化妆品产业链全梳理　内资品牌如何突围?

今天我们研究的行业，从格局上来看，外资占高端市场，内资占中高端市场。来看行业中几家龙头公司的情况：



图：龙头 A 股价图

来源: Wind



图：龙头 B 股价图

来源：Wind



图：龙头 C 股价图

来源：Wind

其中，龙头公司 A，2020 年一季度，营收同比增长 3.50%，净利润同比增长 0.77%。

龙头公司 B，2020 年一季度，营收同比增长-14.80%，净利润同比增长-48.89%；此外需要注意的是，即便收入、净利润大幅下跌，但其却从 4 月低点 24.44 元，反弹到 6 月中旬的高点 52.20 元，区间涨幅高达 113.58%。

龙头公司 C，2020 年一季度，营收同比增长-7.81%，净利润同比增长 46.09%；

上述家里代表公司，分别是华熙生物、上海家化、壹网壹创，代表这个产业链的上、中、下游。而这条产业链，就是：化妆品。

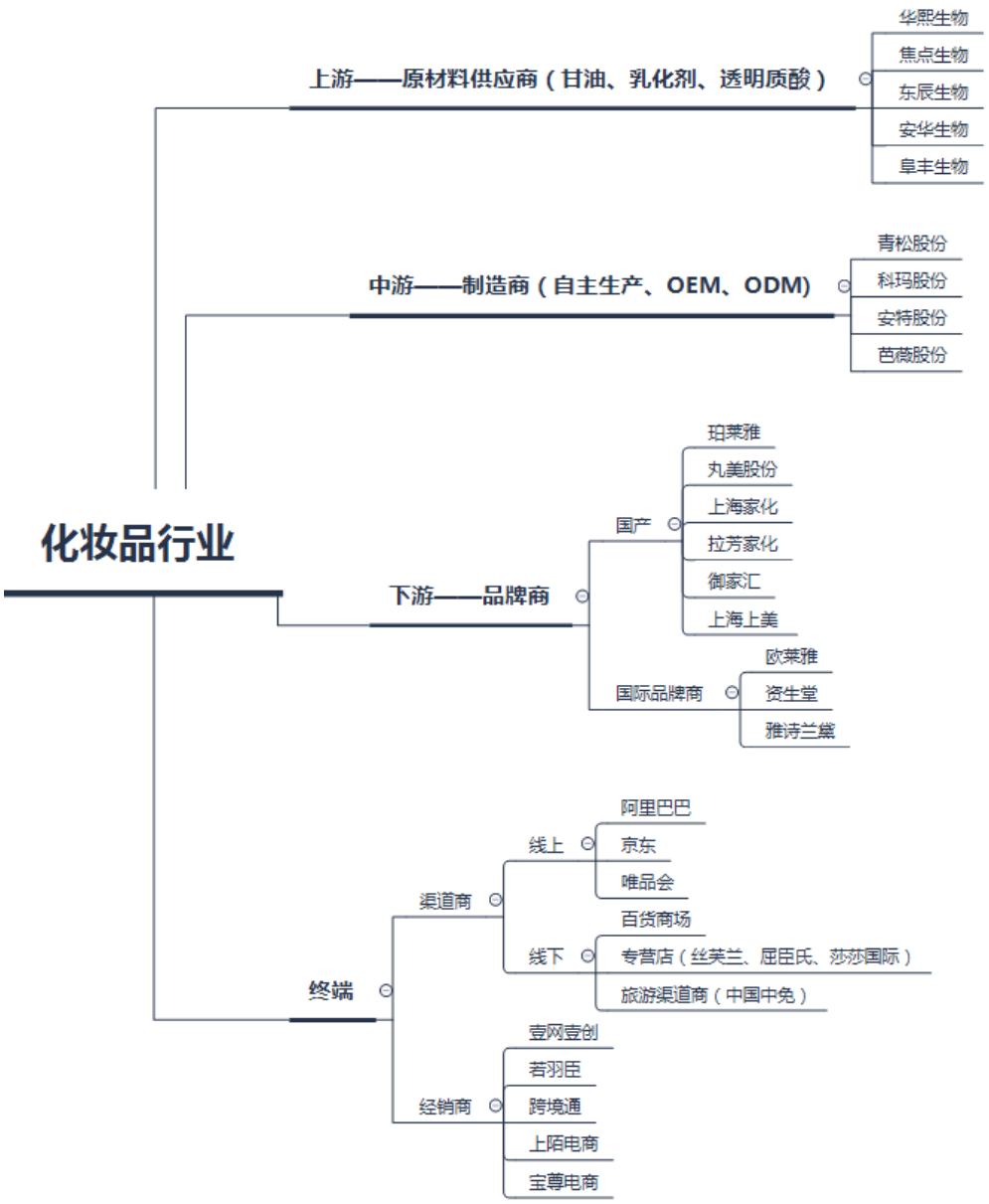
对于化妆品这条产业链，眼下我们需要解决的几个核心问题：

一是，化妆品行业的增长逻辑是什么？未来增长的天花板在哪？

二是，化妆品行业的竞争格局如何？外资占据高端品类的现象是否无法改变？

三是，内资品牌的突围路径，能有哪些？

(壹)



图：化妆品行业产业链

来源：塔坚研究

上游——化妆品原材料供应商。化妆品的原材料主要为甘油、乳化剂、表面活性剂等，占护肤品成本的比例一般在 70%到 80%之间。 我国护肤品原材料发展还不成熟，生产实力较高的板块有低端合成护肤油脂、保湿剂、单体活性物（提取）、防晒剂等。当下，化妆品原材料中龙头公司有巴斯夫、陶氏杜邦

等，此外，科创明星公司**华熙生物**是国产原材料代表公司，毛利率在 70%-80%之间。（对华熙生物，之前我们在科技版报告库研究过，此处不详述）

中游——化妆品制造商，这个环节我国较为成熟，主要由于早期人力成本低，大型化妆品生产商都在华设立工厂，导致这个赛道的技术水平积累较为成熟。目前这个赛道的代表公司有意大利的莹特丽、韩国的科丝美诗和科玛，国内的是**青松股份**。这个赛道属于重人力和设备投入，毛利率一般在 15%-30%之间。

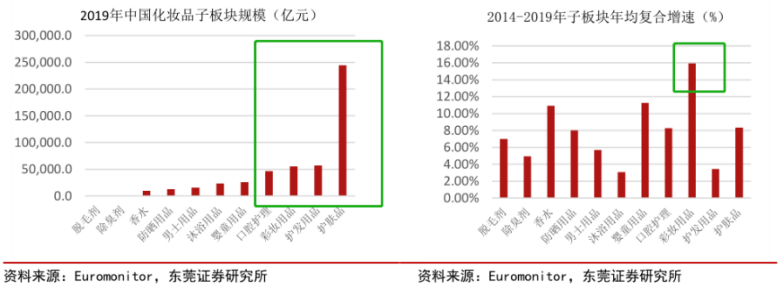
下游——化妆品品牌商，主要负责产品设计和品牌运营。通常品牌运营好，品牌力名气大，就代表着议价空间大。所以，品牌商的销售费用率一般在 25%-40%左右水平，通过营销推广投入，来扩大品牌的影响力，继而拥有较高的定价权、曝光率以及高速增长的销量。 所以，这个赛道的毛利率水平都较高，一般在 65%-80%之间。

