



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

美国美护行业梳理

零售增速表现较稳定，重点关注大众品牌

西南证券研究发展中心
社服研究团队
2024年12月

核心观点

- **行业**：美护在美国可选消费板块中抗风险能力较强，终端消费习惯变化会带动行业转变。1) **个护品类零售增速抗风险能力强**。从零售增速角度来看，与整体零售增速相比，个护品类抗风险能力较强，在宏观环境剧烈波动期间，如金融危机和疫情期间，个护零售增速保持了较平稳态势，下滑幅度比整体零售更小。2) **终端需求随消费习惯变化，影响行业增速**。美妆个护作为可选行业，终端消费需求变化与必选消费相比更加频繁和不稳定，消费习惯的变化可能导致行业增速的下滑，比如消费者追求更天然纯净的产品会导致整体价格走低、消费需求减弱，行业增速因此受到压制。3) **美妆类CPI通常强于个护，疫情使两者反转**。从历史CPI来看，美护大类下分为美妆和个护，美妆CPI始终略高于个护，但在精简护肤的消费习惯转变之后，以及疫情带动防护类产品需求的爆发式增长，美妆走弱，个护CPI超过美妆。
- **公司**：**e.l.f. Beauty(ELF.N)**：开架彩妆新秀，产品端+营销端齐发力。1) **中低端价格带，符合当前美妆消费趋势**。品牌属于平价开架美妆，中低价格带，符合当前大众美妆和平价彩妆需求旺盛的市场现状，在美妆消费降级趋势中承接了来自中高端产品的大量消费者。2) **聚焦长尾多SKU，受益美国多肤色消费群体**。公司开创性的采取聚焦长尾多SKU策略，在每个品类下推出多款不同品类产品，每款产品推出多种色号，在美国这样一个多人种、多肤色的国家能够满足大部分消费者需求。3) **注重线上营销，精准触达年轻群体**。公司营销策略与传统美妆公司不同，积极拥抱线上渠道，玩转新社媒、多方联名广告、参与社会活动，精准触达其目标消费群体。
- **公司**：**Ulta Beauty(ULTA.O)**：美妆零售新模式，集卖货与体验为一体。1) **产品丰富，价格带长**。Ulta店里的产品数量丰富，从高端大牌到平价品牌，从护肤彩妆到卫生用品，能够满足消费者对美妆护肤的几乎所有需求。2) **沙龙服务是亮点，集卖货与体验为一体**。店内不仅销售商品，同时提供丰富的美容服务，包括美发、美甲等，让消费者在购物的同时也能享受增值服务。3) **完善的会员体系，福利多优惠大**。相比与丝芙兰来说，Ulta的会员体系提供更多的福利和更大的折扣，换取更强的会员粘性和回购率。
- **风险提示**：终端消费需求疲软、行业竞争加剧、宏观经济波动等风险。

目录

- ◆ **个护品类抗风险能力强，主要受消费习惯影响**
- ◆ **e.l.f. Beauty：开架彩妆新秀，产品+营销齐发力**
- ◆ **Ulta Beauty：美妆零售龙头，卖货+体验于一体**
- ◆ **主要上市美护公司对比**

个护零售增速与整体零售增速趋势基本吻合

- 从零售增速来看，自2010年以来，个护品类零售增速与整体零售增速趋势基本保持吻合，但从波动性上来看个护品类因具备一定的可选属性，增速波动性比整体零售波动性略强。
- 在2020年新冠疫情时期，在消费下行区间个护相对来说韧性较强于整体零售，主要因为在整体消费下行的时候个护作为单价较低、整体品类价格较便宜的消费品受到冲击影响小于部分其他品类。同样在疫后消费复苏期间，个护修复反弹的力度也不及整体零售，主要因为个护可选属性较强，在复苏程度有限的情况下消费者会优先选择其他必选属性更强的品类。

个护零售增速&零售整体增速



数据来源：US Census Bureau, 西南证券整理
www.swsc.com.cn

美国个护零售行业发展阶段

1990-2000年代：个性化与细分市场

•1990年代和2000年代，个性化和细分产品开始流行。消费者开始寻找适合特定皮肤类型、发质和美容需求的产品。

•水疗和健康文化的流行带动了高端护肤和身体护理产品的兴起。像欧莱雅、露得清和多芬等品牌推出了满足不同消费需求的多样化产品。

2000-2010年：社交媒体和消费者意识的影响

•社交媒体在推广个人护理产品方面起到了重要作用，尤其是在年轻消费者中。2000年代后期，美容博主和YouTube化妆教程的兴起带来了特定产品的更大需求，推动了行业发展。

•消费者对成分变得更加关注，导致对有机、无残忍测试和可持续产品的需求增加。

2010年后，美国个人护理产品的销售增长速度低于整体零售销售增长，原因有以下几点：

1. 市场饱和
2. 消费者偏好转变
3. 电商和DTC品牌崛起
4. 经济因素与消费优先级变化
5. 竞争加剧与价格敏感度提升
6. 健康与可持续发展趋势



数据来源：US Census Bureau, 西南证券整理
www.swsc.com.cn

宏观大环境波动与需求端消费习惯转变影响行业增速

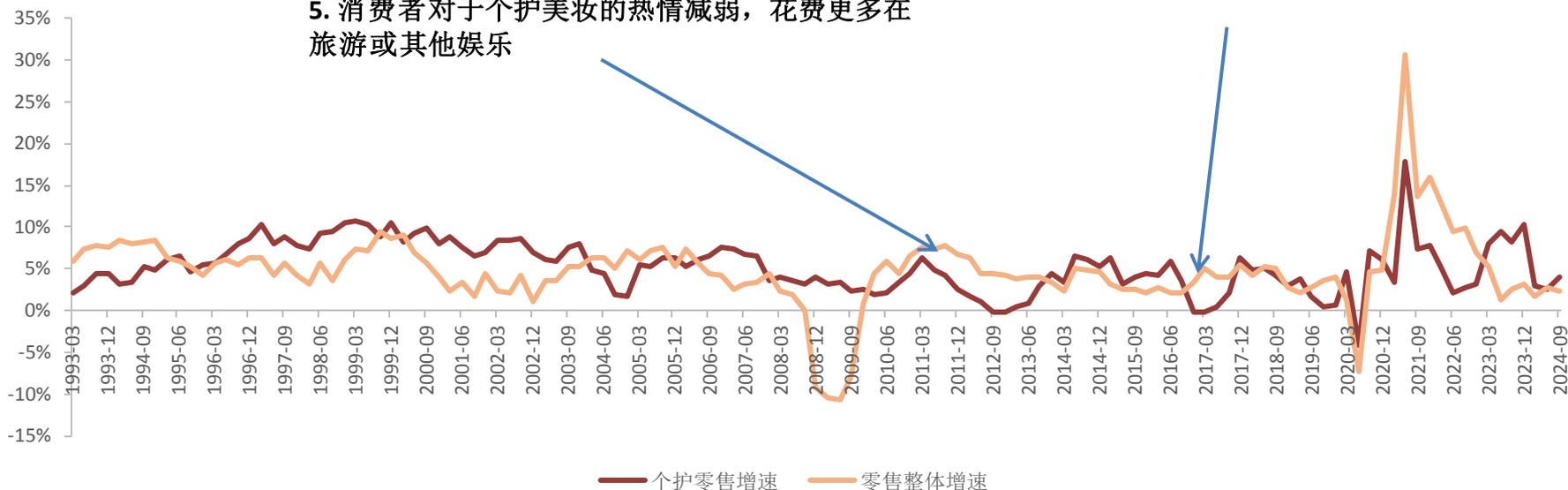
个护行业比较显著的零售增速下滑节点

2012：个护零售增速有显著下滑：

1. 高失业率
2. 来自中小品牌和个人独立品牌的竞争加剧
3. 消费者行为改变，更倾向于天然、有机、植物提取成分等产品
4. 市场趋于成熟，自然增长率放缓
5. 消费者对于个护美妆的热情减弱，花费更多在旅游或其他娱乐

2017年美国个人护理产品销售增长大幅下降：

1. 消费者向极简主义和健康生活方式转变
2. 独立品牌和直销品牌的崛起
3. 零售业的变革与实体店关闭
4. 竞争加剧与价格战
5. 消费者更倾向于体验消费而非产品消费
6. 法规与成分安全问题
7. 数字营销饱和与消费者疲劳

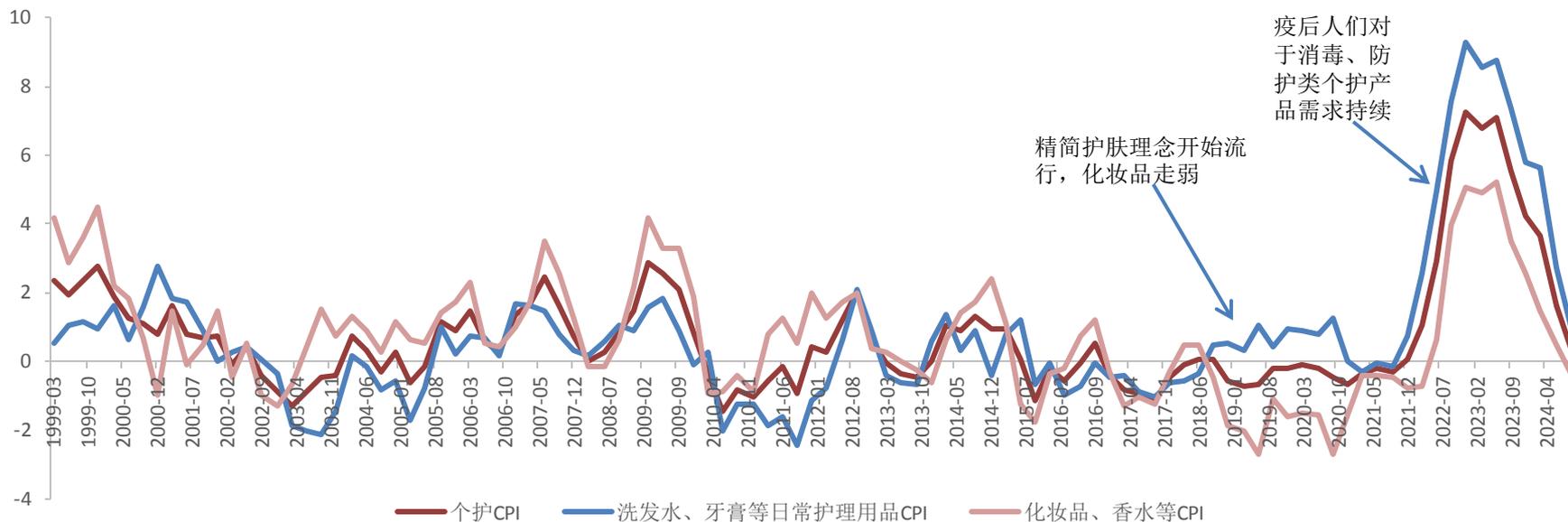


数据来源：US Census Bureau, 西南证券整理
www.swsc.com.cn

个人护理CPI细分：日常护理&化妆品

- 从CPI的角度看，个护CPI走势反映了美国美妆个护行业近年来的大趋势变动，其中细分品类分为洗发水、牙膏等日常个护和化妆品、香水等美妆产品，两者CPI在不同时期有不同走势。
- 长期以来，化妆品CPI要略高于日常护理类产品，从2018年开始情况出现反转，化妆品CPI持续下行，而日常护理仍然坚挺，主要因为2018年美国化妆品开始流行自然成分和精简护肤，消费者对于复杂成分和多重功效的化妆品需求下降。2021年疫后消费复苏个护CPI高涨，但疫情带来的对于洗手液、消毒类产品的高需求仍在延续，且经济弱复苏下具有更强可选属性的化妆品恢复程度要次于日常护理类产品。

