

本报告的主要看点:

1. 深度解读 1H21 海外化妆品龙头业绩，从海外品牌在中国市场表现分析国内行业竞争格局和发展趋势。
2. 从海外公司角度判断本土品牌核心竞争优势及长期成长空间。

中国区贡献主要增长，高端及功效表现靓丽

基本结论

- **全球：1H21 全球零售增 11%，北亚、北美增速居前，功效护肤、线上及免税增速快。**1H21 全球化妆品零售额同增 11%，北美、北亚同增 16%、14% 增速居前。分品类，护肤韧性强、增长稳健、同增 13%，功效性护肤延续快速增长、同增 15%，香水反弹力度大、同增 24%。分渠道，电商持续景气、同增 24%，旅游零售渠道恢复增长、同增 17%。
- **中国：中国市场为海外巨头 1H21 主要增长引擎，欧美日系在中国表现强于韩系。**欧莱雅中国 1H21 同增 34%、雅诗兰黛亚太区同增 37.7%（预计中国区增速更高）、资生堂中国同增 44%、LVMH 亚洲地区（除日本）营收同增 47.7%。海外巨头中国区表现靓丽主要在高端化妆品、功效性护肤品、电商及免税等领域。爱茉莉太平洋亚洲地区（除韩国）同增 14.3%，表现稍逊。
- **定位：国际巨头高端品牌表现亮眼，大众端走弱。**欧莱雅 1H21 高端化妆品同增 28%、大众增 6%；雅诗兰黛护肤增 39%，其中雅诗兰黛、海蓝之谜和倩碧表现较好；资生堂中国区增 44%主要来自高端品牌资生堂和 CPB；爱茉莉太平洋旗下雪花秀+兰芝增 11%，大众品牌负增长；LG 旗下高端品牌后增 40%、欧蕙增 31%，其他多个品牌奢侈养护系列表现亮眼。
- **生产：科丝美诗 1H21 在中国代工需求旺盛，营收同增 39%、占比提升 8PCT 至 39%，主要为中国彩妆代工订单需求旺盛。**
- **战略：国际巨头加码布局中国高端市场，加强本土化建设。**未来各集团将中国区作为战略重点之一，加大线上营销、拓展线上渠道、重点发展高端领域并引入更多品牌，同时加强中国本土化建设。如雅诗兰黛将与京东开展多品牌合作、引入更多旗下高端品牌，资生堂旗下顶级品牌计划今年进驻中国，雅诗兰黛建立中国创新中心，欧莱雅集团将中国设为新的亚太区总部等。

投资建议

- **功效性护肤：景气细分赛道，国内外品牌充分分享行业红利。**我国功效性护肤品行业 15~20 年均复合增 25%、国内外品牌迎发展机遇，建议关注相关标的贝泰妮、上海家化、鲁商发展。
- **大众：国产品牌竞争优势明显。**海外品牌在渠道拓展/消费趋势捕捉/产品开发等方面相较传统国货龙头并不具备明显的竞争优势，而本土品牌相反、竞争力强，建议关注品牌运作能力强的珀莱雅、线上运营能力强的水羊股份。
- **高端：高奢端被国际大牌垄断，本土品牌差异化定位中高端、分享行业高端化趋势红利的同时望凭性价比优势抢占市场份额。**高端领域国际品牌加紧布局中国，竞争日趋激烈，而中高端领域本土品牌仍留有机遇，凭借出色产品力及更高性价比，望赢得市场份额，建议关注中草药科技护肤中高端品牌佰草集、中高端本土品牌丸美。

风险提示

- 营销投放增多影响行业总体盈利；品牌竞争加剧；终端零售疲软。

罗晓婷 分析师 SAC 执业编号: S1130520120001
luoxiaoting@gjzq.com.cn

内容目录

1.全球：1H21 零售增 11%，功效护肤品受欢迎、线上及免税增速快.....	5
1.1 地区：北亚、北美增速居前	5
1.2 品类：护肤需求韧性强、功效护肤品受欢迎，香水反弹力度大.....	5
1.3 渠道：电商延续快速增长，旅游零售恢复双位数增长.....	6
2. 欧莱雅：全球电商及中国区高增长，活性健康及高端化妆品需求旺.....	6
2.1 概况：营收同增 21%、毛利率及营销费用率升、净利率小幅改善.....	6
2.2 渠道与地区：线上增近 30%，北亚占比最高、增速亮眼，中国区贡献大.....	7
2.3 业务：活性健康全线品牌靓丽增长，高端化妆品反弹力度大	8
3. 雅诗兰黛：亚太区营收高增长，彩妆业务持续下滑、拖累盈利能力.....	9
3.1 概况：营收同增 35%，盈利能力总体改善.....	9
3.2 地区：亚太地区需求旺盛延续增长、1H21 营收同增 37.7%.....	10
3.3 品类：护肤和香水为增长驱动力，彩妆需求减少增速放缓.....	10
3.4 战略：中国区加强本土化，加码线上多元渠道及免税渠道.....	11
4. 资生堂：中国市场增长强劲，高端线贡献主要增量，盈利能力承压.....	11
4.1 概况：营收双位数增长、营业利润转正，非经常性损益致业绩净亏损 ..	11
4.2 地区：中国疫情防控出色、1H21 同增 44%、贡献集团主要增长.....	12
4.3 业务：高端护肤及高端彩妆支撑中国区业绩增长.....	13
4.4 战略：发力中国高端市场，1H21 促销及营销投放增多拖累中国区营业利 润.....	15
5.爱茉莉太平洋集团：亚太、高端、线上为主要增长引擎，大众化妆品持续负 增长	17
5.1 概况：业绩逐步修复，盈利能力较 20 年有所改善.....	17
5.2 品牌：子公司爱茉莉太平洋贡献主要营收、占比提升.....	18
5.3 地区：亚太地区为主要增长引擎，线上渠道表现亮眼.....	18
6. LVMH：亚太及新兴市场高增，高端品牌加码中国市场	19
6.1 概况：业绩较快修复，盈利能力提升	19
6.2 地区：亚太及新兴市场营收高增长，多地区业绩回暖.....	20
6.3 业务：香水与美妆为亚洲业务重点，高端品牌将继续深耕中国市场.....	21
7. LG 生活健康：高奢产品系列驱动整体增长.....	22
7.1 概况：营收修复至疫前水平，费用率小幅提升、盈利能力稳定.....	22
7.2 品类：美妆护肤带动整体增长，高基数下 HDB 业务增速放缓	23
7.3 品牌：高端品牌旗下奢侈养护系列带动化妆品整体增长	24
8.科丝美诗：1H21 中国营收同增近 40%，彩妆订单需求旺盛.....	24
9. 投资建议	25
9.1 1H21 海外化妆品龙头业绩总结.....	25
9.2 投资建议	25
10. 风险提示.....	26

图表目录

图表 1: 全球化妆品市场分区域销售额同比 (%)	5
图表 2: 全球化妆品市场分品类增速 (%)	5
图表 3: 全球化妆品市场分业务增速 (%)	5
图表 4: 全球市场各渠道营收同比 (%)	6
图表 5: 欧莱雅集团营收及净利 (亿欧元, %)	6
图表 6: 欧莱雅集团分部门营业利润率 (%)	7
图表 7: 欧莱雅集团费用率 (%)	7
图表 8: 欧莱雅集团分区域营收增速 (%)	7
图表 9: 欧莱雅集团分区域营收占比 (%)	7
图表 10: 欧莱雅集团分业务营收增速 (%)	8
图表 11: 欧莱雅集团分业务营收占比 (%)	8
图表 12: 欧莱雅集团分部门营收增速 (%)	9
图表 13: 欧莱雅集团分部门营收占比 (%)	9
图表 14: 雅诗兰黛集团营收及净利 (亿美元, %)	9
图表 15: 雅诗兰黛毛利率和费用率 (%)	10
图表 16: 雅诗兰黛分业务营业利润及 OPM (百万美元, %)	10
图表 17: 雅诗兰黛分地区营收增速 (%)	10
图表 18: 雅诗兰黛分地区营收占比 (%)	10
图表 19: 雅诗兰黛分品类营收增速 (%)	11
图表 20: 雅诗兰黛分品类营收占比 (%)	11
图表 21: 资生堂营收及净利润 (十亿日元, %)	12
图表 22: 资生堂分地区营收增速 (%)	12
图表 23: 资生堂分地区营收占比 (%)	12
图表 24: 2Q20 资生堂分地区营收同比 (十亿日元, %)	13
图表 25: 资生堂中国市场分品类营收占比 (%)	13
图表 26: 中国彩妆行业头部公司市占率 (%)	14
图表 27: 中国护肤品行业头部公司市占率 (%)	14
图表 28: 资生堂旗下品牌中国市场彩妆市占率 (%)	14
图表 29: 资生堂旗下品牌中国彩妆业零售规模同比 (%)	14
图表 30: 资生堂旗下品牌中国市场护肤业务市占率 (%)	15
图表 31: 资生堂旗下品牌中国护肤业务营收同比 (%)	15
图表 32: 资生堂“WIN 2023 and Beyond”中长期经营计划	16
图表 33: 资生堂计划至 23 年大幅提升中国市场份额	16
图表 34: 资生堂中国市场品牌推广计划	16
图表 35: 资生堂分区域营业利润及 OPM (十亿日元, %)	17
图表 36: 资生堂 SG&A 及其占总营收比 (百万日元, %)	17
图表 37: 爱茉莉太平洋集团营收及净利润 (十亿韩元, %)	17

图表 38: 爱茉莉太平洋集团分业务营业利润及 OPM (十亿韩元, %)	18
图表 39: 爱茉莉太平洋集团营收及 SG&A 占营收比重 (十亿韩元, %)	18
图表 40: 爱茉莉太平洋集团旗下子公司及子品牌营收增速 (%)	18
图表 41: 爱茉莉太平洋集团旗下子公司及子品牌营收占比 (%)	18
图表 42: 爱茉莉太平洋集团分地区营收占比 (%)	19
图表 43: 爱茉莉太平洋集团分地区营收增速 (%)	19
图表 44: LVMH 集团营收及净利润 (亿欧元, %)	20
图表 45: LVMH 集团毛利率及费用率 (%)	20
图表 46: LVMH 分品类营业利润及 OPM (百万欧元, %)	20
图表 47: LVMH 分地区营收增速 (%)	21
图表 48: LVMH 分地区营收占比 (%)	21
图表 49: LVMH 分产品营收增速 (%)	21
图表 50: 1H21 LVMH 集团分区域分品类营收占比 (%)	21
图表 51: LVMH 化妆品牌战略计划	22
图表 52: LG 生活健康营收及净利润 (十亿韩元, %)	22
图表 53: 集团 SG&A 及其营收占比 (十亿韩元, %)	23
图表 54: LG 生活健康 OPM 情况 (%)	23
图表 55: LG 生活健康分品类营业利润及 OPM (十亿韩元、%)	23
图表 56: LG 生活健康分品类营收增速 (%)	24
图表 57: LG 生活健康分品类营收占比 (%)	24
图表 58: LG 生活健康分品牌营收同比增速 (%)	24
图表 59: 科丝美诗分区域营收及同比 (十亿韩元, %)	25
图表 60: 科丝美诗分区域营收占比 (%)	25

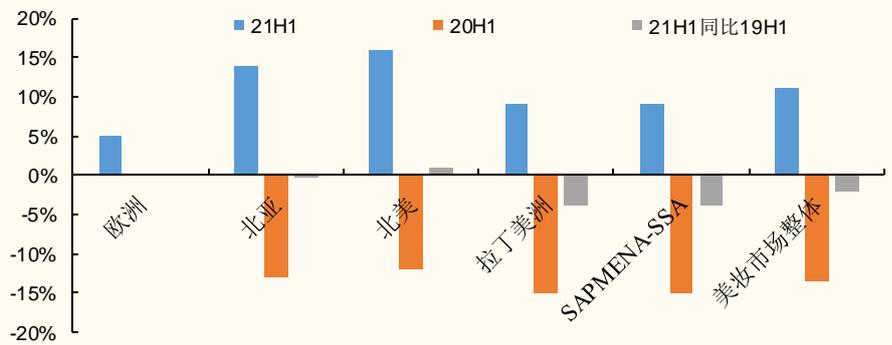
1.全球：1H21 零售增 11%，功效护肤品受欢迎、线上及免税增速快

1.1 地区：北亚、北美增速居前

根据欧莱雅数据，1H21 全球化妆品市场同比增 11%，相较 19 年同期同降 2%，尚未完全恢复至疫前水平。分区域来看，北亚、北美市场反弹强劲，分别同增 14%、16%，分别较 19 年同期复合增-0.4%、1%。其中中国市场 1H21 同增 20%，2 年复合增 7%；美国市场 1H21 同增 17%，为北亚、北美市场贡献主要增量。

1H21 欧莱雅集团对区域做了重新划分，现北亚区主要包括中国、日本、韩国，以前年度则归为亚太大区，原亚太大区剩余的南亚区则并入 SAPMENA/SSA（现包括南亚太地区、中东、北非和撒哈拉以南非洲）。故考虑区域重划分，当前北亚区 1H21 较 1H19 实际增速应高于计算所得的-0.4%。

图表 1：全球化妆品市场分区域销售额同比（%）



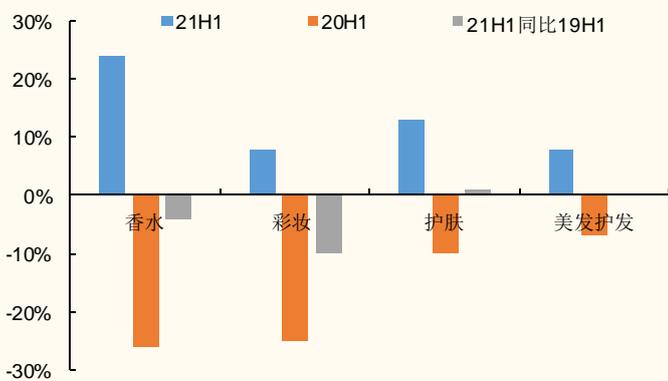
来源：欧莱雅集团定期报告，国金证券研究所

1.2 品类：护肤需求韧性强、功效护肤品受欢迎，香水反弹力度大

分品类来看，香水 1H21 同比高增 24%，护肤品需求更偏刚性，1H21 同增 13%，相较 1H19 复合增 1%，彩妆产品增速恢复较慢、20 年受疫情冲击较大，同比 19 年仍降 10%。

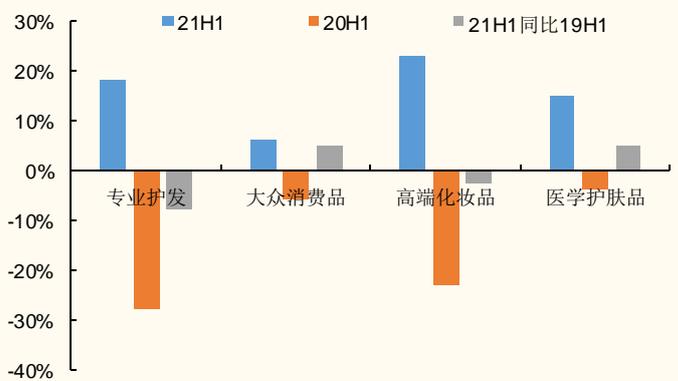
细分品类来看，高端、功效性护肤品表现较好，大众消费品增速平平。高端化妆品 1H21 同增 23%，为所有品类中最高；医学护肤品 1H21 同增 15%，相较 19 年仍有 5% 增长，印证高景气延续。

图表 2：全球化妆品市场分品类增速（%）



来源：欧莱雅定期报告，国金证券研究所

图表 3：全球化妆品市场分业务增速（%）

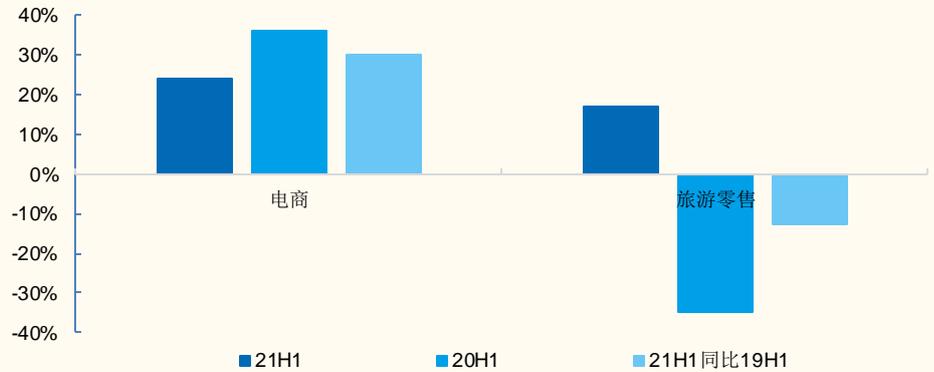


来源：欧莱雅定期报告，国金证券研究所

1.3 渠道：电商延续快速增长，旅游零售恢复双位数增长

分渠道，全球化妆品 1H21 电商渠道同增 24%，延续高增长，2 年复合增 30%。旅游零售渠道 1H21 同增 17%，修复力度大，主要受益中国海南及韩国的免税业务高增长。

图表 4：全球市场各渠道营收同比 (%)



来源：欧莱雅集团定期报告，国金证券研究所

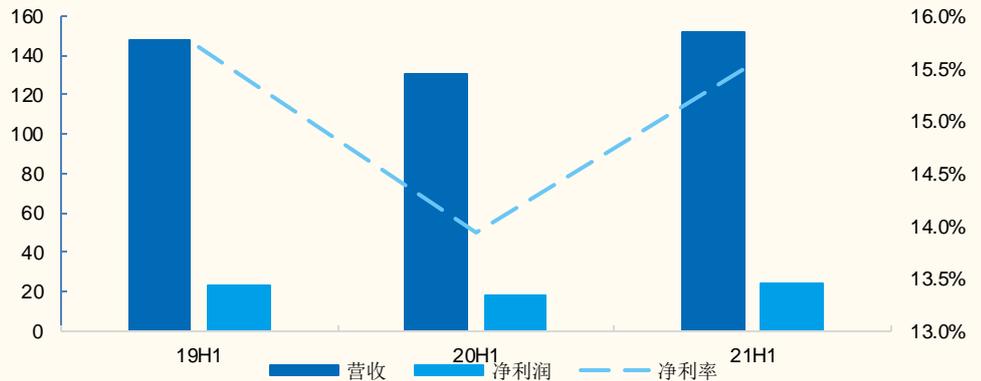
2. 欧莱雅：全球电商及中国区高增长，活性健康及高端化妆品需求旺

2.1 概况：营收同增 21%、毛利率及营销费用率升、净利率小幅改善

■ 1H21 营收同增 21%，业绩恢复至疫前水平

集团 1H21 实现营收 151.97 亿欧元，约合人民币 1155.5 亿元，同增 20.7%，较 1H19 增 1.3%；营业利润 29.88 亿欧元，同增 26.8%，较 1H19 增 1.7%。总体来看，公司业绩已恢复至疫前水平，营业利润增速高于营收，盈利能力提升。1H21 营业利润率 19.7%，同比提升 1.7PCT，相较 19 年同期小幅改善 0.2PCT。1H21 净利润 23.6 亿欧元，同比增 30%，较 19 年同期复合增 1%。

图表 5：欧莱雅集团营收及净利 (亿欧元, %)



来源：欧莱雅集团定期报告，国金证券研究所

■ 营业利润率总体稳定，营销费用有所增长

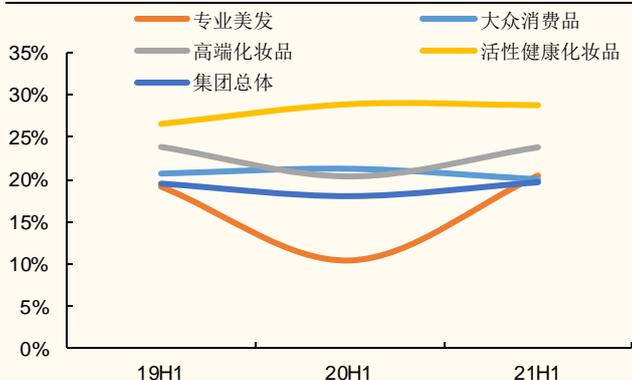
从盈利能力来看，1H21 毛利率 74.5%，同比增 1.4PCT。营业利润率 20%，同增 2PCT，恢复至 19 年水平，拆分业务来看，活性健康化妆品部门

OPM 持续改善，专业美发和高端化妆品部门均恢复至 19 年水平，大众消费品领域 OPM 小幅下滑。

费用端，管理费用率和研发费用率基本稳定，营销费用率 1H21 为 32.6%，同比增 2PCT，营销成本有增加趋势。

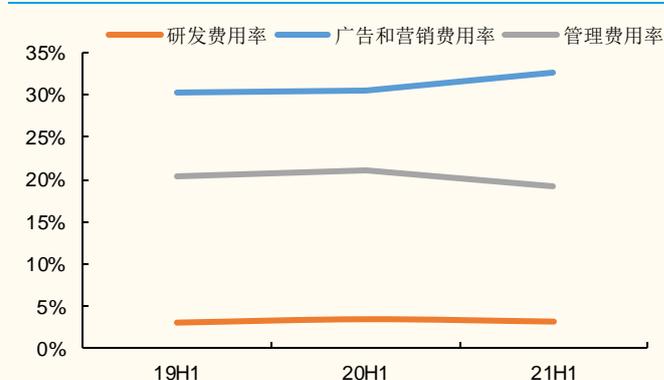
1H21 净利率 17.1%，同比提升 0.7PCT，较 20 全年提升 0.5PCT。

图表 6：欧莱雅集团分部门营业利润率 (%)



来源：欧莱雅集团定期报告，国金证券研究所

图表 7：欧莱雅集团费用率 (%)



来源：欧莱雅集团定期报告，国金证券研究所

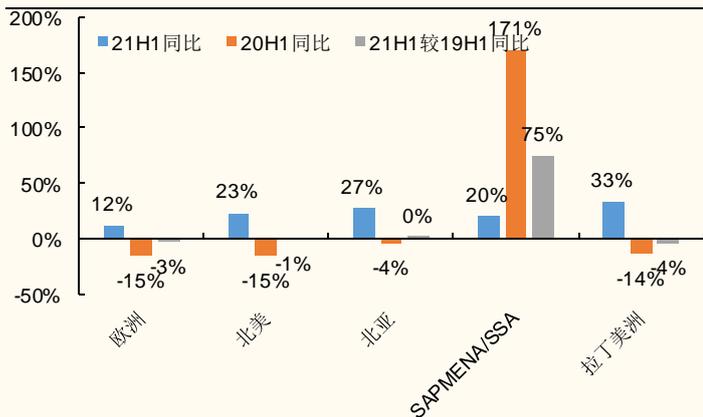
2.2 渠道与地区：线上增近 30%，北亚占比最高、增速亮眼，中国区贡献大

分渠道来看，电商保持高增长、占比持续提升，1H21 占比 27.3%、同增 29.2%，占比较 19 年大幅提升 12PCT。

分区域来看，北亚地区（中国、日本、韩国）及 SAPMENA/SSA 地区（南亚太地区、中东、北非和撒哈拉以南非洲）相较 19 年同比实现营收均正增长，其中北亚营收占比 1H21 为 31%，同比提升 2PCT，仅次于欧洲地区的 35%。

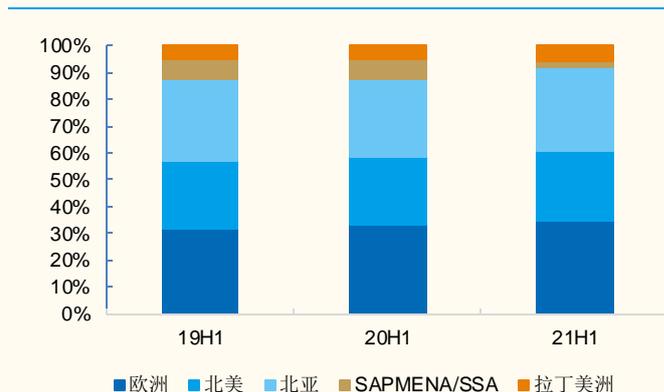
北亚区中，中国市场增速高于区域整体，1H21 北亚营收同增 23.2%，中国市场同增 34.2%，高端美妆表现佳，渠道方面电商保持较快增长，主要受益于日趋多元化的新兴电商渠道。

图表 8：欧莱雅集团分区域营收增速 (%)



来源：欧莱雅集团定期报告，国金证券研究所（注：北亚主要包括中国、日本、韩国市场，SAPMENA/SSA 包括南亚太地区、中东、北非和撒哈拉以南非洲）

图表 9：欧莱雅集团分区域营收占比 (%)



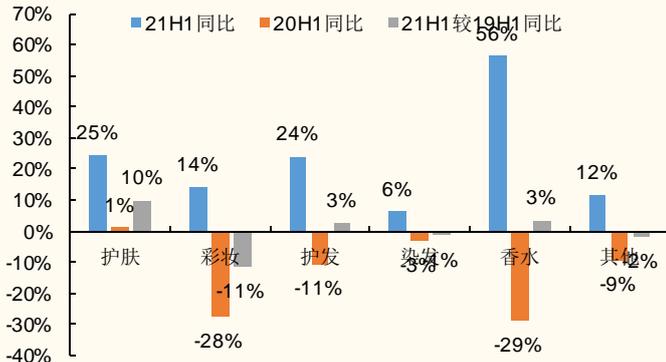
来源：欧莱雅集团定期报告，国金证券研究所

2.3 业务：活性健康全线品牌靓丽增长，高端化妆品反弹力度大

■ 品类：护肤品恢复快速发展，香水反弹力度大，彩妆尤待恢复、占比收缩

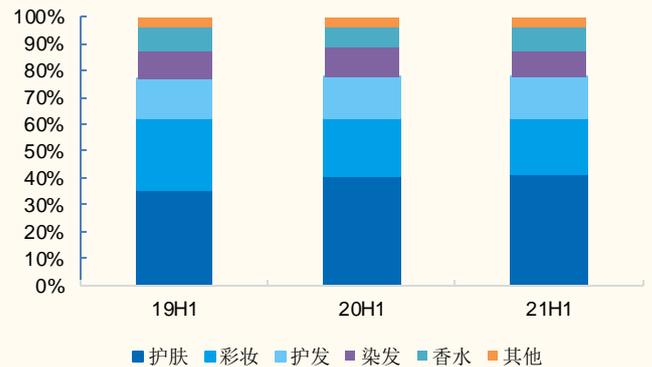
分业务来看，获益需求相对刚性、护肤业务发展相对稳健，1H21 同增 25%，相较 19 年同增 10%，两年复合增速在所有品类中最高。香水 1H21 反弹力度大，同比增 56%。彩妆业务 1H21 虽同增 14%，但 1H20 受疫情冲击大、同降 28%，两年复合增速-11%，在所有品类中最低，营收占比 1H21 为 20.6%、占比持续收缩。

图表 10：欧莱雅集团分业务营收增速 (%)



来源：欧莱雅集团定期报告，国金证券研究所

图表 11：欧莱雅集团分业务营收占比 (%)



来源：欧莱雅集团定期报告，国金证券研究所

■ 定位：活性健康护肤品牌均靓丽增长，高端化妆品和专业美发反弹力度大

分事业部来看，1H21 大众化妆品营收占比 39.3%、高端化妆品占比 36%、活性健康化妆品占比 12%、专业美发占比 11.7%。

大众消费品部门 1H21 小幅增 6%，较 19 年仍降 4%，1H21 增长主要来自中国大陆、巴西、印尼和欧洲市场。大众消费品电商渠道持续增长，占营收比达 20%。在中国市场，主品牌欧莱雅持续拓展市场份额。

高端化妆品 1H21 反弹力度强，同比增 28%。其中北亚市场表现最为突出，主要由中国大陆贡献，欧洲和北美次之。分品类来看，护肤业务中兰蔻、科颜氏和新并购的 Takami 贡献主要增量，彩妆业务兰蔻、植村秀、YSL 领跑，香水业务多品牌表现均靓丽。

活性健康化妆品部门增长稳健，1H20 仍有 9%的同比正增长，1H21 同增 38%、相较 19 年同期复合增 18%，在四大事业部中两年复合增速最高。活性健康化妆品部在全球市场取得远高于行业平均的业绩增长，其中美国、中国大陆和英国地区增速领跑。部门旗下敏感肌品牌适乐肤 (CeraVe) 同增 100%+，理肤泉清痘系列 (Effaclar) 和祛痘印痘疤系列 (Cicaplast) 增长强劲，修丽可受益于新推出的油痘皮专用精华 Silymarin CF 同样表现亮眼，专业药妆品牌薇姿恢复双位数增长。

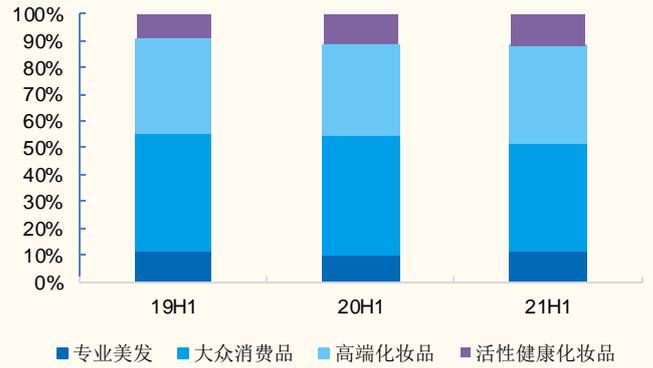
专业美发部门 1H21 实现高增长，同比增 41%、固定汇率下同增 32.6%，集团在美发护肤领域行业领先地位进一步巩固。业务增长主要受三因素推动，分别是线下沙龙数字化、电商高增长、自由设计师的流行。分区域看，美国表现最为亮眼，中国在电商及线下沙龙两大渠道的拓展也取得成功，欧洲市场中法国和德国增速靠前。分品类，护发增长最快，主要由卡诗推动，染发业务方面 Redken 推出的 Shades EQ 系列高增长。

图表 12: 欧莱雅集团分部门营收增速 (%)



来源: 欧莱雅集团定期报告, 国金证券研究所

图表 13: 欧莱雅集团分部门营收占比 (%)



来源: 欧莱雅集团定期报告, 国金证券研究所

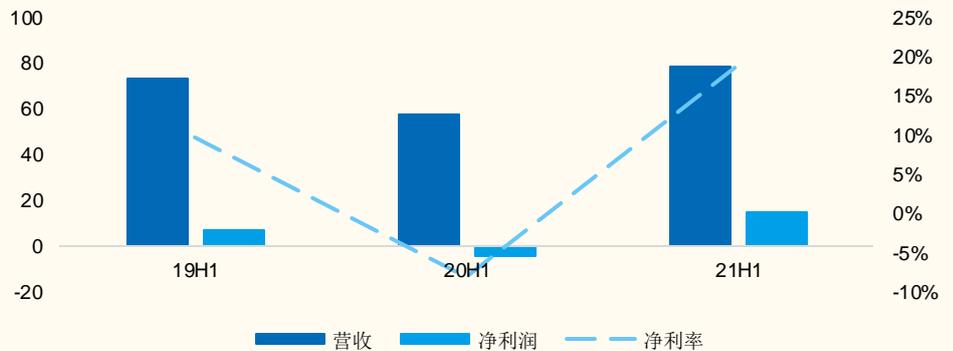
3. 雅诗兰黛: 亚太区营收高增长, 彩妆业务持续下滑、拖累盈利能力

3.1 概况: 营收同增 35%, 盈利能力总体改善

■ 1H21 营收同增 35%、较 1H19 复合增 6%

1H21, 雅诗兰黛集团实现营收 78 亿美元, 同增 35.1%, 较 2019 年同期增 6.4%, 集团整体业绩恢复至疫前水平。1H21 营业利润 8.5 亿美元, 较 1H20 的-4.3 亿美元扭亏为盈, 但仍略低于 1H19 的 8.9 亿美元。1H21 净利润 14.7 亿美元, 同比转正, 较 19 年同期复合增 44%, 净利润与营业利润的差主要来自公司 21 年 5 月投资加拿大护肤品牌 DECIEM 获得 8.47 亿美元其他收益。

图表 14: 雅诗兰黛集团营收及净利 (亿美元, %)



来源: 雅诗兰黛集团定期报告, 国金证券研究所

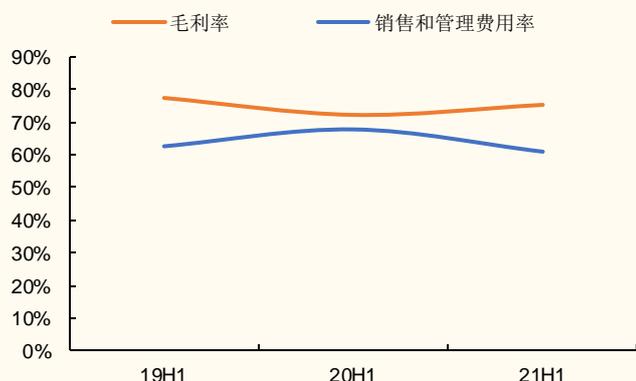
■ 毛利率升, 费用率降

公司 1H21 毛利率较 1H20 上升 3.1PCT 至 75.3%, 盈利能力有所改善; 1H21 销售和管理费用率下滑 6.8PCT 至 61.0%, 低于 1H19 的 62.6%, 主要是公司精简部分成本较高的线下门店、销售成本下降。

分业务来看, 护肤业务盈利能力相对较强, 1H21 护肤 OPM 提升 8.3PCT 至 30%; 香水业务 OPM 转正为 1.6%, 但仍处于较低水平; 美妆、护发、其他业务 OPM 有所改善, 但仍都处于亏损状态, 其中彩妆 1H20 营业利润率亏损 55%, 1H21 虽有所修复但仍亏 17.2%, 营业利润亏 3.4 亿美元, 为亏损最多的业务。

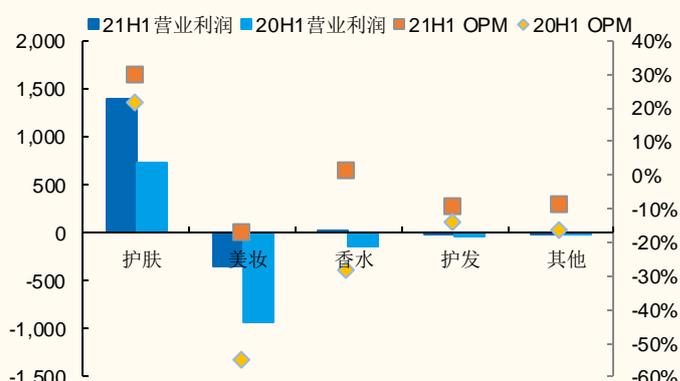
1H21 净利率 19%，较 19 年同期提升 9PCT，盈利能力改善。

图表 15: 雅诗兰黛毛利率和费用率 (%)



来源: 雅诗兰黛定期报告, 国金证券研究所

图表 16: 雅诗兰黛分业务营业利润及 OPM (百万美元, %)

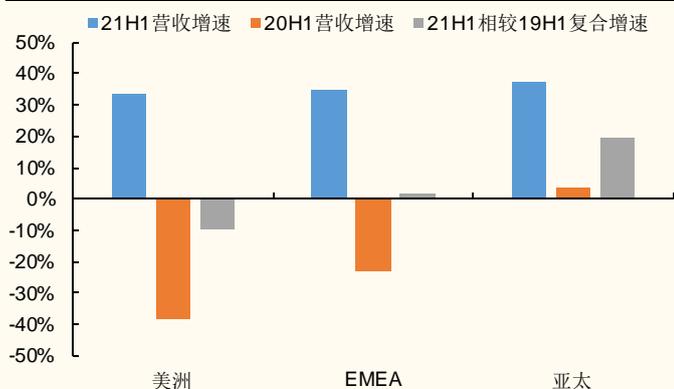


来源: 雅诗兰黛定期报告, 国金证券研究所

3.2 地区: 亚太地区需求旺盛延续增长、1H21 营收同增 37.7%

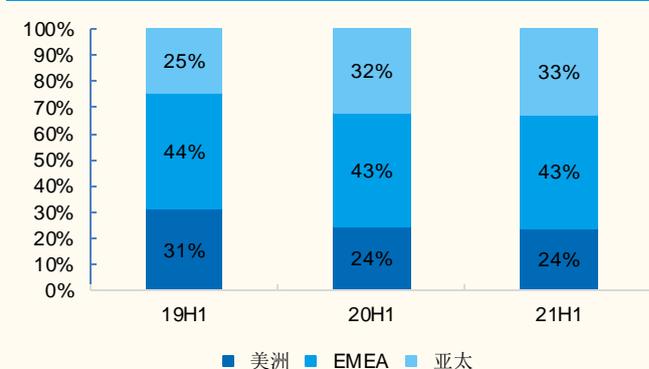
分区域来看, 亚太地区表现较强业绩韧性和高景气度, 1H20 在美洲和 EMEA 营收大幅下滑时, 仍有 3.5% 的同比增速, 1H21 则延续增长势头、同增 37.7%、为三大业务区中最高, 2 年复合增 19.4%, 主要增量来自中国大陆业绩增长和亚洲旅游零售市场 (中国海南、韩国)。1H21 亚太地区营收占比 32.8%, 同比提升 0.6PCT, 较 1H19 提升 8.3PCT。

图表 17: 雅诗兰黛分地区营收增速 (%)



来源: 雅诗兰黛定期报告, 国金证券研究所

图表 18: 雅诗兰黛分地区营收占比 (%)

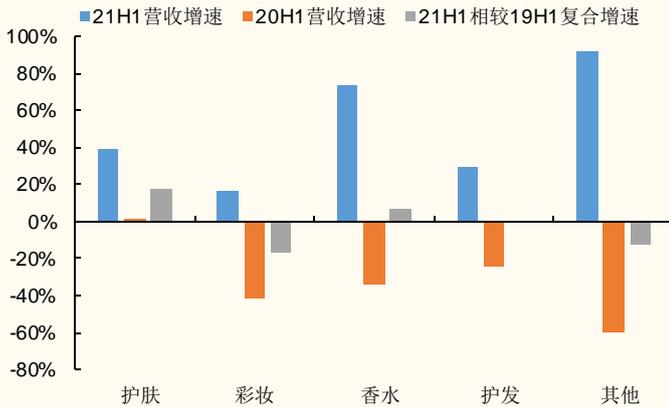


来源: 雅诗兰黛定期报告, 国金证券研究所

3.3 品类: 护肤和香水为增长驱动力, 彩妆需求减少增速放缓

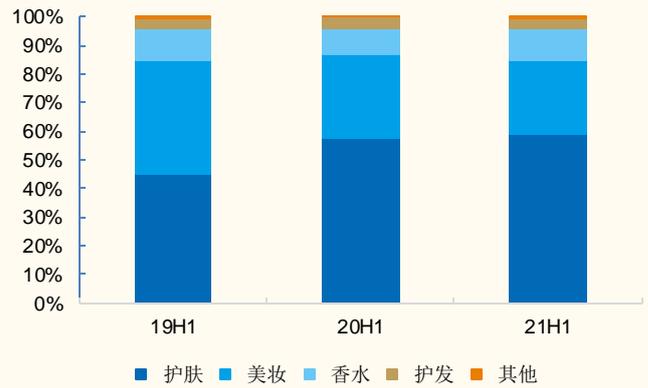
分品类看, 集团护肤业务 1H21 实现营收 46.3 亿美元, 占比最高、达 59.4%。1H20 护肤业务占比小幅微增 0.1%, 1H21 同增 38.8%, 需求旺盛, 表现较好的品牌包括雅诗兰黛、海蓝之谜和倩碧。香水业务 1H21 增速达 73.5%, 较 1H19 实现复合增速 7%, 疫后反弹强劲, 增长来自祖玛珑和 Tom Ford。彩妆品类 1H21 营收增 17%, 与 1H19 比降 17.3%, 需求恢复较慢。

图表 19: 雅诗兰黛分品类营收增速 (%)



来源: 雅诗兰黛定期报告, 国金证券研究所

图表 20: 雅诗兰黛分品类营收占比 (%)



来源: 雅诗兰黛定期报告, 国金证券研究所

3.4 战略: 中国区加强本土化, 加码线上多元渠道及免税渠道

发力中国旅游零售市场。1H21 公司业绩的增长引擎之一来源于中国市场, 目前, 公司旗下品牌已经进入到中国的 145 个城市。在国际旅行大幅减少的背景下, 中国海南成为国内游热门目的地, 免税市场表现出巨大的消费潜力, 公司计划通过加大营销和品牌建设投入、加大促销宣传力度的方式进一步探索海南免税市场。

加大线上营销及品牌推广投入, 深化电商渠道运营。1) 电商零售: 公司积极布局电商渠道, 在 618 天猫大促中, 海蓝之谜在奢侈化妆品中销售额排名第一、祖玛珑在香水领域排名第一; 7 月公司在京东上线了新的品牌。2) 社交平台: 进一步提升品牌在社交软件上的曝光度, 包括 Instagram、微信、抖音、Snapchat (美国的一款可以分享照片或视频的社交软件, 照片或视频可以在发送好友后按照用户事先预定的时间按时自动销毁) 等, 利用社交平台进一步进行品牌宣传。

加快数字化建设, 完善服务体验。公司将借助数字技术, 进一步扩展了线上直播、虚拟试穿以及线上专业的美容顾问等功能, 补充沉浸式娱乐体验, 完善品牌的线上服务平台。

