东兴证券 DONGXING SECURITIES

化妆品行业：国产香化如何打造百年企业？

2020 年 12 月 4 日

看好/维持

化妆品 | 行业报告

分析师	张凯琳	电话：010-66554087	邮箱 zhangkl@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480518070001
分析师	赵　莹	电话：010-66555446	邮箱 zhaoying_yjs@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480520070001

投资摘要：

多渠道扩张、美妆渗透率提升推动我国美妆行业 20 余年高增，但随着行业渗透率提升空间不断缩小，叠加外资品牌压制，站在当下时点，未来国产香化如何再创新高打造百年基业？**我们认为，通过拆解化妆品消费者画像，结合国内外龙头品牌发展路径，国产香化行业在经历“两次突破”“三次成长”后，有望形成贯穿行业发展的长期增长曲线。**

在内需硬核驱动下，我国美妆增速为全球增速两倍以上。从全球市场看，国际香化品牌的高成长也主要来自于亚太市场的推动。未来 5-10 年我国美妆市场有望突破万亿规模，行业仍为高景气成长赛道。且在新冠疫情后美妆消费在 20Q2 迅速回升，行业增长韧性进一步验证。在当前时点，**核心化妆品人口增速放缓，据测算预计，3 年后渠道红利接近极限点、美妆渗透率达到阶段性饱和，单一依靠渗透率和渠道红利扩张的发展模式将进入尾声，抓住美妆消费升级第二曲线机遇，将成为香化企业增长新引擎。**我们认为，国内美妆消费沿渗透率、功能诉求、品牌化三个维度提升，我国消费者化妆品消费呈现三层级增长：

- **从 0 到 1：**消费金额低、购买频次低的新“美妆小白”，1996 年至今渗透率提升是美妆市场增量的核心。
- **从 1 到 10：**美妆教育、护肤品功效诉求提升的“美妆轻度用户”，为行业当下最值得关注的赛道，将带动美妆消费结构升级和产品单价的进一步提升。
- **从 10 到+∞：**品牌化升级、品类精细化升级的“资深美妆达人”，美妆在消费中“必需”属性显著强化。

美妆消费升级趋势下，未来 10 年龙头企业只有通过技术研发，突破低端国产品牌产品结构制约，开发经典大单品，才能形成以经典产品为基础的经典品牌、从而进一步打造百年品牌。虽然国产品牌仍未出现明显品牌化升级趋势，但这将为赢得更多市场份额的必然选择。**站在更远的维度看，2030 年后，美妆消费有望沿着精细化、品牌化升级，单一品牌将无法满足消费者多元化需求；因此国产香化企业势必以构建品牌矩阵为归属，“内生+外延”形成全品类、全价位的多品牌香化集团，摆脱单一品牌发展桎梏。**

外资美妆企业已经或正在经历行业第二曲线（经典品牌）到第三曲线（品牌矩阵）过渡，头部香化企业已处于第三曲线发展阶段，对本国化妆品企业的发展形成较大压制。日韩美妆行业发展在受外资品牌压制和美妆消费者肤质、消费偏好方面与我国有极高相似度，因此我们复盘日韩龙头企业突围路径为我国提供借鉴。日韩化妆品企业以本国消费者特质、偏好等定位产品，通过打造经典产品赢得市场青睐，同时渠道和营销并行，打造本土香化经典品牌，最终通过内生外延完成产品、品牌矩阵的建立，实现穿越周期成长。我们认为，海外美妆龙头多沿**“经典产品—经典品牌—品牌矩阵”**的路径成长。当前国产香化行业处于第一增长曲线失速点到极值点区间，我们参考日韩美妆龙头发展路径，挖掘内资美妆企业如何从当前依赖渠道红利、“爆款产品”的发展模式，迈入第二增长曲线突破点，打开新一轮成长空间，从短中长期看国产香化进阶之路：

- **短期：从平价到性价比。**在当前时点，内资品牌应积极把握下沉市场“1-10”美妆功能化升级第二阶段，为美妆品牌转型新突破口。依托良好管理体系、高效的生产模式以及强有力的渠道支撑，实现“国产美妆替代”。但凭借短期渠道驱动的“国产替代”非长期之计，中长期看可持续性难以维继。
- **中期：从爆款产品到经典产品，以及大众品牌到品牌化升级。**经典产品的出现是美妆企业实现第二曲线的突破点，而高复购率形成的经典大单品将形成品牌标签。国产品牌应以研发突破，打造经典产品、优化产品结构，塑造国产美妆第二增长曲线。当经典大单品销售达到单品销售天花板时，以品牌提升全产品销售额是美妆品牌实现长久发展转型的关键。
- **长期：从单一品牌到品牌矩阵建立。**消费者需求沿功能化、精细化升级，单一品牌无法满足消费者多样化需求，因此扩充品牌矩阵，从小而美升级至大而优，以满足不同年龄、日益精细化的客户需求，以提升各细分市场份额，实现企业穿越周期成长。内生外延为品牌矩阵建立有效途径，而并购、合资的外延方式为内资企业快速组建品牌矩阵更为高效途径。

我们以产品、渠道、品牌、营销、管理五维度建立评价体系来看国内化妆品公司。综合来看，在透明质酸生产领域具备绝对优势的**华熙生物**，以全球领先的生物发酵技术形成全产业业务体系，凭借 5D 玻尿酸焕颜精粹未来有望站上国产美妆第二增长曲线。在运营管理、渠道体系、研发合作等方面行业领先的**珀莱雅**，集中优势进入挖掘经典大单品的步伐，成为国产美妆品牌头部品牌。**青松股份**依靠研发构建产品优势、**丸美股份**定位高产品壁垒抗老赛道，凭产品力打造企业护城河；**上海家化**新任管理层带来管理运营改善；**御家汇**线上渠道经营具备丰厚经验，实现自身孵化品牌与代理品牌双向发展。

投资建议：为实现从第一曲线向第二曲线的突破，我国美妆品牌面临着转型升级迫切需求，在产品力和品牌力方面对品牌商提出了更高要求。在此背景下，中长期来看，

1. 美妆产业链上游关注具有强研发能力和渠道支持的标的；

2.美妆产业链中游关注具有大单品培育运营能力和品牌力构建能力的标的。

风险提示：消费需求更迭加速，国产美妆企业成长不及预期，外资美妆企业降维打击。

目录

1. 美妆消费扩容升级,成就化妆品赛道高景气 5
1.1 意识觉醒+美妆消费养成，描绘国产品牌三级增长曲线 5
1.2.1“0 →1”美妆渗透率提升，为国产品牌带来成长空间 6
1.2.2 “1→10”美妆轻度用户产品多元化、功能化升级 7
1.2.3 “10→+∞”精细化、品牌化的资深美妆达人 8
1.2 意识觉醒推动行业独立成长，疫情大考验证美妆增长韧性 10
2. 大而优的海外美妆龙头，成长穿越周期 11
2.1 资生堂：寻找亚洲消费偏好缺口，内生外延完善品牌矩阵 12
2.2 爱茉莉太平洋：立足草本护肤理念，内生孵化完善品牌矩阵 13
3. 国产香化如何打造百年企业？ 14
3.1 美妆扩容下，定位大众市场实现国产美妆快速崛起 14
3.1.1 定位大众市场，国产品牌市占率提升 14
3.1.2 国产香化较海外龙头仍有差距 15
3.2 日韩史鉴，描绘国产香化三增长曲线 16
3.2.1 短期：紧跟“1→10”美妆功能升级，“高效模式+渠道红利”实现良性运转 16
3.2.2 中期：强研发打造经典产品，奠定品牌基调，营销树立品牌形象 18
3.2.3 长期：品牌矩阵完善满足多样化需求，国内香化企业超越周期成长 19
4. 五维度看国内化妆品牌，展望未来行业机会 20
5.投资建议与风险提示 24
5.1 投资建议 24
5.2 风险提示 24
相关报告汇总 25

插图目录

图 1： 中国化妆品市场规模及增速 5
图 2： 中国化妆品市场增速高于全球水平 5
图 3： 国产美妆三阶段增长曲线 6
图 4： 中国大众化妆品市场规模及增速 7
图 5： 中国核心化妆品人口（亿） 7
图 6： 国际品牌逐年提价压制中底线消费者品牌化升级 8
图 7： 各线城市人均可支配收入（元）及增速 8
图 8： 三线城市消费者信心指数超一二线 8
图 9： 护肤步骤日益精细化 9
图 10： 国内高端&超高端化妆品市场增速远超大众市场 9
图 11： 中国高端、超高端化妆品市场占比持续提升 9
图 12： 国内美妆消费呈现增长韧性 10
图 13： 2020 年 618 购物节美妆个护销售领跑各大平台 10

图 14：流量媒体对消费者美妆教育 11
图 15：日韩龙头“经典产品-经典品牌—品牌矩阵”发展三阶段 11
图 16：资生堂发展历程 12
图 17：资生堂集团旗下品牌目标客户年龄（岁） 13
图 18：资生堂集团品牌矩阵 13
图 19：爱茉莉太平洋发展历程 13
图 20：爱茉莉太平洋集团旗下品牌目标客户年龄（岁） 14
图 21：爱茉莉太平洋集团品牌矩阵 14
图 22：2009-2018 中国美妆个护市场 CR9（%） 15
图 23：中国护肤套装销售额（亿元）及增速（%） 15
图 24：国产牌热销产品价格较国际品牌仍有差距 15
图 25：2019 全球最有价值的 50 美妆个护品牌排行&天猫“618”美妆品牌销售排行榜 16
图 26：珀莱雅烟酰胺美白精华具有高性价比 17
图 27：经典产品树立品牌标签 18
图 28：国产美妆三阶段增长曲线 19
图 29：华熙生物五维度图 20
图 30：珀莱雅五维度图 21
图 31：青松股份五维度图 22
图 32：御家汇五维度图 22
图 33：上海家化五维度图 23
图 34：丸美股份五维度图 24