个护CPI&子板块CPI

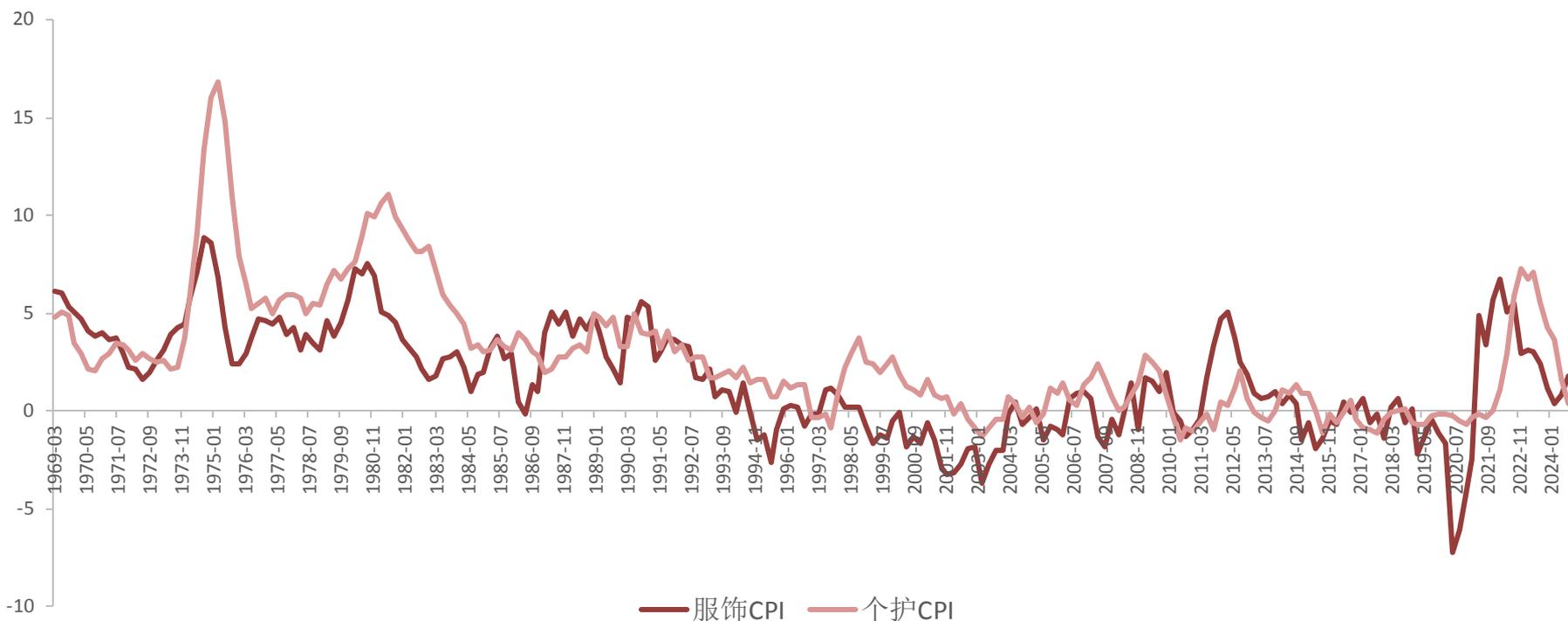


数据来源：美国劳工部，西南证券整理
www.swsc.com.cn

服饰&个护CPI走势相近，个护略优于服饰

- 以服饰和个护对比来看，二者在消费品中具有相似属性，CPI指数对比具有一定参考性。从长周期对比来看，个护CPI表现要优于服饰，在经济向好时期个护CPI涨幅和弹性均超过服饰，同时在经济低迷时期，两者CPI都下滑时个护也表现出比服饰更强的韧性。

服饰&个护 CPI

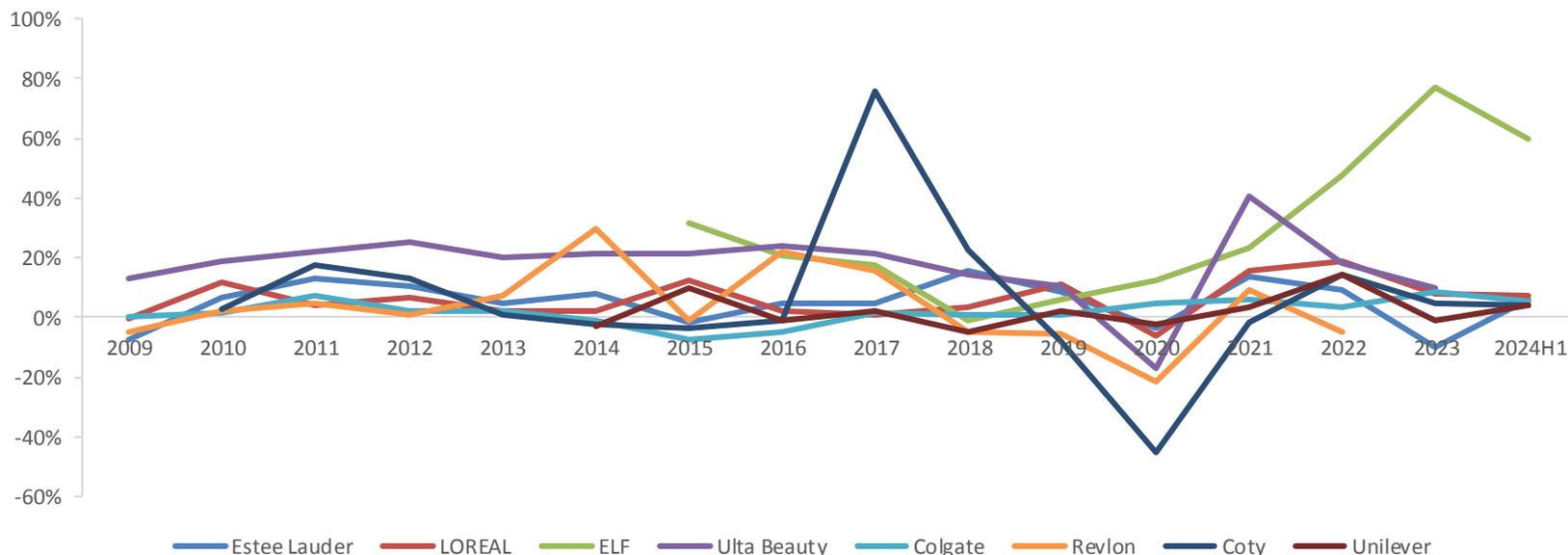


数据来源：美国劳工部，西南证券整理
www.swsc.com.cn

化妆品品牌商营收增速波动较大，个护企业更稳定

- 从收入增速来看，几家主要的个护公司中，主营平价彩妆类公司表现明显优于其他，其中ELF尤其亮眼，2023年营收同比+80%，另外平价彩妆零售商Ulta Beauty和主营香水的Coty表现较好，23年实现正增长。
- 传统化妆品公司Estee Lauder 23年表现较差，同比有较大幅下滑，弱于竞争对手LOREAL；Revlon已于22年宣布破产退市。
- 个护企业Colgate和Unilever表现介于传统化妆品企业和平价彩妆企业之间，营收增长相对来说更加稳定。

海外主要的上市美护公司营收增速

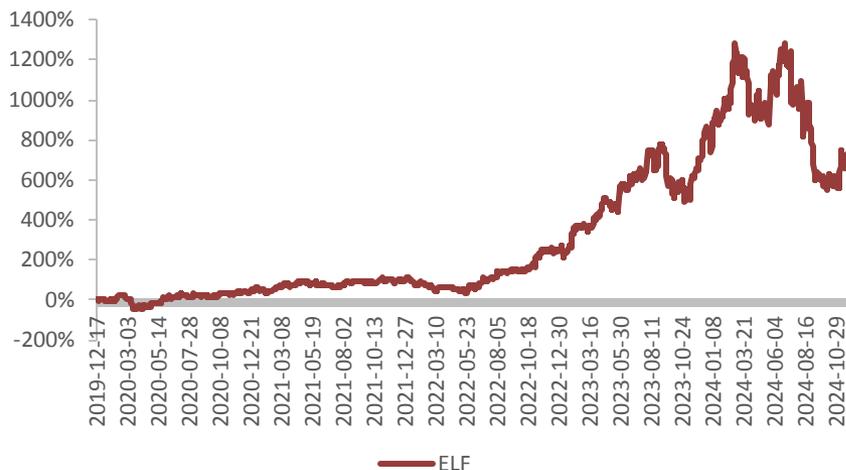


数据来源：各公司财报，西南证券整理
www.swsc.com.cn

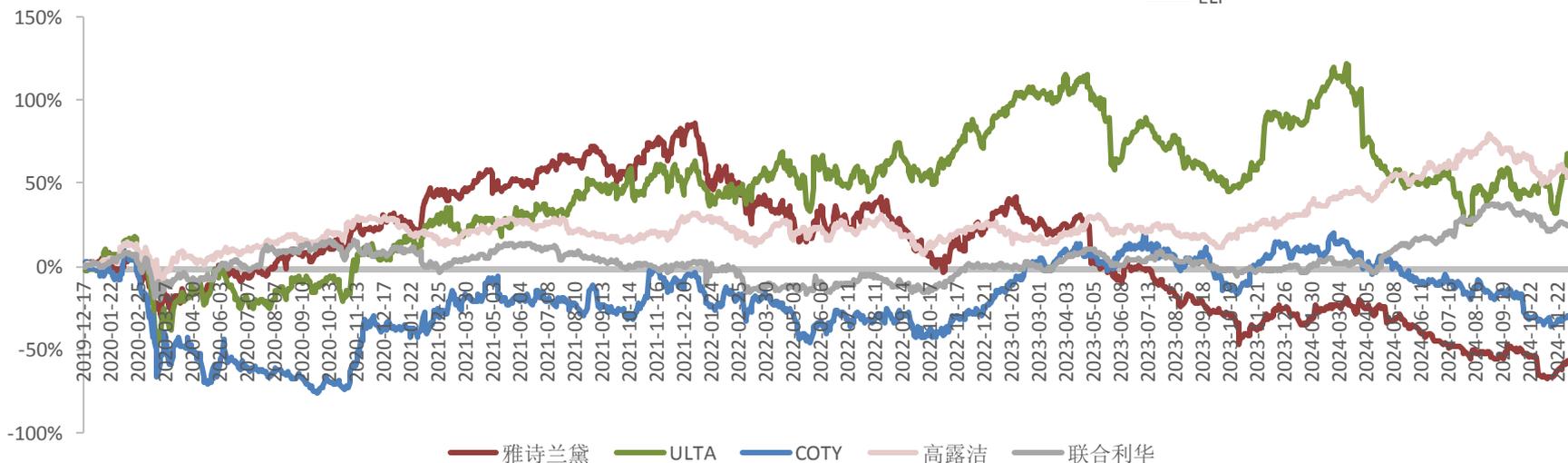
传统美护企业表现一般，新兴美妆企业走势亮眼

- 近五年，主要美护公司中e.l.f.股价表现一骑绝尘，涨跌幅一度超过200倍，是新兴美妆品牌中绝对的黑马。
- 传统美护公司中，Ulta Beauty表现较好，高露洁股价走势较为稳定，而其他公司则出现较大波动，其中雅诗兰黛近期下跌幅度较大，与其业绩连续下滑有直接关系。

