

行业研究/深度研究

2019年03月06日

行业评级:

社会服务 增持 (维持)
旅游综合 II 增持 (维持)

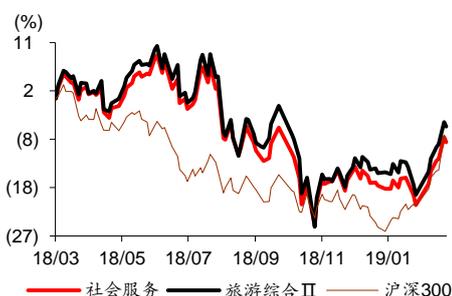
梅昕 执业证书编号: S0570516080001
研究员 021-28972080
meixin@htsc.com

孙丹阳 执业证书编号: S0570519010001
研究员 021-28972038
sundanyang@htsc.com

相关研究

- 1《众信旅游(002707,增持): 19年行业回暖, 公司边际改善》2019.02
- 2《社会服务: 北上资金偏好免税和酒店龙头》2019.02
- 3《中国国旅(601888,买入): 拟设香港市内免税店, 坚定国际化》2019.02

一年内行业走势图



资料来源: Wind

海外财报总结: 中高端品牌、旅游零售带动增长

化妆品海外研究系列二

品牌升级趋势明显, 中国市场有望长期景气

18年欧莱雅/资生堂/雅诗兰黛集团中高端品牌表现更优, 主要受中国为主的新兴市场和全球旅游零售渠道高速增长带动。截止17年我国中高端化妆品市场份额已达26%, 增速持续高于大众市场, 预计消费能力提升、消费理念成熟将驱动行业持续结构升级。免税为购买中高端香化的重要渠道, 大幅受益。大众市场中, 国产化妆品品牌借助CS、电商渠道红利快速增长, 未来在品牌、渠道、营销、研发综合能力较强的企业品牌力有望进阶。建议关注国内免税龙头中国国旅, 国产化妆品品牌珀莱雅。

资生堂: 亚洲化妆品龙头, 18年业绩创新高

18年收入10948亿日元/+14% (内生增速), 为近5年高点。18年日本/中国收入占比分别达42%/17%, 为主要区域构成。中国消费者为主的旅游零售渠道18年强劲增长35%, 收入占比已达8%。公司提出聚焦中高端产品(Prestige First)的战略, 18年中高端品牌收入增速16%, 占比不断提升。18年中国地区销售额1908亿日元/+32.3%, 中高端品牌18年同比增52%, 占比从17年38%提升至18年44%。公司将继续加强中国、日本、旅游零售等重要市场的营销投入, 为消费者提供更多个性化消费体验。

欧莱雅: 18年收入增速达十年最高, 美妆帝国规模持续扩大

18年营收269.4亿欧元/+7.1% (内生增速), 增速为近十年以来最高。西欧、亚太、北美地区18年收入占比30%/27%/27%, 增速分别为-0.7%/+20.4%/-1.6%, 亚太市场为主要增长引擎。2018年电商渠道收入占比超11%, 同比增40.6%, 旅游零售市场2018年收入超20亿欧元, 同比增速27.1%。大众消费品、奢侈产品18年营收占比45%/35%, 增速分别为-0.7%/10.6%。中国市场18年增33%, 占集团比例接近10%, 17年奢侈产品收入占比已达45%, 18年收入增47%, 超过大众品16%增速。

雅诗兰黛: 中高端化妆品龙头, 新兴市场增速亮眼

18年1-12月总收入141.94亿美元/+11.2%。19Q2财年(18/9/30-18/12/31)收入40亿美元/+7%, 较19Q1的增速7.6%基本持平。亚太地区收入强劲增长, 增速达17%, 中国内地、香港、日本持续表现较好, 在中国市场电商渠道贡献了集团1/3以上的销售额。护肤品为收入增长的主要驱动, 彩妆品牌表现分化, 雅诗兰黛、MAC、Tom Ford以及BECCA取得正增长, 倩碧及Smashbox的收入有所下滑, 香水业务收入下滑。

中高端品牌、旅游零售表现亮眼, 中国为主的亚太市场引领全球

各公司18年中高端品牌表现更优, 品牌升级趋势明显。资生堂中国市场、欧莱雅亚太地区18年Q4同比增速较18Q3均有提速。18年资生堂中国地区收入增速32.3%, 欧莱雅亚太地区市场增速20.4%, 19年Q2雅诗兰黛集团亚太地区收入增速达17%, 持续高增长。资生堂/欧莱雅18年旅游零售增速40%/27%, 中国游客对中高端品牌需求强劲, 奠定长期增长基础。建议关注国内免税龙头中国国旅, 国产化妆品品牌珀莱雅。

风险提示: 化妆品行业市场竞争加剧。

重点推荐

股票代码	股票名称	收盘价 (元)	投资评级	EPS (元)				P/E (倍)			
				2017	2018	2019E	2020E	2017	2018	2019E	2020E
603605	珀莱雅	52.03	买入	1.00	1.41	1.89	2.56	52.03	36.90	27.53	20.32

资料来源: 华泰证券研究所

正文目录

外资美妆巨头 18 年较快增长	4
资生堂：亚洲化妆品龙头，18 年业绩创新高	4
18 年收入内生增速达 14%，中高端产品为主要驱动	4
成本结构不断优化，盈利能力持续提升	7
中国成第二大市场，品牌升级趋势明确	8
19 年计划加强供应链，巩固提高研发实力	9
欧莱雅：18 年收入增速达十年最高，美妆帝国规模持续扩张	11
18 年收入增速达十年高点，市场高端化趋势明显	11
成本结构优化，盈利能力提升	14
中国市场高速增长，龙头市场地位稳固	15
雅诗兰黛：中高端化妆品龙头，新兴市场增速亮眼	16
亚太地区强劲增长，护肤品类是主要驱动力	16
中高端护肤盈利增长，彩妆有所拖累	19
19 年预计超越行业增长	19
品牌升级趋势明显，亚太市场增速引领全球	21

图表目录

图表 1：资生堂 2015-2018 收入规模及同比增速（以当地货币计量）	4
图表 2：资生堂 2014-2018 年收入内生增速	4
图表 3：资生堂 2015-2018 年分区域市场收入占比	4
图表 4：资生堂 2015-2018 年分区域市场收入增速（以当地货币计量）	4
图表 5：资生堂 2014-2017 年各类产品收入占比及年复合增长率	5
图表 6：资生堂 18 年核心品牌收入规模	5
图表 7：资生堂 2018 年各类产品收入增速	5
图表 8：资生堂 18 年核心品牌收入增速	6
图表 9：资生堂 17-18 年各季度收入增速（以当地货币计量）	6
图表 10：资生堂 17-18 年各季度收入内生增速	6
图表 11：资生堂 18 年各季度分区域收入占比	6
图表 12：资生堂 18 年各季度分区域收入增速（报告口径）	6
图表 13：资生堂 18 年各季度分区域收入内生增速	7
图表 14：资生堂 2014-2018 年毛利率	7
图表 15：资生堂 2014-2018 年成本结构	7
图表 16：资生堂 2014-2018 年营业利润率、净利率	8
图表 17：资生堂中国市场 2014-2018 年收入规模及增速	8
图表 18：资生堂中国市场不同产品占比	8
图表 19：资生堂中国市场营收规模 2017、2018 各季度内生增速	9
图表 20：资生堂 19 年营收规模及内生增速预测	9
图表 21：资生堂核心品牌营收贡献预测	10

图表 22: 2019 年资生堂成本结构预测	10
图表 23: 日本、中国、旅游零售市场 2019 年收入规模及增速预测	10
图表 24: 资生堂 19 年资本开支计划	11
图表 25: 欧莱雅 2014-2018 收入规模及增速 (固定汇率)	11
图表 26: 欧莱雅 2009-2018 收入内生增速	11
图表 27: 欧莱雅 2014-2018 年分区域市场收入占比	12
图表 28: 欧莱雅 2014-2018 年分区域市场收入增速 (报告口径)	12
图表 29: 欧莱雅 2016-2018 电商渠道收入占比及增速	12
图表 30: 欧莱雅历年旅游零售渠道增速	12
图表 31: 欧莱雅 2014-2018 年不同产品部门收入占比	13
图表 32: 欧莱雅 2014-2018 年不同产品部门收入增速 (报告口径)	13
图表 33: 欧莱雅 17-18 年各季度收入同比增速 (报告口径)	13
图表 34: 欧莱雅 18 年各季度各区域收入占比	14
图表 35: 欧莱雅 18 年各季度各区域收入同比增速 (报告口径)	14
图表 36: 欧莱雅 18 年各季度分产品部门同比增速 (报告口径)	14
图表 37: 欧莱雅 2014-2018 年毛利率	15
图表 38: 欧莱雅 2014-2018 年期间费率	15
图表 39: 欧莱雅 2014-2018 年营业利润率、净利率	15
图表 40: 欧莱雅 2017、2018 年各产品部门经营利润率	15
图表 41: 欧莱雅亚太市场各地区 18 年销售额增速	16
图表 42: 欧莱雅中国市场 2017 年不同产品占比	16
图表 43: 2017 年欧莱雅在中国的不同产品部门市占率情况	16
图表 44: 雅诗兰黛 18Q1-19Q2 收入及增速	17
图表 45: 雅诗兰黛分地区 17、18 年季度收入增速对比	17
图表 46: 雅诗兰黛分区域收入占比 (17Q3-19Q2 财年)	18
图表 47: 雅诗兰黛分业务收入占比 (17Q3-19Q2 财年)	18
图表 48: 雅诗兰黛分业务季度收入增速	18
图表 49: 雅诗兰黛分季度毛利率	19
图表 50: 雅诗兰黛分季度销售及行政管理费用率	19
图表 51: 雅诗兰黛分季度经营利润率	19
图表 52: 雅诗兰黛分季度净利润及同比增速	19
图表 53: 雅诗兰黛 19 财年报表收入及内生增速预期范围	20
图表 54: 各国化妆品市场 2004-2017 年增速对比	21
图表 55: 2017 年各国化妆品人均消费金额对比 (美元)	21
图表 56: 各公司 18 财年及最新季度收入表现	22

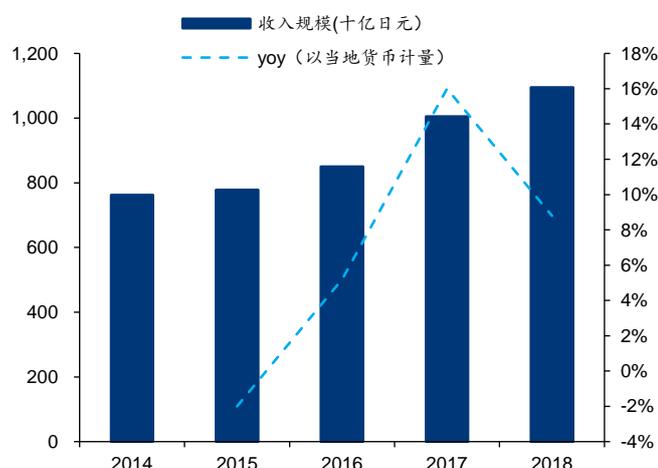
外资美妆巨头 18 年较快增长

资生堂：亚洲化妆品龙头，18 年业绩创新高

18 年收入内生增速达 14%，中高端产品为主要驱动

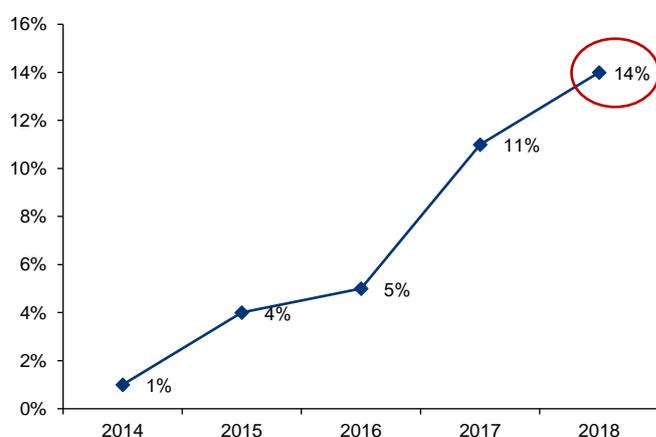
18 年内生收入增速达近 5 年最高点，营收规模不断提升。资生堂公司于 2019 年 2 月 8 日发布财报，2018 年营业收入达 10948 亿日元（折合人民币 678 亿元）/+8.8%（以当地货币计量），若剔除 17 年业务出售、品牌调整的影响，内生增速（剔除外延影响后的内生业绩增速，报告中记为 Organic growth，下文同）达 14%，为近五年最高点，与此前公司在 2018 年 8 月发布的 13% 全年增速指引相近。公司 17、18 连续两年销售额两位数增长，截止 18 年底，公司已比原计划提前两年达成“VISION 2020”的销售指标。

