

粉脂凝香，朱唇皓齿，爱美之心恒不变

——化妆品行业系列深度（一）

强于大市（首次）

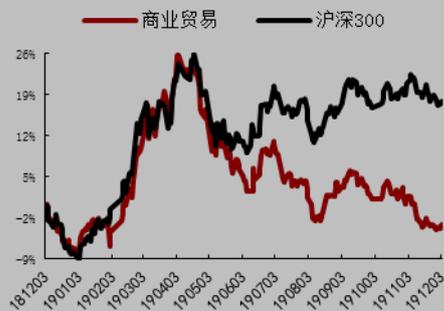
日期：2019年12月04日

行业核心观点：

近年来我国在宏观经济和社会消费品零售总额同比增速双双放缓，“口红效应”凸显，化妆品行业在可选消费中实现可观的增长。加之我国化妆品行业增速高，市场空间大，未来在高端、彩妆领域以及线上销售的市场可期。在“颜值时代”背景之下，内资公司结合新兴营销模式，不断迎合年轻消费者的理念和口味，在业内奋力追赶，集中度近年来一路提升。建议关注布局高端领域和彩妆市场，以及积极拥抱互联网、多样化发展线上销售的A股公司。

投资要点：

- **经济放缓引发口红效应，化妆品行业未来空间广阔。**十年期国债利率走低，全球经济持续下行。近年来中国GDP和社会消费品零售总额同比增速双双放缓，截止2019年9月，化妆品零售额同比增加13.4%，遥遥领先其他子板块增速。2018年中国化妆品市场规模4104.79亿元，同比增长12.29%，增速为近五年来最高。预计到2021年将突破5000亿元大关。全球占比方面，近年来占比从2013年的10.51%上升到13.09%，预计到2021年将会提升至14.65%。高端品牌、彩妆、线上销售成为行业内的三大高增长区域。
- **千亿产业链解析：品牌端掌控话语权。**化妆品行业的产业链可拆解为上游原料设备供应端、中游生产端和品牌端、下游和代理、渠道端和终端消费者。上游原料端和生产端被挤压，国外原料商领先于国内原料商，处于竞争的优势地位；中游品牌端发展成熟，掌握定价权，毛利率产业链中最高，达到60-80%；下游渠道端越来越多样化，线上新兴模式层出不穷。
- **中国化妆品行业竞争激烈，内资品牌奋力追赶。**根据Euromonitor的数据，2018年，我国化妆品行业CR10为40.7%，较2015年的39.4%提升了1.3个百分点；CR5为28.5%，较2015年的29.2%下降了0.7个百分点，集中度在下滑。尽管内资企业起步发展晚，化妆品市场一直以来都被外资主导，但近年来内资的市占率却在一直提升，前15家中国本土化妆品公司市占率从2015年的16.50%提升到2018年的18.70%。
- **风险因素：**1、市场竞争加剧风险。2、本土品牌高端化不及预期风险。3、质量安全风险。



数据来源：WIND, 万联证券研究所

数据截止日期：2019年12月03日

相关研究

分析师： 陈雯
 执业证书编号：S0270519060001
 电话：18665372087
 邮箱：chenwen@wlzq.com.cn

目录

1. 前言	4
2. 经济放缓引发口红效应，化妆品行业未来空间广阔	4
2.1 化妆品的定义及市场基本情况	4
2.2 经济放缓引发口红效应，化妆品行业表现亮眼	6
2.3 颜值时代，中国化妆品市场迎来高增速	8
2.4 三大增长点：高端品牌、彩妆、线上	10
3. 千亿产业链解析：品牌端掌控话语权	12
3.1 上游：原料端和生产端被挤压，国外领先国内	14
3.2 中游：品牌端掌握定价权，毛利率产业链中最高	16
3.3 下游：渠道端新模式层出不穷	18
4. 中国化妆品行业竞争激烈，内资品牌奋力追赶	19
4.1 化妆品行业竞争激烈，集中度有所下滑	19
4.2 外资品牌引领市场，内资品牌奋力追赶	20
5. 投资建议	22
6. 风险提示	22
图表 1：2018 年中国化妆品市场各品类占比情况	4
图表 2：国际化妆品知名公司旗下品牌	5
图表 3：国内化妆品知名公司旗下品牌	5
图表 4：全球主要国家十年期国债到期收益率	6
图表 5：中国社会消费品零售总额同比增速 VS GDP 同比增速	7
图表 6：中国社会消费品零售总额及同比增速(年度)	7
图表 7：中国社会消费品零售总额同比增速 VS 社会消费品零售总额实际同比增速	7
图表 8：中国社会消费品零售总额及同比增速(月度)	7
图表 9：社会消费品零售总额 VS 限额以上企业消费品零售总额 VS 限额以上企业商 品零售总额同比增速	8
图表 10：限额以上可选消费品零售总额同比增速对比	8
图表 11：2013-2023 年全球化妆品市场规模及增速情况和预测	8
图表 12：2013-2021 年全球化妆品市场规模前五大国家情况及预测(十亿美元)	9
图表 13：2013-2021 年全球化妆品市场规模前五大国家增速情况及预测	9
图表 14：2013-2023 年中国化妆品市场规模及增速情况和预测	9
图表 15：2013-2023 年中国化妆品市场规模占全球比例情况	10
图表 16：2013-2023 年中国化妆品市场分级别规模情况及预测(十亿元)	10
图表 17：2013-2023 年中国化妆品市场分级别规模增速情况及预测	10
图表 18：我国化妆品市场分等级品牌一览表	11
图表 19：2013-2021 年中国化妆品市场分品类规模情况及预测(十亿元)	11
图表 20：2013-2021 年中国化妆品市场分品类规模增速情况及预测	11
图表 21：2013-2018 年中国化妆品市场分渠道规模情况(十亿元)	12
图表 22：2014-2018 年中国化妆品市场分渠道规模增速情况	12
图表 23：2013-2023 年中婴儿专用市场规模情况及预测	12
图表 24：2013-2023 年男士专用市场规模增速情况及预测	12
图表 25：化妆品产业链上下游	13
图表 26：产业链各阶段所属公司一览表	13

图表 27: 化妆品原料供应商分布情况	14
图表 28: OEM 生产流程.....	15
图表 29: ODM 生产流程.....	15
图表 30: 2018 年知名化妆品代工厂商营收规模情况 (亿元)	16
图表 31: 2018 年知名化妆品代工厂商毛利率情况.....	16
图表 32: 2018 年知名化妆品代工厂商净利率情况.....	16
图表 33: 2018 年知名化妆品品牌商毛利率情况.....	17
图表 34: 2018 年知名化妆品品牌商净利率情况.....	17
图表 35: 2018 年知名化妆品品牌商 ROE (平均) 情况	17
图表 36: 2013-2018 年中国化妆品渠道占比.....	18
图表 37: 化妆品行业线上及线下主要销售渠道特点对比	19
图表 38: 2018 年中国化妆品市场份额前十大公司.....	20
图表 39: 2015-2018 年中国化妆品市场集中度 CR3、CR5、CR10 对比.....	20
图表 40: 2015-2018 年中国化妆品市场份额前十大公司.....	20
图表 41: 中国本土化妆品公司市场份额前 15 家情况	21
图表 42: 中国 TOP15 家本土化妆品公司市场份额	21

1. 前言

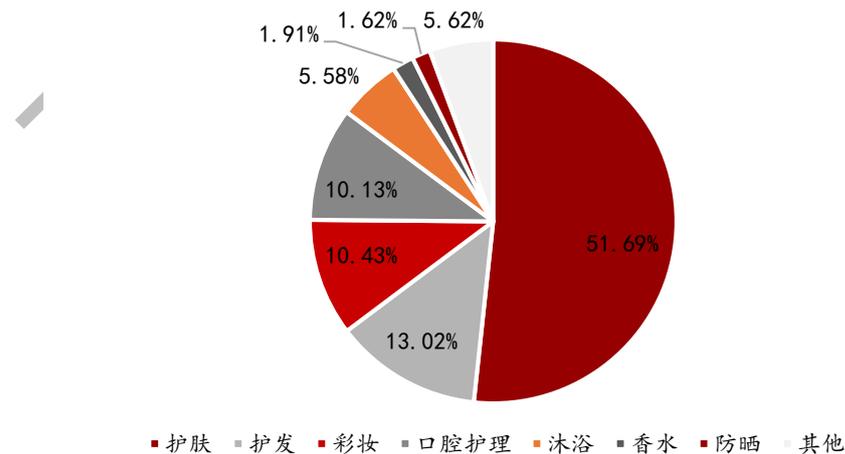
化妆品行业深度系列报告旨在为投资者带来中国化妆品行业的全方位解读。本篇报告的内容包括化妆品行业的基本情况、宏观经济对行业的影响、行业规模、细分领域发展情况、产业链剖析以及竞争格局分析。

2. 经济放缓引发口红效应，化妆品行业未来空间广阔

2.1 化妆品的定义及市场基本情况

化妆品是用以清洁、保养、美容、修饰和改变外观，或者修正人体气味的化学工业品或精细化工产品。它可以通过涂抹、喷洒或者其他方式散布于人体表面。化妆品可以广泛包括护肤、彩妆、洗浴用品、脱毛剂、止汗剂、护发、防晒、口腔护理、香水、婴幼儿专用品、男士梳洗专用品等。根据 Euromonitor 的数据显示，截止 2018 年，中国化妆品市场中护肤产品的占比最大，达到 51.69%，其次是护发、彩妆、口腔护理，分别占 13.02%、10.43%和 10.13%。

