

商业贸易行业深度研究报告

化妆品专题：本轮化妆品消费缘何增长

推荐

□ 化妆品行业增速强劲，高档化妆品增长迅猛

2017年我国化妆品市场规模3615.66亿元，同比增长9.64%，在前五年增速持续下降的情况下创新高。其中高档化妆品规模845亿元，同比增长25%，创近13年新高。化妆品社零也自2017年2月至今持续走高，18年3月增速高达16.3%，优于大多数其他类别消费品表现。

□ 三四线城市收入增长，化妆品市场扩大

化妆品消费与可支配收入息息相关，而棚改给三四线城市居民带来较大收入增长。2017年全国棚改货币化安置比例达60%，三四线城市高达80%。据估计，仅2016年棚改货币化安置的投资金额就超过8000亿元，为消费品市场注入更多购买力。

□ 收入是化妆品消费的基本支撑，实际可分配的购买力决定行业增长

谈论其他消费时候不可规避住房刚需的影响。一二线城市人均可支配收入高于三四线，但各自受到住房刚需支出的不同影响，实际可分配到化妆品上的购买力决定行业增长。

□ 电商平台发展扩大消费者篮子，降低成本

线上渠道迅速扩大了消费者商品篮子，潜在消费者转变为实际消费者；由于线上线下店铺的运营费用差别，而且随着物流业等配套发展、完善和平台规范化，商品本身成本及购买动作的交通、时间、精力等附加成本低于线下店。线上渠道维持高速增长，目前已经成为化妆品的第二大消费渠道。

□ 税率调整带来化妆品价格下调，进口化妆品受益最大

自2015年起，我国经历了多次进口/本土化妆品相关的关税、消费税、增值税税率（及行邮税、跨境电商综合税率）调整，其中2016年10月的消费税率（消费税是流转税中的价内税）下调幅度大而影响最大，造成了普通化妆品50%以上、高档化妆品30%以上的实际税率下降。受此影响，国际大牌大范围下调价格，需求增速提升就此启动——化妆品进口金额暴涨，且专柜与代购等渠道价差的缩小带来线下专柜渠道增速回升。

□ 我们认为本次增长逻辑如下：除了人均收入水平平稳增长，可支配到化妆品消费的实际购买力提升，棚改货币化为三四线城市居民带来了一次性较大额度的额外收入，化妆品消费潜在人群增长；电商渠道带给消费者更多化妆品选择，扩大了消费者的篮子；网购体系的逐渐成熟降低了化妆品消费的行为成本（包括搜寻、鉴别、物流等成本）；最后，化妆品税率下调，尤其是2016年10月消费税率大幅下调开启化妆品业本轮增长。

□ 体量上，我国化妆品行业目前规模已经较大，但2017年人均消费额仅约260元，距美日韩200美元以上的人均消费额差距较大。且当前消费已经成为我国GDP增长第一大动力，消费者变美诉求逐步提升，结合以上三点约束的放松将带来更多消费量，长期来看行业依然处于增长期，提供企业成长的土壤。

□ 风险提示：宏观经济下行风险，重大使用安全事故风险

华创证券研究所

证券分析师：王薇娜

电话：010-66500993

邮箱：wangweina@hcyjs.com

执业编号：S0360517040002

联系人：胡琼方

电话：010-66500993

邮箱：huqiongfang@hcyjs.com

行业基本数据

		占比%
股票家数(只)	98	2.77
总市值(亿元)	9,439.35	1.68
流通市值(亿元)	6,516.79	1.62

相对指数表现

%	1M	6M	12M
绝对表现	0.49	-17.34	-13.14
相对表现	0.3	0.01	-7.66



相关研究报告

《进口化妆品渠道研究：低价从何而来》

2018-05-08

《从欧莱雅看化妆品行业：研发+并购，化妆品帝国欧莱雅的壮大之路》

2018-05-31

《【华创商社】近年来国产化妆品如何“发迹”》

2018-06-11

目 录

一、2017 年起化妆品市场增速掉头向上.....	4
二、收入是支撑化妆品消费增长的基石.....	5
（一）化妆品消费与收入水平强相关	5
（二）棚改货币化安置给三四线城市带来增量收入	7
（三）房价效应	7
三、线上消费体系逐步形成与完善——篮子扩大、成本降低.....	9
（一）电商渠道让更多化妆品进入消费者的篮子.....	9
（二）线上消费成本相对线下较低.....	10
四、税率调整带来化妆品价格下调，进口化妆品受益最大	10
（一）进口化妆品：	11
（二）国产化妆品	13
五、结论	15
六、风险提示	15

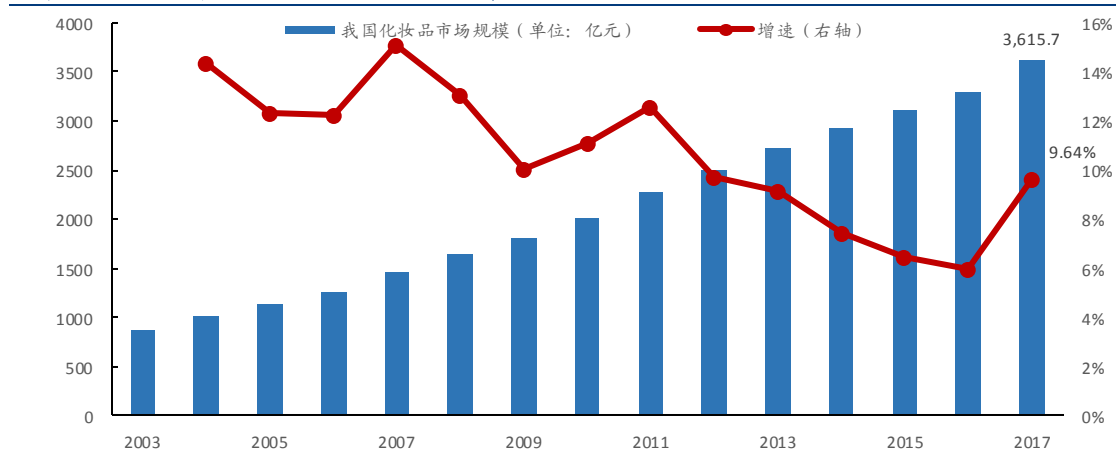
图表目录

图表 1	2017 年化妆品规模增速创新高.....	4
图表 2	2017 年来化妆品社零(累计)同比一路走高(%).....	4
图表 3	化妆品占社零比例上升(%).....	4
图表 4	各类消费品社零(累计)增速中化妆品居前列(%).....	4
图表 5	高档化妆品消费规模增速创 13 年来新高.....	5
图表 6	我国化妆品人均消费额与人均 GDP.....	6
图表 7	人均 GDP 与人均化妆品消费额呈强相关性.....	6
图表 8	2015 年我国个体年收入的年龄分布.....	6
图表 9	三代人消费贡献占比.....	6
图表 10	2016 年香水彩妆与面部护肤品消费年龄分布.....	6
图表 11	棚改历年完成规模/万套.....	7
图表 12	棚改货币化安置比例.....	7
图表 13	各线城市城镇居民可支配收入(单位:元).....	8
图表 14	各线城市城镇居民可支配收入增速.....	8
图表 15	北上深平均房价.....	8
图表 16	各线城市房价平均水平.....	8
图表 17	国际大牌化妆品专卖店分布(2015 年).....	9
图表 18	阿里电商平台交易额及 yoy.....	10
图表 19	化妆品线上渠道增长迅猛.....	10
图表 20	部分国际大牌入驻天猫时间.....	10
图表 21	一瓶迪奥香水价格组成.....	11
图表 22	一瓶兰蔻精华肌底液的价格组成.....	11
图表 23	近年化妆品税率调整.....	11
图表 24	税率调整对各类化妆品综合实际税率影响.....	12
图表 25	2016 年 10 月消费税调整对综合实际税率影响.....	13
图表 26	国际化妆品集团部分商品降价情况.....	13
图表 27	2017 年来进口化妆品增速上升.....	13
图表 28	国产化妆品实际综合税率受税率调整影响.....	14
图表 29	珀莱雅 2017 年净利润大幅增加.....	14
图表 30	御家汇 2017 年净利润大幅增加.....	14
图表 31	化妆品各销售渠道规模.....	15
图表 32	化妆品各线下销售渠道增速.....	15

