

海外化妆品企业运营观察

国际美妆集团表现分化，产品渠道双发力夯实龙头壁垒

超配

◆ 行业研究 · 行业快评

◆ 美容护理

◆ 投资评级：超配（维持评级）

证券分析师： 张峻豪 021-60933168 zhangjh@guosen.com.cn
联系人： 柳旭 0755-81981311 liuxu1@guosen.com.cn

执证编码：S0980517070001

事项：

欧莱雅、雅诗兰黛、资生堂等国际知名美妆集团 2022Q2 财报均已陆续发布，各集团业绩表现出现分化。欧莱雅上半年销售额达 183.6 亿欧元，同比+13.5%，营业利润增长 25.3%；雅诗兰黛集团 2022 财年实现营业收入 177.37 亿美元，同比+9%，财年最新季度销售额 35.61 亿美元，同比-10%；资生堂集团 H1 销售额为 4934 亿日元，同比-0.4%；爱茉莉太平洋集团 H1 收入 2.3 万亿韩元，同比-14.9%，净利润下滑 66.8%。

国信零售观点：今年上半年国际美妆集团业绩表现分化明显：欧莱雅上半年营收创十年新高，宝洁、联合利华实现稳定增长，雅诗兰黛和资生堂盈利能力有所承压，爱茉莉太平洋集团和 LG 生活健康则营收利润双下滑。2022 年上半年受到疫情反复、供应链短缺、原料涨价等多重因素影响，国际品牌同样在经营过程中遭遇了一定的挑战。但整体来看，具备跨区域、全品类、多品牌集团化运营能力的头部集团仍展现了较强的经营韧性。具体来看，1) 多品牌布局能力成为关键：众多国际品牌入华多年，单一品牌的收入基数已经较高，存在用户客群覆盖的天花板，降价促销效果也已经相对有限，需要通过新产品以及新品牌带来增量，才能保证持续成长能力；2) 功效护肤仍是产品端布局重点：当前行业已步入功效护肤时代，具备明确功效定位，且拥有差异化成分布局的品牌在需求驱动下表现优异，如欧莱雅活性化妆品部门一直保持最高增速，22H1 达 20.9%；3) 渠道端：线上电商渠道仍是众多品牌的主要业绩增长贡献来源，且在目前流量去中心化及成本提高背景下，也对企业线上多元化渠道能力提出了更高的要求。

上述国际品牌的发展经验，也同样对国产品牌具有借鉴意义：我们认为，产品端：国内美妆企业可通过提升自身的研发实力，对原料、工艺等进行创新研发，加强对已有产品的更新迭代，通过对产品本身功效的强化来加强消费者粘性。渠道端：本土企业近年来也在平衡渠道的多元布局，不断提升多平台运营能力，从而实现品牌效能的提升。品牌端：积极根据消费者需求变化，做动态品牌矩阵的调整，推出全新系列产品和新品牌布局潜力细分赛道，抢占市场份额，实现集团化的持续迭代成长。

而目前实际情况来看，在上半年国内消费环境承压背景下，具备较强品牌力，并且在产品升级，渠道拓展以及多品牌布局中积极发力的国内美妆龙头公司，取得了远好于行业水平的成长，并引领着国货崛起的大趋势。继续重点推荐国产头部美妆品牌：贝泰妮、珀莱雅、华熙生物、水羊股份等。

评论：

◆ 全球美妆集团发布财报，业绩出现较大分化

近期全球各大美妆集团均发布了 2022 上半年财报，受主要市场的疫情反复、供应链短缺、原料涨价等多重因素影响，不同集团表现出现分化。其中欧莱雅集团上半年营收同比增长 13.5%，四大事业部均实现明显增长。而雅诗兰黛最新的四季度财年营收下滑 10%；资生堂第二季度销售额则下滑 0.7%；此外，第二季度韩系美妆也表现不佳，爱茉莉太平洋集团 Q2 收入下滑 21.3%，LG 生活健康 Q2 收入下滑 7.9%。由于今年中国地区疫情反复，导致各大集团的中国区业务均有所受到影响，并对整体集团业绩带来负面影响。

