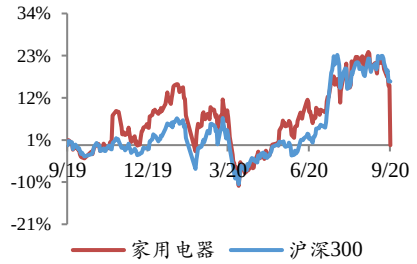
化妆品行业深度：美丽无止境，重点配置品牌端和渠道端

行业评级：增持

报告日期：2020-09-14

行业指数与沪深 300 走势比较



分析师：虞晓文

执业证书号：S0010520050002
电话：18505739789
邮箱：yuxw@hazq.com

联系人：谢丽媛

执业证书号：S0010120050004
电话：15802117956
邮箱：xiely@hazq.com

主要观点：

- **消费升级下的化妆品行业持续向好。**

通过化妆品行业消费者画像分析，我们**认为国产品牌所面向的消费群体有巨大的增长潜力，有机会在对学生、职场新人、低线消费者等消费者的品牌价值传递过程中，通过良好的运营把握未来的增量市场。**在此基础上，我们依据产业数据分析了当前中国化妆品市场总体情况，并总结了行业未来发展的主要驱动力在于**（1）中国人口基数大，一些地区的市场尚未得到足够的化妆教育；（2）护肤与化妆步骤的不断精细化、人均可支配收入的不断提高可以进一步驱动中国化妆品人均消费额。**通过对行业的进一步细分，我们认为化妆品行业的**主要投资机会在品牌端和渠道端。**

- **品牌端：国产品牌有望依靠高性价比、渠道广、供应链反应快等优势实现弯道超车。**

与国际企业相比，**中国本土上市公司旗下品牌性价比更高。**更低的售价和更高的性价比将使得我国本土品牌**更易把握以经济相对落后地区的消费者、蓝领职工、95 后人群为主的增量市场。**我国消费者呈现线上线下“两线买"的新消费特征，化妆品行业品牌端企业也追求**线上线下两条腿走路。**线下来看，相较国际品牌，**国产品牌渠道深度下沉，在三四线线下市场优势明显；**线上来看，对化妆品行业来说，2019 年最显著的变革是抖**音电商与淘宝直播的崛起，进一步缩短了用户从“种草”到购买之间的距离。**正是凭借**渠道广、高性价比、供应链反应快等优势，国产化妆品品牌市场份额不断提升。**

- **渠道端：化妆品代运营享电商、化妆品行业双重红利，重点关注壹网壹创。**

化妆品代运营企业享受**电商+化妆品双重红利**，壹网壹创、丽人丽妆等公司盈利能力强、业绩增长速度较快，客户资源丰富，未来有望继续领跑化妆品代运营行业。

- **投资建议**

就**品牌端**而言，我们通过对日本、韩国化妆品产业经历的梳理来总结规律，发现我国化妆品行业正处于逐渐复苏的阶段，并总结**了国产品牌的崛起的一个基础（供给端的产品价值回归和需求端的消费者信任不断加强）、一个前提（每一次新媒介带来的新传播方式都可能带来弯道超车的机会）、一个优势（快速推新、灵活决策）、一个关键（产品性价比高），**建议关注珀莱雅、丸美股份、上海家化、华熙生物、御家汇、贝泰妮等。就**渠道端**而言，化妆品电商代运营行业**享受电商+化妆品双重红利**，建议关注壹网壹创、丽人丽妆、若羽臣等。

- **风险提示**

外资品牌目前已意识到线上渠道的重要性，并逐步加大线上投入，国产品牌虽然近几年有所崛起，但未来仍面临外资品牌线上崛起以及向三四线下沉，所带来的风险，**因此提示关注国产品牌发展不及预期风险。**

正文目录

1 消费升级下的化妆品行业持续向好 5

1.1 从需求端看行业增长：化妆品行业消费者画像分析 5
1.2 化妆品行业规模：人口基数大、人均消费远低于发达国家，行业空间大 13

2 行业细分：品牌端市场最大，渠道端享受电商红利 18

2.1 品牌端细分：高端市场由国际品牌把控，国产品牌大多面向大众市场 19
2.2 渠道端细分：电商等线上渠道逐渐取代 KA 等线下渠道 21

3 品牌端：国产品牌有望依靠高性价比、渠道广、供应链反应快等优势实现弯道超车 22

3.1 从日本、韩国化妆品产业经历看中国本土化妆品品牌的未来 22
3.2 本土上市公司旗下品牌梳理：性价比和渠道力佳，把控低线市场 24

4 渠道端：化妆品代运营享电商、化妆品行业双重红利，重点关注壹网壹创 34

5 投资建议 39

风险提示： 39

图表目录

图表 1 各地区化妆品关注度.....6
图表 2 2017 年分区域美妆个护消费金额增长率.....6
图表 3 2018M6 中国美妆人群地域分布.....6
图表 4 2019 年中国化妆品消费者职业分布.....7
图表 5 新时代蓝领收入水平性别差异对比(元).....7
图表 6 2016 线上美妆人群年龄、消费规模分布及 2018M6 化妆品人群年龄分布.....8
图表 7 MAT2018 美妆消费人数同比增速.....8
图表 8 2018 不同年龄、性别、地域细分市场人群生意体量占比与同比增速.....9
图表 9 国产化妆品消费者画像.....10
图表 10 2016 年 360 典型化妆品品牌用户城市级别分布.....11
图表 11 2020 年彩妆市场消费者年龄分布.....12
图表 12 2020 年彩妆市场消费者所在城市线级.....12
图表 13 2020 年彩妆市场消费者收入水平.....12
图表 14 2020 年彩妆市场海外品牌消费者所在城市线级.....12
图表 15 2020 年彩妆市场海外品牌消费者年龄分布.....12
图表 16 2020 年彩妆市场海外品牌消费者收入水平.....12
图表 17 2019 年全球化妆品产品结构.....13
图表 18 全球化妆品市场规模及同比增速.....13
图表 19 2018 年全球化妆品市场规模区域分布情况.....14
图表 20 2018 年全球各国家化妆品消费情况.....14
图表 21 中国美妆个护市场规模及增速.....14
图表 22 2019 年全国限额以上批发和零售业各品类零售额增速情况.....15
图表 23 中国护肤、彩妆市场规模及增速.....15
图表 24 2018 年 20-44 岁女性人口数量（亿人）.....16
图表 25 宽裕小康和大众富裕家庭百分比.....16
图表 26 化妆品消费者成长路径.....17
图表 27 消费者的护肤步骤由简到繁.....17
图表 28 化妆品产业图谱.....18
图表 29 化妆品产业链价值传递概览.....19
图表 30 2010s 和 2018 年化妆品行业国产/国际品牌市场份额.....19
图表 31 化妆品行业国产品牌和海外品牌代表.....20
图表 32 2018 年我国大众/高端护肤品 TOP10 品牌市占率.....20
图表 33 中国化妆品市场份额 TOP20 品牌中国产品牌份额累计.....21
图表 34 高端化妆品市场品牌集中度与企业集中度.....21
图表 35 化妆品渠道概述.....21
图表 36 中国日化和个护主要销售渠道占比.....22
图表 37 日本、韩国的化妆品产业经历.....23
图表 38 日本化妆品行业各集团公司市场份额.....23
图表 39 韩国化妆品行业各集团公司市场份额.....23
图表 40 中国市场化妆品公司市场份额.....24
图表 41 中国市场化妆品公司市场份额.....24

图表 42 中国化妆品行业主要上市公司旗下品牌基本信息.....25
图表 43 主要化妆品上市公司营业收入（亿元）.....26
图表 44 主要化妆品上市公司营业收入同比增速.....26
图表 45 主要化妆品上市公司毛利率.....26
图表 46 主要化妆品上市公司净利率.....26
图表 47 主要化妆品上市公司归母净利（万元）.....27
图表 48 主要化妆品上市公司归母净利同比增速.....27
图表 49 2019M7-2020M8 淘系平台美容护肤/美体/精油部分品牌销售情况.....28
图表 50 2019M7-2020M8 淘系平台彩妆/香水/美妆工具部分品牌销售情况.....29
图表 51 本土化妆品品牌线上营收占比.....30
图表 52 丸美终端网点在各线城市分布情况.....30
图表 53 化妆品营销、销售渠道变化.....30
图表 54 中国社交电商市场规模.....31
图表 55 社交电商分类.....31
图表 56 2019 全年美妆营销综合热度指数.....32
图表 57 品牌端各企业电商营销或销售情况概述.....32
图表 58 国产化妆品品牌的崛起之路.....33
图表 59 各国品牌在中国护肤品市场份额.....33
图表 60 各国品牌在中国彩妆市场份额.....33
图表 61 2019 年化妆品电商渠道市场份额.....34
图表 62 美妆、服饰、3C、家电线上渗透率.....34
图表 63 我国护肤品电商渠道销售额增速.....35
图表 64 我国电商代运营市场规模及 YoY.....35
图表 65 电商代运营企业合作品牌及合作平台.....35
图表 66 中国电商代运营企业营业收入（亿元）.....36
图表 67 中国电商代运营企业营业收入同比增速.....36
图表 68 中国电商代运营企业净利润（亿元）.....36
图表 69 我国电商代运营市场规模及 YoY.....36
图表 70 各大电商代运营企业 ROE 水平.....36
图表 71 电商代运营企业商业模式比较.....37
图表 72 各大电商代运营企业主要商业模式.....37
图表 73 各大电商代运营企业分业务收入及经销模式占比.....37
图表 74 2019M6-2020M5 淘系平台美容护肤/美体/精油 TOP10 品牌合作电商代运营企业一览.....38
图表 75 重点公司盈利预测及估值.....39

1 消费升级下的化妆品行业持续向好

本节首先通过化妆品行业消费者画像分析，指出化妆品当前的主要市场和未来的增量市场，然后梳理了国产、国际化妆品的消费者特征，总结了国产品牌的发展机会。在此基础上，我们依据产业数据分析了当前中国化妆品市场总体情况，并总结了行业未来发展的主要驱动力。

1.1 从需求端看行业增长：化妆品行业消费者画像分析

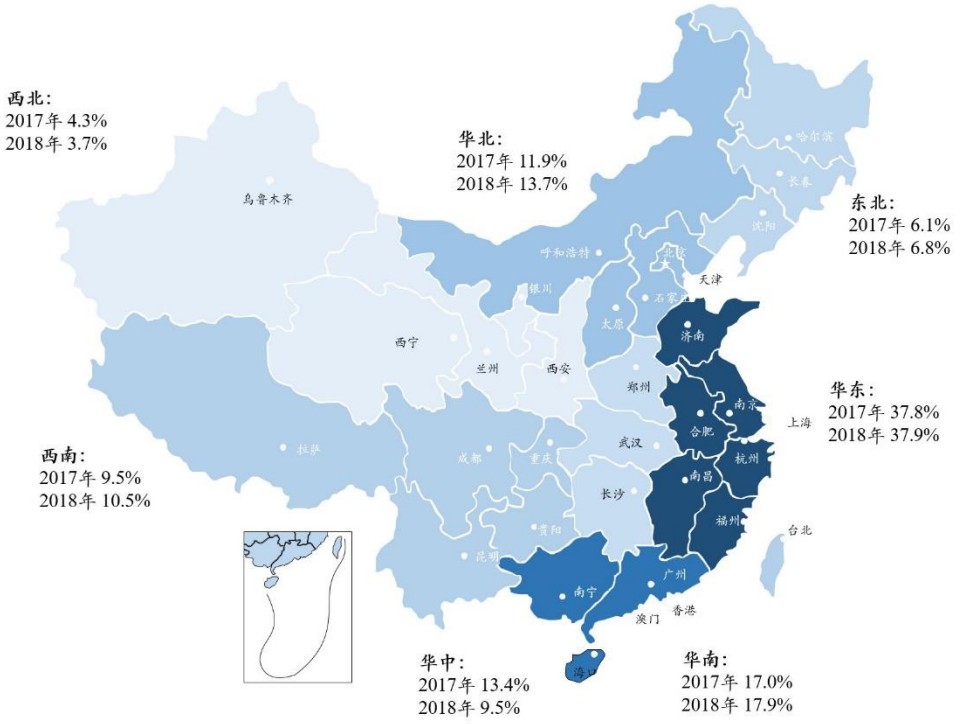
在零售业三件事“人、货、场”中，人是最基础、最根本的要素。人的变化带来货的变化，人和货根本的变化带来场的变化。因此，在分析化妆品行业增长趋势过程中，我们首先对化妆品消费者的画像进行详细的分析。

（1）化妆品用户：关注三四线、蓝领、及 18-25 岁蓝海市场

人类对美丽的向往和对衰老的恐惧是相同的，因此人类普遍对化妆品有内在的需要。而我们关心的问题在于，有多少人了解相关信息，并有能力、有意愿去满足这种内在的需要，将这种需要转化为“有效需求”。这无疑与经济发展水平、人们的可支配收入等指标密切相关。

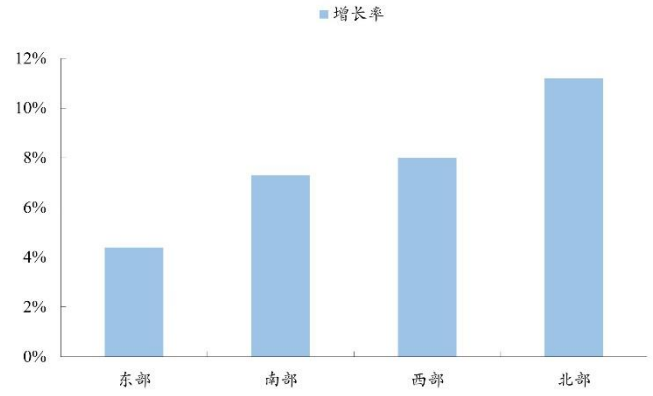
从地域角度讲，相对发达的地区在化妆品市场占比大，经济相对落后的地区增长快。（1）从区域尺度看，360 大数据显示，华东地区消费者对化妆品关注度最高，但其增长缓慢；华北、西南地区消费者对化妆品的关注度越来越高。根据凯度，2017 年我国**北部地区化妆品消费金额增长 11.2%，远超东部发达地区 4.4%**的增长水平。**（2）从省份尺度看**，根据第一财经商业数据中心数据，早在 2015 年，广东与江苏已成为化妆品消费者最多的省份。艾瑞数据亦显示，2018M6 广东、山东、河南、浙江和江苏等相对较发达的省份中，美妆人群（高频次访问美妆类 APP 或美妆类 KOL 的用户）数量较多。**（3）从城市尺度看**，2018M6 我国超过一半的美妆人群来自高线城市，但低线城市化妆品市场增速明显高于高线城市。360 智库数据显示，我国一、二、三、四线城市用户对化妆品关注度增长率分别为 6.2%、6.6%、12.4%和 10.6%。凯度数据亦显示，2017 年我国高线/低线城市美妆个护消费金额增长率分别为 6.6%、8.4%。无论从哪个尺度看，化妆品目前主要市场均为相对发达的地区，而经济相对落后的地区有巨大的增长潜力。

图表 1 各地区化妆品关注度



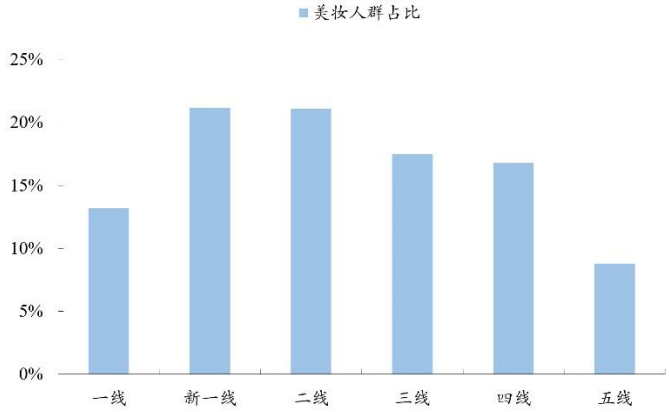
资料来源：360 大数据，华安证券研究所

图表 2 2017 年分区域美妆个护消费金额增长率



资料来源：凯度《把握新生代消费者的升级路线》，华安证券研究所

图表 3 2018M6 中国美妆人群地域分布

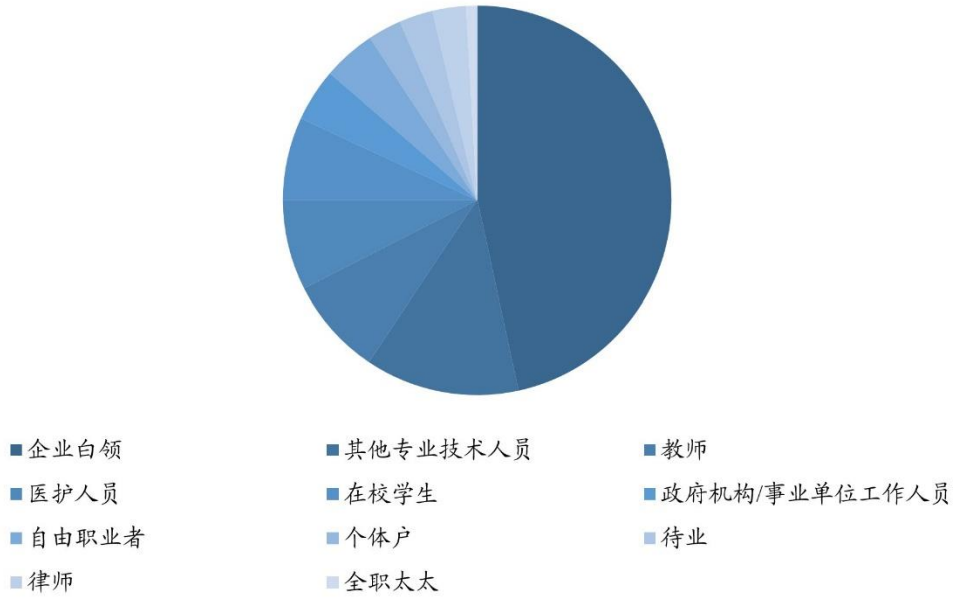


资料来源：艾瑞，华安证券研究所（注：美妆人群指的是高频次访问美妆类 APP 或美妆类 KOL 的用户。）

从职业上来讲，企业白领是化妆品主要消费人群，非主流的新时代蓝领人群不应被市场忽视。2019 年，我国化妆品消费者的主流人群为**企业白领，占比高达 46.6%。**根据 360 智库的数据，白领普遍喜欢网购，对化妆品的购买频次高，且愿意尝试中高档产品。相比白领，**消费总量很大的蓝领群体一直被化妆品市场忽视。**实际上，1985 年后出生的新时代蓝领在观念上开始认同消费主义的价值取向和生活方式，崇尚个人享乐和提前消费，城市购房需求小，可支配收入较高。他们不仅有强烈的消费意愿，还具有冲动型消费的习惯。艾瑞数据显示，2016 年中国年轻蓝领阶层人均收入 4000 左右，其中北上广深的秘书、保姆/护工等职位工资最高，约为 4820 元，**超**

