

优中选优：行业总体景气、精选优质个股

——化妆品行业 2020 年投资策略

行业年度报告

◆行业回顾：行业景气，优质个股表现突出、估值持续提升

化妆品行业获益消费升级，当前处成长期，叠加其必选消费属性，受终端零售疲软影响较小。近年上市公司业绩出现分化、增速呈现波动，主要受到终端零售波动及化妆品渠道变迁、新营销方法兴起等影响，存货周转及应收账款周转率近年持续改善，总体经营较为健康。

2019 年年初至今（截止 19.12.05）化妆品板块超越大盘、累计涨幅 37.36%，其中部分优质个股股价表现突出、估值持续提升。

◆品牌商：获益消费升级、行业景气，变化快速考验品牌运营能力

获益于三四线城市消费升级，我国化妆品行业持续成长、景气度较高。2018 年零售市场规模 4102 亿元，2013~2018 年年均复合增速 9%。本土品牌把握行业机遇、地位提升，2018 年市占率 22%、较 2009 年提升 8PCT。

短期消费者、营销、渠道变化考验品牌商趋势把握能力，国际品牌加速布局中国市场，看好积极拓展成长品类、与国际品牌错位竞争、最大限度分享行业红利的本土品牌。长期空间广阔，获益主力消费人群增长及人均消费水平提升、行业景气有望持续，多品牌与产品力构筑长期竞争力。

◆代运营商：成长居优、处上升通道，长期看竞争全面升级

化妆品代运营景气度在化妆品产业链中最高，主要获益于化妆品品类景气、叠加背靠成长性最高的电商渠道。2018 年代运营行业市场规模 9623 亿元，2013~2018 年年均复合增速 51%。基础服务门槛低，集中度低，宝尊电商、丽人丽妆、壹网壹创等多元服务提供商龙头初现。

短期来看，化妆品品牌纷纷加速布局电商渠道、且缺乏运营经验，对代运营存需求，行业处上升通道。长期来看，代运营商从属于品牌商、易受品牌商自身策略调整影响，内部竞争由站内引流向站外营销全面升级。

◆生产商：小行业，大寡头

下游化妆品需求释放带动代加工快速增长，2018 年我国化妆品生产产值 410 亿元、2004~2018 年年均复合增速 10.56%。代工需求产生于小品牌、渠道商的外包生产及大品牌的部分外包生产，当前行业集中度较低。参考国际经验，长期看强研发、拓品类、升客户的公司有望成为寡头。

◆投资建议

看好我国化妆品行业获益消费升级整体景气，生产、品牌、代运营服务等均快速发展，其中品牌商主导产业链、代运营景气度最高。从韩国经验可知品牌龙头估值持续提升、可获较高估值溢价。

分板块来看：1) 品牌商获益于人均消费水平提升、主力消费人群增长，可持续景气，短期抓住行业趋势变化、与国际品牌差异化竞争，长期强研发、多品牌发展有望做强做大，推荐珀莱雅、丸美股份、华熙生物、上海家化等。2) 化妆品代运营商获益品牌加码布局电商渠道、对代运营需求持续增长，行业景气望持续，长期看竞争将全面升级，推荐壹网壹创。

◆风险分析：消费升级不及预期、零售疲软、国际品牌加大促销力度、未能把握行业趋势变化。

分析师

李婕 (执业证书编号：S0930511010001)

021-52523339

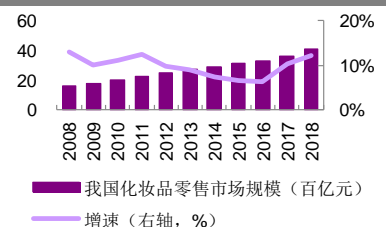
lijie_yjs@ebsec.com

罗晓婷(执业证书编号：S0930519010001)

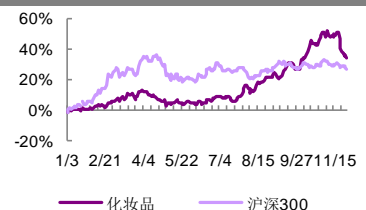
021-52523673

luoxt@ebsec.com

行业主要数据图



行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

相关研报

优质化妆品电商深度服务提供商——壹网壹创 (300792 SZ) 投资价值分析报告

2019-11-20

全球透明质酸生产龙头，拓展下游成长行业铸全产业链业务矩阵——华熙生物 (688363.SH) 新股定价报告

2019-11-06

7 月化妆品零售相对景气，8 月珀莱雅天猫旗舰店销售继续靓丽——化妆品月报

2019-09-13

6 月化妆品零售环比改善，7 月珀莱雅、佰草集天猫店销售靓丽——化妆品月报

2019-08-07

中高端眼部护理龙头，高端化、精细化趋势下望优先获益——丸美股份 (603983.SH) 新股定价报告

2019-07-24

618 电商大促提振线上零售，6 月起对美国化妆品进口加征关税——化妆品月报

2019-07-04

把握行业机遇与趋势，关注长短期竞争要素——化妆品 2019 年下半年投资策略

2019-06-17

投资聚焦

研究背景

当前我国化妆品行业总体景气，未来行业成长还能持续多久？发展动力来自何方？当前行业正经历哪些新变化？各个不同环节（如生产、品牌、代运营、渠道等）景气度是否有所差异，不同子行业的投资机遇有哪些？本文将做一一探讨。

创新之处

1) 本文系统深入分析了化妆品不同细分子行业（如生产、品牌、代运营及渠道等）的景气度、未来看点及行业主要竞争要素，得出品牌主导产业链，代运营、美妆品牌等景气度较高等结论。

2) 品牌商领域，通过测算发现未来行业增长来自于人均消费水平提升及主力消费人群增长，其中人均消费水平提升贡献主要动力来源；此外还探讨了本土品牌在国际竞争压力加大背景下的发展机遇，我们认为本土品牌短期正面直接竞争国际品牌难度大，看好拓展成长品类、与国际品牌差异化竞争、最大限度分享行业红利从而实现快速成长的本土品牌。

3) 代运营领域，获益美妆品类景气度、同时背靠成长性最优的电商渠道，代运营行业景气度较高。从长短期视角分析代运营行业面临的机遇与挑战。

4) 选择化妆品产业链发展成熟且完备的韩国作为研究对象，重点研究其已上市公司的估值情况，从而为我国化妆品上市公司估值提供依据。

投资观点

当前我国化妆品获益消费升级，行业总体景气，受终端零售大环境疲软影响较小、保持快速增长，行业成长带动产业链各环节快速发展。

品牌产业链价值高，且主导产业链上下游格局，重点推荐优势品牌商。看好短期迎合行业新变化（消费、营销、渠道等）、布局成长品类（面膜、精华、眼霜、彩妆等）、避开与国际品牌的正面竞争、最大限度分享行业红利，长期加强研发、积极孵化多品牌的优质本土品牌商，如珀莱雅、丸美股份、华熙生物、上海家化等。

代运营商背靠电商渠道、成长性最高，短期品牌加码电商渠道、同时缺乏电商运营经验，促化妆品电商代运营正处于上升通道，长期腰部品牌存持续代运营需求、同时代运营竞争全面升级、综合性一站式服务提供商有望长期胜出，推荐本土优质美妆代运营商壹网壹创。

目录

1、 行业回顾：行业景气，优质个股估值持续提升.....	7
1.1、 板块业绩：波动中成长，良性中运营.....	7
1.2、 板块行情与估值：板块表现处中上游，优质个股估值持续提升	9
2、 品牌商：获益消费升级行业景气，变化快速考验品牌运营能力.....	11
2.1、 行业概况：消费升级助力行业增长，本土品牌把握行业机遇快速成长	11
2.2、 外部变化：消费趋势、营销、渠道等快速变化.....	13
2.3、 内部格局之争：国际品牌加速布局中国市场，国产品牌如何破局？	16
2.3.1、 背景：国际品牌加速布局中国市场，本土品牌面临国际竞争压力加大	16
2.3.2、 本土品牌 VS 国际品牌：看好与国际品牌全方位差异化竞争的本土品牌	17
2.4、 未来：行业空间广阔，看好品牌运作能力强的多品牌集团.....	21
2.4.1、 行业：借力消费升级（人均消费）空间大，集中度待提升	21
2.4.2、 公司：单品牌空间仍可期、多品牌龙头待孵化，产品力构筑长期竞争力	24
3、 代运营商：背靠高景气电商渠道、成长居优	25
3.1、 概况：获益美妆、电商等两大红利，成长性居优	25
3.2、 未来：腰部品牌代运营需求持续存在，代运营服务竞争全面升级.....	28
4、 生产商：小行业，大寡头	31
4.1、 概况：获益下游需求释放，上游生产端快速发展	31
4.2、 未来：强研发、拓品类、升客户，期待本土寡头诞生	33
5、 投资建议与推荐标的	35
5.1、 思考之一：如何看待化妆品各细分领域？	35
5.1.1、 景气度：代运营成长性最高、美妆品牌次之	35
5.1.2、 产业链地位：品牌商主导产业链	35
5.2、 思考之二：从国际经验看化妆品估值.....	37
5.3、 投资建议	39
5.4、 推荐标的	41
5.4.1、 珀莱雅（603605.SH）：紧跟行业新趋势，多品牌发展持续孵化.....	41
5.4.2、 丸美股份（603983.SH）：中高端眼部护理龙头，高端化、精细化趋势下望优先获益	42
5.4.3、 壹网壹创（300792.SZ）：优质化妆品电商深度服务提供商.....	43
5.4.4、 华熙生物（688363.SH）：全球透明质酸生产龙头，拓展下游成长行业铸全产业链业务矩阵	44
5.4.5、 上海家化（600315.SH）：百年家化龙头，多品牌资产优质、持续焕活.....	44
6、 风险分析.....	45
附录	46

图表目录

图 1：我国限额以上企业商品零售额同比增速（%）	7
图 2：我国限额以上企业部分商品零售额同比增速（%）	7
图 3：化妆品板块营收及同比增速	8
图 4：化妆品板块净利及同比增速	8
图 5：化妆品板块毛利率、净利率	8
图 6：化妆品板块期间费用率	8
图 7：化妆品板块存货周转率（次）	8
图 8：化妆品板块应收账款周转率（次）	8
图 9：化妆品行业与大盘 19 年初至今累计涨跌幅走势（%，更新至 2019/12/05）	9
图 10：化妆品个股 18 年初至今累计涨跌幅（%，更新至 2019/12/05）	9
图 11：自 19 年初以来各细分板块累计涨跌幅（%，更新至 2019/12/05）	9
图 12：我国 A 股化妆品上市公司最新估值（截止 2019 年 12 月 05 日）及历史平均估值（自 2018 年初至今）	10
图 13：美妆公司 18 年以来 PE 估值（TTM，更新至 2019/12/05）	10
图 14：个护公司 18 年以来 PE 估值（TTM，更新至 2019/12/05）	10
图 15：代运营公司（壹网壹创）PE 估值（TTM，更新至 2019/12/05）	11
图 16：渠道公司（青岛金王）PE 估值（TTM，更新至 2019/12/05）	11
图 17：生产商（青松股份）PE 估值（TTM，更新至 2019/12/05）	11
图 18：我国化妆品行业零售市场规模及同比增速	12
图 19：我国分城市化妆品零售额增速（%）	12
图 20：2018 年我国化妆品不同细分品类市场规模（百亿元）及占行业总体比重	12
图 21：2013~2018 年我国化妆品行业总体及不同细分品类市场规模年均复合增速	12
图 22：2018 年我国化妆品行业中本土品牌、国际品牌合计市占率对比	13
图 23：2009、2018 年我国化妆品行业中本土品牌合计市占率对比（%）	13
图 24：我国化妆品高端、大众化妆品市场规模增速	13
图 25：我国化妆品高端、大众市场规模占比	13
图 26：2018 年 7 月、2019 年 7 月阿里全网面部护肤品中细分品类销售额占比	14
图 27：近一年（2018.07~2019.07）阿里全网面部护肤用品销售均价（元）	14
图 28：我国护肤品前十大品牌小红书笔记数量	14
图 29：我国护肤品前十大品牌小红书商品数量	14
图 30：我国护肤品前十大品牌抖音官方账号粉丝数	15
图 31：我国护肤品前十大品牌抖音官方账号视频获赞数	15
图 32：我国化妆品渠道市场份额（%）	15
图 33：我国化妆品行业电商渠道市场规模及同比增速、渗透率等	15
图 34：国际代表性美妆公司在我国/亚太区收入增速	17
图 35：韩国化妆品行业发展历史	20
图 36：我国与发达国家护肤品人均年消费金额（美元）及近五年（2013~2018 年）复合增速	22

图 37 : 2016 年面部护肤、香水彩妆等品类消费者年龄段占比 (%)	22
图 38 : 我国化妆品总体及部分品类/定位等细分市场人均消费金额增速	23
图 39 : 2018 年主要国家化妆品公司 CR10 (%)	24
图 40 : 2018 年主要国家化妆品品牌 CR10 (%)	24
图 41 : 18 年韩国化妆品公司市占率 (%)	24
图 42 : 18 年我国化妆品公司市占率 (%)	24
图 43 : 我国化妆品电商渠道市场规模及增速、渗透率	26
图 44 : 2013~2018 年我国代运营市场交易规模及增速	26
图 45 : 18Q3 电商代运营商服务的天猫店铺数量分布	26
图 46 : 不同品类代运营商规模及能力对比	28
图 47 : 品牌商电商渠道战略	29
图 48 : 丽人丽妆股权结构 (截止 2019 年 4 月)	29
图 49 : 宝尊电商股权结构 (截止 2019 年 3 月)	29
图 50 : 2018 年我国主要代运营商营收 (亿元) 对比	30
图 51 : 2018 年我国主要代运营商归母净利 (亿元) 对比	30
图 54 : 2004~2018 年我国化妆品产值及同比增速	31
图 55 : 2018 年我国化妆品产值按品类占比	31
图 56 : 2017 年我国生产环节龙头市占率	32
图 57 : 2017 年韩国生产环节龙头市占率	32
图 58 : 2018 年我国主要化妆品生产商上市公司营收 (亿元)	33
图 59 : 2018 年我国主要化妆品生产商上市公司归母净利 (百万元)	33
图 60 : 2014~2018 年我国化妆品生产商上市公司收入增速 (%)	33
图 61 : 2014~2018 年我国化妆品生产商上市公司净利增速 (%)	33
图 62 : 2018 年韩国化妆品主要生产商毛利率对比 (%)	34
图 63 : 2018 年韩国化妆品主要生产商净利率对比 (%)	34
图 64 : 2018 年韩国化妆品主要生产商营收规模对比 (十亿韩元)	34
图 65 : 化妆品子行业营收增速对比	35
图 66 : 化妆品子行业净利增速对比	35
图 67 : 2018 年我国化妆品产业链价值分布	36
图 68 : 2018 年我国化妆品上市公司毛利率对比 (%)	36
图 69 : 韩国化妆品品牌商板块、爱茉莉太平洋动态 PE (截止 2019 年 5 月 31 日)	37
图 70 : 爱茉莉太平洋历史动态 PE (截止 2019 年 5 月 31 日)	38
图 71 : 韩国化妆品品牌上市公司历史动态 PE 及最新估值 (截止 2019 年 5 月 31 日)	38
图 72 : 韩国化妆品品牌商、生产商历史动态 PE (截止 2019 年 5 月 31 日)	38
图 73 : 韩国化妆品品牌商、生产商动态 PE 历史均值与最新估值 (截止 2019 年 5 月 31 日)	38
图 74 : 韩国化妆品生产商板块、科丝美诗动态 PE	39
图 75 : 科丝美诗历史动态 PE	39
图 76 : 韩国化妆品生产商上市公司历史动态 PE	39

表 1：历年天猫美妆类目双十一销售额前十大品牌	16
表 2：2019 年双十一美妆榜单前十品牌近半年主力产品销售贡献	18
表 3：阿里全网面膜前十大品牌（以本土品牌为主）及其市占率	18
表 4：阿里全网液态精华前十大品牌及其市占率	19
表 5：2009、2018 年韩国大众及高端化妆品市场前十大品牌及其市占率（%）	21
表 6：我国化妆品主力消费人群数量（万人）及增速	22
表 7：未来 5/10 年不同人均消费增速假设下我国化妆品行业市场规模测算	23
表 8：2009、2018 年我国与主要发达国家化妆品市场前十大品牌对比	25
表 9：国内部分电商代运营商简介	27
表 10：我国主要化妆品代工厂	32
表 11：韩国主要化妆品生产企业主营业务简介	34
表 12：2019 年我国主要化妆品生产商服务品牌情况	36
表 13：2019 年我国主要代运营商合作品牌情况	37
表 14：珀莱雅盈利预测与估值	42
表 15：丸美股份盈利预测与估值	43
表 16：壹网壹创盈利预测与估值	43
表 17：华熙生物盈利预测与估值	44
表 18：上海家化盈利预测与估值	45
表 19：化妆品 A 股上市公司	46
表 20：重点跟踪公司盈利预测与估值表	47

1、行业回顾：行业景气，优质个股估值持续提升

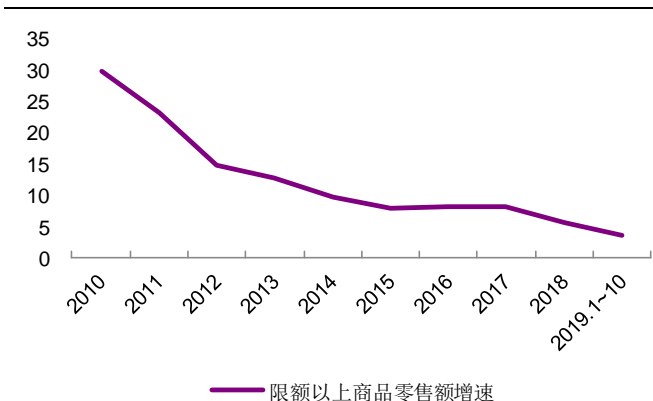
1.1、板块业绩：波动中成长，良性中运营

2019 年终端零售大环境总体继续疲软，2019 年 1~10 月全国限额以上企业累计零售额同比增 3.6%、增速较去年同期放缓 3.00PCT。随着我国宏观经济增速放缓，2011 年以来我国终端零售持续疲软（仅 2016 年出现短暂的回暖），2014 年我国限额以上企业零售额增速首次放缓至个位数，2019 年截至前 10 个月限额以上零售企业零售额增速已放缓至低个位数。

受到总体零售环境影响，我国大部分消费品零售额增速均在放缓，但受到影响程度不同，其中金银珠宝受影响较大，粮油食品、日用品等必需消费增长较为稳健。

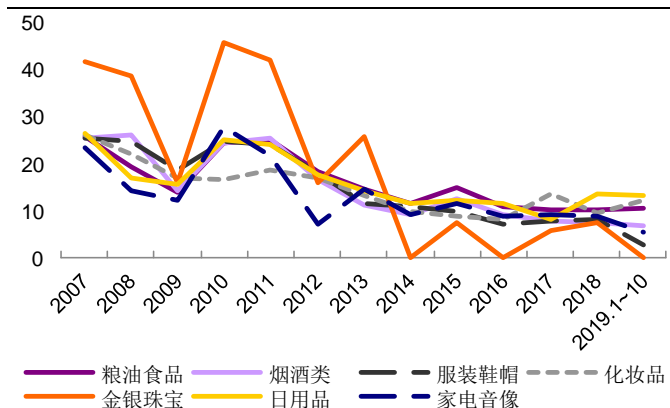
化妆品由于自身处成长期、且具有一定的必选属性，近年增长亦较为稳健。2017、2018、2019 年 1~10 月限额以上企业化妆品零售额增速分别为 13.50%、9.65%、12.10%，增速分别同比去年同期提升 5.20PCT、放缓 3.85PCT、提升 0.70PCT。

图 1：我国限额以上企业商品零售额同比增速（%）



资料来源：Wind、光大证券研究所

图 2：我国限额以上企业部分商品零售额同比增速（%）



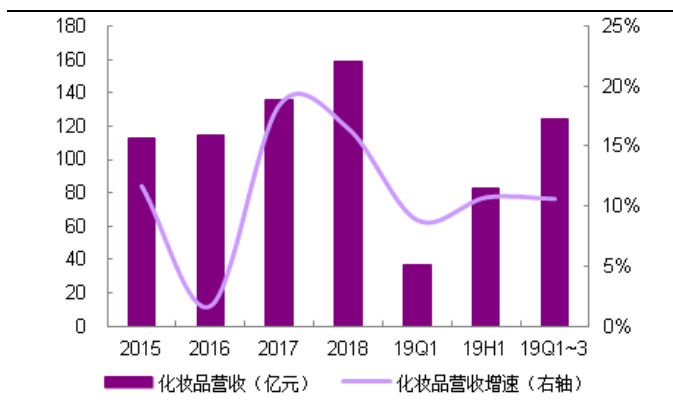
资料来源：Wind、光大证券研究所

我们重点跟踪已经上市的其中 7 家的化妆品公司业绩表现（其中品牌商有珀莱雅、丸美股份、上海家化、御家汇、拉芳家化、名臣健康等，以及美妆代运营商壹网壹创）。其中未包含华熙生物、青松股份、青岛金王等，因为三者包含非化妆品业务。

成长性：近年化妆品上市公司营收增速呈现波动，主要受到终端零售波动及化妆品渠道变迁、新营销方法兴起等影响。19Q1~3 化妆品公司营收同比增 10.65%，较 18 年的 16.52% 增速有所放缓，主要为品牌竞争激烈、业内公司业绩表现进一步分化，总体上受到终端零售疲软影响相对较小。

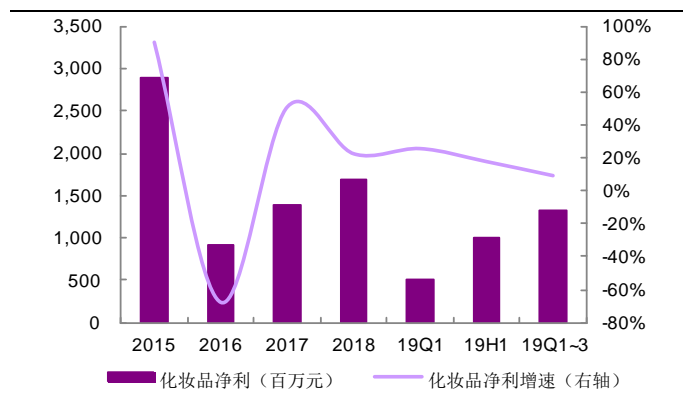
近年净利端受到收入端影响亦呈现波动态势。19Q1~3 化妆品公司净利同比增 8.89%、较 18 年 22.21% 的增速放缓幅度较大，主要为收入放缓，同时竞争激烈、品牌方加大营销、产品研发等费用投放影响净利表现。

图 3：化妆品板块营收及同比增速



资料来源：Wind、光大证券研究所

图 4：化妆品板块净利及同比增速

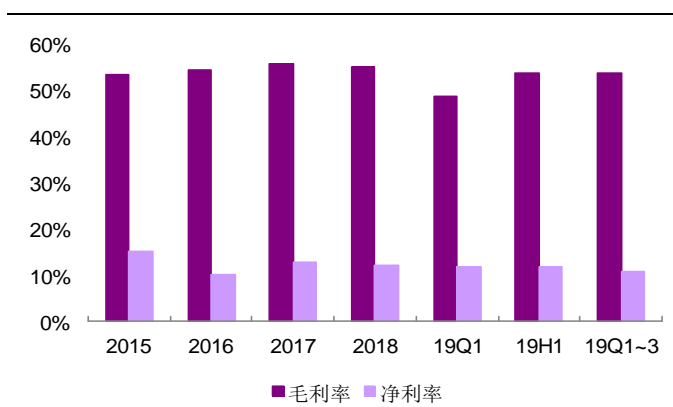


资料来源：Wind、光大证券研究所

盈利性：在 2017 年及其以前化妆品公司毛利率总体同比上升，主要为个股上海家化、壹网壹创毛利率有较大的幅度提升所拉动；2018 年以来毛利率同比总体下降，主要为品牌竞争激烈、代运营商拓展毛利率较低的代销业务等导致。

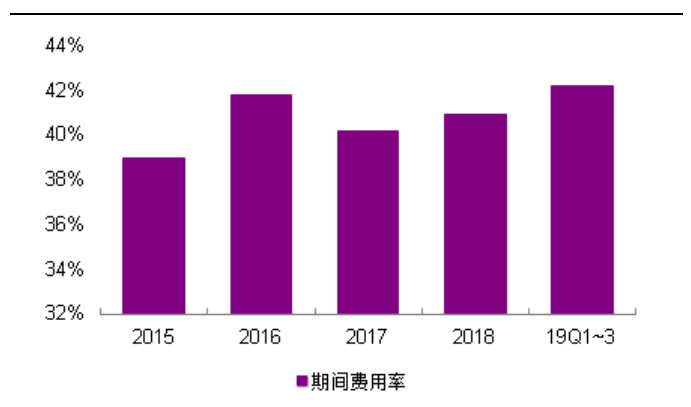
净利率近年呈现波动，一方面为毛利率影响，另一方面为费用率近年呈现波动中上升趋势。

图 5：化妆品板块毛利率、净利率



资料来源：Wind、光大证券研究所

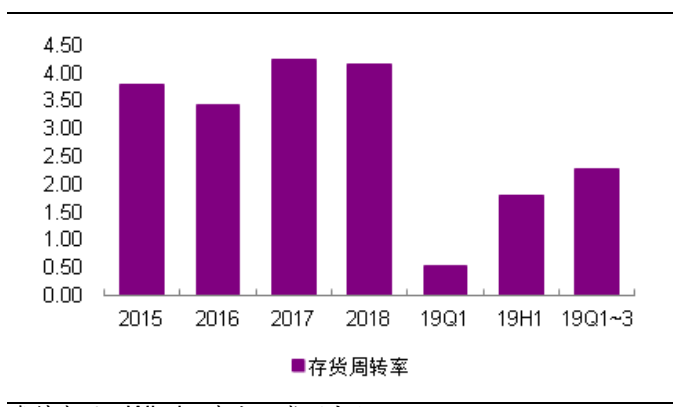
图 6：化妆品板块期间费用率



资料来源：Wind、光大证券研究所

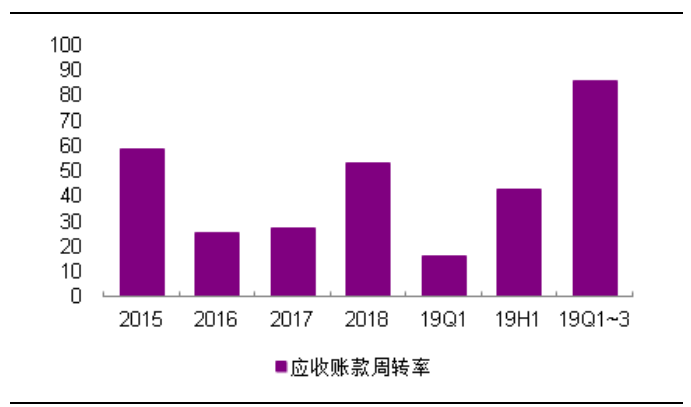
化妆品板块存货周转及应收账款周转率近年总体持续改善，主要为行业处成长期，总体经营较为健康。

图 7：化妆品板块存货周转率（次）



资料来源：Wind、光大证券研究所

图 8：化妆品板块应收账款周转率（次）



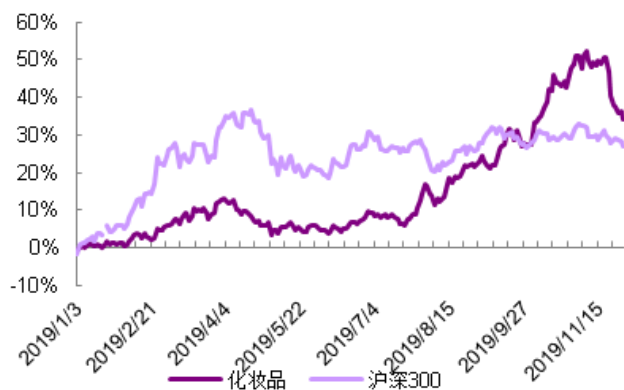
资料来源：Wind、光大证券研究所

1.2、板块行情与估值：板块表现处中上游，优质个股估值持续提升

2019 年年初至今(截止 2019 年 12 月 05 日)化妆品板块^①累计涨幅 37.36%，跑赢沪深 300 8.51PCT。对比其他板块，化妆品处于中上游，板块表现弱于食品饮料、家电等消费板块，优于餐饮旅游、零售、纺服等。

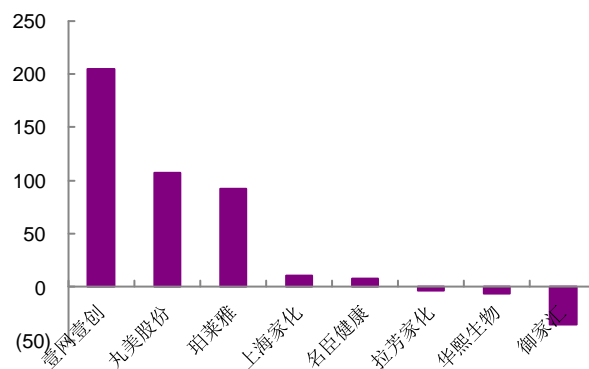
个股表现来看,壹网壹创股价自上市以来累计上涨 207%，其次为丸美股份、股价自上市以来累计上涨 117%。其他表现优秀个股还有珀莱雅、上海家化等，股价自年初以来分别累计上涨 106%、11%。

图 9：化妆品行业与大盘 19 年初至今累计涨跌幅走势 (%，更新至 2019/12/05)



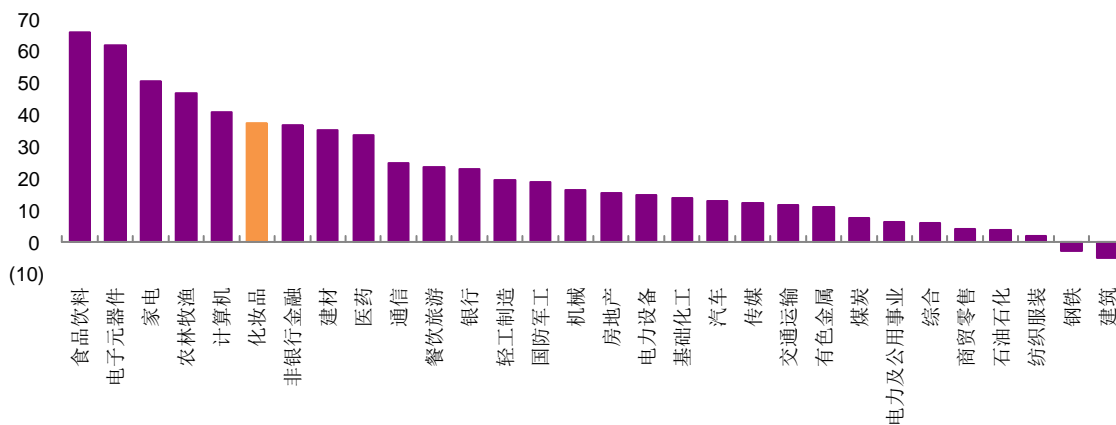
资料来源：Wind、光大证券研究所

图 10：化妆品个股 18 年初至今累计涨跌幅 (%，更新至 2019/12/05)



资料来源：Wind、光大证券研究所

图 11：自 19 年初以来各细分板块累计涨跌幅 (%，更新至 2019/12/05)



资料来源：Wind、光大证券研究所

从估值情况来看,品牌商历史动态 PE 水平较高、通常在 20~70 倍(其中品牌美妆公司历史动态 PE 多在 25~70 倍、个护公司历史动态 PE 多在 20~55 倍、与子行业景气度情况相吻合)。

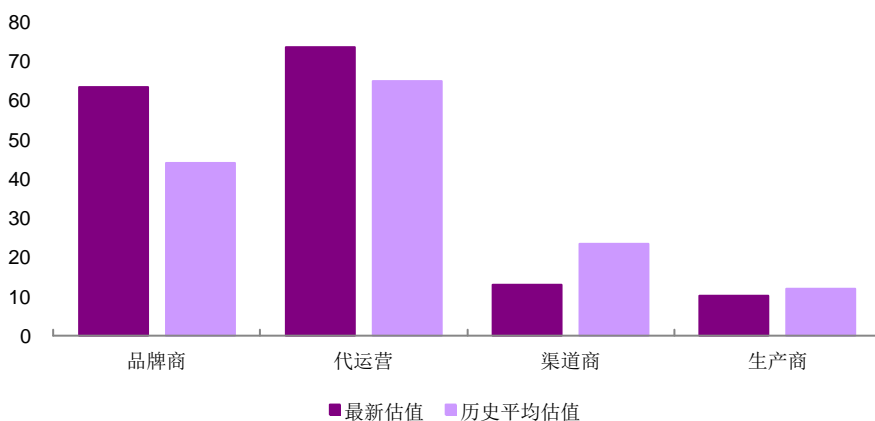
^①此处的化妆品板块为光大证券选取的主业为个护及美妆研发、生产、销售等相关的 A 股上市公司,包含有上海家化、珀莱雅、丸美股份、御家汇、拉芳家化、名臣健康、壹网壹创、华熙生物等个股,不同于 Wind 直接披露的化妆品指数(8841109.WI)。

代运营商（以壹网壹创为代表）历史动态 PE 在 25~80 倍，高于品牌商，主要为代运营商背靠电商渠道、为化妆品领域成长性最高的渠道，同时估值水平以美妆代运营优质标的壹网壹创为代表。

渠道商（以青岛金王为代表）历史动态 PE 在 12~45 倍，估值水平较低，一方面为蜡烛加工业务拖累，另一方面为化妆品渠道商在价值环节中相对弱势。

生产商（以青松股份为代表）历史动态 PE 在 12，估值水平不高，主要为化工业务估值总体不高。

图 12：我国 A 股化妆品上市公司最新估值（截止 2019 年 12 月 05 日）及历史平均估值（自 2018 年初至今）

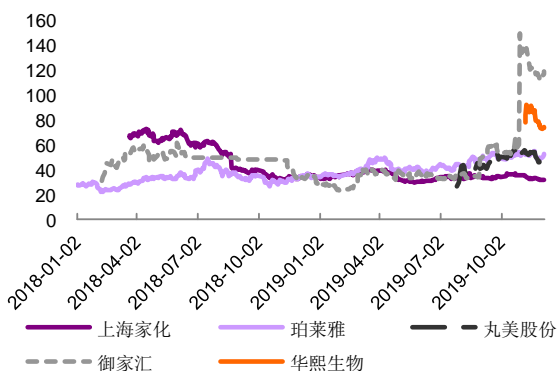


资料来源：Wind、光大证券研究所

从估值变动趋势来看，1) 品牌—美妆板块：个股估值随业绩分化而表现有所差异，珀莱雅、丸美股份等随着业绩持续靓丽/品牌力较强、市场给予估值水平总体提升，上海家化及御家汇等业绩现波动、估值水平有所下降。

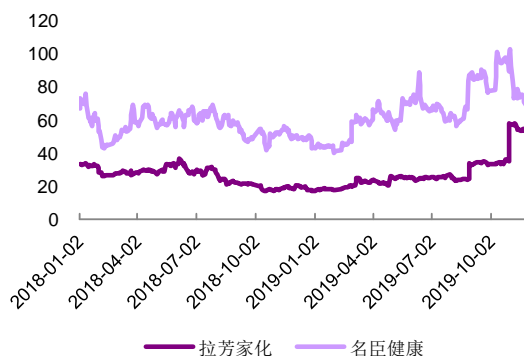
品牌—个护板块：2018 年全年拉芳家化及名臣健康等业绩持续调整，估值水平总体有所下降，进入 2019 年估值水平略有提升。

图 13：美妆公司 18 年以来 PE 估值（TTM，更新至 2019/12/05）



资料来源：Wind、光大证券研究所

图 14：个护公司 18 年以来 PE 估值（TTM，更新至 2019/12/05）



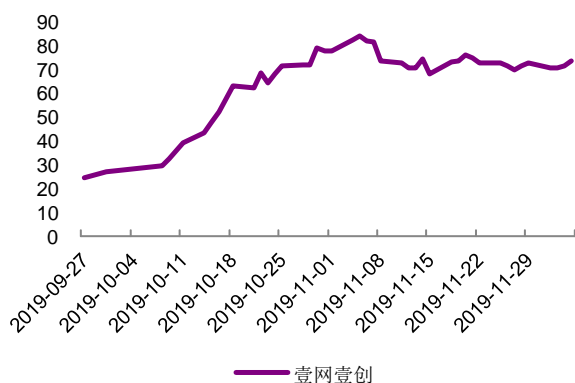
资料来源：Wind、光大证券研究所

2) 代运营商估值水平持续提升，投资价值逐步凸显，市场信心较足。

3) 渠道商估值水平呈现波动，2018 年估值水平在 10~30 倍波动，进入 2019 年 2 月青岛金王筹划出售杭州悠可 100% 股权，战略聚焦线下数字化新零售

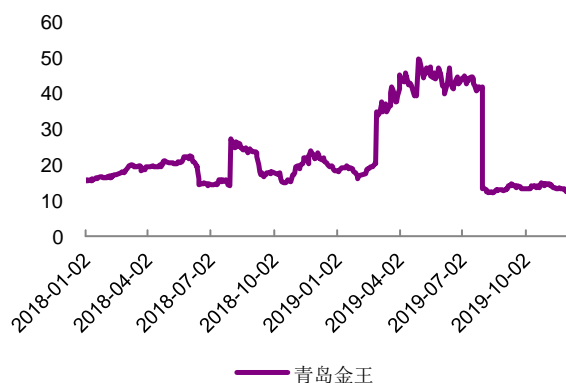
等催化下估值提升，7月快报公告19H1收入首次出现下滑，估值走低。

图 15: 代运营公司 (壹网壹创) PE 估值 (TTM, 更新至 2019/12/05)



资料来源: Wind、光大证券研究所

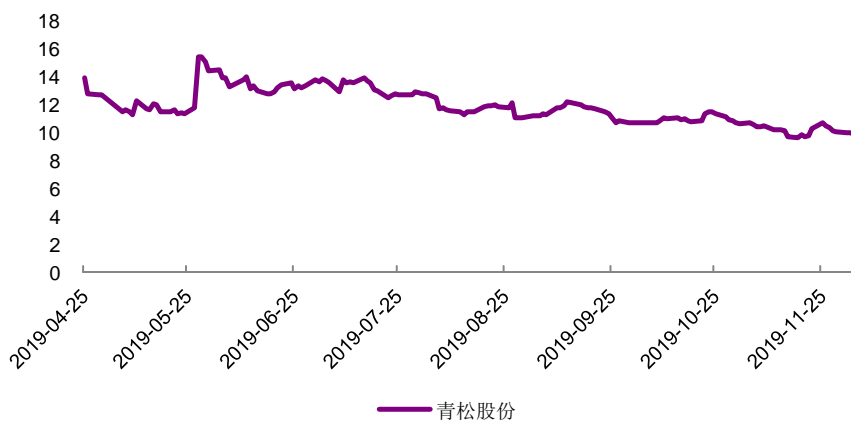
图 16: 渠道公司 (青岛金王) PE 估值 (TTM, 更新至 2019/12/05)



资料来源: Wind、光大证券研究所

4) 生产商历史 (自 2019 年 4 月 24 日青松股份收购 90% 诺斯贝尔股权完成资产交割以来) 动态 PE 总体有所下降, 主要为化工业务拖累所致。

图 17: 生产商 (青松股份) PE 估值 (TTM, 更新至 2019/12/05)



资料来源: Wind、光大证券研究所

2、品牌商: 获益消费升级行业景气, 变化快速考验品牌运营能力

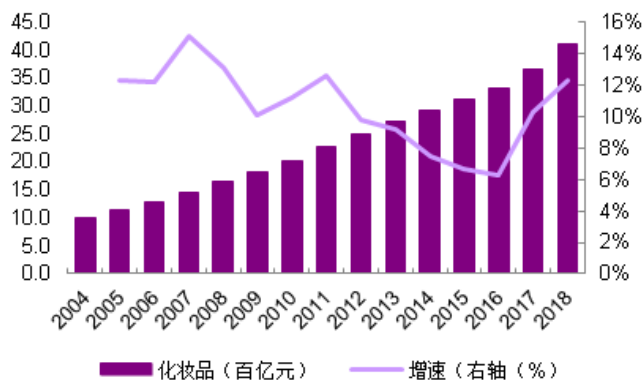
2.1、行业概况: 消费升级助力行业增长, 本土品牌把握行业机遇快速成长

➤ 行业处成长期, 护肤品、彩妆等先后兴起

化妆品包含个护、美妆等两大细分品类, 其中个护主要产品为洗发水、沐浴露等, 美妆主要产品包括护肤品及彩妆等。我国化妆品行业获益三四线城市消费升级自 2000 年以来持续快速增长。

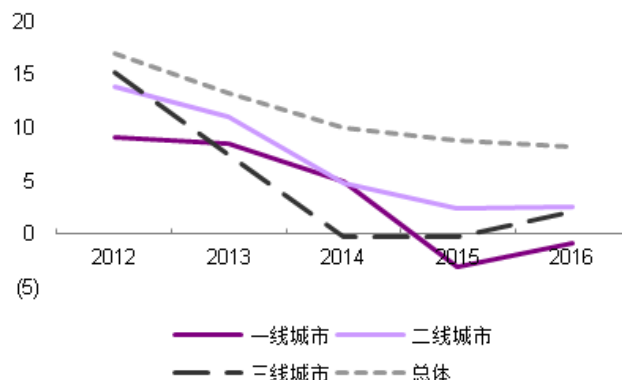
分品类来看，我国个护消费升级起于上世纪 90 年代，美妆消费升级（尤其在三四线城市）起于 2000 年，截止目前我国个护产品渗透率已基本完成、行业步入成熟期，美妆产品中护肤品渗透率仍有提升空间、彩妆近年兴起、持续渗透，景气度高于护肤品，成为拉动我国化妆品行业增长的新动力。

