

化妆品行业

看好

市场数据（2021-07-30）

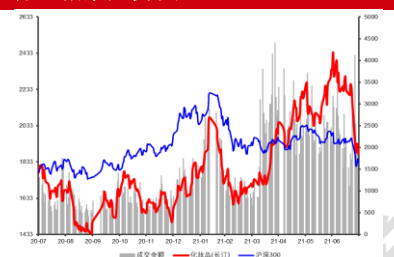
行业指数涨幅

近一周	-4.27%
近一月	-7.37%
近三月	-8.94%

重点公司

公司名称	公司代码	投资评级
贝泰妮	300957	推荐
上海家化	600315	推荐
珀莱雅	603605	推荐
丸美股份	603983	中性
水羊股份	300740	中性

行业指数走势图



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

研究员

张志刚

执业证书编号：S0070519050001

电话：010-83991712

邮箱：zhangzg@grzq.com

联系人

李思佳

电话：010-83991717

邮箱：lisj@grzq.com

相关报告

行业蓬勃发展，国潮东风已至

——新消费赛道研究（三）：化妆品行业简述（上篇）

投资要点

- **受制历史因素，我国化妆品产业基础弱于国际水平，目前已在大众市场建立一定竞争实力。**近代化妆品产业发端自19世纪欧洲，发展至今已诞生欧莱雅、雅诗兰黛、资生堂等业务覆盖全球的巨头级化妆品集团。而我国化妆品产业自上世纪90年代才真正兴起，产业基础相对薄弱，目前尚无国产品牌打破高端市场壁垒，本土化妆品集团的品牌矩阵完善度、客群覆盖度与价格带布局均落后于国际水平。因此，深耕大众市场，避免与外资高端品牌直接竞争，寻找化妆品中竞争相对缓和的高成长细分品类，聚焦资源以建立品牌竞争壁垒，是未来我国化妆品产业中较为实际可行的发展路线。近年来伴随我国居民收入水平的提升以及化妆品企业竞争实力的增强，本土品牌在大众市场的影响力有所提升，电商渠道+新营销模式成为我国化妆品行业增长新引擎。
- **化妆品的需求增长逻辑：消费进阶、品牌升级、品类扩容、需求转向个性化、定制化。**化妆品属于价格带极宽、细分品类多，且消费升级路径明确的可选消费品，消费动机主要出于情感与归属的需求，女性消费者为化妆品支付溢价的意愿处在较高水平。从消费升级具体路径上看，消费者可通过增加消费品类（如由水乳面霜逐步拓展至眼霜、精华、面膜等），或所消费品牌不断升级，逐步提升年消费金额。此外消费者对自身肤质的了解程度不断加强，在选择与肤质契合度更高护肤产品的过程中，品牌方“以成分为卖点”针对性营销，可不断催生新单品、新品牌，进而带动行业需求更迭，推进全行业的需求发展。我们认为消费能力是决定化妆品消费额增速的实际中枢。在可支配收入允许下，未来我国人均化妆品消费金额有较大提升空间，即化妆品行业中长期的规模扩容速度应略高于我国人均可支配收入的年化增速。
- **生产端是化妆品产业链运营的基础，品牌与渠道端是化妆品产业链中的核心价值部门。**我国化妆品产业链主要原料端、生产

端、品牌端、渠道经销端构成，产业链内各环节的价值分布、盈利能力与市场竞争格局均存在区别。总体看，化妆品是由品牌与渠道定价的可选消费品类，产业链核心价值集中于品牌端与渠道端，原因在于，化妆品的品牌积淀属于先发优势，直接决定消费者对产品的认知度、忠诚度与购买欲望，难以短期复制，是其溢价能力的直接来源。品牌方与渠道方作为产业链核心，具备高话语权，但需负担线上/线下推广费用、线下柜台/店铺店租，把控品牌形象构建与渠道布局，维系用户忠诚度。因此，可把品牌方与渠道方视为整个行业的盈利与费用支付重心。同时，生产端决定品牌的研发实力与产品力，化妆品企业通常选择综合型化学品企业或有医研背景的原料厂商作为原料供应方，按照品牌成长周期与产品是否属于核心品类选择代工/自主模式完成产品生产。

- **投资建议：**化妆品属于价格带极宽、细分品类多，且消费升级路径明确的可选消费品，消费动机主要出于情感与归属的需求。我们认为消费能力是决定化妆品消费额增速的实际中枢。在可支配收入允许下，未来我国人均化妆品消费金额有较大提升空间，即化妆品行业中长期的规模扩容速度应略高于我国人均可支配收入的年化增速。同时，化妆品是由品牌与渠道定价的可选消费品类。品牌方与渠道方作为产业链核心，具备高话语权，但需负担线上/线下推广费用、线下柜台/店铺店租，把控品牌形象构建与渠道布局，维系用户忠诚度。因此，可把品牌方与渠道方视为整个行业的盈利核心部门。建议关注目前已在国内化妆品大众市场或细分领域建立一定品牌影响力的化妆品企业，如贝泰妮、上海家化、珀莱雅等。
- **风险因素：**终端消费需求增长放缓；品牌端营销费投效果不及预期；产品质量风险；欧美品牌关税降低，导致本土品牌优势减弱。

目 录

1. 化妆品：外资享先发优势，国货浪潮渐起	6
1.1 追本溯源：欧美化妆品的产业优势缘何而来？	6
1.1.1 欧美化妆品：品牌构建基本完成，进入集团并购阶段	6
1.1.2 我国化妆品：先发优势不足，大众市场竞争实力更强	9
1.2 我国化妆品行业的现状与分类	10
1.2.1 电商渠道+新营销模式成为我国化妆品行业增长新引擎	10
1.2.2 我国化妆品主要细分品类：护肤为基，彩妆高增	13
1.2.3 本土品牌在大众市场的影响力有所提升	13
2. 化妆品的需求增长逻辑：消费进阶	16
2.1 护肤品消费进阶之道：由大众品牌向高端品牌升级	16
2.2 护肤品消费进阶之道：精细化升级	19
2.2.1 消费者不断尝试附加值更高的护肤品	19
2.2.2 高附加值单品对化妆品集团的意义	21
2.3 护肤品消费进阶之道：成分党崛起	22
2.4 总结：以护肤品为切入口，理解化妆品的消费本质	24
3. 化妆品流通核心环节：品牌端与渠道端	25
3.1 研发生产端：化妆品产业链的运营基础	26
3.1.1 OEM/ODM 代工模式：适用于新锐品牌与成熟品牌非核心品类	26
3.1.3 品牌自主生产模式：适用于成熟品牌与核心产品	27
3.2 品牌端：化妆品产业链的核心价值部门	28
3.3 渠道端：化妆品销售的规模放大器	28
3.3.1 经销渠道与直销/DTC 模式的简述	29
3.3.2 代运营模式的兴起	29
4. 投资建议	31
5. 风险提示	31

插图目录

图 1：现代欧美化妆品行业各阶段重大事件时间轴	6
图 2：欧莱雅发展历史的重要节点复盘	7
图 3：雅诗兰黛发展历史的重要节点复盘	8
图 4：我国化妆品行业各阶段重大事件时间轴	9
图 5：我国化妆品社零销额占比近年显著提升	10
图 6：各国化妆品人均消费金额，中国仍处于低位	10
图 7：我国化妆品行业近年发展驱动因素详解	12
图 8：化妆品主流消费渠道占比的变迁	12
图 9：我国化妆品市场以护肤、护发、彩妆为主	13
图 10：我国护肤品各细分品类的市场占比	13
图 11：我国护肤品份额维持高位、彩妆占比显著扩容	13
图 12：我国彩妆与护肤品增速较快	13
图 13：我国高端化妆品市场占比逐步提升	14
图 14：我国高端化妆品的整体规模增速快于大众市场增速	14
图 15：我国高端化妆品市场份额（2019 年）	14
图 16：我国大众化妆品市场份额（2019 年）	14
图 17：我国化妆品市场集中度呈现逐年缓慢提升趋势	15
图 18：国产品牌在大众市场 CR20 内占比高于高端市场	15
图 19：我国护肤品市场划分方式：按功效、细分品类、使用部位等划分	16
图 20：不同定位化妆品品牌与其主力单品的单价差距	17
图 21：化妆品消费者所需求品类由基础护肤上升至精细护肤	19
图 22：成分党以年青一代化妆品消费者为主	23
图 23：成分党消费能力强劲	23
图 24：化妆品消费增速与我国人均可支配收入与 GDP 增长存在同向波动	25
图 25：我国化妆品产业链包含原料端、生产端、品牌端、渠道端	25
图 26：化妆品产业链不同环节的企业毛利率水平	28
图 27：化妆品产业链不同环节的企业净利率水平	28
图 28：化妆品产业链中不同环节的价值构成占比，渠道与品牌方占比最高	29

表格目录

表 1：我国化妆品集团与欧美化妆品集团的品牌矩阵差距	9
表 2：2008、2019 年高端市场与大众市场品牌格局演变，大众市场突围趋势明显	15
表 3：超高端、高端品牌各类别主力单品的销售价格，超高端、高端主力单品价差明显	17
表 4：中低端品牌主力单品销售单价偏低	18
表 5：护肤品消费品牌进阶与精细化升级所对应的消费者年消费客单价提升情况总结	20
表 6：超高端/高端品牌明星单品所具备的特征	21
表 7：护肤品内含主要有效成分、对应功效与其原理简述	23

表 8：我国主流线上品类对代运营商需求的比例与佣金率.....	30
---------------------------------	----

仅供签约客户使用，请勿转发

1. 化妆品：国际大牌享先发优势，国货浪潮渐起

1.1 追本溯源：欧美化妆品的产业优势缘何而来？

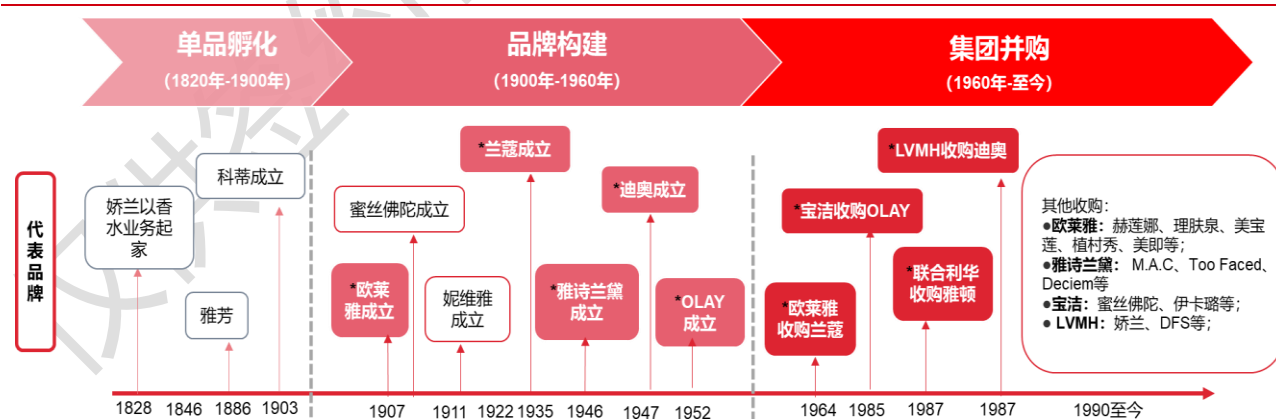
化妆品属于日用消费品，一般具有清洁与美化皮肤、保持皮肤健康、修饰容貌、呈现良好状态、增加魅力等功能，从而给使用者带来愉悦、满足和归属感。如以《化妆品卫生监督条例》的定义看，化妆品是指以涂擦、喷洒或者其他类似的方法，散布于人体表面任何部位（皮肤、毛发、指甲、口唇等），以达到清洁、消除不良气味、护肤、美容和修饰目的的日用化学工业产品。目前化妆品包含 11 大子品类：护肤品、护发产品、口腔护理品类等。可见，化妆品具备多品类基因，蕴含“多品牌”、“宽价格带”的品类特征。

化妆品起源可回溯至原始社会，但近代化妆品产业的发端时点为 19 世纪的欧洲与美国，至今约 200 年历史，且不乏娇兰等影响力持续至今的长青品牌，更成长出欧莱雅、雅诗兰黛、资生堂、爱茉莉太平洋等囊括不同定位、不同品类、业务覆盖全球的巨头级化妆品集团。对比之下，国内以上海家化、上海上美、珀莱雅等为代表的化妆品企业虽已完成了集团化运营的雏形构建，但在品牌布局、产品价格带覆盖以及海外销售占比等方面都远逊于外资势力。基于此，有必要对现代化妆品发展史做出梳理，并分析外资化妆品集团的成长路径，从而梳理得出不同阶段驱动化妆品行业发展的核心因素变迁。

1.1.1 欧美化妆品：品牌构建基本完成，进入集团并购阶段

复盘现代化妆品的产业发展与品牌成长历史，我们认为可将化妆品产业发展分为三个阶段，即单品孵化阶段（1820-1900 年期间）、品牌构建阶段（1900-1960 年期间）与集团并购阶段（1960 年至今）。

图 1：欧美现代化妆品行业发展各阶段重大事件时间轴



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

第一阶段：单品孵化阶段。自 1828 年医生及药剂师 Guerlain 在法国巴黎开设了第一家香水店后，以娇兰香水、卡尼尔发乳、旁氏雪花膏等为代表的护肤、护发、香水单品逐步涌现。伴随单品销量扩容，一批初创品牌（如旁氏、

