化妆品本土化迎来春天，看好面膜产业链

东方证券 ORIENT SECURITIES

核心观点

- **我国“化妆品人口”不断扩容，年轻消费群体对高性价比的国产品牌接受度高，化妆品本土化有望迎来春天。**随着城市化、收入水平提升以及消费者教育日趋成熟，预计化妆品市场规模将从 2017 年的 3616 亿元增长至 2022 年的 5352 亿元，年均增幅约为 8.16%。近年，95/00 后年轻群体进入高校和社会，其对化妆品的需求增加，且相较于其他年龄层而言具备三大特点：1）热衷网购，需求多变，品牌选择多元化，高端和平价品牌分布均衡；2）在内外文化激荡中长大，对中华文化自信心增强；3）养成式追星文化盛行，喜欢尝试网红产品和新品。**我们认为，人口结构的变化、消费升级、护理和美妆习惯的养成都将是未来中国化妆品市场容量的核心因素。**整体而言，国产平价化妆品牌基于高性价比和精准营销，更有望受 95/00 后认可。
- **95 后的化妆品消费升级主要体现在三方面：1）化妆品渗透率的提升；2）人均年消费金额的提升以及超前消费比例的增加；3）消费观念的演进，极致追求性价比。**
- **参考日韩的产业历史经验，本土化妆品消费或迎来新增长。**二战后，日本商家将西方美容的理念传递给本土消费者，不断推出新产品且运用创新的技术，发展适合日本消费者的个性化的化妆品，同时通过促销和分销策略来拓展市场。从 2000 年左右开始，日本本土公司通过大规模的外延并购来扩张产品线、整合渠道、开拓市场。而韩国的化妆品行业起步较晚，从 21 世纪初开始，借势“韩流文化”，实现销量大增。以龙头公司爱茉莉太平洋为例，其旗下的 IOPE、兰芝、韩律等品牌由于独家赞助热播韩剧而大卖。

投资建议与投资标的

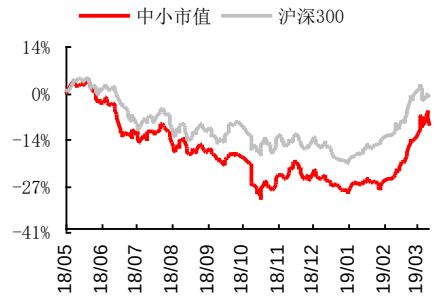
- **从细分领域来看，我们最看好国产的面膜产业链，原因有三：品类新颖创新空间大（易出爆款）、研发壁垒较低而生产壁垒高、效果直接更受年轻人欢迎。**
- **相关标的方面，建议关注御家汇(300740，未评级)、青松股份(300132，未评级)、珀莱雅(603605，买入)、诺邦股份(603238，未评级)和已申报科创板上市的华熙生物(A19080，未评级)。**其中，**御家汇(300740，未评级)**主要通过电商渠道销售御泥坊等自有品牌的护肤品和彩妆，并逐步完善品牌的多元化以及产品的研发生产环节。青松股份(300132，未评级)主营松节油深加工系列产品，2019 年初通过收购诺斯贝尔 90%股权进军化妆品行业。诺斯贝尔是国内最大的化妆品 ODM 企业。珀莱雅(603605，买入)是国内化妆品自主品牌龙头，具备较高知名度与多渠道运营能力，后期有望通过多品牌多品类拓展持续提升市占率。诺邦股份(603238，未评级)主要从事差异化的水刺非织造材料的研发和生产，而面膜纸作为公司新品的主要类别，有望伴随面膜行业的高景气实现快速发展。华熙生物(A19080，未评级)主营透明质酸产品，其研发和生产的涂抹式玻尿酸和贴式面膜等护肤产品近年保持较快增长。

风险提示

- 行业竞争加剧、业绩不达预期、行业整合风险。

行业评级	**看好** 中性 看淡 **（维持）**
国家/地区	中国/A 股
行业	中小市值
报告发布日期	2019 年 04 月 30 日

行业表现



资料来源：WIND

证券分析师

何婧雯
021-63325888-6090
hejingwen@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860517020002

陈宇哲
021-63325888*3139
chenyuzhe@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860516120001

竺劲
021-63325888*6084
zhujing1@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860514060003

相关报告

东方中小盘周报：氢能源燃料电池热度不减，中共中央召开政治局会议	2019-04-21
东方中小盘周报：一季度社融数据超预期，建议持续关注长三角一体化	2019-04-14
东方中小盘周报：4 月首周迎来开门红，积极关注周期及长三角一体化	2019-04-07

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。
东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

每日免费获取报告

1、每日微信群内分享8+最新重磅报告；

2、每日分享当日华尔街日报、金融时报；

3、每周分享经济学人

4、行研报告均为公开版，权利归原作者所有，小马财经仅分发做内部学习。

扫一扫二维码

关注公众号

回复：研究报告

加入“小马财经”微信群。

目 录

1. 基于年轻人的消费升级，本土品牌将迎来一波新的增长和投资机会 5
1.1 我国化妆品的人均消费额增长潜力较大 5
1.2 低龄化趋势明显，95 后即将接棒成为消费主力军 6
1.3 参考日韩的产业历史经验，本土化妆品消费或迎来新增长 7
2. 行业格局分散，国产品牌的市占率仍待提升 10
3. 渠道为王，新营销为国货助力 11
3.1 销售费用率高，电商渠道增速明显 11
3.2 种草社区兴起，小成本推出爆款成为可能 13
4. 看好面膜产业链，关注青松股份、御家汇、珀莱雅和华熙生物等标的 ... 16
4.1 探究面膜市场的国货崛起之路 16
4.2 御家汇：面膜领域垂直细分龙头，专业化催生细分品类 18
4.3 青松股份：樟脑行业寡头，收购诺斯贝尔进军化妆品 ODM 行业 20
4.4 珀莱雅：化妆品本土自主品牌龙头，电商渠道高增长 22
4.5 诺邦股份：水刺非织造材料龙头，面膜纸和湿巾产品实现较快增长 24
4.6 华熙生物：透明质酸龙头，看好涂抹式玻尿酸和贴式面膜等护肤产品的增长潜力 26
5. 风险提示 30

图表目录

图 1：2017 年各国人均化妆品消费金额（美元/年）.....5
图 2：我国化妆品和个人洗护行业市场规模（亿元）.....5
图 3：全球主要国家化妆品市场规模占比和增速.....5
图 4：2019-2022 年我国化妆品市场的核心消费人口占比情况.....6
图 5：各年龄段化妆品消费特征.....7
图 6：2017 年日本化妆品行业渠道分布.....8
图 7：2017 年度资生堂各类产品的销售额占比.....8
图 8：资生堂 2015-2017 年各销售渠道占比.....8
图 9：韩国化妆品龙头企业爱茉莉太平洋的代言人举例.....9
图 10：爱茉莉太平洋的营收增长情况.....9
图 11：爱茉莉太平洋旗下品牌展示.....9
图 12：2017 年我国化妆品市占率 TOP10.....10
图 13：2017 年我国化妆品消费人群的年龄分布.....10
图 14：各行业销售费用率比较（%）.....11
图 15：各化妆品上市公司的销售费用率比较.....11
图 16：我国化妆品行业销售渠道分布.....12
图 17：国内化妆品公司主要的营销模式.....12
图 18：2017 年世界各国电商渗透率.....12
图 19：御家汇宣传推广服务费的金额构成.....13
图 20：我国化妆品网购交易规模.....14
图 21：社交电商的购买转化率.....14
图 22：各品牌专利数（2017 年数据）.....15
图 23：御家汇的研发费用及占比（单位：百万元）.....15
图 24：国产化妆品融入传统文化元素.....15
图 25：我国面膜行业市场规模(亿元）.....16
图 26：全球面膜行业市场格局.....16
图 27：各品牌在国内的市占率.....17
图 28：各品牌面膜单价比较.....17
图 29：面膜产业链一览.....18
图 30：面膜产业链各个公司的应收账款周转率比较（2017）.....18
图 31：公司拥有的主要自主品牌.....18
图 32：公司实控人为戴跃峰，其余股权分散在核心员工和机构投资人之间.....19
图 33：公司各业务销售收入（单位：亿元）.....20
图 34：2017 年公司各品牌业务收入情况（单位：亿元）.....20

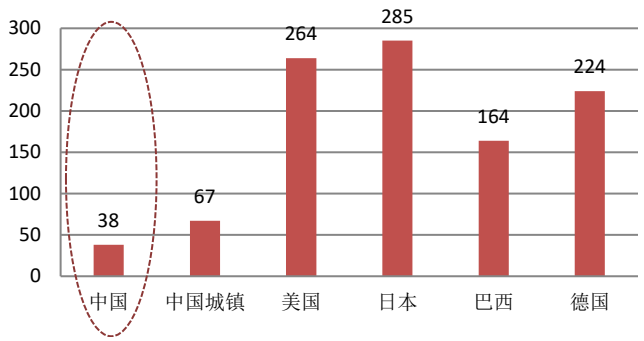
图 35：诺斯贝尔的营收构成（单位：百万元）.....21
图 36：诺斯贝尔的营收规模及增速（单位：百万元）.....21
图 37：公司分品类的产销情况.....21
图 38：大客户主要为屈臣氏、伽蓝、韩后和御家汇等，销售额较稳定（单位：万元）.....22
图 39：珀莱雅 2018 年旗下品牌与定位.....22
图 40：2018 营业收入按渠道拆分.....24
图 41：2018 年营业收入按品牌拆分.....24
图 42：诺邦股份主要产品及用途.....25
图 43：诺邦多层锁液面膜材料.....25
图 44：2018 年营业总收入拆分.....26
图 45：2018 年毛利拆分.....26
图 46：全球医疗美容渗透率.....27
图 47：中国医疗美容行业市场规模（单位：亿元）.....27
图 48：华熙生物两大平台及其产品.....28
图 49：公司主营业务收入（单位：万元）.....28
图 50：2018 年公司主营业务收入构成情况.....28
图 51：华熙生物公司产品产量及销量.....29
图 52：华熙生物与故宫合作口红.....29

1. 基于年轻人的消费升级，本土品牌将迎来一波新的增长和投资机会

1.1 我国化妆品的人均消费额增长潜力较大

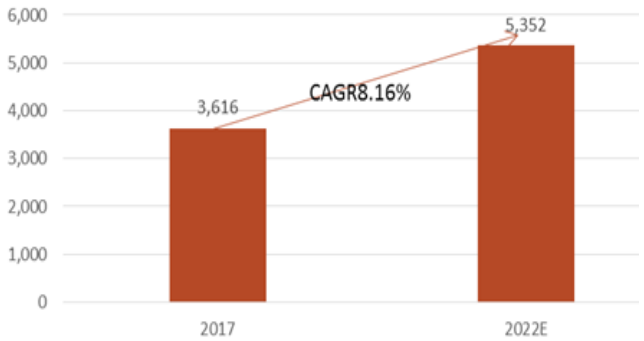
相较发达国家，我国化妆品人均消费增长潜力大。伴随我国经济的不断发展，居民收入水平的不断提高，在欧美及日韩大牌化妆品公司对中国市场的开拓下，国内消费者的化妆品消费理念逐步增强。大众对于化妆品的认知已经不再陌生，化妆品逐步成为人们日常生活的必需品。在此背景下，国内化妆品市场规模迅速扩大，年轻消费群体成为这个市场中的主流受众，同时伴随这部分群体收入的不断提升，消费能力也同步加强，国内化妆品未来前景十分广阔。数据显示，2017 年中国人均化妆品消费金额仅 38 美元，对比美国人均化妆品消费 264 美元和日本人均化妆品消费 285 美元，仍有五倍以上的发展空间。

图 1：2017 年各国人均化妆品消费金额（美元/年）



资料来源：Euromonitor、国家产业信息网，东方证券研究所

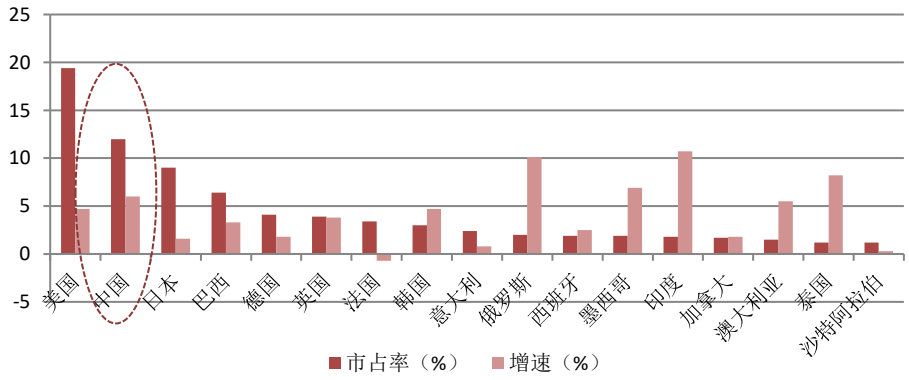
图 2：我国化妆品和个人洗护行业市场规模（亿元）



资料来源：Euromonitor，东方证券研究所

Euromonitor 数据显示，2017 年中国化妆品和个人洗护行业市场规模为 3616 亿元，同比增长 9.6%，预计到 2022 年市场规模将达到 5352 亿元，年均复合增长率接近 10%。中国整体化妆品及个人洗护行业增速高于美国、英国和日本等发达国家。

图 3：全球主要国家化妆品市场规模占比和增速



资料来源：韩国化妆品工业协会，东方证券研究所

从化妆品的核心消费人群来看，全球著名化妆品跨国企业日本资生堂在中国提出核心"化妆品人口"概念，即按照以下标准来定义：1）居住在城镇；2）年龄大于 20 岁的女性；3）年收入不低于 30000 元人民币。根据该公司的统计，国内的核心"化妆品人口"数量从 2005 年的 2200 万人已增长到 2010 年的 1 亿人，同时预计 2020 年将达到 4 亿人。

人均化妆品消费支出方面，根据中国报告网的统计，我国人均化妆品消费支出从 2011 年 27.81 美元逐渐增长到 2014 年的 35.04 美元，我们假设未来四年化妆品人均消费将继续保持 8%的增速，则人均化妆品消费将由 2018 年的 293 元增长至 2022 年的 399 元。

图 4：2019-2022 年我国化妆品市场的核心消费人口占比情况

年份	总人口（万人）	其中：化妆品核心人口（万人）	占总人口比重	人均化妆品消费（元/年）	化妆品及个人洗护行业市场总规模（亿元）
2017	139008	26390	**18.98%**	271	3616
2018	139698	30314	**21.70%**	293	3911
2019E	140339	34822	**24.81%**	317	4230
2020E	140929	40000	**28.38%**	342	4575
2021E	141465	45948	**32.48%**	369	4948
2022E	141946	52781	**37.18%**	399	5352

注：我们将化妆品核心人口定义为 15-59 岁城镇女性人口；2019-2022 年为预测值。

资料来源：wind，Statista, Euromonitor，东方证券研究所测算

1.2 低龄化趋势明显，95 后即将接棒成为消费主力军

美妆产品在多年龄层级渗透，低龄化趋势明显，90 后和 95 后成为消费主力军。根据唯品会的数据显示， 2018 年在美妆的消费上 70 后的增长率为 55%， 80 后的增长率是 90%，90 后的增幅为 202%，95 后的增长率更是高达 347%。**美妆在学生族的渗透率甚至可以高于上班族。**京东数据院统计发现，2017 年大学生用于香水美妆的平均消费额高于白领 10%。以口红消费为例，在艾瑞咨询的调查中，44.8%受访的 95 后女生有每天抹口红的习惯，较其他年龄段高 13.8 个百分点；近 5 成受访 95 后随身携带口红，超过 20%的受访 95 后拥有 5 支以上的口红。另外，根据唯品会大数据，95 后用户中购买美妆的人群比例超出其他年龄段。

低龄消费者的消费意识超前，且对分期付款的接受程度高，在颜值经济盛行的环境下，其购买化妆品更趋于"一步到位"且"一应俱全"。伴随着消费升级，经济压力较轻的 95 后拥有超前的消费意识和较高的消费偏好。据艾瑞咨询统计，2018 年 95 后月均支出 2649 元人民币，95 后唯品会用户分期购买金额的比例是整体用户比例的 1.8 倍，偏好分期购买，超前消费。

图 5：各年龄段化妆品消费特征

年龄段	15-18岁	19-25岁	26-35岁	36-45岁
特征	高端品牌和平价品牌分布均衡	明显的进阶过程，出现国际化趋势	注重性价比	进口商品比例增加
偏好品牌	YVES SAINT LAURENT BEAUTE innisfree MARIE DALGAR	DIOR FANCL 御泥坊	SK-II OLAY 无惧年龄 KanS 韩束	ESTÉE LAUDER 雅诗兰黛 GUCCI DIOR

资料来源：京东&南都传媒《2017 美妆消费报告》、艾瑞咨询、东方证券研究所

结合艾瑞咨询的研究，我们总结认为，95 后消费者可能具备以下特征：

1） 诞生于互联网时代，**电商平台使用粘度高**。逾 6 成 95 后每天至少看一次电商网站，约 10%每天下单，喜欢淘货的的 95 后对淘宝的偏爱度高于其他群体。

2） 在内外文化激荡中长大，对**中华文化自信心增强**。

3） 需求多变，喜欢尝试**网红产品**和新品。

4） **养成式追星文化**盛行。2018 年中国 95 后一年为爱豆花的钱约 1429 元，有 26%的 95 后会选择买**爱豆代言的商品**。

5） 品牌选择多元化。95 后美妆偏好品牌中，**高端品牌和平价品牌分布均衡**，单从口红品牌来看，既有高端品牌 YSL，也有国货品牌玛丽黛佳。

基于以上特点，我们认为化妆品牌可尝试的营销手段包括：**着力电商平台以及新兴社交电商、种草社区；产品融入中国元素增强文化共鸣感；借助“鲜肉”明星、网红进行营销等。**

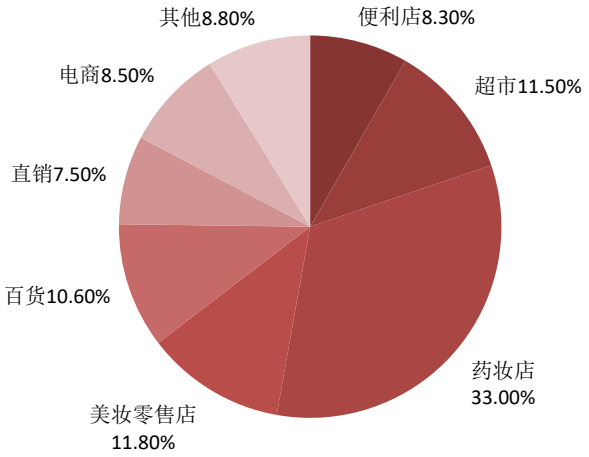
1.3 参考日韩的产业历史经验，本土化妆品消费或迎来新增长

二战后的二十世纪五十年代，日本化妆品品牌开始飞速发展。日本商家将西方美容的理念传递给本土消费者，紧跟潮流不断推出新产品，运用创新的技术，发展个性化的化妆品。日本的品牌商们投入巨资在研发上，打造高端产品，注重自身培育，具有强大的自有品牌创造能力，重视服务和会员管理，经过时间的沉淀，本土用户的忠诚度发展到较高水平。**日本化妆品商家学习美国式的营销，广告在日本盛行，通过促销和分销策略来拓展市场。**

从 2000 年左右开始，日本本土公司在积累了一定实力后，通过大规模的外延并购来扩张产品线、整合渠道、开拓市场，实现本土品牌崛起。如 2010-2016 年资生堂先后收购美国自然彩妆品牌 Bare Escentuals、高端彩妆品牌 Laura Mercier 和高端护肤品牌 ReVive；花王收购了英国高档沐浴品

牌 Molton Brown。**经过这一阶段后，日本化妆品市场格局开始稳定。**基于我国化妆品市场的本土品牌竞争格局较分散的现状，本土公司或许可以通过品牌集团化等方式进一步扩大市场占有率。

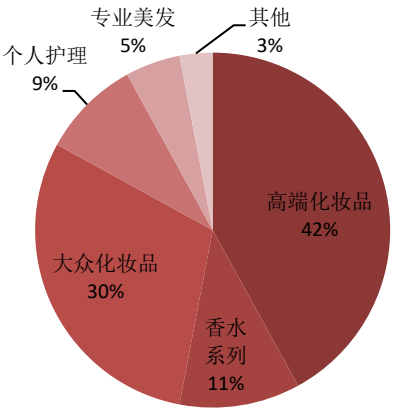
图 6：2017 年日本化妆品行业渠道分布



资料来源：Euromonitor、东方证券研究所

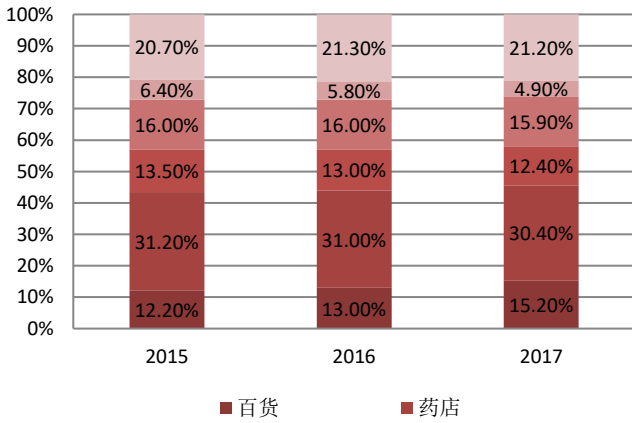
资生堂是日本化妆品行业的绝对龙头，其以高端化妆品为产品矩阵核心，与大众化妆品共为营收增长主力。公司旗下品牌涵盖高端化妆品、大众化妆品、香水、个人护理、专业美发沙龙用品、健康护理六大系列。 其中，高端化妆品包括彩妆、护肤品牌 CPB（肌肤之钥）、 bareminerals、茵芙纱、 Shiseido；化妆品+个护全系列品牌 benefique、蒂思岚等。从 2014 年到 2017 年的营业收入构成变化情况来看，高端和大众化妆品互为资生堂的营收增长主力，且占比有继续提升的趋势。

