

商业贸易行业

全球化妆品龙头跟踪之资生堂集团：2021H1 销售额同增 21.5%，中国现为集团内第二大市场

推荐(维持评级)

一年内行业相对大盘走势



投资要点：

- **资生堂集团2021H1销售额同增幅度为近6年以来最高，净利润亏损收窄。**2021H1，资生堂集团实现销售额5077亿日元（约合人民币299.3亿元），同比增长21.5%，为2016年以来的最高增幅。归属于母公司股东的净利润亏损有所缩窄，由2020H1的-214亿日元收窄至2021H1的-173亿日元，亏损的部分原因是由于业务结构变革，与杜嘉班纳解除许可合同（部分在劳资协议后确定）而产生的商标权减值损失。
- **日本本土业绩低迷，海外市场业绩增速较快。**从销售收入占比来看，中国已经成为资生堂的第二大市场，销售额占比达到28.4%；日本本土销售额占比目前仍为第一，占比为29.3%；旅游零售销售额占比为11.4%，排名第三。中国市场2021H1的销售额为1441.47亿日元（约合人民币85亿元），2020H1的销售额为1000.38亿日元，同比增加44.09%。中国市场对资生堂集团的业绩贡献逐年增加，2016H1至2021H1，中国市场的销售额从604亿元日元增至1441亿日元，销售额占比从14.7%上升至28.4%。根据资生堂公告，中国市场的业务从2020年3月就开始复苏，成为资生堂集团中2020年业绩唯一正增长的地区。今年以来，中国线上线下也仍然呈现出持续强劲的增长动力，集团的微信小程序使得顾客接触点的进一步扩大。旅游零售方面，集团的业务呈现以海南岛为中心的增长态势。
- **集团高端化妆品品牌表现较好。**分品牌看，资生堂旗下的高端化妆品销售额占比最高，2020年的销售额占比达到46%，其次是中低端化妆品，销售额占比达27%。2021H1，集团旗下的高端品牌仍表现较好，资生堂（SHISEIDO）、CPB、IPSA与贝茗分别同增27%、26%、19%、19%。
- **中长期“WIN2023”战略及中国区战略解读。**“Win 2023”战略主要分为三个部分：1) 转型高收益业务结构；2) 大力发展美肤业务；3) 重构发展基础。我们认为资生堂将进一步聚焦美肤业务板块，尤其是高端领域美肤业务，通过强化护肤、调整品牌组合、提升库存周转效率等举措增强集团现金流，将现金用于重构集团发展基础，包括推动培养人才、数字化变革等，从而形成发展的良性循环。中国方面，集团将在2021年进博会上，推广主打“纯净护肤”理念的高端护肤品牌“醉象”，并推出针对亚洲“Z世代”男性设计的新奢护肤品牌以及美妆“黑科技”。另外，集团与博裕投资合作，将于年内启动专项投资基金“资悦基金”，聚焦美妆、健康等前沿市场新兴品牌及上下游相关技术服务公司的投资机会。渠道方面，集团预计将线上业务占比提升至50%。
- **风险提示：**疫情反复，新品牌推广不及预期。

团队成员：

分析师 聂博雅
 执业证书编号：S0210520080005
 电话：18258256613
 邮箱：nby2452@hfzq.com.cn

相关报告

正文目录

一、	资生堂集团 2021H1 销售额同比增加 21.5%.....	1
1.1	销售额同增幅度为近 6 年以来最高，净利润亏损收窄	1
1.2	日本本土业绩低迷，海外市场业绩增速较快	1
二、	资生堂集团战略解读.....	4
2.1	中期战略“WIN 2023”解读.....	4
2.2	关于中国的战略解读.....	5

图表目录

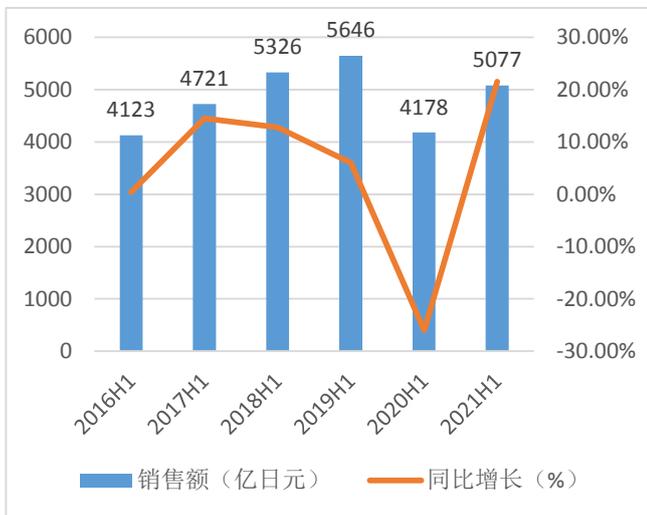
图表 1:	2016H1-2021H1 资生堂销售额情况	1
图表 2:	2016H1-2021H1 资生堂归属于母公司净利润情况	1
图表 3:	2021H1 资生堂全球各地区销售额占比	2
图表 4:	2021H1 与 2020H1 资生堂各地区销售额对比	2
图表 5:	2016H1-2021H1 资生堂在中国销售额情况	3
图表 6:	2016H1-2021H1 中国区销售额占比	3
图表 7:	2020 年资生堂各品类销售额占比	3
图表 8:	2021H1 资生堂旗下主要品牌销售额同比增幅	3
图表 9:	2021-2023 年资生堂战略目标.....	4
图表 10:	资生堂“Win2023”主要战略	4
图表 11:	资生堂集团在中国的品牌矩阵.....	5

一、 资生堂集团 2021H1 销售额同比增加 21.5%

1.1 销售额同增幅度为近 6 年以来最高，净利润亏损收窄

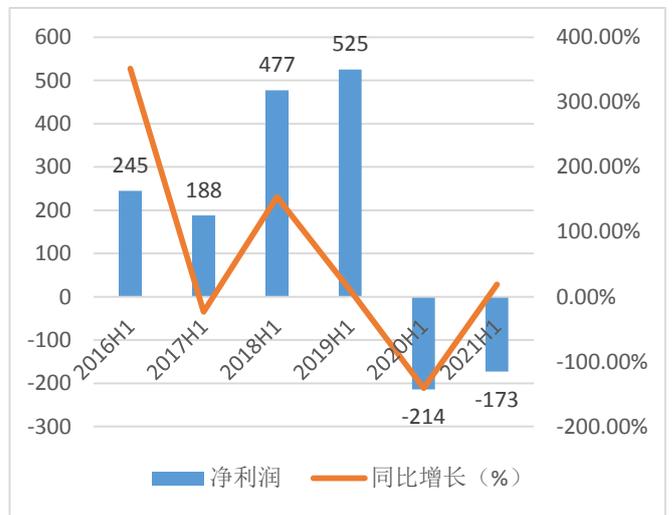
8月5日，资生堂集团发布2021年半年报。总体来看，海外业务的增长弥补了日本本土业务低迷的情况，公司的业务结构进行了一些调整，解除了与杜嘉班纳（Dolce&Gabbana）的全球授权合同并退出了透明质酸事业。2021H1，资生堂集团实现销售额5077亿日元（约合人民币299.3亿元），同比增长21.5%，为2016年以来的最高增幅；归属于母公司股东的净利润亏损有所缩窄，由2020年同期的-214亿日元收窄至2021年上半年的-173亿日元，亏损的部分原因是由于业务结构变革，与杜嘉班纳的授权合同解除（部分在劳资协议后确定）。

图表 1：2016H1-2021H1 资生堂销售额情况



数据来源：品观网，资生堂公告，华福证券研究所

图表 2：2016H1-2021H1 资生堂归属于母公司净利润情况



数据来源：品观网，资生堂公告，华福证券研究所

1.2 日本本土业绩低迷，海外市场业绩增速较快

从销售收入占比来看，中国已经成为资生堂的在全球范围内的第二大市场，销售额占比达到 28.4%；日本本土销售额占比目前仍为第一，占比为 29.3%；旅游零售销售额占比为 11.4%，排名第三。

具体来看，日本本土市场 2021H1 的销售额为 1488.03 亿日元，上年同期的销售额为 1505.02 亿日元，同比下滑 1%。根据资生堂公告，日本本土的皮肤护理市场规模有所扩张，基础彩妆的市场规模缩减。公司在护肤、底妆、防晒护理的市场占有率提高，“HAKU”“Anessa”品牌表现较好，上半年开展的全渠道运动“Fun! Fun! BEAUTY”内容累计有 8 万人观看。

中国市场 2021H1 的销售额为 1441.47 亿日元，上年同期的销售额为 1000.38 亿日元，同增 44.09%。中国市场对资生堂集团的业绩贡献逐年增加，2016H1 至 2021 年 H1，中国市场的销售额从 604 亿日元增至 1441 亿日元，销售额占比从 14.7% 上升至 28.4%。根据资生堂公告，中国市场的业务从 2020 年 3 月就开始复苏，成为资生堂集团中 2020 年业绩唯一正增长的地区，同比 2019 年增长 11%，资生堂

(SHISEIDO)、肌肤之钥 (Clé de Peau Beauté)、IPSA 和 NARS 等品牌增幅较大, 2020 年“双十一”的销售额同比增长一倍多, 线上销售额占比超过了 40%。今年以来, 中国地区线上线下也仍然呈现出持续强劲的增长动力, 公司的微信小程序使得顾客接触点的进一步扩大。旅游零售方面, 公司的业务呈现以海南岛为中心的增长态势。

亚太市场 2021H1 的销售额为 313.42 亿日元, 上年同期的销售额为 261.58 亿日元, 同增 19.81%。根据资生堂公告, 虽然部分亚太国家和地区受新型冠状病毒感染扩大的影响仍在持续, 但整体上已出现恢复迹象, 集团通过加强在各地主要电子商务平台的拓展, 线上销售额在“SHISEIDO”等品牌的带动下大幅增长。

美洲市场 2021H1 的销售额为 538.89 亿日元, 上年同期的销售额为 367.39 亿日元, 同增 46.68%。根据资生堂公告, 随着美洲地区新冠疫苗的接种率提高, 化妆品市场所有恢复。其中, NARS 通过开设虚拟新店等强化数字营销, 扩大了市场份额。另外, 集团加大宣传的“SHISEIDO”和香水也取得了不错的成绩。

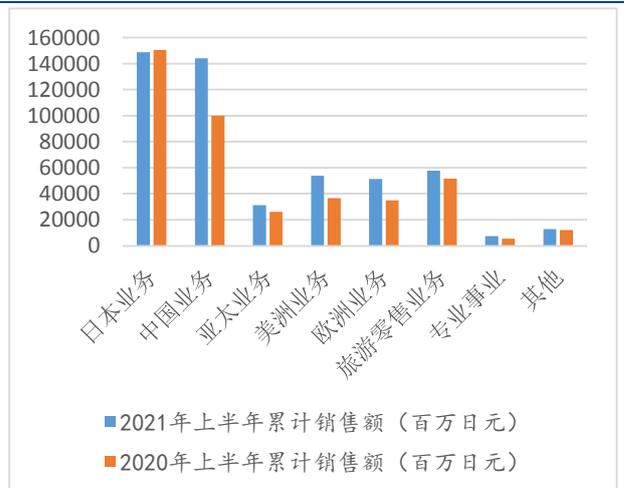
欧洲市场 2021H1 的销售额为 514.15 亿日元, 上年同期的销售额为 349.58 亿日元, 同增 47.08%。根据资生堂公告, 欧洲的护肤和香水市场开始恢复, 集团强化了在线咨询和数字促销, 电子商务销售额持续大幅增长, 抓住了需求的恢复。