表1：海外化妆品龙头公司最新业绩表现情况

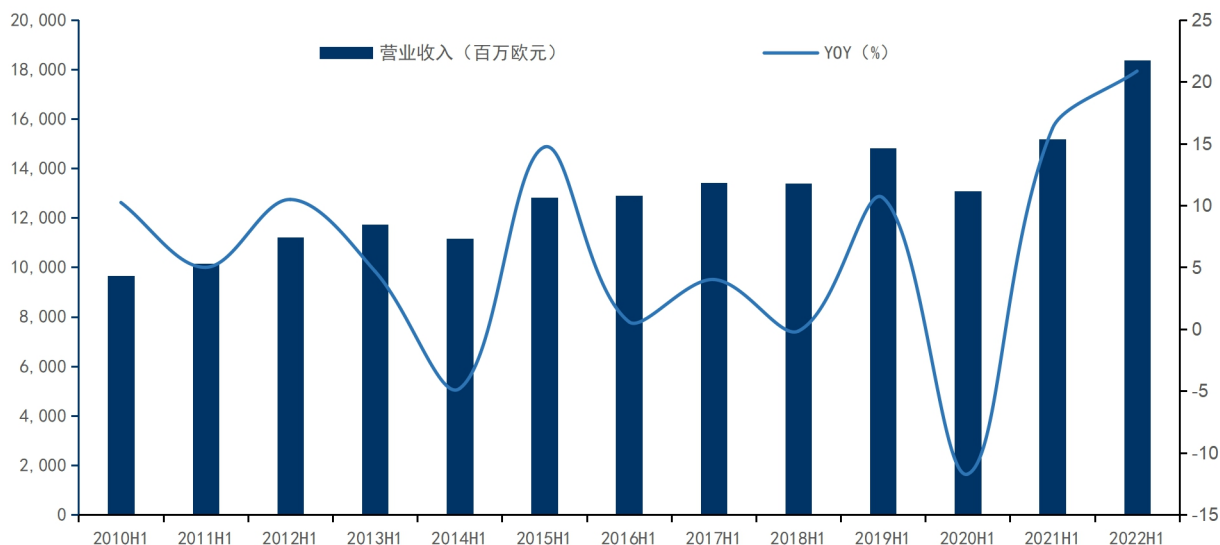
公司	时间	全部地区 销售收入	利润情况	中国或相关区域收入及业绩表现情况	美妆相关表现情况说明
欧莱雅	2022H1	H1 销售额 183.6 亿欧元, 同比+13.5%; Q2 销售额 93.05 亿欧元, 同比+13.4%。	H1 营业利润增长 25.3%至 37.455 亿欧元, 占销售额的 20.4%。	北亚成为第一大市场, 同比增长 10.5%; 中国市场在 6 月份实现了两位数的增长, 所有事业部也均在第二季度占据了更多市场份额, 其高档化妆品部的市场份额达到了历史新高。	H1 所有事业部均实现增长, 其中, 高档化妆品部同比增长 16.4%至 68.71 亿欧元; 活性健康化妆品部同比增长 20.9%至 25.36 亿欧元; 大众化妆品部得益于新品推出同比增长 8.0%至 67.94 亿欧元; 专业美发产品部依靠卡诗和 Serie Expert 增长了 14.3%至 21.6 亿欧元。
雅诗兰黛	2022 财年及第四财季报 (2022 年 4-6 月)	2022 财年销售额 177.37 亿美元, 同比+9%; Q4 销售额 35.61 亿美元, 同比-10%	归母净利润 23.90 亿美元, 同比-17%, Q4 归母净利润 0.52 亿美元, 同比-95%	亚太地区销售额 54.37 亿美元, 同比-1%, 受到今年上半年疫情的影响, 实体店净销售额下降, 抵消了线上强劲的两位数增长。但在双 11 和 618, 雅诗兰黛品牌在天猫和京东美妆旗舰店均排名第一。	皮肤护理销售额高达 98.86 亿美元, 同比+4%, 主要贡献来自于 La Mer、Clinique 和 Bobbi Brown; 化妆品同比高增 11%达 46.67 亿美元, 受益于 M·A·C 和雅诗兰黛的增长。
资生堂	2022H1	H1 销售额为 4934 亿日元, 同比-0.4%; Q2 实现 2594 亿日元, 同比+0.4%	H1 核心营业利润为 175 亿日元, 同比-23.9%; Q2 核心营业利润为 132 亿日元, 同比-5.1%	中国地区上半年销售额为 1157.39 亿日元, 同比下跌了 19.7%, 亏损 19.87 亿日元, 但仍是资生堂集团第一大市场。得益于战略投资的扩大以及 618 促销等, 其销售额在天猫渠道增长了 9%, Q2 净利润更是为 8.41 亿日元, 扭亏为盈。	CPB、NARS、香氛产品销售额分别上涨了 6%、26%和 15%, IPSA、怡丽丝尔、资生堂品牌、Anessa 分别下降了 14%、13%、5%和 6%。NARS 成为了上半年品牌市场的最大赢家, 实现了全球总体的最大增幅。
宝洁	2022 财年及第四财季报 (2022 年 4-6 月)	2022 财年 802 亿美元, 同比+ 5%; Q4 销售额为 195 亿美元, 同比+3%	归母净利润为 147.4 亿美元, 同比增长 3%; Q4 归母净利润 30.5 亿美元, 同比增长 5%	大中华区在美尚、男士理容、健康护理部门均受疫情影响, 尤其超高端品牌 SK-II 销售下滑。	美容产品销售额达 147 亿美元, 同比增长 2%, 有机销售额与去年同期持平。由于价格上涨, 护发产品增长了较低的个位数, 但与中国疫情和俄罗斯业务减少抵消。超高端品牌 SK-II 的销量下降使得皮肤和个人护理下降至低个位数, 但被新产品带来的价格上涨和销量增长抵消。
爱茉莉太平洋集团	2022H1	H1 收入 2.3 万亿韩元, 同比-14.9%; Q2 收入 1.03 万亿韩元, 同比-21.3%。	H1 净利润下滑 66.8%, Q2 净亏损 260 亿韩元	海外销售亚洲地区同比减少 39%, 中国收入减少超 50%, 主要由于疫情反复叠加 Q2 上海封锁导致免税销售大幅下滑。	集团收入主要来自于子公司爱茉莉太平洋, H1 占比高达 92.2%, Q2 爱茉莉太平洋总销售额同比下滑 19.6%。在韩国本土, 高端品牌雪花秀和赫拉推出口服产品来维持销售增长, 伊蒂之屋的新品防晒和艾丝珀的彩妆新品助力品牌扭亏为盈, 但悦诗风吟、兰芝均旅游零售渠道收入大幅下滑。
LVMH 集团	2022H1	H1 收入 367 亿欧元, 同比+28%; Q2 收入 187 亿欧元, 同比+27%	净利润为 65.32 亿欧元, 同比+23%。	亚太地区 (除日本) 门店数共 1756 家, 对收入贡献 32%, 同比减少 6 个百分点。	所有业务均实现了双位数的增长, 香水和化妆品业绩稳定同比增长 20% (报表数据)。丝芙兰业绩强势反弹, 相比 19 年增长两位数。
LG 生活健康	2022Q2	Q2 总销售额为 1.863 万亿韩元, 同比-7.9%	Q2 营业利润为 2170 亿韩元, 同比-35.5%。	由于国内疫情反复, 集团 Q2 的中国业务受到影响影响, 但 Whoo 在 618 实现了兴趣电商平台销售额第一, 环比增长 36%。	中国疫情导致消费低迷, 乌克兰局势的持续让原材料价格上涨, 使得整体收入利润受到影响, 但销售和利润环比分别提高了 13.2%和 23.4%, 主要得益于化妆品业务的改善, 新品不断推出, 如 Dr. Groot 和 Bellman 更新产品提高功效, Figgigel 推出了以冬季为主的冷疗产品和防晒产品等。
联合利华	2022H1	H1 收入 296 亿欧元, 同比+14.9%; Q2 达 158 亿欧元, 同比+17.5%。	UOP 为 50 亿欧元, 同比+ 4.1%; UOM 下降 180bp 至 17.0%。	中国地区由于疫情原因, 年初良好发展态势受到影响, 二季度食品和美容个护部门销售增速下降低个位数。	美容和个人护理 USG 7.5%, 价格带动 9.0%, 销量带动 1.3%。得益于技术创新, 除臭剂实现了两位数的增长。但由于去年高基数, 护肤品增长低个位数, 印度旁氏的强劲增长部分被中国的下滑所抵消。Dove 在北美获得了强劲的定价和持平的销量, 皮肤清洁恢复了增长。

