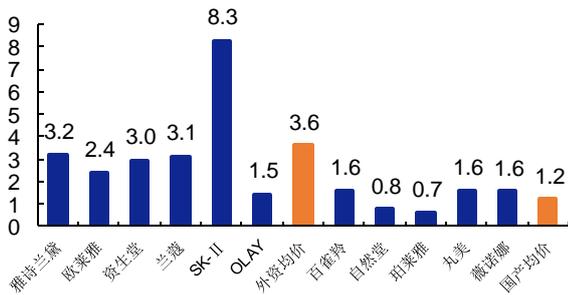


资料来源：淘宝 App，安信证券研究中心 注：统计时间为 2019.11.18

爽肤水：外资均价 3.6 元/ml，国产均价 1.2 元/ml，外资比国产高 200%，外资品牌中 SK-II 产品均价较高。

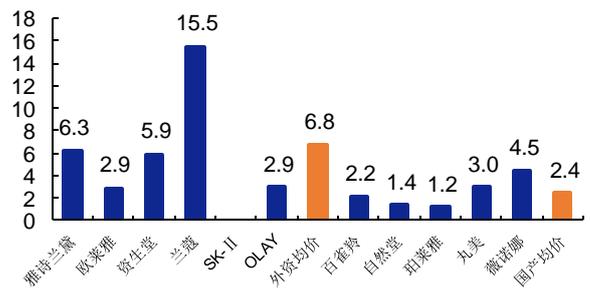
乳液：外资均价 6.8 元/ml，国产均价 2.4 元/ml，外资比国产高 183.3%，外资品牌中除去兰蔻一款奢华级别乳液外，均价 5.03 元/ml，比国产高 109.6%。

图 21: 爽肤水价格对比 (元/ml)



资料来源: 淘宝 App, 安信证券研究中心 注: 统计时间为 2019.11.18

图 22: 乳液单价对比 (元/ml)

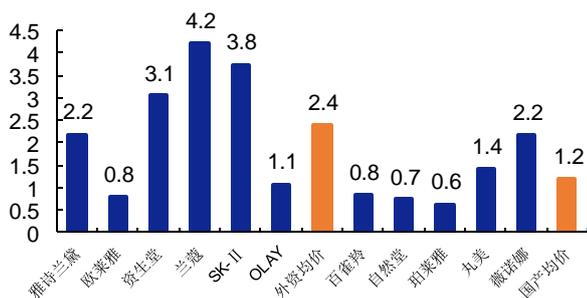


资料来源: 淘宝 App, 安信证券研究中心 注: 统计时间为 2019.11.18

**洗面奶:** 外资均价 2.4 元/ml, 国产均价 1.2 元/ml, 外资比国产高 100%。

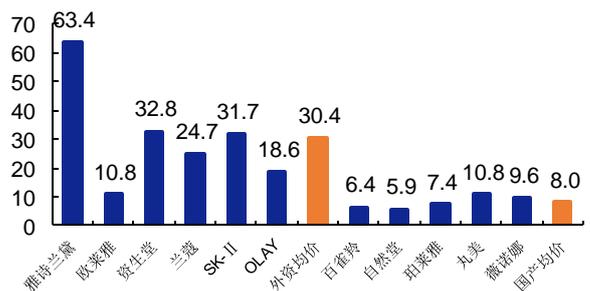
**精华:** 外资均价 30.4 元/ml, 国产均价 8.0 元/ml, 外资比国产高 280%。除去雅诗兰黛一款单价 133.3 元/ml 的单品外, 外资均价 24.29 元/ml, 比国产高 203.6%。

图 23: 洗面奶价格对比 (元/ml)



资料来源: 淘宝 App, 安信证券研究中心 注: 统计时间为 2019.11.18

图 24: 精华单价对比 (元/ml)



资料来源: 淘宝 App, 安信证券研究中心 注: 统计时间为 2019.11.18

## 2.2. 维护形象+税费较高导致价格差距

### 2.2.1. 主观原因: 维护高端形象, 定价&渠道“不亲民”

为维持品牌形象, 国际品牌在定价、促销、渠道等方面不会轻易放下身段。主要表现在:

1) **外资大牌化妆品注重品牌建设, 形成一定的品牌溢价。**目前外资大牌化妆品品牌在品牌建设过程中, 都有意提升自己的品牌档次, 塑造高端定位。雅诗兰黛集团曾为打造稀有的品牌氛围, 只通过有限的销售渠道销售产品。相比大多数国产化妆品品牌主打高性价比, 外资化妆品品牌依靠高端品牌建设, 形成较高的品牌溢价, 拉高产品价格。

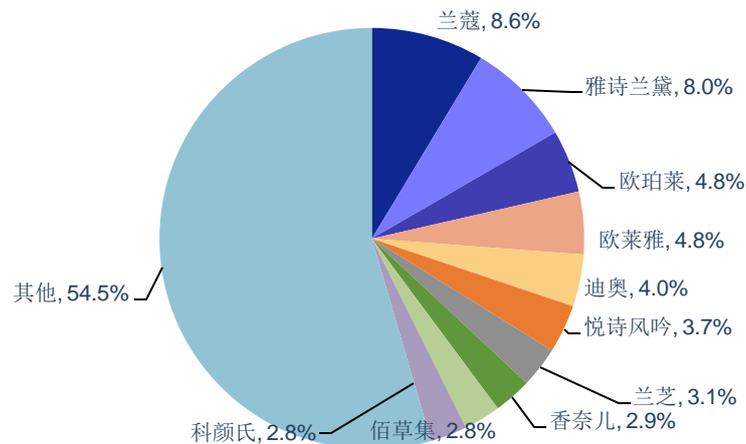
2) **外资高端品牌仍紧握百货专柜等高端渠道, 渠道费用高。**在化妆品的几种销售渠道中, 百货专柜渠道能为顾客提供体验式和定制化的服务等, 面向中高收入人群, 定位高端。外资化妆品品牌为维持品牌高端形象, 一直以来都把百货渠道作为重要阵地。前瞻产业研究院的数据显示, 2016 年上半年我国百货渠道前十品牌中, 除销售额份额排名第 9 的佰草集外, 其余全为来自欧美和日韩的外资品牌。百货渠道进场费及扣点高昂, 同时日常租金、专柜制作费及管理费用也较高, 叠加对销售人员职业素养要求高, 人力成本高, 所以整体渠道费用高。

表 6: 不同渠道特点对比

渠道分类	特点	消费档次	定位人群
百货	提供体验式服务及定制化服务	高端	中高收入
超市及大卖场	具有快消特点	低端	中低收入人群、中老年
日化专营店	在渠道管理、品牌代理等方面体现出整合优势	中低端	少年、中青年
单品牌门店	提供品牌更丰富的产品品类和试用体验		
电商	几乎涵盖所有品牌，打通不同品牌不同区域渠道限制	覆盖高中低端	

资料来源：前瞻产业研究院，安信证券研究中心

图 25: 2016 年上半年化妆品百货渠道品牌占有率



资料来源：化妆品观察，安信证券研究中心

### 2.2.2. 客观原因：关税等税费较高

尽管跨境电商相关进口模式受到追捧，但从 2019 年 6 月海关数据看，一般贸易模式仍占据主导地位。一般贸易模式下，进口化妆品要缴纳关税，消费税和增值税。

1) 关税：①最惠国关税税率：韩国、日本、法国等我国化妆品主要进口国均适用于最惠国税率。2018 年 7 月，国务院决定将洗涤用品和护肤、美发等化妆品进口关税平均税率由 8.4% 下调至 2.9%。其中，唇用化妆品、眼用化妆品、香粉（不论是否压紧）由 10% 调整为 5%，指（趾）甲化妆品、烫发剂、定型剂由 15% 调整为 5%，洗发剂（香波）和其他美容品或化妆品及护肤品由 6.5% 调整为 2%。②中美关税税率：受中美贸易摩擦影响，自 19 年 6 月 1 日起，我国对美国化妆品进口加征 20%/25% 的关税。包括护肤、彩妆、香水、洗护发、烫发剂、美甲、沐浴皂、洗衣皂等美国进口化妆品品类将被加征 25% 的关税，而牙膏、漱口剂、剃须膏、脱毛剂、止汗剂、洗涤粉等美国进口家清及个护品类将被加征 20% 的关税。③普通关税税率：唇用、眼用、指（趾）甲用化妆品及其他用化妆品普通关税税率为 150%。

