

中国化妆品行业

内资品牌兴起，重塑行业竞争格局

Equities

中国
化妆品业

胡 昀昀, CFA

分析师

S1460513010001

yunyun.hu@ubssecurities.com

+86-213-866 8964

内资品牌份额上升

中国的化妆品市场早在上世纪 80 年代就向国际企业开放。近年来，国际品牌的主导地位遭遇挑战，内资品牌的市场份额从 2010 年的 39% 提升至 2014 年的 46%。一些领先的全球品牌承压，尤其是那些已经有较高渗透率的品牌。日妆品牌表现落后，而韩妆品牌则是成长新星。

原因: 什么发生了改变?

我们认为，有四大因素推动竞争格局发生这种改变：1) 增长从高线城市转向低线城市；2) 消费者的需求更为多变且细分，对“国货”的态度发生变化；3) 跨国企业占主导的现代渠道市场份额不断下滑，而化妆品专营店和电商渠道增长；4) 本土企业更具竞争力：市场营销能力更强、品牌形象升级且资金支持更为充裕。

前景: 有望进一步提升市场份额、升级品牌形象

在发达市场，本土企业通常占据主导市场份额，因其更了解本土市场；最大的本土企业市场份额可达 10-25%，而中国还不到 5%。我们认为中国的内资企业将继续从下列因素中获益：1) 低线城市的消费升级；2) 专营店和电商渠道的快速增长；3) 更多变、多样化的需求；相对应的，本土企业在低线城市渗透率更高、在专营店和电商渠道具备优势，且具备快速反应的灵活机制。本土品牌要进入高端化妆品市场仍较为困难，但有望升级至中高端或是大众精品领域。

“长跑者”的关键决定因素

我们看好内资企业面临的机遇，但认为未来也存在挑战。我们认为，随着门店扩张和积极营销驱动下的增长放缓，研发能力和现代化的管理体系将成为可持续成长的关键。上海家化(SS600315) 在这方面起步较早，相对本土竞争者具备领先优势。

目录

内资品牌市场份额上升	3
化妆品市场增长强劲	3
近年来国内企业开始崛起	4
原因：出现了哪些变化？	8
消费结构：低线城市的增长	8
消费者：不断成熟，对国产品牌的态度正在改变	9
渠道：专营店和电子商务的崛起	11
国内企业竞争力增强	15
展望	18
本土品牌在发达市场份额领先	18
有利机会——本土企业优势	19
进入高端市场很难，但切入大众精品/中高端细分市场应为可行	26
研发及管理将决定可持续发展	28

胡 昀昀, CFA

分析师

S1460513010001

yunyun.hu@ubssecurities.com

+86-213-866 8964

内资品牌市场份额上升

化妆品¹市场增长强劲

中国是全球第二大化妆品市场，2014 年规模为 2940 亿元，五年来的年均复合增长率为 10%。许多外国企业都把中国市场视为“必争之地”，甚至是关键的收入增长点。

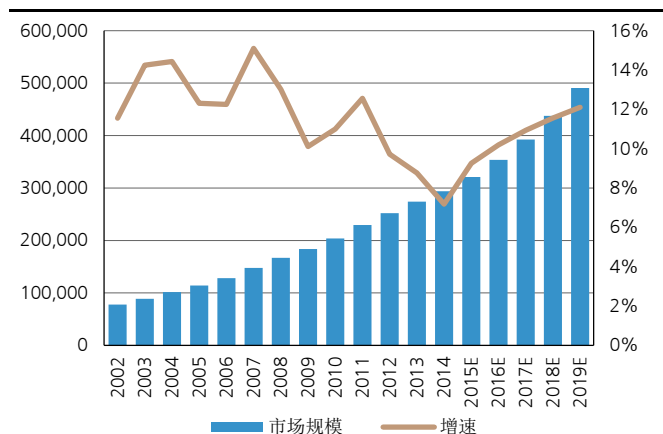
五年来中国化妆品市场年均复合增长率为 10%，规模已达 2940 亿元

增速下降，但也许不像看上去那么糟糕

过去两年中，随着整体经济放缓，整个化妆品市场的增速也不断下降。这是否预示着一种新常态？是的，但我们并不悲观。我们认为实际局面也许要好于数据所体现的情况。我们和行业专家接触后了解到，通过现代渠道（连锁超市、商场等）收集的中国化妆品市场数据相对准确，但从专营店和小型超市等其他渠道获得的数据就不那么精准。因此，一、二线城市的数据远比其他城市的数据准确。近年来，现代渠道和高线城市的增长速度无疑持续放缓。同时，由于统计上存在困难，相关数据也许未能体现出专营店或其他低线城市的快速增长。

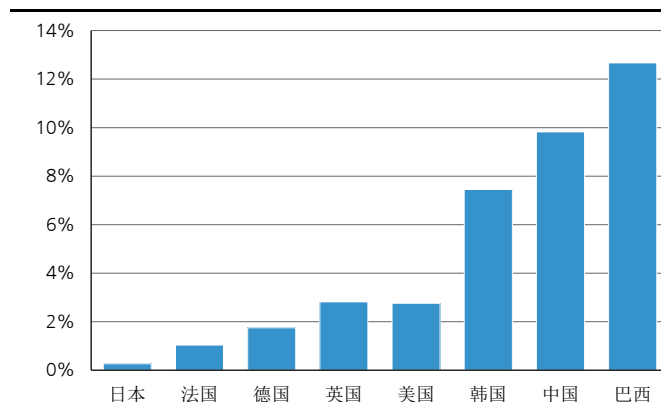
近年来增速下降，但也许好于数据所体现的情况

图表 1: 美容和个人护理产品市场规模（百万元）



来源: 欧睿国际

图表 2: 中国是增长最快的化妆品市场之一（2009-14 年年均复合增长率）



来源: 欧睿国际

中国仍有很大增长潜力

对许多中国消费者来说，化妆品仍是可选消费品。中国的年人均化妆品消费水平只有 35 美元，是日本的八分之一。随着收入稳步增长，人们会更愿意为美丽消费，购买更多种类的产品或价格更高的化妆品。欧睿国际提供的数据显示，2014-19 年中国市场销售额将以 11% 的年复合增速增长（考虑通货膨胀），2019 年销售额将达 4910 亿元（约合 770 亿美元）。

中国人均化妆品消费水平只有日本的八分之一，仍存在可观增长潜力

护肤品是主要品类，彩妆增速可能加快

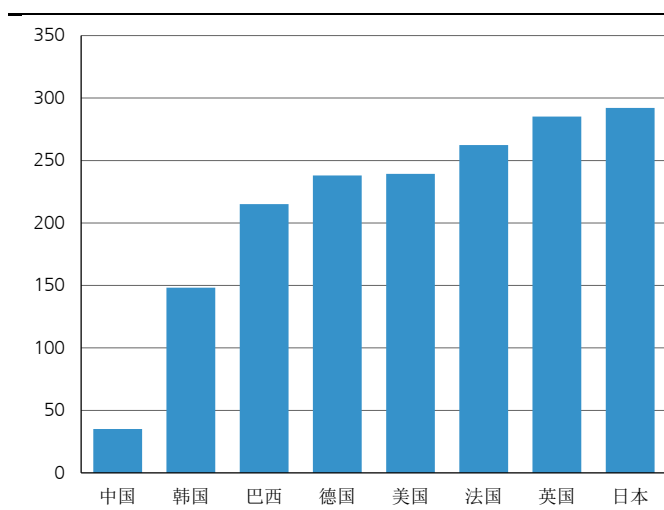
欧睿国际的数据表明：

¹ 指美容和个人护理用品

- 护肤品是最大的细分品类，在中国整个化妆品市场中的占比从 2005 年的 40% 增至 2014 年的 48%。过去五年其年均复合增长率为 11%，预计今后五年仍将保持 12% 的增速。
- 随着彩妆消费习惯的普及，彩妆品类会加速增长（预计今后五年其年均复合增速将从过去五年的 10% 升至 12%）。
- 另外两个细分品类——男士护理和婴幼儿是过去五年的成长明星，年均复合增速分别为 17% 和 16%。欧睿国际预测，今后五年其增长率将分别达到 13% 和 18%。
- 和其他品类的高增长相反，个人护理品类（如口腔护理、沐浴和洗衣产品）仍将保持个位数增长。

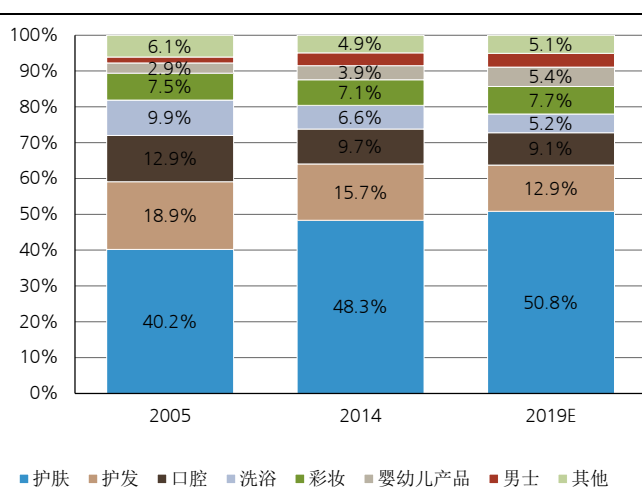
护肤品是最大的细分品类；彩妆增速预计将加快

图表 3: 中国人均化妆品消费水平仍落后（美元）



来源: 欧睿国际

图表 4: 美容和个人护理品类占比



来源: 欧睿国际

近年来国内企业开始崛起

- 外国公司曾主导市场

图表 5: 中国领先的美容及个人护理公司及其主要品牌

公司	品牌	创立年份	种类	是否上市
上海家化	佰草集	1998	皮肤护理	是
	美加净	1962	皮肤护理	
	高夫	1992	皮肤护理	
	六神	1990	头发护理/ 沐浴露	
伽蓝	自然堂	2001	皮肤护理/ 彩妆	否
	美素	2001	皮肤护理/彩妆	
相宜本草	相宜本草	1999	皮肤护理	否
珀莱雅	珀莱雅	2003	皮肤护理/彩妆	否
广东丸美生物技术	丸美	2000	皮肤护理/彩妆	否
上海百雀羚	百雀羚	1931	皮肤护理/头发护理	否
环亚	美肤宝	1990	皮肤护理/彩妆	否
卡姿兰	卡姿兰	2001	彩妆	否
上海菲扬	玛丽黛佳	2006	彩妆	否
广东熊猫日用化工	拉芳	1999	头发护理	否
霸王（广州）	霸王	1989	头发护理	是
云南白药	云南白药	1993	口腔护理	是
重庆登康口腔护理用品	冷酸灵	1987	口腔护理	否
柳州两面针	两面针	1994	口腔护理	是

来源: 公司网站

化妆品是中国最早向外资公司开放的市场之一。庞大的人口基数和可观的增长潜力吸引了众多国际品牌。最早进入中国的是欧洲和美国公司（如宝洁的玉兰油品牌 1989 年就进入了中国市场）。20 世纪 80、90 年代，化妆品还是一个新市场，消费者在使用个人护理产品方面尚未形成习惯。因此，许多内资品牌的规模都非常小，没有竞争力或竞争力薄弱。而另一方面，外国公司拥有成熟的品牌战略、丰富的渠道运营经验以及充裕的资金。鉴于竞争力的显著差异，国际品牌在中国迅速发展，并且轻松占据了领先地位。它们不仅和中国市场共同增长，还发挥了教育消费者的作用。

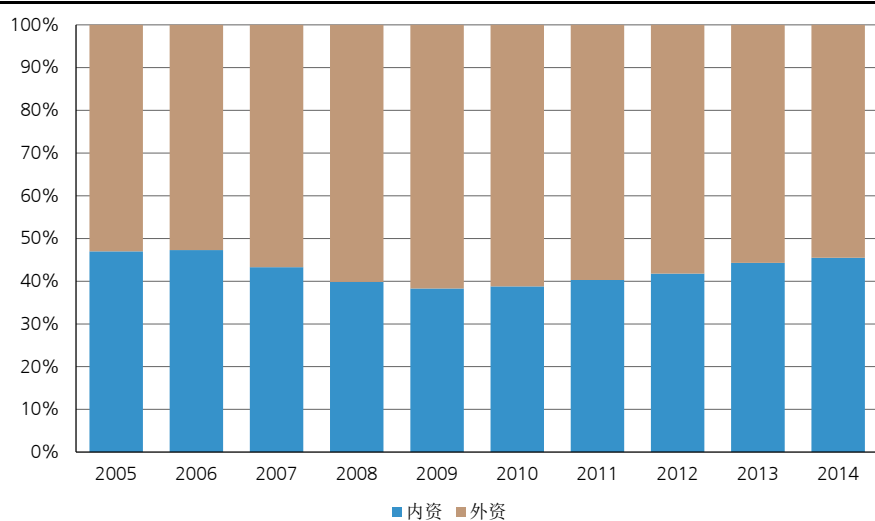
■ 近年来内资品牌的市场份额持续上升

不过，近年来外资品牌的主导地位开始受到挑战，内资品牌的市场份额不断上升。2000 年前后，中国出现了新一代化妆品公司。它们从 10 年前开始引起消费者的注意，并在过去五年中成长为规模可观的企业。根据欧睿国际和尼尔森的数据以及我们的估算显示，内资品牌的市场份额已从 2010 年的 39% 升至 2014 年的 46%。10 年来，国内十大品牌的市场份额上升了 5 个百分点，而且从 2010 年开始增长的越来越快。十大外国品牌的市场份额在 2008 年达到最高点，随后面临下行压力，一些知名品牌甚至已经退出中国市场。

20 世纪 80-90 年代，进入中国市场的国际品牌拥有显著优势……

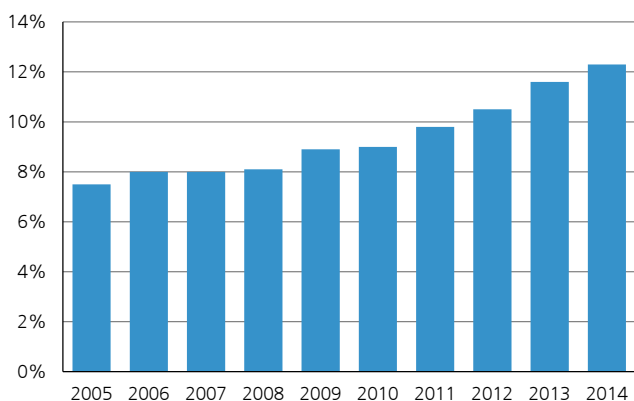
……但现在它们面临压力，内资品牌的市场份额则从 2010 年的 39% 升至 2014 年的 46%

