

从欧莱雅历史出发，
探索国货化妆品企业崛起之路

2021年07月07日





导读：

- **化妆品行业维持高景气度，海外龙头品牌力优势显著。**2017年以来，国内美妆需求进入新一轮爆发期，即便在2020年疫情的严重冲击下，行业规模仍维持高增速，充分验证行业高景气度。随着经济的发展、变美需求的涌现，我们预计行业景气度将继续维持高位，人均消费水平继续向发达地区靠拢，为国内外化妆品品牌持续创造快速成长的空间。目前，欧莱雅、雅诗兰黛、资生堂等顶级海外品牌掌握了国内高端及以上的市场，品牌影响力加速扩大，其中欧莱雅集团在中国和全世界均为规模第一大的美妆企业。然而，随着国潮时代的到来，我们观察到部分国货企业已经具备成为“中国的欧莱雅”的潜力。通过对欧莱雅发展历史的研究，我们希望挖掘出一些“成为下一个欧莱雅”的核心要素，用以判断哪些国货企业更有希望成为国内乃至世界市场的行业龙头。
- **欧莱雅互补式的并购形成多品牌矩阵，分业务、区域的营收来源均较为均衡。**我们回顾欧莱雅发展历程，集团最显著的特点为持续不间断的品牌并购。集团最早于1967年开启战略并购，50多年间并购了含兰蔻、科颜氏、美宝莲、YSL在内的多个知名品牌。至今，欧莱雅集团已形成大众美妆、高端美妆、专业美发、活性健康美妆四大业务部门，内含数十个子品牌的庞大品牌矩阵，并且每个业务部门均有世界级的品牌作为支柱。我们进一步观察欧莱雅旗下品牌之间的异同，欧莱雅集团旗下主流品牌在定位上具备较大差异，如主品牌欧莱雅主攻大众护肤市场，而兰蔻更重视高端市场，美宝莲、YSL则分别瞄准大众和高端的彩妆市场。21世纪以来，欧莱雅集团所并购的新锐品牌在优势区域与领域中也有显著差别。我们认为，欧莱雅的数十年的并购逻辑是一致而连贯的，即在相对弱势的领域和区域进行并购布局，借助并购品牌在发源地的品牌名声与渠道资源，扩展欧莱雅集团自身在该区域与领域的市场份额。在经历了多年的品牌并购与培育后，欧莱雅集团营收来源多元化，集团分业务、区域的营收来源均较为均衡。



导读：

- **欧莱雅的多品牌战略成功帮助公司在21世纪穿越了多场危机，并抓住了亚太特别是中国市场高端化、强劲效化的消费趋势，牢牢把控住全球美妆第一大集团的地位：**1) **2008年：**金融危机爆发后，集团的大众美妆业务仍然承接住了消费者的平价美妆需求，对冲了其他业务线营收下滑的负面影响，推动集团08年营收维持正增长、09年营收水平基本持平于08年。2) **2013-19年：**集团在亚太特别是中国市场面临大众线品牌形象开始老化和国货品牌快速崛起的挑战。然而集团高端品牌线通过新营销模式与渠道，快速扩大影响力、市占率显著提升，在中国等核心新兴市场中保住了市占率领先的地位。3) **2020年：**疫情严重冲击全球消费，美妆消费需求下滑。但受益于消费者对增强皮肤屏障、保持皮肤健康需求的提升，集团活性护肤业务营收增速不降反升，降低全集团在疫情中遭受的损失。在国内，欧莱雅旗下理肤泉+修丽可+薇姿的强大组合仍帮助集团占据国内功能性护肤品市场的首位，维持了在该新兴领域的领先地位。
- **科研持续投入，渠道与营销持续进化。**在收并购之外，欧莱雅并未放松研发，集团研发费用高，费用率稳定在3%，科研成果也逐步深入至护肤原理，并应用至旗下各品牌中。在渠道布局上，欧莱雅集团共开拓了全球七种主要渠道以适应不同品牌的需求，并重视新兴渠道如旅游、电商的发展，线上销售占比逐年提升。在营销模式上欧莱雅也维持了行业先锋的地位，通过数字化与本土化的方式打造新品宣亮点。
- **投资建议：**回顾欧莱雅发展历程，我们认为化妆品企业“**短期重视渠道与营销、中期专注产品与研发、长期投入于品牌建设**”的发展路径是可行的。我们认为“中国的欧莱雅”在短期应能维持在新电商、社媒营销等新渠道、新营销上的先发优势，并应着眼研发以打造自身产品的差异化优势。此外，“中国的欧莱雅”也需拥有建设长期品牌矩阵的前瞻思考能力，通过自建或并购不同品牌以应对不同消费需求。对此，我们建议关注华熙生物、贝泰妮、珀莱雅等既是业内渠道与营销变革的先锋，又拥有足够规模、资金投入研发与并购以塑造产品与品牌矩阵的上市企业。
- **风险提示：**1、宏观经济疲软的风险；2、行业竞争加剧的风险；3、行业监管趋严的风险。

01

化妆品行业维持高景气度，海外龙头品牌力优势显著

02

互补式的并购形成多品牌矩阵，助力欧莱雅穿越周期

03

科研持续投入，成果应用至旗下各品牌

04

渠道与营销持续进化，好产品得以全面“发声”

05

投资建议



一、化妆品行业维持高景气度，海外龙头品牌力优势显著

1.1 国内化妆品行业维持高景气度，为国内外品牌创造成长空间

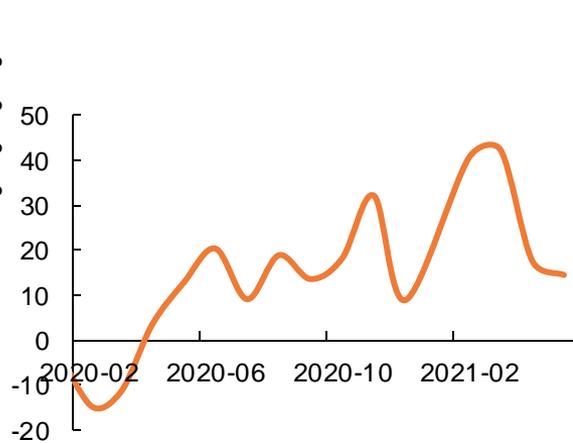
国内美妆个护市场进入新一轮爆发期，新冠疫情不改行业高景气度。2017年以来，国内美妆需求进入新一轮爆发期，推动美妆个护行业市场规模的增速逐年提升，即便在2020年疫情的严重冲击下，国内美妆个护市场规模仍同比+7.2%，至近5200亿元。行业规模维持高增速，充分验证行业高景气度。

化妆品行业迅速从疫情中恢复，人均消费水平有望继续提升。2020年疫情发生以来，化妆品消费迅速回升，根据国家统计局数据，限额以上化妆品零售额同比增速自2Q20起转正，2H20以来维持10%左右的高增速，并在618、双十一两个高峰期中达到20%、40%以上的高增速。展望未来，随着经济的发展、变美需求的涌现，我们预计行业景气度将继续维持高位，人均消费水平继续向发达地区靠拢，为国内外化妆品品牌持续创造快速成长的空间。

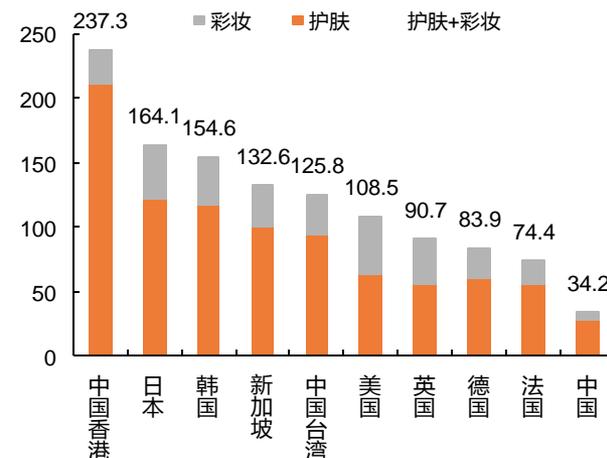
● 我国美妆个护行业市场规模与增速



● 疫情以来化妆品消费额当月同比增速 (%)



● 我国人均化妆品消费额仍较低 (美元, 2020年)



