



一元始 万象新

---

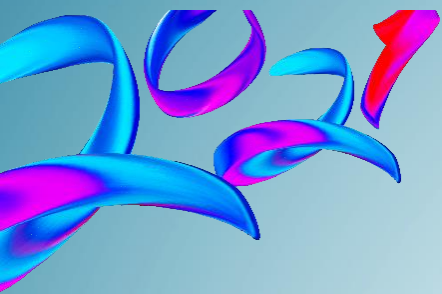
国金证券2021年度投资策略交流会

---



国金证券  
SINOLINK SECURITIES





一元始 万象新

国金证券2021年度投资策略交流会

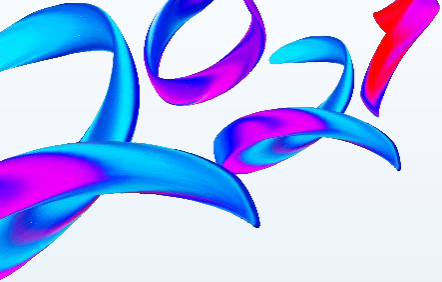
# 行业成长，关注品牌发展带来的产业链投资机会

## ——化妆品2021年投资策略

分析师：李婕 研究所副所长、大消费负责人、纺织服装&化妆品行业首席分析师  
执业编号：S1130520110003

分析师：罗晓婷 纺织服装&化妆品行业分析师  
执业编号：S1130520120001





一元始 万象新

国金证券2021年度投资策略交流会

# 目录

## CONTENTS

- 1、行业回顾：基本面快速修复，Q4估值调整
- 2、品牌商：细分红利助力成长，竞争升级考验综合运营能力
- 3、生产商：行业处上升期，持续向少数寡头集中
- 4、代运营商：赋能品牌，分享行业与品牌成长红利
- 5、投资建议与个股推荐
- 6、风险提示



### 1.1、业绩回顾：行业成长、疫情影响快速修复

#### 历史回顾：行业成长

随着消费升级，我国化妆品行业2000年步入成长期。  
2004~2019年我国化妆品行业年均复合增速为9.92%，  
2019年终端零售市场规模为4777亿元。

#### 20Q1-Q3：疫情影响快速修复

20Q1受疫情影响，终端零售增速同比下滑，其中化妆品终端零售亦受影响，同比下降4.367%。

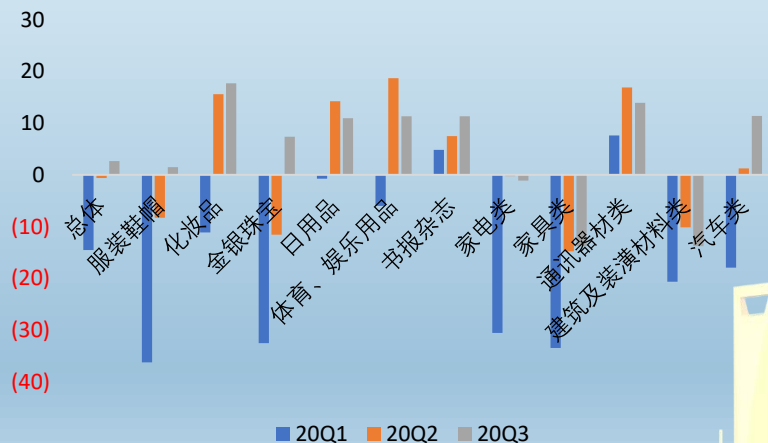
进入20Q2、Q3，随着国内疫情受到控制，化妆品获益行业成长快速修复，分别同比增15.60%、17.69%，增速高于同期其他消费品类。

图表：我国化妆品行业规模及同比增速

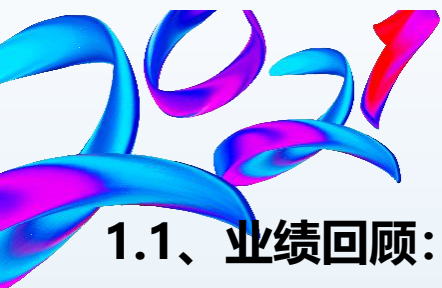


数据来源：Euromonitor，国金证券研究所

图表：20Q1-Q3限额以上企业消费品零售增速 (%)



数据来源：Euromonitor，国金证券研究所



## 1.1、业绩回顾：上市公司与行业表现一致，代运营、美妆等子行业景气度高

### 板块总体：快速成长

2019年前获益行业景气，行业保持快速增长；同时增速有所放缓，主要为品牌竞争加剧、本土公司表现分化。

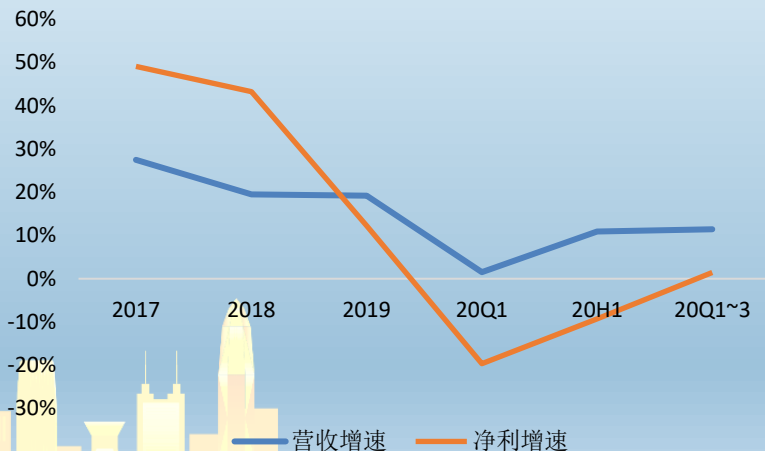
20Q1受到疫情影响，营收及净利增速均放缓，20Q2、20Q3增速均有恢复，净利端压力大于收入主要为费用端压力。

### 子版块：代运营、美妆等子版块景气度高

2019年前代运营景气度最高，其次为美妆品牌、生产商等，个护渗透率基本完成、行业步入成熟。

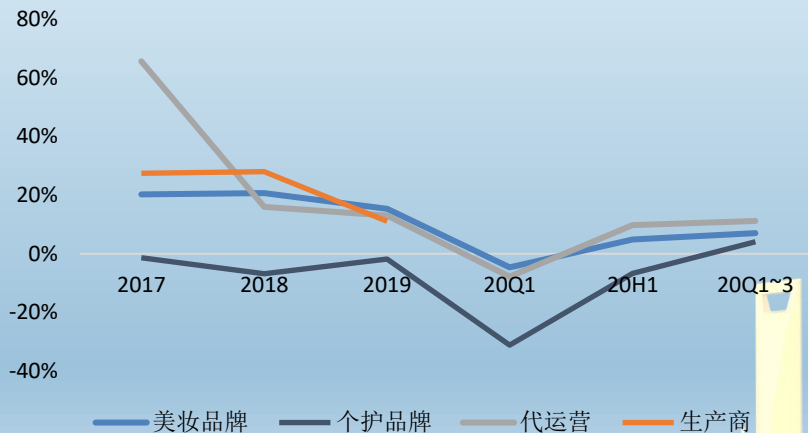
20Q1疫情对线上影响较小，代运营景气度仍最高，其次为美妆品牌，并且均呈现20Q2、20Q3快速修复的态势。

图表：我国化妆品板块营收增速及净利增速



数据来源：Wind，国金证券研究所

图表：我国化妆品子版块营收增速



数据来源：Wind，国金证券研究所  
注：生产商为诺斯贝尔、不包含青松股份化工业务

### 1.1、业绩回顾：子板块毛利率表现分化

#### 板块总体：毛利率修复

2019年毛利率下降主要为品牌竞争加剧、增加低毛利率的引流款。

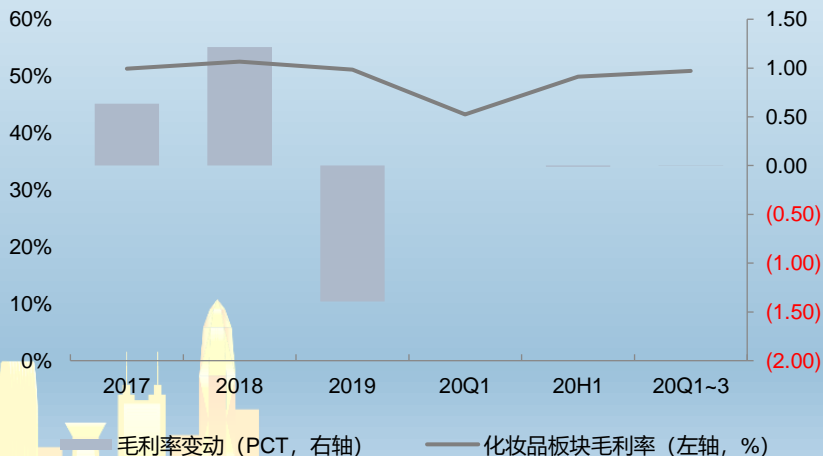
20年各季度毛利率同比基本持平，但各细分板块表现分化。

#### 子板块：毛利率表现分化

美妆毛利率近年呈现下降趋势主要为品牌竞争加剧、增加低毛利率的引流款。

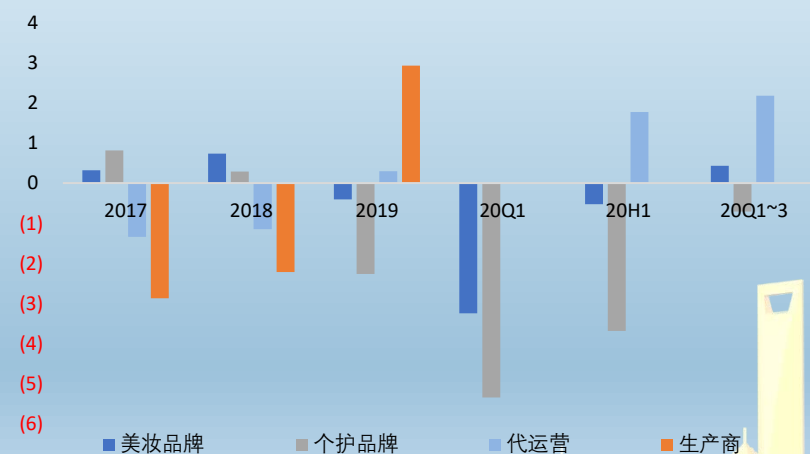
代运营毛利率近年呈现上升趋势主要为壹网壹创毛利率较高的管理业务营收占比提升、丽人丽妆高毛利率的小客户营收占比提升。

图表：我国化妆品板块毛利率及同比变动

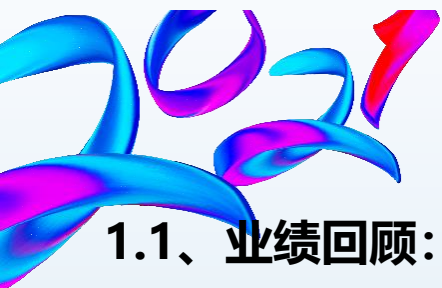


数据来源：Wind，国金证券研究所

图表：我国化妆品子板块毛利率变动



数据来源：Wind，国金证券研究所  
注：生产商为诺斯贝尔、不包含青松股份化工业务



## 1.1、业绩回顾：美妆品牌竞争加剧、销售费用压力加大 国金证券2021年度投资策略交流会

### 板块总体：销售费用率20年下降

销售费用率2018、2019年随着行业竞争加剧、引流成本提升而提升，2020年以来持续加强费用管控呈现同比下降。

管理费用率总体呈现下降趋势。

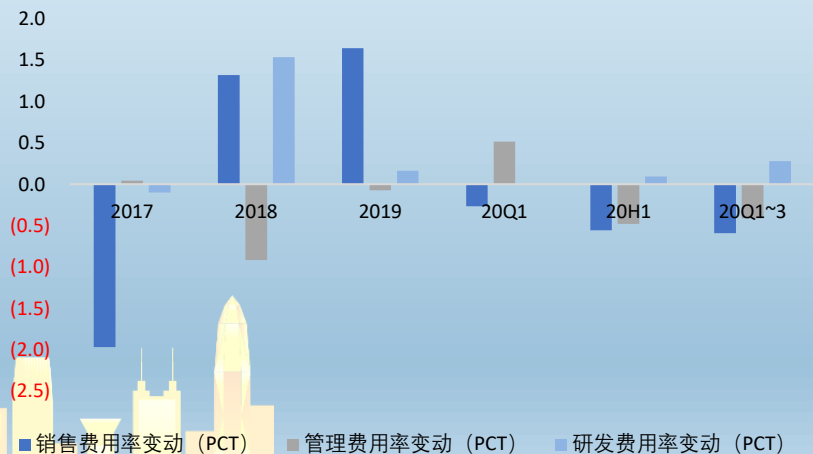
研发费用率呈上升趋势，主要为板块公司增强长期竞争力。

### 子版块：美妆销售费用压力大

美妆板块销售费用率压力较大，18年以来持续提升，主要为品牌增多、竞争加剧、线上引流成本提升（尤其是直播）

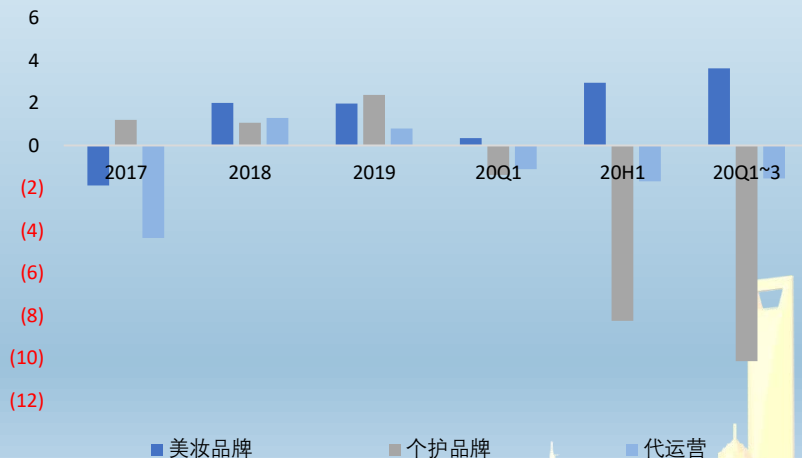
代运营销售费用率呈现波动，20年以来持续下降，主要为壹网壹创零售模式占比下降、该模式营销投放费用记入销售费用（管理模式营销投放记入成本）。

#### 图表：我国化妆品板块销售、管理、研发费用率变动

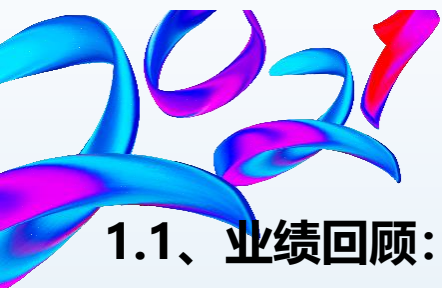


数据来源：Wind，国金证券研究所

#### 图表：我国化妆品子版块销售费用率变动 (PCT)



数据来源：Wind，国金证券研究所



### 1.1、业绩回顾：美妆品牌竞争加剧、加大研发投入

#### 子版块：美妆品牌管理费用率下降

美妆板块管理费用率自18年以来呈现下降趋势，主要为销售费用压力下，公司压缩管理费用。

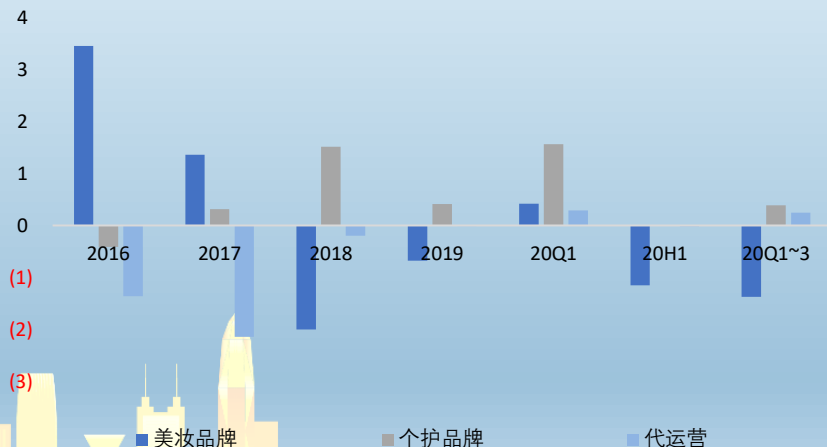
代运营管理费用率略有波动，但总体稳健。

#### 子版块：国际品牌竞争压力下本土品牌加大研发投入

美妆、个护等子版块研发费用率近年不断提升，显示国际品牌竞争压力加大背景下，国产品牌纷纷加强研发投入。

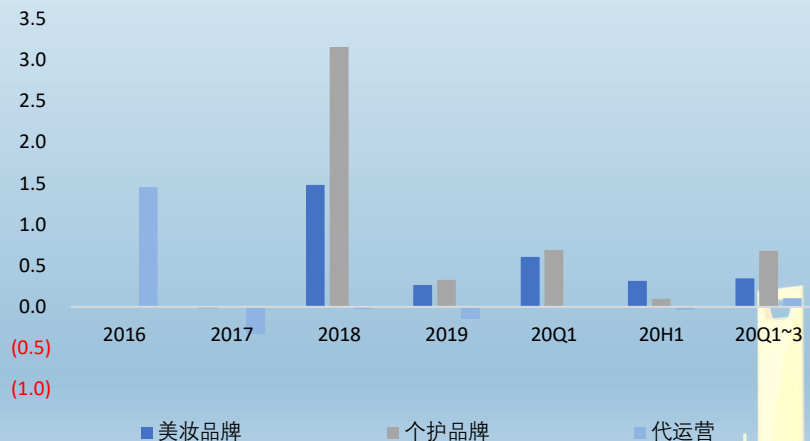
代运营研发费用率有所波动，但总体稳健。

#### 图表：我国化妆品子版块管理费用率变动 (PCT)



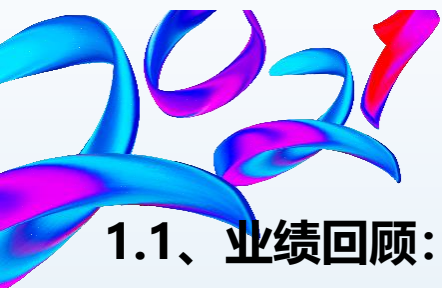
数据来源：Wind，国金证券研究所

#### 图表：我国化妆品子版块研发费用率变动 (PCT)



数据来源：Wind，国金证券研究所





### 1.1、业绩回顾：美妆品牌竞争加剧、拖累盈利能力

#### 板块总体：净利率修复

净利率变动趋势与毛利率相符，16~18年净利率随毛利率提升而提升，19年净利率同比大幅下降主要为品牌方个股表现分化。

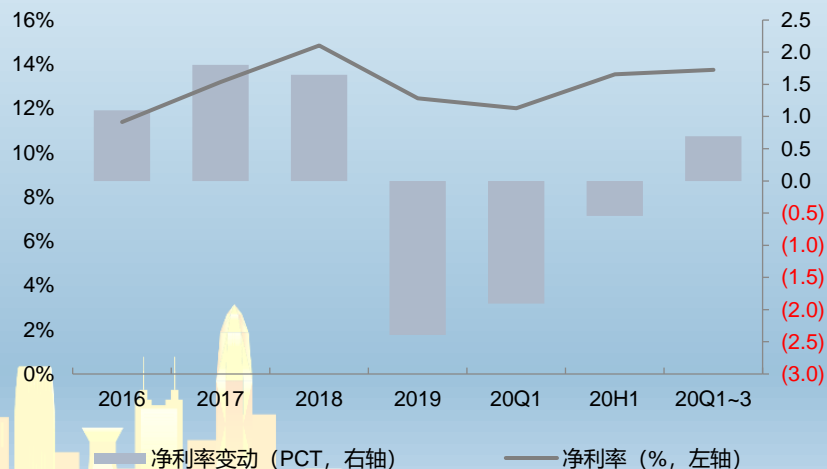
20年初以来各季度降幅收窄、至20Q3累计净利率已恢复同比略升0.69PCT，主要为疫情影响不断修复以及部分个股（如御家汇）等业绩持续回暖。

