

聚焦 ROE，深度复盘比较国内外化妆品公司

——化妆品行业深度报告之二

推荐|维持

报告要点：

● 行业趋势：品牌端百家争鸣，渠道端天猫开启下沉策略

中国化妆品市场是一个极具潜力的成长类消费市场，2019年呈现出了国际大牌、新锐品牌和传统国牌百家争鸣之势。渠道端上，天猫美妆在2019年将下沉策略作为战略重点，势必对低线城市渠道格局进行再造，并驱动行业新一轮的增长。营销端，短视频、直播带货风口持续，同时我们认为私域流量运营能力未来将成为核心竞争力之一。

● 深度复盘国内外公司财务情况，聚焦 ROE 指标

国内化妆品公司在成长性、盈利能力、运营能力、ROE 指标上均有不俗的表现。具体看，盈利能力上，国内上市化妆品公司整体净利润率领先海外，并且在16年国内化妆品行业景气度反转之后，净利润率出现了同步提升，业务逻辑上，反映出品牌壁垒的提高。在运营能力上，由于经销模式和地域渠道相比国际巨头较为简单，国内存货周转情况大幅好于海外；应收账款周转率上，丸美和珀莱雅大幅领先。但在现金周转率上，国内显著低于海外，业务扩张及并购相对谨慎。聚焦 ROE，丸美、珀莱雅、雅诗兰黛的五年平均 ROE 在 30% 以上，表现非常优异。而上海家化 ROE 处于底部区间，预计呈现逐年攀升修复的趋势。从 ROE 驱动来看，国内化妆品公司主要靠销售利润率驱动 ROE 稳定在高位，而资产周转率国内略低于海外，权益乘数明显低于海外，特别是16/17年以后丸美和珀莱雅杠杆率下行明显。整体看国内化妆品公司的 ROE 质量较高，长期来看，国内公司有望通过提高现金利用效率和杠杆率，驱动 ROE 上行。

● 估值与投资建议

我们通过 PE、PEG、PB 以及 PB-ROE 模型对公司估值进行的比较分析，整体上国内外估值水平较为一致。但考虑到国内化妆品行业尚处在成长期，而国际巨头以成熟市场销售为主，中国化妆品业务整体应该享有一定的估值溢价。维持行业“推荐”评级，重点关注：珀莱雅、丸美股份、上海家化。

● 风险提示

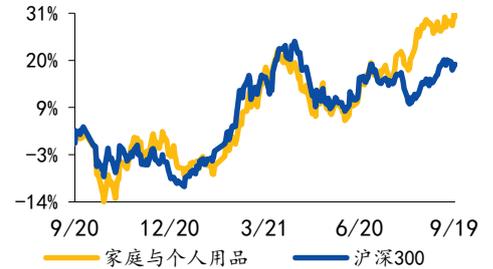
市场景气度下滑，行业竞争加剧

附表：重点公司盈利预测

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (百万元)	EPS			PE		
					2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E
603983	丸美股份	买入	62.1	24902.10	1.15	1.19	1.36	54.00	52.18	45.66
603605	珀莱雅	买入	88.67	17848.01	1.44	1.90	2.49	61.58	46.67	35.61
600315	上海家化	买入	33.41	22426.41	0.81	1.17	1.20	41.25	28.56	27.84

资料来源：Wind，国元证券研究中心

过去一年市场行情



资料来源：Wind

相关研究报告

《国元证券行业研究-化妆品行业数据跟踪：珀莱雅爆品持续驱动线上增长，御家汇边际改善》2019.09.19

报告作者

分析师 李典
执业证书编号 S0020516080001
电话 021-51097188-1866
邮箱 lidian@gyzq.com.cn

联系人 杨柳
邮箱 yangliu@gyzq.com.cn

目 录

1、行业：穿越周期，景气度领跑	4
1.1 渠道趋势：天猫美妆开启下沉战略，驱动线上渠道新一轮增长	5
1.2 营销变革：多元化营销拉新、私域流量运营推动复购	6
2、国内外公司行情复盘	9
3、聚焦 ROE，国内外公司财务数据复盘与比较	11
3.1 成长性、盈利能力、运营能力对比	11
3.3.1 成长性	11
3.1.2 盈利能力	12
3.1.3 运营能力	16
3.2 拆分核心财务指标 ROE	17
4、国内外主要公司业务复盘与前瞻	22
4.1 线上线下：电商红利持续，但线下依然存在增长潜力	22
4.2 品牌端复盘与后续策略	23
5、如何理解化妆品行业的估值水平	26
6、投资逻辑与建议	29
7、风险提示	29

图表目录

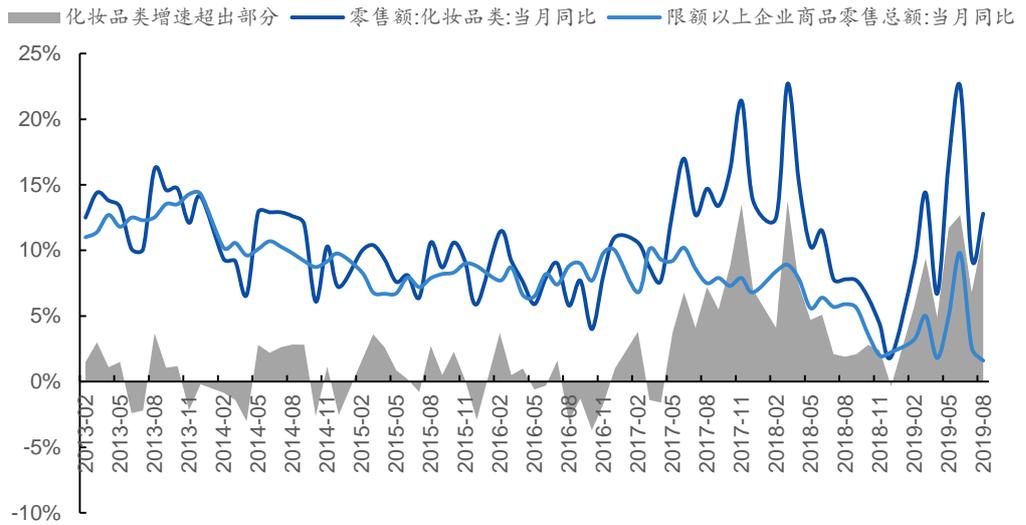
图 1：化妆品类与限额以上企业商品零售总额同比增速	4
图 2：2019 年 6 月美妆个护销售额同比增速情况	4
图 3：中国下沉市场消费规模测算	5
图 4：天猫美妆下沉市场战略	6
图 5：泛娱乐典型行业月活跃用户数（单位：亿人）	6
图 6：泛娱乐典型行业月人均使用时长（单位：小时）	6
图 7：抖音平台美妆产品投放策略	7
图 8：泡泡面膜通过抖音平台种草并收割的过程	7
图 9：知名主播在淘宝直播截图	7
图 10：2019 年 618 期间各线城市淘宝直播销售占比	7
图 11：丸美股份会员管理系统	8
图 12：完美日记私域流量运营模式	8
图 13：国内化妆品上市公司年初至今股价走势	9
图 14：外资化妆品上市公司年初至今股价走势	9
图 15：2019H1 主要化妆品公司营业收入同比增速	11
图 16：2019H1 海外化妆品公司中国/亚太区收入增速	11
图 17：2019H1 主要化妆品公司净利润同比增速	12
图 18：2019H1 扣非归母净利润同比增速	12
图 19：2019H1 主要化妆品公司毛利率情况	13
图 20：2019H1 主要化妆品公司销售与管理费用率情况	14

图 21: 2019H1 化妆品上市公司净利润率	14
图 22: 2019H1 国内主要化妆品公司扣非后净利润率	14
图 23: 国内上市化妆品公司扣非后净利润率变动情况	15
图 24: 国内化妆品市场规模及增速	15
图 25: 2019H1 主要化妆品公司存货周转天数	16
图 26: 2019H1 主要化妆品公司应收账款周转天数	17
图 27: 主要化妆品公司五年平均 ROE	17
图 28: 2018 财年及 2019H1 主要化妆品公司 ROE	17
图 29: 国内主要上市公司 ROE 变动情况	18
图 30: 全球美容及个护市场规模及增速	26
图 31: 前十化妆品消费国 2009-2018 复合增长率及 18 年增速对比	26
图 32: 雅诗兰黛公司的历史 PB 与 ROE 的拟合情况	27
图 33: 国内外主要化妆品上市公司 Ln(PB) 与 ROE(TTM) 水平	28
表 1: 国内化妆品上市公司及海外化妆品上市公司市值与营收规模对比	10
表 2: 部分海外化妆品集团在中国/亚太地区收入及表现	12
表 3: 主要化妆品公司 2014-2018 年 ROE 杜邦分析法	19
表 4: 主要化妆品公司 2014-2018 年流动资产周转率与固定资产周转率	20
表 5: 主要化妆品公司 2014-2018 年货币资金占总资产比例	21
表 6: 2019H1 上海家化、珀莱雅、丸美股份分渠道营收增长情况	22
表 7: 部分海外化妆品集团在各地区、各渠道表现	22
表 8: 2019H1 国内主要化妆品公司品牌收入增长情况	23
表 9: 部分海外化妆品集团旗下品牌与品类表现	24
表 10: 国内化妆品上市公司旗下品牌下半年发展策略	24
表 11: 主要化妆品上市公司 PE、PEG、PS 估值	27

1、行业：穿越周期，景气度领跑

2019年上半年，化妆品行业维持高景气度，呈现穿越周期之势。2017年下半年行业开启高景气周期，2019年从社会消费品零售额的数据来看，化妆品类的增速显著快于限额以上企业商品零售总额增速。2019年1-8月，化妆品类零售额同比增长12.7%，高出限额以上企业商品零售总额增速8.6pct。

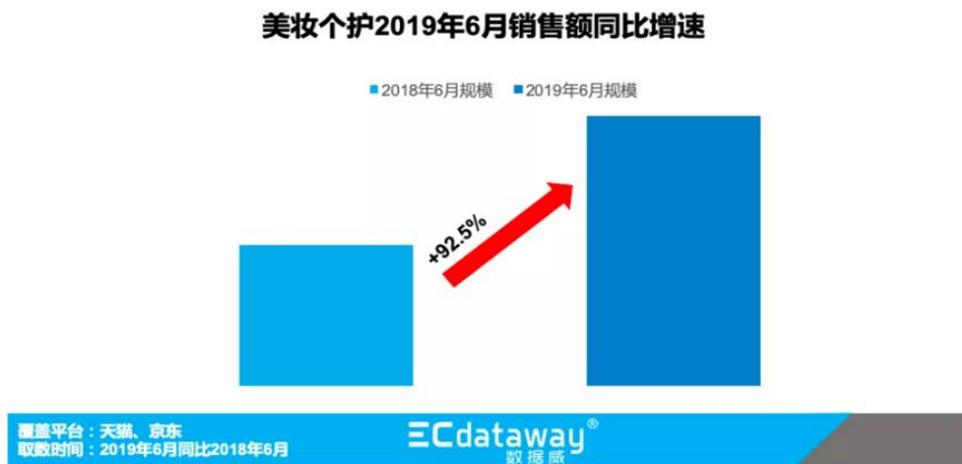
图1：化妆品类与限额以上企业商品零售总额同比增速



资料来源：国家统计局，国元证券研究中心

电商渠道红利持续释放。2018年电商成为第一大化妆品渠道，整体占化妆品行业比重达到27%。2019年整体电商渠道中美妆维持高增长。根据数据威抓取天猫及京东平台数据，在618拉动下，天猫和京东平台，6月美妆个护销售额同比增长92.5%。