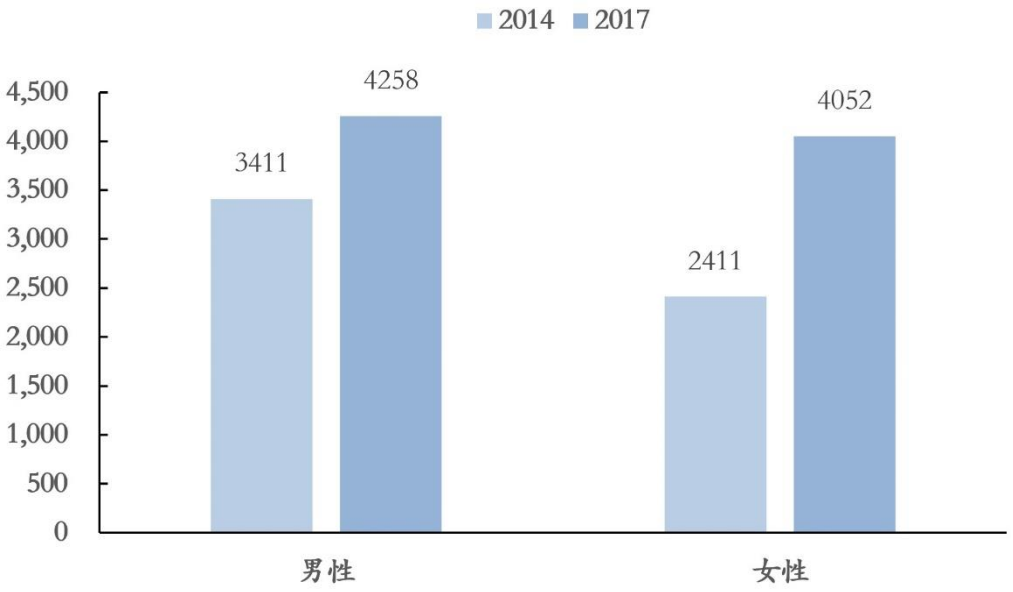
过 50%的蓝领为月光族。当前蓝领消费者尚未引起供给端的足够关注，**2017 年新时代蓝领女性收入增长为 4052 元，远超 2014 年的 2411 元，她们在化妆品行业的消费潜力尚未被开发。**

图表 4 2019 年中国化妆品消费者职业分布



资料来源：艾媒，华安证券研究所

图表 5 新时代蓝领收入水平性别差异对比(元)

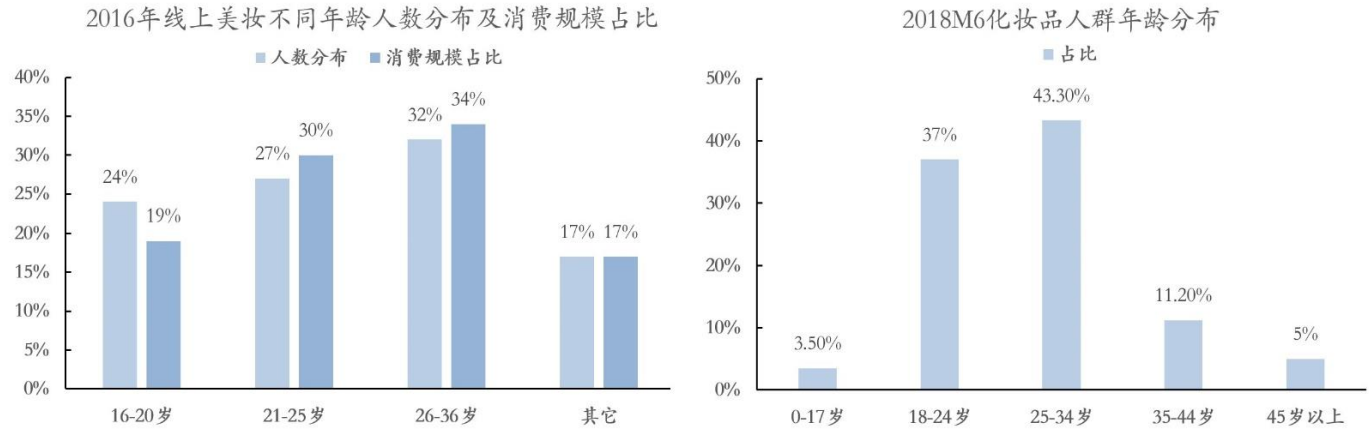


资料来源：赶集网，即有分期，人民网，零点有数，华安证券研究所

从年龄、性别上看，18-36 岁女性人群为化妆品消费主力，95 后新消费者、男性用户为未来的增量市场。(1)从年龄上看，2016 年线上美妆消费者中，32%为 26-36 岁，其消费规模占据 34%；2018M6 化妆品消费者中有 **43%为 25-34 岁**，这部分

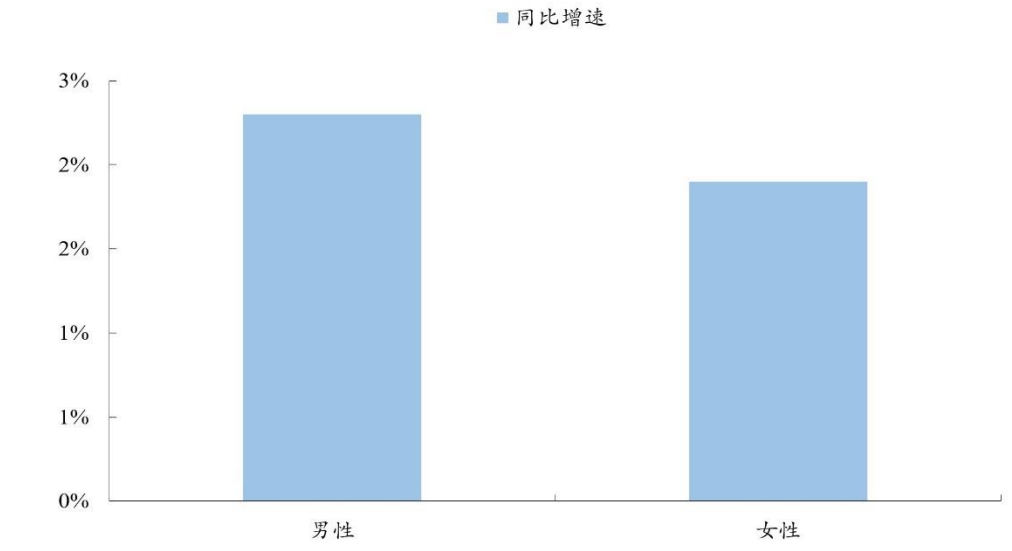
人群是化妆品市场占比最大的消费者。消费者占比第二的**18-24 岁年龄段，拥有巨大的增长潜力。**这些 95 后生活在相对更加富裕的小康家庭，作为独生子女被宠爱长大，他们对于享乐型商品的追求远远超过上一代人，对于享乐型商品的消费能力可以达到 85 后的 2-3 倍，将在化妆品市场中发挥越来越重要的带动作用。**（2）从性别上说，**根据 360 智库数据，2016 年一二线城市的化妆品消费者中，女性消费者占比超过 60%。而实际上，许多男性消费者的化妆品购买行为存在**购买者与使用者分离**的现象，因此我国女性人群为消费主力。同时，MAT2018 年男性化妆品消费人数同比增长 2.3%，超过女性 1.9%的同比增速。CBN 数据显示，**2017 年男性护肤消费额同比增长 102%，超过女性 96%的同比增速。**根据艾媒数据，男士口红、男士眉笔、男士专用 BB 霜/CC 霜、男士彩妆分别同比增长 278%、214%、185%、89%。**未来，男士彩妆或可成为新兴蓝海。**

图表 6 2016 线上美妆人群年龄、消费规模分布及 2018M6 化妆品人群年龄分布



资料来源：阿里数据，艾瑞，华安证券研究所

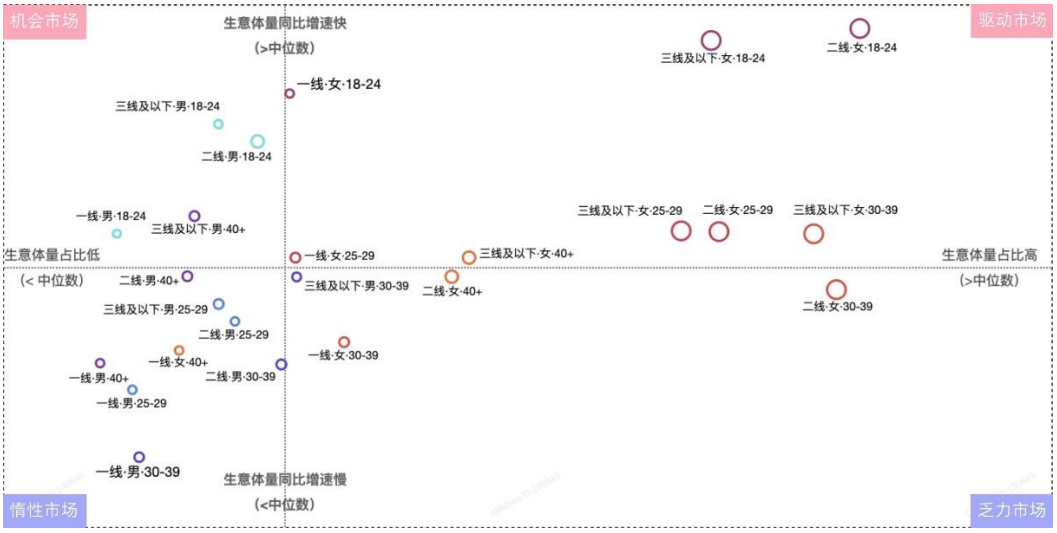
图表 7 MAT2018 美妆消费人数同比增速



资料来源：阿里数据，华安证券研究所（注：MAT，滚动年度数据。）

通过梳理化妆品市场消费者画像，我们认为化妆品市场的主流消费者为来自相对发达地区、白领职业、18-36 岁女性人群。同时，经济相对落后地区的消费者、蓝领职工、95 后人群、男性市场具有强大的增长潜力。这一结论与 CBNData 根据生意体量、生意体量增速两个维度划分的市场类型基本一致。

图表 8 2018 不同年龄、性别、地域细分市场人群生意体量占比与同比增速

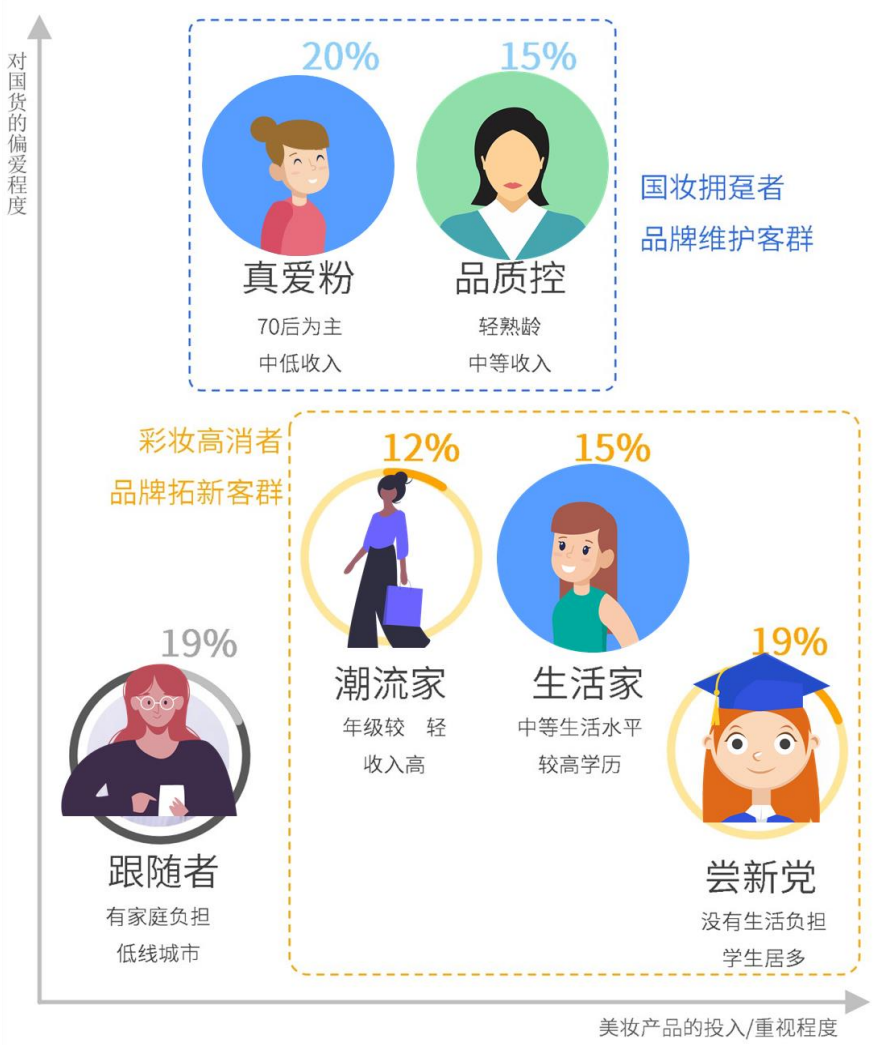


资料来源：CBNData，华安证券研究所

（2）国产化妆品用户：多来自低线城市、以职场新人为主

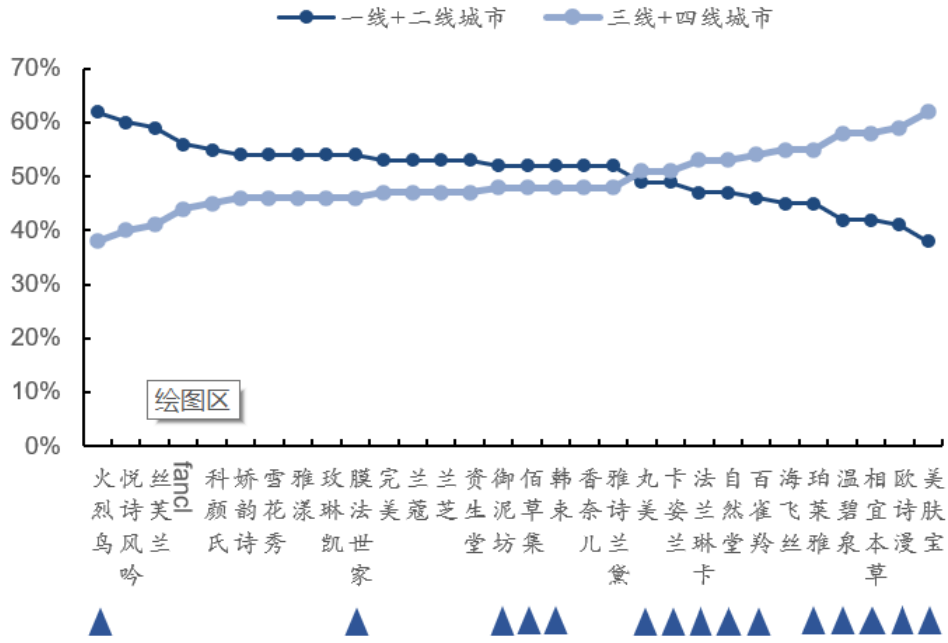
国产化妆品消费者大多来自低线城市或收入水平不高。腾讯和凯度联合发布的《2019 年国货美妆洞察报告》将国产化妆品消费者分为真爱粉、尝新党、品质控、生活家、潮流家、跟随者六类，占比分别为 20%、19%、15%、15%、12%、19%。他们中既有可支配收入不高的学生群体，也有收入高、无负担的潮流家。但整体来看，以真爱粉、尝新党、品质控、跟随者为代表的国产化妆品消费者大多数来自低线城市、收入不高，或是可支配水平不高的学生群体。从 2016 年 360 典型化妆品品牌用户城市级别分布图中也可以看到，相较外资品牌，国产品牌消费者更多来自低线城市。

图表 9 国产化妆品消费者画像



资料来源：腾讯，凯度，华安证券研究所

图表 10 2016 年 360 典型化妆品品牌用户城市级别分布

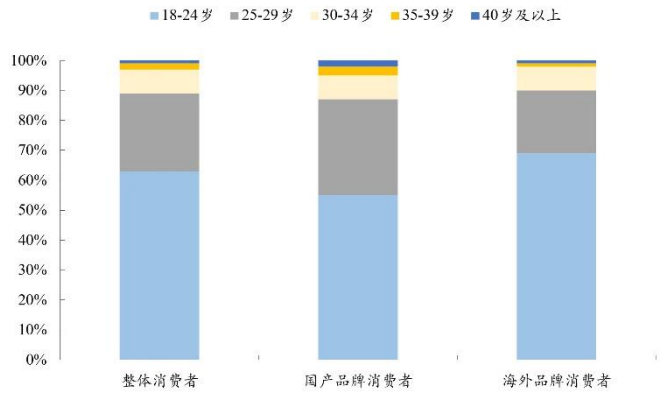


资料来源：360 商易，360 智库，华安证券研究所（注：标注三角形的品牌为国产品牌。）

聚焦彩妆品牌，国产彩妆消费者画像与国产化妆品消费者整体画像相似，以刚入职场的年轻群体为主，在三线及以下城市的消费者比例更高，整体收入水平也略低。（1）根据德勤大数据持续监控数据，2020 年 87%的国产彩妆消费者年龄**不到 30 岁**。他们多为刚入职场的年轻群体，离开了家庭的经济支撑，生活较为节俭。（2）从城市线级看，约 41%的国产彩妆消费者来自**三线及以下城市**，远高于海外彩妆品牌 28%的占比；国产、海外彩妆消费者在一线城市的占比分别为 24%、34%。（3）从收入水平来看，国产彩妆消费者**平均收入不足 9000 元**，而海外彩妆品牌消费者平均收入高于 1 万元，国产彩妆消费者收入略低。**但相比较年龄、城市线级来说，国产化妆品消费者与海外品牌消费者的收入相差有限，影响其购买意向更多的是年龄、城市线级等带来的思想观念差异和海外化妆品正品可得性。**