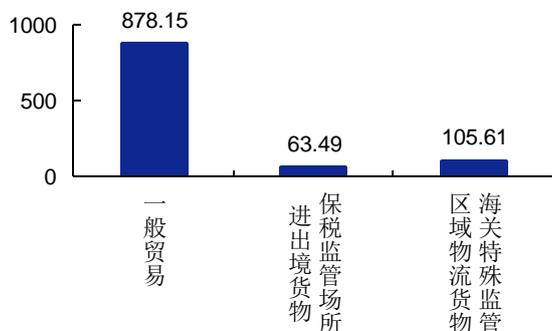
2) 消费税：2016 年 10 月 1 日起，普通化妆品不再征收消费税，高档化妆品征收 15% 的消费税。我们以免税店价格估算几款经典大牌单品适用税率，发现雅诗兰黛小棕瓶眼霜、雅诗兰黛小棕瓶精华、兰蔻大眼精华、兰蔻小黑瓶肌底液、海蓝之谜修护面霜、海蓝之谜眼霜几款单品适用于高档化妆品税率；而兰蔻粉水、资生堂红腰子精华、欧莱雅小黑瓶、OLAY 光感小白瓶几款单品适用于普通化妆品税率。

3) 增值税：2019 年 4 月 1 日起，进口货物原适用 16% 增值税税率的调整为 13%。

以来自适用最惠国税率的国家到岸价为 100 元的高档化妆品为例，非美国进口情况下共需缴

纳税费 36.8 元（关税 2.9 元+消费税 18.2 元+增值税），美国进口情况下受中美贸易摩擦影响，共需缴纳税费 70.1 元（关税 27.9 元+消费税 22.6 元+增值税 19.6 元）。税费较高是外化妆品价格较高的重要原因。

图 26：一般贸易模式占据主导地位（百亿元）



资料来源：海关总署，安信证券研究中心 注：时间为 2019 年 6 月

图 27：我国进口高档化妆品消费税征收情况



资料来源：财政部，国家税务总局，安信证券研究中心

图 28：进口化妆品的价格构成

缴税模式	一般跨境贸易	以来自最惠国到岸价 100 元高档化妆品为例
关税	化妆品（最惠国）： 2.9% 美国加征 25%	关税： $100 \times 2.9\% = 2.9$ 元（美国进口 27.9 元）
消费税	普通化妆品：无 高档化妆品：15%	消费税： $(100 + 2.9) / 85\% \times 15\% = 18.2$ 元 （美国进口为 22.6 元）
增值税	化妆品：13%	增值税： $(100 + 2.9 + 18.2) \times 13\% = 15.7$ 元 （美国进口为 19.6 元）
		合计缴税： $2.9 + 18.2 + 15.7 = 36.8$ 元 （美国进口为 70.1 元）

资料来源：安信证券研究中心整理

### 3. 价格差距导致目标人群差距，大众消费者升级到外资品牌可能性低

#### 3.1. 外资大牌垄断高端化妆品市场，国货在规模更大的大众市场不断发力

外资大牌定位较成熟、较高收入人群，国货目标人群是大众收入群体。雅诗兰黛主要面向收入较高的白领女性和追求时尚的新女性，根据百度指数人数属性，30-39 岁人群是雅诗兰黛最主要的潜在消费者；兰蔻主要面向教育程度、收入水平较高，年龄在 25-40 岁的女性。根据新浪微博数据中心，化妆品用户高端品牌人群关注的主要是雅诗兰黛、兰蔻、倩碧等外资大牌，从年龄上看，这部分人群整体较为成熟。而国货主要定位大众消费人群，根据《腾讯国货美妆洞察报告 2019》，国货美妆品牌的核心消费人群分为六大类，除占比 12% 的市场价值的“潮流家”（以年轻多金女性为主）和占比 19% 的尝新党（家境好的新生代）与外资大牌中高端目标人群有所重合外，剩余 4 类人群“生活家”（消费水平中等的轻熟女，看重性价

比),真爱粉(70后居多,家庭收入较低),品质控(来自低线城市消费群,中等收入水平),跟随者(低线城市,美妆需求低)均与外资大牌目标人群重合度低。

图 29: 化妆品用户高端品牌人群主要关注外资大牌



资料来源: 新浪微博数据中心, 安信证券研究中心

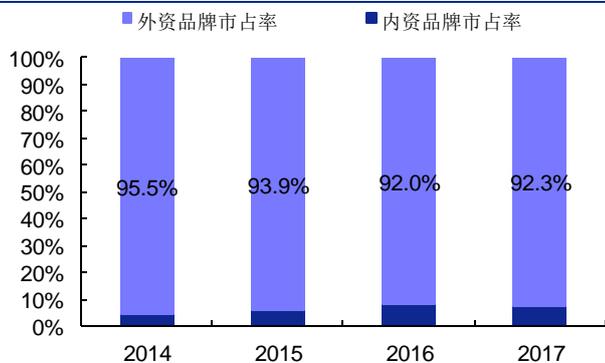
图 30: 国货美妆品牌的核心消费人群



资料来源: 《腾讯 2019 年国货美妆洞察报告》, 安信证券研究中心

外资垄断高端化妆品市场, 国产品牌在大众品市场市占率不断提升。根据 Euromonitor 的数据, 我国高端化妆品市场基本被外资品牌占据, 2017 年高端化妆品市场 Top40 中, 外资品牌市占率高达 92.3%, 只有无限极, 环亚科技, 昆明沃霖、拉芳集团四家内资企业, 合计市占率 7.7%; 在大众化妆品市场, 国产品牌表现越来越出色, 大众化妆品市场 Top30 公司中, 上海上美、百雀羚、上海家化等 14 家内资企业市占率不断攀升, 从 2010 年的 7.8% 上升至 2017 年的 23.1%。

图 31: 高端化妆品市场 Top40 市场占有率



资料来源: Euromonitor International, 安信证券研究中心

图 32: 大众市场 Top30 中国品牌占有率不断提升



资料来源: Euromonitor International, 安信证券研究中心

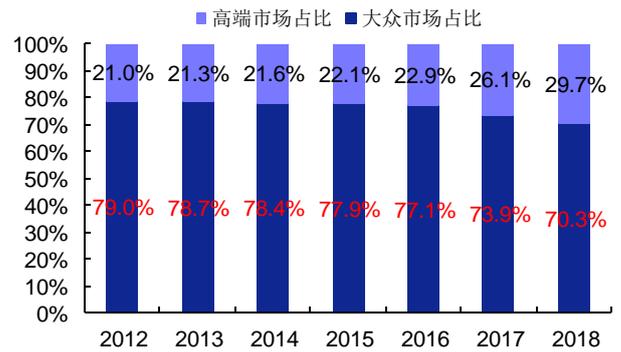
大众市场仍占据主导地位, 低线城市及年轻群体贡献护肤品行业主要增量。根据 Euromonitor, 2017 年我国大众化妆品市场规模为 2395 亿元, 同期高端化妆品市场规模为 845.1 亿元。九合数据显示, 2012 年-2018 年, 尽管伴随消费升级美妆个护行业大众市场占比略有下降, 但规模仍保持在 70% 以上, 占据主要市场份额。化妆品消费市场低线城市及年轻群体增速显著。三四线城市化妆品渗透率较低, 增速快, 根据瑞银数据, 目前一线城市个护产品市场增速在 3%-5%, 二线城市为 10%, 三线城市则达到 15% 以上, 阿里的数据也显示 2018 年化妆品新客市场的增长主要由三线及以下地域拉动, 年龄结构上看, 年轻化趋势强化, 18-14 岁年龄组的生意体量占比显著提升。