图表 1：2018 年中国化妆品市场各品类占比情况



资料来源：Euromonitor、万联证券研究所整理

化妆品市场竞争激烈，市场参与者众多。该行业的参与者包括国际化妆品巨头公司宝洁（OLAY、SK-II、海飞丝、飘柔等）、欧莱雅（兰蔻、巴黎欧莱雅、美宝莲等）、资生堂（CDP、茵芙纱等）、联合利华（力士、多芬等）、雅诗兰黛（雅诗兰黛、MAC、TF 等），而国内著名的化妆品公司包括上美集团（韩束、一叶子等）、百雀羚（百雀羚、三生花等）、伽蓝集团（美素、自然堂等）、上海家化（佰草集、高夫）、御家汇（御家汇、小迷糊）、丸美（丸美、春纪、恋火）、珀莱雅（珀莱雅、优资莱、韩雅）等。

图表 2：国际化妆品知名公司旗下品牌

公司	品牌
宝洁	顶级：SK-II
	二线：Olay、Illume（伊奈美）、Always、Zest
	男士：Boss Skin
	彩妆：Cover girl、ANNA SUI（安娜苏） 香水：Hugo boss、Locaste、ANNA SUI（安娜苏）、Escada（艾斯卡达）等 洗护：飘柔、海飞丝、潘婷、沙宣、舒肤佳等
欧莱雅	顶级：赫莲娜
	二线：兰蔻、碧欧泉
	低线：巴黎欧莱雅、kiehl's（契尔氏）、羽西、小护士等
	彩妆：美宝莲、植村秀、CCB PARIS
	药妆：Vichy（薇姿）、理肤泉、Is（杜克） 香水：阿玛尼、卡夏而、Ralph Lauren（拉尔夫·劳伦）等 发用：KERASTASE 卡诗、MATRIX、MIZANI 等
雅诗兰黛	顶级：La Mer（海蓝之谜）
	一线：雅诗兰黛
	二线：Clinique（倩碧）
	三线：Stila、Origins（品木宣言）、Jo Malone 等
	彩妆：MAC、Tom Ford、Bobbi Brown 等 香水：Tommy Hilfiger、DKNY、Aramis（雅男士）
资生堂	顶级：Cle de Peau（CDP）、IPSA（茵美莎）
	二线：Ettusais（爱杜莎）、CARITA（凯伊黛）、Decleor（思妍丽）
	低线：Shiseido Fitit、Asplit（爱泊丽）、Deluxe 等
	彩妆：Maquillage
	男用品牌：UNO（吾诺）、俊士 中国专售：AUPRES（欧珀莱）、Za（姬芮） 香水：Jean Paul Gaultier、三宅一生
联合利华	日化品牌：力士、夏士莲、旁氏、奥妙、中华、凡士林、金纺等
	食品品牌：立顿、四季宝、老蔡调味品、京华茶 护肤/彩妆/香水：Elizabeth Arden（伊丽莎白·雅顿）

资料来源：数据化管理、万联证券研究所整理

图表 3：国内化妆品知名公司旗下品牌

公司	品牌
上美	护肤：韩束、一叶子、红色小象
	彩妆：花谜、HIFACE
	男士：吾尊
	口腔：时客
	洗浴：索薇娅
百雀羚	护肤：百雀羚、三生花、海之秘、气韵、小雀幸
	彩妆：百雀羚
	男士：百雀羚
	护肤：美素、自然堂、植物智慧、春夏

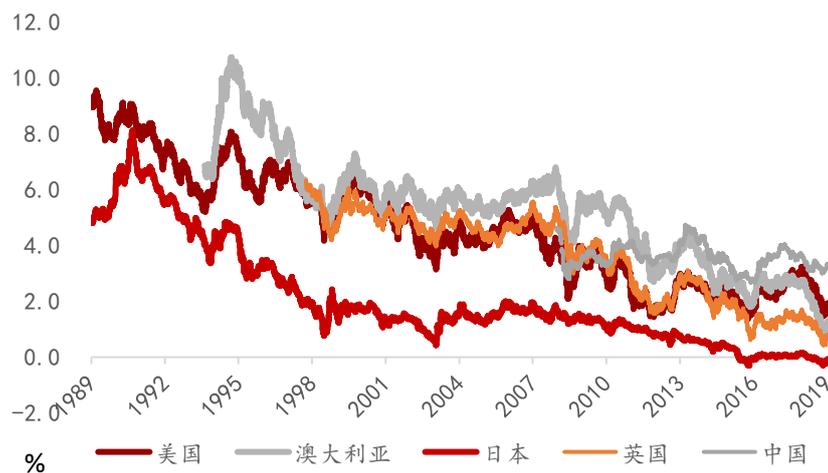
伽蓝	彩妆：美素、自然堂 男士：自然堂 香水：美素
上海家化	护肤：双妹、美加净、佰草集、玉泽 防晒：美加净 洗浴：六神、启初 男士：高夫 婴儿：启初
御家汇	护肤：御泥坊、薇风、小迷糊、花瑶花 男士：师夷家、御泥坊男士
丸美	护肤：丸美、春纪 彩妆：恋火
珀莱雅	护肤：珀莱雅、优资莱、韩雅、 彩妆：悠雅、猫语玫瑰、悦芙媞

资料来源：公司官网、Wind、天猫旗舰店、万联证券研究所整理

2.2 经济放缓引发口红效应，化妆品行业表现亮眼

十年期国债利率走低，全球经济持续下行。通常来说，零利率或负利率会促使投资者把打算存入银行的钱拿去寻求更有收益的投资，因而这被认为是央行用来刺激经济的一种手段。而当这种类似情况发生的时候，意味着经济不景气，央行希望有更多的现金流入到各类资产中拉动经济发展。近年来，全球主要国家的十年期国债利率持续下行，英国的十年期国债利率不断向零界限下探，日本的更是跌到了负数，全球经济形势不容乐观。

图表 4：全球主要国家十年期国债到期收益率

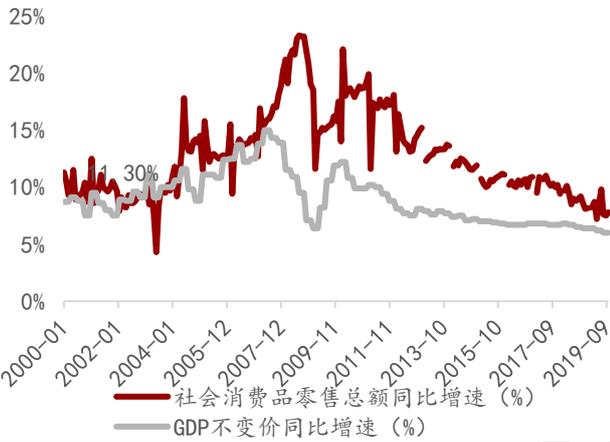


资料来源：Wind、万联证券研究所整理

近年来中国 GDP 和社会消费品零售总额同比增速双双放缓。2010 年 3 月，中国 GDP 同比增速 12.2%，社会消费品零售总额 11.32 万亿元，同比增速 18.0%，实际同比增速 15.4%；2019 年 9 月，中国 GDP 同比增速下滑至 6.0%，社会消费品零售总额达到

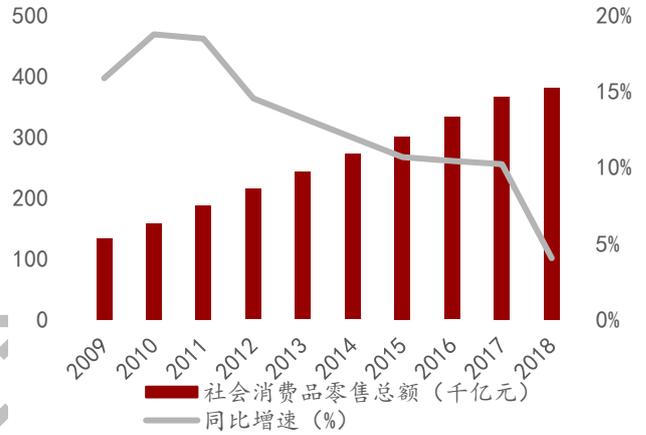
34.49 千亿元，同比增速为 7.80%，实际同比增长 5.79%。显然，当经济下行时，社会消费品零售总额同比增速也会随之放缓。

图表5：中国社会消费品零售总额同比增速vsGDP同比增速



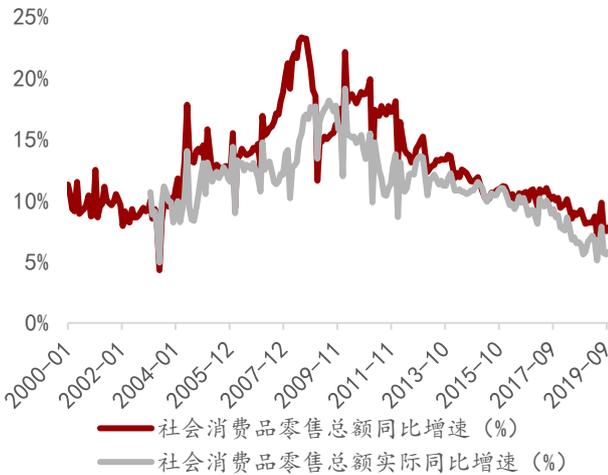
资料来源：Wind、万联证券研究所整理
注：GDP同比增速为GDP不变价同比增速（季度）按照复制处理变频为月度数据

图表6：中国社会消费品零售总额及同比增速(年度)