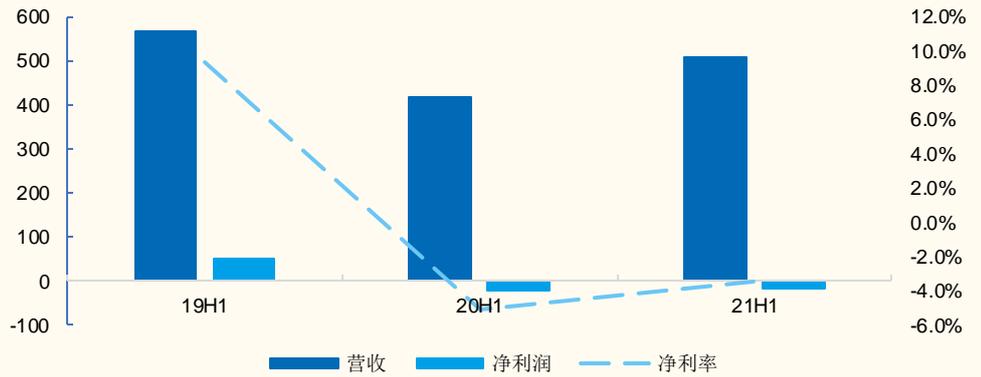
未来继续发力渠道、研发、品牌三方面的建设和整合。1) 渠道布局: 美国地区布局美国科尔士百货公司的丝芙兰和塔吉特百货公司的 Ulta 美妆零售店以及两家美妆零售店的线上商城; 中国区将加强与京东的合作, 上线多品牌旗舰店。2) 技术研发: 上海创新中心预计将于 2021 年下半年投入运营, 深化产品设计、配方研发、消费者洞察方面的研究; 公司在日本投资建设了一家针对先进技术研究新工厂, 目前处于建设期。3) 品牌整合: 公司将逐步淘汰 BECCA 和 RODIN 两个彩妆品牌。

4. 资生堂: 中国市场增长强劲, 高端线贡献主要增量, 盈利能力承压

4.1 概况: 营收双位数增长、营业利润转正, 非经常性损益致业绩净亏损

1H21, 资生堂实现营收 5077 亿日元, 约合 301 亿元人民币, 同增 21.5%, 较 19 年同期降 10%, 集团整体业绩尚未复苏至疫情前水平。1H21 营业利润 230 亿日元, 营业利润率 4.5%, 相较 1H20 的 34.3 亿日元亏损, 净增加 260 亿日元, 但仍远低于 1H19 的 690 亿日元。1H21 归母净亏损 172.8 亿日元, 亏损同比收窄 41 亿日元, 1H21 亏损主要因与杜嘉班纳合同终止带来损失 173 亿日元, 剔除该影响, 归母净利润为 246 亿日元, 净利率 4.8%。

图表 21: 资生堂营收及净利润 (十亿日元, %)



来源: 资生堂定期报告, 国金证券研究所

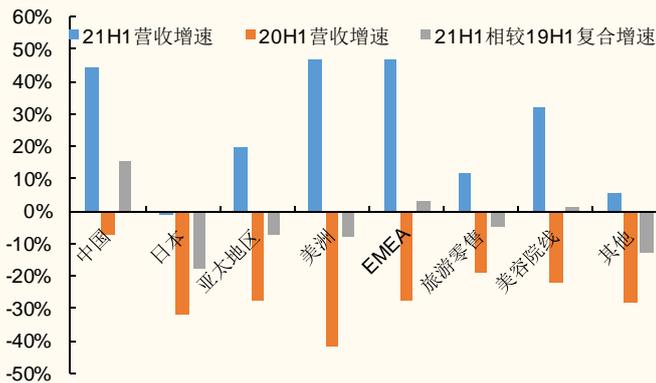
4.2 地区: 中国疫情防控出色、1H21 同增 44%、贡献集团主要增长

中国市场增速领跑, 1Q20 受疫情影响最小、2Q20 营收率先恢复正增长、固定汇率下同增 5.8%。根据资生堂 20 半年报, 二季度中国市场营收增速率先转正, 固定汇率口径下实现 5.8% 同比增长, 同期其他地区业绩仍大幅下滑。中国市场表现亮眼因为线上化程度高、受疫情影响相对较小 (1Q20) 以及中国化妆品行业高景气延续、疫情防控较出色、线下快速复苏 (2Q20)。

1H21 中国市场营收同增 44%, 仅次于美洲和 EMEA (包括中东、非洲、欧洲地区), 1H21 较 1H19 复合增速远高于其他地区、达 16%, 同期日本销售额继续下滑、1H21 同降 1%, 亚太、美洲地区也均未恢复至疫情前水平。旅游零售业务主要包括免税渠道, 在全球旅游市场受损严重的情况下, 1H21 实现 12% 的增长主要来自海南免税市场, 综合来看, 中国市场成资生堂疫后业绩最主要增长引擎。

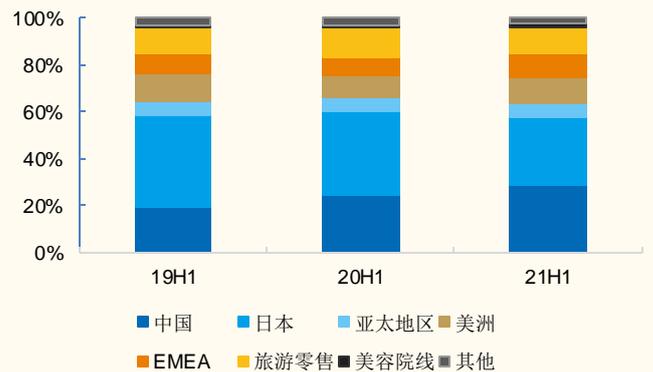
营收占比上, 中国持续增长、1H21 为 28%, 与日本差距持续缩小至 1PCT, 其他地区营收占比变化不大。

图表 22: 资生堂分地区营收增速 (%)



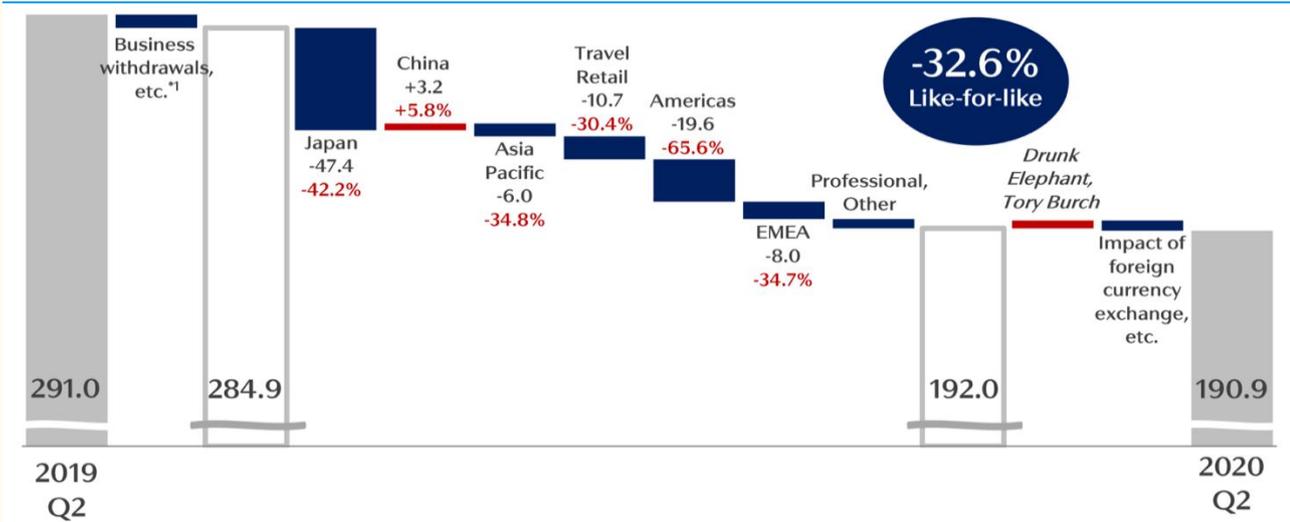
来源: 资生堂定期报告, 国金证券研究所

图表 23: 资生堂分地区营收占比 (%)



来源: 资生堂定期报告, 国金证券研究所

图表 24: 2Q20 资生堂分地区营收同比 (十亿日元, %)



来源: 资生堂定期报告, 国金证券研究所 (注: Like-for-like 为固定汇率口径下的同比增速, 红字为固定汇率假设下同比, 黑字为一般同比增速)

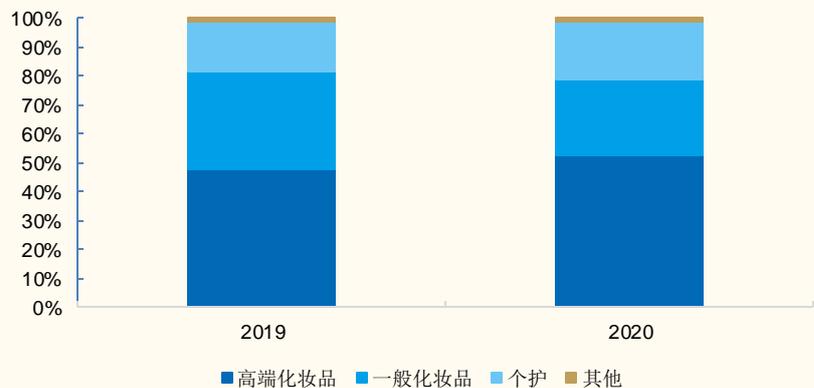
4.3 业务: 高端护肤及高端彩妆支撑中国区业绩增长

根据资生堂 20 年报, 中国市场高端线表现靓丽, 高端/大众分别同增 19%/降 15%, 占比 52.2%/26.2%, 占比提升 4.5PCT/降 7.5PCT。

高端线主要指主品牌资生堂、贵妇级化妆品牌 CPB 以及高端专业性化妆品牌茵芙莎、高端化妆师品牌 Nars 等, 大众品牌主要包括 Za、怡丽丝尔、以及资生堂专为中国本土化策略推出的中端品牌欧珀莱、悠莱和泊美等。

根据资生堂 1H21 业绩公告, 中国市场营收增量主要由高端化妆品牌资生堂和 CPB 的护肤业务贡献, 茵芙莎表现也较亮眼。

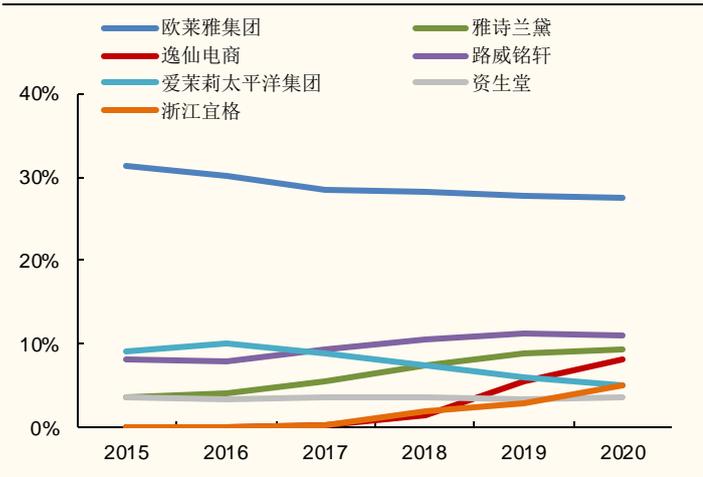
图表 25: 资生堂中国市场分品类营收占比 (%)



来源: 资生堂定期报告, 国金证券研究所

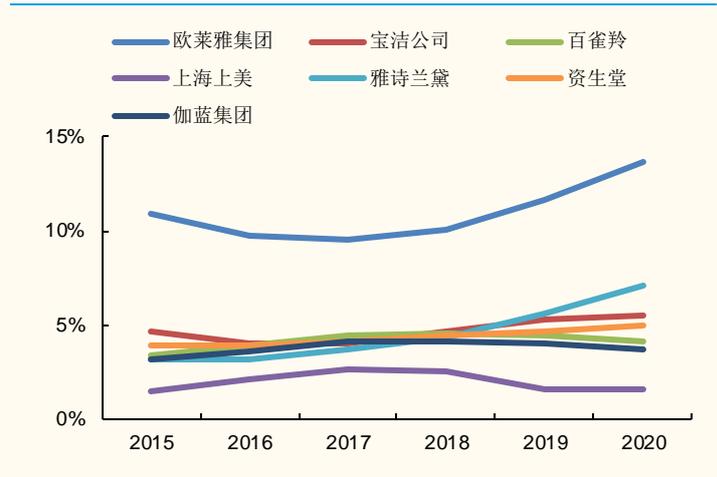
进一步复盘近五年资生堂旗下品牌在中国护肤/彩妆市场的表现, 同样印证高端品牌、护肤品类表现更优的趋势。公司在中国彩妆市场市占率 15-20 年维持在 4% 左右, 主要因为国货彩妆如逸仙电商、浙江宜格 (花西子母公司) 通过差异化定位、高性价比优势抢占市场。护肤市场上资生堂集团市占率稳定小幅增长, 20 年为 5%、位居第四。

图表 26: 中国彩妆行业头部公司市占率 (%)



来源: Euromonitor, 国金证券研究所

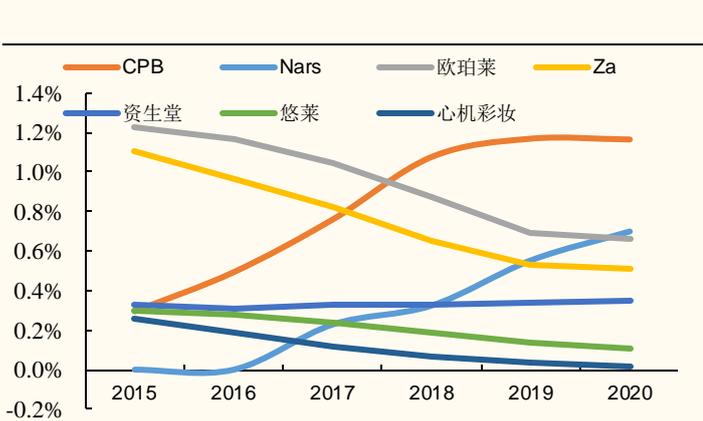
图表 27: 中国护肤品行业头部公司市占率 (%)



来源: Euromonitor, 国金证券研究所

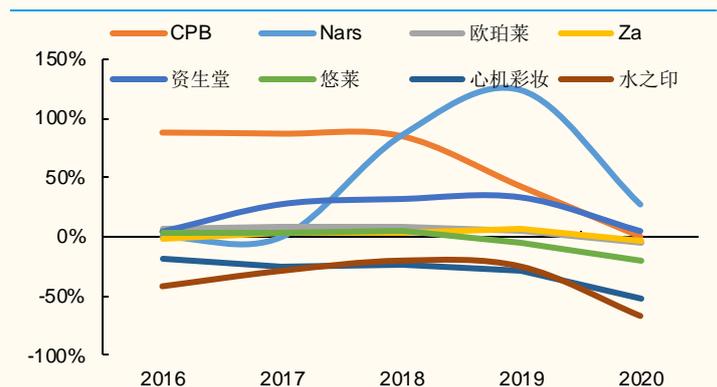
彩妆业务中, 高端线的 CPB、Nars、主品牌资生堂市占率提升, 20 年维持正增长; 中端品牌 Za、心机彩妆及中国市场专供品牌欧珀莱、悠莱表现不佳, 15-20 年市场份额持续减少、20 年销售额下滑明显。

图表 28: 资生堂旗下品牌中国市场彩妆市占率 (%)



来源: Euromonitor, 国金证券研究所 (注: 水之印占比不足 0.01%故不予考虑)

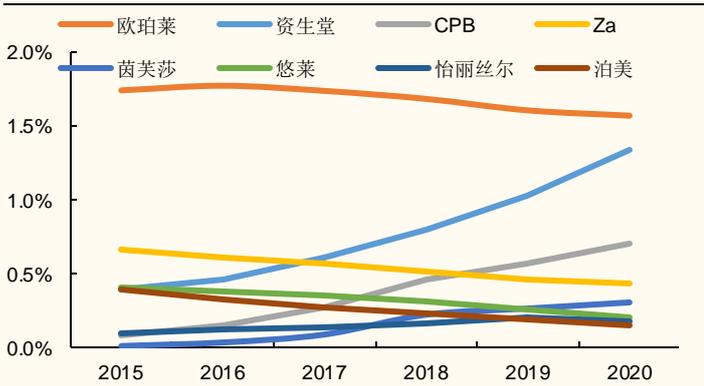
图表 29: 资生堂旗下品牌中国彩妆业零售规模同比 (%)



来源: Euromonitor, 国金证券研究所

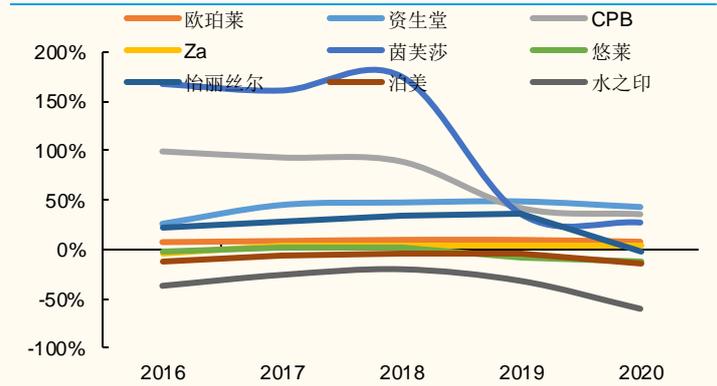
护肤业务方面, 欧珀莱拓展二、三线下沉市场, 市占率在所有旗下品牌中最高, 但增速不高、15-20 年零售规模复合增 8.5%, 悠莱、泊美在低线市场品牌认知度不如传统国货品牌、市占率持续下滑; 资生堂、CPB、茵芙莎则持续拓展市场份额, 15-20 年零售规模复合增速分别达 42%、70%、101%, 更具增长潜力。

图表 30: 资生堂旗下品牌中国市场护肤业务市占率 (%)



来源: Euromonitor, 国金证券研究所 (注: 水之印占比不足 0.01%故不予考虑)

图表 31: 资生堂旗下品牌中国护肤业务营收同比 (%)



来源: Euromonitor, 国金证券研究所

我们认为资生堂公司在中国市场高端护肤、高端彩妆领域能够持续展现优势, 主要在于:

(1) 公司作为日本百年化妆品巨头, 历经日本经济周期检验, 拥有强大品牌力, “日本制造”深得认可;

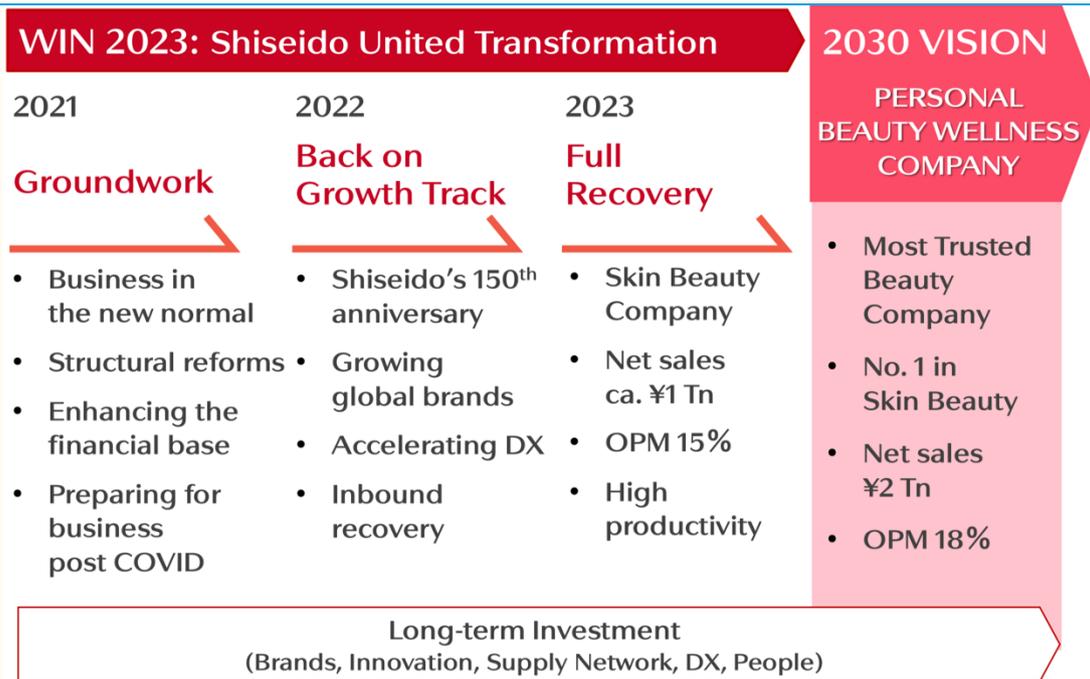
(2) 高端线资生堂、CPB、茵芙莎在国内品牌辨识度强, 为公司代表品牌, 拥有固定粉丝群、壁垒深厚, 而面向大众市场的欧珀莱、悠莱和泊美面临国货激烈市场竞争, 在下沉渠道拓展、消费趋势捕捉、产品开发及品牌培育方面相较传统国货龙头并不具备明显的差异化优势, 难以实现市占率提升;

(3) 大众端彩妆产品妆效倾向同质化, 新锐国产彩妆品牌迭出引领高话题度, 叠加国潮热情和高性价比优势迅速抢占市场, 而公司彩妆产品定位高端, 以细节取胜、享受较高品牌溢价, 持续把握高端彩妆市场。护肤品类考验公司研发及生产实力, 特别是高端护肤门槛高, 当前国货品牌在明星成分研发上仍处探索阶段, 资生堂凭借领先研发实力在高端市场有高认可度。

4.4 战略: 发力中国高端市场, 1H21 促销及营销投放增多拖累中国区营业利润

21 年初公司发布 “WIN 2023 and Beyond” 中长期经营计划, 目标 2023 年实现销售额 1 万亿日元、营业利润率 (OP Margin) 较 2020 年提升 5PCT 至 15%、EBITDA Margin 较 2020 年提升 5+PCT 至 20%+、自由现金流由 20 年的 -1.27 万亿日元增至 23 年的 1 万亿日元; 至 2030 年目标销售额 2 万亿日元、营业利润率 18%。此外, 公司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 32: 资生堂 “WIN 2023 and Beyond” 中长期经营计划

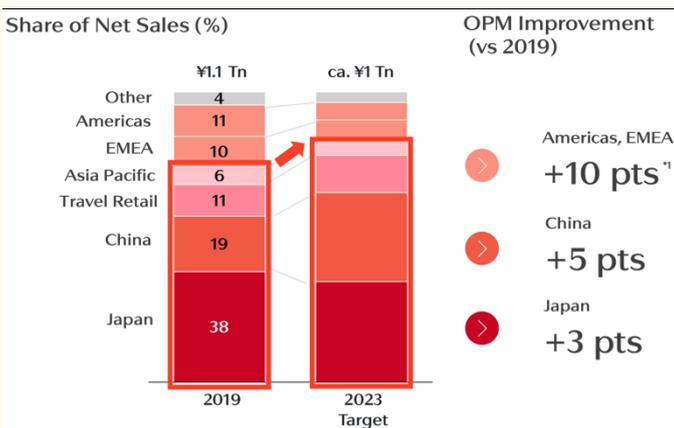


来源: 资生堂定期报告, 国金证券研究所

拆分目标至各地区, 公司仍将中国市场视作主要发展方向, 目标中国市场营收占比要持平或超越日本本土, 同时预期至 2023 年中国市场营业利润率较 19 年的 13.5% 提升 5PCT 至 18.5%。

品牌推广方面, 于 20 年 5 月在日本上线的高端护肤品牌 “BAUM” 计划于 21 年 9 月进驻中国, “BAUM” 在德语中是树木的意思, 品牌提倡与树木共生, 从数百年来生生不息的树木中汲取力量, 帮助消费者灵活适应环境变化; 21 年 3 月在日本上线的高端科技抗衰老品牌 EFFECTIM 玳妍之光则在四月进入中国市场; 此外, 曾定位只在日本银座和机场开设的最高端品牌 The GINZA 也于 20 年 5 月开放日上免税渠道, 并将于今年在上海国金商场开设线下直营店。公司抓住中国高端市场机遇, 加大布局力度, 有望获取更多市场份额。

图表 33: 资生堂计划至 23 年大幅提升中国市场份额



来源: 资生堂定期报告, 国金证券研究所

图表 34: 资生堂中国市场品牌推广计划

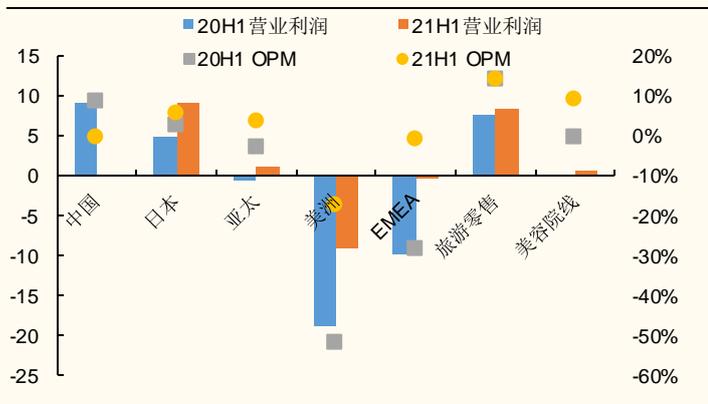


来源: 资生堂定期报告, 国金证券研究所

中国市场渠道布局方面, 公司计划加大电商渠道品牌推广投入, 但当下流量红利消失、营销成本高企、促销力度的加强也对公司中国区业务盈利能力构成一定挑战。1H21 中国市场营收同增 44%, 同时营业利润同降 98%, 仅 86 亿日元, 使中国 OPM (营业利润率) 大幅下滑, 从 1H20 的 9% 降至 1H21 的仅 0.07%、显著低于其他业务地区, 主要由于促销使价格承压、公司加大品牌推广投入。根据公司 23 年发展规划, 亚太地区重点投入在于中国电商市场

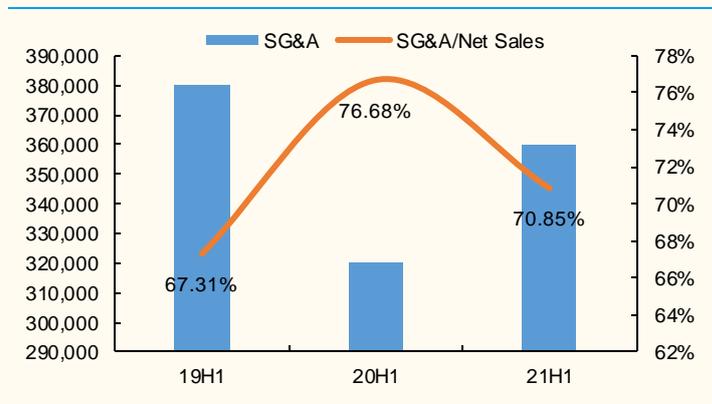
营销和品牌推广，当前中国市场竞争趋于激烈、营销成本不断攀升，未来盈利能力能否修复仍待检验。