#### 子版块：净利率表现分化

美妆净利率19年以来净利率持续下降，主要为费用率提升、品牌表现分化。

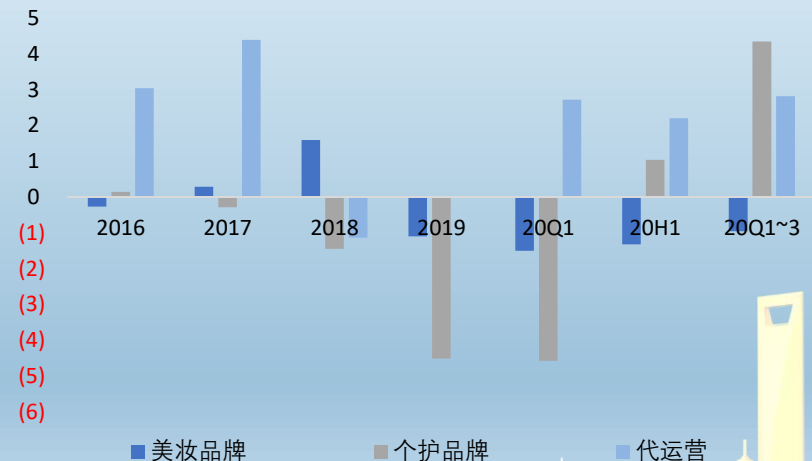
代运营净利率提升，主要为毛利率提升、销售费用率下降。

#### 图表：我国化妆品板块净利率及同比变动

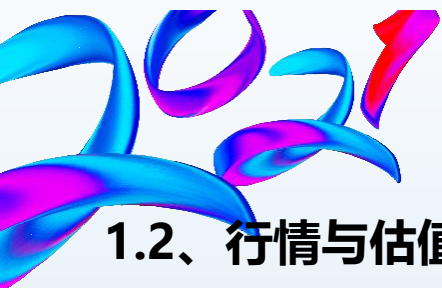


数据来源：Wind，国金证券研究所

#### 图表：我国化妆品子版块净利率变动



数据来源：Wind，国金证券研究所



## 1.2、行情与估值回顾：20年股价表现突出，Q4有所调整 国金证券2021年度投资策略交流会

### 化妆品板块年初至今累计涨48.56%

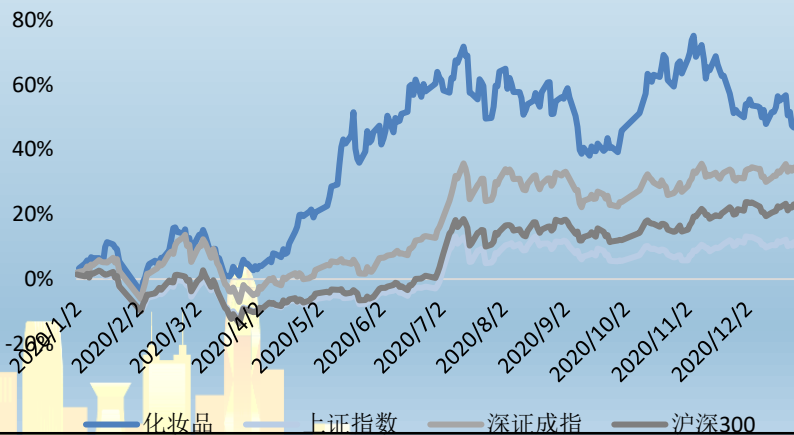
化妆品板块自20年初以来累计上涨46.73%，同期沪深300累计上涨23.08%、上证综指累计上涨11.38%。

分季度看，化妆品板块上涨主要集中在20Q1~3，20Q4有所回调。

### 化妆品年初至今累计涨幅居行业上游

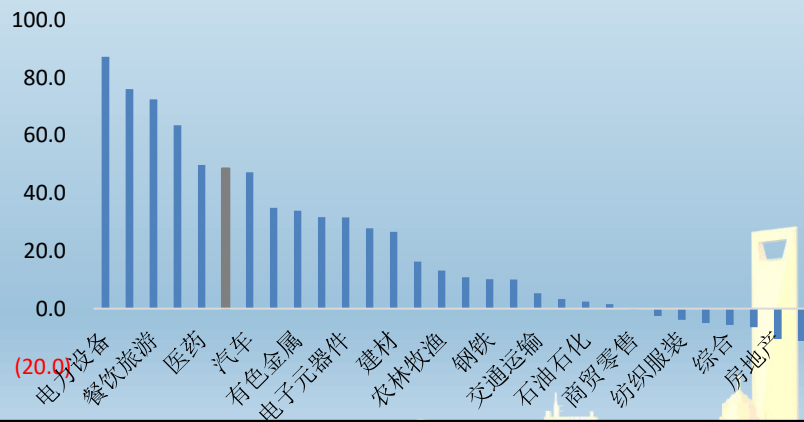
对比其他板块，化妆品板块年初以来累计涨跌幅居于上游。

图表：A股化妆品板块及大盘20年初以来累计涨跌幅

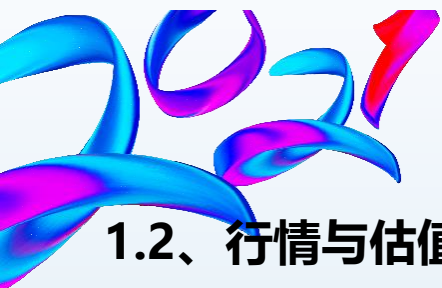


数据来源：Wind，国金证券研究所  
注：数据截止2020年12月27日

图表：A股各版块20年初至今累计涨跌幅



数据来源：Wind，国金证券研究所  
注：数据截止2020年12月27日



## 1.2、行情与估值回顾：年初以来估值提升，Q4有所回调

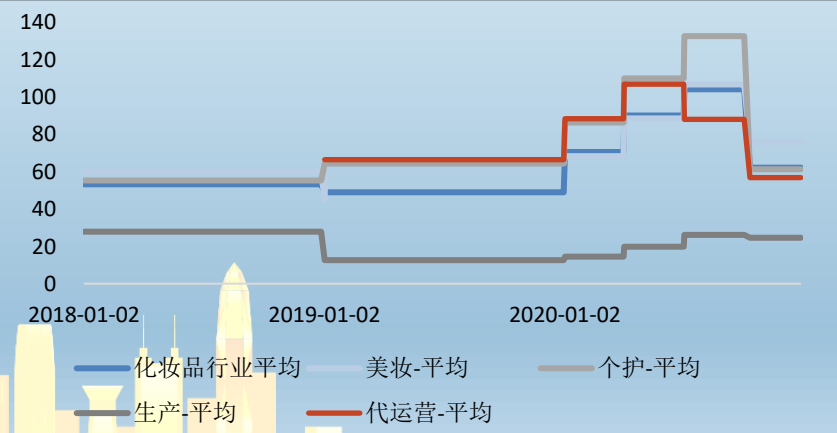
### 年初以来估值持续攀升，20Q4估值回调

18年化妆品板块平均估值（动态估值）53倍。2019年下降至49倍主要为品牌竞争加剧、本土公司表现分化，上海家化、御家汇等基本面转弱、估值调整。代运营估值较高（19年估值为66倍，下同）、其次为美妆（64倍）、个护（64倍），生产商估值较低（13倍）。

20Q1~3估值分别为71、90、104，估值持续走高：1) 受疫情影响较小的代运营子版块估值走高；2) 疫情下化妆品成长性投资价值凸显；3) 上海家化、御家汇等迎来管理/业绩的改善。

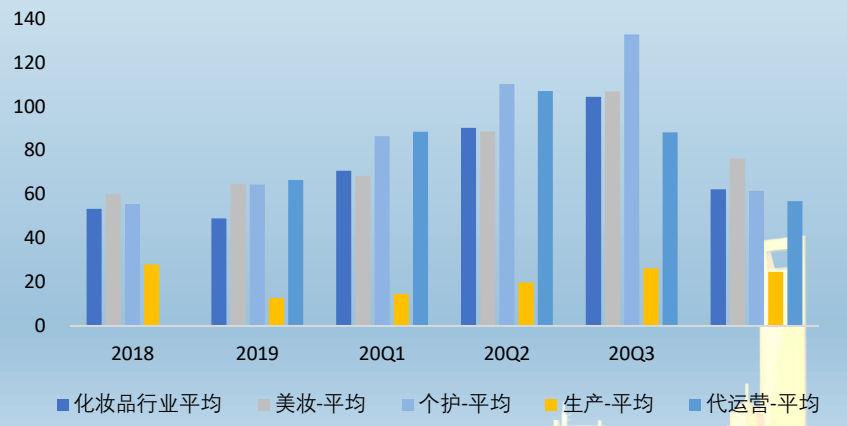
20Q4化妆品板块估值为62，有所回调，主要为：1) 代运营板块受个股业绩表现较弱影响、估值回调；2) 双11国际品牌销售靓丽，国产品牌竞争压力加大。其中美妆估值最高、为76倍，其次为代运营57倍，个护及生产商估值分别为60及25倍。

图表：A股化妆品板块及子版块估值

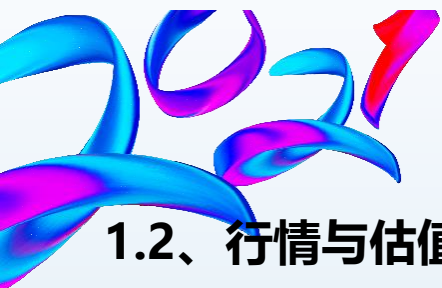


数据来源：Wind，国金证券研究所  
注：数据截止2020年12月27日

图表：A股化妆品板块及子版块估值对比



数据来源：Wind，国金证券研究所  
注：数据截止2020年12月27日



### 1.2、行情与估值回顾：子行业表现不一

#### 美妆：业绩分化带来估值差异

美妆个股估值表现分化，其中业绩表现良好的估值持续提升，如珀莱雅，业绩/管理出现边际改善的御家汇、上海家化等估值自年初以来提升。

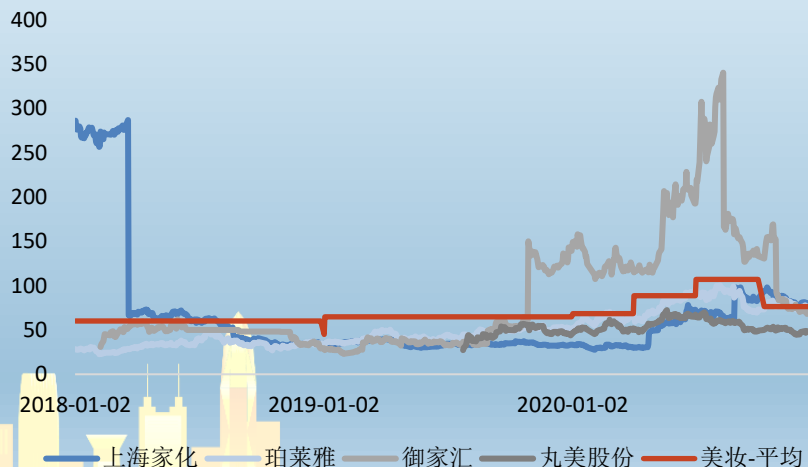
同时个股估值也受到板块总体影响，20Q4个股估值随板块总体呈现回调。

#### 个护：20Q1~3估值提升

个护板块基本面总体较弱，但20Q1~3获益化妆品板块估值提升带动，子板块估值持续提升。

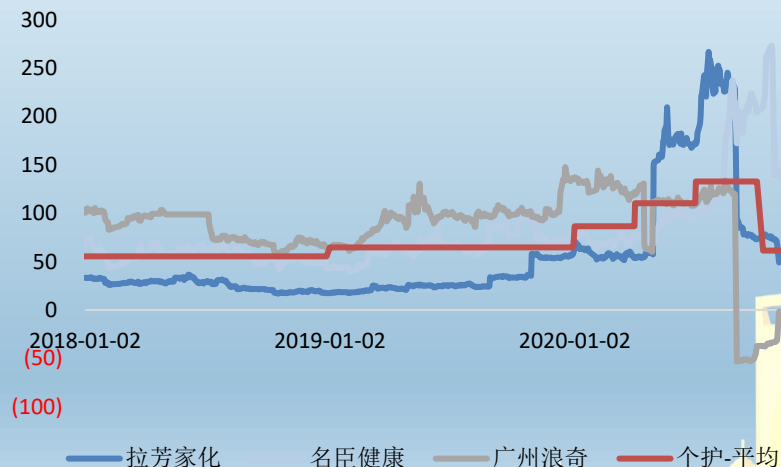
20Q4随板块总体估值下行而回调。

#### 图表：A股美妆子版块估值走势



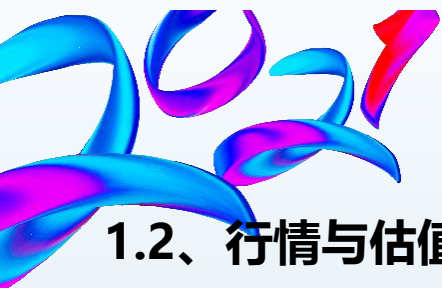
数据来源：Wind，国金证券研究所  
注：数据截止2020年12月27日

#### 图表：A股个护子版块估值走势



数据来源：Wind，国金证券研究所  
注：数据截止2020年12月27日





### 1.2、行情与估值回顾：子行业表现不一

#### 代运营：新增个股拉低板块估值

2019年代运营仅壹网壹创一支个股，其业绩高成长带动估值持续提升。

20Q1、20Q2疫情对线上影响较小，壹网壹创投资价值凸显，净利增速居化妆品板块之首。

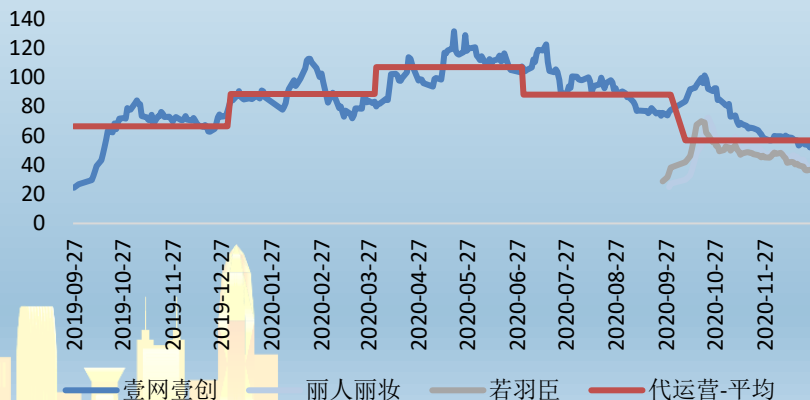
20Q3受大客户合作模式切换影响，估值下降；20Q4新增丽人丽妆、若羽臣等新股，再次拉低板块估值。

#### 生产商：20Q1~3估值提升

2019年公司估值持续走低，主要为化工价格下半年大跌，化工业绩拖累显著。

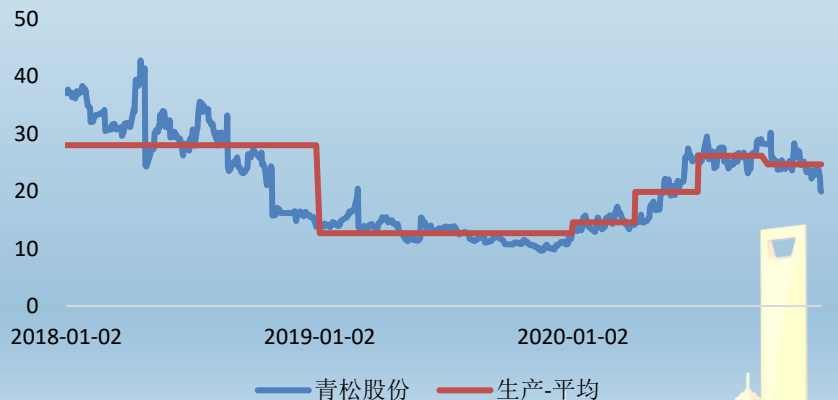
获益板块关注度提升，20年初以来估值持续提升，20Q4有所回调主要为客户订单不及预期等所致。

图表：A股代运营子版块估值走势

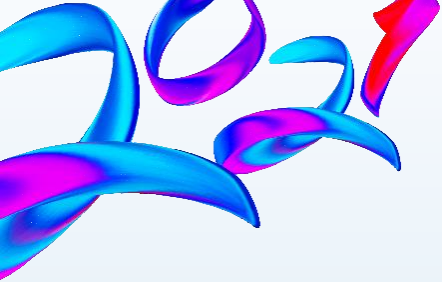


数据来源：Wind，国金证券研究所  
注：数据截止2020年12月27日

图表：A股生产商子版块估值走势



数据来源：Wind，国金证券研究所  
注：数据截止2020年12月27日



一元始 万象新

国金证券2021年度投资策略交流会

# 目录

## CONTENTS

- 1、行业回顾：基本面快速修复，Q4估值调整
- 2、品牌商：细分红利助力成长，竞争升级考验综合运营能力
- 3、生产商：行业处上升期，持续向少数寡头集中
- 4、代运营商：赋能品牌，分享行业与品牌成长红利
- 5、投资建议与个股推荐
- 6、风险提示

