

欧莱雅：深度复盘，百年美妆帝国崛起启示录

2022 年 10 月 28 日

► **欧莱雅：从美发产品起家的百年全球化美妆巨头。**公司成立于 1909 年，最早业务从染发剂起家，历经百余年发展，已成为全球最大的化妆品企业，产品销售往海内外 150 个国家地区，截至 22 年 10 月，欧莱雅旗下拥有高档化妆品、大众化妆品、活性健康化妆品及专业美发产品 4 大事业部，品牌矩阵覆盖护肤、彩妆、香水、护发、染发等五大品类，满足低中高端不同用户的需求。

► **品牌、研发、渠道、营销，四大核心竞争力构筑长期经营护城河。**（1）**品牌端：外延并购助力梯度化多品牌矩阵打造，构筑发展根基。**欧莱雅通过多次外延并购活动持续扩充品牌矩阵，收并购过程中注重品牌之间的差异化与优势互补，收购后对品牌进行深度赋能，助力被收购品牌实现快速发展，同时借助收并购活动扩充掌握核心成分技术，夯实产品的竞争优势。（2）**研发端：研发实力铸就穿越周期的美丽。**历任管理层均具备深厚的研发基因，研发费用投入较高，欧莱雅~3-4%的研发费用率处于同业较高水平，公司设有遍布全球的研发中心，并针对本土的审美与文化进行针对性的研发；旗下科学研究、应用科学研究与产品开发三大团队合力研发，挖掘出王牌成分玻色因，并在多款产品线中得到不同的应用；以研发实力为根基，公司旗下大单品兰蔻小黑瓶持续升级迭代，铸就大单品超长生命周期的同时不断塑造和巩固品牌形象。（3）**渠道：本土化渠道布局，中国地区注重线上渠道布局。**欧莱雅从法国起家随拓展至欧美市场，90 年代初进军新兴市场，随后重点发展亚太地区。2014 年，欧莱雅着手进行渠道变革，聚焦线上市场，开启数字化远征。在中国市场，随着电商渠道重要性日益凸显，欧莱雅着重进行线上渠道布局，持续加码电商渠道。（4）**营销：从“高举高打”到数字化精细营销时代。**进入数字化营销时代，欧莱雅紧抓市场潮流，多元并举提升营销效率，借助流量明星代言、KOL 种草带货、直播等模式扩大品牌影响力，并将美妆与数字化深度结合，提升销售费用投放效率，2021 年销售费用率~33%。

► **启示与经验：（1）外延并购丰富品牌矩阵，深度赋能加强购后管理：**外延并购可助力集团实现品类结构的快速扩充，不断完善自身的品牌矩阵，收并购后的品牌培育与管理能力十分重要，是否基于品牌的特异性进行针对性地深度赋能能否助力其实现快速成长及成功实现“1+1>2”的多品牌运营效果的关键。（2）**研发为本，“大单品”常青树可助力品牌穿越周期：**欧莱雅凭借研发基因深厚，研发费用率长期维持在 3%+，成功研制出多个核心成分，助力旗下产品品质与功效跃升，成为品牌历久弥坚的核心原因之一，与此同时，重视研发、持续夯实研发实力可帮助集团打造高品质、高复购的常青大单品，并对大单品进行迭代，助力品牌力的持续提升，铸就跨越周期的美丽；（3）**高效营销与渠道精细化管理相辅相成：**参考欧莱雅采用多样化营销手段在特定渠道对明星单品进行重点营销推广，销售费用投放效率高，着眼国内，重视渠道的精细化管理与资源分配、特定渠道营销策略定制的国货美妆龙头有望进一步巩固自身竞争优势。**估值方面，**通过对欧莱雅历史估值进行复盘，发现公司 2006-2014 年期间净利润 CAGR 为 15.11%，期间 PE 中枢为 23X，2015-2021 年间公司净利润 CAGR 为 5.67%，PE 中枢提升至 33X，估值中枢的提升主要源自集团不断被验证拥有品牌矩阵持续扩张的能力、较高的业绩的确定性与成长稳定性。

► **投资建议：**对标国内，可重点关注主品牌增长势头强劲同时积极进行多品牌矩阵布局、重视研发实力培育并采取相应举措、积极适应渠道变迁并进行精细化管理的国货美妆龙头企业，建议关注：珀莱雅、华熙生物、上海家化等。

► **风险提示：**疫情反复；消费需求持续下滑；行业竞争加剧。

推荐

维持评级


分析师 刘文正

执业证书：S0100521100009

电话：13122831967

邮箱：liuwenzheng@mszq.com

分析师 解慧新

执业证书：S0100522100001

邮箱：xiehuixin@mszq.com

相关研究

- 1.零售周观点：欧莱雅集团 3Q22 收入持续增长，“双 11”临近重点关注国货头部品牌表现-2022/10/24
- 2.零售周观点：9 月印度培育钻出口数据创历史新高；化妆品行业有望受“双 11”催化回暖-2022/10/16
- 3.护肤系列：敷尔佳（A21407）新股报告：医用敷料龙头，增长势不可挡-2022/10/10
- 4.零售周观点：李佳琦淘宝直播首秀销售表现亮眼，印度培育钻石进出口数据环比下滑-2022/09/25
- 5.零售周观点：8 月社零保持恢复态势，金银珠宝景气度延续-2022/09/18

目录

1 公司简介：从美发产品起价的百年美妆巨头	3
2 欧莱雅四大核心竞争力.....	7
2.1 品牌：外延并购助力梯度化多品牌矩阵打造，构筑发展根基	7
2.2 研发：研发实力铸就穿越周期的美丽	11
2.3 渠道：本土化渠道布局，中国地区注重线上渠道布局	18
2.4 营销：从“高举高打”到数字化精细营销时代	23
3 启示与经验	27
4 风险提示	30
插图目录	31
表格目录	31

1 公司简介：从美发产品起价的百年美妆巨头

欧莱雅：历经百年发展的全球美妆巨头。1909 年，欧仁·舒莱尔创立欧莱雅公司。从染发剂起家，历经一百多年的发展，欧莱雅凭借其出色的研发创新能力、品牌收购能力、多品牌协同管理能力、全球化渠道拓张能力以及极具行业领先性的营销能力，积极打造多元化品牌矩阵，目前已发展成为全球最大的化妆品企业，产品销往海内外 150 个国家。欧莱雅旗下 4 个事业部拥有 36 个品牌，覆盖女士护肤、彩妆、女士洗护发、家用染发、男士护肤、男士洗发及造型等全领域。2021 年，欧莱雅实现销售额 322.8 亿欧元，同比增长 16.1%，增速亮眼。

公司成立至今主要经历了 4 个发展阶段。

(1) 初创起步期 (1909-1956 年)：1907 年，年仅 28 岁的化学家欧仁·舒莱尔发明出一种无毒的合成染发剂，将其命名为欧莱雅 (L'Oreal)。1909 年，欧仁·舒莱尔创立欧莱雅公司，并陆续推出 Lmedia 染色溶剂、Dop 大众洗发水、太阳琥珀防晒油、Oreal 冷烫发产品等产品，主要销往法国本土及意大利、奥地利、荷兰等周边欧洲国家，并在 1954 年成功进入美国市场。产品销售渠道方面，在早期，欧莱雅的产品主要销往美发沙龙、香水店、药店等渠道。

(2) 初步扩张期 (1957-1983 年)：1957 年，达勒 (François Dalle) 被任命为欧莱雅集团董事长兼总经理，开始实行职业经理人制度，推行“家族所有，职业管理”的财权分离模式。在他的带领下，欧莱雅积极进行国际扩张，尤其是在美国和日本市场。1963 年，欧莱雅在巴黎证券交易所成功上市，为接下来的收购扩张打下基础。次年，公司收购兰蔻，进军高端化妆品市场。此后，公司陆续收购了众多著名化妆品牌：1965 年收购了卡尼尔，1970 年收购了碧欧泉，1973 年收购了 Gemey、Ricils 和 Jeanne Piaubert，并在 1982 年自主设立 Plenitude 护肤品品牌，大幅增强了在香水彩妆、护肤品、护发产品三个品类的竞争力。1974 年，为避免国有化，欧莱雅与雀巢公司达成股权合作协议，雀巢成为欧莱雅第二大股东，欧莱雅转型为国际企业。

(3) 高速成长期 (1984-2000 年)：1984-1988 年，曾担任“冷烫发” (Oréal) 技术的开发主管并设立了应用研究实验室的查理·兹瓦克担任公司 CEO，进一步明确了公司的研发基因，鼓励研发进步，将产品创新研究的重点聚焦于质量和产品效果，在此期间对研发的大量投入使集团受益。公司在 1985 年获得了美国高端男性香水品牌拉夫劳伦销售许可，在 1988 年获得了一线奢侈品品牌乔治·阿玛尼高端香水、护肤品及化妆品的开发与分销许可，高端化妆品产品矩阵得到进一步扩充。

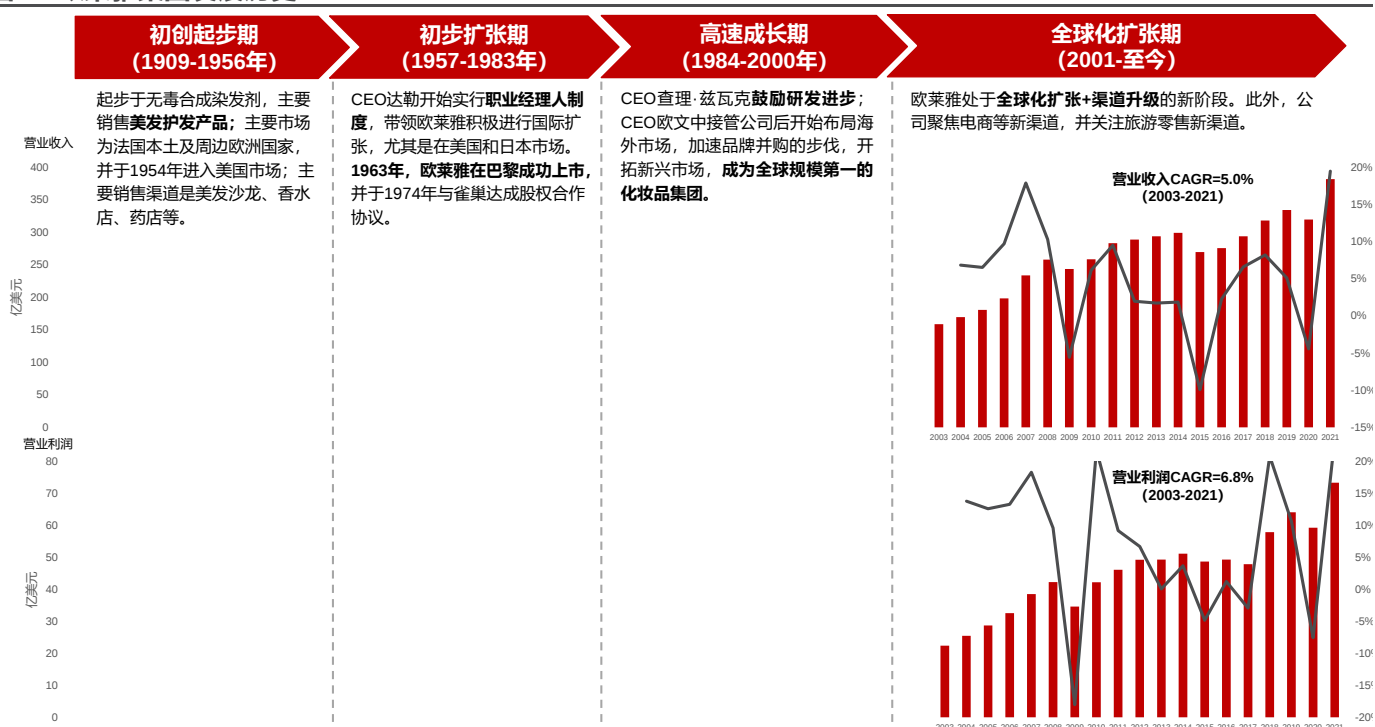
1988 年，林赛·欧文中接管公司后开始布局海外市场，继续采用并购整合扩大业务的发展方式，加速品牌并购的步伐，积极开拓亚洲等新兴地区市场，成为全球规模第一的化妆品集团。**中低档化妆品方面**，公司在 1996 年收购了美国大众化妆品领导者美宝莲，并借此打开亚洲市场。**高档化妆品方面**，公司在 1988 年收购了