图 33: 大众与高端化妆品市场规模 (亿元)



资料来源: Euromonitor, 安信证券研究中心

图 34: 美妆个护行业大众市场占比达 70%以上



资料来源: 九合数据, 安信证券研究中心

图 35: 低线城市及年轻群体贡献行业主要增量

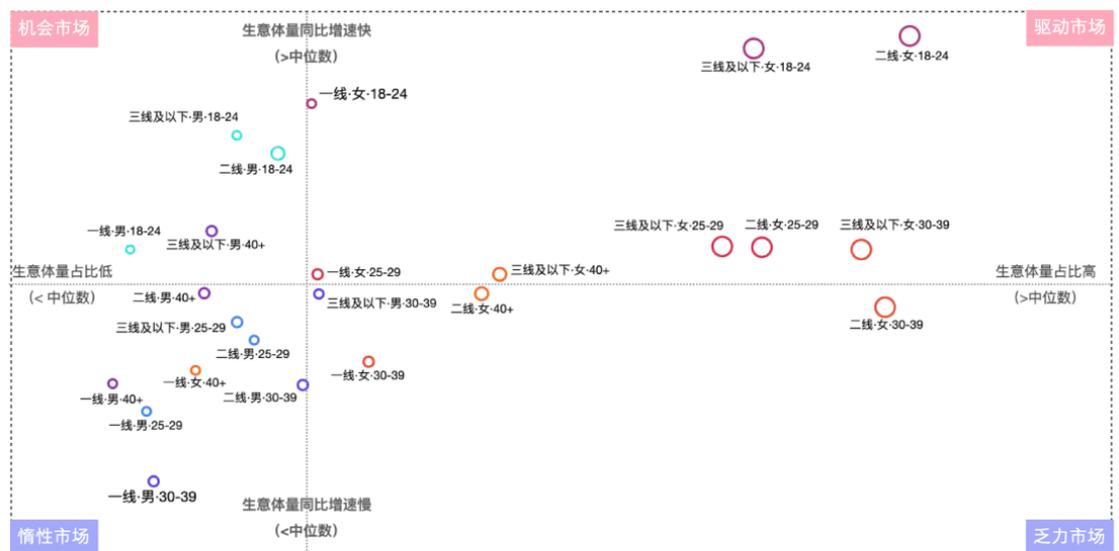


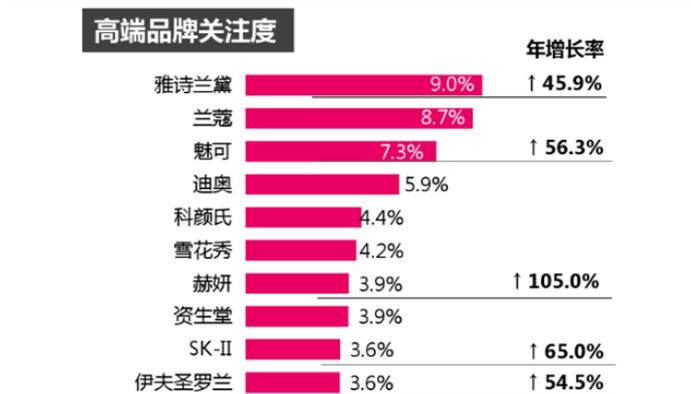
图 28 2018 不同年龄·性别·地域细分市场人群生意体量占比与同比增速



资料来源: 阿里妈妈营销研究中心, 安信证券研究中心

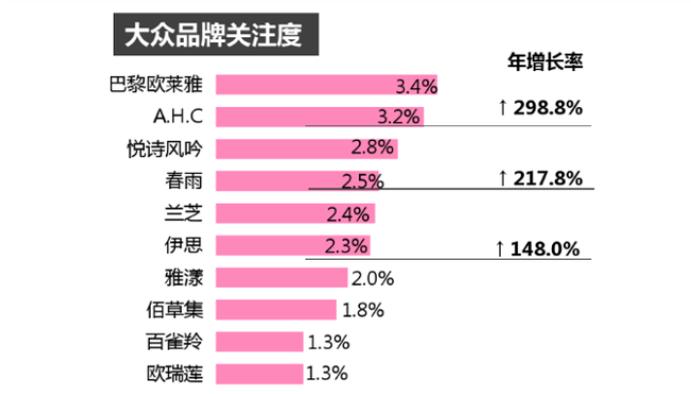
大众市场集中度提升空间可观。根据 360 大数据, 2017 年高端品牌 Top10 关注度占比之和为 54.6%, 同期大众品牌 Top10 关注度占比之和仅为 23%, 大众市场集中度相比高端品牌集中度提升空间较大。从各品牌关注度增速看, 大众品牌市场前十品牌关注度年增长率整体高于高端品牌市场, 高端市场 Top1 及 Top3 的关注度年增长率为 45.9%和 56.3%, 同期大众市场 Top2 和 Top4 的年增长率为 298.8%和 217.8%, 大众市场集中度有望加速向头部品牌集中。

图 36: 2017 年高端品牌关注度



资料来源: 360 大数据, 安信证券研究中心

图 37: 2017 年大众品牌关注度

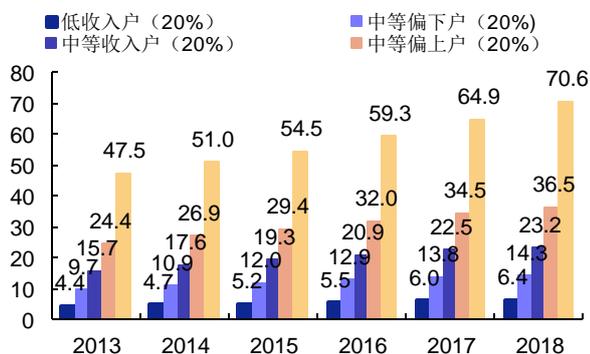


资料来源: 360 大数据, 安信证券研究中心

### 3.2. 中国低收入群体占比较大, 且升级可能性较低

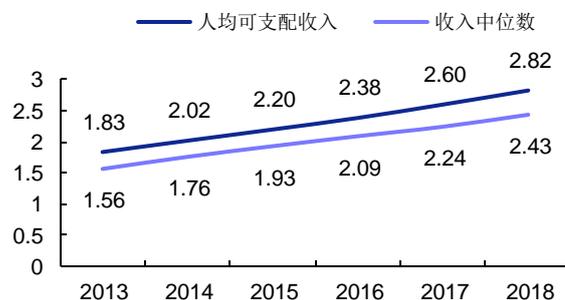
粗略估算至少 60% 的人群月收入 3000 以下, 80% 人群月收入 5000 以下。国家统计局数据显示, 2018 年我国人均可支配收入 2.82 万元/年 (合月收入 2350 元), 中位数 2.43 万元/年 (合月收入 2025 元)。将我国居民人均可支配收入按照五等份分组, 2018 年中等偏上组年收入为 3.65 万元 (合月收入 3042 元), 高收入组年收入 7.06 万元 (合月收入 5887 元), 粗略估算至少 60% 的人群月收入 3000 以下, 80% 人群月收入 5000 以下。

图 38: 全国居民人均可支配收入分布 (千元)



资料来源: 《中国统计年鉴》, 安信证券研究中心

图 39: 我国人均可支配收入及收入中位数 (万元)



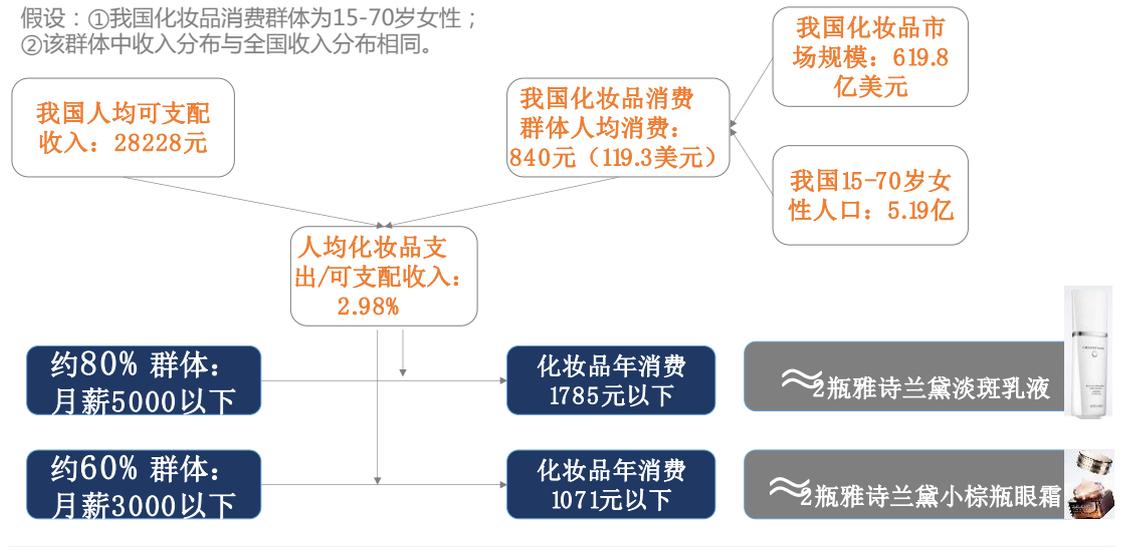
资料来源: 《中国统计年鉴》, 安信证券研究中心

外资大牌护肤品价格水平是我国大众消费化妆品水平 3.4 倍, 消费升级到高端护肤品可能性较小。2018 年我国化妆品市场规模达 619.8 亿美元, 根据国家统计局 2018 年我国人口数为 13.95 亿, 其中 15-70 岁女性人口占比 37.2% (合 5.19 亿人), 我国化妆品消费群体主要为女性, 假设我国化妆品消费人群为 15-70 岁女性人群, 计算可得 2018 年我国化妆品消费群体人均消费约 119.3 美元, 合人民币 839.8 元。同年人均可支配收入 28228 元, 可得中国化妆品消费群体人均化妆品支出/人均可支配收入为 2.98%。对于月收入 5000 元的群体年化妆品消费约 1785 元。雅诗兰黛入门级套装 (水、乳、霜、精华、洗面奶) 约 3000 元, 用 6 个月, 全年消费 6000 元。在不考虑彩妆消费情况下, 外资大牌护肤品消费是当前我国大众群体护肤品消费水平的 3.4 倍。

目前看我国大众消费群体升级到价格较高的外资化妆品可能性较小。

图 40：我国大众消费能力与高端护肤品差距较大

假设：①我国化妆品消费群体为15-70岁女性；  
②该群体中收入分布与全国收入分布相同。



资料来源：安信证券研究中心整理

## 4. 大众市场与高端市场消费习惯有较大差异，外资无法全面下沉

### 4.1. 低线市场偏爱线下实体，外资新兴渠道布局欠缺

闲暇时间较多，愿意到线下实体店购买产品。低线消费市场日常开销低，生活压力较小，消费者拥有较多的闲暇时间线下消费，与周边朋友，邻里的交往也比一二线城市高端消费市场更加频繁和亲近。相比线上自主购物，日化专营店或单品牌店具备强服务属性和精细化运营特质，消费者不仅可以亲自体验产品，与朋友结伴购物聊天，还可以与店员直接交流获得促销或产品推荐等信息，更符合下沉市场的消费习惯。

图 41：下沉市场消费者闲暇时间较多



图 42：线下化妆品专营店具备服务属性



CS 渠道崛起，三四线城市是主要战场，电商等新兴渠道高速成长。根据 Euromonitor，2010-2018 年在化妆品电商渠道冲击、线下渠道整体下滑情况下，CS 渠道依旧保持坚挺，呈现上升趋势，从 2010 年占比 14.6% 上升至 2018 年的 19.9%。我国化妆品专营店主要集中在二三四线城市，根据尼尔森的统计，2015 年化妆品专营店门店数中，重点省会城市占比 17%，地级市占比 21%，县级以下占比 62%。同时低线市场同样受到电商渠道高速发展影响，线上渠道快速崛起。

图 43：2010-2018 年我国化妆品 CS 渠道占比提升

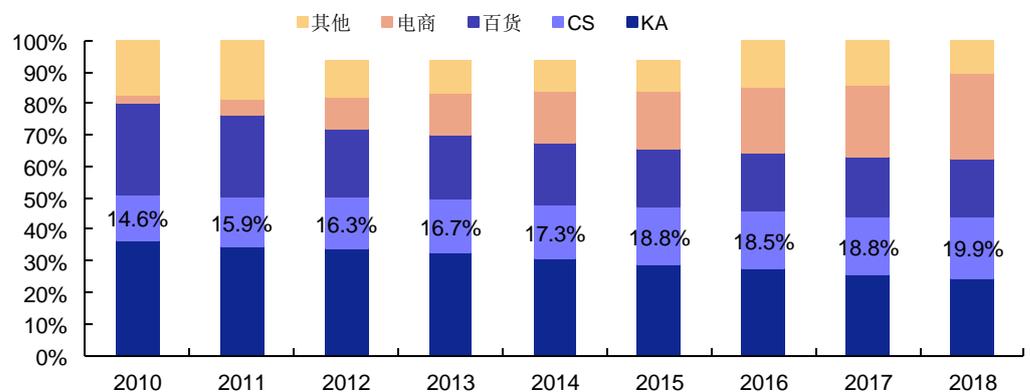
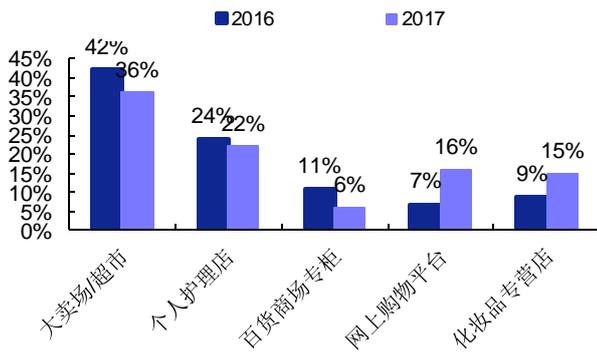
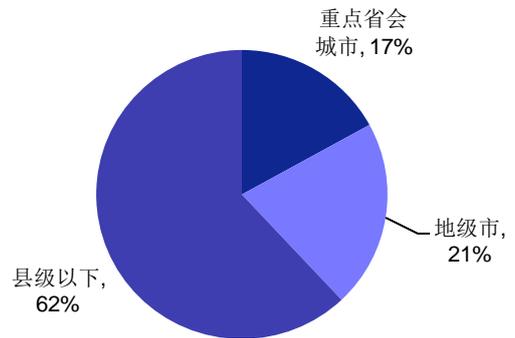


图 44：购买个护及美妆渠道中化妆品专营店呈现上升趋势



资料来源：尼尔森，安信证券研究中心

图 45：化妆品专营店主要分布在低线城市



资料来源：CBO，尼尔森，安信证券研究中心

**高端品牌进军 CS 渠道困难重重，线上渠道布局较晚。** 外资品牌组织架构冗长，决策流程长，难以适应化妆品专营店的“快消”属性。同时外资品牌虽然组建了针对化妆品店的专业团队，但往往出身百货、商超渠道，对化妆品店渗透力不强。因此一方面，外资品牌盈利空间较窄，对 CS 渠道销售激励激励性较差，资生堂，欧莱雅等品牌给予扣点高于 5 折（国产品牌一般低于 5 折），难以驱动渠道主动销售。另一方面，终端支持力度不够，为终端提供增值服务少，与门店关联度低。2003 年起外资企业尝试向中国 CS 渠道渗透，欧莱雅、OLAY 等品牌多次尝试将触角伸向低线城市的终端网络，但依旧困难重重。另一方面，外资品牌为维护品牌形象，对新渠道较为保守，布局线上渠道较晚。

