

我们对四大国际化妆品集团（资生堂、雅诗兰黛、宝洁、欧莱雅）最新一期财报内容梳理，发现四大国际化妆品集团在中国地区/亚太地区业绩普遍承压；结合对比国货上市美妆龙头业绩，我们发现，在24年上半年美妆消费景气度承压情况下，国货美妆龙头彰显出更强的增长韧性。

**资生堂：FY24Q2 业绩平稳增长，中国地区整体业绩下滑，但高端产品线表现依然亮眼。** FY24Q2 (2024年4-6月)，资生堂实现营收2590.8亿日元，同比+1.9%；实现归母净利润33.0亿日元，同比+7.4%；分地区看，FY24Q2日本/中国/亚太/美洲/EMEA地区（欧洲、中东及非洲）地区分别实现营收679.4/762.0/173.3/254.6/280.4亿日元，同比+7.0%/-1.5%/+13.3%/-5.2%/+13.0%，占总营收的26.2%/29.4%/6.7%/9.8%/10.8%，其中中国地区营收下降主要系中国消费者的消费情绪低迷，更偏好储蓄，且消费行为改变。展望FY24H2 (2024年7月至12月)，资生堂预计中国市场增长速度将逐渐趋缓，但高端贵价产品仍保持高增；公司将通过持续吸引3-5线城市的新增中产阶级消费者、加速推进电子平台和线下零售商的分销多样化，应对中国市场消费变化。

**雅诗兰黛：FY24Q4 业绩超预期，公司预计25财年整体业绩有所改善但中国市场消费或持续疲软。** FY24Q4 (2024年4-6月)，雅诗兰黛实现营收38.7亿美元，同比+7.3%；实现归母净利润-2.8亿美元。分地区看，FY24Q4美洲/EMEA（欧洲、中东及非洲）/亚太地区分别实现营收10.1/16.5/12.1亿美元，同比-5.3%/+31.8%/-7.5%，占总营收的26.2%/42.7%/31.1%，其中亚太地区营收下降主要系中国大陆地区高端美容市场因消费者转向寻求性价比更高的产品而进一步疲软，以及中国香港特别行政区出货量减少所致。展望FY2025 (对应2024年7月-2025年6月)，公司预计中国高端美容市场或将持续下滑，主要系中国市场消费者情绪持续疲软。

**宝洁：FY24Q4 整体表现平稳，大中华区业绩短期承压，公司预期25财人大中华区销售实现正增长。** FY24Q4 (2024年4-6月)，宝洁公司实现营收205.3亿美元，同比-0.1%；实现归母净利润31.4亿美元，同比-7.3%。分地区看，FY24Q4美国/其他地区分别实现营收405/435亿美元，同比+4.7%/+0.5%，其中公司在大中华区的有机销售额下降8%，主要系市场依然疲软，“618”等关键消费期同比大幅下滑，以及SK-II品牌特有的不利因素影响。展望FY2025，公司预计集团有机销售额有望同比增长3%-5%，其中大中华区市场及SK-II的销售情况将1-2个季度后有所恢复，FY25全年实现正增长。

**欧莱雅：FY24H1 业绩表现较好，公司预期FY24H2 中国市场仍略有负增长，旅游零售业务有望逐步好转。** FY24H1 (2024年1-6月)，公司实现营收221.2亿欧元，同比+7.5%；归母净利润36.6亿欧元，同比+8.8%。分地区看，欧洲/北美/北亚/SAPMENA-SSA/拉丁美洲营收分别为72.8/58.0/54.7/18.8/16.8亿欧元，同比+12.2%/+8.7%/-3.2%/14.3%/+15.8%，其中中国市场因消费者信心不足持续疲软；展望FY24H2，公司预计中国内地市场仍略有负增长，旅游零售销售情况将逐步改善。

**投资建议：**目前整体消费承压的趋势相对比较明显，但是对比国际化妆品公司和国货美妆龙头最新一季的财报表现来看，可以发现国货美妆龙头在目前消费整体承压的情况下更具增长韧性，考虑到国际美妆龙头在国内市场业绩略有承压、调整相对较慢，以及一些生产商或渠道商直接供应的低知名度品牌也在需求承压情况下加速出清，行业竞争格局有望优化，国货美妆龙头的马太效应进一步凸显，强者更强，有望获得更多市场份额，我们推荐珀莱雅、巨子生物、上美股份、丸美股份，建议关注福瑞达、水羊股份、上海家化。

**风险提示：**行业竞争加剧风险，终端需求不及预期。

### 重点公司盈利预测、估值与评级

代码	简称	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)			评级
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	
603605.SH	珀莱雅	85.39	3.93	4.84	5.95	22	18	14	推荐
2367.HK	巨子生物	32.49	1.92	2.56	3.33	15	12	9	推荐
2145.HK	上美股份	29.71	2.46	3.65	4.77	11	7	6	推荐
603983.SH	丸美股份	21.26	0.91	1.18	1.44	23	18	15	推荐

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；

(注：股价为2024年9月13日收盘价，汇率1HKD=0.91RMB，巨子生物EPS基于经调整净利润计算)