图表1： 资生堂 2015-2018 收入规模及同比增速（以当地货币计量）



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

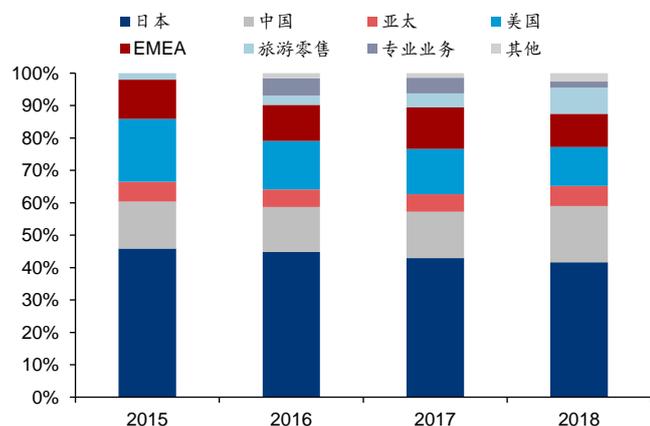
图表2： 资生堂 2014-2018 年收入内生增速



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

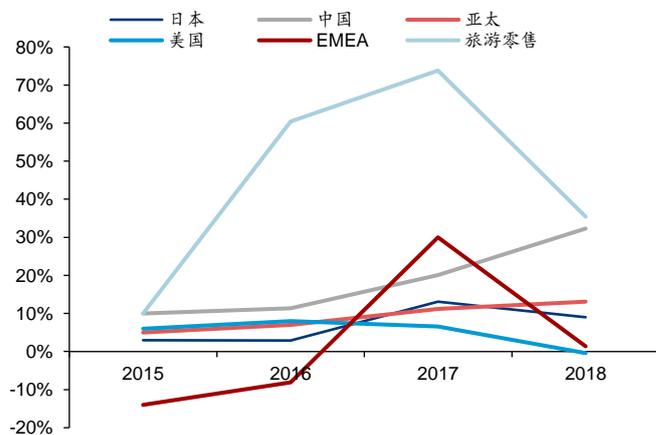
日本市场是公司第一大市场，中国市场、旅游零售市场高速增长。分区域看，18 年日本/中国/亚太（除中国、日本）/美国/EMEA（欧洲、中东和非洲）/旅游零售市场占比分别达 42%/17%/6%/12%/10%/8%，增速分别为 9%/32%/13%/-0.4%/1%/35%（以当地货币计量）。资生堂日本门店销售额同比增长 11%，较市场整体 1-2% 的增速表现强劲，公司在日本市场的占有率进一步提升。受益于出境游市场的发展，公司旅游零售市场 18 年达 876 亿日元，近几年增速保持在 10% 以上，成为驱动业绩增长的重要引擎。

图表3： 资生堂 2015-2018 年分区域市场收入占比



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

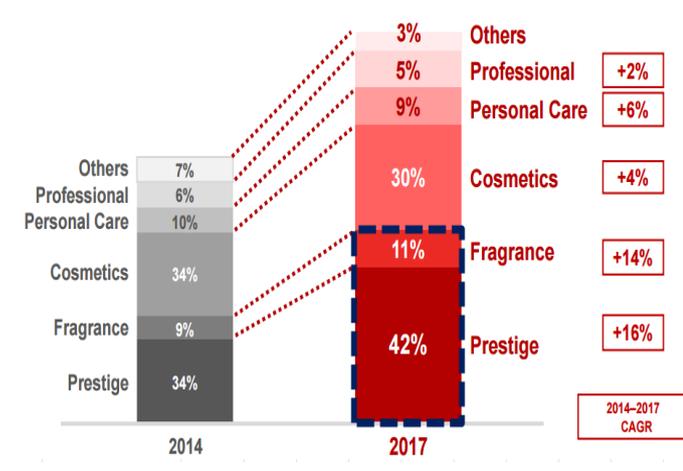
图表4： 资生堂 2015-2018 年分区域市场收入增速（以当地货币计量）



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

18年中高端产品部销售额增长16%，是公司全球业绩增长的主要驱动力。公司于2018年3月发布的“新三年计划”中提出聚焦中高端产品（Prestige First）的战略，中高端品牌表现亮眼，收入占比从14年34%提升至17年42%，年复合增速达16%。18年，资生堂、CPB、IPSA、NARS、碧丽妃、laura mercier、Dolce & Gabbana 七个中高端品牌收入总体量为4980亿日元，占整体营收规模45.5%，贡献约57%营收增长额。各品牌中，资生堂品牌18年收入达1670亿日元，保持了25%的收入增速，CPB、IPSA专注护肤产品的研发，收入规模分别达1220亿日元/+17%、280亿日元/+27%，NARS、laura mercier、Dolce & Gabbana 收入规模稳健增长，同比增速达27%/26%/16%。

图表5：资生堂2014-2017年各类产品收入占比及年复合增长率



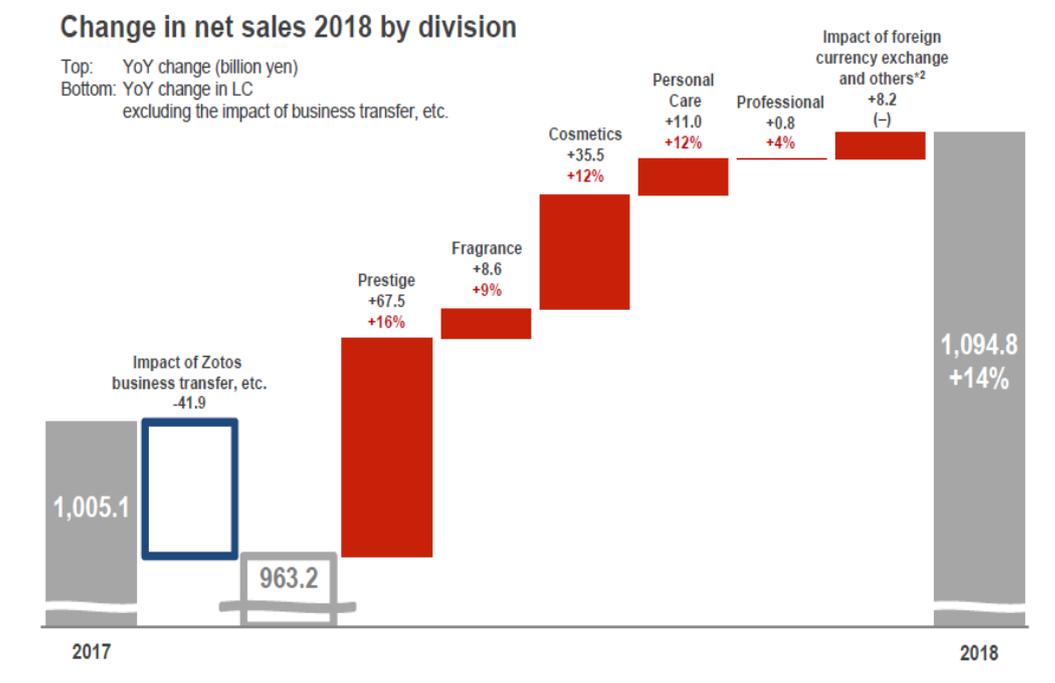
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表6：资生堂18年核心品牌收入规模



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表7：资生堂2018年各类产品收入增速

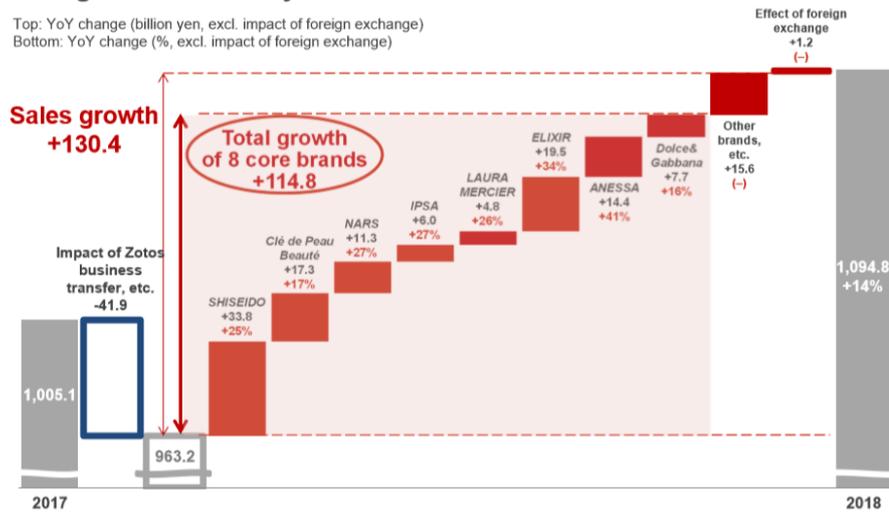


资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表8: 资生堂18年核心品牌收入增速

Change in net sales by brand

Top: YoY change (billion yen, excl. impact of foreign exchange)
Bottom: YoY change (% excl. impact of foreign exchange)



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

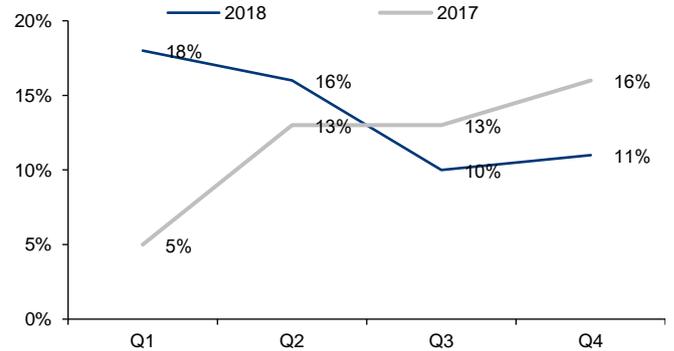
分季度来看, 18Q4 收入环比仍有提升。18年 Q4 公司收入规模 2891 亿/+11% (内生增速), 较 Q3 10%的水平略加速, 受资生堂日本市场销售增速放缓的影响, 公司 18年 Q4 增速同比低于 17年 Q4 16%的水平。

图表9: 资生堂17-18年各季度收入增速(以当地货币计量)



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

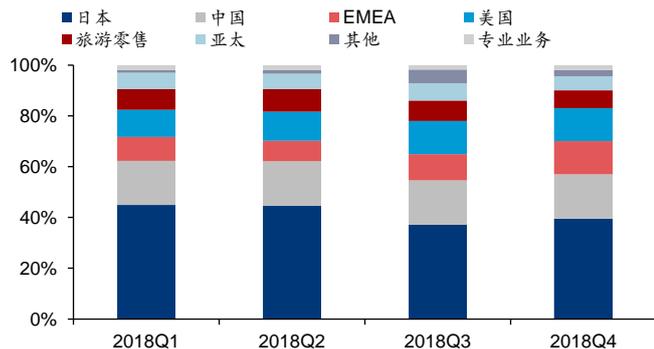
图表10: 资生堂17-18年各季度收入内生增速



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

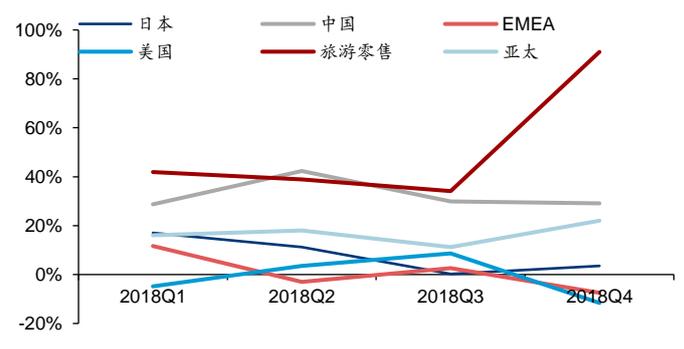
18年 Q4 旅游零售市场加速增长。18年 Q4, 中国区营收同比增速达 29%, 内生增速 33%; 旅游零售市场同比增速 91%, 内生增速 27%。集团在整个亚洲地区施行跨境营销, 带动中国及旅游零售等板块的业务成长。

