

变美+抗老是“新刚需”，高景气下美妆继续腾飞

——时代性大趋势系列：化妆品行业深度之全景图谱

 分析师：邱冠华 S1230520010003
 联系人：余剑秋
 邮箱：yujianqiu@stocke.com.cn

行业评级

化学制品

看好

报告导读

1) 全面探讨行业博弈共生的七大主体。原料商、生产商、品牌商、代理商、终端零售、服务商和消费者，对产业链价值量、核心壁垒、规模空间、竞争格局、博弈特点等深度剖析。2) 复盘历史、描绘现状、放眼未来。中国化妆品市场和企业都处于“摸着石头过河”的起步阶段，只有复盘历史寻找驱动变革的核心动力，对标国际探究可复制的发展经验，才能展望时代性大趋势，发掘产业链受益规律并定位最可能受益标的。

相关报告

投资要点

□ 化妆品行业究竟做谁的生意？行业三大标志性特点是什么？

黑格尔在《美学》中写道：“精神的表现尽管贯穿整个身体，却大部分集中在面部构造上。”变美的欲望+衰老的恐慌”是生意本质，化妆品消费情感属性高。产业链中，原料商、生产商、品牌商、代理商、终端零售、服务商、消费者七大参与主体博弈共生。行业呈现以下三大特点：1) 如何持续有效的占领消费者心智，成为产业链参与者共识，持续不断的营销必不可少。2) 消费者随着收入提升不断升级更高端的品牌，对单一品牌忠诚度差。3) 生产端与品牌端逐步分离，品牌负责了解用户占领心智，生产负责研发与生产落地。

□ 回顾过去，化妆品行业如何发展壮大？形成怎样的竞争格局？

2000 年前后国货雏形诞生，后经大浪淘沙二十年，三轮渠道变革释放红利驱动行业格局转变，这三轮渠道红利分别是：线下 CS 红利→传统电商红利→新媒体电商红利。如今，化妆品市场形成三大玩家格局：国际大牌占据高端市场表现强势，借助电商下沉三四线城市；经典国货强于护肤且重点布局大众市场，积极线上转型焕发生机；新锐品牌依托互联网诞生，面向 90 后消费者以极致性价比和 DTC 打法跻身一线阵营。值得注意的是，过去渠道变革历经近 10 年才形成一轮格局，现在 2-3 年就能迎来新一轮洗牌。因此，从我国美妆品牌发展经验来看，渠道适应力是决定品牌竞争地位的关键，国际美妆巨头依靠较强品牌附加值如鱼得水，而传统品牌和新锐品牌的附加值相对薄弱，必须以极灵活的适应力才能站稳脚跟。

报告撰写人：邱冠华

数据支持人：余剑秋

□ 纵览当下，化妆品能否延续高景气度？谁能分享高景气度下的红利？

我国化妆品市场逐渐由基础护肤向精细护肤+彩妆过渡，由大众市场向高端市场过渡，两大趋势将持续带动行业景气度提升。1) 从产品端看：消费者愈发重视产品迭代更新速度和包装设计新颖度，因此创新力强的品牌将受益。2) 从价格带看：高端及奢侈化妆品市场已占据半壁江山，高端化消费升级趋势逐渐明朗。外资品牌牢牢把握高端及奢侈市场，短期内地位难以撼动，国货品牌有望通过以下 3 条路径分享高端红利：一是代理国际高端小品牌，如珀莱雅合作西班牙抗衰品牌 SingulaDerm；二是以高端产品线形式拓展高端市场，如丸美股份推出日本进口高端线 MARUBI TOKYO；三是深耕中高端领域与高端品牌形成模糊竞争，如润百颜、佰草集和毛戈平。

□ 对标国际，国货品牌能否复制国际经验？谁能缔造欧莱雅式美妆帝国？

根据国际经验，化妆品市场发展步入成熟阶段势必会孕育出本土美妆巨头，其形成路径受地域文化影响有所差异。资生堂、爱茉莉等亚洲美妆巨头以内生培育为主，子品牌具有较强的集团文化特征；欧莱雅和雅诗兰黛等欧美美妆巨头以外延并购为主，辅以品牌代理和内生培育。与国际百年化妆品巨头相比，中国化妆品市场和企业都处于“摸着石头过河”的起步阶段，国货龙头在内生培育和扩张两条路径上均有所尝试，致力于构造品类多元化（护肤+彩妆+洗护等）、金字塔式（高端+中高端+大众）的品牌矩阵，现阶段美妆集团缔造过程展现以下特征：1）品牌延伸方向由内生培育向外延扩张转变；2）处于集团化初期阶段，通常主品牌收入占比仍超 80%。其中珀莱雅积极拥抱 CVC 产业生态投资，是最有希望快速缔造美妆帝国的国货之一。

□ 展望未来，行业面临怎样的时代性大趋势？哪些公司有望崭露头角？

时代性大趋势下，化妆品产业链受益顺序为：渠道→原料和代工→品牌。逻辑如下：1）**渠道**：坐地收租是一种非常好的生意模式，化妆品重体验+高毛利+低品牌复购，在下游格局未定前，渠道优先受益，**建议关注受益高端化妆品的上海机场、中国国旅**，以及受益线上精细化运营的**壹网壹创**。2）**原料和代工**：品牌在新渠道的新打法，促使生产产品与品牌建设相分离，术业有专攻，控制核心原料供应商和龙头代工商逐渐受益，**建议关注华熙生物、青松股份**。3）**品牌**：下游品牌竞争激烈且市占率分化，品牌公司早期让利渠道、中期让利生产，逐渐稳固市场格局中的地位，随后塑造品牌形象以形成较高品牌附加值，以内生培育+外延收购最终缔造美妆帝国，成为最终核心收益者，**建议关注珀莱雅、丸美股份、御家汇**。

□ 风险提示

化妆品社零增速持续放缓，下游需求发生较大变化，线下渠道恢复缓慢等。

正文目录

1. “变美的欲望+衰老的恐慌”，化妆品七大主体相互博弈共生	5
1.1. 生产：产能+研发是关键，龙头优势逐步显现	9
1.2. 品牌：溢价高掌控力强，大牌加速与新锐崛起共存	12
1.3. 渠道：营销驱动是核心，电商崛起助力弯道超车	15
2. 复盘：行业 20 载，渠道变革细分 4 大阶段 3 轮红利	16
2.1. 混沌阶段：卖方市场，占山为王	17
2.2. 国货诞生：外资进场，品牌意识初步形成，经典国货雏形诞生	18
2.3. 线下分割：国际大牌深耕一二线，国货品牌借三四线 CS 红利崛起	19
2.4. 电商洗牌：国际大牌下沉，国货表现亮眼，新锐崛起	19
3. 现状：化妆品行业正当红，精细化+高端化趋势明显	20
3.1. 总体：增速高+空间广+人均低，行业红利刚刚开始	21
3.2. 按品类分：精细护肤+彩妆爆发，创新力强的品牌受益	22
3.3. 按价格分：高端增速>大众增速，外资品牌受益更显著	24
4. 对标国际：以集团化缔造美妆帝国是龙头必然选择	28
4.1. 日韩以内生培育为主，欧美以外延并购为主	28
4.2. 中国品牌两条路径均有尝试，处于多品牌初期	30
5. 时代性大趋势：强者恒强，渠道→制造→品牌先后收益	33
5.1. 渠道：免税受益高端，代运营受益电商，关注上海机场、国旅、网创	33
5.2. 生产：小厂与龙头强弱巨变，行业整合已加速，关注华熙、青松	35
5.3. 品牌：外资与本土强弱转换，国货不改高成长，关注珀莱雅、丸美、御家汇	37
5.4. 化妆品行业重要公司估值表	40
6. 风险提示	41

图表目录

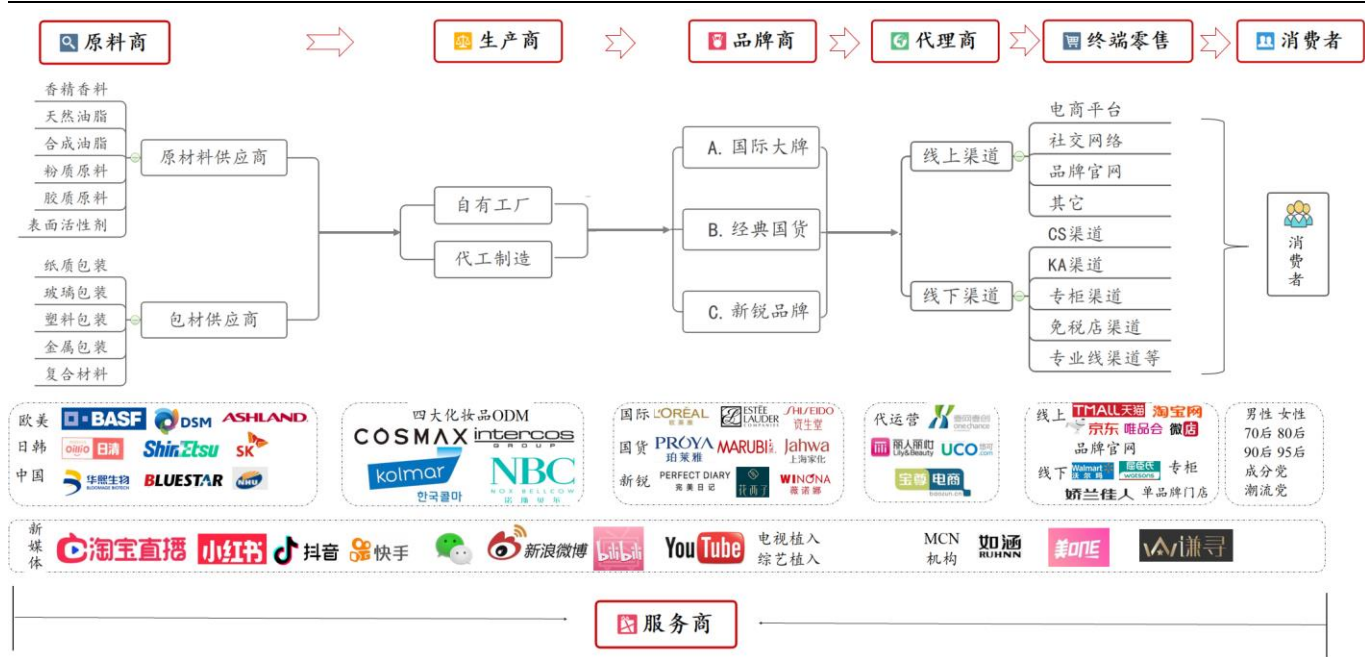
图 1：化妆品产业链图谱	5
图 2：产业链各环节部分上市公司毛利率	6
图 3：产业链各环节部分上市公司净利率	6
图 4：按每 100 元零售产品测算，化妆品产业链各环节毛利润分成	8
图 5：延续前文测算，化妆品产业链各环节净利润分成	9
图 6：中国化妆品市场三大玩家格局	13
图 7：国际美妆巨头的中国/亚太市场收入增长提速显著	14
图 8：国际美妆巨头的中国/亚太市场收入占比逐年提升	14
图 9：化妆品国货发展历史复盘	17
图 10：20 世纪初广生行旧照及双妹包装图案	18
图 11：早期中国化妆洗涤美容美发商品交易会	18

图 12: 2000 前后, 外资进场、国货品牌雏形诞生	18
图 13: 电商重塑化妆品品牌格局	20
图 14: 化妆品社零增速持续超过整体社会消费品零售增速	21
图 15: 19 年限额以上零售额同比增速中, 化妆品位列第二	21
图 16: 10-18 年化妆品及个护市场复合增速, 中国 9.3%	21
图 17: 中国化妆品及个护人均消费额为主要发达国家的 1/6 左右	21
图 18: 近两年护肤品及彩妆占比提升较为显著	22
图 19: 预计 2021 年护肤品市场规模同比+5%至 2500 亿元	22
图 20: 预计 2021 年彩妆市场规模同比+13%至 640 亿元	22
图 21: 我国消费者化妆品步骤正由初级阶段向进阶阶段演变	23
图 22: 基础护肤以水乳洁面为主, 精细护肤以精华、眼霜和面膜为主	23
图 23: 2018 年, 彩妆品类规模以 24%同比增速领跑	24
图 24: 18 年中国彩妆占比仅 11%, 日韩彩妆占比近 20%	24
图 25: 18 年中国彩妆同比增长 24%, 日美韩等增速低于 2%	24
图 26: 高端及奢侈品牌市场增速近 30%远超大众市场	25
图 27: 奢侈及高端化妆品规模占比由 12 年 34%提升至 18 年 45%	25
图 28: 欧莱雅以收购成就美妆帝国	29
图 29: 雅诗兰黛以原创品牌+收购+代理成就美妆帝国	30
图 30: 上游供应链落实产品研发和生产	35
图 31: 龙头企业在成本竞争和技术竞争路径上均优势均凸显	36
图 32: 公司层面, 12-18 年下游品牌公司市占率呈分化趋势, 国货崛起竞争日益激烈	38
图 33: 品牌层面, 天猫平台品牌市占率较为分化, 绝大多数品牌市占率低于 4%	38
表 1: 全球原材料供应商格局划分, 欧美供应商占据领先地位	10
表 2: 化妆品制造商 OEM-ODM-OBM 的发展路径	10
表 3: 全球四大化妆品 ODM 业绩对比, 国际 ODM 收入领先, 诺斯贝尔盈利能力领先	10
表 4: 2018 年中国化妆品市场主要代工商占比估算	11
表 5: 化妆品公司生产加工模式及代工厂	12
表 6: 2019 年双十一天猫渠道化妆品品牌销售额排名, 国际品牌优势凸显	13
表 7: 美妆巨头研发费用率 1.5%-3.5%, 欧莱雅以超 70 亿元研发投入遥遥领先	14
表 8: 国货消费者画像, 品牌差异化、成分和品质是消费达成的重要因素	15
表 10: 珀莱雅和九美在日化店、商超两类销售渠道下的终端网点情况	19
表 11: 相比于其他品类, 不同定位化妆品之间绝对价差小	26
表 12: 高端美妆客户画像, 6-7 成品牌取向, 品牌忠诚度高	26
表 13: 主要高端及奢侈均出自国际化妆品集团	27
表 14: 资生堂旗下主要品牌一览	28
表 15: 爱茉莉旗下主要品牌一览	28
表 18: 美妆对代运营服务需求比例高、佣金率高	34
表 19: 天猫渠道, 护肤国货品牌反弱为强并进入 TO5, 国际品牌市占率普遍下滑	39
表 20: 天猫渠道, 彩妆国货品牌稳占据 TO3, 国际品牌大牌市占率普遍下滑	39
表 21: 化妆品行业重要公司估值表	40

1. “变美的欲望+衰老的恐慌”，化妆品七大主体相互博弈共生

化妆品产业可拆解为**原料商**、**生产商**、**品牌商**、**代理商**、**终端零售**、**服务商**、**消费者** 7 大参与主体。化妆品赚的是消费者“变美的欲望+衰老的恐慌”，其**消费的情感属性较高**，消费者对终端产品的价值判断较为主观，因此行业呈现以下三大特点：1）如何持续有效的占领消费者心智，成为产业链参与者共识，持续不断的营销必不可少。2）消费者随着收入提升不断升级更高端的品牌，对单一品牌忠诚度差。3）生产端与品牌端逐步分离，品牌负责了解用户占领心智，生产负责研发与生产落地。

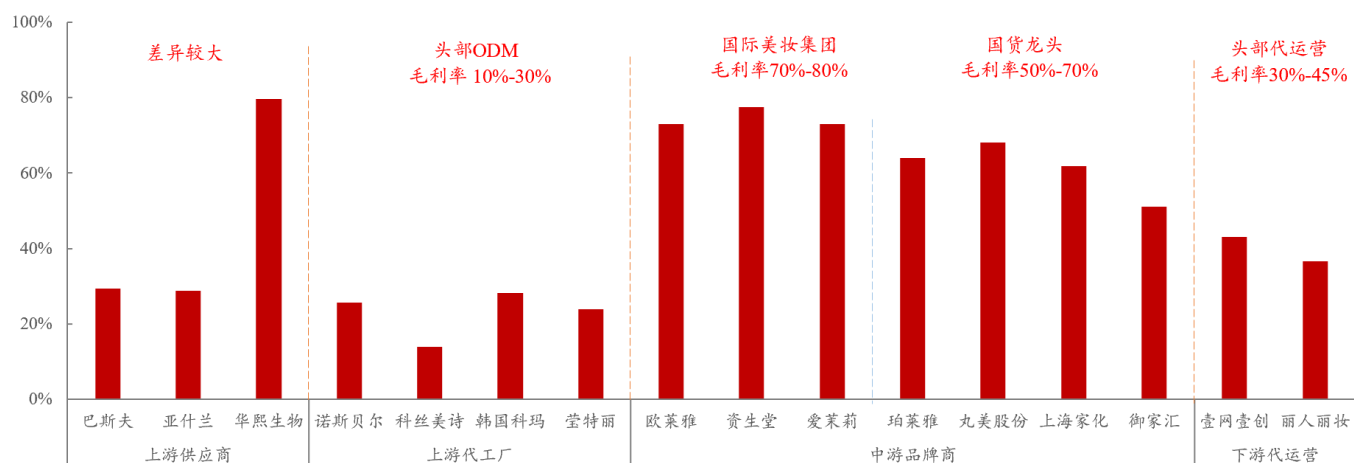
图 1：化妆品产业链图谱



资料来源：Wind，公司公告，浙商证券研究所

从产业链毛利率角度看，1）上游毛利率低于 30%：原料商和生产商构成行业上游，通常毛利率低于 30%，部分原料龙头如华熙生物等，毛利率可以突破 60%甚至更高。2）中游毛利率 50%-80%：品牌商构成行业中游，掌握着核心的定价权，是化妆品产业链中附加值最高的环节，通常毛利率高达 50%-80%，其中传统国货品牌集中 50%-70%，国际大牌可达到 70%-80%。3）下游毛利率 20%-45%：代理商、终端零售和消费者构成了下游商品流通市场，包括线上渠道和线下渠道，通常渠道商（代理或终端零售）毛利率 20%-45%。

图 2：产业链各环节部分上市公司毛利率

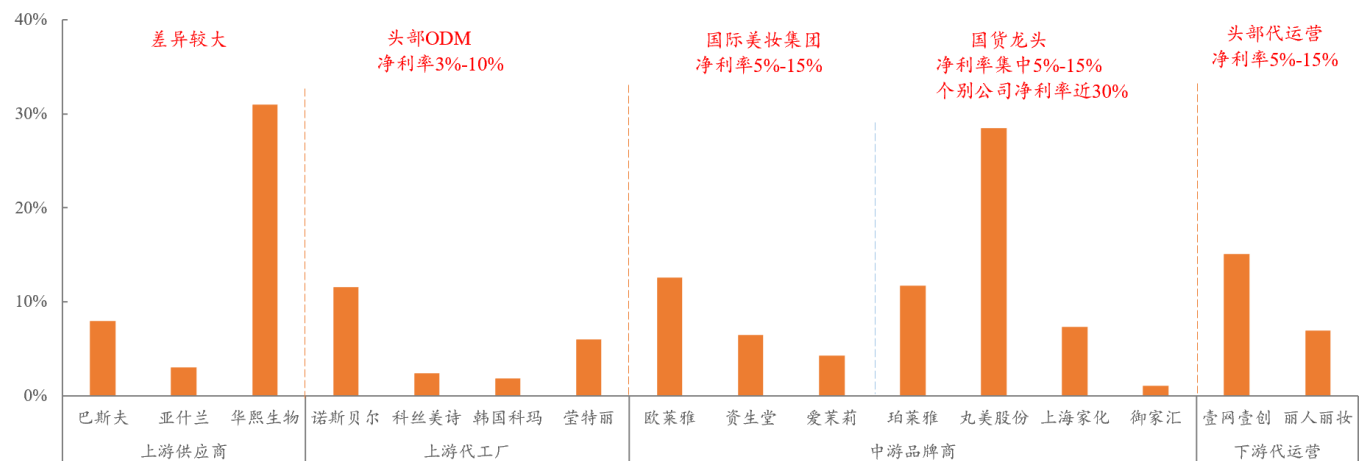


资料来源：Wind，Bloomberg，浙商证券研究所

注：亚什兰为 18 年财年数据，丽人丽妆为 18 年数据，其余为 19 年或 19 财年数据，下同。

从产业链净利率角度看，1) 上游净利率 3%-10%：制造业费用率稳定，原料商和制造商净利率偏低约 3%-10%，部分原料龙头如华熙生物净利率突破 30%。2) 中游净利率 5%-15%：品牌商具备高毛利率、高费用率特点，特别是销售费用率通常达到 30%-40%，净利率集中 5%-15%。受品类或业务影响，净利率个体差异较大，如丸美股份主打中高端眼部抗衰护肤品，产品具有容量小、单价高的优势，19 年毛利率 68%明显领跑本土美妆行业 2-6pct，净利率 28%是行业均值的 2-3 倍；再例如御家汇主打贴片面膜并增加品牌代理业务，贴片面膜毛利率通常低于水乳霜等护肤品，而代理业务的毛利率又低于自有品牌，因此 19 年御家汇毛利率 51%、净利率仅 1%，考虑到 14-18 年御家汇净利率约 5%-10%，未来有较大修复空间。3) 下游净利率 5%-15%：代理商和终端渠道净利率集中 5%-15%，主要受业务结构差异。例如壹网壹创高毛利率的线上管理服务（不买断产品，赚取服务佣金）占比较高，低毛利率的分销服务占比较低（买断产品，赚取买卖价差），期间费用率处于行业中等水平，19 年壹网壹创净利率较高为 15%；丽人丽妆业务模式更集中买断产品，赚取买卖价差，18 年净利率 7%。

