

# 618 电商大促提振线上零售，6 月起对美国化妆品进口加征关税

## ——化妆品行业月报（20190704）

行业月报

### ◆行情回顾

上月（2019.06.1~6.30）上证综指、深证成指、沪深 300 分别涨 2.77%、涨 2.86%、涨 5.39%，化妆品板块跌 0.42%，跑输沪深 300 5.81PCT，板块表现弱于大盘。板块对比来看，化妆品板块表现排名靠后。个股方面，上海家化、珀莱雅、拉芳家化等涨幅居前。

### ◆重点数据跟踪及点评

**总体：5 月化妆品终端零售环比改善：5 月限额以上企业化妆品零售额同比增 17%、增速环比 4 月提升 10PCT，50 家重点企业化妆品零售额同比增长 15%、增速同比提升 11PCT，或为五一假期移动（18 年假期三天中有两天在 4 月份）且天数增加带动零售大环境改善所致，建议关注零售好转未来持续性。**

**线上：618 电商大促带动 6 月阿里全网美妆销售额增速环比提升，传统本土品牌及国际品牌表现亮眼：19 年 6 月阿里全网化妆品零售额同增 34%、环比 5 月提升 11PCT，主要为零售疲软下、618 电商大促对零售提振效果更为显著。受电商平台战略导向影响（618 电商大促流量向资金实力较强的本土传统品牌及国际品牌倾斜），本土传统品牌及国际品牌 6 月数据总体环比改善、优于本土新锐品牌。珀莱雅 6 月主品牌销售额同增 6.64%、增速环比提升，主要为把握 618 电商大促机遇；佰草集销售额同增 12.52%，环比 5 月有所放缓、主要为 5 月推出病毒视频、短期营销增加，总体仍维持良好的正向增长。**

**进口：5 月我国美妆进口受高基数影响增速同比大幅下降、现波动，6 月起对美国化妆品进口加征关税：19 年 5 月我国美妆进口额同增 15%、同比放缓 123PCT。受中美贸易摩擦影响，自 19 年 6 月 1 日起我国对美国化妆品进口加征 20%/25% 的关税（此前关税水平在 3~6%），影响美妆进口、一定程度上缓解国内化妆品高端化趋势、利好本土品牌；同时美国化妆品巨头或加速在中国扩建产能或增加在华外包生产比例、利好中国本土优质化妆品代工龙头。建议关注中美贸易谈判进展。**

### ◆行业公司动态

**行业新闻：**欧莱雅集团将收购娇韵诗集团旗下香水品牌；欧舒丹 2018 财年销售同比增长 8.7%，中国销售额增幅为 12%；Coty 公布四年重组计划；亚马逊专业美妆自营店上线；联合利华或 5 亿美元收购天然护肤品牌 Tatcha。

**重点公告：**珀莱雅拟 1.35 亿元参与设立投资基金，占比 45%；青松股份二股东柯维龙及其一致行动人柯维新拟减持 3099 万股股份、占比 6%；御家汇累计回购 452 万股股份、占比 1.11%，股东御投投资拟减持不超过 900 万股股份、占比 2.25%；拉芳家化确定回购股份全部用于股权激励计划。

### ◆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 37 倍、47 倍、44 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。

上月化妆品 19 年下半年策略报告发布，主要观点及投资建议：我国化妆品行业处成长期，本土品牌商及生产商迎发展机遇。1) 行业快速变化属性致品牌商需持续迎合行业变迁趋势、同时夯实产品力增强长期竞争力，另外多品牌是做大必经途径。推荐行业趋势把握力强的**珀莱雅**及研发优势领先的多品牌龙头**上海家化**。2) 下游需求持续释放、小品牌兴起为上游生产环节提供机遇，随着优质公司研发实力增强、客户范围扩大、规模效应加强，行业有望向寡头集中。推荐本土化妆品生产龙头**诺斯贝尔（青松股份）**。

**◆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

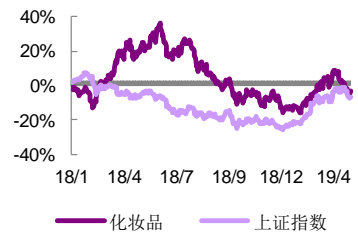
[lijie\\_yjs@ebscn.com](mailto:lijie_yjs@ebscn.com)

罗晓婷 (执业证书编号：S0930519010001)

021-52523673

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

行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

### 相关研报

把握行业趋势与机遇，关注长短期竞争要素——化妆品 2019 年下半年投资策略

- .....2019-06-15  
行业月报：线上线下零售环比改善，传统本土品牌调整节奏不一、出现分化
- .....2019-06-04  
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 年一季报点评
- .....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 年一季报点评
- .....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

## 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：5月化妆品零售环比改善，景气度仍较高 .....	4
2.2、 线上数据：618大促拉升6月阿里全网美妆销售额增速，传统本土品牌及国际品牌表现靓丽 .....	5
2.3、 进口数据：高基数致5月我国美妆进口增速同比大幅放缓，关注6月对美化妆品进口加征关税影响 .....	9
3、 行业公司动态 .....	12
3.1、 行业新闻 .....	12
3.2、 公司动态 .....	16
4、 行业估值与投资建议 .....	16
4.1、 行业估值 .....	16
4.2、 投资建议 .....	18
5、 风险分析 .....	20

## 1、行情回顾

上月（2019.06.1~6.30）上证综指、深证成指、沪深 300 分别涨 2.77%、涨 2.86%、涨 5.39%，化妆品板块<sup>①</sup>跌 0.42%，跑输沪深 300 5.81PCT，板块表现弱于大盘。

板块对比来看，化妆品板块表现排名靠后。

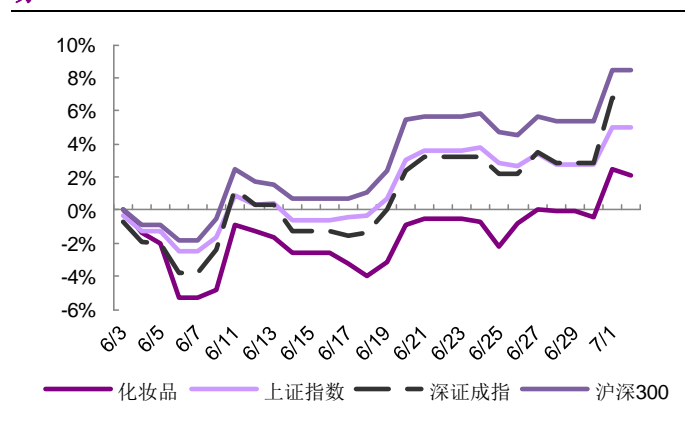
个股方面，上海家化、珀莱雅、拉芳家化等涨幅居前。

图 1：上月（2019.06.01~06.30）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	2.77
深证成份指数成份	2.86
沪深300	5.39
化妆品指数	(0.42)