图2：2019年6月美妆个护销售额同比增速情况



资料来源：数据威，国元证券研究中心

中国化妆品市场是目前全球最具活力和增长潜力的化妆品市场之一。品牌端看，国际大牌乘电商之风在国内实现突破，新锐品牌快速崛起，传统品牌保持稳定增长，整体品牌端呈现出百家争鸣之势。渠道端，天猫美妆在2019年将下沉策略作为战略重点，势必对低线城市渠道格局进行再造，驱动新一轮增长。营销端，短视频、直播带货风口持续，同时私域流量运营能力未来成为核心竞争力之一。

1.1 渠道趋势：天猫美妆开启下沉战略，驱动线上渠道新一轮增长

下沉市场因其人口红利与巨大消费升级潜力，成为各大品牌以及电商平台的战略布局重点。根据易观发布的《2019 下沉市场消费者网购趋势洞察》，中国三线以下城市及农村乡镇地区居民规模达到 9.34 亿人，电商在下沉市场的渗透率约为 72.8%，对应人均线上消费 1800 元计算，下沉市场规模超万亿。作为典型的消费升级品类，护肤步骤的延伸与美妆产品价格带的上移，有望促进化妆品各细分品类在小镇青年中的渗透，同时孕育了各细分领域品牌增长的结构性的机会。

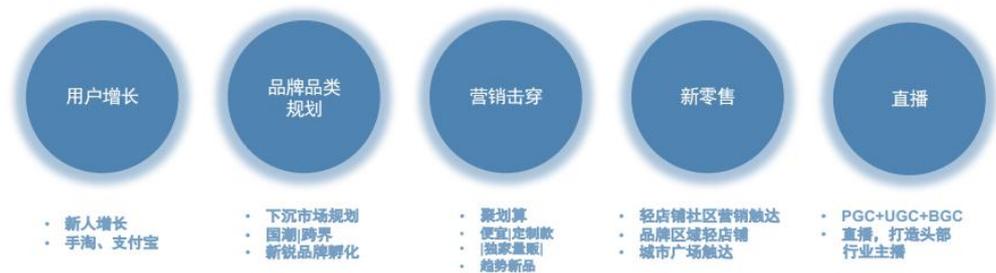
图 3：中国下沉市场消费规模测算



资料来源：易观《2019 下沉市场消费者网购趋势洞察》，国元证券研究中心

过去几年，天猫美妆将重点放在国际品牌拓展上，逐步实现了国际品牌上的全满贯，拉开了与京东、唯品会、聚美优品等平台的市占率差距。2019 年，天猫美妆将下沉市场作为战略重点，电商平台政策倾斜有望催化消费潜力释放。电商已成为个护美妆消费的第一大渠道，大型电商平台的政策导向对化妆品行业发展起着引导性作用，2017 年起，以雅诗兰黛、兰蔻为代表的高端美妆品牌增速反弹、以玛丽黛佳、完美日记为代表的国产彩妆品牌崛起，均与天猫、京东等平台对高端美妆品牌与新锐国货品牌的扶持政策密切相关。2019 年，天猫美妆将战略重点放在下沉市场，有望通过平台赋能品牌方与零售商，共同完成美妆品类在下沉市场的深度渗透。对于品牌方来说，过去国际品牌由于渠道方面的限制，难以实现下沉，而随着天猫等大平台逐步开启下沉策略，国际大牌有望向低线城市渗透。

图 4：天猫美妆下沉市场战略



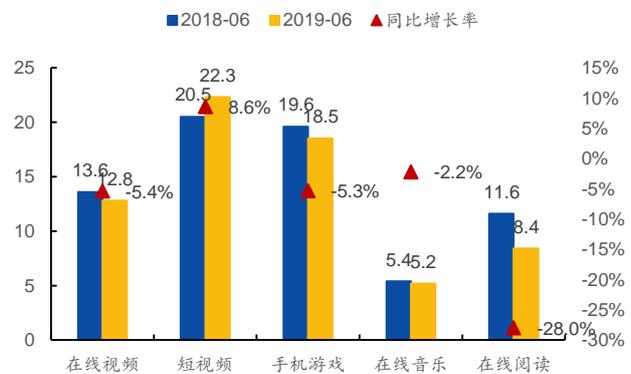
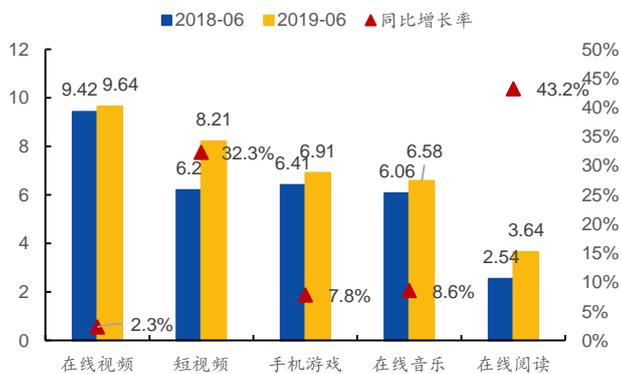
资料来源：天猫，国元证券研究中心

1.2 营销变革：多元化营销拉新、私域流量运营推动复购

营销模式随流量风口变革，当前抖音、快手、淘宝直播成新流量风口。营销投放的本质即为争夺消费者的时间与眼球，以占领消费者心智。当前消费者休闲娱乐方式产生结构性变革，由传统的电视、杂志，转向抖音、快手、小红书、微博、微信等社交媒体平台，因此传统的电视媒体集中投放效率不断降低，而基于千人千面的多元化精准营销快速兴起。当前，抖音、快手等短视频 APP 成为新兴流量风口，根据 Quest Mobile 的统计，2019 年 6 月短视频行业月活跃用户数同比增长 32.3% 至 8.21 亿人，月人均使用时长同比增长 8.6% 至 22.3 小时，占据用户大量闲暇时间的短视频平台，成为品牌营销投放新阵地。

图 5：泛娱乐典型行业月活跃用户数（单位：亿人）

图 6：泛娱乐典型行业月人均使用时长（单位：小时）



资料来源：Quest Mobile，国元证券研究中心

资料来源：Quest Mobile，国元证券研究中心

短视频类新兴平台有其特有的投放逻辑，对化妆品公司战略、产品、内容生产等能力都有新要求。基于短视频平台的特点，通常“效果可视化强”、“价格适中”、“特点突出”的产品，配以有趣的内容逻辑与合适的 KOL 容易成为爆款。对于品牌方来说，这种新的营销玩法先由新锐品牌引领，目前传统品牌逐渐跟进。2019 年 7 月，上市公司珀莱雅成功捕捉这一风口，利用抖音平台大量投放“种草”短视频，成功打造一款功效“可视化”的爆款单品“黑海盐泡泡面膜”，单品月销超 100 万，拉动品牌 7 月淘系平台销售额同比翻倍，珀莱雅的例子便是传统公司变革、跟进的成功案例，预计下半年将有更多传统品牌，特别是大众类品牌，跟进新的营销玩法。

图 7：抖音平台美妆产品投放策略



资料来源：美妆心得，国元证券研究中心

图 8：泡泡面膜通过抖音平台种草并收割的过程



资料来源：抖音 APP，淘宝 APP，国元证券研究中心

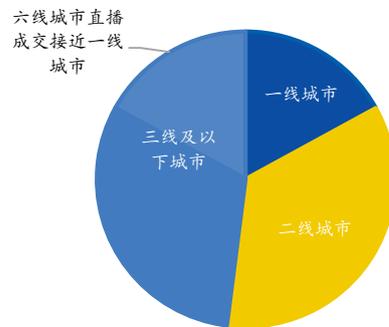
与此同时，线上导购式体验淘宝直播也迅速崛起，成为各大美妆品牌争相投放的营销重地。根据《2019年淘宝直播生态发展趋势报告》，2018年淘宝直播平台带货超过1000亿元，同比增速近400%。2019年618期间，淘宝直播开播商家数同比增长近120%，开播场次增长150%，带动天猫618成交超过130亿元。此外，淘宝直播也对于消费下沉起到积极作用，近半数直播成交额发生在三线及以下城市。其中六线城市直播成交占比接近一线城市。我们认为，美妆品类购买行为需要较强的消费者教育，淘宝直播成功将外部种草功能接入电商平台内，重构线上“人货场”关系，帮助商家/品牌方更高效的转化流量，提升用户粘性。

图 9：知名主播在淘宝直播截图



资料来源：淘宝 APP，聚美丽，国元证券研究中心

图 10：2019年618期间各线城市淘宝直播销售占比



资料来源：天猫，国元证券研究中心

在通过多元化营销模式拉新后，品牌方也越来越重视已有客群的留存与复购，即私域流量运营重要性凸显。美妆产品同质化使得品牌方需要更积极的与消费者产生沟通，持续发现并引导消费需求，因此私域流量运营势在必行。此外，在新兴营销模式下，爆款产品打造通常需要较高的成本费用投入，品牌难以依靠短期的爆款产品实现盈利，因此后续的连带销售与用户粘性才是品牌力建立与企业盈利的关键。

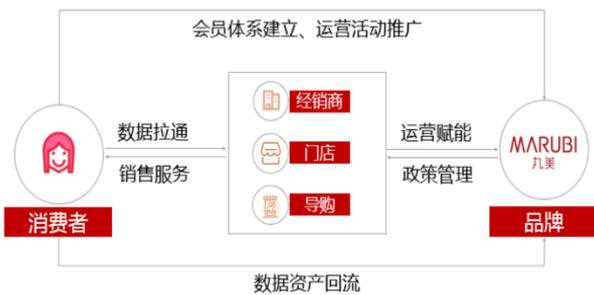
不少品牌均已建立起自己的私域流量运营体系。例如，丸美品牌构建了一套打通消费者、导购、门店、经销商、品牌的全链路生态体系，主要运营策略包括：通过一物一码、会员邀请裂变等方式扩充会员群体；通过到店自提优惠补贴引导会员返柜；通过给会员寄送新品试用装的方式为新品上市做铺垫等等。在这一系列精细化运营下，

丸美保证了线下客流的稳定性，实现了逆势的线下高增长。

此外，新兴彩妆品牌完美日记对其微信平台的私域流量运营，也成为其持续高增长的驱动因素之一。品牌方首先通过实体商品中的卡片引导用户添加个人微信号。其次，通过私聊引导已购用户加入微信群，并利用小程序中的高质量内容不断吸引用户关注。随后，通过打造“小完子”KOC（Key Opinion Customer）的朋友圈人设，有效影响用户的购买决策。最终，把产品以促销的方式同步在朋友圈和微信群，引导最终的复购行为。

