

推荐 (维持)

美奢消费系列之十七：从拆分影响因子预测化妆品行业增长空间

2019年02月14日

重点公司

重点公司	17A	18E	评级
珀莱雅	1.00	1.42	审慎增持
上海家化	0.58	0.81	审慎增持
御家汇	0.58	0.71	审慎增持
青岛金王	0.58	0.55	审慎增持

数据来源：兴业证券经济与金融研究院

相关报告

《【兴证社服】2019 春节黄金周数据点评：客流增速延续 18 年十一黄金周颓势，海南免税表现靓丽》2019-02-11

《【兴证社服】社会服务业 2019 年 2 月份投资月报——短期把握超跌反弹与春节行情，长期坚守行业龙头》2019-02-02

《社会服务周报 (01.21-01.27)：核心公司业绩预告陆续进入披露期，摩拜单车正式入驻美团 APP》2019-01-27

分析师：

李跃博

liyb@xyzq.com.cn

S0190512070003

刘嘉仁

liujr@xyzq.com.cn

S0190518080001

投资要点

- **窥探中国化妆品行业未来市场规模和复合增速。** 预估 2018 年化妆品行业规模达 3963 亿元，占全球市场 12.0% 成为第二大消费国，未来走势为何？本文将影响因子拆分为宏观、行业和消费者三大因素，并细分为七小因素，定量研究其边际影响力，为预测我国化妆品行业市场规模和复合增速提供依据，为投资提供参考。
- **宏观因素：人均可支配收入、城镇化率、汇率“三驾马车”拉动化妆品市场规模提升：根据汇率因素预期化妆品社零增速将在今年 2 月触底反弹**
 - 1) 人均可支配收入：人均可支配收入提升有效助推化妆品类可选消费。行业规模对同期和滞后 20 期以内的人均可支配收入均显著，可通过当期收入数据预测 20 年内的行业规模；
 - 2) 城镇化率：城镇化化妆品曝光率较高、体验感较好以及城镇人均消费较高有利于城镇化率提升行业规模。行业规模对同期和滞后 20 期以内的城镇化率均显著，可通过当期数据预测 20 年内的行业规模；
 - 3) 汇率：汇率提升，人民币相对美元贬值，消费者转向国内渠道，化妆品零售额月同比增速提升。化妆品使用周期等原因使其消费增速滞后汇率，可通过汇率变动预测未来 9-15M 行业消费增速。根据 2018 年 5 月始人民币贬值趋势，预期 2019 年 2 月开始化妆品零售额增速将触底反弹，短期化妆品规模增速提升，该趋势预计至少持续至 2019 年 8 月-2020 年 2 月。
- **行业因素线上渗透率提升有助于化妆品市场扩张：**化妆品线上布局将目标群体逐步拓展到全国消费者，线上渗透率提升可提升同期行业规模。
- **消费者因素：消费者结构和消费者信心并驾齐驱，助力化妆品市场扩张：**
 - 1) 年龄结构：25 岁-64 岁化妆品市场中坚力量群体占比趋于扩张，根据美日数据预测中国老齡人口将逐步成为主力军。
 - 2) 财富结构：中等收入、高收入群体扩容推动化妆品以及高端化妆品市场更快发展。
 - 3) 消费者信心：与化妆品零售额同比增速具有同期联动和正向相关性。
- **化妆品行业规模和增速预测。** 投资人可以通过以上的元素选择进行回归预测，抓出长期的走势以及短期的反弹时间点。通过人均可支配收入以及年龄结构的因子分析预计 2027 年我国化妆品、高端化妆品、大众化妆品规模可达 10069 亿元、2519 亿元和 6495 亿元，复合增速分别为 10.68%、12.70% 和 10.02%。当人均可支配收入快速提升且老齡人群逐步从化妆品轻消费者过渡到主力军时，有望达 16628 亿元、4000 亿元和 10880 亿元，10 年，复合增速分别为 15.84%、17.54% 和 15.31%。具体方法详见正文。
- **投资建议。** 持续推荐珀莱雅 (2018 年线上增速预估 60-70%，占营收比重 42%，线下增速 10%，优于同业表现。预估 2019 线上增速 40-50%，单品牌店加速展店，拟拓展多品类，预估 18-20 年净利增速 41.5%/30.2%/30.2%，以 2019 年 2 月 13 日收盘价估算 PE33/23/18x)；上海家化 (预估公司唯品会经销商更换后线上渠道有机会于 19 年逐渐恢复，2019 年佰草集侧重爆款推出，寻求并购弥补短板，18-20 年净利增速 39.2%/31.3%/30.7%，以 2019 年 2 月 13 日收盘价估算 PE 34/26/20x)；青松股份 (拟并购化妆品 ODM 厂诺斯贝尔 90% 股权，受惠加剧的品牌竞争态势，18-20 年净利增速 334%/28%/16%，以 2019 年 2 月 13 日收盘价估算 PE10/8/7x)。

风险提示：宏观因素、行业因素和消费者因素发展不及预期，化妆品消费趋势转变。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明



目 录

1、投资故事	4 -
2、宏观因素驱动力之一：人均可支配收入对行业兼具现时性和前瞻性	4 -
2.1、定性分析：人均可支配收入有效推动化妆品市场发展	4 -
2.2、定量分析：人均可支配收入现时性预测，预期 2020 年市场规模将达 4482 万亿元	5 -
2.3、定量分析：人均可支配收入前瞻性预测，预期 2020 年市场规模将达 4547 万亿元	7 -
3、宏观因素驱动力之二：城镇化率对行业兼具现时性和前瞻性	8 -
3.1、定性分析：城镇化进程对化妆品市场具有强推动作用	8 -
3.2、定量分析：城镇化进程现时性预测，预期 2020 年市场规模将达 4000 万亿元	9 -
3.3、定量分析：城镇化进程前瞻性预测，预期 2020 年市场规模将达 4072 万亿元	10 -
4、宏观因素驱动力之三：汇率对行业零售额增速具备前瞻性	12 -
5、行业因素驱动力：线上渗透率助力化妆品市场腾飞	13 -
6、消费者因素之一：消费者年龄结构和财富结构均为重要影响因素	15 -
6.1、年龄结构：25 岁-64 岁化妆品市场中坚力量群体占比趋于扩张，老龄人口逐步成为主力军	15 -
6.2、财富结构：中高收入群体占比提升有力推动行业扩张	17 -
7、消费者因素之二：消费者信心与化妆品零售额增速正相关	18 -
8、多因素分析：2027 年我国化妆品规模预计至少可达 10069 亿元，复合增速为 10.68%，复合增速有望达 15.84%	19 -
图 1、人均可支配收入稳步提升	5 -
图 2、人均消费逐年增长	5 -
图 3、化妆品零售额整体增速胜于社零总额同比	5 -
图 4、美化妆品市场规模与人均可支配收入强相关	6 -
图 5、我国化妆品市场规模与人均可支配收入强相关	6 -
图 6、我国高端化妆品市场规模与人均可支配收入强相关	6 -
图 7、中低收入人群占比较大促使人均可支配收入对大众化妆品市场的拟合优度更高	6 -
图 8、我国城镇化水平持续提升	9 -
图 9、城镇居民生活用品及服务消费支出领跑农村	9 -
图 10、美化妆品市场规模与城镇化率强相关	9 -
图 11、我国化妆品市场规模与城镇化率强相关	9 -
图 12、我国高端化妆品市场规模与城镇化率拟合优度较强	10 -
图 13、城镇化率提升的边际增量群体使用大众化妆品使城镇化率对大众化妆品市场的拟合优度更高	10 -
图 14、化妆品消费增速滞后汇率 9-15M	12 -
图 15、内外资化妆品品牌开设天猫官方旗舰店	13 -
图 16、内外资化妆品品牌入驻京东美妆平台	13 -
图 17、化妆品市场规模和线上渗透率逐年提升	14 -
图 18、线上渗透率与化妆品市场规模拟合优度较高	15 -
图 19、我国年龄结构分布	16 -
图 20、我国收入结构分布	17 -
图 21、消费者信心与化妆品零售额同比增速具有同期联动性	18 -

图 22、仅采用消费者年龄结构估算的化妆品市场规模范围	20 -
图 23、仅采用消费者年龄结构估算的高端化妆品市场规模范围	20 -
图 24、仅采用消费者年龄结构估算的大众化妆品市场规模范围	20 -
图 25、采用人均可支配收入和消费者年龄结构估算的化妆品市场规模范围 ..	21 -
图 26、采用人均可支配收入和消费者年龄结构估算的高端化妆品市场规模范围 ..	22 -
图 27、采用人均可支配收入和消费者年龄结构估算的大众化妆品市场规模范围 ..	22 -
表 1、人均可支配收入对行业具备前瞻性	7 -
表 2、城镇化进程对行业具备前瞻性	11 -
表 3、汇率与化妆品零售额增速具有正向相关性	13 -
表 4、25-64 岁群体占比提升显著扩大化妆品市场规模	16 -
表 5、发达国家老龄人群为化妆品市场重要消费者	17 -
表 6、中高收入人群占比的提升显著扩大化妆品市场规模	18 -
表 7、消费者信心与化妆品零售额同比增速正向相关	19 -
表 8、化妆品市场规模和增速估算	22 -

报告正文

1、投资故事

近年来，中国化妆品市场持续发展，我们预估 2018 年化妆品行业规模达 3963 亿元，占全球化妆品市场比例 12.0%，跃居成为全球第二化妆品消费大国。其中高端市场规模 845.1 亿元，大众市场规模 2395.0 亿元。从增速来看，化妆品市场规模近 15 年 CAGR 10.63%，高端化妆品市场规模 CAGR 16.74%，大众化妆品市场规模 CAGR 9.86%。本文将通过定量分析以及对标美日成熟经验，聚焦三个关键问题：1) 哪些因素促使我国化妆品行业飞速增长？2) 未来本土化妆品市场增速空间尚有多大？高端市场和大众市场分别多大？3) 化妆品市场规模未来年复合增速可达多少？

经过回归性分析和对标美日发达国家，我们认为 1) 宏观、行业、消费者三大因素，人均可支配收入、城镇化率、汇率、线上渗透率、消费者年龄结构、消费者收入结构、消费者信心七小因素促使我国化妆品行业飞速发展；2) 2027 年，我国化妆品、高端、大众化妆品市场规模至少可达 10069 亿元、2519 亿元和 6495 亿元，当人均可支配收入快速提升且老龄人群逐步从化妆品轻消费者过渡到化妆品主力军时，有望达 16628 亿元、4000 亿元和 10880 亿元；3) 10 年年复合增速分别至少为 10.68%、12.70%和 10.02%，分别有望达 15.84%、17.54%和 15.31%。

化妆品市场研究作为本系列第一篇，本系列将继续借此研究思路，进一步拓展到美奢其他板块。

2、宏观因素驱动力之一：人均可支配收入对行业兼具现时性和前瞻性

2.1、定性分析：人均可支配收入有效推动化妆品市场发展

人均可支配收入增长推动人均消费和社零总额稳步攀升。改革开放四十年，经济飞速发展，人均可支配收入从 2013 年的 18130.8 元稳步提升至 2018 年的 28228 元，城镇人均可支配收入从 2003 年的 8472.2 元增长至 2018 年的 39251 元，15 年 CAGR 高达 10.76%。人均可支配收入的提升有效助推消费水平，人均居民消费支出、城镇人均居民消费支出和社会消费品零售总额近 15 年 CAGR 分别为 12.14%、10.13%和 14.88%。与此同时，随着刚需逐步得到满足，可选消费品增长胜于整体零售额增长，化妆品零售额近 15 年增速高达 20.43%。接下来采用回归分析进行定量研究，在验证其相关性的同时，也为预测未来规模提供可行性依据。

图 1、人均可支配收入稳步提升

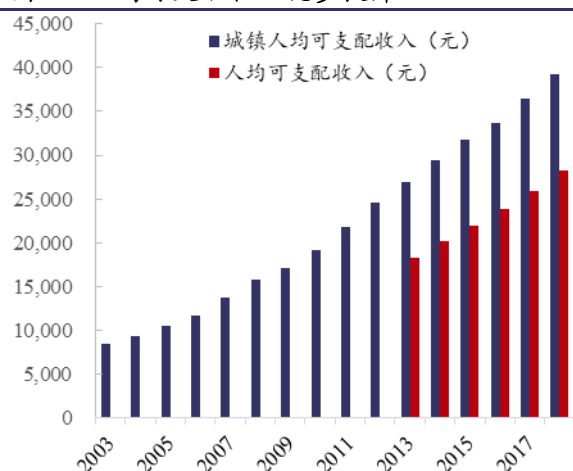
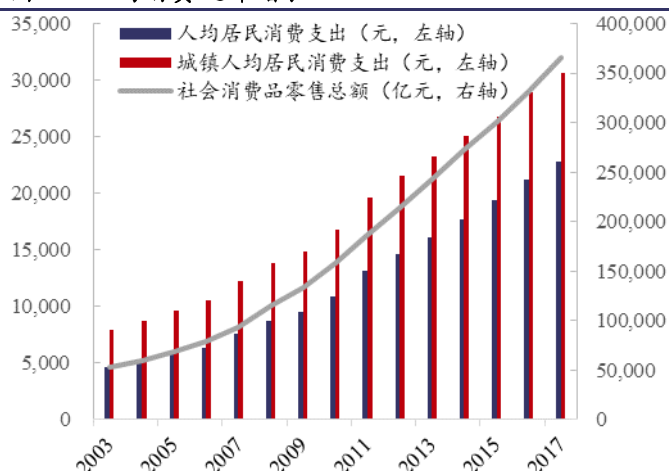


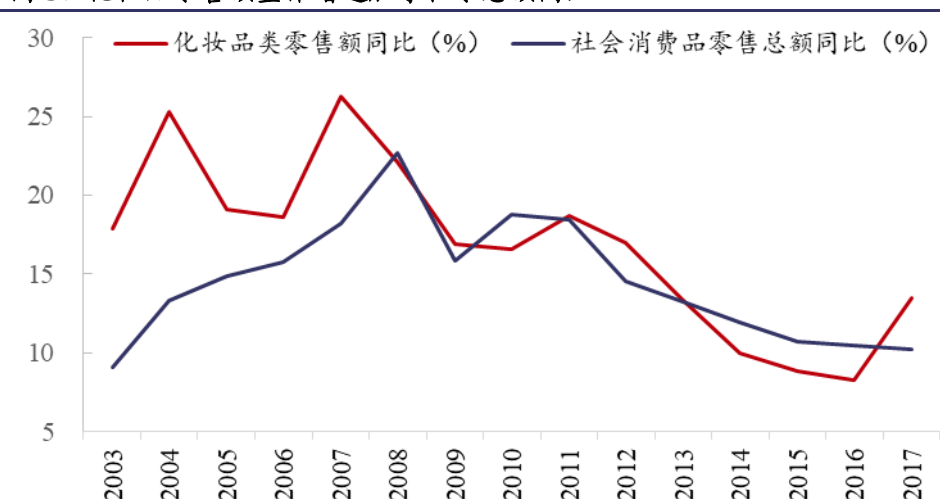
图 2、人均消费逐年增长



资料来源：国家统计局，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 3、化妆品零售额整体增速胜于社零总额同比



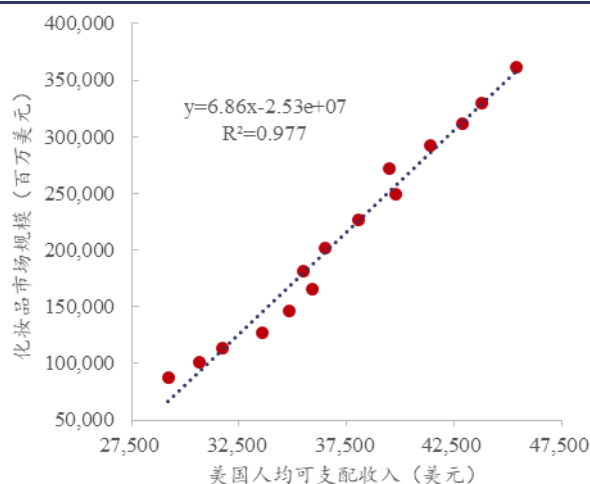
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

2.2、定量分析：人均可支配收入现时性预测，预期 2020 年市场规模将达 4482 万亿元

人均可支配收入对行业具备现时性。同美国相似，我国化妆品市场规模和人均可支配收入具有强相关性，拟合程度高达 0.998，100 元城镇人均可支配收入的提升将引致近 10 亿元化妆品市场规模的扩张。

- 谨慎假设人均可支配收入以 7.8% 的复合增速增长，2020 年城镇人均可支配收入可达 45359 元，化妆品市场规模将高达 4482 万亿元，3 年年复合增速为 7.97%。

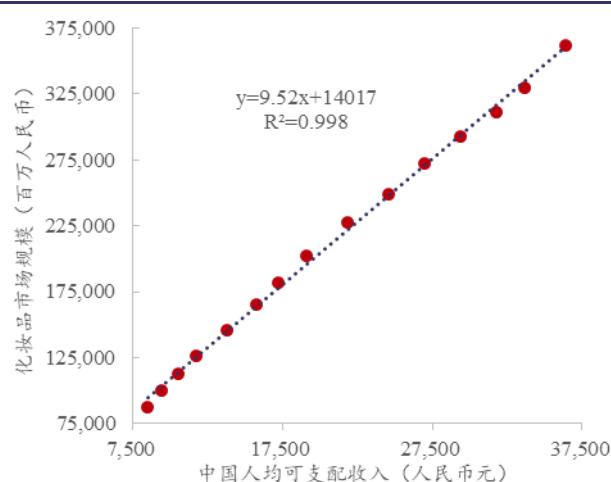
图 4、美化妆品市场规模与人均可支配收入强相关



资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理

注：回归区间 2003-2017 年（年度数据）

图 5、我国化妆品市场规模与人均可支配收入强相关



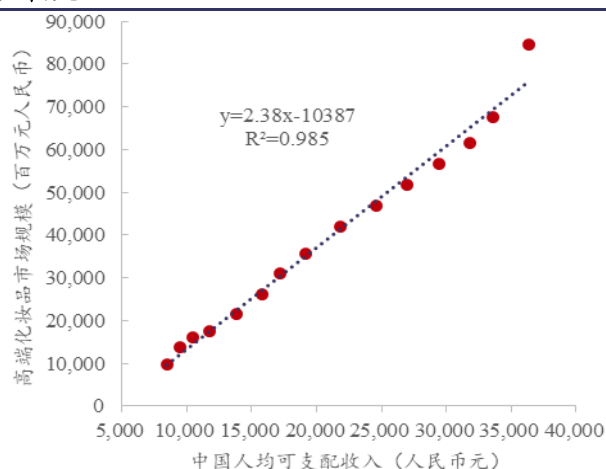
资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理

注：回归区间 2003-2017 年（年度数据）

目前中低收入人群占比较大促使人均可支配收入对大众化妆品市场的拟合优度更高。细分市场来看，人均可支配收入增长也显著提升了高端化妆品和大众化妆品收入规模。据估计，2020 年我国高端化妆品和大众化妆品市场规模分别达 982 亿元和 3055 亿元，年复合增速分别为 9.77% 和 7.70%。从拟合程度和系数估计来看，城镇人均可支配收入对大众化妆品影响更甚，拟合优度更高。其内在逻辑在于，我国尚未踏入高收入阶段，中低收入群体占比较大，2018 年仅中等收入人群超 4 亿，占比超 28.6%。人均可支配收入增长较多反映了中低收入人群的崛起和生活质量的改善，这部分人群数量的增加以及收入的提升对大众化妆品的提升效应更为明显。

随着我国人均可支配收入持续提升，中高收入人群占比提升，大多消费者逐步购置高端化妆品。未来收入对高端化妆品市场规模拟合程度将会得到持续优化。

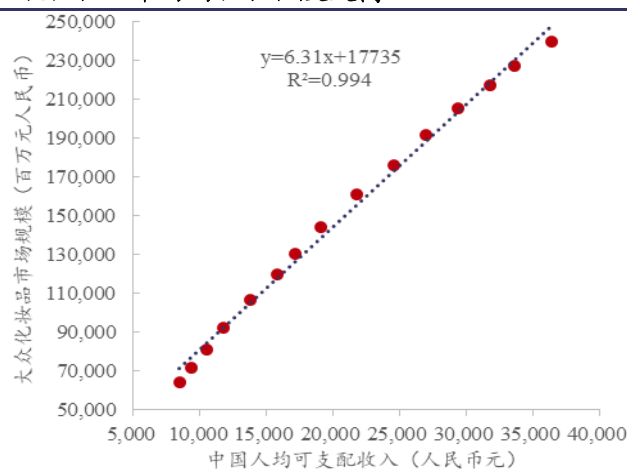
图 6、我国高端化妆品市场规模与人均可支配收入强相关



资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理

注：回归区间 2003-2017 年（年度数据）

图 7、中低收入人群占比较大促使人均可支配收入对大众化妆品市场的拟合优度更高



资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理

注：回归区间 2003-2017 年（年度数据）

2.3、定量分析：人均可支配收入前瞻性预测，预期 2020 年市场规模将达 4547 万亿元

人均可支配收入对行业具备前瞻性。我国化妆品市场与城镇人均可支配收入滞后期显著相关，从拟合程度 R^2 可以看出，化妆品、高端化妆品、大众化妆品分别与滞后 1-20 期、滞后 1-20 期、滞后 1-19 期的人均可支配收入相关（超过该期数 $R^2 < 0.9$ ，拟合优度降低）。人均可支配收入对化妆品、高端化妆品和大众化妆品均具备前瞻性，可通过人均可支配收入预测未来 19 年的行业市场规模。

- 据估计，2020 年化妆品、高端化妆品和大众化妆品市场规模分别为 4547 亿元、1003 亿元、3093 亿元，3 年年复合增速分别为 8.53%、10.35%、8.03%。
前瞻性预测与现时性预测具备一致性预期。
- 预计 2022 年化妆品、高端化妆品和大众化妆品的市场规模分别为 5535 亿元、1228 亿元、3739 亿元，5 年年复合增速为 9.01%、10.45%、8.67%；2027 年化妆品、高端化妆品和大众化妆品的市场规模分别为 8376 亿元、1981 亿元、5602 亿元，10 年年复合增速为 8.84%、10.26%、8.55%。

表 1、人均可支配收入对行业具备前瞻性

	被解释变量滞后期数	回归系数	R^2	被解释变量滞后期数	回归系数	R^2
化妆品市场	同期	9.52 (0.000)	0.998	滞后 11 期	30.87 (0.000)	0.973
	滞后 1 期	10.06 (0.000)	0.994	滞后 12 期	33.27 (0.000)	0.978
	滞后 2 期	10.66 (0.000)	0.988	滞后 13 期	35.57 (0.000)	0.982
	滞后 3 期	10.55 (0.000)	0.981	滞后 14 期	37.92 (0.000)	0.984
	滞后 4 期	12.71 (0.000)	0.973	滞后 15 期	40.22 (0.000)	0.986
	滞后 5 期	14.21 (0.000)	0.967	滞后 16 期	42.63 (0.000)	0.984
	滞后 6 期	16.22 (0.000)	0.962	滞后 17 期	44.81 (0.000)	0.977
	滞后 7 期	18.56 (0.000)	0.954	滞后 18 期	47.09 (0.000)	0.963
	滞后 8 期	20.98 (0.000)	0.944	滞后 19 期	49.99 (0.000)	0.939
	滞后 9 期	23.76 (0.000)	0.944	滞后 20 期	53.77 (0.000)	0.908
	滞后 10 期	27.40 (0.000)	0.960	滞后 21 期	60.25 (0.000)	0.876
高端化妆品市场	同期	2.38 (0.000)	0.985	滞后 11 期	7.77 (0.000)	0.975
	滞后 1 期	2.52 (0.000)	0.983	滞后 12 期	8.34 (0.000)	0.971
	滞后 2 期	2.68 (0.000)	0.986	滞后 13 期	8.90 (0.000)	0.971
	滞后 3 期	2.91 (0.000)	0.985	滞后 14 期	9.49 (0.000)	0.973
	滞后 4 期	3.22 (0.000)	0.984	滞后 15 期	10.06 (0.000)	0.975
	滞后 5 期	3.61 (0.000)	0.983	滞后 16 期	10.64 (0.000)	0.968

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

大众化妆品市场	滞后 6 期	4.12 (0.000)	0.979	滞后 17 期	11.18 (0.000)	0.962
	滞后 7 期	4.71 (0.000)	0.971	滞后 18 期	11.79 (0.000)	0.953
	滞后 8 期	5.34 (0.000)	0.967	滞后 19 期	12.58 (0.000)	0.939
	滞后 9 期	6.07 (0.000)	0.973	滞后 20 期	13.67 (0.000)	0.927
	滞后 10 期	6.97 (0.000)	0.980	滞后 21 期	15.51 (0.000)	0.896
	同期	6.31 (0.000)	0.994	滞后 11 期	20.41 (0.000)	0.964
	滞后 1 期	6.67 (0.000)	0.988	滞后 12 期	22.05 (0.000)	0.973
	滞后 2 期	7.05 (0.000)	0.978	滞后 13 期	23.61 (0.000)	0.979
	滞后 3 期	7.63 (0.000)	0.968	滞后 14 期	25.18 (0.000)	0.982
	滞后 4 期	8.38 (0.000)	0.958	滞后 15 期	26.69 (0.000)	0.983
	滞后 5 期	9.36 (0.000)	0.949	滞后 16 期	28.29 (0.000)	0.982
	滞后 6 期	10.67 (0.000)	0.943	滞后 17 期	29.71 (0.000)	0.973
	滞后 7 期	12.21 (0.000)	0.935	滞后 18 期	31.17 (0.000)	0.956
	滞后 8 期	13.79 (0.000)	0.923	滞后 19 期	33.01 (0.000)	0.927
	滞后 9 期	15.59 (0.000)	0.921	滞后 20 期	35.34 (0.000)	0.888
	滞后 10 期	18.03 (0.000)	0.941			

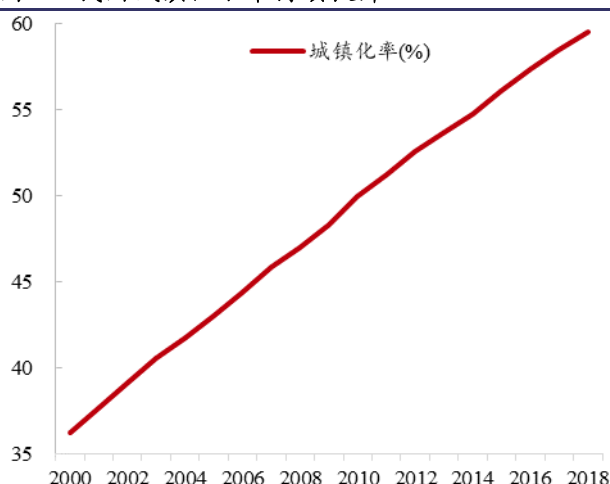
资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理

3、宏观因素驱动力之二：城镇化率对行业兼具现时性和前瞻性

3.1、定性分析：城镇化进程对化妆品市场具有强推动作用

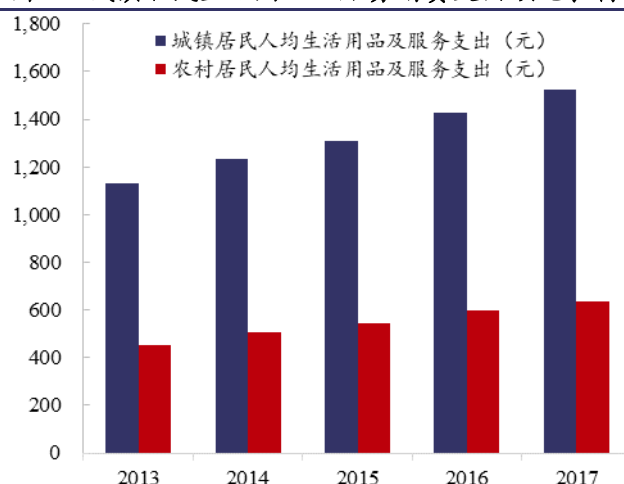
线下体验感和城镇人均消费较高使得城镇化率的提升有利于驱动化妆品消费的上涨。我国城镇化率一路上扬，2018 年达 59.58%，15 年 CAGR 达 2.6%，与此同时，化妆品市场不断扩张，零售额持续上涨。主要原因在于，1) 百货、购物中心、CS 和 KA 等化妆品线下渠道布局在城镇，城镇化率的提高有利于提升产品曝光率和线下体验感，扩大受众市场，有利于消费者护肤化妆习惯和理念的培育；2) 城镇居民的生活用品及服务消费支出远高于农村，2017 年城镇、农村居民人均生活用品及服务支出分别为 1525 元、634 元。随着城镇化率提升，人均生活用品及服务消费支出也将随之提升，化妆品市场规模进一步扩张。接下来采用回归分析进行定量研究。

图 8、我国城镇化水平持续提升



资料来源：国家统计局，兴业证券经济与金融研究院整理

图 9、城镇居民生活用品及服务消费支出领跑农村



资料来源：国家统计局，兴业证券经济与金融研究院整理

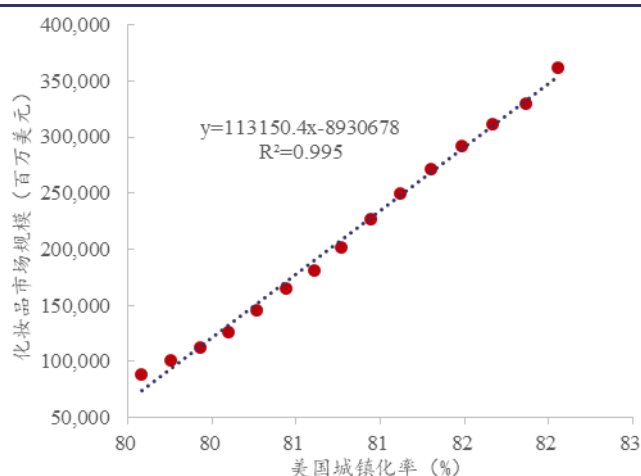
注：化妆品属于生活用品及服务消费支出大类

3.2、定量分析：城镇化进程现时性预测，预期 2020 年市场规模将达 4000 万亿元

城镇化进程对行业具备现时性。同美国相似，我国化妆品市场规模和城镇化进程具有强相关性，拟合程度高达 0.989，1%的城镇化率提升将引致 151 亿人民币化妆品市场规模的扩张。

- 谨慎假定我国城镇化率增长率为 2%，预计 2020 年我国化妆品市场规模可达 4000 亿元，3 年复合增速为 4.95%。参考发达国家 80%的城镇化率，预计我国化妆品市场规模将超 6800 亿元。

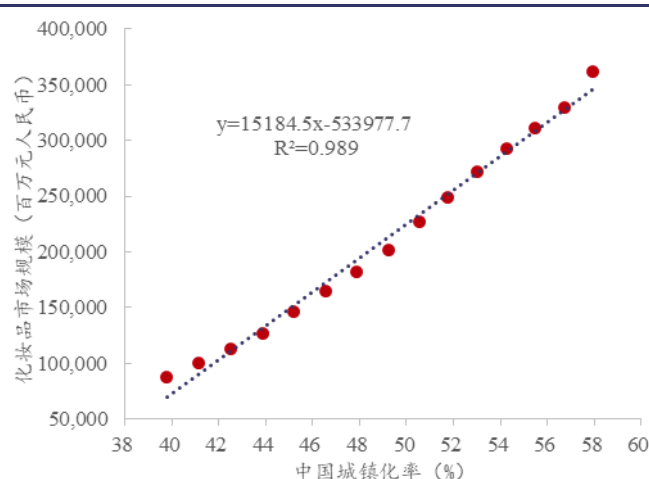
图 10、美化妆品市场规模与城镇化率强相关



资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理

注：回归区间 2003-2017 年（年度数据）

图 11、我国化妆品市场规模与城镇化率强相关



资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理

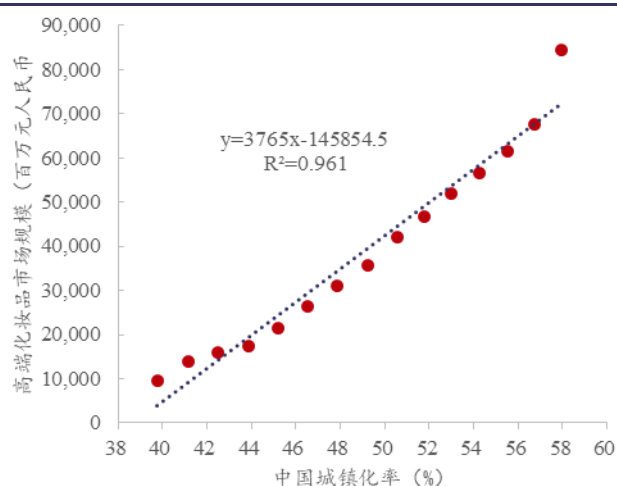
注：回归区间 2003-2017 年（年度数据）

城镇化率对高端和大众化妆品市场均有较强推动作用。细分市场来看，城镇化率

的提升也显著促进高端化妆品和大众化妆品市场规模的扩张。据估计，2020 年我国高端化妆品和大众化妆品市场规模分别达 857 亿元和 2743 亿元，3 年年复合增速为 6.10% 和 4.83%。参考发达国家 80% 的城镇化率，预计我国高端和大众化妆品市场规模分别将达 1553 亿元和 4614 亿元。

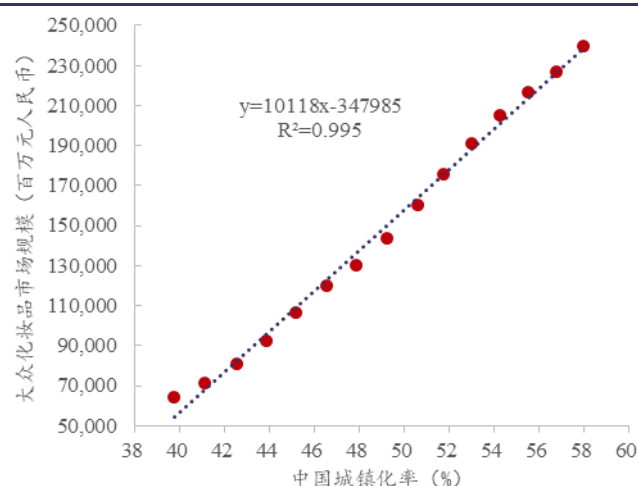
城镇化率边际人群的美妆习惯尚才形成，城镇化率提升有利于大众化妆品规模扩张。从拟合程度和系数估计来看，城镇化对大众化妆品影响更甚，拟合优度更高。其内在逻辑在于，城镇化率提升的边际增量群体消费水平尚未跟上，护肤、化妆习惯刚刚形成，相较于高端化妆品而言，其更愿意入门大众化妆品。与此同时，已城镇化的群体随着人均可支配收入的提升，可能逐步升级其化妆品，从使用大众化妆品转向使用高端化妆品。

图 12、我国高端化妆品市场规模与城镇化率拟合优度较强



资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理
注：回归区间 2003-2017 年（年度数据）

图 13、城镇化率提升的边际增量群体使用大众化妆品使城镇化率对大众化妆品市场的拟合优度更高



资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理
注：回归区间 2003-2017 年（年度数据）

3.3、定量分析：城镇化进程前瞻性预测，预期 2020 年市场规模将达 4072 万亿元

城镇化率对行业具备前瞻性。我国化妆品市场与城镇化率滞后期显著相关，拟合优度高于同期。城镇化对于化妆品市场的影响逐年明显，可通过当期城镇化率预测未来 20 年的行业市场规模。

- 据估计，2020 年化妆品、高端化妆品和大众化妆品市场规模分别为 4072 亿元、875 亿元、2791 亿元，3 年年复合增速分别为 5.41%、6.65%、5.29%。
前瞻性预测与现时性预测具备一致性预期。
- 预计 2022 年化妆品、高端化妆品和大众化妆品的市场规模分别为 4729 亿元、1042 亿元、3222 亿元，5 年年复合增速为 6.19%、7.47%、6.00%；2027 年化妆品、高端化妆品和大众化妆品的市场规模分别为 5790 亿元、1307 亿元、

3926 亿元，10 年年复合增速为 5.25%、6.17%、5.10%。

表 2、城镇化进程对行业具备前瞻性

	被解释变量滞后期数	回归系数	R ²	被解释变量滞后期数	回归系数	R ²
化妆品市场	同期	15184.46 (0.000)	0.989	滞后 11 期	17768.46 (0.000)	0.997
	滞后 1 期	150532.98 (0.000)	0.990	滞后 12 期	18456.24 (0.000)	0.997
	滞后 2 期	14940.77 (0.000)	0.991	滞后 13 期	19189.06 (0.000)	0.998
	滞后 3 期	14885 (0.000)	0.992	滞后 14 期	19978.72 (0.000)	0.997
	滞后 4 期	14936.05 (0.000)	0.994	滞后 15 期	20793.86 (0.000)	0.998
	滞后 5 期	15085.88 (0.000)	0.996	滞后 16 期	21586.01 (0.000)	0.999
	滞后 6 期	15329.03 (0.000)	0.998	滞后 17 期	22293.55 (0.000)	0.999
	滞后 7 期	15683.21 (0.000)	0.999	滞后 18 期	22950.43 (0.000)	0.999
	滞后 8 期	16105.62 (0.000)	0.999	滞后 19 期	23663.86 (0.000)	0.999
	滞后 9 期	16592.79 (0.000)	0.999	滞后 20 期	24443.84 (0.000)	0.998
	滞后 10 期	17146.92 (0.000)	0.998			
高端化妆品市场	同期	3764.52 (0.000)	0.961	滞后 11 期	4441.43 (0.000)	0.984
	滞后 1 期	3731.89 (0.000)	0.961	滞后 12 期	4615.76 (0.000)	0.984
	滞后 2 期	3704.13 (0.000)	0.962	滞后 13 期	4798.85 (0.000)	0.984
	滞后 3 期	3691.26 (0.000)	0.963	滞后 14 期	4994.42 (0.000)	0.984
	滞后 4 期	3706.47 (0.000)	0.967	滞后 15 期	5194.26 (0.000)	0.984
	滞后 5 期	3748.40 (0.000)	0.971	滞后 16 期	5386.16 (0.000)	0.982
	滞后 6 期	3815.27 (0.000)	0.976	滞后 17 期	5559.34 (0.000)	0.981
	滞后 7 期	3907.33 (0.000)	0.979	滞后 18 期	5725.58 (0.000)	0.982
	滞后 8 期	4015.96 (0.000)	0.981	滞后 19 期	5906.13 (0.000)	0.982
	滞后 9 期	4140.85 (0.000)	0.982	滞后 20 期	6102.65 (0.000)	0.983
	滞后 10 期	4282.60 (0.000)	0.983			
大众化妆品市场	同期	10117.68 (0.000)	0.995	滞后 11 期	11788.58 (0.000)	0.994
	滞后 1 期	10029.87 (0.000)	0.995	滞后 12 期	12243.36 (0.000)	0.993
	滞后 2 期	9954.70 (0.000)	0.997	滞后 13 期	12731.04 (0.000)	0.993
	滞后 3 期	9915.97 (0.000)	0.997	滞后 14 期	13258.14 (0.000)	0.994
	滞后 4 期	9946.16 (0.000)	0.998	滞后 15 期	13804.25 (0.000)	0.996
	滞后 5 期	10039.26 (0.000)	0.999	滞后 16 期	14336.58 (0.000)	0.997

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

滞后 6 期	10192.44 (0.000)	0.999	滞后 17 期	14808.95 (0.000)	0.998
滞后 7 期	10421.86 (0.000)	0.998	滞后 18 期	15241.44 (0.000)	0.997
滞后 8 期	10697.22 (0.000)	0.998	滞后 19 期	15711.59 (0.000)	0.997
滞后 9 期	11015.94 (0.000)	0.997	滞后 20 期	16227.11 (0.000)	0.996
滞后 10 期	11379.62 (0.000)	0.995			

资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理

4、宏观因素驱动力之三：汇率对行业零售额增速具备前瞻性

定性分析：化妆品消费增速滞后汇率 9-15M。汇率提升，美元相对人民币升值（人民币相对贬值），国内消费者减少海外购买和向代购购买的比重，转向国内线下、电商等渠道，化妆品零售额月同比增速提升。由于化妆品使用周期为 6 个月-1 年，且消费者尚有折扣季囤货的习惯，同时消费具有粘性，汇率对于零售额增速的影响并非即时反映，零售额增速变动往往滞后汇率变动 9-15 个月。

图 14、化妆品消费增速滞后汇率 9-15M



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

注：汇率指美元兑人民币的平均汇率

定量分析：汇率对滞后期的化妆品零售额增速具有正向相关关系。汇率并非影响我国化妆品零售额增速的主要因素，仅以汇率作为唯一影响因素进行回归分析会使得 R^2 严重偏低，因而这里采用相关性分析来研究汇率与化妆品零售额增速的相关关系。从相关性分析的结果可以看出，汇率对滞后 9M、12M、15M 的化妆品零售额增速均具有较强相关性，相关系数近 0.6。

表 3、汇率与化妆品零售额增速具有正向相关性

化妆品零售额增速滞后期数	滞后 9M	滞后 12M	滞后 15M
相关系数	0.5653	0.5811	0.5940
P 值	0.0000	0.0000	0.0000

资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理

注：回归区间 2005.7-2018.10（月度数据）

化妆品社零增速有机会于今年 2 月触底反弹。由于无法通过汇率和回归分析算出准确的化妆品零售额同比增速值，故我们仅根据 2018 年 5 月始的人民币贬值趋势，大致预估化妆品零售额增速短期内的走势。我们预期 2019 年 2 月开始化妆品消费将转向国内，化妆品零售额增速将触底反弹，化妆品规模增速提升，该趋势预计至少持续至 2019 年 8 月-2020 年 2 月。

5、行业因素驱动力：线上渗透率助力化妆品市场腾飞

电商助力目标群体扩张，市场规模扩张。在电商普及之前，化妆品主要渠道线下店大多布局在大城市，虽然专柜和 CS 店逐步向三四线城市扩张，但大部分城镇和农村化妆品线下购买渠道较少，品种、品牌不多。随着电商发力，化妆品品牌逐步在天猫、京东建立官方旗舰店，或直接向第三方电子商务平台销售产品(如京东自营专区)，化妆品目标群体逐步拓展到全国消费者。随着化妆品线上渗透率提升，化妆品市场从大城市消费者数量和客单价的内生增长扩展到群体扩容的外生增长，规模得到大幅提升。接下来采用回归分析进行定量研究。

图 15、内外资化妆品品牌开设天猫官方旗舰店

外资



内资



资料来源：天猫，兴业证券经济与金融研究院整理

图 16、内外资化妆品品牌入驻京东自营美妆平台

外资

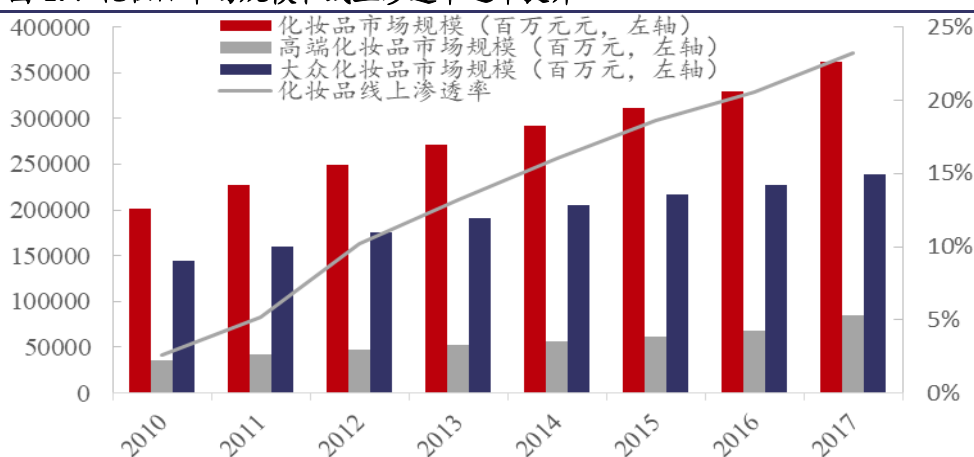


内资



资料来源：京东，兴业证券经济与金融研究院整理

图 17、化妆品市场规模和线上渗透率逐年提升



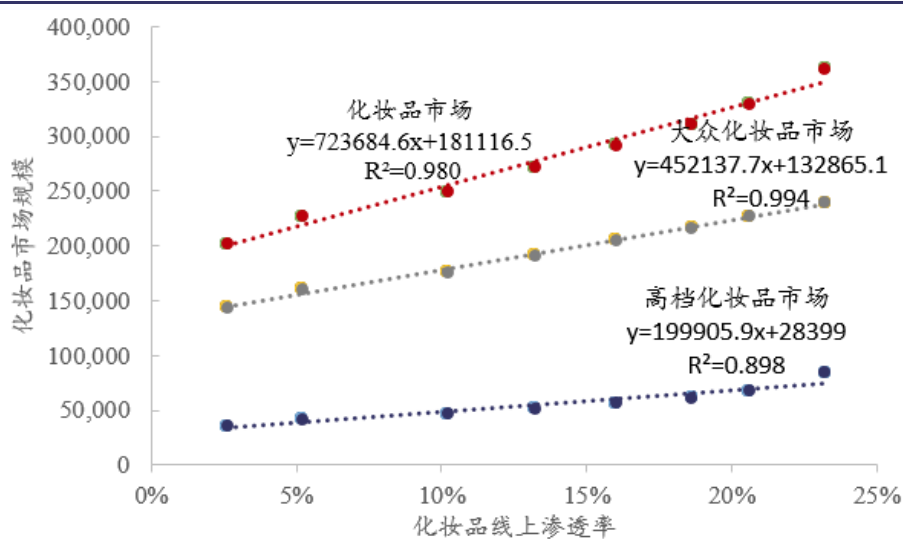
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

我国化妆品整体市场规模和线上渗透率具有强相关性。1%的线上渗透率提升将分别带来 72 亿元、20 亿元、45 亿元化妆品、高端化妆品和大众化妆品市场规模的扩张。

- 谨慎假定线上渗透率以 10% 的复合增速进行增长，2020 年化妆品、高端化妆品和大众化妆品市场的市场规模分别为 4046 亿元、901 亿元和 2725 亿元，3 年年复合增速为 5.25%、7.43%、4.66%。

标准化特性使得大众护肤品更易布局线上渠道。1) 就护肤品而言：护肤品具有标准化的特征，整体上，线上渠道布局有利于加大品牌覆盖范围，增加顾客便利度。但对于高端护肤品，顾客在购买时，除希望获得有针对性的产品外，更具有对专业护肤指导和专业 SPA 服务的诉求。2) 就彩妆而言：不同肤质、肤色对应不同的产品，不同产品也会产生风格迥异的妆容，需在线下试妆后采购。较大众彩妆而言，盲买大牌美妆的风险和损失更大。因而线上渗透率对高端化妆品拟合程度不及大众化妆品。3) **新零售概念深化将提升线上渗透率从对高端化妆品的拟合优度。**随着新零售在美妆届应用的加深、AR 试妆镜等黑科技的普及，线上渗透率对高端化妆品市场拟合优度将进一步提升。

图 18、线上渗透率与化妆品市场规模拟合优度较高



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

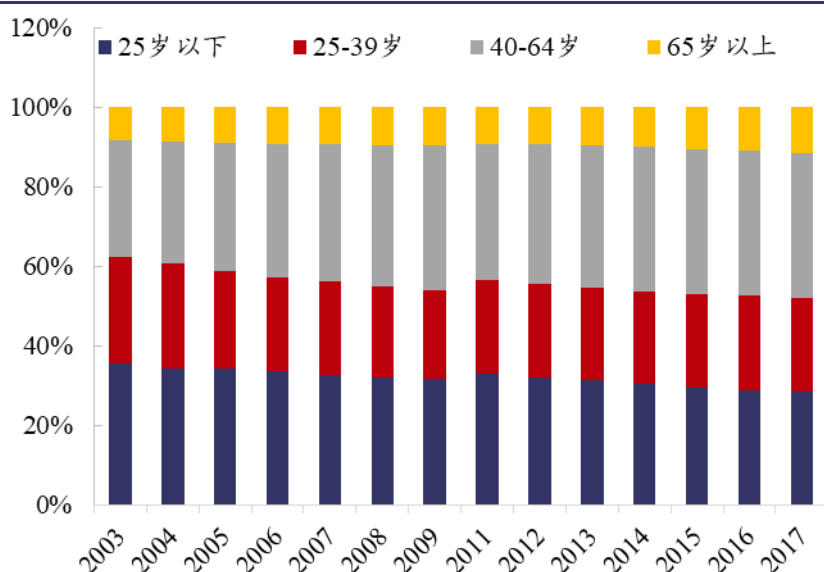
注：回归区间 2003-2017 年（年度数据）

6、消费者因素之一：消费者年龄结构和财富结构均为重要影响因素

6.1、年龄结构：25 岁-64 岁化妆品市场中坚力量群体占比趋于扩张，老龄人口逐步成为主力军

收入结构差异为我国同发达国家对应年龄段化妆品消费习惯迥异的主要矛盾。借鉴 TNS Worldpanel France 分类，将我国化妆品消费人群按照 25 岁以下、25-39 岁、40-64 岁和 65 岁以上进行划分，2017 年各年龄层占比分别为 28.35%、23.77%、36.48%和 11.40%。由于我国收入结构与发达国家尚有很大的差异，国内目前的 25-39 岁的青年女性是化妆品市场中坚力量。这一群体成长于上世纪 80 年代改革开放以后，是经历了完整的化妆品教育的一代，与上世纪 60 年代以前的消费者在经济实力和消费习惯上差别很大，从而化妆品消费习惯差别较大。

图 19、我国年龄结构分布



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

当前 25-64 岁的群体是化妆品消费主力。从回归结果来看，年龄在 25-64 岁的群体占比越高，我国化妆品市场规模越大，其中年龄在 25-39 岁之间的消费者对化妆品市场的拉动作用更为明显：

- 1%的年龄在 25-39 岁之间的消费者占比提升将分别带来 738 亿、200 亿和 466 亿化妆品、高端化妆品和大众化妆品市场规模的扩张；
- 1%的年龄在 40-64 岁之间的消费者占比提升将分别带来 676 亿、173 亿和 442 亿化妆品、高端化妆品和大众化妆品市场规模的扩张。
- 该群体有持续扩张趋势，助推化妆品市场规模增长。

表 4、25-64 岁群体占比提升显著扩大化妆品市场规模

	回归方程	Age ₁ 的 p 值	Age ₂ 的 p 值	R ²
化妆品市场	$y=73839Age_1+67571Age_2-3886935$	0.000	0.000	0.90
高端化妆品市场	$y=20039Age_1+17320Age_2-1038139$	0.000	0.000	0.88
大众化妆品市场	$y=46614Age_1+44163Age_2-2490673$	0.000	0.000	0.90

资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理

注：1、Age₁ 表示年龄 25-39 岁群体的比重，Age₂ 表示年龄 40-64 岁群体的占比

2、y 的单位为百万元人民币

3、回归区间 2003-2017 年（年度数据）

颜值当道，未来成熟女性和老年女性成抗衰老护肤品的主力。虽然从目前数据来看，老龄人口对于化妆品市场的贡献并不显著，但未来老龄女性将成为化妆品市场主力，老龄化程度的加深非但不会减少、反而会扩大我国化妆品市场。原因有三：

- 1) 新增老龄人口在进入老龄年龄段以前是化妆品市场主力消费者，随着她们年龄的增长和收入的增加，这一群体化妆品消费将会出现升级，消费曲线也将随之发生改变，届时成熟女性和老年女性将继续蝉联护肤品特别是抗衰老护肤品的主力军；
- 2) 现阶段的年轻人群在继续保持其护肤、化妆习惯的同时，会受网络及其进入

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

老龄化但依旧注重颜值的女性长辈影响，年轻女性（甚至男性）在进入老龄化后也一定会继续使用、升级化妆品。

3) 美日成熟经验均表明老龄人群为化妆品市场重要的目标人群。

表 5、发达国家老龄人群为化妆品市场重要消费者

	化妆品市场	高端化妆品市场	大众化妆品市场
美国 65 岁以上人群占比	0.9788 (0.000)	0.9641 (0.000)	0.9541 (0.000)
日本 70 岁以上人群占比	0.6169 (0.014)	-	0.8814 (0.000)

资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理

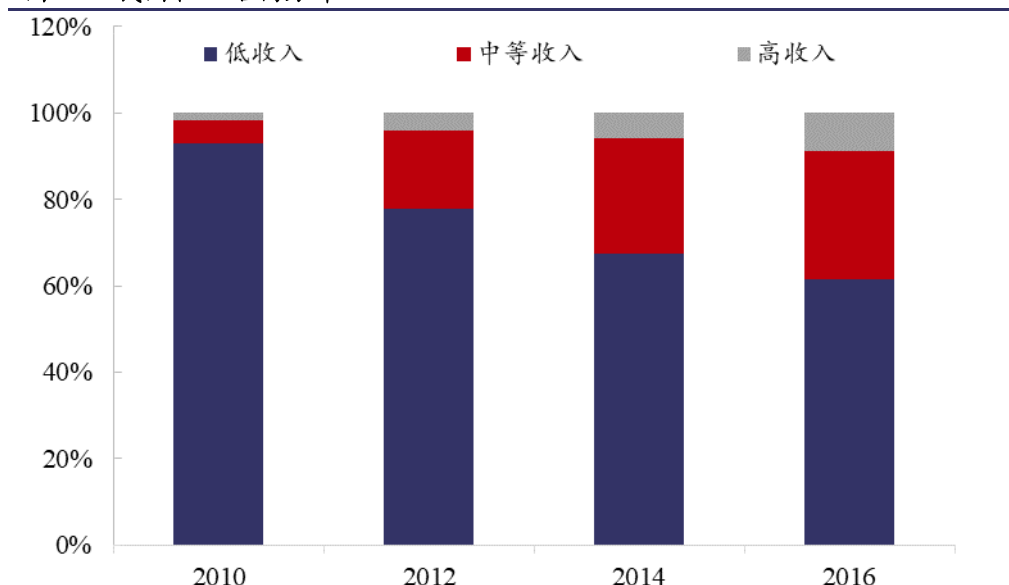
注：1、表中所填值为相关性，括号中为对应的 p 值

2、回归区间 2003-2017 年（年度数据）

6.2、财富结构：中高收入群体占比提升有力推动行业扩张

中等收入、高收入群体扩容推动化妆品市场更快发展。以 5000 美金/年和 10000 美金/年作为低收入和中等收入以及中等收入和高收入的分界线标准，我国中等收入和高收入的群体占比持续增大。正如前所述，当人均可支配收入增大时，消费者开始使用化妆品，增加化妆品品类，升级化妆品品牌。而当人均可支配收入增加的群体占比扩大、数量增加时，化妆品规模增长更为迅速。

图 20、我国收入结构分布



资料来源：CFPS，兴业证券经济与金融研究院整理

定量分析：中高收入人群占比的提升显著扩大化妆品市场规模。中等收入人群占比每提升 1 个百分点，行业规模提升 21 亿元，高收入人群占比每提升 1 个百分点，行业规模提升 107 亿元。

定量分析：中等收入人群同时使用高端、大众化妆品，高收入人群仅使用高端化妆品。细分市场来看，中等收入人群占比的提升有利于同时提升高端和大众化妆

品市场规模。中等收入人群占比每提升 1 个百分点，高端和大众化妆品市场规模相应提升 3 亿元、32 亿元。而高收入人群占比提升仅影响高端化妆品市场规模，即高收入人群仅购买高端化妆品。高收入人群占比每提升 1 个百分点，高端化妆品市场规模提升 34 亿元。

这也解释了，在中高收入人群占比的上升的背景下，高端化妆品增速快于大众化妆品增速的原因，也因此外资高端化妆品当下大举进入中国市场，同时本土化妆品公司也开始积极布局高端品牌矩阵，投资者可重点关注该类公司。

表 6、中高收入人群占比的提升显著扩大化妆品市场规模

	回归方程	Age ₁ 的 p 值	Age ₂ 的 p 值	R ²
化妆品市场	$y=2141Income_1+10739Income_2+169072$	0.075	0.056	0.999
高端化妆品市场	$y=334Income_1+3354Income_2+27434$	0.005	0.001	0.999
大众化妆品市场	$y=3164Income_1+124736$	0.016	-	0.968

资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理

注：1、Income₁表示中等收入人群的占比，Income₂表示高收入人群的占比

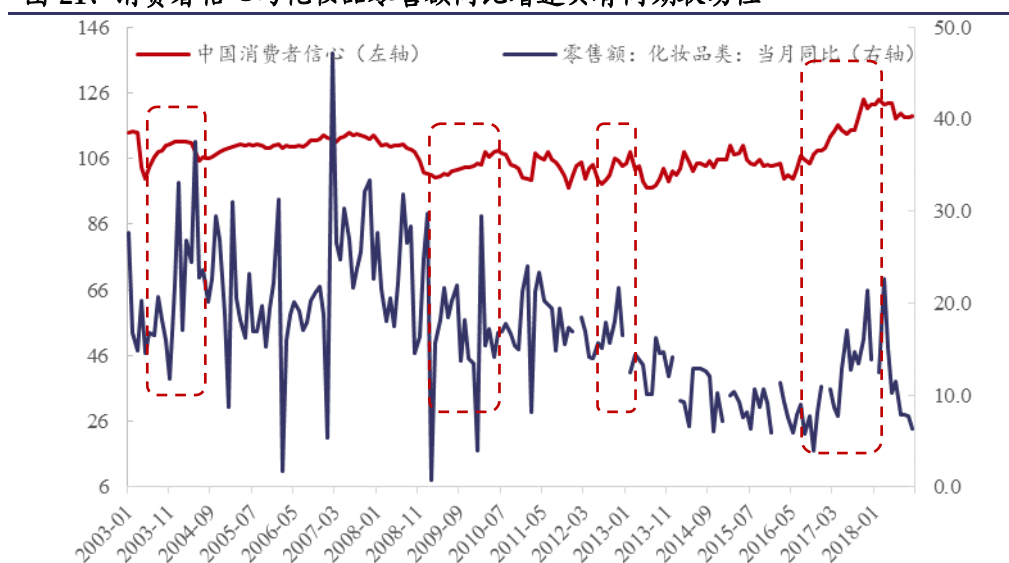
2、y 的单位是百万元人民币

3、时间区间为 2010-2017 年（年度数据）

7、消费者因素之二：消费者信心与化妆品零售额增速正相关

消费者信心与化妆品零售额同比增速具有同期联动性。消费者信心指数越高，消费者对未来越乐观，其越愿意将金钱花费在化妆品等可选消费品上。从数据上来看，消费者信心整体维持在一个平稳区间内，仅在 2016 年 5 月以后有小幅上升的态势。从消费者信心和零售额的联合波动趋势中可以看出，中国消费者信心的提升会伴随化妆品零售额同比增速的提升，两者具备同期联动性。

图 21、消费者信心与化妆品零售额同比增速具有同期联动性



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

定量分析：消费者信心与化妆品零售额同比增速正向相关。消费者信心并非影响我国化妆品市场规模的主要因素，仅以消费者信心作为唯一影响因素进行回归分析会使得 R^2 严重偏低。这里采用相关性分析来研究消费者信心与化妆品零售额增速的相关关系从结果来看，消费者信心与同期化妆品零售额同比增速具有正向相关性。

表 7、消费者信心与化妆品零售额同比增速正向相关

消费者信心与化妆品零售额同比增速的相关性	
相关系数	0.4342
P 值	0.0384

资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理

注：回归区间为 2003.1-2018.10（月度数据）

8、多因素分析：2027 年我国化妆品规模预计至少可达 10069 亿元，复合增速为 10.68%，复合增速有望达 15.84%

上述研究的七个因素中，消费者年龄结构变化预计带来化妆品市场规模扩张加速。随着化妆品习惯的普及与深入，新进入老龄化的群体继续保持其护肤习惯，化妆品中老年消费者将逐步扩容至 40-69 岁、40-74 岁、40-79 岁等。与此同时，随着化妆品教育的深入，20-24 岁年轻群体受 KOL 等影响逐步成为化妆品消费者，行业消费者未来将扩容至 20 岁及以上群体，化妆品市场规模扩张加速。

在预测化妆品潜在市场规模时重点考虑消费者年龄结构，在估算潜在市场规模时以以下两种方式进行举例分析：

- 1) 仅采用消费者年龄结构进行估算；
- 2) 采用人均可支配收入和消费者年龄结构进行估算。

1) 根据第一种测算方式，根据消费者年龄结构进行预测¹：

- ① 2022 年，现 60-64 岁群体进入老龄化，并继续保持其护肤习惯，20-24 岁群体逐步成为化妆品重度消费者，化妆品目标群体年轻人群和中老年人群分别占比 30.16%和 36.48%²。
 - 届时我国化妆品、高端、大众化妆品市场规模分别为 6970-9131 亿元、1682-2280 亿元和 4555-5970 亿元。
 - 化妆品、高端化妆品、大众化妆品市场规模 5 年年复合增速分别约为 13.28%-18.50%、16.40%-22.45%和 12.30%-17.48%。

② 2027 年，55-59 岁群体进入老龄化，并继续保持其护肤习惯，15-19 岁群

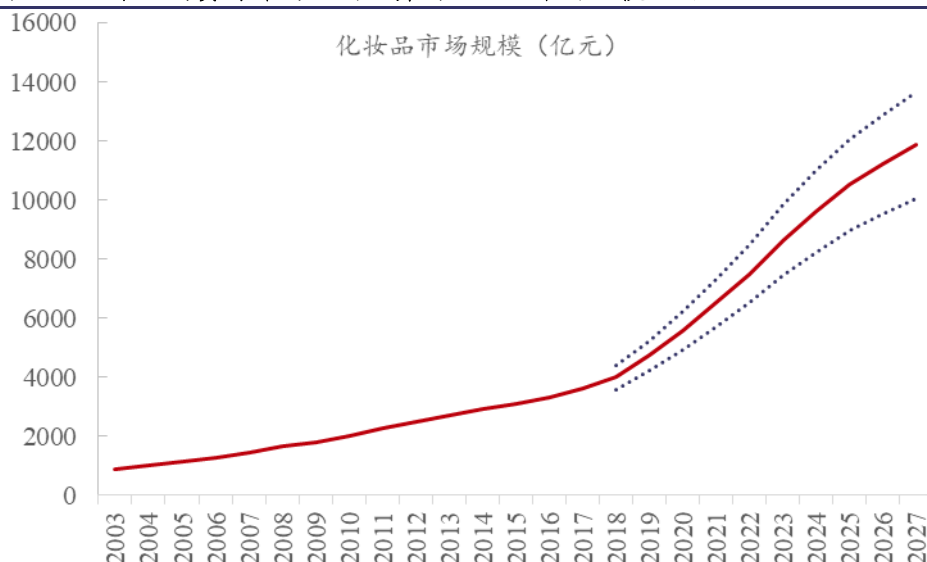
¹ 化妆品市场规模回归公式： $y=73839Age_1$ （年轻人群占比）+ $67571Age_2$ （中老年人群占比）-3886935；高端化妆品： $y=20039Age_1+17320Age_2-1038139$ ；大众化妆品： $y=46614Age_1+44163Age_2-2490673$

² 我国当前 25-39 岁年轻群体在化妆品上的消费金额、使用品牌均优于中老年消费者，当他们进入到 40-64 岁时，大概率会继续保持并升级其消费，不会降级至当前中老年群体的消费水平，故这里的年轻群体不再是根据年龄划分，而是根据消费习惯划分，这里的年轻人群和中老年人群的比重分别计算的是 2022 年的 25-44 岁和 45 岁-69 岁的人群（为谨慎起见，短期内先不加入 20-24 岁的人群数据）。

体逐步成为化妆品重度消费者，化妆品目标群体年轻人群和中老年人群分别占比 35.33%和 36.48%。

- 届时我国化妆品、高端、大众化妆品市场规模分别为 10069-13666 亿元、2519-3515 亿元和 6495-8850 亿元。
- 化妆品、高端化妆品、大众化妆品市场规模 10 年年复合增速分别约为 10.68%-13.80%、12.70%-16.16%和 10.02%-13.16%。

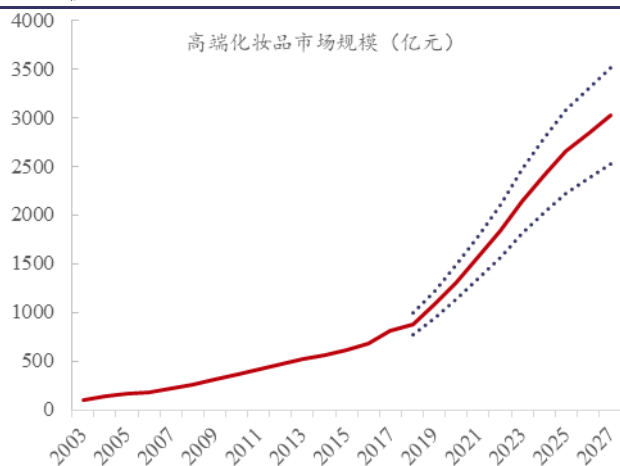
图 22、仅采用消费者年龄结构估算的化妆品市场规模范围



资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理

注：虚线内为 95% 的置信区间范围

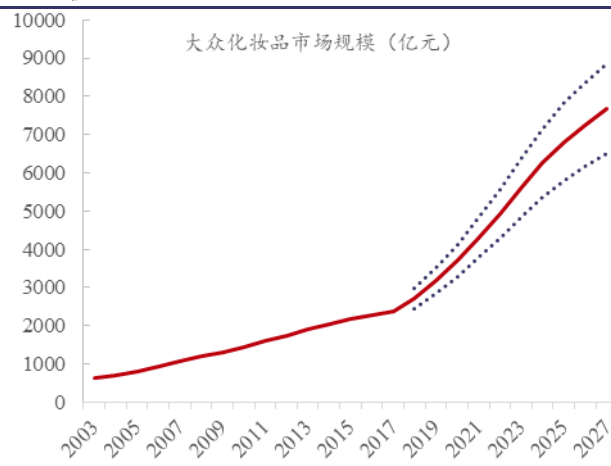
图 23、仅采用消费者年龄结构估算的高端化妆品市场规模范围



资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理

注：虚线内为 95% 的置信区间范围

图 24、仅采用消费者年龄结构估算的大众化妆品市场规模范围



资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理

注：虚线内为 95% 的置信区间范围

2) 根据第二种测算方式:

- ① 根据人均可支配收入进行前瞻性预测，2022 年，采用 2017 年城镇人均可支配收入 36396 元和滞后 5 期的行业规模回归模型³，预测化妆品、高端

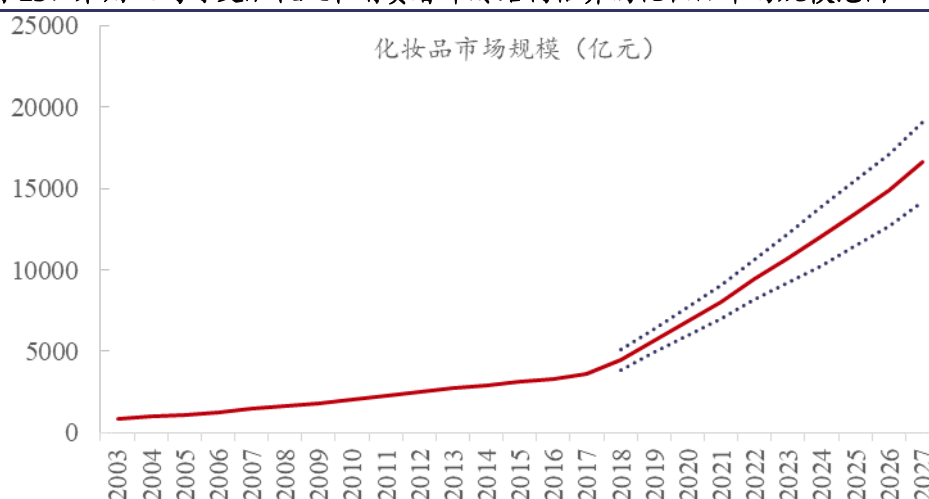
³ 滞后五期的化妆品回归模型为： $y=14.21x+36234$ ；高端化妆品回归模型为： $y=3.61x-5508$ ；大众化妆品回归模型为： $y=9.36x+33347$

化妆品和大众化妆品的市场规模分别为 5535 亿元（5288-5782 亿元）⁴、1228 亿元（1183-1272 亿元）、3739 亿元（3535-3943 亿元）。此外，2022 年时，现 60-64 岁群体进入老龄化，并继续保持其护肤习惯，20-24 岁群体逐步成为化妆品重度消费者，化妆品目标群体年轻人群和中老年人群分别占比 30.16% 和 36.48%，预计新增化妆品、高端化妆品和大众化妆品的市场规模 3887 亿元（2907-4867 亿元）、1027 亿元（756-1299 亿元）、2522 亿元（1880-3163 亿元）。⁵

- 届时我国化妆品、高端、大众化妆品市场规模分别为 8435-10649 亿元、1969-2600 亿元和 5415-7107 亿元。
- 化妆品、高端化妆品、大众化妆品市场规模 5 年年复合增速分别约为 16.94%-21.58%、19.49%-25.16% 和 15.58%-20.94%。

- ② 2027 年，采用 2017 年城镇人均可支配收入 36396 元和滞后 10 期的行业规模回归模型⁶，预测化妆品、高端化妆品和大众化妆品的市场规模分别为 8376 亿元（7754-8999 亿元）、1981 亿元（1841-2121 亿元）、5602 亿元（5145-6059 亿元）。此外，现 55-59 岁群体进入老龄化，并继续保持其护肤习惯，15-19 岁群体逐步成为化妆品重度消费者，化妆品目标群体年轻人群和中老年人群分别占比 35.33% 和 36.48%，预计新增化妆品、高端化妆品和大众化妆品的市场规模 8252 亿元（6454-10081 亿元）、2212 亿元（1714-2710 亿元）、5278 亿元（4100-6455 亿元）。
- 届时我国化妆品、高端、大众化妆品市场规模分别为 14208-19049 亿元、3555-4831 亿元和 9245-12515 亿元。
 - 化妆品、高端化妆品、大众化妆品市场规模 10 年年复合增速分别约为 14.20%-17.28%、16.28%-19.67% 和 13.61%-16.78%。

图 25、采用人均可支配收入和消费者年龄结构估算的化妆品市场规模范围



资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理

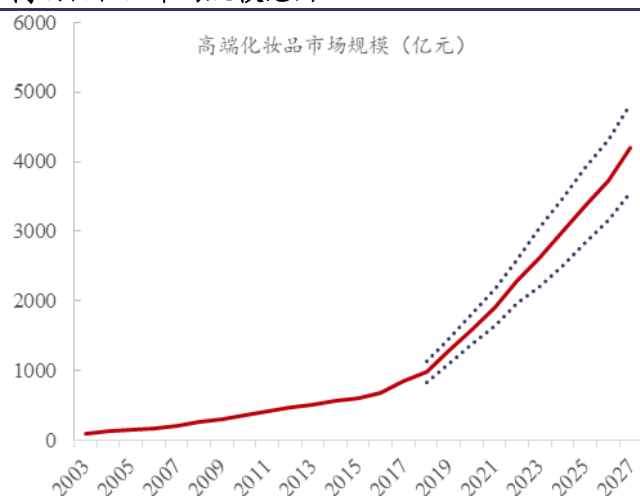
注：虚线内为 95% 的置信区间范围

⁴ 括号里面是置信度为 95% 的置信区间，下同。

⁵ 在多因素预测中，可支配收入对于化妆品市场规模的影响属于自然增长，依照前文采用回归预测。消费者年龄结构中，新增老龄人口保持护肤习惯，青年群体逐步成为化妆品目标消费者，属于受众范围增加的外生增长，采用边际预测。两者相加得预测规模。

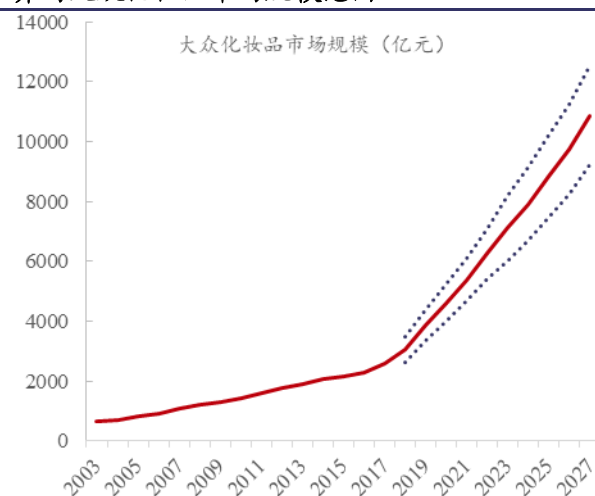
⁶ 滞后十期化妆品回归模型为： $y=27.40x+16677$ ；高端化妆品回归模型为： $y=6.97x-10573$ ；大众化妆品规模为： $y=18.03x+20506$

图 26、采用人均可支配收入和消费者年龄结构估算的高端化妆品市场规模范围



资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理
注：虚线内为 95% 的置信区间范围

图 27、采用人均可支配收入和消费者年龄结构估算的大众化妆品市场规模范围



资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理
注：虚线内为 95% 的置信区间范围

表 8、化妆品市场规模和增速估算

		化妆品市场 规模 (亿元)	高端化妆品 市场规模 (亿元)	大众化妆品 市场规模 (亿元)	化妆品市场 规模增速	高端化妆品市 场规模增速	大众化妆品市 场规模增速
测算方式 1: 仅采用消费 者年龄结构 进行估算	2022	6970-9131	1682-2280	4555-5970	13.28%-18.50%	16.40%-22.45%	12.30%-17.48%
	2027	10069-13666	2519-3515	6495-8850	10.68%-13.80%	12.70%-16.16%	10.02%-13.16%
测算方式 2: 采用人均可 支配收入和 消费者年龄 结构进行估 算	2022	8435-10649	1969-2600	5415-7107	16.94%-21.58%	19.49%-25.16%	15.58%-20.94%
	2027	14208-19049	3555-4831	9245-12515	14.20%-17.28%	16.28%-19.67%	13.61%-16.78%

资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理

通过表中的数据可以发现：

- 1) 预计化妆品市场未来市场规模增速较快，发展可期；
- 2) 高端化妆品市场规模复合增速高于大众化妆品市场（原因见上文）；
- 3) 高端化妆品市场规模 10 年复合增速高于 5 年复合增速，高端化妆品市场处于高速扩张期。

这也是目前外资高端化妆品市场进入中国、布局中国市场的理由所在。当下时点也是中国本土品牌布局高端矩阵的绝佳时期。

以上的 2022、2027 年化妆品市场规模是我们按照前文抓取的重要要素采用不同方式估算得出。投资者可以参照以上范例，根据当期数据相应预估当期和未来 20 年内任意一年化妆品、高端化妆品、大众化妆品的市场规模及相应年复合增速，并根据其置信区间预测其最可能落入的规模范围和增速范围，以此作为投资参考。

投资建议。持续推荐珀莱雅（2018 年线上增速预估 60-70%，占营收比重 42%，线下增速 10%，优于同业表现。预估 2019 线上增速 40-50%，单品牌店加速展店，拟拓展多品类，预估 18-20 年净利增速 41.5%/30.2%/30.2%，以 2019 年 2 月 13 日收盘价估算 PE33/23/18x）；上海家化（预估公司唯品会经销商更换后线上渠道有机会于 19 年逐渐恢复，2019 年佰草集侧重爆款推出，寻求并购补充短板，18-20

年净利增速 39.2%/31.3%/30.7%，以 2019 年 2 月 13 日收盘价估算 PE 34/26/20x)；青松股份（拟并购化妆品 ODM 厂诺斯贝尔 90%股权，受惠加剧的品牌竞争态势，18-20 年净利增速 334%/28%/16%，以 2019 年 2 月 13 日收盘价估算 PE10/8/7x）。

风险提示：宏观因素、行业因素和消费者因素发展不及预期，化妆品消费趋势转变。

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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，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。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址：深圳福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座701
邮编：200135	邮编：100033	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn