

美丽消费升级，四维度视角布局黄金赛道 ——化妆品行业深度报告

许荣聪

021-68407349

xurc@cmschina.com.cn

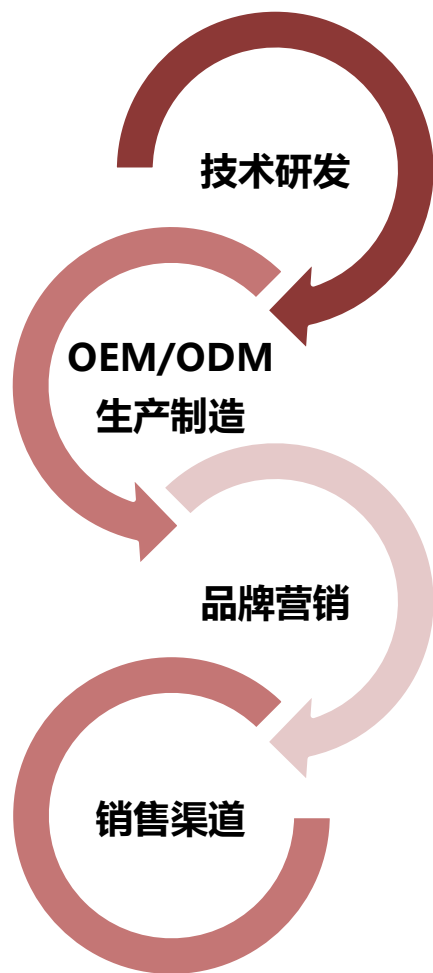
S1090514090002

宁浮洁（研究助理）

021-68407349

ningfujie@cmschina.com.cn

报告日期：2018年8月22日

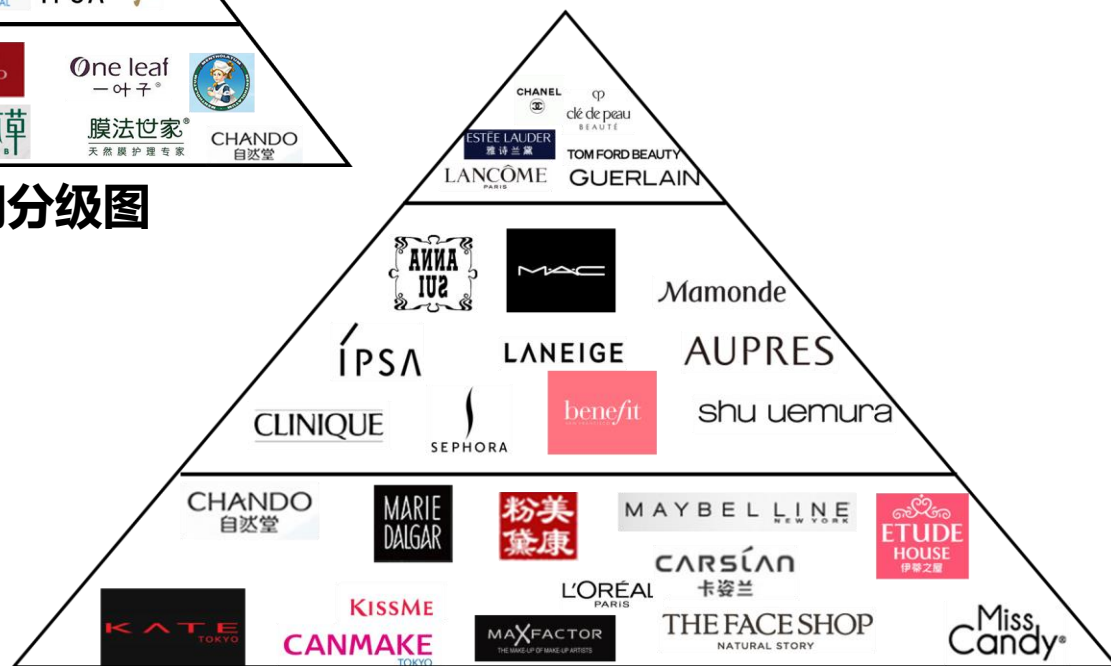


一、竞争版图

- 高端市场外资主导，大众市场内资奋起直追
- 彩妆发展强势，叠加电商趋势助力内资成长
- 营销、研发差距较大，内资高端逆袭路漫漫



图：护肤类品牌按价位区间分级图



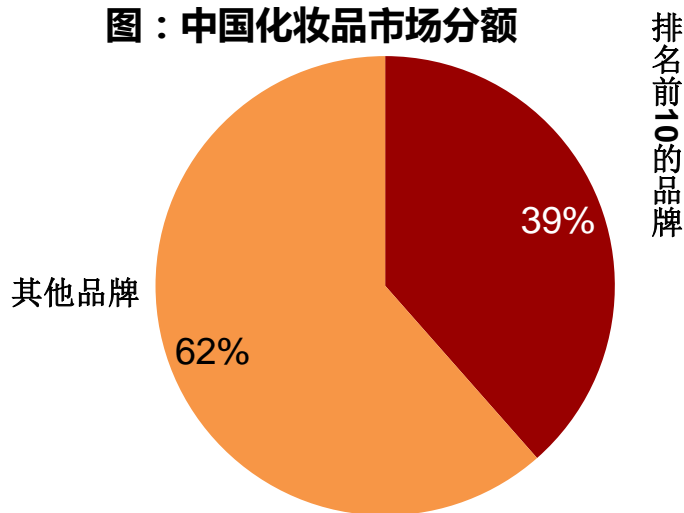
图：彩妆类品牌按价位区间分级图

- ❑ 美容和个人护理（Beauty and Personal Care）市场是我国竞争最激烈的领域之一，市场高度分散。
- ❑ 2016年底全国拥有生产化妆品资质的企业达到**4798家**。2017年，行业排名前10的企业市场分额仅占**38.5%**，而这一数字在美国是**70%**。国际品牌在竞争中占有较大优势，国际品牌注重产品营销、研发投入，产品品质有保障，树立了良好的品牌形象。国内化妆品企业则以中小企业为主，化妆品安全问题频出，也阻碍了国内品牌的发展。
- ❑ 目前国产占据三四线超市中低端市场，高端市场则被国际品牌占据。国际品牌的销售量虽然只占到我国化妆品整体销售量的**60%**，收入却占到**90%**。

表：2017年中国化妆品市场占有率前10的公司

宝洁	10.1
欧莱雅	8.4
资生堂	3.1
上海上美（内资）	2.6
联合利华	2.6
雅诗兰黛	2.5
太平洋爱茉莉	2.5
百雀羚（内资）	2.3
伽蓝（内资）	2.2
玫琳凯	2.2

图：中国化妆品市场分额



- ❑ **个人护理市场的发展落后于化妆品市场。**在2008-2017年期间，中国美容和个人护理市场CR5和CR10持续下跌，主要由于个人护理收入占比更高的宝洁、联合利华等公司的市占率不断下跌。
- ❑ 同时，欧莱雅、雅诗兰黛等大型化妆品公司市占率不断提升。
- ❑ **随着个人收入提高与化妆品消费意识觉醒，化妆品公司发展持续向好**

表：中国美容与个人护理市场历史CR5、CR10

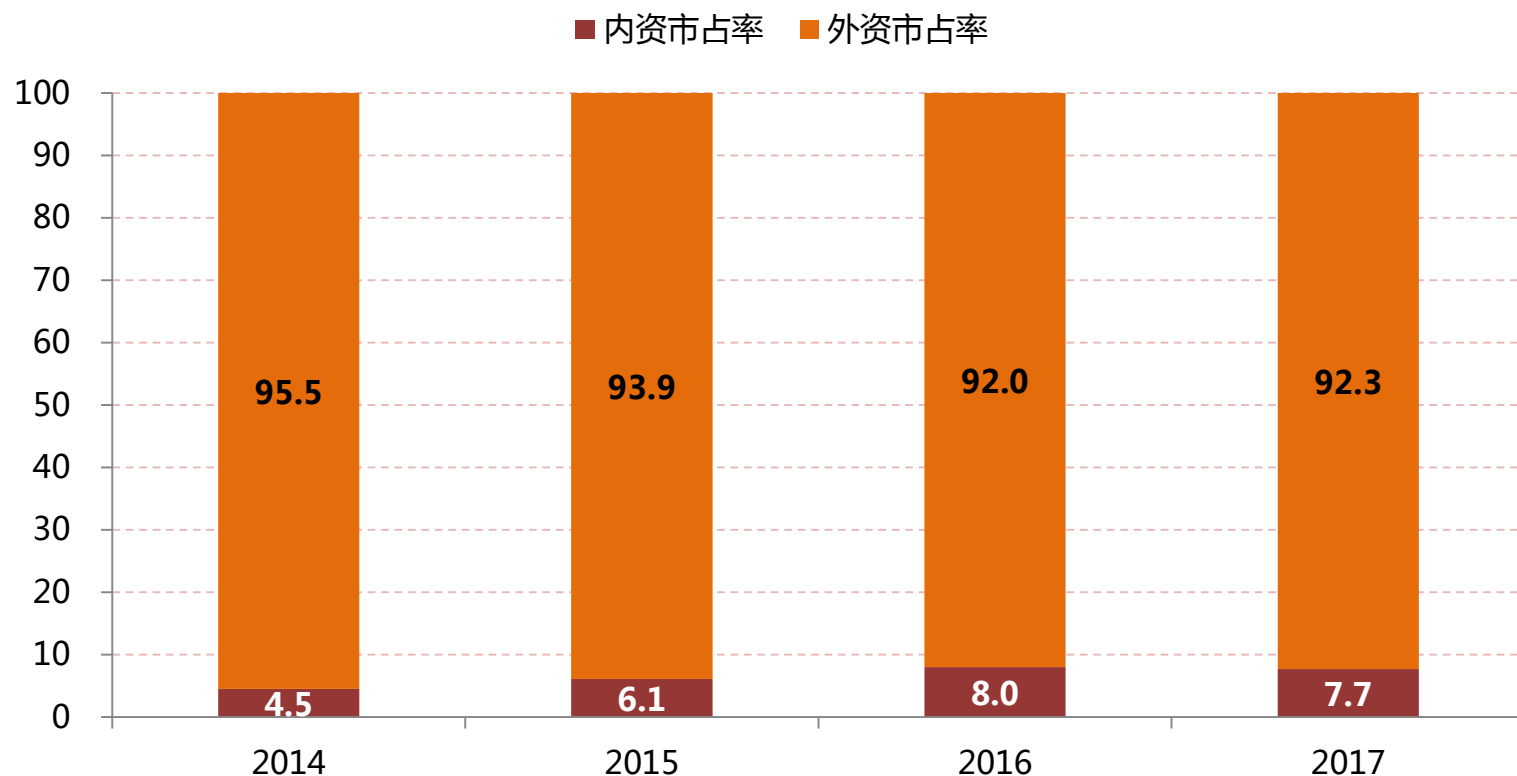
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
CR5	33.7	33.6	33.8	33.7	33.1	32.2	31.1	29.2	27.2	26.8
CR10	43.7	43.5	42.8	42.6	42.3	41.5	40.7	39.1	38	38.5

表：2017年中国化妆品市场占有率前10的公司的历史市占率

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
宝洁	15.9	15.3	14.9	14.4	14.1	13.4	12.8	11.9	10.6	10.1
欧莱雅	7.4	7.9	8.5	8.8	9.1	9.2	8.8	8.5	8.3	8.4
资生堂	3.5	3.5	3.7	3.8	3.4	3.1	3	2.8	2.9	3.1
上海上美（内资）	-	-	-	-	-	-	-	1.9	2.3	2.6
联合利华	3.6	3.5	3.5	3.6	3.7	3.7	3.2	3	2.9	2.6
雅诗兰黛	0.9	1.1	1.3	1.6	1.7	1.8	1.9	2	2	2.5
太平洋爱茉莉	0.5	0.5	0.7	0.8	1	1.2	1.5	1.9	2.4	2.5
百雀羚（内资）	0	0	0.1	0.2	0.4	0.9	1.4	1.8	2.1	2.3
伽蓝（内资）	0.7	1	1.1	1.3	1.4	1.5	1.6	1.8	2	2.2
玫琳凯	1.9	2.3	2.5	2.5	2.7	2.8	3.3	3	2.5	2.2

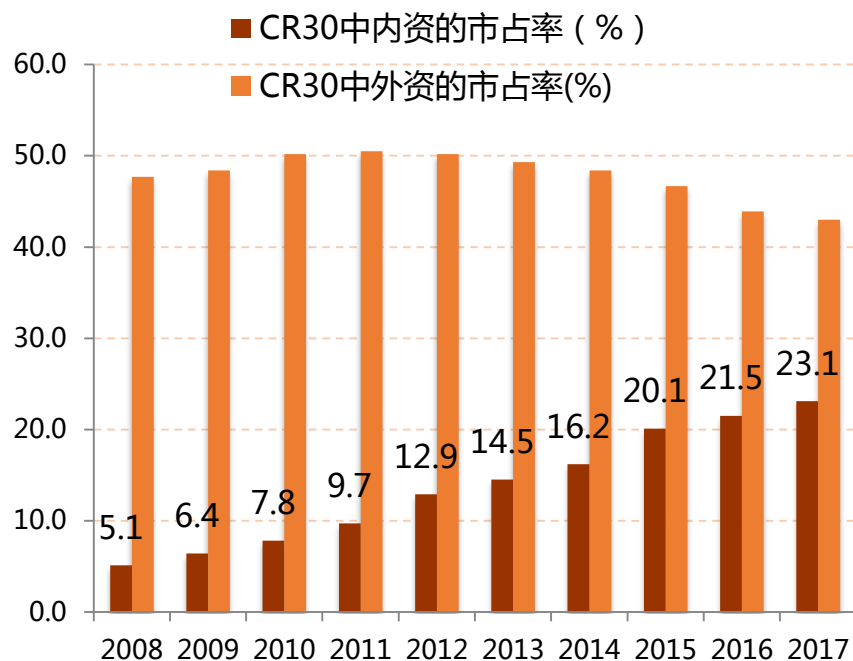
- ❑ **外资企业占据绝对主导。** 2017年，在Top 40公司中，只有无限极、环亚科技、昆明沃霖、拉芳集团等四家内资企业，其余均为外资企业。这4家企业在高端市场的市占率只有**7.7%**。
- ❑ 在2014年—2017年期间，内资市占率实现较大幅度提升，主要得益于环亚科技（+1.4%）、昆明沃霖（+1%）、以及无限极（+0.6%）。

图：高端化妆品市场的TOP40相对占有率

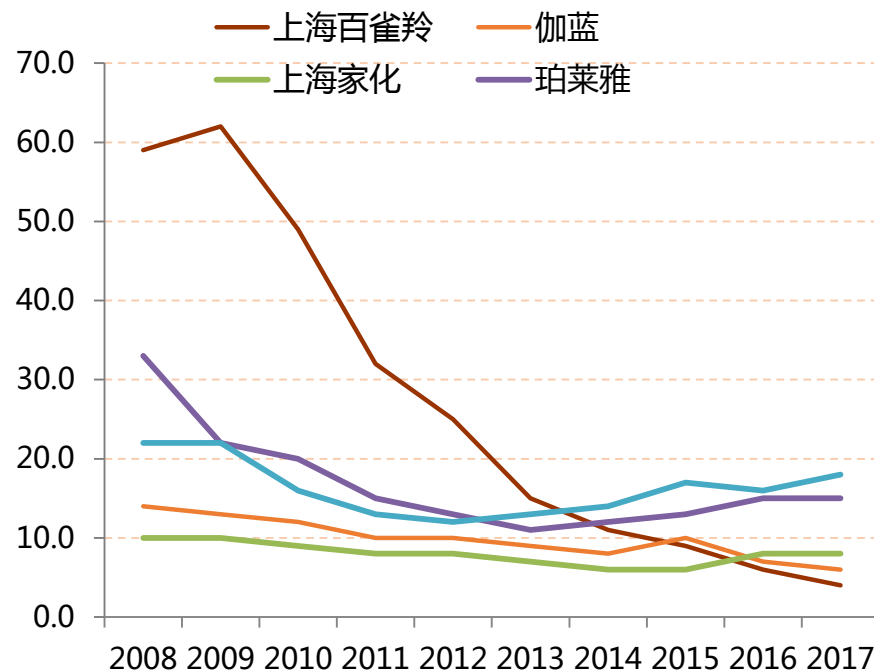


- ❑ **内资企业奋起直追，市占率快速攀升。** 2017年，在Top30公司中，有包括上海上美、百雀羚、上海家化、珀莱雅等14家内资企业，这些企业在大众市场的市占率由2008年的**5.1%**迅速上升至2017年的**23.1%**。
- ❑ 在2014年-2017年期间，得益于大众化妆品市场的旺盛需求、以及大牌化妆品下潜不足，内资企业的市占率排名均有不同程度的提升，其中提升幅度最大的是百雀羚、珀莱雅、和上海上美。

图：2017年CR30内外资企业的大众市场占有率

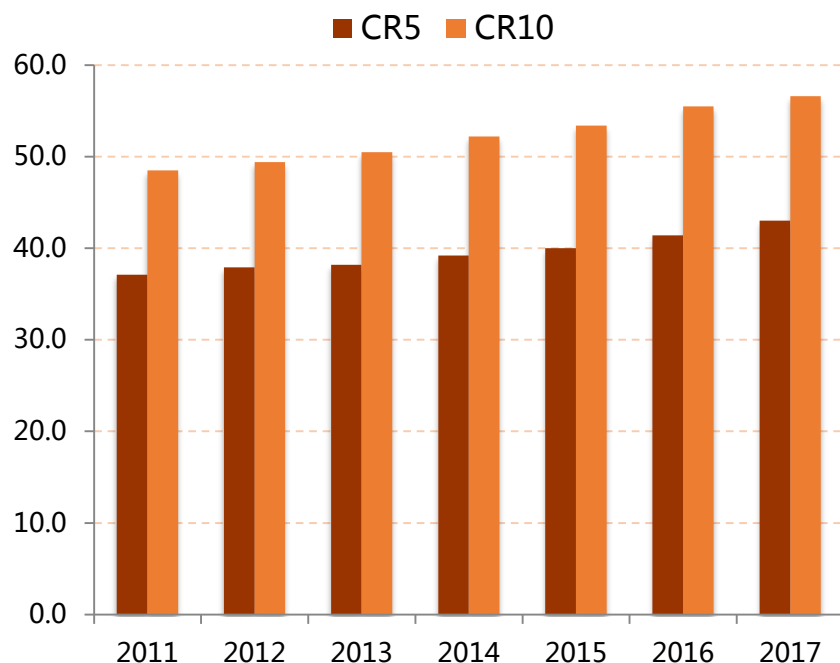


图：部分内资企业在大众市场的占有率排名

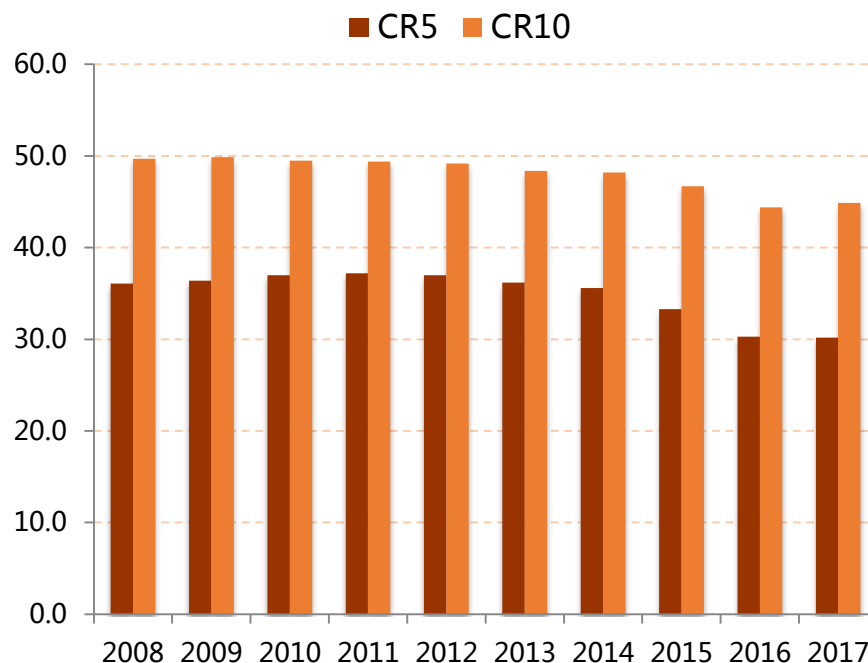


- ❑ 相较于大众市场，高端市场的头部集中趋势较为明显。在2011年—2017年间，头部集中度均有提升，并且大部分集中度的提升都由Top 5企业贡献，表明Top 5的“强者恒强”的趋势愈加明显
- ❑ 大众市场的头部集中趋势较为分化。在2008年—2017年间，位列Top 1的宝洁市占率下降6.2%，约等于同期CR5的下降幅度，表明其余几家Top 5较为稳定。

图：高端市场的市场集中度情况



图：大众市场的市场集中度情况

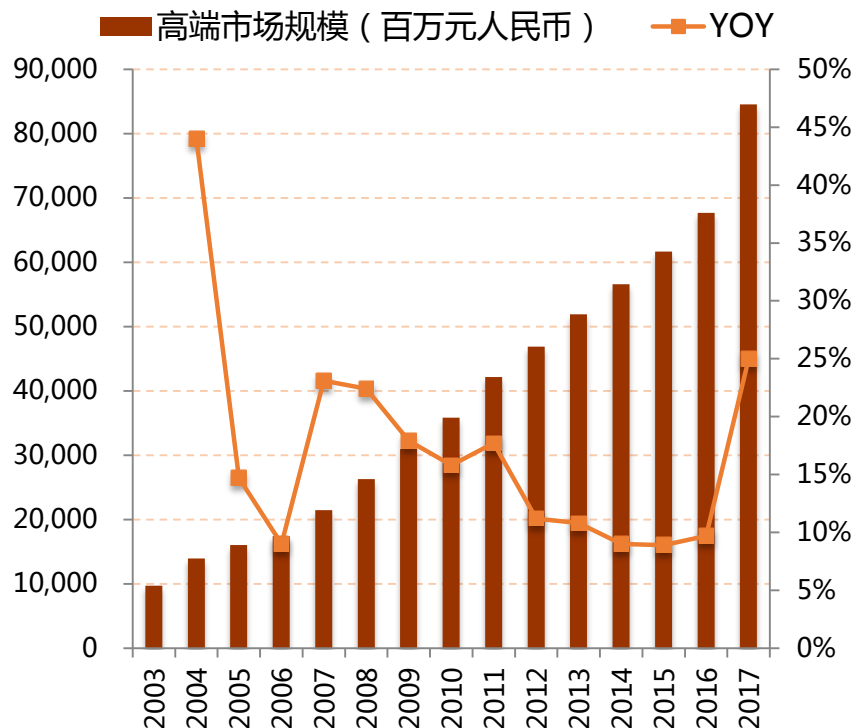


备注：高端市场的集中度讨论剔除了安利集团，因为安利集团市占率较高但是下降幅度极大，会扭曲高端市场的头部集中趋势

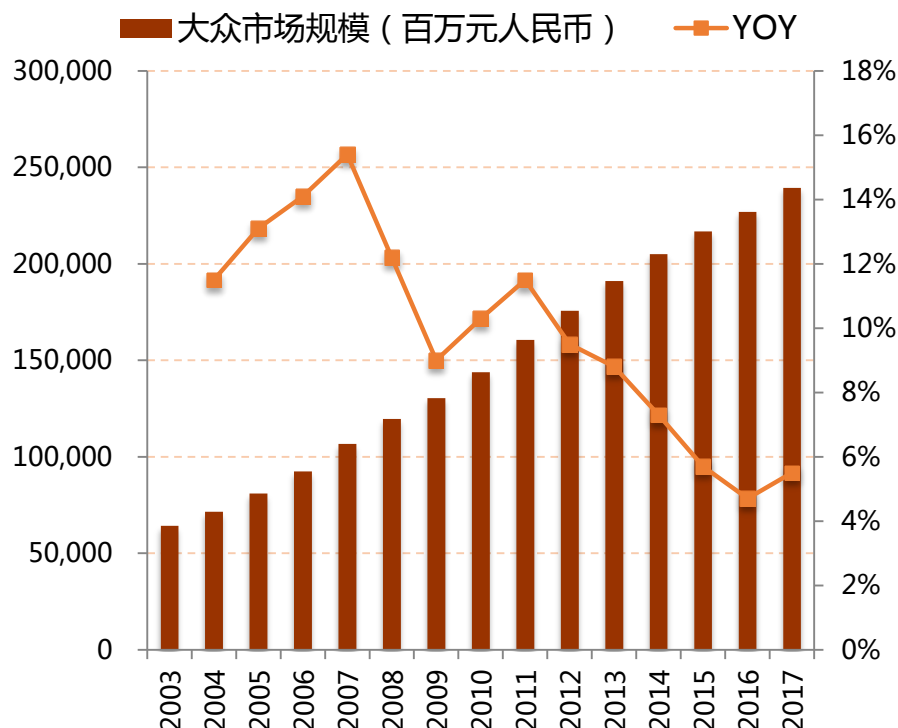
高端市场增速较高，且反弹幅度更大

- ❑ 大众产品的市场规模远大于高端产品的市场规模。
- ❑ 在2007—2016年之间，高端市场增速保持在大众市场增速之上，领先幅度在2%~10%。2017年，随着化妆品市场回暖，高端市场与大众市场的增速均有所恢复。
- ❑ 伴随着个人收入与化妆品意识的提高、以及厂商在高端品牌营销上逐渐发力，预计高端市场增速将继续高于大众市场增速。

