

2020 年 12 月 02 日

行业研究

评级:推荐 (首次覆盖)

研究所

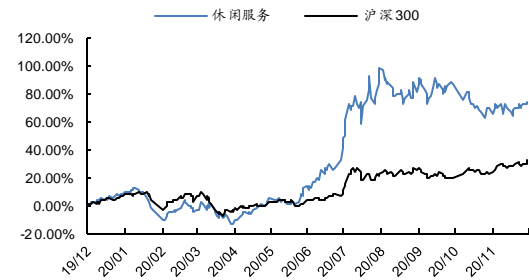
证券分析师:

赵越 S0350518110003
zhaoy01@ghzq.com.cn

爱茉莉太平洋: 研发与品牌推动成长的韩妆龙头

——化妆品行业研究系列

最近一年行业走势



行业相对表现

表现	1M	3M	12M
休闲服务	2.6	-6.9	74.4
沪深300	7.9	4.6	32.3

相关报告

《休闲服务行业周报: 社零总额增速持续恢复, 化妆品及珠宝表现优异》——2020-11-23

《休闲服务行业周报: 旅游“双11”火爆, 催生复苏新风口》——2020-11-16

《休闲服务行业周报: 内需聚焦线上及可选, 国货美妆竞争力持续》——2020-11-01

《休闲服务行业周报: 北京环球影城提升主题公园吸引力, “双11”美妆表现不俗》——2020-10-26

《休闲服务行业周报: 景区餐饮业绩继续改善, “双11”销售有望再创新高》——2020-10-19

投资要点:

■ **韩国经济的腾飞, 带动韩妆诞生发展。**从1948年建国至今, 韩国历经了战后资本匮乏、经济高速增长、中等收入国家、接近发达国家水平、步入发达国家之列等5个不同的时代, 其背后对应的是居民收入和消费水平的不断增长, 化妆品消费群体的不断壮大, 政策的不断完善和日化行业对外开放程度的不断加深。在这一过程中韩妆从无到有, 从不堪一击到外国大牌冲击下崛起, 再到仅2家本土公司即占据超40%的市场份额产品成功出口海外, 韩国终成化妆品研发生产的强国, 与欧美日抗衡。

■ **研发创新与品牌推广, 成为爱茉莉位居韩妆龙头的关键。**关注本土消费需求的研究贯穿在爱茉莉的成长过程中, 促使爱茉莉不断创造新品类、新品牌、新单品, 强大的研发和创新能力不仅使得爱茉莉的品牌矩阵不断扩充, 更吸引了大批消费者。不同历史时期营销和渠道的完美配合, 使得品牌成功推广。

■ **电商平台有望成为爱茉莉收复中国市场的重要突破口。**受“萨德事件”影响, 2017-2018年爱茉莉为代表的韩妆公司在中国的收入和市占率大幅下降。为了挽回中国市场, 爱茉莉加大了在中国电商渠道的布局, 深化了同天猫平台的合作。2019年爱茉莉与天猫合作在浙江成立“爱茉莉太平洋 X 天猫新品创新中心创新工厂”, 以便更好地聚焦中国新一代年轻群体的消费需求, 在天猫平台推广销售。2020年2月28日“兰芝”首度携手天猫超级品牌日推出与创新工场合作推出的新品, 并引进了KOL进行直播销货, 天猫等电商平台有望成为爱茉莉收复中国市场的重要突破口。

■ **对我国化妆品行业发展的借鉴:**总体来看, 韩国的爱茉莉之所以能够不断地发展壮大, 突破欧美大牌的重重包围, 在韩国的化妆品行业站稳脚跟, 主要还是在于其对各类差异化的重视。这种差异化体现在其重视并关注本土需求的差异化研发, 区别于欧美对品牌自主培育的坚守, 从中端品牌出发再向高端和低端品牌延伸的独特品牌布局路线以及各类丰富的渠道营销创新模式上。这种品牌品类的自主创新和培育以及对差异化的关注是值得国产品牌学习和关注的, 我们认为这可能也是国产品牌未来崛起的关键所在。

对比韩国化妆品行业发展阶段, 我国化妆品行业正在进入发展黄金

期，居民消费水平与化妆品消费人群正快速扩张，国货消费人群年轻化、市场下沉化趋势明显，国产化妆品品牌具备借势崛起之机，而韩国爱茉莉太平洋成功的本土化与国际化发展历程将为国产化妆品品牌立足本土、拓展海外带来有益借鉴。我们看好国内化妆品行业及国产化妆品品牌的良好发展态势，首次覆盖，给予化妆品行业“推荐”评级。

- **重点推荐个股：**我们建议关注有望借鉴韩国化妆品品牌发展经验的国产化妆品品牌 A 股上市公司珀莱雅、上海家化、御家汇、丸美股份。
- **风险提示：**电商平台对化妆品销售推动作用不达预期风险；化妆品行业竞争加剧风险；推陈出新进度及新品销量不及预期风险；爱茉莉太平洋公司与国内相关化妆品公司业务不完全相同，相关对比仅供参考；韩国化妆品行业与国内不完全相同，相关对比仅供参考。

重点关注公司及盈利预测

重点公司	股票	2020-12-02		EPS			PE			投资
代码	名称	股价	2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	评级	
300740.SZ	御家汇	15.89	0.07	0.26	0.44	143.32	60.09	36.51	-	
600315.SH	上海家化	38.63	0.83	0.55	0.74	37.28	69.14	51.88	-	
603605.SH	珀莱雅	163.0	1.95	2.39	3.06	45.13	68.22	53.31	-	
603983.SH	丸美股份	58.01	1.28	1.34	1.58	46.75	43.20	36.54	-	

资料来源：Wind 资讯，国海证券研究所（注：盈利预测均取自万得一致预期）

内容目录

1、 爱茉莉：历史悠久的韩妆龙头	5
1.1、 起于微末，家族控股的双上市主体	5
1.2、 主打中高端品牌	5
1.3、 品牌矩阵自主培育化	7
2、 行业：背倚时代，蓬勃发展	8
2.1、 行业孕育期，韬光养晦（1948-1979）	9
2.2、 行业成长期，机遇挑战并存（1980-1992）	9
2.3、 行业黄金期，本土品牌脱颖而出（1993-2003）	10
2.4、 行业饱和期，海外布局加快（2004 至今）	12
3、 爱茉莉成功关键一：研发中蝶变，创新中传承	13
3.1、 研发助推公司成长	13
3.2、 注重本土原料传承	14
3.3、 研发创造新品类	14
4、 成功关键二：成功的品牌推广	15
4.1、 纸媒时代：杂志+访销制，打造韩国经典品牌	15
4.2、 电视媒体时代：广告+品牌店促推广	16
4.3、 网络媒体时代：流量+电商，打开中国市场	17
5、 对我国化妆品行业发展的借鉴	18
6、 重点推荐个股	19
7、 风险提示	19

图表目录

图 1: 爱茉莉太平洋的发展史.....	5
图 2: 爱茉莉太平洋品牌诞生时间路径	6
图 3: 爱茉莉毛利率伴随品牌轨迹.....	6
图 4: 2012-2018 年爱茉莉毛利率.....	7
图 5: 韩国大牌和其他国际大牌品牌拓展情况	7
图 6: 韩国美妆个护行业品牌分布.....	8
图 7: 韩国美妆个护行业品牌市占率分布.....	8
图 8: 韩国韩方品牌市占率分布	8
图 9: 韩国自然主义品牌市占率分布.....	8
图 10: 1961-1979 年朴正熙政府时代韩国人均 GDP 水平（万美元）	9
图 11: 1979-1992 年韩国人均 GDP 水平（万美元）	10
图 12: 1993-2003 年韩国人均 GDP 水平（万美元）	11
图 13: 1980-2019 年韩国城市化率和女性人口数量（千万人）	11
图 14: 爱茉莉太平洋集团的海外布局.....	12
图 15: 2009-2018 年爱茉莉研发费用投入（十亿韩元）	13
图 16: 2009-2018 年国际知名化妆品公司的研发费用率	13
图 17: 爱茉莉创办的韩国首家化妆品杂志封面和创办韩国首家化妆正品咨询室的报纸新闻	15
图 18: 2004-2018 年韩国化妆品实体店主要形式的渠道占比情况（%）	17
图 19: 2013-2018 年“兰芝”与 IOPE 在中国彩妆市场的市占率（%）	17
图 20: 爱茉莉与欧莱雅天猫平台主体品牌布局轨迹.....	18
图 21: 资生堂、雅诗兰黛、LG 天猫平台主体品牌布局轨迹.....	18
表 1: 韩国化妆品行业实体店零售渠道的变迁	12
表 2: 爱茉莉对各类本土自然物质的研究.....	14
表 3: 爱茉莉太平洋集团创新技术及应用成果	14
表 4: 纸媒时代爱茉莉自我营销与推广方式创新.....	16

1、爱茉莉：历史悠久的韩妆龙头

1.1、起于微末，家族控股的双上市主体

爱茉莉太平洋起于微末，经久不衰，其起源可以追溯到 1932 年创始人徐成焕的母亲尹独贞创办的“昌盛商店”，至今已有 88 年的历史。1945 年徐成焕正式创立了太平洋化学工业社，为公司奠定了化工研发基础。1973 年公司成功在韩国上市，拓宽了融资渠道，为后续竞争脱颖蓄力。1997 年徐庆培接管公司后爱茉莉在全球化和创新的道路上高歌猛进，2010 年成为韩国化妆品行业首个被纳入道琼斯指数的公司，2018 年在《福布斯》发布的全球最具创新力企业百强榜单中排名第 18，2019 年与阿里签署全球战略合作协议并携手共创天猫创新工厂，公司国际化创新化的形象得以不断稳固。

图 1：爱茉莉太平洋的发展史



资料来源：爱茉莉官网，国海证券研究所整理

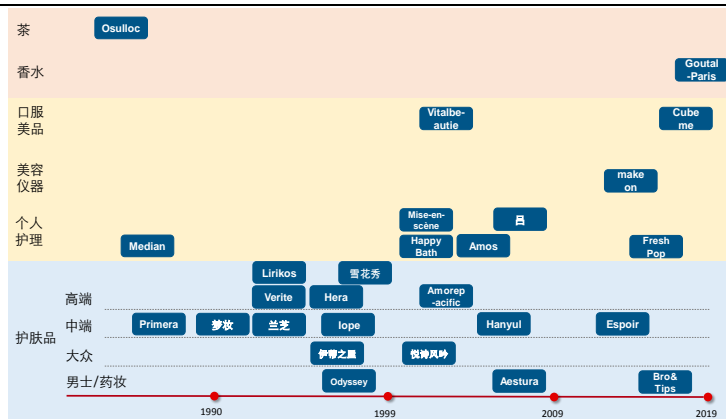
爱茉莉实行集团制，由集团统领众多子品牌公司发展，为了实现在化妆品领域重点发力，爱茉莉成立了双上市主体。爱茉莉最早于 1973 年上市，经过 30 多年的发展，至 2006 年公司主体已十分庞大。为了更好地统筹业务实现科学发展，爱茉莉决定实行集团控股体制，由集团统领公司所有业务的发展，因此诞生了爱茉莉太平洋集团（002790.KS）。同时为了集中资源在化妆品领域重点发力，爱茉莉在其原有化妆品业务基础上剥离出爱茉莉太平洋公司（090430.KS）并上市。双上市主体既提高了爱茉莉在日化领域的发展效率、降低了经营风险，也使得化妆品业务能更方便快捷地获得大量资金支持，集团得以更好更快地向前发展。

1.2、主打中高端品牌

爱茉莉太平洋集团旗下直属品牌共 34 个，品牌数量与行业内其他国际化妆品公司相比处于中等偏上的水平，仅落后于法国的欧莱雅和日本的资生堂。相较于欧莱雅、宝洁、高丝的全领域广覆盖，雅诗兰黛主打高端品牌，LG 和花王主打中低端，爱茉莉主要布局与中高端品牌。

爱茉莉的品牌布局轨迹来看，品牌集中诞生期为 1990 年至 2009 年，其中 1990 年至 1999 年布局的品牌多为护肤品品牌，2000 年至 2009 年布局的品牌多为个人护理品牌。品牌布局遵循先护肤品，后个人护理，然后再逐渐进入新兴品类的路径。具体到护肤品类布局，爱茉莉先有中端品牌，然后同时向高端和大众领域扩张，但在扩张过程中，高端品牌明显多于大众品牌，占据了主导地位，与传统的化妆品品牌先高端再中低端的品牌布局轨迹极为不同。

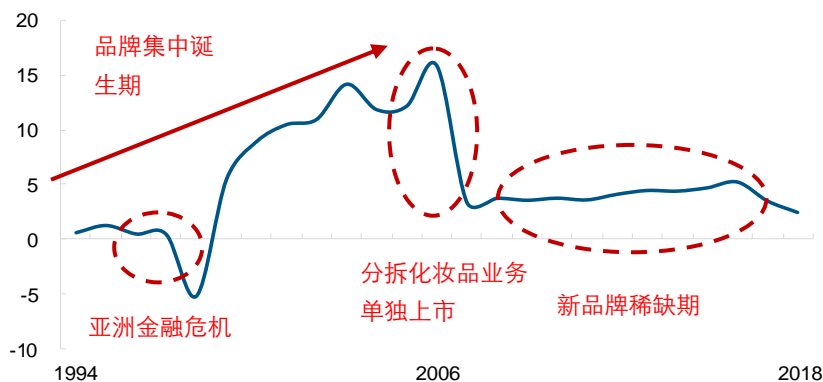
图 2：爱茉莉太平洋品牌诞生时间路径



资料来源：公司年报，公司官网，国海证券研究所

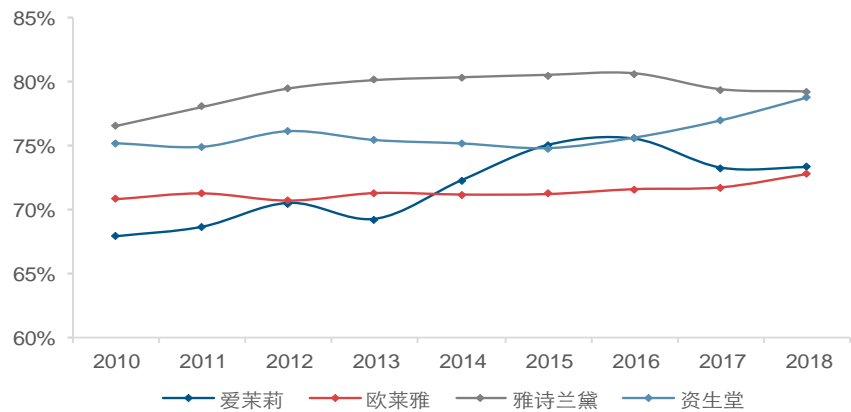
随着品牌轨迹的延展，爱茉莉的净利率和销售毛利率也随之变化。在爱茉莉的品牌集中布局后的成长期，爱茉莉的净利率上升趋势明显；原有化妆品业务分拆上市后，集团净利率大幅下降；在爱茉莉步入了新生品牌稀缺期后，净利率增长更加乏力，2018 年爱茉莉的净利率仅为 2.43%。爱茉莉的销售毛利率在品牌诞生初期也较低，落后于其他国际大牌，说明在品牌初创期，爱茉莉为推广品牌的销售支出较大，在品牌发展成熟后营销和渠道管控能力得以进一步加强，因此后期爱茉莉的销售毛利率又有所提升，2018 年爱茉莉的销售毛利率为 73.37%，与行业其他国际知名化妆品相比处于中等水平。

图 3：爱茉莉毛利率伴随品牌轨迹



资料来源：彭博，国海证券研究所

图 4：2012-2018 年爱茉莉毛利率

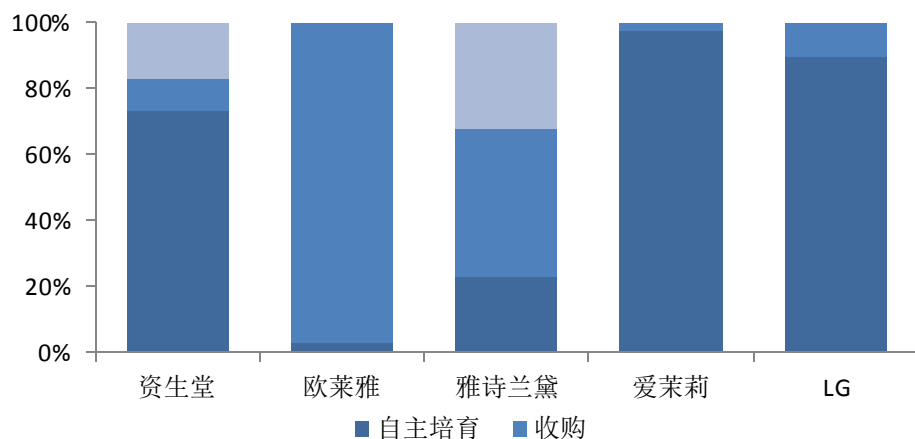


资料来源：wind，彭博，国海证券研究所

1.3、品牌矩阵自主培育化

爱茉莉旗下 34 个品牌中，仅 1 个香水品牌是通过并购后改进推出的，其余 33 个品牌均为自主培育，品牌自主培育率达 97.06%。而国际化妆品巨头欧莱雅则是典型的通过全球收购扩张品牌矩阵的公司，旗下现有品牌除巴黎欧莱雅外，均为收购品牌，品牌自主培育率不足 3%；另一国际化妆品巨头雅诗兰黛也仅有 7 大高端品牌为自主培育品牌，旗下剩余 24 个品牌中有 14 个品牌通过收购诞生的，10 个品牌通过代理诞生的，品牌自主培育率为 22.6%。与国际知名化妆品公司对比，爱茉莉的品牌自主培育程度相对较高。

图 5：韩国大牌和其他国际大牌品牌拓展情况



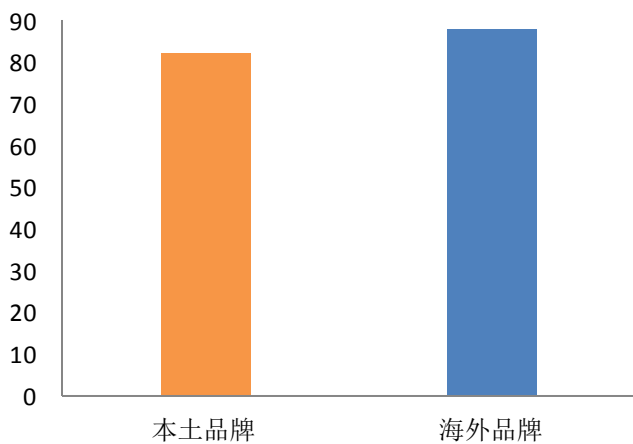
资料来源：各公司官网，国海证券研究所

我们认为，韩国的化妆品自然培育率高主要是由韩国美妆个护行业的市场结构和市场消费倾向导致的。

从市场总体构成来看，韩国的美妆个护市场囊括约 170 个品牌，其中国外品牌 88 个，本土品牌 82 个，国内外品牌数量旗鼓相当。但从最能反映市场消费意愿的市占率来看，归集众多市占率不足 0.1% 的其他品牌后，2018 年韩国剩余本土

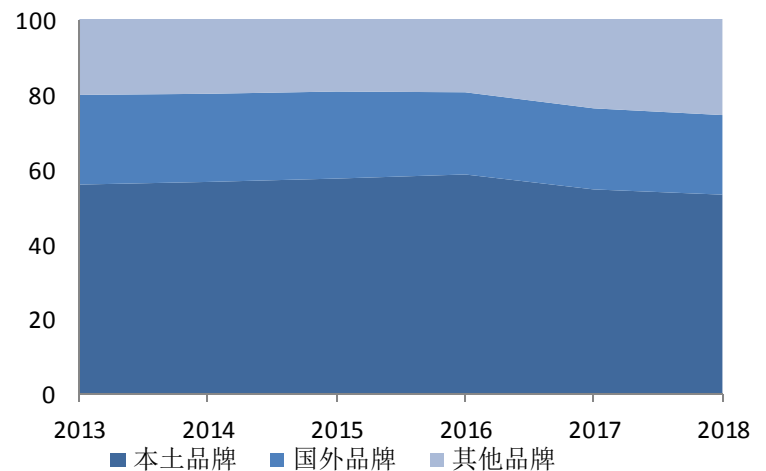
品牌市占率为 51.8%，而剩余国外品牌市占率仅 21.3%，说明相对于外国品牌，韩国民众对本土品牌的消费意识和意愿更加强烈。

图 6：韩国美妆个护行业品牌个数分布



资料来源：欧睿，国海证券研究所

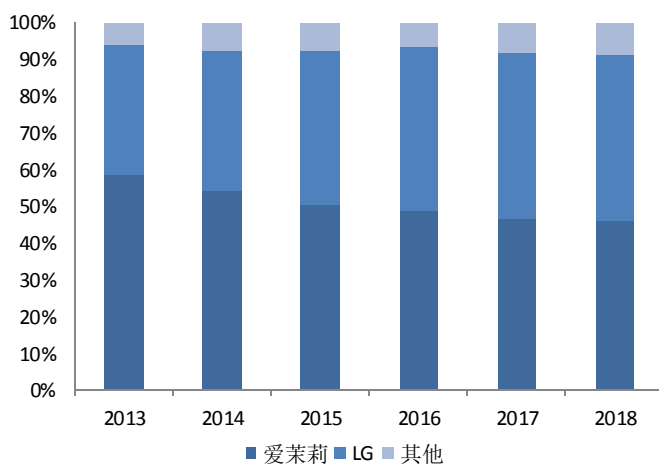
图 7：韩国美妆个护行业品牌市占率分布



资料来源：欧睿，国海证券研究所

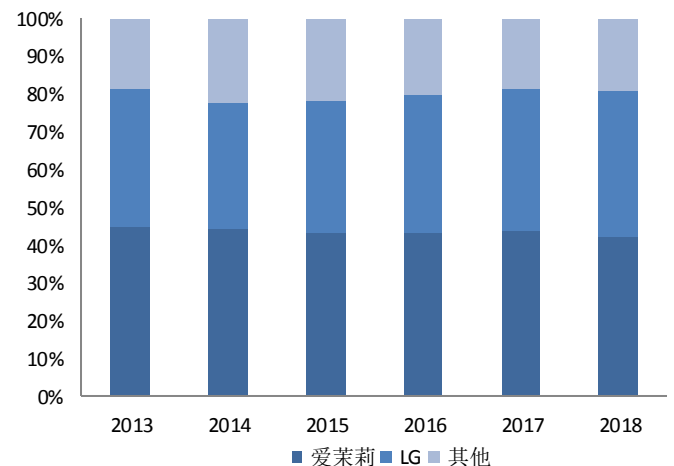
爱茉莉的自主培育品牌不论是在韩国整体的市占率还是在主流妆品领域的市占率都具有压倒性优势，品牌自主培育战略获得成功，“品牌自主培育之路”也更加坚定。因此，爱茉莉既缺少通过收购外生品牌开拓市场份额的理由和动力，也缺少合适的收购标的，所以尽管国际上其他化妆品巨头大肆收购，爱茉莉仍然坚守自我。

图 8：韩国韩方品牌市占率分布



资料来源：欧睿，国海证券研究所

图 9：韩国自然主义品牌市占率分布



资料来源：欧睿，国海证券研究所

2、行业：背倚时代，蓬勃发展

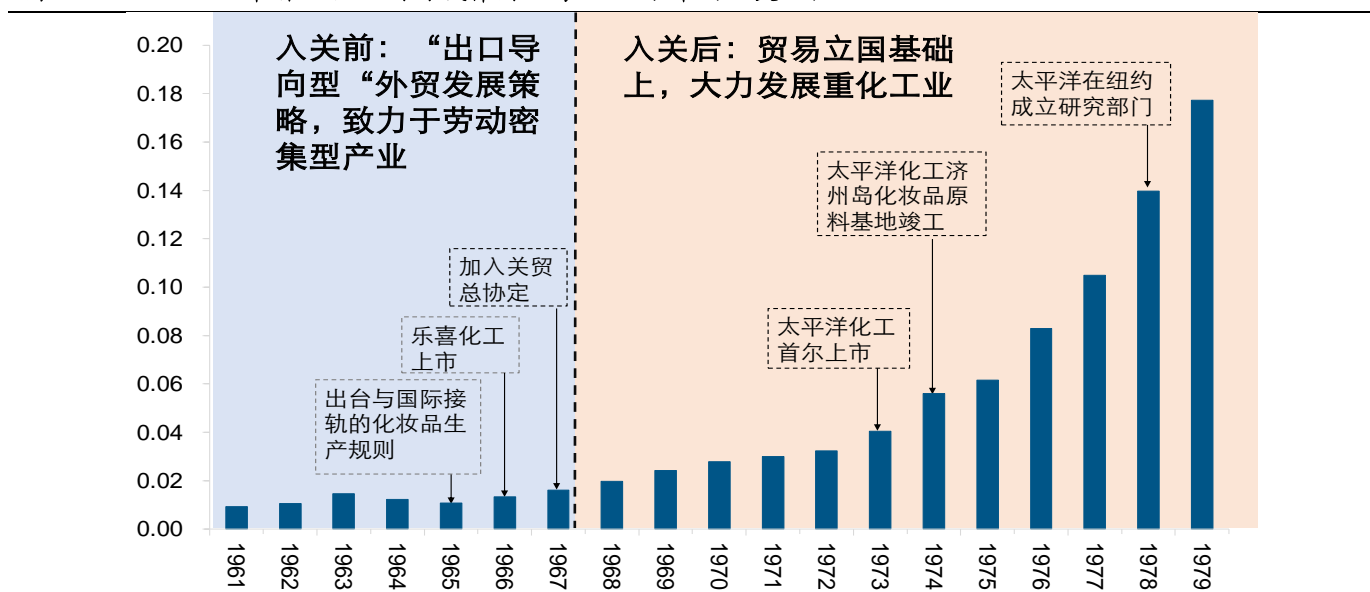
韩妆龙头爱茉莉并能够不断崛起并成长为国际大牌，倚靠的是韩国经济腾飞下整个韩国化妆品行业的蓬勃发展与崛起，与不同阶段韩国经济与产业发展状况、贸易政策、法规等密切相关。

2.1、行业孕育期，韬光养晦（1948-1979）

韩国对化工产业的政策扶持和出口导向下的贸易政策保护成为该阶段推动本土日化产业发展的关键，而这一时期的发展也成为本土品牌后期成功对抗国外大牌的基石。在外资进入前，韩国化妆品行业拥有近 30 年的自我孕育发展期。这一时期化工产业始终是国家重点扶持的产业，洗发水、沐浴露、香皂等个人洗护用品都是石油的衍生物，护肤品中的油脂、烃类等化学成分也多来源于石油，石油化工的发展直接为日化产业的诞生发展奠定了基础。同时韩国在这一时期还实行出口导向型的贸易保护政策，高关税壁垒限制了国外化妆品等的流入，使得国内日化产业在诞生初期免受国外大牌的冲击，得以韬光养晦。

该阶段韩妆两大巨头 LG 和爱茉莉的前身——“乐喜化工”及“太平洋化工”先后诞生，两家化工企业均成功上市，成功为后续发展吸纳了更多投资资金。

图 10：1961-1979 年朴正熙政府时代韩国人均 GDP 水平（万美元）

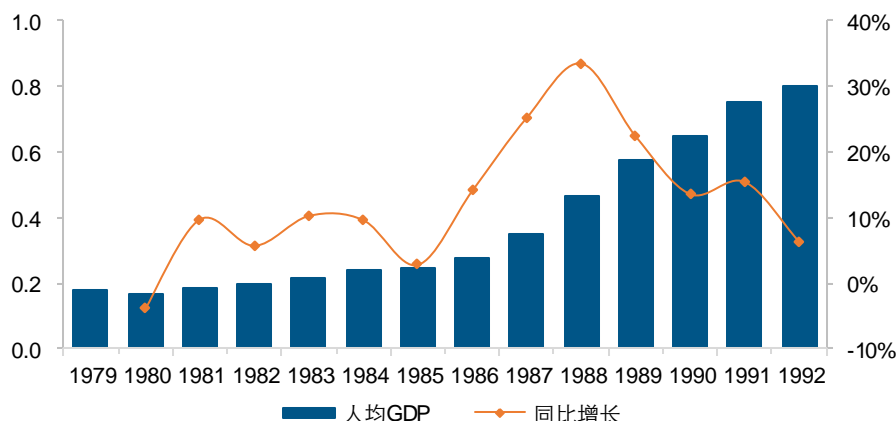


资料来源：快易数据，国海证券研究所

2.2、行业成长期，机遇挑战并存（1980-1992）

这一时期韩国化妆品行业进入了艰难的成长期，行业发展机遇与挑战并存。一方面这一时期韩国人均 GDP CAGR 达 12.65%，1992 年人均 GDP 已增长至 8002 美元，接近发达国家水平，经济的增长促使居民消费观念改变，消费潜力逐渐释放，本土化妆品品牌发展迎来机遇。另一方面韩国化妆品贸易逐渐自由化，1986 年所有化妆品已经实现了进口免税，国际大牌相继涌入，本土化妆品品牌发展受到挑战。

图 11：1979-1992 年韩国人均 GDP 水平（万美元）



资料来源：快易数据，国海证券研究所

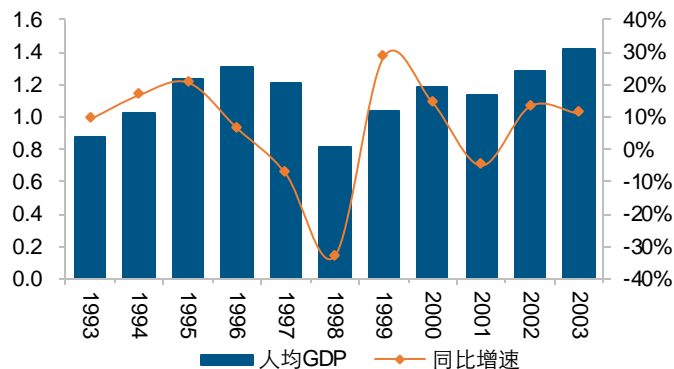
面对挑战，韩国虽然无法再对本土化妆品企业提供更进一步的政策保护，但进一步加大了对本土化妆品生产的安全性规范，于 1990 年推进了“优良生产和销售产品委员会（CGMP）”体系，该体系依托大学，与政府和企业完全独立，拥有一套评估化妆品生产的标准，只给符合该标准的化妆品产品贴发 CGMP 标签，大大提升了韩国本土化妆品的市场安全性，使得本土品牌在化妆品生产上与国际接轨，与国外大牌相比毫不逊色。

加大研发力度成为本土企业的主流策略。LG 于在 1984 年成立了研发中心，并在同年成功推出了韩方竹盐牙膏；爱茉莉于 1989 年确立了世界上最早的有害氧气保护细胞膜理论，推出了世界上首款绿茶化妆产品，1992 年建成太平洋中央研究所，进一步扩大了研发规模。本土品牌通过设立研发机构加大研发力度以寻求更多的市场份额。

2.3、行业黄金期，本土品牌脱颖而出（1993-2003）

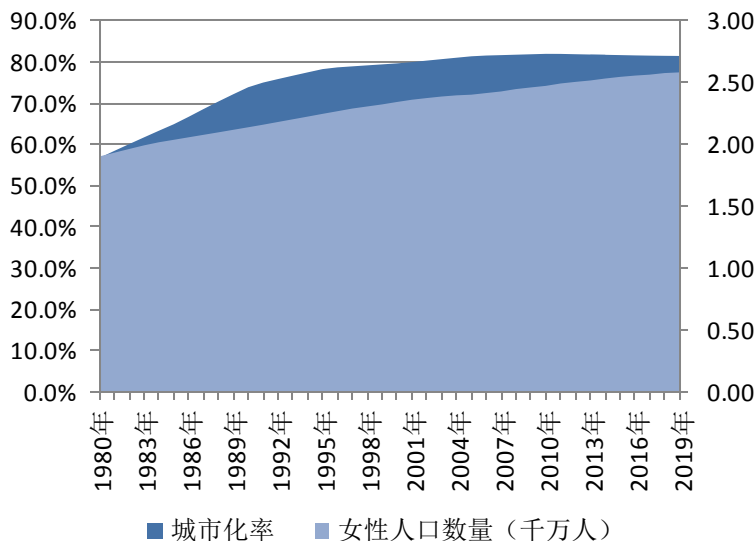
这一时期韩国居民空前强大的消费能力和几近巅峰状态的消费群体，推动韩国化妆品行业步入发展的黄金时代。1993-2003 年韩国人均 GDP 突破了 10000 美元且长期保持 10%以上的高速增长（亚洲金融危机期间除外），致使消费者的消费能力快速提升，化妆品从新潮事务变成了许多消费者的生活必需品。城市化率由 1993 年的 76.65%增长至 2003 年的 80.65%，达到顶峰。化妆品消费的主力群体女性人口增速始终处于下降趋势，1985 年增速已经跌破 1%，仅 1996 年增速回升至 1.35%，此后 22 年的增速始终低于 1%，化妆品的消费群体也基本达到巅峰规模。

图 12: 1993-2003 年韩国人均 GDP 水平 (万美元)



资料来源: 快易数据, 海证券研究所

图 13: 1980-2019 年韩国城市化率和女性人口数量 (千万人)



资料来源: wind, 国海证券研究所

在前期重视研发、扩大研发规模的基础上, 韩国本土品牌在这一时期的实力进一步增强, 得以采取了如下几项措施来抵御外资品牌的冲击, 最终成功在行业发展的黄金期脱颖而出。

创立本土特色品牌: 这一时期韩国本土的化妆品公司还创立了一批基于本土自然植物、古法韩方的新品牌, 品牌深厚的文化底蕴成功与国外品牌相区别, 更容易获得居民的文化认同。以爱茉莉和 LG 为例, 这一时期爱茉莉推出了基于本土人参研究的“雪花秀”, 基于水研究关注韩国居民保湿需求的“兰芝”, 推出了首个以本土自然植物为原料的自然主义护肤品牌“悦诗风吟”。而 LG 则推出了主打“宫廷独秘配方”的“whoo 后”和主打韩方的化妆品牌“秀雅韩”。这 5 大基于本土自然和历史文化创立的特色化妆品牌市占率逐年稳定增长, 日后均成为了在韩国市占率领先的品牌。

研发方向差异化: 由于欧美人主要为白种人, 皮肤天生较白且普遍携带皮肤衰老基因 MC1R 的变异种易生皱衰老, 脱发和体味问题普遍严重, 本土居民几乎没有皮肤美白需求, 反而会对抗皱产品、防脱发产品和香水需求较大, 化妆品牌的研究方向和产品配方多针对抗衰老和防脱发问题设计。亚洲地区主要为黄种人, 普遍以白为美, 同时季风气候冬季普遍干燥, 居民对美白和保湿需求巨大。而此时的欧美大牌又都未涉足这些领域, 因此韩国化妆品公司得以抓住机会, 以美白原料为突破口, 进行差异化研究。研究了曲酸-咖啡酸、Viragen、多羟基芳基化物、桑葚等对美白效果的影响, 在世界上 6 个国家取得研发专利。

兴建化妆品代工厂: 上世纪 90 年代初期韩国一些品牌放弃以自有品牌与国外大牌和本土品牌的直接竞争, 开始在竞争赛道上另辟蹊径, 成立了大批化妆品代工厂。比较有代表性的有: 科玛、HANBUL、COSMECCA KOREA、DAVID 等, 这些覆盖了护肤、彩妆等领域, 拥有自身的研发和供应链管理系统的化妆品代工厂, 可以大规模地为各类本土甚至是海外品牌代为生产贴牌, 不仅获得了丰厚

的代加工利润避免了外国大牌和本土大牌的“降维打击”，还使得本土资金实力和研发实力相对弱小的新生化妆品公司在诞生后得以顺利发展，源源不断地为韩国的化妆品市场输入新鲜血液注入新动力，为与海外大牌的竞争储备后备军。

革新实体店零售渠道：实体店零售商一直是韩国化妆品销售渠道的中坚力量，在与海外大牌激烈竞争期，韩国本土化妆品公司通过不断对实体店零售渠道进行革新来助力销售端的竞争。1993 年以前，韩国的化妆品销售场所主要在地下商场和化妆品综合店中，难以把控渠道销售的产品质量，同时也面临着同众多品牌恶意折扣竞争的问题。1993 年以后以爱茉莉和 LG 为代表的韩国本土企业品牌意识增强，开始实行定价销售制度和现代化系统管理，韩国化妆品销售渠道由此进入了专卖店和专营店时代，本土化妆品公司得以成功把控销售渠道，成功扭转了渠道端与国外大牌竞争的不利格局。

表 1：韩国化妆品行业实体店零售渠道的变迁

年份	主体销售渠道
1983-1987 年	地下商场化妆品折扣店
1988-1993 年	化妆品综合店
1994-2000 年	品牌专卖店
2000-2005 年	低价品牌专营店

资料来源：前瞻产业研究院，海证券研究所

2.4、行业饱和期，海外布局加快（2004 至今）

韩国的化妆品行业经过 10 年期黄金时代的蓬勃发展后，本土化妆品市场逐渐开始饱和，出口化妆品，走向海外，成为韩国化妆品行业发展的必然趋势。

爱茉莉太平洋集团全球化研发和品牌全球化推广双管齐下，以亚太市场为核心进行海外布局。2011 年爱茉莉在上海成立了新的研发中心，2016 年雪花秀在成都开设了第 100 家门店，2018 年 Amorepacific 品牌入驻澳大利亚和新西兰，在新加坡成立了研发实验室，2019 年 Espoir 登陆泰国，同亚洲零售平台众多的屈臣氏集团加强合作，与东南亚电商巨头来赞达签订合作协议，与天猫携手在浙江建设创新工厂，2020 年进军印尼市场，与印尼最大零售商 MAP 建立商业合作伙伴关系。亚太地区一直是爱茉莉全球化布局的重点地区，加速在亚太地区的品牌布局是“亚洲之美创造者”——爱茉莉稳固国际大牌地位的必然之路。

图 14：爱茉莉太平洋集团的海外布局



资料来源：爱茉莉官网，国海证券研究所整理

在长达 80 年的 4 个历史阶段中，韩国的化妆品行业也经历了从无到有、艰难发展、克敌制胜、走向海外这 4 个阶段。这 4 个阶段中只有第 1 个阶段政府的政策扶持对行业的发展起到了决定性的作用。后 3 个阶段，行业的发展更多的是受到企业自身应对策略的影响，这对中国当前的化妆品行业发展具有借鉴意义。

总体看来本土化妆品在行业艰难发展期和黄金时期对研发、本土化需求和营销渠道变革的重视，是其能够抵御海外大牌并几乎垄断本国化妆品市场份额的重要原因，也是爱茉莉能够不断成长并发展成为国际大牌的关键所在。

3、爱茉莉成功关键一：研发中蝶变，创新中传承

3.1、研发助推公司成长

爱茉莉一贯重视研发，不断在公司发展过程中设立化妆品研究机构助推公司发展。2004 年以后，随着韩国化妆品逐渐走向全球，爱茉莉此时不断加大研究所的设立。2010 年技术研究院第二研发大楼美智 UM 落成，2014 年设立了上海生产研究物流综合中心，2019 年携手天猫在浙江建立了创新工厂，2020 年新设绿茶乳酸菌研究中心，研发网络伴随公司业务一起不断延伸，助力公司成长为国际化妆品品牌。

爱茉莉对研发的重视还体现在其不断增加的研发投入上。尤其是 2004 年以后韩国化妆品产品大规模出口海外，爱茉莉为顺利在全球推广自身产品，更加注重对化妆品产品的研发投入。2018 年爱茉莉太平洋集团研发投入 975.1 亿韩元，同比增长 1.6%，2009-2018 年研发费用 CAGR 为 20.69%。2018 年爱茉莉的研发费用率为 1.6%，与雅诗兰黛、资生堂等国际知名化妆品公司水平相当，爱茉莉长期以来持续高增长的研发费用投入为其创造性地推出一系列新型和爆款化妆品产品奠定了基础。

图 15：2009-2018 年爱茉莉研发费用投入（十亿韩元）

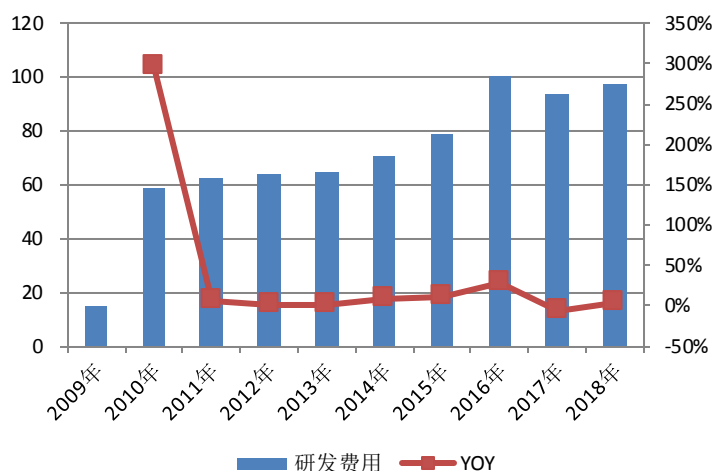
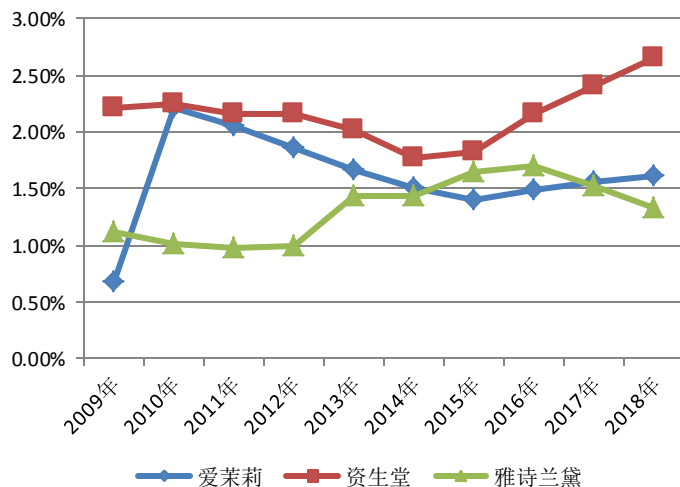


图 16：2009-2018 年国际知名化妆品公司的研发费用率



资料来源：彭博，国海证券研究所

资料来源：彭博，国海证券研究所

3.2、注重本土原料传承

爱茉莉在研发上回归本土美白、保湿和抗衰老的需求，注重研究本土拥有的自然物质并持续传承，研究成果早期主要运用于水乳霜品类。

在研究原料方面，爱茉莉涉足过人参、花类、海洋、水、茶、艾草、豆类等自然物质对于美容护肤的作用，并基于这些分别推出了主打相关成分的护肤品牌。数十年来传承应用度最高的研究原料为韩国本土的茶、人参、豆类等自然植物，这些物质广泛应用于爱茉莉多个品牌的水乳霜品类中。

表 2：爱茉莉对各类本土自然物质的研究

原料	成分	代表产品
人参	皂苷：具有卓越的抗衰老和美白功效	滋盈生人参焕颜修护霜：含有高浓缩人参花核心成分
绿茶	绿茶花：含有“儿茶素”，具有抗氧化和抗衰老效果。 绿茶籽：富含植物性不饱和脂肪，可用于皮肤保湿。 茶根：含高浓缩绿茶特有皂苷，有助于皮肤再生。	AMOREPACIFIC 粧源 3 号：富含雨前茶和“儿茶素”成分。 悦诗风吟绿茶精萃系列：基于绿茶油籽和“粧源 2 号”推出的产品
豆类	异黄酮：含有 ODI 成分，具有保湿、抗氧化、美白、抗衰老等美容功效。 豆叶：黄化豆叶富含抗衰老成分。 “扁豆、半野生大豆”：富含抗氧化成分	韩律黑豆系列：以原产于江原道高山地区的黑豆为核心成分。 悦诗风吟发酵豆系列：含有济州岛绿豆发酵成分。 Primera 野生种子系列：含“Beauty Bean1 号”扁豆提取成分。 Primera Repair Bean Cica 系列：蕴含发酵豆提取成分
海洋	深海水：具有保湿功能，能使美白、抗衰老功效倍增。 海洋胶原蛋白：能够紧致肌肤，使肌肤细密饱满富有弹性。	Lirikos Marine Hydro Ampoule EX：含有深海水。 Lirikos Marine Collagen V Ampoule：富含海洋胶原蛋白。

资料来源：爱茉莉官网，国海证券研究所

3.3、研发创造新品类

爱茉莉太平洋集团为提高研究效率和创新力，实行开放式研发，广泛地为各类高校和研究机构提供资金支持，定期吸取市场上最新的研究技术和研究观点，拥有高于同行的产品推陈出新的能力。

在气垫防晒霜、活肌精华、睡眠面膜等代表性产品领域，创新应用“粉液不流动”储存技术、“3D 空气海绵”、超高压萃取工艺、聚合物网络结构等创新技术，融合人参、绿茶等本土植物成分，开发多款全球首款，收获大批增量市场。

表 3：爱茉莉太平洋集团创新技术及应用成果

创新技术	应用
气垫液体填充剂型的稳定化技术	气垫防晒霜
超微粒分散	
三维载体	

活肌精华的活性成分剂型化技术	雪花秀“润致焕活肌底精华露”； 艾诺碧碧奥生源紧致凝白精华液； 赫妍肌源焕采精华液； 梦妆花源滋养精华肌底液；
人参生物转换技术	雪花秀滋盈生人参焕颜修护霜
睡眠面膜的聚合物水分膜技术	兰芝夜间修护睡眠面膜

资料来源：爱茉莉官网，国海证券研究所

由此可见，爱茉莉太平洋集团依赖其化学工业社具有的研发基础背景，在主营化妆品行业后对研发是一贯的重视，公司的发展壮大，离不开其一如既往的高研发投入，离不开其数十年来对本土自然物质的研究传承，更离不开其强大的品类创新和引领潮流的能力。

4、成功关键二：成功的品牌推广

4.1、纸媒时代：杂志+访销制，打造韩国经典品牌

纸媒时代，1958 年爱茉莉创办了韩国首个化妆品刊物《化妆品界》推广化妆知识，内容的前瞻性和丰富性受到了韩国女性的追捧，使得更多的韩国女性拥有了对化妆品的消费意识。随后爱茉莉还创立了韩国首个美容咨询室，通过解答消费者有关化妆品知识的电话咨询及时洞悉了消费者时下需求，建立了与消费者一对一的联系。越来越多的人对“化妆品”这个新事物跃跃欲试，爱茉莉也成功打入万千韩国女性的生活中。

图 17：爱茉莉创办的韩国首家化妆品杂志封面和创办韩国首家化妆正品咨询室的报纸新闻



资料来源：爱茉莉官网，国海证券研究所

1964 年爱茉莉独创“访问销售制”拉开了直销渠道独霸韩国化妆品市场的序幕，前期对消费者消费意识和客户“一对一”的联系的铺垫，使得访销制度大获成功，此时爱茉莉在前期电话咨询和化妆品杂志传播的基础上已深谙消费者当时的喜好和情感需求，并基于此创立了定位中高端的“Amore”等访销品牌。同时爱茉莉还以相对较低的成本招募大批当时相对弱势但又与化妆品密切相关的女性访

销员叩开了消费者家门，使得消费者能直观、快速地了解 and 体验产品。凭借良好的品质和使用体验，“Amore”最终在访销制度下顺利推广，升级为覆盖多个品牌的访销专用家族品牌，并成为公司现在的名称和形象代表，是韩国经典的本土品牌。

表 4：纸媒时代爱茉莉自我营销与推广方式创新

营销方式创新	用途
1958 年创办韩国首个化妆品杂志《化妆品界》	介绍化妆品知识和美容信息
1961 年创办韩国首个化妆品咨询室	受理《化妆品界》读者关于化妆品的电话咨询
1971 年举办韩国首场彩妆活动 “Oh My Love”	以“爱茉莉提亮妆容”为主题，向大众介绍最新流行趋势并推介旗下彩妆产品
1979 年建立亚洲首家化妆品饰品博物馆“太平洋化妆史馆”	展示从古代到大韩帝国各种化妆品容器、工具和饰品，向国内外参观者介绍韩国传统化妆文化

资料来源：公司官网，国海证券研究所

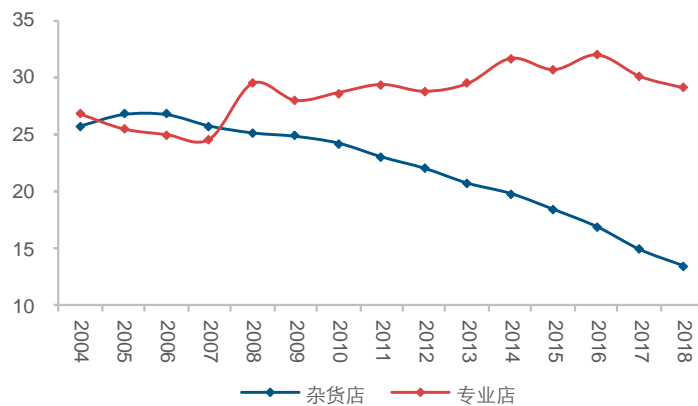
4.2、电视媒体时代：广告+品牌店促推广

上世纪 90 年代以后电视媒体发展已经较为成熟，商品营销步入了广告代言时代。由于电视剧的受众范围更广，此时的品牌得以更快地速度进行传播，定位大众化的品牌更容易受到消费者的追捧。

代言人是广告代言营销的关键元素，爱茉莉历任代言人的选择均沿袭自然美、健康、青春、活力的形象。广告代言人的更替，使得爱茉莉能够通过较低的营销成本不断地刷新消费者对其品牌形象观感的新鲜度，进而使得品牌始终能够以崭新的形象顺利推广。

稳固品牌形象的同时，爱茉莉在品牌的销售渠道方面也不断适时改变。1990 年至 2010 年韩国化妆品行业实体店中杂货零售商的渠道份额不断下降，2004 年-2018 年杂货零售商的渠道占比由 25.8%下降至 13.6%，而专业零售商的渠道占比不断提升，2008 年成功超越杂货零售商的销售渠道占比达 29.5%，成为实体店中最重要的销售渠道。

图 18: 2004-2018 年韩国化妆品实体店主要形式的渠道占比情况 (%)



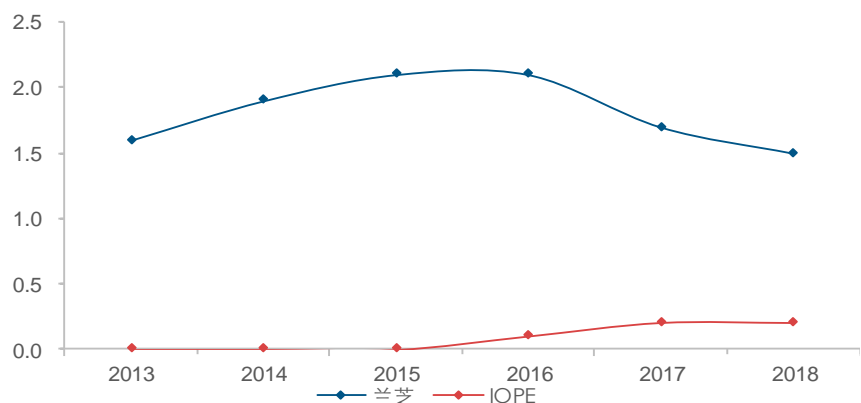
资料来源: 欧睿, 国海证券研究所

4.3、网络媒体时代: 流量+电商, 打开中国市场

2010 年以后中国互联网迅猛发展, 推动了韩剧为代表的韩流文化在中国加速传播, 韩剧催生出的“粉丝经济”等流量对中国的影响范围和程度不断加深, 在此期间韩国对中国美妆与个人护肤品的出口额不断增长。

在营销方面, 爱茉莉成功探索出了“韩剧带货”的方式, 并依托互联网平台放大“韩剧效应”和“粉丝经济”等流量, 成功将“兰芝”、IOPE 等品牌打入中国市场, “兰芝”在中国彩妆领域的市占率不断提高, 至 2016 年达到顶峰为 2.5%, IOPE 自 2016 年随着韩剧成功进军中国彩妆领域后, 2018 年 IOPE 在中国彩妆领域的市占率提升至 0.2%。

图 19: 2013-2018 年“兰芝”与 IOPE 在中国彩妆市场的市占率 (%)



资料来源: 欧睿, 国海证券研究所

在渠道方面, 互联网的迅猛发展推动了电商平台的成长, 在中国电商平台高速发展的时代, 海外化妆品公司在天猫等电商渠道的布局速度对其品牌在中国的市占率状况有重要影响。2011 年爱茉莉旗下中端品牌“梦妆”率先打入中国电商市场, 至 2015 年天猫平台已布局了 5 大品牌, 但 2016 年以后爱茉莉布局天猫的速度明显放缓, 加之外部政治环境影响, 2016-2018 年爱茉莉在中国的市占率

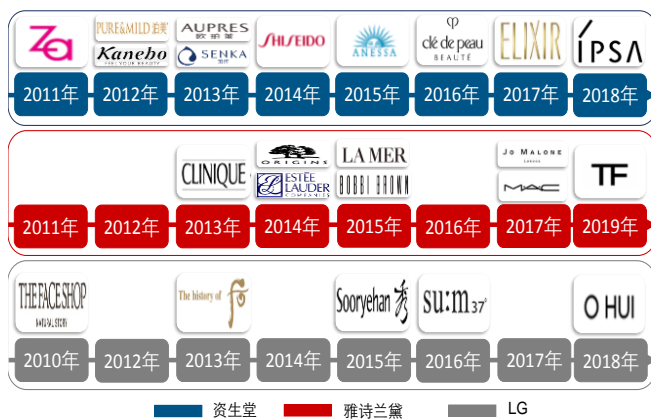
始终难以突破，仅由 2.4% 上升至 2.5%。截至 2018 年欧莱雅、资生堂、雅诗兰黛、爱茉莉、LG 分别有 11 个、10 个、7 个、8 个、5 个品牌入驻天猫。

图 20：爱茉莉与欧莱雅天猫平台主体品牌布局轨迹



资料来源：天猫，相关网站，国海证券研究所

图 21：资生堂、雅诗兰黛、LG 天猫平台主体品牌布局轨迹



资料来源：天猫，相关网站，国海证券研究所

相对较早较多的品牌在天猫等电商的布局，使得爱茉莉在中国能够更便捷地借助热播韩剧、粉丝经济等流量营销力量促进销量增加。2015 年天猫双 11 期间，兰芝气垫 BB 霜礼盒销售突破了 45000 套，单品成交额破 900 万元，“悦诗风吟”的成交额同比增加超过 200%。2016 年天猫金妆奖数据显示，IOPE 推出包含韩剧《来自星星的你》全智贤同款气垫的“玫瑰金气垫女王”套装后，开业首日套装成交量达到了 1701 件，“兰芝”推出全智贤限量版气垫 BB 霜当月，吸引了近 200 百万次热搜。“韩剧同款”的流量营销 + “电商销货”的模式使得“兰芝”和 IOPE 等品牌在中国迅速走红，成为时尚潮流的代表。

2017 年萨德事件以后爱茉莉在天猫的布局速度和在中国整体的市占率均有所下降，为了收复中国市场，爱茉莉进一步加大了同天猫平台的合作的合作力度，不仅联手创立了创新工厂，基于中国年轻一代的消费者需求在中国共同研发新产品，还成功依托天猫平台引进了 KOL 直播新型流量助力品牌推广和产品销售。

2020 年 2 月 26 日，兰芝首度携手天猫超级品牌日，重磅推出新品 nickname “绿森林”面膜和第 5 代兰芝“夜间舒缓修护睡眠面膜”，邀请了“带货女王”薇娅对新品进行直播销售，当日薇娅直播间兰芝专场累计观看次数 1727 万+。KOL 直播销货的方式在为消费者带来优质产品讲解推广的同时，也以更大更集中的流量增强了品牌与消费者之间的互动，比广告代言人更直观地将粉丝等流量经济化，强化了“电商销货”的能力预计 2020 年爱茉莉在中国的市占率将有所突破。

5、对我国化妆品行业发展的借鉴

总结爱茉莉研发的发展历程，可以发现不同于欧莱雅和雅诗兰黛以收购扩充品牌矩阵的方式，爱茉莉是以研发促进自我培育进而扩充品牌不断成长的。其品牌诞生轨迹分品类来看，先有护肤品牌，后有彩妆品牌，先有“水”、“乳”、“霜”、口红等基础品类，再有“精华”、“睡眠面膜”、等高附加值品类。分价位来看，

护肤领域先诞生“梦妆”、“兰芝”、“雪花秀”等中高端品牌，然后向下兼容诞生“悦诗风吟”等大众品牌。而彩妆领域则先诞生“伊蒂之屋”等大众化品牌然后再诞生“Espoir”等高端品牌。

总结爱茉莉营销推广历程，可以发现其成功品牌推广占领市场份额的规律。纸媒时代，以访问销售等直销渠道为主，可直接接触面对的客户群体相对较小，结合当时的经济发展水平应精准定位社会中等以上收入群体，因此更适和先以中端品牌打开市场；电视媒体时代，各类品牌店兴起，可直接面对接触的客户群体向下沉市场扩展，更适于以大众化品牌打开市场获取更多的市场份额；而网络时代，电商渠道兴起，可以覆盖的下沉市场规模尤其是中国可以覆盖的下沉市场规模进一步扩大，先以中低端品牌入驻中国电商可以更加快速地打开中国市场，获取广泛的品牌知名度。

总体来看，韩国的爱茉莉之所以能够不断地发展壮大，突破欧美大牌的重重包围，在韩国的化妆品行业站稳脚跟，主要还是在于其对各类差异化的重视。这种差异化体现在其重视并关注本土需求的差异化研发，区别于欧美对品牌自主培育的坚守，从中端品牌出发再向高端和低端品牌延伸的独特品牌布局路线以及各类丰富的渠道营销创新模式上。这种品牌品类的自主创新和培育以及对差异化的关注是值得国产品牌学习和关注的，我们认为这可能也是国产品牌未来崛起的关键所在。

对比韩国化妆品行业发展阶段，我国化妆品行业正在进入发展黄金期，居民消费水平与化妆品消费人群正快速扩张，国货消费人群年轻化、市场下沉化趋势明显，国产化妆品品牌具备借势崛起之机，而韩国爱茉莉太平洋成功的本土化与国际化发展历程将为国产化妆品品牌立足本土、拓展海外带来有益借鉴。我们看好国内化妆品行业及国产化妆品品牌的良好发展态势，首次覆盖，给予化妆品行业“推荐”评级。

6、重点推荐个股

我们建议关注有望借鉴韩国化妆品品牌发展经验的国产化妆品品牌 A 股上市公司珀莱雅、上海家化、御家汇、丸美股份。

重点关注公司及盈利预测

重点公司 代码	股票 名称	2020-12-02 股价	EPS			PE			投资 评级
			2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	
300740.SZ	御家汇	15.89	0.07	0.26	0.44	143.32	60.09	36.51	-
600315.SH	上海家化	38.63	0.83	0.55	0.74	37.28	69.14	51.88	-
603605.SH	珀莱雅	163.0	1.95	2.39	3.06	45.13	68.22	53.31	-
603983.SH	丸美股份	58.01	1.28	1.34	1.58	46.75	43.20	36.54	-

资料来源：Wind 资讯，国海证券研究所（注：盈利预测均取自万得一致预期）

7、风险提示

- 1) 电商平台对化妆品销售推动作用不达预期风险;
- 2) 化妆品行业竞争加剧风险;
- 3) 推陈出新进度及新品销量不及预期风险;
- 4) 爱茉莉太平洋公司与国内相关化妆品公司业务不完全相同, 相关对比仅供参考;
- 5) 韩国化妆品行业与国内不完全相同, 相关对比仅供参考。

【研究小组介绍】

赵越，工程硕士，厦门大学经济学学士，3 年多元化央企战略研究与分析经验，2016 年进入国海证券，从事社服、环保行业及上市公司研究。

任春阳，华东师范大学经济学硕士，3 年证券行业经验，2016 年进入国海证券，从事计算机与环保行业上市公司研究。

【分析师承诺】

赵越，本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司

员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。