图 7：2017 年度资生堂各类产品的销售额占比



资料来源：资生堂年报，东方证券研究所

图 8：资生堂 2015-2017 年各销售渠道占比



资料来源：wind，东方证券研究所

对于不同的品牌定位，资生堂对于销售渠道的侧重点不同。资生堂集团旗下各品牌产品销售渠道主要有**百货商店、药店、其他大型零售商、电商、直销五大类**。其中以线下渠道为主，药妆店为主要

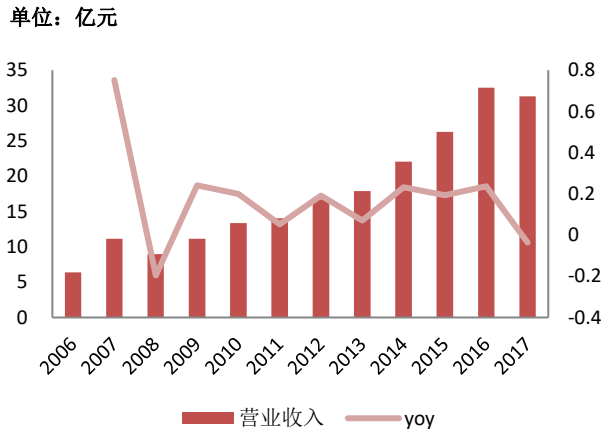
销售渠道，其次为百货和其他大型零售商。分品牌来看，高端系列 SHISEIDO、CPB、 IPSA 等品牌选择城市中的豪华地段，以商超、专营店为主要销售渠道；大众系列安热沙、欧珀莱、雅漾等在遍布日本的药妆店等渠道铺货能力强大。

图 9：韩国化妆品龙头企业爱茉莉太平洋的代言人举例

资料来源：公开信息、东方证券研究所

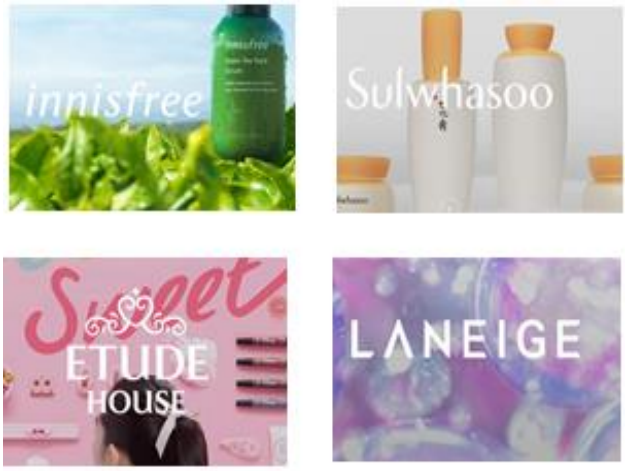
而韩国的化妆品行业起步较晚，借势“韩流文化”，实现销量大增。21 世纪初开始，以韩剧为中心的韩流文化开始兴盛，韩妆开始席卷全球。2013 年大热韩剧《来自星星的你》播出引起新一波韩妆热潮，以龙头公司爱茉莉太平洋为例，其旗下的 IOPE、兰芝、韩律等品牌由于独家赞助热播韩剧而大卖，2014 年爱茉莉太平洋销售收入达到 36.81 亿美元，同比增幅 29.89%。此后，因韩剧走红的韩国明星如宋慧乔、宋仲基、全智贤等仍然是爱茉莉太平洋的代言人首选。

图 10：爱茉莉太平洋的营收增长情况



资料来源：wind、东方证券研究所

图 11：爱茉莉太平洋旗下品牌展示



资料来源：公司官网，东方证券研究所

2. 行业格局分散，国产品牌的市占率仍待提升

本土品牌在高端化妆品领域有较大发展空间，在大众化妆品上也有较高的竞争优势。据普华永道咨询统计，我国化妆品行业增速全球首位，高端产品和大众产品共同发展。高端产品市场中，国际化妆品牌占据了主要位置，然而本土品牌有追赶的趋势，**从 2014 年到 2017 年，内资高端化妆品的市场占有率由 4.5%增长到 7.7%。 在大众产品领域本土品牌多参与竞争，凭借着高性价比和对中国消费者习惯的深入理解，本土品牌占据了一席之地。**

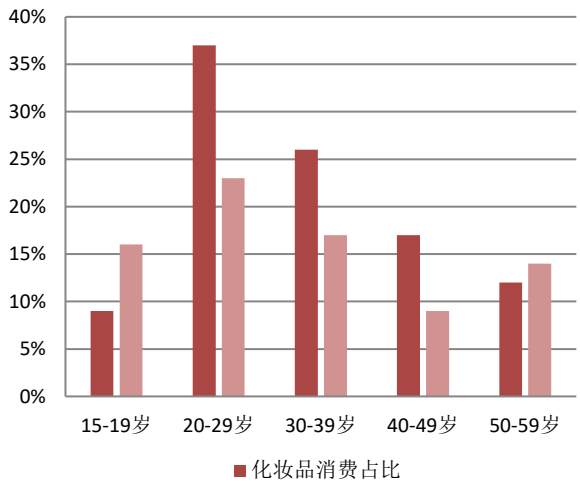
我国化妆品市场集中度较低，本土化妆品或可通过品牌集团化等进一步提升市场份额。2017 年我国化妆品市场 CR10 的占比合计仅为 39.5%，其中本土化妆品 top3（上海上美、百雀羚、伽蓝集团）市占率占比合计 7.1%。根据 Euromonitor 数据，2017 年中国化妆品和个人洗护行业市场规模为 3616 亿元，而 2018 年珀莱雅和御家汇的营收分别为 23.6 亿元和 22.5 亿元，对应市占率均仅接近 1%。对比韩国，排名前两名的爱茉莉与 LG 健康分别占比 38%和 10%，我国本土化妆品市场仍有较大整合空间。

图 12：2017 年我国化妆品市占率 TOP10

2017 年我国化妆品市占率 TOP10	
宝洁	10.20%
欧莱雅	8.50%
资生堂	3.10%
高露洁	2.80%
联合利华	2.80%
上海上美	2.60%
雅诗兰黛	2.50%
爱茉莉太平洋	2.50%
百雀羚	2.30%
伽蓝集团	2.20%
合计	**39.50%**

资料来源：欧睿国际，东方证券研究所

图 13：2017 年我国化妆品消费人群的年龄分布



资料来源：凯度，东方证券研究所

分阶段来看，从早期外资进入、市场教育日趋成熟、电商兴起到品牌本土化，国内企业有望持续提升市占率。国内护肤理念的兴起较晚，本土化妆品企业的起点也相对较低。随着 21 世纪我国城市居民消费的快速升级，国外大量护肤品知名品牌纷纷涌入国内，护肤理念在我国得到快速普及，迅速占领我国的护肤市场，并且一定程度上限制了我国护肤品企业的发展。近年来，伴随线上购物的快速发展与普及，我国护肤品企业抓住发展机遇，利用电商渠道以及线上营销活动，逐步占领了一定的市场份额。基于**本土优势**，以及在电商迅速发展的经济环境下**对线上销售的独特理解**，结合**对消费者需求的精确捕捉**、产品的精准定位、**灵活的供应链管理**以及 **UGC 平台渠道的利用**，本土品牌表现出了较强的竞争力，并有进一步扩大市场占有率的趋势，具备较大的发展潜力。

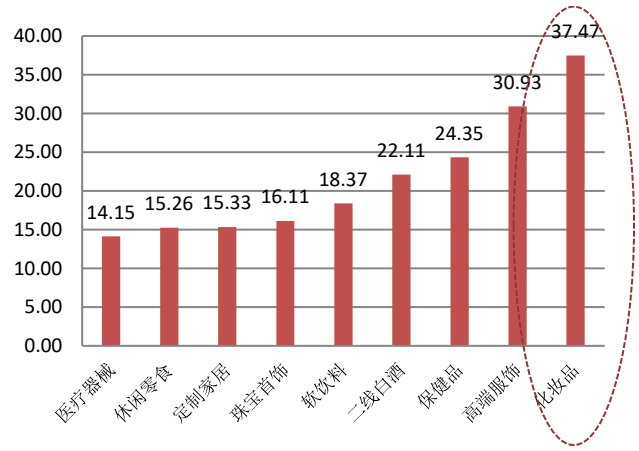
3. 渠道为王，新营销为国货助力

3.1 销售费用率高，电商渠道增速明显

化妆品的营销渠道包括消费者认知渠道和销售渠道两个方面。消费者认知渠道如今主要是以社交平台的关键意见领袖（对目标客户群的购买行为有极大影响力的一类人）来进行新品营销，旨在刷新消费者对一类产品的认知。比如网络美妆博主在上传的化妆视频中用到过的美妆产品，在视频发布后便会收到大众追捧。品牌通过消费者认知渠道大大拓展了消费者的接触面，缩短了消费者的认知周期，还增加了其认知深度。销售渠道则由传统的超市和大卖场等转型为电商平台销售，得益于电商的高速发展，网络零售为消费者提供了极大的便利。

化妆品行业销售费用明显高于其他行业。国际化妆品巨头的销售和管理费用率合计均高达 60%以上，我国 2017 年化妆品行业销售费用率 37.47%，虽显著高于我国其他行业，但销售费用投入仍远远落后于国际大牌。国产化妆品或可寻找其他方式突围。

图 14：各行业销售费用率比较（%）



资料来源：wind、东方证券研究所

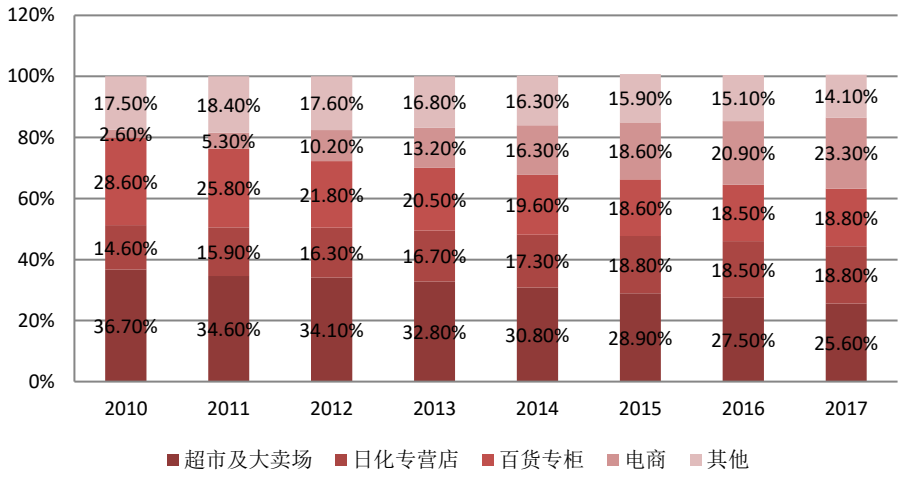
图 15：各化妆品上市公司的销售费用率比较

项目	销售费用率（%）		
	2017	2016	2015
上海家化	44.87	44.81	34.81
丽人丽妆	24.88	27.05	28.35
珀莱雅	35.98	38.19	42.33
毛戈平	37.98	39.09	36.67
丸美股份		39.09	35.24
御家汇	33.94	35.03	30.83
平均值	**35.53**	**37.21**	**34.71**

资料来源：御家汇招股书，东方证券研究所

我国化妆品销售渠道众多，电商渠道增速明显。近年来，我国化妆品销售渠道中，线下渠道包括超市及大卖场、百货商店、日化/美妆专营店、单品牌门店，线上渠道包括各种 B2C、C2C 平台，如天猫、京东、淘宝、聚美优品等。其中，线下渠道如超市大卖场、百货专柜有明显下滑趋势，但仍然是主要销售渠道。而线上渠道如电商平台占比迅速增加，有超越超市及大卖场成为主要销售渠道的趋势。根据前瞻研究院数据，2017 年化妆品线上销售规模达到 1691.31 亿元，增速为 35.6%。化妆品线上销售已成本土化妆品重要渠道。

图 16：我国化妆品行业销售渠道分布



资料来源：Euromonitor、东方证券研究所

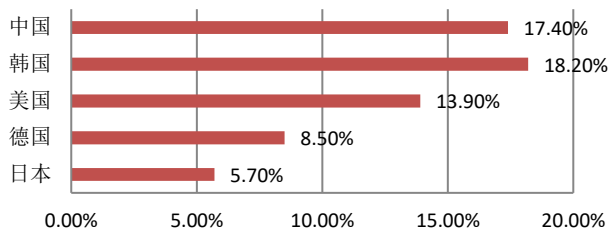
我国电商渗透率领先其他国家，线上渠道更具优势。对比韩国、日本、美国、德国，我国 2017 年电商渗透率为 17.4%，仅次于韩国，远超其他几国。因此，不同于日本等国家侧重于线下渠道，爱茉莉集团首席战略官金升焕表示，未来会着重在电子商务与免税店渠道的发展。同样，我国化妆品网购交易规模逐年扩大。

图 17：国内化妆品公司主要的营销模式

项目	膜法世家	御泥坊	美即	一叶子
运营模式	线上、线下相结合	以线上销售为主	以线下销售为主	线上、线下相结合
推广策略	自媒体、明星代言、跨界合作、综艺赞助、独家冠名、电商平台广告投放等	电商平台广告投放、影视剧与综艺节目广告植入等	线下推广宣传、电视广告投放	独家冠名、电视广告投放、电商平台广告投放、影视剧植入
2017 年线上市场占有率	6.0%（排名第 2）	5.1%（排名第 3）	3.9%（排名第 4）	6.3%（排名第 1）

资料来源：中路股份公告、东方证券研究所

图 18：2017 年世界各国电商渗透率



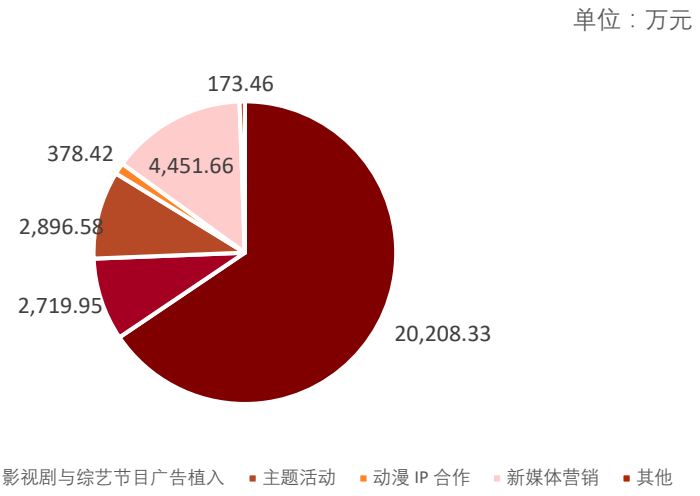
资料来源：御家汇招股书，东方证券研究所

在我国，国际品牌线下渠道尤其是一二线城市布局成熟，本土化妆品可通过下沉三四线城市及布局线上渠道电商平台逐步抢占市场。

线下渠道方面，由于国际品牌定位高端，主要在一二线城市布局，而国产品牌大多定位平价，可着力布局市场空间较大的三四线城市，挖掘三四线城市化妆品消费潜力。以本土品牌珀莱雅为例，2017 年度在线下的日化专营店全国广泛布局，销售网点达 13000 余家，同时探索单品牌店模式，百货商超也实现销量较大增长；另外，与电商平台更加深入合作，电商销售占比进一步增长达 36.8%。

线上渠道方面， 2008 年开始，受益于以淘宝、京东为代表的电商平台崛起，国产品牌率先打造线上旗舰店，御泥坊、相宜本草旗舰店等相继上线。而欧美品牌在 2010 年以后才陆续在我国开立品牌旗舰店，比如，2014 年雅诗兰黛入驻天猫开旗舰店，首次授权中国第三方网站。2015 年 1 月 13 日,兰蔻正式宣布在天猫商城开设官方旗舰店。欧美品牌线上布局较晚。而且，线上渠道具有品牌包容性强，销售费用低等优点，在本土化妆品销售费用投入无法与国际化妆品比肩的情况下，线上渠道更适合本土化妆品抢占市场份额。

图 19：御家汇宣传推广服务费的金额构成



资料来源：御家汇招股书、东方证券研究所

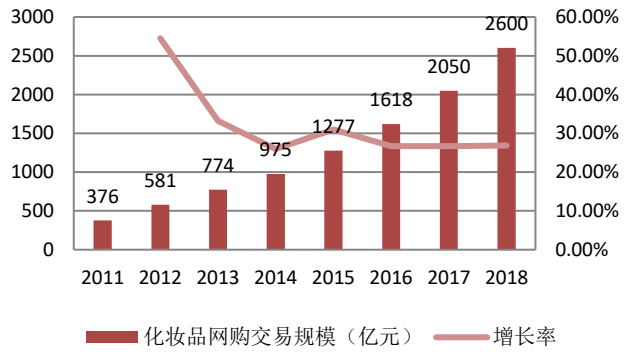
3.2 种草社区兴起，小成本推出爆款成为可能

国产化妆品在推广服务上花费较高。以御家汇为例，御家汇依托互联网创立，以自主品牌“御泥坊”为核心，主要从事面膜等护肤品的研发、生产与销售。2017年度。御家汇销售费用占营业收入比重达33.94%，其中推广服务费是主要销售费用。在推广服务费中，主要用于平台推广服务，而新媒体营销则占比较小。

社交电商迅速兴起，降低流量成本的同时提升用户转化率，为化妆品消费贡献新力量。兴起的社交社交电商包括小红书、快美妆、微商等，除此以外抖音短视频等短视频平台也为化妆品消费引流。和传统电商相比，社交电商通过用户细分、定向推送、深度运营从而实现更高用户转化率。社交电商具有功能一体化、内容精准化、购物社交化、支付场景化、运营高效化、推广及时化的特点，便于个性消费，也更容易引起消费冲动。

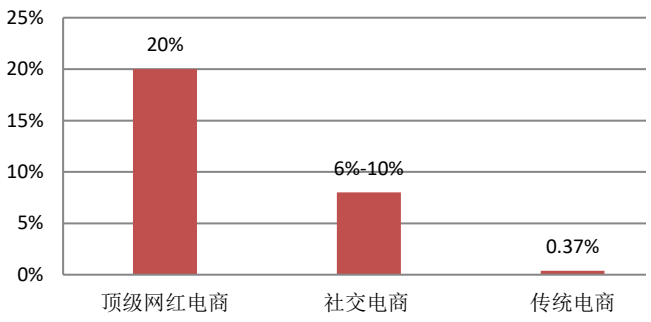
随着种草社区的兴起，网易考拉、小红书、蜜芽、美图美妆这样垂直领域的电商在加快拓展市场，一些有粉丝效应的网红、博主也可凭借强大的粉丝黏性变现。本土化妆品或可着力于这些渠道以减少传统电商或传统渠道的昂贵销售费用投入，从而实现销售费用率的降低。

图 20：我国化妆品网购交易规模



资料来源：前瞻产业研究院、东方证券研究所

图 21：社交电商的购买转化率

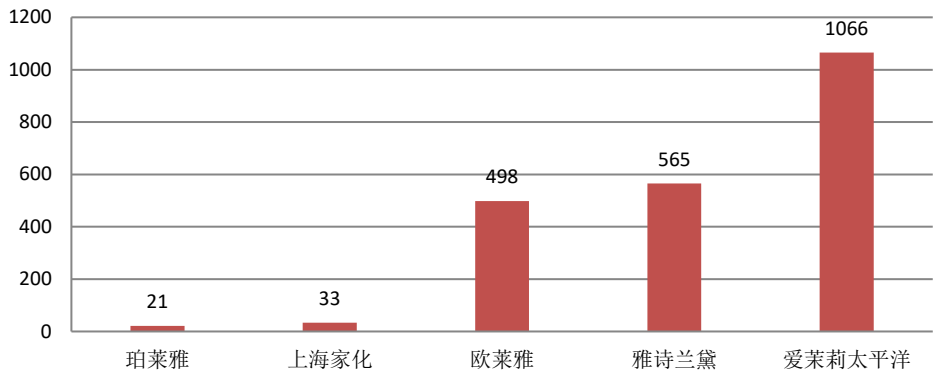


资料来源：智研咨询，东方证券研究所

把握本土消费者肤质需求针对性研发，融入本土文化元素。日韩化妆品以当地黄种人皮肤的美白和保湿需求进行重点研发，同时融入本土文化元素如茶元素、中草药等。举例来看，爱茉莉的研发都是从消费者的实际需求出发，针对美白需求发现了在人体免疫系统中能控制色素的基因，进而迎合消费者。爱茉莉旗下的悦诗风吟以保护大自然，倡导快乐、环保、绿色生活为理念。品牌主打原材料都是济州岛无污染的土地种植的山茶、火山岩泥、油菜花等，追求自然与肌肤的完美融合，还原身心的健康与愉悦。品牌通过传播“绿色”、“自然”的理念，抓住消费者心理，让人一想到悦诗风吟就立刻联想到济州岛大自然纯粹质朴的芬芳。