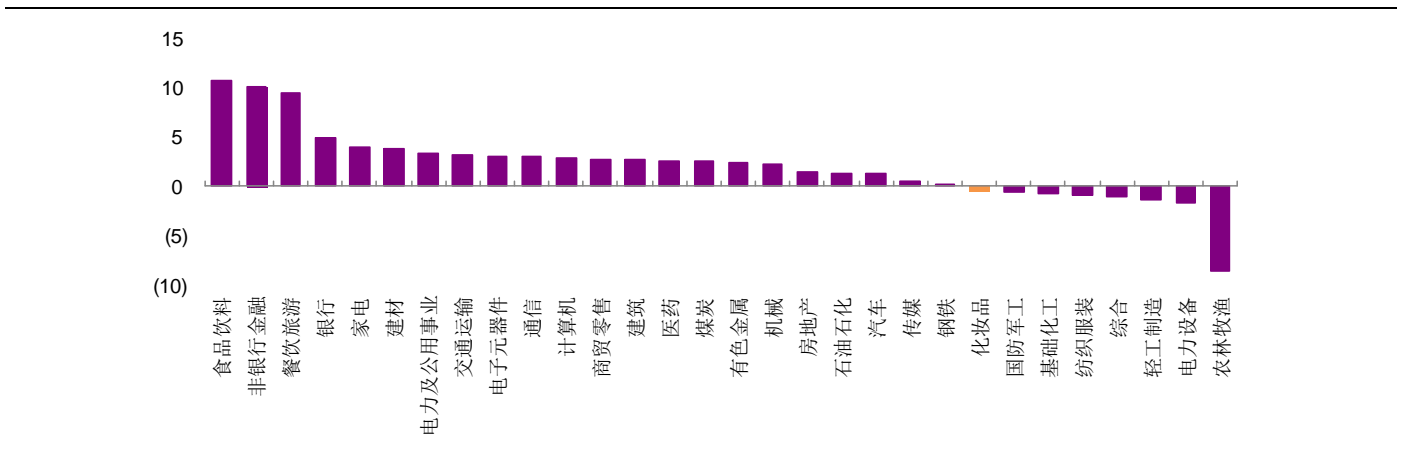
资料来源：Wind、光大证券研究所

图 2：上月（2019.06.01~06.30）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（2019.06.01~06.30）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（2019.06.01~06.30）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)
600315.SH	上海家化	31.15	10.38	5674	209
603605.SH	珀莱雅	66.18	5.69	2544	133
603630.SH	拉芳家化	14.17	0.29	2792	32
002094.SZ	青岛金王	5.20	-5.80	27401	36
002919.SZ	名臣健康	15.78	-9.89	10513	19
300740.SZ	御家汇	8.11	-14.09	11043	33
002503.SZ	广州浪奇	2.75	-18.64	224730	85

资料来源：Wind

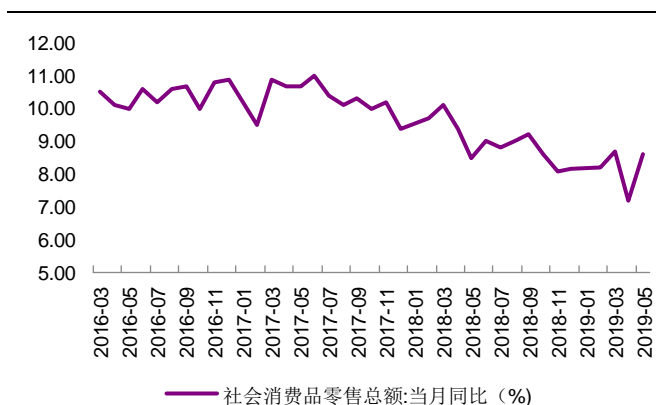
## 2、重点数据跟踪及点评

### 2.1、零售数据：5月化妆品零售环比改善，景气度仍较高

据国家统计局，2019年5月我国社会消费品零售额同增8.60%、增速较去年同期提升0.10PCT，环比4月提升1.40PCT，其中限额以上零售企业化妆品零售额同比增16.70%，增速环比4月提升10.00PCT，同比上一年同期提升6.40PCT。

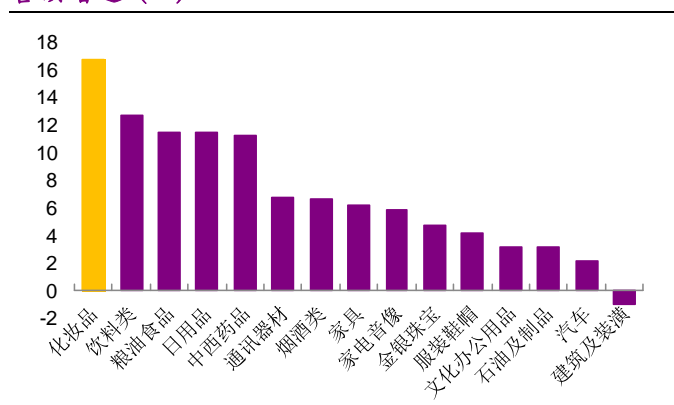
5月化妆品零售随总体零售环境改善而环比改善。5月终端零售环比4月改善或为五一假期移动（18年假期三天中有两天在4月份）且今年五一假期天数增加所致，未来终端零售好转趋势是否延续建议持续观察。此外，总体来看化妆品景气度较其他品类更高。

图 4：我国社会消费零售额当月增速 (%)



资料来源：国家统计局、光大证券研究所

图 5：19年5月限额以上零售企业主要消费品类当月零售额增速 (%)

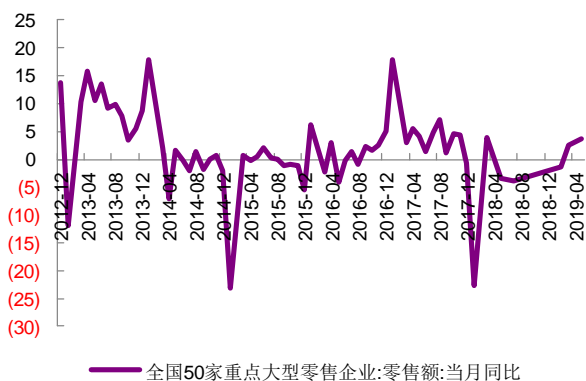


资料来源：国家统计局、光大证券研究所

根据中华全国商业信息中心的监测数据，2019年5月份全国50家重点大型零售企业零售额同比增长3.6%，增速相比去年同期提高了7PCT。其中，5月份零售额实现同比正增长的企业有27家。

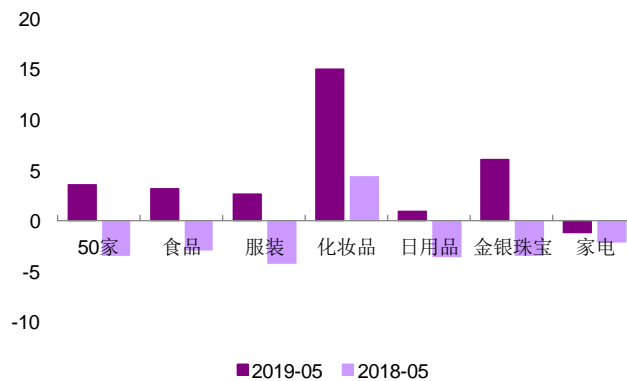
分品类来看，各品类零售额增速较上年同期均有明显改善。其中，化妆品零售额同比增长 15%，增速较上年同期增长 10.6PCT。其他品类中服装、粮油食品类、日用品类和金银珠宝类零售额增速均由负转正，零售额同比增速分别为 2.7%、3.2%、0.9%、6.1%，增速相比去年同期分别提高了 6.9 PCT、6.1 PCT、4.4 PCT 和 9.5 PCT；家用电器类零售额同比降低 1.2%，降幅较去年同期收窄 0.9 PCT。

图 6：全国 50 家重点零售企业零售额增速 (%)



资料来源：中华全国商业信息中心、光大证券研究所

图 7：2018 年 5 月、2019 年 5 月限额以上零售企业主要消费品当月零售额增速 (%)