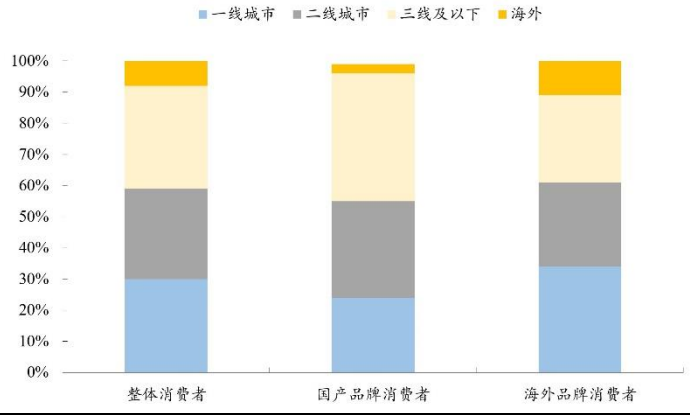
海外彩妆品牌消费者中，相较海外小众品牌，国际大牌的消费者所在城市线级更高、年龄更大、实际收入水平更高。66%的国际大牌消费者来自一线或二线城市；国际大牌消费者中，11%处于 30-34 岁年龄区间，远超国产品牌的 8%、海外小众品牌的 5%的水平；国际大牌消费者平均收入高达 11700 元，而国产品牌与海外小众品牌消费者平均收入不足 9000 元。不同价位的海外小众彩妆品牌消费者画像存在一定差异。高价位品牌以一线城市消费者为主，更加年轻；低价位品牌以低线城市消费者为主，年龄略长。

图表 11 2020 年彩妆市场消费者年龄分布



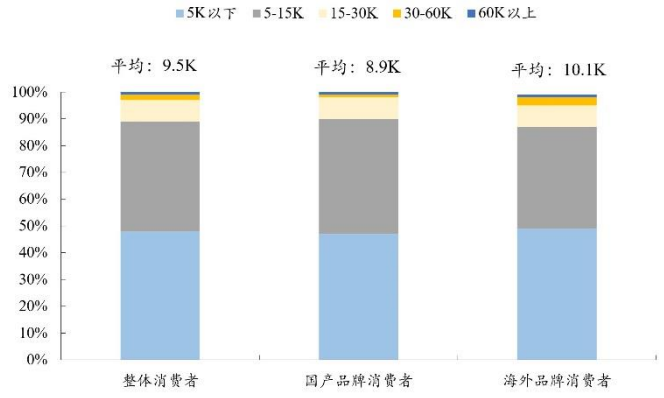
资料来源：德勤，华安证券研究所

图表 12 2020 年彩妆市场消费者所在城市线级



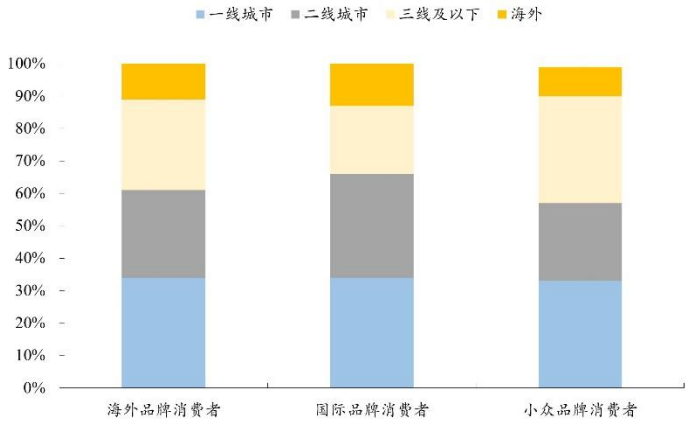
资料来源：德勤，华安证券研究所

图表 13 2020 年彩妆市场消费者收入水平



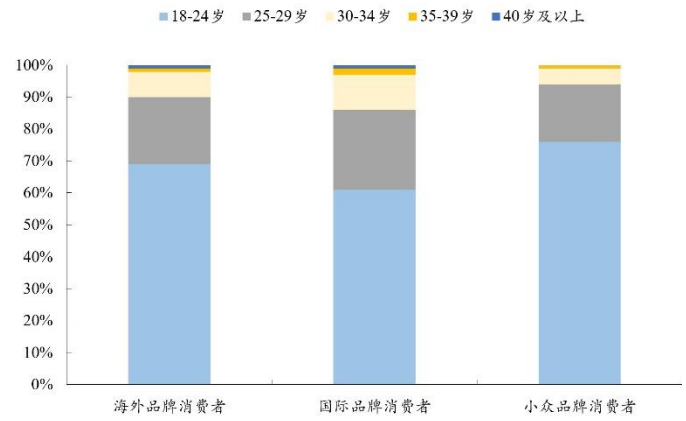
资料来源：德勤，华安证券研究所

图表 14 2020 年彩妆市场海外品牌消费者所在城市线级



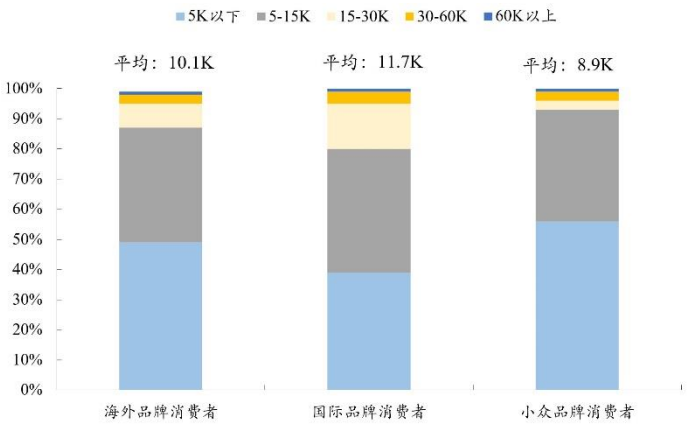
资料来源：德勤，华安证券研究所

图表 15 2020 年彩妆市场海外品牌消费者年龄分布



资料来源：德勤，华安证券研究所

图表 16 2020 年彩妆市场海外品牌消费者收入水平



资料来源：德勤，华安证券研究所

无论是从化妆品整体来看，还是从彩妆这一重要品类来看，国产品牌消费者以刚入职场的年轻群体为主，在低线城市的比例更高，整体收入水平略低。海外品牌

中，国际大牌的消费者所在城市线级更高、年龄更大、实际收入水平更高；海外小众品牌消费者画像因价位不同而呈现一定差异。

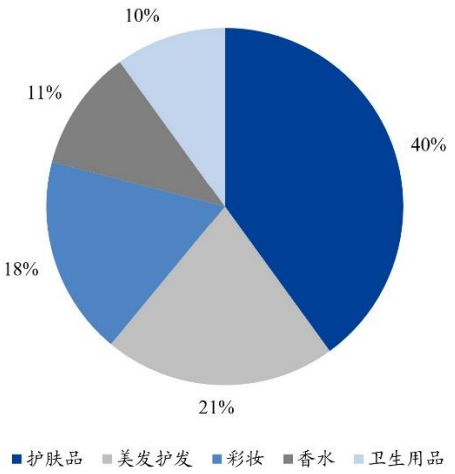
结合第 1 部分的结论，化妆品市场的主流消费者为来自相对发达地区、白领职业、18-36 岁女性人群；经济相对落后地区的消费者、蓝领职工、95 后人群具有强大的增长潜力，我们认为国产品牌有机会在对职场新人、低线消费者等消费者的品牌价值传递过程中，通过良好的运营把握未来的增量市场。

1.2 化妆品行业规模：人口基数大、人均消费远低于发达国家，行业空间大

化妆品分为护肤、美发护发、彩妆、香水、卫生用品等品类，护肤品为最主要的品类，本报告主要研究护肤、彩妆品类。化妆品的定义为以涂擦、喷洒或者其他类似的方法，散布于人体表面任何部位（皮肤、毛发、指甲、口唇等），以达到清洁、消除不良气味、护肤、美容和修饰目的的日用化学工业产品。2019 年全球化妆品中，有 40%为护肤品，美发护发、彩妆等品类分别占 21%、18%。

中国化妆品市场大，是化妆品行业目前的最重要战场之一。2019 年全球化妆品市场规模达 5148 亿美元，同比增长 5.5%。2018 年，中国所在的亚太地区占据化妆品市场的 36.2%，为全球最大的化妆品消费地区。中国亦作为仅次于美国的第二大化妆品消费国，以 12.7%的消费占比获得国际化妆品品牌的普遍重视。

图表 17 2019 年全球化妆品产品结构



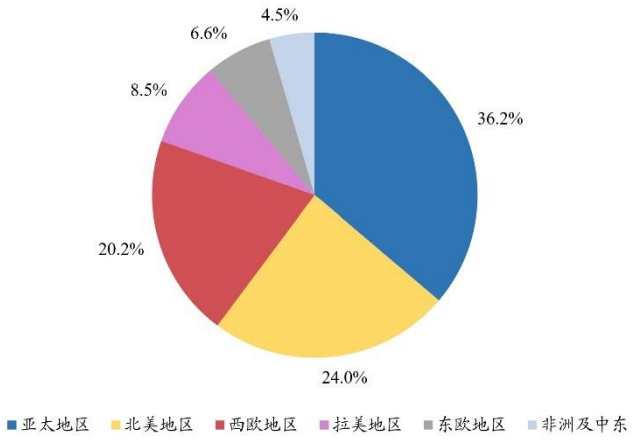
资料来源：前瞻产业研究院，华安证券研究所

图表 18 全球化妆品市场规模及同比增速



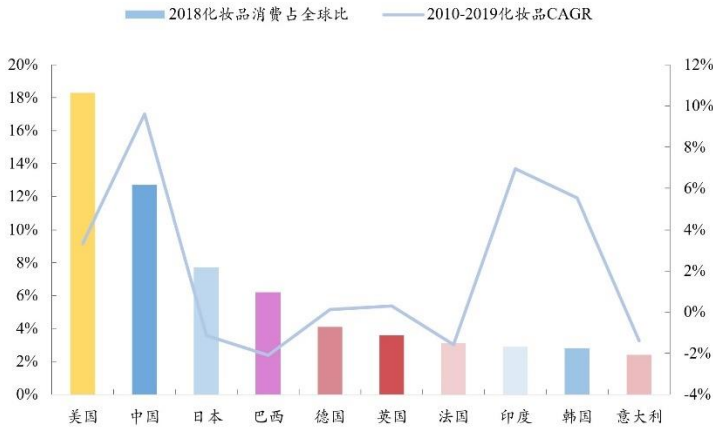
资料来源：欧睿，华安证券研究所

图表 19 2018 年全球化妆品市场规模区域分布情况



资料来源：雅诗兰黛、欧莱雅、宝洁等知名化妆品公司年报，艾媒，华安证券研究所

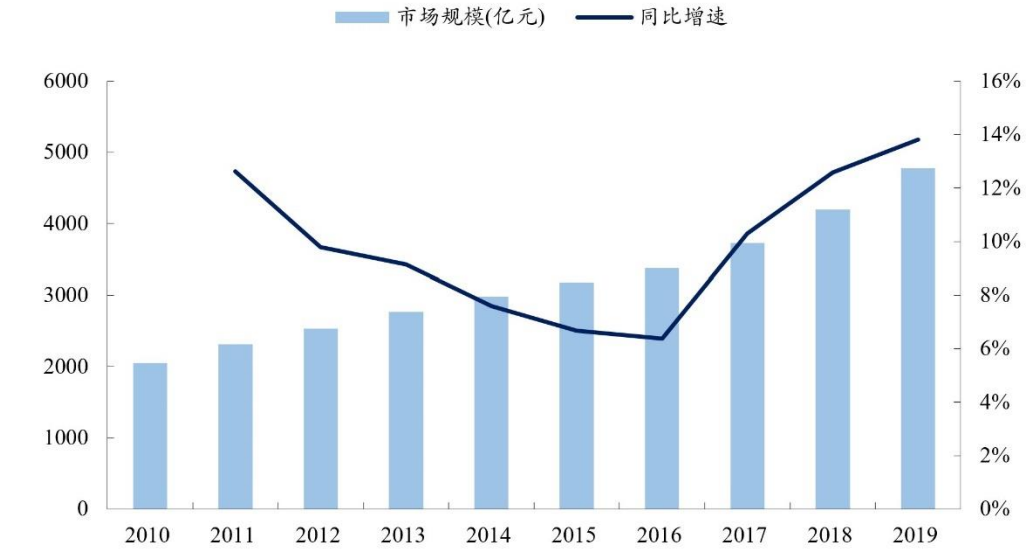
图表 20 2018 年全球各国家化妆品消费情况



资料来源：欧睿，华安证券研究所

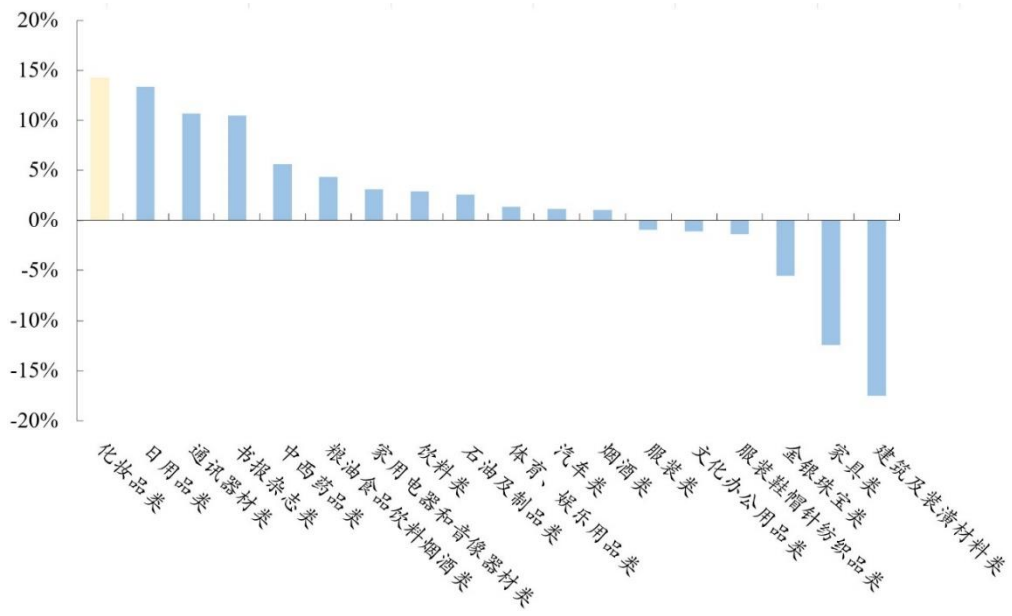
作为第二大化妆品消费国，2019 年中国美妆个护市场规模达 4777 亿元，同比增长 13.8%。根据欧睿数据，自 2017 年起，中国美妆个护便保持 10%以上的同比增速。（1）与其它国家对比来看，2009-2018 年中国化妆品复合增长率高达 9.6%，增速第一。较美国、英国、德国等低速增长和日本、意大利、法国等负增长的发达国家，我国化妆品行业表现出更强的增长态势和更佳的发展前景。（2）与其它消费行业对比看，根据国家统计局数据，2019 年我国化妆品类消费品零售额同比增长 12%，仅次于增长 13%的日用品类，位居第二。

图表 21 中国美妆个护市场规模及增速



资料来源：欧睿，华安证券研究所

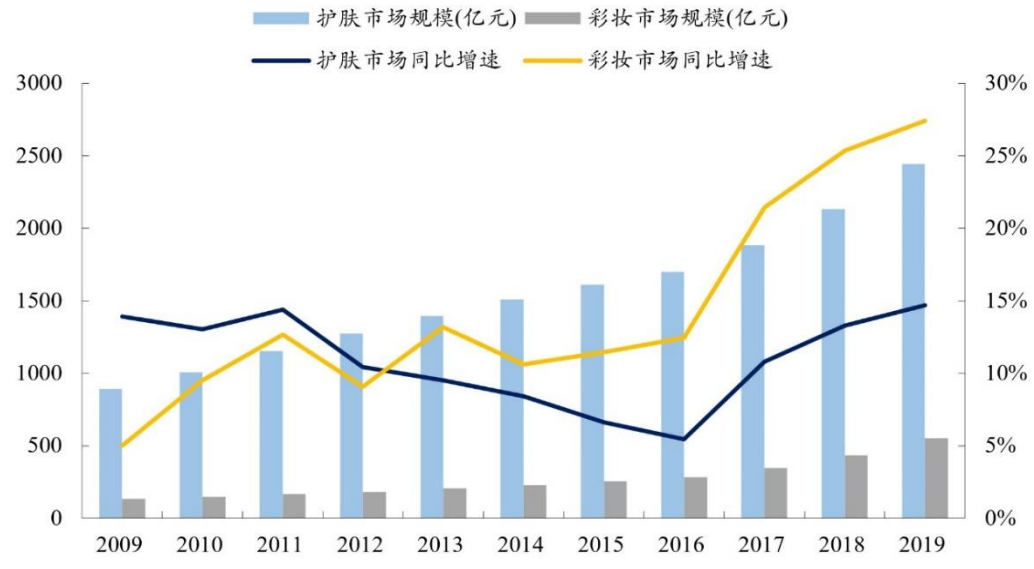
图表 22 2019 年全国限额以上批发和零售业各品类零售额增速情况



资料来源：国家统计局，华安证券研究所

细分护肤、彩妆市场看，我国护肤市场占据更大比例，彩妆市场增速更高。2019 年，我国护肤市场已达 2444 亿元规模，约为彩妆市场的 4-5 倍；彩妆市场增速高达 27.4%，增速约为护肤市场的 2 倍。

图表 23 中国护肤、彩妆市场规模及增速

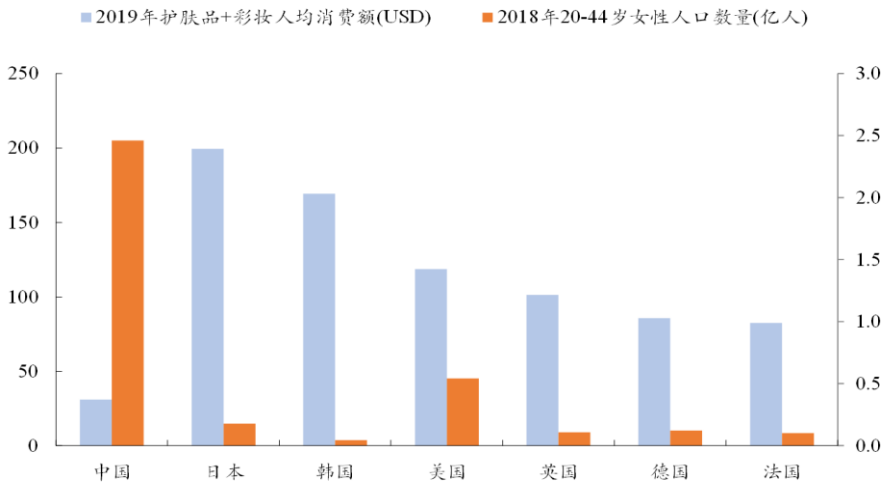


资料来源：欧睿，华安证券研究所

通过以上对比与拆分，我们认为中国化妆品市场具有巨大优势，中国庞大的消费群体、远低于发达国家的人均消费水平将使中国成为化妆品行业发展沃土。（1）中国人口基数大，宽裕小康和大众富裕家庭越来越多，一些地区的市场尚未得到足

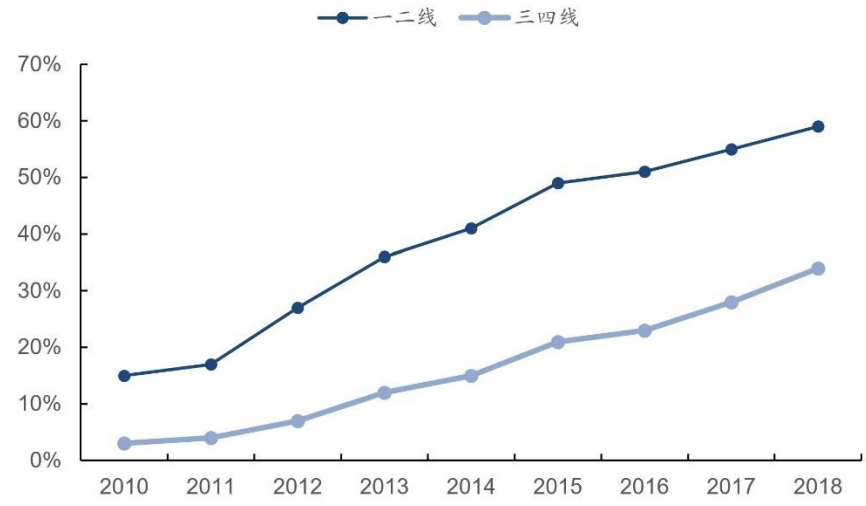
够的化妆教育。2018 年，中国 20-44 岁女性人口数量达 2.5 亿，仅次于印度。而化妆品主要国家美国、日本、巴西、德国、英国、法国 2018 年 20-44 岁女性人口数量分别为 0.54、0.18、0.42、0.12、0.11、0.10 亿元，不足中国 20-44 岁女性人口的四分之一。过去十年间，各线级城市宽裕小康和大众富裕家庭百分比不断提升，一二线城市占比约 60%，三四线城市占比超过 30%。未来随着家庭收入水平的整体提升、各地区市场进一步加深化妆教育，中国化妆品行业将继续保持高速增长。**（2）中国化妆品消费者尚未被完全开发，人均消费额提升空间大。**2019 年，中国化妆品（护肤品+彩妆）人均消费额仅 31.1 美元，远低于中国香港 345.7 美元、日本 199.4 美元的消费水平。消费者通常对绝对耐用和绝对快消品拥有较高的价格敏感度，而对化妆品之类的相对快消品的价格敏感程度较低。这使得成本低廉的化妆品可以数倍价格销售给消费者，这种商品的特性亦使得化妆品人均消费额拥有大幅提升的可能性。

图表 24 2018 年 20-44 岁女性人口数量（亿人）



资料来源：世界银行，欧睿，华安证券研究所

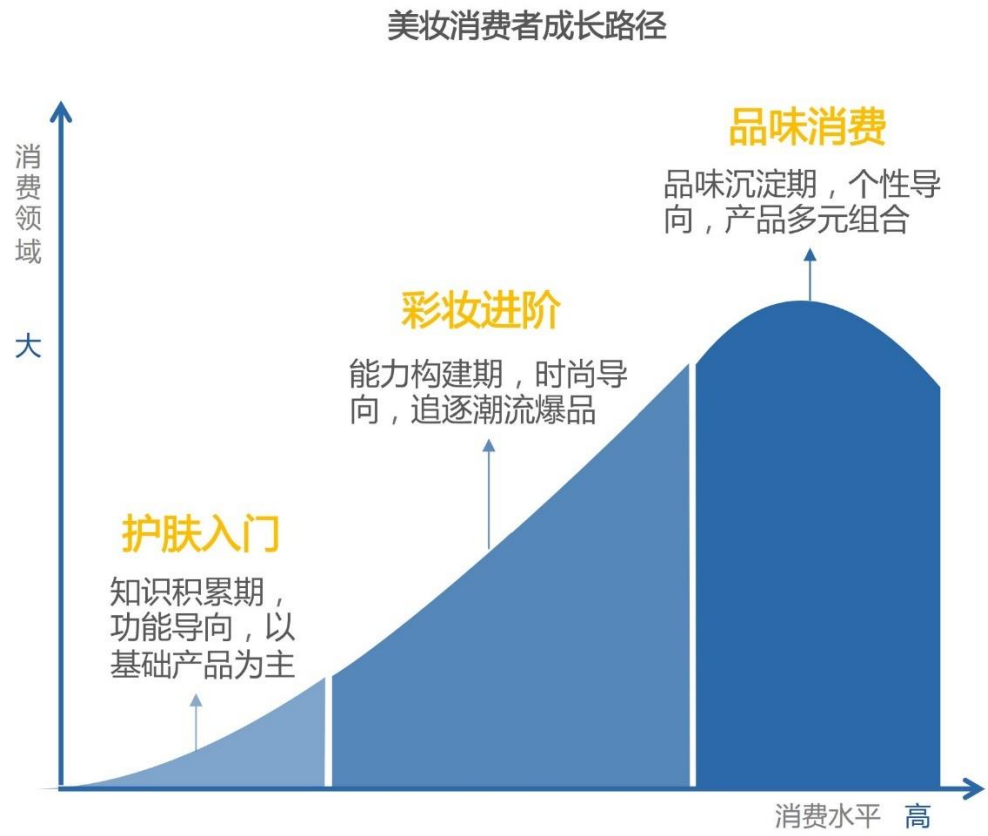
图表 25 宽裕小康和大众富裕家庭百分比



资料来源：麦肯锡，华安证券研究所

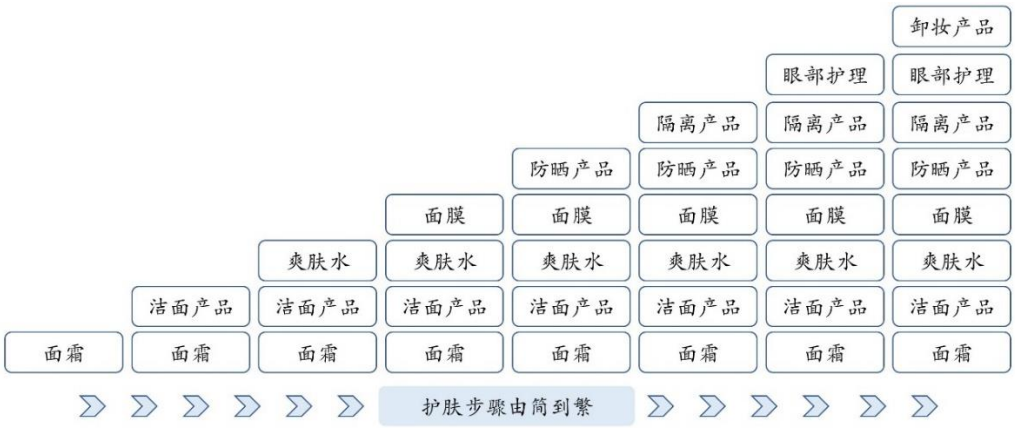
另一方面，化妆品消费者通常经过一个成长路径，不断学习的护肤与化妆知识使得他们购买的品类逐年增加，这亦将持续拉动人均消费额的增长。消费者通常会经历护肤入门、彩妆进阶、品味消费三个步骤，仅护肤阶段便可以从最简单的洁面、面霜拓展到数个品类，凯度数据显示消费者每年购买的不同类型化妆品数量逐年增加，2016 年消费者平均每年购买 3.7 个护肤品。

图表 26 化妆品消费者成长路径



资料来源：亿邦动力研究院，华安证券研究所

图表 27 消费者的护肤步骤由简到繁



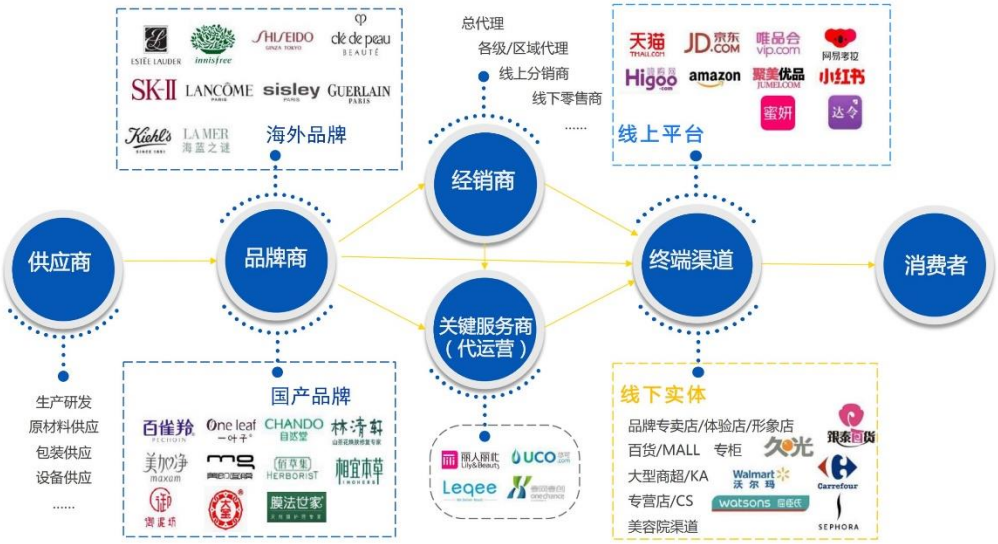
资料来源：凯度，华安证券研究所

总体而言，目前中国化妆品行业规模位居世界第二，增速为世界最高。从人口基数上看，我国的化妆品市场空间巨大。从人均消费上看，人均可支配收入提高、消费者对化妆品等相对快消品价格不敏感等因素将驱动人均消费单品的绝对价格提升，护肤与化妆步骤的不断精细化将导致人均消费品类的增加，二者将共同拉动中国化妆品人均消费额，缩小与发达国家之间的巨大差距。

2 行业细分：品牌端市场最大，渠道端享受电商红利

化妆品的产业链条自上到下为供应商→品牌商→代理商→终端渠道商→消费者。供应商可细分为生产研发、原材料供应、包装供应、设备供应等领域。品牌商可按所属国家分为海外品牌和国产品牌，按消费档次分为高端品牌、中端品牌和低端品牌。代理商可分为经销商和关键服务商。终端渠道可分为线上平台和线下实体。代理商和终端渠道商又可统称为渠道商。

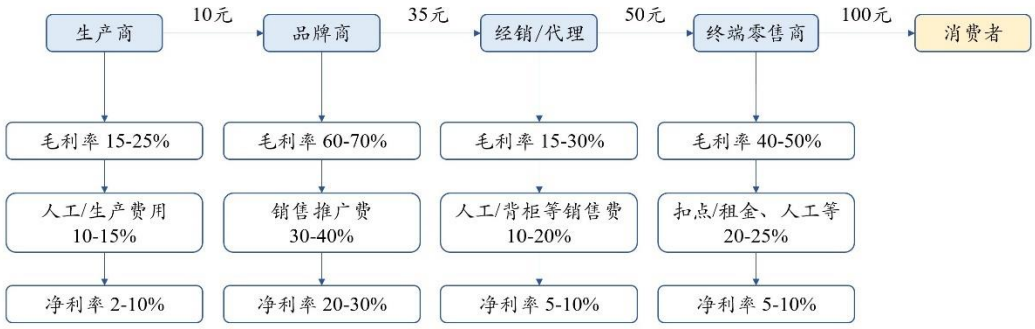
图表 28 化妆品产业图谱



资料来源：亿邦动力研究院，华安证券研究所

品牌商和渠道商位于微笑曲线高点，附加价值相对较高，品牌商利润尤其丰厚。一件出厂价 10 元的化妆品，最终可以 100 元高价销售给消费者，这其中的大部分利润为品牌商和渠道商所有。根据峰瑞资本的报告，品牌商、经销/代理商、终端零售商的毛利率分别为 60-70%、15-30%和 40-50%水平。

图表 29 化妆品产业链价值传递概览

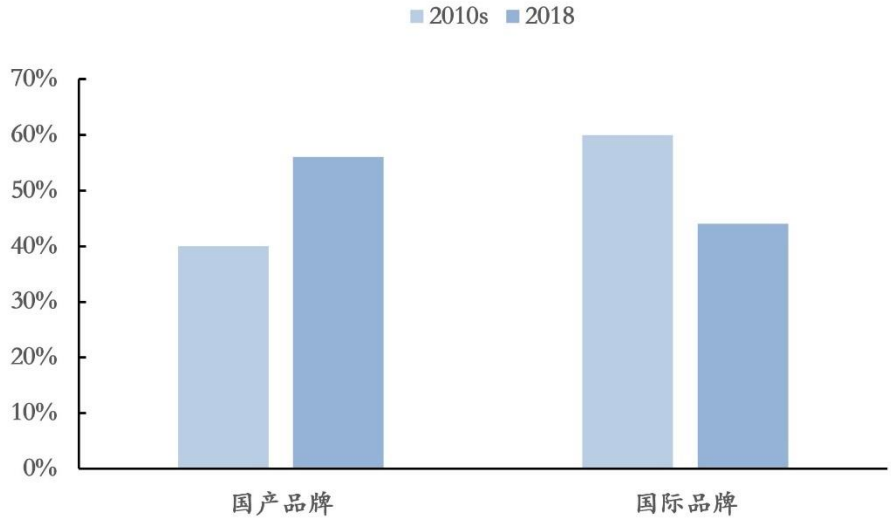


资料来源：峰瑞，华安证券研究所

2.1 品牌端细分：高端市场由国际品牌把控，国产品牌大多面向大众市场

中国化妆品市场中，国产品牌市场份额略高于国际品牌。美国波士顿咨询公司 2013 年的报告显示，国际品牌占中国化妆品市场的份额在 50%至 70%之间，处于主导地位。经过化妆品行业法律法规的不断完善、企业对研发的投入力度不断加大、国产品牌口碑逐渐积累，到了 2018 年，国产化妆品品牌的市场份额增长到 56%。

图表 30 2010s 和 2018 年化妆品行业国产/国际品牌市场份额



资料来源：凯度，华安证券研究所

国际品牌、国产品牌分别占据化妆品行业大众市场和高端市场。我们综合淘数据销售均价水平及公司公告中的品牌定位划分了我国化妆品市场，以美容护肤/美体/精油品类为例，高端品牌销售均价大多超过 300 元。通过品牌划分，我们发现高端市场被海蓝之谜、雅诗兰黛、YSL 等国际品牌占据，国产品牌主要在大众市场竞争。根据欧睿数据，2018 年我国大众护肤品 TOP10 品牌中，超过一半为国产品牌；而高端护肤品 TOP10 品牌全部都是国际品牌。

图表 31 化妆品行业国产品牌和海外品牌代表



资料来源：淘数据，各公司官网，华安证券研究所

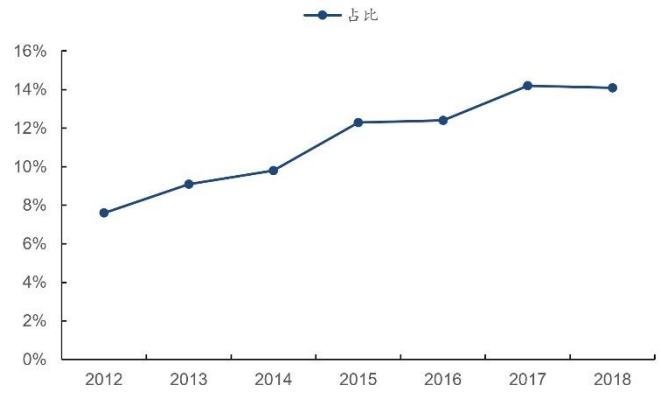
图表 32 2018 年我国大众/高端护肤品 TOP10 品牌市占率

排名	大众护肤		高端护肤	
1	巴黎欧莱雅	3.0%	兰蔻	1.9%
2	百雀羚	2.4%	雅诗兰黛	1.7%
3	自然堂	1.9%	迪奥	1.2%
4	OLAY	1.8%	SK-II	0.8%
5	玫琳凯	1.8%	资生堂	0.5%
6	韩束	1.4%	香奈儿	0.5%
7	悦诗风吟	1.8%	YSL	0.5%
8	一叶子	1.1%	后	0.5%
9	完美	1.1%	海蓝之谜	0.4%
10	萃雅	1.0%	CPB	0.4%
	CR10	17.3%	CR10	8.4%