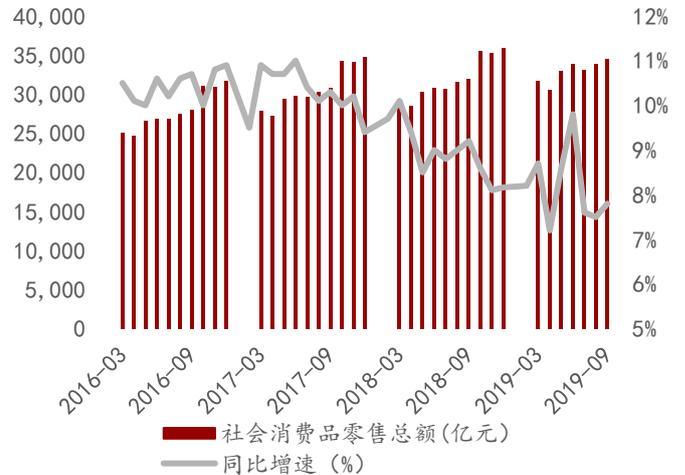
资料来源：Wind、万联证券研究所整理

图表7：中国社会消费品零售总额同比增速vs社会消费品零售总额实际同比增速



资料来源：Wind、万联证券研究所整理

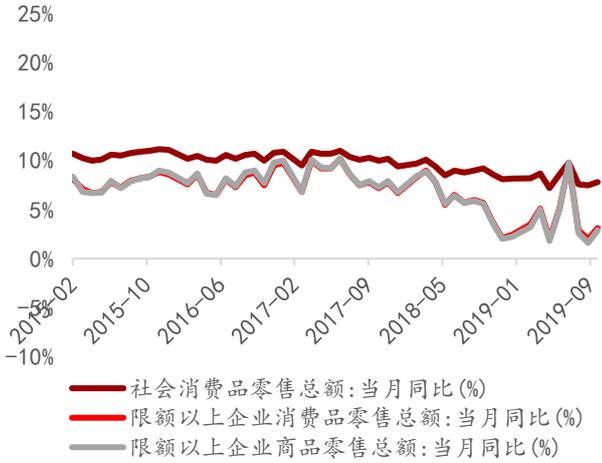
图表8：中国社会消费品零售总额及同比增速(月度)



资料来源：Wind、万联证券研究所整理

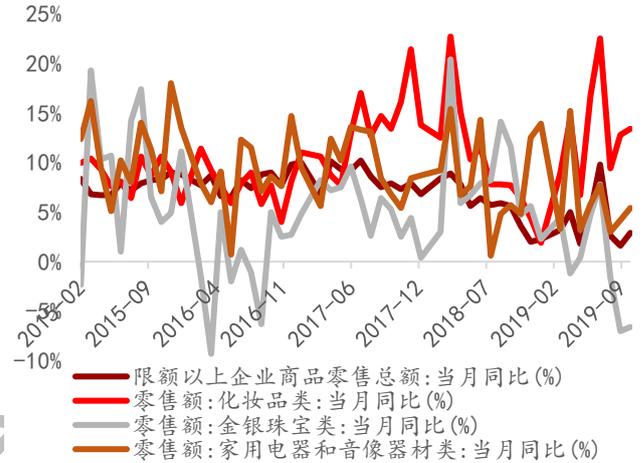
口红效应显著，化妆品同比增速在限额以上可选消费品类中遥遥领先。近年来限额以上企业消费品零售总额当月同比一直跑输社会消费品零售总额当月同比。截止 2019 年 9 月，社会消费品零售总额同比增加 7.8%，限额以上企业消费品零售总额同比增加 2.9%，跑输 4.9 个百分点。分品类来看，在可选消费品的三个品类中，化妆品零售额同比增加 13.4%，遥遥领先于金银珠宝的-6.60%和家电音像的 5.4%，远超限额以上消费同比、社会消费品零售总额同比的 10.5 个百分点、2.7 个百分点，数据表现亮眼。

图表9：社会消费品零售总额vs限额以上企业消费品零售总额vs限额以上企业商品零售总额同比增速



资料来源：Wind、万联证券研究所整理

图表10：限额以上可选消费品零售总额同比增速对比

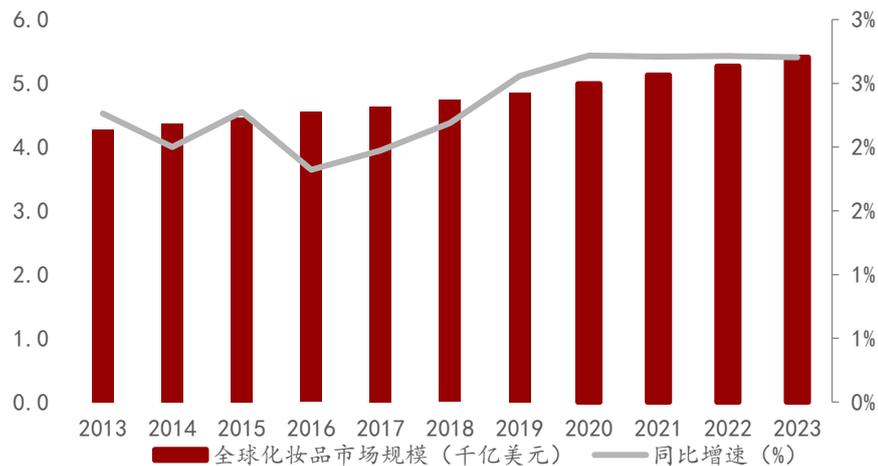


资料来源：Wind、万联证券研究所整理

2.3 颜值时代，中国化妆品市场迎来高增速

全球化妆品市场即将超5000亿美元大关。根据Euromonitor的数据显示，2018年全球化妆品市场规模达到4739.60亿美元，同比增长2.19%，2013-2018年CAGR达到2.05%。预计到2021年全球化妆品市场规模将超过5000亿美元。

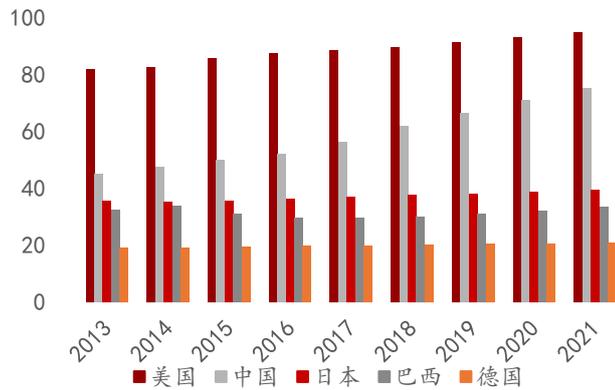
图表11：2013-2023年全球化妆品市场规模及增速情况和预测



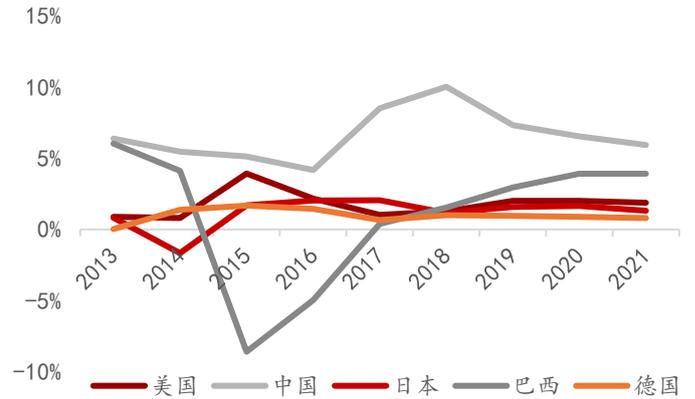
资料来源：Euromonitor、万联证券研究所整理

中国化妆品市场规模全球第二，近五年CAGR高达6.63%。化妆品市场前五大规模的国家是美国、中国、日本、巴西和德国，2018年规模分别达到895.1、62.04、37.55、30.03、20.17亿美元。中国市场在基数大的情况下，近五年CAGR依旧达到6.63%，高于其他规模靠前的国家。

图表12：2013-2021年全球化妆品市场规模前五大国家情况及预测（十亿美元）



图表13：2013-2021年全球化妆品市场规模前五大国家增速情况及预测

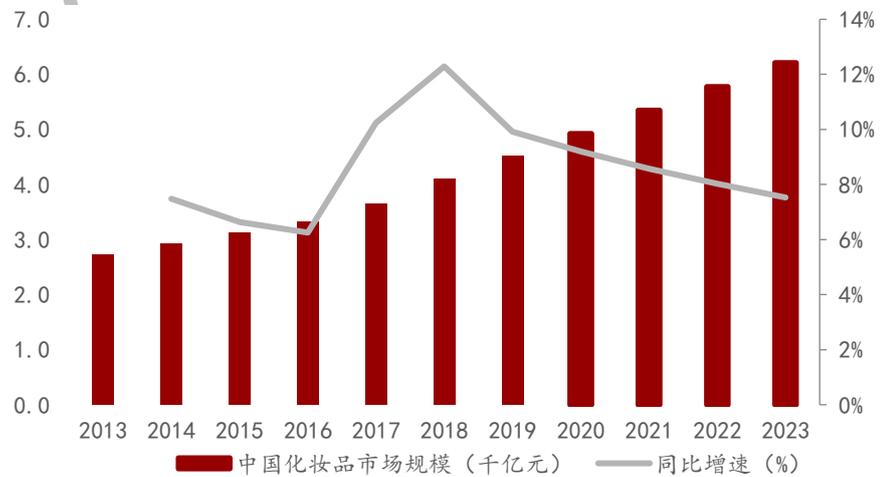


资料来源：Euromonitor、万联证券研究所整理

资料来源：Euromonitor、万联证券研究所整理

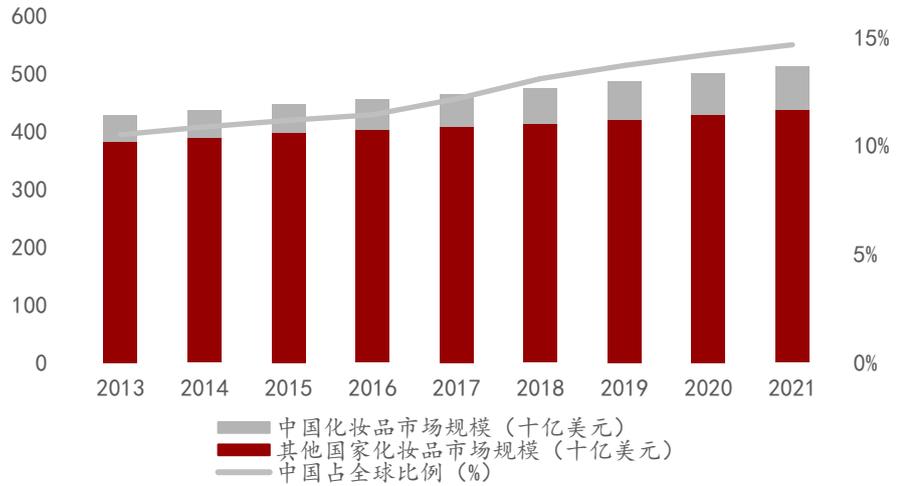
中国化妆品市场发展迅猛，规模占全球比例稳步提升。根据 Euromonitor 的数据，2018 年中国化妆品市场规模 4104.79 亿元，同比增长 12.29%，增速为近五年来最高。预计到 2021 年将突破 5000 亿元大关。全球占比方面，近年来占比从 2013 年的 10.51% 上升到 13.09%，预计到 2021 年将会提升至 14.65%。

图表 14：2013-2023 年中国化妆品市场规模及增速情况和预测



资料来源：Euromonitor、万联证券研究所整理

图表 15: 2013-2023 年中国化妆品市场规模占全球比例情况

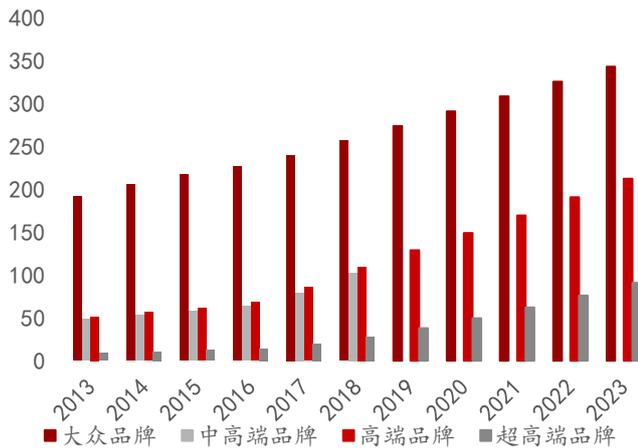


资料来源: Euromonitor、万联证券研究所整理

2.4 三大增长点: 高端品牌、彩妆、线上

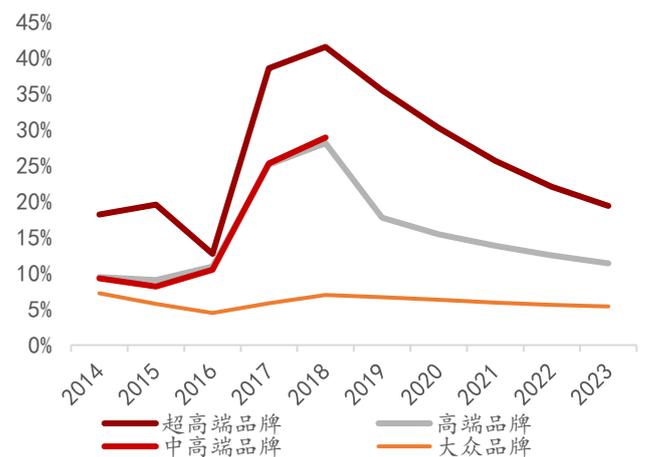
分品牌级别来看, 大众品牌市场最大, 高端品牌增速领先。大众品牌市场规模 2018 年为 2567.82 亿元, 未来还有进一步增长的空间。超高端品牌增速最快, 在 2018 年达到 41.25%, 未来预计维持 20-40% 的增速, 潜力巨大; 紧接着是中高端品牌和高端品牌, 2018 年增速在 28%, 远超于大众品牌的 5-6% 水平。

图表 16: 2013-2023 年中国化妆品市场分级别规模情况及预测 (十亿元)



资料来源: Euromonitor、万联证券研究所整理
注: 中高端品牌 2018 年以后预测数据缺失

图表 17: 2013-2023 年中国化妆品市场分级别规模增速情况及预测



资料来源: Euromonitor、万联证券研究所整理
注: 中高端品牌 2018 年以后预测数据缺失

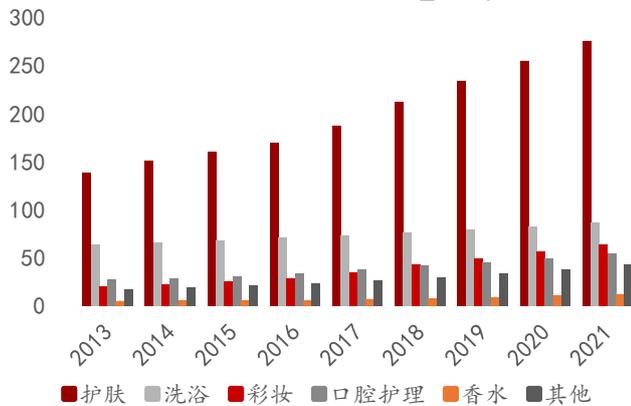
图表 18：我国化妆品市场分等级品牌一览表

等级	品牌
高端	SK-II、赫莲娜、兰蔻、碧欧泉、La Mer（海蓝之谜）、雅诗兰黛、Cie de Peau（COP）、IPSA（茵美莎）、Tom Ford 等
中高端	阿玛尼、Dior、YSL、Elizabeth Arden（伊丽莎白·雅顿）、Jo Malone、安娜苏、倩碧、植村秀、Ettusais（爱杜莎）、CARITA（凯伊黛）、Decleor（思妍丽）、丸美等
中端	kiehl's（契尔氏）、羽西、小护士、MAC、美宝莲、佰草集、Stila、Origins（品木宣言）、Vichy（薇姿）、cover girl、Shiseido Fitit、Asplit（爱泊丽）、Deluxe 等
大众	珀莱雅、百雀羚、三生花、欧莱雅、海之秘、气韵、小雀幸、美素、自然堂、植物智慧、春夏、美素、自然堂、韩束、一叶子、红色小象、韩后、花谜、HIFACE、御泥坊、膜法世家等

资料来源：天猫旗舰店、京东、唯品会、万联证券研究所整理

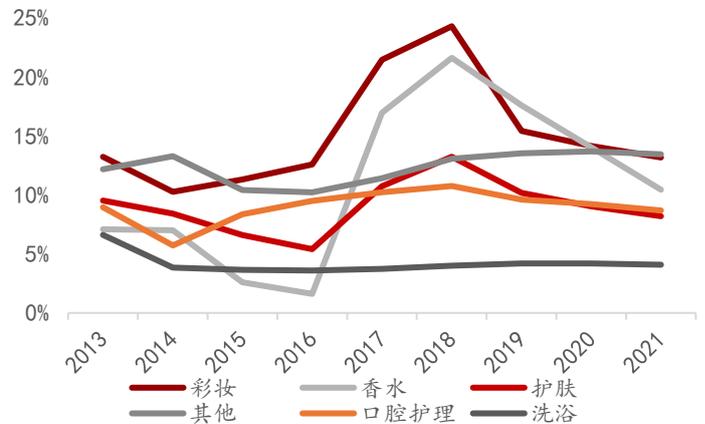
分品类来看，护肤的市场规模最大，彩妆增速最高。护肤市场规模 2018 年为 2121.85 亿元，占化妆品市场规模的 51.69%，紧接着是洗护和彩妆。近年来彩妆增速最高，2018 年达到 24.26%，CAGR5 达到 15.82%，香水其次。

图表 19：2013-2021 年中国化妆品市场分品类规模情况及预测（十亿元）



资料来源：Euromonitor、万联证券研究所整理

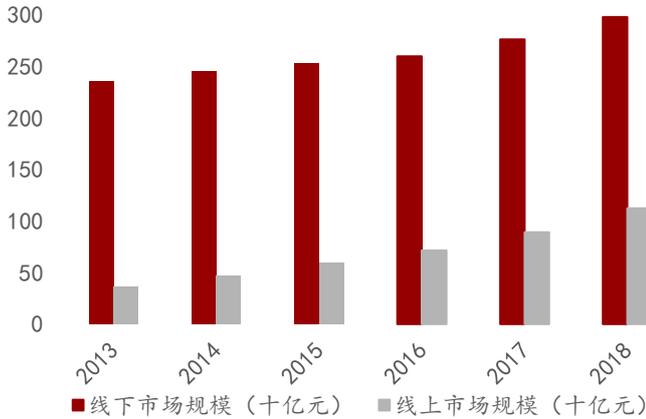
图表 20：2013-2021 年中国化妆品市场分品类规模增速情况及预测



资料来源：Euromonitor、万联证券研究所整理

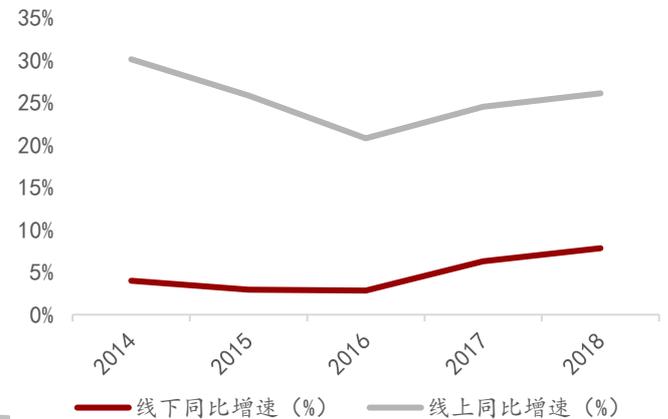
分渠道来看，线下市场规模依然领先线上市场，但两者差距随着线上的高速增长在进一步缩小。从 2013 年线下市场规模 2360.5 亿元，线上 362.1 亿元，两者相差 1998.4 亿元到 2018 年线下规模 2980.1 亿元，线上 1124.7 亿元，两者相差 1855.4 亿元。近年来线上保持 20-30% 的高速增长，而线下市场则保持 3-10% 增速。