美国顶级奢华美容品牌赫莲娜，随后在 2000 年收购了高端药妆品牌科颜氏，进一步丰富了公司高端化妆品产品矩阵。**专业产品方面**，1993 年，公司收购美国高端发型师美发品牌 Redken，进一步扩大在美国的专门产品市场。为巩固公司在非洲特色护发领域的行业地位，公司在 1998 年收购了定位非洲顾客护发的美国品牌 SoftSheen，并在 2000 年收购了非洲特色护发品牌 Carson。**药妆产品方面**，除科颜氏外，公司还在 1989 年收购了法国本土药妆品牌理肤泉。

(4) 全球化扩张期 (2001-至今)：新世纪以来，欧莱雅处于全球化扩张+渠道升级的新阶段。公司在 2003 年收购了大众护肤品品牌小护士，次年收购了日本高端护肤品品牌植村秀和中高档护肤品品牌羽西，在 2014 年收购了大众美容面膜品牌美即面膜，在 2018 年收购了韩国美妆品牌 3CE 等亚太化妆品品牌，增强了欧莱雅对亚洲消费者肤质、肤质的了解，帮助其加速拓展亚洲市场。

与此同时，公司聚焦电商等新渠道，线上渠道收入高增，2021 年电商销售额为 93 亿欧元，同比增长 25.7%，占综合销售额的 28.9%。线下渠道方面，公司关注旅游零售新渠道，入驻免税店及丝芙兰、Ulta、屈臣氏等专业美妆销售渠道。

图1：欧莱雅集团发展历史



资料来源：公司公告，公司官网，民生证券研究院

表1：欧莱雅集团历任 CEO 介绍

姓名	任期	主要战略及成就	业务表现
欧文·舒莱尔	1909-1957	创立欧莱雅公司，研发+营销并重，主攻美发及护发产品	公司多元化发展，产品在法国销往 40,000 家发廊
弗朗索瓦·达勒	1957-1984	实行扩张收购战略，注重扩展公司在新市场和分销渠道的份额	公司国际化进程加快，海外业务收入占比从 3%提升至 60%
查理·兹瓦克	1984-1988	重视研发能力，将产品创新研究的重点聚焦于质量和产品性能	在此期间欧莱雅研究实验室得到良好发展，研究人员达 1000 人，创历史新高，欧莱雅成为世界化妆品的领导者
林赛·欧文中	1988-2006	开启全球化战略，推进公司在全球的扩张和战略性收购	公司市场从欧洲扩展到中国、巴西、俄罗斯、西班牙和印度等新兴市场
保罗·安珉	2006-2020	推动公司数字化转型、加速全球化扩张	收购 The Body Shop 为公司带来了新的业务方向——天然产品品牌，公司业务遍及东欧、亚洲和拉丁美洲
叶鸿慕	2020-至今	加大在美妆科技的投入，包括生物技术研发、人工智能 VR、消费者大数据等方面	2021 年，欧莱雅实现收入 32,287.6 百万欧元，同比增长 16.1%

资料来源：公司公告，公司官网，民生证券研究院整理

欧莱雅拥有完善的品牌布局，高中低档产品精细分类，满足所有消费群体需求。

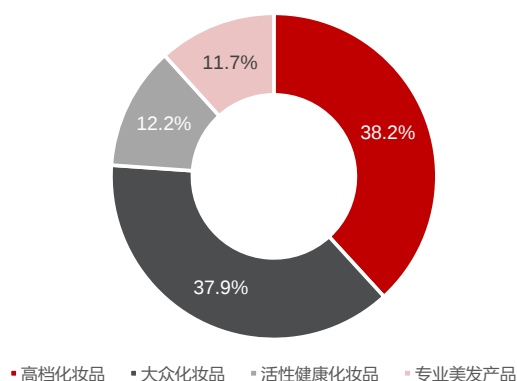
针对不同的消费人群，欧莱雅将集团品牌分布于四个产品部：高档化妆品 (L'Oréal Luxe)、大众化妆品 (Consumer Products)、活性健康化妆品 (Active Cosmetics)、专业美发产品 (Professional Products)。欧莱雅的品牌矩阵覆盖护肤、彩妆、香水、护发、染发等五大品类，根据价格、消费者品味进行定位，将产品精确细分为高中低档，有效满足不同年龄层、不同收入水平及不同消费品味的消费群体的需求。

图2：欧莱雅集团品牌（截至 2021 年底）

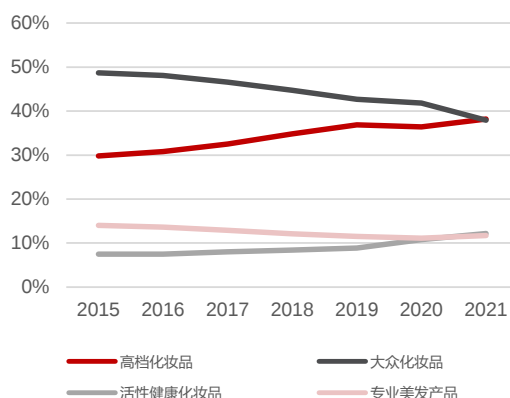
高档化妆品		大众化妆品	活性健康化妆品	专业美发产品
LANCÔME PARIS	YVES SAINT LAURENT	L'ORÉAL PARIS	LA ROCHE POSAY LABORATOIRE DERMATOLOGIQUE	L'ORÉAL PROFESSIONNEL PARIS
GIORGIO ARMANI beauty	HR HELENA RUBINSTEIN	GARNIER	CeraVe DEVELOPED WITH DERMATOLOGISTS	KÉRASTASE PARIS
BIOTHERM THE HEALING POWER OF LIFE PLANETON™	it COSMETICS	MAYBELLINE NEW YORK	VICHY LABORATOIRES	REDKEN 5TH AVENUE NYC
shu uemura	RALPH LAUREN	NYX PROFESSIONAL MAKEUP	SKINCEUTICALS ADVANCED PROFESSIONAL SKINCARE	MATRIX
URBAN DECAY	VALENTINO	3CE STYLENANDA	skinbetter SCIENCE	PUREOLOGY serious colour care
MUGLER	VIKTOR ROLF	Mixa		PULPRIOT
Kiehl's SINCE 1851	PRADA	essie		
Atelier Cologne MAISON DE PARFUM PARIS	DIESEL	Dark Lovely		
AZZARO				

资料来源：公司公告，民生证券研究院

随着全球化妆品市场高端化趋势的推进，近年来，欧莱雅高档化妆品表现出强劲的增长实力，其销售额占比逐渐提升，而大众化妆品的占比逐渐下降。此外，专业美发产品的占比小幅下降，活性健康化妆品的占比小幅提升，两者占比差距缩小。2021 年，高档化妆品、大众化妆品、活性健康化妆品、专业美发产品的销售额占比分别为 38.2%/37.9%/12.2%/11.7%，高档化妆品反超大众化妆品，21 年收入占比提升至 38.2%，成为欧莱雅产品的主要收入来源。

图3：2021 年各产品部销售额占比


资料来源：公司公告，民生证券研究院

图4：2015-2021 年各产品部销售额占比变化情况


资料来源：公司公告，民生证券研究院

高档化妆品部：主要销售渠道是在百货商店及化妆品店，旗下主要包括兰蔻、乔治阿玛尼、圣罗兰美妆、碧欧泉、赫莲娜等 17 个高端品牌。随着全球化妆品市场高端化的推进，欧莱雅高档化妆品部门增长迅速，2021 年实现销售额 123.3 亿欧元，同比增长 21.0%，超越大众化妆品部，2015-2021 年占整体销售额的比例从 29.8%增长到 38.2%，对应 CAGR 为 4.2%，增幅亮眼。

大众化妆品部：主要包含 8 个中高端、中低端品牌，其核心品牌为巴黎欧莱雅、卡尼尔、美宝莲以及 NYX。2021 年，大众化妆品部实现销售额 122.3 亿欧元，同比增长 4.6%，占整体销售额的比例为 37.9%，仅次于高档化妆品部。

活性健康化妆品部：是健康美妆市场翘楚，主打功能性护肤品，部门内包含理肤泉、薇姿、修丽可等 5 个品牌。2021 年，活性健康化妆品部实现销售额 39.4 亿欧元，同比增长 30.3%，在四个产品部中其销售额增速最快。截至 2020 年，活性健康化妆品部已与全球 180,000 名皮肤科专家合作，旗下产品理肤泉是全球皮肤科医生建议使用的头号品牌。

专业美发产品部：主要为世界各地的沙龙提供产品，包括巴黎欧莱雅沙龙专属、巴黎卡诗等 6 个品牌。2021 年，专业美发产品部实现销售额 37.8 亿欧元，同比增长 21.6%。目前，专业美发产品部已与全球 150 万名发型师合作，拥有 250 间培训中心，遍布世界各地。

2 欧莱雅四大核心竞争力

2.1 品牌：外延并购助力梯度化多品牌矩阵打造，构筑发展

根基

外延收购助力欧莱雅打造多品牌矩阵。1928 年，欧仁·舒莱尔收购 1920 年创立的 Monsavon 梦皂公司，开始通过外延收购持续扩充品牌矩阵，正式迈出走向多样化的第一步。纵观欧莱雅近百年的收购历程，集团收购有其独有的逻辑与节奏。地域上，1946 年收购兰蔻、1980 年收购薇姿使得欧莱雅在欧洲的市场不断增强扩大，1988 年收购赫莲娜成为欧莱雅进入澳洲市场的第一步，1996 年收购美宝莲确立了欧莱雅集团在美国市场的霸主地位，2002 年欧莱雅通过收购植村秀正式进入亚洲市场。品类上，1928 年收购梦皂、1973 年收购 Gemey、1985 年收购拉夫劳伦香水线、1993 年收购 Redken、2012 年收购 Cadum、2013 年收购美即，欧莱雅在护肤、彩妆、香水、美发、婴童、男士等领域不断扩张。时至今日，欧莱雅集团通过外延收购形成了全地域、多品类、宽人群的多品牌矩阵。

表2：欧莱雅集团外延收购历程

年份	收购企业	地域	品类	对欧莱雅的影响
1928	Monsavon	欧洲	护肤	品牌厂址后来成为欧莱雅集团总部
1946	Lancome	欧洲	护肤	是欧莱雅成为高档化妆品帝国的第一步
1965	Carnier	欧洲	护肤	让欧莱雅得到一整套具备有机定位的辅助护发产品
1970	Biotherm	欧洲	护肤	该品牌定位独特——从温泉的可再生能源中得到有机护肤方法
1973	Synthelabo	欧洲	技术企业	法国药物产业领军企业，让欧莱雅集团得到开展皮肤病学活动和皮肤药理学活动的途径
1973	Gemey	欧洲	彩妆	为欧莱雅开启大众彩妆市场大门，使其在法国彩妆市场占据重要位置
1976	Ricils	欧洲	彩妆	收购睫毛膏化妆品品牌 Ricils 后，欧莱雅集团将其与 Gemey 合并，以扩充彩妆业务
1980	Vichy	欧洲	护肤	诞生于法国的薇姿品牌为欧莱雅集团补强药妆业务，被归在活性健康化妆品部
1985	Ralph Lauren	美洲	香水	收购拉夫劳伦美妆线，让欧莱雅在美国的高档化妆品市场和男士高档香水市场中都占据一席之地
1988	Helena Rubinstein	澳洲	护肤	创立于澳大利亚的顶级美容品牌，扩充欧莱雅集团旗下高档化妆品线
1989	LaRochePosay	欧洲	护肤	法国知名医学护肤品牌，进一步强化欧莱雅集团在皮肤医学和“药妆”领域地位
1993	Redken	美洲	美发护发	纽约风格发型品牌，欧莱雅第一次拓展专业美发产品部门，并将美国发展为第二个美发护发据点
1996	Maybelline New York	美洲	彩妆	确立欧莱雅集团在美国的霸主地位，欧莱雅成为大众化妆品领域领袖并借助美宝莲打开中国市场
1998	Softsheen	美洲	美发护发	收购美国黑人美发品牌，标志欧莱雅集团护发业务扩展到有色人群
2000	Matris	美洲	美发护发	美国专业护发产品的知名品牌