E.l.f. Beauty涨跌幅



主要美股美护公司涨跌幅



数据来源: iFinD, 西南证券整理
www.swsc.com.cn

目 录

- ◆ **个护品类抗风险能力强，主要受消费习惯影响**
- ◆ **e.l.f. Beauty：开架彩妆新秀，产品+营销齐发力**
- ◆ **Ulta Beauty：美妆零售龙头，卖货+体验于一体**
- ◆ **主要上市美护公司对比**

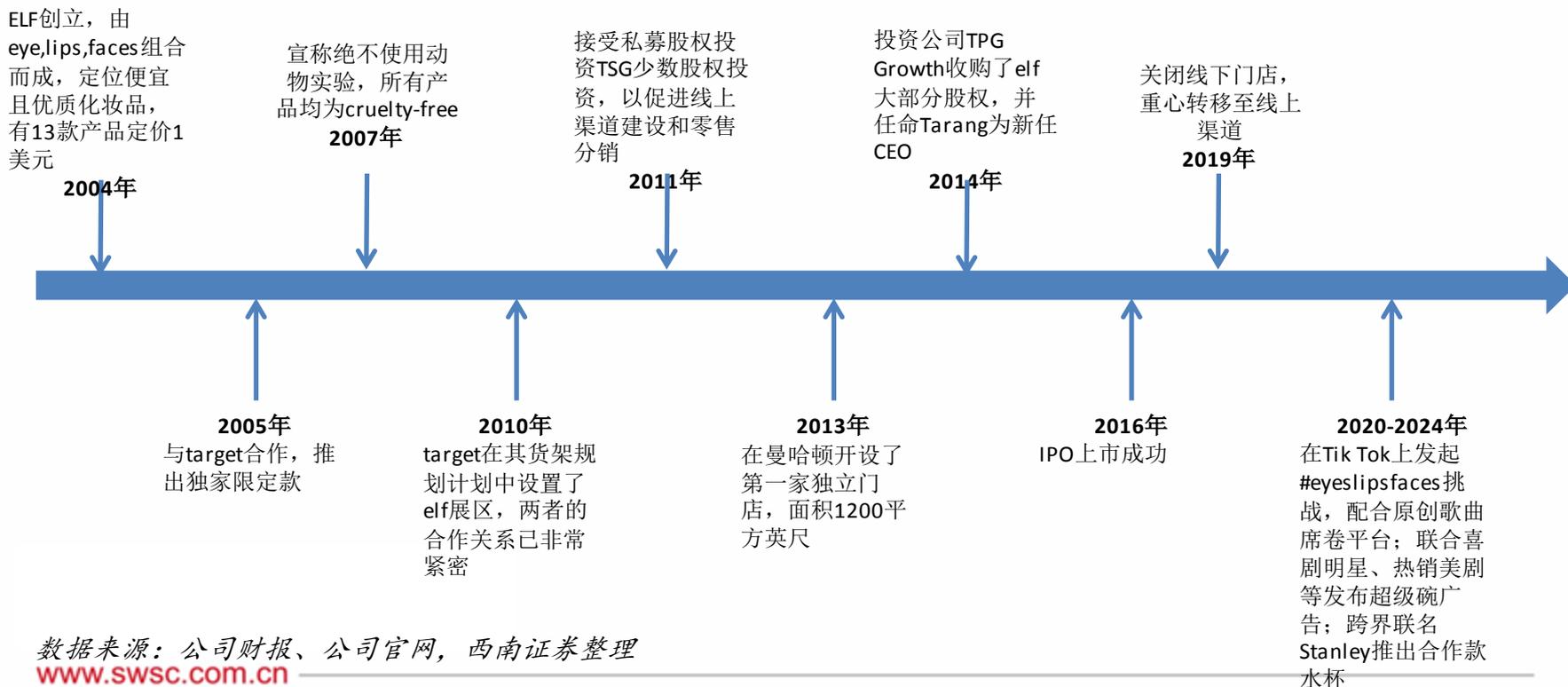
开架美妆新秀，创新产品+创意营销

低价产品：e.l.f.的平均价格仅为6美元，低于普遍的大众化妆品牌9美元的平均价格，更远低于以雅诗兰黛为例的高端化妆品牌20美元的平均价格。

创新理念：聚焦长尾SKU，比如在面部用品下有包含粉底液在内12种品类，而每款粉底液则有接近30种色号选择，如此庞大的SKU数量让公司2024年在18个品类高居前两名。

精准营销：因为公司目标客群为Z世代和可支配收入相对较低的年轻群体，因此公司尤其注重线上渠道，特别是Tik Tok上的露出和营销。另外公司在超级碗和Roblox上投放广告同样精准触达了大量目标消费客群。

公司发展历程



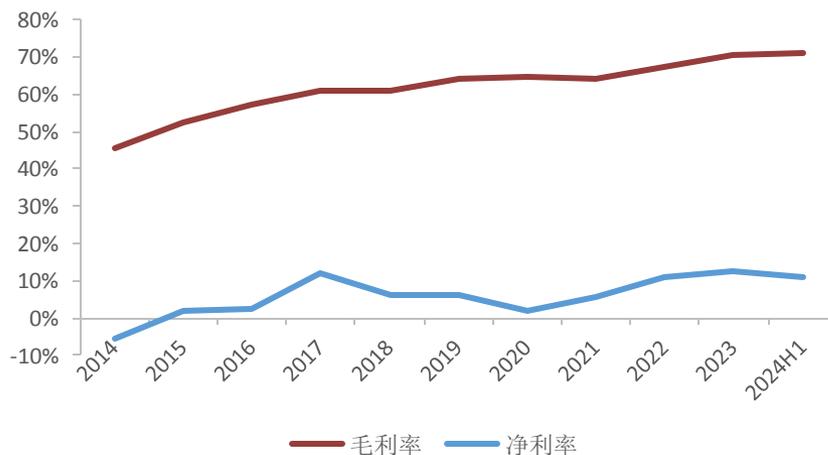
营收快速增长，盈利能力持续提升

- 公司自成立以来营收快速增长，凭借开架彩妆低廉的价格以及公司对于目标消费人群需求的精准洞察，迅速在美国彩妆品牌中异军突起，营收自2018年2.7亿美元增长至2023年10.2亿美元，CAGR为30.5%；23年同比增长76.9%，增速达到历史新高。24财年上半年营收同比+44.9%，仍然维持着高增速。
- 盈利能力方面，公司毛利率持续稳定提升，自2018年61.1%提升至2023年70.7%，24财年上半年进一步提升至71.1%。净利率相对有所波动，从20年1.9%提升至23年12.5%，20年受疫情影响有大幅下滑，之后逐渐回到常态水平。

公司营收及增速



公司毛利率&净利率



数据来源：公司财报，西南证券整理
www.swsc.com.cn

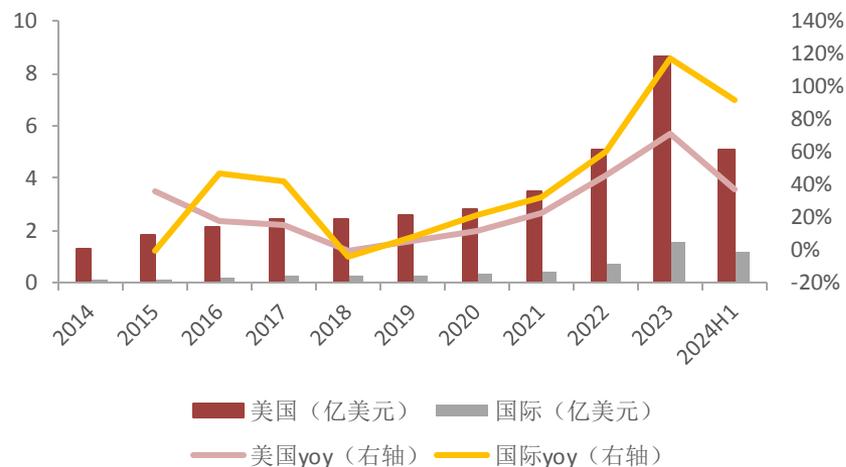
美国贡献主要营收，国际营收快速增长

- 公司主要销售地区是美国，营收贡献一度占比超90%，但自20年开始公司逐步调整营收结构，开始拓展海外市场，国际营收占比也逐渐提升，至24财年上半年美国营收占比下降至81.2%，国际营收占比为18.8%。
- 分地区来看，美国营收自18年2.4亿美元增长至23年8.7亿美元，CAGR为29.4%；国际营收自18年0.3亿美元增长至23年1.6亿美元，CAGR为40%，增速超过美国地区，将成为公司未来重要的拓展方向。