数据来源: Wind, Euromonitor, 平安证券研究所



一、化妆品行业维持高景气度，海外龙头品牌力优势显著

1.2 海外龙头品牌力优势明显，在中国市场的竞争力显著回升

顶尖海外品牌历史悠久，强品牌力占据高端市场。我们选取了部分国内外上市的化妆品企业进行对比，欧莱雅、雅诗兰黛、资生堂等顶级海外企业创立历史悠久，在中国市场的经营时间甚至还早于部分知名国货品牌的成立时间，品牌形象经数十年的积累后已深入人心，品牌认同度较高。从品牌的价格定位的分布来看，海外品牌所处位置整体上高于国内品牌，其中奢侈或“贵妇”级别的美妆市场仅有海外品牌覆盖，而极致性价比或“入门”级别的市场基本仅有国内品牌关注。整体上看，国内高端市场以上仍被海外品牌所主导，验证海外品牌的品牌力优势。

● 海外品牌与国货品牌成立、进入中国化妆品市场时间对比

	上市集团	核心子品牌	公司创建时间	公司进入中国市场时间
海外品牌	欧莱雅	欧莱雅、兰蔻	1907	1996
	雅诗兰黛	雅诗兰黛、海蓝之谜	1946	1993
	资生堂	资生堂	1872	1981
国内品牌	上海家化	佰草集、玉泽	1996	1996
	珀莱雅	珀莱雅、彩棠	2006	2006
	贝泰妮	薇诺娜	2010	2010
	华熙生物	润百颜、夸迪	2000	2014
	逸仙电商	完美日记	2016	2017

● 国内美妆行业品牌定位分布





一、化妆品行业维持高景气度，海外龙头品牌力优势显著

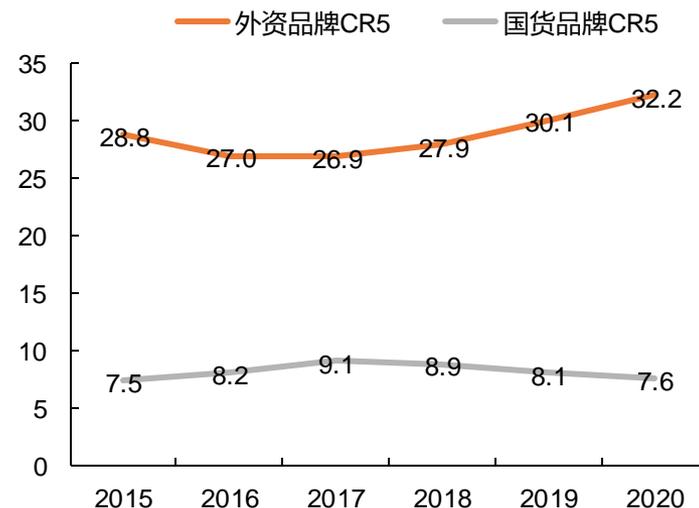
1.2 海外龙头品牌力优势明显，在中国市场的竞争力显著回升

海外龙头规模显著领先，在中国市场竞争力重新提升。我们进一步对比国内外品牌收入与市值规模，经数十年甚至上百年的运营后，欧莱雅、雅诗兰黛、资生堂三大国际品牌已在全世界范围内布局业务，年收入与总市值均显著领先于国内品牌。其中欧莱雅与雅诗兰黛年收入超百亿美元、总市值超千亿美元，处于遥遥领先的位置。回到国内市场的情况看，近年来外资品牌加码电商渠道和社媒营销的建设，品牌影响力加速扩大，前五大品牌的合计市占率重新提升。而国货前五大品牌主要为老牌企业，受到海外品牌重塑与新潮国货品牌崛起的双重冲击，市占率不升反降。

● 国内外上市品牌对比（亿美元）

	总市值 (06.30)	2020年 营收	2020年 净利润	毛利率 (%)	净利率 (%)
欧莱雅	2,581.17	344.28	43.83	73.1	12.7
雅诗兰黛	1,153.08	142.94	6.84	75.2	4.9
资生堂	295.61	89.25	-1.13	74.1	-
华熙生物	206.46	3.98	0.99	81.2	24.8
贝泰妮	178.15	4.05	0.83	80.1	20.6
上海家化	63.12	10.69	0.66	59.6	6.2
珀莱雅	61.24	5.70	0.73	63.2	12.1
丸美股份	32.41	2.65	0.71	65.8	26.8
水羊股份	13.29	5.67	0.22	49.0	3.7

● 国内护肤品市场外资、国货前五大品牌合计市占率变化（%）



注：雅诗兰黛数据为对应财年数据，其余公司均为自然年数据
数据来源：Wind, Euromonitor, 平安证券研究所



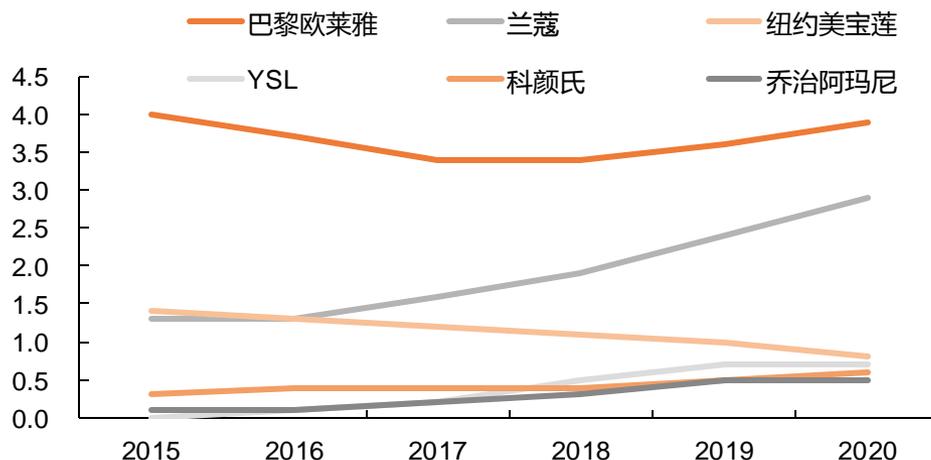
一、化妆品行业维持高景气度，海外龙头品牌力优势显著

1.3 欧莱雅市占率显著回升，回顾历史追寻“中国的欧莱雅”

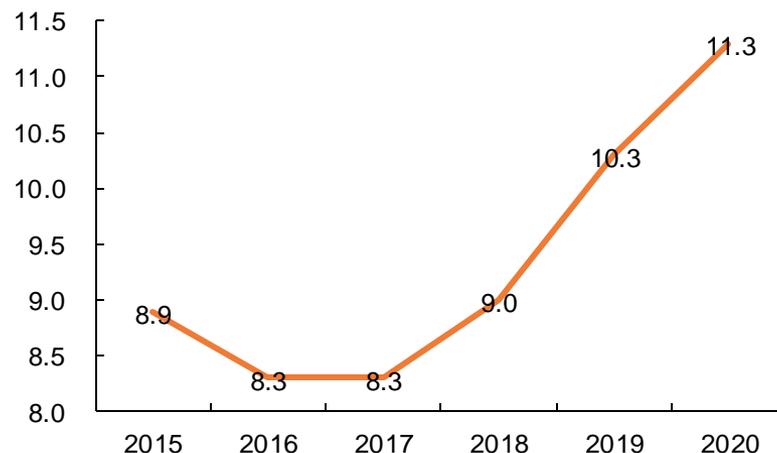
高端品牌爆发，欧莱雅市占率显著回升。在众多海外品牌中，欧莱雅集团在国内的销售规模大、品牌名声响、产品矩阵完整，旗下高端线如兰蔻、YSL、乔治阿玛尼、科颜氏等市占率近年来显著提升，如兰蔻市占率从15年的1.3%提升至20年的2.9%。在大众线品牌如巴黎欧莱雅、纽约美宝莲等受到国货挑战之时，高端线品牌成功接力，推动集团整体市占率回升。

回顾欧莱雅发展历程，追寻“中国的欧莱雅”。根据我们的观察，我们认为欧莱雅是在品牌、产品、渠道与营销等多项竞争中的一个全能型的选手，各领域的优势也帮助公司成为世界上第一大化妆品集团，并在国内市场的竞争中依然保持领先优势。然而，高瓴资本张磊曾对完美日记的创始人黄锦峰说：“中国一定有机会诞生新的欧莱雅”，随着国内化妆品行业维持高景气度和国潮时代的到来，我们观察到部分国货企业已经具备成为“中国的欧莱雅”的潜力。通过对欧莱雅发展历史的研究，我们希望挖掘出一些“成为下一个欧莱雅”的核心要素，用以判断哪些国货企业更有希望赶上顶级外资品牌，成为国内乃至世界市场的行业龙头。

● 欧莱雅主要品牌线在国内市占率变化 (%)



● 欧莱雅在我国美妆个护市场市占率变化 (%)



01

化妆品行业维持高景气度，海外龙头品牌力优势显著

02

互补式的并购形成多品牌矩阵，助力欧莱雅穿越周期

03

科研持续投入，成果应用至旗下各品牌

04

渠道与营销持续进化，好产品得以全面“发声”