图：高端市场规模及增速



图：大众市场规模及增速



从护肤品到彩妆，品类延伸奠定成长基础

GMS



招商证券

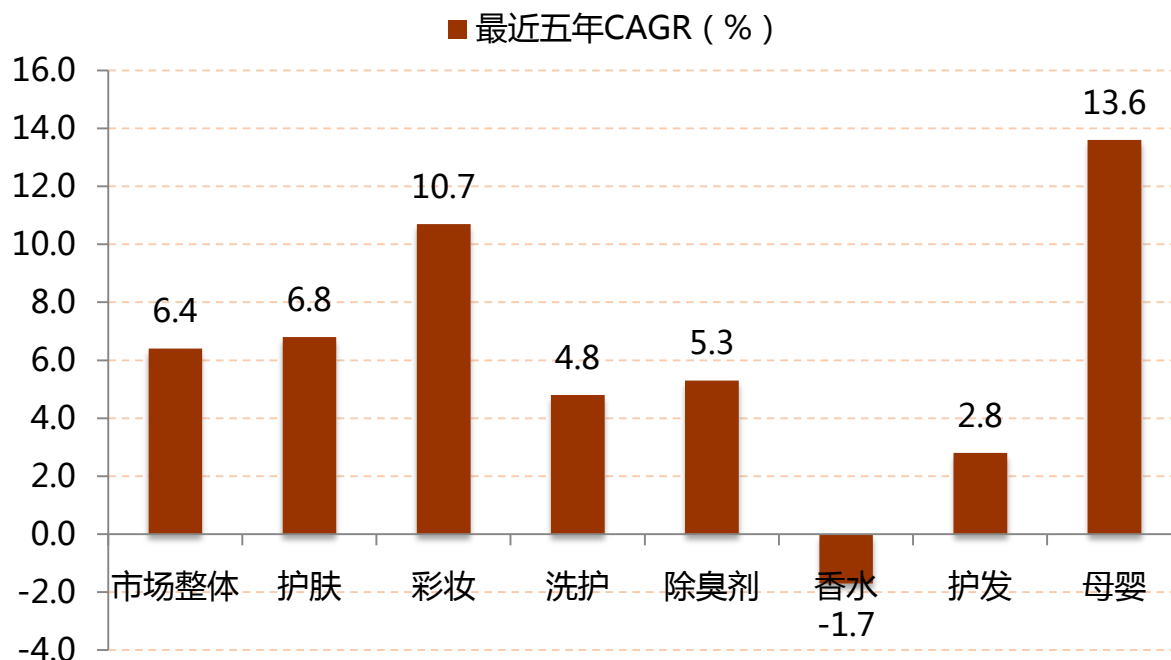
- ❑ **品类延伸打开成长空间。**品类延伸有助于放大品牌红利并增加利润规模，市占率排名前列的内资公司均实现品类延伸。
- ❑ **品类纵深势在必行。**由于护肤品协同性较高，珀莱雅、上海上美等四家内资企业均由原本的面部护肤组合，纵向推出身体护理、眼部护理等新护肤品类。
- ❑ **彩妆品类延伸大势所趋。**得益于其较高的产品差异性、快速扩张的市场规模、以及较高的原有业务协同性，彩妆产品是内资企业品类延伸的首选，并预计御家汇等其他化妆品厂商将快速跟进。

表：主要内资品牌的品类延伸不完全统计

厂商	原本品类	品类纵深	品类延伸
珀莱雅	护肤（洁面、面霜）	护肤（化妆水、精华、乳液、眼部护理）	彩妆（粉底、眼影、唇膏）
上海上美	护肤（面霜、乳液）	护肤（面膜、爽肤水、眼霜、精华液）	彩妆（眼影、粉底）、母婴（洗护）、洗护（洗发水）
百雀羚	护肤（香脂）	护肤（润肤霜、护手霜、SOD蜜）	彩妆（BB霜、唇膏、眼影）
御家汇	护肤（面膜）	护肤（水乳膏霜）	

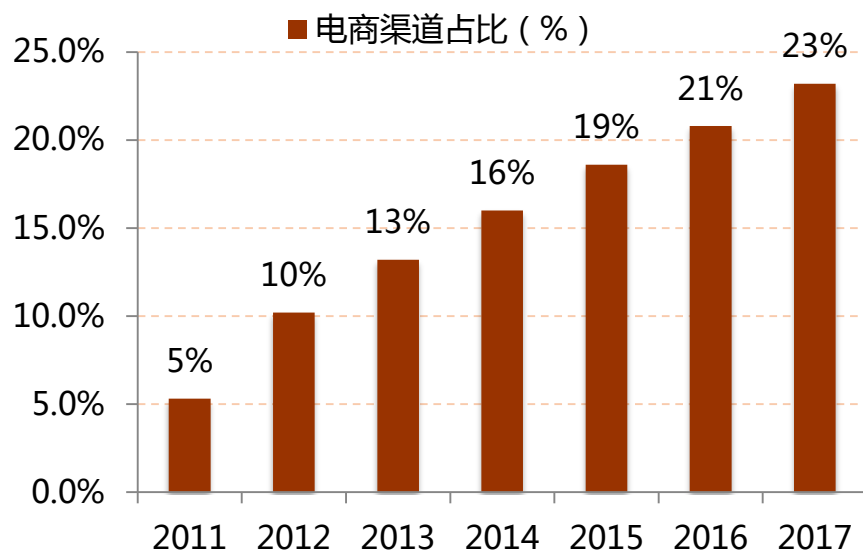
- ❑ **大众护肤、彩妆增速高于大众市场整体增速。**排名前列的内资厂商主要集中在大众护肤与大众彩妆市场，而以上两个市场的增速均高于大众市场的整体增速，由此带动内资企业迅猛发展；
- ❑ 由于其增速远高于其他市场增速，预计**母婴产品将成为下一个内资企业的品类延伸热点。**

图：大众化妆品市场的细分行业增速

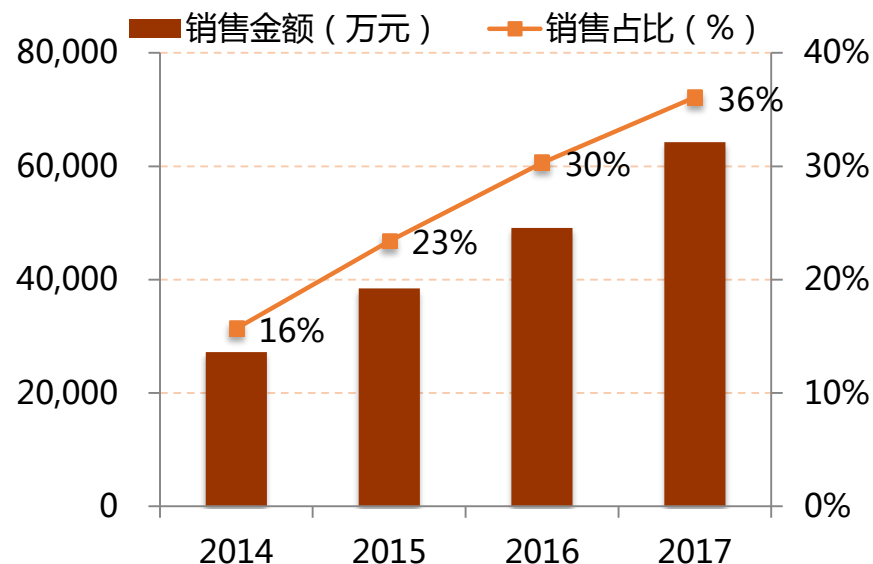


- ❑ **化妆品电商销售占比迅速攀升**，由2011年的5%提升至2017年的23%；
- ❑ **较之外资的谨慎尝试，内资企业全面拥抱电商渠道**，带动销售额快速提升。内资品牌在营销实力上处于弱势，但线上无边界宣传特性可有效提升国内品牌的传播度，并解决内资企业难以通过传统渠道来接触中高端客户群体的难题。而外资企业为了避免形象受损以及受困于线下代理的利益冲突，对电商销售更为谨慎；

图：化妆品行业电商销售占比



图：珀莱雅电商销售占比



- **内资品牌集中在中低端及低端，具备较高的性价比优势。**中低端以下的国际品牌护肤品包装简单，主要卖点为品牌本身，极少附赠品；而同价位的内资品牌包装精致，并含有深海科技、草本精华、极致补水、天然肤色等主要卖点，并不时附带赠品，打造更高性价比

表：护肤品价格区间

市场定位	公司名称	品牌名称	主力护肤品价格 (元/件, 天猫旗舰店)
高端	宝洁	SK-II	500-2800
	路易·威登	娇兰	400-4500
	欧莱雅	兰蔻	300-2900
	雅诗兰黛	雅诗兰黛	200-3800
中高端	LG	后	200-2600
	雅诗兰黛	倩碧	200-900
中端	上海家化	佰草集	50-1000
	爱茉莉太平洋	兰芝	100-600
	宝洁	玉兰油	100-400
中低端	爱茉莉太平洋	悦诗风吟	50-400
	上美	韩束	50-300
	百雀羚	百雀羚	50-300
低端	广州环亚	法兰琳卡	30-200
	曼秀雷敦	曼秀雷敦	10-200

表：彩妆价格区间

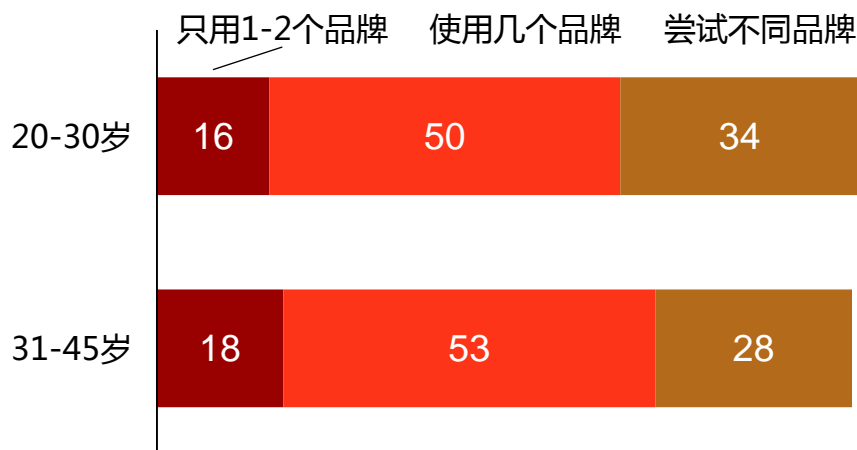
市场定位	公司名称	品牌名称	主力彩妆价格 (元/件, 天猫旗舰店)
高端	资生堂	肌肤之钥	200-1200
	欧莱雅	兰蔻	200-1000
	雅诗兰黛	海蓝之谜	500-1000
	雅诗兰黛	雅诗兰黛	200-900
中高端	雅诗兰黛	芭比波朗	150-800
	LG	后	200-600
中端	欧莱雅	植村秀	50-500
	爱茉莉太平洋	梦妆	80-300
	资生堂	欧珀莱	50-300
中低端	伽蓝	自然堂	40-200
	卡迪莲	卡姿兰	20-300
	上海菲扬	玛丽黛佳	30-200
	欧莱雅	美宝莲	20-200
低端	韩后	韩后	20-100
	上海丰邑	稚优泉	10-100

品牌是化妆品厂商的核心竞争力。品牌知名度和忠诚度是建立在品牌长期的消费者教育，客户培养，营销策划，产品研发和售货服务之上的。

在香港贸易发展局对我国女性的调查显示：超过半数的女性固定使用某几个品牌的化妆品。由此可见，化妆品行业有着强大的顾客忠诚度。

销售渠道是化妆品行业的又一大壁垒。企业需要建立覆盖线上线下各个零售终端的全国性销售网络大规模贩卖企业产品。这一渠道网络的建立需要大规模的资金投入，成熟的运营团队，长时间的市场积累，这些因素成为了化妆品行业渠道建设的壁垒，导致新加入的品牌难以在短时间内实现赶超

图：消费者对化妆品品牌忠诚度



化妆品的研发设计生命科学、精细化工，皮肤科学、植物学等学科的交叉应用，拥有极高的科技研发壁垒。

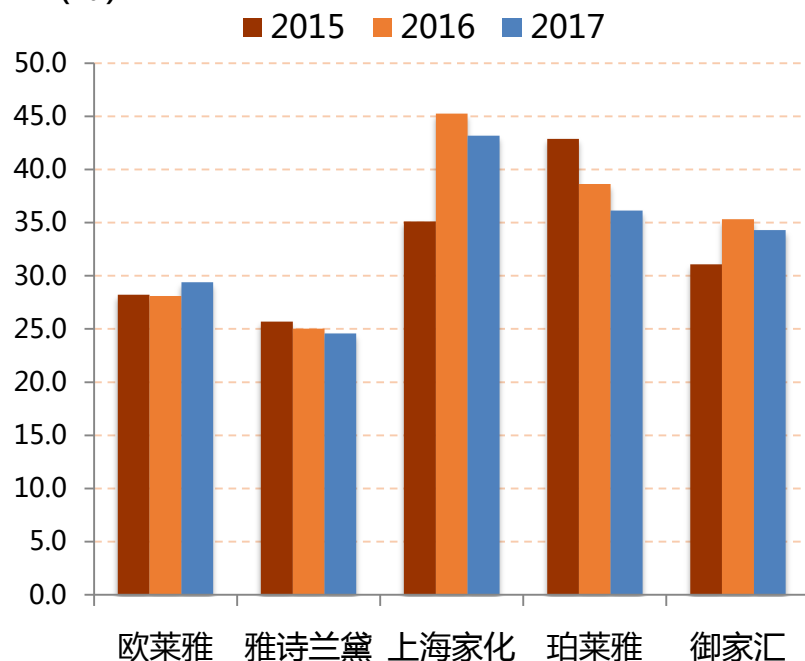
在最近五年里，欧洲化妆品行业每年有超过5000项专利出炉，占到欧盟国家专利总数的10%左右。在化妆品领域，全欧洲共有33个科研中心和26000名研究人员，主要在化学、物理、微生物学、生物学、毒理学及医学等各个进行研究。

营销费用率：内资企业更高

- ❑ 在营销费用率上，外资企业比内资企业更低。
- ❑ 原因之一是**营销费用的规模效应**，外资企业的收入、市占率远高于内资企业，降低了营销费用的收入占比；原因二则是**内资企业在营销端的集体发力**，例如上海家化、御家汇的营销费用都保持较快增长。
- ❑ 在内资上市公司营销费用的绝对投入上，**上海家化一骑绝尘，遥遥领先于第二名珀莱雅**。同时，上海家化与御家汇持续提高在营销投入，但相较于外资企业，内资企业的销售费用依然偏小。

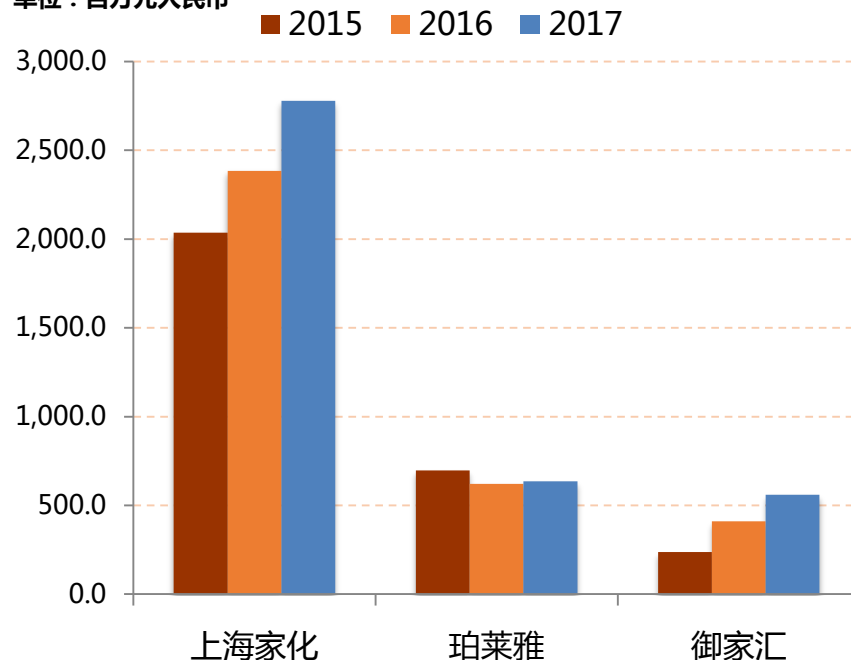
图：营销费用在营业收入的占比

(%)



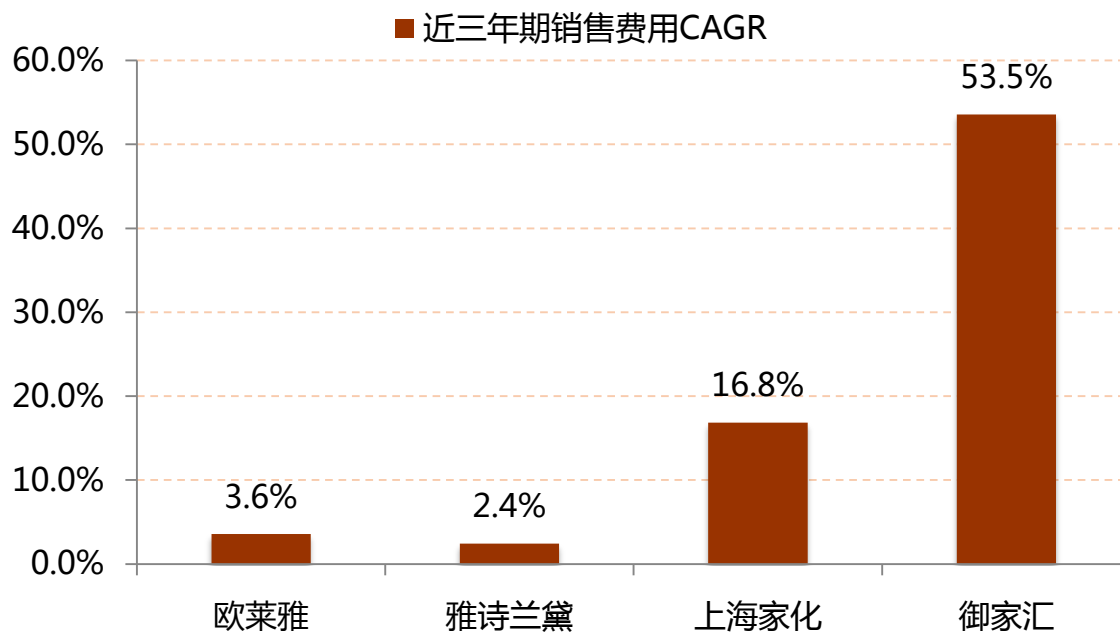
图：营销费用对比

单位：百万元人民币



- ❑ **内资营销投入增速大于外资营销投入增速**，带动内资企业市占率快速提升。
- ❑ **营销驱动上海上美大爆发**。借助2015年初的4亿元融资，上海上美于当年全面进军护肤、面膜、母婴等六大品类，并签约林志玲、郭采洁、鹿晗、谢霆锋、赵薇、Angelababy等六大明星，实现了爆发式收入增长，市占率由2014年的不足0.1%提升至2015年的1.9%，并荣获天猫年度单品大奖。

图：近三年销售费用CAGR



- 近两年，在营销方式上，外资企业更偏向于签订著名艺人，内资企业更喜欢赞助冠名节目。
- 营销方式的不同，反映了公司定位、营销目的的差异。由于外资企业多涉足高端市场，而内资企业多参与大众市场，因此营销方式产生较大差异。
- 签约艺人的营销方式有助于打造品牌形象，但是同时成本较高。而冠名节目的营销方式有利于提高品牌知名度，并且节目的观众特点较为统一，有助于开展针对性营销，但是不利于品牌形象的打造。
- 营销方式的转变，可视作战略变化的领先指标。

图：两个品牌的签约艺人对比

欧莱雅	珀莱雅
巩俐	唐嫣
关晓彤	李易峰
迪丽热巴	
蔡晓坤	
王源	
WE电竞战队	
吴亦凡	
吴彦祖	

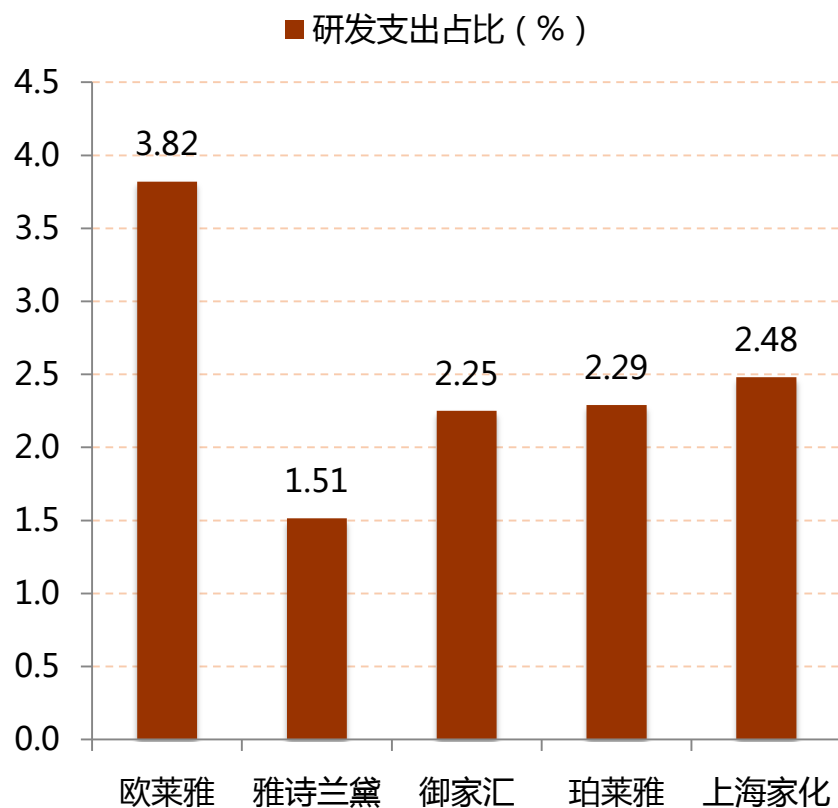
图：两个品牌的冠名节目对比

欧莱雅	珀莱雅
《腾讯游戏英雄季》	《秦时明月丽人心》
	《梦想的声音》
	《中国喜剧声》
	《异口同声》
	《最优的我们》
	《宋仲基亚洲巡回北京见面会》

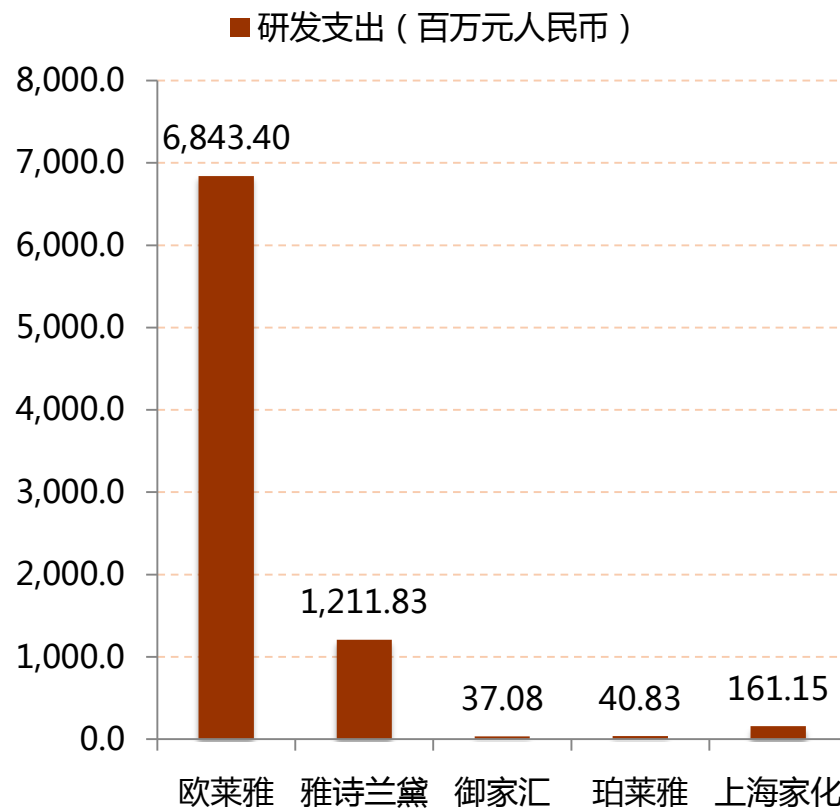
欧莱雅赞助冠名《腾讯游戏英雄季》是为了营销欧莱雅男士系列，而欧莱雅男士系列针对大众市场，因此营销的方式与目的具有协同性

□ 在研发投入费用率上，内资企业与外资企业较为接近。2017年内资企业的研发投入占比维持在2.3%左右，高于同期雅诗兰黛的1.51%研发投入，但低于欧莱雅的3.82%的研发投入，原因是欧莱雅涉足品类较广，而相较之下内资企业的产品线较窄

图：研发费用在营业收入的占比

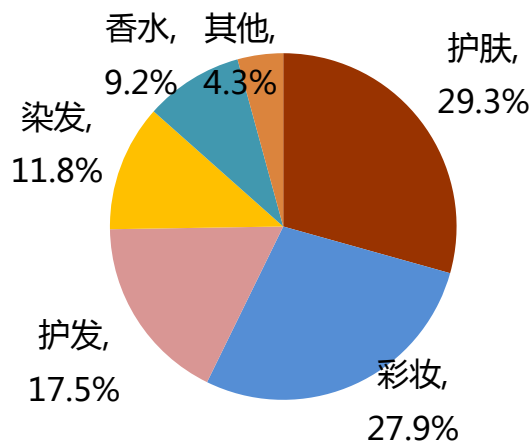


图：研发费用对比



- ❑ **欧莱雅的创新基因与生俱备**，集团以护发起家，发明了史上第一个无毒染发剂，并逐步研发出亮发剂、烫发液，在护发领域大获成功
- ❑ **收购助力品类延伸**。护发产品的成功与集团的上市为公司奠定坚实的资金基础，此后通过收购，公司进入了护肤、彩妆、卫生用品、香水等主要化妆品领域，并同时借助**内生研发+外延并购**实现各领域的高/中/低端的纵深布局，打造**全覆盖品牌矩阵**并实现全球化扩张。
- ❑ **营销手法独到**。欧莱雅同时也是无线电广播广告、广告歌、楼体广告、公交车车身广告、节目赞助等广告方式的发明者。
- ❑ **启示**：立足创新、重视营销并建立单品/细分行业优势，此后通过收购实现多品类的营销/研发/渠道规模效应等竞争优势，在此之上通过全覆盖品牌矩阵与全球化扩张以扩大收入规模。

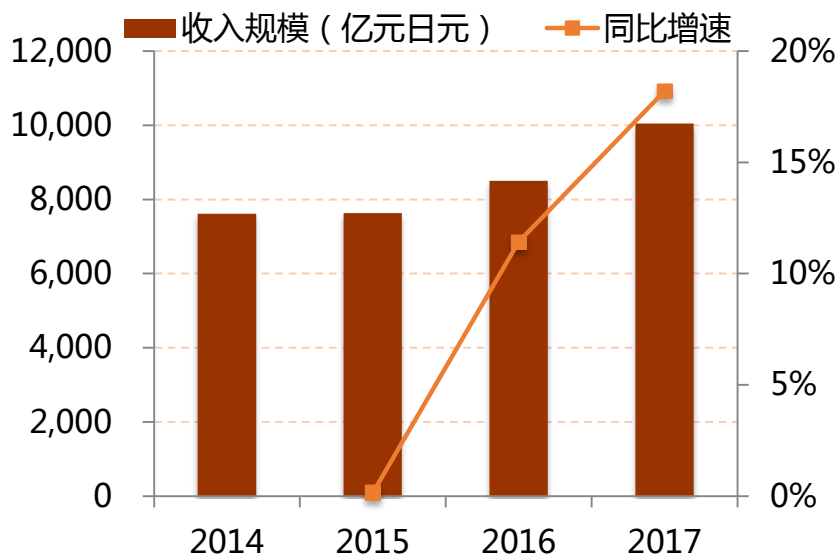
图：2017年欧莱雅的收入占比



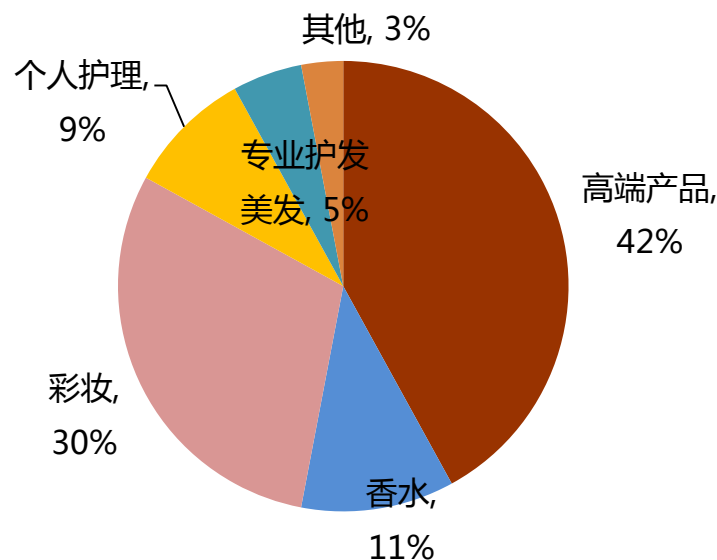
资生堂：针对性定位造就亚洲龙头

- ❑ **资生堂以东方形象屹立于亚洲之巅**，集团名字取自于《易经》“至哉坤元，万物资生”，Logo为日本东京银座的花椿，产品元素来自传统菜肴和食，首例香水取材自日本紫藤梅花。通过文化承载，1931年公司产品已经畅销东南亚
- ❑ **针对性地定位产品**。根据地区差异，资生堂针对性投放产品，例如中国专供品牌悠莱和欧珀莱，以及专供电商的Recipist
- ❑ **启示**：内资企业立足本地，推出贴近本地理念的产品，例如中药草本萃取元素、针对熬夜客群的补水面膜

图：资生堂收入规模及增速



图：2017年资生堂的收入占比



- ❑ **Olay份额下跌、品牌矩阵狭窄，拖累中国区宝洁化妆品市占率。**宝洁在中国区的主要化妆品品牌只有三个，其中Olay市占率初始市占率较高并且快速下跌，而其他品牌太少，无法弥补Olay的缺口。对于拥有丰富品牌矩阵的欧莱雅集团，即使欧莱雅巴黎系列的初始市占率较高并且下滑严重，但通过如兰蔻、科颜氏等其他品牌的市占率上升，欧莱雅继续维持较高的市占率
- ❑ **启示：**内资企业需要打造丰富的品牌矩阵以建立护城河

表：宝洁化妆品中国区品牌市占率

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Olay	4.2	3.9	3.7	3.5	3.3	3	2.8	2.3	1.9	1.7
SK-II	0.1	0.1	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4	0.6
Max Factor	0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.3	0	0
宝洁化妆品	4.3	4.1	4	3.8	3.7	3.4	3.3	3	2.3	2.3

图：部分欧莱雅中国区品牌市占率

	2013	2014	2015	2016	2017
L'Oréal Paris	4.7	4.4	4.1	3.9	3.6
Lancôme	1.3	1.3	1.3	1.3	1.6
Kiehl's	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4
La Roche-Posay	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3
Saint Laurent	0	0	0	0.1	0.2
Giorgio Armani	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2
欧莱雅部分加总	6.6	6.3	6	6.1	6.3

Olay败因一：年轻化再定位失败

- ❑ **品牌区分度不高，年轻化再定位失败。**Olay原定位于“妈妈级护肤品”，产品主打抗衰老，代言人以林志玲、大S等逆龄生长女星为主。沿袭宝洁品牌背书战略，Olay每个产品Logo均为风格统一的设计，仅仅通过文字表达差异化，导致品牌区分度较低。
- ❑ **新品牌、新Logo，百雀羚年轻化凤凰涅槃。**针对年轻用户，百雀羚推出新品牌“三生花·百雀羚”，其三生花字体略大于百雀羚，以产生更高区分度。同时，相较于经典百雀羚的鸟雀拟物设计，三生花采取扁平化设计，人物形象也从上海贵妇转变为身着旗袍的少女。伴随年轻化战略的实施，百雀羚市占率实现飞跃，由2012年的0.4%提升至2017年的2.3%。

图：Olay产品Logo



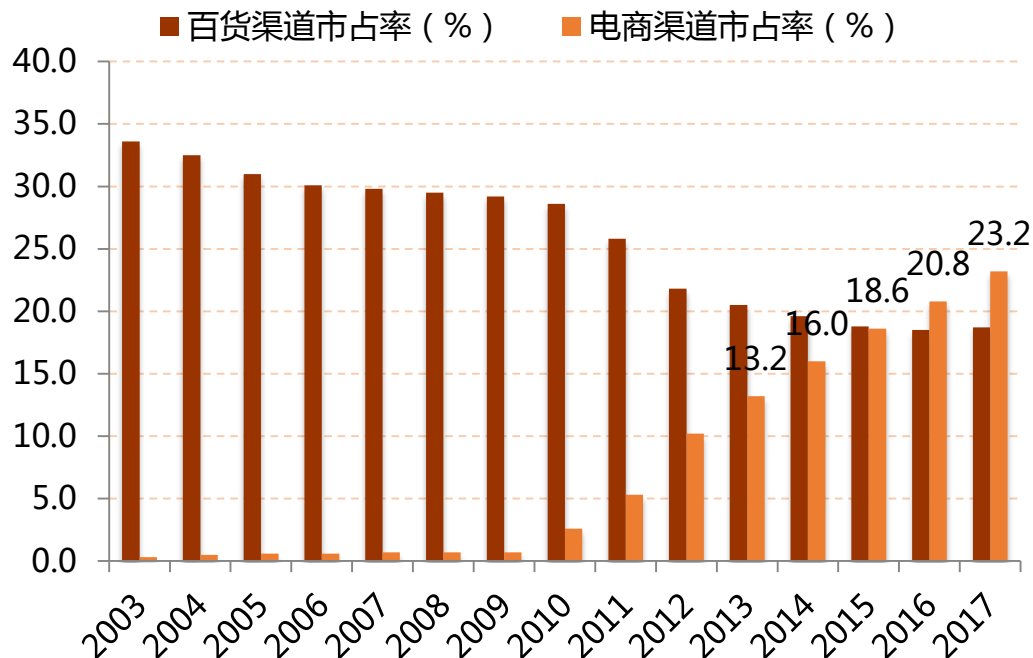
图：百雀羚产品Logo

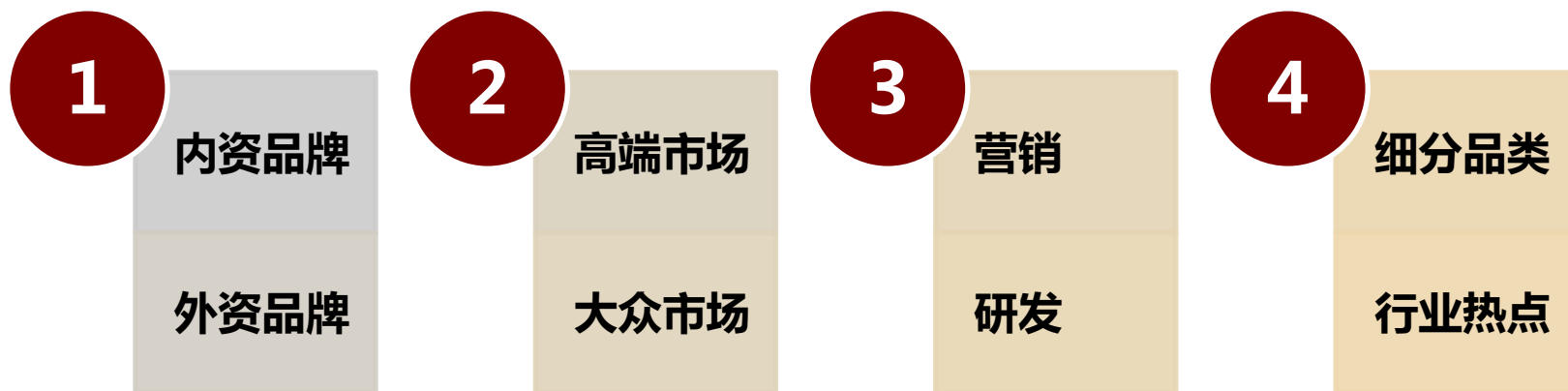


败因二&三：坚持百货渠道，内资崛起

- ❑ **Olay受挫于百货渠道凋零。**Olay早在上世纪90年代就进入中国市场，深耕百货渠道并取得佳绩，但过去的辉煌使得Olay坚守百货渠道，导致迟迟不发力电商渠道，而电商对大众产品冲击最大。直到2016-2017年Olay才精简SKU并在电商渠道发力，并于2017Q4取得80%的电商收入增长。
- ❑ **内资企业在大众市场崛起，Olay独木难支。**大众市场入门门槛较低，内资企业群雄逐鹿，产品老化、渠道混乱的Olay节节败退。

图：百货渠道与电商渠道的化妆品市占率





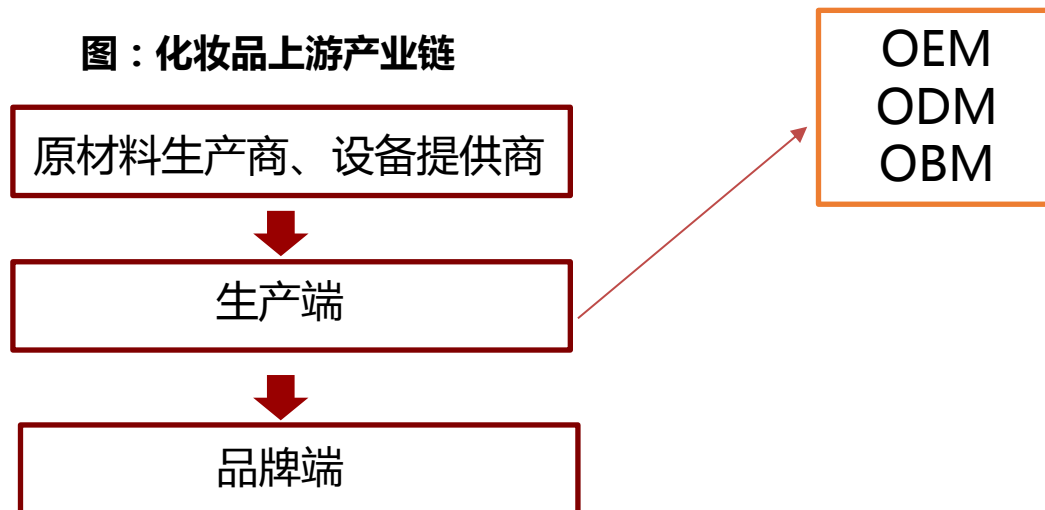
- ❑ 外资企业主导高端市场，在研发、营销、一二线线下渠道、品牌矩阵丰富度占有绝对优势；
- ❑ 内资企业在大众市场奋起直追，市占率快速提升，主要得益于较高的性价比、正确的细分品类、全面布局电商渠道、积极的营销投入、以及四五六线的化妆品消费意识觉醒；
- ❑ 坚定研发与营销投入，并建立定位精准、区分度适宜的品牌矩阵，是成为巨头的共同之路；
- ❑ 凭借灵活的供应链和对国内消费者的认知，内资企业可针对性地研发贴近国内生态的新产品；
- ❑ 挑选公司需要挑选细分品类，预计母婴将成下一个行业热点。

二、化妆品生产端分析

- 目前OEM行业集中度较低
- 我国OEM企业商业模式单一
- 我国OEM企业高利润属阶段性现象

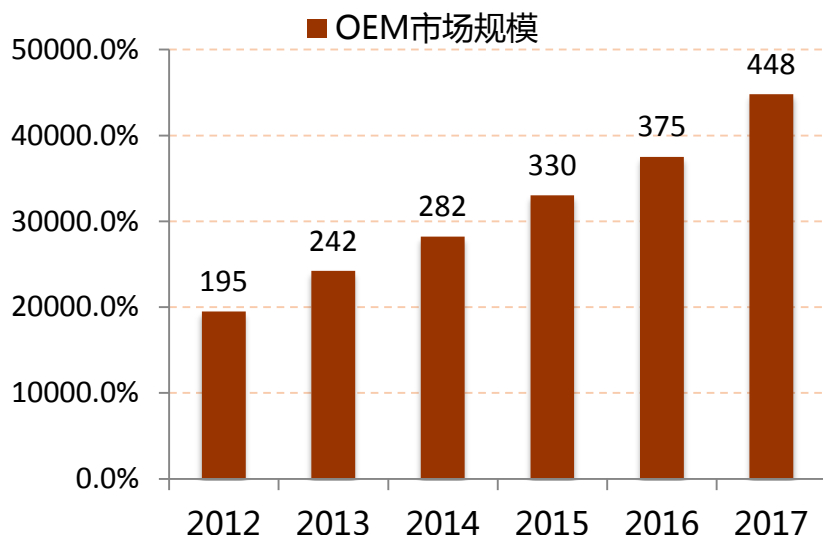
- ❑ 化妆品的上游产业分为两个部分：原材料生产者和化妆品生产者。其中，化妆品生产者分为三种OEM、OBM和ODM，其中OEM和ODM最为普遍
 - ✓ **OEM, Original Equipment Manufacturer**，指的是客户品牌商提供制造配方，工艺技术，质量标准，品牌商标等，代工厂负责来料加工
 - ✓ **ODM, Original Design Manufacturer**，指的是原料配方、生产人员场地、设备都由厂家负责，而品牌商只负责销售。
 - ✓ **OBM, Original Brand Manufacturer**，即原始品牌制造商

图：化妆品上游产业链

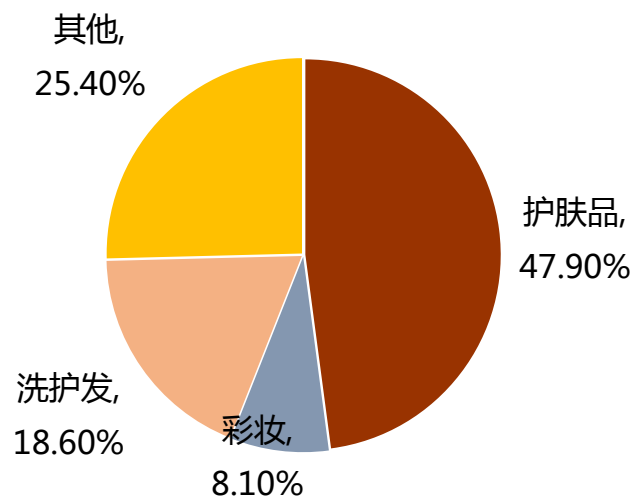


- 近年来，我国化妆市场规模不断增长，2017年化妆品市场规模达到3615.7亿元，同比增长9.6%。Euromonitor预测我国化妆品市场的规模在2022将达到5352亿元，**2018年上半年，我国化妆品零售总额增速达到14.8%，居所有消费品之首。**
- 随着化妆品市场的快速增长，我国OEM市场的销售额也快速增加，2017年我国OEM的销售额从2012年的195亿元增加至448亿元，其中护肤品OEM占47.9%。

图：中国化妆品OEM市场规模及增速（亿元）

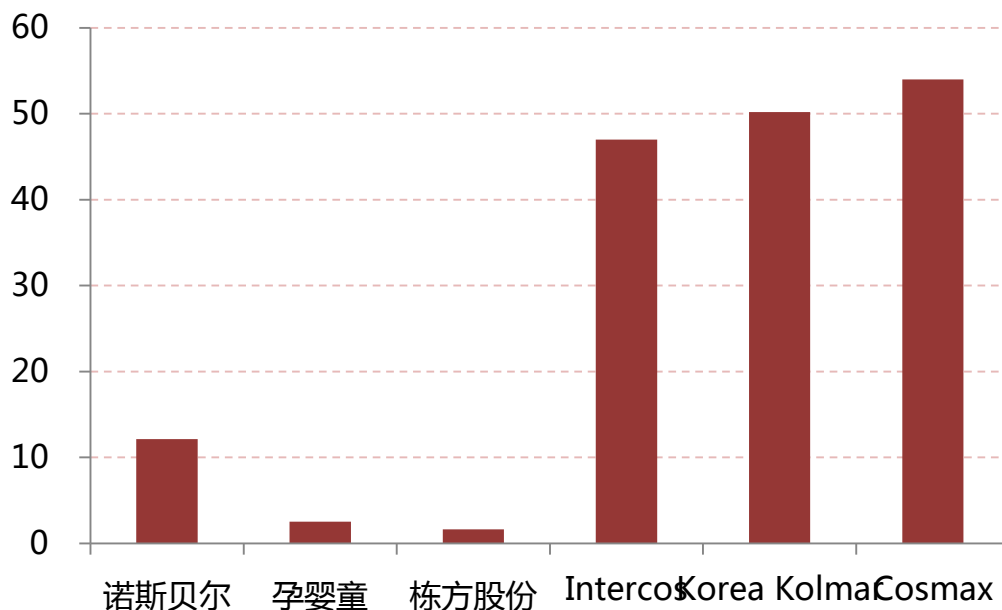


图：中国化妆品OEM市场构成（按产值）



- ❑ 化妆品OEM企业规模普遍较小。
- ❑ 与化妆品品牌的规模相比，化妆品OEM企业规模较小，品牌龙头欧莱雅2017年营收达到2030亿元，而全球化妆品OEM龙头Cosmax2017年营收仅为54亿元。
- ❑ 规模差距来源几个方面：
 - ✓ OEM企业没有品牌壁垒，产品可代替性强，规模难以扩大
 - ✓ OEM行业集中度低，难以产生规模效应

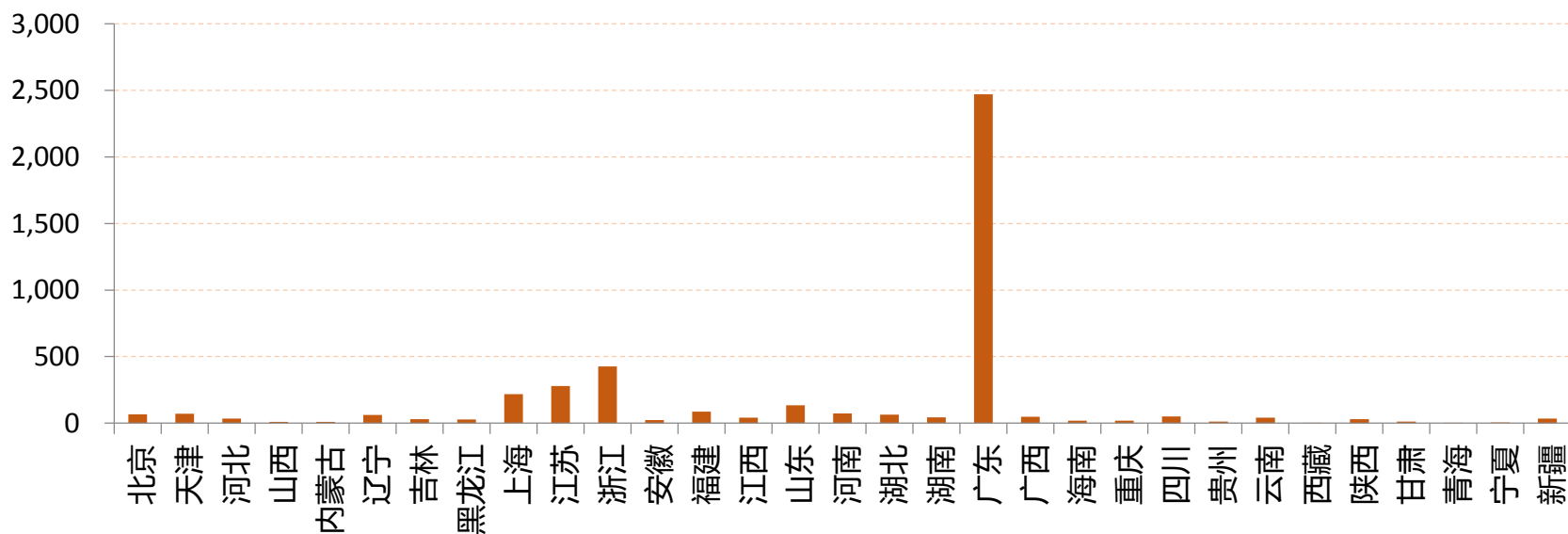
图：主要化妆品OEM企业营收（亿元）



我国OEM行业集中度较低，部分企业将被淘汰

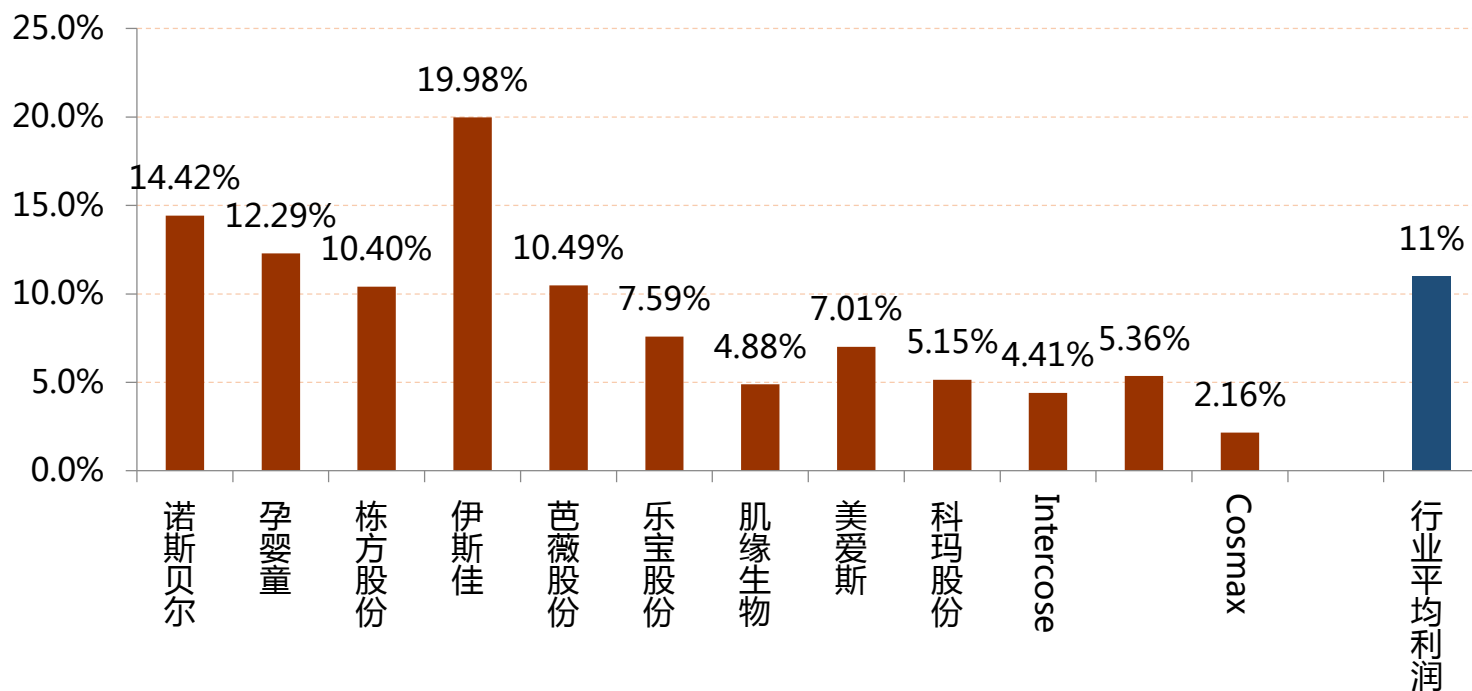
- ❑ 截止2018年4月底，获得国内化妆品生产许可的化妆品企业**总计4456家**，这些企业当中能够提供化妆品ODM企业约**2000多家**，其中**60%集中在广州**。行业整体技术水平、研发能力较为薄弱。
- ❑ **国内化妆品 OEM 厂家数众多，无序竞争较为普遍。但规模较大的国际厂商和国内一线厂商依然有较大的竞争力。**新出台的《化妆品生产许可检查要点》有着非常严格的标准和要求。新规要求势必如大浪淘沙，将淘汰不少“小作坊”、“小工厂”，促进产业升级。

图：我国OEM/ODM企业地域分布



- ❑ 与化妆品行业整体的高毛利高利润相比，化妆品OEM行业整体利润较低，盈利能力较差，整体竞争力较弱。
- ❑ 造成OEM行业竞争力较弱的原因，主要有几个方面：
 - ✓ 化妆品OEM行业整体技术壁垒较低
 - ✓ 行业分散，企业议价能力不强
 - ✓ OEM产品相似度高，缺乏品牌壁垒，品牌溢价低

图：主要OEM/ODM企业利润



图：诺斯贝尔服务流程



图：日本Kolmar服务流程

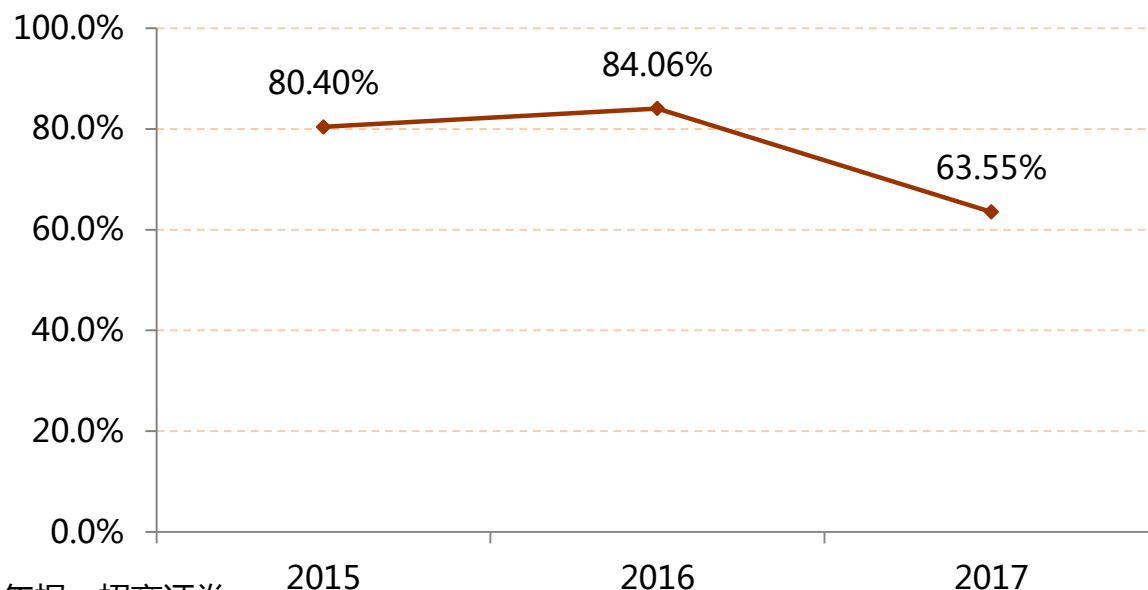


❑ 诺斯贝尔是我国化妆品OEM/ODM的龙头企业，但从其服务流程看，企业的重点仍然集中在生产加工领域，提供优质的产品上，基本不涉及产业链整合，和附加值服务，服务方式较为单一。

❑ 现阶段国际OEM代工厂商都已进入了供应链整合阶段。除了产品本身，日本Kolmar还提供全程参与的“提案型营销”服务，提供包括提案、策划、营销、研发、生产和零售指导等组成的360度的全方位服务。

- ❑ 我国化妆品OEM企业客户高度集中，企业对少数客户的依赖程度较大，议价能力低。
- ❑ 与国际OEM厂商拥有上百个客户不同，新三板OEM企业依赖于少数重要客户来贡献大部分营收。例如，虽然新三板OEM栋方股份的主要客户集中度已逐步降低，但仍占 **50%以上**，对主要客户的依赖程度依然较大。
- ❑ 虽然OEM企业主要客户均依靠OEM公司为其提供化妆品品牌品类输出服务，OEM产品和服务对主要客户的不可替代性较弱，如若出现重大客户流失的情形，将对OEM企业的经营业绩造成较大影响。

图：栋方股份前五大客户对营收贡献的占比



资料来源：栋方股份年报、招商证券

- 制约我国化妆品OEM行业发展的另一个重要因素在于，随着我国化妆品市场的快速增长。我国成为了化妆品OEM企业重要的增长驱动力，国际主要的OEM企业纷纷加快布局中国市场，使得我国的OEM行业竞争更加激烈。我国大部分OEM厂商，技术壁垒低，可代替性强，议价能力差，外资OEM厂商的布局，无疑为我国OEM行业提出了新的挑战

表：外资OEM中国布局计划

厂商	布局
韩国Kolmar	在无锡投资一家工厂
日本Kolmar	在苏州上海投资2间工厂
Cosmos Beauty	在中国投资2间工厂
Intercos	投资2890万欧元用于扩建中国生产设施

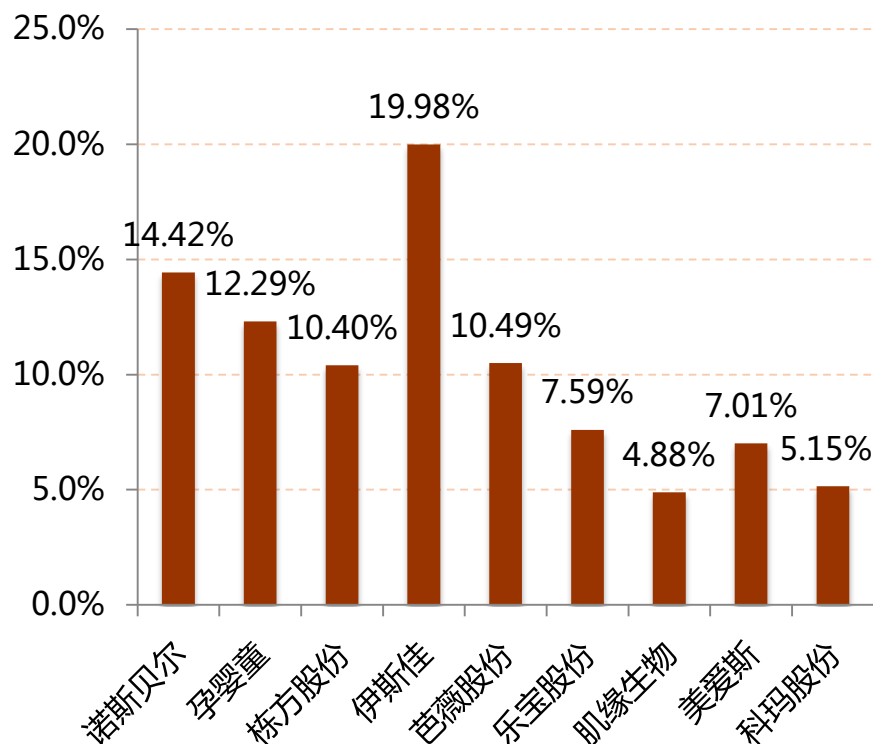
图：Cosmax中国工厂



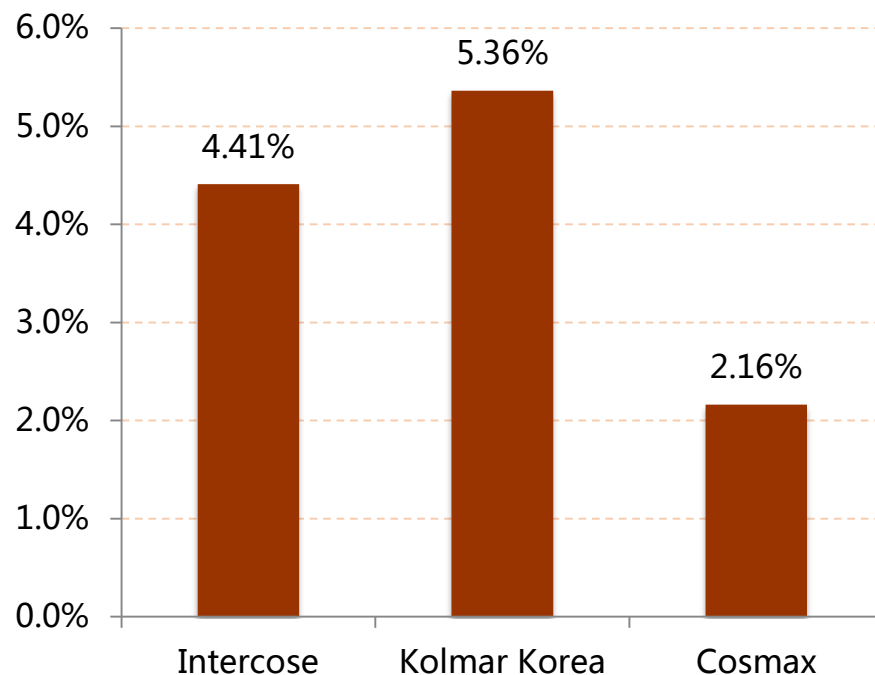
我国OEM企业主攻低端市场，但利润较高

- 我国在新三板上市的OEM/ODM企业的利润率大幅高于国际代工厂。我国新三板OEM企业的平均利润达到**10%**，大幅高于主要化妆品OEM企业。但与国际OEM企业多线开花、主攻高端市场不同，新三板OEM企业的客户主要来自国内低端品牌。

图：新三板OEM企业净利润率

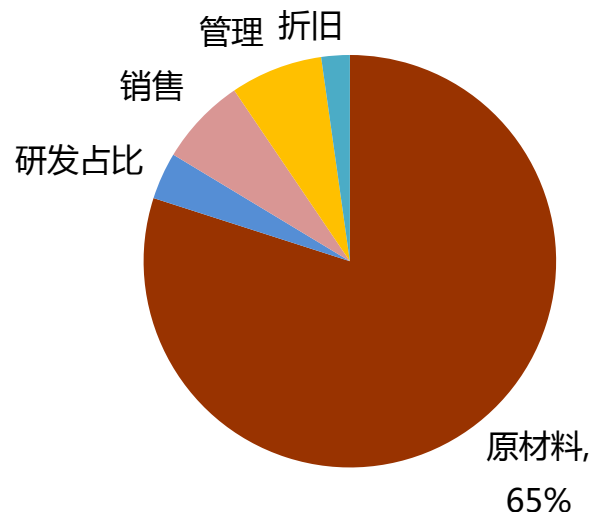


图：国际主要OEM企业净利润率

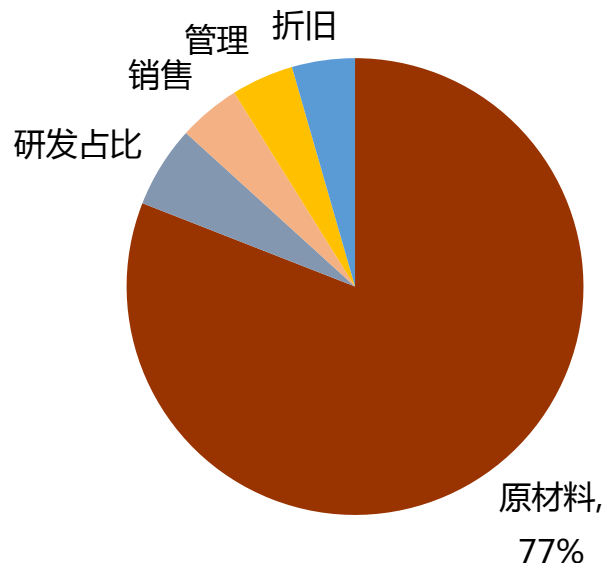


- ❑ 新三板OEM/ODM企业利润优势主要来源于OEM/ODM企业原材料成本较低。考虑到我国新三板OEM企业，以中低端品牌的国货代工为主，对原材料要求相对较低，容易取得成本优势。
- ❑ 通过对诺斯贝尔和Intercos的成本进行拆分，我们发现**诺斯贝尔的成本优势主要来源于原材料和折旧费率较低**，在各项费率控制和管理效率上并无成本优势。

图：诺斯贝尔各项成本占比



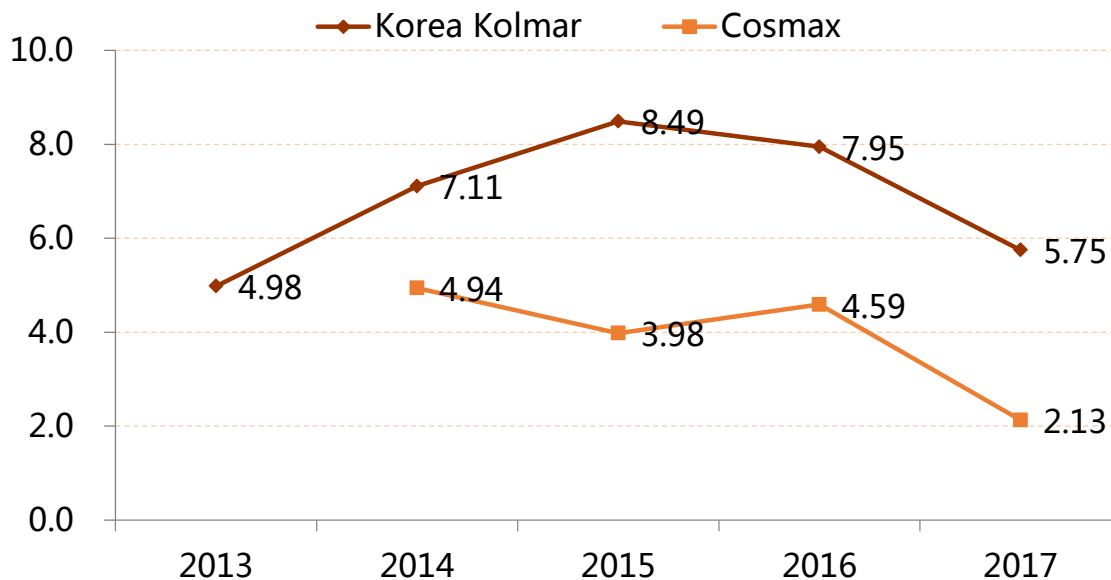
图：Intercos各项成本占比



□ 通过对国内外OEM企业的分析，我们倾向于将中国OEM企业的利润率较高视为中国化妆品行业发展的一个**阶段性特点**，将随着我国化妆品OEM行业的成熟而下降。

- ✓ 世界主要OEM企业的利润率都伴随着企业的不断成熟而递减。
- ✓ 随着OEM行业的成熟，各个OEM企业间的技术将会趋同，压缩龙头企业利润空间
- ✓ 随着化妆品行业的升级，企业将逐渐从代工低端产品转向高端产品，原材投入将不断增加，挤压产品毛利