## 推荐

## 维持评级



### 分析师 刘文正

执业证书：S0100521100009

邮箱：liuwenzheng@mszq.com

### 分析师 解慧新

执业证书：S0100522100001

邮箱：xiehuixin@mszq.com

### 研究助理 杨颖

执业证书：S0100123070030

邮箱：yangying@mszq.com

## 相关研究

- 零售周观点：国内凉味剂生产龙头中草香料敲钟上市，8月社零总额同比+2.1%-2024/09/16
- 零售周观点：美国“一元店”二季度业绩不及预期，下调全年预期-2024/09/09
- 商贸零售行业2024年中报业绩综述：24Q2板块表现分化，出海、美妆龙头业绩韧性充足-2024/09/04
- 零售周观点：雅诗兰黛24财年净销售额下滑，泡泡玛特24H1收入高增62%-2024/08/25
- 零售周观点：沃尔玛二季度增长超预期，中国区山姆会员店贡献增长-2024/08/19

## 目录

1 四大国际化妆品集团：最新一季财报显示中国地区/亚太区域业绩承压.....	3
2 资生堂：FY24Q2 业绩整体平稳增长，中国地区业务承压，但高端品牌表现依然亮眼 .....	6
3 雅诗兰黛：FY24Q4 业绩超预期，公司预计 25 财年整体业绩有所改善但中国市场消费或持续疲软.....	9
4 宝洁：FY24Q4 整体表现平稳，大中华区业绩短期承压，公司预期 25 财年实现大中华区销售增长.....	12
5 欧莱雅：FY24H2 中国市场预期仍略有负增长，旅游零售业务有望逐步好转 .....	15
6 投资建议 .....	18
7 风险提示 .....	19
插图目录 .....	20
表格目录 .....	20

# 1 四大国际化妆品集团：最新一季财报显示中国地区/亚太区域业绩承压

我们对四大国际化妆品集团（资生堂、雅诗兰黛、宝洁、欧莱雅）最新一期财报内容梳理，发现四大国际化妆品集团在中国地区/亚太地区业绩普遍承压：资生堂 FY24Q2（2024 年 4-6 月）中国地区营收 762.0 亿日元/yoy-1.5%，雅诗兰黛 FY24Q4（2024 年 4-6 月）亚太地区营收 12.1 亿美元/yoy-7.5%，宝洁 FY24Q4（2024 年 4-6 月）在大中华区的有机销售额同比下降 8%，欧莱雅 FY24H1 在中国市场因消费者信心不足持续疲软；结合对比国货上市美妆龙头业绩，我们发现，在目前消费整体承压，24 年上半年美妆消费景气度承压情况下，国货美妆龙头彰显出更强的增长韧性。

表1：国内外头部美妆集团及旗下核心品牌的分季度收入增速

	自然季度	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2
<b>国际美妆品牌收入增速</b>											
	财报口径季度	FY22Q3	FY22Q4	FY23Q1	FY23Q2	FY23Q3	FY23Q4	FY24Q1	FY24Q2	FY24Q3	FY24Q4
宝洁	大中华区	-	-	-	-	-	4%	-6%	-15%	-10%	-8%
	整体	7%	3%	1%	-1%	4%	5%	6%	3%	1%	0%
	财报口径季度	FY22H1		FY22H2		FY23H1		FY23H2		FY24H1	
欧莱雅	北亚	20%		10%		1%		-12%		-3%	
	整体	21%		16%		12%		4%		8%	
	财报口径季度	FY22Q1	FY22Q2	FY22Q3	FY22Q4	FY23Q1	FY23Q2	FY23Q3	FY23Q4	FY24Q1	FY24Q2
资生堂	中国	-21%	-19%	20%	3%	3%	21%	-16%	-19%	4%	-2%
	整体	-1%	0%	16%	8%	3%	-2%	-15%	-18%	4%	2%
	财报口径季度	FY22Q3	FY22Q4	FY23Q1	FY23Q2	FY23Q3	FY23Q4	FY24Q1	FY24Q2	FY24Q3	FY24Q4
雅诗兰黛	亚太地区	-4%	-23%	-15%	-17%	-1%	29%	-6%	-8%	-1%	-7%
	整体	10%	-10%	-11%	-17%	-12%	1%	-10%	-7%	5%	7%
<b>国货美妆品牌（部分）收入增速</b>											
	财报口径季度	22H1		22H2		23H1		23H2		24H1	
珀莱雅	珀莱雅	43%		34%		36%		37%		38%	
	彩棠	-		38%		78%		73%		41%	
	整体	39%	35%	22%	-32%	29%	46%	21%	51%	35%	41%
	财报口径季度	22H1		22H2		23H1		23H2		24H1	
巨子生物	可复美	-		-		101%		56%		69%	
	可丽金	-		-		6%		-7%		24%	
	整体	-		-		63%		39%		58%	
	财报口径季度	22H1		22H2		23H1		23H2		24H1	
上美股份	韩束	-24%		-20%		70%		211%		185%	
	整体	-31%		-21%		26%		84%		121%	
	财报口径季度	22H1		22H2		23H1		23H2		24H1	
丸美	丸美	-		-		-		-		26%	
	恋火	-		-		211%		80%		36%	

	整体	-5%	-7%	24%	-9%	25%	34%	46%	17%	39%	19%
	财报口径季度	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2
福瑞达	瓊尔博士	-	-	18%	22%	8%	18%	34%	45%	21%	-1%
	颐莲	-	-	-3%	-21%	6%	-2%	44%	42%	17%	12%
	整体	-13%	42%	62%	-26%	-14%	-64%	-75%	-73%	-30%	-14%