资料来源：中华全国商业信息中心、光大证券研究所

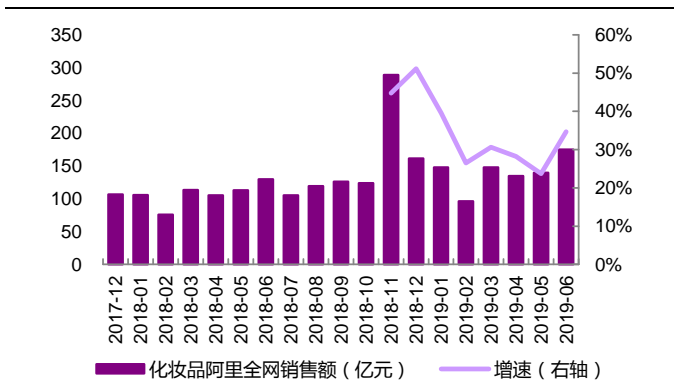
## 2.2、线上数据：618 大促拉升 6 月阿里全网美妆销售额增速，传统本土品牌及国际品牌表现靓丽

据淘数据，2019 年 6 月阿里全网化妆品零售额同比增 34.17%、环比 5 月提升 10.99PCT，主要为终端零售持续疲软背景下，618 电商大促对消费提振更为显著。

细分品类看，2019 年 6 月护肤、彩妆、美发护发等销售额分别同比增 40.83%、19.63%、33.59%，分别环比 5 月提升 10.01PCT、9.03PCT、25.32PCT。

分量价看，6 月阿里全网化妆品增速提升主要获益价格快速提升、主要为电商大促期间、消费者倾向购买优质、价格更高的国际品牌及传统本土品牌，而非定位较为低端的本土新锐品牌。具体来看，6 月护肤销量、均价分别同比增 1.44%、38.83%，彩妆销量、均价分别同比降 22.96%、增 55.28%，美发护发销量、均价分别同比增 3.20%、29.44%。

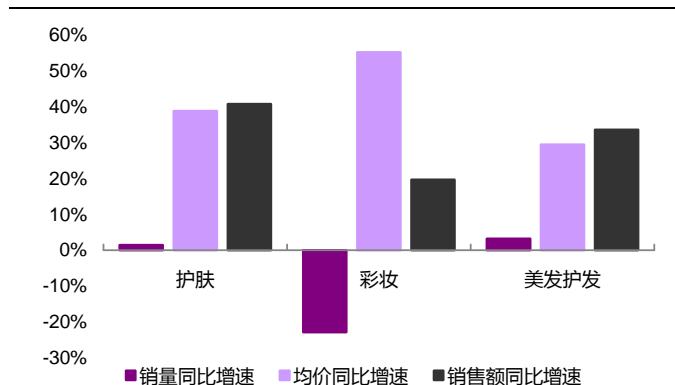
图 8：阿里全网化妆品当月销售额及同比增速



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 6 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：国产品牌表现良好，传统品牌复苏

2019 年 6 月护肤品前十大品牌榜单中，国内品牌占据六席，其中百雀羚、自然堂等优质本土品牌重回前十榜单。

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 (2019.04)	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	品牌 (2019.06)	销售额 (百万元)	阿里全网市占率
1	欧丽源	440.70	5.01%	莱贝	702.21	7.26%	莱贝	902.38	7.33%
2	莱贝	191.00	2.17%	一枝春	219.15	2.26%	欧莱雅	393.83	3.20%
3	一枝春	140.95	1.60%	欧丽源	212.47	2.20%	olay	226.25	1.84%
4	l'oreal	134.31	1.53%	bauo	200.57	2.07%	lancome	217.72	1.77%
5	olay	112.12	1.27%	梵贞	191.03	1.97%	一枝春	206.04	1.67%
6	wis	97.82	1.11%	l'oreal	181.75	1.88%	sk-ii	165.96	1.35%
7	estee lauder	97.82	1.11%	lancome	151.56	1.57%	wis	164.82	1.34%
8	audala	95.26	1.08%	36°37	116.45	1.20%	百雀羚	143.45	1.16%
9	sk-ii	93.61	1.06%	olay	115.50	1.19%	薇诺娜	141.86	1.15%
10	lancome	88.54	1.01%	wis	112.13	1.16%	自然堂	130.14	1.06%

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) 受电商平台战略导向影响（618 电商大促流量向资金实力较强的国际品牌及本土传统品牌倾斜），本土传统品牌 6 月数据环比提升、优于本土新锐品牌：

**珀莱雅**：主品牌销售额同比增 6.64%、增速环比提升，主要为公司把握 618 电商大促节点、拉升当月销售。

**上海家化**：佰草集销售额同增 12.52%，环比 5 月有所放缓、主要为 5 月推出病毒视频、加大内容营销投放力度带来短期业绩改善，总体仍维持良好的正向增长，显示佰草集在新电商代运营商运营下，综合爆款打造、加大

内容营销投放力度等多项举措，销售表现呈现向好趋势，建议持续关注；六神、美加净、高夫、玉泽等均环比提速，家安6月销售额同比下滑。

**丸美（拟发行）**：主品牌天猫旗舰店销售额同比增35.28%、环比5月略有下降。

**御家汇**：旗下品牌天猫旗舰店销售额增速仍承压，主要为面膜行业门槛低、国内外品牌竞争激烈所致，但环比亦有改善、降幅收窄。

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、相宜本草、韩后等增长靓丽、表现高于行业平均水平。

**b) 新锐品牌 HFP 6月天猫旗舰店销售额同比增13.84%，环比放缓。**

**c) 国际中档及高档品牌总体表现均突出**：纵向看，呈现环比改善态势，横向看，增速高于国产品牌，显示出国际品牌较强资金实力及品牌竞争力。

**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	2019-02 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	2019-06 销售额 同比增速
阿里全网护肤行业			<b>53.00%</b>	<b>45.98%</b>	<b>45.98%</b>	<b>45.98%</b>	<b>40.83%</b>
本土传统品牌	珀莱雅	珀莱雅	98.10%	22.09%	9.20%	0.30%	6.64%
		韩雅	-	299.16%	606.53%	297.20%	216.61%
		猫语玫瑰	-	4315.27%	731.73%	41.74%	240.19%
		悦芙媞	-	-79.04%	-86.63%	-65.42%	-41.42%
		悠雅	-	129.62%	309.74%	92.36%	23.30%
	上海家化	佰草集	109.14%	22.71%	-46.46%	48.13%	12.52%
		六神	377.29%	69.04%	51.90%	17.08%	21.79%
		美加净	0.65%	65.47%	11.42%	-34.98%	8.43%
		高夫	74.78%	12.95%	-16.96%	19.22%	28.15%
		玉泽	-	-	42.64%	26.78%	78.40%
		家安	-	13.77%	26.16%	-66.28%	-61.97%
	御家汇	御泥坊	-18.21%	-60.13%	-51.47%	-48.67%	-18.33%
		小迷糊	-85.43%	-43.78%	-24.20%	-50.43%	-48.49%
	丸美股份	丸美	-	-	-	50.90%	35.28%
	百雀羚	百雀羚	57.16%	-9.18%	4.52%	5.99%	179.81%
	上海上美	韩束	92.84%	-24.04%	-4.62%	-5.64%	52.78%
		一叶子	42.33%	-33.46%	-37.32%	-57.84%	-12.40%
	伽蓝集团	自然堂	54.60%	6.69%	13.10%	18.08%	32.41%
	相宜本草	相宜本草	31.79%	52.62%	104.77%	116.81%	77.81%
韩后	韩后	-4.71%	52.84%	15.68%	21.24%	57.18%	
本土新锐品牌	蛋壳网络科技	HFP	266.61%	74.43%	78.71%	6.94%	13.84%
国际-大众品牌	欧莱雅（法国）	巴黎欧莱雅	206.47%	191.53%	332.28%	188.45%	339.99%
		Olay	84.66%	62.02%	65.30%	73.10%	43.89%
	拜尔斯道夫（德）	妮维雅	75.48%	34.76%	-89.70%	-87.83%	31.55%
	资生堂（日）	欧珀莱	11.63%	-1.19%	21.40%	13.31%	197.29%
	爱茉莉太平洋（韩）	悦诗风吟	14.52%	20.00%	32.16%	30.16%	54.73%
国际-高端品牌	欧莱雅（法国）	兰蔻	102.45%	99.76%	43.23%	242.55%	434.78%
	雅诗兰黛（美）	雅诗兰黛	79.14%	38.57%	59.29%	54.46%	238.97%
	资生堂（日）	SKII	101.27%	67.67%	57.42%	98.88%	358.89%

