

高景气赛道，静待国货化妆品破茧而出

报告摘要：

我国化妆品规模增速领跑全球，本土品牌崛起。过去十年，中国化妆品市场复合增速高达 9.5%，增速领跑全球。从产品结构看，大众护肤品仍为消费主力，彩妆及高端产品市占率逐年攀升。从市场格局看，目前中国市场依然由海外跨国公司主导，但也有本土企业在残酷的市场竞争中崛起。国货品牌定位大众市场，实现错位竞争，借力渠道下沉快速实现规模效应，为后续加强研发及营销投入蓄力。

成长动力：量价齐升叠加社交电商红利，未来空间巨大。（1）**提量：**受益于城镇化率提升/消费人群低龄化/男性渗透率提升，化妆品人口持续增长。（2）**提价：**随着人均可支配收入提高和消费升级的带动，化妆品消费向精细化、高端化进阶。而目前我国化妆品人均消费仅为日韩的六分之一，未来人均消费额仍有较大提升空间。（3）**新媒体营销&电商释放红利：**传播媒介变革加速消费者教育，电商崛起加速渠道下沉，提升化妆品渗透率。

核心要素：研发生产、品牌营销、渠道销售相辅相成。（1）**研发/生产：**研发环节为提升产品力的源动力，本土企业相较海外龙头研发投入落后，但近年来国内企业通过战略合作等方式不断提升研发能力。（2）**品牌营销：**本土企业需完善品牌矩阵&加强口碑积淀，立足民族文化，与国际品牌形成差异化。营销方面，社交媒体、KOL、明星代言、跨界 IP 合作等多种模式使美妆营销格局发生重大变化，也为本土品牌迎来绝佳曝光机会。（3）**渠道：**线下百货渠道受高端市场提振增速回升，CS 渠道为国货主战场，但渠道红利殆尽；线上渠道强势增长，社交+电商模式成为电商渠道发展大趋势，社交媒体的兴盛、美妆 KOL 的带货能力为新品牌、新产品的崛起提供新机遇。

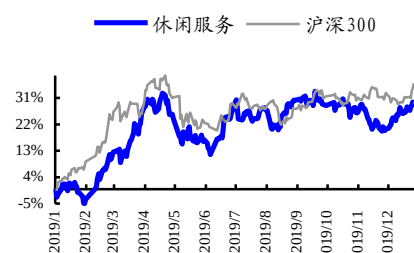
投资建议：国内化妆品行业具成长属性，成长空间来自量价提升&渠道红利。目前我国化妆品公司平均估值约为 43X，略高于国际龙头平均估值 41X，但考虑到国内化妆品行业尚处在成长期，且 A 股化妆品标的稀缺，龙头公司应享有一定溢价，建议关注珀莱雅、中国国旅。

风险提示：宏观经济下行、国际大牌下沉及挤压、人才流失。

重点公司主要财务数据

重点公司	现价	EPS			PE			评级
		2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	
珀莱雅	88.05	1.43	2.01	2.65	61.57	43.81	33.23	买入
中国国旅	88.95	1.59	2.39	2.66	55.94	37.22	33.44	买入

历史收益率曲线



涨跌幅 (%)	1M	3M	12M
绝对收益	7.45%	0.55%	28.71%
相对收益	3.68%	-3.85%	-5.78%

行业数据

成分股数量 (只)	45
总市值 (亿)	4679
流通市值 (亿)	4268
市盈率 (倍)	36.60
市净率 (倍)	3.39
成分股总营收 (亿)	1607
成分股总净利润 (亿)	117
成分股资产负债率 (%)	41.91

相关报告

《社服 2020 年策略报告:坚守高景气免税/化妆品/火锅龙头,把握酒店底部价值》

2019-11-20

《社服 2019 中报综述:业绩增速放缓,关注免税&人力资源&酒店龙头》

2019-09-10

《社服 2019 年中期策略: 坚守高景气免税&人力资源龙头, 静待酒店反转&演艺加速》

2019-06-30

证券分析师：李慧

执业证书编号：S0550117110003
(021)20361142 lihui@nesc.cn

研究助理：李森蔓

执业证书编号：S0550118030026
18521943685 lism@nesc.cn

目 录

1. 行业概况：中国增速领跑全球，高景气优质赛道	5
1.1. 总量：千亿市场，增长韧性强.....	5
1.2. 结构：大众护肤品仍为消费主力，彩妆及高端产品占比逐年攀升.....	7
2. 成长空间：量价齐升路径明确，媒介&渠道加速需求释放.....	9
2.1. 量：化妆品人口持续扩容.....	9
2.2. 价：人均化妆品消费金额不断攀升.....	11
2.3. 其他因子：传播媒介变革&电商渠道红利共振	15
2.4. 市场空间测算：参照韩国化妆品市场，国内市场空间广阔.....	15
3. 产业链剖析：各环节利润分配差异大，品牌商为核心环节	16
4. 化妆品核心要素：研发生产、品牌营销、渠道销售相辅相成.....	18
4.1. 研发&生产：技术研发为基，提高产品力	18
4.1.1. 研发：本土企业奋起直追，研发实力不断提升.....	18
4.1.2. 生产：自产与代工相结合，我国代工企业竞争格局分散.....	20
4.2. 品牌：本土企业需要建立品牌矩阵，并打造差异化竞争路线.....	22
4.2.1. 本土企业需完善品牌矩阵&加强口碑积淀	22
4.2.2. 以民族文化为突破口，走差异化竞争路线.....	24
4.3. 营销：社媒营销崛起，为国货带来新机遇.....	25
4.3.1. 流量入口碎片化，降低品牌营销门槛.....	25
4.3.2. 国内主要化妆品企业营销打法对比	26
4.4. 渠道：线下渠道面临瓶颈，线上渠道创造红利.....	28
4.4.1. 线下渠道：百货受高端市场提振，CS 渠道为国货主战场.....	29
4.4.2. 线上渠道：传统电商红利殆尽，社交电商站上风口.....	34
5. 竞争格局：国货深耕大众市场，实现错位竞争	37
6. 投资建议.....	39
7. 风险提示	41

图表目录

图 1: 2009-2018 年全球化妆品市场规模及增速	5
图 2: 2009-2018 年中国化妆品市场规模及增速	5
图 3: 2009-2018 年 TOP10 化妆品消费国 CAGR	5
图 4: 2018 年 TOP10 化妆品消费国市场份额	5
图 5: 化妆品、GDP、人均可支配收入增速	6
图 6: 2017 年以来社零化妆品增速表现突出	6
图 7: 化妆品各品类增速分化	7
图 8: 大众化妆品与高端化妆品增速	7
图 9: TOP50 国内外品牌增速对比	7
图 10: 线上、线下各渠增速	7
图 11: 2017 年分城市/区域美妆个护消费额增速	7
图 12: 2014-2018 年我国各品类化妆品规模 (亿元)	8
图 13: 2014-2018 年我国各品类化妆品占比	8
图 14: 2014-2018 年我国高端与大众化妆品规模	8
图 15: 2014-2018 年我国高端与大众化妆品占比	8
图 16: 2014-2018 年我国化妆品各渠道规模 (亿元)	9
图 17: 2014-2018 年我国化妆品各渠道占比	9
图 18: 中国城镇人口 & 城镇化率增长趋势	9
图 19: 中国人均可支配收入及增速	9
图 20: 2018 年天猫美妆消费者年龄占比	10
图 21: 微博美妆关注人群年龄分布	10
图 22: 2010-2017 年男士护肤品市场规模 (亿元)	10
图 23: 2018 年男性化妆品细分市场增速	10
图 24: 2018 年男士护肤品功效关注度	11
图 25: 2018 年男性护肤品品牌关注度	11
图 26: 2018 年微博彩妆人群性别分布	11
图 27: 2018 年不同性别彩妆人群增速	11
图 28: 2018 年各国化妆品人均消费 (美元)	12
图 29: 化妆品消费链条不断延长	12
图 30: 消费者每年购买化妆品种类数逐年增长	12
图 31: 2014-2018 年彩妆增速亮眼	13
图 32: 中日韩高端化妆品市占率对比	13
图 33: 基础护肤步骤及国内外护肤品价格对比	14
图 34: 彩妆步骤及国内外彩妆价格对比	14
图 35: 化妆品产业链解析	17
图 36: 化妆品公司研发费率对比	19
图 37: 化妆品公司研发投入规模对比 (亿人民币)	19
图 38: 研发人员数量及占比	19
图 39: 代工生产分 OEM、ODM、OBM 三种模式	21
图 40: 主要化妆品品牌成立时间	24
图 41: 主要中外化妆品公司销售费用率对比	25
图 42: 国内妆品公司广告宣传费用率对比	25
图 43: 营销方式的变革	26

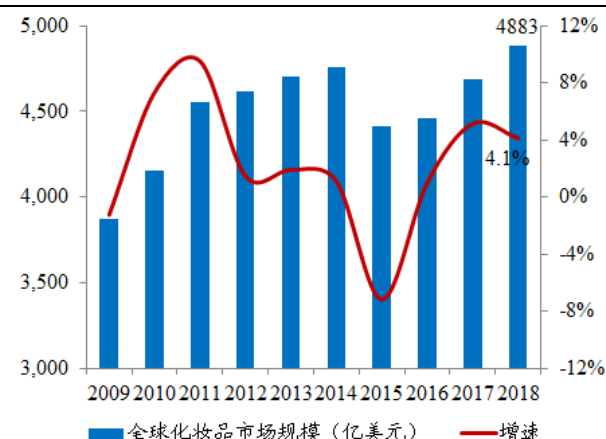
图 44: 新形势下营销模式多样化.....	26
图 45: 丸美历年明星代言人.....	27
图 46: 丸美广告投放热门 IP 大剧及综艺.....	27
图 47: 珀莱雅聘请流量明星.....	27
图 48: 珀莱雅“泡泡面膜”抖音种草视频.....	27
图 49: 上海家化明星代言与跨界营销紧密结合.....	28
图 50: 过去十年中国化妆品销售渠道占比变化.....	28
图 51: 2004-2018 年百货渠道规模、增速及占比.....	30
图 52: 2004-2018 年商超渠道规模、增速及占比.....	30
图 53: 2009-2018 全国连锁大型超市数量.....	30
图 54: 2004-2018 年 CS 渠道规模、增速及占比.....	31
图 55: 电商渠道发展阶段.....	34
图 56: 2004-2018 年电商渠道规模、增速及占比.....	34
图 57: 2019 年中国消费者购买化妆品渠道分布.....	34
图 58: 2014-2018 中国化妆品网购市场规模及渗透率.....	35
图 59: 2015-2021 年中国社交电商行业规模及增速.....	36
图 60: 2018 年中国市场化妆品公司市场率.....	37
图 61: 2018 年日本市场化妆品公司市场率.....	37
图 62: 2018 年韩国市场化妆品公司市场率.....	37
图 63: 2018 年美国市场化妆品公司市场率.....	37
图 64: 美妆市场品牌定位及价格带.....	38
表 1: 近年来化妆品税率调整.....	6
表 2: 我国化妆品市场空间测算.....	16
表 3: 2018 年化妆品产业链中主要公司营收及利润情况 (亿人民币).....	17
表 4: 化妆品各产销模式下加价倍数测算.....	18
表 5: 化妆品集团有权及审核中的专利数.....	20
表 6: 2018 年国内化妆品上市公司自有产能情况.....	20
表 7: 海外龙头代工企业对比 (亿元).....	21
表 8: 海外主要化妆品集团品牌梳理.....	22
表 9: 国内化妆品公司品牌梳理.....	23
表 10: 国内外化妆品定位差异对比.....	25
表 11: 化妆品各渠道对比.....	29
表 12: 国际品牌 CS 渠道折扣率.....	31
表 13: 我国 CS 渠道门店情况 (截止 2019 年 12 月).....	32
表 14: 国内单品牌店情况 (截止 2019 年 12 月).....	32
表 15: 丸美、珀莱雅、佰草集线下门店区域分布情况 (截至 2019 年 12 月).....	33
表 16: 丸美、珀莱雅、佰草集线下门店线级城市分布情况 (截至 2019 年 12 月).....	33
表 17: 我国化妆品线上渠道概况.....	36
表 18: 中国市场化妆品公司市场率 (%).....	38
表 19: 2018 年我国各品类化妆品 TOP10 品牌市占率.....	39

1. 行业概况：中国增速领跑全球，高景气优质赛道

1.1. 总量：千亿市场，增长韧性强

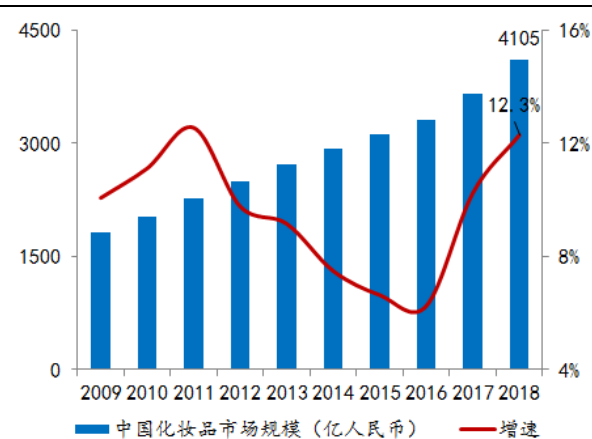
放眼全球，我国化妆品消费规模第二、增速领跑。过去十年，全球美妆市场规模由 3872 亿美元增长至 4883 亿美元/CAGR 2.6%，中国美妆市场规模由 1817 亿元翻倍增长至 4105 亿元/CAGR 9.5%，引领全球增长并以 12.7% 的市场份额位列全球第二大化妆品消费国。TOP 10 化妆品消费国中，印度和韩国等新兴市场也实现了亮眼表现，而日本、法国、意大利等成熟市场出现负增长，其他主要市场增长相对平稳。

图 1：2009-2018 年全球化妆品市场规模及增速



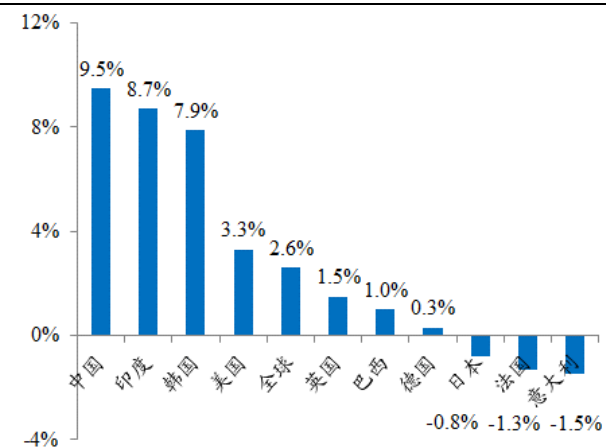
数据来源：Euromonitor，东北证券

图 2：2009-2018 年中国化妆品市场规模及增速



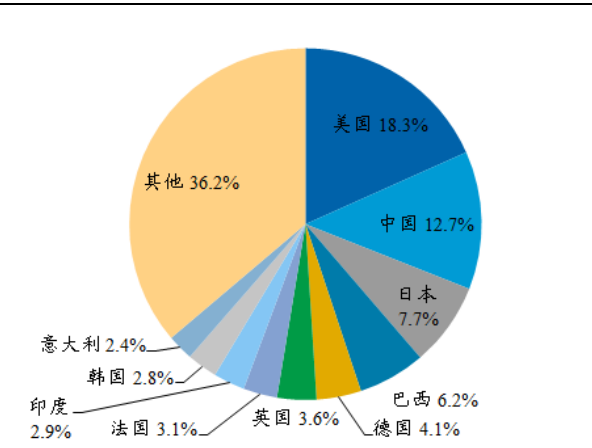
数据来源：Euromonitor，东北证券

图 3：2009-2018 年 TOP10 化妆品消费国 CAGR



数据来源：Euromonitor，东北证券

图 4：2018 年 TOP10 化妆品消费国市场份额

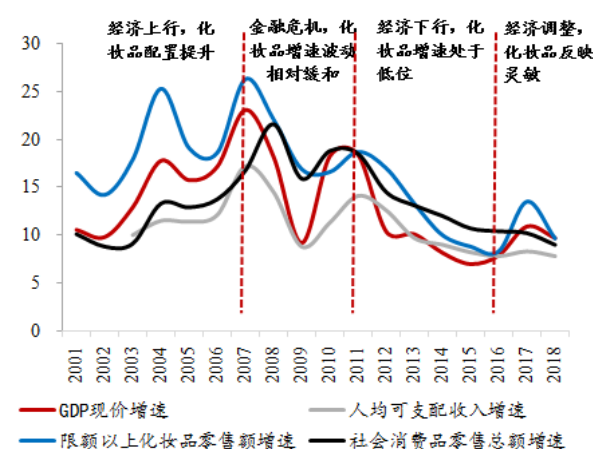


数据来源：Euromonitor，东北证券

化妆品在经济下行周期表现出较强韧性。化妆品作为可选消费具有顺周期属性，行业增速与人均可支配收入、GDP 增速趋势相近；但相比其他消费品类，化妆品市场在国内经济增长与零售环境不确定压力下，表现更为亮眼。2017 年以来国内社零总额增速走弱，而限额以上化妆品销售额增长强劲，增速显著快于食品粮油、饮料、烟酒、家电音像等消费品类；虽然 18H2 化妆品零售额同比增速随着消费下行而放缓，但 18 年全年增速依然保持 9.7%，维持较高景气度。在经济下行期，化妆品消

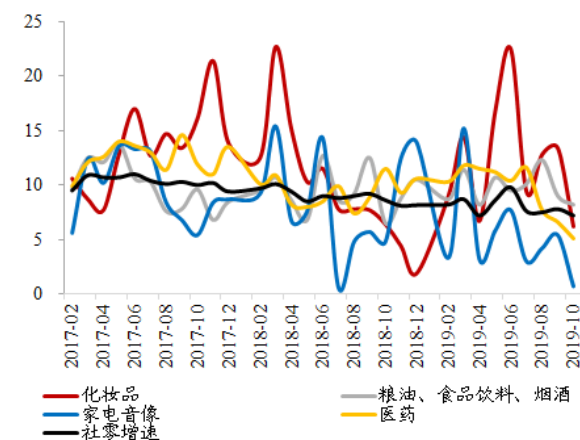
费增长表现出较强韧性，实现了明显超越整体经济与社零总额的增长。

图 5：化妆品、GDP、人均可支配收入增速



数据来源：Wind，东北证券

图 6：2017 年以来社零化妆品增速表现突出



数据来源：Wind，东北证券

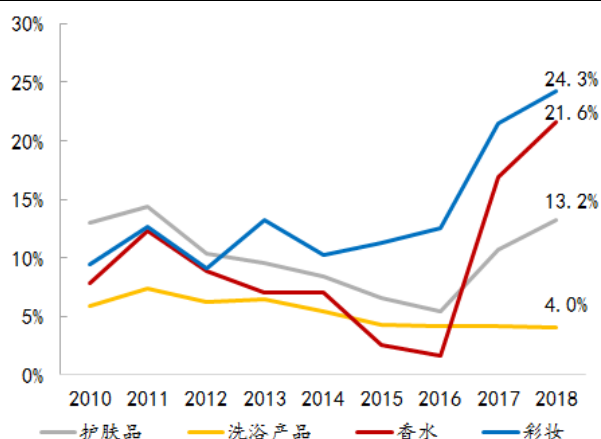
多因素驱动 2017 年化妆品行业逆势高增长。2012-2016 年，国内宏观经济趋势向下致化妆品行业整体增长放缓，2016 年增速触底。2017 年起化妆品市场在多因素驱动下强势反弹：**（1）2016 年底税率调整**带来 2017 年化妆品价格下调，如雅诗兰黛下调 300 多个单品零售价，降价幅度最高达 18%；爱茉莉太平洋下调兰芝、悦诗风吟、伊蒂之屋、雪花秀等品牌的 300 余个单品，降价幅度为 3%-30%。此次税率调整，国际大牌受益最大，也就出现了高端化妆品市场增速明显高于大众化妆品市场的现象，而高端化妆品主要被海外品牌垄断，因此海外品牌增速迅速提升并赶超国内品牌，且海外高端品牌以百货销售为主，使百货渠道在各渠道增速反转中表现相对突出。整体上看，海外高端品牌的规模提升成为整体市场增长的主要驱动力；**（2）口红效应凸显**，经济不景气时消费者对于房屋、汽车等大额资产的购买力减弱，但仍有强烈的消费欲望，而化妆品作为“廉价非必要之物”可给消费者带来心理慰藉，因此销量上升。**（3）低线城市棚改货币化带来财富效应**，提升低线城市消费水平。