图表11: 资生堂18年各季度分区域收入占比



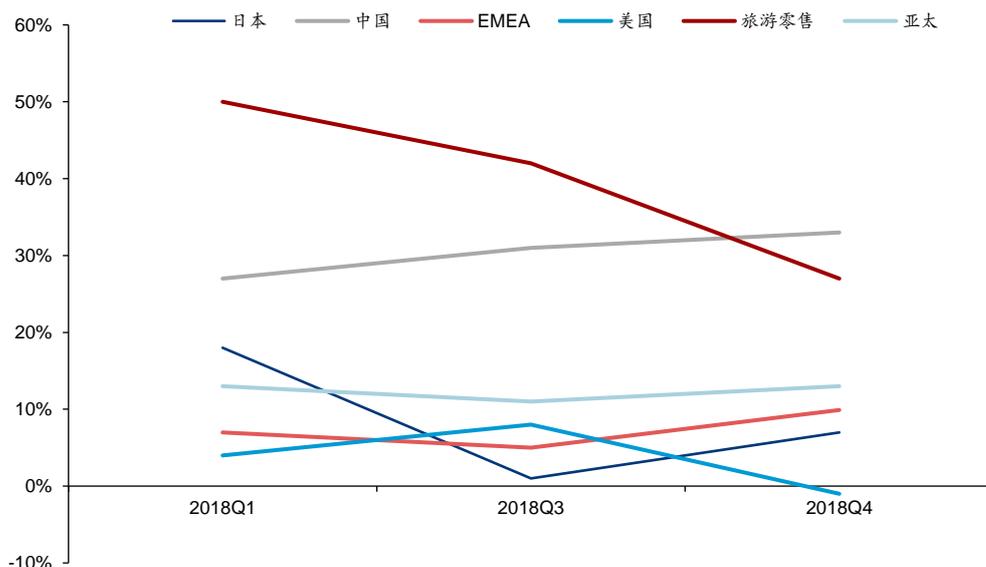
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表12: 资生堂18年各季度分区域收入增速(报告口径)



资料来源: 彭博, 华泰证券研究所

图表13: 资生堂18年各季度分区域收入内生增速



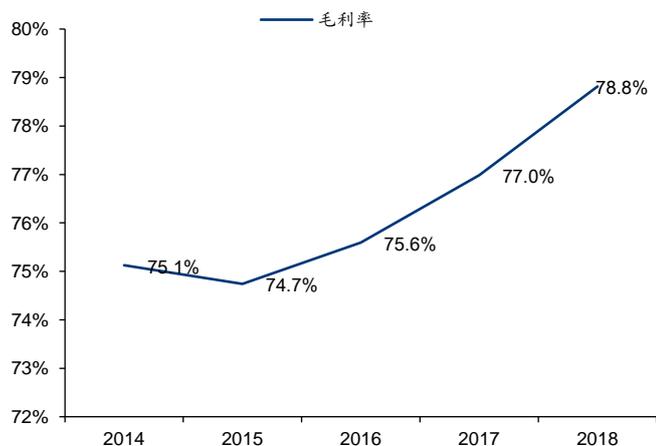
资料来源: 彭博, 华泰证券研究所

成本结构不断优化, 盈利能力持续提升

中高端品牌收入占比提升、核心品牌矩阵扩张、业务结构改善等原因带来毛利率的持续优化, 18年毛利率78.8%, 较17年提升1.8pct。伴随公司对核心品牌营销力度的提升, 营销投入同比增速18%, 占营收比重25.9%, 较17年提升1.5pct; 18年公司继续推进产品的创新研发, 如资生堂品牌于18年9月推出彩妆新品系列红色蜜露, 研发支出同比增速18%, 占比较17年提升0.4pct; 员工费用支出保持稳定, 18年由于收入规模提升, 占比下降1.5pct。

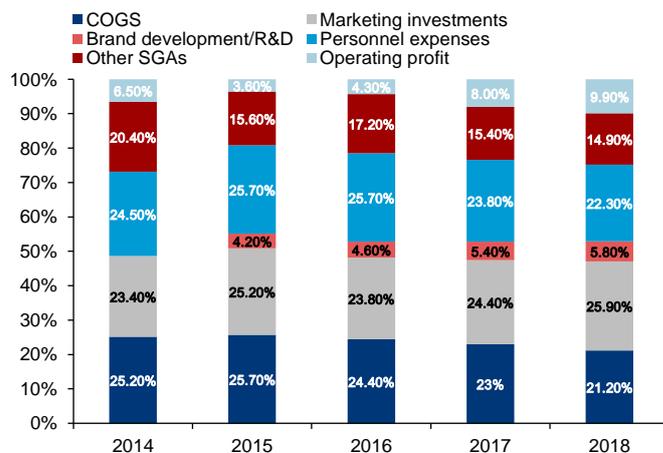
18年公司盈利能力持续提升, 营业利润达1084亿日元/+34.7%, 营业利润率9.9%, 较17年上升1.9pct; 净利润达614亿日元/+170%, 略低于18年8月发布的670亿日元的利润预测, 净利率达5.61%, 较17年上升3.35pct。

图表14: 资生堂2014-2018年毛利率



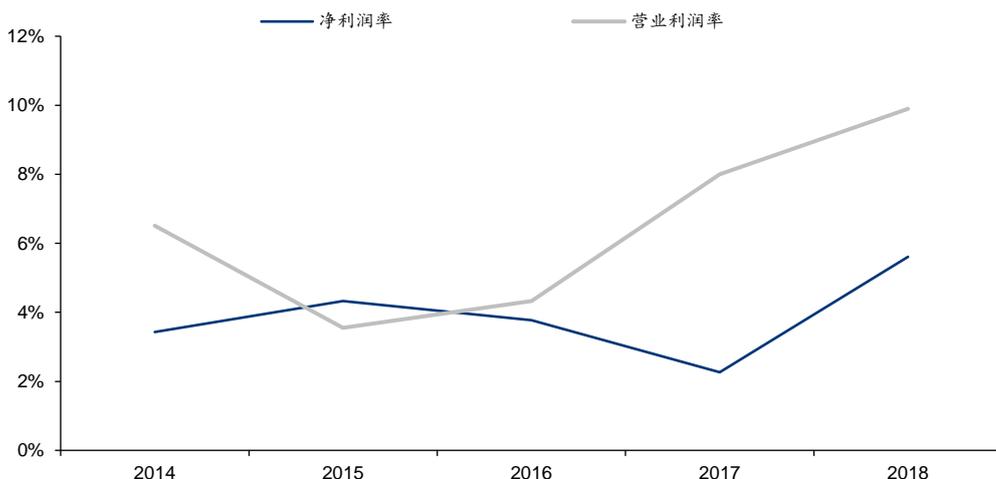
资料来源: 彭博, 华泰证券研究所

图表15: 资生堂2014-2018年成本结构



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表16： 资生堂 2014-2018 年营业利润率、净利率



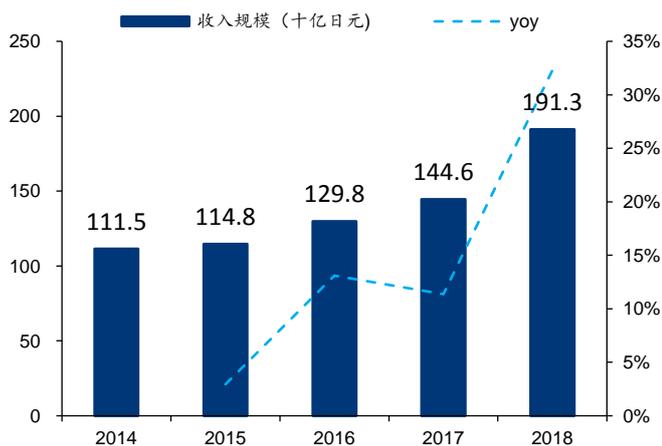
资料来源：彭博，华泰证券研究所

中国成第二大市场，品牌升级趋势明确

受益于电商渠道的快速发展和消费下沉，中国区域成为仅次于日本的第二大重要市场。18年中国地区销售额达 1908 亿日元（折合人民币 117 亿元）/+32.3%，占集团总营收比重 17%，收入增速高于 18 年 Q3 发布的 28%预期，中国市场近五年来复合增速达到 11.4%。

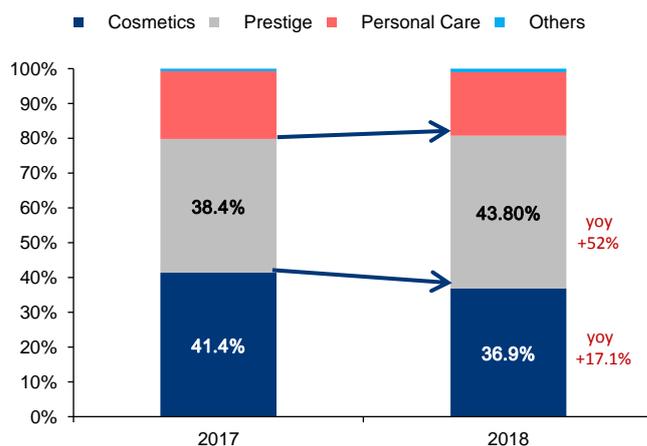
分产品看，中国中高端品牌表现亮眼，中高端品牌销售额占比从 17 年 38%提升至 18 年 44%，同比增速达 52%，超越大众品牌成为营收主要构成。截至 18 年 H1 资生堂品牌、CPB 在中国市场销售额增长约 50%，IPSA 增长约 80%，全年来看仍然是中国市场销售收入增长的主要驱动力。此外，安耐晒、怡丽丝尔等大众品牌呈现较快增长。中国区域收入规模 2018 年 Q4 达 503 亿日元/+33%，环比 18Q3 31%的增速持续提速。

图表17： 资生堂中国市场 2014-2018 年收入规模及增速



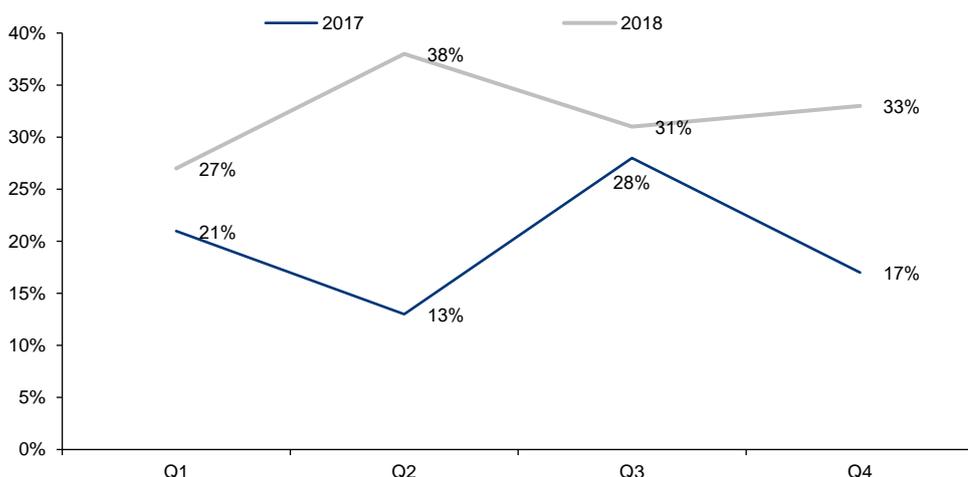
资料来源：彭博，华泰证券研究所

图表18： 资生堂中国市场不同产品占比



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表19: 资生堂中国市场营收规模 2017、2018 各季度内生增速