公司分地区营收占比



公司分地区营收及增速



数据来源：公司财报，西南证券整理
www.swsc.com.cn

在同类型品牌中具备更强价格优势

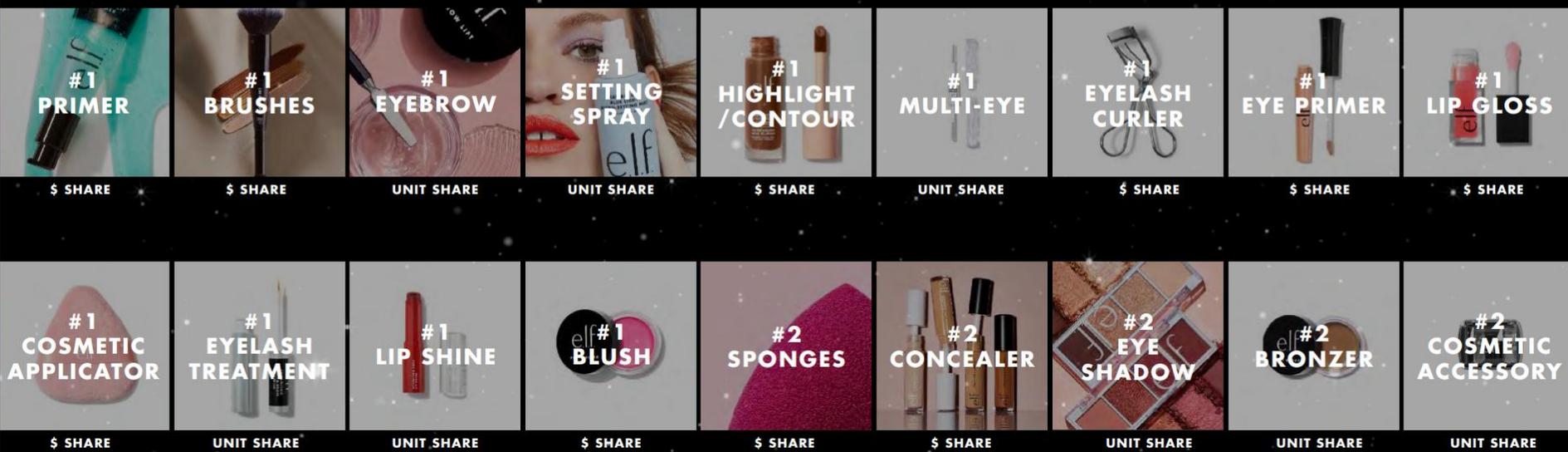
品牌	产品均价	消费者画像	Bestsellers
e.l.f.	6-10 美元	追逐潮流的 Z 世代、喜欢尝试新事物的年轻群体、中低收入的上阶级	
Maybelline	10-15 美元	青少年和年轻群体	
Covergirl	8-10 美元	青少年和年轻群体	
NYX	10-12 美元	追逐潮流的 Z 世代、年轻群体	
Revlon	10-12 美元	中低收入群体	

数据来源：各品牌官网，西南证券整理
WWW.SWSC.COM.CN

SKU数量丰富，细分品类份额领先

- 公司深耕美国市场，为充分抓住美国多肤色、多人种国情的消费者需求，公司聚焦长尾产品，推出数量极其丰富的SKU矩阵，在产品形态、色号、功能等多项细分赛道推出小众产品，以满足不同肤色、不同人种的多元化需求，在各个细分品类都占据较高份额。

2024: #1 OR #2 POSITION IN 18 COSMETICS SEGMENTS



数据来源：公司财报、公司官网，西南证券整理
www.swsc.com.cn

e.l.f. beauty市场策略(1)：顺应消费者价值观

□ cruelty free

- ELF宣称所有产品均为100% vegan & cruelty free，产品不会做任何动物实验，且产品中不会采用任何做过动物实验的成分。同类型产品如Maybelline则不是完全cruelty free，其在中国大陆销售的产品必须经过动物实验。

□ diversity

- ELF鼓励管理层多元化，今年5月公司发起一项大型活动来促进美国公司董事会和管理层的多元化，在管理层中使用更多的女性、有色人种、非美裔等多元化高管，ELF公司自身的高管就以女性为主导。

□ social hotspots

- ELF紧跟社会热点和民生问题，如黑人权利、少数群体权益等，在骄傲月推出过PRIDE主题限定产品支持LGBT，积极响应black lives matter活动口号等，各方面的政治正确吸引年轻群体好感，避免被抓住立场问题从而引发舆论风险。

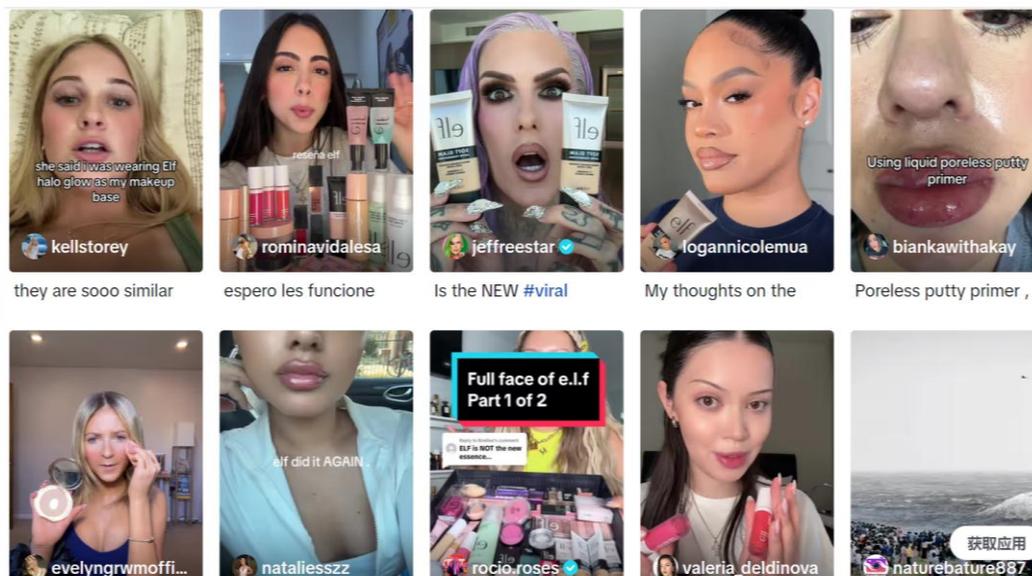
e.l.f. beauty市场策略(2)：玩转新社媒

- e.l.f.是最早全面拥抱Tik Tok的美妆品牌之一，并且与其他大多品牌仅仅开设官方账号、发布广告的操作不同，e.l.f.则是多方位玩转新社媒，包括发起#eyeslipsfaces标签挑战，甚至创作了原创歌曲要求用户随着歌曲对口型并跳舞，以及#elfmagicact挑战，重点介绍了新产品。另外公司还利用社交平台发声支持一系列社会和民生问题，包括黑人权利、动物保护、LGBT等。由此，e.l.f.蝉联多年最受青少年欢迎的美妆品牌。

品牌在年轻群体中非常受欢迎



Tik Tok上博主的品牌推广

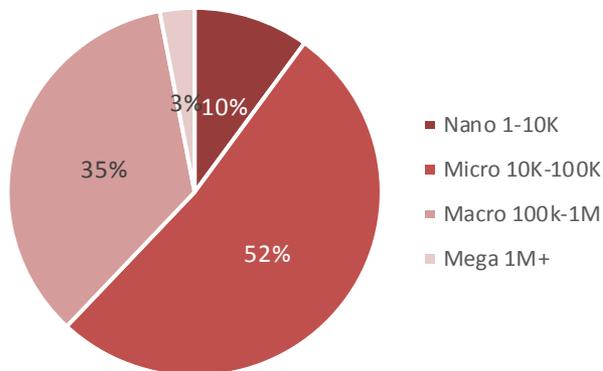


数据来源：公司官网、Tik Tok，西南证券整理
www.swsc.com.cn

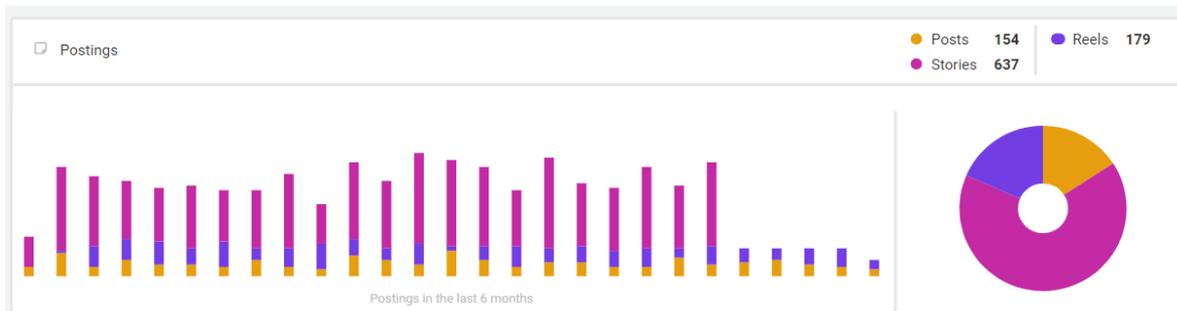
e.l.f. beauty市场策略(2)：玩转新社媒

- 公司重视各类型博主合作和推广，尤其是中小型博主，粉丝量在1-10万，这类博主数量多，受众覆盖面广，大牌合作较少，对于elf这类价格偏低、年轻人喜爱的产品推广有更好效果。
- 与之相对应的，elf大部分推广合作都是一次性和短期合作，其中约55%的合作是单次合作，28%的合作是短期合作（6个月之内），17%的合作是长期合作（6个月以上）。从推广形式来看，以视频（stories）形式为主，短视频快且成本较低，短视频（reels）及博文（posts）占比较小。

合作的不同粉丝体量博主占比



博主推广不同形式占比



数据来源: Storyclash, 西南证券整理
www.swsc.com.cn

e.l.f. beauty市场策略(2)：玩转新社媒

- e.l.f.的营销策略十分高效，能够精准触达其目标客群——Z世代及追求潮流的年轻群体。公司与真人秀节目 Judge Judy合作的广告选择在超级碗期间播出，这是首次有化妆品公司选择在这个时间段的黄金广告位；另外公司还与全球最大的多人在线创作游戏Roblox合作打造联名系列IP，而这两大平台的受众和使用者则与e.l.f.的目标消费者高度重合，公司的营销策略也在众多传统美妆公司中脱颖而出。

和真人秀Judge Judy合作超级碗广告



和Roblox打造联名IP形象



e.l.f. beauty市场策略(3)：拥抱线上渠道

- 面临2018年收入增速下滑，2019年elf宣布“独角兽计划”，创新精简包装，消除包装方面的浪费，大部分产品采取精简包装策略。简化产品包装之后提高了货架展示率，使更多产品能够在同一货架上进行展示；另外公司开始专注明星产品，在包装精简的情况下重点发展更受欢迎的产品，并扩展畅销品的产品线。
- 另外公司还在19年选择全面拥抱线上渠道，关闭了绝大多数线下直营门店，专注线上数字业务，开设了自己的独立线上直销网站，并且建立自有会员体系，通过消费换区积分，又用积分进行消费，能够有效增强消费者粘性。

公司官网会员积分

How to earn points

Walmart*

SHOP
Earn rewards anywhere you shop e.l.f.
[Learn How](#)

ENGAGE
Complete activities on elf.com or the e.l.f. app.

LEVEL UP
Level up your tier to access more benefits!

GET STARTED

PERKS	FAN 0-999 POINTS	PRO 1000-1999 POINTS	ICON 2000+ POINTS
Early Access	●	●	●
Birthday Gift	●	●	●
Access to Loyalty-Exclusive Collections, Bundles, Capsules & Sales	●	●	●
Bonus Points Events	●	●	●
Personalized & Discounted Product Recommendations		●	●
Free Shipping		\$10 Minimum ¹	No Minimum

精简产品包装

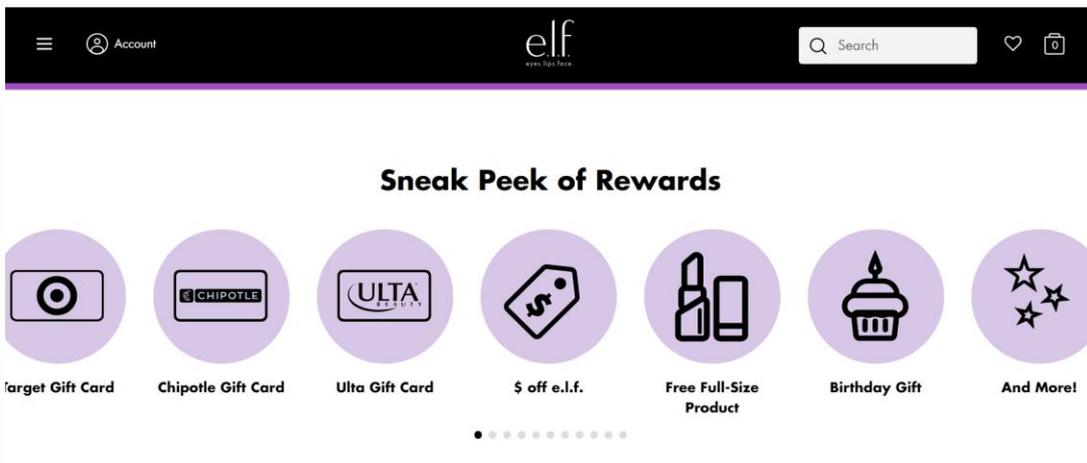


数据来源：公司官网，西南证券整理
www.swsc.com.cn

e.l.f. beauty市场策略(3)：拥抱线上渠道

- e.l.f.为提高消费者忠诚度，设立了自有的会员体系beauty squad，通过消费即可获得积分并提升会员等级，从而获得优惠券、新品提前购、特殊产品促销等福利，相比普通消费者，会员的购买频率更高、单笔订单消费金额更高、复购概率也更大。截至2023年底，beauty squad已积累超过480万名成员，同比增长超30%，贡献了线上超80%的营收。
- 另外e.l.f.积极布局私域流量，品牌网站和APP均与会员体系直接挂钩，承接越来越多的消费者，在线上增速显著高于线下的情况下顺应行业发展，相比之下Maybelline、Covergirl等类型品牌则没有自己的DTC渠道，只能通过Amazon、CVS等第三方渠道购买，消费者忠诚度有所欠缺。

公司官方网站会员福利



品牌官方APP



e.l.f. Cosmetics and Skincare (4+)

Shop makeup & get rewards
e.l.f. Cosmetics, Inc.

★★★★★ 4.8 • 14.8K Ratings

Free

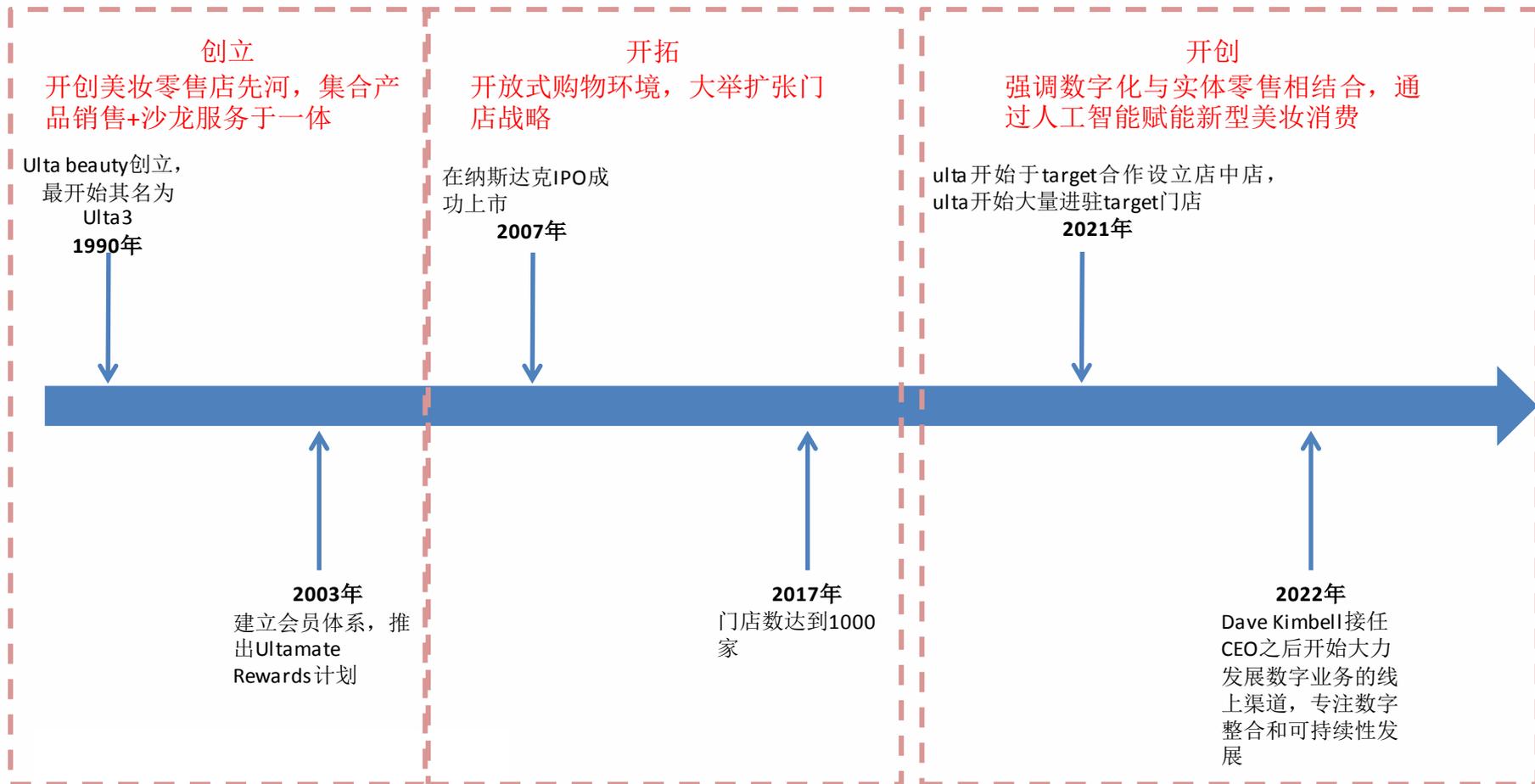
数据来源：公司官网，西南证券整理
www.swsc.com.cn

目录

- ◆ **个护品类抗风险能力强，主要受消费习惯影响**
- ◆ **e.l.f. Beauty：开架彩妆新秀，产品+营销齐发力**
- ◆ **Ulta Beauty：美妆零售龙头，卖货+体验于一体**
- ◆ **主要上市美护公司对比**

美妆零售新模式，不断创新发展

公司发展历程

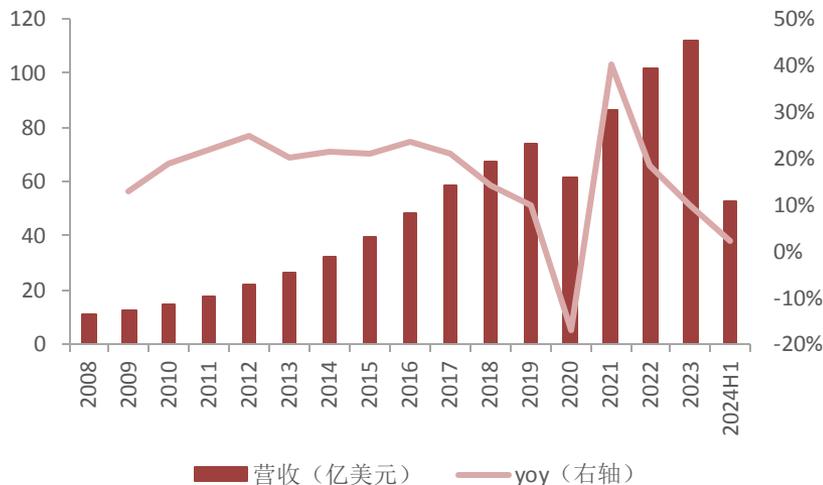


数据来源：公司官网，西南证券整理
www.swsc.com.cn

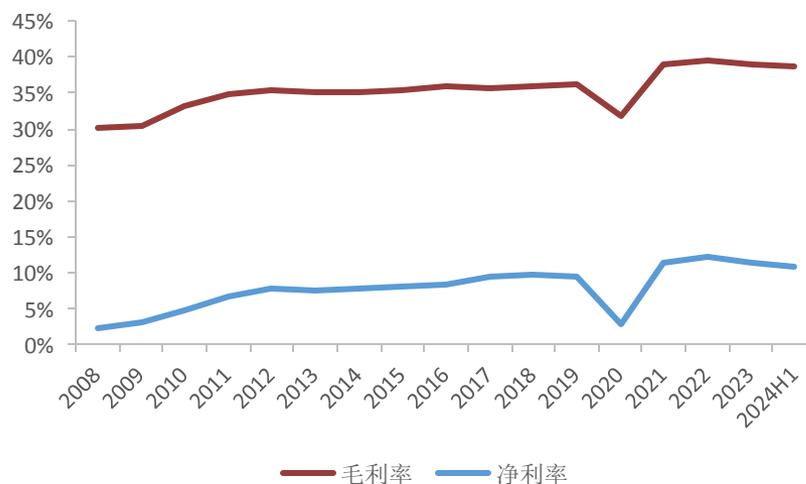
营收持续增长，盈利能力稳中有升

- 除20年受疫情影响营收下滑之外，公司多年来营收持续保持正增长，从2008年10.8亿美元增长至23年112.1亿美元，CAGR为17%，公司作为美妆垂直领域零售商，连续十多年保持双位数增长，已奠定在美妆零售界的领先地位，龙头优势越发稳固。
- 盈利能力方面，同样的除20年疫情影响之外，公司盈利能力持续稳中有升，毛利率自最初08年30%提升至23年接近40%，净利率也从08年2.3%提升至23年11.5%。盈利能力在疫后快速修复，已经重回稳定且持续增长趋势。

公司营收及增速



公司毛利率&净利率

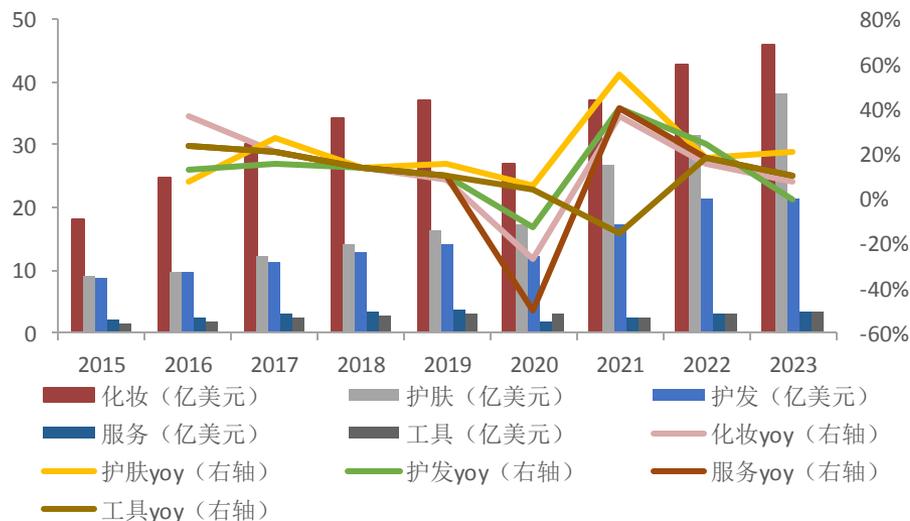


数据来源：公司财报，西南证券整理
www.swsc.com.cn

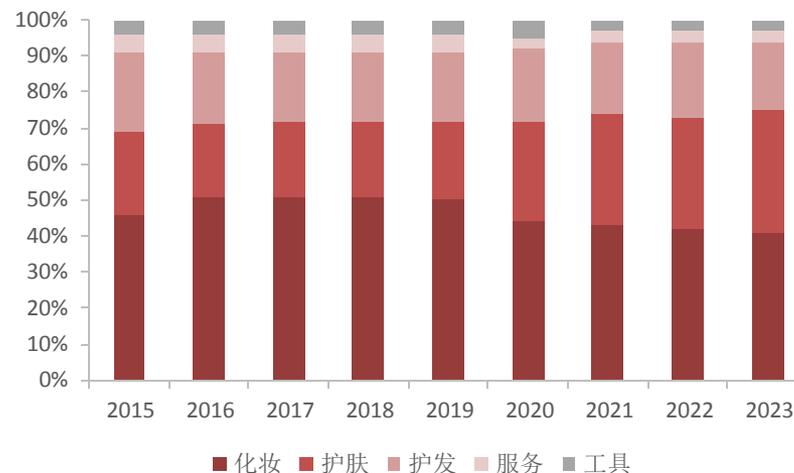
护肤占比快速提升，营收增速领先全品类

- 公司营收按品类分为化妆品、护肤和香水、头发护理、服务、工具，其中化妆品贡献最大营收，但占比在持续下滑，从2016年超过50%下滑至2023年41%；与之对应护肤类产品占比在持续提高，从2016年20%提升至2023年34%，且收入增速最快，2016-2023年CAGR为20%，高于化妆品类CAGR，化妆品复合增速为12%。护发为第三大品类，占比20%左右；服务和工具收入体量较小，23年占比均为3.4%左右。

分品类营收及增速



分品类营收占比

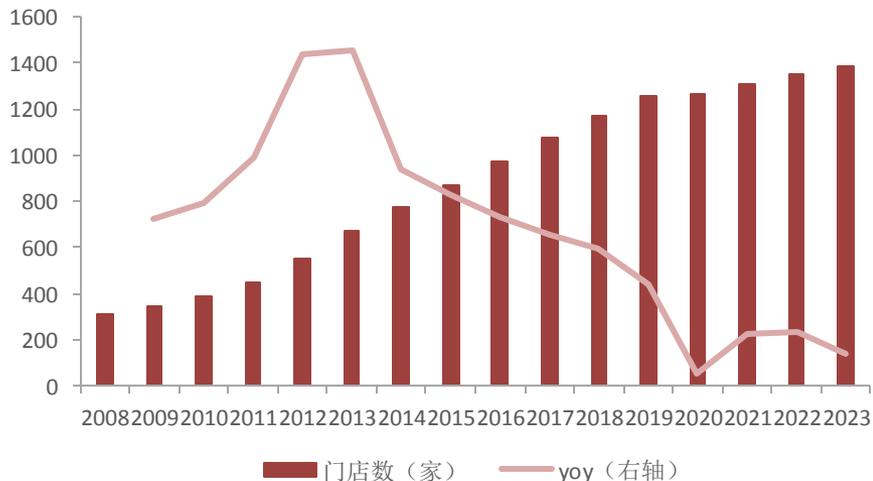


数据来源：公司财报，西南证券整理
www.swsc.com.cn

门店数量持续增长，与大型零售商合作店中店

- Ulta Beauty保持着持续的门店扩张步伐，门店数由2008年311家增加至2023年1385家，但每年的扩张速度有所放缓。门店选址多在主要的商业区域和市区要道，以独立门店为主，辐射周边一定范围的行人。
- 另一方面，为了触达更多非商业区以及偏远地区的消费者，Ulta Beauty自2021年开始进驻大型商超Target，目前已有超500家Target中的Ulta Beauty店中店，在中心商业圈之外辐射周边更广大的居民区，形成互补，扩大消费者触达范围。

门店数量及增速



与target合作店中店



数据来源：公司财报、公司官网，西南证券整理
www.swsc.com.cn

会员体系完善，有更大的福利优惠政策

- 与大部分连锁门店一样，Ulta Beauty也有自己的会员积分系统，且根据网络上消费者反馈来看，对会员系统的满意程度较高，因为相对于Sephora来比较，Ulta Beauty的积分返现比例更高，且返现金而非试用装，另外Ulta Beauty有更多的优惠券和礼物兑换，总体来看反馈力度很大，从消费者角度，如果对两者没有主观上的偏好，仅从价格优势来看ulta相比sephora会是更优的选择。

会员福利

free beauty, free beauty services†, free to join

What's not to love?



earn points on every \$1
Rack up points on every purchase.



free bday gift
Choose from a selection!



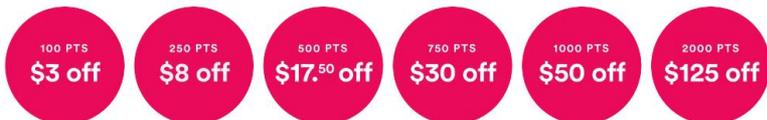
weekly bonus points offers
Activate them in the app.



treat yourself
Turn your points into free beauty products or beauty services†.

points love

The more you earn, the better the payoff.



会员积分体系

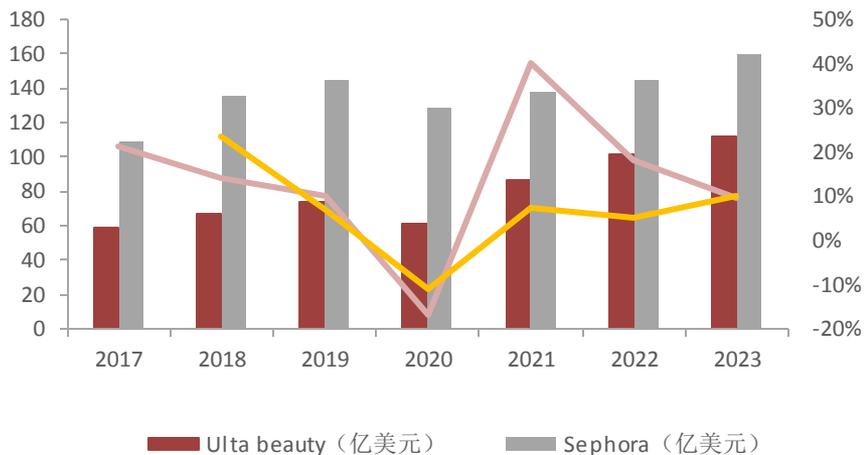
	MEMBER FREE	PLATINUM \$500	DIAMOND \$1,200
SPEND PER YEAR			
Points per \$1	1	1.25	1.5
POINTS			
Bonus points & savings	♥	♥	♥
Redeem for discounts	♥	♥	♥
Points never expire		♥	♥
BIRTHDAY			
2X points month**	♥	♥	♥
Choice of Birthday Gift**	♥	♥	♥
\$10 coupon**		♥	♥
EXTRAS			
Exclusive deals, gifts & early access		♥	♥
Choice of full size Diamond Gift			♥
\$25 off a beauty service			♥
Free shipping \$25+***			♥

数据来源：公司官网，西南证券整理
www.swsc.com.cn

vs. SEPHORA : 营收增速领先，门店数快速逼近

- Ulta Beauty和Sephora是直接竞争对手，丝芙兰成立于1970年左右，在全球共开设超2700家门店，在美国开设超1600家门店，是全球范围内的美妆零售商龙头。Ulta Beauty成立于1990年，深耕美国市场，截至23年在全美共开设超1400家门店，在较短的时间内，Ulta Beauty整体营收快速逼近丝芙兰，且增速也超过丝芙兰，17-23年ultra年复合增速为11.3%，sephora年复合增速为6.5%，ultra增长大幅优于sephora，且在美国区域已超越丝芙兰成为全美份额最大的美妆零售商。

ultra&sephora营收及增速



ultra&sephora在美国门店数量



数据来源：各公司财报，西南证券整理
www.swsc.com.cn

vs. SEPHORA：更偏年轻化，集卖货与体验为一体

- Ulta Beauty门店销售的产品非常丰富，每家店约有来自600多个品牌的超25000款产品，包含高档护肤、大众护肤、专业护肤以及沙龙院线产品，品类包括护肤、彩妆、洗护、香水、头发护理和彩妆工具等，门店还兼具药妆店drugstore属性，在美妆之外还售卖部分药妆用品和卫生用品。
- Ulta Beauty相比其他美妆零售店最大的特点在于其精准切中年轻消费群体需求，引入了大量年轻人喜爱的大众潮流化妆品牌，如e.l.f.、Fenty Beauty、Drunk Elephant等，另外门店陈列和展示风格更加年轻化和趣味性，同时还提供美发沙龙服务。