表格目录

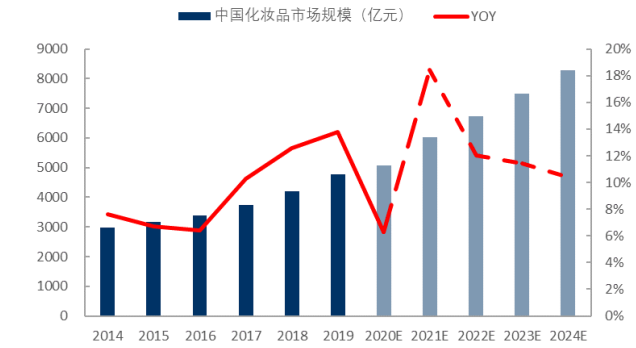
表 1:国内化妆品发展阶梯 16

1. 美妆消费扩容升级,成就化妆品赛道高景气

内需硬核驱动，国内美妆增速为全球增速两倍以上。全球美容及个人护理行业零售额从 2004 年的 2845 亿美元增长至 2019 年的近五千亿美元，复合增速为 4.77%；而中国美容及个人护理行业零售额由 2004 年千亿级增长至 2019 年的 4777 亿元，**复合增速达 10.1%。**截止 2019 年中国市场占全球美妆市场份额约 14%（较 2004 年提升 9pct），我们预计到 2024 年该比重将提升至 18.3%，高增速下中国化妆品市场份额将持续提升。

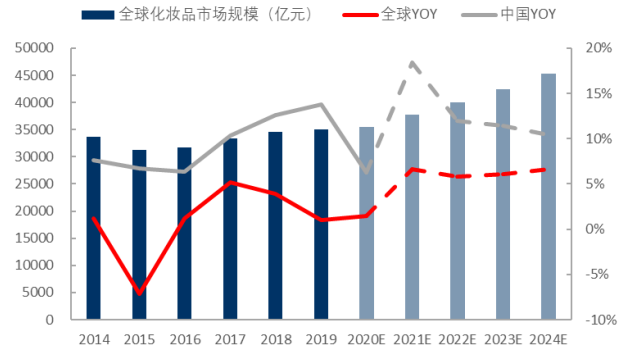
从全球市场看，国际香化品牌的高成长也主要来自于亚太市场的推动。据欧睿数据显示，从 2014 年至今，中国市场复合增速达 9.92%（全球市场仅 0.76%）；2019 年欧莱雅集团、雅诗兰黛集团、资生堂亚太市场化妆品消费增速分别达 30.41%/20.74%/19%,而对应其全球市场增速仅 8%/12.9%/7%。**未来 5-10 年我国美妆行业仍为高成长赛道，市场有望突破万亿规模。**

图1：中国化妆品市场规模及增速



资料来源：Euromonitor、东兴证券研究所

图2：中国化妆品市场增速高于全球水平



资料来源：Euromonitor、东兴证券研究所

1.1 意识觉醒+美妆消费养成，描绘国产品牌三级增长曲线

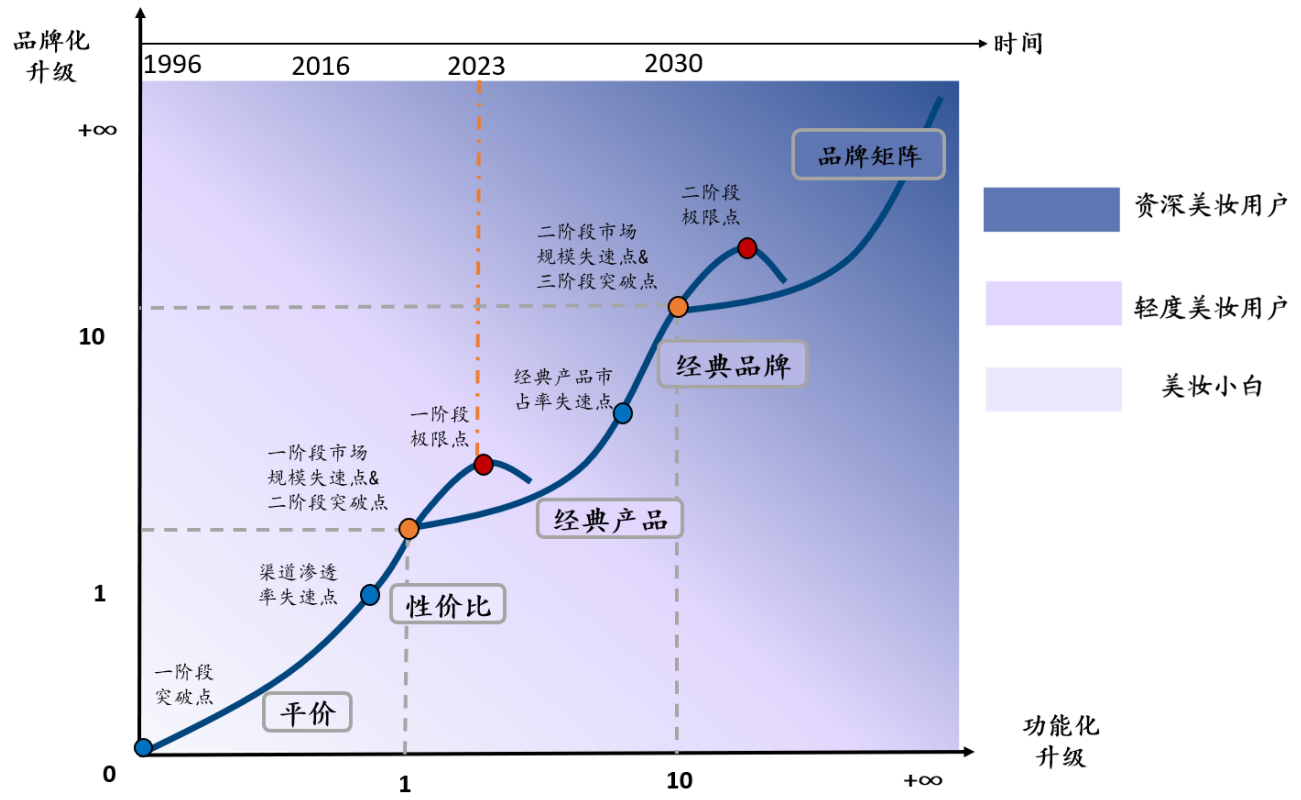
美妆意识觉醒叠加新媒体教育，化妆品消费逐步具备必需消费属性。经济发展带动国民收入水平提高，叠加中国女性追求美的意识觉醒，中国化妆品市场近年来强势增长。经过 10 余年美妆习惯的深入，护肤成为我国四分之三女性每日生活中必然一环；男性美妆渗透率同步提升，贡献 30%线上美妆市场份额。爱美达人“饭可以不吃，口红不可以不买”的口号下，人们对外表的重视程度增加，对美好形象的追求加深，美妆消费已具备一定必需消费品属性。

根据国家统计局统计，2019 年化妆品消费增速达 12.6%，化妆品占社零总额比重由 2001 年的 0.38%提升至 2019 年的 0.72%。美容个护消费在消费者收入结构中占比不断提升，**我们认为，随着国内护肤品消费在需求渗透率、功能诉求、品牌化三个维度提升，我国消费者化妆品消费呈现三层级增长。**我们基于消费习惯、美妆支出两个角度对消费群体进行划分：

- 从 0 到 1：新“美妆小白”，消费者具有消费金额低、购买频次低的特征；这一阶段渗透率提升是美妆市场新增量的核心。
- 从 1 到 10：美妆轻度用户，美妆教育叠加年龄推移，用户对需求功效诉求提升，带动美妆消费结构升级和消费客单价的提升。

- 从 10 到+∞：资深美妆达人，美妆消费沿着品牌化、品类精细化升级，这一阶段深度美妆成为该群体的必需用品。

图3：国产美妆三阶段增长曲线



资料来源：东兴证券研究所

从 1996 年-2019 年，国产化妆品在美妆渗透率提升及渠道扩张红利下，开始我国美妆行业第一增长曲线，实现 CAGR 的 15%的高增长；当前时点，我国香化行业正处于第一增长曲线的尾声，即将开始描绘第二增长曲线，**我们认为未来 10 年行业将通过技术研发突破低端国产品牌产品结构，开发经典产品，并以经典产品为基础打造经典品牌、树立品牌调性。**站在更远的维度看 2030 年后，消费者美妆消费沿着精细化、品牌化升级，导致单一品牌无法满足消费者全部需求，因此国产香化企业势必以构建品牌矩阵将为归属。“内生+外延”形成全品类、全价位的多品牌香化集团，摆脱单一品牌发展的桎梏。

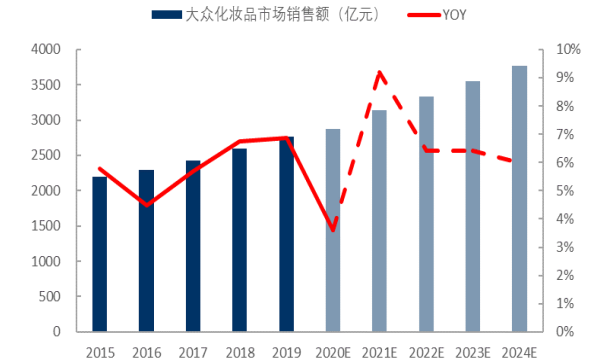
1.2.1 “0→1”美妆渗透率提升，为国产品牌带来成长空间

“0→1”美妆渗透率提升：从零突破，护肤美妆习惯逐步养成，“美妆小白”为国产品牌带来成长空间。2010 年资生堂在中国提出核心“化妆品人口”的概念，化妆品人口指居住在城镇，年龄为 20 岁以上，年收入不低于 3 万人民币的女性。据统计，2015 年中国的核心“化妆品人口”数量较 05 年翻了近 10 倍，达 2 亿人；预计 2030 年将达到 5.35 亿人，占女性总人口 79%。根据贝恩与凯度发布的《2019 年中国购物者报告》显示，2018 我国彩妆、护肤品渗透率分别达到 52%、74%，较 16 年分别增长 5pct.、2pct.；**加之新美妆用户画像与国产品牌匹配度高，核心化妆品人口快速扩容成为带动美妆市场增量的主要来源。**

国产品牌通过灵活的经销政策，迅速渗透三四线城市，叠加电商渗透率提升，渠道扩张红利为国产品牌开发新美妆用户市场提供契机。同时，作为新进入美妆消费的群体，该消费群体美妆消费金额在 1750 元/年以下。国产香化产品单价主要在 200 元以下，国产品牌在渠道铺设、价格带上更符合“美妆小白”的需求，占据美妆弱需求市场的主导地位。根据欧睿测算，2019 年中国大众化妆品品牌市场规模为 2769.77 亿元，到 2024 年将达到 3761.92 亿元，5 年复合增速达 6.31%。**美妆核心人口的扩容、渠道下沉、社交媒体美妆意识培养，“美妆小白”渗透率快速提升为国产品牌带来发展机遇，对应的大众品牌市场拥有广阔空间。**