资料来源：各公司公告，民生证券研究院；注：宝洁大中华区数据为有机销售额同比增长

表2：国内外头部美妆品牌线上销售数据

公司	品牌	8月天猫		8月抖音		8月天猫+抖音		1-8月天猫+抖音		
		GMV (亿元)	yoy	GMV (亿元)	yoy	GMV (亿元)	yoy	GMV (亿元)	yoy	
外资	资生堂	0.59	10%	0.42	106%	1.01	37%	9.90	-12%	
	雅诗兰黛	雅诗兰黛	0.86	-27%	1.63	44%	2.49	8%	29.09	14%
		海蓝之谜	0.83	-12%	1.79	37%	2.62	17%	17.92	11%
		合计	1.69	-20%	3.41	40%	5.11	12%	47.01	13%
	欧莱雅	兰蔻	1.18	-41%	1.45	11%	2.63	-20%	26.84	-8%
		欧莱雅	2.15	-13%	2.99	22%	5.14	5%	48.81	3%
		修丽可	0.50	10%	0.26	2%	0.76	7%	11.69	18%
		理肤泉	0.62	-7%	0.56	110%	1.19	26%	8.88	14%
		合计	4.45	-20%	5.26	23%	9.71	-1%	96.21	2%
	宝洁	玉兰油	1.08	-18%	1.33	66%	2.41	13%	19.54	-7%
SK-II		1.02	-30%	1.39	-30%	2.41	-30%	14.89	-24%	
合计		2.09	-24%	2.72	-3%	4.82	-14%	34.43	-15%	
国货	上海家化	佰草集	0.12	-38%	0.05	12%	0.17	-28%	1.57	7%
		玉泽	0.14	-15%	0.07	-61%	0.20	-39%	2.43	-17%
		高夫	0.02	-38%	0.02	145%	0.04	-11%	0.43	-9%
		合计	0.28	-28%	0.13	-40%	0.41	-33%	4.44	-9%
	水羊股份	御泥坊	0.03	-51%	0.04	25%	0.08	-26%	0.74	-45%
		伊菲丹	0.07	18%	0.42	102%	0.49	84%	3.87	60%
		小迷糊	0.03	-8%	0.07	1%	0.10	-2%	0.63	55%
		阿芙	0.36	180%	0.16	271%	0.53	203%	4.07	165%
		KIKO	0.08	-30%	0.13	75%	0.21	10%	1.87	17%
		大水滴	0.04	-51%	0.06	-55%	0.10	-53%	1.07	-27%
		合计	0.62	27%	0.88	57%	1.50	43%	12.25	40%
	珀莱雅	珀莱雅	1.48	10%	1.99	27%	3.47	19%	41.63	41%
		彩棠	0.27	-25%	0.35	-18%	0.62	-21%	7.64	16%
		合计	1.76	2%	2.34	17%	4.10	10%	49.27	36%
	丸美股份	丸美	0.25	-14%	0.66	26%	0.91	12%	8.33	36%
恋火		0.17	40%	0.54	80%	0.71	69%	5.56	52%	
合计		0.42	2%	1.20	46%	1.62	31%	13.89	42%	
福瑞达	颐莲	0.25	22%	0.41	7%	0.65	12%	4.52	10%	
	瓊尔博士	0.23	7%	0.38	9%	0.61	8%	6.32	25%	
	合计	0.48	14%	0.78	8%	1.26	10%	10.84	18%	
巨子生物	可复美	1.22	30%	0.94	45%	2.16	36%	18.57	53%	
	可丽金	0.05	-80%	0.14	265%	0.19	-36%	1.89	52%	

	合计	1.27	5%	1.08	57%	2.35	24%	20.46	53%
	韩束	0.29	30%	3.76	-4%	4.06	-2%	40.66	161%
上美集团	一叶子	0.03	-11%	0.02	-49%	0.05	-30%	0.43	-41%
	合计	0.32	25%	3.78	-4%	4.10	-2%	41.09	152%
润本股份	润本	0.30	10%	0.13	84%	0.43	25%	6.57	30%

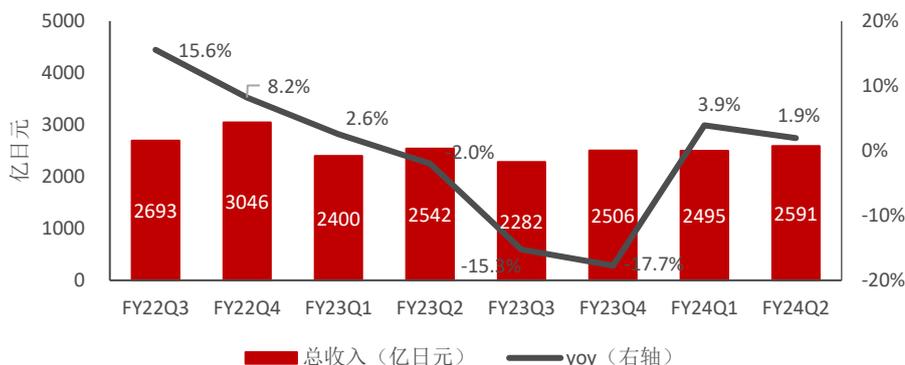
资料来源：久谦，民生证券研究院

## 2 资生堂：FY24Q2 业绩整体平稳增长，中国地区业务承压，但高端品牌表现依然亮眼

FY24Q2 (2024 年 4-6 月)，资生堂实现营收 2590.83 亿日元，同比+1.93%。

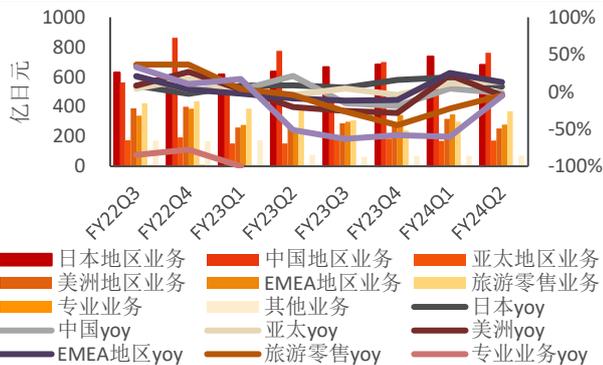
分地区看，FY24Q2 期间：**1) 日本地区**实现营收 679.45 亿日元，同比+7.03%，占总营收 26.23%，营收高增主要系核心品牌贡献高以及价格上涨；**2) 中国地区**实现营收 761.96 亿日元，同比-1.52%，占总营收 29.41%，营收下降主要系中国消费者情绪低迷且消费行为改变，财报分析显示中国地区消费者在该财报期间比起消费更愿意进行储蓄；**3) 亚太地区**实现营收 173.32 亿日元，同比+13.33%，占总营收 6.69%；**4) 美洲地区**实现营收 254.56 亿日元，同比-5.15%，占总营收 9.83%，营收下降主要系临时性产量降低导致运输货量少；**5) EMEA 地区 (欧洲、中东、非洲)**实现营收 280.41 亿日元，同比+13.01%，占总营收 10.82%，主要系聚焦的皮肤护理和香氛品牌引领增长；**6) 旅游零售业务**实现营收 370.35 亿日元，同比-4.75%，占总营收 14.29%，营收下降原因参考中国地区销售疲软原因。

图1：FY22Q3-FY24Q2 资生堂收入 (亿日元) 及增速



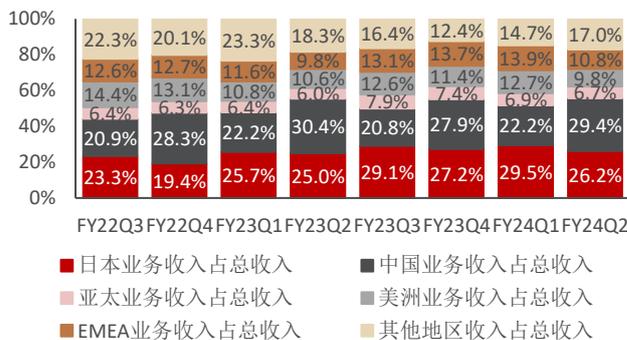
资料来源：资生堂公司财报，民生证券研究院

图2：FY22Q3-FY24Q2 资生堂分地区收入及增速



资料来源：资生堂公司财报，民生证券研究院

图3：FY22Q3-FY24Q2 资生堂分地区收入占比

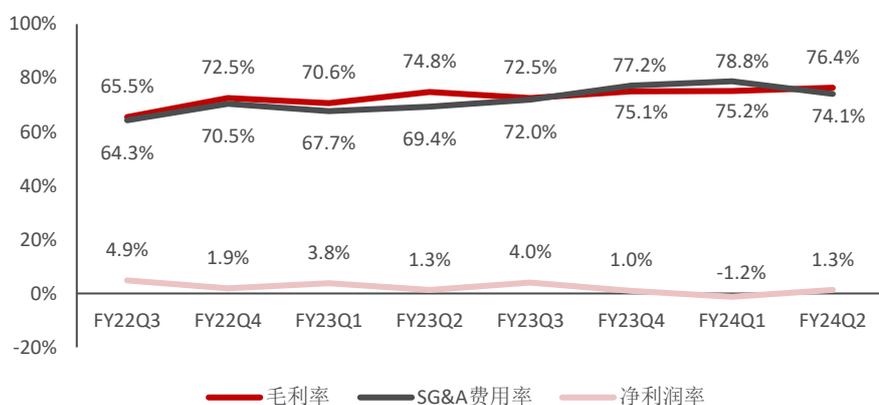


资料来源：资生堂公司财报，民生证券研究院

**分品牌来看**, FY24H1 (2024 年 1-6 月) 期间: **1) SHISEIDO** 营收同比-6%, **2) CPB** 营收同比+1%, **3) NARS** 营收同比-7%, **4) Drunk Elephant** 营收同比+11%, **5) ELIXIR** 营收同比+5%, **6) ANESSA** 营收同比+2%, **7) IPSA** 营收同比-23%, **8) 香氛品牌** 营收同比+15%。总体而言, 香氛品牌和 Drunk Elephant 在 EMEA 地区表现依旧强劲, 而 SHISEIDO、NARS 和 IPSA 的营收下滑主要系旅游零售、中国和美洲地区市场疲软所致。

FY24Q2 (2024 年 4-6 月), 公司毛利率为 76.4%, 同比+1.56Pct; SG&A 费用率为 74.14%, 同比+4.78Pct; 实现净利润 32.92 亿日元, 对应净利率 1.27%, 与去年同期持平; 实现归母净利润 33.01 亿日元, 对应归母净利润率 1.27%, 同比+0.07Pct; 实现经营利润 60.17 亿日元, 对应经营利润率 2.32%, 同比+1.1Pct。