图表 6: 近年来本土美容和个人护理品牌的市场份额不断上升



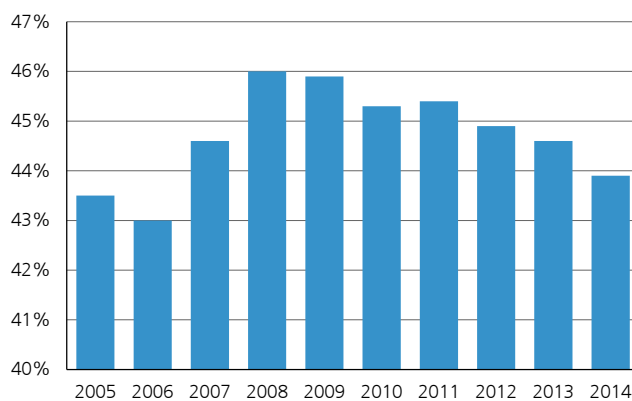
来源: 欧睿国际, 贝恩、凯度、行业协会、瑞银估算

图表 7: 十大本土公司的总市场份额稳步上升



来源: 欧睿国际

图表 8: 十大国际公司的市场份额从 2011 年起不断下降



来源: 欧睿国际

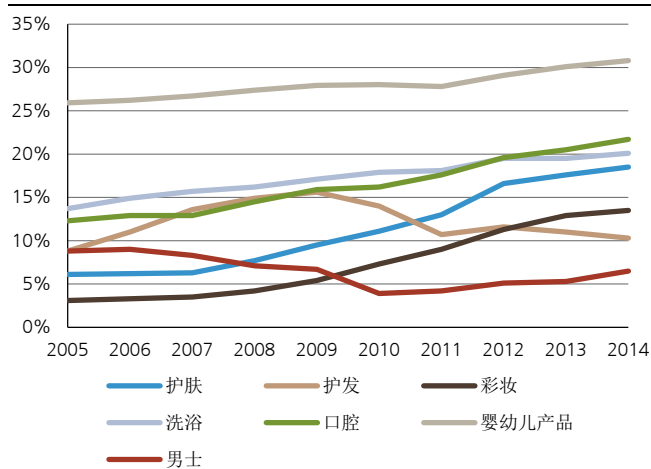
图表 9: 部分外国品牌退出了中国市场

年份	品牌	所属集团	国家	品类	具体情况
2006	SKII	宝洁	美国	护肤	因含有有害成分而在中国停售，但随后重返中国市场
2006	蜜丝佛陀	宝洁	美国	彩妆	因销售业绩低迷而全面撤离，但 2009 年再次进入中国市场
2013	艾天然	Fancl	日本	护肤	无法为中国市场供货，决定停止在中国的销售和营销
2013	露华浓	露华浓	美国	彩妆	由于销售情况欠佳而退出中国市场
2014	丁家宜	科蒂	法国	护肤	决定重建中国业务，停止销售丁家宜的产品
2014	卡尼尔	欧莱雅	法国	护肤	鉴于该品牌增长乏力，在收购美即之后，管理层认为美即更适合对更高端的巴黎欧莱雅品牌形成互补
2014	媛碧知	乐敦	日本	护肤	中国市场激烈竞争，渠道扩展缓慢，营销策略无效，因而难以生存

来源: 互联网

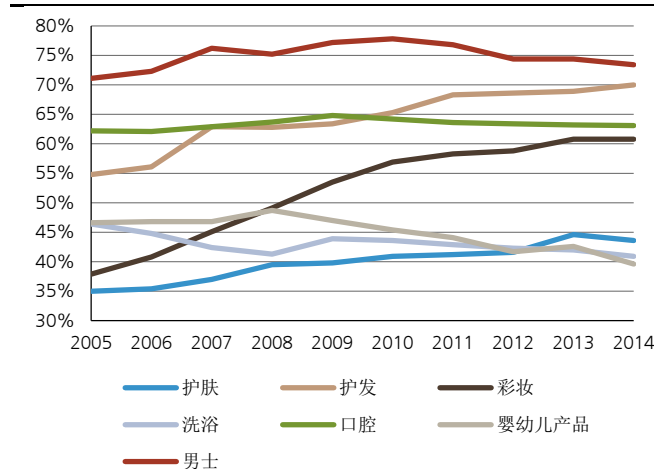
- 过去五年，内资品牌在各主要品类中（除了护发用品）份额均有上升

图表 10: 各细分市场前十大本土公司的总份额



来源: 欧睿国际

图表 11: 各细分市场前十大外资公司的总份额



来源: 欧睿国际

- 国际品牌表现不一，韩国品牌成为成长明星

国际品牌方面，我们发现竞争格局也不断出现变化。

近几年，处于领先位置的跨国公司面临压力，特别是那些渗透率较高的品牌。联合利华和拜尔斯道夫受复杂分销系统去库存的影响，这些分销渠道高度集中在高线城市。宝洁在口腔护理、护发和护肤领域市场份额不断下降，且被认为对市场变化反应缓慢、缺乏创新。另一方面，欧莱雅和雅诗兰黛从其高端品牌的定位中获益，本土企业几乎未能进入这个领域。欧睿国际的数据显示，过去十年高档化妆品消费量年复合增速比大众化妆品快 4 个百分点。但二者的差距一直在缩小，2011-14 年高档化妆品年复合增速从 2008-11 年的

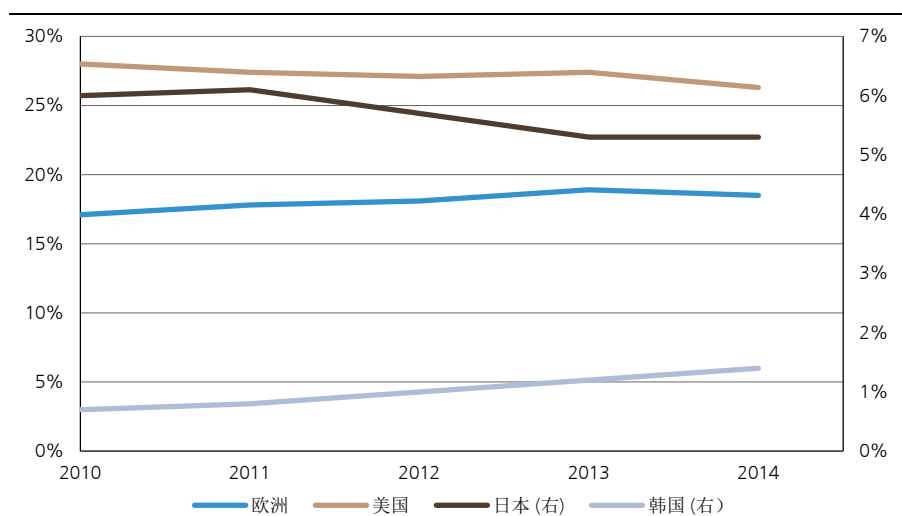
国际品牌表现不一

17%放缓至 10%，大众化妆品年复合增速从 10%放缓至 8%。我们认为这主要是由于消费者向高档品牌的升级放慢，而升级需求被中档或大众精品品牌填补。

日本品牌曾有较高的知名度，但近几年表现欠佳。我们认为主要原因可能是中日两国政治关系紧张以及缺乏营销投资造成品牌形象老化。

韩国品牌成为成长明星。据瑞银亚洲消费品行业分析师 Jennifer Han 介绍，2014 年爱茉莉太平洋和 LG Household & Healthcare 在中国的业务分别增长了 38% 和 47%。她认为这主要得益于：1) 产品创新；2) 产品上市时间较短；3) 定价有吸引力；4) 文化吸引力。详情请参见瑞银于 2015 年 3 月 9 日发表的报告《中国化妆品行业 - 电商化妆品销售增长带来的“危”与“机”》。

图表 12: 20 大外资品牌的总市场份额



来源: 欧睿国际

原因：出现了哪些变化？

我们认为，上述竞争格局变化的主要原因是消费结构、消费者、渠道以及国内企业自身发生了改变。

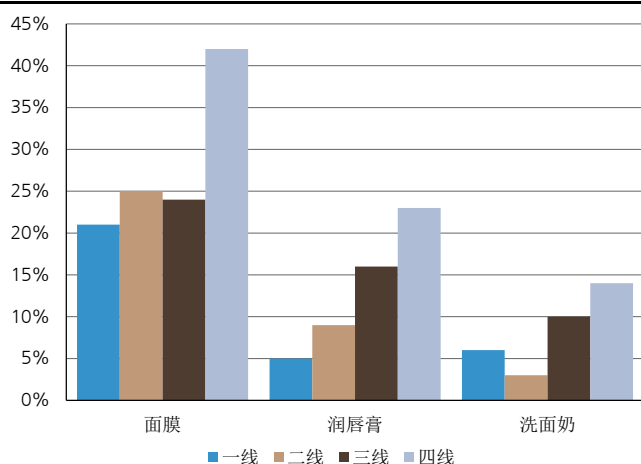
消费结构：低线城市的增长

以前一、二线城市是中国化妆品消费的主要市场，约占总销售额的 40% 左右。国际品牌的中国业务都在这些城市起步并且占据了绝大部分市场份额。随着市场日益成熟以及消费者转向电子商务和海外购物，高线城市的增速开始放慢。同时，其他城市的收入水平迅速上升，从而成为新的增长点。根据我们和行业专家的交流，在一线城市，个人护理产品市场的增长率为 3-5%；二线城市为 10%；三线城市达到 15%，甚至更高。

高增长区域向低线城市转移

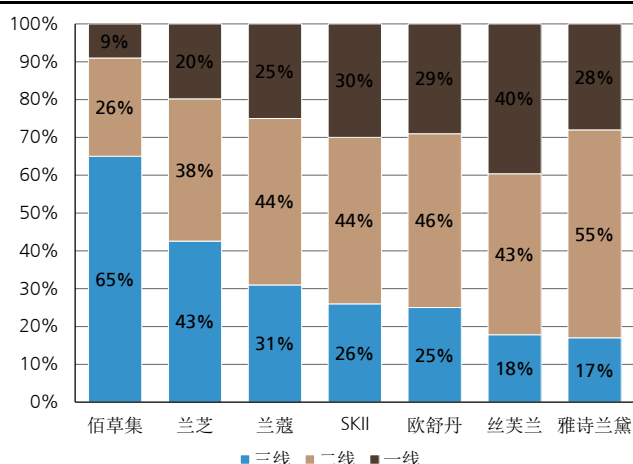
大多数内资品牌的销售网点都设在低线城市，因而可以捕捉到这些新兴市场快速增长所带来的机会。比如，内资品牌佰草集 65% 的销售网点在三线或三线以下城市，而雅诗兰黛在这些城市的销售网点占比为 17%。

图表 13: 各线城市的化妆品市场增速



来源: AC 尼尔森

图表 14: 部分品牌的销售网点位置

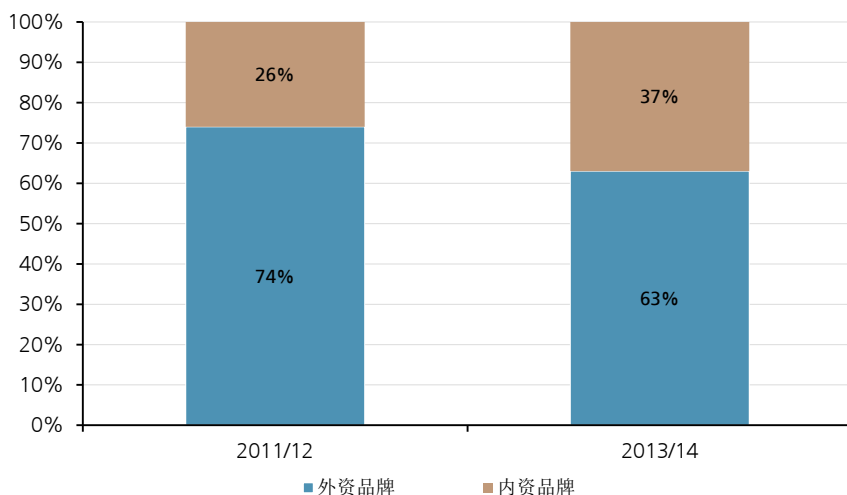


来源: 公司数据、瑞银

消费者：不断成熟，对国产品牌的态度正在改变

数字 100 对 4.5 万名年龄在 16-65 岁的女性消费者进行了调查，结果表明近年来她们使用国产品牌化妆品的意愿上升。2013-14 年，37% 的受访者选择购买内资品牌，高于 2011-12 年的 26%。

图表 15: 消费者选择内资品牌的意愿上升



来源: 数字 100

- 消费者更加成熟，追求性价比

国内外化妆品零售价差异很大，主要原因包括：1) 税收（部分高端产品需缴纳 2% 的进口税、17% 的增值税和 30% 的消费税）；2) 品牌商的定价策略所致，定价高企是为了突出其高端品牌的定位。

由于价差很大，消费者经常在国外购买高端产品

10 年来，出境游客几乎增长了三倍，消费者已经意识到国内外化妆品的显著价差，而且越来越不愿意支付溢价。如果真的想买高端产品，他们更愿意在出国时或通过跨境电商渠道购买。为鼓励国内消费，政府持续下调进口关税，最近的一次将护肤品进口关税从 5% 下调至 2%。欧莱雅、雅诗兰黛、资生堂等国际品牌随后响应计划下调其在中国市场的部分产品/品牌价格。我们认为

降价的目的是实现中国与海外市场价格趋同，因为越来越多的中国消费者选择在海外门店、而非在国内购买这些品牌的高端化妆品。但这一调整过程可能需要数年时间，我们预期对内资品牌的影响有限，因为他们基本上是在不同的领域竞争（前者做高档化妆品，后者做中档或大众市场）但是，与全球性品牌相比，韩国品牌的定价更接近内资品牌，因此如果韩国品牌继续降价，其吸引力可能更大。

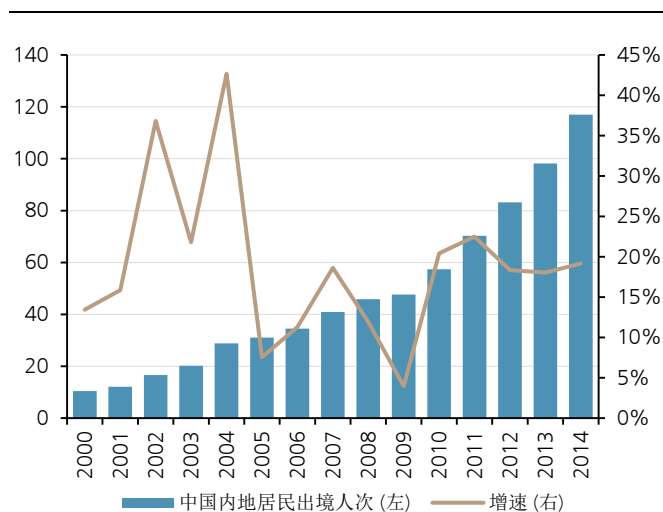
同时，一线城市消费者已经较为成熟，和发达市场的消费者一样，他们知道自己需要哪些产品。就像奢侈品领域的 logo 消费退烧，消费者不再盲目追求国际大品牌，他们更关注的是选择最适合的产品。比如，某位消费者可能既购买香奈儿面霜（售价超过 600 元），又购买相宜本草面膜（内资品牌，售价低于 50 元）。