一、2017 年起化妆品市场增速掉头向上

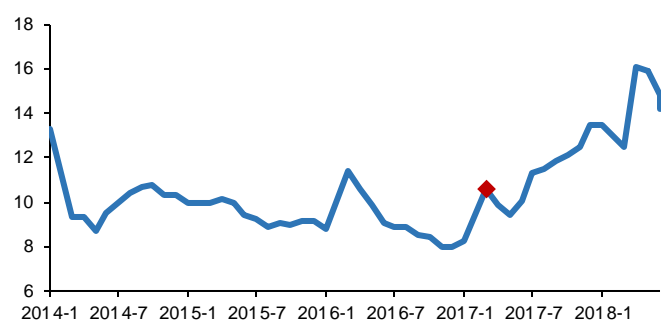
2017 年我国化妆品行业市场规模同比增长 9.64%，达到 3615.66 亿元，在前五年增速持续放缓的情况下拐点向上；限额以上社零化妆品同比自 2017 年 2 月以来持续走高，2018 年 3 月更是创下 16.3% 的新高；优于同时段其他类别消费品的增速表现，占社零总体比例显著提升。

图表 1 2017 年化妆品规模增速创新高



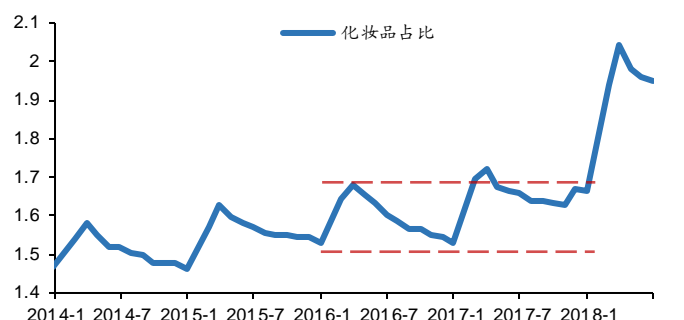
资料来源: Euromonitor, 华创证券

图表 2 2017 年来化妆品社零(累计)同比一路走高(%)



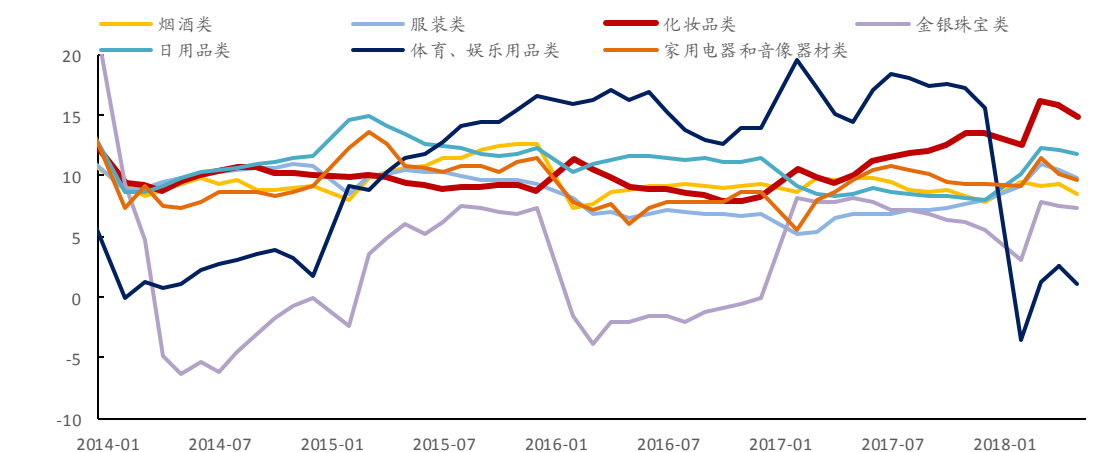
资料来源: Wind, 华创证券

图表 3 化妆品占社零比例上升 (%)



资料来源: Wind, 华创证券

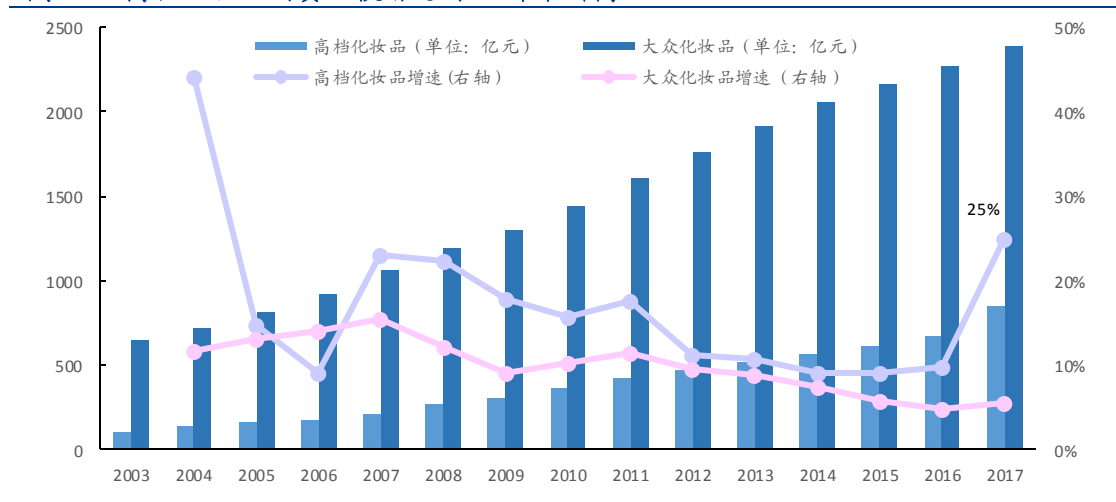
图表 4 各类消费品社零(累计)增速中化妆品居前列 (%)



资料来源: Wind, 华创证券 (注: 红色加粗的为化妆品)

与此同时，化妆品消费出现分化。据欧睿数据，2017 年我国高档化妆品消费规模达到 845 亿元，增速为 25%，创下了 2005 年以来的新高；而大众化妆品规模也略有上升，实现 5.5% 的增速。

