

2019 年化妆品总体景气，部分本土品牌继续表现靓丽

——化妆品行业月报（20200103）

行业月报

◆行情回顾

2019.9.1~2020.1.3 上证综指、深证成指、沪深 300 分别涨 0.99%、涨 3.25%、涨 2.74%，化妆品板块涨 27.71%，跑赢沪深 300 22.00PCT，板块表现强于大盘。板块对比来看，化妆品板块领跑全行业。个股方面，壹网壹创、丸美股份、珀莱雅等涨幅居前。

◆重点数据跟踪及点评

总体：2019 年化妆品受终端零售疲软影响较小、景气度仍较高：2019 年下半年零售继续延续此前疲软态势，2019 年 11 月我国限额以上零售企业零售额累计同比增 3.7%、增速较 2018 年同期放缓 2.4PCT，化妆品零售额累计同比增 12.70%、增速较 2018 年同期提升 2.20PCT，高出行业总体 9.0PCT，获益行业成长属性及必选属性、较其他消费品类仍维持较高景气，推荐关注。

线上：2019 年阿里全网化妆品快速增长，本土品牌表现分化：2019 年阿里全网化妆品零售额同比增 37.28%，主要为价格推动。双 11 天猫总成交额 2684 亿元、同比增 25.71%，其中化妆品同比增 58.57%、高出双 11 总体增速 32.86PCT，主要为化妆品行业景气及电商渠道的持续渗透。欧莱雅、雅诗兰黛、兰蔻、OLAY 等国际品牌以及自然堂、百雀羚、珀莱雅、佰草集、完美日记、HPF、花西子等销售超 10 亿元。

重点品牌来看，珀莱雅 19Q3 成功打造爆款泡泡 SPA 面膜、内容营销新玩法策略显效，19Q4 insbaha 粉底液后继发力；丸美在眼部护理领域品牌力强、销售持续快速增长；上海家化旗下佰草集先后主推冻干面膜、日月精华等，前者表现良好后者仍待显效。

进口：2019 年 11 月我国美妆进口额累计同比增 32.70%、较 2018 年同期放缓 41.40PCT。自 18 年 11 月以来我国美妆进口增速放缓、主要受新电商法影响。分量价来看，主要为进口量增速放缓影响。

◆行业公司动态

行业新闻：欧莱雅集团 19Q3 亚太区销售同比大涨 27.1%；资生堂前三季度中国市场业绩双位数增长；联合利华下调全年销售预期；完美日记计划 3 年开 600 家店；小红书、拼多多接连入局，美妆直播战场再升温。

重点公告：珀莱雅 19Q1~3 净利同增 32.04%，公司高管计划 6 个月内减持 0.7083% 股份，拟 106 万元与 PRIMA-DERM,S.L 立合资公司，占比 53%；壹网壹创 19Q1~3 净利同增 29.38%；丸美股份 19Q1~3 净利同增 52.26%；上海家化 19Q1~3 净利同增 19.09%。

◆行业估值与投资建议

当前美妆、个护、代运营商、生产商及渠道商平均估值水平（2020 年 1 月 3 日的动态市盈率）分别为 65、64、84、14、15 倍，其中美妆、个护、代运营商、生产商估值高于历史平均水平、而渠道公司低于历史平均。

展望未来，化妆品行业持续景气，受终端零售疲软影响较小，带来产业链上下游成长机遇，建议关注相关投资机会。1) 品牌商获益于人均消费水平提升、主力消费人群增长，可持续景气，短期抓住行业趋势变化、与国际品牌差异化竞争，长期强研发、多品牌发展有望做强做大，推荐珀莱雅、丸美股份、华熙生物、上海家化等。2) 化妆品代运营商获益品牌加码布局电商渠道、对代运营需求持续增长，行业景气望持续，长期看竞争将全面升级，推荐壹网壹创。

◆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

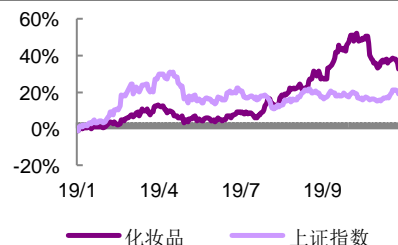
lijie_yjs@ebsecn.com

罗晓婷(执业证书编号：S0930519010001)

021-52523673

luoxt@ebsecn.com

行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

相关研报

优中选优：行业总体景气、精选优质个股——化妆品行业 2020 年投资策略

.....2019-12-07
优质化妆品电商深度服务提供商——壹网壹创(300792.SZ)投资价值分析报告

.....2019-11-20
全球透明质酸生产龙头，拓展下游成长行业铸全产业链业务矩阵——华熙生物(688363.SH)新股定价报告

.....2019-11-06
行业月报：7 月化妆品零售相对景气，8 月珀莱雅天猫旗舰店销售继续靓丽

.....2019-09-13
行业月报：6 月化妆品零售环比改善，7 月珀莱雅、佰草集天猫店销售靓丽

.....2019-08-07
行业月报：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

.....2019-07-04
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：线上线下零售环比放缓，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
行业月报：美妆行业景气度提升，线上渠道持续发力

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：2019 年终端零售总体持续疲软，化妆品受影响较小、景气度仍较高	4
2.2、 线上数据：2019 年阿里全网化妆品快速增长，本土品牌表现分化	5
2.3、 进口数据：2019 年 11 月我国美妆进口额累计同比增 32.70%、同比 2018 年同期放缓 41.40PCT	10
3、 行业公司动态	11
3.1、 行业新闻	11
3.2、 公司动态	17
4、 行业估值与投资建议	18
4.1、 行业估值	18
4.2、 投资建议	20
5、 风险分析	22

1、行情回顾

2019.09.01~2020.1.3 上证综指、深证成指、沪深 300 分别涨 6.84%、涨 13.78%、涨 9.09%，化妆品板块^①涨 27.71%，跑赢沪深 300 18.62PCT，板块表现强于大盘。

板块对比来看，化妆品板块领跑全行业。

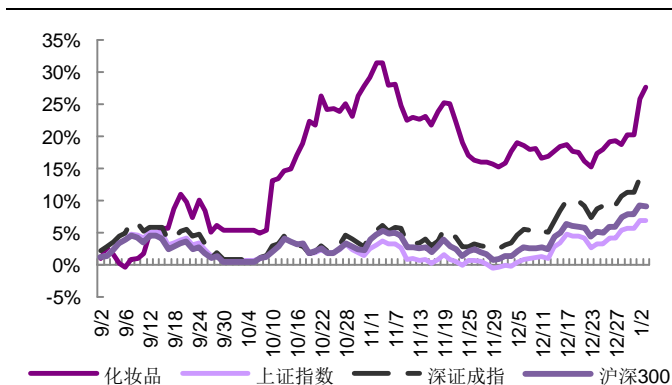
个股方面，壹网壹创、丸美股份、拉芳家化等涨幅居前。

图 1： 2019.09.01~2020.1.3 化妆品板块涨跌幅

板块名称	累计涨跌幅 (%)
上证综合指数成份	6.84
深证成份指数成份	13.78
沪深300	9.09
化妆品指数	27.71

资料来源：Wind、光大证券研究所

图 2： 2019.09.01~2020.1.3 化妆品板块涨跌幅走势



资料来源：Wind、光大证券研究所

图 3： 2019.09.01~2020.1.3 各板块涨跌幅 (%)



资料来源：Wind、光大证券研究所

^①此处的化妆品板块为光大证券选取的主业涉及化妆品代运营、品牌、生产等相关的 A 股上市公司，包含有壹网壹创、上海家化、珀莱雅、丸美股份、御家汇、拉芳家化、名臣健康、青岛金王等个股，不同于 Wind 直接披露的化妆品指数 (8841109.WI)。

表 1：2019.09.01~2020.1.3 化妆品个股涨跌幅

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	累计涨跌幅 (%)	累计成交量 (万股)	市值 (亿元)
300792.SZ	壹网壹创	194.00	251.77	18096	155
603983.SH	丸美股份	63.12	26.47	24563	253
603630.SH	拉芳家化	16.34	24.73	16650	37
300740.SZ	御家汇	9.90	15.65	79809	41
603605.SH	珀莱雅	90.12	12.37	14553	181
002503.SZ	广州浪奇	2.57	11.26	331470	79
002094.SZ	青岛金王	5.10	8.28	104601	35
002919.SZ	名臣健康	15.53	-6.84	45679	19
600315.SH	上海家化	30.77	-9.61	39595	207

资料来源：Wind

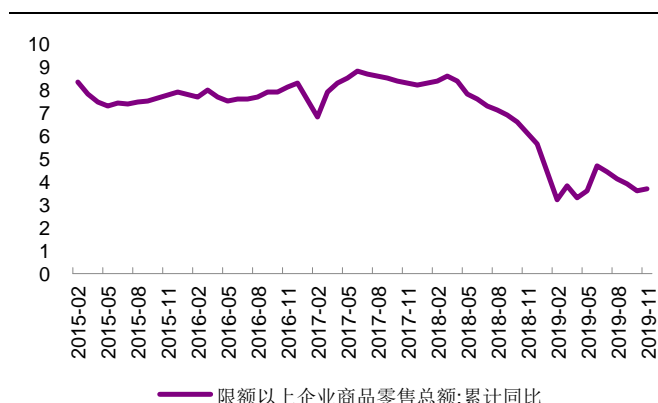
2、重点数据跟踪及点评

2.1、零售数据：2019 年终端零售总体持续疲软，化妆品受影响较小、景气度仍较高

据国家统计局，进入 2019 年下半年继续延续此前零售疲软态势，2019 年 11 月我国限额以上零售企业零售额累计同比增 3.7%、增速较 2018 年同期放缓 2.4PCT。

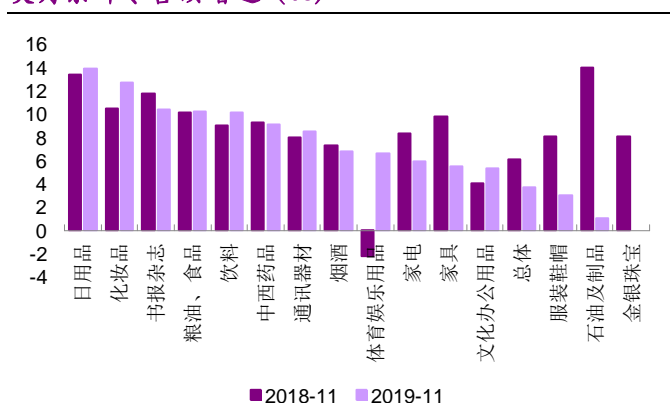
分品类来看，金银珠宝、家电、服装鞋帽等可选消费品受到终端零售大环境影响均有不同程度放缓，化妆品总体继续保持较高景气，无论是横向对比其他品类还是纵向对比 2018 年同期增速均保持较高水平。2019 年 11 月我国限额以上零售企业化妆品零售额累计同比增 12.70%、增速较 2018 年同期提升 2.20PCT，高出行业总体 9.0PCT。

图 4：我国社会消费零售额月累计增速 (%)



资料来源：国家统计局、光大证券研究所

图 5：2018.11、2019.11 限额以上零售企业主要消费品类月累计零售额增速 (%)



资料来源：国家统计局、光大证券研究所

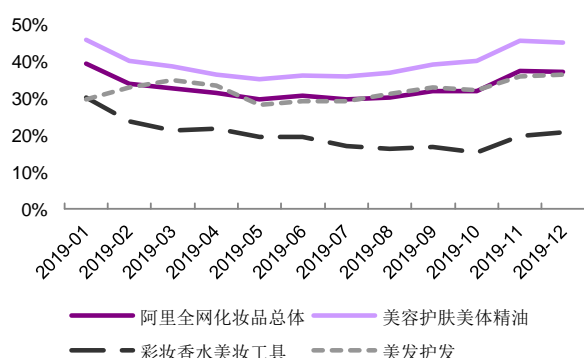
当前终端零售总体疲软、持续波动，化妆品零售额随大环境波动，但获益行业成长属性及必选属性、较其他消费品类仍维持较高景气，推荐关注。

2.2、线上数据：2019 年阿里全网化妆品快速增长，本土品牌表现分化

据淘数据，2019 年阿里全网化妆品零售额同比增 37.28%，分品类看，2019 年护肤、彩妆、美发护发等销售额分别同比增 45.12%、20.91%、36.61%。

分量价看，主要为价格推动。2019 年护肤销量、均价分别同比增 11.82%、29.77%，彩妆销量、均价分别同比降 13.32%、增 39.49%，美发护发销量、均价分别同比增 11.32%、22.72%。

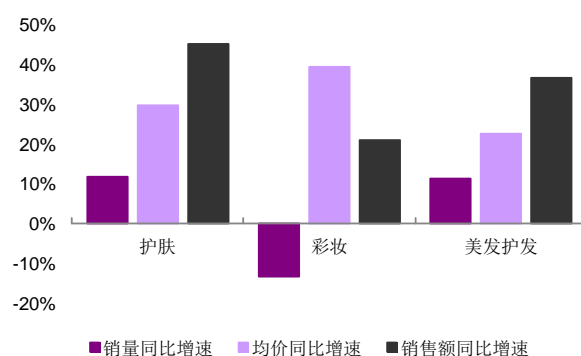
图 6：阿里全网化妆品总体及细分品类月累计增速



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妆精油（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 7：2019 年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

从细分行业格局及各品牌发展看：

1) 护肤行业：本土新锐品牌表现靓丽，双 11 国际品牌发力；珀莱雅及佰草集持续打造爆款现销售波动、丸美继续快速增长；国际高端品牌继续高速增长

前十榜单格局持续变动，显示线上竞争激烈，其中珀莱雅进入前十榜单，显示前期内容营销及爆款打造开始发力。

表 2：阿里全网护肤品行业前十大品牌销售额

排名	品牌 (2019.08)	销售额 (百万元)	品牌 (2019.09)	销售额 (百万元)	品牌 (2019.10)	销售额 (百万元)	品牌 (2019.11)	销售额 (百万元)	品牌 (2019.12)	销售额 (百万元)
1	莱贝	331.13	莱贝	585.80	莱贝	539.99	l'oreal	1297.10	the history of whoo	397.66
2	梵贞	196.48	miss face	328.93	形象美	320.00	estee lauder	1277.57	植贝	318.91
3	碧素堂	194.49	法意兰	301.81	膜法世家·1908	281.27	olay	1173.17	l'oreal	244.87
4	修正	171.63	肌琳莎	206.34	韩瑟	255.07	lancome	1129.10	estee lauder	190.95
5	l'oreal	159.80	l'oreal	203.64	碧素堂	215.17	sk-ii	735.64	蓝尼芳可	178.65
6	珀莱雅	152.99	estee	141.71	法意兰	213.95	the history	643.53	lancome	177.77

			lauder				of whoo			
7	sk-ii	134.64	阿芙	136.16	miss face	180.50	自然堂	625.16	sk-ii	175.82
8	estee lauder	125.99	Lancome	136.11	辛有志	149.85	百雀羚	617.44	辛有志	159.36
9	olay	125.13	sk-ii	134.45	修正	129.43	薇诺娜	504.90	snp	153.59
10	pinkypinky	115.92	碧素堂	134.00	l'oreal	120.86	shiseido	411.75	olay	146.04

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) 传统本土品牌继续分化，其中珀莱雅及佰草集持续打造爆款现销售波动、丸美等品牌销售持续靓丽：

珀莱雅：主品牌7月成功打造爆款泡泡SPA面膜助力天猫旗舰店高速增长，热度至10月有所放缓，insbaha粉底液后继发力、10月以来收入贡献在10%左右，但对天猫旗舰店增长拉动有限；小品牌持续孵化，自有彩妆品牌猫语玫瑰、护肤品牌韩雅等持续高速增长，优资莱、悦芙媞、悠雅等仍调整中。

上海家化：佰草集5月起加大内容营销、主推冻干面膜明星产品，销售表现良好、助推19Q2主品牌天猫旗舰店销售数据好转，面膜品类尝鲜属性强、营销推广效果反应较快；9月底主推太极日月精华，精华类产品价格较高、在线上营销推广效果较慢；19Q3主品牌天猫旗舰店销售增速放缓；10月借力李佳琦主推冻干精华、11月单品销售规模突破千万、12月单品销售额保持百万销售额，助力12月天猫旗舰店销售额同比大增71.52%。

丸美：主品牌天猫旗舰店持续保持快速增长，且增速在同业本土品牌中处于较高水平、彰显公司较强的品牌力。

御家汇：主品牌、小迷糊仍处调整中。

其他非上市公司中国产第一梯队百雀羚、韩束、自然堂等快速增长。

b) 新锐品牌HFP在电商大促期间表现较弱，其余月份均保持高速增长。

c) 国际高端品牌表现靓丽，持续保持高速增长，尤其是双11电商大促、凭借大力度促销实现提速增长，如兰蔻、雅诗兰黛等双11均实现翻倍增长。

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	2019-08 销售额 同比增速	2019-09 销售额 同比增速	2019-10 销售额 同比增速	2019-11 销售额 同比增速	2019-12 销售额 同比增速
阿里全网护肤行业			42.90%	56.72%	47.24%	65.38%	38.97%
本土传统品牌	珀莱雅	珀莱雅	197.72%	66.27%	8.73%	13.36%	22.40%
		优资莱	5.45%	33.68%	-2.68%	9.99%	33.18%
		韩雅	200.25%	574.58%	244.46%	-4.42%	71.75%
		猫语玫瑰	1252.11%	1252.59%	341.86%	372.73%	231.72%
		悦芙媞	-21.24%	-32.44%	-80.15%	-61.97%	-64.70%
		悠雅	55.06%	-2.38%	-70.78%	-84.06%	-98.59%
	上海家化	佰草集	-30.18%	-17.15%	16.10%	-20.94%	71.52%
		六神	-20.13%	-23.97%	-25.11%	-39.14%	-28.91%
		美加净	-55.49%	-55.62%	-52.91%	-32.72%	-24.93%
		高夫	-37.77%	-19.54%	-33.16%	-30.75%	-28.74%
		玉泽	65.99%	33.26%	164.35%	108.77%	689.22%

		家安	-29.75%	-50.67%	-64.62%	-75.14%	-59.34%
	御家汇	御泥坊	44.96%	47.30%	-55.10%	-26.04%	-7.99%
		小迷糊	-15.86%	45.07%	-8.98%	-36.46%	-15.81%
	丸美股份	丸美	42.90%	112.64%	75.83%	54.34%	278.26%
	百雀羚	百雀羚	42.03%	32.87%	-52.34%	28.72%	104.91%
	上海上美	韩束	228.98%	44.90%	23.52%	27.74%	175.32%
		一叶子	42.99%	24.32%	2.25%	-39.10%	38.79%
	伽蓝集团	自然堂	84.41%	32.43%	69.85%	13.54%	66.23%
	相宜本草	相宜本草	23.53%	30.55%	-45.97%	-8.15%	0.00%
本土新锐品牌	韩后	韩后	-21.95%	-23.81%	-99.01%	-43.06%	-57.44%
	蛋壳网络科技	HFP	46.28%	30.86%	3.33%	27.92%	70.88%
国际-大众品牌	欧莱雅 (法国)	巴黎欧莱雅	83.22%	69.69%	17.82%	124.03%	94.06%
		Olay	61.44%	0.12%	-20.56%	64.82%	33.95%
	拜尔斯道夫 (德)	妮维雅	14.63%	8.68%	-10.15%	20.19%	25.82%
	资生堂 (日)	欧珀莱	49.74%	-47.93%	-51.63%	38.23%	-7.64%
	爱茉莉太平洋 (韩)	悦诗风吟	29.27%	9.83%	11.44%	4.02%	17.82%
国际-高端品牌	欧莱雅 (法国)	兰蔻	85.04%	136.25%	11.16%	106.79%	317.13%
	雅诗兰黛 (美)	雅诗兰黛	74.38%	49.35%	57.48%	221.76%	78.18%
	资生堂 (日)	SKII	125.76%	55.81%	6.25%	77.22%	65.91%

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：本土大众品牌与国际大牌平分秋色

前十榜单中高端品牌由国际品牌占主导，本土大众新锐品牌完美日记、花西子强势进入前十榜单。

表 4：阿里全网彩妆行业前十大品牌销售额

排名	品牌 (2019.08)	销售额 (百万元)	品牌 (2019.09)	销售额 (百万元)	品牌 (2019.10)	销售额 (百万元)	品牌 (2019.11)	销售额 (百万元)	品牌 (2019.12)	销售额 (百万元)
1	完美日记	215.65	完美日记	279.48	花西子	119.19	完美日记	582.78	完美日记	332.57
2	MAC	162.86	花西子	136.34	完美日记	107.01	mac	342.43	mac	212.78
3	YSL	133.14	mac	126.06	zeesea	100.82	estee lauder	319.37	花西子	187.10
4	花西子	102.67	ysl	97.23	mac	88.14	花西子	304.89	dior	152.33
5	阿玛尼	101.88	zeesea	92.94	rainology	80.78	maybelline	289.04	ysl	144.99
6	dior	99.30	美宝莲	88.59	dior	73.71	giorgio armani	242.84	zeesea	115.80
7	zeesea	84.97	阿玛尼	86.55	giorgio armani	62.76	givenchy	214.47	givenchy	114.47
8	纪梵希	79.75	稚优泉	79.19	ysl	61.90	ysl	213.75	giorgio armani	109.10
9	香奈儿	77.10	dior	78.16	卡姿兰	59.94	lancome	199.90	香奈儿	99.21
10	卡姿兰	69.03	卡姿兰	72.99	香奈儿	52.52	3ce	194.82	卡姿兰	93.31

资料来源：淘数据、光大证券研究所

重点品牌天猫旗舰店销售额来看，本土品牌中完美日记一枝独秀、增速远高于同业；国际大牌 MAC、纪梵希等增速高于行业、增长靓丽。

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	2019-08 销售额 同比增速	2019-09 销售额 同比增速	2019-10 销售额 同比增速	2019-11 销售额 同比增速	2019-12 销售额 同比增速
阿里全网彩妆行业		12.21%	19.92%	3.99%	41.20%	30.06%
本土传统品牌	卡姿兰	46.74%	11.68%	31.33%	10.75%	51.64%
	玛丽黛佳	-40.55%	-58.88%	-47.79%	-55.62%	-41.15%
本土新锐品牌	完美日记	368.94%	300.17%	169.06%	203.62%	198.32%
	稚优泉	13.31%	31.73%	23.97%	-18.04%	19.10%
国际品牌-大众定位	美宝莲	30.78%	35.62%	-34.51%	97.11%	53.04%
国际品牌-中高/高端定位	Mac	128.43%	92.65%	100.84%	83.14%	164.43%
	纪梵希	34.65%	57.57%	66.16%	108.80%	58.97%

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：本土新锐品牌与国际品牌平分秋色

欧莱雅、施华蔻、卡诗等国际品牌持续占据前十榜单，本土品牌中阿道夫、三个魔发匠、魔香等亦持续进入前十榜单。

重点品牌天猫旗舰店销售额来看，拉芳家化旗下品牌拉芳、美多丝增长仍承压；国际高端品牌 RYO、卡诗等高速增长、表现靓丽。

表 6：阿里全网美发护发行业前十大品牌销售额

排名	品牌(2019.08)	销售额 (百万元)	品牌(2019.09)	销售额 (百万元)	品牌 (2019.10)	销售额 (百万元)	品牌 (2019.11)	销售额 (百万元)	品牌 (2019.12)	销售额 (百万元)
1	沪美	112.83	沪美	101.52	三个魔发匠	45.08	米叻	0.10	schwarzkopf	81.88
2	l'oreal	54.81	l'oreal	52.00	Schwarzkopf	38.26	schwarzkopf	0.09	l'oreal	44.93
3	schwarzkopf	43.80	schwarzkopf	47.30	l'oreal	29.85	maro	0.07	三个魔发匠	39.62
4	阿道夫	28.40	柏诗春天	27.07	Ryo	23.21	美涛	0.06	阿道夫	34.78
5	辛有志	26.10	三个魔发匠	26.94	阿道夫	22.39	l'oreal	0.05	飘婷	28.06
6	ryo	25.49	阿道夫	25.59	魔香	22.31	shiseido professional	0.05	kerastase	27.95
7	rejoice	23.49	魔香	22.70	排洛	20.16	奥碧虹	0.04	kao	24.48
8	潘婷	20.49	kerastase	22.23	Kao	14.14	ctomi	0.04	ryo	23.80
9	魔香	19.70	ryo/吕	20.61	润丝丹	13.54	高夫	0.03	魔香	22.83
10	润丝丹	18.38	润丝丹	19.89	kerastase	12.57	gatsby	0.03	润丝丹	20.55

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	2019-08 销售额 同比增速	2019-09 销售额 同比增速	2019-10 销售额 同比增速	2019-11 销售额 同比增速	2019-12 销售额 同比增速
阿里全网美发护发行业		44.12%	43.18%	26.17%	53.24%	40.77%
本土传统品牌	拉芳	-13.36%	-36.68%	-14.25%	-4.90%	-17.41%
	美多丝	-58.95%	-13.73%	-15.71%	-67.71%	-13.77%
	蒂花之秀	-8.97%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
	滋源	-29.48%	-43.32%	-64.84%	-28.05%	67.78%
本土新锐品牌	阿道夫	-12.03%	-6.35%	-18.85%	37.62%	-1.63%
国际品牌	施华蔻	-4.82%	-21.82%	-17.86%	-29.00%	66.79%

	RYO	49.67%	50.70%	234.39%	122.32%	81.88%
	卡诗	141.63%	84.82%	74.64%	161.72%	115.40%

资料来源：淘数据、光大证券研究所

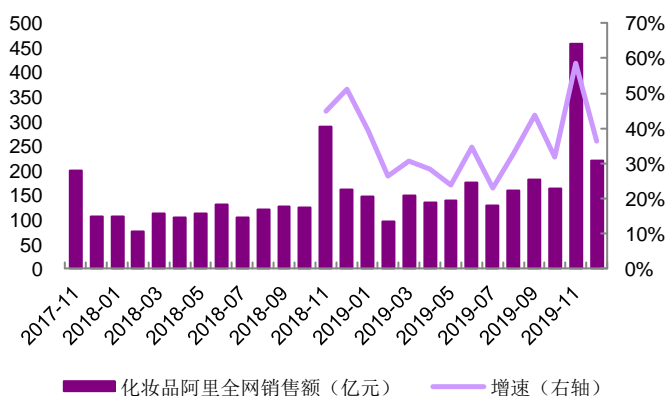
注：品牌销售额实际为品牌天猫官方旗舰店销售额数据，不能等同于该品牌线上总销售额。

分月份来看，618、双11、双12等电商大促节所在月份化妆品销售额分别同比增34.71%、58.57%、36.27%，其中仅双11销售增速高于全年增速，618、双12等大促所在月份表现不及全年总体，显示各项电商大促活动中，双11销售较为火爆。

2019年双11天猫双11总成交额2684亿元、同比增25.71%，其中化妆品同比增58.57%、高出双11总体增速32.86PCT，主要为化妆品行业景气及电商渠道的持续渗透。2019年双11销售额过亿品牌合计299个，其中美妆品牌54个，国际:国内品牌=40:14，国际高端大牌总体销售靓丽，其中欧莱雅、雅诗兰黛、兰蔻、OLAY等销售超10亿元，过亿国内品牌以传统龙头品牌、新锐品牌为主，如自然堂、百雀羚、珀莱雅、佰草集、完美日记、HPF、花西子等。

重点上市公司数据跟踪：1) 代运营：代运营子行业高景气，壹网壹创双11销售额35亿元、同比增91.3%；2) 品牌商：珀莱雅主品牌保持良好增长态势，主品牌双十一期间（2019年10月21日至11月11日）天猫旗舰店销售额2亿多，同比18年增长近50%，总体符合预期；华熙生物旗下润百颜天猫销售额增长100%，京东销售额增长174%，增长靓丽，产品力与品牌力逐步凸显；丸美股份进入眼部护理双11预售榜单前十，彰显较强品牌力；上海家化GMV增速近20%，其中玉泽近翻倍、佰草集增20%+、双妹翻倍。

图8：阿里全网化妆品月销售额及同比增速



资料来源：淘数据、光大证券研究所

表8：天猫美妆类目历年前十大品牌

品牌排名	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
1	雅诗兰黛	阿芙	百雀羚	百雀羚	百雀羚	百雀羚	兰蔻	欧莱雅
2	御泥坊	美即	韩束	韩束	欧莱雅	自然堂	玉兰油	兰蔻
3	阿芙	御泥坊	自然堂	自然堂	SK-II	兰蔻	欧莱雅	雅诗兰黛
4	牛尔	欧莱雅	玉兰油	玉兰油	一叶子	雅诗兰黛	雅诗兰黛	玉兰油
5	欧莱雅	牛尔	欧莱雅	欧莱雅	自然堂	SK-II	SK-II	SK-II
6	美即	百雀羚	阿芙	阿芙	雅诗兰黛	玉兰油	百雀羚	自然堂

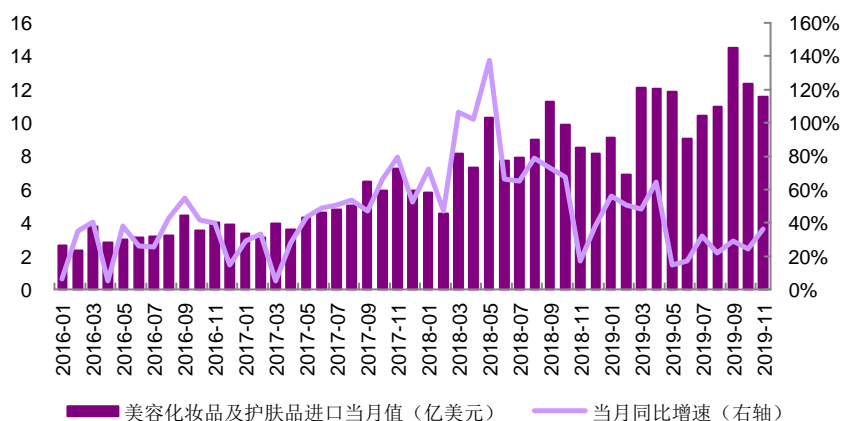
7	玉兰油	玉兰油	兰蔻	兰蔻	韩束	欧莱雅	自然堂	百雀羚
8	相宜本草	膜法世家	御泥坊	御泥坊	佰草集	一叶子	HFP	后
9	膜法世家	雅诗兰黛	雅诗兰黛	雅诗兰黛	玉兰油	悦诗风吟	薇诺娜	完美日记
10	兰芝	相宜本草	膜法世家	膜法世家	兰蔻	资生堂	悦诗风吟	薇诺娜

资料来源：亿邦动力网、光大证券研究所

2.3、进口数据：2019 年 11 月我国美妆进口额累计同比增 32.70%、较 2018 年同期放缓 41.40PCT

2019 年 11 月我国美妆累计进口 120.75 亿美元、累计同比增 32.70%、同比 2018 年同期放缓 41.40PCT。自 18 年 11 月以来我国美妆进口增速放缓、主要受新电商法影响。

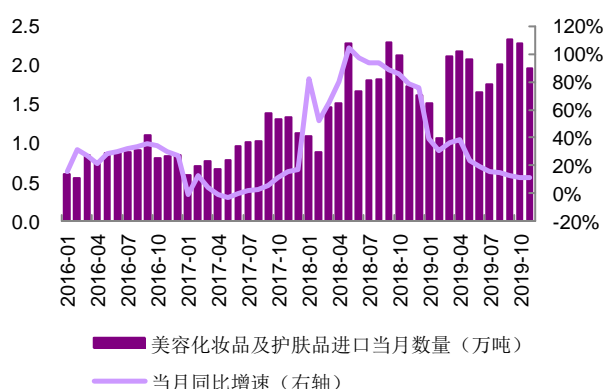
图 9：我国美容化妆品及护肤品当月进口金额及同比增速



资料来源：海关总署、光大证券研究所

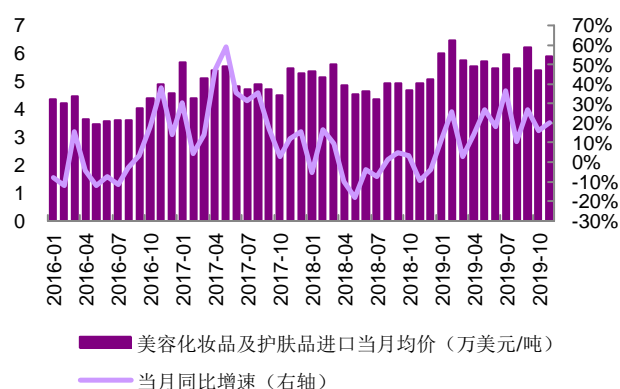
分量价来看，主要为进口量增速放缓影响。2019 年 11 月我国美妆进口量、进口均价累计增速分别为 11.50%、19.01%，分别同比 18 年同期下降 67.50PCT、提升 21.75PCT。

图 10：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 11：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、欧莱雅集团发布最新季报，亚太区销售同比大涨 27.1%

据品观网 2019 年 10 月 31 日报道：10 月 29 日，法国美妆巨头欧莱雅集团（L'Oréal Group）公布了 2019 财年第三季度关键财务数据。

得益于亚太市场的强劲增长，以及旗下奢华产品部门和活性美妆部门的持续增长，欧莱雅集团第三季度销售额同比增长 11.0%至 71.83 亿欧元，按汇率不变计算，销售额同比增长 7.8%，高于此前分析师预期的 6.3%。

消息传出后，欧莱雅集团 10 月 30 日开盘后股价上涨 7.28%至 262.40 欧元每股。

第三季度，在中国、印度、马来西亚和印度尼西亚等市场的推动下，集团旗下各个部门的业务在亚太市场都实现了双位数增长：奢华产品明星品牌 Lancôme（兰蔻）、Yves Saint Laurent（圣罗兰）、Kiehl's（科颜氏）、Giorgio Armani（乔治阿玛尼）和 Helena Rubinstein（HR 赫莲娜）在亚太市场增长强劲；大众消费品牌 L'Oréal Paris（巴黎欧莱雅）表现出色；活性美妆品牌 SkinCeuticals 和 La Roche-Posay（理肤泉）实现快速增长；专业护发品牌 Kérastase 受到许多中国用户的欢迎。

首席执行官 Jean-Paul Agon 在电话会议上还表示：“香港市场确实已经放缓，但是中国其他地区仍然保持着增长势头，中国年轻一代的消费者对于高端美容产品有着巨大的需求，所以我们很有信心在中国取得更好的成绩。”

另外，Jean-Paul Agon 还提到，与美容产品相比，中国市场的香水业务规模并不大，他表示：“香水或许能够成为中国市场的另一个增长主力业务，中国消费者对香水的需求正在增加，香水业务具有很大的潜力。”

在该季度，得益于亚太市场的需求增长，线上销售渠道扩张，以及旅游零售业务的持续增长，欧莱雅集团旗下奢华产品部门销售额同比增长 18.4%至 2.75 亿欧元，按不变汇率计算，同比增长了 13.8%。Lancôme 推出的全新小黑瓶系列和 Idôle 香水，Yves Saint Laurent 推出的 Libre 香水、Kiehl's 推出的金盏花修复精华面霜成为该季明星产品。

第三季度，欧莱雅集团旗下活性美妆部门在各个市场都实现了快速增长，销售额同比增长 16.3%至 6.064 亿欧元，按不变汇率计算，同比增长 14.2%。活性美妆品牌 La Roche-Posay、SkinCeuticals 和 CeraVe 增长迅速。

截至 9 月 30 日，欧莱雅集团 2019 财年第三季度关键财务数据如下：

按部门：1、专业产品部门：销售额同比增长 6.1%至 8.21 亿欧元，按汇率不变计算，销售额同比增长 3.9%。2、大众消费品部门：销售额同比增长 5.2%至 30.03 亿欧元，按汇率不变计算，销售额同比增长 2.7%。3、奢华产品部门：销售额同比增长 18.4%至 27.52 亿欧元，按汇率不变计算，销

售额同比增长 13.8%。4、活性美妆部门：销售额同比增长 16.3%至 60.64 亿欧元，按汇率不变计算，销售额同比增长 14.2%。

按地区：1、西欧：销售额同比增长 3.9%至 19.29 亿欧元，按汇率不变计算，销售额同比增长 3.2%。2、北美：销售额同比增长 4.1%至 18.95 亿欧元，按汇率不变计算，销售额同比下降 1.3%。3、亚太：销售额同比增长 27.1%至 22.81 亿欧元，按汇率不变计算，销售额同比增长 22.6%。4、拉美：销售额同比增长 1.2%至 4.44 亿欧元，按汇率不变计算，销售额同比增长 2.8%。5、东欧：销售额同比增长 16.8%至 4.68 亿欧元，按汇率不变计算，销售额同比增长 12.8%。6、非洲和中东：销售额同比增长 2.5%至 1.67 亿欧元，按汇率不变计算，销售额同比下降 0.6%。

3.1.2、资生堂前三季度中国市场业绩双位数增长，但集团下调财务预期

据华丽志 2019 年 11 月 12 日报道：11 月 7 日，日本美妆巨头资生堂集团（Shiseido）公布了 2019 财年前三季度关键财务数据，净销售额同比增长 5.1%至 8466.25 亿日元，按固定汇率计算，同比增长了 7.2%；净利润同比增长 13.2%至 724.58 亿日元。

不过，考虑到外汇波动、中美贸易摩擦、香港的不稳定、日本国内气候等因素，资生堂下调了 2019 财年全年预期，预计净销售额约为 1.134 万亿日元-1.139 万亿日元，低于此前预期的 1.164 万亿日元。

消息传出后，11 月 8 日资生堂股价下跌 8.34%至 8218 日元每股。

今年前三季度，日本国内经济形势逐渐回暖，加上今年 10 月的消费税上调政策短暂带动了国内消费，以及日本旅游业上升，资生堂在日本市场实现了稳定增长，净销售额同比增长 3.1%至 3506.65 亿日元；营业利润同比增长 6.2%至 760.19 亿日元。

今年前九个月，在中国市场，旗下高端品牌 Shiseido（资生堂）、Clé de Peau Beauté（肌肤之钥）、IPSA（茵芙莎）、NARS（娜斯）实现高速增长（中国市场高端品牌销售额第三季度增速超 40%），日本制造品牌 ELIXIR 和 ANESSA 增长强劲，尽管香港市场受动荡局势影响，但是中国总体市场依旧表现抢眼，实现双位数增长，净销售额同比增长了 18.3%至 1585.22 亿日元；营业利润同比增长了 2.0%至 239.25 亿日元。

不过，在前三季度，资生堂美洲市场表现却不甚理想，净销售额同比下降 1.1%至 934.76 亿日元，按固定汇率算，同比下降了 0.1%；营业亏损为 112.98 亿日元。对此，资生堂表示继续对 bareMinerals 品牌的改革，强化今年 10 月份刚收购的美国新兴护肤品牌 Drunk Elephant（醉象）在美国市场的业务。今年 10 月，资生堂宣布以 8.45 亿美元收购 Drunk Elephant，以吸引美国年轻一代消费者。

从 1 月 1 日至 9 月 30 日，资生堂 2019 财年前三季度关键财务数据如下：1、净销售额同比增长 5.1%至 8466.25 亿日元，按固定汇率计算，同比增长了 7.2%；2、营业利润同比增长 1.9%至 1014.12 亿日元；3、净利润同比增长 13.2%至 724.58 亿日元。

按市场：1、日本：净销售额同比增长 3.1%至 3506.65 亿日元；营业利润同比增长 6.2%至 760.19 亿日元；2、中国：净销售额同比增长 12.8%至 1585.22 亿日元；营业利润同比增长 2.0%至 239.35 亿日元；3、亚太：净销售额同比增长 3.4%至 536.58 亿日元；营业利润同比下降 23.3%至 54.67 亿日元；4、美洲：净销售额同比下降 1.1%至 934.76 亿日元；营业亏损为 112.98 亿日元；5、EMEA（欧洲、中东、非洲）：净销售额同比增长 1.5%至 761.76 亿日元；营业亏损为 34.36 亿日元；6、旅游零售：净销售额同比增长 16%至 780.08 亿日元；营业利润同比增长 18.3%至 177.31 亿日元；7、专业美发业务：销售额同比增长 4.4%至 109.66 亿日元；营业利润同比增长 8.1%至 4.32 亿日元。

调整后的资生堂 2019 财年全年预期：1、净销售额下调至 1.134 万亿-1.139 万亿日元；2、营业利润下调至 1130 亿-1200 亿日元；3、净利润下调至 785 亿-830 亿日元。

3.1.3、联合利华下调全年销售预期，预测明年上半年也“不好过”

据界面新闻 2019 年 12 月 18 日报道：12 月 17 日，消费品巨头联合利华（Unilever）发布公告，预计 2019 年的销售增长将略低于先前的预期，处于多年指引区间 3%-5%的下半部分。

同时，联合利华还预测 2020 年上半年的销售表现也将延续疲弱态势，增速将低于 3%，直到下半年才会再度回升，2020 年全年增速将低于 4%。不过，该公司同时指出，利润、边际利润和现金预计不会受到影响。

受该消息影响，联合利华当日股价大跌 9.09%至 56.280 美元，市值约为 1479 亿美元。

联合利华称其下调预期是因为它在全球多个市场都面临挑战。

在北美地区，缓慢的增长和激烈的竞争给联合利华带来不少麻烦。北美是联合利华销量最大的市场，根据该公司于 10 月公布的财报，北美市场第三季度仅录得 0.3%的微小增长，虽“有改善的早期迹象”，但完全恢复还需要时间。

实际上，联合利华不仅在个人洗护等业务上一面对宝洁等快消公司的激烈竞争；在北美地区线上购物风潮的影响下，它还要抵御越来越多新兴地方品牌的挑战。

近几个季度以来，发达市场一直拖累着联合利华的业绩，越来越多的消费者开始倾向于选择更新鲜的食品、品牌或削减支出。根据该公司第三季度财报，发达市场的销售额下降了 0.1%至 55 亿欧元，而新兴市场的销售额则增长了 5.1%至 78 亿欧元。

此外，印度经济放缓，也是导致联合利华下调销售预期的主要原因之一。印度，是联合利华的第二大销售市场，但气候导致当地的农村地区支出减少，疲弱的就业市场也削弱了城市地区的消费。

面对这种局面，联合利华首席执行官 Alan Jope 表示，公司正在加快成本节约计划，以为其业务的发展提供更多资金，同时还将考虑出售增长缓慢的业务。公司对美国冰淇淋、护发和调料等业务的投资已经开始获得回报。

这位上任不满一年的新掌门人，目前正面临前所未有的压力。但他强调，“我们离危机状况还很远，这只是比平常更动荡一点”。

3.1.4、大家都往线上挤，完美日记却要3年开600家店

据品观网 2019 年 12 月 27 日报道：12 月 25 日，完美日记全国第 36 家线下直营店在上海五角场开业。这也是完美日记在上海的第二家门店，店铺面积约 570 平方米，仅次于它在春熙路的首家概念店。

完美日记的发展速度非常迅速。

2016 年逸仙电商在广州成立，2017 年推出旗下第一个品牌“完美日记”。最初，完美日记的主战场是社交电商平台，上线后 18 个月，它便在 2018 年双十二坐到了天猫彩妆类品牌销售第一的位置。2018 年，完美日记的销售额超过 6 亿元。

2019 年起，完美日记开始拓展线下门店。

第一站是公司总部所在地广州，之后陆续进驻深圳、佛山、江门、重庆、成都等华南和西南地区的城市。10 月 25 日，上海首店落子环球港，开启了品牌在华东地区开店的序幕。两个月后，完美日记进驻杭州下沙区的龙湖天街。由于目标客群是 95 后，完美日记的门店大多开在受众年轻化的商圈，下沙和五角场都是当地的“大学城”。

目前，完美日记品牌的全线 SKU 已超过 500 个，覆盖了底妆、眼妆、唇妆、卸妆产品、化妆工具等。

逸仙电商新零售事业部总裁冯琪尧对包括界面新闻在内的媒体表示，自 2010 年互联网电商出现后，“国货美妆的春天来了”——一方面，年轻消费者对国货的接受度愈发高了；另一方面，供应链逐渐成熟。此二者都推动了国货美妆的发展，也是完美日记的助推器。

五年前，红杉中国曾在一份分析报告中提及：“未来五年是本土化妆品行业的黄金机会，是快速圈地整合阶段，而年轻人的消费场景越来越时尚，本土化妆品品牌将会百花齐放，新兴渠道可以让这些新品牌实现弯道超车，这都会给市场带来全新的变化”。

这当中的新兴渠道即线上渠道。作为在线上孵化的美妆品牌，完美日记在线上的传播方式被后来者广为借鉴。首先是明星等顶级流量的加持，其次是和探索频道、故宫、颐和园、大英博物馆等 IP 的合作。冯琪尧称，“不少年轻地理老师是通过国家地理的联名眼影盘认识了完美日记”。此外，颇有成效动作，要属重点攻略小红书后，在抖音、快手、B 站等年轻人聚集的平台投放。

从线上获得成功后，完美日记打算大力开拓线下市场。完美日记方面披露，线下渠道门店销售增长速度达到 1000%，线上渠道环比增幅从最初的 13% 上升至 70%-80%，双渠道购买途径的增幅超过 50%。

冯琪尧称，线下消费群体在年龄上会比线上消费群体更年长一些，同时客单价也更高。门店的开设最初以广州为中心辐射开来，出广东省后，完美日记想要尝试更多业态。今年 9 月，它在成都春熙路开出的概念店占地面积

将近 1000 平方，是品牌在全国开出的最大复合业态线下店，店内设有咖啡茶饮、打卡场景和体验区。

按计划，未来三年完美日记还将布局 100 个城市、600 家门店。其中，2020 年将进入更多三、四线城市，将门店数提升到 80 余家，那些开在小镇姑娘身边的门店将与一线城市的门店无异。对于相对低单价的产品销售额是否能支撑大规模扩店，冯琪尧表示完美日记的门店奉行“薄利多销”。

随着愈来愈多的消费者注意到完美日记时，资本也闻讯赶来。

三年时间三轮融资，逸仙电商背后有一众知名投资机构，比如真格基金、弘毅资本、高榕资本、高瓴资本、红杉中国、华人文化等。据《晚点 LatePost》报道，完美日记新一轮融资估值达 10 亿美元（合约 69 亿元人民币）。

CMC 资本董事夏天蓓称，“风口”很容易被证伪，但国货美妆这个风口暂时站住了脚跟，在中国 35 岁以下女性的美妆品牌渗透率不到 40%，而在欧美是 80%，美妆领域的需求值得深挖。

目前来看，新兴的国货美妆品牌单品价格较低，主打“高性价比”，社交电商是它们的主战场，但在技术、研发要求高的成分领域有所缺失。

3.1.5、小红书、拼多多接连入局，美妆直播战场再升温

据品观网 2019 年 11 月 28 日报道：今天（11 月 28 日），小红书宣布其互动直播平台将进入内测阶段。就在前一天（11 月 27 日），拼多多才刚刚完成了首次直播。一场电商直播领域的酣战，已然拉开序幕。

值得注意的是，在刚刚过去的双 11 大战中，美妆已然以总成交额第一的成绩，成为淘宝直播平台上的重点品类。按照淘宝直播负责人赵圆圆的说法，未来三年，直播会成为美妆行业的主战场。这意味着，“电商+直播”已成美妆商家标配。同时，平台间的流量之争也再度升级。

在电商直播这个新赛道上，各大美妆品牌成为各大平台的兵家“必争之地”。

小红书、拼多多的不同属性，决定了它们在直播上的不同玩法。

早在今年 6 月份，小红书就透露了其对直播的布局计划，通过定向邀请部分达人参与体验进行功能内测。这一次，小红书正式官宣了在直播上的玩法和新功能。小红书创作号负责人杰斯表示，直播功能的开放，将为内容创作者提供一个和粉丝实时互动的通道。在直播中，创作者还可以通过发放福利、红包等形式，加深和粉丝的连接，运营属于自己的私域流量。

很显然，基于强社交属性，小红书直播更为强调其在内容以及与粉丝互动上的功能。不过，其在电商领域的“野心”也显露无疑，比如会在直播页面设置商品货架、商品页面，支持电商直播。

拼多多在直播上的玩法也遵循了平台以往“裂变”的规则，通过邀请 2 位微信好友组成队伍，三人均获得直播商品 5 折券。

11 月 27 日晚，拼多多直播首秀选择以“百亿品牌补贴”为入口，当晚，超 10 万人观看本次直播。

小红书官方报告显示，截至 2019 年 5 月，小红书注册用户量超过 2.5 亿，2018 年社区活跃度增长 5.4 倍，每天约有 30 亿次笔记曝光，其中 70% 以上为 UGC 生产内容，已经成为年轻人不可替代的消费决策入口，具有制造流行和热点的能力。

小红书入局直播，具有其必然性。一方面，长时间的优质社区文化积累，以及口碑营销，培养出了一大波忠实用户。硬核种草带货实力，或将成为小红书与淘宝直播博弈的筹码。另一方面，小红书近七成用户都是 90 后，而年轻用户也正是直播电商的主要目标用户，这意味着小红书拥有将近两亿的精准用户。

用户层面的积累，一定程度上加快了小红的商业化进程。从 2018 年下半年开始，小红书通过从信息流中加入广告、将社区内容接入淘宝、建立品牌合作人平台等进行商业变现。今年 3 月，小红书更是首次打通社区和电商，提出 2019 年是商业化关键年。

作为基于用户信任成长起来的社区，电商直播功能则意味着小红的电商化进程又一次加快，而在商业化和内容上如何实现平衡，则成为摆在其面前的又一道难题。

从 2016 年淘宝直播上线起，“电商+直播”模式让众多电商趋之若鹜，许多电商平台也制定了整合视频直播计划，抖音、快手、蘑菇街等多个平台都已起跑，京东在首页和发现频道中都有直播的展示入口，苏宁易购也开通了苏宁直播，唯品会推出了视频购物台。但在主播数量和观看人数上，淘宝直播均有更大优势。

淘宝直播负责人赵圆圆告诉品观 APP，美妆是最适合做直播的类目之一，“从产品的种草到强化产品功效、使用方法的教程、买赠产品的叠加这个过程中，专业内容和真人讲解、以及货品组合互相加持，用户的接受和决策周期就有了。”

从初次上线的直播内容来看，一向占比不高的美妆类目，成为拼多多对电商直播的初次试水方向。而作为最强种草社区之一，小红书具有天然的美妆带货属性。

根据 2019 年第三季度小红书美妆内容数据分析报告，在小红书视频笔记中，彩妆相关内容最热，约占 41%；其次是护肤相关内容，约占 11%。

近两年，小红书更是成为不少新锐美妆品牌成长的“摇篮”，完美日记、花西子等都是在小红书的用户口碑中成长起来的代表。今年双 11，美妆品牌的主战场也在直播间内，淘宝直播间销量排名前 10 的单品中有 8 个是美妆产品，如雅诗兰黛小棕瓶和 Olay 小白瓶等。

“当一个行业在螺旋式上升的时候，从业者看到的是：日复一日，周而复始，没什么变化。局外人看到的却是：一股龙卷风。”赵圆圆这样的描述，无疑是对电商直播当下现状的最好阐释。

。

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	12月31日	董事、高级管理人员减持计划	曹良国、金衍华、王莉女士、张叶峰等计划6个月内分别减持0.6830%、0.0121%、0.0073%、0.0059%股份；
	11月17日	对外投资	拟106万元与PRIMA-DERM,S.L.立合资公司，占比53%；
	10月30日	业绩披露	19Q1~3营收同比增33.35%、净利同比增32.04%。
丸美股份	10月30日	业绩披露	19Q1~3营收同比增14.77%、净利同比增52.26%。
壹网壹创	11月12日	获得政府补贴	获得政府补贴1841万元；
	10月28日	业绩披露	19Q1~3营收同比增50.61%、净利同比增29.38%。
华熙生物	12月14日	高管变动	任栾依峰为公司财务总监；
	11月5日	股票上市	公司股票2019年11月6日上市。
上海家化	10月31日	员工持股计划	2015年员工持股计划届满；
	10月15日	政府补助	获得政府补助5848万元；
	10月25日	业绩披露	19Q1~3营收同比增5.81%、净利同比增19.09%。
青松股份	12月18日	获取专利	诺斯贝尔取得发明专利，发明名称：一种多功能清洁膏霜；
	11月27日	取得实用新型专利	子公司福建南平青松化工取得《实用新型专利证书》，实用新型名称：一种龙涎酮合成用包装装置；
	11月22日	产能释放	年产15,000吨香料项目开始进入正式生产；
	10月29日	业绩披露	19Q1~3营收同比增102.18%、净利同比增25.43%。
青岛金王	12月27日	限售股上市流通	2473万顾非公开发行限售股份2020年1月2日上市流通；
	12月14日	获业绩承诺补偿	因上海月沅未完成2018年度承诺业绩，获得现金补偿共2200万元；
	11月21日	股东减持计划	股东珠海新能及一致行动人计划6个月内减持不超6%股份；
御家汇	12月06日	股东减持	持股5%以上股东深创投及一致行动人累计减持比例达到1%；
	10月29日	业绩披露	19Q1~3营收同比降1.85%、净利同比降93.19%。
拉芳家化	10月30日	业绩披露	19Q1~3营收同比降1.84%、净利同比降56.49%。

资料来源：Wind，光大证券研究所整理

重点上市公司 2019 年三季报

公司	营收 (亿元)	营收 (同比%)	净利润 (亿元)	净利润 (同比%)	每股收益 (元)
上海家化	57.35	5.81	5.40	19.09	0.81
珀莱雅	20.80	33.35	2.40	32.04	1.19
丸美股份	12.12	14.77	3.59	52.26	0.90
壹网壹创	7.90	50.61	0.96	29.38	1.60
华熙生物	12.88	48.97	4.16	30.57	0.97
御家汇	15.76	-1.85	0.08	-93.19	0.02
拉芳家化	98.94	-34.88	3.04	-45.98	0.10
名臣健康	3.58	-4.34	0.21	-18.58	0.17
广州浪奇	93.74	6.38	0.22	5.01	0.04
青岛金王	40.99	2.08	2.99	84.06	0.43

资料来源：Wind，光大证券研究所

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19年初以来，下同）为45倍、个护公司历史均值为45倍、代运营商历史均值为67倍、生产商历史均值为12倍、渠道商历史均值23倍。

当前美妆、个护公司、代运营商、生产商及渠道商平均估值水平（2020年1月3日的动态市盈率）分别为65倍、64倍、84倍、14倍、15倍，其中美妆、个护、代运营商、生产商估值高于历史平均水平、而渠道公司低于历史平均。

表9：化妆品公司估值表

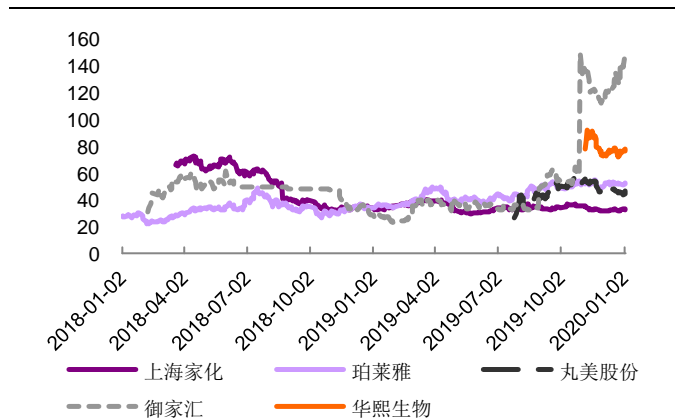
公司名称	收盘价	EPS (元)				PE				3 年 CAGR	PEG	市值 (亿元 RMB)
	元/股	18A	19E	20E	21E	18A	19E	20E	21E		18 年	
美妆品牌商												
珀莱雅	90.12	1.43	1.89	2.57	3.33	63	48	35	27	32.65%	1.46	181
丸美股份	63.12	1.04	1.34	1.58	1.83	61	47	40	34	21.00%	2.24	253
华熙生物	83.36	0.88	1.20	1.58	2.04	94	70	53	41	32.09%	2.17	400
上海家化	30.77	0.81	0.93	1.05	1.28	38	33	29	24	16.61%	2.00	207
御家汇	9.90	0.32	0.34	0.40	0.47	31	29	25	21	14.07%	2.06	41
平均	-	-	-	-	-	57	45	36	29	-	-	-
个护品牌商												
拉芳家化	16.34	0.82	-	-	-	20	-	-	-	-	-	37
名臣健康	15.53	0.36	-	-	-	43	-	-	-	-	-	19
平均	-	-	-	-	-	32	-	-	-	-	-	-
代运营商												
壹网壹创	194.00	2.03	2.65	3.60	4.70	95	73	54	41	32.20%	2.28	155
生产商												
青松股份	12.61	0.78	1.25	1.82	2.07	16	10	7	6	38.66%	0.26	65
渠道商												
青岛金王	5.10	0.15	0.43	0.27	-	34	12	19	-	-	-	35

资料来源：Wind、Bloomberg、光大证券研究所

注：1) 本表收盘价日期为2020年1月3日；

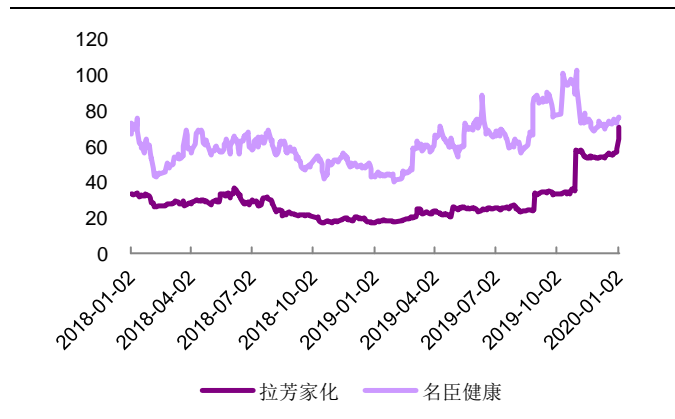
2) 本表中上海家化、珀莱雅、丸美股份、御家汇、青松股份等盈利预测为光大证券预测、青岛金王盈利预测为Wind一致预期。

图 12: 美妆公司 19 年以来 PE 估值 (TTM, 更新至 2020/1/3)



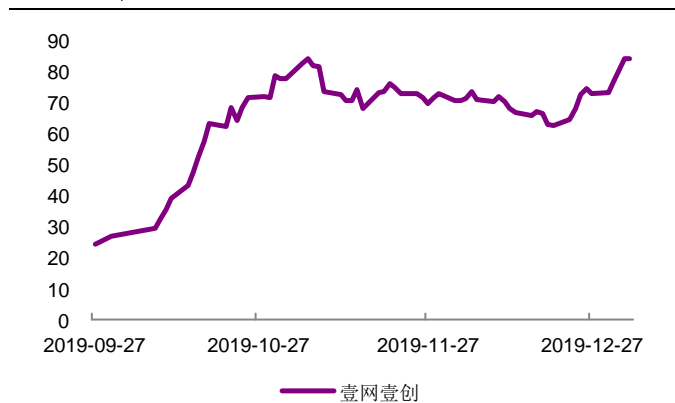
资料来源: Wind

图 13: 个护公司 19 年以来 PE 估值 (TTM, 更新至 2020/1/3)



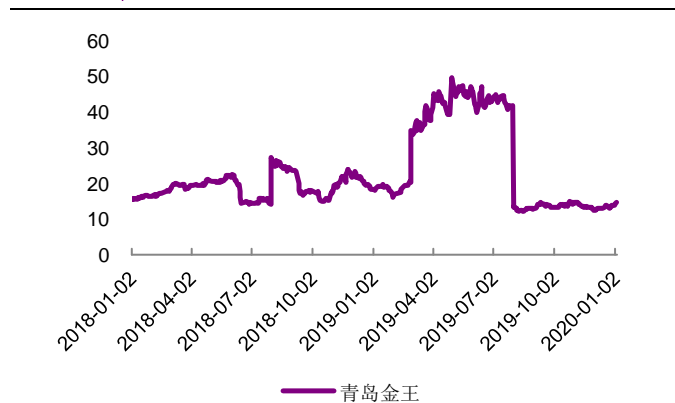
资料来源: Wind

图 14: 代运营商 19 年以来 PE 估值 (TTM, 更新至 2020/1/3)



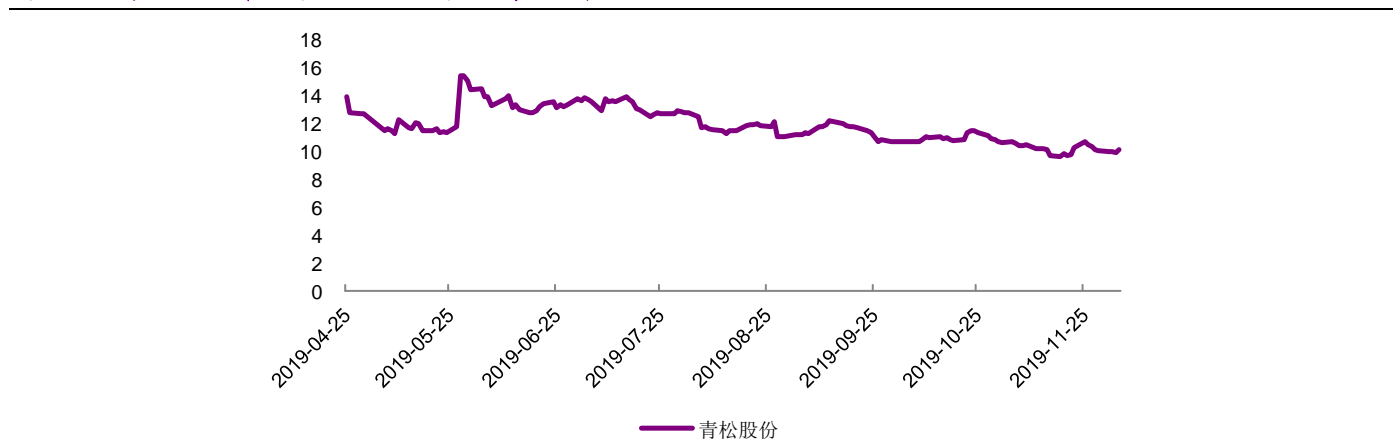
资料来源: Wind

图 15: 渠道商 19 年以来 PE 估值 (TTM, 更新至 2020/1/3)



资料来源: Wind

图 16: 生产商 19 年以来 PE 估值 (TTM, 更新至 2020/1/3)



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)
品牌商												
Estee Lauder	1397.58	21.32	37.14	42.30	47.29	66	38	33	30	30.41%	1.24	5042
Loreal	1933.40	58.24	60.88	65.34	70.12	33	32	30	28	6.38%	4.98	10862
P&G	859.15	26.57	31.71	34.37	36.60	32	27	25	23	11.27%	2.40	21501
Unilever	433.54	29.29	19.61	21.58	23.07	15	22	20	19	-7.64%	-	11658
Shiseido	551.19	9.87	13.40	16.14	18.94	56	41	34	29	24.29%	1.69	2205
Amore Pacific	848.24	31.01	26.40	31.92	36.44	27	32	27	23	5.52%	5.82	496
LGHH	7646.11	262.41	289.80	324.37	348.28	29	26	24	22	9.90%	2.67	1194
L'occitane	14.33	0.55	0.57	0.74	0.80	26	25	19	18	13.51%	1.85	212
平均	-	-	-	-	-	36	30	26	24	-	-	-
生产商												
cosmax	438.46	20.91	21.52	30.24	38.23	21	20	14	11	22.27%	1	44
渠道商												
ulta beauty	1616.35	63.90	77.10	86.24	94.95	25	21	19	17	14.11%	1	951
莎莎国际	1.61	0.13	0.14	0.13	0.13	12	11	13	12	0.54%	21	50
平均	-	-	-	-	-	19	16	16	14	-	-	-

资料来源：Wind、Bloomberg、光大证券研究所；

注：1) 股价更新至 2020 年 1 月 3 日，股价及 EPS 均按最新汇率（1 月 3 日 美元:人民币=7.0846）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

2019 年终端零售总体环境持续疲软，化妆品获益行业成长属性及必选属性，景气度高于其他品类、且受到终端零售疲软影响程度较小。

2019 年阿里全网化妆品销售额保持快速增长，其中护肤品、彩妆等相对较为景气。护肤品中本土龙头品牌、新锐品牌及国际高端品牌竞争力较强、占据前十榜单，彩妆本土大众新锐品牌（如完美日记、花西子等）、国际高端品牌竞争力较强。重点品牌天猫旗舰店销售额数据来看，本土品牌表现分化、国际品牌尤其是国际高端护肤品等表现持续靓丽、不乏翻倍增长，具体来看：1) 珀莱雅 19Q3 成功打造爆款泡泡 SPA 面膜、彰显公司线上内容营销新玩法策略显效，19Q4 insbaha 粉底液后继发力、预计未来有望持续复制新玩法、打造爆款/大单品等助力终端销售；2) 丸美在眼部护理领域品牌力较强、天猫旗舰店持续快速增长；3) 上海家化旗下中高端护肤品牌佰草集 19Q2 加码内容营销、主推冻干面膜，19Q4 主推日月精华等高单价产品，冻干面膜销售良好助力 19Q2 销售，日月精华定价较高、精华品类国际品牌竞争较为激烈、线上销售效果仍待显现；4) 壹网壹创代运营的两大品牌百雀羚、Olay，双 11 销售靓丽、均进入天猫美妆前十品牌。

受新电商法影响，2019 年我国化妆品进口增速同比放缓，其中主要为进口量增速放缓。

展望未来，化妆品行业持续景气，受终端零售疲软影响较小，带来产业链上下游成长机遇，建议关注相关投资机会。1) 品牌商获益于人均消费水

平提升、主力消费人群增长，可持续景气，短期抓住行业趋势变化、与国际品牌差异化竞争，长期强研发、多品牌发展有望做强做大，建议关注珀莱雅、丸美股份、华熙生物、上海家化等。2) 化妆品代运营商获益品牌加码布局电商渠道、对代运营需求持续增长，行业景气望持续，长期看竞争将全面升级，建议关注壹网壹创。

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，19 年布局内容营销等新型营销方式、成功打造爆款产品。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>产品，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 1.89、2.57、3.33 元，对应 20 年 PE 35 倍。

风险提示：终端零售疲软；渠道拓展、营销效果、新品牌培育不及预期；无法把握行业趋势变化。

丸美股份：公司为本土中高端眼部护理龙头，细分领域具先发优势；营销及经销资源丰厚、短期竞争力强，近年引入海外研发资源、增强长期竞争力，推出日本高端进口系列、线下销售靓丽。专注眼部护肤、拓展高端等有望优先获益行业高端化、精细化趋势；积极筹备拓展直营电商、内容营销等行业新趋势。维持 19~21 年 EPS 预测为 1.34、1.58、1.83 元，未来三年净利复合增速为 21%，对应 20 年 PE 40 倍。

风险提示：零售疲软；经销商不续约；新趋势把握不及时、新营销/渠道资源培育不及预期；营销投入效果不及预期。

壹网壹创：化妆品行业景气，各渠道中电商成长性最高，代运营需求旺盛，公司垂直化妆品领域精细化代运营，有望获益行业机遇，服务内容深化，长期竞争力强。维持 19~21 年 EPS 预测为 2.65、3.60、4.70 元，对应 2020 年 54 倍 PE。

风险提示：单一品牌集中度较高；品牌方收回线上代运营授权，自主进入电商运营领域。

华熙生物：公司拥有全球领先透明质酸生产技术（产率高、杂质低）及分子量控制技术（酶切、梯度 3D 交联等）、终端湿热灭菌技术等，使公司原料业务覆盖医药、化妆品、食品等三大应用领域，范围广，夯实龙头地位；成功推出自主品牌进入下游成长性行业、技术领先打造产品壁垒，外延拓展海外新技术、新产品增加盈利增长点、助力总体业绩靓丽、前景广阔。预计原料业务稳健增长，下游自主品牌继续较快增长，维持 19~21 年 EPS 预测为 1.20、1.58、2.04 元，对应 2020 年 PE 53 倍。

风险提示：研发失败/新技术或产品的替代；营销投入效果不及预期。

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，2019 年重点焕活佰草集、19Q2 小有成就，建议持续关注未来调整效果；玉泽品牌业绩表现靓丽、彰显公司多品牌孵化能力，其他品牌发展呈现波动。维持 19~21 年 EPS 为 0.93、1.05、1.28 元，对应 20 年 PE 29 倍，维持“买入”评级。

风险提示：终端零售疲软；佰草集调整效果不及预期；多品牌培育不及预期。

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。
基准指数说明：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