05

投资建议



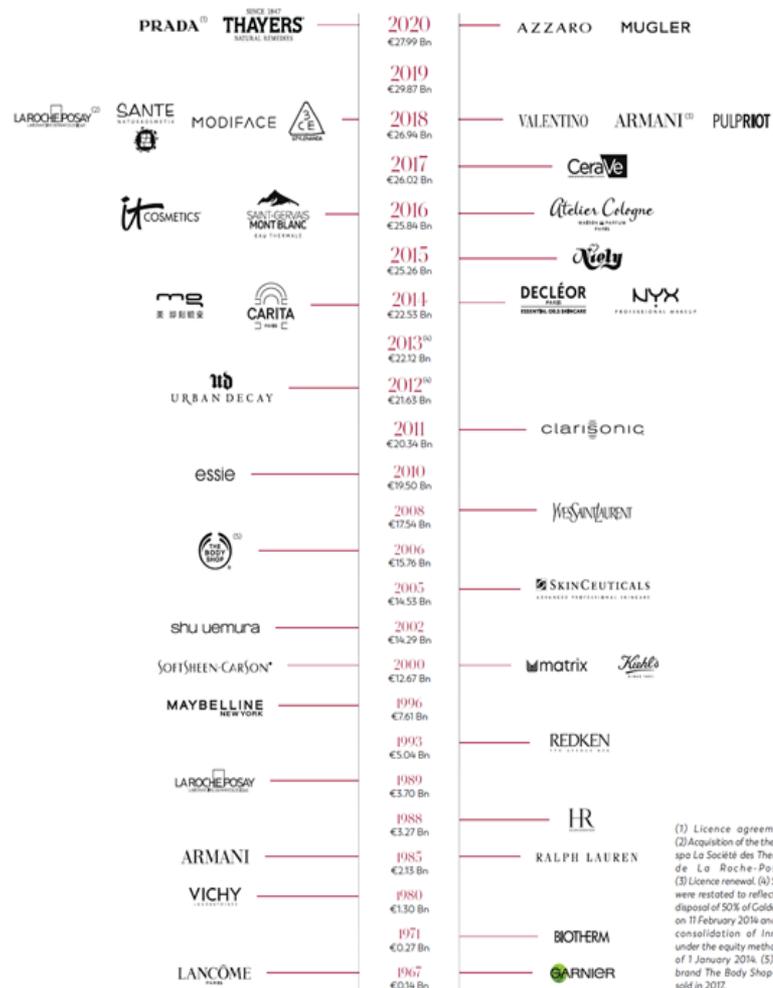
二、互补式的并购形成多品牌矩阵，助力欧莱雅穿越周期

2.1 漫长并购历史，形成多品牌矩阵

1967年开启战略并购，50多年间并购多个知名品牌。我们回顾欧莱雅发展历程，集团最显著的特点为持续不间断的品牌并购。在60年代营收刚超1亿欧元时，欧莱雅集团已开启战略并购，首先将法国高端品牌兰蔻与大众品牌卡尼尔收归旗下。随后50多年间，集团陆续将赫莲娜、美宝莲、科颜氏、理肤泉、YSL等当今赫赫有名的品牌纳入集团的矩阵之中，近年来也陆续将IT cosmetics、CeraVe、3CE等新锐美妆品牌收归已有。

至今，欧莱雅集团已形成四大业务部门、数十个子品牌的庞大品牌矩阵。欧莱雅集团已形成大众美妆、高端美妆、专业美发、活性健康美妆四大业务部门，内含数十个子品牌的庞大品牌矩阵。并且每个业务部门均有世界级的品牌作为支柱，如大众化妆部的巴黎欧莱雅与纽约美宝莲，高端化妆部的兰蔻、YSL，专业美发部的欧莱雅（专业美发线），活性健康部的理肤泉、修丽可等等。

● 欧莱雅品牌并购历史





二、互补式的并购形成多品牌矩阵，助力欧莱雅穿越周期

2.1 漫长并购历史，形成多品牌矩阵

● 欧莱雅四大业务线的品牌矩阵

大众美妆部
(巴黎欧莱雅、卡尼
尔、纽约美宝莲等)



专业美发部
(欧莱雅专业美发等)



高端美妆部
(兰蔻、科颜氏、阿玛
尼、YSL等)



活性健康美妆部
(理肤泉、薇姿、修丽可等)





二、互补式的并购形成多品牌矩阵，助力欧莱雅穿越周期

2.2 品牌并购重视差异化，各领域与区域的品牌布局较完善

并购品牌间定位差异化，覆盖各类美妆需求。我们进一步观察欧莱雅旗下品牌之间的异同，欧莱雅集团旗下主流品牌如欧莱雅、美宝莲、兰蔻、YSL等在品牌定位上具备较大差异，如欧莱雅品牌主攻大众护肤市场，而兰蔻更重视高端市场，美宝莲、YSL则分别瞄准大众和高端的彩妆市场。即便同属大众护肤品牌，卡尼尔品牌更突出天然成分添加的概念，与欧莱雅形成区别，而在高端护肤市场，也存在科颜氏以医药学护肤的概念与兰蔻形成区别的现象。

21世纪以来，欧莱雅集团所并购的新锐品牌在优势区域与领域中也有显著差别，如巴西护发品牌Niely、美国高科技彩妆IT Cosmetic、日韩彩妆植村秀与3CE等。我们认为，欧莱雅的数十年的并购逻辑是一致而连贯的，即在相对弱势的领域和区域进行并购布局，借助并购品牌在发源地的品牌名声与渠道资源，扩展欧莱雅集团自身在该区域与领域的市场份额。以小护士品牌为例，于2003年被欧莱雅并购之时，小护士为国内第三大护肤品牌，品牌知名度高达99%，并拥有上百个经销商、近3万个网点。这个庞大的经销网络后续也为欧莱雅，特别是旗下大众线的品牌卡尼尔，打开了百货渠道以外的渠道与市场。

● 欧莱雅主力品牌功能、价格定位差异较明显

	大众	高端
护肤	巴黎欧莱雅、卡尼尔	兰蔻、科颜氏
彩妆	纽约美宝莲	YSL、乔治阿玛尼
强功效护肤	理肤泉、薇姿	修丽可
专业护发	欧莱雅专业洗护	卡诗

● 欧莱雅在21世纪并购的新锐品牌在优势区域与领域中也明显区别

品牌	国别	专攻领域
Niely	巴西	染发护发
ModiFace	加拿大	AR试妆程序/APP
IT Cosmetic	美国	高科技彩妆
CeraVe	美国	强功效护肤
Urban Decay	美国	前卫彩妆
植村秀	日本	日式彩妆
3CE	韩国	韩式彩妆
小护士	中国	平价护肤
羽西	中国	高端护肤



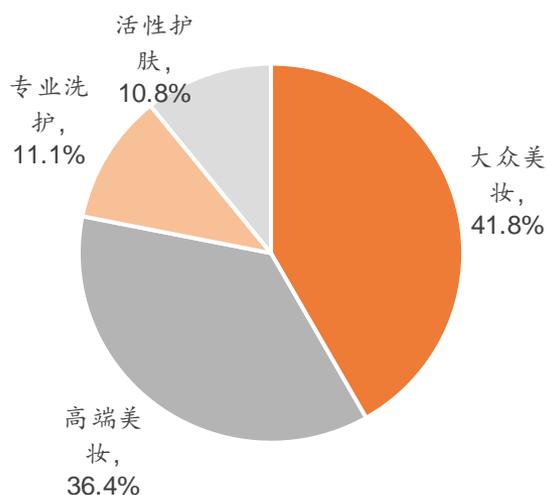
二、互补式的并购形成多品牌矩阵，助力欧莱雅穿越周期

2.2 品牌并购重视差异化，各领域与区域的品牌布局较完善

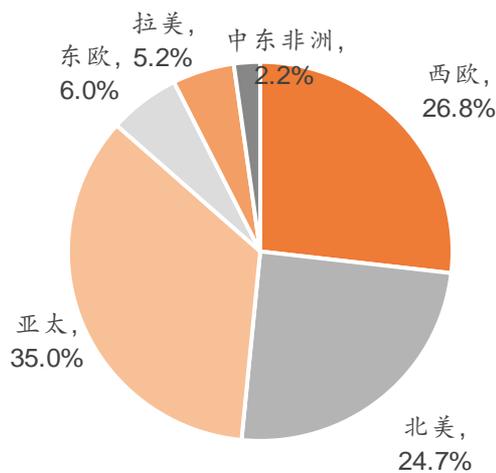
业务线、区域布局完善，营收来源均衡。在经历了多年的品牌并购与培育后，欧莱雅集团营收来源多元化。至2020年，公司近40%营收源于大众美妆部门，较2004年下滑超10个百分点，而高端美妆部营收占比提升至超35%，规模已接近大众美妆部，活性护肤、专业洗护两个部门营收占比各占约10%。分地区看，2004年西欧区营收占比曾达50%，西欧+北美地区营收占比超75%，而在2020年西欧区营收占比已下滑至27%，而其他地区中仅亚太区营收占比已达35%。从营收结构上看，欧莱雅集团分业务、区域的营收来源均较为均衡，集团在各领域与区域中的布局较完善。

我们认为，欧莱雅的多品牌战略成功帮助公司穿越了多场危机。仅看21世纪，集团已成功应对了包含2008年与2020年两场全球危机在内的多次挑战，并抓住了亚太特别是中国市场高端化、强功效化的消费趋势，牢牢把控住全球美妆第一大集团的地位。

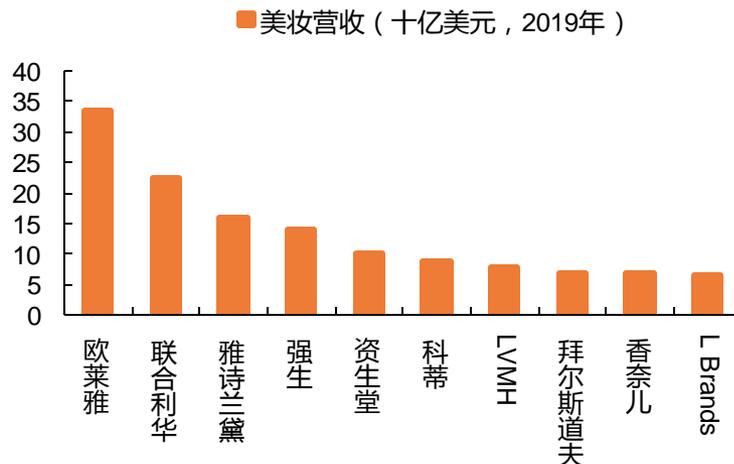
● 欧莱雅营收按业务线拆分 (2020)



● 欧莱雅营收按地区拆分 (2020)



● 欧莱雅仍为全球美妆行业中规模最大的企业



数据来源：公司财报，平安证券研究所



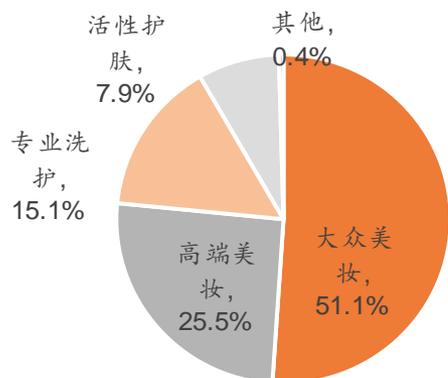
二、互补式的并购形成多品牌矩阵，助力欧莱雅穿越周期

2.3 多品牌战略助力集团穿越危机

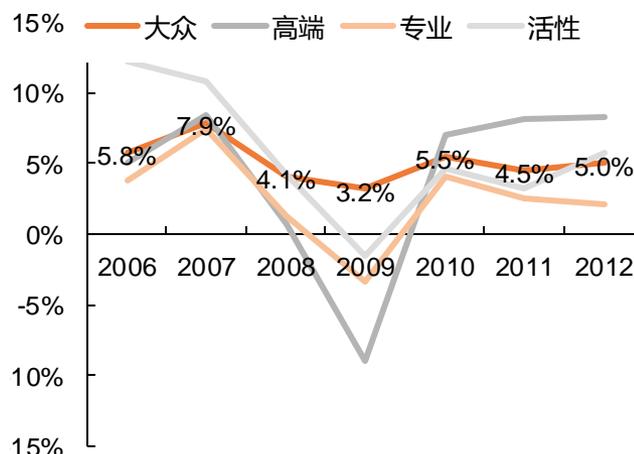
1) 2008年金融危机：

大众美妆线维持稳健增长，助力公司迎接金融危机挑战。2008年金融危机爆发后，发达国家居民消费支出锐减，高端化妆品消费衰退，欧莱雅高端美妆业务在08、09年增速也显著下滑。然而集团大众美妆业务仍然承接住了消费者的平价美妆需求，在危机前后该部门的营收仍维持正增长。由于彼时大众美妆营收占比仍达一半以上，因此大众美妆的稳健增长也成为集团度过危机的主要依靠。集团财报显示，2008年集团营收仍维持正增长、09年营收基本持平于08年，10-12年各业务线增速的回升共同推动了集团营收增速的反弹回升。

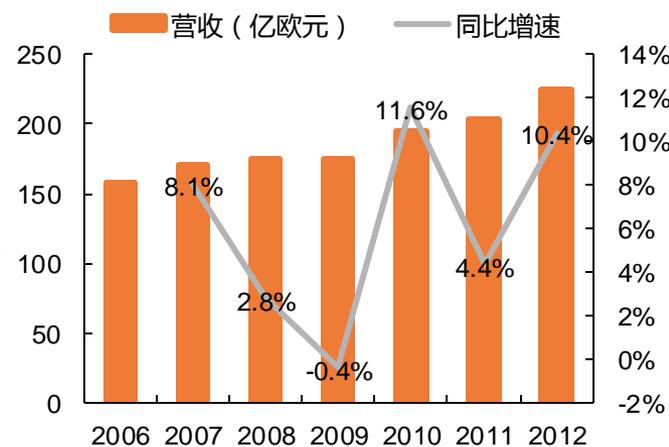
● 2008年欧莱雅各业务线营收占比



● 各业务线在2008年危机前后的营收增速 (可比口径)



● 2008年危机前后集团营收及同比增速



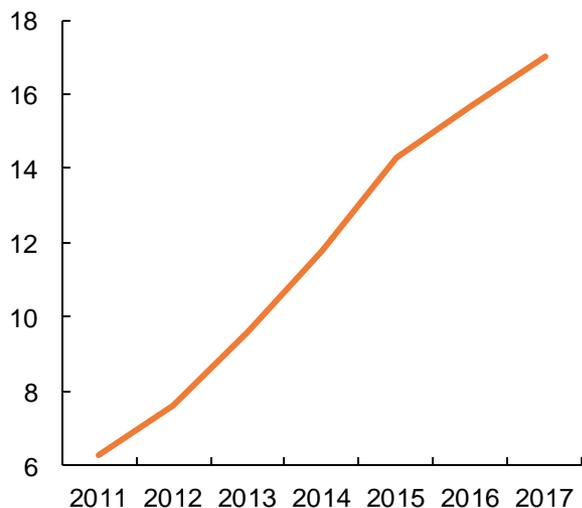
二、互补式的并购形成多品牌矩阵，助力欧莱雅穿越周期

2.3 多品牌战略助力集团穿越危机

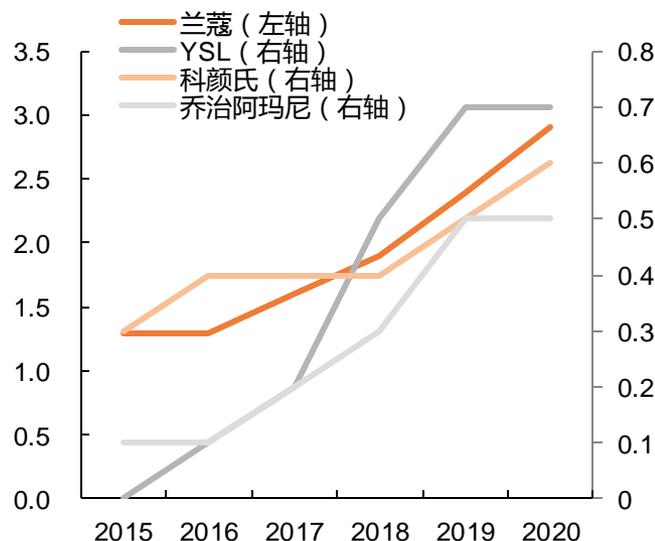
2) 2013-2019年在新兴市场中遭遇挑战：

高端品牌扩展中国市场，推动集团亚太区增速回升。2013年后集团在亚太特别是中国市场面临新挑战。巴黎欧莱雅、纽约美宝莲等大众线品牌的形象开始老化，国货品牌也通过新兴的电商渠道快速崛起，在中低端市场开始侵蚀外资品牌的市场份额，导致集团亚太区的营收增速开始下滑。然而集团拥有充足的高端品牌储备，通过社交媒体与电商等新营销模式与渠道，2015年后兰蔻、YSL等高端品牌的影响力快速扩大、市占率显著提升，推动集团亚太区的营收增速回升，并在中国等核心新兴市场中保住了市占率领先的地位。