图 3：产业链各环节部分上市公司净利率



资料来源：Wind，Bloomberg，浙商证券研究所

从产业链价值量角度看，品牌商链接上游生产和下游营销，其品牌号召力往往决定供货折扣，进一步影响各环节毛利润空间。关键假设：1) 国际大牌加价倍率按 15 倍测算，供货折扣为 6.5 折到代理商，8 折到店。国际大牌品牌附加值高，产品加价倍率集中 15 倍左右。同时根据品观网统计数据，欧莱雅集团供货折扣 7-8 折不等，曼秀雷敦 5-6 折，爱茉莉旗下梦妆品牌 6 折。2) 经典国货加价倍率按 10 倍测算，供货折扣为 4 折到代理商，5 折到店。国货品牌产品附加值弱于国际大牌，产品加价倍率集中 8-10 倍。同时根据丸美股份招股说明书披露，主品牌丸美供货折扣多为 4 折（美容院渠道 3 折）、春纪品牌供货折扣 3.5 折，恋火品牌 3.5-4 折；再例如珀莱雅招股说明书披露，主品牌珀莱雅商超渠道的部分经销商折扣为 5.1 折，优资莱商超渠道经销商折扣 3 折。3) 新锐品牌加价倍率按 5 倍测算，通常以电商直营为主。新锐品牌主打高性价比产品，加价倍率 3-5 倍。4) 不考虑税费、运费等影响。

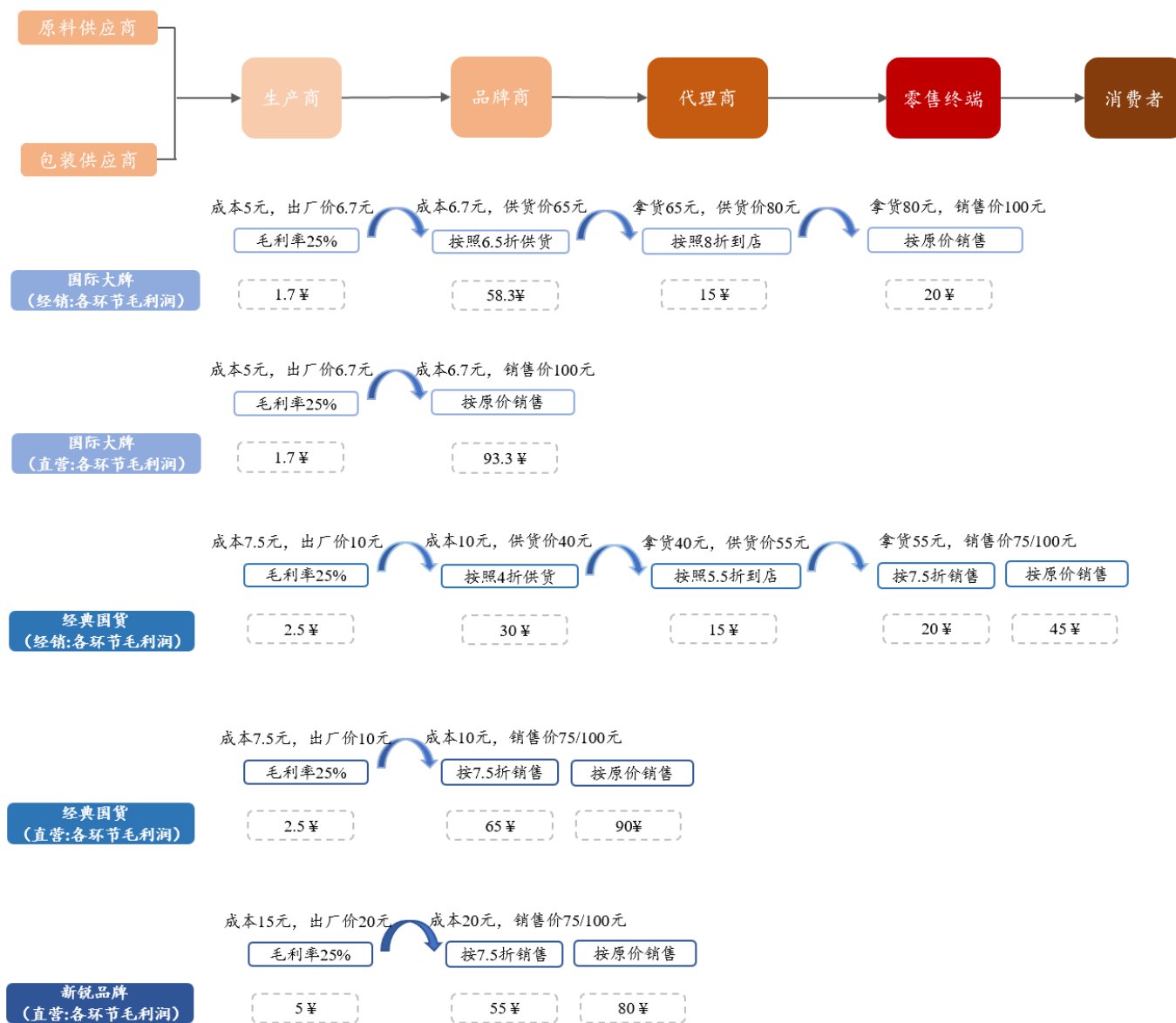
按零售终端每 100 元产品测算，各环节毛利润分成结果如下图所示，各环节层层加价，瓜分千亿化妆品消费市场。

高品牌溢价的国际大牌，客户较高的品牌取向使得品牌可以为经销商引流，品牌方强势并占据 6 成毛利润分成，然后将高额毛利润投入到营销、研发等品牌力塑造环节，形成正向循环。按生产成本 5 元，销售价 100 元计算，毛利润空间 95 元。1) 国际大牌通常以直营、联营为主：生产商毛利润分成 2%+品牌商毛利润分成 98%。2) 经销模式：生产商毛利润分成 2%+品牌商毛利润分成 61%+渠道商毛利润分成 37%。品牌方供货折扣低，毛利润空间更大，这一结论与国际品牌集团毛利率集中 70%-80% 明显超过国货品牌相符合。一方面是因为品牌本身具备号召力并拥有忠实消费者，下游经销商所承担的营销风险较小；另一方面是国际大牌通常折扣力度偏低，销售终端价格更稳定。

营销导向的经典国货，依赖经销商的引流作用实现终端零售，因此充分让利经销商，在存在终端折扣情况下，经销商毛利润空间弹性较大。按生产成本 7.5 元，75 折销售价 75 元计算，毛利润空间 67.5 元。1) 线上向直营模式转变：生产商毛利润分成 4%+品牌商毛利润分成 96%。2) 线下仍以经销模式为主：生产商毛利润分成 4%+品牌商毛利润分成 44%+渠道商毛利润分成 52%。营销导向的国货品牌供货折扣相对较高，且通常第二梯队品牌供货折扣高于主品牌，品牌方让利经销商。一方面相比对接国际大牌，下游经销商所承担风险较高；另一方面是国货品牌营销导向突出，经销商需要配合更多的营销活动，以折扣促销方式实现终端零售，因此品牌方充分让利经销商，给予其更多灵活运营空间。

极致性价比的新锐品牌，几乎纯直营模式运营，虽加价倍率低但利润空间可观，可占据 9 成毛利润分成。按生产成本 15 元，75 折销售价 75 元计算，毛利润空间 60 元，生产商毛利润分成 8%+品牌商毛利润分成 92%。考虑到新锐品牌多为电商直营，运营成本较线下渠道明显偏低，其净利润空间也较为可观。

图 4：按每 100 元零售产品测算，化妆品产业链各环节毛利润分成



资料来源：Wind，公司公告，浙商证券研究所

注：上述结论基于系列假设，不代表具体个例

化妆品行业具备高毛利、高费用率的特点，但从毛利润角度看略显片面，且生产商利润分成较低。因此延续前文假设与测算基础上，进一步探讨品牌方和生产商的净利润分成。

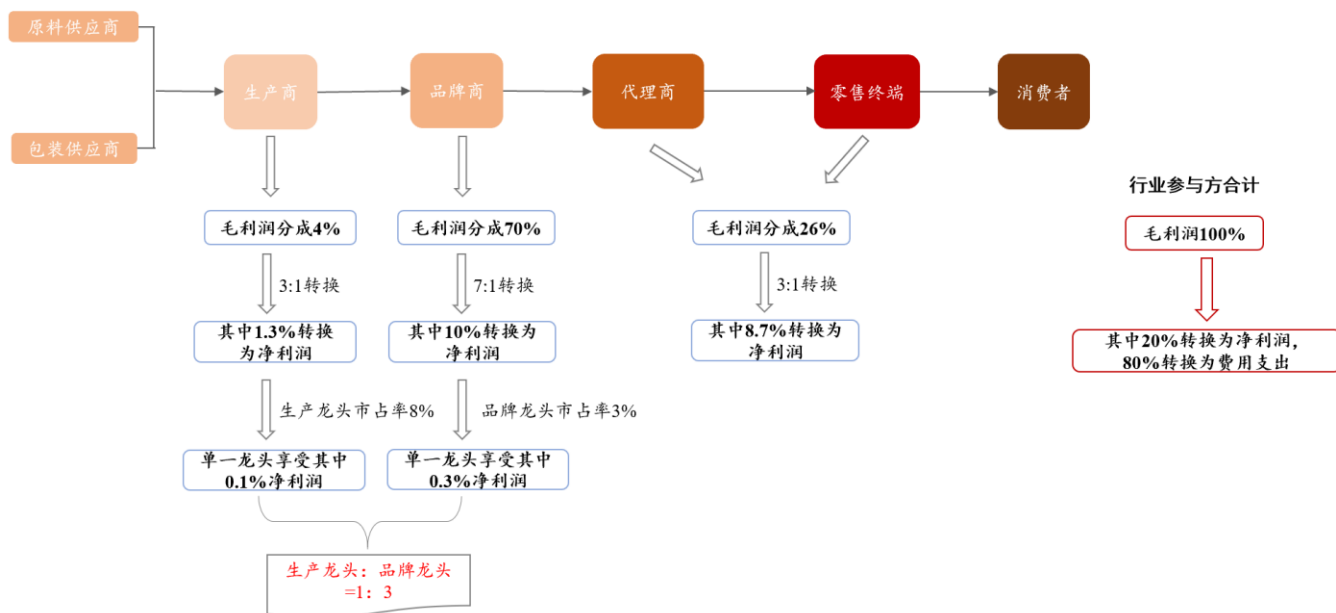
毛利润分成假设，合计 100%，其中生产 4%、品牌 70%、渠道 26%。1) 生产商毛利润分成 4%：国际大牌、经典国货和新锐品牌中，生产商毛利润分成分别为 2%、4%和 8%，综合分成按 4% 计算。2) 品牌商毛利润分成 70%：国际大牌、经典国货和新锐品牌的毛利润分成分别为 61%-98%，44%-96%、92%，考虑行业规模和经销渠道占比等，综合分成按 70% 计算。3) 渠道商毛利润分成 26%：1-4%-70%=26%。

毛利润→净利润转换假设，80%转换为费用，20%转换为净利润，其中生产 1.3%、品牌 10%、经销 8.7%。1) 生产商转换成 1.3% 净利润。通常生产商毛利率小于 30%，净利率小于 10%，则按照 3: 1 转换，即 4%: 1.3%。2) 品牌商转换成 10% 净利率。品牌商

平均毛利率约 70%，净利率约 10%，则按照 7: 1 转换，即 70%: 10%。3) 渠道商转换为 8.7%净利率。经销商毛利率平均 30%，净利率 10%，则按照 3: 1 转换，即 26%: 8.7%。

单一龙头净利润分成假设：1) 龙头生产商享受 0.1%净利润。化妆品生产商市占率没有较权威的统一数据，根据市场终端消费额结合加倍率粗略估算，科丝美诗、诺斯贝尔等第一梯队市占率约 6%-10%，平均 8%，则单一生产龙头享受的净利润为 $1.3\% \times 8\% = 0.1\%$ 。1) 龙头品牌商转换净利润 0.3%。根据 Euromonitor 数据，龙头品牌市占率集中 3%左右，则单一品牌龙头享受的净利润是 $10\% \times 3\% = 0.3\%$ 。3) 渠道商类型、数量众多，难以单独讨论。从毛利润角度，品牌方毛利润分成是生产商数十倍；考虑化妆品高费用率和下游市占率分散特点后，龙头品牌商享受的净利润是龙头生产商的 3 倍左右。考虑到国货龙头品牌市占率略低于国际龙头品牌，则国货龙头品牌享受的净利润约是龙头生产商的 1.5-2 倍。这一结论也和实际数据相符，例如 2019 年本土化妆品 ODM 龙头诺斯贝尔扣非归母净利润 2.4 亿元，本土美妆龙头扣非归母净利润九美股份 4.5 亿元，珀莱雅 3.9 亿元，约 1.5-2 倍。

图 5：延续前文测算，化妆品产业链各环节净利润分成



资料来源：Wind，公司公告，浙商证券研究所

注：上述结论基于系列假设，不代表具体个例

1.1. 生产：产能+研发是关键，龙头优势逐步显现

原料商：化妆品行业具备高毛利率、高费用率的特点，因此上游原材料、包材的价格波动对行业整体盈利水平的影响不大，但其供应稳定性显得尤为重要。全球原料、包装供应商众多，竞争程度相对激烈。从原材料供应链看，化妆品主要原材料包括动植物油脂、蜡类、香精香料、粉质原料、胶质原料、表面活性剂等，欧美供应商凭借先进的工艺技术和生产水平占据领先地位，例如巴斯夫是全球最大天然化妆品原材料供应商，拥有 145 种符合欧盟天然有机认证标准的注册原料，也和诺斯贝尔等龙头代工商达成长久合作。日本原料供应商紧随其后，以日清奥立友、日光化学等为代表的日企供应商位于第二梯队。中国和韩国原料供应整体实力相对较弱，但得益于中国化妆品市场的崛起，以华熙生物、蓝星等为代表的国内供应商奋起直追，在细分领域表现卓越。例如根据 Frost

& Sullivan 数据，华熙生物以全球 36%透明质酸原料销量位居龙头。随着欧美疫情爆发，化妆品原料供应不可避免地受到影响，部分精油、香精香料等供应紧张且涨幅较大，有些核心原料面临断供危机，进而引发部分中游品牌的囤货热潮和 ODM 龙头的订单增长。

表 1：全球原材料供应商格局划分，欧美供应商占据领先地位

竞争格局	代表地区	代表供应商
第一梯队	美国	Ashland(亚什兰)、Lubrizol(路博润)、Dowcorning(道康宁)
	欧洲	BASF(巴斯夫)、DSM(帝斯曼)、Clariant(克萊恩)、Evonik(赢创)
第二梯队	日本	NissinOillio(日清奥利友)、Shin-Etsu(信越)、TAYCA(帝国化学)
第三梯队	中国	蓝星、丽臣、华熙、天赐、新和成
	韩国	SK、KCC、Kelon

资料来源：前瞻产业研究院，浙商证券研究所

生产商：化妆品生产制造包括自产和代工，其中代工供应链发展链路为 OEM-ODM-OBM。代工商由纯生产加工到参与研发设计，再到独立运营自主品牌模式，最终成为具备自主品牌的集团化公司，提升行业地位和综合竞争力。

表 2：化妆品制造商 OEM-ODM-OBM 的发展路径

制造类型	主要特点	制造模式	制造商核心竞争力
OEM	自主加工	客户负责设计和开发新产品， 制造商负责生产加工	生产技术
ODM	自主设计	客户提出产品需求， 制造商负责产品设计和生产加工	研发能力
OBM	自主品牌	制造商经营自主品牌， 提供产业全链条打包服务	综合实力

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

从代工龙头看生产端格局：过去竞争不激烈形成长尾效应，随着行业整合加速，龙头效应日益突出。**从全球市场看：**分为四家 ODM 龙头+数量众多的中小规模代工厂。全球四大化妆品 ODM 龙头分别是韩国科丝美诗、韩国科玛、意大利莹特丽及中国诺斯贝尔。四大化妆品制造商均完成 OEM-ODM 进阶，形成以 ODM 为主、OEM 为辅业务结构能够为客户提供包括产品研发、订单生产、包装设计、协助产品上市及后续产品迭代升级的一站式 ODM 服务。

表 3：全球四大化妆品 ODM 业绩对比，国际 ODM 收入领先，诺斯贝尔盈利能力领先

指标	公司	2015	2016	2017	2018
营业收入 (百万元)	科丝美诗营收	2,962	4,337	5,280	7,575
	韩国科玛营收	2,976	3,824	4,908	8,165
	莹特丽营收	2,803	3,298	4,498	5,402
	诺斯贝尔营收	1,003	1,213	1,546	1,978
归母净利润 (百万元)	科丝美诗归母净利润	118	199	112	196
	韩国科玛归母净利润	253	304	282	254
	莹特丽归母净利润	103	140	209	376
	诺斯贝尔归母净利润	138	176	182	206
毛利率	科丝美诗毛利率	17%	16%	13%	12%
	韩国科玛毛利率	24%	23%	22%	26%
	莹特丽毛利率	25%	24%	23%	22%
	诺斯贝尔毛利率	33%	30%	26%	24%
净利率	科丝美诗净利率	4%	5%	2%	3%
	韩国科玛净利率	9%	8%	6%	3%

莹特丽归母净利率	4%	4%	5%	7%
诺斯贝尔净利率	14%	14%	12%	10%

资料来源：Wind，Bloomberg，浙商证券研究所

从中国市场看，分为四大梯队+长尾代工厂。1) 第一梯队，20 亿元收入规模：包括科丝美诗和诺斯贝尔。2) 第二梯队，10 亿元收入规模：太和生技、大江生医、全丽和莹特丽等。3) 第三梯队，5 亿元收入规模：韩国科玛、台湾贝豪和上海臻臣等。4) 第四梯队，2 亿元及以下规模：栋方股份、乐宝股份、伊斯佳和美爱斯等。5) 数百家长尾代工厂：国内化妆品制造市场相对分散，行业发展初期具备一定长尾效应，但小厂竞争空间不断被压缩，未来将呈现强者恒强趋势。根据下表测算，18 中国化妆品市场主要代工厂（不包括长尾小厂）的收入规模约 119 亿元，同时当年中国化妆品市场零售额为 2619 亿元，按照 10 倍加价倍率测算，出厂价规模应为 262 亿元，则中国化妆品市场规模中，45% 的化妆品由主要代工厂生产。考虑到微商等渠道难以统计，预计整体出厂价规模约 300 亿元，则 40% 的化妆品由主要代工厂生产。因此，主要代工厂占比约 40%-45%，自产+小厂占比约 55%-60%。