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：本土大众品牌表现亮眼

完美日记表现继续强势，居前十榜单之首，欧丽源、卡姿兰、稚优泉、花西子等国产彩妆品牌在线上表现靓丽，打破国际品牌占主导的彩妆总体行业格局。欧莱雅集团旗下多品牌进入前十榜单，如 Maybelline、YSL、3CE 及 Lancome 等，其中 3CE 为欧莱雅 2018 年收购的韩国彩妆品牌，19 年 6 月首次进入阿里全网彩妆前十榜单，显示国际化妆品巨头较强运营能力。

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占率

排名	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	品牌 (2019.06)	销售额	阿里全网市占率
1	欧丽源	162.95	4.19%	完美日记	164.89	4.59%	完美日记	221.09	5.29%
2	完美日记	162.48	4.18%	ysl	103.84	2.89%	maybelline	105.02	2.51%
3	花西子	157.23	4.04%	mac	95.62	2.66%	ysl	74.66	1.79%
4	mac	83.94	2.16%	花西子	94.82	2.64%	欧丽源	73.48	1.76%
5	ysl	65.12	1.67%	dior	77.13	2.15%	卡姿兰	72.85	1.74%
6	giorgio armani	65.08	1.67%	givenchy	73.26	2.04%	mac	71.06	1.70%
7	淮树	63.51	1.63%	giorgio armani	69.00	1.92%	稚优泉	66.05	1.58%
8	maybelline	60.62	1.56%	曼诗丽	59.74	1.66%	花西子	63.75	1.52%
9	稚优泉	57.63	1.48%	estee lauder	58.79	1.64%	3CE	61.58	1.47%
10	卡姿兰	54.21	1.39%	maybelline	57.46	1.60%	lancome	61.47	1.47%

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	2019-02 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	2019-06 销售额同比增速
阿里全网彩妆行业		45.92%	30.38%	14.96%	16.56%	19.63%
本土传统品牌	卡姿兰	-0.70%	64.11%	41.83%	68.01%	117.36%
	玛丽黛佳	-46.69%	-20.08%	-2.18%	2.03%	-54.41%
本土新锐品牌	完美日记	1755.53%	1698.89%	808.95%	884.14%	444.63%
	稚优泉	304.93%	87.48%	52.15%	27.11%	14.68%
国际品牌-大众定位	美宝莲	135.72%	69.16%	79.96%	95.35%	-
国际品牌-中高/高端定位	Mac	48.05%	44.73%	-86.37%	157.51%	352.79%
	纪梵希	200.04%	1.87%	30.35%	112.23%	419.02%

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：行业格局总体稳定，国际高端品牌增长持续靓丽

6 月阿里全网美发护发前十品牌格局总体稳定。国内外品牌官方旗舰店销售额增速总体环比放缓，呈现出美发护发领域消费者需求的多元化；横向对比，国际高端品牌 RYO 与 Kerastase 增速继续高于同业、表现靓丽，显示国内在美发护发领域的高端化消费趋势。



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 (2019.04)	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	品牌 (2019.06)	销售额 (百万元)	阿里全网市 占率
1	schwarzkopf	42.19	5.28%	schwarzkopf	41.78	6.00%	schwarzkopf	81.36	8.18%
2	l'oreal	32.41	4.06%	l'oreal	34.94	5.01%	l'oreal	54.21	5.45%
3	魔香	26.28	3.29%	阿道夫	20.99	3.01%	kerastase	46.16	4.64%
4	阿道夫	23.97	3.00%	kerastase	17.82	2.56%	阿道夫	39.60	3.98%
5	三个魔发匠	22.11	2.77%	Ryo	15.28	2.19%	Ryo	34.58	3.48%
6	kerastase	14.07	1.76%	润丝丹	13.57	1.95%	Clear	17.26	1.74%
7	Ryo	12.57	1.57%	魔香	11.87	1.70%	润丝丹	15.46	1.55%
8	kao	12.13	1.52%	kao	11.10	1.59%	魔香	14.63	1.47%
9	润丝丹	11.90	1.49%	辛有志	9.57	1.37%	kao	14.13	1.42%
10	致奇	9.58	1.20%	shiseido	8.56	1.23%	shiseido	12.98	1.30%

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	2019-02 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	2019-06 销售额同比增速
阿里全网美发护发行业		29.78%	26.94%	22.57%	29.12%	33.59%
本土传统品牌	拉芳	24.65%	33.86%	4.22%	78.67%	25.66%
	美多丝	-19.18%	-13.68%	52.08%	-62.54%	-49.96%
	蒂花之秀	-31.81%	68.46%	-131.48%	-14.83%	-9.68%
	滋源	50.52%	26.29%	12.25%	-17.27%	-29.70%
本土新锐品牌	阿道夫	251.97%	45.57%	69.31%	88.10%	32.35%
国际品牌	施华蔻	61.77%	13.25%	37.35%	49.30%	30.37%
	RYO	251.97%	45.57%	64.68%	129.26%	116.22%
	卡诗	74.12%	59.46%	49.72%	148.02%	160.53%

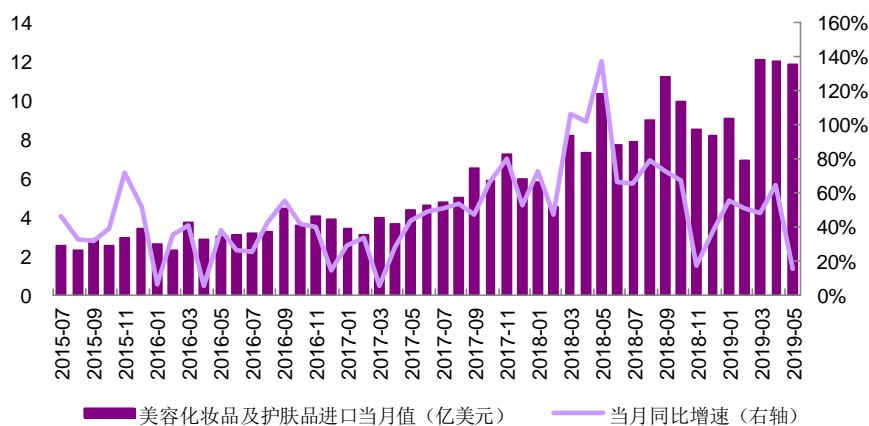
资料来源：淘数据、光大证券研究所

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：高基数致 5 月我国美妆进口增速同比大幅放缓，关注 6 月对美化妆品进口加征关税影响

2019 年 5 月我国美妆进口 11.85 亿美元、同比增 14.89%、同比放缓 122.75PCT，主要为去年同期高基数影响所致；1~5 月累计同比增 42.60%，较去年同期放缓 52.90PCT。

