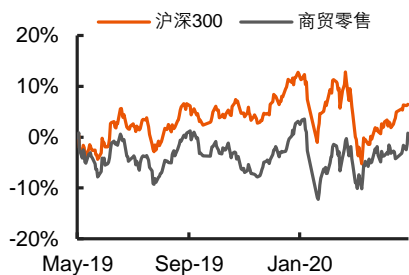


行业深度报告

化妆品景气度维持高位，关注国货加速崛起之路

中性（维持）

行情走势图



相关研究报告

《行业深度报告*商贸零售*黄金消费行业全景图——行业短期增长动力不足，龙头积极加码下沉市场》 2020-04-10
 《行业专题报告*商贸零售*生鲜零售行业全景图——现代渠道占比不足一半，供应链&业态变革推动行业发展》 2020-02-28
 《行业动态跟踪报告*商贸零售*天猫双十一增速略降，头部玩家竞争强度未减》 2019-11-12

证券分析师

刘彪 投资咨询资格编号
 S1060518070002
 0755-33547353
 LIUBIAO018@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

- **摘要：**化妆品是近年来少数加速成长的消费行业之一，预计疫情对行业影响的时长有限，长期看行业 CAGR 将维持 10%以上、人均消费水平持续提升。分渠道看美妆店、电商的市场份额将继续提升，分品牌看外资短期优势明显，但国货品牌同样受益于市场的高增长，未来消费群体的变化也对国货品牌更为有利，建议关注珀莱雅、丸美股份等加速成长的国货品牌。
- **行业市场规模加速增长，人均消费水平持续提升。**化妆品是近年来少数加速成长的消费行业之一，行业影响力、受众加速扩大，2019 年美妆个护市场规模达 4,777 亿元，同比增速提升至 13.8%。而在经济发展、消费升级的推动下，我国化妆品的人均消费水平也有望继续向国际高水平靠拢。
- **预计疫情影响时长有限，行业有望维持高速增长。**疫情冲击下，1Q20 化妆品限额以上零售额同比-13.2%，但其韧性强于社零整体和服装、金银珠宝等其他装扮消费。疫情发生以来线上 GMV 增速迅速回升，或将缩短行业恢复所需时间。从长期看，行业发展的核心动力或源于下沉市场与新一代消费者的贡献。我们预计行业规模 2020 年疫情影响下仍有个位数增长，21 年增速有望反弹至接近 20%，22 年起有望回归 10%左右的稳健增长。
- **渠道快速变迁，美妆店、电商称王。**分渠道看，传统百货、商超渠道占比持续下滑，而线下美妆店、电商渠道的占比则快速提升。线下美妆店重视提供现场服务和试用体验，其作用难以被取代。而线上渠道的渗透率 10 年翻 10 倍，并在直播带货等社交营销的推动下有望继续提升。我们认为美妆店和电商将继续取代其他渠道的市场份额。
- **外资品牌优势明显，国货短期难以超车。**分品牌看，国货主要在中低端竞争，而外资在各价格带均有布局。外资品牌历史悠久，并积极变革迎合时代趋势，从短期看外资品牌在高端市场、渠道、品牌和产品上的优势依然明显，国货品牌难以弯道超车。但从长期看，国货品牌营销手段更为多样、并善于打造爆款产品，消费群体的变化也对国货更为有利，因此优质的国货品牌有望继续拉近与外资品牌的差距。
- **上市国货亮点颇多，三强有望加速成长。**在国货品牌的上市公司中，珀莱雅、上海家化、丸美股份等具备加速成长的可能性。其中珀莱雅产品打造、销售能力强，同时打造明星单品和爆款产品，彩妆产品、线上渠道的高速增长也有望推动公司继续冲击一线品牌的地位。而上海家化作为老牌国货，家底较为雄厚，新任管理层的上位或能引导公司化妆品业务发展和渠道变革。丸美股份专注抗衰老领域的研究，打造差异化竞争优势，在眼部护理明星单品的开路下，公司有望继续向一线品牌靠拢。

- **行业有望维持高景气度，国货品牌具备投资价值。**我们认为行业的景气度有望加速从疫情中恢复，市场规模的长期 CAGR 将继续维持 10%以上的高位。而彩妆等细分赛道的快速增长、营销模式的快速变化、新消费群体和需求的出现，均为大小品牌提供起死回生或快速崛起的可能性。短期看，外资大牌在高端市场、渠道、品牌产品上均有明显优势，或将继续占据行业主导地位。但国货品牌也将继续受益于市场高增长，而从长期看消费群体的变化也对国货品牌更为有利，因此优质的国货品牌具备持续的投资价值，我们建议关注珀莱雅、丸美股份等具备加速成长可能的化妆品企业。
- **风险提示：**1) 消费能力下滑的风险：新冠病毒疫情对居民消费能力影响较大，化妆品可选消费属性较强，行业景气度或受消费能力下滑的影响。2) 行业竞争加剧的风险：化妆品行业市场竞争充分，但过多的参与方可能恶化竞争形势，推动行业整体成本上升。3) 线上渠道增速放缓的风险：近年来电商招新成本不断上升、渗透率日趋饱和，若线上增速放缓，行业增速或也将放缓。

股票名称	股票代码	股票价格		EPS		P/E			评级
		2020-05-14	2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	
珀莱雅	603605	156.19	1.96	2.43	3.16	79.7	64.3	49.4	未评级
丸美股份	603983	86	1.37	1.45	1.74	62.8	59.3	49.4	未评级

注：EPS 预测取自万得一致预测

正文目录

一、	行业市场规模加速增长，预计疫情影响时长有限	6
1.1	市场规模加速增长，人均消费水平提升空间大	6
1.2	疫情下化妆品韧性较强，线上渠道支撑行业恢复	7
1.3	下沉市场、年轻群体空间巨大，行业有望维持高增	8
二、	渠道快速变迁，美妆店、电商称王	10
2.1	传统百货、商超渠道占比持续下滑	10
2.2	体验+服务出色，美妆店难以被取代	11
2.3	电商渠道维持高景气度，社交营销推动渠道发展	12
三、	外资品牌优势明显，国货短期难以超车	15
3.1	外资品牌历史悠久，积极变革迎合潮流	15
3.2	营销模式持续创新，国货善于打造爆款	16
3.3	短期国货难以超车，长期有望缩小差距	17
四、	上市国货亮点颇多，三强有望加速成长	19
4.1	珀莱雅：产品矩阵、渠道分布日益完善	19
4.2	上海家化：老牌国货家底雄厚，新帅引导公司变革	20
4.3	丸美股份：专注眼部抗衰老，打造差异化优势	21
五、	行业有望维持高景气度，国货品牌具备投资价值	22
六、	风险提示	22

图表目录

图表 1	美妆个护市场规模、同比增速	6
图表 2	护肤品市场规模、同比增速	6
图表 3	彩妆产品市场规模、同比增速	6
图表 4	人均消费额（USD，2019 年）远未触及天花板	7
图表 5	疫情下化妆品零售额出现负增长	7
图表 6	装扮消费中化妆品受疫情影响相对较小	7
图表 7	阿里系电商护肤品 GMV 增速仍在高位	8
图表 8	高低线城市小康、中产家庭数量增速	8
图表 9	下沉市场年轻女性对化妆品热度更高	8
图表 10	2019 双十一新增用户城市等级分布	9
图表 11	线上彩妆消费者渗透率前五省份	9
图表 12	年轻女性对化妆品销售的贡献度更高	9
图表 13	95 后男性消费者对化妆品接受度更高	9
图表 14	护肤品销售渠道分布（2019 年）	10
图表 15	彩妆销售渠道分布（2019 年）	10
图表 16	百货渠道占比变化	10
图表 17	百货中销售的化妆品偏于高端	10
图表 18	超市便利店渠道占比变化	11
图表 19	超市化妆品多为平价品牌	11
图表 20	日化药品店渠道占比变化	11
图表 21	专业美妆店渠道占比变化	11
图表 22	屈臣氏重视生活用品的一站式购物	12
图表 23	丝芙兰重视化妆品的现场体验与服务	12
图表 24	化妆步骤繁多，现场试用可降低买错几率	12
图表 25	护肤品电商渠道增速远高于全渠道增速	13
图表 26	电商渠道占比变化	13
图表 27	国货、外资品牌电商旗舰店上线时间	13
图表 28	各媒介/方式对化妆品购买的影响	13
图表 29	李佳琦直播的高知名度起步于口红品类	14
图表 30	林清轩董事长亲自直播带货	14
图表 31	低线城市直播用户数更高	14
图表 32	年轻人群对直播的接受度更高	14
图表 33	国货主要在中低端市场竞争	15

