

行业研究/深度研究

2019年01月07日

行业评级:

社会服务 增持(维持)
旅游综合 II 增持(维持)

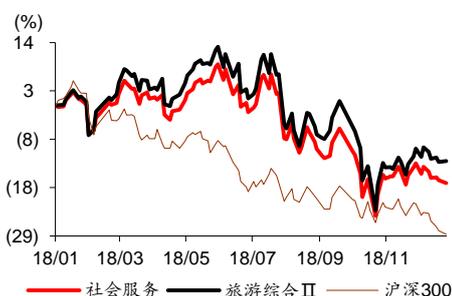
梅昕 执业证书编号: S0570516080001
研究员 021-28972080
meixin@htsc.com

孙丹阳 执业证书编号: S0570519010001
研究员 021-28972038
sundanyang@htsc.com

相关研究

- 1《中国国旅(601888,买入): 轮渡离岛免税购物打开增量市场》2018.12
- 2《珀莱雅(603605,买入): 快速成长的民营国货领先企业》2018.12
- 3《中国国旅(601888,买入): 剥离旅行社业务, 专注免税发展》2018.12

一年内行业走势图



资料来源: Wind

四维度塑核心竞争力, 本土化妆品龙头崛起

化妆品行业系列深度报告

四维度塑核心竞争力, 本土化妆品龙头崛起

17年我国化妆品人均消费金额 38 美元, 低于美国/日本/韩国的 264/284/244 美元; 高端市场占比 23%, 低于美国/日本/韩国的 33%/39%/45%; 彩妆市场占比 9%, 低于美国/日本/韩国的 18%/18%/16%。伴随消费者需求进阶, 行业有望长期繁荣。随着电商渠道高增长, 外资品牌开始下沉, 行业竞争可能加剧。我们认为在品牌、渠道、营销、研发方面综合能力突出的民族化妆品企业市占率有望进一步提升。建议关注珀莱雅(民营大众护肤龙头, 新品牌、新渠道迎来新发展)、上海家化(百年本土品牌, 战略转型焕发活力)、御家汇(立足电商平台, 品牌系列不断扩充)。

结构升级, 需求进阶, 我国化妆品行业有望长期繁荣

2017年我国化妆品行业总规模 3616 亿元/+9.6% (Euromonitor 数据)。护肤品占比 51.6%, 07年以来增速整体下移。消费者爱美意识加强, 电商渠道加速渗透, 彩妆消费快速增长, 12-17年消费占比从 7.3%提升至 9.5%。03年以来高端市场增速持续快于大众市场, 占比从 03年的 11%提升至 17年的 26%。2017年化妆品市场中欧美/本土/日韩/其他企业占比分别为 41%/22%/8%/29%, 内资品牌兴起。与发达国家相比, 我国化妆品人均消费金额、高端消费占比、彩妆消费占比均较低, 伴随消费者需求进阶, 行业有望长期繁荣。

四维度打造核心竞争力: 品牌、营销、渠道、研发

品牌方面, 先行培养明星单品牌奠定初步市场地位、品牌价值, 再自主培育或外延并购打造多品牌矩阵、持续扩大品牌系列成为主要发展路径; 渠道方面, 低线城市为重要拓展区域, 全渠道发展、线上线下融合将有助于全面触达客户; 营销方面, 传统国货品牌过去多依赖渠道铺货, 较重视渠道利益, 而对品牌营销投入力度不足。采取数字化营销方式, 分析消费者行为数据、加强与消费者互动、建立完善的需求反馈机制并进行产品升级迭代成趋势。研发方面, 内资品牌与外资品牌在研发投入上的绝对金额有较大差距, 有望不断开发具有针对性功效的产品、提升消费者体验。

本土企业积极布局, 细分龙头崭露头角

本土品牌多定位中低端, 前期借助 CS、电商等渠道红利快速发展。珀莱雅为民营大众护肤龙头, 电商渠道有望持续较快增长, “优资莱”品牌有望通过单品牌店崛起。上海家化为百年本土品牌, 拥有佰草集、六神等十余个品牌, 16年底新董事长上任重新梳理组织架构, 确定品牌驱动战略。御家汇依托电商渠道快速发展, “御泥坊”为主力品牌, “小迷糊”品牌快速增长, 代理品牌“城野医生”、KIKO、OGC等发展迅速。随着电商渠道高增长, 外资品牌开始下沉, 行业竞争可能加剧。

风险提示: 宏观经济下行影响化妆品消费意愿; 外资化妆品品牌国内销售价格进一步下降、加速渠道下沉。

重点推荐

股票代码	股票名称	收盘价(元)	投资评级	EPS(元)				P/E(倍)			
				2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E
603605	珀莱雅	44.35	买入	1.00	1.41	1.89	2.56	44.35	31.45	23.47	17.32

资料来源: 华泰证券研究所

正文目录

结构升级、需求进阶，我国化妆品行业有望长期繁荣.....	5
品类升级、高端崛起，内资企业份额提升.....	5
护肤品为主要构成，彩妆品类发展较快.....	5
大众市场仍占主导，高端市场迅速增长.....	6
外资品牌较为集中，内资份额逐渐提升.....	7
消费者需求进阶，行业有望长期蓬勃发展.....	9
四维度打造核心竞争力：品牌、渠道、营销、研发.....	12
单一品牌夯实市场，多品牌矩阵扩大份额.....	12
全渠道运营成趋势，低线城市加速渗透.....	14
渠道至上到用户导向，数字化营销挖掘需求.....	16
研发投入为创新源泉，新品迭代为成长基础.....	22
本土企业积极布局，细分龙头崭露头角.....	26
珀莱雅：民营国货领先企业，电商渠道快速增长.....	26
家族民营企业，本土品牌中市场份额位居前列.....	26
单一品牌贡献主要收入，主力 CS 渠道增速放缓.....	27
电商渠道焕发活力，“优资莱”单品牌店崛起.....	27
上海家化：百年本土品牌，战略转型焕发活力.....	27
百年本土龙头，平安系最终控股.....	27
中高端护肤龙头，确定品牌驱动战略.....	28
注重新品研发，新厂投产提升供应保障.....	31
御家汇：立足电商平台，品牌系列不断扩充.....	32
依托电商发展，缔造面膜龙头.....	32
年轻化创始团队，产品运营能力突出.....	33
发展多品牌战略，产品线不断丰富.....	34
持续深耕线上渠道，加大线下投入.....	35

图表目录

图表 1：我国化妆品市场规模及增速.....	5
图表 2：化妆品销售额占社零总额的比重.....	5
图表 3：主要细分品类占化妆品整体行业的比重变化情况.....	5
图表 4：主要细分品类增速变化情况.....	5
图表 5：我国护肤品历年销售额变化及增速.....	6
图表 6：我国护肤品历年细分品类增速变化情况.....	6
图表 7：我国彩妆历年销售额变化及增速.....	6
图表 8：我国彩妆历年细分品类增速变化情况.....	6
图表 9：大众/中高端化妆品历年销售额占比情况.....	6
图表 10：大众/中高端化妆品历年销售额及增速.....	6

图表 11: 我国化妆品市场格局变化.....	7
图表 12: 国内化妆品市场集中度变化情况 (剔除宝洁)	7
图表 13: 国内化妆品市场集中度变化情况 (剔除宝洁)	7
图表 14: 我国前 11-前 30 化妆品市场格局变化	8
图表 15: 护肤及彩妆细分市场中, CR5 及 CR10 变化情况 (%)	8
图表 16: 大众及高端细分市场中, CR5 及 CR10 变化情况 (%)	9
图表 17: 分年龄段女性消费者护肤彩妆消费行为	9
图表 18: 分年龄段女性对护肤彩妆品类金额贡献	9
图表 19: 2016 消费者彩妆购物篮关联分析	10
图表 20: 2018 消费者彩妆购物篮关联分析	10
图表 21: TOP 化学原料护肤成分相关讨论发博量排名	10
图表 22: 17 年非一线城市女性护肤彩妆消费金额增长更快	11
图表 23: 17 年非一线城市线上渠道护肤彩妆消费增长更快	11
图表 24: 相较发达国家, 我国人均化妆品消费金额提升空间较大 (美元)	11
图表 25: 我国高端化妆品市场占比低于美日韩	11
图表 26: 2017 年中国与发达国家化妆品市场结构对比来看, 美妆占比较低	11
图表 27: 雅诗兰黛的发展历程	12
图表 28: 雅诗兰黛收购的美妆品牌	13
图表 29: 公司历年销售额及增速	13
图表 30: 公司历年净利润及增速	13
图表 31: 国内化妆品企业品牌系列略为单薄	13
图表 32: 珀莱雅公司“珀莱雅”品牌收入占比在 80% 以上	14
图表 33: 御家汇公司“御泥坊”品牌收入占比在 70% 以上	14
图表 34: 2003-2017 年我国化妆品渠道变化	14
图表 35: 各类渠道对比	15
图表 36: 2003-2017 年雅诗兰黛的销售渠道变化情况	15
图表 37: 雅诗兰黛的全品牌系列	16
图表 38: 内资企业销售渠道分布相对集中	16
图表 39: 时尚美妆 KOL 博主发文数量明显提升	17
图表 40: 口红、保湿、粉底为讨论榜前三的品类	17
图表 41: 社交平台中口红的主要传播路径	18
图表 42: 主要社交平台的化妆品引流情况对比	18
图表 43: 部分通过 KOL 快速增长的国货品牌	19
图表 44: 明星代言的 1.0 时代	19
图表 45: 明星代言的 2.0 时代	19
图表 46: 流量男明星的化妆品代言情况	20
图表 47: 部分通过 KOL 快速增长的国货品牌	20
图表 48: 2018 微博时尚美妆 V 赏排行榜完美日记排名第一	21
图表 49: 珀莱雅的返利、补贴占收入的比重约在 30%	21
图表 50: 珀莱雅的销售费用中, 形象宣传推广费基本在 50% 以上	21
图表 51: 雅诗兰黛的销售费用明细占收入的比例	22

图表 52: 珀莱雅的直营网店客户购买次数分布	22
图表 53: 御家汇的直营网店客户购买次数分布	22
图表 54: 欧莱雅公司历年研发投入及占收入的比例	23
图表 55: 欧莱雅旗下明星产品小黑瓶的升级历程	23
图表 56: 欧莱雅通过与科技技术团队及创业孵化器合作, 加大科技投入	23
图表 57: 欧莱雅与 Modiface 联合推出的试发 APP Style My Hair	23
图表 58: 爱茉莉太平洋的研发历程	24
图表 59: 爱茉莉太平洋集团旗下悦诗风吟的历年收入及增速	25
图表 60: 内外资化妆品企业研发费用/收入比例的对比	25
图表 61: 内外资化妆品企业研发金额的对比	25
图表 62: 2017 年在大众化妆品市场公司珀莱雅位列本土品牌第五	26
图表 63: 公司股权激励业绩目标 (换算成同比增速)	26
图表 64: 公司分品牌收入占比	27
图表 65: 公司分渠道收入占比	27
图表 66: 公司线上收入高速增长	27
图表 67: 公司线上渠道细分	27
图表 68: 上海家化主要产品系列	29
图表 69: 上海家化采取的多种新营销方式	31
图表 70: 御家汇发展历程	32
图表 71: 公司主要依赖线上渠道进行销售	32
图表 72: 2017 年公司主要销售渠道结构占比	32
图表 73: 公司股权结构图	33
图表 74: 公司高管团队履历	33
图表 75: 公司员工年龄结构比较年轻化	34
图表 76: 公司员工专业结构分布	34
图表 77: 公司宣传推广主要渠道	34
图表 78: 公司主要品牌营业收入增长情况 (单位: 亿元)	35
图表 79: 2017 年公司主要品牌收入贡献情况	35
图表 80: 国内化妆品企业概览	36

结构升级、需求进阶，我国化妆品行业有望长期繁荣

品类升级、高端崛起，内资企业份额提升

据 Euromonitor，化妆品包括 11 大细分子品类：护肤品、护发产品、口腔护理品类、沐浴用品、彩妆、男士护理用品、婴幼儿与儿童专用产品、香水、防晒用品、除臭剂、脱毛产品、防晒。

2017 年我国化妆品行业总规模 3616 亿元/+9.6%（Euromonitor 数据），其中限额以上化妆品零售总额达 2612 亿元/+15.5%（国家统计局数据）。2003 年至 2017 年，化妆品销售额占社零总额的比重从 0.4% 提升至 0.7%。

图表1：我国化妆品市场规模及增速



资料来源：Euromonitor，华泰证券研究所

图表2：化妆品销售额占社零总额的比重

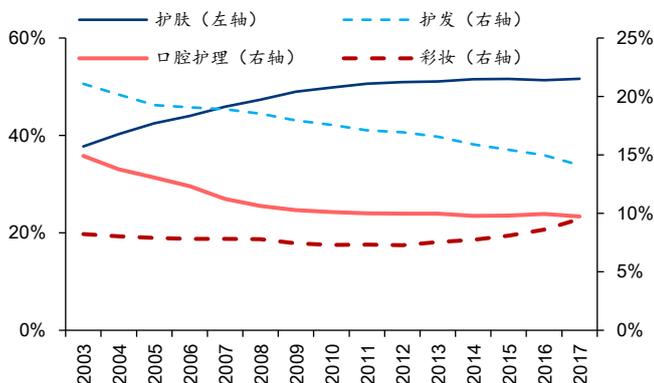


资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

护肤品为主要构成，彩妆品类发展较快

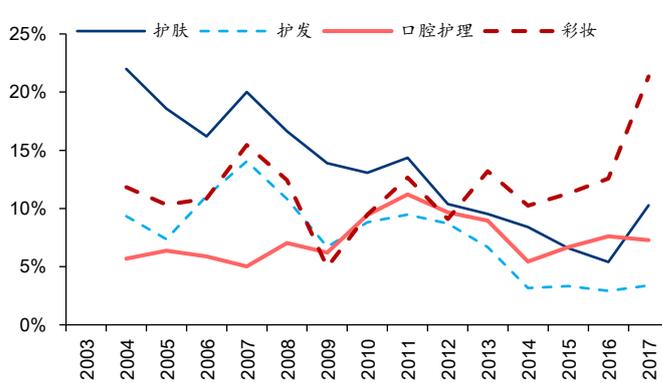
我国化妆品市场中，2017 年护肤品、护发、口腔护理及彩妆占比分别在 51.6%/14.1%/9.7%/9.5%，合计占比在 85%，护肤品为行业主要构成。护发产品、口腔护理产品等基础日化产品发展已进入稳定期，收入占行业比重自 03 年以来持续下降，护肤品占比持续提升，彩妆自 12 年以来占比有明显上行。

图表3：主要细分品类占化妆品整体行业的比重变化情况



资料来源：Euromonitor，华泰证券研究所

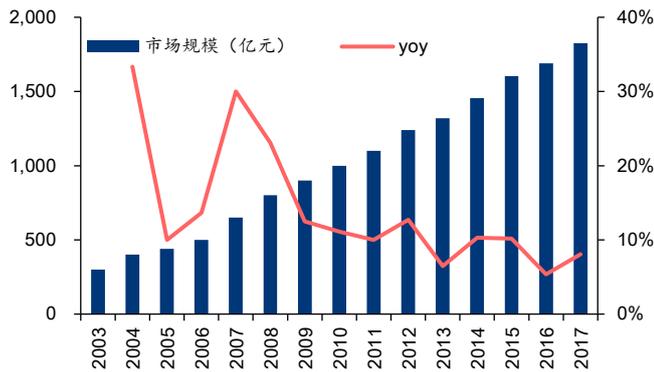
图表4：主要细分品类增速变化情况



资料来源：Euromonitor，华泰证券研究所

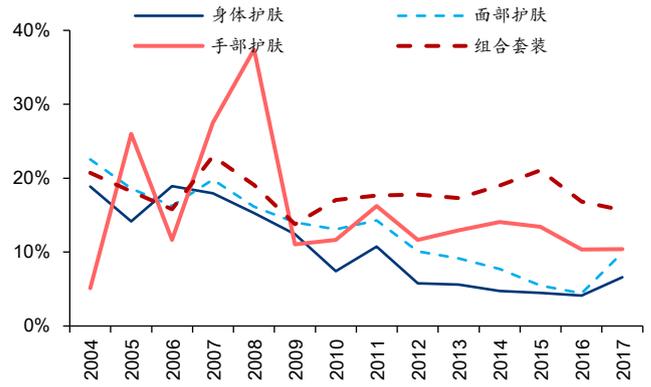
护肤品增速中枢下移，但依然为占比最高的子行业。截至 2017 年我国护肤品市场规模为 1866 亿元，07 年以来护肤品增速整体下移，13-16 年增速落入个位数区间，年复合增速 6.8%，17 年伴随行业复苏增速回升至 10.27%。结构来看，2017 年护肤品类中面部护肤占比 87%，其余为身体、手部及组合套装。

图表5：我国护肤品历年销售额变化及增速



资料来源：Euromonitor，华泰证券研究所

图表6：我国护肤品历年细分品类增速变化情况



资料来源：Euromonitor，华泰证券研究所

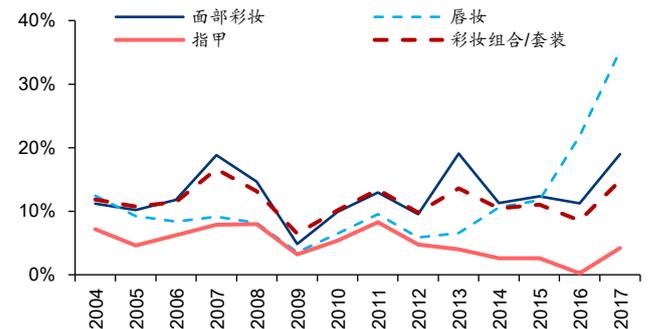
消费者爱美意识加强，电商渠道加速渗透，彩妆消费快速增长。随着抖音、微博、小红书等社交平台“带货达人”兴起，居民开始增强自身爱美意识，12-17年以来彩妆消费占比从7.3%提升至9.5%。彩妆主要包括脸部化妆品、眼部化妆品、唇部产品、美甲产品和彩妆套装五大类。2017年面部彩妆占整体彩妆市场的比重为58%，口红占比达到37%，受益热门剧目引流、社交媒体兴起、美妆博主推荐，14年以来口红市场加速增长。

图表7：我国彩妆历年销售额变化及增速



资料来源：Euromonitor，华泰证券研究所

图表8：我国彩妆历年细分品类增速变化情况

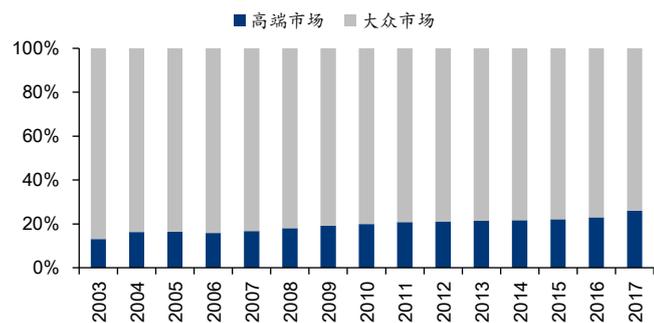


资料来源：Euromonitor，华泰证券研究所

大众市场仍占主导，高端市场迅速增长

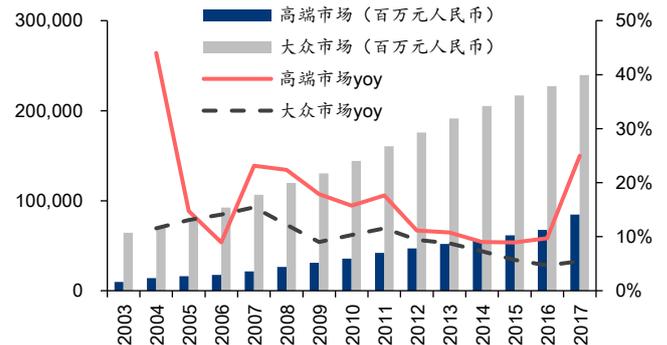
2017年大众化妆品市场规模为2395亿元，占比74%，高端市场占比26%。2007年以来，高端市场增速持续快于大众市场，17年增速达到25%，其中海外龙头公司欧莱雅、雅诗兰黛、科蒂、资生堂、爱茉莉太平洋、LV等为增长主力。

图表9：大众/中高端化妆品历年销售额占比情况



资料来源：Euromonitor，华泰证券研究所

图表10：大众/中高端化妆品历年销售额及增速



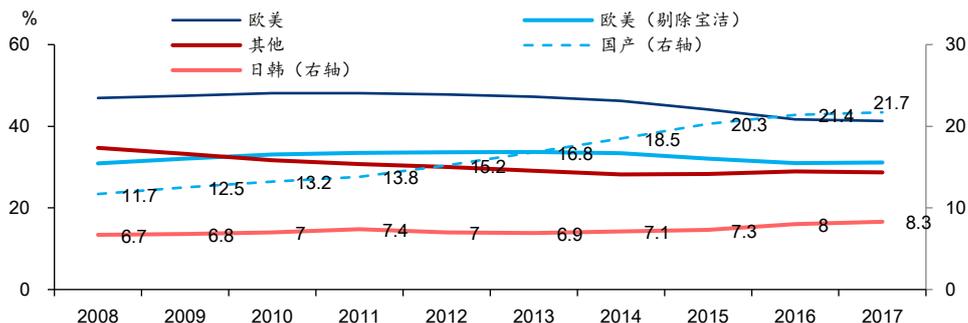
资料来源：Euromonitor，华泰证券研究所

外资品牌较为集中，内资份额逐渐提升

欧美品牌占据主导、内资品牌兴起。2017年我国化妆品市场中欧美/本土/日韩/其他企业占比分别为41%/22%/8%/29%（Euromonitor数据估算）。

欧美化妆品企业进入我国市场时间较早，占据主导地位。宝洁为第一大龙头，但08年以来公司份额下滑，15年125亿美元将旗下美容、头发和个人护理产品三项业务出售给科蒂集团，仅保留Olay、潘婷、SK-II等明星品牌。剔除宝洁公司，欧美化妆品企业08年以来份额保持相对稳定。13年以来日韩企业份额有小幅抬升。受益日化专营店（CS）、电商等渠道崛起，内资企业份额从08年的12%提升至17年的22%。

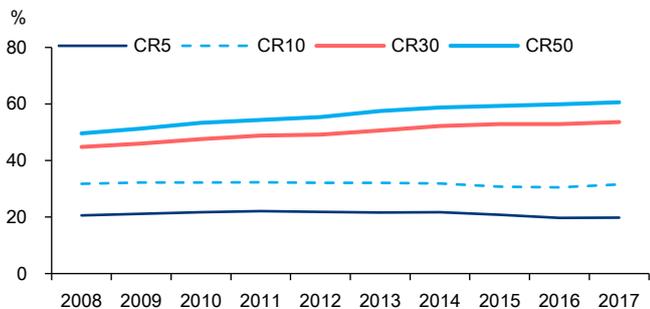
图表11：我国化妆品市场格局变化



资料来源：Euromonitor 数据，华泰证券研究所

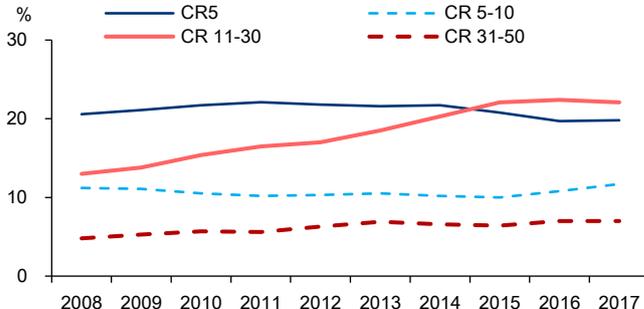
消费者需求多元、细分品类增加、渠道变迁等因素导致行业格局变化较大。08年以来CR10相对稳定在30%左右；CR11-CR30从08年的14%提升至17年的23%，增长最为明显；CR31-CR50从5%略提升至7%。

图表12：国内化妆品市场集中度变化情况（剔除宝洁）



资料来源：Euromonitor，华泰证券研究所

图表13：国内化妆品市场集中度变化情况（剔除宝洁）



资料来源：Euromonitor，华泰证券研究所

TOP11-TOP30企业中，内资企业份额从6%提升至11%，但各品牌表现分化，国资品牌中伽蓝集团份额有显著提升，隆力奇、相宜本草等份额则有明显下降。

图表14: 我国前11-前30化妆品市场格局变化

2008	份额 (%)	2011	份额 (%)	2014	份额 (%)	2017	份额 (%)
完美	1.80	雅诗兰黛	1.60	强生	1.70	伽蓝集团	2.20
上海家化	1.40	完美	1.50	伽蓝集团	1.60	上海家化	1.90
隆力奇	1.30	伽蓝集团	1.30	完美	1.60	拜尔斯道夫	1.80
花王	1.10	隆力奇	1.20	爱茉莉太平洋	1.50	LV	1.70
霸王	1.10	LV	1.10	百雀羚	1.40	安利	1.40
雅诗兰黛	0.90	无限极	0.90	LV	1.30	强生	1.40
LV	0.90	汉高	0.90	珀莱雅	1.30	无限极	1.40
伽蓝集团	0.70	相宜本草	0.90	无限极	1.10	云南白药	1.30
拉芳	0.60	雅芳	0.90	云南白药	1.10	完美	1.20
爱茉莉太平洋	0.50	爱茉莉太平洋	0.80	汉高	1.10	环亚集团	1.20
汉高	0.50	花王	0.80	相宜本草	1.10	汉高	1.10
LG生活健康	0.50	珀莱雅	0.70	隆力奇	1.10	LG生活健康	1.10
天狮集团	0.50	云南白药	0.70	韩束	1.10	珀莱雅	1.00
南京建工	0.50	LG生活健康	0.70	环亚集团	0.70	韩后	0.90
自有品牌	0.40	科蒂	0.70	LG生活健康	0.70	相宜本草	0.80
馥绿德雅	0.40	环亚集团	0.60	自有品牌	0.70	科蒂	0.70
高丝	0.40	香奈儿	0.60	香奈儿	0.60	薇美姿	0.70
无限极	0.40	蝶翠诗	0.60	丹姿	0.60	隆力奇	0.70
相宜本草	0.30	美即控股	0.60	罗拓制药	0.60	香奈儿	0.60
香奈儿	0.30	自有品牌	0.50	广东丸美	0.60	自有品牌	0.60
外资份额合计	7.70		11.40		9.80		12.20
内资份额合计	6.40		5.70		11.00		10.90
总计	14.00		17.10		20.80		23.10

资料来源: Euromonitor 数据, 华泰证券研究所

护肤品领域, 国产品牌凭借性价比优势在17年前十名中占据4席, 份额从08年的2.1%提升至17年的15.6%; 彩妆领域, 外资品牌新品开发速度快、品牌系列全面, 仍占据主导地位, 而卡姿兰、玛丽黛佳、上海上美份额08年来明显提升。

图表15: 护肤及彩妆细分市场中, CR5及CR10变化情况 (%)

排名	护肤品				彩妆			
	2008		2017		2008		2017	
1	欧莱雅	9.6	欧莱雅	9.6	欧莱雅	30.3	欧莱雅	27.8
2	宝洁	8.0	上海上美	4.7	资生堂	4.8	LVMH	6.8
3	资生堂	5.6	百雀羚	4.5	LVMH	3.6	爱茉莉太平洋	6.1
4	安利	4.3	资生堂	4.3	雅芳	3.0	雅诗兰黛	5.7
5	雅芳	4.1	宝洁	3.9	玫凯琳	2.4	卡姿兰	5.0
6	玫琳凯	3.4	伽蓝集团	3.9	安利	2.2	资生堂	3.5
7	完美	2.9	雅诗兰黛	3.7	雅诗兰黛	2.1	科蒂	3.4
8	拜尔斯道夫	2.3	玫琳凯	3.6	露华浓	2.0	香奈儿	2.5
9	强生	2.1	爱茉莉太平洋	3.4	妍华控股	1.7	上海飞扬	2.5
10	隆力奇	2.1	上海家化	2.5	完美	1.4	上海上美	2.4
CR5	31.6		27.0		43.3		51.4	
CR10	44.4		44.1		50.4		65.6	

资料来源: Euromonitor 数据, 华泰证券研究所

大众市场 CR5 从 08 年的 36.2% 下降至 17 年的 30.2%; 高端市场 CR5 从 08 年的 47.6% 略下降至 17 年的 43.6%。大众市场的行业集中度较低, 竞争更为激烈, 国内品牌深耕线下渠道, 参与竞争, 借助电商渠道快速拓展, 份额明显提升。而高端市场更依赖品牌效应, 因此外资占据主导地位。

图表16: 大众及高端细分市场中, CR5及CR10变化情况(%)

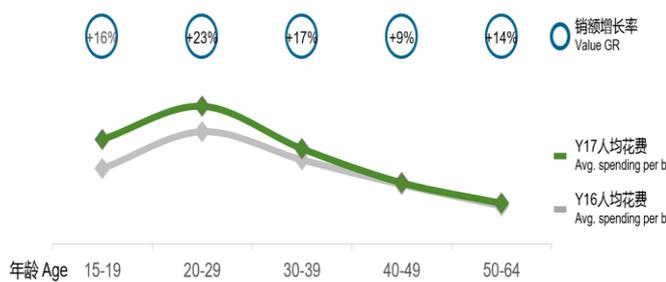
排名	大众市场				高档市场			
	2008		2017		2008		2017	
1	宝洁	18.0	宝洁	11.8	安利	17.7	欧莱雅	15.2
2	欧莱雅	7.2	欧莱雅	7.5	欧莱雅	13.7	雅诗兰黛	10.8
3	资生堂	3.7	上海上美	4.0	雅诗兰黛	5.9	LVMH	7.1
4	联合利华	3.7	百雀羚	3.5	LVMH	5.6	安利	5.3
5	拜尔斯道夫	3.5	联合利华	3.4	资生堂	4.6	资生堂	5.3
6	雅芳	3.4	伽蓝集团	3.3	Pierre Fabre SA	2.6	无限极	4.6
7	强生	3.3	玫琳凯	3.3	香奈儿	2.1	爱茉莉	4.0
8	玫琳凯	2.7	上海家化	2.8	爱茉莉	2.1	香奈儿	2.8
9	完美	2.4	资生堂	2.8	Fancl	2.0	宝洁	2.4
10	隆力奇	1.8	拜尔斯道夫	2.5	Kose	1.7	LG生活健康	2.2
CR5	36.2		30.2		47.6		43.6	
CR10	49.7		44.8		58.2		59.7	

资料来源: Euromonitor 数据, 华泰证券研究所

消费者需求进阶, 行业有望长期蓬勃发展

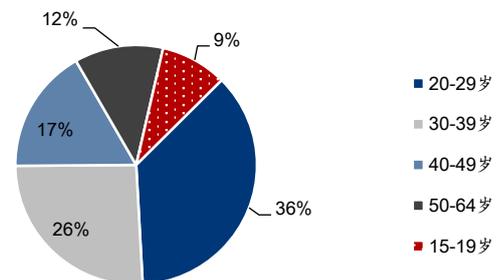
年轻女性仍为化妆品市场领导者。据凯度消费指数报告, 17年20-39岁女性对护肤彩妆的金额贡献合计达到63%; 从增长趋势来看, 20-29岁群体是17年人均消费金额增长最快的人群。

图表17: 分年龄段女性消费者护肤彩妆消费行为



资料来源: 凯度消费者指数, 个人美妆样组; 全国城镇人口; 15-64岁女性, 华泰证券研究所

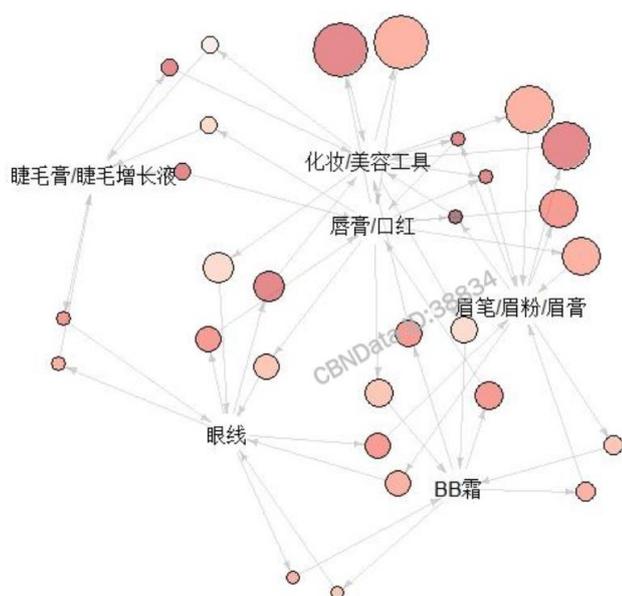
图表18: 分年龄段女性对护肤彩妆品类金额贡献



资料来源: 凯度消费者指数, 华泰证券研究所

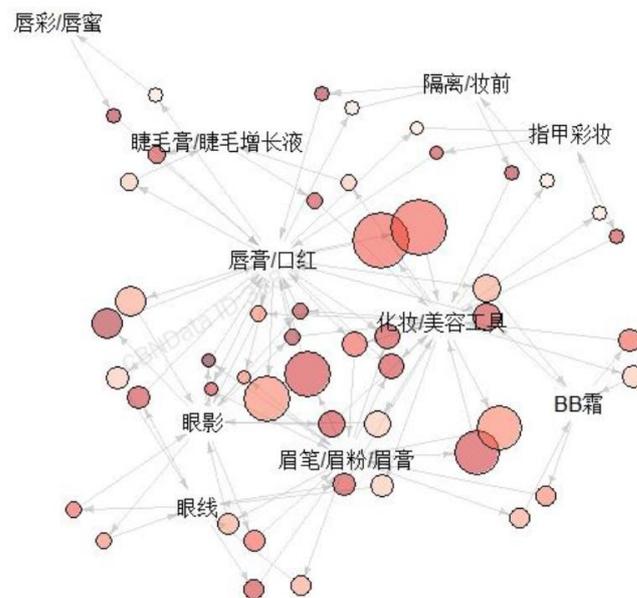
消费者的化妆品品类在持续延伸。据阿里大数据, 16-18年三年来消费者彩妆购物篮中的品类在增多, 品类间关系更密切, 消费者彩妆包的“配货”越来越全面。营销方式的多样化、直播及美妆APP等移动互联网平台的兴起、网红达人的带货效应等在逐渐培养起消费者从护肤到底妆再到彩妆的消费观念。