某位消费者可能既买香奈儿面霜，又买相宜本草面膜

低线城市的消费者不像一线城市消费者那么成熟。他们的冲动购物倾向更明显，更容易受到化妆品销售人员的影响，而后者往往会推荐国产品牌。这些城市的消费者也关心性价比，而国产品牌及部分韩国品牌的价位则较为契合他们的需求。

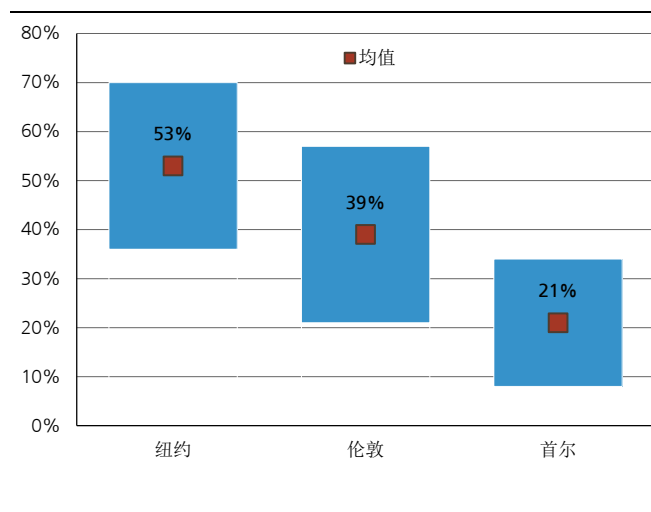
低线城市消费者购买化妆品时容易受到美容导购的影响

图表 16: 10 年来出境游客几乎增长了三倍（百万人）



来源: 中国国家旅游局

图表 17: 国内化妆品实体店价格比纽约、伦敦和首尔高 20-60%



来源: 瑞银调查

■ “传统品牌”的回归风潮

近几年，化妆品市场出现了“国货回归”的趋势。这来自于消费者对中国文化的信心和认同感在增强，从而他们可以客观地评估国内产品的质量和品牌价值。因此，许多流行于 20 世纪 60 年代，但在随后很长一段时期里几乎消失的内资品牌重新回到了消费者的视野之中，性价比和口碑效应让这些品牌再次流行起来。

“第一夫人”是内资品牌的重要推广人

中国“第一夫人”彭丽媛是国产化妆品的重要推广人，她选择百雀羚（国产品牌，有约 80 年历史）护肤品作为出访其他国家的官方礼物。欧睿国际的数据显示，由于品牌和产品知名度得到了很大提升，百雀羚 2014 年的销售份额显著增长。

■ 需求更多样、更具体

随着消费者更加成熟，他们在产品用途、成分和品牌定位上的偏好也更为细分。比如，中草药是个重要的细分市场，也是被云南白药、佰草集（上海家化）等内资企业发掘的黄金机会。口腔护理市场的竞争非常激烈，而且比其他个人护理产品市场更成熟。云南白药以中草药解决牙龈问题为着眼点，没有走美白、防蛀等通用路线。凭借这种差异化定位，该公司成功建立起了国内第三大口腔护理品牌。佰草集也凭借差异化的中草药配方在竞争激烈的护肤品市场实现了高增长。

消费者变化无常，需求多种多样

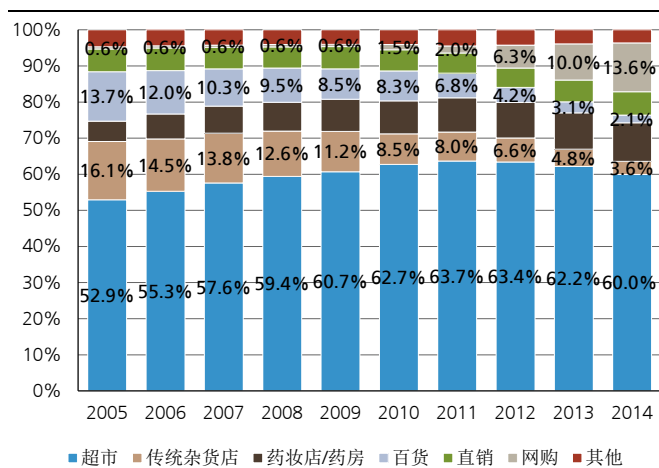
渠道：专营店和电子商务的崛起

中国的多层级市场以及消费者快速变化的需求使得化妆品分销渠道可能是世界上最为复杂的渠道系统之一。现代渠道包括连锁大卖场/超市和商场，它们由跨国公司主导。不过，由于设立新店的速度放慢以及人流量下降，现代渠道的市场份额正在向新兴渠道转移。比如，商场和超市在美容类化妆品（护肤和彩妆）销售中所占的比重分别从 2005 年的 47% 和 18% 降至 2014 年的 30% 和 12%。同时，专营店和电商的比重从 2005 年的 9% 和 0.5% 升至 14% 和 17%。

国际品牌在超市和商场等渠道中有优势，但这些渠道的比重一直在下降

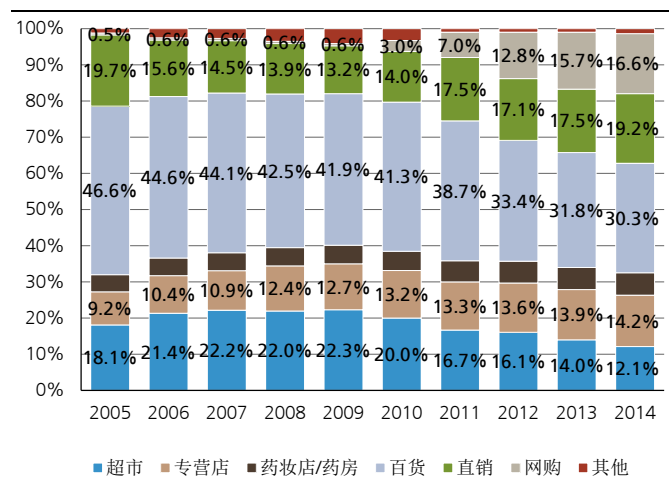
在现代渠道中，国际品牌相对于国内企业更有优势。强大的品牌影响力帮助它们得到更有利的销售条款和更好的地理位置。比如，商场只对一线国际品牌收取 10-15% 的扣点，而内资品牌的扣点为 25-30%。和门槛较高的现代渠道不同，专营店和电商渠道成了内资品牌的良好切入点。许多内资品牌都和这些新渠道共同实现快速增长。实际上，自然堂、珀莱雅和丸美等顶尖内资品牌都是从专营店渠道发展起来。

图表 18: 个人护理产品市场各渠道占比



来源: 欧睿国际

图表 19: 美容产品（护肤品+彩妆）市场各渠道占比



来源: 欧睿国际

化妆品专营店的兴起

随着低线城市的需求不断增长，再加上现代渠道下沉有限，化妆品专营店得到了迅速发展，从而填补了这个缺口。AC 尼尔森的数据显示，国内化妆品专营店数量已从 2008 年的 10 万家增至 2014 年的 16 万家以上。这包括屈臣氏和丝芙兰等国际连锁店，也包括国内连锁店以及众多小型独立专营店。它们采用一站式购物模式，品牌多，服务好，价格有吸引力。欧睿国际的数据表明，在护肤品领域，专营店渠道 10 年来的年均复合增长率为 19%。在发展

国内专营店数量已超过 16 万家，它的发展满足了低线城市的需求

初期，专营店需要内资品牌帮助它们扩展市场，内资品牌也需要这样的渠道。以这种双赢合作为基础，内资品牌在专营店的帮助下迅速铺开了自己的销售网点。

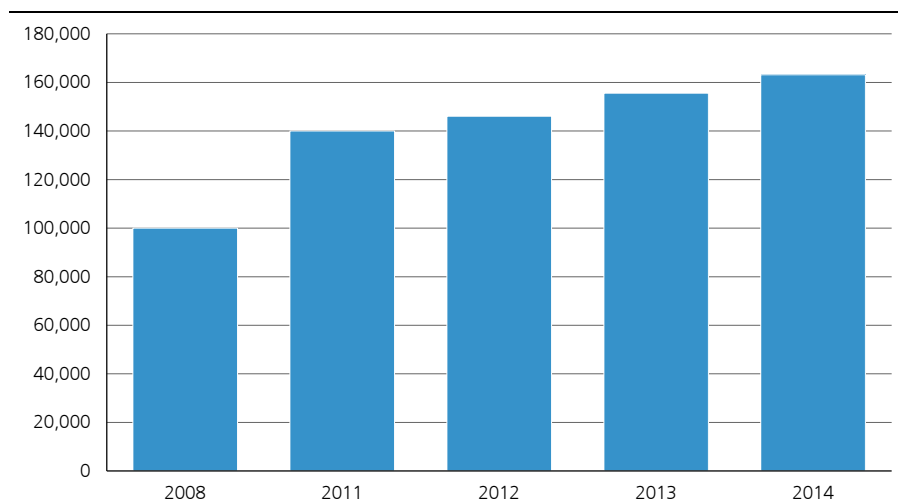
化妆品专营店的优势包括门槛低，库存风险可控，易于管理，投资回报高等。在多数二、三线城市，专营店占化妆品市场的六成左右。在一些四、五线城市，它们甚至是消费者购买化妆品的唯一选择。

图表 20: 国际和内资连锁专营店

公司	进入中国市场的年份	店铺数量	特点
国际连锁零售商			
屈臣氏	1989	2000	国际连锁店资金充沛，采用标准化运营，品牌知名度高。屈臣氏的普及率最高，其他零售商则大多在高线城市开展业务。它们还销售利润率较高的自有品牌产品。
丝芙兰	2005	128	
莎莎	2006	64	
国内连锁零售商			
千色店	1993	150	以大众市场和平价化妆品为目标，往往会通过降价使消费者受益。大多数店铺都设在二线和低线城市，每个零售商都有自己具有竞争优势的区域市场。
亿莎	1995	138	
金甲虫	1996	153	
唐三彩	2004	312	
娇兰佳人	2005	1000	

来源: 公司网站

图表 21: 化妆品专营店数量



来源: AC 尼尔森

电子商务发展迅猛

艾瑞咨询的数据显示，随着网购人群增长以及电商平台（如淘宝、京东）的不断完善，电子商务已成为增长最快的化妆品渠道，三年来的年均复合增长率为 37%。

电商是增长最快的渠道，三年来的年均复合增长率为 37%

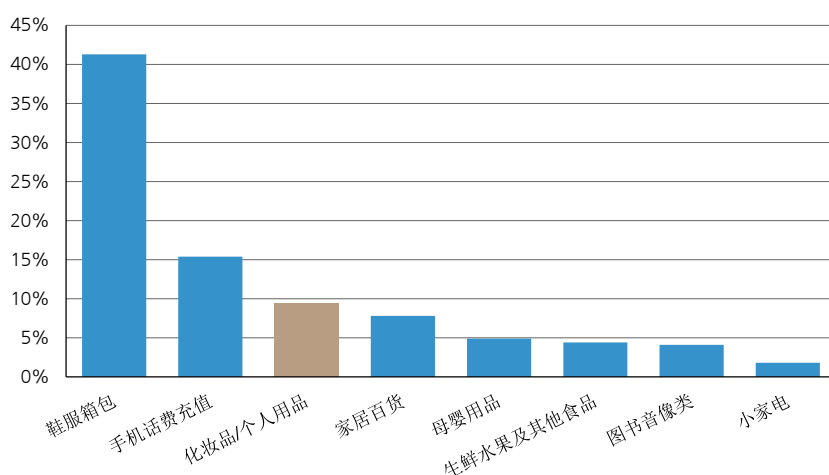
国内企业对电商的趋势做出快速反应，大多数品牌都在 2010 年之前实现了网上销售。另一方面，国际品牌较为保守，特别是大品牌，多数 2013 年以后才正式上线。

图表 22: 主要电商平台

	介绍	公司
C2C 平台	较早开展化妆品交易，但运营不正规。2006 年开始和品牌厂商合作，但合作范围不大。	淘宝、拍拍网
综合型 B2C 平台	2008 年开始化妆品交易。商品大多来自国内经销商，2010 年以后开始和品牌厂商合作。	天猫、京东、一号店
垂直 B2C 平台	2008 年开始化妆品交易。商品大多来自国内经销商，2010 年以后开始和品牌厂商合作，已开始尝试销售自有品牌产品。	聚美优品、乐蜂网
线下零售商的 B2C 平台	2010 年起步，或在其他电商平台上开店，或自行建立网上商城	丝芙兰、银泰百货、屈臣氏、欧尚

来源: 艾瑞咨询

图表 23: 2013 年最受中国女性网民欢迎的 10 种商品



来源: 艾瑞咨询

微商势头强劲

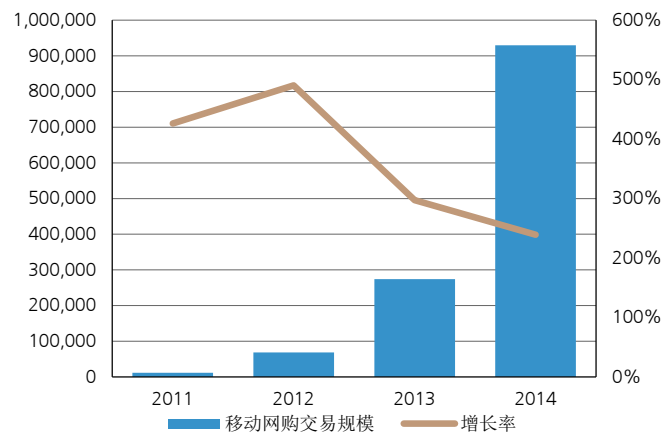
随着线上渠道的蓬勃发展，一个不可忽视的移动购物新渠道是微商渠道。这种新业态是以微信应用为基础，在“朋友圈”实现信息共享、个人推荐和产品展示。许多内资品牌都从微商的迅速发展中获益，基于对社交网络移动购物的乐观预期，越来越多的品牌商开始积极开发这个渠道。

艾瑞咨询的数据显示，2014 年国内移动购物市场的规模为 9300 亿元，同比增幅超过 200%，占在线购物市场的 33%。

随着移动购物的蓬勃发展，2013 年以来微商增长迅速

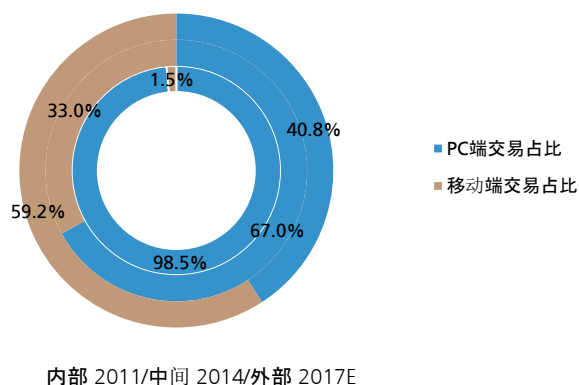
由于用户众多（2015 年 1 季度末为 5.46 亿人）以及功能越发强大，微信已经成为国内最大的社交网络电商平台之一。在微信 4.0 版本新增了朋友圈功能后，微商在 2012 年开始蓬勃发展。中国微商产业联盟筹备委员会主任陈其胜 2015 年 4 月介绍说，微商的从业人数达 1000 万，市场规模为 960 亿元。根据微盟，在各类产品中，化妆品比重最大，占整个市场的 63%。