2000	Dermablemnd	美洲	彩妆	生产的化妆品主要用于遮盖面部瑕疵，可大面积用于身体皮肤表面，后与薇姿结合
2000	Kiel's	美洲	护肤	对于欧莱雅集团高档化妆品线有重要的补强意义
2000	Carson	非洲	美发护发	针对少数人群的护发产品，收购后，欧莱雅将 Softsheen 和 Carson 合并为 Soft-Carson 品牌
2001	BIOMEDIC	美洲	护肤	美国有名的果酸品牌，欧莱雅将其收入理肤泉实验室，主要走皮肤科和药房
2002	Shu Uemura	亚洲	彩妆	日本知名设计师同名品牌，欧莱雅集团第一个日系品牌。收购完成后在日本市场更有话语权
2003	SKINCEUTICALS	美洲	护肤	美国高端专业护肤品牌，在皮肤学护肤领域有很大的影响力
2003	小护士	亚洲	护肤	中国本土大众护肤品牌
2004	Yue Sai	亚洲	护肤	从法国科蒂取得中国高端护肤品牌羽西所有权后，欧莱雅在中国市场占有率从第 3 提升至第 2
2006	SkinEthic	欧洲	技术企业	组织工程学领域领导企业，补强欧莱雅集团 Epskin 的安全性评估技术
2006	The Body Shop	欧洲	护肤	欧莱雅集团成员，独立运营，并由自己的管理团队来监督其市场运作
2006	Sanoflore	欧洲	护肤	全球最大邮寄植物原料供应商，归在欧莱雅集团活性健康化妆品部门
2007	PureOlogy	美洲	美发护发	美国生态美发品牌，代表产品为不含硫酸盐洗发香波，且可增强发色
2008	YSL	欧洲	彩妆	收购 YSL 美妆，同时隶属于 YSL 美妆的香邂格蕾 ROGER&GALLET 品牌也被欧莱雅收入囊中
2008	Armani	欧洲	香水	品牌运营仍属于创始人乔治·阿玛尼，欧莱雅只是被授权推广阿玛尼的香水
2010	Essie	美洲	彩妆	美国高端美甲品牌
2012	Clarisonic	美洲	美容仪器	声波护理领域的领跑者，在美容仪器方面很有知名度。2013 年由欧莱雅带到中国市场
2012	Cadum	欧洲	婴童	法国著名婴儿用品制造商
2012	Vogue	美洲	彩妆	哥伦比亚大众彩妆市场的领导品牌，2011 年营业额接近 3000 万欧元
2013	美即	亚洲	面膜	中国面膜市场领导品牌，欧莱雅集团借此杀入面膜领域
2013	Emporio Body Store	美洲	护肤	由美体小铺在巴西收购 51% 的股权
2013	Interconsumer	非洲	美发护发	肯尼亚美发和护肤领域处于领先地位，该公司在 2012 年总营业收入约 1500 万欧元
2013	Urban Decay	美洲	彩妆	美国前卫化妆品品牌，以彩妆为主，时尚感较强
2013	Cheryl's Cosmeceuticals	亚洲	美发护发	印度的护肤品生产企业
2014	NYX	美洲	彩妆	美国专业彩妆品牌，强调简单的生活与彩妆，号称“平价 MAC”
2014	Declore、Carita	欧洲	护肤	思妍丽和凯黛伊是源于法国的专业美容品牌，原属于资生堂集团，2014 年欧莱雅集团以 2.3 亿欧元从资生堂手中收购这两个品牌
2014	Sayuki	美洲	彩妆	该公司开发了一款扫描仪器，可以沿着下颌线识别消费者肤色，进而配制适合消费者肤色的产品
2014	Carol's Daughter	美洲	护肤	成立于 1993 年，诞生地是美国
2014	Baxter of California	美洲	美发护发	巴西护发公司，旗下招牌染发品牌 Cor&Ton 和护发品牌 Niely Gold 在巴西中产阶级中广受好评
2016	Raylon Corporation	美洲	男士	美国男士护肤品牌
2016	勃朗圣泉	欧洲	护肤	“泉水修护”为主打概念的品牌

2016	IT Cosmetics	美洲	彩妆	美国高端彩妆品牌
2016	Atelier Cologne	欧洲	香水	乘小众香氛崛起的东风
2017	CeraVe、AcneFree、Ambi	美洲	护肤	三个品牌分别专注于研究干性皮肤、痤疮、黑斑和亮肤等方面的护肤产品，收购时预计将为欧莱雅集团创造年均 1.68 亿美元的收入
2018	Style Nanda	亚洲	美妆	3CE 母公司，集团第一个韩国美妆品牌，欧莱雅集团大大增强在大众美妆市场的地位
2018	Modiface	美洲	技术企业	线上试穿技术提升欧莱雅产品参与度与转化率
2020	Mugler、Azzaro	欧洲	香水	娇诗韵旗下的两个香水品牌。欧莱雅集团进一步完善香水品类，形成主力品牌
2020	Takami	亚洲	护肤	高档化妆品部独特又互补品牌阵营中的一员，进一步拓展亚洲市场
2021	Gjosa	欧洲	技术企业	瑞士环保科技初创企业，帮助欧莱雅优化洗发水冲洗技术
2022	Youth to the People	美洲	护肤	利用植物提取物和活性成分制造产品，欧莱雅在环保、绿色、纯素皮肤护理消费领域的补强措施

资料来源：化妆品观察公众号，搜狐新闻，民生证券研究院

收并购扩充品牌矩阵，实现快速的产品线覆盖。复盘欧莱雅收购品牌后的战略举措，我们发现，欧莱雅在进行外部品牌收购时非常注重品牌之间的优势互补，而非简单的品牌叠加：通过深度详尽考察收购标的，欧莱雅会遵循现有品牌矩阵对目标发展领域进行补强，进而实现品牌间的优势互补，增强协同效应，例如，（1）2018 年 4 月，欧莱雅收购韩国美妆品牌 3CE，当时的欧莱雅虽然在高端彩妆市场成绩亮眼，但在大众彩妆领域仅靠当时旗下的美宝莲品牌很难形成较强的优势，而 3CE 作为一个跟随韩国互联网发展而生长起来的社交电商品牌，其天然的社交电商属性能够帮助欧莱雅集团弥补线下渠道下沉的短板，在大众平价市场上快速形成自己的竞争优势。欧莱雅收购 3CE 后，2018 年，3CE 在中国天猫旗舰店开业 48 天积累粉丝 87 万，售出细管唇釉 10 万件，创下美妆品牌涨粉记录，彰显了品牌较强的大众消费者基础，在丰富旗下彩妆品牌矩阵的同时，助力集团进一步深耕大众美妆领域。（2）此外，香水业务近年来也成为欧莱雅集团全球增长业务的核心，除传统拉夫劳伦、阿玛尼、YSL 等奢侈品牌香水线外，欧莱雅近年来也发力香水业务的收购，2016 年公司收购法国高端小众香水欧珑、2020 年收购娇诗韵旗下香水品牌 Mugler、Azzaro，收购品牌定位都各不相同。欧珑作为第一个只专注制造古龙水的法国香水品牌，定位高端小众人群，娇诗韵旗下的香水品牌则主要是定位中高档人群。通过香水业务收购，欧莱雅也逐步形成覆盖经典奢品、高档小众、中高档等各类型的产品线。

表3：欧莱雅旗下大众彩妆品牌

品牌	品牌特点	核心产品	定价
巴黎欧莱雅	品类齐全覆盖面广	吸油棒 PRO 粉底液、绒雾唇霜、花萃净透卸妆油、黑胖子气垫、定妆喷雾	89-349 元
美宝莲	国际化、时尚的定位	早 C 管隔离妆前乳、fitmepro 粉底液、眼唇卸妆液、开挂眼线笔、冲天翘睫毛膏	29-188 元
NYX	主打色彩亮丽的眼影盘	眼影盘、六色遮瑕盘、定妆喷雾	59-324 元
3CE	韩妆品牌，针对亚洲有一定审美能力的年轻群体，以 Z 世代的学生、职场年轻人为主	丝绒唇釉、九宫格眼影、单色腮红	69-270 元
essie	专注指甲油产品	指甲油	44-123 元

资料来源：欧莱雅彩妆天猫旗舰店，美宝莲天猫旗舰店，NYX 天猫旗舰店，3CE 天猫旗舰店，essie 官网，民生证券研究院

表4：欧莱雅旗下香水品牌

品牌	定位	核心产品	价格
阿玛尼	经典奢侈品牌	Armani Sensi、Acqua di Gio、Mania	11.8-19.8 元/ml
拉夫劳伦	经典奢侈品牌	蓝马球系列、俱乐部系列、紫标系列、红马球系列、罗曼女士香水	12-14 元/ml
YSL	经典奢侈品牌	自由之水、反转巴黎、奥飘茗、先锋男士	12.5-23 元/ml
欧珑	高档小众品牌	精醇系列、高定系列	14.2-21.8 元/ml
Mugler	中高档品牌	天使缪斯、异性琥珀	1.7-2 元/ml
Azzaro	中高档品牌	期遇男士、通缉令、同名卡门情人、铭元素	3.2-5.2 元/ml

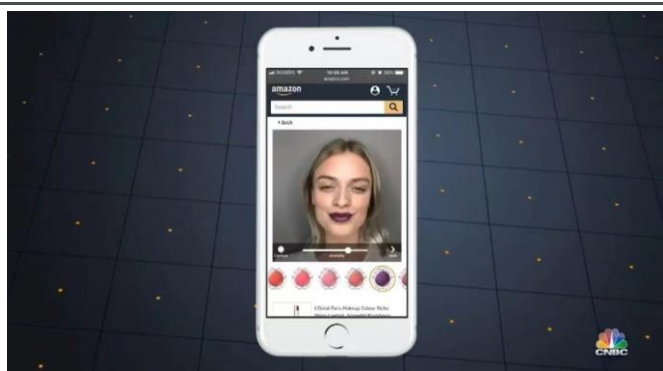
资料来源：各品牌天猫旗舰店，Mugler 官网，京东，民生证券研究院

此外，欧莱雅也注重对收购品牌的深度赋能，尊重品牌多元化、尊重原有品牌的传播基础。欧莱雅重视每一个品牌的自身发展逻辑，放弃模板化改造思路，在将自身先进科技与自然护肤理念融合至子品牌的同时，尽可能为每一个品牌成长留足空间。例如，公司在 2020 年 12 月宣布收购日本公司 Takami，Takami 品牌以其标志性的肌底代谢美容精华闻名，经典“小蓝瓶”在日本忠实客户群体中享有很高声誉，主要在日本和亚洲部分国家全渠道分销方式销售。收购后，欧莱雅集团在继续发扬该品牌专业地位、品牌视觉形象、忠实日本核心客户群体等支柱优势的基础上，也凭借集团优势科研背景和国际市场进一步壮大 Takami 品牌。

借助收并购进一步掌握核心成分技术，持续夯实研发核心竞争优势。2018 年 3 月，欧莱雅宣布收购加拿大美妆 AR 技术公司 ModiFace。ModiFace 作为一家美妆科技公司，拥有 50 多位工程师、研究人员和科学家，曾与丝芙兰、雅诗兰黛、Coty 合作开发过 AR 产品试用功能。在收购后，欧莱雅和 ModiFace 推出一项人工智能驱动的皮肤诊断技术，可分析皮肤状况并在此基础上定制美妆方案；同时 APP 的“魔镜”可实时呈现妆容的不同角度，可试用美宝莲达 300 种美妆产品，并适用于各种皮肤质地。根据欧莱雅数据调查，在疫情期间产品的线上试穿使用量增加 5 倍，参与度提高 2 倍，转化率提高 3 倍，反映了这种方法在消费者中的效

率和受欢迎程度。此次收购有效融合了技术与产品，重塑和提升了欧莱雅消费者的美妆体验。此外，2022 年欧莱雅正式收购总部位于加利福尼亚的美国护肤公司 Youth to the People，该品牌用纯素食的天然植物作为护肤品的原料和主要成分，其主打产品超级植物洁面啫喱是一款主要用羽衣甘蓝、菠菜和绿茶制成的凝胶，产品中的香味和绿颜色为天然食物中的冷萃成分，凭借此次收购欧莱雅也获得创新的非传统超级食品成分，以及健康、纯素、高效配方的专业知识，进一步迎合创新、健康、可持续的美妆护肤赛道趋势。

图5: Modiface 产品



资料来源：欧莱雅官网，民生证券研究院

图6: Youth to the People 产品



资料来源：快鲤鱼公众号，民生证券研究院

2.2 研发：研发实力铸就穿越周期的美丽

2.2.1 研发基因深厚，用心打造好产品

用研发提升美丽，坚守科学进取。研发精神一直是欧莱雅集团贯穿百年发展历程的主线，历代欧莱雅人都以“科学技术是第一生产力”为座右铭。

欧莱雅创始人欧仁·舒莱尔是一位化学药剂师。二十世纪初，烫染发型在欧洲大陆开始流行，但由于含铅药水对头皮的刺激伤害作用，烫染药水始终无法大面积推广。26 岁的欧仁·舒莱尔在 1907 年首次研制出第一款合成无毒染发剂。伴随法国一度流行的短发风潮，1934 年舒莱尔发布第一款无皂洗发露多普（Dop），培养消费者定期洗头的生活习惯。此后，欧仁·舒莱尔又与其研究小组成功研制出一款既能防止皮肤晒黑又能够阻挡紫外线辐射的防晒油——“太阳琥珀”。强大的研发实力和创新精神使公司的生产领域由单纯的烫染扩展到整个日化用品范围，公司也逐渐发展成为护理产品领域的旗舰企业。

公司第二任 CEO 弗朗索瓦·达勒在正式成为欧莱雅总指挥之前已经成功组织研制小组为梦皂打造了一条全新肥皂生产流水线。在担任欧莱雅总裁长达 26 年的时间里，达勒高度强调创造力的重要性，重视研究，鼓励所有层面之间的合作和对话，在任期间制定了一套新的生产模式和管理模式，引进计算机管理，正如弗朗索瓦·达勒所说，“我们的公司是由一位研究人员创办的，不断的科学进取一直是我们的

开启未来之门的真正钥匙”。

查理·兹瓦克与创始人欧仁·舒莱尔亦毕业于巴黎高等化学学校，在他的领导下，欧莱雅将所谓的基础研究、应用研究及发展区分开来，同时也将科学研究与市场管理紧密结合。查理·兹瓦克作为一名化学研究人员，为欧莱雅研究实验室的组织工作引入了清晰的理念，他鼓励所有科技领域的进步，以质量和产品效果作为欧莱雅重要的评估手段，查理·兹瓦克著长达 617 页的《毛发处理的科学》，专门研究人的头皮及头发的保养，彰显了查理·兹瓦克在化学研究方面深厚的造诣。

林塞·欧文中于 1988 年成为公司 CEO，其同样强调科研和创新，致力于研发能够满足不同文化和族裔需求的产品。1995 年，巴黎欧莱雅推出复颜系列，添加维生素 A 和活力紧致成分，能够产生卓越的皮肤紧致效果。1996 年，卡尼尔推出 Fructis 系列，添加可强化发丝的果酸。2003 年，欧莱雅在芝加哥专门设立族裔头发及皮肤研究所，以加强集团对非洲裔美国人化妆品需求的了解。正如欧文中所说，“我专注于化妆品业务，很骄傲欧莱雅能够制造自己的大部分产品。”

公司第四任 CEO 保罗·安巩虽非技术人员出身，但同样重视研发与科技。保罗·安巩建立起与大学、研究实验室和其他产业专业人士的合作，以此来追求新的理念，开发适用于全球文化的美丽方法，从而满足不同背景和年龄的人群的需求。与此同时，在经济危机时期，欧莱雅不仅没有止步不前，还加大了研发投入以开发出更多新配方，2006 年，欧莱雅集团成功发现王牌成分玻色因，该成分可有效帮助恢复皮肤弹性、改善皮肤皱纹，成为绿色化学的重大突破。

叶鸿慕是欧莱雅现任首席执行官，早在 1993 年担任卡尼尔实验室营销主管时已成功创造出 Fructics 护发系列产品。2008 年担任欧莱雅专业产品部经理，通过发布用于染发的 Lona 等产品提升了该部门的全球领导力。

2.2.2 前沿科学研究、应用科学研究与产品开发，三方共筑研发实力

欧莱雅具有强大的 R&I (Research & Innovation) 模式。其专门的 R&I 部门专注于前沿的科学与技术发现，致力于提高产品的质量、功效和安全性，截至 2022 年 9 月公司已拥有 497 项专利，拥有 4100 位科研技术人员。R&I 部门下的科学研究、应用科学研究与产品开发三方团队共同助力欧莱雅研发实力的提升，为集团积累了大量的专业知识和丰富的科技数据。这种模式通过实验室和营销部门之间的不断沟通来进行培育，以回应消费者期望，为其提供最新的技术突破。

(1) 科学研究团队：负责不断扩充关于世界各地肌肤和头发特质的科学知识，利用来自世界各地的皮肤和头发知识创造、开发、采购原材料和发掘新的活性成分。例如，(1) 在欧莱雅法国研发和创新中心 2020 年发表的论文中，欧莱雅集团在其中国、法国、印度、日本、南非和美国的六个研发中心对不同年龄、种族女性的 3600 张高清眼部照片进行分析，获得了不同种族女性人群的眼部定量参数。实验

结果显示女性虹膜的大小几乎固定，而亚洲女性内眦赘皮（上眼睑的皮肤皱褶）是其一个独特的标志。这为欧莱雅集团后续针对不同市场人群特点开发眼部产品提供了珍贵专业知识。（2）欧莱雅集团持续专注于肌肤微生物研究。1990 年，欧莱雅研发团队从温泉中提取了一种线状透明颤菌（*Vitreoscilla filiformis*），从此开发了细菌在化妆品应用中的无限潜能。2005 年，欧莱雅以微生态化妆品为创新方向，陆续在头屑、老化、特异反应性皮炎、污染、脂溢性皮炎、干燥皮肤、敏感皮肤、油性皮肤、痤疮、牛皮癣、腋臭、黑斑等 12 个细分领域开展了超过 57 项临床研究。2019 年欧莱雅在中国的研发和创新中心首次公开微生态在化妆品上的研发成果，成果显示，肌肤微生态中不同微生物间的平衡可起到肌肤防御、修复、屏障作用，与肌肤健康息息相关。而微生态的失衡则与特异反应性皮炎、牛皮癣、粉刺、皮肤老化、敏感肌、头屑、异味等多种类型的肌肤问题存在关联。微生物组学（肌肤微生物）未来也是欧莱雅五大战略性前沿科技之一。

（2）应用科学研究团队：负责开发可提高产品性能的配方架构，针对不同产品系列研发配方体系。例如，2022 年 8 月 12 日欧莱雅发布一项新的双渗透微泵技术，该技术专门为玻色因 PRO 开发，经历 700 多次配方试验，可有效解决高浓度玻色因原料添加的配方稳定性问题，使用该项技术的高浓度玻色因面霜可实现玻色因皮肤吸收率比未使用的面霜高 20.9 倍的效果，远超原料本身的浓度倍数差，打造了消费者全新的肤感体验。

（3）产品开发实验室：负责为每个品牌创建具有公认优势的创新配方。例如，2022 年 6 月，欧莱雅集团正式推出 UVMune400 防晒技术，该技术能够有效保护皮肤抵御长波 UVA 辐射，预防由太阳光辐射引起的深层皮肤损伤（与皮肤早期老化指征相关），并预防 DNA 损伤（可能诱发皮肤癌），是欧莱雅在防晒领域近 30 年来的首个重大突破性创新。理肤泉作为全球皮肤科医生首推的护肤品牌，成为欧莱雅集团旗下首个应用 UVMune400 防晒技术的品牌。其作为防晒领域的领先品牌，长久致力于联合知名皮肤科医生共同开发广谱防晒产品，而 UVMune400 也将主要应用于其 Anthelios 系列产品中，进一步提升品牌优势。

2.2.3 研发中心遍布全球

截至 2022 年 9 月，欧莱雅集团共拥有 3 家位于欧洲的全球研发中心，6 大位于美国、日本、中国、印度、巴西、南非的研发区域，21 家遍布全球的研究中心，以及 13 家评估中心和 58 家科技监管部门。

表5：欧莱雅集团研发中心

组织类型	地域	具体位置
3 Global Centers	Europe	/
6 Regional Poles	United States, Japan, China, India, Brazil, South Africa	/
21 Research Centers	France	Aulnay - Global Center of Advanced Research Chevilly- Global Center of Cosmetic Applied Research and Development Saint-Ouen - Global Center of Hair Applied Research and Development Paris (Hôpital Saint-Louis) - Clinical research Lyon - Predictive evaluation, Tissue engineering Tours - Biotechnology Gigors-et-Lozeron - Natural and organic Lassigny - YSL Cosmetic Development
	Germany	Salzhemmendorf - Logocos Development
	United States	Clark - Advanced Research, Applied Research and Development Redmond - Instrumental cosmetic development San Francisco - Connected cosmetics / Incubator
	Brazil	Rio de Janeiro - Advanced Research, Development
	Colombia	Bogota - Development
	Japan	Tokyo - Advanced Research, Applied Research and Development
	China	Pudong - Advanced Research, Development
	Singapore	Singapour - Advanced Research
	Korea	Seoul - Advanced Research, Development
	India	Mumbai - Development Bangalore - Advanced Research
	South Africa	Johannesburg - Advanced Research, Development
13 Evaluation Centers	France , United States, Mexico, Brazil , China, Korea , India , Japan	Chevilly, Saint-Ouen, Clark, Solon, Mexico City ,Rio, Shanghai, Seoul, Mumbai, Tokyo

资料来源：欧莱雅官网，民生证券研究院

图7：欧莱雅研发中心位置


资料来源：欧莱雅官网，民生证券研究院

欧莱雅充分考虑不同地区本土化的特点与需求来设置研发中心。公司在不同地区设有不同的研发中心，能够对本土文化及审美有更为深刻的理解和把握，从而更好了解当地消费者的美容护理需求，推出更符合本土市场的产品，实现消费者对美的多元化需求。例如，(1) 2013 年，欧莱雅在孟买专门设立研发中心。印度化妆品市场有其鲜明的自身特点，美白产品需求旺盛、彩妆以浓妆为主且个护市场以男性为主导，面霜、保湿霜等基础型产品相较于功能性护肤品销售份额更高。欧莱雅通过不断研究与测试确保生产符合印度的风格和需求，2016 年初旗下品牌卡尼尔在印度推出一款男士防晒霜，展现欧莱雅对印度防晒和男性细分市场的进军；(2) 2017 年，欧莱雅巴西在里约开设集团在拉丁美洲仅有的一家研发和创新中心，并在此新建巴西总部。巴西作为世界第四大美妆市场，包含各类型发质、肤质和文化，目前欧莱雅巴西旗下 19 个品牌涵盖护发、染发剂、彩妆、美甲、护肤和香水领域，可满足数百万巴西消费者需求。