资料来源：各集团财报，国信证券经济研究所整理

◆ 欧莱雅集团业绩：22H1 年销售额同比 13.5%，四大事业部均实现显著增长

截至 2022 年 6 月 30 日，欧莱雅销售额为 183.66 亿欧元（Q2 销售额为 93.05 亿欧元），同比增长 13.5%，按固定汇率计算，增长 13.9%。营业利润为 37.45 亿欧元，同比增长 25.3%，营业利润率为 20.4%，增加了 70 个基点。今年上半年销售额再创 10 年新高。而在业绩增速上，今年表现也仅次于去年上半年的 20.7% 和 2015 年的 14.7%。

图1：欧莱雅集团 2010 年至今上半年营收情况



资料来源：彭博，国信证券经济研究所整理

➤ 分部门：各部门均取得正增长，其中活性化妆品增长最为迅速

分部门来看，上半年欧莱雅集团四大事业部均实现增长，其中活性健康化妆品部依旧是增长最为迅速的部门，同比增长 20.9%；高档化妆品部同比增长 16.4%，继续维持集团第一大事业部的地位；专业美发产品部在 6 月底取得强劲增长，同比增长 14.3%；大众化妆品部得益于新品的不断推出上半年实现了稳步增长，同比增长 8.0%。具体来看：

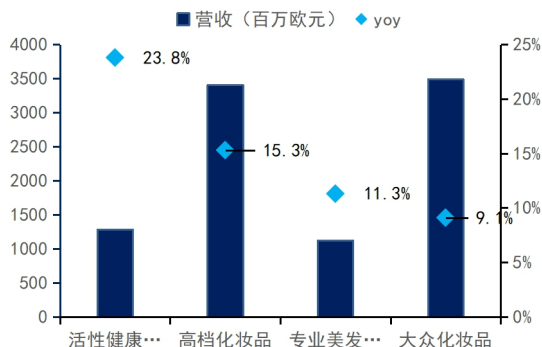
活性健康化妆品部：同比增长 20.9%且在所有地区都实现了两位数的增长，主要在于加强与医疗保健专业人士的合作伙伴关系，使得部门增长速度远快于皮肤化妆品市场。其中 CeraVe（适乐肤）品牌仍然是增长最快的品牌，在北美市场表现出色，同时不断布局国际市场；理肤泉依靠 UVMune400 防晒技术的应用增长强劲，成为增长的主要贡献者；修丽可在第二季度的加速发展主要得益于 AGE 抗皱霜口碑优异，销量大增；薇姿也从护肤、防晒以及洗护等多方面发力呈现两位数的增长。