表 7：2017 年外资品牌 CS 渠道供货折扣

集团	旗下品牌/品类	CS 渠道供货折扣
欧莱雅	巴黎欧莱雅/美宝莲等	根据不同品牌/类目，供货折扣 7-7.8 折+政策促销
宝洁	宝洁护肤+洗护	平均毛利率 10-12 个点
爱茉莉太平洋	梦妆	折扣 6 折+政策促销
资生堂	泊美/悠莱/ZA	泊美 5.2 折，悠莱 6 折，ZA 7.2 折
Whoo		6 折

资料来源：品观，青眼，安信证券研究中心

**国产品牌熟悉本土渠道结构，性价比优势更有利于借助经销商体系及电商红利快速成长。** 国产品牌长期依靠经销商渠道生存，经销网络遍布全国，在低线级大众消费市场渠道布局占据优势。叠加国产品牌熟悉本土渠道结构，性价比更高更有助于借助经销商体系渗透低线大众消费市场。截至 2018 年，丸美终端网点数量已超过 16000 个；珀莱雅线下日化专营店销售终端网点达 13000 余家；拉芳家化终端覆盖全国 4 个直辖市，293 个地级市，368 个县级市，重点开发和建设大中超门店 2,378 家，销售终端网点 20,000 余家。根据 2018 年《中国化妆品专营店报告》中的调查，发现我国 24 个省份中自然堂、珀莱雅、欧诗漫和丸美五大国产品牌在 CS 渠道占据主导地位。电商渠道方面，国货对于电商渠道布局更加积极，在化妆品电商渠道快速发展背景下，带动一大批国产“淘品牌”崛起，国货市场地位迅速提升，充分享受电商红利。

表 8：2018 年国产品牌渠道铺设情况

	经销商数量	网点数量
丸美	186	16000+
珀莱雅	120+	13000+
上海家化	1000+	商超门店 20 万家、农村直销车覆盖的乡村网点有近 9 万家店、百货约 1500 家、化妆品

专营店约 1.3 万家、母婴店超 5000 家

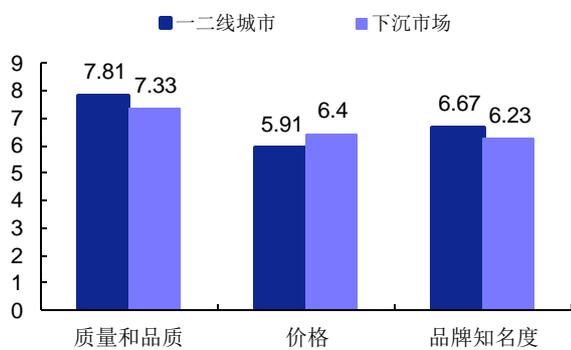
拉芳家化 20000+

资料来源：各公司招股说明书，安信证券研究中心

## 4.2. 低线居民热衷各类促销活动，外资大牌价格束缚较大

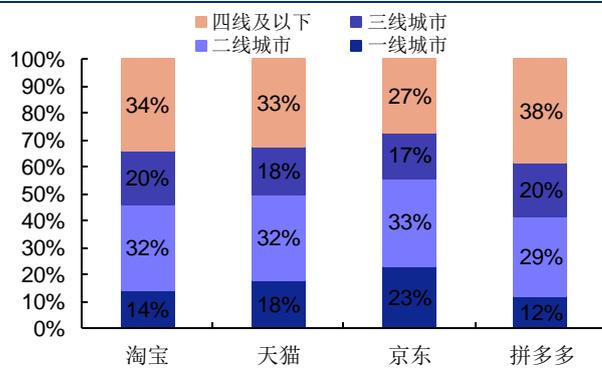
下沉市场价格敏感度高，热衷各类促销活动。下沉市场居民消费水平虽然已经提高，但平均仍低于一线城市，相比高端消费群体价格敏感性高，根据易观数据，在做出购买决策时，下沉市场比一二线城市更看重价格。因此低线城市居民更易受到促销和优惠赠送等活动的刺激。同时低线城市“熟人社交”特征明显，社交活跃性强，较少会对转发、“拼团”等促销模式产生心理障碍，不仅不会觉得麻烦，反而是熟人社交的重要方式和话题，因此愿意为了优惠参与促销推广活动，主打“拼团”模式的拼多多 APP 也因此在下沉市场更受欢迎。

图 46：下沉市场做出购买决策时对价格关注度更高



资料来源：易观，安信证券研究中心

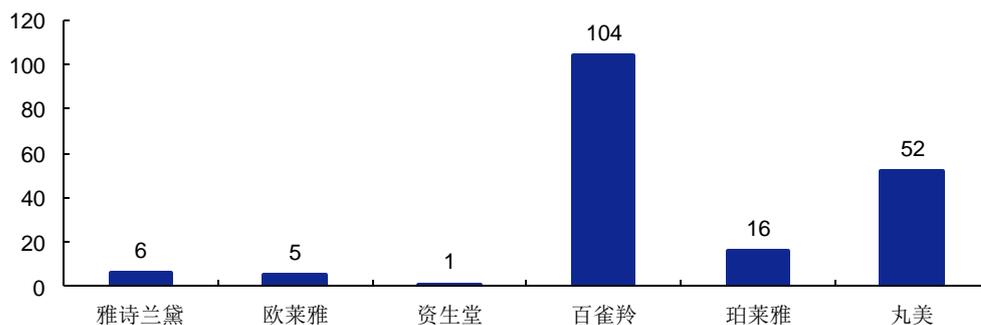
图 47：低线城市消费者偏爱拼多多类 APP



资料来源：天猫财经，安信证券研究中心

国产品牌促销活动更灵活，外资品牌相比较束缚较大。外资品牌全国范围内统一定价，不轻易打折，只有在特殊节日内推出一些限量促销套装，在价格折扣低线方面束缚较大。而国产品牌更加灵活，与消费者互动交流较多。我们统计了 6 个品牌(外资 3 个，国产 3 个)官方微博除双十一等重要节点外的日常促销活动(包含抽奖，团购，折扣等形式)，发现外资品牌促销活动较少，而国产品牌促销抽奖活动更多，形式更灵活，善于同明星及其他品牌合作。其中百雀羚促销活动最多，截至 2019 年 11 月官方微博公发布 104 条促销信息，其次是丸美(52 条)和珀莱雅(16 条)，三家外资企业促销信息均在 10 条以下。

图 48：各品牌官方微博发布日常促销活动数量(截至 2019 年 11 月 20 日)



