

终端零售疲软、化妆品景气较高，线上本土品牌表现分化

——化妆品行业月报（20190403）

行业月报

◆行情回顾

上月（2019.03.1~3.31）上证综指、深证成指、沪深300分别涨5.09%、9.69%、5.53%，化妆品板块涨13.16%，跑赢沪深300 7.63PCT，板块表现强于大盘。板块对比来看，化妆品板块表现居优，3月涨跌幅全行业排名第5。个股方面，珀莱雅、广州浪奇、拉芳家化等涨幅居前。

◆重点数据跟踪及点评

总体：终端零售总体疲软，化妆品景气度相对较高：19年1~2月限额以上零售企业化妆品零售额增长8.90%、较去年同期放缓3.60PCT、环比18Q4提升4.80PCT，1~2月百家重点大型零售企业化妆品零售额同比增8.3%，对比其他消费品类、化妆品景气相对更高，主要为行业处成长期，建议关注化妆品相关标的。

线上：3月阿里全网化妆品增长稳健，佰草集天猫店销售继续改善：3月阿里全网化妆品零售额同增29.75%、环比2月提升3.81PCT，总体增长较为稳健；线上本土新锐品牌持续涌现，国际品牌总体表现靓丽，传统本土品牌表现分化，其中上海家化旗下佰草集3月天猫旗舰店销售额继续正增长，主要为更换天猫代运营商，19年佰草集继续优化渠道、布局内容营销、打造爆款等，建议持续关注；珀莱雅主品牌3月放缓，主要为去年同期高基数，19年公司线上继续拓展京东、社交电商等新平台，新品牌发力线上（3月韩雅、猫语玫瑰等高速增长）等，预计全年电商继续高增；拉芳主品牌自1月以来持续回暖。

进口：高端化需求强劲、新电商法影响逐步消除，2月我国美妆进口增速同比现改善：2月我国美妆进口同比增50.78%、同比提升3.43PCT，2018年11月以来受到国内新电商法颁布、部分跨境电商卖家持观望态度、减少进货影响，我国美妆进口增速呈现同比放缓态势，12月以来放缓幅度缩小、2月首次恢复提速，显示该影响正逐步消化；其中价先回暖，显示国内对国外高端进口品需求旺盛。长期来看，高端化趋势下我国美妆进口仍将继续高增长。

◆行业公司动态

行业新闻：屈臣氏谋求上市/阿里、腾讯纷纷竞购；屈臣氏中国18财年营收203亿元，门店数达3608家；韩国免税店2月销售额创新高；丽人丽妆布局线下；靠内部创意团队，联合利华去年省了5亿欧元广告支出。

重点公告：珀莱雅18年营收同比增32.43%，净利同比增43.03%，拟10派4.3元（含税）；上海家化18年营收同比增10%，净利同比增39%，10派2.5元（含税）；中路股份证监会行政许可公司中止发行股份及支付现金收购膜法世家并募集配套资金。

◆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42倍、40倍、20倍，其中美妆公司与历史平均相当、而个护及渠道高于历史平均。

终端零售预计继续承压，化妆品景气较高，推荐关注；行业处成长期，竞争集中于渠道>营销>产品等，推荐关注渠道拓展力强/持续调整优化、布局内容营销等新兴营销方式、爆款打造等优质本土品牌商，如珀莱雅、上海家化等。1) 珀莱雅：把握行业趋势能力强，充分获取CS渠道、电商/社交电商、单品牌店等渠道红利，加码内容营销、反应迅速，19年业绩有望继续靓丽，预计19~21年EPS 1.89/2.57/3.33元，19年PE 36倍；2) 上海家化：18年平稳收官，19年渠道、营销、产品等多维度发力佰草集，边际改善可期，预计19~21年EPS 0.92/1.07/1.26元，19年PE 34倍。

◆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

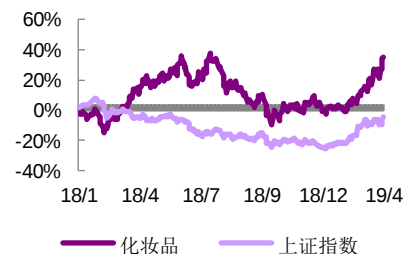
lijie_yjs@ebsecn.com

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

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
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——化妆品行业月报

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
化妆品行业蓬勃发展，本土品牌初露锋芒——化妆品行业深度报告

2018-06-16
百年家化铸民族骄傲，日新月异焕华美红妆——上海家化（600315.SH）动态跟踪报告

2018-11-12
线上渠道强势发力，管理效率稳步提升——珀莱雅（603605.SH）2018半年报点评

2018-08-17
多品类全渠道运营，卡位护肤彩妆主赛道——珀莱雅（603605.SH）跟踪报告

2018-08-13
国货崛起大势所趋，高效运营开疆扩土——御家汇（300740.SH）跟踪报告

2018-06-28
运营能力突出，上半年利润保持稳健增长——御家汇（300740.SH）2018H1业绩预告点评

2018-07-10

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：1~2 月终端零售总体疲软，化妆品景气度较高	4
2.2、 线上数据：3 月阿里全网美妆销售增长稳健，佰草集天猫旗舰店销售持续改善	5
2.3、 进口数据：2 月我国美妆进口增速同比现改善，新电商法影响逐步消化、高端化需求强劲	8
3、 行业公司动态	10
3.1、 行业新闻	10
3.2、 公司动态	14
4、 行业估值与投资建议	15
4.1、 行业估值	15
4.2、 投资建议	16
5、 风险分析	17

1、行情回顾

上月（2019.03.1~3.31）上证综指、深证成指、沪深 300 分别涨 5.09%、9.69%、5.53%，化妆品板块^①涨 13.16%，跑赢沪深 300 7.63PCT，板块表现强于大盘。

板块对比来看，化妆品板块表现居优，3 月涨跌幅全行业排名第 5。

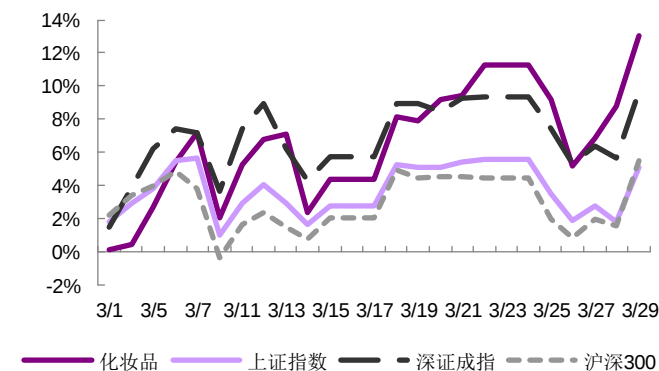
个股方面，珀莱雅、广州浪奇、拉芳家化等涨幅居前。

图 1：上月（2019.03.01~03.31）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	5.09
深证成份指数成份	9.69
沪深300	5.53
化妆品指数	13.16