旅游零售业务 (在机场、市内免税店销售化妆品、香水) 2021H1 的销售额为 578.77 亿日元, 上年同期的销售额为 516.70 亿日元, 同增 12%。根据资生堂公告, 旅游零售业务受到国际航线航班大幅减少, 从而全球旅客减少的影响。不过, 由于中国海南岛国内旅游人数持续增加, 集团扩大店铺数量并强化数字交流, 亚洲地区的增长率大幅超过去年。

专业业务 (在日本、中国、亚太地区销售面向美发沙龙的护发、定型剂、染发剂、烫发剂等产品) 2021H1 的销售额为 74.18 亿日元, 上年同期的销售额为 56.19 亿日元, 同增 32%。

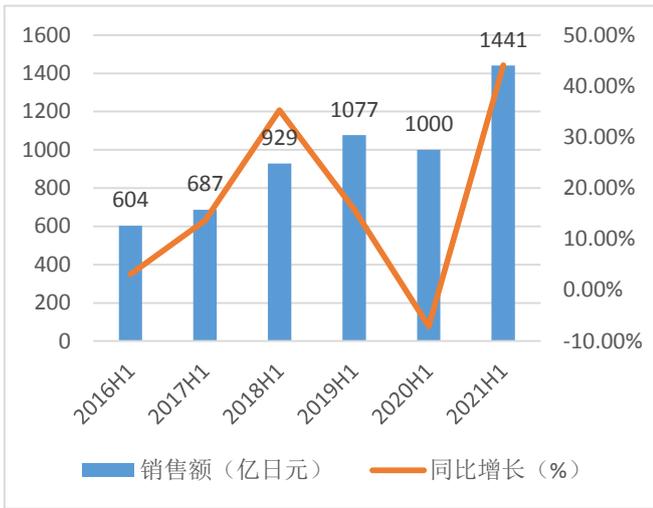
图表 3: 2021H1 资生堂全球各地区销售额占比


数据来源: 资生堂公告, 华福证券研究所

图表 4: 2021H1 与 2020H1 资生堂各地区销售额对比


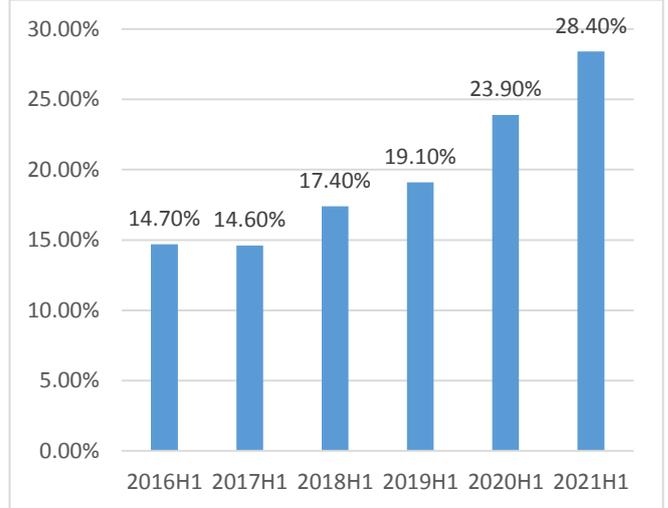
数据来源: 资生堂公告, 华福证券研究所

图表 5：2016H1-2021H1 资生堂在中国销售额情况



数据来源：品观网，资生堂公告，华福证券研究所

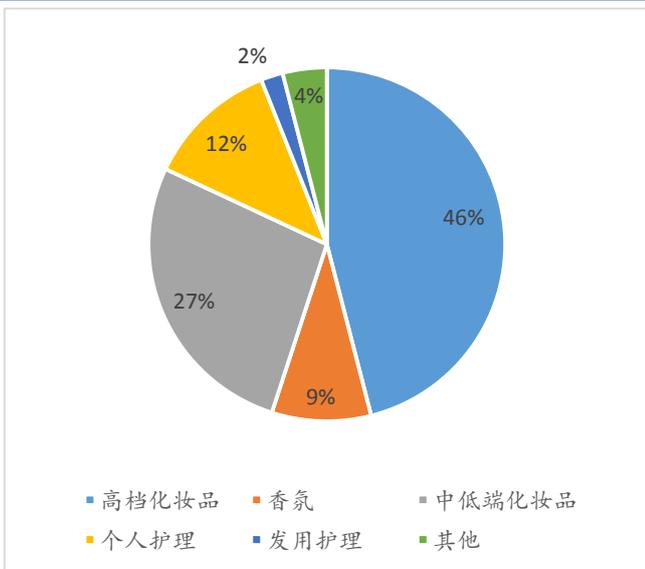
图表 6：2016H1-2021H1 中国区销售额占比



数据来源：品观网，资生堂公告，华福证券研究所

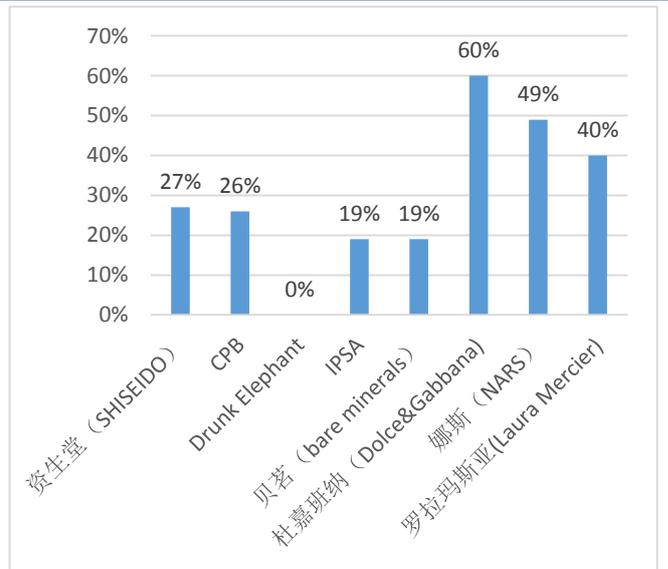
分品牌看，资生堂集团旗下的高端化妆品销售额占比最高，2020 年的销售额占比达到 46%，其次是中低端化妆品，销售额占比达 27%。2021H1，资生堂旗下的高端品牌仍表现较好，资生堂 (SHISEIDO)、CPB、IPSA 与贝茗分别同增 27%、26%、19%、19%；由于资生堂集团于 2019 年才收购高端护肤品 Drunk Elephant 品牌，计划从 2021 年起将品牌扩展到欧洲主要国家，以及旅游零售、亚太地区、日本和中国，所以今年上半年以来该品牌没有增长；集团于 2021 年 4 月底终结合作的杜嘉班纳增长了 60%；彩妆品牌娜斯 (NARS)、罗拉玛斯亚 (Laura Mercier) 分别增长了 49%、40%。

图表 7：2020 年资生堂各品类销售额占比



数据来源：资生堂公告，华福证券研究所

图表 8：2021H1 资生堂旗下主要品牌销售额同比增幅



数据来源：品观网，资生堂公告，华福证券研究所

二、 资生堂集团战略解读

2.1 中期战略“WIN 2023”解读

我们认为资生堂集团将进一步聚焦美肤业务板块，尤其是高端领域美肤业务。根据资生堂公告，集团将把美肤领域作为核心业务，推动深层次经营改革，战略重心将从提升销售额实现发展转向重视收益与现金流，到 2030 年前成为美肤领域全球 No.1 的企业。

分阶段来看，资生堂将 2021 年定位为“推动改革及下一阶段发展的准备期”，以重构业务组合为核心，推动结构改革、强化财务基础；将 2022 年定位为“再次步入发展轨道”的一年，在全球赴日旅游复苏的情况下，促进全球化品牌新一轮的发展，并加速推动数字化转型；将 2023 年定位为“全面复苏”，达到销售额约 1 万亿日元、营业利润率 15% 的目标。此外，到 2030 为止，集团还将加强对品牌升级、业务创新、供应链升级、数字化转型、人才组织建设的积极投资。

图表 9：2021-2023 年资生堂战略目标



数据来源：资生堂官网，华福证券研究所

从战略内容来看，“Win 2023”战略主要分为三个部分：1) 转型高收益业务结构；2) 大力发展美肤业务；3) 重构发展基础。我们认为公司将通过强化护肤、调整品牌组合、提升库存周转效率等举措增强公司现金流，将现金用于重构企业发展基础，包括推动培养人才、数字化变革等，从而形成企业发展的良性循环。

图表 10：资生堂“Win2023”主要战略

转型高收益业务结构	1. 通过业务结构改革提升收益
	2. 增强成本竞争力、提升制造工厂生产效率
	3. 以中国为中心，加速亚洲地区业务发展
大力发展美肤业务	4. 培育美肤品牌、增加美肤品牌数量
	5. 与合作伙伴共同加强创新
	6. 开发 Inner Beauty 业务
重构发展基础	7. 以可持续发展为核心推动经营升级
	8. 改革营销、强化组织以提升品牌价值
	9. 业务模式及组织架构向数字化转型
	10. 进一步推动人才、组织形态多样化及能力开发

数据来源：资生堂公告，华福证券研究所

2.2 关于中国的战略解读

品牌方面，资生堂集团目前在中国布局 20 余个品牌，覆盖高中端市场，并涵盖了小众的美发、特殊皮肤护理领域，品牌矩阵完善。另外，资生堂集团将在 2021 年进博会上，推广主打“纯净护肤”理念的高端护肤品牌醉象 (DRUNK ELEPHANT)，还将推出针对亚洲“Z 世代”男性设计的新奢男士护肤品牌以及美妆“黑科技”。

图表 11：资生堂集团在中国的品牌矩阵

品牌定位	品牌名称
高档化妆品及香水	SHISEIDO 资生堂、肌肤之钥 (CLÉ DE PEAU BEAUTÉ)、茵芙莎 (IPSA)、娜斯 (NARS)、三宅一生香水 (Issey Miyake Parfums)、纳西索 罗德里格斯香水 (narciso rodriguez Parfums)、bareMinerals
中低端化妆品	安热沙 (ANESSA)、怡丽丝尔 (ELIXIR)、悦薇 (REVITAL)、欧珀莱 (AUPRES)、悠莱 (URARA)、安肌心语 (d program)、姬芮 (ZA)、泊美 (PURE&MILD)、水之印 (AQUALABEL)、心机彩妆 (MAQUILLAGE)、艾杜纱 (ettusais)
专业美发沙龙	资生堂专业美发 (SHISEIDO PROFESSIONAL)
美容仪	EFFECTIM 玳妍之光
LIFE QUALITY MAKEUP	针对特别皮肤烦恼人群 (白斑、红斑、青斑，肌肤凹凸等) 的 PF-COVER 品牌

数据来源：资生堂官网，华福证券研究所

投资方面，资生堂中国于 8 月 5 日宣布与国内领先的另类资产管理公司博裕投资达成战略合作框架协议，计划在完成相关监管备案后，于年内启动中国大陆首个国际美妆集团专项投资基金“资悦基金”。资悦基金由资生堂作为独家出资的有限合伙人，重点聚焦美妆、健康等前沿市场新兴品牌及上下游相关技术服务公司的投资机会。

渠道方面，资生堂集团将通过和阿里巴巴集团的数字化合作，预计将线上业务占比提升至 50%。

分析师声明

本人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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票 投资评级	以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准	强烈推荐	公司股价涨幅超基准指数 15%以上
		审慎推荐	公司股价涨幅超基准指数 5-15%之间
		中性	公司股价变动幅度相对于基准指数介于±5%之间
		回避	公司股价表现弱于基准指数 5%以上
行业 投资评级	以报告日起 6 个月内，行业指数相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准	推荐	行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
		中性	行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
		回避	行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区滨江大道 5129 号陆家嘴滨江中心 N1 幢

机构销售：王瑾璐

联系电话：021-20655132

联系邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn