

# 线上线下零售环比放缓，传统本土品牌调整节奏不一、出现分化

## ——化妆品行业月报（20190604）

行业月报

### ◆行情回顾

上月（2019.05.1~5.31）上证综指、深证成指、沪深300分别跌5.84%、跌7.77%、跌7.24%，化妆品板块涨0.16%，跑赢沪深300 7.40PCT，板块表现强于大盘。板块对比来看，化妆品板块表现较好，5月涨跌幅全行业排名居前。个股方面，名臣健康、广州浪奇、珀莱雅等涨幅居前。

### ◆重点数据跟踪及点评

**总体：4月化妆品终端零售环比放缓：**19年4月全国限额以上零售企业化妆品零售额同增6.70%、增速环比3月放缓7.70PCT，1~4月份全国百家重点零售企业化妆品零售额同增8.7%。

**线上：5月阿里全网美妆销售额增速放缓，新锐品牌持续涌现：**19年5月阿里全网化妆品销售额同增23.72%、环比4月放缓4.54PCT，主要为终端零售疲软传导及618电商大促临近消费延迟所致；格局方面，护肤领域新锐品牌持续涌现，但产品力较弱，传统本土品牌迎合行业趋势、调整节奏不一而出现分化，国际高端大牌表现亮眼。

**珀莱雅5月主品牌销售额同增0.30%、增速继续放缓、高基数影响持续，小品牌继续快速增长、增速环比有所放缓、主要为受行业总体影响，全年电商收入增速目标50%不变；佰草集5月销售额同增48.13%、超预期，主要为5月加大内容营销投放力度、迎合行业营销新趋势、效果显著，建议持续关注。**

**进口：4月我国美妆进口继续快速增长：**19年4月我国美妆进口12.02亿美元、同增64.43%，国内对进口化妆品需求强劲，美妆进口保持快速增长。

### ◆行业公司动态

**行业新闻：**资生堂和屈臣氏成立战略联盟；巴西美妆巨头Natura收购雅芳集团；拜尔斯道夫将出资5.5亿美元收购美国防晒品牌Coppertone；联合利华有意出资10亿美元收购美国新兴护肤品牌Drunk Elephant；西班牙美妆巨头Puig集团2018年税前利润刷新纪录、战略资源将转向自有品牌。

**重点公告：**御家汇授予激励对象434万股股票期权、行权价17.89元/股，限制性股票432万股、授予价8.95元/股，其中首次授予激励对象787人、分四期解锁、对应业绩考核目标19~22年营收增速不低于20.25%、16.67%、14.29%、12.50%，拟3个月内1.25~2.5亿元不超20.30元/股回购股份，截止31日尚未实施。

### ◆行业估值与投资建议

当前美妆、个护公司及渠道商平均估值分别为35倍、49倍、42倍，其中美妆公司低于历史平均、个护及渠道均高于历史平均。

终端零售预计继续疲软，化妆品处成长期、景气度较高，继续推荐关注；短期渠道扩张及内容营销投入能快速带来业绩增长，但长期消费者将回归理性、产品力强者有望胜出，推荐关注：**1）珀莱雅：**公司反应迅速、能快速把握行业机遇与趋势、分享行业红利；电商运营能力强，多品牌、多平台发展动力足，线下单品牌店模式理顺、加速扩张贡献增量，快速切入内容营销等新兴营销方式、效率提升。此外，公司还合作业内优秀合伙人布局进口品、彩妆等新风口，前景可期。**2）上海家化：**多品牌质地优秀，16年底新董事长上任后，多品牌总体发展良好，而佰草集业绩出现反复，19年重点发力佰草集，5月开始加大内容营销投放、打造明星产品等，目前已在天猫旗舰店显效，建议持续关注。

**◆风险分析：**终端消费疲软；进口关税下调/国际品牌降价加剧行业竞争。

### 分析师

李婕（执业证书编号：S0930511010001）

021-52523339

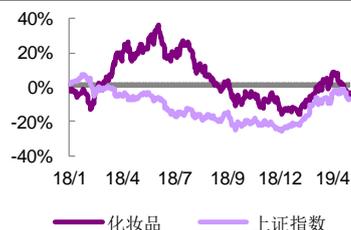
[lijie\\_yjs@ebsec.com](mailto:lijie_yjs@ebsec.com)

罗晓婷（执业证书编号：S0930519010001）

021-52523673

[luoxt@ebsec.com](mailto:luoxt@ebsec.com)

行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

### 相关研报

行业月报：终端零售环比改善，线上继续快速增长、格局持续变化

.....2019-05-13  
行业竞争加剧影响面膜主业表现，新品类增长靓丽、期待未来放量——御家汇（300740.SZ）动态跟踪报告

.....2019-05-02  
渠道库存清理致收入增速放缓，轻装上阵业绩持续改善——上海家化（600315.SH）2019年一季度点评

.....2019-04-27  
业绩继续靓丽，全年业绩目标达成信心足——珀莱雅（603605.SH）2019年一季度点评

.....2019-04-19  
行业月报：终端零售疲软、化妆品景气较高，线上本土品牌表现分化

.....2019-04-03  
行业月报：1~2月线上销售增速放缓，1月进口继续改善，国际品牌加码电商

.....2019-03-03  
行业月报：18年12月进口环比提速，19年1月线上仍景气，春节数据靓丽

.....2019-02-12  
美妆、个护景气分化，精选优质个股标的——化妆品行业2019年度投资策略

.....2019-01-07  
化妆品行业蓬勃发展，本土品牌初露锋芒——化妆品行业深度报告

.....2018-06-16  
百年家化铸民族骄傲，日新月异焕华美彩妆——上海家化（600315.SH）动态跟踪报告

.....2018-11-12

## 目 录

1、 行情回顾 .....	3
2、 重点数据跟踪及点评 .....	4
2.1、 零售数据：4月受大环境影响，化妆品终端零售环比放缓 .....	4
2.2、 线上数据：5月阿里全网美妆销售额增速放缓，新锐品牌表现继续亮眼 .....	5
2.3、 进口数据：4月我国美妆进口继续快速增长 .....	9
3、 行业公司动态 .....	10
3.1、 行业新闻 .....	10
3.2、 公司动态 .....	14
4、 行业估值与投资建议 .....	14
4.1、 行业估值 .....	14
4.2、 投资建议 .....	16
5、 风险分析 .....	16

## 1、行情回顾

上月（2019.05.1~5.31）上证综指、深证成指、沪深 300 分别跌 5.84%、跌 7.77%、跌 7.24%，化妆品板块<sup>①</sup>涨 0.16%，跑赢沪深 300 7.40PCT，板块表现强于大盘。