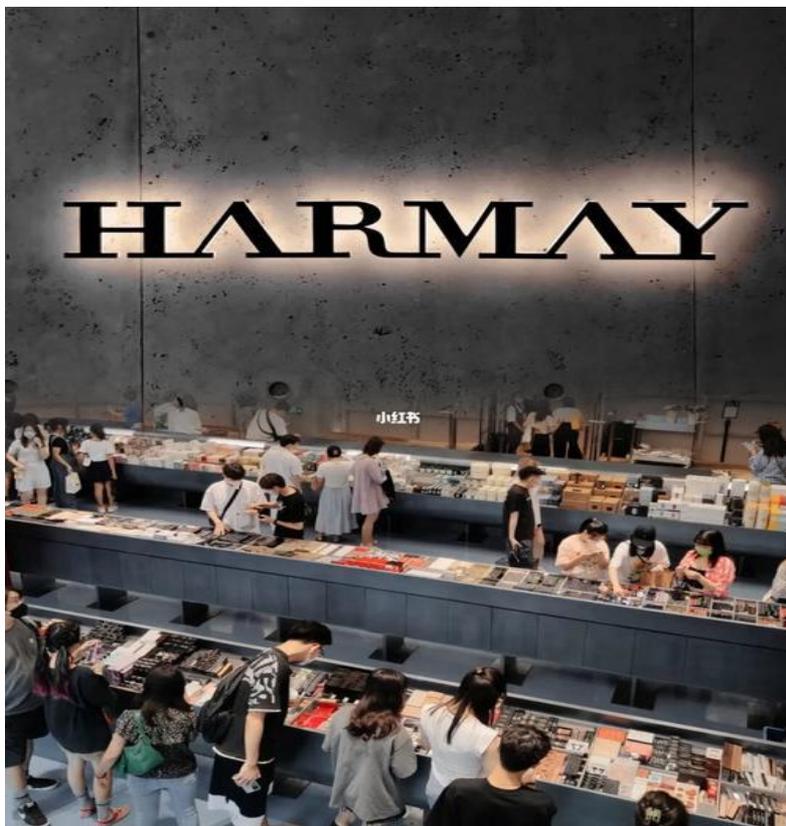
- 偏大众化和年轻化
- 与Target合作开设店中店
- 门店内增值服务较多
- 会员系统优惠和反馈力度更大



- 偏高端化
- 与Kohl's合作开设店中店
- 门店内增值服务较少
- 会员系统优惠和反馈力度较小

类比国内同类型零售商：HARMAY

HARMAY门店



- HARMAY话梅，是国内新兴美妆集合店，自带网红属性，门店装修精致、现代，吸引网红站台，同时凭借多样化的商品、单独出售的小样吸引众多消费者。与Ulta Beauty相似的点在于都已美妆为卖点，且均面向年轻消费群体。
- 另一方面，话梅在成立以来仅开设了14家店，其中杭州和西安的门店已关闭。话梅与Ulta Beauty不同在于其并未采取可复制化和快速铺开市场的策略，而是注重单店建设，但效果有待验证。话梅还因为以单独出售小样为卖点存在正品和版权问题。规模小议价能力不强，供应链并无明显优势。

类比国内同类型零售商：调色师

调色师门店



- THE COLORIST调色师，是KKV旗下专注美妆的零售品牌，目前已开设约300家门店，同样以丰富的产品种类和大牌小样为卖点。
- 与话梅不同，调色师走的是可复制化路线，每家门店装修陈列都差不多，有利于快速扩张门店数量。但与话梅一样，调色师存在小样正品隐患问题，以及工作人员专业性问题，另外在类似的美妆集合店越来越多、竞争激烈的情况下调色师在价格上并无优势，此外也没有类似Ulta Beauty提供的店内沙龙、美发美甲等增值服务。

目 录

- ◆ **个护品类抗风险能力强，主要受消费习惯影响**
- ◆ **e.l.f. Beauty：开架彩妆新秀，产品+营销齐发力**
- ◆ **Ulta Beauty：美妆零售龙头，卖货+体验于一体**
- ◆ **主要上市美护公司对比**

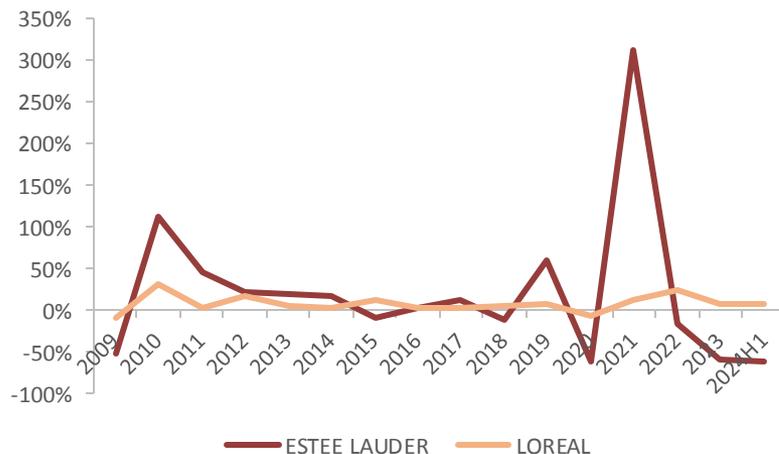
欧莱雅 vs. 雅诗兰黛

- 营收增速方面，两家公司均有比较明显的波动，从2010年以来，欧莱雅除20年疫情以外均为正增长，而雅诗兰黛则出现过几次收入下滑。另外20年疫情疫后，欧莱雅营收高弹性修复，22年同比增长18.5%，为近十年来最高增速，而雅诗兰黛22年仅增长9.4%，且23年出现同比下滑，收入表现落后于欧莱雅。
- 净利润方面，欧莱雅表现比较稳定，整体表现为每年稳中有升趋势；而雅诗兰黛则表现出较大波动性，19、21年正增长，20、22、23年则下滑，稳定性相比欧莱雅有较大差距。

各公司营收增速



各公司净利润增速



数据来源：欧莱雅财报、雅诗兰黛财报，西南证券整理
www.swsc.com.cn

欧莱雅 vs. 雅诗兰黛

- 盈利能力方面，拥有较多高端品牌的欧莱雅和雅诗兰黛均处于行业领先地位，毛利率和净利率均高于其他美护上市公司，其中雅诗兰黛毛利率一度超过80%，但自18年开始逐渐下滑，23年欧莱雅毛利率为74%左右，近年来首次超过雅诗兰黛。
- 欧莱雅净利率保持稳定增长态势，自08年11.1%增长至23年15%，变动较为平稳。除22年之外雅诗兰黛净利率始终低于欧莱雅，且波动性较大。

各公司毛利率



各公司净利率

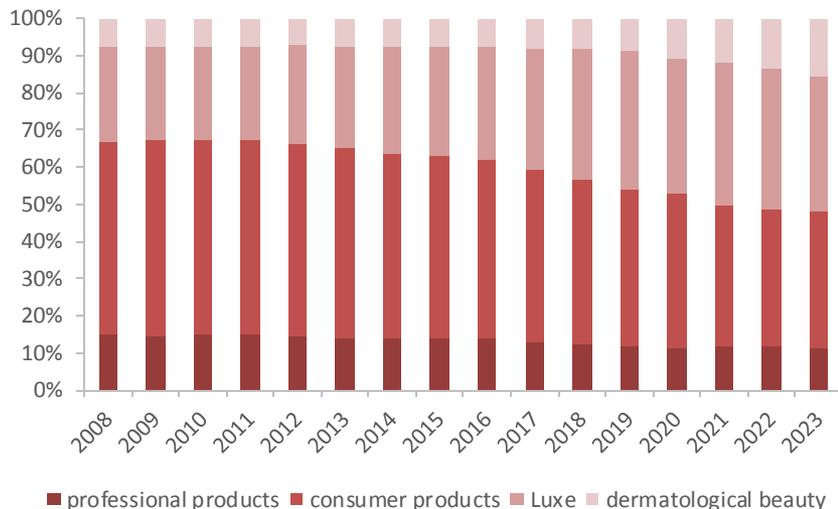


数据来源：欧莱雅财报、雅诗兰黛财报，西南证券整理
www.swsc.com.cn

欧莱雅 vs. 雅诗兰黛

- 近年来欧莱雅表现较雅诗兰黛明显更稳定，营收、利润增速以及毛利率、净利率都保持在较平稳的区间，而雅诗兰黛则出现较大幅波动，营收出现多个季度负增长，且盈利能力有下降压力。
- 欧莱雅产品和品牌布局比雅诗兰黛更广、抗风险能力更强，高价奢侈品牌、平价大众品牌均有收入超10亿的营收支柱，在宏观经济环境波动、全球消费降级的时候大众品牌能够很好的承接奢侈品牌流失的消费者。另一方面雅诗兰黛整体价位偏高，品牌以高档为主，且免税占比较大，在大环境不好时受到冲击较严重。

欧莱雅分事业部营收占比



雅诗兰黛品牌分布

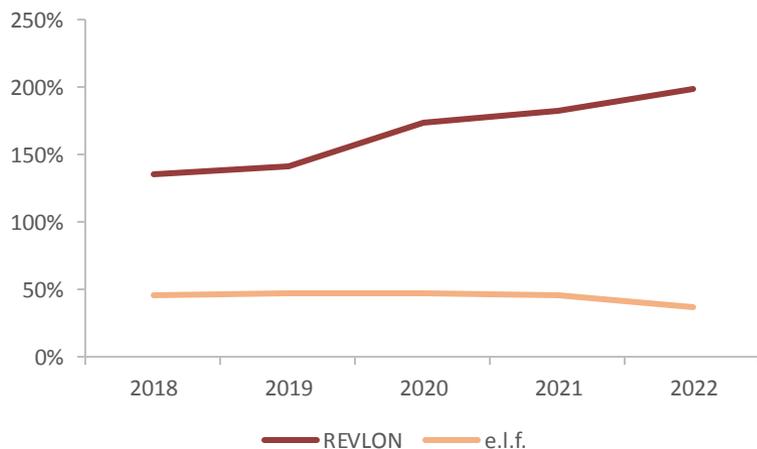


数据来源：欧莱雅财报、雅诗兰黛财报，西南证券整理
www.swsc.com.cn

e.l.f. vs. Revlon

- e.l.f.和露华浓定位类似，均属于大众平价化妆品牌，且在成立初期都经历了快速走红和迅速扩张。但露华浓在2022年宣布了破产，而e.l.f.现在美国彩妆市场领先地位依旧稳固。
- 露华浓的破产一方面是公司资本层面管理不善，被收购后垃圾债、流动资金贷款、各类债务通过重组手段落在露华浓公司头上，利息每年高达数千万美元，严重影响盈利能力；同时导致在新品研发投入上乏力，另外营销方面跟不上美妆行业快速变化的趋势，昔日巨头已是强弩之末。

