

## 化妆品专题二

### 产品升级能为国产化妆品带来多大上升空间

中国化妆品行业进入产品升级阶段，产品开发由品牌讲述向全产业链多环节背书转变。主流化妆品品牌线上销售额占比已普遍超过 50%，行业渠道转型取得阶段性成效，消费者对产品安全性、有效性的需求显著提升，愿意为市场化的研发语言背书买单，原料公司、代工厂、品牌的研发团队等均在各自环节内打造 2C 品牌效应，刺激美妆产业链整体提速。

**产品升级受益者贯通全产业链，下游国产品牌五年成长空间可观。上游：**高品质原料与配方体系是做好产品的基石，因此下游品牌的产品升级将会增多优质上游原料商的订单，此外，具备产品开发能力的 ODM 代工厂成为众多新锐品牌的最佳拍档。**下游：**国产化妆品品牌的过往优势赛道是功效成分浓度较低的基础保湿，功效类护肤（美白、抗衰、舒敏等）和彩妆赛道基本被国际知名品牌占据，故而国产化妆品的产品线可拓展空间较大。根据 Euromonitor 数据，国内高端护肤品占护肤品整体比重超过 30% 的市场份额，彩妆与护肤体量相比约为护肤市场的 20%，用高端护肤品来大致代表功效类护肤品，结合国内护肤与彩妆市场格局，以及化妆品行业整体增速预期（假设 CAGR5 ≈ 10%），当前国产化妆品的功效产品和彩妆产品处于起步阶段，估算国产化妆品（护肤+彩妆）行业整体的五年潜在成长空间在 2-2.5 倍（不考虑产品升级以外影响因素），预期国产化妆品整体的未来五年复合增速 15%-20%。

**国产品牌的产品升级具备兑现市场份额的能力。**国际化妆品集团品牌矩阵丰富，研发积淀深厚，拥有庞大的原料数据库和专利明星成分，以及成熟的配方体系，具备基础研发实力和创新力，是行业新技术的引领者，确保了国际化妆品集团的产品力优势与品牌溢价，并且这一优势可在较长期间维持。**头部国产综合性品牌公司**在过去 20 年已建立了较强的自产能力，确保了品牌核心产品在市场中的独立发展，并能够结合市场热点和品牌特色快速应用研发，但基础研发和创新能力较弱。尽管国产品牌目前较难成为行业产品引领者，但头部品牌的市场反应机制灵敏，可迅速推出结合市场热点与自身特色的产品。从巴黎欧莱雅、珀莱雅和丸美 2020 年 2-4 月的四款新品首发情况来看，国产新品销量已达到市场品牌力认知度最高的国际名牌新品销量的 70%-80%，市场对国产品牌产品升级接受度较高。**新锐品牌**从诞生起即蕴含了实时热点概念，行业内原料供应商名录与 ODM 代工厂名录透明，“优质原料+头部 ODM（部分大公司副牌具备自主生产能力）+红利渠道+强势营销”的模式帮助新锐品牌迅速获得市场份额。

**风险提示：**疫情对化妆品行业的线下零售和供应链效率影响未完全复苏；新品市场接受度不确定风险等。

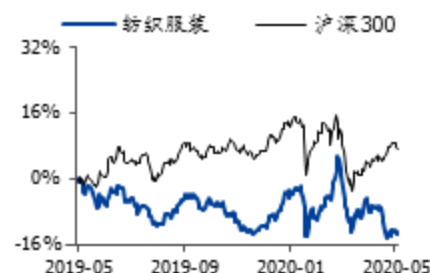
#### 重点标的

股票代码	股票名称	投资评级	EPS（元）				PE			
			2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
688363	华熙生物	买入	1.22	1.55	2.04	2.54	87.13	68.58	52.11	41.85
603605	珀莱雅	增持	1.95	2.35	3.03	3.74	78.72	65.32	50.66	41.04
603983	丸美股份	增持	1.28	1.46	1.69	1.96	67.36	59.05	51.02	43.99
600315	上海家化	买入	0.83	0.57	0.75	0.99	44.89	65.37	49.68	37.64

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

增持（维持）

#### 行业走势



#### 作者

分析师 鞠兴海

执业证书编号：S0680518030002

邮箱：juxinghai@gszq.com

分析师 刘畅

执业证书编号：S0680519070002

邮箱：liuchang@gszq.com

#### 相关研究

- 1、《纺织服装：化妆品移居线上力克时艰，赛道长期旺盛需求未改变》2020-05-05
- 2、《纺织服装：2019 运动龙头表现佳，2020 “危”、“机”并存》2020-05-03
- 3、《纺织服装：深度剖析运动鞋服行业库存现状》2020-04-23



## 内容目录

1	中国化妆品行业进入产品升级阶段 .....	3
1.1	产品升级趋势：化妆品“药化”&研发语言“市场化” .....	3
1.2	产品升级受益者贯通全产业链，下游国产品牌五年成长空间可观 .....	4
2	国产品牌的产品升级具备兑现市场份额的能力 .....	5
2.1	跨国化妆品巨头领跑行业技术发展 .....	5
2.2	国产综合性品牌应用研发成熟，且产品质量获市场认可 .....	6
2.3	新锐品牌产品切合实时热点，借助营销迅速走红 .....	7
	风险提示 .....	8

## 图表目录

图表 1:	普通消费者对化妆品产品的可认知级别较低但依旧被充分市场化为“成分党” .....	3
图表 2:	部分功效原料下游需求大幅增长（单位：个，%） .....	4
图表 3:	化妆品产品技术发展阶段示意图 .....	5
图表 4:	兰蔻新品小黑瓶加入益生元开启微生态护肤理念 .....	6
图表 5:	SK-II 镇店之宝神仙水专利成分 PITERA .....	6
图表 6:	“烟酰胺” 2018 年年底成为化妆品市场热点 .....	6
图表 7:	Olay 小白瓶“烟酰胺”概念 2018 年双十一前夕达到高点 .....	7
图表 8:	珀莱雅烟酰胺精华液 2019 年 2 月上市 .....	7
图表 9:	巴黎欧莱雅逆时瓶/珀莱雅红宝石精华/珀莱雅双抗精华/丸美小红笔眼霜 .....	7
图表 10:	玉泽明星产品“神经酰胺保湿霜” .....	8
图表 11:	完美日记明星产品“动物眼影盘” .....	8

前言：主流化妆品牌线上销售额占比已普遍超过 50%，行业渠道转型取得阶段性成效。上一期专题提到“成分党”的兴起标志着中国化妆品消费者从盲目向理性进阶，对产品的需求由基础向专业升级。本期专题我们将进一步剖析国产化妆品牌在这一阶段里实现产品升级的可能性。

## 1 中国化妆品行业进入产品升级阶段

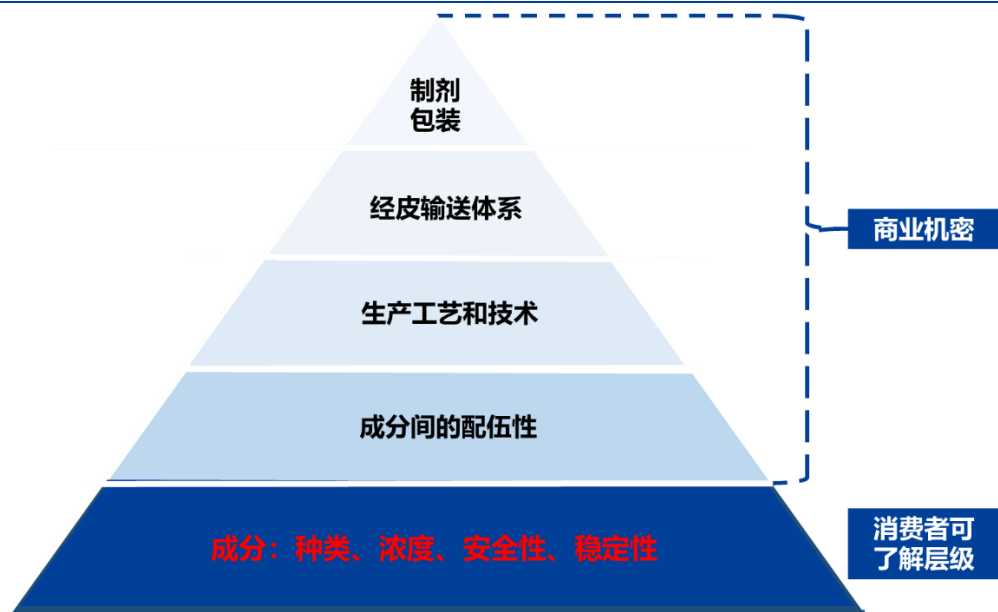
化妆品的属性很有趣，它既是一种可以在许多渠道随手购买的快消品，但也有相当一部分是被冠以大牌的奢侈消费；国家对化妆品的生产监管远不如药品严格，但对化妆品的产品安全却比较苛刻（比如药品可以标注副作用，而化妆品不能有）。这样看来，化妆品是一个进入门槛比较低，做出好产品不简单，做出有调性的好产品比较难的行业，研发与营销的重要性并驾齐驱。

### 1.1 产品升级趋势：化妆品“药化”&研发语言“市场化”

化妆品不断“药化”，但缺乏专业指导者。如前所述，化妆品介于药品与普通消费品之间，消费者对于这样一种“日常上脸”的产品有着和对药品相似的要求——安全、有效、经济、适当。然而，化妆品的终端销售环节缺少“医生”这样的专业咨询环节（品牌营销与 BA 导购的销售职能远大于专业职能），因此对产品的判断力依靠消费者自己的认知程度和对营销宣称的辨别力。

消费者愿意为市场化的产品研发语言买单。按研发流程罗列影响化妆品性能的各类因素，我们会发现产品力（购买前）的可视化程度仅限于成分表和外包装，部分资深“成分党”能大致通过“1%分割线”粗略分析产品有效成分的浓度，配方及以后环节属于各品牌商业机密，非普通消费者可以获知；而对化妆品（购买后）的使用效果评价会受期间作息、饮食等多重变化的检测环境影响而较难形成客观对照组。从销售角度来看，“成分党”的出现是化妆品行业研发语言市场化的成功营销模式。

图表 1：普通消费者对化妆品产品的可认知级别较低但依旧被充分市场化为“成分党”



资料来源：美丽修行 APP，国盛证券研究所

在社媒营销赋能下，中国化妆品行业由原始的品牌火车头单节牵引，变为品牌火车头和产业链各节车厢共同发力，原料公司、代工厂、品牌的研发团队、代运营公司等均在各自环节内打造 2C 品牌效应，刺激美妆产业链整体提速。

## 1.2 产品升级受益者贯通全产业链，下游国产品牌五年成长空间可观

上游：高品质原料与配方体系是做好产品的基石，因此下游品牌的产品升级将会增多对优质上游原料商订单，此外，具备产品开发能力的 ODM 代工厂成为众多新锐品牌的最佳拍档。以与上市公司华熙生物相关的原料透明质酸钠为例，2019 年中国化妆品市场中含透明质酸钠（不考虑乙酰化 HA 等 HA 衍生成品）的产品备案总数超过 57 万款（yoy+39.5%），使用该成分的品牌数超过 4.8 万个（yoy+11.62%），使用该成分的工厂数 3800 余家（yoy+13.45%）；2019 年新增备案化妆品中超过 36% 的产品使用了透明质酸钠这一成分。

图表 2：部分功效原料下游需求大幅增长（单位：个，%）

	商品数	商品数增速	品牌数	品牌数增速	工厂数	工厂数增速
透明质酸钠	571,022	39.50%	48,720	11.62%	3,808	13.45%
烟酰胺	153,031	52.79%	26,538	23.12%	2,918	20.51%
角鲨烷	146,361	31.65%	23,508	18.84%	3,091	14.56%

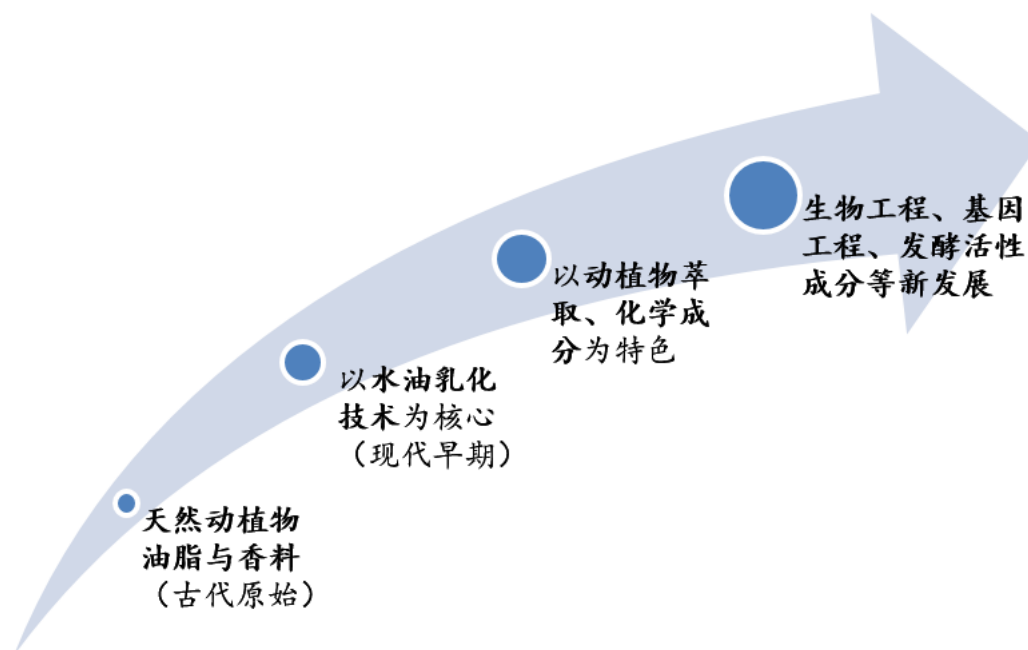
资料来源：美丽修行 APP，国盛证券研究所

以国内龙头代工厂诺斯贝尔为例，公司拥有超过 100 人的研发与检测团队，具备由市场策划部、业务部、产品法规部、产品开发部、研发部和生产部等组成的完整产品开发链，可以提供完整的产品开发方案与成品，与当下“新锐品牌+知名原料商+完整研产能力代工厂+社媒营销”的美妆品牌快速成长模式相得益彰，2019 年诺斯贝尔新增完美日记、花西子、HFP 等新锐品牌客户。

下游：国产化妆品品牌的过往优势赛道是功效成分浓度较低的基础保湿，功效类护肤（美白、抗衰、祛痘等）和彩妆赛道基本被国际知名品牌占据，故而国产化妆品的产品线可拓展空间较大。根据 Euromonitor 数据，国内高端护肤品占护肤品整体比重超过 30% 的市场份额，彩妆与护肤体量相比约为护肤市场的 20%，用高端护肤品来大致代表功效类护肤品，结合国内护肤与彩妆市场格局，以及化妆品行业整体增速预期（假设 CAGR5≈10%），当前国产化妆品的功效产品和彩妆产品处于起步阶段，估算国产化妆品（护肤+彩妆）行业整体的五年潜在成长空间在 2-2.5 倍，预期国产化妆品整体的未来五年复合增速 15%-20%。

从产品升级能力上来看，国产化妆品牌呈现三条路径：①综合性品牌多年积淀，具备较强的自主应用型研发能力，通过升级原料、提高功效成分浓度和升级包装等方式实现产品升级，例如珀莱雅的新品红宝石精华/双抗精华/鱼子精华、丸美的新品小红笔眼霜、佰草集的太极系列等；②医药背景品牌研产端降维推出化妆品，结合社媒营销迅速建立品牌力，例如玉泽、润百颜、片仔癀、薇诺娜等品牌；③新锐品牌牵手一流原料与代工厂为产品背书，结合较大社媒营销投入，实现快速增长。

图表 3: 化妆品产品技术发展阶段示意图



资料来源: 国盛证券研究所整理

## 2 国产品牌的产品升级具备兑现市场份额的能力

前述部分我们论证了国产化妆品产品升级的需求与理论可拓展市场空间，那么国产品牌兑现这一理论目标的概率有多少？在作出判断之前，我们先对国际化妆品集团、具备自主生产能力的国产综合性品牌、以及国产新锐品牌的研产能力做一个评级。

### 2.1 跨国化妆品巨头领跑行业技术发展

国际化妆品集团品牌矩阵丰富，研发积淀深厚，拥有庞大的原料数据库和专利明星原料，以及成熟的配方体系，具备基础研发实力和创新力，是行业新技术的引领者。例如爱茉莉发明气垫技术，宝洁提出 5%烟酰胺的美白最佳比，欧莱雅集团提出微生态护肤，SK-II/欧莱雅集团/资生堂集团等分别拥有专利成分 pitera/玻色因/4msk 等。创新型研发实力确保了国际化妆品集团的产品力优势与品牌溢价，并且这一优势可在较长期间维持。



图表 4: 兰蔻新品小黑瓶加入益生元开启微生态护肤理念



资料来源: 天猫, 国盛证券研究所

图表 5: SK-II 镇店之宝神仙水专利成分 PITERA

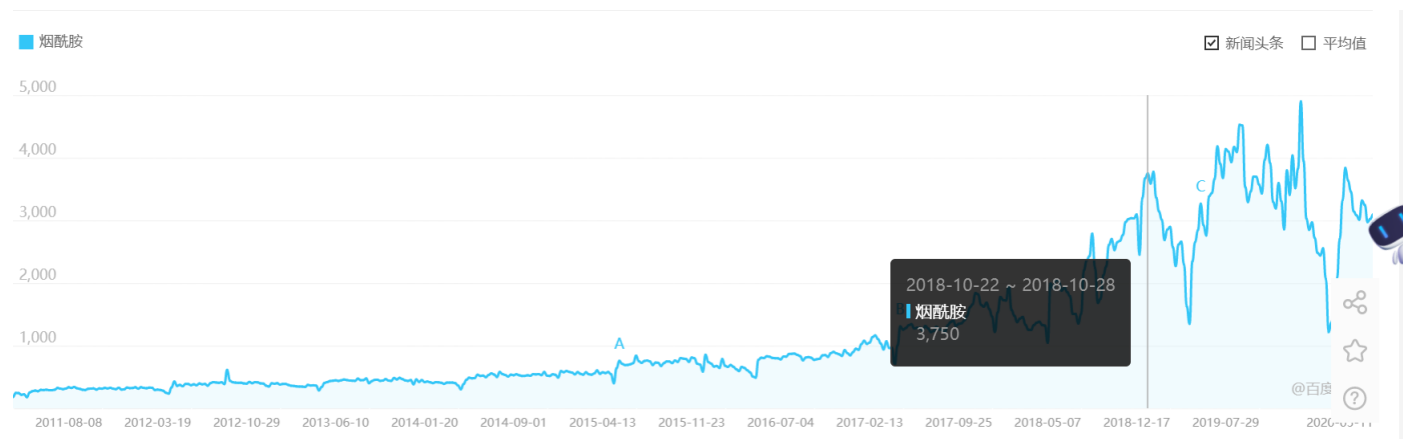


资料来源: 天猫, 国盛证券研究所

## 2.2 国产综合性品牌应用研发成熟, 且产品质量获市场认可

头部国产综合性品牌公司创立于 2000 年前后, 经过 20 年左右的发展, 已具备较强的自产能力, 确保了品牌核心产品在市场中的独立发展, 并能够结合市场热点和品牌特色快速应用研发, 但基础研发和创新能力较弱。大多数国产化妆品企业尚未建立成熟的品牌矩阵, 但主品牌已形成明确的品牌基因, 研发积淀基本围绕主品牌特色, 例如佰草集 x 中草药、珀莱雅 x 海洋、华熙 x 透明质酸、丸美 x 眼部护理等。尽管国产品牌目前较难成为行业产品引领者, 但头部品牌的市场反应机制灵敏, 可迅速推出结合市场热点与自身特色的“大牌平价替代款”。

图表 6: “烟酰胺” 2018 年年底成为化妆品市场热点



资料来源: 百度指数, 国盛证券研究所整理

图表 7: Olay 小白瓶“烟酰胺”概念 2018 年双十一前夕达到高点

图表 8: 珀莱雅烟酰胺精华液 2019 年 2 月上市



2016 年三代小白瓶国内上市

规格: 40ml

价格: 390 元 (原价)  
/328 元 (618 预售价)



2019 年 2 月上市

规格: 30ml+1.35g

价格: 398 元 (原价)  
/169 元 (520 活动价)

资料来源: 天猫, 国盛证券研究所

资料来源: 天猫, 国盛证券研究所

2020 年的新冠疫情促使美妆品牌纷纷选择天猫平台作为产品首发渠道, 从市占率最高的国际知名品牌巴黎欧莱雅和国产知名品牌珀莱雅、丸美 2-4 月的新品上市情况来看, 珀莱雅 2 月 14 日上市的红宝石精华销量 5 万+件 (销量数据均为首发日-5 月 15 日天猫相同 sku 链接累计总值)、珀莱雅 4 月 3 日上市的双抗精华销量 5.8 万+件、丸美 4 月 8 日上市的小红笔眼霜 5.5 万+件, 以上国产新品销量与巴黎欧莱雅 3 月 15 日上市的逆时瓶 7.3 万+件销量相比, 已达到市场品牌力认知度最高的国际知名品牌新品销量的 70%-80%。

图表 9: 巴黎欧莱雅逆时瓶/珀莱雅红宝石精华/珀莱雅双抗精华/丸美小红笔眼霜



资料来源: 天猫, 国盛证券研究所

## 品切合实时热点, 借助营销迅速走红

新锐品牌从诞生起即蕴含了实时热点概念, 行业内原料供应商名录与 ODM 代工厂名录透明, “优质原料+头部 ODM (部分大公司副牌具备自主生产能力)+红利渠道+强势营销”的模式帮助新锐品牌迅速获得市场份额。以玉泽和完美日记为例: 2020 年初至今, 淘数据显示玉泽天猫旗舰店已实现约 3 亿元 GMV, 超过 2019 年全年水平, 2020 年品牌全渠道销售额预期增长 3 倍以上, 将成为上海家化集团第二大美容护肤类品牌。完美日记天猫旗舰店 2017 年 7 月开张, 三年内积累了 1300 多万店铺粉丝, 2019 年以近 5000 万件销量和近 30 亿元 GMV 超越美宝莲、M.A.C 等成为天猫品牌销售额第一的彩妆品牌。完美日记的协作上游代工伙伴包括科丝美诗、臻信生物、瀛彩生物、上海臻臣、诺斯贝尔等。

图表 10: 玉泽明星产品“神经酰胺保湿霜”



玉泽皮肤屏障修护保湿霜50g 滋润  
舒缓补水敏肌适用面霜官方旗舰店  
总销量: 378316 | 评价: 56154

资料来源: 天猫, 国盛证券研究所

图表 11: 完美日记明星产品“动物眼影盘”



完美日记十二色动物眼影盘小狗小  
猫猫咪老虎斑虎小猪小鹿小熊猫盘  
总销量: 3974407 | 评价: 797536

资料来源: 天猫, 国盛证券研究所

从国产化妆品近期实际案例来看, 社媒营销给予了国产品牌迅速获客的机会, 国产品牌的应用研发能力和产品质量能够为长期品牌形象积淀添砖加瓦。化妆品消费链不断升级, 由基础单调产品到精细多元产品打开上升空间。从大品类来看, 彩妆消费渗透率呈明显提升; 从小品类来看, 国产品牌从基础保湿向抗衰、美白、舒敏、祛痘等高肌能领域扩展。

## 风险提示

疫情对化妆品行业的线下零售和供应链效率影响未完全复苏; 新品市场接受度不确定风险等。



### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告所涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区平安里西大街 26 号楼 3 层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路 868 号保利 One56 1 号楼 10 层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com