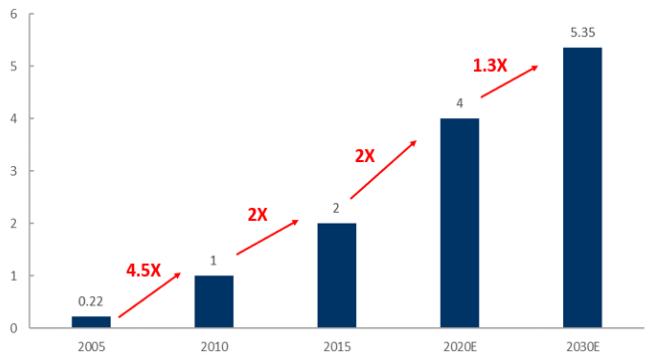
然而，根据产业信息网数据按中国网购用户年增长率 14%、中国互联网用户年增长率 8.5%测算，预计 2023 年中国互联网用户人数将达到 12.24 亿人，中国网购用户人数将达到 12 亿人（占总人口 85.71%），电商覆盖率或将达到饱和。叠加核心化妆品人口增速放缓，**我们预计在 3 年后，渠道红利接近极限点、美妆渗透率达到阶段性饱和，美妆企业单一依靠渗透率和渠道红利扩张的发展模式将进入尾声，抓住美妆消费升级第二曲线机遇，将成为香化企业增长新引擎。**

图4：中国大众化妆品市场规模及增速



资料来源：Euromonitor、东兴证券研究所

图5：中国核心化妆品人口（亿）



资料来源：资生堂公司、东兴证券研究所

1.2.2 “1→10”美妆轻度用户产品多元化、功能化升级

在第一曲线后期美妆渗透率及渠道渗透率增长失速，而美妆核心用户的年龄及收入水平增长，肌肤问题也在不断变化，**美妆诉求向多元化、功能化升级进阶，进一步释放美妆消费潜力。而中低线城市消费者美妆功能诉求升级，则将为国产品牌带来新空间。**受收入水平、渠道、社媒教育影响，在 1→10 阶段，高线城市与中底线城市美妆消费升级会出现不同表现：高线城市消费者通常呈现品牌与功能化双升；而多数低线消费者则更多仅为产品功能诉求升级。

- 从消费者收入和美妆支出看，**一二线消费者美妆支出是三四线城市城市的 1.37 倍。**艾媒数据显示，一二线消费者美妆支出 2400 元/年；三四线及以下消费者仅 1750 元/年；
- 从购买行为看，渠道是超高端美妆品牌下沉受限的掣肘，美妆产品尤其是护肤产品有“甲之蜜糖，乙之砒霜”的评价，消费者对产品的使用体验差异较大，因此消费者亲身试用为促进消费者买单关键因素。在渠道上，相较于布局一二线渠道为主的高端美妆品牌，**国产品牌在中低线城市渠道更具优势；**
- 从价格看，超高端美妆产品每 2-3 年会对旗下产品进行整体提价，价格的持续增长压制中低线消费者在该阶段品牌化提升。

图6：国际品牌逐年提价压制中底线消费者品牌化升级

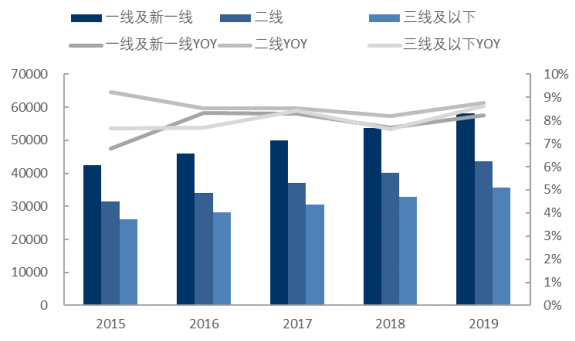


资料来源：品牌官网、东兴证券研究所

由此可见对于国产美妆品牌，三线及以下城市的下沉市场未来将蕴藏巨大消费潜力。据摩根斯丹利报告预测，2030 年低线城市人均可支配收入水平将达到一线城市的 64%（2019 年为 58%）。并且近年来下沉市场正处于快速消费升级的阶段，据尼尔森《中国消费者信心指数》报告，我国三线城市与农村消费信心指数已高于一、二线城市。据未来智库《下沉市场人群洞察报告》，我国下沉市场移动互联网用户 18-29 岁年轻群体占比最高达 42%，这也与化妆品市场年轻消费者为主力相契合。

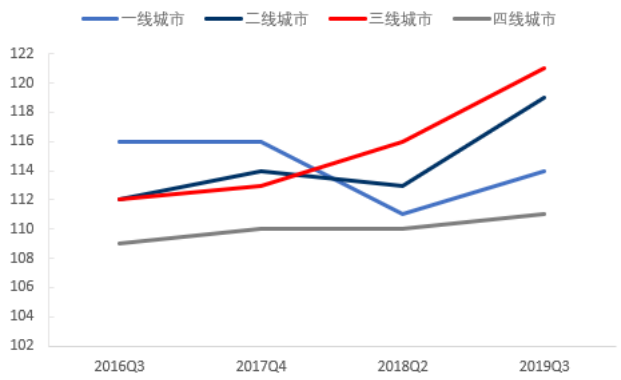
根据欧睿预测，到 2024 年国内大众市场空间达 3762 亿元；同时，**大众市场行业市场份额将向头部企业集中**。近三年珀莱雅（33%）、咖蓝集团（37%）等大众龙头品牌 CAGR 增速高于大众市场 CAGR 增速（6.8%）。**由此可见，（1）在此阶段中低线美妆消费打开新的天花板（2）国产化妆品相较于外资品牌有明显价格优势（3）龙头企业产品端在经历多年研发、投资，已进入产品升级阶段，在客单价和产品功效上具备满足功能升级消费者的条件。当下国产品牌在中低线城市将更具竞争优势，美妆“1-10”阶段将为国产品牌带来新的机遇。**

图7：各线城市人均可支配收入（元）及增速



资料来源：Wind、东兴证券研究所

图8：三线城市消费者信心指数超一二线



资料来源：尼尔森、东兴证券研究所

1.2.3 “10→+∞”精细化、品牌化的资深美妆达人

成熟美妆市场中，化妆品消费沿精细化、品牌化升级。在高线城市中消费者随着收入和年龄的增长，以及两次美妆消费培养后，消费者护肤、美妆经验更加丰富；叠加 KOL 直播短视频等媒体营销种草，化妆品消费呈现更加精细化趋势。原本单一美白护肤需求衍生出“早 C 晚 A”更加精细护肤步骤。此外，化妆品具备快

消品和“药效”的双重属性。消费者在挑选产品时注重产品质量与护肤效果。而品牌代表对产品质量、功效、信誉的背书。近 5 年国内美妆产品中高端（CAGR23%）和超高端美妆（CAGR31%）消费高增也印证美妆消费品牌化升级趋势。

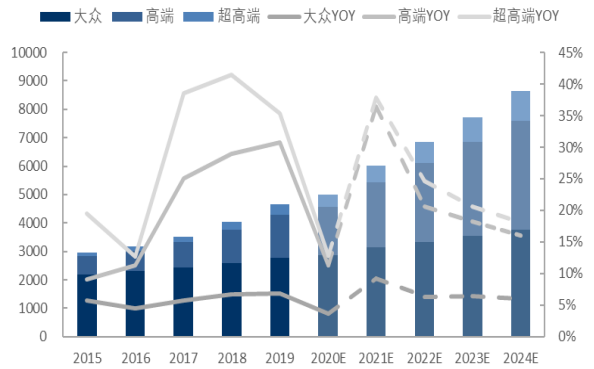
图9：护肤步骤日益精细化



资料来源：东兴证券研究所

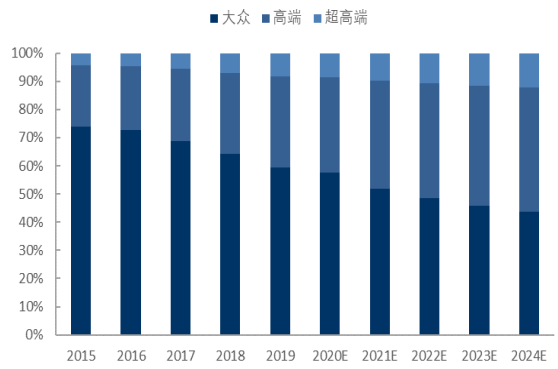
国内美妆消费分化加剧，品牌化、精细化美妆市场高位增长。由于城市经济发展程度、社媒渗透率、美妆接受教育度和新媒体渗透时间等差异，导致美妆产品消费者的消费升级处于不同阶段。美妆消费者经历 2 轮培养后，美妆消费分层更加明显。根据欧睿数据显示，2019 年中国大众化妆品、高端、超高端市场份额比重分别为 59%、32%、8%；预计到 2024 年市场份额比重将为 43%、44%、12%，高端及超高端美妆高增速下，总占比将超五成。**我们认为，虽然国产品牌在品牌化升级上仍为出现明显趋势；但未来国产美妆企业想要赢得更多市场份额，品牌化升级为必然选择。**

图10：国内高端&超高端化妆品市场增速远超大众市场



资料来源：Euromonitor、东兴证券研究所

图11：中国高端、超高端化妆品市场占比持续提升

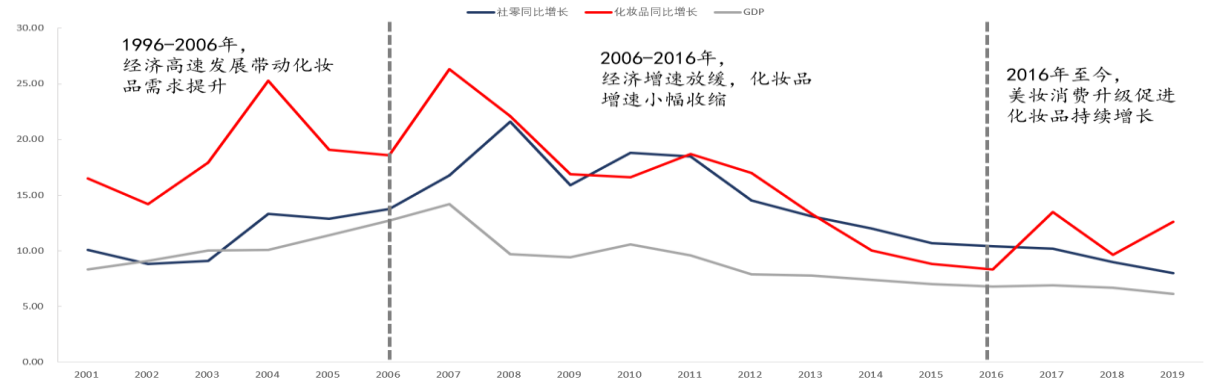


资料来源：Euromonitor、东兴证券研究所

1.2 意识觉醒推动行业独立成长，疫情大考验证美妆增长韧性

美妆意识觉醒带动化妆品行业呈现独立成长及抗周期韧性。在国内美妆消费升级下，伴随经济和个人收入水平提升，可选消费属性的美妆产品需求不断增强。1993-2007 年，国内经济高速发展，带动我国化妆品需求持续提升。2008 金融危机-2015 年，我国经济增速放缓影响下，化妆品消费增速小幅收缩。2016 年后，消费者对护肤美妆重视度的提升和媒体对消费者教育，化妆品增速持续增长。根据国家统计局公布数据显示，2001 年至今，限额以上化妆品消费年增长多数年份高于社零总额增速水平。

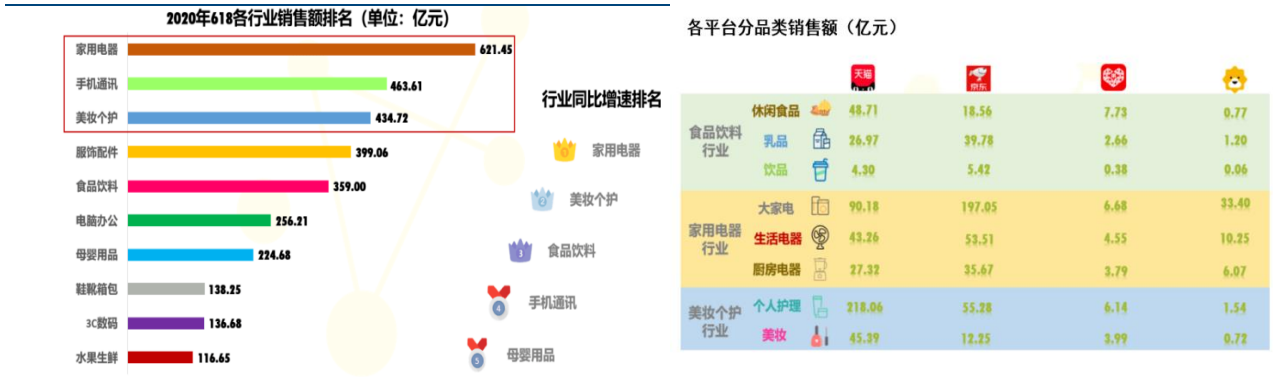
图12：国内美妆消费呈现增长韧性



资料来源：Wind、东兴证券研究所

20Q2 美妆消费迅速回升，疫情验证美妆增长韧性。受新冠疫情影响下国内消费在 2020 年上半年社零总额累计下降 11.4%，化妆品累计下降达 0.2%，相较于整体社会消费品表现出韧性。同时，相较于服装、珠宝等可选消费品，化妆品社零增速在 4 月增速率先转正，实现同比 3.5%正增长，5 月恢复至 12.9%的高增长，6 月在 618 电商大促进一步达到 20.5%增长。618 电商年中活动上，美妆消费表现亮眼，美妆个护类全网 618 销售额为 434.7 亿元，在各大品类中排名前三。

图13：2020 年 618 购物节美妆个护销售领跑各大平台



资料来源：星图数据、东兴证券研究所

内容分享+短视频等分享平台多元化，持续加深消费者的美妆教育。从 2009 至今，社媒平台日益多样化，微信、微博、小红书、抖音、快手等分享平台到淘宝等直播平台用户数量持续攀升。KOL 高热度点击视频、素人测评，一段分享视频包含护肤、美妆试用效果、功能介绍等多方面。社交媒体的高流量下，将颜值经济辐

射范围持续扩大。经过不断美妆种草、拔草，实现对消费者美妆知识普及和颜值教育，影响消费者美妆高消费偏好。加之疫情期间抖音等在线平台流量爆发，用户闲暇时间向线上转移也加深了用户美妆教育。

图14：流量媒体对消费者美妆教育



资料来源：微博、微信、小红书、抖音、快手、淘宝网，东兴证券研究所

2. 大而优的海外美妆龙头，成长穿越周期

国内美妆消费扩容、升级下，外资品牌在国内市场发展壮大，成为国内市场领军企业。我们复盘海外龙头历程，总结出**国外美妆龙头成长路径，即“经典产品—经典品牌—品牌矩阵”：以经典产品确立品牌定位，品牌树企业调性，而完善的品牌矩阵成为美妆龙头穿越周期持续成长的护盾。**结合图三国产美妆三阶段增长曲线，多数海外品牌正在经历从第二曲线向第三曲线过渡阶段，而海外美妆龙头通过内生孵化和外延不断完善美妆市场品牌、产品结构，当前已处于第三增长曲线阶段；而当前我国仍处于第一曲线尾声。

在海外欧美品牌压制中，日韩化妆品企业以本国消费者特质、偏好等定位产品，开发生产符合本国消费者的产品；通过经典产品赢得消费者青睐，渠道和营销并行打造本土化妆品品牌，最终通过内在孵化、并购等形式完成产品、品牌矩阵的建立，实现对消费者不同年龄、不同需求的全面覆盖保证公司长期持续发展。我们通过复盘日韩经典品牌突围路径，为我国香化企业未来百年发展提供借鉴。

图15：日韩龙头“经典产品-经典品牌—品牌矩阵”发展三阶段

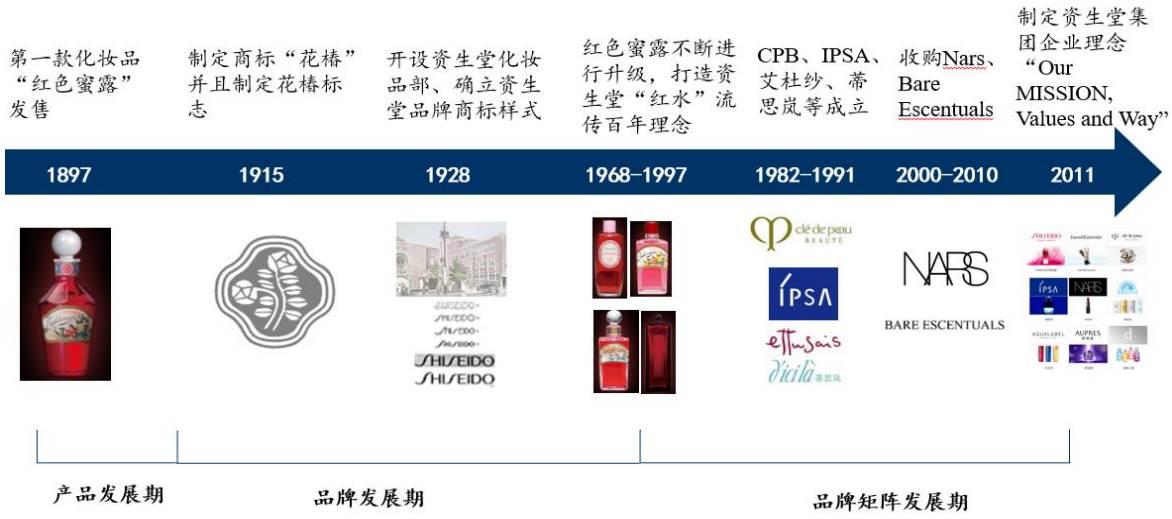


资料来源：东兴证券研究所

2.1 资生堂：寻找亚洲消费偏好缺口，内生外延完善品牌矩阵

资生堂集团是日本著名的化妆品龙头企业，秉承“百年匠心，让美资生”的理念，针对亚洲消费者偏好以护肤、底妆、防晒为重心的化妆品品牌结构，2000 年起，策略性收购欧美品牌，搭建自身完善的品牌矩阵，成为全球化妆品企业领跑者之一。

图16：资生堂发展历程



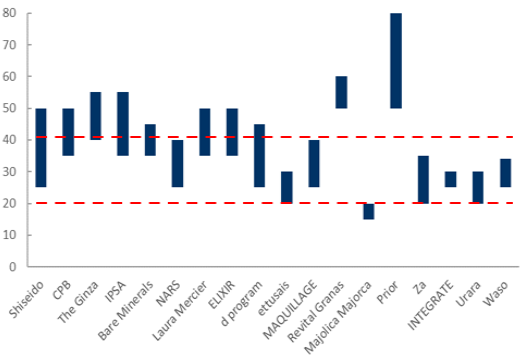
资料来源：东兴证券研究所

- **经典大单品产品诞生。**1897 年第一瓶红色蜜露正式发售，标志着资生堂正式进入化妆品行业。资生堂以高科技研发为核心，完善的研发体系不断支撑产品功能迭代升级和品类扩充。在第一款化妆品红色蜜露就中注入了“透明质酸”的保湿概念。红色蜜露产品历经不断升级深植消费者内心，资生堂也以其为基础推出红妍肌活精华，成为资生堂品牌当前经典产品。

- **将东西方美学注入品牌设计，强营销打造品牌调性。**在红色蜜露的基础上结合西方新艺术风格的线条设计，资生堂“红水”流传百年。在资生堂第一支香水爆品花椿（Hanatsubaki）的基础上创造资生堂商标“花椿”，将艺术沉淀注入资生堂的品牌内核，展现资生堂品牌精致、高端的特点。资生堂品牌随着自身壮大进军海外市场，在欧美、亚太主要国家都设立分公司。凭借悉心品牌建设，依靠社媒运营和明星代言不断提升影响力。

- **构建多维完善的品牌矩阵。**目前资生堂旗下有三十余个品牌，包含高档化妆品、大众化妆品、个人洗护、香水系列等业务。资生堂集团高端美妆系列由 CPB、资生堂与 Ginza 三大顶级品牌带领，IPSA、Laura Mercier 等一线品牌锚定精准人群。大众化妆品方面，资生堂既有深得亚洲消费者青睐的彩妆品牌怡司丽尔，也有美白防晒专业品牌安耐晒。同时，为完善彩妆短板，公司 2000 年收购了美国彩妆品牌 NARS，2010 年收购了高端彩妆品牌 Bare Escentuals。自身孵化与并购齐驱并进，资生堂集团的品牌矩阵实现了从大众到高端市场的全覆盖，销售渠道也遍布全球 120 个国家和地区。2018 年资生堂销售收入超万亿元，高端系列日本市占率第一。