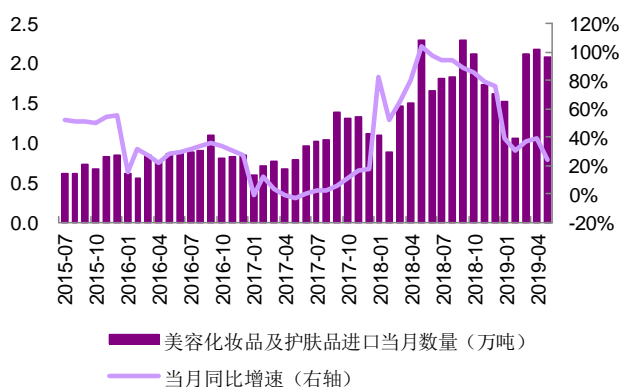
图 10: 我国美容化妆品及护肤品当月进口金额及同比增速



资料来源：海关总署、光大证券研究所

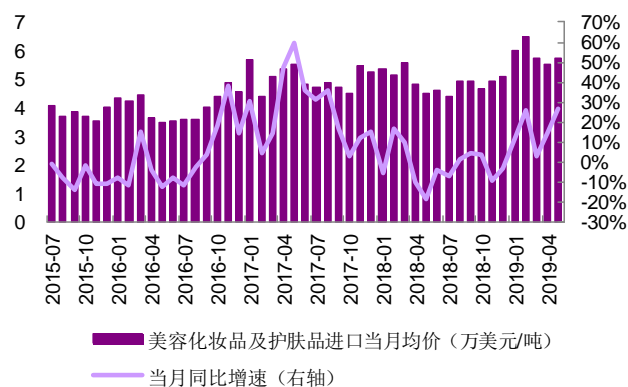
分量价来看,5月美妆进口额增速大幅放缓主要为进口量增速放缓所致。2019年5月进口量2.07万吨、同比增23.65%、同比去年同期放缓80.86PCT,进口均价5.72万美元/吨,同比增26.59%、同比去年同期提升44.88PCT。

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

实际上,受新电商法影响,自18年11月以来我国化妆品进口增速出现同比放缓,进入19年1、2月有所缓和,至4月总体增速在50%以上、保持快速增长。5月受去年高基数影响,增速大幅放缓、现波动。

此外,受中美贸易摩擦影响,自2019年6月1日起我国对美国化妆品进口加征20%/25%的关税。而自15年以来为促进国内消费,我国多次下调化妆品进口关税,多数化妆品暂定进口关税为3~6%。对美进口化妆品大幅加征关税,将降低美国进口化妆品在中国的价格竞争优势。

表 8：我国化妆品进口关税（适用于一般贸易进口、不适用于个人自用进口）税率（%）

税则号列	商品名称	最惠国税率	15年6月1日起暂定税率	16年1月1日起暂定税率	17年1月1日起暂定税率	17年12月1日起暂定税率	18年1月1日起暂定税率	18年7月1日起暂定税率	19年6月起对美国加征税率
33030000	香水及花露水	10	-	-	-	5	5	3	+25
33041000	唇用化妆品	10	-	-	-	5	5	5	+25
33042000	眼用化妆品	10	-	-	-	5	5	5	+25
33043000	指(趾)甲化妆品	15	-	10	10	5	5	5	+25
33049100	香粉,不论是否压紧	10	-	-	-	5	5	5	+25
33049900	护肤品和其他美容品	6.5	-	-	-	-	2	1	+25
33051000	洗发剂(香波)	6.5	-	-	-	2	2	3	+25
33052000	烫发剂	15	-	10	10	5	5	3	+25
33053000	定型剂	15	-	10	10	5	5	3	+25
33059000	其他护发品	10	-	-	-	5	5	3	+25
34011100	盥洗用肥皂	-	-	-	-	-	-	-	+25
33061010	牙膏	10	-	-	-	5	5	3	+20
33061090	其他洁齿品	10	-	-	-	5	5	3	+20
33062000	牙线	10	-	-	-	5	5	3	+20
33069010	漱剂	10	-	-	-	-	-	3	+20
33069090	其他口腔清洁剂	10	-	-	-	-	-	3	+20
33071000	剃须用制剂	10	-	-	-	5	5	3	+20
33072000	人体除臭剂及止汗剂	10	-	-	-	5	5	3	+20
33073000	香浴盐及其他沐浴用制剂	10	-	-	-	5	5	3	+20
33074100	神香及其他室内通过燃烧散发香气的制品	10	-	-	-	-	-	3	+20
33074900	室内除臭制品	10	-	-	-	-	-	3	+20
33079000	脱毛剂、其他编号未列名的芳香料制品及化妆盥洗品	10	-	-	-	5	5	3	+20
34011990	其他用肥皂	-	-	-	-	-	-	-	+20
34022010	合成洗涤剂	-	-	-	-	-	-	-	+20
96033090	化妆用的类似笔	25	-	-	-	-	-	6	-

资料来源：关税税则委员会、光大证券研究所

此外，2018年11月1日起我国高档、中档化妆品行邮税<sup>②</sup>（适用于个人的进口税、区别于一般贸易）税率分别由60%下调至50%、由30%下调至25%，2019年4月9日起我国中档化妆品进口行邮税税率由25%再次下调至20%。当前若通过个人自用进入我国的美国高档、中档化妆品加征关税后，适用税率亦大幅提升。

<sup>②</sup>行邮税是对个人携带、邮递进境的物品关税、进口环节增值税和消费税合并征收的进口税。

中美贸易摩擦升级，对美国化妆品加征关税或影响美国化妆品进口、进而影响我国化妆品总体进口（据 Euromonitor，2018 年我国化妆品市场中美国品牌合计市占率为 20.1%，其中部分通过进口进入中国市场），一定程度上缓解国内化妆品高端化趋势，利好本土品牌；同时，美国化妆品巨头或加速在中国扩建产能或增加在华外包生产比例、利好中国本土优质化妆品代工龙头。建议关注中美贸易谈判进展。

### 3、行业公司动态

#### 3.1、行业新闻

##### 3.1.1、欧莱雅集团将收购娇韵诗集团旗下香水品牌 Mugler 和 Azzaro，双方已进入独家谈判阶段

据华丽志 2019 年 7 月 3 日报道：7 月 2 日，法国美妆巨头欧莱雅（L'Oréal Group）宣布，将收购法国美妆集团娇韵诗（Clarins Group）香水部门旗下品牌 Mugler 和 Azzaro，目前交易已进入独家谈判阶段。预计在获得员工代表同意和监管机构批准后，交易将于 2019 年内完成，具体财务细节尚未披露。

Mugler 创立于 1974 年，旗下业务主要包括高级时装和香水。1992 年，Mugler 推出了该品牌的第一款女用香水——“天使”（Angel），获得了众多女性用户的青睐。

Azzaro 创立于 1967 年，旗下业务主要包括高级成衣时装和香水，在全球 150 个国家里设有两万多个销售点，自 1978 年推出其第一瓶香氛后，其香水业务一直居于法国香水榜前列。

欧莱雅奢华产品部门总裁 Cyril Chapuy 表示：“Mugler 和 Azzaro 将进一步丰富欧莱雅的品牌组合。香水业务一直是欧莱雅奢华产品部门增长的关键，因此我们十分高兴娇韵诗旗下的香水和时尚品牌 Mugler 和 Azzaro 能够加入欧莱雅。”

据欧莱雅公布的 2019 财年第一季度财报显示，随着消费者对抗衰老的需求不断增长，欧莱雅奢侈品部门表现“相当好”，销售额同比增长 19% 至 26.8 亿欧元，旗下奢侈品护肤品牌 Lancôme（兰蔻）、YSL（圣罗兰）、Giorgio Armani（乔治·阿玛尼）和 Kiehl's（科颜氏）推动该部门保持两位数增长。

娇韵诗集团一位高层表示，Mugler 和 Azzaro 两个品牌销售总额为 4.16 亿欧元，占集团总销售（16 亿欧元）26%。

##### 3.1.2、欧舒丹 2018 财年销售同比增长 8.7%，中国销售额增幅为 12%

据华丽志 2019 年 6 月 18 日报道：6 月 18 日，法国护肤品集团 L'Occitane International（欧舒丹）日前公布了公布 2018/19 财年财务数据。销售收入按不变汇率计同比增长 8.7% 至 14.26 亿欧元。

在截止 2019 年 3 月 31 日的 2018/19 财年，欧舒丹集团核心财务数据如下：1) 销售收入 14.26 亿欧元，同比增长 8.1%，按不变汇率计同比增长 8.7%；2) 净利润 1.18 亿欧元，同比增长 21.8%，净利润率 8.2%；3) 营业利润为 1.51 亿欧元，同比增长 6.9%，营业利润率 10.6%，去年同期为 10.7%；4) 每股盈利为 0.08 欧元，同比增长 22.7%，董事会建议派发末期股息每股 0.0297 欧元。

欧舒丹在 2018 年 1 月增持了美国彩妆集团 Limelife 的股权至 60.48%。在过去的一年里，他们对 Limelife 进行了大规模的投资，对集团的盈利造成了一定的影响，是营业利润率下滑的主要因素。

以不变汇率计算，本财年美国市场销售同比增长 31.8%，增速为所有市场最高。俄罗斯、中国和巴西三个市场表现出色，以不变汇率计算，分别录得 12.2%、12.1%和 11.1%的双位数增长。

欧舒丹的董事长兼 CEO Reinold Geiger 表示：“我们的新战略 Pulse 已经初步收到了成效。同名品牌欧舒丹的销售增长开始加速。在不稳定的经济大环境，以及对 Limelife 进行大规模投资的影响之下，我们依然保持了盈利。”

Reinold Geiger 还透露，目前集团没有进一步收购其他品牌的计划。“Pulse”战略通过打造更高效的分销模式，减少成本，以实现可持续增长，强化盈利能力，并加强消费者对品牌的信任。

今年 1 月，欧舒丹以 9 亿美元的价格收购了英国护肤品牌 Elemis，这也是集团自从 2010 年上市以来进行的规模最大的收购。

据欧舒丹集团的副董事长 Andre Hoffmann 表示，这是一笔双赢的交易，双方在全球网络以及研发方面拥有出色的协同效应。他表示：“Elemis 是一家非常数字化的公司，他们的销售中有 30%都来自线上渠道，欧舒丹的比例约为 15%。因此他们有很多值得（欧舒丹）学习的地方。”

本财年中，集团的可比门店销售同比增长 1.8%。其中法国的可比门店销售下滑 2.1%。Hoffmann 表示：“我们的表现受到了法国黄背心抗议活动等外部因素的影响。”

中国大陆的可比门店销售增幅为 6.9%，好于其他市场，但是相比去年同期的 15.1%有所下滑。中国台湾、中国香港和日本的可比门店销售均出现了下滑，跌幅分别为 2.7%、2.6%和 0.3%。

虽然亚洲和地区整体销售增速相比去年同期有所下滑，且中美贸易战让很多人感到十分担心，但是欧舒丹对未来依然持乐观的态度。Hoffman 表示：“（中美贸易战）的直接影响很难量化。如果消费者和市场感到信心不足，必然会对销售造成影响。但是我们依然感到乐观。” Reinold Geiger 也表示，预计 2020 年的盈利情况将会进一步提升。

截止到周二收盘为止，欧舒丹集团的股价为 15 港元每股，上涨 8.7%。

### 3.1.3、美国美妆巨头 Coty 公布四年重组计划，将减计 30 亿美元资产

据华丽志 2019 年 7 月 2 日报道：7 月 1 日，美国美妆巨头 Coty Inc (科蒂) 公布了战略转型计划。为了提高利润率、降低杠杆率、增强集团的竞争力，他们计划将集团资产减记 30 亿美元。未来四年，也会斥资 6 亿美元重组亏损业务。

Coty 表示，已经与债权人达成了协议，流动资金与信贷额度总和超过 20 亿美元，足以完成本次重组。

消息公布后，Coty 的股价一度暴跌 17%至 11.06 美元每股。此后股价略有回升，当日收于 11.59 美元每股，比前一交易日收盘价下跌 13.5%。

Coty 重组计划细节：1) 夯实业务基础：对重点业务加大投资力度；简化品牌架构，优化商品种类；优化供应链，提高利润率；建立创新渠道，支持品类扩张；2) 加强高层运营能力：简化决策步骤，提高决策反馈速度（让所有主要市场负责人都能够与执行委员会直接沟通）；明确商业部门与市场营销部门的职能，关注旗下品牌的市场运营能力；3) 增强企业粘性，减少成本：在阿姆斯特丹建立总部，集中管理集团事务。

Coty 计划将管理层从目前的层级结构按照负责区域调整为：欧洲、中东及非洲、美洲及亚太地区几大部门；并按照品牌定位不同分为：奢侈品部门、大众美妆部门与专业美妆部门。新的高层组织架构将于 2020 年 1 月 1 日起生效，阿姆斯特丹总部将于 2020 年 7 月 1 日起运营，但具体时间需要根据当地法规进行调整。

Coty 的首席执行官 Pierre Laubies 表示，他相信 Coty 能够成功完成重组。公司将会简化组织结构，加大对核心业务的投资，为未来的业务增长做好准备。去年 11 月，《华丽志》报道了他正式加入 Coty 担任首席执行官的消息。

Coty 近年来一直面临业绩不佳的压力，对从宝洁公司 (P&G) 收购的品牌后续整合的工作仍在进行中 (2015 年 Coty 以 125 亿美元收购宝洁公司香水、护发和化妆品三大部门，共计 41 个美妆品牌的消息)。

德国 Reimann 家族掌控的欧洲投资巨头 JAB Holding Co. (以下简称“JAB”) 从 1992 年开始便是 Coty 的忠实拥护者。为了与行业巨头欧莱雅和雅诗兰黛竞争，他们推动了 Coty 与宝洁的交易。虽然 Coty 的规模通过本次交易翻了一倍，但从那以后，Coty 的业务便一直停滞不前。截止至目前，当年收购的宝洁业务也已经减记了 9.65 亿美元。

### 3.1.4、亚马逊专业美妆自营店上线，实体专业美妆零售商股价应声大跌

据品观网 2019 年 6 月 25 日报道：6 月 24 日，美国电商巨头 Amazon (亚马逊) 宣布，亚马逊专业美妆自营店——Amazon Professional Beauty Store 已在官网上线。这意味着，专业造型设计师、美容师可以直接通过亚马逊采购沙龙或水疗中心所需的专业美妆产品。

亚马逊专业美妆自营店的上线对其他专业美妆类产品零售商造成了一定程度上的冲击。消息传出后，截止到6月24日收盘，专业美妆产品供应商 Sally Beauty 股价较前一交易日下跌 16.78% 至 12.30 美元每股，美国最大的连锁美妆零售商 Ulta Beauty 股价下跌 2.61% 至 346.54 美元每股。

和大众美妆产品部门不同，专业美妆产品主要的客户为美容美发沙龙和水疗中心。而经营这些店铺的专业美容美发师往往需要大量采购专业美妆产品。根据标普全球市场智库的数据显示，专业美妆产品销售额占 Sally Beauty 销售总额的 41%。