图表21：2013-2018年中国化妆品市场分渠道规模情况（十亿元）



资料来源：Euromonitor、万联证券研究所整理

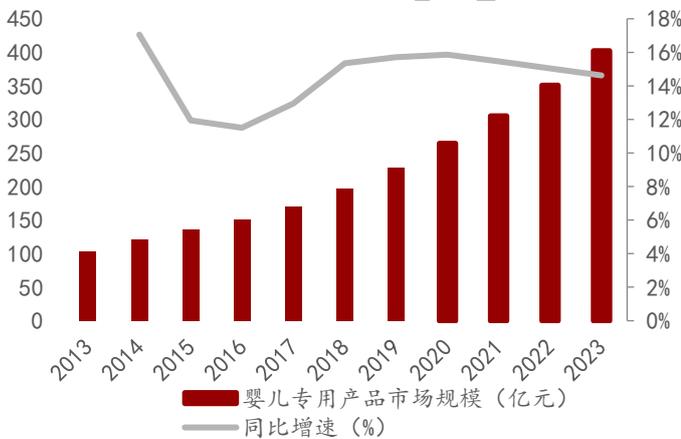
图表22：2014-2018年中国化妆品市场分渠道规模增速情况



资料来源：Euromonitor、万联证券研究所整理

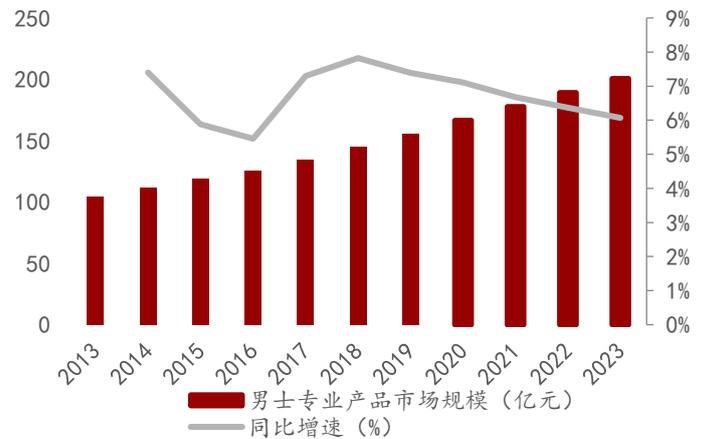
分群体来看，婴儿专用产品在2018年规模为197.07亿元，同比增速高达15.36%，之后预计保持15%左右的增速，未来有可能是一片广阔的市场；男士专用市场规模2018年达到144.85亿元，预计到2023年突破200亿元大关，应逐渐引起重视。

图表23：2013-2023年中婴儿专用市场规模情况及预测



资料来源：Euromonitor、万联证券研究所整理

图表24：2013-2023年男士专用市场规模增速情况及预测

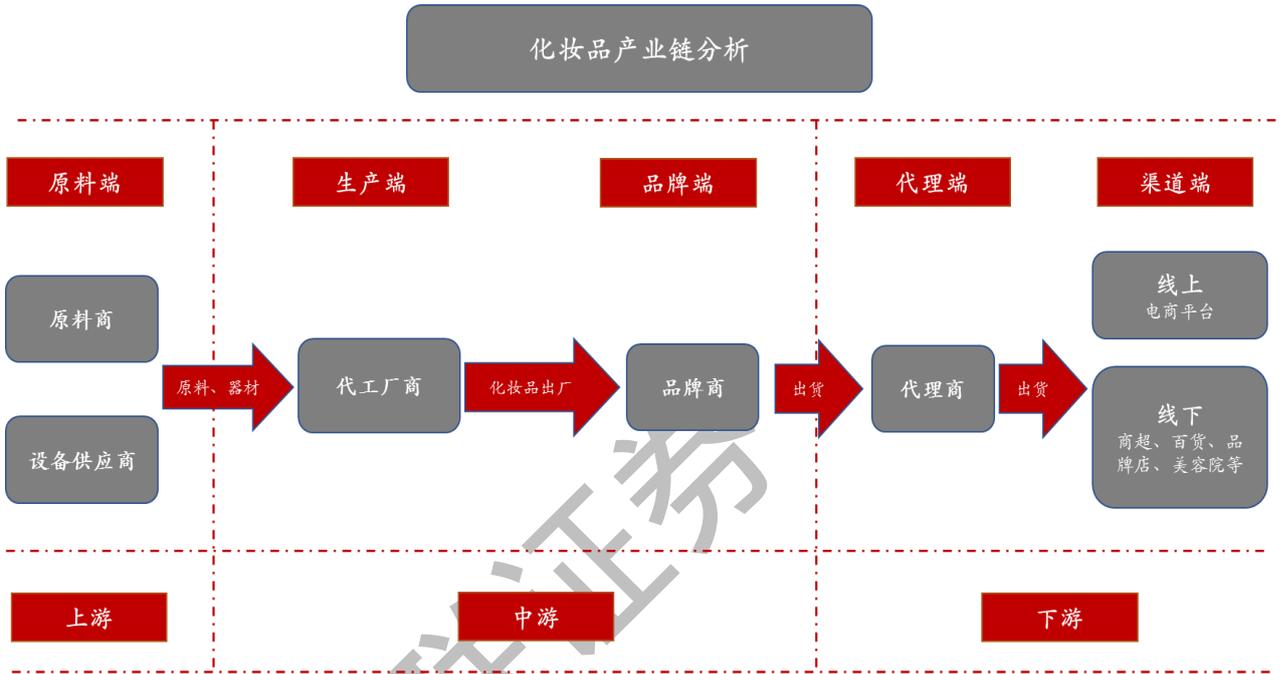


资料来源：Euromonitor、万联证券研究所整理

3. 千亿产业链解析：品牌端掌控话语权

化妆品行业的产业链可拆解为上游原料设备供应端、中游生产端和品牌端、下游和代理、渠道端和终端消费者。原料端包括原材料行业，生产端包括包装行业和代工厂等，代工厂商从原料商获得原料后加工成化妆品成品，再卖给品牌商；而品牌商获得产品之后出货给经销商和代理商。代理端、渠道端和终端消费者则构成了下游商品流通市场。

图表 25: 化妆品产业链上下游



资料来源: 前瞻产业研究院、万联证券研究所整理

图表 26: 产业链各阶段所属公司一览表

所属层次	国外	国内
上游 原料端	Ashland (ASH.N)、Lubrizol (LZ.N)、DowCorning、BASF (BFA.L)、DSM (DSM.AS)、Clariant (GLZNY)、Evonik (EVK)、Symrise (SYIEY)、Nissin Oillio (2602.T)、Nikkol Chemicals、Shin-Etsu(4063.T)、Ajinomoto (2802.T)、Sumitomo (4005.T)、TAYCA (4027.T)、SK、KCC、Kelon 等。	蓝星(600299.SH)、丽臣(IPO 终止)、华熙生物(688363.SH)、天赐(002709.SZ)、新和成(002001.SZ) 等。
生产端	kolmar (161890.KS)、Cosmax (192820.KS)、intercos 等。	诺斯贝尔(835320.OC 退市)、芭薇股份(837023.OC)、栋方股份(835056.OC 退市)、伊斯佳(838858.OC)、科玛股份(839326.OC) 等。
中游 品牌端	宝洁(ONOF.L)、欧莱雅(OR.PA)、雅诗兰黛(EL.N)、资生堂(4911.T)、联合利华(0A31.L)、爱茉莉太平洋(090430.KS) 等。	丸美(603983.SH)、珀莱雅(603605.SH)、御家汇(300740.SZ)、上海家化(600315.SH)、百雀羚、上美、伽蓝、韩后、薇美姿等。
下游 渠道端	Boots (WBA.O)、superdrug、tesco(TSCO.L)、	京东(JD.O)、天猫(BABA)、淘宝(BABA)、莎莎国际(0178.HK)、万宁、屈臣氏等