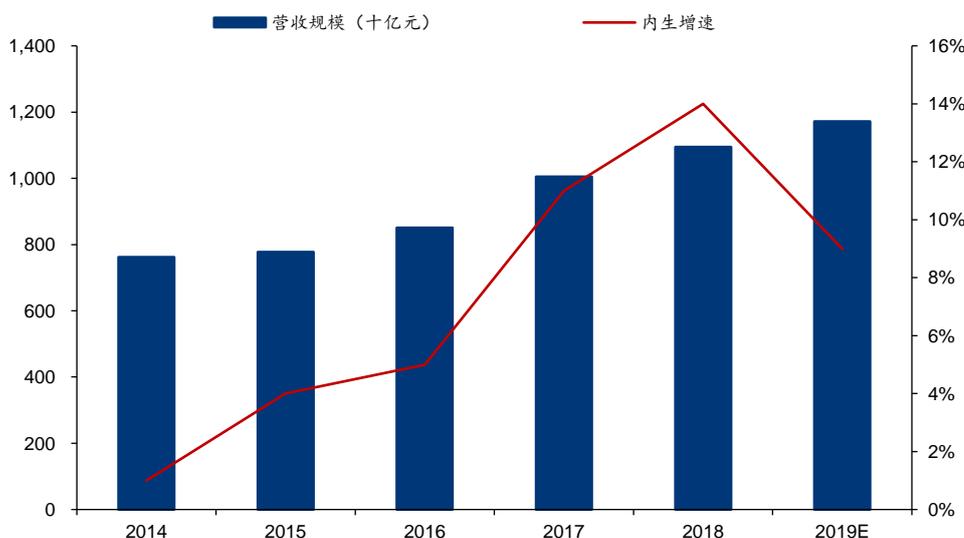
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

中国市场重要性日益凸显, 公司制定一系列战略计划以拓展业务板块。为保持市场持续增长, 公司计划加大对核心品牌的营销投入, 比如建立专业电商运营团队、和中国新兴电商平台合作等; 此外, 公司于 2019 年初设立了中国业务创新投资中心, 旨在对现有产品进行创新研发以应对市场环境的变化。对于中国市场出台的新《电子商务》, 资生堂表示, 虽然中国对“代购”行为的规制对公司的营业额有一定负面影响, 但随着跨境电商更加规范化的发展, 越来越多的中国消费者通过正规电商渠道的消费行为将弥补这方面损失。

19 年计划加强供应链, 巩固提高研发实力

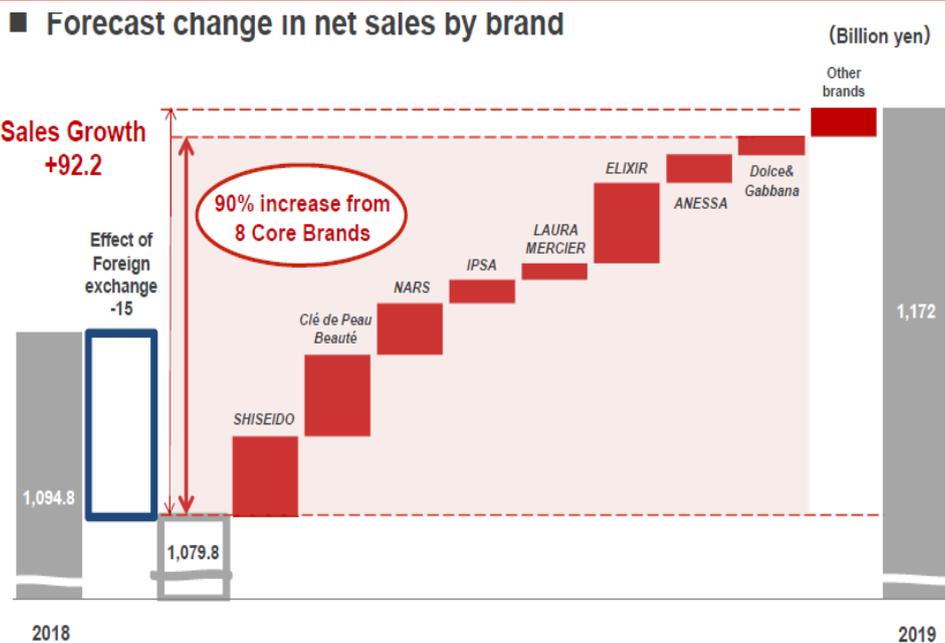
集团预计 19 年核心品牌驱动公司业绩持续增长。14-18 年公司营收年复合增长率达 9%, 公司预计 19 年八大核心品牌(资生堂、CPB、NARS、IPSA、LAURA MERCIER、ELIXIR、ANESSA、Dolce&Gabbana)将达到 90% 营收增长贡献, 19 年营收将维持 9% 增速, 收入规模进一步提升至 11720 亿日元。

图表20: 资生堂 19 年营收规模及内生增速预测



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

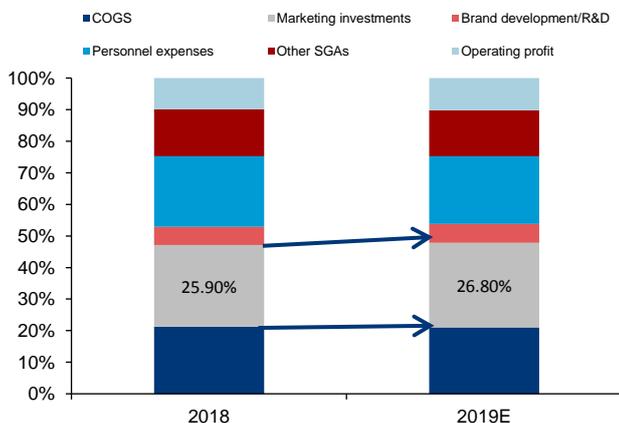
图表21: 资生堂核心品牌营收贡献预测



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

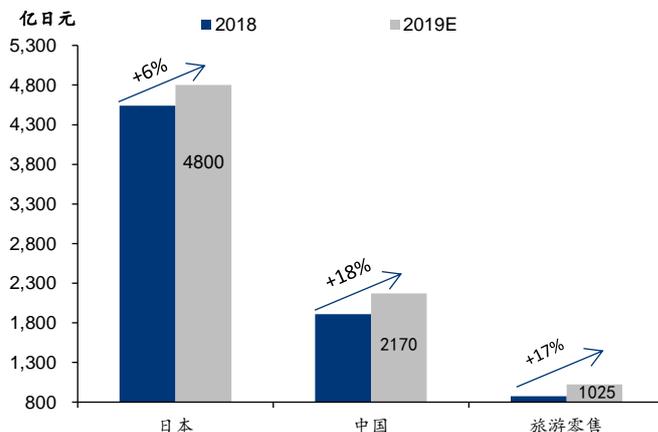
通过加大营销投入, 中国旅游零售市场 19 年有望保持高速增长。在公司为实现“VISION 2020”制定的“新三年计划”中, 公司将继续加强中国、日本、旅游零售等重要市场的营销投入, 尤其是数字化营销, 为消费者提供更多个性化消费体验。预计 19 年公司营销投入占比将增长 0.9pct 至 26.8%。

图表22: 2019 年资生堂成本结构预测



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表23: 日本、中国、旅游零售市场 2019 年收入规模及增速预测



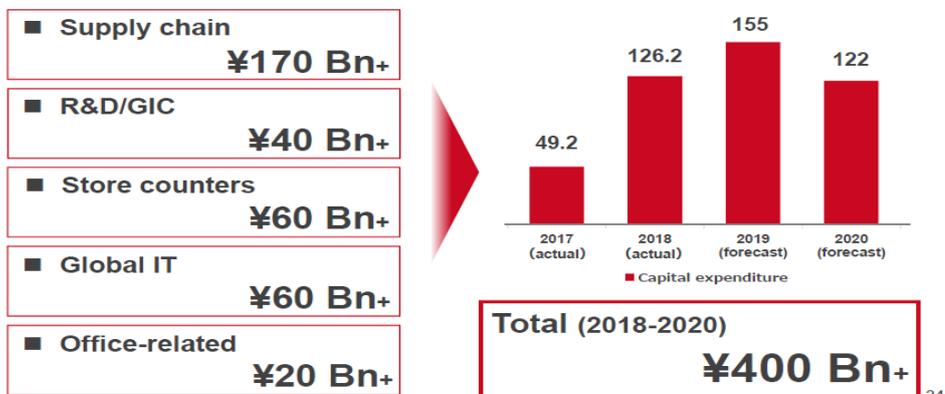
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

19 年公司资本开支计划投入 1550 亿日元, 主要用于供应链建设、研发支出、门店建设、全球 IT 建设等。18-20 年公司计划总共投入逾 1700 亿日元提高供应链能力以支持全球业务增长。目前公司在日本建有三个工厂, 主要生产彩妆、护肤、防晒系列产品。公司计划于 2019 年在日本 Nasu、2020 年在新大阪、2021 年在福冈落成三家工厂, 用于生产大众护、高端护肤产品。在新一代工厂建设中, 公司将应用物联网技术、行业领先设备、环保设计理念, 以实现工厂运营效率的提升和可持续发展。公司现有的研发中心分布于纽约、上海、巴黎、曼谷等地, 2018 年公司在美国波士顿设立“技术创新中心”, 加速构建全新商业模式和推进数字化建设。公司计划于 19 年 4 月在日本横滨落成全球创新中心, 进一步加大研发投资, 预计 19 年研发支出达 361 亿日元。

图表24：资生堂19年资本开支计划

Building a Stronger Business Foundation for the Future

Capital Expenditure Plan (2018-2020)



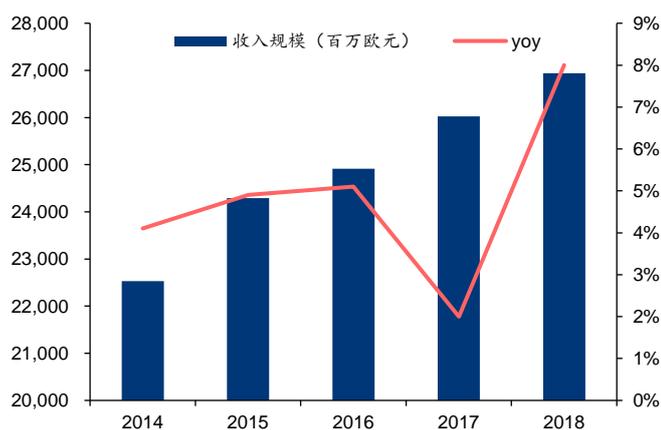
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

欧莱雅：18年收入增速达十年最高，美妆帝国规模持续扩张

18年收入增速达十年高点，市场高端化趋势明显

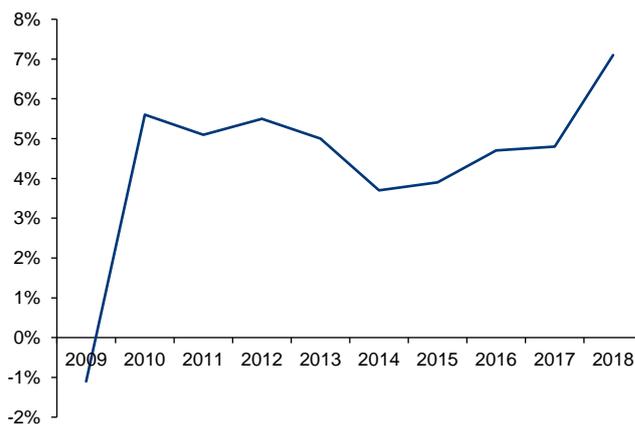
18年收入内生增速达近十年最高点。欧莱雅集团于2019年2月7日发布18年财报，18年欧莱雅集团营收269.4亿欧元/+8.0%（固定汇率），剔除业务合并分拆等影响，内生增速达7.1%，为近十年以来最高收入增速。