高档化妆品部：同比增长 16.4%领跑全球奢侈品美容市场。护肤品方面，兰蔻和赫莲娜以及新收购的品牌 Takami 和 Youth to The People 推动销量的增长；香水业务大幅增加了 35%，全球主流品牌的热门产品成为主要贡献对象，如 YSL 的 Libre 和 Valentino 的 Born in Roma 等；彩妆市场依靠兰蔻、圣罗兰、植村秀、Urban Decay 等强劲增长激发市场活力。

专业美发产品部：同比增长 14.3%，受益于全渠道战略、线下沙龙销售的复苏、分销商 SalonCentric 在美国的出色表现以及电商的快速发展，产品在所有地区均实现了增长，卡诗和 Serie Expert 的优异表现叠加在发色方面的创新推出使得欧莱雅在竞争激烈的护发市场脱颖而出。

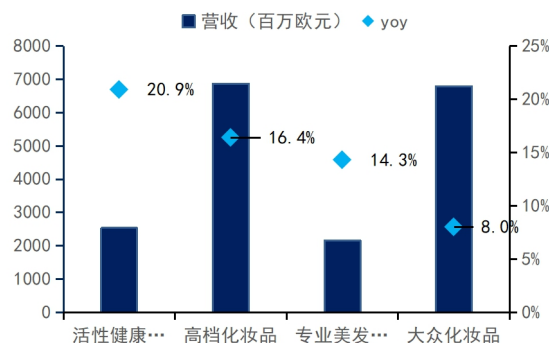
大众化妆品部：同比增长 8.0%，其中第二季度增长 9.1%，旗下主要品牌不断地创新是部门源源不断发展的主要内生动力。新品如巴黎欧莱雅的 True Match 精华液和纽约美宝莲的 Vinyl Ink 口红等均取得不错的成绩，卡尼尔的维生素 C 亮肤精华液和胶束水也在护肤领域大放光彩。

图2：欧莱雅集团 2022Q2 销售额分部门情况



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图3：欧莱雅集团 2022H1 销售额分部门情况

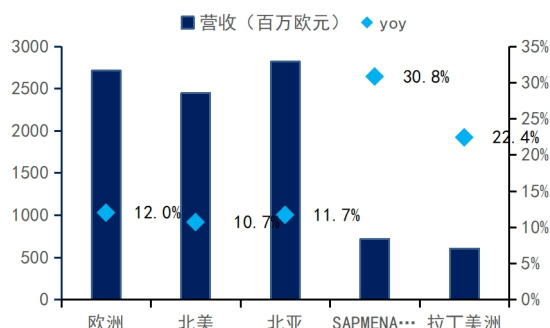


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

分地区：北亚成为欧莱雅集团全球最大市场，同比增长 10.5%

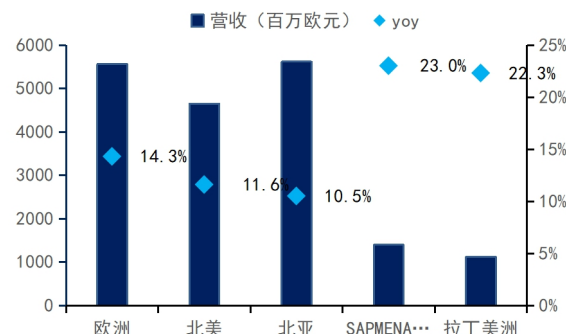
北亚市场份额已占 30.6%，成为欧莱雅第一大市场，中国市场继续发挥重要作用。今年上半年，欧莱雅在欧洲、北美、北亚、SAPMENA - SSA、拉丁美洲这全球五大区域均实现了两位数增长。随着疫情缓解，公共卫生限令逐渐解除，欧洲美容市场重新激发活力，同比增长 14.3%，目前已超过 2019 年同期水平；北美市场得益于线上线下销售的双重复苏，同比增长 10.5%；北亚纵然受到疫情影响，但也取得了同比增长 10.5% 的好成绩，成为欧莱雅集团全球最大市场；拉丁美洲和 SAPMENA - SSA 依旧发展强劲，同比分别增长 22.3% 和 23%。

图4：欧莱雅集团 2022Q2 销售额分地区情况



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图5：欧莱雅集团 2022H1 销售额分地区情况



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

中国市场：实现双位数增长，在战略上仍处于集团的中心位置

虽然二季度以来中国地区受疫情影响，但公司依靠强大的供应基础设施和电商渠道前期布局优势，在疫情缓和后的 6 月份已经实现了两位数的复苏增长，尤其高档化妆品部的市场份额达到了历史新高。欧莱雅集团 1997 年正式进入中国，已在中国拥有 31 个品牌、两座工厂、约 20 个分销中心和超 1 万名员工，据欧莱雅北亚区总裁兼中国首席执行官费博瑞公开表示，“中国必将成为欧莱雅集团最大的市场。”