资料来源：欧睿，华安证券研究所

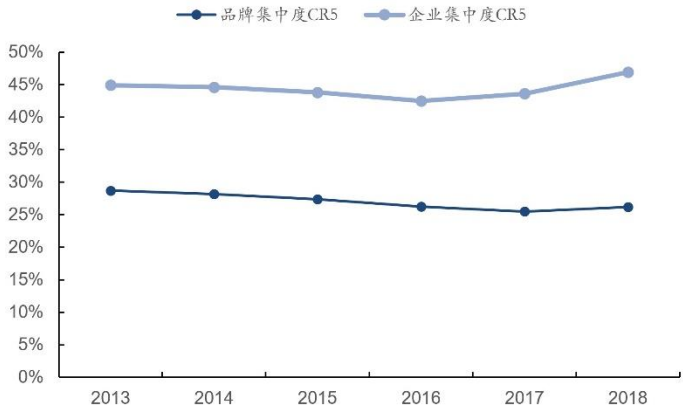
2018 年数据显示，中国大众护肤市场品牌集中度较高，CR10 约为 17.3%；高端护肤市场品牌集中度相对较低，CR10 为 8.4%。纵向来看，中国化妆品市场份额 TOP20 品牌中国产品牌份额持续增高，2017-2018 年国产品牌占比超过 14%。而高端化妆品市场品牌集中度整体成下降趋势，但由于国际化妆品企业不断完善自身的品牌矩阵，企业集中度整体呈上升趋势。

图表 33 中国化妆品市场份额 TOP20 品牌中国产品牌份额累计



资料来源：Euromonitor，华安证券研究所

图表 34 高端化妆品市场品牌集中度与企业集中度



资料来源：Euromonitor，华安证券研究所

2.2 渠道端细分：电商等线上渠道逐渐取代 KA 等线下渠道

化妆品渠道分为线下渠道和线上渠道。线下主要包括 KA、CS、百货、品牌店、免税店和美容院等渠道，占比最大的为 KA 和 CS。线上主要包括综合电商、特卖平台等传统电商平台和以小红书、抖音、快手为代表的社交电商渠道。

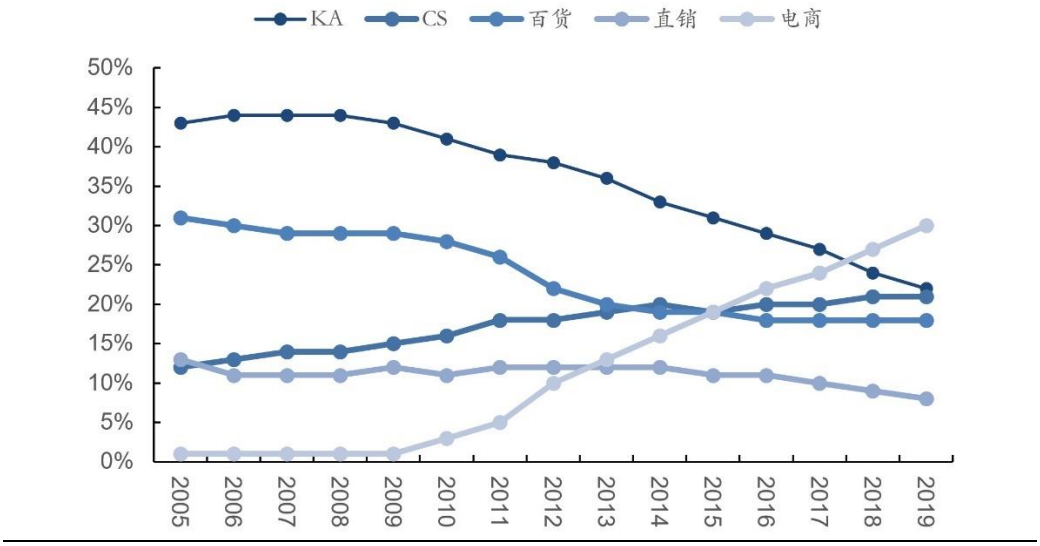
图表 35 化妆品渠道概述

	渠道	举例	主要消费人群
线下	KA	沃尔玛、家乐福、永辉超市、华润万家	中老年
	CS	屈臣氏、丝芙兰、娇兰佳人、唐三彩、亿莎、金甲虫、千色店	年轻人
	百货	久光	中产阶级
	品牌店	悦诗风吟、植物医生、科颜氏	与品牌定位有关
	免税店	机场免税店	出境旅游人群
	美容院	丸美美容院	年轻、中年女性
线上	传统电商	淘宝、京东等大型综合电商平台；聚美优品、唯品会等特卖平台	全覆盖
	社交电商	小红书、抖音、快手	各平台消费人群存在差异

资料来源：华安证券研究所整理

电商渠道 2011 年以来发展迅猛，逐渐超过直销、百货、CS 渠道，至 2016 年成为日化和个护商品第二大销售渠道，2018 年超过 KA 渠道成为日化和个护商品最主要的销售渠道。2019 年，中国日化和个护销售中，电商渠道占比达 30%，KA 和 CS 渠道分别占 22%、21%。未来随着社交电商的蓬勃发展，电商渠道销售将进一步提升。

图表 36 中国日化和个护主要销售渠道占比



资料来源：欧睿，华安证券研究所

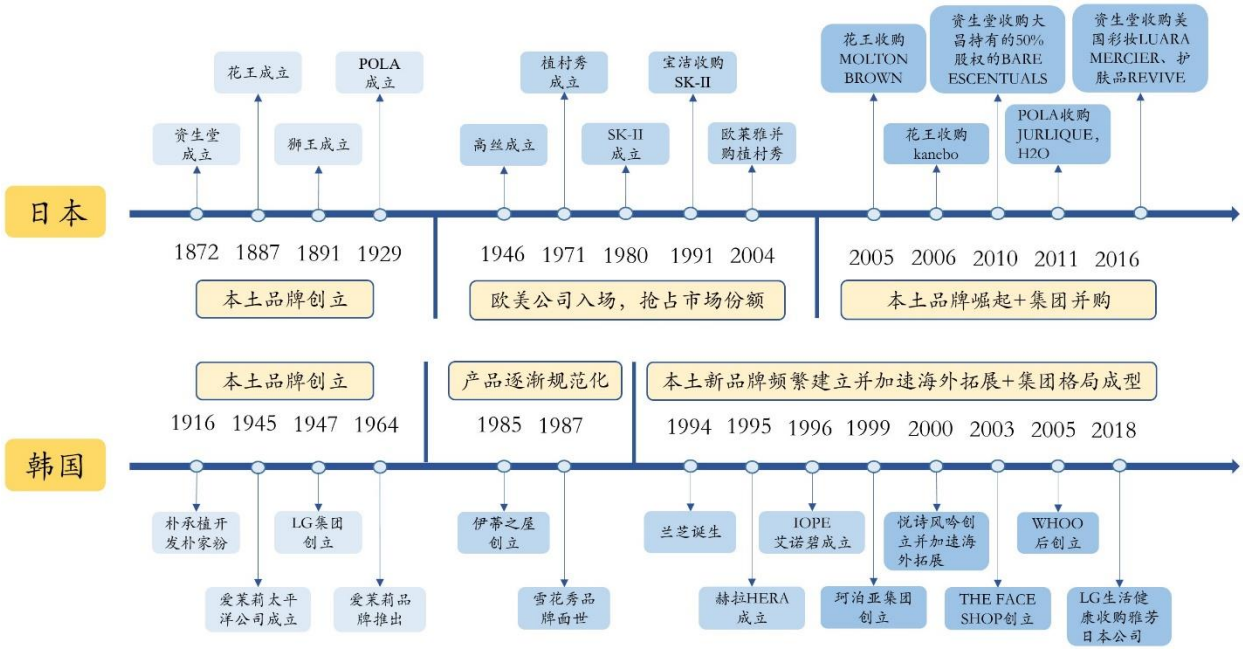
3 品牌端：国产品牌有望依靠高性价比、渠道广、供应链反应快等优势实现弯道超车

本节通过对日本、韩国化妆品产业经历的梳理来总结规律，认为我国化妆品行业正处于逐渐复苏的阶段。然后通过对我国化妆品企业相关资料的梳理，总结了国产品牌的崛起的一个基础（供给端的产品价值回归和需求端的消费者信任不断加强）、一个前提（每一次新媒介带来的新传播方式都可能带来弯道超车的机会）、一个优势（快速推新、灵活决策）、一个关键（产品性价比高）。

3.1 从日本、韩国化妆品产业经历看中国本土化妆品品牌的未来

无论是日本还会韩国，化妆品产业殊途同归，都经历过一个本土品牌崛起的过程。日本本土几大集团在 19 世纪末成立，此后海外几大品牌陆续进场，抢占市场份额的同时收购了 SK-II、植村秀等著名品牌。进入 21 世纪，日本本土化妆品集团开始大举进行本土与跨境并购。相较海外品牌，本土品牌能够精准定位本土市场，本土品牌市场份额不断回升，最终形成花王、资生堂、宝丽三大化妆品集团。韩国化妆品始于 1916 年，经历了“小、散、乱”的小作坊生产时代，经过政策的逐步规范，韩国化妆品于 90 年代起加速海外拓展，在此期间也出现了爱茉莉、LG 生活健康等优质企业，为后续集团巨头的诞生奠定了基础。

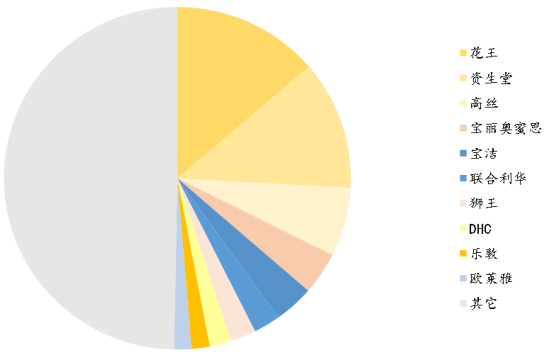
图表 37 日本、韩国的化妆品产业经历



资料来源：用户说，华安证券研究所

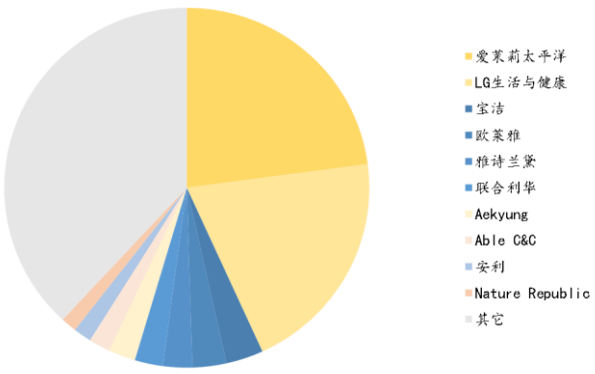
日本和韩国的化妆品行业集中度高，本土品牌占据主要市场。根据用户说数据，日本化妆品 CR10 为 50.3%，其中本土品牌占据 42.5%。韩国化妆品行业集中度更高，CR10 高达 61.9%，其中本土公司占据 48.9%。

图表 38 日本化妆品行业各集团公司市场份额



资料来源：用户说，华安证券研究所（注：暖色系的为日本本土品牌，蓝色系为外资品牌。）

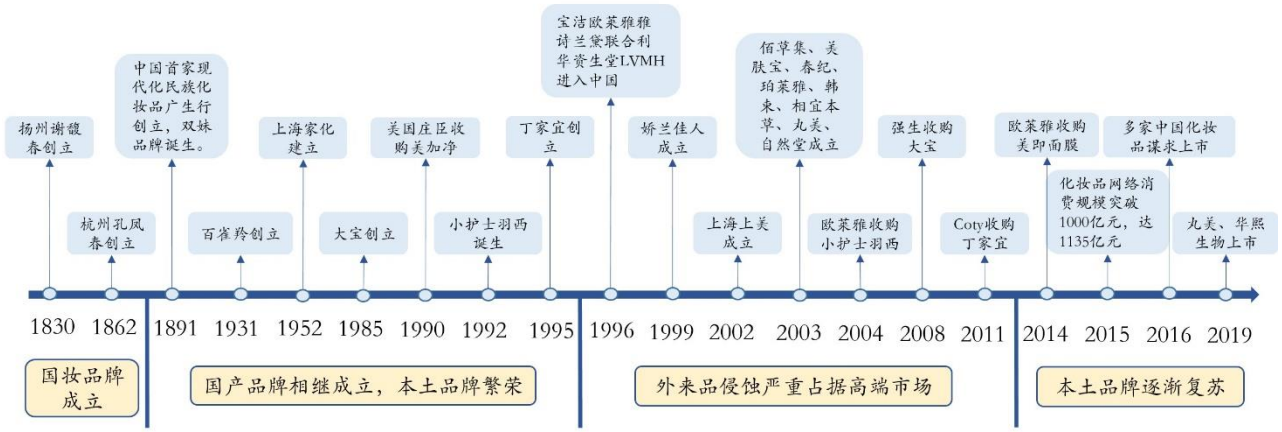
图表 39 韩国化妆品行业各集团公司市场份额



资料来源：用户说，华安证券研究所（注：暖色系的为韩国本土品牌，蓝色系为外资品牌。）

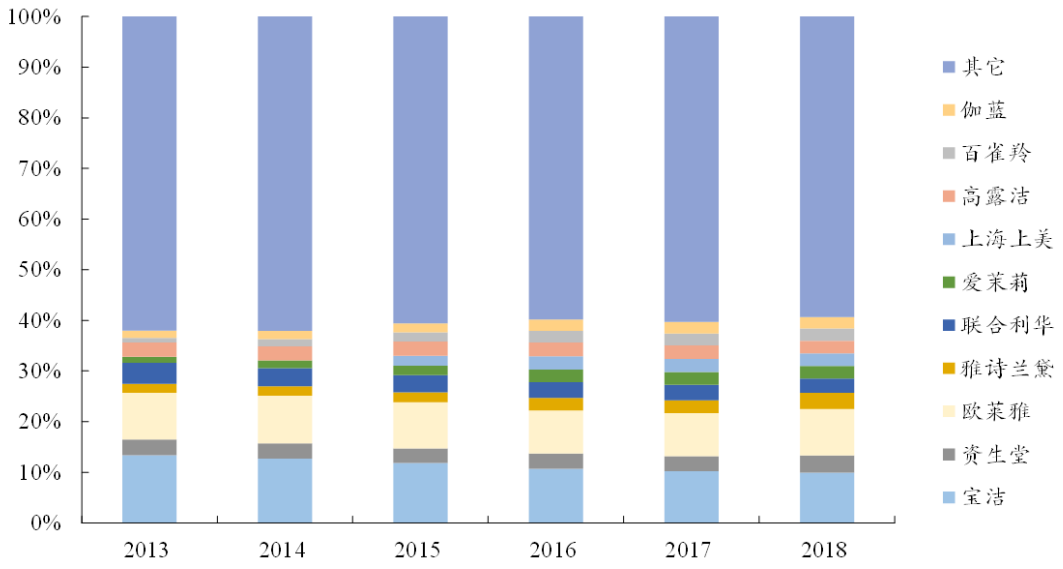
与日韩类似，中国化妆品行业也经历了国产品牌成立、国际品牌侵占市场的阶段，当前正逐渐复苏。而 2012 年以来，随着行业的不断规范、消费升级、消费者信任加强，我国本土品牌呈现复苏迹象。在国际品牌市场份额基本不变的情形下，我国本土品牌市场份额持续走高。2012 年中国化妆品市场份额 TOP20 品牌中国产品牌份额仅不足 8%，此后便持续增高，2017-2018 年国产品牌占比超过 14%。

图表 40 中国市场化妆品公司市场份额



资料来源：用户说，华安证券研究所

图表 41 中国市场化妆品公司市场份额



资料来源：用户说，华安证券研究所

3.2 本土上市公司旗下品牌梳理：性价比和渠道力佳，把控低线市场

中国本土化妆品品牌端上市公司主要包括珀莱雅、九美、上海家化、御家汇、华熙生物、贝泰妮等公司。其中上海家化成立时间最早，旗下拥有诸多本土传统品牌，如佰草集、美加净、六神、家安、双妹等。华熙生物虽成立于 2000 年，但其大多数自主品牌为近两年成立，如 BM、米蓓尔等。御家汇成立较晚，但旗下御泥坊、小迷糊等品牌知名度不输传统老牌。

与国际品牌相比，我国本土企业大多依靠单个品牌，正处于品牌矩阵不断完善过程中。珀莱雅品牌在珀莱雅公司中一枝独秀，天猫旗舰店粉丝数高达 1197 万，与国际大牌相差无几，在 2019 年国妆天猫淘宝销售排名中位居第 6。**贝泰妮**公司主要依靠薇诺娜单一品牌，该品牌天猫旗舰店粉丝数高达 662 万，在 2019 年国妆天猫淘宝销售位列第 10。**丸美、御家汇、上海家化**等企业在保证支柱品牌市场份额的同时，也不断提升其它品牌影响力，努力培育春纪、小迷糊等品牌。**华熙生物**则在 2018 年推出众多功能性护肤品牌，努力孵化自主品牌。

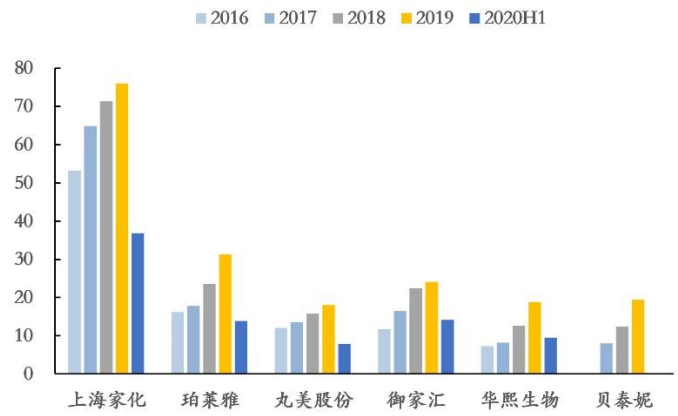
图表 42 中国化妆品行业主要上市公司旗下品牌基本信息

公司	公司成立时间	品牌	主要品类	品牌成立时间	天猫旗舰店粉丝数(万)	2019年国妆天猫淘宝销售排名
珀莱雅	2006	珀莱雅	护肤品为主	2003	1197	TOP6
		悦芙媞	美妆+护肤	2015	84.1	
		优资莱	护肤品、彩妆和洗护等	2016	32.3	
		韩雅	药妆为主	2008	25.6	
		猫语玫瑰	彩妆为主	2014	16.8	
		悠雅	彩妆为主	2009	/	
		彩棠	彩妆为主	2014	34.5	
丸美	2002	丸美	护肤品为主	2000	575	TOP23
		春纪	护肤品为主	2006	215	
		恋火（2017年收购）	彩妆	2007	7	
上海家化	1995	佰草集	护肤品为主	1998	453	TOP41
		高夫	男士护肤	1992	196	TOP62
		玉泽	针对敏感性皮肤的护肤品	2002	255	TOP47
		美加净	手部和脸部护肤品为主	1962	111	
		启初	婴幼儿皮肤	2013	132	
		六神	香氛洗护	1990	80.2	
		家安	家居护理	1993	71.8	
		双妹	高端护肤+彩妆	1898	40.9	
		一花一木	天然科技护肤	2014	/	
		汤美星（收购）	婴幼儿哺育	2017	11.7	
		片仔癀	功能性护肤	2015	191	TOP51
御家汇	2012	御泥坊	面膜+水乳膏霜+彩妆	2006	991	TOP20
		小迷糊	面膜+水乳膏霜+彩妆	2013	248	TOP46
		花瑶花	护肤	2011	73.8	
		师夷家	男士护肤	2011	18	
		大水滴（原名“薇风”，收购）	面膜	2015	2	
		御MEN	男士护肤+彩妆	2016	50.8	
		HPH	小剂型护肤	2019	9.6	
华熙生物	2000	润百颜	玻尿酸科技护肤	2008	107	TOP59
		BIO-MESO	功能性护肤	2018	23.9	
		米蓓尔	功能性护肤	2018	33	
		润月雅	护肤	2018	/	
		夸迪	高端护肤	2018	10.4	
		德玛润	护肤	2018	8.2	
		润熙禾	母婴个护	2019	3	
贝泰妮	2010	薇诺娜（2010品牌独立运营）	敏感肌肤保养护理	2008	662	TOP10

资料来源：公司官网，公司公告，天猫，天眼查，用户说，华安证券研究所（注：品牌成立时间一列，时间从早到晚按照从蓝色到红色渐变。）

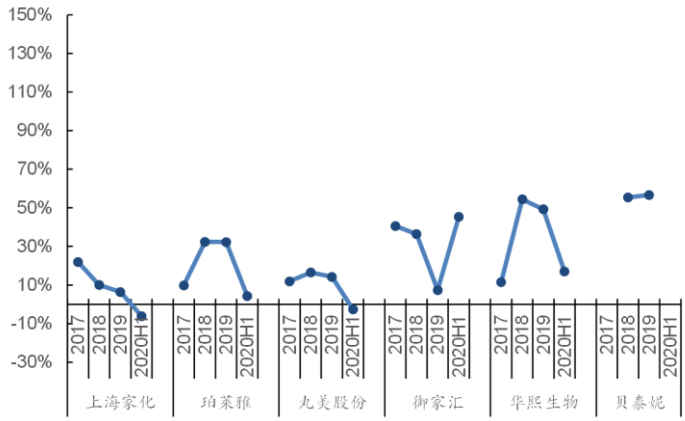
从营业收入来看，老牌企业上海家化规模最大，新锐企业增速快。2019 年，上海家化营业收入达 76.0 亿元，同比增长 6.4%。而 2019 年，贝泰妮、华熙生物、丸美股份营收增速分别达 56.7%、49.3%、14.3%。2020H1，御家汇以 45.3%的增速迅猛发展，营收规模超过珀莱雅。

图表 43 主要化妆品上市公司营业收入（亿元）



资料来源：公司公告，华安证券研究所

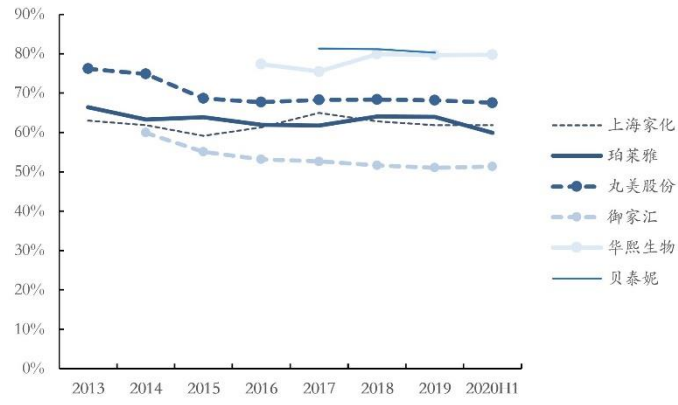
图表 44 主要化妆品上市公司营业收入同比增速



资料来源：公司公告，华安证券研究所

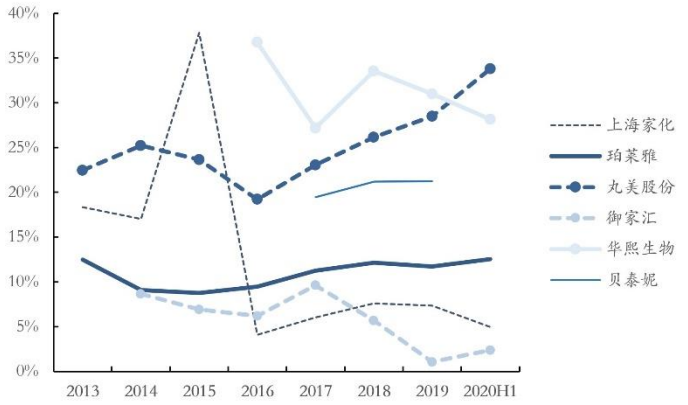
华熙生物毛利率、净利率双高，丸美股份净利润率不断走高。2019 年，华熙生物、贝泰妮、丸美股份毛利率分别为 79.7%、80.2%、68.2%，高于行业平均水平。随着品牌知名度的不断提升，丸美股份的销售费用占营收比重不断下降，使得公司净利润率不断走高。从 2016 年 19.2%的净利润率水平不断提升，2019 年丸美股份净利润率已高达 28.5%。

图表 45 主要化妆品上市公司毛利率



资料来源：公司公告，华安证券研究所

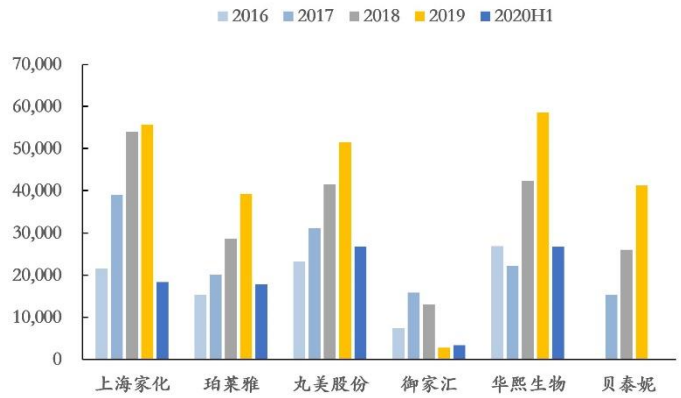
图表 46 主要化妆品上市公司净利率



资料来源：公司公告，华安证券研究所

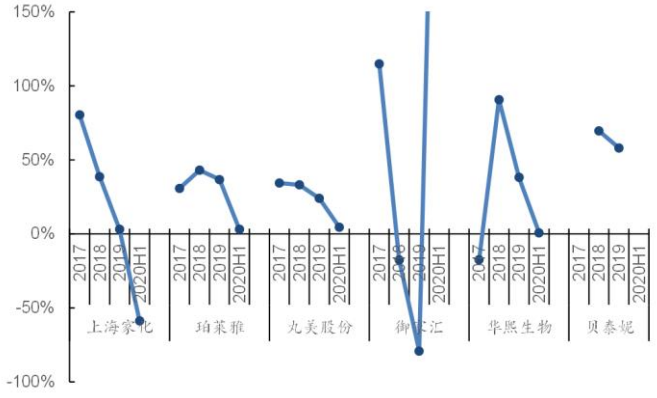
丸美股份归母净利润高，御家汇反弹幅度大。丸美通过良好的运营，以扁平化的渠道获得较高利润，2020H1 归母利润最高，达 2.7 亿元。御家汇线上化程度最高，在 2020 新冠疫情影响下，御家汇充分发挥电商优势，在 2020H1 获得 3363 万元归母净利，同比增长 464.2%。

图表 47 主要化妆品上市公司归母净利（万元）



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 48 主要化妆品上市公司归母净利同比增速



资料来源：公司公告，华安证券研究所

（1）性价比

与国际企业相比，中国本土上市公司旗下品牌性价比更高。随着化妆品行业相关政策的不断完善，中国本土化妆品品质逐渐提升，赢得了许多消费者的信任。从化妆品产业链各环节的利润拆分来看，**化妆品出厂价远低于销售价格，品牌端分得利润最多，国际大牌尤其如此。**相较国际品牌，本土品牌通常定价相对较低，以更高的性价比吸引更多用户。2019M7-2020M8 美容护肤/美体/精油行业中，欧莱雅旗下赫莲娜、兰蔻品牌均价约 300-500 元，雅诗兰黛旗下的海蓝之谜、雅诗兰黛均价高达 760 元、370 元；而中国本土品牌龙头珀莱雅旗下珀莱雅、悦芙媞、优资莱均价分别为 115 元、75 元和 106 元。丸美、上海家化、御家汇、贝泰妮的大多数品牌均价水平在 100 元上下。**更低的售价和更高的性价比将使得我国本土品牌更易把握以经济相对落后地区的消费者、蓝领职工、95 后人群为主的增量市场。**

中国本土上市公司旗下众多品牌销售业绩增速快。2018 年的天猫 618 数据显示，国货在成交破亿品牌中占六成以上，同比 2017 的 55%有所增长。从 2019M7-2020M8 淘系平台**美容护肤/美体/精油**销售情况来看，**华熙生物旗下的夸迪和润百颜、丸美旗下的恋火、上海家化的启初、御家汇旗下的御泥坊和花瑶花、贝泰妮旗下的薇诺娜等本土品牌的销售额均高速增长。**从 2019M7-2020M8 淘系平台**彩妆/香水/美妆工具**销售情况看，**珀莱雅旗下的彩棠、丸美旗下的恋火、上海家化的双妹、御家汇的师夷家销量与销售额增速迅猛。**

图表 49 2019M7-2020M8 淘系平台美容护肤/美体/精油部分品牌销售情况

类型	企业	品牌	2019M7-2020M8 销量	2019M7-2020M8 销售额	2019M7-2020M8 均价	2020M7 销量YOY	2020M7 销售额YOY	2020M7 均价YOY
海外	欧莱雅	赫莲娜				204%	212%	3%
		兰蔻				46%	137%	63%
		欧莱雅				1%	31%	30%
	雅诗兰黛	海蓝之谜				43%	95%	36%
		雅诗兰黛				-5%	189%	203%
	资生堂	资生堂				53%	70%	11%
		悠莱				49%	10%	-26%
		泊美				-28%	-36%	-12%
	爱茉莉太平洋	悦诗风吟				44%	59%	10%
本土	珀莱雅	珀莱雅				-37%	-24%	20%
		悦芙媞				-25%	-34%	-12%
		优资莱				-19%	-11%	9%
		韩雅				140%	28%	-47%
		猫语玫瑰				2%	-5%	-7%
		悠雅				-51%	-75%	-48%
	丸美	丸美				26%	14%	-10%
		春纪				-48%	-42%	13%
		恋火				288%	611%	213%
	上海家化	佰草集				4%	-22%	-25%
		高夫				-31%	-25%	8%
		玉泽				85%	76%	-5%
		美加净				86%	87%	101%
		启初				302%	686%	227%
		六神				174%	514%	296%
		双妹				-9%	-2%	8%
		一花一木				193%	-15%	-71%
		片仔癀				28%	37%	7%
	御家汇	御泥坊				113%	168%	26%
		小迷糊				8%	27%	18%
		花瑶花				103%	213%	54%
	华熙生物	师夷家				-82%	-87%	-27%
		润百颜				903%	648%	-25%
		BIO-MESO				2%	-4%	-5%
		夸迪				3742%	9519%	150%
		德玛润				-62%	-56%	17%
	贝泰妮	薇诺娜				20%	105%	70%

资料来源：淘数据，华安证券研究所（注：2020M8 数据截止到 8 月 29 日。）

图表 50 2019M7-2020M8 淘系平台彩妆/香水/美妆工具部分品牌销售情况

类型	企业	品牌	2019M7-2020M8 销量	2019M7-2020M8 销售额	2019M7-2020M8 均价	2020M7 销量YOY	2020M7 销售额YOY	2020M7 均价YOY
海外	欧莱雅	赫莲娜				116%	77%	-18%
		兰蔻				-35%	56%	140%
		欧莱雅				-15%	-29%	-17%
	雅诗兰黛	海蓝之谜				129%	83%	-20%
		雅诗兰黛				40%	30%	-8%
	资生堂	资生堂				-12%	8%	22%
		悠莱				3%	-1%	-3%
		泊美				-25%	-3%	30%
	爱茉莉太平洋	悦诗风吟				3%	35%	31%
	宝洁	SK-II				56%	97%	27%
本土	珀莱雅	珀莱雅				52%	46%	-4%
		悦芙媞				-93%	-88%	78%
		优资莱				-75%	-67%	35%
		韩雅				27%	8%	-15%
		猫语玫瑰				-86%	-85%	13%
		悠雅				-86%	-86%	-2%
		彩棠				214%	660%	309%
	丸美	丸美				-36%	-17%	30%
		春纪				-64%	-75%	-29%
		恋火				111%	93%	84%
	上海家化	佰草集				12%	-8%	-18%
		高夫				42%	7%	-25%
		双妹				140%	170%	12%
		片仔癀				1%	-13%	-14%
	御家汇	御泥坊				-23%	11%	45%
		小迷糊				-85%	-86%	-11%
		师夷家				700%	559%	-18%
	华熙生物	润百颜				-78%	-82%	-19%
		夸迪				-66%	-69%	-10%
	贝泰妮	薇诺娜				-38%	-33%	9%

资料来源：淘数据，华安证券研究所（注：2020M8 数据截止到 8 月 29 日。）

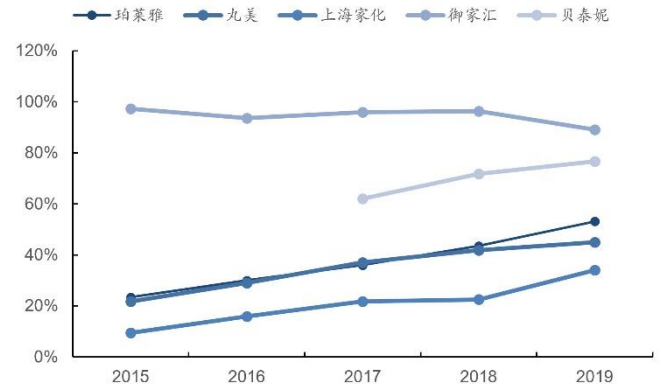
（2）渠道力

当前，我国消费者呈现线上线下“两线买"的新消费特征。消费者的线上购买主要追求性价比、便捷性，线下购买更加追求体验性，两类渠道**相辅相成、缺一不可**。埃森哲对中国消费者的调查显示，55%的消费者表示最近一年网购频率增加，但这部分消费者并未放弃线下购物，相反他们频繁使用线下渠道消费的比例达到了 80%。

化妆品行业品牌端企业也追求线上线下两条腿走路。化妆品上市本土企业中，起家于线上渠道的御家汇 2019 年线上营收占比高达 89.2%。2015 年起，在消费者两线买的新消费趋势下，**御家汇**发力拓展线下，旗下核心品牌进驻屈臣氏南部地区系统，经过 2017-2018 年的调整和适应，加之不断拓展沃尔玛、家乐福等 KA 渠道，2019 年线下营收同比增长 107%，逐步实现良性增长。**贝泰妮**线上化程度较高，2019 年线上营收占比 76.7%。**珀莱雅、丸美、上海家化**逐步从线下渠道向线上渠道拓展，2019 年线上营收占比分别为 53.1%、44.9%、34.0%。

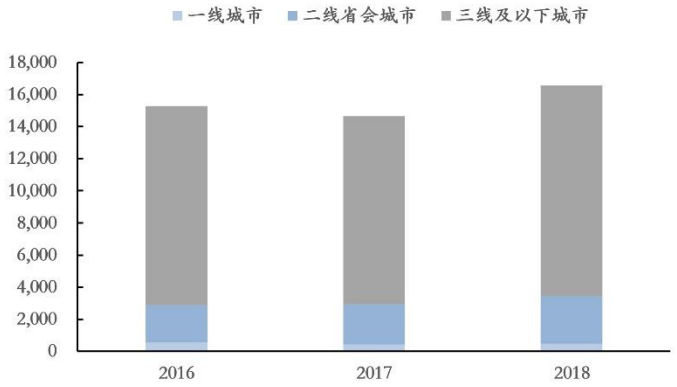
相较国际品牌，国产品牌渠道深度下沉，在三四线线下市场优势明显。国际品牌主打一二线城市的中高端市场，不能以牺牲品牌档次为代价降低售价，对低线城市消费者了解不足，在市场下沉上面临一定困难，尤其难以在低线城市大范围拓店。而国产品牌凭借产品的性价比优势，线下渠道深度下沉，抢占广阔三四线市场。以**丸美**为例，**2018 年其终端网点的数量已超过 1.6 万，其中一线城市终端网点数量占比 2.9%，二线城市（省会城市）终端网点数量占比 17.8%，三线及以下城市占比 79.3%。**

图表 51 本土化妆品品牌线上营收占比



资料来源：各公司公告，前瞻产业研究院，华安证券研究所

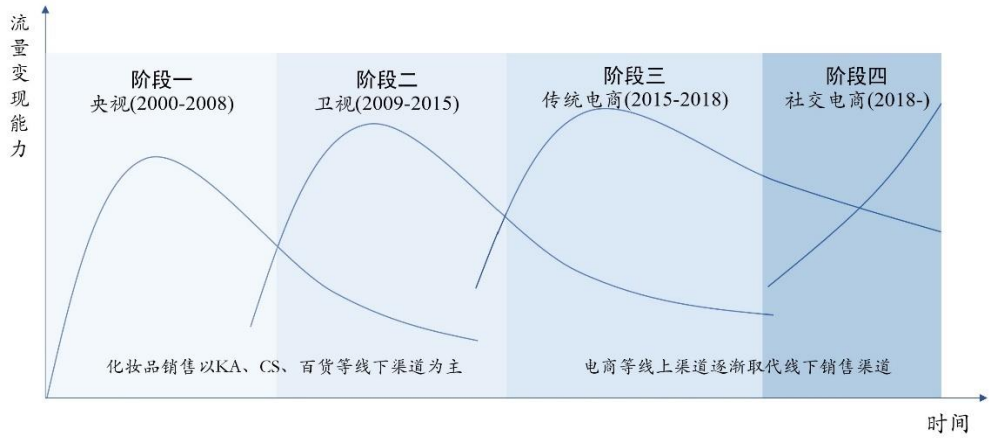
图表 52 丸美终端网点在各线城市分布情况



资料来源：丸美招股说明书，华安证券研究所

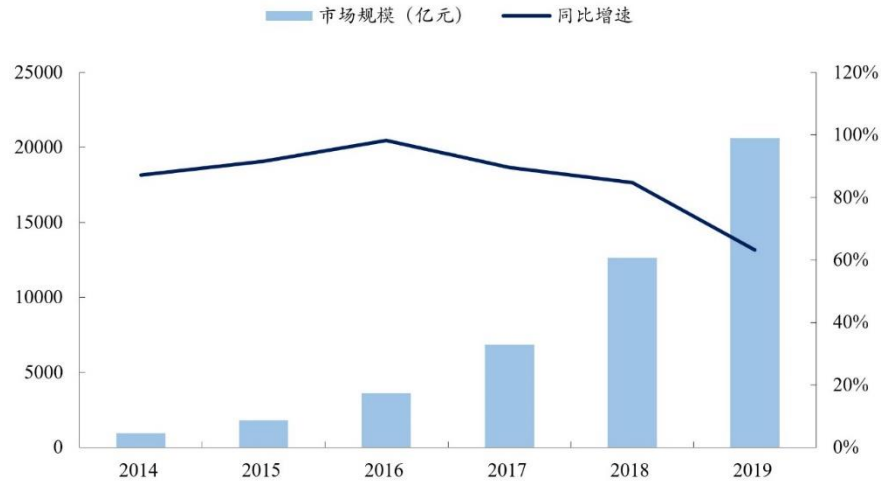
线上来看，我国社交电商的蓬勃发展带来了各个行业营销方式的变革。我国的营销、销售渠道经历了央视、卫视、传统电商、社交电商四个阶段的变化。当前从传统电商到社交电商发展的过程中，人和货的关系被重购，**从以货为中心转向以人为中心，从对“获客成本”的重视转向**“用户生命价值”**的重视。**由于传统电商逐渐饱和，商家在传统电商的获客成本高企。品牌商开始尝试新型营销方式，压缩营销成本的同时，提高了转化率，解决了传统电商的体验痛点。2019 年我国社交电商市场规模已达 2 万亿，同比增长 63.2%。

图表 53 化妆品营销、销售渠道变化



资料来源：华安证券研究所整理

图表 54 中国社交电商市场规模



资料来源：前瞻产业研究院，华安证券研究所

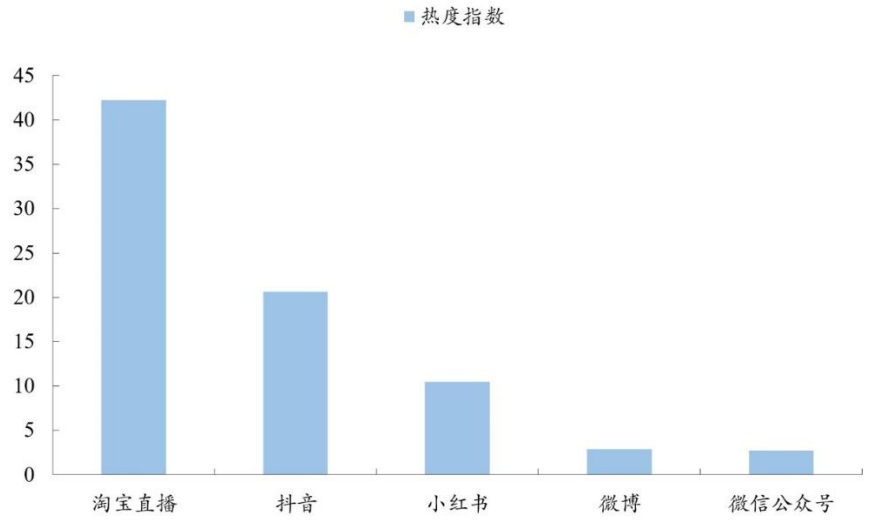
图表 55 社交电商分类

社交电商分类	影响	模式特征	模式细分
社交内容电商	主要影响购买决策	网红、KOL、达人通过社交工具（微信、微博、公众号、直播、短视频等社交媒介）生产内容吸引用户消费，解决消费者购物前选择成本高、决策困难等痛点。	按照是否自控供应链或货源可分为其他电商平台导流型（如什么值得买）、自营型（如小红书）。
社交分享电商	主要影响推广传播	通过用户分享，在社交媒介（微信等平台）利用社交关系帮助商品传播，抓住用户贪婪、炫耀、兴奋等人性需求吸引消费者购买。	通过分享促进用户社交互动，促进其消费刚需（如礼物说小程序）；以及通过利益激励鼓励个人分享商品链接推广商品（如拼多多）。
社交共享电商	主要影响推广传播	通过转移家庭消费，获取平台的利润分红，把以前单纯的消费变成一种长期的投资。共享流量给商家，共享利润给会员（如人人优品）。	/
社交零售电商	主要影响供应销售	基于社交场景搭建线上零售平台。	根据服务对象的不同可分为B2C（直销，如如京东购物小程序）和S2B2C（分销，如云集微店）。

资料来源：人人都是产品经理，华安证券研究所

对化妆品行业说，2019 年最显著的变革是抖音电商与淘宝直播的崛起，进一步缩短了用户从“种草”到购买之间的距离。根据用户说发布的数据，淘宝直播热度最高，在双 11、双 12 等电商促销节扮演了重要的角色。抖音自 2019M6 起迅速增长，热度第二。微博平台链接进入天猫的功能更加便捷，据微博数据中心公布的数据，目前 70%的用户会通过微博或者美妆 APP 了解化妆品。

图表 56 2019 全年美妆营销综合热度指数



资料来源：用户说，华安证券研究所

品牌端各企业积极顺应线上化趋势，大力发展电商渠道。御家汇和贝泰妮早期线上化程度高，早期充分利用电商红利。而起家线下的珀莱雅、丸美能够迅速在 2011-2012 年电商快速发展时把握电商红利。上海家化虽在传统电商红利阶段反应略迟钝，但在当前的社交电商阶段能够迅速适应市场发展。

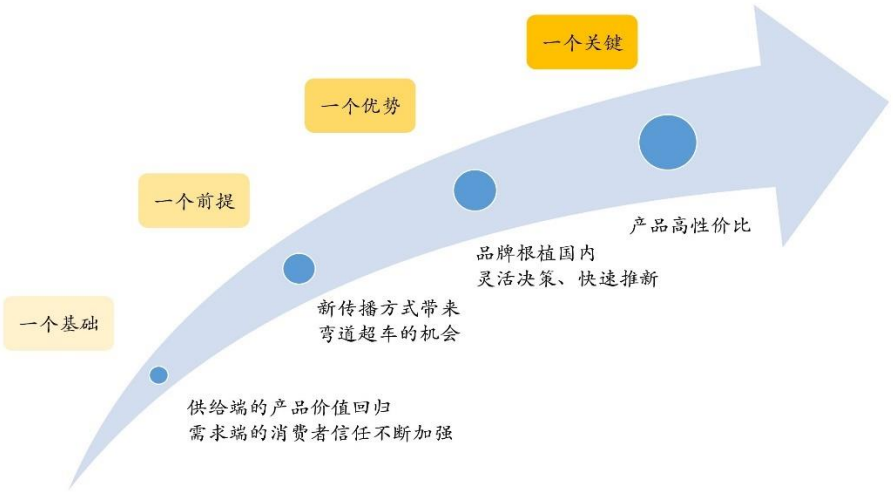
图表 57 品牌端各企业电商营销或销售情况概述

企业	2019年线上营收占比	公司电商营销或销售情况概述
御家汇	89.2%	自成立起便充分利用电商红利，与天猫、京东、唯品会、聚美优品等各大电商平台建立深度合作。2019年积极探索新媒体营销，累计直播8000场。2020年，公司广告植入孙俪主要的《安家》等热播剧中。
贝泰妮	76.7%	旗下品牌薇诺娜于2011年成立天猫官方旗舰店。公司于2012年电商蓬勃发展时期设立电商事业部，积极发展电商事业部。公司亦顺应新媒体营销趋势，在知乎、小红书等内容平台开展知识营销。
珀莱雅	53.1%	2011年初涉电商，电商渠道销售占比从2015年的23%迅速提高到2019年的53%。
丸美	44.9%	线上渠道主要为天猫、唯品会、京东等电商平台，2020年充分运用小红书、抖音、B站等社交平台属性，结合跨界IP营销方式，在新兴社群营销中实现较大突破。
上海家化	34.0%	2019年着重发力在电商、社交媒体等方面，通过网红爆款打造、场景营销导流、O2O快速拓展、B2B新零售拓展、D2C积极引流、搭建海外购平台、运营管理升级七大引擎，以较快的增速追赶其他企业的线上化进程。

资料来源：公司公告，华安证券研究所

国产品牌的崛起依靠一个基础、一个前提、一个优势、一个关键。（1）供给端的产品价值回归和需求端的消费者信任不断加强给国产品牌提供了**发展的基础。**（2）每一次**新媒介带来的新传播方式**都可能带来弯道超车的机会，形成了国产化妆品品牌崛起的**前提**。国产品牌通过将医生、学术界人士、消费者信任的主播作为 KOL 背书，不断在消费者中形成裂变。（3）国产品牌**植根本土市场**，更加了解国内市场热点和消费者偏好，决策速度相比国际品牌快，能够快速结合市场热点打造口碑爆款，在快速推新、灵活决策方面存在较强的**竞争优势**。（4）**产品性价比**成为国货化妆品成败的**关键**，而其较高的性价比所面向的正是未来的增量市场——经济相对落后地区的消费者、蓝领职工、95 后人群。

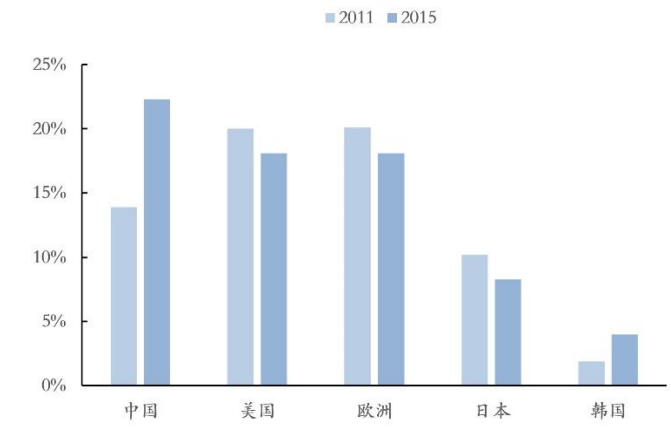
图表 58 国产化妆品品牌的崛起之路



资料来源：华安证券研究所整理

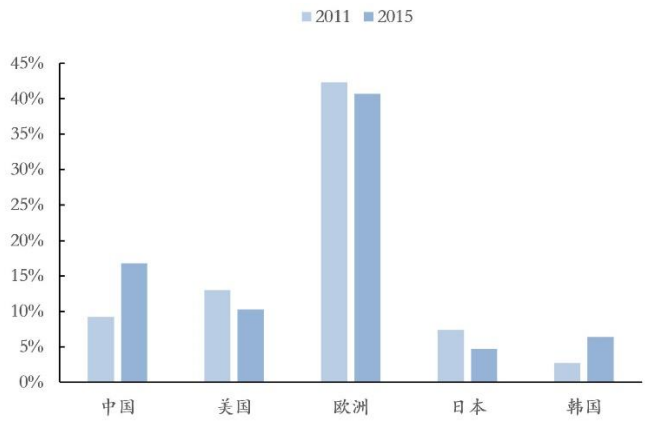
正是凭借渠道广、高性价比、供应链反应快等优势，国产化妆品品牌市场份额不断提升。2011-2015 年数据显示，无论是从护肤品市场看还是从彩妆市场看，美国、欧洲、日本品牌在中国的市场份额呈下降趋势，**中国本土品牌在护肤品市场的份额从 11.9%提升到 22.3%，在彩妆市场的份额从 9.2%提升到 16.8%，几乎翻倍。**

图表 59 各国品牌在中国护肤品市场份额



资料来源：欧睿，华安证券研究所

图表 60 各国品牌在中国彩妆市场份额

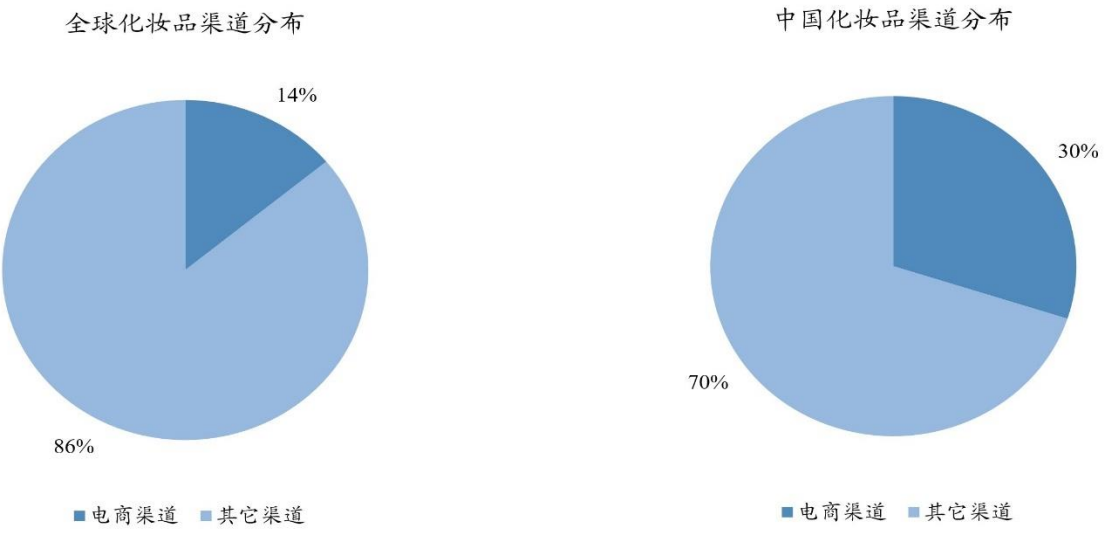


资料来源：欧睿，华安证券研究所

4 渠道端：化妆品代运营享电商、化妆品行业双重红利，重点关注壹网壹创

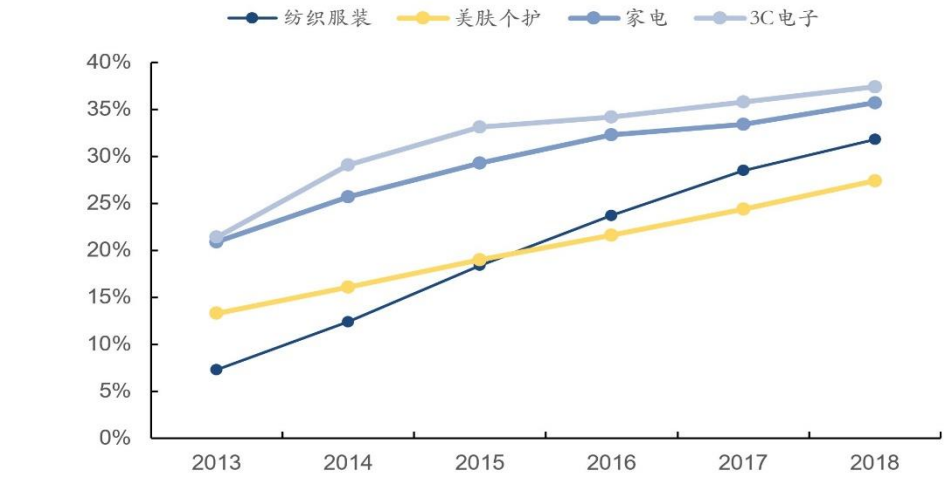
电商渠道为中国化妆品行业的主要渠道，增长稳定。随着中国电商行业自 2011 年起的迅速发展，电商渠道已经取代 KA 成为化妆品最主要的渠道。全球化妆品电商渠道占比 14%，而中国则高达 30%。2018 年，美肤个护的线上渗透率已达 27.4%，相较 2013 年的 13.3%翻了一倍以上。2019 年中国护肤品电商渠道增速高达 33.1%，未来仍将保持高速增长。

图表 61 2019 年化妆品电商渠道市场份额



资料来源：欧睿，华安证券研究所

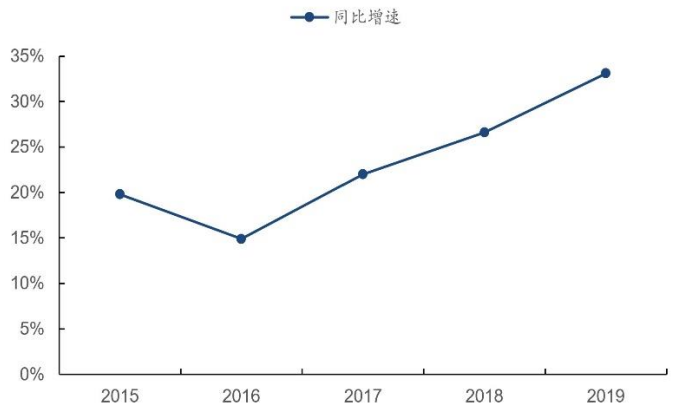
图表 62 美妆、服饰、3C、家电线上渗透率



资料来源：欧睿，华安证券研究所

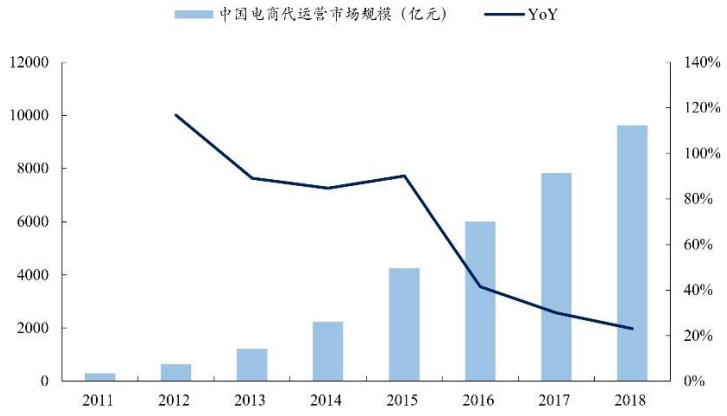
随着电商店铺的市场竞争日益激烈、运营日益精细化，电商代运营行业在 2005 年后应运而生并保持高速增长。2018 年，我国电商代运营市场规模已达 9623 亿元，2013-2018CAGR 为 51.4%。

图表 63 我国护肤品电商渠道销售额增速



资料来源：欧睿，华安证券研究所

图表 64 我国电商代运营市场规模及 YoY



资料来源：若羽臣《招股说明书》，华安证券研究所

中国主要的电商代运营企业（简称 TP）有丽人丽妆、壹网壹创、宝尊电商、若羽臣、杭州悠可，当前上市公司为壹网壹创、宝尊电商。宝尊电商为综合型 TP，客户涉及各行各业；而壹网壹创、丽人丽妆、若羽臣等为垂直于化妆品行业的 TP。壹网壹创主要与天猫、淘宝、京东、唯品会、小红书等平台合作。丽人丽妆合作品牌数量较多，与淘系平台关系密切。若羽臣相比其它垂直型 TP，涉及品类更广，合作品牌有 86 个。

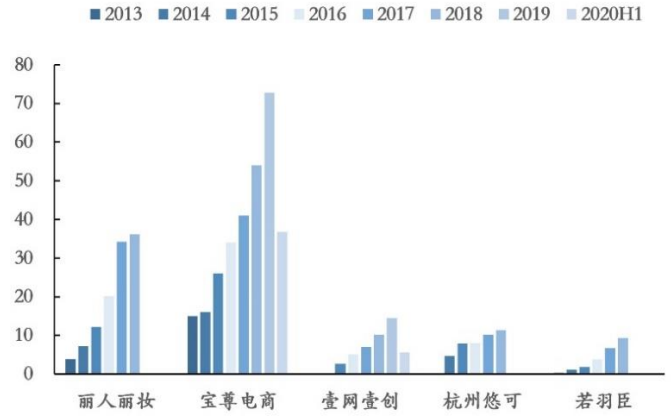
图表 65 电商代运营企业合作品牌及合作平台

	丽人丽妆	宝尊电商	壹网壹创	杭州悠可	若羽臣
企业类型	垂直型	综合型	垂直型	垂直型	垂直型
合作品牌数量	76	223	38	40+	86
合作品牌类别	化妆品，少量食品、服饰、玩具等	服饰、电器、电子产品、家具摆设、美容和化妆品、快速消费品、母婴产品、保险	化妆品、个护	化妆品	母婴、美妆个护、保健品等
主要合作平台	以天猫及淘宝平台为主	天猫、京东、社交电商	天猫、淘宝、京东、唯品会、小红书	天猫、唯品会、京东等	天猫、京东、唯品会、考拉等

资料来源：公司官网，公司公告，华安证券研究所

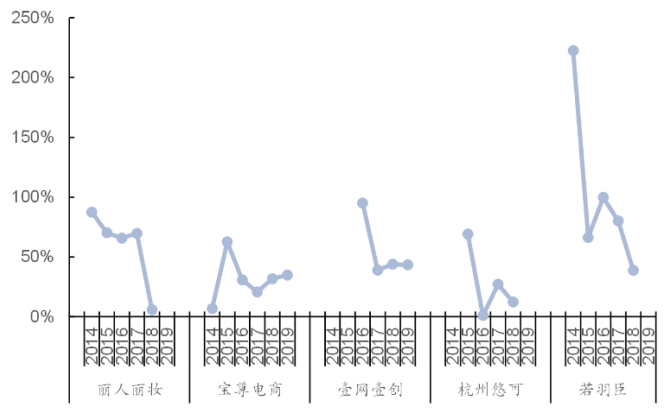
与宝尊电商相比，丽人丽妆、壹网壹创的营收规模更小，但凭借化妆品代运营较高利润率和公司良好的运营，公司盈利效果较佳。2020H1，壹网壹创营业收入不足 6 亿元，远低于宝尊电商 37 亿元的营收规模；但其净利润高达 1.08 亿元，同比增长 55.9%，与宝尊电商的 1.22 亿元净利润水平相差不多。2019 年，壹网壹创、若羽臣 ROE 为 26.1%；2018 年，丽人丽妆 ROE 为 19.4%，均高于宝尊电商近 3 年来不足 15%的 ROE 水平。

图表 66 中国电商代运营企业营业收入（亿元）



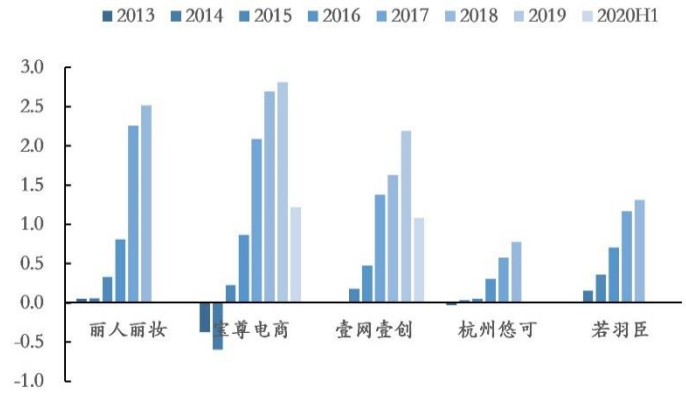
资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 67 中国电商代运营企业营业收入同比增速



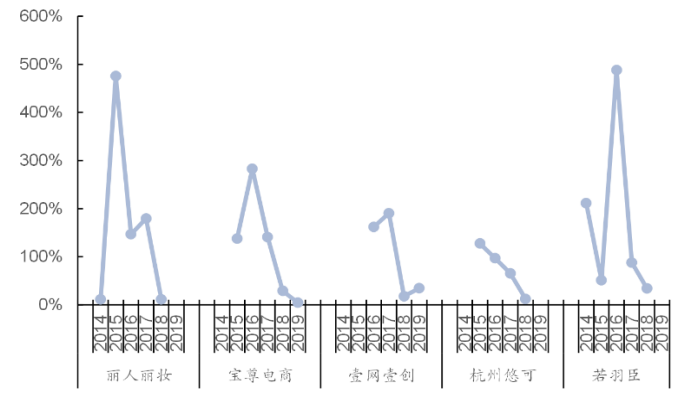
资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 68 中国电商代运营企业净利润（亿元）



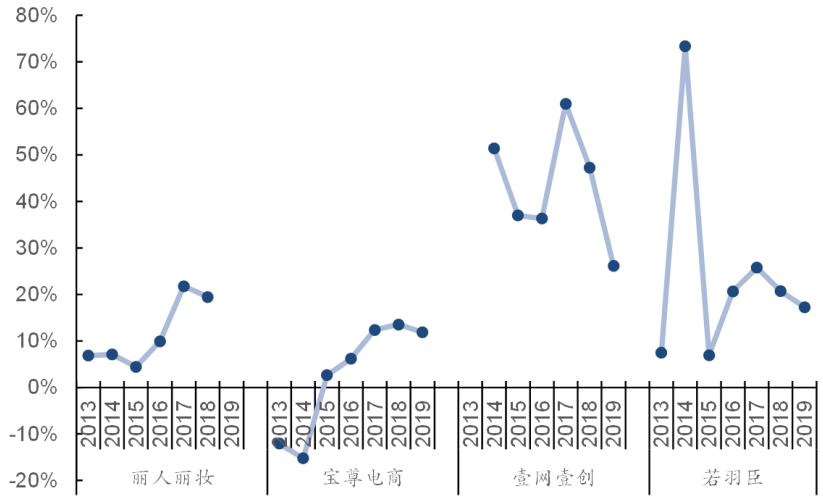
资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 69 我国电商代运营市场规模及 YoY



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 70 各大电商代运营企业 ROE 水平



资料来源：公司公告，华安证券研究所

从运营模式上来说，TP 的经销模式最重，丽人丽妆以经销模式为主；壹网壹创近年来减小了经销收入比重；若羽臣经销收入占比最小。2013-2019 年，丽人丽妆经销模式占比超过 90%。壹网壹创逐渐加大运营及服务、分销的占比，减少经销模式的比重，2019 年其经销收入占比不足 60%。若羽臣的运营模式相对较轻，经销收入占比为 30-40%。

图表 71 电商代运营企业商业模式比较

	经销模式	代运营模式	分销模式
资产运营	最重	最轻	较重
主要客户类型	C 端	B 端	B 端
优势	资本、技术投入门槛高，运营模式不易被效仿；容易产生规模效应；对于倾向轻资产运营的品牌方更具有谈判优势；相较其它模式应收账款账期更短	对资金要求不高；组织结构灵活	作为经销模式或代运营模式的补充，通常可享受规模效应或协同效应
劣势	对资金要求较高，占用大量资金，机会成本的耗费较大；存货风险大	更依赖数据、运营效率等方面的优势，且一旦产生利润的主要无形资产要素被颠覆则非常容易迅速被替代	相较经销模式应收账款账期更长；相较代运营模式占用资金更多

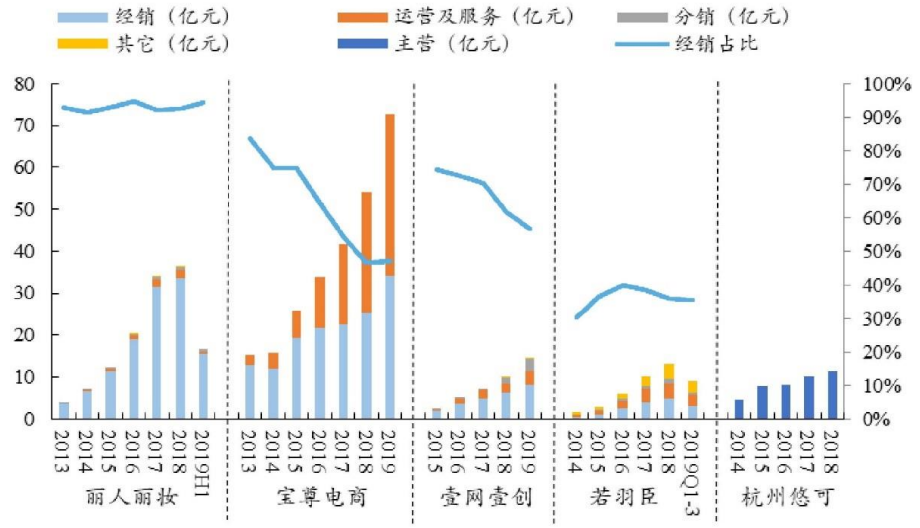
资料来源：华安证券研究所整理

图表 72 各大电商代运营企业主要商业模式

	丽人丽妆	宝尊电商	壹网壹创	若羽臣	杭州悠可
经销模式	✓	✓	✓	✓	
代运营模式	✓	✓	✓	✓	✓
分销模式	✓		✓	✓	✓
其他	✓		✓	✓	

资料来源：丽人丽妆、宝尊电商、壹网壹创、若羽臣等招股书及相关公告，华安证券研究所（注：标黄为各公司最主要的业务。）

图表 73 各大电商代运营企业分业务收入及经销模式占比



资料来源：Wind，华安证券研究所（注：杭州悠可未披露细分数据。）

从客户资源上来说，丽人丽妆、壹网壹创与众多头部品牌合作。我们梳理了2019M6-2020M5 淘系平台美容护肤/美体/精油 TOP10 品牌的合作 TP，其中与壹网壹创合作的品牌有玉兰油、百雀羚、资生堂，合作品牌自建销售体系的风险相对较小，容易达成长期而稳定的合作关系。与丽人丽妆合作的品牌有欧莱雅、后等，销售份额 TOP49 的品牌中，丽人丽妆合作品牌商有 7 家，客户资源丰富。

图表 74 2019M6-2020M5 淘系平台美容护肤/美体/精油 TOP10 品牌合作电商代运营企业一览

品牌	销售份额	排名	合作TP
l'oreal /欧莱雅	2.4%	1	丽人丽妆
estee lauder/雅诗兰黛	2.0%	2	杭州悠可
lancome/兰蔻	1.8%	3	
olay/玉兰油	1.7%	4	壹网壹创
the history of whoo/后	1.5%	5	丽人丽妆、杭州悠可
chando/自然堂	1.1%	6	
pechoin/百雀羚	1.0%	7	壹网壹创
homefacialpro	0.9%	8	
shiseido/资生堂	0.9%	9	壹网壹创
proya/珀莱雅	0.9%	10	
winona/薇诺娜	0.9%	11	
wis	0.8%	12	
little dream garden/半亩花田	0.8%	13	
a.h.c/爱和纯	0.7%	14	
形象美	0.7%	15	
kiehl´s/科颜氏	0.7%	16	
植贝	0.7%	17	
碧素堂	0.7%	18	
freeplus/芙丽芳丝	0.7%	19	丽人丽妆
一叶子	0.6%	20	
御泥坊	0.6%	21	
kans/韩束	0.5%	22	
肌琳莎	0.5%	23	
innisfree/悦诗风吟	0.5%	24	
膜法世家·1908	0.5%	25	
dr.jart+/蒂佳婷	0.5%	26	杭州悠可
修正	0.5%	27	
others	0.4%	28	
jmsolution	0.4%	29	
osm/欧诗漫	0.4%	30	
nivea/妮维雅	0.3%	31	丽人丽妆
资莱皙	0.3%	32	
vaseline/凡士林	0.3%	33	丽人丽妆
mentholatum/曼秀雷敦	0.3%	34	
药都仁和	0.3%	35	
佰草世家	0.3%	36	
biore/碧柔	0.2%	37	
cogi/高姿	0.2%	38	
xuelinfe/雪玲妃	0.2%	39	
美肤宝	0.2%	40	
vt（美妆）	0.2%	41	
geoskincare/纽西之谜	0.2%	42	
ponds/旁氏	0.2%	43	丽人丽妆
mistine	0.2%	44	
re:cipe/ 玥之秘	0.1%	45	丽人丽妆
健美创研	0.1%	46	
haa（美妆）	0.1%	47	
海洋诗韵	0.1%	48	
d&18	0.0%	49	

资料来源：淘数据，公司公告，华安证券研究所

总体来看，化妆品**代运营企业享受电商+化妆品双重红利，壹网壹创、丽人丽妆等公司盈利能力强、业绩增长速度较快，客户资源丰富，未来有望继续领跑化妆品代运营行业。**

5 投资建议

通过化妆品行业消费者画像分析，我们**认为国产品牌所面向的消费群体有巨大的增长潜力，有机会在对学生、职场新人、低线消费者等消费者的品牌价值传递过程中，通过良好的运营把握未来的增量市场。**在此基础上，我们依据产业数据分析了当前中国化妆品市场总体情况，并总结了行业未来发展的主要驱动力在于**（1）中国人口基数大，一些地区的市场尚未得到足够的化妆教育；（2）护肤与化妆步骤的不断精细化、人均可支配收入的不断提高可以进一步驱动中国化妆品人均消费额。**通过对行业的进一步细分，我们认为化妆品行业的**主要投资机会在品牌端和渠道端。**

就**品牌端**而言，我们通过对日本、韩国化妆品产业经历的梳理来总结规律，发现我国化妆品行业正处于**逐渐复苏的阶段**，并总结了**国产品牌的崛起的一个基础（供给端的产品价值回归和需求端的消费者信任不断加强）、一个前提（每一次新媒介带来的新传播方式都可能带来弯道超车的机会）、一个优势（快速推新、灵活决策）、一个关键（产品性价比高）**，建议关注珀莱雅、丸美股份、上海家化、华熙生物、御家汇、贝泰妮等。就**渠道端**而言，**化妆品电商代运营行业享受电商+化妆品双重红利，**建议关注壹网壹创、丽人丽妆、若羽臣等。

图表 75 重点公司盈利预测及估值

代码	名称	2019年基本财务数据							市值(亿元)	EPS			PE		
		收入(亿元)	yoy	归母净利润(亿元)	yoy	毛利率	净利率	ROE		2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
603605.SH	珀莱雅	31.2	32%	3.9	37%	64%	12%	21%	330.1	2.4	3.1	3.8	69.0	53.6	43.2
603983.SH	丸美股份	18.0	14%	5.1	24%	68%	28%	25%	280.9	1.4	1.7	2.0	49.3	41.0	34.7
600315.SH	上海家化	76.0	6%	5.6	3%	62%	7%	9%	266.5	0.6	0.8	1.0	65.1	49.9	41.3
300740.SZ	御家汇	24.1	7%	0.3	-79%	51%	1%	2%	78.8	0.2	0.4	0.5	82.3	48.2	36.0
688363.SH	华熙生物	18.9	49%	5.9	38%	80%	31%	19%	595.7	1.5	2.0	2.6	85.5	63.0	47.7
300792.SZ	壹网壹创	14.5	43%	2.2	35%	43%	15%	26%	208.7	2.3	3.2	4.4	64.0	45.4	33.2

资料来源：Wind 一致预期，华安证券研究所

风险提示：

外资品牌目前已意识到线上渠道的重要性，并逐步加大线上投入，国产品牌虽然近几年在外资品牌不重视线上渠道的环境下，有所崛起，但未来仍面临外资品牌线上崛起以及向三四线下沉，所带来的风险，**因此提示关注国产品牌发展不及预期风险。**

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%以上；

公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。