**图4: FY22Q3-FY24Q2 资生堂毛利率、SG&A 费用率及净利率**



资料来源: 资生堂公司财报, 民生证券研究院

**FY24Q2 中国地区营收同比下滑:** FY24H1, 中国地区高端产品线 (Prestige) 实现营收 913 亿日元, 同比+2.2%, 占总营收 69.3%; 中国地区优质产品线 (Premium) 实现营收 385 亿日元, 同比+0.1%, 占总营收 29.3%; 中国地区其他产品线实现营收 19 亿日元, 同比-1.3%, 占总营收 1.4%。FY24Q2 (2024 年 4-6 月) 中国地区整体营收同比下滑, 主要系 1) 中国消费者情绪低迷所致, 中国消费者比起消费更倾向于储蓄, 这也导致海南地区旅游零售业务营收下降; 2) 抖音等平台在推动“618”等大促活动时使得行业价格竞争更为激烈。在中国内地市场, 资生堂高端产品线表现仍较为亮眼, CPB 在 FY24Q1 (2024 年 1-3 月) 和 FY24Q2 (2024 年 4-6 月) 均实现了高单位数的增长, NARS 在 FY24Q1 (2024 年 1-3 月) 实现了高单位数的增长, 这两大品牌表现均优于市场平均水平。此外, 结合成本端, 由于结构性改革带来的固定成本下降, 对 FY24Q2 (2024 年 4-6 月) 中国地区业务净利润的下降得到了一定程度的抵消。

**资生堂计划在中国构建一个可持续利润交付业务模式, 以寻求有质量的增长。** 具体而言, 公司的增长策略包括 3 个方面: **1) 投资重点领域, 提升敏捷增长区的营收:** SHISEIDO 积极开发新的大单品, CPB、NARS 和香氛品牌持续升级; 专注

于高功效产品类别；提升 Drunk Elephant (新收购的年轻的美国护肤品牌“醉象”) 品牌知名度；**2) 可持续发展的渠道策略**：通过提升中国业务和旅游零售业务的市场联结并抓住入境游客的需求增长点，以此推动协同效应；加强线上平台运营；通过开拓新触点和在 3-5 线城市开快闪店的方式使线下渠道更具差异化；**3) 开源节流**：优化品牌结构，关闭亏本门店，降低销售成本，聚焦优势品牌。

**展望 FY24H2 (2024 年 7-12 月)，资生堂积极应对中国市场消费变化**：业务转型，增强复原力和盈利能力，进一步加快实现最佳地理覆盖范围。1) 增长速度将逐渐趋缓，其中，高端贵价产品 (high prestige) 仍保持高增，优质产品 (prestige and premium) 应保持有竞争力的市场格局；2) 持续吸引 3-5 线城市的新增中产阶级消费者；3) 加速推进电子平台和线下零售商的分销多样化。

**FY24H2 (2024 年 7-12 月)，公司在中国市场将聚焦以下品牌及品类**：1) SHISEIDO：除皱霜 (悦薇智感塑颜抗皱霜)、精华粉底液 (红腰子精华粉底) 以及最高端的皮肤护理产品线 (时光琉璃夜霜)；2) CPB：高功能性眼霜 (4D 精雕眼霜)，运用前沿技术推动 ‘Skin Intelligence’；3) NARS：美妆护肤混合粉底液 (流光美肌粉底液)；4) Drunk Elephant：恢复皮肤弹性的面霜 (蓝罐多肽面霜)，高补水助力油皮蜕变健康皮 (马鲁拉油)；5) ELIXIR：紧塑面霜 (紧塑带面霜)。

### 3 雅诗兰黛：FY24Q4 业绩超预期，公司预计 25 财年整体业绩有所改善但中国市场消费或持续疲软

根据公司财报，FY24Q4（2024 年 4-6 月）期间，雅诗兰黛实现营收 38.71 亿美元，同比+7.26%。

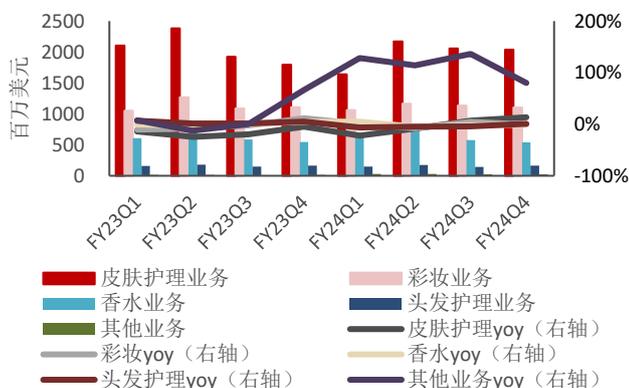
分业务来看，FY24Q4 期间：**1) 皮肤护理业务**实现营收 20.35 亿美元，同比+13.43%，主要系亚洲旅游零售业务出货量增加所致，La Mer 和 Estée Lauder 对皮肤护理业务的增长作出贡献；**2) 彩妆业务**实现营收 11.05 亿美元，同比-0.27%，其中，Clinique 营收增长强劲，一定程度上抵消了 MAC 和 TOM FORD 的营收下降；**3) 香水业务**实现营收 5.39 亿美元，同比-1.10%，其中，Le Labo 的独特产品持续吸引消费者，Jo Malone 有针对性地扩大了消费者覆盖面，一定程度上抵消了 Estée Lauder 和 Clinique 的下降；**4) 头发护理业务**实现营收 1.65 亿美元，同比+0.61%；**5) 其他业务**实现营收 0.27 亿美元。