图表 24: 移动购物持续快速增长（百万元）



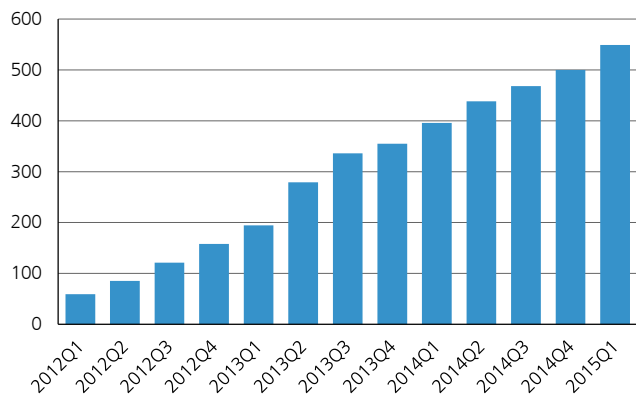
来源: 艾瑞咨询

图表 25: 移动购物占网购成交量的比重大幅上升



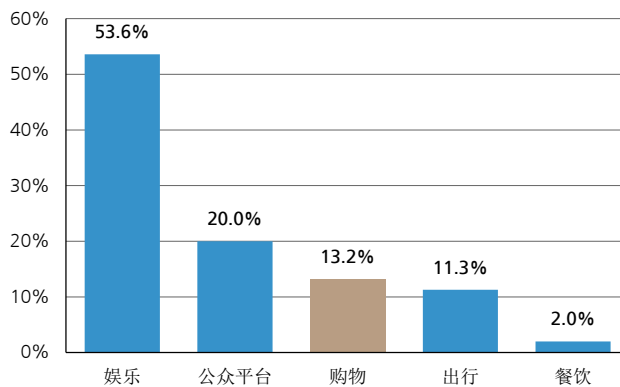
来源: 艾瑞咨询

图表 26: 微信活跃用户数量（百万人）



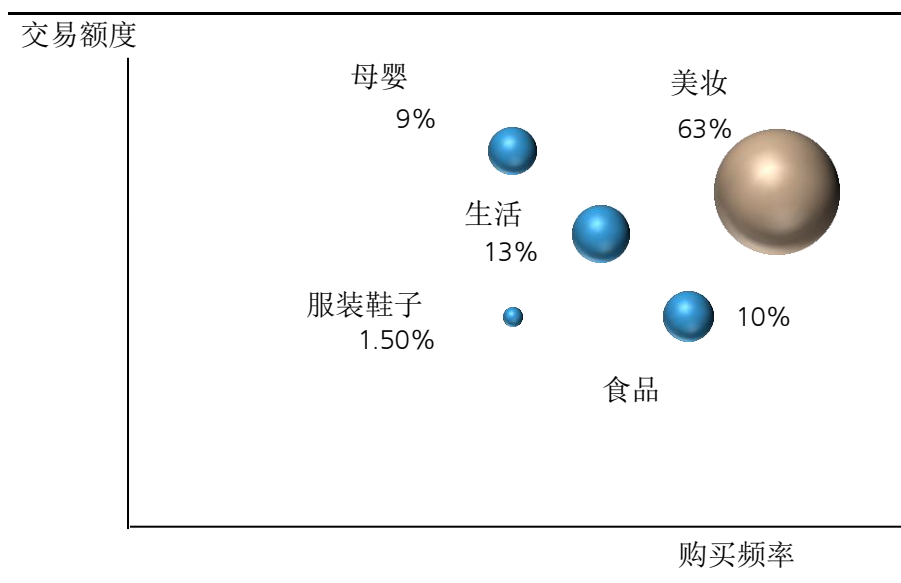
来源: 腾讯

图表 27: 各类微信消费（2013 年 7 月-2014 年 4 月）



来源: 腾讯科技、中国信息通信研究院

图表 28: 微商市场中的各类产品



来源: 微盟

国内企业竞争力增强

- 营销能力更强

通过对国外竞争对手的学习, 国内企业在通过营销活动提高品牌认知度方面变得越来越积极。尽管它们的预算不能和大型跨国公司相提并论, 但内资品牌能通过创造性的营销策略迅速打响知名度, 特别是赞助热门真人秀节目, 体现出很好的费用效率。

内资品牌借助积极的营销策略迅速打响知名度

比如, 2013 年百雀羚斥资 7000 万元获得《中国好声音》独家特约权, 进而得以迅速提高品牌认知度。在随后的天猫双 11 购物节上, 百雀羚单日销售额达到 1500 万元。通过吸引大量电视观众的注意力, 这个传统化妆品品牌在年轻人当中的知名度大幅上升。

图表 29: 本土公司积极进行赞助营销

竞标时间	品牌	事件	金额
11/16/2012	九美子	在《中国好声音》节目上投放广告并获幕后节目独家特约权	5280 万元
11/18/2012	相宜本草	获央视《舞出我人生》节目冠名权	1.09 亿元
9/17/2014	韩后	获广州塔塔身广告五年使用权, 开国内化妆品行业先河	2 亿元
10/17/2014	韩束	获《非诚勿扰》节目冠名权	5 亿元
10/24/2014	丸美	获《全民电影》节目冠名权	3.9 亿元
10/29/2014	滋源	获湖南卫视金鹰剧场冠名权	4 亿元
11/6/2012			7000 万元
11/2/2013	百雀羚	获《中国好声音》节目独家特约权	1.53 亿元
11/10/2014			1.8 亿元

来源: 互联网

- 汲取价格战教训, 改善品牌形象

在早期阶段，大多数国内企业的定位都是大众型化妆品生产商。受较弱的品牌力限制，它们采用低价策略，利润率非常低。不过，这些公司意识到这种经营模式并不可持续。现在它们不再依赖于低端市场的价格竞争，即所谓的“低质低价”策略，而是通过提高产品质量来改善品牌形象。图表 30 中对比了国内和国际品牌，从中可以看出二者差距不大，一些内资品牌的价格甚至高于国际品牌。

图表 30: 价格对比

比较产品	品牌&产品	本土 价格每100g/ml(RMB)	品牌&产品	外资 价格每100g/ml(RMB)
牙膏	云南白药 180 g 卓效护龈	15	高露洁 140 g 卓效护龈	13
护肤	滋源 265 ml 无硅油	19	丝蓓绮 220 ml 奢华光艳系列	22
沐浴	六神 1 L	3	舒肤佳 1 L	4
护手霜	美加净 30 g 水果精华（高端）	83	妮维雅 50 g	30
面霜	佰草集 50 g 保湿	540	欧泊莱 50g 时光紧实弹润系列	560
眼霜	丸美 20 g 丝蛋白修护提升	1490	欧莱雅 15 g 抗皱紧致	1400
BB霜	韩束 40 ml	313	欧莱雅 30 ml	330
婴儿用品	启初 135 ml	28	强生 250 ml 天然舒润高端系列	32
洁面	高夫 120 ml	57	欧莱雅男士 100 ml	39

来源: 天猫、公司网站

▪ 资金支持力度加大

几年前，跨国公司收购了许多知名内资品牌，其目的是全面掌握国内经销渠道。不过，大多数被收购的品牌经过整合都表现欠佳，甚至最终从市场上消失。

资金支持力度增大使国内企业避免了被国外竞争对手收购的命运

但目前情况已经不同。尽管上市的化妆品公司仍非常少，但许多前景良好的内资品牌都能获得风投公司或私募基金的资金支持。

图表 31: 跨国公司收购的内资品牌

年份	跨国品牌	被收购品牌	目的	结果
1994	汉高	孩儿面、光明染发剂	借助互补型产品进入中国市场	目前几乎没有得到发展，市场影响有限
1994	联合利华	中华	获得中华牙膏的品牌价值	2011年起增加对中华品牌的投资，销售额和市场份额得到改善
1996	科蒂	羽西	抓住机会进入中国化妆品市场	管理不善，2004年转让给欧莱雅；2006年，欧莱雅将羽西并入其高端化妆品业务并在中国重塑品牌形象。2004年销售止跌，但并无太大增长
2003	欧莱雅	小护士	让卡尼尔品牌获得经销渠道	市场份额大幅下降
2007	拜尔斯道夫	包括丝宝集团下的风影，舒蕾，顺爽等品牌	获得丝宝在三、四线城市的经销渠道以及很高的品牌知名度	丝宝的销售及盈利一直表现不佳
2008	强生	大宝	借大宝的渠道进入低线城市和农村市场，扩展中国业务低端产品线	在产品优化、包装和营销方面做了小幅调整，但在提高市场份额方面进展不大
2010	科蒂	丁家宜	利用丁家宜的经销渠道来推广个人护理品牌和阿迪达斯品牌香水	2014年退出市场
2012	强生	暖呵	降低竞争风险并在中国婴儿产品市场立足	继续推出新产品
2013	欧莱雅	美即	将产品线延伸到面膜	成为欧莱雅的子公司，耗时一年进行整合，2015年启动品牌升级计划

来源: 互联网

图表 32: 近年来的投资案例

年份	投资对象	投资人	投资模式	金额
2007-2014	相宜本草	今日资本投资一(香港)有限公司、东进公司、架桥富凯	风投	8810 万/440 万元/105 万元人民币
2010	兰亭	深圳市创新投资集团有限公司、深圳市龙岗创新投资有限公司、深圳市同创伟业创业投资有限公司	风投	4800 万元人民币
2011	PBA	蔡文胜、君联资本	天使投资人投资、风投	约 5000 万元人民币
2012	双生玑	乐搏资本	天使投资人投资	NA
2013	丸美	L Capital Guangzhou Beauty Ltd	奢侈品集团投资	3 亿元人民币
2013	亚缇克兰	红杉资本	风投	1000 万美元
2013	薇诺娜	红杉资本	风投	NA
2013	美丽加芬	兰馨亚洲、纪源资本	私募、风投	上千万美元
2013	御家汇	深圳市创新投资集团有限公司	风投	NA
2013	美丽田园	中信产业投资基金管理有限公司	私募	NA
2014	小蜜坊	红杉资本	风投	5000 万元人民币
2014	韩后	红杉资本	风投	上亿元人民币
2014	纽西之谜	红杉资本	风投	NA
2014	薇美姿	君联资本	风投	上亿元人民币
2014	小妖	多家风投公司	风投	上千万元人民币
2014	花印	天图资本	风投	1 亿元人民币
2015	植美村	思埠集团	国内化妆品公司投资	7782 万元人民币

来源: 互联网

展望

本土品牌在发达市场份额领先

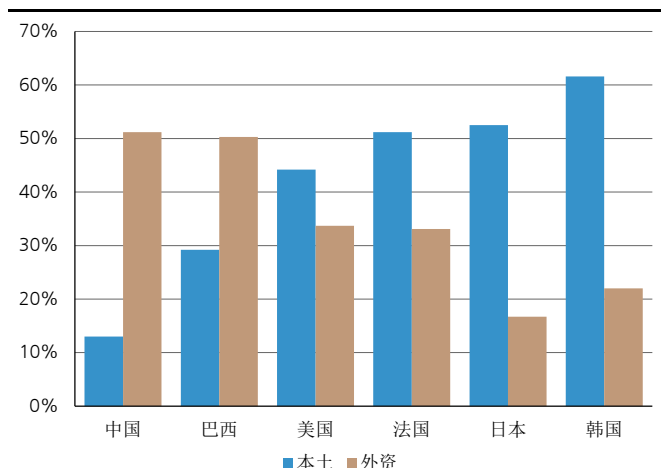
在发达市场，本土企业的优势通常在于它们比海外品牌更了解消费者和市场。

在发达市场，本土品牌较海外品牌通常更有优势

我们在一些主要国外市场选择了前 30 大公司，然后计算了海外品牌以及本土品牌的总市场份额，结果如图表 33 所示。本土品牌的市场份额一般占主导。比如，在韩国，本土品牌的份额为 62%，海外品牌为 22%。与之相反，在中国的 30 大化妆品品牌中，本土品牌的市场份额只有 13%，远低于海外品牌的 51%。

发达市场中，最大的本土化妆品公司的市场份额在 10-25%之间，而中国最大的内资化妆品企业的市场份额仅为 2.5%。因此，我们认为中国内资化妆品公司在提升市场份额方面仍有很大潜力，不管是就单个公司还是整体而言。

图表 33: 30 大品牌中海外品牌与本土品牌的市场份额 (2014)



来源: 欧睿国际

图表 34: 本土企业的份额通常最大, 但中国的情况并非如此

市场	最大本土企业	市场份额	排名
美国	宝洁	15.5%	1
中国	上海家化	2.5%	10
巴西	大自然化妆用品公司	11.3%	2
日本	花王	13.9%	1
法国	欧莱雅集团	24.4%	1
韩国	爱茉莉太平洋	25.2%	1

来源: 欧睿国际

有利机会——本土企业优势

城镇化推动低线城市消费升级——本土企业的门店布局优势

随着城镇化的推进, 我们对低线城市的消费升级持乐观态度:

- 城镇化将使中小城市人口增多, 并推动其人均可支配收入稳步上升

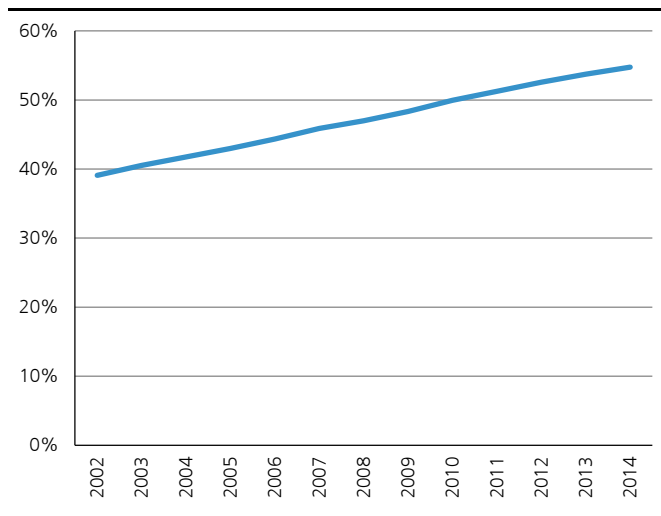
近年来, 低线城市的化妆品销售额增速已经超过高线城市, 这和工资增长情况相符。尽管三线城市人均工资较低, 但增速最快, 过去三年的年均复合增长率为 14%, 一、二线城市则分别为 9% 和 12%。

中小城市的人口和人均收入预计将上升

2013 年十八届三中全会的城镇化战略提出, 要建设以省会为中心的区域性城市群并推进以县、市为基础的就地城镇化, 同时严格限制特大城市人口规模。

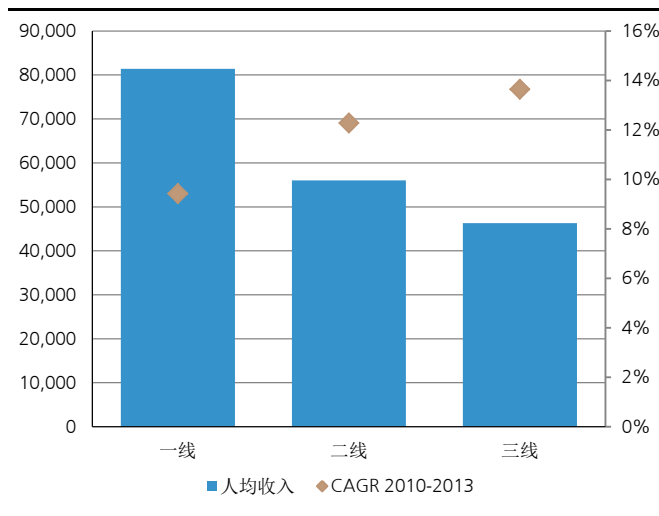
我们预计, 随着政府推进城镇化以及中国经济向以消费为导向的增长模式转型, 低线城市的居民数量和人均收入将稳步上升。

图表 35: 城镇化率继续稳步提高



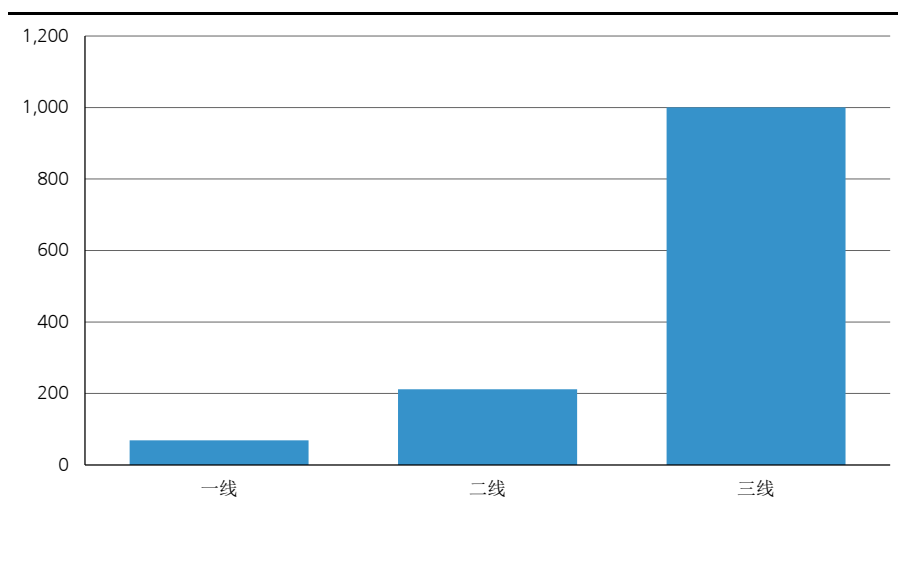
来源: CEIC

图表 36: 三线城市工资增速超过一、二线城市 (元)



来源: CEIC

图表 37: 2013 年各线城市人口（百万人）



来源: CEIC

■ 人均收入上升将推动化妆品消费升级

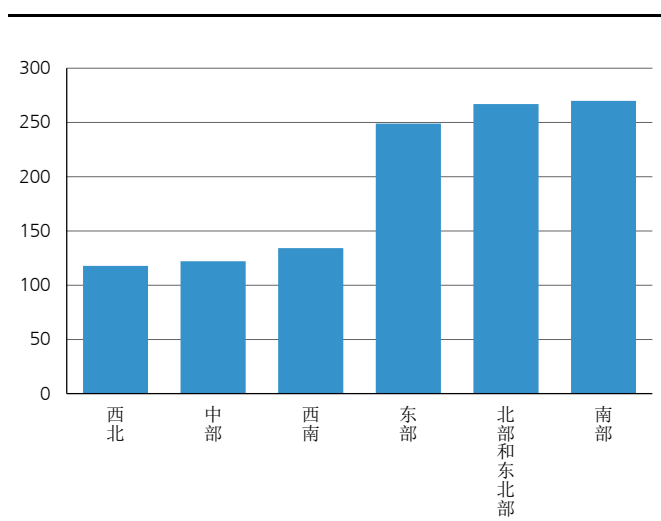
中国各地区的人均消费水平差距相当大。总的来说，发达地区居民更愿意花钱购买化妆品（化妆品消费在总消费中占比较高），如图表 39 所示。

人均收入上升将促使人们使用更多种类以及价格更高的化妆品

我们认为，低线城市的消费升级不光是产品均价的上升，随着消费者变得更加成熟，他们使用的化妆品种类也会增多。

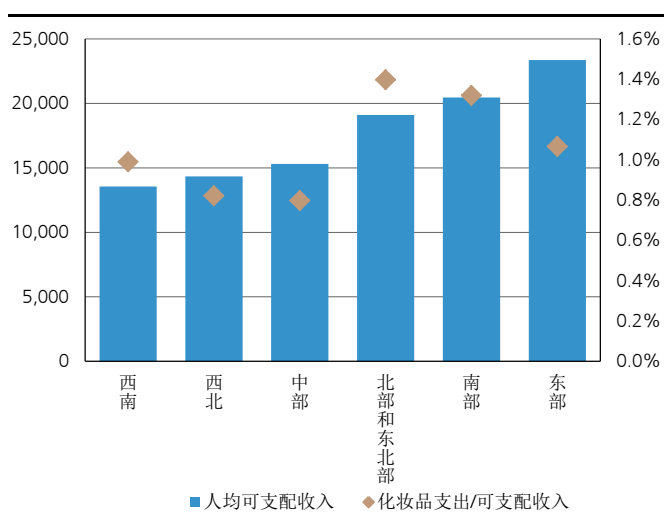
近年来面膜的流行就是一个很好的例子。面膜并非新产品，但几年前消费者还认为它是可有可无的产品。但在过去五年中，面膜销售额快速上升，年均复合增速达到 16% 以上。随着女性进一步追求个人形象，越来越多的中国消费者开始接受深度肌肤护理观念，这让面膜变成了“标配”化妆品。一些消费者甚至每天都用面膜，让面部肌肤保持最佳状态。

图表 38: 各地区人均化妆品支出差距相当大（元）



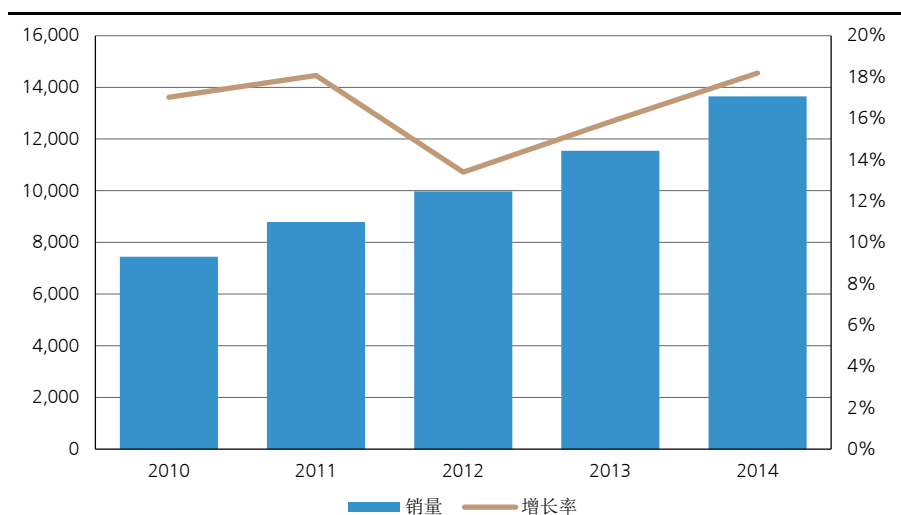
来源: 欧睿国际、中国国家统计局

图表 39: 发达地区化妆品消费占比较高（元）



来源: 欧睿国际、中国国家统计局

图表 40: 面膜销售额增长迅速 (百万元)



来源: 欧睿国际

■ 内资品牌在低线城市具备优势

大多数内资品牌的销售网点都设在低线城市，理想的位置、对消费者的了解以及和经销渠道的关系让它们具有竞争优势。从图表 40 中可以看出，内资品牌对低线城市的覆盖广度和深度都明显超过国际品牌。

内资品牌在低线城市的普及率较高，覆盖面较大

虽然内资品牌很难在一、二线城市扩大业务规模，但国际品牌也很难迅速进入低线城市。1996 年以来，宝洁至少已经进行了五次大规模“下乡”，但并未有显著成效，出现的关键问题包括投资回报率低，串货以及自营渠道和经销商的利益冲突。还有一种下沉办法，就是收购在这些城市已有根基的内资品牌。例如，欧莱雅收购了国内最大的面膜品牌—美即。在低线城市，美即的销售点遍布专营店和超市卖场。市场普遍认为，这与欧莱雅的渠道结构形成较好互补，或为其欧莱雅和美宝莲等大众品牌提供切入点。

图表 41: 各品牌的销售点数量

公司	品牌	销售网点数量	覆盖城市数量
国际品牌			
雅诗兰黛	悦木之源	50	20
	雅诗兰黛	124	52
欧舒丹	欧舒丹	151	62
欧莱雅	兰蔻	185	86
	薇姿	1000	146
宝洁	SKII	159	60
	肌肤之钥	35	24
资生堂	资生堂	220	84
	欧珀莱	1100	
	悠莱	4000	
爱茉莉太平洋	兰芝	323	111
	梦妆	821	230
内资品牌			
上海家化	佰草集	1800	351
相宜本草	相宜本草	11986	>300
丸美	丸美	14368	>500
伽蓝	自然堂	25000	334
珀莱雅	珀莱雅	30000	>500

来源: 公司数据

专营店和电商的快速增长——内资品牌的渠道优势

在主要销售渠道中，我们认为外国公司在大型连锁超市和商场具有优势，而国内企业的优势领域为化妆品专营店和电子商务。

■ 内资品牌比国际品牌更善于开发专营店渠道

尽管网购发展迅速，但我们预计以实体店为基础的渠道，特别是化妆品专营店随着进一步改善购物体验以及优化品牌结构也将继续快速增长。消费者，特别是低线城市的消费者在挑选化妆品时仍需要进行试用并听取美容导购的建议。在发达市场，专营店通常占护肤品销售额的 20%；在中国，这个数字为 15%。

内资品牌从很早开始就和专营店建立了密切关系。过去 10 年的发展历史证明内资品牌更善于利用这个渠道，许多品牌都是通过专营店渠道将自己的零售规模做到 30 亿元以上。而国际品牌在这个渠道的发展并不完全成功。2013 年，宝洁推出了自己的专营店品牌海肌源，但 2014 年就退出了市场。我们认为内资品牌比国际品牌更善于开发专营店渠道的原因在于：

a) 价格定位有吸引力

一般来说，专营店内本土品牌的定位是大众精品市场，目标群体是价格敏感程度高于一线城市人群的消费者。国际品牌的价位则通常较高。

b) 给予专营店更大动力

发达市场专营店占护肤品销售额的 20%，在中国这个数字为 15%

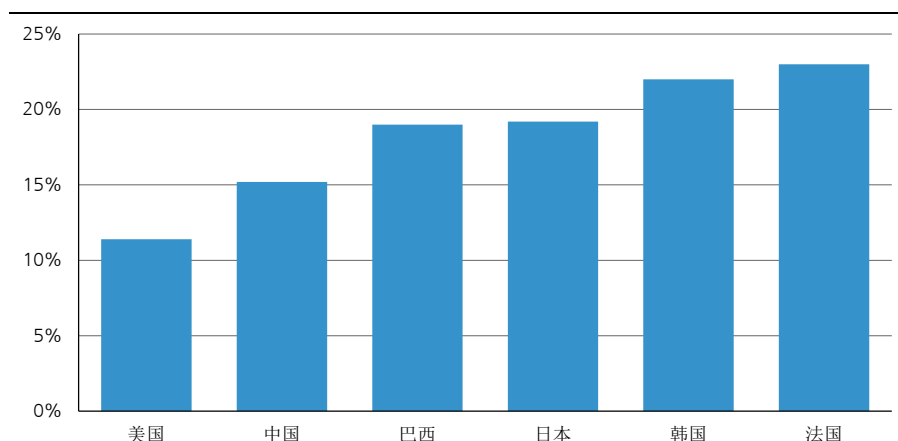
内资品牌比跨国公司更善于开发专营店渠道

内资品牌给专营店的供货折扣通常为 60%左右，很有吸引力；国际品牌的折扣幅度则不超过 40%。对专营店来说，国际品牌是吸引消费者的“广告品牌”，让它们最赚钱的则是内资品牌。因此，不难理解消费者进店后销售人员更愿意向他们推荐内资品牌。

c) 操作更为灵活

专营店非常分散而且不成熟，需要制定因地制宜的对接政策。内资品牌可以灵活地予以应对，而要求采用标准化流程的国际品牌很难做到这一点。

图表 42: 专营店在护肤品领域的份额



来源: 欧睿国际

■ 受益于线上渠道的快速增长

我们认为线上渠道不仅仅是新的销售渠道，它将成为品牌营销和消费者互动的重要平台，因为新一代消费者的习惯已经发生重大改变，他们会在网上搜集、传播、分享品牌信息并做出购买决策并付诸行动。尽管国内电商行业已经取得长足发展，但和美国等发达国家相比在互联网和网购普及率方面仍有差距。我们预计在线渠道（包括移动购物）将成为今后五年化妆品市场中增长最快的领域。

电商将成为增长最快的渠道，内资品牌进入该渠道的时间早于外国竞争对手

图表 45 表明，网上销售的多数化妆品都属于 50-300 元的低价产品，部分原因是网购的一个关键优势就是低价。得益于敏锐的市场洞察力和快速的反应，内资品牌在电商领域的起步时间早于国际品牌。从图表 44 展示的双 11 销售数据可以看出，2014 年双 11 的十大最畅销化妆品中只有两个国际品牌。

我们认为国内公司将从这种趋势中受益，因为新渠道可以部分抵消本土企业品牌知名度低和现代渠道不畅所产生的影响。

- 借口碑吸引消费者

我们认为品牌的主要价值之一是降低消费者的决策成本或决策风险。消费者愿意购买也许从未使用过的名牌产品，因为品牌提供了一定的质量保障。不过，互联网上高度透明的信息（用户分享和反馈）给消费者提供了决策依据。因此，我们不再单一依赖对品牌的认可，这对起点较低的国内企业来说非常重要。消费者也许可以基于口碑进行尝试，进而接纳质量确实很好的产品。

在线渠道部分抵消了知名度低和现代渠道不畅对内资品牌的影响

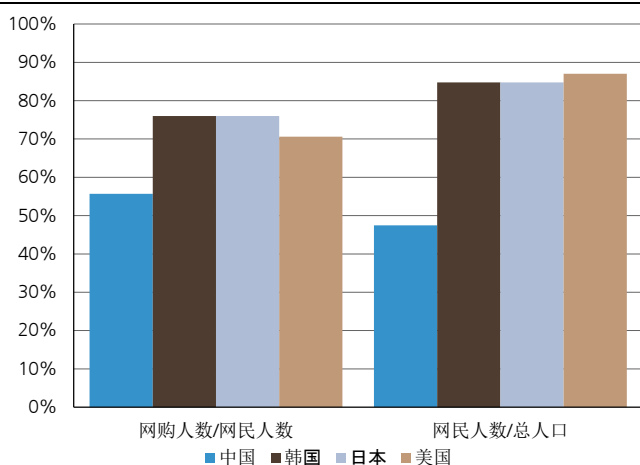
- 突破传统实体店的局限

本土企业在现代渠道（包括连锁大卖场和商场）中的弱势地位非常明显。它们通常很难在其中开展业务，甚至很难进入这些渠道。由于在现代渠道中业务规模有限，它们在消费者，特别是高端消费者中存在感很低。而互联网的开放性使在上海的企业可以接触到在广东的消费者；只在三线城市设立了销售网点的品牌现在可以进入一线城市，线下渠道则无法做到这些。

- 减轻渠道对定位的影响

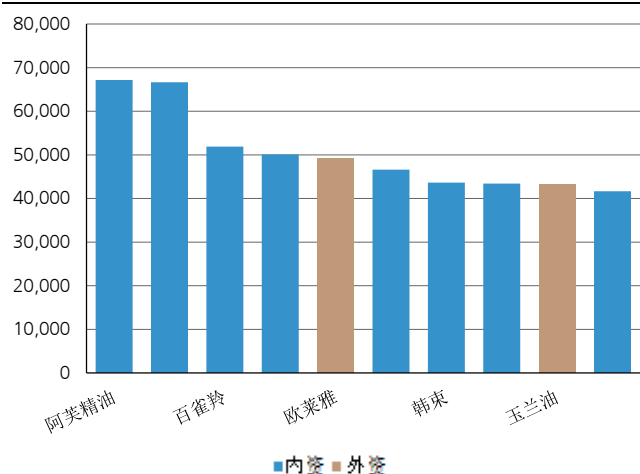
我们认为，互联网给国内公司带来了品牌升级良机，这一点更为重要。以前渠道是品牌定位标识（比如，只有出现在顶级商场里，才能被视为高端品牌，而这对内资品牌来说非常困难）。但互联网扫除了这个障碍。以俏十岁面膜为例，这是一款高端产品，单价超过 80 元。该产品最早在实体店发展时面临压力，所幸它发掘了微商这一新兴商业模式，并且在一年内销售额突破了 4 亿元（根据亿邦动力网数据）。

图表 43: 中国的互联网和网购普及率依然滞后



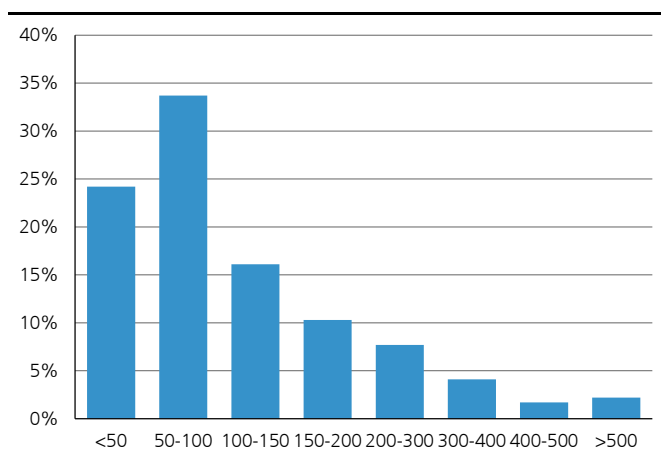
来源: 中国互联网络信息中心、国际电信联盟、来自互联网的数据

图表 44: 2014 年双 11 最畅销十大化妆品品牌



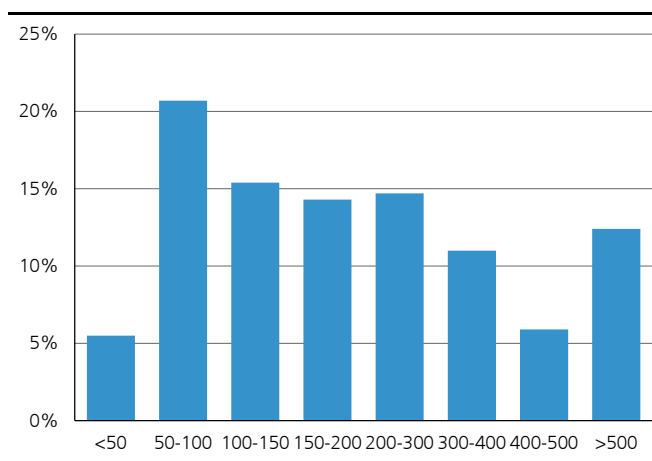
来源: 天猫

图表 45: 2014 年 4 月各价位化妆品在线销量



来源: 艾瑞咨询 右轴单位: 元

图表 46: 2014 年 4 月各价位化妆品在线销售额



来源: 艾瑞咨询 右轴单位: 元

图表 47: 官方旗舰店上线时间

	内资品牌	外国品牌
2008 年以前	御泥坊、相宜本草、PBA	
2009 年	阿芙、佰草集	
2010 年	百雀羚	欧莱雅、兰蔻
2011 年	韩束、美肤宝	Olay
2012 年	丸美、片仔癀	SKII、兰芝
2013 年	雅格丽白、自然堂	倩碧、茉莉蔻、伊丽莎白雅顿
2014 年		资生堂、韩后、雅诗兰黛、碧欧泉、悦木之源、欧舒丹、沙宣
2015 年		赫莲娜、海蓝之谜

来源: 互联网

更多变和细分的需求——本土企业的快速反应

随着消费者变得越来越精明，他们对产品用途、成分和品牌定位有特定偏好。同时，消费者需求快速变化，进而对产品创新提出了更多要求。

由于熟悉当地情况并运营灵活，本土企业能快速响应市场

在此背景下，我们认为借助熟悉本土客户、决策灵活等主要优势，本土企业能对市场变化作出有效的响应。他们或者能专注于某一细分市场、精准定位客户群（如线上的精油护肤品牌阿芙），或者短时间内推出热销产品；这对国际大企业来说很难做到。

例如，国际企业通常需要三年多才能在中国市场推出新产品，包括在国家食药监局注册所需 12 个月，测试及漫长的决策过程。此外，整个过程根据市场新变化做出相应调整也并非易事。而本土企业则灵活得多，他们只需 6-8 个月便能将概念变成产品并将其推向市场，在某些情况下这一过程仅需 3 个月。

跨国企业需要三年多才能推出新产品，而本土企业则只需 6-8 个月

进入高端市场很难，但切入大众精品/中高端细分市场应为可行

几年前，品牌可明显区分为高端品牌和大众品牌，如今细分品牌之间的界限变得模糊，品牌覆盖的价格带也更为宽泛。

由于其良好的品牌声誉、优质的产品品质，跨国企业，尤其是欧美企业，主导高端市场。如图表 51 所示，前五大高端品牌，特别是雅诗兰黛，在过去的十年一直在持续增长。

跨国企业牢牢主导高端市场

同时，部分本土领先企业正努力切入大众精品/中高端细分市场，以此来扩大其市场份额。上海家化就是一个成功的例子，旗下佰草集品牌通过差异化的中草药复方属性及有效的品牌战略定位于中高端。内资品牌升级的方式包括：

通过提升产品质量及品牌形象，本土企业正努力切入大众精品/中高端细分市场

▪ 提升产品质量

为提升产品质量，本土品牌一直在积极寻求与一流 OEM 厂商及原材料供应商合作。许多领先企业，如家化和伽蓝，向 IFF（主要香精香料生产商）、巴斯夫（全球领先的化工公司）等顶尖供应商采购以保证原材料质量。作为众多国际顶级品牌化妆品 OEM/ODM 企业，科丝美诗/科玛近年来的中国客户不断增加。

▪ 寻求全球合作

迄今为止，佰草集是中高端市场上最为成功的国产品牌代表。它是首个进驻百货商场的内资品牌，此前百货商场一直完全被国际品牌占据。佰草集不仅创造性地引入中草药复方护肤概念，而且还与一流伙伴合作以打造高标准。例如，与法国著名设计公司合作打造的产品包装荣膺 Pentawards 国际包装设计奖奢侈品类化妆品银奖。佰草集借助家化与丝芙兰的合作，成为唯一一个进入丝芙兰渠道的中国品牌，从而提高其在国内外高端渠道的曝光率。

另一个内资品牌丸美引入 LVMH 控股的私募基金 L Capital Asia 成为第二大股东，随即双方启动了品牌产品设计、营销、渠道拓展方面的合作。

图表 48: 佰草集新七白系列



来源: 公司网站

图表 49: 佰草集太极系列



来源: 公司网站

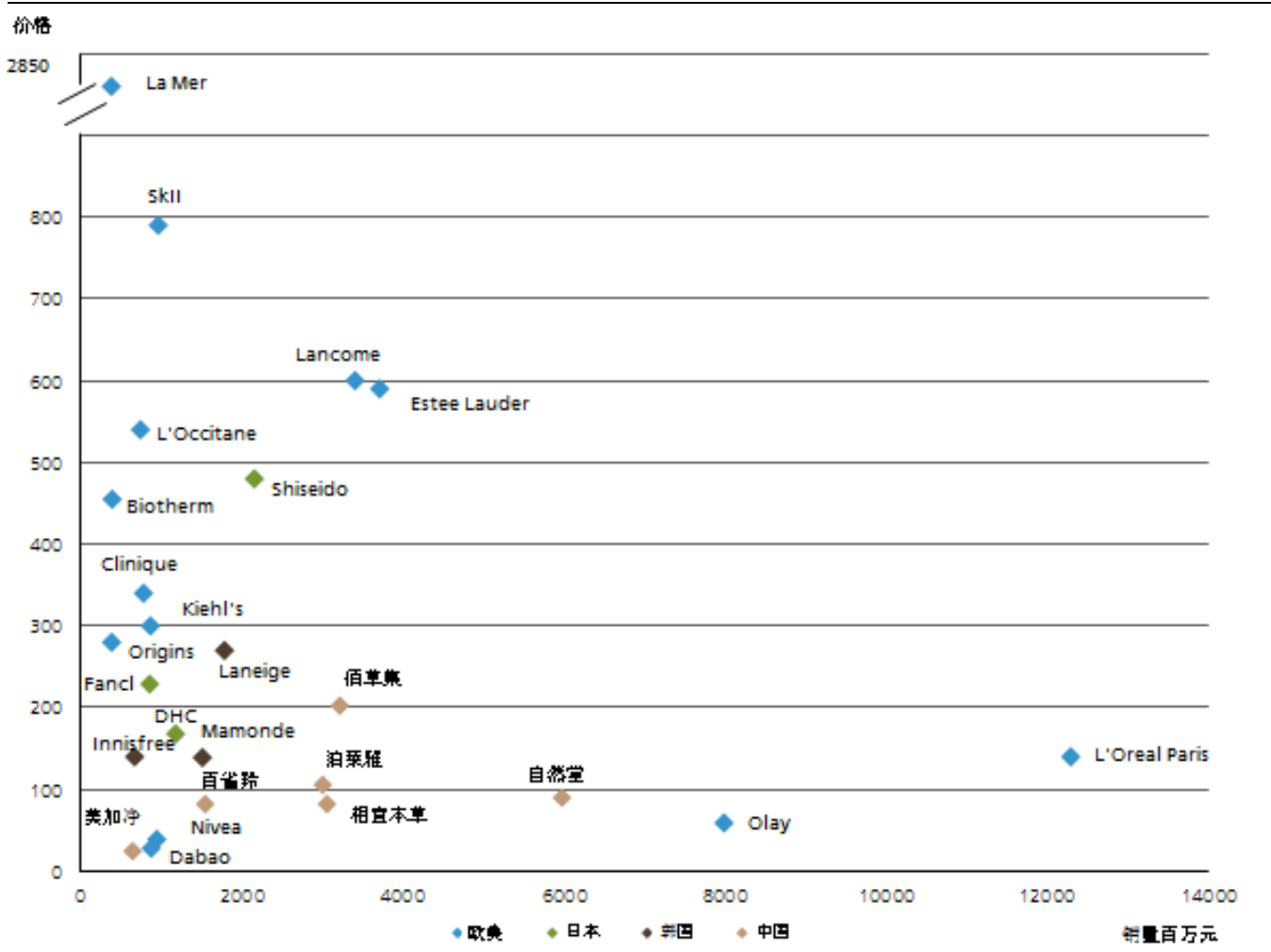
- 推出高端系列

在稳固大众市场份额后，一些公司开始推出销售均价较高的新产品系列。例如 2011 年，大众市场领导品牌百雀羚推出了高端草本系列气韵。“气韵”系列平均售价为 125 元，而百雀羚的平均售价为 80 元。据中国化妆品网，2012 年新系列实现了高速增长，销量达 13 亿元。

- 打造新高端品牌

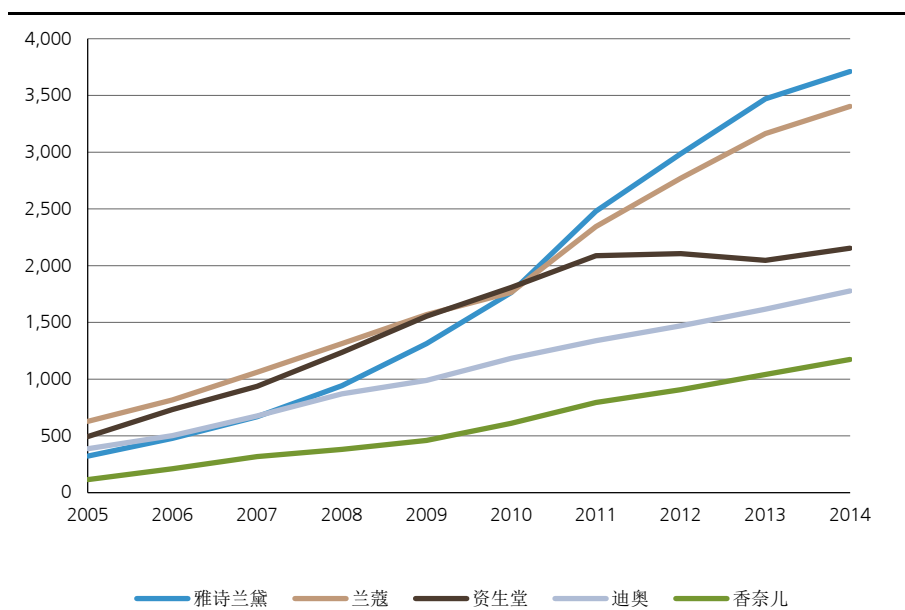
另一种方式是通过推出高端品牌锁定新客户群。例如之前专注于专营店渠道的国内领先企业伽蓝在经过五年的准备之后推出了中高端品牌美素。该品牌锁定百货渠道，并在上海最好的地段之一新天地开设旗舰店来提升其形象。