图表25：欧莱雅2014-2018收入规模及增速（固定汇率）



资料来源：彭博，华泰证券研究所

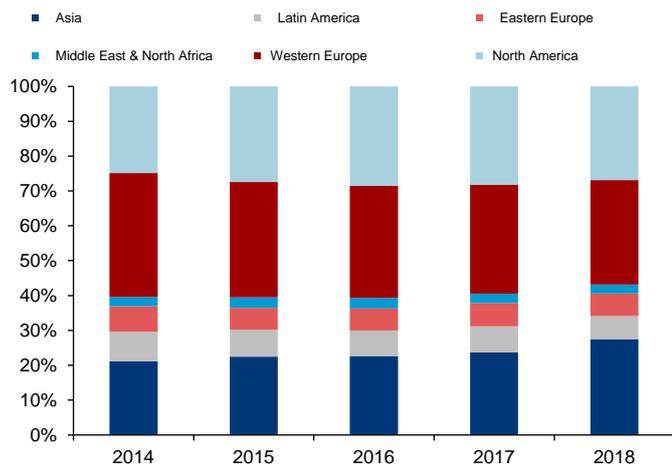
图表26：欧莱雅2009-2018收入内生增速



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

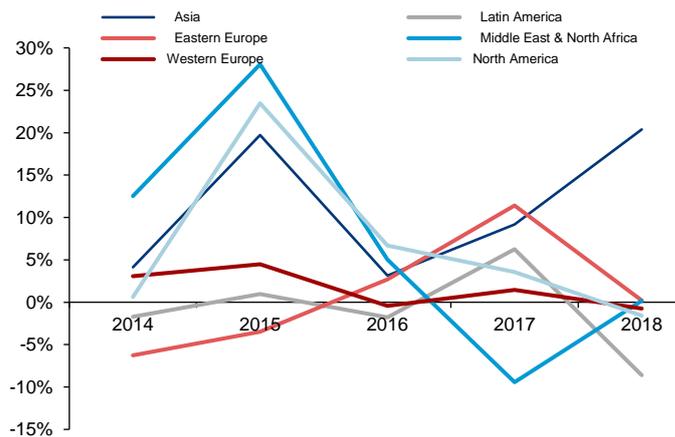
亚太地区市场增长强劲，新兴市场收入占比提升2.5pct。分区域来看，西欧、亚太、北美地区为集团前三大市场，18年收入占比分别为30%/27%/27%，增速分别为-0.7%/+20.4%/-1.6%（报告口径）。受中国市场驱动，亚太地区18年收入规模达74.1亿欧元，首次超过北美市场，成为仅次于西欧市场的第二大市场。亚太地区和拉丁美洲、东欧、非洲及中东构成新兴市场，受亚太市场驱动，新兴市场收入占比从17年40.5%提升至18年43%，市场规模同比增速达10.3%。

图表27: 欧莱雅 2014-2018 年分区域市场收入占比



资料来源: 彭博, 华泰证券研究所

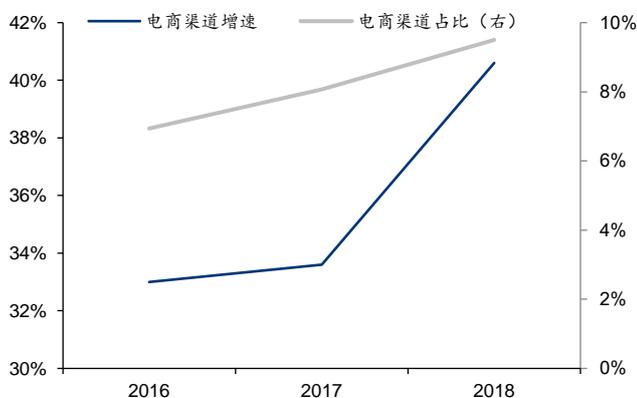
图表28: 欧莱雅 2014-2018 年分区域市场收入增速 (报告口径)



资料来源: 彭博, 华泰证券研究所

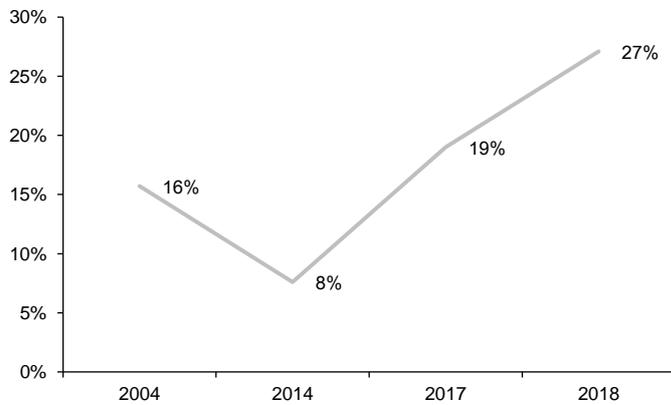
新兴渠道电商、旅游零售快速增长。欧莱雅有三大在线销售渠道: 分销伙伴的网站、旗下品牌自有网站, 以及纯电商平台。2018 年电商渠道收入占比超过 11%, 同比增长 40.6%, 较 17 年的 33% 进一步提升。2013 年, 欧莱雅集团创设专门的旅行零售部门, 统管旗下高端品牌如阿玛尼、圣罗兰、兰蔻等 23 个品牌在旅行零售网点的销售。旅游零售市场一直维持较快增长, 2018 年收入超过 20 亿欧元, 同比增速达 27.1%, 显著高于集团整体 7.1% 的增速。

图表29: 欧莱雅 2016-2018 电商渠道收入占比及增速



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表30: 欧莱雅历年旅游零售渠道增速

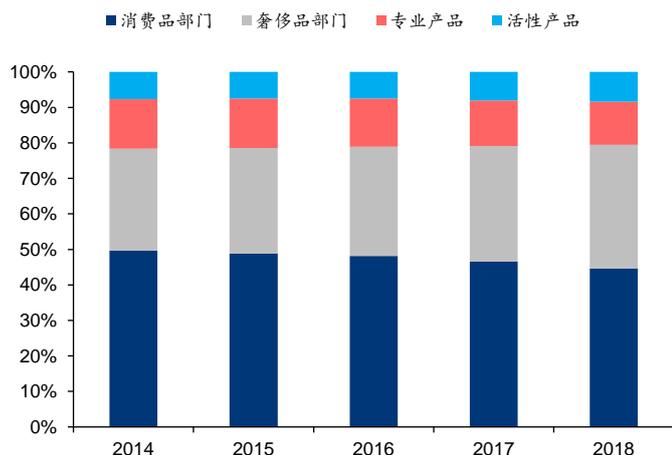


资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

奢侈产品、活性产品部门增速亮眼。大众消费品、奢侈产品、专业产品及活性产品部门 18 年营收占比分别为 45%/35%/12%/8%, 同比增速分别为 -0.7%/10.6%/-2.6%/+9.2%。其中, 奢侈产品部和活性产品部销售额呈现较快增长, 占比较 17 年分别提升 2.2/0.4pct。

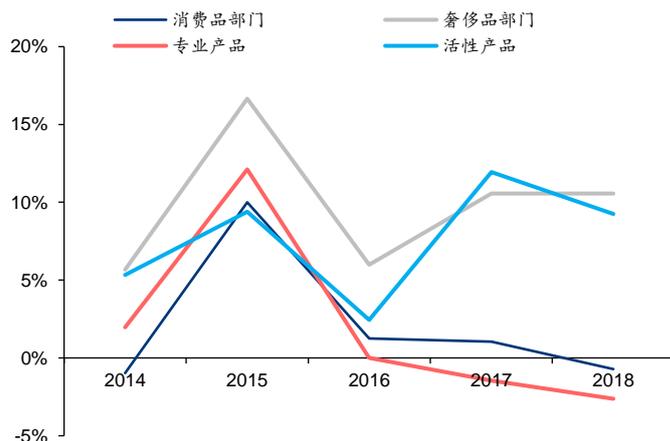
分品牌看, 据公司公告, 大众消费品部门收入内生增速达 2.5%, 不及市场 4% 的增长, 旗下三大品牌, 巴黎欧莱雅、美宝莲纽约全年保持较快增长, 卡尼尔营收规模在 18 年 Q4 增长较快; 中高端品牌部收入内生增速达 14.4%, 高于中高端化妆品市场整体 11% 增速, 旗下兰蔻、科颜氏、YSL、阿玛尼品牌均实现两位数增长, 兰蔻 18 年销售额突破 30 亿欧元; 活性健康部内生增速达 11.9%, 两倍于市场 6% 的增长, 创下近十年最高增长, 其中修丽可在美国专业护肤市场占有率保持第一, 理肤泉、薇姿等品牌于 18 年推出系列新品, 推动业绩增长, 电商渠道增长迅速, 占部门销售额超过 13%; 专业产品部内生增速达 2%, 和市场增速基本持平, Redken 品牌凭借全新推出的 Shades EQ 实现 21% 的增长。

图表31: 欧莱雅 2014-2018 年不同产品部门收入占比



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

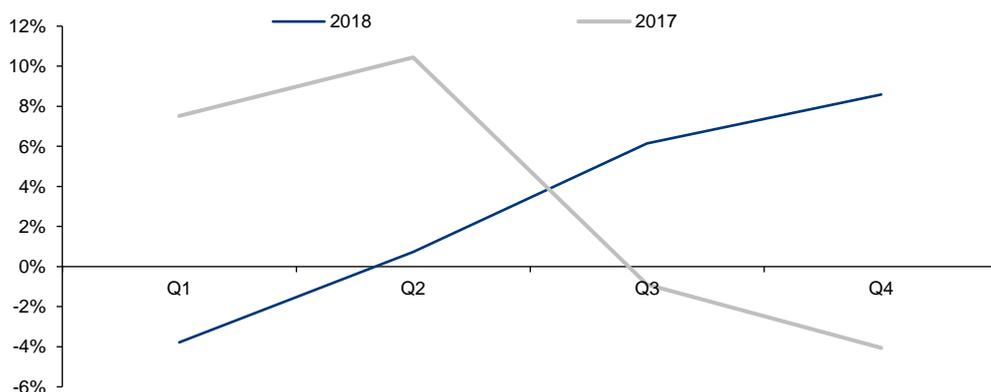
图表32: 欧莱雅 2014-2018 年不同产品部门收入增速 (报告口径)



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

18Q4 集团收入增速 8.6%，环比 18 年 Q3 6% 的增速有提升 (报告口径)。据公司公告，18Q4 的内生收入增速为 7.7%，高于预期的 6.4%。

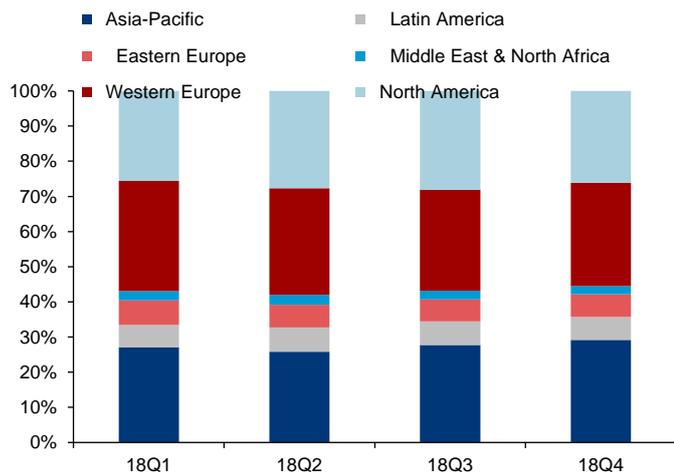
图表33: 欧莱雅 17-18 年各季度收入同比增速 (报告口径)