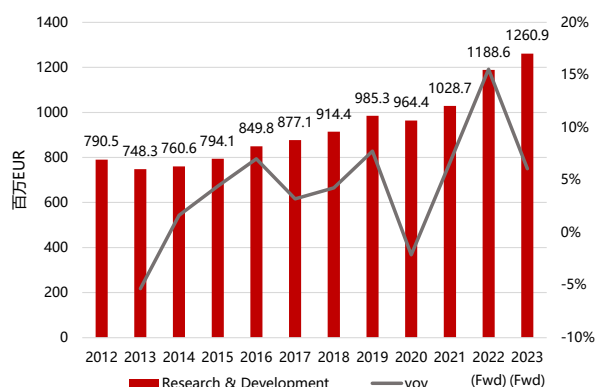
表6：欧莱雅研发中心本土化策略

年份	所在地区	主要内容
1983 年	日本东京	设立护发和护肤应用研发中心，以改造集团产品适应日本市场
2005 年	中国上海	欧莱雅中国研发和创新中心正式成立，在进行护肤、护发以及彩妆等产品开发和创新的同时，也进行包括中草药创新性原材料开发和人体皮肤重建组织等前沿科技工作
2013 年	印度孟买	不断进行研究与测试来确保生产符合印度风格和需求
2016 年	南非约翰内斯堡	与大学、皮肤专家以及美发专家等当地科研机构合作，加速针对非洲地区的产品开发，满足撒哈拉沙漠以南地区消费者的需求
2017 年	巴西里约热内卢	开设了集团在拉丁美洲仅有的一家研发和创新中心，并在此新建巴西总部

资料来源：欧莱雅中国官网，聚美丽，民生证券研究院

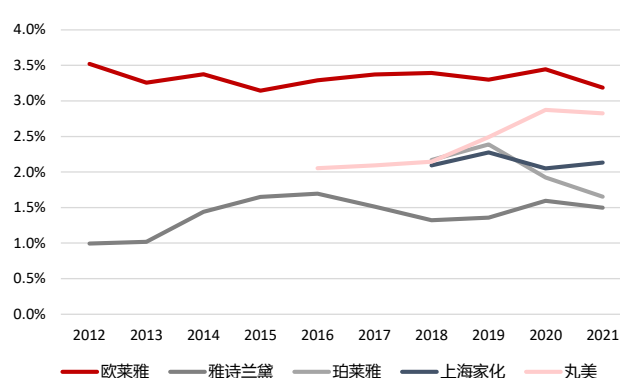
持续加大研发预算投入。公司研发费用呈现稳定上升态势，从 2012 年的 7.9 亿欧元提升至 2021 年的 10.3 亿欧元，与同业相比，处于行业较高水平，21 年公司研发费用率为 3.19%，超过同期雅诗兰黛的 1.50%。

图8：2012-2021 研发费用 (百万 EUR)



资料来源：彭博，民生证券研究院

图9：各品牌研发费用率对比



资料来源：彭博，民生证券研究院

卓越的研发实力与充分的研发投入为欧莱雅带来全方面的研发成果，其研发成果涵盖各项专属活性成分、独家配方工艺与创新评估技术。

2006 年推出出名专利黑科技“玻色因”，成功缔造产品成分的护城河。玻色因是一种含有羟丙基四氢吡喃三醇的溶液的昵称，英文全称为 Hydroxypropyl Tetrahydropyrantriol，商品名为 Pro-Xylane，2006 年，欧莱雅研发和创新中心科学家玛丽亚·达尔科·西巴博士于兰蔻专业实验室中研发出这一种活性抗衰老成分，通过提取出西欧山毛榉中的成分，欧莱雅子公司 Chimex 采用绿色化学合成工艺并经过实验室改造，从合成的 200 多种不同的木糖衍生物中选取刺激细胞效率最高的 20 号“玻色因”作为最终研发成果。

玻色因通过两个途径恢复皮肤弹性和改善皮肤皱纹：（1）促进蛋白多糖（Proteoglycan）的合成，修复细胞外基质，加固 DEJ 的连接，拉紧表皮真皮，让皮肤紧致；（2）促进糖胺聚糖 GAG 的生成，恢复胶质状态，从而增强皮肤的弹性，缓解皮肤的干纹细纹。在《Synthesis of Pro-Xylane: A new biologically active C-glycoside in aqueous media》论文中，细胞水平及离体皮肤水平实验表明，浓度 0.19% 的玻色因，就能促进人类成纤维细胞中糖胺聚糖的合成，从而修复皮肤。欧莱雅对此也投入大量科研资源进行临床试验。2016 年，欧莱雅对 240 人进行了 3% 玻色因浓度的临床试验，针对面部下垂、鼻唇皱纹、皮肤光滑度以及光泽度的指标都呈现出统计学式的提升。这表明使用玻色因浓度在 3% 以上的产品将会有比较理想的效果。

玻色因成分研制推出后，该成分也在欧莱雅多款产品线中得到广泛使用，如高端品牌赫莲娜、中高端品牌修丽可以及薇姿、巴黎欧莱雅都采用玻色因作为其王牌成分。

表7：欧莱雅旗下含玻色因成分的产品

产品	玻色因浓度等级	玻色因溶液浓度	主要功效和特点	价格
赫莲娜黑绷带	高浓度	30%	抗老修复	3480 元/50ml
修丽可 AGE 抗糖化面霜	高浓度	30%	抗老修复	1760 元/48ml
欧莱雅复颜玻尿酸水光充盈淡纹霜 (20 霜)	中浓度	20%	修复淡纹抗老	379 元/30ml
赫莲娜白绷带	中浓度	10-20%	换季过敏和医美修复	3180 元/50ml
修丽可紫米精华	中浓度	10%	保湿修复抗老	980 元/30ml
赫莲娜夜间绿宝瓶	中浓度	10%	重塑肌肤屏障	1630 元/30ml
赫莲娜黑绷带系列玻玻 A 精华	中浓度	10%	保湿补水抗老	4080 元/30ml+30ml
科颜氏多重紧致修颜面霜	中浓度	9-10%	抗老细腻肤质	620 元/50ml
羽西鎏金瓶精华	中浓度	9-10%	抗老回弹	600 元/30ml
欧莱雅金致松露精华	中浓度	9-10%	修护紧致	630 元/30ml
理肤泉玻色因 B5 精华	中浓度	8.60%	保湿修复抗老	360 元/40ml
兰蔻菁纯系列	低浓度	5-10%	保湿	眼霜 1080 元/20ml 面霜 2680 元/60ml
理肤泉 Substance 再生塑颜精华	低浓度	5%	保湿抗皱	320 元/30ml
欧莱雅小蜜罐	低浓度	5%	保湿	350 元/50ml
欧莱雅紫熨斗	低浓度	3%	抗皱淡化细纹	340 元/30ml
欧莱雅复颜双管精华	低浓度	6%	抗衰	158 元/48ml
美即补光瓶	低浓度	5%	美白	139 元/30ml

资料来源：聚美丽，丛博士护肤课堂，民生证券研究院

独家配方技术构造欧莱雅产品的护城河。配方是将分子转化为成品的关键，欧莱雅通过配方创新，不断精进配方技术，持续致力于提升王牌成分玻色因在配方中的皮肤吸收率和肤感，截至 2022 年 8 月，欧莱雅在全球范围内申请了 30 多项玻色因配方技术相关专利，占集团全部玻色因相关专利约四成，涵盖针对皮肤吸收率、肤感、产品创新等领域的配方技术创新。相较于第一代玻色因产品配方，在原料添加浓度相同的情况下，最新配方技术可以将玻色因的皮肤吸收率提高 70 多倍。2022 年，欧莱雅公布其最新专为玻色因 PRO 开发的双渗透微泵技术。该技术密集多孔结构能更好地承载和稳定更高浓度地玻色因，并促进皮肤吸收；层状结构通过水分和油分相叠，模拟皮肤表面天然脂质排列结构，使产品更容易推开。测试结果显示，使用双渗透微泵技术地配方产品，可以有效促进玻色因的皮肤吸收率。

致力于新型评估技术的研发，进一步夯实经营壁垒。产品评估以科学严谨的手段证明新品安全性和有效性，是将产品推向市场不可或缺的环节。多年来，欧莱雅的研究及创新部门为了推进动物实验替代方案的研究，与欧洲化妆品协会、欧洲实验方案替换认证中心、美国俄亥俄州大学、罗格斯大学为代表的多个公共学术机构以及私人企业建立合作关系。2005 年，欧莱雅中国研发和创新中心开发生产了用亚洲人角质形成细胞重建而得到的三维人体表皮模型 EpiSkin，并主要用于组织工程和测试研究。2017 年，欧莱雅实验室研发出两项体外替代评估方案，分别名为

皮肤过敏测试方案（U-SENS）和人角膜上皮刺激实验方案（HCE EIT）以替代动物实验，两种方案均获得了欧盟联合研究中心动物实验替代方案参考实验室（EURL-ECVAM）的认证，并被经济发展组织 OECD 纳入其最新发布的“2017 测试指导方针”。

研发支撑大单品“兰蔻小黑瓶”持续升级迭代，大单品历久弥坚。2009 年兰蔻首次推出第一代小黑瓶，成为皮肤护理历史上首个引入肌底液概念和功能的产品。其主打成分为二裂酵母发酵产物溶胞物和酵母提取物两大酵母精华。第一代小黑瓶推出后，同年 8 月小黑瓶在中国上架，仅三个月销售量已突破 10 万瓶；2018 年，兰蔻凭借小黑瓶荣获中国百货、专卖店、天猫美妆、官网四大渠道销售第一。

2019 年，品牌对小黑瓶产品进行了一次升级，除原有主打成分两大酵母精华外，新增干酪乳酸杆菌、嗜酸乳酸菌、甘露糖、A-果寡糖、B-葡聚糖五大益生元，增加了平衡肌肤微生态的新技术，使得产品在保湿、修护、强韧、抗衰、提亮的功效进一步提升，肤感、流动性与吸收力更强。2009 年推出的兰蔻小黑瓶历经迭代，已经成功成为“兰蔻”品牌形象代表，从单品延伸出的“明星小黑”系列产品也成为兰蔻核心系列，小黑瓶与兰蔻品牌的强关联不仅带来高销售额，也反哺兰蔻品牌自身，帮助塑造和巩固品牌形象，抢占消费者心智，在强大科研技术支持与充足研发投入推动下，以“小黑瓶”为代表的大单品具有超长生命周期，助力品牌实现穿越周期的成长。

表8：欧莱雅“小黑瓶”第一代与第二代对比

名称	推出时间	成分及功效	定价	包装
第一代兰蔻小黑瓶	2009 年	主打成分：2 大酵母精华 ①二裂酵母发酵产物溶胞物：促进 DNA 修复，强韧肌底 ②酵母提取物：抗衰老，促进细胞新陈代谢，提亮肤色	760 元/30ml	
第二代兰蔻小黑瓶	2019 年	原主打成分：2 大酵母精华+新升级主打成分：5 大益生元 ①干酪乳酸杆菌：让肌肤上菌群平衡分布，和谐共处 ②嗜酸乳酸菌：保护肌肤屏障，隔绝有害生物、隔绝细菌 ③甘露糖：保湿作用 ④A-果寡糖：能作为有益菌繁殖的动力，抑制有害菌的繁殖 ⑤B-葡聚糖：提高肌肤整体免疫力	760 元/30ml	

资料来源：兰蔻官网，民生证券研究院

2.3 渠道：本土化渠道布局，中国地区注重线上渠道布局

2.3.1 全球市场：从法国走向世界，开启数字化远征

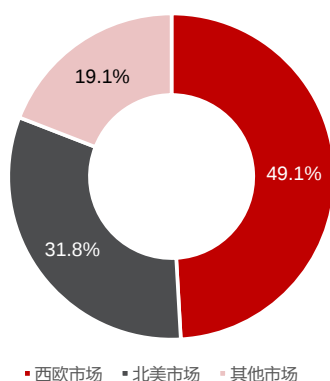
在全球市场，欧莱雅的销售渠道至今主要经历了 4 次变革。

(1) 法国市场起家，逐步拓展至周边欧洲国家。在初创起步期，公司的产品主要销往法国本土及意大利、奥地利、荷兰等周边欧洲国家，并在 1954 年成功进入遥远的美国市场。欧莱雅的产品主要销往美发沙龙、香水店、药店等渠道。