图：Cosmax与Korea Kolmar利润率不断下降（%）

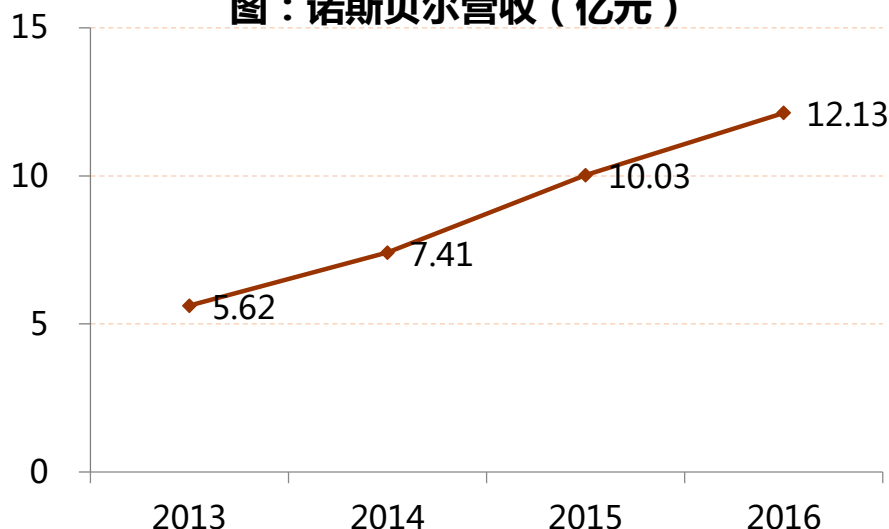


OEM转型升级案例：诺斯贝尔

诺斯贝尔创立于2004年，是一家集研发、设计、制造于一体的专业化妆品**OEM / ODM生产企业**，主营面膜、护肤品及湿巾业务。现在，公司拥有50000平方米的GMP标准厂房及3000余名员工，日产能面膜500万片以上、膏霜50余万支，**2016年，公司营收突破12亿元，毛利率达30.5%，净利率达14.4%居OEM化妆品行业之首。**

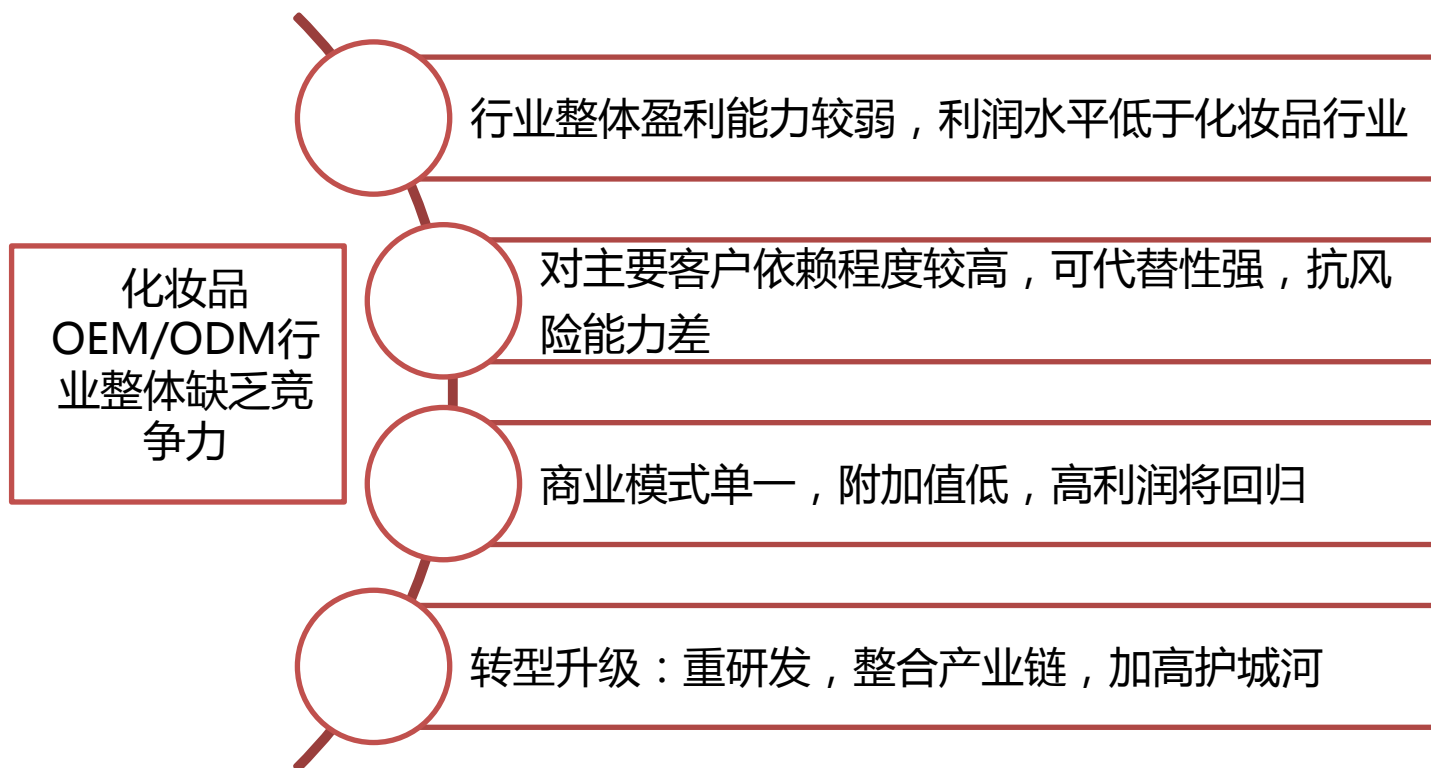
注重研发科技加高企业护城河。公司科技人员目前已达到**110人**。先后与广州中医药大学、天津工业大学、北京工商大学以及中科院进行产学研合作，共同开发科研项目。根据客户需求或者市场趋势，开发具有市场价值、前瞻性的产品配方，从打样到产品的大货生产，配合客户进行配方的研发、调试、检测，每年有超过2000个相关产品检测，确保产品安全，有效。

图：诺斯贝尔营收（亿元）



深耕面膜产业，面膜OEM/ODM行业领先。2016年公司生产的面膜系列同比增加**2.39亿元**，增幅**46.16%**，是公司营业收入增长的主要核心来源，其增长原因是公司的明星面膜产品天丝面膜、水凝胶面膜、超细纤维面膜，继续受到消费者以及客户的认同和欣赏，需求不断增加。

- ❑ 我国化妆品OEM行业整体盈利能力差，低于化妆品产业平均水平；
- ❑ 部分OEM企业对主要客户依赖程度较高，抗风险能力差，企业规模受到制约；
- ❑ 我国OEM企业商业模式单一，缺乏产业链整合能力，产品服务附加值低，利润水平将回落世界平均水平；
- ❑ OEM企业需要转型升级，提高自身技术壁垒，打通产业链。



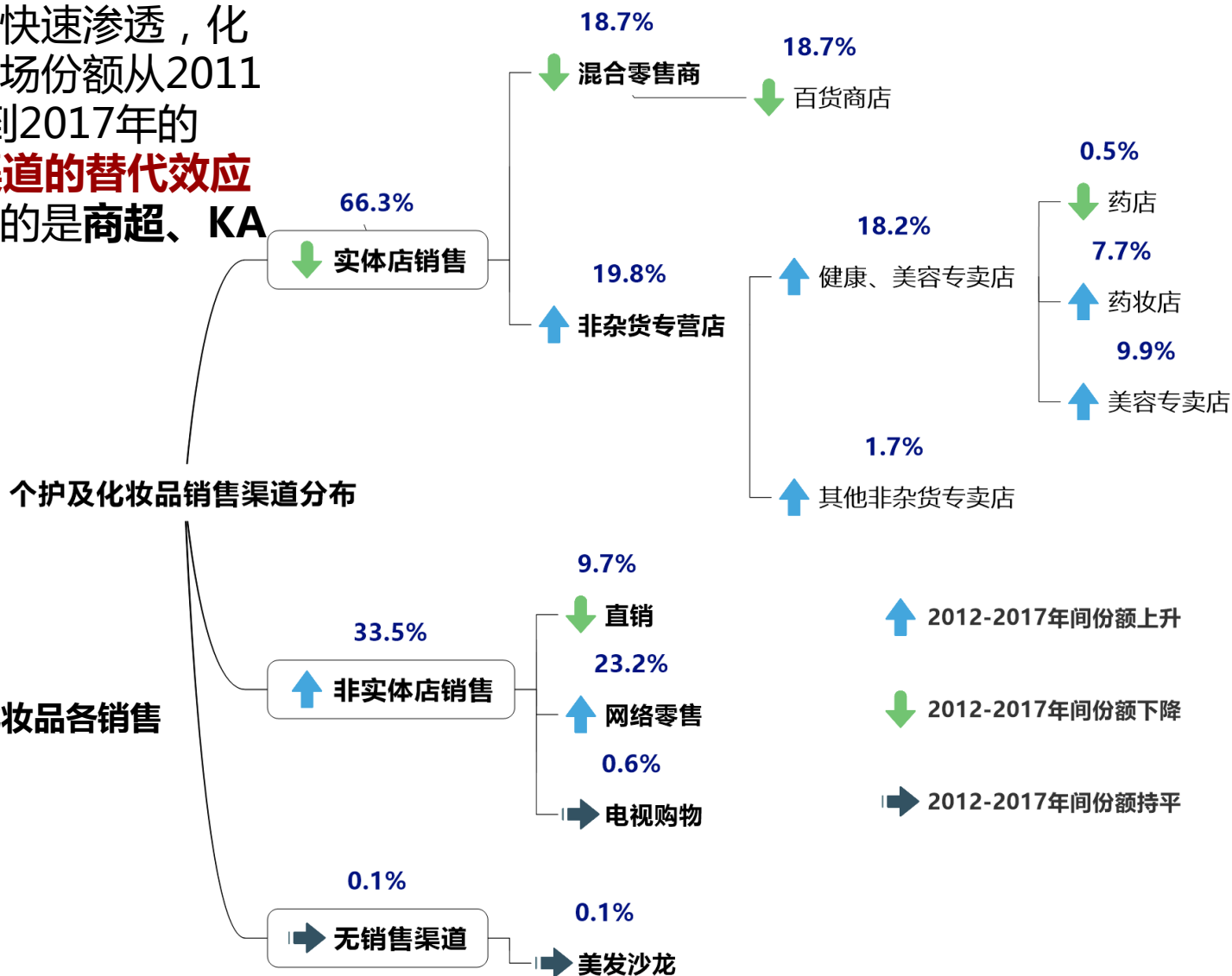
三、下游渠道多样结合

- 线上销售大幅增长
- “淘品牌”
- CS渠道城市分层明显
- 单品牌店方兴未艾
- 全渠道数字营销兴起

销售渠道多样，特点明显

	主要销售渠道			
	线下渠道			线上渠道
	百货商店	超市及大卖场	日化专营店	B2C、C2C等
品牌数量	20~30个	10-60个	小于10个	几乎所有品牌
产品定位	中高端	中低端	中端	高中低
产品价格区间	200至2,000元	40至300元	40至300元	通常有较大折扣
主要品牌	欧莱雅、资生堂等外资品牌，本土品牌如佰草集等	妮维雅、旁氏等外资品牌，相宜本草、丁家宜、大宝等本土品牌	珀莱雅、自然堂、丸美、美肤宝等本土品牌	几乎覆盖所有外资和本土品牌
服务	专柜的美容导购提供美容咨询服务	简单的产品咨询	简单的产品咨询	产品以文字、图片介绍为主
终端设计装修	品牌分隔明显，每个柜台代表一个品牌	品牌陈列无明显分隔	品牌分隔较为明显	-
终端特点	通过设立专柜树立品牌形象，竞争激烈，知名度、销量较低品牌易被淘汰	中低端产品的重要销售渠道；进入门槛逐年上升，一些低档本土品牌面临巨大挑战	二三线城市及乡镇日化专营店数量众多，本土品牌占据主导	B2C平台，如天猫等；C2C平台，如淘宝、Panli等；品牌直营网店；特卖、团购网站，如聚美优品等

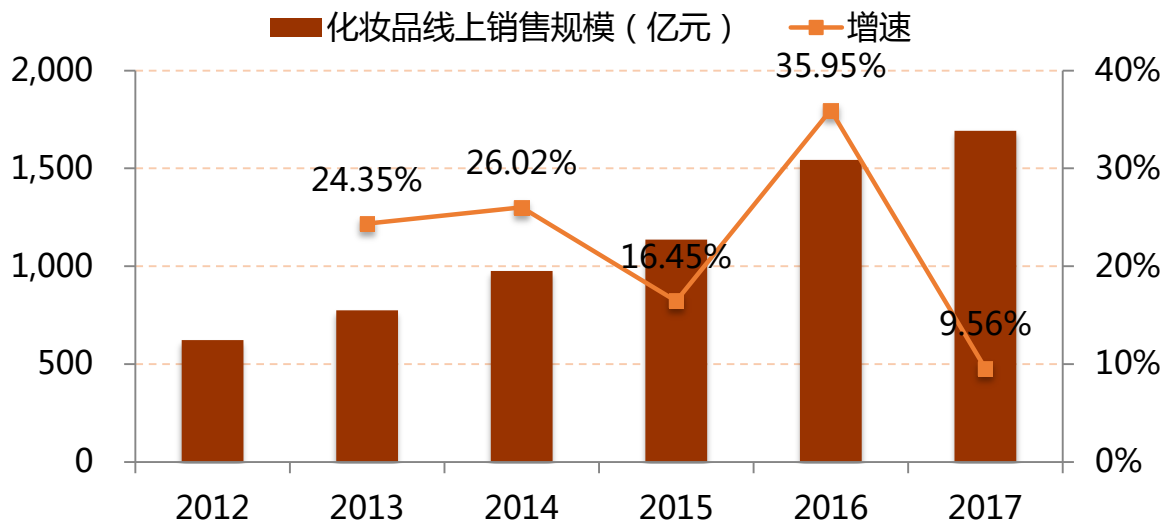
随着线上消费的快速渗透，化妆品电商渠道市场份额从2011年的**5.3%**成长到2017年的**23.2%**，**电商渠道的替代效应明显**，主要替代的是商超、KA渠道。



图：2017年个护及化妆品各销售渠道占比

线上平台的品牌覆盖更广

图：2012-2017年化妆品线上销售规模及增速



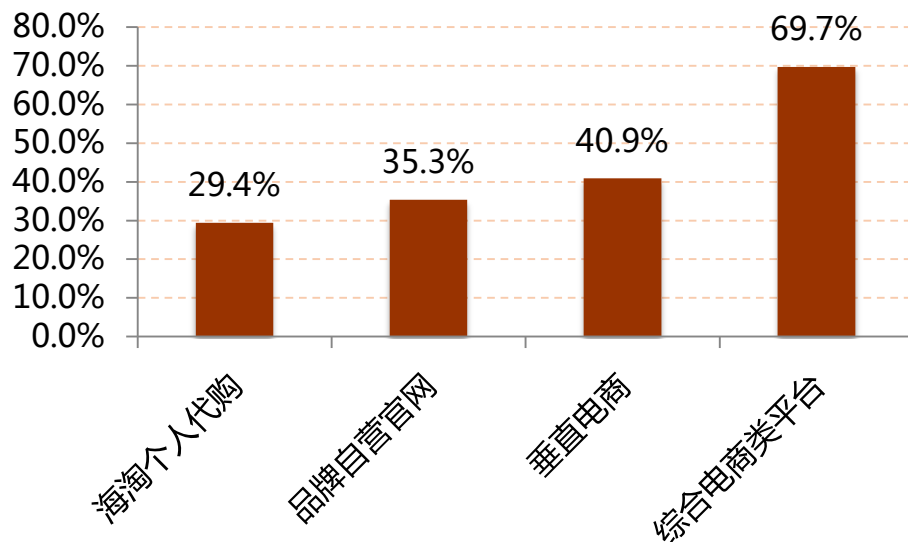
国内化妆品行业销售渠道多样，线上渠道几乎覆盖了化妆品所有品牌，增长潜力巨大。

图：入驻天猫平台的部分美妆个护品牌

Olay/玉兰油	碧秀露	花王 Biore	WINONA 薇诺娜	百雀羚	PRÓYA 珀莱雅	L'OREAL 巴黎欧莱雅	植村秀	CLINIQUE	LANSUR 兰舒	GUERLAIN 娇兰	ILISYA	资肌	One leaf 一叶	粉美康	ABA	相宜本草	郁美净
ESTÉE LAUDER 雅诗兰黛	CHANDO 自然堂	Elizabeth Arden 伊丽莎白雅顿	Curel 珂润	SHISEIDO 资生堂	ORIGINS 悦木之源	NARUKO 牛尔亲研	AUPRES 欧珀莱	LANEIGE	PAULA'S CHOICE 保罗之选	透真 LUCENBASE	N 自然之美	3P	Z	Neogence	Hola/赫拉	金丝玉帛	贝瓷
Oshadhi 奥莎迪	CLARINS 娇韵丝	ETUDE 伊蒂之屋	Maya Carey	植物医生	THE BODY SHOP 美体小铺	RIBECES	KAS	佰草集 HERBORIST	大宝	The Face Shop/... 悦诗风吟	Funi/芬妮	The history of w... 历史之美	ZFC	TST/庭秘密	ANYA/韩雅	Nature Republic 自然乐园	X'Beautiful Reso...
魔法世家 Sweet color	玉美香	MAYCHAO	CHOMSY	片仔癀	美加净	御泥坊	御泥坊	御泥坊	Morita Roberta/...	土家硒泥坊	Oleval/奥路华	隆力奇	Mamonde/梦妆	MG/美即	Jurlique/茱莉蔻	迷奇	WETHERM/温碧泉
D'Occitane 欧舒丹	DHC	JVR 杰威尔	OSM 欧诗漫	UZERO 优资莱	百集 百集	MARUBI 丸美	LANCÔME		gf/高夫	CAMENAE/嘉媚乐	YUE-SAI/羽西	Franc/法兰琳卡	Lcosin/兰可欣	亚缇克兰	SUHU/尚惠	美肤宝	MSQ/魅丝蔻

- 以天猫为例，目前入驻天猫的美妆个护品牌达**290个**，由于线上铺陈成本相对较低，各大化妆品品牌均纷纷入驻线上平台。
- 而消费者可以通过线上电商平台同时获取远多于线下实体店的化妆品品牌信息，购买过程更便捷。

图：2017年线上销售的渠道分析



海淘和个人代购的发展极大丰富了人们线上购买化妆品的渠道，**且多以高端化妆品为主**。但正版化妆品和其安全性仍是顾客最为重视的，品牌自营官网的销售规模占比在**35.3%**。

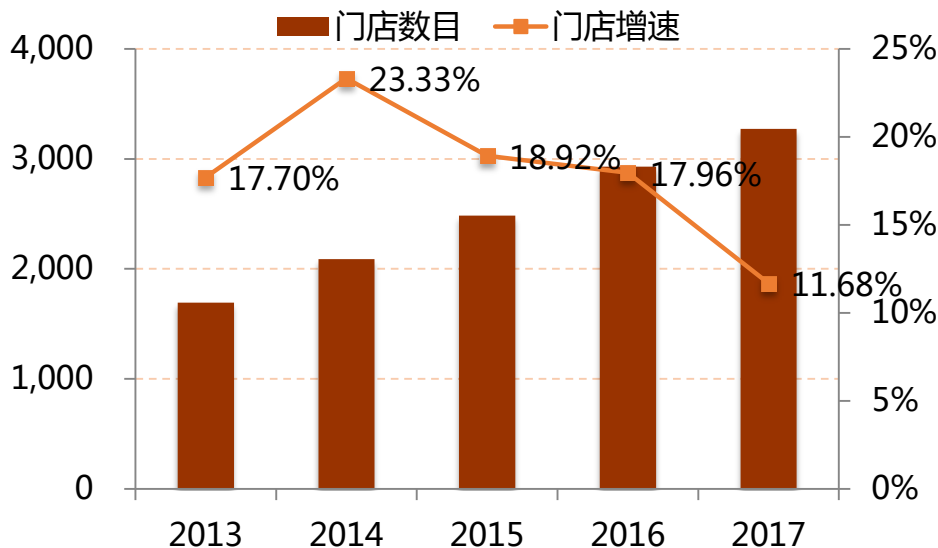
另外，随着网络产品销售渠道的规范化发展以及人们对网上购物模式的认可，垂直电商及综合电商平台化妆品的销售规模占比分别为**40.9%**和**69.7%**。

电商渠道的发展还孵化出一批基于线上销售的“**淘品牌**”，如膜法世家、阿芙精油等。

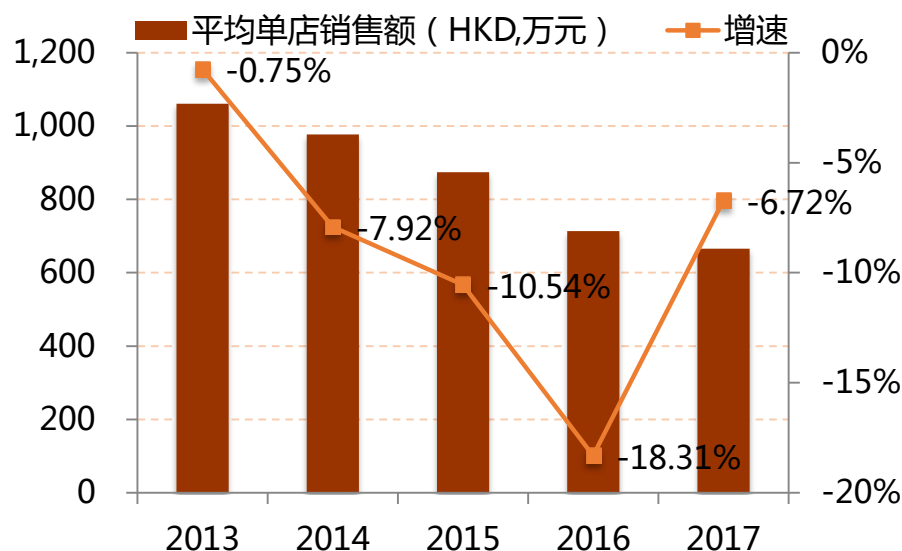
表：部分淘品牌

品牌名称	成立时间	产品特性
膜法世家	2005年	天然膜护理专家，提供各种膜类产品
阿芙精油	2006年	国内精油美妆类领先品牌
御泥坊	2005年	以面膜为主的护肤品
PBA	2004年	为中国新生代互联网快时尚生活人群提供最高性价比的美容产品，提倡简约、时尚、自在的生活态度。

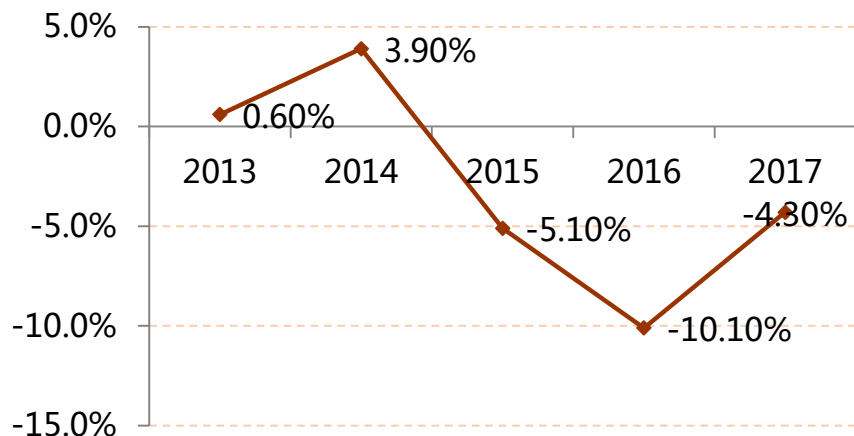
图：2013-2017年屈臣氏门店数量及增速



图：2013-2017年屈臣氏平均单店销售额及增速



图：2013-2017年屈臣氏同店销售额增长



CS渠道出现城市分化，一二线城市渠道市占率下降。以屈臣氏为例，虽然其门店数量保持着10%以上的拓展速度，但是其平均单店销售额和同店增速近三年内均为负值，单店盈利能力下降。主要原因是**电商渠道的分流**，部分中低收入者寻求价格更为低廉的线上渠道购买。

CS渠道城市分化，积极扩张三四线城市 CMS 招商证券

图：娇兰佳人的代理品牌

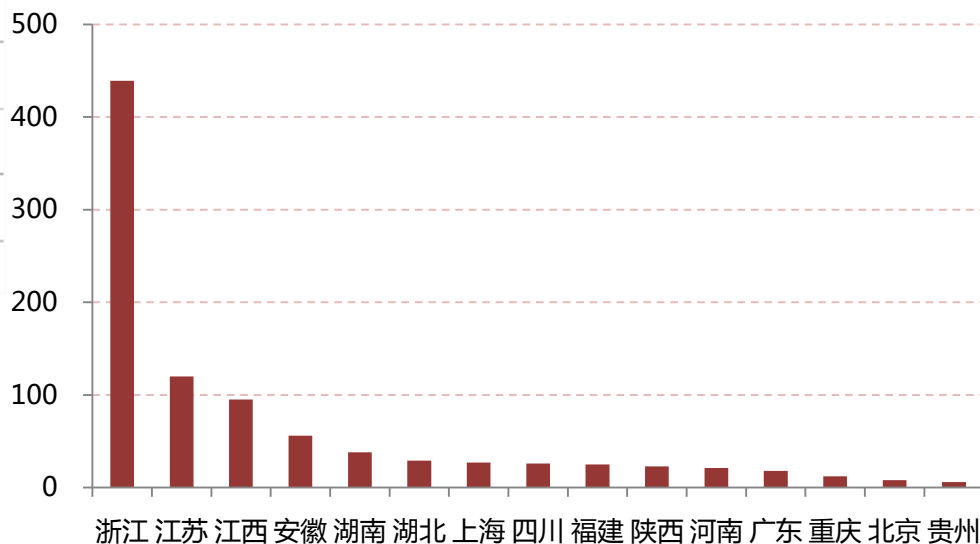


T3C（唐三彩）是以精选化妆品为主的女性个人生活护理品连锁企业，目前拥有**943家门店**，累计服务顾客**超过1亿人**。

资料来源：公司官网，招商证券

娇兰佳人创始于2005年，截至2017年8月17日，娇兰佳人在全国共开设**2000家门店**，拥有**1800多万会员**，日均接待顾客**40多万**。经营商品覆盖护肤品、彩妆、面膜、身体护理品等八大类，包含**10000多个单品**，发展迅速。
三四线城市CS的增长，主要是渠道下沉带来的影响，而非是简单的替代别的销售渠道。

图：T3C的门店分布及数量



表：国内市场单品牌店类型分布

护肤主导型	面膜主导型	彩妆主导型	洗护主导型	单一概念型
<ul style="list-style-type: none">佰草集、植物医生、林清轩、自然堂、欧莱雅.....	<ul style="list-style-type: none">樊文花、膜法世家、面膜小屋.....	<ul style="list-style-type: none">MAC、BOBBI BROWN、卡姿兰、REC、3CE、谜尚.....	<ul style="list-style-type: none">滋源、丝域.....	<ul style="list-style-type: none">芦荟：完美.....药妆：不斑先生、衡美肤.....

- 单品牌店与多品牌店相比，其特点为**单品牌店只售卖一个品牌**，其核心不在于售卖商品，而在于**店铺体验感、适合的商品结构与综合性价比带来的高回购。**
- **本土品牌**另辟蹊径参与市场竞争的一种方式就是**单品牌店**，可以省去百货商超、CS渠道等中间环节的成本以及打造自己的品牌形象，还可以通过单品牌店的选址，在小区、学校周边形成稳固的会员体系，迅速提升品牌影响力。

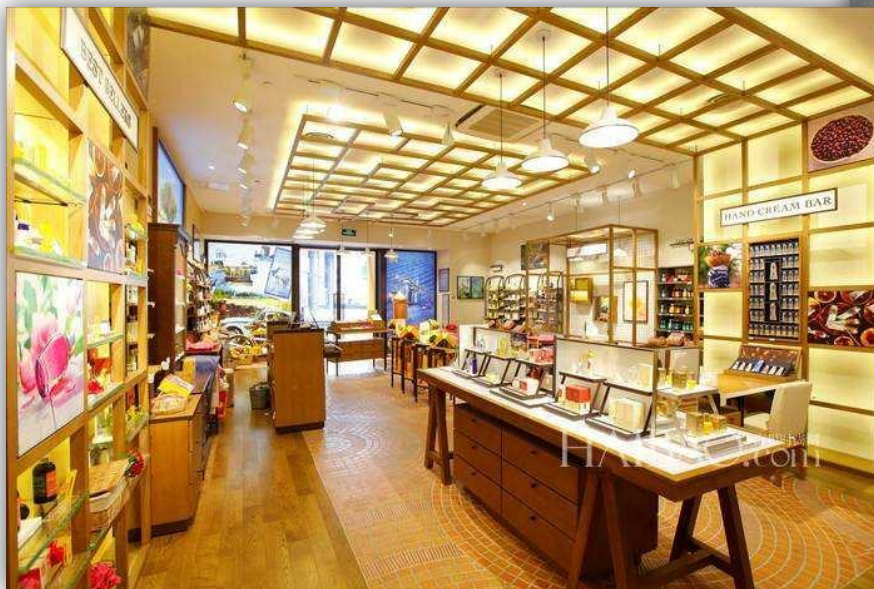
- ❑ 本土品牌的销售渠道通常以CS和商超渠道为主，相较外资品牌而言，**更希望通过经销渠道迅速占领市场**。但也有部分本土品牌正逐渐加大单品牌店的设置，希望以此改善“廉价”、“质量差”的品牌形象。
- ❑ 以**植物医生**为例，**植物医生是中国第一家开设单品店的品牌商**，从2006年成立第一家单品店到现在的**2500余家**，它的高山植物护肤定位，加上独特的护理体验模式、会员模式，有很强的会员黏性。

表：部分本土品牌单品牌店数量

品牌	单品店数量	特点
老中医	3000+	门店数量最多，以功能诉求制胜
樊文花	2700+	专注美白细分领域，坚持美白产品+ 服务+ 股权激励的模式
植物医生	2500+	模式成熟，高山植物护肤定位打造强会员粘性
美丽小铺	2000+	19分钟体验模式开创者和智慧门店践行者
婷美小屋	1500+	背靠娇联集团，发展迅猛
薇妮	500+	会讲故事、兜售参与感、会卖萌的单品牌店
林清轩	400+	单品牌店业态中直营模式的佼佼者
蜜思肤	300+	根植江南文化，唯一登陆新三板的单品牌店
膜法世家	150+	中路拟以56亿元收购的单品牌店

欧舒丹单品牌店使品牌形象深入人心

- ❑ 欧舒丹是主题式单品牌店的创立者，2005年在中国成立第一家门店，截至2018财年，欧舒丹在中国区开设的自营品牌店已经达到**197家**。



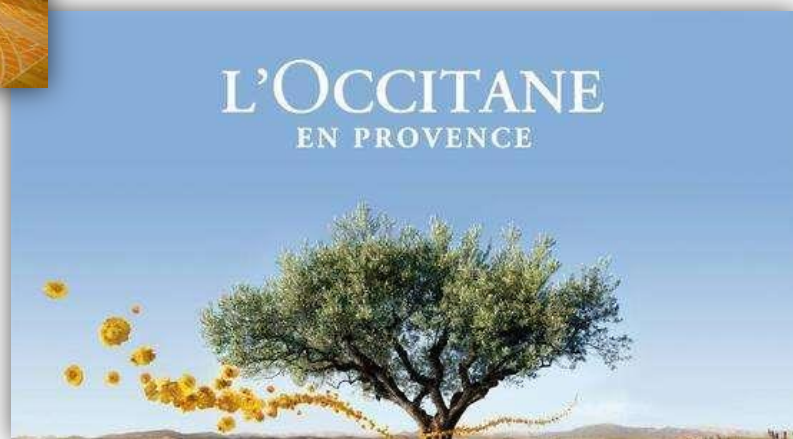
- ❑ 欧舒丹的单品牌店从店内布置到陈列再到整体氛围，都与普罗旺斯的乡村小镇高度相似，以黄色、深绿色系为主，与其品牌理念和定位完美融合。

图：欧舒丹以普罗旺斯为灵感来源



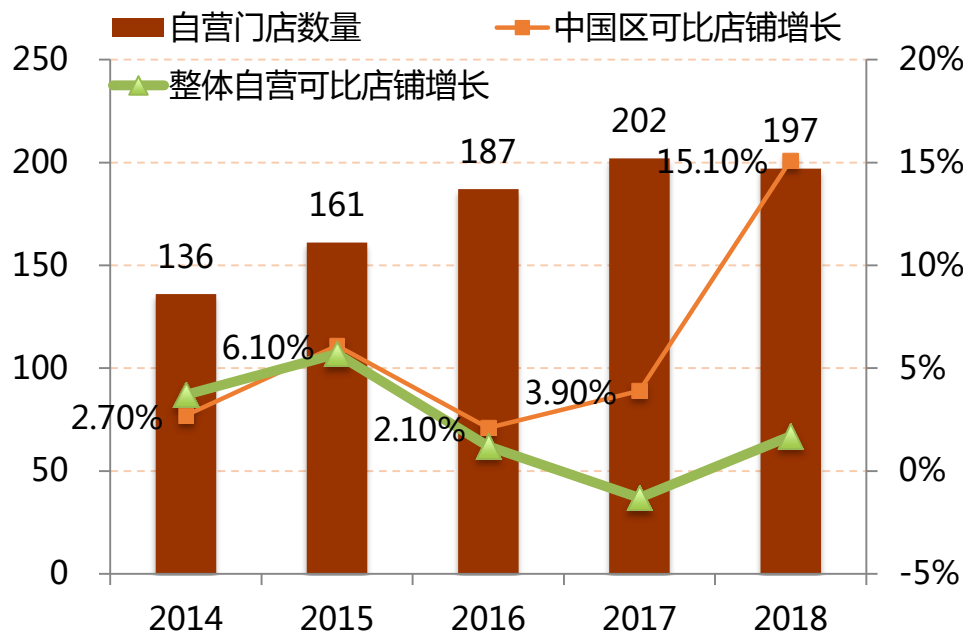
图：门店以欧洲乡村小镇风格为特色

图：欧舒丹的产品以天然、环保为特征

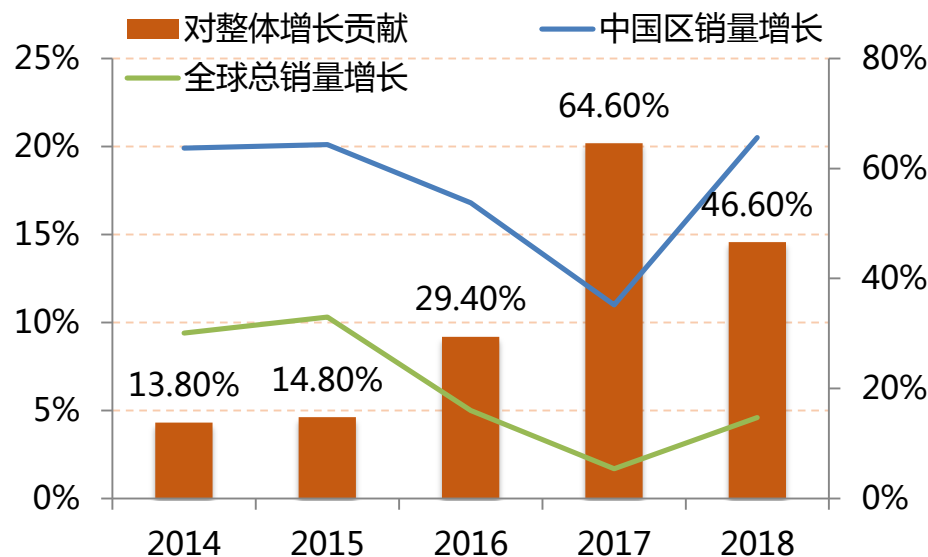


利用品牌形象带动线上下销量

- 中国内地市场一直是对欧舒丹增长贡献前三的地区市场之一。
- 2018财年，欧舒丹在中国内地销售金额为**1.59亿欧元**，是增速最快的单个市场。直销渠道销售额增幅为**21.6%**，同店销售额增长**15.1%**，其中**自营的网上商城销售额大涨75%**。



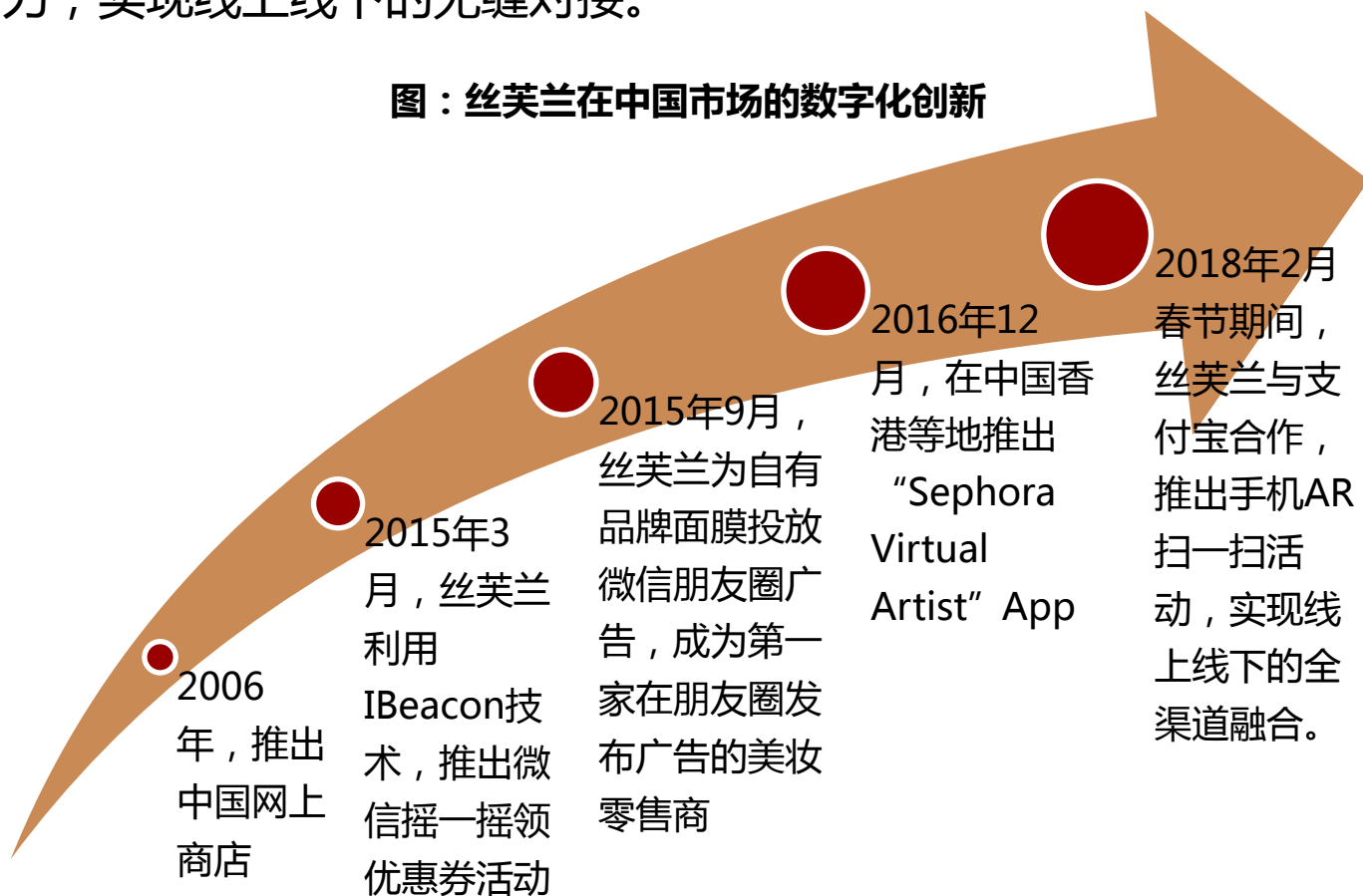
资料来源：公司年报，招商证券。注：增长率为剔除汇率影响的数据。



- 欧舒丹在中国市场积极开设自营品牌店，近五年来，**中国地区的可比店铺增长基本都高于全球市场总体水平**。
- 2017财年，欧舒丹采用**鹿晗**作为形象代言人，并同时上线天猫旗舰店。通过线下门店的体验活动、线上明星互动等方式，**天猫旗舰店的销量增速达到100%以上，线下门店的销量也创造了新高**。

- ❑ 丝芙兰是全球最大的化妆品零售商，其门店已覆盖**33个国家**，在中国设有**207家门店**，拥有世界化妆品零售市场**6%**的份额。
- ❑ 在丝芙兰，**20%**的销售业绩与服务直接相关。线下门店往往通过帮助顾客设计化妆品、做皮肤护理、赠送礼品和提供免费服务，加强消费者好感度。线上主要是**KOL营销**，通过和美妆博主及KOL合作，提升品牌影响力，实现线上线下的无缝对接。

图：丝芙兰在中国市场的数字化创新



- ❑ 面对传统线下渠道后继乏力，一些品牌商开始谋求**线上线下融合**，推行新零售模式。
- ❑ 以悦诗风吟为例，7月18日，悦诗风吟携手天猫超级品牌日在杭州开启全国首家“绿色生活”新零售概念店，以突破常规的互动娱乐与内容营销为重点，开始其在中国六年来最具开创性的零售升级，店铺体验与数字化、娱乐化的内容交互的完美结合。



在线上，数字平台则将丰富的产品、更便利的购买方式与更精准化的定制服务分享给线上顾客。这一线上、线下的联动机制赋予了这家新零售概念店极大的吸引力和竞争力。



- 化妆品的销售渠道更多元化，线上渠道的销售占比增长趋势明显，线下传统CS渠道开始往低线城市渗透。
- 通过线上电商渠道衍生的一系列“淘品牌”正在迅速占领市场份额，而传统化妆品品牌也逐渐进行数字化转型，通过单品牌店、主题店等形式激活线下体验销售活力。

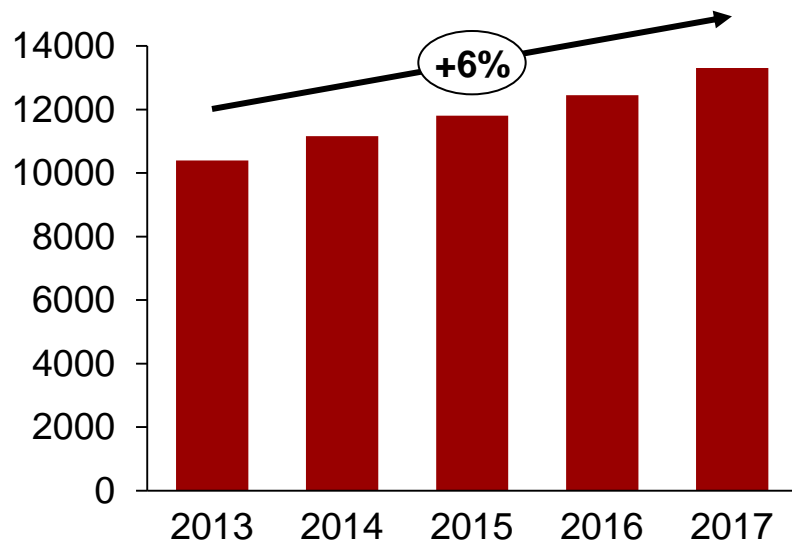


四、增长模式更多样

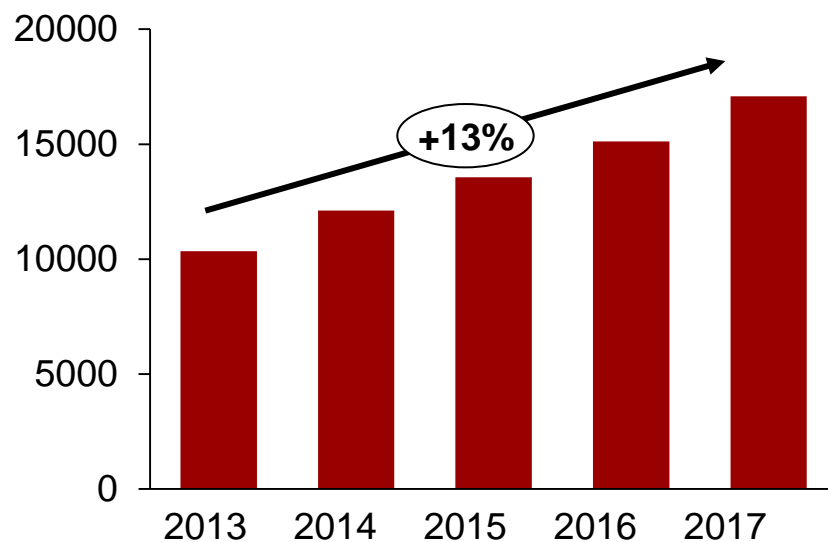
- 男性、婴幼儿蓝海市场
- 彩妆品类潜力巨大
- 本土品牌抢占市场
- 品牌增长模式多样化
- 主要上市公司情况

- ❑ **2017年，我国男性化妆品市场增长7%**，高速增长得益于市场对男士基础护理产品的稳定需求，尤其是对男性专用沐浴露和洗发水的需求最为强劲。数据显示，**中国75%的男性受访者将品牌作为选购的第一要素**，31%只购买1-2个化妆品品牌产品。
- ❑ **2017年，我国婴幼儿性化妆品市场增长13%**，高速增长来源于二胎政策的实行和消费升级增加了市场对婴幼儿产品的需求。年轻的80后和90后父母们拥有更多专业育儿知识，更容易接受使用婴幼儿专业护理产品，加速了婴幼儿产品在市场的渗透。