资料来源: 彭博, 华泰证券研究所

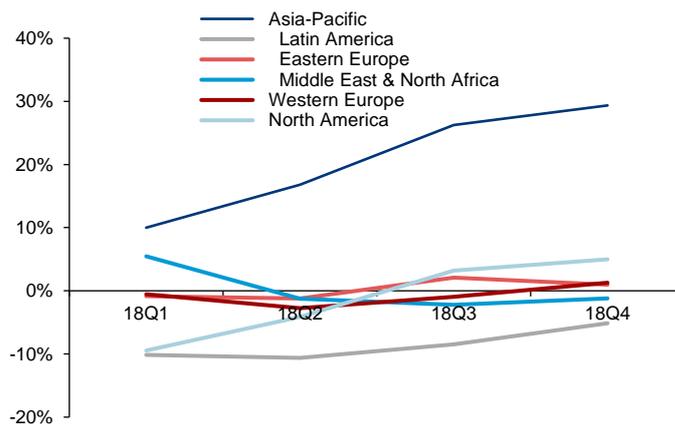
欧莱雅集团表示，中国市场对高档护肤品的强劲需求推动集团 18 年 Q4 销售额超预期。分区域看，以中国市场为主的亚太市场自 18 年 Q1 起营收规模首次超过北美市场，18 年 Q4 同比增速达 29.4%，相较于北美市场 5% 的增速呈现高速增长，稳居集团全球第二大市场。分产品部门看，奢侈品部和活性产品部门销售额继续保持强劲增长，同比增速分别达 15%/11%，远高于大众消费部 (+4.5%)、专业产品部 (+3.1%) 增速。

图表34: 欧莱雅18年各季度各区域收入占比



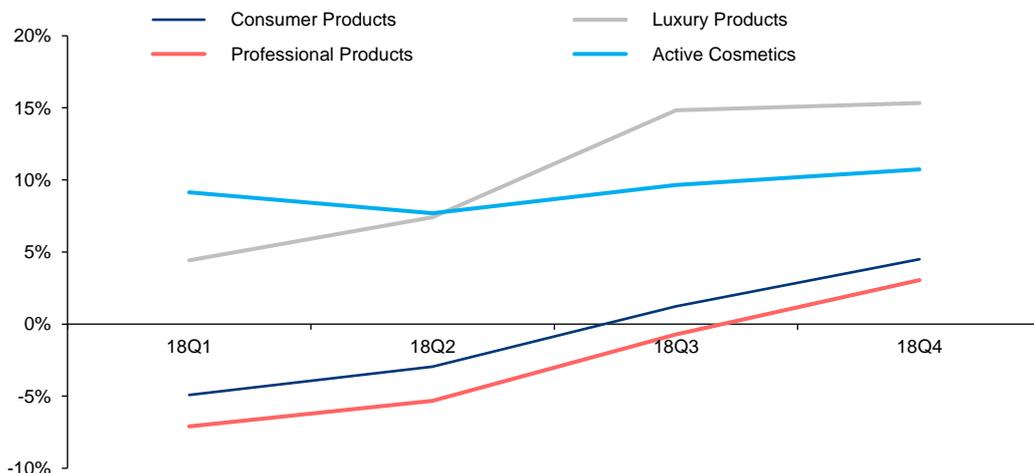
资料来源: 彭博, 华泰证券研究所

图表35: 欧莱雅18年各季度各区域收入同比增速(报告口径)



资料来源: 彭博, 华泰证券研究所

图表36: 欧莱雅18年各季度分产品部门同比增速(报告口径)

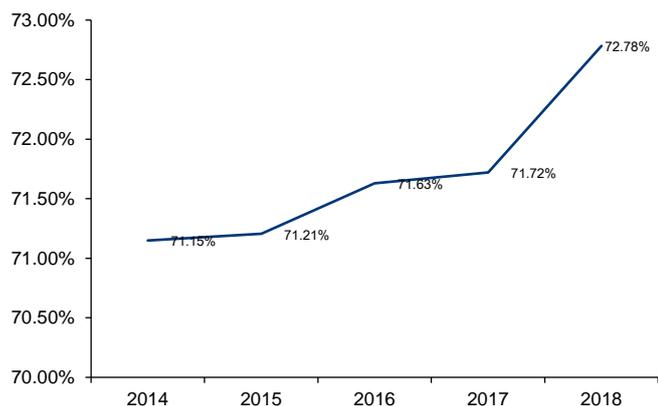


资料来源: 彭博, 华泰证券研究所

成本结构优化, 盈利能力提升

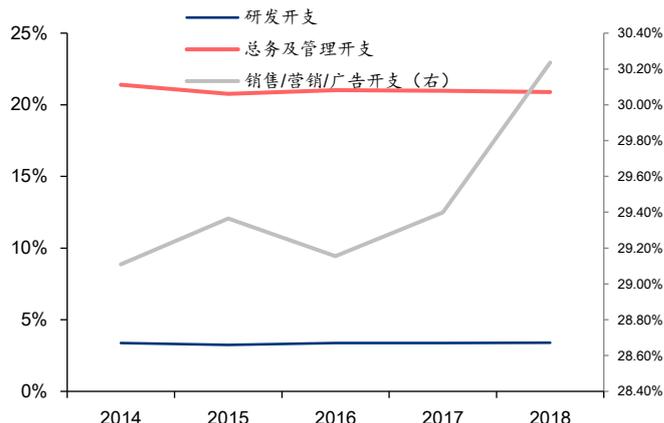
18年毛利率达72.8%, 伴随供应链效率提升、高端品牌占比提升, 较17年提升约1.1pct。期间费用主要包含广告促销费用、一般行政管理费以及研发费用, 18年各项费用占收入比重分别为30%/21%/3.4%。伴随集团对数字化营销方式的投入, 广告及营销费用18年达81.4亿欧元/+6.5%, 占比自17年上升0.8pct; 集团一直以来重视产品品质和品牌创新, 18年研发支出9.1亿欧元/+4.2%。18年营业利润49.2亿欧元/+5.3%, 营业利润率达18.3%, 较17年提升0.3pct; 分产品类别来看, 奢侈品部及活性产品部营业利润率较高, 18年分别为22%/23%, 分别同比提升0.2/0.4pct。18年净利润达38.9亿欧元/+6.4%, 净利率较17年提升0.6pct。

图表37: 欧莱雅 2014-2018 年毛利率



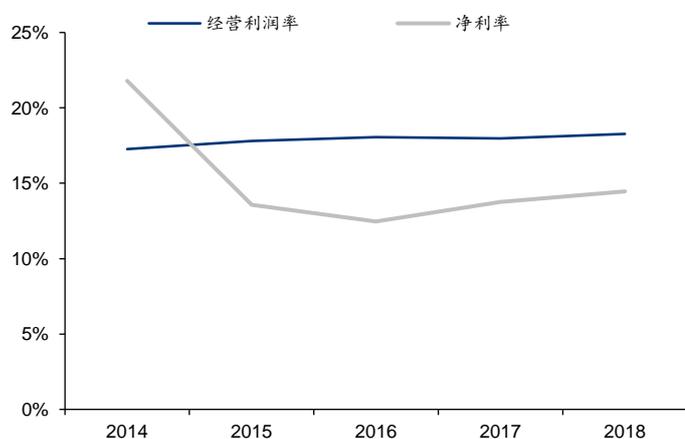
资料来源: 彭博, 华泰证券研究所

图表38: 欧莱雅 2014-2018 年期间费率



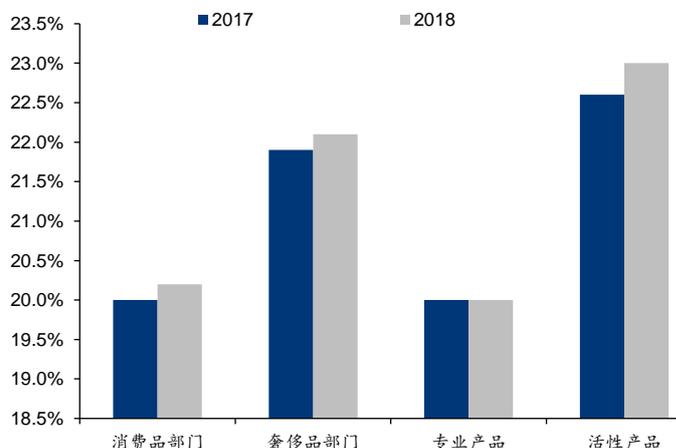
资料来源: 彭博, 华泰证券研究所

图表39: 欧莱雅 2014-2018 年营业利润率、净利率



资料来源: 彭博, 华泰证券研究所

图表40: 欧莱雅 2017、2018 年各产品部门经营利润率



资料来源: 彭博, 华泰证券研究所

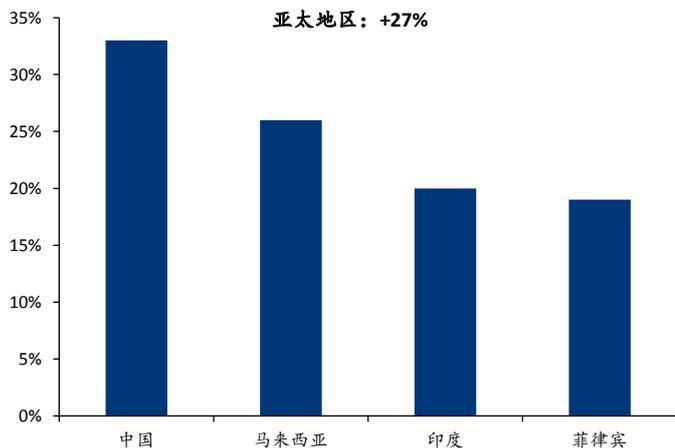
中国市场高速增长, 龙头市场地位稳固

中国市场销售额 18 年增长 33%，市场规模占集团总营收近 10%。据公司公告，截至 18 年 11 月欧莱雅集团旗下已有 21 个品牌进入中国，在中国设有 1 个研发中心，2 个工厂，5 个分销中心。2015 年，欧莱雅中国的销售收入达到 149.6 亿元，同比增长 4.6%，成为欧莱雅集团全球第二大市场。据公司公告，自 16 年起，欧莱雅集团位居中国化妆品市场份额第一，市场占有率自 08 年 8.8% 提升至 17 年 9.8%。

欧莱雅中国市场在电商、旅游零售渠道有较大拓展空间。据欧莱雅集团内部测算，中国电商美妆市场规模 13-17 年复合增长率达 38%。据公司公告，2017 年欧莱雅集团在中国电商美妆市场占有率位居第一，市场份额为 10%，约为第二名的两倍之多。旗下 18 个品牌入驻天猫，包括科颜氏、阿玛尼、兰蔻、YSL 等高端品牌。据公司公告，18 年双十一期间，兰蔻、巴黎欧莱雅品牌位居天猫美妆销售额前三。随着中国出境游市场的发展，中国消费者成为旅游零售市场的中坚力量。据欧莱雅 2017 年年报估算，中国购物者占全球香水和化妆品旅游零售市场的近一半。

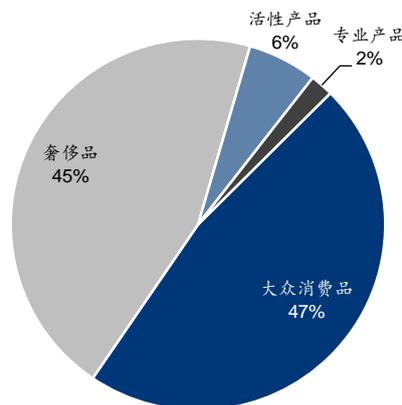
中国市场奢侈品增速强劲。据欧莱雅公司公告，欧莱雅中国市场 17 年大众消费品部、奢侈品部、活性产品部、专业产品部占比分别为 47%/45%/6%/2%，奢侈品部收入占比已有较高水平。其中，巴黎欧莱雅、阿玛尼、兰蔻、科颜氏、YSL、美宝莲各品牌收入均超过 10 亿元。17 年集团在中国大众化妆品市场占有率 8%，位居第二；高端化妆品市场份额 22%，位居第一。18 年欧莱雅中国奢侈产品部销售额增长 47%，大众消费品销售额增长 15.7%，奢侈品收入增长显著高于大众消费品。