板块对比来看，化妆品板块表现较好，5 月涨跌幅全行业排名居前。

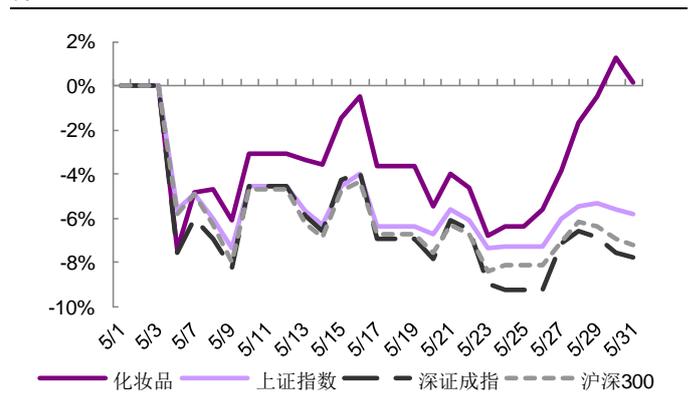
个股方面，名臣健康、广州浪奇、珀莱雅等涨幅居前。

图 1：上月（2019.05.01~05.31）化妆品板块涨跌幅

板块名称	上月涨跌幅 (%)
上证综合指数成份	(5.84)
深证成份指数成份	(7.77)
沪深300	(7.24)
化妆品指数	0.16

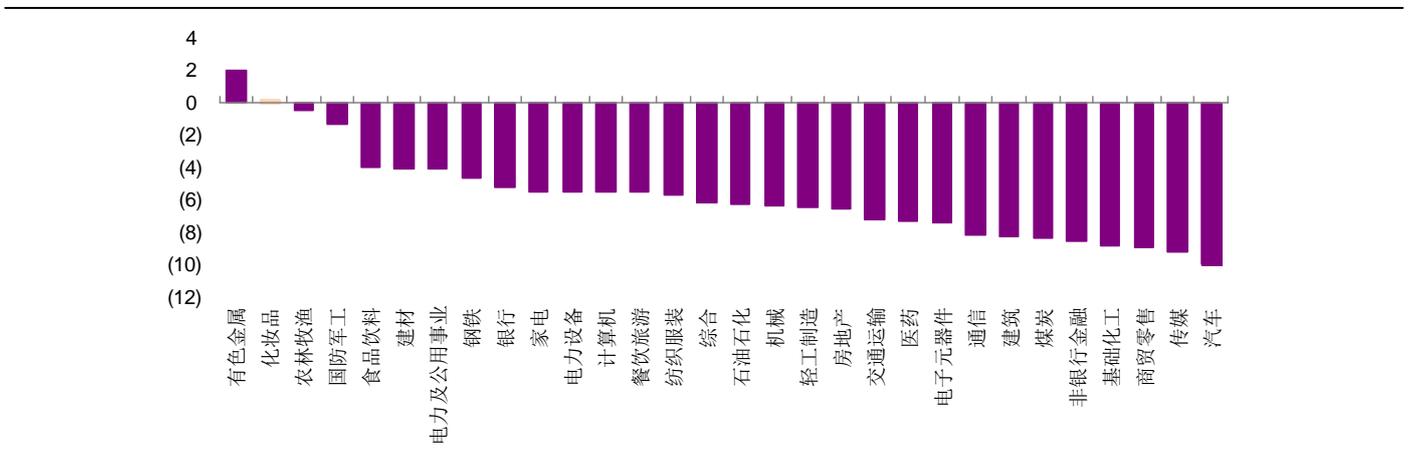
资料来源：Wind、光大证券研究所

图 2：上月（2019.05.01~05.31）化妆品板块涨跌幅走势



资料来源：Wind、光大证券研究所

图 3：上月（2019.05.01~05.31）各板块涨跌幅 (%)



资料来源：Wind、光大证券研究所

<sup>①</sup>此处的化妆品板块为光大证券选取的主业为个护、彩妆研发、生产、销售等相关的A股上市公司，包含有上海家化、珀莱雅、御家汇、拉芳家化、名臣健康、广州浪奇、青岛金王等个股，不同于Wind直接披露的化妆品指数（8841109.WI）。

表 1：上月（2019.05.01~05.31）化妆品个股涨跌幅

证券代码	证券简称	上月收盘价 (元)	上月涨跌幅 (%)	上月成交量 (万股)	市值 (亿元)
002919.SZ	名臣健康	26.36	20.48	10357	21
002503.SZ	广州浪奇	3.38	17.36	86381	105
603605.SH	珀莱雅	62.62	0.33	3283	126
603630.SH	拉芳家化	14.53	-2.29	3173	33
300740.SZ	御家汇	9.44	-3.67	9290	39
600315.SH	上海家化	28.22	-6.56	6363	189
002094.SZ	青岛金王	5.52	-7.54	20346	38

资料来源：Wind

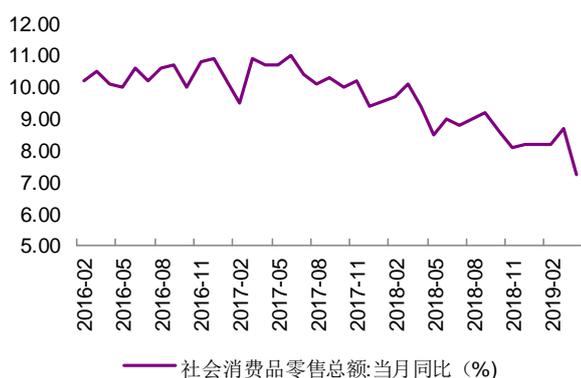
## 2、重点数据跟踪及点评

### 2.1、零售数据：4月受大环境影响，化妆品终端零售环比放缓

据国家统计局，2019年4月我国社会消费品零售额同增7.20%、增速较去年同期放缓2.20PCT，环比3月放缓1.40PCT，其中限额以上零售企业化妆品零售额同比增6.70%，增速环比3月放缓7.70PCT，同比上一年同期放缓8.40PCT。

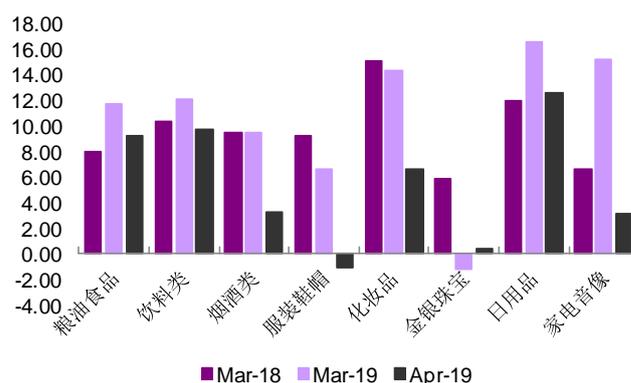
其他消费品类中，粮油食品、饮料、日用品等必需消费品增长稳健、增速同比去年同期相当，而家电、服装、化妆品、金银珠宝等可选消费品增速较去年同期均有放缓。

图 4：我国社会消费品月度零售额同比增速 (%)



资料来源：国家统计局、光大证券研究所

图 5：19年4月限额以上零售企业主要消费品月度零售额同比增速 (%)