图5：FY23Q1-FY24Q4 雅诗兰黛收入（百万美元）及增速



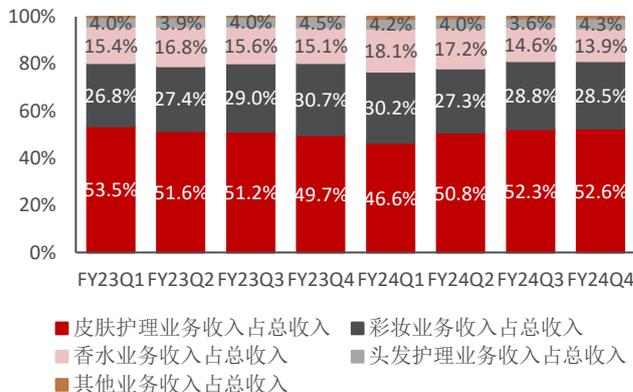
资料来源：雅诗兰黛公司财报，民生证券研究院

图6：FY23Q1-FY24Q4 雅诗兰黛分业务收入及增速



资料来源：雅诗兰黛公司财报，民生证券研究院

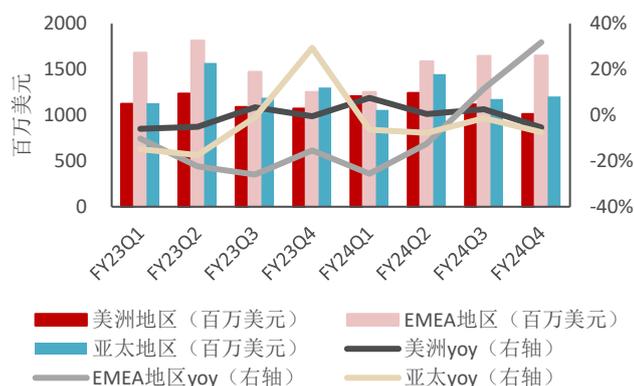
图7：FY23Q1-FY24Q4 雅诗兰黛分业务收入占比



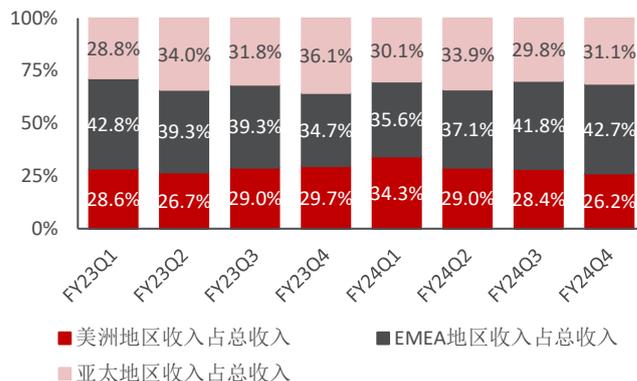
资料来源：雅诗兰黛公司财报，民生证券研究院

分地区来看, FY24Q4 期间: **1) 美洲地区**实现营收 10.14 亿美元, 同比-5.32%, 占总营收 26.19%, 营收下降主要系北美地区高端美容市场增长趋缓 (尤其是线下渠道), 且北美地区消费者通胀压力较大所致; **2) EMEA 地区 (欧洲、中东及非洲地区)** 实现营收 16.52 亿美元, 同比+31.84%, 占总营收 42.68%, 主要由亚洲旅游零售业务的持续增长驱动; **3) 亚太地区**实现营收 12.05 亿美元, 同比-7.45%, 占总营收 31.13%, 营收下降主要系中国大陆地区高端美容市场进一步疲软以及中国香港特别行政区出货量减少所致。

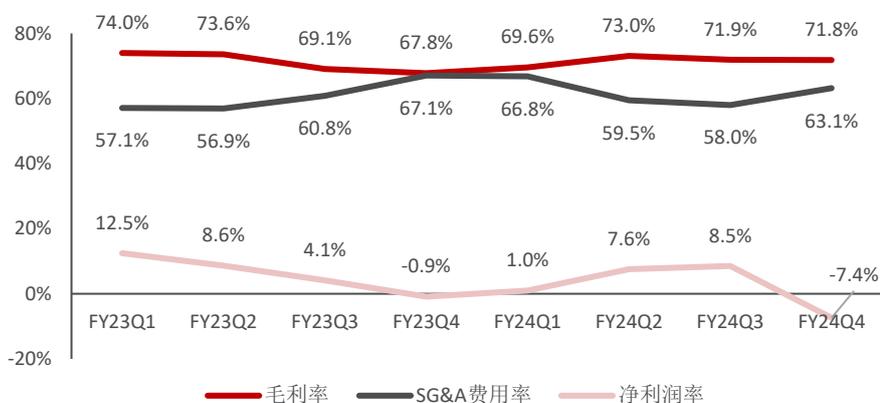
FY24Q4 期间, 公司毛利率为 71.76%, 同比+3.99Pct; SG&A 费用率为 63.14%, 同比-3.92%。公司实现净利润-2.86 亿美元, 对应净利润率-7.39%, 同比-6.5Pct; 实现归母净利润-2.84 亿美元, 对应归母净利润率-7.34%, 同比-6.42Pct, 利润端承压主要系中国市场和亚洲旅游零售市场疲软所致; 实现经营利润-2.33 亿美元, 对应经营利润率-6.02%, 同比-5.88Pct。

**图8: FY23Q1-FY24Q4 雅诗兰黛分地区收入及增速**


资料来源: 雅诗兰黛公司财报, 民生证券研究院

**图9: FY23Q1-FY24Q4 雅诗兰黛分地区收入占比**


资料来源: 雅诗兰黛公司财报, 民生证券研究院

**图10: FY23Q1-FY24Q4 雅诗兰黛毛利率、SG&A 费用率及净利率**


资料来源: 雅诗兰黛公司财报, 民生证券研究院

**中国市场表现方面**，FY24Q4（2024年4-6月），雅诗兰黛在中国市场的营收同比下滑，主要系中国内地高端美妆市场持续疲软，消费者转而寻求性价比更高的产品，尽管如此，雅诗兰黛在中国高端美妆市场的市场份额仍有所提升，这主要是得益于在皮肤护理市场 La Mer 和 Estée Lauder 表现较好。聚焦到海南地区，美容市场的旅游零售业务销售额环比下降超 40%，主要系中国消费者消费情绪低迷，消费者转化率持续低于公共卫生事件前的水平，消费者比起消费更愿意体验。公司预计 FY2025（对应 2024 年 7 月-2025 年 6 月）期间，中国高端美容市场或将持续下滑，主要系中国市场消费者情绪持续疲软。

**2025 财年推行 PRGP 战略，有望带动利润增长**：公司计划通过“利润复苏增长计划（PRGP）”提升盈利能力：PRGP 计划（Profit Recovery and Growth Plan）旨在提高毛利率、降低成本包括减少管理费用，同时再投资于面向消费者的重要活动以加速增长、在销售费用水平较低的情况下创造费用杠杆，提高对市场的反应速度。考虑到 2025 财年公司预计中国市场消费者情绪或将持续疲软，公司计划在消费前景更为强大的市场中推动集团份额提升、在发达市场和新兴市场中创造更好的业绩；为推动完成这一目标，公司的首要任务为重新实现护肤品的高增、借助高端香水进一步强化增长动力、更好的利用优势渠道推出创新产品、强化精准营销能力，例如通过 La Mer 布局夜间修复消费市场、The Ordinary 进军新市场、更多品牌在新兴渠道数次亮相（如亚马逊美国高级美容店）等一系列措施获取新用户，并持续利用公司的优势实现用户留存。此外，为进一步实现公司的收入和利润增长目标，公司调整成本结构并对组织进行简化，以进一步提高对市场的反应敏捷度。

**展望 FY25Q1 及 FY2025**：公司预计 FY2025 全球高端美容市场规模将增长 2-3%，尽管北美等某些大型市场增长较为温和但许多发达市场及新兴市场表现持续强劲，中国大陆及亚洲的旅游零售业务受消费者信心较低及转化率影响。根据雅诗兰黛公司预计，假若中国市场逐步恢复稳定增长，预计全球高端美容市场将在 2026 财年重新恢复至中高单位数增长。预计 2025 财年，公司整体报告有机净销售额预计同比下滑 1%至增长 2%，全年经调整后经营利润率为 11.0%-11.5%（考虑到 PRGP 的影响），根据公司指引，公司预计 FY2025 中国市场收入将介于高单位数下滑位数下滑与持平之间，而亚洲旅游零售市场则预期有双位数下滑。FY25Q1，公司整体报告有机净销售额预计同比下滑 3-5%，全年经调整后经营利润率为 11.0%-11.5%（考虑到 PRGP 的影响）。

## 4 宝洁：FY24Q4 整体表现平稳，大中华区业绩短期承压，公司预期 25 财年实现大中华区销售增长

FY24Q4 (2024 年 4-6 月)，宝洁公司实现营收 205.32 亿美元，同比-0.1%，定价策略带来了 1% 的销售增长，外汇交易产生了一定的负面影响。

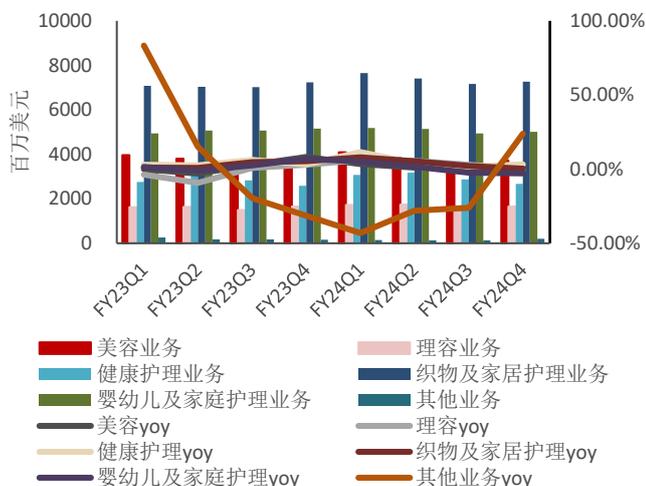
分业务来看，FY24Q4 期间：**1) 美容业务收入 37.24 亿美元，同比-0.59%；2) 理容业务收入 16.57 亿美元，同比+0.06%；3) 健康护理业务收入 26.74 亿美元，同比+3.24%，其中口腔护理类业务表现较好；4) 织物及家居护理业务收入 72.65 亿美元，同比+0.33%；5) 婴幼儿及家庭护理业务收入 50.09 亿美元，同比-2.85%；6) 其他业务收入 2.03 亿美元。**