图 18：我国化妆品行业零售市场规模及同比增速



资料来源：Euromonitor，光大证券研究所

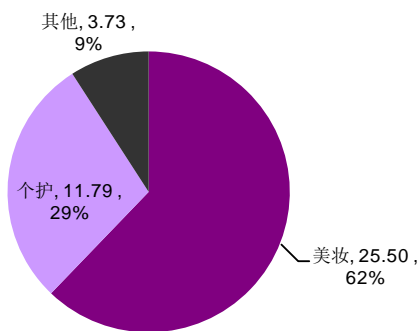
图 19：我国分城市化妆品零售额增速 (%)



资料来源：Wind，光大证券研究所

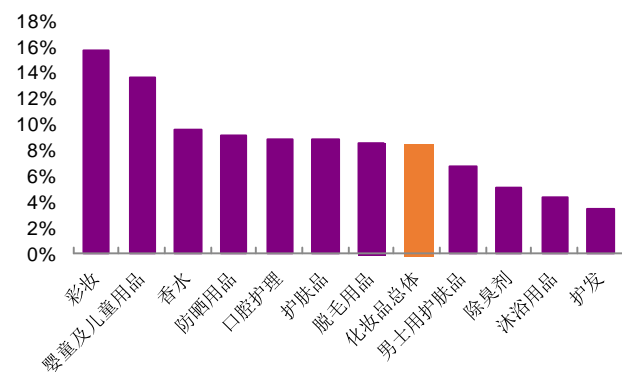
2018 年我国化妆品行业零售市场规模为 4102 亿元，2013~2018 年年均复合增速为 8.56%。其中 2018 年美妆、个护零售市场规模占比分别为 62%、29%，其他品类（男士用、婴童及婴儿用化妆品、香水、防晒等）占比 9%。2013~2018 年我国护肤品、彩妆等市场规模年均复合增速分别为 8.83%、15.82%。

图 20：2018 年我国化妆品不同细分品类市场规模 (百亿元) 及占行业总体比重



资料来源：Euromonitor，光大证券研究所

图 21：2013~2018 年我国化妆品行业总体及不同细分品类市场规模年均复合增速



资料来源：Euromonitor，光大证券研究所

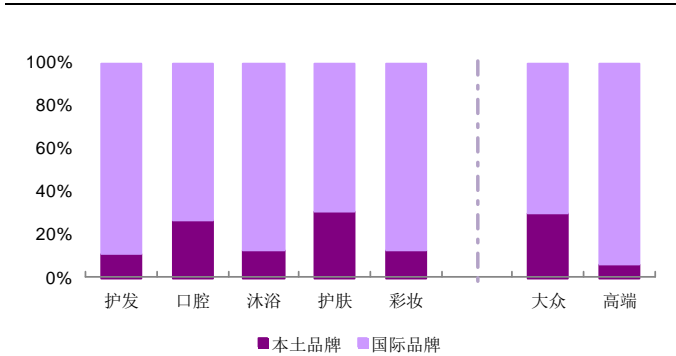
➤ 本土品牌把握行业机遇、地位提升，在护肤品及彩妆领域表现突出

我国化妆品行业开放时间较早，一批国际品牌在消费升级初期即进入中国市场，如资生堂、宝洁、联合利华等于 20 世纪 80 年代末进入中国市场，随后欧莱雅、雅诗兰黛等于 20 世纪 90 年代进入中国市场。

面对品牌力较强势的国际品牌，我国本土品牌着力国际品牌布局较弱的三四线城市地区、借力 CS 渠道及电商渠道等实现快速发展，其中在护肤品、彩妆等领域表现较优，市占率提升较为明显。

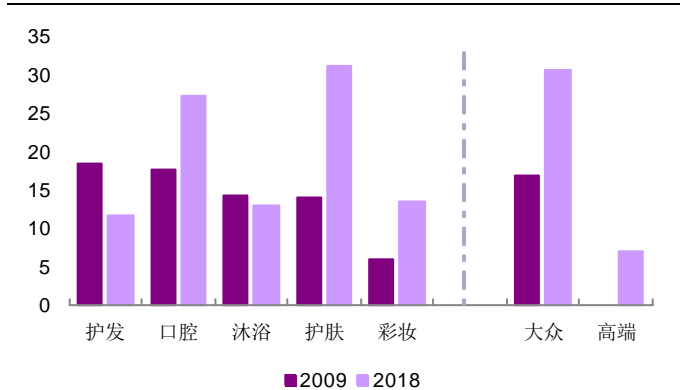
据 Euromonitor，2018 年我国化妆品行业中本土品牌合计市占率为 22.1%，较 2009 年提升 8.4PCT。其中在护肤品、彩妆领域，2018 年我国本土品牌合计市占率分别为 31.3%、13.5%，分别较 2009 年提升 17.3PCT、7.6PCT。

图 22：2018 年我国化妆品行业中本土品牌、国际品牌合计市占率对比



资料来源：Euromonitor、光大证券研究所

图 23：2009、2018 年我国化妆品行业中本土品牌合计市占率对比 (%)



资料来源：Euromonitor、光大证券研究所

2.2、外部变化：消费趋势、营销、渠道等快速变化

化妆品属于快消品，行业短期变化快速。当前我国化妆品行业正经历消费者端、营销端、渠道端等三大变化。具体来看：

1) 消费者端：正经历高端化、精细化等新变化。近年我国化妆品市场中高端市场增速持续高于行业总体，并且随着近年国际品牌加速布局电商渠道、自 2016 年以来高端市场规模增速更是提速增长。2008~2018 年我国大众及高端化妆品零售市场规模年均复合增速为 7.90%、15.47%，占我国化妆品总体零售市场份额分别为 70.07%、29.93%。

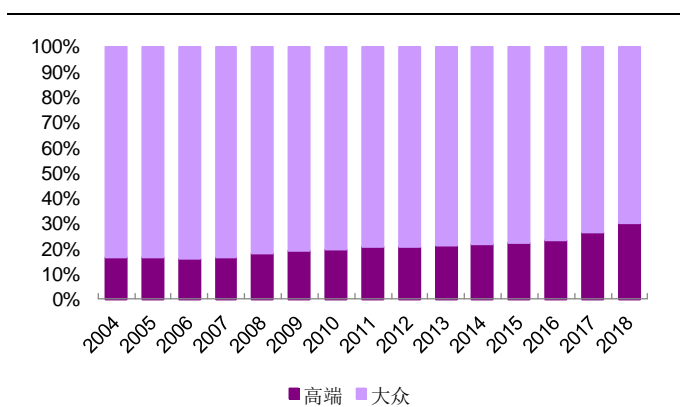
从消费者角度，高端化背后的主要驱动力为两部分人群，一部分为 80 后、90 后在年轻时期完成了化妆品的使用消费习惯，步入 30 多岁的年龄后、随着肌肤问题的增多、收入水平的提升，对功效性更强的高端护肤品需求增多；另一部分为 95 后、00 后等新生代已呈现出高端化趋势。

图 24：我国化妆品高端、大众化妆品市场规模增速



资料来源：Euromonitor，光大证券研究所

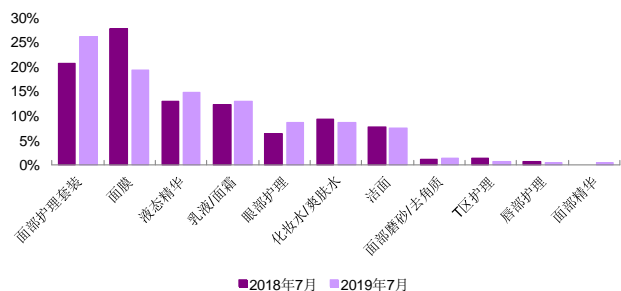
图 25：我国化妆品高端、大众市场规模占比



资料来源：Euromonitor，光大证券研究所

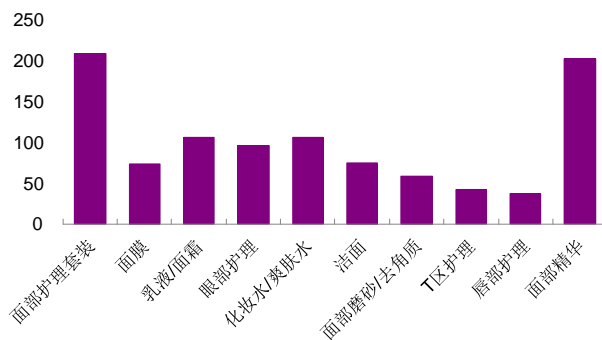
精细化是发生在消费者端的另外一个趋势，水乳霜膏等基础护肤品使用逐渐普及，消费者开始追求眼霜、精华等更加精细化护肤品的高阶护肤品，最直观的数据为眼霜、精华等品类销售额占护肤品销售额比重在提升。此外眼霜、精华等高级护肤品单价高于水乳霜膏等基础护肤品。

图 26: 2018 年 7 月、2019 年 7 月阿里全网面部护肤品中细分品类销售额占比



资料来源：淘数据、光大证券研究所

图 27: 近一年 (2018.07~2019.07) 阿里全网面部护肤用品销售均价 (元)



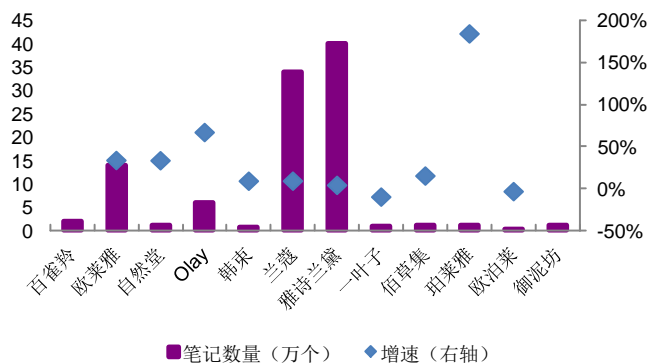
资料来源：淘数据、光大证券研究所

2) 营销端：受到手机移动端兴起、流量呈现碎片化等影响，化妆品行业营销端由传统的电视/户外广告等传统媒体逐步转向微信、小红书、抖音等内容营销。

内容营销作为新的营销阵地，在 2015 年前后悄然兴起，其中较为成功的案例分别为起家小红书内容营销的彩妆品牌完美日记、起家微信公众号文章营销的护肤品品牌 HFP 等。2018 年为内容营销元年、国内外品牌纷纷加码内容营销，其中国际品牌凭借强大资金实力及品牌影响力（自带流量），内容营销文案量总体高于国内品牌，传统国产品牌中转型内容营销较为快速的有百雀羚、自然堂、珀莱雅、一叶子、韩束等。

2019 年双十一直播电商继续火热发展，头部网红直播调货量达到十亿级。据淘直播运营负责人赵圆圆介绍，淘直播一姐薇娅 2019 年双十一期间销售额超其去年全年引导销售额（28 亿元）；口红一哥李佳琦 2019 年双十一销售额超 10 亿元。

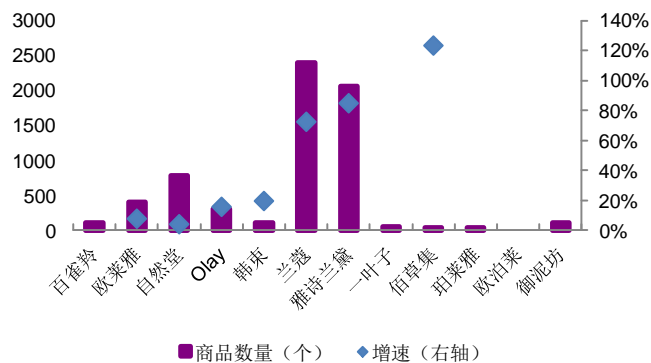
图 28: 我国护肤品前十大品牌小红书笔记数量



资料来源：小红书 APP、光大证券研究所

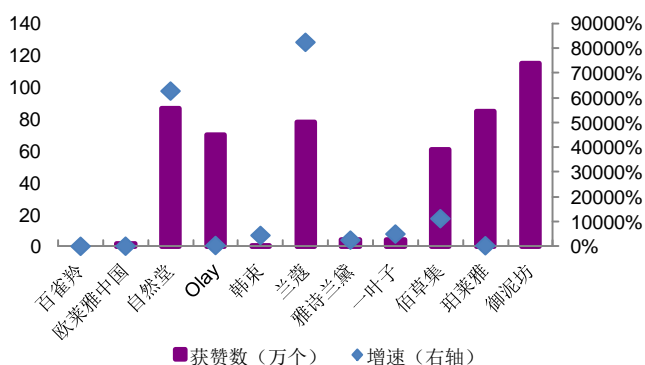
注：数据更新至 19.12.6，增速为最新数据较 18.12.20 的增速，下同

图 29: 我国护肤品前十大品牌小红书商品数量



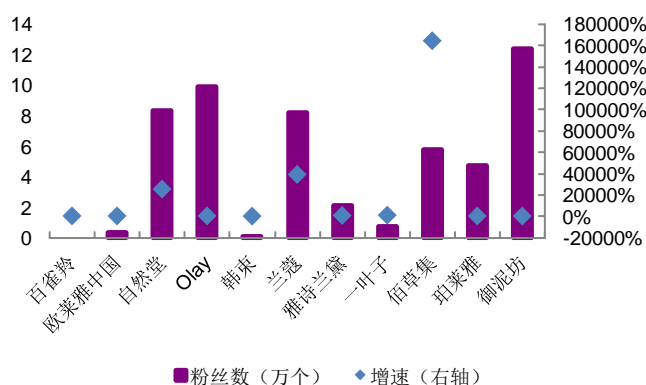
资料来源：小红书 APP、光大证券研究所

图 30: 我国护肤品前十大品牌抖音官方账号粉丝数



资料来源: 抖音 APP、光大证券研究所

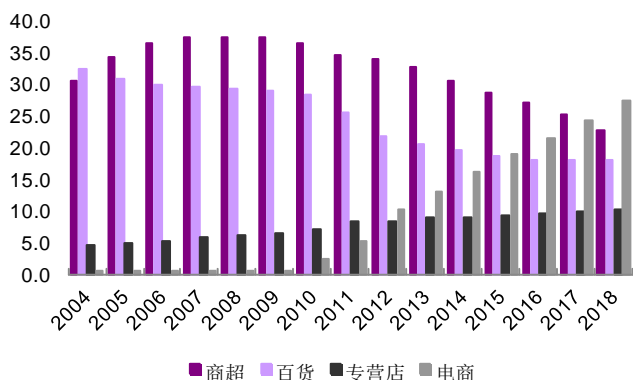
图 31: 我国护肤品前十大品牌抖音官方账号视频获赞数



资料来源: 抖音 APP、光大证券研究所

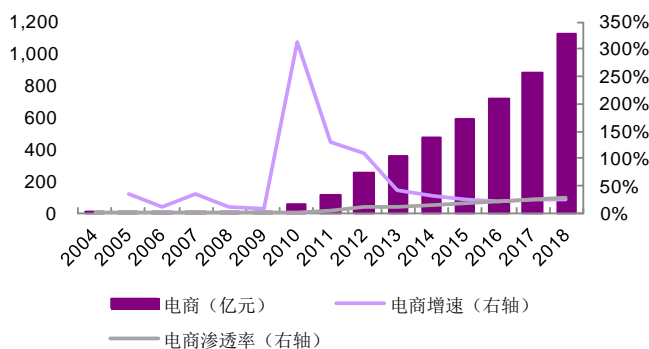
3) 渠道端: 先后经历 CS、电商等渠道的兴起, 近年 CS 渠道增速放缓、电商渠道继起、成为化妆品行业成长性最高的渠道之一、2018 年超越商超渠道成为化妆品第一大渠道。

图 32: 我国化妆品渠道市场份额 (%)



资料来源: Euromonitor、光大证券研究所

图 33: 我国化妆品行业电商渠道市场规模及同比增速、渗透率等



资料来源: Euromonitor、光大证券研究所

短期行业的快速变化对品牌的运营提出了挑战, 现有的上市公司中品牌商针对行业趋势变化响应的速度不一, 其中珀莱雅针对营销、渠道的变化做出的调整最为快速、电商渠道收入增速高于行业总体、2019 年全面加码内容营销、逐渐摸清“种草-蓄水-收割”等销售变现技巧、成功打造全网爆款产品; 丸美主品牌定位中高端眼部护理品牌、迎合当前行业消费端趋势、推出高端日本进口系列, 且近年通过经销模式亦分享电商渠道红利, 当前正在布局内容营销、搭建相关团队, 总体业绩保持快速增长; 上海家化积极顺应行业变化, 加码内容营销、重视电商渠道等, 调整效果可持续性仍有待考察; 华熙生物旗下润百颜护肤品牌, 顺应消费端趋势, 主推次抛原液等精华产品、2018 年高速增长, 目前品牌总体规模体量较小。

2.3、内部格局之争：国际品牌加速布局中国市场，国产品牌如何破局？

2.3.1、背景：国际品牌加速布局中国市场，本土品牌面临国际竞争压力加大

我国本土品牌在过去行业 20 多年的红利期，深耕三四线城市、国际布局相对空白的区域市场，获得快速发展、占据一定市场份额。但近年国际品牌加速布局中国市场：1) 渠道方面，国际品牌纷纷入驻电商渠道，通过电商渠道触达部分三四线城市消费人群；2) 消费趋势方面，当前我国消费者护肤品消费习惯的逐渐养成、国民消费水平提升、高端化及精细化趋势兴起等，利好产品及品牌力较强的国际品牌发展；3) 营销方面，国际品牌凭借较强的资金实力大力拓展内容营销等新型营销方式。

从结果来看，过去国产品牌占主导的电商渠道，国际品牌逐渐强势，自 2018 年以来天猫美妆双十一前五大品牌均为国际品牌，原来名列前茅的国产品牌百雀羚、自然堂等排名下降。

表 1：历年天猫美妆类目双十一销售额前十大品牌

品牌排名	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
1	雅诗兰黛	阿芙	百雀羚	百雀羚	百雀羚	百雀羚	兰蔻	欧莱雅
2	御泥坊	美即	韩束	韩束	欧莱雅	自然堂	玉兰油	兰蔻
3	阿芙	御泥坊	自然堂	自然堂	SK-II	兰蔻	欧莱雅	雅诗兰黛
4	牛尔	欧莱雅	玉兰油	玉兰油	一叶子	雅诗兰黛	雅诗兰黛	玉兰油
5	欧莱雅	牛尔	欧莱雅	欧莱雅	自然堂	SK-II	SK-II	SK-II
6	美即	百雀羚	阿芙	阿芙	雅诗兰黛	玉兰油	百雀羚	自然堂
7	玉兰油	玉兰油	兰蔻	兰蔻	韩束	欧莱雅	自然堂	百雀羚
8	相宜本草	膜法世家	御泥坊	御泥坊	佰草集	一叶子	HFP	后
9	膜法世家	雅诗兰黛	雅诗兰黛	雅诗兰黛	玉兰油	悦诗风吟	薇诺娜	完美日记
10	兰芝	相宜本草	膜法世家	膜法世家	兰蔻	资生堂	悦诗风吟	薇诺娜

资料来源：亿邦动力网、光大证券研究所

欧莱雅、资生堂、雅诗兰黛、爱茉莉太平洋等国际化妆品集团近年在我国的营收增速持续提升，本土品牌面临的国际竞争压力在加大。

图 34：国际代表性美妆公司在我国/亚太区收入增速

公司	地区	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
L'Oréal (欧莱雅)	全球	10.42%	-1.51%	1.84%	12.10%	-1.35%	4.44%	3.51%
	亚太	18.44%	2.22%	4.14%	19.72%	3.15%	9.16%	20.38%
Shiseido (资生堂)	全球	1.74%	-0.68%	12.44%	2.05%	9.34%	18.20%	8.90%
	中国	-	1.77%	22.89%	2.94%	13.11%	23.98%	32.30%
Estee Lauder (雅诗兰黛)	全球	10.26%	4.82%	7.73%	-1.72%	4.47%	4.99%	15.72%
	亚太	14.24%	5.48%	5.24%	-2.36%	-0.37%	8.52%	29.06%
AmorePacific (爱茉莉太平洋)	全球	11.54%	8.81%	24.95%	23.04%	18.44%	-9.24%	3.00%
	中国	37.10%	29.77%	38.16%	64.71%	42.46%	-	-
Beiersdorf (拜尔斯道夫)	全球	7.23%	1.67%	2.34%	6.38%	0.99%	4.50%	5.40%
	亚/非/澳洲	20.23%	12.55%	5.36%	14.19%	2.15%	6.96%	-
LG (LG生活)	全球	12.85%	11.04%	8.11%	13.93%	14.37%	2.89%	10.50%
	中国	61.94%	9.52%	27.59%	47.34%	35.59%	24.42%	54.00%
Coty (科蒂)	全球	0.82%	0.82%	-2.10%	-3.44%	-1.05%	75.91%	22.84%
	其他地区(除欧美)	5.13%	5.13%	-0.09%	-2.15%	-3.08%	-	-

资料来源：Bloomberg、光大证券研究所

注：颜色不同表示公司业绩增速的高低，其中红色为高、绿色为低。

2.3.2、本土品牌 VS 国际品牌：看好与国际品牌全方位差异化竞争的本土品牌

➤ 短期差距仍存，正面竞争压力大、看好与国际品牌全方位差异化竞争的本土品牌

2019 年国际品牌凭借大力折扣促销、销售靓丽，对本土品牌竞争压力加大。但我们认为对于与国际品牌价格差距较大的本土品牌而言，其面临的竞争压力相对较小，同时国际品牌的大力打折促销仅是短期行为、而非未来长期常态。

但不得不正视当前国际品牌在我国护肤品行业占主导地位，在高端领域具有垄断优势，对于本土品牌而言，如何在国际品牌的竞争下最大限度的分享我国化妆品行业消费升级的红利？

我们认为我国化妆品行业发展历史不长、本土品牌发展时间与国际品牌相比仍较短，在产品研发、品牌运作与管理（尤其是多品牌）等方面与国际大集团仍存在明显差距。在短期，该种差距较难缩窄的前提下，本土品牌正面与国际品牌竞争难度相对较大。

以 2019 年双十一美妆榜单为例，国际品牌与本土品牌纷纷在线上推出电商大促折扣，尤其是国际品牌折扣力度大于往常。因此该时期的国际品牌与本土品牌竞争是最直接最正面的一次交锋。虽然国际品牌占据前五大榜单，但亦有本土品牌进入前十，分析其成功上榜的原因对其他本土品牌发展有借鉴意义。

分析其销售成果来看，本次双十一中的国际品牌上榜主要依托精华、眼霜等明星产品的销售，本土品牌上榜主要依托面膜等品类的销售。背后的主要原

因为国际品牌在精华、眼霜等精细化品类具有更强的竞争优势，而本土品牌在面膜等品类具有较强的竞争优势。

表 2：2019 年双十一美妆榜单前十品牌近半年主力产品销售贡献

排名	1		2		3	4	5		6	7	8	10	
品牌	欧莱雅		兰蔻		雅诗兰黛	玉兰油	SK-II		自然堂	百雀羚	后	薇诺娜	
主力产品	黑精华	紫熨斗眼霜	粉水	小黑瓶	小棕瓶	眼霜	神仙水精华套装	神仙水	喜马拉雅补水面膜	小雀幸面膜	天气丹礼盒	水润面膜	玻尿酸面膜
2019/6	32.70%	20.69%	21.99%	11.16%	9.74%	12.28%	17.86%	14.08%	20.48%	12.87%	61.24%	32.20%	24.06%
2019/7	18.51%	14.45%	12.04%	7.83%	2.63%	13.48%	19.15%	6.28%	29.68%	15.05%	55.71%	20.74%	20.26%
2019/8	15.36%	12.09%	9.40%	10.40%	6.34%	12.82%	26.02%	4.53%	27.23%	15.13%	52.46%	16.93%	13.48%
2019/9	16.47%	9.56%	15.42%	12.37%	9.77%	12.57%	15.15%	7.99%	22.18%	12.74%	61.16%	25.98%	15.83%
2019/10	3.92%	3.23%	9.04%	4.37%	6.15%	11.43%	23.29%	6.45%	11.52%	10.05%	28.15%	19.69%	18.62%
2019/11	30.65%	12.55%	24.57%	10.44%	18.22%	21.72%	21.68%	8.58%	28.20%	9.23%	81.12%	28.60%	14.62%

资料来源：淘数据、光大证券研究所

注：销售贡献率是指该产品销售额占该品牌天猫旗舰店总销售额比重。未列出排名第九的完美日记主力产品销售情况，主要其为彩妆品牌，与其他品牌较为不同。

由上启发可知，对于国际品牌布局相对较弱的成长品类（如面膜等），本土品牌大胆布局、可充分分享成长品类红利；对于国际品牌较为强势的品类（如精华、眼霜、彩妆等），本土品牌可进行差异化竞争（价格、销售区域的降维竞争）。

1) 如在面膜领域，由于面膜单价较低、盈利空间相对国际品牌优势品类精华、眼霜等相对较小，且面膜属于亚洲销量好的品类，而国际品牌进入中国市场时通常会将国外开发的传统优势产品带入中国、缺乏足够的激励针对单一市场推出特定产品。

表 3：阿里全网面膜前十大品牌（以本土品牌为主）及其市占率

时间	2019.06		2019.07		2019.08		2019.09		2019.10		2019.11	
市占率排名	品牌	市占率	品牌	市占率	品牌	市占率	品牌	市占率	品牌	市占率	品牌	市占率
1	莱贝	10.30%	法意兰	12.48%	珀莱雅	6.01%	法意兰	10.10%	法意兰	6.54%	自然堂	5.62%
2	薇诺娜	5.21%	莱贝	6.27%	缤肌	4.82%	莱贝	3.95%	莱贝	5.91%	l'oreal	5.12%
3	膜法世家·1908	4.00%	珀莱雅	5.69%	御泥坊	4.59%	bauo	3.30%	形象美	4.38%	薇诺娜	3.55%
4	丽芝雅	3.55%	薇诺娜	4.42%	肌琳莎	4.58%	缤肌	2.97%	缤肌	3.52%	膜法世家·1908	3.54%
5	l'oreal	3.04%	肌琳莎	2.94%	莱贝	4.11%	珀莱雅	2.61%	御泥坊	3.46%	dr.jart+	2.91%
6	御泥坊	2.67%	膜法世家·1908	2.44%	薇诺娜	2.96%	肌琳莎	2.54%	dr.jart+	2.84%	御泥坊	2.59%
7	dr.jart+	2.28%	jmsolution	2.38%	膜法世家·1908	2.71%	御泥坊	2.49%	伊露莹	2.62%	一叶子	2.33%
8	jmsolution	2.25%	缤肌	2.35%	jmsolution	2.44%	dr.jart+	2.43%	薇诺娜	2.41%	utena	2.21%
9	一叶子	2.19%	形象美	1.59%	一叶子	2.28%	薇诺娜	2.37%	膜法世家·1908	2.08%	jmsolution	2.19%
10	自然堂	2.15%	自然堂	1.51%	碧素堂	2.14%	膜法世家·1908	2.36%	jmsolution	1.83%	百雀羚	2.14%

资料来源：淘数据、光大证券研究所

注：市占率为阿里全网的市占率，并非全渠道市占率；表格中加粗的品牌为国际品牌，其余未加粗的为本土品牌，其中可以看出本土品牌在面膜领域占主导地位。

2) 在国际品牌较为强势的品类，以液态精华为例。在 2019 年 11 月之前（双十一所在月）液态精华前十榜单中仍有部分本土品牌，其液态精华主力价位在 100~200 元，普遍低于国际品牌价格，形成差异化竞争。

而在国际品牌加大促销折扣力度的 11 月，液态精华等前十榜单完全被国际品牌占据，显示国内消费者在大幅折扣力度面前对国际品牌的液态精华产品的青睐。

表 4：阿里全网液态精华前十大品牌及其市占率

排名	2019.06		2019.07		2019.08		2019.09		2019.10		2019.11	
	品牌	市占率	品牌	市占率	品牌	市占率	品牌	市占率	品牌	市占率	品牌	市占率
1	l'oreal	7.45%	蝶芙兰	4.91%	莱贝	6.87%	莱贝	4.72%	形象美	7.38%	olay	12.73%
2	olay	6.15%	haa	4.08%	Olay	4.21%	estee lauder	3.48%	莱贝	4.87%	estee lauder	7.80%
3	蝶芙兰	5.28%	olay	3.82%	estee lauder	3.87%	Olay	3.43%	玫美堂	4.53%	l'oreal	6.81%
4	sk-ii	3.15%	莱贝	3.81%	Homefacialpro	2.92%	Skinceuticals	2.59%	cemoy	2.90%	elizabeth arden	4.35%
5	homefacialpro	2.50%	homefacialpro	2.68%	sk-ii	2.85%	sk-ii	2.55%	estee lauder	2.60%	lancome	3.84%
6	莱贝	2.47%	sk-ii	2.64%	Lancome	2.10%	lancome	2.50%	碧素堂	1.79%	skinceuticals	3.77%
7	estee lauder	2.26%	usiii	2.37%	Usiii	1.97%	l'oreal	2.42%	修正	1.73%	shiseido	3.70%
8	lancome	2.26%	estee lauder	2.25%	l'oreal	1.85%	Homefacialpro	2.39%	美人符	1.66%	guerlain	3.02%
9	skinceuticals	2.24%	l'oreal	2.18%	Skinceuticals	1.84%	clarins	2.26%	sk-ii	1.56%	sk-ii	3.00%
10	dr.ci:labo	1.82%	辛有志	2.01%	Clarins	1.67%	la mer	1.80%	homefacialpro	1.50%	hr	2.65%

资料来源：淘数据、光大证券研究所

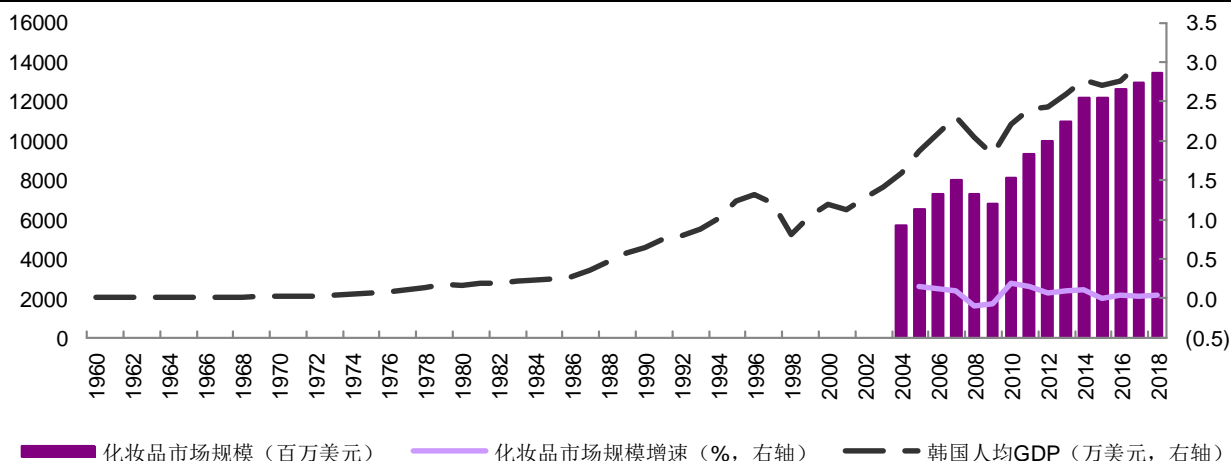
注：市占率为阿里全网的市占率，并非全渠道市占率；表格中加粗的品牌为国际品牌，其余未加粗的为本土品牌。

➤ 他山之石：韩国本土品牌崛起亦走的差异化竞争路线

参考韩国经验也发现，本土品牌在实力较弱阶段需审时度势与国际强势品牌进行差异化竞争。韩国化妆品产业起步时间相对其他发达国家较晚，其在 90 年代开放国内市场时也同样面临国际品牌的强势竞争。对我国本土品牌应对国际品牌竞争有借鉴意义。

随着韩国经济与文化实力的增强，韩国化妆品产业不断发展壮大，先后经历了 60 年代的小作坊时期、70 年代的产品概念炒作、80 年代的回归产品品质、到 90 年代高端需求兴起、外资品牌进入、韩国本土公司研发实力提升、推出中高端、高端品牌、走出国门，国内生产商纷纷成立等，00 年后韩国大力发展文化产品、韩国本土化妆品走出国门、出口额快速增长。

图 35：韩国化妆品行业发展历史



项目	60年代	70年代	80年代	90年代	2000年至今	
经济背景	战后经济腾飞，政府全面干预、集中资源投资大企业发展、以出口为导向，造就了20年的汉江奇迹；但到70年代末期政府干预弊端逐渐显露		70年代末的石油危机促发韩国国内市场化改革的导火索，进口开始自由化、进一步放宽外商投资限制、鼓励化妆品行业引进技术		90年代末的亚洲金融危机推动韩国深化市场化改革，持续推动科技创新、提出文化立国战略、积极推动文化产业发展	
外贸环境	出口拉动型经济体制下限制进口		实施进口自由化	正式开放国内市场		
化妆品行业概况	<ul style="list-style-type: none"> √60年代初以小作坊生产为主 √随着经济快速发展、化妆品行业蓬勃发展，护肤率先兴起、到70年代彩妆兴起 √该时期产品概念炒作、研发能力待提升 		<ul style="list-style-type: none"> √伴随经济增速放缓、化妆品行业增速亦下降 √消费回归理性，品牌商重视研发与创新 		<ul style="list-style-type: none"> √国内化妆品行业供过于求，国际品牌进入本土市场，行业竞争加剧 √国内优质公司（如爱茉莉太平洋等）布局海外市场 	<ul style="list-style-type: none"> √向两极（高端化、高性价比）分化 √本土品牌在大众端及高端领域均占主导 √高端品牌格局稳定、大众品牌利用细分机遇不断崛起、格局变化较大 √随着文化产业发展及输出，韩国化妆品出口进一步提速
渠道发展	以直销为主	直销为主，百货兴起	专营店形态出现、百货继续发展，直销模式占比下降、但仍占主导地位（渠道份额占比超85%）	化妆品专营店呈现连锁化趋势	04年以来单品牌店兴起；百货及电商渠道市场份额提升，免税渠道兴起	

资料来源：Retailing in Emerging Markets(Jaya Halepete Iyer, Shubhapiya Bennur)、光大证券研究所

在多年的发展过程中，韩国无论在大众、还是在高端化妆品市场中本土品牌均占主导地位，在高端领域，国际品牌并未彰显出强劲的竞争力。

我们重点对比韩国高端市场中本土品牌与国际品牌的价格，韩国本土品牌定价通常低于国际高端品牌（精华类产品价格通常在500元左右及以下，而国际品牌精华类产品多为500元以上），仅2003年推出的品牌“后”定价较高

(精华产品单价约 1000 元)。可以看出即使在高端领域，韩国品牌亦采取与国际品牌差异化的竞争策略。

表 5：2009、2018 年韩国大众及高端化妆品市场前十大品牌及其市占率 (%)

市场排名	大众市场				高端市场			
	品牌	2009 年市占率	品牌	2018 年市占率	品牌	2009 年市占率	品牌	2018 年市占率
1	The Face Shop	7.3	The Face Shop	5.7	Sulwhasoo	19.1	Sulwhasoo	14.5
2	Missha	4.6	Innisfree	5.7	Hera	10.1	The History of Whoo	10.9
3	Etude	2.8	AHC	4.4	Isa Knox	6.5	Hera	8.5
4	Mise-en-scene	2.7	Missha	3.8	Sooryehan	4.7	SU:M37	5.4
5	Mamonde	2.6	Nature Republic	3.0	lope	4.4	lope	4.7
6	Mary Kay	2.4	Tony Moly	2.3	O HUI	3.9	O HUI	3.4
7	Coreana	2.3	Mise-en-scene	2.1	Laneige	3.7	Laneige	3.2
8	Elastine	2.3	Age 20's	2.0	Artistry	3.5	Isa Knox	2.2
9	Nu Skin	2.2	Etude	1.8	SK-II	3.3	Artistry	2.2
10	LacVert	2.0	Nu Skin	1.8	The History of Whoo	3.2	SK-II	2.2

资料来源：Euromonitor、光大证券研究所

注：上表中加粗的品牌为相对韩国市场的国外品牌。

2.4、未来：行业空间广阔，看好品牌运作能力强的多品牌集团

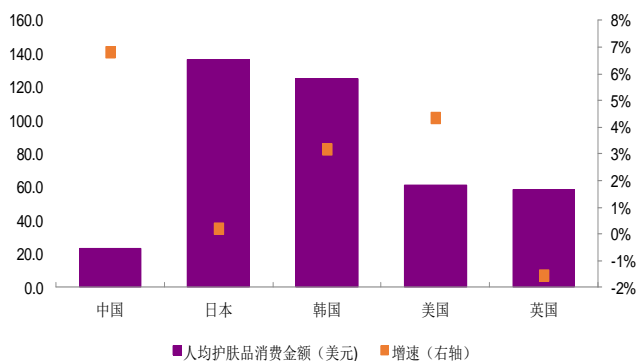
2.4.1、行业：借力消费升级（人均消费）空间大，集中度待提升

➢ 行业空间广阔，人均消费水平贡献主要动力

长期来看，我国化妆品行业前景广阔。2018 年我国人均年护肤品消费金额为 23 美元，同期日本、韩国、美国、英国等人均年护肤品消费金额分别为 137、125、61、58 美元，分别是我国的 5.9、5.4、2.7、2.5 倍。

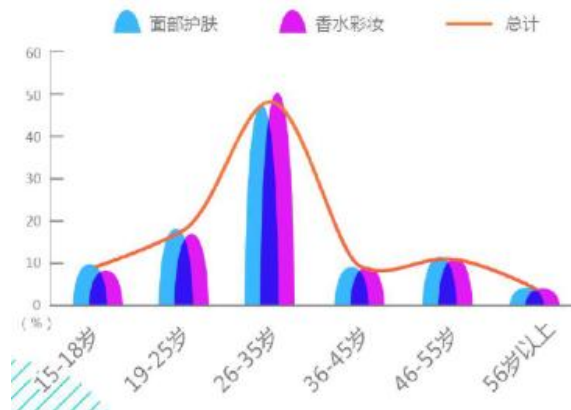
分人群来看，当前我国化妆品消费人群以 80 后、90 后为主，年龄层次主要分布在 20~40 岁等，未来我国化妆品消费动力将来自于 80 后、90 后随着年龄增长、消费继续升级，同时 95 后、00 后等新生代成为化妆品消费主力人群。

图 36: 我国与发达国家护肤品人均年消费金额 (美元) 及近五年 (2013~2018 年) 复合增速



资料来源: Euromonitor、光大证券研究所

图 37: 2016 年面部护肤、香水彩妆等品类消费者年龄段占比 (%)



资料来源: 京东&南都传媒《2017 美妆消费报告》、光大研究所注: 该报告 2017 年发布, 报告调查数据实际为 2016 年

具体未来我国化妆品行业成长性如何? 为此我们将行业未来增长空间拆分为女性人口及人均消费水平, 重点研究女性化妆品行业景气度(不考虑男士)。

1) 女性人口

我们参考京东&南都传媒《2017 美妆消费报告》, 2016 年我国化妆品主力消费人群为 15~35 岁女性。据国家统计局, 该部分女性人口总数为 1.94 亿人, 2016 年化妆品主力消费人群在 2011 年时年龄段为 10~30 岁, 假设 10~15 岁女性尚未培育起化妆品消费习惯, 则 2011 年化妆品主力消费人群为 15~30 岁。可测算出 2011~2016 年化妆品主力消费人群数量年均复合增速为 3.88%。

表 6: 我国化妆品主力消费人群数量 (万人) 及增速

时间	15-19 岁	20-24 岁	25-29 岁	30-34 岁	35-39 岁	40-44 岁	45-49 岁	化妆品主力消费人群 (万人)	消费人群年均复合增速
2011 年	4514	6279	5214	4729	5565	6184	5821	16007	
2016 年	3388	4508	6264	5199	4715	5545	6139	19358	3.88%
2021E	3305	3388	4508	6264	5199	4715	5545	22663	3.20%
2026E	3484	3305	3388	4508	6264	5199	4715	26147	3.05%

资料来源: 国家统计局、光大证券研究所预测

注: 1) 2011、2016、2021、2026 年主力消费人群分别为 15~30 岁、15~35 岁、15~40 岁、15~45 岁;

2) 消费人群年均增速 3.88% 对应时间段为 2011~2016 年, 3.20%、3.05% 分别为 2016~2021 年、2016~2026 年。

未来化妆品消费主力人群主要来自两方面, 当前已具有消费习惯的人群及新进入的年轻消费人群。参考发达国家, 化妆品女性消费人群占据几乎所有的年龄段, 因此我们可以认为当前化妆品消费人群随着年龄的增长、其他化妆品消费习惯将继续保留、不会戛然而止、仍为化妆品主力消费人群。

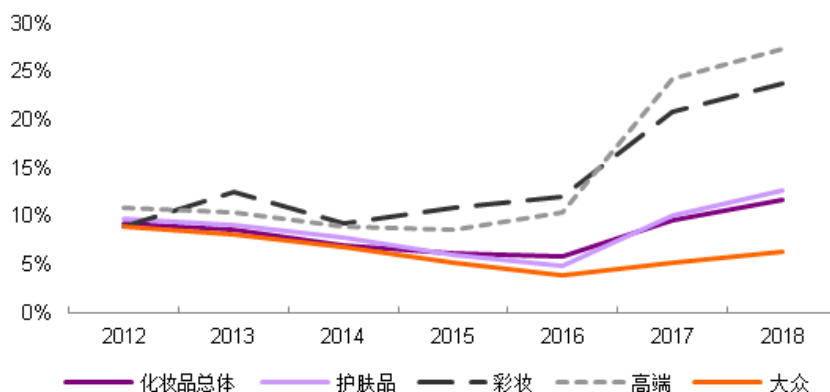
也就是说, 到 2021 年化妆品主力消费人群年龄段将扩张至 15~40 岁, 2026 年化妆品主力消费人群扩张至 15~45 岁, 不考虑死亡率的前提下, 分别对应为 2016 年 10~35 岁、2016 年 5~35 岁的女性人口总数。据此推算出自 2016 年未来 5、10 年化妆品主力消费人群数量年均复合增速分别为 3.20%、3.05%。

