

化妆品行业深度研究报告

多维度探讨化妆品行业投资框架

❑ **化妆品特性:** 快速消费品(消耗速度快);需较大营销投入树立品牌;单个品牌、sku存在天花板限制(由于特定人群、特定功能等)。细分的护肤和彩妆属性不同,因为打法有所区别,品类拓展存在一定壁垒。

❑ **国际化妆品集团及产业链上的其他形态。**欧莱雅、雅诗兰黛、资生堂三大集团起家品类、模式不尽相同,目前均为全球性业务覆盖+多品牌(内生孵化+外延并购)抢占细分市场,共用研发+渠道,共享 marketing 经验,形成协同,创造规模效应,成为自然寡头。三大集团股价长牛,2008.9至今cagr约15%甚至更高水平,欧莱雅、雅诗兰黛十多年估值良性,近年亚洲区域特别是我国线上高档化妆品消费的高速增长成为主要的业绩增长动力。

化妆品产业链条上国外也不乏**渠道公司**,Ulta作为美妆专业连锁,拥有强大的会员计划体系(贡献80%销售额),当前年销售额超过60亿美金,净利润率10%左右,拥有超过30%的ROE水平,盈利能力突出。产业中也存在**代工公司**,毛利率在20-30%之间,市值较小,其中韩国科玛年营收近80亿元人民币,市值约为人民币60亿。

❑ **我国化妆品产业:**2018年欧睿国际统计范围内的化妆品消费规模超4100亿元人民币,但目前人均消费水平仍然很低,未来空间广阔,目前消费侧高端化趋势明显。化妆品产业链条包含**化妆品配方、设计及产品定位→原料采购及产品生产制造→营销推广→渠道销售**,不同化妆品企业牵涉相关环节。

❑ 处于不同发展阶段的化妆品企业发展战略有所不同:发展初期产品营销与推广为要,建立一定销售规模之后树立品牌成为必不可少的环节,单个化妆品品牌下多个品类由于定位和针对人群而面临增长瓶颈则需要拓品牌、拓品类。

目前国产化妆品企业多数处于第一阶段(早期珀莱雅、丸美,近一两年的HFP和完美日记等),珀莱雅、丸美、百雀羚、上海上美等成规模的企业逐渐开拓第二品牌、第三品牌等。在快速变化、迭代的新一轮化妆品浪潮中,我们认为灵活性更强、执行力更好的公司更容易胜出。

❑ **风险提示:**可支配收入增速下降,国际大牌下沉及挤压,品牌、品类拓展不力,战略失误,核心人才流失等。

重点公司盈利预测、估值及投资评级

简称	股价(元)	EPS(元)			PE(倍)			PB	评级
		2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E		
珀莱雅	88.67	1.9	2.45	2.95	46.67	36.19	30.06	10.53	推荐
丸美股份	62.1	1.22	1.43	1.68	50.9	43.43	36.96	18.11	推荐

资料来源: Wind, 华创证券预测

注: 股价为2019年09月20日收盘价

华创证券研究所

证券分析师: 王薇娜

电话: 010-66500993

邮箱: wangweina@hcyjs.com

执业编号: S0360517040002

联系人: 胡琼方

电话: 010-66500993

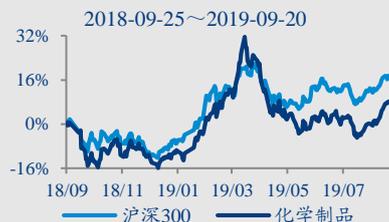
邮箱: huqiongfang@hcyjs.com

行业基本数据

		占比%
股票家数(只)	210	5.7
总市值(亿元)	15,441.04	2.45
流通市值(亿元)	10,906.62	2.37

相对指数表现

%	1M	6M	12M
绝对表现	6.29	-4.16	13.1
相对表现	2.22	-6.73	-2.3



相关研究报告

《日用化学产品行业深度研究报告: 他山之石—资生堂: 美学与哲学之花》

2019-07-28

目录

一、化妆品属性特征.....	4
二、行业内大市值公司（品牌、渠道、代工厂）.....	5
1.品牌公司代表：欧莱雅、雅诗兰黛、资生堂.....	5
2.品牌集团早期营销与渠道布局.....	12
2.1 欧莱雅早期的营销：多种营销手法拓宽渠道、打造品牌.....	12
2.2 雅诗兰黛早期营销：高端渠道+小样试用.....	12
2.3 渠道布局.....	12
3.渠道公司代表 Ulta beauty：专业美妆连锁，十年百倍股.....	13
4.代工厂代表：Cosmax、科玛.....	13
三、化妆品产业链条.....	14
1.化妆品产业链条与价值分配：.....	14
2.化妆品行业高端化、消费升级.....	14
四、我国化妆品市场空间与渠道.....	15
1.增速：起底 2016 年底以来化妆品增速向上.....	15
2.空间：人均（欧美）/总量/品类结构、短板品类/高中低端.....	15
3.渠道结构变更及红利.....	16
五、国牌可能成长出来的赛道.....	17
六、投资研究看点.....	18
七、风险提示.....	19

图表目录

图表 1	不同品类单位价格	4
图表 2	各化妆品集团进入化妆品行业情形	5
图表 3	各化妆品集团旗下品牌	6
图表 4	三大化妆品集团市值、体量，单位：十亿人民币	7
图表 5	雅诗兰黛按地区业务构成	7
图表 6	雅诗兰黛品类结构	7
图表 7	欧莱雅业务地区分布	7
图表 8	欧莱雅品类构成	8
图表 9	资生堂按品类业务结构（%）-2018	8
图表 10	资生堂按区域业务结构（%）-2018	8
图表 11	化妆品集团销售费用率、毛利率、净利率水平	8
图表 12	三大化妆品集团销售费用与一般行政管理费用率	9
图表 13	公司主要成本结构规划（%）	9
图表 14	三大化妆品集团投资回报率（股价走势和年均涨幅）	10
图表 15	三大化妆品集团估值水平与历史估值中枢	11
图表 16	三大化妆品集团线上占比、高端化比例及变化	11
图表 17	各美妆品牌电商运营商	12
图表 18	代工厂体量、市值，单位：十亿人民币	13
图表 19	代工厂毛利率、净利率水平	14
图表 20	ODM/OEM 与销售费用率、研发费用率水平	14
图表 21	目前国内化妆品业价值链条	14
图表 22	淘数据护肤、美妆单只/支价格	15
图表 23	欧睿口径高档与大众化妆品销售额及增速	15
图表 24	我国化妆品行业主要企业集团、公司市占率情况	16
图表 25	品类结构	16
图表 26	各渠道占比	17
图表 27	各渠道增速	17
图表 28	各赛道代表品类	18

一、化妆品属性特征

快速消费品（消耗速度快）；需较大营销投入树立品牌；单个品牌、sku 存在天花板限制（由于特定人群、特定功能等）。

1、护肤：标品，消费者依据其皮肤特性、年龄等对特定护肤品有一定粘性，且升级容易降级难。可以通过增加护肤流程来导入新产品，创造新的细分赛道；不同流程产品附加值不同（精华、眼霜、面霜附加值最高；清洁、爽肤最低）；当前呈现专业化趋势（成分党：言安堂、基础颜究等新媒体、公众号，大嘴博士、俊平大魔王等具有专业背景的 kol 涌现）。

图表 1 不同品类单位价格

档次	品牌	眼霜	精华	面膜	乳液	面霜	洁面乳	化妆水
国外高档品牌	海蓝之谜	120.00	103.67	136.33	47.00	42.50	5.42	4.56
	赫莲娜	85.42	76.49	36.60		62.00	4.94	5.40
	兰蔻	47.56	32.44	10.87	16.27	28.18	2.77	4.03
	资生堂	47.20	28.23	20.22	13.55	21.43	2.45	3.97
	玫琳凯	28.37	27.06	5.73	4.28	11.77	1.92	1.72
	雪花秀		25.99	3.78	4.45	30.63	2.51	3.78
	雅诗兰黛	32.56	22.67	68.02		14.95	2.67	4.69
	SK-II	57.00	18.78	144.44		28.94		3.53
国外大众品牌	碧欧泉	29.00	6.38	5.10	8.14		1.52	1.58
	巴黎欧莱雅	19.40	9.19	1.83	2.23	5.24	0.77	1.33
	OLAY	21.42	9.17	2.25	6.12	3.92	0.60	1.42
	欧珀莱	17.77	8.57	24.16	1.78	6.80	1.02	1.17
国产大众品牌	悦诗风吟	8.24	5.08	3.26	1.18	4.62	0.51	0.81
	百雀羚	5.75	6.47	9.84	3.00	3.10	1.87	1.48
	珀莱雅	10.87	5.92	13.37	1.69	3.85	0.95	1.16
	自然堂	12.65	5.83		2.64		0.71	0.95

资料来源：华创证券整理

注：单位：元/g，元/ml，元/片等；整理自各品牌官网，时间 2018 年 6 月 5 日。

2、彩妆：半标品。彩妆转换成本低，社交平台+电商发展下彩妆赛道佳。

1) 彩妆转换成本低，冲动型消费。彩妆细分品类丰富，消费者更加看重上妆感、色彩、持久度、包装甚至新奇感等，以及彩妆容量相对少、单只价格低等特点决定了彩妆产品品牌的转换成本非常低。如此，彩妆品牌拥有较大机会突围，但也相对更容易被颠覆。

2) 社交平台助力彩妆观念的培养。目前，随着抖音、快手短视频以及淘宝直播等社交平台的不断发展以及李佳琦为代表的 KOL 的不断种草，年轻女性冲动消费、时尚消费。2018 年我国人均彩妆消费额仅约 5 美元，不及日本、美国的 1/9，随着彩妆观念的提升及可支配收入的增加，彩妆市场极具发展空间。

3) 易突围也易被突围。更新迭代快（创新型毁灭），粘性低。

二、行业内大市值公司（品牌、渠道、代工厂）

1. 品牌公司代表：欧莱雅、雅诗兰黛、资生堂

行业不乏 500 亿美金以上大市值公司，多为化妆品集团，全球性业务覆盖+多品牌（内生孵化+外延并购）抢占细分市场，共用研发+渠道，共享 marketing 经验，形成协同，创造规模效应，成为自然寡头。

长期来看，存活下来的大化妆品集团都是长牛股，不乏百倍股（雅诗兰黛、Ulta Beauty、欧莱雅；见图表 14）。

图表 2 各化妆品集团进入化妆品行业情形

集团	起家产品品类	起家业务类型	关键事件	拳头产品
欧莱雅	染发剂	生产型	前期多款美发、护发产品的热卖；对产品开发、营销的坚持与创新	赫琳娜、兰蔻小黑瓶等
雅诗兰黛	护肤品	生产型	进驻顶级奢侈品商场；通过成功的营销手段将产品打入美国上流社会	lamer、小棕瓶、MAC 等
资生堂	西式药剂	销售型	发布经典产品，成功从药店转型，成为日本国内化妆品行业的开拓者	红色蜜露、cpb、Shiseido、安热沙
爱茉莉太平洋	护肤品	生产型	前期产品在韩国热卖；对海外市场的开拓	
宝洁	肥皂与蜡烛	生产型	通过集中的收购进入化妆品行业	SK-II 神仙水

资料来源：各化妆品集团官网，华创证券

由于化妆品单品牌市占率提升瓶颈明显，创生型需求市场碎片，加上代工行业成熟，有层出不穷的新品牌主打特定人群，因此市值能长大的公司都进行了不断的并购，布局新的细分品牌。

研发和市场是同一集团之内可以共用，以欧莱雅为例，其专利成分玻色因，上至顶端线赫莲娜 HR 的贵妇面霜黑白绷带（3000-4000 元档），中至专业配方品牌修丽可（900-1800 元），下至羽西、欧莱雅（200-500 元）等品牌，分浓度添加，摊薄研发成本，形成对“玻色因”进行垄断的消费者认知，通过不同定位的品牌对消费者进行完全价格歧视。

此外，大型化妆品集团对渠道的掌控力较强，终端自营或者半自营（与百货柜台联营，但对终端价格、参加活动、柜台数量等有把控能力），对多个渠道的会员、货品和价格把控完善，对品牌的市场定位话语权较强，推新成本较低，能较好控制品牌形象，方便集团战略的进退取舍。

图表 3 各化妆品集团旗下品牌

集团	大类	细分	子品牌	
 L'ORÉAL 欧莱雅	护肤品类	顶级品牌	HR (赫莲娜)	
		二线品牌	Lancôme(兰蔻)、Biotherm(碧欧泉)	
		三线及以下	Kiehl's(科颜氏)、Yue-sai(羽西)、L'Oréal Paris(巴黎欧莱雅)、美爵士、Garnier(妮尔)、小护士、美即、Baxter Of California(男士护肤)	
	其他品类	药妆	La Roche-posay(理肤泉)、Vichy(薇姿)、Skin Ceuticals(修丽可)	
		彩妆	Giorgio Armani(乔治阿玛尼)、Lancôme(兰蔻)、Maybelline(美宝莲)、YSL(圣罗兰)、Shu Uemura(植村秀)、L'Oréal Paris(巴黎欧莱雅)、Urban Decay、Dermablend、NYX、Essie	
		美容仪器	Clarisonic(科莱丽)	
		香水	Giorgio Armani(阿玛尼)、Ralph Lauren(拉尔夫劳伦)、Cacharel(歌雪儿)、VIKTOR&ROLF(维果罗夫)、Maison Martin Margiela、Diesel(迪塞尔)	
		美发品牌	Kérastase(卡诗)、Matrix(美奇丝)、Ultra DOUX(淳萃)、Softsheen.Carsor Carol's daughter、Pureology、Redken、L'Oréal Professional、Mizani	
	 宝洁 P&G	护肤品类	顶级品牌	SK-II
			二线品牌	Olay
其它品类		个人洗护	PANTENE PRO-V(潘婷)、Head & Shoulders(海飞丝)、Rejoice(飘柔)、Aussie、Safeguard(舒肤佳)、Herbal Essences、Ivory、Old Spice、Secret	
		护肤品类	顶级品牌 La Mer(海蓝之谜)、Estée Lauder(雅诗兰黛) 二线品牌 Clinique(倩碧) 三线及以下 Origins(悦木之源)、Lab Series(男士护肤)、RODIN olio lusso、Glam Glo	
其他品类		药妆	Darphin(迪梵)	
		彩妆	Tom Ford Beauty、Bobbi Brown、Smashbox、Becca、M.A.C(魅可)、Too Face	
		香水	Jo Malone(祖·玛珑)、Tommy Hilfiger、DKNY、Aramis、BeautyBank、Tommy Burch、Aerin、Donna Karan、Frédéric Malle、Ermenegildo Zegna、Kilian、Kitor Le Labo、Michael Kors	
		美发品牌	Aveda、Bumble and bumble	
 SHISEIDO 资生堂 资生堂		护肤品类	顶级品牌	CPB(肌肤之钥)、IPSA(茵芙莎)、The Ginza
			二线品牌	Shiseido、dicila(蒂思岚)
	三线及以下		Aqualabel(水之印)、Aupres(欧珀莱)、ANESSA(安热沙;专业防晒)、program(针对敏感肌)、Elixir(怡丽丝尔)、ettusais(艾杜莎)、HAKU、Prior Pure&Mild(泊美)、Revital Granas、Urara(悠莱)、Senka(洗颜专科)	
	其他品类	药妆	Avène(雅漾)	
		彩妆	Laura Mercier、bare Minerals、benefique、NARS、Integrate、Majolica Majorca Maquillage(心机彩妆)、ZA	
		香水	ELIE SAAB、ISSEY MIYAKE(三宅一生)、Narciso Rodriguez、Serge Lutens(丹氏)	
		个人洗护	AG Deo 24、Aquair(水之密语)、Ma Cherie、Sea Breeze、TSUBAKI(丝蓓绮) UNO(男士品牌)	
	 COTY 科蒂	护肤品类	三线及以下	Philosophy、Lancaster(主打防晒)、Cenoura、Paixao、Bozzano(男士护肤) Cenoura & Bronze(防晒与美黑)
		其它品类	彩妆	Burberry(巴宝莉)、Max Factor(蜜丝佛陀)、OPI、Covergirl、Rimmel、Bourjo

资料来源: 各大化妆品集团官网, 华创证券整理

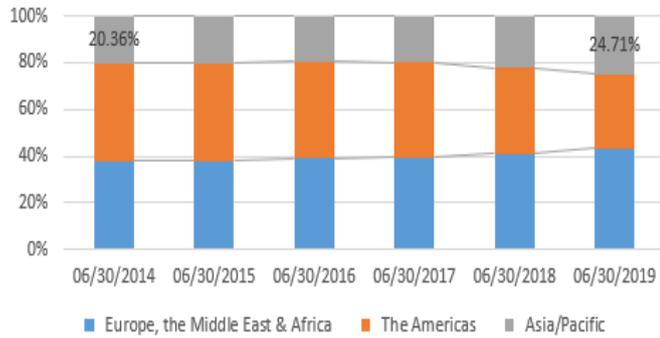
注: 由于官网更新较慢, 部分资料可能滞后

图表 4 三大化妆品集团市值、体量，单位：十亿人民币

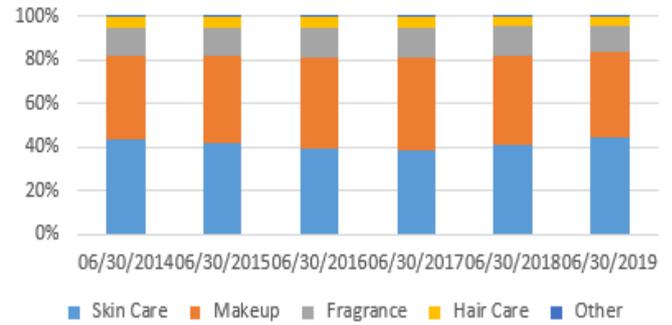
营收	2014	2015	2016	2017	2018	市值	pettm
雅诗兰黛	67.31	66.71	72.54	80.52	89.05	492.08	35.88
欧莱雅	184.45	176.20	189.91	198.36	210.39	1088.07	35.06
资生堂	46.56	44.04	52.09	60.53	65.61	229.49	52.63

资料来源：彭博、华创证券

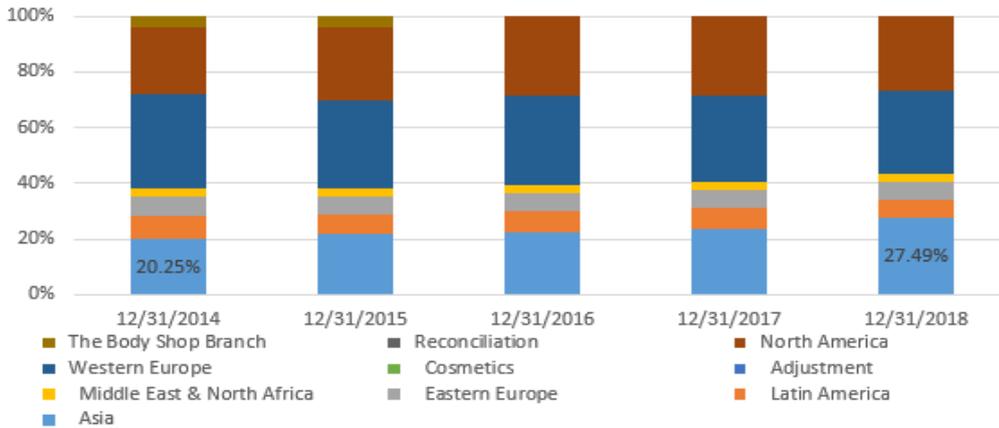
注：市值为 2019-9-19 日收盘价，收入、利润体量为 2018 年财报数据

图表 5 雅诗兰黛按地区业务构成


资料来源：彭博、华创证券

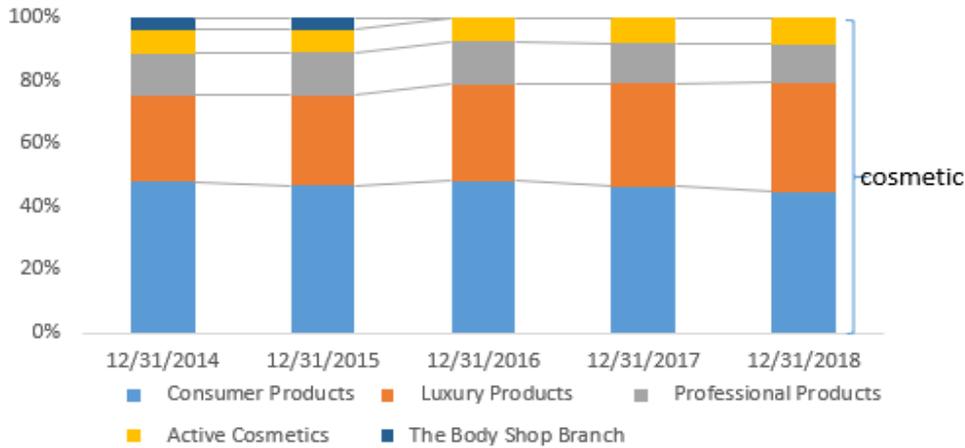
图表 6 雅诗兰黛品类结构


资料来源：彭博、华创证券

图表 7 欧莱雅业务地区分布


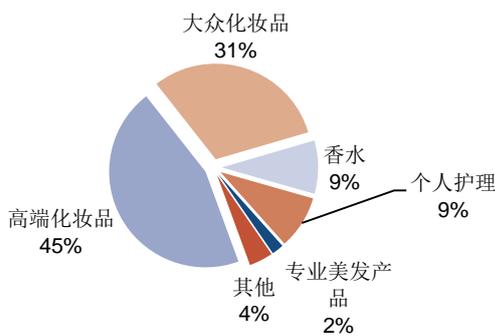
资料来源：彭博、华创证券

图表 8 欧莱雅品类构成



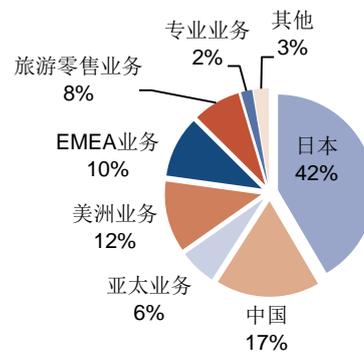
资料来源：彭博、华创证券

图表 9 资生堂按品类业务结构（%）-2018



资料来源：公司年报、华创证券

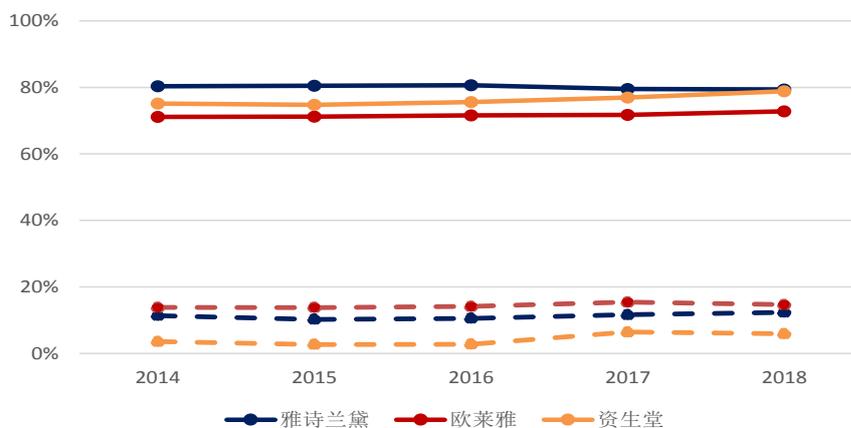
图表 10 资生堂按区域业务结构（%）-2018



资料来源：公司官网、华创证券

注：EMEA 为欧洲、中东和非洲市场

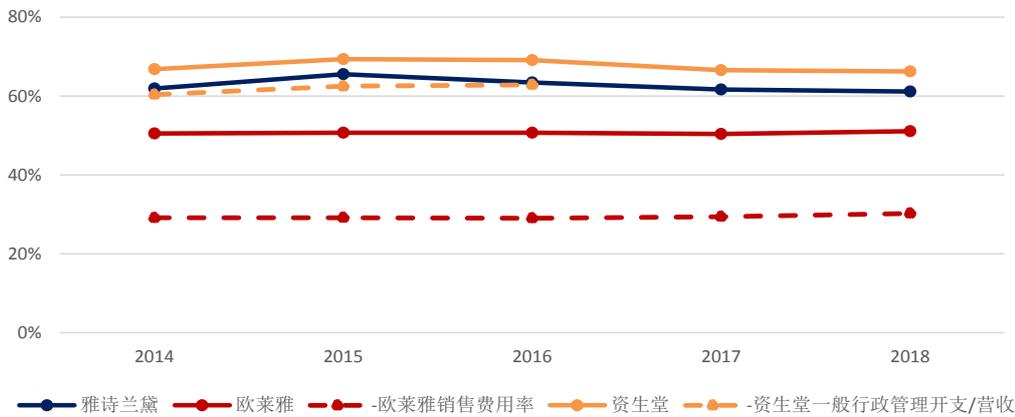
图表 11 化妆品集团销售费用率、毛利率、净利率水平



资料来源：彭博、华创证券

注：实线为毛利率，虚线为净利率

图表 12 三大化妆品集团销售费用与一般行政管理费用率



资料来源：彭博、华创证券

欧美系化妆品集团与日系化妆品集团的不同——营销重视程度和产品质量重视程度不同。此前资生堂发展遭遇瓶颈，其原因之一为研发及营销费用投入不足导致上新能力及品牌影响力下降，进而影响了公司收入业绩增长，而业绩表现欠佳又使得资生堂减少研发及营销投入，因此进入了恶性循环。鱼谷社长（带有欧美消费企业基因，最初在 lion 公司，之后去了海外进行 MBA 深造，学的是市场销售推广，回到日本后进入了日本可口可乐，负责营销推广，是市场营销推广方面是专业人才）上任后加大市场及研发投放力度，2014 年~2017 年间，其营销费用率从 23.2% 提升至 24.4%，公司规划至 2020 年该比例提升至 26%~26.5%，公司品牌开发及研发费用率从 3.8% 提升至 5.4%，公司规划至 2020 年该比例提升至 5.5%。

图表 13 公司主要成本结构规划（%）

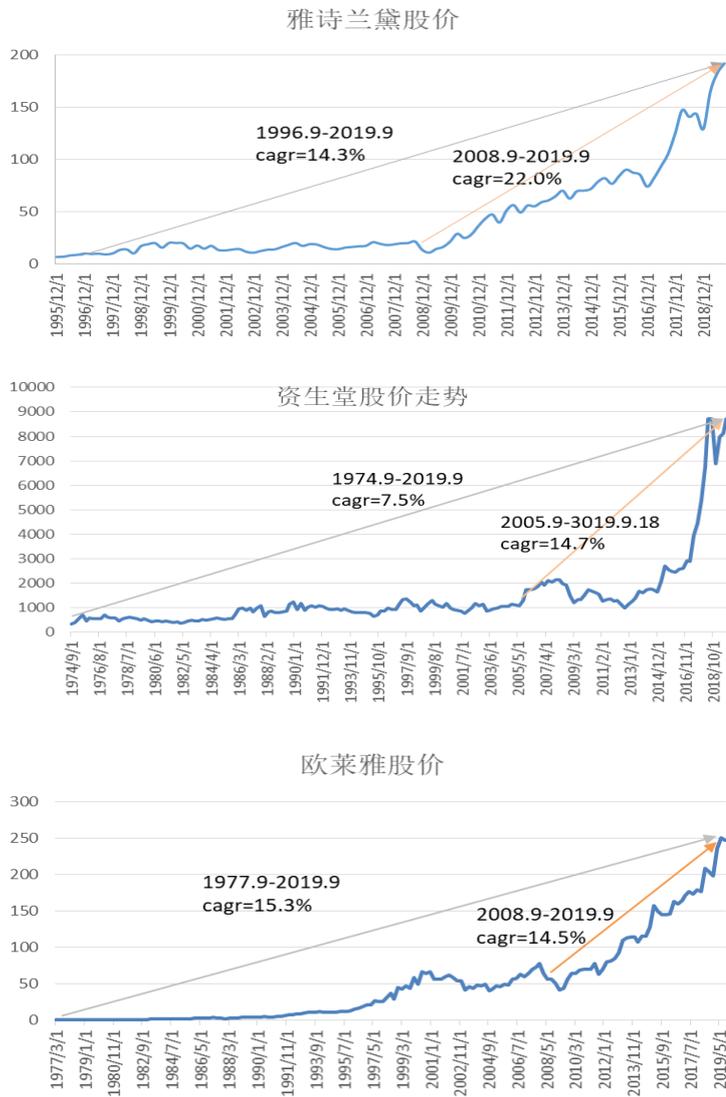
% of Net Sales



资料来源：资生堂公司资料、华创证券

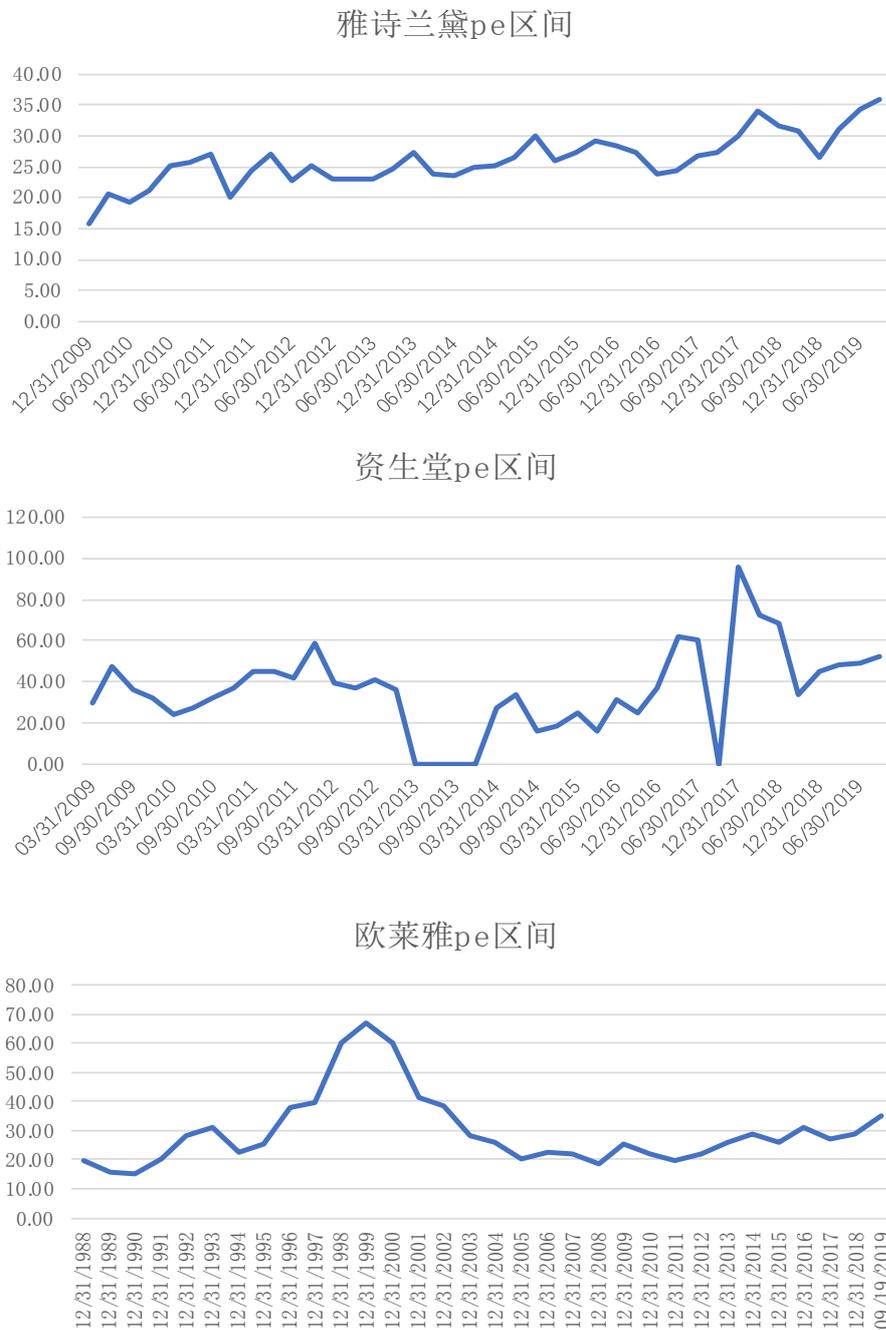
注：图中数字为各项支出占收入比例，其中上数第二位营销支出，第三位品牌开发及研发支出，第四为人工成本

图表 14 三大化妆品集团投资回报率（股价走势和年均涨幅）



资料来源：彭博、华创证券

图表 15 三大化妆品集团估值水平与历史估值中枢



资料来源：彭博、华创证券

图表 16 三大化妆品集团线上占比、高端化比例及变化

年份	2015	2016	2017	2018
雅诗兰黛线上占比	7.30%	8.85%	11.25%	-
欧莱雅线上占比	5.15%	6.58%	8.07%	11.15%
资生堂中国业务线上占比	-	23%	-	30%
中国业务占比		14.17%	14.36%	17.43%

资料来源：各公司年报、华创证券

欧莱雅、雅诗兰黛、资生堂，高端占比逐步提升：

- 2018年欧莱雅、雅诗兰黛、资生堂化妆品销售额分别为318亿美元、137亿美元和10950亿日元。均为多品牌、多品类策略。雅诗兰黛定位整体偏高端。欧莱雅、资生堂高档化妆品比例提升。
- 2014年资生堂新社社长上任后高端化发展战略，2018年高端化妆品销售额占比接近45%（2014年高端化妆品销售额比例大约34%）；欧莱雅高档化妆品占比从2004年的25%提升至2018年的34.8%。

2. 品牌集团早期营销与渠道布局

2.1 欧莱雅早期的营销：多种营销手法拓宽渠道、打造品牌

舒莱尔无论是在渠道拓展还是营销创意上都堪称大师。在销售方面，1909年创业伊始便开始与媒体合作，与化妆品科学杂志 La Coiffure de Paris 合作开始推广品牌，1912年收购了该杂志。通过雇佣代表在法国各地销售自己的产品，与专业化妆师、宫廷美发师的合作诠释自身理念来提升品牌影响力。

营销方面：1931年舒莱尔用一块布覆盖巴黎一栋建筑物正面，为 O'Cap 洗发水打广告；1932年无线电广播兴起，舒莱尔利用歌曲播放公司广告，创造了历史上最早的“广告词”。1947年舒莱尔开始赞助具有影响力的表演活动，如 Crochet Dop——该表演从1947年到1957年巡游全法国，每天超过5万名观众观看，舞台使用 Dop 品牌的色彩装饰，使人们将产品与喜爱的歌手联系起来，并现场将产品分发给观众。舒莱尔奠定了赞助、街头营销以及传统和新媒体结合等现代广告业的基石。

2.2 雅诗兰黛早期营销：高端渠道+小样试用

1948年，雅诗兰黛说服顶级奢侈品百货商场之一的纽约萨克斯第五大道让她开设了第一家柜台，自此雅诗兰黛便牢牢把握住高端渠道，将自己塑造为高端品牌。

此后雅诗兰黛集团进入快速发展阶段，这一方面得益于雅诗兰黛本人出色的营销能力，她独创的“小样试用”营销策略，首开香化市场通行的买主产品送中小样的先河，风行至今。她利用各种机会和名人合照，扩大自己和品牌的影响力，并持之以恒地参加上流社会的各类晚会活动等，甚至直接将化妆品涂在潜在客户的脸上使得他们对产品的效果有实际的体验。另一方面在于当时美国社会的收入水平较高，对化妆品的消费能力强。1948年美国人均名义GDP为1800美元左右，以2005年为基准年其实际水平为12400美元，远高于中国2017年人均实际GDP水平7100美元（以2005年为基准年），而美国当时上流社会的收入与消费能力还将远大于此。

2.3 渠道布局

目前三大化妆品集团品牌、渠道齐抓，线下渠道主要在一二线布局且主要为自营/半自营；国际大牌此前在线上布局的节奏较慢（认为线上会冲击线下、影响品牌形象等担忧），随着对线上销售认知——线上可以补充一二线门店覆盖范围外的客群、且弯道切入和下沉至三四线城市——的深入，开始亲和电商渠道，同时2018年淘系流量和资源也开始向国际大牌倾斜，一线大牌线上启动快速增长、成为集团内亚洲区域的增长驱动力。

雅诗兰黛电商业务最早即主要为自主经营，欧莱雅则在2018、2019年逐渐收回电商上各品牌旗舰店的运营权。

图表 17 各美妆品牌电商运营商

化妆品品牌	电商运营主体	成立时间
赫莲娜	2017-4-20 已由上海凯淳实业股份有限公司变更为广州市百库电子科技有限公司（以下简称百库电子，是美即的全资子公司，美即 2014 年 4 月进入欧莱雅）	2009/10/27
植村秀、碧欧泉	2018-4-28 已由丽人丽妆变更为百库电子	2009/10/27

化妆品品牌	电商运营主体	成立时间
欧莱雅	2018-5-5 已由上海丽人丽妆变更为百库电子	2009/10/27
兰蔻	2018-7-27 已由上海丽人丽妆变更为百库电子	2009/10/27
科颜氏	广州市百库电子科技有限公司	2009/10/27
美宝莲	丽人丽妆	2010/5/27
薇姿	杭州悠可	2012/7/24
雅诗兰黛、lamer、BOBBI BROWN、mac	雅诗兰黛(上海)商贸	2005/11/8
资生堂	资生堂中国投资	2003/12/24
SKII	北京一商宇洁商贸(广州宝洁的核心分销商之一)	2008/1/3
珀莱雅	珀莱雅(后变更为美丽谷, 珀莱雅旗下全资子公司)	2011-6-14
自然堂	伽蓝(集团)股份	2004-2-5

资料来源: 淘宝网, 华创证券

3. 渠道公司代表 Ulta beauty: 专业美妆连锁, 十年百倍股

化妆品中平价产品往往在超市、杂货店、药妆店售卖, 称之为“开架产品”, 指没有专柜, 没有专业销售人员的自选产品。中高端产品则更多出现在百货公司柜台和专业美妆连锁。最为人熟知的美妆连锁店当属 LV 旗下的 Sephora (丝芙兰) 和美国最大的美妆连锁 Ulta。

Ulta 于 1990 年在芝加哥开了第一家门店, 成立初衷是实现高端、大众和专业沙龙线产品的一站式购物, 发展历史迄今三十年。截止到 2019 年 8 月, Ulta 在全美拥有 1213 家零售店, 同时拥有自己的线上销售网站, 覆盖超过 500 个品牌的 2.5 万种不同产品, 提供护肤、化妆、美发、美甲产品的销售和沙龙服务。Ulta 当前年销售额超过 60 亿美金, 净利润率 10% 左右, 拥有超过 30% 的 ROE 水平, 盈利能力较强; 其最引以为傲的是强大的会员计划, 当前拥有 2000 多万会员, 贡献了超过 80% 的销售额。彩妆是 Ulta 的第一大品类, 贡献一半收入, 香水护肤、护发各占两成收入。

在今年因业绩下调导致大幅下跌之前, Ulta Beauty 登陆纳斯达克十年实现了近百倍股价涨幅, 是当之无愧的超级明星股。

4. 代工厂代表: Cosmax、科玛

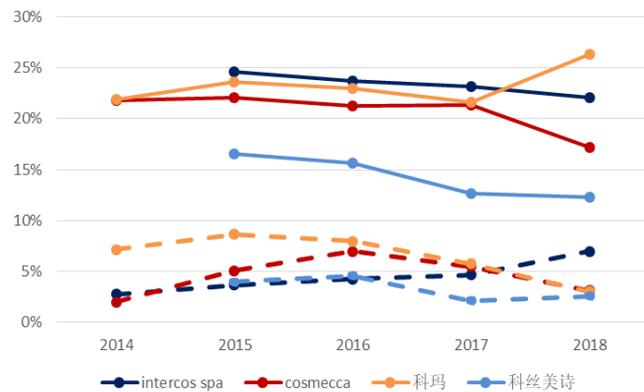
化妆品代工产业成熟, 全球知名代工厂有: cosmax 科丝美诗(韩国)、cosmecca 蔻诗曼嘉(韩国)、intercos SpA 莹特丽(意大利)、Korea Kolmar 科玛(韩国)。代工厂毛利率在 20-30% 之间, 市值较小, 龙头市值约为人民币 60 亿。

图表 18 代工厂体量、市值, 单位: 十亿人民币

营收	2014	2015	2016	2017	2018	市值最新	pettm
intercos spa	2.86	2.80	3.30	4.50	5.40	未上市	
cosmecca	0.40	0.55	0.95	1.09	1.82	0.96	39.53
科玛	2.70	2.98	3.82	4.91	8.17	6.06	23.97
科丝美诗	—	2.96	4.34	5.28	7.58	4.46	25.22

资料来源: 彭博, 华创证券

图表 19 代工厂毛利率、净利率水平



资料来源：彭博，华创证券整理

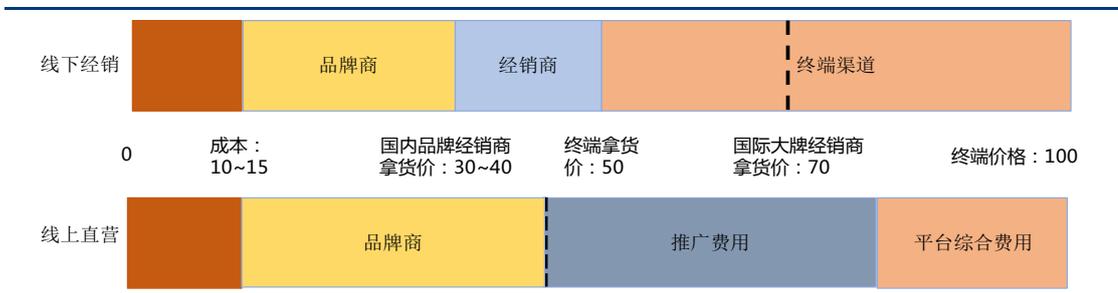
注：实线为毛利率，虚线为净利率

三、化妆品产业链条

1. 化妆品产业链条与价值分配：

化妆品产业链条较长：化妆品配方、设计及产品定位→原料采购及产品生产制造→营销推广→渠道销售，不同化妆品企业牵涉相关环节，对接消费者的企业环节逐步靠后，化妆品集团公司链条逐渐延伸至上游。

图表 21 目前国内化妆品业价值链条



资料来源：华创证券整理

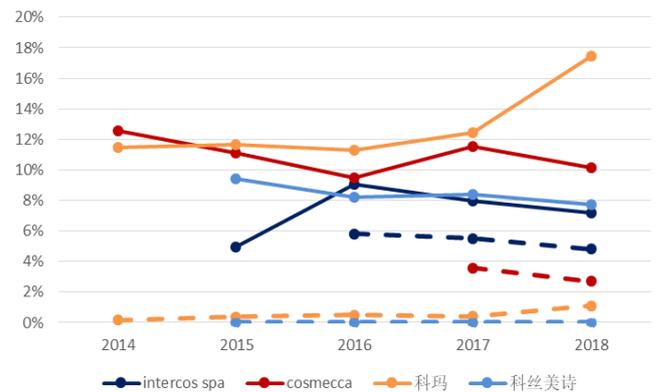
产业链延伸的难点：基因限制。

利润率水平主要的相关因素：产品品类结构、产品档次、渠道结构、品牌美誉度知名度等。

2. 化妆品行业高端化、消费升级

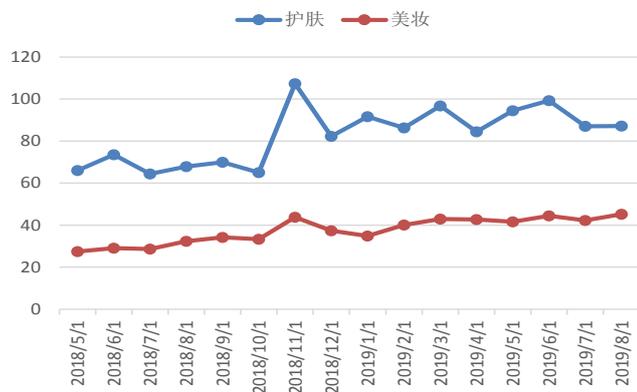
国产化妆品企业高端化相对不明显。但国人消费方面高端化、消费升级趋势明确。淘数据单支价格提升（其中也有部分原因是套装销售）。

图表 20 ODM/OEM 与销售费用率、研发费用率水平



资料来源：彭博，华创证券整理

注：实线为销售费用率，虚线为研发费用率（即研发与开支/营收）

图表 22 淘数据护肤、美妆单只/支价格


资料来源: 淘数据、华创证券整理

注: 以销售 gmv/销量计算, 因包含套装, 仅为参考指标

图表 23 欧睿口径高档与大众化妆品销售额及增速


资料来源: 欧睿国际、华创证券

四、我国化妆品市场空间与渠道

1. 增速: 起底 2016 年底以来化妆品增速向上

2016 年底、2017 年来的较快增长, 我们认为主要的原因: 1) 收入水平提升 (最核心, 强线性相关关系), 2) 电商本身基础设施完善、降低消费者购买投入成本, 化妆品公司拥抱线上渠道, 3) 棚改货币化财富效应 (低线城市房价的挤出效应弱), 4) 2016 年底的降税影响。同时还有化妆品消费习惯的逐步养成、消费人群扩容。未来化妆品预计将持续稳步增长。

2. 空间: 人均 (欧美) / 总量 / 品类结构、短板品类 / 高中低端

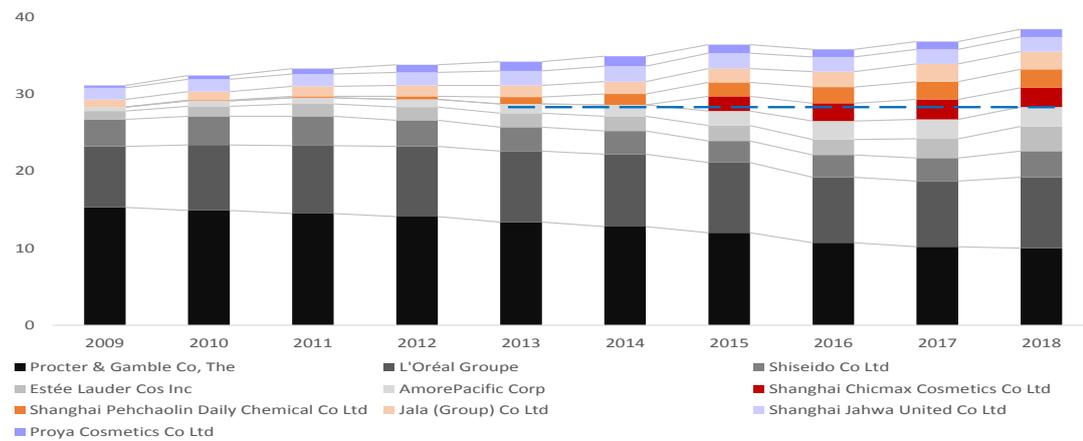
行业特点:

1) 2018 年我国化妆品行业规模超 4100 亿 (正规纳税规模; 加上免税、BA 流出的中小样销售、自制产品、美容院线和小品牌, 预计至少在 5000 亿以上), 但我国人均化妆品消费仅 295 元, 与发达国家 300 多美元还有一段距离。

2) 品牌、品类多且不断推陈出新。护肤品属于慢工出细活, 需要长久的积淀, 彩妆突围相对容易但维持也相对较难。

3) 行业分散, 但龙头份额依然稳固, 甚至略有提升。

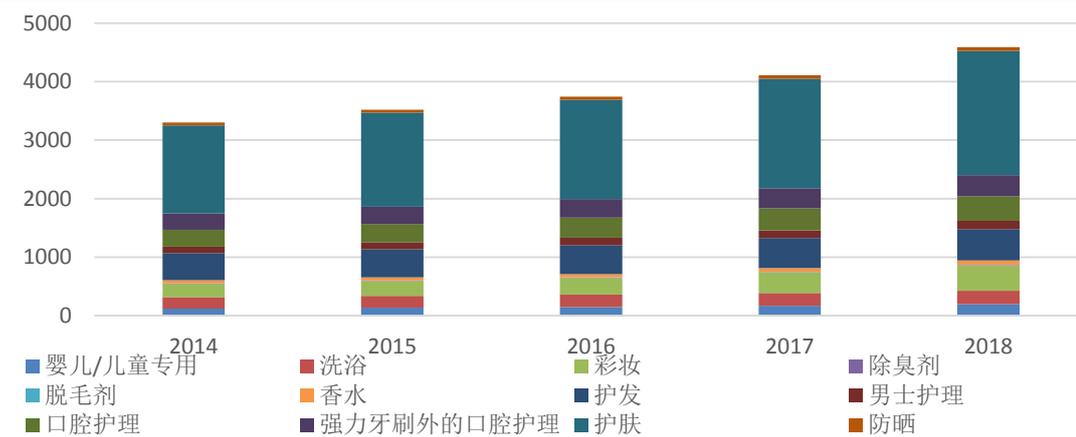
图表 24 我国化妆品行业主要企业集团、公司市占率情况



资料来源：欧睿国际、华创证券

注：宝洁不断处理掉几十个化妆品品牌

图表 25 品类结构



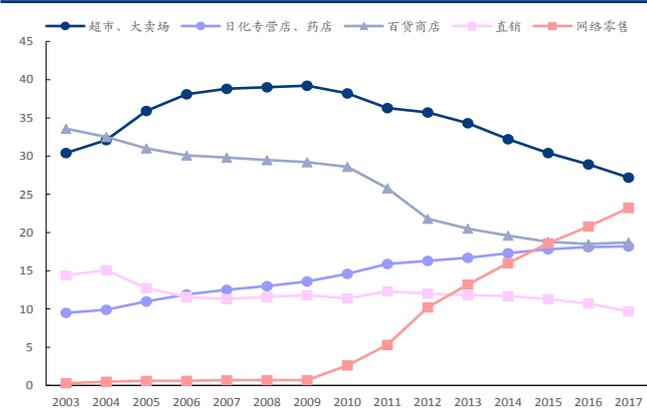
资料来源：欧睿国际、华创证券

注：加总超过总规模，部分品类存在重复归类

3.渠道结构变更及红利

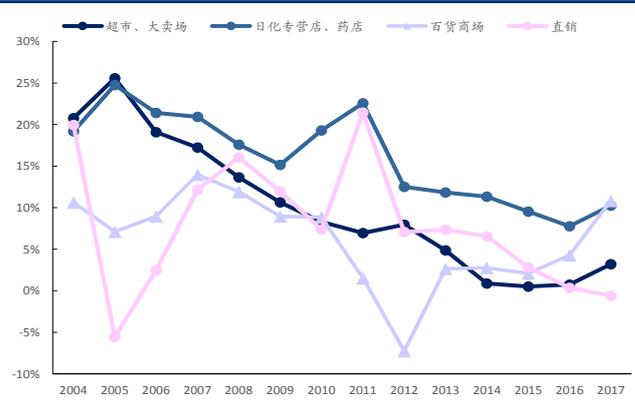
2005、2006 年起 CS 渠道快速增长，近年来电商高速增长，2018 年（根据欧睿国际数据）电商已成为化妆品第一大渠道，排名不断上升；百货、超市和直销渠道占比均下滑。

图表 26 各渠道占比



资料来源: Euromonitor, 华创证券

图表 27 各渠道增速



资料来源: Euromonitor, 华创证券

国内当前明星企业中，九美是美容院线+经销商起家，珀莱雅 CS 渠道起家，目前两者均在提升线上占比。HFP、御家汇、完美日记等品牌纯线上。另有华熙生物等公司通过医美注射产品占领美容院、医院，后推出专业护肤品牌（润百颜、BioMeso、德玛润等），通过线上进行直销。

- 九美/珀莱雅: 美容院/CS 起家，目前 online 增长拉动。珀莱雅 2018、2019 年线上增速超 50%，线上占比很快将达到一半；九美在 2014-2018 年期间借助唯品会渠道快速增长，2018 年线上经销渠道营收占比约 30%。
- HFP/完美日记: 纯线上品牌
- 专业渠道: 华熙生物

处于不同发展阶段的化妆品企业发展战略有所不同：发展初期产品营销与推广为要，建立一定销售规模之后树立品牌成为必不可少的环节，单个化妆品品牌下多个品类由于定位和针对人群而面临增长瓶颈则需要拓品牌、拓品类。

目前国产化妆品企业多数处于第一阶段（早期珀莱雅、九美，近一两年的 HFP 和完美日记等），珀莱雅、九美、百雀羚、上海上美等成规模的企业逐渐开拓第二品牌、第三品牌等，在快速变化迭代的新一轮化妆品浪潮中，我们认为灵活性更强、执行力更好的公司更容易突围。

五、国牌可能成长出来的赛道

相比上个世纪八九十年代进入中国，深耕中国市场多年的海外护肤品巨头，国产护肤品起步较晚，品牌认知度不高，在一二线城市占领高附加值品类（眼霜、面霜、精华等）会面临国际巨头的正面竞争，后者在品牌、定位、研发投入、营销预算和专柜渠道方面都有较大优势。避开正面硬杠，巧妙选取利基市场非常重要，因此，当下国牌，我们看好几条差异化的发家赛道：

- 赛道 1: **起跑赛道**，低单价+低技术门槛+大重量/体积，爽肤水、面膜、洁面、卸妆，**刚需、高频、人群全覆盖**，消费者使用教育已经完成，同时消费者对这部分环节只有基本功能诉求，没有功效诉求，付高溢价意愿有限，附加值较低，因此外资大牌渗透率不高。**好定位+重营销，能够快速带量起跑。**
- 赛道 2: 不做复合配方，主打单一诉求的单方/成分产品，定位于护肤的“补漏”环节，以**原液、安瓶、酸、精油、冻干粉**为代表。**不面临巨头的降维打击，没有国内同行的拥挤竞争，没有大的研发投入**，对品牌力无刚性考验，不用去平衡配方产品的香味、质地、功能、使用感，只要把单一成分提纯，配合普通保湿剂即可。便于精准营销，自行定价，无对标产品，毛利率是黑盒子。
- 赛道 3: 有调性、重营销、有时尚感的彩妆。彩妆代工的难度主要在设计；国内护肤品代工产业链成熟，代工

厂有现成方案，但彩妆的时尚感、色彩搭配等环节，需要品牌方有敏锐的市场嗅觉和强运营能力。彩妆是冲动性、集邮型需求，对使用感和功效的要求比护肤品低，品牌历史和沉淀也相对弱化，设计、宣传到位容易弯道超车。但需要注意的是，国产性价比彩妆利润率薄，在重营销思路下难以盈利。

- 赛道 4: 线下门店轻服务门店，在二三线城市结合会员体系，用服务带动产品销售。用两三百个 sku 支撑单品牌店，靠租金优势扩大店面面积，加入简洁版的美容院服务，靠会员体系（买货-囤放店内-享受每次服务）黏住顾客。

图表 28 各赛道代表品类

赛道 1	
赛道 2	
赛道 3	
赛道 4	

资料来源：华创证券整理

目前国产品牌在我国化妆品市场排行榜中排位快速提升，2018 年国产品牌上海上美、上海百雀羚、伽蓝集团、上海家化分别排名 7、9、10、12 位，相比于 2008 年仅上海家化排名第 11 位有了明显进步。国产化妆品品牌迎合消费习惯转变、大众消费崛起，借力电商渠道而“发迹”。

六、投资研究看点

1. 品类、品牌本身定位

考虑细分品类赛道大小及增速。定位上，高档品牌相比大众品牌更容易存活且易获得更高溢价，竞争相对较小，但高档品牌需要较高的前期投入：持久的资金、管理、营销、经营，建立起品牌之后会形成强护城河；大众化妆品则需要供应链各环节管控成本费用，差异化产品定位。

2. 品类品牌的延拓难易

不同细分化妆品类进入门槛不同，图表 1 已显示不同品类的单位价格，水乳等进入壁垒较低、溢价微薄（即便高档品牌其单位价格相对大众品牌的倍率也明显低于眼霜、精华等）。眼霜、精华等“高维”品类切入水/乳/霜等“低维”品类更为容易，反之则困难重重。

目前行业内品类的拓展也存在 C2B 定制，流量把控者向代工厂提出功效需求完成 C→B 的定制和产品流向消费者的 B→C 的流通闭环。国内护肤品代工产业较为成熟，该方式在护肤领域相对容易，而彩妆品类则有较高的颜色、设计、上妆感、持久度等需求而对团队有强依赖性。

3.新的机遇和挑战

当下化妆品行业不论是产品推新还是渠道更迭，都处在快速变化的时代。我们认为新一轮化妆品大潮中，把握利基市场的前提下，内容/社交电商的发展、明星/KOL/KOC 等营销带货方式将加速细分品类拓张、新产品推出等的更新速度，经营、管理团队的灵活性和执行力才更能适应环境变化，跟随或超越行业增速。

七、风险提示

可支配收入增速下降，国际大牌下沉及挤压，品牌、品类拓展不力，战略失误，核心人才流失等。

商社组团队介绍

组长、首席分析师：王薇娜

美国密歇根大学安娜堡分校理学硕士。曾任职于光大永明资产管理、国寿安保基金。2016年加入华创证券研究所。2017年金牛奖餐饮旅游第四名。

研究员：胡琼方

清华大学工学硕士。2017年加入华创证券研究所。2017年金牛奖餐饮旅游第四名团队成员。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售助理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	王栋	高级销售经理	0755-88283039	wangdong@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	花洁	销售经理	0755-82871425	huajie@hcyjs.com
包青青	销售助理	0755-82756805	baoqingqing@hcyjs.com	
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyin@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	蒋瑜	销售助理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
施嘉玮	销售助理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com	

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的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;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性。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。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未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,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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室
邮编: 100033	邮编: 518034	邮编: 200120
传真: 010-66500801	传真: 0755-82027731	传真: 021-50581170
会议室: 010-66500900	会议室: 0755-82828562	会议室: 021-20572500