资料来源：新浪微博，安信证券研究中心

表 9：2019 年下半年各品牌官方微博日常发布的促销活动统计

	雅诗兰黛	欧莱雅	资生堂	百雀羚	珀莱雅	丸美
2019.11 月	-	青春密码团购 (仅淘宝)	抽奖(送资生堂 8 款镇店爆品)	抽奖(送百雀羚补觉面 膜)	抽奖(送插画真迹碎片)	直播抽奖(送小熊周边+丸美 EYE 大礼包)
	-	-	-	团购(合作窝窝团)	-	-
	-	-	-	抽奖(送百雀羚小绿瓶)	-	-
	-	-	-	抽奖(送张云雷专场门 票)	-	-
	-	-	-	抽奖(送肌初套装敦煌 定制礼盒)	-	-
	-	-	-	抽奖(送百雀羚小绿瓶)	-	-
	-	-	-	抽奖(送迪丽热巴同款 眼影或口红)	-	-
	-	-	-	抽奖(送张云雷同款扇 子)	-	-
	-	-	-	抽奖(送张云雷同款帆 布包)	-	-
	-	-	-	抽奖(送张云雷亲笔签 名明信片)	-	-
2019.10 月	抽奖(送沁 水粉底液 体验装)	抽奖(送复颜抗 皱 9 件套)	-	抽奖(送补觉好礼)	抽奖(送携程礼品卡)	抽奖(丸美日本花奢宠礼盒+ 吴谨言亲笔签名照 1 张)
	抽奖(送正 装高能小 棕瓶)	-	-	抽奖(送张云雷亲笔签 名明信片)	抽奖(送罗云熙见面会门 票)	抽奖(送丸美小弹簧)
	-	-	-	抽奖(送迪丽热巴同款 眼影盘)	-	抽奖(收藏加购小弹簧, 参与 大转盘抽奖)
	-	-	-	抽奖(送百雀羚补觉面 膜)	-	转发抽奖送丸美弹弹眼霜 正装 1 份(限量 5 名), 或丸 美 X 瓜生太郎联名周边礼品 1 份(共 20 名)
	-	-	-	抽奖(送百雀羚小绿瓶 正装体验)	-	-
	-	-	-	抽奖(送迪丽热巴亲笔 签名眼影盘)	-	-
	-	-	-	抽奖(送抗初老精华)	-	-
	-	-	-	抽奖(送百雀羚小绿瓶)	-	-
	-	-	-	抽奖(送周杰伦演唱会 上海场门票)	-	-
	-	-	-	抽奖(送我和我的祖国 电影票)	-	-
	-	-	-	抽奖(送礼盒)	-	-
	-	-	-	抽奖(送限量联名礼盒)	-	-
2019.9 月	抽奖(送奶 油肌水粉 底液体验 装)	抽奖(送金致臻 颜 4 件套)	-	抽奖(送 2019 周杰伦 演唱会上海场门票)	-	抽奖(送丸美椿花瓶)
	-	-	-	抽奖(送礼盒)	-	抽奖(送施展亲笔签名照)
	-	-	-	抽奖(送百雀羚 BB 霜)	-	小红书笔记互动送施展签名 照
	-	-	-	抽奖(送桃花滤镜水粉 霜)	-	丸美凝时臻颜尊享礼盒特价
	-	-	-	-	-	转发送丸美肽紧致精华原液 30ml
2019.8 月	抽奖(送小 粉管润唇 膏)	-	-	抽奖(送水光弹润密护 套装)	-	转发抽奖送梦洁轻氧夏凉被 一床

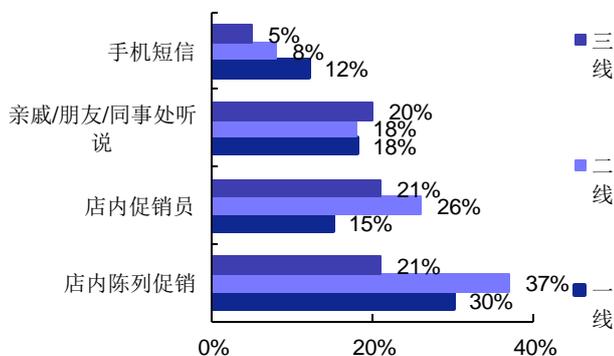
	抽奖(送正装高能小棕瓶)	-	-	-	-	抽奖(送月饼)
						抽奖(送电影票)
						抽奖(送充电宝)
						808 唯品会专场优惠
						抽奖(送电影票)
						抽奖送丸美礼盒
2019.7 月	抽奖(送欧莱雅小金管)	-	抽奖(送百雀羚复活小绿瓶)	-	-	上市送会员福利
	送赠品(京东闪购狂欢日)	-	抽奖(送 200 元红包)	-	-	注册会员送见面礼
			抽奖(送百雀羚复活小绿瓶)	-	-	
			抽奖(送面膜)	-	-	
2019.6 月			抽奖(送面膜)	抽奖(送珀莱雅发光瓶+明星签名照)	-	转发送爱奇艺季卡
			抽奖(送真朋友礼包)	抽奖(送美的热水器)	-	转发送签名照
			抽奖(送百雀羚奇迹水)	抽奖(送人鱼面膜 20 片)	-	转发抽奖送丸美弹力蛋白眼精华正装 1 份
			抽奖(送京东 100 元卡)	抽奖(送护肤套装)	-	
			抽奖(送礼盒)	-	-	
			抽奖(送京东 200 元 E 卡)	-	-	

资料来源：新浪微博，安信证券研究中心

### 4.3. 潮流品类更迭迅速，国货企业机制灵活反应迅速

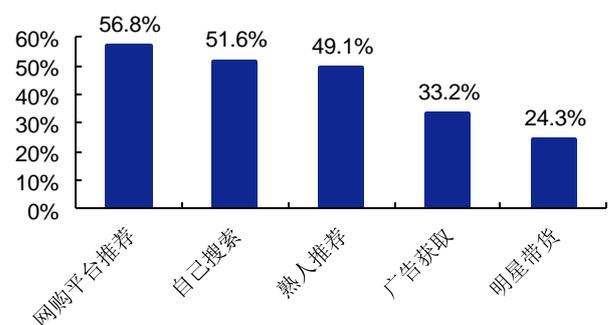
“熟人社会”跟风盛行，潮流来去匆匆，产品生命周期短。下沉市场的熟人社会属性高于一二线城市，用户生活圈主要在本地，非常注重本地熟人社交关系的维护，人际交往更加频繁密切。与一二线城市消费资讯主要通过自主获取不同，下沉市场消费者产品与品牌认知较大依赖于平台及熟人推荐。根据尼尔森的调查显示，三线城市中，熟人是获取产品信息的重要渠道，与店内陈列信息及店内促销员重要性基本持平，而在一二线城市中店内陈列信息则是更加重要的获取产品信息的渠道。同时，相比较一二线城市，下沉市美妆市场发展较不成熟，信息渠道有限，护肤美妆专业知识欠缺，叠加品牌忠诚度低，更容易形成“跟风”的消费趋势，身边人都在用的产品很容易成为潮流。

图 49：熟人是低线城市产品信息的重要来源



资料来源：尼尔森，安信证券研究中心

图 50：2018 年小城中产女性产品认知方式

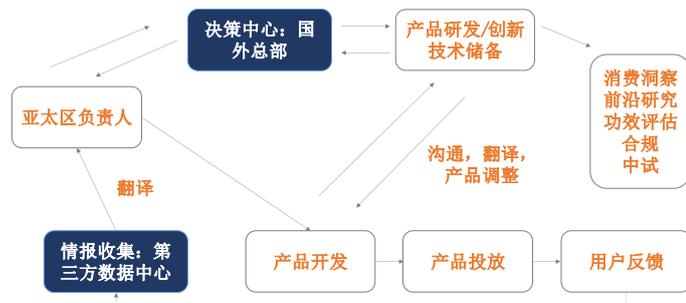


资料来源：艾瑞咨询，安信证券研究中心

跨国公司产品开发流程冗长复杂，新锐国产品牌注重跟用户沟通，机制灵活。根据聚美丽，

欧莱雅开发一款符合中国市场的产品，要先由第三方机构出具数据分析报告，情报部门汇总分析报告，翻译上报法国总部决策，再反馈到中国部门，并决策由法国部门还是中国部门执行。整体决策流程长，反应迟缓。而新锐国产品牌研发更注重跟用户的沟通互动，不拘泥于传统的产品开发流程，形成一套以决策人为中心的价值创造流程，从数据分析到产品开发、投放市场，环节少，反应迅速，与用户互动灵活快捷。