图表 35：资生堂分区域营业利润及 OPM（十亿元，%）



来源：资生堂定期报告，国金证券研究所

图表 36：资生堂 SG&A 及其占总营收比（百万日元，%）



来源：资生堂定期报告，国金证券研究所

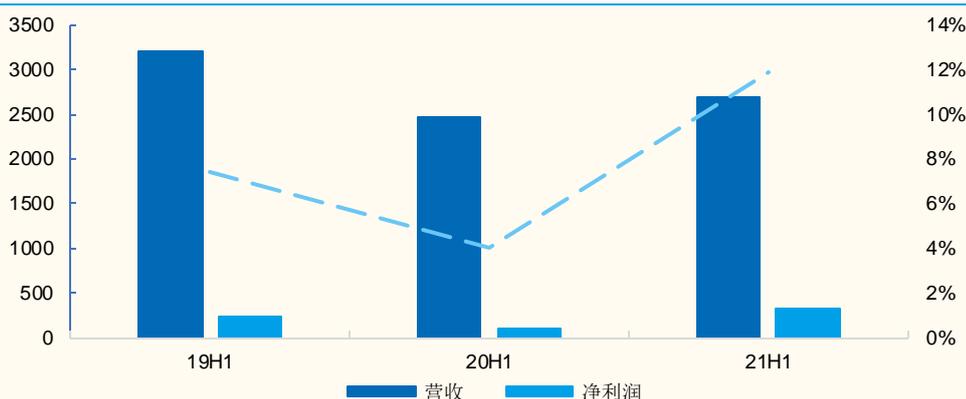
5.爱茉莉太平洋集团：亚太、高端、线上为主要增长引擎，大众化妆品持续负增长

5.1 概况：业绩逐步修复，盈利能力较 20 年有所改善

■ 1H21 营收同增 9%，较 19 年同期仍降 8%

1H21，爱茉莉太平洋集团实现营收 2.7 万亿韩元，约合人民币 149.4 亿元，同增 9.4%，较 19 年同期降 8.46%，集团整体业绩尚未复苏至疫情前水平。1H21 营业利润 3022 亿韩元，相较 1H20 的 1041 亿韩元，净增加 1981 亿韩元，但仍低于 1H19 的 3153 亿韩元，1H21 营业利润率 11.2%。1H21 净利润 3196 亿韩元，同比增 220%，较 19 年同期复合增 16%。

图表 37：爱茉莉太平洋集团营收及净利润（十亿韩元，%）



来源：爱茉莉太平洋集团定期报告，国金证券研究所

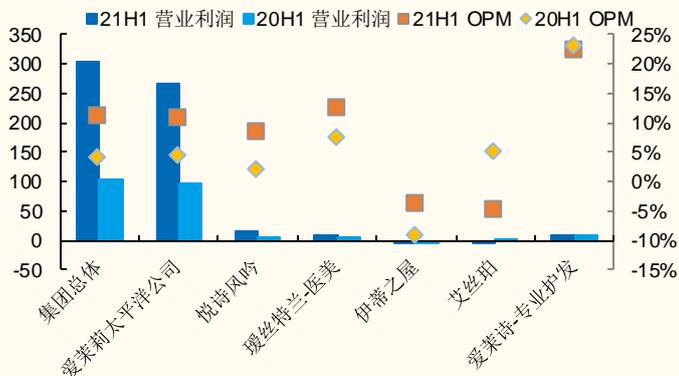
■ 盈利能力整体改善，大众品牌仍有亏损

1H21 集团旗下主要子公司/品牌 OPM 改善，带动集团整体 OPM 同比提升 6PCT 至 11.2%。分品牌看，集团总体营业利润主要由爱茉莉太平洋公司贡献，其他品牌中伊蒂之屋仍为亏损状态，艾丝珀由盈转亏、OPM 降至-4.6%，爱茉诗 OPM 也有小幅下滑。

1H21 费用端压力缓解，集团费用率为 62.2%，较 20 年同期下降 6.1PCT，较 19 年同期下降 1.5PCT。

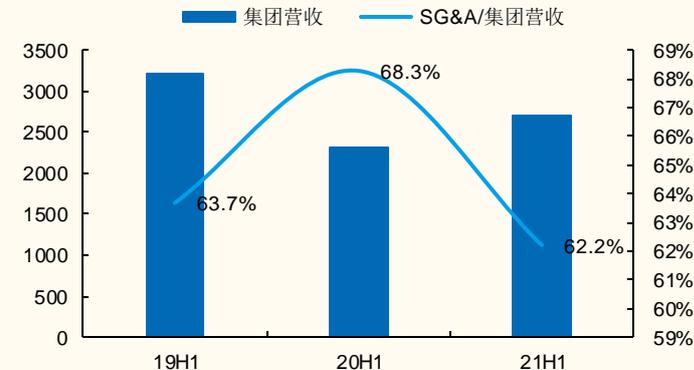
1H21 净利率 11.9%，同比提升 8PCT，较 19 年同期改善 4PCT。

图表 38: 爱茉莉太平洋集团分业务营业利润及 OPM (十亿韩元, %)



来源: 爱茉莉太平洋集团定期报告, 国金证券研究所

图表 39: 爱茉莉太平洋集团营收及 SG&A 占营收比重 (十亿韩元, %)



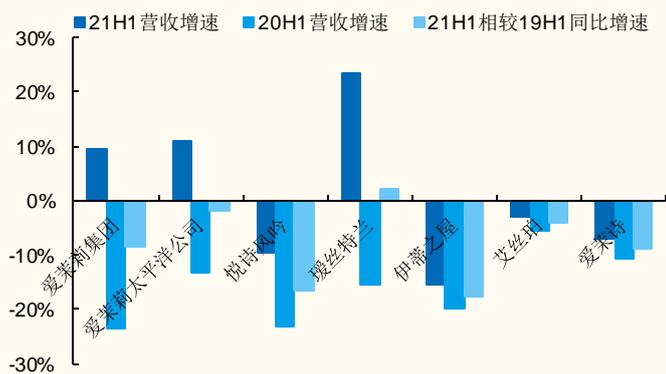
来源: 爱茉莉太平洋集团定期报告, 国金证券研究所

5.2 品牌: 子公司爱茉莉太平洋贡献主要营收、占比提升

从子公司/品牌来看，集团下属爱茉莉太平洋公司，旗下品牌主要包括奢侈品牌雪花秀、高端品牌兰芝、个护品牌美妆仙和吕。此外，集团下还有独立品牌子公司悦诗风吟、瓊丝特兰（主要为医美业务）、伊蒂之屋、艾丝珀（香氛个护品牌）、爱茉诗（专业护发品牌）。

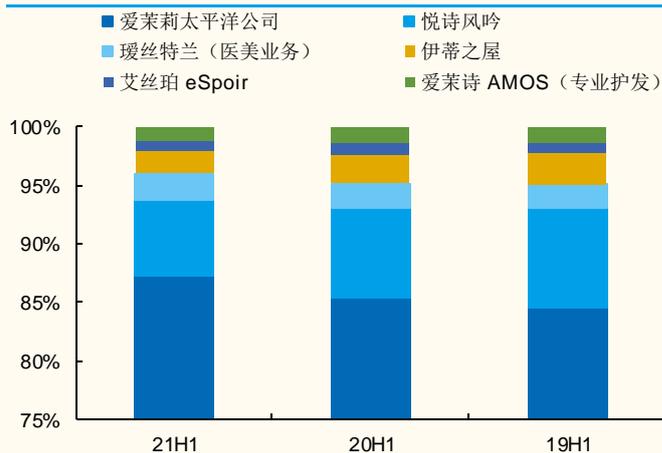
子公司爱茉莉太平洋贡献主要营收，且营收占比持续提升，1H21 实现营收 2.4 万亿韩元，贡献集团营业收入的 90.3%，同比增长 11.1%。大众化妆品品牌悦诗风吟、伊蒂之屋以及香氛个护品牌艾丝珀、护肤品牌爱茉诗营收相较 1H20 继续同比下滑、表现疲软。

图表 40: 爱茉莉太平洋集团旗下子公司及子品牌营收增速 (%)



来源: 爱茉莉太平洋集团定期报告, 国金证券研究所

图表 41: 爱茉莉太平洋集团旗下子公司及子品牌营收占比 (%)



来源: 爱茉莉太平洋集团定期报告, 国金证券研究所

5.3 地区: 亚太地区为主要增长引擎，线上渠道表现亮眼

从各区域营收占比来看，1H21 集团区域营收格局较为稳定，韩国本土营收贡献最大、占比 64%。除韩国外的亚洲市场贡献第二、占比 34.5%，其他地区营收占比合计不超过 3%。

韩国本土市场 1H21 同比增速 9.7%，低于海外地区，线上高端品牌增长靓丽、同增 40%+。21Q2 韩国本土线上营收同增 40%+，旅游零售业务增速转正，占比 34%，线下渠道仍有下滑但降幅收窄；分品类来看，奢侈+高端（雪花秀、兰芝等）线上增速高于大众个护，个护业务（吕+美妆仙）线上有双位数增长，据此推算韩国本土奢侈+高端品牌同增高于 40%，主要得益于营销策略优化和主要电商平台高景气。

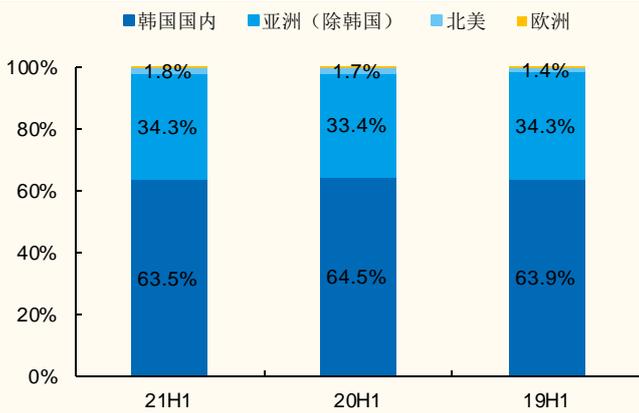
亚洲地区（除韩国外）1H21 同比增长 14.3%，尚未恢复 19 年同期水平。

1) 中国：占亚洲市场营收超 70%，2Q21 同增约 5%，其中高奢及线上渠道高增长。2Q21 中国市场营销以固定汇率计同增约 5%，约 2930 亿韩元，1Q21 中国市场营销约 2942 亿韩元，1H21 共计 5872 亿韩元，约合人民币 32.5 亿元。其中，雪花秀滋盈人参系列产品表现靓丽，带动雪花秀品牌 2Q21 同增 60%+，奢侈品类线上高增长，同增 100%、增速远超线下；悦诗风吟因线下渠道调整，2Q21 中国区同降超 20%。

2) 东南亚：根据公告，亚洲地区增长主要来自集团在东南亚新兴市场的品牌推广，雪花秀收入增速超 60%，兰芝、悦诗风吟实现双位数增长。

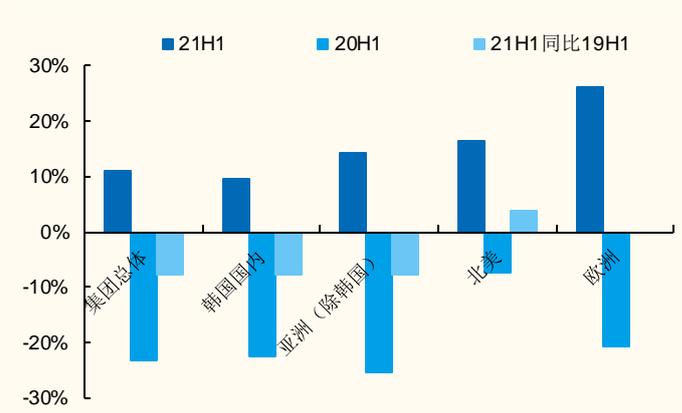
21Q2 欧美市场营收增长环比提速，驱动 1H21 北美地区同增 16.5%、欧洲地区同增 26.2%。欧美地区 21Q2 营收增 10%+，主要系低基数叠加集团海外渠道拓展策略初步落地：悦诗风吟、兰芝、雪花秀等品牌拓展线下丝芙兰连锁渠道、悦诗风吟入驻美国亚马逊、兰芝上线英国本土美妆平台 Cult Beauty。1H21 欧美地区合计营收贡献仅 2.2%，占比较 20 年同期提升 1PCT，虽增速较高但对集团业绩影响仍较小。

图表 42：爱茉莉太平洋集团分地区营收占比 (%)



来源：爱茉莉太平洋集团定期报告，国金证券研究所

图表 43：爱茉莉太平洋集团分地区营收增速 (%)



来源：爱茉莉太平洋集团定期报告，国金证券研究所

6. LVMH：亚太及新兴市场高增，高端品牌加码中国市场

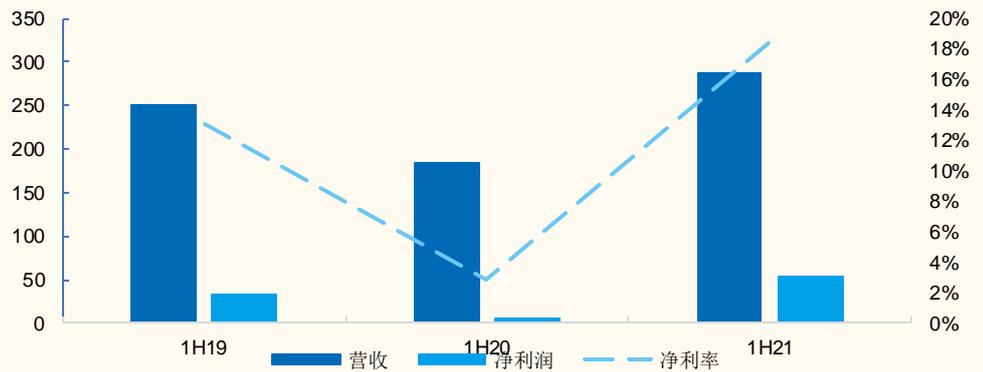
6.1 概况：业绩较快修复，盈利能力提升

■ 营收高增长，1H21 同增 56%

1H21，LVMH 实现总营收 287 亿欧元，同增 56%，较 2019 年同期增 11%，集团整体业绩恢复至疫情前水平。1H21 公司实现经营性利润 76.32 亿欧元，同比 201H19 增长 44%，利润增速显著快于收入增速，逐步走出疫情阴霾下的 LVMH 整体业绩增速呈高速上升趋势。

1H21 集团净利润 52.9 亿欧元，同比增 913%，较 19 年同期复合增 27%。

图表 44: LVMH 集团营收及净利润 (亿欧元, %)



来源: LVMH 集团定期报告, 国金证券研究所

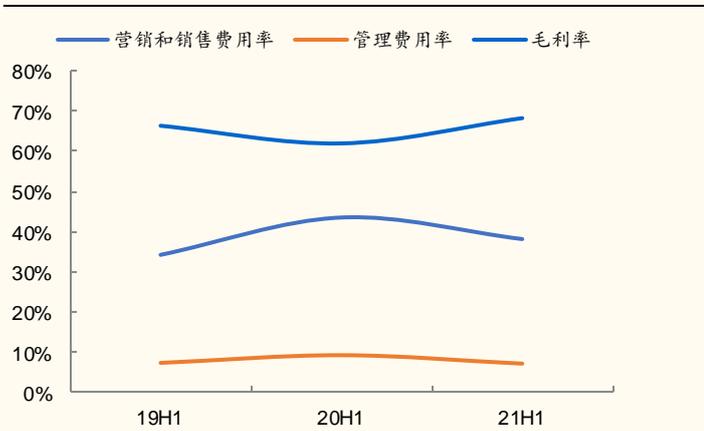
■ 毛利率改善, 费用率有所下滑

毛利率方面, 1H21 毛利率较 20 年同期上升 6.29 PCT 至 68.2%, 主要系收购战略导向下资源整合协同效应逐步显现, 核心品牌 LV、Dior、Fendi、Loewe、Celine 品牌力持续提升带动价值升高, 资源整合协同效应逐步形成成本优势。

费用方面, 公司降本增效, 报告期间减少线下活动, 1H21 营销和销售费用率为 38.1%, 较 20 年同期下降 5.4%; 管理费用率 7.1%, 较 20 年同期下降 2.1PCT、较 19 年同期下降 0.19%。费用端显著改善, 公司盈利能力边际提升。

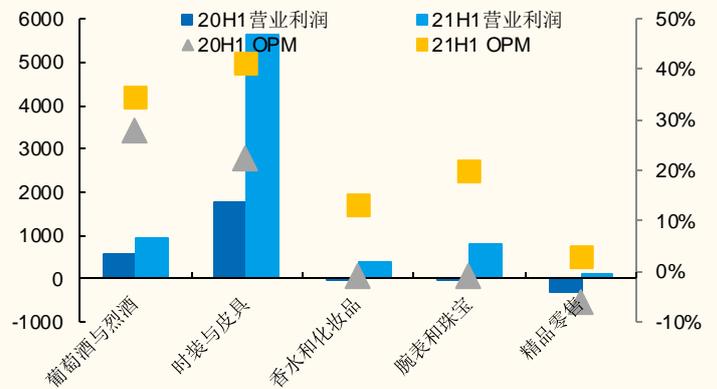
分业务来看, 香水与化妆品业务 OPM 转正, 1H21 为 13%, 但相比腕表珠宝、时装皮具、酒类仍处低位。

图表 45: LVMH 集团毛利率及费用率 (%)



来源: LVMH 定期报告, 国金证券研究所

图表 46: LVMH 分品类营业利润及 OPM (百万欧元, %)



来源: LVMH 定期报告, 国金证券研究所

6.2 地区: 亚太及新兴市场营收高增长, 多地区业绩回暖

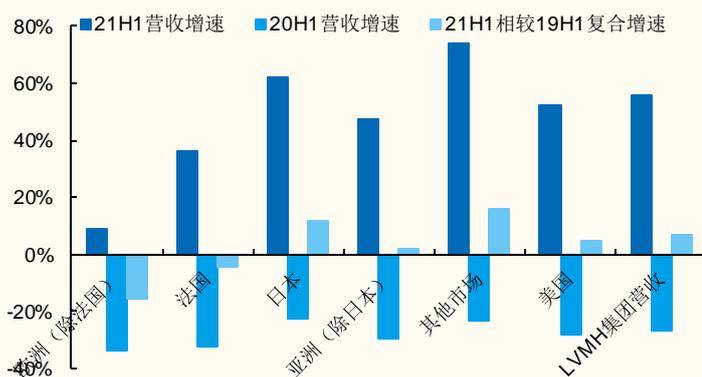
公司营收贡献主要来自欧洲、亚洲及美国等地区/国家。

1) 亚洲地区发展快速, 营收贡献主要来自日本, 日本外其他亚洲区域持续扩张。日本 1H21 营收增速 61.9%, 较 19 年同期实现复合增速 11.9%; 1H21 亚洲地区 (除日本) 营收同增 47.7%, 恢复至疫前水平, 占比 31.9%, 同比提升 0.58PCT。此外, 随着公司不断拓渠道, 区域其他新兴市场营收占比快速提高, 由 1H19 的 32.7% 提升至 1H21 的 38.2%。

2) 美国市场反弹力度大, 以东南亚为代表的其他市场增长强劲。美国 1H21 营收同增 52.4%, 较 19 年同期复合增 4.7%, 业绩反弹力度大。其他市场 (主要为东南亚) 1H21 营收增速 74.2%, 较 19 年同期实现复合增速 15.6%。

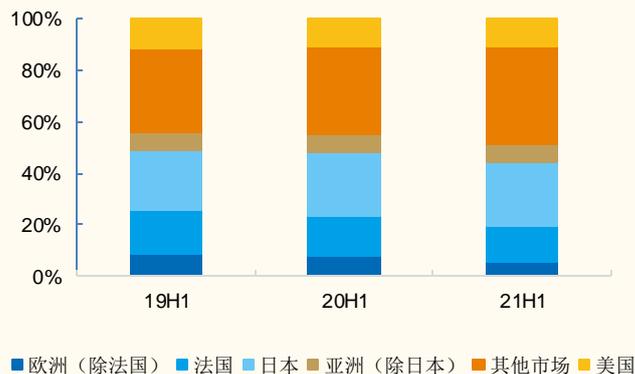
3) 相比于亚洲及美国市场, 欧洲地区则相对增长乏力。传统欧洲市场 (包括法国) 1H21 营收占比较 19 年同期下降 4.36%至 19.26%。其中欧洲 (除法国) 1H21 营收较 20 年同期增长 8.7%, 较 19 年同期下降 15.4%, 疫后反弹趋势并不明显; 法国市场 1H21 营收较 20 年同期业绩显著回暖, 但仍未恢复至 19 年同期水平。

图表 47: LVMH 分地区营收增速 (%)



来源: LVMH 定期报告, 国金证券研究所

图表 48: LVMH 分地区营收占比 (%)



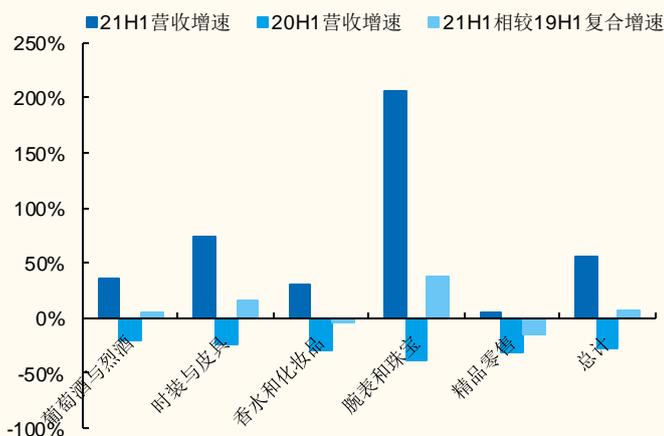
来源: LVMH 定期报告, 国金证券研究所

6.3 业务: 香水与美妆为亚洲业务重点, 高端品牌将继续深耕中国市场

香水及化妆品业务 1H21 实现营收 30.3 亿欧元, 同比增长 31.3%, 营收规模略低于 19 年同期水平。

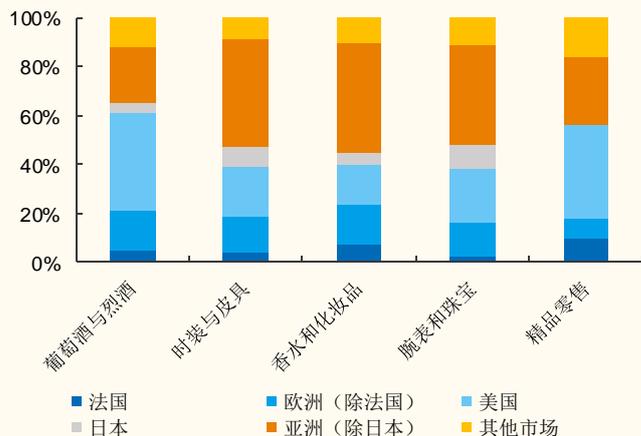
1H21 集团在亚洲地区 (包括日本) 表现靓丽, 营收贡献由 1H19 的 30.28% 增至 1H21 的 31.85%, 占比增加 1.58PCT、营收复合增速达 9.65%。从分区域品类占比看, 亚洲市场为集团香水及化妆品业务的主要市场, 1H21 占比 45%。

图表 49: LVMH 分产品营收增速 (%)



来源: LVMH 定期报告, 国金证券研究所

图表 50: 1H21 LVMH 集团分区域分品类营收占比 (%)



来源: LVMH 定期报告, 国金证券研究所

根据 LVMH 2021 年展望, 公司将进一步实施创新计划和高端市场战略, 并持续深耕中国市场。其中, 娇兰、纪梵希、Fresh 等多个化妆品品牌明确提出了进一步拓展中国市场的计划, 多个品牌计划提升线上营销能力。

图表 51: LVMH 化妆品牌战略计划

品牌	产品计划	渠道计划	计划重点发力区域
Christian Dior 香水	持续创新、进一步开发标志性系列	线上+线下	扩大全球覆盖
娇兰	专注开发核心产品线, 通过创新丰富产品系列	推出新的门店概念、选用更具选择性的分销策略, 展示品牌地位	提高在中国、日本、中东地区及旅游零售业的知名度
纪梵希香水	推出 Bergamotto La Spugnatura 新产品	-	中国、欧洲
Benefit	推出 “There's Real!” 磁铁睫毛膏等创新产品	提升线上销售	-
Fresh	进一步提升精华类产品功效	提升数字化营销与线上销售	中国
Make Up For Ever	进一步创新粉底类产品	-	-

来源: LVMH 定期报告, 国金证券研究所

7. LG 生活健康: 高奢产品系列驱动整体增长

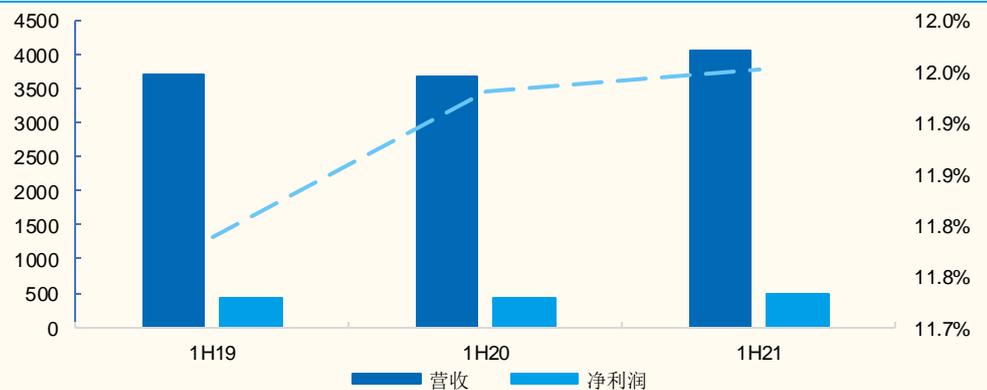
7.1 概况: 营收修复至疫前水平, 费用率小幅提升、盈利能力稳定

■ 疫后业绩增速恢复良好

1H21 LG 生活健康实现营业总收入 4.06 万亿韩元, 约合人民币 224.6 亿元, 同增 10.3%、较 2019 年增 4.6%, 公司整体业绩恢复至疫前水平。1H21 公司实现经营性利润 6600 亿韩元, 同比 1H19 增长 5.41%。

1H21 净利润 4850 亿韩元, 同增 10.5%, 较 19 年同期复合增 5%, 利润增速大于收入增速, 公司疫情后业绩增速恢复良好。

图表 52: LG 生活健康营收及净利润 (十亿韩元, %)

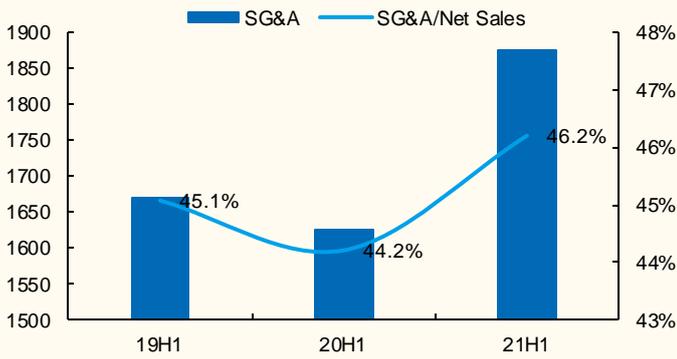


来源: LG 生活健康定期报告, 国金证券研究所

■ 费用率小幅提升, 整体盈利能力稳定

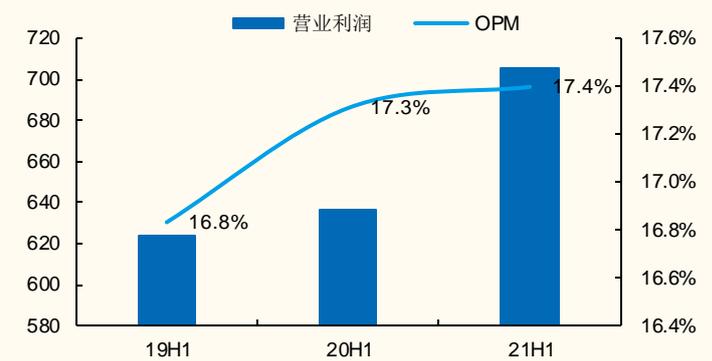
公司整体盈利能力稳中有升稳定, 费用端小幅增长。1H21 公司 SG&A 费用率为 46.2%, 较 20 年同期提升 2PCT。公司整体 OPM 呈上升趋势, 1H21 公司 OPM 为 17.4%, 较 20 年同期提升 0.1PCT, 较 19 年同期提升 0.6PCT。公司高端产品线营收高增, 缓解费用上涨压力, 整体盈利能力较为稳定。

图表 53: 集团 SG&A 及其营收占比 (十亿韩元, %)



来源: LG 生活健康定期报告, 国金证券研究所

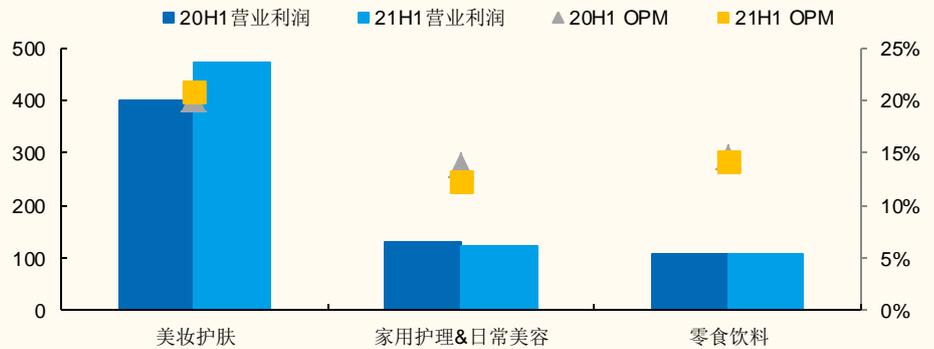
图表 54: LG 生活健康 OPM 情况 (%)



来源: LG 生活健康定期报告, 国金证券研究所

从业务板块盈利能力上看, 公司多板块 OPM 维持稳定。其中美妆护肤板块 OPM 小幅提升, 1H21 营业利润 4730 亿韩元、同增 18.3%, OPM 20.8%、较 20 年同期提升 0.7PCT。疫情缓解后, 公司美妆护肤业绩表现出较强韧性。

图表 55: LG 生活健康分品类营业利润及 OPM (十亿韩元、%)

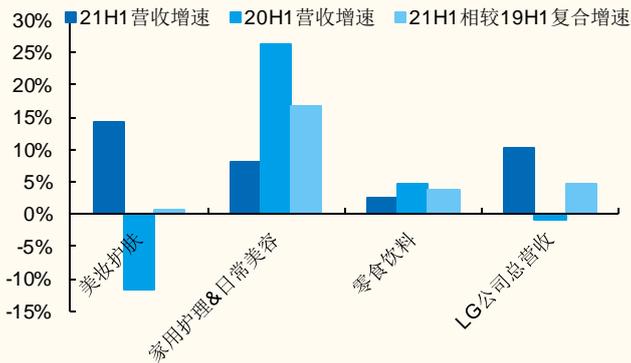


来源: LG 生活健康定期报告, 国金证券研究所

7.2 品类: 美妆护肤带动整体增长, 高基数下 HDB 业务增速放缓

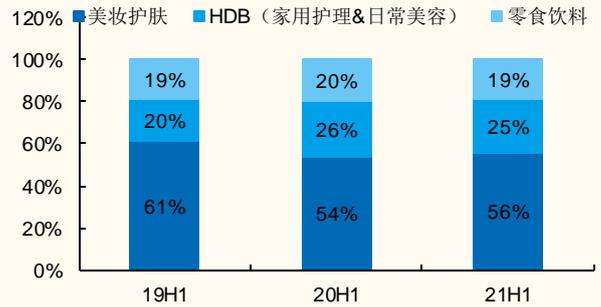
分品类, 美妆护肤业务占比最高, 1H21 占比 56%。美妆护肤业务 1H20 受损严重; 1H21 反弹趋势明显, 1H21 同比增长 14.3%, 较 19 年同期复合增长 0.58%。目前, 美妆护肤业务营收已恢复至疫情前水平, 收入占比 56%, 同比提升 2PCT。HDB 业务(家用护理&日常美容)20 年疫情期间营收高增, 同比增长 26.4%, 1H21 增速放缓至 8%, 营收占比 25%、同降 1PCT。

图表 56: LG 生活健康分品类营收增速 (%)



来源: LG 生活健康定期报告, 国金证券研究所

图表 57: LG 生活健康分品类营收占比 (%)



来源: LG 生活健康定期报告, 国金证券研究所

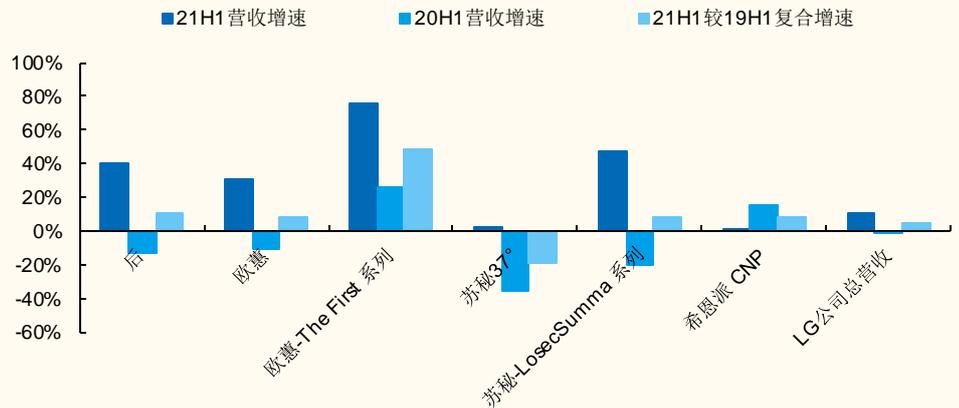
7.3 品牌: 高端品牌旗下奢侈养护系列带动化妆品整体增长

LG 生活健康定期报告显示, 高端护肤系列、海外市场为公司疫情后业绩增长的两大驱动因素。

1H21 公司旗下后、欧蕙两大高端美妆品牌增速领跑, 分别同增 40%、31%。此外, 多品牌旗下的奢侈养护系列产品表现亮眼。欧蕙旗下 The First 系列主打 CHA Biotech 干细胞活性成分, 以“极致养肤”概念激发用户需求; 主打自然发酵成分的苏秘品牌于 2018 年上线 Losec Summa 高端发酵系列, 除天然、温和特性外新增抗皱功效, 满足高端用户的需求。1H21 公司奢侈养护系列增速远超其他品牌, The First 同比增长 76%、Losec Summa 同比增长 48%。

1H21 旗下主要高端品牌后、苏秘、欧蕙等在中国市场“618 大促”中表现亮眼, 在高端护肤市场竞争加剧的背景下, 仍取得稳定增长。

图表 58: LG 生活健康分品牌营收同比增速 (%)



来源: LG 生活健康定期报告, 国金证券研究所

8.科丝美诗: 1H21 中国营收同增近 40%, 彩妆订单需求旺盛

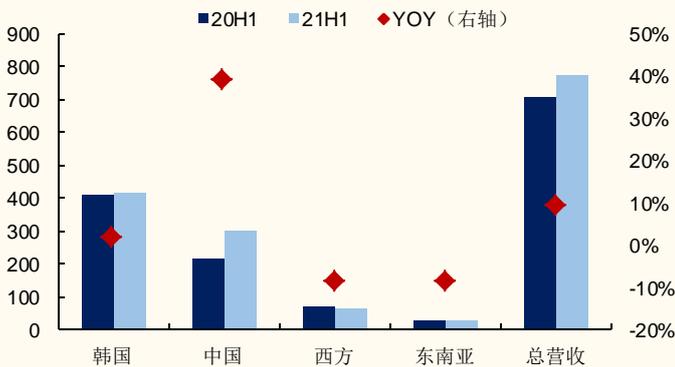
1H21 科丝美诗总营收 7754 亿韩元、同增 10%; 营业利润 672 亿韩元、同增 59%。

分地区来看, 1) 韩国营收贡献超 50%, 占比下滑, 1H21 同增 2%, 主要因 20 上半年韩国国内消毒湿巾业务需求旺盛、营收高基数, 此外 1H21 护肤品类表现相对较好, 带动营业利润率 (OPM) 小幅增长。

2) 中国区业务贡献主要增量, 1H21 同增 39%、占比提升 8PCT 至 39%。主要因为国内彩妆代工订单需求旺盛。科丝美诗在中国拥有上海和广州两大工厂, 其中上海工厂 1H21 营收 2400 亿韩元、同增 49%, 主要增量来自线上销售 (21Q1+187%、21Q2+91%) 和彩妆代工高景气 (21Q1 彩妆上海工厂彩妆业务+149%、21Q2+110%), 此外 20Q1 上海工厂处停工状态带来低基数效应也助推 1H21 高增长; 广州工厂营收 701 亿韩元、同增 20%, 主要增长来自线上销售和前 10 大客户稳健增长, 此外公司和逸仙电商于 2019 年 7 月建立合资公司深化合作, 来自逸仙电商的订单持续贡献营收。

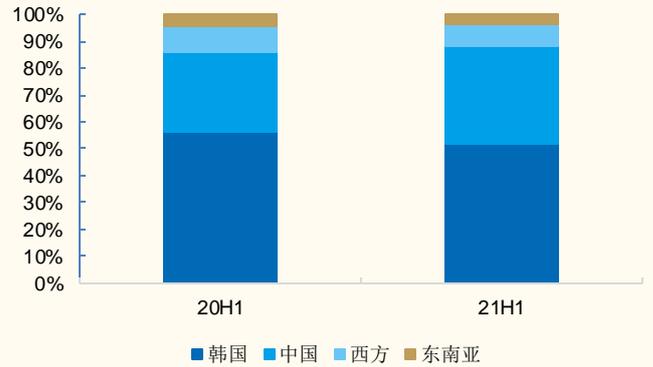
科丝美诗在中国的代工业务主要来自海外品牌在中国的生产需求, 以及本土品牌的彩妆、护肤品代工需求。从欧莱雅、雅诗兰黛等海外龙头中国区 1H21 销售情况看, 高端护肤及香水护发等品类表现亮眼, 彩妆增长不快, 故推测科丝美诗中国区彩妆业务高增长主要由本土彩妆品牌需求拉动。

图表 59: 科丝美诗分区域营收及同比 (十亿韩元, %)



来源: 科丝美诗定期报告, 国金证券研究所

图表 60: 科丝美诗分区域营收占比 (%)



来源: 科丝美诗定期报告, 国金证券研究所

9. 投资建议

9.1 1H21 海外化妆品龙头业绩总结

从海外各化妆品龙头 1H21 业绩表现来看, 美妆行业整体延续景气, 以中国为代表的亚洲市场贡献各龙头集团主要业绩增量。

具体分业务, 海外龙头在中国区表现靓丽主要在于高端化妆品+功效性护肤品、电商+免税等, 未来各集团也将中国区作为战略重点, 加大线上营销、拓展线上渠道 (雅诗兰黛将与京东开展多品牌合作)、重点发展高端领域并引入更多品牌 (资生堂旗下高端品牌 The Ginza、BAUM、EFFECTIM 玟妍之光均计划在今年进驻中国, 爱茉莉在亚太地区坚持线上化、高端化战略, 在中国重点发展高奢品牌雪花秀, LVMH 旗下娇兰、纪梵希、Fresh 等多个品牌提出进一步拓展中国市场计划)。同时将继续加强中国本土化建设 (雅诗兰黛建立创新中心做消费者洞察, 欧莱雅集团把亚太地区分为北亚、将中国设为新的亚太区总部)。

分公司, 资生堂、欧莱雅、雅诗兰黛 1H21 在中国市场表现更佳, 中国区营收分别同增 44%、34%、38% (雅诗兰黛为亚太区营收同比, 主要由中国大陆市场、中国海南及韩国的旅游零售渠道贡献), 营收增速远高于行业平均 (11%)。韩国两大龙头爱茉莉太平洋、LG 生活健康在中国市场表现相对较弱, 主要为旗下大众品牌需求走弱, 高端品牌仍有较好表现。

9.2 投资建议

功效性护肤品兴起, 国内外品牌销售表现靓丽, 充分分享细分赛道红利, 相关标的为贝泰妮、上海家化 (旗下品牌玉泽)、鲁商发展。

大众端领域，海外品牌在下沉渠道拓展、消费趋势捕捉、产品开发及品牌培育方面相较传统国货龙头并不具备明显的差异化优势，本土品牌将继续保持较强的竞争力、实现快速发展。建议关注品牌运作能力强的**珀莱雅**、线上运营能力强的**水羊股份**。

在我国化妆品高端化趋势下，国际大牌加速拓展中国高端市场、竞争愈加激烈，我国高端品牌面临行业竞争加剧，而中高端品牌本土化运作能力强、消费者洞察能力强，具有更高的性价比，在有望分享高端化红利的同时、进一步抢占市场份额，如中医中草药 x 科技革新的中高端品牌佰草集（上海家化旗下）、中高端本土品牌丸美（丸美股份旗下）。

10. 风险提示

营销投放增多影响行业总体盈利。国际品牌发力中国市场、增加线上流量投放，本土品牌亦加码营销。行业总体营销投放增多助推营销成本提升，在产品不提价情况下，将影响行业总体盈利。

品牌竞争加剧、成长不及预期。随着多元电商渠道发展及行业高景气，海外品牌均有意愿切入中国市场，行业竞争将日趋加剧，本土品牌面临挑战。

经济增速下行、终端零售疲软。消费升级及经济增长仍为我国化妆品行业长期增长动能，若未来经济增速下降、终端零售持续疲软，行业长期发展将不及预期。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；非国金证券C3级以上（含C3级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海	北京	深圳
电话: 021-60753903	电话: 010-66216979	电话: 0755-83831378
传真: 021-61038200	传真: 010-66216793	传真: 0755-83830558
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100053	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层	地址: 中国深圳市福田区中心四路 1-1 号 嘉里建设广场 T3-2402