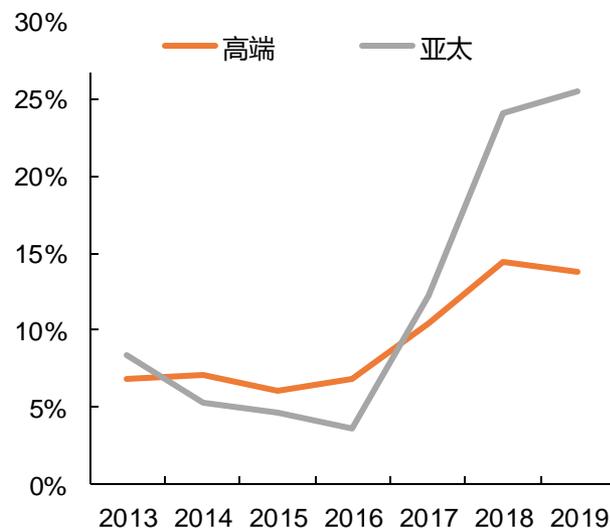
● 国货品牌CR5在13年前后快速提升 (%)



● 欧莱雅高端品牌在中国的市占率显著提升 (%)



● 欧莱雅高端美妆部与亚太区营收增速



数据来源：Euromonitor，公司财报，平安证券研究所



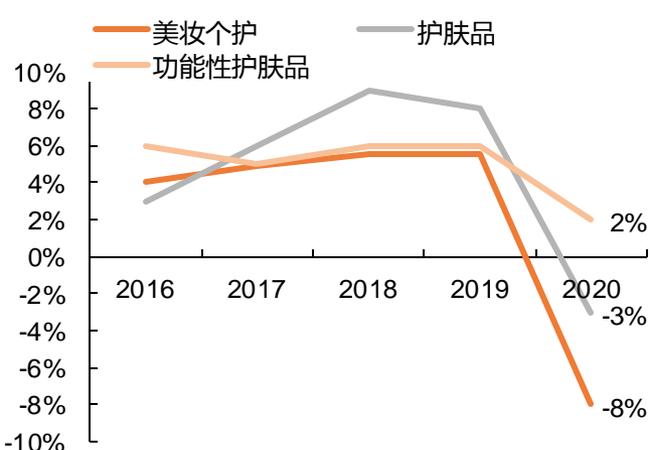
二、互补式的并购形成多品牌矩阵，助力欧莱雅穿越周期

2.3 多品牌战略助力集团穿越危机

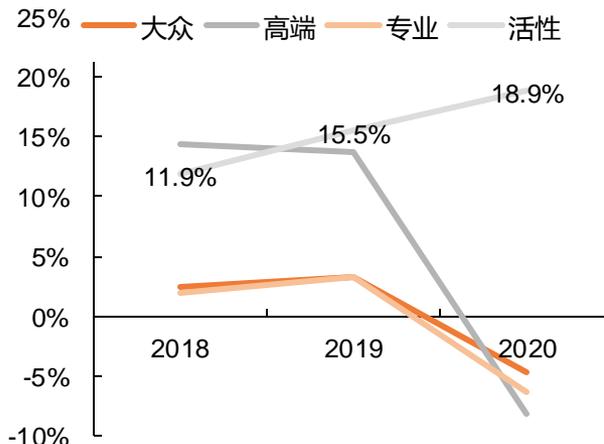
3) 2020年全球新冠病毒疫情危机：

新冠疫情冲击美妆消费，但活性护肤部大放异彩。2020年新冠疫情严重冲击全球消费，美妆消费需求下滑。从全球看，美妆个护市场规模下滑约8%，其中护肤品市场规模下滑3%，欧莱雅集团的大众与高端美妆业务和专业美发业务也面临挑战，营收增速转负。但受益于疫情期间消费者对增强皮肤屏障、保持皮肤健康需求的提升，全球功能性护肤品市场规模仍维持正增长。因此，欧莱雅与之对应的活性护肤业务营收增速也不降反升，并创下该业务部超20年来的最高增速，降低了集团在疫情中遭受的损失。在国内，欧莱雅旗下各大活性护肤品牌的市占率虽均被薇诺娜所超越，但理肤泉+修丽可+薇姿的强大组合仍帮助集团占据国内功能性护肤品市场的首位，维持了在该新兴领域的领先地位。

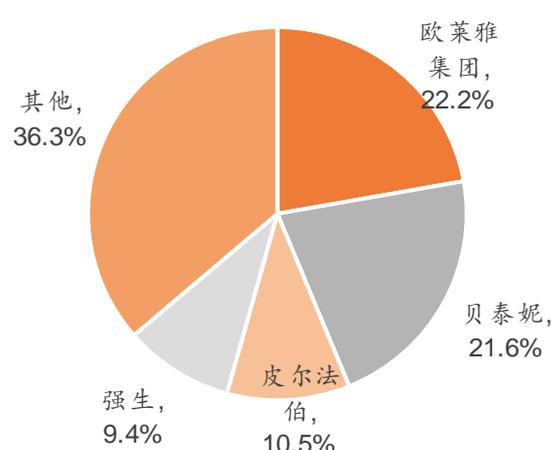
● 全球美妆个护、护肤品、功能性护肤品市场规模增速



● 欧莱雅活性护肤业务营收快速上升（可比口径增速）



● 各集团/公司在中国功能性护肤品市场的市占率(%)



数据来源：Euromonitor，公司财报，平安证券研究所

01

化妆品行业维持高景气度，海外龙头品牌力优势显著

02

互补式的并购形成多品牌矩阵，助力欧莱雅穿越周期

03

科研持续投入，成果应用至旗下各品牌

04

渠道与营销持续进化，好产品得以全面“发声”

05

投资建议



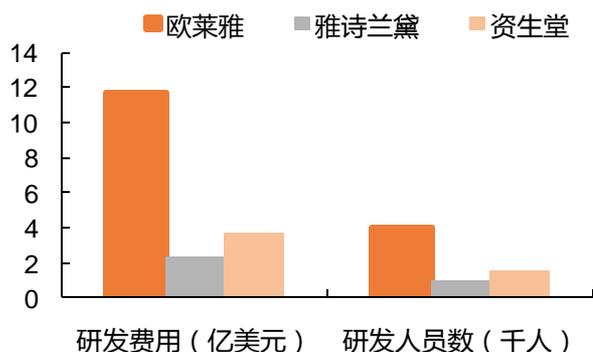
三、科研持续投入，成果应用至旗下各品牌

3.1 科研领域持续投入，全球科研匹配全球销售

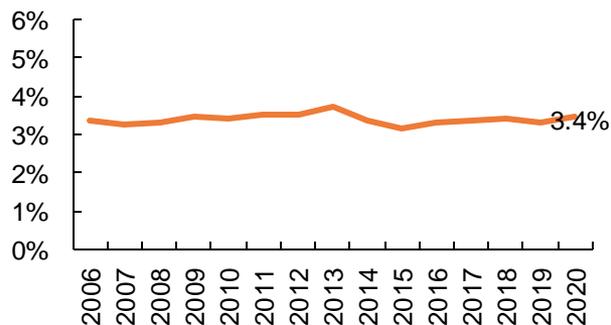
持续科研投入，科研投入高、费用率稳定。在收并购之外，欧莱雅并未放松对自身研发的要求，通过科研成果扩充产品甚至品牌矩阵。横向对比看，2020年欧莱雅的研发费用近12亿美元、全球研发人员数高达4千人左右，两项数据均远高于其余两个世界级的美妆巨头。从研发费用率上看，欧莱雅集团费用率稳定维持在3%以上，在08年、20年等危机环境中也没有降低至3%以下，体现公司科研投入的持续性。

全球科研匹配全球销售。欧莱雅在全球的业务布局决定了面对消费群体的多元化，以抗衰产品为例，欧洲是针对有色斑、黄褐斑、皱纹的中老年人，但中国则是针对有些细纹和黑眼圈、但皮肤较少老化迹象的年轻人。为了匹配全球不同地区、人种的美妆需求，欧莱雅集团在法国本土外的各大洲，特别是亚洲新兴市场布局了研发中心。欧莱雅中国研发和创新中心成立于2005年9月，专门从事针对中国人皮肤及毛发研究、消费者研究、原料与配方开发及体外重建亚洲人皮肤组织等方面的工作。同时该中心与国内多家研究机构和学术组织开展了广泛的合作，并对中国消费者进行广泛深入的调查研究，例如在2012年中进行的研究项目覆盖了20个省市，研究区域涵盖了80%以上的人口。其中90%的研究项目涵盖了三线城市，有近三分之一的项目覆盖到了四线城市，为产品开发和成功上市提供了重要的消费者需求依据。