图：中国男性化妆品市场增速（百万元）



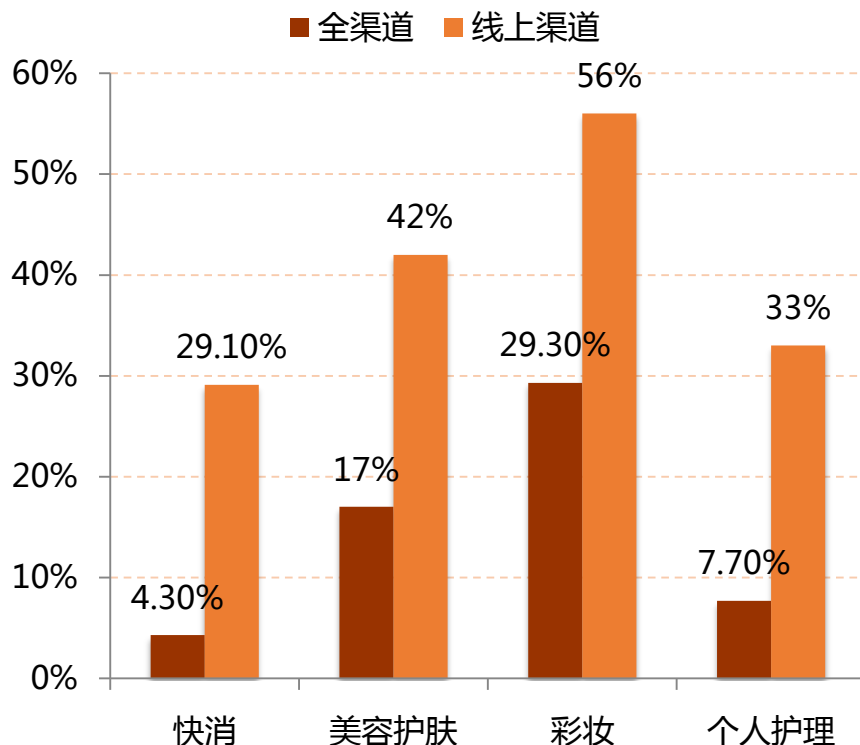
图：中国婴幼儿化妆品市场增速（百万元）



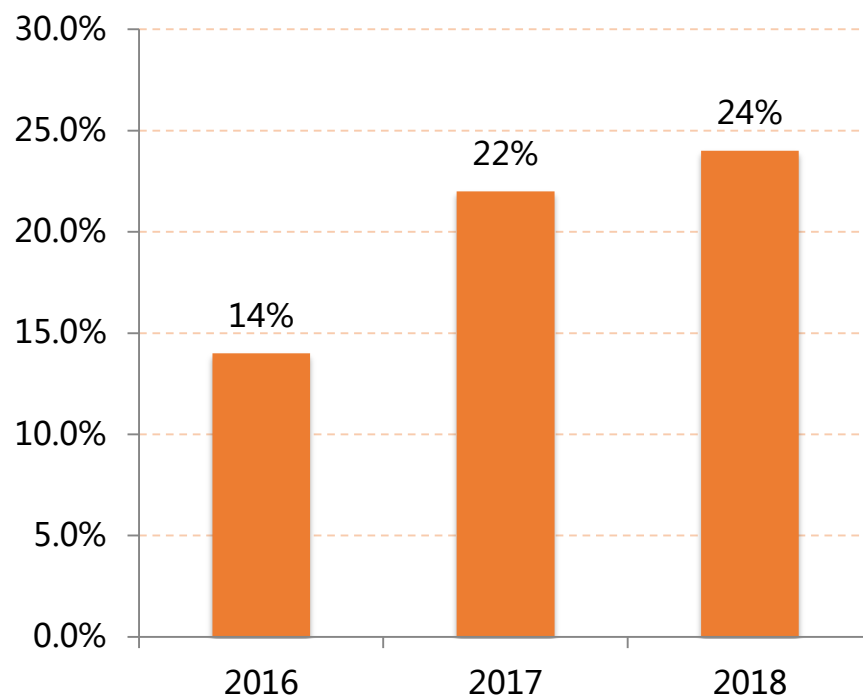
资料来源：Euromonitor、招商证券

- ❑ 电商渠道在各个化妆品领域的渗透率不断提升，彩妆品类的增长尤为突出，带动化妆品行业整体增长。
- ❑ 彩妆品类在美妆整体行业的占比逐年上升，随着消费者对化妆的观念转变，基础护理品已无法满足需求。

图：各渠道17年金额增长率

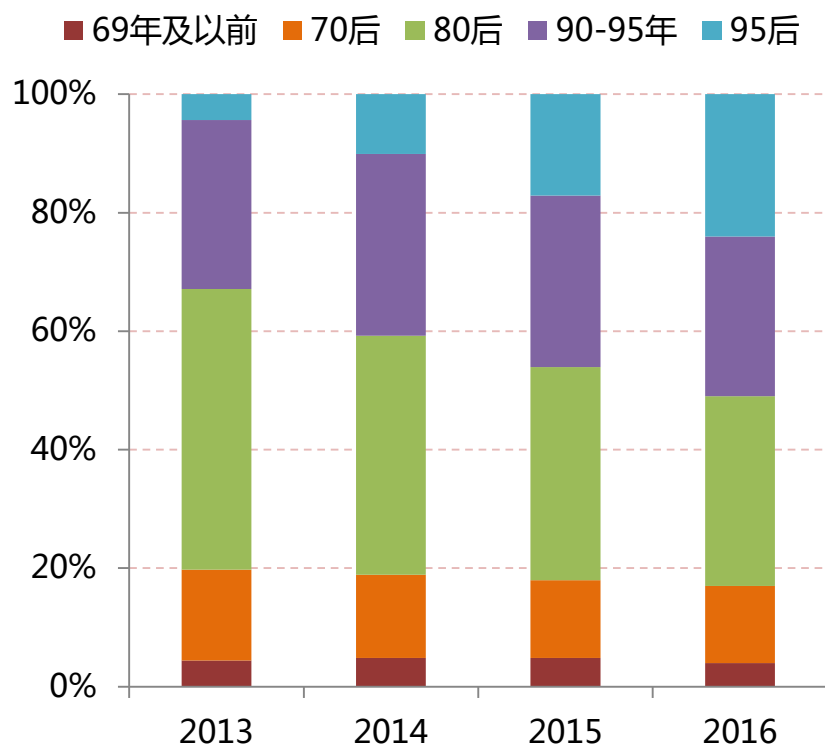


图：彩妆品类在美妆整体行业的占比



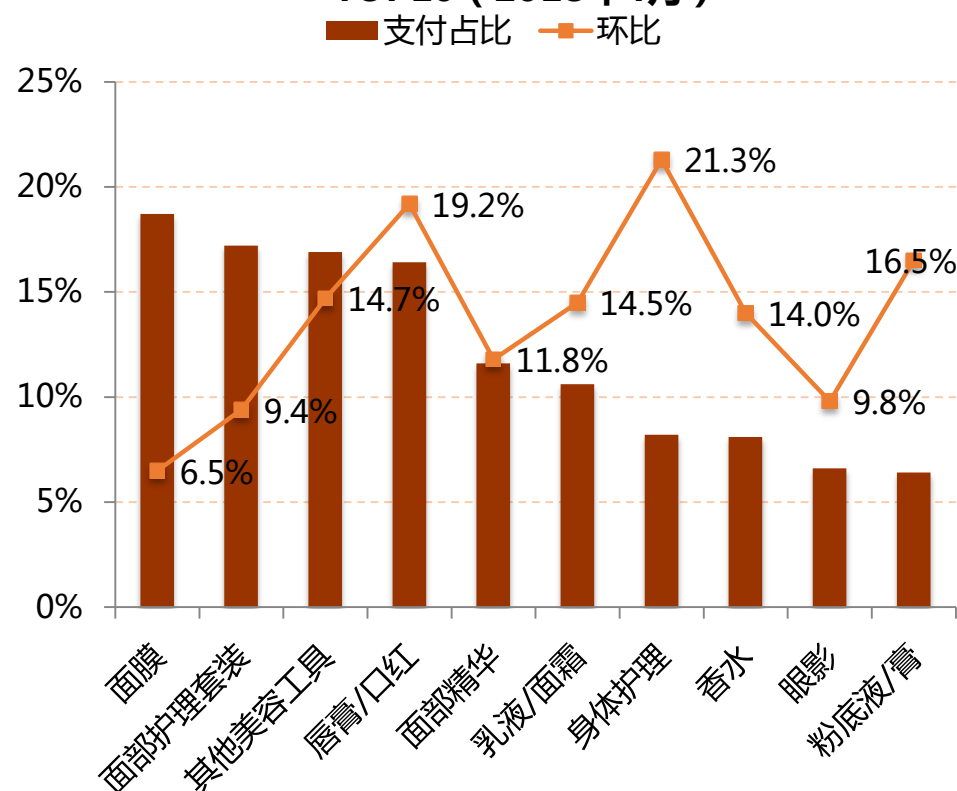
- 线上美妆消费者的年龄结构趋向年轻化，90后群体已占据半壁江山。
- 根据CBNDData的统计数据，线上消费者购物篮中第一个彩妆品类占比最大的是唇膏/口红，但随着消费者越来越追求完整的彩妆步骤和专业的美妆产品，粉底、香水、眼影等彩妆品类的消费占比逐渐提升，消费者的彩妆包“配货”越来越齐全。

图：线上美妆消费者年龄分布



2017

图：淘宝美妆行业交易排行TOP10 (2018年4月)



》、亿欧动力网、招商证券

- ❑ 大型国际品牌近年来多以**并购**的方式不断扩充品牌规模，形成品牌集团，以图突破原有品牌增长瓶颈，寻求新市场增长。
- ❑ 当前，最为突出的品牌增长模式主要有三种：**矩阵式增长**（欧莱雅集团）、**重构式增长**（宝洁集团）、**裂变式增长**（新兴独立品牌等）。

图：欧莱雅旗下部分品牌



欧莱雅的**全产品线策略**，在并购品牌时注重将旗下每个品牌都进行精准的定位，不断补充其产品结构，力图保证对各类型、层级消费者的**全覆盖**。

图：宝洁旗下部分品牌



宝洁集团更注重并购品牌带来的**协同效应**，希望在并购后达到**降低总体生产成本、创造更大的规模效应**。

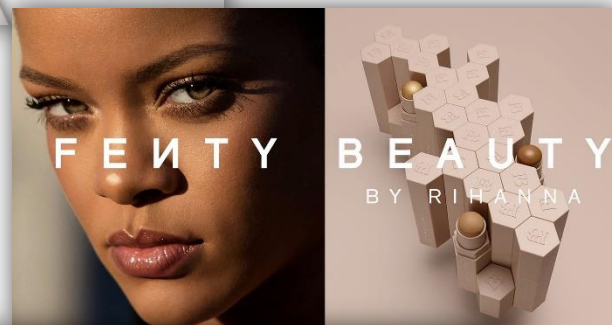
HomeFacial Pro

Beauty Creates

图：新兴品牌HomeFacialPro

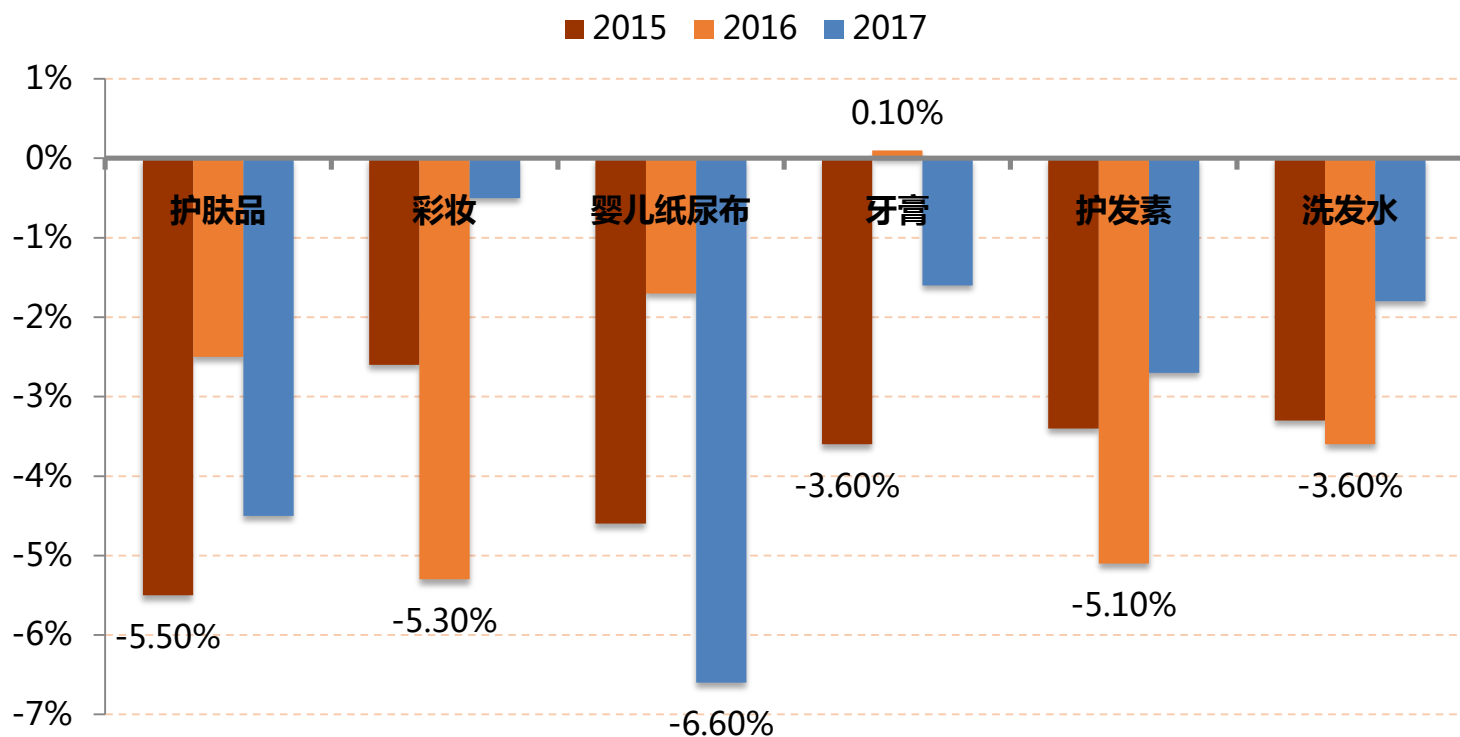
HomeFacialPro的产品，多以**核心成分+功效**命名，**真实、直接地**介绍产品的效用。每款产品都有专属的配方号，同时包装标签会印制研发师的手写签名。

- ❑ **独立品牌 (Indie Brand)** , 指的是为每个细分市场开发的单独的品牌, 它与公司的**母品牌没有任何联系或没有母公司**。独立品牌往往具有鲜明的产品特征和明确的消费者定位, 在产品的个性化、定制化上具有更高的灵活性。
- ❑ 根据IBE的数据, 独立品牌虽然目前只占有美国市场5%的市场份额, 但正以**每年20%的速度**急剧增长。



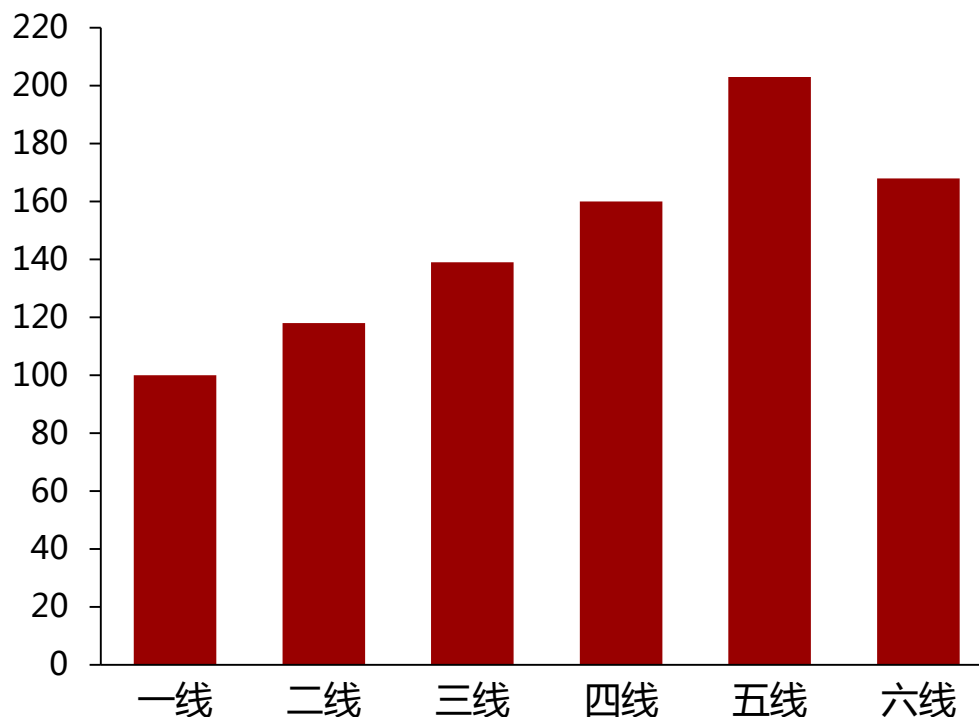
- ❑ 外资品牌在化妆品各细分品类中的市场份额呈现了逐年下降的趋势，其中，**护肤品、彩妆领域**的降幅最为明显。
- ❑ 本土品牌针对本土消费者的特定消费喜好，推出更有针对性的产品。例如，在牙膏品牌中，舒客（市场份额5%）在产品包装上印上著名景点图片，以此来升级牙膏包装样式。云南白药（市场份额15%）则注重牙膏防止牙龈出血等效果。

图：外资品牌在各品类中的市场份额变化



- 来自京东的数据显示，**小城镇的化妆品消费增长强势。**
- 各线级地区消费额指数显示，2016年五线地区的化妆品消费额指数同比增长最高，达到**203%**；六线地区位列第二名，增长达到**186%**。随之居民收入水平的整体提高，化妆品消费以由一二线城市向低线城市下沉。小城镇未来将会成为化妆品消费的增长亮点。

图：2016年中国各线级城市化妆品消费指数增长（%）



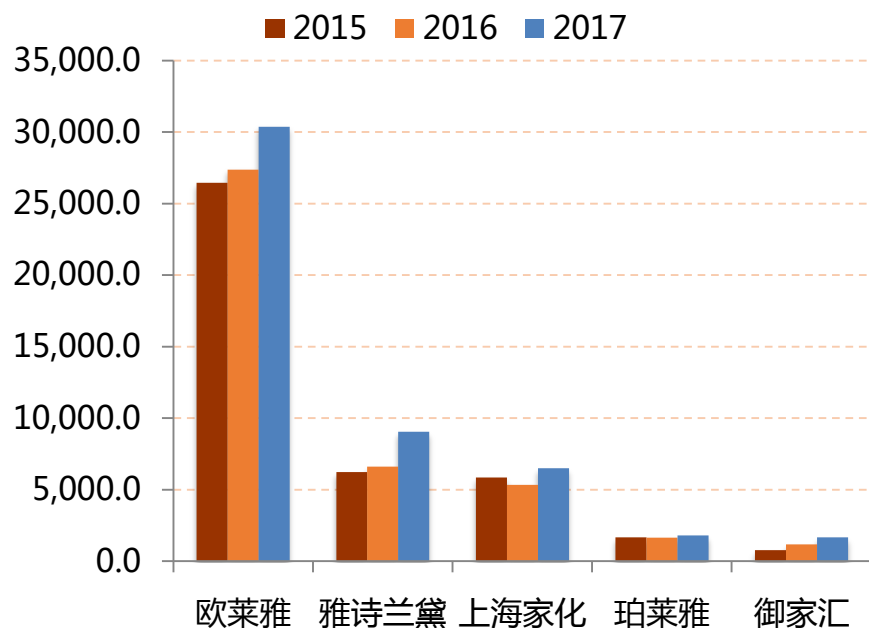
五、部分企业发展概况

- 内外资企业运营对比
- 部分企业发展概况

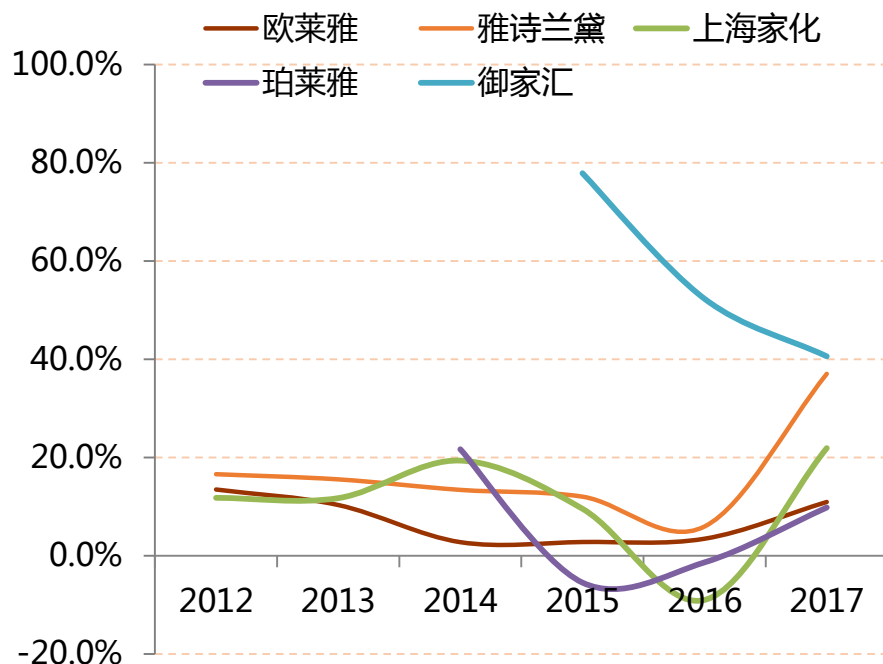
内资收入增速波动更大

- 自2011年起，欧莱雅、雅诗兰黛等外资企业一直保持正增速，其中雅诗兰黛得益于高端市场良好的发展态势，6年CAGR达到**16.4%**。
- 与外资企业相比，内资企业的增速分化明显，且较为波动。其中珀莱雅、上海家化均是负增长，珀莱雅主要受到电商冲击、跨境海淘的影响，而上海家化则是由于电商冲击以及其花王的代理接近尾声。
- 外资企业能保持正增速的原因主要是**高端市场竞争较大众市场温和与高端市场更强调线下体验，降低了电商对线下渠道的冲击**

图：中国区收入对比 单位：百万元人民币



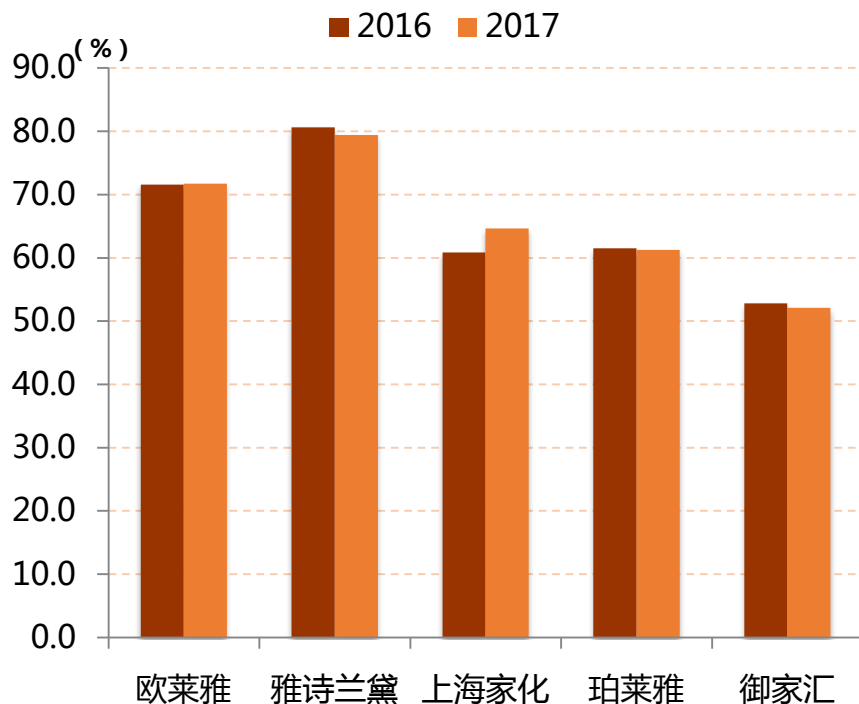
图：中国区收入增速对比



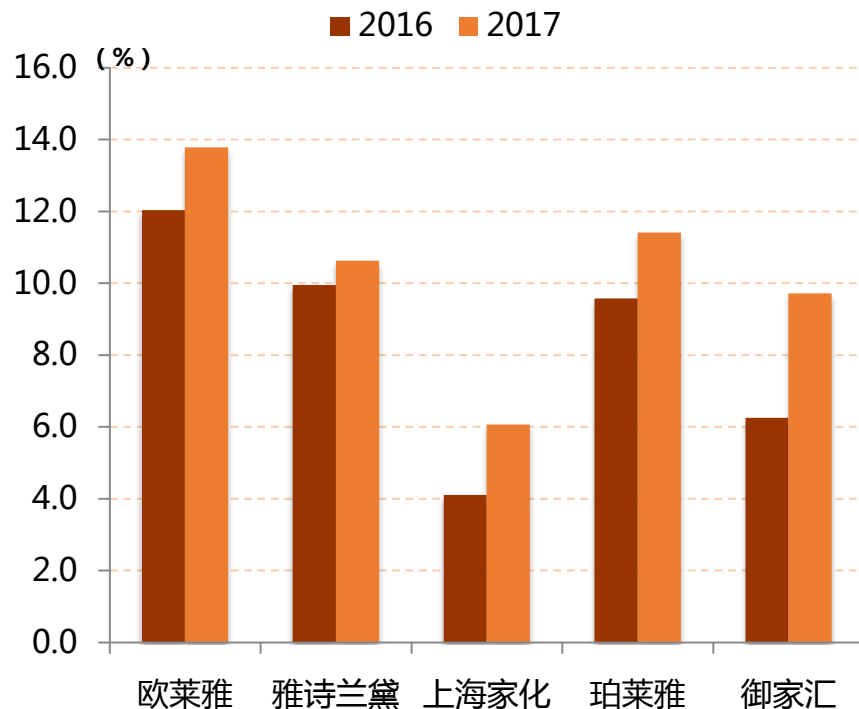
内外资品牌毛利率差距较大

- ❑ 外资企业毛利率比内资企业毛利率较高，领先幅度稳定在10%以上，企业的毛利率极高且保持稳定，表明行业发展态势良好。
- ❑ 行业依旧处于良性竞争，并且内资企业的费用控制能力较强。除了涉及家庭日化上海家化，其余的专注化妆品的外资企业净利率与内资企业净利率的差距较小，并且都保持在较高水平。

图：毛利率对比



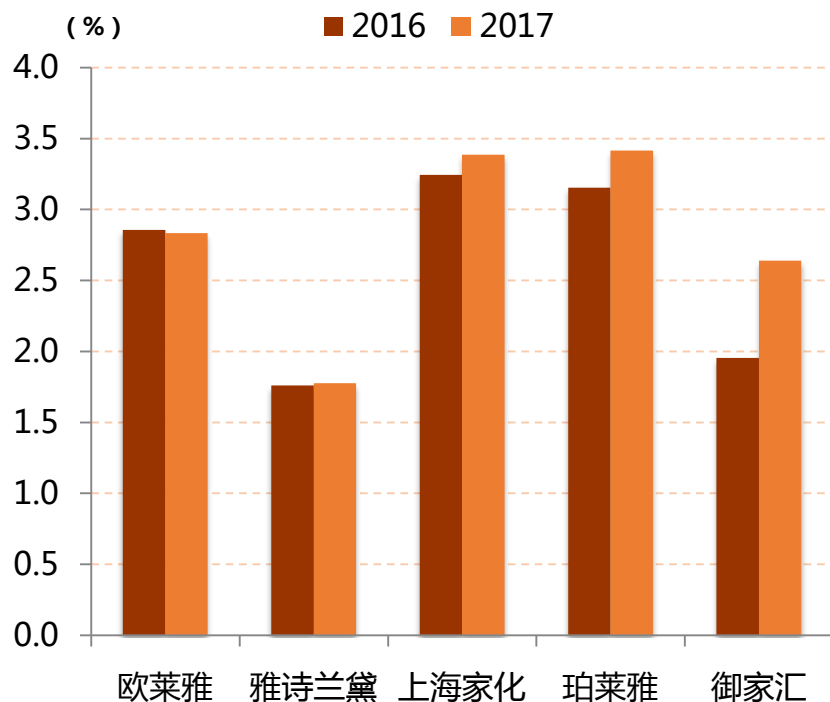
图：净利率对比



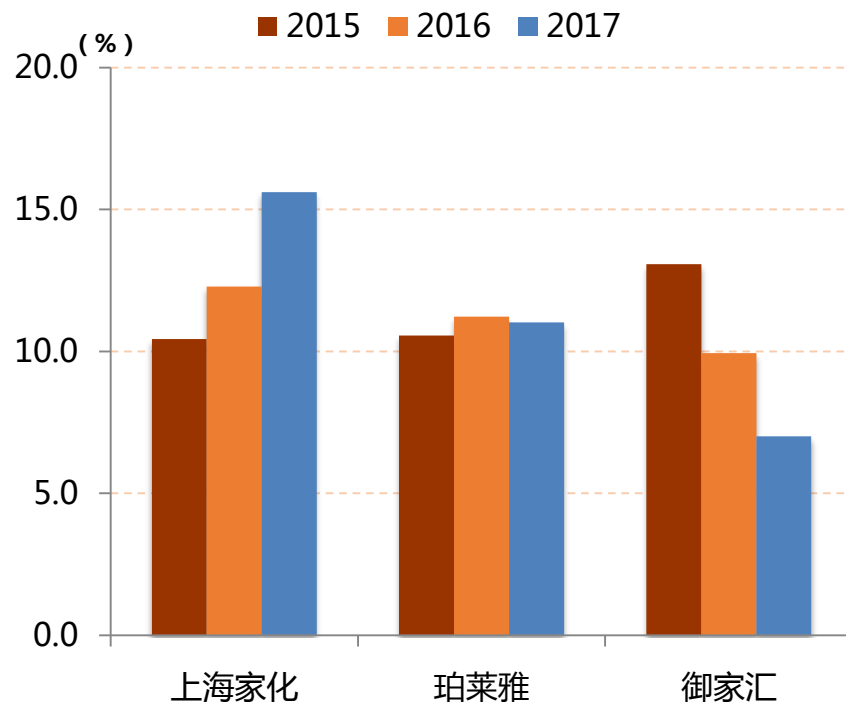
内资企业存货周转率更高

- ❑ 在存货周转率上，内资企业的表现更好，普遍领先于高端外资企业；同时，内资2017年的周转率较2016年有所提升。
- ❑ 在Top 3内资上市企业中，珀莱雅管理费用率较为稳定；御家汇管理费用率不断优化，改善原因是2015年进行了股份支付导致基点较高、以及规模效应与管理效率的提升；上海家化的管理费用率不断上升，主要原因是其在并购Cayman之后，进行了追溯调整。

图：存货周转率对比



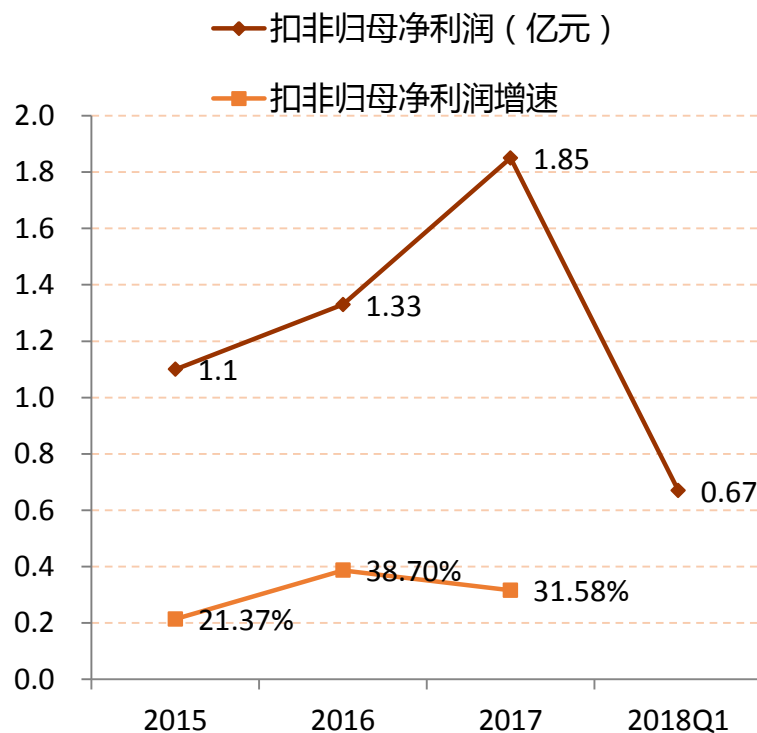
图：管理费用率对比



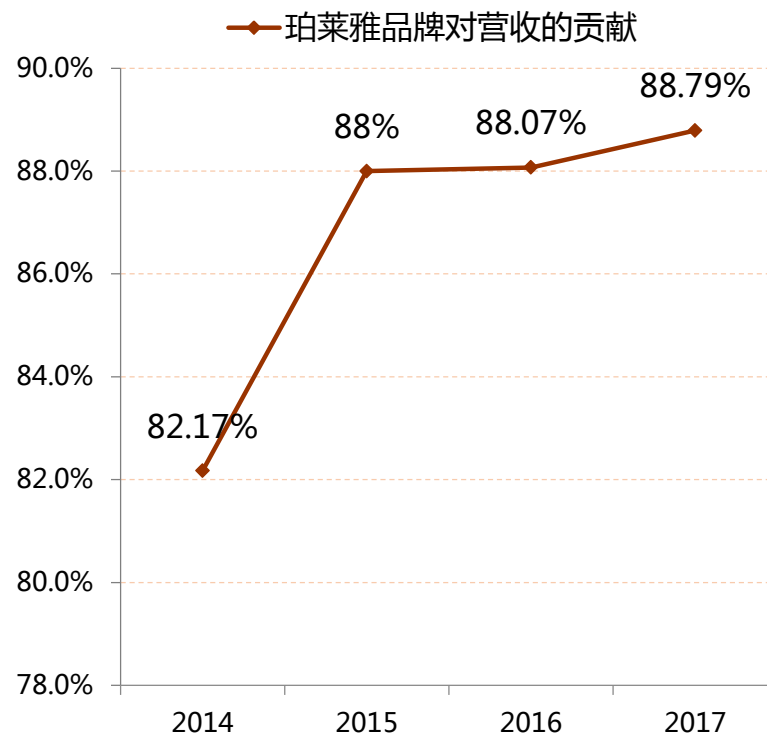
珀莱雅：深耕大众护肤品助推快速发展

珀莱雅成立于2006年。目前旗下拥有珀莱雅、优资莱、韩雅、悠雅等主要品牌，产品覆盖护肤彩妆、清洁洗护、香薰等化妆品。2017年公司营收达**17.83亿元**，同比增长**9.83%**，利润达到**1.85亿元**，同比增长**38.7%**。公司深耕大众护肤品领域，2017年护肤品销量占公司已收的**89%**。其中，公司主要品牌珀莱雅系列对公司营收的贡献多年来稳定在**88%以上**

图：珀莱雅扣非归母净利润及增幅

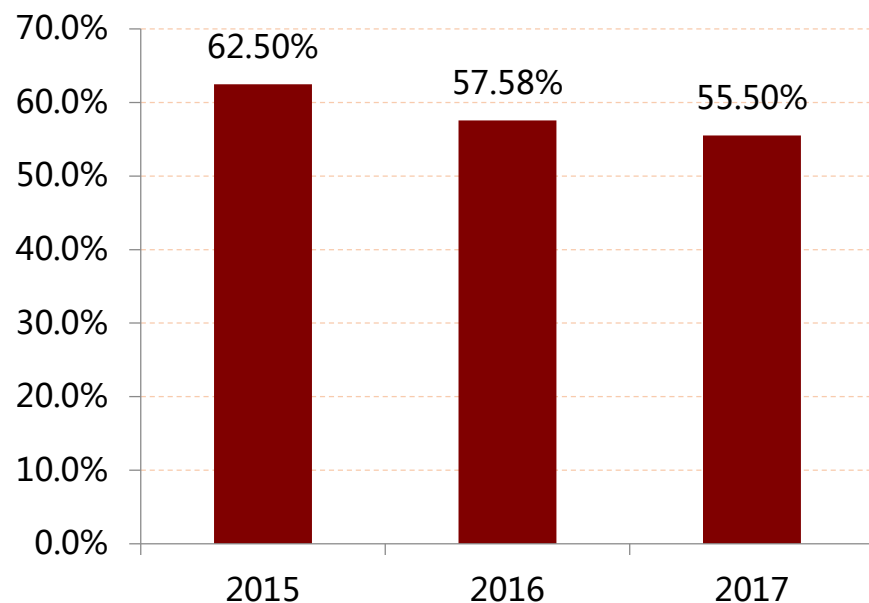


图：珀莱雅品牌对营收的贡献

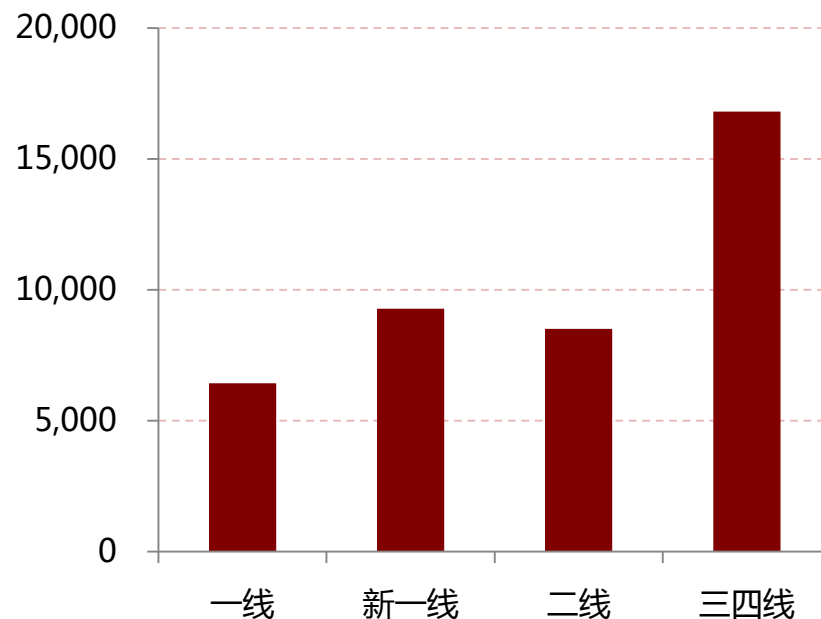


- ❑ 低线级城市人口密度大，收入提高，消费潜力有待开发。低线级城市化妆品消费增长率远超一二线城市，人口密集大，增长空间广阔
- ❑ 国际品牌在低线城市渠道渗透率不足，珀莱雅通过日化专营店渠道广布低线级城市市场，竞争优势明显。公司日化专营店销售终端达13000家，覆盖全国4个直辖市,293个地级市，368个县级市,渠道下沉优势明显

图：珀莱雅日化专营店销售占比



图：中国各线级城市人口（万人）



上海家化：多品牌助力公司发展

上海家化成立于1898年，是我国历史最悠久的日化企业之一。自2008年，公司年销售增速均保持在10%以上，归母净利润年均增长达8.63%。上海家化是中国市值最高的化妆品企业。上海家化旗下产品覆盖护肤、彩妆、洗护、男士、母婴等各个大类。通过丰富的产品线满足不同消费群体的消费需求，是家化成功的关键所在。公司旗下品牌六神、高夫、启初和美加净在2017年的细分类别市场占有率均进入前五名

六神

品类：洗护
目标人群：目标人群广泛
明星产品：六神经典花露水

佰草集
HERBORIST

品类：护肤
目标人群：25-35岁都市白领
明星产品：新七白美白精华水、御五行焕肌眼霜

高夫

品类：男士护理
目标人群：19-35岁男性
明星产品：高夫竹炭控油洁面乳

美加净
maxam

品类：护肤、洗护
目标人群：25~45岁女性
明星产品：美加净亮白润手精华

启初

品类：母婴个人护理
目标人群：0-3岁婴幼儿
明星产品：植物之初宝宝保湿滋润儿童润肤霜

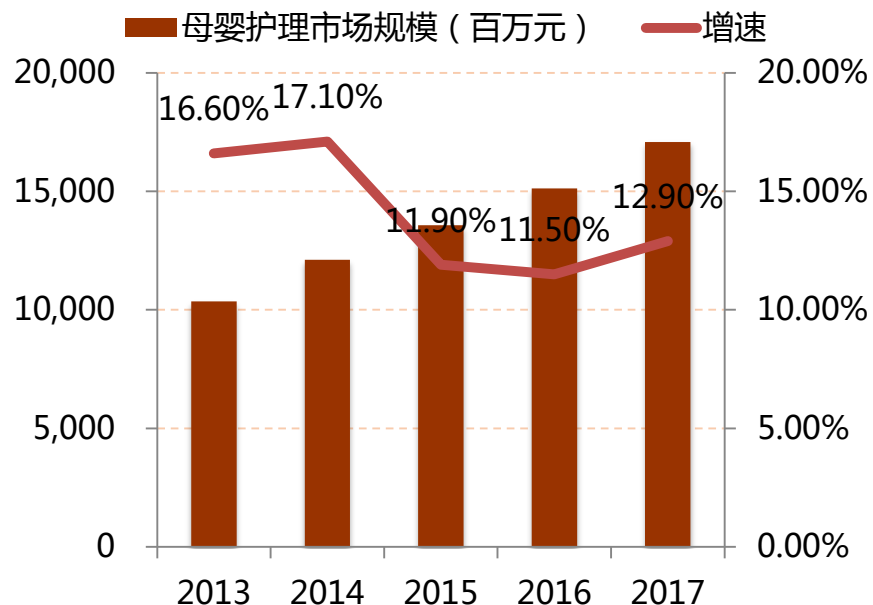
tommy tippee 汤美星

品类：婴幼儿产品
目标定位：高端喂哺品牌
明星产品：感温防胀气奶瓶

图：上海家化主要产品线

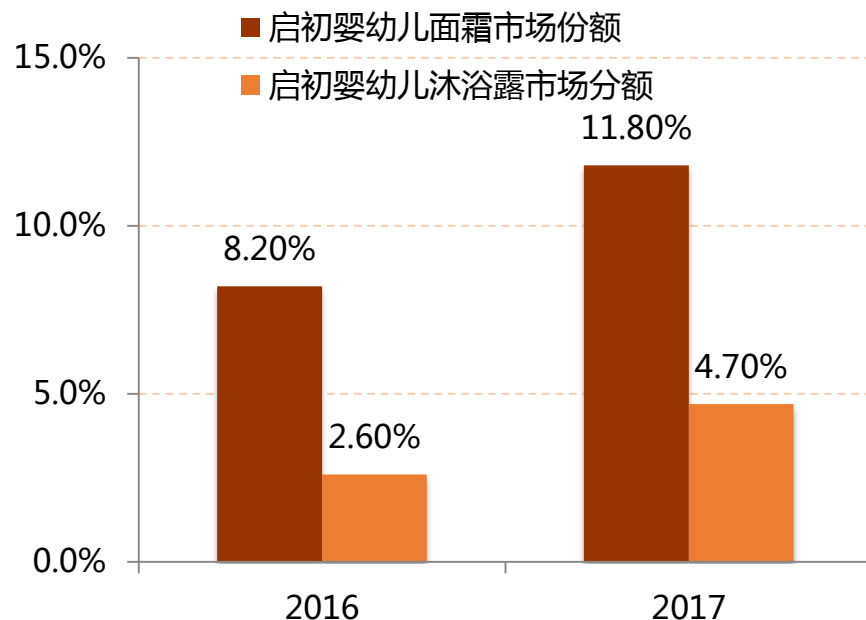
- ❑ **启初市场份额快速增长，成为母婴护理领导品牌。**启初成立5年来，市场份额快速提升，2017年在婴幼儿面霜市场占有率到达**11.8%**同比增长**44%**。婴幼儿沐浴露市场排名升至第2位，市场占有率达**4.7%**，同比上升**8.1%**。
- ❑ **公司与2017年收购英国高端喂哺品牌汤美星，收购书预测两年内盈利将到达20亿。**我国母婴护理市场在2017年的增速高达**12.9%**，家化发力母婴市场，将为为了公司增长提供广泛空间。

图：中国母婴护理市场规模及增速



资料来源：Wind、Euromonitor、招商证券

图：启初市场份额快速增长



上海上美成立于2002年。自创业以来，上美年销售增速均保持在50%到100%以上。2017年上海上美成长为了中国第四大化妆品企业。上美旗下品牌韩束和一叶子占据了2016年屈臣氏渠道化妆品销售的前两名。公司预计在2019年实现营业收入280到300亿元，超越欧莱雅，成为中国第一大化妆品生产商。

KANS
韩束

品类：护肤
目标人群：20-35岁现代的、前卫的、潮流的和充满愿景的女性
明星产品：墨菊咕噜水、红CC、巨水光精华

One leaf
一叶子®

品类：面膜、护肤
目标人群：16-35岁热爱自然生活、追求新鲜、自信而时尚的年轻女性
明星产品：植物肽养分调理面膜

WZUN
吾尊

品类：男士护理
目标人群：18-35岁年富力强、高学历、高消费能力的男性
明星产品：合动能水凝乳、动能水感保湿凝露

SOVYA
索薇娅

品类：高端洗护
目标人群：25~40岁热爱生活、注重健康、追求生活品质的新时代女性
明星产品：藏红花去屑养发系列

Baby elephant
红色小象

品类：母婴个人护理
目标人群：85-90后新时代妈妈
明星产品：婴儿洗发沐浴露

HiFace

品类：彩妆
目标人群：18~28岁追求潮流风尚的年轻女性
明星产品：撩唇笔，小黑帽粉底液，光隐大师底妆系列

图：上美主要产品线

广告轰炸，确立品牌知名度，是上美崛起的关键所在。公司以85后和90后为主要的目标客户，主攻三四线城市中低端市场。2018年公司投资10亿元，冠名湖南卫视、江苏卫视、浙江卫视的多档王牌节目，斥资上亿元植入流量电视剧，邀请刘昊然等流量明星为产品代言，通过明星和节目，深入三四线城市年轻消费者，形成广告霸屏之势，占领市场先机。

多品牌全渠道销售是上美成功的另一个关键因素。通过旗下多各品牌布局化妆品消费各个细分市场，满足各个人群不同的消费。

上美公司共有KA事业部、分销事业部、电商事业部和TV事业部四大销售部门，营销渠道多元化，全面覆盖CS、KA、屈臣氏、电商、电视购物等全渠道网络辐射。

目前，韩束和一叶子两大品牌销售规模已经在实体店和电商组成的全渠道领域中占据领导地位。

图：上美全渠道销售网络



- 国内化妆品市场虽处于外资品牌主导的阶段，但内资品牌有望在更细分的品类市场发力逆袭。
- 国内传统化妆品OEM、ODM企业在生产端的技术短板仍需补齐，下游在销售时将更深层次地融合线上、线下两种渠道，甚至推动新潮品牌的诞生。
- 品牌的并购和集团化势在必行，期待内资品牌在更多品类市场上的品牌延伸。

化妆品市场

- 外资主导高端市场
- 内资细分品类发力
- 营销、研发投入仍需加强

上游生产制造

- 商业模式单一
- 行业集中度低

下游品牌销售

- 线上下深度融合
- 品牌增长模式创新
- CS渠道下沉低线级市场

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

许荣聪，商贸零售首席分析师，武汉大学经济学硕士，厦门大学经济学、数学与应用数学双学士，曾任职于长江证券和湘财证券，逻辑推理能力强，产业人脉丰富。

宁浮洁，南京大学经济学硕士，曾任职于中泰证券零售组，覆盖商业零售行业，18年加盟招商证券，产业资源丰富，逻辑清晰，主要方向为超市和电商等。

王凌霄，上海交通大学硕士，同济大学学士，2018年加入招商证券，主要方向为新零售和百货。

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于 $\pm 5\%$ 之间

回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。