图表19: 2016 消费者彩妆购物篮关联分析



数据说明: 圆圈大小代表: 支持度 (support), 圆圈越大, 支持度越大 颜色深浅代表: 提升度 (lift), 颜色越深, 提升度越高 箭头代表不同品类间的联系
资料来源: 阿里数据, 华泰证券研究所

图表20: 2018 消费者彩妆购物篮关联分析



数据说明: 圆圈大小代表: 支持度 (support), 圆圈越大, 支持度越大 颜色深浅代表: 提升度 (lift), 颜色越深, 提升度越高 箭头代表不同品类间的联系
资料来源: 阿里数据, 华泰证券研究所

消费者消费理念逐渐成熟。移动互联网迅速发展, 消费者获取护肤、美妆知识的来源日益广泛, 加之微博、微信公众账号、小红书等社交平台上 KOL 的专业普及、品牌商的营销推广, 消费者化妆品消费理念日趋成熟, 对化妆品成分、功效关注度提升。例如, 具有美白功效的烟酰胺成为近年来增速提升最快的护肤成分之一。玉兰油旗下的小白瓶系列产品即以烟酰胺为明星主打成分, 在各类精华产品测评中常被称为 SKII 的平价替代品, 消费者关注度较高。据天猫数据, 2018年9月3日-4日的天猫精华品类日, OLAY 光感小白瓶销售近 12000 件, 在精华类目排名第 2; 淡斑小白瓶销售超过 5000 件, 位列精华类目第 8 名, 品牌交易指数排名第一。

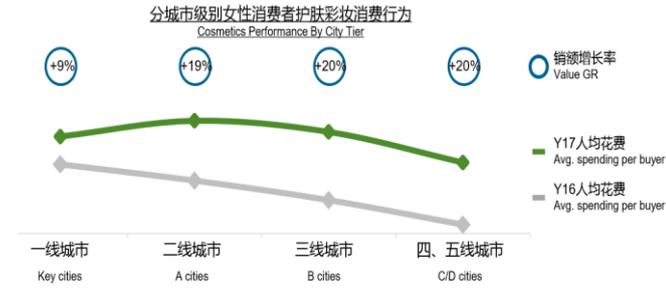
图表21: TOP 化学原料护肤成分相关讨论发博量排名

2017年1月-10月	2018年1月-10月
玻尿酸	玻尿酸
氨基酸	氨基酸
咖啡因	烟酰胺
透明质酸	咖啡因
茶多酚	透明质酸
胜肽	胜肽
烟酰胺	多肽
多肽	茶多酚
尿素	神经酰胺

资料来源: 第一财经商业数据中心 (CBNData), 华泰证券研究所

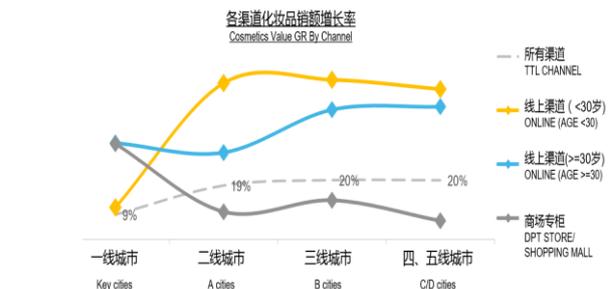
低线城市享受线上增长红利, 化妆品消费快速崛起。根据凯度消费数据, 17 年二线、三线和四五线城市在护肤彩妆上的人均消费分别同比增 19%、20%和 20%, 远超一线城市 9%的增速。其中, 一线城市商场专柜渠道增速相对更高, 非一线城市的线上渠道高速增长。

图表22： 17年非一线城市女性护肤彩妆消费金额增长更快



资料来源：凯度指数，华泰证券研究所

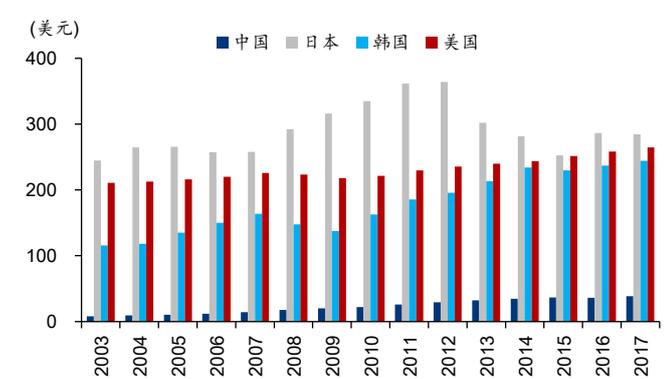
图表23： 17年非一线城市线上渠道护肤彩妆消费增长更快



资料来源：凯度指数，华泰证券研究所

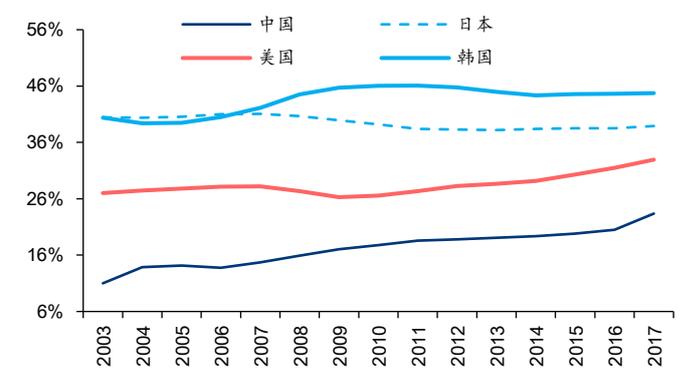
与发达国家对比，我国化妆品市场呈现三低：1) 人均消费金额明显低于发达国家水平；2) 中高端占比较低，大众档次为主。3) 彩妆占比较低，国人化妆品消费仍以基础的护肤为主。伴随消费者需求进阶，我们认为国内个人化妆品消费的品类将持续扩充，产品由低档向中高端升级，行业有望长期繁荣。

图表24： 相较发达国家，我国人均化妆品消费金额提升空间较大(美元)



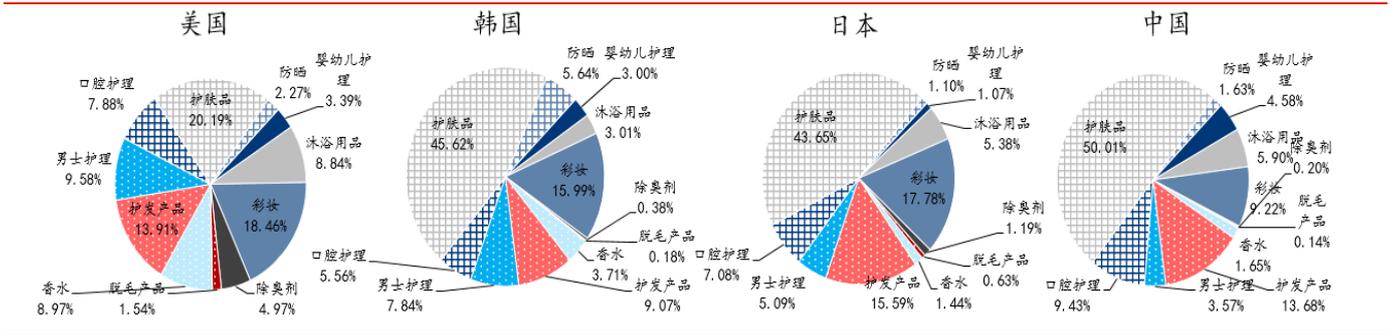
资料来源：Euromonitor, Wind, 华泰证券研究所

图表25： 我国高端化妆品市场占比低于美日韩



资料来源：Euromonitor, Wind, 华泰证券研究所

图表26： 2017年中国与发达国家化妆品市场结构对比来看，美妆占比较低



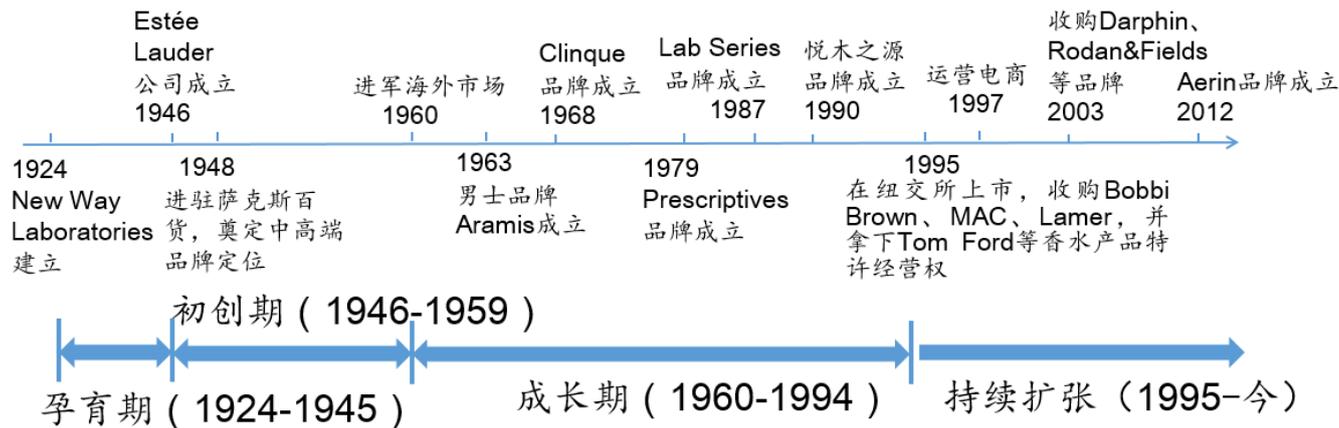
资料来源：Euromonitor 数据，华泰证券研究所

四维打造核心竞争力：品牌、渠道、营销、研发

单一品牌夯实市场，多品牌矩阵扩大份额

参考海外化妆品龙头，雅诗兰黛品牌成立之初即定位高端，公司通过在高档百货、专门店等有限渠道销售强化品牌形象，提升消费者品牌认知。在奠定“雅诗兰黛品牌知名度后”，不断通过自主研发/外延收购细分市场品牌，拓展不同细分市场，覆盖不同的消费者群体，从而提高市场份额。

图表27：雅诗兰黛的发展历程



资料来源：公司官网，华泰证券研究所

创立初期围绕核心品牌雅诗兰黛推出经典基础品类。公司自1946年创立初期仅有雅诗兰黛一个品牌，主要有清洁油、面霜、润肤液和润肤精华四大基础品类。1948年经过创始人 Estée 努力争取，雅诗兰黛品牌成功进驻位于纽约第五大道的萨克斯百货，奠定高端品牌定位。发展初期雅诗兰黛主要通过各地高档百货公司、专卖店、高档香水店等进行销售。在营销手段上，采取免费派发试用装、提供赠品等手段吸引消费者，创始人本人则活跃于各类高端晚会活动，借助名人效应扩大自身及品牌的影响力。1960年公司销售额已达到1400万美元。

成长阶段陆续开拓雅男士、倩碧等自主研发品牌。美国本土市场初具规模后，雅诗兰黛开始扩充自主研发品牌，1968年公司创立的倩碧品牌定位为由皮肤科医生主导研发的专业医学护肤，主打可通过测试、百分之百不含香料的特点，与其他同期的化妆品牌形成鲜明对比，从而脱颖而出。1976年创立 Aramis（雅男士）品牌，开创男士高档护理、护肤产品及香水营销的先河。1979-1997年公司陆续又自主创立了 Lab Series（朗仕）、Origins（悦木之源）、Prescriptives、Aerin（艾琳）4大自主研发品牌，分别定位不同目标群体。

1995年公司登陆资本市场，发力外延并购扩大品牌阵容。1995年公司在纽交所上市，借助资本市场，公司开始发力外延并购，丰富品牌系列。仅1995年，公司同时收购 Bobbi Brown、MAC 以及 Lamer，还获得了 Tom Ford、Tommy Hilfiger 等公司香水产品的特许经营权。公司收购品牌有三大方向：1) 拓展产品线，1995年先后收购 MAC、Bobbi Brown、2012年收购 Smashbox，发力彩妆；2) 拓展渠道，收购 MAC、Bobbi Brown，拓展了影视后台等专业渠道，收购 Jane 和 Aveda 品牌新增了自选式零售店和专业美发廊两大渠道；3) 拓宽客户群，如收购 Lamer 吸引更高端的客户群。

近年来为推进品牌年轻化，公司加大对新潮化妆品牌的收购力度。10年公司收购独立彩妆品牌 SmashBox，16年接连收购依靠社交媒体走红的 Too Faced 和独立化妆品牌 Becca Cosmetics。

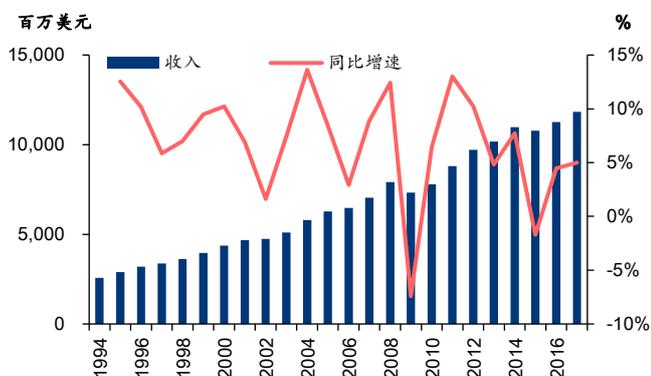
图表28： 雅诗兰黛收购的美妆品牌

美妆品牌	创立时间	品牌简介	收购时间	收购价格
Becca Cosmetics	2001年	各产品都有丰富色号，可以吸引不同种族的人，有助于品牌打开更广泛的市场；在社交软件有广泛粉丝量，对于年轻人具有一定号召力	2016	约2亿美元
Too Faced	1998	Too Faced在美国是具有相当知名度的彩妆品牌，更是受到好莱坞的女明星们的青睐，因为Too Faced的产品色彩丰富、个性强烈、每款产品都有其不同的趣味性。	2016	14.5亿美元
Smashbox	1996	以不做动物实验著称，被动物保护组织PeTA评为“最友善的彩妆品牌”	2010	2.5亿美元

资料来源：公司官网，华泰证券研究所

通过实施多品牌战略，目前雅诗兰黛已经形成涵盖顶级品牌、一线品牌以及其他品牌系列的多品牌矩阵，业务网络覆盖全球，2017年营业收入达118.24亿美元，2017年公司占据全球高端化妆品市场13.7%的份额（据Euromonitor数据）。

图表29： 公司历年销售额及增速



资料来源：彭博，华泰证券研究所

图表30： 公司历年净利润及增速



资料来源：彭博，华泰证券研究所

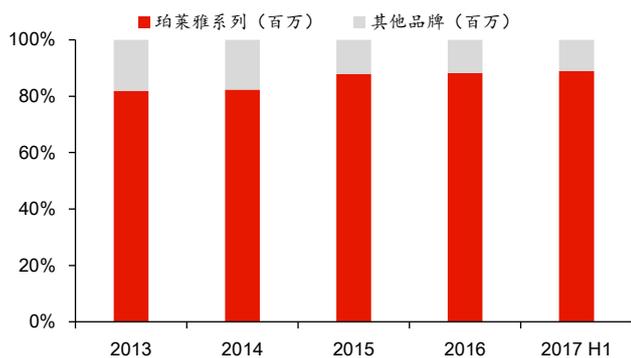
我国化妆品企业目前主要依靠1-2个主打品牌创收，如珀莱雅旗下“珀莱雅”、御家汇旗下“御泥坊”、上海悦目旗下“膜法世家”、伽蓝集团旗下“自然堂”等，品牌综合影响力仍待培育。

图表31： 国内化妆品企业品牌系列略为单薄

公司名称	成立时间	核心品牌	其他培育品牌	主要品类
伽蓝集团	2001	自然堂	美素、植物智慧、医婷等	护肤
卡姿兰	2001	卡姿兰		彩妆
上海上美	2002	韩束、一叶子	花迷、红色小象等	
上海悦目	2005	膜法世家		面膜
御家汇	2012	御泥坊	小迷糊、花瑶花、师夷家等	护肤、面膜
百雀羚	2000	百雀羚草本	气韵、海之秘、三生花等	护肤、洗护发、个人清洁、花露水和美容化妆
薇诺娜	2005	薇诺娜		护肤
上海家化	1991	佰草集、六神、美加净	高夫、启初等	护肤
丸美	2000	丸美	春纪、恋火	眼部、护肤、彩妆
环亚集团	2006	美肤宝	法兰琳卡、蕾菴、滋源等	护肤、护发等
珀莱雅	2006	珀莱雅	优资莱、悦芙媞、猫语玫瑰等	护肤、彩妆

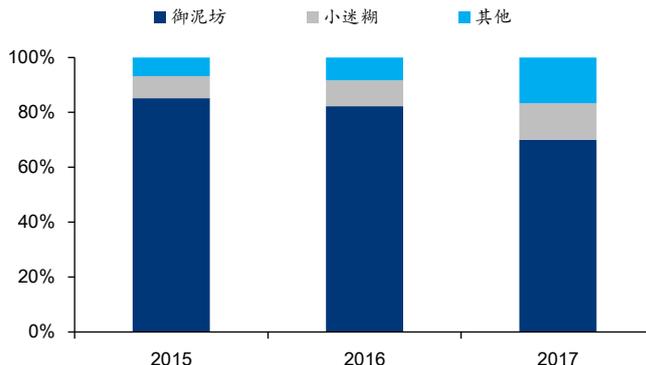
资料来源：各品牌官网，华泰证券研究所

图表32: 珀莱雅公司“珀莱雅”品牌收入占比在80%以上



资料来源: 公司招股说明书, 华泰证券研究所

图表33: 御家汇公司“御泥坊”品牌收入占比在70%以上



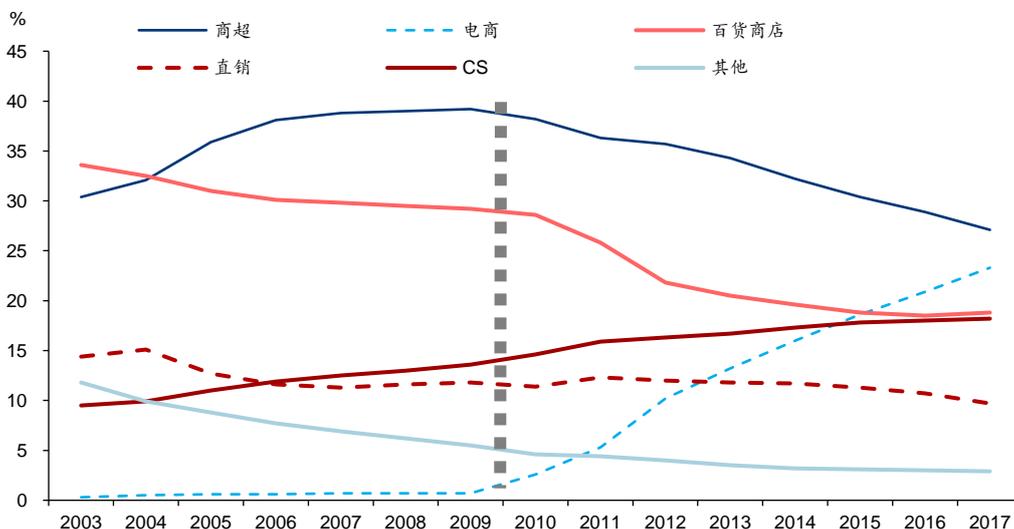
资料来源: 公司招股说明书, 华泰证券研究所

参照龙头发展历程, 我们认为先行培养明星单品牌奠定初步市场地位、品牌价值, 再自主培育或外延并购打造多品牌矩阵、持续扩大品牌系列成为主要发展路径。单一品牌具有成长的天花板, 内资企业在奠定主打品牌一定市场地位后、不断扩充产品系列、扩展细分市场有助长远发展。

全渠道运营成趋势, 低线城市加速渗透

据 Euromonitor 数据, 2017 年我国化妆品渠道分布中, 商超、电商、百货、化妆品专营店 (即 CS) 为主要渠道构成, 占比分别为 26%/23%/19%/18%。

图表34: 2003-2017 年我国化妆品渠道变化



资料来源: Euromonitor, 华泰证券研究所

电商渠道自 09 年以来的快速崛起, 其占比从 09 年的 2% 提升至 17 年的 23%。商超定位中低端, 伴随促销成本、人力成本上涨以及电商冲击, 渠道收入占比从 09 年的 38% 下降至 17 年的 26%。百货商店渠道有助于塑造品牌形象, 主要定位在中高端品牌, 同样受到电商冲击, 收入占比从 09 年的 29% 下降至 17 年的 19%。化妆品专营店是汇集了护肤品、香水、彩妆、洗护用品、美容工具等的综合零售商店, 特点在于品牌多样化、方便快捷、服务专业化以及全面会员体系, 03 年以来一直较快增长, 占比从 03 年的 10% 提升至 11 年的 16%, 提升 6pct, 此后受电商冲击增速略放缓, 11-17 年占比提升 2pct。

图表35： 各类渠道对比

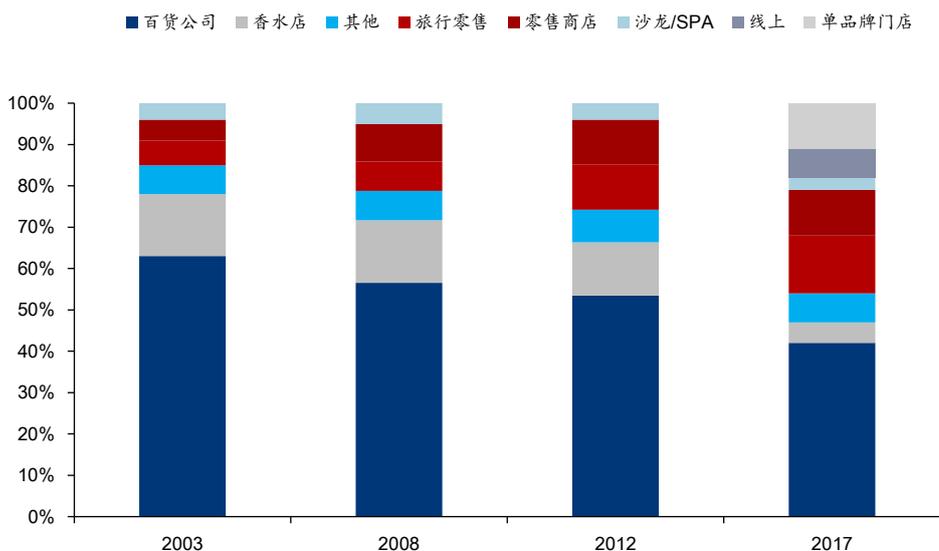
渠道类型	产品价格区间	提供服务	优势	劣势	代表性外资品牌	代表性本土品牌
百货商店	200 至 2,000 元	体验式服务及定制化服务、品牌宣传、产品展示等	定位中高端，有助品牌塑造形象定位	进入门槛较高；面临电商冲击	欧莱雅、资生堂、娇韵诗、雅诗兰黛、迪奥等	佰草集等
超市及大卖场	40 至 300 元	简单的产品咨询	定位大众产品，以基本护肤产品为主	不利于宣传塑造品牌形象；面临电商冲击	妮维雅、旁氏、卡尼尔等	相宜本草、丁家宜、百雀羚、美肤宝等
日化专营店	40 至 300 元	产品咨询、美容服务等	汇集化妆品、彩妆、香水、日化用品多种品类，向顾客提供专业的美容服务。具有渠道管理、品牌代理、会员经营等优势。	专营店品类较多，与其他品牌形成竞争	玉兰油	珀莱雅、自然堂、丸美、美肤宝等本土品牌
单品牌店	40 至 300 元	产品咨询、美容服务等	提供品牌更丰富的产品品类和试用体验，拉长顾客有效停留时间，标志性的统一装修也更能传递品牌理念。	品牌系列单一；消费者培育期相对较长	欧舒丹、悦诗风吟、伊蒂之屋等	植物医生、老中医、林清轩等
B2C、C2C 等电商渠道	全部	产品以文字介绍为主	品牌覆盖全面，在信息展示、信息传播、信息分享等方面具有优势，打通了不同定位品牌在不同区域的渠道限制	价格体系相对混乱，较难管理	全品牌	全品牌

资料来源：华泰证券研究所

外资品牌覆盖面广，全渠道销售。以雅诗兰黛为例，通过产品特性、价格档次、人群定位等侧重不同的销售渠道，如顶级品牌海蓝之谜主要依托高档百货、独立概念店等，二线品牌倩碧等则依托电商、百货专柜等。除此之外，公司销售渠道还包括专卖店、高档香水商店和药房、高档美发廊、自营商店和供应柜、邮轮、机场和城市的免税店。

2017 年公司百货商店收入占比达到 42%，电商渠道收入占比从 2005 年的 1.2% 提升至 17 年的 7%；旅游零售渠道收入占比从 05 年的 7% 提升至 17 年的 14%；自有专门店占比从 05 年的 7% 提升至 17 年的 11%。

图表36： 2003-2017 年雅诗兰黛的销售渠道变化情况



注：17 年的时候公司改变了各个渠道的口径，造成结构发生较大变化：2017 年将 specialty-multi 替换为之前的 retail stores，该渠道主要为丝芙兰等化妆品专营店；增加 freestanding store (单品牌店，主要为 Jo Malone、M·A·C 品牌) 以及 BRAND.COM (线上渠道)。

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

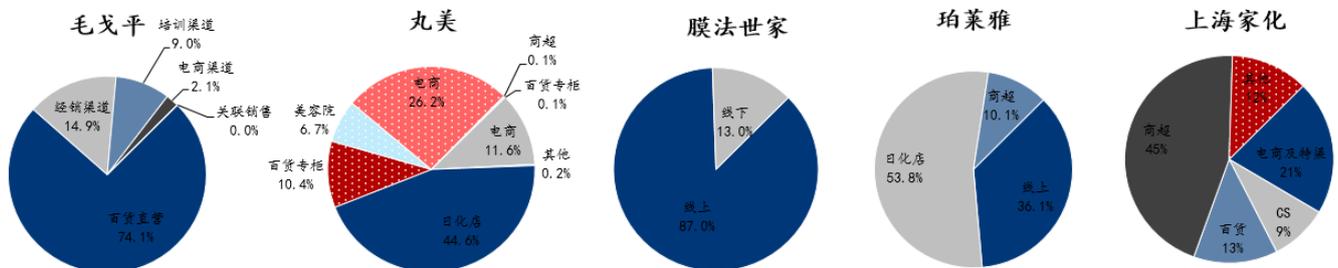
图表37：雅诗兰黛的全品牌系列



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

国内化妆品公司目前渠道布局相对单一。珀莱雅、丸美依靠CS起家，御家汇依靠电商实现快速增长。在消费者需求迅速变迁、日益多元化的市场趋势下，依托相对单一的渠道发展可能会制约品牌对于消费者需求变化的把握，造成客户粘性偏低。

图表38：内资企业销售渠道分布相对集中



注：毛戈平为2017H1数据，丸美、膜法世家、珀莱雅、上海家化为2017年数据。

资料来源：各公司公告，华泰证券研究所

低线城市为重要拓展区域，全渠道发展、线上线下融合将有助于全面触达客户。未来低线城市化妆品消费为行业主要增长来源。电商渠道能够帮助品牌商更精准的进行客户画像及客户行为分析，加速提高品牌对于低线城市的触达性。同时，由于百货专柜、化妆品专营店、单品牌店等线下实体店有助于品牌形象的建设和品牌塑造，提升客户体验，有助于提升消费者粘性，因此实体店的下沉、渗透也至关重要。

渠道至上到用户导向，数字化营销挖掘需求

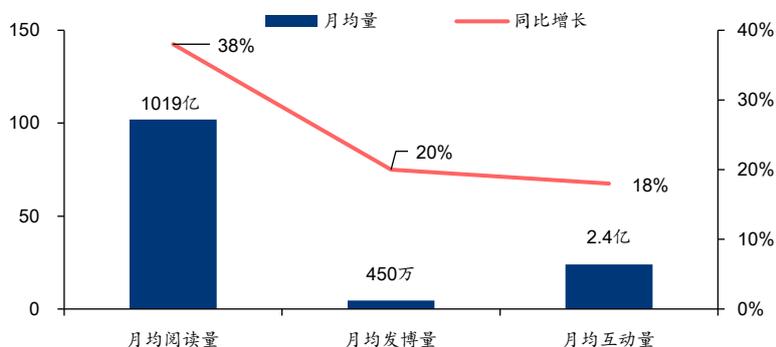
依据投放对象的不同，化妆品企业的销售费用可划分针对渠道的费用及针对终端消费者的费用。前者包括返利、补贴、柜台费用等，通过分配渠道利益激励经销商销售，传统国货企业较为倚重；后者包括传统媒体的广告营销宣传、数字化营销等，通过扩大品牌影响力提高消费者认知，外资企业、新锐品牌等相对更擅长。其中，数字化营销是指基于明确的对象，通过数字化多媒体渠道，如电话、短信、邮件、电子传真、网络平台等数字化媒体通道，实现营销精准化，营销效果可量化，数据化的针对性营销活动。伴随社交平台迅速

发展、年轻一代成消费主力、个性化消费需求提升，KOL营销、明星代言、跨界营销等数字化营销方式逐渐兴起。

1、社交媒体的影响力日益庞大，KOL (Key Opinion Leader, 意见领袖) 的“种草经济”逐渐兴起。社交平台在消费者购买决策中所起的作用日益显著，化妆品单品价格相对较低，易于在广大消费者中引起风潮，成为社交平台上广泛讨论的品类。微博、微信公众号、小红书等平台上的美妆KOL也在从种草、推荐、评价向电商导购延伸，形成完整营销闭环。化妆品品牌对品牌和产品的社交推广日益重视，也在不断探索新营销手段。

KOL包括明星、网红、社会名人或公众人物，伴随社交平台用户个性化、多元化的消费趋势，社交媒体上的时尚美妆类KOL数量在不断增加，18年时尚美妆KOL人数提升了23%（据第一财经商业数据中心数据）；KOL输出也愈加多元化，涵盖图文、短视频、直播、问答、知识付费等多种形式，同时也在逐渐开始树立个性化“人设”，形成各具特色的带货风格，对于潜在客群匹配日益精准化，影响力不断提升。

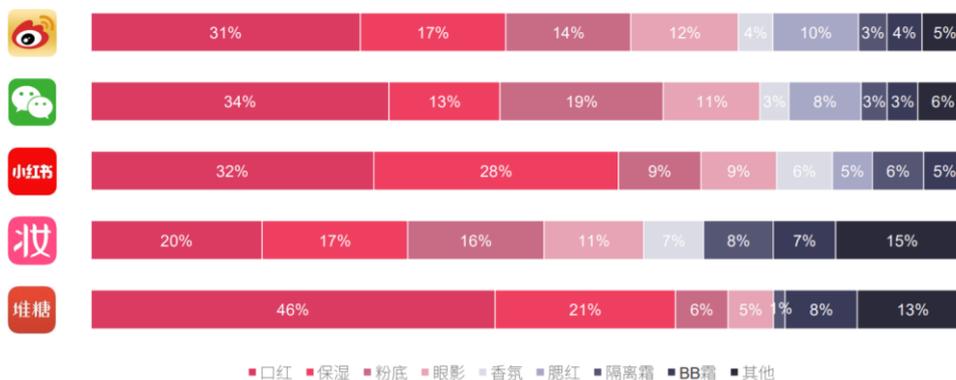
图表39：时尚美妆KOL博主发文数量明显提升



资料来源：第一财经商业数据中心 (CBNData) 《2018中国时尚美妆热点趋势报告》，华泰证券研究所

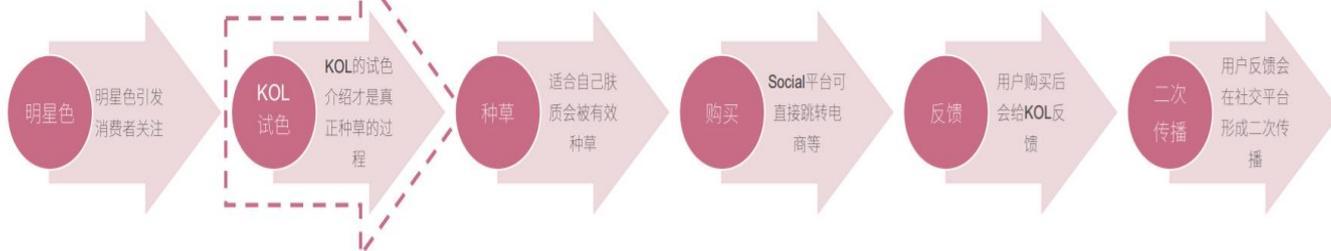
KOL测评是社交带货的关键环节。从各社交平台上各品牌声量占比来看，口红、保湿、粉底为讨论榜前三的品类，关注度较高。其中口红与色彩强相关，更易引发热度，讨论度排名第一。以口红为例来看，社交平台的完整的营销链条包括明星色引发关注—KOL试色种草—电商平台导流—购买用户反馈—形成二次传播等关键环节。

图表40：口红、保湿、粉底为讨论榜前三的品类



资料来源：群邑移动，热巢，《2018美妆社交白皮书》，华泰证券研究所

图表41： 社交平台中口红的主要传播路径



资料来源：群邑移动，热巢，《2018美妆社交白皮书》，华泰证券研究所

微博、微信、小红书等成为众多品牌热衷的第一社交平台。从变现角度，“社交+电商”这一模式则逐渐成为品牌营销标配，前者用来“种草”，后者提供购买渠道。目前小红书和淘宝在内容上已成功打通，商家在编辑某个商品介绍时可选择引用小红书相关“笔记”。小红书惯以闺蜜口吻讲实际体验，因评论看起来更具真实性，更能激发消费者的购物欲望。

图表42： 主要社交平台的化妆品引流情况对比

微博	微信	小红书
最早将海外博主国外试色的内容搬到微博平台，形成第一批专业美妆KOL	微博上的KOL转战到微信平台开设公众号，涌现一批非专业出身的美妆KOL	从单一美妆垂直购物分享UGC平台爆发成为女性生活全领域的社区电商平台，并且引发明星入驻
全流量	全流量	美妆垂直-女性垂直 易引领潮流
评论互动情况中等	留言需经作者挑选显示，互动情况低	评论区的讨论、回复及二次传播热烈，互动情况高
可跳转淘宝完成带货闭环	可直接进入小程序、微店或京东店铺完成带货闭环	直接进入内部商城店铺完成带货闭环

资料来源：各个平台官网，华泰证券研究所

外资新锐品牌依托社交平台实现快速崛起。2016年网红少女 Kylie Jenner 创办彩妆品牌 Kylie Cosmetics，以唇妆产品为主打。在成立的18个月里，总销售额达到了4.2亿美元。Kylie Jenner 来自于纽约知名的卡戴珊名媛家族，名人效应奠定其自创品牌成功的流量基础，而成立于2015年的 Seed Beauty 则是背后支撑其快速增长的美妆孵化器。在 Seed Beauty 主导的产品运作环节中，消费者真正参与到产品研发的过程中，包括了解产品的迭代、给予公司反馈，并最终投票决定推出的产品。Kylie Cosmetics 推出的产品迎合了市场消费者的真正需求，并能够对市场需求变化及时应对，成为成功的必要元素。

国内社交平台上，迪奥、圣罗兰、香奈儿、阿玛尼、资生堂等外资品牌仍然是主导力量，也有部分小众的新锐国货品牌正通过 KOL 异军突起。典型如国产品牌 HFP，主打专业成分护肤品牌，理念为专注于对有效成分的追寻，研发适合消费者护肤需求的高品质产品，充分迎合“成分党”需求，并借助微信、微博红人进行大量软文营销，据星图数据，18年双十一 HFP 进入全网个护化妆品品牌 TOP10 榜单，荣登第7位，成为本年度双十一最强黑马。

图表43: 部分通过KOL快速增长的国货品牌

	国内新锐品牌			网红自创品牌		
品牌介绍	HomeFacial Pro, 国内专业护肤品牌, 与日本实验室合作研发	WIS, 药妆品牌, 引进瑞士RAHN集团的先进技术与原料	丽普司肤, 暨南大学医药生物技术研究开发中心官方品牌	CROXX, 美妆博主“Benny董子初”自创品牌, 生产厂商为广州玛丽安公司	BIGEVE, 淘宝红人“张大奕”自创品牌, 与日本工厂采取ODM代工合作	仙蒂妮卡, 网络彩妆达人“灵鸞妮妮”自创品牌, 成立于2008年
产品特点	产品多以核心成分+功效命名, 真实、直接介绍产品的效用	专注于解决年轻人受损肌肤问题	专注安全有效的生物美容护肤品, 主打产品“冻干粉”	主打彩妆产品及基础彩妆工具, 包装及店铺装饰为暗黑“地狱风”	产品包括护肤、彩妆、洗护及工具类化妆品, 以“养肤”为基调选择产品成分	产品为彩妆及基础化妆工具, 色彩鲜艳, 品类丰富
创始人	吕博, 毕业于浙江大学, 阿尔伯特大学硕士, 供职于宝洁中国市场研究部8年	黎文祥, 广东海洋大学软件工程专业, 2011年毕业于与同学一起创业	无信息	董子初, 微博粉丝290万, 其录制的护肤化妆视频采用夸张的表情和用词, 说话风格独特	张大奕, 微博粉丝984万, 淘宝服装店铺“吾欢喜的衣橱”积累了大量粉丝基础	彩妆达人“灵鸞妮妮”, 以“画皮姐”称号出名, 微博47万粉丝
营销策略	1. 全覆盖、广撒网: 微信、微博大量发布软文广告 2. 定位“成分党+功效渲染” 3. 每月上新迭代	1. 微博大数据挖掘, 官微“小希”运营拟人化 2. 定位“年轻+修复肌肤” 3. 多次“免费送”活动 4. 明星微博推荐: 何炅、谢娜、韩庚	主要通过微信公众号文章进行宣传	1. 微博发布Benny试用视频, 配合幽默、夸张的表现风格加以推销 2. 低价定位: 根据微博粉丝画像锁定消费者受众, 产品价格均在150元以下	1. 微博发布产品信息 2. 以直播的方式增强与消费者的互动 3. 与“美宝莲”合作产品 4. 价格区间: 60%以上产品价格均在100元以下	1. 低价定位, 如口红35元/支、眼影36元/盒 2. 微博宣传采取大量转发买家秀的方法
销售渠道						
针对人群	大学毕业前后的年轻女性	90后年轻用户、痘痘肌人群	大学毕业前后的年轻女性	美妆初学者、学生族	张大奕微博粉丝、白领学生皆适合	学生或20岁左右年轻人
热销产品						

资料来源: 各品牌官网, 华泰证券研究所

2、明星代言再升级, 紧抓粉丝变现。过往的明星代言主要以明星通过广告等方式向消费者传递品牌概念为主, 形式较为单一。伴随社交平台的兴起以及粉丝活动的多元化, 除单纯的代言外, 品牌借助明星营销的方式也在逐渐升级, 可通过制造话题、微博账号互动、绑定明星发布限量款产品、参与相关线下活动等激发粉丝购买力。

图表44: 明星代言的1.0时代



资料来源: 第一财经商业数据中心(CBNDData)《2018中国时尚美妆热点趋势报告》, 华泰证券研究所

图表45: 明星代言的2.0时代



资料来源: 第一财经商业数据中心(CBNDData)《2018中国时尚美妆热点趋势报告》, 华泰证券研究所

人气流量男明星更受化妆品牌青睐。据CBNDData“星数”2018第三季度美妆品类的明星消费影响力榜单, 人气流量男明星几乎占据半壁江山。据各品牌公布信息, 2018年将近50位男性艺人与美妆品牌进行了合作, 而女明星代言人则急剧减少。

从品牌分布来看, 为维护本身形象定位, 明星代言的品牌仍以外资大牌为主, 国产品牌主要有春雨面膜、一叶子、完美日记等新兴国货品牌。

图表46： 流量男明星的化妆品代言情况

明星	品牌	称谓
王俊凯	兰蔻	彩妆与香水大使
王源	巴黎欧莱雅	品牌形象大使
易烊千玺	纪梵希	彩妆代言人
	沙宣	全球代言人
NINE PERCENT	悦诗风吟	代言人
	I DO 香水	代言人
蔡徐坤	养生堂	面膜代言人
范丞丞	春雨面膜	代言人
朱正廷	完美日记	官方代言人
朱一龙	欧莱雅	品牌体验官
胡一天	一叶子	全新代言人
井柏然	倩碧	亚太区品牌大使
刘昊然	美宝莲金属唇膏	系列代言人
鹿晗	海飞丝	全新代言人
白敬亭	欧舒丹	清泉系护肤代言人
黄子韬	YSL 美妆	美妆音乐大使
黄景瑜	Dior	中国区香氛世家大使
	伊丽莎白雅顿	中国区彩妆代言人
	美肤宝	代言人
	Origins 悦木之源	探索大使

资料来源：各品牌官网，华泰证券研究所

3、提升年轻消费群体新鲜感，跨界营销为品牌注入新鲜活力。年轻化的消费群体崇尚时尚、潮流、个性化，其购买的不再是产品本身，而是产品本身所代表的生活方式、审美观、身份认同、个人价值体现。在这种趋势下，各行各业都在通过跨界营销的方式让原本互不相干的元素进行渗透融合，拉近与消费者距离，并为自身发展注入鲜活生命力，化妆品具有精神消费的属性，成为各品牌玩转跨界营销的热衷品类。

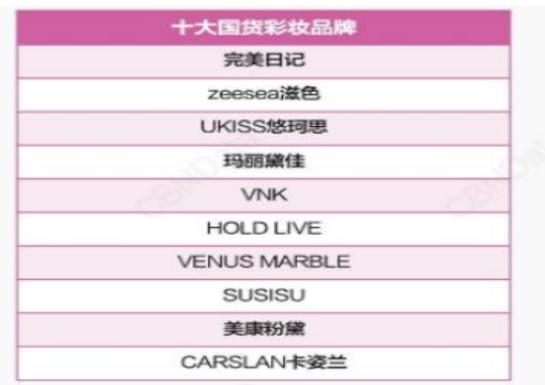
图表47： 部分通过 KOL 快速增长的国货品牌

主导品牌	合作品牌	跨界产品	推出时间	营销亮点	销售渠道	销售效果
			2017年8月	泸州老窖借势《三生三世十里桃花》大IP推出“顽味”香水，与年轻人建立联系，让老品牌走进年轻消费群体的视野		预售2万瓶香水10秒内售罄，拉动天猫旗舰店销售量增长了941%，PV增长1870%
			2018年6月	天猫聚划算618国潮策划之一，联合老字号品牌六神与时尚鸡尾酒品牌锐澳，让老字号在新零售时代焕发新生		第一批发售5000瓶，17秒抢光；营销影响的年轻人群（18-29岁）占到了整体的2/3以上，且集中在上海、江苏、浙江、广东等省份的一二线城市
			2018年6月	天猫聚划算618国潮策划之一，联合周黑鸭与国内电商彩妆品牌御泥坊实现跨界合作，帮助品牌拉动了年轻人群，并向一二线城市推进		
			2018年9月	美加净联合老字号大白兔奶糖推出唇膏，充分利用大白兔奶糖“品质好”“认可度高”“儿时回忆”的标签，吸引80后、90后年轻消费群体		920支唇膏30秒售罄
			2017年5月	玛丽黛佳投入了带货型彩妆达人，打造粉酷妆容，在微淘平台中吸引了彩妆重度消费者的关注。肯德基发挥店铺及线下资源，投入了跨界线下主题店对这个跨界合作进行宣传，将客流巧妙地在线上线下联动		为玛丽黛佳天猫旗舰店实现增粉量10万+，较平时日均增粉量增长了215%，而店铺访客数量更是达到141万之多
			2018年2月	欧莱雅与国家博物馆联名推出限量款口红礼盒，将时尚与古典进行融合，在彩妆中融入中国风元素，同时也展现了国外化妆品品牌欧莱雅对国内消费者的尊重和重视		

资料来源：天猫，各品牌官网，华泰证券研究所

完美日记借助新锐时尚设计师打入世界时尚舞台、联手世界级文化 IP，推出联名美妆礼盒，走向时尚化、专业化、国际化，品牌知名度迅速提升。2017年10月完美日记携手 ACFN 创始人兼独立设计师徐一卫进行跨界合作，在上海时装周上，徐一卫发布以东方罍粟为灵感的系列服装，完美日记则成为后台御用彩妆。18年10月完美日记登陆巴黎时装周，联手 MASHAMA 品牌打造“湮灭的阿克索”主题妆容，并与 Masha Ma 联名推出秋冬哑光唇釉礼盒。18年11月，完美日记与大英博物馆(The British Museum)联名，推出古典与时尚并存、文艺气息浓厚的十六色眼影盘，爱神丘比特眼影盘和圣母玛利亚眼影盘，产品推出后广受好评。受益于新兴营销方式，完美日记18年首次参与天猫双11活动，预售付尾款开始1小时28分成交额即破亿（据天猫数据），成为第一个破亿的彩妆品牌。

图表48：2018 微博时尚美妆 V 赏排行榜完美日记排名第一

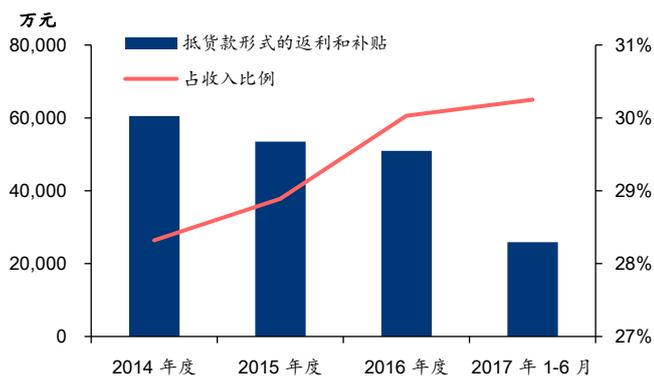


资料来源：第一财经商业数据中心（CBNData）《2018 中国时尚美妆热点趋势报告》，华泰证券研究所

整体来看，新锐国货品牌 HFP、完美日记等在市场不断精细化，消费者越来越追求独特性的趋势下，基于消费者需求，以小众、更灵活、反应速度快的优势迅速抓住市场红利，迅速崛起。据天猫数据，2018年天猫双11美妆个护类目中亿元俱乐部品牌共有33个，国际品牌以22席处于绝对优势，内资品牌中，除百雀羚、自然堂、薇诺娜、一叶子等传统国货品牌，新锐国货品牌 Home Facial Pro、完美日记、WIS 和稚优泉也成功破亿，首次跻身天猫双11亿元俱乐部。

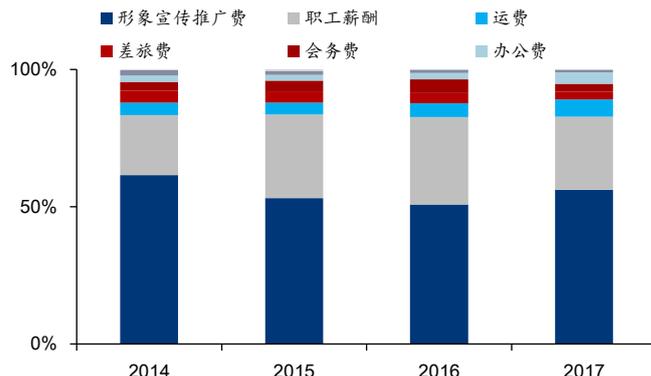
传统国货品牌过去多依赖渠道铺货，较重视渠道利益，而对品牌营销投入力度不足。以珀莱雅为例，公司通过制定返利、补贴等制度来激励经销商，14-17H1 返利、补贴金额占实际销售收入（销售收入净额+返利补贴金额）的比重基本在30%，形象宣传费占收入的比重约在19%，主要包含日化专营店和商场超市展示柜台费用、终端销售网点举办的营销推广活动、广告费等。相比之下，08-17年雅诗兰黛每年则有23%左右的收入投入品牌建设相关的营销。

图表49：珀莱雅的返利、补贴占收入的比重约在30%



资料来源：公司招股说明书，华泰证券研究所

图表50：珀莱雅的销售费用中，形象宣传推广费基本在50%以上



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

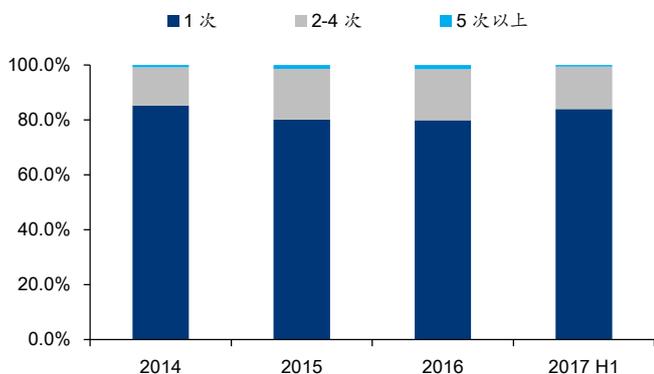
图表51： 雅诗兰黛的销售费用明细占收入的比例



注：和客户有关的柜台展示等费用在发生时即为收入的减少，而非费用的增加，故在计算此比例时采用费用/(收入+费用)还原
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

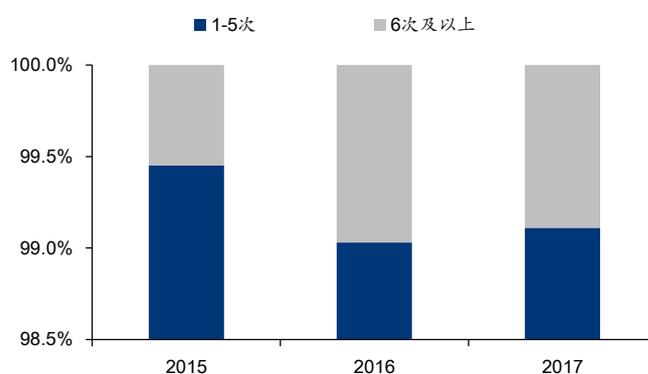
以渠道利益驱动的产品供应机制，使得品牌商对C端用户需求变化响应较慢，C端用户粘性也较低。珀莱雅官方直营网店的客户中，80%以上的客户每年购买一次，按总购买次数/该期总客户数计算，14-17H1平均购买次数为1.2-1.3次。御家汇99%的客户每年购买次数在5次以内，按照订单总额/客户数量(扣重)计算，15-17年平均购买次数在1.3-1.4。

图表52： 珀莱雅的直营网店客户购买次数分布



资料来源：公司招股说明书，华泰证券研究所

图表53： 御家汇的直营网店客户购买次数分布



资料来源：公司招股说明书，华泰证券研究所

移动互联网、社交媒体等迅速发展加速信息传播，消费者需求个性化、多样化、迅速更迭，采取数字化营销方式，我们认为分析消费者行为数据、加强与消费者互动、建立完善的反馈机制并据此进行产品的不断升级迭代将成为新发展趋势。

研发投入为创新源泉，新品迭代为成长基础

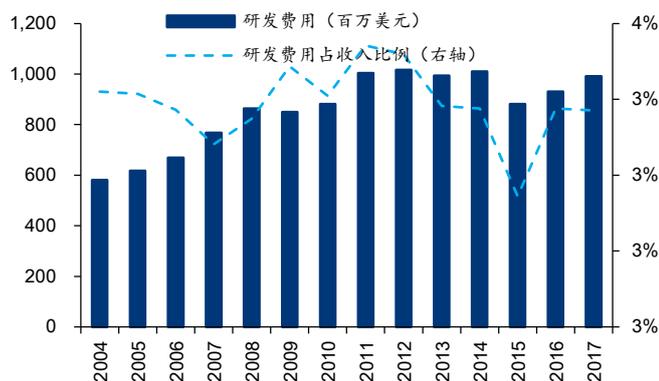
研发包含基础研究、配方研发、产品测试、产品包装设计等，是驱动化妆品集团产品更新的根本。

以欧莱雅为例，公司拥有三大研发体系：1) 前沿研究，负责持续不断获取全球护肤相关知识，发现新活性成分；2) 应用研究，重点开发各种配方体系，再应用到各个类别的产品，此环节是将各种分子转化为最终产品的决定性环节，每年欧莱雅的研发团队都会开发出数以千计的配方；3) 产品开发，科学、严格地对产品的安全以及功效进行评估，保证产品成功进入市场。截至2018年，欧莱雅在全球欧洲、美国、日本、中国、印度和巴西

拥有 22 个研发中心，17 年研发费用投入达到 9.9 亿美元，04-17 年研发费用占收入比重基本在 3%-3.4% 左右。大量的研发投入带来公司产品迅速迭代，每年更新的产品数量占到 15%-20%。

欧莱雅旗下的经典产品兰蔻小黑瓶历久弥新，不断进取突破。兰蔻小黑瓶精华肌底液（俗称小黑瓶，官网售价 1480RMB/mL）为全球首款以“基因保养”为主的精华肌底护肤产品，2009 年上市以来已有 14 年的科研积累，融合 9 项美妆专利，历经 197 次配方测试，荣获 150 多个美妆大奖。据品牌官网，兰蔻对基因组学和蛋白质组学领域进行深入的研究，将特殊活性物与其它活性科技相结合打造第一代小黑瓶，2013 年小黑瓶进行活性成分配方的升级，功效更为明显。2015-2017 年继续有两次研发升级。据天猫数据，在 2018 年双十一精华眼霜预售榜中，兰蔻小黑瓶排名第一。

图表54： 欧莱雅公司历年研发投入及占收入的比例



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表55： 欧莱雅旗下明星产品小黑瓶的升级历程



资料来源：公司官网，华泰证券研究所

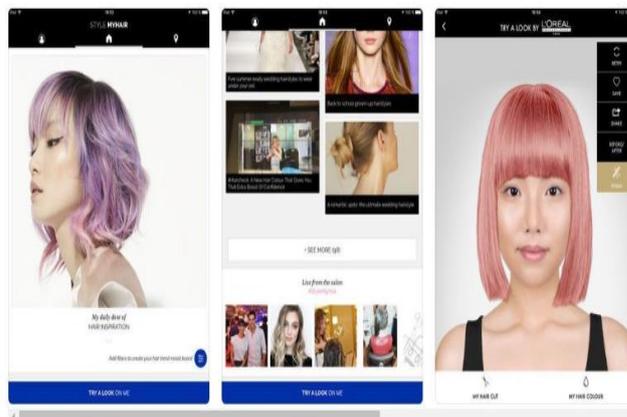
除了常规化的产品研发，公司也尝试通过 AR 等技术提升前端消费者购物体验，全面塑造科技感品牌形象。16 年 5 月，欧莱雅投资伦敦创业孵化器公司 Founders Factory，成为后者在全球美妆科技创业领域中的独家投资伙伴。18 年 2 月已首批选定五家美妆科技初创公司进入他们的“美妆加速器”计划。2018 年收购加拿大美妆数字技术公司 ModiFace100% 的股权。Modiface 自 2006 年成立以来主要为大量美妆企业提供过数字技术解决方案(虚拟试妆等)，收购完成后 ModiFace 成为欧莱雅 Digital Services Factory 的一部分，继续进行先进技术研究。18 年初欧莱雅已与 ModiFace 推出全新增强现实 (AR) 手机应用，用户可通过 3D 仿真技术实时虚拟体验各种不同的新发色。

图表56： 欧莱雅通过与科技技术团队及创业孵化器合作，加大科技投入



资料来源：公司官网，华泰证券研究所

图表57： 欧莱雅与 Modiface 联合推出的试发 APP Style My Hair



资料来源：公司官网，华泰证券研究所

爱茉莉太平洋：韩国本土的技术研究院+全球研发网络覆盖广泛领域。在韩国，公司的技术研究院（R&D Center）前身是成立于1954年韩国最早的研究室，有成銻馆、美智两大研究楼，成銻馆主攻皮肤科学研究，生物科学研究，医学美容研究；美智则主攻肌肤保养研究，化妆研究，日化研究，美容食品研究。除韩国本土，公司在上海、东京、巴黎以及新加坡均成立了研究所，负责了解当地市场并开发本地化产品。17年公司研发费用为934亿韩元，2010-17年，集团的研发投入基本占收入比约1.4%-2.2%。

图表58：爱茉莉太平洋的研发历程



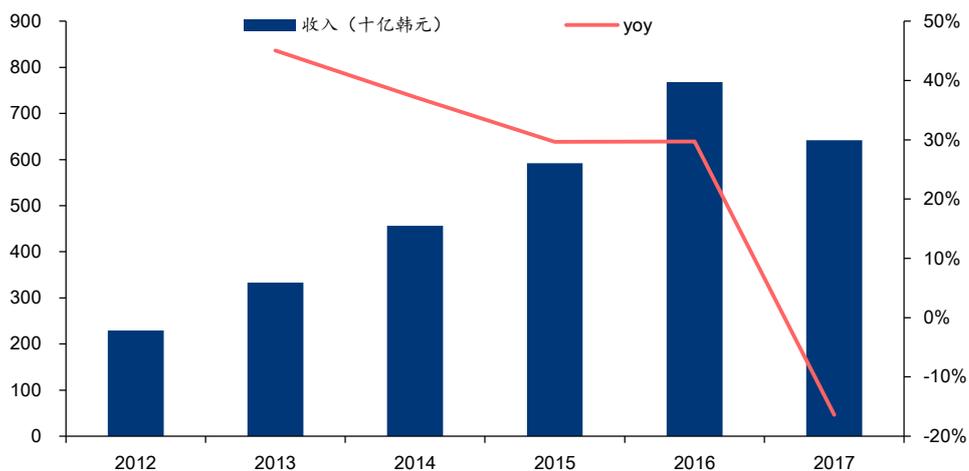
资料来源：公司官网，华泰证券研究所

注重草本理念，与欧美品牌形成差异化竞争。爱茉莉太平洋从创始之初便强调“自然”，其研发中心一直在寻求人与自然界和谐的关系，将先进的生物技术与自然界的中草药相结合，开发出适合亚洲人特点的美丽产品。1951年爱茉莉太平洋研发出韩国首款纯植物发蜡，1989年推出全球首款绿茶化妆品，2004年全球首次开发出抗衰老的稀有人参皂苷化妆品原料“水解酶分离纯化的红参皂苷”，公司始终坚持研究纯自然的产品应用到化妆品领域。

研发打造明星产品引领潮流。2008年3月，爱茉莉太平洋集团旗下品牌 IOPE 推出全球第一款气垫防晒霜，主打的功能是提高妆容效果和提供更便捷的使用体验。而在此之前，没有化妆品企业想到将液态粉底放进粉饼盒。在接下来的数年中，爱茉莉太平洋的气垫经历了4代技术升级、15次产品更新，兰芝、雪花秀、悦诗风吟、伊蒂之屋相继推出基于不同定位的产品，持续扩大这个新品类的市场；此外，蜗牛霜、素颜霜、晒伤腮红等新产品也持续进入市场，引起一轮新的风潮，彰显出韩妆较强的产品创新和创造新概念能力。

注重新品开发迭代。以爱茉莉旗下品牌悦诗风吟为例，主要通过单品牌门店扩张，特点在于品项繁多、新品更新速度快、性价比高、店铺面积大、扩张速度快。据化妆品观察网，一般的品牌单品数量在300个左右，悦诗风吟的单品牌门店拥有800多个单品种类。同时在每年的700至800个单品中，会有100多个产品被强制淘汰，也会有100多个新产品或升级产品上架。通过快速新品迭代，悦诗风吟品牌以多元SKU的迭代满足年轻人的功能需求和“新鲜感”，品牌形象得以巩固。12-16年收入复合增速达35%，维持较快增长，2017年悦诗风吟品牌收入达到6420亿韩元（约合39亿人民币），因韩国萨德事件影响收入下滑16%。

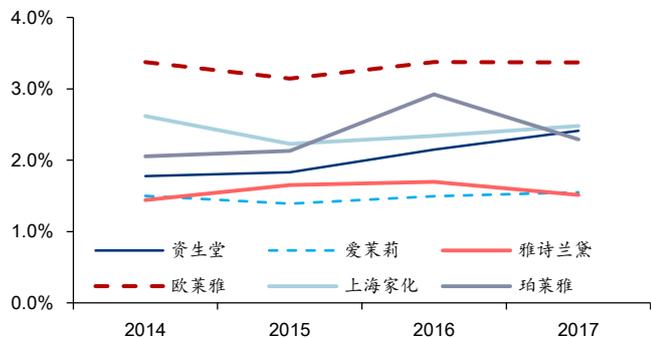
图表59：爱茉莉太平洋集团旗下悦诗风吟的历年收入及增速



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

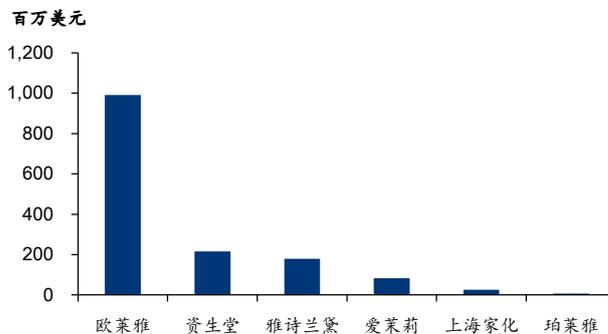
国内化妆品公司在研发投入上与国外龙头公司有较大差距，未来，基于消费者需求不断开发具有针对性功效、提升消费者体验的产品是大势所趋。以珀莱雅为例，其在杭州西溪湿地设有研发创新中心，在15年引入韩国化妆品研发专家金汉坤，并与各大高校开展核心技术研究，每年研发费用占收入比重均在2%以上，每年研发投入金额在3000-4000万人民币，但远远低于海外龙头欧莱雅（17年研发投入9.9亿美元，下同）、资生堂（2.2亿美元）、雅诗兰黛（1.8亿美元）。

图表60：内外资化妆品企业研发费用/收入比例的对比



资料来源：各公司公告，华泰证券研究所

图表61：内外资化妆品企业研发金额的对比



注：按照2017年研发投入金额及2017年平均汇率折算；

资料来源：各公司公告，华泰证券研究所

本土企业积极布局，细分龙头崭露头角

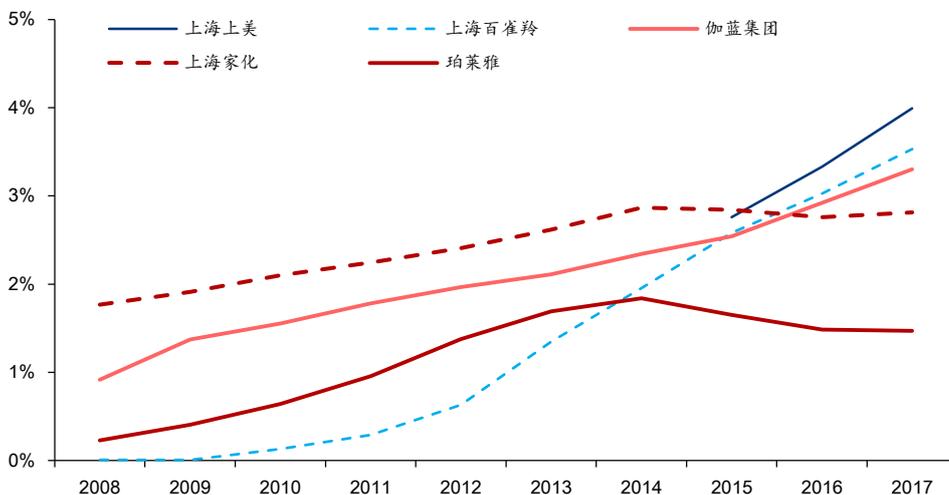
本土护肤品牌多差异化定位中低端，前期借助 CS、电商等渠道快速发展。随着电商渠道高增长，外资品牌开始下沉，行业竞争可能加剧。我们认为国内在品牌、渠道、营销、研发方面综合能力突出的民族化妆品企业市占率有望进一步提升。

珀莱雅：民营国货领先企业，电商渠道快速增长

家族民营企业，本土品牌中市场份额位居前列

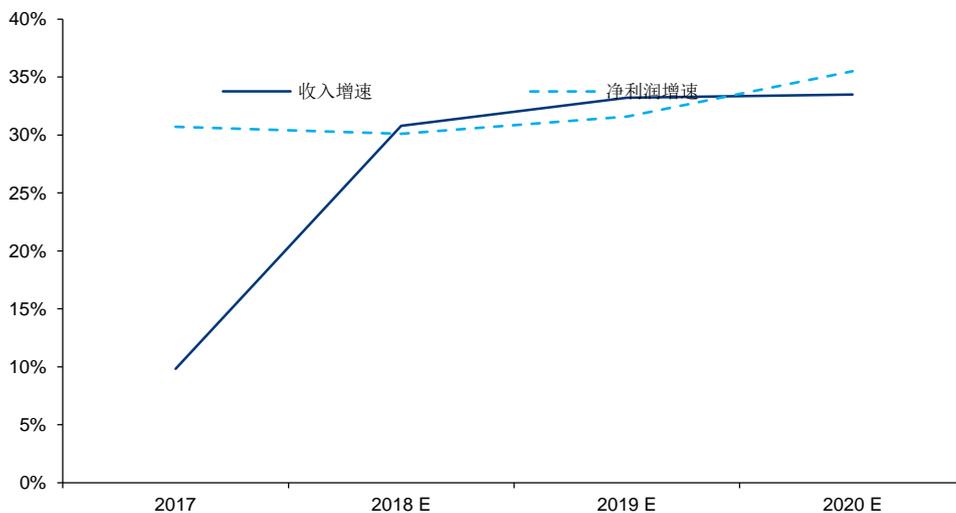
2017 年公司在大众化妆品市场份额达到 1.47%，本土企业中位列第五（据欧睿数据）。创始人侯军呈为公司实际控制人，截至 18Q3 持股 36.12%，妻弟方玉友持股 24.30%。18 年 9 月公司实施限制性股票激励计划，对中高层管理人员及核心骨干 43 人授予 0.73% 的股份，考核目标为 18-20 年营收/净利润复合增速不低于 32.50%/32.38%。

图表62： 2017 年在大众化妆品市场公司珀莱雅位列本土品牌第五



资料来源：Euromonitor，华泰证券研究所

图表63： 公司股权激励业绩目标（换算成同比增速）

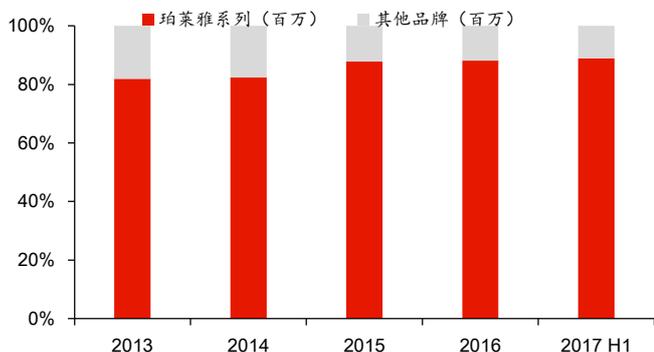


资料来源：公司公告，华泰证券研究所

单一品牌贡献主要收入，主力CS渠道增速放缓

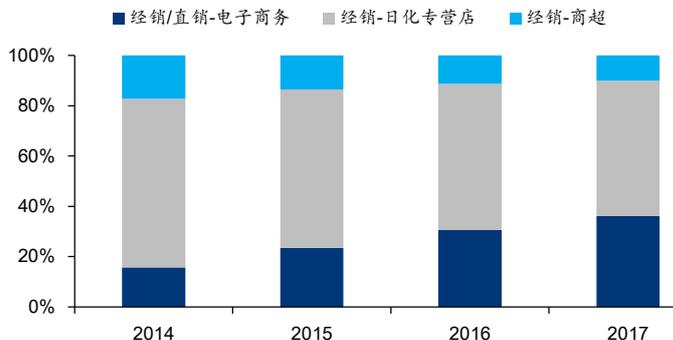
目前公司旗下拥有“珀莱雅”、“优资莱”、“韩雅”、“悠雅”、“猫语玫瑰”、“悦芙媿”六大品牌，“珀莱雅”13-17H1收入占比超过80%，定位海洋护肤，以地级市和县级市为主要销售区域，旗下产品SKU超过150个，主要分布在200元以下价位。分渠道来看，17年公司日化专营店（即CS）/电商/商超收入占比分别为54%/36%/10%。CS为公司早期发展的主要渠道，截至2018H1公司线下销售终端网点达13000余家，其中日化专营店占90%。CS、商超渠道近年来增速放缓，17年收入分别同比持平/+9.72%。

图表64：公司分品牌收入占比



资料来源：公司招股说明书，华泰证券研究所

图表65：公司分渠道收入占比



资料来源：公司官网，华泰证券研究所

电商渠道焕发活力，“优资莱”单品牌店崛起

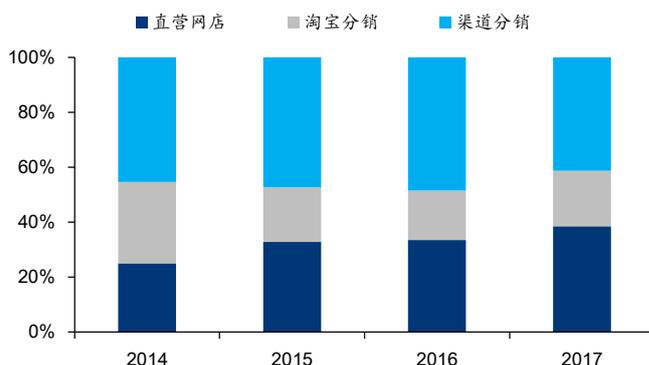
14-17年公司电商渠道收入复合增速达33%，18H1同比增58%，销售占比已达40%。18年12月公司向外部引进的电商运营人才实施限制性预留股票激励，为后续电商渠道的持续发力奠定人才基础。线下渠道方面，公司将以“优资莱”单品牌门店为拓展重点，主要在3-5线城市布局、通过加盟方式扩张。据调研信息，18年公司计划新开设500家门店，基本完成目标，目前签约门店超过1000家，明年开店有望加速。

图表66：公司线上收入高速增长



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表67：公司线上渠道细分



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

上海家化：百年本土品牌，战略转型焕发活力

百年本土龙头，平安系最终控股

历史悠久、底蕴深厚的本土化妆品企业龙头。公司前身是成立于1898年的香港广生行，解放后公私合营，明星公司、广生行和其他化妆品、化学公社合并成为上海明星家用化妆品制造厂，1967年更名为“上海家用化学品厂”。1985年葛文耀任上海家化厂长，建立起覆盖全国的销售网络，公司进入快速阶段。2001年公司在上海证券交易所上市。截至目前，公司已发展成为涵盖美容护肤、个人护理、家居护理产品的本土领先企业，17年营收达到64.88亿元，化妆品行业排名第十二，本土企业排名第四。

平安系历经多次增资入股，为实际控制人。为践行 2008 年上海出台的“国资将在一般竞争性领域退出”的意见，2011 年平安信托旗下的全资子公司上海平浦投资以 51.09 亿元竞购上海国资委持有的上海家化集团 100% 股权，2015、2016 年陆续经过要约收购、二级市场增持，对上市公司的持股比例增加了 3.52%。2017 年再次发出 20% 股份收购要约，对上市公司的持股比例提升至 52.02%。截止 2018Q3，平安系合计持有公司 52.16% 的股份。

13 年以来管理层变化较大，16 年底具有多年快消品企业管理经验的新董事长上任。平安入股后与公司原管理层经历较长时间磨合，13 年底，原董事长葛文耀离职，职业经理人谢文坚接任，14-15 年管理经营团队变动较大，对公司经营业绩亦造成一定影响。2016 年 11 月谢离职，张东方接任新董事长。张女士于 1990-2010 年任芬美意集团高级管理职务，包括北亚日化香精副总裁及大中华董事总经理等。2010-2015 年担任维达国际控股有限公司执行董事兼 CEO，具有丰富的快消品经营管理经验。16 年底其在股东大会上提出 16 字经营方针“研发先行、品牌驱动、渠道创新、供应保障”以及“创新领先、增长领先、品质领先”的发展战略，并通过组织架构调整、股权激励方案等实践带领公司进入新发展阶段。

架构重新梳理，明确品牌驱动。17 年 1 月，公司公告进行组织架构调整，取消原先的大众消费品事业部、佰草集事业部、数字化营销事业部、化妆品专营店事业部四大事业部，新设研发部、品牌管理办公室、渠道管理办公室、供应链、战略投资部等主管机构，公司在品牌管理办公室下设立十大品牌负责人，并在渠道管理办公室下设四大负责人，对应八大渠道。此次调整取消原本以渠道为划分依据的事业部制度，使得品牌独立于渠道，承担更多的市场策略和资源分配的决策权，公司将从整体上对营销资源和渠道资源进行调配，服务品牌发展。

18 年初制定股票激励方案，调动管理层积极性。18 年 3 月公司公告股权激励方案，拟向首席执行官、财务总监、副总经理等 10 人授予 425 万份股票期权，占总股本的 0.6327%。对应的业绩考核目标为 18-20 年营收同比增速为 23%/25%/25%，净利增速为 41%/36%/33%。18 年 7 月完成首次授予，行权价格为 35.75 元。产生 18-20 年摊销成本分别为 986/1627/1045 万元，对公司经营业绩影响有限。此次激励制定较高的业绩考核目标，有助于充分调动高管及核心技术人员积极性。

中高端护肤龙头，确定品牌驱动战略

品牌矩阵全面，细分市场定位明确。公司目前涵盖包括佰草集（中高端护肤）和六神（个人洗护）两大核心品牌，以及高夫（男士护肤）、家安（家居护理）、玉泽（药妆）、启初（婴幼儿护理）、美加净（大众护肤）、一花一木和茶颜（年轻客群）、汤美星（婴幼儿喂哺）等细分领域品牌，品牌系列全面、定位明确细分市场。按照终端销售规模排序，前五大品牌依次为六神、佰草集、汤美星、高夫、美加净。

图表68：上海家化主要产品系列

品牌名称	产品功能	成立时间	产品定位	价位	产品图片
双妹	专注于香氛护肤、彩妆、香水等	1898	中国高端时尚美妆品牌	349-1599	
美加净	日化品、护肤品	1962	大众化品牌	5.9-98	
六神	个人护理用品	1990	大众化品牌	8.6-39.9	
高夫	男士护肤品	1992	专业男士护理品牌	9.9-179	
佰草集	护肤品	1998	中草药护理品牌	78-545	
家安	家居清洁护理	2002	科创品牌	11.9-69.9	
玉泽	皮肤屏障修复，清痘调护，舒缓修护	2011	医学护肤品牌	78-195	
启初	婴幼儿个人护理	2013	中国专业高端的婴幼儿个	21.6-77.22	
一花一木	护肤	2014	入门级的高端护肤体验	129-137	
汤美星	新生儿喂哺、幼儿喂哺、喂哺辅助用品	1965	婴童用品品牌	43.2-137.6	

资料来源：公司官网，华泰证券研究所

佰草集：本土中高端护肤领导者，2017年全面梳理产品体系、强化品牌定位。佰草集品牌诞生于1998年，主打中草药古方，定位中高端护肤，件单价约在280元左右，成立之初主要通过百货渠道拓展。2001年佰草集进军香港市场，2008年进驻法国香榭丽舍丝芙兰旗舰店，开始在海外主流护肤品市场销售，随后扩张至荷兰、西班牙、意大利、德国等国家。截至目前佰草集全国门店数量约在1500家（包括港澳台地区），2018H1护肤彩妆百货渠道主要品牌市场份额排名第11位，市场份额2.6%（据中怡康市场研究数据）。

2017年上海家化完成对佰草集产品体系的全面梳理，将品牌分为太极系列、金妍系列、专意理护系列和基础系列四大产品线，并顺应高端化市场趋势，将全新高端产品太极面霜作为品牌宣传主要着力点，通过太极新品的光环效应辐射品牌全系列，并提升佰草集品牌形象。18年继续上线新产品，并进行全方位推广宣传。18年佰草集陆续上市花色·桃花系列、固态精华面膜、花色·茉莉花系列，升级新七白、新玉润、新恒美系列，其中无防腐、无香精、无色素的新固态精华面膜利用了医学冻干粉技术，18H1全网销售超过200万片。

六神：花露水市场龙头，聚焦年轻化战略。据尼尔森数据，六神在花露水市场占据绝对主体，2018H1占有率超75.3%，在沐浴露、香皂品类分别位居前五、前三，均为唯一进入前五的国产品牌。

产品上，上市新的年轻定制化产品系列，如迪斯尼限量款经典玻璃瓶花露水及走珠系列；营销上，进行年轻化升级，借势代言人华晨宇的粉丝经济效应，推出“带感浪一夏”主题营销，预热期与抖音app深度合作挑战赛，并联合RIO出品花露水风味鸡尾酒。

汤美星：外延收购切入婴儿哺育市场，中国市场逐渐发力。2017年12月公司全资子公司AbundantMeritLimited以自有资金2.93亿美元收购CaymanA2, Ltd.100%股权和相关股东债权。Cayman下属的Mayborn集团主营业务为婴幼儿喂哺工具及护理产品的生产、销售等。其品牌TommeeTippee（汤美星）国际知名度高，产品在50多个国家均有销售，以欧、美、澳为主要市场。17年CaymanA2收入14.47亿元人民币，净利润3707万元人民币，远超过收购时的净利润承诺书849万。

收购完成后，汤美星在中国发力渠道营销和品牌传播。截至18年H1，国内母婴店铺货网点数已达2447家；在宝宝树、育儿网、妈妈网等母婴垂直媒体平台进行精准传播，并借助春晚和彭坦、JY戴士、包文婧等星爸星妈的影响力以及KOL的带货效应快速提升品牌知名度。

高夫：本土男性护肤领军者，运用多元化营销打造独特推广模式。高夫品牌在面霜品类占据第4位，2018H1市场份额为6.7%（据尼尔森数据）。公司通过一系列整合营销运作，持续打造品牌知名度。如18年以年轻人关注的热门话题“油腻”进行内容深度创意，借助冯唐、李诞、新世相等KOL的关注度与影响力引发了2.5亿的话题声量；通过上海马拉松等营销合作，传递为中国年轻男士打造的“既注重形象，又敢于表达自我”的品牌理念。

美加净：老品牌年轻化，持续巩固护手霜手霜领导地位。2018H1以12.5%的市占率位居第一（据尼尔森数据）。17年美加净开始重要品类升级战略，推出新品时刻手护系列手霜、雪耳珍珠系列，迎合消费升级趋势。同时线下加强深度分销，提升铺货及销售、线上通过打造美加净“护手节”等进行营销推广提升份额。18年9月公司推出与“大白兔”跨界合作推出的联名款产品，据天猫数据，该产品在天猫正式开售后，第一批上线的920支在半秒抢空。

启初、玉泽、家安等细分品牌：差异化品牌定位。18年玉泽品牌加大对皮肤临床医学研究支持、开设皮肤健康专家在线问诊，并利用更多专业KOL、机构推荐或背书，不断加强专业性；家安品牌推出升级版空调除菌清洁剂等新品，持续巩固在家电清洁除菌领域的专业形象及领导者地位；启初品牌在营销方面，利用热剧跟投、TOP级母婴专业媒体、KOL等扩大影响力，在渠道方面打通商超、母婴店、电商、特渠和化妆品店五大渠道，实现快速发展。

推进新营销方式，助力品牌年轻化。一方面，公司借助明星代言吸引粉丝流量，如佰草集选用刘涛和李易峰作为代言人、高夫启用冯绍峰、茶颜采用韩东君，六神采用音乐才子华晨宇代言，一花一木由欧豪代言。另外，公司各品牌展开个性化、娱乐化的营销活动和跨界联动，打造年轻、时尚的品牌形象。

图表69：上海家化采取的多种新营销方式

营销方式	营销品牌	具体方式
跨界营销	六神	与RIO鸡尾酒合作推出“六神口味RIO鸡尾酒”；
	高夫	推出书法家朱敬一创意西游现世语录面膜、联合微软XBOX打造“游戏人生，必须去干”虚拟世界等，横跨文艺、二次元、电竞多个圈层；
	美加净	18年9月推出大白兔奶糖味润唇膏
明星营销	佰草集	19周年限量礼盒特邀珠宝设计师万宝宝联名推出“扇·美”礼盒，结合七夕时节，以“扇·解爱人心”为主题，联动线上线下进行全渠道推广
	美加净	佰草集联手品牌代言人刘涛、太极传人叶泳湘、人气小鲜肉邓伦、陆毅鲍蕾夫妇、高伟光、宁心等，充分利用明星效应拉动粉丝经济，转化为品牌粉丝。
综艺视频	佰草集	选用罗云熙作为时刻守护大使
	六神	与代言人华晨宇担任星推官的腾讯独家大IP《明日之子》进行深度绑定的内容合作；
社交营销	启初	借助Top1媒体平台腾讯《头条软萌君》和内容产品化运营《拥抱几米合作》双IP助力品牌360度传播；
	玉泽	与平安好医生、春雨医生等精准平台合作，针对消费者的皮肤亚健康问题进行正确护肤理念普及，对于消费者生活中的皮肤问题答疑解惑，深度覆盖上百万精准人群，玉泽在专业渠道中的医生推荐排名上升；
活动营销	一花一木	通过KOL传播推广和美妆APP产品试用测评，积累产品口碑
	高夫	与上海马拉松合作，3年以来累积超1亿的曝光度、200万人次的深度互动
内容营销	启初	国际一线导演倾情打造品牌TVC，借助“让初生肌恋上冬天”的情感传播赢得妈妈好感，推出明星爆品，传递品牌“初”价值
	六神	旺季以“劲凉CP嗨翻夏天”为主题，运用内容整合营销，跨屏整合所有投放资源，360度全方位覆盖电视、OTV、广播、机场大牌以及线上新媒体资源（微博、qq音乐、腾讯视频等）

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

巩固百货商场等传统优势渠道，积极拓展电商/CS等新兴渠道。公司目前有八大渠道，线下销售为经销商分销、直营KA、母婴、化妆品专营店、百货、海外，覆盖商超门店20万家、农村直销车覆盖的乡村网点近9万家店、百货及药房2138家、化妆品专营店约1万家、母婴店3500家；线上销售为电商、特渠（主要为平安下属互联网金融平台和集团内附属公司的团购业务）。从占比来看，商超及百货的收入占比超过50%，为主要渠道构成；电商收入持续提升，占比从14年的8%提升至17年的22%。

线下渠道方面注重单产提升、效率改善。经销商分销方面，公司强调抓单产、产品升级；商超渠道方面，强调与各大KA系统形成合作，优化产品结构，加强跨品牌、跨品类联合促销；母婴渠道方面，进行门店拓展并提高单产；化妆品专营店渠道方面，进行渠道梳理，持续加强门店覆盖，重点关注门店单店提升；百货渠道方面，进行终端形象优化、门店单产提升和营收有效控制；海外渠道方面，挖掘欧洲市场增长潜力，并在北美、非洲市场进行突破，机场酒店业务快速提升。

线上渠道方面持续优化特渠、电商。2017年H1公司完成电商渠道的改革，将京东和天猫超市的运营模式由代理切换为自营，18年公司逐步尝试进入电商新平台，如拼多多、蘑菇街、云集等。2018H1天猫、京东同比增长超过50%，但因唯品会经销商库存调整等因素拖累，电商渠道收入增速放缓。18年受金融行业非金融产品销售监管趋严的影响，平安特渠亦有一定调整。公司继续对电商进行优化，引入有影响力、经验丰富的运营商作为合作伙伴，提升营运质量、改善页面、提高店铺转化率和店单产，并提高消费者满意度；特殊渠道为公司公开的多用途电商平台，公司通过该平台进行新品推广、试用测试，并作为企业福利和团购平台，进一步拓展消费体验。

注重新品研发，新厂投产提升供应保障

持续践行中医中草药在化妆品的运用，发扬光大本土品牌优势。公司研发中心用中医中草药诠释和演绎中国文化，并结合现代科技形成独特研发理论体系。中医中草药在化妆品中的创新应用已为公司6大品牌20多个系列提供了中医理论与活性添加方案，如佰草集高端彩妆中式美学之内养外荣等；六神原液从理论到工艺功效的全面升级研究，如清肤祛邪夏季新养护概念、通过图谱的研究提升六神原液的技术水平等。近年来公司研发费用占收入比重基本维持在2%以上，新品占收入比重从2014年6%提升至2017年的26%。

新工厂建设投产，供应保障能力全面提升。公司拥有五个自有工厂：青浦工厂、中央工厂、海南工厂、东莞工厂及海外的摩洛哥和英国工厂。青浦工厂14年始新建，占地面积约209.5亩，生产能力达到6亿件/年，为原有中央工厂产能的5倍，拥有十四套真空均质乳化设备，十六条包装流水线，已于18年6月起陆续投产运营，公司的整体生产能力、供应保障能力及智能制造水平均将实现全面提升。

御家汇：立足电商平台，品牌系列不断扩充

依托电商发展，缔造面膜龙头

公司于2012年11月成立，主要从事各类型护肤品的研发、生产和销售。2012年获得深创投A轮融资，2014年获得雷军旗下顺为资本B轮融资。2018年2月于深交所创业板上市。截至2017年公司在面膜市场市占率达到8.7%，排名前列（据欧睿数据）。

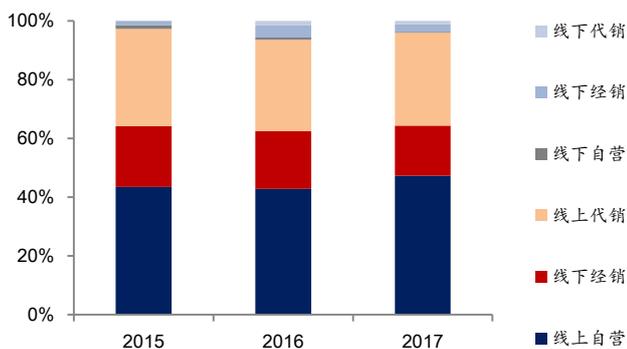
图表70：御家汇发展历程



资料来源：公司官网，华泰证券研究所

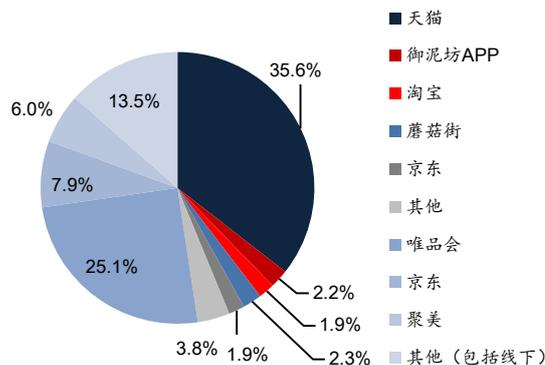
公司具有电商销售基因较强，销售渠道以线上销售为主，产品种类以面膜类为主。2015-2017年，公司主要通过线上渠道进行销售，包括天猫、淘宝、唯品会、京东、聚美优品、快乐购等，其占主营业务收入比重为97.23%、93.59%和95.96%。2015-2017年，公司面膜类产品销售收入占主营业务收入的比重分别为85.17%/82.23%/70.04%，其余为水乳膏霜等。

图表71：公司主要依赖线上渠道进行销售



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表72：2017年公司主要销售渠道结构占比

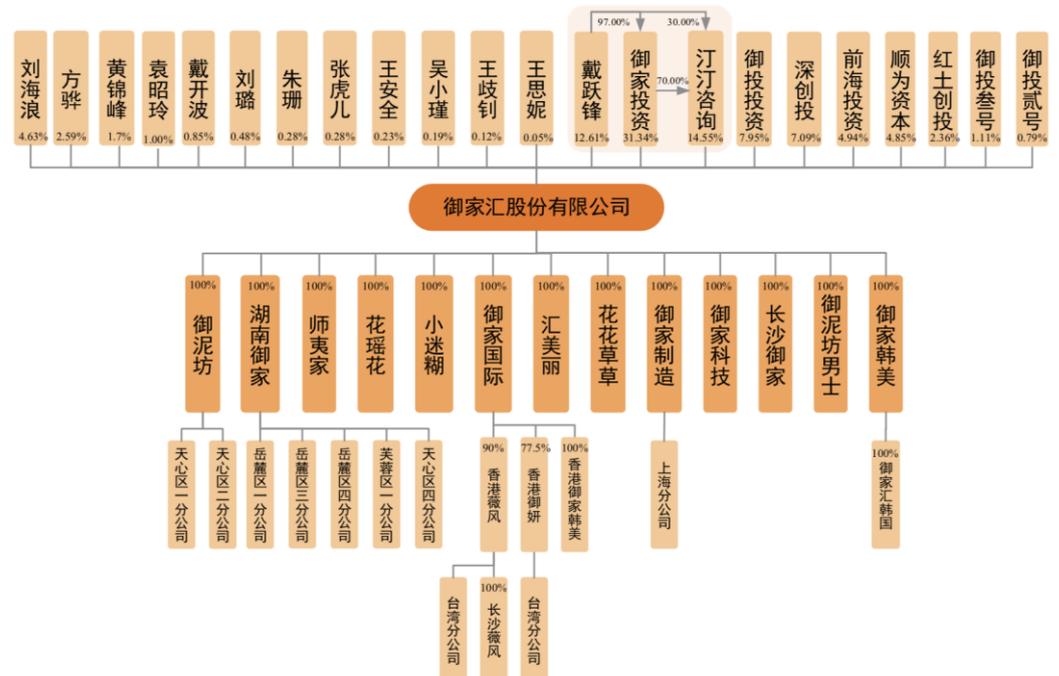


资料来源：公司公告，华泰证券研究所

年轻化创始团队，产品运营能力突出

公司实际控制人为创始人戴跃锋，并获得境内外优质资本投资背书。公司创始人戴跃锋先生年仅 35 岁，2004 年起大学毕业后自主创业，2006 年获得了“御泥坊”产品网络代理权，通过网络销售将“御泥坊”打造为销售过亿的网络明星面膜品牌。戴跃锋直接持有公司 12.61% 的股份，并通过御家投资、汀汀咨询间接控制公司 45.89% 的股份，为公司实际控制人。2013 年，公司获得创投企业连续多年综排第一的深创投 A 轮融资。2014 年，雷军旗下顺为资本 B 轮投资御家汇，2015 年雷军本人亲自出任御家汇董事并于次年卸任。2016 年公司获得前海股权投资基金投资。

图表 73： 公司股权结构图



资料来源：公司招股说明书，华泰证券研究所

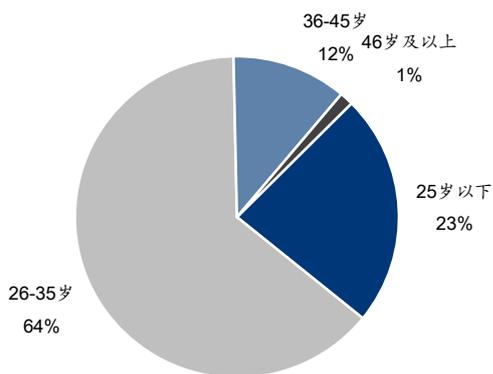
公司目前现有员工 1114 人，管理层和员工均较为年轻，中高层平均年龄不足 35 岁，25-35 岁员工占比约 87%。

图表 74： 公司高管团队履历

姓名	职位	出生年份	履历
戴跃锋	董事长、总经理	1982 年	本科学历，2006 年 10 月至 2016 年 7 月，先后担任长沙市天心区百拍网络科技有限公司执行董事、总经理，长沙市戴漫丽生物科技有限公司总经理、长沙市百年臻芳生物科技有限公司总经理、长沙滩头御泥化妆品贸易有限公司执行董事，御家汇网络执行董事、花瑶花生物、御泥坊生物执行董事、总经理
张虎儿	副总经理	1986 年	硕士学历，历任湖南御家汇网络有限公司供应链部部长、御家汇供应链管理总部总监。2013 年 7 月起任公司副总经理
朱珊	副总经理	1981 年	本科学历。历任三湘都市报《新壹周》记者、主编，湖南日报报业集团《up 向日葵》杂志主编御家汇股份有限公司，华声网络电视台台长。2013 年 7 月起任公司副总经理
何广文	副总经理	1980 年	博士学位，历任新加坡科学院高级科学家，宝洁（日本、新加坡）有限公司高级研发经理、高级科学家。2015 年 12 月起任公司副总经理

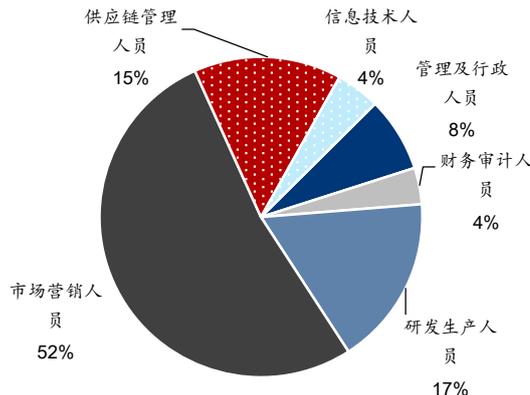
资料来源：公司高管，华泰证券研究所

图表75： 公司员工年龄结构比较年轻化



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表76： 公司员工专业结构分布



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

年轻化的管理团队对于互联网产品运营有着深刻理解，对于网上店铺运营、产品定位、营销策划、客户分析等均能有效把握。以营销为例，公司制定了全面的内部标准，如广告位的采用、页面设计、日常销售定价、客户引流、关联销售等。同时公司采取高性价比的销售方式，以影视、综艺植入为主，硬广冠名较少。

图表77： 公司宣传推广主要渠道

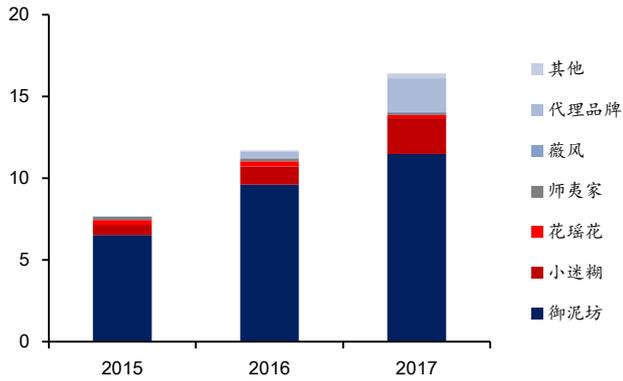
电商平台推广	<ul style="list-style-type: none"> 公司直接在天猫、淘宝、京东、聚美优品、唯品会等电商平台投放广告或购买品牌推广服务，如利用淘宝直通车、京东商务舱等广告平台投放，让客户通过关键词搜索或者通过点击网站广告导入公司虚拟店铺
影视剧与综艺节目广告植入	<ul style="list-style-type: none"> 公司通过影视剧和综艺节目的广告植入进行品牌宣传。已植入的影视剧主要包括《咱们结婚吧》、《小爸爸》、《克拉恋人》、《加油吧实习生》、《亲爱的翻译官》、《寻找爱的冒险》、《奇妙的时光之旅》、《十五年等待候鸟》、《楚乔传》、《那年花开月正圆》、《人间至味是清欢》等卫视优质剧目，以及《花儿与少年》、《前往世界的尽头》、《美丽俏佳人》、《女人我最大》等精品综艺节目
电影海报	<ul style="list-style-type: none"> 公司通过获得电影海报授权，将电影海报素材巧妙嵌入店铺活动进行推广，并利用电影周边、电影官方微博、演员粉丝群体等资源加强与消费者的互动。主要电影海报包括《闺蜜》、《唐人街探案》、《万物生长》、《奔跑吧爱情》、《我不是潘金莲》、《功夫瑜伽》等。
主题活动	<ul style="list-style-type: none"> 公司通过举行品牌周年庆演唱会、新品发布会、校园膜范生等活动或结合社会热点事件策划主题营销活动，搭建与消费者沟通互动桥梁，进行品牌宣传推广
动漫IP合作	<ul style="list-style-type: none"> 公司与超人气插画艺术家黑荔枝签约，将其授权作品设计成“御泥坊”产品外包装限量发售。 公司推出迪士尼TsumTsum系列定制版面膜，通过聚划算“聚乐迪士尼”联合营销活动独家首发。 公司旗下品牌“小迷糊”与卡通形象阿狸、加菲猫、B.Duck、愤怒的小鸟合作，分别推出各卡通形象的定制款产品。
新媒体营销	<ul style="list-style-type: none"> 公司通过互联网论坛、微信、微博等渠道，积极与会员互动，积累会员数据与品牌口碑

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

发展多品牌战略，产品线不断丰富

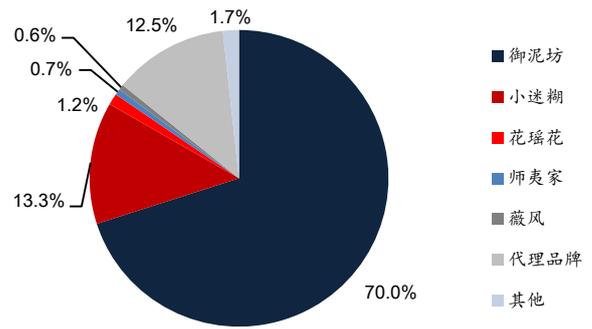
目前公司旗下已经拥有两个“亿元级”自有销售品牌，其中“御泥坊”面膜已经成为“网络销量第一面膜”，2017年“御泥坊”品牌营收11.5亿元，占公司总营收70.04%，另一款亿元级品牌“小迷糊”17年营收2.2亿元，营收占比从15年的8%提升至17年的13%，增长迅速。同时，公司还拥有“御泥坊男士”、“花瑶花”、“师夷家”、“薇风”等主要品牌，产品包括面膜、水乳膏霜等，每个品牌具有不同的市场定位，覆盖不同的消费群体。

图表78： 公司主要品牌营业收入增长情况（单位：亿元）



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表79： 2017年公司主要品牌收入贡献情况



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

代理业务方面，公司自2015年起开始代理国际品牌产品，子公司香港御家韩美主要从事“丽得姿”、“城野医生”品牌的销售业务。17年实现营业收入1.95亿元，净利润3052万元。18年H1公司成功签约意大利时尚彩妆品牌KIKO及源自美国的自然时尚护发品牌OGX，成功获得中国大陆地区线上独家代理权，OGX海外旗舰店（天猫国际）于2018年4月10日开业上线，KIKO海外旗舰店（天猫国际）于2018年6月6日开业上线。

持续深耕线上渠道，加大线下投入

深耕现有电商渠道，进军跨境电商平台，加快该国际化步伐。公司和天猫、淘宝、唯品会、京东、聚美优品、云集、小红书、快乐购等互联网电商平台和电视购物平台保持良好的合作关系。同时，公司依托积累多年的电商运营、物流、传媒经验，公司18年正式对外发布独立跨境电商开放平台“水羊国际”，定位于为优秀国际品牌提供进入中国市场的全套解决方案，截至18H1，“水羊国际”已签约与公司合作的全部代理品牌日本城野医生、韩国丽得姿、美国自然时尚护发品牌OGX以及意大利时尚彩妆品牌KIKO。

在深耕互联网渠道的同时，公司也注重线下多渠道的发展，持续加大线下渠道投入。截至18H1，御泥坊品牌已成功入驻全国3000多家屈臣氏、400多家沃尔玛、各大城市化妆品专营店以及香港屈臣氏、万宁等。

图表80：国内化妆品企业概览

公司名称	主要品牌	2017年收入规模	2017年净利润	是否上市	资本化进展
上海家化	佰草集、六神、美加净、高夫、启初	64.88亿	3.9亿	上市	2001年上市
御家汇	御泥坊、小迷糊、薇风、花瑶花	16.46亿	1.58亿	上市	2018年上市
珀莱雅	珀莱雅、优资莱	17.8亿	2亿	上市	2017年上市
拉芳家化	拉芳、雨洁、圣峰、缤纯	9.8亿	1.38亿	上市	2017年上市
广东幸美	植美村、泉润、幸美	3.02亿	0.07亿	新三板挂牌	2014年新三板日化第一股
广东丸美	丸美、春纪	13.5亿	3.06亿	未上市	2016年上会被否后，重新排队IPO，目前处于已受理阶段
毛戈平	MGPIN、至爱终生	3.43亿(2016)	0.53亿(2016)	未上市	2016年提交IPO招股书，2017年终止审查
安婕妤	安婕妤、安吉希可儿、菲莎妮丝、瑞特莲恩			未上市	2012年提交IPO招股书，2014年被终止审查
相宜本草	相宜本草			未上市	2012年提交IPO招股书，2014年主动申请撤销IPO
上海上美	韩束、一叶子、吾尊	2015年韩束单品零售规模近90亿		未上市	
广东丹姿	丹姿、水密码			未上市	
上海百雀羚	百雀羚	177亿(终端销售额)		未上市	
伽蓝集团	自然堂、美素	超100亿(终端销售额)		未上市	
广州环亚	美肤宝、法兰琳卡、蕾兹等	超20亿		未上市	
丽人丽妆		20.16亿(2016)	0.81亿(2016)	未上市	2018年1月IPO被发审委否决
上海悦目	膜法世家、QSTREE	9.39亿	2.73亿	被收购	2018年5月中路股份发布公告，拟收购上海悦目100%股权，18年12月已收到证监会第一次反馈意见通知书
北京茂思	阿芙精油	5.81亿	0.68亿	收购终止	2018年9月御家汇公告拟收购北京茂思60%股权，12月公告收购终止
韩后	韩后				2018年10月华仁药业发布公告拟收购韩后股权
杭州悠可		10.17亿	1.17亿	被收购	2017年被上市公司青岛金王股份有限公司收购
诺斯贝尔		15.46亿	1.82亿	被收购	2016年在新三板挂牌，2018年摘牌，2018年11月上市公司青松股份发布公告拟收购诺斯贝尔

资料来源：各公司官网，公司公告，欧睿数据，华泰证券研究所

风险提示：1) 宏观经济下行影响化妆品消费意愿。因宏观经济放缓、电商冲击等因素，2012-2016年化妆品行业增速持续下滑，2016年增速仅6%，为10年来最低点。2017年伴随经济回暖、零售景气度回升行业增速始有复苏。据国家统计局，中国18年11月社会消费品零售总额35260亿元，同比增长8.1%，前值8.6%，增速继续下滑。若19年宏观经济下行压力较大，社零增速持续下行，可能影响化妆品整体市场景气度及上市公司业绩表现。**2) 外资化妆品品牌国内销售价格进一步下降、加速渠道下沉。**外资品牌过去主要在一二线城市布局，定位中高端档次，内资定位大众档次，与外资品牌形成差异化竞争，若外资品牌因关税下降等原因在国内市场销售的价格进一步下降，或开始加速下沉到低线城市区域，可能对内资品牌形成降维打击。

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com