图表41：欧莱雅亚太市场各地区 18 年销售额增速



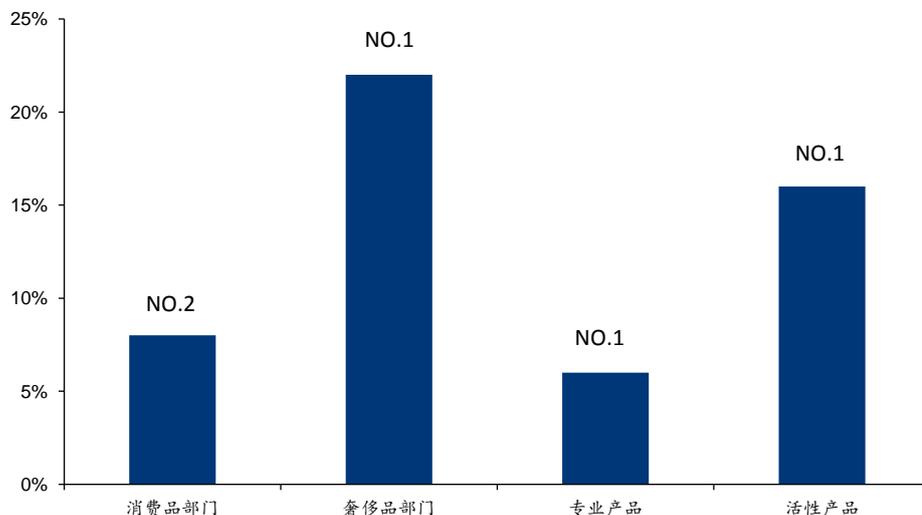
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表42：欧莱雅中国市场 2017 年不同产品占比



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表43：2017 年欧莱雅在中国的不同产品部门市占率情况



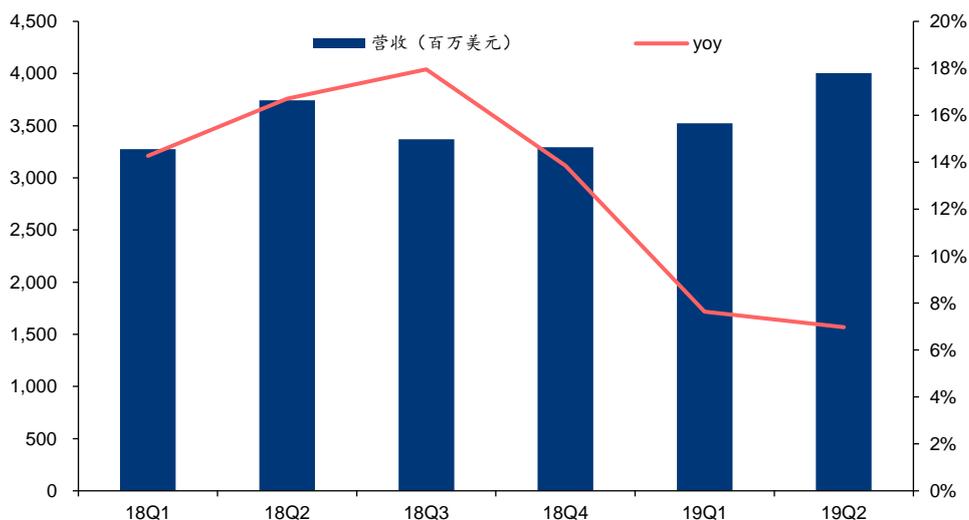
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

雅诗兰黛：中高端化妆品龙头，新兴市场增速亮眼

亚太地区强劲增长，护肤品类是主要驱动力

公司 19 年 2 月 5 日公布 2019 财年 Q2 季报（即 2018/9/30-2018/12/31 期间），19 财年 Q2 集团收入达到 40 亿美元/+7%（报告口径），较 19Q1 的增速 7.6% 基本持平。剔除汇率变动及会计确认调整影响（根据规定 18 年起公司财务收入确认准则开始采用美国财务会计准则委员会公布的 ASC 606），19 财年 Q2 收入增长 11%。18 年 1-12 月份集团年度收入 141.94 亿美元，同比增长 11.2%。

图表44： 雅诗兰黛 18Q1-19Q2 收入及增速



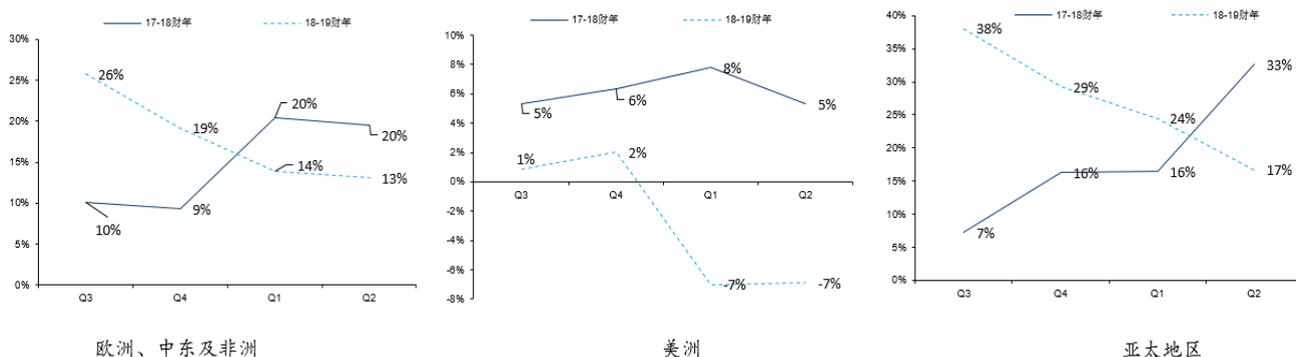
资料来源：彭博，华泰证券研究所

分区域看，美洲业务收入下滑 3%，叠加汇率变动以及会计准则变动为 ASC606 的影响，报表收入下滑了 7%，利润上因 Smashbox 的资产减值和在 IT 方面投资亦有所下滑。据集团官网公布，分渠道来看，在线销售收入取得了两位数增长，北美专营店 (specialty-multi) 收入亦有个位数增速。

欧洲、中东及非洲收入增速 16%，叠加汇率变动以及会计准则变动的影响收入增速 13%。据集团官网，各个国家或地区表现分化，英国收入略下滑，旅游零售以及中东、俄罗斯取得两位数增速；剔除汇率影响，约 2/3 的新兴国家取得两位数增长。在中东地区，MAC 品牌是收入增长的主要驱动；在旅游零售渠道，雅诗兰黛，La Mer, MAC, Tom Ford 以及 Origins 均有较快增长；在英国，脱欧影响以及百货龙头 House of Fraser 陆续关店，各实体店也有压缩，整体收入下滑。整体营业利润亦伴随收入增长同步增长。

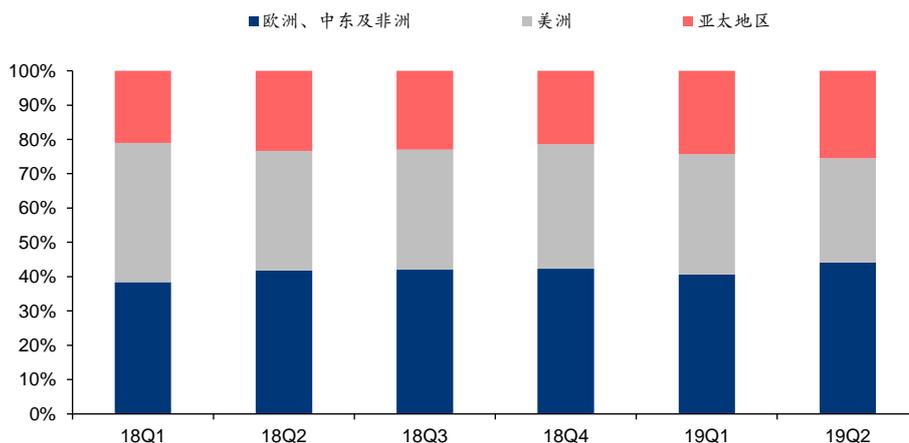
亚太地区收入强劲增长，增速达 17%，中国内地、香港、日本持续表现较好，在中国中高端品牌的增长成为主要驱动。据集团官网，在中国市场方面，雅诗兰黛在中国的市场份额持续增长，尤其是电商渠道，该渠道贡献了集团 1/3 以上的中国市场销售额。对于新电商法实施对代购行业的影响，雅诗兰黛首席执行官 Fabrizio Freda 表示集团旅游零售柜台长期限制购买数量，因此在其他零售商身上新电商法的影响并未出现在雅诗兰黛集团。集团首席财务官 Tracey Thomas Travis 表示中国对进口消费品关税下调，公司将提高减价回馈给中国消费者。

图表45： 雅诗兰黛分地区 17、18 年季度收入增速对比



资料来源：彭博，华泰证券研究所

图表46：雅诗兰黛分区域收入占比（17Q3-19Q2 财年）



资料来源：彭博，华泰证券研究所

按报表 (U.S.GAAP) 口径，护肤、彩妆、香水、护发收入占比分别为 43%/39%/13%/4%，分别同比增长 16%/3%/-5%/7%。

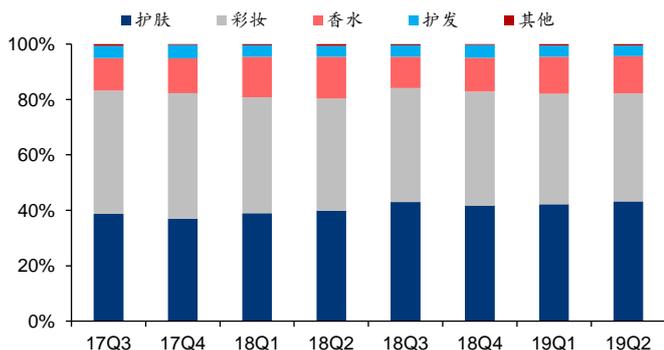
护肤品是收入增长的主要驱动。据集团官网，分品牌看，升级再生基因修护赋活眼霜等现有产品不断创新升级，雅诗兰黛品牌在各个区域、大部分渠道均取得正增长；La Mer 亦取得两位数增长，现有产品的收入增长以及肌底修复面膜、气垫粉底等对增长亦有贡献；两品牌亦带动经营利润快速增长。

彩妆品牌表现分化，雅诗兰黛、MAC、Tom Ford 以及 BECCA 取得正增长，倩碧及 Smashbox 的收入有所下滑。集团官网 19 财年 Q2 业绩报告显示，雅诗兰黛 Double Wear 系列彩妆增长强劲，整体品牌彩妆收入取得两位数增长；MAC 在亚太、中东、意大利均有两位数增速；Tom Ford 同样有两位数增长，口红及眼影系列表现亮眼。BECCA 的增长则主要靠 BFF Collection 以及 Ultimate 口红系列新品上线。Too Faced 品牌的资本投入以及国际市场扩张投入拖累，同时 Smashbox 收入下滑，计提了 3800 百万美元的高誉减值，彩妆系列经营利润有所下滑。

香水收入下滑，高端品牌 Le Labo、Tom Ford Beauty 以及 By Kilian 品牌消费者受众群体扩大，收入略增长。但因雅诗兰黛品牌产品结构调整以及部分产品系列收入下滑，拖累整体，经营利润同步下滑。

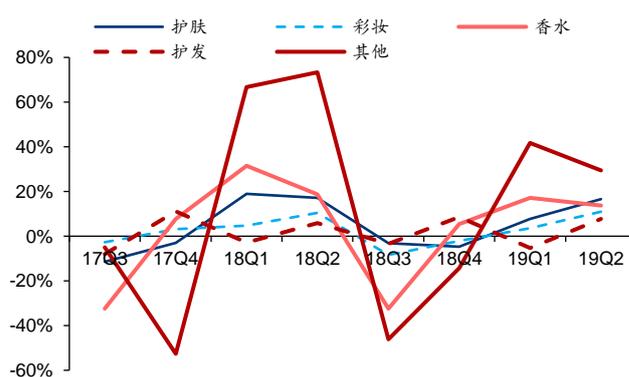
护发业务因 Aveda 品牌新品及网上销售带动增长。因配合新品投放、加大社交媒体等投入，营销广告投入增加，经营利润有所下滑。