我们认为，化妆品制造市场很难一家独大，3-4 家龙头+一定数量的中小规模代工商是理想状态。理由是：化妆品品牌通常不会把所有产品交由一家代工厂，而是分布在 3-4 家代工厂，因此会同时形成几家龙头。同时代工龙头大多在某一细分领域壁垒坚实，如诺斯贝尔是面膜制造龙头，莹特丽在粉类彩妆上有较强技术壁垒，这类市场很难被其他代工吞并，反而强者恒强。

表 4：2018 年中国化妆品市场主要代工商占比估算

层级	公司	18 年中国收入规模（亿元）
第一梯队 20 亿元	科丝美诗	28
	诺斯贝尔	20
第二梯队 10 亿元	太和生技	10
	大江生医	10
	全丽	10
	莹特丽	10
	韩国科玛	5
第三梯队 5 亿元	台湾贝豪	5
	上海臻臣	5
	栋方股份(退市)	1.8
第四梯队 2 亿元及以下	乐宝股份(退市,2017 年数据)	1.6
	珠海伊斯佳	1.5
	苏州美爱斯	1
	其它约 10-20 家	10
长尾小厂		数百家
合计		118.9
中国化妆品市场零售额		2619
加价倍率(按 10 倍估算)		10
按加倍率折算生产收入		261.9
主要代工商占比		45%

资料来源：Wind，Bloomberg，浙商证券研究所

从品牌端看生产端格局：1) 国际化妆品巨头沉淀时间较长，全球工厂布局，自产实力强劲，通常以“自产+委托生产相结合”。欧莱雅、雅诗兰黛和资生堂等巨头成立时间较长、资金实力雄厚，能够进行全球工厂建设布局。此外，国际美妆巨头多以外延收购形式打造美妆帝国，在子品牌收购过程中会同时并购品牌的自有工厂，从而扩展自有工厂规模，具有较高产能的自产能力，但也会把部分品类交由行业内龙头代工商生产。

2) 经典国货品牌大多自设工厂，通常形成“以自主生产为主、委托加工为辅”的格局。以上海家化、丸美股份等为代表的国货品牌大多成立于 2000 年前后，当时中国化妆品代工市场尚未兴起，品牌多自设工厂、以重资产模式运营。自有工厂历经升级扩产后延续使用至今，通常可以满足品牌自产需求，但以下两种情况则不可避免地会向代工商寻求产能或研发支持：a. 化妆品营销驱动性愈发明显，在双 11、双 12 及品牌大促期间，仍需要代工厂补充产能。b. 当品牌涉足新品类或新技术时，研发及设备投入具备资金量大、时间较长的特点，此时借助 ODM 代工商以“借船出海”方式开辟市场，往往更具成本和时间效率，例如 16-17 年兴起的气垫霜则多由代工商进行研发和生产。

3) 新锐品牌在制造端布局较少，通常交由龙头代工商生产。化妆品行业景气度提升催生新锐品牌崛起，新锐品牌通常集中资源于品牌营销环节，多数不具备充足产能设备和成本优势，且在研发端明显弱于制造龙头，因此产品生产多交由代工商完成，例如完美日记的主要代工商包括科丝美诗、莹特丽、诺斯贝尔、上海臻臣等。

表 5：化妆品公司生产加工模式及代工厂

类型	公司	成立时间	生产模式	代工厂
国际集团	资生堂	1872 年	自产+委托加工	莹特菲勒（隶属莹特丽）、诺斯贝尔等
	欧莱雅	1907 年	自产+委托加工	科丝美诗、莹特丽等
	爱茉莉太平洋	1945 年	自产+委托加工	韩国科玛、诺斯贝尔、莹特丽等
	雅诗兰黛	1946 年	自产+委托加工	莹特丽等
经典国货	上海家化	1995 年	自产+OEM/ODM 委托加工	莹特丽、诺斯贝尔等
	拉芳家化	2001 年	自产为主，OEM 为辅	-
	丸美股份	2002 年	自产为主，委托加工为辅	广州盛美、广州索柔等
	珀莱雅	2006 年	自产为主，OEM 为辅	莹特丽、苏州安特、上海瀛彩等
	御家汇	2012 年	自产+委托加工	诺斯贝尔、佛山万盈等
新锐品牌	HFP	2014 年	委托加工为主	韩国科玛、诺斯贝尔、广东贝豪等
	完美日记	2017 年	委托加工为主	科丝美诗、莹特丽、诺斯贝尔、上海臻臣等
	花西子	2017 年	委托加工为主	科丝美诗、诺斯贝尔、上海创元、上海臻臣等

资料来源：国产非特殊用途化妆品备案信息服务平台，Wind，公司官网，浙商证券研究所

1.2. 品牌：溢价高掌控力强，大牌加速与新锐崛起共存

把中国化妆品市场主要参与的品牌可以划分为三类玩家：1) 国际大牌：重点布局中高端、高端及以上市场，占据天猫双十一 TOP6。美妆市场巨头林立，以欧莱雅、雅诗兰黛等为代表的国际大牌历经百年发展沉淀，品牌凝聚力强且消费者认知深，享有较高品牌附加值，并牢牢占据高端及以上市场。2) 经典国货：重点布局大众美妆市场，强于护肤。具备一定文化底蕴，通常依托线下 CS 渠道红利崛起，受国际大牌和新锐品牌双向挤压，近年来积极转型线上渠道布局，涉足新媒体营销，寻求转型突破。3) 新锐品牌：多以极致性价比而著称，强于彩妆，护肤逐渐发力。依托互联网而诞生的年轻品牌，集中

天猫等线上渠道，擅长新媒体营销、私域流量运营和爆品打造，通常定位“90后、95后第一套化妆品”。

品牌附加值是各品牌竞争的核心壁垒，国际大牌附加值凸显，国货品牌正积极塑造品牌形象，扩大忠实客户群。1) 百年底蕴沉淀+高产品研发投入，国际美妆巨头享有高附加值。国际大牌客户群特点在于消费者忠诚度高，护肤品类上倾向于反复购买同一款产品，彩妆品类上倾向于购买同一品牌的不同产品，因此品牌收入、利润增加更显稳健。2) 国货品牌早期营销导向更明显，目前产品品质逐渐得到认可，品牌愈加重视形象塑造。继“国货之光”的持续营销后，消费者逐渐意识到国货品牌优越的产品品质、创新的设计理念 and 独特的文化沉淀，并逐渐加深对国货品牌的信任和青睐。品牌驱动力逐渐由营销驱动转为品质驱动、成分驱动和创新驱动等。但以“高性价比”主打的国货品牌在品牌附加值上略逊于国际头部品牌，品牌忠诚度基础并不坚实。经过了大浪淘沙的国货品牌，正愈来愈重视品牌形象的塑造和文化理念的输出，寻求弯道超车的机会。

图 6：中国化妆品市场三大玩家格局



资料来源：Wind，公司公告，浙商证券研究所

表 6：2019 年双十一天猫渠道化妆品品牌销售额排名，国际品牌优势凸显

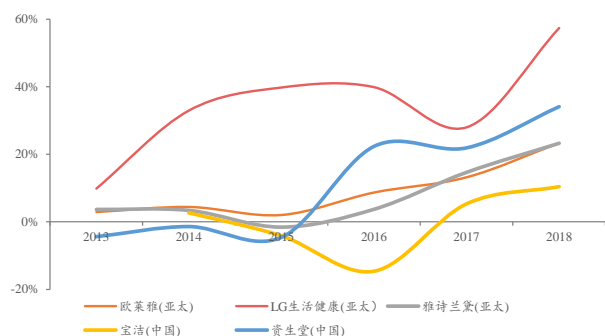
品类	NO.1	NO.2	NO.3	NO.4	NO.5	NO.6	NO.7	NO.8	NO.9	NO.10
化妆品	欧莱雅	雅诗兰黛	兰蔻	OLAY	SK-II	WHOO	百雀羚	自然堂	完美日记	薇诺娜
化妆品-彩妆品类	完美日记	MAC	雅诗兰黛	兰蔻	美宝莲	花西子	纪梵希	阿玛尼	3CE	圣罗兰
化妆品-护肤品类	欧莱雅	兰蔻	雅诗兰黛	OLAY	SK-II	百雀羚	自然堂	WHOO	薇诺娜	修丽可

资料来源：天猫，浙商证券研究所

注：标橙为国际品牌，标黄为经典国货，标浅蓝为新锐品牌

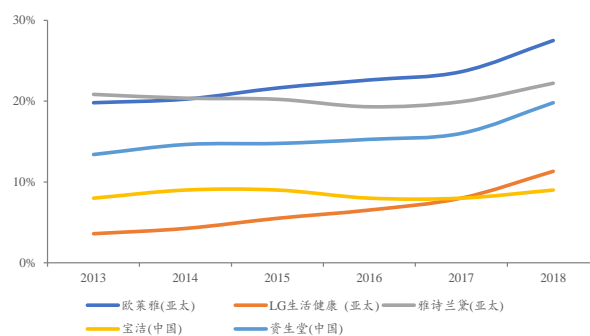
国际大牌具备集团化、高端化、研发投入强等特征。1) **集团化**：美妆巨头林立，多品牌集团非常成熟，单品牌强势。美妆巨头旗下通常拥有十余个美妆品牌，从高端到大众、从侧重护肤到侧重美妆的金字塔品牌梯队布局清晰，且各品牌几乎都具备较强市场认知和营销爆发力。2) **市场端**：中国美妆市场是国际化妆品集团的重要增长驱动。欧莱雅、雅诗兰黛、宝洁等美妆巨头均强调中国市场对集团业绩的贡献，例如2018年资生堂中国市场销售额同比增长突破30%，同期日本、亚太和美洲市场同比增速分别为9%、14%和-2%；2018年欧莱雅以中国为主的亚太市场销售额同比增长20+%，大幅领跑西欧、北美等业务板块，并在规模上首次超越北美地区，中国成为欧莱雅全球第二大市场。此外，集团旗下奢侈及高端品牌在中国地区的业绩增长通常高于大众品牌。3) **产品端**：重视基础研究和应用研究，平均研发投入规模突破10亿元+。持续高研发投入夯实产品壁垒，以品质强化品牌附加值，实现正向循环。规模效应下，研发投入量级是国货品牌的数十倍（国货品牌研发投入通常在千万级别，个别公司如上海家化达到1.8亿元），其中全球最大化妆品集团欧莱雅2019年研发投入达76亿元。

图 7：国际美妆巨头的中国/亚太市场收入增长提速显著



资料来源：Bloomberg，浙商证券研究所

图 8：国际美妆巨头的中国/亚太市场收入占比逐年提升



资料来源：Bloomberg，浙商证券研究所

表 7：美妆巨头研发费用率 1.5%-3.5%，欧莱雅以超 70 亿元研发投入遥遥领先

集团	指标	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
欧莱雅	研发投入(亿元)	64.1	61.1	62.2	55.4	62.5	66.9	71.4	76.2
	研发费用率	3.5%	3.4%	3.4%	3.3%	3.4%	3.4%	3.4%	3.3%
资生堂	研发投入(亿元)	11.9	10.4	8.3	8.1	11.2	14.6	17.5	20.1
	研发投入率	2.2%	2.0%	1.8%	1.8%	2.1%	2.4%	2.7%	2.8%
雅诗兰黛	研发投入(亿元)			9.7	11	12.3	12.2	11.8	13.8
	研发费用率			1.4%	1.7%	1.7%	1.5%	1.3%	1.4%
宝洁	研发投入(亿元)					12.1	12.8	12.4	12.7
	研发费用率					2.9%	2.9%	2.9%	2.7%
爱茉莉太平洋	研发投入(亿元)	3.5	3.6	4.2	4.4	5.7	5.5	5.7	5.7
	研发费用率	2.2%	2.1%	1.8%	1.7%	1.7%	1.8%	1.8%	1.7%

资料来源：Bloomberg，浙商证券研究所

经典国货具备主品牌占比高、竞争压力大、转型意愿强烈等特征。1) **单品牌**：逐渐由单品牌向多品牌发展，从营收和利润角度看，多为主品牌独挑大梁，主品牌收入占比可以达到8-9成以上，第二梯队品牌仍处于孵化阶段。2) **渠道端**：CS渠道红利见顶，积极布局电商和新媒体营销。渠道重心逐渐转移至线下，或历经1-3年体系摸索建立独立电

商运营部门如珀莱雅，或借助美妆代运营 TP 重塑线上格局如百雀羚、丸美股份、佰草集等。3) 竞争端：转型意愿强烈。向上有国际大牌降维打击，向下有新锐品牌争抢市场，生存空间被挤压，产品创新力强+DTC 直面消费者的国货品牌能够重塑年轻化品牌形象，获得新增长。

新锐品牌具备成长速度快、面向 90 后擅长电商 DTC 打法等特征：1) 单品牌：一枝独秀，尚未出现明显的集团化趋势。新锐品牌通常在 2016 年前后诞生，或即使成立时间较早，也多在 2016 年前后正式发力，品牌较为年轻，单品牌运营模式结构简单、效率高。2) 成就：出现 10 亿元+现象级品牌，部分新锐品牌跻身一线体量阵营。成立仅两年的完美日记年销售额近 40 亿元，花西子销售额突破 10 亿元。2) 渠道：深耕直营电商，线下多作为体验店。销售主要依靠天猫、微信等电商渠道完成，较传统经销模式的运营成本低；线上门店数量少且集中一线城市，主要作为试色、品牌宣传的体验门店。3) 核心竞争力：面向 90 后、95 后，擅长私域流量运营，营销爆发力强，核心是 DTC 直面消费者运营。

根据腾讯《2019 年国货美妆洞察报告》，国货美妆份额占据 56% 市场份额，品牌归属国不再是消费者影响购买决策的重要因素。国货美妆告别“低价品时代”，以价格为主要考量因素的消费者占比从 2007 年的 48% 降至 2018 年的 26%，而品牌差异化、产品品质等在市场竞争中愈加重要，可见国货的品牌效应正逐渐加强。

表 8：国货消费者画像，品牌差异化、成分和品质是消费达成的重要因素

特征	尝新党	生活家	潮流家	品质控	真爱粉	跟随者
人群占比	19%	15%	12%	15%	20%	12%
决策风格	注重成分和体验，国货高性价比降低尝新风险和成本	选择国货作为平价替代，护肤注重成分，彩妆注重包装	受国货品质提升影响，追求潮流+沉淀，在意国货创新	注重效果品质和口碑推荐，不太注重广告宣传	注重历史和文化底蕴，对广告和潮流等不太关注	选择身边的人都在使用的品牌或产品
人群特点	家境好的新生代美妆中重度消费者关注体验&口碑	消费水平中等美妆高度关注人群看重性价比	高收入高消费的年轻颜值党追求创新时尚达人	相信国货的中低线城市消费群中等收入水平	熟龄家庭人群美妆消费不高钟爱国货	低线城市美妆需求无偏好
年龄	15-25 岁	26-35 岁	15-25 岁	15-50 岁	36-50 岁	-
主要背景	在校学生，生活水平较高	本科及以上学历为主，中等收入	来自大城市，生活水平更高	中低线城市，注重质量	收入不高，家庭主妇比例高	低线城市，本科以下学历
品牌青睐	新锐>传统	新锐>传统	新锐>传统	新锐~传统	传统>新锐	传统>新锐
购买产品	彩妆>面部底妆>面部护肤>面部清洁	彩妆>面部护肤>面部底妆>面部清洁	面部底妆>彩妆>面部清洁>面部护肤	面部护肤>面部底妆=面部清洁=彩妆	面部清洁>面部护肤>面部底妆>彩妆	面部清洁>面部护肤>面部底妆=彩妆

资料来源：腾讯×凯度《2019 年国货美妆洞察报告》，浙商证券研究所

1.3. 渠道：营销驱动是核心，电商崛起助力弯道超车

下游的核心壁垒是渠道布局能力，包括能否巩固原有渠道、迅速渗透新兴渠道、加强渠道间信息共享等。1) 线下渠道壁垒更难突破：受地域性限制，线下渠道布局主要依赖数目庞大、分布广泛的代理商和终端零售，以经销为主、直营为辅的模式开展。目前商超、百货、日化专营店、单品牌门店等传统线下渠道占比约为 6-7 成，仍是化妆品销售的主战场。其中，免税店价格优势突出，始终是国际大牌的核心渠道之一。2) 线上渠道助力弯道超车：随着电商崛起，线上渠道占比提速，18 年化妆品电商渠道以 28% 的占

比成最重要的增量渠道。国际品牌借助电商渠道迅速实现下沉策略，增强三四线城市渗透率；经典国货品牌借助电商渠道增强直营占比，利于品牌形象塑造；新锐品牌借助电商渠道，避开线下经销的复杂模式，以近乎纯线上的单一渠道结构，凭借高效运营策略，迅速跻身一线阵营。可见，电商渠道不仅能激活老品牌增长动力，还能够快速构建新品牌。

表 9：我国化妆品市场线下渠道梳理

	渠道	举例	特点
线下 (6-7 成)	商超(KA)	沃尔玛、家乐福、华润万家等	面向中老年消费群，家喻户晓的大众品牌为主
	百货	百联、银泰、百盛等	面向高消费群体，外资大牌多设立专柜
	日化专营店(CS)	丝芙兰、莎莎国际等	一二线城市年轻消费群，外资中高端品牌为主
		屈臣氏	城市覆盖广，渠道下沉明显，本土及日韩品牌为主
	单品牌店	娇兰佳人、金甲虫、唐三彩等	三四线城市年轻消费群
		悦诗风吟、伊蒂之屋等	一二线城市购物中心，品牌识别度极高
	美容院	植物医生等	三四线城市街边店铺
	直销	九美股份美容院经销渠道	部分国货品牌会有美容院产品线
线上 (3-4 成)	免税	安利、完美、玫琳凯、无限极等	品牌数量少，但销量可观
		中国国旅、上海机场等	多为高端国际品牌，价格优势凸显
	B2C 平台	天猫、京东、品牌官网等	品牌商授权旗舰店，品质保证
	C2C 平台	淘宝等	多为个人零售店，品牌小、多、杂
	垂直电商平台	唯品会、聚美优品等	品牌商直接授权代理商代运营
	团购新兴渠道	拼多多、云集等	团购形式，主打低价营销策略
	社交新兴渠道	小红书、微店等	内容集合平台，流量变现渠道

资料来源：前瞻产业研究院，浙商证券研究所

2. 复盘：行业 20 载，渠道变革细分 4 大阶段 3 轮红利

中国化妆品市场发展壮大的 20 年间是大浪淘沙的过程，其背后格局转变的根本驱动是渠道变革，当然渠道变革的发生也是受到经济、人口和科技进步等多重因素的叠加作用。总结来看，中国化妆品发展历史可以概括为“渠道变革→渠道红利初步释放→有预见性或转变及时的品牌得以崭露头角→红利加速释放→新的品牌竞争格局形成→红利见顶→新的渠道变革产生→……”。回顾国货发展 20 载，自国货龙头雏形诞生后，渠道变革共带来三轮红利，分别是线下 CS 渠道红利→传统电商红利→新媒体电商红利，存活下来的国货品牌或多或少都享受这 3 轮红利。不同发展阶段的差异点在于：渠道变革阶段明显缩短，初始竞争格局形成需要约 10 年，但目前可能 2-3 年就迎来新一轮格局洗牌。

渠道适应力是决定品牌竞争地位的关键：渠道多元化背景下，国际美妆巨头依靠较强的品牌附加值壁垒如鱼得水，迅速渗透各个新兴渠道，但这一形势似乎也没有想象中乐观，国货和新锐品牌以差异化路径突围，国际大牌也逐渐感受到竞争压力。而传统品牌和新锐品牌的附加值相对薄弱，必须以极灵活的适应力才能站稳脚跟。

图 9：化妆品国货发展历史复盘



资料来源：浙商证券研究所

2.1. 混沌阶段：卖方市场，占山为王

1998 年之前，化妆品市场表现为卖方市场，由“小作坊”向“化妆品企业”逐渐过渡，整体处于无序的、游击战的形式，销售渠道集中传统批发市场。根据第五届东南亚地区医学美容学术大会论文汇编，我们梳理了中国化妆品市场的早期历史。

1) 二十世纪初期我国第一家由机器生产的化妆品公司——广生行（上海家化前身）诞生。1898 年，梁楠先生于创办广生行；1901 年，广生行有限公司扩大化妆品销售渠道，并在上海开设销售公司，销售双妹牌雪花膏和花露水；1915 年，双妹牌雪花膏在巴拿马万国博览会上荣获世界博览会大奖，蜚声海内外。

2) 二十世纪七十年代，“老三样”占据化妆品市场 30 年。七十年代前实行计划经济体制，化妆品经营都是国营批发、企业统购包销，按一级站、二级站、三级批商店的调拨模式行事。原上海百货总公司所属的日用品公司经营的主要化妆品只有雪花膏、花露水、爽身粉等寥寥几种，被人们称为“老三样”。

3) 改革开放后，“三资”和民营企业为化妆品行业创造生机。二十世纪八十年代，我国处于改革开放探索初期，化妆品等快速消费品需求空前旺盛，企业如雨后春笋蜂拥而起，化妆品处于卖方市场阶段，企业只要能生产出产品就有销路。截至 1998 年底全国已领取化妆品生产许可证的企业达 3514 家。不仅化妆品企业增多，其所有制形式也有所变化。1985 年前化妆品生产企业主要是国有或集中所有制；1985 年后，“三资”和民营企业快速发展，其中合资企业有 539 家，民营企业 258 家，集体企业 1110 家（由于种种原因，一半以上集体企业实际上是民营性质）。北京日化四厂是我国第一家与外方（美国爱芳公司）技术合作并合资生产护肤品的化妆品企业，紧接着天津第一日化厂与德国威娜公司合资成立了“天津丽明化妆品公司”，由此化妆品领域引进外资的大门逐步打开。1998 年 5 月，中国化妆洗涤美容美发商品交易会首次在上海世贸商城拉开帷幕，参展厂商 300 多家，展位 420 个，但此次展会以牙膏、洗衣粉等日化产品为主，化妆品占比仍较低。

图 11：早期中国化妆洗涤美容美发商品交易会



资料来源：中国知网，浙商证券研究所



资料来源：中国知网，浙商证券研究所

2.2. 国货诞生：外资进场，品牌意识初步形成，经典国货雏形诞生

1998-2005 年，欧莱雅等国际巨头进场，促进品牌意识形成。20 世纪末，以欧莱雅为代表的美妆集团正式进入中国市场。2000 年前后，中国化妆品市场竞争格局一分为二，一是欧莱雅、兰蔻等中高端外资或合资品牌，以大型零售商场专柜为主要渠道，几乎垄断了中高端化妆品市场；二是主打大众市场的行业龙头美宝莲，以渗透力最强的超市和连锁便利店为主要渠道，在彩妆市场市占率一度稳居第一。外资为中国化妆品市场带来的是营销理念从无到有的诞生，电视广告等传统营销方式带动品牌意识形成。

2000 年前后，许多品牌创始人从经销商转变为品牌创立者，国货龙头诞生。代理外资品牌过程中，经销商逐渐意识到化妆品行业的高盈利性，因此一批熟知化妆品运营技巧的区域经销商创立了自有国货品牌，丸美、自然堂、珀莱雅等经典国货雏形就此诞生。例如珀莱雅三大创始人团队中，董事长侯军呈曾就职于义乌市燎原日化有限公司，总经理方玉友曾就职于石家庄燎原化妆品有限公司，副总经理曹良国曾就职于海南国际联合化妆品有限公司和重庆协力达化妆品有限公司；再例如丸美股份创始人孙怀庆，1995 年至 1998 年任广东白马化妆品有限公司推广部部长，1998 年至 2001 年任广州安尚秀化妆品有限公司执行董事、总经理。这些创始人都深耕某区域渠道运营，经验和下游代理商人脉资源等相对丰富，能够自创品牌并在熟悉地区快速生根。

图 12：2000 前后，外资进场、国货品牌雏形诞生



资料来源：品牌官网，浙商证券研究所

2.3. 线下分割：国际大牌深耕一二线，国货品牌借三四线 CS 红利崛起

2006-2015 年，国际大牌深耕一二线市场，对三四线市场重视程度不够的原因有两点。

1) 一二线市场蛋糕更具吸引力。中国化妆品市场处于起步阶段，一二线消费规模增速、消费潜力更大，且一二线城市更符合品牌消费调性，利于品牌形象、产品价格管控，因此国际品牌把一二线城市作为核心区域，更具拓张性价比。2) 下沉三四线市场存在一定难度。外资品牌资金实力雄厚，三四线下沉需要具备极佳的区域管控能力，通常是以经销商模式拓展。欧莱雅等外资品牌供货折扣通常在 6 折以上，传导至代理商或终端零售商后，经销商的利润空间被大大压缩，因此经销端驱动力不足。

国货品牌能借三四线 CS 红利迅速崛起的原因有两点。1) 做国际大牌定位上的追随者，渠道上的躲避者。国际大牌已经初步完成消费者教育，国民化妆品消费理念逐年形成，化妆品普及率快速渗透。在国际大牌忽略三四线市场时，国货品牌通过与国际大牌相似的品类构成、包装设计等，把握三四线空白市场快速渗透；在国际大牌重点关注百货渠道、KA 渠道等渠道，而忽略 CS 渠道（早期以夫妻店、街边店为主，后期以屈臣氏等连锁门店为主）时，国货品牌重点培育 CS 渠道实现快速扩张。2) 创始人渠道运营丰富，熟知让利经销商的技巧，三四线以 CS 门店为主的经销终端数量庞大。创始人多是渠道商出身，经销经验和人脉资源等丰富，熟知如何充分让利经销商以激发三四线市场活力，通常以 3-4 折向经销商供货，充分让利经销商，从而借助线下 CS 店红利实现由点到面的全国化扩张。例如丸美股份深耕三四线 CS 和美容院渠道，截至 18 年末签约经销商 186 家，经销终端网点数近 1.7 万个，其中三、四线城市分布占比约 80%。

表 10：珀莱雅和丸美在日化店、商超两类销售渠道下的终端网点情况

	2018 年	2017 年 1-6 月	2016 年
珀莱雅			
期末终端网点数量（家）	-	21,976	22,480
对应经销收入（万元）	-	54,755	109,782
单店对应的品牌方销售收入（万元/家）		4.98	4.88
	2018 年	2017 年	2016 年
丸美股份			
期末终端网点数量（家）	16,555	14,643	15,282
对应经销收入（万元）	90,931	82,137	81,596
单店对应的品牌方销售收入（万元/家）	5.49	5.61	5.34

数据来源：丸美股份招股说明书，浙商证券研究所

注 1：珀莱雅仅披露了截至 2017 年 6 月 30 日的半年度数据，为实现数据可比性，上表对 2017 年计算的单店销售收入进行了年化处理。

注 2：珀莱雅的终端网点包括日化店、商超两类渠道，经销收入取自上述两类渠道的销售收入

2.4. 电商洗牌：国际大牌下沉，国货表现亮眼，新锐崛起

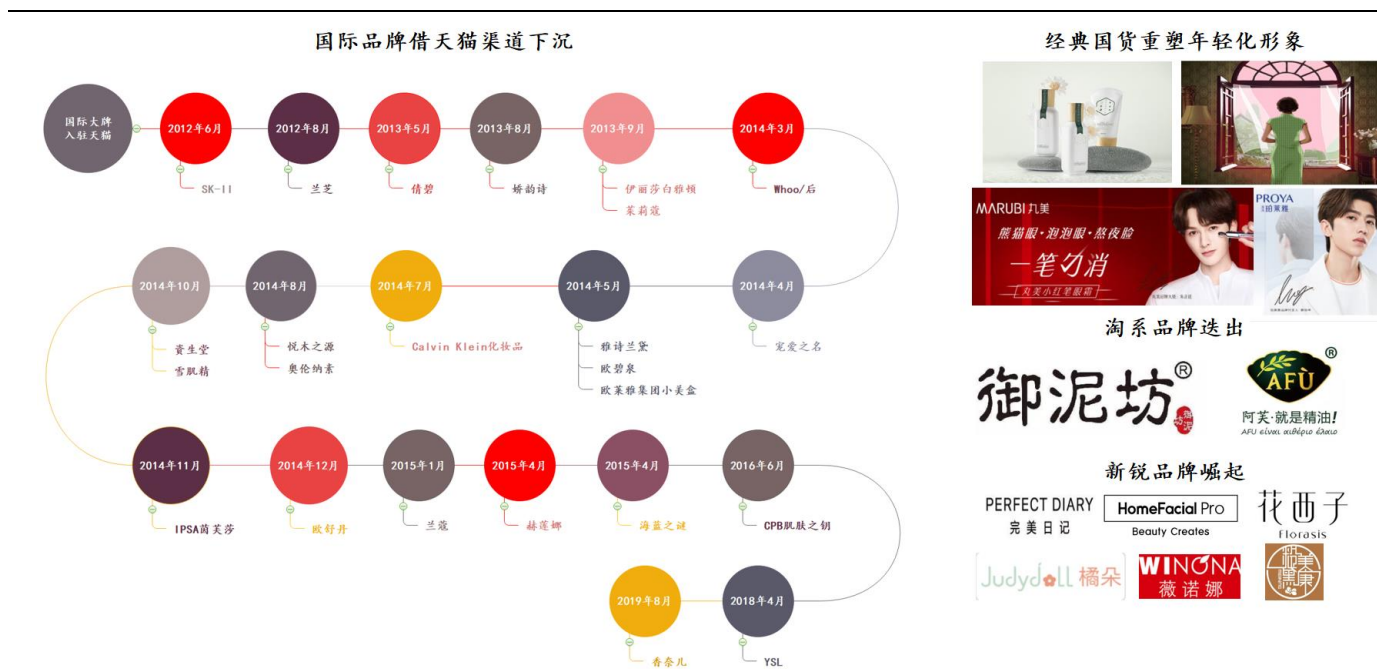
2016 年至今，随着 CS 渠道红利见顶，电商红利逐渐释放。电商红利又可以细分为两个衔接环节，先是以淘宝为代表的传统电商红利，然后是以新媒体为代表的社交电商红利，两轮红利相继释放形成新的竞争格局：国际大牌依然强势并下沉三四线市场、经典国货积极线上转型焕发生机、新锐品牌诞生并跻身一线阵营。两轮红利的分界点较为模糊，传统电商红利逐渐见顶和新媒体红利释放存在共同期间，或者说早期高性价比的新媒体红利释放加速了传统电商红利消失。传统电商红利塑造了以御家汇、阿芙为代表的淘系品牌，本土品牌夺回线上主动权；新媒体电商红利构建了以完美日记、花西子为代表的品牌，国际品牌借机下沉重新占领主导地位。其实直到今天，部分品牌仍在享受传统电商红利，而更多品牌已经渗透到新媒体中。

电商红利释放为什么能够让化妆品格局大洗牌？主要原因包括以下两点。

第一，从国际品牌看，三四线城市消费下沉实现，国际大牌强者恒强。国际大牌的营销宣传面向全国各线城市消费群，意味着国际大牌的品牌认可度已覆盖三四线城市，同时经济水平提升背景下三四线消费力也逐渐符合国际品牌定位，只是受限于三四线城市渠道下沉的管理体系复杂，下沉节奏相对缓慢。而电商的便捷性使得国际大牌下沉顺理成章，积累的消费潜力迅速释放，国际大牌充分享受下沉红利。

第二，从国货品牌看，品牌附加值的建立壁垒打通，实现龙头转型和新锐崛起。1) 过去，品牌核心壁垒高+消费者被动式信息接受。供给端：国际大牌初入中国市场时，其品牌附加值护城河的建立途径是“重金出奇迹”：涵盖一线广告代言人+黄金时段广告+高端杂志等主流媒体渠道，以排他性的反复式灌输塑造独一无二的品牌形象。需求端：消费者接触化妆品信息主要通过主流媒体，较为相信品牌的力量，往往能被简单的品牌宣传语打动。2) 现在，营销壁垒减弱+消费者主动搜集信息。供给端：渠道多元化和分散化趋势下，一线品牌难以垄断主流优质营销资源。例如，过去投放黄金时段热门频道广告，可能覆盖多数潜在消费者，但新媒体崛起使得营销平台、营销达人数量众多，传统渠道覆盖度大大下降。需求端：消费者不接受被动式“智商税”，而是以质疑的眼光看品牌，从设计包装、使用感受、到成分分析，深挖产品优缺点，并通过综合比较“明星代言+直播带货+达人推介+网络软文+朋友肯定”等多种方式，最终挑选出符合自身需求的产品，例如以成分党为代表的消费者，就是较为典型的主动搜集信息型。在此背景下，优质国货品牌得以脱颖而出，获得市场认可。

图 13：电商重塑化妆品品牌格局



资料来源：品牌官网，浙商证券研究所

3. 现状：化妆品行业正当红，精细化+高端化趋势明显

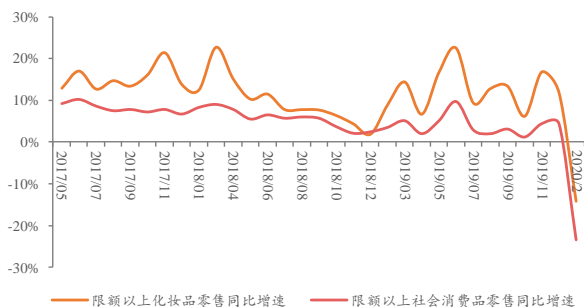
化妆品行业呈增速高、空间广和人均低的特点，预示着行业红利将持续释放。红利释放期，要看清谁能享受到这波行业红利，需要思考两个问题：化妆品种类繁多，哪些品类在带动行业高增长？化妆品存在明显价格分层，何种价格定位的化妆品增长前景更确定？

从数据不难发现，行业增长表现出两个明显趋势。第一，化妆品市场逐渐由基础护肤向精细护肤+彩妆过渡，并将持续带行业景气度持续提升。对这两大品类，消费者更重视功效和设计创新，因此创新力强的品牌更能分享这波红利。第二，化妆品高端化消费升级趋势逐渐明朗，而外资品牌牢牢占据高端和奢侈市场，短期内地位难以撼动。虽然短期内外资品牌更能享受这波红利，但国货品牌可以通过以下 3 条路径分享高端红利：代理国际高端小众品牌，以高端产品线形式拓展高端市场，以及深耕中高端领域与高端品牌形成模糊竞争。

3.1. 总体：增速高+空间广+人均低，行业红利刚刚开始

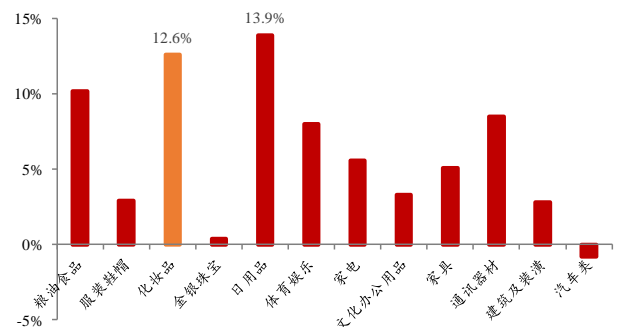
化妆品行业景气度持续，社零增速领跑。受益于新媒催化加速美妆意识崛起、90 后和 00 后消费群形成扩大化妆品消费基础、经济增长提升消费频次和金额等多重因素影响，2017 年成为我国化妆品爆发元年，化妆品行业红利期来临并引领全球增长。国家统计局数据显示，2019 年限额以上化妆品零售额同比增长 12.6% 至 2992 亿元，高于同期社会消费品零售总额增速 4.6 个百分点，较 2018 年 9.6% 的同比增长再提速。

图 14：化妆品社零增速持续超过整体社会消费品零售增速



资料来源：国家统计局，浙商证券研究所

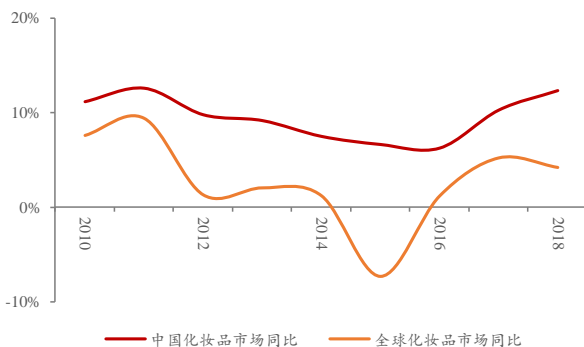
图 15：19 年限额以上零售额同比增速中，化妆品位列第二



资料来源：国家统计局，浙商证券研究所

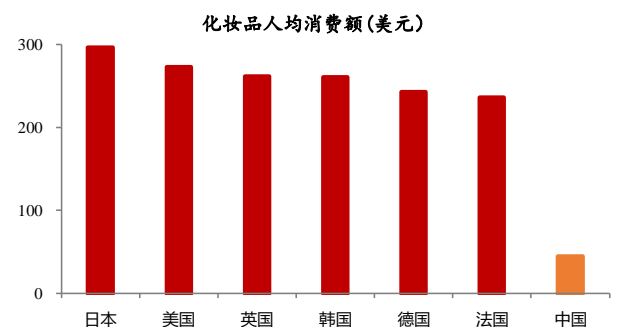
我国化妆品市场呈现空间广、增速高、人均低的特点。1) 中国化妆品市场规模仅次于美国：2018 年我国化妆品市场以 3938 亿元的规模位列全球第二。2) 中国化妆品增速明显高于全球平均：10-18 年全球化妆品及个护市场规模复合增速为 2.1%，中国化妆品个护市场规模复合增速达 9.3%，化妆品市场显露良好攀升势头。3) 中国化妆品人均消费仅为发达国家 1/6：18 年中国化妆品及个护人均消费金额 45 美元，而同期日本和美国的人均消费额分别为 297 和 273 美元，未来中国化妆品市场具有较广阔增长空间。

图 16：10-18 年化妆品及个护市场复合增速，中国 9.3%



资料来源：Euromonitor，浙商证券研究所

图 17：中国化妆品及个护人均消费额为主要发达国家的 1/6 左

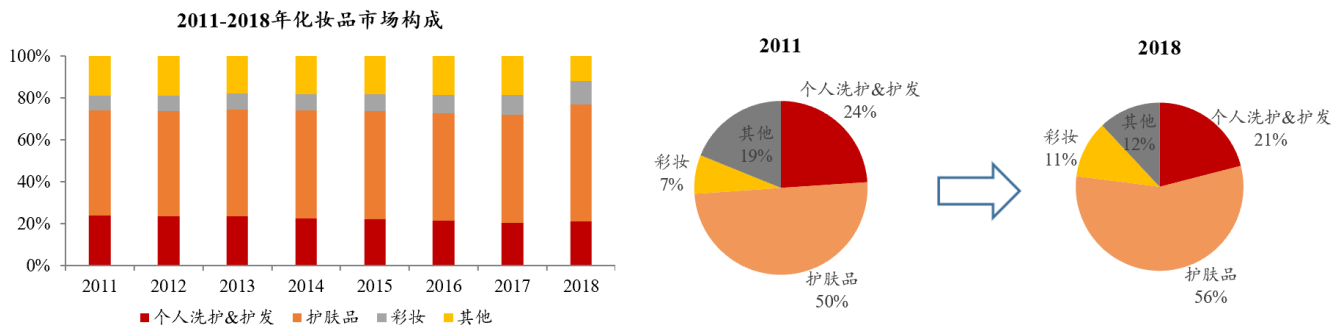


资料来源：Euromonitor，浙商证券研究所

3.2. 按品类分：精细护肤+彩妆爆发，创新力强的品牌受益

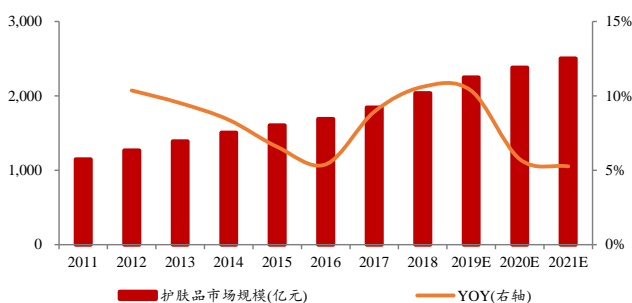
护肤品是化妆品中规模最大品类，彩妆是增速最高品类。1) 护肤品：Euromonitor 数据显示，2018 年护肤品市场规模同比增长 11% 至 2040 亿元，其占比由 2011 年的 50% 提升至 2018 年的 56%，可见我国消费者已基本养成使用护肤品的习惯。预计未来护肤市场规模增速会放缓至个位数增速，并于 2021 突破 2500 亿元。2) 彩妆：Euromonitor 数据显示，2018 年彩妆市场规模同比增长 24% 至 428 亿元，其占比由 2011 年的 7% 提升至 2018 年的 11%，预计未来仍将维持两位数高增速，并于 2021 年突破 640 亿元。

图 18：近两年护肤品及彩妆占比提升较为显著



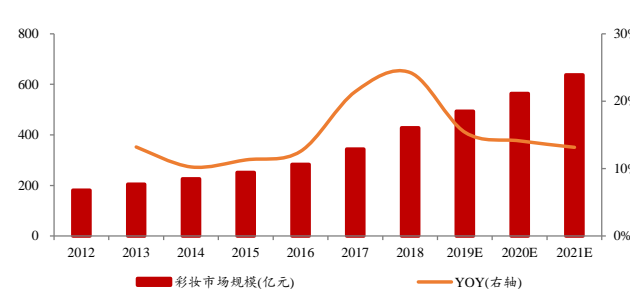
资料来源：Euromonitor，浙商证券研究所

图 19：预计 2021 年护肤品市场规模同比+5%至 2500 亿元



资料来源：Euromonitor，浙商证券研究所

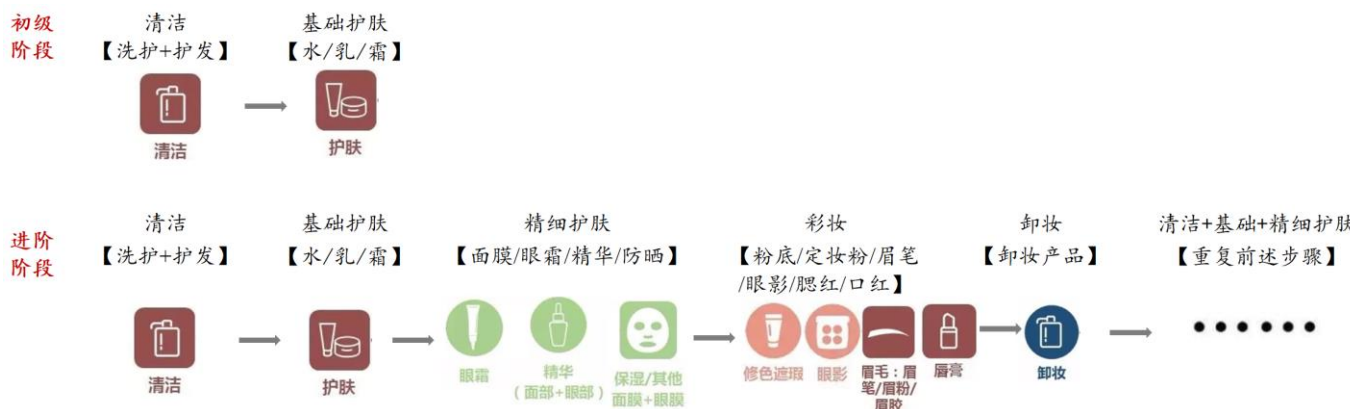
图 20：预计 2021 年彩妆市场规模同比+13%至 640 亿元



资料来源：Euromonitor，浙商证券研究所

“变美的欲望+衰老的恐慌”是化妆品营销两大利器，我国化妆品市场正逐渐由基础护肤向精细护肤+彩妆过渡。1) 初级阶段：护肤品市场占比稳定 50%-60% 之间，意味着我国消费者已基本养成护肤习惯，以水乳霜为代表的基础护肤篇使用普及。2) 进阶阶段：一方面，居民生活水平提高带动消费升级，促进化妆品消费能力提升；另一方面，以小红书、抖音等为代表的新媒体崛起，美妆短视频以受众广、趣味性高获得快速传播，完成消费者颜值意识教育，促进化妆品消费频次和种类增加。消费者购物车中的产品，不仅仅包括基础水乳霜，更逐渐增加精细护肤产品（如面膜、眼霜、精华等）和彩妆产品（如隔离、粉底、口红、眼影等）。因此基础护肤产品消费增速趋于缓和，而精细护肤和彩妆产品高增长将继续带动化妆品行业景气度持续提升。

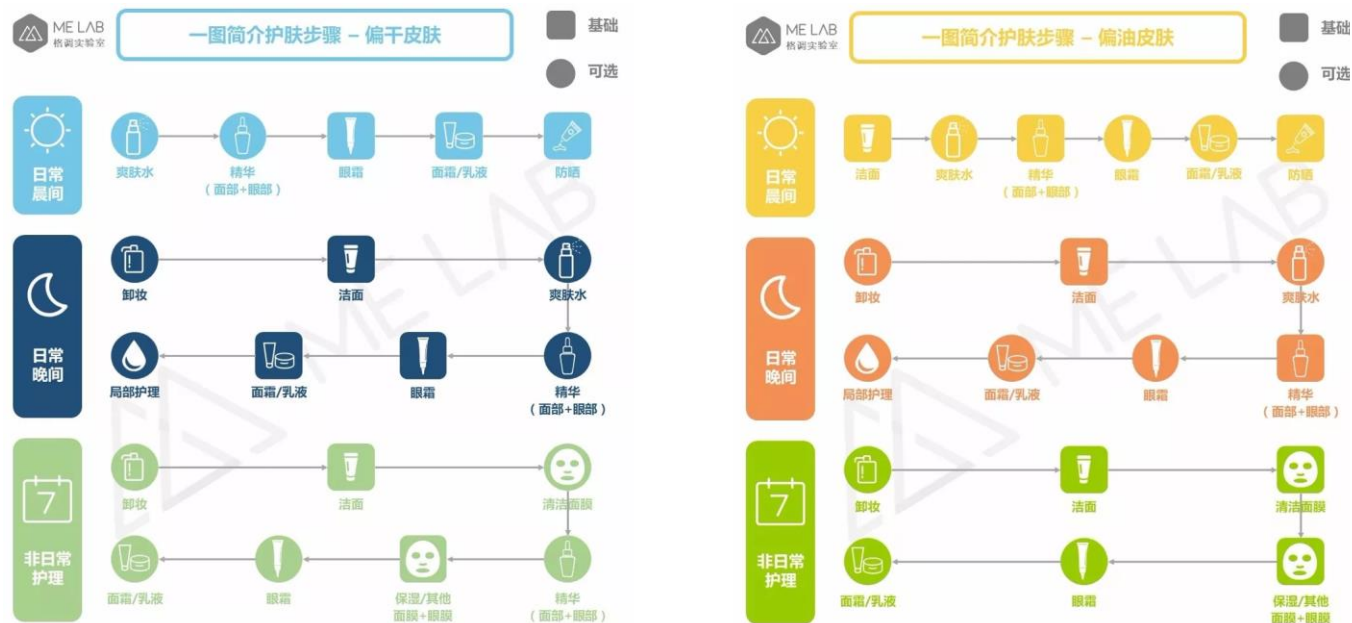
图 21：我国消费者化妆品步骤正由初级阶段向进阶阶段演变



资料来源：格调实验室，浙商证券研究所

精细护肤直击消费者痛点，缓解消费者衰老恐惧。根据格调实验室所推荐的护肤步骤，作为可选护肤步骤的精华、眼霜、面膜等产品，其普及率和使用频次正逐渐提升。考虑到精细护肤产品通常具备小容量、高单价、高毛利的特点，因此精细护肤产品热销能一定程度上提升企业盈利水平。此外，相比基础护肤，精细护肤更注重产品效用的创新度，近两年新兴爆款品类包括安瓶、冻干粉、抗老精华等，具备较高研发创新力的品牌受益。

图 22：基础护肤以水乳洁面为主，精细护肤以精华、眼霜和面膜为主

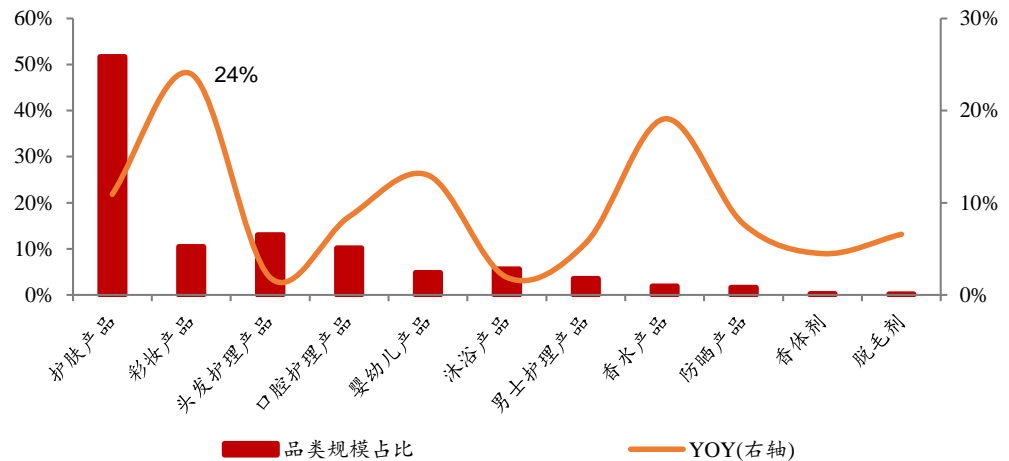


资料来源：格调实验室，浙商证券研究所

彩妆直击消费者痛点，满足消费者爱美之心。Euromonitor 数据显示，2018 年中国彩妆市场规模同比增长 24% 至 428 亿元，是化妆品中增速最高的品类，同期日韩美等国家彩妆市场规模趋于稳定，平均增速低于 2%。从彩妆市场规模占比考虑，中国彩妆占化妆品市场规模的比例为 11%，而同期韩国和日本彩妆市场占比分别为 17% 和 19%，考虑到

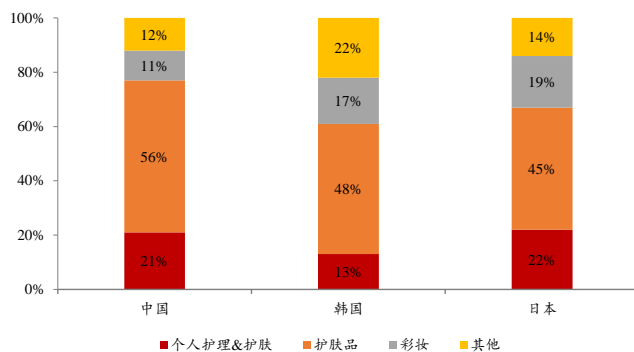
亚洲人在化妆产品选择上的共性，中国彩妆普及率仍有较大提升空间。彩妆市场增速高+潜力大，这也是各大化妆品集团积极布局中国以驱动业绩增长的重要原因。除品质外，彩妆产品也十分注重包装设计、色彩搭配的创新度，代表产品包括完美日记动物眼影盘、花西子百鸟朝凤彩妆盘，因此具备较高设计创新力的品牌受益。

图 23：2018 年，彩妆品类规模以 24% 同比增速领跑



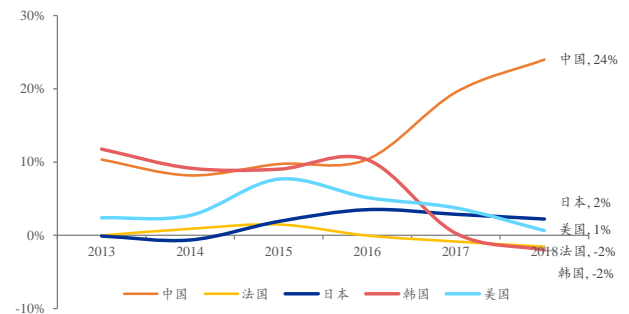
资料来源：Euromonitor，浙商证券研究所

图 24：18 年中国彩妆占比仅 11%，日韩彩妆占比近 20%



资料来源：Euromonitor，浙商证券研究所

图 25：18 年中国彩妆同比增长 24%，日美韩等增速低于 2%

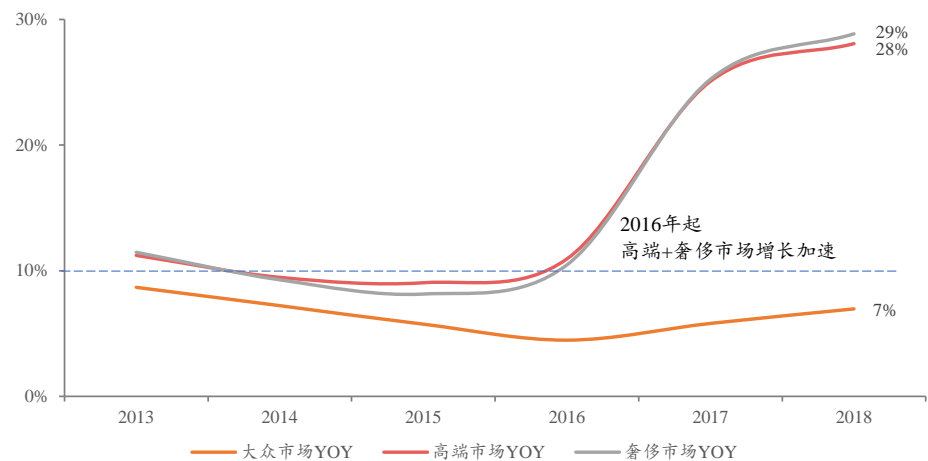


资料来源：Euromonitor，浙商证券研究所

3.3. 按价格分：高端增速>大众增速，外资品牌受益更显著

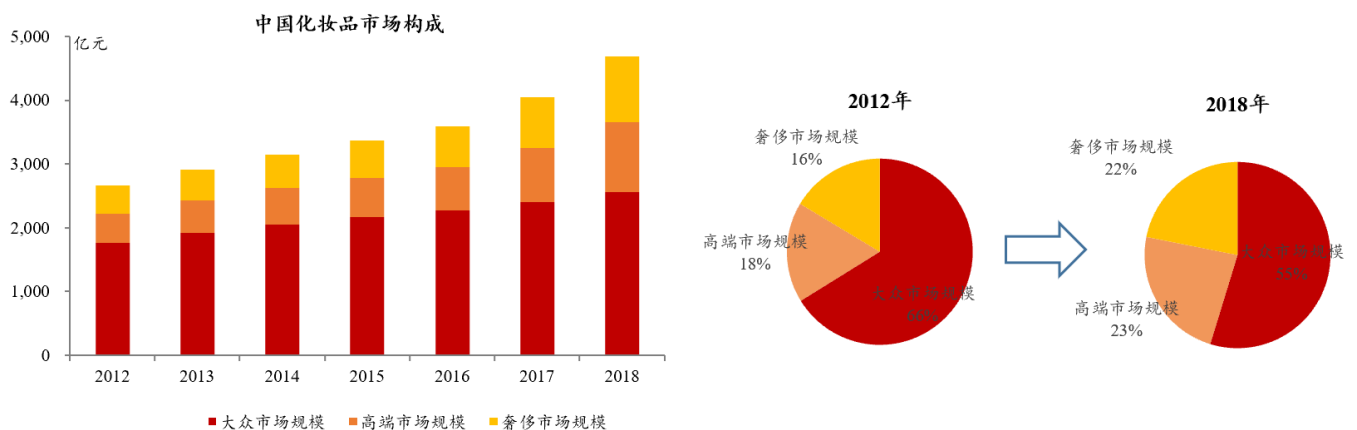
高端及奢侈化妆品市场已占据半壁江山，化妆品高端化消费升级趋势逐渐明朗。Euromonitor 数据显示，2018 年中国化妆品及个护行业零售规模同比增长 16% 至 4686 亿元。其中，大众市场规模同比增长 7% 至 2565 亿元，占比 55%；高端市场规模同比增长 28% 至 1096 亿元，占比 23%；奢侈市场规模同比增长 29% 至 1025 亿元，占比 22%。从同比增速来看，16 年起高端及奢侈市场增长逐年提速，由 10% 逐年递增至 30%，而同期大众市场增速均低于 10%。从规模体量来看，奢侈及高端化妆品规模占比由 12 年 34% 提升至 18 年 45%。

图 26：高端及奢侈品牌市场增速近 30% 远超大众市场



资料来源：Euromonitor，浙商证券研究所

图 27：奢侈及高端化妆品规模占比由 12 年 34% 提升至 18 年 45%



资料来源：Euromonitor，浙商证券研究所

为什么高端产品增速持续超过大众产品？我们认为背后的逻辑是：

- 1) 大众化妆品消费至高端化妆品消费是不可逆的单向跃迁。 年龄增长、收入提高和营销宣传均促进“大众产品用户→高端产品用户”的单向转换，棘轮效应下逆向转换难度大。
- 2) 大众化妆品消费向高端化妆品消费的资金跨越难度小、消费体验度提升显著。 大众和高端化妆品之间的价格虽然是倍数关系，但相比服装、女包等，绝对差值较小，易于实现跨级消费。
- 3) 高端产品借助电商做市场下沉，通过买赠折扣挤压大众消费市场。 高附加值品牌叠加营销活动，往往效果十分显著，例如 19 年双十一雅诗兰黛、兰蔻等品牌推出秒杀价、买一赠一等抄底折扣，部分产品折扣力度突破 5 折，使得国际品牌一举占据天猫销售榜单前六名。

表 11：相比于其他品类，不同定位化妆品之间绝对价差小

单位/元	产品	大众品牌	中高端品牌	高端品牌	奢侈品牌
化妆品	口红	50-100	100-200	300-600	700+
	粉底	≈100	200-400	400-1000	1000+
	护肤	≈150	300-500	500-1500	1500+
服饰	连衣裙	100-1000	1000-3000	3000-10000	10000+
	配饰	100-1000	1000-3000	3000-20000	20000+
	女包	100-1000	1000-5000	5000-20000	20000+

资料来源：天猫，品牌官网，浙商证券研究所

高端产品增速红利被谁获得？我们认为外资品牌牢牢占据奢侈+高端化妆品市场，且短期内地位难以撼动。1）以欧美的 LVMH、雅诗兰黛、欧莱雅，日本的资生堂等为代表的美妆集团垄断高端及以上市场。常见高端及奢侈品牌均出自国际化妆品集团，品牌力强势，SKU 定价通常是国货品牌的 3-5 倍，La Mer/海蓝之谜、CPB/肌肤之钥和 Guerlain/娇兰高端系列的定价可达到国货品牌的 10 倍+。2）腾讯《2019 高端美妆消费白皮书》显示，高端美妆客户 6-7 成为品牌取向，品牌忠诚度高，且倾向于线下实体店购买，仅 3-4 成为价格取向。因此主打高性价比、积极转型线上的国货品牌很难撬动这部分消费群，外资品牌的高端市场地位具有持续性。

中国品牌的高端化升级有三条路线：一是代理国际高端小众品牌，如珀莱雅合作日本高端洗护 I-KAMI、西班牙抗衰老护肤品牌 SingulaDerm，补充高端空白。二是以高端产品线形式拓展高端市场，如丸美股份 18 年起推出日本进口高端线 MARUBI TOKYO（单价集中 500-1000 元），对标高端外资品牌；三是深耕中高端领域，与高端品牌形成模糊竞争如润百颜、佰草集和毛戈平。

表 12：高端美妆客户画像，6-7 成品牌取向，品牌忠诚度高

特征	指标	爱美血拼族	基础保养族	精打细算上班族	潮流学生族
年购买力	用户规模	34%	25%	21%	20%
	护肤年消费	约 2700 元	约 2400 元	约 2300 元	约 1300 元
	彩妆年消费	约 2400 元	少购买	约 800 元	约 1100 元
	合计年消费	约 5100 元	约 2400 元	约 3100 元	约 2400 元
	消费规模	50%	17%	19%	14%
决策风格	关键因素	品牌取向	品牌取向	价格取向	价格取向
人口信息	年龄	26-40 岁(80、90 后)	26-40 岁(90 后为主)	26-55 岁(80、90 后)	18-22 岁(90、00 后)
	城市	一线居多	一二三线平均	二三线居多	三四线居多
	学历	专科、本科、硕士等	大学本科	大学本科/专科	高中、大学本科
	职业	企业管理者 普通职员	企业管理者 普通职员	普通职员	学生
	收入	偏高	中间偏高	普通	低，8 成月收入<5000 元
购买产品	护肤	水乳、面霜、精华	水乳、面霜、精华	水乳、面霜、精华	单价较低的基础护肤品
	彩妆	口红、底妆、眼妆（4 组购买最多）	少购买	口红（4 组购买最多），眼妆（4 组购买最少）	口红
购买渠道	分布	主要线下购买	主要线下购买	主要在线上购买	线下线上购买平均
	线上	品牌官网 天猫 京东 代购 官方公众号	天猫 品牌官网 京东 淘宝	天猫 淘宝 代购 京东	淘宝 天猫 百货专柜
	线下	百货专柜 免税 国外	百货专柜 美妆零售店	-	日用美妆零售店

资料来源：腾讯《2019 高端美妆消费白皮书》，浙商证券研究所

注：消费规模占比=用户规模占比×年消费额÷Σ（用户规模占比×年消费额）

表 13：主要高端及奢侈均出自国际化妆品集团

集团	品牌	护肤产品			彩妆产品		
		眼霜	精华	面霜	口红	底妆	眼影
LVMH	Givenchy/纪梵希	时光无痕 ¥ 780	墨藻精华 ¥ 1105	水漾活妍 ¥ 530	禁忌之吻 ¥ 300	绒雾粉底 ¥ 445	魅彩四色 ¥ 585
	Guerlain/娇兰	蜂姿抗皱 ¥ 790	御廷兰花 ¥ 4500	蜂姿柔润 ¥ 1190	亲亲唇膏 ¥ 320	亲肤粉底 ¥ 500	-
	Dior/迪奥	-	-	-	烈焰蓝金 ¥ 268	钻肌粉底 ¥ 478	五色眼影 ¥ 480
	Make up for ever/ 玫珂菲	-	-	-	柔雾唇釉 ¥ 210	无痕粉底 ¥ 410	挚爱眼颊盘 ¥ 560
资生堂	Shiseido/资生堂	小针管 ¥ 780	红腰子 ¥ 590	小雷达 ¥ 690	墨彩琉光 ¥ 270	应变持妆 ¥ 420	-
	THE GINZA	-	-	保湿面霜 ¥ 6790	-	-	-
	CPB/肌肤之钥	4D 紧致 ¥ 1980	赋活精华露 ¥ 1250	-	光魅幻色 ¥ 480	光缎粉霜 ¥ 900	大地四色 ¥ 700
	IPSA/茵芙莎	流金岁月 ¥ 460	清颜新肌 ¥ 690	凝水保湿 ¥ 380	持久哑光 ¥ 220	溢彩粉底 ¥ 350	立体眼影 ¥ 180
	NARS	-	-	-	丝绒雾感 ¥ 270	清透亮采 ¥ 490	双色眼影 ¥ 360
雅诗兰黛	Eestee Lauder/雅 诗兰黛	小棕瓶 ¥ 510	肌底微精华 ¥ 860	红石榴 ¥ 590	倾慕唇膏 ¥ 270	DW 持妆 ¥ 390	五色眼影 ¥ 490
	La Mer/海蓝之谜	浓缩密集 ¥ 1700	修护精华 ¥ 1500	精华乳霜 ¥ 1450	-	-	-
	Bobbi Brown/芭比 波朗	-	-	-	奢金哑光 ¥ 300	虫草粉底 ¥ 620	经典五色 ¥ 480
欧莱雅	HR/赫莲娜	高光眼霜 ¥ 1380	绿宝 PRO ¥ 1080	白绷带 ¥ 3180	-	-	-
	Lancome/兰蔻	塑颜修护 ¥ 560	净澈焕肤 ¥ 790	塑颜紧致 ¥ 895	菁纯丝绒 ¥ 270	奇迹薄纱 ¥ 480	梦魅五色 ¥ 495
	Giorgio Armani/阿 玛尼	黑钥匙 ¥ 1750	赋活精华 ¥ 980	至臻奂颜 ¥ 2950	小胖丁 ¥ 340	无痕持妆 ¥ 580	四色决战 ¥ 540
	Skinceuticals/修丽 可	紧致塑颜 ¥ 820	杜克紫米 ¥ 980	皮脂膜修护 ¥ 1580	-	-	-
	YSL/圣罗兰	-	-	-	小金条 ¥ 335	恒久粉底 ¥ 580	耀夜星河 ¥ 960
香奈儿	Chanel/香奈儿	奢华精粹 ¥ 1850	山茶花润泽 ¥ 850	光采透白 ¥ 980	山茶花 ¥ 330	柔光持妆 ¥ 600	大地四色 ¥ 580
宝洁	SK-II	微肌因修护 ¥ 510	环采臻皙 ¥ 1399	肌源修护 ¥ 1199	-	-	-
爱茉莉太 平洋	Sulwhasoo/雪花秀	人参赋活 ¥ 1200	润燥精华 ¥ 600	人参焕颜 ¥ 1680	柔润护唇 ¥ 290	养肤气垫 ¥ 450	-
	HERA/赫妍	稀佳旒雅 ¥ 1300	凝时焕活 ¥ 720	玫瑰丝润 ¥ 680	小黑管 ¥ 260	黑气垫 ¥ 430	魅惑四色 ¥ 380
LG 生活	Whoo/后	天气丹花 ¥ 1440	天率丹和率 ¥ 2500	秘贴自润 ¥ 1600	奢冠鎏金 ¥ 315	黄金气垫 ¥ 500	-

资料来源：天猫，公司官网，浙商证券研究所

注：产品价格主要参考天猫店铺数据，因容量、促销活动等区别而有所差异；如空白并不一定代表该品牌不涉及该品类，可能是天猫店铺未上架该品类。

4. 对标国际：以集团化缔造美妆帝国是龙头必然选择

4.1. 日韩以内生培育为主，欧美以外延并购为主

亚洲较为典型的美妆集团包括资生堂和爱茉莉等，其品牌构成均以内生培育为主，子品牌具有较强的集团文化特征。

日本美妆集团资生堂旗下有 40 多个品牌，包括原创约 30 个品牌+收购约 7 个品牌+代理少量品牌。1) 原创品牌：包括资生堂、CPB 肌肤之钥、IPSA 茵芙莎等。2) 收购品牌：包括三宅一生、Sea Breeze、Nars、Bare Minerals、Luara Mercier 等。3) 代理品牌：集中奢侈香水领域，包括巴宝莉、杜嘉班纳等，代理品牌数量较少。

韩国美妆集团爱茉莉旗下有 30 多个品牌，几乎全是内生培育的原创品牌。原创品牌包括雪花秀、兰芝、梦妆、IOPE、悦诗风吟、伊蒂之屋等，仅高端香水 ANNICK GOUTAL 等极少数品牌为收购而来。

表 14：资生堂旗下主要品牌一览

分类	品牌
高档化妆品	资生堂、bareMinerals、肌肤之钥、茵芙莎、娜斯
大众化妆品	安热沙、水之印、欧珀莱、安肌心语、怡丽丝尔、ettusais、心机彩妆、泊美、悠莱、姬芮
个人洗护	水之密语、FINO、可悠然、玛馨妮、丝蓓绮、珊珂、惠润、吾诺
香水	ISSEY MIYAKE PARFUMS、NARCISO RODRIGUEZ PARFUMS
中国女性品牌	欧珀莱、悠莱、泊美

资料来源：公司官网，浙商证券研究所

表 15：爱茉莉旗下主要品牌一览

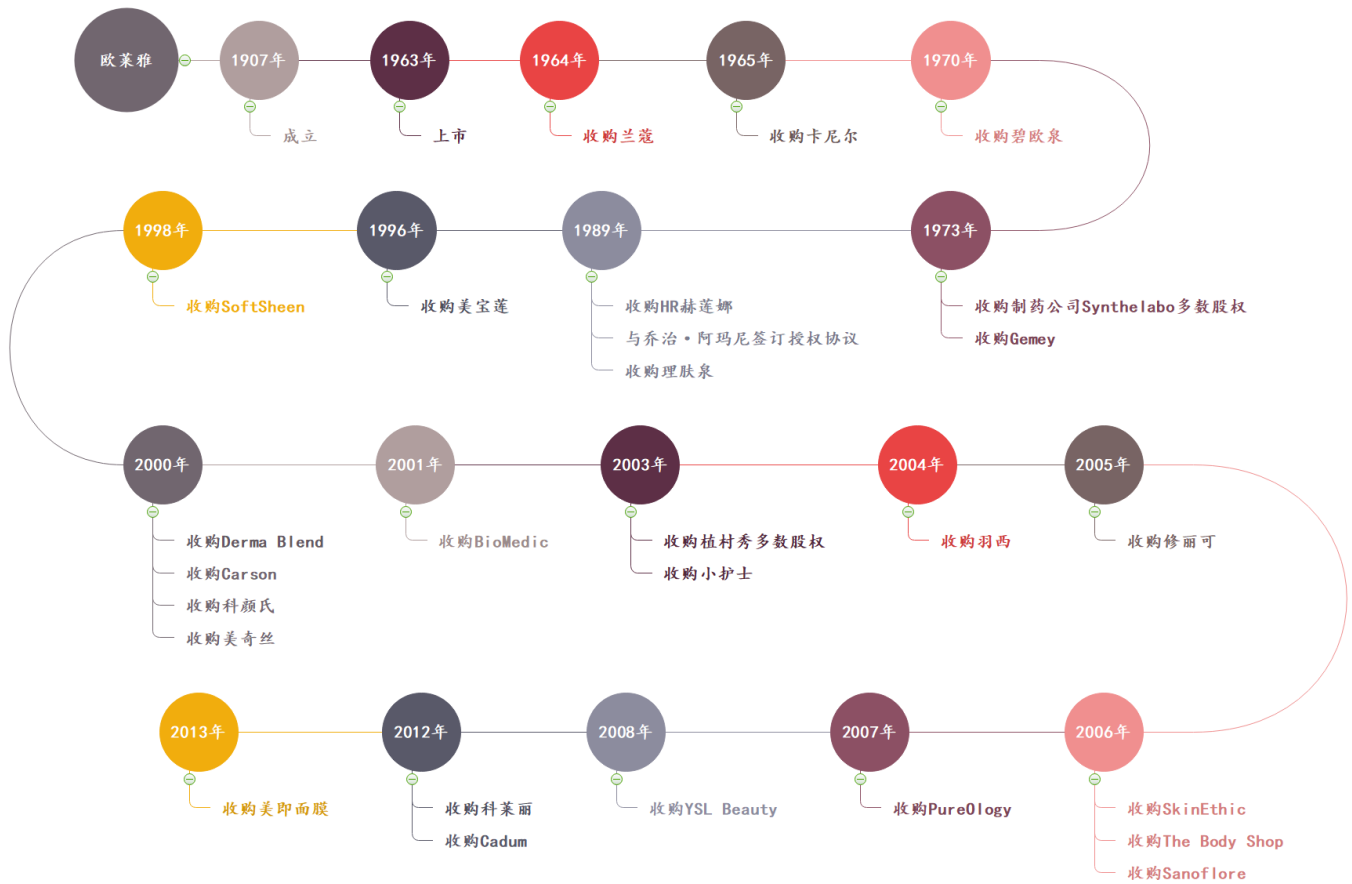
分类	品牌
高档化妆品	Amore Pacific、Sulwhasoo 雪花秀、HERA、LIRIKOS(徕瑞斯)、IOPE、VERITE
大众化妆品	Laneige(兰芝)、Mamonde(梦妆)、innisfree、Teen: Clear、韩律、Primera(茉莉美娜)、Innisfree(悦诗风吟)、eSpor、Etude House(伊蒂之屋)
个人洗护	吕、MiseenScene、illi(一理)、Happy Bath、松盐、Median、Dantrol
香水	LolitaLempicka(洛俚塔)、CastelbajacParfums、espoir

资料来源：公司官网，浙商证券研究所

欧美较为典型的美妆集团包括欧莱雅和雅诗兰黛等，其品牌构成多以外延并购为主，辅以品牌代理和内生培育，构建多元化品牌格局。

欧莱雅集团旗下拥有 36 个多元而互补的国际品牌，其中收购品牌数量达 30+，通过战略性收购品牌实现全球布局，成长为化妆品行业的翘楚，欧莱雅凭借着独一无二的国际品牌组合和多元化的产品主张，搭上了全球增长的快车，其品牌布局主要得益于收购外延，除自创品牌巴黎欧莱雅外，其余 30 多个品牌几乎都是收购而来。

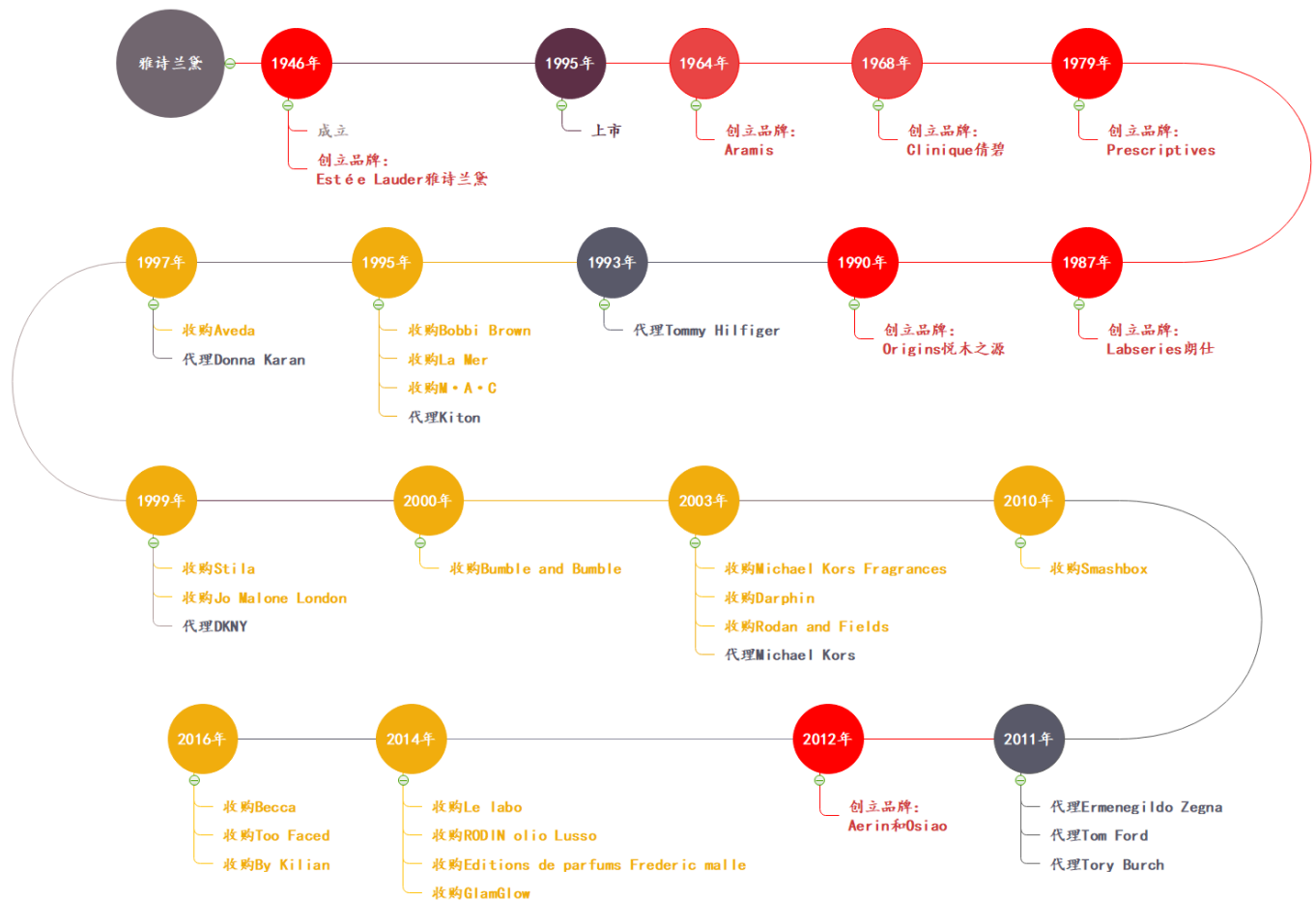
图 28：欧莱雅以收购成就美妆帝国



资料来源：欧莱雅集团官网，浙商证券研究所

雅诗兰黛旗下拥有 30 多品牌，包括原创约 8 个品牌+收购近 20 个品牌+代理约 8 个品牌。1) 原创品牌，集中高端领域：包括雅诗兰黛、Aramis、Clinique 倩碧、Lab series 朗仕、Origins 悦木之源等，主要集中高端领域。2) 收购品牌，集中 3 大时间段：1995 年，收购 M·A·C 魅可、Bobbi Brown 芭比波朗以及 La Mer 海蓝之谜；2014 年，收购 Le Labo、RODIN olio Lusso、Editions de parfums Frederic malle 以及 GlamGlow；2016 年，收购 By Kilian、BECCA 以及 Too Faced。3) 代理品牌，集中奢侈领域：代理 Tommy Hilfige、Kition、Donna Karan、DKNY、Michael Kors、Ermenegildo Zegna 等奢侈香水和化妆品品牌，对集团高端乃至奢侈品牌矩阵进行补充，符合雅诗兰黛的高端路线定位。

图 29：雅诗兰黛以原创品牌+收购+代理成就美妆帝国



资料来源：聚美丽，雅诗兰黛集团官网，浙商证券研究所

注：标红为原创品牌，标黄为收购品牌，标深灰为代理品牌

4.2. 中国品牌两条路径均有尝试，处于多品牌初期

以珀莱雅、丸美股份和上海家化为代表的国货化妆品上市公司，均致力于打造品类多元化（护肤+彩妆+洗护等）、金字塔式（高端+中高端+大众）的品牌矩阵。1）品牌延伸方向由内生培育向外延扩张转变：前期多以内生培育为主，当前及未来多以投资并购、合资入股和跨境代理为主要方向。2）集团化初期阶段，主品牌一枝独秀：国际美妆巨头旗下子品牌通常都较为强势，而国货龙头通常以主品牌为例，第二梯队品牌仍处于孵化阶段，尚未形成明显规模效应，例如 2019 年珀莱雅主品牌收入占比约 85%，丸美股份主品牌收入占比超 90%。

珀莱雅：CVC 产业生态投资助力小众品牌孵化，是外延布局进展最快的国货化妆品，也是最有希望缔造美妆帝国的国货之一。1）三大板块投资布局：一是孵化护肤、彩妆及洗护等第二梯队品牌，如 TZZ、彩棠等；二是投资跨境渠道型公司夯实供应链基础，如仲文电商、香港可诗等；三是投资生态能力型公司，如控股内容营销机构万言文化、参股 MCN 机构杭州熊客等。CVC 生态建设效果已显现，例如利用珀莱雅生态体系为子品牌彩棠组建了天猫代运营团队、升级供应链资源及共享营销资源等。2）合作跨境小而美品牌：以投资入股、设立合资公司、总代理等方式合作跨境美妆品牌，如韩国美妆 YNM、日本高端洗护 I-KAMI、意大利彩妆 WYCON、法国母婴护理 BOIRON 等，此外新合作

西班牙抗衰老护肤品牌 SingulaDerm 于 2020 年 3 月入驻天猫国际。优质跨境小众品牌弥补公司品类空白和高端产品线空白,同时公司借助 CVC 生态加速培育品牌在中国地区成长,挖掘新增长点。3) 迎彩妆风口拓品类之旅开启。原品牌拓展彩妆品类+培育自有彩妆品牌+代理跨境彩妆品牌等多路径延伸,同时积极加强彩妆供应链布局,预期未来 1-2 年彩妆初具成效。

丸美股份: 旗下品牌数量较少, 主品牌丸美较为强势, 第二梯队的春纪和恋火处于调整孵化阶段, 设立产业基金以实现外延布局。公司拥有丸美、春纪和恋火三大品牌, 主品牌丸美(单价集中 100-500 元)是中国眼部护理启蒙品牌, 专注中高端眼部护理, 并向中高端面部护肤渗透, 收入占比约 9 成, 其中眼部产品占比约 3 成。第二梯队品牌春纪(单价集中 50-200 元)定位大众化天然食材养肤, 近两年经历渠道调整后有望迎来放量期; 17 年收购韩妆品牌恋火(单价集中 100-300 元)进军彩妆。2020 年 4 月, 丸美股份与方圆金鼎签订《产业基金合作框架协议》, 拟共同设立丸美金鼎化妆品产业基金管理中心(有限合伙), 计划总规模 10 亿元。基金将作为公司产业投资、并购的平台, 推进公司快速完成产业链布局, 打造产业生态, 加快公司外延式发展步伐, 提高公司在产业领域内的市场地位。

上海家化, 重视内生培育, 未来不排除以收购或合作形式外延扩张。1) 收购汤美星拓展母婴喂哺, 开启外延之路。2018 年, 上海家化通过全资收购外资婴幼儿喂哺类品牌汤美星, 延伸了婴童品类的产品线, 未来很可能继续通过并购或合作优质品牌提升发展动能。2) 品牌矩阵将贯彻“高端化、年轻化、细分化”策略。其中, 佰草集、汤美星、双妹顺应高端化趋势; 美加净、六神持续年轻化; 高夫、启初、玉泽、家安满足细分化需求, 开拓男士、母婴、家庭洗护等细分市场。

御家汇: “多品牌、多品类、全渠道”的战略蓝图已具雏形, 以代理国际品牌方式快速扩充品牌矩阵。御家汇是依托淘系电商红利而创立和发展的美妆企业, 构造以自主品牌为核心的“互联网+美妆”模式, 旗下拥有御泥坊、小迷糊、薇风、花瑶花、师夷家等自主品牌。此外公司设立独立的开放平台水羊国际, 为全球优秀品牌提供中国市场的全套解决方案, 目前已代理丽得姿、ALBION、KIKO 等海外品牌, 并与强生集团达成战略合作, 代理强生旗下城野医生、OGX、爱呵等品牌。代理业务发展态势良好, 未来将持续做好代理品牌的服务与运营, 丰富产品品类和品牌矩阵。

表 16：主要国货化妆品公司的品牌化进程

公司	品牌矩阵	未来计划
珀莱雅	珀莱雅（原创品牌，大众化护肤） 猫语玫瑰（原创品牌，大众化彩妆） 优资莱（控股 95% 品牌，大众化护肤） 悦芙媞（控股 100% 品牌，大众化护肤） 韩雅（间接控股 100% 品牌，高功能护肤） TZZ（间接控股品牌，新概念护肤和彩妆） YNM（合资控股 51% 品牌，大众化韩系平价彩妆） 彩棠（合资控股 55% 品牌，化妆师专业彩妆） ikami（跨境代理品牌，日本高端洗护） SingulaDerm（跨境代理品牌，西班牙高端抗衰护肤） 宝弘（跨境代理品牌，法国婴幼儿护肤） 璞医香（跨境代理品牌，法国天然有机芳疗） WYCON（跨境代理品牌，意大利平价彩妆） MUA（跨境代理品牌，英国平价时尚彩妆）	积极拥抱 CVC，通过产业生态投资孵化打造大美业生态圈，投资方式以控股并购为主。
丸美股份	丸美（原创品牌，中高端抗衰护肤） 春纪（原创品牌，大众化食材养肤） 恋火（收购品牌，中高端养肤彩妆）	拟由公司和方圆金鼎联合发起设立化妆品产业基金，计划总规模 10 亿元，投资方向聚焦于化妆品相关领域优质企业，重点关注护肤、彩妆等行业品牌及上下游产业链。
上海家化	佰草集（原创品牌，现代中草药中高端护肤） 玉泽（原创品牌，皮肤屏障修护） 美加净（原创品牌，大众化护肤） 一花一木（原创品牌，高端护肤） 高夫（原创品牌，男士护肤） 双妹（原创品牌，高端时尚美妆） 六神（原创品牌，中草药花露水等） 家安（原创品牌，家居清洁护理） 汤美星（收购品牌，婴幼儿喂哺） 启初（原创品牌，婴幼儿护理）	培育更多主品牌，在现有品牌矩阵基础上，未来不排除以收购或合作形式进一步完善品类并推动品牌高端化。
御家汇	御泥坊（原创品牌，大众护肤+彩妆） 花瑶花（原创品牌，民族风大众护肤） 小迷糊（原创品牌，大众护肤+彩妆） 师夷家（原创品牌，男士护肤） 御 MEN（原创品牌，男士护肤） HPH（原创品牌，功效修护） 薇风（收购品牌，修复补水护肤） 丽得姿（2016 年代理品牌，韩国药妆主打面膜） 城野医生（2017 年代理品牌，日本医学美容） OGX（2018 年代理品牌，美国护发） KIKO（2018 年代理品牌，意大利时尚彩妆） ALBION（2018 年代理品牌，日本高端护肤） LUMENE（2018 年代理品牌，芬兰国民护肤品牌） ZELEN（2018 年代理品牌，英国实验室抗衰护肤） 爱呵（2019 年代理品牌，婴幼儿护肤） 李施德林（2019 年代理品牌，美国口腔护理） 强生婴儿（2019 年代理品牌，母婴护肤） EviDenS（2019 年代理品牌，敏感肌抗衰品牌） LIERAC（2019 年代理品牌，祛妊娠纹护肤）	投资设立独立的品牌运营平台水羊国际，链接中国消费者与全球优秀品牌，为全球优秀品牌提供中国市场的全套解决方案。目前代理业务发展态势良好，未来将持续做好代理品牌的服务与运营，不断加强与强生等美妆集团的战略合作。

资料来源：公司公告，公司官网，浙商证券研究所

5. 时代性大趋势：强者恒强，渠道→制造→品牌先后收益

时代性大趋势下，化妆品产业链受益顺序为：渠道、原料、代工、品牌。逻辑如下：

1) 渠道：坐地收租是一种非常好的生意模式，化妆品重体验+高毛利+低品牌复购，在下游格局未定前，要充分让利渠道商以激发渠道活力，所以渗透力强的渠道商优先收益，例如高端外资品牌的核心渠道免税，代表龙头上海机场、中国国旅；再例如助力品牌以精细化运营布局线上渠道的服务商，代表龙头壹网壹创。**2) 原料和代工：**以渠道变革塑造初步行业竞争格局后，产品研发和产能落实是巩固市场格局、助推品牌力提升的关键。品牌在新渠道的新打法，促使生产产品与品牌建设相分离，术业有专攻，控制核心原料供应商和龙头代工商逐渐受益，如原材料供应商华熙生物、ODM 龙头商青松股份。**3) 品牌：**下游品牌竞争激烈且市占率分化，品牌公司早期让利渠道、中期让利生产，从而逐渐稳固市场格局中的地位，随后塑造品牌形象形成较高品牌附加值，以内生培育+外延收购最终缔造美妆帝国，成为最终核心收益者，建议关注珀莱雅、丸美股份、御家汇。

5.1. 渠道：免税受益高端，代运营受益电商，关注上海机场、国旅、网创

高端化趋势：化妆品高端化消费升级趋势逐渐明朗，从渠道角度考虑，免税店始终是高端化妆品品牌的线下核心渠道，其中机场免税店和市内免税店是排名第一和第二的免税渠道类型。价格优势壁垒下渠道地位难以撼动。因此，免税渠道如机场、免税店等必然也能分享这波高端化红利。**疫情不改长期发展逻辑：**化妆品和香水是国内免税市场的核心品类，由于免税商品免除进口环节的关税、增值税和特别消费税，所以同一商品的免税零售价格低于国内有税价格约 15%~35%，价格优势凸显。旅游产业升级背景下，各国特别是中国出境旅客人数逐年增加，旅客购买能力显著增强，免税行业得到快速发展，并以极具诱惑的销售价格吸引全球游客购物消费。疫情影响下，短期内中免等免税龙头积极推出线上补购、直邮等方式缓解冲击，长期内不改向好发展逻辑。

2019 年，全球免税及旅游零售市场依然保持平稳增长态势，亚太地区是免税行业发展重心，销售额及增速领先于其他区域。根据瑞典研究机构 Generation Research 预测，2019 年全球免税及旅游零售销售规模将达到 818 亿美元，同比增长 7.8%。经初步测算，2019 年 1-9 月，全球免税及旅游零售额 635 亿美元，同比增长 11.1%。其中亚太地区销售额 330 亿美元，同比增长 21%，占比 52%。目前，全球免税行业主要呈现以下发展趋势：一是行业集中度日益提升；二是中国消费者成为影响全球免税及旅游零售业的核心驱动力；三是香化等品类比重持续提升；四是线上业务和电商重要性日益凸显；五是市内免税店高速增长。

表 17：免税渠道的高端化妆品价格优势凸显

品牌	产品	免税			有税价
		广州白云	上海日上	北京日上	
雅诗兰黛	特润修护肌透精华露（小棕瓶）50ml	465	583	620	850
	小棕瓶眼精华 15ml	319	387	412	590
	白金级黑钻奢华眼霜 15ml	-	1749	1861	2500
兰蔻	第二代小黑瓶肌底精华液 100ml	893	978	-	1720
	黑金臻宠精华乳 30ml	-	2664	2834	4300
SK-II	SK-II 前男友面膜 10 片	-	672	725	1060
	小灯泡钻白精华露 50ml	1145	1073	1142	1540
海蓝之谜 Lamer	传奇精华面霜 60ml	1403	1757	1869	2550

资料来源：杰西卡的秘密 APP，浙商证券研究所

注：免税价格为参与免税店优惠活动后最终价格，有税价格未考虑促销活动，APP 查询时间为 2020 年 5 月 30 日

电商化趋势：电商以 28% 占比成为化妆品最重要的销售渠道，新媒体以覆盖人群广和爆发力强成为化妆品最重要的营销渠道。天猫、京东等电商平台已成为化妆品品牌的必争之地，各大品牌迫切想抢占线上流量资源。**趋势强化：**疫情使得传统线下渠道面临巨大挑战，一季度多数品牌线下渠道业绩下滑严重，电商重要性再次被强调。

聚焦线上渠道，代运营为品牌强势赋能，以高效率助力品牌突破电商运营瓶颈，成为电商渠道最早受益标的。线上化妆品市场竞争激烈，营销技巧复杂，小红书、抖音等新兴渠道的崛起也提高了运营难度。在此背景下，以壹网壹创、丽人丽妆为代表的代运营商成为链接品牌和线上消费者的重要通道，为品牌提供品牌塑造、产品策划、整合营销、线上销售以及售后服务等一站式运营管理，通过精细化运营助力品牌迅速掌握线上运营技巧和打法。根据《天猫生态服务商报告》，天猫服务商扮演着天猫生态的活力源和品牌成长的驱动力，从运营规模看，2018 年报备天猫服务商贡献 GMV 1500 亿，服务超过 50% 的核心品牌；从运营效率看，天猫服务商引入新品牌 843 个，其店均成交是大盘新商家近 3 倍，天猫服务商总 GMV 同比增长高于大盘近 20%。根据艾瑞咨询统计，美妆是对代运营需求比例最高的品类，其佣金率也显著超过服装、家电等。

表 18：美妆对代运营服务需求比例高、佣金率高

品类	对代运营服务的需求比例	代运营服务佣金率
美妆	50%-60%	15%-20%
服饰	20%-30%	10%-15%
3C 家电	10%-20%	2%-10%

资料来源：艾瑞咨询，浙商证券研究所

长期看好迎合化妆品发展趋势，渠道渗透力强的龙头，推荐上海机场、中国国旅和壹网壹创。

建议关注上海机场：国际旅客比例和 42.5% 的免税综合扣点率均处于机场前列，免税收入成为业绩增长核心驱动。2018 年 9 月，公司与日上上海签订《上海浦东国际机场免税店项目经营权转让合同》，实收费用采用月实际销售提成和月保底销售提成两者取高的模式，综合扣点率 42.5%，其中香化、烟酒和食品扣点率高达 45%，百货类扣点率 25%。该合同锁定未来免税保底收入，预计对 2019 年至 2025 年营业收入产生积极影响。政策支持落地+海外免税消费回流+免税面积释放等多重利好下，上海机场逐渐进入以免税驱动的非航收入主导时代。

建议关注中国国旅：免税龙头牌照、规模和供应链优势凸显，未来政策弹性较大。全资子公司中免公司作为中国免税行业代表企业，在大品牌供应商中的知名度高，积累了较强的品牌资源，继收购日上中国、日上上海后，公司在免税行业的品牌优势进一步提升。截至 19 年底，公司已设立 200 多家免税店，发展成为世界上免税店类型最全、单一国家零售网点最多的免税运营商，拥有目前全球最大的免税商业综合体，并建立起全国唯一的免税物流配送体系。未来公司还将进一步明确新零售业务模式和发展方向，完成所有大型门店的上线工作，借助外部平台进行线上客户引流，探索新型电商模式。

建议关注壹网壹创：卡位美妆+电商两大高成长赛道，专注品牌赋能的全链路代运营领导者。1) 品牌端，从品牌塑造、产品孵化到线上运营全链路激发品牌线上活力，新合作佰草集、丸美股份等美妆龙头扩大品牌矩阵；2) 品类端，由化妆品切入个护领域，未来将继续扩大快消品类布局，此外 2020 年外延收购上佰电商，拓展家具家电代运营，并

依靠强强联合的协同效应深化品牌赋能能力。公司处于高速成长期，未来有望凭借品牌拓展、品类延伸、精细化赋能等多角度发展保持高成长势头。

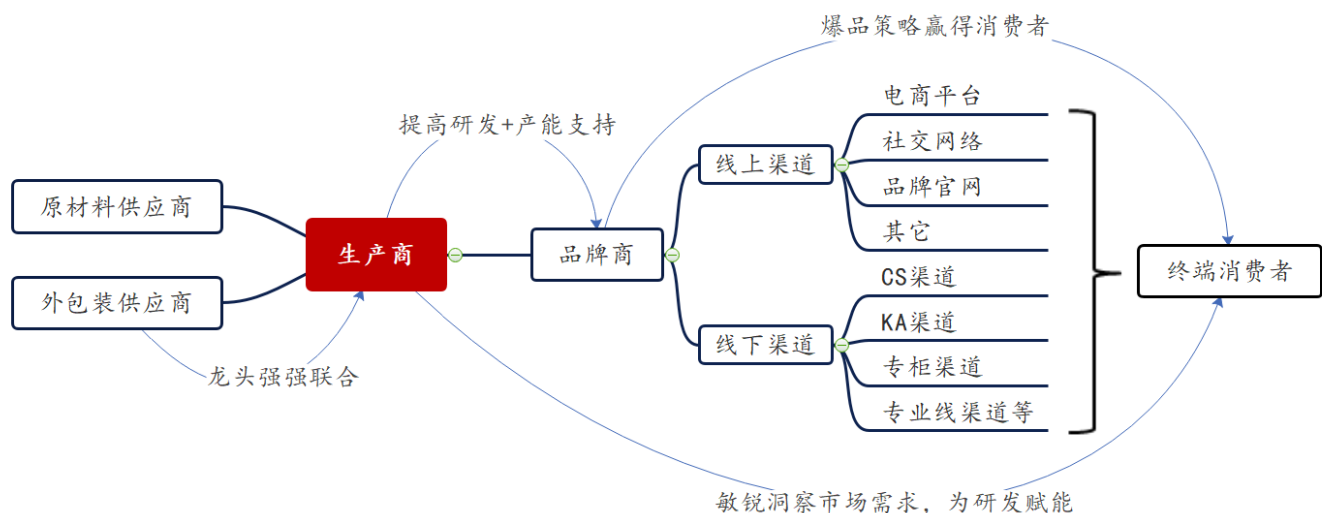
5.2. 生产：小厂与龙头强弱巨变，行业整合已加速，关注华熙、青松

原有趋势：化妆品生产的两大竞争路径分别是成本竞争和技术竞争，从以下两个视角都可以验证龙头原料商和代工商在两条路径上都更具优势。**原有趋势被强化：**疫情引发零售端下滑、原材料涨价甚至断供危机，风险承受力低的中小代工商、原料商将迎来大洗牌，行业整合加速，本土龙头原料商+龙头代工商强强联合，供应链稳定性优势凸显，

视角 1：新锐品牌强势崛起是化妆品市场最重要增量，新锐品牌表现出线上爆发力强、产品个性化突出等特点。线上快速放量的生产匹配（产能要求高）+创新能力（原料要求高）+个性化极致大单品打造（研发要求高），需要龙头原料商+龙头代工商共同合作才能匹配品牌需求。

新锐品牌通常以爆品策略崛起，爆品策略对上游供应链企业原料要求严+产能需求大+研发要求高，只有原料和代工龙头能承接品牌需求。1) 化妆品行业景气度提升新锐品牌崛起，新锐品牌在生产端布局较少。例如完美日记销售额近 40 亿元，并以约 8% 的市占率占据 2019 年天猫平台彩妆品类榜首；成立仅两年的花西子 2019 年销售额突破 10 亿元。新锐品牌通常集中资源于品牌营销环节，多数不具备充足产能设备和成本优势，且在研发端明显弱于上游供应链龙头。2) 爆款打造通常是成就品牌的核心路径。所谓爆品，即能在短时间内迅速走红、月销量数十万甚至上百万的极致大单品，其诞生的必要条件包括：研发端在产品功效、外观等卖点进行个性化赋能，使其具备走红特征；生产端以充足产能匹配黄金销售期，满足订单爆发式增长的供应。3) 只有龙头原料商能提供领先的原料技术和稳定的原料供应，然后匹配高产能、强研发的龙头代工商，从而为新锐品牌打造爆款。优质供应链龙头成为新锐品牌方背后的行业红利既得者。

图 30：上游供应链落实产品研发和生产



资料来源：公司公告，公司官网，浙商证券研究所

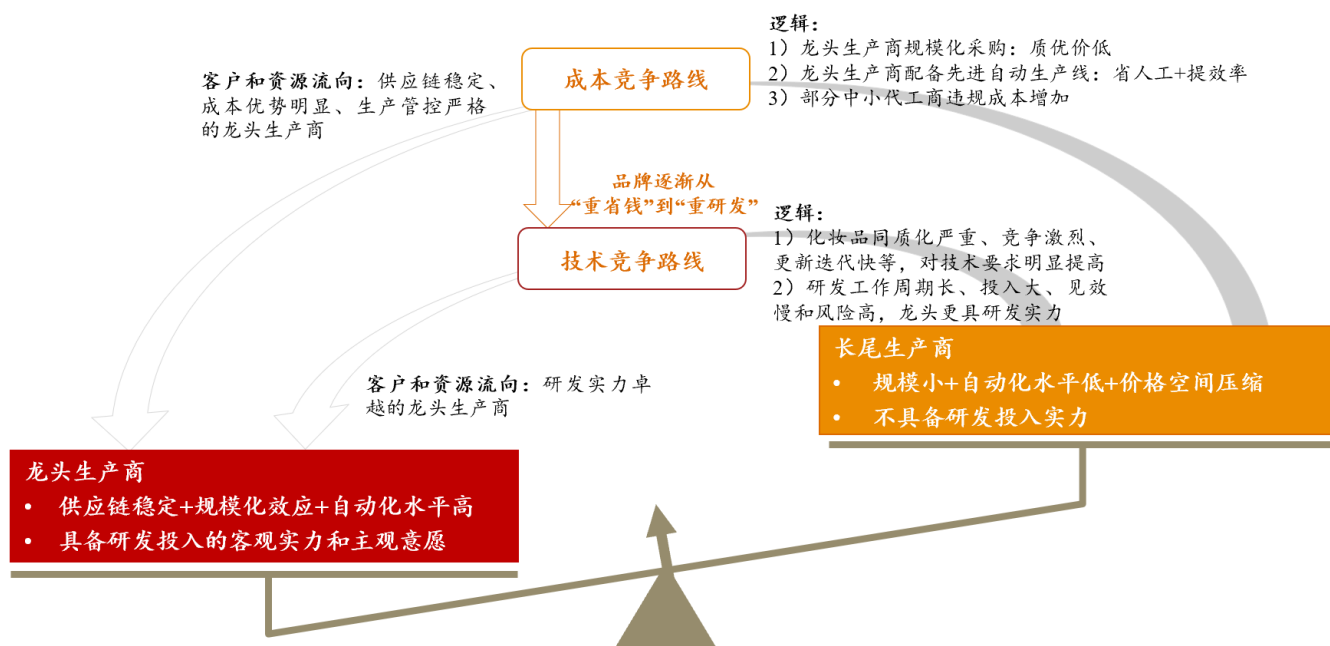
视角 2：中小规模原料商和代工商多通过低价竞争路径获得发展，缺乏研发布局的实力。随着行业门槛提高和需求变革，中小规模原料商和代工商的价格竞争空间被压缩，且行业正逐渐从成本竞争路径转为技术竞争路径，龙头企业具备成本和技术的双重优势，行业“大吃小”趋势下龙头市占率仍有提升空间。

规模采购+自动化水平高+违规成本增加，龙头企业更具备成本优势。1) 龙头代工会稳定合作国内外优质原料供应商，以大规模采购获得稳定且较低的成本优势。2) 龙头厂商积极提升生产线自动化水平，全自动生产线不仅提高产能，还能在相同产能下显著减少人工用量，提升劳动生产率。3) 部分中小规模厂商走低价竞争路线获得早期成长，而这部分低价优势通常是通过弱化污水管理、压缩合规成本等获得的，随着政府监管趋严，制造违规成本逐渐增加和行业门槛提高，这部分厂商价格竞争空间越来越小。

产品同质化严重+消费者品质要求提高，技术竞争路径越发重要。1) 化妆品行业产品同质化现象普遍、下游品牌竞争愈加激烈，只有技术赋能可以满足使得产品突破竞争红海。同时产品更新迭代加快，化妆品平均生命周期由 2-3 年缩短至 1 年甚至更短，以成分党为代表的消费者对产品功效、品质等要求提高，只有持续的技术升级改造才能满足市场需求。因此，近年来技术竞争路径愈加被重视，品牌方也愿意投入更高成本、使用更优质的原料和技术，以生产更满足消费者的产品。2) 化妆品行业对技术水平、研发投入、研发速度等要素要求较高，而研发项目本身是周期长、投入大、见效慢和风险高的工作。通常龙头企业拥有研发资金、人员和时间的多重沉淀，更具备卓越的研发实力。

趋势强化：疫情背景下，中小代工商挑战重重，ODM 龙头能以稳定供应链优势+安全生产+碎片化接单能力等承接新客户，并与本土龙头原材商强强联合。1) 供应链：欧洲是化妆品原料主要生产地之一，欧洲疫情爆发影响引发原料涨价甚至断供危机，风险承受力低的中小代工商将迎来大洗牌，同时为本土龙头原料商提供发展机遇。头部 ODM 和本土原料商建立长期合作关系，稳定原料供应及成本。2) 安全生产：疫情爆发后，全国多地对环境保护、安全生产的要求更加严格，具备严格生产管理体系的原料商和代工商受益，规范性不足的企业将被加速淘汰。3) 客户结构：部分中小规模厂商客户结构单一，可能仅主要依靠 1-2 个品牌获得成长，疫情对零售终端的冲击可能导致这类生产商订单量急剧下降，业绩寒冬或难以撑过，头部厂商可凭借碎片化接单能力，承接低谷期或被淘汰企业的客户资源和流量。

图 31：龙头企业在成本竞争和技术竞争路径上均优势均凸显



资料来源：公司公告，公司官网，浙商证券研究所

长期看好产能和研发壁垒坚实的供应链龙头，推荐华熙生物和青松股份。

建议关注华熙生物：以 36% 市占率稳居全球透明质酸原料龙头，向下游延伸构建全产业链。凭借微生物发酵、交联两大科技平台，实现了四大技术突破，并逐步将产品类型由透明质酸原料延伸至多种生物活性物质、医疗终端产品和功能性护肤品，覆盖了透明质酸原料至相关终端产品的完整产业链。**未来化妆品看点：**消费者愈加关注功效性护肤，护肤产品主打成分牌。公司依托现有透明质酸研发体系，以精简配方、活性成分含量高、功效针对性强为研发导向，开发了一系列针对敏感皮肤、皮肤屏障受损、面部红血丝、痤疮等皮肤问题的功能性护肤品，打造润百颜、BIO-MESO、丝丽等多个自有品牌，带动功能性护肤品业绩高速增长，其中次抛原液持续表现最出色。

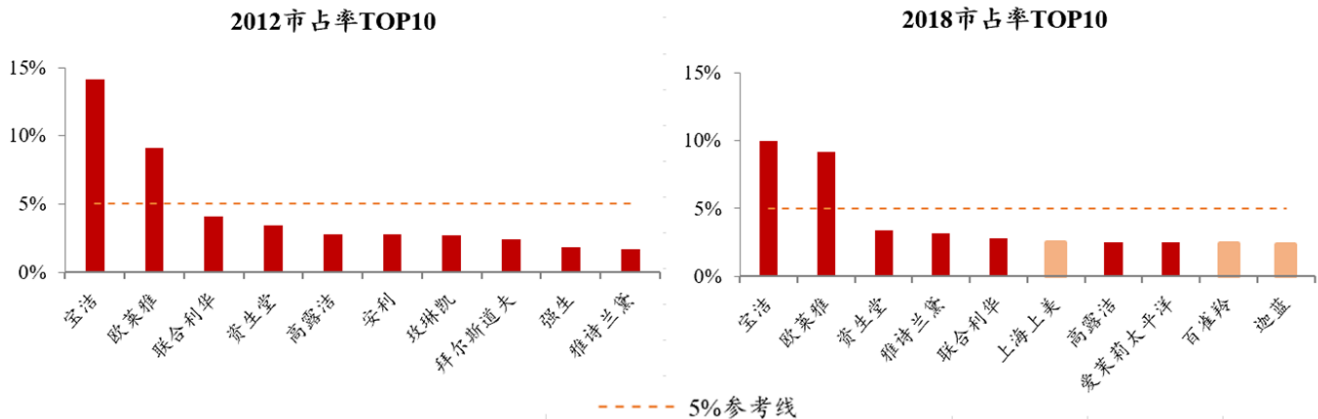
建议关注青松股份：子公司诺斯贝尔是美妆淘金热中的“送水人”龙头，完美日记、资生堂等爆款产品提供商，高产能+强研发构建强大壁垒，成本低效率高，高度契合下游品牌新打法。1) 产能：诺斯贝尔拥有超 5 万 m² 的 GMP 标准厂房和百余条生产线，面膜日产能 650 万片以上、护肤日产能 128 万瓶、湿巾日产能 4000 万片，其中面膜产能全球第一，多年供应链打磨带来极致成本优势；2) 研发：超 3% 研发费用率+超 200 人专业研发团队+41 项专利+国内外研究机构，多项黑科技实现与品牌端的互为成就。受益消毒杀菌产品热卖、新品类扩张和上游整合，预计未来三年 20%+ 增长，有望估值利润双升。

5.3. 品牌：外资与本土强弱转换，国货不改高成长，关注珀莱雅、丸美、御家汇

原有趋势：国货市占率逐渐提升，其驱动因素包括“加强品牌力建设+重塑渠道结构布局+拓展精细护肤和彩妆热点品类”等。**原有趋势被强化：**疫情加速国际品牌与国货品牌强弱关系转换，国货品牌市占率再提升。**结论：**在品牌力、渠道、品类等方面表现突出的国货品牌，疫情中经营决策恢复更快、线上爆发力更强，将获得较为理想的业绩增速，推荐珀莱雅、丸美股份、御家汇。

国货崛起趋势锐不可当，外资美妆集团市占率呈分化趋势。中国化妆品行业经历“外资品牌主导→经典国货复苏→新锐品牌爆发”路径，多轮迭代更新后外资品牌市占率逐渐分化，且分化趋势将延续，国货崛起。1) 2010 年前后：线下渠道为王，外资地位强势，国货避其锋芒。根据 Euromonitor 数据（公司层面数据，如欧莱雅指的是包含多个品牌在内的集团公司，下同），2012 年中国化妆品市场市占率 TOP10 均为国际品牌，且除宝洁（14%）和欧莱雅（9%）两大美妆日化巨头外，市占率均低于 5%。2) 2016 年前后：国货崛起，外资仍明显领先。小红书、抖音等新社交媒体开启品牌私域流量运营时代，触发化妆品品牌格局颠覆性洗牌。根据 Euromonitor 数据，2018 年中国化妆品市场市占率 TOP10 有 3 家国货跻身，宝洁等国际集团市占率明显降低，除宝洁（10%）和欧莱雅（9%）外市占率均低于 4%。3) 如今：电商平台助力经典国货转型和新锐国货崛起。经典国货的电商转型意愿强烈，完美日记、HFP 等新锐品牌凭借庞大的 90 后、95 后消费群体占据一席之地。2019 年，天猫平台销售数据显示（品牌层面），国际品牌市占率普遍低于 4%，彩妆品类国货品牌较为强势，护肤品类国货品牌略弱于国际品牌，但差距缩小明显。

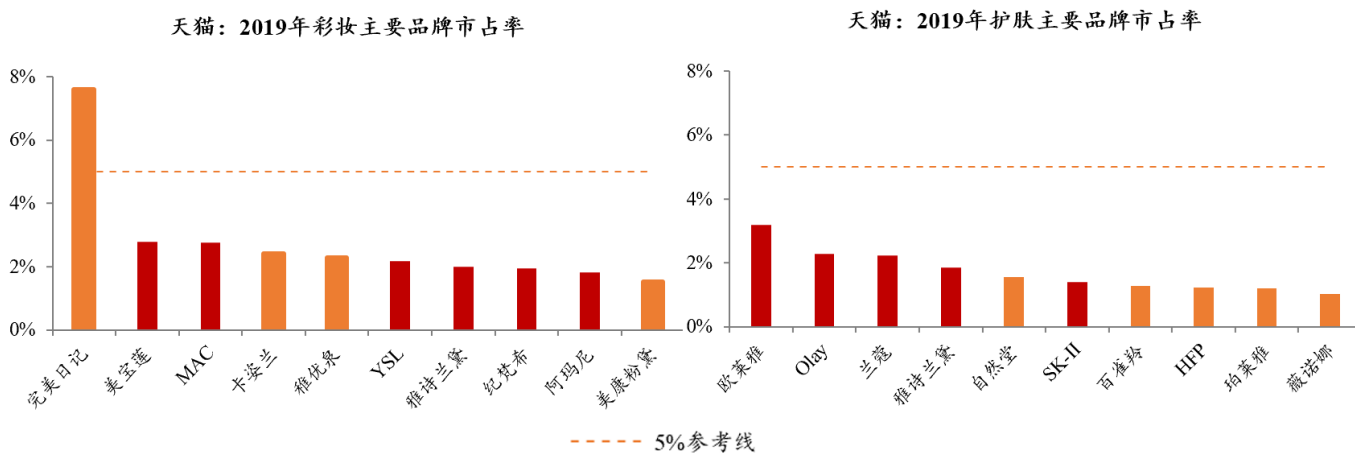
图 32：公司层面，12-18 年下游品牌公司市占率呈分化趋势，国货崛起竞争日益激烈



资料来源：Euromonitor，浙商证券研究所

注：红色为外资公司，黄色为中国公司。

图 33：品牌层面，天猫平台品牌市占率较为分化，绝大多数品牌市占率低于 4%



资料来源：Euromonitor，浙商证券研究所

注：天猫平台数据仅列示持续跟踪的部分主要品牌，上述 10 个品牌并非市占率 TOP10；红色为国际品牌，黄色为国货品牌。

趋势强化：线上渠道作为最重要渠道增量，疫情加速国货品牌与国际品牌强弱关系转换。 1) 国货反弱为强：目前中国疫情已经得到基本控制，国货化妆品品牌受冲击时间较短，恢复力更强。而国际品牌受疫情冲击持续时间可能更长，从上到下的跨国决策机制导致反应滞后。因此，此次疫情将加速国货反弱为强，2) 线上渠道国货品牌优势凸显：中国化妆品线上销售市场依然坚挺，且疫情期间国货市占率显著提升。天猫平台统计口径数据显示，2019 年 4 月护肤品类同比增长 21%，彩妆品类同比增长 16%，其中主打敏感肌适用的国货护肤品牌市占率显著提升，新锐品牌稳占据彩妆品类 TOP3，受疫情爆发影响，欧莱雅集团、雅诗兰黛集团等旗下品牌市占率明显下滑且幅度较大。

表 19：天猫渠道，护肤国货品牌反弱为强并进入 TO5，国际品牌市占率普遍下滑

护肤品牌市占率	2019.9	2019.10	2019.11	2019.12	2020.1	2020.2	2020.3	2020.4
l'oreal /欧莱雅	2.2%	1.4%	5.2%	2.5%	5.1%	2.7%	3.5%	2.5%
sk-ii	1.0%	0.4%	2.5%	1.3%	2.2%	1.4%	1.8%	1.6%
一叶子	0.7%	0.5%	0.6%	0.6%	0.5%	1.6%	0.7%	1.6%
dr.yu/玉泽	0.1%	0.1%	0.5%	0.8%	0.7%	0.7%	0.8%	1.5%
winona/薇诺娜	0.7%	0.3%	1.9%	1.0%	0.9%	0.7%	1.0%	1.4%
chando/自然堂	1.1%	0.9%	2.5%	1.4%	1.5%	1.2%	1.8%	1.4%
olay/玉兰油	1.0%	0.4%	4.7%	1.4%	2.3%	2.1%	1.9%	1.2%
la mer/海蓝之谜	0.5%	0.2%	1.0%	1.0%	1.3%	0.7%	1.0%	1.1%
proya/珀莱雅	1.2%	0.8%	1.2%	1.2%	0.8%	0.7%	1.1%	1.1%
Homefacialpro	1.0%	0.7%	1.6%	1.4%	1.8%	1.4%	1.6%	1.1%
Wis	1.2%	1.2%	1.1%	1.0%	1.0%	1.1%	0.9%	0.9%
marubi/丸美	0.8%	0.7%	0.8%	1.1%	1.2%	0.7%	0.6%	0.9%
pechoin/百雀羚	0.8%	0.6%	2.3%	1.2%	1.4%	0.8%	0.9%	0.7%
estee lauder/雅诗兰黛	0.9%	0.3%	4.6%	0.9%	2.0%	1.0%	2.0%	0.6%
kiehl's/科颜氏	0.5%	0.4%	1.0%	0.4%	1.2%	0.9%	0.8%	0.4%
lancome/兰蔻	1.2%	0.4%	4.4%	1.4%	2.7%	2.1%	2.4%	0.3%
skinceuticals/修丽可	0.5%	0.1%	1.4%	0.2%	1.0%	1.6%	0.8%	0.2%

资料来源：淘数据，浙商证券研究所

注：浅黄色为本土品牌；深黄色为国际品牌

表 20：天猫渠道，彩妆国货品牌稳占据 TO3，国际品牌大牌市占率普遍下滑

彩妆品牌市占率	2019.9	2019.10	2019.11	2019.12	2020.1	2020.2	2020.3	2020.4
perfect diary/完美日记	9.9%	4.6%	8.3%	8.4%	8.1%	7.2%	8.0%	5.9%
花西子	5.0%	5.6%	4.4%	4.9%	5.9%	5.9%	4.5%	4.1%
color key	1.2%	1.9%	1.2%	1.5%	1.6%	2.7%	1.7%	2.2%
geoskincare/纽西之谜	0.7%	0.7%	0.8%	1.8%	1.8%	2.4%	1.5%	2.2%
maybelline/美宝莲	3.1%	1.3%	4.1%	1.8%	2.2%	1.4%	2.1%	1.9%
carslan/卡姿兰	2.5%	2.7%	2.1%	2.3%	2.1%	1.3%	1.2%	1.8%
小奥汀	0.2%	0.3%	0.1%	0.4%	0.7%	1.1%	0.9%	1.6%
3ce/三熹玉	1.1%	0.6%	2.5%	0.3%	1.1%	2.0%	2.4%	1.3%
chioture 稚优泉	2.7%	1.6%	1.9%	2.1%	2.1%	2.2%	1.5%	1.3%
健美创研	1.4%	1.7%	0.6%	1.0%	0.8%	1.1%	1.0%	1.2%
judydoll/橘朵	1.2%	1.1%	1.1%	1.3%	1.4%	1.2%	1.2%	1.1%
marie dalgar/玛丽黛佳	0.7%	0.9%	0.8%	0.7%	0.7%	0.6%	0.8%	1.1%
dior/迪奥	1.3%	1.9%	1.1%	2.1%	1.4%	1.6%	1.0%	0.9%
red earth/红地球	0.9%	0.4%	1.7%	1.0%	1.2%	1.7%	1.6%	0.8%
givenchy/纪梵希	1.4%	1.0%	2.6%	2.0%	1.8%	3.4%	1.1%	0.8%
giorgio armani/阿玛尼	1.8%	1.4%	2.6%	1.0%	2.0%	3.9%	2.4%	0.4%
estee lauder/雅诗兰黛	1.7%	0.9%	3.8%	1.2%	1.8%	0.8%	2.7%	0.4%
ysl/圣罗兰	2.1%	1.3%	2.2%	2.0%	2.3%	4.2%	2.4%	0.3%
香奈儿	1.1%	1.7%	0.7%	1.8%	2.0%	1.7%	1.1%	0.3%
lancome/兰蔻	1.3%	0.6%	2.6%	1.1%	1.1%	1.3%	1.0%	0.2%
mac/魅可	2.8%	2.3%	4.0%	3.8%	3.0%	2.7%	1.2%	0.2%

资料来源：淘数据，浙商证券研究所

注：浅黄色为本土品牌；深黄色为国际品牌

长期看好新媒体爆发力强和未来具备多品牌运营能力的国货龙头，推荐珀莱雅、丸美股份和御家汇。

建议关注珀莱雅：“欧莱雅”式美妆集团，明星产品+爆品机制成熟。短期明确爆破卡位策略，双抗精华液和红宝石精华液开启中高端大单品之路，公司以较强电商爆发力和卓越研发创造力推动业绩高增速；长期积极拥抱 CVC 进行产业生态投资，向上游制造和下游营销积极延伸，同时投资孵化跨境品牌打造大美妆生态圈，目前收入规模仅欧莱雅的 1.5%，资生堂的 5%，成长之路刚刚起步。

建议关注丸美股份：卡位高毛利率的中高端眼部护理，三大品牌差异化覆盖护肤和彩妆领域。主品牌中高端抗衰的品牌形象深入人心，合作新 TP 壹网壹创+推出极致大单品小红笔眼霜发力电商，线下日系高端线 MARUBI TOKYO 高端化升级顺利，重塑渠道体系打开新增长点。同时第二梯队品牌以较强创新力逐渐放量，未来成长性值得期待。

建议关注御家汇：以面膜品类起家的淘系王者，依托淘宝电商流量迅速崛起。随着传统电商红利见顶，自有品牌积极调整迎合时代潮流，新发力品牌代理业务华丽转型品牌服务商，有望迎来业绩拐点。1) 主品牌拓渠道进展顺利：御泥坊强化渠道布局能力，19 年屈臣氏渠道销售额同比增长 155%，入驻兴盛优选、未来集市等社区渠道，增强流量整合能力。2) 第二梯队品牌精准定位细分市场积极拓品类：御 MEN 和师夷家锁定男士护肤，小迷糊增添彩妆、局部护理等产品并精准触达校园市场，薇风 19 年销售同比增长 84% 成为云集护肤头部品牌，推出功效修护品牌 HPH 迎合轻医美热点。3) 代理国际品牌丰富矩阵：设立品牌运营子公司水羊国际，为全球优秀品牌提供中国市场的全套解决方案，发展态势良好。

5.4. 化妆品行业重要公司估值表

表 21：化妆品行业重要公司估值表

2020/5/29	证券代码	公司简称	市值 (亿元)	EPS			PE		
				20E	21E	22E	20E	21E	22E
上游	300132.SZ	青松股份	94	1.14	1.39	1.57	16	13	12
	688363.SH	华熙生物	541	1.55	2.08	2.68	73	54	42
中游	603605.SH	珀莱雅	322	2.53	3.22	4.02	63	50	40
	603983.SH	丸美股份	347	1.44	1.65	1.90	60	52	46
	600315.SH	上海家化	259	0.75	0.89	1.00	51	44	39
	300740.SZ	御家汇	57	0.14	0.21	0.29	97	67	48
下游	600009.SH	上海机场	1,395	1.34	2.99	3.54	54	24	20
	601888.SH	中国国旅	1,976	1.44	2.94	3.59	70	34	28
	300792.SZ	壹网壹创	281	2.22	3.13	4.19	88	62	46

资料来源：Wind，浙商证券研究所

注：青松股份、珀莱雅和丸美股份 EPS 来自浙商证券研究所预测，其余来自 Wind 一致预测。

6. 风险提示

行业端：化妆品社零增速持续放缓，下游需求发生较大变化，线下渠道恢复缓慢等。

公司端：渠道、品类等拓展不及预期；核心战略失误；公司主要人才流失等。

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区深南大道 2008 号凤凰大厦 2 栋 21E02

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：http://research.stocke.com.cn