此次 Sally Beauty 等专业美妆零售商股价下跌，可以说是典型的“亚马逊效应”。也就是说，当亚马逊进军某一领域时，一些投资者就会意识到其带来的竞争压力，随即抛售这一领域其他公司的股票。

亚马逊在专业美妆领域具有强大的竞争优势。亚马逊专业美妆自营涵盖了多个专业美妆品牌，如 Wella Colour Charm、Rusk、OPI Professional 以及其他美容沙龙和水疗中心常见的专业品牌。专业客户需要的美妆产品几乎都可以通过亚马逊找到。

除了产品丰富之外，亚马逊专业美妆自营店的商品价格更低，配送货速度也更快。如果开通了亚马逊 Business Prime 会员账户，那么客户不仅可以获得免费配送服务，而且在一到两日内就能收到商品。

亚马逊用户体验总监 Steve Kann 表示：“造型设计师们将有更多的选择，他们可以用更低的价格购买需要的美妆产品，而且亚马逊的专业配送服务也能帮助他们节约时间，让他们把精力专注在客户身上。”

### 3.1.5、联合利华收购华裔女性创办的天然护肤品牌 Tatcha，价格或高达 5 亿美元

据华丽志 2019 年 6 月 11 日报道：国际消费品巨头 Unilever（联合利华）宣布，将收购新锐天然护肤品品牌 Tatcha。

Tatcha 是由现任首席执行官 Victoria Tsai 创立于 2009 年，主要销售护肤精华，润肤乳，喷雾，去角质产品及洁面乳等一系列产品。

Tatcha 的护肤品配方以名为 Hadasei-3™ 的原料组合为基础，这种组合包括了三种抗衰老的超级食材：绿茶，稻米和海藻。Tatcha 在生产过程中力求最小化人工介入带来的影响，以打造最天然，效果最好的护肤品。品牌的总部位于旧金山，另外在日本设有一处创新中心。

据投资公司 Bryan Garnier & Co 预测，Tatcha 2018 年的销售额约为 7000 万美元，2019 年销售有望突破 1 亿美元。虽然联合利华并未公布此次交易的具体财务细节，但是有媒体透露交易的金额约为 5 亿美元。如果该数字属实，这将是联合利华自从 2016 年以 10 亿美元收购 Dollar Shave Club 以来，在美容行业进行的规模最大的一笔收购。

联合利华旗下的高端护肤品牌 Unilever Prestige 的 CEO 兼执行副总裁 Vasiliki Petrou 表示：“我们很高兴 Tatcha 能加入我们的品牌组合，他们是北美表现最好的美容品牌之一，其独特的产品体验，天然的原料以及出色的功效让他们在消费者中大受好评。Victoria 的热情和卓越能力，以及 The

Water Cream 等标志性产品系列，帮助她们吸引了一批忠实的客户。我们很期待能够和这样优秀的团队合作，共同帮助他们实现全球性的增长。

Victoria Tsai 表示：“在创立 Tatcha 时，我们的梦想是打造一个百年品牌，与联合利华的合作能够帮助我们实现这一梦想。我们很高兴能够和他们合作。”交易预计将在今年第三季度完成。

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 Unilever Prestige。

### 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	6月11日 6月19日 6月28日	股份回购 设立投资基金 回购注销	股东方玉友质押 168 万股股份、占比 0.83%； 拟 1.35 亿元参与设立投资基金，占比 45%； 拟 17.65 元/股回购注销限制性股票激励计划已获授但尚未解锁的限制性股票 7.95 万股。
青松股份	6月6日 6月12日	股权激励 股份减持	股东杨建新质押 330 万股股份，占比 0.64%； 二股东柯维龙其一致行动人柯维新拟减持 3099 万股股份、占比 6%，其中 6 个月内集中竞价减持不超总股本 2%（连续 90 天内不超 1%），大宗交易减持不超 4%（连续 90 天内不超 2%）。
御家汇	6月5日 6月10日 6月11日 6月26日 6月28日	股份回购 股份减持 股份回购 股份减持 获得分红 股票激励计划	回购 100 万股股份，占比 0.25%； 减持时间过半，股东深创投减持 45 万股股份，占比 0.11%； 股东深红土减持 4 万股股份，占比 0.01%； 累计回购 452 万股股份、占比 1.11%； 股东御投投资拟减持不超过 900 万股股份、占比 2.25%； 收到全资子公司 2500 万元分红； 授予 608 名激励对象 461 万份股票期权、行权价 11.93 元/股，授予 601 名激励对象 442 万限制性股票、授予价 5.97 元/股。
拉芳家化	6月13日 6月25日	分红派息 股权激励计划	18日10派4.0元（含税）； 确定回购股份全部用于股权激励计划。

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
蜜思肤	股东大会召开	7月17日	时间 10:00, 地点: 吴江区

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 41 倍、渠道商历史均值 24 倍。



当前美妆、个护公司及渠道商平均估值水平（2019年7月4日的动态市盈率）分别为37倍、47倍、44倍，其中美妆公司高于历史平均水平、而个护及渠道估值均低于历史平均。

表 9：化妆品公司估值表

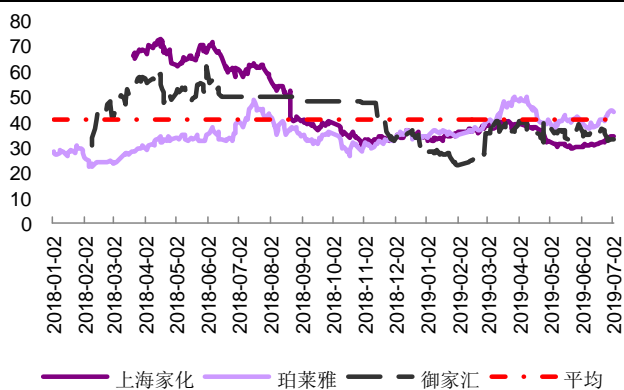
公司名称	收盘价	EPS (元)				PE				3年 CAGR	PEG	市值 (亿元 RMB)
	元/股	18A	19E	20E	21E	18A	19E	20E	21E		18年	
<b>美妆品牌商</b>												
上海家化	31.55	0.81	0.92	1.07	1.26	39	34	30	25	16.13%	2.43	212
珀莱雅	66.58	1.43	1.90	2.57	3.33	47	35	26	20	32.67%	1.43	134
御家汇	8.16	0.32	0.34	0.40	0.48	25	24	20	17	14.07%	1.81	33
平均	-	-	-	-	-	<b>37</b>	<b>31</b>	<b>25</b>	<b>21</b>	-	-	-
<b>个护品牌商</b>												
拉芳家化	14.50	0.82	0.97	1.10	0.00	18	15	13	-	-	-	33
名臣健康	16.63	0.36	-	-	-	46	-	-	-	-	-	20
平均	-	-	-	-	-	<b>32</b>	<b>15</b>	<b>13</b>	-	-	-	-
<b>生产商</b>												
青松股份	11.17	0.78	1.25	1.82	2.07	14	9	6	5	38.66%	0.37	58
<b>渠道商</b>												
青岛金王	5.32	0.15	0.47	0.22	0.19	35	11	25	29	7.30%	1.56	37

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7月4日；

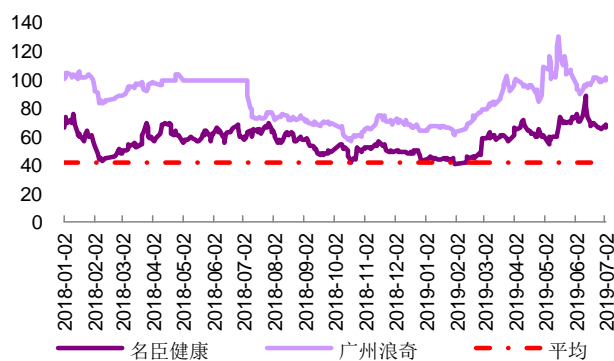
2) 本表中上海家化、珀莱雅、御家汇、拉芳家化、青松股份等盈利预测为光大证券预测、青岛金王盈利预测为Wind一致预期。

图 13：美妆公司 18 年以来 PE 估值 (TTM, 更新至 2019/7/4)



资料来源：Wind

图 14：个护公司 18 年以来 PE 估值 (TTM, 更新至 2019/7/4)



资料来源：Wind

表 10：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
	元/股	18A	19E	20E	21E	18A	19E	20E	21E		19 年	(亿元 人民币)
<b>品牌商</b>												
Estee Lauder	1278.12	20.68	35.91	39.79	43.85	62	36	32	29	28.47%	1.25	4625
Loreal	1981.74	56.48	60.57	65.19	69.41	35	33	30	29	7.11%	4.60	11129
P&G	783.79	25.76	30.73	32.61	34.68	30	26	24	23	10.42%	2.45	19660
Unilever	435.82	28.40	19.51	21.44	22.88	15	22	20	19	-6.95%	-	12211
Shiseido	520.76	9.57	12.60	15.60	18.34	54	41	33	28	24.21%	1.71	2083
Amore Pacific	948.49	30.08	33.37	39.70	45.18	32	28	24	21	14.53%	1.96	554
LGHH	7493.92	254.48	291.12	325.00	358.05	29	26	23	21	12.05%	2.14	1170
L'occitane	14.06	0.53	0.56	0.71	0.78	26	25	20	18	13.51%	1.87	208
平均	-	-	-	-	-	36	30	26	23	-	-	-
<b>生产商</b>												
cosmax	625.47	20.28	27.06	37.11	45.67	31	23	17	14	31.07%	1	63
<b>渠道商</b>												
ulta beauty	2373.28	61.97	74.77	89.06	102.98	38	32	27	23	18.45%	2	1387
莎莎国际	2.01	0.13	0.14	0.14	0.14	16	15	15	14	3.95%	4	62
平均	-	-	-	-	-	27	23	21	18	-	-	-

资料来源：Wind、Bloomberg、光大证券研究所；

注：1) 股价更新至 2018 年 7 月 4 日，股价及 EPS 均按最新汇率（7 月 4 日 美元:人民币=6.8705）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，5 月终端零售环比改善、化妆品亦获益，且总体景气度高于其他消费品类，主要为当前我国化妆品行业处成长期，建议关注。

6 月阿里全网美妆销售额增速环比改善，主要为终端零售疲软背景下，618 电商大促对零售提振效果更加明显；规模体量较大、资金实力较强的本土传统品牌及国际品牌销售额增速均环比提升，且增速高于行业平均水平，其中国际品牌无论高端还是中端，总体高于本土品牌，显示出国际品牌较强的产品力；重点品牌天猫旗舰店销售情况来看，获益 618 电商大促节，珀莱雅主品牌销售额增速环比改善，上海家化旗下佰草集继续正向增长。

我国 5 月美妆进口增速受高基数影响大幅放缓；6 月起我国对美国化妆品进口加征 20%/25% 关税，美国化妆品进口税负提升，或影响其进口，进而影响我国总体进口、在一定程度上缓解国内高端化趋势，利好本土品牌；同时美国品牌商或考虑拓展在华产能/增加在华外包生产，或利好上游制造龙头。建议持续关注后续实际影响及中美贸易谈判走向。

上月我们发布化妆品 19 年下半年投资策略，重点研究了化妆品产业链上品牌商及生产商，对比研究其各自财务特征、发展空间及格局、竞争要素等。我们认为当前我国化妆品行业处成长期，本土品牌商及生产商将迎发展机遇：

1) 品牌商把握品牌核心价值环节，在多品牌多品类发展背景下其体量规模通常较大，且掌握研发、品牌营销及渠道拓展等多项品牌运营环节、相关投入较大；生产商倚重研发、研发费用率较高、业绩受终端零售波动、品牌变迁影响较小、业绩稳定性较强。

2) 品牌领域，我国本土品牌把握四线及以下城市化妆品消费升级机遇，在大众护肤、彩妆、口腔护理等细分市场地位提升；对比发达国家，我国化妆品人均消费水平较低，未来行业前景广阔；行业趋势变化快速，一方面考验品牌商把握行业机遇能力（主要体现在营销、渠道拓展端），长期竞争回归产品力（尤其是专业性较强的护肤品类），另一方面多品牌发展将成趋势，其有助于缓解单品牌在行业变迁下业绩波动风险、同时把握新机遇。

3) 生产领域，下游需求释放拉动生产端快速增长，大品牌通常以自主生产为主、外包生产为辅，小品牌由于资金规模相对有限、以外包生产为主，行业未来成长空间来自于大品牌发展壮大、持续的外包需求以及小品牌持续涌现下外包需求放量；参考国际经验未来行业格局有望向少数寡头集中，其研发力强有望实现客户质量的跃升、服务范围的扩大，进一步夯实规模优势与竞争壁垒。

综上，在品牌商领域，推荐关注快速响应行业变化、转型内容营销、大力发展电商渠道、研发实力不断增强、通过自主孵化及控股合作等方式布局多品牌的优质品牌商**珀莱雅**以及研发实力较强、旗下多品牌资产优质、积极布局内容营销等新型营销方式的**上海家化**；在生产商领域，推荐关注研发实力强与规模优势逐渐凸显的本土制造龙头**诺斯贝尔**（**青松股份**收购其90%股权）：

1) **珀莱雅**：我们看好公司出色的把握行业趋势的能力，先后借力CS、电商等渠道成长为全国性品牌，18年拓展社交电商、单品牌店等新渠道机遇，布局内容营销等新型营销方式、开启二次增长。当前化妆品行业仍处成长期、大众端竞争主要集中于渠道拓展>品牌营销>爆款打造上，公司在渠道、营销、产品等方面均具有出色的运营能力，业绩有望持续快速增长。长期来看，公司战略生态化发展、目前已经通过平台化、合伙人制布局行业新风口、把握新锐品牌机遇，前景可期。我们维持19~21年EPS为1.90、2.57、3.33元，对应19年PE 35倍，维持“买入”评级。

2) **上海家化**：我们看好公司多品牌优质资产及其优秀的研发能力，佰草集品牌继品牌再定位、渠道调整优化之后，渠道库存问题得到优化，轻装上阵，5月加大内容营销投放力度、聚焦资源先后打造冻干面膜、日月精华等明星产品，掘金化妆品行业红利，调整效果有望逐步显现、业绩端望迎来改善，维持19~21年EPS为0.92、1.07、1.26元，对应19年PE 34倍，维持“买入”评级。

3) **青松股份**：青松股份为全球樟脑龙头，2019年收购我国化妆品代工龙头诺斯贝尔，构成双主业。诺斯贝尔聚焦高景气面膜品类，先发优势下快速成长为行业龙头，专注代工领域、重研发夯实竞争力，规模优势逐渐凸显，客户质量持续提升，近年收入快速增长，净利受到客户拓展影响增速低于收入。维持19~21年EPS为1.25、1.82、2.07元（公司拟定增募集7亿元配套资金，发行成功后预计EPS将被摊薄），对应19年PE 9倍，对比国外内同业估值水平较低，维持“买入”评级。

## 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所载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相一致的投资决策。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