sainsbury's (JSAIY.00)、
Marks&Spencer (MAKSY) 等

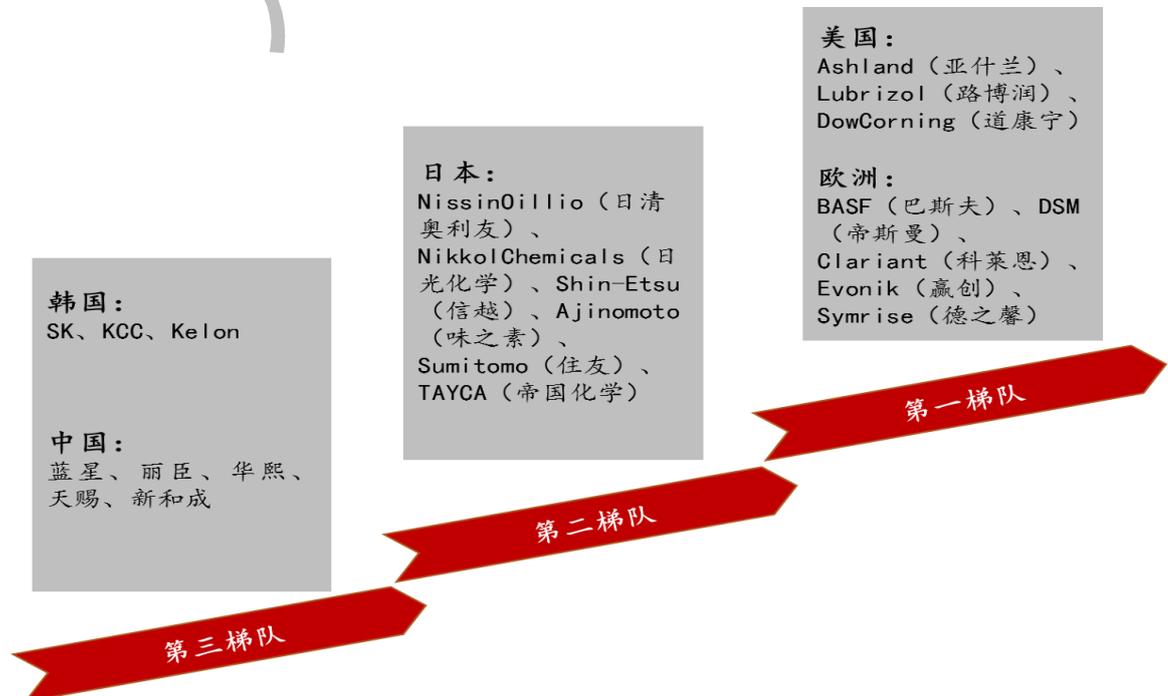
资料来源: wind、雅虎财经、万联证券研究所整理

3.1 上游：原料端和生产端被挤压，国外领先国内

化妆品行业的上游主要为原料及包装材料制造行业、化妆品生产代工企业。原料主要包括水、甘油、乳化剂、稳定剂、油脂、功能性添加剂和香精等；包装材料包括纸包装、塑料包装、软包装膜袋和玻璃包装等。原材料和包装材料价格的波动，会对化妆品生产企业的毛利率产生一定影响，但由于化妆品行业整体毛利率较高，影响程度相对较小。

国外原料商领先于国内原料商，处于竞争的优势地位。第一梯队主要是掌握着相对先进工艺技术和生产水平美国和欧洲商家，包括 Ashland（亚什兰）、Lubrizol（路博润）、BASF（巴斯夫）、Clariant（科莱恩）等；第二梯队主要是日本商家，包括 NissinOillio（日清奥利友）、NikkolChemicals（日光化学）、Shin-Etsu（信越）、Ajinomoto（味之素）等；而我国原料供应商目前处于第三梯队，代表企业有蓝星、丽臣、华熙等，他们对国外生产商的依赖度较高，在研发技术、测试检验系统及产业认知能力等方面较落后，以至于生产水平整体落后于国际。

图表 27：化妆品原料供应商分布情况



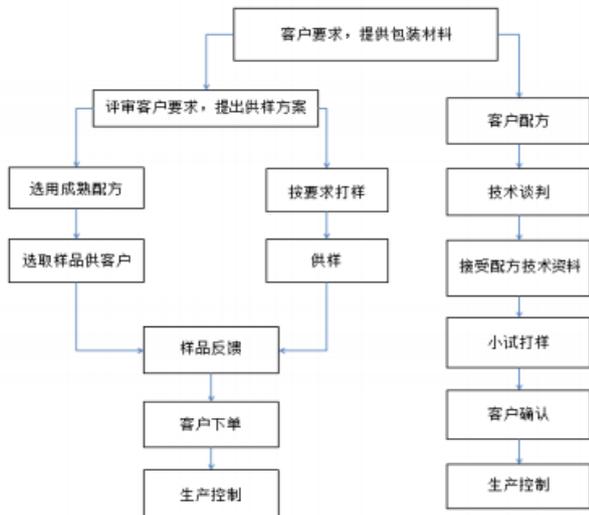
资料来源: 前瞻产业研究院、万联证券研究所整理

化妆品生产端主要采取自行生产和委托生产两种模式。少数化妆品公司具有独立生产线，可以自主研发化妆品，而大部分的化妆品公司则采取代工模式，委托代工厂生产成品。代工厂的分类主要有三种，分别是 OEM（原始生产制造商）、ODM（原始设计

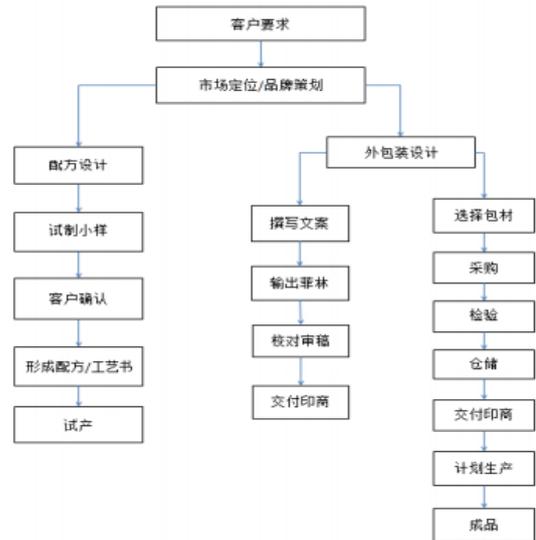
制造商)和 OBM (原始自有品牌制造商)。OEM 模式是指生产商根据客户要求的品类、规格、外观、形状、功能、质量,利用自有配方或客户提供的配方进行生产,产品贴客户商标进行销售;ODM 模式是指生产商根据客户要求的品类、规格、功能和质量,设计产品配方和包装并进行生产,产品贴客户商标进行销售。OBM 是指生产商自行建立自有品牌,由设计、采购、生产到贩售皆由单一公司独立完成,或者管理外判,并以此品牌行销市场。

研发实力较强的化妆品代工企业在 OEM 和 ODM 业务发展到一定程度时,往往会通过整合上下游行业资源,逐步退出 OEM 和 ODM 代工业务,向 OBM 转型升级,打造自有品牌,以提升公司毛利水平和综合竞争力。

图表28: OEM生产流程



图表29: ODM生产流程

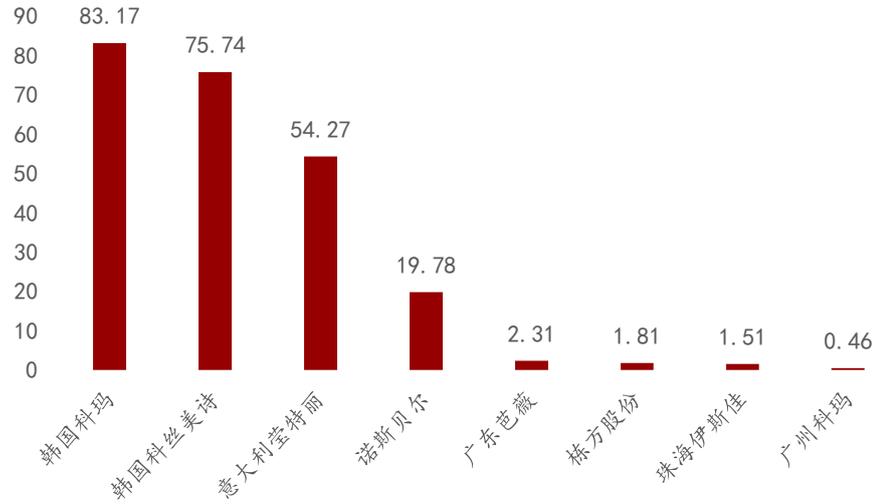


资料来源: 科玛股份公转书、万联证券研究所整理

资料来源: 科玛股份公转书、万联证券研究所整理

外资代工厂商占据技术和客户优势,国内规模普遍较小而散,只有几家能在三板市场上市。代工生产环节的龙头公司主要是外资企业,它们凭借规模、技术等优势,为多家品牌企业提供加工好的化妆品。比如,知名代工厂如意大利的莹特丽,韩国的科丝美诗、科玛等企业包揽了众多一线品牌。但由于国际大厂普遍存在时间、价格成本高以及一些个性化需求达不到的问题,本土的代工企业依旧存在市场和发展的空间。比如,把握趋势、适应韩妆新节奏的韩国本土企业科丝美诗积累大量国内订单,形成规模和成本上的优势,并通过不断的积累技术创新逐渐获得国际大牌的订单。

图表 30：2018 年知名化妆品代工厂商营收规模情况（亿元）



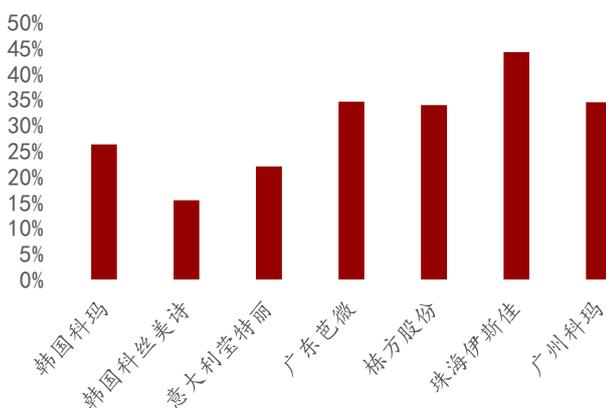
资料来源：公司官网、Wind、万联证券研究所整理

注：外资营收数据是根据 2018 年 12 月 31 日外币兑人民币汇率换算而得

代工厂商在行业中议价能力低，平均毛利率为品牌商的一半不到。化妆品品牌商的毛利率可以高达 70%，而代工企业的毛利率却往往不足 30%。代工厂企业利润有限，它们被夹在原料商和品牌商之间，对于品牌商没有太多的议价能力，一旦原料价格上涨，压力自然转移到代工企业上。

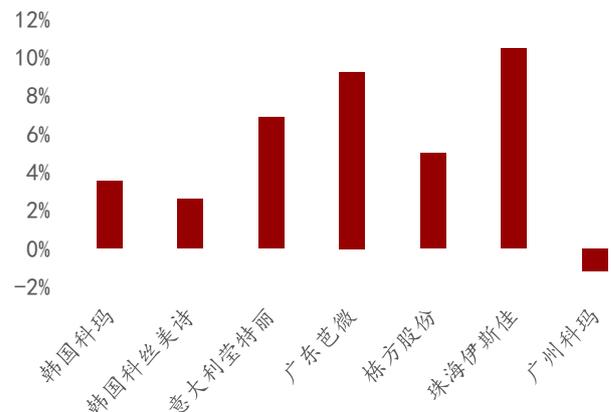
国内代工厂商的盈利能力比国外厂商较强。一般来说，毛利率方面，国内化妆品代工厂商在 30-40%，国外厂商在 15-30%；净利率方面，国内代工厂商在 5-10%，国外代工厂商在 2-7%之间。

图表 31：2018 年知名化妆品代工厂商毛利率情况



资料来源：wind、公司年报、万联证券研究所整理

图表 32：2018 年知名化妆品代工厂商净利率情况

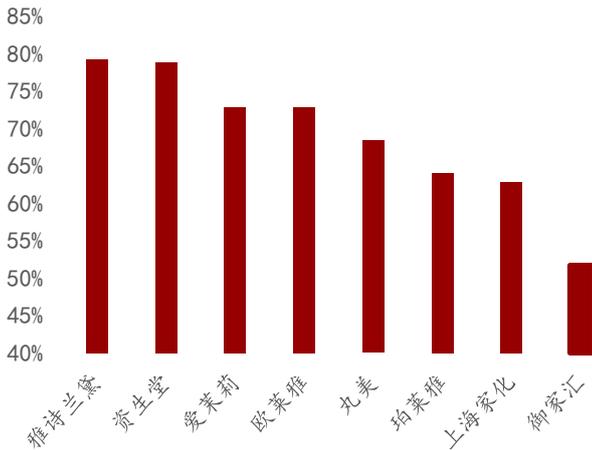


资料来源：wind、公司年报、万联证券研究所整理

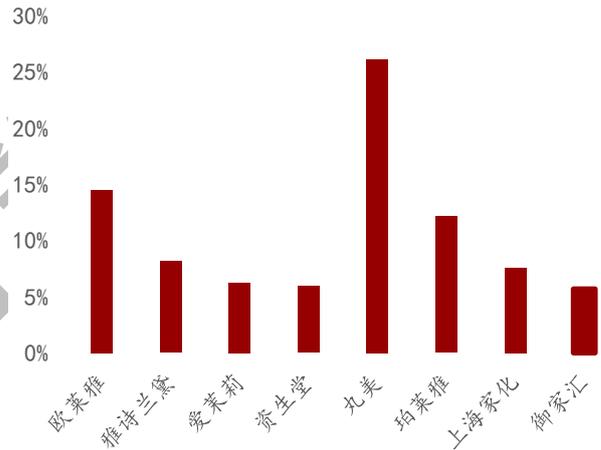
3.2 中游：品牌端掌握定价权，毛利率产业链中最高

品牌端发展相对成熟，掌握产业链的定价权。这部分参与者众多，发展相对成熟，已存在不少具有广泛知名度的企业，其中包括行业巨头公司宝洁、欧莱雅、雅诗兰黛、资生堂、联合利华等，旗下均拥有多个不同领域、不同等级的品牌。这部分公司毛利率大多处于 60%-80% 的区间，净利率大多处于 5-15% 之间，平均 ROE 在 5-25% 之间，通常国外品牌商盈利能力高于国内品牌商。但值得一提的是，我国化妆品公司丸美以 26.15% 的净利率远超国际品牌欧莱雅 (14.48%)、雅诗兰黛 (8.16%) 等；丸美的平均 ROE (35.57%) 也远高于其他品牌。

图表 33：2018 年知名化妆品品牌商毛利率情况



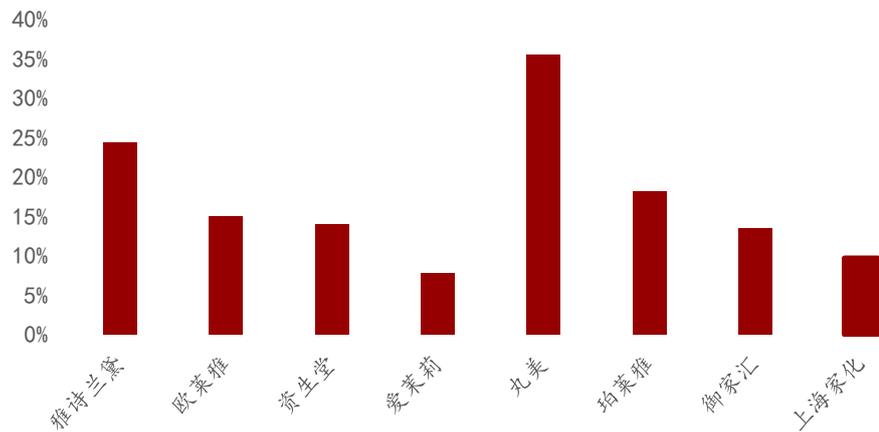
图表 34：2018 年知名化妆品品牌商净利率情况



资料来源：wind、万联证券研究所整理

资料来源：wind、万联证券研究所整理

图表 35：2018 年知名化妆品品牌商 ROE (平均) 情况



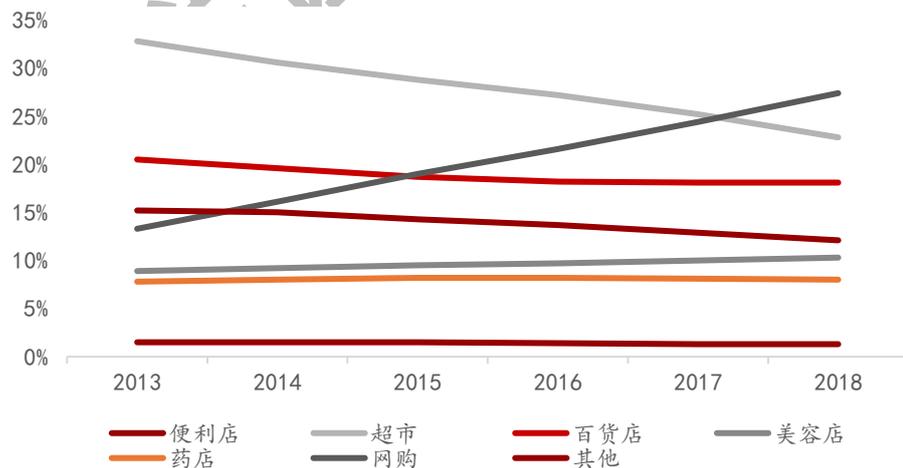
资料来源：Wind、万联证券研究所整理

3.3 下游：渠道端新模式层出不穷

化妆品行业的下游是代理商、渠道商和消费终端。化妆品生产企业中，部分选择直销模式，部分采取代理商销售模式。代理经销模式中，企业下设区域销售经理，由他们代企业发放经营代理权限给具有经营经验、营销渠道的一级代理商，再由一级代理商在指定区域内设立、寻找附属代理商，最后将产品出售给消费终端。

渠道端越来越多样化，线上新兴模式层出不穷。线下渠道方面，线下渠道主要包括有百货、超市及大卖场、日化专营店，中高端的品牌主要通过百货商店设立专柜树立品牌形象，聘请导购为顾客提供专门的咨询；而中低端的品牌主要在超市大卖场和日化专营店销售产品；线上渠道方面，几乎所有的外资和本土品牌均有在线上渗透，主要通过 B2C 平台、C2C 平台、品牌直营店和团购网站售卖产品。另外，线上渠道新模式层出不穷，以拼多多为首的电商通过拼团促销方式低价吸引消费者；社交电商方面，“社交+电商”模式成为电商渠道发展的一大趋势。以小红书、抖音、微博为首的社交平台越来越成为年轻人获取美妆护肤信息的重要渠道之一，社交媒体的兴盛、美妆 KOL 的带货能力为新品牌、新产品的崛起提供新机遇。

图表 36：2013-2018 年中国化妆品渠道占比



资料来源：Euromonitor、万联证券研究所整理

图表 37: 化妆品行业线上及线下主要销售渠道特点对比

	线下渠道			线上渠道
	百货商店	超市及大卖场	日化专营店	B2C、C2C 等
品牌数量	20-30 个	10-60 个	小于 10 个	几乎所有品牌
产品定位	中高端	中低端	中端	高中低
产品价格区间	200 至 2000 元	40 至 300 元	40 至 300 元	通常有较大折扣
主要品牌	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	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	珀莱雅、自然堂、丸美、美肤宝等本土品牌	几乎覆盖所有外资和本土品牌
服务	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	简单的产品咨询	产品以文字介绍为主
终端设计装修	品牌分隔较为明显，每个柜台代表一个品牌	品牌陈列无明显分隔	品牌分隔较为明显	-
终端特点	通过设立专柜树立品牌形象，竞争激烈，知名度、销量较低品牌易被淘汰	中低端产品的重要销售渠道，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	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	B2C 平台，如天猫、草莓网、乐蜂网、京东等；C2C 平台，如淘宝、Panli 等；品牌直营网店，如兰蔻、碧欧泉等；特卖、团购网站，如聚美优品、高朋等

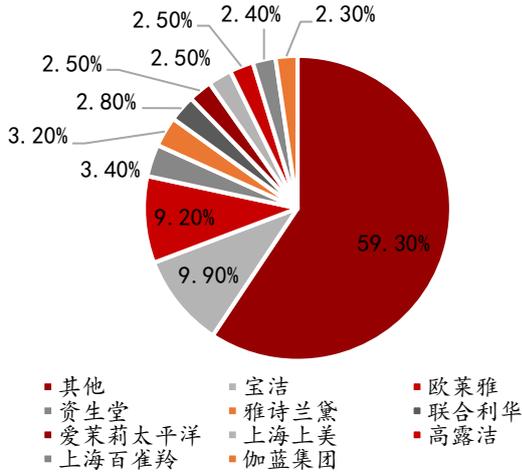
资料来源：珀莱雅招股说明书、万联证券研究所整理

4. 中国化妆品行业竞争激烈，内资品牌奋力追赶

4.1 化妆品行业竞争激烈，集中度有所下滑

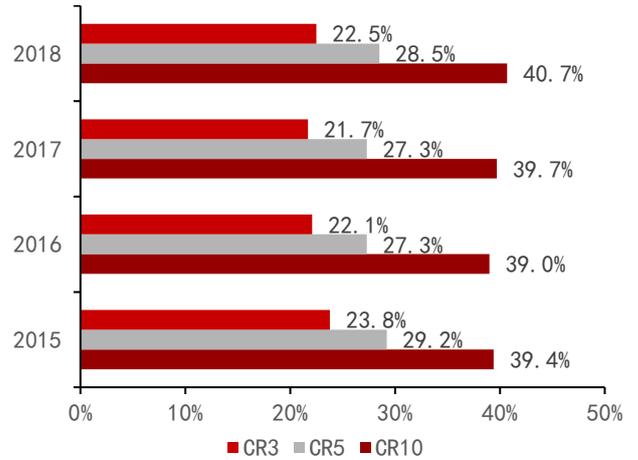
中国化妆品行业集中度低且逐年下滑。根据Euromonitor的数据显示，2018年我国化妆品市占率前十大公司分别为宝洁、欧莱雅、资生堂、雅诗兰黛、联合利华、爱茉莉太平洋、上美集团、高露洁、百雀羚和伽蓝集团。2018年，CR10为40.7%，较2015年的39.4%提高了1.3个百分点；CR5为28.5%，较2015年的29.2%下降了0.7个百分点。

图表38：2018年中国化妆品市场份额前十大公司



资料来源：Euromonitor、万联证券研究所整理

图表39：2015-2018年中国化妆品市场集中度CR3、CR5、CR10对比

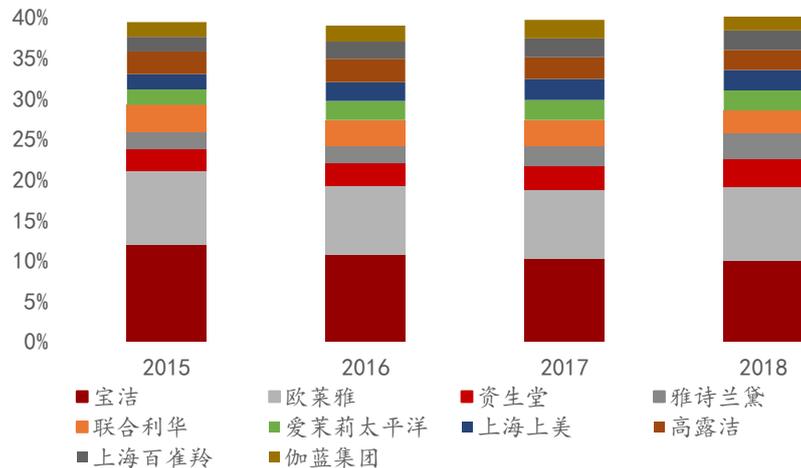


资料来源：Euromonitor、万联证券研究所整理

4.2 外资品牌引领市场，内资品牌奋力追赶

外资主导中国化妆品市场。化妆品市场前十大市占率榜单中，外资占7家，内资仅占3家。其中，宝洁从2015年的11.90%下滑至2018年的9.90%，联合利华和高露洁均有小幅下滑，其余公司不变或有所上涨。总的来说，外资7家公司在中国的市占率从2015年至2018年几乎保持33%左右的水平不变。

图表40：2015-2018年中国化妆品市场份额前十大公司



资料来源：Euromonitor、万联证券研究所整理

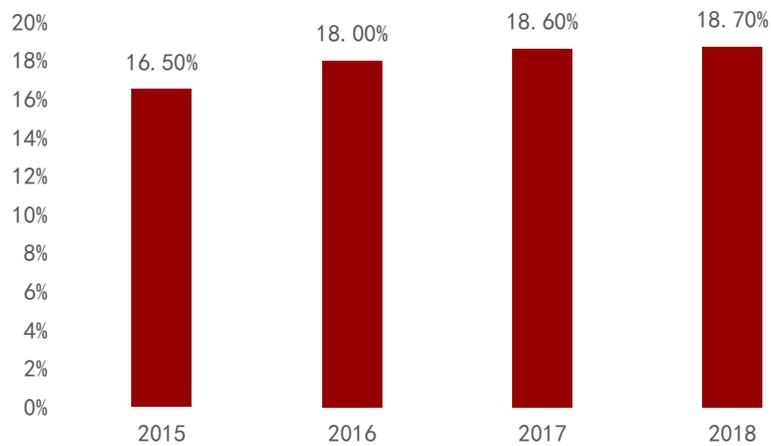
内资企业奋起直追，市占率一路提升。内资企业市占率最高的是上美集团，2018年达到2.5%，上市的上海家化、云南白药、珀莱雅、丸美在中国化妆品市场的市占率分别为1.90%、1.20%、1.00%、0.60%。尽管内资企业起步发展晚，但近年来市占率却在一直提升，前15家中国本土化妆品公司市占率从2015年的16.50%提升到2018年的18.70%。

图表 41：中国本土化妆品公司市场份额前 15 家情况

排名	公司名称	上市情况	2016 年	2017 年	2018 年
1	上美集团		2.30%	2.60%	2.50%
2	百雀羚		2.10%	2.30%	2.40%
3	伽蓝集团		2.00%	2.30%	2.30%
4	上海家化	上市	1.90%	1.90%	1.90%
5	无极限		1.40%	1.40%	1.40%
6	云南白药	上市	1.30%	1.20%	1.20%
7	环亚		1.10%	1.20%	1.20%
8	珀莱雅	上市	1.00%	1.00%	1.00%
9	韩后		0.80%	0.90%	0.80%
10	薇美姿		0.60%	0.70%	0.80%
11	御家汇	上市	0.50%	0.50%	0.70%
12	相宜本草	IPO 终止	0.90%	0.70%	0.70%
13	隆力奇		0.90%	0.70%	0.60%
14	丹姿		0.60%	0.60%	0.60%
15	丸美	上市	0.60%	0.60%	0.60%

资料来源：Euromonitor、万联证券研究所整理

图表 42：中国 top15 家本土化妆品公司市场份额



资料来源：Euromonitor、万联证券研究所整理

5. 投资建议

近年来我国在宏观经济和社会消费品零售总额同比增速双双放缓，“口红效应”凸显，化妆品行业在可选消费中实现可观的增长。加之我国化妆品行业增速高，市场空间大，未来在高端、彩妆领域以及线上销售的市场可期。在“颜值时代”背景之下，内资公司结合新兴营销模式，不断迎合年轻消费者的理念和口味，在业内奋力追赶，集中度近年来一路提升。建议关注布局高端领域和彩妆市场，以及积极拥抱互联网、多样化发展线上销售的 A 股公司。

6. 风险提示

1. **市场竞争加剧风险。**我国化妆品业虽然相对于西方发达国家起步比较晚，但是发展迅速，各种品类如护肤、彩妆、婴儿用品的规模持续扩大，如今品牌化的发展使化妆品行业之间的竞争迈向更高层次的阶段，各种形式的营销战打响，需关注市场竞争加剧风险。
2. **本土品牌高端化不及预期风险。**由于高端市场早已被国际大牌抢占，若国内企业要走高端化之路，则需在品牌建立、研发、营销、渠道布局等方面做出反应，而最终消费者是否能买账将直接决定了企业高端化是否成功。需关注本土品牌高端化不达预期风险。
3. **质量安全风险。**质量安全是被认为是化妆品消费者普遍关注的问题，近年频繁爆出有些化妆品公司使用低劣原料生产、违规使用部分添加剂或激素、微量元素添加超标、细菌超标、销售仿制品假货等，使得消费者对部分品牌印象大打折扣，需关注化妆品的质量安全风险。

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。
基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人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，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员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。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦
北京 西城区平安里西大街28号中海国际中心
深圳 福田区深南大道2007号金地中心
广州 天河区珠江东路11号高德置地广场