图 11：丸美股份会员管理系统

图 12：完美日记私域流量运营模式



资料来源：美云智数，国元证券研究中心

资料来源：增长黑盒 Growthbox，国元证券研究中心

我们认为，未来随着平台红利渐失，公域流量成本上行，对于存量用户的精细化运作，即私域流量的运营能力成为了品牌未来的关键能力。

2、国内外公司行情复盘

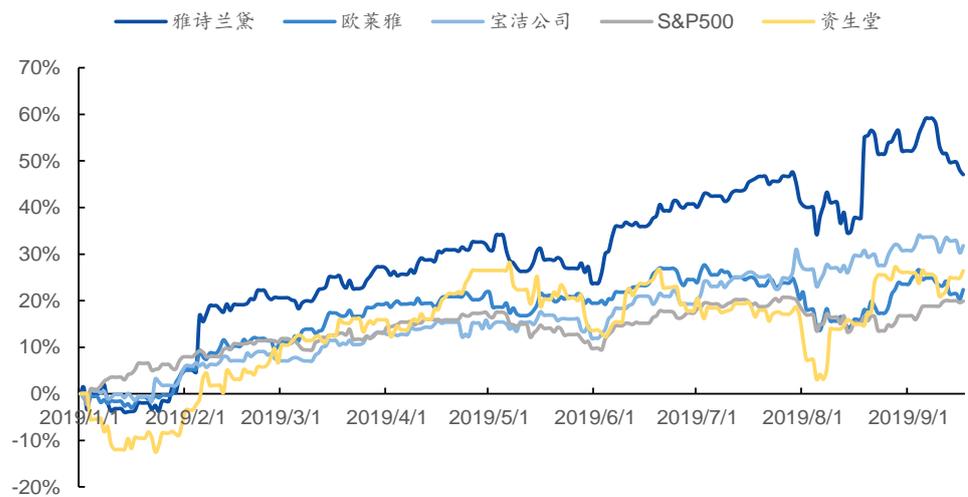
从行业到公司来看，年初至今（2019.9.17），在化妆品行业景气度向好的大背景下，上市个股维持了高涨幅。国内市场，除了御家汇受业绩下滑影响股价出现较大跌幅外，三家化妆品公司珀莱雅、丸美股份、上海家化、分别上涨 95.37%、93.37%、20.26%。海外公司中，雅诗兰黛、欧莱雅、宝洁等化妆品巨头均在 2019 年走出一波强势的加速上涨行情，股价不断创新高。雅诗兰黛、欧莱雅、宝洁年初至今涨幅分别达到 47.07%、20.33%、31.81%，均显著强于大盘同期标普 500。

图 13：国内化妆品上市公司年初至今股价走势



资料来源：Wind，国元证券研究中心（*统计时间为 2019-01-01 至 2019-09-17）

图 14：外资化妆品上市公司年初至今股价走势



资料来源：Wind，国元证券研究中心（*统计时间为 2019-01-01 至 2019-09-17）

营收规模上，目前国内化妆品上市公司年收入基本落在 10 亿及以下区间。对比国际巨头，欧莱雅作为全球第一的化妆品集团，最新财年规模接近 300 亿美金，雅诗兰黛集团 2019 财年收入规模 149 亿美金，宝洁旗下化妆品部门销售收入 129 亿美金。而更加聚焦本土市场的高丝、Nature 以及爱茉莉太平洋集团等化妆品大国头部企业，其营收规模在 30-50 亿美金，国内化妆品上市公司在营收规模上，与这两类化妆品企业均存在巨大的量级差距，未来增长潜力巨大。

表 1：国内化妆品上市公司及海外化妆品上市公司市值与营收规模对比

公司名称	当前市值 (亿美元)	最新财年营收规模 (亿美元)
上海家化	31.08	10.07
丸美股份	32.35	2.22
珀莱雅	24.44	3.33
御家汇	6.18	3.17
欧莱雅	1524.82	298.22
雅诗兰黛	690.27	148.63
宝洁	3032.19	676.84
资生堂	322.29	101.28
爱茉莉太平洋集团	44.05	51.23
Nature	77.26	32.86
高丝	100.97	30.79

资料来源：Wind, Yahoo Finance, 国元证券研究中心，(*市值为 2019 年 9 月 17 日数值，汇率换算采用 2019 年 9 月 17 日汇率)

3、聚焦 ROE，国内外公司财务数据复盘与比较

从财务数据上看，2019H1 国内化妆品公司及国际巨头均实现了较为亮眼的业绩。海外化妆品集团的增长主要由亚太市场与线上销售拉动，不少经典品牌成功把握市场趋势，突破增长瓶颈，跨越周期重回高增长。国内公司整体维持了良好的增速与盈利能力。中国作为巨大的化妆品潜力市场，逐渐成了拉动国内外化妆品公司增长的主力。我们从成长性、盈利能力、运营能力，并最终落脚到 ROE 指标，全面分析盘点了国内外化妆品公司财务表现。

3.1 成长性、盈利能力、运营能力对比

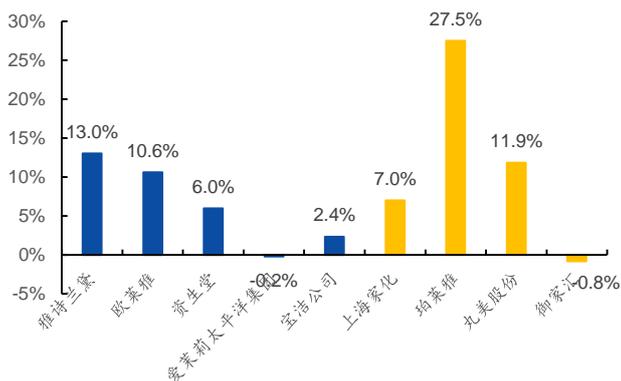
3.3.1 成长性

营业收入及增速：2019H1 国产化妆品公司营收增长中出现分化，多数海外化妆品集团在中国/亚太地区的高增长驱动下实现稳健增长。

国产化妆品上市公司中，珀莱雅在电商渠道驱动下同比增长 27.5%；丸美股份百货渠道表现亮眼（百货渠道+30%），收入同比增速 11.9%；上海家化平稳增长 7.0%。

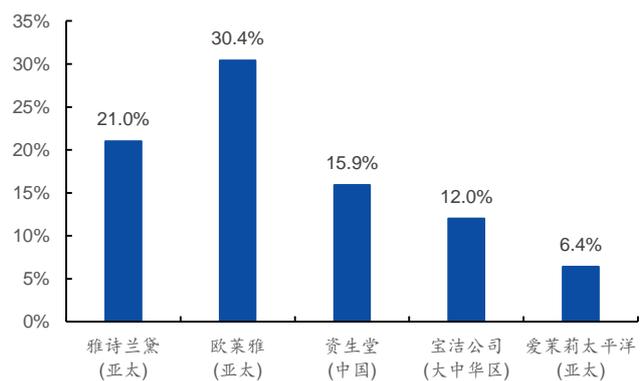
海外大型化妆品集团中，欧莱雅、雅诗兰黛、资生堂、宝洁等海外知名化妆品集团均在庞大的营收基数上实现稳定增长。其中，欧莱雅集团 2019H1 增速达到 10.6%，为近十年来的最佳水平；雅诗兰黛增速达到 13.0%，几乎所有部门都实现增长，其中亚太地区和高端护肤品品牌表现抢眼；资生堂实现增速 6.0%；宝洁增长 2.4%；爱茉莉太平洋集团由于韩妆景气度下降而出现小幅收入下滑。除爱茉莉太平洋集团外，各大化妆品集团均在业绩拆分中强调了中国市场这一强劲增长动力：报告期内，雅诗兰黛亚太地区增速高达 21%，欧莱雅亚太地区增速达到 30.4%，资生堂中国地区增速 15.9%，宝洁大中华区同比增长 12.0%。

图 15：2019H1 主要化妆品公司营业收入同比增速



资料来源：公司公告，Wind，国元证券研究中心

图 16：2019H1 海外化妆品公司中国/亚太区收入增速



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

表 2：部分海外化妆品集团在中国/亚太地区收入及表现

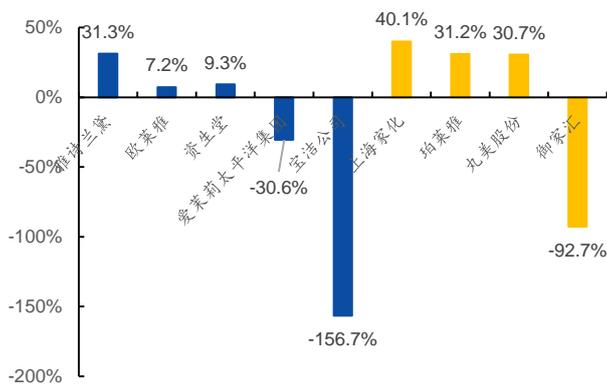
公司	报告期	中国/亚太地区表现
欧莱雅	2019H1	亚太区是公司所在市场中增速最高的地区，营收同比增长 30.4%（可比口径下同比增长 24.3%），其中中国电商表现强劲。公司旗下的所有部门在亚太区都实现了双位数的增长，其中奢侈品部门和活性化妆品部门增长最为强劲。分品牌来看，奢侈品品牌兰蔻、YSL、阿玛尼和赫莲娜表现优异，定位高功能护肤的活性化妆品品牌 Skin Ceuticals 在中国的表现创下记录，此外，在消费品部门，欧莱雅品牌和公司此前收购的韩国大众彩妆品牌 3CE 在中国发展势头良好。
雅诗兰黛	2019 财年 (20180701-20190630)	亚太市场销售额同比增长 21%，按不变汇率计算同比增长 25%，中国市场表现极佳，所有品类与销售渠道都实现了增长，所有品牌均实现了双位数增长。
资生堂	2019H1	中国区的营收同比增长 15.9%，Q2 较 Q1 进一步加速。Q2 中国在 618 电商大促的推动下，电商增速达到 40% 以上。Shiseido、CPB、IPSA、NARS 等高档品牌在中国市场都保持了高增长态势，高端品牌在中国本土的专柜销售额比上年增长 40% 以上。
宝洁	2019 财年 (20180701-20190630)	大中华区有机销售(不计入并购交易、资产剥离交易以及汇率变动影响的销售额)大增 12%，中国市场贡献了宝洁近三分之一的营收增长。Olay 连续两年在中国实现双位数增长。
爱茉莉太平洋	2019H1	亚洲市场营收随着多渠道组合策略有所提振。

资料来源：公司公告，国元证券研究中心

净利润增速：国内公司中珀莱雅净利润增速领先，海外集团中雅诗兰黛领跑。

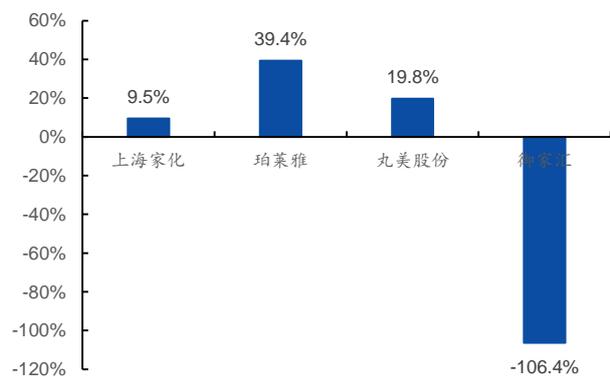
上海家化、珀莱雅、丸美股份扣非后归母净利润增速分别为 9.5%、39.4%、19.8%。海外集团中，主打中高端品牌的雅诗兰黛业绩增速亮眼，2019H1 净利润增速高达 31.3%；欧莱雅、资生堂净利润同比增长 7.2% 和 9.3%；爱茉莉太平洋集团受到悦诗风吟、伊蒂之屋等大众品牌的拖累，业绩下滑 30.6%；而宝洁由于对于收购的吉列品牌一次性计提商誉和无形资产减值导致净利润下滑 156.7%。

图 17：2019H1 主要化妆品公司净利润同比增速



资料来源：公司公告，Wind，国元证券研究中心

图 18：2019H1 扣非归母净利润同比增速



资料来源：公司公告，Wind，国元证券研究中心

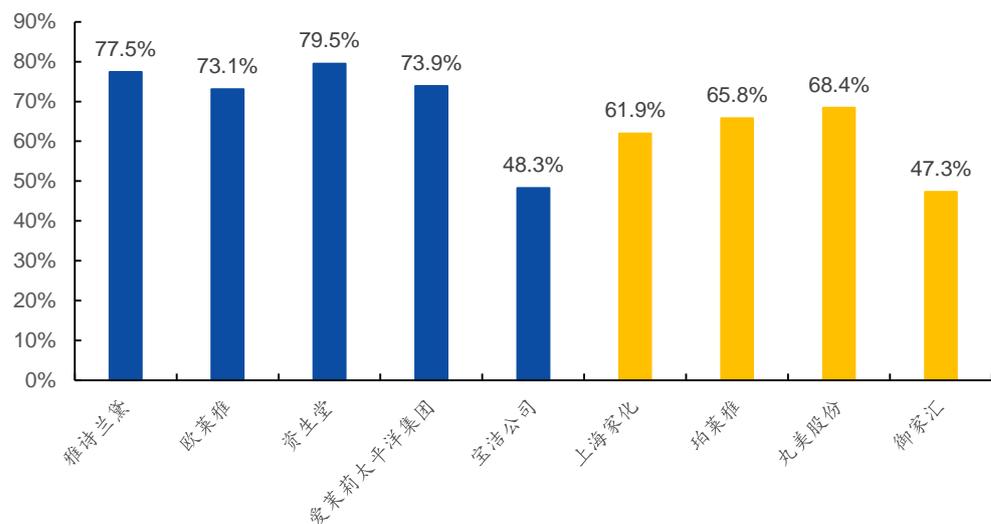
3.1.2 盈利能力

毛利率：化妆品公司毛利率水平普遍较高，海外高于国内，高端高于大众。

化妆品公司整体毛利率水平较高，通常在 65%以上，但整体看，国内公司毛利率低于海外集团。国内公司中，丸美股份毛利率最高，为 68.42%，主要是由于公司定位中高端，且眼部产品占比较高。主打大众化妆品的珀莱雅毛利率 65.78%。上海家化由于六神等日化用品占比较高，产品结构差异导致整体毛利率略低，为 61.94%。而以淘品牌起家，主打平价面膜的御家汇毛利率较低，为 47.30%。

海外集团中，除了包含低毛利率日化业务的宝洁外，国际化妆品集团毛利率显著高于国内，其中定位较为高端的雅诗兰黛和资生堂毛利率高达 77.5%和 79.2%，欧莱雅、爱茉莉太平洋集团毛利率分别为 73.1%、73.9%。

图 19：2019H1 主要化妆品公司毛利率情况

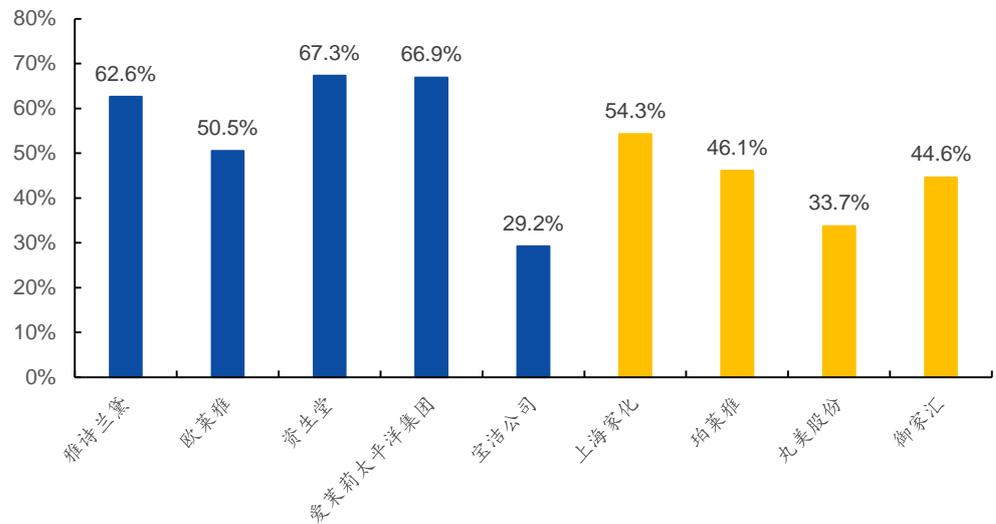


资料来源：公司公告，Wind，国元证券研究中心

销售及管理费用率：销售费用率普遍较高，而大型海外集团因业务结构庞杂销售及管理费用率高于国内。

对于化妆品品牌来说，销售费用投入是品牌建设的刚性开支，因而行业整体销售费用率水平较高，同时合理的销售费用率也成为维护品牌壁垒的重要抓手。国内上市企业中，上海家化、珀莱雅、御家汇的销售及管理费用率分别为 54.6%、46.5%、44.9%，丸美股份由于控费更为严格，这一比率仅为 34.1%。雅诗兰黛、资生堂、爱茉莉太平洋等公司的销售与管理费用率超过 60%。

图 20: 2019H1 主要化妆品公司销售与管理费用率情况



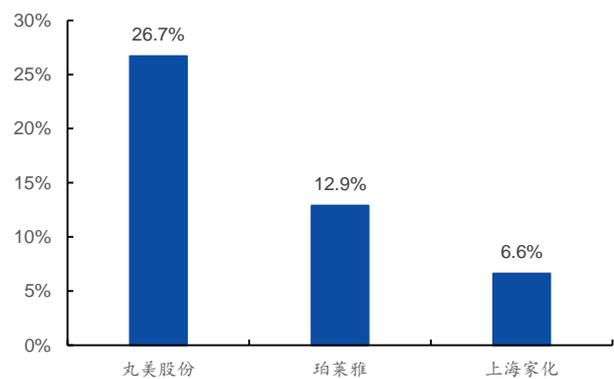
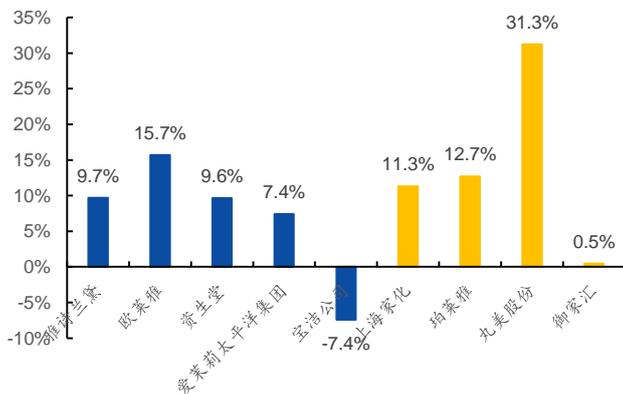
资料来源: 公司公告, Wind, 国元证券研究中心

净利润率: 丸美股份净利润率领跑行业。

上海家化、珀莱雅、丸美股份的净利润率分别为 11.3%、12.7%和 31.3%，整体领先于海外。考虑到政府补贴等大额非经常性损益，我们进一步观察扣非后净利润率，三家主要的国内化妆品公司拉开差距。丸美股份的扣非后净利润率达到了 26.7%，珀莱雅 12.9%，而处于业务调整期的上海家化净利润率较低，为 6.6%。

图 21: 2019H1 化妆品上市公司净利润率

图 22: 2019H1 国内主要化妆品公司扣非后净利润率



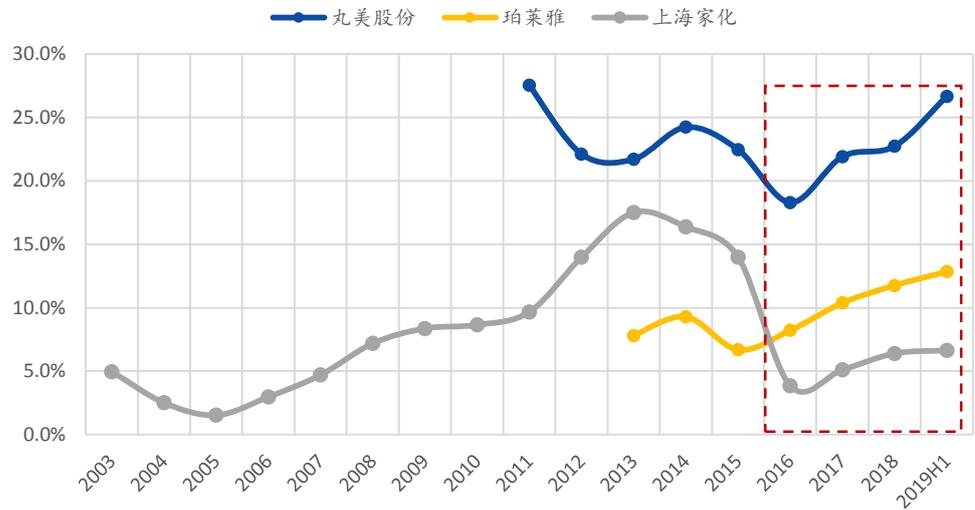
资料来源: Wind, 国元证券研究中心

资料来源: Wind, 国元证券研究中心

我们观察了 2013-2019H1 国内上市公司扣非后净利润率的变化情况，上市公司整体盈利能力的变化和行业增长趋于一致，2016 年整体行业增速见底后，2017 年伴随着行业增速的修复，景气度回升，主要的上市公司盈利能力不断提升。其中丸美股份 2014 至今，除了 16 年低于 20%外，其余年份扣非后净利润均稳定在 20%以上，盈利能力一枝独秀。珀莱雅盈利能力亦处于上升通道。而上海家化由于业务调整，14-16 整体的扣非后净利润率由 16.4%下滑至 3.9%，但在 2016 见底后，开始缓慢攀

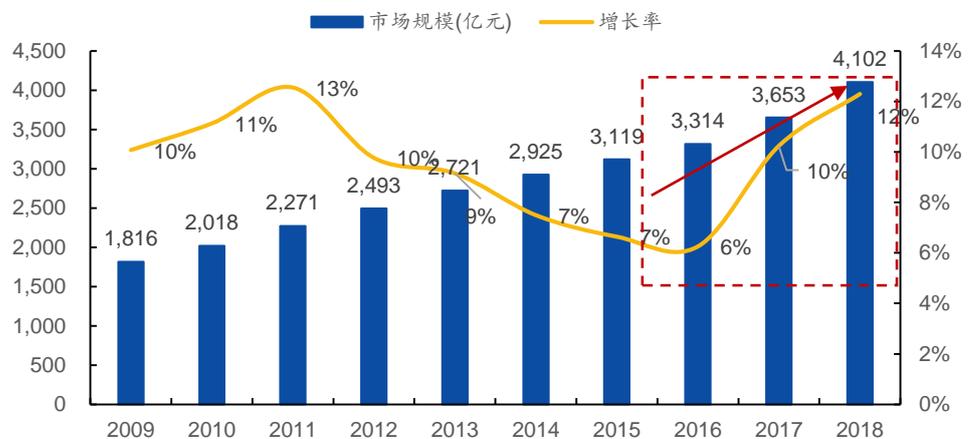
升，随着品牌焕活、业务调整的完成，盈利能力有望持续修复。

图 23：国内上市化妆品公司扣非后净利润率变动情况



资料来源：Wind，国元证券研究中心

图 24：国内化妆品市场规模及增速



资料来源：欧瑞数据，国元证券研究中心

净利润率通常是衡量消费品品牌竞争力的重要指标，强品牌力公司通常具备更高品牌溢价从而拥有较高销售净利率。从净利润率的角度来看，丸美股份的净利润率大幅领先 A 股同行甚至国际巨头，体现了在中国这一成长市场中，其在眼霜品类的强大品牌力，而珀莱雅净利润率也超过了雅诗兰黛和资生堂，仅略低于欧莱雅，盈利能力同样不错。

自 2016 以来，三大 A 股化妆品公司净利润率均触底攀升，一方面由于国内化妆品市场行业景气度提升，另一方面也印证了国产化妆品品牌力的提升，而品牌力树立是化

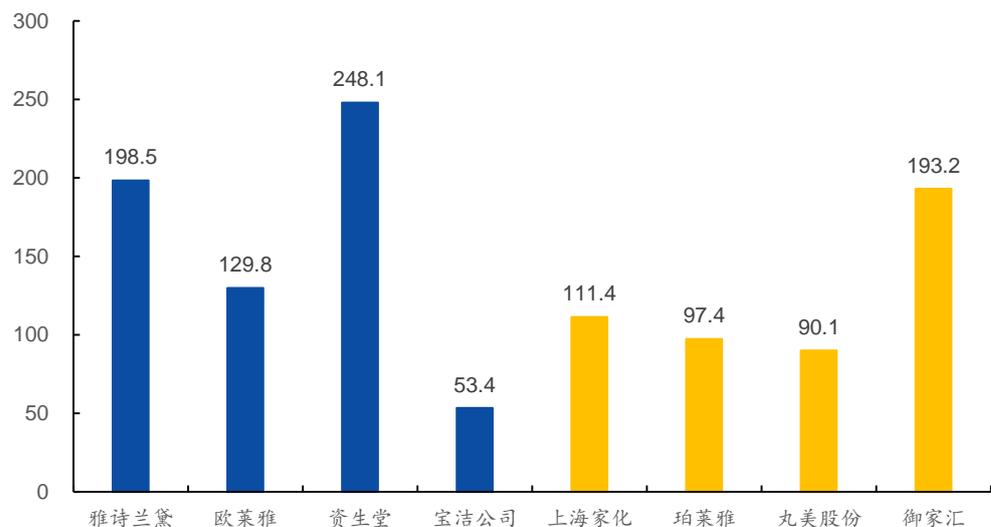
化妆品公司第一大护城河。目前我国化妆品公司大多处于单品牌主导阶段，单一主品牌收入占比非常高。丸美主品牌收入 14.05 亿，占比 89.25%，珀莱雅主品牌收入 20.94 亿，占比 88.77%，佰草集年收入在 10 亿+，整体看主品牌（这三个品牌销售额约在 20-40+亿水平）尚未触及销售天花板，提升空间依然较大，同时国内市场整体潜力也有待进一步开发。我们判断，短期内 A 股化妆品公司依然会以提升现有主品牌销售额为主战略，同时中期逐渐向多品牌、跨区域进行过渡。落在扣非后净利润率上，短期看，丸美和珀莱雅净利润率有望保持稳定，而上海家化整体扣非后净利润率提升空间较大。

3.1.3 运营能力

存货周转天数：国内化妆品公司存货周转率普遍优于海外。

存货周转天数反映公司的运营能力和供应链管理能力和供应链管理能力，整体看国内优于海外。国内公司中，上海家化、珀莱雅、丸美股份的存货周转天数均在 3-4 个月之间，上海家化略高于珀莱雅与丸美股份；御家汇由于终端动销不达预期，存货周期超过 6 个月。对海外集团而言，由于其业务通常遍布全球，存货周转天数高于国内公司。雅诗兰黛、资生堂的存货周期均超过 6 个月；欧莱雅集团存货周期超过 4 个月；而宝洁公司因为以日化用品经营为主，偏向快速消费品，存货周转相对较快，约为 1.8 个月。

图 25：2019H1 主要化妆品公司存货周转天数



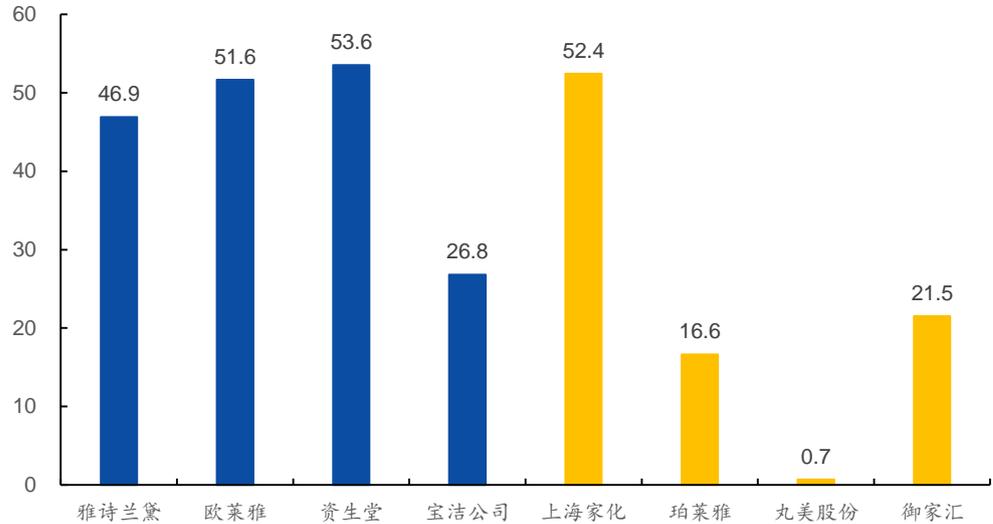
资料来源：公司公告，Wind，国元证券研究中心

应收账款周转天数：丸美、珀莱雅和御家汇均优于海外。

应收账款周转率主要受到下游渠道和销售模式的影响，丸美和珀莱雅以经销商销售为主，采用先款后货的模式。其中，丸美股份执行更为彻底，而珀莱雅对部分经销商给予一定账期，对应周转天数分别为 0.7、16.6 天。上海家化由于覆盖八大渠道，下游经销商、商超等均存在信用账期，因而周转天数较高，达到 52.4 天。海外集团由于规模较大、品牌较多，下游渠道通常覆盖百货、商超、免税店等，因此通常有 1-2 个月的回款期，雅诗兰黛、欧莱雅、资生堂的应收账款周转天数分别为 46.9 天、51.6

天、53.6 天。

图 26：2019H1 主要化妆品公司应收账款周转天数



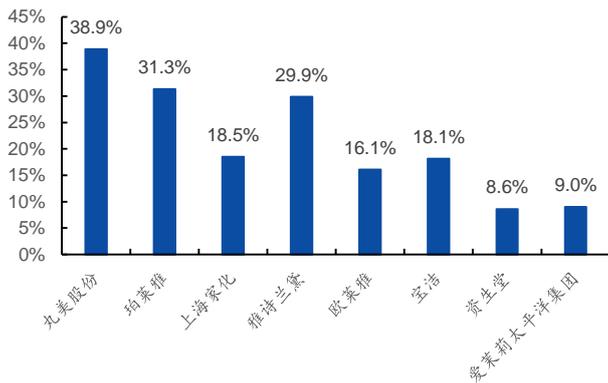
资料来源：公司公告，Wind，国元证券研究中心

3.2 拆分核心财务指标 ROE

丸美股份、雅诗兰黛的 ROE 分别领跑国内与海外化妆品市场。

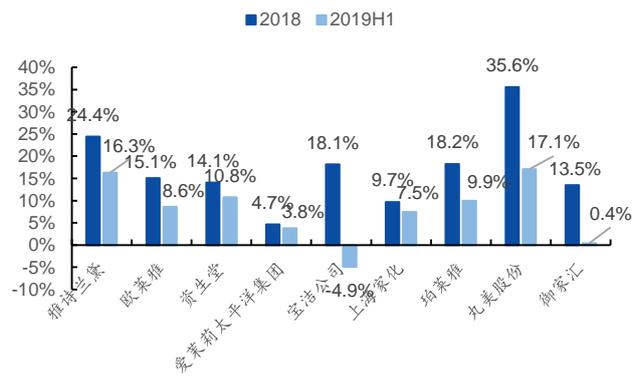
聚焦国内化妆品公司以及海外巨头的 ROE 水平上。五年平均 ROE 处于 10%-40% 之间，其中丸美股份、珀莱雅和雅诗兰黛 ROE 水平位列前三，基本在 30% 以上，收益能力非常强劲。

图 27：主要化妆品公司五年平均 ROE



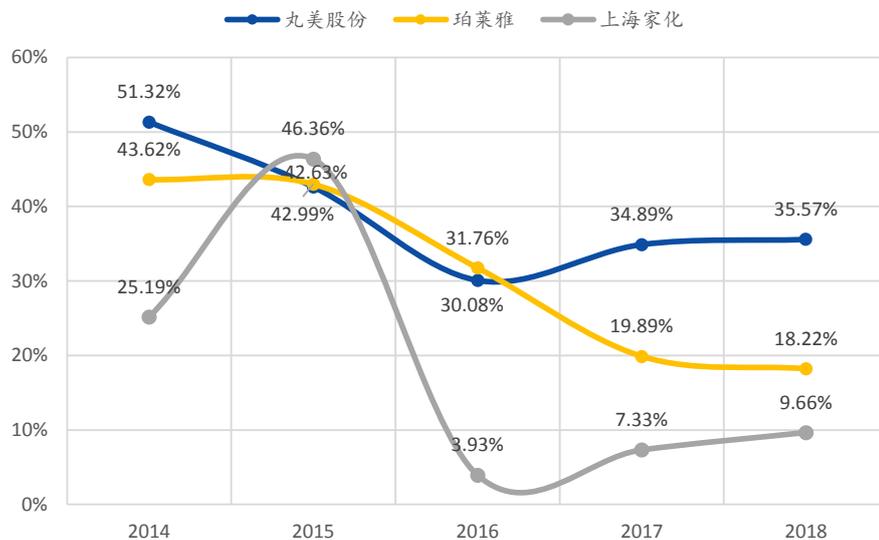
资料来源：Wind，国元证券研究中心

图 28：2018 财年及 2019H1 主要化妆品公司 ROE



资料来源：Wind,国元证券研究中心

图 29：国内主要上市公司 ROE 变动情况



资料来源：Wind，国元证券研究中心

我们通过杜邦分析法，将 ROE 拆分为销售利润率*资产周转率*权益乘数，分别对应公司的盈利能力、运营能力和杠杆率。整体看，国内公司 ROE 主要靠销售利润率拉动；平均资产周转率略低于国外；而权益乘数上，国内近年来显著低于海外，特别是 16/17 年以后，丸美和珀莱雅杠杆率明显下行。而 ROE 驱动指标上，我们更看重盈利能力及运营效率，而杠杆率的提升门槛较低，但弹性也最大。个股上丸美股份的 ROE 水平领跑国内外，珀莱雅 ROE 两年来在高位出现波动下滑，上海家化 ROE 水平处于历史低点 and 爬坡阶段。

丸美的高 ROE 得益于销售利润率的驱动，其销售利润率大幅领先行业。而在资产周转率和权益乘数方面与行业水平差距不大。珀莱雅上市前 ROE 一度处于 30%-40% 的高位区间，但上市后，权益乘数大幅下降，导致 ROE 高位下行。珀莱雅的资产周转率一直是三家国内上市化妆品公司中最好的，不过这一两年也呈现小幅下滑趋势。珀莱雅 18 年 ROE 为 18.22%，整体水平依然良好。而上海家化在 16 年销售净利率及资产周转率大幅下滑，触及五年最低水平，使得家化整体 ROE 水平进入历史低点。17/18/19 年，随着业务梳理逐渐完成，家化的 ROE 开始提升。

海外化妆品集团中，雅诗兰黛的 ROE 水平领跑，最近几年一直在 30% 附近波动。拆分来看，公司在盈利能力、运营能力以及杠杆率上均表现较好。2018 财年除了净利润率低于欧莱雅以外，资产周转率以及权益乘数均是这几家国际化妆品巨头中的第一。

表 3：主要化妆品公司 2014-2018 年 ROE 杜邦分析法

	2014	2015	2016	2017	2018
ROE					
丸美股份	51.32%	42.63%	30.08%	34.89%	35.57%
珀莱雅	43.62%	42.99%	31.76%	19.89%	18.22%
上海家化	25.19%	46.36%	3.93%	7.33%	9.66%
平均	40.04%	43.99%	21.92%	20.70%	21.15%
雅诗兰黛	33.72%	29.04%	30.90%	31.40%	24.43%
欧莱雅	22.93%	15.06%	12.91%	14.54%	15.06%
资生堂	9.28%	5.93%	8.17%	5.56%	14.05%
爱茉莉太平洋集团	10.01%	10.74%	12.76%	6.95%	4.65%
平均	18.99%	15.19%	16.19%	14.61%	14.55%
销售净利率					
丸美股份	25.23%	23.63%	19.22%	23.07%	26.35%
珀莱雅	9.09%	8.74%	9.46%	11.26%	12.16%
上海家化	16.83%	37.80%	4.06%	6.01%	7.57%
平均	17.05%	23.39%	10.91%	13.44%	15.36%
雅诗兰黛	10.98%	10.10%	9.90%	10.56%	8.10%
欧莱雅	21.79%	13.06%	12.02%	13.78%	14.46%
资生堂	4.33%	3.04%	3.78%	2.26%	5.61%
爱茉莉太平洋集团	4.72%	4.60%	5.11%	3.36%	2.34%
平均	10.45%	7.70%	7.70%	7.49%	7.63%
资产周转率					
丸美股份	1.00	0.93	0.85	0.88	0.85
珀莱雅	1.34	1.19	1.13	0.94	0.91
上海家化	1.06	0.85	0.67	0.75	0.72
平均	1.14	0.99	0.88	0.86	0.83
雅诗兰黛	1.46	1.34	1.29	1.14	1.13
欧莱雅	0.71	0.77	0.75	0.73	0.73
资生堂	0.96	0.95	0.97	1.06	1.12
爱茉莉太平洋集团	0.90	0.97	1.01	0.84	0.83
平均	1.01	1.01	1.00	0.94	0.95
权益乘数					
丸美股份	2.02	1.94	1.84	1.72	1.59
珀莱雅	3.58	4.14	2.98	1.88	1.64
上海家化	1.41	1.44	1.44	1.62	1.77
平均	2.34	2.51	2.08	1.74	1.67
雅诗兰黛	2.10	2.15	2.42	2.61	2.66
欧莱雅	1.48	1.50	1.44	1.44	1.43
资生堂	2.24	2.06	2.23	2.32	2.24
爱茉莉太平洋集团	2.35	2.40	2.47	2.47	2.41

平均 2.04 2.03 2.14 2.21 2.18

资料来源：Wind，国元证券研究中心

我们将总资产周转率进一步拆分，国内化妆品上市公司流动资产周转率显著低于海外平均水平，而固定资产周转率略高于海外公司。丸美股份、珀莱雅、上海家化的流动资产周转率平均仅为 1.34，显著低于海外公司平均水平 2.32，主要由于国内上市公司账面货币资金较多，丸美股份、珀莱雅 2018 年末的货币资金占总资产的比例分别高达 73.86%与 51.19%，而国际化妆品公司这一比例通常在 10%-20%之间，现金周转率较低。我们认为，珀莱雅与丸美均以经销模式为主，现金流良好，并且在以单品牌为主的商业结构下，过多进行投放推广会降低边际收益，损害公司整体盈利能力。此外，目前化妆品行业整体热度较高，可选并购标的估值溢价通常也较高，两家公司对并购项目均保持开放但谨慎的态度，因此预计短期内高货币资金占比仍将持续。中长期来看，公司若通过并购或内部孵化等方式进行多品牌矩阵拓展，有望提高资金使用效率，进而提升总资产周转率，驱动 ROE 上行。

表 4：主要化妆品公司 2014-2018 年流动资产周转率与固定资产周转率

	2014	2015	2016	2017	2018
流动资产周转率					
丸美股份	1.44	1.28	1.12	1.11	1.02
珀莱雅	2.92	2.47	2.34	1.63	1.44
上海家化	1.41	1.04	0.86	1.33	1.56
平均	1.92	1.60	1.44	1.35	1.34
雅诗兰黛	2.40	2.32	2.59	2.57	2.46
欧莱雅	2.49	2.80	2.68	2.47	2.29
资生堂	1.90	1.88	1.99	2.07	2.11
爱茉莉太平洋集团	2.58	2.44	2.44	2.21	2.42
平均	2.34	2.36	2.43	2.33	2.32
其中：货币资金周转率					
丸美股份	1.65	1.48	1.35	1.32	1.18
珀莱雅	8.49	5.66	4.88	2.54	1.85
上海家化	2.44	1.91	1.83	3.54	5.86
平均	4.20	3.02	2.69	2.47	2.96
雅诗兰黛	7.02	8.13	11.64	11.54	8.25
欧莱雅	9.96	15.23	16.43	10.86	7.65
资生堂	7.80	6.93	7.18	7.01	7.48
爱茉莉太平洋集团	12.06	7.97	6.79	5.54	4.85
平均	9.21	9.57	10.51	8.74	7.06
固定资产周转率					
丸美股份	4.59	4.13	4.27	5.00	6.03
珀莱雅	5.86	5.51	5.67	6.68	6.32
上海家化	24.69	26.60	24.72	25.77	9.61
平均	11.71	12.08	11.55	12.48	7.32
雅诗兰黛	7.69	7.20	7.33	7.27	7.83

欧莱雅	7.27	7.72	7.22	7.10	7.49
资生堂	5.72	5.67	5.85	6.38	5.56
爱茉莉太平洋集团	2.16	2.64	2.69	2.00	1.85
平均	5.71	5.81	5.77	5.69	5.68

资料来源：Wind，国元证券研究中心

表 5：主要化妆品公司 2014-2018 年货币资金占总资产比例

	2014	2015	2016	2017	2018
	货币资金/资产总额				
丸美股份	62.96%	62.22%	63.79%	68.81%	73.86%
珀莱雅	16.08%	25.98%	20.43%	47.50%	51.19%
上海家化	47.59%	42.62%	30.53%	13.86%	10.88%
平均	42.21%	43.61%	38.25%	43.39%	45.31%
雅诗兰黛	20.70%	12.40%	9.91%	9.82%	17.35%
欧莱雅	5.98%	4.15%	4.90%	8.62%	10.38%
资生堂	12.58%	14.44%	12.70%	17.56%	12.47%
爱茉莉太平洋集团	7.59%	16.32%	13.67%	16.46%	17.56%
平均	11.71%	11.83%	10.29%	13.12%	14.44%

资料来源：Wind，国元证券研究中心

总结来看：我们认为目前丸美、珀莱雅的 ROE 质量较好，主要靠净利润率驱动。从后续变动趋势上看：净利润率方面，预计丸美有望维持高位，但稳中略有下降，珀莱雅净利润率预计维持稳定，这两家 ROE 中期有望受益于权益乘数和资产周转率（现金周转率）的提升。而上海家化，ROE 处于底部回升阶段，有望持续受益于销售净利率的改善，继续爬坡。

4、国内外主要公司业务复盘与前瞻

4.1 线上线下：电商红利持续，但线下依然存在增长潜力

我们拆分对比了三家主要上市的化妆品公司。具体看，上海家化电商全网 GMV 同比增长 31%，开票收入增长 25%+，增速显著快于线下渠道；珀莱雅电商平台收入同比增长 48.08%，为公司增长的主要动力。丸美股份对于线上投入力度相对较小，上半年电商仅增长 10%左右，主要是由于淘宝分销体系相对增长较慢，全年有望提速。线下渠道中，商超渠道，上海家化和珀莱雅分别是单个位数和 13% 的增速。CS 渠道，上海家化、珀莱雅和丸美股份分别增长单个位数、11.70% 和约 15%。百货渠道，上海家化上半年双位数下跌，而丸美实现了超 30% 的增长。三家公司中丸美线下表现更优。

表 6：2019H1 上海家化、珀莱雅、丸美股份分渠道营收增长情况

公司	营业收入增速	分渠道营业收入增速
上海家化	7.02%	电商全网 GMV 同比增长 31%，开票增长 25%+；商超、母婴、CS 渠道均实现个位数增长；百货渠道依然是双位数下跌，但跌幅同比收窄；特殊渠道在上半年有恢复性增长。
珀莱雅	27.48%	电商平台营收同比增长 48.08%，为公司增长的主要动力；日化专营店营收同比增长 11.70%；商超渠道营收同比增长 13.10%，单品牌店营收同比增长 10.45%。
丸美股份	11.85%	电商平台收入同比增长 10%左右；百货渠道收入增速超 30%；CS 渠道收入增长 15%左右；美容院渠道收入增速 20%+。

资料来源：公司公告，国元证券研究中心

海外化妆品集团方面，电商渠道、旅游零售渠道为业绩增长的重要驱动力，地区上亚太地区成增长主力。欧莱雅电商与免税渠道增速分别达到 48.5% 与 21.2%，资生堂旅游零售销售额同比增长 17.2%，宝洁全球电商渠道增长 25%。地区方面，欧莱雅亚太地区增速领跑，高达 30.4%；雅诗兰黛亚太市场销售额同比增长 21%；资生堂中国销售额同比增长 15.9%；宝洁大中华区有机销售增长 12%。

表 7：部分海外化妆品集团在各地区、各渠道表现

公司	报告期	地区表现及亮点	渠道表现亮点
欧莱雅	2019H1	亚太区、西欧、北美、拉丁美洲、东欧、非洲及中东地区增速分别为 30.4%、1.9%、6.8%、3.5%、-0.5% 和 -1.5%。	电商和免税渠道增长强劲，增速分别为 48.5% 和 21.2%，其中电商占比已经达到 13.2%。
雅诗兰黛	2019 财年(20180701-20190630)	美洲市场销售额同比下滑 5%；欧洲、中东和非洲市场销售额同比增长 15%；亚太市场销售额同比增长 21%，中国与东南亚地区的表现十分亮眼。	旅游零售、线上渠道为主要驱动因素之一。
资生堂	2019H1	日本销售额同比增长 0.5%；中国销售额同比增长 15.9%；亚太销售额同比增长 8.8%；美洲销售额同比增长 8.9%；欧洲、非洲与中东销售额同比增长 2.9%。	旅游零售业务销售额同比增长 17.2%；Q2 中国在 618 电商大促的推动下，电商增速达到 40% 以上。
宝洁	2019 财年(20180701-20190630)	大中华区有机销售大增 12%，中国市场贡献了宝洁近三分之一的营收增长。	全球电商渠道有机增长 25%。

爱茉莉太平洋	2019H1	韩国本土的增长主要来自于旅游零售和线上；海外市场中， 亚洲市场营收正随着多渠道组合策略而提振 ；北美市场通过让兰芝入驻丝芙兰以及在加利福尼亚推出悦诗风吟单品品牌店，客户群正在扩大；欧洲区域营收下滑，但兰芝正在化妆品集合店中占有一席之地取得相对稳定的销售业绩。
--------	--------	--

资料来源：公司公告，无尚中文网，国元证券研究中心

4.2 品牌端复盘与后续策略

国内：佰草集焕活初步成功，珀莱雅主品牌贯彻爆款打法，丸美推进进口系列并持续高端化。

上海家化上半年聚焦佰草集品牌焕活，完成品牌定位调整。在产品推广方面着力打造明星单品，2019年夏季主推“冻干面膜”起到良好的引流效果，618期间，新七白冻干面膜消费者中新客人数占比超70%，传播期间成为品牌销量第一的明星单品，同时带动品牌在Q2实现了两位数的增长。六神贯彻年轻化战略，上半年由于凉夏，收入增速略低于预期。子品牌中玉泽、家安、片仔癀保持30%以上的高速增长，启初不断扩大市场份额。

珀莱雅主品牌持续高增长。公司自2018年开始执行的“爆品策略”，针对市场热点、爆点，推出以烟酰胺美白精华、深海保湿酵母原液、印彩巴哈insbaha粉底液等为代表的特色单品，配合广泛社交营销与年轻代言人的粉丝效应，多款新品都成功实现了单点突破。

丸美方面，2019年主品牌推出第二个日本研发生产的原装进口高端系列——MARUBI TOKYO日本花弹润娇嫩系列，进一步夯实其在高端抗衰老领域的竞争力。丸美聚焦眼部护理，而丸美东京（MARUBI TOKYO）主打精华连带眼部护理。

表 8：2019H1 国内主要化妆品公司品牌收入增长情况

上海家化								
品牌	佰草集	六神	高夫	美加净	启初	家安	玉泽	片仔癀
增速	H1持平微跌，其中Q2双位数增长	个位数增长	微跌	个位数下跌	25%+		30-55%	
珀莱雅								
品牌	珀莱雅主品牌		优资莱		其他			
增速	26.28%		10.42%		53.85%			
丸美股份								
品牌	丸美主品牌							
增速	双位数							

资料来源：公司公告，国元证券研究中心

海外：高端品牌表现亮眼，药妆细分领域增长潜力不俗。高端化方面，欧莱雅集团的奢侈品部门营收增长高达17.3%；雅诗兰黛旗下高端品牌代表雅诗兰黛、La Mer两大品牌表现最为优异；资生堂高端品牌业务销售额同比增长11%，快于美妆与个护业务，其中Shiseido、CPB、IPSA、NARS等高端品牌在中国本土的专柜销售额同比增长超40%；宝洁公司美妆部门营收同比增长4%，旗下高端品牌SK-II为主要增长驱动力之一。另一方面，药妆细分领域增长潜力不俗，欧莱雅集团的活性化妆品部门（主要包括理肤泉、薇姿、修丽可以以及cerave等）增速达到15.1%，定位高功能

护肤的活性化妆品品牌 SkinCeuticals 在中国的表现创下记录；爱茉莉太平洋集团旗下药妆品牌 Aestura 同比增长 25%。

表 9：部分海外化妆品集团旗下品牌与品类表现

公司	报告期	品牌与品类表现
欧莱雅	2019H1	消费品部门（主要包括巴黎欧莱雅、美宝莲纽约、卡尼尔和 NYX 专业彩妆品牌）营收增速 6.4%；奢侈品部门（包括兰蔻、阿玛尼、YSL 和契尔氏等）营收增速 17.3%；活性化妆品部门（包括理肤泉、薇姿、修丽可以以及 cerave 等）营收增速 15.1%；专业产品部门营收增速 5.1%。
雅诗兰黛	2019 财年(20180701-20190630)	护肤品部门销售额同比增长 17%，其中雅诗兰黛、La Mer 表现最为优异，销售额都实现两位数增长；彩妆部门销售额同比增长 4%，雅诗兰黛、MAC、Tom Ford Beauty 与 La Mer 表现突出；香水部门销售额同比下滑 1%，但 Jo Malone、Tom Ford、Le Labo 和 By Kilian 的业绩依旧出色；护发部门销售额同比增长 2%，主要得益于 Aveda 的销售增长。
资生堂	2019H1	高端品牌业务销售额同比增长 11%；香水业务销售额同比增长 7%；美妆业务销售额同比增长 4%；个人护理业务销售额同比增长 5%；专业美容业务销售额同比增长 1%。Shiseido、CPB、IPSA、NARS 等高档品牌在中国市场都保持了高增长态势，高端品牌在中国本土的专柜销售额比上年增长了 40% 以上。
宝洁	2019 财年(20180701-20190630)	健康护理部门营收同比增长 5%；美妆部门营收同比增长 4%；剃须业务营收同比下滑 5%；织物&家具护理同比增长 3%；婴儿&女性&家庭护理营收同比下滑 2%。其中美妆部门中的护肤及个护品类实现高个位数的增长，主要是受到行业增长、积极产品组合（高端品牌 SK-II 和中端品牌 Olay 的高速增长）以及价格上涨的推动。
爱茉莉太平洋	2019H1	高端美妆子公司爱茉莉太平洋收入增长 4%，品牌 Aestura 同比增长 25%，品牌 Espoir 同比增长 15%，大众品牌 Etude 与 Innisfree 收入同比下滑-20%与-8%。

资料来源：公司公告，国元证券研究中心

后续品牌策略：佰草集上半年通过冻干面膜实现引流，下半年主打升级后的太极日夜精华。珀莱雅继续执行爆款策略，“泡泡面膜”获得成功，下半年主推新品还包括 V 脸霜、海洋保湿酵母原液、胶原蛋白雕塑精华等。丸美的品牌策略以推套系为主，并持续高端化。今年推出丸美东京“日本花”系列，明年加快新套系推出节奏，主品牌和丸美东京将分别推出一个新的套系。

表 10：国内化妆品上市公司旗下品牌下半年发展策略

公司名称	品牌	下半年品牌重点策略
上海家化	佰草集	2019Q2 主推冻干面膜爆品引流，下半年主要打造升级后的太极日夜精华，将会通过公益视频+新奇社交玩法+代言人+TVC 广告结合的多样化营销方式进行爆品打造，推进太极系列的年轻化。
	六神	持续品牌年轻化战略，带来体验式全季营销，聚焦秋冬季的滋润和香氛沐浴露系列产品。
	高夫	上半年 3 月份开始由主打保湿产品向主打控油产品转变，目前仍处于新品调整期。
	美加净	继续巩固手霜领导地位，打造冬日手霜润唇膏爆款 CP，深化单一场景主要卖点，以此带动系列产品销售。
	启初	聚焦润肤品类，组合推广全新启初感官启蒙幼儿雪绒霜系列、网红爆品“植物之初”、“牛奶谷胚”三大系列
珀莱雅	玉泽	进一步巩固皮肤科学护肤品的专业形象、提升知名度和美誉度、强化“修护皮肤屏障”的差异化品牌定位。
	珀莱雅	执行的“爆品策略”，针对市场热点、爆点推出相应产品，7 月份又成功打造爆款产品“黑海盐泡泡面膜”，下半年主推爆款包括 V 脸霜、海洋保湿酵母原液、胶原蛋白雕塑精华等。
丸美股份	丸美	1) 线下：百货渠道重点拓展省会城市百货网点，持续推进 MARUBI TOKYO 系列销售，主推 2018 年上市的

“日本酒”与2019年3月上市的“日本花”系列；2) 线上：将电商提升至CEO战略级别，加大直营旗舰店的运营力度。3) 产品上加快新套系推出节奏，主品牌和丸美东各推一个新系列。

春纪

进行品牌变革，预计今年年底会以互联网新锐品牌的面目跟大家见面。目前已经做好了具有社交属性的爆款产品的储备，并且MCN公司已经完成了选品。

恋火

2019年7月完成了对原始人持有的少数股权的收购，成为全资子公司；此后品牌定位轻奢，客单价200元左右，主要服务于28-38岁的女性，希望与90后一同成长。

资料来源：公司公告，公司调研纪要，国元证券研究中心

5、如何理解化妆品行业的估值水平

以珀莱雅和丸美为代表的 A 股化妆品公司在 2019 年取得较高涨幅，当前时点如何去理解化妆品行业的估值水平？

1、化妆品行业发展由来已久，但全球范围来看，欧美日市场已经是成熟市场，中国市场尚处在成长期，潜力巨大，因而我们认为对应的中国板块的化妆品业务应该享有更高估值。同时 A 股标的兼具稀缺性。