(2) 本土渠道差异化发展，同步推进海外渠道拓展。公司进入初步扩张期后，在时任 CEO 达勒的带领下，公司开始本土渠道差异化发展，根据不同渠道的市场定位匹配销售不同品牌：针对大众定位品牌 Dop，公司往往将其投放在超市等偏大众化渠道进行销售；针对高端产品，公司往往冠以欧莱雅品牌，主要投放在百货、高端香水店、发廊等渠道进行销售。在产品的持续迭代升级及各渠道快速发展的驱动下，欧莱雅在法国头发护理产品市场表现亮眼，到 70 年代，在法国市场，欧莱雅占据染发剂市场约 75% 的份额，还占据了超 50% 的发胶市场和约 50% 的香波市场。欧莱雅的海外市场则主要以西欧市场为主，到 60 年代，在德国市场，欧莱雅占据发胶市场约 7% 的份额，占据香波市场约 3% 的份额。

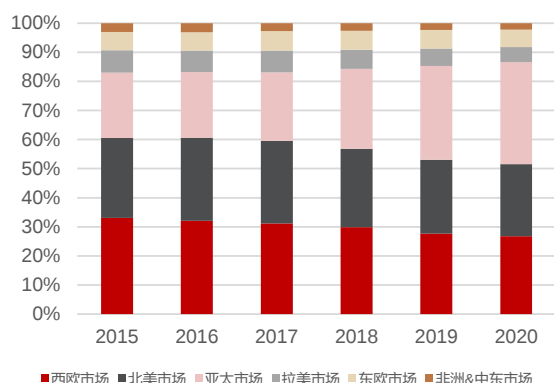
(3) 加快扩张步伐，进军新兴市场。90 年代初，欧莱雅开始进军中东和亚洲市场，并在 1997 年正式进入中国。2001 年，西欧市场销售额占总销售额的比例为 49.1%，北美市场占比为 31.8%，新兴市场（亚洲、拉丁美洲、中东等市场）占比已达近 20%。

图10：2001 年各地区销售额占比

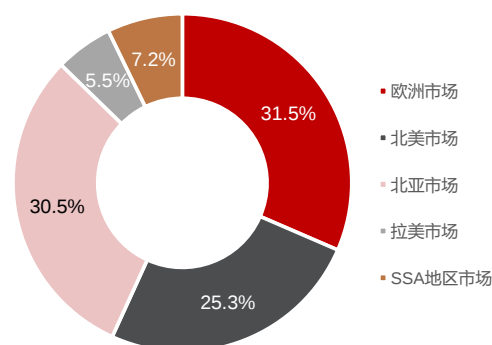


资料来源：公司公告，民生证券研究院

亚太地区逐步成为发展重点。2000 年后，欧莱雅将资源重点投入新兴地区，近年来，亚太市场销售额占比逐渐提升，2001 年，欧莱雅除北美、西欧外市场占比仅为 19.1%，2010 年，仅亚太市场占比已达到 17.6%，增速明显。2019 年，亚太市场销售额占比首次超越欧莱雅老牌市场西欧市场，达到 32.3%，位列所有地区销售额占比第一，2021 年，欧莱雅亚洲市场销售额占比达到 30.5%，成为欧莱雅集团全球第二大市场。

图11：2015-2020 年各地区销售额占比


资料来源：公司公告，民生证券研究院

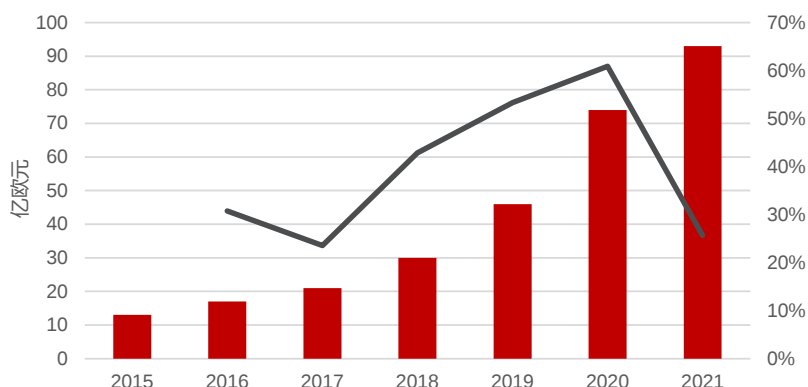
图12：2021 年各地区销售额占比


资料来源：公司公告，民生证券研究院

（4）聚焦线上市场，把握电商渠道机会。此前凭借强大产品矩阵、深度渠道覆盖和强势品牌营销构成的坚不可摧的商业闭环，欧莱雅集团不断渗透各圈层的人群，深度触达消费者，多年来一直保持着较高的营收增速。但在2008年金融危机之后，欧莱雅集团出现了增长速度持续下滑的趋势。2009年集团实现营收174.7亿欧元，同比下降0.39%。2013年集团实现营收221.2亿欧元，同比下降1.51%。2014年，欧莱雅集团面临更大的经营压力，欧莱雅声称2014年是2009年以来最差年份，随后将全年增长率调整为3%；中国市场作为集团的战略要地，13年来首次出现个位数增长，增速下降，跑输市场大盘。分析原因主要系集团面临着旧的增长模型与新的消费者之间的不匹配的矛盾：2010年前后，消费者人群结构发生了巨大变化，千禧一代人口比例迅速提升，在2016年成为消费最大人群。身为互联网第一批“原住民”，他们已经习惯于网络购物。彼时，欧莱雅公司尚未深入布局电商，而是主要依赖线下渠道的销售。基于以上宏观背景，欧莱雅集团开始着手进行渠道变革。

开启数字化远征，驱动数字化变革。2014年，欧莱雅集团开始针对渠道变革进行了大刀阔斧的改革。2014年3月18日，欧莱雅集团正式任命首位首席数字官Lubomira Rochet，提出“成为数字美妆市场领导者（Becoming the leader in digital beauty）”的口号。在她的带领下，公司线上渠道销售额从2015年的13亿欧元增长至2021年的93亿欧元，对应CAGR为38.8%；线上渠道销售额占比从2015年的5.2%提升至2021年的28.9%，线上渠道成为集团营收的重要渠道之一。

图13：2015-2021 年线上渠道销售额及增长率



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图14：截至 2021 年欧莱雅集团的渠道布局

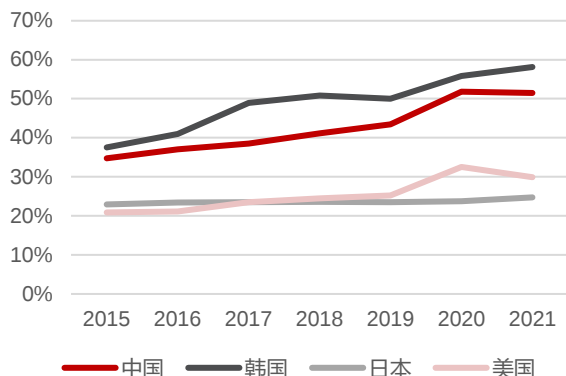


资料来源：百度图片，民生证券研究院整理

2.3.2 中国市场：聚焦线上渠道布局，加码电商渠道

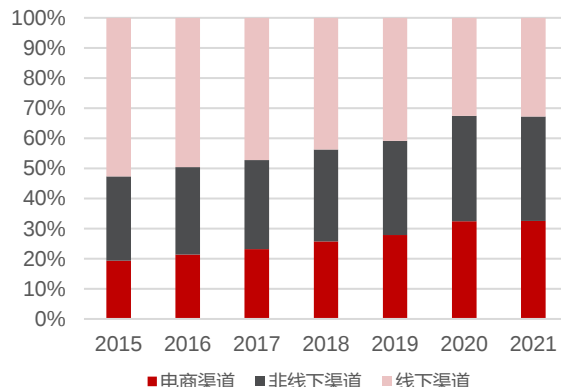
线上、线下渠道占比旗鼓相当，电商渠道成核心销售渠道。近年来，随着美妆消费习惯向线上渠道的迁移，化妆品线上销售渠道得以快速发展，尤其是在中国市场。2021 年，中国化妆品市场线上渠道销售占比达 51.5%，远超日本市场的线上渠道占比 24.7%以及美国市场的线上渠道占比 29.9%。2020 年，受新冠疫情等多方面因素的综合影响，中国化妆品线上销售渠道迎来发展的良好机遇，其占比首次超越线下渠道，达到 51.8%。2021 年，超半数以上的中国化妆品销售额通过线上渠道实现，其中，电商渠道占比达到 48.3%，电商渠道成为中国化妆品市场核心销售渠道之一。

图15：2015-2021 年中美日韩化妆品线上渠道占比



资料来源：欧睿，民生证券研究院

图16：2015-2021 年中国市场化化妆品分渠道占比



资料来源：欧睿，民生证券研究院

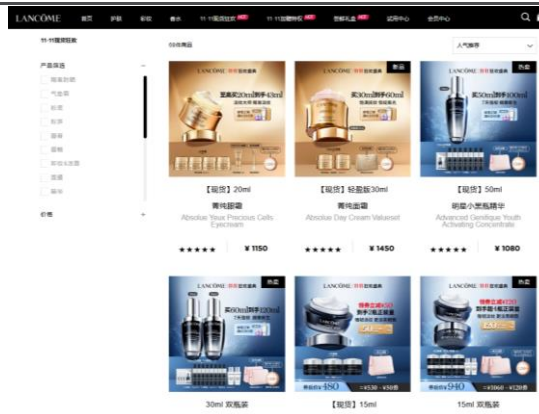
欧莱雅顺应市场变化，积极布局线上渠道。2014 年起，欧莱雅集团旗下的碧欧泉、小美盒、兰蔻等品牌陆续入驻天猫，成为最早一批开设天猫旗舰店的中高端品牌。2016 年，欧莱雅正式成立电商事业部。凭借着对社交渠道、网红效应的敏锐嗅觉，欧莱雅在中国市场推行美妆顾问网红化项目，将专柜柜员转化为社交平台上的 KOL，从而更有效地推广产品。此外，欧莱雅还与天猫国际、美 ONE 公司达成合作，筛选出 200 位专柜 BA 进行培训，使其成为淘宝博主，为欧莱雅带货。2018 年，公司进一步发力直播带货，与头部主播李佳琦、薇娅等合作推广产品。仅 2018 年上半年，李佳琦就为欧莱雅直播 80 场，带来的直接销售额超过千万。此外，在 2018 年，欧莱雅还收购了有着社交基因的韩国彩妆品牌 3CE 母公司 Nanda；次年，3CE 进军中国市场。作为一个典型的社交电商品牌，3CE 既弥补了欧莱雅在社交电商、韩妆、时装等方面的弱势，同时也丰富了集团的品牌矩阵。经过近十年的发展，欧莱雅已构建了包含品牌自营官网、平台型电商旗舰店（天猫等）、垂直类聚合型电商（丝芙兰等）、社交电商（微信小程序）在内的线上销售体系，深度触达各类消费者。

图17：集团旗下品牌巴黎欧莱雅京东自营官方旗舰店



资料来源：京东，民生证券研究院

图18：集团旗下品牌兰蔻官方商城



资料来源：兰蔻官网，民生证券研究院

2.4 营销：从“高举高打”到数字化精细营销时代

2.4.1 早期营销：创始人营销天赋出众，欧莱雅营销手段行业领先

欧莱雅集团创始人欧仁·舒莱尔有着天生的营销天赋。舒莱尔为欧莱雅染发剂定制的第一个广告是：当一个清纯靓丽的女孩回头时，她的那头五彩缤纷的秀发也随之飘舞。这则广告在当时极具冲击力，因此被消费者称为“慧星广告”。如今，这类广告已广泛应用于各类化妆品广告中。此外，舒莱尔创造了第一个楼体广告、第一个公车车身广告和第一首广告歌；1931年，舒莱尔在巴黎一栋建筑上覆盖了一块介绍公司洗发液的宣传布，此后他还在公车上张贴宣传多普（欧莱雅旗下一种洗发水品牌）香波的促销广告；1932年，舒莱尔发明了广告歌这种新的宣传形式；1953年，舒莱尔以其杰出的广告策划获得了“奥斯卡广告奖”。在他的带领下，欧莱雅集团成为现代营销理念的代表性企业。