卡尼尔、雅芳等）逐步完成了早期品牌形象积累。这批早期品牌的诞生，不仅构建出现代化妆品的产业雏形，也为欧洲在化妆品产业的研发、渠道布局与品牌形象构建等方面积累下先发优势，为未来的化妆品企业所采用的“单品孵化——品牌形成——集团化运营”发展模式做出了初步探索。

第二阶段：品牌构建阶段。这一阶段是现代化妆品企业借助研发+渠道布局+营销全方位竞争，最终实现品牌“破圈”的关键阶段，目前两大化妆品集团欧莱雅、雅诗兰黛均成立于该阶段。此外 Olay、兰蔻等世界级品牌均诞生于该时期。原因在于，进入 20 世纪后，化妆品行业护肤、护发、彩妆等基本品类的概念已基本建立，且部分品牌凭借优势单品背书，初步完成了消费者心智构建。但各品牌的营销手段仍较传统，营销模式的创新以及对特定渠道的开拓成为品牌突围的决定因素。能在该阶段脱颖而出的品牌，不仅产品力表现出众，且能以独特营销手段强化特定消费人群的品牌记忆，刺激购买欲望。

以巴黎欧莱雅为例：欧莱雅创始人药剂师欧仁·舒莱尔，其于 1908 年成功研发出世界第一支无毒染发剂并予以推广，成为后续巴黎欧莱雅美发系列的核心产品。为巩固品牌在美发产品中的研发优势，欧莱雅陆续发布金色染发剂、洗发液、护发香波等新产品，保证产品及时迭代升级。同时，欧莱雅宣传模式堪称引领行业，具体手段包括楼体海报宣传、公交车身广告、美容杂志封面广告/美发知识专栏、利用无线电歌曲播放公司“广告词”等品牌宣传模式。在渠道布局方面，欧莱雅则高度关注美发店渠道，采取直接投资美发学校等手段建立美发师口碑，消费群体逐步由美发师扩宽至普通消费者。

图 2：欧莱雅发展历史的重要节点复盘

品牌初步构建 (1909年-1950年)	切入高端化妆品 (1950年-1980年)	加速扩张 (1980年-2000年)	数字升级 (2000年-至今)
<ul style="list-style-type: none"> 产品：推出无毒染发剂，构建完整美发产品矩阵； 营销：发型师推广+杂志宣传+户外楼体广告，开创先河。 渠道：借助美发店渠道打开市场 	<ul style="list-style-type: none"> 美发：原有产品升级+并购卡尼尔； 化妆品：并购兰蔻、碧欧泉、薇姿等，涉足高端化妆； 渠道：拓展发廊、药店、香水店、百货渠道，开拓西欧区域 	<ul style="list-style-type: none"> 品牌：立体化并购加速，形成品牌矩阵，如美宝莲、赫莲娜等。 美发：开发防脱、修复等高阶产品； 渠道：切入中东、亚洲等区域市场。 	<ul style="list-style-type: none"> 品牌：完善品牌矩阵，主要选与现有品牌定位、地区互补的品牌； 渠道：聚焦资源，投放新兴市场；加大电商渠道投入。

数据来源：公开信息整理，国融证券研究与战略发展部

雅诗兰黛在品牌推广与营销中同样有创意之举。雅诗兰黛成立之初即将主流客群定位于上流贵妇群体。因此，雅诗兰黛主要通过参与高端晚会活动、与影视明星联动宣传等“圈层营销”模式，提升品牌影响力。渠道方面，雅诗兰黛坚定执行限定在高档百货、高档香水店、专门店等特定渠道销售的策略，紧抓优质终端渠道，强化品牌高端形象。举例而言，1948 年雅诗兰黛说服成功纽约萨克斯第五大道（顶级奢侈品百货商场），开设了该商场内第一家柜台，自此雅诗兰黛便牢牢把握住高端渠道，最终成功完成了高端品牌的定位塑造。

图 3：雅诗兰黛发展历史的重要节点复盘

初创期 (1946年-1959年)	成长期 (1959年-1993年)	外延拓展期 (1994年-至今)
<ul style="list-style-type: none"> •品牌：单品牌雅诗兰黛+基础护肤品类 •渠道：高档百货、专卖店、香水店等，建立高端形象 •营销：免费派发试用、提供赠品。借高端晚会+名人效应扩大品牌影响力 	<ul style="list-style-type: none"> •品牌：扩充自主护肤品牌。创立Clinique（医学护肤）、Aramis（男士护肤）、Origins（植物护肤）等。 •品类：在美妆方面动作不大。 	<ul style="list-style-type: none"> •品牌：自开启三轮并购，方向为年轻化（Becca）、定位互补（Aveda）、顶级/小众（La Mer）等 •品类：加速拓展彩妆线，95年收购MAC、Bobbi Brown等； •渠道：依赖并购，MAC（影视后台），Jane（CS零售），Aveda（专业发廊）

数据来源：公开信息整理，国融证券研究与战略发展部

可见，这一时期内，营销模式的创新度与渠道策略的精准度逐步成为化妆品企业竞争实力的决定性因素。

第三阶段：集团并购阶段。化妆品产业中包含多个品类，市场需求具有碎片化倾向，且作为日用消费品进入门槛不高，导致单个品牌通常仅能在一种或数种产品内建立优势，难以完成多品类+全价格带布局，市占率天花板不高。且化妆品市场推陈出新速度较快，新品牌可通过客群定位迅速导入市场，原有品牌为确保企业持续、稳健的成长，通常会采取并购与自主孵化相结合的手段，布局新的细分品牌。另外，化妆品集团可通过在不同细分领域主动并购，达到拓宽品类、加强多级消费群体覆盖等目标，实现集团内不同品牌在定位/客群/周期期间的互补，最终确保集团整体业绩稳定增长。

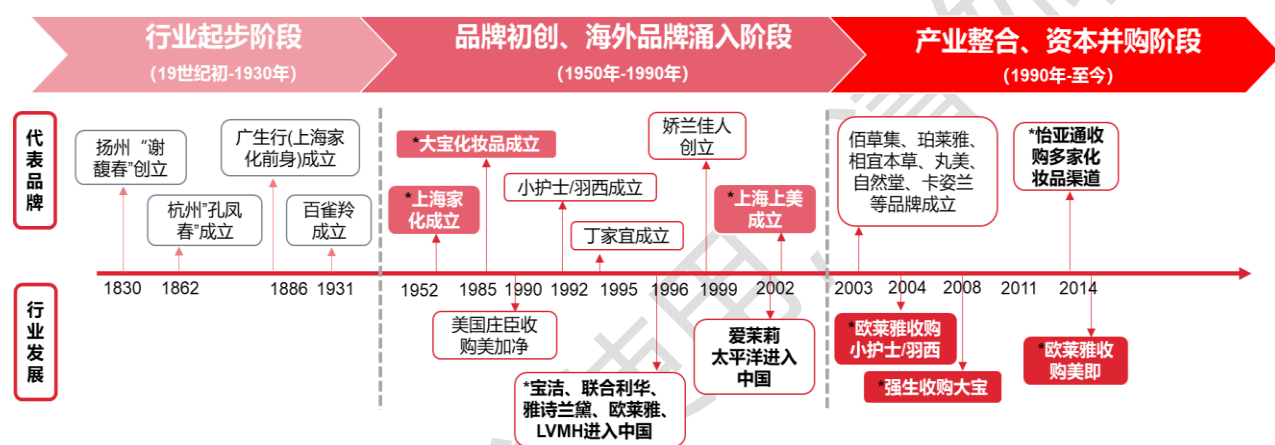
该阶段欧莱雅仍立于潮头之先，其于 1963 年上市打通融资渠道后开启了一系列并购，1964 年通过收购兰蔻成功切入高端化妆品市场便是集团借并购拓宽领域的经典案例。此后，欧莱雅于 1970 年收购碧欧泉，于 1989 年收购赫莲娜、理肤泉，于 1996 年收购美宝莲等，完成对护肤、彩妆、护发等不同定位、不同品类品牌的全覆盖。至今，欧莱雅集团旗下拥有 30 个以上不同品牌，且能通过资源协同、定位互补与全球市场推广，强化集团化运营优势。在开拓中国市场时，欧莱雅同样采取并购策略，收购多家国产品牌，如 03 年首次并购护肤品牌小护士、04 年并购彩妆品牌羽西、14 年并购面膜市场代表性品牌美即等。

可见，以集团化模式运营的化妆品企业，其市场话语权与渠道掌控力强于单个品牌，可通过多渠道联动快速提升品牌形象，实现资源协同。实际化妆品集团母公司在收购子品牌后，通常会将自身原有研发、营销、渠道资源与新品牌有机结合，助力新品牌价值提升。举例来说，波色因系欧莱雅 2007 年推出的独家抗衰成分，2018 年起被陆续添加至旗下超高端品牌赫莲娜、高端品牌兰蔻、功能性护肤品牌理肤泉、中端定位品牌巴黎欧莱雅、彩妆品牌羽西等不同定位品牌中。集团通过多渠道宣传科普波色因抗衰功效，加强消费者对该成分抗衰效果的认知度，最后以一系列添加波色因的产品完成下销售收割，提升集团整体业绩。

1.1.2 我国化妆品：先发优势不足，大众市场竞争实力更强

我国化妆品行业始于 20 世纪初期，对比欧美起步偏晚，且由于政体更迭，谢馥春、孔凤春等发源于 20 世纪初期的国货美妆品牌出现断代，仅成立于 1931 年的百雀羚品牌运营至今。新中国成立后国内经济基础薄弱，女性化妆品消费观念尚未形成，我国化妆品产业发展进展缓慢。改革开放后，上世纪 90 年代欧美品牌集中进入国门，并迅速占据高端市场高地，对应国人化妆品消费习惯逐步建立，我国本土化妆品产业步入快速发展期，诞生了小护士、羽西、丁家宜等早期国货品牌，但在运营十余年后均陆续被外资化妆品集团收购。进入 21 世纪后，以珀莱雅、相宜本草、自然堂、卡姿兰、丸美等本土品牌为代表的本土化妆品产业势力才真正兴起。

图 4：我国化妆品行业各阶段重大事件时间轴



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

我们认为，本土化妆品品牌对比娇兰、欧莱雅等运营存续超百年的国际大牌，在历史底蕴、研发实力与产品营销策略全方面落后，且难以短期内发生本质性扭转。因此，多数国产品牌通常避免与国际大牌在高端市场直面交锋，转而定位大众化妆品市场。历经近 20 年开疆扩土后，百雀羚、佰草集（上海家化）、珀莱雅等品牌凭借高性价比+渠道铺货优势，在大众化妆品市场逐步占据一席之地。但从集团化发展角度看，我国本土化妆品产业基础相对薄弱，目前尚无国产品牌打破高端市场壁垒，本土化妆品集团仅初具雏形，在品牌矩阵完善度、客群覆盖度与价格带布局等方面远落后于国际化妆品头部集团。

表 1：我国化妆品集团与欧美化妆品集团的品牌矩阵差距

大类	细分	欧莱雅	上海家化
		总品牌数 30+：自主孵化 12 个，剩余为收购	总品牌数 6 个：均为自主孵化
护肤 品线	奢侈品牌	HR（赫莲娜）	双妹
	高端品牌	Lancôme(兰蔻)、Biotherm(碧欧泉)	佰草集
	大众品牌	Kiehl's(科颜氏)、Yue-sai（羽西）、L'Oréal Paris（巴黎欧莱雅）、美爵士、Garnier(卡尼尔)、小护士、美即、Baxter Of California (男士护肤)	美加净

其他 品类	药妆	La Roche-posay (理肤泉)、Vichy (薇姿)、Skin Ceuticals (修丽可)	玉泽
	彩妆	Giorgio Armani (乔治阿玛尼)、Lancôme(兰蔻)、Maybelline(美宝莲)、YSL (圣罗兰)、Shu Uemura(植村秀)、L'Oréal Paris (巴黎欧莱雅)、Urban Decay、Dermablend、NYX、Essie	双妹
	美容仪器	Clarisonic (科莱丽)	/
	香水	Giorgio Armani (阿玛尼)、Ralph Lauren (拉尔夫劳伦)、Cacharel(歌雪儿)、VIKTOR&ROLF (维果罗夫)、Maison Martin Margiela、Diesel(迪塞尔)	双妹、高夫
	美发品牌	Kérastase (卡诗)、Matrix (美奇丝)、Ultra DOUX(淳萃)、Softsheen.Carson、Carol's daughter、Pureology、Redken、L'Oréal Professional、Mizani	/

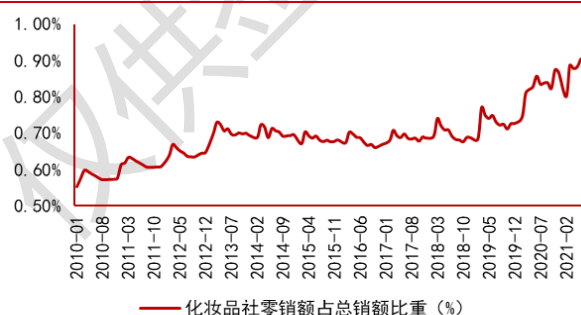
数据来源：公开信息整理，国融证券研究与战略发展部

可见，历史积淀的鸿沟难以短期弥合，当下我国化妆品产业尚无与国外化妆品集团展开全面竞争的实力。深耕大众市场，避免与外资高端品牌直接竞争，寻找化妆品中竞争相对缓和的高成长细分品类，聚焦资源以建立品牌竞争壁垒，是未来我国化妆品产业中较为实际可行的发展路线。

1.2 我国化妆品行业的现状与分类

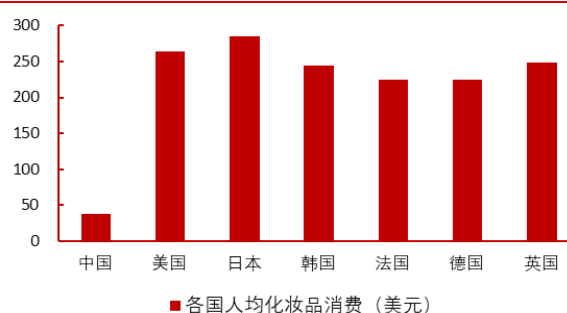
近年来，我国化妆品行业呈现稳定增长态势，2020 年化妆品市场规模为 5199 亿元，2011-2020 年期间行业整体 CAGR 达到 9.9%，已成长为全球化妆品第二大消费国。即便在突发疫情的影响下，2020 年行业同比增速也达到 7.2%，属于受疫情影响较小的品类。另外，化妆品销额在社零总量中占比也保持提升趋势，由 2010 年 1 月的 0.55%逐步上移至 2021 年 6 月的 0.90%，表明我国化妆品行业的消费潜力正逐步凸显。且对比欧美国家，我国化妆品人均消费仍有较大提升空间。

图 5：我国化妆品社零销额占比近年显著提升



数据来源：2020 年，国融证券研究与战略发展部

图 6：各国化妆品人均消费金额，中国仍处于低位



数据来源：尼尔森，国融证券研究与战略发展部

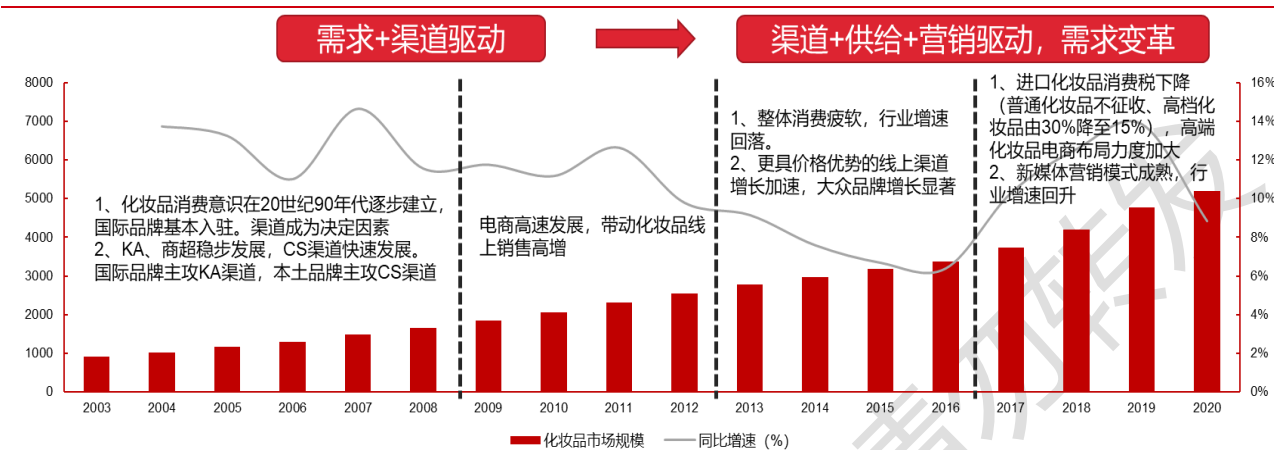
1.2.1 电商渠道+新营销模式成为我国化妆品行业增长新引擎

我国化妆品行业可分为以下几个发展阶段：1) 1990-2012 年是我国女性居民化妆品消费意识形成、国际品牌入驻、本土品牌初步成长的阶段。该阶段本土品牌影响力微弱，主要定位大众消费，需依赖廉价、渠道易触达与高渠道利润完成品牌初步推广；2) 2013-2016 年期间，受制于整体经济增速相对疲软，化妆品整体消费增速开始下滑。3) 2017 年至今，进口化妆品消费税率的下调直接降低了高端化妆品零售价，海外高端品牌借机发力电商加大促销力度，直接刺激销量，叠加新营销模式、KOL 销售闭环的建立，拉动了化妆品行业的二次增长。

- **1990-2008 年：消费意识形成后，渠道布局成关键。**上世纪 90 年代是我国居民化妆品消费意识的形成阶段，需求高速增长背景下，渠道成为决定品牌销量增长的决定因素。这一阶段，化妆品主流销售渠道主要是大型百货、超市等业态，另外日化专营店 CS 渠道作为店面小、可容纳品牌多且渠道推力较强的本土特色渠道，亦在该阶段得到快速发展。这一过程中，欧莱雅等国际大牌主攻百货、KA 等高端渠道，本土品牌如珀莱雅等则强化 CS 渠道布局，把握需求扩容良机，完成品牌资产的初步积累。
- **2009-2012 年：电商渠道红利显著，淘品牌崛起驱动行业增长。**该阶段的标志性特征是以淘宝等为代表的电商渠道销售额快速增长，另外 09 年双 11 购物节、12 年天猫商城的成立对电商销售业态构成直接催化。化妆品自身易运输、保质期长的产品属性高度适用于线上销售，叠加电商渠道产品销售低价、品牌进入低门槛的特征，降低了化妆品品牌的线上销售进入门槛。该阶段，对电商渠道提前布局的企业均能享受渠道红利。以御泥坊、阿芙精油等为代表的淘系品牌集中涌现，利用低价优势完成品牌积累，进而驱动行业保持高速增长。
- **2013-2016 年：经济下行导致行业增长受阻，大众品类相对景气。**13-16 年期间国内经济处于下行通道，对化妆品整体消费的增长构成抑制。期间化妆品电商渠道消费红利仍存，对应销售额在整体销售的占比有了明显提升，但仍处于偏低水平。而商超、百货等传统线下渠道销售量则受到直接影响，对化妆品大盘销售增速构成一定拖累。这一阶段，定位大众消费者的中低端化妆品受价格优势影响，其销售增速快于消费者，而高端化妆品消费增长则相对缓慢。
- **2017 年至今：国际高端品牌+新营销模式驱动行业增长。**2012-2014 年是外资核心品牌进入天猫、京东等大型电商的关键时期，大批电商进驻为其后续在中国市场发展奠定了基础。但由于化妆品进口消费税率较高，相当一部分国内消费者选择经代购渠道直接在海外市场购买并运输回国内，造成消费外流。出于消费回流考虑，我国财政部与国家税务总局宣布自 2016 年 10 月起化妆品进口消费税征收范围缩小为高档美容/护肤化妆品和高档护肤类化妆品，且税率从 30%降为 15%。2019 年，欧莱雅、雅诗兰黛等外资大牌在天猫销售端加大折扣买赠力度，对当年化妆品销售构成直接促进。另外，伴随新零售模式崛起，以直

播电商为代表的新零售模式，以及“KOL 在微博/小红书等内容 APP 种草——电商平台拔草——售后评价在 APP 晒单形成口碑效应”这一爆品营销闭环的跑通，驱动化妆品全行业迈入一轮新的增长期。

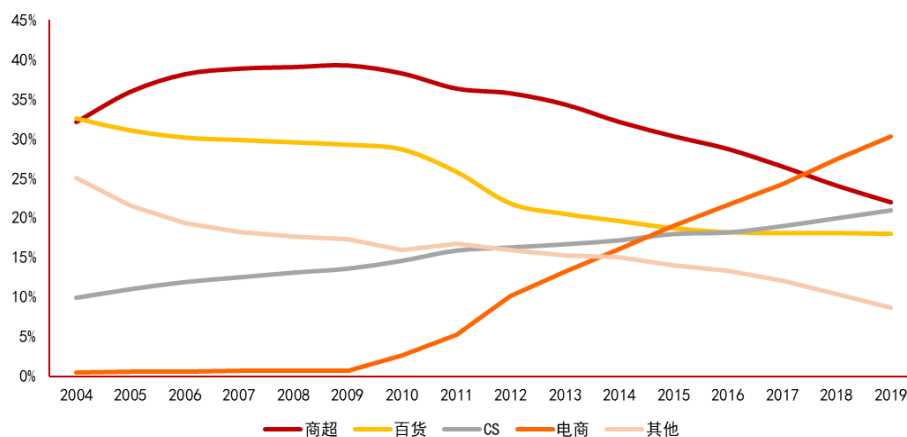
图 7：我国化妆品行业近年发展驱动因素详解



复盘过往 30 年，我国化妆品不同阶段的增长驱动要素略有不一。在 2010 年前，国内化妆品市场的核心驱动因素可概括为整体稳步增长，渠道变革驱动需求结构迁移。即在化妆品需求持续扩容基础上，我国化妆品消费零售渠道由“商超、百货占主流地位”的商超百货时代，向“电商渠道快速扩容，CS 渠道份额稳步提升，百货商超影响力逐步趋弱”的渠道结构变迁，品牌方则通过对化妆品销售渠道的先发性布局，强化自身品牌优势。

具体来看，我国化妆品主流销售渠道包括商超 KA、百货专柜，日化专营店 CS、电商渠道、单品牌专营店以及免税渠道（主要销售进口化妆品）等。其中，国际中高端品牌主要在百货专柜销售，本土品牌主要在商超 KA 与 CS 日化专营店渠道销售。电商渠道则呈现国际大牌、本土品牌与新锐品牌并重的局面，是近年增速最迅猛、变革最快的销售渠道。2019 年电商渠道销额占比高达 30%，已成为国内销售占比最高的渠道，商超、CS 渠道分别位居第二、第三位。

图 8：化妆品主流消费渠道占比的变迁

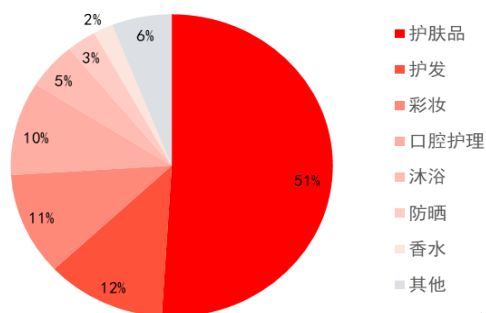


新营销模式对化妆品需求的直接催化效应，在电商购物节的销额转化以及爆品打造等方面已获验证。展望未来，化妆品的产品属性不变，居民生活节奏加快、闲暇时间碎片化的生活方式下，移动互联网将继续保持高速发展，居民消费将持续向线上端转移，预计电商将继续成为国内化妆品销量增速最快的消费渠道。在线上营销与运营具备优势的品牌方，未来将获得更大的增长空间。

1.2.2 我国化妆品主要细分品类：护肤为基，彩妆高增

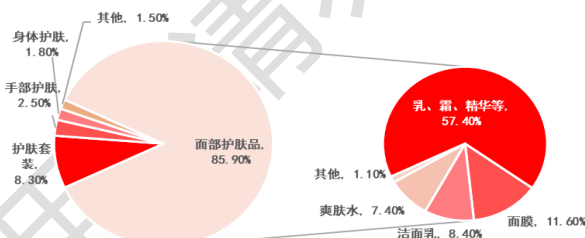
从细分品类看，我国化妆品可分为 11 大细分子品类：具体包括护肤品、护发产品、口腔护理品类、沐浴用品、彩妆、男士护理用品、婴幼儿与儿童专用产品、香水、防晒用品、除臭剂、脱毛产品、防晒等。其中，护肤品、护发、彩妆为主要品类：护肤品 2019 年销售额占比达到 50%，常年占据化妆品销售额半壁江山；护发、彩妆及口腔护理的销额占比分别为 12%/11%/10%。

图 9：我国化妆品市场以护肤、护发、彩妆为主



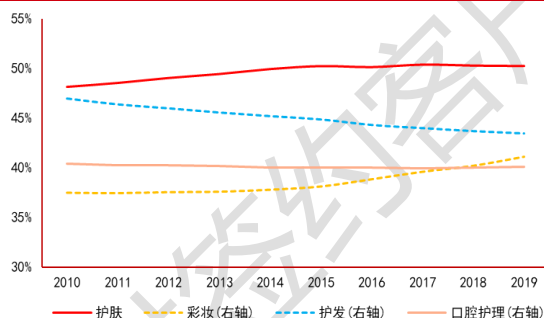
数据来源：Euromonitor，国融证券研究与战略发展部

图 10：我国护肤品各细分品类的市场占比



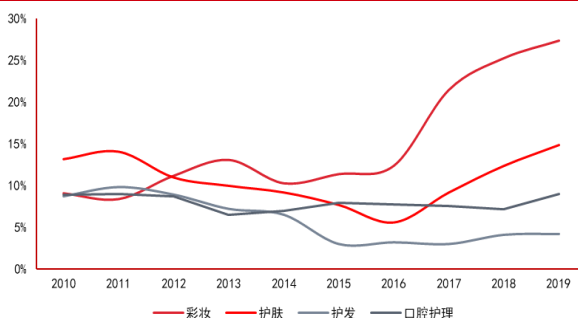
数据来源：Euromonitor，国融证券研究与战略发展部

图 11：我国护肤份额维持高位、彩妆占比显著扩容



数据来源：2020 年，国融证券研究与战略发展部

图 12：我国彩妆与护肤品增速较快



数据来源：尼尔森，国融证券研究与战略发展部

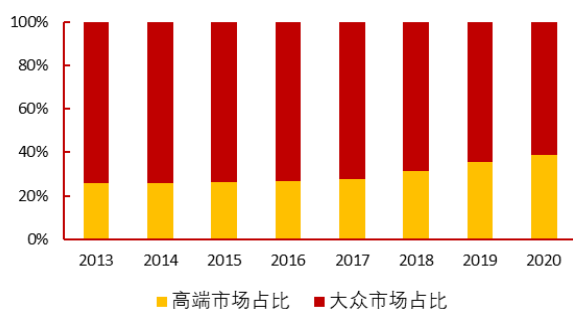
增速方面，不同化妆品种类存在一定分化：护肤品 2011-2020 年复合增速约 10% 左右，略优于行业，反映其作为化妆品基础品类的增长韧性；而彩妆增速显著高于行业，是全行业增长最快的细分品类。彩妆消费的高速增长，主要源自我国消费者结构正趋于年轻化，90 后、95 后成消费主力军。另外，彩妆具有一定冲动消费属性，其妆面可在 5-10 秒的短视频中予以直接展示，因此在直播、短视频等新营销模式崛起过程中，彩妆成为受益效应最直接的品类。

1.2.3 本土品牌在大众市场的影响力有所提升

我国化妆品中，高端市场与大众市场的竞争格局并不一致，主要玩家亦存在区别。大众品牌市场规模较大，2019 年达到 2769.8 亿元，在市场中占比达

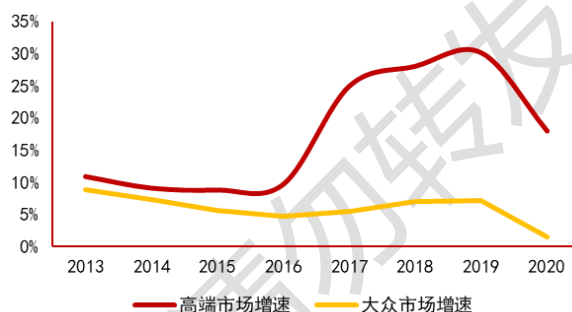
到 57.98%，但近年来增速仅 5-6% 左右，增长较为缓慢。相比之下，高端市场体量更低（1517.9 亿元）但增速更快，主要因为我国居民人均可支配收入常年保持 8% 以上增速，居民消费水平提升后高端品牌消费人群不断扩容。下图可见，2016 年进口化妆品消费税减免政策颁布后，我国高端化妆品增长开始提速，2020 年疫情发生后仍保持 15% 以上的增速。预计伴随我国居民收入的持续增长，未来我国高端化妆品市场在全市场中的占比将进一步提升。

图 13：我国高端化妆品市场占比逐步提升



数据来源：Euromonitor，国融证券研究与战略发展部

图 14：我国高端化妆品的整体规模增速快于大众市场增速



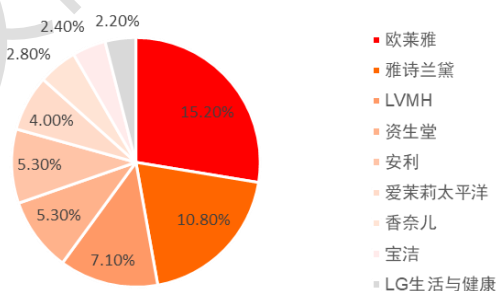
数据来源：Euromonitor，国融证券研究与战略发展部

品牌格局方面，外资集团在高端市场与大众市场均占据主导地位，国产品牌仅在大众市场具有一定影响力。

外资品牌几近垄断高端市场。高端市场中，外资化妆品集团在高端市场几乎占据垄断地位，头部集中趋势明显，2019 年我国高端市场销额排名前 9 的企业实体均属外资，其中欧莱雅市占率达到 15% 以上，雅诗兰黛市占率也在 10% 以上，原因在于，高端化妆品的主要功效包括抗衰、除皱等，产品核心竞争力源自强品牌+强研发，品牌口碑需先发优势积累与核心 KOL 认可，而研发实力则需长期保持高比例研发投入方可铸就。

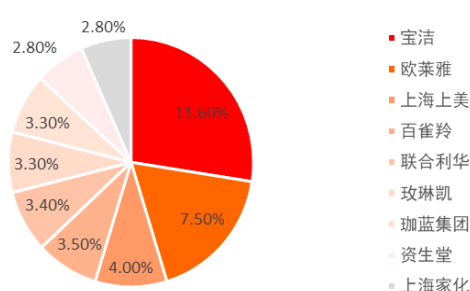
本土品牌在大众市场已具备一定影响力。目前，本土集团在大众市场中已形成一定品牌集群。原因在于：大众市场所销售的产品通常仅具备基础功效，如保湿、美白、祛痘等，对品牌的研发实力要求不高，当前国产品牌的生产能力已可满足。同时，相对于外资品牌，国产品牌在渠道布局与针对国人化妆品需求的精准营销能力更强，可借助低线市场实现破局。但需注意，目前宝洁、欧莱雅、联合利华等外资品牌在我国化妆品大众市场中仍有充足的话语权。

图 15：我国高端化妆品市场份额（2019 年）



数据来源：Euromonitor，国融证券研究与战略发展部

图 16：我国大众化妆品市场份额（2019 年）

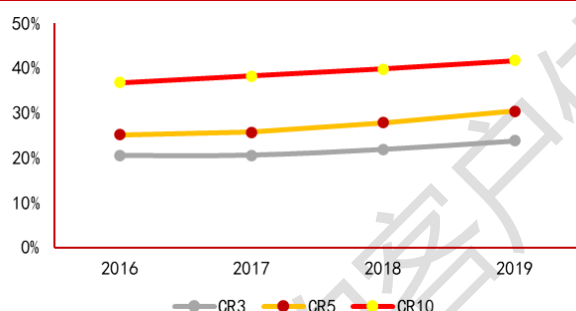


数据来源：Euromonitor，国融证券研究与战略发展部

从行业集中度看，我国化妆品行业整体市场集中度逐年缓慢提升，但高端市场与大众市场的竞争格局变化趋势存在区别。

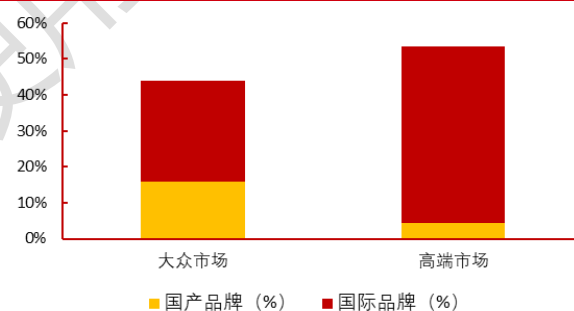
- **高端市场：竞争高壁垒助力，头部品牌“强者恒强”。**高端化妆品的强品牌+强研发壁垒，导致其市场集中度高于大众市场，目前高端市场CR20占比约为53.40%，其中48.90%为国际品牌，4.50%为本土品牌。另外，高端市场“强者恒强”现象显著，高端市场CR10自2016年起上升了5pct+，其中欧莱雅、雅诗兰黛份额提升明显，LVMH、资生堂则略有下跌。欧莱雅与雅诗兰黛对电商渠道的大力布局是其中国市场份额快速提升的原因之一。
- **大众市场：外资头部品牌优势渐失，本土品牌崛起。**大众市场中CR20占比为44%，其中28.20%为国际品牌，15.80%为本土品牌，本土势力的市场地位与国际品牌逐步趋近。趋势方面，2010年至今大众市场CR20的市占率略有下降，主要因外资巨头宝洁的市场份额由17%逐步下降到11.6%，其他品牌整体市占率较为稳定。另外，以上海上美、百雀羚、珈蓝集团、上海家化等本土化妆品集团的市占率持续攀升，预计未来伴随本土品牌研发技术提升，国人对国货品牌的认可度仍有较大提升空间，国货品牌有望进一步抢占国际龙头的市场份额。

图 17：我国化妆品市场集中度呈现逐年缓慢提升趋势



数据来源：Euromonitor，国融证券研究与战略发展部

图 18：国产品牌在大众市场 CR20 内占比高于高端市场



数据来源：Euromonitor，国融证券研究与战略发展部

表 2：2008、2019 年高端市场与大众市场品牌格局演变，大众市场突围趋势明显

排名	高端化妆品市场份额 (2008 年)		高端化妆品市场份额 (2019 年)		大众化妆品市场份额 (2008 年)		大众化妆品市场份额 (2019 年)	
1	安利	17.70%	欧莱雅	15.20%	宝洁	18.00%	宝洁	11.60%
2	欧莱雅	13.70%	雅诗兰黛	10.80%	欧莱雅	7.20%	欧莱雅	7.50%
3	雅诗兰黛	5.90%	LVMH	7.10%	资生堂	3.70%	上海上美	4.00%
4	LVMH	5.60%	资生堂	5.30%	联合利华	3.70%	百雀羚	3.50%
5	资生堂	4.60%	安利	5.30%	拜尔斯道夫	3.50%	联合利华	3.40%
6	Pierre Fabre SA	2.60%	无限极	4.60%	雅芳	3.40%	玫琳凯	3.30%
7	香奈儿	2.10%	爱茉莉太平洋	4.00%	强生	3.30%	珈蓝集团	3.30%
8	爱茉莉太平洋	2.10%	香奈儿	2.80%	玫琳凯	2.70%	资生堂	2.80%
9	Fancl	2.00%	宝洁	2.40%	完美	2.40%	上海家化	2.80%
10	Kose	1.70%	LG 生活与健康	2.20%	隆力奇	1.80%	拜尔斯道夫	2.50%

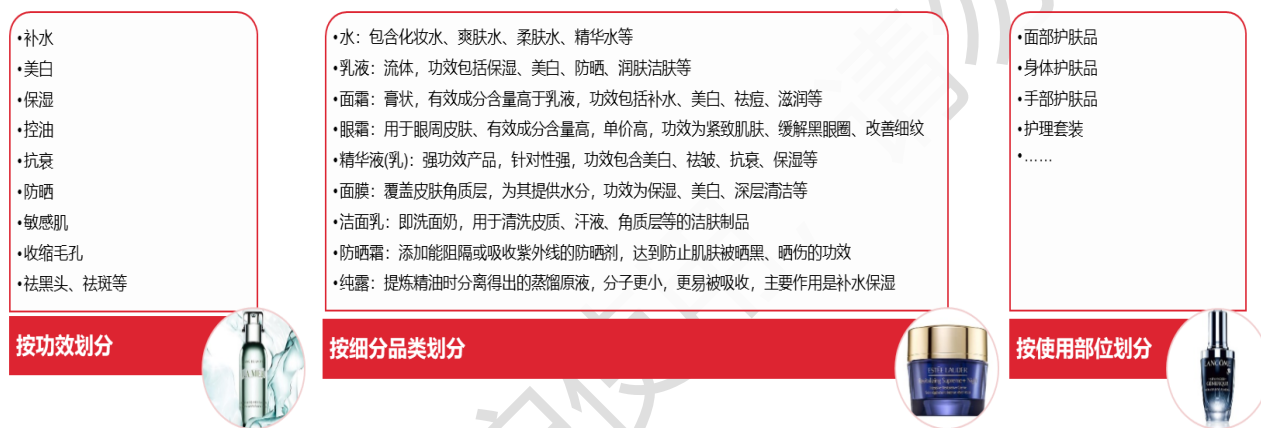
数据来源：公开信息整理，国融证券研究与战略发展部

2. 化妆品的需求增长逻辑：消费进阶

护肤品，即为保护皮肤的护肤产品。据 Euromonitor 数据显示，2020 年我国护肤品市场规模约 2695.7 亿元，较去年同期增长 10.3%，2011-2020 年规模复合增速约 10.38%，基本与往年增速相持平。

目前，对护肤品种类的划分方法较多，如以护肤品主打功效作为划分标准，则可细分为补水、美白、保湿、控油、抗衰、防晒等功效护肤品。如以护肤品的产品形态为划分标准，从有效成分含量从低到高可细分为水（包含化妆水、爽肤水等）、乳液（类液体，质地轻薄）、面霜（高粘稠度膏体）、精华液（高浓度有效成分，强功效产品）等，另外包含洁面乳（清洁皮肤）、防晒霜（防止紫外线伤害皮肤等）。

图 19：我国护肤品市场划分方式：按功效、细分品类、使用部位等划分



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

有效成分含量决定护肤品的销售单价：面霜、眼霜、精华中有效成分含量高，其销售价显著高于水乳等品类。举例而言，高端眼霜销售克单价可达 100 元/g，面霜约 35-50 元/g，是洁面乳、化妆水等品类销售克单价的 5-10 倍。面霜、精华、乳液在护肤品的销额占比在 6 成以上，主要源自产品自身所具备的高附加值。