在疫情期间相对其他国际品牌，欧莱雅的相对优异表现离不开前期的电商渠道布局优势。在过去的几年时间内，欧莱雅中国建立了官网、淘系、京东电商为主的 DTC 模式 (Direct-to-Consumer)，通过一手数据充分洞察消费者需求并迅速调整营销计划，因此今年其在电商运营方面的优势继续扩大。今年 618 期间，欧莱雅旗下六大品牌进入了各细分品类销售排行榜前 12 名，巴黎欧莱雅、卡诗、3CE 分别在护肤、护发、彩妆领域销量排名第一。此外，欧莱雅是最早探索直播带货模式的企业之一，公司积极拥抱新兴社交媒体，

618 期间，在兴趣电商平台中，旗下各大品牌均销售颇佳，巴黎欧莱雅更是名列前茅。

此外在集团战略上，欧莱雅也将中国市场放置于重要地位，通过多方位布局推动中国美妆市场快速发展。发布“HUGE 美好计划”新战略、举办 BIG BANG 美妆科技创造营、成立欧莱雅集团北亚区总部、投建全球首家自建智能运营中心，今年 3 月欧莱雅中国举行“共同进化，生生不息——25 周年发展战略年度线上沟通会”，5 月欧莱雅中国与东方美谷签约成立上海美次方投资有限公司，成为欧莱雅在中国的首家投资公司。集团通过不断开展行动来巩固中国市场的重要战略地位。

图6：618 大促期间欧莱雅位居美容护肤排行榜榜首



资料来源：星图数据、国信证券经济研究所整理

图7：欧莱雅中国 25 周年发展战略年度线上沟通会

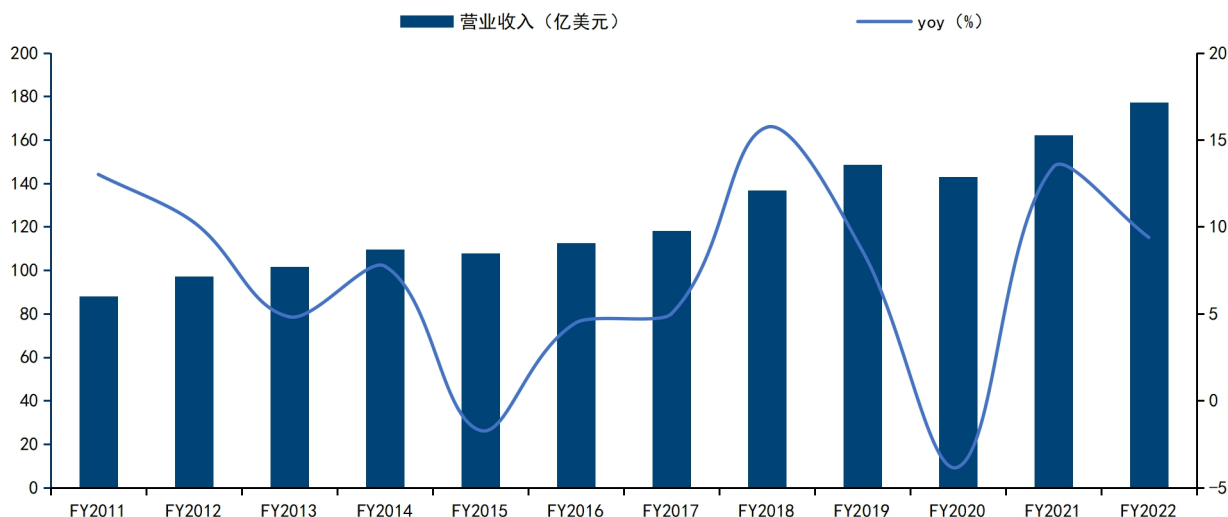


资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

◆ 雅诗兰黛集团业绩：营收端保持稳健增长，亚太市场受国内疫情有所拖累

截至 2022 年 6 月 30 日的财年雅诗兰黛总销售额为 177.4 亿美元，同比增长 9%，有机增长 8%；毛利率由 76.4% 下降至 75.7%，减少 0.7pct，归母净利润为 23.9 亿美元，同比下滑 16.72%。Q4 销售额 35.61 亿美元，同比-10%，归母净利润为 5200 万美元，大幅下滑 95%。

图8：雅诗兰黛集团近十年营收情况



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

➤ 分品类：四大产品线均取得增长，香水品类暴涨 30%

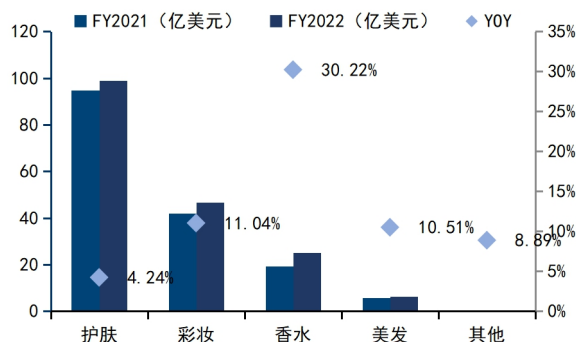
护肤：2022 财年销售额为 98.86 亿美元，同比增加 4.24%，仍为雅诗兰黛集团第一大收入来源，占公司总收入的 55.72%，其中 Q4 收入 18.83 亿美元，同比下降 21%。**品牌方面，海蓝之谜、倩碧和芭比波朗均取得了两位数的增长**，然而雅诗兰黛主品牌受到中国区疫情影响，尤其上海的管控措施，导致分销产能下降。虽然品牌尝试通过免税渠道以及线上大促时期大幅降价来改善销售情况，但也带来了盈利能力承压影响。

彩妆：实现总销售额 46.67 亿美元，同比增加 11.04%，Q4 实现 9.93 亿美元，同比上升 3%。彩妆品牌在过去的一年里基本均实现正向增长，受益于欧美国家疫情好转经济持续复苏带来的需求提高。MAC 和雅诗兰黛彩妆线得益于明星产品 Studio Fix 和 Double Wear 等的持续拉动而带动整体销售额高增长。

香水：销售额同比高增 30.22% 达到 25.08 亿美元，占整体集团的 14.14%，占比提升 2%。该类目下的所有地区和品牌均取得销售额的净增长，其中 Jo Malone London、Tom Ford Beauty 和 Le Labo 受益于消费者使用香水的习惯养成，通过大单品优秀的市场影响力以及不断推出广受好评的新品系列，均实现了两位数增长，带动整体香水板块表现亮眼。

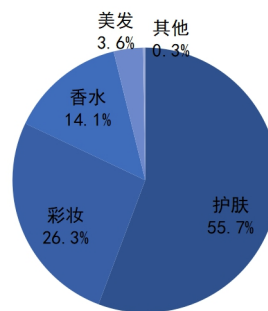
护发：2022 财年实现 6.31 亿美元，同比增加 10.51%，占比不到 4%。Aveda 和 Bumble 的明星产品依旧售卖火热，保证了每个地区的护发系列增实现正增长。

图9：雅诗兰黛 FY2022 分产品营收情况



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图10：雅诗兰黛 FY2022 各产品占比情况



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

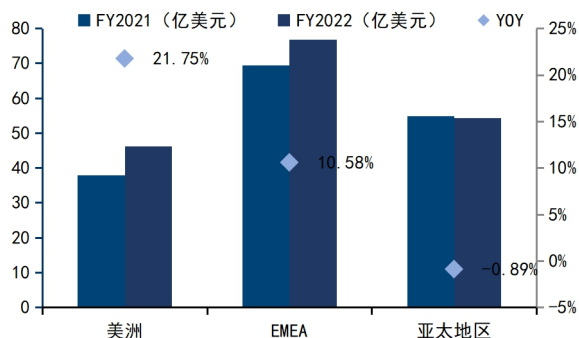
➤ 分地区：美洲和 EMEA 实现两位数增长，亚太地区略有下滑

美洲：FY2022 年实现销售额 46.23 亿美元，同比高增 21.75%，实现强劲增长。疫情逐渐的恢复催化线下实体店零售情况逐渐好转，实现了两位数的同比收入增加，每个品类均取得增长，在北美地区，化妆品系列尤其表现出色。

EMEA（欧洲、中东和非洲）：作为雅诗兰黛集团贡献收入最多的地区，EMEA 实现了 76.81 亿美元的销售收入，占比高达 43.3%，相比去年的 69.46 亿美元也增长了 10.58%。零售店开放的同比增长以及客流量的改善推动了线下增长高达两位数，社交活动和店内服务的回归也促使了化妆品、香水和护发产品达成了两位数的增长率。

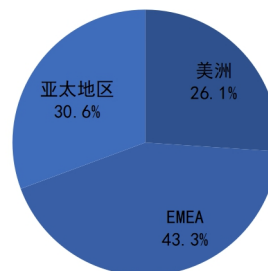
亚太地区：作为唯一销售额略有下滑的地区，亚太地区实现 54.37 亿美元，相比去年 54.86 亿美元减少不到 1%，基本持平，收入占比也从 FY2021 年的 33.80% 下降到 30.65%。由于中国区的疫情原因，2022 财年前三季度的中个位数增长被第四季度的下跌所抵消。但在此情况下，雅诗兰黛集团通过电商渠道的积极布局，仍在线上渠道取得了两位数的强劲增长，并且在双 11 和 618 期间，官方旗舰店在天猫和京东美妆旗舰店排名中都位列第一。