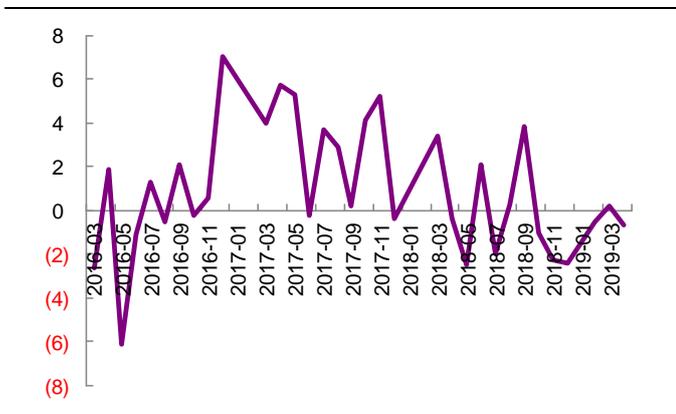


资料来源：国家统计局、光大证券研究所

据中华商业信息中心，1~4月份全国百家重点大型零售企业零售额同比下降0.7%，增速较一季度放缓0.9PCT。其中化妆品等商品零售额同比增长8.7%，化妆品获益行业处成长期受终端零售疲软影响较小。其他消费品类，服装、粮油食品、日用品、金银珠宝、家电等商品零售额分别同比下降7.3%、增长3.3%、增长0.5%、下降0.5%、下降6.6%。

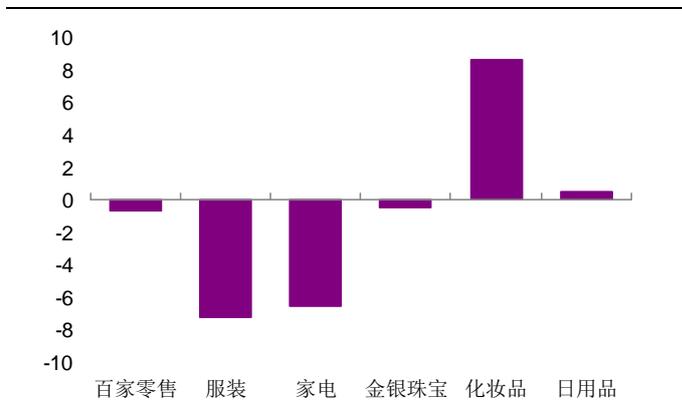
综上所述，当前终端零售增长承压，主要品类零售额增长放缓或出现下滑，但总体上看，化妆品获益行业处成长期、景气度高于其他品类。

图 6：百家重点零售企业零售额同比增速 (%)



资料来源：中华商业信息中心、光大证券研究所  
注：19年2、3、4月增速实际为19年1~2月、1~3月、1~4月累计增速

图 7：2019年1~4月百家重点零售企业主要消费品当月零售额同比增速 (%)



资料来源：中华商业信息中心、光大证券研究所

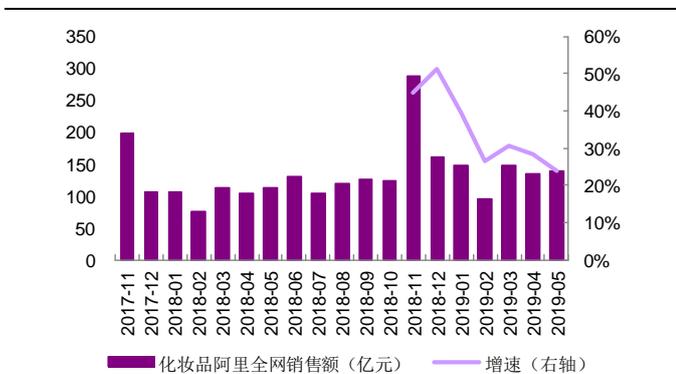
## 2.2、线上数据：5月阿里全网美妆销售额增速放缓，新锐品牌表现继续亮眼

据淘数据，2019年5月阿里全网化妆品零售额同比增23.72%、环比4月放缓4.54PCT，主要为终端零售疲软传导及618电商大促临近消费延迟所致。

细分品类看，2019年5月护肤、彩妆、美发护发等销售额分别同比增30.82%、10.60%、8.27%，分别环比4月提升0.63PCT、下降13.33PCT、下降20.85PCT。

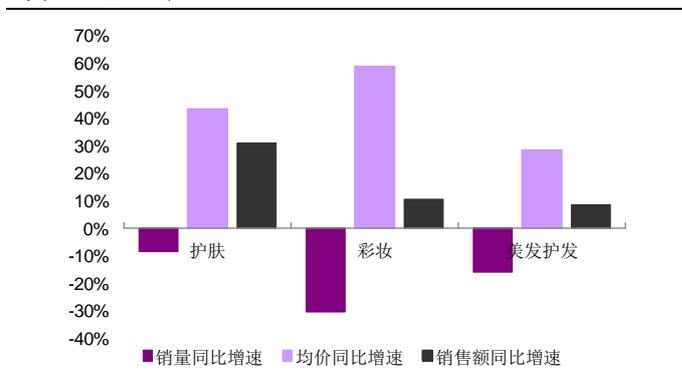
分量价看，5月阿里全网化妆品销售量继续下降，其中护肤销量、均价分别同比降8.71%、增43.30%，彩妆销量、均价分别同比降30.37%、增58.84%，美发护发销量、均价分别同比降15.85%、增28.65%。

图 8：阿里全网化妆品当月销售额及同比增速



资料来源：淘数据、光大证券研究所  
注：化妆品包含阿里统计的美容护肤美体精油（简称护肤）、彩妆香水美妆工具（简称彩妆）、美发护发等化妆品相关的一级行业。

图 9：2019年5月阿里全网化妆品细分品类销量、均价、销售额同比增速



资料来源：淘数据、光大证券研究所

细分行业格局及各品牌发展看：

### 1) 护肤行业：新锐品牌快速成长、占据前五榜单，但产品力仍较弱

2019年5月护肤品前十大品牌榜单中，新锐品牌持续涌现，其中部分品牌快速成长，占据前五榜单，如莱贝5月销售额7.02亿元、环比4月增长267.65%；但其产品力总体较弱、消费者反馈时有出现肌肤过敏问题。

表2：阿里全网护肤品行业前十大品牌销售额及在阿里全网护肤品行业市占率

排名	品牌 (2019.03)	销售额 (百万元)	阿里全网市占率	品牌 (2019.04)	销售额 (百万元)	阿里全网市占率	品牌 (2019.05)	销售额 (百万元)	阿里全网市占率
1	欧丽源	281.78	2.84%	欧丽源	440.70	5.01%	莱贝	702.21	7.26%
2	倾肤	255.41	2.57%	莱贝	191.00	2.17%	一枝春	219.15	2.26%
3	l'oreal	226.63	2.28%	一枝春	140.95	1.60%	欧丽源	212.47	2.20%
4	形象美	194.06	1.96%	l'oreal	134.31	1.53%	bauo	200.57	2.07%
5	olay	168.71	1.70%	olay	112.12	1.27%	梵贞	191.03	1.97%
6	莱贝	160.37	1.62%	wis	97.82	1.11%	l'oreal	181.75	1.88%
7	一枝春	144.36	1.45%	estee lauder	97.82	1.11%	lancome	151.56	1.57%
8	estee lauder	128.65	1.30%	audala	95.26	1.08%	36°37	116.45	1.20%
9	Wis	123.75	1.25%	sk-ii	93.61	1.06%	olay	115.50	1.19%
10	海洋主义	119.30	1.20%	lancome	88.54	1.01%	wis	112.13	1.16%