图19：欧莱雅早期广告



资料来源：The Business of Business，民生证券研究院

2.4.2 数字化营销时代：紧抓市场潮流，多元并举提升营销效率

签约当红流量明星，渗透年轻市场。在中国市场，欧莱雅旗下各品牌率先选择签约拥有持续的高流量、高热度的当红流量明星作为代言人，助力品牌提升客群渗透。以欧莱雅集团旗下品牌巴黎欧莱雅为例，近年来巴黎欧莱雅紧跟娱乐圈潮流，陆续与蔡徐坤、欧阳娜娜、朱一龙、王嘉尔、鹿晗、范丞丞、龚俊等当红流量明星合作，依托明星流量红利为品牌宣传带来流量。2018年5月，巴黎欧莱雅宣布与当时刚从某选秀节目C位出道的蔡徐坤合作。在发布产品后，蔡徐坤同款巴黎欧莱雅肌底液小黑瓶在预售一分钟内售出超2.5万瓶，八天累计销量超7万瓶，销售额破1700万。此外，2019年2月，巴黎欧莱雅官宣朱一龙为品牌活力代言人，在女王节合作拍摄奇幻影片《时间雕刻师》，为新品紫熨斗眼霜的出圈助力。在欧莱雅官微发布正片24小时后，该影片总计观影人数突破1300万，粉丝自发宣传产品，将产品热度带至高潮。通过与当红流量明星合作，欧莱雅品牌影响力迅速渗透至年轻女性消费群体，在提高品牌关注度和影响力的同时，实现了产品的高销售

转化率。

图20：目前巴黎欧莱雅签约的当红流量明星代言人



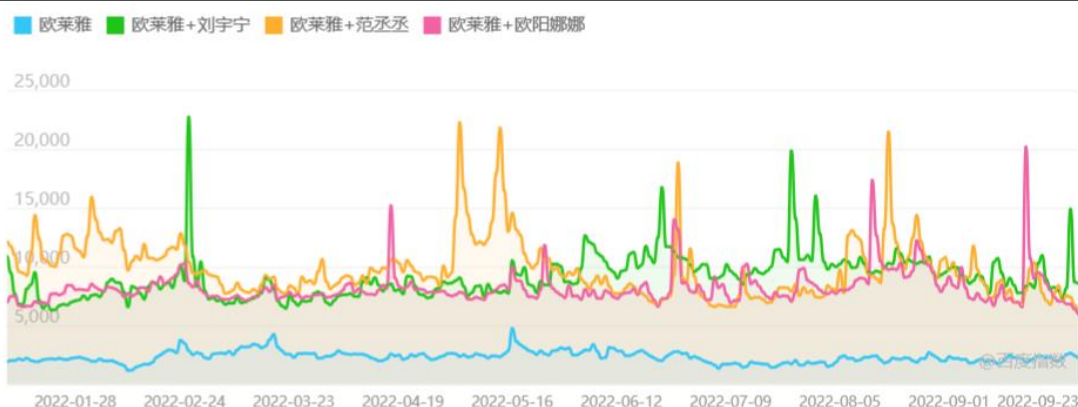
资料来源：巴黎欧莱雅官方微博，民生证券研究院

图21：欧莱雅当红流量明星代言人的相关词条



资料来源：新浪微博，民生证券研究院

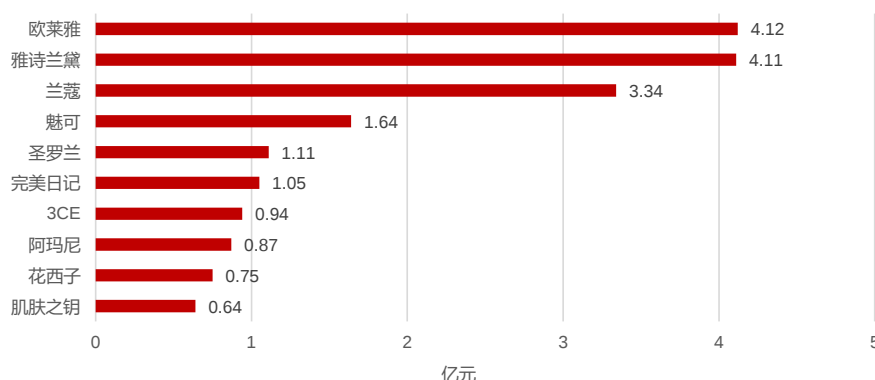
图22：2022 年欧莱雅及部分代言人百度指数关键词搜索趋势



资料来源：百度指数，民生证券研究院

拥抱新营销，尝试直播带货、KOL 合作等新兴打法。早在 2016 年，欧莱雅就率先开始尝试直播带货，旗下品牌美宝莲纽约在“Make It Happen”活动上举办了美妆行业内第一场直播，在 2 小时内售出了 1 万支唇膏，开辟了全新营销模式。随后，欧莱雅启动了线上美妆顾问项目，招募愿意尝试直播的线下美妆顾问，并对他们进行培训和孵化，而这其中就有当今的顶流主播李佳琦。除了内部孵化的主播，欧莱雅还邀请了外部 KOL、专业化妆师、集团研发中心的科学家、甚至集团高管来参与直播“带货”，在给消费者带来福利的同时通过实时互动深度触达消费者，倾听消费者的需求。

图23：2021年“双十一”美妆品牌媒体影响力价值排名



资料来源：PARKLU，民生证券研究院

关注美妆个性化、包容性及可持续性，欧莱雅致力于美妆领域与数字化的深度结合。以欧莱雅集团旗下品牌圣罗兰美妆为例，其推出的“口红打印机”可通过内置的四大 YSL 经典色系的口红替换芯组合，为消费者调配出想要的膏体颜色。“打印机”内置了 AR 增强现实技术，用以达成色谱、实景与穿搭三种取色方式。消费者可以将颜色搭配收藏在手机 APP 的个人账户中，还可以根据使用场景建立对应的收藏专辑，满足消费者个性化需求。

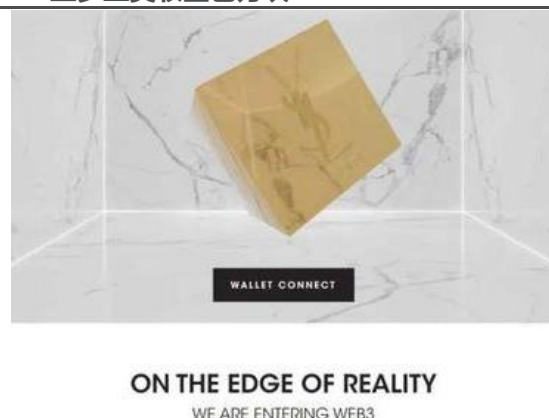
迎接 Web3，升级数字营销战略“O+O+O 模式”。欧莱雅集团认为，“未来之美”是“完美像素”之美，将涵盖包括实体、数字(美妆科技、零售)和虚拟(Web3)的多个维度。因此，欧莱雅首次提出“链上美妆”这一概念，并预言其将会成为下一个前沿赛道。2021 年，巴黎欧莱雅联合五位女性艺术家，创作推出了数字收藏艺术品口红 Reds of Worth；圣罗兰美妆则铸造了 10,000 个金色方块 NFT，消费者可以以此解锁更多体验和应用场景，例如在 P00Ls 平台上获得 DJ 艺术家的社交代币。目前，欧莱雅集团已经将数字营销战略升级为“O+O+O (Online+Offline+On-chain) 模式”，欧莱雅集团的数字营销进入新阶段。

图24：圣罗兰美妆“口红打印机”



资料来源：Morketing，民生证券研究院

图25：圣罗兰美妆金色方块 NFT

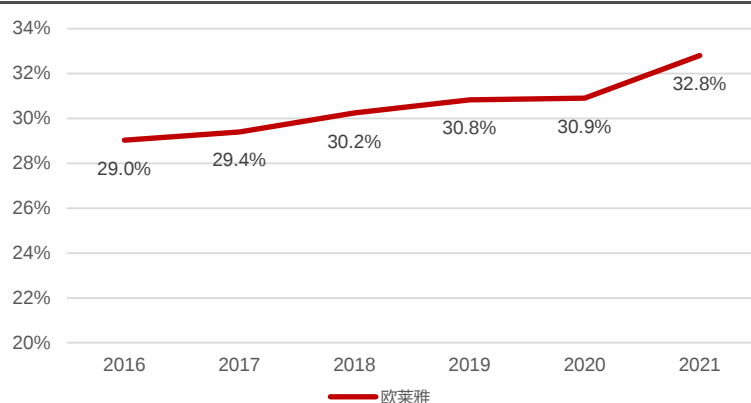


资料来源：Morketing，民生证券研究院

销售费用投放效率高，销售费用率~33%。2016-2021 年，欧莱雅销售费用从 75.0 亿欧元增长至 105.9 亿欧元，对应 CAGR 为 7.1%；销售费用率从 29.0%

增长至 32.8%，增幅 3.8pct。与国内龙头化妆品公司珀莱雅（2021 年销售费用率 42.98%）、华熙生物（2021 年销售费用率 49.23%）等相比，欧莱雅集团的销售费用率整体偏低，其中主要原因在于：一方面，欧莱雅集团的销售费用投放效率高，基于 DTC 模式，欧莱雅通过一手的消费者洞察提升了转化率和商品流通效率，节约了传统经销的渠道费用，优化了货盘结构；另一方面，欧莱雅集团已经实现了网点共享。以收购小护士为例，在收购小护士后，小护士原有的生产基地、销售网络和管理团队完全并入欧莱雅集团，为欧莱雅旗下其他品牌进军中国二三线市场打下基础。