表 1：近年来化妆品税率调整

实施日期	出台政策	具体内容	化妆品税率变化
2015/6/1	降低部分日用消费品进口关税	降低部分服装、鞋靴、护肤品、纸尿裤等日用消费品的进口关税税率，平均降幅超过50%。	护肤品、洗发剂进口关税：5%→2%
2016/4/8	征收跨境电商零售进口税收、调整行邮税	对跨境电商零售进口商品征收关税和进口环节增值税、消费税；并同步调整行邮税政策，将四档税目调整为三档。	1、跨境电商收税方式：行邮税→跨境电商综合税11.9%或26.4% 2、行邮税率：10%、20%、30%、50%四档→15%、30%、60%三档
2016/10/1	化妆品消费税调整	调整化妆品消费税政策，将取消对普通美容、修饰类化妆品征收消费税，对高档化妆品，即生产（进口）环节销售（完税）价格（不含增值税）在10元/毫升（克）或15元/片（张）及以上的美容、修饰类化妆品和护肤类化妆品征收15%的消费税。	普通化妆品：30%→0% 高档化妆品：30%→15%
2017/12/1	进口关税下调	以暂定税率方式降低187种消费品进口关税，平均税率由17.3%降至7.7%。	1、香水、唇眼用化妆品等最惠国关税：10%→5%； 2、婴儿尿布及尿裤，以及部分配方婴幼儿奶粉进口关税均降为零
2018/5/1	增值税税率调整	将制造业等行业增值税税率从17%降至16%，将交通运输、建筑、基础电信服务等行业及农产品等货物的增值税税率从11%降至10%	化妆品的增值税：17%→16% 跨境电商综合税：11.9%→11.2% 26.4%→25.5%
2018/7/1	进口关税下调	下调由2017年12月1日的暂定税率形式，改为降低最惠国税率的形式。	香水花露水等化妆品征税目录中大多数产品关税由暂定的5%下调至3%
2019/4/1	增值税税率调整	税销售或进口货物原适用16%税率的，税率调整为13%；原适用10%税率的，税率调整为9%。	化妆品的增值税：16%→13%

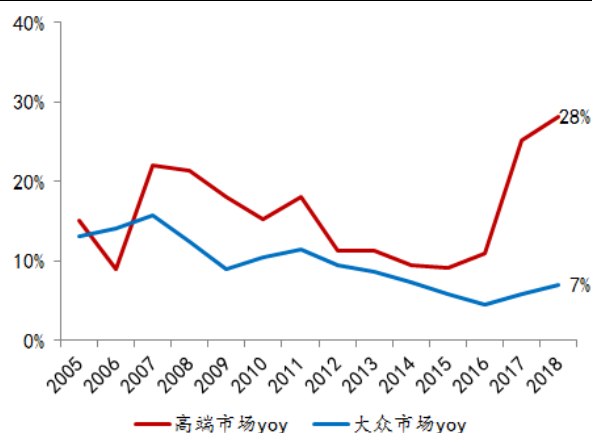
数据来源：财政部，税务总局，东北证券

图 7: 化妆品各品类增速分化



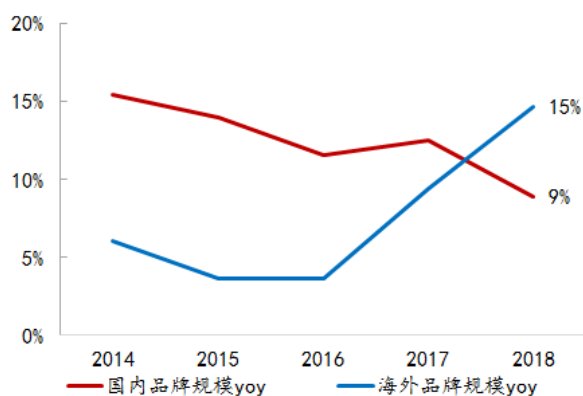
数据来源: Euromonitor, 东北证券

图 8: 大众化妆品与高端化妆品增速



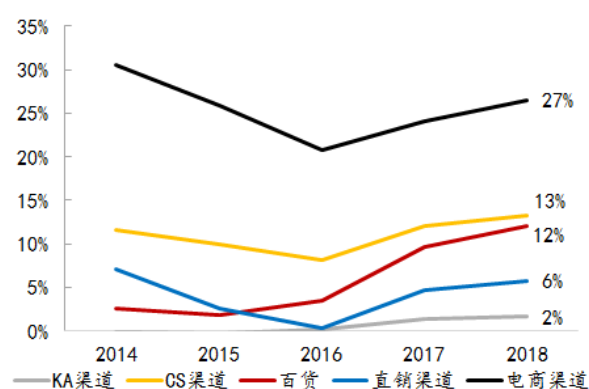
数据来源: Euromonitor, 东北证券

图 9: TOP50 国内外品牌增速对比



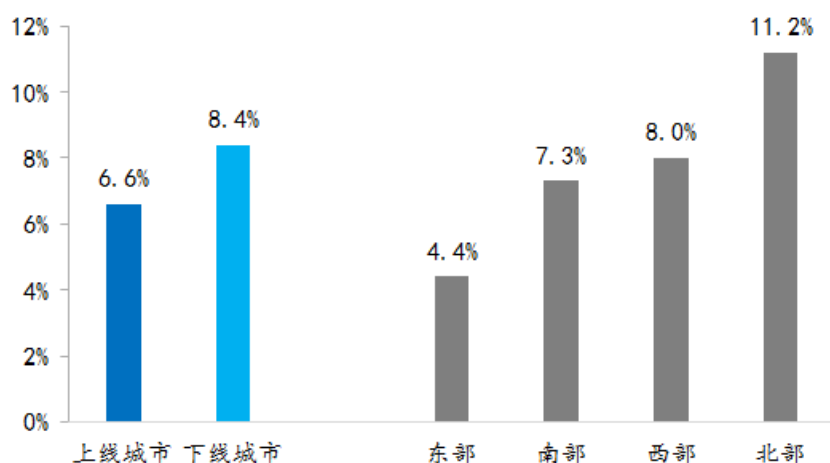
数据来源: Euromonitor, 东北证券

图 10: 线上、线下各渠增速



数据来源: Euromonitor, 东北证券

图 11: 2017 年分城市/区域美妆个护消费额增速



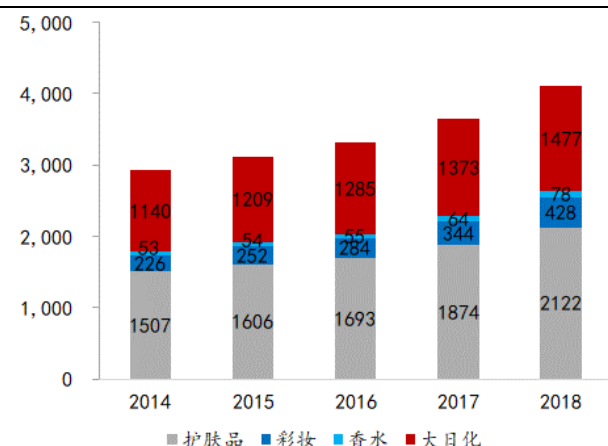
数据来源: 凯度, 东北证券

1.2. 结构: 大众护肤品仍为消费主力, 彩妆及高端产品占比逐年攀升

分品类看, 护肤品规模占主导, 彩妆增速领先行业。化妆品可划分为护肤品/彩妆/

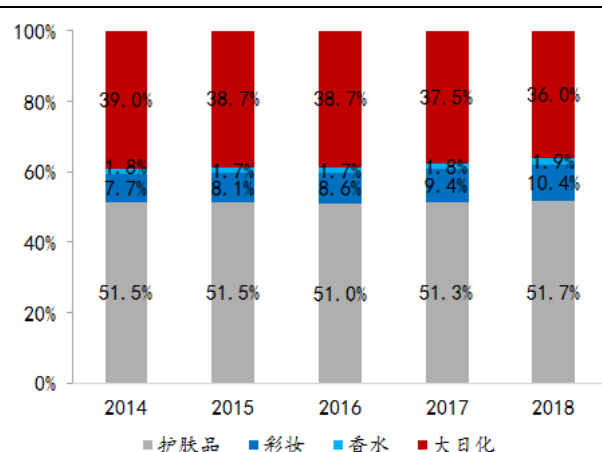
香水/护发/洗浴/口腔护理/男士护理/婴童护理等多个领域，为研究便利性考虑，我们将其划分为护肤品/彩妆/香水/大日化四大类。2018 年护肤品规模达 2122 亿/+13%/占比 52%/近 10 年 CAGR 11%，占据化妆品市场半壁江山；彩妆规模达 428 亿/+24%/占比 10%，香水规模达 78 亿/+22%/占比 2%，彩妆/香水近十年 CAGR 分别为 13%/9%，虽然目前占比较低，但增速领跑行业，未来景气度有望延续；大日化规模达 1477 亿/+8%/占比 36%/近十年 CAGR 8%，市场格局相对稳定，由头部宝洁、联合利华、花王等外资企业垄断，市场增长缓慢。

图 12: 2014-2018 年我国各品类化妆品规模(亿元)



数据来源: Euromonitor, 东北证券

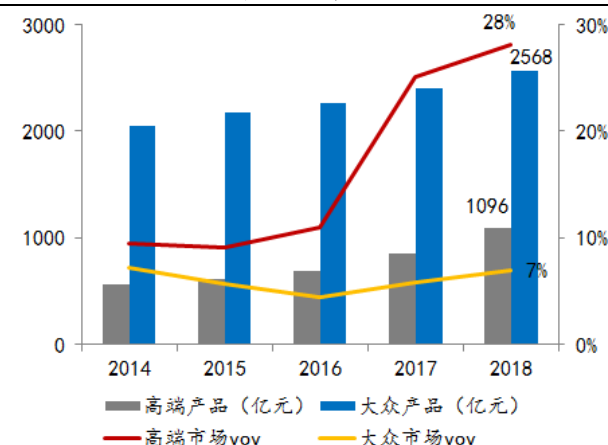
图 13: 2014-2018 年我国各品类化妆品占比



数据来源: Euromonitor, 东北证券

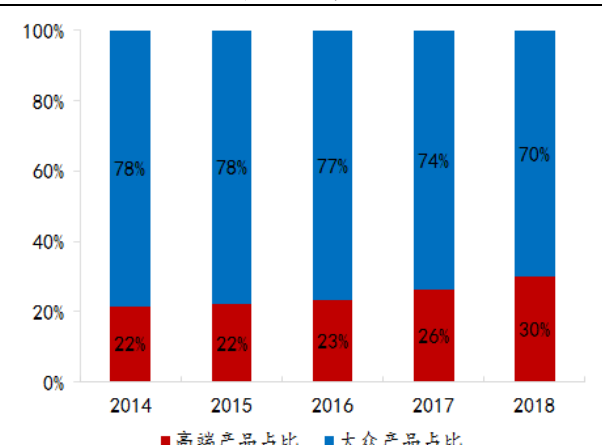
分层级看，高端市场占比逐年提升。我国大众化妆品仍为消费主力，2018 年规模达 2568 亿元/+7%/占比 70%/近十年 CAGR 8%，但大众化妆品占比在高端市场的高速增长下已由 2014 年的 78%下降 8pct。2018 年高端化妆品规模达 1096 亿元/+28%/占比 30%/近十年 CAGR 15%，大众/高端市场的增速剪刀差迅速扩大，消费升级驱动下，我国高端市场份额增长空间依然较大。

图 14: 2014-2018 年我国高端与大众化妆品规模



数据来源: Euromonitor, 东北证券

图 15: 2014-2018 年我国高端与大众化妆品占比

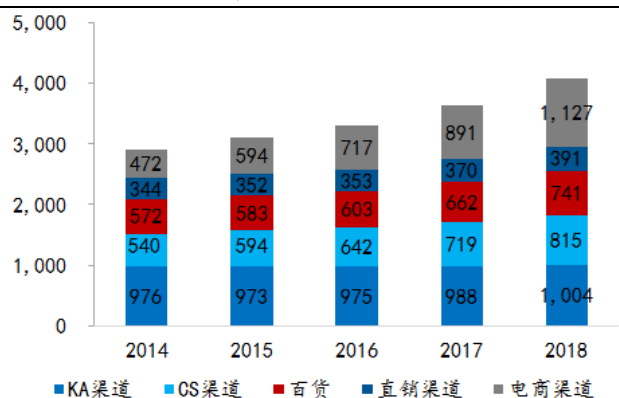


数据来源: Euromonitor, 东北证券

分渠道看，电商迅速崛起，线下渠道表现分化。渠道为化妆品产业链中极为重要的一环，由于我国市场城乡结构较为复杂，导致化妆品渠道相对繁杂，可分为百货、商超 (KA)、化妆品专营店 (CS)、直销、电商等渠道。2018 年电商渠道规模为 1127

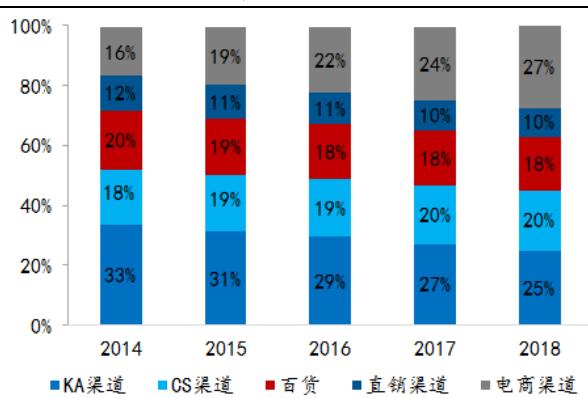
亿/+26.5%/占比 27%，取代商超成为化妆品第一大销售渠道。KA 渠道及百货渠道受冲击较大，市场份额下降明显，2018 年 KA 渠道规模达 1004 亿元/+1.6%/占比 25%，百货渠道规模达 741 亿元/+12%/占比 18%。CS 渠道是近年来唯一市占率稳中有升的线下渠道，2018 年规模达 815 亿元/+13%/占比 20%。

图 16: 2014-2018 年我国化妆品各渠道规模(亿元)



数据来源: Euromonitor, 东北证券

图 17: 2014-2018 年我国化妆品各渠道占比



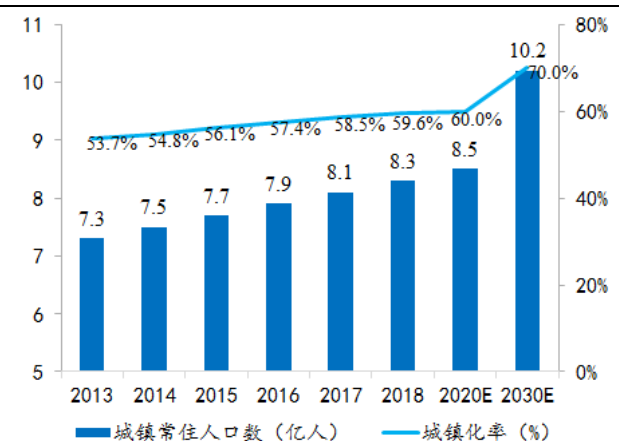
数据来源: Euromonitor, 东北证券

2. 成长空间: 量价齐升路径明确, 媒介&渠道加速需求释放

2.1. 量: 化妆品人口持续扩容

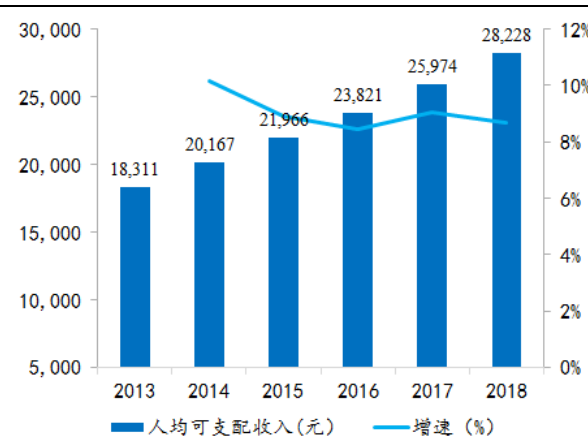
资生堂曾在中国提出核心“化妆品人口”概念: 即居住在城镇、年龄大于 20 岁的女性、年收入不低于 3 万元 RMB。根据资生堂统计, 国内核心化妆品人口已从 2005 年的 2200 万人增长至 2018 年的 2 亿, 预计 2025 年将增长至 4 亿。2018 年末, 国内城镇常住人口 8.3 亿, 近五年复合增速达 2.6%, 城镇化率 59.6%; 联合国开发计划署在《2013 中国人类发展报告》中预测, 2030 年中国城镇化水平将达到 70%, 届时中国城镇人口总数将超过 10 亿。人均收入方面, 2018 年我国人均可支配收入 2.8 万元/+8.7%, 近 5 年 CAGR 达 9%。城镇化率提升与人均可支配收入增加成为驱动化妆品消费成长的重要动力, 叠加移动互联网新媒体的推广以及购买渠道日益便利, 化妆品使用有望持续普及和深化。