图11: 雅诗兰黛 FY2022 分地区营收情况



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图12: 雅诗兰黛 FY2022 各地区占比情况



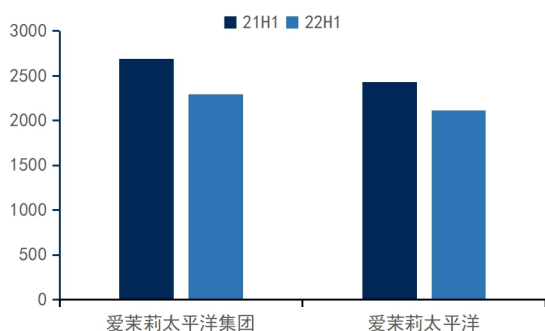
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

雅诗兰黛公司同时也给出了 2023 财年展望：预计全年同比增长 3%至 5%。虽然目前全球市场正面临着通货膨胀、供应链中断、美元走强等众多风险，但随着疫情的逐渐好转，跨类别、地区和渠道的增长将会更加平衡，同时雅诗兰黛集团计划通过扩大分销范围提高市场覆盖率，战略性提价、组合优化和其他方面的成本节约等来提高整体盈利水平。因此，集团预计 2023 财年净销售额同比增长 3%至 5%，有机净销售额将增长 7%至 9%。而另一方面，对于下一季度表现来看，集团由于中国海南在 2022 年 8 月的疫情导致旅游零售再一次受到影响，同时从 2022 年 6 月 30 日起终止对 Donna Karan New York、DKNY、Michael Kors、Tommy Hilfiger 和 Ermenegildo Zegna 的产品线许可协议，预计 FY2023Q1 净销售额同比下降 10%至 8%，有机增长率为-6%至-4%。

◆ 韩系美妆集团：受疫情影响和成本上涨营收利润均承压

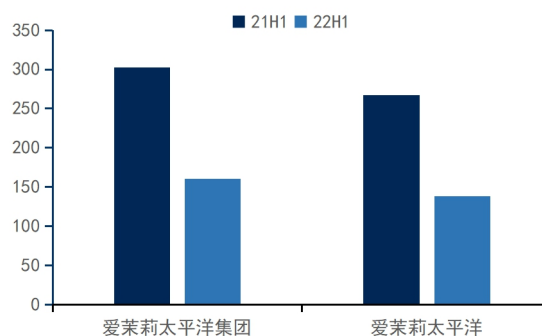
韩系美妆龙头爱茉莉太平洋集团和 LG 生活健康均在二季度表现不佳。爱茉莉太平洋集团 22H1 收入 2.3 万亿韩元，同比下滑 14.9%，净利润下滑 66.8%。其中 Q2 净亏损 260 亿韩元。LG 生活健康 Q2 整体营收为 1.9 万亿韩元，同比下降 7.9%；营业利润为 2170 亿韩元，同比下降 35.5%。

图13: 爱茉莉太平洋集团营收 22H1 同比下滑 14.9% (十亿韩元)



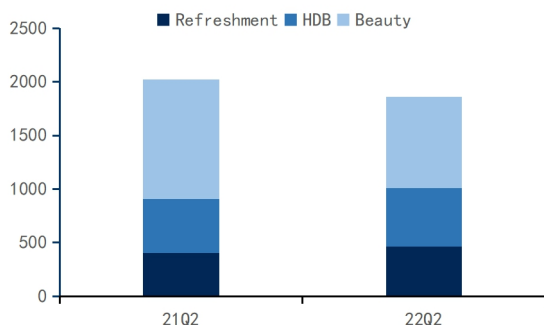
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图14: 爱茉莉太平洋集团营业利润 22H1 同比下滑 46.9% (十亿韩元)



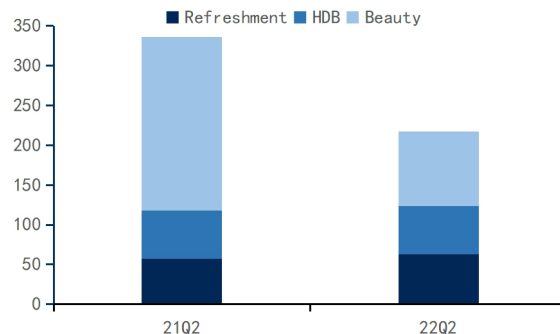
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图15: LG 生活健康 Q2 营收同比下滑 7.9% (十亿韩元)



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图16: LG 生活健康 Q2 营业利润同比下滑 35.5% (十亿韩元)



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

韩妆品牌在进入中国市场之时普遍定位相对中端，在当前欧美大牌的持续降价促销，以及国产品牌升级过程中受到一定竞争挤压，且短期在旅游零售市场上又受疫情影响拖累。具体来看：由于国内今年疫情反复以及管控政策的实施，Q2 爱茉莉太平洋海外市场亚洲销售额减少 39%，中国市场下滑超 50%，同时疫情还导致旅游零售渠道销量大幅下跌，其中爱茉莉太平洋旅游零售收入下滑双位数。而另一方面，原材料价格不断上涨，成本端承压，同时高利润渠道的减少和营销费用的增加导致营业利润大幅下滑。

虽然大环境导致渠道成本双承压，但美妆集团仍旧不断推出新品来刺激市场需求改善销售情况。一方面，已有品牌不断推出新品，通过更强大的产品功效以及合作联名款产品实现营收快速增长，如爱茉莉太平洋旗下雪花秀推出“浓缩人参亮肤”系列，赫拉和口服美容品牌 Vital 合作推出新品，Aestura 为其积雪草 A-CICA 产品线新增三款全新产品，LG 生活健康旗下品牌 Figgiogel 品牌推出了以冬季为主的冷疗产品和防晒产品。另一方面，集团不断外延拓宽品牌矩阵扩大市场覆盖面，LG 推出新全素彩妆品牌“freshian”，针对强调价值消费的年轻一代，以更加环保的方式参与高端彩妆市场。

◆ 投资建议：国际品牌呈现分化表现，国产龙头品牌积极突围，产品及渠道布局成为决胜关键

今年上半年国际美妆集团业绩表现分化明显：欧莱雅上半年营收创十年新高，宝洁、联合利华实现稳定增长，雅诗兰黛和资生堂盈利能力有所承压，爱茉莉太平洋集团和 LG 生活健康则营收利润双下滑。2022 年上半年受到疫情反复、供应链短缺、原料涨价等多重因素影响，国际品牌同样在经营过程中遭遇了一定的挑战。但整体来看，具备跨区域、全品类、多品牌集团化运营能力的头部集团仍展现了较强的经营韧性。

具体来看，1) 多品牌布局能力成为关键：众多国际品牌入华多年，单一品牌的收入基数已经较高，存在用户客群覆盖的天花板，降价促销效果也已经相对有限，需要通过新产品以及新品牌带来增量，才能保证持续成长能力；2) 功效护肤仍是产品端布局重点：当前行业已步入功效护肤时代，具备明确功效定位，且拥有差异化成分布局的品牌在需求驱动下表现优异，如欧莱雅活性化妆品部门一直保持最高增速，22H1 达 20.9%；3) 渠道端：线上电商渠道仍是众多品牌的主要业绩增长贡献来源，且在目前流量去中心化及成本提高背景下，也对企业线上多元化渠道能力提出了更高的要求。

上述国际品牌的发展经验，也同样对国产品牌具有借鉴意义：我们认为，产品端：国内美妆企业可通过提升自身的研发实力，对原料、工艺等进行创新研发，加强对已有产品的更新迭代，通过对产品本身功效的强化来加强消费者粘性。渠道端：本土企业近年来也在平衡渠道的多元布局，不断提升多平台运营能力，从而实现品牌效能的提升。品牌端：积极根据消费者需求变化，做动态品牌矩阵的调整，推出全新系列产品和新品牌布局潜力细分赛道，抢占市场份额，实现集团化的持续迭代成长。

而目前实际情况来看，在上半年国内消费环境承压背景下，具备较强品牌力，并且在产品升级，渠道拓展以及多品牌布局中积极发力的国内美妆龙头公司，取得了远好于行业水平的成长，并引领着国货崛起的大趋势。继续重点推荐国产头部美妆品牌：贝泰妮、珀莱雅、华熙生物、水羊股份、上海家化等。

◆ 风险提示：

疫情出现反复，持续影响零售企业销售；企业收购整合、外延扩张等可能低于预期；产品研发、新品推出进度不及预期；政策监管的不确定性。

表2：重点公司盈利预测及估值

公司	公司	投资	收盘价	EPS			PE			总市值（亿元）
代码	名称	评级	2022/8/19	2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E	2022/8/19
300957.SZ	贝泰妮	买入	177.51	2.04	2.81	3.80	94.39	63.17	46.71	751.93
603605.SH	珀莱雅	买入	163.70	2.87	2.60	3.20	72.68	62.96	51.16	460.68
688363.SH	华熙生物	增持	140.01	1.63	2.22	2.97	95.28	63.07	47.14	673.57
300740.SZ	水羊股份	增持	15.31	0.57	0.76	1.11	27.66	20.14	13.79	59.35
600315.SH	上海家化	买入	33.10	0.96	0.85	1.21	42.30	38.94	27.36	224.96

资料来源：Wind、国信证券经济研究所

相关研究报告：

《商贸零售行业双周报（22年05期）-巨子生物招股书梳理：重组胶原蛋白护肤品龙头》——2022-05-09
 《化妆品产业系列跟踪：从头部主播处罚事件看品牌未来投放运营的发展调整》——2021-12-22
 《国信证券-医美产业深度投资框架暨中期策略：颜值新经济，美丽无止境》——2021-06-21
 《2021年3月美妆淘数据点评：美妆线上增速高基数下相对平平，品牌GMV表现分化》——2021-04-06
 《化妆品行业系列之七：景气度之外，如何抢占格局重塑先机》——2020-05-19

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。 ，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032