资料来源：淘数据、光大证券研究所

重点品牌官方旗舰店销售额情况来看：

#### a) 本土传统品牌迎合行业变化、调整节奏不一、业绩表现风化：

**珀莱雅：**主品牌销售额同增0.30%、增速继续放缓、高基数影响持续；小品牌继续快速增长、增速环比有所放缓、主要为受行业总体影响。线上渠道动力切换至多品牌、多平台等，全年电商收入增速目标维持50%不变。

**上海家化：**佰草集销售额同增48.13%、超预期，主要为5月加大内容营销投放力度、迎合行业营销新趋势、效果显著，平日旗舰店日均访问量4万、病毒视频（5月新推出的短视频《1分钟面膜复仇记》）期间上升至16万访问量、自主搜索人数同比增加60%；19年为佰草集元年、公司继18年底再梳理品牌定位、19年初更换天猫代运营商、19Q1集中渠道库存清理，轻装上阵、5月开始加大内容营销重塑品牌形象、打造明星产品/系列，建议持续关注；六神继续快速增长，美加净及高夫增速环比放缓，玉泽高速增长。

**御家汇：**旗下主品牌御泥坊及小迷糊等天猫旗舰店销售额增速仍承压，主要为面膜尝鲜属性强、品牌忠诚度低、面膜行业门槛低、国内外品牌竞争激烈所致。

**丸美（拟发行）：**主品牌天猫旗舰店销售额同比增50.90%、表现靓丽，高出阿里全网美容护肤品行业增速20.08PCT。

其他非上市公司旗下品牌表现来看，国产第一梯队中百雀羚、韩束及一叶子等销售额增长疲软，自然堂维持双位数增长、但较18年仍有放缓；第二梯队中韩后19年3月以来增速较此前有所改善，相宜本草持续高速增长、表现优于同业。

#### b) 新锐品牌 HFP 5 月天猫旗舰店销售额同比增 6.94%、较此前放缓幅度较大、主要为去年高基数影响。

c) 国际品牌总体表现继续靓丽、受终端零售疲软影响较小，主要为品牌口碑良好、为产品质量持续背书；其中高端国际品牌表现优于大众国际品牌，显示国内高端化趋势显著、国际品牌在高端领域居垄断地位。

表 3：护肤行业重点国内外品牌官方旗舰店当月销售额同比增速

分类	公司	品牌官方旗舰店	2019-01 销售额 同比增速	2019-02 销售额 同比增速	2019-03 销售额 同比增速	2019-04 销售额 同比增速	2019-05 销售额 同比增速
阿里全网护肤行业			53.00%	45.98%	45.98%	32.51%	30.82%
本土传统品牌	珀莱雅	珀莱雅	83.03%	98.10%	22.09%	9.20%	0.30%
		韩雅	-	-	299.16%	606.53%	297.20%
		猫语玫瑰	-	-	4315.27%	731.73%	41.74%
		悦芙媿	-	-	-79.04%	-86.63%	-65.42%
		悠雅	-	-	129.62%	309.74%	92.36%
	上海家化	佰草集	-29.13%	109.14%	22.71%	-46.46%	48.13%
		六神	103.37%	377.29%	69.04%	51.90%	17.08%
		美加净	-29.09%	0.65%	65.47%	11.42%	-34.98%
		高夫	6.70%	74.78%	12.95%	-16.96%	19.22%
	御家汇	御泥坊	-39.81%	-18.21%	-60.13%	-51.47%	-48.67%
		小迷糊	-39.32%	-85.43%	-43.78%	-24.20%	-50.43%
	丸美股份	丸美	-	-	-	-	50.90%
	百雀羚	百雀羚	22.66%	57.16%	-9.18%	4.52%	5.99%
	上海上美	韩束	-41.86%	92.84%	-24.04%	-4.62%	-5.64%
		一叶子	-26.89%	42.33%	-33.46%	-37.32%	-57.84%
伽蓝集团	自然堂	-6.32%	54.60%	6.69%	13.10%	18.08%	
相宜本草	相宜本草	78.10%	31.79%	52.62%	104.77%	116.81%	
韩后	韩后	-9.99%	-4.71%	52.84%	15.68%	21.24%	
本土新锐品牌	蛋壳网络科技	HFP	28.14%	266.61%	74.43%	78.71%	6.94%
国际-大众品牌	欧莱雅(法国)	巴黎欧莱雅	105.88%	206.47%	191.53%	332.28%	188.45%
		Olay	-0.76%	84.66%	62.02%	65.30%	73.10%
	拜尔斯道夫(德)	妮维雅	32.69%	75.48%	34.76%	-89.70%	-87.83%
	资生堂(日)	欧珀莱	-19.98%	11.63%	-1.19%	21.40%	13.31%
	爱茉莉太平洋(韩)	悦诗风吟	20.39%	14.52%	20.00%	32.16%	30.16%
国际-高端品牌	欧莱雅(法国)	兰蔻	107.02%	102.45%	99.76%	43.23%	242.55%
	雅诗兰黛(美)	雅诗兰黛	104.78%	79.14%	38.57%	59.29%	54.46%
	资生堂(日)	SKII	31.68%	101.27%	67.67%	57.42%	98.88%

资料来源：淘数据、光大证券研究所

注：上述品牌销售额实际为品牌天猫官方旗舰店销售额数据，不能等同于该品牌线上总销售额。

## 2) 彩妆：以国际大牌为主，进入前十榜单的本土新锐品牌数量下降

在线上彩妆领域，国际大牌继续占主导，进入前十榜单的本土品牌均为新锐品牌，如完美日记、花西子、曼诗丽等，传统本土品牌如玛丽黛佳、卡姿兰等未进入前十榜。此外，5月进入前十榜单的本土新锐品牌数量较4月有所下降，或为部分新锐品牌尚未构建起壁垒、业绩可持续性仍有待观察。

表 4：阿里全网彩妆行业前十大品牌销售额及在阿里全网彩妆行业市场占率

排名	品牌 (2019.03)	销售额	阿里全网市 占率	品牌 (2019.04)	销售额	阿里全网市 占率	品牌 (2019.05)	销售额	阿里全网市 占率
1	完美日记	196.56	4.93%	欧丽源	162.95	4.19%	完美日记	164.89	4.59%
2	maybelline	94.49	2.37%	完美日记	162.48	4.18%	ysl	103.84	2.89%
3	Mac	88.92	2.23%	花西子	157.23	4.04%	mac	95.62	2.66%
4	Ysl	86.25	2.16%	mac	83.94	2.16%	花西子	94.82	2.64%
5	稚优泉	82.58	2.07%	ysl	65.12	1.67%	dior	77.13	2.15%
6	卡姿兰	78.59	1.97%	giorgio armani	65.08	1.67%	givenchy	73.26	2.04%
7	Dior	68.33	1.71%	淮树	63.51	1.63%	giorgio armani	69.00	1.92%
8	Zeesea	68.15	1.71%	maybelline	60.62	1.56%	曼诗丽	59.74	1.66%
9	estee lauder	68.10	1.71%	稚优泉	57.63	1.48%	estee lauder	58.79	1.64%
10	giorgio armani	61.50	1.54%	卡姿兰	54.21	1.39%	maybelline	57.46	1.60%