图 18: 中国城镇人口&城镇化率增长趋势



数据来源: Wind, 国务院, 东北证券

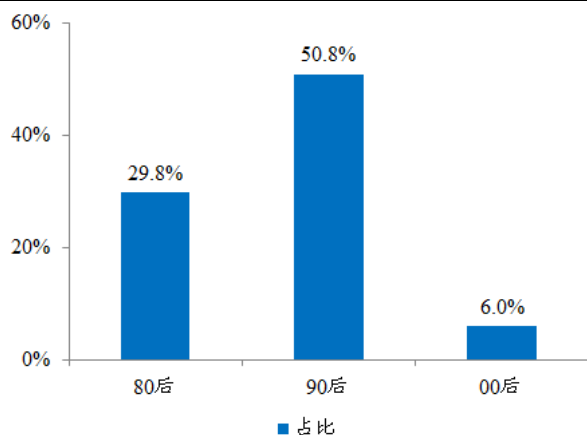
图 19: 中国人均可支配收入及增速



数据来源: Wind, 东北证券

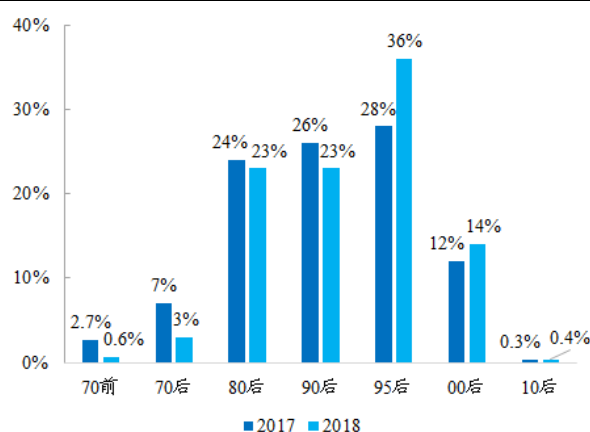
化妆品消费年轻化趋势愈加明显，目标受众进一步拓宽。随着互联网及社交平台“网红效应”的发酵，青少年作为互联网原住民最先受到教育和洗礼，对化妆品的认知度和接触深度不断提升，进而更早的使用化妆品。微博中心数据显示，2018 年使用微博关注美妆领域的 90 后、00 后占比达 73%，其中 95 后占比由 2017 年的 28% 升至 2018 年的 36%，年轻用户对化妆品兴趣度的提升拉动化妆品消费增长。天猫数据显示，2018 年天猫美妆的销售同比增速超过 60%，其中 90 后是主力，占总人数的 50.8%，00 后的消费占比也达到了 6%，消费趋势更加高端化和多样化。

图 20：2018 年天猫美妆消费者年龄占比



数据来源：智研咨询，东北证券

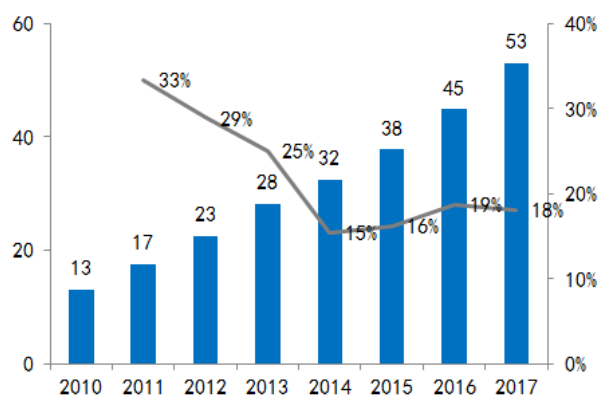
图 21：微博美妆关注人群年龄分布



数据来源：《天猫 2019 年颜值经济报告》，东北证券

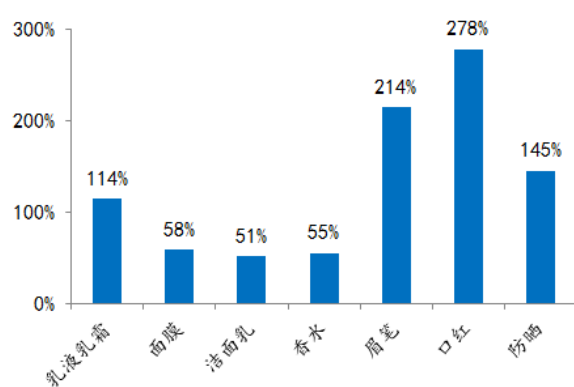
男性消费群体崛起。随着各大品牌对男性消费者的教育与形象意识的唤醒，化妆品不再是女性的专属品，男性已成为不可忽视的消费力量。我国男性护肤品市场规模从 2010 年的 13.10 亿元增长至 2017 年的 52.93 亿元，复合增速达 22.2%。男性消费者在选购时更关注产品和口碑，对价格敏感度较低。在产品领域，祛痘、防晒、控油产品位居男性消费前三位；品牌选择上，男性更偏向于巴黎欧莱雅、妮维雅和倩碧等大众品牌，这意味着男士群体在化妆品消费领域仍然处于入门阶段。根据天猫数据，2018 年男士彩妆、防晒、乳液乳霜增速超 100%，其中美妆市场崛起速度惊人。《2018 微博彩妆行业白皮书》显示微博彩妆人群中男士占比已达 42%，男性彩妆消费人群增速已超过女性。同时，供给端也积极响应需求，为男性消费者开发男士专用洁面乳、乳液乳霜、面膜、脸部护肤套装、BB 霜和 CC 霜等。未来男性有望成为化妆品消费领域的重要贡献力量。

图 22：2010-2017 年男士护肤品市场规模（亿元）



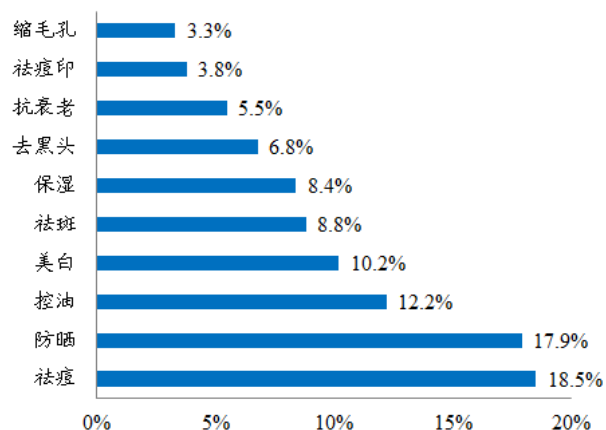
数据来源：智研咨询，东北证券

图 23：2018 年男性化妆品细分市场增速



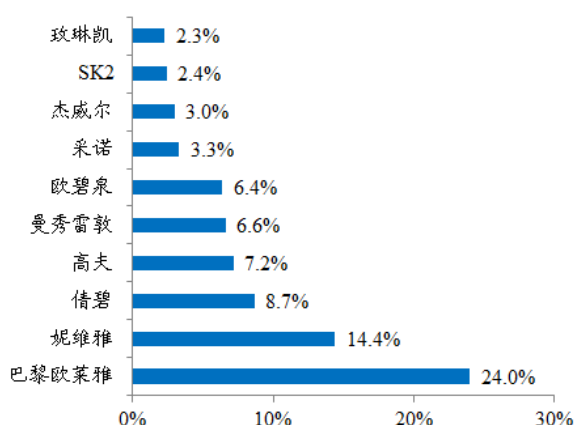
数据来源：《天猫 2019 年颜值经济报告》，东北证券

图 24：2018 年男士护肤品功效关注度



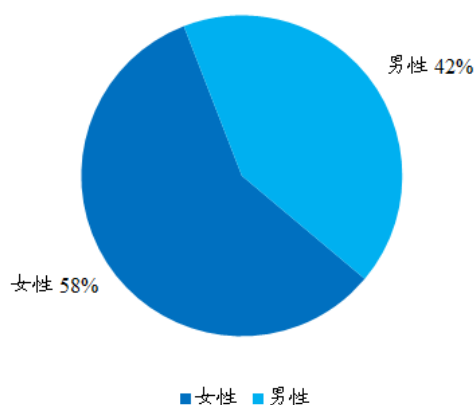
数据来源：智研咨询，东北证券

图 25：2018 年男性护肤品品牌关注度



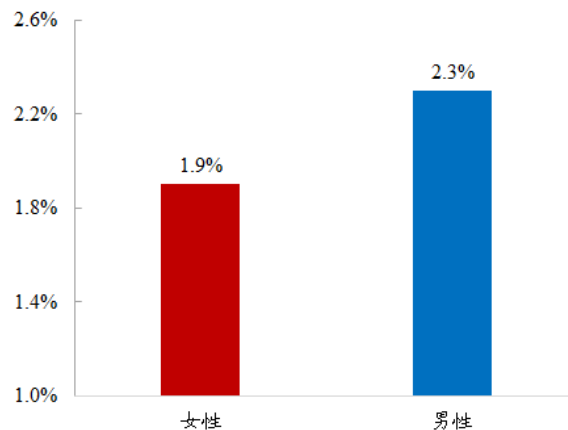
数据来源：智研咨询，东北证券

图 26：2018 年微博彩妆人群性别分布



数据来源：智研咨询，东北证券

图 27：2018 年不同性别彩妆人群增速

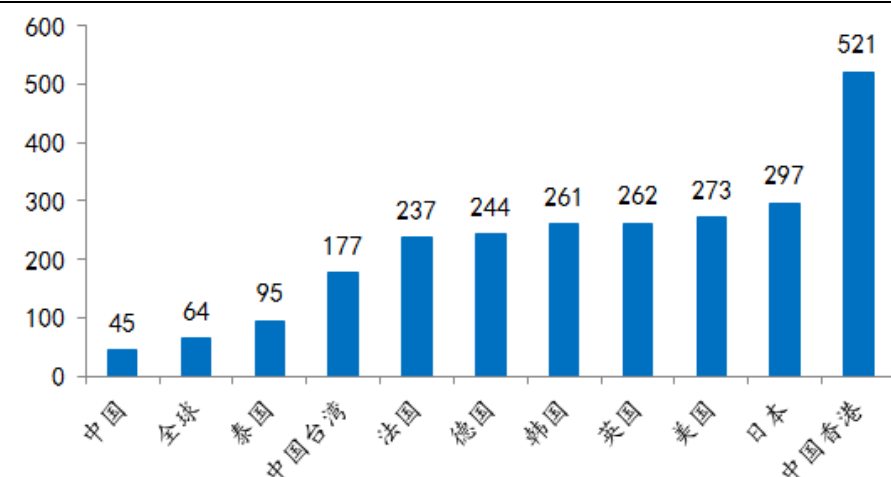


数据来源：微博中心数据，东北证券

2.2. 价：人均化妆品消费金额不断攀升

我国人均化妆品消费额仍然较低。2018 年中国人均化妆品消费额仅为 45 美元，境内城镇人均化妆品消费额为 75 美元，而美国/英国/日本/韩国的人均消费金额分别达 273/262/297/261 美元。我国化妆品消费水平远低于欧美、日韩等化妆品大国，主要系化妆品渗透率较低，且大多数化妆品消费者仍处于“护肤入门”阶段，购买频次和购买金额不高。目前欧美、日韩的人均化妆品消费额为中国 5-7 倍，随着人均可支配收入提高和消费升级的带动，中国人均化妆品消费额仍有较大提升空间。

图 28: 2018 年各国化妆品人均消费 (美元)



数据来源: Euromonitor, 东北证券

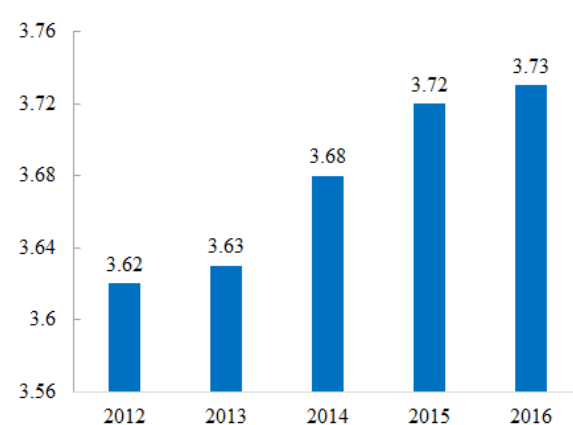
消费单向升级, 精细化护肤与彩妆渗透率提升, 品类持续叠加。颜值经济时代, 消费者的爱美意识逐渐增强, 开始由基础护肤向精细化与专业化护肤发展。随着年龄增长、经验积累以及周围环境的影响, 女性对美白、抗皱、紧致、抗氧化等功效需求增加, 产品使用不断叠加, 且需求的增加与升级是不可逆的过程, 意味着人均使用护肤品价格提升。此外, 根据天猫美妆的数据, 最初只购买护肤产品的消费者, 在此后通常会逐渐购买彩妆, 彩妆作为能够快速提升面部形象、改善精神状态的产品, 其品牌营销也紧跟并推动时尚潮流的发展, 切合消费者的爱美需求, 加之自媒体的宣传与普及, 彩妆市场得以快速增长, 2018 年中国彩妆市场规模达 428 亿元/+24.3%, 2014-2018 年复合增速为 15.8%。消费者对完整护肤和美妆步骤的不断进阶打开化妆品市场想象空间。

图 29: 化妆品消费链条不断延长



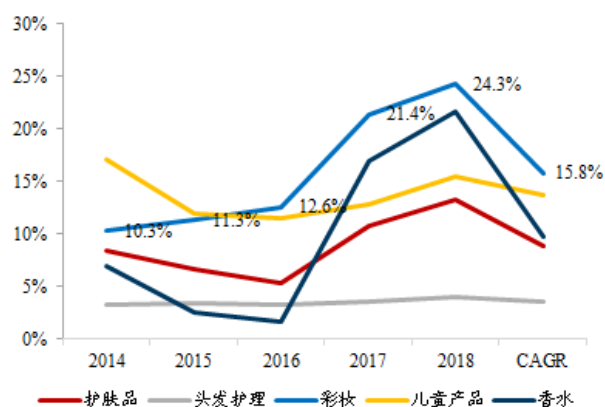
数据来源: 凯度, 东北证券

图 30: 消费者每年购买化妆品种类数逐年增长



数据来源: 凯度, 东北证券

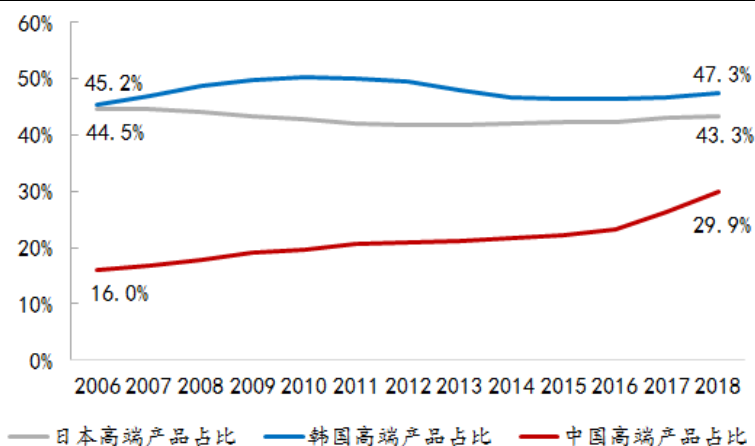
图 31: 2014-2018 年彩妆增速亮眼



数据来源: Euromonitor, 东北证券

消费结构升级, 化妆品消费向高端化、高单价靠拢。随着人均收入和生活水平的提升, 消费者更倾向于选择高端优质产品。由于当代社会工作节奏快、压力大, 年轻女性更早地面临皮肤保养问题, 有经济能力的年轻消费者愿意高价购买高端产品来满足提前保养的诉求, 另一方面高端品牌的明星单品与营销方式也更容易赢得消费者的青睐。2006-2018 年高端市场份额提升 14pct 至 30%, 对比亚洲邻国, 日本与韩国的高端市场份额均超过 40%, 远高于我国当前水平。消费升级背景下, 我国高端市场仍有较大发展空间, 未来有望成为拉动化妆品市场增长的主驱动力。

图 32: 中日韩高端化妆品市占率对比



数据来源: Euromonitor, 东北证券

护肤步骤延伸及高端化升级可为客单价带来十余倍提升空间。为了更好地对比护肤/彩妆向高端化、精细化进阶的前后差异, 我们根据美妆达人日常护肤步骤和彩妆流程, 罗列了每一环节所涉及的不同档位的產品与价格, 发现全套护肤/彩妆产品价格带横跨数百元至上万元, 海外 vs 国内品牌, 高端 VS 大众品牌的价差可达 7-14 倍。若以洁面产品与面霜的使用为基础美妆步骤, 那么护肤或彩妆步骤的增加和延伸可使人均消费提升 4 倍以上。

图 33: 基础护肤步骤及国内外护肤品价格对比

	洁面	爽肤水	眼霜	精华	乳液	面霜	面膜
海蓝之谜	璨璨洁面泡沫	修护精萃液	浓缩修护眼霜	修护精华露	精华乳液	精华面霜	保湿修护面膜
12983元	750元 (125ml)	1100元 (150ml)	1700元 (15ml)	4100元 (50ml)	2350元 (50ml)	2550元 (60ml)	433元 (1片)
九美	雪绒花保湿洁面乳	雪绒花保湿柔肤水	弹力蛋白眼霜	雪绒花保湿精华素	雪绒花保湿水凝乳	雪绒花保湿深润霜	水光保湿面膜
1831元	168元 (120g)	198元 (190ml)	548元 (20g)	328元 (35ml)	288元 (145g)	268元 (50g)	33元 (1片)
佰草集	凝时臻颜洁面乳	凝时臻颜精华水	凝时抗皱眼霜	凝时臻颜精华液	凝时臻颜精华乳	凝时臻颜精华霜	悦风舒润紧致面膜
1760元	160元 (120ml)	260元 (150ml)	420元 (15g)	320元 (30ml)	260元 (50ml)	300元 (50g)	40元 (1片)
珀莱雅	泡沫洁面乳	水漾芯肌透润水	水漾芯肌眼霜	水漾芯肌精华	水漾芯肌清透乳	水漾芯肌透润乳	水光安瓶面膜
952元	90元 (120ml)	150元 (150ml)	196元 (20g)	188元 (40ml)	146元 (120ml)	159元 (50g)	23元 (1片)

数据来源: 公开资料整理, 东北证券

图 34: 彩妆步骤及国内外彩妆价格对比

海外高端	国内大众		海外高端	国内大众
安耐晒 218元	大宝 39元	防晒	眉笔 Bobbi Brown 290元	眉笔 火烈鸟 39元
CPB 650元	玛丽黛佳 198元	妆前乳	眼影 Dior 600元	眼影 火烈鸟 39元
雅诗兰黛 390元	玛丽黛佳 199元	粉底	眼线 雅诗兰黛 280元	眼线 火烈鸟 69元
Bobbi Brown 380元	美康粉黛 39元	修容	睫毛膏 Dior 320元	睫毛膏 火烈鸟 39元
贝德玛 219元	玛丽黛佳 39元	卸妆	腮红 雅诗兰黛 450元	腮红 火烈鸟 35元
香奈儿 320元	美康粉黛 39元	润唇膏		
Tom Ford 429元	美康粉黛 39元	口红		
		唇		
			海外高端: 4546元	
			国内大众: 807元	