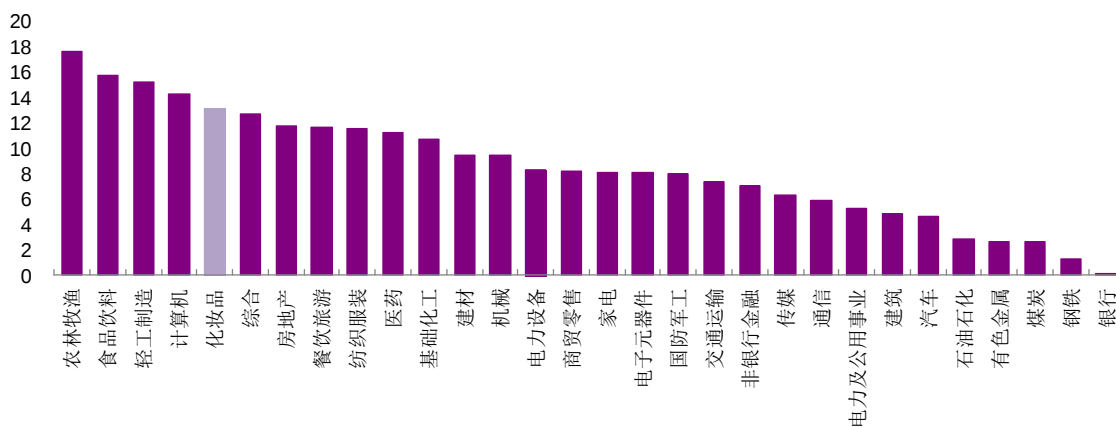
资料来源：Wind、光大证券研究所

图 2：上月（2019.03.01~03.31）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（2019.03.01~03.31）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 (2019.03.01~03.31) 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)
603605.SH	珀莱雅	69.37	37.09	4520	140
002503.SZ	广州浪奇	3.53	24.30	149910	109
603630.SH	拉芳家化	17.64	15.37	14098	40
002094.SZ	青岛金王	6.25	14.26	55729	43
300740.SZ	御家汇	17.99	4.65	19389	49
600315.SH	上海家化	31.59	1.97	11546	212
002919.SZ	名臣健康	22.59	-0.18	3858	18

资料来源: Wind

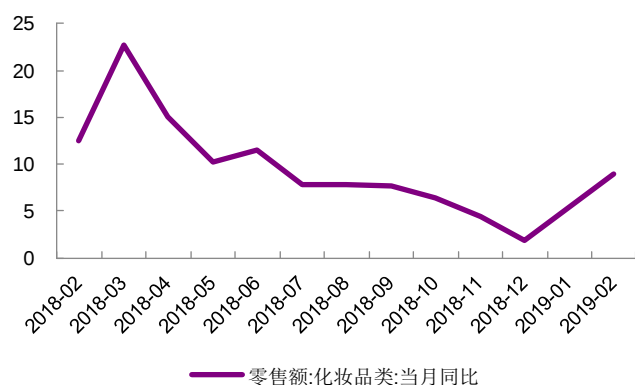
2、重点数据跟踪及点评

2.1、零售数据: 1~2 月终端零售总体疲软, 化妆品景气度较高

据国家统计局, 2019 年 1~2 月全国限额以上零售企业零售额同比增 3.20%、较去年同期放缓 5.20PCT, 其中化妆品零售额增速为 8.90%、较去年同期放缓 3.60PCT、环比 18Q4 提升 4.80PCT;

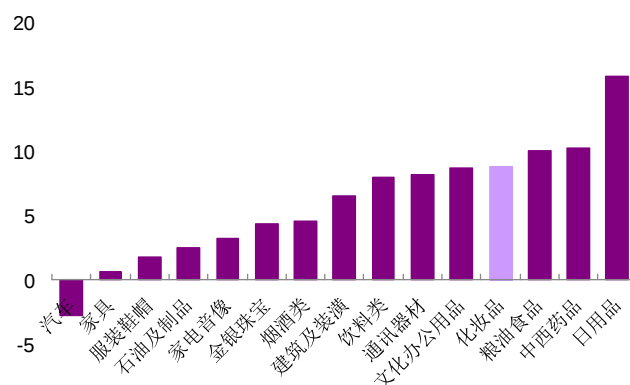
横向对比其他消费品类来看, 可选消费品同比增速均有不同程度放缓, 而粮油食品、日用品等零售较为稳健, 而化妆品虽同为可选消费品、增速同比出现放缓, 但获益行业成长属性、与其他品类相比增速较高。

图 4: 全国限额以上零售企业化妆品零售额同比增速 (%)



资料来源: 国家统计局、光大证券研究所

图 5: 全国限额以上零售企业主要消费品零售额同比增速 (%)

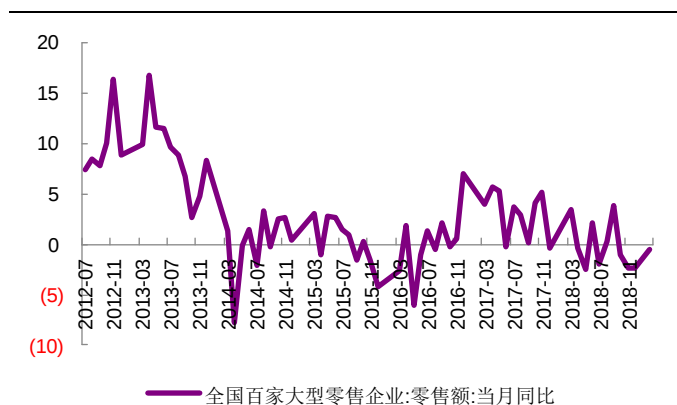


资料来源: 国家统计局、光大证券研究所

据中华全国商业信息中心统计, 1~2 月全国百家重点大型零售企业零售额同比降 0.5%, 增速较上年同期放缓 3.8PCT。

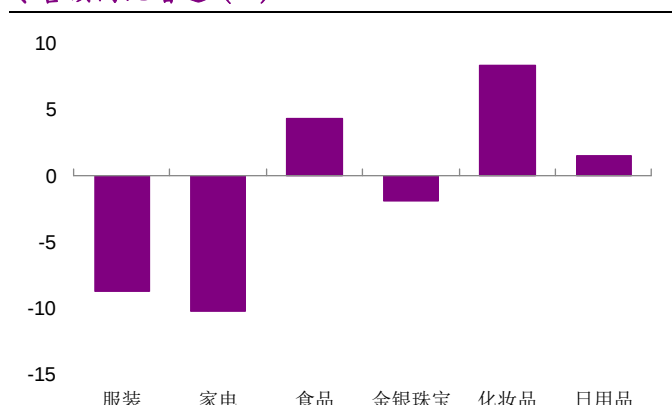
分品类来看, 化妆品增速较其他品类更高、行业景气。1~2 月百家重点零售企业化妆品零售额同比增 8.3%, 粮油食品、日用品分别同比增 4.3%、1.5%, 金银珠宝、服装、家电分别同比降 1.9%、8.8%、10.3%。