图26：2016-2021 年欧莱雅销售费用率

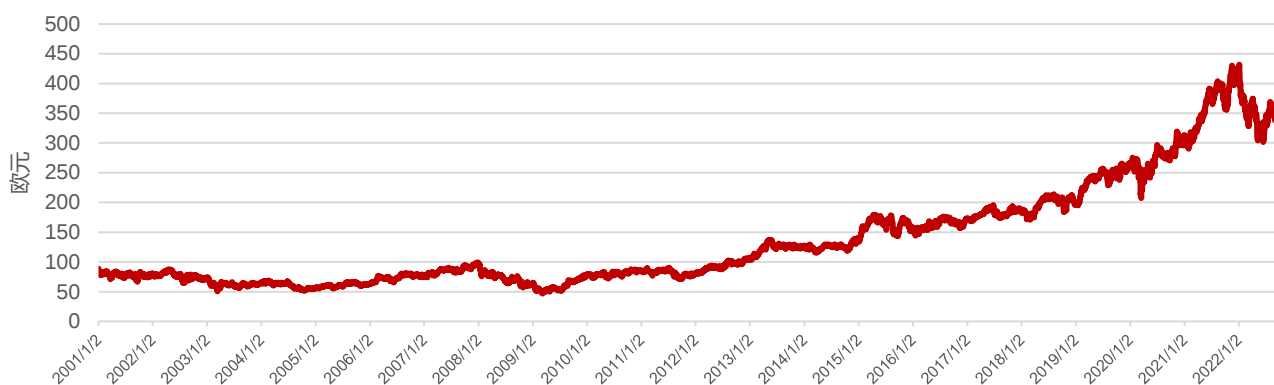


资料来源：彭博，民生证券研究院

3 启示与经验

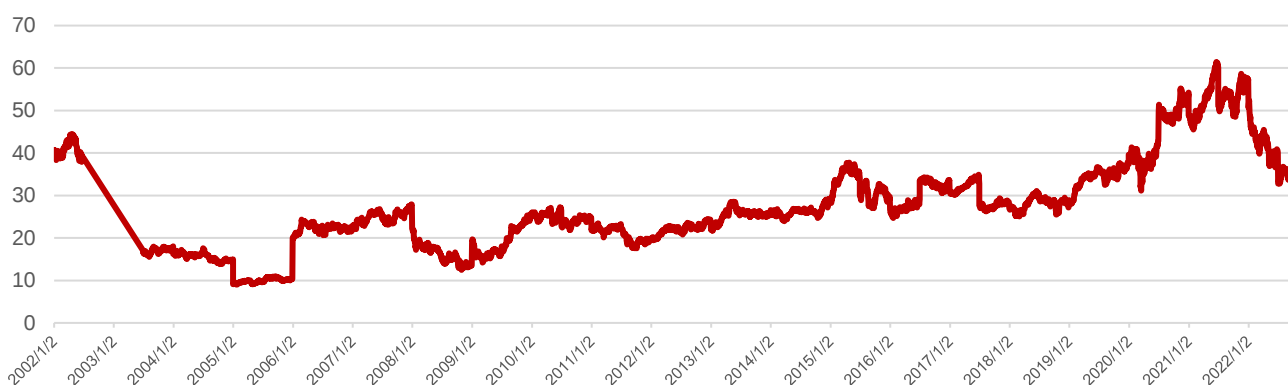
对欧莱雅历史的股价及估值水平进行复盘，我们发现全球化扩张期公司 PE 估值水平达到高位。2001 年起，欧莱雅集团在全球范围内积极寻找与集团已有品牌的市场定位、覆盖地区等方面具有互补效应的品牌，并通过收并购策略，进一步扩充并完善其品牌矩阵。分阶段来看，2006 年新一任管理层保罗·安巩接手公司的管理运营，2006-2014 年期间，欧莱雅集团大力进行收并购活动，持续完善集团的产品矩阵，在此期间成功研发出欧莱雅集团的王牌成分玻色因，并将其应用至旗下多款产品中，在此期间，公司估值中枢为 23X，对应 PEG 为 1.7；2014 年，欧莱雅开启数字化远征，其线上渠道快速发展，线上渠道销售额占比从 2015 年的 5.2% 提升至 2021 年的 28.9%，线上渠道成为集团营收的重要渠道之一，与此同时，公司加大中高端品牌投入，高档化妆品业务收入占比持续提升，2015-2021 年公司估值中枢为 33X，期间净利润 CAGR 为 5.7%，对应 PEG 为 5.8。

图27：欧莱雅 2002-2022 年股价 (EUR) (截至 2022/10/7)



资料来源：彭博，民生证券研究院

图28：欧莱雅 2002-2022 年市盈率 (截至 2022/10/7)



资料来源：彭博，民生证券研究院

复盘欧莱雅最近五年的估值，我们发现，欧莱雅集团最近五年的估值中枢约在 30-60X 区间内，最近两年的估值中枢则更是在 40-60X 内，过去五年公司营收的复合增速为 5.5%，净利润的复合增速为 6.4%，其中 2020 年与 2021 年，公司的

收入同比增速分别为-6.3%/15.3%，利润同比增速分别为-5.0%/29.0%。通过对欧莱雅集团的发展历程进行深度复盘，我们发现，目前，海外相对成熟的化妆品行企业拥有相对较高的高估值溢价主要源自：1) 具备品牌矩阵持续扩张能力，例如欧莱雅集团在百年发展的历史长河中，持续收购其他化妆品品牌，补全集团产品矩阵版图，满足不同消费者对美妆护肤类产品的多样化需求，并依托于集团自身拥有的强大品牌管理及赋能能力，助力旗下品牌实现长远稳健发展，同时不断为公司贡献新的边际收益；2) 公司业绩的确定性、稳定性较高，随着业务版图的不断扩大，新品牌的持续成熟，驱动公司业绩实现中长期稳定增长，欧莱雅集团的业绩稳定性不断提高，进而带来更高的估值溢价。

表9：欧莱雅 2017-2021 年估值情况

指标	2017	2018	2019	2020	2021
估值中枢	32.66	32.41	35.22	41.3	58.94
净利润同比增速	15.3%	8.8%	-3.7%	-5.0%	29.0%
收入同比增速	0.7%	3.5%	10.9%	-6.3%	15.3%

资料来源：彭博，民生证券研究院

通过复盘全球美妆龙头欧莱雅的成长路径，对标国内企业，我们得出以下三个方面可借鉴经验：

(1) 外延并购丰富品牌矩阵，深度赋能加强购后管理。复盘欧莱雅的百年发展之路，其中通过外延并购以实现持续扩张是重要的组成部分。一方面，公司基于敏锐的行业发展嗅觉以及现有品牌矩阵的分析，对被收购标进行详细的分析考察、积极外延扩展品牌矩阵，实现品牌间强势的协同效应而非简单的品牌叠加。复盘公司的外延方向，我们发现公司的收并购主要为补强目标领域、实现快速产品线覆盖、掌握核心技术成分、发掘新趋势红利。通过外延收购，欧莱雅已构筑起全地域、多品类、宽人群的多品牌矩阵。另一方面，在收购的同时，欧莱雅非常注重对品牌的深度赋能，彰显了强大的购后管理能力，集团结合收购品牌自身发展逻辑，将自身先进科技和强大渠道赋予子品牌，助力品牌成长，实现产品销量与品牌有效培育，帮助其实现量级的跨越。

(2) 研发为本，“大单品”常青树可助力品牌穿越周期。通过复盘，我们可以发现，欧莱雅具有深厚的研发基因，公司研发中心遍布全球，且研发投入居于化妆品行业首位。从研发费用率来看，欧莱雅 2021 年研发支出占营收比重为 3.19%，领先于雅诗兰黛（1.50%）等国外龙头企业以及丸美股份（2.83%）、上海家化（2.13%）、珀莱雅（1.65%）等国内化妆品企业。此外，强大的研发能力也助力公司专注于大单品的持续升级，例如，核心成分玻色因的成功研发帮助欧莱雅创造了多款包括兰蔻小黑瓶在内的明星产品，帮助品牌实现打开市场、增加品牌声量、带动其他产品发展等目标；兰蔻小黑瓶在 2009-2019 年由第一代升级为第二代，在维持两大酵母精华成分基础上新加入五大益生元，运用平衡肌肤微生态的新技术，获得良好的市场反应，高品质、高复购的大单品，有助于品牌力的提升，同时也有助于品牌在此基础上进行产品拓展，常青大单品可以助力品牌穿越周期。

对标海外化妆品集团，我国已有化妆品龙头企业意识到这一点，并逐步投入较多精力进行研发实力的培育，产品矩阵内的大单品迭代能力持续增强，例如国货美妆龙头珀莱雅在胜肽、A 醇等抗衰成份上具有较强的研发实力助力公司推出红宝石、双抗系列大单品，同时明星大单品红宝石精华、双抗精华已更新迭代至 2.0 版本；华熙生物旗下润百颜玻尿酸水润次抛精华已更新至第三代，第三代产品相比第二代创新应用 800Da 分子量玻尿酸与 INFIHA-HYDRA 技术，产品补水保湿与修护功能进一步提升等。

表10：国内龙头公司主打核心成分

公司	核心成分	成分来源	产品应用	产品功能
上海家化 (佰草集)	草本成分：牡丹精粹、乌药精华	自主研发	佰草集太极系列	修护、紧致、抗初老
薇诺娜	植萃成分：马齿苋、青刺果	自主研发	舒敏保湿特护霜、柔润保湿霜	舒缓敏感、改善刺痒、保湿维稳
珀莱雅	A 醇、多种胜肽、麦角硫因、虾青素	自主研发	红宝石精华、双抗精华	紧致、淡纹、抗初老
丸美	定制胜肽水解弹性蛋白（木薯多糖）、小核菌胶、虾青素	自主研发	小红笔眼霜、弹力眼霜	淡化黑眼圈、提拉紧致抗初老
华熙生物 (润百颜)	800Da 分子量玻尿酸、CB2-Skin (广藿香叶提取物)	自主研发	水润次抛精华、白纱布屏障次抛精华	补水保湿、修护
巨子生物 (可复美)	重组胶原蛋白	自主研发	胶原棒次抛精华、类人胶原蛋白修复敷料	敏感肌修护、创面愈合、抑制敏感炎症

资料来源：京东商城，民生证券研究院

(3) 高效营销与渠道精细化管理相辅相成：参考欧莱雅按品牌定位区分线上销售渠道，并基于线上渠道的倾斜布局更重视数字营销战略，采用多样化营销手段在针对性渠道对明星单品进行重点营销推广，销售费用投放效率高，放眼国内，重视渠道的精细化管理、资源的分配与倾斜以及特定渠道的高效营销策略定制的国货美妆龙头有望进一步巩固自身竞争优势。

综上所述，对标国内，可重点关注主品牌增长势头强劲同时积极进行多品牌矩阵布局、重视研发实力培育并采取相应举措、积极适应渠道变迁并进行精细化营销与渠道运营管理的国货美妆龙头企业，建议关注：珀莱雅、华熙生物、上海家化等。

4 风险提示

(1) 疫情反复：疫情的波动和防疫政策的变化可能会导致居民可支配收入增幅不及预期，甚至出现可支配收入下降的情况，从而导致消费者在美妆护肤行业的消费支出下降，影响公司的经营绩效。

(2) 消费需求持续下滑：受疫情反复影响，消费者对市场的预期可能会下降，并将更多收入用于储蓄而非消费，从而导致消费者把克制欲望当作常态的生活方式，消费需求持续下滑。

(3) 行业竞争加剧：国内外美妆护肤企业纷纷加大投入，且新竞争者相继进入行业，美妆护肤行业竞争加剧。如果公司不能及时开发出适应市场需求的新产品，可能会影响公司在细分市场的领先地位，从而使得公司销售收入增长放缓甚至出现下滑，公司的盈利能力可能会受到不利影响。

插图目录

图 1: 欧莱雅集团发展历史	4
图 2: 欧莱雅集团品牌 (截至 2021 年底)	5
图 3: 2021 年各产品部销售额占比	6
图 4: 2015-2021 年各产品部销售额占比变化情况	6
图 10: 2001 年各地区销售额占比	19
图 11: 2015-2020 年各地区销售额占比	20
图 12: 2021 年各地区销售额占比	20
图 13: 2015-2021 年线上渠道销售额及增长率	21
图 14: 截至 2021 年欧莱雅集团的渠道布局	21
图 15: 2015-2021 年中美日韩化妆品线上渠道占比	22
图 16: 2015-2021 年中国市场化妆品分渠道占比	22
图 17: 集团旗下品牌巴黎欧莱雅京东自营官方旗舰店	22
图 18: 集团旗下品牌兰蔻官方商城	22
图 19: 欧莱雅早期广告	23
图 20: 目前巴黎欧莱雅签约的当红流量明星代言人	24
图 21: 欧莱雅当红流量明星代言人的相关词条	24
图 22: 2022 年欧莱雅及部分代言人百度指数关键词搜索趋势	24
图 23: 2021 年“双十一”美妆品牌媒体影响力价值排名	25
图 24: 圣罗兰美妆“口红打印机”	25
图 25: 圣罗兰美妆金色方块 NFT	25
图 26: 2016-2021 年欧莱雅销售费用率	26
图 27: 欧莱雅 2002-2022 年股价 (EUR) (截至 2022/10/7)	27
图 28: 欧莱雅 2002-2022 年市盈率 (截至 2022/10/7)	27

表格目录

表 1: 欧莱雅集团历任 CEO 介绍	5
表 2: 欧莱雅集团外延收购历程	7
表 3: 欧莱雅旗下大众彩妆品牌	10
表 4: 欧莱雅旗下香水品牌	10
表 5: 欧莱雅集团研发中心	14
表 6: 欧莱雅研发中心本土化策略	15
表 7: 欧莱雅旗下含玻色因成分的产品	17
表 8: 欧莱雅“小黑瓶”第一代与第二代对比	18
表 9: 欧莱雅 2017-2021 年估值情况	28
表 10: 国内龙头公司主打核心成分	29

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026