2) 人均消费水平:

据 Euromonitor, 2011~2016 年我国化妆品行业市场规模年均复合增速分别为 7.85%, 其中护肤品、彩妆等年均复合增速分别为 8.04%、11.27%。市

场规模主要由消费人群数量、人均消费金额所决定，由上可知，2011~2016年我国化妆品市场规模增速、主力消费人群数量增速已知，可据此推算出2011~2016年我国化妆品人均消费金额增速为3.83%，其中护肤品、彩妆分别为4.01%、7.12%。

图 38：我国化妆品总体及部分品类/定位等细分市场人均消费金额增速



资料来源：Euromonitor、光大证券研究所

据 Euromonitor，近年化妆品行业总体人均消费金额增速在提升，且在护肤品、彩妆以及高端等领域增速表现较为突出。为此，我们假设三种情形：未来 5/10 年化妆品主力消费人群人均消费金额年均复合增速保持过去 5 年水平、较过去 5 年水平放缓 0.5CPT、较过去 5 年水平提速 1PCT。

3) 化妆品市场空间测算：

很据上述未来 5/10 年我国化妆品主力消费人群数量年均复合增速、人均消费增速（不同假设情况），可以测算出自 2016 年起未来 5、10 年我国化妆品行业增速。从测算结果可知：1) 未来 5~10 年我国化妆品行业总体仍继续快速增长，其中彩妆等品类增长靓丽、增速较高；2) 化妆品主力消费人群数量增长及人均消费水平的提升均对行业未来增长贡献动力，其中人均消费水平的贡献度更大。

表 7：未来 5/10 年不同人均消费增速假设下我国化妆品行业市场规模测算

项目	化妆品行业规模 总体增速	护肤品行业规模 增速	彩妆行业规模 增速
2011~2016	7.85%	8.04%	11.27%
人均消费增速—假设 1	3.83%	4.01%	7.12%
2016~2021E	7.15%	7.34%	10.55%
2016~2026E	6.99%	7.18%	10.39%
人均消费增速—假设 2	3.33%	3.51%	6.62%
2016~2021E	6.63%	6.82%	10.04%
2016~2026E	6.48%	6.67%	9.88%
人均消费增速—假设 3	4.83%	5.01%	8.12%
2016~2021E	8.18%	8.37%	11.58%
2016~2026E	8.02%	8.21%	11.42%

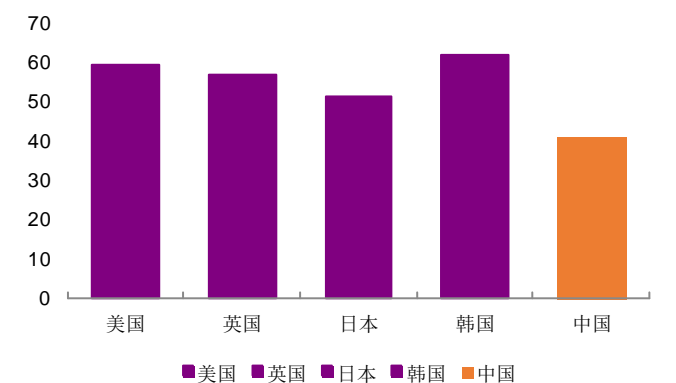
资料来源：光大证券研究所

注：化妆品市场规模增速=[(1+化妆品主力消费人群增速) * (1+化妆品人均消费金额增速) - 1]*100%。

➤ 行业集中度仍待提升

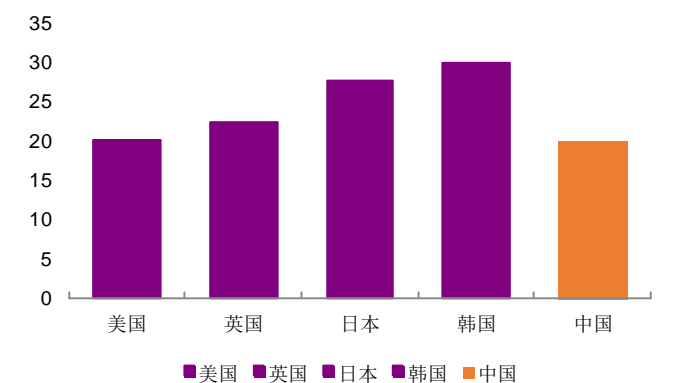
从行业集中度来看，目前我国化妆品行业集中度仍较低。2018 年我国化妆品行业前十大公司、前十大品牌集中度分别为 40.8%、20.0%，均低于同期美国、英国、日本、韩国等发达国家成熟市场。

图 39：2018 年主要国家化妆品公司 CR10 (%)



资料来源：Euromonitor、光大证券研究所

图 40：2018 年主要国家化妆品品牌 CR10 (%)



资料来源：Euromonitor、光大证券研究所

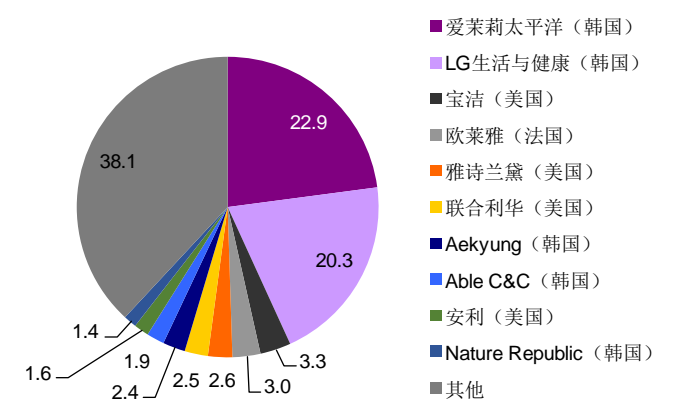
2.4.2、公司：单品牌空间仍可期、多品牌龙头待孵化，产品力构筑长期竞争力

➤ 单品牌仍有发展空间、多品牌集团望成龙头

对比护肤品领域单品牌龙头市占率,2018 年我国为百雀羚、市占率为 4.5%，而同期美国、英国、日本、韩国第一大护肤品牌市占率分别为 6.1%、7.9%、8.8%、11.2%。目前我国单品牌成长仍有空间。

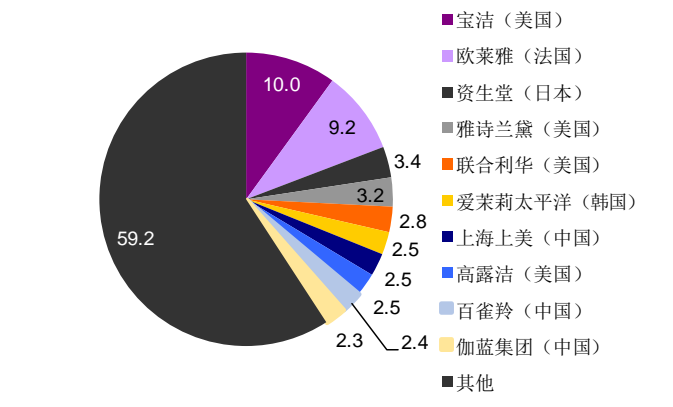
此外，化妆品公司营收主要由主品牌贡献，副牌/小品牌等规模仍较小。而对比发达国家成熟市场，化妆品行业呈现高度集中于少数多品牌多品类集团公司。未来我国化妆品公司做大做强需走多品牌、多品类路线。

图 41：18 年韩国化妆品公司市占率 (%)



资料来源：Euromonitor，光大证券研究所

图 42：18 年我国化妆品公司市占率 (%)



资料来源：Euromonitor，光大证券研究所

➤ 加强研发、产品力构筑长期竞争力

化妆品行业变化快速，品牌格局持续变动。参考国际成熟化妆品市场，在大众领域产品力差异性不大、格局变动相对较大，而在产品力更强的高端领域、品牌格局相对稳定，品牌的长期竞争力关键在于产品力本身。

表 8：2009、2018 年我国与主要发达国家化妆品市场前十大品牌对比

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

资料来源：Euromonitor、光大证券研究所

3、代运营商：背靠高景气电商渠道、成长居优

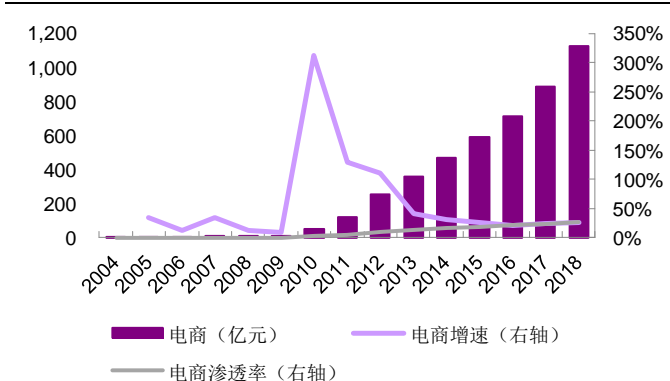
3.1、概况：获益美妆、电商等两大红利，成长性居优

➢ 近年获益美妆、电商等两大红利，快速发展

化妆品代运营行业获益于正处于消费升级的化妆品品类，及在化妆品渠道中成长性最高的电商渠道，其成长性居优。

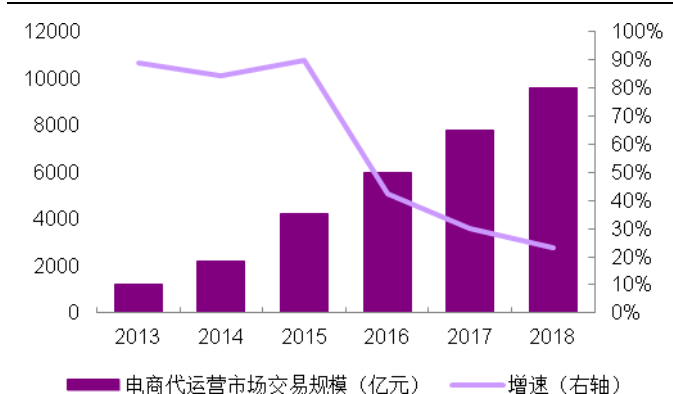
2018 年电商渠道在化妆品领域渗透率为 27.40%，2013~2018 年化妆品电商行业市场规模年均复合增速为 25.63%，高于化妆品同期市场规模年均 8.56% 的复合增速。据商务部《2018 年中国电子商务报告》，2018 年我国电商代运营行业市场规模为 9623 亿元，2013~2018 年年均复合增速在 51.38%。

图 43：我国化妆品电商渠道市场规模及增速、渗透率



资料来源：Euromonitor、光大证券研究所

图 44：2013~2018 年我国代运营市场交易规模及增速

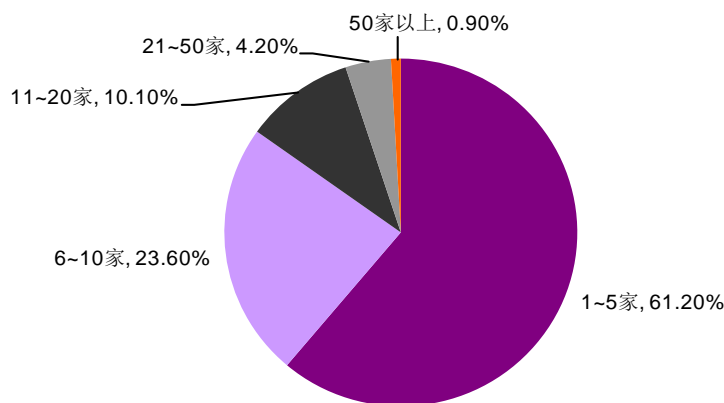


资料来源：《商务部：2018 年中国电子商务报告》、光大证券研究所

➢ 基础服务门槛低，行业集中度较低，多元服务提供商龙头初现

仅提供店铺运营、产品上新、客服等基础服务的代运营行业门槛较低，目前行业存大量提供基础服务的代运营商，致行业集中度低。据中国电子商务研究中心，18Q3 61.2% 的代运营商服务的天猫店铺数不超过 5 家，代运营商总体规模较小。

图 45：18Q3 电商代运营商服务的天猫店铺数量分布



资料来源：中国电子商务研究中心、光大证券研究所

目前行业中已经出现一批初具规模的能提供多元服务的电商代运营商，如宝尊电商、丽人丽妆、乐其、联恩、杭州悠可、若羽臣等，其中按照代运营品类数量，可以分为多品类代运营及单一品类代运营，其中宝尊电商为多品类，美妆领域代运营商有丽人丽妆、联恩、杭州悠可、壹网壹创等。

表 9：国内部分电商代运营商简介

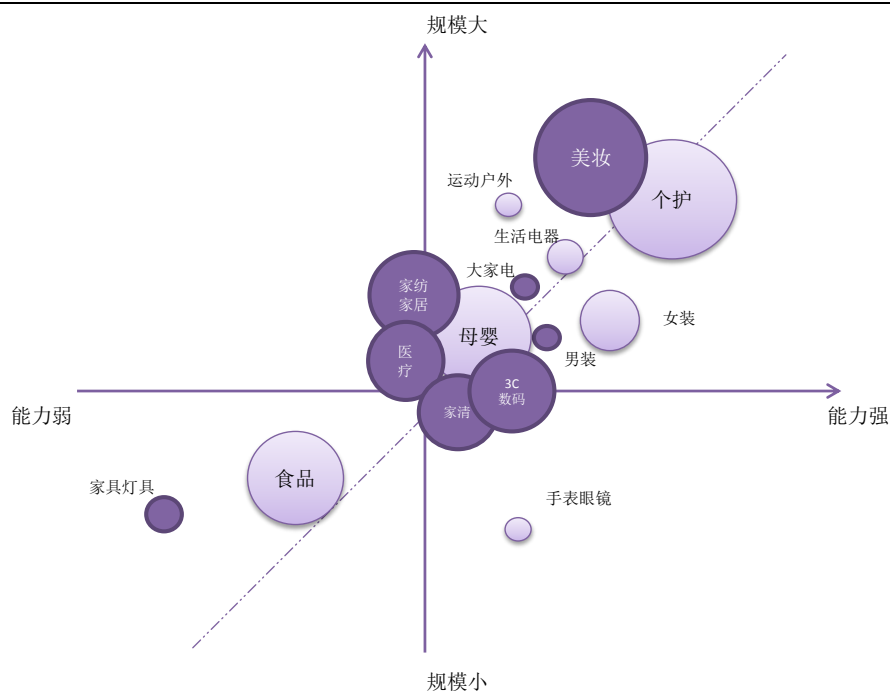
代运营商	品类	成立时间	合作品牌数量	主要合作品牌	营收 (亿元)	净利 (亿元)	毛利率	净利率	期间费用率	存货占收入比重	应收账款及票据占收入比重	备注
宝尊电商	家居家装、家电、化妆品、食品、快消品、服装、母婴等	2006	152	NIKE/CALVIN KLIEN/ZARA/PHILIPS/PANASONIC/上海家化(六神/美加净)/植村秀/碧欧泉	53.93	2.70	60.28%	3.36%	-	12.06%	37.47%	美股上市
丽人丽妆	美妆	2007	50+	sisley/雪花秀/施华蔻/后/相宜本草/高丝/雅漾/芙丽芳丝	36.15	2.52	36.63%	6.96%	28.76%	16.03%	3.67%	我国美妆代运营商龙头
乐其	美妆、母婴、食品等	2009	50+	海蓝之谜、芭比波朗、妮维雅、悦木之源、高丝、好奇、贝亲、花王等	-	-	-	-	-	-	-	-
联恩	美妆、个护等	2010	-	悦诗风吟、make up forever、花王、泊美等	10+	-	-	-	-	-	-	-
杭州悠可	美妆	2012	40+	欧舒丹/雅诗兰黛/倩碧/后(韩国 LG 集团旗下)	-	1.17	-	-	-	-	-	2017 年青岛金王收购、后出售
壹网壹创	美妆	2012	20+	百雀羚/三生花/佰草集/OLAY/沙宣/爱茉莉集团旗下 heral/雪花秀/兰芝	10.13	1.63	39.03%	12.44%	21.77%	7.36%	9.31%	-
若羽臣	美妆、食品	2011	70+	美赞臣/哈罗闪/合生元/美迪惠尔/澳芝曼	9.31	0.77	32.79%	8.32%	23.34%	16.11%	12.31%	2015 年朗姿股份增资若羽臣
百秋网络	箱包、服装配饰等	2010	30 多个	ELLE/Kipling/DELSEY/PANDORA/TISSOT	-	-	-	-	-	-	-	2016 年歌力思收购
礼尚信息	母婴	2009	数十个	李宁/北极狐/雅培/安佳/孩之宝	4.59	0.31	-	-	-	-	-	2018 年安正时尚收购
上海缙嘉	美妆	2007	21 (18 年底)	First Aid Beauty/Redha Beauty/Layered Fragrance/RAFRA	2.95	0.30	30.41%	10.32%	16.98%	25.50%	7.34%	2018 年拉芳家化拟收购、后终止

资料来源：各公司官网、Wind、光大证券研究所

注：上表中的主要财务数据及公司合作品牌数量为 2018 年度数据，其中由于数据的可获得性、上海缙嘉、礼尚信息、杭州悠可数据为 2017 年。

其中美妆代运营商相对其他品类代运营商能力更强，而部分体量较大的品类服务商能力较弱，亟待改变（例如食品、3C 数码等）、而服饰大运营商总体实力已处于先进水平，但优质服务商数量亟待补充。未来美妆代运营商有望凭借较强的代运营能力向其他品类拓展、整合。

图 46：不同品类代运营商规模及能力对比



资料来源：壹网壹创调研、光大证券研究所

注：圆圈大小表示代运营商发展规模大小，纵坐标表示品类市场规模大小，横坐标表示代运营商运营能力强弱。

3.2、未来：腰部品牌代运营需求持续存在，代运营服务竞争全面升级

当前化妆品行业获益消费升级、未来该品类有望保持持续景气，其中电商渠道仍有渗透空间，预计未来短期内美妆代运营行业继续保持高速增长。

行业集中度低，多数代运营商提供的服务停留在 IT 等基础服务，且局限于少数品类代运营，而不同品类间代运营的协同度在 60% 左右，未来行业规模效应有待凸显。随着部分优质公司逐步在业内打响品牌知名度，合作品牌数量及品类不断增多，有望充分获益行业红利及集中度提升。

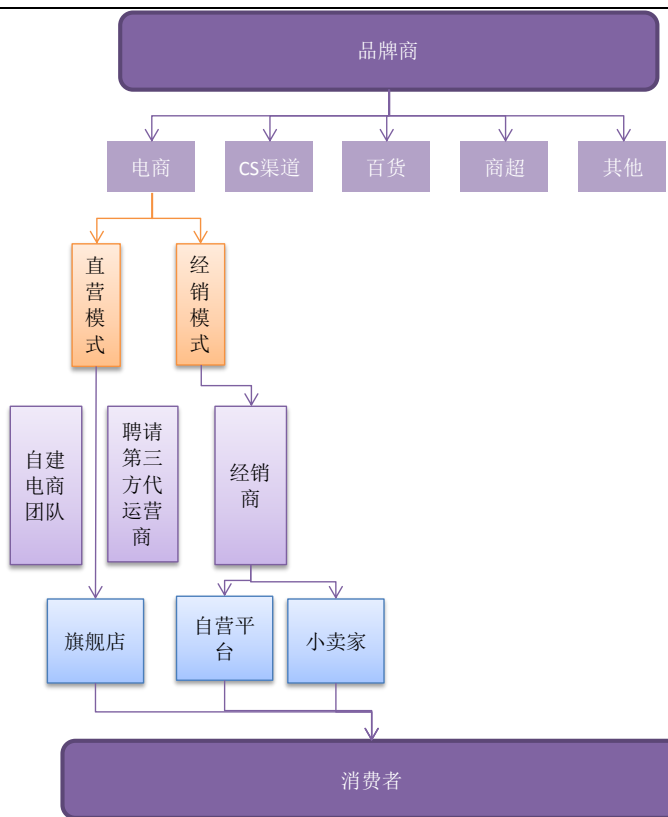
➤ 横向—产业链分析：电商代运营商从属于品牌商，直营成品牌商电商发展战略趋势

代运营行业从属于品牌在电商渠道的发展战略。品牌商在电商渠道发展战略通常有以下几种模式：1) 直营：品牌商自行在电商平台上开通官方旗舰店，通过自建团队或聘请第三方代运营商，负责店铺运营管理，其中可涉及的环节有产品上新、店铺维护、客服等基础服务，仓储、物流等附加服务，以及线上引流、品牌推广等营销增值服务；2) 经销/分销等：将货品以一定的折扣销售给线上经销商/第三方自营电商平台，再由线上经销商向二级卖家分销。

由上可知，对于品牌方而言，电商代运营可替代的模式为自建电商团队的直营模式、经销、分销模式。随着电商渠道的成长价值被逐步重视，品牌商纷纷由线上经销/分销模式转为直营模式，该模式下有利于消费者洞察、存货管

理、数据沉淀反馈至上游产品开发、品牌营销等。未来直营化趋势有利于代运营商发展。

图 47：品牌商电商渠道战略

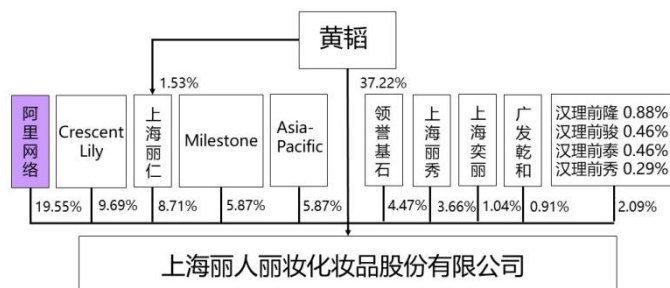


资料来源：光大证券研究所

➤ 纵向—电商代运营商之间的竞争分析：站内引流向站外营销全面升级

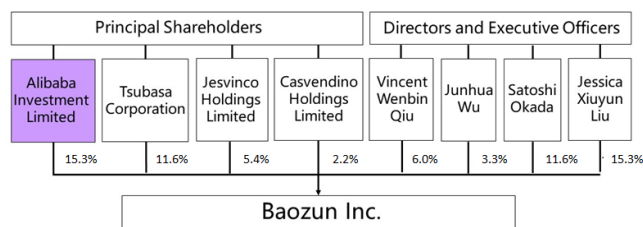
在电商渠道发展初期，品牌店铺流量主要来自于站内流量，而站内流量主要向电商平台采购，因此电商平台的资源倾斜显得较为重要。例如阿里在 3C、美妆等领域重点扶持的两家代运营商分别为宝尊电商、丽人丽妆，两者分别成为了我国代运营商在 3C、美妆领域的龙头。

图 48：丽人丽妆股权结构（截止 2019 年 4 月）



资料来源：丽人丽妆招股书、光大证券研究所

图 49：宝尊电商股权结构（截止 2019 年 3 月）

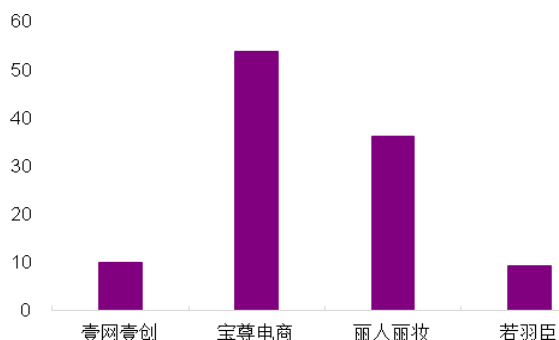


资料来源：宝尊年报、光大证券研究所

而近年随着站内流量成本逐渐增高、站外流量的兴起，一些熟悉站外引流的代运营商开始获得快速发展，如壹网壹创。壹网壹创在规模体量上与现有的龙头宝尊、丽人丽妆存一定差距，近年快速成长、营收增速高于同业。

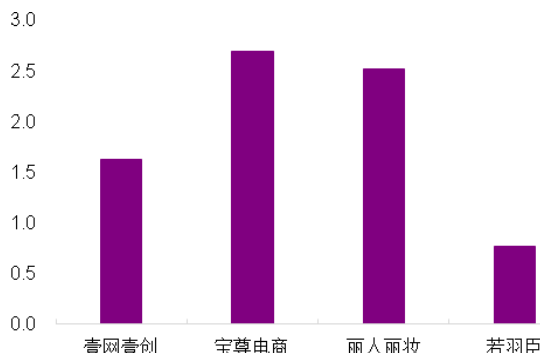
我们认为未来站内流量的弱化，站外流量的兴起，代运营商间的竞争将由站内引流全面升级为站外品牌营销。

图 50：2018 年我国主要代运营商营收（亿元）对比



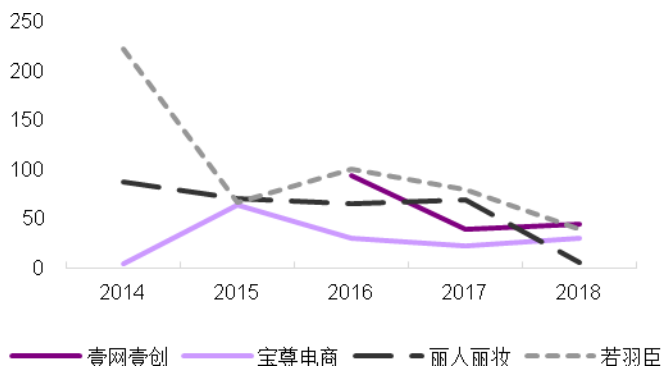
资料来源：Wind、光大证券研究所

图 51：2018 年我国主要代运营商归母净利润（亿元）对比



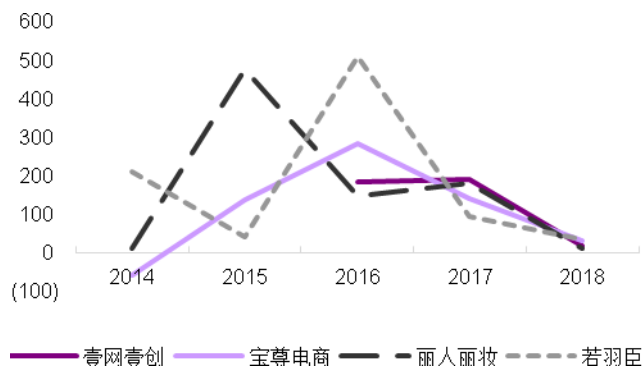
资料来源：Wind、光大证券研究所

图 52：我国主要代运营商营收增速（%）



资料来源：Wind、光大证券研究所

图 53：我国主要代运营商净利增速（%）



资料来源：Wind、光大证券研究所

➤ 趋势：头部品牌或转向自建电商团队，腰部品牌依赖第三方代运营商

不考虑人力成本前提下，从终端零售数据的获取/洞察等角度出发，品牌方电商渠道管理模式从优到劣分别为：自建电商团队直营模式、聘请第三方代运营直营模式、经销/代销模式等。

对于资金实力较雄厚的大品牌/集团而言，会优先选择自建电商团队，而对于资金实力较弱、较难负担自建电商团队的腰部品牌/缺乏相关电商渠道运营人才的部分老化头部品牌而言，其最优的选择为委托第三方代运营商直营模式。

因此从代运营商角度，其虽然附属于品牌方，与品牌的合作或受品牌商自身电商渠道发展战略的影响，但从上分析可知，腰部品牌出于成本考量、相关电商渠道营销/运营人才的缺乏、对代运营商的需求将持续存在。品牌格局持续涌动，腰部品牌或成长为头部品牌、头部品牌或老化成为腰部品牌，但无论品牌格局如何变化，腰部品牌将持续存在，则其对专业代运营商的需求亦将持续存在。

短期来看，当前多数品牌商电商渠道运营能力总体较弱，且大量品牌仍在持续进入电商渠道，对代运营需求仍处于上升期，短期行业仍有望保持较高景气度。

4、生产商：小行业，大寡头

4.1、概况：获益下游需求释放，上游生产端快速发展

➤ 代工需求产生于小品牌、渠道商的外包生产及大品牌的部分外包生产

化妆品品牌商在发展早期、规模较小、资金实力较弱背景下通常选择外包生产，在规模逐步壮大、资金实力较为充裕情况下，多数品牌商选择自建产能，有利于保护自身配方，有利于配合终端营销打造爆款、防止竞争对手跟风模仿，有利于及时掌控生产进度、快速影响市场需求（供不应求出现销售损失，供过于求虽然可通过打折/买赠等促销方式实现快速销售、避免产品积压/过期，但影响品牌形象、造成成本/费用增加）。因此通常较大规模的品牌商均具有较强的自主生产能力。

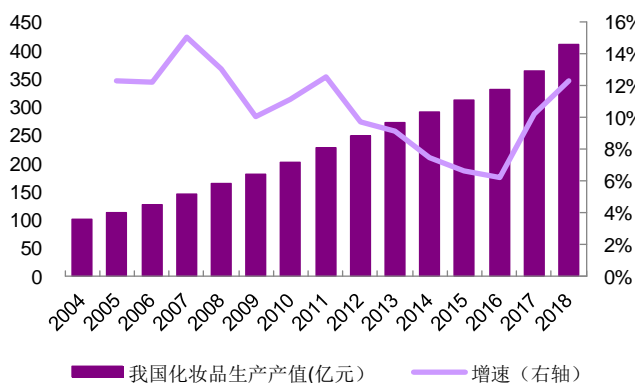
因此行业的代工需求主要来自于小品牌，以及大品牌的部分外包。

➤ 下游化妆品需求释放带动代加工快速增长

我国化妆品加工行业伴随着我国化妆品行业的成长。我国化妆品行业从 90 年代到 2000 年、再到近年等经历了从个护到护肤品、再到美妆的升级，对应的我国化妆加工行业先后经历了个护加工到护肤品加工、再到美妆加工等细分发展机遇。

2018 年我国化妆终端零售额为 4102 亿元，按照化妆品产品通常的 10 倍加价倍率测算，2018 年我国化妆品生产产值 410 亿元、2004~2018 年年均复合增速为 10.56%。分品类来看，我国化妆品产值占比较大的为护肤品、18 年占比约 50%。

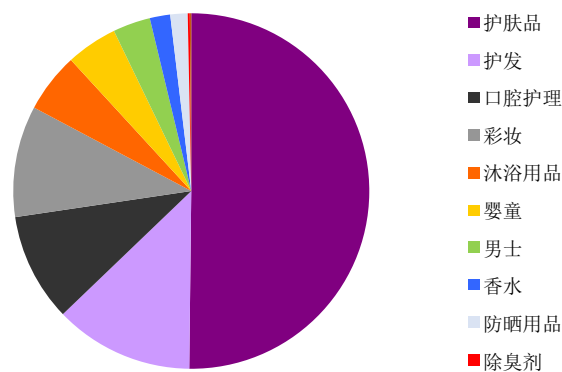
图 54：2004~2018 年我国化妆品产值及同比增速



资料来源：Euromonitor、光大证券研究所

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

图 55：2018 年我国化妆品产值按品类占比



资料来源：Euromonitor、光大证券研究所

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

我国化妆品生产商伴随下游消费需求的释放而成长，上世纪 90 年代我国个护用品率先发展，一批本土洗护用品代工企业纷纷建厂，进入 2000 年以后我国护肤品需求快速兴起，诸多本土护肤品代工企业亦迎来蓬勃发展期，近

年我国彩妆消费逐步流行，成为推动我国化妆品行业增长的重要品类之一，本土彩妆生产商亦悄然兴起。

目前我国化妆品生产环节已经出现一批初具规模的生产商，如个护加工的澳宝，面膜加工的诺斯贝尔、护肤品加工的栋方股份、花安堂，彩妆加工的上海臻臣、珠海神采、三好科技、上海绵力等。

表 10：我国主要化妆品代工厂

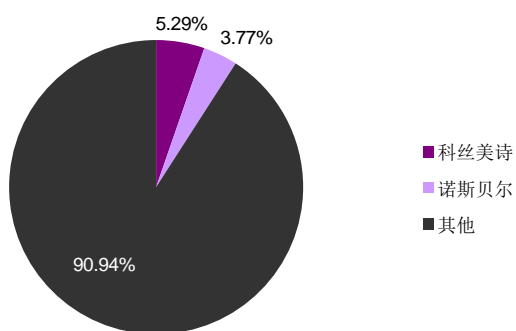
公司	成立时间	2018 年收入规模	服务客户
个护（洗发水、沐浴露等）			
澳宝化妆品	1993	6 亿元	屈臣氏、萃雅、姿色、辛有志
护肤品（含面膜）			
诺斯贝尔	2004	19.78 亿元	完美日记、佰草集、高夫、御泥坊、韩后、芙氏、膜法世家、小迷糊、花瑶花、欧诗漫、魔法时代、梦妆、美颜秘笈、高姿、屈臣氏
栋方股份	2003	1.81 亿元	御泥坊、小迷糊、韩后、白小西、自然旋律、婵皙、植萃集；巴黎欧莱雅
花安堂	2011	-	屈臣氏、丝芙兰、乐蜂网、SKIN、万宁
彩妆			
珠海神采	2003	6~7 亿元	完美日记、丝芙兰、艾尔思塔等
上海臻臣	2015	5 亿元	完美日记、花西子、美康粉黛、FACE IDEAS、小蜜坊、橘、Cata.Q86、爱得菲
三好科技	2000	2~3 亿元	美纪、星姿、月光传说、肌本论、赫拉

资料来源：公司官网、专家交流、光大证券研究所

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

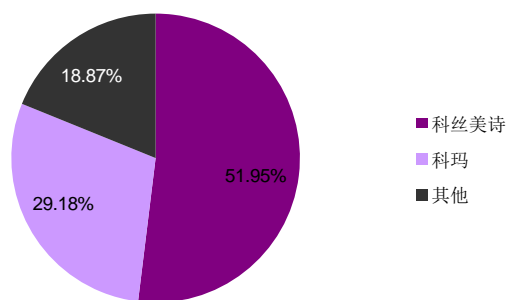
当前我国化妆品生产环节行业集中度低主要为其发展历程较短，韩国化妆品代加工行业发展于 80 年代、进入 90 年代后行业企业数量增多、当今韩国化妆品生产公司多成立于 90 年代以后。

图 56：2017 年我国生产环节龙头市占率



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

图 57：2017 年韩国生产环节龙头市占率



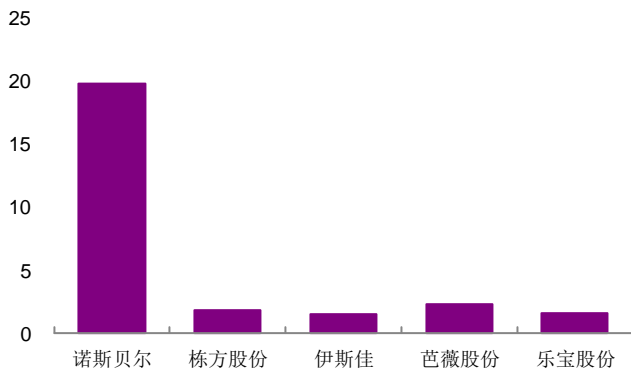
资料来源：Wind、Bloomberg、Euromonitor、光大证券研究所
注：龙头市占率为光大证券研究所测算，龙头市占率=龙头本土营收÷化妆品生产产值，其中化妆品生产产值根据 10 倍产品加价倍率、由化妆品零售总规模推算所得，此处数据来源及情况假设较多，推算结果与实际情况或有差异。

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

4.2、未来：强研发、拓品类、升客户，期待本土寡头诞生

当前我国本土化妆品代工龙头为诺斯贝尔，其在面膜代加工领域已经取得全球龙头地位，从规模体量上来看，诺斯贝尔优于本土同业，并且近年成长性高于同业，彰显出强者恒强的趋势、预计未来有望继续充分获益行业红利。

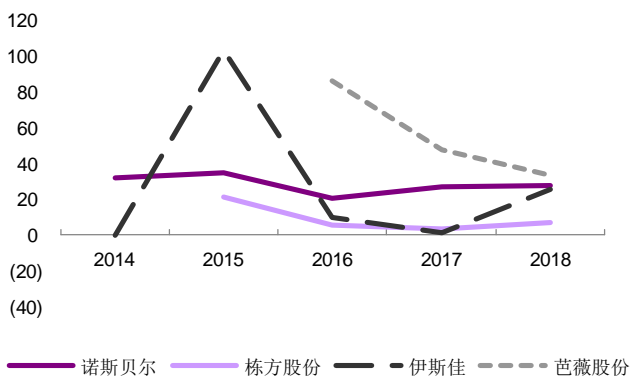
图 58：2018 年我国主要化妆品生产商上市公司营收 (亿元)



资料来源：Wind、光大证券研究所

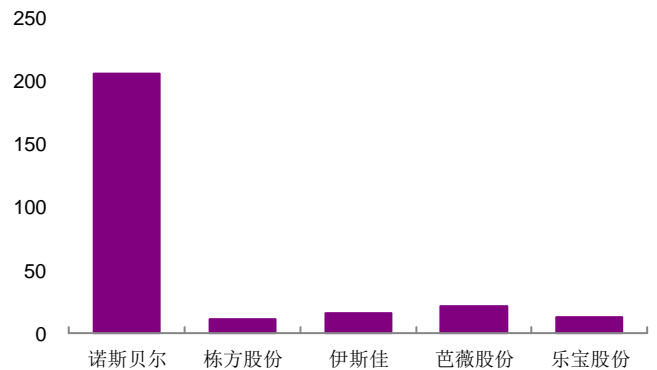
注：栋方股份、伊斯佳、芭薇股份、乐宝股份为新三板上市公司，其中乐宝股份已退市、其 18 年财务数据实际为 17 年，下同。

图 60：2014~2018 年我国化妆品生产商上市公司收入增速 (%)



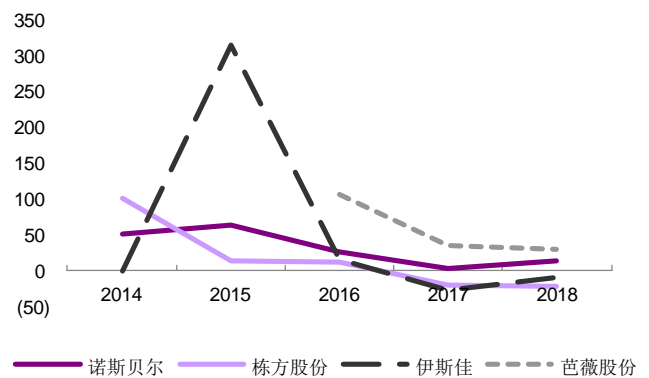
资料来源：Wind、光大证券研究所

图 59：2018 年我国主要化妆品生产商上市公司归母净利 (百万元)



资料来源：Wind、光大证券研究所

图 61：2014~2018 年我国化妆品生产商上市公司净利增速 (%)

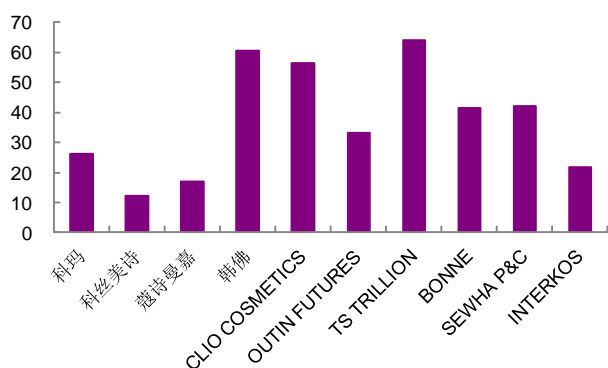


资料来源：Wind、光大证券研究所

长期来看，生产商的竞争主要集中在研发、规模优势：1) 强研发进入大客户供应链体系、形成品质背书、从而提升溢价及拓展客户，如科丝美诗中国的主要客户为国际品牌，形成良好背书，其代工价格通常高于同业。

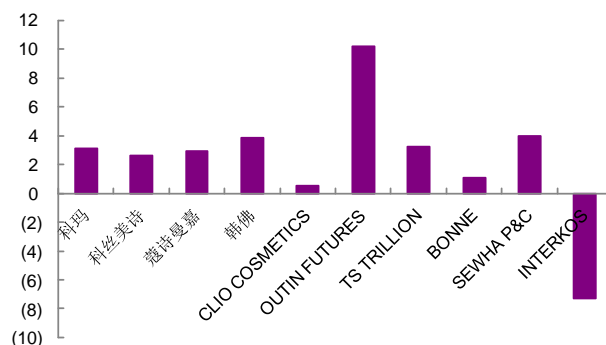
2) 拓客群，形成规模优势、降低生产成本后提升总体盈利能力，如韩国加工龙头毛利率低于同业、净利率处于行业平均水平。

图 62: 2018 年韩国化妆品主要生产商毛利率对比 (%)



资料来源: Bloomberg、光大证券研究所

图 63: 2018 年韩国化妆品主要生产商净利率对比 (%)



资料来源: Bloomberg、光大证券研究所

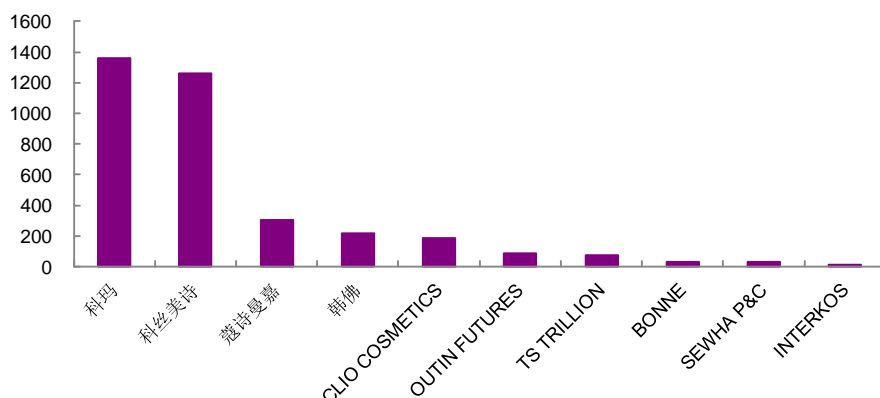
此外, 规模优势的凸显还体现在多品类生产上, 例如韩国科丝美诗规模体量高于同业, 其主要原因在于其业务多元, 能够生产护肤品、彩妆、个护等在内的多种化妆品品类。

表 11: 韩国主要化妆品生产企业主营业务简介

公司	成立时间	主营领域
SEWHA P&C INC	1965	头发洗护用品生产
KCI LTD	1976	化妆品原料供应商
COSMAX INC	1992	个护、护肤品及彩妆等代工
CLIO COSMETICS C	1993	彩妆代工
COSMECCA KOREA C	1999	以研发为主
HUGEL INC	2001	肉毒杆菌生产商
TS TRILLION CO L	2007	沐浴露代工
BONNE CO LTD	2009	护肤品、彩妆等代工, 其中彩妆较突出
INTERKOS CO LTD	2011	头发洗护、护肤品等代工
KOLMAR KOREA CO	2012	护肤品、彩妆等代工

资料来源: Bloomberg、公司官网、光大证券研究所

图 64: 2018 年韩国化妆品主要生产商营收规模对比 (十亿韩元)



资料来源: Bloomberg、光大证券研究所

5、投资建议与推荐标的

我国化妆品行业获益消费升级，带动产业上下游（生产、品牌、代运营、渠道等）蓬勃发展。目前产业链不同环节均有公司上市，应该如何看待处于不同产业链条的公司？在化妆品整体估值较高的情况下，如何看待化妆品公司的估值水平？

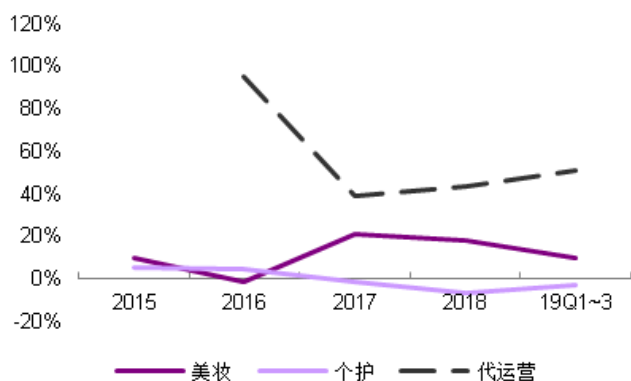
5.1、思考之一：如何看待化妆品各细分领域？

5.1.1、景气度：代运营成长性最高、美妆品牌次之

分子行业来看，有代运营、品牌商、生产商、渠道商^③，其中品牌商可进一步分为美妆品牌商、个护品牌商。通过对比各领域公司的业绩情况，可以看出：

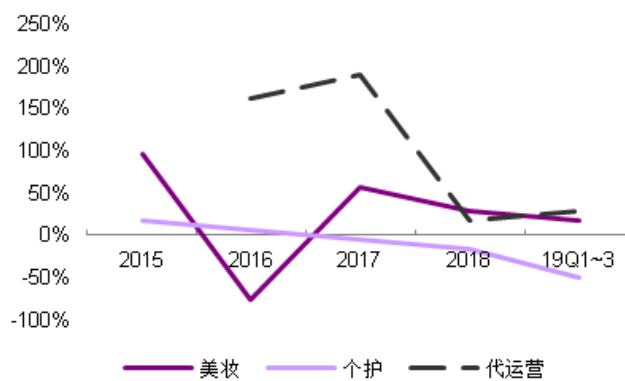
- 1) 美妆代运营子行业营收及净利增速最高，成长性最高，主要为该子行业目前仅有一家上市公司壹网壹创，其获益行业成长性及自身寡头地位，业绩快速增长。
- 2) 成长性次之的为品牌商中的美妆子行业，主要获益消费升级、本土品牌把握行业机遇实现地位提升，美妆公司内部表现分化。
- 3) 品牌商中的个护公司业绩总体承压，主要为行业步入成熟、增速较低、同时国际品牌强势及本土新锐品牌崛起，本土传统品牌竞争压力加大。

图 65：化妆品子行业营收增速对比



资料来源：Wind、光大证券研究所

图 66：化妆品子行业净利增速对比



资料来源：Wind、光大证券研究所

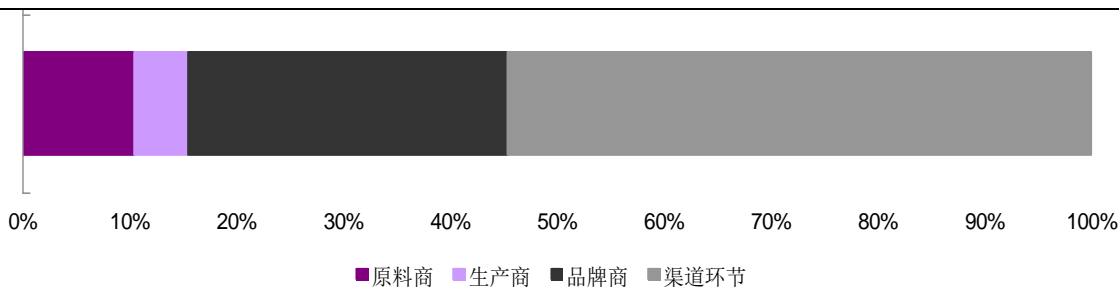
5.1.2、产业链地位：品牌商主导产业链

现有的化妆品相关上市公司从产业链视角可以分为生产商、品牌商以及代运营等，综合分析来看，品牌商在整个产业链中占主导地位，主要体现在两个方面：

^③生产商有青松股份、渠道商有青岛金王，但由于二者均含非化妆品业务，因此未在下文中进行分析。

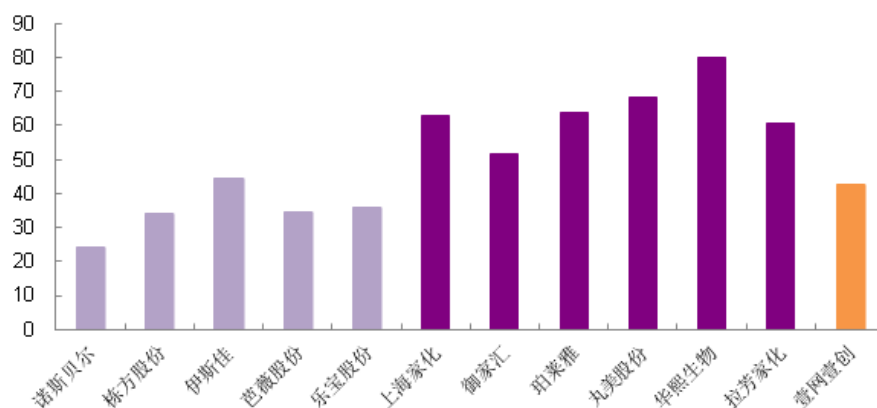
1) 品牌商占据主要的产业链价值，最直接的指标为毛利率高于其他上下游公司；国内品牌商毛利率通常在 60~70%，生产商毛利率在 20~30%、电商代运营商毛利率在 40~50%。

图 67：2018 年我国化妆品产业链价值分布



资料来源：Wind、光大证券研究所

图 68：2018 年我国化妆品上市公司毛利率对比 (%)



资料来源：Wind、光大证券研究所

2) 无论是上游的生产商还是下游的服务商（代运营商），其龙头多掌握优质品牌商资源。

表 12：2019 年我国主要化妆品生产商服务品牌情况

公司名称	备案产品数量 (个)	服务品牌
科丝美诗 (韩)	10709	完美日记、百雀羚、稚优泉、羽西、萝莉小姐、优图碧、美宝莲、欧莱雅、olay、悦诗风吟以及大量中国本土小品牌
诺斯贝尔	3874	完美日记、佰草集、高夫、御泥坊、韩后、英氏、膜法世家、小迷糊、花瑶花、欧诗漫、魔法时代、梦妆、美颜秘笈、高姿、屈臣氏
莹特丽 (意)	3064	雅诗兰黛、佰草集、百雀羚、伊蒂之屋、花灵、完美日记
科玛 (韩)	7560	悦诗风吟、伊蒂之屋、百雀羚、花灵、悦丽雅以及其他小品牌
芭薇股份	7289	初印象、姮媧、蔻臣士、丽雨嘉田等小品牌
栋方股份	2204	御泥坊、小迷糊、韩后、白小西、自然旋律、婵皙、植萃集；巴黎欧莱雅
上海臻臣	1432	完美日记、花西子、美康粉黛、FACE IDEAS、小蜜坊、橘、Cata.Q86、爱得菲
苏州安特 (美)	2469	Cata.Q86、珀兰娜、木槿生活、FACE IDEAS、BIG EVE 等
乐宝股份	2309	御泥坊、小迷糊、相宜本草、LifeVC/Beauty、瑟尤丽恩、光芮等
伊士佳	4313	BS、Jians、蔻伶、现代经典、亲子、肌颜之锁

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

注：合作品牌数量截止至 2019H1

表 13：2019 年我国主要代运营商合作品牌情况

代运营商	合作品牌数量	主要合作品牌
宝尊电商	152	NIKE/CALVIN KLIEN/ZARA/PHILIPS/PANASONIC/上海家化（六神/美加净）/植村秀/碧欧泉
丽人丽妆	50+	sisley/雪花秀/施华蔻/后/相宜本草/高丝/雅漾/芙丽芳丝
杭州悠可	40+	欧舒丹/雅诗兰黛/倩碧/后（韩国 LG 集团旗下）
壹网壹创	20+	百雀羚/三生花/佰草集/OLAY/沙宣/爱茉莉集团旗下 heral/雪花秀/兰芝
若羽臣	70+	美赞臣/哈罗闪/合生元/美迪惠尔/澳芝曼
百秋网络	30 多个	ELLE/Kipling/DELSEY/PANDORA/TISSOT
礼尚信息	数十个	李宁/北极狐/雅培/安佳/孩之宝
上海缙嘉	21（18 年底）	First Aid Beauty/Redha Beauty/Layered Fragrance/RAFRA

资料来源：各公司官网、Wind、光大证券研究所

注：合作品牌数量截止至 2019H1

5.2、思考之二：从国际经验看化妆品估值

由于韩国化妆品产业链发展成熟、完整，且在生产、品牌等环节均诞生了世界级公司，因此我们以韩国化妆品市场为例，分析国际化妆品公司估值情况。

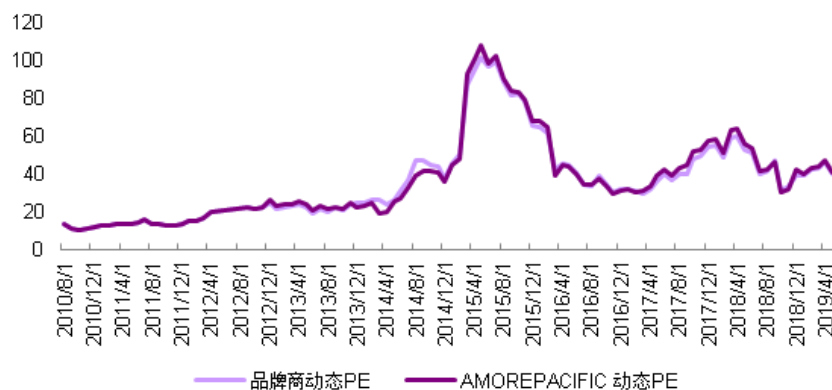
我们梳理了韩国化妆品上市公司合计 25 家，未包含涉足/跨界化妆品业务的药企、包材公司、原料商等、已退市的化妆品公司，其中品牌商、ODM/OEM 商等分别为 10、14 家（剩余 1 家为国外品牌在韩国的经销商），下面我们重点研究这 24 家韩国化妆品公司估值历史从而对我国化妆品公司合理估值给予启示。

由于数据的可获得性，我们分别选取了自 2015 年以来品牌商、生产商公司动态 PE，并按照市值进行加权平均测算行业的平均 PE。

➤ 品牌商：龙头存估值溢价、且估值水平持续提升

品牌商自 2015 年以来的动态 PE 历史均值为 51 倍，且板块估值水平总体不断提升，其中爱茉莉太平洋（Amorepacific）体量较大、其估值走势对行业总体影响较大。虽然近年韩国化妆品行业发展成熟，但新锐品牌亦不断涌现、快速成长、纷纷登陆韩国资本市场。

图 69：韩国化妆品品牌商板块、爱茉莉太平洋动态 PE（截止 2019 年 5 月 31 日）



资料来源：Bloomberg、光大证券研究所

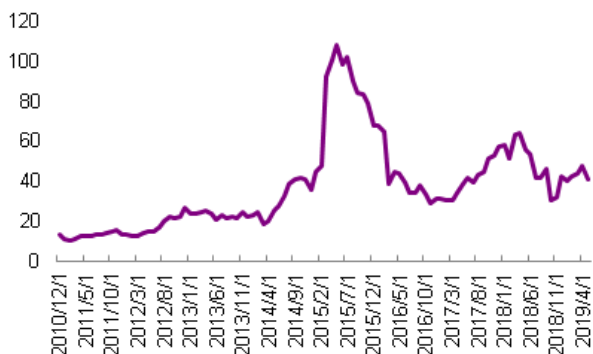
龙头爱茉莉太平洋估值水平持续提升、历史平均估值为 38、同期其净利年均复合增速为 0.22%。

其他个股估值有高于龙头、亦有低于龙头，分情况来看：

1) 近年部分个股获得高于龙头爱茉莉太平洋的估值水平，如 LEADERS COSMETIC（明星产品为面膜）历史均值、最新估值^④分别为 50、64 倍，分别高于同期爱茉莉太平洋 32、56，主要为其业绩不够稳健，自上市以来营收持续下降、2015~2018 财年营收年均复合增速为-7%，2017 财年出现业绩亏损。COREANA、TONYMOLY、Hankook 等情况相同。

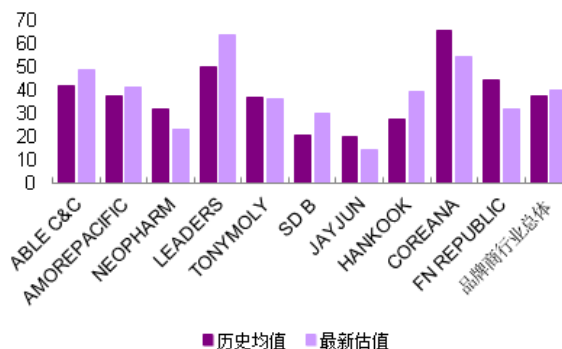
2) 部分小而美成长个股业绩增长稳健，但估值仍低于爱茉莉太平洋，如 JAYJUN COSMETIC（明星产品为面膜）2015~2018 财年营收年均复合增速为 154%，JAYJUN COSMETIC 自上市以来历史均值、最新估值分别为 20、14 倍，低于同期爱茉莉太平洋 44、56 倍。

图 70：爱茉莉太平洋历史动态 PE（截止 2019 年 5 月 31 日）



资料来源：Bloomberg、光大证券研究所

图 71：韩国化妆品品牌上市公司历史动态 PE 及最新估值（截止 2019 年 5 月 31 日）

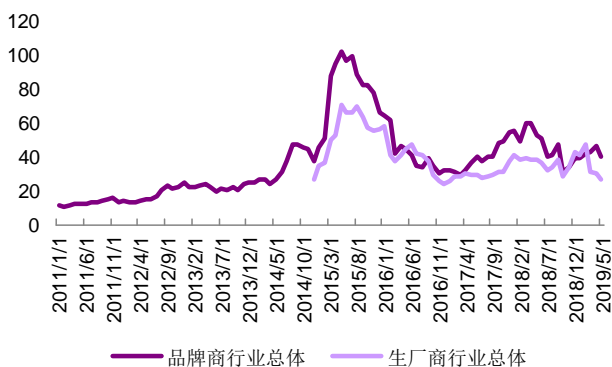


资料来源：Bloomberg、光大证券研究所

➢ 生产商：龙头科丝美诗估值水平总体高于行业平均，近年小公司纷纷上市、估值分化

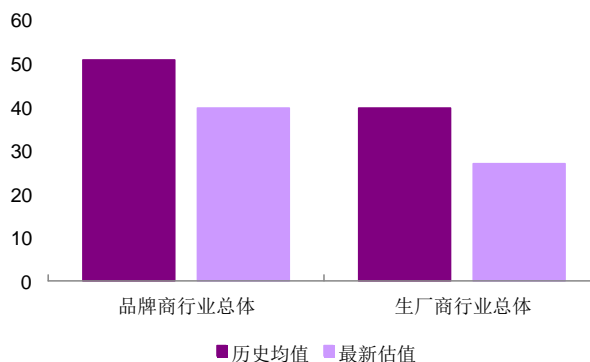
生产商自 2015 年以来的动态 PE 历史均值为 39 倍，低于品牌商。

图 72：韩国化妆品品牌商、生产商历史动态 PE（截止 2019 年 5 月 31 日）



资料来源：Bloomberg、光大证券研究所

图 73：韩国化妆品品牌商、生产商动态 PE 历史均值与最新估值（截止 2019 年 5 月 31 日）

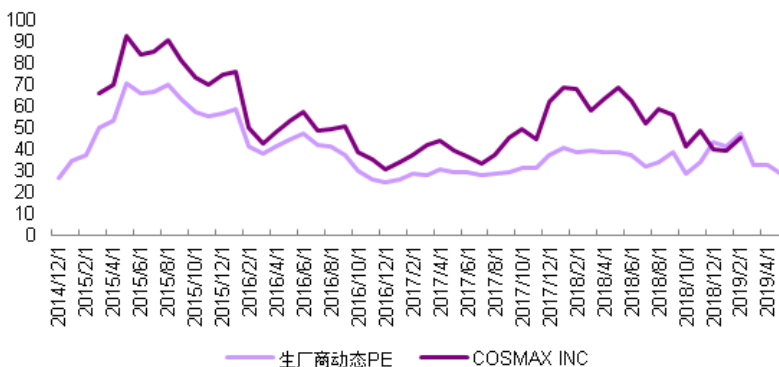


资料来源：Bloomberg、光大证券研究所

^④ 最新估值数据截止至 2019 年 5 月 31 日，下同。

韩国生产商总体估值 2015~2016 年保持较高水平，主要为龙头科丝美诗 (COSMAX) 上市拉动，进入 16Q3、16Q4 随着行业其他生产商纷纷上市、拉低行业总体估值水平、叠加科丝美诗估值走低，行业估值总体下降，近年较为平稳、维持在 30~40 倍之间。

图 74：韩国化妆品生产商板块、科丝美诗动态 PE

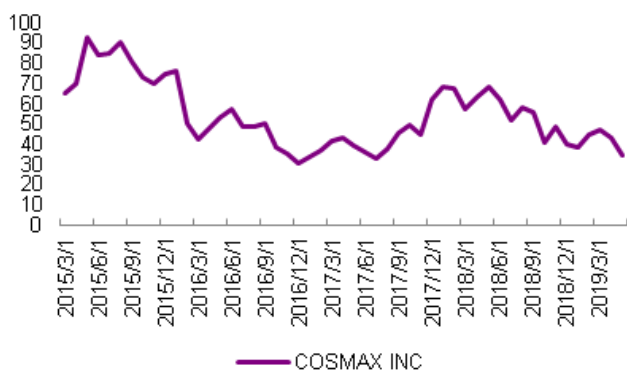


资料来源：Bloomberg、光大证券研究所

行业龙头科丝美诗估值水平在上市初期持续走高、至 2016 年下降，进入 2017 年又呈现回升态势、主要为 16 年财务数据靓丽拉动估值提升，进入 2018 年估值再现下降、主要为 17 年业绩表现不及 16 年。科丝美诗最新估值（截止 2019 年 5 月 31 日）、历史平均估值分别为 35 倍、54 倍。

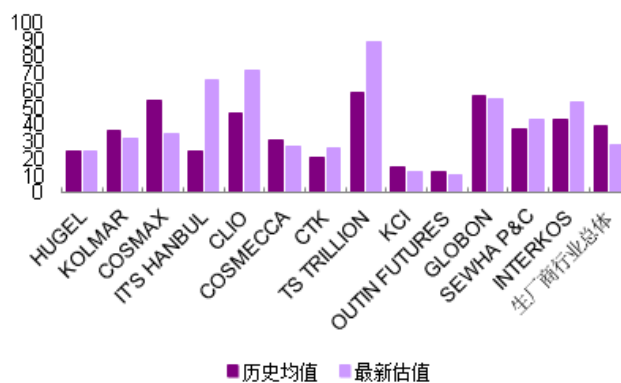
近年小体量生产商纷纷上市，但估值水平两极分化，其中 TS TRILLION、GLOBON、SEWHA P&C、INTERKOS 等估值水平相对较高，而 CTK、KCI、OUTIN FUTURES 等估值水平较低。

图 75：科丝美诗历史动态 PE



资料来源：Bloomberg、光大证券研究所

图 76：韩国化妆品生产商上市公司历史动态 PE



资料来源：Bloomberg、光大证券研究所

5.3、投资建议

我国化妆品行业获益消费升级、行业总体景气，近年在终端零售大环境总体疲软背景下，由于具有一定的必选属性，仍保持了良好的增长。

行业总体成长亦带动生产制造、品牌零售、电商代运营服务等不同环节均快速发展。其中电商代运营行业景气度最高、主要为其依附的电商渠道为当前

化妆品行业成长性最高的渠道之一，且行业多为本土品牌商，不同于生产制造、品牌零售等环节，本土公司均面临强势的国外生产商/品牌商的竞争；而从产业链角度看，品牌商占据产业链主要价值、且主导上游生产及下游代运营等行业格局。

综上，当前化妆品行业仍处于成长期，看好上下游发展机遇：

品牌商：本土品牌商把握三四线城市消费升级机遇、市占率持续提升，例如百雀羚、自然堂、上海上美、珀莱雅、上海家化、丸美股份等。化妆品行业变化快速，当前正经历消费者（高端化、精细化）、营销（内容营销兴起）、渠道（CS 渠道增速放缓、电商渠道快速成长同时竞争日趋激烈）等变化，本土传统品牌调整节奏不一、业绩表现出现分化。国际品牌加速布局中国市场，本土品牌面临国际竞争压力加剧，由于我国本土品牌发展历史相对国际巨头较短、仍存一定差距，直接正面竞争压力较大，优先布局新成长品类、与国际品牌差异化竞争的本土优质品牌可有效回避压力。长期行业空间广阔，短中期仍将保持较高景气、其中人均消费水平提升贡献主要动力，多品牌多品类集团有望成长为龙头，当前我国化妆品公司多为单品牌运营、部分公司已在战略孵化多品牌，同时长期竞争回归产品力。推荐把握行业趋势迅速、布局多品牌发展的优质品牌运营商，如**珀莱雅、丸美股份、华熙生物、上海家化**等。

代运营：该子行业景气度最高、行业格局相对较优（无强势国际公司竞争）。提供基础代运营服务的行业门槛较低致行业集中度低，但多元综合服务提供商龙头已经出现；纵向来看，随着站外流量兴起，站外品牌营销引流等重要性凸显，代运营竞争全面升级，横向来看，代运营从属于品牌商，在电商渠道重要性逐渐凸显、竞争环节日趋激烈的当下，品牌商在线上纷纷加码直营，对于资金实力强、人才资源丰富的大品牌商/集团将优先选择自建电商团队进行直营，而对于资金实力较弱、在站外品牌营销引流人才方面较弱的腰部品牌将优先选择优质代运营商进行直营，虽然品牌格局持续变动，但腰部品牌的持续存在、且其对代运营商的持续需求，将推动优质站外品牌营销引流综合服务商的持续发展。短期来看，大部分化妆品品牌商对电商运营经验匮乏、电商渠道发展依赖代运营商、此外大量化妆品品牌纷纷进入电商渠道、为代运营行业带来持续不断的新增需求，行业仍处于上升通道。推荐具有出色线上品牌营销能力的优质美妆代运营商**壹网壹创**。

生产商：获益下游需求释放，我国化妆品生产环节持续景气；其中本土公司诺斯贝尔已成长为全球第四大化妆品生产商、全球最大面膜生产商，客户质量不断提升、显示下游品牌方对其生产制造及管理能力的认可。参考国际经验，生产环节为小行业、大寡头，其中大寡头研发实力及规模效应强，多品类加工规模大，建议关注未来有望持续做大的本土生产商**诺斯贝尔**（青松股份 2019 年 5 月收购其 90% 股权）。

5.4、推荐标的

5.4.1、珀莱雅 (603605.SH)：紧跟行业新趋势，多品牌发展持续孵化

公司主营化妆品业务，以护肤品为主，定位大众端。主品牌珀莱雅定位三四线城市、贡献主要收入来源，2018年底主品牌线下CS店经销商数量为100余家，网点数13000多家，此外公司通过自主培育及合伙人制，品牌总数扩充至9个（如韩雅、悠雅、猫语玫瑰等）；渠道以CS店、电商为主，2018年收入占比分别为43%、44%。

公司2014年以前业绩快速增长，2015-16年受电商冲击收入分别同降5.45%、1.33%、线下收入出现下滑，17年线下收入企稳、线上持续高增促收入同增9.83%，18年线下线上均提速，全年收入同增32.43%，19Q1~3收入同比增33.35%、净利同比增32.04%，业绩持续靓丽。

公司早期把握专营店机遇快速成长为全国性品牌，2012年自建团队布局高成长电商贡献业绩增长，2018年快速切入新兴社交电商、2019年公司继续加码内容营销等新兴营销方式，至19Q3成功打造泡泡SPA爆款面膜，7月当月成为阿里全网美容护肤单品销售额及销量双第一，助力线上销售，19Q1~3线上营收同比增60%，增速在去年同期高基数背景下仍保持相当水平的增长，再次验证了公司出色的趋势把握能力。未来发展空间大，采用合伙人制平台化运作孵化切入进口品、彩妆等行业风口、添加长期增长动力。

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

投资建议：我们看好公司出色的把握行业趋势的能力，先后借力CS、电商等渠道成长为全国性品牌，18年拓展社交电商、单品牌店等新渠道机遇，19年布局内容营销等新型营销方式、成功打造爆款产品。当前化妆品行业仍处成长期、大众端竞争主要集中于渠道拓展>品牌营销>爆款打造上，公司在渠道、营销、产品等方面均具有出色的运营能力，业绩有望持续快速增长。长期来看，公司战略生态化发展、目前已经通过平台化、合伙人制布局行业新风口、把握新锐品牌机遇，前景可期。我们维持19~21年EPS为1.89、2.57、3.33元，对应20年PE 35倍。

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

表 14：珀莱雅盈利预测与估值

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	1,783.03	2,361.25	3,142.88	4,124.92	5,377.82
营业收入增长率	9.83%	32.43%	33.10%	31.25%	30.37%
净利润（百万元）	200.79	287.19	380.11	517.65	670.38
净利润增长率	30.70%	43.03%	32.36%	36.18%	29.50%
EPS（元）	1.00	1.43	1.89	2.57	3.33
ROE（归属母公司）（摊薄）	13.76%	16.95%	18.11%	19.78%	20.40%
P/E	91	63	48	35	27

资料来源：Wind、光大证券研究所预测 注：股价为 2019 年 12 月 05 日收盘价

5.4.2、丸美股份（603983.SH）：中高端眼部护理龙头，高端化、精细化趋势下望优先获益

公司为中高端优质护肤品牌商，18 年收入 15.76 亿，护肤品行业市占率 1.1%，总体排名第 21、本土公司中排名 10。

旗下三个品牌丸美（中高端护肤）、春纪（大众护肤）、恋火（大众彩妆），其中主品牌丸美为本土眼部护理龙头，18 年收入占比 89%、眼部护理收入占比 34%。自主研发生产，渠道以经销为主（18 年占比 88%），形态上 CS 店及电商分别占 42%、40%，其中 CS 店主要分布在三线城市及以下地区。

主品牌成立于 2000 年，主打中高端眼部护理，成长为细分领域龙头、具先发优势。各大卫视营销资源丰厚（现布局网络视频广告迎新趋势）、合作线上线头部经销商促经销业绩表现优于同业。近年积极升级高端日本进口系列，目前已分别于 2018、2019 年先后推出日本酒、日本花系列，分别定位 30 岁+、25 岁+女性抗衰老，在线下百货渠道销售良好。

获益行业发展红利，11~18 年收入/净利年均复合增速 14%。渠道变迁致业绩波动，早期获益 CS 店红利快速发展，近年业绩波动，电商放量促 17 年恢复增长；2018 年线下百货、CS 店、美容院等渠道营收增长提速，线上继续保持快速增长，全年营收增长提速、同比增 16.52%；2019 年上市后业绩总体稳健，2019Q1~3 营收及净利分别同比增 14.77%、52.26%。

公司盈利及营运指标等靓丽。获益定位中高端、毛利率水平高于同业，同时销售主要采用经销模式、费用率相对较低，净利率及存货、应收账款周转等均优于同业。

投资建议：公司为本土中高端眼部护理龙头，细分领域具先发优势；营销及经销资源丰厚、短期竞争力强，近年引入海外研发资源、增强长期竞争力，推出日本高端进口系列、线下销售靓丽。专注眼部护肤、拓展高端等有望优先获益行业高端化、精细化趋势；积极筹备拓展直营电商、内容营销等行业新趋势。维持 19~21 年 EPS 预测为 1.34、1.58、1.83 元，未来三年净利复合增速为 21%，对应 20 年 PE 40 倍。

风险提示：零售疲软；经销商不续约；新趋势把握不及时、新营销/渠道资源培育不及预期；营销投入效果不及预期。

表 15：丸美股份盈利预测与估值

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	1,352.32	1,575.76	1,858.38	2,166.95	2,475.95
营业收入增长率	11.94%	16.52%	17.94%	16.60%	14.26%
净利润（百万元）	311.92	415.28	538.91	635.34	735.66
净利润增长率	34.34%	33.14%	29.77%	17.89%	15.79%
EPS（元）	0.78	1.04	1.34	1.58	1.83
ROE（归属母公司）（摊薄）	32.49%	30.20%	28.15%	24.92%	22.39%
P/E	82	62	48	40	35
P/B	27	19	13	10	8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 12 月 05 日

5.4.3、壹网壹创（300792.SZ）：优质化妆品电商深度服务提供商

壹网壹创成立于 2012 年，主营化妆品代运营服务，18 年营收及净利分别为 10.13、1.63 亿元，14~18 年复合增速为 154.94%、470.80%。19Q1~3 营收及净利分别同比增 50.61%、29.38%。

公司业务模式涵盖线上代运营、线上分销及内容服务等，截至目前已合作 20+ 国内外品牌（包含百雀羚、宝洁旗下部分品牌及爱茉莉太平洋旗下部分品牌），其中百雀羚 18 年营收占比 61%。

公司 2012 年起家于百雀羚电商代运营，助力百雀羚快速成长为护肤品龙头，市占率从 12 年的 0.8% 提升至 18 年的 4.5%，公司自身业绩亦呈现迅速增长。公司代运营业务不断精细化夯实竞争力，同时深化服务内容，参与营销、产品开发等品牌价值塑造环节，短期仍将充分分享行业需求增长红利，长期品牌商逐步提升自主运营比例后仍有望持续保持竞争力。

投资建议：化妆品行业景气，各渠道中电商成长性最高，代运营需求旺盛，公司垂直化妆品领域精细化代运营，有望获益行业机遇，服务内容深化，长期竞争力强。维持 19~21 年 EPS 预测为 2.65/3.60/4.70 元，对应 2020 年 47 倍 PE。

风险提示：单一品牌集中度较高；品牌方收回线上代运营授权，自主进入电商运营领域。

表 16：壹网壹创盈利预测与估值

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	704.41	1,012.80	1,547.15	2,219.87	2,952.52
营业收入增长率	38.86%	43.78%	52.76%	43.48%	33.00%
净利润（百万元）	137.82	162.62	211.74	288.02	375.71
净利润增长率	190.47%	17.99%	30.21%	36.03%	30.44%
EPS（元）	1.72	2.03	2.65	3.60	4.70
ROE（归属母公司）（摊薄）	47.77%	40.65%	34.61%	32.01%	29.46%
P/E	98	83	64	47	36

资料来源：Wind、光大证券研究所预测 注：股价为 2019 年 12 月 05 日收盘价

5.4.4、华熙生物(688363.SH)：全球透明质酸生产龙头，拓展下游成长行业铸全产业链业务矩阵

公司前身山东福瑞达成立于2000年，起家于透明质酸原料生产，2012、2014年先后推出自主品牌进入国内医疗终端产品、功能性护肤品行业。2018年原料、医疗终端、护肤品等业务营收占比分别为52%、25%、23%。

公司行业地位突出，为全球最大的透明质酸生产及销售企业，2018年占全球产量36%；皮肤科及骨科类医疗终端产品国内市占率分别为12%、9%；功能性护肤品业务营收过亿、规模快速提升中。2016~2018年营收、净利润年均复合增长31.26%、25.43%，且近年提速增长。19Q1~3营收及净利分别同比增48.97%、30.57%。

投资建议：公司拥有全球领先透明质酸生产技术（产率高、杂质低）及分子量控制技术（酶切、梯度3D交联等）、终端湿热灭菌技术等，使公司原料业务覆盖医药、化妆品、食品等三大应用领域，范围广，夯实龙头地位；成功推出自主品牌进入下游成长性行业、技术领先打造产品壁垒，外延拓展海外新技术、新产品增加盈利增长点、助力总体业绩靓丽、前景广阔。预计原料业务稳健增长，下游自主品牌继续较快增长，维持19~21年EPS预测为1.20/1.58/2.04元，对应2020年PE 51倍。

风险提示：研发失败/新技术或产品的替代；营销投入效果不及预期。

表 17：华熙生物盈利预测与估值

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	818.05	1,263.15	1,815.38	2,505.45	3,363.25
营业收入增长率	11.58%	54.41%	43.72%	38.01%	34.24%
净利润（百万元）	222.27	423.86	573.93	759.26	976.84
净利润增长率	-17.50%	90.70%	35.41%	32.29%	28.66%
EPS（元）	0.46	0.88	1.20	1.58	2.04
ROE（归属母公司）（摊薄）	13.57%	24.68%	25.05%	24.89%	24.26%
P/E	173	91	67	51	39
P/B	24	22	17	13	10

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2019年12月05日

5.4.5、上海家化(600315.SH)：百年家化龙头，多品牌资产优质、持续焕活

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

目前公司拥有佰草集、六神、汤美星三大明星品牌（收入十亿元以上）、贡献约80%收入，分别在美容护肤、个护、婴童用品领域占据领先地位，此外公司还针对细分消费趋势，激活老品牌、推出新品牌，形成美加净、高夫、启初等中坚（收入亿元级），玉泽、家安、一花一木、双妹等新锐品牌（收入尚未达亿元级），为公司长期发展提供充足动力。

公司近年业绩波动较大，15 年收入增速放缓、16 年出现下滑。16 年底新董事长张东方上任，对公司进行多项改革，部分品牌效果显现，17 年收入同比增 9%、恢复增长，18 年全年收入、净利分别增 10%、39%、总体平稳，19 年为佰草集元年、更换天猫代运营商、加码内容营销，19Q2 推出冻干面膜新品、助力线上销售，19Q3 继续主推日月精华、迎合当下精细化趋势。19Q1~3 营收及净利分别同比增 5.81%、19.09%。未来将持续推出新品、配合内容营销等新兴营销方式，打造明星产品、提升品牌形象。

投资建议：我们看好公司多品牌优质资产及其优秀的研发能力，2019 年重点焕活佰草集、19Q2 小有成就，建议持续关注未来调整效果；玉泽品牌业绩表现靓丽、彰显公司多品牌孵化能力，其他品牌发展呈现波动。维持 19~21 年 EPS 为 0.93、1.05、1.28 元，对应 20 年 PE 29 倍，维持“买入”评级。

风险提示：终端零售疲软；佰草集调整效果不及预期；多品牌培育不及预期。

表 18：上海家化盈利预测与估值

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	6,488.25	7,137.95	7,639.44	8,397.12	9,503.75
营业收入增长率	21.93%	10.01%	7.03%	9.92%	13.18%
净利润（百万元）	389.80	540.38	621.52	703.04	856.79
净利润增长率	80.45%	38.63%	15.02%	13.12%	21.87%
EPS（元）	0.58	0.81	0.93	1.05	1.28
ROE（归属母公司）（摊薄）	7.25%	9.30%	9.65%	9.84%	10.71%
P/E	52	37	33	29	24

资料来源：Wind、光大证券研究所预测 注：股价为 2019 年 12 月 05 日收盘价

6、风险分析

1) 人均消费水平增长不及预期，行业成长性下降

近年我国化妆品行业人均消费水平增速持续提升，拉动行业总体水平景气。未来若消费升级受阻、人均消费水平增长不及预期，行业成长性将减弱。

2) 终端零售持续疲软影响化妆品公司业绩表现

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

3) 国外品牌加大打折促销力度、本土品牌面临的竞争增强

我国化妆品行业景气吸引国际品牌加速布局中国市场，2019 年双十一大力度促销、销售表现靓丽。若未来国际品牌打折促销成为常态，本土品牌将持续面临国际品牌强势的竞争、国际竞争压力加大。

4) 未能把握行业趋势变化，引致品牌更迭的发生

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

附录

表 19：化妆品 A 股上市公司

公司名称	公司/化妆品标的成立时间	上市日期/收购化妆品标的日期	公司简介	18 年收入规模 (亿元)	18 年毛利率 (%)	18 年净利率 (%)
生产商						
青松股份 (收购诺斯贝尔 90% 股权)	2004	2019-04	√青松股份主营松节油深加工，为全球樟脑行业龙头，占全球产能 44.78%、占全国产能 78.95%； √19 年 4 月完成收购本土化妆品加工龙头诺斯贝尔 90% 股权完成交割。	19.78	24.06	10.40
品牌商						
上海家化	1898	2001-03-15	√旗下多品牌 (如佰草集、六神、美加净、高夫、玉泽、家安等) 质地优秀，覆盖护肤、个护及家居护理等领域，在各细分领域占据领先地位； √全渠道发展，18 年线下、线上收入占比分别为 78%、22%。	71.38	62.79	7.57
珀莱雅	2003	2017-11-15	√以护肤品为主，定位大众端，2018 年在我国护肤品行业市占率 1.9%、排名第十一、在本地品牌中排名第六； √拥有 9 个品牌，其中主品牌珀莱雅定位二三线城市贡献主要收入来源； √渠道以专营店 (分销为主)、电商为主，2018 年收入占比分别为 43%、44%。	23.61	64.03	12.14
丸美股份	2000	2019-07-25	√中高端优质护肤品牌商，18 年收入 15.76 亿，护肤品行业市占率 1.1%，总体排名第 21、本土公司中排名 10。 √旗下三个品牌丸美 (中高端护肤)、春纪 (大众护肤)、恋火 (大众彩妆)，其中主品牌丸美为本土眼部护理龙头。 √渠道以经销为主 (18 年占比 88%)，形态上 CS 店及电商分别占 42%、40%，其中 CS 店主要分布在三线城市及以下地区。	15.76	68.34	26.15
华熙生物	2000	2019-11-06	√全球透明质酸原料生产龙头，2012、2014 年先后推出自主品牌进入国内医疗终端产品、功能性护肤品行业； √2018 年原料、医疗终端、护肤品等业务营收占比分别为 52%、25%、23%； √医疗终端及护肤品业务近年快速增长，成公司近年业绩增长重要来源。	12.63	79.92	33.56
御家汇	2012	2018-02-08	√起家于电商面膜自有品牌销售。旗下四大自有品牌，主品牌御泥坊 18 年面膜市占率 7.8%、排名第二，15 年迎合进口品趋势、代理国际品牌，18 年通过水羊国际开放平台加速推进，目前代理有 7 个； √品类不断丰富、拓展水乳膏霜/彩妆/个护，以线上为主、近年积极拓展线下。	22.45	51.67	5.68
拉芳家化	2001	2017-03-13	√主营个护品类，涵盖洗发水、护发素、沐浴露、香皂、膏霜等产品； √旗下有“拉芳”、“雨洁”、“美多丝”“圣峰”、“缤纯”等品牌； √随着个护行业增速放缓、竞争加剧，公司一方面年轻化个护品牌，另一方面积极拓展美妆业务。	9.64	60.44	13.30
名臣健康	1994	2017-12-18	√主营个护品类，产品包括洗发水、护发素、沐浴露、啫喱水及护肤品等； √旗下品牌有“蒂花之秀”、“美王”、“高新康效”、“依采”等； √公司销售模式以经销、商超为主。	5.46	37.90	5.43
代运营						
壹网壹创	2012	2019-09-27	√主营化妆品代运营服务，业务模式涵盖线上代运营、线上分销及内容服务等，截至目前已合作 20+ 国内外品牌 (包含百雀羚、宝洁旗下部分品牌及爱茉莉太平洋旗下部分品牌)，其中百雀羚 18 年营收占比 61%。	10.13	42.59	16.06
渠道						
青岛金王	2014	2014	√公司主营蜡烛、玻璃和时尚工艺品制造与出口等，2014 年起公司先后收购化妆品制造商、品牌商、渠道商等。	54.56	23.98	2.84

资料来源：Wind、光大证券研究所

表 20：重点跟踪公司盈利预测与估值表

公司 名称	收盘价(元)	EPS (元)				PE (倍)				3年	PEG	市值
	2019/12/5	18	19E	20E	21E	18	19E	20E	21E	CAGR	19年	(亿元)
珀莱雅	90.27	1.43	1.89	2.57	3.33	63	48	35	27	32.65%	1.46	182
丸美股份	64.10	1.04	1.34	1.58	1.83	62	48	40	35	21.00%	2.27	257
壹网壹创	169.31	2.03	2.65	3.60	4.70	83	64	47	36	32.20%	1.99	135
华熙生物	80.18	0.88	1.20	1.58	2.04	91	67	51	39	32.09%	2.09	385
上海家化	30.13	0.81	0.93	1.05	1.28	37	33	29	24	16.61%	1.96	202
御家汇	8.14	0.32	0.34	0.40	0.47	26	24	21	17	14.07%	1.69	33

资料来源：Wind、光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

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

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

分析、估值方法的局限性说明

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

分析师声明

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

特别声明

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

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

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

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

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意見或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

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

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

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

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