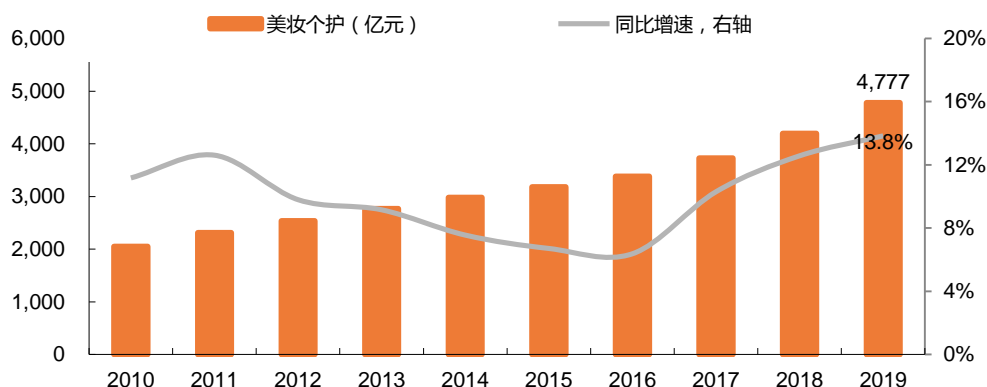
图表 34	外资主要分布在中高端市场.....	15
图表 35	外资化妆品公司.....	15
图表 36	天猫+淘宝双十一化妆品热度 Top10 品牌.....	16
图表 37	外资品牌在护肤领域的市占率重新提升（%）.....	16
图表 38	国货化妆品公司.....	16
图表 39	珀莱雅制造爆款产品的组合拳.....	17
图表 40	泡泡面膜快速成为抖音热门话题.....	17
图表 41	国货在大众品牌中的占比并不低.....	17
图表 42	外资主导高端品牌.....	17
图表 43	高端市场增速已拉开与大众市场的差距.....	18
图表 44	消费者选择美妆产品所考虑的因素.....	18
图表 45	部分新潮国货在护肤品领域的市占率变化（%）.....	19
图表 46	珀莱雅旗下子品牌.....	19
图表 47	珀莱雅产品结构（2019 年）.....	20
图表 48	珀莱雅线上营收占比.....	20
图表 49	上海家化旗下子品牌.....	20
图表 50	上海家化产品结构（2019 年）.....	21
图表 51	上海家化线上营收占比.....	21
图表 52	丸美股份旗下子品牌.....	21
图表 53	丸美股份产品结构（2019 年）.....	22
图表 54	丸美股份线上营收占比.....	22

一、行业市场规模加速增长，预计疫情影响时长有限

1.1 市场规模加速增长，人均消费水平提升空间大

2019 年美妆个护市场规模达到 4,777 亿，同比+13.8%。化妆品是近年来少数加速成长消费行业之一。根据欧睿数据的统计，美妆个护行业 2010-2019 年间市场规模年复合增速达 8.8%。受电商购物节、直播带货等积极因素的带动，2016 年以来化妆品行业影响力、受众加速扩大，美妆个护市场规模的同比增速回升至 10% 以上。2019 年行业整体市场规模达 4,777 亿元，同比+13.8%。

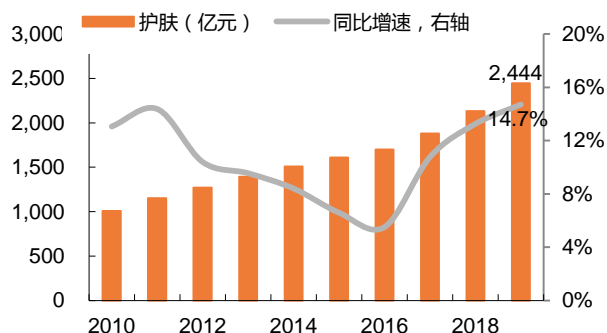
图表1 美妆个护市场规模、同比增速



资料来源: Euromonitor, 平安证券研究所

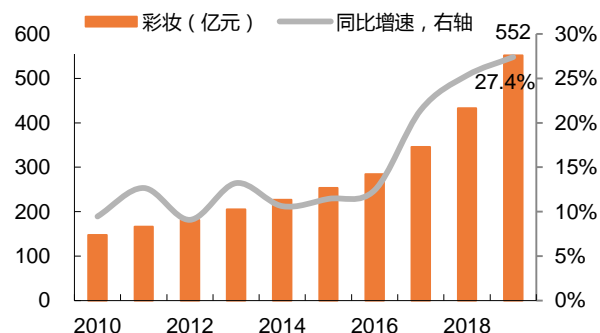
其中化妆品两大领域:2019 年护肤品规模达 2,444 亿、同比+14.7%，彩妆规模达 552 亿、同比+27.4%。美妆个护行业包含化妆品、洗护、清洁等多个子行业，其中化妆品行业的两大领域：护肤品与彩妆的规模增速均高于平均水平。护肤品市场较大但仍维持高增速，2019 年规模达 2,444 亿、同比+14.7%。彩妆市场较小但发展更为迅猛，2019 年规模达 552 亿、同比+27.4%。

图表2 护肤品市场规模、同比增速



资料来源: Euromonitor, 平安证券研究所

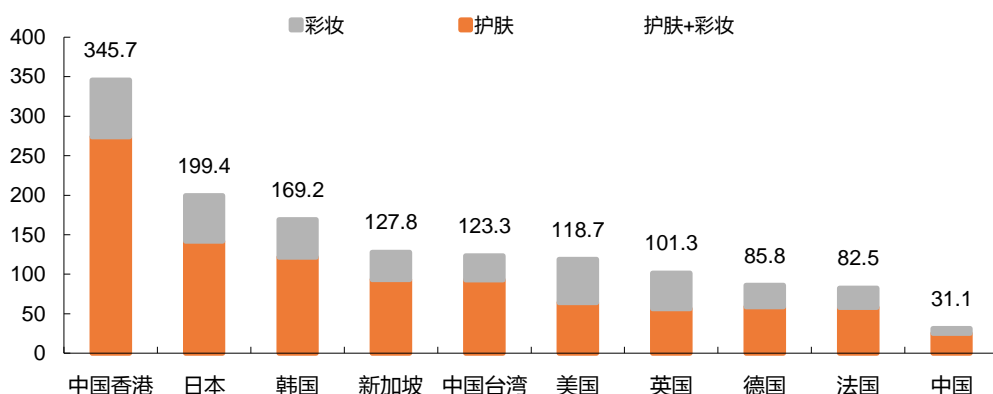
图表3 彩妆产品市场规模、同比增速



资料来源: Euromonitor, 平安证券研究所

人均消费水平向美日韩等靠拢。从化妆品（护肤品+彩妆）的人均消费水平上看，2019 年我国人均消费额仅为 31.1 美元/年，仅为美国的约 1/4，更是远低于文化相似的日韩地区（分别为 199.4、169.2 美元）。化妆品消费是经济发展到一定阶段，人们开始追求美丽和享受而逐渐产生的需求。我国目前距全面建成小康社会仅一步之遥，预计各线城市、各年龄段的消费者对化妆品的需求日益增加。而收入水平提升下消费也将持续升级，我国化妆品的人均消费水平有望继续向美日韩靠拢。

图表4 人均消费额（USD，2019 年）远未触及天花板

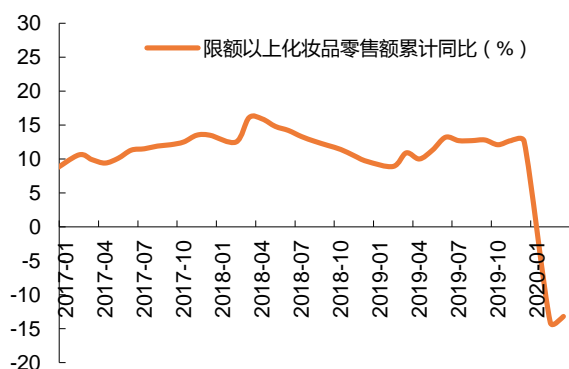


资料来源：Euromonitor，平安证券研究所

1.2 疫情下化妆品韧性较强，线上渠道支撑行业恢复

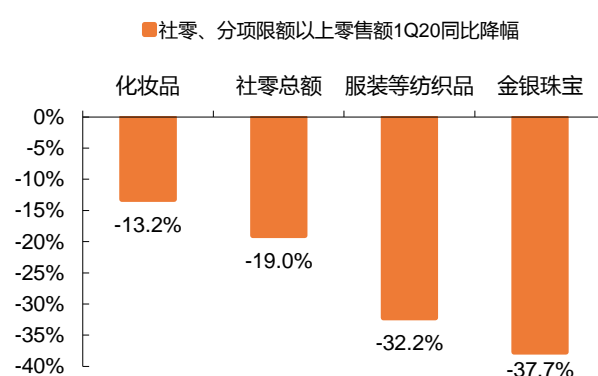
疫情冲击线下零售，化妆品韧性较强。2020 年一季度，新冠病毒疫情对全国零售行业造成严重冲击，其中线下零售因商场关门、客流量大幅减少等原因而遭受更大的损失。化妆品行业大半销售仍在百货、化妆品店、超市等线下渠道中进行，因此零售额增速也大幅下滑，1Q20 限额以上零售额同比 -13.2%，较 2019 年全年 12.6% 的增速下滑了 25.8 个百分点。然而化妆品也显示出了较强的韧性，同期社零总额下滑幅度高达 19%，而其他装扮消费如服装纺织品、金银珠宝等则分别下滑 32.2%、37.7%，下滑幅度均远高于化妆品。

图表5 疫情下化妆品零售额出现负增长



资料来源：Wind，平安证券研究所

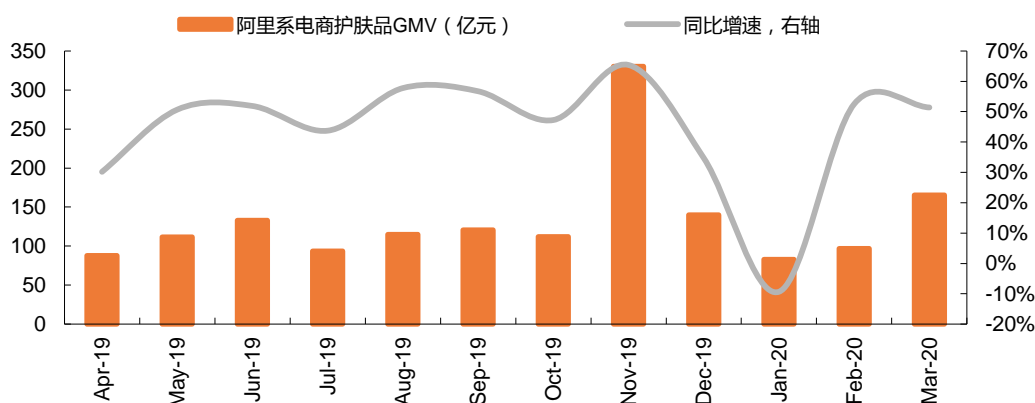
图表6 装扮消费中化妆品受疫情影响相对较小



资料来源：Wind，平安证券研究所

线上增速迅速回归高位，有望支撑行业率先恢复。我们认为，化妆品行业在疫情冲击下体现的韧性来源于其线上渠道的高占比与高增速。调研显示，在化妆品线上主战场的阿里系电商，护肤品月度GMV增速长期维持40%以上，疫情期间也仅20年1月出现负增长，2月以来GMV增速迅速回归高位。展望全年，虽然线下零售恢复缓慢，但化妆品的高线上渗透率（30-40%之间），叠加火热的直播带货为行业带来的增量，有望推动化妆品消费率先恢复正常水平，我们预计行业2020年市场规模仍将保持个位数的同比增长。

图表7 阿里系电商护肤品GMV增速仍在高位



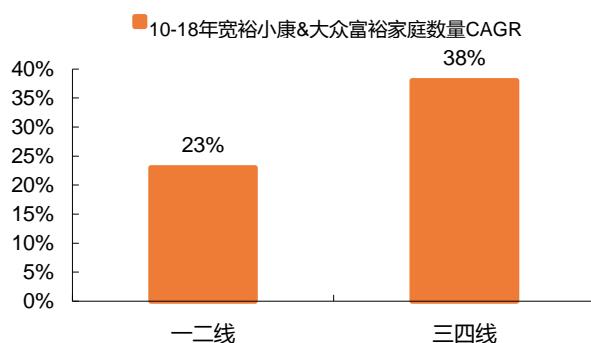
资料来源：阿里平台数据，平安证券研究所

1.3 下沉市场、年轻群体空间巨大，行业有望维持高增

疫情对行业造成了短期冲击，但行业恢复的潜力十足。对照欧美等发达国家历史，在经济增速下行周期，化妆品消费也能因“廉价的奢侈品”属性而表现稳健。从长期看，行业发展的核心动力或来源于下沉市场与新一代消费者的贡献。在2020年低增速的对照下，2021年行业市场规模的增速有望提升至接近20%，2022年起或将回归10%左右的稳健增长。

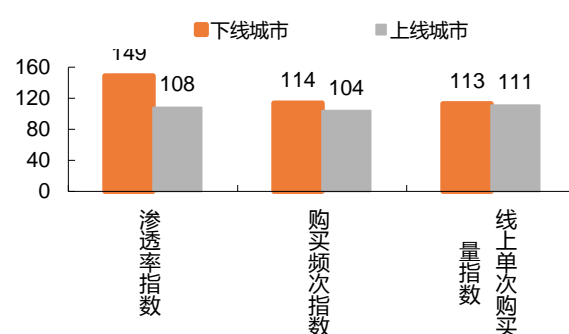
低线城市消费升级，下沉市场规模持续扩大。随着低线城市小康、中产家庭数量快速提升，下沉市场已成所有消费行业的必争之地。低线城市消费者消费能力的提升，有望持续推动消费升级，刺激化妆品消费进一步向下渗透。若聚焦到化妆品的主力消费者：25-34岁女性的身上，则低线城市的消费者在化妆品的消费上更为活跃，是推动行业规模扩大的一大助力。

图表8 高低线城市小康、中产家庭数量增速



资料来源：麦肯锡，平安证券研究所

图表9 下沉市场年轻女性对化妆品热度更高

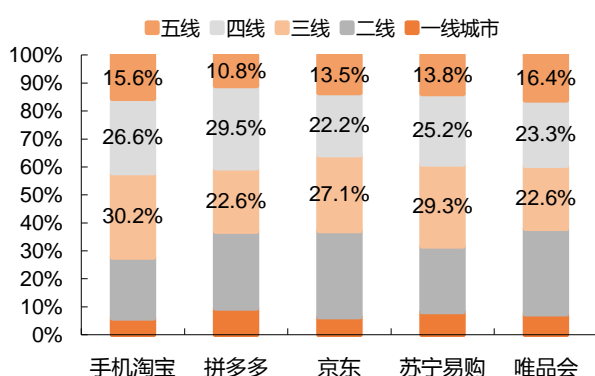


注：XX指数=25-34岁女性消费者/其他年龄段消费者*100

资料来源：Kantar，平安证券研究所

下沉市场也是线上增量消费者的主要来源。从线上零售市场看，下沉市场是增量消费者的主要来源。即便是“五环外”起家的拼多多，超 60% 的双十一新增用户来源于三四五线城市。对天猫淘宝而言，低线城市新用户占比更是超过 70%。下沉市场对化妆品线上零售的重要性也更为突显，以彩妆为例，线上渗透率前五的省份并非沿海发达地区，而是内陆低线城市密集分布的省份。因此，下沉市场对化妆品全渠道销售均具有重要意义，是培育新增用户的主战场之一。

图表10 2019 双十一新增用户城市等级分布



资料来源：Mob 研究院，平安证券研究所

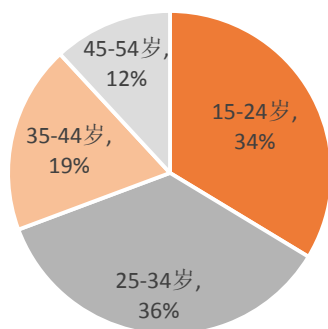
图表11 线上彩妆消费者渗透率前五省份

1	吉林
2	贵州
3	黑龙江
4	陕西
5	四川

资料来源：CBNdata，平安证券研究所

年轻群体为化妆品消费主力，渗透率也有望持续提升。除下沉市场外，年轻消费者也是行业增长的主要动力之一。女性消费者方面，15-24 岁消费者对化妆品销售的贡献达 34%，24-35 岁贡献达 36%，合计约 70%。男性方面，新一代消费者对化妆品的接受度有所提升，95 后男性对化妆品的接受度较 95 前高 7 个百分点，有望推动化妆品在男性群体中的渗透率持续提升。

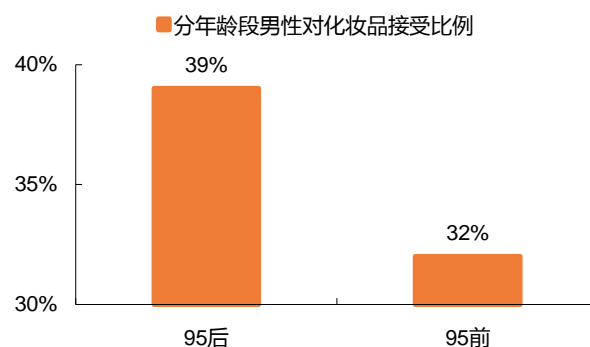
图表12 年轻女性对化妆品销售的贡献度更高



注：各年龄段女性消费者对化妆品销售的贡献率

资料来源：Kantar，平安证券研究所

图表13 95 后男性消费者对化妆品接受度更高

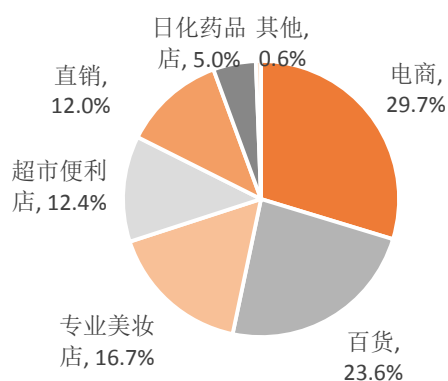


资料来源：CBNdata，平安证券研究所

二、渠道快速变迁，美妆店、电商称王

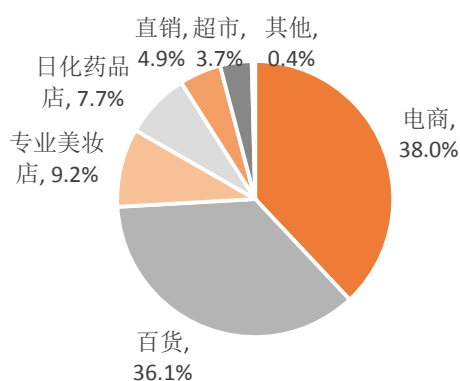
分渠道看，线上电商已成化妆品销售的第一大渠道，电商渠道在护肤品销售中占比近 30%，在彩妆销售中更是达到 38%。百货、专业美妆店为第二、第三大渠道，其余重要渠道包括超市、便利店、日化药品店（如屈臣氏等）、直销渠道等。

图表14 护肤品销售渠道分布（2019 年）



资料来源：Euromonitor，平安证券研究所

图表15 彩妆销售渠道分布（2019 年）

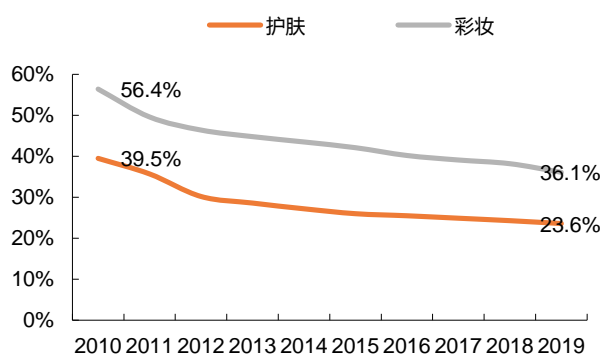


资料来源：Euromonitor，平安证券研究所

2.1 传统百货、商超渠道占比持续下滑

百货渠道市场份额大幅下滑。百货渠道曾为化妆品销售的首要渠道，主要由国际大牌、少数老牌国货等高端品牌占据。但近年来电商崛起、购物中心快速增加后，消费者习惯开始改变，百货业态整体销售额出现明显下滑。此外，百货化妆品销售主要以各品牌的专柜形式展现，然而消费者对化妆品的需求日趋多样化，在不同类型的化妆品上倾向于使用不同品牌，但品牌专柜无法为消费者提供多品牌一站式购物的选择，或也导致百货市场份额进一步被电商、专业美妆店等渠道所瓜分。

图表16 百货渠道占比变化



资料来源：Euromonitor，平安证券研究所

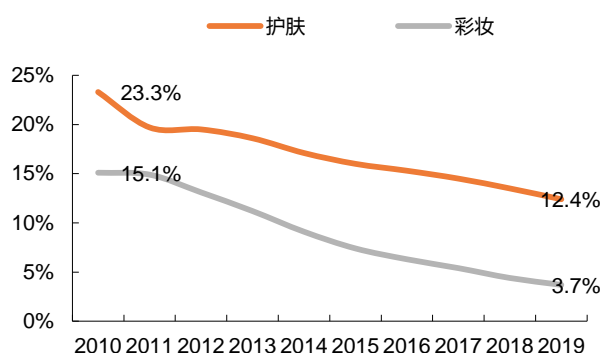
图表17 百货中销售的化妆品偏于高端



资料来源：百度图片，平安证券研究所

商超、便利店渠道是另一市场份额快速下滑的渠道。不同于百货渠道，在商超、便利店中销售的化妆品大多为低端平价的产品，在服务上也较为欠缺。产品不可试用、缺乏专业导购等均对销售产生了负面影响。商超便利店的化妆品无法满足消费升级的需求，市场份额也出现明显下滑。

图表18 超市便利店渠道占比变化



资料来源: Euromonitor, 平安证券研究所

图表19 超市化妆品多为平价品牌

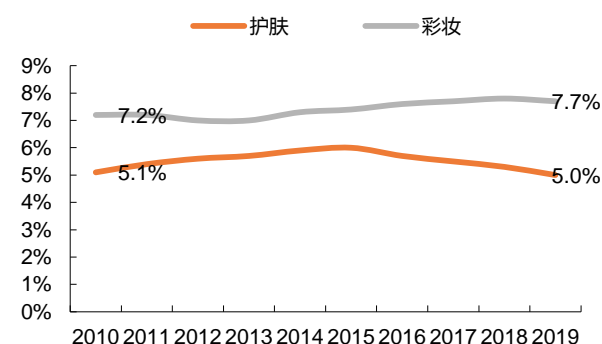


资料来源: 品观 APP, 平安证券研究所

2.2 体验+服务出色，美妆店难以被取代

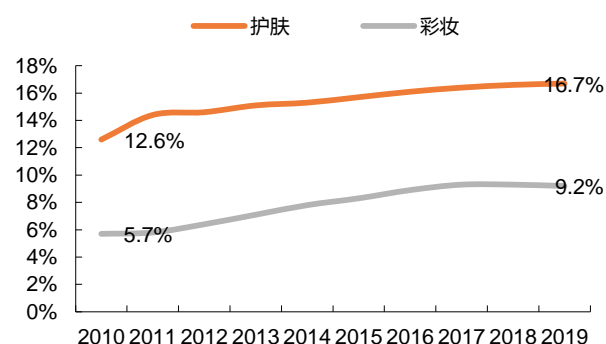
CS 渠道出现分化，专业美妆店走强。线下除百货、超市外，日化药品店（如屈臣氏等）和专业美妆店（如丝芙兰）等 CS 渠道也具备重要地位，但两者的发展出现了一定的分化。日化药品店销售额占比并没有明显提高，但专业美妆店的占比则持续提升。

图表20 日化药品店渠道占比变化



资料来源: Euromonitor, 平安证券研究所

图表21 专业美妆店渠道占比变化



资料来源: Euromonitor, 平安证券研究所

日化药品店配有专业店员，但重心在于生活用品的一站式购物。对于屈臣氏等日化药品店而言，化妆品并非店中唯一销售的品类，门店亮点在于日用品、保健品、化妆品、洗护品、食品饮料等生活用品的一站式购物。但与超市不同，此类门店配备了更加专业的销售人员与服务。这种模式与日本的药妆店较为类似，药妆店是日本护肤品第一大销售渠道，2019 年占比达 24.4%，但近年来其市场份额也呈现下行趋势。

重视现场体验、服务，专业美妆店在线下更胜一筹。我们认为丝芙兰等专业美妆店的崛起，可能导致日化药品店在化妆品领域无法取得类似日本药妆店的地位。专业美妆门店必然配备专业的美妆导购，并提供现场试用区域，在产品体验与服务上力求完美。此外，丝芙兰等零售商同时销售多个品牌，从各品牌中选择适合自己的产品组合成套，消费者可进行一站式的试用与购买，降低买错的几

率。在下沉市场，面积足够的美妆门店会提供部分美容 SPA 的服务，打造“美妆美容馆”，进一步加码消费者服务。

图表22 屈臣氏重视生活用品的一站式购物



资料来源：百度图片，平安证券研究所

图表23 丝芙兰重视化妆品的现场体验与服务



资料来源：百度图片，平安证券研究所

因此，相比其他线下业态，专业美妆店凭借良好、专业的服务打造差异化优势，在电商的冲击下逆势扩张。在中美两国，专业美妆店销售额占比均明显提升，欧睿数据统计 2010-2019 年间在护肤品领域，中国美妆店占比从 12.6% 提升至 16.7%，美国美妆店占比从 14.1% 提升至 17.1%，均是除电商外唯一占比有明显提升的渠道。对比电商渠道，微博、小红书的种草或直播带货虽能代替线下“店员推荐”这一环节，但仍难以取代“现场试用体验”环节。我们认为，专业美妆店有望与电商一道继续取代其他线下渠道的份额。

图表24 化妆步骤繁多，现场试用可降低买错几率



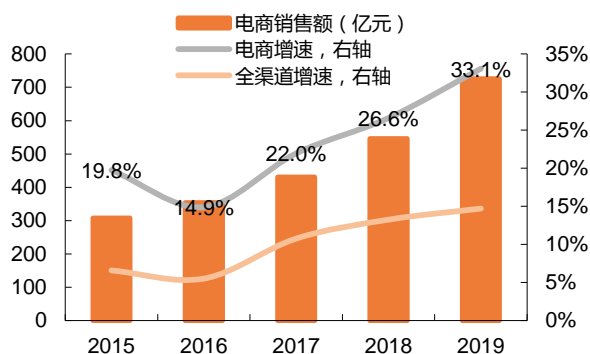
资料来源：36kr，平安证券研究所

2.3 电商渠道维持高景气度，社交营销推动渠道发展

线上销售额高速增长，渗透率 10 年翻 10 倍。线上电商是化妆品销售增长最明显的渠道，以护肤品为例，其电商渠道的销售额高速增长，增速远高于全渠道销售额增速。化妆品的线上渗透率也随之大幅抬升，从 2010 年的小个位数上升至 2019 年的 30-40%，10 年间渗透率翻了 10 倍。我们认为，

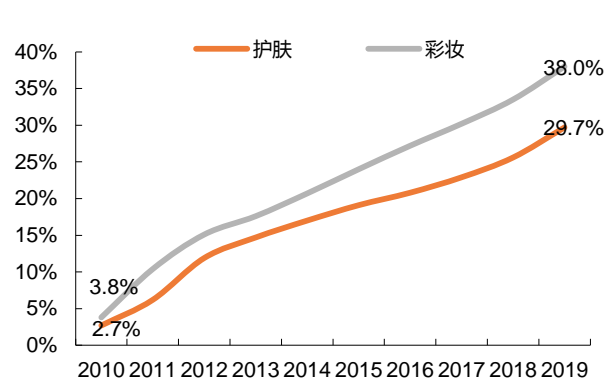
在直播带货等社交营销的带动下，线上渠道仍将延续高速增长，线上渗透率也有望继续向 3C 家电品类 40%+ 的水平靠近。

图表25 护肤品电商渠道增速远高于全渠道增速



资料来源: Euromonitor, 平安证券研究所

图表26 电商渠道占比变化



资料来源: Euromonitor, 平安证券研究所

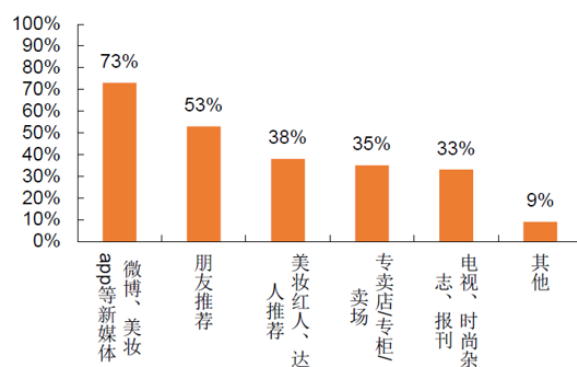
先有淘品牌后有各大牌旗舰店，化妆品行业紧抓电商崛起机遇。化妆品行业对电商崛起的嗅觉十分敏锐。2010 年前后，当淘宝网初步兴起时，一部分小型国货化妆品品牌率先进场开店，此类“淘品牌”通过双十一活动积累大量知名度。2012 年淘宝商城更名为天猫，阿里系电商重心转向品牌化。此时化妆品行业也积极响应，各知名品牌迅速上线官方旗舰店。至 2016 年，国内外大牌已基本完成旗舰店的搭建，并开始积极参与双十一、618 等购物节。新品发布、年末大促等活动也开始往线上搬迁，以弥补线下零售成本提升、销售额增速下滑的损失。此外，化妆品销售的其他流程如宣传推广等也开始向线上转移，微博、美妆 APP（如小红书等）等线上媒介的影响力不断增强，进一步推动最终消费行为往线上转移。

图表27 国货、外资品牌电商旗舰店上线时间



资料来源: 天猫, 平安证券研究所

图表28 各媒介/方式对化妆品购买的影响

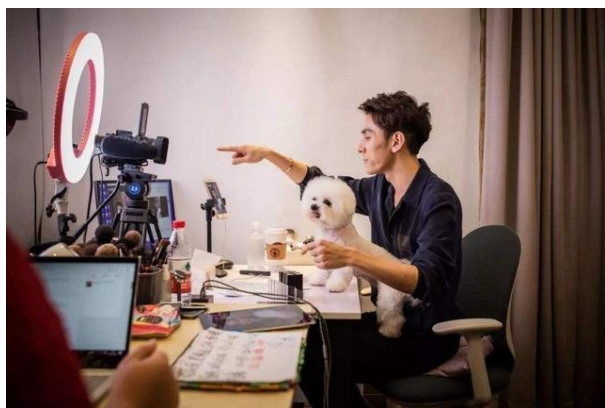


资料来源: 艾瑞咨询, 平安证券研究所

从图文种草到直播带货，社交营销刺激行业加速成长。2013 年后微博、小红书等线上媒介培育了一大批美妆 KOL，图文种草开始成为化妆品营销的主要途径之一，各企业在明星代言、纸媒电视广告等方向的投入日益谨慎。2018 年以来，线上平台拉新费用不断上升，但与此同时直播带货的浪潮开始兴起，化妆品行业再度踩在了浪尖上，如李佳琦早期是欧莱雅店员，公司的 BA 网红化项目是其

成为行业知名 KOL 与主播的第一步。新冠病毒疫情发生以来，线上直播受众进一步增加，吸引行业进一步加码直播。以专注开设线下直营门店的林清轩为例，其董事长带领门店导购开设直播间。在疫情最严重的 2 月，公司线下门店悉数关闭，但整体业绩同比增长 20%，可见直播效果十分显著。

图表29 李佳琦直播的高知名度起步于口红品类



资料来源：百度图片，平安证券研究所

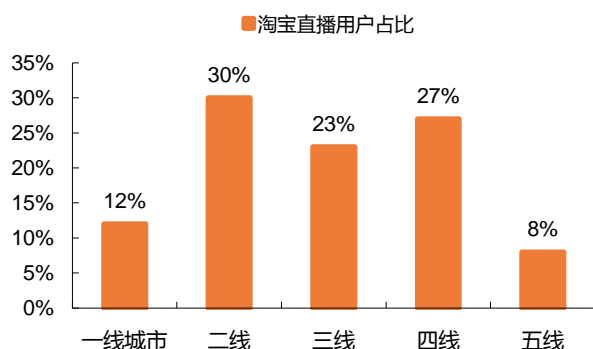
图表30 林清轩董事长亲自直播带货



资料来源：百度图片，平安证券研究所

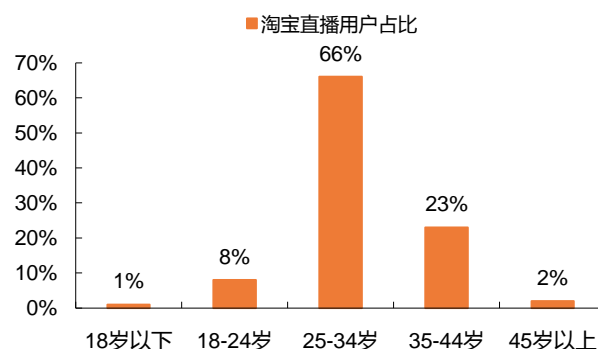
直播带货互动性增强，下沉市场、年轻群体接受度高。与图文种草相比，直播带货增强了线上社交营销的互动性，相当于将线下门店的导购过程整个搬至线上直播间，把线下一对一的导购转化为线上一对多的带货，并配合“全网最低价”等形式积极营销。目前各大品牌纷纷加码与各类主播合作，产品销售、需求洞察和品牌打造三路齐下。此外，直播也是吸引下沉市场与年轻消费者的良好平台，淘宝直播中三线及以下城市用户数占比达 58%，34 岁以下用户数占比高达 75%，直播带货也成打开新消费市场的重要助力。

图表31 低线城市直播用户数更高



资料来源：Mob 研究院，平安证券研究所

图表32 年轻人群对直播的接受度更高



资料来源：Mob 研究院，平安证券研究所

三、 外资品牌优势明显，国货短期难以超车

国货主要在中低端竞争，外资品牌分布更为广泛。国内化妆品行业的参与者可分为国货与外资公司两大类，国货公司旗下的品牌多在中低端（大众）市场竞争，仅有佰草集等少数品牌定位在高端市场（单品价格 500 元以上）。外资公司旗下子品牌的分布更为多元化，从中端至超高端（单品价格 1,000 元以上）均有分布。

图表33 国货主要在中低端市场竞争



资料来源：平安证券研究所

图表34 外资品牌主要分布在中高端市场



资料来源：平安证券研究所

3.1 外资品牌历史悠久，积极变革迎合潮流

先发优势明显，外资产品力、品牌力强。外资化妆品公司普遍历史悠久，也较早进军国内市场，对国内市场情况较为熟悉，如欧莱雅创立已达百年、进入国内市场的历史也超 20 年。外资公司品牌、产品矩阵也较完善、研发实力雄厚，旗下子品牌数量多达数十个，对应不同群体、档次、用途的化妆品需求。各知名子品牌下的大单品也经久不衰，产品生命力可长达数十年。因此，作为先行者的外资在品牌力和产品力上均形成了较明显的优势，在国内市场的市占率排名靠前。

图表35 外资化妆品公司

	欧莱雅	雅诗兰黛	资生堂
创立时间	1907	1946	1872
进入国内时间	1996	1993	1981
旗下子品牌数量	36	30+	20+
高端子品牌代表	赫莲娜、兰蔻	海蓝之谜、雅诗兰黛	资生堂
大众子品牌代表	欧莱雅、美宝莲	倩碧	悠莱、泊美
19 年护肤品市占率排名	1	2	4
19 年彩妆市占率排名	1	3	6
知名大单品	小黑瓶	小棕瓶	红腰子精华

资料来源：Euromonitor，品牌官网，平安证券研究所

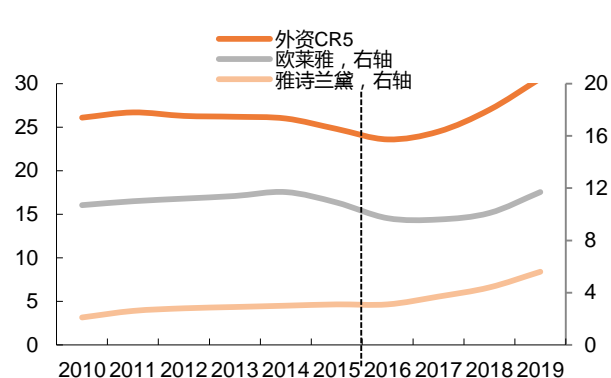
线上优势明显，助推市占率提升。在渠道力上，外资品牌进入国内市场后曾主要在百货渠道竞争，在国内消费者心中留下高档奢侈品的印象。在电商渠道崛起后，外资品牌积极转战线上，2019 年欧莱雅中国区电商占比已接近 50%，雅诗兰黛中国则达到 25-30%。通过开设线上旗舰店、参与购物节、重视直播带货等，外资在线上渠道继续占据主导地位。以双十一为例，2016 年起外资品牌已占据热度榜前十的半数以上，2018 年后国货品牌甚至被完全挤出前五。欧莱雅、雅诗兰黛等外资大牌在线上渠道的优势明显，叠加在高端市场的雄厚品牌力，或共同推动了其市占率的重新提升。

图表36 天猫+淘宝双十一化妆品热度 Top10 品牌

2016	2017	2018	2019
百雀羚	百雀羚	玉兰油	欧莱雅
欧莱雅	自然堂	兰蔻	兰蔻
SK-II	SK-II	欧莱雅	雅诗兰黛
一叶子	玉兰油	SK-II	玉兰油
自然堂	雅诗兰黛	雅诗兰黛	SK-II
雅诗兰黛	兰蔻	百雀羚	百雀羚
韩束	欧莱雅	自然堂	后
佰草集	一叶子	HFP	自然堂
玉兰油	资生堂	资生堂	资生堂
兰蔻	膜法世家	薇诺娜	薇诺娜

资料来源：亿邦动力网，平安证券研究所

图表37 外资品牌在护肤领域的市占率重新提升 (%)



外资 CR5 含欧莱雅、雅诗兰黛、宝洁、资生堂、爱茉莉太平洋

资料来源：Euromonitor，平安证券研究所

3.2 营销模式持续创新，国货善于打造爆款

擅长打造爆款产品，国货具备竞争能力。除百雀羚、双妹等有限几个品牌外，国货品牌大多成立于 2000 年前后，旗下子品牌、产品数量均不算丰富，其中立足高端市场的品牌或产品更加屈指可数，旗下也缺乏生命力长盛的明星大单品。但相比于海外品牌，国货更擅长在短时间内打造出爆款产品，如珀莱雅的泡泡面膜等，在国内市场的竞争中也占有一席之地。

图表38 国货化妆品公司

	百雀羚	伽蓝	上海家化	珀莱雅
创立时间	1931	2001	1996	2006
主要子品牌数量	<5	6	10	7
高端子品牌/系列	水能量系列	美素	佰草集	-
大众子品牌代表	百雀羚	自然堂	玉泽	珀莱雅
护肤品市占率排名	5	6	12	16
爆款产品	润肤系列	小紫瓶精华	皮肤修护系列	泡泡面膜

资料来源：品牌官网，平安证券研究所

营销模式持续创新，组合拳打造爆款产品。国内化妆品的营销方式最早照搬了外资品牌在海外的打法，一般为大明星代言+媒体广告+渠道促销，后来国货品牌扩展至综艺冠名和电视剧/电影植入，代言人的选择也更为多样。但近年来部分国货品牌在短时间内突然成为焦点，旗下产品的相关话题在

微博、美妆 APP 等媒介上反复刷屏，且并无大明星、大量广告等前期宣传的支撑。根据我们的观察，珀莱雅泡泡面膜营销是打造爆款产品的一个好案例。

首先，珀莱雅的这款产品具有独特的话题性：面膜贴上后将冒出泡泡。接着需要将话题投放在能迅速大范围扩散的平台：微博、小红书、抖音等美妆博主、话题集中的平台。后续邀请 KOL 进行宣传，如大量头部底部的 KOL 在抖音上密集发布试用视频、小鲜肉罗云熙代言并拉动其粉丝宣传。再配合李佳琦直播带货，以活动低价推广新品，并在各电商平台上投放广告。在这一系列的组合拳下，泡泡面膜的知名度和销售额均迅速提高，并获得“抖音第一面膜”的称号。19 年 7 月公司面膜销售额同比翻数倍，并快速杀入天猫面膜月度销售榜的前三。

图表39 珀莱雅制造爆款产品的组合拳

爆款产品	珀莱雅泡泡面膜
制造话题	“贴上出泡泡”的有趣性
话题投放平台	抖音、小红书、微博等
KOL 种草	大量抖音 KOL 同时发力
小鲜肉代言	罗云熙
头部主播带货	李佳琦
广告投放平台	天猫、淘宝、返利网等电商
得到称号	抖音第一面膜
转化成果	当月面膜销售额同比翻数倍

资料来源：平安证券研究所

图表40 泡泡面膜快速成为抖音热门话题

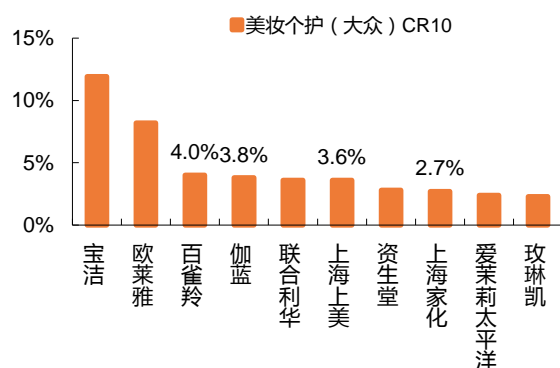


资料来源：百度图片，平安证券研究所

3.3 短期国货难以超车，长期有望缩小差距

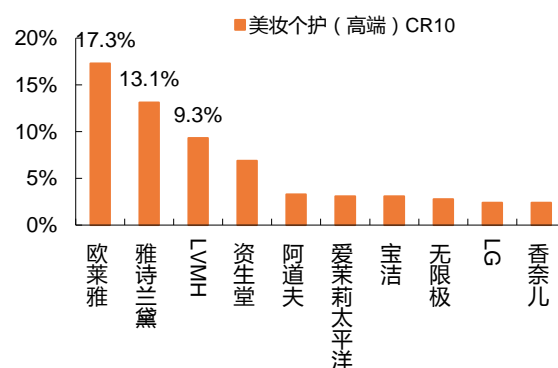
国货在大众市场具备竞争力，但在高端市场的劣势明显。分价格段看，美妆个护的大众市场竞争激烈，2019 年 CR10 为 45.3%，国货公司占据前十强的四席，与宝洁、欧莱雅欧美公司相比仍有较大差距，但并不逊色与资生堂、爱茉莉太平洋等日韩公司。高端市场则较为集中，CR10 达到 63.7%，其中欧美的欧莱雅、雅诗兰黛、LVMH 市占率超过或接近 10%，竞争优势较为明显，其余前十强也以外资为主。

图表41 国货在大众品牌中的占比并不低



资料来源：Euromonitor，平安证券研究所

图表42 外资主导高端品牌

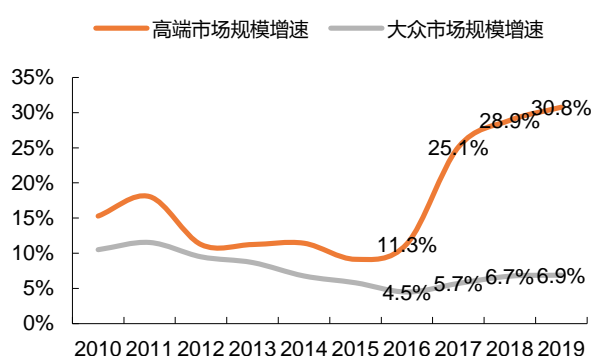


资料来源：Euromonitor，平安证券研究所

外资在高端市场、渠道、品牌和产品上的优势依然明显，短期内国货或难以弯道超车。

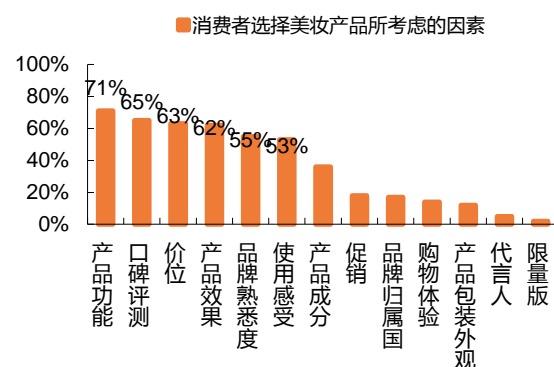
- **高端市场优势：**2019 年高端市场占整体市场规模的比例已达 30%以上，且近年来高端市场的增速节节攀升，已大幅拉开与大众市场增速的差距，两个市场的规模差距进一步缩小。而外资品牌在高端市场优势较明显，高端市场的红利或率先被外资大牌所得。
- **线上渠道优势：**线上渠道已是行业第一大渠道，其规模增速也远高于线下。外资品牌在双十一、618 上领先优势明显，并积极与头部主播合作带货，在线上的领先地位仍较牢固。
- **品牌、产品力优势：**整体看，外资品牌创立历史、在国内经营时间均长于国货，消费者对欧莱雅、雅诗兰黛、玉兰油、资生堂等外资大牌的熟悉度、认同度高。此外，国货品牌虽擅长打造爆款产品，但缺乏如雅诗兰黛小棕瓶般长盛数十年不衰的明星大单品。国货在产品矩阵宽度和深度、产品效果、科研能力等方面的积累也仍有所不及。

图表43 高端市场增速已拉开与大众市场的差距



资料来源：Euromonitor，平安证券研究所

图表44 消费者选择美妆产品所考虑的因素



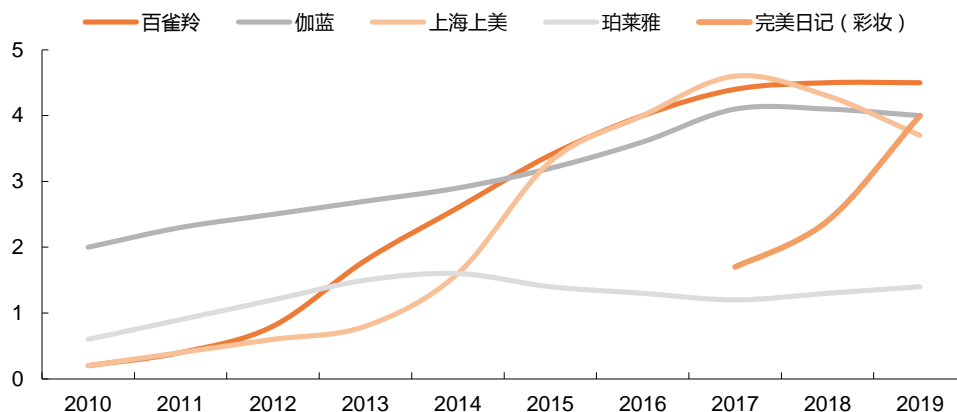
资料来源：腾讯国货美妆洞察报告，平安证券研究所

长期看，国货有望拉近与外资品牌的差距。近年来百雀羚、伽蓝、珀莱雅、完美日记等优质国货的市占率处于上升期，而从长期看国货品牌在低线城市、Z 世代中已建立起一定的优势，有望继续提升市场份额、逐步拉近与外资品牌的差距。

国货品牌在下沉市场布局广泛。外资品牌早期集中在百货、购物中心等大商场渠道销售，更多布局在高线城市的核心商圈。而国货品牌在发展初期难以进入高档商场，只能着力低线城市商场、美妆店的布局，但也为承接下沉市场的消费升级打下基础。如伽蓝集团（旗下包含美素、自然堂、植物智慧等新潮国货）在全国建立各类零售网络近 40,000 个，覆盖全国各级城市、县城及一万多个城镇。再以丸美股份为例，其销售终端以美妆店为主，网点数达 1 万多家，其中近 80%布局于三线及以下城市（2018 年）。

新一代消费者国货接受度高。根据腾讯国货美妆洞察，15-24 岁的消费者重视产品体验、口碑和 KOL 推荐，而通过 KOL 的体验进行种草正是国货擅长的打法。此外，追求新潮国货逐渐成为年轻消费者体现领先感的方式之一，更能突显其“达人”属性。而美妆国货的相对低价也减轻了年轻消费者对尝鲜的风险和成本顾虑。

图表45 部分新潮国货在护肤品领域的市占率变化（%）



资料来源：Euromonitor，平安证券研究所

四、上市国货亮点颇多，三强有望加速成长

4.1 珀莱雅：产品矩阵、渠道分布日益完善

产品打造、销售能力强，明星单品+爆款产品推动成长。珀莱雅公司成立于2006年，主品牌“珀莱雅”主打“海洋科技护肤”概念，旗下主要品牌大多在大众或平价市场竞争，覆盖各年龄段消费者，近年来同时着力打造明星单品（热度可持续3-5年）与爆款产品（迎合消费者阶段性需求）。公司擅长制造营销话题，在大单品红宝石精华的前期推广上，公司借力热门电视剧《安家》与其女主角孙俪，而爆品如泡泡面膜等则走社媒营销+KOL带货的模式。此外，公司也着力研发以保障产品线和品牌线的持续拓展，研发支出占比维持2%以上。我们认为，公司已证明其产品打造、销售上的能力，有望维持主品牌的稳健增速，并推动子品牌快速增长以迎合层出不穷的新消费需求。

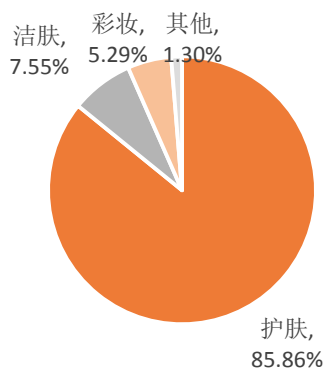
图表46 珀莱雅旗下子品牌

	定位	价格	针对客群
珀莱雅	海洋科技护肤	大众	全年龄
优资莱	茶元素护肤	平价	成熟
悦芙媞	轻松快乐的美妆方式	平价	年轻化
韩雅	高功能性护肤	大众	成熟
猫语玫瑰	甜美恋爱系自然彩妆	平价	年轻化
YNM	韩系新锐平价美妆	平价	年轻化
彩棠	东方韵味+当代时尚的美妆	大众	全年龄

资料来源：公司公告，平安证券研究所

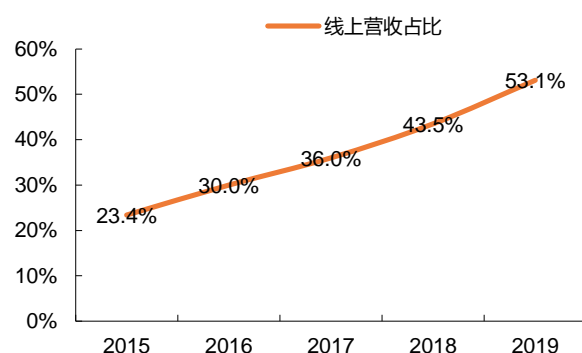
发力彩妆、线上，规模增速有望大幅跑赢行业。从产品结构上看，公司护肤品占比达86%，占比较高。但公司彩妆业务发展迅速，营收占比从2018年的1.2%大幅提升至2019年的5.3%，预计2020年可达5-10%之间，有望进一步丰富产品矩阵。从渠道分布上看，公司线上渠道占比加速提升，至2019年线上营收占比已经过半，较2015年提升约30个百分点。整体看，公司敏锐把握住彩妆、线上渠道的高速增长趋势，其规模增长有望大幅快于行业增速，市占率或将快速向百雀羚等一线国货品牌靠拢。

图表47 珀莱雅产品结构（2019年）



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表48 珀莱雅线上营收占比



资料来源：公司公告，平安证券研究所

4.2 上海家化：老牌国货家底雄厚，新帅引导公司变革

旗下包含高端国货，品牌矩阵较为完善。上海家化的前身是成立于1898年的香港广生行，公司专注于美容护肤、个人护理、家居护理三大领域。公司旗下拥有多个知名品牌，其中双妹和佰草集是行业中为数不多的高端国货品牌。从品牌端看，公司各子品牌覆盖了不同定位、价格带和客群，品牌矩阵较为完善。

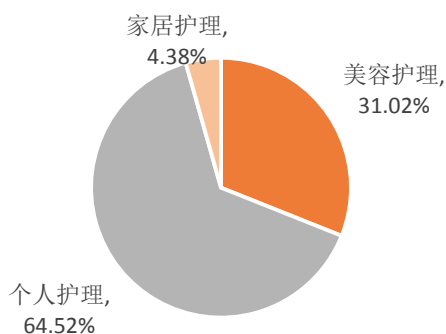
图表49 上海家化旗下子品牌

	定位	价格	针对客群
佰草集	本草护理，中国美颜经典	高端	全年龄段
六神	中草药在个护领域的现代化演绎及应用	平价	全年龄段
汤美星	英国高端哺育	高端	婴幼儿
美加净	植物和食材美容	平价	全年龄段
高夫	专业男性护理	大众	男性
启初	取自然之初，育生命之初	平价	婴幼儿
玉泽	致力于皮肤屏障修护	大众	全年龄段
家安	家庭清洁产品	大众	家庭
双妹	以东情西韵为特色的时尚美妆	高端	都会女性
一草一木	汲取花木对护肤精髓	大众	年轻群体

资料来源：公司公告，平安证券研究所

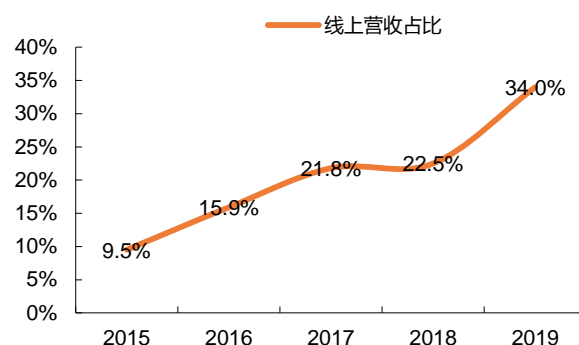
化妆品、线上业务占比不高，但换帅后有望得到增强。从产品结构上看，公司个人、家居护理产品占比较重，公司资源没有完全投入到化妆品领域中。而在销售渠道占比中，公司2019年线上占比达34%，虽不及其他国货品牌，但同比2018年已提升了超10个百分点，线上营收占比加速提升。公司于2020年5月换帅，新帅潘秋生总曾于2015-2019年历任欧莱雅集团大众化妆品部中国商务总经理及亚太区商务总经理，任职期间帮助公司实现渠道战略转型，线上业务占比取得大幅度提升。潘总的就职或有利于引导公司化妆品业务发展和渠道变革，推动公司加速发展。

图表50 上海家化产品结构（2019年）



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表51 上海家化线上营收占比



资料来源：公司公告，平安证券研究所

4.3 丸美股份：专注眼部抗衰老，打造差异化优势

专注抗衰老研究，打造差异化优势。丸美成立于2000年，于2007年推出第一代大单品弹力蛋白眼精华和“弹弹弹，弹走鱼尾纹”的经典广告。公司是国内唯一一家抗衰老产品（眼部去皱、养肤抗衰等）营收占比超70%的化妆品公司，在抗衰老领域积累了数百万的客群和先进技术，打造差异化的竞争优势。

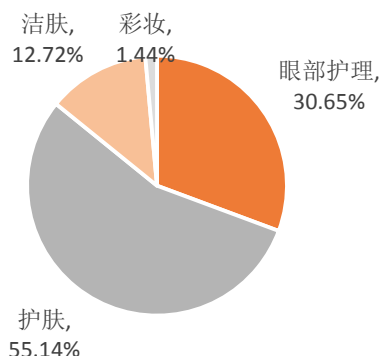
图表52 丸美股份旗下子品牌

	定位	价格	针对客群
丸美	专注眼部护理 尊贵优雅	一般产品：大众；东京系列：高端	25-45岁
春纪	天然食材养肤 青春时尚	平价	18-35岁
恋火	自信时尚的彩妆 现代时尚	平价	18-40岁

资料来源：公司公告，平安证券研究所

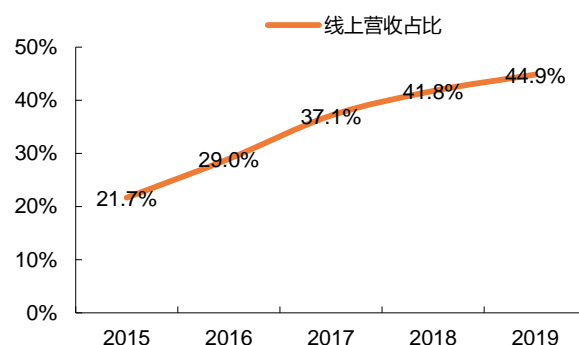
眼部护理单品开路，向一线品牌靠拢。公司主品牌丸美长期坚持眼部护理的研究，2019年31%的营收源于眼部护理，如精华、眼霜等大单品。公司已营造出眼部抗衰老的头部专业品牌的形象，并积极往其他抗衰老领域延伸。公司线上营收占比也不断提升，2019年已达45%，较2015年提升20个百分点以上。公司重视线上渠道的搭建，叠加眼部护理的相对优势，有望持续向一线品牌靠拢。

图表53 丸美股份产品结构（2019年）



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表54 丸美股份线上营收占比



资料来源：公司公告，平安证券研究所

五、行业有望维持高景气度，国货品牌具备投资价值

我们认为，行业的景气度有望加速从疫情中恢复，其中线上渠道或将率先回归正常、甚至加速增长。展望未来，在低线城市和年轻消费者等新消费群体的拉动下，未来市场规模的年复合增速有望维持10%以上的高位。而彩妆等细分赛道的快速增长、营销模式的快速变化、新消费群体和需求的出现，均为大小品牌提供起死回生或快速崛起的可能性。此外，社交营销对行业的重要性也有望继续提升，行业渠道的竞争重点将继续转向电商平台和专业美妆店。

短期看，外资大牌在高端市场、渠道、品牌产品上均有明显优势，或将继续占据行业主导地位。但国货品牌也将继续受益于市场高增长，而从长期看消费群体的变化也对国货品牌更为有利，因此优质的国货品牌具备持续的投资价值。从二级市场投资的角度看，我们建议关注珀莱雅、丸美股份等具备加速成长可能的化妆品企业。

六、风险提示

- **消费能力下滑的风险：**新冠病毒疫情对国内外经济形势造成了严重冲击，居民消费能力的增长并不乐观，化妆品可选消费属性较强，行业景气度或受消费能力下滑的影响。
- **行业竞争加剧的风险：**化妆品行业进入壁垒不高，市场竞争充分，但过多的参与方可能恶化竞争形势，推动行业整体成本上升。
- **线上渠道增速放缓的风险：**线上渠道在行业中地位较高，但近年来电商招新成本不断上升、渗透率日趋饱和，若线上增速放缓，行业增速或也将放缓。

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨为发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2020 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

上海

北京

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层
邮编：518033

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层
邮编：100033