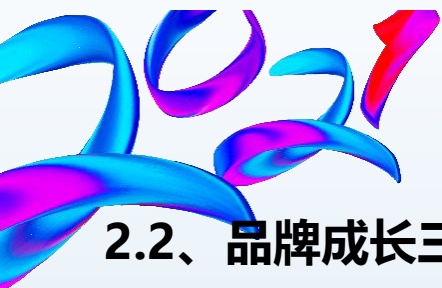




## 2.1、行业红利助力品牌发展，竞争加剧考验综合运营能力

- 化妆品行业处成长期，品类、渠道及营销低成本洼地此起彼伏，历史上与当下都在经历持续不断的变迁，不同的细分行业红利为品牌的发展提供了机遇：
  - ✓ 品类：**面膜**的红利培育了本土面膜品牌，一叶子、御泥坊等；近年**功效性护肤品**的红利培育了薇诺娜；2017年以来的**高端趋势**的加速、助推国际高端大牌提升市占率。
  - ✓ 渠道：2000~2010年**CS渠道**兴起培育了一批本土品牌、2010~至今**电商渠道**的快速发展为新一批本土新锐品牌带来了发展机遇。
  - ✓ 营销：部分平台的早期流量红利（成本相对较低）为品牌成长提供了契机，例如完美日记享受了**小红书**的早期流量红利、HFP享受了**微信平台**的早期流量红利。
- 品类/渠道/营销的红利逐步消失时，品牌竞争加剧更加考验品牌的综合运营能力(消费者洞察、新品开发、营销投放效率等能力)，尤其是在大众护肤市场。





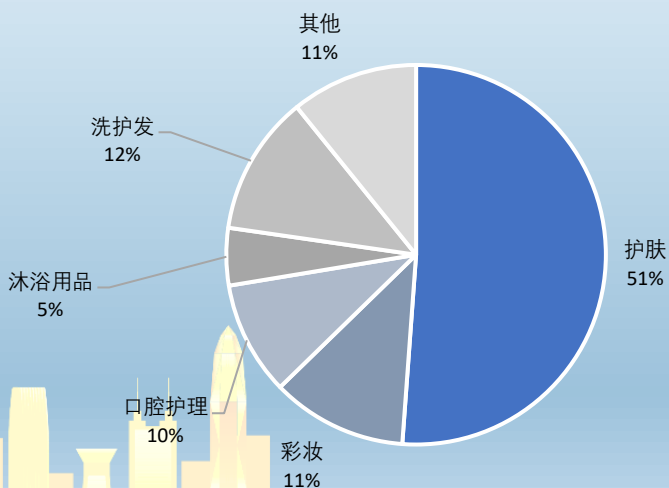
### 2.2、品牌成长三大红利之一：品类

品类：功效性护肤品、眼霜/精华等高阶护肤品、彩妆等品类存红利

2019年我国化妆品行业4777亿元市场规模，其中护肤品为第一大品类、占比51%，彩妆11%、口腔护理10%、沐浴用品5%、洗护发12%。

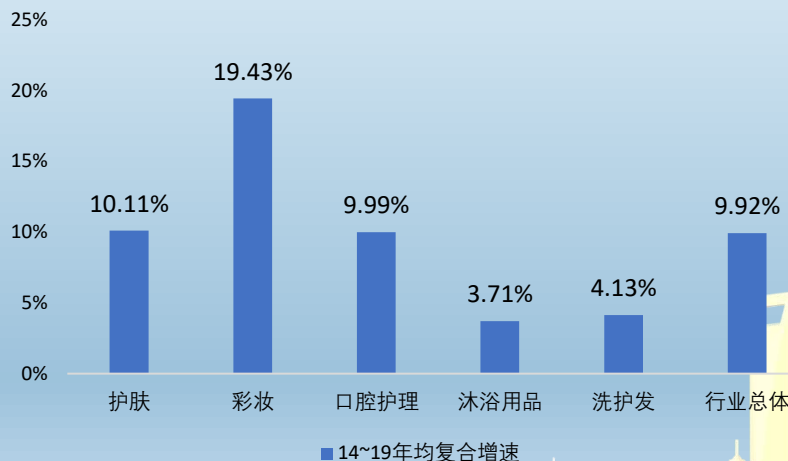
各细分子品类景气度不一，其中口腔护理、沐浴、洗护发等个护渗透基本完成，行业增速较低；而护肤品、彩妆成长性仍优行业总体。2014~2019年护肤品、彩妆市场规模年均复合增速分别为10.11%、19.43%。

#### 图表：我国化妆品分品类市场规模占比



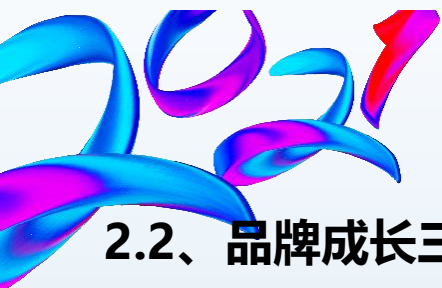
数据来源：Euromonitor，国金证券研究所

#### 图表：我国化妆品分品类市场规模复合增速



数据来源：Euromonitor，国金证券研究所





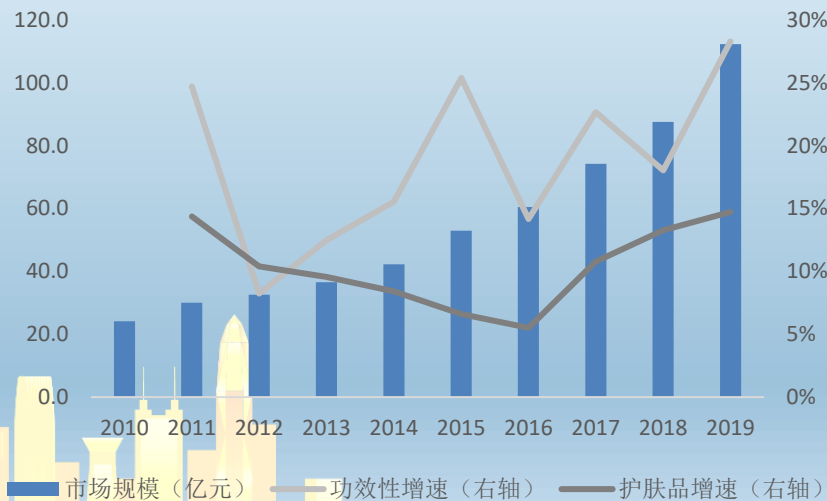
### 2.2、品牌成长三大红利之一：品类

品类：功效性护肤品、眼霜/精华等高阶护肤品、彩妆等品类存红利

护肤品中功效性护肤品、眼霜/精华等高阶护肤品增长性居优。

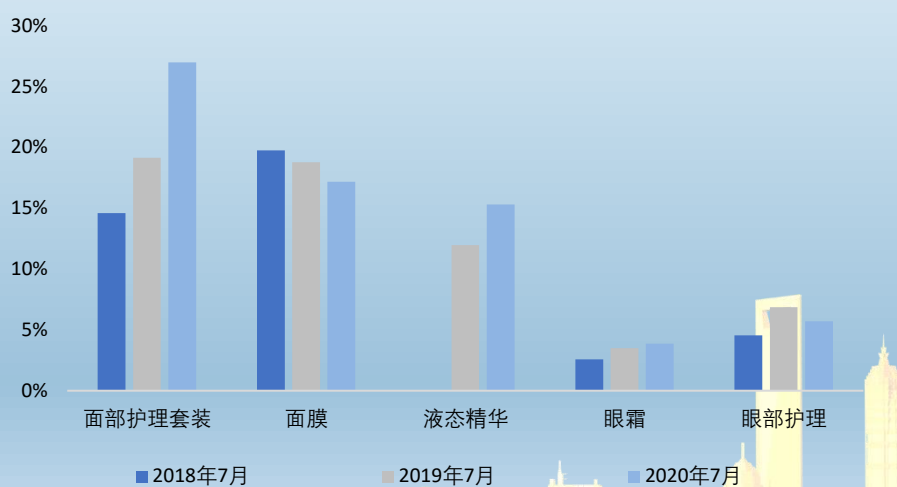
- 1) 2014~2019年我国功效性护肤品市场规模年均复合增速为20%、而同期护肤品增速为10%，当前功效性护肤品相对护肤品的渗透率为5%、预计未来占比有望提升至16%。
- 2) 护肤品正从水乳霜膏等基础护肤品向眼霜、精华等高阶护肤品升级。2020年7月精华销售额占美容护肤品产品销售额比重15.31%，较2019年7月提升3.34PCT；眼霜占比为3.87%、较19年7月提升0.37PCT；眼部护理（含眼霜）占比5.71%、较19年7月下降1.16PCT、较18年7月上升2.32PCT。

#### 图表：我国功效性护肤品市场规模及增速

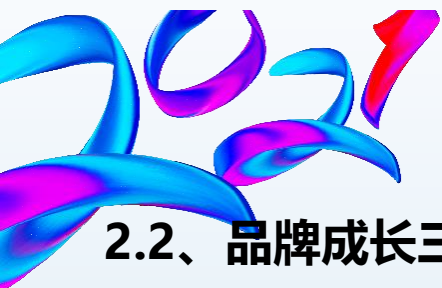


数据来源：Euromonitor, 国金证券研究所

#### 图表：18年7月、19年7月、20年7月各品类占阿里护肤品比重



数据来源：国金证券研究所整理

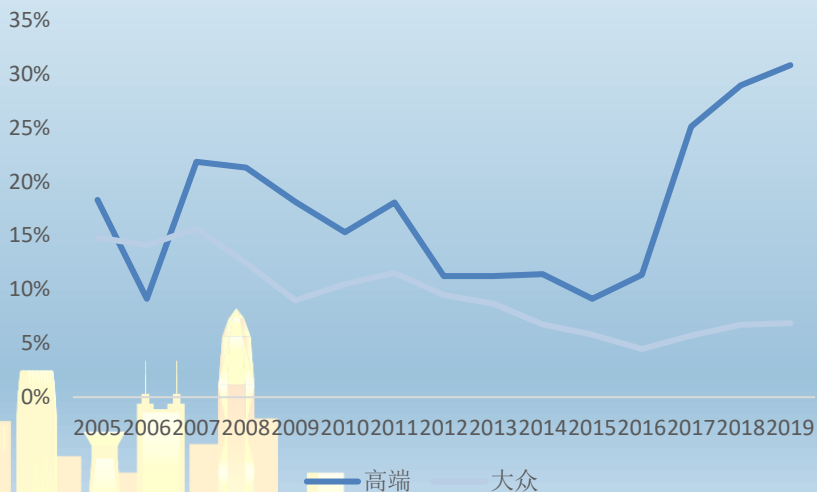


### 2.2、品牌成长三大红利之一：品类

品类：高端化趋势不断，近年提速

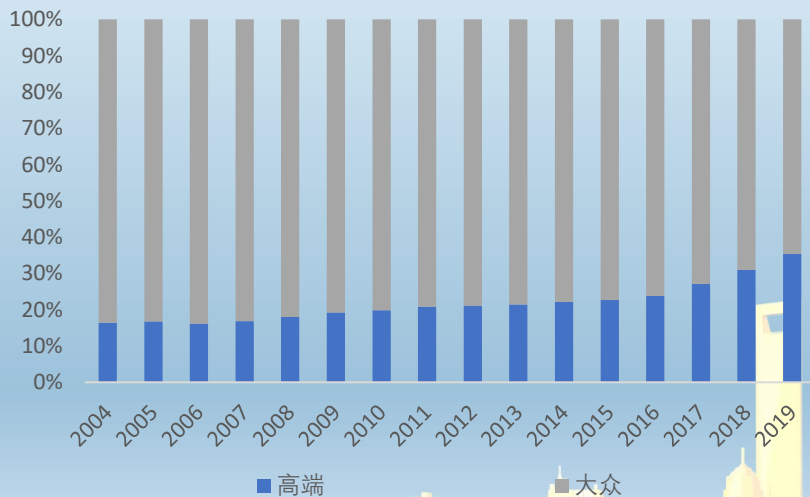
分定位看，我国化妆品行业高端化趋势不断，高端占比由2006年的16.18%提升至2019年的35.40%。并且近年高端化妆品增长提速，2017、2018、2019年高端化妆品增速分别为25.10%、28.90%、30.77%，而2006~2016年其市场规模年均复合增速为14.81%。

#### 图表：我国化妆品行业高端、大众市场规模增速

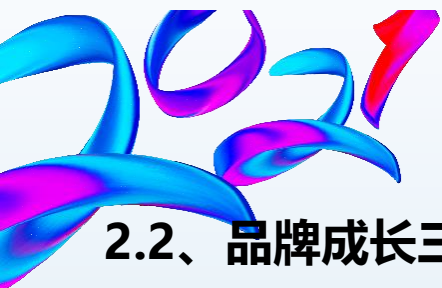


数据来源：Euromonitor, 国金证券研究所

#### 图表：我国化妆品行业高端、大众市场占比



数据来源：Euromonitor, 国金证券研究所



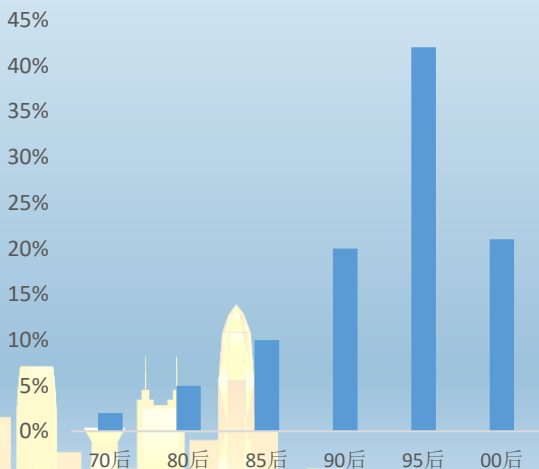
### 2.2、品牌成长三大红利之一：品类

#### 品类：消费回归理性，成分党兴起

年轻一代消费者回归理性，注重产品功效，而非盲目相信大品牌。据社会化营销研究院&微博数据中心，微博护肤人群中超80%为30岁以下的年轻消费人群，该部分人群护肤品购买决策的首要因素是产品功效适合（占比72%）、其次为品牌口碑声誉、性价比等。

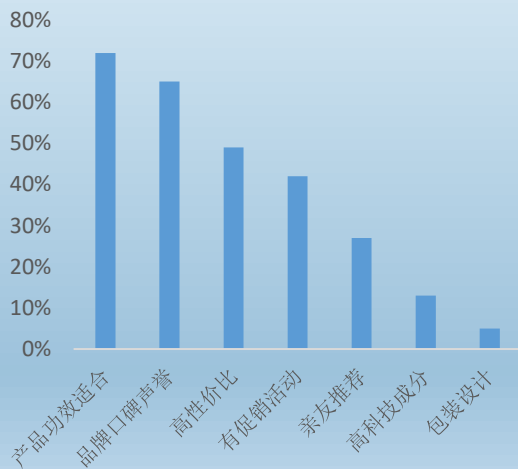
成分趋势下，用成分命名产品的化妆品备案数量占比不断提升。

#### 图表：2020年护肤品人群年龄占比



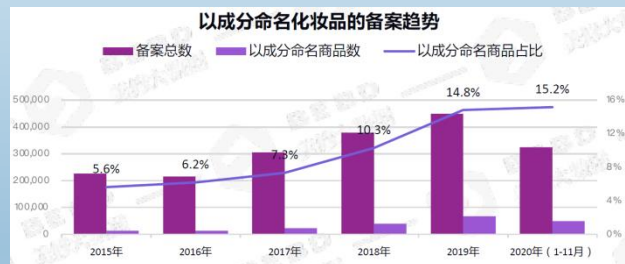
数据来源：微博，国金证券研究所

#### 图表：2020年护肤品人群决策因素

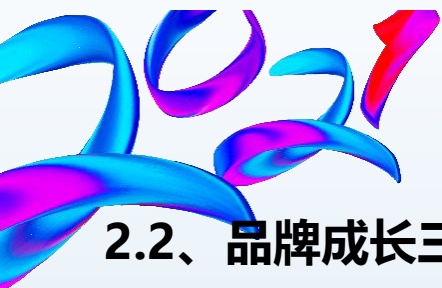


数据来源：微博，国金证券研究所

#### 图表：以成分命名化妆品的备案趋势



数据来源：美丽修行，国金证券研究所



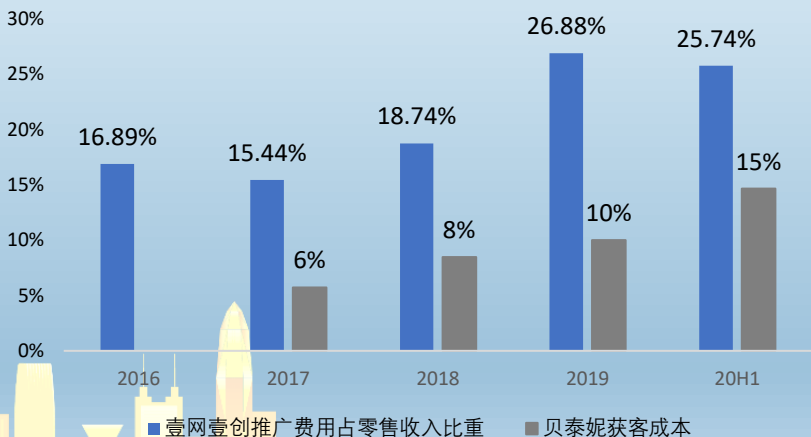
## 2.2、品牌成长三大红利之二：流量

流量：微博、微信、小红书等流量红利消失，淘宝直播、抖音、快手等新兴直播流量成本高

近年随着社交媒体的兴起，化妆品流量入口逐步从电视、户外广告等转向微博、微信、小红书等。平台早期的流量成本相对较低，为新锐品牌的发展提供契机，如微信平台孵化了HFP、小红书孵化了完美日记。随着行业认知的提升，传统平台流量红利消失、流量成本不断提升。

自2019年以来淘宝直播、抖音、快手等短视频的爆发，直播流量成本不断提升，尤其是李佳琪、薇娅等头部主播。2019年李佳琦坑位费5~6万，2020年3月美妆类目上升至8.4万，此外还有佣金率（本土品牌40%、海外品牌20~30%）；2020年双11薇娅美妆类目坑位费为20万。

### 图表：壹网壹创及贝泰妮获客成本



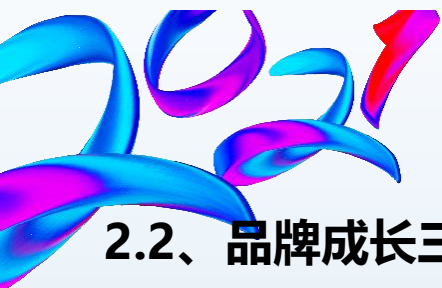
数据来源：Wind，国金证券研究所 注：公司零售业务相关的推广费用由公司承担，而非品牌方，并且计入销售费用率

### 图表：平台早期流量红利孵化催生新品牌



数据来源：国金证券研究所整理



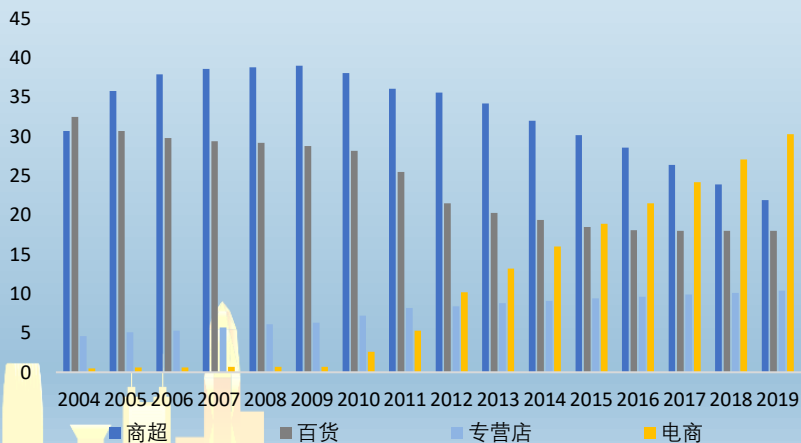


### 2.2、品牌成长三大红利之三：渠道

渠道：商超、CS等渠道红利渐失，电商成长性最高、已成第一大渠道

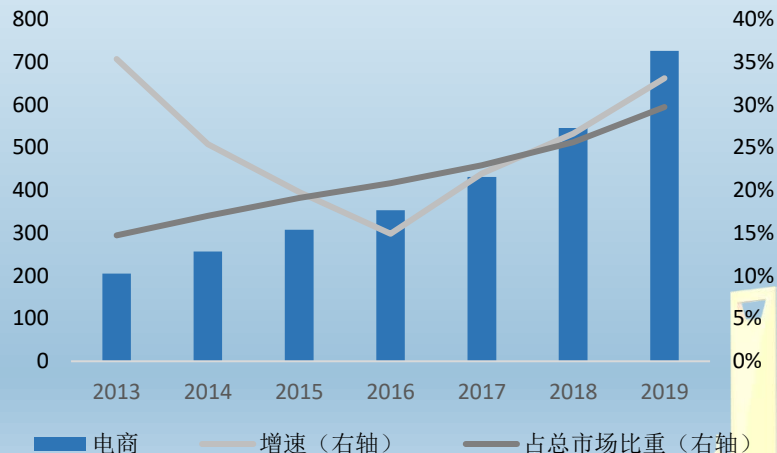
商超、CS等先后兴起，目前已经发展逐步成熟，商超渠道红利培育百雀羚，CS渠道红利培育珀莱雅、丸美等本土品牌。09年以来电商渠道快速发展，2019年跃升为第一大渠道。2016~2019年我国护肤品电商渠道市场规模年均复合增速为27.13%，2019年占护肤品行业总比重为29.70%。

#### 图表：化妆品行业各渠道市场份额

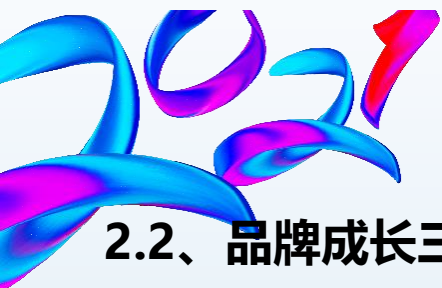


数据来源：Wind，国金证券研究所

#### 图表：化妆品电商渠道市场规模及同比增速



数据来源：国金证券研究所整理

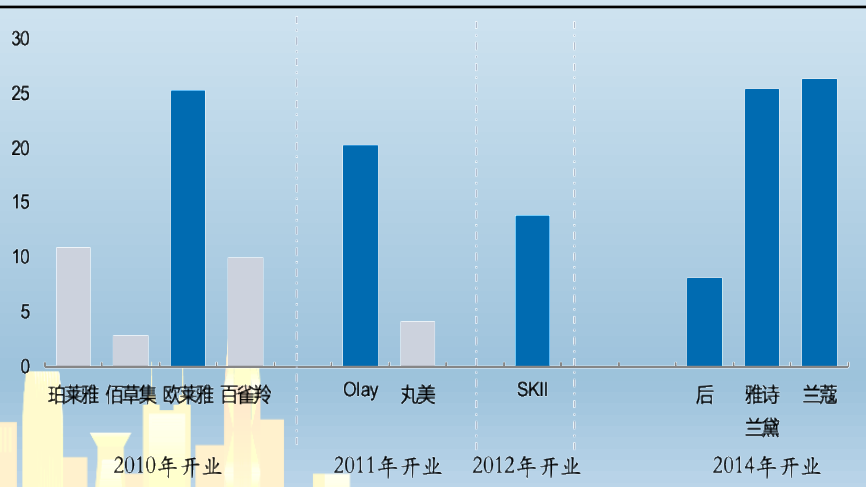


### 2.2、品牌成长三大红利之三：渠道

#### 渠道：品牌加速布局电商渠道、竞争逐趋激烈

- 品牌加速布局电商渠道，其中本土品牌率先布局电商渠道、国际品牌2011年后纷纷加码电商、呈现快速赶超之势。
- 线上美妆品牌格局亦从淘品牌、本土传统品牌向国际大牌等不断变迁。从历年天猫双11美妆榜单中可以看出，2013年上榜的主要以阿芙、美即、御泥坊等品牌为主，2014年本土传统品牌百雀羚、韩束、自然堂等传统线下品牌亦进入前十，进入前十的国产品牌有5个，但2018年进入前十的国产品牌剩下3个，2020年进一步下滑至1个。而国际品牌2017年起占据前十榜单主要席位。

#### 图表：部分国际品牌在电商渠道后来居上

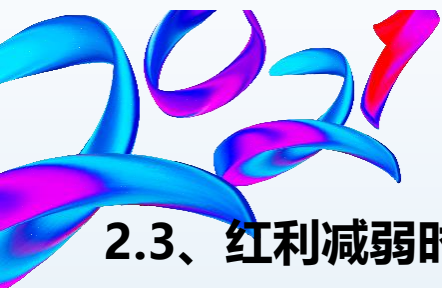


#### 图表：历年天猫双11美妆榜单

品牌排名	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
1	阿芙	百雀羚	百雀羚	百雀羚	百雀羚	兰蔻	欧莱雅	雅诗兰黛
2	美即	韩束	韩束	欧莱雅	自然堂	玉兰油	兰蔻	欧莱雅
3	御泥坊	自然堂	自然堂	SK-II	兰蔻	欧莱雅	雅诗兰黛	兰蔻
4	欧莱雅	玉兰油	玉兰油	一叶子	雅诗兰黛	雅诗兰黛	玉兰油	后
5	牛尔	欧莱雅	欧莱雅	自然堂	SK-II	SK-II	SK-II	玉兰油
6	百雀羚	阿芙	阿芙	雅诗兰黛	玉兰油	百雀羚	自然堂	SK-II
7	玉兰油	兰蔻	兰蔻	韩束	欧莱雅	自然堂	百雀羚	资生堂
8	膜法世家	御泥坊	御泥坊	佰草集	一叶子	HFP	后	雪花秀
9	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	薇诺娜
10	相宜本草	膜法世家	膜法世家	兰蔻	资生堂	悦诗风吟	薇诺娜	海蓝之谜

数据来源：Wind，国金证券研究所  
注：纵轴为品牌2019年天猫旗舰店销售额规模（亿元）

数据来源：国金证券研究所整理



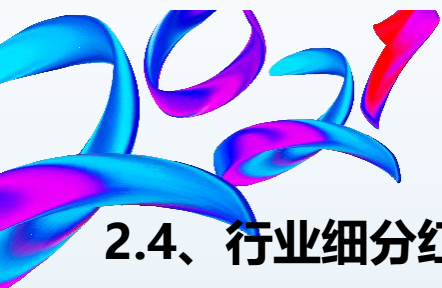
### 2.3、红利减弱时，品牌运营考验综合运营能力

#### 品牌成长/竞争考验品类、流量、渠道等综合运营能力

- 行业红利逐渐减弱，品牌竞争加剧对品牌运营能力提出了要求，尤其是国内市场的快速变化：1) 及时洞察消费者、关注热门品类趋势变化，做好产品开发；2) 站内外整合营销、日日复盘、实现营销投放效果最大化、降低引流成本；3) 根据用户反馈不断改进、升级产品。
- 品牌出色的综合运营能力对企业的组织运营提出新的要求：1) 企业有打通全链路（消费者洞察、产品开发、营销）的数字化系统（实现消费者端、营销端、销售端的数据获取、沉淀、分析等）；2) 企业有更灵活的组织架构。
- 在当前品牌竞争日趋激烈的背景下，拥有出色品牌综合运营能力的企业才能够持续胜出。

图表：品牌综合运营能力



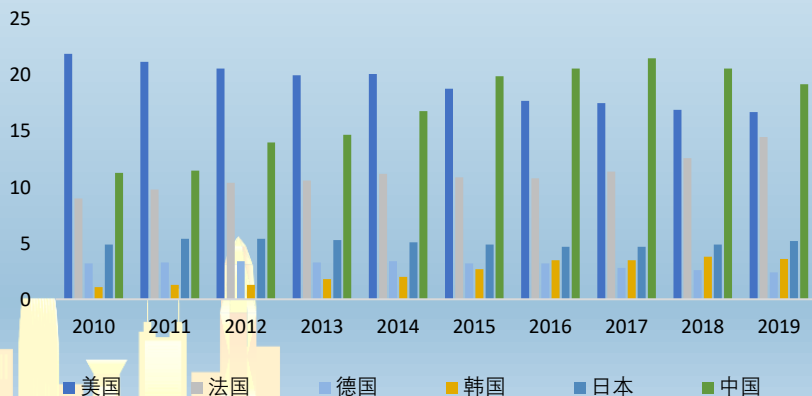


## 2.4、行业细分红利及品牌运营能力塑造行业格局：国际品牌VS国产品牌策略交流会

17年以前：本土品牌兴起，主要集中在大众护肤、大众彩妆等领域

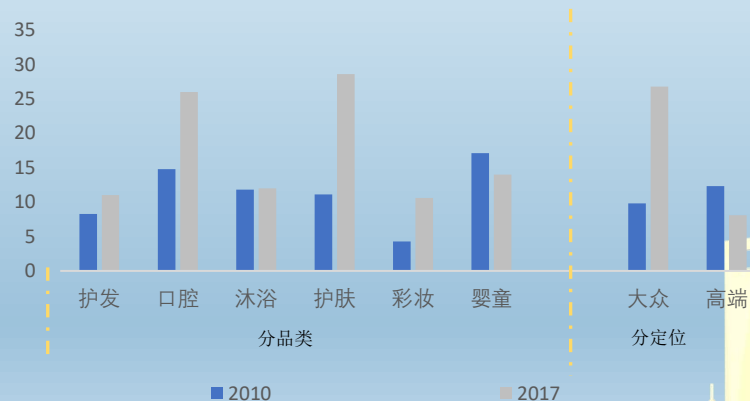
- 我国化妆品市场由国际品牌占主导，19年国际品牌合计市占率为80.8%，本土品牌为19.2%。
- 行业红利培育本土品牌：本土品牌把握商超/CS/电商等渠道早期红利，快速发展，市占率提升。2017年本土品牌合计市占率为21.5%、较2010年提升10.2PCT。本土品牌兴起主要集中在大众护肤、大众彩妆、大众口腔护理等。2017年本土品牌在护肤品类合计市占率为28.6%、彩妆10.6%、口腔护理26.0%，分别较2010年提升17.5PCT、6.3PCT、11.2PCT。
- 但在高端领域，国际品牌强势，本土品牌竞争力较弱。2017年国外品牌在我国高端化妆品市场合计市占率为91.9%、较2010年的87.7%提升4.2PCT。我国品牌在高端领域竞争力仍相对有限。

图表：我国化妆品行业品牌分国家市占率



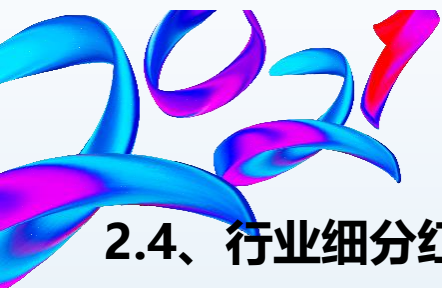
数据来源：Euromonitor，国金证券研究所

图表：市占率提升较多的国际品牌近年市占率 (%)



数据来源：Euromonitor，国金证券研究所





## 2.4、行业细分红利及品牌运营能力塑造行业格局：国际品牌VS国产品牌策略交流会

17年以来：高端化趋势提速、国际品牌表现亮眼，头部品牌推新速度加快

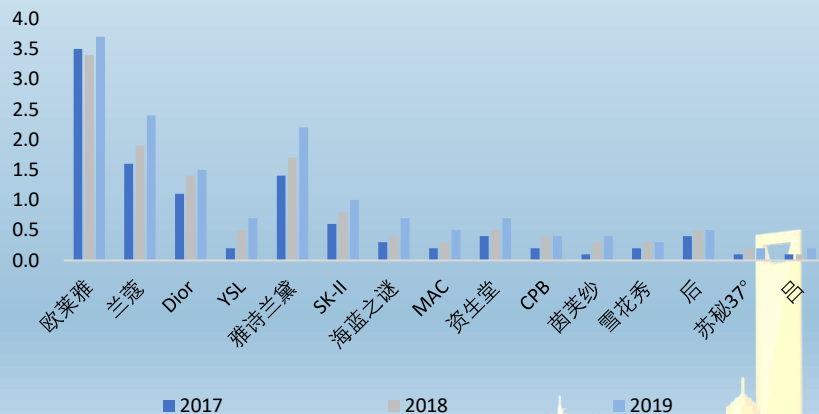
- 2017年以来我国化妆品消费高端化趋势加速，并且护肤品及彩妆均呈现出高端化趋势。国产品牌力相对有限，高端品牌形象力较弱，国际大牌凭借在高端护肤品、高端彩妆等领域的影响力，综合市占率不断提升。
- 具体公司来看，欧莱雅集团、雅诗兰黛集团、资生堂、爱茉莉太平洋及LG生活与健康等欧美日韩化妆品巨头旗下高端线品牌市占率不断提升。
- 背后的品牌：1) 欧莱雅：兰蔻、科颜氏、YSL、阿玛尼等；2) 雅诗兰黛集团：雅诗兰黛、海蓝之谜、MAC；3) 爱茉莉太平洋：雪花秀、吕；4) LG：后、苏秘37°；5) 资生堂：资生堂、CPB、茵芙纱等。

### 图表：我国高端、大众化妆品市场规模增速

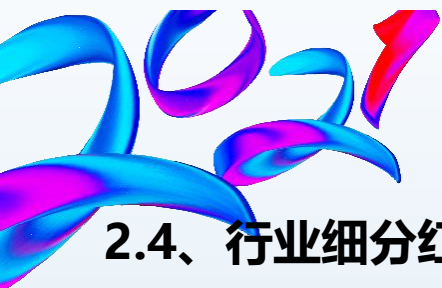


数据来源：Euromonitor, 国金证券研究所

### 图表：市占率提升较多的国际品牌近年市占率 (%)



数据来源：Euromonitor, 国金证券研究所



## 2.4、行业细分红利及品牌运营能力塑造行业格局：国际品牌VS国产品牌策略交流会

17年以来：高端化趋势提速、国际品牌表现亮眼，头部品牌推新速度加快

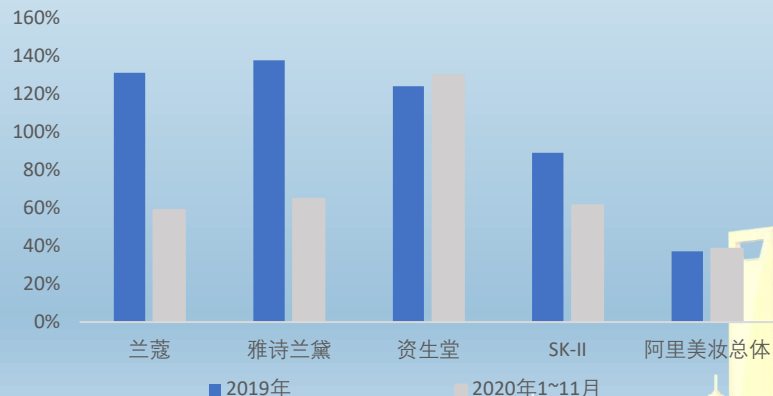
- 高端品牌均有自己的明星产品/核心成分，明星产品收入贡献大。但随着国际大牌纷纷发力中国高端市场，竞争开始加剧，国际大牌纷纷加快推新速度。如兰蔻、雅诗兰黛、海蓝之谜、雪花秀、苏秘37°等天猫旗舰店销量前十中2020年进口备案单品数量占比较高，如兰蔻推出的新品极光水。
- 其他国际高端品牌仍依赖老产品的销售，如资生堂、CPB、茵芙纱、SK-II、修丽可、后等。
- 但推新速度并未影响品牌线上销售表现，例如较快推新的兰蔻与依赖老明星产品销售的资生堂，各自品牌天猫旗舰店销售额2019、20年1~11月均保持50%+的增速增长。

图表：国际高端品牌天猫店销量前十备案年份单品数量

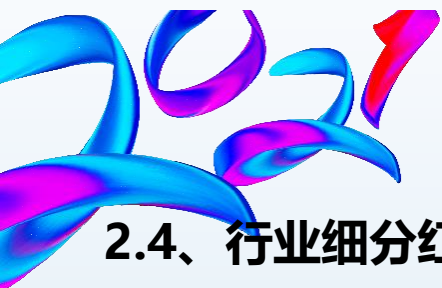
品牌	2020	2019	2018	2017	<=2016
兰蔻	1	4	3	1	1
修丽可	1	1	1	3	4
雅诗兰黛	2	2	3	1	2
海蓝之谜	3	2	2	2	3
资生堂	1	1	4	1	4
CPB					10
茵芙纱	2			2	6
雪花秀	4	1	2		3
吕	9			1	
后		3		3	4
苏秘37°	4			4	2
SK-II	2	1	1		6

数据来源：天猫，国金证券研究所

图表：国际高端品牌天猫旗舰店销售额增速



数据来源：国金证券研究所整理

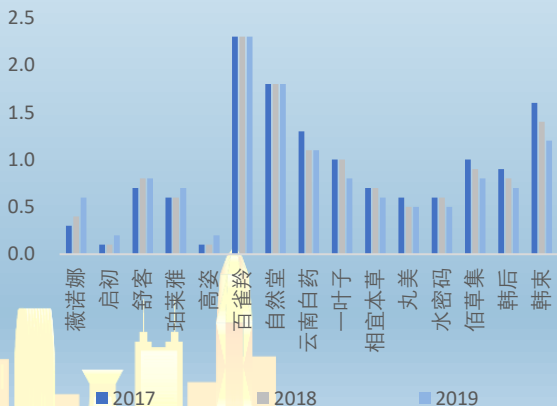


## 2.4、行业细分红利及品牌运营能力塑造行业格局：国际品牌VS国产品牌策略交流会

### 17年以来：大众端竞争加剧，本土品牌表现分化

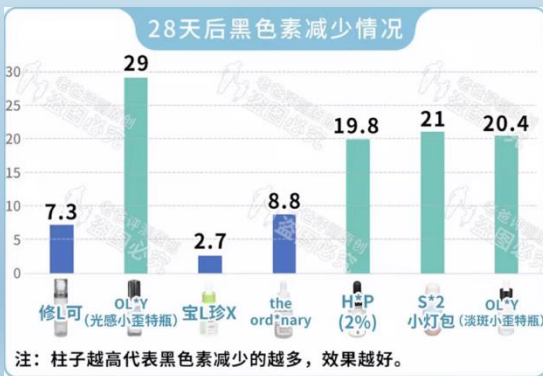
- 在大众领域，本土品牌仍保持较高竞争力，2019年我国本土在大众端合计市占率为27%、较2017年提升0.2PCT。本土品牌相对国际中档品牌，产品已经具有竞争力，本土品牌在新品推新速度、营销投放上总体较优。
- 进一步细分看，本土品牌内部表现分化，其中：1) 传统头部增速与行业持平或低于行业，市占率不变（如百雀羚、自然堂等），市占率下降（如韩束、一叶子）；2) 中腰部及小品牌表现分化，其中珀莱雅、薇诺娜、高姿、启初等市占率提升，佰草集与丸美市占率下降。造成本土品牌业绩表现差异的主要原因为品牌综合运营能力的差异。

### 图表：化妆品品牌市占率变化 (PCT)



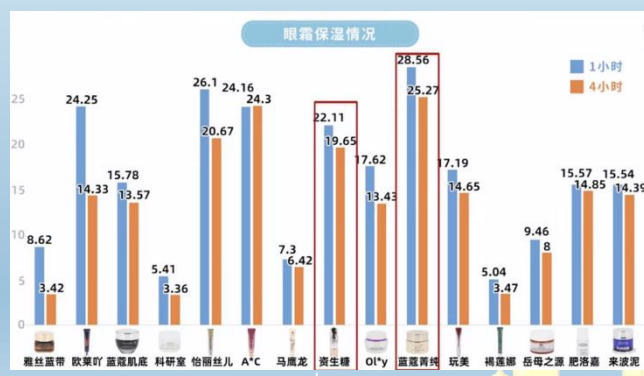
数据来源：Euromonitor, 国金证券研究所

### 图表：不同品牌产品力对比

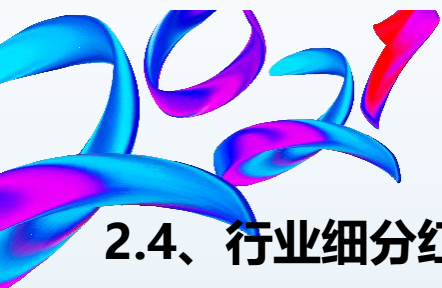


数据来源：老爸评测, 国金证券研究所

### 图表：不同品牌产品力对比



数据来源：老爸评测, 国金证券研究所



## 2.4、行业细分红利及品牌运营能力塑造行业格局：国际品牌VS国产品牌策略交流会

### 17年以来：大众端竞争加剧，本土品牌表现分化

- 本土品牌内部表现分化，造成差异的主要为新品开发、新兴营销投放方式等品牌运营能力差异所致，且新品开发能力重要性强于营销投放。

图表：本土品牌、国际中档品牌推新速度对比

品牌	2020	2019	2018	2017	<=2016
<b>国际中档</b>					
薇姿	2	2	1	5	
理肤泉	1	1	3	5	
倩碧	1	2	4	3	
悦诗风吟	3	3	1	3	
<b>本土品牌</b>					
百雀羚	1	1	4	4	
自然堂	2	4	1	3	
韩束	1	6	2	1	
一叶子	2	6	1	1	
珀莱雅	6	3		1	
丸美	5	3		2	
佰草集	1	3	2	2	2
高姿	2	6	1	1	
相宜本草	1	1	5	3	
HFP	1	7	2		
纽西之谜	7		1	2	
启初	10				
润百颜	4	2	3	1	

数据来源：天猫，国金证券研究所 注：上图数据为各品牌天猫店销量前十品牌备案年份数量统计；红色为高端品牌，黄色为大众品牌

图表：本土品牌、国际中档品牌营销投放对比

	小红书笔记数量 (万篇)	抖音获赞数 (万个)	抖音粉丝数 (万个)	微博粉丝数 (万个)
<b>国际中档</b>				
薇姿	3	11.8	4.2	158
理肤泉	9	8.2	6.5	30
修丽可	7	0.00	0.01	75.00
倩碧	14	11.30	1.00	134.00
悦诗风吟	19	241.1	37.7	423
<b>本土品牌</b>				
百雀羚	4	592	35.5	55
自然堂	3	301.6	36.1	275
韩束	2	1.7	0.2564	46
一叶子	1	7.3	1.3	30
珀莱雅	3	196.1	8.5	123
丸美	1	85.8	20.1	24
佰草集	1	75.5	8.1	201
玉泽	2	0.7199	0.6362	19
薇诺娜	6	45.5	12.7	152
相宜本草	1	8	0.4842	75
HFP	1	122.2	8.4	38
纽西之谜	2	55.6	226.5	53
启初	1	1	0.4449	69
润百颜	1	2.8	3.1	36

数据来源：天猫，国金证券研究所 注：上图数据为各品牌天猫店销量前十品牌备案年份数量统计



## 2.4、行业细分红利及品牌运营能力塑造行业格局：国际品牌VS国产品牌策略交流会

17年以来：大众端竞争加剧，本土品牌表现分化

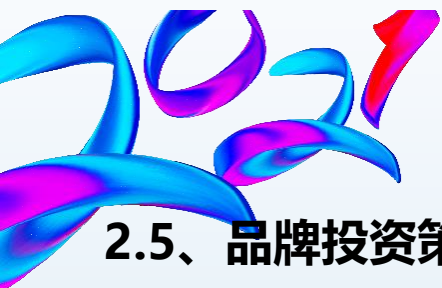
- 其中新品开发能力重要性强于营销投放：以近期大火的烟酰胺成分为例，2015年起优SK-II、Olay等推出烟酰胺成分产品，此后市场品牌持续跟风投入、成分应用品类不断拓展，2019年成分相关的备案与用户关注度达到顶峰，之后迅速回落。
- 因此品牌能否深刻洞察到当下流行趋势、并快速推出相关的产品，决定了其能否分享细分领域的红利。只有新品开发能力强，再搭建新兴社媒营销方式才能期待事半功倍的效果，否则大量的营销投放转化不了最终的销售，营销投放效率下降不利于品牌发展。

图表：烟酰胺成分热度曲线及相关产品



数据来源：天猫，国金证券研究所 注：上图数据为各品牌天猫店销量前十品牌备案年份数量统计；红色为高端品牌，黄色为大众品牌



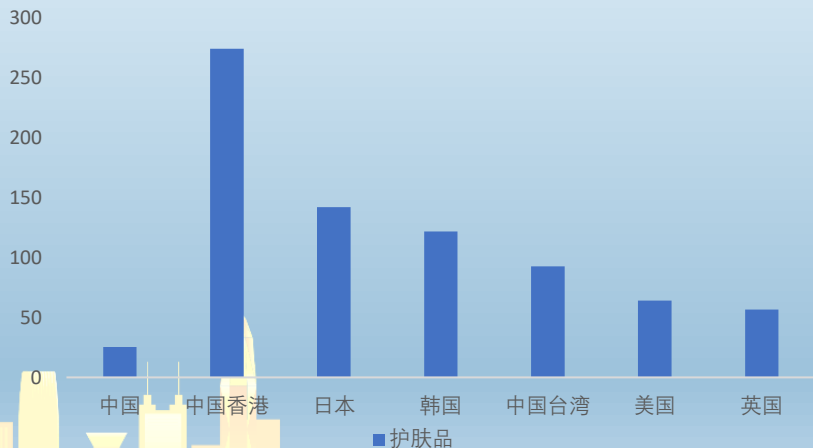


### 2.5、品牌投资策略

#### 行业持续增长，空间广阔

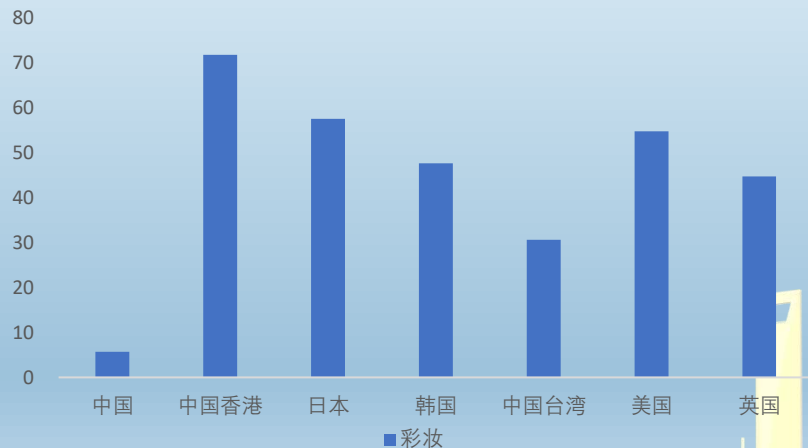
- 行业成长，未来成长空间广阔。我国化妆品行业市场增速全球最高，但对比发达国家，我国人均消费水平仍较低。
- 2019年我国年人均护肤品消费金额为25.4美元，同期日本、韩国、美国、英国等年人均护肤品消费金额分别为142、122、64、57美元，分别是我国的2~6倍。
- 2019年我国彩妆人均消费金额为5.7美元，同期日本、韩国、美国、英国等年人均彩妆消费金额分别为57、48、55、45美元，分别是我国的8~10倍。

#### 图表：不同国家护肤品年人均消费金额（美元）

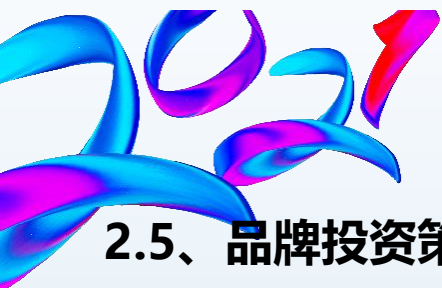


数据来源：Euromonitor，国金证券研究所

#### 图表：不同国家彩妆年人均消费金额（美元）



数据来源：Euromonitor，国金证券研究所



### 2.5、品牌投资策略

#### 高端红利不属于本土品牌，大众端看好综合运营能力强的本土品牌

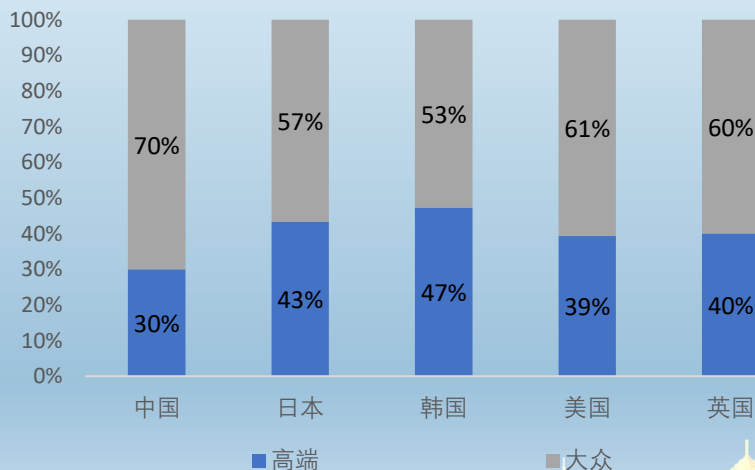
- 高端领域：1) 品牌溢价大于产品力，据老爸评测，日本四大神水之首的SK-II神仙水保湿效果相比其他神水更弱，但品牌溢价仍最前、价格最贵。2) 国际大牌在品牌溢价相对本土品牌具有天然优势，并且部分国际大牌在加快推新速度，日韩品牌加紧布局中国市场。高端市场竞争趋向激烈。3) 本土品牌影响力仍有限，竞争对手较强，短期布局高端市场难度较大。
- 大众领域：行业增速不及高端领域，但国际中档品牌本土化较差、针对中国市场的新品开发能力较弱，本土品牌深耕中端总体竞争力较强；内部来看，推荐关注分享细分红利（如成分党、功效性护肤品、精华/眼霜、彩妆等）、综合运营能力较强（消费者洞察、新品开发、营销投放、渠道拓展能力等）的本土品牌。

#### 图表：高端领域品牌溢价大于产品力

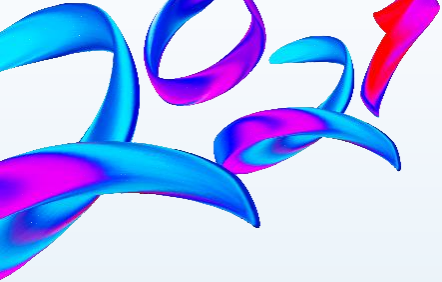


数据来源：老爸评测，国金证券研究所

#### 图表：2019年不同高端、大众端化妆品市场份额占比



数据来源：老爸评测，国金证券研究所



一元始 万象新

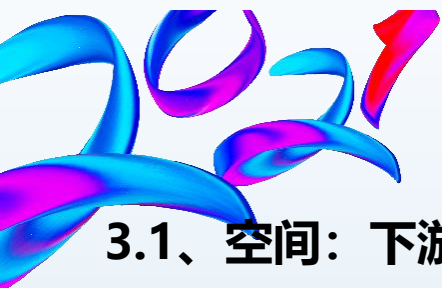
国金证券2021年度投资策略交流会

# 目录

## CONTENTS

- 1、行业回顾：基本面快速修复，Q4估值调整
- 2、品牌商：细分红利助力成长，竞争升级考验综合运营能力
- 3、生产商：行业处上升期，持续向少数寡头集中
- 4、代运营商：赋能品牌，分享行业与品牌成长红利
- 5、投资建议与个股推荐
- 6、风险提示





## 3.1、空间：下游需求释放、品牌外包催生代工需求

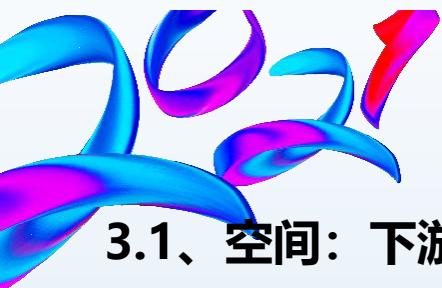
### 小品牌及渠道品牌为代工需求主力

- 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。
- 多小的品牌算小品牌？我们分析了阿里全网化妆品前十大品牌发现年销售规模在20亿元以下的品牌（对应市占率不足0.5%）多依靠外包生产（线下渠道产品加价倍率更大、可以认为线下20亿元的品牌亦依靠外包生产）。

图表：我国化妆品上市公司生产模式及主营业务成本构成

公司名称	生产模式	主营业务成本构成	直接材料成本构成	主要的直接材料
上海家化	自主生产为主	-	-	皂粒、油脂、表面活性剂、溶剂、营养药物添加剂、包装物（纸箱、玻璃等）
珀莱雅	自主生产为主、OEM生产为辅	直接材料90%+直接人工6%+制造费用4%	原材料30%+包装物70%	保湿剂、活性物、油酯蜡、乳化剂、包装物（纸箱等）
丸美股份	自主生产为主、委外加工为辅	直接材料83%+直接人工7%+制造费用5%+外协费用5%	包装物占比70%以上	-
御家汇	委托加工为主、自主生产为辅	材料70%+人工与制造费用30%	原材料30%+包装物70%（以公司自主生产的贴片式面膜为例）	保湿剂、活性物、膜布、彩盒、铝膜袋
拉芳家化	自主生产为主、委外生产为辅	直接材料88%+直接人工5%+制造费用7%	-	表面活性剂、香精、硅油、皂基

数据来源：Wind，国金证券研究所

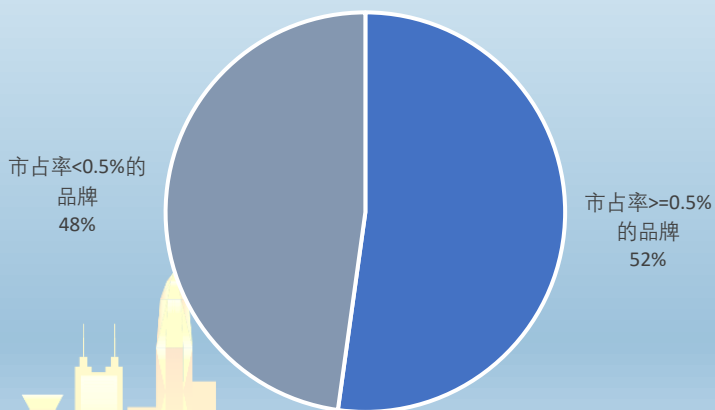


## 3.1、空间：下游需求释放、品牌外包催生代工需求

### 小品牌及渠道品牌为代工需求主力

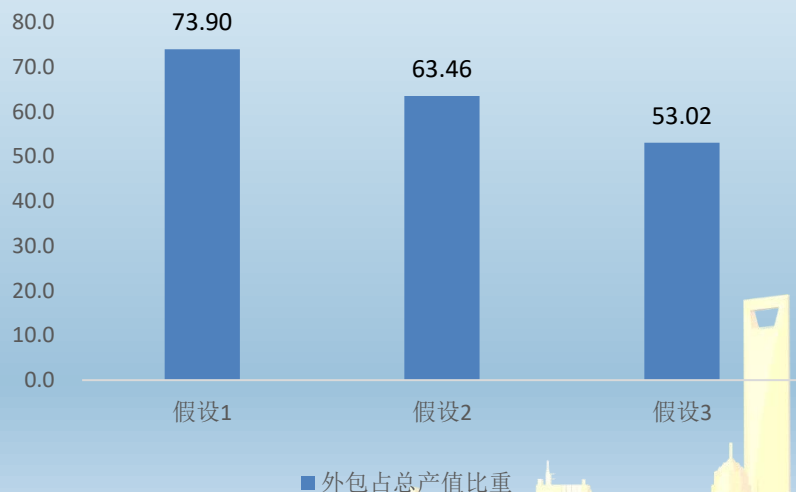
- 2019年我国化妆品小品牌合计市占率48%、大品牌市占率为52%。
- 假设小品牌全部外包，大品牌外包比例分别为50%、30%、10%。对应2019年我国化妆品代工市场规模占化妆品产值的74%、63%、53%，对应市场规模为353亿元、303亿元、253亿元。
- 2019年我国化妆品终端零售额为4777亿元，按照化妆品产品通常的10倍加价倍率测算，2019年我国化妆品生产产值（自产+代工）477亿元、2005~2019年年均复合增速为10.56%。分品类来看，我国化妆品产值占比较大的为护肤品、19年占比约50%。

图表：2019年我国市占率<0.5%、>=0.5%的品牌合计零售规模占化妆品总零售规模占比



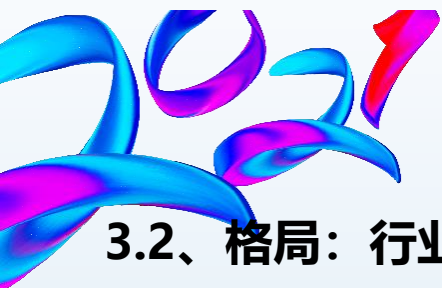
数据来源：Euromonitor，国金证券研究所

图表：分别不同情形设定下我国化妆品外包生产比例占行业总产值比重（%）



数据来源：Euromonitor、国金证券研究所

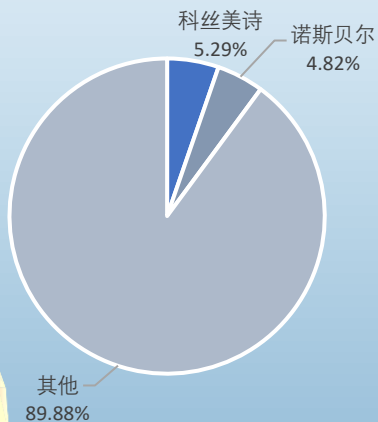




### 3.2、格局：行业集中度低、格局分散

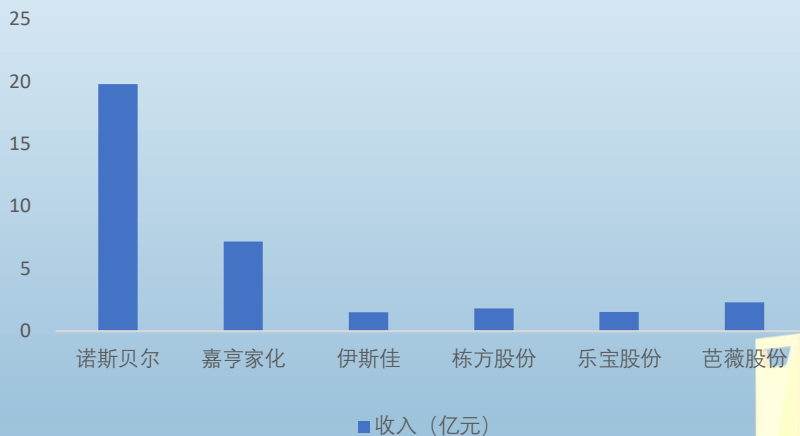
- 根据可获得的数据，我们测算出2017年我国化妆品生产环节CR2（科丝美诗中国、诺斯贝尔）为9%。全国化妆品相关的生产制造企业数量有4000多家。
- 我国本土企业中已经出现一批优质生产商，得到国际品牌的认可，进入国际品牌的供应链体系，例如上海臻臣为全球彩妆TOP10的某品牌代工、甚至是部分国际品牌在中国区的唯一本土制造商，诺斯贝尔为资生堂等国际品牌面膜产品代工。

图表：2017年我国生产环节龙头市占率

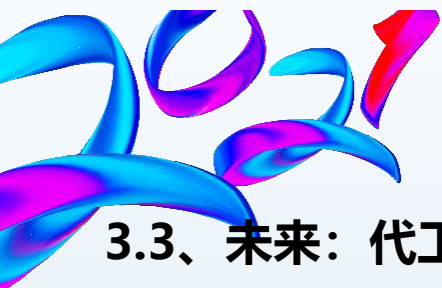


数据来源：Wind、Bloomberg、Euromonitor、国金证券研究所  
注：龙头市占率为光大证券研究所测算，龙头市占率=龙头本土营收÷化妆品生产产值，其中化妆品生产产值根据10倍产品加价倍率、由化妆品零售总规模推算所得，此处数据来源及情况假设较多，推算结果与实际情况或有差异。

图表：2018年我国化妆品生产商上市公司营收对比



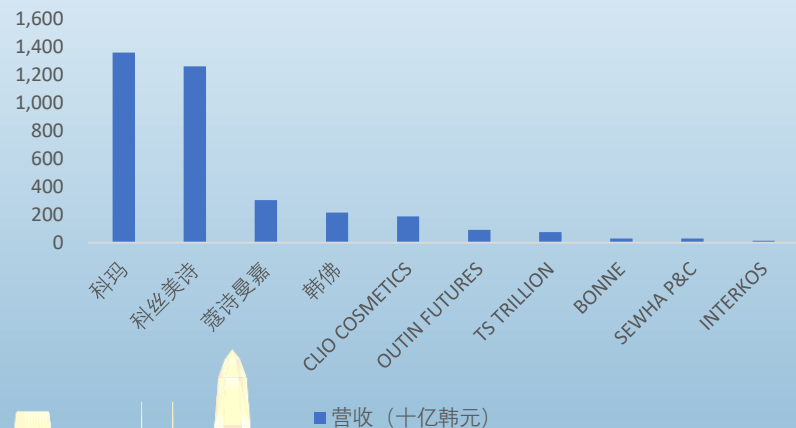
数据来源：Wind、国金证券研究所  
注：诺斯贝尔仅披露18年营收，因此对比同业的也对比2018年营收



## 3.3、未来：代工比例提升，强研发/拓品类/升客户、本土寡头望诞生 投资策略交流会

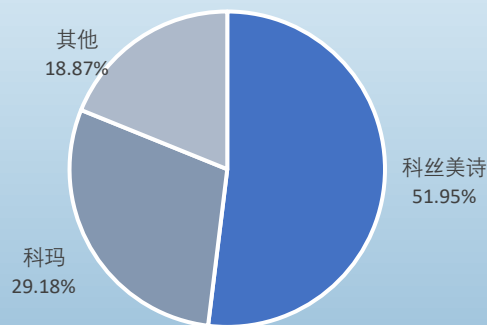
- 据韩国化妆品协会，2017年韩国自有品牌（不含进口品牌）中自主生产、外包生产占比分别为30.09%、69.91%，与前文对我国外包比例的乐观假设的水平相当。未来随着我国化妆品产业链分工的进一步深入，我国化妆品代工相对化妆品产值的渗透有望进一步提升。
- 参考韩国化妆品代工行业格局，目前已形成科玛与科丝美诗两大寡头，其他代工商专注于细分领域、总体规模小于同业。背后的主要原因为：1) 规模效应与产业效率；2) 小品牌愿意找大工厂为产品品质背书。预计未来我国化妆品代工行业中亦将诞生自己的寡头。

图表：2018年韩国主要化妆品生产商在韩国本土营收

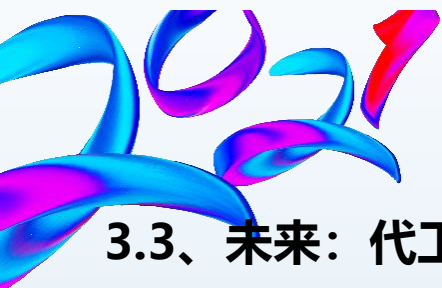


数据来源：Bloomberg、国金证券研究所

图表：2017年韩国生产环节龙头市占率



资料来源：Wind、Bloomberg、Euromonitor、国金证券研究所  
注：1) 龙头市占率为国金证券研究所测算，龙头市占率=龙头本土营收（不包含韩国地区以外的营收）÷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。



## 3.3、未来：代工比例提升，强研发/拓品类/升客户、本土寡头望诞生 投资策略交流会

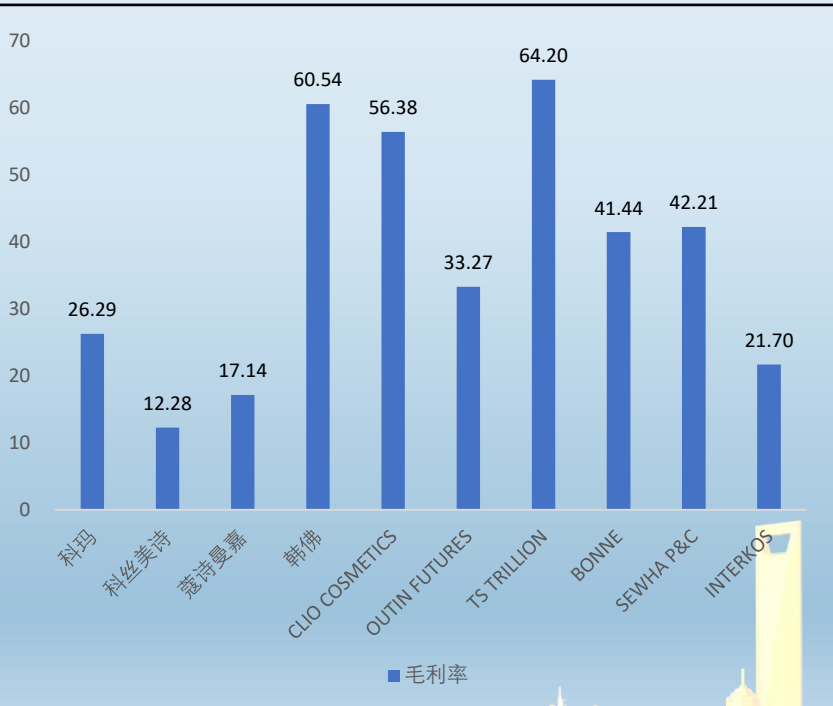
- 如何成为优质的供应商？参考韩国科丝美诗的成功经验：1) 重研发；2) 重客户：获大客户认可；3) 规模优势下逐步构建竞争壁垒。

### 图表：韩国主要化妆品生产企业主营业务简介

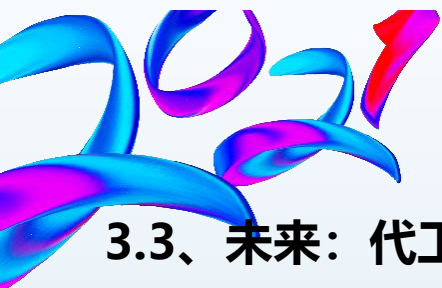
公司	成立时间	主营领域	18年研发费用率
SEWHA P&C INC	1965	头发洗护用品生产	0.42%
KCI LTD	1976	化妆品原料供应商	-
<b>COSMAX INC</b>	<b>1992</b>	<b>个护、护肤品及彩妆等代工</b>	<b>3.36%</b>
CLIO COSMETICS C	1993	彩妆代工	2.08%
COSMECCA KOREA C	1999	以研发为主	2.70%
HUGEL INC	2001	肉毒杆菌生产商	-
TS TRILLION CO L	2007	沐浴露代工	-
BONNE CO LTD	2009	护肤品、彩妆等代工，其中彩妆较突出	0..36%
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	1.11%

数据来源：Bloomberg、国金证券研究所

### 图表：2018年韩国化妆品主要生产商毛利率对比 (%)



数据来源：Wind、国金证券研究所



## 3.3、未来：代工比例提升，强研发/拓品类/升客户、本土寡头望诞生 投资策略交流会

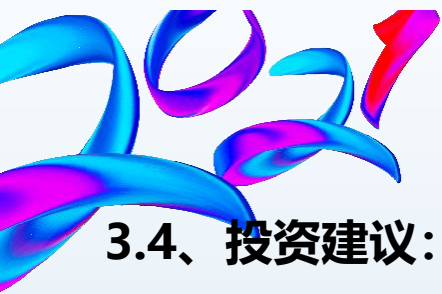
- 科丝美诗合作的客户有韩国第二大化妆品集团LG、仅次于悦诗风吟的韩国大众护肤品牌the face shop、韩国第三大化妆品集团主品牌MISSHA、韩国第一个生活美容渠道Olive Young、韩国知名面膜品牌蒂佳婷等。

图表：科丝美诗合作客户情况

Major domestic partners


数据来源：公司官网、国金证券研究所





一元始 万象新

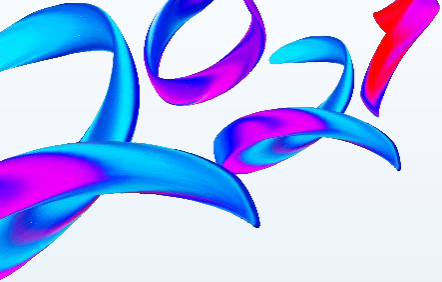
国金证券2021年度投资策略交流会

### 3.4、投资建议：关注上游优质生产商

- 化妆品行业成长给上游生产商带来机会。
- 当前行业集中度低、格局分散，参考海外成熟经验，行业未来有望向寡头集中。参考韩国经验，化妆品代工相对行业产值渗透为70%，未来随着产业分工更加专业化，我国化妆品代工有望进一步渗透。
- 强研发/拓品类/升客户的公司有望成长为行业寡头，建议关注本土代工寡头**诺斯贝尔**、彩妆优质代工商**上海臻臣**、防晒剂制造商**科思股份**、日化产品及塑料包装容器生产商**嘉亨家化**等。







一元始 万象新

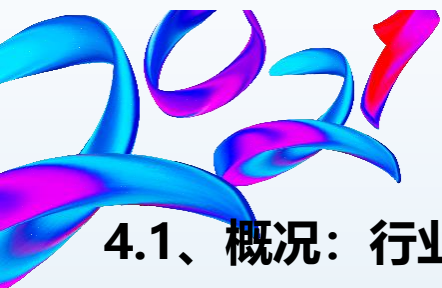
国金证券2021年度投资策略交流会

# 目录

## CONTENTS

- 1、行业回顾：基本面快速修复，Q4估值调整
- 2、品牌商：细分红利助力成长，竞争升级考验综合运营能力
- 3、生产商：行业处上升期，持续向少数寡头集中
- 4、代运营商：赋能品牌，分享行业与品牌成长红利
- 5、投资建议与个股推荐
- 6、风险提示

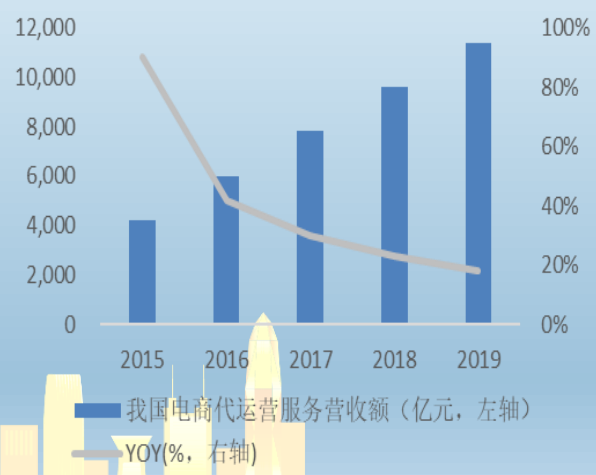




### 4.1、概况：行业快速成长，其中美妆为高景气品类

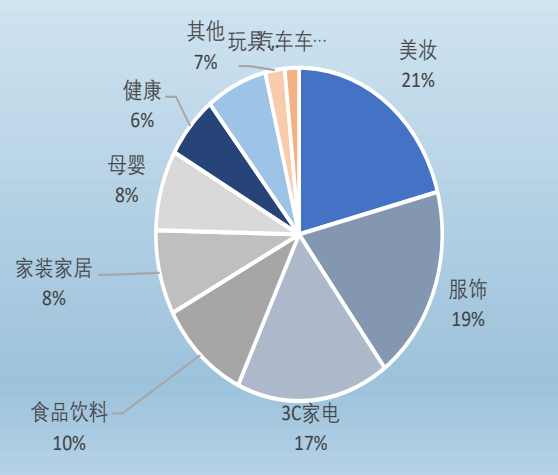
- 2019年我国电商代运营产业规模1.14万亿元、同比增长18%，2015~2019年复合增速达到27.9%。根据艾瑞咨询，2018年我国品牌电商服务市场交易规模1613.4亿元、预计到2021年达到3473.6亿元，期间年复合增速为29.1%。
- 分品类来看，美妆、服饰、家电等为我国电商服务商服务的前三大品类，2019年品牌数量分别占比20.9%、18.9%、17.2%。
- 分品类成长性来看，母婴、美妆、健康、食品饮料、家装家居等增速较高，2015~2019年电商服务规模增速均超100%。

#### 图表：15~19年我国电商代运营



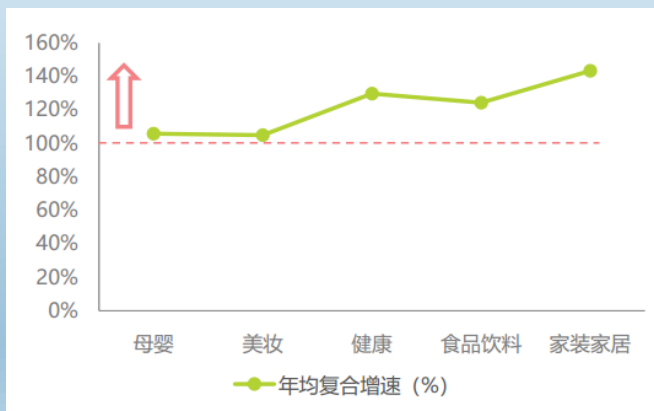
数据来源：Euromonitor，国金证券研究所

#### 图表：不同品牌产品力对比

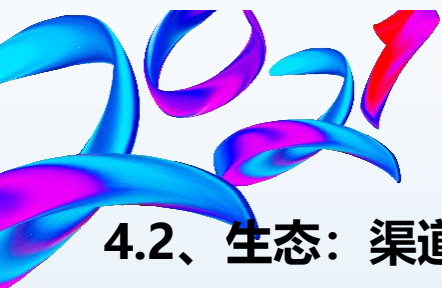


数据来源：商务部《2019年中国电子商务报告》，国金证券研究所

#### 图表：16~19年电商服务增速较大的品类



数据来源：艾瑞咨询，国金证券研究所



### 4.2、生态：渠道驱动品牌、品牌主导代运营

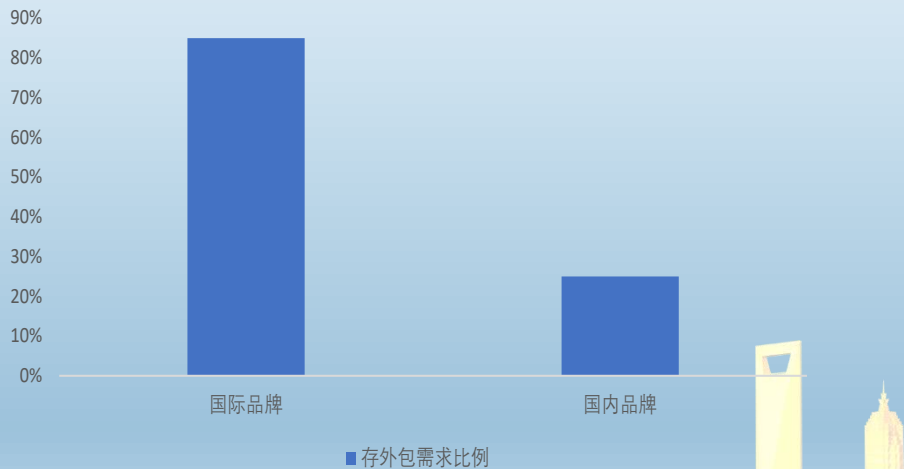
- 电商渠道快速发展，品牌触网意愿不断增强。在品牌线上运营能力较弱时，需依赖代运营商。
- 分品类看，化妆品类的品牌因品类的线上运营特点复杂，且要求的运营技巧多，使用电商服务较为普遍。因此化妆品品类对品牌电商服务的需求比例最高，在电商服务市场中占比最大、使用电商服务比例和佣金率相对较高。
- 分品牌属性看，大量的国际品牌不熟悉中国电商市场，其倾向于合作代运营服务商，合作稳定性较强，80~90%的国际品牌存在对电商服务商的需求。

图表：2019年三种品类品牌商对电商服务需求比例以及电商服务佣金率（%）

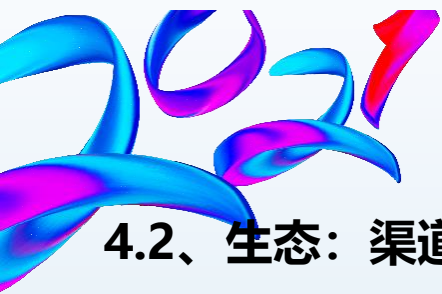
品类	品牌商对电商服务的需求比例（%）	电商服务佣金率行业均值水平（%）
美妆	50~60%	15~20%
服饰	20~30%	10~15%
3C家电	10~20%	2~10%

数据来源：艾瑞咨询、国金证券研究所

图表：2019年国际品牌、国内品牌中对电商服务商的需求比例



资料来源：艾瑞咨询、国金证券研究所



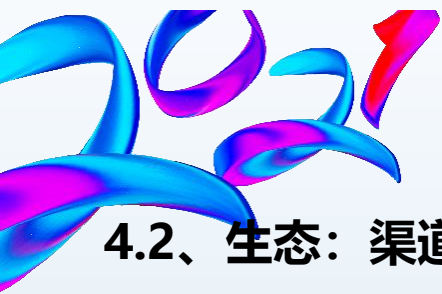
### 4.2、生态：渠道驱动品牌、品牌主导代运营

- 代运营模式包含零售、管理模式等两大类型。
- 成长期品牌多追求销量，偏好零售模式、给予代运营商高折扣、高返利，品牌发展成熟后追求稳健增长，给予代运营商低折扣、低返利（国际美妆品牌出货5~7折，品牌越小/采购规模越大，折扣越低）；待自主运营能力提升后，品牌或从零售转为服务模式，甚至转为自主运营。
- 自主运营对品牌线上运营能力要求较高，但有利于品牌沉淀用户数据、洞察消费趋势、复盘营销投放情况、提升营销效率。

#### 图表：电商代运营服务行业两种主要经营模式比较

	电商零售模式（也称买断、经销）	品牌运营模式（也称代运营服务）
模式概况		
业务介绍	网络零售服务商取得品牌方授权，向品牌方以一定折扣价采购产品，在线上店铺面向终端消费者进行产品销售	网络零售服务商接受品牌方委托，代为运营品牌方在第三方电商平台上的品牌店铺
店铺和货品的所有权人	服务商	品牌
盈利模式	盈利来源于销售价格与采购成本及各项费用的差额，其中服务商需承担店铺运营、营销推广和人力成本	服务费与人力等投入的差额（品牌方自主承担仓储、物流及其他与店铺运营无关环节的成本），其中服务费一般包括固定服务费及与销售业绩等挂钩的服务佣金
业务模式优势	服务商对整个产品销售环节具有很强把控能力、对定价及促销有更大的控制权，并且由于经销商的角色跟品牌绑定更深，并能掌握第一手用户消费特征数据	运营成本及资金投入较小
业务模式劣势	承担存货风险，资金占用相对较大，由于服务商自行承担多种费用，对其经营管理能力要求较高	仅作为代运营角色、跟品牌的合作深度不如经销

数据来源：公司招股说明书，Wind，国金证券研究所



## 4.2、生态：渠道驱动品牌、品牌主导代运营

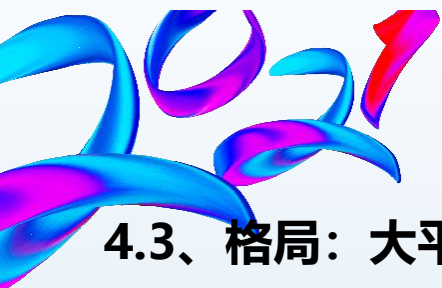
图表：电商代运营服务行业两种主要经营模式比较

财务核算方法	电商零售模式（也称买断、经销）	品牌运营模式（也称代运营服务）
收入	对消费者实际销售额	按实际销售额抽佣，相同GMV情况下，服务模式收入更低
营业成本	产品的采购额，公司向品牌方的采购折扣与品牌影响力及采购规模相关	人力运营、广告费
费用	广告费、仓储物流、平台运营费用及职工薪酬	-
代表公司	丽人丽妆（19年零售业务营收占比95.5%）	壹网壹创（19年零售业务营收占比56.41%、服务业务营收占比22.89%）
财务特征	收入规模较大（按流水计），毛利率、净利率偏低	收入规模较小（按服务费计），毛利率、净利率偏高
2019收入（亿元）	38.74	14.51
2019毛利率	35.61%	43.04%
2019净利率	7.34%	15.10%

数据来源：公司招股说明书，Wind，国金证券研究所





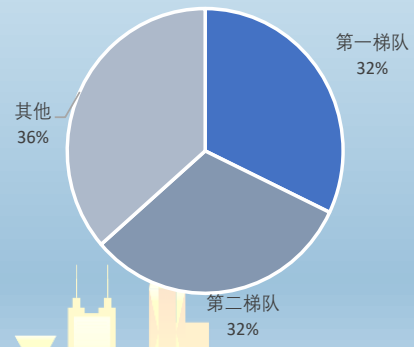


## 4.3、格局：大平台孵化大代运营商，大品牌瓜分殆尽、国小品牌贡献增量

头部集中效应明显，大平台热门品类易产生大服务商

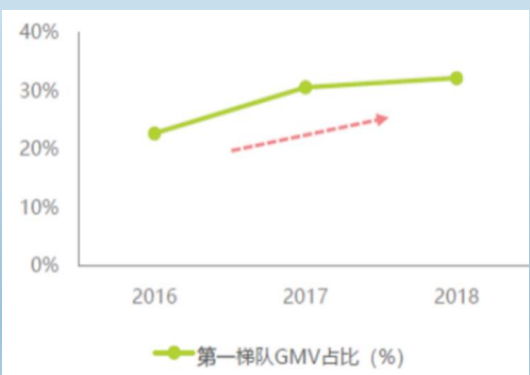
- 我国电商服务行业头部效应凸显，2018年我国电商服务市场中第一梯队（四家）GMV占比为32.1%，并且近年占比在不断提升。
- 天猫平台中，头部服务商份额集中、规模远远超过其他中小服务商。2020年上半年天猫六星服务商有12家，五星、四星、三星、二星及一星各有42家、58家、69家、489家。其中六星级体量规模较大，年成交额超10亿元、而一星则超过1000万元，二者规模相差悬殊。

图表：2018年我国电商服务市场行业竞争格局



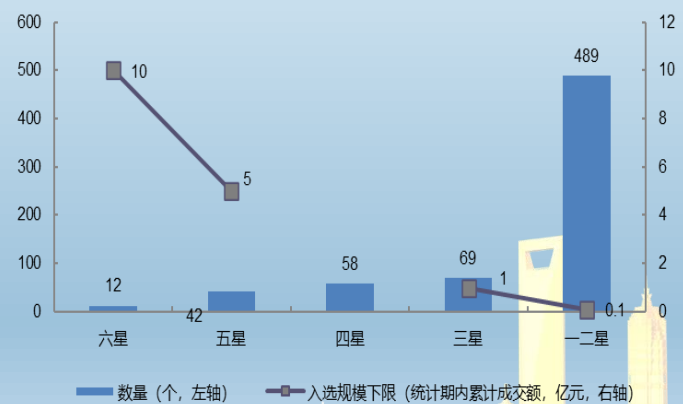
数据来源：艾瑞咨询，国金证券研究所

图表：2016~2018年我国电商服务行业第一梯队GMV占比

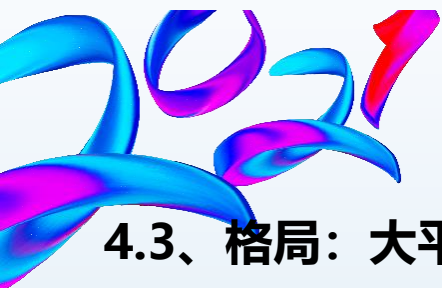


数据来源：艾瑞咨询，国金证券研究所

图表：2020年上半年天猫分星级运营服务商数量及入选规模



数据来源：天猫，国金证券研究所



## 4.3、格局：大平台孵化大代运营商，大品牌瓜分殆尽、国小品牌贡献增量

投资策略交流会

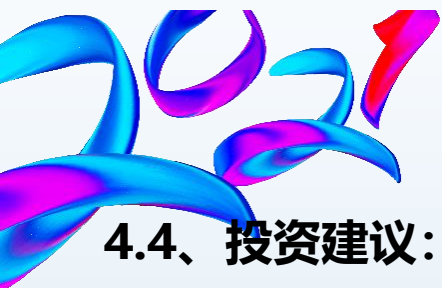
### 头部品牌客户被瓜分殆尽，中腰部品牌客户机会仍存

- 我国化妆品行业头部品牌以国际品牌为主，国际品牌已经基本被头部代运营商瓜分，头部品牌客户方面未来更多是代运营商彼此直接竞争、抢夺客户，且随着头部品牌逐步壮大、电商团队运营能力逐步成熟，或逐步转为自主运营。
- 此外，还有大量中腰部品牌尚未进入电商渠道、或在电商渠道以经销/分销模式为主，该模式不能很好的洞察电商消费者趋势，运营效率较低，品牌有寻求专业代运营商的动力。

图表：2019年我国前十大化妆品公司部分旗下品牌代运营商梳理

排名	公司	品牌	代运营商	2019年公司在我国化妆品行业的市占率 (%)
1	欧莱雅	兰蔻、巴黎欧莱雅等	自运营 (百库电商)	10.3
		美宝莲	丽人丽妆	
		羽西	凯淳股份	
2	宝洁	Olay	壹网壹创	9.4
3	雅诗兰黛	雅诗兰黛	杭州悠可	4.2
		LA MER	宝尊电商、乐其电商	
		芭比布朗、悦木之源	乐其电商	
4	资生堂	倩碧	杭州悠可	3.8
		蒂珂	上海联恩	
5	LVMH	泊美	上海联恩	3.0
		-	-	
6	联合利华	凡士林、旁氏、炫诗	丽人丽妆	2.5
		AHC	乐其电商	
7	爱茉莉太平洋	雪花秀	丽人丽妆、壹网壹创	2.4
		兰芝	丽人丽妆、壹网壹创	
		梦妆	丽人丽妆	
		伊蒂之屋	丽人丽妆	
		吕	丽人丽妆	
		Hera	丽人丽妆、壹网壹创	
8	百雀羚	艾诺碧	丽人丽妆	2.3
		魅尚萱	丽人丽妆	
		百雀羚	壹网壹创	
9	珈蓝集团	三生花	壹网壹创	2.2
		-	-	
10	上海上美	-	-	2.1

数据来源：天猫，国金证券研究所



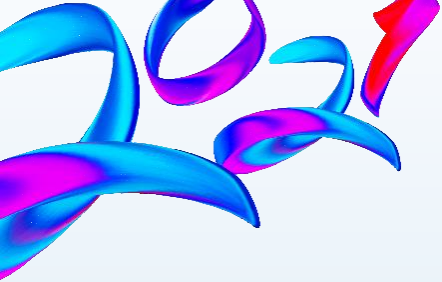
## 4.4、投资建议：代运营赋能品牌、分享品牌成长红利 国金证券2021年度投资策略交流会

- 短期看品牌触网意愿强，代运营行业成长景气，但长期面临品牌商掌握自主运营能力，代运营面临客户流失风险。
- 代运营商的成长性与其合作的品牌客户息息相关。从前文对国内外品牌竞争力的分析可知，高端领域中国际品牌竞争力强，大众领域本土品牌表现分化，其中综合品牌运营能力强的品牌通常自主运营线上渠道，从而快速响应消费趋势变化，综合运营能力待提升的品牌仍合作代运营商，寻求代运营商赋能。
- 推荐关注：1) 内生看：赋能品牌、分享品牌成长红利的代运营商（壹网壹创），尤其是服务高端国际大牌的代运营商（丽人丽妆）；外延看：持续拓品类、品牌客户带来增量（壹网壹创）；同时关注品牌合作终止风险；2) 分享行业成长中腰部代运营商，如若羽臣、凯淳股份。此外还需关注自主孵化品牌的代运营商（壹网壹创）。

图表：我国代运营上市（含待上市）公司梳理

业务类型	宝尊电商	丽人丽妆	壹网壹创	若羽臣
合作品牌客户（部分）	NIKE/CALVIN/KLIEN/ZARA/PHILIPS/PANASONIC/上海家化（六神/美加净）/植村秀/碧欧泉	雪肌精/雪花秀/兰芝/汉高/美丽芳丝/雅漾/希思黎/凡士林/妮维雅/后/佑天兰/菲诗小铺/贝玲妃	雅顿/大宝/沙宣/P&G/欧珀莱/OLAY/达尔肤/雅芳/袋鼠(AUSSIE)/佳洁士/美肤宝/毛戈平/黑人/佰草集/茉莉美娜	美赞臣/哈罗闪/合生元/美迪惠尔/澳芝曼
电商零售模式	经销模式	电商零售业务	品牌线上服务-营销服务	线上代运营业务-零售模式
19年电商零售模式营收贡献	47%	96%	56%	37%
服务模式	服务模式，包含服务费模式和代销模式	品牌营销运营服务	品牌线上服务-管理服务 + 内容服务	线上代运营服务-服务费模式 + 品牌策划业务
2019年服务模式营收贡献	52%	3%	23%	19%
其他	-	包含分销和寄售	线上分销服务等	渠道分销业务等
2019年其他模式营收贡献	0%	1%	21%	44%

数据来源：公司招股书，国金证券研究所



一元始 万象新

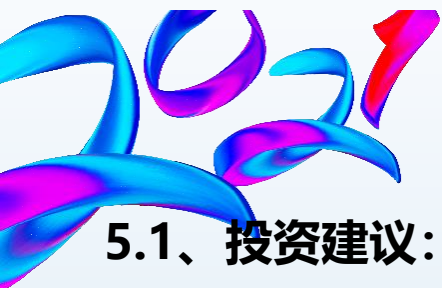
国金证券2021年度投资策略交流会

# 目 录

## CONTENTS

- 1、行业回顾：基本面快速修复，Q4估值调整
- 2、品牌商：细分红利助力成长，竞争升级考验综合运营能力
- 3、生产商：行业处上升期，持续向少数寡头集中
- 4、代运营商：赋能品牌，分享行业与品牌成长红利
- 5、投资建议与个股推荐
- 6、风险提示





### 5.1、投资建议：行业成长带来全产业链投资机会

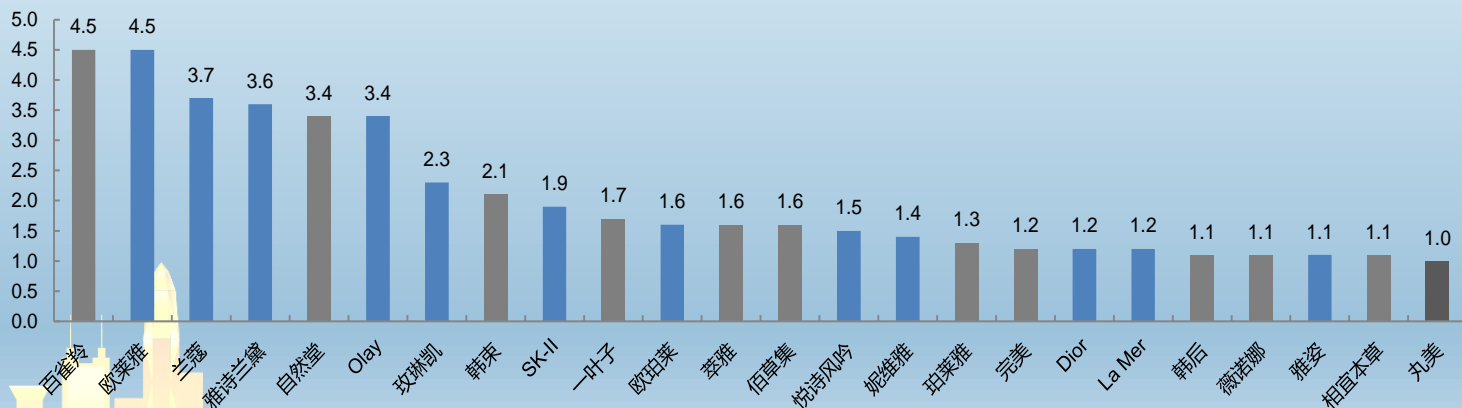
#### 品牌、生产、代运营等分享行业成长

**品牌：**本土品牌把握三四线城市消费升级机遇、CS渠道及电商等渠道红利实现快速发展，如百雀羚、韩束、自然堂、一叶子、珀莱雅、丸美、佰草集等；此外近年新锐品牌把握功效性护肤品品类红利、微信/小红书/抖音等流量红利实现快速发展，如薇诺娜、HFP、完美日记、半亩花田等。

**生产：**品牌成长孵化优质生产商，如青松股份（面膜代加工）、上海臻臣（彩妆代加工）等。

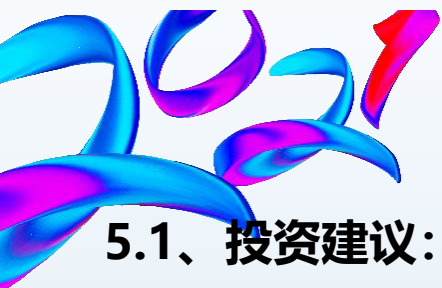
**代运营：**电商增长，品牌触网意愿加强，代运营行业需求旺盛，专业的代运营商价值凸显。

图表：2019年我国护肤品品牌市占率



数据来源：Euromonitor，国金证券研究所





### 5.1、投资建议：行业成长带来全产业链投资机会

#### 品牌商主导产业链，集团化具有做大潜力

品牌方在产业链中占有较大的话语权：1) 品牌对上游生产商：据国金研究所测算，零售规模在20亿元以下（化妆品市占率不足0.5%）的品牌通产采用全部外包生产，而对具有一定规模的品牌倾向自主生产，外包需求主要为非主流产品或小样、分装等产品，而且通产品牌将订单分散在少数几个生产商。2) 品牌对代运营商：品牌商对于线上运营策略具有主导权，代运营仅为其线上运营的选择之一，且对代运营商也有选择权。

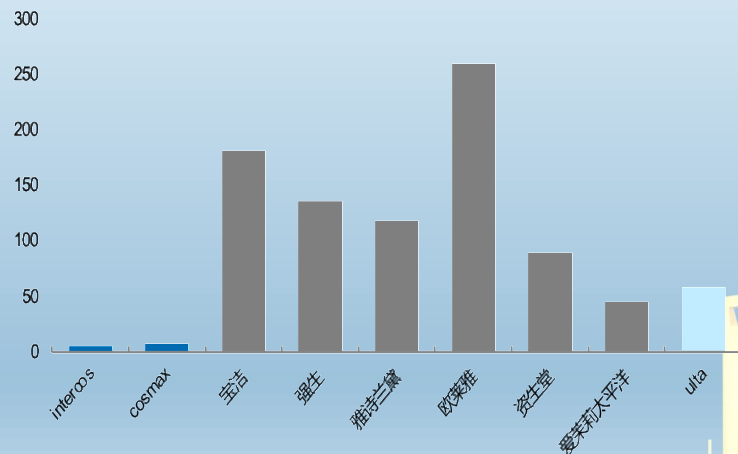
全球范围内，化妆品品牌集团具有更大的体量规模，如欧莱雅、资生堂、爱茉莉太平洋等品牌集团营收规模高于科丝美诗等生产商。

#### 图表：19年阿里全网护肤品月销售额前十大的本土品牌

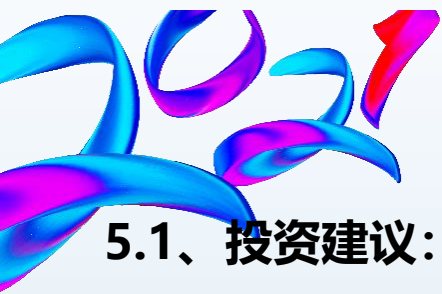
品牌	生产模式	预计2019年阿里全网销售额 (亿元)
莱贝	14-18年以委托生产为主，19年以自主生产为主	39
欧丽源	委托生产为主	18
一枝春	自主生产为主	17
法意兰	17-18年委托生产为主，19年以自主生产为主	15
法意兰	17-18年上半年以委托生产为主，2018年下半年开始自主生产	15
碧素堂	15-18年以自主生产为主，19年以委托生产为主	14
植贝	15-2018年以委托生产为主，19年以自主生产为主	14
梵贞	15-18年以委托生产为主，19年以自主生产为主	14
膜法世家	委托生产为主	14
倾肤	17-18年以委托生产为主，19年以自主生产为主	14
韩瑟	17-18年以委托生产为主，19年以自主生产为主	14
辛有志	委托生产为主	13
肌琳莎	自主生产为主	13
修正	委托生产为主	13
阿美	委托生产为主	12
左颜右色	委托生产为主	11

数据来源：国家化妆品备案平台、国金证券研究所整理

#### 图表：2017年化妆品公司营收 (亿美元)



数据来源：Bloomberg, 国金证券研究所



## 5.1、投资建议：行业成长带来全产业链投资机会

- 行业成长带来全产业链价值投资机会。品牌商主导产业链，优先推荐品牌综合运营能力强的多品牌孵化集团、细分赛道优质单品牌商，其次为受下游品牌客户追捧的优质本土制造商，再次为赋能品牌成长、分享行业/品牌（尤其是国际高端品牌）成长红利的代运营商。

### 品牌商

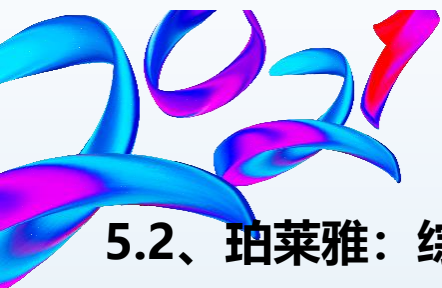
- 高端领域：品牌溢价大于产品力，国际大牌在品牌溢价相对本土品牌具有天然优势，并且部分国际大牌在加快推新速度，高端市场竞争预计趋向激烈。本土品牌影响力仍有限，短期布局高端市场难度较大。
- 大众领域：行业增速不及高端领域，但国际中档品牌本土化较差、针对中国市场的新品开发能力较弱，本土品牌深耕中端总体竞争力较强；内部来看，推荐关注分享细分红利（如成分党、功效性护肤品、精华/眼霜、彩妆等）贝泰妮、综合运营能力较强（消费者洞察、新品开发、营销投放、渠道拓展能力等）孵化多品牌的珀莱雅。

### 生产商

- 诺斯贝尔为本土优质生产商：
  - ✓ 其在面膜品类代工已建立行业领先地位，享有多项面膜专利，其面膜代工能力已获国际大牌认可（合作宝洁旗下Olay冻干面膜、预计合作欧莱雅旗下大众品牌巴黎欧莱雅凝胶面膜等），未来有望进一步合作拓展护肤品及类彩妆产品；
  - ✓ 合作新锐品牌，如完美日记、花西子、纽西之谜等，新锐品牌成长性高，
  - ✓ 优势生产商获下游品牌方追捧，为品牌商产品质量背书，合作多品牌对抗单品牌业绩风险。综上优质生产商应享有估值溢价。

### 代运营商

- 代运营商的成长性与其合作的品牌客户息息相关。国际品牌代运营需求较高、且国际高端大牌获益高端化趋势、凭借品牌影响力成长快速。综合运营能力强的本土品牌在大众端竞争力强，国际大众品牌本土化能力弱、推新速度慢、竞争力弱，依赖代运营商赋能。
- 推荐关注：1) 内生看：赋能品牌、分享品牌成长红利的代运营商（壹网壹创），尤其是服务高端国际大牌的代运营商（丽人丽妆）；外延看：持续拓品类、品牌客户带来增量（壹网壹创）；同时关注品牌合作终止风险；2) 分享行业成长中腰部代运营商，如若羽臣、凯淳股份。



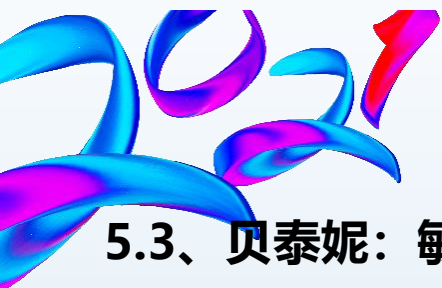
### 5.2、珀莱雅：综合运营能力出色的多品牌孵化集团

- 品牌综合运营能力强，主品牌业绩表现靓丽。公司积极拥抱行业新变化，自主运营电商渠道，加速布局新兴社媒营销，2019年推出全网爆款泡泡面膜，2020年针对抗初老趋势、推出双抗精华、红宝石精华、双抗眼霜等大单品。
- 通过合伙人模式孵化多品牌（太阳岛项目）：其中彩妆品牌彩棠销售靓丽，2020年3月开始发力，目前已经实现月销1500~2000万元。此外公司还合作天猫、承接孵化15个品牌。
- 代理国际品牌（月亮湾项目）：新增代理国际品牌4~5个。
- 不变变革更新组织，适应行业快速变化：公司19年电扇员工淘汰率70~80%，90、95后员工占比85%，开发不出90后、95后消费者喜欢的产品员工均淘汰；打造网状性组织架构，让组织更加开放、扁平化，23个部门直接向总经理汇报、缩减决策流程、快速响应市场变化。

图表：珀莱雅盈利预测

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2,361.25	3,123.52	3,798.97	4,684.50	5,713.55
营业收入增长率	32.43%	32.28%	21.62%	23.31%	21.97%
归母净利润(百万元)	287.19	392.68	473.21	604.47	740.33
归母净利润增长率	43.03%	36.73%	20.51%	27.74%	22.48%
摊薄每股收益(元)	1.43	1.95	2.35	3.00	3.68
每股经营性现金流净额	2.55	1.17	2.77	3.15	4.34
ROE(归属母公司)(摊薄)	16.95%	19.35%	19.85%	21.28%	21.85%
P/E	125	91	75	58	48
P/B	21	18	15	12	10

数据来源：公司年报，国金证券研究所



## 5.3、贝泰妮：敏感肌护肤品牌，高景气细分赛道龙头 国金证券2021年度投资策略交流会

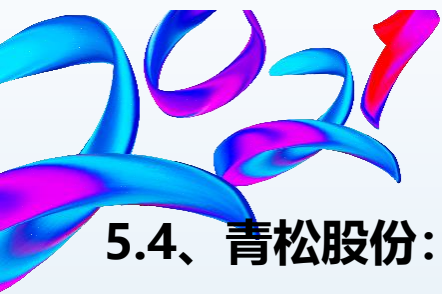
- 护肤品行业继续增长，其中功效性为最为景气细分赛道。19年我国市场规模112亿元，占护肤品比重5%，经测算，敏感肌护肤品支出意愿占护肤品比重16%，功效性护肤品仍有渗透空间。14~19年功效性护肤品年均增22%（同期护肤品年均增10%）。
- 公司运营能力出色：1) 产品端：研发有滇红药业背景、产品力强；2) 营销端：打法紧贴当下内容营销趋势、品牌自带敏感肌这一话题流量、广泛合作KOL，种草敏感肌忠实用户；3) 渠道端：布局电商渠道分享渠道红利，线下分销重点拓展、快速增长。
- 未来新渠道（微信、抖小店）/新系列（祛痘等）/新产品（精华、防晒等）/新品牌（薇诺娜宝贝等）望带来增量。

图表：贝泰妮盈利预测

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,240	1,944	3,064	4,641	6,599
营业收入增长率	55.44%	56.69%	57.62%	51.48%	42.19%
归母净利润(百万元)	261	412	653	1,088	1,623
归母净利润增长率	69.58%	58.12%	58.53%	66.64%	49.11%
摊薄每股收益(元)	-	1.144	1.814	3.023	4.508
每股经营性现金流净额	-	1.36	1.54	2.53	3.84
ROE(归属母公司)(摊薄)	58.53%	54.47%	24.54%	32.84%	37.85%

数据来源：公司年报，国金证券研究所





## 5.4、青松股份：享估值溢价的优质本土生产商

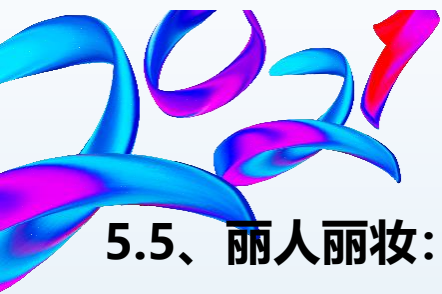
- 公司原主业为松节油深加工，为全球合成樟脑生产龙头，2019年中完成收购本土化妆品加工龙头、全球第四大化妆品ODM生产商诺斯贝尔90%股权，构筑双龙头主业，增厚公司业绩、增强业绩的稳定性。2020年上半年收购剩余10%股权。
- 诺斯贝尔在面膜品类代工已建立行业领先地位，享有多项面膜专利，其面膜代工能力已获国际大牌认可（合作宝洁旗下Olay冻干面膜、预计合作欧莱雅旗下大众品牌巴黎欧莱雅凝胶面膜等），未来有望进一步合作拓展护肤品及类彩妆产品；合作新锐品牌，如完美日记、花西子、纽西之谜等，新锐品牌成长性高；优势生产商获下游品牌方追捧，为品牌商产品质量背书，合作多品牌对抗单品牌业绩风险。综上优质生产商应享有估值溢价。

图表：青松股份盈利预测

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,421.57	2,908.12	4,068.64	4,865.32	5,659.73
营业收入增长率	75.24%	104.57%	39.91%	19.58%	16.33%
归母净利润(百万元)	400.35	453.16	522.84	638.06	707.88
归母净利润增长率	322.55%	13.19%	15.37%	22.04%	10.94%
摊薄每股收益(元)	0.78	0.88	1.01	1.24	1.37
每股经营性现金流净额	0.12	1.31	1.44	1.55	1.56
ROE(归属母公司)(摊薄)	36.07%	14.97%	15.02%	15.80%	15.22%
P/E	24	21	22	18	16
P/B	7	3	3	3	2

数据来源：公司年报，国金证券研究所





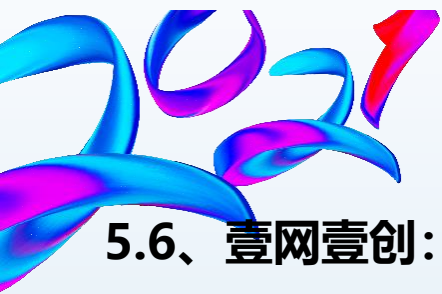
### 5.5、丽人丽妆：资深美妆代运营龙头

- 2010年成立，以天猫平台、零售模式为主，客户以国际化妆品公司为主，如欧莱雅集团（18年以来逐步终止合作）、汉高集团、爱茉莉太平洋等，截止19年底合作60+品牌客户。17年以前公司业绩保持高速增长，18年以来业绩增速放缓，主要受到欧莱雅集团、汉高、上海家化、相宜本草等客户合作关系终止影响。
- 公司占据先发优势，积累规模及经验优势，对行业理解深入。合作有高端国际品牌客户如雪花秀、后等。
- 未来电商仍高速增长，跨境品牌等触网意愿仍强。头部品牌基本被瓜分殆尽，小品牌争相入局贡献增量、机会仍存。

图表：丽人丽妆盈利预测

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3,615	3,874	4,453	5,331	6,381
营业收入增长率	5.69%	7.18%	14.94%	19.70%	19.69%
归母净利润(百万元)	252	286	326	389	467
归母净利润增长率	11.04%	13.36%	13.89%	19.42%	19.93%
摊薄每股收益(元)	0.70	0.79	0.81	0.97	1.17
每股经营性现金流净额	-0.52	0.41	0.70	0.35	0.49
ROE(归属母公司)(摊薄)	19.44%	18.05%	14.40%	15.59%	16.81%
P/E	-	-	37.85	31.70	26.43
P/B	-	-	5.45	4.94	4.44

数据来源：公司年报，国金证券研究所



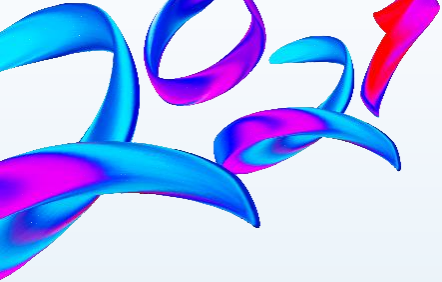
## 5.6、壹网壹创：赋能品牌客户，自主孵化品牌

- 公司具有出色的代运营能力，赋能品牌成长。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。12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19年的4.5%。客户数量不断拓展。
- 公司拓展多品类，充分分享行业成长红利。公司先后收购浙江上陌51%股权（代运营家电）、浙江网速19.83%股权（代运营国际美妆、国际食品、国际服装）等标的。
- 公司孵化自主轻食品牌，向产业链核心价值端拓展，值得期待。

图表：壹网壹创盈利预测

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,012.80	1,450.82	1,525.07	2,033.34	2,634.88
营业收入增长率	43.78%	43.25%	5.12%	33.33%	29.58%
归母净利润(百万元)	162.62	219.05	352.71	466.50	604.95
归母净利润增长率	17.99%	34.71%	61.01%	32.26%	29.68%
摊薄每股收益(元)	2.71	2.74	2.45	3.23	4.19
每股经营性现金流净额	1.75	1.84	2.22	2.61	3.49
ROE(归属母公司)(摊薄)	40.65%	17.14%	22.74%	24.41%	25.46%
P/E	41	40	67	50	39
P/B	16.6	6.9	15.1	12.3	9.9

数据来源：公司年报，国金证券研究所



一元始 万象新

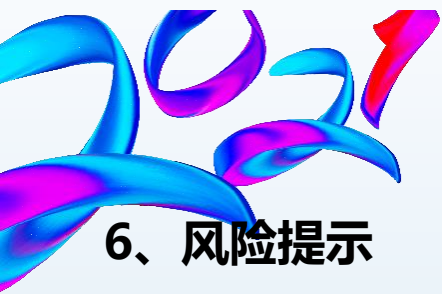
国金证券2021年度投资策略交流会

# 目录

## CONTENTS

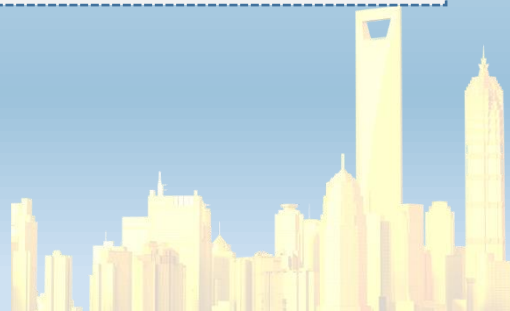
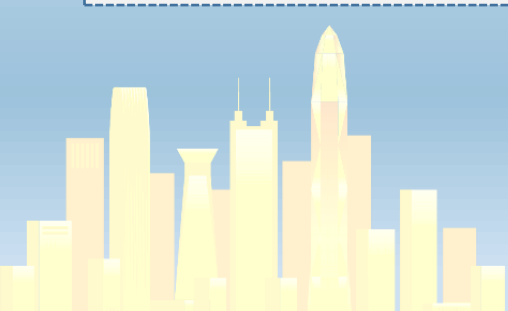
- 1、行业回顾：基本面快速修复，Q4估值调整
- 2、品牌商：细分红利助力成长，竞争升级考验综合运营能力
- 3、生产商：行业处上升期，持续向少数寡头集中
- 4、代运营商：赋能品牌，分享行业与品牌成长红利
- 5、投资建议与个股推荐
- 6、风险提示





## 6、风险提示

- **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。
- **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。
- **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。
- **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。



# 特别声明

一元始 萬象新

国金证券2021年度投资策略交流会

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；非国金证券C3级以上(含C3级)的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。







一元始 萬象新

国金证券2021年度投资策略交流会

THANKS

2021/01/03

