

商业贸易行业

化妆品 ODM 行业：从幕后走向台前，美妆风潮的背后缔造者

分析师： 洪涛

分析师： 嵇文欣



SAC 执业证号：S0260514050005



SAC 执业证号：S0260520050001

SFC CE.no: BNV287



021-60750633



021-60750633



hongtao@gf.com.cn



jiwenxin@gf.com.cn

请注意，嵇文欣并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

核心观点：

- **化妆品行业高速发展，ODM 尽享产业链红利。**我国化妆品行业市场空间广阔，彭博数据显示 2019 年我国化妆品市场规模约 4500 亿，近五年复合增速 8.6%，成长为仅次于美国的第二大化妆品消费国。化妆品行业的繁荣带动了化妆品代工行业的发展，随着国产品牌的崛起，我国化妆品代工行业市场规模将进一步扩大，但行业格局分散，集中度有待提升。
- **从韩国化妆品 ODM 行业看中国，中国正处于高速发展期。**韩国经济从 20 世纪 60 年代开始进入高速增长阶段，化妆品行业同样快速发展。韩国化妆品协会数据显示，韩国化妆品生产总额 2007-2017 年 CAGR 达 12.7%。韩国化妆品行业大致可划分为三个发展阶段：（1）2000 年以前，处于缓慢发展阶段。这一阶段化妆品行业受严格监管影响，开发周期缓慢、产品多样性不足。（2）2000-2010 年，进入开放发展阶段。化妆品单独法案颁布使得行业监管放松，准入门槛降低，行业发展周期加快。（3）2010 年以后，步入高速发展阶段，大型化妆品集团的海外扩张成为主旋律。**化妆品市场规模扩大带来代工企业需求扩张，韩国化妆品 ODM 市场发展主要有三方面推动因素：**（1）销售渠道多样化，线上渠道发展降低行业门槛，美妆品牌增加带来需求扩张；（2）韩流文化对外输出，韩妆风靡亚洲，化妆品出口增加带来需求扩张；（3）化妆品 ODM 企业大量研发投入，研发能力全球领先，对品牌方吸引力增强。**对比韩国化妆品行业发展历程，中国目前正处于发展的第二阶段，呈现出销售渠道多样化、品牌数量暴增、本土品牌和新锐品牌强势崛起等特征，由此带来对化妆品 ODM 需求的激增，但国内代工企业受规模和影响力的限制，尚未进入海外扩张期，未来随着研发实力的不断提升，中国化妆品 ODM 企业有望走向全球。**
- **估值与启示：**我们认为市场对于化妆品 ODM 行业存在三方面预期差：（1）化妆品 ODM 企业不仅提供代生产服务，更是提供包含设计、研发、生产、包装在内的一站式服务。（2）化妆品 ODM 企业的研发实力雄厚，不仅拥有自己的原料供应渠道和研发团队，还掌握大量的专利技术。（3）未来代工企业的集中度会越来越高。参考韩国代工企业的发展路径，中国化妆品代工企业的未来增长点包括：通过品类扩张及客户结构优化提高盈利能力；通过并购海外代工企业及建立海外子公司拓展市场和业务范围；通过持续大量的研发投入提高研发能力。从估值来看，目前诺斯贝尔市盈率低于韩国化妆品 ODM 公司以及国内化妆品公司，考虑到化妆品 ODM 行业享受化妆品行业发展红利，我们认为诺斯贝尔具备一定的估值提升空间，建议重点关注青松股份。
- **风险提示：**宏观经济低迷，对化妆品消费产生不利影响；电商增速放缓，线下渠道增速下滑；新品牌、新品类孵化不达预期。

相关研究：

全球观察之 LVMH 集团:受疫情影响 1Q20 销售额下滑 15%，中国区迎来显著复苏	2020-05-08
商业贸易行业:化妆品明星单品：外资品牌的制胜法则和国产品牌的破局之路	2020-03-17
商业贸易行业:化妆品行业的变与不变：研究框架与趋势思考	2019-12-22

识别风险，发现价值

请务必阅读末页的免责声明

本报告联系人： 贾雨朦 021-60750604 jiayumeng@gf.com.cn

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新 收盘价	最近 报告日期	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
							2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
青松股份	300132	CNY	25.01	2020/05/13	买入	21.25	1.09	1.30	22.94	19.24	17.00	14.24	15.6	15.8
珀莱雅	603605	CNY	165.95	2020/04/23	买入	143.63	2.48	3.16	66.92	52.52	52.35	41.03	19.7	20.1
丸美股份	603983	CNY	84.85	2020/04/29	增持	75.00	1.50	1.84	56.57	46.11	53.41	43.23	18.4	18.4
华熙生物	688363	CNY	155.4	2020/04/29	增持	94.20	1.57	2.16	98.98	71.94	94.98	65.49	14.2	16.4
上海家化	600315	CNY	45.37	2020/04/23	买入	35.71	0.89	1.00	50.98	45.37	41.83	37.74	8.4	8.9

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: 表中估值指标按照最新收盘价计算

目录索引

一、化妆品行业高速发展，ODM 代工尽享行业红利	7
（一）化妆品行业：市场空间广阔，国产品牌市占率不断提升	7
（二）化妆品代工行业：乘下游东风分享增长红利，行业集中度有待提高	11
二、从韩国化妆品 ODM 行业发展历程看中国	14
（一）韩国本土化妆品行业快速发展，远超 GDP 增速	14
（二）渠道、研发、韩流三维驱动，韩国化妆品 ODM 行业领跑世界	17
（三）从韩国经验来看，当前中国化妆品 ODM 正进入高速发展期	21
三、中韩化妆品 ODM 龙头对比	24
（一）科玛集团：化妆品 ODM 行业开拓者	24
（二）科丝美诗：化妆品代工巨头的崛起	29
（三）诺斯贝尔：中国化妆品 ODM 行业先锋	32
（四）财务指标对比：诺斯贝尔利润率领先，科丝美诗中国市场表现亮眼	36
四、估值与启示	40
五、风险提示	42

图表索引

图 1: 化妆品产业链示意图	7
图 2: 社零总额及化妆品零售额同比增速情况	8
图 3: 我国化妆品市场规模和增速	8
图 4: 2014-2019 年各国化妆品市场规模 CAGR	8
图 5: 化妆品行业高端线和大众线占比	9
图 6: 高端线和大众线增速对比	9
图 7: 外资品牌高端线增速	9
图 8: 世界各地高端化妆品市场比例	9
图 9: 国产品牌市占率提升	10
图 10: 各群体购买新锐线比例提升 (2018 年)	10
图 11: 高端线公司份额 (2018 年)	10
图 12: 大众线公司份额 (2018 年)	10
图 13: 2018 年化妆品行业各品类占比	11
图 14: 护肤品细分品类市场规模增速	11
图 15: 护肤品细分品类市场规模增速	11
图 16: 我国化妆品代工市场规模	12
图 17: 我国 2017 年代工化妆品各品类占比	12
图 18: 2018 年我国化妆品代工龙头市占率	12
图 19: 2018 年国内化妆品代工企业梯队	14
图 20: 韩国化妆品产值及增长率	14
图 21: 韩国化妆品进出口规模 (百万韩元)	15
图 22: 韩国注册化妆品企业数量	16
图 23: 韩国化妆品市场占有率	16
图 24: 爱茉莉太平洋和 LG 生活健康的扩张之路	17
图 25: 韩国化妆品销售渠道发展历程	18
图 26: 韩国化妆品销售渠道	18
图 27: 《来自星星的你》千颂伊同款化妆品	19
图 28: 爱茉莉太平洋集团营业收入及增速	19
图 29: 科玛集团研发投入及占收入比	20
图 30: 科丝美诗研发投入及占收入比	20
图 31: 韩国化妆品制造企业数量	21
图 32: 韩国化妆品制造商数量占比 (2017 年)	21
图 33: 韩国化妆品制造商销售额占比 (2016 年)	21
图 34: 中国化妆品及化妆品代工市场规模(亿人民币)和增速	22
图 35: 国产化妆品品牌营收 (亿人民币) 及增速	22
图 36: 国产线上品牌崛起	23
图 37: 诺斯贝尔、珀莱雅、上海家化、丸美股份研发费用率对比	24
图 38: 科玛集团发展历程	24
图 39: 科玛集团部分合作品牌	25

图 40: 科玛集团 ODM 业务流程	25
图 41: 科玛集团 ODM 业务结构	25
图 42: 科玛集团韩国本土工厂	26
图 43: 2018 年护肤品、彩妆、药品占比	26
图 44: 科玛集团化妆品本土销售额 (十亿韩元)	26
图 45: 科玛集团海外控股公司	27
图 46: 科玛集团产能 (千韩元)	27
图 47: 科玛集团产量 (千韩元)	27
图 48: 科玛集团全球销售额预测 (十亿韩元)	28
图 49: 控股公司销售额对比 (十亿韩元)	28
图 50: 科玛集团制药本土销售额(十亿韩元)	28
图 51: 2018 年制药业务细分品类占比	28
图 52: 科丝美诗发展历程	29
图 53: 科丝美诗部分合作品牌	30
图 54: 科丝美诗进入中国市场过程	30
图 55: 科丝美诗在中国市场的销售额	31
图 56: 科丝美诗印度尼西亚工厂	31
图 57: 科丝美诗俄亥俄工厂	32
图 58: 科丝美诗美国地区产量	32
图 59: 科丝美诗研发投入 (百万韩元)	32
图 60: 科丝美诗研发投入占销售额比例	32
图 61: 诺斯贝尔发展历程	33
图 62: 诺斯贝尔部分合作品牌	33
图 63: 诺斯贝尔业务流程	34
图 64: 诺斯贝尔研发投入情况	35
图 65: 诺斯贝尔研发中心	35
图 66: 诺斯贝尔面膜系列产能和产量	36
图 67: 诺斯贝尔护肤品系列产能和产量	36
图 68: 诺斯贝尔湿巾系列产能和产量	36
图 69: 诺斯贝尔产能利用率情况	36
图 70: 代工行业龙头企业营业收入 (百万人民币)	37
图 71: 代工行业龙头企业营业收入 YoY	37
图 72: 代工行业龙头企业净利润 (百万人民币)	37
图 73: 代工行业龙头企业净利润 YoY	37
图 74: 代工行业龙头企业毛利率	38
图 75: 代工行业龙头企业净利率	38
图 76: 代工行业龙头企业 ROE	38
图 77: 代工行业龙头企业销售费用率	39
图 78: 代工行业龙头企业管理费用率	39
图 79: 代工龙头中国地区营收 (百万人民币) 及增速	40
图 80: 代工龙头市盈率对比	42
图 81: 青松股份与国内化妆品企业市盈率对比	42
图 82: 珀莱雅/青松股份历史动态 PE	42

图 83: LG 生活健康/科丝美诗历史动态 PE 42

表 1: 全球主要化妆品代工企业..... 13

表 2: 韩国化妆品制造企业销售额及研发投入..... 20

表 3: 中国化妆品销售渠道 (2019 年) 23

表 4: 科玛集团专利数量..... 29

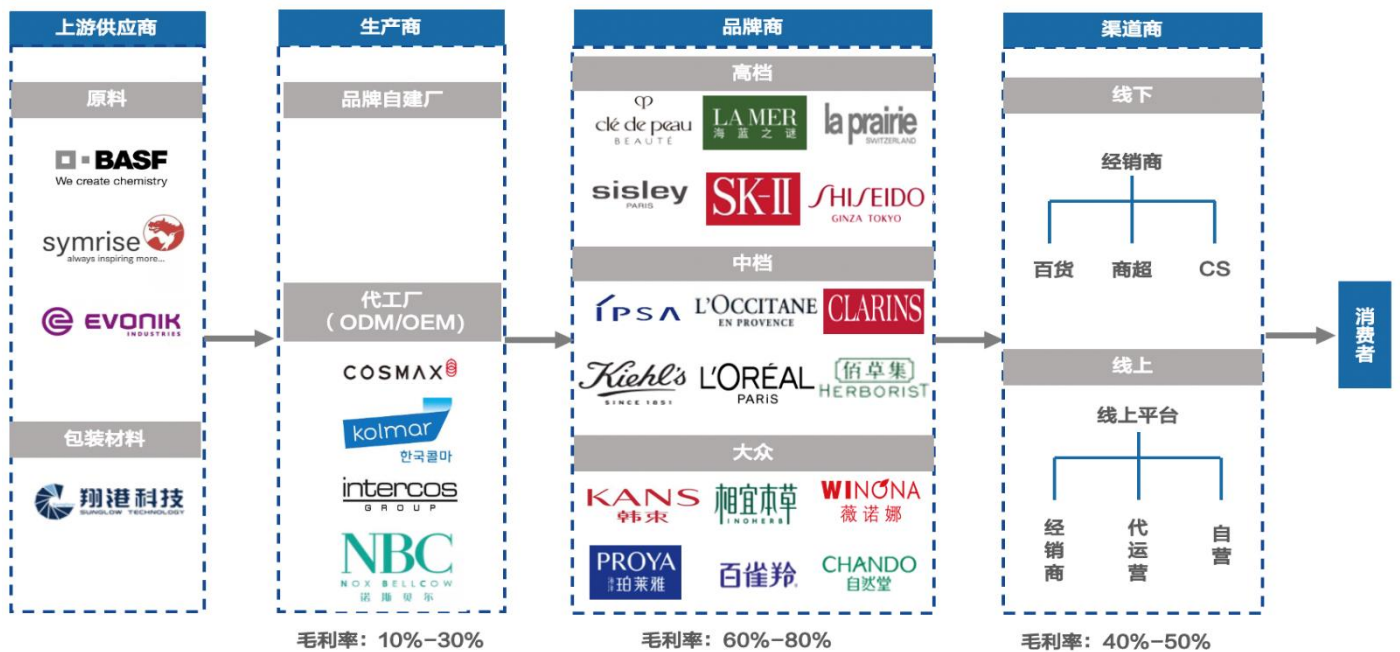
表 5: 诺斯贝尔主要产品..... 34

一、化妆品行业高速发展，ODM 代工尽享行业红利

（一）化妆品行业：市场空间广阔，国产品牌市占率不断提升

化妆品产业链结构相对成熟。从原料、生产到品牌商、渠道商，再到终端消费者，化妆品的产业链主要可以分为上游供应商、生厂商、品牌商、渠道商/代理以及终端消费者五个环节。（1）上游供应商提供原料及包装材料，是化妆品产业链运营的基础。生产商按照不同的运营主体背景，可划分为专业代工厂商和品牌自建厂，负责产品的研发生产。专业代工厂商四巨头分别是韩国的科丝美诗、科玛、中国的诺斯贝尔和意大利的莹特丽。（2）品牌商是化妆品产业链的核心，按照价位可以分为大众、中档、高档三类。中高档基本被国际品牌把持，国产品牌则集中在大众和中档范围。（3）渠道商帮助品牌实现快速扩张和下沉，具备物流、销售等职能。除了传统线下经销渠道外，近年来线上渠道飞速发展，直播、社交等新营销模式层出不穷，给美妆品牌带来新的机遇和挑战。

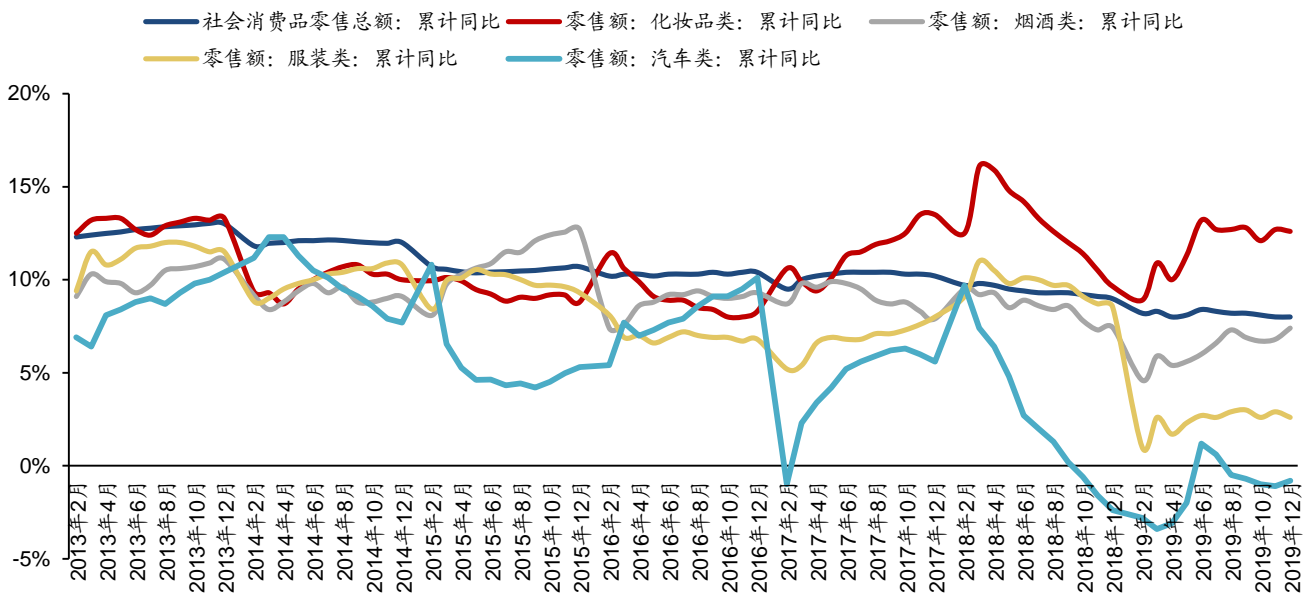
图1：化妆品产业链示意图



数据来源：前瞻产业研究院，广发证券发展研究中心

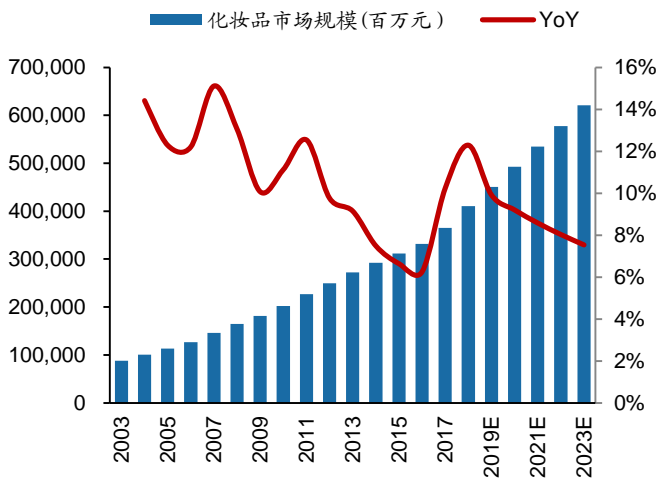
我国化妆品市场高速发展。Wind数据显示，2019年社会消费品零售总额41万亿元，同比增长8.0%，其中化妆品总额2992亿元，同比增长12.6%，经济的持续稳定发展带来居民收入水平的不断提高，而化妆品消费与居民收入水平直接相关，随着居民可支配收入的提升，化妆品成为消费升级的首选品类，市场空间更加宽广。和其他品类相比更加明显，17H1以后，烟酒、服装及汽车行业增速下滑明显，而化妆品消费增速持续提升。根据彭博数据统计，2019年我国化妆品市场规模约4500亿，连续十五年保持增长，成长为仅次于美国的第二大化妆品消费国，过去5年我国化妆品市场规模年复合增速达8.6%，高于北美（4.0%）、日本（2%）、韩国（5.0%）等发达国家和地区。

图2：社零总额及化妆品类零售额同比增速情况



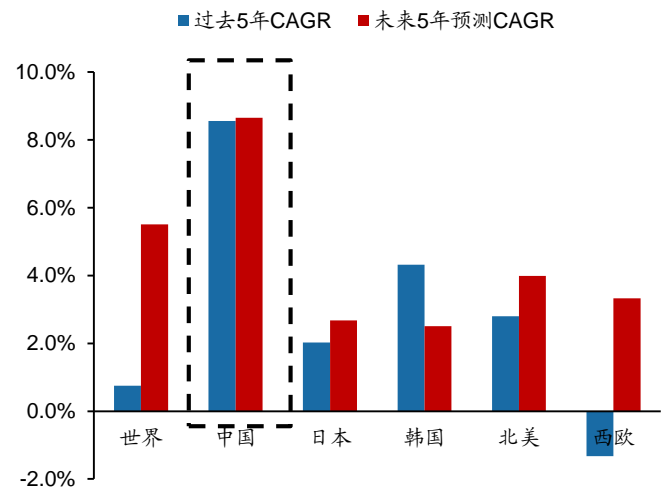
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图3：我国化妆品市场规模和增速



数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

图4：2014-2019年各国化妆品市场规模 CAGR

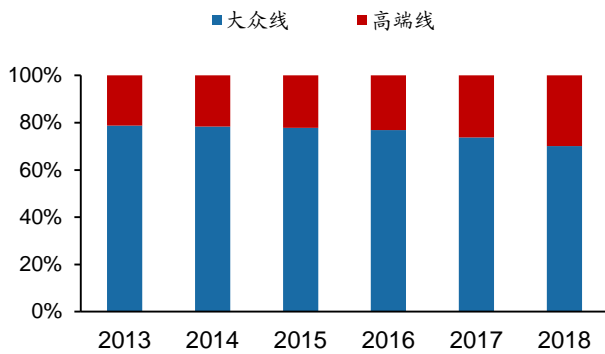


数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

从品牌份额来看，外资大牌高端线在中国区的表现亮眼，而传统国货品牌也强势崛起，份额不断提升。

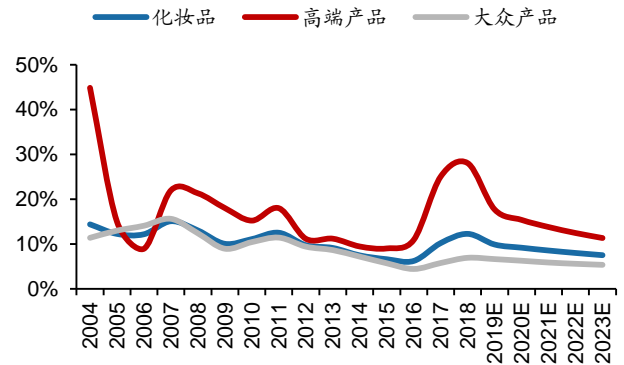
(1) 外资大牌中国区业绩靓丽，高端产品线尤甚。高端产品在化妆品市场中的占比持续提升，从2003年的11%增至2018年的26.7%。同时，高端产品规模增速自2007年起始终高于行业整体。根据彭博数据，2017年高端线的增速高达25.1%，较2016年增加14.1pp，2018年高端线增速进一步提升至28.1%。欧莱雅、资生堂、雅诗兰黛等集团均表示，中国市场或包括中国在内的亚太市场销售额增速均高于集团整体增速。

图 5: 化妆品行业高端线和大众线占比



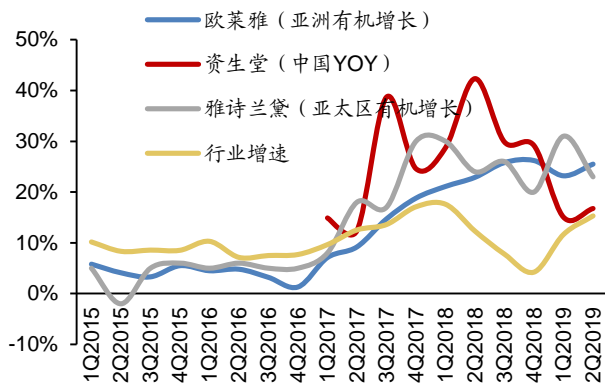
数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图 6: 高端线和大众线增速对比



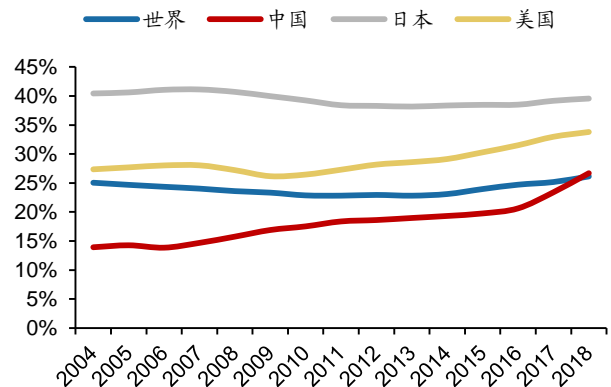
数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图 7: 外资品牌高端线增速



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

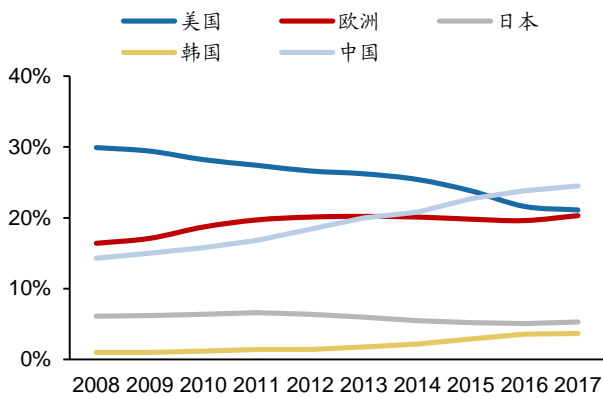
图 8: 世界各地高端化妆品市场比例



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

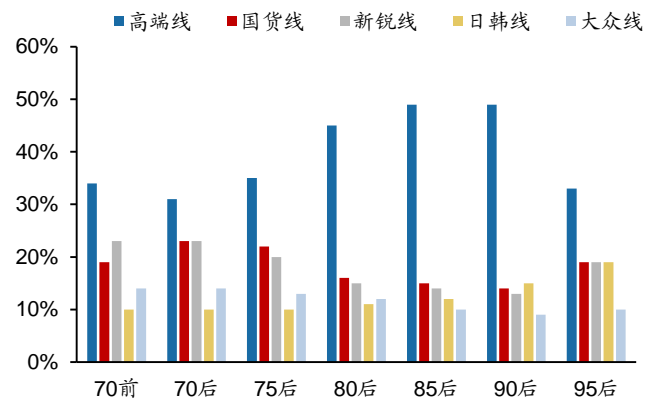
(2) 传统国货逐渐复苏, 国产新锐品牌崛起。 彭博数据显示, 2010年前中国日化市场销售额前十均为国际品牌, 2010年后, 随着95后、00后逐渐成为消费主力, 下沉市场需求被挖掘和激发, 而电商的蓬勃发展则降低了新品牌门槛, 加快了品牌培育周期, 使得传统国货品牌获得新生, 且新锐国货品牌不断涌现。到2018年已有三个本土品牌跻身销售额前十, 分别为百雀羚(2.4%)、自然堂(1.9%)和韩束(1.4%)。国产新锐品牌以完美日记、花西子、HFP为代表, 主要有以下特点: 面向年轻群体、抓住产品风口、借助新型营销、线上渠道为主、性价比凸显。从公司份额来看, 2018年大众产品线份额TOP10中本土企业占4席(分别为上海上美、百雀羚、伽蓝集团、上海家化), 高端线则全为外资品牌集团。

图 9: 国产品牌市占率提升



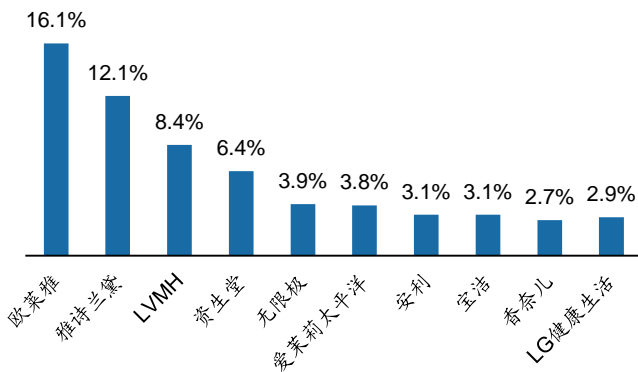
数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图 10: 各群体购买新锐线比例提升 (2018 年)



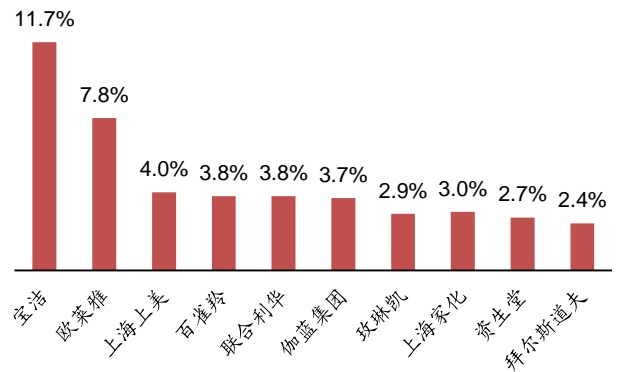
数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图 11: 高端线公司份额 (2018 年)



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图 12: 大众线公司份额 (2018 年)

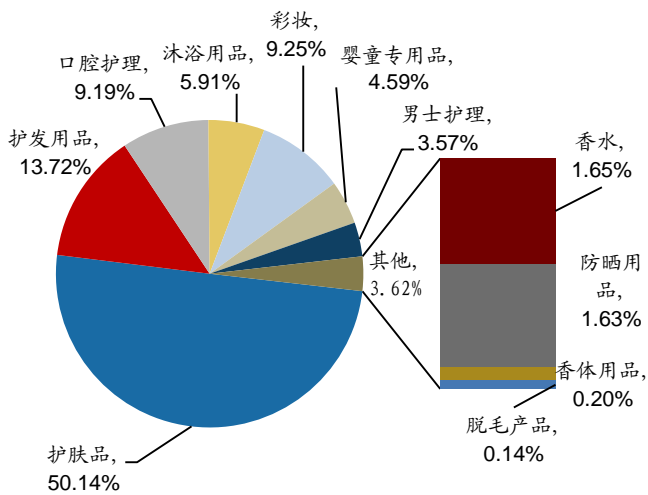


数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

从品类来看，护肤品为国内化妆品市场的主导品类。根据彭博数据统计，护肤品占据日化行业超一半的份额（50.1%），其次为日常洗护品类（护发、口腔护理及沐浴用品合计28.8%）和彩妆（9.3%）。护肤品类中，面部护理占87%，其中乳液、面霜等基础保湿产品占比达36.8%、抗皱产品占比达21.4%。

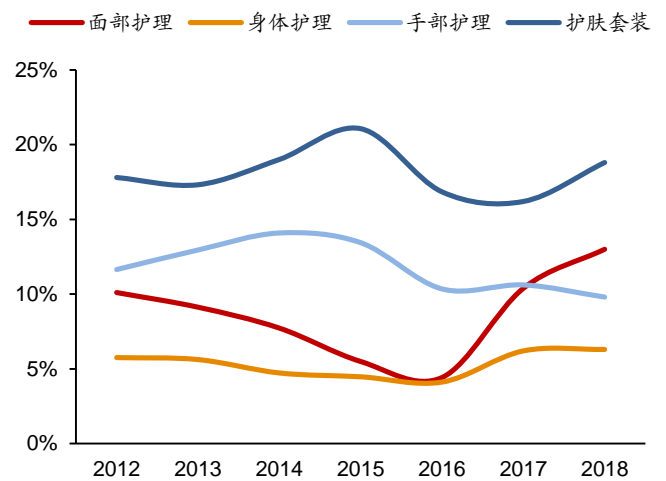
从成长性来看，护肤品中护肤套装品类增速更高，彩妆中唇妆品类增速更高。根据彭博数据统计，护肤套装品类2012-2018年复合增速为18.2%，2018年增速达18.8%，高于化妆品行业整体（12.3%）以及护肤品（13.2%）。面部护理增速居于第二位，其中面膜品类增速最高，2012-2018年复合增速为9.2%，2018年增速达20.4%，远超面部护理品类整体增速（13%）。彩妆中唇妆品类2012-2018年复合增速为19.7%，2018年增速达35.8%，远高于增速排名第二的底妆产品（22.0%）。

图 13: 2018 年化妆品行业各品类占比



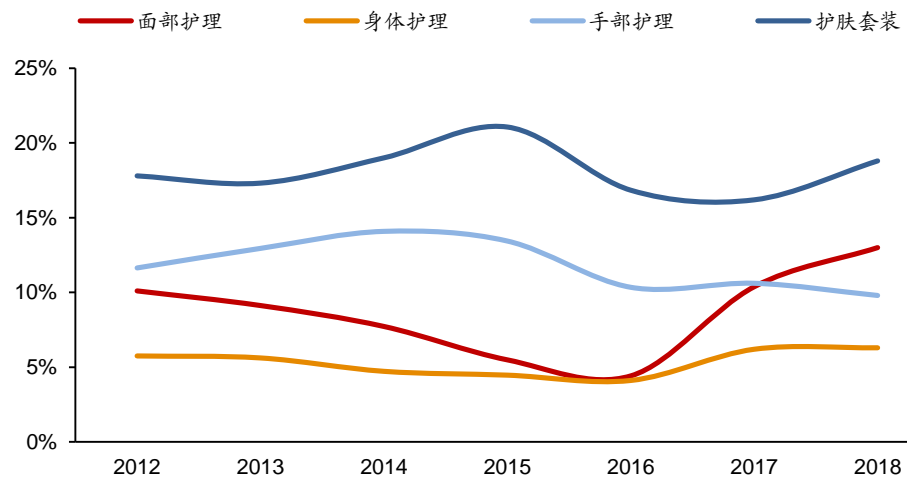
数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图 14: 护肤品细分品类市场规模增速



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图 15: 护肤品细分品类市场规模增速



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

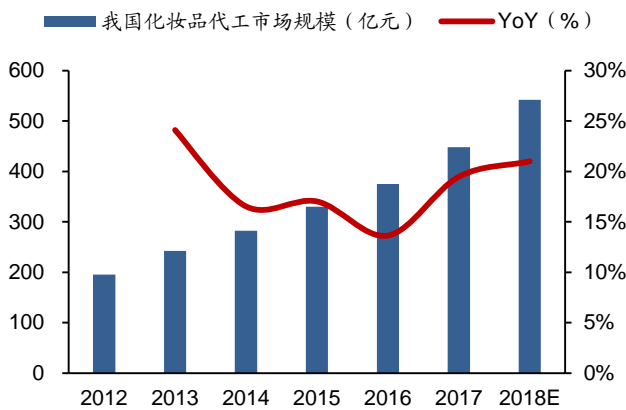
(二) 化妆品代工行业: 乘下游东风分享增长红利, 行业集中度有待提高

化妆品制造端主要采取自行生产和代工生产两种模式, 少数大牌化妆品企业具有独立生产线, 可以自主研发、生产化妆品, 但大部分化妆品企业(特别是部分国产小品牌), 一般会采取代工模式, 代工企业相较于自行生产往往效率和产能更高, 且在技术研发上对品牌也有一定的帮助。代工厂主要有三类: OEM(原始生产制造商)、ODM(原始设计制造商)和OBM(原始自有品牌制造商)。化妆品品牌端毛利率水平普遍较高, 一般在60%~80%, 品牌知名度对毛利率具有一定的拉动作用, 高档品牌的毛利率略高于中低档品牌; ODM企业毛利率低于品牌经营厂商, 一般在10%~30%之间, 各企业因生产效率、工人熟练程度和原材料采购成本等不同而存在差异。

化妆品行业的繁荣带动了化妆品代工行业的发展, 在市场逐渐成熟的过程中, 专业化分工越来越细, 很多化妆品品牌公司逐步将品牌营销与生产分离。拥有完整

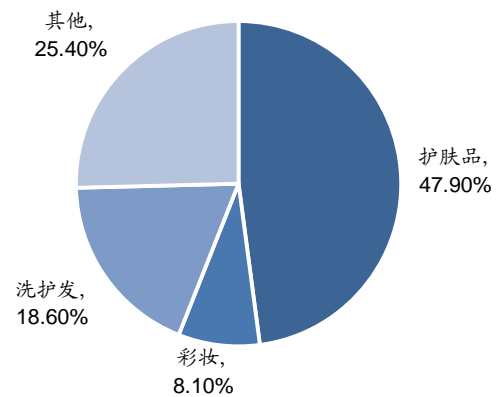
的供应链配套、较强产品开发能力和生产制造能力的ODM企业，帮助品牌公司节省开发成本、缩短新品开发时间、把握最新产品趋势、及时满足订单需求，已逐步成为化妆品品牌商的首选。中国产业信息网数据显示，我国化妆品代工市场规模逐年扩张，2017年全球化妆品代工行业市场规模约1600亿元，我国化妆品代工行业市场规模约448亿元，同比增长19.5%，2012~2017年复合增速为18.1%，随着我国化妆品消费市场规模的不断扩大，化妆品代工行业市场规模亦有望同步扩大。从品类结构来看，2017年代工化妆品中护肤品品类占比最大，高达47.9%，彩妆品类占8.1%，洗护发品类占18.6%。

图 16: 我国化妆品代工市场规模



数据来源：中国产业信息网，广发证券发展研究中心

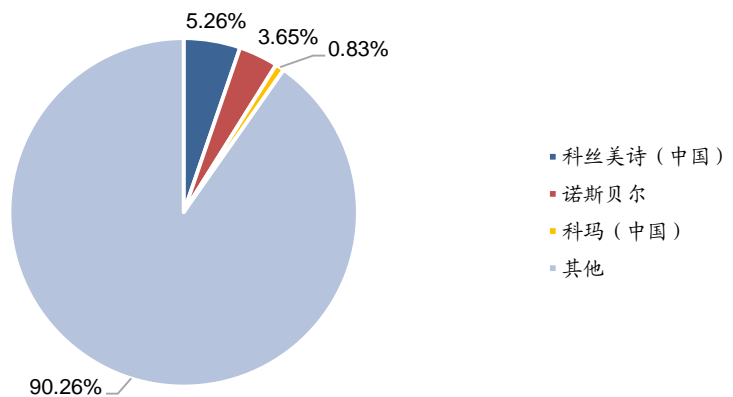
图 17: 我国 2017 年代工化妆品各品类占比



数据来源：中国产业信息网，广发证券发展研究中心

代工行业格局分散，以中小企业为主。化妆品代工行业格局分散，截止2018年4月底，获得国内化妆品生产许可的化妆品企业总计4456家，这些企业中能提供化妆品OEM/ODM的企业约2000多家，虽然数量众多，但其中却鲜有大品牌、大工厂出现，主要以中小型企业为主。根据化妆品代工行业规模数据以及各代工企业营收情况，可以测算出2018年我国化妆品代工行业CR3为9.74%，其中科丝美诗（中国）市占率最高，为5.26%，诺斯贝尔和科玛（中国）分别为3.65%、0.83%。

图 18: 2018 年我国化妆品代工龙头市占率



数据来源：中国产业信息网，广发证券发展研究中心

行业集中度在逐渐提升。近几年化妆品代工行业集中度不断提升，主要原因有：（1）近两年化妆品原材料价格上涨，以低价为核心竞争力的中小型代工企业生存困难；（2）行业进入门槛较低，部分小企业的生产配置条件较低，管理流程不够规范，而激烈的竞争对代工企业的研发能力和管理能力要求不断提高，代工行业面临优胜劣汰；（3）龙头代工企业原料供应源稳定，并且规模优势明显，受原材料价格变动影响小，近年来崛起的新锐品牌更愿意与名气大、口碑好的知名代工厂合作，让代工厂商为品牌背书，因此在激烈的竞争中，龙头企业将从中受益。

从全球范围的营收规模来看，本土代工企业规模远小于外资企业。根据Wind数据统计，2018年全球化妆品代工龙头企业科丝美诗、科玛、莹特丽营收规模分别为77亿元、83亿元、54亿元。诺斯贝尔虽是全球第四大、国内第二大化妆品代工企业，但2018年营收规模仅有19.8亿元，与国际龙头企业差距较大，而国内其他代工企业，比如芭薇、安特、栋方等，营收规模都在3亿元以下。我们认为形成这一差异的主要原因是韩国化妆品市场比较成熟，随着中国化妆品景气度持续向上，未来成长空间广阔。

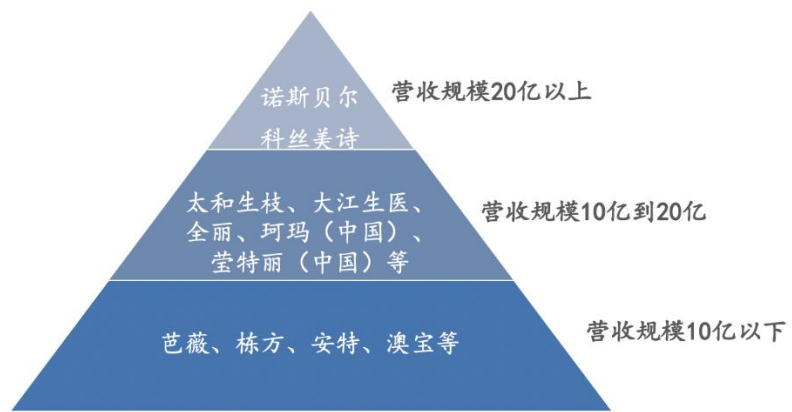
表 1: 全球主要化妆品代工企业

优势品类	企业	成立时间	所在地	合作品牌	2018 年营收规模
彩妆	科玛	1990 年	韩国	兰蔻、雅诗兰黛、资生堂、谜尚、菲诗小铺、悦诗风吟、伽蓝集团等	83.2 亿元
	莹特丽	1972 年	意大利	迪奥、兰蔻、香奈儿、自然堂、珀莱雅、毛戈平、玛丽黛佳、百雀羚、隆力奇等	54.0 亿元
	安特	2012 年	苏州	屈臣氏、韩束等	1.1 亿元
护肤品	科丝美诗	1992 年	韩国	雅诗兰黛、迪奥、资生堂、植村秀、美宝莲、百雀羚、卡姿兰、伽蓝集团等	77.2 亿元
	诺斯贝尔	2004 年	中山	屈臣氏、伽蓝集团、御家汇、新高姿、上海悦目、利洁时、韩后、上海家化、植物医生等	19.8 亿元
	芭薇	2006 年	广州	巨邦国际、柏卡姿、蓝秀、朵拉朵尚等	2.3 亿元
	栋方	2003 年	广州	阿芙、瓷肌、韩后、植萃集、欧莱雅、名创优品等	1.8 亿元
个人护理	澳宝	1994 年	惠州	屈臣氏、沃尔玛、孩子王	7.9 亿港元

数据来源：公司官网，Wind，广发证券发展研究中心

聚焦国内市场，中国化妆品ODM的龙头是科丝美诗和诺斯贝尔。按照营收规模来衡量，我们将国内化妆品代工企业划分为三个梯队：第一梯队是营收规模在20亿以上的企业，第二梯队是营收规模在10亿到20亿的企业，第三梯队是营收规模在10亿以下的企业。根据Wind数据统计，2018年国内营收规模超过20亿的化妆品代工企业仅有科丝美诗和诺斯贝尔。

图 19: 2018 年国内化妆品代工企业梯队



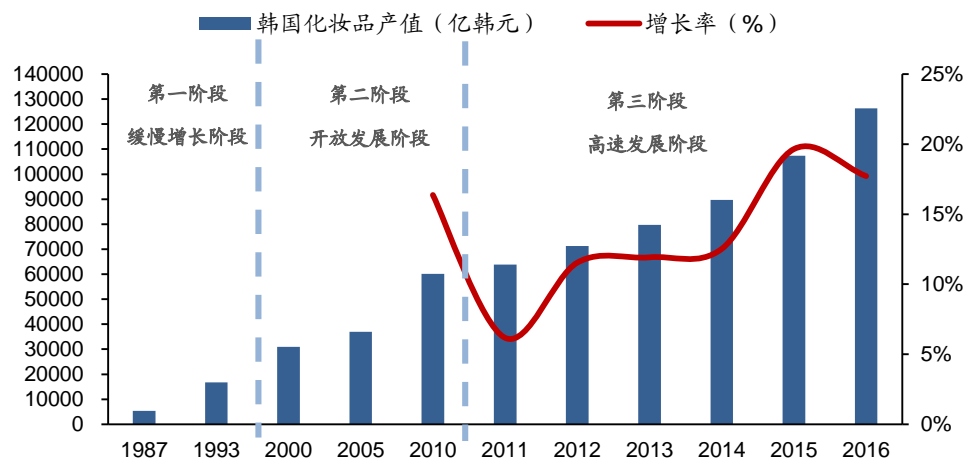
数据来源: 公司官网, Wind, 广发证券发展研究中心

二、从韩国化妆品 ODM 行业发展历程看中国

(一) 韩国本土化妆品行业快速发展, 远超 GDP 增速

韩国经济从20世纪60年代开始进入高速增长阶段, 通过引进外资、引进技术、振兴出口形成外向型经济, 产业结构向工业化转变, 特别是重化工业得到了长足发展。同时韩国的城镇人口比重不断提高, 到1990年后基本保持80%左右, 而女性就业占比也在2000年后出现显著上升, 2018年韩国就业的女性占总就业人数的比重达41.58%。人均GDP上升、工业化城镇化、女性就业的增加为韩国化妆品行业的发展提供了有利的条件。1987-2010年韩国化妆品产值复合年均增长率为11.1%, 特别是在2008年金融危机时, 化妆品行业几乎未受影响, 化妆品零售总额仍保持稳定增长。据韩国化妆品协会数据显示, 韩国化妆品生产总额2007-2017年CAGR达12.7%, 同期GDP的CAGR仅为2.6%, 韩国近十年化妆品生产总额的增速远远超过国民生产总值的增速。

图 20: 韩国化妆品产值及增长率

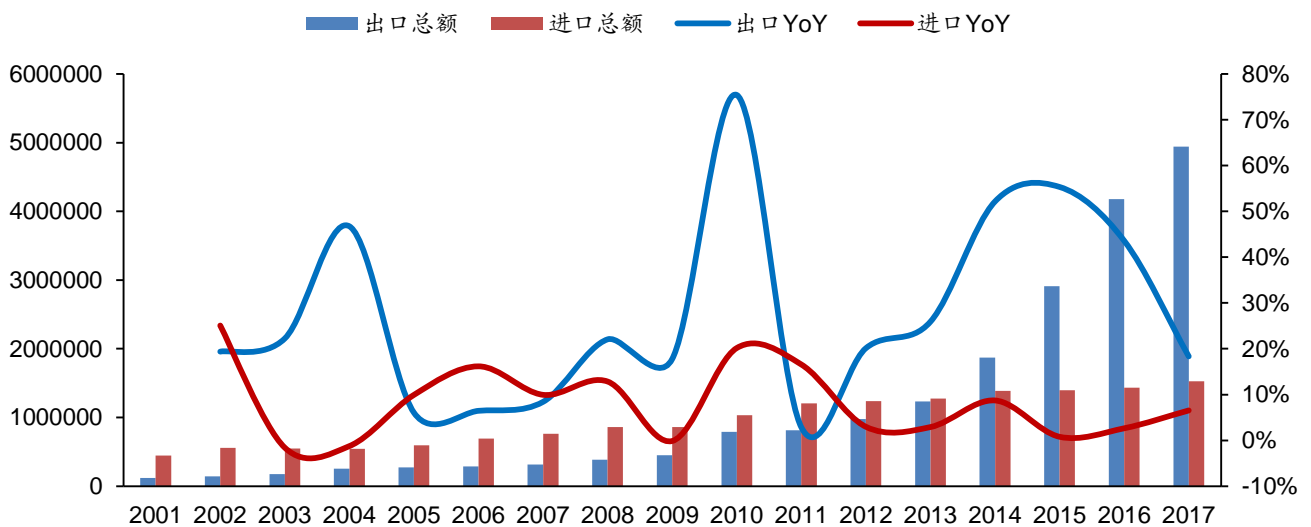


数据来源: 韩国振兴保健院 KHIDI, 广发证券发展研究中心

韩国化妆品行业发展大致可以划分为三个阶段：（1）第一阶段，2000年以前，韩国化妆品行业进入缓慢发展阶段。在这一阶段，韩国化妆品是以药事法进行管理，并无单独法规，药事法相当严格，只能用政府许可的原料。这导致彼时韩国化妆品开发周期缓慢、产品多样性不足，产业发展由此受到限制。（2）第二阶段，2000-2010年，韩国化妆品行业进入开放发展阶段。在2000年化妆品法单独制定后，化妆品便被当做单独品类来管理，化妆品原料的管理也逐渐放开。因此，产品开发周期加快，产值大幅提升，多样性增加。（3）第三阶段，2010年以后进入高速发展阶段。随着韩流席卷亚洲地区，韩国化妆品出口额大幅增长，韩国化妆品又迎来了新的增长高峰。2017年受“萨德”事件影响，中国对韩国化妆品进口减少，韩国化妆品出口增速明显下滑。

从进出口数据看，韩国化妆品贸易由逆差转为顺差。2001-2010年，韩国化妆品国际贸易始终逆差。在此期间，大量国际品牌进入韩国市场，而韩国本土化妆品产业发展缓慢，海外扩张能力欠缺。2010年，受到韩国本土销售竞争影响，大量韩国企业走向海外市场，同年出口额同比增长75%，创近20年来最高纪录。2014年后，受到韩流影响，韩国化妆品出口额继续扩大，2014-2017年CAGR为27.4%。2014年进出口额首次由逆差转为顺差，此后顺差不断扩大，2017年化妆品贸易顺差达到34169亿韩元（约合203亿人民币），但受“萨德”事件影响增速明显放缓。

图 21：韩国化妆品进出口规模（百万韩元）



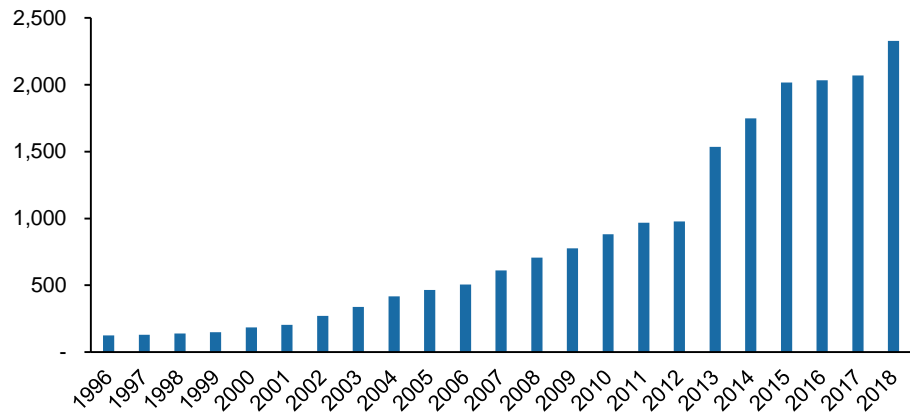
数据来源：韩国化妆品协会 KCA，广发证券发展研究中心

从品牌集中度看，韩国本土化妆品品牌集中度高。上世纪90年代，韩国化妆品市场由国际品牌主导，大量国际大牌如资生堂、雅诗兰黛等进入韩国市场，占据大部分市场份额。近30年来，随着韩国化妆品法律法规不断完善，化妆品企业数量增加，老牌本土公司逐渐占据大部分市场份额，行业集中度提高。韩国食品药品监督管理局数据显示，1996年韩国本土仅有化妆品企业125家，2018年注册的化妆品企业增长到6672家。2019年，LG健康生活占比19%，爱茉莉太平洋集团市场占比18%，宝洁、欧莱雅、雅诗兰黛、爱敬、Elca和悦诗风吟合计占比15%，余下超过6000家中小企业总共占据49%市场份额。

我们认为，韩国本土化妆品品牌集中度高主要受两方面因素影响：（1）**韩国本土化妆品品牌更符合当地人的需求**。由于国际品牌大多起源于欧美，产品研发设计主要基于欧美人的肤质和需求，对亚洲人需求的响应度不高。而韩国本土化妆品品牌针对当地人的需求点，精准开发产品，更容易受到本国消费者的认可。（2）**受韩国爱国文化影响，民众愿意支持国货**。韩国人从小接受爱国文化教育，对本土企业和产品认同度高，在产品功效相似的情况下更愿意支持本土品牌发展。

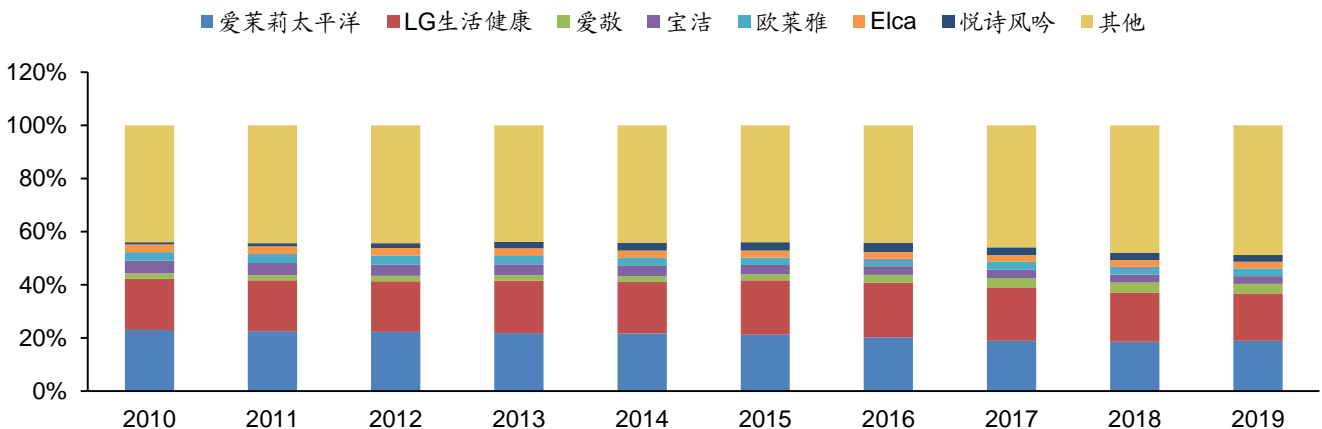
韩国两大化妆品巨头爱茉莉太平洋和LG生活健康的发展战略有差异。爱茉莉太平洋集团通过不断推出新品牌的方式抢占市场份额，LG生活健康则采用收购与推新并举的方式。爱茉莉太平洋共拥有35个品牌，包括16个女性美容品牌，8个男士美容品牌，6个生活用品及5个保健品牌，其中兰芝、雪花秀、悦诗风吟等知名度较高。LG生活健康共拥有27个品牌，其中WHOO（后）、OHUI（欧蕙）等是LG独立推出品牌，而以The Face Shop为代表的海外品牌则是通过收购的方式获得。

图 22: 韩国注册化妆品企业数量



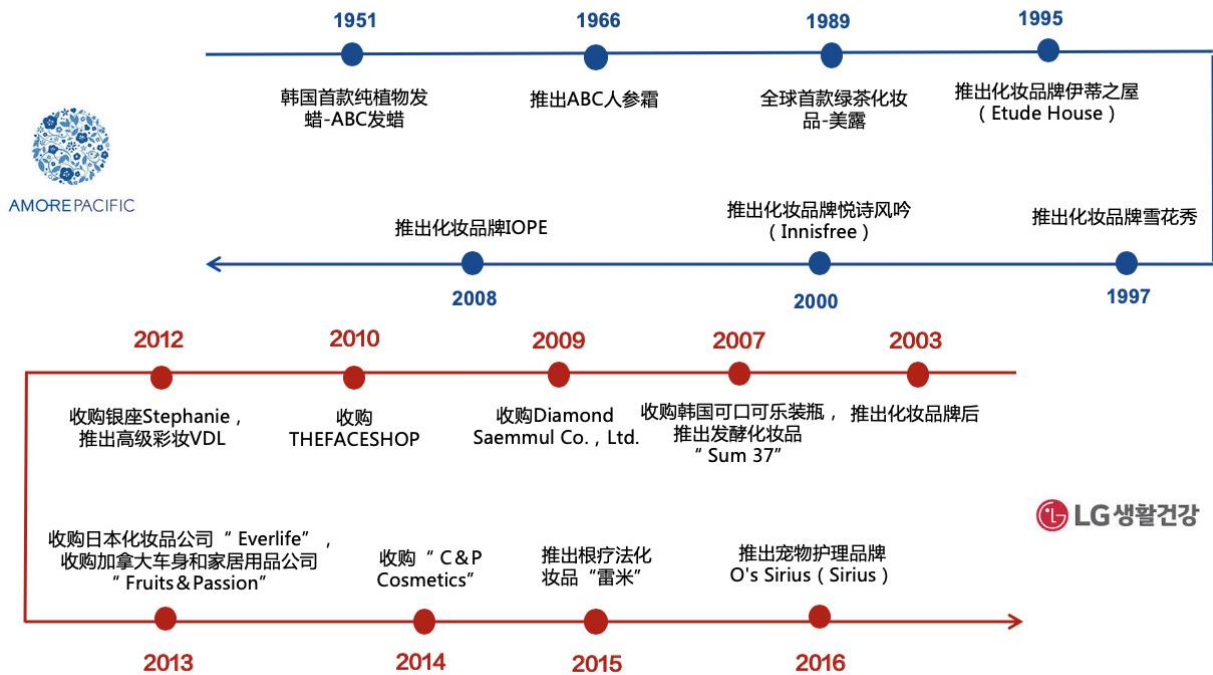
数据来源：韩国食品药品管理局，广发证券发展研究中心

图 23: 韩国化妆品牌市场占有率



数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

图 24: 爱茉莉太平洋和 LG 生活健康的扩张之路



数据来源: 公司官网, 广发证券发展研究中心

(二) 渠道、研发、韩流三维驱动, 韩国化妆品 ODM 行业领跑世界

化妆品市场规模扩大带来代工企业需求扩张。韩国化妆品ODM市场从上世纪90年代开始萌芽, 至今已经有将近30年发展历史。整体来看, 韩国化妆品ODM市场主要有3方面推动因素: (1) 化妆品销售渠道多样化, 大量品牌进入化妆品领域; (2) 韩流文化对外输出加大, 带来化妆品ODM需求扩张; (3) 化妆品ODM企业大量研发投入, 研发能力雄厚。

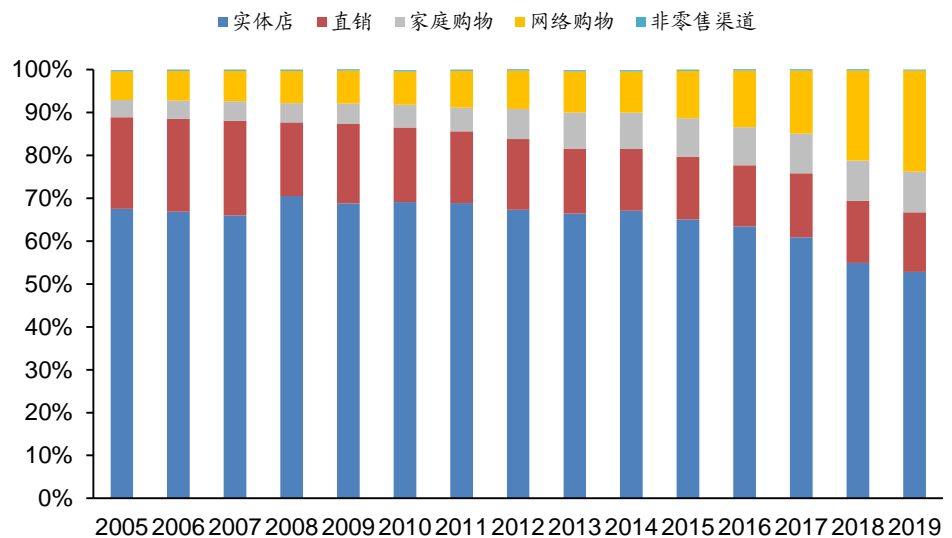
推动因素一: 化妆品的销售渠道多样化使得中小型化妆品公司进入市场门槛降低, 大量品牌进入化妆品领域, 对代工企业的需求不断增强。化妆品销售渠道的变化同样经历了三个阶段: (1) 2000年以前, 韩国化妆品行业由综合店(类似中国CS店)主导, 占到化妆品市场规模的60%。但这个阶段的恶性折扣竞争极为严重, 原有产品的价格体系崩溃, 品牌的寿命缩短。(2) 到了2000年后, 大众流通渠道的多样化, 网店以及低价品牌专营店的诞生对化妆品市场产生了极大的影响, 随着线上购物的发展, 化妆品成为线上消费主流产品, 导致了实体化妆品综合店开始出现危机, 占比开始下滑。(3) 2010年以后, 品牌独立实体店开始代替化妆品专营店成为主流, 老牌公司如爱茉莉太平洋、LG生活健康均进入到实体店布局, 相互争抢重要商圈资源, 原有的专营店渠道开始逐渐没落。2011年之后, 单品牌店也开始遭遇危机与挑战, 为了克服国内销售瓶颈, 韩国品牌纷纷走出国门, 进军海外市场。

图 25: 韩国化妆品销售渠道发展历程



数据来源: 前瞻产业研究院, 广发证券发展研究中心

图 26: 韩国化妆品销售渠道



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

推动因素二: 韩流文化对外输出加大, 带来化妆品ODM需求扩张。以爱茉莉太平洋集团为例, 2013年, 韩剧《来自星星的你》热播, 大结局收视率高达28.1%, 成为百度指数首次突破300万的电视剧。爱茉莉太平洋集团旗下诸多产品亮相, 韩律大米水、IOPE气垫、Laneige唇膏、IOPE口红等产品迅速成为爆款卖断货。2014年, 爱茉莉太平洋集团营收47119亿韩元(约合人民币254亿元), 而中国市场销售额就达4673亿韩元(约合人民币25.2亿元), 占集团总营收约10%。2016年, 韩剧《太阳的后裔》播出期间, 韩国明星宋慧乔所使用的Laneige气垫BB霜和Laneige双色立体唇膏也迅速成为热门款, “双色唇膏”概念走红。近十年来爱茉莉太平洋集团中国市场规模年平均增长率达47%, 中国已成为是爱茉莉太平洋海外市场发展的中坚力量。目前, 其海外销售占比仅为17.6%, 而中国市场已经占到其海外销售额的56%。从韩国化妆品整体产值看, 2013-2015年韩流热潮期间, 化妆品产值从79720亿韩元增加到107328亿韩元, CAGR达到16%。由于海外, 尤其是中国对韩国化妆品需求

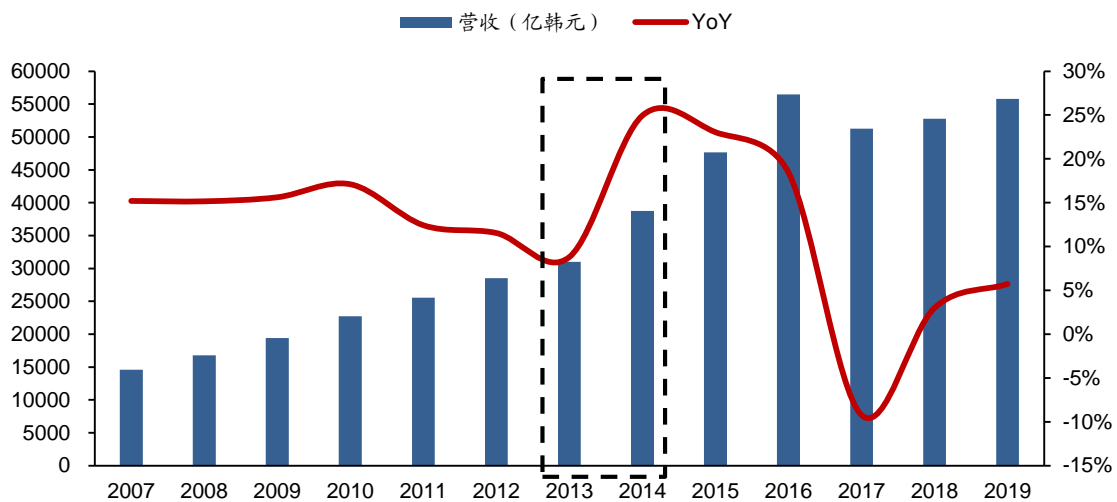
量巨大，韩国化妆品制造企业纷纷进入中国市场，在中国境内生产和销售以满足巨大的产品需求。

图 27: 《来自星星的你》千颂伊同款化妆品



数据来源: 爱奇艺视频, 广发证券发展研究中心

图 28: 爱茉莉太平洋集团营业收入及增速



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

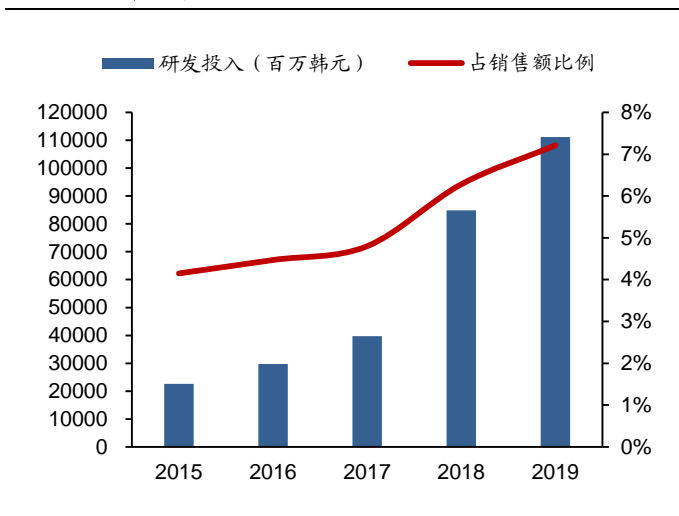
推动因素三: 扩大研发投入是ODM行业发展的核心, 韩国化妆品ODM企业研发能力世界领先。由于化妆品ODM/OEM的特殊性质, 代工企业的研发能力成为判断企业价值的重要一环, 研发能力强大的公司有更多机会获得订单, 从而扩大营业收入并提升利润率。在过去的十年间, 韩国化妆品生产企业坚持大量研发投入, 2008年, 韩国化妆品制造企业共计研发投入为1309亿韩元, 2012年增长到2291亿韩元, 2008-2012年研发投入复合年均增长率为15%。龙头化妆品ODM企业的研发投入比重更大, 2019年科玛集团和科丝美诗(韩国)的研发投入占销售额比例分别为7.12%和4.36%。

表 2: 韩国化妆品制造企业销售额及研发投入

分类	2008	2009	2010	2011	2012
销售额 (亿韩元)	44,773	50,903	57,775	70,428	79,439
研发投入 (亿韩元)	1,309	1,552	2,397	2,737	2,291
研发投入/销售额	2.9%	3%	4.1%	3.9%	2.9%

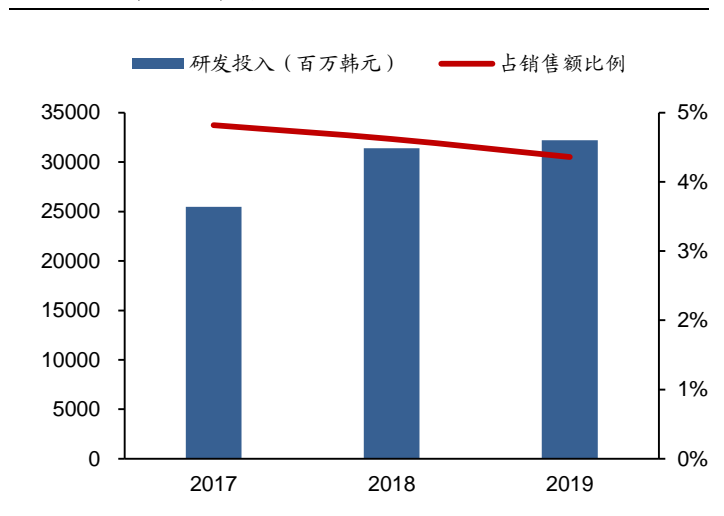
数据来源: 韩国振兴保健院 KHIDI, 广发证券发展研究中心

图 29: 科玛集团研发投入及占收入比



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

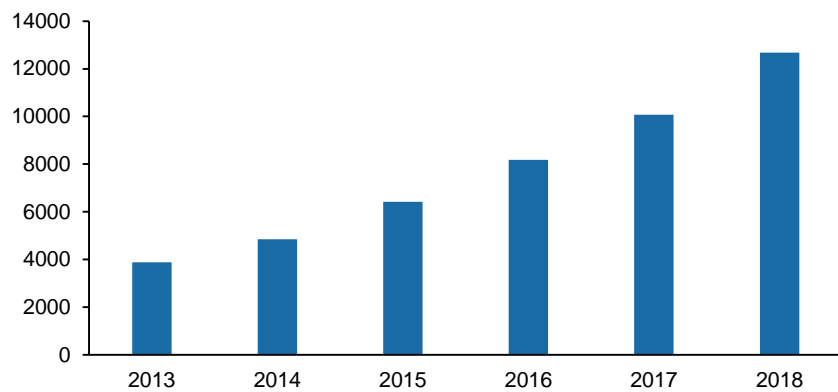
图 30: 科丝美诗研发投入及占收入比



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

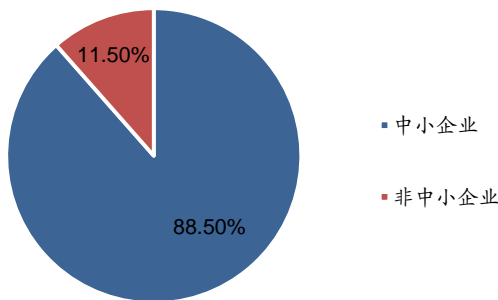
经过近30年发展, 韩国化妆品ODM行业呈现的特点是, 行业高速发展, 企业数量众多, 但头部代工企业占据大部分市场份额。(1)从数量上看, 韩国化妆品制造企业数量增加。韩国食品药品监督管理局数据显示, 2013年韩国化妆品制造企业共计3884家, 2018年发展到12673家。(2)从企业数量占比上看, 中小企业占比高。韩国振兴保健院数据显示, 截止2017年, 国内化妆品制造商10079家中, 中小企业占88.5%。(3)但从销售额数据看, 头部企业占据较大份额, 2016年5000多家中小企业仅占据47.3%的销售份额, 超过50%的销售份额被大型化妆品生产集团(科玛集团、科丝美诗等)把控。

图 31: 韩国化妆品制造企业数量



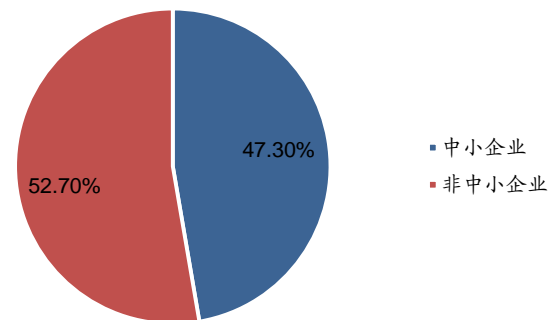
数据来源: 韩国食品药品管理局, 广发证券发展研究中心

图 32: 韩国化妆品制造商数量占比 (2017 年)



数据来源: 韩国振兴保健院 KHIDI, 广发证券发展研究中心

图 33: 韩国化妆品制造商销售额占比 (2016 年)



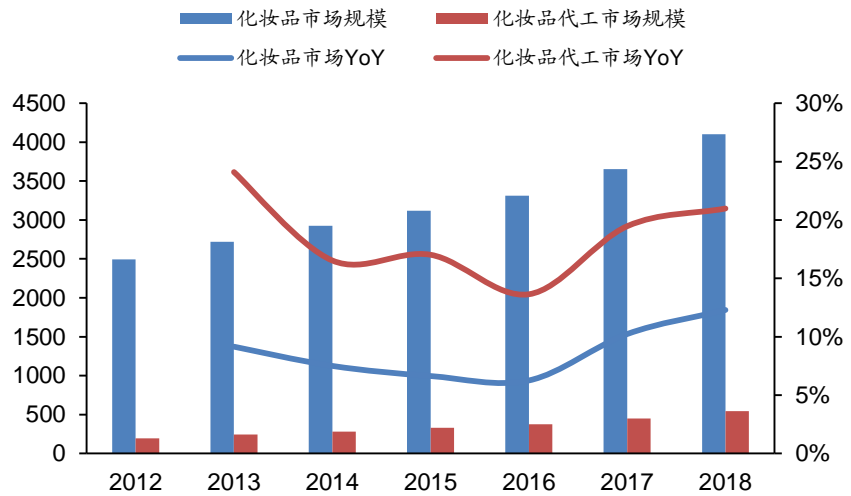
数据来源: 韩国振兴保健院 KHIDI, 广发证券发展研究中心

(三) 从韩国经验来看, 当前中国化妆品 ODM 正进入高速发展期

中国化妆品行业现阶段的特点是: (1) 中国化妆品 ODM 行业高速发展, 对比韩国化妆品行业发展历程, 目前中国正处于高速发展期。(2) 本土品牌崛起, 老牌国货和新锐品牌同台竞技。(3) 销售渠道分散化, 线上渠道发展降低新品牌孵化门槛。

根据彭博数据, 2002-2017 年我国化妆品销售额复合增速为 20%。化妆品行业和代工行业的增长基本保持一致。2016 年以前增速略有下滑, 2016 年以后迎来新的增长高峰。2012-2018 年间, 中国化妆品代工市场规模增速在 14-24% 之间, 市场规模稳步提升, 对比韩国化妆品 ODM 行业增速, 这一阶段符合韩国 2000-2010 年的发展特征, 因此我们认为中国化妆品 ODM 代工目前正处于高速发展期。

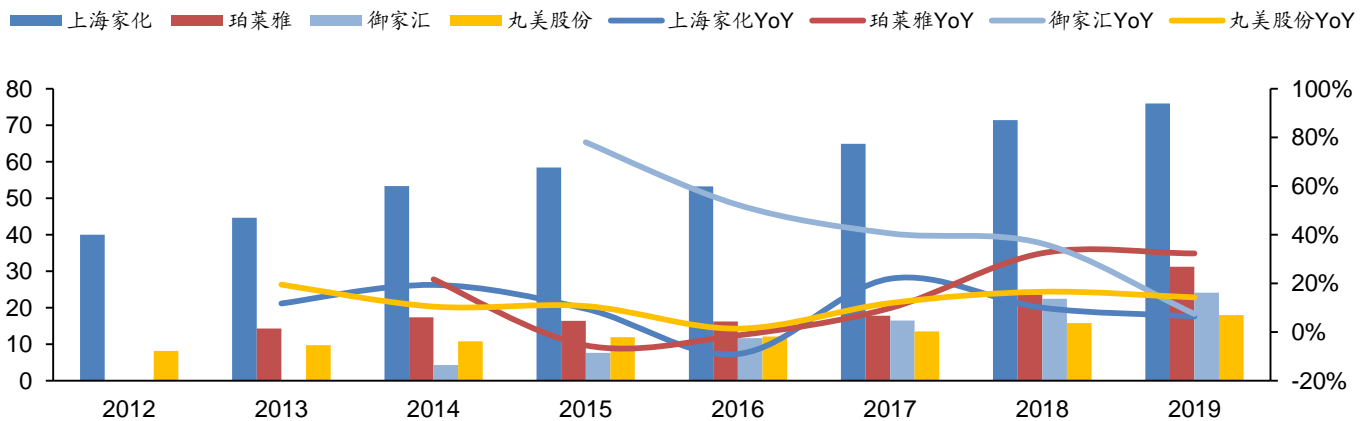
图 34: 中国化妆品及化妆品代工市场规模(亿人民币)和增速



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

和韩国化妆品 ODM 产业相同，中国化妆品代工行业发展的主要推动力同样是本土品牌崛起。需求扩张催生二三线城市的化妆品专营店的兴起（2000~2010 年成为其发展的“黄金十年”）、助力电商渠道化妆品类发展（2009 年至今），同时一批新的本土品牌（佰草集、珀莱雅、自然堂、相宜本草、卡姿兰等）顺势把握住机遇，其中上海家化、珀莱雅、御家汇和丸美股份营收 CAGR 分别为 9.6%（12-19 年）、13.9%（13-19 年）、41%（14-19 年）和 11.9%（12-19 年）。本土品牌在专营店、电商两大新兴渠道获得快速发展、市场地位提升，销售额和市场规模扩大，对代工企业的需求同样增加，中国化妆品 ODM 企业由此步入快速发展期。

图 35: 国产化妆品品牌营收 (亿人民币) 及增速



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

中国目前线下渠道仍占据 75% 以上市场份额，线上渠道仅占 23.2%。但近年来化妆品销售渠道逐渐分散，传统专卖店和 CS 店的比例下降，新兴线上渠道快速发展。随着电商的崛起，化妆品行业获得了巨大的成长空间。渠道拓展降低化妆品品牌进入门槛，众多线上品牌（完美日记、HFP 等）纷纷进入大众视野。线上品牌大多没有自建

工厂，且品牌认知度不高，需要大型代工企业的生产研发能力作背书，诺斯贝尔等国内化妆品 ODM 龙头成为品牌商生产首选，中国化妆品 ODM 企业由此迎来新的发展机遇。

表 3: 中国化妆品销售渠道 (2019 年)

项目	线下渠道				线上渠道
	超市及大卖场	百货商店	日化专营店	单品牌门店	B2B、C2C 等
品牌数量	10-60 个	20-30 个	小于 10 个	1 个	几乎所有品牌
产品定位	中低端	中高端	中端	中端、高端	低中高
主要品牌	妮维雅、旁氏、卡尼尔等外资品牌，相宜本草、丁家宜、大宝等本土品牌	欧莱雅、资生堂、娇韵诗、雅诗兰黛、迪奥等外资品牌，本土品牌如佰草集等	珀莱雅、自然堂、丸美、美肤宝等本土品牌	欧舒丹、科颜氏、悦诗风吟、老中医、林清轩、美体小铺	几乎覆盖所有外资和本土品牌
2019 年市场份额	22.2%	18%	18.1%	--	30.3%

数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图 36: 国产线上品牌崛起

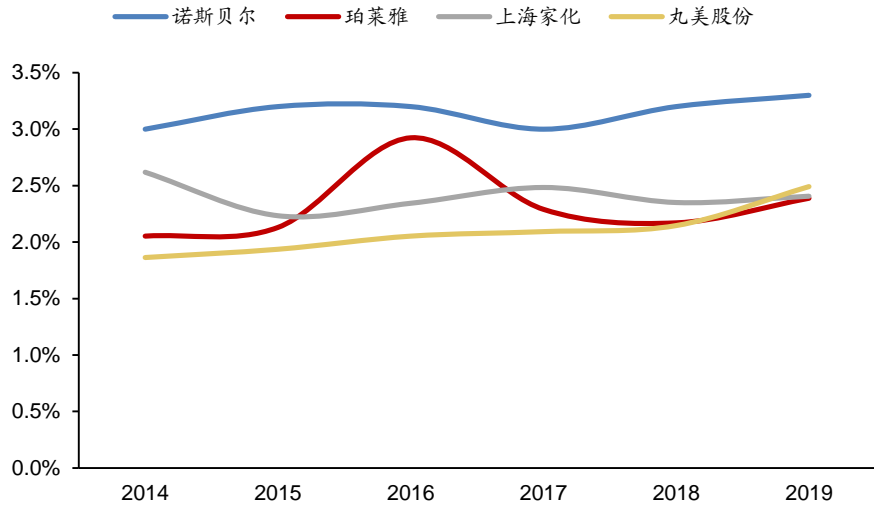


数据来源: 公司官网, 淘宝网, 广发证券发展研究中心

除了化妆品行业发展给 ODM 企业带来的红利外，中国化妆品代工企业的发展也有其内因：相比于传统国内化妆品牌，中国化妆品 ODM 企业的研发投入力度更大。

2019年，诺斯贝尔、珀莱雅、上海家化、丸美股份的研发费用率分别为3.3%、2.39%、2.41%和2.49%。2014-2019年，诺斯贝尔研发费用率稳定保持在3%以上，始终领先于珀莱雅、上海家化和丸美股份。强大的研发能力是中国化妆品ODM企业在激烈的国际竞争中脱颖而出的核心。

图 37: 诺斯贝尔、珀莱雅、上海家化、丸美股份研发费用率对比



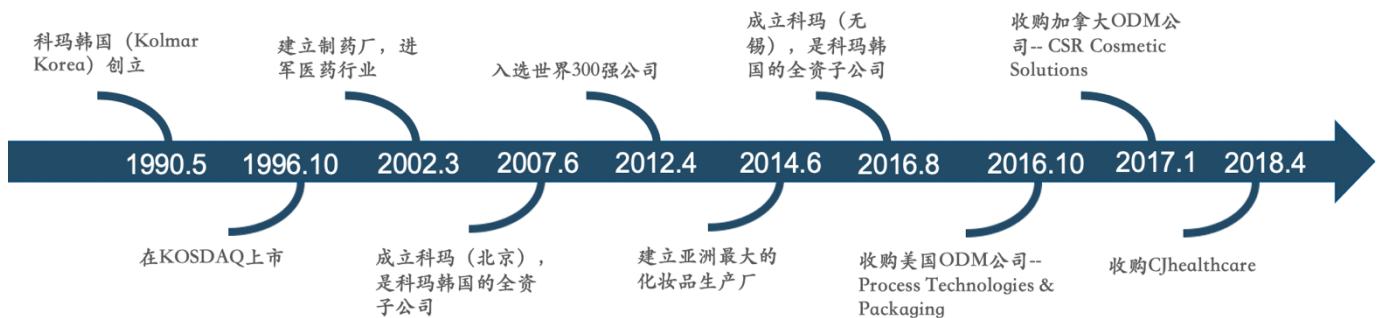
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

三、中韩化妆品 ODM 龙头对比

(一) 科玛集团: 化妆品 ODM 行业开拓者

科玛集团创立于1990年，是一家生产化妆品和药品的公司，于1996年在韩国KOSDAQ上市。科玛集团在业内首次引入了ODM系统，提供从趋势识别、产品规划、产品开发、产品运输到产品管理等端到端综合服务。2018年度销售达13578亿韩元（约合81亿人民币），居全球ODM行业第一。韩国科玛于2016年建成亚洲最大的化妆品制造厂韩国世宗工厂，产能位居韩国本土第一。韩国科玛分别于2007年和2016年在中国成立科玛（北京）和科玛（无锡），进一步加码中国市场。

图 38: 科玛集团发展历程



数据来源: 公司官网, 广发证券发展研究中心

图 39: 科玛集团部分合作品牌



数据来源: 公司官网, 广发证券发展研究中心

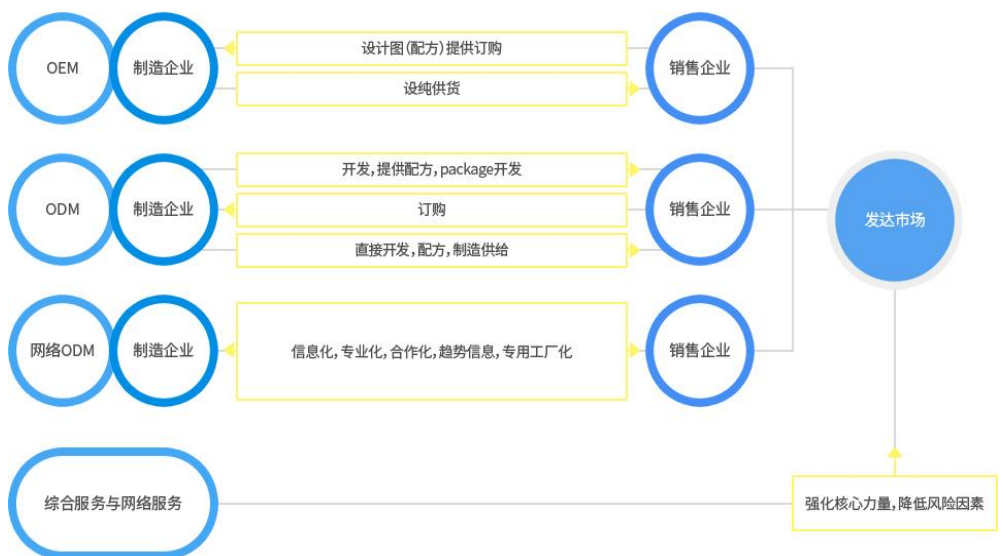
化妆品ODM行业先驱, 引领行业标准。从产品开发到成品, 提供完美的综合服务的ODM网络, 是由韩国科玛在国内最初引入的系统。从对市场情况的动向和趋势把握, 到产品的企划、开发、生产、管理, 以及发货, 提供全流程综合服务。通过韩国科玛的技术和坚实的ODM网络, 积极支持品牌企业的产品开发和生产, 在市场营销中集中力量、强化市场竞争力。

图 40: 科玛集团 ODM 业务流程



数据来源: 公司官网, 广发证券发展研究中心

图 41: 科玛集团 ODM 业务结构



数据来源: 公司官网, 广发证券发展研究中心

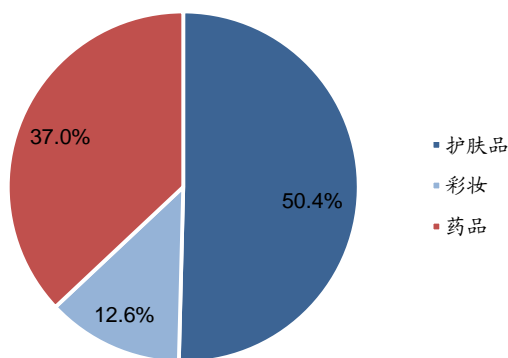
韩国科玛在本地快速扩张，迅速抢占市场，成为本土产能第一。1991年韩国全义基础护肤品工厂竣工，1997年韩国全州工厂竣工并投入使用，2016年亚洲最大的化妆品制造厂韩国世宗工厂竣工，产能达6000亿韩元（约合人民币36亿元）。韩国科玛建成集基础护肤品和彩妆在内的全品类化妆品工厂，韩国本土产能达8000亿韩元（约合人民币47亿元），其中护肤品产能6000亿韩元，彩妆品2000亿韩元，产能跃居本土第一。2018年公司收购韩国CJ集团旗下子公司CJ Healthcare的全部股份。CJ Healthcare是韩国本土第四的ETC制药公司，通过此次收购韩国科玛进一步扩大医药领域的布局。

图42：科玛集团韩国本土工厂



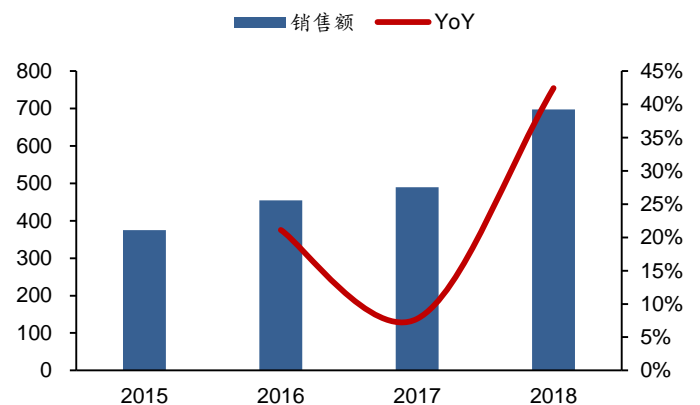
数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

图 43：2018 年护肤品、彩妆、药品占比



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 44：科玛集团化妆品本土销售额（十亿韩元）

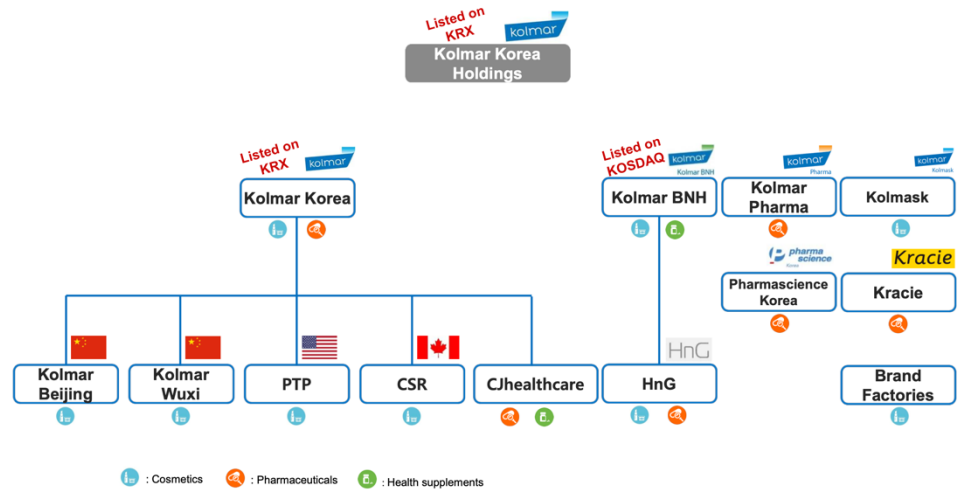


数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

科玛集团向中国、北美扩张。2004年，韩国科玛公司进军中国化妆品行业，建立了北京科玛，系韩国科玛的全资子公司。2010年，北京科玛建了一家工厂。这家工厂在2013年扭亏为盈，销售额达3000亿韩元（约合18亿人民币），北京科玛成为中国化妆品市场上收入排名第二的公司。2016年韩国科玛与北美最大的化妆用品采购

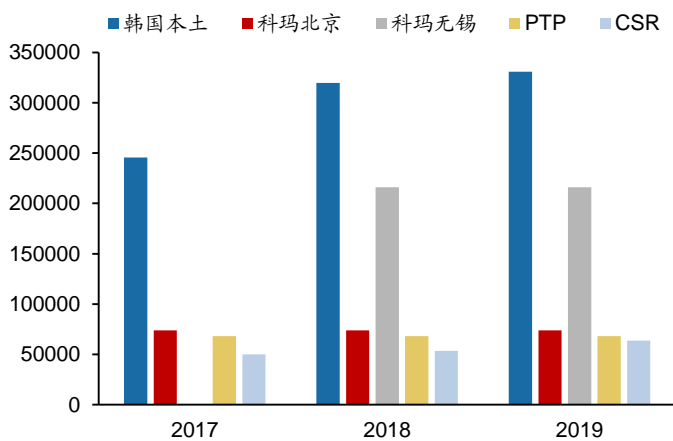
商Wormser共同收购美国彩妆ODM公司PTP（韩国科玛控股51%，Wormser控股49%），进军北美市场。2017年收购专业生产护肤和个护产品的加拿大ODM公司CSR（韩国科玛控股85%），进一步扩大北美市场的占有率。截至2016年12月31日，包括化妆品出口在内的海外销售额约占销售额的13%。2019年，科玛集团海外控股公司产能为2800亿韩元（约合16.5亿人民币），其中科玛北京1500亿韩元，美国PTP800亿韩元，加拿大CSR500亿韩元。

图45：科玛集团海外控股公司



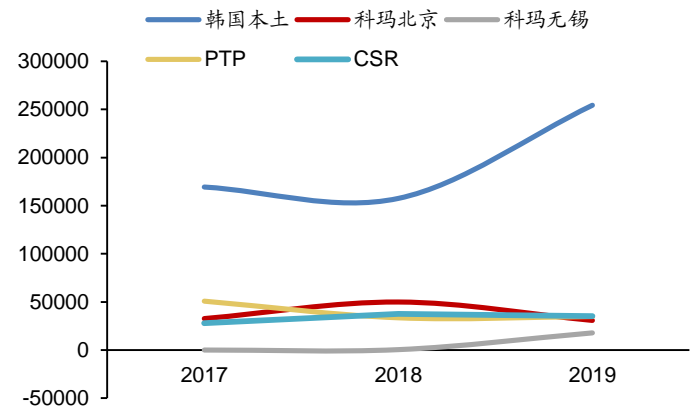
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 46：科玛集团产能（千韩元）



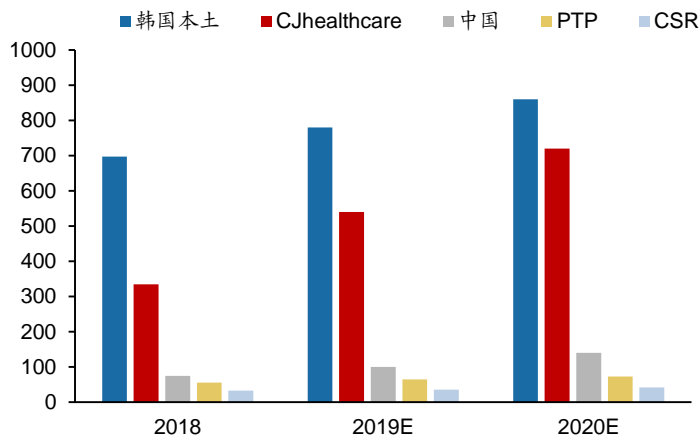
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 47：科玛集团产量（千韩元）



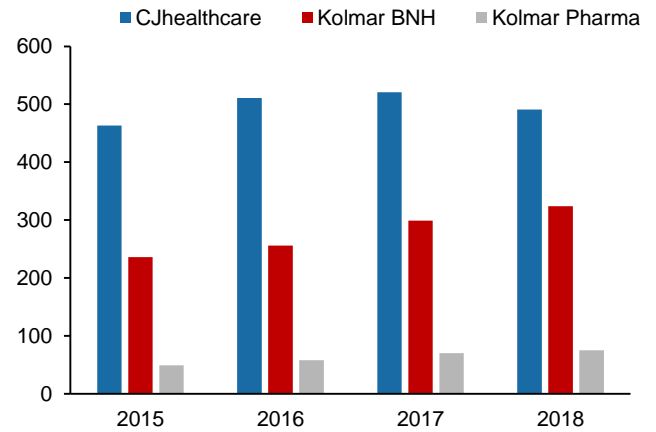
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 48: 科玛集团全球销售额预测 (十亿韩元)



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 49: 控股公司销售额对比 (十亿韩元)

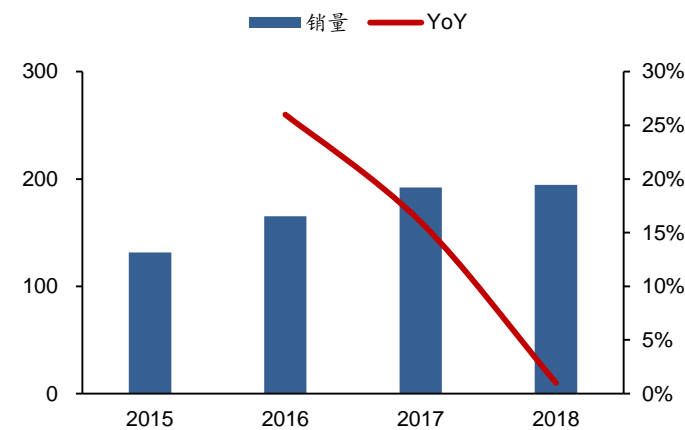


数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

化妆品、医药双驱动, 化妆品代工业务和制药业务为韩国科玛的主要收入板块。

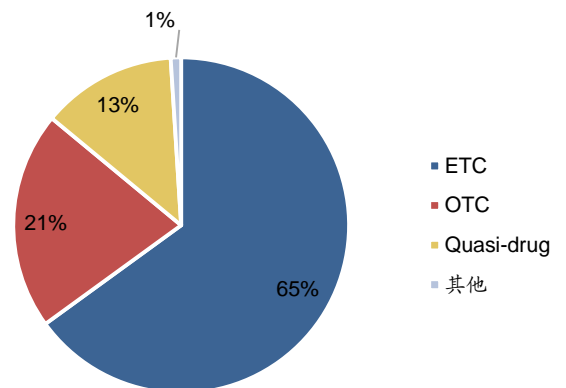
科玛集团化妆品部门涉及皮肤护理, 化妆, 头发护理, 身体护理等化妆品的原创开发和设计制造(ODM)和原始设备制造(OEM)业务;其药物部门涉及药品和准药品的开发和生产, 包括普通药品, 专业药品, 生物等效药品等。2018年化妆品收入占总收入63%, 制药及其他业务占总收入37%。2015-2017年, 制药产能从1500亿韩元至4000亿韩元, 增长260%。2018年制药板块销售额达1944亿韩元, 复合年均增长14%, 制药CMO业务居韩国第一。

图 50: 科玛集团制药本土销售额(十亿韩元)



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 51: 2018 年制药业务细分品类占比



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

以研发实力为核心竞争力, 研发投入居行业前列。科玛集团拥有9个化妆品研发实验室: 皮肤护理实验室, 化妆实验室, 个人护理实验室, 皮肤科学实验室, 北京实验室, 全球技术中心, 香水实验室和包装设计实验室。科玛每年将销售额的5-6%用于研发, 研发人员数量占总劳动力的1/3。目前集团共申报专利611项(包括发明专利440项, 实用新型专利14项, 设计专利157项), 共获批337项。

表 4: 科玛集团专利数量

所有专利						
分类	发明专利		实用新型专利		设计	
	申报	获批	申报	获批	申报	获批
合计	440	242	14	9	157	86

数据来源: 公司官网, 广发证券发展研究中心

(二) 科丝美诗: 化妆品代工巨头的崛起

科丝美诗创立于1992年, 总部位于韩国京畿道, 是一家集研发、设计、制造于一体的专业化妆品OEM/ODM企业。2000年起, 科丝美诗开始海内外扩张, 进行全球生产。经过多年的扩张, 目前科丝美诗在韩国、中国上海(2004年)和广州(2010年)、印度尼西亚雅加达(2012年)、美国俄亥俄(2013年)等地拥有分公司和工厂。目前公司已经发展形成包括护肤品、彩妆、香料、面膜、指甲油等在内的全品类研发及生产布局, 和超过600家公司建立了合作关系, 全球美妆20强品牌当中, 15家目前是科丝美诗的合作伙伴。科丝美诗为全球大型化妆品集团欧莱雅、韩国爱茉莉、百雀羚、迦蓝集团等研究、开发、生产产品。

图 52: 科丝美诗发展历程



数据来源: 公司官网, 广发证券发展研究中心

图 53: 科丝美诗部分合作品牌



数据来源: 公司官网, Wind, 广发证券发展研究中心

科丝美诗推进海外扩张, 迈向全球研发生产公司。

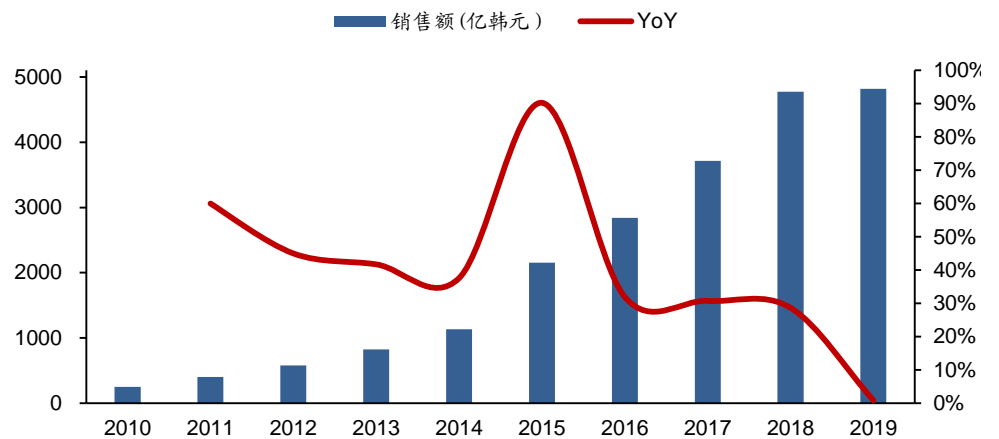
中国市场: 科丝美诗成为中国化妆品ODM第一。科丝美诗2004年进入中国市场, 成立了科丝美诗中国和科丝美诗广州两家子公司。科丝美诗中国自2004年成立以来, 凭借优质的服务和对中国市场的高度了解保持了稳定的增长。为了适应中国化妆品市场的增长和变化, 科丝美诗于2017年在顺化建立工厂, 2018年2月全面投产, 该工厂在上海的年产量约为2亿件。2019年上海工厂的生产能力翻了一番, 达到了4亿件。与此同时, 广州子公司将现有的4000万件产能扩大到每年1亿件。

图 54: 科丝美诗进入中国市场过程



数据来源: 公司官网, 广发证券发展研究中心

图 55: 科丝美诗在中国市场的销售额



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

东南亚: 雅加达工厂打入清真市场。 随着韩流热潮, 在穆斯林世界, 人们对韩国化妆品的兴趣很高。2018年, 印尼化妆品出口额为5000万美元, 虽然很小, 但同比增长110.9%, 而对马来西亚的出口额(9000万美元, 增长30.6%)也呈现每年大幅增长的态势。目前, 穆斯林人口约为20亿, 清真市场的规模估计为2万亿美元, 科丝美诗把握时机进入清真市场。科丝美诗印度尼西亚子公司成立于2011年, 雅加达工厂于2014年开始运营, 目前已获得当地清真认证, 开始经营本地化工厂。科丝美诗印度尼西亚专注于针对东南亚市场(包括印度尼西亚和中东市场)的产品开发和生产, 年产能达4000万件。

图 56: 科丝美诗印度尼西亚工厂



数据来源: 公司官网, 广发证券发展研究中心

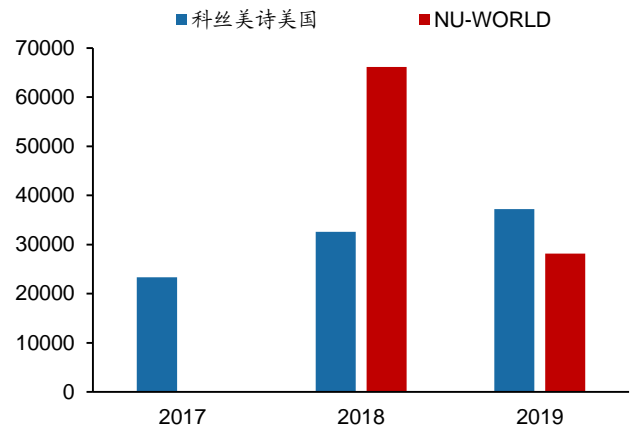
美国: 科丝美诗美国业务达到转折点。 自2016年以来, 科丝美诗美国一直稳步增长, 工厂每年可生产1亿件化妆品, 现已全面投入运营, 可同时生产护肤品和彩妆产品。公司于2017年12月收购了位于新泽西州的彩妆品ODM公司NU-WORLD。科丝美诗通过将俄亥俄州的基础工厂和位于新泽西的NU-WORLD工厂进行二元化来提高生产率并进一步增强客户服务。

图 57: 科丝美诗俄亥俄工厂



数据来源: 公司官网, 广发证券发展研究中心

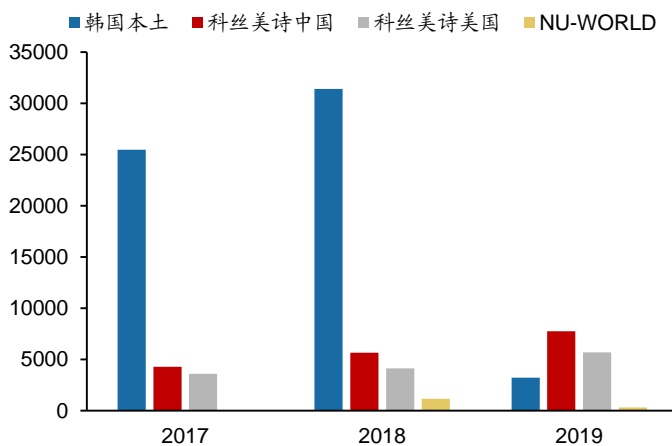
图 58: 科丝美诗美国地区产量



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

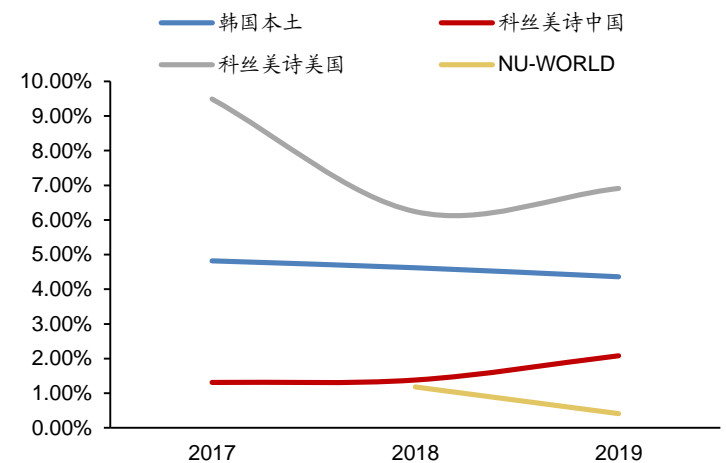
紧跟国际趋势, 化妆品研发能力突出。科丝美诗研发人员数量占总劳动力的25%。公司研发组织于2011年扩展重组为科丝美诗研发中心, 以增强其在各个领域的专业能力。2015年科丝美诗研发中心进一步重组, 将基础护肤品和彩妆分开并建立不同的实验室, 通过各个领域的专业化研究增强市场响应能力, 而且通过更精细的研发提高客户满意度。同时, 科丝美诗通过定期的海外市场研究, 紧跟国际化妆品潮流趋势。截止2019年12月, 公司共拥有特许1424项, 申请专利501项, 获批203项。

图 59: 科丝美诗研发投入 (百万韩元)



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 60: 科丝美诗研发投入占销售额比例



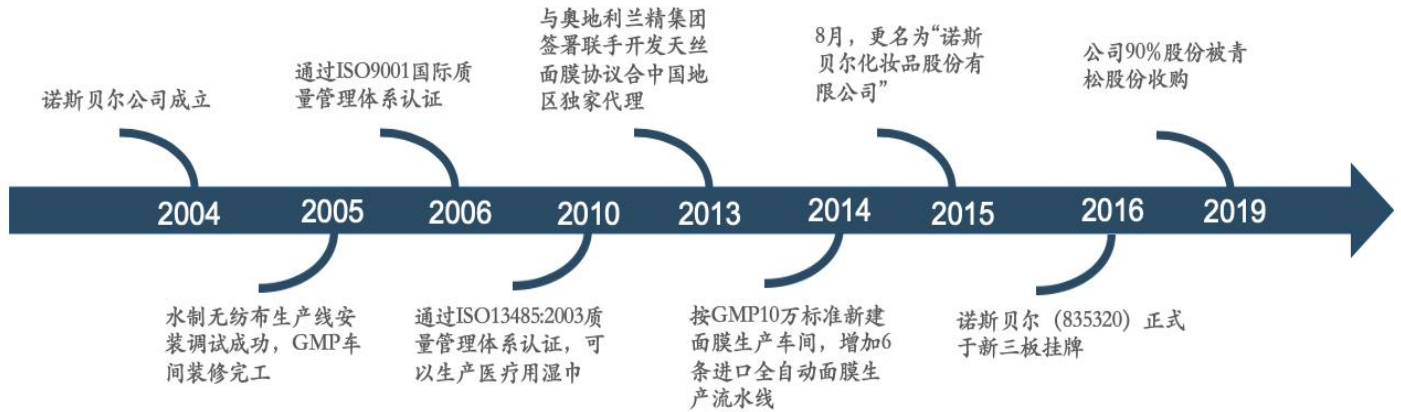
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

(三) 诺斯贝尔: 中国化妆品 ODM 行业先锋

诺斯贝尔创立于2004年, 主营面膜、护肤品及湿巾业务, 是一家集研发、设计、制造于一体的专业OEM/ODM企业, 目前已发展成为全球第四、国内第一大化妆品ODM企业, 下游客户主要有屈臣氏、溯黎、完美日记、御泥坊、联合利华等知名企业和品牌。公司目前面膜日产能650万片以上、安瓶品类日产能100万瓶、湿巾日产能4000万片, 产品远销全球40多个国家和地区。

合成樟脑龙头企业收购诺斯贝尔。2019年4月青松股份完成对香港诺斯贝尔等19名交易方合计持有的诺斯贝尔化妆品股份有限公司90%股份的收购，5月7日青松股份发表公告，全资子公司广东领博科技投资有限公司拟以4.3亿人民币现金方式收购诺斯贝尔剩余的10%股份，方案尚需提交股东大会审议。

图61：诺斯贝尔发展历程



数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

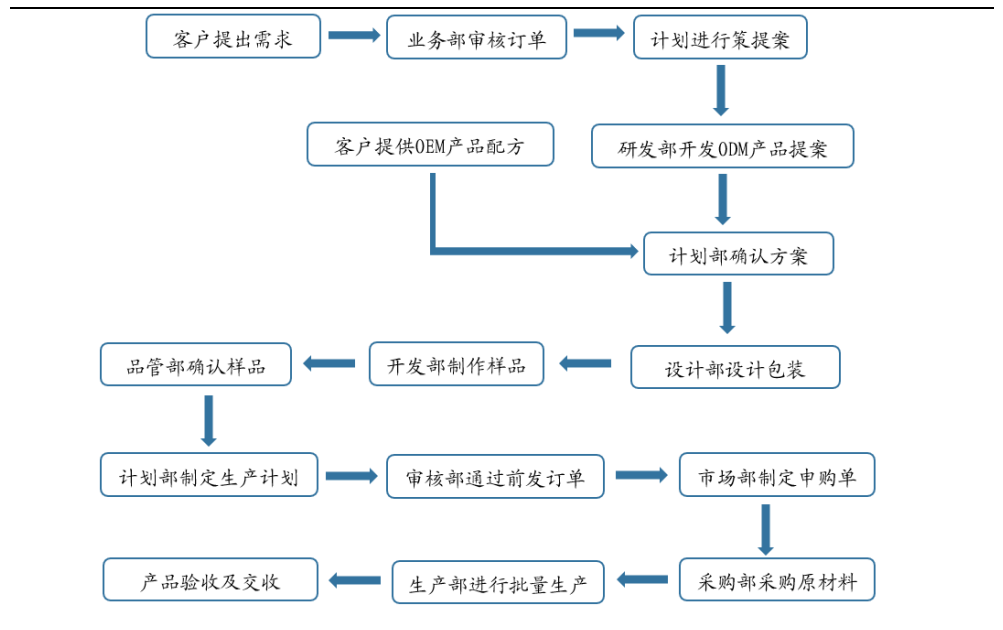
图 62：诺斯贝尔部分合作品牌



数据来源：公司官网，Wind，广发证券发展研究中心

诺斯贝尔以ODM为主，OEM为辅，从原料采购到研发，再到生产、产品测试，致力于打造从原料端到消费者体验完整且透明的产业链，并将科研和创新作为企业发展的源动力。诺斯贝尔一般业务流程为：客户提出产品需求，由业务部对客户订单进行审核，审核通过后交由计划部进行策划提案并确定方案，如果是ODM产品则由研发部进行配方开发，如果是OEM产品则由客户提供配方，方案确定后进行包装设计、包材选择、样品制作等进行产品生产。

图63: 诺斯贝尔业务流程








数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

诺斯贝尔以面膜代工为主，护肤品、湿巾代工为辅。2013年，诺斯贝尔与奥地利兰精集团合作开发的天丝面膜，带来了一场面膜膜材的革命，之后诺斯贝尔继续保持快时尚节奏，不断推出新品，从普通无纺布面膜到弹性面膜、天丝面膜，再到超细纤维面膜、生物质石墨烯面膜、纳米速溶面膜，不断引领面膜行业的发展。湿巾业务体量较小，主要作为面膜淡季的业务补充，但其中医疗湿巾因疫情影响占比有望提升。

表 5: 诺斯贝尔主要产品

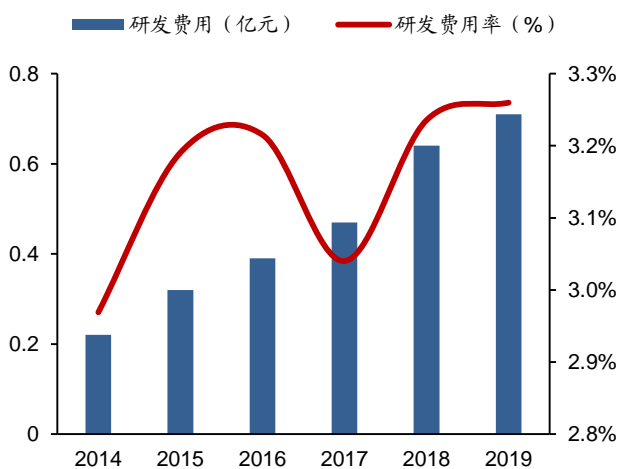
产品系列	产品类别	产品名称	主要功能	样品图例
面膜系列	面膜类	天丝面膜	补充面部肌肤营养及水分，保湿，紧致，亮白、淡斑	
		超细纤维面膜		
		水凝胶面膜		
护肤品系列	护肤类	爽肤水，护肤乳液及膏霜	补充面部肌肤营养及水分，紧致皮肤，保湿	

		冻干粉\安瓶精华液	面部精华	
		泡罩材料护肤类	面部护肤类、水、乳、霜、精华液、面膜	
	洁肤类	卸妆霜和洁面乳	清洁面部彩妆及污垢	
	底妆类	隔离霜	保湿、遮瑕	
湿巾系列	湿巾	清洁卫生湿巾、婴儿湿巾、美容湿巾、医疗湿巾等	清洁皮肤上附着的污垢及细菌；针对婴儿娇嫩肤质温和清洁；抑菌，滋润护理快速杀菌，清除污垢，消毒	

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

在研发方面，诺斯贝尔拥有超200人的研发团队，为了将研发优势扩大化，企业主动和韩国知名研究专家组建诺斯贝尔韩国研究所，还与日本、欧美等多个海外知名机构深度合作，使研发技术始终走在国际前沿。近五年诺斯贝尔研发费用也逐年增加，从2014年的0.22亿人民币增加至2019年的0.71亿人民币，研发费用率达到了3.3%，高于同业水平。截至2019年公司已拥有专利42项，其中发明专利20项，实用新型专利21项。

图64：诺斯贝尔研发投入情况



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图65：诺斯贝尔研发中心

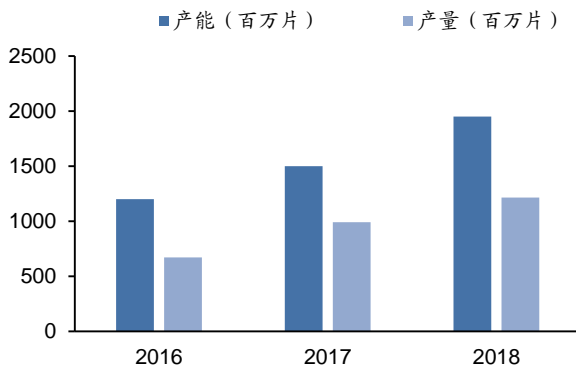


数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

在生产方面，诺斯贝尔拥有先进的生产线，具有较强的生产制造能力，规模优势明显。化妆品行业的生产能力，是企业的核心竞争力之一，诺斯贝尔目前拥有超

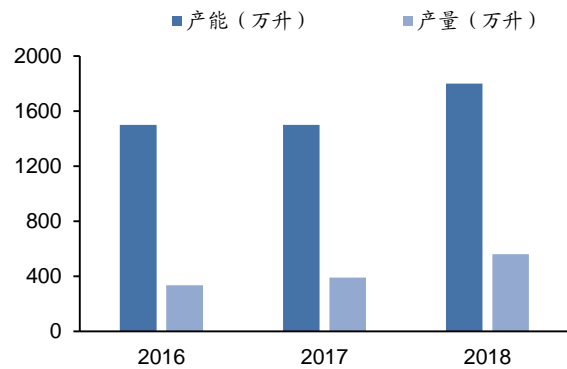
过5万平方米的GMP标准厂房以及多台全自动化面膜、护肤品和湿巾生产设备，面膜日产能650万片以上、安瓶品类日产能100万瓶、湿巾日产能4000万片，可以快速满足各品牌商大批量和紧急订单的需求，产品远销全球40多个国家和地区。2020年诺斯贝尔计划增加包括真空乳化设备、护肤品灌装包装生产线、水凝胶面膜生产线、冻干面膜生产线、全自动湿巾生产线等产能建设工作。

图66：诺斯贝尔面膜系列产能和产量



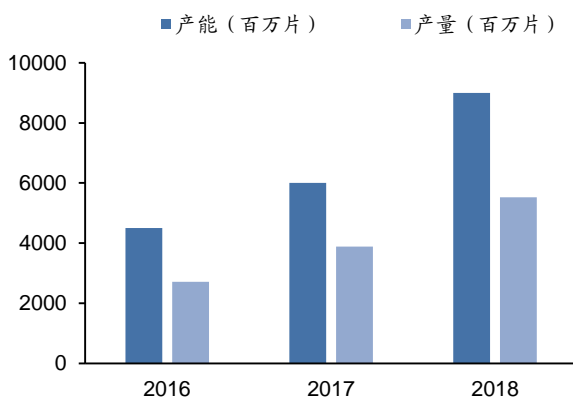
数据来源：公司收购预案公告，广发证券发展研究中心

图67：诺斯贝尔护肤品系列产能和产量



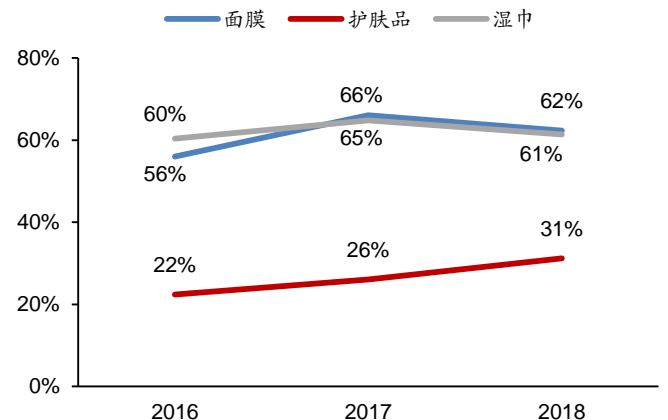
数据来源：公司收购预案公告，广发证券发展研究中心

图68：诺斯贝尔湿巾系列产能和产量



数据来源：公司收购预案公告，广发证券发展研究中心

图69：诺斯贝尔产能利用率情况

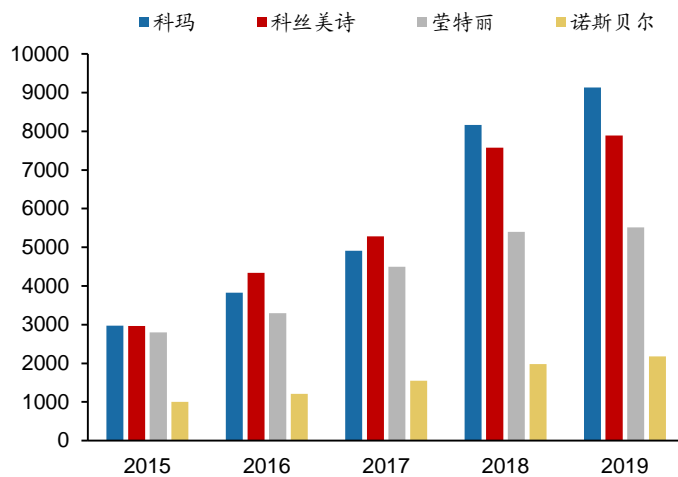


数据来源：公司收购预案公告，广发证券发展研究中心

（四）财务指标对比：诺斯贝尔利润率先，科丝美诗中国市场表现亮眼

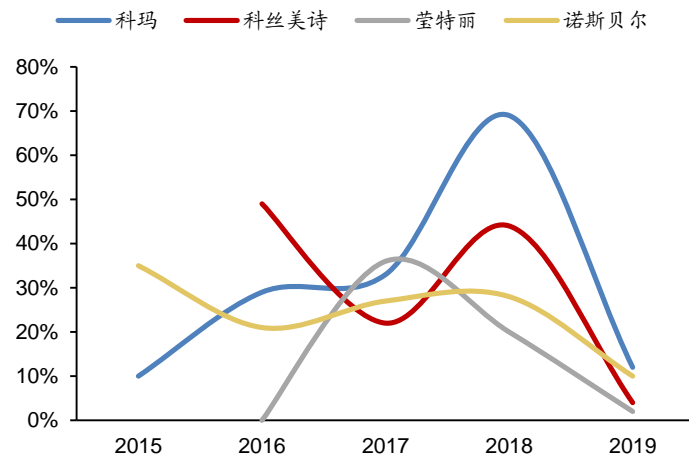
从营业收入看，科丝美诗、科玛更胜一筹。2015-2017年，科丝美诗居于化妆品代工行业第一，2018年科玛集团以营收81亿人民币赶超科丝美诗，成为化妆品ODM行业第一。从营收增速看，2018年以前，科玛集团和莹特丽的营收增速不断提高，2018年科玛集团营收YoY高达69%。2019年4家龙头企业增速普遍下滑，科玛集团下滑幅度最大，跌落回12%。

图 70: 代工行业龙头企业营业收入 (百万人民币)



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

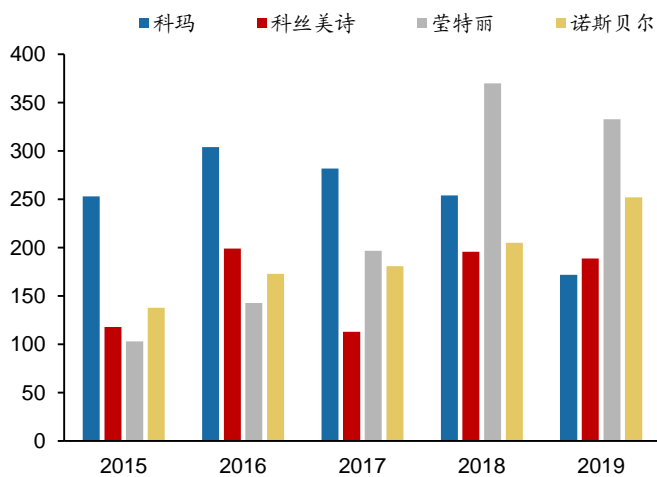
图 71: 代工行业龙头企业营业收入 YoY



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

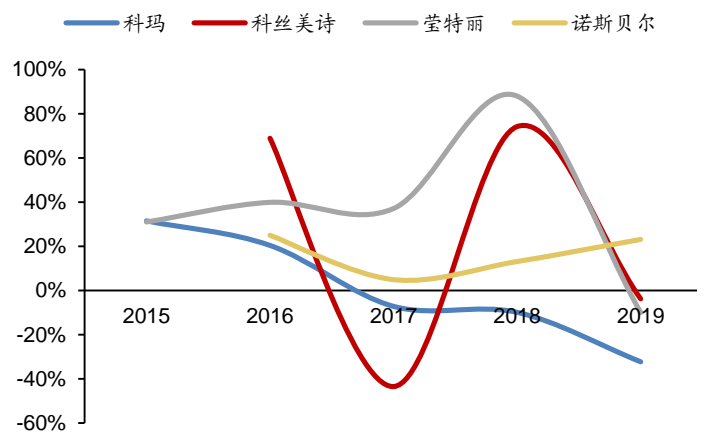
从净利润看, 科玛集团净利润呈下滑趋势, 莹特丽增幅较大。2017年起, 科玛集团净利润逐步下滑, 净利润YoY为负值。2019年净利润下跌32%, 成为近5年来最低净利润。莹特丽净利润增幅较大, 2018年增幅达到88%, 超过科玛集团居第一位。诺斯贝尔2015年-2019年净利润保持上涨且增速稳定, 2019年净利润为2.52亿人民币, 是近5年来最高。科丝美诗在2017年经过短暂的下跌之后迅速回升, 净利润始终维持在2亿人民币以内。

图 72: 代工行业龙头企业净利润 (百万人民币)



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

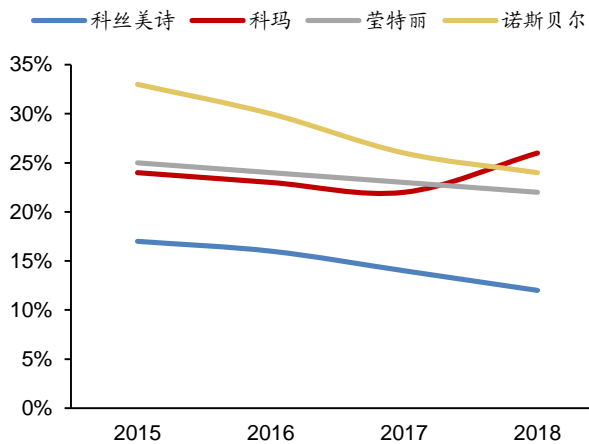
图 73: 代工行业龙头企业净利润 YoY



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

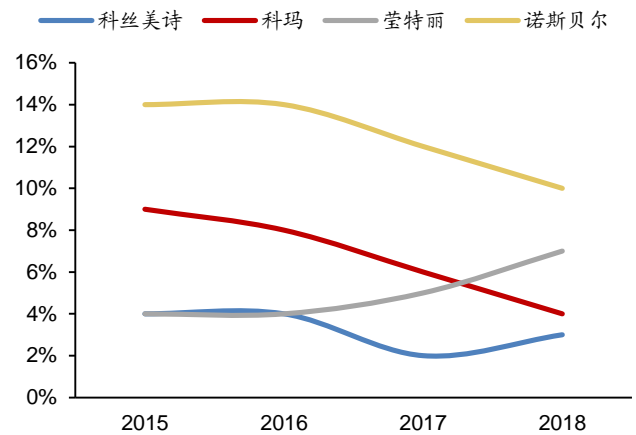
从利润率看, 诺斯贝尔要强于其他代工企业。2015-2018年, 化妆品代工行业第一大企业科丝美诗的净利率、毛利率始终低于诺斯贝尔、科玛和莹特丽。2018年科丝美诗、科玛、莹特丽、诺斯贝尔的净利率分别为3%、4%、7%、10%, 诺斯贝尔净利率领先科丝美诗近7%。盈利能力强主要是因为诺斯贝尔的全产业链布局, 从研发、生产、及后续培训、服务等全方位深耕, 所以成本竞争力更强。伴随诺斯贝尔产品品类的扩张和客户结构的优化, 未来毛利率有望高位提升。

图 74: 代工行业龙头企业毛利率



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

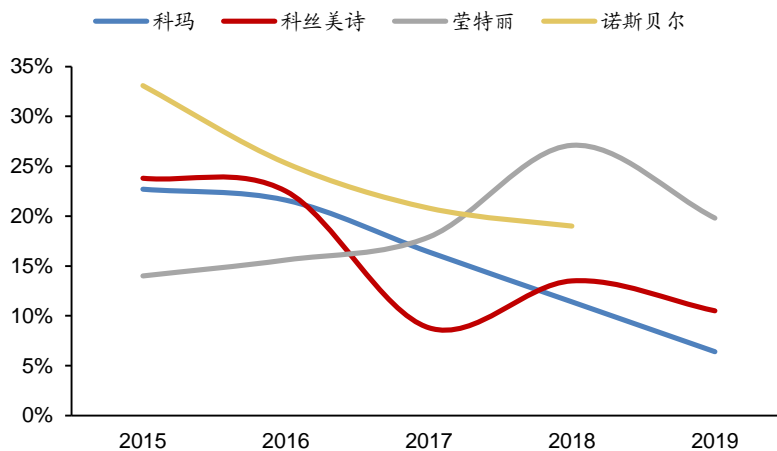
图 75: 代工行业龙头企业净利率



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

从ROE看, 诺斯贝尔领先同行。2015年, 科玛集团、科丝美诗和莹特丽ROE分别为22.7%、23.8%和14%, 均低于诺斯贝尔(33.1%)。2015年后, 诺斯贝尔ROE呈下滑趋势, 但仍处于行业前列。同期, 科玛集团ROE持续下滑, 2019年ROE仅为6.4%, 居三家公司末位。自2018年, 莹特丽ROE、ROA超过其他三家公司, 盈利能力增强。

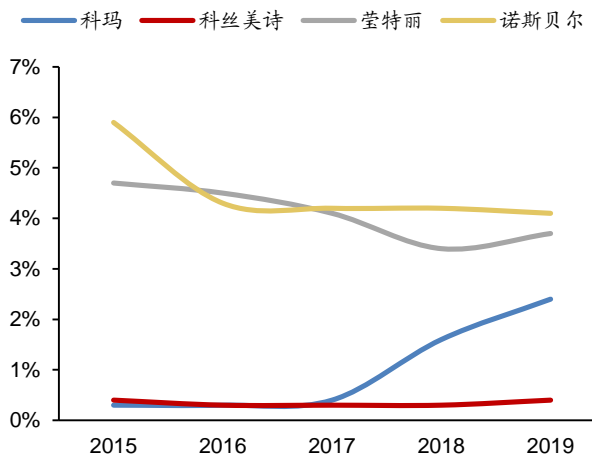
图 76: 代工行业龙头企业 ROE



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

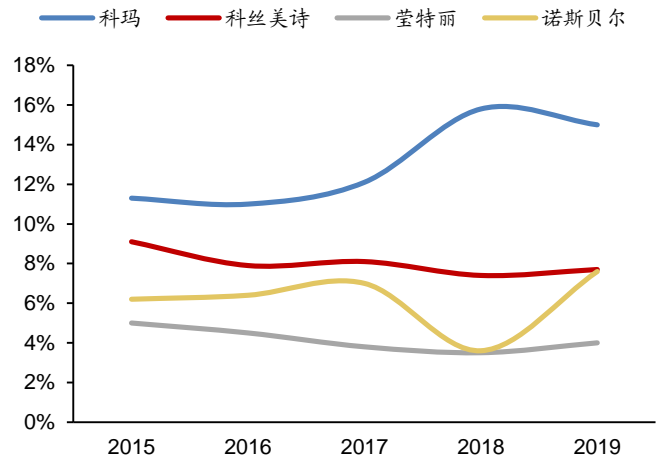
从销售和管理费用率看, 科丝美诗控费能力更强。从销售费用率看, 科丝美诗销售费用率始终控制在 0.5%以内, 销售费用率维持在行业较低水平。从管理费用率看, 莹特丽在 4 家公司中管理费用率最低, 保持在 5%左右, 科玛集团相对较高, 超过 10%。总体来看, 科丝美诗销售管理费用率最低, 这是由于原材料等方面费用较低, 因此控费能力强。

图 77: 代工行业龙头企业销售费用率



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图 78: 代工行业龙头企业管理费用率



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

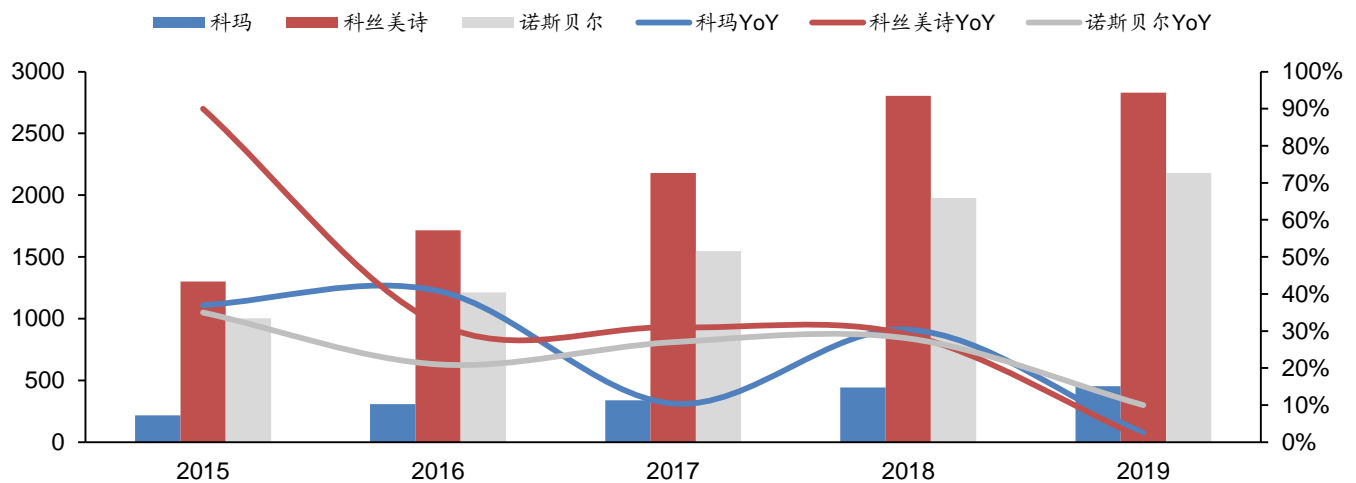
从代工企业在中国的发展状况看:

(1) 科丝美诗在中国市场份额最大, 暂时难以赶超。从收入角度看, 科丝美诗中国(上海)和科丝美诗中国(广州)15-19年收入CAGR为31%。2019年收入4818亿韩元(约合28.3亿人民币), 同比增长0.9%, 为近5年来最小增速。19年科丝美诗上海工厂营收3718亿韩元(约合21.8亿人民币), 同比下滑10%。下滑原因是对单一产品(百雀羚)依赖度较高, 2019年上海工厂护肤品类营收同比下滑10%, 导致营收受到较大影响。

(2) 诺斯贝尔位居第二, 与科丝美诗的差距不断缩小。从收入规模角度上看, 诺斯贝尔中国地区收入19年达到21.8亿元人民币, 仅次于科丝美诗。从成长性上看, 诺斯贝尔19年营收增速达到10.1%, 远高于韩国科玛(2.7%)、科丝美诗(0.9%)。诺斯贝尔不存在严重依赖少数客户的情况, 2016~2018年前五大客户营收占比分别为61.2%、57.3%、43.3%, 占比逐年减少, 并且不存在向单一客户销售比例超过总额的30%。多层次客户的布局有利于诺斯贝尔降低单一类型客户的波动。

(3) 与韩国本土相比, 科玛集团在中国市场体量较小, 发展潜力较大。从收入角度看, 科玛北京工厂14-18年CAGR为29%, 19年收入同比下滑25.5%至555亿韩元; 科玛无锡工厂18Q4开始运营, 全年收入5.6亿韩元, 19年收入215亿韩元。从产品和产能角度上看, 科玛北京工厂主要服务于中高档产品, 产能为1500亿韩元; 科玛无锡工厂主要服务于中国本土大众品牌的大批量订单, 产能为3500亿韩元。

图 79: 代工龙头中国地区营收 (百万人民币) 及增速



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

四、估值与启示

品牌商对接下游是C端客户, 而化妆品代工企业下游则是B端客户, 这导致普通投资者很少与化妆品ODM企业直接接触, 对化妆品代工企业的印象仍停留在初级代加工服务。基于对化妆品ODM行业的研究分析, 我们认为市场对于该行业存在三方面预期差。

预期差一: 不同于市场对传统代工行业的认知, 化妆品ODM企业不仅仅提供代生产服务, 更是提供包含设计、研发、生产、包装、服务在内的一站式服务体验。化妆品代工企业拥有自己的原料供应渠道和研发团队, 掌握大量的专利技术以及配方产品。品牌方只需向ODM服务商提出产品的功能、性能等构思, ODM服务商就可以将设想变为现实, 满足品牌方的多样化需求。

预期差二: 不同于市场对传统代工企业弱研发的印象, 化妆品ODM企业的研发能力非常雄厚。相对于普通化妆品企业, 化妆品ODM行业的研发费用率普遍较高。中国化妆品牌的研发费用率通常2.5%以内 (2019年, 珀莱雅、上海家化、丸美股份的研发费用率分别为2.39%、2.41%和2.49%), 而同期诺斯贝尔的研发费用率达到3.3%。2019年韩国化妆品ODM龙头科玛集团和科丝美诗的研发费用率更是高达7.1%和4.4%。

预期差三: 不同于市场一般认为的化妆品代工行业十分分散, 未来代工企业的集中度会越来越高。一方面, 大品牌生产需要达到高标准的产品质量和环保要求, 普通小代工厂难以满足, 因此大品牌订单会向大型ODM企业聚集。另一方面, 小品牌由于认知度不高且研发能力有限, 需要大型代工企业的成熟配方以及高质量的产品来作为品牌的背书, 以提高品牌口碑。因此小品牌订单同样会向大型代工企业汇集。大企业的规模效应不断增强, 行业集中度越来越高。

参考韩国化妆品代工企业的发展路径，中国化妆品ODM企业的未来增长点可能有：

（1）相比于韩国化妆品ODM巨头，中国代工企业起步晚，但是经过多年发展，在品类多样性及国际品牌合作方面差距越来越小，未来品类扩张以及客户结构优化有望成为业绩增长点。从品类角度上看，国内化妆品ODM企业少有覆盖全品类，但近年来拓展品类的步伐明显加快，未来会逐渐发展为包括护肤、彩妆和医美在内的全品类布局。从国内客户角度上看，目前国内化妆品代工龙头诺斯贝尔的客户以传统国产品牌为主，2019年之后随着新锐品牌崛起开始布局新一线品牌。从国际客户角度上看，诺斯贝尔已经和安利、联合利华和资生堂等国际大牌建立合作关系，随着中国化妆品市场规模扩大以及代工企业的壮大，未来国际品牌客户占比有望提升，客户结构将得到优化。

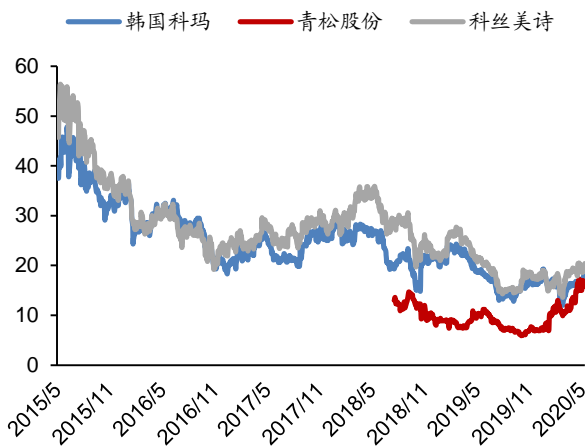
（2）国内化妆品ODM企业或借鉴科玛集团和科丝美诗的扩张经验，并购海外代工企业以及建立海外子公司来拓展市场和业务范围。科玛集团在中国成立科玛（北京）和科玛（无锡）两家子公司，在中国的营收逐年增加，海外扩张效果显著。科丝美诗在中国成立了科丝美诗（中国）和科丝美诗（广州）两家子公司，目前已成为中国最大的化妆品ODM企业，中国市场成为集团营收的重要组成部分。

（3）持续大量的研发投入是国内化妆品ODM企业提高竞争力的关键。对比科丝美诗（4.4%）和科玛（7.1%）的高研发费用率，国内最大的代工企业诺斯贝尔（3.3%）的研发费用率相对较低，未来国内化妆品ODM企业或将通过扩大研发投入，提高研发生产能力在国际竞争市场中占据一席之地。

参考韩国化妆品代工企业以及国内化妆品企业历年来的估值变化情况，我们认为，目前诺斯贝尔市盈率低于韩国化妆品ODM公司以及国内化妆品公司，具备一定的估值提升空间。（1）与韩国代工企业相比：在2013-2016年行业红利期，两家化妆品ODM公司的历史最高估值都在40-50XPE。2016年后，韩国化妆品ODM行业增速放缓，两家公司的市盈率仍维持在20-30XPE之间。当前青松股份整体市盈率仅23XPE，拆分诺斯贝尔市盈率30多倍，中国化妆品正处于行业发展红利期，当前诺斯贝尔估值低于韩国化妆品ODM龙头科玛集团和科丝美诗发展最好时期的估值。（2）与国内化妆品公司相比，珀莱雅和丸美股份上市以来市盈率不断走高，上海家化的市盈率虽然在2018年经历了短暂的低谷，当前三家化妆品公司市盈率达到60XPE以上，国内化妆品品牌估值远高于化妆品ODM企业。（3）从韩国化妆品品牌与代工企业的估值比来看，当前LG健康生活与科丝美诗的估值比为1.32，行业红利期比值低于1，韩国化妆品ODM企业估值与品牌估值水平相当。相比之下，当前珀莱雅和青松股份的估值比高达3.9，中国化妆品ODM企业估值水平远低于品牌。

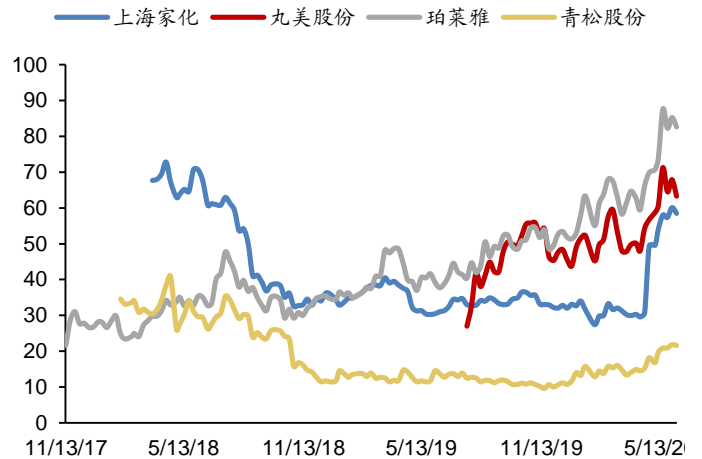
中国化妆品ODM企业估值无论是从绝对值还是相对值都低于韩国企业同期水平，由于中国化妆品行业正处于高速发展期，化妆品ODM企业享有行业红利，因此化妆品ODM龙头应享有估值溢价，建议重点关注青松股份。

图 80: 代工龙头市盈率对比



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图 81: 青松股份与国内化妆品企业市盈率对比



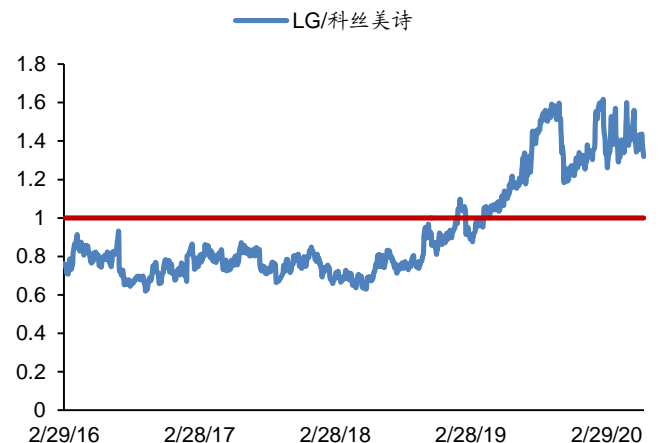
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 82: 珀莱雅/青松股份历史动态 PE



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 83: LG 生活健康/科丝美诗历史动态 PE



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

五、风险提示

1. 宏观经济低迷, 对化妆品消费产生不利影响;
2. 电商增速放缓, 线下渠道增速下滑;
3. 化妆品新品牌、新品类孵化不达预期。

广发商贸零售行业研究小组

洪涛：首席分析师，浙江大学金融学硕士，2010年开始从事商贸零售行业研究，2014年加入广发证券发展研究中心，曾就职于华泰联合证券、平安证券。2019年 II China 纺织、服装和零售（大陆）第一名，2019年新财富批零和社会服务业第四名，2019年上证报最佳批零和社会服务分析师第一名。

嵇文欣：高级分析师，硕士，南京大学经济学硕士。曾任职于西南证券。2020年加入广发证券发展研究中心。

贾雨朦：伦敦政治经济学院风险与金融硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。2019年 II China 纺织、服装和零售（大陆）第一名（团队），2019年新财富批零和社会服务业第四名（团队），2019年上证报最佳批零和社会服务分析师第一名（团队）。

童若琰：上海交通大学金融硕士，2019年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于 -10% ~ +10%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15% 以上。
- 增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于 -5% ~ +5%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5% 以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 35楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期 16楼	香港中环干诺道中 111号永安中心 14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。