图表 50: 50 克面霜价格对比



来源: 欧睿国际、天猫

图表 51: 前五大高端产品销售额 (百万元)



来源: 欧睿国际

研发及管理将决定可持续发展

未来面临一些挑战

我们看好国内企业发展机遇。然而，我们也认为他们将面临一些压力：1) 国际企业进一步下沉；2) 更多韩国品牌进入市场；3) 进口关税下降及电子商务（包括国内和跨境电商）带来的价格下行压力。

未来挑战促使本土品牌做出改变

今年，进口关税下降及其随后部分国际品牌降价引起了广泛关注。财政部税务司五月发布公告称，自 6 月 1 日起，中国将降低部分日用消费品的进口关税税率，平均降幅超过 50%。护肤品进口关税由 5% 降至 2%。欧莱雅迅速表示将下调出口至中国的部分产品价格，雅诗兰黛、资生堂、爱茉莉紧随其后。

我们认为国际品牌降价更多的是一种价格调整策略，而非对关税下调做出的一种反应，因关税仅占零售价的一小部分。此举目的是协调中国市场和海外市场的价格差，正如在奢侈品行业中发生的那样，但完成这一过程将需要数年时间。从目前已公布的细节来看，即便对高利润率的高端品牌来说，这次降价相对温和，短期内对国内企业影响有限。然而，由于价格更具吸引力，韩国品牌如果持续降价则可能为内资品牌带来压力。

图表 52: 降价详情

集团	品牌	降价幅度（部分系列）
欧莱雅	兰蔻、赫莲娜、植村秀、碧欧泉、科颜氏等 10 大品牌	5-50 元
	海蓝之谜	11%
	倩碧	13%
雅诗兰黛	雅诗兰黛	14%
	悦木之源	23%
	雪花秀	4%
爱茉莉	兰芝	12%
	悦诗风吟	8%
	伊蒂之屋	3%

来源: 互联网

...将促使内资企业谋求转型

我们认为，随着开店和市场营销推动的增长放缓，某些本土企业达到一定销售规模后，将遇到缺乏研发能力和现代管理体系的瓶颈。这两项因素是最终决定可持续成长公司的关键所在。我们认为领先的内资企业—上海家化在这两方面行动更早，较其本土竞争对手享有领先优势。

■ 研发支持下的自主创新

为吸引要求更高的客户，本土企业均越来越注重产品研发。不过，这些企业大多缺乏自主创新，而是依赖购买配方或直接“抄袭”韩国的流行产品。缺乏研发能力的品牌可能会受益于一次性的“爆款”，但恐怕无法走更远。

在本土化妆品企业中，我们认为上海家化在研发能力方面具备明显优势。很多本土企业的新品推进主要是市场营销部来主导，而上海家化则是研发部主导的。

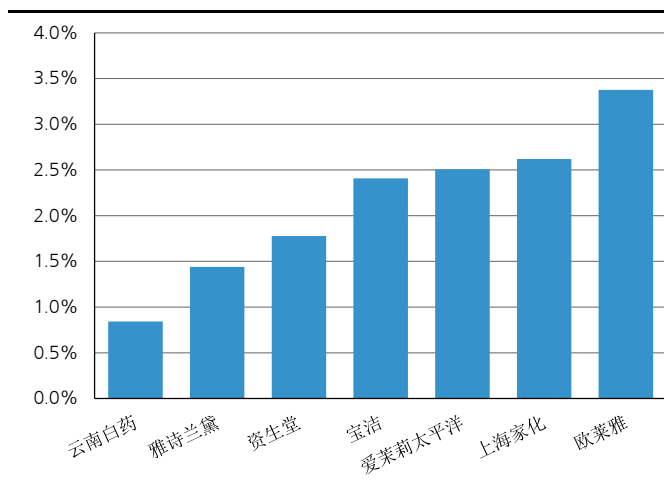
上海家化技术中心员工人数超 200 人，是国家经贸委认定的“国家级技术中心”、人事部批准的博士后科研工作站。家化很早就开始建立良好的研发体系，包括配方研究、包装设计和基础研究等。自那时以来，家化已经与国内重点研究机构和大学联合成立了七个实验室（联合研究中心），并与领先的国际实验室建立了紧密合作关系以分享这些国际实验室的前沿技术和理念。

更重要的是，长期以来，注重创新和发展一直都是家化企业文化的一部分。公司在研发上的投入约为其营收的 3%。2014 年公司的研发中心内部成立了一个新的消费者研究部，借此加强在产品开发与顾客的互动。

研发和管理将成为一些品牌的发展瓶颈

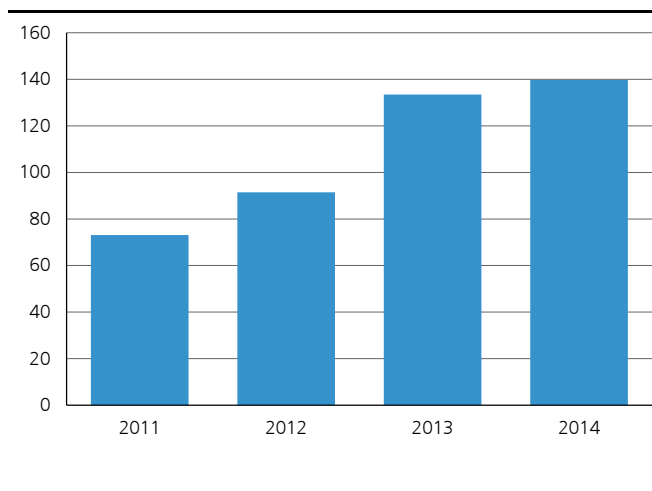
我们认为家化是“长跑选手”

图表 52:研发费用占比对比



来源: 彭博

图表 53: 上海家化的研发投入持续增长 (百万元)



来源: 公司报告

▪ 从个人决策转向系统管理

2000 年之后建立的领先内资化妆品企业大多是私营企业。他们的成功得益于强有力的领导者，通常也是创始人。这些企业家中很多人具有敏锐的商业头脑、强大的领导力，并对公司的运营决策有很大影响。但我们认为，良好的现代管理制度是支持一家企业实现长期可持续发展的必要条件。实际上，有些曾有过辉煌表现的品牌正是由于管理问题而风光不再。有行业专家表示，一些内资企业的薪资目前和国际品牌的差距并不大，但如果没有良好的管理结构，想留住人才恐怕并非易事。

我们很高兴地看到一些领先企业意识到了这个问题，一直在努力改善管理结构。作为中国最早的化妆品企业之一，上海家化于 2001 年上市，在现代管理制度方面领先于其他本土同业。例如，家化在产品质量方面没有出过负面新闻，而公司的营收超 50 亿元，要做到这一点并不容易。家化一直努力吸收跨国企业人才，公司逾三分之一的高级经理都有在国际企业的工作经历。尽管在中国平安成为公司最大股东后，公司经历了较大的管理层变动，但我们认为目前管理团队已趋于稳定。从家化去年启动的新项目，比如构建新战略、重新设计薪酬体系看来，我们认为公司仍在向建立更全面、更完善的管理结构的正确方向前进。

风险声明

我们认为，主要的行业风险在于： 1)经济放缓； 2) 竞争； 3) 消费者需求不断变化； 4)产品索赔； 5)知识产权保护； 6)物流问题； 7) 法律和监管变化。

要求披露

本报告由瑞银证券有限责任公司（瑞银集团的关联机构）编制。瑞银集团（UBS AG）、其子公司、分支机构及关联机构，在此统称为 UBS（瑞银）。

关于 UBS（瑞银）管理利益冲突以及保持其研究产品独立性的方法、历史业绩表现、以及有关 UBS（瑞银）研究报告投资建议的更多披露，请访问：www.ubs.com/disclosures。股价表现图中的数字指的是过去的表现，而过去的表现并不是一个可靠的、可用来预测将来结果的指标。如有需要，可提供更多信息。瑞银证券有限责任公司是经中国证券监督管理委员会批准具有证券投资咨询业务资格的机构。

分析师声明：每位主要负责编写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此声明：就本报告中所提及的证券或每家发行人，（1）本报告中所表述的任何观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法，并且以独立的方式表述（包括与瑞银相关的部分）；（2）分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无直接或间接的关系。

瑞银投资研究：全球股票评级定义

12 个月评级	定义	覆盖 ¹	投资银行服务 ²
买入	股票预期回报超出市场回报预期 6% 以上。	45%	36%
中性	股票预期回报在市场回报预期±6% 范围内。	42%	32%
卖出	股票预期回报低于市场回报预期 6% 以上。	13%	20%
短期评级	定义	覆盖 ³	投资银行服务 ⁴
买入	由于某一特定的因素或事件，股价预计将在评级公布之时起的 3 个月内上涨。	低于 1%	低于 1%
卖出	由于某一特定的因素或事件，股价预计将在评级公布之时起的 3 个月内下跌。	低于 1%	低于 1%

资料来源：瑞银。上述评级分布为截止至 2015 年 06 月 30 日。

1: 全球范围内，12 个月评级类别中此类公司占全部公司的比例。2: 12 个月评级类别中曾经在过去 12 个月内接受过投资银行服务的公司占全部公司的比例。3: 全球范围内，短期评级类别中此类公司占全部公司的比例。4: 短期评级类别中曾经在过去 12 个月内接受过投资银行服务的公司占全部公司的比例。

主要定义 **预测股票收益率（FSR）** 指在未来的 12 个月内，预期价格涨幅加上股息总收益率 **市场收益率假设（MRA）** 指一年期当地利率加上 5%（假定的并非预测的股票风险溢价） **处于观察期（UR）**：分析师有可能将股票标记为“处于观察期”，以表示该股票的目标价位/或评级近期可能会发生变化--通常是对可能影响投资卖点或价值的事件做出的反应 **短期评级** 反映股票的预期近期（不超过三个月）表现，而非基本观点或投资卖点的任何变 **股票目标价** 的投资期限为未来 12 个月。

例外和特殊案例 英国和欧洲投资基金的评级和定义： **买入：** 结构、管理、业绩、折扣等因素积极； **中性：** 结构、管理、业绩、折扣等因素中性； **减持：** 结构、管理、业绩、折扣等因素消极。 **主要评级段例外（CBE）：** 投资审查委员会（IRC）可能会批准标准区间（+/-6%）之例外。IRC 所考虑的因素包括股票的波动性及相应公司债务的信贷息差。因此，被视为很高或很低风险的股票可能会获得较高或较低的评级段。当此类例外适用的时候，会在相关研究报告中“公司披露表”中对其进行确认。

对本报告作出贡献的由 UBS Securities LLC 任何非美国关联公司雇佣的分析师并未在全美证券经纪商协会（NASD）和纽约证券交易所（NYSE）注册或具备这两家机构所认可的分析师资格，因此不受 NASD 和 NYSE 有关与对象公司沟通、在公众场合露面以及分析师账户所持证券交易的规则中提及内容的限制。对本报告作出贡献的每一家关联公司名称以及该关联公司雇佣的分析师姓名见下文。

瑞银证券有限责任公司：胡 昀昀, CFA.

涉及报告中提及的公司的披露

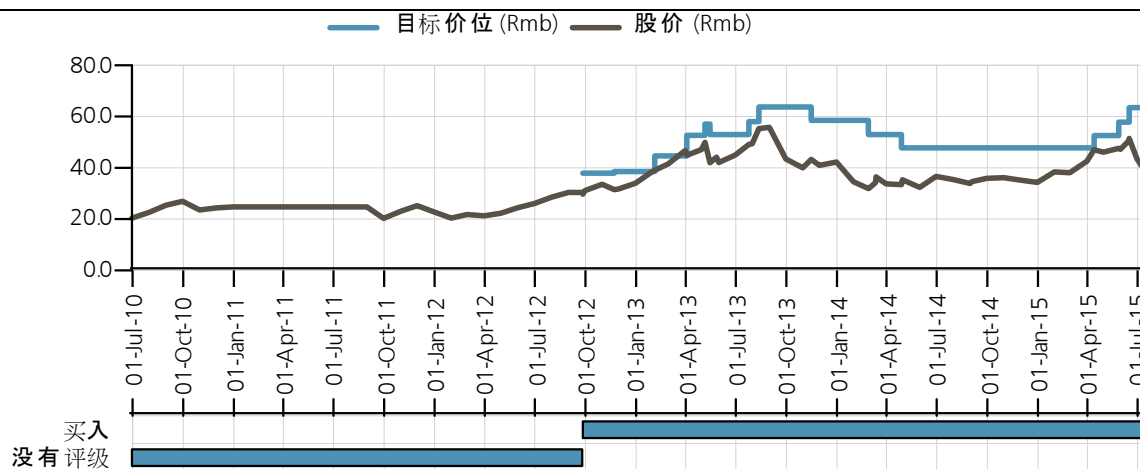
公司名称	路透	12 个月评级	短期评级	股价	定价日期及时间
上海家化	600315.SS	买入	不适用	Rmb40.26	2015 年 07 月 10 日

资料来源：UBS(瑞银)。所有价格均为当地市场收盘价

本表中的评级是本报告出版之前最新公布的评级，它们可能会晚于股票定价日期。

除非特别指出,请参考这份报告中的"价值与风险"章节。

上海家化 (Rmb)



资料来源: UBS(瑞银); 截止至 2015 年 7 月 10 日

全球声明

本文件由瑞银证券有限责任公司(瑞银集团的关联机构)编制。瑞银集团(UBS AG)、其子公司、分支机构及关联机构,在此统称为UBS(瑞银)。

我们通过UBS Neo、瑞银客户门户和UBS.com(以下统称为“系统”)向客户提供全球研究报告,还可能通过第三方供应商提供这些报告,或由瑞银和/或第三方通过电子邮件或其他电子途径发出。通过全球研究报告向客户提供的服务可能在层次和类型上有所不同,这取决于多个因素,比如客户在接收报告的频率和途径方面的偏好,客户的风险情况、投资重心和投资角度(例如是覆盖整个市场还是专注于某个行业,是长期还是短期等),客户与瑞银的整体关系以及法律和监管方面的限制。

通过系统接收全球研究报告的客户在接触和/或使用这些报告方面受到本全球声明以及相应系统的使用条款的约束。

通过第三方供应商、电子邮件或其他电子途径接收全球研究报告的客户在使用这些报告方面受到本全球声明以及瑞银使用条款/声明(<http://www.ubs.com/global/en/legalinfo2/disclaimer.html>)的约束。以这种方式接触和/或使用全球研究报告即表明客户已经阅读并同意接受瑞银使用条款/声明的约束,而且同意瑞银按照瑞银隐私声明(<http://www.ubs.com/global/en/legalinfo2/privacy.html>)和cookie通告(<http://www.ubs.com/global/en/homepage/cookies/cookie-management.html>)处理其个人数据并使用cookie。