资料来源：淘数据、光大证券研究所

表 5：彩妆行业重点国内外品牌官方旗舰店当月销售额同比增速

分类	品牌官方旗舰店	2019-01 销售额同比增速	2019-02 销售额同比增速	2019-03 销售额同比增速	2019-04 销售额同比增速	2019-05 销售额同比增速
阿里全网彩妆行业		45.92%	30.38%	14.96%	16.56%	10.60%
本土传统品牌	卡姿兰	30.38%	-0.70%	64.11%	41.83%	68.01%
	玛丽黛佳	-10.46%	-46.69%	-20.08%	-2.18%	2.03%
本土新锐品牌	完美日记	26.87%	1755.53%	1698.89%	808.95%	884.14%
	稚优泉	2251.87%	304.93%	87.48%	52.15%	27.11%
国际品牌-大众定位	美宝莲	21.23%	135.72%	69.16%	79.96%	95.35%
国际品牌-中高/高端定位	Mac	37.54%	48.05%	44.73%	-86.37%	157.51%
	纪梵希	-	200.04%	1.87%	30.35%	112.23%

资料来源：淘数据、光大证券研究所

注：上述品牌销售额实际为品牌天猫官方旗舰店销售额数据，不能等同于该品牌线上总销售额。

### 3) 美发护发：国际品牌与本土新锐品牌平分秋色

2019年5月美发护发前十榜大中施华蔻及欧莱雅继续名列前茅，本土品牌中阿道夫、润丝丹、魔香及辛有志上榜。

拉芳家化旗下主品牌拉芳5月天猫旗舰店销售额同比增78.67%、较4月大幅提升，美多丝5月未延续4月改善迹象、销售额同比下滑62.54%。

名臣健康旗下蒂花之秀仍处调整、增长呈压。

表 6：阿里全网美发护发行业前十大品牌销售额及在阿里全网美发护发行业市占率

排名	品牌 (2019.03)	销售额 (百万元)	阿里全网市 占率	品牌 (2019.04)	销售额 (百万元)	阿里全网市 占率	品牌 (2019.05)	销售额 (百万元)	阿里全网市 占率
1	schwarzkopf	55.53	6.98%	schwarzkopf	42.19	5.28%	schwarzkopf	41.78	6.00%
2	l'oreal	51.15	6.43%	l'oreal	32.41	4.06%	l'oreal	34.94	5.01%
3	kerastase	28.34	3.56%	魔香	26.28	3.29%	阿道夫	20.99	3.01%
4	阿道夫	27.80	3.49%	阿道夫	23.97	3.00%	kerastase	17.82	2.56%
5	Ryo	18.36	2.31%	三个魔发匠	22.11	2.77%	ryo	15.28	2.19%
6	润丝丹	12.53	1.58%	kerastase	14.07	1.76%	润丝丹	13.57	1.95%
7	魔香	11.28	1.42%	Ryo	12.57	1.57%	魔香	11.87	1.70%
8	植观	10.36	1.30%	kao	12.13	1.52%	kao	11.10	1.59%
9	kao	10.12	1.27%	润丝丹	11.90	1.49%	辛有志	9.57	1.37%
10	shiseido	9.16	1.15%	致奇	9.58	1.20%	shiseido	8.56	1.23%

资料来源：淘数据、光大证券研究所

表 7：美发护发行业重点国内外品牌官方旗舰店当月销售额同比增速

分类	品牌官方旗舰店	2019-01 销售额同比增速	2019-02 销售额同比增速	2019-03 销售额同比增速	2019-04 销售额同比增速	2019-05 销售额同比增速
阿里全网美发护发行业		<b>29.78%</b>	<b>26.94%</b>	<b>22.57%</b>	<b>29.12%</b>	<b>8.27%</b>
本土传统品牌	拉芳	20.43%	24.65%	33.86%	4.22%	78.67%
	美多丝	-71.26%	-19.18%	-13.68%	52.08%	-62.54%
	蒂花之秀	99.67%	-31.81%	68.46%	-131.48%	-14.83%
	滋源	58.37%	50.52%	26.29%	12.25%	-17.27%
本土新锐品牌	魔香	89.44%	129.33%	31.13%	-	-
	阿道夫	28.28%	251.97%	45.57%	69.31%	88.10%
国际品牌	施华蔻	90.93%	61.77%	13.25%	37.35%	49.30%
	RYO	46.15%	251.97%	45.57%	64.68%	129.26%
	卡诗	40.01%	74.12%	59.46%	49.72%	148.02%

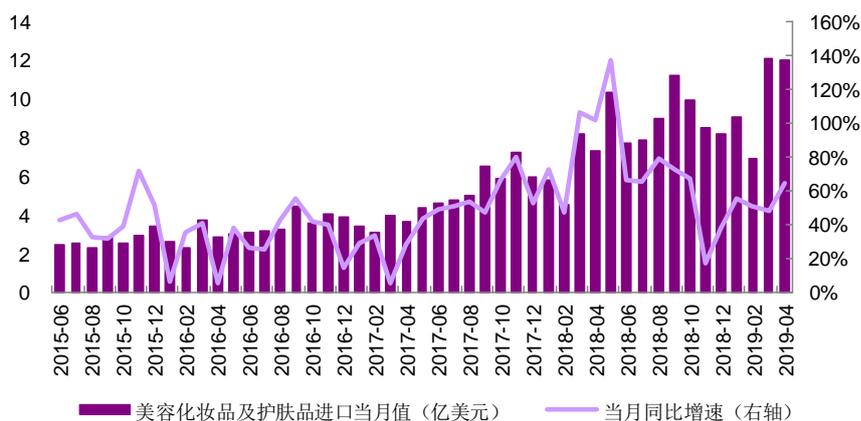
资料来源：淘数据、光大证券研究所

注：品牌销售额实际为品牌天猫官方旗舰店销售额数据，不能等同于该品牌线上总销售额。

## 2.3、进口数据：4月我国美妆进口继续快速增长

2019年4月我国美妆进口12.02亿美元、同比增64.43%、同比放缓37.83PCT。自去年11月以来，我国化妆品各月进口增速总体同比放缓，一方面为美妆进口关税下调促进进口高速增长造成高基数，另一方面为新电商法颁布、部分跨境电商卖家转为观望态度、减少进货。总体上看，虽然我国美妆进口额增速同比放缓，但在国内对进口化妆品强劲需求背景下，依旧保持快速增长。

图 10：我国美容化妆品及护肤品当月进口金额及同比增速



资料来源：海关总署、光大证券研究所

分量价来看,4月美妆进口额增速放缓主要为进口量增速放缓所致。2019年5月进口量2.17万吨、同比增38.83%、同比去年同期放缓42.60PCT,进口均价5.53万美元/吨,同比增14.09%、同比去年同期提升23.93PCT。