数据来源: 公开资料整理, 东北证券

2.3. 其他因子：传播媒介变革&电商渠道红利共振

信息媒介变迁提升信息传播效率，加速消费者教育。自拍、直播、短视频等可视化社交新媒体的发展，使美妆知识在消费者之间快速传播，消费者的即时性美容需求不断提升。年轻一代的消费群体已经习惯各类社交、视频、彩妆等 APP 中的“种草拔草”，并且对价格不敏感，愿意以“多次少量”的消费习惯尝试不同品牌与产品，他们对化妆品的购物决策容易受社交媒体上 KOL 推荐的影响。2018 年淘宝直播迎来爆发式增长，全年拉动的 GMV 达 1000 亿+，进店转化率超 65%。

电商加速渠道下沉，提升化妆品渗透率。化妆品因其标准化特性，与电商渠道契合度较高，在互联网狂潮下迎来爆发式增长。在电商普及之前，化妆品线下渠道主要布局在大城市，虽然 CS 店逐步向三四线城市扩张，但大部分城镇和农村购买渠道和产品供应依然有限。电商的兴起扩大了消费者覆盖面，丰富了消费者选择。当前线上渠道已不仅是交易渠道，更是品牌商的产品展示渠道和消费者沟通渠道，使试错成本降低，上新周期变短。本质上，电商渠道将行业原来 2B（经销商）变革为现在直接 2C（终端客户）的模式，未来行业规模仍有提升空间。

2.4. 市场空间测算：参照韩国化妆品市场，国内市场空间广阔

我们采用两种方法对国内化妆品市场天花板进行测试。

方法一：根据 Euromonitor 的报告，参考韩国 04-18 年美护市场渗透率（美护市场规模/GDP 比重），测算中国美护市场的天花板。韩国于 2012 年化妆品市场渗透率首次超过 0.8%，之后一直维持 0.8%以上的水平，并于 2016 年达到最高水平 0.89%，考虑到韩国化妆品市场在国民经济中的特殊地位，我国未来渗透率的天花板将略低于韩国水平，假设在乐观/中性/悲观背景下，我国美护市场渗透率的天花板分别为 0.80%/0.65%/0.50%，未来的 GDP 增速维持在 6%左右，通过计算公式美护市场规模=GDP 规模*渗透率，预计未来我国化妆品市场在乐观/中性/悲观假设下的规模为 12997 亿/10560 亿/8123 亿。

方法二：根据 Euromonitor 的报告，参考韩国人均化妆品消费金额，量化中国人均化妆品消费金额的天花板，从而测算中国美护市场的天花板。

（1）消费人口假设条件：我国相较欧美、日韩等化妆品大国，人口基数庞大，但化妆品消费者主要集中在城镇，所以我们将化妆品消费人口定位于生活在城镇的美妆人士。预计乐观/中性/悲观假设下，我国城镇化率天花板为 80%/75%/65%；由于城镇美妆人口主要为女性，因此我们参考国内的女性人口占比来设定城镇美妆人口渗透率，但考虑到城镇女性人口一般大于男性，叠加近年来男性美妆消费者崛起，我们认为城镇美妆人口占比将大于我国的女性人口占比，假设乐观/中性/悲观背景下城镇美妆人口占比天花板为 70%/65%/60%。

（2）人均消费假设条件：韩国化妆品人均消费金额由 2004 年的 987 元提升至 2018 年的 1724 元，我国目前化妆品人口的消费水平与韩国 2004 年的水平相近，预计未来发展情况将与韩国过去 15 年的发展路径相似。横向比较美国、日本、韩国化妆品人均消费水平，假设国内人均消费天花板在乐观/中性/悲观背景下为 1750 元/1500 元/1300 元。

计算公式=我国人口数量*城镇化率*城镇美妆人口占比*人均消费。通过计算，预计未来我国化妆品市场在乐观/中性/悲观假设下的规模为 14147 亿/10556 亿/7319 亿。

表 2: 我国化妆品市场空间测算

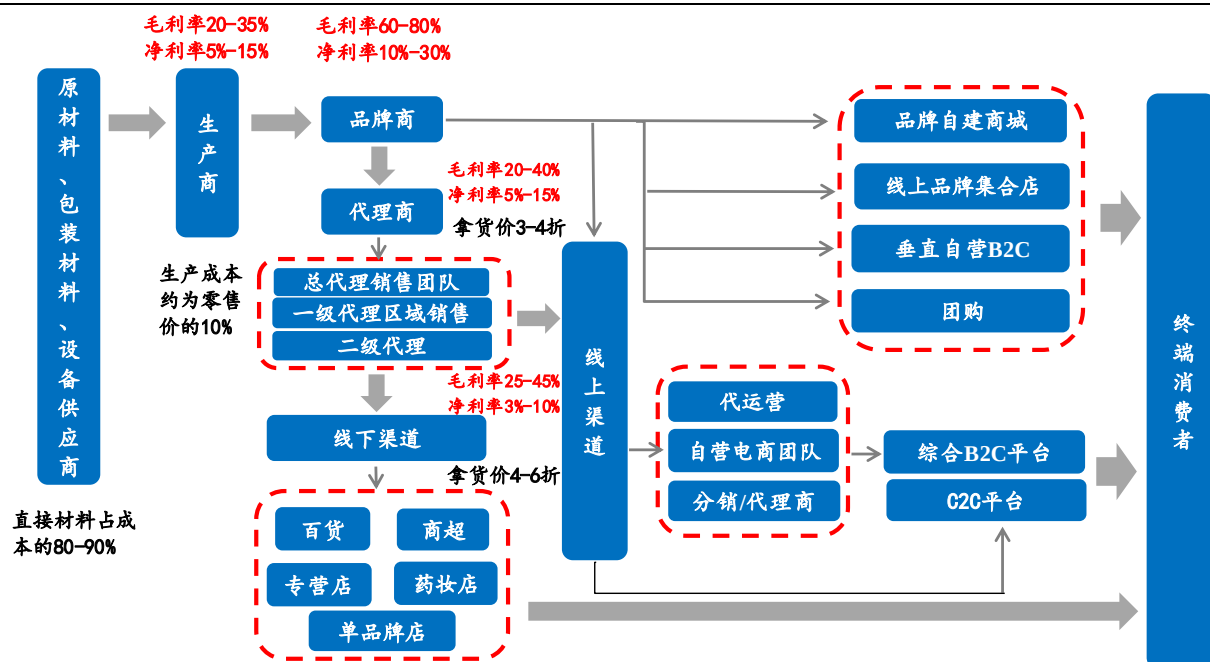
天花板测算一	2018年	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	天花板-乐观	天花板-中性	天花板-悲观
GDP规模(亿元)	919,281	978,115	1,038,758	1,103,161	1,169,351	1,237,173	1,624,609	1,624,609	1,624,609
yoy	12.0%	6.4%	6.2%	6.2%	6.0%	5.8%			
美妆市场规模(亿元)	4,105	4,548	4,986	5,405	5,847	6,248	12,997	10,560	8,123
渗透率	0.45%	0.47%	0.48%	0.49%	0.50%	0.51%	0.80%	0.65%	0.50%
增速	12.3%	10.8%	9.6%	8.4%	8.2%	6.9%			
天花板测算二	2018年	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	天花板-乐观	天花板-中性	天花板-悲观
人口数量(万人)	139,538	140,096	140,657	141,219	141,784	142,351	144,355	144,355	144,355
yoy	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%			
城镇化率	59.6%	59.8%	60.0%	61.0%	62.0%	63.0%	80.0%	75.0%	65.0%
城镇人口(万人)	83,137	83,777	84,394	86,144	87,906	89,681	115,484	108,266	93,831
美妆人口占比	50.0%	51.0%	52.0%	53.0%	53.0%	53.0%	70.0%	65.0%	60.0%
化妆品人口(万人)	41,569	42,727	43,885	45,656	46,590	47,531	80,839	70,373	56,299
人均消费(元)	988	1,076	1,163	1,244	1,319	1,398	1,750	1,500	1,300
yoy	11.9%	9.0%	8.0%	7.0%	6.0%	6.0%			
美妆市场规模(亿元)	4,105	4,599	5,102	5,679	6,143	6,643	14,147	10,556	7,319
yoy	12.3%	12.0%	10.9%	11.3%	8.2%	8.1%			

数据来源：东北证券

3. 产业链剖析：各环节利润分配差异大，品牌商为核心环节

化妆品行业产业链中品牌商/渠道商占重要地位。化妆品行业产业链可分为上、中、下游，**上游**主要包括原材料和研发设备供应商，化妆品原材料种类繁多，成本较低，生产成本以直接材料为主（占生产成本的 80-90%），其中包装材料成本高于原料成本，根据九美招股说明书的数据，包装材料成本为原材料成本的 2.3 倍，而人工成本与制造费用通常仅占 10-20%，化妆品的生产成本一般仅占零售价的 10%左右。**中游**涉及代工厂和品牌商，代工厂主要通过 OEM、ODM、OBM 三种方式完成生产环节；品牌商是产业链核心环节，通过自主或委外方式进行产品生产，知名品牌具有较强溢价能力，在整个产业链中拥有较强定价权，可实现 60-80%的高毛利率，原材料的价格变动对其影响较小。**下游**包含代理商和各类零售渠道。品牌商将产品进行营销包装后，一般以零售价的 3-4 折供货给代理商，代理商由于掌握核心渠道资源，毛利率可达 20%-40%。后续渠道端的进货价格为零售价的 4-6 折，但由于需要承担高昂的广告营销、租金和人工薪酬等费用，所以毛利率一般可达 25%-45%。

图 35: 化妆品产业链解析



数据来源：公司公告，东北证券

表 3: 2018 年化妆品产业链中主要公司营收及利润情况 (亿人民币)

渠道环节	代表公司	品牌客户	18年营收	18年净利润	毛利率	净利率
生产商	诺斯贝尔	曼秀雷敦、妮维雅、屈臣氏等	19.8	2.1	24.1%	10.4%
	芭薇股份	百雀羚、自然堂、屈臣氏等	2.3	0.2	34.6%	9.2%
	栋方股份	植萃集、阿芙、韩后等	1.8	0.1	33.9%	5.0%
	Intercos SpA (意大利)	雅诗兰黛、百雀羚、迦蓝等	54.0	3.8	22.0%	7.0%
	Kolmar (韩国)	欧莱雅、CK、悦诗风吟、安利等	81.7	2.5	26.3%	3.0%
	Cosmax (韩国)	迪奥、兰蔻、香奈儿、植村秀等	75.8	2.0	12.3%	2.6%
品牌商	珀莱雅		23.6	2.9	64.0%	12.1%
	丸美		15.8	4.1	68.3%	26.2%
	上海家化		71.4	5.4	62.8%	7.6%
	欧莱雅		2,103.9	309.1	72.8%	14.7%
	雅诗兰黛		890.5	110.2	79.4%	12.4%
代理商/代运营	丽人丽妆	兰芝、施华蔻、希思黎等	36.2	2.5	36.6%	7.0%
	杭州悠可	倩碧、雅诗兰黛、娇韵诗等	11.4	1.3	37.6%	11.5%
	壹网壹创	百雀羚、宝洁、雅顿等	10.1	1.6	42.6%	16.1%
渠道商	莎莎	欧树、雅顿、Dr. Jart+等	68.0	4.0	42.1%	5.8%
	聚美优品	悦诗风吟、欧莱雅、佰草集等	42.9	1.2	27.9%	2.3%
	唯品会	资生堂、兰蔻、雅诗兰黛等	845.2	21.3	24.0%	3.6%

数据来源：公司公告，Bloomberg，东北证券

化妆品产销模式决定产品加价倍数。我国化妆品发展初期的模式是生产外包+经销模式，产品从生产到终端销售加价倍数在 10 倍左右。具有自主生产能力的国货品牌大多采用自主生产+经销的模式，最终的零售价格为生产成本的 8 倍左右。而国际高端品牌自身具有较强的生产能力和销售能力，一般采用自产自销的模式，因而具有较高的毛利率水平（80%左右），产品的加价倍数在 5-6 倍。此外，近年来靠线上渠道迅速发展的新锐品牌采用的典型产销模式为生产外包+线上销售，由于中间环节少，避免了层层加价，产品零售价仅为生产成本的 3 倍左右，具有较强的价格优势。

表 4: 化妆品各产销模式下加价倍数测算

产销模式		产业链各环节加价倍数			
外包生产+经销	生产成本	生产端	品牌端	代理/代运营环节	渠道商
	毛利	28%	65%	30%	35%
	生产成本-零售价	计算公式	$1/(1-28\%)$	$1.39/(1-65\%)$	$3.97/(1-30\%)$
	加价倍数	1	1.39	3.97	$5.67/(1-35\%)*1.13$
	出厂价-零售价	计算公式	$1/(1-65\%)$	$2.86/(1-30\%)$	$4.09/(1-35\%)*1.13$
外包生产+线上销售	生产成本	生产端	品牌端	代理/代运营环节	渠道商
	毛利	28%	65%	30%	35%
	生产成本-零售价	计算公式	$1/(1-28\%)$	$1.39/(1-50\%)*1.13$	
	加价倍数	1	1.39	3.14	
	出厂价-零售价	计算公式	$1/(1-50\%)*1.13$		
自产+经销	生产成本	生产端	品牌端	代理/代运营环节	渠道商
	毛利	28%	65%	30%	35%
	生产成本-零售价	计算公式	$1/(1-28\%)$	$3.33/(1-30\%)$	$4.76/(1-35\%)*1.13$
	加价倍数	1	3.33	4.76	8.28
	出厂价-零售价	计算公式	$1/(1-30\%)$	$1.43/(1-35\%)*1.13$	
自产+自销	生产成本	生产端	品牌端	代理/代运营环节	渠道商
	毛利	28%	65%	30%	35%
	生产成本-零售价	计算公式	$1/(1-28\%)$	$1.39/(1-80\%)*1.13$	
	加价倍数	1	5.65		

数据来源：东北证券

注：由于各时期、各企业毛利率不同，故表中毛利率采用行业大致水平

4. 化妆品核心要素：研发生产、品牌营销、渠道销售相辅相成

4.1. 研发&生产：技术研发为基，提高产品力

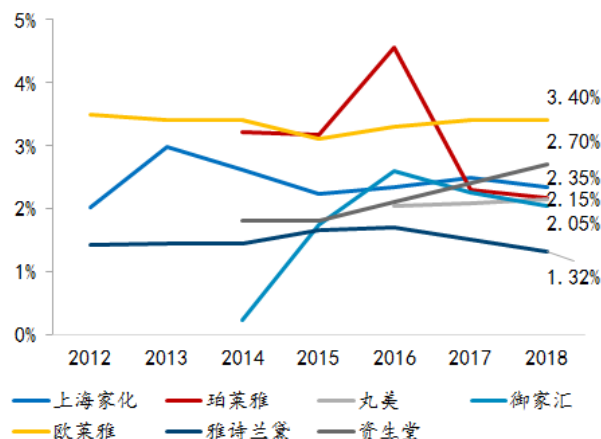
4.1.1. 研发：本土企业奋起直追，研发实力不断提升

研发环节为提升产品力的源动力。化妆品研发包含基础研究、配方研发、产品测试、产品包装设计等，其中基础研究涉及生命科学、精细化工、皮肤科学、植物学等多学科的交叉研究与运用，需要强大的技术研发团队支持，投入大/困难高/回报时间长，对于行业新进入者构成技术、研发壁垒。国际大牌凭借雄厚的资金支出和完善的人才配备，在基础研究上具备绝对优势，如 2006 年兰蔻实验室研发的“玻色因”成为欧莱雅集团沿用至今的明星成分，“玻色因”提取自山毛榉，具有防止皮肤水分流失，促进胶原蛋白再生的功效，欧莱雅集团在各个产品线上均加入了该专利成分，上至单价 3480 元的赫莲娜黑白绷带（玻色因含量高达 30%），下至入门级 200-300 元的巴黎欧莱雅产品线（玻色因含量约 3%）。SK-II 早在多年前便组建团队针对肌肤干细胞科技领域进行潜心研发。1980 年，SK-II 首次将创新研发的 Pitera 活细胞酵母精华添加到护肤精华露中，创立了全新的护肤品种，Pitera 成分沿用至今依然深受市场好评。

本土企业研发投入落后，成为进入高端市场壁垒。整体来看，国内化妆品公司研发费率已与国际大集团相当，分布在 2%-3.5% 之间。但由于规模差异较大，研发费用的投入量级仍有显著差距。欧莱雅集团在研发上的投入最大，其研发费率常年维持 3.4% 左右，资金投入规模几乎每年超过 60 亿元人民币，雅诗兰黛和资生堂每年也保持 10 亿人民币以上的投入量级。而国产化妆品公司由于整体规模较小，虽然研

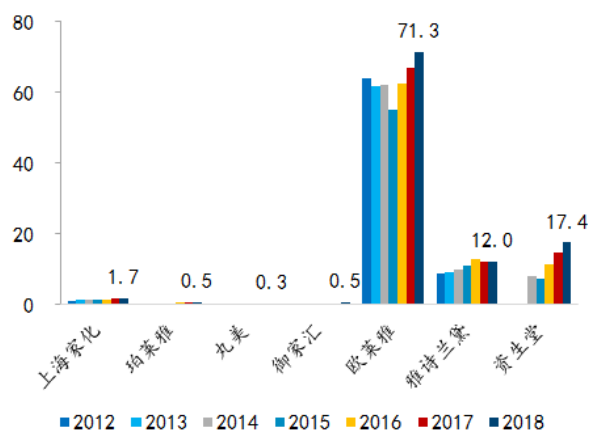
发费率均已超过 2%，但资金实力远不及海外集团，研发支出规模相对较大的上海家化也仅 1.7 亿，其他主要企业研发投入不超过 0.5 亿。巨大的量级差异导致国内品牌在基础生物医药的科研水平和人才储备方面相对落后，基础研究应用于产品的速度相对较慢，这也是国产化妆品难以打开高端市场的瓶颈所在。

图 36: 化妆品公司研发费率对比



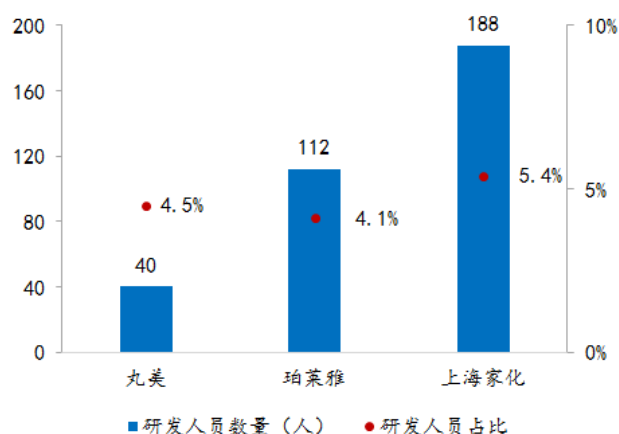
数据来源：公司公告，东北证券

图 37: 化妆品公司研发投入规模对比(亿人民币)



数据来源：公司公告，东北证券

图 38: 研发人员数量及占比



数据来源：公司公告，东北证券

国内企业加强研发重视力度，不断增强研发能力。国内大部分化妆品企业的研发依然停留在应用化学阶段，但近年来，越来越多企业意识到基础研究的重要性。珀莱雅分别与北京工商大学、宁波大学、浙江科技学院、上海香料香精及化妆品研究中心等高校及研究所开展科研协作，研究内容包括化妆品美白、抗敏性评价方法建立及植物干细胞实验室建立、海洋放线菌胞外多糖发酵制备及其生理活性的研究、强霉菌抑制型海洋微生物的筛选及其在化妆品中应用研究等，目前拥有专利 167 项，其中发明专利占一半以上。丸美设立东京、广州两大研发中心，建立专业研发团队，产品研发总监佐佐木公夫拥有 40 多年来新品研发经验，品质管理总监酒井成俊专注化妆品品质管理 18 年，为公司的新品研发和技术开发提供人才保证。公司目前有权及审核中的发明专利有 90 项，外观专利 52 项。上海家化是国内较早开展基础研究的企业，其设立的科创中心是国家级科研中心、国家级工业设计中心和博士后

科研工作站，囊括五十多个内部实验室，并和众多国内知名大学及研究机构建立联合实验室，目前拥有专利 375 项，其中发明专利达 136 项。

表 5: 化妆品集团有权及审核中的专利数

公司名称	发明专利	外观专利	实用新型专利	合计
上海家化	136	222	17	375
珀莱雅	93	54	20	167
丸美	90	52	3	145
御家汇	0	6	0	6
欧莱雅	484	17	13	514
资生堂	448	203	5	656

数据来源：佰腾网，东北证券

4.1.2. 生产：自产与代工相结合，我国代工企业竞争格局分散

化妆品生产方式包括自产和代工两种模式。一般仅有大型化妆品集团会自建生产基地，如海外集团宝洁、欧莱雅、雅诗兰黛、资生堂等在全球设厂，规模较大的国内集团也有自己的生产工厂。通常高端护肤品对原料的质量与配方的精细化要求更高，甚至有些原料与配方为自行研发所得，具有保密性，因此高端护肤品品牌通常选择自建工厂进行生产。大众类护肤品配方原料多为通用原料，代工厂也对此类产品的生产比较有经验，因此大众品牌多选择与代工厂合作生产。而彩妆由于种类繁多，更新换代频次快，对生产机器和原料的丰富性要求较高，一般选择灵活、生产周期短的代工厂。

实现产品自主生产的国内企业逐渐增多。为确保产品品质，越来越多的国内化妆品公司采用自主生产模式，通过购买国际先进的技术设备，建设现代化的自动生产线，实现产能有序扩张。目前，上海家化、珀莱雅、丸美等企业已实现大部分产品自主生产，自有产能不仅可以确保产品品质，还能及时根据市场需求灵活调整产品结构，提高供应效率。

表 6: 2018 年国内化妆品上市公司自有产能情况

化妆品公司	工厂名称	产能	产品利用率
丸美	广州工厂	3382.5 吨	78%
珀莱雅	湖州工厂	1.78 亿支	83%
	青浦跨越工厂	6 亿件/年	40%
	海南工厂	6500 万件/年	75%
上海家化	东莞工厂	3000 万件/年（多品类）	93%
	英国工厂	1400 万件/年（尿布压缩塑料膜）或 80 万件/年（尿布处理桶）	78%
	摩洛哥工厂	1300 万年/年（奶瓶）	65%
御家汇	长沙工厂	预计年产值 20 亿元	

数据来源：公司公告，东北证券

代工模式可分为 OEM、ODM、OBM 三种。OEM（原始设备生产商）指按品牌商委托合同进行产品开发和制造，不参与产品研发，产品由品牌商销售或经营。ODM（原始设计制造商）是指制造商根据品牌商的规格要求来设计和生产产品。ODM 与 OEM 的纯代工不同，会有自己研发的技术和设计，甚至是成型的产品。OBM（原

始品牌制造商)则要求企业自己注册商标开拓市场,在发挥设计制造优势的同时创建自有品牌,同时直接参与市场经营,这一模式要求工厂需具有一定品牌建设与市场开拓能力。

图 39: 代工生产分 OEM、ODM、OBM 三种模式



数据来源: 东北证券, Wind

国内化妆品代工厂相较海外市场格局分散,在产业链中处于弱势地位。根据国家药品监督管理局数据,截至 2019 年 11 月,全国共有 3880 家拥有化妆品生产许可证的企业,但仅有诺斯贝尔一家年销售额超过 10 亿元,多数代工厂销售额不足 2 亿元,规模小且分散。且消费者对化妆品的认知来自于品牌营销,代工厂的话语权处于劣势,护肤美妆类加工厂毛利率通常在 25%-40%之间,远低于品牌商的 60%-80%,由于品牌商具有较强的议价能力与较高的毛利率,原材料价格的波动通常对其影响较小,这一风险往往由代工厂来承担。纵观海外,已形成一批相对成熟的代工龙头企业,如意大利的莹特丽、韩国的科丝美诗和科玛,他们利用自身规模与研发能力,建立起强大的客户壁垒、技术壁垒与环保壁垒,合作的品牌商遍布世界各地。随着中国化妆品市场需求的快速增长,中国业务已成为这些生产商的重要收入来源,如韩国的科丝美诗 2018 年中国业务收入高达 28 亿元/占比 27%。

表 7: 海外龙头代工企业对比 (亿元)

海外代工企业	概况	品牌客户	18年营收	18年净利润	毛利率	净利率
Intercos SpA (意大利)	2005年进入中国,先后于苏州、上海布局三家子公司	雅诗兰黛、百雀羚、迦蓝等	54.0	3.8	22.0%	7.0%
Kolmar (韩国)	在中国建有北京、无锡两家工厂,从产能 5.5亿支	欧莱雅、CK、悦诗风吟、安利等	81.7	2.5	26.3%	3.0%
Cosmax (韩国)	分别在上海、广州建有4家、1家工厂,年产能超过6.5亿支	迪奥、兰蔻、香奈儿、植村秀等	75.8	2.0	12.3%	2.6%

数据来源: Bloomberg, 公司官网, 东北证券

4.2. 品牌：本土企业需要建立品牌矩阵，并打造差异化竞争路线

4.2.1. 本土企业需完善品牌矩阵&加强口碑积淀

海外龙头企业拥有成熟品牌矩阵，本土企业需加大品牌孵化力度。海外化妆品企业经过百余年的发展，业务涉及范围广，包括护肤品、美妆、香水、美发、个护、美容仪等品类，通过自建和收购已建立丰富的品牌矩阵，不同品牌调性覆盖不同目标群体。广泛的业务范围和丰富的产品矩阵使海外企业拥有较高的市场份额，在经济不明朗背景下，可灵活调整战略方向来应对市场不利因素的影响，因而有更强的抗经济周期能力和经营稳定性。相较而言，本土化妆品公司业务单一，品牌矩阵薄弱，一般仅建立起1个相对知名的品牌，主要覆盖中低端消费人群，市占率较低，竞争更为激烈。单一品牌难以形成垄断市场，本土企业的扩张需要加强品牌提升和建设。

表 8：海外主要化妆品集团品牌梳理

海外龙头企业	产品品类	细分品类	品牌	
欧莱雅（法国）	护肤品类	贵妇品牌	HR（赫莲娜）	
		高端品牌	Lancome（兰蔻）、YSL(圣罗兰)、Biotherm（碧欧泉）	
		大众品牌	L'oreal Paris(巴黎欧莱雅)、Kiehl's(科颜氏)、Yue-sai(羽西)、美爵士、小护士、美即、Garnier(卡尼尔)、Baxter of California	
		活性产品	LaRoche-Posay(理肤泉)、Vichy(薇姿)、Skin Ceuticals(修丽可)、CERAVE、ROGER&GALLET（香邂格蕾）	
	其他品类	彩妆	Giorgio Armani(阿玛尼)、Lancome(兰蔻)、Maybelline(美宝莲)、YSL(圣罗兰)、Shu Uemura(植村秀)、L'oreal Paris(巴黎欧莱雅)、NYX、IT COSMETICS、Urban Decay、Dermablend、Essie	
		香水	Giorgio Armani(阿玛尼)、Ralph Lauren(拉尔夫劳伦)、Cacharel、VALENTINO（华伦天奴）、ROGER&GALLET（香邂格蕾）	
		美发	L'Oreal Professionnal(欧莱雅专业美发)、Kerastase(卡诗)、Matrix(美奇丝)、Mizani、Carol's Daughter、Softsheen Carson、Redken、Pureology	
		美容仪器	Clanisonic（科莱丽）	
	雅诗兰黛（美国）	护肤品类	贵妇品牌	LAMER（蓝海之谜）
			高端品牌	Estee Lauder（雅诗兰黛）、Clinique（倩碧）、Origins（悦木之源）
大众品牌			Lab Series（男士护肤）、RODIN olio lusso、Glam Glow	
其他品类		药妆	Darphin（迪梵）	
		彩妆	Tom Ford Beauty、Bobbi Brown、Smashbox、Becca、M.A.C、Too Faced	
		香水	Jo Malone、Tommy Hilfiger、DKNY、Aramis、Beauty Bank、Tory Burch、Aerin、Donna Karan、Frédéric Malle、Ermenegildo Zegna、Kilian、Kiton、LeLabo、Michael Kors	
		美发	Aveda、Bumbleand bumble	
资生堂（日本）	护肤品类	贵妇品牌	CPB(肌肤之钥)、	
		高端品牌	Shiseido(资生堂)、Dicila(蒂思岚)、IPSA(茵芙莎)、TheGinza	
		大众品牌	Aqualabel(水之印)、Aupres(欧珀莱)、ANESSA(安耐晒)、dprogram、Elixir、Ettusais(艾杜莎)、HAKU、Prior、Pure&Mild(泊美)、Revital Granas、Urara(悠莱)、Senka(洗颜专科)	
		药妆	Avene（雅漾）	
	彩妆	NARS、Laura Mercier、Bare Minerals、Benefique、Integrate、Majolica Majorca、Maquillage（心机彩妆）、ZA（姬芮）		

爱茉莉太平洋（韩国）	其他品类	香水	ELIE SAAB、ISSEYMIYAKE（三宅一生）、Narciso Rodriguez、Sergelutens
		个人洗护	Aquair（水之密语）、AG Deo24、Ma Cherie（玛馨妮）、Sea Breeze、TSUBAKI（丝蓓绮）、UNO（男士品牌）
		高端品牌	Sulwhasoo（雪花秀）、AmorePacific（爱茉莉太平洋）
	护肤品类	中端品牌	Linikos、IOPE、Verite、LANEIGE（兰芝）、HERA
		大众品牌	Mamonde（梦妆）、Innisfree（悦诗风吟）、Primera、HANYUL、MIREPA（男士护肤）、ILLI（一理）
		彩妆	Innisfree（悦诗风吟）、Espoir（艾丝珀）、Hera（赫拉）、Etude House（伊蒂之屋）、ARITAUM
	其他品类	香水	LolitaLempicka、ANNICKGOUTAL、ODYSSEY（男士香水）
		内服美容	Vital Beautie、Cube Me
		个人洗护	Ayunche、Pleasia、吕、Boncho Study、Mise-en-scene（魅尚萱）、Happy Bath、Median、Songyum、Dantrol、Amos Professional
		美容仪器	Makeon
		医疗美容	AESTURA

数据来源：公司公告，公司官网，东北证券

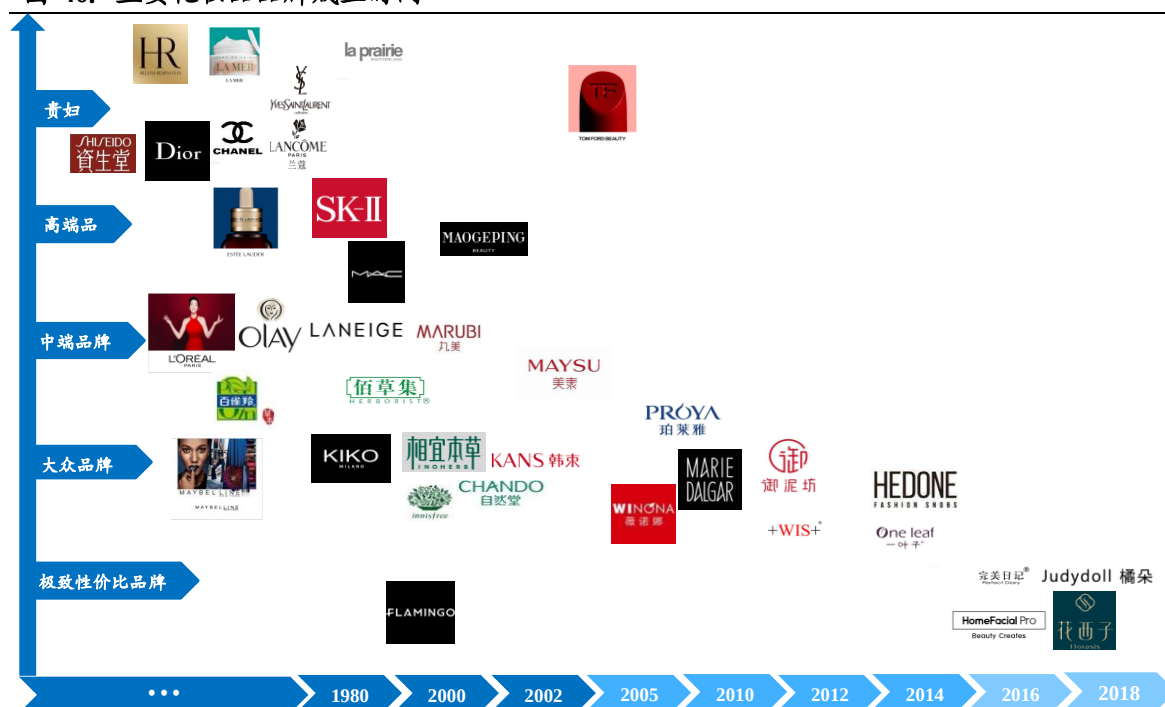
表 9：国内化妆品公司品牌梳理

国内主要公司	美妆品类	细分品类	品牌
丸美	护肤品类	中高端品牌	丸美
		大众品牌	春纪品牌
	其他品类	彩妆	恋火品牌
珀莱雅	护肤品类	大众品牌	珀莱雅、优资莱、韩雅
	其他品类	彩妆	猫语玫瑰、悦芙媿、悠雅、TZZ
上海家化	护肤品类	中高端品牌	双妹、佰草集
		大众品牌	美加净、高夫、玉泽、一花一木、雅霜、清妃、友谊
	其他品类	个护用品	六神、汤美星、启初
御家汇	自主品牌	主品牌	御泥坊
		新锐品牌	小迷糊、花瑶花、师夷家、薇风
	其他	代理品牌	城野医生、丽得姿、奥尔滨、OGX、KIKO

数据来源：公司公告，公司官网，东北证券

海外品牌历史积累深厚，本土品牌亟需口碑积淀。国外的明星品牌均有近百年发展历史，拥有较强的口碑和消费者信赖度。而口碑的积淀主要依靠时间的积累，经历的时间越久，经过市场的筛选，生存下来的品牌必然有成熟的工艺和稳定的产品质量，更容易得到消费者的支持。而我国化妆品品牌除百雀羚外，成立时间主要集中在 2000 年左右，培育时间短，且出生在完全竞争的市场环境中，受到国外成熟品牌的强力挤压。相较国外品牌的成长路径，我国品牌成长环境更为恶劣，在缺乏口碑积淀的背景下，很难享受品牌溢价，导致对渠道销售有较大依赖度。

图 40: 主要化妆品品牌成立时间



数据来源: 公开资料整理, 东北证券

4.2.2. 以民族文化为突破口, 走差异化竞争路线

国产品牌立足中医/草本概念, 与国际品牌形成差异化。各国化妆品特点存在较大差异, 欧美品牌大多依靠技术研发优势, 化学成分相对较高; 日本化妆品注重医学护肤, 资生堂产品涉猎贵妇至学生, 以效果著称, 结合传统制作工艺和现代科技; 韩国护肤品善于添加药材成分, 尤其是韩国特产红参, 借助植物精华达到保湿、修复的效果, 这类产品的特点是安全有效, 可以温和保养肌肤, 修复受损皮肤, 从细胞结构还原皮肤的健康状态; 国产化妆品绝大部分立足中医、草本等概念, 以民族文化为突破口。

国货差异化定位过于集中, 存内部竞争劣势。海外大牌经过长时间的发展, 已形成深入人心的品牌形象, 如欧莱雅定位“触手可及的奢华”, 兰蔻将高贵典雅的“玫瑰”融入品牌形象, 雪花秀以“高端草本护肤”为定位, 资生堂坚守高品质产品定位。为实现差异化竞争, 国产品牌多主打纯天然, 以民族情怀吸引消费者。如佰草集主打本草美颜, 产品传承千年中医文化; 珀莱雅定位海洋护肤, 致力于挖掘深海纯净养护成分; 百雀羚定位草本护肤, 注重安全无刺激; 御泥坊深耕古法护肤, 并融合当代先进技术。与海外品牌的差异化定位助力部分国产企业脱颖而出, 但也由于国产品牌定位过于集中在中医本草概念, 同质化严重, 使得佰草集、百雀羚、相宜本草、三草两木等品牌存在内部竞争关系。

表 10: 国内外化妆品定位差异对比

国家	化妆品特点	相关品牌	品牌定位
欧美	化学成分相对较高，依靠技术研发方式	兰蔻	高贵典雅
		欧莱雅	触手可及的奢华
日本	医学护肤，以效果著称，善于钻研特效成分，结合传统制作和科技	资生堂	坚守高品质的产品定位
韩国	善于添加药材成分，尤其是韩国特产红参，借助植物精华达到温和保养，修复受损肌肤的效果，从细胞结构还原皮肤的健康状态	雪花秀	高端草本护肤
中国	主打纯天然，或以中国传统文化为突破口，定位中医、草本等概念，以民族情怀吸引消费者	佰草集	本草美颜，传承中医文化
		珀莱雅	海洋护肤，致力深海纯净养护
		百雀羚	草本护肤、安全无刺激
		御泥坊	古法护肤，融合现代技术