图17：资生堂集团旗下品牌目标客户年龄（岁）



资料来源：资生堂官网、东兴证券研究所

图18：资生堂集团品牌矩阵



资料来源：资生堂官网、东兴证券研究所

2.2 爱茉莉太平洋：立足草本护肤理念，内生孵化完善品牌矩阵

爱茉莉太平洋集团作为韩国龙头化妆品企业，将草本护肤作为理念根基，深耕本土原料的研究与创新，自主研发多个化妆品牌，形成自上而下全覆盖的品牌矩阵。爱茉莉太平洋在全球美妆市场享有一席之地，**2016年位列国际时尚美容杂志《女装日报》全球美容企业百强第七名。**

图19：爱茉莉太平洋发展历程



资料来源：爱茉莉太平洋官网、东兴证券研究所

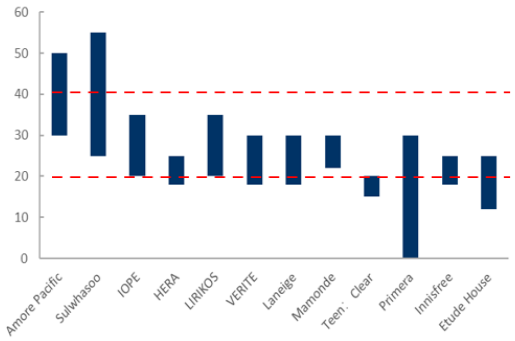
- **经典产品定位植物护肤理念。**自成立以来，爱茉莉便强调“自然”理念，致力于人参、绿茶等东方植物的研发。1966 年推出以人参为原料的化妆品“ABC 人参霜”，1989 年推出韩国最早的绿茶化妆品“美露”。“ABC 人参霜”、“美露”等草本植物单品为日后雪花秀、爱茉莉太平洋等品牌奠定基础。2004 年全球首次开发出抗衰老的稀有人参皂苷化妆品原料“水解酶分离纯化的红参皂苷”爱茉莉基于东方草本原理，持续加大研发力度，在“最优原料”和“绝对品质”的基础上研发创新，成为完善产品矩阵基础。目前爱茉莉拥有多项创新技术，并以此为基础开发出一系列创新产品。
- **打造植物系护肤品牌，借韩流热度树立品牌形象。**集团于 1997 年，以“ABC 人参霜”经典产品为基础，创造出雪花秀品牌；2002 年，以绿茶化妆品“美露”植物精华为基础创造出爱茉莉太平洋品牌，主打“养生养颜”的功效型护肤。公司抓住韩流席卷亚洲的机遇，**玩转营销手段打造创新爆款，推进产品与品牌的本**

土化。植入电视剧打造爆款，品牌植入《来自星星的你》《太阳的后裔》等热播影视作品中，提升品牌销量和转化。代言人方面，公司选用与品牌内涵契合的明星形象，高端品牌兰芝选用一线演员宋慧乔、全智贤；以自然植物之美为调性的悦诗风吟则选用天然美女林允儿。韩流热度叠加高流量代言人，树立公司时尚潮流品牌定位，品牌知名度提升。

- **以消费者需求构建品牌矩阵。集团内针对不同消费人群打造多样化的化妆品牌，渗透高中端及大众市场。**产品矩阵涵盖化妆品、茶、香水、洗发、个人护理等众多领域，囊括高端市场的雪花秀、赫拉；中端市场的梦妆、兰芝；大众市场的悦诗风吟、伊蒂之屋；洗护产品吕、爱茉诗等品牌。公司旗下各品牌特点鲜明，已形成多品类、多维度的品牌矩阵，满足不同消费人群的需求。根据 Euromonitor 数据，2017 年太平洋爱茉莉公司在美容个护领域市占率达到 24.6%,位列韩国第一。

日化龙头以研发为核心、渠道驱动树立经典产品，通过多样组合营销建立品牌力。提升品牌运营能力，通过孵化、并购等多种形式建立完善品牌矩阵达到产品价格、功效、年龄全面覆盖，实现穿越周期成长。多品牌实现消费需求者全面覆盖，美妆帝国实现穿越周期成长。

图20：爱茉莉太平洋集团旗下品牌目标客户年龄（岁）



资料来源：爱茉莉太平洋官网、东兴证券研究所

图21：爱茉莉太平洋集团品牌矩阵



资料来源：爱茉莉太平洋官网、东兴证券研究所

3. 国产香化如何打造百年企业？

在国内美妆需求扩容、升级中，外资化妆品牌凭借深厚的产品研发、品牌实力成为香化市场龙头；而国内化妆品牌定位大众市场，凭借美妆渗透率的提升、渠道下沉的流量红利奋起直追，在第一阶段实现了 20 余年高速增长，在 TOP9 国内香化市占率排名中，内资品牌市场份额提升至 2018 的 7.2%（2009 年为 1%）。对标外资企业，国内美妆企业虽然发展迅速，**但在打造经典产品、品牌影响力及品牌孵化能力等方面仍有较大差距。**我们以日韩美妆龙头发展路径为鉴，挖掘**内资美妆企业如何从当前第一阶曲线渠道红利、“爆款产品”的发展模式，转向第二曲线突破点，打开第二增长曲线的新一轮成长空间。**

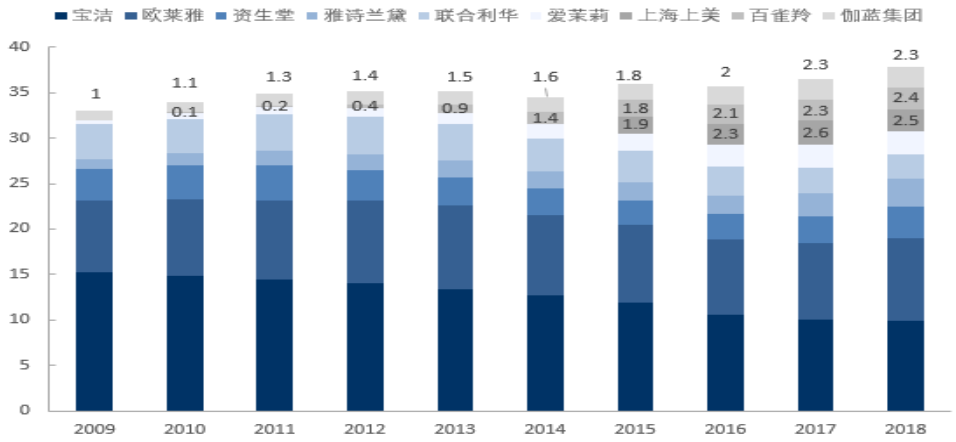
3.1 美妆扩容下，定位大众市场实现国产美妆快速崛起

3.1.1 定位大众市场，国产品牌市占率提升

围绕“0-1”美妆市场扩容，国产品牌在香化行业第一增长阶段中，赢得中低线新客群喜爱。国产品牌相较于外资品牌产品价格定价低，产品定价集中二百元以下区间。国产平价产品瞄准价格敏感度高的美妆新客群，利用价格优势得到众多消费者的青睐。据欧睿数据统计，我国大众美妆用户市场为 2770 亿元，占据六成美妆市场，成为中流砥柱。过去 5 年，中低线美妆市场扩容也成为国产品牌的发展机遇。

行业集中度提升，内资品牌占比提升。美妆行业竞争格局分散，但头部企业集中度持续提升。根据 Euromonitor 数据，2018 年国内化妆品市场（含外资品牌）CR9 为 37.9%，较 2009 年提升 4.9pct.。同时近十年中，国产香化公司市场表现优于外资企业，国产品牌在 TOP9 公司中占三席，受益“0-1”美妆渗透率提升带来的大众市场扩容，国产化妆品市占率由 2009 年 1%提升至 2018 年 7.2%。在 2019 年天猫双十一化妆品销售额 TOP10 中，国产品牌自然堂，百雀羚，完美日子和薇诺娜进入榜单；完美日记荣获天猫双十一彩妆榜首。

图22：2009-2018 中国美妆个护市场 CR9（%）



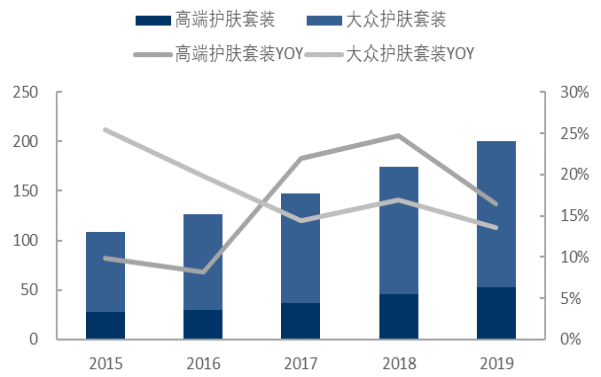
资料来源：Euromonitor、东兴证券研究所

3.1.2 国产香化较海外龙头仍有差距

相较于大而优海外品牌，国内美妆仍有显著差距。目前，内资品牌（1）平价产品为主要热销产品，面膜、套盒销量居前；（2）产品生命周期短，缺乏经典产品；（3）品牌知名度低、影响力弱。

- **平价、基础型产品为热销产品。**从热销产品结构看，国产品牌热销产品主要为百元面膜、基础套盒，而海外品牌经典大单品主要为功效型精华、面霜。从热销产品价格看，平价国产品牌受消费者喜爱，而高价产品受冷落。随着美妆需求功能化升级，内资品牌产品升级则是未来需要抓住的新增长点。

图23：中国护肤套装销售额（亿元）及增速（%）



资料来源：Euromonitor、东兴证券研究所

图24：国产牌热销产品价格较国际品牌仍有差距



资料来源：公司官网、东兴证券研究所

- **缺乏长青经典产品。**国产品牌热销产品目前主要为当季爆款产品为主，生命周期往往随市场热点更迭而进入产品生命周期尾声。主要由于内资企业研发、专利上仍处于劣势，产品可替代性强。而国际品牌凭借深厚的研发实力不断升级经典产品，形成经典产品，从而增强用户粘性。资生堂“红水”历经百年流传四次升级，成为日本国民美妆产品；雅诗兰黛小棕瓶历经七代更替，位居全球精华类产品前列。
- **品牌影响力弱。**国产品牌缺乏标签化的经典产品、美妆需求与品牌绑定度低，从而导致品牌辨识度和消费者粘性低。英国品牌评估机 Brand Finance 发布“2019 全球最有价值的 50 个化妆品和个人护理品牌”排行榜中，国产品牌进入榜单数量少且排名靠后。

图25：2019 全球最有价值的 50 美妆个护品牌排行&天猫“618”美妆品牌销售排行榜

排名	品牌	所属集团
1	强生	美国强生公司
2	香奈儿	法国香奈儿公司
3	欧莱雅	法国欧莱雅集团
4	吉列	美国宝洁公司
5	露得清	美国强生公司
6	妮维雅	德国拜尔斯道夫集团
7	迪奥	法国LVMH集团
8	倩碧	美国雅诗兰黛公司
9	资生堂	日本资生堂公司
10	娇兰	法国LVMH集团
24	百雀羚	中国百雀羚集团
41	自然堂	中国伽蓝集团



资料来源：Brand Finance、东兴证券研究所

3.2 日韩史鉴，描绘国产香化三增长曲线

美妆渗透率及渠道红利接近饱和，大众化妆品行业增长开始趋缓。内资品牌相较百年海外龙头在深厚研发、品牌及运营能力仍有差距，并且我们认为单纯依靠**美妆渗透率提升带来新市场的初期发展阶段，在未来 2-3 年或将逐渐步入尾声**。结合盘海外龙头发展路径我们认为，在当前时点，内资品牌应积极把握下沉市场“1-10”美妆功能化升级第二阶段，为美妆品牌转型新突破口。而建立品牌矩阵为美妆品牌实现长青发展的必然选择。**综合来说即：短期，从平价到性价比；中期，从爆款产品到经典产品，以及大众品牌到品牌化升级；长期，从单一品牌到品牌矩阵建立。**

表 1:国内化妆品发展阶梯

步骤	目标群体	要求	发展壁垒
1.0 平价产品-性价比	价格敏感、成分党、肌肤诉求提升	管理体系、生产模式、渠道体系	跟随者，难超车
2.0 大众品-品牌化	消费升级群体、中高线顾客	研发突破、产品突围、强化营销	单品牌受目标客群、经济影响波动大
3.0 单品牌-品牌矩阵	满足全部化妆品消费者需求	品牌孵化、运营能力	实现穿越周期成长

资料来源：东兴证券研究所

3.2.1 短期：紧跟“1→10”美妆功能升级，“高效模式+渠道红利”实现良性运转

紧跟“1→10”功能化消费升级，打造高性价比的美妆“国产替代”产品。根据上文分析，当前我国市场处于第一增长曲线失速点到极值点区间，美妆渗透率增长已趋缓，依靠挖掘中低线新市场提升的野蛮增长步入尾声；而美妆市场发展达到达极值点后国产企业无法通过渗透率寻求新市场增长。随着国民可支配收入增长、

美妆意识增强，大众市场美妆功能化升级为行业新风口，中低线大众美妆用户价格敏感度、更愿意为专业性、功能性产品买单，内资品牌与该赛道消费者特征匹配。

在实现第二阶段突破之前，香化企业产品升级势在必行，从而延伸渗透率、渠道下沉带来的第一阶段红利曲线。我们认为，内资品牌有望通过打造高端品牌“国产替代”产品实现由**低价到高性价比的产品转型**，借助功效化的“国产替代”实现弯道超车，树立产品质量信心、赢得消费者信赖。

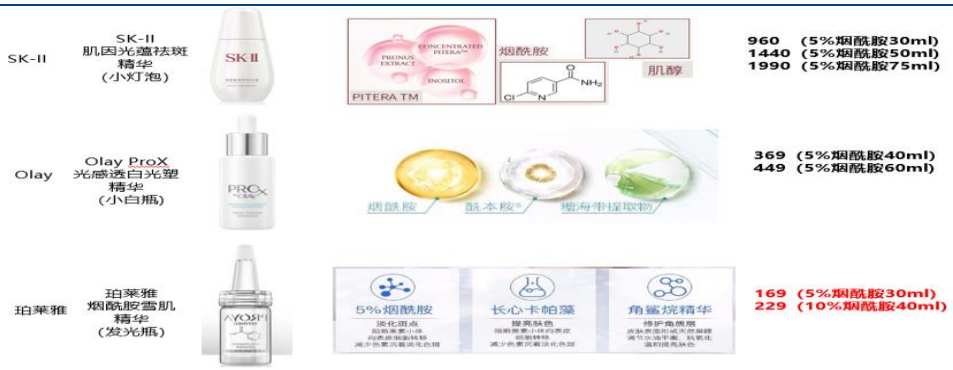
美妆企业实现“国产替代”首先要依托良好管理体系，高效的生产模式以及强有力的渠道支撑，实现低毛利高周转的良性运转。

- **建立“短平快”推新模式，实现美妆“国产替代”。**当前，社交媒体和内容营销平台的火爆带动美妆理念和潮流加速迭代，国产美妆需建立高效的推新模式才能抓住快速变化的美妆风口。而打造短平快的生产模式，需从“捕捉消费偏好-研发-生产-营销”全产业链中提升推新效率。同时，以性价比取胜满足价格敏感的大众市场喜好，通过多样化营销推升产品热度，分享平台树立产品口碑，实现销量裂变以及提升顾客产品信赖度。

- **完善渠道体系实现高周转。**“国产替代”以低价赢得中底线消费者喜爱，并通过完善渠道体系提升周转效率，实现低价高周转的良好运营。国产品牌线下渠道在中低线市场中具备优势，而电商渠道完善国产美妆渠道布局。（1）线下渠道而言，受制于品牌定位与渠道成本，国际品牌线下渠道下沉难；而定位大众市场的内资品牌，渠道选择多样，包含百货专柜、CS 店、商超等，线下渠道成本较低；同时，在经销商和折扣上的策略更加灵活，因此在中底线市场更具优势。（2）线上渠道来看，随着国人消费习惯线上转移，电商渠道已成为化妆品核心渠道之一，2018 年电商渠道占美妆渠道比重已达 27%，较 2010 年提升 26pct.。线上渠道具有成本低、消费者触达迅速广泛等特点，我国电商渠道有助于实现产品销售放量，完善“短平快”模式实现良性运转重要环节。

国产龙头品牌已率先转型。以珀莱雅为例，快速把握烟酰胺成分潮流，成功打造烟酰胺美白精华国产替代，以高性价比产品抢夺大众下沉市场红利。2018 年美白成分“烟酰胺”赢得美妆市场高热度，珀莱雅迅速与世界著名化妆品研发原料供应商 CODIF 公司合作进行烟酰胺美白精华产品的研发生产，利用在组合式社媒营销推升产品热度，线上线下完善渠道体系在 2019 年 2 月推出珀莱雅“发光瓶”精华。根据淘数据统计，2019 年 3-5 月，珀莱雅液态精华销售额同比增长 731.59%、1044.92%、1236.50%，高性价比的烟酰胺“国产替代”成功推向市场。

图26：珀莱雅烟酰胺美白精华具有高性价比



资料来源：公司官网，东兴证券研究所

但“国产替代”非长期之计。国产品牌需要快速跟随市场热度并推出高性价比产品，面临着成为海外大牌追随者而难以突破超越的发展壁垒。同时，产品总会被首发新产品的光环所掩盖，必须由低价格、高性价比、薄利润等作为代价从而抢夺消费者。此外，**电商渠道下沉缩窄了内外资品牌渠道在中低线城市的差距，外资企业可通过中低价位品牌实现降维打击。**2019 年线上零售渠道增速为 16.5%，相比 2014 至 2018 年间 CAGR35.1%增长明显下滑。同时，一线、新一线城市电商渗透率稳定在 80%左右，未来随着下沉市场电商渗透率提升，整体将逐步接近饱和。**我们认为，在当前时点下，渠道红利已逐步成为短期驱动因素，中长期看可持续性难以维继。**

3.2.2 中期：强研发打造经典产品，奠定品牌基调，营销树立品牌形象

产品突围，研发打造经典产品，建立品牌长期发展基础。站在第一曲线尾端，经典产品的出现是美妆企业实现第二曲线的突破点。根据爱茉莉、资生堂发展历程看，经典明星产品是品牌持续长期发展的坚固之基，而研发是实现产品突围打造强功效性的经典产品重要基础。国产美妆企业近年来研发支出持续提升，但从绝对额看研发投入距离海外龙头仍有差距。研发制约下，国产品牌产品结构仍处于劣势，高单价、高复购率、高使用频率的产品占比较低。**我们认为，经典产品提升品牌的核心竞争力，而高复购率形成的经典大单品为品牌树立品牌标签。**

根据新浪微博数据，消费者对于精华类产品关注度要高于对面膜，且海外品牌美妆产品中明星精华复购率大于 2 次/年。使用频率上，精华、面霜等为日常性护肤单品，使用频次达 1-2 次/天，功效性强的日用护肤品受消费者重视，更易于培养顾客粘性，提升品牌影响力。**国产品牌应以研发突破，打造经典产品、优化产品结构，塑造国产美妆第二增长曲线。**

图27：经典产品树立品牌标签



资料来源：东兴证券研究所

以经典产品树立牌调性，强营销打造品牌形象。香化企业实现长期发展，短期靠渠道，长期以品牌占领消费者心智。雅诗兰黛旗下经典产品“小棕瓶精华”营收占比品牌销售额不超过 30%，也就是说**当经典大单品销售达到单品销售天花板时，以品牌提升全产品销售额是美妆品牌实现长期发展转型的关键。**因此在第二增长曲线经典产品失速点后，打造品牌是香化品牌实现第二曲线中长期发展的核心。资生堂、爱茉莉太平洋等国际品牌均以经典护肤理念打造经典产品，并围绕经典产品树立品牌，产品与品牌形象一脉相承，形成品牌沉淀。营销方面，社交媒体、分享平台不断涌现，新媒体方式为国产品牌带来机遇。以往外资美妆品牌以巨额

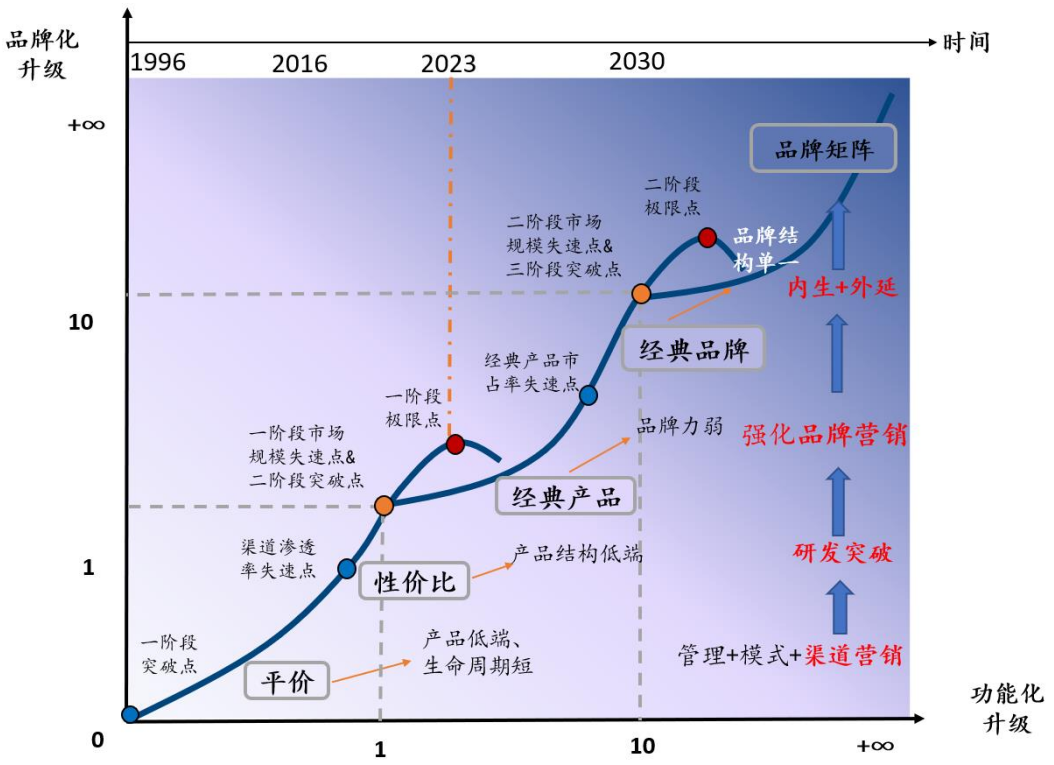
营销投入占据黄金广告时段，而现在多样化的社媒平台融入消费者社交时间。明星、网红博主、KOL 通过社媒平台全方位组合式营销推广，消费者购买分享使用经验、测评产品为优质产品树立口碑，为国产品牌在营销突围带来机遇。

3.2.3 长期：品牌矩阵完善满足多样化需求，国内香化企业超越周期成长

从未来十年的维度看，单一品牌受客群需求变化、经济波动影响大，并且消费者需求沿功能化、精细化升级，单一品牌无法满足消费者全部需求。国产企业扩充品牌矩阵从小而美升级至大而优，以满足不同年龄、日益精细化的客户需求，将促进其市场份额长期持续增长。部分国产企业不断拓宽细分市场赛道，丸美、珀莱雅、旗下已分别拥有 6 和 7 个子品牌，但主品牌外子品牌销售占比仅为 15%、8%，子品牌成长中存在品牌间发展不均、品牌知名度低等问题。

未来内生与外延是建立品牌矩阵有效途径。（1）**内生**建立在研发创新基础上，而主品牌具有核心竞争力与高知名度，带动内生新品牌开拓新市场。（2）**外延**适用于具有渠道和运营优势，但在部分领域研发不足或新品牌与原品牌细分市场定位差异大。企业依靠运营能力成为新品牌成长引擎，通过并购、合资快速吸引新品牌，完善品牌布局，占领细分市场需求。两种途径有助于企业更加全面覆盖不同需求层级的化妆品消费者，驱动自身强势增长。行业发展状况看，我国化妆品企业在研发方面不足，在国内渠道、营销上与外资企业差距较小。丸美收购韩国轻奢品牌“恋火”、珀莱雅合资设立“YNM” 弥补彩妆短板，同时利用原渠道、运营优势辅助子品牌发展。**短期而言，并购、合资的外延方式为内资企业实现快速组建品牌矩阵更为高效途径。**

图28：国产美妆三阶段增长曲线



资料来源：东兴证券研究所

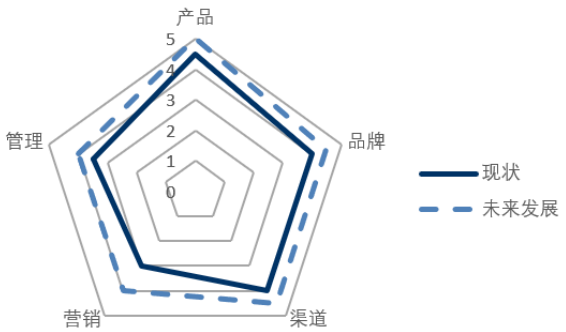
4. 五维度看国内化妆品牌，展望未来行业机会

综合国内美妆消费升级与国产品牌发展阶梯，我们建立了围绕产品、渠道、营销、品牌、管理的五维度评价体系，并测评其当下以及未来的各项指标变化。

华熙生物研发驱动、全产业布局，是透明质酸行业领导者。公司是全球领先的生物发酵透明质酸微生产企业，透明质酸生产规模位居全球第一。对佛思特的收购完成后，玻尿酸市场份额有望提升至 45%，透明质酸龙头地位得到进一步巩固。

- **产品研发生产方面，**公司深耕透明质酸（HA）制备生产，拥有全球领先的生物发酵技术、已申请 180 项专利，依靠研发和产业化人才快速实现研发产业化转换，保证产能持续扩张，规模优势强化。
- **品牌方面，**公司建立从原料到医疗终端产品、功能性护肤品及功能性食品的全产业链业务体系。同时在功能性护肤品方面，根据敏感皮肤、皮肤屏障受损等不同的皮肤诉求推出润百颜、米蓓尔、夸迪等多个品牌系列，实现多龄段、多样化功能性护肤品牌矩阵。
- **管理方面，**公司积极调整管理体系，建立多品牌多事业部组织架构，推动多品牌发展战略。
- **渠道方面，**公司在全球 40 多个国家和地区拥有医药、化妆品、食品等行业的经销渠道，全球客户超过 2000 多家，部分客户合作已经超过 15 年，客户具有高粘性特点。且公司下游合作企业多为全球知名企业（乐敦、雅诗兰黛、资生堂等）。功能性护肤品采用线上、线下结合的销售模式。线下渠道以经销为主，线上渠道直营为主。2018 年公司线上收入占比提升至 60%，线上渠道已成为主要核心渠道。
- **营销方面，**投放增加，新媒体增加品牌曝光度。伴随下游产业链延伸，公司加强品牌形象建设，借助多样化新媒体，加强品牌营销力度，全面提升公司品牌和知名度。

图29：华熙生物五维度图



资料来源：东兴证券研究所

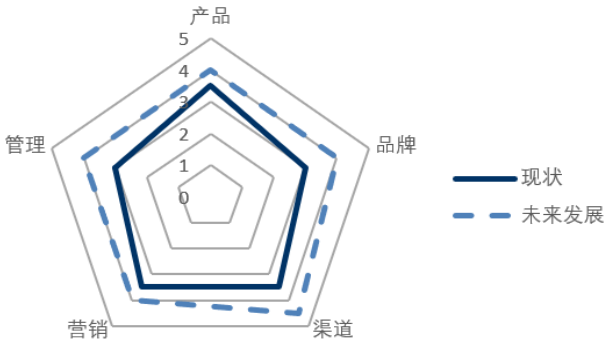
珀莱雅卡位大众美妆，产品、品牌持续升级。公司专注海洋养护理念，以鲜明的品牌形象，精准大众市场定位，实现快速成长。目前，公司在研发生产、渠道体系、品牌、营销、管理运营上行业领先。

- **产品研发生产方面，**加码功能化产品，开展全球研发合作。基于品牌“海洋”元素开发海盐清洁泡泡面膜、面霜等护肤产品；近年来，优化产品结构，打造功能化爆款产品，先后推出烟酰胺美白发光瓶、红宝石精华与双抗精华，布局功效化护肤品赛道，产品维度升级打开公司业绩新增长点。目前已拥有 64

项国家发明专利，并对自建工厂升级改造，助力产品线全品类扩张。同时，公司与西班牙 LIPOTRUE S.L.、法国 CODIF 公司和海藻研究机构 CEVA、日本美研创新株式会进行研发合作。

- **品牌方面，**内生外延，品牌矩阵日益完善。公司自主孵化子品牌优资莱、悦芙媞、韩雅等；合资推出子品牌 YNM、彩棠等，非主品牌营收增速超 70%。此外，还通过代理运营西班牙 SINGULADerm、意大利 Wycon，迎合国内对小众品牌市场需求，公司品牌矩阵的日益完善。2020 年 5 月，珀莱雅联合天猫打造的孵化基地项目正式开启招募，打造新品牌孵化基地，珀莱雅未来品牌孵化能力有望显著提升。
- **管理方面，**平台化管理，建立灵活的人才管理机制。引入年轻化、多元化、国际化的人才，建设高标人才队伍；并推进多元化的激励机制，深入探索合伙人机制，调动各级员工的积极性、主动性。
- **渠道方面，**建立多渠道销售体系，电商平台运营精细化。公司崛起于 CS 渠道，并逐渐拓宽了商超、单品牌店等线下渠道；在天猫、京东、唯品会等头部电商平台开设旗舰店并实现深度互动，借电商渠道红利提升市场份额。2019 年公司电商渠道营收同比+60.97%占比达 53%，渠道转型已转为线上为主。
- **营销方面，**注重营销模式革新，除传统明星代言、影视 IP 外，积极布局线上社交媒体数字化营销，着力“明星代言+KOL+直播平台”全方位组合式营销方式。近年来，向产业链下游品牌运营延伸，积极参股杭州熊客文化传媒、万言文化传媒等互联网营销机构，营销能力有望进一步提升。

图30：珀莱雅五维度图

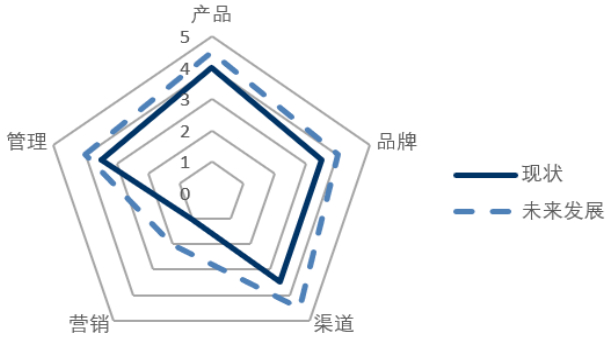


资料来源：东兴证券研究所

青松股份是国内化妆品 ODM 龙头。公司旗下诺斯贝尔为本土化妆品 ODM 企业排名第一。企业拥有人才、客户资源、供应商资源、产品开发和配方研发能力、严格的质量控制体系、生产制造等六大竞争优势。

- **产品研发生产方面，**优势明显。目前日产面膜 650 万片，护肤日产能 128 万瓶，湿巾 4000 万片，面膜产能全球第一；公司研发费用率始终保持在 3%以上，高于同比国内化妆品，生产线多达到国内先进水平。公司拥有中国和韩国 2 个研究所，与多家知名高校进行产学研合作，研发专利达 42 项。
- **渠道方面，**上下游资源丰富。公司与上游 30 余家全球知名原料供应商或其代理商建立采购关系，包括巴斯夫、亚什兰、克莱恩等全球前十大原料商，保障原料高质量；深度绑定下游优质化妆品企业，主要客户包括屈臣氏、伽蓝集团、完美日记等知名品牌。公司多年的行业资源积累形成独特竞争优势，旗下拥有天丝面膜等多项独家原料供应资质，生产产品品类覆盖广泛，产能规模优势保障了其更高的接单灵活度，同时公司覆盖产品研发、包装设计、售后培训等全流程多方位的服务能力。

图31：青松股份五维度图

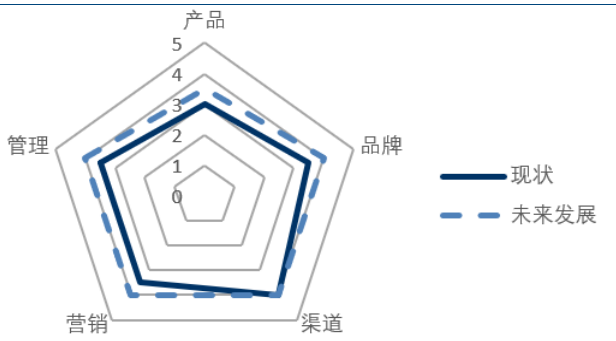


资料来源：东兴证券研究所

御家汇凭线上渠道崛起，内生外延品牌矩阵不断优化。

- **产品研发生产方面，**主品牌御泥坊核心单品迭代升级，扩充产品品类、优化产品结构，贴式面膜营收占比下降，水乳膏霜营收占比提升。公司坚持产品力为核心，注重产品研发，已成立上海、长沙科研中心，现有研发团队 100 余人；同时，在原料采购、质控环节加持严把关，确保产品质量。公司核心原料采购自德国巴斯夫、美国陶氏、美国杜邦等全球一线供应商，自建工厂落地有望进一步强化产品生产能力。
- **品牌方面，**内生外延品牌矩阵雏形已显，多品牌培育能力已得到初步验证。子品牌包括“小迷糊”、“花瑶花”、“薇凤”、“大水滴”、“HPH”等；同时，开展海外品牌代理业务。公司通过内生外延实现品牌矩阵不断完善，已实现多品牌、多层级、全品类覆盖。
- **管理方面，**管理机制升级助力长期发展。公司以品牌运营出发优化管理团队架构，形成高效、完善的管理体制。积极储备并大力提拔年轻人才，推出股权激励，绑定核心骨干，发掘员工潜力、保证团队稳定。
- **渠道方面，**以线上平台起家，互联网为公司主要销售渠道，包含自营小程序、淘宝、唯品会等。目前已形成线上、线下全面渠道网络布局。
- **营销方面，**公司积极把握线上社媒平台潮流变化趋势，拥抱新媒体进行线上营销模式创新，赋能爆款打造。一方面加强与抖音、小红书、B 站等多种类新媒体平台的合作，发力 KOL 营销；另一方面携手李佳琦、薇娅、王祖蓝、柳岩等电商主播及明星，开展直播带货，赋能产品销售。

图32：御家汇五维度图

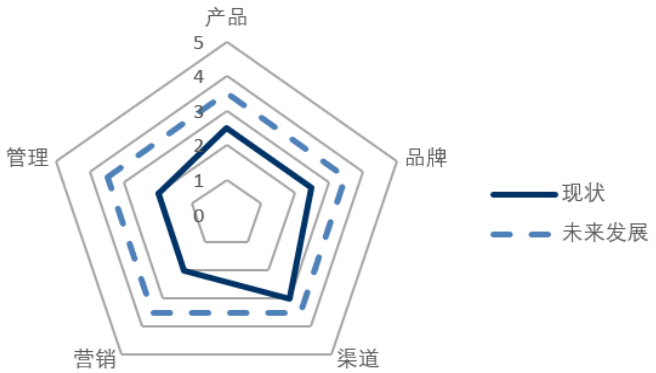


资料来源：东兴证券研究所

上海家化百年香化，新管理层赋能品牌再次成长。

- **产品研发生产方面**，加强产品研发与合作。重点打造经典产品，加强高景气药妆日化细分赛道布局。以市场需求为导向进行产品创新研发，在冻干技术与微生态结合、以及中草药分子 RNA 修复等领域取得了重要的突破。此外，在皮肤基础科学、产品开发等方面加强与科研企业合作，目前已申请 51 项专利。
- **品牌方面**，旗下拥有佰草集、玉泽、双妹、六神、美加净、启初、安家等子品牌，多品牌矩阵布局香化、日化、母婴等高景气赛道。
- **管理方面**，新任 CEO 潘秋生曾任欧莱雅中国大众化妆品部商务总经理及欧莱雅集团大众化妆品部亚太区商务总经理，任职期间积累了丰富的日化行业运营经验，在渠道线上化转型、组织运营提效等方面具有丰富经营，未来将凭借丰富的管理经验赋能上海家化，带动公司实现新突破。
- **渠道方面**，新管理层带动渠道变革。线下开展免税、社区团购等多样渠道，并加强门店管理及人员培训，提升门店运营效率；线上加强与第三方合作运营、营造特渠服务场景，提升线上渠道运营能力及购买转换率。新任管理层注重电发展，线上渠道有望为成为公司新驱动力。
- **营销方面**，公司采用“高聚焦”、“强沟通”、“树形象”、“重招新”的营销策略，组合营销方式重点打造经典产品，强化品牌认知。公司注重口碑营销，加强社交媒体投入，新媒体投入占比提升至 50%以上。

图33：上海家化五维度图



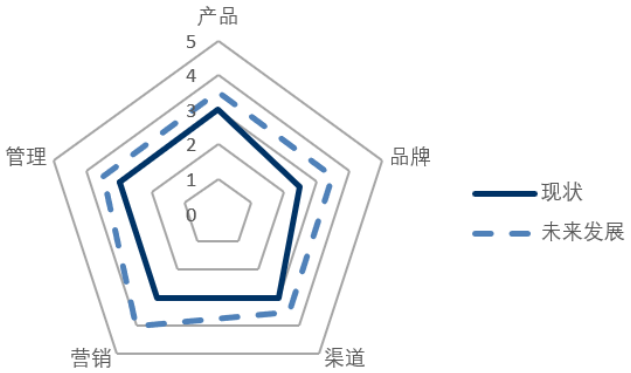
资料来源：东兴证券研究所

丸美股份定位抗老高壁垒赛道，年轻化、线上渠道创新助力成长。

- **产品研发生产方面**，主打产品定位抗衰高功效产品赛道，该赛道具有高技术、高壁垒特性，形成企业独特的产品护城河；同时，伴随化妆品消费功能化、多样化升级，产品市场空间提升。公司重视产品品质和功效，建立了行业领先的专业研发团队和生产体系，保证产品持续升级和品质稳定。2019 年新获得 23 项专利技术，并在原有 8 个实验室基础上升级完善分析测试实验室、新增发酵实验室，提升研发实力。
- **品牌方面**，旗下拥有“丸美”、“春纪”、“恋火”三个品牌，通过多品牌差异化服务不同年龄消费者。主品牌丸美定位中高端市场，聚焦眼部护理及抗衰领域，在中高端市场拥有较强影响力；同时，公司加强高端市场布局，在日本设立子公司，推出日本研发生产的高端抗衰老系列产品，加速品牌高端化进程。
- **渠道方面**，采用经销为主，直营代销为辅的模式，经销收入占比达 87%。2020 年以来，公司重点发力线上渠道，壹网壹创成为其新代运营商，有望助力丸美线上运营能力快速提升。

- **营销方面，**加强对新营销模式的探索，切入高流量的内容营销平台，强化精细化运营，打造产品话题和消费者互动性。在产品端，在功效、包装、命名等方面进行全面升级，营销端以年轻化、社交性新媒体切入消费者视野，成功助推品牌年轻化转型，触达年轻消费群体。

图34：丸美股份五维度图



资料来源：东兴证券研究所

综合来看，**华熙生物**以全球领先的生物发酵技术，形成透明质酸全产业链业务体系，全球市场规模第一，在该领域具备绝对优势，且下游采购商具有全球化高粘性的特征，旗下品牌“夸迪”凭借 5D 玻尿酸焕颜精粹未来有望站上国产美妆第二增长曲线。以鲜明海洋品牌形象深入消费者的**珀莱雅**，建立灵活高效的平台化管理，利用全球研发合作打造功能化产品、完善的渠道销售体系为支撑、依靠代运营平台提升渠道、品牌营销能力，集中优势打造爆款单品、进入挖掘经典大单品的步伐，成为国产化妆品头部企业。**青松股份**研发构建产品优势、以及**丸美股份**定位高产品壁垒抗老赛道，通过产品力打造企业护城河。**上海家化**新任管理层带来管理运营改善，有望在渠道转型、组织运营提效、加强研发合作、打造经典产品，强化品牌认知等多方面带动公司实现新突破。**御家汇**借助电商流量红利迅速崛起，渠道优势明显，通过自身孵化品牌与代理品牌双向发展，品牌矩阵日益完善。

5.投资建议与风险提示

5.1 投资建议

为实现从第一曲线向第二曲线的突破，我国美妆品牌面临着转型升级迫切需求，在产品力和品牌力方面对品牌商提出了更高要求。在此背景下，中长期来看，

1.美妆产业链上游关注具有强研发能力和渠道支持的标的；

2.美妆产业链中游关注具有大单品培育运营能力和品牌力构建能力的标的。

5.2 风险提示

消费需求更迭加速，国产美妆企业成长不及预期，外资美妆企业降维打击。

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司	珀莱雅：线上渠道缓解业绩压力，新品牌孵化加速	2020-08-28
行业	化妆品产业:颜值时代的大市场	2019-05-23
行业	化妆品：从无到有叠加消费升级，颜值需求助推行业景气	2018-09-30

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

张凯琳

香港中文大学经济学理学硕士，2016 年 1 月加盟东兴证券研究所，从事社会服务行业研究，重点专注于旅餐饮旅游、免税及教育领域研究。

赵莹

澳大利亚国立大学会计学硕士，曾任职于德勤华永会计师事务所。2018 年加入东兴证券研究所，从事商贸零售行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 15%～15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

东兴证券研究所

北京
西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层
邮编：100033
电话：010-66554070
传真：010-66554008

上海
虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层
邮编：200082
电话：021-25102800
传真：021-25102881

深圳
福田区益田路 6009 号新世界中心 46F
邮编：518038
电话：0755-83239601
传真：0755-23824526