图 51：跨国公司的产品打造流程较长



资料来源：聚美丽，安信证券研究中心

图 52：新锐国产品牌产品打造更快



资料来源：聚美丽，安信证券研究中心

**国际大牌推崇大单品逻辑，新锐美妆品牌推新紧跟潮流，打造爆品。**国际大牌为了树立中高端品牌形象，遵循的是“大单品”逻辑。通过生命周期长，功效口碑认可度高的“大单品”占领消费者心智，树立品牌定位，同时围绕单品不断更新配方，在满足老顾客复购需求的同时，不断收获新的消费群体。雅诗兰黛小棕瓶 1982 年上市，期间经历 7 次迭代，如今已是第七代产品；兰蔻小黑瓶 2009 年推出，2019 年升级到第二代。

而国货主要依靠“爆品”打造逻辑强势突围。完美日记 3 月推出完美日记×Discovery 联名款动物眼影，6 月推出完美日记 X 大都会博物馆联名款小金钻，7 月推出收藏家系列马赛克单色眼影（包括四种精选质地：丝绒哑光、细腻珠光、碎糖闪片和彩色贝母），小粉钻口红；8 月推出浮光系列香水；9 月与中国国家地理推出联名眼影系列，小酒馆微光唇釉。完美日记新品创新设计多元，擅于跨界联合赋予产品文化内涵，精准迎合年轻消费者追逐个性化的心态。中国国家地理眼影借“国潮”之势，推出“赤彤丹霞”、“粉黛高原”、“碧蓝湖泊”、“焕彩梯田”四款主题眼影，2019 年双十一排名眼影品类第三；浮光香水主打文艺治愈风格，小金钻口红以高级的油画风格吸引年轻消费者。探险家系列眼影以动物捕猎时的眼神为灵感，自 3 月面世以来连续 9 个月位列天猫眼影排行第一，2019 年双十一蝉联眼影品类冠军。而兰蔻、圣罗兰等大牌彩妆品牌通常在春季、秋季等固定时点推出一系列包含各种品类的彩妆新品，从 2019 年情况看，在新品名称及主题上都较为中规中矩，在形状外观方面突出特色，如 YSL 春季唇膏新品“黑色夹心”唇膏，秋季小银条唇膏等。

表 10：完美日记，兰蔻及圣罗兰 2019 年眼影、口红及香水新品情况

	完美日记		兰蔻		圣罗兰		
	产品名称	特色	销售成绩	产品名称	特色	销售成绩	
2019.9	中国国家地理联名眼影系列	国潮	2019 年双十一排名眼影品类第三	菁纯宝石唇膏	添加宝石成分	限量版 6 色眼影盘	温柔裸色
2019.8	小酒馆微光唇釉 浮光系列香水	与美好不期而				小银条唇膏	

2019.7	收藏家系列马赛克单色眼影	愈古希腊的马赛克拼接艺术潮流			
2019.6	完美日记 X 大都会博物馆联名款小金钻	高级油画风格			
2019.5	牛奶肌气垫 BB 霜		上线第一月接近 10 万销量		
2019.4				全新彩妆眼影盘	爱心形状
2019.3	完美日记 X Discovery 联名款动物眼影	以动物捕猎时的眼神为灵感	9 个月位列天猫眼影排行第一, 2019 年双十一蝉联眼影品类冠军		
2019.2	反重力唇釉 恒色轻慕唇釉	极致轻盈质地的唇釉			
2019.1				大理石唇膏 大理石纹理	“黑心版”情挑诱吻双色蜜唇膏 黑色夹心
				新品眼影盘	

资料来源: 安信证券研究中心整理

图 53: 兰蔻 2019 年全新彩妆眼影盘



资料来源: 兰蔻官网, 安信证券研究中心

图 54: 完美日记 2019 年中国国家地理眼影盘



资料来源: 淘宝 App, 安信证券研究中心

## 5. 代际变迁+细分趋势，国货逆袭迎来新契机

### 5.1. 消费观念代际转换，95后不再盲目追随大牌

**70后、80后追随国外品牌。**70后青少年时期生活知识面偏窄，迷信品牌的使用功能，强调使用价值，同时因国家经济水平较外国落后，本土文化自信不足，崇尚外国大牌；80后家中多数有兄弟姐妹，经济条件一般，消费观念比较保守，趋向实用性。倾向于通过选择国际大牌产品降低试错成本，提高使用价值。

**欣赏“国风”+追逐个性，新生代品牌意识淡化。**95后及00后是伴随着互联网成长起来的一代人，各大外企已进入中国，成长环境信息渠道多元，消费观念更加敏锐挑剔。出生在国力强盛年代的他们有更强的文化自信，本土意识更强，欣赏国风文化，不再迷信国外大牌，愿意尝试国产品牌；同时，新生代消费群体追求潮流和个性化，相比“忠诚品牌”的70后和“忠诚产品”的80后，95后评判商品采用全新维度，追求新鲜有趣的产品，更喜欢尝试网红产品和新品。

图 55：90后消费观追去个性有趣



资料来源：艾瑞咨询，安信证券研究中心

图 56：90后喜欢尝试网红产品和新品



资料来源：艾瑞咨询，安信证券研究中心

**顺应“国风”趋势打造单品大获成功。**华熙生物与故宫博物院合作推出“故宫口红”，6种口唇色均来自故宫国宝色，外观从后妃服饰与绣品上汲取灵感，将中国传统文化融入到彩妆当中，该产品在当下“国风复苏”，国风文化群体不断壮大的背景下，大获成功，产品一经推出就登上微博热搜，上线三小时销量近9000支，2018年及2019Q1公司分别实现营收67.6万元和2416.3万元；此外，百雀羚、完美日记等国产品牌也借助国潮之势打造新品获得成功。完美日记新品国际地理眼影盘以中国传统颜色为灵感，2019年双十一排名眼影品类第三；百雀羚在内容营销方面注重挖掘传统文化价值，提炼“中国传奇，东方之美”的品牌理念，与中国消费者产生文化共鸣，其以民国风为主题一镜到底的广告《1931》曾获得超过3000万阅读量，展现老字号全新的品牌形象。

图 57: 华熙生物“故宫口红”主打故宫文化



资料来源: 故宫博物院文化创意馆, 安信证券研究中心

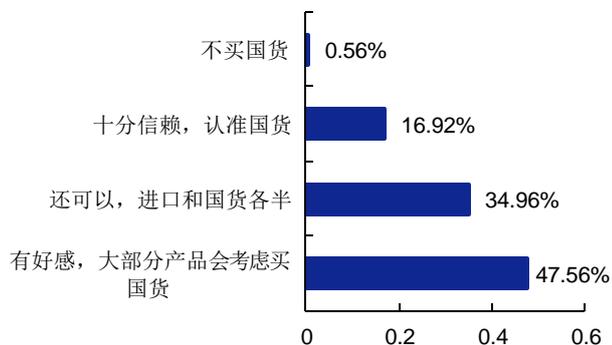
图 58: 故宫口红销售额 (万元)



资料来源: 招股说明书, 安信证券研究中心

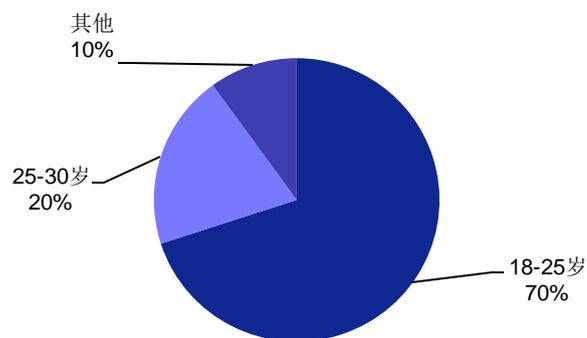
国产品牌收获一批年轻消费者, 顺势崛起。年轻群体成为消费国货的主力军, 根据唯品会《社会新人消费报告》, 47.6%的受访者表示对国货有好感, 大部分产品会考虑购买国货, 不买国货的只占 0.56%。根据返利网的数据, 各大电商平台“国潮”95 后销售额 2017-18 年复合增长率高达 218.9%, 2019 年 1-7 月, 95 后以 25.8 的销售占比成为“国潮”第一大消费群体。其中, 国货美妆消费人群中 70%为 18-25 岁。新一代人对国货的偏爱让国货护肤品在年轻群体中销售数据赶超欧美大牌。根据唯品会的数据, 2018 年唯品会平台上社会新人护肤销量 TOP10 品牌中国货占据 7 席, 社会新人美妆 TOP 品牌中国货占据 6 席。

图 59: 47.56%的受访社会新人对国货有好感



资料来源: 唯品会, 南都传媒, 安信证券研究中心

图 60: 购买国货美妆的人群中 70%为 18-25 岁



资料来源: 化妆品财经在线, CBO, 安信证券研究中心

图 61：唯品会平台上社会新人在护肤品和美妆领域偏爱国产品牌

社会新人群体 中护肤品销量 Top10	社会新人群体 中美妆销量 Top10
膜法世家	卡姿兰
御泥坊	美宝莲
小迷糊	玛丽黛佳
一叶子	Larastyle
美迪惠尔	完美日记
曼秀雷敦	瓷妆
欧莱雅	萌黛儿
自然堂	BYPHASSE
薇诺娜	BOB
佰草集	Mistine

资料来源：唯品会，南都传媒，安信证券研究中心

## 5.2. “小而美”时代来临，细分领域异军突起

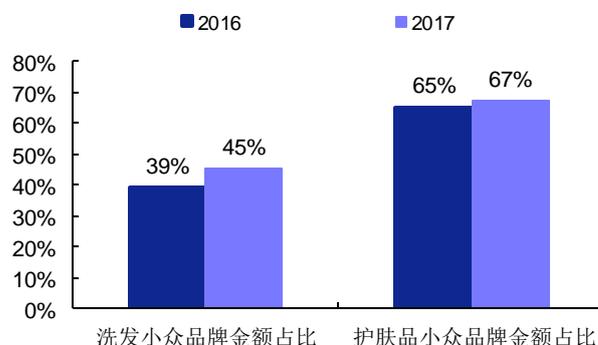
消费者对护肤品产业了解加深需求趋于精细化，化妆品细分小众趋势不可逆转。护肤品行业在我国的发展趋于成熟，新一代消费者拥有更多的美妆个护知识，更多渠道了解自己的肤质和问题，叠加生活水平提高带来对精致生活的追求，由此产生出更加精细化，针对性的需求。益普索调研数据显示，家庭收入 15001-20000 元的女性被访者中，67%倾向于使用高度专业化的护肤品，可以解决某种问题，且家庭收入越高，这种倾向越明显。细分领域品牌依靠自己主打的创新产品，满足消费者的独特需求。美妆护肤品牌多依靠长时间的使用和比较来积累口碑。但伴随着互联网的发展和社交平台的传播，定位新兴细分领域的品牌得到推广的机会，迅速崛起。洗发小众品牌的金额占比从 2016 年的 39% 提升到了 2017 年的 45%，同期护肤小众品牌从 65% 提升至 67%。

图 62：消费者对高度专业化护肤品倾向较高



资料来源：益普索调研，安信证券研究中心

图 63：小众品牌聚焦细分市场获得青睐



资料来源：凯度消费者指数，安信证券研究中心

国货“另辟蹊径”谋求突破。华熙生物避开护肤品大众品类的蓝海，从次抛原液类中高端市场切入。公司产品成分目标明确，硬核直接，顺应化妆品“成分党”崛起趋势，叠加次抛原液类产品市场相对小众，竞品较少，迅速获得消费者关注，18 年公司功能性护肤品收入增速

高达 205%，次抛原液类产品表现亮眼，根据淘数据，“次抛原液”关键词下近 30 天销售额前二十产品中，公司旗下品牌占据 17 席；珀莱雅则瞄准了高端抗衰老这一细分市场，2019 年 11 月与西班牙著名护肤品牌 Singuladerm 达成战略合作，成立合资公司，主要在中国、日本、韩国、澳大利亚、新西兰及东南亚地区从事推广和销售主打“胜肽”成分的 Singuladerm 产品，产品布局从大众品类向细分市场拓展。

图 64：华熙生物瞄准高端原液类市场



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

图 65：珀莱雅进军高端抗衰老市场



资料来源：美白护肤网，安信证券研究中心

## 6. 投资建议

2018 年下半年以来社零增速趋缓，但其中化妆品社零增速维持稳定高速增长；化妆品行业的优质赛道属性不断被验证，表现出较强的持续增长能力和抗周期属性。重点推荐行业优质标的珀莱雅、丸美股份、华熙生物、上海家化。

珀莱雅：2017 年以来线上收入高速增长，紧抓电商及社交营销红利，实践证明了管理团队的敏锐度极高、反应速度极快，产品矩阵丰富具备强劲增长后劲。

丸美股份：上市后拟发力线上渠道及社交营销，正在加紧布局；主品牌卡位化妆品最优细分赛道之一眼部护理、定位中高端，有望迎来较大边际改善。

华熙生物：公司为全球玻尿酸原料龙头企业，并以透明质酸为主线延伸上下游布局，加码医疗终端业务和护肤品市场，技术+成本+产业一体化优势下成长潜力巨大。

上海家化：国货化妆品龙头，多品牌稳定良性发展，2019 年发力社交营销，下半年推出新品“太极两仪精华”，有望进一步推升品牌认知。

表 11：化妆品行业核心标的估值（数据截至 2019 年 11 月 27 日）

股票代码	公司名称	最新市值 (亿元)	收入 (亿元)			归母净利 (亿元)			PE	
			2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	2019E	2020E
603605	珀莱雅	172.00	23.61	30.75	39.99	2.87	3.9	5.24	44.10	32.82
603983	丸美股份	254.64	15.76	19.41	23.93	4.15	5.02	6.05	50.72	42.09
688363	华熙生物	395.86	12.63	18.97	26.14	4.24	5.85	7.51	67.67	52.71
600315	上海家化	199.63	71.38	78.52	88.73	5.40	6.87	8.3	29.06	24.05

资料来源：Wind，安信证券研究中心

## 7. 风险提示

- 1) 线上渠道增速放缓；
- 2) 线下竞争持续恶化；
- 3) 新品推广不及预期；
- 4) 宏观经济增速持续下滑。

## ■ 行业评级体系

### 收益评级:

领先大市 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上;

同步大市 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%;

落后大市 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上;

### 风险评级:

A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;

B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## ■ 分析师声明

刘文正、杜一帆声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn	
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn	
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn	
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn	
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn	
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn	
	苏梦	021-35082790	sumeng@essence.com.cn	
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn	
	秦紫涵	021-35082799	qinzh1@essence.com.cn	
	王银银	021-35082985	wangyy4@essence.com.cn	
	陈盈怡	021-35082737	chenyy6@essence.com.cn	
	北京联系人	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
		姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
		张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
李倩		010-83321355	liqian1@essence.com.cn	
姜雪		010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn	
王帅		010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn	
曹琰		15810388900	caoyan1@essence.com.cn	
夏坤		15210845461	xiakun@essence.com.cn	
袁进		010-83321345	yuanjin@essence.com.cn	
深圳联系人		胡珍	0755-82528441	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-23991945	fanhq@essence.com.cn	
	聂欣	0755-23919631	niexin1@essence.com.cn	
	杨萍	13723434033	yangping1@essence.com.cn	
	巢莫雯	0755-23947871	chaomw@essence.com.cn	
	黄秋琪	0755-23987069	huangqq@essence.com.cn	
	王红彦	0755-82714067	wanghy8@essence.com.cn	
	黎欢	0755-23984253	lihuan@essence.com.cn	

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034