2009-2018 十年间，全球美容及个护市场规模呈现波动性增长，由 2009 年的 3867 亿美元增至 2018 年的 4880 亿美元，CAGR 为 2.6%。2013 年中国超越日本成为全球第二大化妆品消费国，市场份额为 12.7%。前十大化妆品消费国还包括了日本、巴西、德国、英国、法国、印度、韩国和意大利。2009 年受金融危机影响，东欧、北美、澳洲地区出现负增长，导致大盘整体下滑，随后 2010 年及 2011 年经历了两年的修复性反弹。2015 年受到欧元区需求持续疲软以及拉美经济走弱的影响，全球化妆品市场规模同比下滑 7.3%，此后开始触底回升，2018 增长 4.1%。

增速上，中国、印度、韩国等新兴市场在过去十年内引领全球增长，欧美等发达国家化妆品行业步入成熟期。而在新兴化妆品大国中，中国市场的增速最为抢眼，并且 17、18、19 年呈现加速上涨势头。可以说中国是全球最具增长潜力的化妆品市场。基于此，我们认为，对于成长阶段的中国市场，其化妆品业务应该享有估值溢价。另一方面，国内化妆品品牌类公司上市的仅有上海家化、丸美股份、珀莱雅和御家汇四家，标的具有较大的稀缺性。

图 30：全球美容及个人市场规模及增速

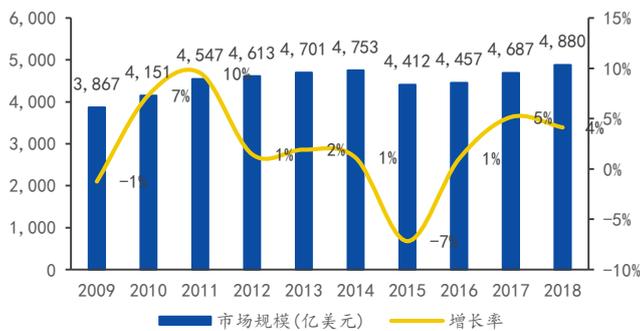
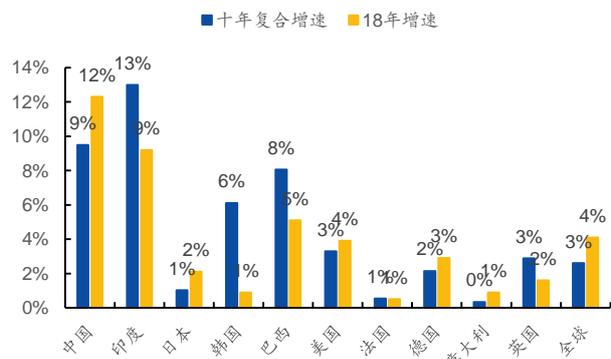


图 31：前十化妆品消费国 2009-2018 复合增长率及 18 年增速对比



资料来源：欧睿数据，国元证券研究中心

资料来源：欧睿数据，国元证券研究中心

2、国内外估值比较

整体看国内外估值水平较为一致。PE 方面，PE(2019E)国内公司平均为 38.58x，略高于海外公司的 36.68x。PEG 方面，国内公司均值低于海外公司。PB 方面，国内外公司均值相近，但个股差距较大，国内公司中，丸美与珀莱雅的 PB 显著较高，国外公司中雅诗兰黛 PB 领跑。我们通过 PB-ROE 的模型来进一步分析化妆品公司的 PB 估值水平。

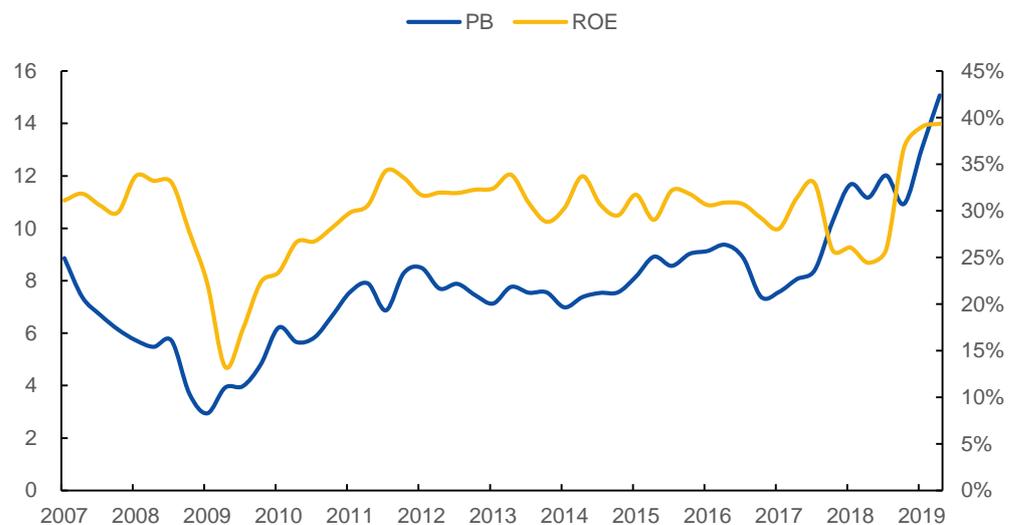
表 11：主要化妆品上市公司 PE、PEG、PS 估值

公司名称	PE(2019E)	PEG(2019E)	PB(LF)
丸美股份	46.78	2.59	9.47
珀莱雅	44.98	1.32	9.67
上海家化	32.69	1.32	3.61
御家汇	29.87	2.44	3.35
雅诗兰黛	34.51	1.96	15.74
欧莱雅	35.46	4.73	5.10
资生堂	41.60	1.59	7.75
爱茉莉太平洋集团	35.16	3.87	1.68
总体平均	37.63	2.48	7.05
国内平均	38.58	1.92	6.53
海外平均	36.68	3.04	7.57

资料来源：Wind 一致预期，Yahoo Finance，Bloomberg 一致预期，国元证券研究中心，（*采用 2019 年 9 月 17 日股价）

基于 PB-ROE 模型。我们使用了雅诗兰黛的滞后 ROE（非预期 ROE）和 PB 分析，发现其 ROE-PB 匹配程度较高，在 ROE 提升下，估值提升，股价加速上涨。

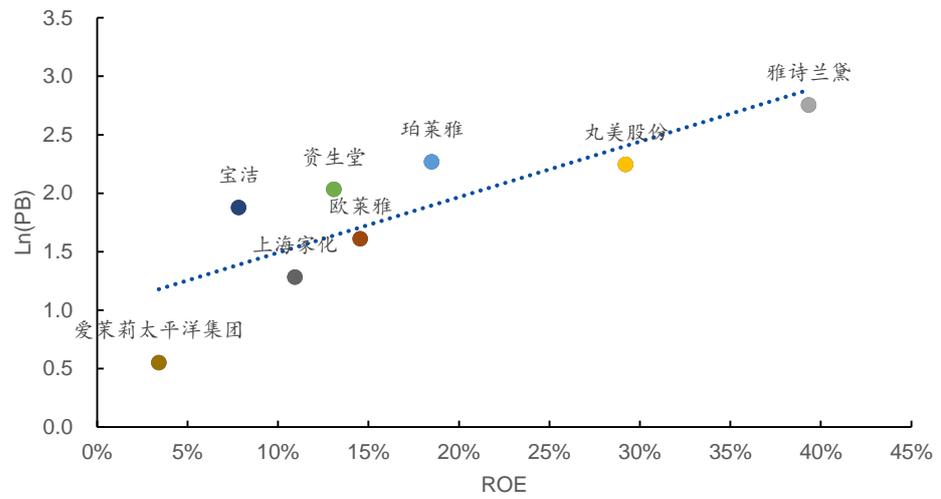
图 32：雅诗兰黛公司的历史 PB 与 ROE 的拟合情况



资料来源：Wind，国元证券研究中心

因而我们采取 PB-ROE 估值模型对个股估值进行分析。假设样本股票预期 ROE 与历史 ROE 保持稳定，根据“PB-ROE”模型，丸美股份、上海家化处于低估区间。从 ROE 变动预期上，我们认为目前丸美、珀莱雅的 ROE 质量较好，主要靠净利润率驱动，预计丸美净利润有望维持高位，但稳中略有下降。珀莱雅净利润率预计维持稳定，这两家 ROE 中期有望受益于权益乘数和资产周转率（现金周转率）的提升。而上海家化，ROE 处于底部回升阶段，有望持续受益于销售净利率的改善。

图 33：国内外主要化妆品上市公司 Ln(PB)与 ROE(TTM)水平



资料来源：Wind，国元证券研究中心

6、投资逻辑与建议

我们认为中国化妆品市场是一个极具潜力的成长类消费市场，2019年呈现出了国际大牌、新锐品牌和传统国货百家争鸣之势。渠道端上，天猫美妆在2019年将下沉策略作为战略重点，势必对低线城市渠道格局进行再造，并驱动行业新一轮的发展。营销端，短视频、直播带货风口持续，同时我们认为私域流量运营能力未来成为核心竞争力之一。

本篇报告我们深度复盘拆分了国内外化妆品公司财务情况，通过对比我们发现，国内化妆品公司在成长性、盈利能力、运营能力、ROE指标上均有不俗的表现。具体看，盈利能力上，国内上市化妆品公司整体净利润率领先海外，并且在16年国内化妆品行业景气度反转之后，净利润率出现了同步提升，业务逻辑上，反映出品牌壁垒的提高。在运营能力上，由于经销模式和地域渠道相比国际巨头较为简单，国内存货周转情况大幅好于海外；应收账款周转率上，丸美和珀莱雅大幅领先。但在现金周转率上，国内显著低于海外，业务扩张及并购相对谨慎。聚焦ROE，丸美、珀莱雅、雅诗兰黛的五年平均ROE在30%以上，表现非常优异。而上海家化ROE处于底部区间，预计呈现逐年攀升修复的趋势。从ROE驱动来看，国内化妆品公司主要靠销售利润率驱动ROE稳定在高位，而资产周转率国内略低于海外，权益乘数明显低于海外，特别是16/17年以后丸美和珀莱雅杠杆率下行明显。整体看国内化妆品公司的ROE质量较高，长期来看，国内公司有望通过提高现金利用效率和杠杆率，驱动ROE上行。

估值上，我们通过PE、PEG、PB以及应用PB-ROE模型进行的比较分析，整体海内外估值水平较为一致。但考虑到国内化妆品行业尚处在成长期，而国际巨头以成熟市场销售为主，中国化妆品业务整体应该享有一定的估值溢价。维持行业“推荐”评级，重点关注：珀莱雅、丸美股份、上海家化。

7、风险提示

市场景气度下滑，行业竞争加剧。

投资评级说明

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20% 以上	推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10% 以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20% 之间	中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10% 之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5% 之间	回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10% 以上
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5% 以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或间接损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责声明

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址：

www.gyzq.com.cn

国元证券研究中心

合肥	上海
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编：230000	邮编：200135
传真：(0551) 62207952	传真：(021) 68869125
	电话：(021) 51097188