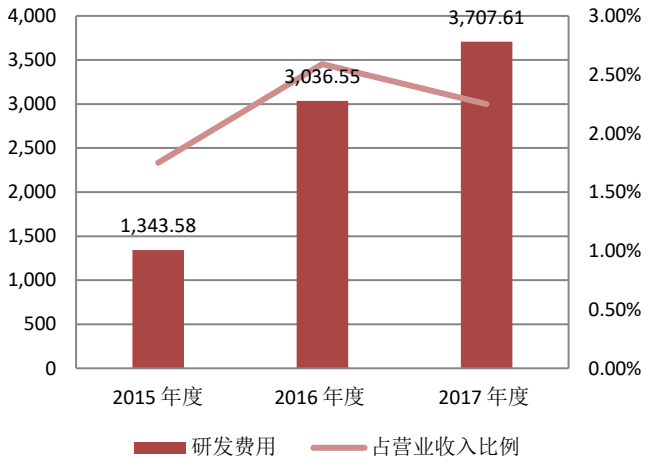
虽然国产品牌的研发仍落后于国际品牌，但近年来我国本土化妆品在研发上投入比重也在进一步加大。国产品牌也越来越注重迎合**本土消费者的心理文化归属诉求**，如佰草集以“现代中草药古方个人护理专家”为主打概念，百雀羚三生花系列产品包装以中国风插画为主等。近日爆红的故宫口红外观上以绣球花、水仙团寿纹、地景百花纹、牡丹、四季花篮等吉祥图案传递着中国传统审美意趣，将中国传统审美与流行色融为一体，打造出复合东方审美的化妆品。其背后是一股名为“国潮”的全新生活方式——以“90后”为主体的“国潮青年”开始自主自发地买国货、用国货、晒国货，并引以为豪。

图 22：各品牌专利数（2017 年数据）



资料来源：御家汇招股书、东方证券研究所

图 23：御家汇的研发费用及占比（单位：百万元）



资料来源：wind、东方证券研究所

图 24：国产化妆品融入传统文化元素

资料来源：公开资料，东方证券研究所

4. 看好面膜产业链，建议关注青松股份、御家汇、珀莱雅和华熙生物等标的

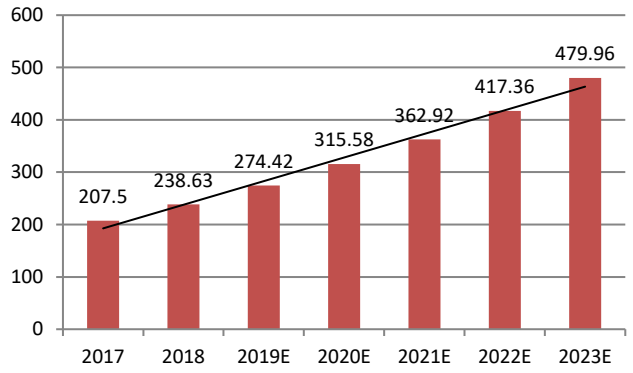
随着化妆品消费的渗透率的提升，化妆品使用需求将进一步细分以及专业化，我们认为在一些懒人使用和效果快速直接特点的新晋品类，或将迎来爆发式增长。我们认为，国产化妆品在外资品牌主导的强竞争格局下，单靠价格优势并不足以抢占市场，急需寻找精准的切入点作为突破，从这个角度来看，一些新晋细分品类，同时满足懒人使用和效果快速直接特点的产品或将迎来高增长，比如**贴式补水面膜、气垫粉底等。**另外，一些**补充型使用的细分品类，如妆前乳、补水喷雾、卸妆膏、护发精油、祛毛膏/喷雾、免洗发膜、卸妆湿巾等也相对容易做新产品的推广和市场导入。**

同时，也要考虑消费人口结构的变化，90 后乃至 95 后年轻人群将接棒成为主力军，他们对国货的接受程度更高，同时也对产品配方的功能性、品牌调性以及营销渠道等有更深刻的理解，并和存量化妆品消费人群相比，具备个性化和差异化的需求。从这个角度来看，营销方式应更加注重产品的功能性（天然配方或化学有机成分做到像零食配料表一样的一目了然），推广活动更具沉浸式和话题感，并且找对适合给品牌代言/背书的明星、KOL 或护肤领域专家。

4.1 探究面膜市场的国货崛起之路

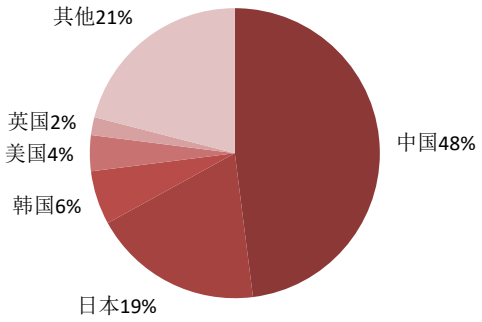
面膜属化妆品行业中增长较快子行业，我国作为消费大国拥有庞大面膜市场空间。据 Euromonitor 的统计数据显示，2011-2016 年面膜市场的年均复合增长率达到 15.5%，增速高于同为化妆品行业子行业的护肤品行业整体增速。根据前瞻产业研究院数据，2018 年我国面膜市场规模为 238.63 亿元，约占全球面膜市场的 48%。近年来，我国面膜市场维持着高于日、韩市场的增长速度，目前已成为全球最大的面膜消费国。预计未来五年内，我国面膜市场规模年均增速约为 15%，并预计 2023 年我国面膜市场规模将突破 450 亿元。得益于我国庞大的人口数量，以及消费升级带来的大众对化妆品消费不断增加，我国面膜市场仍有较大市场潜力。

图 25：我国面膜行业市场规模(亿元)



资料来源：Euromonitor、东方证券研究所

图 26：全球面膜行业市场格局



资料来源：公开资料，东方证券研究所

面膜市场以大众面膜最为消费者接纳，国产品牌符合消费趋势。据前瞻产业研究院的数据显示，42.72%的消费者愿意选择价格 10 到 20 元一片的面膜，而仅有 9.43%的消费者会选择价格高于 50 元一片的奢侈品面膜。面膜作为快消品，随着中国女性消费者护肤意识的提高，三四线城镇的年轻女士已成为消费的主要人群，使用面膜的频率也在增加，大众面膜价格适中，更贴合消费能力。

国产面膜品牌以高性价比超越国际品牌抢占大量中国面膜市场份额。2017 年我国面膜市场中市场占有率前十名有 8 个为国产品牌，占据前十名中近 90%的份额。在我国如此庞大的面膜市场中，国产面膜品牌表现出了强劲的发展势头。我们认为，主要原因在于：**国产面膜重点布局大众市场，国际面膜品牌多定位高端，而面膜主要依赖于大众消费。**对比国产面膜与欧美、日韩品牌面膜，国产面膜每片单价明显低于后两者。而**面膜作为大众快消品，具有使用频次高、使用效果直接而明显的特点，高性价比面膜试错成本低，消费者很容易形成消费习惯重复回购。**

图 27：各品牌在国内的市占率

品牌	公司	2017 市占率
一叶子	上海上美	17.1%
百雀羚	百雀羚	7.5%
御泥坊	御家汇	7.2%
韩束	上海上美	5.7%
相宜本草	相宜本草	3.1%
佰草集	上海家化	2.9%

资料来源：Euromonitor、东方证券研究所

图 28：各品牌面膜单价比较

类别	品牌	价格
欧美品牌	SK-II	76 元/片
	雅诗兰黛	100 元/片
日韩品牌	美迪惠尔	10-18 元/片
	丽得姿	10-18 元/片
国产品牌	御泥坊	6-12 元/片
	膜法世家	6-12 元/片

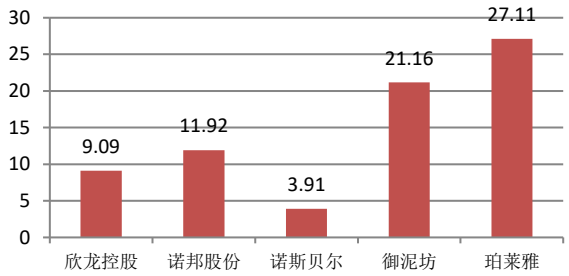
资料来源：公开资料，东方证券研究所

产业链结构成熟且稳定，下游品牌商和渠道商拥有产业链定价话语权。上游企业具有市场供应量大，稀缺性弱的特点。目前市面上的膜材主要以无纺布为主，因此面膜制造产业链的上游目前以非织造布制造企业为主。近几年我国无纺布行业受需求带动，蓬勃发展增速十分稳定。另外，近年来受通货膨胀等因素，原料及包装材料价格有一定的上涨，但由于护肤品行业总体毛利率相对较高，故上述因素对护肤品行业利润影响较小。中游如诺斯贝尔，是全球第四、国内最大的化妆品 ODM 企业，目前产能可达日产面膜 650 万片，膏霜 60 万支，湿巾 3000 万片，面膜产能全球第一，拥有强大的设计研发实力和规模化生产能力。下游的品牌商与渠道商非常发达，涉及的面也非常广，地位更加强势，具有定价话语权。

图 29：面膜产业链一览

资料来源：公开资料，东方证券研究所

图 30：面膜产业链各个公司的应收账款周转率比较（2017）



资料来源：wind，东方证券研究所

4.2 御家汇：面膜领域垂直细分龙头，专业化催生细分品类

“互联网+护肤品”模式，快速实现规模销售。御家汇成立于 2012 年 11 月，主要从事各类型护肤品的研发、生产、销售，以自主品牌的电商渠道销售为主，产品种类包括面膜类、水乳膏霜类等，其中以面膜类为主。秉承“让人类享受肌肤之美”的企业使命，御家汇致力于成为全球第一的面膜企业。公司在电商发展的时代背景下，公司依托御泥坊品牌并以线上销售为核心，快速实现了规模销售，并完善了自主品牌的多元化以及产品的研发生产环节。2015-18 年，公司保持较快增长，营收复合增速为 43.10%，销售毛利率平均为 53.14%，ROE 平均为 28.63%，期间费用率保持在较低水平。公司于 2018 年 2 月 8 日，在深交所创业板上市。

多品牌多品类多渠道，把握电商平台和新媒体的红利期，大举开拓市场。公司拥有“御泥坊”、“小迷糊”、“花瑶花”等主要品牌，主营产品以面膜类为主，水乳膏霜等为辅，品类丰富可充分满足不同护肤需求。除了自有品牌，公司代理销售的”城野医生”、”丽得姿”、”OGX”、”KIKO”品牌，主营水乳膏霜、护发、彩妆等，为公司进一步拓展产品线打下良好基础。公司主要通过线上销售产品，与天猫、京东、唯品会、聚美优品等电商平台建立了良好的合作关系。同时，公司积极拓展线下布局，全渠道融合加速发展。

图 31：公司拥有的主要自主品牌

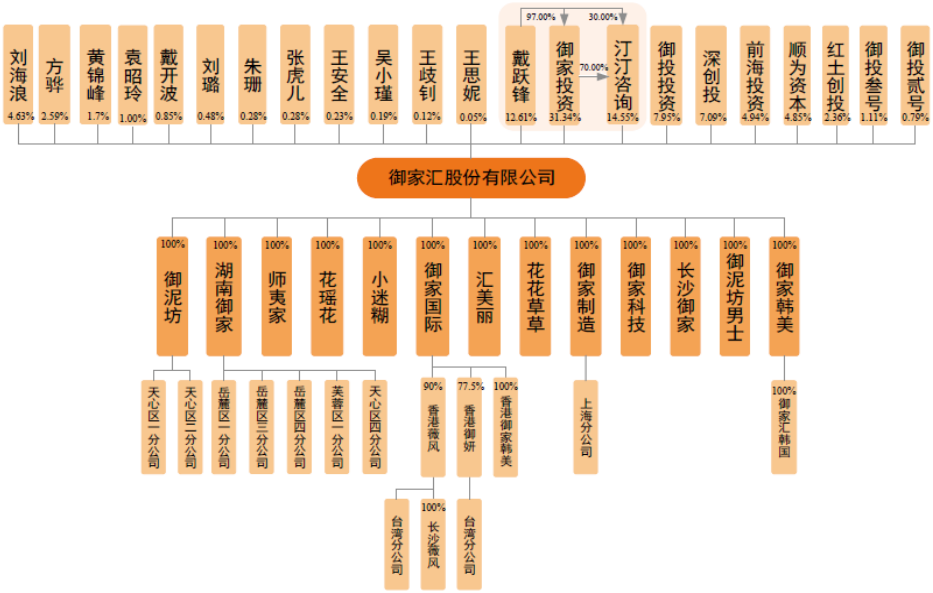
品牌	品牌定位	主要产品
御 UNIFON 御泥坊	天然护肤品牌	面膜、水乳膏霜
小迷糊	青春/IP 品牌	面膜、水乳膏霜
花瑶花	民族品牌	面膜、水乳膏霜

师夷家	专业男士护肤品牌	面膜、水乳膏霜
WESTFONG 薇風	补水修复品牌	面膜

资料来源：御家汇招股书，东方证券研究所

御泥坊主营产品面膜功效全，消耗快，复购率高。御泥坊与众多实验室建立采购或合作研发关系，拥有多项专利。在其天猫旗舰店中一共发布了 53 种面膜，其中 29 种为帖式面膜，22 种为罐装面膜。御泥坊的帖式面膜甄选进口优质膜布，选用四层工艺的铝膜袋，打造卫生舒适的用户体验。帖式面膜更加便利，见效更快，分片装更卫生。罐装面膜可以控制用量，混合肌肤可以在不同区域使用不同类面膜。

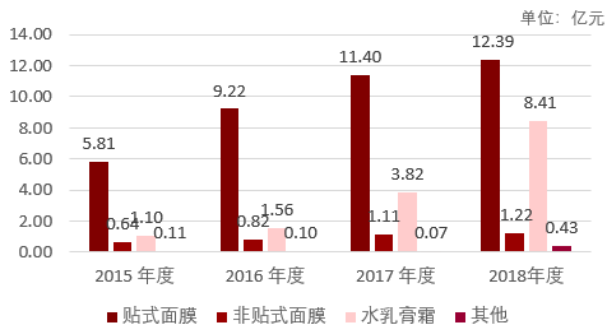
图 32：公司实控人为戴跃峰，其余股权分散在核心员工和机构投资人之间



资料来源：Wind，公司官网，东方证券研究所

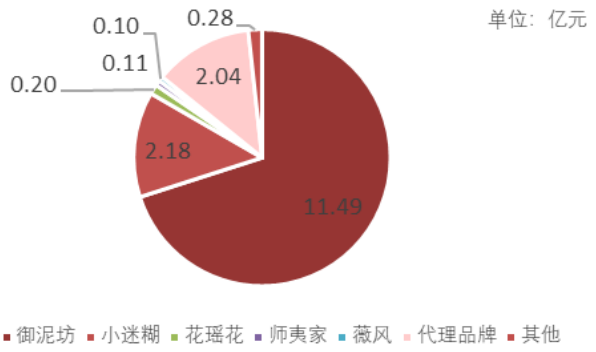
公司盈利能力突出，业绩维持高增长。2015-18 年公司面膜品类收入占主营业务收入的比重均超过 50%（分别为 84.24%、85.87%，76.27%和 55.19%），营收复合增长率为 43.10%，保持快速增长的态势。截至 2017 年 12 月 31 日，按照用户 ID 计算，公司在天猫和淘宝开设的店铺累计购买人数超过 1800 万，御泥坊 APP 注册会员数超过 400 万，品牌优势已初步构建。2015-18 年综合毛利率分别为 55.11%、53.18%，52.63%和 51.67%，主营业务收入从 7 亿增长到 22 亿。

图 33：公司各业务销售收入（单位；亿元）



资料来源：Wind，东方证券研究所

图 34：2017 年公司各品牌业务收入情况（单位：亿元）



资料来源：Wind，东方证券研究所

针对不同的受众群，公司开发多条产品线，争取扩大用户覆盖面。公司的主要品牌"**御泥坊**"品牌在公司所有品牌中创立时间最早，具有较高的客户知名度和忠诚度，公司大部分收入来源于该品牌。另一个"亿元级"品牌——"**小迷糊**"的受众群相对更加年轻，主要人群是 95 后，并有自己独立的 IP 形象。2017 年，小迷糊品牌联手《我们的少年时代》，首次尝试品牌植入和打造形象 IP 双管齐下的影视剧植入策略。"**花瑶花**"作为公司具有民族特色的品牌，产品拓展涉及底妆系列，"花瑶花"产品包装曾获得德国红点奖（Red DotAward）。"**薇风**"品牌主打面膜产品，并根据不同肌肤问题推出了具有针对性的产品，在定价上较"御泥坊"品牌产品高。"师夷家"品牌是公司针对男性护肤品市场推出的品牌，主要产品有面膜类和水乳膏霜类。

除了自有品牌之外，代理销售品牌目前有四个：丽得姿、城野医生、18 年新增北美的自然时尚护发品牌 **OGX**、另一个是意大利的彩妆品牌 **KIKO**。公司有单独的国际品牌事业部，充分运用积累的销售推广经验，帮助代理品牌打开国内市场。16-17 年代理品牌收入占主营业务收入占比增幅接近 10%，成为公司收入占比增幅最高的品牌。公司会选择代理有口碑，但是国内的渠道不太畅通的品牌，模式上是采销的模式，不完全受制于品牌方。

通过自有品牌以及代理品牌，公司覆盖到不同年龄层不同性别的用户，同时扩充产品线，不断推出新的产品，包括底妆、彩妆类产品、卸妆油、眼影、眉笔等。彩妆类一方面通过自主品牌推，另一方面有望和代理品牌上有更多的品类进行深度合作。

4.3 青松股份：樟脑行业寡头，收购诺斯贝尔进军化妆品 ODM 行业

公司主要从事松节油深加工系列产品的研发、生产与销售，即以松节油为主要原料，通过化学加工方法生产合成樟脑系列产品、冰片系列产品、香精香料等精细化工产品。2018 年，青松股份实现营业收入 14.22 亿元，同比增长 75.24%；实现营业利润 4.72 亿元，同比增长 270.01%；综合毛利率 40.89%，同比提升 12.52%；实现归母净利润 4.00 亿元，同比增长 322.55%。

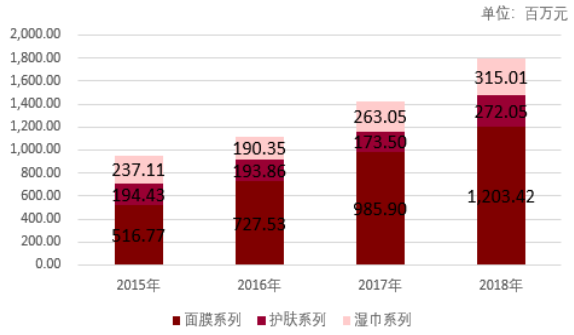
2019年，青松股份通过发行股份及支付现金的方式，购买诺斯贝尔化妆品股份有限公司90%股份。

诺斯贝尔是全球第四、国内最大的化妆品ODM企业，主营产品分为面膜系列、护肤系列、湿巾系列等，目前产能可达日产面膜650万片，膏霜 60万支，湿巾3000 万片， 面膜产能全球第一。 众多知名客户如屈臣氏、 御泥坊和自然堂等都选择诺斯贝尔作为供应商。

从营业收入构成来看，面膜为主打产品，占比逐年提高且维持在60%以上。2015年至2018年，诺斯贝尔面膜系列产品的销售收入占主营业务收入的比重分别为 51.59%、61.01%、64.03%和61.54%。护肤系列营收及湿巾系列营收占比存在小幅波动。

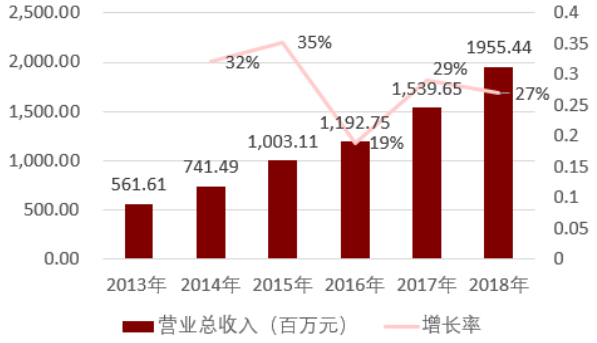
青松股份通过并购转型，加速企业全面多方位发展。 通过收购诺斯贝尔，青松股份切入化妆品领域，在原有的松节油深加工产业链上增加面膜、护肤品、湿巾等化妆品的设计、研发与制造业务。

图 35：诺斯贝尔的营收构成（单位：百万元）



资料来源：Wind，重组草案，东方证券研究所

图 36：诺斯贝尔的营收规模及增速（单位：百万元）



资料来源：Wind，东方证券研究所

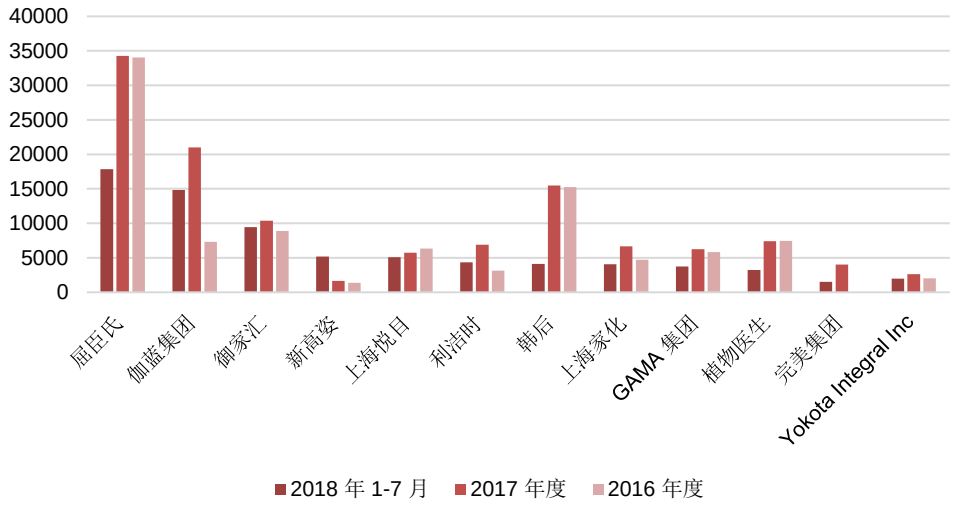
图 37：公司分品类的产销情况

主要产品产量、销量及产销率情况、产能情况及产能利用率							
项目	时间	产量	销量	产销率	产能	产量	产能利用率
面膜系列（万片）	2018 年度	121,510.27	114,138.03	93.93%	195,000.00	121,510.27	62.31%
	2017 年度	99,107.55	94,322.14	95.17%	150,000.00	99,107.55	66.07%
	2016 年度	67,218.25	65,824.45	97.93%	120,000.00	67,218.25	56.02%
湿巾系列（万片）	2018 年度	552,460.93	503,175.24	91.08%	900,000.00	552,460.93	61.38%
	2017 年度	388,862.59	377,044.84	96.96%	600,000.00	388,862.59	64.81%
	2016 年度	271,712.45	244,042.10	89.82%	450,000.00	271,712.45	60.38%
护肤品系列（L）	2018 年度	5,612,297.83	5,350,377.15	95.33%	18,000,000.00	5,612,297.83	31.18%
	2017 年度	3,909,536.69	3,674,133.79	93.98%	15,000,000.00	3,909,536.69	26.06%
	2016 年度	3,361,506.80	3,411,749.56	101.49%	15,000,000.00	3,361,506.80	22.41%

资料来源：重组草案，东方证券研究所

诺斯贝尔的客户较为稳定，且大客户的集中度不断降低。2016 年、2017 年、2018 年 1-7 月，前 12 大客户占诺斯贝尔营业收入的比重分别为 80.60%、79.21%、72.25%。知名企业对供应商筛选非常严格，并对合格供应商存在持续依赖，因而能够为公司持续增长的订单提供良好保证。

图 38：大客户主要为屈臣氏、伽蓝、韩后和御家汇等，销售额较稳定（单位：万元）



资料来源：重组草案，东方证券研究所

4.4 珀莱雅：化妆品本土自主品牌龙头，电商渠道高增长

“多品牌、多品类、多渠道、多模式”的发展战略，通过不断的技术创新、产品优化以及营销创新，实现稳步发展。珀莱雅主要从事化妆品类产品的研发、生产和销售，目前旗下拥有“珀莱雅”、“优资莱”、“韩雅”、“悠雅”、“猫语玫瑰”、“悦芙媞”等品牌。2018 年公司获批“2018 年度国家知识产权优势企业”，目前公司已拥有国家授权专利 267 项，包括 38 项发明专利，28 项实用新型专利及 199 项外观设计专利。

图 39：珀莱雅 2018 年旗下品牌与定位

	珀莱雅品牌	定位于海洋科技护肤，专注于海洋护肤研究

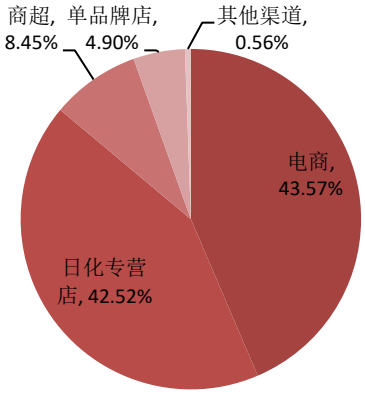
	优资莱品牌	定位于茶养护肤，提供有效能的茶元素护肤产品
	悦芙媞品牌	专为年轻肌肤定制，带来轻松快乐的美妆方式
	韩雅品牌	定位于高功能护肤，提供针对性的肌肤解决方案
	悠雅品牌	以“轻彩妆、会呼吸”为理念，打造“清透感”的时尚彩妆
	猫语玫瑰品牌	以天然玫瑰花精华为基底，打造甜美恋爱系自然彩妆
	TZZ 品牌	以“天然作美，创想青春”为理念，打造时尚创意的纯植物化妆产品

资料来源：珀莱雅 2018 年年报，东方证券研究所

珀莱雅以“三驾马车”战略为中心，推动研发、供应、人力等职能平台化建设和协作。第一，主品牌珀莱雅稳步发展，2018 年以来加快推出“高功能、高单价、高颜值”的新品类。与法国海洋开发研究所(IFREMER)、法国国家海藻研究机构（CEVA）建立中法联合实验室，整合全球海洋资源，共同开发独家功效型专利科技产品。“海洋珀莱雅”战略升级，品牌年轻化升级，品牌视觉形象升级。第二，电商平台快速提升，根据各电商平台特征精准策略，精细化运营。线上渠道主要有天猫、淘宝、唯品会、京东、苏宁易购、聚美优品、云集、拼多多等。第三，优资莱单品牌店持续重推，打造健与美智慧门店模式，推出近 300 SKU 新品。

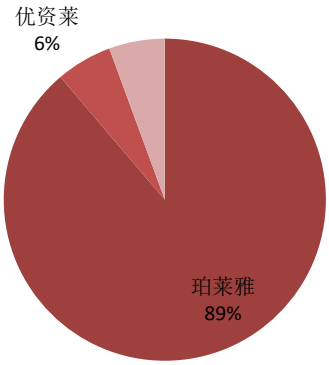
营收主要来源于线上和日化专营店渠道，2018 年度公司电商渠道实现营收 10.28 亿，同比增长 59.91%，占总营收的 43.57%；日化专营店渠道营收 10.03 亿，同比增长 7.45%；商超渠道营收 1.99 亿，同比增长 24.66%；单品牌店渠道营收 1.16 亿，占比 4.90%。**分品牌来看，**珀莱雅品牌为公司营业收入最主要来源，占比 88.77%，2018 年营收 20.94 亿，同期增长 32.38%；其第二大品牌优资莱品牌营收 1.33 亿，同期增长 41.46%；其他品牌营收 1.32 亿，同期增长 24.84%。

图 40：2018 营业收入按渠道拆分



资料来源：珀莱雅 2018 年报，东方证券研究所

图 41：2018 年营业收入按品牌拆分



资料来源：珀莱雅 2018 年报，东方证券研究所

从营销投入来看，公司 2018 年销售费用同比增长 39.34%，相较于 32.43%的营收增速来看，营销费用虽然增速快但仍整体呈健康发展。2019 年公司的战略目标为用年轻化促进公司生态化、平台化、国际化的发展，在化妆品行业有广阔的发展空间。

4.5 诺邦股份：水刺非织造材料龙头，面膜纸和湿巾产品实现较快增长

杭州诺邦无纺股份有限公司成立于 2002 年 11 月 27 日，是一家专业从事差异化、个性化水刺非织造材料及其制品研发、生产和销售业务的企业。公司主要产品为水刺非织造材料。水刺非织造材料根据应用领域和客户需求的不同，采用不同原材料经过干、湿法成形，再经过水刺固结加工形成结构各异、功能各异的特性化中间产品，最终由下游加工企业根据终端客户的需求进行深加工以制成

各类制品。公司生产的水刺非织造材料主要应用于美容护理类、工业用材类、民用清洁类及医用材料类等四大产品领域。

公司于 2006 年 4 月设立全资子公司邦怡科技，主要从事非织造材料制品的研发和生产加工业务，将公司的产业链向下游延伸。邦怡科技的主要产品包括湿巾、干巾、功能性擦拭材料等多种类产品，通过 OEM 以及自有品牌销售等模式进行生产经营，产品直接面向最终消费者。公司现有的水刺非织造材料产品已涵盖水刺医用纱布、医疗卫生用布、特种手术敷料、特种手术衣面料、甲壳质生物敷料、特种工业用非织造材料、各种防护制品用布、工业合成革基布、汽车隔音用布、各种装饰用布、工业电子功能性擦拭布、高档美容卫材、家居生活用布等多领域、多用途的系列化产品，并推出“散立冲”、“隐丝宝”等多个新型产品，多项技术填补了国内空白。

图 42：诺邦股份主要产品及用途

产品	种类	主要产品及用途
水刺非织造材料	美容护理类	面膜系列、干巾等的基材
	民用清洁类	卫用抹布、除尘材料、普通湿巾材料及散立冲等湿巾材料
	工业用材类	工业清洁、装饰材料、汽车用材、环保过滤材料、合成革基布等
	医用材料类	医用防护材料、医用辅料等
水刺非织造材料制品		工业用擦拭材料；个人卫生护理产品，包括：婴儿湿巾、成人洁肤湿巾、干巾、化妆棉等

资料来源：招股说明书，东方证券研究所

非织造材料作为中国纺织行业的重要组成部分，是创新和发展最为活跃的领域之一。作为全球最大的非织造材料生产国、消费国和出口国，尽管国际环境复杂多变，但非织造材料的内需市场一直保持稳定发展。近 5 年来，非织造材料内需市场的占比基本保持在 85%左右，一直是支撑非织造材料行业持续健康发展的主导力量。从非织造材料的应用领域来看，纸尿裤、成人失禁用品、女性卫生用品等一次性卫生材料是国内非织造材料的主要应用市场，且未来仍将保持两位数的增长。

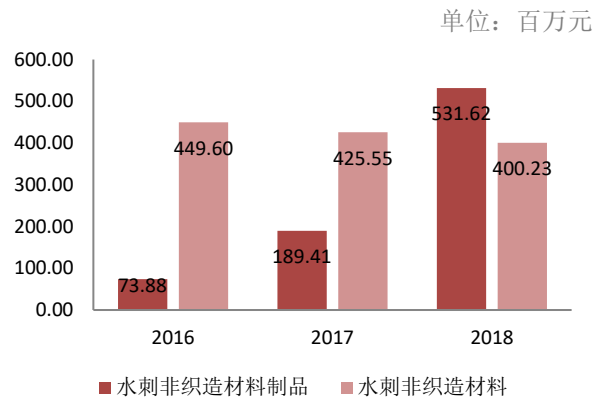
图 43：诺邦多层锁液面膜材料

资料来源：招股说明书，东方证券研究所

诺邦研发团队攻克技术难题，开发生产出了一款兼具吸水、锁水功能的“多层锁液面膜材料”面膜基材，以此满足市场需求。此款材料的布面能够高效吸附精华液，锁水面起到超强的保湿作用，以减少水分挥发，让精华液的功效得以最大发挥。随着消费者对面膜性能需求的不断提高，研发具有功能性的非织造面料材料已是新品面膜开发的必然趋势。

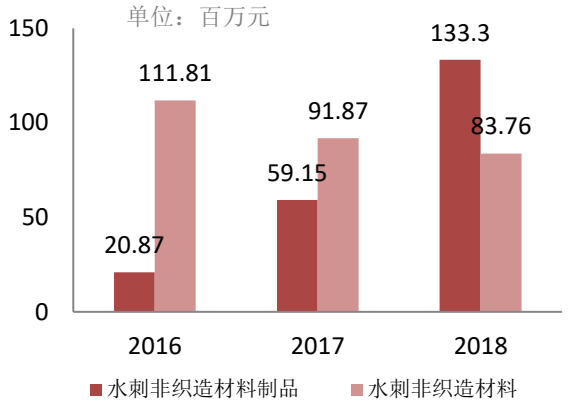
从 2018 年的收入结构上来看，“水刺非织造材料”占总营业收入的 42.74%，包括民用清洁类、美容护理类、工业用材类、医用材料类。公司的销售毛利率从 2016 到 2018 年稳定的保持在 25%，而销售净利率在 9%左右。公司实现销售收入 9.36 亿元，较去年同期增长 51.44%，营业成本 7.15 亿元，较去年同期增长 54.10%，归属于母公司所有者的净利润 5525 万元，与上年同期相比增长 7.14%。公司水刺非织造材料及其制品毛利率为 23.29%，较上年同期减少 1.26 个百分点，主要系产品及原材料价格波动影响。

图 44：2018 年营业总收入拆分



资料来源：诺邦股份 2018 年报，东方证券研究所

图 45：2018 年毛利拆分



资料来源：诺邦股份 2018 年报，东方证券研究所

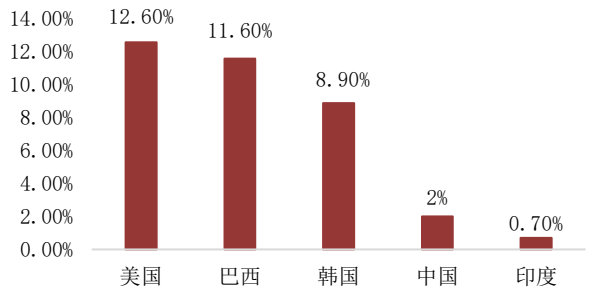
4.6 华熙生物：透明质酸龙头，看好涂抹式玻尿酸和贴式面膜等护肤产品的增长潜力

华熙生物是全球领先的、以透明质酸微生物发酵生产技术为核心的高新技术企业。公司凭借微生物发酵和交联两大技术平台，开发有助于人类生命健康的生物活性材料，建立了从原料到医疗终端产品、功能性护肤品及功能性视频的全产业链业务体系，服务于全球的医药、化妆品、食品制造企业、医疗机构及终端用户。

1998 年企业核心创始团队开始创业并开始透明质酸（hyaluronic acid，简称 HA，又名玻璃酸、玻尿酸）产品的研发、生产和销售业务。2000 年收购、建厂并全国首发性实现以发酵法大规模生产 HA。2008 年公司成功在香港联交所主板上市。2012 年成功推出 HA 终端产品润百颜，业务向产业链下游扩展。2015 年与 Medytox 达成战略合作，国际化转型。2017 年公司全资收购法国高端皮肤管理公司 Revitacare，战略推出香港资本市场。

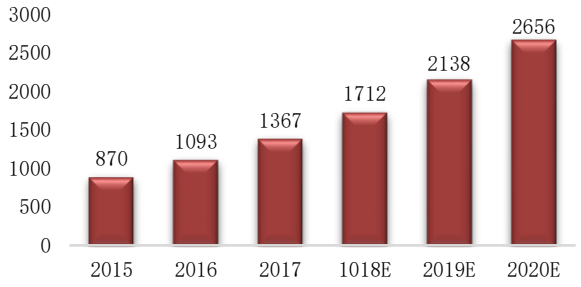
透明质酸广泛应用于医疗美容行业，而我国医疗美容市场渗透率低，未来有极大的发展潜力。我国医疗美容市场渗透率不到美国的六分之一，也不足韩国的四分之一，尚有极大的发展空间。我国医疗美容行业市场规模从 2015 年的 870 亿元发展到 2017 年的 1367 亿元，增长率 57.13%，预计在 2020 年将达到 2656 亿元，接近 2017 年的两倍。**随着人们对于美容意识的增强、可支配收入的增加、人口老龄化加剧、新科技的应用，未来几年将会有越来越多的资金进入美容行业。**而透明质酸这种美容原料的需求逐年增加，市场规模不断扩大，并且国家政策大力推动生物医药行业，颁布了《“十三五”卫生与健康科技创新专项规划》等一系列政策，将进一步带动医美行业发展。

图 46：全球医疗美容渗透率



资料来源：中国产业信息网，东方证券研究所

图 47：中国医疗美容行业市场规模（单位：亿元）



资料来源：中国产业信息网，东方证券研究所

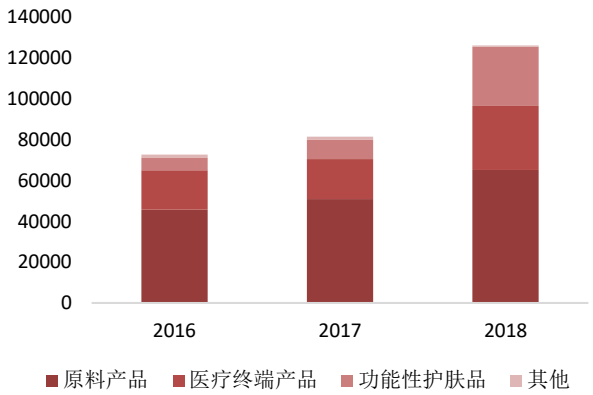
华熙生物凭借微生物发酵、交联两大科技平台，实现了四大技术突破，已申请专利 95 项，获得多项国家级、省部级奖项，并逐步将产品类型由透明质酸原料延伸至多种生物活性物质、医疗终端产品和功能性护肤品，覆盖了透明质酸原料至相关终端产品的完整产业链。公司拥有四大核心技术，包括微生物发酵技术，酶切技术和分子量精准控制技术，国际先进的透明质酸“梯度 3D 交联“技术，玻璃酸钠注射液国内率先采用终端湿热灭菌技术。

图 48：华熙生物两大平台及其产品

资料来源：招股说明书，东方证券研究所

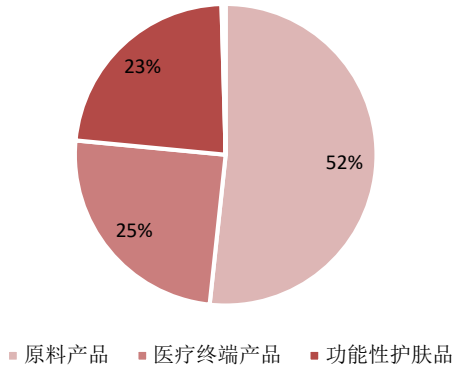
原料产品是公司的主要收入来源。根据招股书，公司2018年的主营业务收入中原料产品占了51.7%，医疗终端产品占了24.82%，功能性护肤品占23.04%。主营业务收入从2016年到2017年增长了12.01%，而从2017年到2018年增长了54.90%。透明质酸原料的产量从2016到2018年分别为119.74吨，132.78吨，175.5吨，三年平均产销率为99.52%。从2016年到2018年公司主营业务毛利率分别为77.22%，75.40%和79.94%，保持相对较高水平。

图 49：公司主营业务收入（单位：万元）



数据来源：wind，东方证券研究所

图 50：2018 年公司主营业务收入构成情况



数据来源：wind，东方证券研究所

图 51：华熙生物公司产品产量及销量

产品分类		项目	2018	2017	2016
透明质酸原料		产量（吨）	175.5	132.78	119.74
		销量（吨）	175.12	140.12	111.66
		产销率	99.78%	105.53%	93.25%
医疗终端产品	针剂类产品	产量（万支）	379.13	154.45	188.28
		销量（万支）	301.64	132.46	120.78
		产销率	79.56%	85.76%	64.15%
功能性护肤品	次抛原液	自有产量（万支）	3217.23	1324.32	-
		委托加工产量（万支）	620 .00	-	564.4
		销量（万支）	3029.76	948.37	637.08
		产销率	78.96%	71.45%	112.88%

资料来源：招股书，东方证券研究所

图 52：华熙生物与故宫合作口红

图片来源：公开资料，东方证券研究所

5. 风险提示

行业竞争加剧的风险：化妆品行业由于高毛利率、大部分产品研发生产壁垒较低的特点，在行业较快发展的过程中可能面临新进者增多、品类繁杂、各品牌均加大投入等现象，导致行业竞争加剧。

业绩不达预期的风险：化妆品公司的业绩受营收增速和销售费用影响较大，而随着竞争加剧，营收增速或不达预期，同时，国内企业大多规模较小，需要不断投入营销费用来提升知名度和市占率，可能导致短期业绩增速远小于收入增速，导致业绩不达预期的风险。

行业整合风险：由于中国化妆品市场的发展空间大，增速高于美国、英国和日本等发达国家，不排除诸如宝洁、雅诗兰黛、欧莱雅等跨国企业或中国本土的公司，通过收购或参股国本土化妆品公司的方式来提升在国内的市场占有率，提高综合竞争实力，对于本土企业来说，存在行业整合风险。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本研究报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必备措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址： 上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼
联系人： 王骏飞
电话： 021-63325888*1131
传真： 021-63326786
网址： www.dfzq.com.cn
Email： wangjunfei@orientsec.com.cn

每日免费获取报告

1、每日微信群内分享8+最新重磅报告；

2、每日分享当日华尔街日报、金融时报；

3、每周分享经济学人

4、行研报告均为公开版，权利归原作者所有，小马财经仅分发做内部学习。

扫一扫二维码

关注公众号

回复：研究报告

加入“小马财经”微信群。