各公司资产负债率



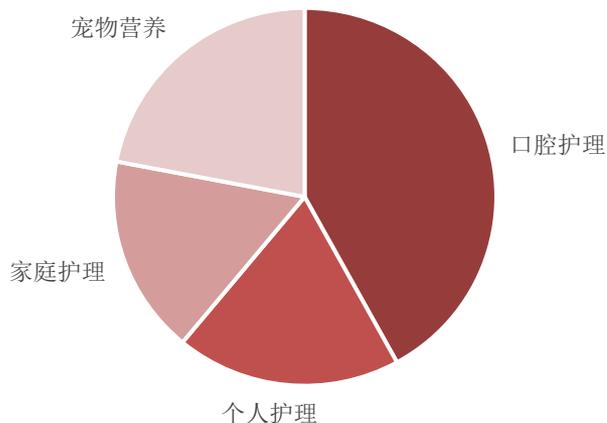
- 在产品端，露华浓墨守成规，新品更新、老品迭代频率缓慢，研发投入不足；而e.l.f.产品丰富、更新速度快，同一款产品甚至分出40多种色号尽可能满足消费者需求。
- 在营销端，露华浓仍选择逐渐式微的卖场和商超，在迅猛发展的电商时代反应不及时，错过了窗口红利期；而e.l.f.则是新社媒时代弄潮儿，各平台、各渠道都能快速把握并制造声势，是新时代营销范本。
- 在渠道端，露华浓供应链受大环境影响损害严重，加之内部债务压力重、资金链紧张，库存积压导致倾销；而e.l.f.深耕美国市场，在近几年的宏观环境波动下是个明智的选择，且专注线下零售商分销和线上DTC，缓解供应链压力。

数据来源：elf财报、Revlon财报，西南证券整理
www.swsc.com.cn

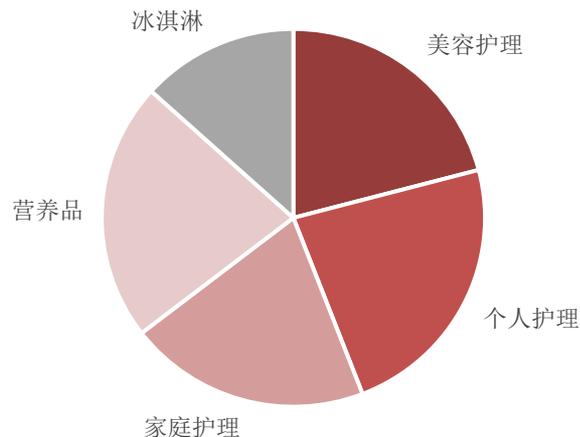
高露洁 vs. 联合利华

- 高露洁和联合利华定位大致相同，在个人护理、家庭护理以及营养保健品方面收入占比结构类似。不同点在于高露洁最大的收入贡献来源是口腔护理产品，而联合利华是美容化妆类产品，另外还有冰淇淋这一品类也有较大收入贡献。
- 总的来说，联合利华体量远远超过高露洁（2023年联合利华营收近600亿欧元，高露洁为近200亿美元），高露洁产品结构仍然以口腔护理类为主，在个护方面竞争力不强，而联合利华是全球布局的个护龙头，涉及品类和领域远远超过高露洁。

高露洁品类占比



联合利华品类占比

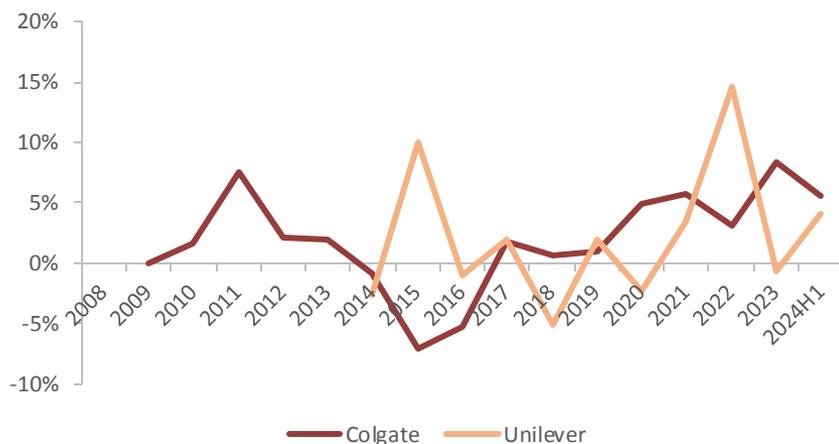


数据来源：高露洁财报、联合利华财报，西南证券整理
www.swsc.com.cn

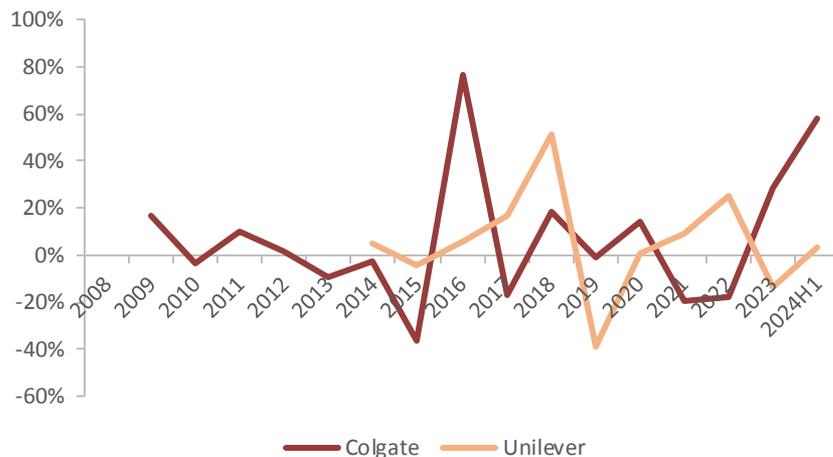
高露洁 vs. 联合利华

- 高露洁和联合利华是个护行业中比较龙头的代表，两者均以个人护理产品为主业，个护产品相比美容类产品来说市场格局较为稳定，且更新迭代较慢，品类比较固定，因此个护公司相比美容类公司业绩表现要更为平稳。
- 从营收业绩来看，因联合利华是欧洲上市公司，通过欧元结算时存在汇率波动问题，因此联合利华整体营收波动性要大于高露洁。利润方面，两者均出现不同程度的增速变化。

各公司营收增速



各公司净利润增速

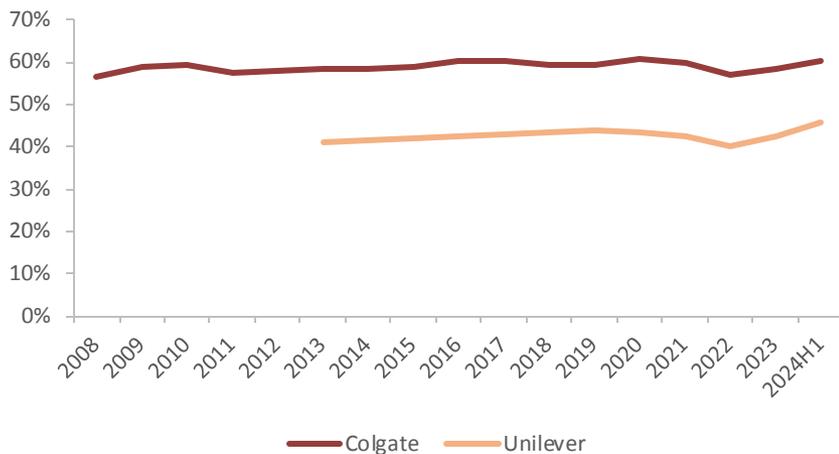


数据来源：高露洁财报、联合利华财报，西南证券整理
www.swsc.com.cn

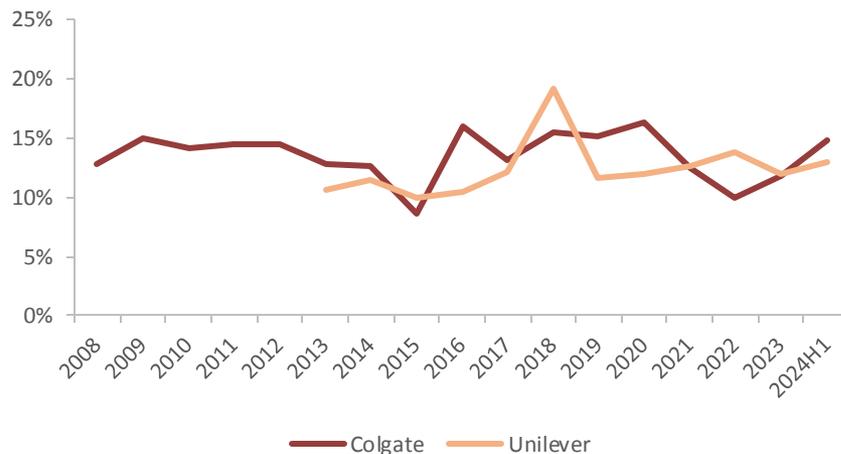
高露洁 vs. 联合利华

- 盈利能力方面，两家公司毛利率都很稳定，始终保持平稳趋势，高露洁毛利率为维持在60%左右，联合利华毛利率为40-45%，高露洁毛利率高于联合利华，原因在于两者主营品类有所差异，高露洁主营品类为牙膏及其他个人护理产品，而联合利华在个护产品之外冰淇淋也是贡献一部分营收占比的品类，毛利率有所拖累。
- 两者净利率均有所波动，受营销节奏和费用管理影响，净利率随之波动，高露洁在20年净利率最高达到16.4%，22年下滑至10%；联合利华18年净利率达到19.2%，19年之后回落至12%左右并保持稳定。

各公司毛利率



各公司净利率



数据来源：高露洁财报、联合利华财报，西南证券整理
www.swsc.com.cn



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

分析师：陈柯伊
执业证号：S1250524100003
电话：19112628819
邮箱：ckyyf@swsc.cn

分析师：谭陈渝
执业证号：S1250523030003
电话：17782333081
邮箱：tchy@swsc.com.cn

西南证券投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。

公司 评级

买入：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在20%以上
持有：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于10%与20%之间
中性：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与10%之间
回避：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下

行业 评级

强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数5%以上
跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与5%之间
弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

分析师承诺

报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。



西南证券研究发展中心

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴21世纪大厦10楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街35号国际企业大厦A座8楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦22楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路32号西南证券总部大楼21楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	手机	邮箱	姓名	职务	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理/销售总监	18621310081	jsf@swsc.com.cn	欧若诗	销售经理	18223769969	ors@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	clw@swsc.com.cn	李嘉隆	销售经理	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn	龚怡芸	销售经理	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	tjw@swsc.com.cn	孙启迪	销售经理	19946297109	sqdi@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	zymyf@swsc.com.cn	蒋宇洁	销售经理	15905851569	jyj@swsc.com.c
北京	魏晓阳	销售经理	15026480118	wxyang@swsc.com.cn	张鑫	高级销售经理	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	李杨	销售总监	18601139362	yfly@swsc.com.cn	王一菲	高级销售经理	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn	王宇飞	高级销售经理	18500981866	wangyuf@swsc.com
	杨薇	资深销售经理	15652285702	yangwei@swsc.com.cn	马冰竹	销售经理	13126590325	mbz@swsc.com.cn
广深	姚航	高级销售经理	15652026677	yhang@swsc.com.cn	杨举	销售经理	13668255142	yangju@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn	陈韵然	销售经理	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	yxy@swsc.com.cn	林哲睿	销售经理	15602268757	lZR@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	gongzh@swsc.com.cn				
	丁凡	销售经理	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn				