

投资评级：中性

证券分析师

石林

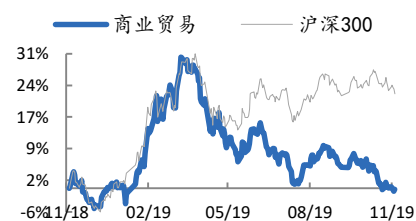
资格编号：S0120518030001

电话：021-68761616-8747

邮箱：shilin@tebon.com.cn

联系人

市场表现



资料来源：德邦研究所

相关研究

借鉴 ULTA BEAUTY 重审渠道机遇

化妆品 CS 渠道深度报告

投资要点

- 化妆品行业的快速增长促使产业链分工不断细化，研发、品牌和渠道是决定品牌能否跑出的三个重要环节。**2018 年我国限额以上化妆品零售额为 2619 亿元，过去五年的复合增速为 10.0%，预计未来五年仍将保持两位数的增速。研发和生产决定了产品的核心竞争力，品牌和营销驱动了产品的有效扩大声量和激发需求，渠道则是在终端直接接触消费者、完成购买的最后一环。
- 高速发展的化妆品市场催生了渠道的多元化，渠道的细分化也反促化妆品进行了品牌和品类的二次衍变。**2018 年化妆品与个护的渠道占比电商为 27.4%，KA 渠道占 24.1%，百货和 CS 渠道分别占 18.1%和 18.3%。预计未来线下渠道的强体验性的优势将凸显，各渠道增速或将趋于一致。国产品牌在 CS 渠道占比较高，这与国产品牌渠道供货折扣较低有关。
- 中国 CS 渠道增长较为平稳，随着零售价值的凸显，商业模式在不断裂变。**中国 CS 渠道体量庞大，尤其在下沉市场隐藏广阔市场。根据 CBO，目前 CS 渠道总产值约为 800 亿元，全国 CS 店总数约为 17 万家。目前呈现强者恒强、两级分化的格局。国产品牌在我国的 CS 渠道占据主导，其中在面膜品类优势更为突出。
- ULTA BEAUTY 成长为北美专业零售巨头，说明了 CS 渠道具有巨大的潜力。**ULTA BEAUTY 是美国最大的美容专业连锁零售商，美国市场份额超越丝芙兰为第一 (27%)，截至 2019 年 8 月，ULTA 在美国已开设 1213 家门店，会员数量超过 3180 万，会员贡献销售额的 95%。**ULTA 的竞争优势在于：(1) 选址战略为“off-mall”**选择郊区租金低、客流量大的区域，避开市中心的激烈竞争；**(2) 体验完善**，品牌“高低端兼顾”门店提供专业咨询、沙龙和美甲等服务，同时可随意试用 20000 多个 SKU，给消费者探索性体验，提升了购买欲望；**(3) 完善和高忠诚度的会员体系**；**(4) 新品迭代快**，引入网红品牌迎合千禧一代；**(5) 注重数字化投入**，通过会员体系得到的大数据精准营销。
- 从 ULTA 和丝芙兰近年来的发展来看，国内的 CS 渠道具有重要的潜在价值。**对于低线下沉，CS 渠道具有分布广泛、快速扩张的特点。对于门店体验，CS 渠道的一站式购物和强体验性的特点，更符合化妆品市场的需求升级趋势。
- CS 渠道并不是一门过时的生意，相反地具有重大的整合和升级的机遇。**以 ULTA 的成功和屈臣氏的革新为例我们可以看到，CS 渠道过去的问题在于产品和品牌的老化导致年轻消费者流失，而未来随着门店改革和品类焕新仍具备吸引消费者重回线下的能力。**未来 CS 渠道占比会提升**，对单品牌店、百货渠道形成有力补充，也会成为国货品牌崛起的机遇，而率先意识到其重要性的品牌将在未来竞争中占据更有利的地位。
- 风险提示：**消费环境疲弱，租金、人工等成本上涨过快。

行业相关股票

股票代码	股票名称	EPS (元)			P/E			投资评级	
		2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	上期	本期
603605.SH	珀莱雅	1.43	1.91	2.52	48.94	44.05	33.36	未评级	未评级
603983.SH	丸美股份	1.15	1.31	1.56	45.68	46.83	39.33	未评级	未评级

资料来源：WIND，德邦研究所

目 录

1. 化妆品渠道处于多元化发展阶段	5
1.1 高速发展的化妆品市场催生了渠道的多元化	5
1.2 化妆品渠道衍变历程	7
1.3 中国 CS 渠道发展不断裂变	8
2. 从 ULTA BEAUTY 复盘 CS 渠道潜力	9
2.1 十年七倍股的美国最大美容连锁零售商	10
2.2 上市以来保持优秀的扩张速度和盈利能力	10
2.3 独特的门店体验和会员忠诚度构成竞争壁垒	12
2.4 对标丝芙兰各有所长	15
3. 国内 CS 渠道发展展望	16
3.1 为什么我们认为 CS 渠道具有战略意义	16
3.2 CS 渠道具有整合升级的机遇	17
4. 相关标的	18
4.1 珀莱雅 (603605.SH)	18
4.2 丸美股份 (603983.SH)	19

图表目录

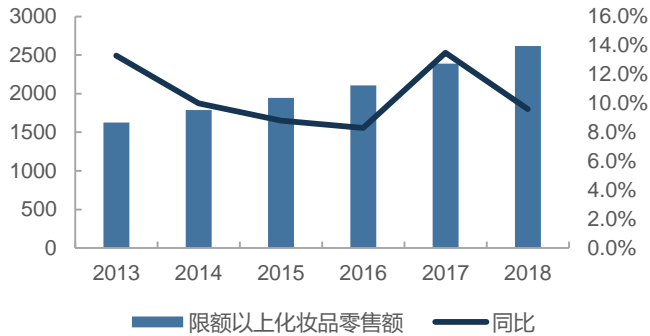
图 12 2013-2018 年中国限额以上化妆品零售额 (亿元)	5
图 2 2013-2018 年中国化妆品及个护市场规模 (亿元)	5
图 3 化妆品产业链图解	5
图 4 2010-2018 年中国化妆品及个护的渠道占比	6
图 5 2004-2018 年化妆品渠道份额和限额以上化妆品按月增速变化情况对比	7
图 6 中国 CS 渠道连锁规模分布情况	8
图 7 低线城市 CS 门店示例	8
图 8 中国 24 省化妆品 CS 前十体量梯队	9
图 9 ULTA BEAUTY 上市以来与 SP500 走势对比	10
图 10 ULTA 上市以来营业收入及增速 (百万美元)	10
图 11 ULTA 上市以来净利润及增速 (百万美元)	10
图 12 ULTA 上市以来门店数及新增门店数	11
图 13 ULTA 上市以来同店增长	11
图 14 ULTA 上市以来毛利率和 SG&A 费用率	11
图 15 ULTA 上市以来净利率和 ROE (摊薄)	11
图 16 ULTA 门店示例	12
图 17 ULTA 全美门店分布	12
图 18 ULTA 店内陈列示例	12
图 19 ULTA 产品品类结构 (FY2019)	13
图 20 ULTA 历年会员数量变化	13
图 21 贡献 ULTA 销售增长的主要品牌	14
图 22 ULTA 的独家产品	14
图 23 ULTA 官网示例	14
图 24 丝芙兰和 ULTA 产品价格带分布	15
图 25 丝芙兰和 ULTA 消费者年龄段分布	15
图 26 丝芙兰门店示例	15
图 27 丝芙兰 Colour IQ 项目	15
图 28 中国各级城市消费信心指数	16
图 29 上线市场和下沉市场消费者对比	16
图 30 一站式购物品类更丰富	17
图 31 屈臣氏门店业态升级	17

图 32 珀莱雅过去五年收入及增速（百万元）	18
图 33 珀莱雅过去五年净利润及增速（百万元）	18
图 34 珀莱雅收入结构（2018）	18
图 35 珀莱雅过去五年毛利率和净利率	18
图 36 珀莱雅渠道结构（2018）	19
图 37 丸美股份过去五年收入及增速（百万元）	19
图 38 丸美股份过去五年净利润及增速（百万元）	19
图 39 丸美股份收入结构（2018）	20
图 40 丸美股份过去五年毛利率和净利率	20
图 41 丸美股份渠道结构（2018）	20
表 1 中国化妆品各类渠道对比	6
表 2 化妆品 CS 渠道供货折扣对比	8
表 3 化妆品渠道的优势与劣势对比	8

1. 化妆品渠道处于多元化发展阶段

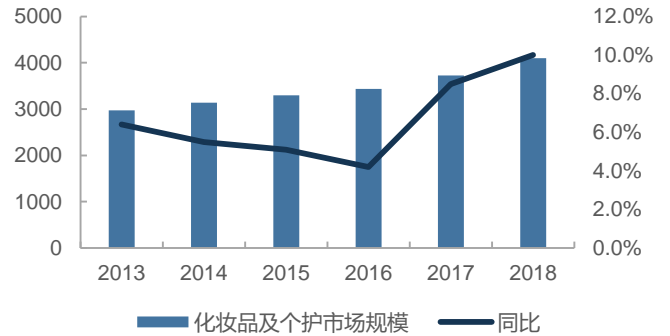
我国化妆品行业近年来快速发展，成为备受瞩目的新兴赛道。2018年我国限额以上化妆品零售额为2619亿元，而根据Euromonitor，2018年我国化妆品及个护市场规模为4102亿元。限额以上化妆品零售额过去五年的复合增速为10.0%，预计未来五年随着消费升级和美妆意识提升，仍将保持双位数的增速。

图 12 2013-2018 年中国限额以上化妆品零售额（亿元）



资料来源：国家统计局，德邦研究所

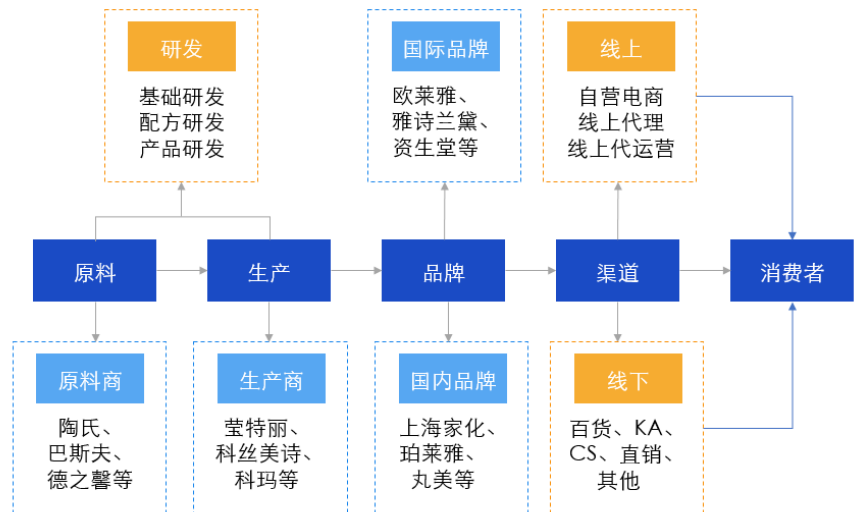
图 2 2013-2018 年中国化妆品及个护市场规模（亿元）



资料来源：Euromonitor，德邦研究所

化妆品行业的快速增长促使产业链分工不断细化，研发、品牌和渠道是决定品牌能否跑出的三个重要环节。研发和生产决定了产品的核心竞争力，品牌和营销驱动了产品的有效扩大声量和激发需求，渠道则是在终端直接接触消费者、完成购买的最后一环。因此，一个优秀的化妆品企业在这三者的精细运营上均需发力，缺一不可。本文将重点探讨化妆品线下渠道、尤其是CS渠道在化妆品终端中的战略意义。

图 3 化妆品产业链图解



资料来源：公开资料整理，德邦研究所

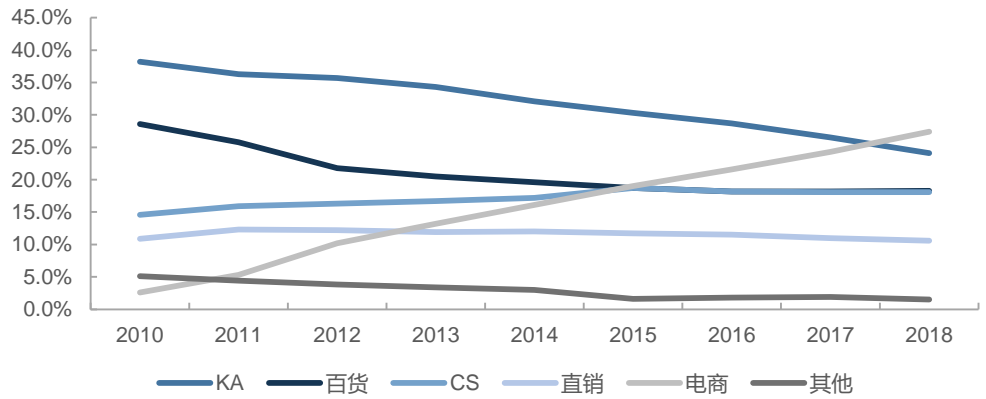
1.1 高速发展的化妆品市场催生了渠道的多元化

高速发展的化妆品市场催生了渠道的多元化，渠道的细分化也反促化妆品进行了品牌和品类的二次衍变。根据Euromonitor，2018年化妆品与个护的渠道占比中电商最高，为27.4%，其次为KA渠道（商超）占24.1%，百货和CS渠道也占了相当一部分比例，分别为18.1%和18.3%。

电商渠道占比提升速度最快，从2012年的10.2%提升至2018年27.4%，同一时期百货和KA的份额出现下滑，可见电商主要由于价格优势和打破时间、地域的局限性

等便利因素取得了较快速的发展。

图 4 2010-2018 年中国化妆品及个护的渠道占比



资料来源: Euromonitor, 德邦研究所

百货和 KA 都具有营业面积大、客流量大的特点, 产品定位有所不同。百货包括百货和购物中心, 多为高端品牌, 主要以专柜的形式为消费者提供服务, 有助于建立品牌形象。KA 依托于沃尔玛、大润发等大型商超, 产品主要覆盖平价化妆品与日化用品, 品牌多为大众品牌。

CS 主要指的是化妆品专业连锁, 多为多品牌加盟代理经营。当前的 CS 渠道可以分为三类: 一类是以丝芙兰为代表的中高端连锁, 主要分布于一二线, 由于化妆品消费整体向高端化提升的趋势, 目前增长较好; 一类是以屈臣氏为代表的大众连锁, 一二线分布较密集, 近年来也在向低线下沉和门店时尚化等方向革新; 另一类是以娇兰佳人为代表的深耕三四线的化妆品专营店, 近年来表现出较强的增长势头。随着消费者美妆意识和线下体验需求的提升, CS 渠道具有更大优势。

表 1 中国化妆品各类渠道对比

	特点	渠道代表	品牌代表	主力消费人群
KA	依托大型商超, 营业面积大, 客流量广	沃尔玛、大润发等	百雀羚、美加净	中老年消费者
百货	主要以专柜形式, 客流量大, 品牌中高端	久光、银泰、万象城	兰蔻、雅诗兰黛	中产阶级
CS	化妆品专业连锁店, 提供一站式品牌消费服务	丝芙兰	国际中高端品牌	一二线年轻群体
		屈臣氏、万宁	台湾、日韩和一叶子等国内品牌	年轻消费群体
		娇兰佳人、唐三彩	国内品牌为主	低线城市人群
单品牌店	相比专柜, 单品牌店的产品类型更齐全, 品牌识别度更高	科颜氏、悦诗风吟	科颜氏、悦诗风吟	视品牌定位而定
直销	以产品为核心, 以人际关系网为基础, 生产商不经过经销商, 直接在人群中进行一对一或一对多的销售		玫琳凯、雅芳	
电商	品牌商直接授权官方旗舰店	天猫、京东	全品牌	一般网购人群
	个人零售店, 品牌杂	淘宝 C 店	全品牌	价格敏感度高的消费者

品牌商直接授权 代理商运营	垂直电商平台 (唯品会、聚美 优品)	全品牌	对平台有黏性的 消费者
内容集合平台, 流量变现渠道	社交电商(小红 书、云集)	网红品牌居多	年轻女性

资料来源: 前瞻研究, 德邦研究所

1.2 化妆品渠道衍变历程

渠道的衍变反映了化妆品行业发展阶段的变化。不同渠道的份额此消彼长背后, 体现的是化妆品品牌格局和消费者购买需求的变化。在当前阶段, 我们认为渠道对应的化妆品品牌更为细分, 消费群体的购买需求也形成大致稳定的分层, 并逐渐向中高端品牌迁移。具体来看:

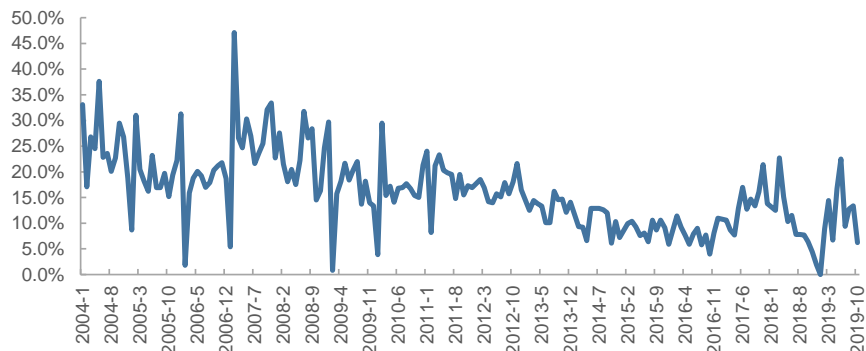
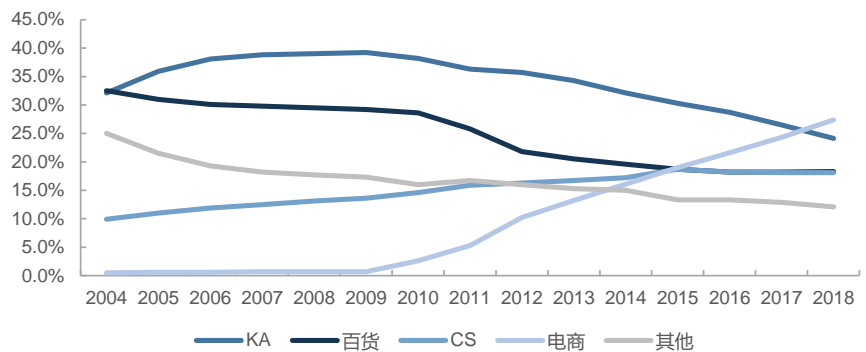
2004-2008 年 KA 和百货渠道取得蓬勃发展, 增长接近双位数, 拉动了大批国产品牌和国际中端品牌获得市场份额。

2009-2012 年电商渗透率快速提升, 国产品牌通过电商化取得更快的成长机遇, 同时 CS 渠道通过面膜等新兴品类的增长潜力和更为专业的服务, 也在逐步提升份额。

2013-2016 年电商渠道增长依然最为注目。化妆品品牌的增长分为两类, 一类是线上品牌由于性价比高、渠道费用低不断扩大销售规模, 部分取代了 KA 渠道中平价产品的购买需求; 二是海淘和跨境电商逐渐兴起, 国内中高端产品增速持续高于大众产品, 2016 年我国中高端化妆品市场规模占比 21%, 同增 7.2%, 而大众品牌增速仅为 2.3%, 因此国际中高端品牌大量进入了中国市场, 这部分的需求转移替代了百货渠道。

2017 年至今化妆品社零增速出现回升, 渠道和品牌格局逐渐稳定。从品牌格局来看, 国际中高端品牌重视中国市场, 在线上和线下均取得较强的增长, 线下主要依托百货渠道来完善各项体验, 百货渠道份额下滑趋势明显放缓。电商渠道快速增长, CS 渠道小幅增长, 这两者份额的增长体现了: 一是渠道的优越性, 电商和 CS 较 KA 等其他更为便捷, 促销和新品更为灵活, 二是新兴品牌迭出, 化妆品社零的回升和 Z 世代美妆意识增强导致国货品牌和小众品牌更多地进入大众视野。

图 5 2004-2018 年化妆品渠道份额和限额以上化妆品按月增速变化情况对比



资料来源: WIND, 德邦研究所

国产品牌在 CS 渠道占比较高，这与国产品牌渠道供货折扣较低有关。大部分国产品牌在 CS 渠道利润分配为，3-3.5 折到代理商、5 折到店加返点和政策，一般实际在 CS 的折扣低于 5 折。而国际品牌中，欧莱雅集团根据不同品牌和类目，在 CS 店的供货折扣为 7-7.8 折加一些促销政策；宝洁集团在 CS 渠道的平均毛利率在 10-20 个百分点左右；资生堂集团主要面向 CS 店的品牌有悠莱和泊美，过去折扣在 7.2-7.5 折，17 年下半年起调整渠道战略，折扣下降至 5.2-6 折；爱茉莉太平洋集团在 CS 渠道的供货折扣大约为 6 折加促销政策。

表 2 化妆品 CS 渠道供货折扣对比

面向 CS 的品牌		供货折扣
国产品牌	百雀羚、丸美、韩束等	3-3.5 折到代理商、5 折到店加返点和政策，实际低于 5 折
欧莱雅集团	美宝莲	7-7.8 折加一些促销政策
宝洁集团	潘婷、Olay 等	平均毛利率在 10-20 个百分点左右
资生堂集团	悠莱和泊美	过去折扣在 7.2-7.5 折，17 年下半年起调整渠道战略，折扣下降至 5.2-6 折
爱茉莉太平洋集团	梦妆	6 折加促销政策

资料来源：品观网，德邦研究所

化妆品在电商渠道占比为 27.4%(2018)，在电商的各品类渗透率中处于较高水平，预计电商营销费用增长、渠道红利将逐渐衰减，线下渠道的强体验性的优势将凸显，未来各渠道增速或将趋于一致。我们更看好 CS 渠道的发展潜力，这是由于美妆类相较于护肤类增速更高、更注重体验感，CS 店的一站式品牌购物和美妆类消费的即时性、类快消品的特点相符合；此外，随着消费者美容意识的提升，对化妆品的购买需求精细化，因此更需要线下专业的咨询和服务，因此 CS 店和百货等具有专业的销售人员的渠道将吸引这部分客户从线上回流。

表 3 化妆品渠道的优势与劣势对比

	优势	劣势
KA	网点分布广，客流量大	进驻流程复杂，费用昂贵，运营难度大，产品上新与调整较慢
百货	高端品牌为主，差异化体验	品牌壁垒高，进场费和扣点较高
CS	品牌无需支付租金和营销等，账期短，下沉能力强，本土化和灵活性高	网点存活率低，单店产出低，渠道执行效率低
电商	新品类易跑出，运营成本低，渗透率持续提升	流量红利衰退，体验低，售后问题难

资料来源：品观网，德邦研究所

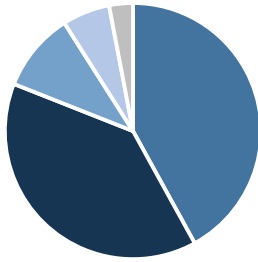
1.3 中国 CS 渠道发展不断裂变

中国 CS 渠道增长较为平稳，随着零售价值的凸显，商业模式在不断裂变。根据 CBO 调研，中国 CS 渠道 2013-2018 年平均增幅约为 9.7%，和总体化妆品市场规模增速 10% 基本持平。CS 渠道成立初期，只有精品店模式、日化超市类、名品低价三类门店形式，以及一些不成规模的夫妻小店，而现在演变为进口商品集合店、折扣店、生活方式类等多种类型。国产品牌崛起有赖于深耕 CS 渠道，近年来外资品牌亦加快渠道下沉，因此未来在 CS 渠道的品牌竞争将更为激烈。

中国 CS 渠道体量庞大，尤其在下沉市场隐藏广阔市场。根据 CBO，目前 CS 渠道总产值约为 800 亿元，全国 CS 店总数约为 17 万家。除开我们一般认知屈臣氏、娇兰佳人等全国性连锁，在低线城市存在着大量中等体量的门店。根据 CBO 的全国 24 省的门店样本调研，拥有 100 家以上的连锁只占 3%，5-10 家以及 10-30 家的连锁仍是全国化妆品专营店市场的主力，合计占比超过 80%。

图 6 中国 CS 渠道连锁规模分布情况

图 7 低线城市 CS 门店示例



■ 5-10家 ■ 10-30家 ■ 30-50家 ■ 50-100家 ■ 100家以上

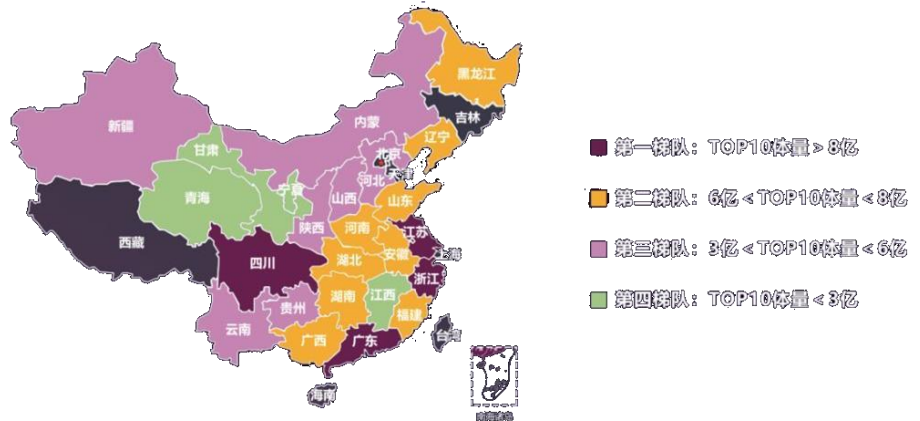
资料来源：CBO，德邦研究所



资料来源：CBO，德邦研究所

中国的CS渠道呈现强者恒强、两级分化的格局。从CBO调研的24省前十连锁的体量来看，目前中国的CS发展较成熟的五个省份分别是：四川（14.72亿元）、广东（13.13亿元）、浙江（11.45亿元）、江苏（8.85亿元）、广西（7.68亿元）。排名稍显落后的三个省是：江西（1.79亿元）、青海（1.52亿元）、宁夏（1.32亿元）。24省前十的平均总额为6.05亿元；表现最好的四川省份前十体量是宁夏的10倍。

图8 中国24省化妆品CS前十体量梯队



资料来源：CBO，德邦研究所

国产品牌在我国的CS渠道占据了主导地位，其中在面膜品类优势体现的更为突出。根据CBO，护肤类、彩妆类、面膜类在CS渠道的占比分别为45.8%、18.5%、12.6%，护肤类的占比在持续下滑，被彩妆、面膜及其他小品类取代。彩妆类占比不断提高，对比彩妆类强势的连锁达到40%占比来看，彩妆类在CS渠道有更大的发展潜力。

面膜类在CS渠道迎来了持续近十年的黄金机遇，许多国货品牌在此发力，已成长为较成熟的品类，是不少门店引流的重要武器。目前一叶子已逐渐成为CS渠道第一的面膜品牌。护肤类的销售前五品牌为自然堂、珀莱雅、欧诗漫、丸美、资生堂，彩妆类销售前三的品牌为卡姿兰、玛丽黛佳、兰瑟，可见国货品牌占据了相当重要的地位。

2. 从 ULTA BEAUTY 复盘 CS 渠道潜力

ULTA BEAUTY 在美国零售业普遍衰退的背景下快速增长，是由于专注CS渠道做深做透，强化了线下体验的价值，形成高于一般美妆连锁店的消费者黏性。

ULTA BEAUTY 成功地成长为北美专业零售的巨头，说明了CS渠道具有巨大的潜力，未来会成为化妆品渠道的一个重要构成部分，并且会对品牌格局产生深远的影响。

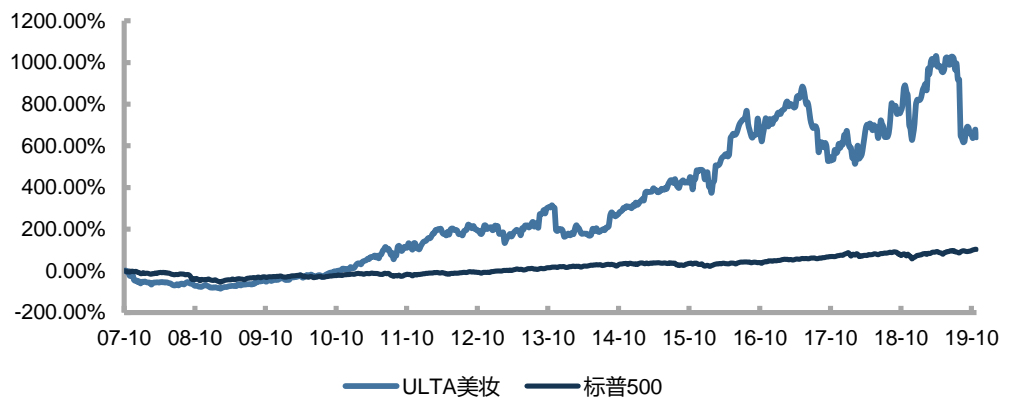
2.1 十年七倍股的美国最大美容连锁零售商

ULTA BEAUTY 是美国最大的美容专业连锁零售商，在美国市场从 2015 年起即超越了丝芙兰成为了市场份额第一，达到 27%。其特色在于，首创了一站式购物的专业美妆连锁的模式，涵盖全档次、全品类的护肤品化妆品；其次为坚持以顾客体验为导向，店内还提供理发、染发、护肤、美容等沙龙服务。（以下简称 ULTA）

ULTA 主营的产品包括化妆品、护甲、护肤、美发、香水、身体护理、男士护理等，SKU 超过 25000 种，覆盖了高端到平价的 500 余种品牌，单价从 3 美元到 100 美元不等。截至 2019 年 8 月，ULTA 在美国 50 个州已开设 1213 家门店，会员数量超过 3180 万，黏性较高的会员贡献了 ULTA 销售额的 95% 以上。

ULTA 于 1990 年成立于美国的伊利诺伊州，2007 年在美国纳斯达克上市。ULTA 从上市之初的 33 美元上涨到当前的 234 美元（截止 11 月 21 日收盘），同比上涨 700% 以上，在美国实体零售业整体表现衰退的背景下，ULTA 稳健的扩张速度和盈利能力获得了市场的肯定。

图 9 ULTA BEAUTY 上市以来与 SP500 走势对比



资料来源：WIND, 德邦研究所

公司 2019Q2 的财报显示销售额增长 12%，净利润增长 9%，不及市场预期，因此股价有所下跌。ULTA 在 Q2 后调低了业绩预期，主要是美国化妆品市场增长放缓和数字化方面的投资加大。然而，我们认为 ULTA 作为美国化妆品零售龙头，过去对市场一直保持敏锐的判断力，未来仍将保持较强的渠道优势；而对 ULTA 的成功之道的复盘有助于我们更为清晰地了解化妆品 CS 渠道的发展方向和成长潜力。

2.2 上市以来保持优秀的扩张速度和盈利能力

ULTA 在上市以来的十余年一直保持着较快的扩张速度和稳定的盈利能力。

收入利润：公司的营业收入从 FY2008 的 9.12 亿美元增长至 FY2019 的 67.17 亿美元，年均复合增速为 19.90%，FY2012-2018 的收入增速均超过 20%；净利润从 FY2008 的 2500 万美元增长至 FY2019 的 6.59 亿美元，年均复合增速为 34.47%。截止 2019 年 8 月 3 日的过去的 6 个月，收入和净利润的同比增速为 12.46% 和 13.03%。（注：公司财年截止日为当年的 2 月 2 日。）

图 10 ULTA 上市以来营业收入及增速（百万美元）

图 11 ULTA 上市以来净利润及增速（百万美元）



资料来源: WIND, 德邦研究所

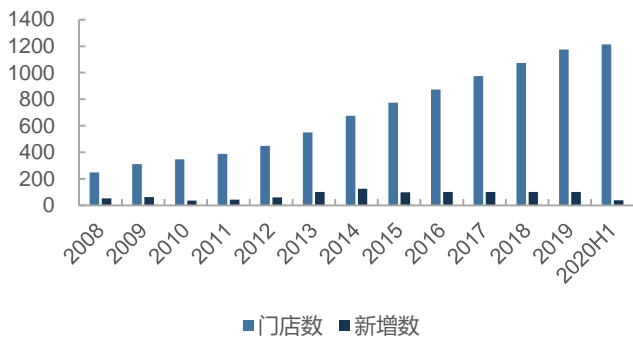


资料来源: WIND, 德邦研究所

门店规模: 门店数量从FY2008的249家增长至FY2019的1174家，年均复合增速为15.14%，2020H1门店数为1213家。2012年以前公司每年新增的门店数量约为50家左右；随着公司门店规模突破500家，公司门店扩张开始提速，FY2013-2019每年新增门店数量约为100家。

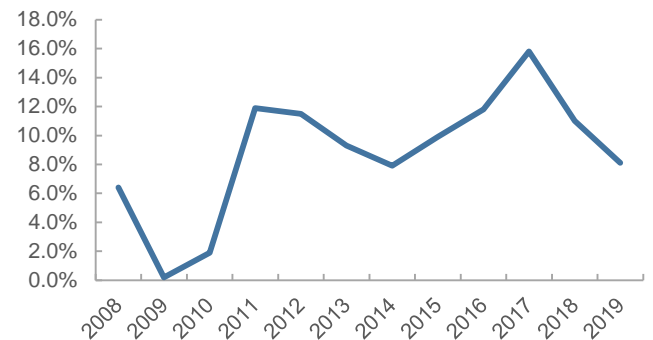
同店增长: 公司同店增长在FY2009和FY2010由于金融危机导致下滑，而后FY2011至今一直保持高单位数到双位数水平的增长，显示公司在门店扩张加速的同时亦注重单店经营质量。过去三年（FY2017-2019）的同店增长可拆分为成交量和客单价的增长，成交量增长为10.7%/6.7%/5.3%，客单价增长为5.1%/4.3%/2.8%。

图12 ULTA上市以来门店数及新增门店数



资料来源: WIND, 德邦研究所

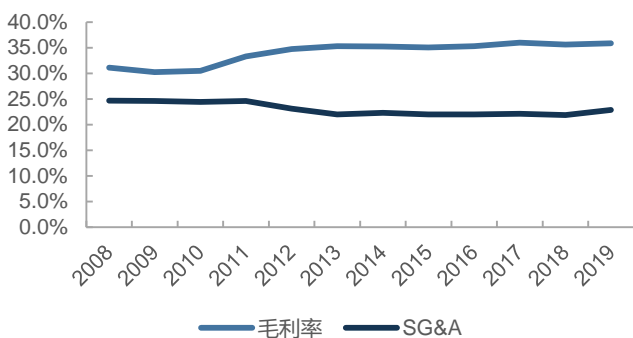
图13 ULTA上市以来同店增长



资料来源: WIND, 德邦研究所

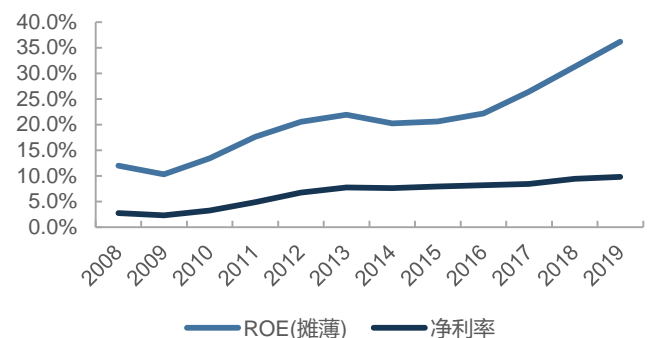
盈利能力: 公司盈利质量稳步提升，毛利率从FY2008的31.10%增长至FY2019的35.87%，净利率从FY2008的2.78%增长至FY2019的9.80%。SG&A的费用率从FY2008的24.69%减少至FY2019的22.86%，显示了公司良好的管理效率。ROE（摊薄）从FY2008的11.98%增长至FY2019的36.18%，主要是由净利率的提升带动，而2017年后ROE（摊薄）的较快增长则与资产周转率提升幅度较大有关。

图14 ULTA上市以来毛利率和SG&A费用率



资料来源: WIND, 德邦研究所

图15 ULTA上市以来净利率和ROE（摊薄）



资料来源: WIND, 德邦研究所

2.3 独特的门店体验和会员忠诚度构成竞争壁垒

ULTA 在北美能超越丝芙兰成为化妆品专业连锁第一大零售商，在门店定位和服务上有很多独到之处，因而形成了较高的消费者黏性。

（一）选址战略为“off-mall”“郊区包围城市”

与多数美妆店和品牌店偏好于将门店设置于城市的购物中心或地铁站附近不同，ULTA 的选址战略为美国的中小城市、郊区乃至乡村，秉承的是“off-mall”策略。美国的市郊通常分布广大的居民区，尤其以中产阶级为主，因此 ULTA 主要选择郊区的露天购物中心、距离附近居民区 10-15min 车程的地址开店，有助于 ULTA 以较低的租金覆盖更大范围的消费群体，同时避开了市中心严峻的品牌竞争。

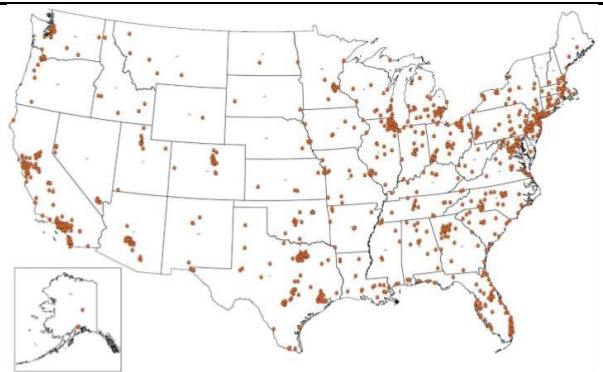
近年来，随着 ULTA 门店的扩张和定位向高端提升，新开店也在向市中心接近，2016 年 12 月，ULTA 在纽约曼哈顿开了第一家门店，而之前 ULTA 在纽约的 40 家门店均不位于核心地段。

图 16 ULTA 门店示例



资料来源：ULTA 官网，德邦研究所

图 17 ULTA 全美门店分布



资料来源：ULTA 官网，德邦研究所

（二）品牌齐全，体验丰富，“高低端兼顾”

ULTA 对门店的定位为亲民平价的美容连锁，整体产品的价位涵盖了从雅诗兰黛等高端品牌到美宝莲等大众品牌，同时还设有美发沙龙等给消费者丰富的体验服务，可以让消费者实现一次购足所需的美妆用品。

一家典型的 ULTA 门店画像为，面积约 1000 平方米，涵盖 500 多个品牌的 20000 多个 SKU，品类包含彩妆、香水、护肤、身体护理、造型等，约 90-100 平方米的区域分配给沙龙，提供理发染发、护肤美容、美甲等服务，并且配备 8 到 10 名持牌美容专业造型及护理人士。店员不按照产品销售提成，不以宣传某一品牌为导向，因此能提供专业和 unbiased 的皮肤测试、护肤美妆建议，发放宣传册和视频教导美妆知识，然后鼓励消费者自行探索新品。

对于 ULTA 这类美容专业连锁来说，消费者在购物时的特性带有无目的性和消遣性，因此 ULTA 通过海量的 SKU 和探索性的体验让消费者延长进店时间和产生购物兴趣，从而对 ULTA 产生了消费惯性。ULTA 店内的美妆顾问对消费者可以提供定制化的服务，丰富的品类和沙龙服务，以及让消费者可以随意试用的环境，增加了留店时间和转化率，有效地帮助消费者采购产品并进一步刺激购买欲望，这也是 ULTA 门店维持经营质量的重要原因。

图 18 ULTA 店内陈列示例



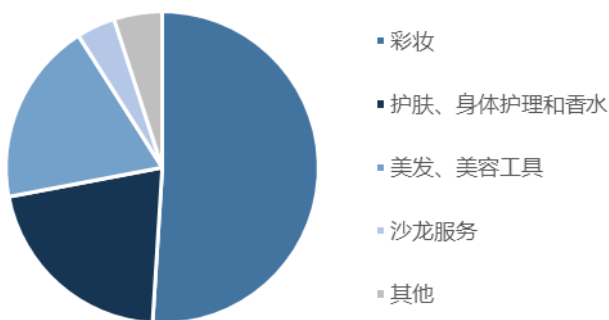
资料来源：ULTA 官网，德邦研究所

（三）完善和高忠诚度的会员体系

ULTA 最引以为傲的就是其强大的会员计划，截止 2019 年 8 月，会员数量达到 3180 万，每年贡献了销售额的 95% 以上。ULTA 于 1996 年起就设立了会员体系，会员可通过积分兑换相应的礼品。2013 年重组了会员的忠诚度计划，会员的积分不再用来换购某些特定的商品，而是可以直接用来抵减结账时的产品金额；消费金额增加到 450 美元一年和 1200 美元一年会被提升档次，每次消费可以获得更多积分。2016 年向会员提供 MasterCard 合作信用卡，反响极为热烈，是 Alliance Data 最快达到 200 万张的卡种。

ULTA 的积分制度的优势在于现金的直接抵扣，相较于丝芙兰会员的兑换中小样，更为简单易懂。公司通过庞大的会员体系，掌握消费者的购买习惯和喜好，从而改进营销策略，升级消费体验。ULTA 不断完善的会员体系和服务使其会员数量从 2007 年的 600 万增加至当前的 3180 万，会员贡献度从不足 50% 提升至 95% 以上，体现了会员忠诚度较高。

图 19 ULTA 产品品类结构 (FY2019)



资料来源：ULTA 年报，德邦研究所

图 20 ULTA 历年会员数量变化



资料来源：ULTA 年报，德邦研究所

（四）新品迭代快，引入网红品牌迎合千禧一代

ULTA 新品迭代速度非常快，FY2019 年报显示 30% 的销售额由新品驱动。ULTA 对新兴品牌的引入更为积极，紧跟社交网络上千禧一代推崇的品牌和时尚的动向。当前知名度较高的网红品牌 Kylie Cosmetics，由网红卡戴珊家族的 Kylie Jenner 创办伊始就迅速在年轻女性中风靡，一开始只在网上售卖，转向实体的唯一渠道就是 ULTA。ULTA 同时还有众多独家销售的品牌和产品，独家产品贡献了超过 9% 的销售额，包括 Morphe、

Juvia's Place 等网上关注度较高的品牌。

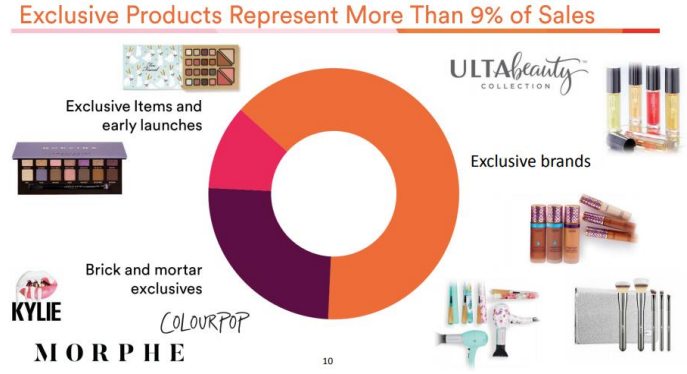
ULTA 也在增加高端品牌的数量，提升门店形象，扩大消费群体。过去三年公司增加了 Estee Lauder, Origins, Nars, Shiseido, Tarte, Honest Beauty, Anastasia Beverly Hills 等新品牌。2018 年初和 Chanel Beauty 取得了合作关系意味着 ULTA 在高端品牌的布局上又进一步，过去 Chanel 仅在 ULTA 销售香氛，彩妆品类的入驻表示 ULTA 具有更高定位的发展性。

图 21 贡献 ULTA 销售增长的主要品牌



资料来源：ULTA 官网，德邦研究所

图 22 ULTA 的独家产品



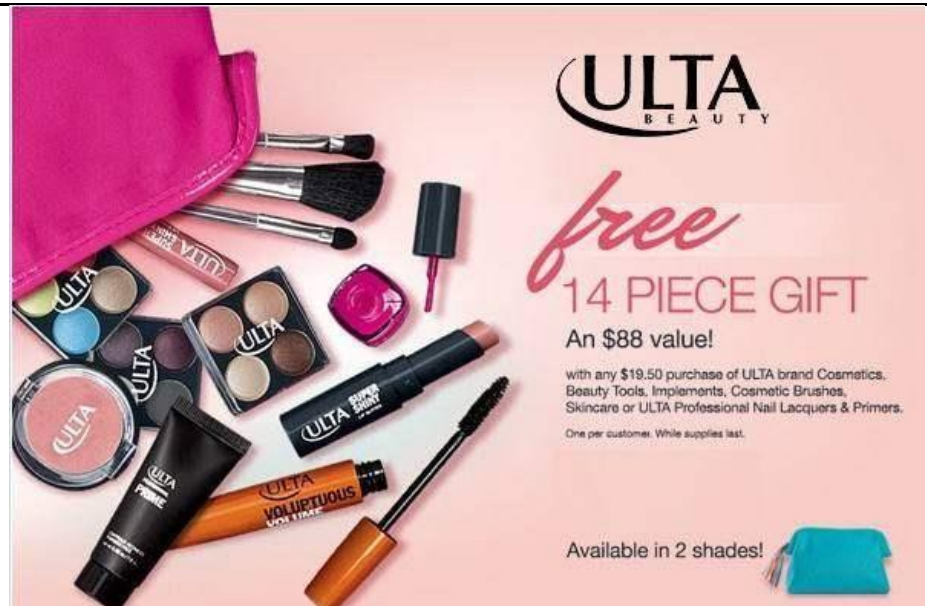
资料来源：ULTA 官网，德邦研究所

ULTA 一站式购物的特点，可以把消费群体不知不觉引向更高级的产品。高端品牌的引入也成为未来业绩增长的动力。公司表示，第一年在 ULTA 买东西时把 100% 的预算花在大众品牌上的消费者，到了第五年会把 60% 花在高端品牌上。77% 的消费者既买雅诗兰黛也买美宝莲。对于高端品牌来说，ULTA 近年来的快速增长和对年轻消费者的吸引力是他们看重的优势。

(五) 注重数字化投入，大数据精准营销

ULTA 电商平台 FY2019 收入 7.52 亿美元，同比增长 32%，占比达 11%。电商渠道增速持续高于公司整体，占比从 FY2017 的 7% 提升至 FY2019 的 11%。ULTA 的数字化主要体现在全渠道的赋能上，会员体系的大数据提供了庞大的分析基础，ULTA 通过会员数据反映的购买习惯和偏好，改进产品种类、门店体验和营销策略，使得消费者产生购买的正向循环，同时也可为品牌提供有效的销售数据，形成了多赢的局面。

图 23 ULTA 官网示例



资料来源：ULTA 官网，德邦研究所

ULTA 于 2018 年底收购了两家科技公司 QM Scientific 和 GlamST，强调了数字化对公司保持竞争力的重要性。QM Scientific 主要是开发人工智能购物助理，他们的技术将根据每位客户的偏好和习惯进行更新修正、从而不断改进建议来响应购物者。GlamST 主要用于基于加强实际的移动端，目前 ULTA 的应用程序已许可购物者经由名为 GLAMlab 的功能来体验虚拟化妆。

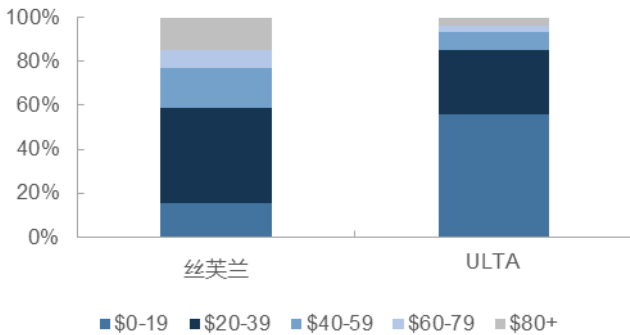
2.4 对标丝芙兰各有所长

在全球市场，丝芙兰依然是不可取代的第一大龙头，ULTA 在美国市场则表现更为突出。从多项数据对比丝芙兰和 ULTA，我们发现两者既存在差异化定位，也有相互趋近的现象。

选品定位：丝芙兰来自 LVMH 集团，选品以高端为主，ULTA 的产品组合为 55% 的高端产品加 45% 的大众品牌。根据 UBS 调研，85% 的 ULTA 产品的价格低于 40 美元，其中 56% 低于 19 美元，而在丝芙兰 59% 的产品低于 40 美元，其中 15% 低于 19 美元。在品类上，ULTA 覆盖了全品类，而丝芙兰在美甲、美发、身体护理上则较为不足。

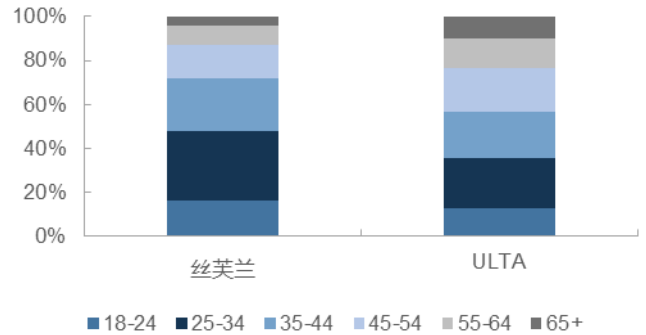
消费群体：丝芙兰的消费群体更年轻。根据 UBS 调研，25-34 岁的消费者在丝芙兰的占比为 32%，在 ULTA 的占比为 23%；18-24 岁的消费者在丝芙兰的占比为 16%，在 ULTA 的占比为 13%。这可能与丝芙兰多分布于市区购物中心，那里相较于 ULTA 的选址有更多年轻消费者。

图 24 丝芙兰和 ULTA 产品价格带分布



资料来源：UBS Lab, 德邦研究所

图 25 丝芙兰和 ULTA 消费者年龄段分布



资料来源：UBS Lab, 德邦研究所

门店体验：丝芙兰相比 ULTA 的门店更偏向于收入水平更高、更城市化的区域。根据 UBS 调研，以 10 分钟车程划定范围，77% 的丝芙兰店铺附近有 ULTA，而 46% 的 ULTA 店铺有丝芙兰。在门店体验方面，丝芙兰和 ULTA 都具有皮肤护理、化妆和眉毛的服务，但丝芙兰较 ULTA 缺少美发沙龙的服务。

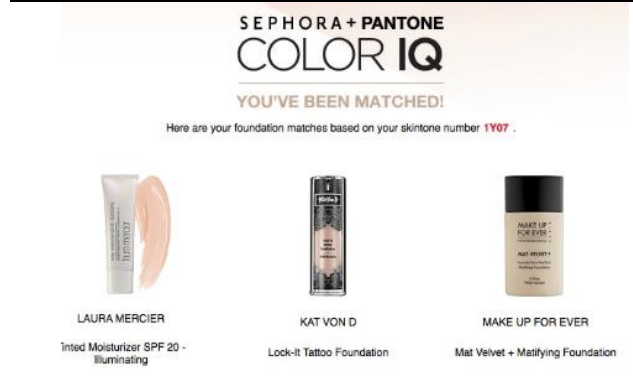
丝芙兰近年的变化：1) 在引入独家品牌上不断发力，如 Pat McGrath 和 Fenty Beauty 等网红品牌；2) 丝芙兰目前拥有超过 1700 万会员，贡献总销量的 80% 左右，在会员福利上提供中小样产品、美妆课程与定制造型服务等；3) 丝芙兰在电商领域发展更快，占美国化妆品电商市场份额的 13%，ULTA 只占 4%，丝芙兰强化门店的数字化体验，主要表现在数字工坊和 Colour IQ 的项目上。

图 26 丝芙兰门店示例

图 27 丝芙兰 Colour IQ 项目



资料来源：公开资料，德邦研究所



资料来源：丝芙兰官网，德邦研究所

3. 国内 CS 渠道发展展望

国产品牌的发力壮大的传统路径多在 CS 渠道崛起，当品牌实现一定规模后为寻求品牌升级则会逐渐将渠道拓展转为开设单独的品牌店。近年来随着电商、百货等多类渠道不断革新、变换玩法、加强竞争力，CS 渠道未得到市场重视。

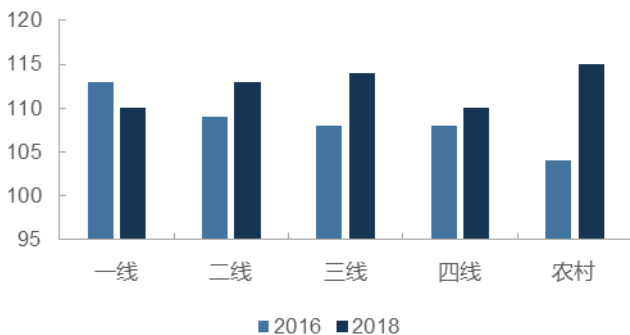
我们认为，从 ULTA 和丝芙兰近年来的发展来看，国内的 CS 渠道具有门店体验的不可替代性和升级换代的需求，因此需重视 CS 渠道的潜在价值。

3.1 为什么我们认为 CS 渠道具有战略意义

对于低线下沉，CS 渠道具有分布广泛、快速扩张的特点。根据化妆品在线，我国市场的 CS 店体量约为 17 万家，而其中连锁的成规模的 CS 门店占比约为 35%，其他的 CS 店则规模冗杂、隐藏在全国各地的四五线城市、县城、乡镇以及农村。大多数 CS 店主要依赖各级分销商选品进货，因此品牌依靠分销商向全国铺开销售网络，以这些 CS 店的规模能快速地形成覆盖面较广的渠道规模，对于品牌在终端的曝光度提升、销售规模的快速上量都有较好的助力。

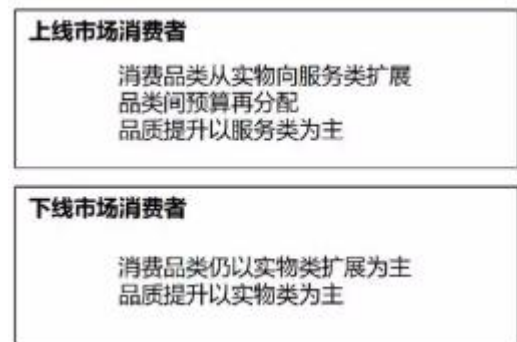
下沉市场有着巨大的人口规模和不断增长的消费需求，虽然电商渗透率提升，但购买仍多依赖线下，同时对实物类消费有明显的品质提升的需求。根据尼尔森研究，2018 年三四线城市及农村消费者信心比 2016 年显著提升，与一线城市消费者信心下降截然不同。低线城市及农村人口实际可支配收入的提升更为明显，同时由于信息扁平化带来消费审美的提高，因而对品质化、品牌化消费的追求在不断提高，整体来看，下沉市场具有更强的消费活力。

图 28 中国各级城市消费信心指数



资料来源：尼尔森研究，德邦研究所

图 29 上线市场和下沉市场消费者对比



资料来源：尼尔森研究，德邦研究所

对于门店体验，CS 渠道具有一站式购物的便利性，更符合化妆品市场的需求升级。近年来我国化妆品市场蓬勃发展，限额以上化妆品零售额过去五年的复合增速为 10.0%。随着购买人群的扩容和对化妆品品类需求的升级，我们认为，未

来化妆品市场发展仍存在重大的机遇。

CS 渠道具有一站式购物和强体验性的特点，具备其他渠道无法取代的优势。首先，当前的化妆品消费趋势为混搭，不再局限于某一品牌的全部品类，而是从各品牌中选择适合自己的产品组合成套，因此百货、购物中心等独立专柜或单品牌店的形式是无法满足消费者多方位的购物兴趣的，一站式购物却可以通过探索性的体验更好地激发消费者的购买欲。其次，化妆品消费趋势从“从一而终”向“快时尚”转变，消费者更希望能通过充分试用感受产品，并且在层出不穷的新品中进行合理地种草、拔草，因此 CS 渠道的强体验属性是电商无法比拟的。

图 30 一站式购物品类更丰富



资料来源：品观网，德邦研究所

3.2 CS 渠道具有整合升级的机遇

CS 渠道并不是一门过时的生意，相反地具有重大的整合和升级的机遇。屈臣氏的发展脉络可以反映出国内 CS 渠道的变化。2012 年以前屈臣氏一直保持着稳步扩张的趋势，每年的收入增速在 20% 以上，2012 年-2017 年门店依然保持扩张但坪效逐年下滑，显示屈臣氏逐渐失去了吸引力。究其原因，电商的快速发展对线下冲击是首要因素，而屈臣氏本身品牌和品类结构老化，逐渐对年轻消费者失去了吸引力。2017 年起屈臣氏推出系列变革，包括加强会员运营、扩大彩妆占比、扩大体验区、去 BA 化等措施，门店出现新风气。从屈臣氏的例子我们可以看出，CS 渠道可以改进的空间较大，而全国繁冗的门店体量也存在整合的空间。

未来 CS 渠道占比会提升，对单品牌店、百货渠道形成有力补充，也会成为国货品牌崛起的机遇。从屈臣氏的更新和 ULTA 的成功我们可以看到，CS 渠道过去的问题在于产品和品牌的老化导致年轻消费者流失，而未来随着门店改革仍可吸引消费者重回线下。分两类来看，彩妆将成为下一个成长点，随着年轻女性化妆意识的增强和彩妆品类普及率提高，线下门店增加彩妆产品的占比已成为趋势；护肤类则随着消费者专业知识增强和对抗老、美白等细分需求提升，对销售人员的专业性要求提高，线下和店员的面对面交流成为消费的重要一环。CS 渠道的重要性提升，因而率先意识到其重要性的品牌将在未来竞争中占据更有利的地位。

图 31 屈臣氏门店业态升级



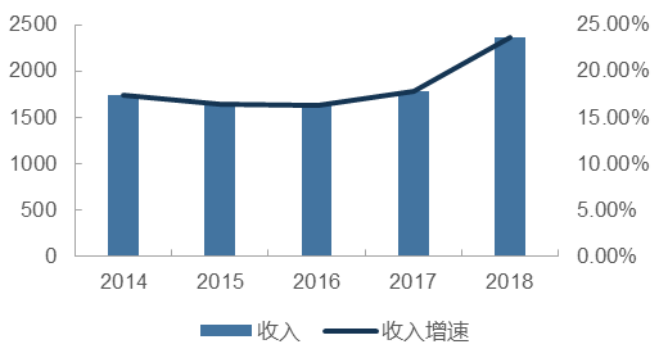
资料来源：德邦研究所

4. 相关标的

4.1 珀莱雅 (603605.SH)

珀莱雅 2006 年成立于杭州，2017 年上市，是国内领先的化妆品品牌。目前旗下品牌包括了珀莱雅、优资莱、悦芙媿、韩雅、悠雅、猫语玫瑰等自有品牌以及 TZZ、YNM、ikami、TIMAGE 等合伙人品牌，其中主品牌珀莱雅占比 89%。公司产品定位大众市场，主品牌以差异化的海洋定位覆盖宽年龄段、宽收入区间、多层次的客户群。公司的销售网络重点布局国内三四线城市，包括了 CS 渠道、电商渠道和商超渠道等。

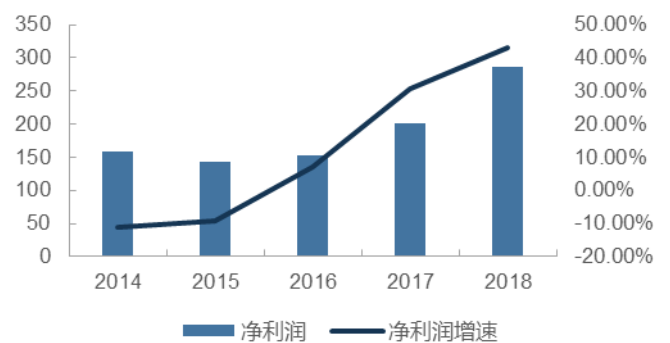
图 32 珀莱雅过去五年收入及增速 (百万元)



资料来源：WIND, 德邦研究所

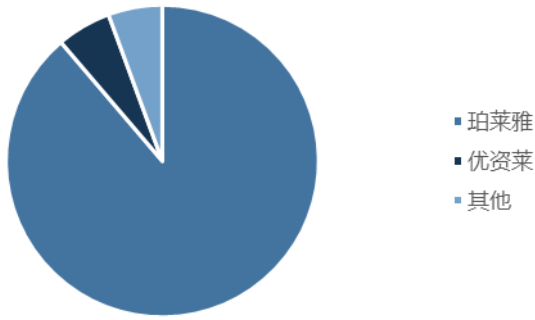
图 34 珀莱雅收入结构 (2018)

图 33 珀莱雅过去五年净利润及增速 (百万元)

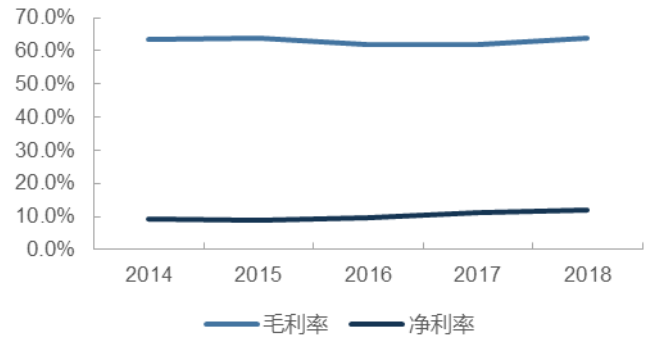


资料来源：WIND, 德邦研究所

图 35 珀莱雅过去五年毛利率和净利率



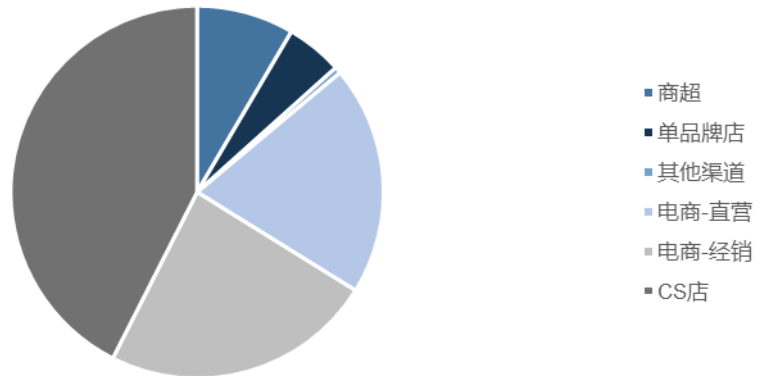
资料来源: WIND, 德邦研究所



资料来源: WIND, 德邦研究所

2018年珀莱雅CS和电商占比分别为42.5%和43.6%，商超渠道和单品牌店占比为8.5%和4.9%。珀莱雅大众端产品线覆盖面广泛，因此各渠道均有涉及，优资菜单品牌店是公司2018年起重点发力的渠道战略。直营渠道毛利率为76.0%，经销渠道67.7%。

图 36 珀莱雅渠道结构 (2018)

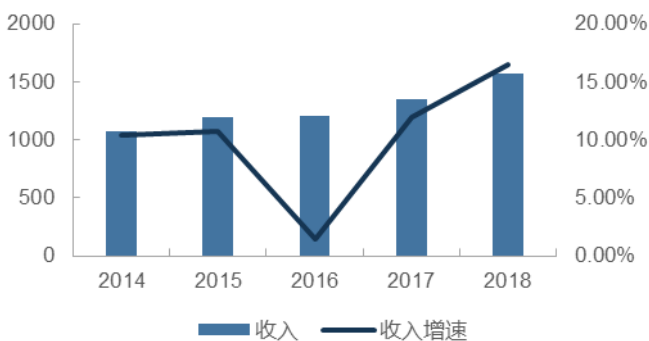


资料来源: 德邦研究所

4.2 丸美股份 (603983.SH)

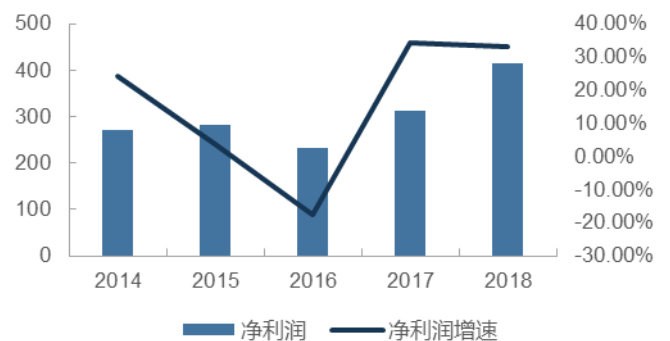
丸美股份2002年成立于广州，是国内领先的护肤品企业。目前旗下拥有丸美、春纪和恋火三个品牌，其中主品牌丸美主打眼部轻奢，占收入的90%。公司产品以差异化的定位，满足二三线城市不同年龄、消费偏好、消费层次的消费者需求。公司渠道以经销为主、直营和代销为辅，销售网络覆盖了百货、CS、电商、美容院及商超等多种渠道。

图 37 丸美股份过去五年收入及增速 (百万元)



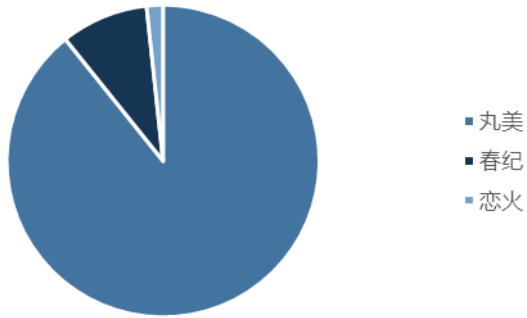
资料来源: WIND, 德邦研究所

图 38 丸美股份过去五年净利润及增速 (百万元)



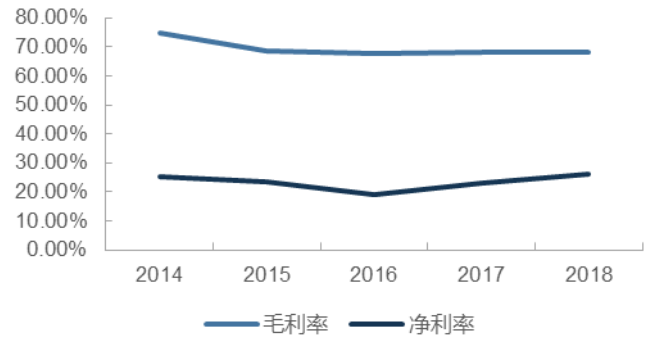
资料来源: WIND, 德邦研究所

图 39 丸美股份收入结构（2018）



资料来源：WIND，德邦研究所

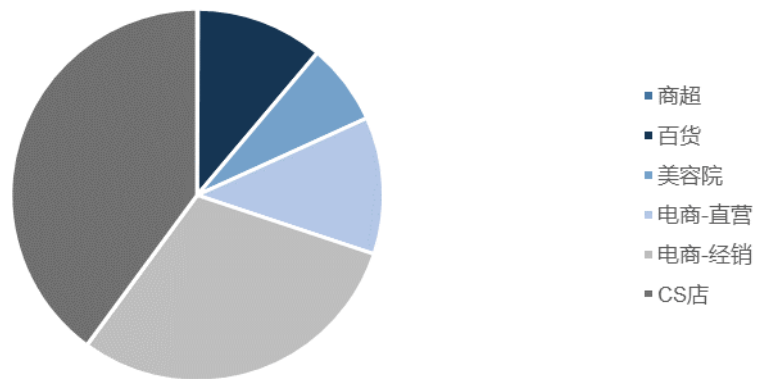
图 40 丸美股份过去五年毛利率和净利率



资料来源：WIND，德邦研究所

丸美股份 CS 和电商占比分别为 39.8%和 41.2%，百货和美容院占比为 11%和 7%。丸美中高端的定位使其更容易进入百货渠道和美容院，因此渠道占比中两者占比不低。其中直营渠道毛利率为 70.6%，经销渠道 60.7%。

图 41 丸美股份渠道结构（2018）



资料来源：WIND，德邦研究所

信息披露

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以德邦综指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“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。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。