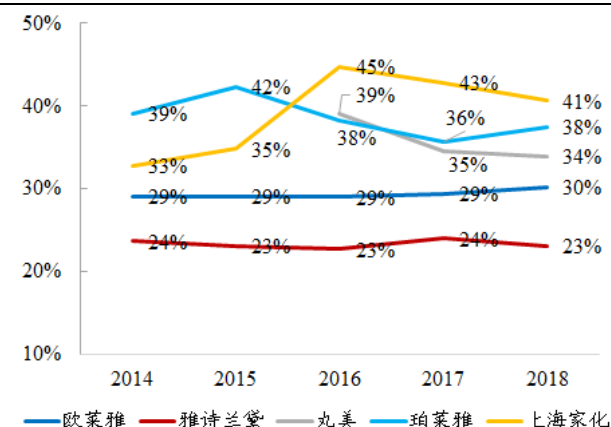
数据来源：公开资料整理，东北证券

4.3. 营销：社媒营销崛起，为国货带来新机遇

4.3.1. 流量入口碎片化，降低品牌营销门槛

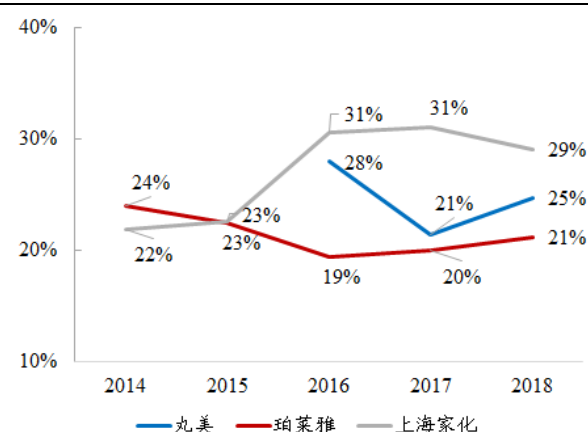
化妆品行业具有高毛利、重营销的特点。消费者在购买过程中的决策受品牌形象、广告营销、他人推荐等因素影响较大，因此优秀的营销战略对化妆品终端销售起至关重要的作用，无论是国际品牌还是本土品牌，均需保持与时俱进的营销思路以及把握精准的营销媒介。雅诗兰黛、欧莱雅等国际化妆品巨头营销费用率通常在 30% 以下。而国内公司正处于市场开拓期，营销投入较大，2018 年上海家化/珀莱雅/丸美的销售费用率分别为 41%/38%/34%，略高于国际大型化妆品集团。广告投放费率方面，2018 年上海家化/珀莱雅/丸美的广告费用率分别为 29%/21%/25%，丸美宣传费率高于珀莱雅主要系传统电视广告投放较高，上海家化无论广告投入还是销售投入均居首位。

图 41: 主要中外化妆品公司销售费用率对比



数据来源：公司公告，东北证券

图 42: 国内化妆品公司广告宣传费用率对比

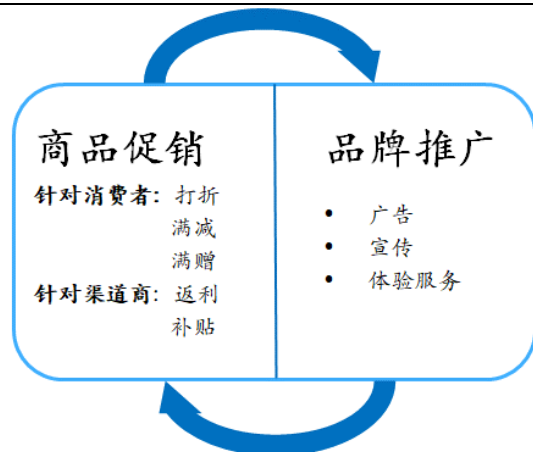


数据来源：公司公告，东北证券

营销风口多变，为国产品牌迎来绝佳曝光机会。早期国货品牌较多依赖渠道铺货，通过返利、补贴等机制刺激经销商，利用产品打折、满减、满赠等方式拉动销售量。但随着消费者消费心理日趋成熟，促销信息对销售的拉动力以及持续性都在削弱，现在的营销更加注重品牌价值的持续塑造和与消费者之间的情感沟通，企业营销与大数据结合，深入触达个性化、精细化的消费者需求。过去大型电视台、报刊杂志

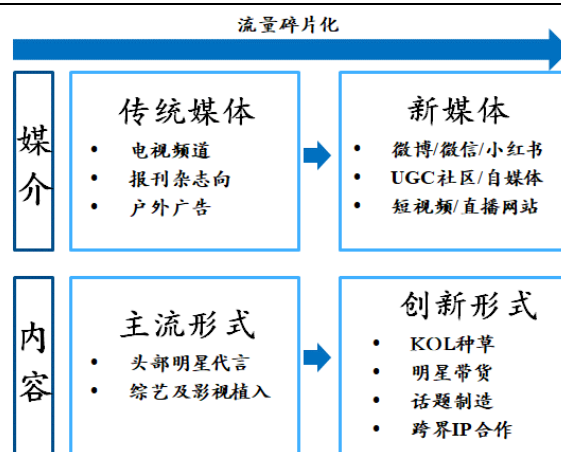
等传统媒体占据主流，头部明星的代言费用高昂，国际品牌凭借强大的资金实力占据宣传制高点。但进入移动互联网时代，流量传播入口的更加碎片化，社交媒体、KOL（关键意见领袖）、明星代言、跨界 IP 合作等多种模式使美妆营销格局发生重大变化。社交媒体进入门槛较低，资金需求量不大，只要运用得当便能以最低成本强化消费者对品牌与产品的认知，为本土品牌提供了绝佳的曝光机会。

图 43：营销方式的变革



数据来源：公司公告，东北证券

图 44：新形势下营销模式多样化



数据来源：公司公告，东北证券

4.3.2. 国内主要化妆品企业营销打法对比

丸美精选代言人塑造高端形象，网络广告成新兴营销方式。2007 年丸美弹力蛋白眼精华问世，并在电视频道黄金时段播出“弹弹弹，弹走鱼尾纹”经典广告片，品牌知名度由此打响。丸美针对不同品牌定位，聘请差异化形象代言人，其中“丸美”品牌选择袁咏仪、梁朝伟、周迅、陈鲁豫、杨子姗、彭于晏等形象相对成熟的艺人；“春纪”品牌则多选择李宇春、胡歌、周冬雨、古力娜扎、吴谨言等新生代艺人。2018 年公司网络广告投放费用率大幅增长，由 2017 年的 2.51% 提升至 8.47%，而电视广告费率由 7.35% 下降至 3.80%。2018 年公司转变营销策略，将更多广告投放于受年轻人喜爱的网络视频，如投放了《我的真朋友》、《如懿传》、《延禧攻略》、《皓镧传》、《天盛长歌》、《极限挑战 5》等节目广告。此外，伴随“抗衰老”需求的低龄化发展趋势，丸美品牌开始逐渐重视年轻化流量，后续或将精准覆盖小红书、抖音、今日头条、腾讯视频、QQ 音乐、优酷、爱奇艺、美柚等主流 APP，高频覆盖锁定人群，扩大潜在消费人群和提升销售转化率。

图 46: 丸美广告投放热门 IP 大剧及综艺



数据来源：公司官网，东北证券



数据来源：公开资料整理，东北证券

图 47: 珀莱雅聘请流量明星



数据来源：公司官网，东北证券

图 48: 珀莱雅“泡泡面膜”抖音种草视频



数据来源：抖音，东北证券

请务必阅读正文后的声明及说明

李易峰作为代言人，高夫启用冯绍峰，六神选择音乐才子华晨宇代言，一花一木则由年轻偶像欧豪代言，美加净由新晋流量小生罗云熙代言。同时上海家化与知名 IP 跨界联动，利用情怀制造话题度并拓宽品牌受众群体，如 2018 年 9 月，美加净品牌联合冠生园旗下大白兔推出“大白兔润唇膏”，首发半秒抢空，紧急补货后再次瞬间售罄，此外六神与 RIO 合作推出鸡尾酒，高夫联手 Xbox，公司通过跨界联名吸引大批年轻消费者，实现品牌年轻化发展。

图 49：上海家化明星代言与跨界营销紧密结合

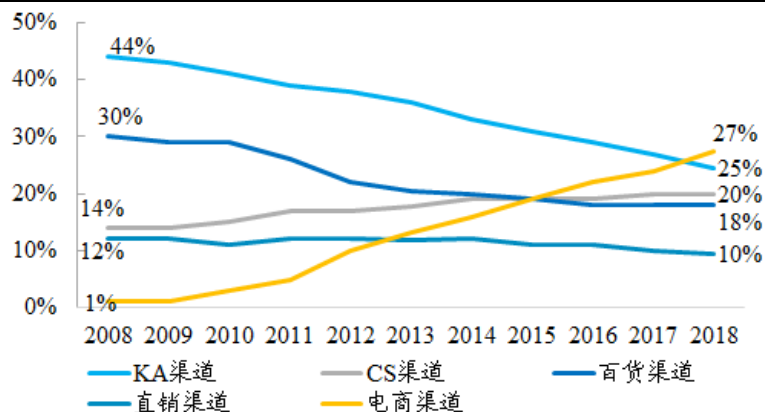


数据来源：公开资料，东北证券

4.4. 渠道：线下渠道面临瓶颈，线上渠道创造红利

化妆品渠道十年更迭，电商迅速崛起。纵观中国化妆品渠道十年变化史，2008 年以前，化妆品销售以线下渠道为主，KA 及百货渠道占主导地位，2008-2018 年，KA 和百货渠道景气度严重下滑，超市大卖场市占率由 44%下降至 25%，百货商场市占率由 30%下降至 18%。电商渠道自 2010 年起，一路高歌猛进，销售占比由 2008 年的 1%提升至 2018 年的 27%，取代 KA 渠道成为化妆品第一大销售渠道。而线下渠道中仅 CS 渠道稳中有升，市场份额由 2008 年的 14%提升至 2018 年的 20%，主要得益于其集百货与商超特性为一体的性质。目前 CS 渠道整体增速放缓，渠道红利期已经度过，呈现高端景气与低端瓶颈的分化格局。

图 50：过去十年中国化妆品销售渠道占比变化



数据来源：Euromonitor，东北证券

表 11: 化妆品各渠道对比

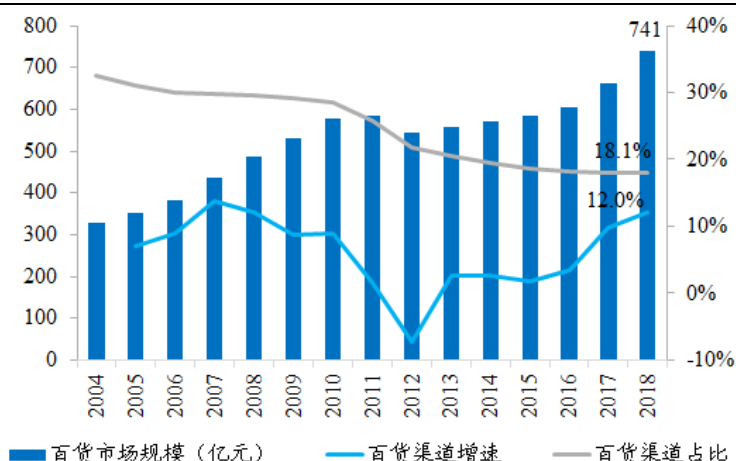
渠道	特点	发展黄金期	优势	劣势	定位	渠道代表	主力消费人群	渠道品牌
商超	多为大型连锁商超及卖场, 面积大、客流广	2010年前	大多毗邻居民区, 客流量稳定	不利于宣传塑造品牌形象; 面临电商冲击	中低端	沃尔玛、家乐福、大润发、永辉超市、华润万家等	中老年	百雀羚、相宜本草等
百货	包括百货和购物中心, 客流量大, 仍是高端品牌的竞技场	2010年前	有助于品牌塑造、形象定位	进入门槛高; 面临电商冲击	高端	久光、银泰、万象城、IFC、百联等	中产阶级	雅诗兰黛、兰蔻、资生堂等
CS渠道	药妆店: 与香港和日本不同, 国内的药妆店由于牌照问题不能售卖药品	2000-2011	拥有丰富品类, 向客户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	品类众多, 易与其他品牌形成竞争	中端	屈臣氏、万宁	少年、中青年	本土品牌、台湾和日韩品牌以及自由品牌
	化妆品店: 售卖护肤品、彩妆、香氛等, 个护和保健品占比较小				中高端	丝芙兰(一二线城市)、狐狸小妖(三四线城市)、	一二线时尚人群、三四线年轻人	国际中高端品牌以及自由品牌
					中低端	娇兰佳人、唐三彩	低线的年轻时尚人群	
单品牌店	经营单个品牌, 店面通常较小, 产品标准化, 注重体验感	2010-2017	提供更丰富的产品品类和试用体验, 拉长顾客有效停留时间, 利于传递品牌理念	品牌系列单一, 消费者培育期相对较长	多为高端	一二线城市的购物中心	一二线城市的年轻人群	科颜氏、欧舒丹、茉莉蔻、悦诗风吟
					中低端	低线城市的街铺店	低线城市人群	婷美、老中医、植物医生等
电商渠道	可分为淘宝、京东大型平台, 社交平台和特卖平台, 发展之初就以平价、优惠为卖点	2010年后	品牌覆盖全面, 在信息展示、传播分享等方面具有优势, 打通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	全品类	天猫、京东、唯品会、聚美优品等	年轻消费人群, 价格敏感性较高的客群	全品牌

数据来源: 公开资料整理, 东北证券

4.4.1. 线下渠道: 百货受高端市场提振, CS 渠道为国货主战场

1) 百货渠道: 形象定位高, 主要被外资垄断。百货专柜带有美容导购的形式, 为消费者提供体验咨询服务, 并进行品牌宣传和产品展示, 有助于品牌建立牢固形象。百货专柜是品牌商建立及维护品牌价值的重要渠道, 具有客流量大及客单价高的特点, 是国际中高端护肤品和彩妆产品的主战场。百货渠道由于自身形象定位的原因, 品牌进入门槛较高, 主要被外资及合资品牌垄断。本土品牌由于多数定位大众市场, 中高端品牌屈指可数, 整体定位与渠道不匹配; 此外高额的商场扣点、柜台制作费用和人才薪酬标准构成本土化妆品品牌进军百货渠道的壁垒。2004-2010 年间, 百货渠道维持着稳定增长, 2011-2012 年, 在电商与 CS 的冲击下, 百货渠道增速出现断崖式下滑, 2012 年一度降至-7%。近两年受益于高端化妆品市场爆发, 叠加各大品牌的百货渠道推出皮肤测试、样品赠送、在线虚拟化妆等差异化体验, 2017 年百货渠道迎来增速拐点, 渠道占有率企稳。

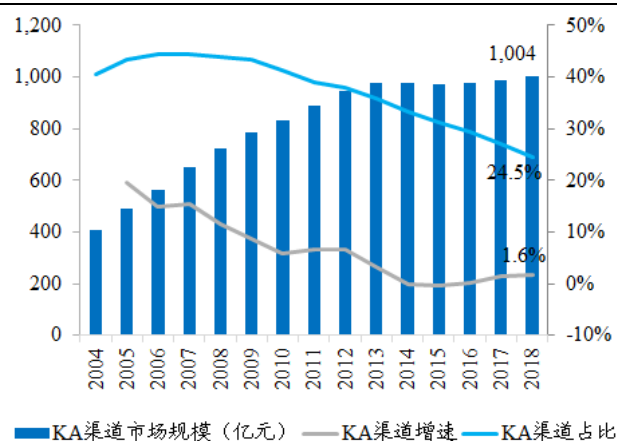
图 51: 2004-2018 年百货渠道规模、增速及占比



数据来源: Euromonitor, 东北证券

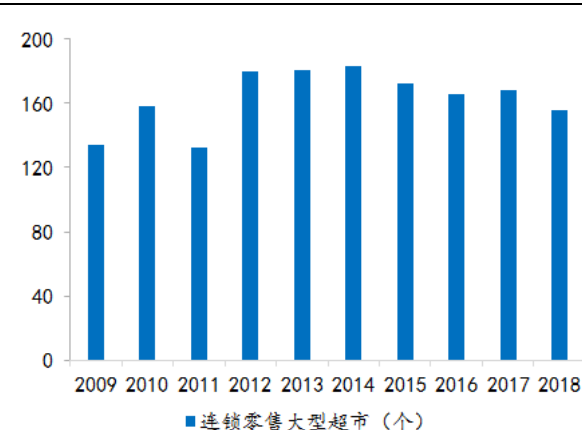
2) 商超渠道: 渠道老化, 遭遇增长瓶颈。KA 渠道以大型商超、卖场为销售平台, 大多毗邻居民区, 客流量比较稳定, 2004-2008 年受益于外资超市高速扩张带来商超零售业的高景气度, 化妆品商超渠道规模保持 10% 以上的高增速。2010 年后, 受电商冲击、各大商超开店速度放缓和渠道老化影响, 景气度大幅下滑。KA 渠道因规模庞大, 费用高昂, 流程复杂, 产品上新与调整较慢, 与新兴化妆品品牌的契合度低, 难以树立统一的品牌形象, 市场占有率逐渐下降。但目前 KA 渠道依然是化妆品行业第二大渠道, 本土企业仍然需重视研发及生产适合商超货架产品。

图 52: 2004-2018 年商超渠道规模、增速及占比



数据来源: Euromonitor, 东北证券

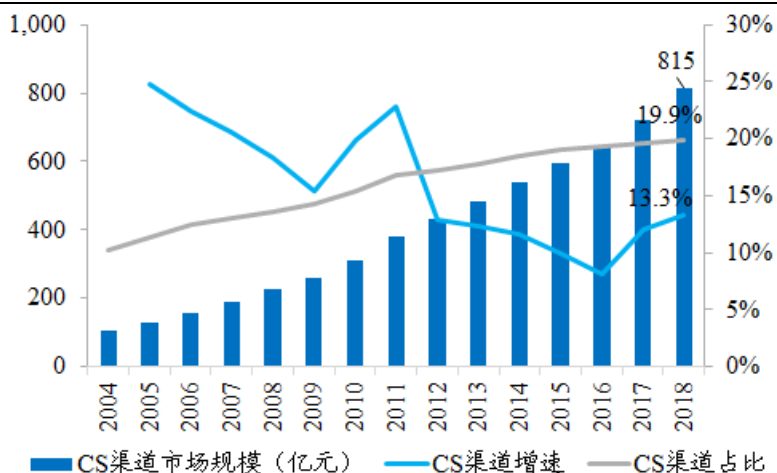
图 53: 2009-2018 年全国连锁大型超市数量



数据来源: 国家统计局, 东北证券

3) CS 渠道: 国货占据较大优势, 连锁化扩张加速集中度提升。CS 渠道集百货与商超特性为一体, 满足消费者对线下渠道的覆盖度及专业度的要求, 2000 年以来度过黄金十年。2004 年至 2011 年, CS 渠道连续 7 年保持 20% 左右的高增速, 渠道市占率由 2004 年的 10.2% 升至 2010 年的 16.8%。2011 年后, 在电商的强势挤压下, CS 渠道因其专业化、便捷化的消费持续拓展市场, 成为唯一市占率攀升的线下渠道, 并于 2015 年超越百货成为第二大线下渠道, 截至 2018 年, CS 渠道占有率已达到 19.9%。目前 CS 渠道整体仍然保持 10% 以上的稳定增速, 但渠道红利期已度过, 未来增速或将趋缓。

图 54: 2004-2018 年 CS 渠道规模、增速及占比



数据来源: Euromonitor, 东北证券

本土品牌在 CS 渠道更具优势。CS 渠道的优势在于渠道下沉，而渠道下沉对经销商有较高的依赖度，本土品牌相较国际品牌在深度绑定经销商方面更加灵活，利用销售返利、货补等其他优惠政策，充分让利代理商。而国际品牌由于人力成本、税收成本等相对较高，且定价及销售策略难以灵活变通，导致其给予经销商折扣优惠相对有限。本土品牌在日化渠道的供货折扣一般为 3-3.5 折到代理商，再由代理商 5 折卖给门店，叠加销售返点和其他优惠政策，到化妆品店的折扣大都低于 5 折，而国际大牌针对日化渠道的供货折扣大多在 6-7.8 折左右，给经销商和终端留下的利润空间较为有限。因而销售国产品牌有利于提供店铺销售利润率，带动店铺主动销售，国产品牌在 CS 渠道上显然更加强势。