图 6：我国百家重点零售企业零售额同比增速 (%)



资料来源：中华全国商业信息中心、光大证券研究所

图 7：2019 年 1~2 月我国百家重点零售企业主要消费品零售额同比增速 (%)



资料来源：中华全国商业信息中心、光大证券研究所

当前终端零售放缓，化妆品亦受影响，但横向对比其他消费品类仍维持较高景气，主要为行业处成长期，建议关注化妆品相关标的。

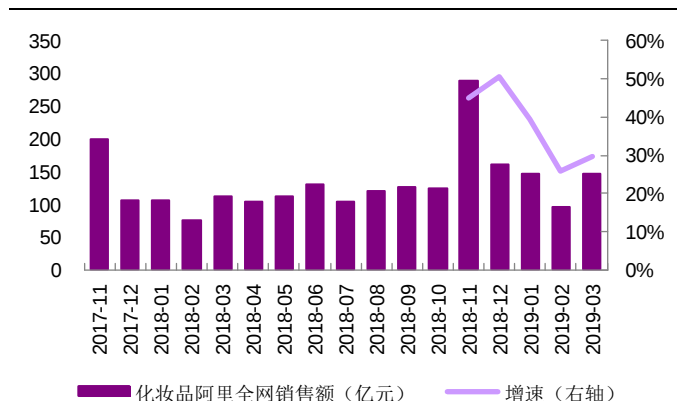
2.2、线上数据：3 月阿里全网美妆销售增长稳健，佰草集天猫旗舰店销售持续改善

据淘数据，2019 年 3 月阿里全网化妆品零售额同比增 29.75%、环比 2 月提升 3.81PCT，总体增长较为稳健，自 19 年 1、2 月以来受终端零售疲软影响，化妆品线上增速环比持续放缓，3 月基本与 2 月持平、增长稳健，建议持续关注后续变化。

细分品类看，2019 年 3 月护肤、彩妆、美发护发等销售额增速总体稳健，分别同比增 36.56%、16.56%、22.57%，分别环比 2 月提升 4.04PCT、1.60PCT、下降 4.37PCT。

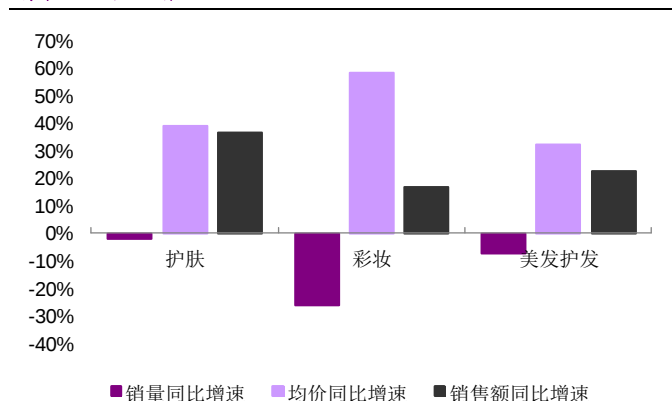
分量价看，3 月阿里全网化妆品销售量继续下滑，其中护肤销量、均价分别同比降 1.93%、增 39.25%，彩妆销量、均价分别累计同比降 26.36%、增 58.28%，美发护发销量、均价分别累计同比降 7.37%、增 32.32%。

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 3 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：佰草集继续改善，新锐品牌涌现

2019 年 3 月护肤品前十大品牌中新锐品牌持续涌现，前十名品牌中本土新锐品牌占据八席，而国际品牌仅占据两席。

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 (2019.01)	销售额 (百万元)	阿里全网市 占率	品牌 (2019.02)	销售额 (百万元)	阿里全网市 占率	品牌 (2019.03)	销售额 (百万元)	阿里全网市 占率
1	Bauo	315.29	3.46%	Bauo	156.82	2.65%	欧丽源	281.78	2.84%
2	一枝春	272.01	2.98%	sk-ii	106.25	1.80%	倾肤	255.41	2.57%
3	韩婵	239.09	2.62%	欧丽源	100.04	1.69%	l'oreal	226.63	2.28%
4	Audala	238.3	2.61%	l'oreal	94.15	1.59%	形象美	194.06	1.96%
5	汉萱本草	176.72	1.94%	莱贝	88.39	1.50%	olay	168.71	1.70%
6	lancome	160.04	1.75%	Olay	88.26	1.49%	莱贝	160.37	1.62%
7	l'oreal	147.02	1.61%	estee lauder	85.94	1.45%	一枝春	144.36	1.45%
8	estee lauder	144.35	1.58%	a.h.c	82.78	1.40%	estee lauder	128.65	1.30%
9	senana marina	131.58	1.44%	Wis	78.76	1.33%	wis	123.75	1.25%
10	sk-ii	130.33	1.43%	the history of whoo	76.92	1.30%	海洋主义	119.30	1.20%

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) 本土传统品牌继续分化：上海家化旗下佰草集销售额增速继续改善，主要为公司更换天猫代运营商，佰草集 2019 年加码内容营销、渠道持续调整优化、集中打造冻干面膜、日月精华等爆款产品，建议持续关注佰草集业绩改善情况。

珀莱雅主品牌 3 月天猫旗舰店销售额增速有所放缓，主要为去年高基数影响，未来公司线上继续高增长动力切换至社交电商平台、新品牌等，公司长期战略生态化发展、平台化布局新风口培育新增长点，建议持续关注。

b) HFP 等新锐品牌继续高增。

c) 国际高端品牌获益化妆品高端化消费趋势继续快速增长。

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	2018-11 销售额 同比增速	2018-12 销售额 同比增速	2019-01 销售额 同比增速	2019-02 销售额 同比增速	2019-03 销售额 同比增速
阿里全网护肤行业			38.61%	53.00%	45.98%	32.51%	36.56%
本土传统品牌	珀莱雅	珀莱雅	85.68%	201.28%	83.03%	98.10%	22.09%
		韩雅	-	-	-	-	299.16%
		猫语玫瑰	-	-	-	-	4315.27%
		悦芙媞	-	-	-	-	-79.04%
		悠雅	-	-	-	-	129.62%
	上海家化	佰草集	-23.76%	-41.30%	-29.13%	109.14%	22.71%
		六神	-3.86%	47.27%	103.37%	377.29%	69.04%
		美加净	-3.46%	19.79%	-29.09%	0.65%	65.47%
		高夫	-28.99%	42.53%	6.70%	74.78%	12.95%
	御家汇	御泥坊	15.44%	-34.16%	-39.81%	-18.21%	-60.13%
		小迷糊	14.59%	-11.71%	-39.32%	-85.43%	-43.78%
	百雀羚	百雀羚	-8.65%	22.03%	22.66%	57.16%	-9.18%

本土新锐品牌	上海上美	韩束	-25.01%	-45.48%	-41.86%	92.84%	-24.04%
		一叶子	-10.96%	-30.30%	-26.89%	42.33%	-33.46%
	伽蓝集团	自然堂	52.58%	23.47%	-6.32%	54.60%	6.69%
	相宜本草	相宜本草	-6.43%	53.70%	78.10%	31.79%	52.62%
	韩后	韩后	-63.88%	7.30%	-9.99%	-4.71%	52.84%
国际-大众品牌	欧莱雅（法国）	HFP	91.54%	78.24%	28.14%	266.61%	74.43%
		巴黎欧莱雅	145.93%	37.41%	105.88%	206.47%	191.53%
		Olay	124.42%	2.27%	-0.76%	84.66%	62.02%
	拜尔斯道夫（德）	妮维雅	36.48%	48.30%	32.69%	75.48%	34.76%
	资生堂（日）	欧珀莱	2.85%	47.09%	-19.98%	11.63%	-1.19%
国际-高端品牌	爱茉莉太平洋（韩）	悦诗风吟	36.33%	21.06%	20.39%	14.52%	20.00%
	欧莱雅（法国）	兰蔻	93.81%	-31.07%	107.02%	102.45%	99.76%
	雅诗兰黛（美）	雅诗兰黛	46.16%	28.52%	104.78%	79.14%	38.57%
	资生堂（日）	SKII	38.47%	12.66%	31.68%	101.27%	67.67%

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：新锐品牌及国际品牌表现继续靓丽

本土新锐品牌表现出色，完美日记继续名列前茅，稚优泉、zeesea 等排名上升，其天猫旗舰店销售额增速表现靓丽，在以国际品牌占主导的格局中持续突围。

国际品牌天猫旗舰店销售额总体表现继续良好。

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 (2019.01)	销售额 (百万元)	阿里全网市 占率	品牌 (2019.02)	销售额	阿里全网市 占率	品牌 (2019.03)	销售额	阿里全网市 占率
1	完美日记	139.18	2.94%	Mac	95.48	3.05%	完美日记	196.56	4.93%
2	Mac	128.64	2.72%	完美日记	94.57	3.02%	maybelline	94.49	2.37%
3	Ysl	113.6	2.40%	Ysl	89.21	2.85%	mac	88.92	2.23%
4	纯姐	86.16	1.82%	givenchy	75.02	2.40%	ysl	86.25	2.16%
5	Dior	80.54	1.70%	Dior	68.07	2.17%	稚优泉	82.58	2.07%
6	estee lauder	77.63	1.64%	稚优泉	62.69	2.00%	卡姿兰	78.59	1.97%
7	givenchy	77.34	1.63%	estee lauder	55.07	1.76%	dior	68.33	1.71%
8	Zeesea	73.28	1.55%	美康粉黛	54.57	1.74%	zeesea	68.15	1.71%
9	稚优泉	70.53	1.49%	giorgio armani	53.86	1.72%	estee lauder	68.10	1.71%
10	卡姿兰	70.13	1.48%	zeesea	50.77	1.62%	giorgio armani	61.50	1.54%

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	2018-11 销售额同比增速	2018-12 销售额同比增速	2019-01 销售额同比增速	2019-02 销售额同比增速	2019-03 销售额同比增速
阿里全网彩妆行业		65.01%	45.92%	45.92%		
本土传统品牌	卡姿兰	33.05%	-23.06%	30.38%	-0.70%	64.11%
	玛丽黛佳	11.68%	22.61%	-10.46%	-46.69%	-20.08%
本土新锐品牌	完美日记	5786.29%	4304.97%	26.87%	1755.53%	1698.89%
	稚优泉	264.38%	338.43%	2251.87%	304.93%	87.48%
	zeesea	-	627.36%	141.85%	1356.51%	1051.47%
国际品牌-大众定位	美宝莲	-	13.45%	21.23%	135.72%	69.16%

国际品牌-中高/高端定位	Mac	-	-	37.54%	48.05%	44.73%
	纪梵希	-	-	-	200.04%	1.87%

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：本土品牌分化，国际品牌继续占主导

2019 年 3 月阿道夫、植观、魔香、润丝丹等本土新锐品牌在前十榜单大中占据四席，显示本土新锐品牌竞争力强、部分本土新锐品牌天猫旗舰店销售额增速超国际品牌。

本土传统品牌中拉芳自 2019 年 1 月以来销售额持续正向增长，滋源定位无硅油概念、其销售额继续高增。

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 (2019.01)	销售额 (百万元)	阿里全网市 占率	品牌 (2019.02)	销售额 (百万元)	阿里全网市 占率	品牌 (2019.03)	销售额 (百万元)	阿里全网市 占率
1	schwarzkopf	72.45	7.93%	schwarzkopf	30.78	5.80%	schwarzkopf	55.53	6.98%
2	l'oreal	42.93	4.70%	l'oreal	24.41	4.60%	l'oreal	51.15	6.43%
3	阿道夫	20.13	2.20%	阿道夫	19.95	3.76%	kerastase	28.34	3.56%
4	Kao	19.46	2.13%	kerastase	11.96	2.25%	阿道夫	27.80	3.49%
5	kerastase	18.1	1.98%	植观	11.71	2.20%	Ryo	18.36	2.31%
6	魔香	13.13	1.44%	魔香	8.64	1.63%	润丝丹	12.53	1.58%
7	Ryo	13.02	1.42%	Ryo	8.54	1.61%	魔香	11.28	1.42%
8	钻姿	12.4	1.36%	Kao	6.62	1.25%	植观	10.36	1.30%
9	润丝丹	11.34	1.24%	shiseido	6.62	1.25%	kao	10.12	1.27%
10	丽品丝	11.23	1.23%	润丝丹	6.60	1.24%	shiseido	9.16	1.15%

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	2018-11 销售额同比增速	2018-12 销售额同比增速	2019-01 销售额同比增速	2019-02 销售额同比增速	2019-03 销售额同比增速
阿里全网美发护发行业		65.01%	45.92%	29.78%	26.94%	22.57%
本土传统品牌	拉芳	-38.08%	-13.43%	20.43%	24.65%	33.86%
	美多丝	-38.41%	-57.59%	-71.26%	-19.18%	-13.68%
	蒂花之秀	63.02%	31.21%	99.67%	-31.81%	68.46%
	滋源	-	28.88%	58.37%	50.52%	26.29%
本土新锐品牌	魔香	-	119.07%	89.44%	129.33%	31.13%
	阿道夫	-	63.21%	28.28%	251.97%	45.57%
国际品牌	施华蔻	-	8.93%	90.93%	61.77%	13.25%
	RYO	-	99.29%	46.15%	251.97%	45.57%
	卡诗	-	31.67%	40.01%	74.12%	59.46%

资料来源：淘数据、光大证券研究所

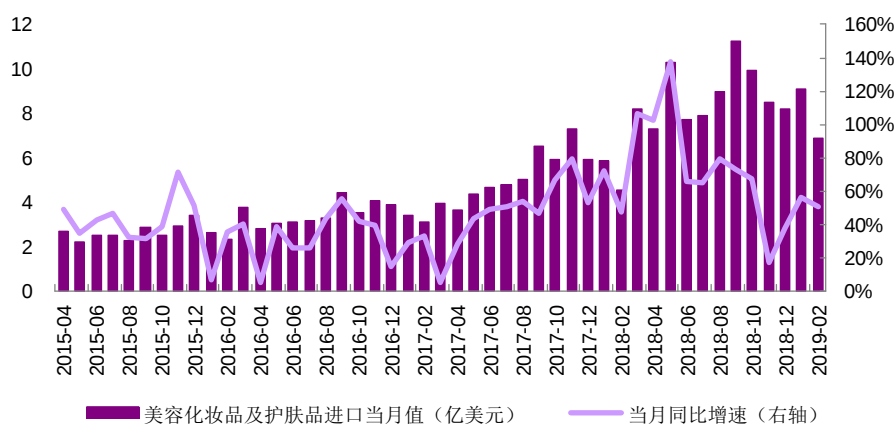
注：品牌销售额实际为品牌天猫官方旗舰店销售额数据，不能等同于该品牌线上总销售额。

2.3、进口数据：2 月我国美妆进口增速同比现改善，新电商法影响逐步消化、高端化需求强劲

2019 年 2 月我国美妆进口 6.88 亿美元、同比增 50.78%、同比提升 3.43PCT。2018 年 11 月以来受到国内新电商法颁布、部分跨境电商卖家持

观望态度、减少进货影响，我国美妆进口增速呈现同比放缓态势，12月以来放缓幅度缩小、2月首次恢复提速，显示该影响正逐步消化。

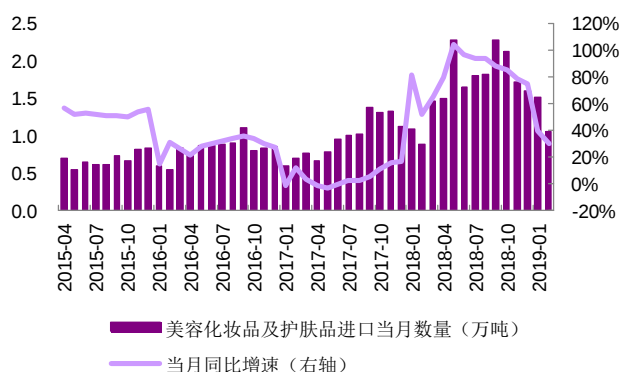
图 10：我国美容化妆品及护肤品当月进口金额及同比增速



资料来源：海关总署、光大证券研究所

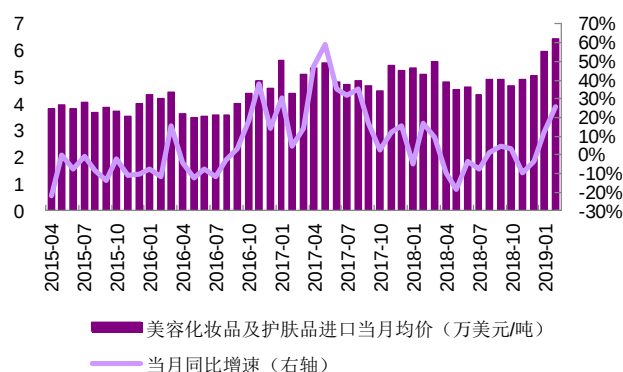
分量价来看，2019年2月进口量1.06万吨、同比增30.54%、同比去年同期放缓21.36PCT，进口均价6.47万美元/吨，同比增26.00%、同比去年同期提升9.29PCT，呈现出价先回暖的态势，显示国内对国外高端进口品需求旺盛。

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

当前新电商法影响正逐步消化，国内对外国高端化妆品消费需求强劲、进口化妆品均价持续提升，受国内终端零售疲软影响较小。长期来看，我国美妆进口仍将保持较高增速。

3、行业公司动态

3.1、行业新闻

3.1.1、“香饽饽”屈臣氏：谋求上市/阿里、腾讯纷纷竞购

据品观网 2019 年 4 月 1 日报道：新零售战场上，阿里、腾讯又有了新的争夺目标。

近日，有消息传出，新加坡投资公司淡马锡正考虑以 30 亿美元的价格出售屈臣氏 10% 的股份，阿里、腾讯纷纷竞购。另有知情人士向媒体透露，潜在买家将会受邀参加 2019 年 3 月的屈臣氏管理层介绍会。对此，腾讯公关方向《中国企业家》表示：“竞购还在进行时，无法透露任何消息”。阿里方面同样“不予置评”。

来自屈臣氏的最新消息是，3 月 27 日，屈臣氏控股董事总经理黎启明在吉隆坡讲话中称——屈臣氏不排除 IPO 计划，但没有上市压力。黎启明表示，屈臣氏计划每年新开 1300 家门店，其中会有 500 家在中国，目前，屈臣氏正在探索中东等新市场。

实际上，早在 1 月份就曾有媒体曝出，淡马锡正考虑出售屈臣氏近 25% 的股份，有媒体猜测，业绩逐年下滑的屈臣氏已让淡马锡失去信心，但也有业内人士告知，对淡马锡而言，转让股份更多是为屈臣氏的上市加码。

而从屈臣氏母公司长江和记实业有限公司发布的财报来看，在经过数年业绩下滑后，屈臣氏在 2018 年底终于恢复增长。

因为扩张速度过快，从 2013 年起，屈臣氏业绩增长逐年下滑。公开资料显示，2013 年屈臣氏业绩营收为 23%，2014 年下降到 14%，直到 2016 出现首次负增长，同年，罗敬仁辞去屈臣氏中国区 CEO 一职，而后高宏达成为新晋总裁。

业内普遍观点认为，屈臣氏业绩下滑的主要原因在于扩张速度过快、一味追求业绩，从而造成精细化运营缺失，当然这也少不了电子商务兴起的大环境影响。

2018 年，高宏达宣布屈臣氏中国的“中路策略”，即推出更加吸引年轻人的“第八代门店”、加速品牌升级与平衡线上布局。公开资料显示，屈臣氏的新店型更加注重用户体验，开辟了专业的皮肤测试区和美妆互动区，增加了香水品类，扩大了进口商品比例。

早前，屈臣氏上线了定位为化妆品问答购物平台的莴笋 APP。

2018 年 1 月，屈臣氏与欧莱雅合作推出全新的化妆品概念店 colorlab by Watsons，售卖蜜丝佛陀、美宝莲纽约、Kiss Me 在内的人气品牌。同年 7 月，屈臣氏对官网进行了升级改造，开放“屈臣氏健康”等板块，并同时升级 VIP 会员体系，打通包括天猫旗舰店在内的线上、线下会员积分系统。

也或许是因为积极的改变，屈臣氏 2018 年的业绩恢复上涨。

就长江和记实业发布的财报显示,截止到 2018 年 12 月底,屈臣氏的销售额为 1689.91 亿港元,同比增长 8%。门店总数已增至 3608 家,同比增长 10%。

3.1.2、屈臣氏中国 18 财年营收 203 亿元,门店数达 3608 家

据品观网 2019 年 3 月 22 日报道:为复苏而战的屈臣氏中国终于迎来近三年最好的成绩。3 月 21 日,屈臣氏母公司长江和记实业有限公司发布 2018 年财报,数据显示:1) 期内屈臣氏集团实现销售 1689.91 亿港元(约合人民币 1440.79 亿元),同比增长 8%;2) 中国区销售额 238.55 亿港元(约合人民币 203.07 亿元),同比增长 10%;3) 中国区店铺数量已增至 3608 家,较上年新增 337 家,同比增长 10%。

2016 年,屈臣氏中国区业绩首次出现负增长,全年营收同比下降 3.82%。为逆转颓势,屈臣氏中国启用高宏达为新 CEO。他带领着屈臣氏重新深入年轻消费者,回归以消费者为中心的发展轨道。

2017 年,屈臣氏中国区业绩恢复正增长,实现 217.83 亿港元(约合人民币 185.72 亿元);2018 年,屈臣氏中国区业绩更是获得双位数增长,年销售达到了 238.55 亿港元(约合人民币 203.07 亿元)。

整体业绩增长的同时,屈臣氏仍在高速开设新店,去年中国区店铺已遍布全国 474 个城市,较上年新增 337 家,总数已增至 3608 家,同比增长 10%。

屈臣氏中国区可比店铺销售跌幅持续收窄,从 2016 年的-10.1%,下降到 2017 年的-4.3%,2018 年则继续降至-1.6%。如计入收回的会员计划销售,2018 年,屈臣氏可比店铺的销售实际实现了 2.1%的正增长。

屈臣氏表示,通过持续扩充店铺组合,并紧密跟随商业圈及消费者分布的变化,2018 年成熟店铺的销售损失已由该成熟店铺附近地区开设的新店铺收入所补充。由此来看,新店的出现在一定程度上分流了成熟店铺的客流。

或因如此,屈臣氏中国的单店销售下滑,2018 年其单店年销售仅为 661 万港元(约合人民币 562.69 万元),平均日销售额为 1.81 万港元(约合人民币 1.54 万元)。

财报肯定了中国区的业绩表现,表示屈臣氏继续为中国内地领先的保健及美容产品零售连锁。如果以人民币计算,屈臣氏中国的 EBITDA 及 EBIT 分别增加 4%及 2%。这主要得益于销售的增长,但因为通货膨胀让整体店铺经营成本基础增加,总体增幅被抵销了部分。

去年屈臣氏中国通过店铺装修和重新布局,并结合线上线下服务提升消费者体验,改善了店铺经营情况。正因上述经营行为增加门店投入,屈臣氏中国的 EBITDA 毛利率维持在 19%的理想水平,较上年同期的 20%有所下降。

财报还表示,中国及亚洲为首的新店增长拉动了集团整体业务增长,此外同比店铺销售额整体增长 2%,也对业绩增长有贡献。

截至 2018 年,屈臣氏集团经营的零售品牌有 12 个,其中毛利较高的、独家代理产品的销售额占总销售额的 34%,这一比例与上年同期保持同一水平产品;拥有会员数量为 1.32 亿名,他们贡献了屈臣氏去年整体收益的 62%;

2018 年，长江和记实业有限公司零售店铺总数为 14976 家，遍布全球 24 个市场，去年整体新增店铺数为 852 家，新开店经营较好，平均新店现金回本期为一年内，较上年财报所示的 10 个月回本期有所上升。其中保健和美容产品部分每家新店铺平均成本开支为 90 万港币（约合人民币 76.61 万元），这一数字与上年保持同一水平。

3.1.3、韩国免税店 2 月销售额创新高，外国人消费首破 1.4 万亿韩元

据品观网 2019 年 3 月 20 日报道：韩国免税店 2 月销售额再创新高，两个月连续刷新历史记录。虽然 2 月营业天数较其他月份更少，但销售额未受影响。外国顾客的消费直接带动韩国免税店销售额快速增长，2 月外国人顾客消费额创历史新高，达 1.4 万亿韩元（约合人民币 84 亿元）。

韩国免税店协会 3 月 18 日公布的数据显示，上月韩国免税店的销售额为 1.74 万亿韩元，同比增长 35%，这一记录为单月销售额历史最高值。免税店单月销售额自去年 9 月（1.70 万亿韩元）首次突破 1.7 万亿大关后，今年 1 月以 1.74 万亿韩元刷新记录，2 月再创新高，已连续两个月刷新历史最高记录。

韩国免税店的购买主力军为外国顾客。2 月外国顾客的消费额为 1.41 万亿韩元，创历史新高。销售额同比增加 43%，而韩国人的消费额仅增加 12%。据分析，免税店销售额数据大幅增长主要受“基数效应”影响。韩国免税店外国顾客中，中国代购占很大比例。去年 2 月因平昌冬季奥运会的举行，机票价格出现上涨，不少代购在春节过后并未到韩国购物，这也导致今年数据与去年同期相比时，涨幅较大。

分析认为，韩国免税店销售额的上涨主要还是受中国游客的影响。当天教保证券发布的报告书中显示，现中国游客数已恢复至“萨德事件”爆发之前程度。该证券研究员柳敏善（音）表示，企划财政部发布的数据显示，2 月中国游客数同比增长 48.1%，人数突破 51 万名。该数值为 2017 年 3 月“萨德事件”以后最高记录，与 2016 年同期游客数基本持平。

顾客个人平均消费额的上升也直接拉动免税店整体销售额的增加。1 月顾客个人平均消费额为 93 万韩元，2 月该数值为 106 万韩元，环比上升 14%，同比上升 40%（2018 年 2 月 76 万韩元）。

业界相关人士表示，随着人民币表现强势，韩中间航班增加，中国游客数持续增长。此外，韩国政府还计划扩大市内免税店，并在入境处设置免税店。业界预计今年销售额有望再次刷新历史最高纪录。

3.1.4、丽人丽妆布局线下，要将韩国品牌 Cellapy 送进 10000 家化妆品店

据品观网 2019 年 3 月 27 日报道：3 月 25 日，丽人丽妆“Cellapy 品牌战略分享会”在距其总部不到三公里的上海松江富悦大酒店召开，面对来自全国各地的代理商和零售商，会议的这句开场白传递着两个信息：丽人丽妆成为韩国品牌 Cellapy（思理肤）中国总代，丽人丽妆宣布正式启动新零售项目。

显而易见，这足以颠覆大众固有认知中丽人丽妆 TP 商的角色。

事实上，在电商流量红利中崛起的 TP 商，如今不可避免地共同面对着流量红利的逐渐消退，以及线上渠道成本优势的消亡。不过，在整个零售业态集体面临转型的当下，丽人丽妆方面认为，布局新零售是“刚刚好”的时机。

丽人丽妆此次发布的 Cellapy 品牌，诞生于 2008 年，起源于韩国皮肤科医院，是皮肤科医师研发出来的品牌，目前在韩国专业美容整形机构已布局了 3000 余个网点。

除了专业院线，其从 2016 年开始已相继入驻了乐天百货、欧丽芙洋等零售渠道。目前，Cellapy 正在与丝芙兰和 Ulta 洽谈，以期选择其中一家布局欧美市场，同时，其还期望通过东南亚屈臣氏打入东南亚市场。

而牵手丽人丽妆，则是 Cellapy 品牌全面布局中国市场的开始。

丽人丽妆创始人兼 CEO 黄韬介绍，在最近几年的风潮之下，大量从诊所发起的化妆品品牌开始与丽人丽妆接触，目前接触过的此类品牌有二三十个之多，但由于这些品牌整体对零售理解不够，因此一直没有遇到满意的。之所以最终选择了 Cellapy，是因为有三点打动了丽人丽妆：1) 正规整形医院出品，在韩国专业线积累了较好的口碑；2) 虽是专业院线产品，但实现了零售化，而且在欧丽芙洋等零售渠道的复购率达到 60%；3) Cellapy 是一个可以打通线上、化妆品店和专业院线美容三大领域的品牌，也将成为丽人丽妆打通这三大领域消费者的首个案例。

黄韬表示，丽人丽妆的强项在天猫平台，这些年把一个新品牌通过天猫引入中国市场的成功率约为 80%。Cellapy 作为一个比较独特的案例，丽人丽妆将投入较多的资源来进行该品牌的全域营销，首先计划通过线上、线下零售渠道打造 Cellapy 的知名度，再将其导入到专业线。

3.1.5、靠内部创意团队，联合利华去年省了 5 亿欧元广告支出

据品观网 2019 年 3 月 21 日报道：各大快消公司提高营销效率、缩减营销成本的做法正逐步开始见效。

根据联合利华近期披露的财报，2018 年公司的品牌和营销投资 (BMI) 节约了 5 亿欧元（约合人民币 38.17 亿元），并“在那些驱动增长的领域增加了投资，比如数字媒介和店内营销，同时缩减了制作和促销支出”。

这主要得益与联合利华过去几年一直在缩减外部代理商规模并建设内部创意团队 (in-house)。事实上，早在 2018 年，联合利华就表示 2017 年公司的营销支出降低了 30%，公司的内部创意团队帮他们省去了不少制作费和媒介代理费。

2016 年，联合利华成立了内部营销团队 U-Studios，主要为品牌制作营销数字内容，包括为线上定制视频、图像、文章等内容。与之一同成立的还有同隶属于全球整合品牌部门的 U-Entertainment，同样以内容制作为主，为企业营销和品牌服务。与之职能类似的过去往往是外部广告公司，不过从 2015 年联合利华便开始将外部广告公司代理商整体减半到 3000 家，把部分数字营销和广告创意交给公司内部创意团队完成。

目前数字广告已占据整体市场约 40% 的规模，这一比重仍在稳步增加，但广告主们对于究竟要投放哪些渠道、投入多少成本等等都更为理智，品牌们也在重新审视电视等传统媒介、以及线下实体促销的作用。

碎片化的媒介和纷繁复杂的品牌信息，同时让做出“爆款”的随机性更强——消费者越来越难被打动，渠道曝光与实际效果不成正比，不少广告主对于媒介购买投放的态度，从大而广变成了少而精。

在联合利华今年 1 月的四季度投资者会议上，公司 CEO Alan Joje 便表示，目前联合利华 35% 的营销预算都投在数字渠道上，“当你迅速转型并开始进入数字领域，限制便不再是品牌和营销投资 (BMI) 要花多少钱，而是那些策划数字营销的人”，Alan Joje 说。

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	3 月 11 日	股权质押	持股 5% 以上股东方玉友先生质押 262 万股，占比 1.30%。
	3 月 29 日	年报披露 股东减持计划	18 年营收同比增 32.43%，净利同比增 43.03%，拟 10 派 4.3 元 (含税)；董事曹良国拟 6 个月内减持不超 181 万股，占比 0.90%。
上海家化	3 月 13 日	年报披露	18 年营收同比增 10%，净利同比增 39%；10 派 2.5 元 (含税)。
拉芳家化	4 月 3 日	股份回购	累计回购 287 万股股份，占比 1.27%。
青松股份	3 月 1 日	股份回购	发行股份及现金收购诺斯贝尔 90% 股权并募集配套资金获证监会审核有条件通过并复牌；
	3 月 23 日	权益分派	3 月 29 日 10 派 1 元 (含税)；
	3 月 27 日	资产重组	11.56 元/股发行股份及现金 9.20 亿元收购诺斯贝尔 90% 股权 (作价 24.3 亿元)，并募集配套资金不超 7 亿元；诺斯贝尔 2018 年扣非净利为 2.10 亿元、高于业绩承诺；
	3 月 29 日	股份减持计划	公司离任监事股份减持计划期限届满未减持公司股份。
中路股份	3 月 27 日	中止	证监会行政许可公司中止发行股份及支付现金收购膜法世家并募集配套资金。

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
中路股份	年报预计披露	4 月 18 日	-
青岛金王	限售股解禁	4 月 23 日	2521.97 万股限制性股票解锁上市
拉芳家化	年报预计披露	4 月 27 日	-
青岛金王	年报预计披露	4 月 29 日	-

资料来源：Wind

重点上市公司 2018 年报预告

公司	净利润 (亿元)	净利润 (同比%)	每股收益 (元)	年报披露日期	参考依据
上海家化	5.40	38.63	0.81	2019-03-13	年报
珀莱雅	2.87	43.03	1.43	2019-03-29	年报
御家汇	1.31	-17.51	0.48	2019-04-26	业绩快报
拉芳家化	3.92	-36.06	0.13	2019-04-16	业绩快报
名臣健康	0.31	-35.54	0.38	2019-04-26	业绩快报
广州浪奇	-	-	-	2019-04-27	-
青岛金王	1.10	-72.69	0.16	2019-04-29	业绩快报

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, 美妆公司历史均值为 42 倍、个护公司历史均值为 40 倍、渠道商历史均值(自 18 年以来, 下同)为 20 倍。

当前美妆、个护公司及渠道商当前平均估值水平(截止 2019 年 3 月 29 日的动态市盈率)分别为 42 倍、58 倍、40 倍, 其中美妆公司与历史平均相当、而个护及渠道估值高于历史平均。

表 8: 化妆品公司估值表

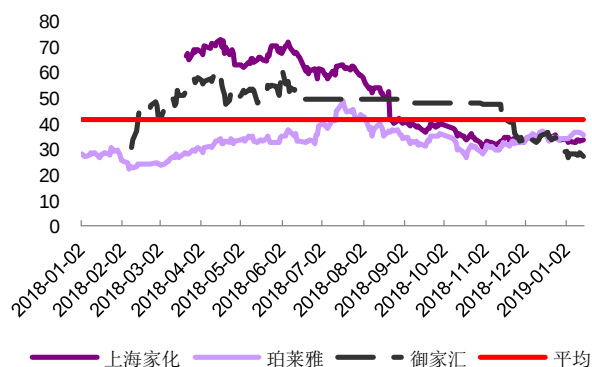
公司名称	收盘价	EPS（元）				PE				3 年 CAGR	PEG	市值 (亿元 RMB)
	元/股	17A	18E	19E	20E	17A	18E	19E	20E		18 年	
美妆公司												
上海家化	31.59	0.58	0.81	0.92	1.07	54	39	34	30	22.59%	1.74	212
珀莱雅	69.37	1.00	1.43	1.89	2.57	70	49	37	27	37.07%	1.31	140
御家汇	17.99	0.81	1.06	1.35	-	22	17	13	-	-	-	49
平均	-	-	-	-	-	49	35	28	28	-	-	-
个护公司												
拉芳家化	17.64	0.61	0.82	0.97	1.10	29	22	18	16	21.72%	0.99	40
名臣健康	22.59	0.60	-	-	-	38	-	-	-	-	-	18
平均	-	-	-	-	-	33	22	18	16	-	-	-
渠道商												
青岛金王	6.25	0.58	0.38	0.39	0.45	11	16	16	14	-8.30%	(1.96)	43

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 3 月 29 日;

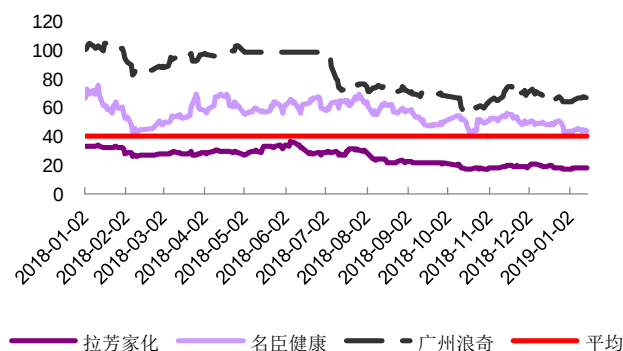
2) 本表中上海家化、珀莱雅、御家汇、拉芳家化等盈利预测为光大证券预测、青岛金王盈利预测为 Wind 一致预期。

图 13：美妆公司 18 年以来 PE 估值（TTM，更新至 2019/3/29）



资料来源：Wind

图 14：个护公司 18 年以来 PE 估值（TTM，更新至 2019/3/29）



资料来源：Wind

4.2、投资建议

综上，终端零售疲软影响消费品零售，但化妆品获益行业成长属性，景气度相对较高；2 月阿里全网美妆零售额受终端零售疲软影响增速环比放缓，3 月增速稳健、环比 2 月略提升；佰草集 3 月天猫旗舰店销售数据延续 2 月以来的正向增长，主要为公司更换其天猫旗舰店代运营商，当前佰草集产品、渠道及营销持续调整/优化/改进等，建议关注品牌向好的持续性；珀莱雅主品牌天猫旗舰店销售数据有所放缓，主要为去年高基数拖累，但公司 2019 年线上将继续拓展京东、社交电商等平台以及新品牌发力线上渠道等，预计全年线上继续快速增长。高端化趋势显著，2 月进口增速同比改善，新电商法影响逐步消除。

展望 4 月，终端零售预计增长继续承压，化妆品景气相对较高，推荐关注；同时化妆品行业处成长期，竞争集中于渠道>营销>产品等，推荐关注渠道拓展力强/调整优化、布局内容营销等新兴营销方式、爆款打造等优质本土品牌商，如珀莱雅、上海家化等。

1) 珀莱雅：公司把握行业趋势能力强，成长于我国化妆品 CS 渠道兴起机遇，近年再次拓展电商、社交电商、单品牌店等新兴渠道；2018 年加码内容营销、打造产品爆款、品牌全面升级等助推公司线上线下渠道提速增长；展望 19 年公司电商渠道继续发力（新品牌、多平台等）、线下单品牌店放量，业绩有望继续靓丽；长期看公司战略定位“多品牌、多渠道、多品类”生态化发展，目前已通过平台化布局进口品、彩妆等新风口、掘金新锐品牌机遇，有望再次把握行业趋势，前景可期。我们预计公司 2019~2021 年 EPS 为 1.89/2.57/3.33 元，对应 19 年 PE 36 倍，维持“买入”评级。

2) 上海家化：公司多品牌多渠道发展，旗下多品牌质地优秀，在持续“研发先行、产品创新”发展战略下多品牌有望继续保持细分行业龙头地位，公司 2019 年将全面发力美妆主品牌佰草集，当前其线上天猫旗舰店销售数据好转，建议持续关注；公司期权激励方案指引高成长，未来外延方面有望布局高端美妆/皮肤医学概念的护肤品等高成长领域。我们预计公司

2019~2021 年 EPS 为 0.92/1.07/1.26 元，对应 19 年 PE 34 倍，维持“增持”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。
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