图 11：我国美妆当月进口数量及同比增速



资料来源：海关总署、光大证券研究所

图 12：我国美妆当月均价及同比增速



资料来源：海关总署、光大证券研究所

### 3、行业公司动态

#### 3.1、行业新闻

##### 3.1.1、资生堂和屈臣氏成立战略联盟，共同研制创新美容产品

据品观网 2019 年 5 月 31 日报道：近日，资生堂与全球最大的国际保健及美容零售商屈臣氏集团（以下简称“屈臣氏”）宣布成立战略联盟，今后将共同致力于商品开发及社会贡献等领域。

这一合作通过将资生堂的研究开发能力和品牌力，与屈臣氏所拥有的零售网络及消费者洞察数据相结合，进一步唤起消费者对于日本品牌的兴趣，提供给以亚洲为中心的客户适合的商品及服务。

战略合作重点项目,包含:1) 联合开发屈臣氏专属产品:继“d program”之后,资生堂和屈臣氏计划联手开发主要在亚洲地区销售的化妆品品牌“Za 姬芮”和洗护品牌“SENKA 珊珂”的屈臣氏独家产品。2) 扩大市场:在中国,资生堂将通过屈臣氏的 3600 家零售网络促进资生堂集团品牌销售的进一步扩展。另外,资生堂也将致力于印度尼西亚和菲律宾市场拓展,未来的市场扩大值得期待。3) 社会贡献活动:利用两家公司的优势,资生堂将根据联合国制定的可持续发展目标(SDG)开展社会贡献活动。4) “日本制造”品牌:为了满足亚洲地区对“日本制造”的大量需求,资生堂作为一家“源于日本,制胜全球”的国际化妆品企业,将灵活运用日式美学为以亚洲为中心的客户提供优质的产品和服务。

屈臣氏 1841 年于香港成立,在健康美容领域上是全球最大的国际保健及美容零售商,在 25 个国家和地区开展的 12 个零售品牌下,运营着 15000 个店铺,店铺和电子商务网站年度总客户数量达到了 52 亿人次。

屈臣氏 1987 年在台湾开始销售资生堂集团产品,目前以亚洲为中心开展了 10 个以上的品牌。今年 4 月,资生堂在中国市场引入了针对敏感肌肤的护肤品牌“d program”,并由屈臣氏线下独家销售,在发布的第一个月,取得了良好的开端,远超出预想。

此外,双方联合开发的产品“d program”的“Urban Damage Care (舒润修护系列)”已于 2018 年 10 月在泰国和台湾销售,并将于今年 6 月底在中国上市。

### 3.1.2、巴西美妆巨头 Natura 以换股模式收购雅芳集团,跃居全球第四大美妆集团

据华丽志 2019 年 5 月 23 日报道:巴西美妆巨头 Natura & Co 在周三表示,已经与 Avon Products Inc (雅芳集团)达成协议,将通过股权交换的模式收购后者。

Natura 将以每 0.3 股 Natura 股权交换 1 股雅芳股权的比例,收购雅芳集团的全部股权。根据此次交易的价格计算,雅芳集团当前市值约为 20 亿美元,相比 5 月 21 日闭市时的价格溢价 28%。交易完成之后,Natura 将会成为全球第四大美妆集团,年销售额超过 100 亿美元,在全球超过 100 个国家拥有 3200 家门店。

根据双方的协议,Natura 的股东将会持有合并之后集团 76%的股权,其余 24%由雅芳的股东持有。目前交易依然需要双方的股东,以及巴西等其他国家的监管机构通过,预计将于 2020 年年初完成。

如果交易按期完成,Natura 将会支付给持有雅芳集团 C 类优先股的股东总计约 5.3 亿美元。据 Natura 透露,包括雅芳集团的债务在内,此次交易的总金额达到 37 亿美元。

Natura 预计,通过此次收购带来的协同效应,可以为集团每年节约 1.5 亿到 2 亿美元的成本。

“我们一直对雅芳充满敬意。” Natura 的联合创始人兼董事长 Luiz Seabra 表示：“Natura 是基于对美妆的热情而建立的，本次交易将会在直销美妆市场创造出一股不可忽视的重要力量。”

消息公布之后，雅芳集团的股价在周三的盘前交易中上涨了 10.5%。Natura 集团的股价截止到周三闭市时为止，上涨了 9.43%。

除了拆分北美业务以外，雅芳集团还在去年 5 月，以 9600 万美元的价格将集团在日本的业务 (Avon Japan) 出售给了韩国消费品和美容产品公司 LG 的日本子公司 Ginza Stefany。

### 3.1.3、妮维雅母公司 Beiersdorf 将出资 5.5 亿美元收购美国防晒品牌 Coppertone

**据无时尚中文网 2019 年 5 月 15 日报道：**为强化南美市场，妮维雅母公司 Beiersdorf (拜尔斯道夫) 将出资 5.5 亿美元从德国制药集团 Bayer (拜耳) 手中收购美国防晒品牌 Coppertone (科普特)。

根据双方的收购协议，Beiersdorf 将获得 Coppertone 所有产品相关的知识产权，一处位于美国田纳西州克利夫兰市的生产设施，以及美国、加拿大和中国地区约 450 名营销和研发等领域的专业人员。目前交易依然需要有关部门的批准，预计将于今年第三季度完成。2018 年，Coppertone 的销售额达到 2.13 亿美元。

Coppertone 创立于 1944 年，是美国历史最悠久，最具知名度的防晒品牌之一，总部位于美国新泽西州惠帕尼市，在美国，加拿大和中国设有销售网络。2009 年，Coppertone 的母公司 ScheringPlough 公司被默克集团收购，Coppertone 随其一起归到默克集团旗下。2014 年，Coppertone 被 Bayer 收购。去年 11 月，为了减少收购 Monsanto (孟山都) 带来的巨额债务，Bayer 表示计划出售 Coppertone 和 Dr.Scholl 等个人护理品牌。

今年 1 月刚刚上任的 Beiersdorf 新任首席执行官 De Loecker 表示，“我们相信 Coppertone 及其团队能够为我们带来他们的专业知识，完善我们的品牌组合，尤其是帮助我们增强在美国市场的竞争力。” De Loecker 还提到，希望通过收购的方式来为股东创造更多价值，并提到目前 Beiersdorf 拥有 40 亿欧元的现金储备。

Beiersdorf 2019 财年第一季度的销售有机增长了 6%，但是北美地区的销售表现不如其他地区，销售增幅仅为 3.7%。

### 3.1.4、消费品巨头联合利华有意出资 10 亿美元收购美国新兴护肤品牌 Drunk Elephant

**据品观网 2019 年 5 月 13 日报道：**有消息称，消费品巨头 Unilever (联合利华) 打算以 10 亿美元的价格收购美国护肤品牌 Drunk Elephant (醉象)。针对此次收购意向，联合利华拒绝置评。

Drunk Elephant 由 Tiffany Masterson 女士创立于 2012 年，致力于生产全天然，不含有毒成分的护肤品，品牌商品的设计，测试以及生产全部在美国本土完成。

Drunk Elephant 的产品中不添加容易引发皮肤问题的“六大可疑成分”：Essential Oils（香精油），Drying Alcohols（脱水酒精），Silicones（硅树脂），Chemical Screens（化学防晒剂），Fragrance/Dyes（香料/染色剂）以及 SLS（十二烷基硫酸钠）。

Drunk Elephant 是美国本土发展最快的护肤品牌之一：2016 年，其销售额在 2500 万美元到 3000 万美元之间，到 2018 年，销售额就达到了 1.5 亿美元。品牌也很早就吸引了包括私募基金以及美妆巨头的投资兴趣。2017 年，旧金山私募基金 VMG Partners 收购了 Drunk Elephant 的少数股权；时尚博主 Leandra Medine 也对 Drunk Elephant 进行了小笔投资。

作为消费品行业巨头，为了产品组合的更新换代，联合利华一直在努力拓展新的领域，收购小众品牌，例如素食、有机食品等领域。为了提高企业盈利，联合利华新任首席执行官 Alan Jope 也在着手成立一个汇集了高端护肤品牌的部门，命名为 Prestige。

### 3.1.5、西班牙美妆巨头 Puig 集团 2018 年税前利润刷新纪录，战略资源将转向自有品牌

据华丽志 2019 年 5 月 10 日报道：西班牙美妆巨头 Puig 集团公布 2018 年财报，尽管销售收入小幅下滑 200 万欧元，但税前净利润同比增长 5%。公司计划将战略资源从授权许可经营转向直接控制的<sup>1</sup>品牌，尤其是把旗下两大核心品牌：Paco Rabanne 和 Carolina Herrera 的年销售额均提高至 10 亿欧元以上。

去年五月，意大利奢侈品牌 Valentino 终止了与 Puig 的香水授权合作。此后，Puig 集团转变战略，开始将重点放在其直接控制的<sup>1</sup>品牌，而不是许可经营上。目前，Puig 还控制着 Comme des Garçons 和 Prada 的香水许可经营权。

Puig 集团表示：“这让我们改变了策略，更多地支持自有品牌。我们希望重新分配原本用于支持授权品牌的资源，使 Paco Rabanne 和 Carolina Herrera 成为收入超过 10 亿欧元的品牌。”此外，Puig 透露，Paco Rabanne 和 Carolina Herrera 都将在不久的将来进入新的产品类别。

Paco Rabanne 是 Puig 最大的品牌，其香水在全球排名第四，其中两款香水——Invictus 和 1 Million 跻身十大精选香水之列。

Carolina Herrera 的香水业务在全球女性香水声誉排行榜上升了 3 位，至第 11 名。去年，该品牌被誉为香水行业中增长最快的女性香水品牌。尽管其主要市场出现萎缩，但在拉丁美洲依然保持领先地位，并凭借“Good Girl”香水的强劲销售提振了业务表现。去年 2 月，Puig 集团任命了才华横溢的年轻美国设计师 Wes Gordon 担任 Carolina Herrera 的新任创意总监，创始人 Carolina Herrera 则担任该品牌的全球大使。

Puig 集团 2018 财年核心财务数据如下：1) 销售收入 19.33 亿欧元，较去年小幅下降 200 万欧元，但以不变汇率计算增长 5%；2) 税前利润同比增长 5%，达到创纪录的 3.26 亿欧元，利润率 17%；3) 净利润 2.42 亿欧元，占总收入的 13%。

按市场: 1) 14%的收入来自西班牙, 本土市场零售额同比增长超过 1%; 2) 86%的收入来自海外, 其中北美和欧盟以外的新兴市场占比 41%; 3) 新兴市场销售额同比增长 4%, 成熟市场销售额同比增长 8%; 4) 受汇率下跌影响, 阿根廷和巴西的销售额同比下降 6%。

Puig 在一份新闻稿中表示: “公司未来的目标是, 到 2025 年创造 30 亿欧元的销售收入。”

### 3.2、公司动态

#### 上市公司公告

上市公司	公告时间	关键字	公告内容
珀莱雅	5月8日 5月15日	分红派息 股份质押	13日10派4.3元(含税); 持股5%以上股东方玉友质押130万股股份, 累计质押878万股股份, 占其持有公司股份17.97%、占公司总股本4.36%。
御家汇	5月21日 5月22日 5月25日 6月4日	股权激励 股份回购 权益分派 股份回购进展	授予激励对象434万股股票期权、行权价17.89元/股, 限制性股票432万股、授予价8.95元/股, 其中首次授予激励对象787人、分四期解锁、对应业绩考核目标19~22年营收不低于27.00、31.50、36.00、40.50亿元, 对应19~22年营收增速不低于20.25%、16.67%、14.29%、12.50%; 拟3个月内1.25~2.5亿元不超20.30元/股回购公司股份; 31日10转增5股; 截止5月31日尚未实施股份回购。
拉芳家化	5月28日	股份回购	回购股份计划已届满, 累计回购287万股股份, 占比1.27%。
青松股份	5月23日 5月28日	新增股份上市 股份质押	11.56元/股发行1.31亿股股份(用于收购诺斯贝尔90%股权)5月28日上市, 募集配套资金部分的股份另行发行。 控股股东杨建新质押1500万股、解除质押720万股, 累计质押2730万股、占公司总股本5.28%。
青岛金王	5月21日	人事变动	任王传磊为职工监事。

资料来源: Wind, 光大证券研究所整理

#### 重点上市公司大事提醒

公司	类型	日期	备注
上海家化	股东大会召开	6月6日	时间13:30, 地点: 杨浦区
青松股份	股东大会召开	6月11日	时间15:45, 地点: 南平市
青岛金王	限售股份上市流通	6月14日	3245.28万股限制性股票解锁上市
中路股份	股东大会召开	6月18日	时间10:00, 地点: 浦东新区

资料来源: Wind

## 4、行业估值与投资建议

### 4.1、行业估值

从估值情况来看, 美妆公司历史均值(自18年以来, 下同)为41倍、个护公司历史均值为40倍、渠道商历史均值为23倍。

当前美妆、个护公司及渠道商平均估值水平(2019年6月3日的动态市盈率)分别为35倍、49倍、42倍, 其中美妆公司低于历史平均水平、而

个护及渠道估值均高于历史平均。

表 8：化妆品公司估值表

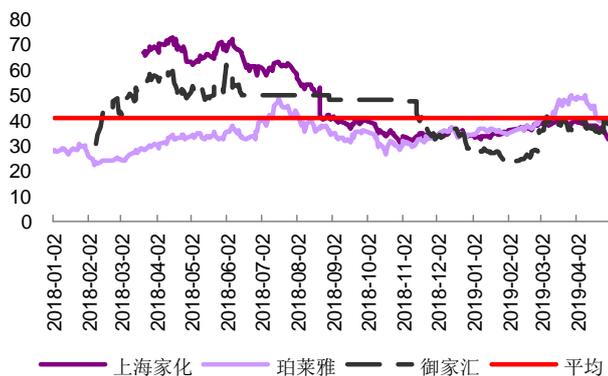
公司名称	收盘价	EPS (元)				PE				3年 CAGR	PEG	市值 (亿元 RMB)
	元/股	18A	19E	20E	21E	18A	19E	20E	21E		18年	
<b>美妆公司</b>												
上海家化	28.68	0.81	0.92	1.07	1.26	36	31	27	23	16.13%	2.21	193
珀莱雅	59.96	1.43	1.89	2.57	3.33	42	32	23	18	32.67%	1.29	121
御家汇	8.54	0.34	0.34	0.40	0.48	25	25	21	18	11.34%	2.19	35
平均	-	-	-	-	-	<b>34</b>	<b>29</b>	<b>24</b>	<b>20</b>	-	-	-
<b>个护公司</b>												
拉芳家化	13.99	0.56	0.99	1.11	-	25	14	13	-	-	-	32
名臣健康	27.29	0.36	-	-	-	76	-	-	-	-	-	22
平均	-	-	-	-	-	<b>50</b>	<b>14</b>	<b>13</b>	-	-	-	-
<b>渠道商</b>												
青岛金王	5.07	0.15	0.47	0.22	0.19	34	11	23	27	7.30%	1.49	35

资料来源：Wind、Bloomberg、光大证券研究所

注：1) 本表收盘价日期为 2019 年 6 月 4 日；

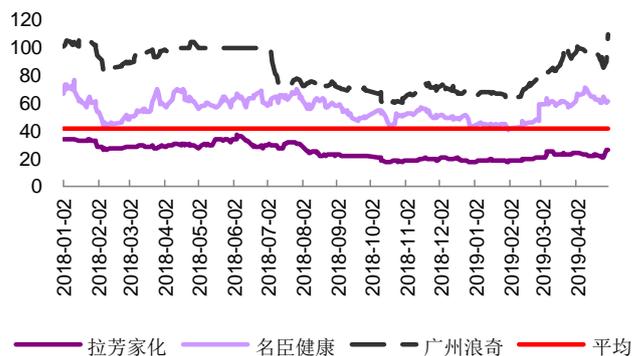
2) 本表中上海家化、珀莱雅、御家汇、拉芳家化等盈利预测为光大证券预测、青岛金王盈利预测为 Wind 一致预期。

图 13：美妆公司 18 年以来 PE 估值 (TTM, 更新至 2019/6/3)



资料来源：Wind

图 14：个护公司 18 年以来 PE 估值 (TTM, 更新至 2019/6/3)



资料来源：Wind

表 9：海外化妆品相关上市公司估值表

公司名称	收盘价	EPS (元 人民币)				PE				3年 CAGR	PEG	市值 (亿元 人民币)
	元/股	18A	19E	20E	21E	18A	19E	20E	21E		18年	
Estee Lauder	1130.93	20.74	36.14	40.08	43.91	55	31	28	26	28.41%	1.10	4093
Loreal	1871.40	56.64	59.82	64.31	68.80	33	31	29	27	6.70%	4.67	10509
P&G	715.14	25.84	30.81	32.66	34.69	28	23	22	21	10.32%	2.25	17938
Unilever	423.55	28.48	19.44	21.37	22.78	15	22	20	19	-7.17%	-	12096
Shiseido	495.52	9.60	12.47	15.52	18.20	52	40	32	27	23.78%	1.67	1982
LGHH	1038.09	30.16	33.66	40.30	46.37	34	31	26	22	15.42%	2.00	607
L'occitane	7589.42	255.19	285.33	318.02	345.37	30	27	24	22	10.61%	2.51	1185

资料来源：Wind、Bloomberg、光大证券研究所；

注：1) 股价更新至 2018 年 6 月 3 日，股价及 EPS 均按最新汇率 (6 月 3 日 美元:人民币=6.8896) 换算为人民币；海外上市公司盈利预测为 Bloomberg 一致预期。

## 4.2、投资建议

综上，4月终端零售疲软，化妆品零售亦受影响，但总体景气度仍高于其他消费品类；5月阿里全网美妆零售额增速环比放缓，一方面为受终端零售疲软影响，另一方面为618大促临近推迟消费。阿里全网化妆品品牌销售额前十榜单来看，护肤品领域本土新锐品牌持续涌现、强势占领前五，但产品力较弱、其可持续性发展仍有待观察，传统本土品牌因迎合行业新趋势调整节奏不一出现分化，国际高端大牌表现靓丽、持续高速增长，彩妆领域部分本土新锐品牌表现出众、持续占领前十榜单；4月美妆进口品继续快速增长，电商及CS渠道纷纷引入进口品、进口品需求持续强劲。

重点品牌天猫旗舰店销售数据来看，珀莱雅5月主品牌天猫旗舰店销售额增速继续放缓，高基数影响预计继续存在，小品牌继续快速增长，但增速环比4月有一定放缓，主要为线上总体增速下降，珀莱雅线上运营能力出色，内容营销转型较同业更为迅速，电商收入增长动力由主品牌切换至多品牌、多平台等，全年线上目标增速50%维持不变；上海家化旗下的佰草集5月天猫旗舰店销售额表现超预期，主要为公司加大内容营销投放力度、主推冻干面膜等明星产品，19年为佰草集元年，公司在18年初重新梳理品牌定位、19年初更换天猫代运营商、19Q1集中清理渠道库存，5月开始加大内容营销投放力度、迎合新型营销方式，效果初步显现，建议持续关注。

**展望6月**，终端零售预计继续疲软，化妆品处成长期、景气度相对较高，继续推荐关注；行业景气吸引国内外进入者持续增多，品牌间竞争、营销资源争夺等逐趋激烈、短期渠道扩张及内容营销投入能快速带来业绩增长，但长期消费者将回归理性、产品力强者有望胜出。推荐关注短期渠道扩张\调整优化、布局内容营销、成长性良好，长期产品力强望成长为长青品牌的优质标的，如珀莱雅、上海家化等。

1) **珀莱雅**：公司反应迅速、能快速把握行业机遇与趋势（渠道、营销、爆款产品等），分享行业成长红利；电商运营能力强，多品牌、多平台发展动力足，线下单品牌店模式理顺、加速扩张贡献增量，快速切入内容营销等新兴营销方式、效率提升。此外，公司还合作业内优秀合伙人布局进口品、彩妆等新风口，前景可期。维持19~21年EPS预测为1.89/2.57/3.33元，对应19年PE为32倍。

2) **上海家化**：多品牌质地优秀，覆盖美妆、个护及家居清洁等领域；16年底新董事长上任后，多品牌总体发展良好，而佰草集业绩出现反复，19年公司重点发力佰草集，继18年底进行品牌梳理、渠道优化后，19Q1再清理渠道库存，5月开始加大内容营销投放、打造明星产品等，目前已在天猫旗舰店显效，建议持续关注。维持19~21年EPS预测为0.92/1.07/1.26元，对应19年PE为31倍。

## 5、风险分析

终端消费疲软、影响化妆品公司业绩；进口关税大幅下调或国际品牌降价等加剧本土品牌面临的竞争。

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
	增持	未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
	中性	未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
	减持	未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；
	卖出	未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
<b>基准指数说明：</b> A股主板基准为沪深300指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。		

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见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。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。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

## 联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路1266号恒隆广场1号写字楼48层	西城区月坛北街2号月坛大厦东配楼2层 复兴门外大街6号光大大厦17层	福田区深南大道6011号NEO绿景纪元大厦A座17楼