表 12: 国际品牌 CS 渠道折扣率

集团	旗下品牌/品类	CS 渠道供货折扣
欧莱雅	巴黎欧莱雅/美宝莲等	根据不同品牌/类目，在 CS 店供货折扣 7-7.8 折+政策促销
宝洁	宝洁护肤+洗护	多年没有太大盖面，CS 渠道平均毛利率在 10-20 个百分点左右
联合利华	联合利华专供新品	清扬樱花系列 350ml 专供系列及力士沐浴露等 14 个 SKU，利润空间相比以往提高了 20-30%
曼秀雷敦	曼秀雷敦常规品	在 CS 店的供货折扣 5.5 折左右+政策促销
	曼秀雷敦特供品	在 CS 店的供货折扣 5 折左右+政策促销
爱茉莉太平洋	梦妆	在 CS 店的供货折扣 6 折+政策促销

数据来源: 品观网, 东北证券

CS 渠道加速下沉，集中度不断提升。相较 KA 渠道，日化专营店具有天然的体验优势和专业性优势，便于品牌商未来进行进一步的品牌打造；相较百货渠道，日化专营店选址灵活性高，支持成本较低，经营链条相对简单，便于渠道下沉。近年来，三四线城市消费升级为大型 CS 店的下沉和扩张打开市场，数量充足的连锁门店也将有助于 CS 渠道进入集中度加速提升的阶段。以屈臣氏为例，其日化专营店近几

年在内地迅速下沉，2019 年的门店数量已经超过 3600 家，覆盖城市已经达到 470 个，注册会员超过 6500 万。以中高端化妆品销售为主的丝芙兰近些年门店数量也实现了翻倍增长，2019 年超过 700 家。同时，娇兰佳人、唐三彩、金甲虫等本土区域性大众连锁日化专营店受益于低线城市消费升级趋势，通过加盟店的模式快速扩张和下沉。2019 年，娇兰佳人的门店数量已经达到 2594 家，拥有 1800 多万会员，日均接待顾客 40 多万，其门店数量增长迅猛，目标 2022 开店全国开店 10000 家。除此之外，唐三彩、亿莎等 CS 渠道也均有高达数千家门店建设的规划。

表 13: 我国 CS 渠道门店情况（截止 2019 年 12 月）

CS 渠道		门店数
国际渠道	屈臣氏	超 3600 家
	丝芙兰	约 749 家
	娇兰佳人	约 2594 家
本土渠道	唐三彩	近 1000 家，18 年目标 3000 家
	亿莎	直营连锁店 100 多家，2022 年规划达到 1000 家
	金甲虫	近 300 家
	千色店	93 家终端门店

数据来源：公司官网，百度地图，东北证券

4) 单品牌店：提升消费者线下体验感，树立品牌形象。在 CS 店同质竞争加剧、体验性消费需求提高的背景下，单品牌店可凸显品牌定位，容易迅速吸引与品牌契合的消费者，且主打线上难以实现的体验性消费，具有社交互动属性，适合彩妆等具有线下体验特性的品类。目前来看，一线城市的高端购物中心渠道主要被国际品牌占据，如悦诗风吟、伊蒂之屋、科颜氏和欧舒丹等。2017 年起部分国际品牌单品牌店在中国经营承压，拓展步伐趋缓。国产品牌单品牌店于 2010 年起逐步发力，加速在三四线城市的布局。如植物医生、樊文花、林清轩、婷美小屋等品牌靠单品牌店崛起，同时国内第一梯队的化妆品品牌也纷纷布局单品牌店，如百雀羚、自然堂、一叶子、韩束和珀莱雅等，其中珀莱雅着重布局两大新孵化品牌悦芙媞与优资莱的单品牌店，单品牌店的扩张成为营收增长的重要动力。

表 14: 国内单品牌店情况（截止 2019 年 12 月）

品牌	国内布局时间	单品牌店数量（家）	
国际品牌	欧舒丹	2005	215
	悦诗风吟	2012	571
	伊蒂之屋	2013	56
	菲诗小铺	2008	118
	科颜氏	2009	125
本土品牌	植物医生	2004	3332
	樊文花	2013	3261
	婷美小屋	2012	846
	林清轩	2009	380
	膜法世家	2012	472
	优资莱	2017	572

数据来源：公司官网，百度地图，东北证券

5) 主要本土企业线下渠道布局对比

区域布局对比：丸美线下渠道区域布局较为均衡，珀莱雅/佰草集主要集中华东地区。从本土品牌线下渠道布局来看，截至 2019 年 12 月，珀莱雅主品牌共有专柜 872 个，华东地区分布较为集中，占比 46%，未来在西南、东北等地还有较大拓展空间。优

资菜单品牌店主要分布在华东/华北/华中，数量占比分别为 31%/22%/19%。**丸美**品牌共有百货专柜 1710 个，相对其他国产品牌，地域分布较为均衡，华中地区占比略高，为 24%。日化精品店网点数达到 10201 个，整体分布均衡，华东与华中地区相对集中，门店数占比分别为 24%与 19%。**佰草集**共有百货专柜 1207 个，主要分布在华东/占比 35%。专营门店共有 90 家，主要分布在相对繁华的大中型城市，华东地区占比超 60%。公司今年重点拓展的“销售+体验”结合的养美空间门店目前有 225 家，集中分布在华东与华中地区，未来在华南、西北、东北等地还有较大拓展空间。

表 15: 丸美、珀莱雅、佰草集线下门店区域分布情况（截至 2019 年 12 月）

地区	丸美		珀莱雅		佰草集		
	百货专柜	日化精品店	珀莱雅专柜	优资菜单品牌店	百货专柜	专营门店	养美空间
华东地区	271	2451	404	179	421	55	81
占比	16%	24%	46%	31%	35%	61%	36%
华南地区	141	1063	94	17	98	5	13
占比	8%	10%	11%	3%	8%	6%	6%
华中地区	415	1986	130	106	176	17	63
占比	24%	19%	15%	19%	15%	19%	28%
华北地区	260	1221	76	125	174	2	23
占比	15%	12%	9%	22%	14%	2%	10%
西北地区	205	891	80	54	91	0	19
占比	12%	9%	9%	9%	8%	0%	8%
西南地区	249	1614	52	65	148	11	26
占比	15%	16%	6%	11%	12%	12%	12%
东北地区	169	975	36	26	99	0	0
占比	10%	10%	4%	5%	8%	0%	0%
合计	1710	10201	872	572	1207	90	225

数据来源：各品牌官网，东北证券

线级城市布局对比：丸美渠道下沉力度相对较大。本土化妆品定位大众市场，而大众化妆品的主战场是低线城市，低线城市美妆渗透率低，线下实体店是消费者接触本土美妆、增强体验感，构建品牌认知的重要渠道。所以国产品牌不仅需要建设好线上渠道，渠道下沉低线城市也十分重要。对比主要本土品牌在各线级城市的线下渠道布局情况，截至 2019 年 12 月，**丸美**品牌一线/二线/三线及以下城市专柜布局占比为 4%/29%/67%，日化精品店布局占比 5%/24%/72%，低线城市为集中布局区域。**珀莱雅**主品牌专柜一二线城市占比达 60%，其中二线城市布局占主导，优资菜单品牌店主要局部低线城市，占比达 65%。**佰草集**百货专柜主要分布在三线及以下城市/占比 57%；专营门店在各线级城市分布较为均衡；养美空间门店集中分布在三线及以下城市，占比达 60%。无论是线下渠道数量还是布局占比，丸美在低线城市的布局都更为强势，丸美在一线城市的布局相对偏弱，在二线城市的布局力度与其他品牌基本一致，从渠道下沉的角度看，丸美表现相对亮眼。

表 16: 丸美、珀莱雅、佰草集线下门店线级城市分布情况（截至 2019 年 12 月）

地区	丸美		珀莱雅		佰草集		
	百货专柜	日化精品店	珀莱雅专柜	优资菜单品牌店	百货专柜	专营门店	养美空间
一线城市	70	468	141	57	132	21	9
占比	4%	5%	16%	10%	11%	23%	4%
二线城市	496	2431	381	145	383	35	82
占比	29%	24%	44%	25%	32%	39%	36%
三线及以下	1139	7302	350	370	694	34	134
占比	67%	72%	40%	65%	57%	38%	60%
合计	1705	10201	872	572	1209	90	225

数据来源：各品牌官网，东北证券

4.4.2. 线上渠道：传统电商红利殆尽，社交电商站上风口

本土化妆品电商渠道经历十年发展，可分为两个阶段。第一阶段，2008 年至今的淘品牌时期。2008 年借助电商渠道红利，涌现出了一大批的淘品牌公司，包括目前仍活跃一线的御泥坊、阿芙、膜法世家等。第二阶段，2014 年移动互联网的兴起，社交+电商模式成为电商渠道发展大趋势。以小红书、微博为首的社交平台在年轻消费者中影响力度越来越大。社交媒体的兴盛、美妆 KOL 的带货能力为新品牌、新产品的崛起提供新机遇。

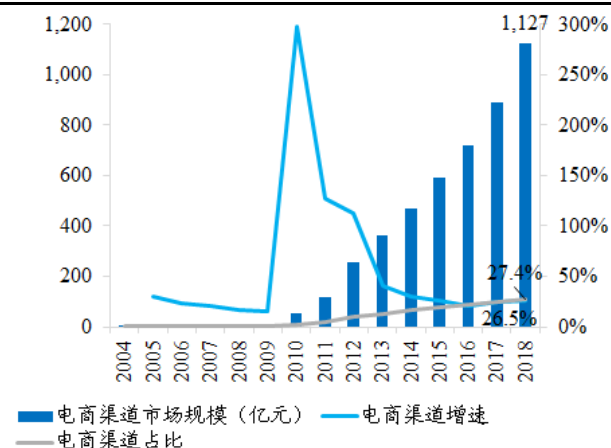
图 55：电商渠道发展阶段



数据来源：前瞻产业研究院，东北证券

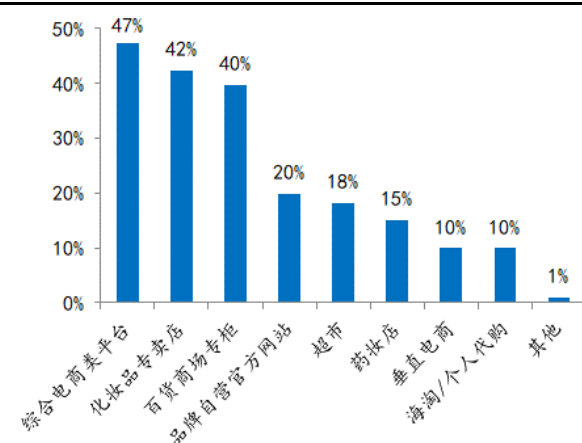
化妆品零售线上渗透率不断提升，电商渠道规模持续增长。随着互联网零售的发展成熟和消费主力群体消费习惯的改变，近 50%的消费者会更倾向于在综合电商类平台购买化妆品，品牌方触网意愿增强，化妆品线上渠道交易规模自 2009 年起迅速提升，渠道占有率由不足 1%飙升至 2018 年的 27.4%，超越 KA、百货等传统强势渠道成为化妆品市场零售额占比最高的渠道。在经历过 2009-2012 年的爆发式增长后，2013-2018 年电商渠道增速虽有放缓，但 CAGR 仍高达 25.6%，景气度显著高于其他线下渠道。

图 56：2004-2018 年电商渠道规模、增速及占比



数据来源：Euromonitor，东北证券

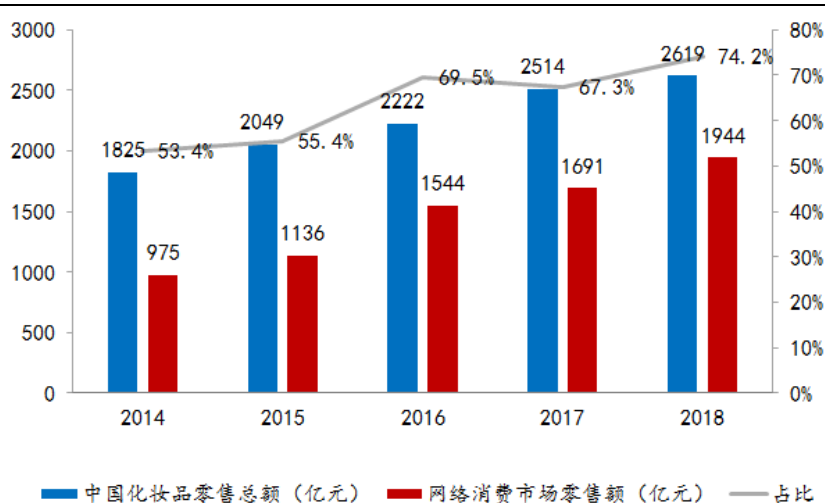
图 57：2019 年中国消费者购买化妆品渠道分布



数据来源：艾媒咨询，东北证券

电商渠道与化妆品消费属性高度契合。美妆网络交易额占限额以上化妆品零售规模的比重逐年增加，2014-2018 年，中国限额以上化妆品零售额从 1825 亿元增长逐年增长至 2619 亿元，其中大部分化妆品销售额来自线上消费渠道，化妆品网购的渗透率从 2014 年的 53.4% 提升至 2018 年的 74.2%。从互联网零售的细分行业来看，化妆品、小家电、母婴等类目产品因体积、单价、服务体验、配送效率等原因，较为适合电商运营。受益于电商渠道门槛低于线下，营销推广和销售转化方式多样，影视综艺植入、粉丝效应、KOL 推荐等方式可迅速聚集流量并推动转化，且能够通过数据分析了解消费者需求并优化上游产品设计及销售策略，化妆品零售的线上渗透有望进一步提高，电商销售渠道占比将持续上升，并孵化更多品牌以适应消费者个性化、多样化的细分市场的需求。

图 58：2014-2018 中国化妆品网购市场规模及渗透率



数据来源：艾媒咨询，东北证券

线上渠道模式趋于多元化。目前，我国的线上渠道主要可以分为传统电商和社交电商，其中传统电商包括综合 B2C 平台、垂直 B2C 平台和 C2C 平台。以天猫、京东为代表的综合 B2C 平台为化妆品市场主流电商平台，这类平台运营规范性高、流量大，成为大品牌最重视的电商渠道。垂直自营平台主要包括聚美优品、唯品会等，多采用经销商模式，品牌方不需投入过多资源进行店面维护和日常运营，但近几年出现增长瓶颈。品牌自建商城对品牌商线上运营能力要求高，且流量有限。传统淘宝类 C2C 平台因运营不规范、质量无保障等原因，市场份额正逐步下滑。在部分传统平台进入瓶颈期的同时，社交领域却仍在不断创造新的流量红利，以拼多多、云集、小红书、抖音为代表的社交电商成为新力军。

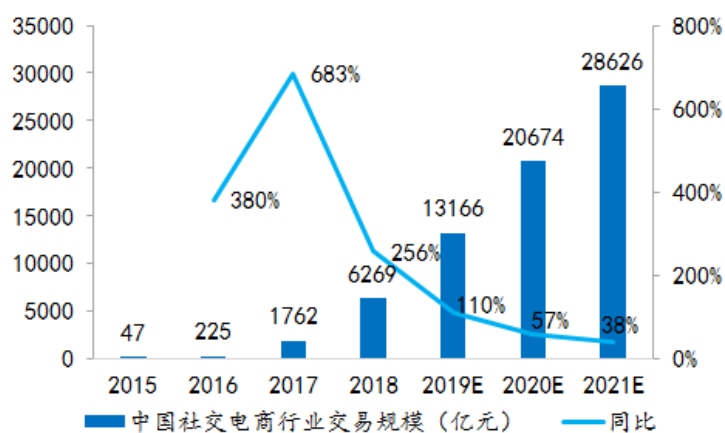
表 17: 我国化妆品线上渠道概况

渠道	渠道描述	渠道列举	渠道品牌
综合B2C	起初商品大多来自经销商，现在主要跟品牌厂商合作，开设官方旗舰店，有品牌直营和代运营模式，大部分国外中高端品牌采用代运营模式	天猫、京东	高端品牌：雅诗兰黛、兰蔻、蓝海之谜等；大众品牌：百雀羚、自然堂、珀莱雅
传统电商渠道	跟经销商或品牌厂商合作，不需要品牌方投入过多资源进行店面维护和日常运营，但销售扣点一般高于综合型B2C	聚美优品、唯品会	大众品牌为主：自然堂、美宝莲、御泥坊等；高端品牌：兰蔻、雅诗兰黛等
品牌自建商城	品牌自建线上商城，可自主掌握核心数据，但对品牌商线上运营能力要求高，且流量有限	巴黎欧莱雅	巴黎欧莱雅
C2C平台	较早开展化妆品销售业务，但运营不正规，存在串货、水货甚至假货问题，现市场份额逐步下滑	淘宝、海淘个人代购	高端品牌（未建立天猫旗舰店）的海外代购，中低端品牌的经销商建立的平台
社交电商	团购形式，主打低价营销策略 以内容驱动的电商种草平台，通过优质内容分享为交易引流	拼多多、云集 小红书、抖音、微店	高端品牌：SK-II、CPB、圣罗兰等；大众品牌：碧柔、Olay等

数据来源：公开资料整理，东北证券

社交电商成为市场宠儿，行业高速增长协同化妆品销售规模持续提升。与传统电商相比，社交电商拥有发现式购买、去中心化、场景丰富等独特优势，用户既是购买者，也是推荐者。具体来看，社交电商主要有以下三个方面的优势：1）依托社交裂变降低引流成本，提升用户粘性；2）多维交互式产业链，可实现零库存分销、精准营销、C2B 定制从而提升供应链效率；3）去中心传播网络，为中小供应商发展提供广阔空间。2018年中国社交电商行业规模达6268.5亿元，同比增长255.8%，成为网络购物市场的一匹黑马。随着社交流量与电商交易的融合程度不断深入，社交电商占网络购物市场的比例也不断增加，2015年-2018年三年间，社交电商占中国网络购物市场比例从0.1%增加到了7.8%。社交电商作为美妆销售的重要渠道，行业的高速发展将为化妆品市场的扩张带来巨大红利。