图表47：雅诗兰黛分业务收入占比（17Q3-19Q2 财年）



资料来源：彭博，华泰证券研究所

图表48：雅诗兰黛分业务季度收入增速



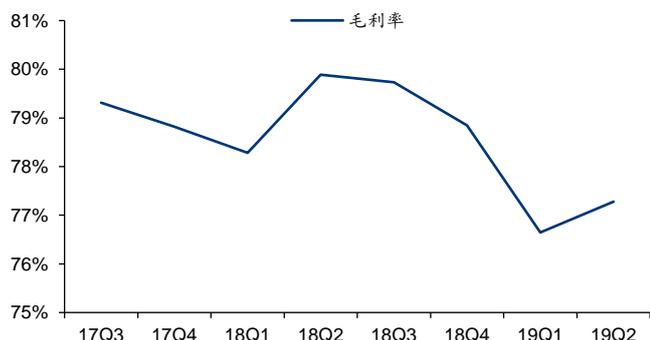
资料来源：彭博，华泰证券研究所

中高端护肤盈利增长，彩妆有所拖累

盈利层面，19年Q2集团毛利率77.3%，较去年同期减少2.6pct；销售及行政管理费用率56.4%，较去年同期减少2.8pct。经营利润率19.3%，较去年同期增加0.3pct。分品牌来看，La Mer、雅诗兰黛等中高端护肤品牌收入快速增长，亦带动经营利润同步提升。彩妆产品受Smashbox收入下滑、计提商誉减值拖累，经营利润有所下滑；香水产品经营利润亦有收缩。利息费用率0.87%，较去年同期增加0.02pct。

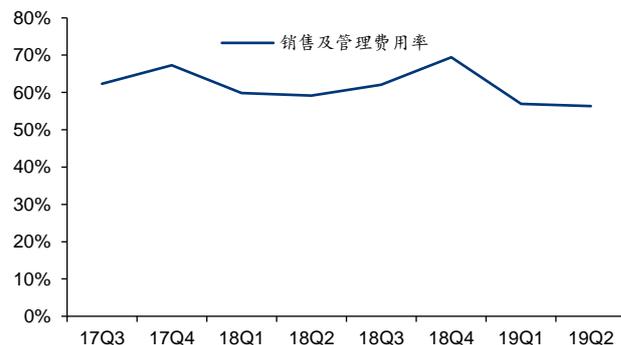
截止19Q2整个财年集团实现净利润5.7亿美元，同比大增366%，主要由于17年12月美国减税与就业法案通过导致18财年Q2(对应17年9/30-12/31)净利润一次性减少3.94亿元，带来低基数效应。

图表49：雅诗兰黛分季度毛利率



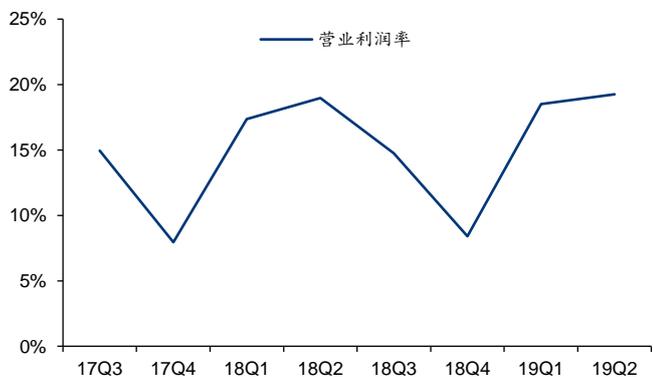
资料来源：彭博，华泰证券研究所

图表50：雅诗兰黛分季度销售及行政管理费用率



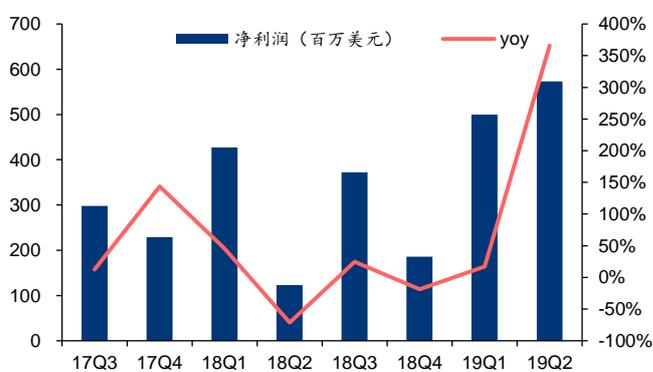
资料来源：彭博，华泰证券研究所

图表51：雅诗兰黛分季度经营利润率



资料来源：彭博，华泰证券研究所

图表52：雅诗兰黛分季度净利润及同比增速



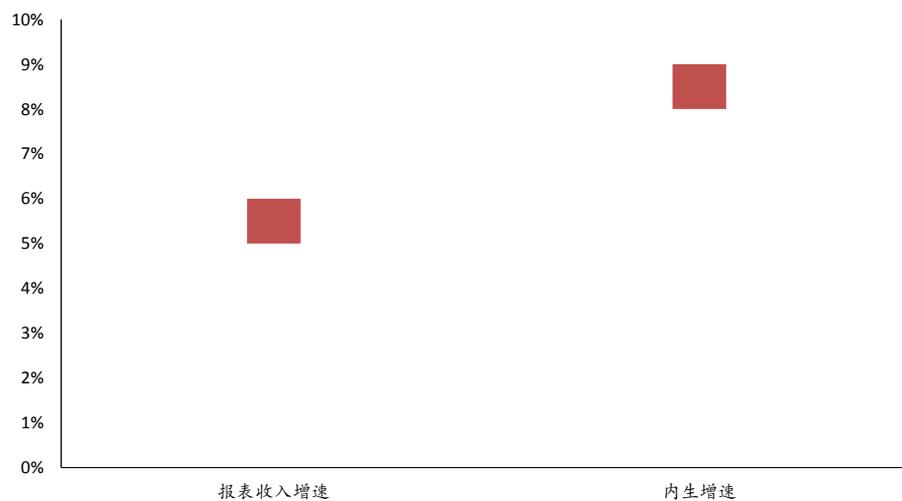
资料来源：彭博，华泰证券研究所

19年预计超越行业增长

雅诗兰黛预期2019财年集团营收增速将超越整体市场表现。集团19Q2财年业绩报告预期全球中高端化妆品业务在2019年财年有5%-6%的增速，而集团增速将超越整体市场，同时也认为，美国的对外贸易政策、地缘政治、汇率波动等可能会影响消费者消费信心以及国际旅游人次表现，并提示了以下可能存在的风险：1) 中国及旅游零售渠道尚未体现出受到当前经济及政治等环境的影响，后续增速可能会放缓；2) 英国及美国地区已有部分百货关店可能拖累增速；3) 英国脱欧可能会导致成本费用提升。

集团预期19年Q3财年报表收入增速在5%-6%，其中汇率波动可能造成5%的负面影响，ASC 606的实施造成约2%的正向影响，剔除以上因素集团净收入增速在8%-9%。同时集团长期的收入增速预期在5%-6%。

图表53: 雅诗兰黛19财年报表收入及内生增速预期范围



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

品牌升级趋势明显，亚太市场增速引领全球

总结各外资龙头业绩表现，主要呈现以下特点：

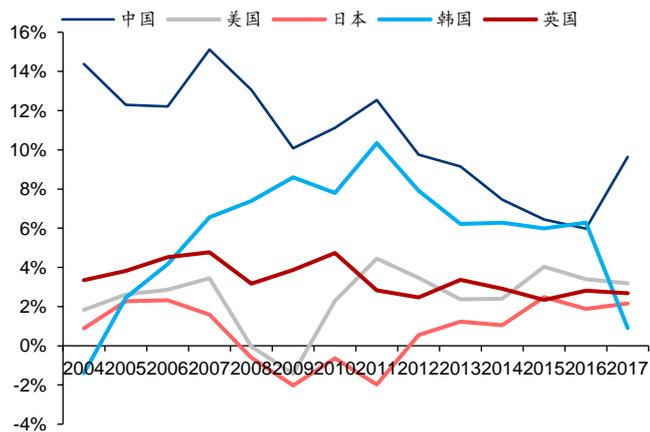
品牌升级趋势明显，中高端品牌表现优于大众。资生堂中高端品牌收入占比从14年34%提升至17年42%，18年中高端品牌收入增速16%，引领各产品线；欧莱雅18年奢侈品部营收占比35%，占比持续提升，同比增速达10.6%；雅诗兰黛 La Mer 等高端护肤品牌18年以两位数增长。

18年消费下行背景下依然具有相对较高景气度，部分品牌增速略有放缓，19年预期仍较乐观。资生堂中国市场18年Q4内生收入同比增速33%，环比18Q3 31%略有提速；欧莱雅集团亚太地区市场18Q4同比增速29%，环比18Q3增速26%略有提升；雅诗兰黛亚太地区市场于19Q2同比增速达17%，环比19Q1增速24.5%有所下降。展望2019，资生堂以2014-2018年复合增速9%作为19年预期增速，雅诗兰黛预期19财年收入内生增速8%-9%，欧莱雅则表示创新研发、中国消费者驱动等因素使得对19年业绩增长持乐观态度。

中国市场增速领先，电商、旅游零售渠道表现优异。18年资生堂中国地区收入增速达32.3%，收入占比达17%；18年欧莱雅集团亚太地区市场增速达20.4%，收入占比27%，已成为集团第二大市场；19年Q2雅诗兰黛集团亚太地区收入增速达17%，收入占比25.5%。资生堂/欧莱雅18年旅游零售增速40%/27%，中国出境人次、消费能力持续提升，对中高端品牌需求强劲，奠定长期增长基础。

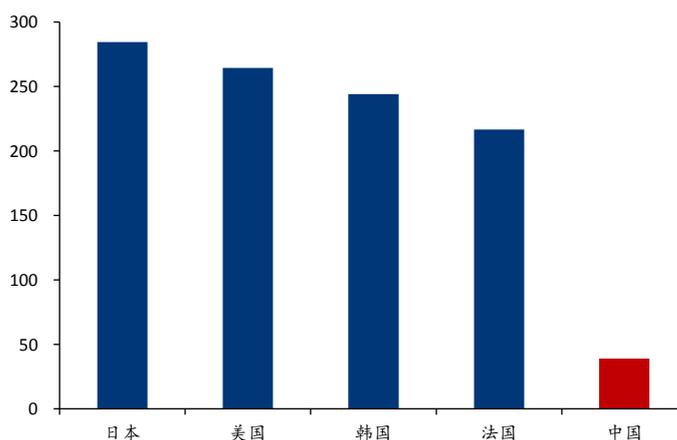
据Euromonitor，截止17年我国中高端化妆品市场份额已达26%，增速持续高于大众市场，预计消费能力提升、消费理念成熟将驱动行业持续结构升级。大众市场中，国产化妆品品牌借助CS、电商渠道红利快速增长，未来在品牌、渠道、营销、研发综合能力较强的企业品牌力有望进阶。建议关注国内免税龙头中国国旅，国产化妆品品牌珀莱雅。

图表54： 各国化妆品市场 2004-2017年增速对比



资料来源：欧睿，华泰证券研究所

图表55： 2017年各国化妆品人均消费金额对比（美元）



资料来源：欧睿，wind，华泰证券研究所

图表56: 各公司18财年及最新季度收入表现

	收入增速		中国/亚太地区收入增速		旅游零售增速	19年预期增速/战略
	18财年	最新季度	18财年	最新季度	18财年	
资生堂	8.93%	5.6%	32.58%	29.16%	40.00%	以2014-2018年复合增速9%作为19年预期增速
欧莱雅	3.5%	8.59%	20.38%	29.35%	27.10%	创新研发、中国消费者驱动等因素促使对19年业绩增长持乐观态度
雅诗兰黛	15.7%	7%	29.06%	17%		/ 预期19财年收入内生增速8%-9%

注: 最新季度数据中, 资生堂、欧莱雅为18Q4财年, 雅诗兰黛为19Q2财年; 中国/亚太地区收入增速中, 资生堂为中国数据, 欧莱雅及雅诗兰黛为亚太地区增速数据。

资料来源: 各集团官网, 华泰证券研究所

风险提示: 化妆品行业市场竞争加剧。1) 伴随外资品牌渠道下沉, 化妆品渗透率进一步提升, 将导致化妆品市场竞争加剧; 2) 为抢占市场份额, 各品牌营销方式趋数字化和多样化, 营销方面投入力度加大导致市场竞争加剧; 3) 宏观经济下行影响消费者化妆品消费意愿, 需求端收紧导致行业市场竞争加剧。

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。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报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com