通过系统或其他任何方式接收全球研究报告即表明客户同意,在未事先取得瑞银书面同意前,不复制、修改或调整这些报告,不在这些报告的基础上衍生出其他报告,不将这些报告转交给第三方,不对这些报告或瑞银其他材料提供的任何研究成果加以商业利用,也不从这些报告或瑞银其他材料提供的任何研究成果或估算数字中摘取数据。

如欲获取UBS Neo和客户门户上的所有可用全球研究报告,请与您的客户顾问联系。

本文件仅在法律许可的情况下分发。本文件不面向或供属于存在后述情形之任何地区、州、国家或其他司法管辖区公民、居民或位于其中的任何人或实体使用:在该等司法管辖区中,发表、提供或使用该文件违反法律或监管规定,或者令瑞银须满足任何注册或许可要求。本文件仅为提供信息而发表;既不是广告,也不是购买或出售任何金融工具或参与任何具体交易策略的要约邀请或要约。除了有关瑞银的信息外,瑞银没有对本文件所含信息(“信息”)的准确性、完整性或可靠性做出过任何明示或暗示的声明或保证。本文件无意对文中涉及的证券、市场及发展提供完整的陈述或总结。瑞银不承诺更新信息或使信息保持最新。本文件中所表达的任何观点皆可在不发出通知的情形下做出更改,也可能不同于或与瑞银其他业务集团或部门所表述的观点相反。本文件中所有基于第三方的内容均为瑞银对第三方提供的数据、信息和/或观点的解释,这些数据、信息和/或观点由第三方公开发表或由瑞银通过订购取得,对这些数据、信息和/或观点的使用和解释未经第三方核对。

本文件所包含的任何投资策略或建议并不构成适合投资者特定情况的投资建议或个人投资建议。市场有风险,投资需谨慎。本文件中所述金融工具不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售。期权、衍生产品和期货未必适合所有投资者,并且此类金融工具的交易存在很大风险。住房抵押贷款支持证券和资产支持证券可能有很高的风险,而且可能由于利率变化或其他市场因素而出现巨大的波动。外汇汇率可能对本文件所提及证券或相关工具的价值、价格或收益带来负面影响。有关投资咨询、交易执行或其他方面的问题,客户应联系其当地的销售代表。

任何投资的价值或收益皆有可能下跌和上涨,而投资者有可能无法全额(或部分)取回已投资的金额。过去的表现并不一定能预示未来的结果。瑞银或其董事、员工或代理人均不对由于使用本文件全部或部分信息而遭受的损失(包括投资损失)或损害负责。

本文件中所述任何价格只作资讯之用,并不代表对个别证券或其他金融工具的估值。亦不代表任何交易可以或曾可能在该等价格成交。任何价格并不必然反映瑞银内部簿记和记录或理论上基于模型的估值,以及可能基于的若干假设。基于瑞银或其他任何来源的不同假设可能会产生非常不同的结果。

本文件及其中信息由瑞银研究部门提供,仅供作为一般背景信息。瑞银并未考虑任何接收方的具体投资目标、财务状况或具体需求。在任何情况下都不应将本文件及其中信息用于下列目的:

- (i) 估值或记账;
- (ii) 计算到期或应付款项、任何金融工具或金融合同的价格或价值;
- (iii) 衡量任何金融工具的表现。

对本文件及其中信息的接受即表示对瑞银保证不会将本文件或其中任何信息用于上述目的,或者依赖本文件或其中任何信息达到上述目的。

研究部门仅基于瑞银投行研究部管理层的判断开始撰写、更新或终止对相关证券的研究。本文件所包含的分析基于各种假设,不同假设可能导致分析结果出现重大不同。负责撰写本文件的分析师可能为了收集、使用和解释市场信息而与交易人员、销售人员和其他相关方沟通。瑞银利用信息隔离墙控制瑞银内部一个或多个领域,部门、集团或关联机构之间的信息流动。撰写本文件的分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高层管理层(不包括投行部)全权决定。分析师的薪酬不是基于瑞银投行部收入而定,但是分析师的薪酬可能与瑞银投行整体收入有关;其中包括投行部、销售与交易业务。

对于可在某个欧盟监管市场交易的金融工具:瑞银集团,其关联或下属机构(不包括瑞银证券有限责任公司(美国))担任发行人金融工具的做市商或流动性提供者(按照英国对此类术语的解释)时,此类信息在本研究文件中另行披露,但流动性提供者的活动按照任何其他欧洲国家法律和法规的定义开展时除外。对于可在某个非欧盟监管市场交易的金融工具:瑞银担任做市商时,此类信息在本文件中另行具体披露,但此类活动是在美国按照相关法律和法规的定义开展时除外。瑞银可能发行了价值基于本文件所提及一种或一种以上金融工具的权证。瑞银及其关联机构和它们的员工可能持有本文件所述金融工具或衍生品的多头或空头寸,或作为委托人买卖此类金融工具或衍生品;此类交易或头寸可能与本文件中所述观点不一致。

英国和欧洲其他地区: 除非在此特别申明,本文件由UBS Limited提供给符合资格的交易对手或专业客户。UBS Limited由英国审慎监管局(PRA)授权并由英国金融市场行为监管局(FCA)和英国审慎监管局监管。**法国:** 由UBS Limited编制,UBS Limited和UBS Securities France S.A.分发。UBS Securities France S.A.受法国审慎监管局(ACPR)和金融市场管理局(AMF)监管。如果UBS Securities France S.A.的分析师参与本文件的编制,本文件也将被视同由UBS Securities France S.A.编制。

德国: 由UBS Limited编制,UBS Limited和UBS Deutschland AG分发。UBS Deutschland AG受德国联邦金融监管局(BaFin)监管。**西班牙:** 由UBS Limited编制,UBS Limited和UBS Securities España SV, SA分发。UBS Securities España SV, SA受西班牙国家证券市场委员会(CNMV)监管。**土耳其:** 由UBS Limited分发。本文件中没有任何信息是为了在土耳其共和国以任何形式发行、推介和销售任何资本市场工具和服务而准备的。因此,本文件不得被视为是向土耳其共和国居民发出的或将要发出的要约。瑞银集团未获得土耳其资本市场委员会根据《资本市场法》(法律编号:6362)规定颁发的许可。因此,在未经土耳其资本市场委员会事先批准的情况下,本文件或任何其他涉及金融工具或服务的发行材料不得用于向土耳其共和国境内的任何人提供任何资本市场服务。但是,根据第32号法令第15(d)(ii)条之规定,对于土耳其共和国居民在海外买卖证券,则没有限制。**波兰:** 由UBS Limited (spolka z ograniczona odpowiedzialnoscia) Oddzial w Polsce分发。由波兰金融监管局(Polish Financial Supervision Authority)监管。如果UBS Limited (spolka z ograniczona odpowiedzialnoscia) Oddzial w Polsce分析师对本报告作出了贡献,本报告也将视为由UBS Limited (spolka z ograniczona odpowiedzialnoscia) Oddzial w Polsce编制。

俄罗斯: 由UBS Bank (OOO)编制并分发。**瑞士:** 仅由UBS AG向机构投资者分发。UBS AG受瑞士金融市场监管管理局(FINMA)监管。**意大利:** 由UBS Limited编制,UBS Limited和UBS Italia Sim S.p.A.分发。UBS Italia Sim S.p.A.受意大利银行和证券交易所监管委员会(CONSOB)监管。如果UBS Italia Sim S.p.A.的分析师参与本文件的编制,本文件也将被视同由UBS Italia Sim S.p.A.编制。**南非:** 由JSE的授权用户及授权金融服务提供商UBS South Africa (Pty) Limited(注册号:1995/011140/07,金融服务提供商编号:7328)分发。**以色列:** 本文件由UBS Limited分发,UBS Limited由英国审慎监管局(PRA)授权并由英国金融市场行为监管局(FCA)和英国审慎监管局监管。UBS Securities Ltd是由以色列证券监管局(ISA)监管的持牌投资推介商。UBS Limited及其在以色列之外成立的关联机构未获得《以色列顾问法》所规定的许可。UBS Limited未按照《以色列顾问法》对持牌人的要求投保。瑞银可能参与金融资产发行或分销其他发行人发行的金融资产等活动,以获取手续费或其他收益。UBS Limited及其关联机构可能更青睐与之有联系或可能与之有联系(此种联系遵循《以色列顾问法》的定义)的各种金融资产。本材料中的任何内容都不应被视为《以色列顾问法》所规定的投资建议。本材料仅发放给且/或仅面向《以色列顾问法》所定义的“合格客户”,任何其他人不应依赖本材料或根据本材料采取行动。**沙特阿拉伯:** 本文件由瑞银集团(及/或其子公司、分支机构或关联机构)分发。瑞银集团是一家上市的股份有限公司,成立于瑞士,注册地址为Aeschenvorstadt 1, CH-4051 Basel和Bahnhofstrasse 45, CH-8001 Zurich。本文件已获UBS Saudi Arabia(瑞银集团子公司)的批准,该公司是瑞银集团在沙特阿拉伯王国设立的一家沙特封闭式股份公司,商业注册号1010257812,注册地址Tatweer Towers, P.O. Box 75724, Riyadh 11588, Kingdom of Saudi Arabia。UBS Saudi Arabia获沙特资本市场管理局授权开展证券业务,并接受其监管,业务牌照号08113-37。**迪拜:** 由UBS AG Dubai Branch分发,仅供专业客户使用,不供在阿联酋境内进一步分发。**美国:** 由UBS Securities LLC或UBS AG的分支机构--UBS Financial Services Inc.分发给美国投资者;或由UBS AG未注册为美国经纪人或交易商的业务部门、分支机构或关联机构(“非美国关联机构”)仅分发给美国主要机构投资者。UBS Securities LLC或UBS Financial Services Inc.通过对向其发送给美国投资者的、由非美国关联机构编制的文件所含的内容负责。所有美国投资者对本文件所提及证券的交易必须通过UBS Securities LLC或UBS Financial Services Inc.,而非通过非美国关联机构执行。**加拿大:** 由UBS Securities

Canada Inc.或瑞银集团另外一家已经注册或被免除注册义务的可以在加拿大开展业务的关联机构分发。UBS Securities Canada Inc.是一家经过注册的加拿大投资经纪商和加拿大投资者保护基金成员。**巴西：**除非具体说明，否则由 UBS Brasil CCTVM S.A 分发给居住在巴西的有资格投资者，包括：(i) 金融机构，(ii) 保险公司和投资资本公司，(iii) 补充性养老金实体；(iv) 金融投资额高于 \$300,000.00 雷亚尔的实体、经过书面确认为合格投资者；(v) 投资基金；(vi) 由 Comissão de Valores Mobiliários (CVM) 授权的证券投资组合经理及证券顾问；(vii) 联邦政府、各州、市建立的社保系统。**香港：**由 UBS Securities Asia Limited 和/或瑞银集团香港分支机构分发。**新加坡：**由 UBS Securities Pte. Ltd.[MCI (P) 016/09/2014 和 Co. Reg. No.: 198500648C]或 UBS AG 新加坡分行分发。任何由此项分析或文件衍生或有关之事宜，请向 UBS Securities Pte Ltd, 一新加坡财务顾问法案(第 110 章)定义下之豁免财务顾问；或向 UBS AG 新加坡分行，一新加坡财务顾问法案(第 110 章)定义下之豁免财务顾问及依据新加坡银行法(第 19 章)持照执业，并由新加坡金融管理局监管之批发银行联系。此文件之接收方声明并保证其为依据证券及期货法(第 289 章)定义下之认可及机构投资者。**日本：**由 UBS Securities Japan Co., Ltd.向专业投资者分发(除非另有许可)。当本文件由 UBS Securities Japan Co., Ltd.编制，则 UBS Securities Japan Co., Ltd. 为本文件的作者，出版人及发布人。由 UBS AG, Tokyo Branch 分发给与外汇及其他银行业务相关的专业投资者(除非另有许可)。**澳大利亚：**UBS AG 客户：由 UBS AG (澳大利亚金融服务执照号：231087)分发，UBS Securities Australia Ltd 客户：由 UBS Securities Australia Ltd (澳大利亚金融服务执照号：231098)分发。UBS Wealth Management Australia Ltd 客户：由 UBS Wealth Management Australia Ltd (澳大利亚金融服务执照号：231127)分发。本文件仅包含一般信息及/或一般建议，并不构成针对个人的金融产品建议。本文件所载信息在准备过程中并未考虑任何投资者的目标、财务状况或需求，因此投资者在根据相关信息采取行动之前应从其目标、财务状况和需求出发考虑这些信息是否适合。如果本文件所含信息涉及 2001 年公司法 761G 条所定义的“零售”客户获得或可能获得某一特定的需要产品披露声明的金融产品，零售客户在决定购买该产品之前应获得并考虑与该产品有关的产品披露声明。UBS Securities Australia Limited 金融服务指南的网址为：www.ubs.com/ecs-research-fsg。**新西兰：**由 UBS New Zealand Ltd 分发。本文件所载信息和建议仅供了解一般信息之用。即使任何此类信息或建议构成财务建议，它们也并未考虑任何人的具体财务状况或目标。我们建议本文件的接收方向其财务顾问寻求针对其具体情况的建议。**韩国：**由 UBS Securities Pte. Ltd.首尔分行于韩国分发。本文件可能不时由 UBS Securities Pte. Ltd.首尔分行之关联机构校订或编制。**马来西亚：**本文件获准由 UBS Securities Malaysia Sdn. Bhd (资本市场服务执照号：CMSL/A0063/2007)于马来西亚分发。本报告仅供专业机构客户使用，不供任何零售客户使用。**印度：**由 UBS Securities India Private Ltd (公司识别码 U67120MH1996PTC097299)，2/F, 2 North Avenue, Maker Maxity, Bandra Kurla Complex, Bandra (East), Mumbai (India) 400051 编制。电话号码：+912261556000。UBS Securities India Private Ltd 提供券商服务，SEBI 注册号为：NSE 资本市场-INB230951431，NSE 期货与期权-INF230951431，NSE 货币衍生产品-INE230951431，BSE 资本市场-INB010951437；商业银行服务，SEBI 注册号为：INM000010809；以及研究服务。瑞银集团、其关联机构、或子公司可能持有本报告所涉及印度公司的债券或其他证券。在过去的 12 个月里，瑞银集团、其关联机构或子公司可能在对该印度公司的非投资银行证券相关业务和/或非证券业务中取得过报酬。关联机构信息请参见瑞银集团年报，链接为：http://www.ubs.com/global/en/about_ubs/investor_relations/annualreporting.html

由 UBS Limited 编制的本文件中披露的内容应受英国法律监管并依据英国法律解释。

未经瑞银事先书面许可，瑞银明确禁止全部或部分地再分发本文件。瑞银对第三方的该等行为不承担任何责任。图像中可能包含受第三方版权、商标及其它知识产权保护的对象或元素。© UBS 2015 版权所有。钥匙标识与 UBS 都是瑞银注册与未注册的商标。本公司保留所有权利。