2.1 护肤品消费进阶之道：由大众品牌向高端品牌升级

按照目标消费群定位、主力单品销售价格等要素，可将护肤品品牌分为大众品牌、高端品牌两类。进一步拆细可分为：1) 大众低端品牌：即主力单品价位低于 50 元，主流品牌包括美加净、隆力奇、大宝等；2) 大众主力品牌：即主力单品价位处于 50-150 元区间，主流品牌包括珀莱雅、佰草集、百雀羚、御泥坊等；3) 大众中端品牌：即主力单品价位处于 150-500 元区间，主流品牌包括玉兰油 (OLAY)，巴黎欧莱雅等；4) 高端品牌：即主力单品价位处于 500-1500 元区间，主流品牌包括兰蔻、雅诗兰黛、SK-II (宝洁)、资生堂、碧欧泉等；5) 超高端品牌：即主力单品价位处于 1500-5500 元区间，主流品牌包括赫莲娜 (欧莱雅)、海蓝之谜 (雅诗兰黛)、肌肤之钥 CPB (资生堂) 等。

图 20：不同定位化妆品品牌与其主力单品的单价差距



数据来源：公开信息整理，国融证券研究与战略发展部

通过以下表格我们可以发现：1）产品销售附加值（克单价）最高的品类为眼霜，其次为精华、面霜；2）超高端品牌的对比高端品牌的溢价倍数在 0.6-1.8 左右，且附加值越高的单品溢价率越高；2）高端品牌对比大众中端品牌的溢价倍数在 1.5-3.8 左右，其中面霜溢价率最高，眼霜、精华等次之；3）大众中端对比大众品牌的溢价率为 0.2-0.4 左右，品牌档次差距不大，因此溢价率偏低，且各品类的溢价率差别不大。可见，品牌档次越高、单品附加值越高，则消费者在选择品牌升级时所支付的溢价率越高。

表 3：超高端、高端品牌各类别主力单品的销售价格，超高端、高端主力单品价差明显

品牌		洁面乳	爽肤水	乳液	面霜	眼霜	精华
超 高 端	海蓝之谜	752/125ml 璀璨净澈洁面泡沫	750/200ml 焕肤水	2205/50ml 精华乳液	2399/60ml 精华面霜	3201/15ml 鎏金焕颜精华眼霜	2910/30ml 活颜焕肤精华露
	赫莲娜	560/125ml 纯净沁润洁颜泡沫	1250/200ml 绿宝瓶爽肤水	/	3180/50ml 白绷带 3480/50ml 黑绷带	1380/15ml 至美琉光恒采眼霜	4080/60ml 玻玻 A 精华（玻尿酸、波色因、A 醇）
	CPB	379/110ml 肌肤之钥光采洗面膏	862/170ml 肌肤之钥光采赋活精华水	970/125ml 日间防护乳	970/50ml 日间防护霜	1940/15ml 4D 精华眼霜	1380/40ml 密集焕亮精华
高 端	兰蔻	365/125ml 净澈焕肤洁面乳	580/200ml 塑颜修护凝露	760/75ml 净澈焕肤乳液	2680/60ml 菁纯面霜、3980/50ml 黑金臻宠面霜	530/15ml 小黑瓶肌底精华眼霜	1080/50ml 小黑瓶全新肌底精华液
	雅诗兰黛	219/125ml 红石榴泡沫洗面奶洁面乳	300/200ml 红石榴水	560/100ml 多效智妍乳液	408/50ml 红石榴晚霜	349-449/15ml 小棕瓶眼霜	599/50ml 小棕瓶特润修护精华
	SK-II (宝洁)	460/120ml 洗面奶	1540/230ml 神仙水精华液	870/100ml 晶致美肤乳液	890/50ml 大红瓶面霜	620/15ml 大红瓶眼霜	1540/50ml 小灯泡 美白精华、1290/50ml 小红瓶精华

	资生堂	343/125ml 肌活 焕采洁面膏	607/200ml 红色 蜜露精华液化妆 水	618/100ml 紧 颜亮肤乳液	1058/50ml 悦薇智 感紧塑皙白霜	539/15ml 红妍 肌活眼部精华	1009/75ml 红腰子面 部精华
	碧欧泉	195/150ml 新润 漾洁面乳	190/200ml 活泉 新润漾柔肤水	320/50ml 水 漾弹润精华液	620/50ml 蓝源红藻 紧致面霜	410/15ml 精华 眼霜	520/20ml 日夜修护精 粹液

数据来源：公开信息整理，国融证券研究与战略发展部

标红部分为各品牌的明星单品或主力单品

表 4：中低端品牌主力单品销售单价偏低

	品牌	洁面乳	爽肤水	乳液	面霜	眼霜	精华
中端	巴黎欧莱雅	164/125ml 洁面乳	128-230/130ml 爽肤水/精华水	253-410/110ml 水漾弹润精华液	350/50ml 玻尿酸面霜	179/15ml 视黄醇精粹抗皱眼霜	253/75ml 玻尿酸精华液
	OLAY	19/100ml	250/250ml 爽肤水	109/110ml 水漾弹润精华液	249/50ml 大红瓶面霜	339/30ml 超 A 眼霜	429/75ml 抗糖小白瓶精华液
大众	佰草集	129/120ml 洁面乳	109-249/150ml 爽肤水/精华水	129-249/110ml 乳液	239/50ml 肌本清源菁华霜	169/20ml 佰肌本清源眼霜	399/30ml 新恒美紧肤精华液
	珀莱雅	70/100ml 洁面乳	135/150ml 爽肤水/精华水	109-149/120ml 乳液	169/50ml 水漾透润活妍精粹霜	269/20ml 双抗小夜灯眼霜	329/30ml 红宝石精华
	丸美	200/120ml	139-179/190ml	159、239/150ml	118/50ml 巧克力丝滑日霜 258/50ml 弹力蛋白凝时紧致面霜	318/30ml 小红笔眼霜	298/30ml 弹力蛋白凝时紧致精华素
	御泥坊	49/100ml 洁面乳	79-159/150ml 爽肤水/精华水	87-139/120ml 乳液	99/50ml 晶亮红石榴面霜	119/15ml 茶萃眼霜	109/10ml 玻尿酸精华液

数据来源：公开信息整理，国融证券研究与战略发展部

标红部分为各品牌的明星单品或主力单品

另外，女性购买化妆品的品牌决策，不仅源于化妆品所具备的补水/美白/抗衰等实用功效，且受女性自身社会阶层认同的直接影响，即化妆品的购买决策蕴含着“阶级彰显属性”。

举例而言，兰蔻、雅诗兰黛等作为海外轻奢品牌，目标市场主要为中产阶级或高收入的女性消费者。出于较高的自我意识和自尊心，高收入女性对“品牌降格”接受度较低，圈层消费现象明显。海外品牌历经多年营销与对高端百货渠道的占据，其高端品牌形象在消费者心智中已根深蒂固，“贵妇牌”、“轻奢牌”等消费标签逐步加深。因此高收入女性购买高端品牌化妆品，可彰显自身经济实力、阶层与审美品位。而部分收入尚未步入中产阶级的女性，也存在通过购置高端品牌化妆品，以满足攀比心理、打入社交圈层的动机。

可以认为：1）出于对美与社交的需求，伴随我国居民收入的持续提升，女性消费者会相应增加化妆品的消费支出预算，购置与自身收入与社会地位匹配

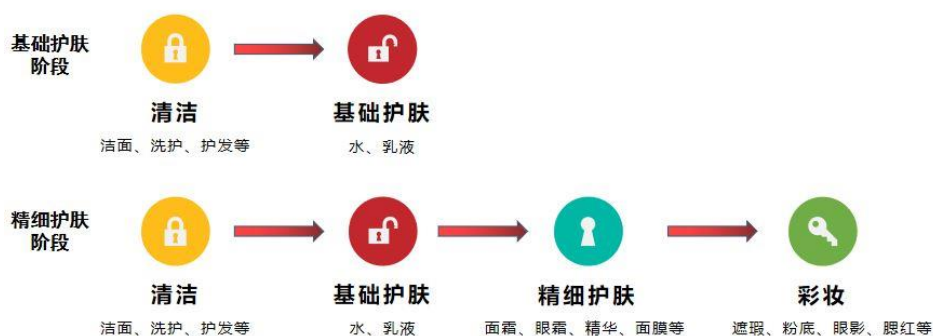
品牌的化妆品。2) 伴随我国中产阶级扩容，出于阶级彰显需求，高端化妆品对中产阶级及以上人群具备一定刚需属性，且部分收入偏低的消费者为满足社交圈层需求，同样选择消费高端化妆品。因此，消费者所消费品牌由大众品牌向高端品牌变迁，所对应单人化妆品年消费金额的提升，是驱动化妆品需求增长的一大重要动力。

2.2 护肤品消费进阶之道：精细化升级

2.2.1 消费者不断尝试附加值更高的护肤品

水、乳、霜等不同种类护肤品，其营养成分分子大小与浓度存在区别。为保证皮肤有效吸收护肤成分，对护肤品的使用通常建议按照既定顺序完成，即依次使用洁面乳、爽肤水、精华液、眼霜、乳液或面霜。这一使用顺序也是消费者对护肤品消费由基础护肤逐步走向精细护肤的消费顺序。

图 21：化妆品消费者所需求品类由基础护肤上升至精细护肤



数据来源：公开信息整理，国融证券研究与战略发展部

我国护肤品在化妆品大类中的销额占比维持在 50%左右且缓慢提升，表明我国消费者已基本具备护肤意识。如将洁面乳、水（爽肤水/化妆水）视为基础护肤品套组；基础护肤品套组叠加乳液、面霜后视为升级护肤品套组；升级护肤品套组叠加精华、眼霜后视为精细护肤品套组。则可认为：

- 基础护肤品类是受众最广、使用普及率最高的护肤品。
- 未来伴随居民收入提升、护肤知识普及后消费者对自身肤质的了解程度加深，消费者对护肤品的消费将由洁面、爽肤水等所组成的基础消费套组，逐步扩容至产品附加值更高、有效成分含量更高、针对性更强的乳液、面霜的品类，即升级护肤品套组。再由升级护肤品套组进一步扩容至眼霜、精华等品类消费。

因此，消费者对化妆品消费的精细化趋势，即由基础护肤品逐步上升至功效更强、对个体针对性更强的精细护肤品消费，预计将成为带动化妆品景气度持续上行的重要动力之一。具体来看，升级套组（洁面+水+乳+面霜）对比基础套组（洁面+水）的溢价率约 1.1-2.9 倍，溢价率伴随品牌档次提升而逐步提

高。精细化套组（洁面+水+乳+面霜+眼霜+精华）对比升级套组（洁面+水+乳+面霜）的溢价率约 1.9-2.6 倍，同样伴随品牌档次提升而走高。

表 5：护肤品消费品牌进阶与精细化升级所对应的消费者年消费客单价提升情况总结

档次		品牌	洁面乳	爽肤水	基础套组			升级套组			精细套组金额 (元/年)	全套金额 (元/年)	升级 VS 基础溢 价率	全套 VS 升 级溢价 率
					金额 (元/年)	乳液	面霜	金额 (元/年)	眼霜	精华				
高端品牌	超 高 端 品 牌	海蓝之谜	6.02	3.75	4835	44.1	39.98	13978	213.40	97	23945	42758	2.89	2.27
		赫莲娜	4.48	6.25		/	63.6		92.00	48、68				
		CPB	3.45	5.07		7.76	21.56		129.33	34.5				
		平均值	4.65	5.02		25.93	43.96		119.57	61.88				
	高 端 品 牌	兰蔻	2.92	5.27	3060	10.13	79.6	6760	35.33	25.33	8607	18427	2.21	1.88
		雅诗兰黛	1.75	3.10		5.6	8.16		23.27	11.98				
		SK-II	3.83	3.50		8.7	17.8		41.33	28.80				
		资生堂	2.74	3.04		6.18	21.16		35.93	28.70				
		碧欧泉	1.3	0.95		6.4	12.4		27.33	26.00				
		平均值	2.81	3.31		7.4	26.4		37.4	23.08				
	大众品牌	中 端 品 牌	巴黎欧莱雅	0.83 、 1.31	1115	2.30	3、7	1414	11.95	7.63	3046.35	5575.3	1.27	2.2
			OLAY	0.59 、 0.80		0.99	4.18		25.33	6.63				
平均值			0.98	1.25		2.34	4.73		16.83	7.63				
大 众 品 牌		佰草集	0.39、 1.08	935	1.17	4.84	1030	12.45	6.63	3073.8	5038.8	1.1	2.56	
		珀莱雅	0.7		0.90	1.24		1.98	7.40					10.97
		丸美	0.91 、 1.67		1.59	4.18		7.96	10.63					
		御泥坊	0.49 、 0.89		1.16	1.99		7.27	10.9					
		平均值	0.88		0.99	1.27		3.88	8.64					8.95
超高端 VS 高端溢价率			0.58			1.07			1.78					
高端 VS 中端溢价率			1.74			3.78			1.5					
中端 VS 大众溢价率			0.19			0.37			0.29					

数据来源：公开信息整理，国融证券研究与战略发展部

我们可通过计算化妆品消费者对不同档次品牌、不同消费套组的年消费金额，判断未来化妆品的消费增长路径。具体来看：大众品牌——基础护肤套组（洁面乳+爽肤水）的年均护肤品消费金额约为 935 元/年（假设每人每年洁面乳、爽肤水的消费量均为 500ml）；大众品牌——精细护肤套组（洁面乳+爽肤水+乳液、面霜、眼霜、精华）的消费金额约为 5038.8 元/年（洁面乳、爽肤水

用量同上，每人每年乳液、面霜的消费量均为 200ml，眼霜 45ml，精华 300ml）；
 高端品牌——精细护肤套组的消费金额约为 18427 元/年；超高端品牌——精细护肤套组的消费金额约为 42758 元/年。

对比可知，“超高端品牌——精细护肤套组”的年消费金额为“大众品牌——基础护肤套组”的 45 倍左右。可见，化妆品属于价格带极宽，且消费升级路径明确的可选消费品，消费者可通过增加消费品类（如由水乳面霜逐步拓展至眼霜、精华、面膜等），或品牌升级逐步提升年消费金额。而以追求美丽外表，在社交生活中占据优势地位与资源为驱动力，女性消费者为化妆品支付溢价的消费意愿同样处在较高水平。因此，我们认为在可支配收入允许下，未来我国人均化妆品消费金额有较大提升空间，即化妆品行业中长期的规模扩容速度应略高于我国人均可支配收入的年化增速。

2.2.2 高附加值单品对化妆品集团的意义

护肤品消费规模扩大与消费结构持续向高附加值单品倾斜，催化了明星单品的诞生。欧莱雅、雅诗兰黛等海外成熟化妆品集团，均已完成了“单品”——“品牌”——“集团化运营”的成长路径。在拥有成熟的品牌矩阵以及渠道资源外，也拥有在市场上认知度极高、单品销额常年保持高位且持续增长的明星级大单品，如“兰蔻小黑瓶”、“La Mer 精华面霜”等。

表 6：超高端/高端品牌明星单品所具备的特征

类目	产品	简称	价格 (元/ml)	天猫 GMV 占 品牌比重	特征
精华	雅诗兰黛小棕瓶面部精华	小棕瓶	11.98	17.50%	1、ANR (Advanced Night Repair)：针对肌肤微损伤，前沿性提出夜间修复，细胞级修复概念； 2、核心成分为二裂酵母发酵产物溶胞物，Chronolux™S.O.S. 配方，富含 VB 家族、多种矿物质、氨基酸等，类打包营养剂，在皮肤自我修复时提供充足后备能源； 3、高浓度、功效成分足：自第四代起将修复专利复合物浓度提升 5 倍。
	兰蔻小黑瓶精华肌底液	小黑瓶	21.60	13.06%	1、首款“基因保养”概念精华； 2、核心成分为二裂酵母发酵产物溶胞物，可释放维他命 B 族群、矿物质、氨基酸等小分子，起到预防表皮/真皮老化作用；且能轻微剥落角质以修复和提亮肌肤。
	HR 赫莲娜绿宝瓶悦活新生精华	绿宝瓶	36.00	34.90%	1、业界首款蕴含植物干细胞的护肤精华； 2、核心成分：“海洋堇”活性植物原生细胞，激发肌肤自我修复、防御能力，促进细胞新生；肌肤“益生菌”防御复合因子，
	资生堂红妍肌活精华露	红腰子、傲娇精华	13.45	36.30%	1、与哈佛皮肤生物研究中心 (CBRC) 共同研究； 2、配方拥有 31 项专利，独家添加活性成分 Ultimate Complex™ (激活免疫力复合物)，可激活朗格汉斯细胞免疫网，增强肌肤内在防护力； 3、羧甲酸 β-葡聚糖钠能加快皮肤细胞的新陈代谢，增加皮肤紧致度。
眼霜	雅诗兰黛特润修护精华眼霜	小棕瓶眼霜	22.00	25.30%	核心成分：二裂酵母发酵产物溶胞物，生育酚乙酸酯，钩沙菜、拟石花菜、藻、兵豆果、卤虫提取物，咖啡因，乳酸杆菌发酵产物；
	兰蔻肌底精华眼霜	小黑瓶眼霜	35.33	6.10%	核心成分：二裂酵母发酵产物溶胞物，腺苷成分，荞麦籽提取物；
面霜乳液	La Mer 精华面霜	神奇面霜	39.98	14.10%	核心成分：生物酵素+模拟海底环境下，萃取深海巨藻提取物，即神奇活性精粹 Miracle Broth™，内含多种维生素、矿物质及海洋萃取有机物。

	倩碧黄油乳液	小黄油	1.92	30.70%	核心成分：二甲硅油（增强肤感）、甘油和透明质酸（保湿补水）、酵母萃取物（加强修护、促进皮肤代谢更新）、乳酸菌提取物（抗氧化）
水	SK-II 护肤精华露	神仙水	6.70	14.30%	核心成分：覆膜酵母菌发酵产物滤液（pitera）。无法人工合成，浓度高达 90%以上。pitera 含有多重游离氨基酸、酵母菌、糖类、有机酸和矿物质，促进皮肤角质新陈代谢，修复肌肤，改善皮肤粗糙暗沉现象。

数据来源：公开信息整理，国融证券研究与战略发展部

以上是兰蔻、雅诗兰黛、资生堂等国际品牌明星单品的基本信息，从中我们可以发现，明星单品通常具有的特质为：1）**附加值高**，多为精华、眼霜、免税等品类，销售所带来的毛利率高；2）**品牌销额占比高**，通常单品在品牌中销额占比达到 10%以上，部分单品甚至在 25%以上，其销额波动对品牌当年营收构成较大影响；3）**知名度高**，明星单品的“昵称”表明其产品力与认知度极其强势，是化妆品市场中的“硬通货”。4）**产品生命周期长**，明星单品打造完成后，可通过长期投入营销资源，强化单品知名度与口碑壁垒的建立，巩固护城河，达到“单品即品类”的宣传效果，最终通过单品不断迭代升级收获稳定复利。

为保证明星单品的销额稳定增长，品牌方通常会有意对自身核心单品施与一定资源倾斜，如明星代言硬广、直播爆量、内容营销、电商集中大促等方式，保持单品热度+提升产品认知度。护肤品消费者在初步了解自身肤质、建立基础护肤习惯后，可通过楼体广告、货柜导购、搜索引擎、网络广告、APP 开屏广告等模式，线上线下触达明星单品的相关信息与功效。在电商大促期间，明星单品已完成口碑与产品形象建立，可依靠大额买赠优惠完成首次销售收割，用户体验后最终转化为复购率。

总结：明星单品对品牌方的意义在于：

- 提供稳定的营收、利润与现金流，同时拉高品牌形象。稳定现金流可支撑公司完成产品迭代与升级，进一步为公司拓展品类、营销、研发与品牌矩阵构建输血。
- 化妆品消费者对品牌的忠诚度通常由单品开始建立，即“明星单品的购买——复购——加购该品牌其他品类”。因此，外资品牌可借助明星单品拉新，借此扩大品牌的消费基数。

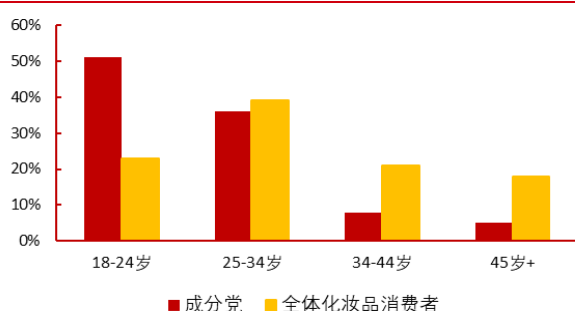
可见，明星单品对品牌方具有重大意义。

2.3 护肤品消费进阶之道：成分党崛起

近年来，“成分党”崛起并成为护肤品消费的一大潮流。成分党多为年龄在 18-34 岁以内的青年女性，具备强烈的主动护肤意识，对微博、小红书、豆瓣等社交或内容 APP 的使用时长与频率较高。典型的护肤品成分党主要购买决策流程可以概括为：“主动完成皮肤测试，初步了解自身肤质”——“美妆 APP 查阅针对性功效成分”——“推荐选择含有该成分的适用单品”——“线上购买”，完成消费决策。

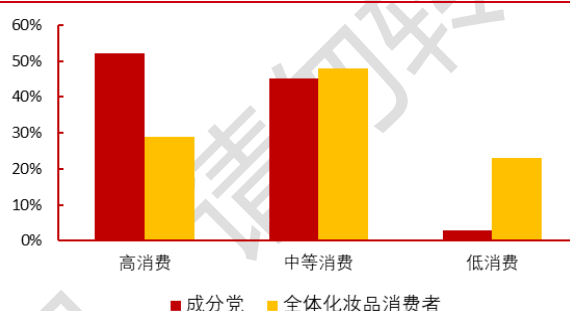
对比原先“导购推荐/品牌营销宣传”——“购买”的被动消费模式，成分党购买模式降低了对单个品牌的依赖，而对产品成分、使用功效的关注度则有所提升。这一趋势下，强功效型护肤品，即主打高纯度特定成分、针对保湿、美白、抗衰、祛痘等特定功效的小众品牌的关注度快速提升，代表品牌包括 The Ordinary、HFP、修丽可、润百颜、夸迪等。以护肤平价品牌 The Ordinary 为例，其主打产品均仅有一种或两种有效成分，如视黄醇、维生素 C、水杨酸等，且销售价格低于高端大牌同类产品。在成分党崛起风潮中，“少即是多”的 The Ordinary 系列单成分产品可供成分党自行搭配，从而迅速风靡全球。2021 年雅诗兰黛对 The Ordinary 母公司 Deciem 提出收购，并购金额高达 145 亿。

图 22：成分党以年青一代化妆品消费者为主



数据来源：前瞻产业研究院，国融证券研究与战略发展部

图 23：成分党消费能力强



数据来源：前瞻产业研究院，国融证券研究与战略发展部

护肤品核心功效主要是抗衰、美白、保湿等，其功效来源于有效成分所配置的配方，因此，有效成分通常主要针对特定功效而添加。如以抗衰、美白、保湿、祛痘、舒敏、皮肤屏障等主要功效对有效成分做出区分。则主流护肤品有效成分包括：1) 抗衰成分：包括波色因、视黄醇、维生素 E 等；2) 美白成分：烟酰胺、熊果苷、维生素 C 等；3) 保湿：氨基酸、玻尿酸等；4) 祛痘：水杨酸、果酸等；5) 舒敏：积雪草提取物、马齿苋提取物等；6) 皮肤屏障：神经酰胺、角鲨烷等。值得注意的是，一种有效成分所具备的功效通常并不单一，例如维生素 E 同时具备抗衰、淡斑、防晒、美白等功效。

表 7：护肤品内含主要有效成分、对应功效与其原理简述

核心功效	成分	功效	原理简述	代表单品
抗衰	波色因	抗衰、紧致皮肤、提高皮肤弹性、减少皱纹	欧莱雅旗下专利成份。学名羟丙基四氢吡喃三醇，木糖衍生物，水溶性好且易于吸收。促进糖胺聚糖合成，糖胺聚糖与胶原蛋白等结合，起到锁水、维持皮肤弹性与紧致的作用。	赫莲娜黑白绷带
	视黄醇	抗衰老、淡化色素、促进胶原蛋白生成	维 A 醇的统称。通过防止真皮层胶原蛋白分解、促进胶原蛋白合成，改善和淡化皱纹；加速角质细胞代谢，刺激细胞更新，抑制黑色素生成。	伊丽莎白雅顿粉胶
	维生素 E	促进胶原蛋白分泌、淡化皱纹、淡斑	阻止自由基损害，防止皱纹形成，促进胶原蛋白（保持皮肤弹性的结缔组织）分泌，加强皮肤抵抗力。	Fancl 维生素 E
美白	烟酰胺	美白、祛斑、抗氧化	VB3 维生素。通过加速细胞更新，促进含有黑色素的角质细胞脱落，起到淡化黄褐斑、色斑，均匀肤色的效果。	Olay 小白瓶、SKII 小灯泡

	熊果苷	提亮肤色、淡斑、消炎修复	抑制体内酪氨酸酶的活性，阻止黑色素的生成，从而减少皮肤色素沉积，祛除色斑和雀斑。对皮肤存在刺激作用，不可长期使用。	薇诺娜熊果苷美白保湿精华乳
	维生素 C	美白、抗氧化	对抗自由基，抑制黑色素的合成，抵抗紫外线所造成的皮肤伤害，防止皮肤细胞受损老化。	修丽可维 C 精华
保湿	氨基酸	保湿锁水、调节酸碱平衡	收缩血管平滑肌、中枢及末梢性，舒缓皮肤，抑制干燥引起的皮肤瘙痒。	/
	玻尿酸	补水保湿	直链高分子多糖，“保湿天后”。可吸收 1000 倍于其重量的水分，起到储水功能，让肌肤长期保持在湿润的状态中。	玻尿酸原液
祛痘	水杨酸	清洁毛孔、去角质、控油祛痘	酸性物质。通过与脂质融合清洁皮肤毛孔，溶解、去除肌肤表面多余油脂、皮脂，加快毛孔内堆积角质层的溶解，改善毛孔阻塞现象。	理肤泉清痘净肤细致焕肤乳(K+乳)
	果酸	淡斑祛痘、软化角质	类“果酸换肤”，即将表皮层的部分角质细胞脱落，促进皮肤新陈代谢和胶原蛋白的重塑，从而改善肤色、淡化细纹、抗衰老等。	兰蔻焕颜嫩肤系列
舒敏	积雪草提取物	缓解敏感、镇定肌肤	“积雪草总苷”可减少炎症介质的产生，提高和修复肌肤自身屏障。积雪草提取物能促进胶原蛋白的合成，促进粘多糖的分泌，增强肌肤基底层细胞的活力。	Sisley 全能乳液
	马齿苋提取物	舒敏、修复皮肤损伤、淡化痘印和色素沉积	纯植物成分。马齿苋中的生物碱和黄酮可抗菌、抑制致病性皮肤真菌。	薇诺娜舒敏特护霜
皮肤屏障	神经酰胺	保护皮肤屏障、修复皮肤屏障、保湿、抗衰老	构成皮肤屏障主要成分之一。减少外界对皮肤刺激或细菌侵入，也起到保湿功效。	CeraVe C 乳全天候修护屏障乳液
	角鲨烷	保湿、润肤	从大型鱼类（一般为鲨鱼）的油脂中提取的不饱和烃类，具有优良的浸透、润滑性，能和皮肤油脂相融，让皮肤形成保护膜	伊丽莎白雅顿新生代胶囊精华液

数据来源：公开信息整理，国融证券研究与战略发展部

护肤“成分党”的崛起，主要源自以下几个因素：1）伴随互联网信息技术发展，各类美妆 APP、社交平台 KOL、美妆/医美科普平台兴起浪潮下，消费者对化妆品的作用机制与功效成分的了解程度大幅加深，护肤品消费专业化趋势有所加强。2）超高端、高端护肤单品销售单价通常在千元以上，电商大促期内销售单价通常超过 600 元（以 30g/瓶计算），价格高昂且单品周期较长，产品针对性偏弱。部分消费者选择价格相近、成分/配方向针对性更强的强功效产品替代消费。3）部分小众化妆品品牌在小红书等 APP 上加强有效成分宣传，试图借消费者对护肤品成分的关注而实现品牌突围。简言之，成分党是护肤品消费个体针对性强化的趋势体现。解构护肤品的功效溯源，是驱动成分党诞生的核心驱动力；美妆科普信息快速发展，护肤品消费专业化+消费者对高价品牌做平价替代+部分小众品牌借宣传成分加强产品辨识度，是“成分党”快速壮大的主要原因。

2.4 总结：以护肤品为切入口，理解化妆品的消费本质

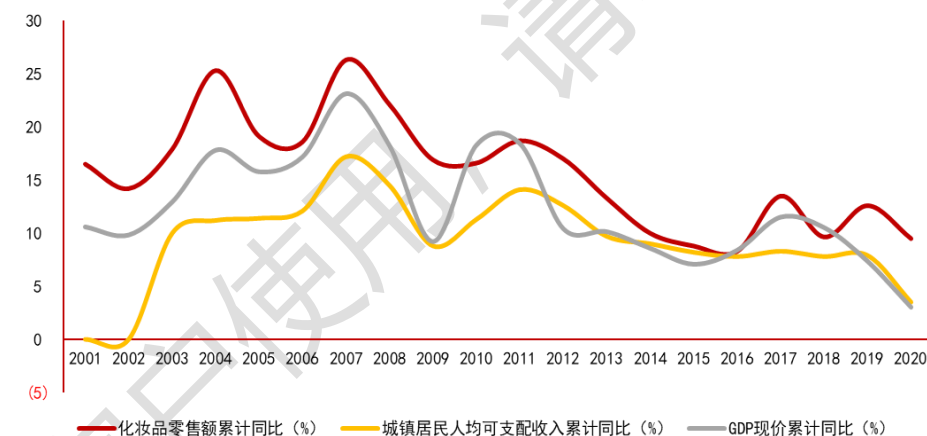
复盘我国往年化妆品零售增速，可发现其与人均可支配收入、GDP 增速走势较为接近。原因在于，化妆品属于价格带极宽、细分品类多，且消费升级路

径明确的可选消费品，消费动机主要出于情感与归属的需求，消费者希望通过化妆品修饰容貌，改善他人印象，在社交场合中表达对事件或人物的重视程度，因此，女性消费者为化妆品支付溢价的意愿同样处在较高水平。因此，消费能力是决定化妆品消费额增速的实际中枢。

从消费升级具体路径上看，消费者可通过增加消费品类（如由水乳面霜逐步拓展至眼霜、精华、面膜等），或所消费品牌不断向上升级，逐步提升年消费金额。此外，消费者对自身肤质的了解程度不断加强，在选择与肤质契合度更高护肤产品的过程中，品牌方“以成分为卖点”针对性营销，可不断催生新单品、新品牌，进而带动行业需求更迭，推进全行业的需求发展。

化妆品消费增速与我国人均可支配收入存在同向波动。我们认为，在可支配收入允许下，未来我国人均化妆品消费金额有较大提升空间，即化妆品行业中长期的规模扩容速度应略高于我国人均可支配收入的年化增速。

图 24：化妆品消费增速与我国人均可支配收入与 GDP 增长存在同向波动

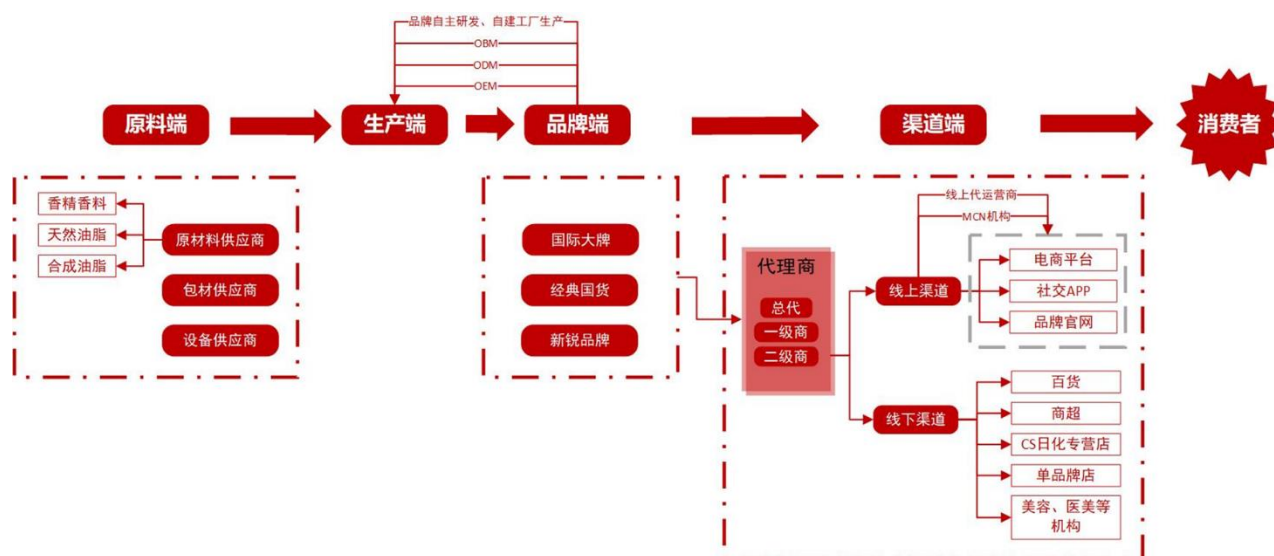


数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

3. 化妆品流通核心环节：品牌端与渠道端

我国化妆品产业链主要原料端、生产端、品牌端、渠道经销端构成，产业链内各环节的价值分布、盈利能力与市场竞争格局均存在区别。生产端主要包含研发与生产环节，目前主流生产方式为 OEM/ODM 代工、品牌自有工厂生产，是决定研发实力与产品力的核心环节；品牌端主要包括海外品牌与本土势力，头部品牌集中度更高且强者恒强；渠道方面，我国化妆品渠道多样化（线下包含百货、商超、CS 日化、单品牌店等多种模式，线上包含电商平台、社交 APP 等）与电商崛起的复杂环境下，外资品牌在本土市场完成全渠道运营的难度较大，品牌代运营业务应运而生，且已完成初步行业整合。

图 25：我国化妆品产业链包含原料端、生产端、品牌端、渠道端



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

3.1 研发生产端：化妆品产业链的运营基础

化妆品研发生产端是产业链运营的基础，囊括原料供应与采购、产品研发、产品生产几大环节。通常化妆品研发步骤包括以下几点：1）消费者洞察，找到消费者痛点，并且分析问题的实际成因；2）解决问题的科学原理和依据（相关文献、实验数据）；3）选择功效成分。具体包括厘清功效成分的作用机理、与其他成分对比的成分功效优势等；4）功效成分搭配（包括功效成分搭配逻辑等）。按照配方制成产品后，还需完成一系列真人临床实测，如人体功效性评价、人体安全性评价、体外感官评价、消费者喜好评价等一系列测试等。以资生堂为例，品牌每套普通产品的研发周期为 18 个月，特殊用途化妆品研发周期达到两年左右。

研发完成后，即进入化妆品原材料的采购流程。从产品属性看，化妆品作为用于皮肤表面的化学制品，成分繁多且种类复杂。品牌方为保证产品质量与安全性，通常选择综合型化学品生产企业或具备医药研发背景的原料厂商作为原料供应方。目前主流化妆品原料供应商包括陶氏杜邦巴斯夫、德之馨、科莱恩、赢创等化学品工业集团，具备医研背景的原料生产企业主要包含玻尿酸原料龙头华熙生物等。

以生产完成主体作为划分标准，可将化妆品生产模式分为“OEM/ODM 代工生产”与“品牌自主生产”两类模式。

3.1.1 OEM/ODM 代工模式：适用于新锐品牌与成熟品牌非核心品类

目前，采取代工模式的品牌方主要包含两类，一类是新锐品牌。新锐品牌在产能布局上通常偏于薄弱，而代工模式的优势在于规模经济，即以相对合理的代工成本完成生产。另外，部分知名代工方在特定环节或细分品类中积累了一定生产工艺与研发优势。因此，新锐品牌采取 ODM 代工模式可迅速提升产量。

但需注意，代工生产模式在品控与供应链稳定性上相对薄弱，这也是新锐品牌产品质量可能出现波动的原因之一。

另外，某些成熟品牌也会选择性将部分明星单品或低端产线外包，以应对出货高峰期间可能存在产能不足的现象。实际生产过程中，通常由 OEM/ODM 厂商向经品牌方认可的原料供应商采购，并执行加工生产环节。其中，高端品牌通常全权把控研发核心环节，仅向专业化妆品 OEM/ODM 代工企业提供核心成分或配方，原因在于化妆品高端品牌方经济实力强且研发积累深厚，基础研发实力通常强于 ODM 厂商，而 ODM 厂商则对后期成分组合搭配有更多关注。因此化妆品代工方在为国际大牌代工时，通常只执行生产职能，而不涉及配方、核心成分等环节。

目前国内化妆品专业代工企业包括莹特丽（主要客户涵盖欧莱雅，雅诗兰黛，宝洁，资生堂等欧美知名品牌）、科丝美诗（兰蔻、植村秀、卡姿兰等）、诺斯贝尔（主要客户为屈臣氏、珈蓝集团、御泥坊、完美日记、花西子、HFP 等）等。伴随我国化妆品代工行业逐渐成熟，可同时提供化妆品内容物、外包装及成品生产代工的 OEM/ODM 企业开始涌现，这一模式允许品牌方将资源聚焦至产品销售环节，赋能产品与品牌营销。

3.1.3 品牌自主生产模式：适用于成熟品牌与核心产品

相对于代工生产，品牌自建工厂的资产模式相对偏重，耗资大、周期长，但具有两大优势：

- 可以更好的保护企业核心配方。在化妆品代工生产中，企业必须将产品配方与核心成分提供给代工企业，即便代工方与企业签订代工协议，也存在代工方泄密导致核心配方泄露，产品力竞争壁垒丢失的风险。而自主生产可将配方外泄的风险降至最低。
- 自主生产模式下，品控流程由品牌方把控，产品质量更稳定。这一特质对品牌方高附加值产品以及核心产品尤为重要。原因在于，品牌核心单品通常是决定品牌定位的标志性产品，包含公司的核心研发技术，对其产品力与功效稳定性提出直接要求。另外，自主生产亦有助于在消费者心目中建立化妆品专业生产形象。

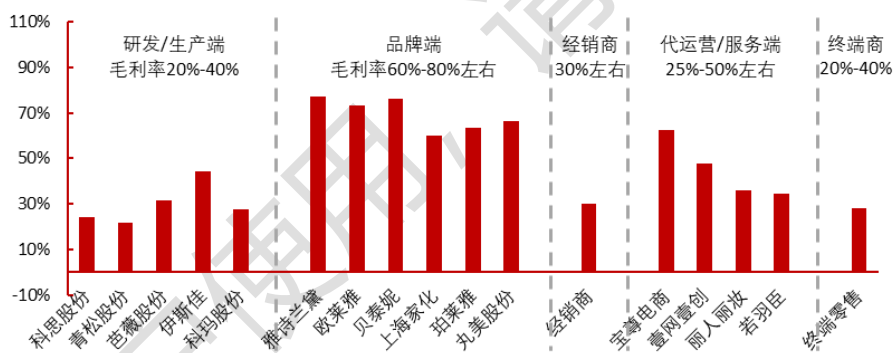
总体看，品牌成长周期与所生产产品类是品牌方选择代工 or 自主生产的关键衡量因素。首先，彩妆品牌的代工率高于护肤品牌，主要因彩妆迭代快、对产品及时上新的要求更高，如完美日记、花西子多数产品均采用代工生产。而护肤品的功效要求更高，自主生产在品控方面的优势不可或缺。因此，护肤品牌均提前布局生产基地，如上海家化、珀莱雅、丸美等产品自产比例均在 90% 以上。另外，初创品牌受资金与精力所限，通常选择代工生产，如 HFP 等新锐品牌代工比例接近 100%。伴随品牌逐步成熟，资金与技术实力有所提升，对品牌形象提出更高要求。品牌开始布局自主生产基地，逐步提升自主生产比例，如上海上美、上海家化等集团品牌代工比例大致下降到 70% 左右。当品牌成长为国际成熟品牌时，代工策略会更灵活，通常将非核心品牌、非主要产品洗了做外协代工，主要产品则更多采用自主生产模式。

3.2 品牌端：化妆品产业链的核心价值部门

总体来看，化妆品是由品牌与渠道定价的可选消费品类，原因在于，化妆品的品牌积淀属于先发优势，直接决定消费者对产品的认知度、忠诚度与购买欲望，难以短期复制，是其溢价能力的直接来源。同时，化妆品的销售渠道与品牌定位直接关联，如高端购物中心柜台仅接受头部品牌入驻。因此，化妆品产业链核心价值主要集中于品牌端与渠道端，海内外上市企业品牌的毛利率达到 60%-80%左右，高于上游制造端（研发生产端毛利率 20%-40%）与下游销售端（经销商毛利率 30%左右，代运营 MCN 25%-40%，终端渠道 20%-40%）。

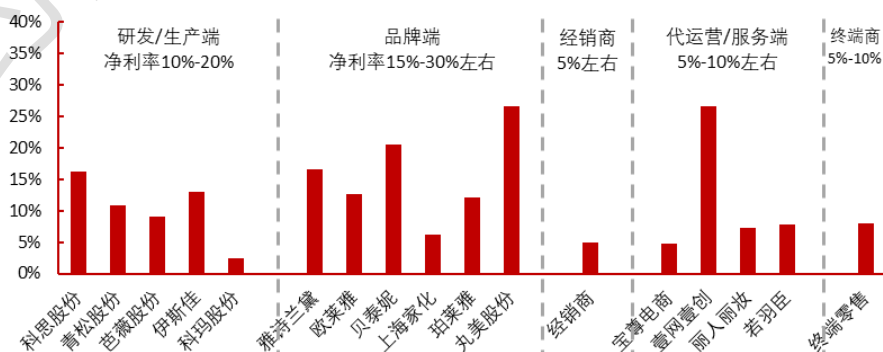
品牌方与渠道方作为产业链核心，具备高话语权，但需负担线上/线下推广费用、线下柜台/店铺店租，把控品牌形象构建与渠道布局，维系用户忠诚度。因此，可把品牌方与渠道方视为整个行业的盈利与费用支付重心。

图 26：化妆品产业链不同环节的企业毛利率水平



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

图 27：化妆品产业链不同环节的企业净利率水平



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

3.3 渠道端：化妆品销售的规模放大器

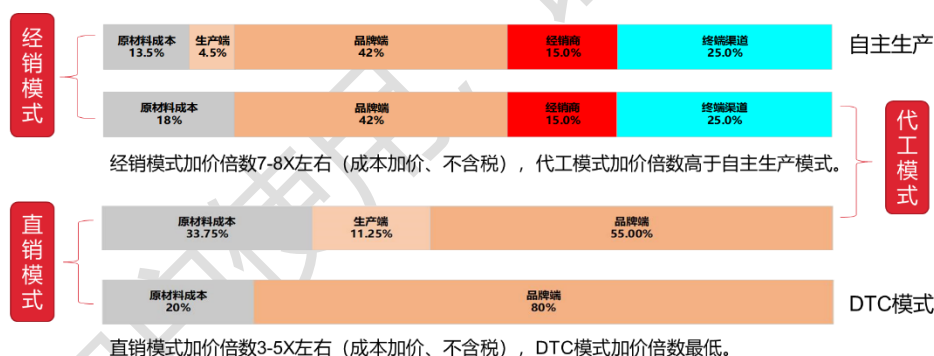
渠道化妆品价值传递中，渠道端的价值占比处于较高水平，原因在于化妆品的产业链条较长且渠道结构庞杂，全渠道分销运营的实际效果对产品的终端

销售起到决定性作用。品牌端需持续增大渠道声量，制定利益合理分配的渠道价格策略，并向渠道商清晰的展示自身产品特性与所解决的消费者痛点。当前化妆品行业电商崛起、代运营风靡、新营销模式层出不穷的变革，既是渠道价值链不断变革的体现，也是渠道重要性的反映。

3.3.1 经销渠道与直销/DTC 模式的简述

目前，化妆品的主流销售渠道仍是经销渠道，主要为国际大牌与国内成熟品牌所采用。原因在于，我国化妆品市场层级复杂，渠道多元化特征明显，借助经销商的销售经验与特定区域资源，品牌可以尽快实现扩张和市场下沉。但经销商渠道流通层次多，多环节流转导致加价倍率高，在终端售价上不占优势。如以传统的经销模式来看，化妆品由原材料到终端零售的加价倍率通常为 8-10 倍。产业链不同环节中，原材料成本在终端零售价中的占比仅为 10%-15%左右，品牌端占比在 25%-30%左右，经销商占比接近 20%，而近 40%的价值由终端渠道占据。

图 28：化妆品产业链中不同环节的价值构成占比，渠道与品牌方占比最高



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

对比经销模式，DTC 模式通过品牌方绕开中间商直接触达消费者（Direct to Customer），构建去中心化的私域流量形态，直接触达消费者，从而完成了自身用户资产积累，可及时掌握消费者的购物信息，继而构建品牌长期护城河。采取 DTC 模式销售的品牌方无需依赖传统的批发商和中间渠道，减少经销层数，缩短销售链条，其加价倍率通常控制在 3-5 倍左右，远低于传统经销模式。以完美日记、HFP 等线上 DTC 品牌为例，该类品牌利用小红书、淘宝直播、知乎、微信公众号、抖音、B 站、微博等热门内容平台完成种草，在渠道持续拉新，然后借助低价优势，快速打出品牌效应。

3.3.2 代运营模式的兴起

电商代运营商，指为品牌商触网提供系列服务的电子商务方案提供商。近年来，美妆品类网购大盘增速迅猛，行业电商化倒逼品牌方强化对互联网线上销售渠道的布局。但美妆品类 SKU 众多，海外品牌居多，电商规则复杂，导致线上化妆品运营较为复杂。其中，国际大牌以及不具备互联网基因的传统品牌，直接“触网”布局电商渠道难度较大，原因在于：1）国际大牌核心团队处于海

外，对国内渠道层次、扣点等渠道现状了解有限；2）出身线下的传统品牌内部互联网运营人才较为短缺，需从外部挖掘或作前期培育，对应成本较高。因此，美妆行业是使用电商代运营服务比例最高、代运营佣金率最高的行业之一。

表 8：我国主流线上品类对代运营商需求的比例与佣金率

品类	对代运营需求的比例	代运营商平均的佣金率
美妆	50%-60%	15%-20%
服饰	20%-30%	10%-15%
3C 家电	10%-20%	2%-10%

数据来源：艾媒咨询，国融证券研究与战略发展部

第三方代运营服务商的优势在于：

- **熟知电商玩法，快速打开市场，有效降低成本：**我国电商平台定价规则复杂多变，因此线上渠道的运营通常需专属团队承担。如企业采取自建团队模式，其劣势在于时间周期长、人力成本高。相比之下，代运营商高度熟知我国电商运营规则，且采取项目式运营、流程化安排模式，能够有效降低成本，实现高效布局。以国际品牌为例，2012 年前国际大牌在线下市场已积累下极高的品牌认知度，其品牌力+产品力远优于国产淘系品牌。但国际大牌对国内电商渠道的，导致线上销量难以打开。此后，借助 2016 年进口化妆品消费税下降的东风，国际大牌借助国内线上代运营商，迅速打开电商销售局面。
- **职能持续扩容，可提供渠道、内容、数据分析、品牌咨询等综合性专业服务：**目前，代运营商可为品牌方提供的服务主要包括几类：1）提供稳定的店铺管理、客服、IT、数据管理、仓储物流等基于电商渠道的专业服务。2）伴随社交电商、直播电商等新形态的发展，代运营服务商也加载了内容营销及产品开发支持等新功能，如为品牌提供多渠道内容营销、创意策划等产品流量支持服务。同时提供部分消费者数据分析，包含品牌定位、选品、设计、改进研发方面的指导，以及新品牌孵化、成熟品牌重塑等咨询服务。
- **完成品牌在线上端的形象打造与重塑：**国内传统品牌长时间深耕于线下渠道运营，而对品牌线上定位与产品营销的认识则较为薄弱，导致“触网”困难。而代运营商通常对美妆线上消费数据与消费者画像积累较深，对各类品牌的客群特征、消费者消费习惯较为熟悉。因此，代运营商可发挥自身优势，为品牌方提供专业化、个性化、并与目标客群高度契合的营销方案，从而提升品牌营销实力。以百雀羚为例，2011 年公司将自身电商业务转由杭州网创接手运营，1 年内线上销额实现数十倍增长，将具备一定线下品牌基础的品牌打造为线上“网红品牌”。

4. 投资建议

近代化妆品产业发端自 19 世纪欧洲，发展至今已诞生欧莱雅、雅诗兰黛、资生堂等业务覆盖全球的巨头级化妆品集团。而我国化妆品产业自上世纪 90 年代才真正兴起，产业基础相对薄弱，目前尚无国产品牌打破高端市场壁垒，本土化妆品集团的品牌矩阵完善度、客群覆盖度与价格带布局均落后于国际水平。因此，深耕大众市场，避免与外资高端品牌直接竞争，寻找化妆品中竞争相对缓和的高成长细分品类，聚焦资源以建立品牌竞争壁垒，是未来我国化妆品产业中较为实际可行的发展路线。

从定性角度看，化妆品属于价格带极宽、细分品类多，且消费升级路径明确的可选消费品，消费动机主要出于情感与归属的需求。从消费升级具体路径上看，消费者可通过增加消费品类（如水乳面霜逐步拓展至眼霜、精华、面膜等），或所消费品牌不断升级，逐步提升年消费金额。我们认为消费能力是决定化妆品消费额增速的实际中枢。在可支配收入允许下，未来我国人均化妆品消费金额有较大提升空间，即化妆品行业中长期的规模扩容速度应略高于我国人均可支配收入的年化增速。

我国化妆品产业链主要原料端、生产端、品牌端、渠道经销端构成，产业链内各环节的价值分布、盈利能力与市场竞争格局均存在区别。总体看，化妆品是由品牌与渠道定价的可选消费品类，产业链核心价值集中于品牌端与渠道端，原因在于，化妆品的品牌积淀属于先发优势，直接决定消费者对产品的认知度、忠诚度与购买欲望，难以短期复制，是其溢价能力的直接来源。品牌方与渠道方作为产业链核心，具备高话语权，但需负担线上/线下推广费用、线下柜台/店铺店租，把控品牌形象构建与渠道布局，维系用户忠诚度。因此，可把品牌方与渠道方视为整个行业的盈利核心部门。建议关注目前已在国内化妆品大众市场或细分领域建立一定品牌影响力的化妆品企业，如贝泰妮、上海家化、珀莱雅等。

5. 风险提示

终端消费需求增长放缓；品牌端营销费投效果不及预期；产品质量风险；欧美品牌关税降低，导致本土品牌优势减弱。

表 9：相关标的汇总表（市值、股价对应日期：2021 年 7 月 30 日）

股票代码	名称	市值	股价	21EPS	22EPS	21PE	22PE	评级
300957.SZ	贝泰妮	874.52	206.45	1.88	2.61	109.80	79.01	推荐
600315.SH	上海家化	329.83	48.53	0.76	1.16	64.00	41.73	推荐
603605.SH	珀莱雅	324.00	161.10	2.97	3.68	54.20	43.80	推荐
603983.SH	丸美股份	154.42	38.43	1.38	1.62	27.86	23.69	中性
300740.SZ	水羊股份	70.70	17.20	0.59	0.91	29.40	18.98	中性

数据来源：国融证券研究与战略发展部

投资评级说明

证券投资评级：以报告日后的 6-12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准

行业投资评级：以报告日后的 6-12 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准

强烈推荐 (Buy)：相对强于市场表现 20% 以上；
推荐 (Outperform)：相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral)：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
谨慎 (Underperform)：相对弱于市场表现 5% 以下。

看好 (Overweight)：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)：行业弱于整体市场表现。

免责声明

国融证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由国融证券股份有限公司制作。

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于本公司认为可靠的已公开资料，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

国融证券股份有限公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点。本公司没有将此意见及建议向所有报告接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

市场有风险，投资需谨慎。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。本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者不应将本报告视为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告的版权归国融证券股份有限公司所有。本公司对本报告保留一切权利，除非另有书面显示，否则本报告中所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。