图表 5 高档化妆品消费规模增速创 13 年来新高



资料来源: Euromonitor, 华创证券

作为快消品，化妆品不同于汽车、家电等高价耐用品，近年来经过市场教育之后，叠加其广泛的价格分布区间使得几乎所有社会成员都是其潜在购买者；而消费的非必要性又使其不同于衣食住行的刚需，消费者的自主选择空间大、灵活性强；而且容易受到其他刚性需求和大额支出的挤压（比如一二线城市的高房价）。基于**消费群体广、自主行为强**的基本属性，化妆品市场变化的研究更多从需求角度出发。在消费需求方面，消费能力许可范围内消费者相对更喜欢买贵的，这也使得化妆品消费经常与消费升级联系起来。但为何此时消费快速升级，而且化妆品的消费升级如此明显？我们尝试捕捉引发这一现象的因素，为何化妆品需求在 2012-2016 逐渐下降的增长之后开始上扬，而且高端化妆品增速更高？

从**决定微观个体消费行为的模型**入手分析化妆品消费或许能获得更加精确的解释以及更加准确的判断。我们结合微观经济学中决定消费者需求的基础即 1) **消费者的目标**与 2) **面临的约束**来进行分析。目标（或称效用函数）决定了消费者想要什么，而约束则决定了他们能得到什么。这里并不涉及复杂的学术模型，只做因素拆解。概括来说大多数消费者消费化妆品的目标（即化妆品边际效用）为提升个人形象，即变美。在我们没有充分的证据证明大家突然爱美程度剧增（化妆品边际效用短期极大飙升）的情况下，从约束的角度分析更为合理。我们拆解出化妆品消费的四类主要约束：

- 收入约束：总收入与可用于化妆品消费的收入
- 商品篮子约束：即消费者可选择的化妆品产品种类
- 行为成本约束：搜寻成本、售后服务（退换货麻烦程度）、物流服务（保障性和便捷性）等
- 价格约束：即化妆品价格

本文从以上角度寻找化妆品板块所谓“消费升级”现象背后的原因，及化妆品消费为何从 2017 年开始增速向上。

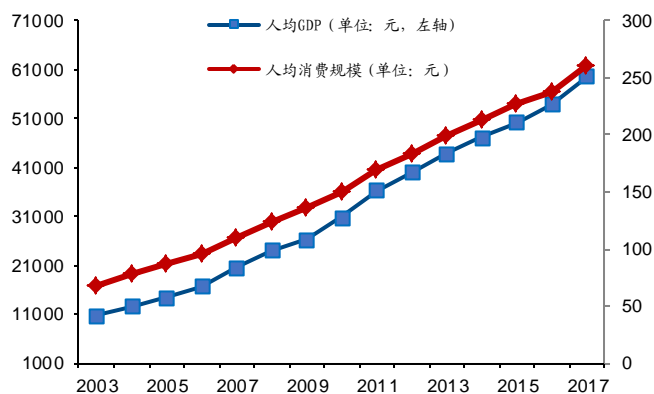
二、收入是支撑化妆品消费增长的基石

（一）化妆品消费与收入水平强相关

收入是影响消费最基础的因素，尤其是对于化妆品这种衣食住行之外的非必须消费来说。无论是从**总体上看人均化**

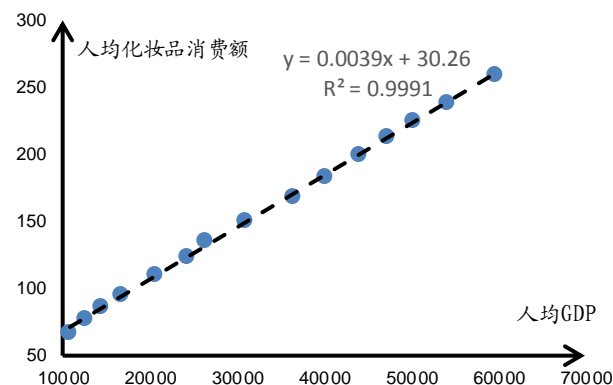
妆品消费与人均收入的高度相关性（图表 7），还是具体到各年龄层平均收入与其在消费中比例的高度重合（对比图表 8 与图表 9）——70、80 后是收入最高的两个群体，他们对全社会的消费贡献也最高；仅看化妆品消费，收入最高的 80 后占比也最大（对比图表 8 与图表 10。限于调查数据不是每年都做，这里两图分别对应 2015 和 2016 年的数据，但推测由此产生的误差很小）。

图表 6 我国化妆品人均消费额与人均 GDP



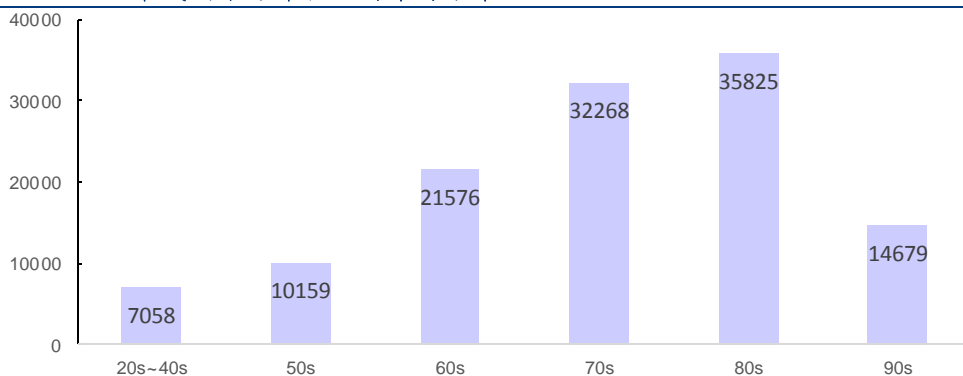
资料来源: Euromonitor, 国家统计局年鉴, 华创证券

图表 7 人均 GDP 与人均化妆品消费额呈强相关性



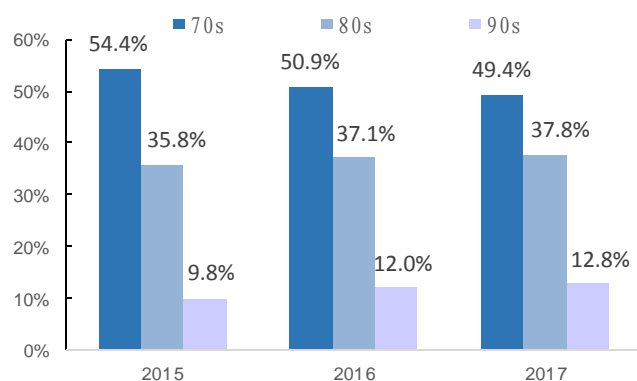
资料来源: Euromonitor, 国家统计局年鉴, 华创证券

图表 8 2015 年我国个体年收入的年龄分布



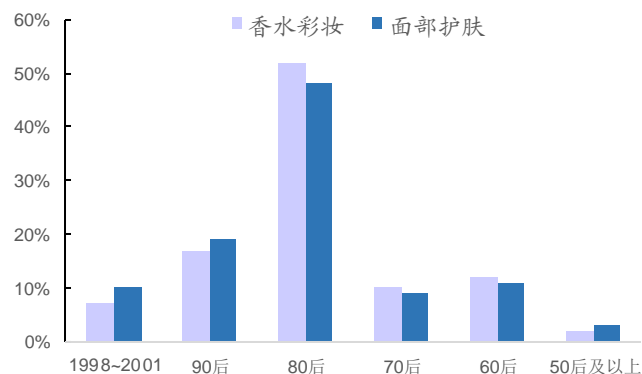
资料来源: CLDS 中国劳动力动态调查数据库, 华创证券

图表 9 三代人消费贡献占比



资料来源: 中国银联-京东金融《2017 年消费升级大数据报告》, 华创证券

图表 10 2016 年香彩妆与面部护肤品消费年龄分布

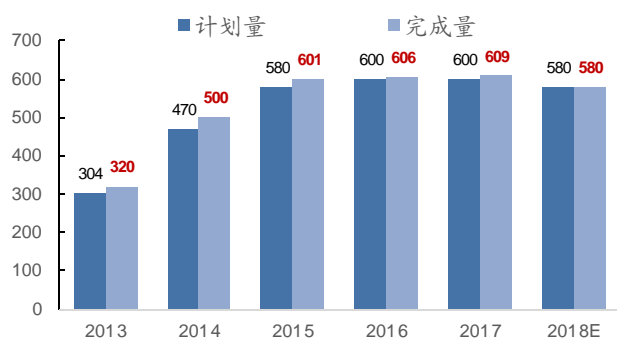


资料来源: 南都-京东消费研究所《2017 美妆消费报告》, 华创证券

（二）棚改货币化安置给三四线城市带来增量收入

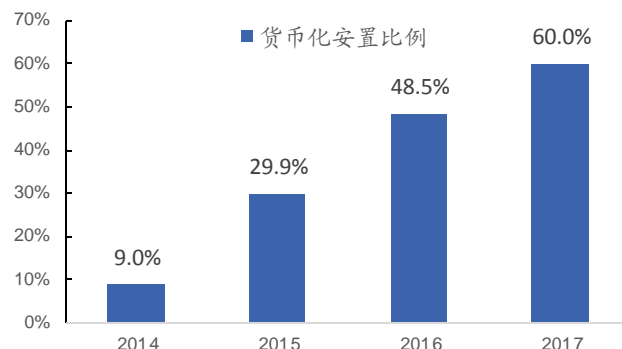
棚改最早可追溯至 2005 年东北棚户区改造，后扩大到全国，且近九成集中在三四线城市。2015-2017 年全国完成了 1800 万套棚户区改造，据国务院相关文件 2018 年将完成 580 万套。棚改中有大量货币化安置，即涉及房屋或者土地征收采用货币补偿。全国范围内 2016 年货币化安置比例为 48.5%，2017 年达到 60%，在三四线城市这一比例高达 80%。据中国产业信息网估计，2016 年棚改总投资 1.48 万亿元，其中货币化安置投资金额约 8257 亿元。

图表 11 棚改历年完成规模/万套



资料来源：住建部，中国指数研究院，华创证券

图表 12 棚改货币化安置比例



资料来源：住建部，华创证券

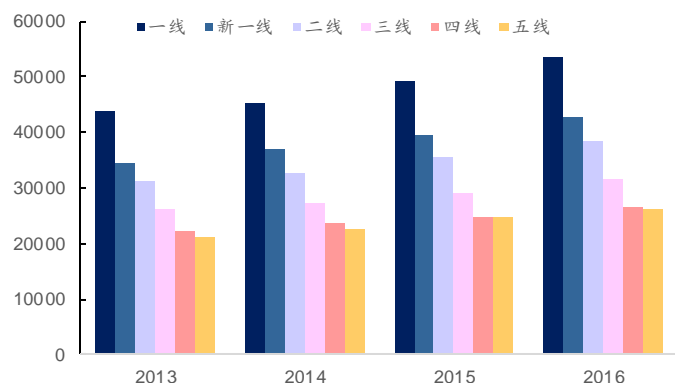
如此大规模的货币化安置自然为居民带来大量补贴收入，那这些收入是否都用于购买房产了呢？据西南财经大学中国家庭金融研究与调查中心发布的“中国家庭金融调查数据”，2013-2017 年，7.9%的城镇家庭经历了拆迁，接受货币化安置的比例为 31.6%（不包含 7.4%同时接受货币化安置与实物安置的居民），这其中的 20.4%购置了新住房，即 79.6%的家庭在接受了货币补偿后并没有购买新房。一方面由于家庭住房刚需基本满足，所以选择货币化安置；另一方面即使获得货币化安置补偿金，但购房资金仍然不足以支付当地房价，导致三四线城市货币化安置家庭的购房比例更低：一、二、三线城市货币化安置家庭购房比例分别为 12.0%、26.4%和 14.8%。

因此总体来说，2015-2017 年，三四线城市（7.9%的城镇家庭*（31.6%+7.4%））的家庭一次性多了一笔补偿金，据调研数据平均金额为 31.5 万，而且补偿金大比例（将近 80%）没有被用于买房，而是转化为潜在消费能力，在其他约束放松时得到释放。

（三）房价效应

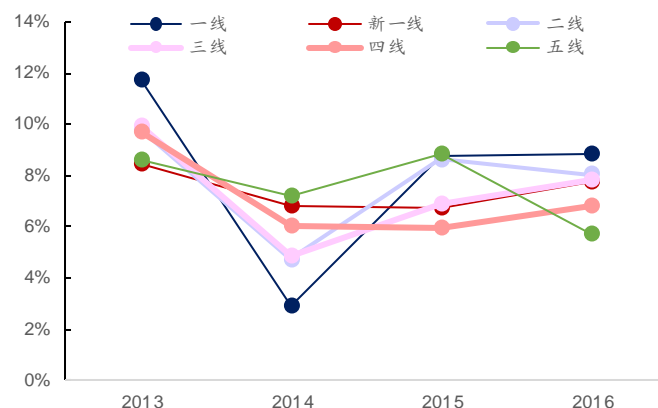
我们在谈论其他消费时候不可规避住房刚需的影响。一二线城市人均可支配收入高于三四线，且增速也较快（除特殊年份），虽说“由俭入奢易，由奢入俭难”，但可选消费确实更易受高房价的挤压。三四线城市房价相对一二线低，对其他消费相应的挤出效应小；并且过去两三年来国家严控一二线城市房价，三四线城市房地产去库存，由一二线投资性房地产溢出至三四线城市提高了已购置房产的消费者的财富感知。据麦肯锡一项调查数据，住房支出在一线城市排位第一，而三四线城市住房支出位于日用品、教育和可选消费（旅游、餐饮、耐用消费品和医疗等）支出之后的第四位。收入水平为化妆品这种可选消费提供最基本的支撑，但实际可支配到消费品的购买力决定行业增长。

图表 13 各线城市城镇居民可支配收入（单位：元）



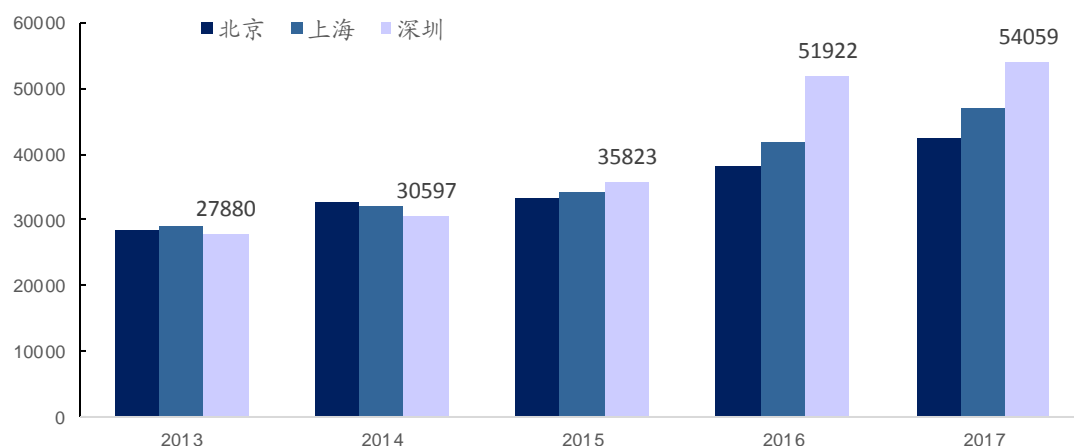
资料来源：Wind，华创证券

图表 14 各线城市城镇居民可支配收入增速



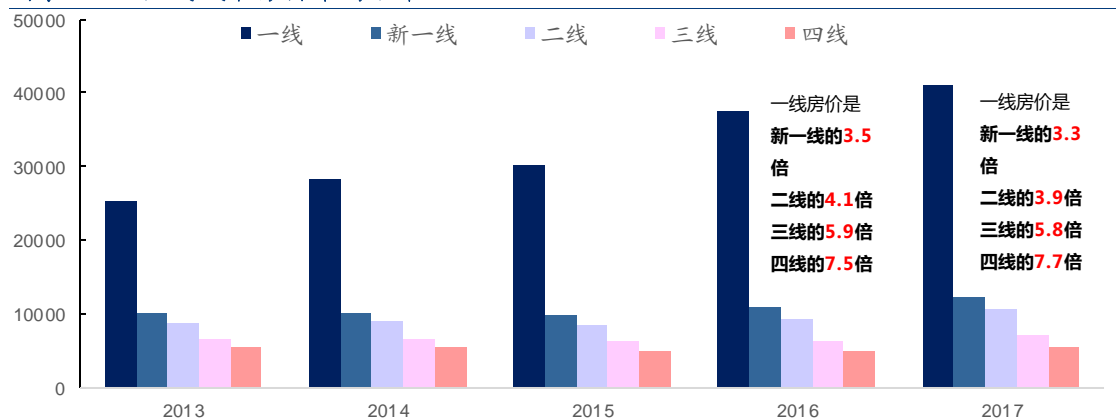
资料来源：Wind，华创证券

图表 15 北上深平均房价



资料来源：Wind，华创证券

图表 16 各线城市房价平均水平



资料来源：Wind，华创证券

三、线上消费体系逐步形成与完善——篮子扩大、成本降低

（一）电商渠道让更多化妆品进入消费者的篮子

在线上渠道发展起来之前，由于化妆品销售区域辐射半径有限，一二线与三四线城市的化妆品消费几乎是割裂开来的。无论是从品牌定位还是经济效益，在一二线城市设立专柜几乎是国际大牌唯一的选择（即便是在 2015 年，国际大牌线下专卖店仍主要集中于一二线城市）。

图表 17 国际大牌化妆品专卖店分布（2015 年）

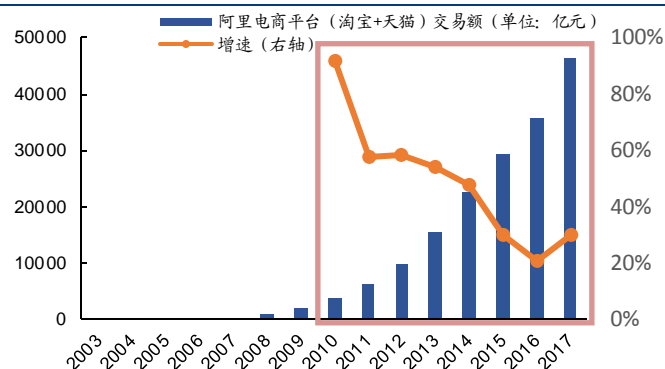
品牌	集团	部分已进驻项目
兰蔻	欧莱雅	上海长宁龙之梦、南京德基广场、宁波和义大道购物中心等
科颜氏	雅诗兰黛	上海来福士、上海正大广场、上海长宁龙之梦、南京德基、广州天河城、广州正佳广场等
雅诗兰黛		上海恒隆港汇、成都太古里、广州天河城、南京德基广场、上海协信星光广场等
芭比波朗		上海来福士、上海恒隆港汇、北京颐堤港、南京德基、广州正佳广场、广州天河城、成都太古里等
海蓝之谜		上海国金中心 IFC、南京德基广场等
魅可		上海来福士、上海正大广场、上海长宁龙之梦、南京德基、广州天河城、广州正佳广场、北京三里屯太古里等
悦木之源		上海来福士、上海 IAPM、北京西单大悦城、北京朝阳大悦城、广州正佳广场、南京德基等
倩碧		上海 APM、深圳海岸城、南京金鹰天地
迪奥	LVMH	广州太古汇、上海 IFC 国金中心、南京德基广场、上海协信星光广场等
Fresh		广州太古汇、上海中山公园龙之梦、深圳万象城等
贝玲妃		上海 APM、上海来福士、上海五角场万达、北京三里屯太古里、成都远洋太古里、广州正佳广场、深圳海岸城、深圳万象城等
悦诗风吟	爱茉莉太平洋	上海 IFC、上海 IAPM、上海正大乐城、上海美罗城、上海月星环球港、上海长宁龙之梦、上海宝山万达、上海虹口龙之梦、上海五角场万达、上海金桥莉太平洋国际广场、上海百联又一城、上海百联南方商城集团、上海虹桥火车站等
雪花秀		南京德基广场、上海百联世博源等
香奈儿	香奈儿	广州太古汇、上海来福士广场、南京德基等
SK-II	宝洁	南京德基广场、南京金鹰购物中心等
Jurlique	奥蜜思	上海 IAPM、上海 IFC、上海港汇广场、成都太古里、北京西单大悦城、北京国贸商城、广州天河城 Orbis 广州太古汇、杭州万象城、南京德基、深圳万象城等
资生堂	资生堂	上海陆家嘴新梅联合广场、北京东方广场、广州正佳购物广场等
Fancl	Fancl	上海 IAPM 环贸广场、上海国金中心、上海五角场万达广场等
Melvita	欧舒丹	上海浦东嘉里城、南京德基广场、北京朝阳大悦城杭州万象城、天津大悦城、杭州湖滨银泰等
娇韵诗	娇韵诗	南京金鹰天地、南京德基广场、成都 FS 国金中心、上海恒隆广场（含 SPA）、上海国金中心（含 SPA）、北京 SKP（含 SPA）、北京金融街购物中心（含 SPA）等

资料来源：联商资讯，华创证券

而三四线城市则主要集中在日化专营店，主要销售国产品牌和国际大牌为国内消费者打造的平价化妆品。一二线城市能够接触到的化妆品要远多于低线级城市，这也是除收入之外，三四线城市化妆品消费受到约束的原因之一。此外还会有信息不对称的问题——“如果你都没见过雅诗兰黛，也没有人告诉你它比国产品牌效果好，那么你永远不会想到要通过其他渠道买回来用，尽管你有能力也有意愿消费更好的化妆品”。这就是电商发展起来之前三四线城市化妆品消费的问题——篮子太小。

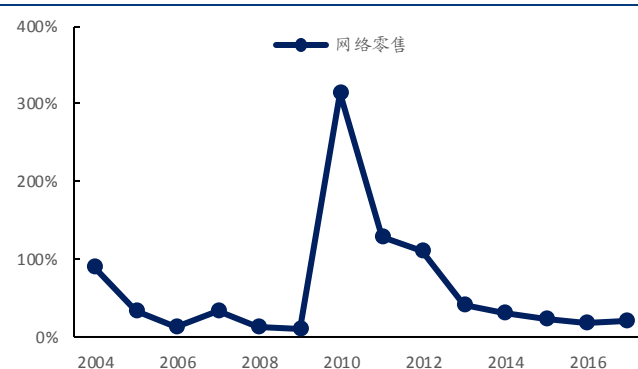
互联网及移动互联网的兴起解决了这一问题：一方面新媒体带来的信息使化妆品消费者得到充分教育，打破信息不对称；另一方面，随着物流业配套发展，化妆品辐射范围瞬间扩大（当然伴随着的是竞争也更多从区域变成了全国性和全部品牌的竞争）；而且线上渠道强势发展使国际大牌意识到线上消费的潜力，纷纷入驻天猫、京东等平台发展线上业务；各类海淘、全球购也进一步扩大了消费者商品篮子。线上渠道让各线城市消费者均有了更多选择，极大丰富了篮子里可供选择的品类。

图表 18 阿里电商平台交易额及 yoy



资料来源：云观咨询，华创证券

图表 19 化妆品线上渠道增长迅猛



资料来源：Euromonitor，华创证券

图表 20 部分国际大牌入驻天猫时间



资料来源：天猫，华创证券

(二) 线上消费成本相对线下较低

若将消费过程简化，消费成本包括商品本身成本和附加成本（交通、搜寻商品、物流、售后处理及时间花费）。早期线上渠道优势首先体现在低价格：由于线上店铺相比于线下大幅减少了租金，而当时的流量性价比很高，化妆品高毛利率+当时销售费用率低的特性，让利空间较大；而且在线上平台发展早期，尤其是双十一刚刚兴起的 2009 年-2012 年，许多品牌为抓住电商风口，线上相比线下确实更为优惠。

关于附加成本，线上消费不存在交通成本，搜寻比较成本也可以通过关键词搜索等方式大大降低，同时发达的物流体系保证了消费者取快递及售后处理的便捷，整个过程所花费的时间、体力和精力要远低于线下购物。尽管线上消费也存在缺陷，无法实际体验和感受商品，但可以通过店铺和品牌的背书等对冲缺陷。因此线上消费快速崛起，目前化妆品线上消费已形成基本完善的体系。

四、税率调整带来化妆品价格下调，进口化妆品受益最大

在上述约束基础上，最后一个约束的放松将解释时点问题，即为什么 2017 年（乃至 2018 年）化妆品增长如此特殊——税率调整带来化妆品价格下降。

化妆品涉及五种名目的税：①国产品缴纳消费税、增值税；②进口商品通过一般进口贸易缴纳消费税、增值税、关

税，通过行李或邮寄、跨境电商方式则消费税、增值税、关税合并征收，按照清关方式缴纳行邮税、跨境电商综合税。近年来行邮税和跨境电商综合税税率逐渐向一般进口贸易靠拢，此文进口化妆品部分以一般进口贸易来讨论。

（一）进口化妆品：

为便于理解消费税、增值税、关税多次调整对于化妆品整体税率的影响，设关税税率为 t_1 ，消费税税率为 t_2 ，增值税税率为 t_3 ，海关审定货价为 P_0 。

缴纳关税额： $P_0 * t_1$

缴纳消费税额： $\frac{P_0 * (1+t_1)}{1-t_2} * t_2$

缴纳增值税额： $\frac{P_0 * (1+t_1)}{1-t_2} * t_3$

综合以上得到化妆品综合实际税率： $t_0 = t_1 + \frac{(1+t_1) * (t_2+t_3)}{1-t_2}$

那么税额对进口化妆品价格影响多大？以一款到岸价格 $P_0=300$ 元人民币的化妆品为例，按照税率未大幅调整前 10% 的关税、30% 的消费税、17% 的增值税，综合实际税率达到 83.86%，则即使不考虑利润以及商家的租金带来的加价，该产品在国内的专柜价将不低于 551.57 元，价格几乎翻倍，影响可见一斑。

图表 21 一瓶迪奥香水价格组成



资料来源：成本控，华创证券

图表 22 一瓶兰蔻精华肌底液的价格组成



资料来源：成本控，华创证券

近几年国家对包含化妆品在内的进口消费品税率进行了多次调整，整理如下：

图表 23 近年化妆品税率调整

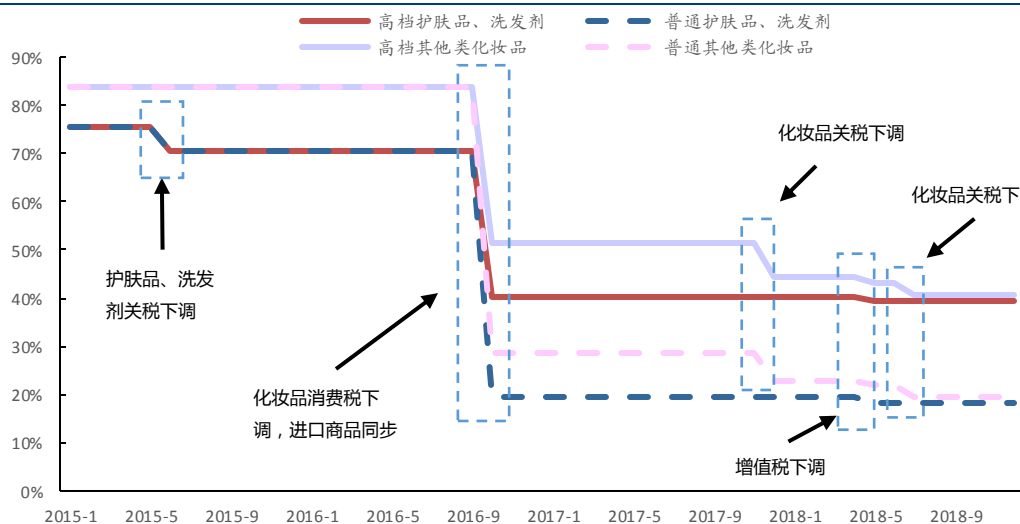
实施日期	出台政策	具体内容	化妆品税率变化
2015/6/1	降低部分日用消费品进口关税	降低部分服装、鞋靴、护肤品、纸尿裤等日用消费品的进口关税税率，平均降幅超过 50%。	护肤品、洗发剂进口关税：5% → 2%
2016/4/8	征收跨境电商零售进口税收、调整行邮税	对跨境电子商务零售进口商品征收关税和进口环节增值税、消费税；并同步调整行邮税政策，将四档税目调整为三档。。	1、跨境电商收税方式：行邮税 → 跨境电商综合税 11.9% 或 26.4% 2、行邮税率：10%、20%、30%、50% 四档 → 15%、30%、60% 三档

实施日期	出台政策	具体内容	化妆品税率变化
2016/10/1	化妆品消费税调整	调整化妆品消费税政策，将取消对普通美容、修饰类化妆品征收消费税，对高档化妆品，即生产（进口）环节销售（完税）价格（不含增值税）在 10 元/毫升（克）或 15 元/片（张）及以上的美容、修饰类化妆品和护肤类化妆品征收 15% 的消费税。	普通化妆品：30% → 0%
			高档化妆品：30% → 15%
2017/12/1	进口关税下调	以暂定税率方式降低 187 种消费品进口关税，平均税率由 17.3% 降至 7.7%。	1、香水、唇眼用化妆品等最惠国关税：10% → 5%；
			2、婴儿尿布及尿裤，以及部分配方婴幼儿奶粉进口关税均降为零
2018/5/1	增值税税率调整	将制造业等行业增值税税率从 17% 降至 16%，将交通运输、建筑、基础电信服务等行业及农产品等货物的增值税税率从 11% 降至 10%。	化妆品的增值税：17% → 16%
			跨境电商综合税：11.9% → 11.2% 26.4% → 25.5%
2018/7/1	进口关税下调	下调由 2017 年 12 月 1 日的暂定税率形式，改为降低最惠国税率的形式。	香水花露水等化妆品征税目录中大多数产品关税由暂定的 5% 下调至 3%

资料来源：财政部、税务总局，华创证券

各次调整对实际综合税率影响曲线如下：（因护肤品及洗发剂整体规模较大且关税调整与其他化妆品不一致，故列两类，高档化妆品与普通化妆品调整幅度不同也列为两类）

图表 24 税率调整对各类化妆品综合实际税率影响



资料来源：财政部、税务总局，华创证券

注：因为化妆品细分品类较多，分类较为粗糙，其他品类的变化中只要有细分品类税率有调整图中就有所体现，实际每个细分品类的税率变动可能比图中略小。

其中对实际综合税率影响最大的一次调整正是 2016 年 10 月的消费税调整，分别使得高档护肤品、洗发剂实际税率下降 30.09%，普通护肤品、洗发剂实际税率下降 51.15%，高档其他类化妆品实际税率下降 32.45%，普通其他类化妆品税率下降 55.16%。

图表 25 2016 年 10 月消费税调整对综合实际税率影响

	高档护肤品、洗发剂	普通护肤品、洗发剂	高档其他类化妆品	普通其他类化妆品
调整前	70.49%	70.49%	83.86%	83.86%
调整后	40.40%	19.34%	51.41%	28.70%
下调幅度	30.09%	51.15%	32.45%	55.16%

资料来源：财政部、税务总局，华创证券

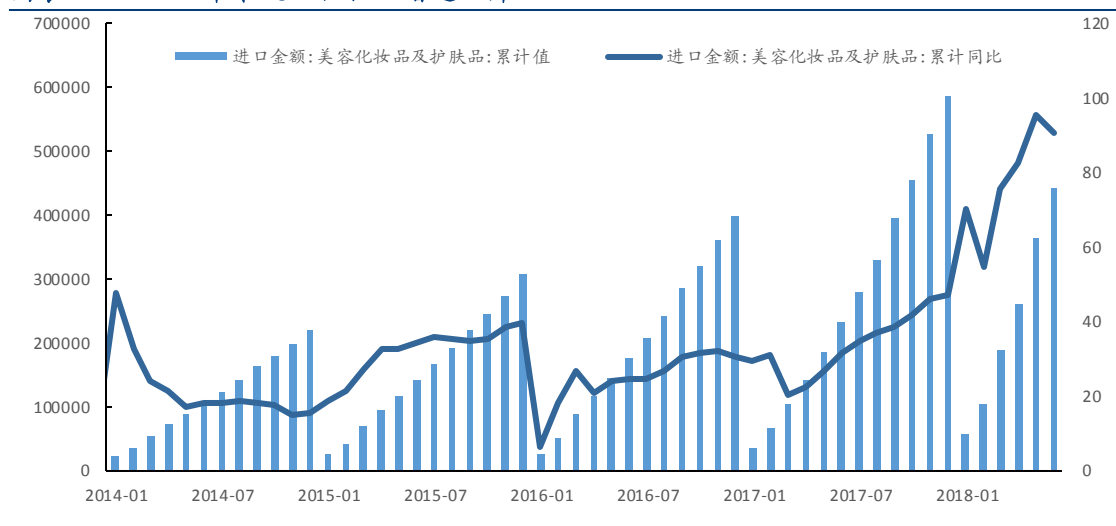
此次降税带来了前所未有的影响，为化妆品企业带来了巨大的价格调整空间以及营销支出空间。那么下一个问题是，降税是否带来了价格调整？

图表 26 国际化妆品集团部分商品降价情况

集团	降价时间	具体内容
欧莱雅	2017 年 1 月 1 日	下调旗下兰蔻、阿玛尼美妆、圣罗兰美妆等品牌部分产品的价格
雅诗兰黛	2017 年 1 月 5 日	下调包括包括雅诗兰黛、倩碧、魅可、芭比波朗、祖玛珑、Tom Ford 和 Michael Kors 等品牌旗下 300 余款产品在国内的建议零售价格，降幅最高达 18%
爱茉莉太平洋	2017 年 1 月 15 日	将兰芝、悦诗风吟、伊蒂之屋、雪花秀四个品牌 327 个单品的零售价下调 3% 至 30%

资料来源：华创证券整理

2017 年 1 月，国际品牌密集降价，而化妆品社零增速拐点也正是 2017 年 2 月（社零数据 1-2 月合计披露）。同时化妆品进口数据也从侧面做出印证，2017 年起化妆品进口金额同比持续上升，联系到 2017 年 12 月关税下调带来的 6% 左右实际综合税率的下降，今年则呈现出更加猛烈的增长趋势。

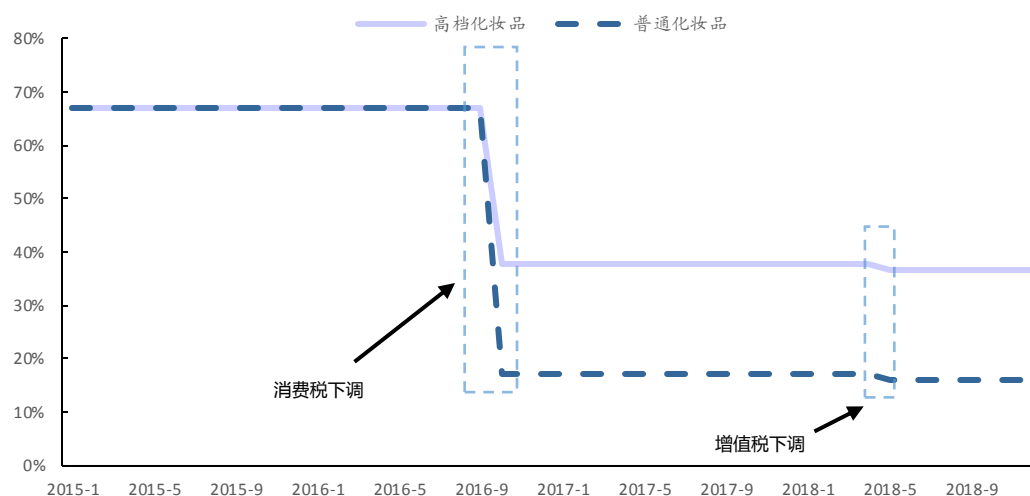
图表 27 2017 年来进口化妆品增速上升


资料来源：Wind，华创证券

（二）国产化妆品

与国际化妆品品牌不同的是，国产化妆品本身价格较低、品牌力较弱、降价空间小，因此并没有大范围迎合政策降价。因此从整体化妆品市场来看，国际大牌受益最大，也是整体市场增长的主要驱动力，也就出现了图表 5 中的高档化妆品市场增速明显高于大众化妆品的现象。

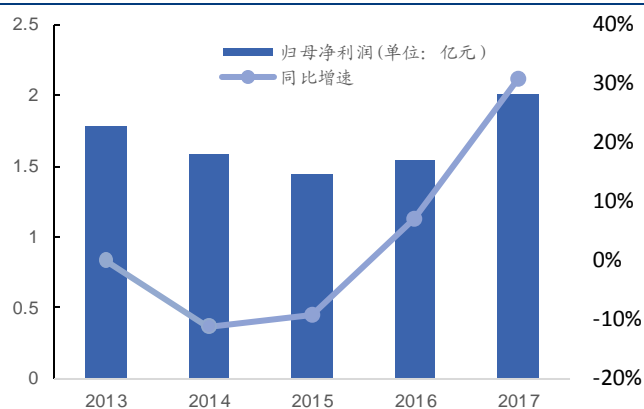
图表 28 国产化妆品实际综合税率受税率调整影响



资料来源：财政部、税务总局，华创证券

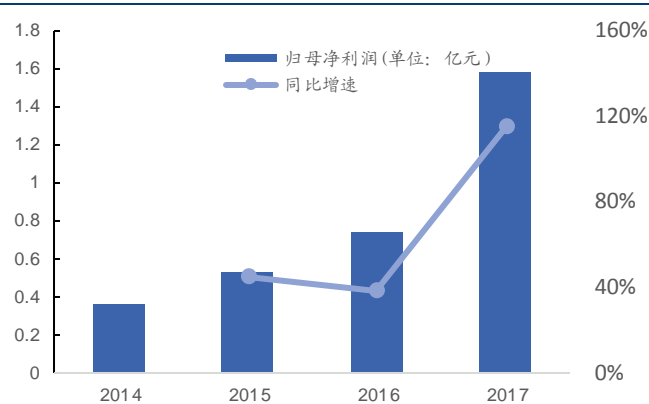
降税对国产品的利好体现在可以降价或通过增加营销费用扩大营收，甚至直接化作利润的一部分，促进国产品利润增长——珀莱雅 2017 年净利润同比增长 30.70%，显著高于 2016 年的 6.87%；而上海家化和御家汇更是达到 93.95% 与 114.85% 的同比增长。

图表 29 珀莱雅 2017 年净利润大幅增加



资料来源：Wind，华创证券

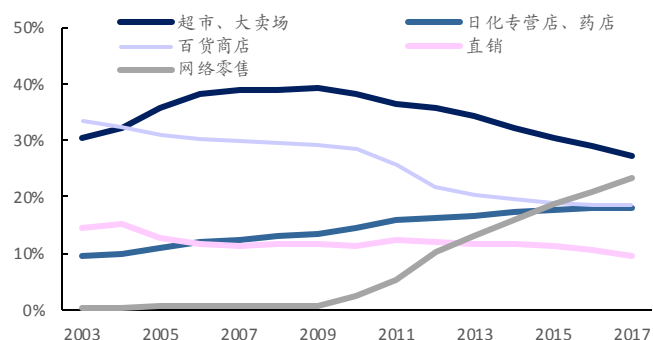
图表 30 御家汇 2017 年净利润大幅增加



资料来源：Wind，华创证券

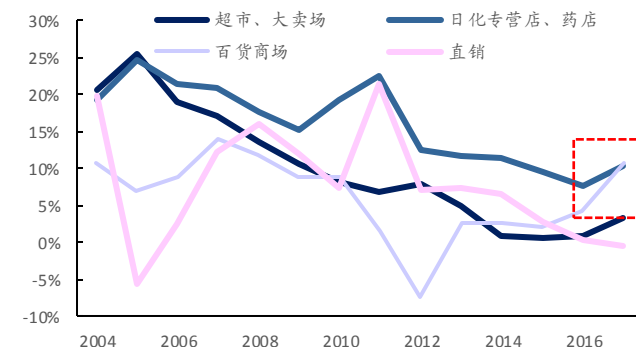
此外，国际品牌降价带来的专柜价格与海外代购价差缩小，以及线上、线下渠道价格体系的优化，还带动了线下渠道的增长。（图表 31 和图表 32 中百货商场是国际大牌设立专柜的主要场所，而日化专营店则是国产品牌的主要渠道）

图表 31 化妆品各销售渠道规模



资料来源: Euromonitor, 华创证券

图表 32 化妆品各线下销售渠道增速



资料来源: Euromonitor, 华创证券

五、结论

我们认为本轮化妆品消费增长逻辑如下:

除了人均收入水平平稳增长,棚改货币化为三四线城市居民带来了短期较大额度的额外收入,收入约束放松,化妆品消费潜在人群增长;电商渠道带给消费者更多化妆品选择,扩大了消费者的篮子;网购体系的逐渐成熟降低了化妆品消费的行为成本(包括搜寻、鉴别、物流等成本);最后,化妆品税率下调,尤其是2016年10月消费税率大幅下调开启化妆品业本轮增长。

暂不论上市公司具体发展,我们认为未来行业内优秀公司依然有较大增长空间。虽然体量上讲我国化妆品行业目前规模已经较大,但2017年人均消费额仅约260元,而美日韩等国人均消费额均在200美元以上。当前消费已经成为我国GDP增长第一大动力,随着化妆品行业教育的不断渗透,消费者变美诉求逐步提升(在目标-约束框架分析下即化妆品的边际效用也将逐步提升,结合约束的放松将带来更多消费量),长期来看行业依然处于增长期,提供企业成长的土壤。

六、风险提示

宏观经济下行风险,重大使用安全事故风险。

商社组团队介绍

高级分析师：王薇娜

美国密歇根大学安娜堡分校理学硕士。曾就职于光大永明资产管理、国寿安保基金。2016 年加入华创证券研究所。2017 年金牛奖餐饮旅游第四名

助理研究员：胡琼方

清华大学工学硕士。2017 年加入华创证券研究所。2017 年金牛奖餐饮旅游第四名团队成员。

助理研究员：林轩宇

美国伊利诺伊大学香槟分校金融硕士。2017 年加入华创证券研究所。

助理研究员：王紫洛

南京大学管理学硕士，2017 年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职 务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	申涛	高级销售经理	010-66500867	shentao@hcyjs.com
	杜博雅	销售助理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	侯斌	销售助理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售助理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	侯春钰	销售助理	010-63214670	houchuny@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	王栋	高级销售经理	0755-88283039	wangdong@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售助理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	杨英伟	销售助理	0755-82756804	yangyingwei@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	沈晓瑜	资深销售经理	021-20572589	shenxiaoyu@hcyjs.com
	朱登科	高级销售经理	021-20572548	zhudengke@hcyjs.com
	杨晶	高级销售经理	021-20572582	yangjing@hcyjs.com
	张佳妮	销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	sheny@hcyjs.com
	乌天宇	销售经理	021-20572506	wutianyu@hcyjs.com
	柯任	销售助理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售助理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	张敏敏	销售助理	021-20572592	zhangminmin@hcyjs.com
	蒋瑜	销售助理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上;
 推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
 中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10% - 10% 之间;
 回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20% 之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5% 以上;
 中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数 -5% - 5%;
 回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5% 以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况, 自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室 邮编: 200120 传真: 021-50581170 会议室: 021-20572500