终端——主要是渠道商和经销商，辅助品牌商做推广、互联网运营等。代表公司都有线上的代运营公司**壹网壹创（内地）、宝尊电商（美股），**以及线下**的莎莎国际（港股）、屈臣氏**等。

整条产业链看下来，品牌商和终端销售环节上市公司参与度较高。

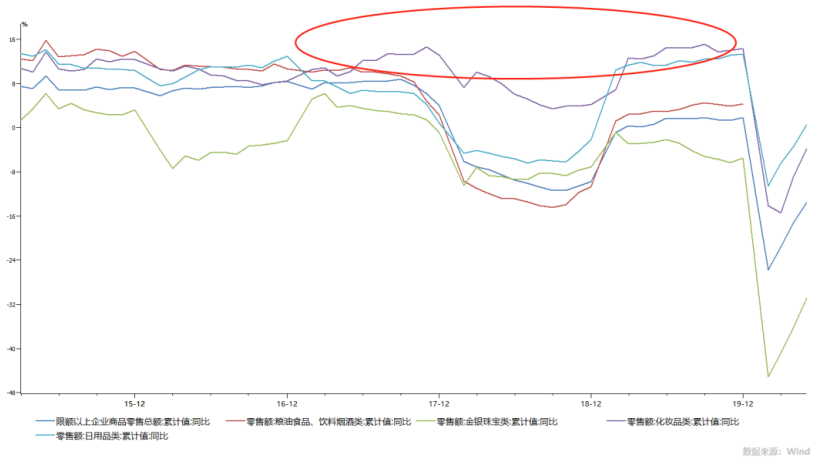
（贰）

根据 Euromonitor 披露，化妆品行业包括 11 大细分子品类，其中占比靠前的有护肤品（占比 51.6%）、护发产品（占比 14.1%）、彩妆（9.7%）、口腔护理（占比 9.5%），合计占比为 85%。



图：化妆品各品类情况　来源：东莞证券

整体来看，化妆品行业中，护肤品是主赛道，彩妆是其中的高增长赛道。根据欧睿数据显示，2019 年我国化妆品行业市场规模高达 4777.2 亿元，同比增长 13.84%。2010-2019 年，年均复合增速达到 8.82%。在我们之前覆盖过的产业链中，这条产业链属于消费品里的高增长赛道。这个增速，放在整个消费品行业中，属于龙头梯队。我们将社零中的几大品类，比如粮油食品、饮料烟酒、金银珠宝、化妆品、日用品等放在一起来看，发现：自 2016 年开始，化妆品零售额增速开始大幅高于整体社零水平，这表明化妆品行业当下处于高景气度中。



图：社零中几大品类对比　来源：Wind

那么，同属消费赛道，化妆品背后是什么逻辑，为什么会长期跑赢社零?

(叁)

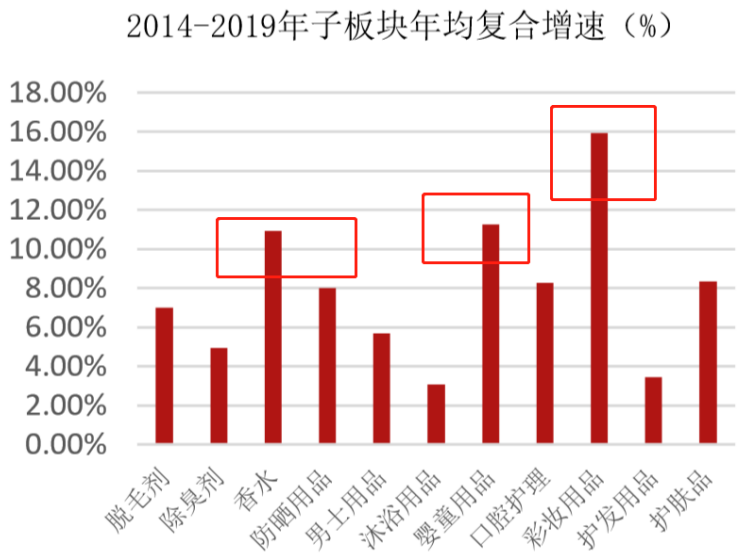
通常一个行业为来的增长，可以拆分为量、价两个驱动因子，比如本案的化妆品行业增速，按照常理来说，可以用这样的公式来表达：

化妆品行业增速=客单价增速*消耗量增速。

但仔细来看这个测算方法时，能够发现，不论量还是价，单列来看，增速其实并不清晰。因为，这个行业的驱动不在于使用化妆品人数的增加（此处我们涉及的化妆品包含产品较广，洗面奶、香皂、洗发水都在这个范畴内），同时，也不存在普通日化产品稳定涨价的逻辑。 那么它的增长逻辑是什么?

答案：核心在于品类，在于新品类的推广和扩散。 比如，彩妆作为一款新品，它扩张的逻辑是先是具备消费能力的 25-30 岁左右职场人士使用，后面逐步沿

着年龄范畴，通过向上（年长人士）和向下（年轻化比如大学生、初高中生 00 后等）也开始使用。 所以，化妆品行业，其量的增长，和其他消费品领域逻辑不同，是通过不断推出新品类，将化妆，美肤这件事的场景划分的越来越细致，以创造越来越多的需求。比如，防晒，现在已经细分为脸部防晒、肢体防晒、海滩防晒等不同使用场景。



图：护肤品子版块增速情况　来源：东莞证券

所以，可以发现，近年来化妆品子版块中，增速较高的彩妆、婴童用品、香水等都是从无到有，或者从使用人数少到多的增长逻辑。 好，既然化妆品行业的量价较难拆分，那么怎么预判未来的空间有多大？

（肆）

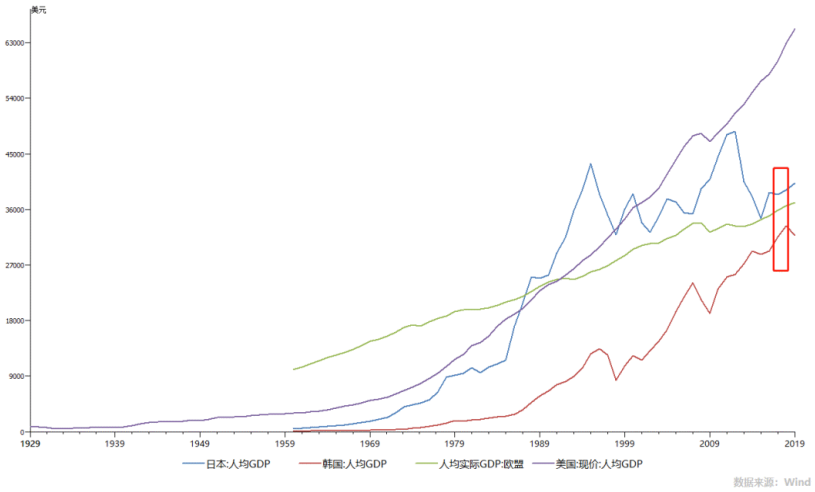
答：对标法。 2018 年，我国化妆品人均消费额为 45 美元，而日、韩、欧、美的水平则为 250-300 美元。同时，各国之间人均化妆品消费额相差不大。 透

过 2018 年，日韩欧美这几个地区人均 GDP 水平，可以发现，虽然美国人均 GDP 水平大幅高于日本、韩国和欧盟水平，但是其化妆品销售额却与这几个国家相差不大。

根据 2019 年数据来看，韩国人均 GDP 为 31761.98 美元，日本人均 GDP 为 40246.88 美元，美国人均 GDP 为 65280.68 美元，欧盟人均实际 GDP 为 37104.03 美元。

这说明两点，首先，当购买力达到到一定水平后，居民每年的化妆品消费是较为确定的，有刚需的属性，属于必选消费品。

其次，行业虽然会有一段较长的增长期，但也会面临一个瓶颈，参照发达地区，并不存在人均 GDP 越高，化妆品消费额就更高的逻辑，各地区的消费额基本都维持在 250 到 300 美元。因此，但这个行业更长期的增长，其实要看在全球范围内找到新的增量市场。



图：日韩欧美人均 GDP 水平 来源：Wind

因此，在对标时，我们趋于谨慎，将几大发达地区中人均 GDP 水平、人均化妆品消费量较低，且文化相近的韩国作为对标。韩国从我国目前人均 GDP 水平 10000 美元，提升到当下的 33340 美元，历经了 19 年时间。

	韩国	中国
2018年人均GDP	33340美元	9426美元
1999年人均GDP	10672美元	

图：对标韩国人均 GDP 情况　来源：塔坚研究

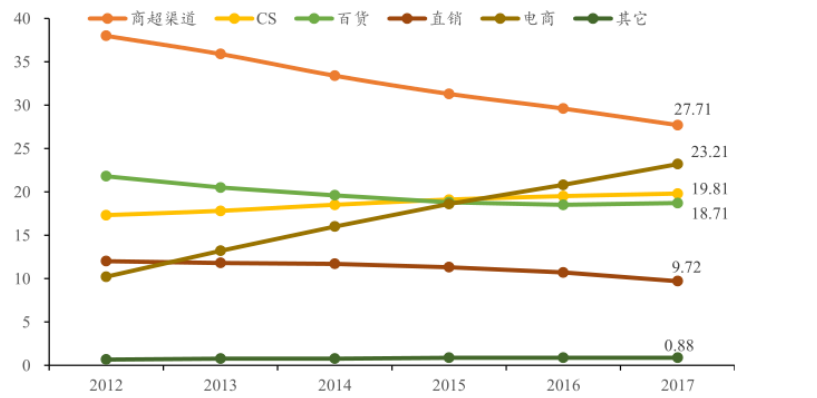
那么，假设我国可延续复制韩国的人均 GDP 增速水平，则大约 19 年后，我国人均化妆品消费额，则会从当下 45 美元，提升到 250 美元，因此，在二十年间的增速中枢能达到年化 9.51%。

(伍)

分析完上述后，我们能够发现，化妆品行业的长期增长逻辑比较清晰，那么，其短期的高景气，是如何带来的呢？ 短期增长的核心，还是看**电商渠道**。近年来，随着移动互联网端的引流、电商、快递等行业的快速发展，化妆品的渠道端发生重大变革。比如，电商渠道占比从 2012 年的 10%水平提升到 2017 年的 23.21%，从第五大渠道端口，5 年时间上升到第二大渠道端，且与传统的商超渠道占比目前仅相差 4%。

预计随着快递、电商等进一步发展，电商未来必然会成为化妆品行业的首要渠道端。

图表：电商渠道持续走强（单位：%）



图：化妆品行业渠道变动　来源：欧睿数据、华西证券

电商的繁荣，对于化妆品行业来说尤为重要。前面，我们描绘过行业成长的逻辑：不断出新品。而互联网和电商，则是新产品扩散的催化剂。

根据互联网数据咨询中心的数据，三四线城市消费是新客的主要来源，2018 年新客市场的增长主要依赖三线及以下区域的拉动。根据华西证券披露，从体量上来看，2018 年一线地域化妆品的市场份额降低一个百分点，三线及以下城市份额提升一个百分点。 根据国泰君安的统计口径，2018 年美妆日化电商渗透率为 27.4%，仍有一定的提升空间，至于未来的天花板，可参考渗透率较高的品类主要是 3C 和家电（46%电商渗透率）。

电商渗透率	2014	2015	2016	2017	2018	2019
3C	29.2%	36.4%	40.6%	42.9%	44.8%	45.8%
家电	30.5%	33.9%	36.4%	37.2%	39.2%	44.1%
服装鞋履	12.3%	18.1%	23.3%	27.7%	31.1%	34.3%
美妆日化	16.1%	19.0%	21.6%	24.4%	27.4%	-
酒	2.7%	4.4%	5.9%	7.6%	10.4%	-
包装食品	3.5%	5.0%	6.3%	7.9%	9.3%	10.5%
珠宝首饰	3.5%	4.9%	5.7%	6.6%	7.6%	-
软饮料	1.5%	1.9%	2.3%	2.8%	3.3%	3.7%

图：电商各品类渗透率情况

来源：方正证券

此处，我们根据电商渗透率较高的品类，3C 和家电来看——3C 的渗透率从 29.2%，提升到 45.8%，5 年复合增速为 9.42%；家电从 30.5%渗透率提升到 44.1%，5 年复合增速为 7.65%。

同时期，美妆日化的渗透率增速为 14.21%，远高于头部 3C 和家电水平。

因此，梳理下来，电商渠道的渗透率提升，不仅会成为短期内的主要增长驱动，同时，在较长一段时间内，都会给行业行业带来支撑，因此，对于化妆品品牌这个环节，线上渠道的占比，会成为增长的关键。目前，国内化妆品行业的代表公司，其业务结构中，线上占比一般在 50%及以上水平。

表 2：国内外美妆品牌电商收入占比均处于较高水平（珀莱雅、九美股份为 Q1 数据，其余为 2019 年数据）

	欧莱雅	雅诗兰黛	资生堂	御家汇	珀莱雅	九美股份	上海家化
电商收入占比（中国）	近 40%	25%-30%	40%（2020e）	95%+	56%	50%+（e）	34%(预计其中特渠占比约 8%)

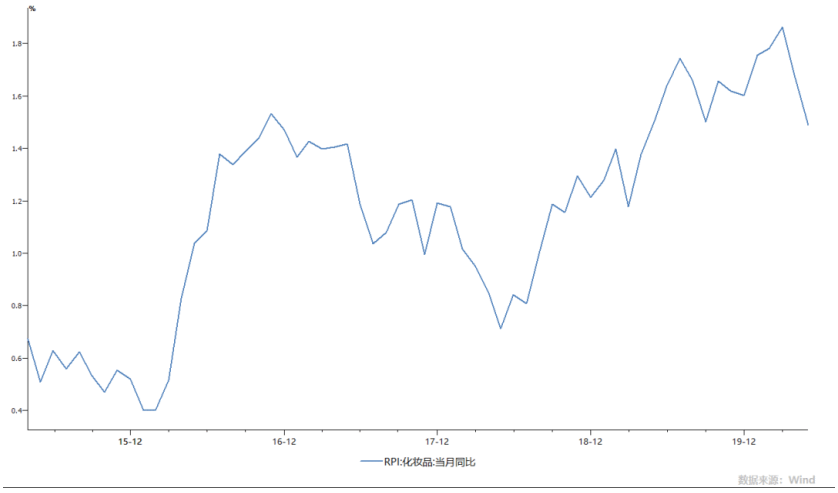
数据来源：公司公告，新民晚报，国泰君安证券研究

图：化妆品代表公司线上占比情况　来源：国泰君安

梳理到这里，短期的驱动逻辑也能够明确，我们接着来看一组行业高频跟踪数据。

（陆）

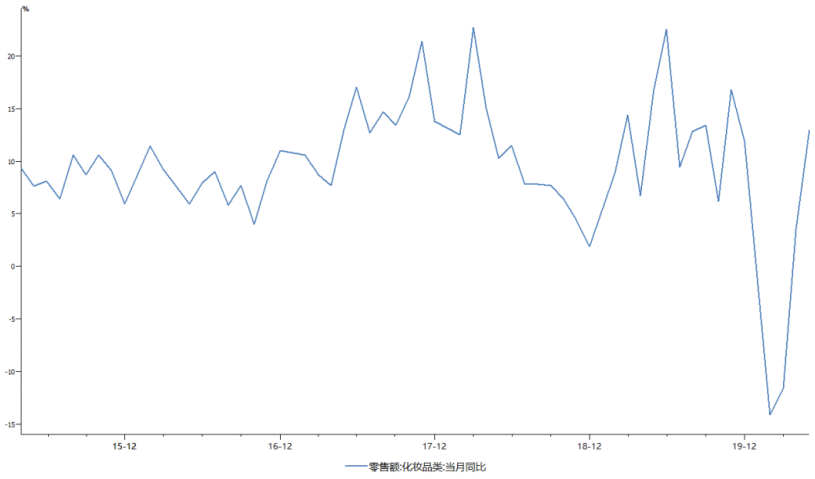
一、化妆品零售价格指数（月频），通过这个指标来看行业价格变化情况。



图：化妆品 RPI　来源：Wind

二、化妆品零售额（月频）,通过月频化妆品零售额的增速，来关注这个行业的

景气度波动情况。图中可见，卫生事件后，这个领域的消费快速反弹。

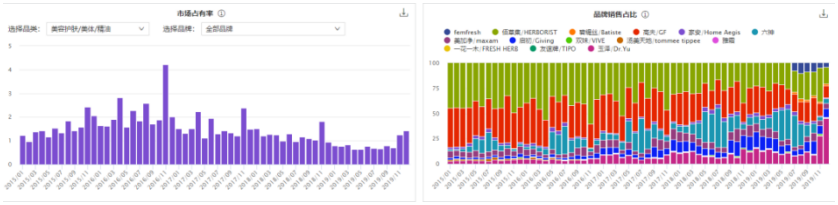


图：化妆品零售额　来源: Wind

三、上市公司旗下品牌线上市占率情况（季度）。

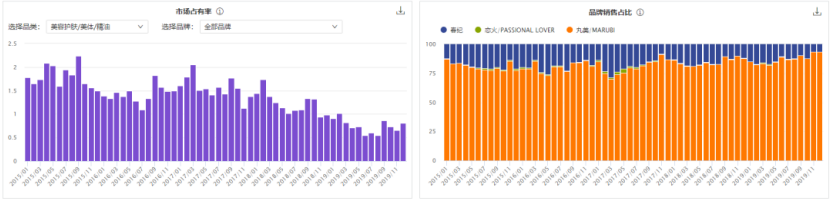
这些数据可以观测两个方面：品牌矩阵的变化；线上渠道的边际变化。

上海家化——市占率在提升中，品牌矩阵较为分散。



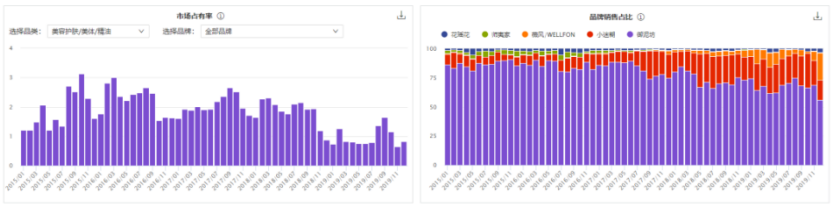
图：上海家化线上市占率及旗下品牌市占率情况　来源：Wind

丸美——市占率有所回落，品牌主要依赖"丸美"大单品。



图：丸美股份线上市占率及旗下品牌市占率情况　来源：Wind

御家汇——市占率有所回落，“薇风”品牌结构占比有明显提升。



图：御家汇线上市占率及旗下品牌市占率情况 来源：Wind

珀莱雅——市占率较为稳定，依赖“珀莱雅”品牌。



图：珀莱雅线上市占率及旗下品牌市占率情况 来源：Wind

分析到这里，长期增速，短期增速都已经明确，行业的增长前景较好，但需要注意的是，当前，行业中各环节的竞争格局非常不同，因此，我们需要对产业链的竞争格局进行详细分析。

(柒)

中游品牌较为分散，目前，国内和国外品牌处于差异化竞争阶段，国外品牌主打高端，国内品牌主打低端。

图：国际品牌加速抢占高端市场

品牌市占率	2016	2017	2018
兰蔻	2.1%	2.5%	3.0%
雅诗兰黛	2.0%	2.4%	2.9%
萃雅	2.1%	2.1%	2.0%
SK-Ⅱ	0.8%	1.1%	1.6%
雅姿	1.8%	1.5%	1.3%
迪奥	0.9%	1.0%	1.1%
资生堂	0.7%	0.8%	1.0%
雅漾	1.0%	1.0%	0.9%
后	0.7%	0.7%	0.8%
海蓝之谜	0.5%	0.6%	0.8%

图：本土品牌坚守大众市场优势

品牌市占率	2016	2017	2018
百雀羚	4.0%	4.4%	4.5%
巴黎欧莱雅	4.7%	4.2%	4.1%
自然堂	2.8%	3.4%	3.4%
玉兰油	3.3%	2.9%	3.1%
韩束	2.7%	2.6%	2.3%
一叶子	1.3%	2.0%	2.1%
珀莱雅	1.9%	1.8%	1.9%
妮维雅	1.9%	1.7%	1.6%
悦诗风吟	1.4%	1.5%	1.6%
韩后	1.3%	1.6%	1.4%

图：化妆品行业的竞争格局　来源：国泰君安

2018 年高端线 Top10 品牌中，有 9 个是国际品牌。而国产品牌中，则主要位列大众产品线，比如 2018 年大众产品线中，前 10 位有 6 个是国货品牌。与化妆品产业链上其他环节相比，品牌商这里，竞争格局十分分散。

注意，这样的竞争格局，和服装产业链有点类似，都是品牌商竞争格局非常分散，并且生产技术含量相对并不高，因而，反而外包生产商集中度较高，比较典型的，就是申洲国际。而在化妆品行业，代工厂也值得持续研究。

对申洲国际的逻辑，之前我们在专业版报告库中，也有过研究，此处也不详述。

回到本案，化妆品行业内各品牌商的竞争格局，有两个核心问题：

1、谁能提升中端以下市场的市占率?

2、谁能实现高端化?

（捌）

先看中端以下市场的竞争情况，重点看几个数据： 1）线上收入占比——化妆品行业短期的增速在于电商渠道的渗透率进一步提升，那么当下线上占比不高的公司，可能后续增长的空间较大。

公司	线上占比	产品线
御家汇	95%	以代理方式扩展品牌矩阵，已代理丽得资、ALBION、KIKO 等海外品牌，并与强生集团达成战略合作，代理强生旗下城野医生、OGX、嗳呵等品牌
珀莱雅	56%	珀莱雅、猫语玫瑰、优资莱、悦芙媞、韩雅、TZZ、YNM、彩棠、ikami、 SingulaDerm、宝弘、璞医香、WYCON
丸美股份	50%	丸美、春纪、恋火（收购获得）
欧莱雅	40%	涉及化妆品、染发用具、护肤品、防晒用品、彩妆、淡香水和香水、皮肤病研究、制药、高档消费品。
资生堂	40%	以资生堂品牌为主
上海家化	34%	佰草集、汤美星顺应高端化趋势；美加净、六神持续年轻化；高夫、启初、玉泽、家安满足细分化需求，开拓男士、母婴、家庭洗护等细分市场
雅诗兰黛	25%-30%	涵盖护肤/彩妆/香水/护 发多品类，拥有 Estee Lauder/LA MER/M.A.C/CLINIQUE/ORIGINS 等 30 多 个知名品牌

图：线上占比及品牌矩阵　来源：塔坚研究

占比较高的是御家汇，其为淘宝店起家，其次是珀莱雅，明显高于外资品牌的水平。 同时，值得研究的是上海家化，其因线上渠道明显弱于同行，近年来出现了较大幅度的下滑，但目前处于改革中，根据 2020 年 6 月 16 日，新任上海家化首席执行官潘秋生（前欧莱雅 CEO），在股东大会上提出：*“在渠道调整上，将提升电商数字化运营能力，进行线下渠道的调整转型，并辅之以相应的组织架构及能力匹配。今年一季度财报显示，报告期内，上海家化电商渠道实现了 40%的同比增长，成为财报上的一大亮点。*

*财报公布当天，上海家化相关负责人表示，继续加大线上渠道投入是上海家化今年的重点之一，并力争在三年内让线上线下渠道平分秋色。”*注意，新任 CEO 曾经主导过欧莱雅的线上渠道改革，其 2015 年到 2019 年任职于欧莱雅（中国）时，负责欧莱雅渠道转型，抓住线上业务发展机遇，帮助欧莱雅 2019 年实现 35%收入的增速。因而，本案可能会存在困境反转的逻辑。

2）品牌影响力——此处重点看存货周转率及销售费用对收入的拉动效应。

证券简称	存货周转率 [报告期] 2017年报	存货周转率 [报告期] 2018年报	存货周转率 [报告期] 2019年报
丸美股份	3.9019	4.1288	3.6282
珀莱雅	3.4145	4.0414	4.1198
上海家化	3.3860	3.2683	3.2178
拉芳家化	1.5592	1.2607	1.4724
御家汇	2.6389	2.5752	1.8108
证券简称	2017年销售费用拉动收入	2018年销售费用拉动收入	2019年销售费用拉动收入
丸美股份	2.90	2.95	3.33
珀莱雅	2.80	2.66	2.55
上海家化	2.34	2.46	2.37
拉芳家化	2.64	2.63	2.33
御家汇	2.95	2.65	2.32

图：存货周转率及销售费用对收入的拉动情况 来源：塔坚研究

因为中端以下品牌客单价较低，不存在高价低周转的情况，因此，周转率情况能够较好的反映出货速度。 根据近三年存货周转率的变动情况上来看，珀莱雅的产品周转率逐年加快，说明旗下产品较为畅销。而销售费用维度上来看，丸美的品牌效应较强。而上海家化，其产品畅销程度和品牌效应，近三年来都维持的很稳定，没有大波动。

中端市场的情况对比完成后，总结一下，珀莱雅在两方面表现均比较好，此外，上海家化的边际改善也值得关注。 接下来，我们来看第二个问题，谁能实现高端化?

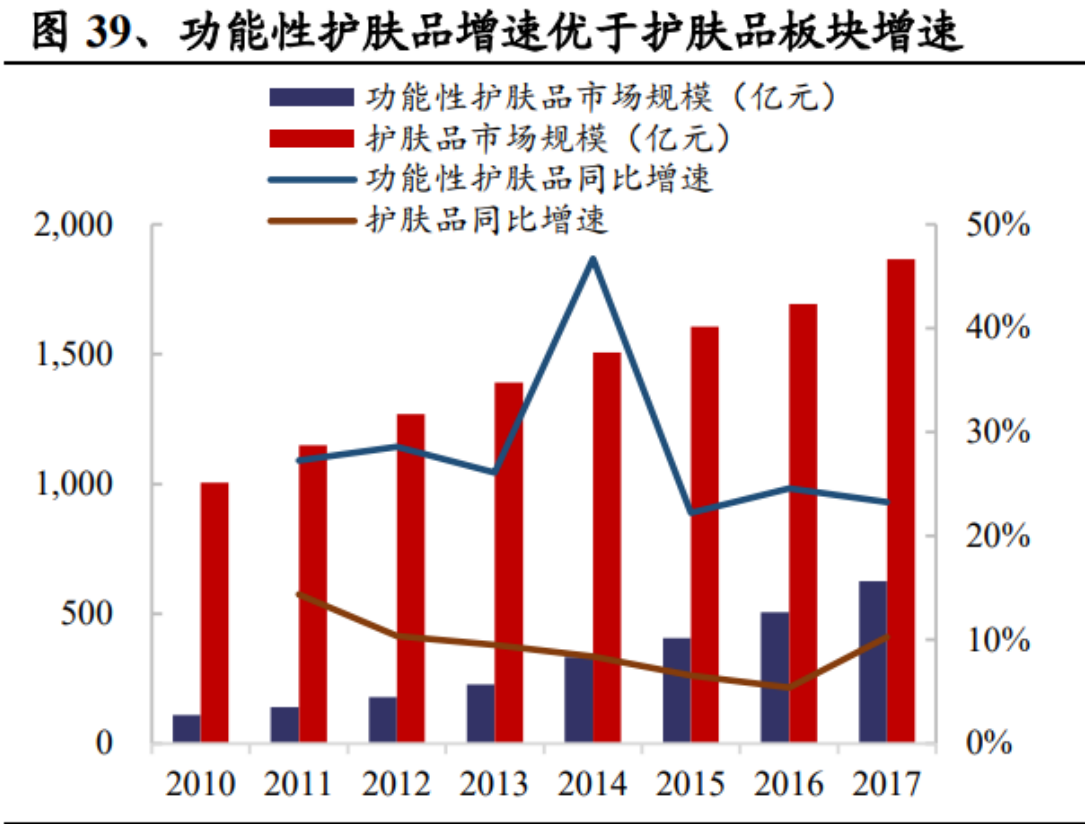
（玖）

从历史上来看，品牌的形成很难通过一朝一夕，有品牌故事和积淀的公司，目前来看，也仅有上海家化，其存在几个百年品牌，但从实际效果来看，非常一般。

因此，目前，国内新锐化妆品品牌，想做高端化，大概率只能通过走功能性护肤品路线。

功能性化妆品，指具有特殊用途的化妆品，一般对皮肤有特别的护理作用，比如美白、保湿、抗皱、抗衰老、紧致肌肤等。

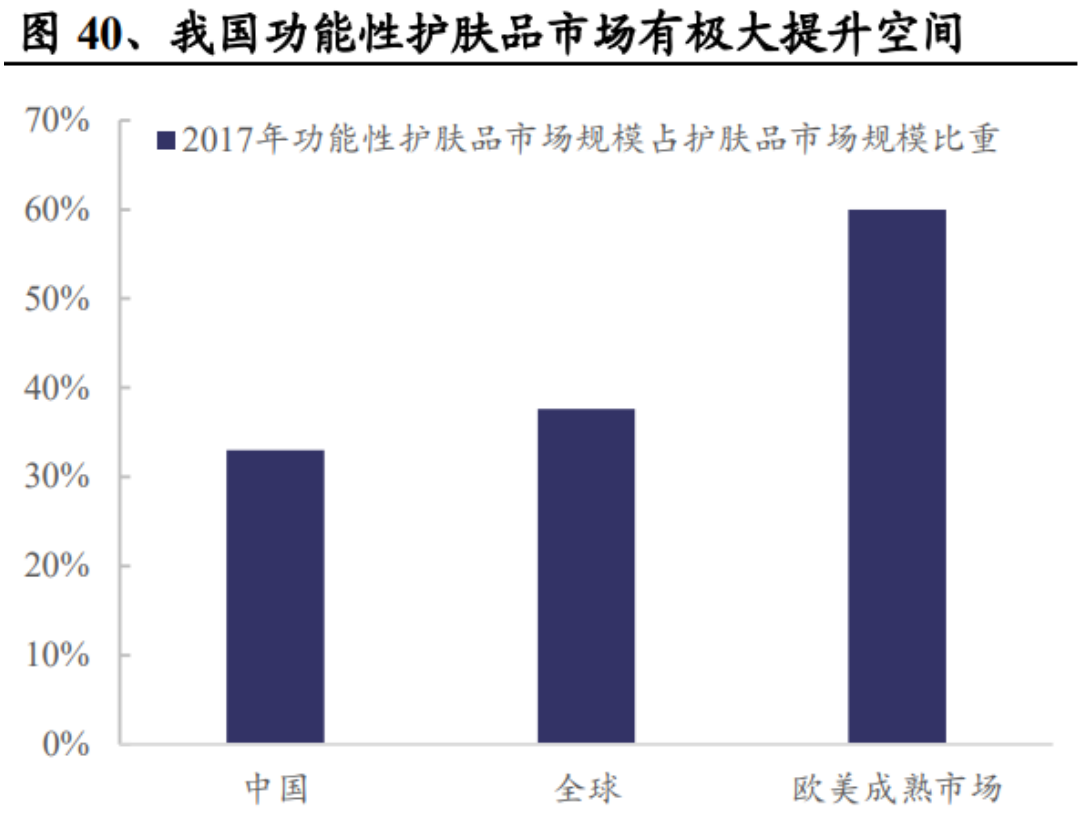
而功能性化妆品，由于对当期对"功能性"的定义界定，相关监管部门还未出来具体的标准，所以功能性化妆品的市场规模也不好准确统计。但根据前瞻产业研究院发布的数据来看，2017 年功能性化妆品的市场规模为 625 亿元，占整个化妆品行业的比例为 20%左右，2010 年到 2011 年，功能性护肤品的增速为 28.16%。



图：功能性护肤品增速

来源：兴业证券

相比于欧美市场，其功能性护肤品的占比大约在 60%以上，相比而言我国市场功能性赛道的提升空间较大，也就是说，理论上还存在一倍的空间，而且，功能性化妆品品牌一旦形成，并不需要持续的投入销售费用，会显著提升回报水平。



图：功能性护肤占比

来源：兴业证券

功能性护肤品的驱动力，主要在于消费者过多的关注于产品成分，根据维恩咨询发布的《2018 年双十一美妆个护品类销售排行与消费者研究》显示，天猫双十一中，“成分党”正在崛起，17.2%的产品会在名称中明确标注专业成分，45%的消费者对化妆品专业成分有了解，其中烟酰胺在“面部护肤专业成分排名”中以 24.9%的占比位列第二，仅次于玻尿酸。

一般来说，企业布局功能性护肤品的路径主要有两条： 一是，通过基础护肤领域扩大规模，后续通过自研或外延并购，来获得额产品专业性较高的品牌，比如**欧莱雅、珀莱雅、上海家化**等。

一是，公司本身是生物医药类企业，通过相关领域的经验，像下游延伸，比如**皮尔法伯（雅漾母公司）、华熙生物**等。 当下外资和本土品牌，都在纷纷布局功能性产品线，经梳理，有以下品牌，这些品牌的销量情况，后续我们会做重点追踪，由于，大多数品牌没有单列产品线，因此，总出货数据需要依赖调研。

品牌商	产品	主打成分
欧莱雅	欧莱雅黑精华	98%高纯度二列酵母
OLAY	olay 光感小白瓶	烟酰胺
珀莱雅	珀莱雅深海多肽精华	胜肽
自然堂	自然堂视黄醇眼	视黄醇
华熙生物	润百颜、丝丽	透明质酸
上海家化	玉泽	神经酰胺

图：功能性产品代表

来源：塔坚研究

对比之下，品牌方中，珀莱雅和上海家化，在短期和长期维度都需要跟踪研究。

研究至此，品牌方的对比已经完成。不过，对这条产业链，比较特殊的是，仅仅从毛利率、投入资本回报率入手，筛选出品牌商这个细分赛道，还不

够。因为，它的产业链结构较为特殊，类似于纺织服装产业链，好的品牌商虽然回报高，但问题是竞争格局很分散。

所以，如果换个视角，从竞争格局角度来研究，那么，这条产业链上，事实上还有比品牌商更好的赛道，比如，原材料厂商、代工厂，也非常值得关注。

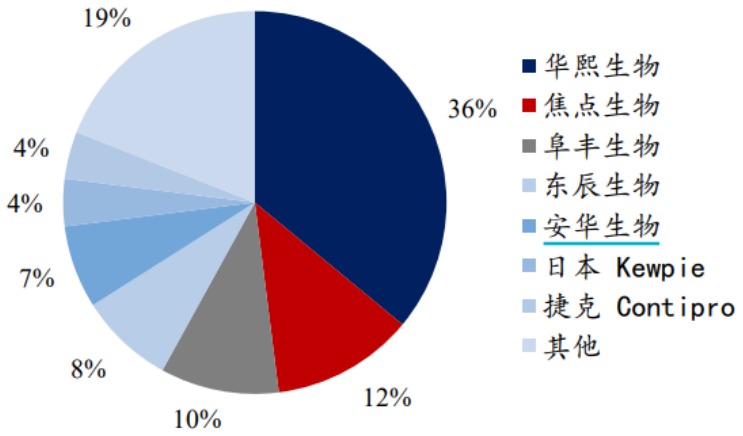
（拾）

1、上游——原材料供应商。

我国化妆品级原料商主要有**华熙生物、昊海生科、焦点生物、安华生物。**其中，龙头为华熙生物，与焦点生物和安华生物相比，华熙生物拥有多分子量段生产能力，拥有更多的透明质酸原料牌照，销量达 108.72 吨，化妆品级市场占有率达 43.49%，远远领先于其他公司。注意，华熙生物不仅是玻尿酸制造龙头，同时也已经开始布局功能性护肤品赛道，长期前景值得研究。（对华

熙生物，我们在科技版报告库中，有过详细研究，此处不详述）

图 10、内资企业包揽全球透明质酸原料销量前五



图：透明质酸原料全球格局情况　来源：Frost&Sullivan、兴业证券

2、中游——化妆品代工厂。

代表公司**青松股份**，2019 年 4 月收购诺斯贝尔面膜代工厂。其在国内市场份额大概在 40%左右，较为集中。而韩国化妆品代工厂科丝美诗、科玛合计市占率 60%以上。参考海外代工厂的扩展路径，主要就是通过收购，来拓展可代工的品类和市占率进一步提升。

表 3：海外 ODM 龙头不断通过收购拓品类扩规模

公司名称	收购标的	年份	国家	标的品类	详情
科丝美诗	欧莱雅旗下索伦工厂	2013	美国	彩妆	科丝美诗投入 2800 万美元，改造 33 万平方英尺的前洗发水工厂，改造后成为生产口红、粉底、眼影、腮红和保湿霜的彩妆厂。
	美国排名前三的化妆品 ODM 厂家 NU-WORLD	2017	美国	彩妆	工厂面积 1.2 万平方米。2016 年 NU-WORLD 销售额为 1 亿 5 百万美元(约 1200 亿韩元)，主要生产彩妆、指甲油和香水。
韩国科玛	化妆品 ODM 制造商 PTP	2016	美国	彩妆	PTP 年销售额达 500 亿韩元，彩妆生产实力强大，收购使得韩国科玛的基本护肤产品生产与 PTP 彩妆产品生产发挥协同效应。
	化妆品 OEM · ODM 公司 CSR（前加拿大科玛）	2016	加拿大	基础护肤+彩妆	收购进军加拿大化妆品市场。2015 年 CSR 的销售额达到 300 亿韩元，其中基础化妆品占 66%，彩妆和其他销售比重占 34%。
莹特丽	意大利最大铅笔公司 INTERFILA	2004	意大利	化妆笔	收购前持股 50%，公司生产木质以及塑料多种铅笔产品。
	CRB Benelux	2006	瑞士	护肤品	收购进军护肤业务。CRB 是护肤开发和创新制造领域的全球领导者，研究团队由全球专家组成，致力于高性能活性成分独家配方的研发。
	西班牙独资上海玛莎姿铅笔公司	2007	中国	化妆笔	公司成立于 2003 年，具备全系列化妆笔（包括木制笔，塑料笔和自动笔）生产能力，收购后更名为莹特菲勒化妆品（上海）有限公司。
	Cosmint	2017	意大利	护肤、个护	2016 年公司销售额为 1.4 亿欧元。收购后，莹特丽合计拥有 15 家工厂和 11 家研究中心，分布在欧洲、亚洲和美洲，全球员工数达到 5000 人。

图：海外代工厂扩张路径　来源：国泰君安

3、终端——运营推广环节

代表公司有壹网壹创（线上营销、线上管理、线上分销）、若羽臣、上陌电商、丽人丽妆、跨境通等。

目前，化妆品代销环节由于存在时间不长，竞争格局高度分散，从格局上不如原材料制造、代工领域。代销环节的龙头为壹网壹创，2019 年在化妆品行业的代销市占率为 3.86%。

但注意，虽然化妆品代销格局分散，但我国整体的电商代销服务市场（包括家电、服装等），格局已经较为清晰，CR4 为 32.1%，其中龙头是美股的**宝尊电商**（代运营品类主要是服饰、食品、3C、数码）。这个板块后续的增长在于获得更多的 B 端品牌商用户。

整体来看，除了品牌方，原材料、代工、代销这三大节点，后续都值得跟踪和研究。

（拾壹）

好，行业增长驱动力看完后，我们再继续深入，梳理一下这条产业链图谱。

	证券简称	总市值	总资产报酬率ROA【报告期】去年年报【单位】%	投入资本回报率ROIC【报告期】去年年报【单位】%	净资产收益率【报告期】去年年报【单位】%	营业收入(同比增长率)【报告期】最新一期(MRQ)【单位】%	营业总收入复合年增长率【截止年度】2019【筛选年，N=】3【单位】%	预测营业收入增长率【年度】2020【截止日期】最新【单位】%	预测营业收入增长率【年度】2021【截止日期】最新【单位】%	预测净利润增长率【年度】2020【截止日期】最新【单位】%	预测净利润增长率【年度】2021【截止日期】最新【单位】%	市盈率PE(TTM)【交易日期】最新收盘日【单位】倍	市现率PCF(经营现金流LYR)【交易日期】最新收盘日【单位】倍	大股东累计质押数占持股数比例【交易日期】最新收盘日【大股东排名】第1名【单位】%	销售毛利率【报告期】去年年报【单位】%	销售净利率【报告期】去年年报【单位】%	评级机构家数【截止日期】最新
上游（原材料）	华熙生物	677	19.96	18.57	18.69	3.55	37.33	28.57	37.11	26.03	34.88	115.41	185.46		79.37	31.44	18
	坤彩科技	150	10.85	9.82	10.88	21.86	14.64	62.78	96.32	59.50	90.33	101.72	106.53		43.94	24.41	5
中游（代工厂）	青松股份	120	18.99	17.64	21.90	113.10	73.49	42.65	15.72	24.48	15.63	26.25	17.68	42.32	30.90	16.40	18
下游（品牌商）	珀莱雅	330	15.92	18.34	21.09	-5.08	24.49	25.91	28.27	23.91	29.99	87.13	140.05		63.64	11.83	36
	九美股份	344	21.31	25.46	25.46	1.65	14.38	12.17	19.73	13.48	20.21	67.02	73.92		67.79	28.80	29
	上海家化	313	7.17	7.78	9.21	-14.81	8.49	0.65	12.65	-9.57	18.58	70.70	41.83		61.61	7.39	26
	拉芳家化	38	2.81	2.83	2.83	-36.91	-2.77					201.19	27.38	61.91	54.84	5.28	
	御家汇	85	1.96	1.90	2.08	34.17	27.40	27.00	17.46	134.30	59.33	289.39	-40.76	3.13	50.82	1.06	7
终端（代运营、经销、销售平台）	澳门豪创	258	30.12	26.11	26.11	-7.67	41.93	34.91	34.59	46.63	41.16	110.35	175.77		42.48	15.25	19
	阿里巴巴-SW	46,233	14.58	19.62	23.65	35.26	47.87	29.50	25.81	-14.51	29.67	31.24	25.82		44.60	27.54	13
	苏宁国际	36	-16.06	-24.86	-24.86	-29.91	-8.93	10.29	5.84	122.42	89.85	-7.76	11.56		36.42	-8.92	4
	中国中免	3,824	24.94	25.27	25.63	-44.20	28.70	-13.35	58.05	-34.14	104.93	173.58	130.69		48.57	11.47	31

图：化妆品产业链情况 来源：塔坚研究

从产业链图来看，上、中、下游和终端，各个环节的代表公司，都有较高的历史复合增速和未来高增速的预期。

产业链不同节点，在增速方面没有较大差异，这种现象的原因，主要在于化妆品行业目前及未来一段时间，仍处于高速增长中，所以属于高景行业（我们预期年化增速中枢为 10%，和 GDP 增速相比有显著阿尔法），这也带动行业中的各个环节都有较高的增长空间。

此外，通过各个环节代表的上市公司数量上来看，目前上游原材料和中游代加工板块，上市公司数量较低，而品牌商和销售渠道的代表公司数量较多，也侧面说明品牌商领域竞争较为激烈。

（拾贰）

接着，我们重点来看品牌商环节，各家代表公司的回报情况。

证券名称	ROE	ROA	ROIC	ROIC(剔除现金)
珀莱雅	21.09	15.92	18.34	44.59
丸美股份	25.46	21.31	25.46	99.58
上海家化	9.21	7.17	7.78	7.28
拉芳家化	2.83	2.81	2.83	2.41
御家汇	2.08	1.96	1.90	1.88

图：回报情况　来源：塔坚研究

从整体回报水平上来看，珀莱雅和丸美位列龙头梯队，上海家化第二梯队，御家汇和拉芳第三梯队。我们接着再将回报指标细拆，看看几点代表公司各自在哪个环节更具备相对优势。

证券简称	总营业收入	净利润	现金流	销售毛利率	销售净利率	销售费用率	管理费用率	研发费用率	财务费用率
珀莱雅	30.96	3.93	2.36	63.64	11.83	39.51	6.31	2.39	0.28
丸美股份	17.80	5.15	4.66	67.79	28.80	30.36	5.09	2.49	-1.26
上海家化	75.43	5.57	7.49	61.61	7.39	42.18	14.67	2.27	0.82
拉芳家化	9.55	0.50	1.37	54.84	5.28	43.38	4.53	3.96	0.00
御家汇	24.01	0.27	-2.09	50.82	1.06	43.35	4.28	1.82	0.58

图：经营数据　来源：塔坚研究

从经营数据上来看，化妆品公司的毛利率水平相差不大，但销售费用率和管理费用率上，上海家化的投入程度明显高于同业可比公司水平。 比如，丸美的销售费用率低，主要是其销售方式以直营和加盟为主，旗下销售人员数量仅 321 人，远少于上海家化和珀莱雅水平。 而上海家化的销售费用率高，主要是其旗下产品线布局多又丰富，差异化产品定位，不同品牌需要请不同类型代言人，因此需要高额的销售费用做推广。而丸美的销售费用率低，是因为其主打产品

是眼部护肤品，产品线单一，且持续多年，不需要过多的营销投入。

以上，为本行业报告部分内容。近期我们新开辟了基金笔记、宏观笔记、行业笔记三个研究系列。如需获取全部行业笔记、基金笔记、宏观笔记、建模笔记，请扫描下方二维码订阅专业版报告库。一分耕耘一分收获，只有厚积薄发的硬核分析，才能在关键时刻洞见未来。

扫码阅读优塾核心产品

专业版估值研报库

如需了解更多，请添加工作人员微信：ys_dsj

【版权与免责声明】1）关于版权：版权所有，违者必究，未经许可，不得以任何形式进行翻版、拷贝、复制。2）关于内容：我们只负责财务分析、产业研究，内容观点仅供参考，不支持任何形式的决策依据，也不支撑任何形式的投资建议。本文是基于公众公司属性，根据其法定义务内向公众公开披露的财报、审计、公告等信息整理，不为未来的变化做背书，未来发生的任何变化均与本文无关。我们力求信息准确，但不保证其完整性、准确性、及时性。市场有风险，研究需谨慎。3）关于主题：财务建模报告工作量巨大，仅覆盖部分重点行业及案例，不保证您需要的所有案例都覆盖，请谅解。4）关于平台：优塾团队所有内容以微信平台为唯一出口，不为任何其他平台内容负责，对仿冒、侵权平台，我们保留法律追诉权力。