图 59: 2015-2021 年中国社交电商行业规模及增速

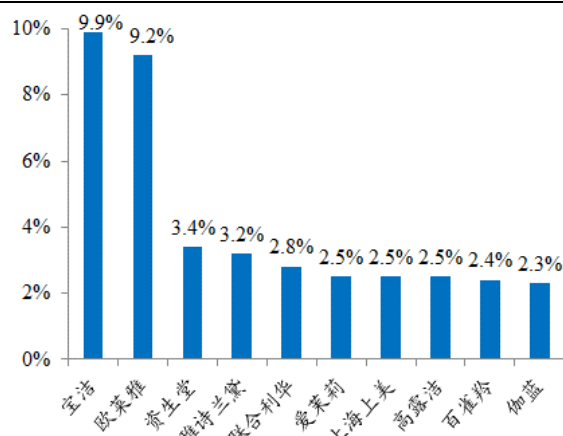


数据来源：艾瑞咨询，东北证券

5. 竞争格局：国货深耕大众市场，实现错位竞争

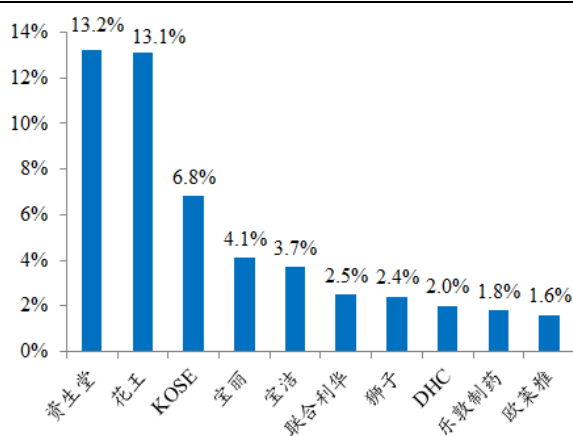
国内市场集中度仍存提升空间。从集团角度看，2018 年中国/美国/日本化妆品市场 CR5 分别为 29%/44%/41%，韩国 CR2 为 43.2%，国内市场仍存整合空间。中国化妆品市场目前依然由海外跨国公司主导，TOP10 中前六位均为海外企业，合计市占率达 33.5%，但也有本土的化妆品公司在残酷的市场竞争中崛起，例如上海上美、百雀羚、伽蓝、上海家化、珀莱雅和丸美等公司，其中上海上美、百雀羚、伽蓝入围 2018 年 TOP10 企业，合计市占率达 7.1%。参考日韩市场，2018 年日本化妆品市场 TOP4 均为日本本土企业，合计市占率高达 37.2%，Top1 资生堂的市占率为 13.2%。韩国化妆品市场 TOP2 均为韩国本土企业，分别为爱茉莉太平洋和 LG 生活健康，市占率均超 20%。中国本土龙头企业市占率均在 2%-2.5%之间，不论市场地位还是市场占有率均有较大的提升空间，未来依然有望取代海外公司，获得中国市场的主导地位。

图 60：2018 年中国市场化妆品公司市场率



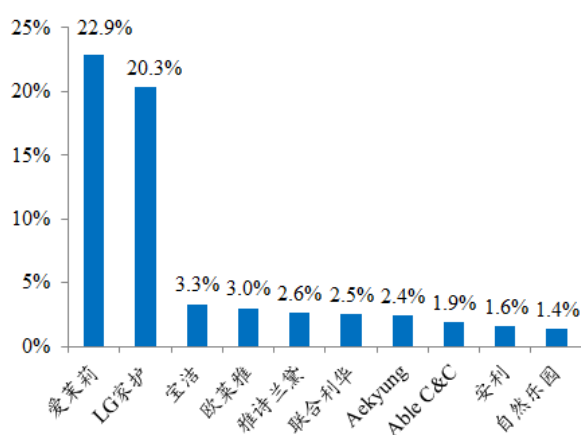
数据来源：Euromonitor，东北证券

图 61：2018 年日本市场化妆品公司市场率



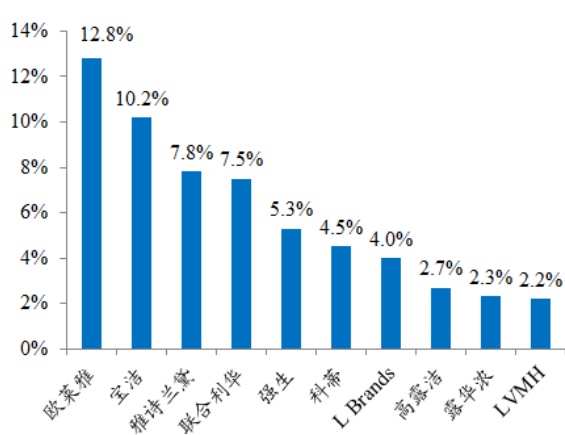
数据来源：Euromonitor，东北证券

图 62：2018 年韩国市场化妆品公司市场率



数据来源：Euromonitor，东北证券

图 63：2018 年美国市场化妆品公司市场率



数据来源：Euromonitor，东北证券

表 18: 中国市场化妆品公司市场率 (%)

公司	2013	2014	2015	2016	2017	2018
宝洁	13.4	12.7	11.9	10.7	10.2	9.9
欧莱雅	9.2	9.4	9.1	8.5	8.5	9.2
资生堂	3.1	3	2.8	2.9	3	3.4
雅诗兰黛	1.8	1.9	2	2	2.5	3.2
联合利华	4.1	3.6	3.4	3.2	3.1	2.8
爱茉莉	1.2	1.5	1.9	2.4	2.5	2.5
上海上美	-	-	1.9	2.3	2.6	2.5
高露洁	2.8	2.8	2.8	2.9	2.7	2.5
百雀羚	0.9	1.4	1.8	2.1	2.3	2.3
伽蓝	1.5	1.6	1.8	2	2.3	2.3
CR10	38	37.9	39.4	39	39.7	40.6

数据来源: Euromonitor, 东北证券

品牌定位决定产品研发、营销战略及渠道选择,在战略布局中具有重要地位。按照价位和目标消费客群来定位,美妆品市场大致可分为:高端、中端、大众三大类。从护肤品行业来看,可进一步分为:1)高于1000元的顶级档位,包括海蓝之谜、赫莲娜、莱珀妮等品牌;2)500-1000元的高端市场,如雅诗兰黛、兰蔻等品牌;3)中档市场价位大致在300-500元,有兰芝、科颜氏等;4)低于300元的大众市场,包括珀莱雅、自然堂等品牌。从彩妆品牌来看,彩妆的整体单价相对较低,因此各档位的客单价均低于护肤品品类:1)500元以上的定位高端市场,包括香奈儿、迪奥以及TOMFORD等。2)中端市场价位集中在200-500元,主要包括芭比布朗,魅可等;3)低于200元的为大众市场,包括美宝莲、卡姿兰等。

图 64: 美妆市场品牌定位及价格带



数据来源: 公开资料整理, 东北证券

高端市场欧美品牌表现强势,大众市场本土品牌占优势。根据欧睿数据,2018年化妆品品牌市占率整体排行TOP10中,中国本土品牌仅占3席,分别是百雀羚、自然堂和韩束。其中高端市场主要被欧美品牌垄断,如兰蔻、雅诗兰黛、迪奥等,这些

高端品牌主要布局百货、天猫旗舰店和旅游免税渠道，叠加借强大的研发实力及大手笔的营销投入，牢牢占据高端市场竞争优势。而大众市场是本土品牌的主战场，近年来，本土品牌不断发力，依托化妆品专营店起家，线下经销为主，基础牢靠，逐步布局电商，线上经销+直营化转型，逐步涉足新媒体营销，进步显著，2018 年大众护肤 TOP10 品牌中本土品牌占 6 席，市占率提升至 8.9%。其中百雀羚市占率由 2010 年的 0.1%提升至 2018 年的 2.4%，跃居国产品牌第一位，本土品牌自然堂、韩束、一叶子和韩后等品牌市占率也均有明显提升。而同时，早期进入中国的外资品牌玫琳凯、巴黎欧莱雅和 Olay 的市占率则持续下降。

表 19：2018 年我国各品类化妆品 TOP10 品牌市占率

排名	整体	大众护肤	高端护肤	洗护
1	巴黎欧莱雅 3.0%	巴黎欧莱雅 3.0%	兰蔻 1.9%	海飞丝 2.0%
2	百雀羚 2.4%	百雀羚 2.4%	雅诗兰黛 1.7%	飘柔 1.4%
3	海飞丝 2.0%	自然堂 1.9%	迪奥 1.2%	黑人 1.2%
4	自然堂 1.9%	Olay 1.8%	SK-II 0.8%	佳洁士 1.1%
5	兰蔻 1.9%	玫琳凯 1.8%	资生堂 0.5%	高露洁 1.0%
6	Olay 1.8%	韩束 1.4%	香奈儿 0.5%	潘婷 0.9%
7	玫琳凯 1.8%	悦诗风吟 1.8%	YSL 0.5%	舒肤佳 0.9%
8	雅诗兰黛 1.7%	一叶子 1.1%	后 0.5%	舒客 0.8%
9	韩束 1.4%	完美 1.1%	海蓝之谜 0.4%	清扬 0.6%
10	飘柔 1.4%	萃雅 1.0%	CPB 0.4%	隆力奇 0.6%

数据来源：Euromonitor，东北证券

注：灰底为国产品牌

国产定位大众市场，利于错位竞争及渠道下沉。国际品牌由于在研发、品牌方面拥有短期难以突破的巨大优势，在中高端市场长期占据统治地位，本土品牌定位大众市场可避免国际品牌的正面打压。除此之外，大众化定位在渠道下沉低线城市方面具有巨大优势。三四线城市及农村市场对品牌认知度低，对产品功能需求相对简单，国际品牌难以发挥优势。且渠道下沉三四线城市离不开多层次经销商体制的支持，不同于国际品牌价格体系固化，本土品牌折扣率更具优势，在返点等措施上也相对更加灵活，更易深度绑定经销商。国货通过大众化的定位，借助对本土市场的深刻理解以及多层级渠道的融合优势，在广阔的国内低线市场进行扩张，迅速做大做强，从而支撑研发及营销投入力度的加大，以农村包围城市，以低端带动高端。

6. 投资建议

国内化妆品行业具成长属性，成长空间来自量价提升&渠道红利。目前我国化妆品公司平均估值约为 43X，略高于国际龙头平均估值 41X，但考虑到国内化妆品行业尚处在成长期，且 A 股化妆品标的稀缺，龙头公司应享有一定溢价，建议关注珀莱雅、中国国旅。

珀莱雅：强大平台力构建品牌矩阵

主营大众化妆品，内生外延打造多品牌矩阵。珀莱雅成立于 2006 年，定位大众护肤市场，主要面向 18-35 岁的低线城市消费人群。公司深耕大众美妆行业多年，以国内领先的生产研发能力为基础，打造专业化、差异化产品形象，并依靠内容营销

迅速提升品牌知名度，同时敏锐洞察消费者行为变化进行单品升级&品类丰富度提升，实现迭代发展。近六年，公司营收/业绩复合增速分别为 10.5%/10.0%，2018 年在电商高增长及线下调整复苏下营收及业绩增速分别为 32.4%/43.0%，同时近年公司也积极通过内生外延打造多品牌矩阵。

夯实产品力+爆款打造力，提升品牌知名度。长期以来，公司积累了专业化的创新研发体系、强大的自主生产能力和先进的供应链管理体系。公司不断夯实产品力，敏锐把握风口推出新品，实现品类迭代成长。同时公司搭建营销团队，在跟踪热点话题、驾驭社交平台、洞察年轻消费者、打造爆品上均具备较强实力，这些实力也为公司打造孵化器、扩充品牌矩阵奠定坚实的基础。公司打造的爆款“泡泡面膜”月销量最高达 130 万，成为 2019 年全年热点。泡泡面膜的成功增加了珀莱雅品牌在年轻消费者中的曝光度，实现拉新的同时也提升线下零售渠道对品牌的重视度。

电商渠道仍有空间，线下单品牌店贡献增量。公司产品定位大众高性价比，与电商渠道高度契合，同时电商渠道的蓬勃发展也有效帮助公司拓宽客群覆盖面。此外公司自身搭建了一支成功的电商运营团队，线上渠道优势显著。19H1 线上销售占比达 46%，同增 48%，中长期来看，公司核心发展逻辑从电商推动业绩增长转变为以电商实力为平台力，在多平台扩张及多品牌发力推动下保持高速增长。线下 CS 渠道在经销商调整到位后实现稳步复苏，同时以优资莱为核心的单品牌店快速扩张将成为营收增长的重要引擎，商超渠道在战略调整之后有望被激活。

投资建议：公司身处化妆品优质赛道，渠道布局完善，品牌、品类的孵化能力强，管理、激励机制完善，且多品牌战略推进具备较强外延预期。短期看营销和爆款打造力，长看平台化、集团化运作能力。预计公司 19-21 年营收分别为 31.19 亿/40.83 亿/52.03 亿，归母净利润分别为 4.04 亿/5.34 亿/6.84 亿，对应 PE 分别为 44 倍/33 倍/26 倍，给予“买入”评级。

风险提示：行业竞争加剧，公司品牌、渠道拓展不及预期。

中国国旅：香化为免税增长重要驱动力，国旅坐享政策&行业增长红利
聚焦免税，剑指全球免税 TOP3。我国免税业牌照稀缺，呈现寡头垄断格局，国旅旗下的中免是唯一经国务院授权，在全国范围内开展免税业务的国有企业。2011 年起伴随离岛免税政策东风，免税逐渐成为公司业绩增长核心引擎。随着公司控股日上加码京沪机场免税，海免注入&市内免税店预期强化，免税版图持续放大，龙头地位愈加稳固。公司多年来业绩保持强劲增势，2012-2018 年营收/归母净利润 CAGR 分别达 19.5%/20.6%，受益于渠道整合&议价能力提升，2018 年免税业务毛利率提升至 53.09%/+7.36 pct。目前香化类产品是全球免税销售增长的主要驱动力，销售额占比达 36%，国旅作为重要的旅游零售渠道，有望持续受益于香化行业高速增长的红利。

离岛免税受益政策红利，机场免税凸显规模效应。离岛免税方面，受益于政策提额度&扩品类，在三亚旅游市场整体低迷情况下，2019Q3 三亚免税店收入依然实现约 30%的增长。展望 2020 年，三亚旅游市场整治和房地产政策放松过后客流回暖；河心岛项目开业将带来客流协同效应；海免若年底前并表将增厚业绩，离岛免税有望

在高基数下保持高速增长。机场免税方面，短期看，浦东机场新增两大卫星厅，大兴机场免税店投运，免税经营面积大幅提升；长期看，出境游人次增长、免税政策红利持续、营销策略优化均有望推动机场免税收入持续增长。

市内店预期强化，市场空间广阔。2018 年韩国免税销售额达 172 亿美元/+34%，其市内免税消费占比达 84%（不含离岛免税），呈逐年攀升态势。对标韩国，我国市内免税业还处于起步阶段。考虑到北京/大连/青岛/厦门/上海 5 家对外国人和港澳台居民的市内免税店相继开业，其中上海市内店可为即将离境的国人提供免税品预定业务，国人离境市内免税店政策预期正不断强化，后续若政策落地，中免的盈利空间将进一步打开。

投资建议：中国国旅作为免税行业的垄断型龙头，将充分受益政策支持下的消费回流和香化行业高速成长的红利，长期成长空间确定。预计公司 19-21 年营收分别为 474.65 亿/555.03 亿/651.51 亿，归母净利润分别为 46.61 亿/51.85 亿/60.60 亿，同增 51%/11%/17%，对应 PE 分别为 37 倍/33 倍/29 倍，维持“买入”评级。

风险提示：免税政策风险，汇率波动风险。

7. 风险提示

- 1) **宏观经济下行：**若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) **核心人才流失：**日化行业竞争激烈，优秀的管理团队、核心技术人才和营销团队是确保企业长期稳定发展的重要基石。若薪酬体系和激励政策不到位，企业易面临着优秀人才流失的风险。
- 3) **国际大牌下沉及挤压：**若外资品牌因关税下降等原因进一步降价，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。

分析师简介:

李慧, CFA, 美国伊利诺伊大学金融硕士, 厦门大学广告学学士、经济学双学士。2015年加入东北证券, 现任社会服务行业分析师。

李森蔓, 香港大学硕士、浙江大学学士。2018年加入东北证券, 现任东北证券社会服务行业研究助理。

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司(以下称“本公司”)制作并仅向本公司客户发布, 本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 在任何情况下, 我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中所涉及的公司所发行的证券头寸并进行交易, 并在法律许可的情况下不进行披露; 可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 须在本公司允许的范围内使用, 并注明本报告的发布人和发布日期, 提示使用本报告的风险。

本报告及相关服务属于中风险(R3)等级金融产品及服务, 包括但不限于A股股票、B股股票、股票型或混合型公募基金、AA级别信用债或ABS、创新层挂牌公司股票、股票期权备兑开仓业务、股票期权保护性认沽开仓业务、银行非保本型理财产品及相关服务。

若本公司客户(以下称“该客户”)向第三方发送本报告, 则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意, 本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则, 所采用数据、资料的来源合法合规, 文字阐述反映了作者的真实观点, 报告结论未受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	买入	未来 6 个月内, 股价涨幅超越市场基准 15%以上。
	增持	未来 6 个月内, 股价涨幅超越市场基准 5%至 15%之间。
	中性	未来 6 个月内, 股价涨幅介于市场基准-5%至 5%之间。
	减持	在未来 6 个月内, 股价涨幅落后市场基准 5%至 15%之间。
	卖出	未来 6 个月内, 股价涨幅落后市场基准 15%以上。
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来 6 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	未来 6 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益持平。
	落后大势	未来 6 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

东北证券股份有限公司

 网址: <http://www.nesc.cn> 电话: 400-600-0686

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区锦什坊街 28 号恒奥中心 D 座	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 729 号	200127
中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 22A	518038
中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼	510630

机构销售联系方式

姓名	办公电话	手机	邮箱
华东地区机构销售			
阮敏 (副总监)	021-20361121	13564972909	ruanmin@nesc.cn
吴肖寅	021-20361229	17717370432	wuxiaoyin@nesc.cn
齐健	021-20361258	18221628116	qijian@nesc.cn
陈希豪	021-20361267	13262728598	chen_xh@nesc.cn
李流奇	021-20361258	13120758587	Lilq@nesc.cn
孙斯雅	021-20361121	18516562656	sunsiya@nesc.cn
李瑞暄	021-20361112	18801903156	lirx@nesc.cn
董冠辉	021-20361267	17602180663	donggh@nesc.cn
周嘉茜	021-20361133	18516728369	zhoujq@nesc.cn
刘彦琪	021-20361133	13122617959	liuyq@nesc.cn
华北地区机构销售			
李航 (总监)	010-58034553	18515018255	lihang@nesc.cn
殷璐璐	010-58034557	18501954588	yinlulu@nesc.cn
温中朝	010-58034555	13701194494	wenzc@nesc.cn
曾彦戈	010-58034563	18501944669	zengyg@nesc.cn
安昊宁	010-58034561	18600646766	anhn@nesc.cn
周颖	010-63210813	18153683452	zhouying1@nesc.cn
华南地区机构销售			
刘璇 (副总监)	0755-33975865	18938029743	liu_xuan@nesc.cn
刘曼	0755-33975865	15989508876	liuman@nesc.cn
周逸群	0755-33975865	18682251183	zhouyq@nesc.cn
王泉	0755-33975865	18516772531	wangquan@nesc.cn
周金玉	0755-33975865	18620093160	zhoujy@nesc.cn
陈励	0755-33975865	18664323108	Chenli1@nesc.cn