● 三大外资品牌2020年研发对比



● 欧莱雅研发费用率长期保持在3%以上



● 欧莱雅在全球各大洲主要市场放置了研发基地





三、科研持续投入，成果应用至旗下各品牌

3.2 科研成果由表至里，品牌共享打造产品矩阵

科研成果由表至里，深入至护肤原理研究。欧莱雅在科研上的持续投入，也使得集团科研成果由表至里，逐步深入。欧莱雅早期的研发成果多为洗护领域的新配方与新应用，如无害的染发配方、无皂的洗发香波等。至20世纪末后，欧莱雅在基础成分领域的研究成果开始陆续显现，如类脂膜、神经酰胺、玻色因等一系列新的基础成分被挖掘和应用至洗护、美妆产品的配方之中。而近年来，集团对护肤护发的研究已开始深入至原理领域，如体外重建皮肤组织、3D模拟头发、肌肤微生态研究等，触及护肤护发的最底层原理。

● 欧莱雅集团部分重要研发成果

	研发成果	成果利用
1907	Oreal染发配方	安全无害，能提供一系列变化细微的色彩
1928	Ocap护发水	不用水即可起泡和洗发
1933	无皂洗发香波	取代肥皂成为大众洗发用品
1952	RegeColor染发剂	能够直接上色的染发剂
1978	Lonene G	修复并顺滑头发纤维
1986	类脂膜	传输视黄醇、维E等活性因子的理想介质
1993	麦色滤	针对有害于皮肤的UVA进行防护
1995	神经酰胺	强化、保护、顺滑毛发
2006	玻色因	增强肌肤弹性和紧致性
2006	3D模拟头发	实现全头头发动态可配置模型
2011	LR2414抗老保养分子	强化肌肤组织，改善肌肤弹性
2012	玫瑰细胞分化因子	增加表皮厚度、刺激生长因子的分泌，帮助皮肤组织更新
2019	肌肤微生态	展示了肌肤微生态与肌肤健康间的重要联系



三、科研持续投入，成果应用至旗下各品牌

3.2 科研成果由表至里，品牌共享打造产品矩阵

研发成果在品牌中共享，打造专属概念的产品矩阵。欧莱雅的研发成果并非仅应用于主品牌欧莱雅中，而是在旗下各品牌间共享，以集团专利的黄金抗衰成分玻色因为例，集团旗下多个品牌拥有添加了玻色因成分的产品，玻色因成分出现在多个高端、大众、活性健康线的美妆品牌中。

在赫莲娜等顶级品牌的产品中，玻色因添加的浓度和产品单价均较高，抗衰功效较为明显。而在兰蔻、欧莱雅等高端或大众品牌中，产品玻色因浓度相对较低，但产品性价比也相对较高。围绕着玻色因的抗衰概念，欧莱雅集团形成了一个功效和价格从高到低、层层分布的产品矩阵。

● 欧莱雅旗下多个子品牌拥有添加了不同浓度玻色因的产品

玻色因浓度范围	含有玻色因添加产品的品牌	代表产品	代表产品价格（元RMB）
30%	赫莲娜、修丽可	赫莲娜黑绷带	3000+
20%	赫莲娜、YSL	赫莲娜白绷带	2000+
10%	兰蔻、欧莱雅、科颜氏、修丽可、植村秀	修丽可紫米精华	约1000
5%	欧莱雅、理肤泉、羽西、碧欧泉	欧莱雅紫熨斗眼霜	200+

01

化妆品行业维持高景气度，海外龙头品牌力优势显著

02

互补式的并购形成多品牌矩阵，助力欧莱雅穿越周期

03

科研持续投入，成果应用至旗下各品牌

04

渠道与营销持续进化，好产品得以全面“发声”

05

投资建议



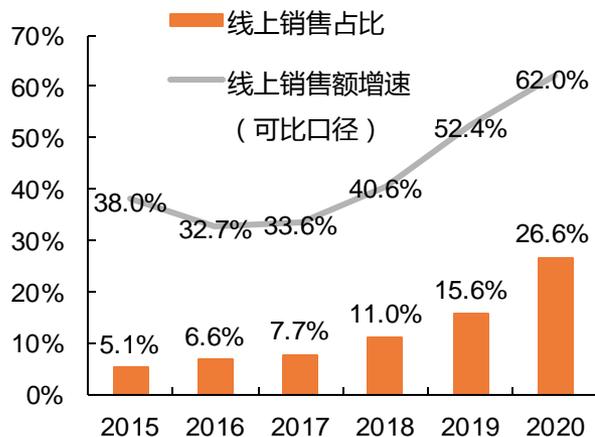
四、渠道与营销持续进化，好产品得以全面“发声”

4.1 渠道布局完整，电商等新渠道占比逐年提升

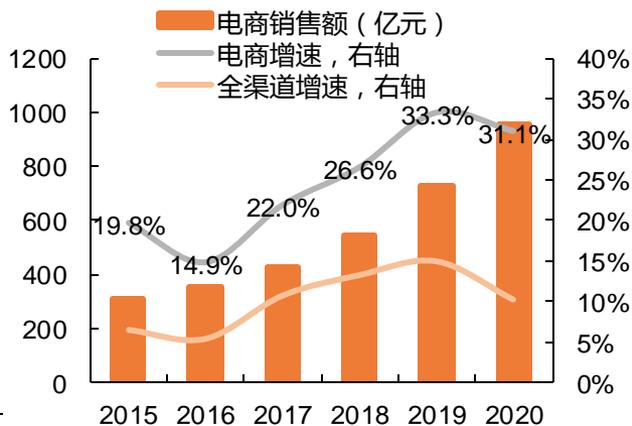
覆盖七大渠道，为不同品牌提供销售空间。在渠道布局上，欧莱雅集团共开拓了全球七种主要渠道，其中既包括美发沙龙、百货专柜、品牌专卖店、药店、商超大卖场等传统渠道，也包括旅游零售店、电商等新兴渠道。定位不同的各子品牌选择合适的渠道进行扩张，如兰蔻、YSL等高端品牌适合在百货专柜、品牌专卖店等高端渠道中销售，而修丽可、理肤泉等强功效护肤品适合出现在药店中，新锐品牌则适合先在电商渠道上提高知名度。

重视新兴渠道发展，线上销售占比逐年提升。在欧莱雅诸多渠道中，电商渠道在近年来特别是疫情后的重要性大幅提升，而集团早于2010年已开始数字化转型，推动了电商渠道营收的增长。2015年起，欧莱雅全球电商营收增速保持在30%以上，其中2020年增速达到62%，推动公司线上营收占比快速提升至26.6%。而在数字化营销的前沿阵地中国，欧莱雅自2017年起与天猫、京东等主流电商平台建立合作，并于2018年与天猫新品创新中心达成战略合作，通过基于大数据的精准消费者洞察，反向驱动产品、营销和新零售的创新模式变革。至2020年，欧莱雅集团在中国区的电商营收同比增长56%、线上占比已提升至60%，进行线上化改革的步伐丝毫没有落后于本土企业。

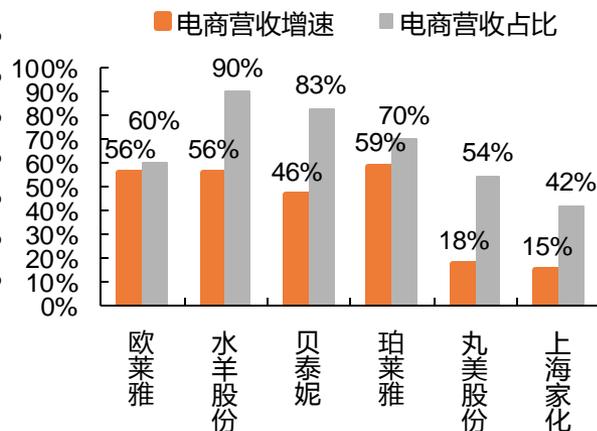
● 欧莱雅集团线上销售增速、占比均快速提升



● 中国护肤品市场电商销售额、同比增速



● 2020年欧莱雅(中国)电商营收增速、占比均不逊色于本土企业



数据来源：公司财报，Euromonitor，平安证券研究所



四、渠道与营销持续进化，好产品得以全面“发声”

4.2 持续立于营销潮头，数字化与本土化打造新亮点

营销模式先锋，数字化维持领先地位。欧莱雅集团在营销模式上也是行业先锋，在公司创立早期（20世纪50年代及以前），公司通过报刊杂志、户外广告、歌曲广告、企业赞助项目等多种形式进行营销，其中户外广告、企业赞助项目等当今常见的营销模式均由欧莱雅首创。

近年来，欧莱雅集团在全球范围内仍持续进行营销投入，销售费用率稳定在30%左右。在营销模式上，集团通过数字化、科技化的新模式维持了行业领先的地位。集团于2018年收购了加拿大AR试妆公司Modiface，该程序也被引入中国区阿玛尼美妆的微信小程序上，为消费者直接提供线上的模拟试妆，提高消费转化率的同时降低消费者退货的概率。此外，集团也是最早探索直播带货模式的企业之一，当下两大头部主播之一的李佳琦出身于欧莱雅的BA网红化项目，集团探索新营销模式的积极性不减。

● 欧莱雅集团开创了多种当下常见的营销模式

年份	欧莱雅领先的营销行为
1909	创办杂志促销美发产品
1923	创办报纸宣传公司和提供产品说明
1931	在建筑外墙上覆盖宣传布，开创户外广告模式
1932	开创在广告中使用歌曲而非话语的宣传模式
1933	创办法国第一本女性美容月刊
1953	公司获得奥斯卡广告奖
1954	赞助演唱会，开创企业赞助项目概念

数据来源：公司公告，平安证券研究所

● 欧莱雅于2018年收购了AR试妆程序Modiface



● 李佳琦从欧莱雅BA网红化项目中脱颖而出





四、渠道与营销持续进化，好产品得以全面“发声”

4.2 持续立于营销潮头，数字化与本土化打造新亮点

营销行为本土化，与中国区年轻代知名男星悉数达成合作。欧莱雅虽然在世界上复数国家与地区有业务布局，但集团在各细分市场的营销行为仍较为接地气，而非简单而雷同的品牌概念营销。以中国为例，欧莱雅面对的消费者以国内年轻女性为主，因此在营销上注重与这一群体最为喜好的年轻男性明星进行互动。我们观察自2018年以来，通过授予品牌代言人、大使、挚友等称号，旗下欧莱雅、兰蔻等核心子品牌把国内头部“小鲜肉”们基本一网打尽，持续在主流消费群体中制造话题与维持热度。

● 欧莱雅近三年多选择年轻代男性明星进行品宣

子品牌	近三年品牌代言人/大使/挚友/体验官
巴黎欧莱雅	王源、蔡徐坤、朱一龙、王一博
纽约美宝莲	陈伟霆
科颜氏	刘昊然
兰蔻	王俊凯、吴亦凡
阿玛尼	胡歌、易烱千玺
理肤泉	时代少年团

● 蔡徐坤、吴亦凡等男星代言欧莱雅子品牌



01

化妆品行业维持高景气度，海外龙头品牌力优势显著

02

互补式的并购形成多品牌矩阵，助力欧莱雅穿越周期

03

科研持续投入，成果应用至旗下各品牌

04

渠道与营销持续进化，好产品得以全面“发声”

05

投资建议



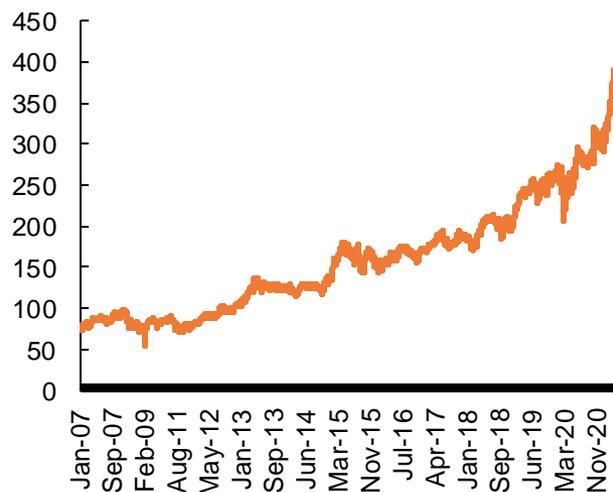
五、投资建议：“中国的欧莱雅”也应具备短中长期的不同竞争力

回顾欧莱雅发展历程，我们认为化妆品企业“短期重视渠道与营销、中期专注产品与研发、长期投入于品牌建设”的发展路径是可行的。一个新企业从“0至1”的阶段，大多在渠道、营销上拥有敏锐的触觉，即在消费者聚集的渠道上通过新颖的营销方式，完成品牌印象的原始积累。而到了“1变多”的阶段，产品力开始说话，企业可通过自我研发或外部并购，在产品上突出“人无我有”的概念，提高消费者对品牌的忠诚度与复购率。从长期看，行业竞争将落脚在品牌力的对比上，然而消费者对美丽的需求不尽相同，且单一产品甚至单一品牌仍有形象老化或配方落后的风险，因而建立多品牌矩阵或是明智之举，有助于企业穿越品牌自身、行业发展乃至宏观经济的周期。

因此，我们认为“中国的欧莱雅”在短期应能维持在新电商、社媒营销等新渠道、新营销上的先发优势，并应着眼研发以打造自身产品的差异化优势。此外，“中国的欧莱雅”也需拥有建设长期品牌矩阵的前瞻思考能力，通过自建或并购不同品牌以应对不同消费需求。对此，我们建议关注华熙生物、贝泰妮、珀莱雅等既是业内渠道与营销变革的先锋，又拥有足够规模、资金投入研发与并购以塑造产品与品牌矩阵的上市企业。

● 欧莱雅历史股价变化（欧元）

● 重点公司盈利预测（未评级者EPS使用wind一致预期）



股票简称	7月6日	EPS (元)				PE (对应最新股价)				评级
	收盘价	20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E	
华熙生物	287.00	1.35	1.70	2.09	2.39	213.3	168.8	137.3	120.1	推荐
贝泰妮	267.10	1.28	1.85	2.44	3.27	208.2	144.4	109.5	81.7	推荐
珀莱雅	180.66	2.37	2.95	3.58	4.20	76.3	61.2	50.5	43.0	推荐
丸美股份	48.11	1.16	1.38	1.62	1.86	41.5	34.9	29.7	25.9	未评级
水羊股份	19.94	0.34	0.59	0.90	1.43	58.6	33.8	22.2	13.9	未评级

数据来源：Wind, 平安证券研究所

五、投资建议：关注华熙生物、贝泰妮、珀莱雅等国货龙头

5.1 华熙生物：玻尿酸护肤龙头，护肤品业务持续快速增长

透明质酸原料起家，向下游护肤品等终端应用渗透。华熙生物由透明质酸（玻尿酸、HA）原料的研发与生产起步，现已打通HA的终端成品市场，在医美和护肤品领域颇有建树，并积极往食品等新兴领域进行扩展。华熙旗下以润百颜为战略主品牌，其他子品牌包括夸迪、BM肌活、米蓓尔等，开发了一系列针对不同肌肤问题的功能性护肤品。其中润百颜以HA为核心成分，在“成分党”消费者中具备广泛的知名度与认同度。公司在原料端的领先地位，使得公司护肤品在市面上的说服力更强、功效宣称上的可信度更高，通过高级别HA原料的背书对竞品的形成降维打击。

护肤品规模维持翻倍增长，有望持续成为公司发展的核心动能。2020年公司护肤品业务收入13.46亿元，同比增长112.2%，连续三年维持翻倍以上增长。主品牌润百颜仍保持快速成长、营收同比+65.3%，夸迪品牌实现爆发式增长，实现收入3.91亿元，同比增长513.3%。公司充分利用了天猫、抖音、小红书等公域流量促进销售增长，并利用私域运营、渠道下沉、渠道多元化等推动未来发展。公司收入超千万的产品共31款，收入超百万产品153款，丰富的产品储备也将推动公司维持快速发展。

● 华熙生物主要护肤品牌矩阵

子品牌	定位	价格	营收占比 (占护肤品业务营收比重, 2020年)
润百颜	主打透明质酸（玻尿酸、HA）元素的核心战略品牌	中高端	42.0%
夸迪	主打冻龄抗初老的高端护肤品牌	高端	29.0%
米蓓尔	解决敏感肌肤的护肤问题	中高端	14.8%
BM肌活	解决各种皮肤类型透皮吸收问题	中高端	8.4%
其他			5.8%

● 华熙生物护肤品业务营收、同比增速



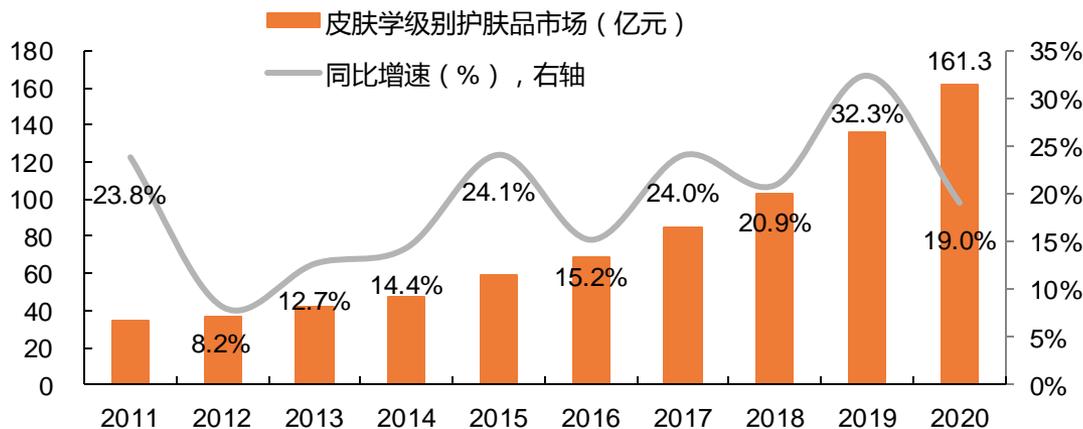
五、投资建议：关注华熙生物、贝泰妮、珀莱雅等国货龙头

5.2 贝泰妮：产品+渠道优势，持续开发敏感肌护理黄金赛道

敏感肌护理黄金赛道，市占率第一且仍在提升。2020年皮肤学级护肤品市场规模同比+19.0%，远高于化妆品行业增速，是黄金赛道中的黄金赛道。其中公司旗下“薇诺娜”品牌在皮肤学级护肤品国内市场排名稳居第一，且市占率较19年再度提升2.5个百分点，显示公司产品、品牌认同度持续提高，公司龙头企业愈发稳固。

线上高占比，核心渠道上拥有强品牌力优势。如同其他快速崛起的国货护肤品牌，公司也是护肤品行业在电商领域的先行者。公司早于2012年已设立电商事业部，通过天猫等线上主流平台获取了巨额流量。2020年公司线上营收占比近83%，其中于阿里系电商的营收占比近48%，为公司第一大渠道。薇诺娜品牌连续多年获得天猫金妆奖，并在其他国货品牌纷纷让出天猫双十一、618前十位置之时仍屹立在榜单中，验证公司在行业核心竞争渠道上的强品牌力优势。

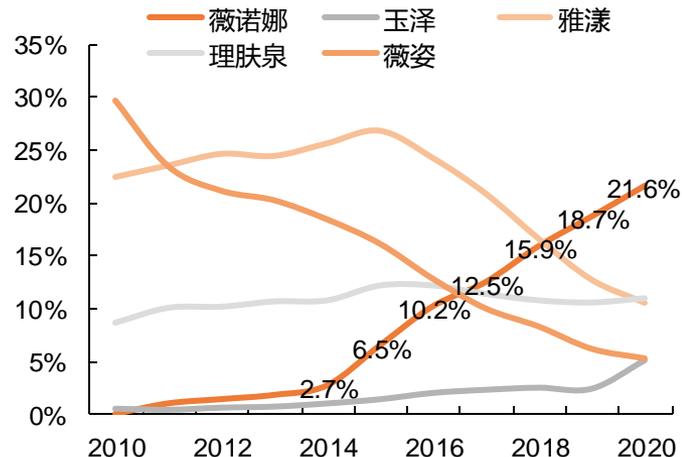
● 国内皮肤学级护肤品市场规模



● 薇诺娜是天猫双十一、618护肤品榜单中唯一国货

排名	2020年双十一 (11.01-11.11)	2021年618 (06.01-06.20)
1	欧莱雅	欧莱雅
2	雅诗兰黛	雅诗兰黛
3	兰蔻	兰蔻
4	后	玉兰油
5	玉兰油	资生堂
6	SK-II	后
7	雪花秀	修丽可
8	资生堂	海蓝之谜
9	薇诺娜	SK-II
10	海蓝之谜	薇诺娜

● 薇诺娜在皮肤学级护肤市场的市占率快速提升



数据来源: Euromonitor, 公司公告, 平安证券研究所

五、投资建议：关注华熙生物、贝泰妮、珀莱雅等国货龙头

5.3 珀莱雅：品牌多元化发展，线上化转型卓有成效

开启品牌多元化发展。珀莱雅公司成立于2006年，主品牌“珀莱雅”主打“海洋科技护肤”概念，旗下主要品牌悦芙媞、彩棠等大多在大众或平价市场竞争，覆盖各年龄段消费者。公司近年来力推品牌多元化的发展，主品牌“珀莱雅”收入占比在2020年已下滑至83%，新品牌特别是彩妆品牌“彩棠”快速增长，使得主品牌外的其余品牌开始逐步成为公司新增长点，2020年主品牌外其他品牌营收同比增长75.1%，远高于主品牌增速。

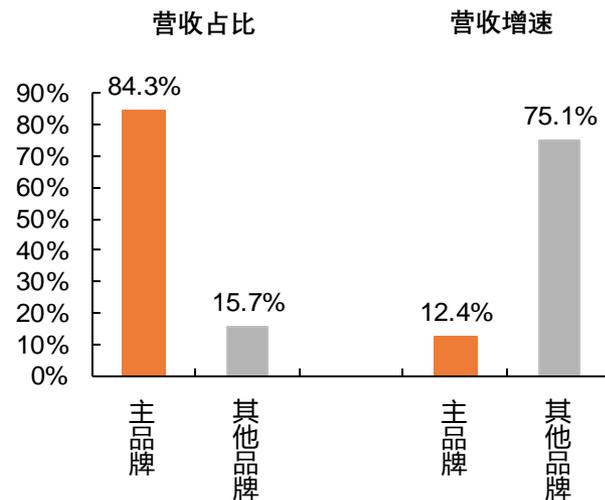
线上渠道占比继续提高，线上化转型卓有成效。公司曾高度依赖线下日化店销售产品，但敏锐观察到化妆品消费线上化趋势并进行积极转型。2020年公司线上营收占比已近70%，成功帮助公司降低疫情对公司的负面冲击。此外，公司正在积极提高在各电商平台上的直营占比，并发展抖音等新兴电商渠道，继续站在行业渠道变革的前沿。

● 珀莱雅主要品牌矩阵

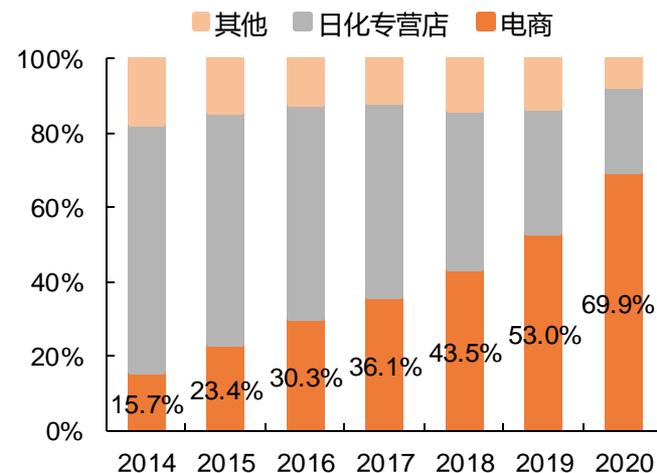
子品牌	定位	价格	针对客群
珀莱雅	海洋科技护肤	大众	全年龄
悦芙媞	轻松快乐的美妆方式	平价	年轻化
彩棠	东方韵味+当代时尚的美妆	大众	全年龄
INSBAHA	朋克风小众彩妆	大众	年轻化
CORRECTORS	强功效护肤	中高端	全年龄

数据来源：公司公告，平安证券研究所

● 珀莱雅主品牌与其他品牌比较（2020年）



● 珀莱雅各销售渠道营收占比



六、风险提示

1. **宏观经济疲软的风险：**经济增速下滑，消费升级不达预期，导致消费端增速放缓。
2. **行业竞争加剧的风险：**化妆品行业进入壁垒不高，市场竞争充分，但过多的参与方可能恶化竞争形势，推动行业整体成本上升。
3. **行业监管趋严的风险：**国家逐步强化对化妆品、医美等颜值经济行业的监管，企业日常经营环境或发生变化。



何沛滨

投资咨询资格编号

S1060520100001

0755-33547155

HEPEIBIN951@PINGAN.COM.CN

股票投资评级：

强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于沪深300指数20%以上）

推荐（预计6个月内，股价表现强于沪深300指数10%至20%之间）

中性（预计6个月内，股价表现相对沪深300指数在±10%之间）

回避（预计6个月内，股价表现弱于沪深300指数10%以上）

行业投资评级：

强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于沪深300指数5%以上）

中性（预计6个月内，行业指数表现相对沪深300指数在±5%之间）

弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于沪深300指数5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司2021版权所有。保留一切权利。