图11：FY23Q1-FY24Q4 宝洁收入（百万美元）及增速



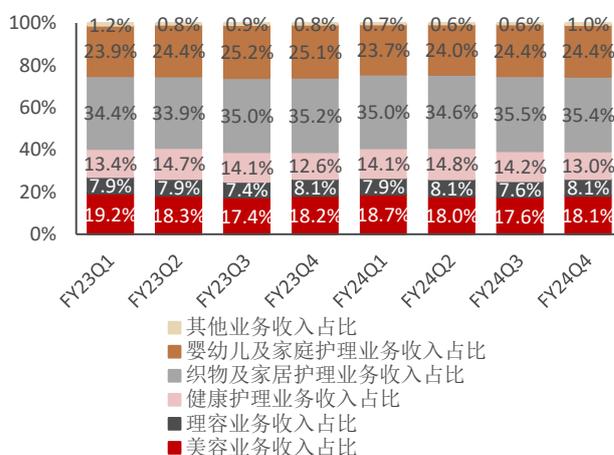
资料来源：宝洁公司财报，民生证券研究院

图12：FY23Q1-FY24Q4 宝洁分业务收入及增速



资料来源：宝洁公司财报，民生证券研究院

图13：FY23Q1-FY24Q4 宝洁分业务收入占比

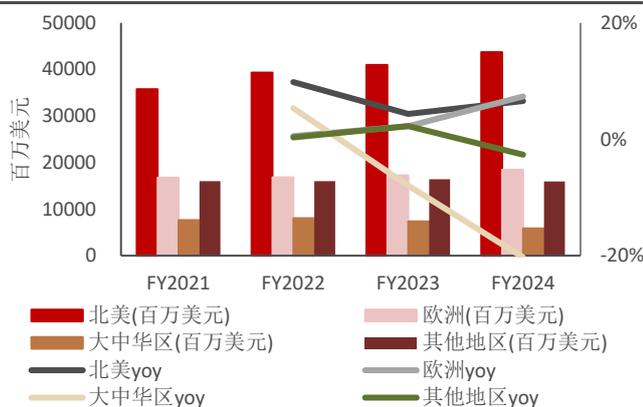


资料来源：宝洁公司财报，民生证券研究院

分地区来看, FY24 期间: 1) 美国地区实现营收 405 亿美元, 同比+4.65%, 占 FY24 (2023 年 7 月至 2024 年 6 月) 总营收 48.19%; 2) 其他地区实现营收 435 亿美元, 同比+0.46%, 占 FY24 总营收 51.76%。

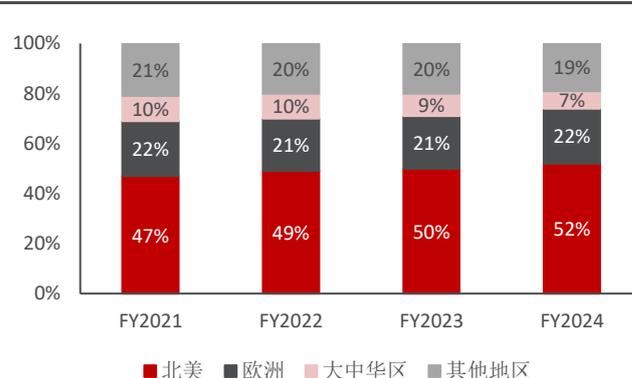
FY24Q4 (2024 年 4-6 月), 公司毛利率为 49.6%, 同比+1.24Pct; SG&A 费用率 30.68%, 同比+2.57Pct。实现净利润 31.44 亿美元, 对应净利率 15.31%, 同比-1.19Pct; 实现归母净利润 31.36 亿美元, 对应归母净利润率 15.27%, 同比-1.19Pct; 实现营运利润 38.85 亿美元, 对应营运利润率 18.92%, 同比-1.33Pct。

图14: FY2021-FY2024 宝洁分地区收入及增速



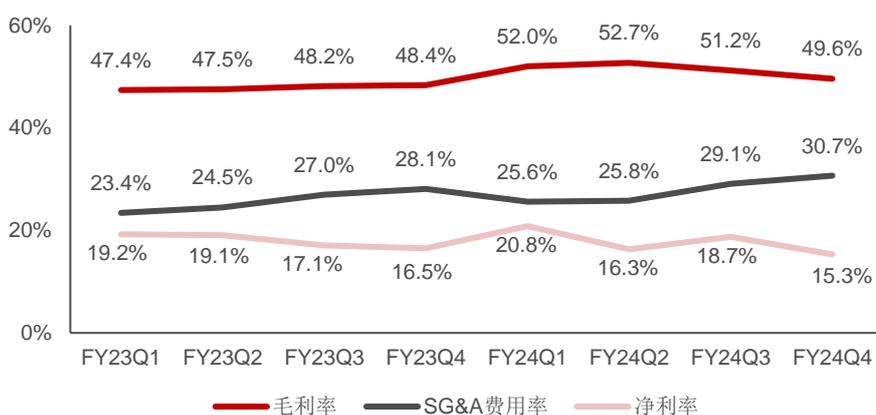
资料来源: 宝洁公司公告, 民生证券研究院

图15: FY2021-FY2024 宝洁分地区收入占比



资料来源: 宝洁公司公告, 民生证券研究院

图16: FY23Q1-FY24Q4 宝洁毛利率、SG&A 费用率及净利率



资料来源: 宝洁公司财报, 民生证券研究院

中国市场表现方面, FY24Q4 (2024 年 4-6 月), 公司在大中华区的有机销售额下降 8%, 主要系市场依然疲软, “618”等关键消费期与去年同期相比大幅下滑, 以及 SK-II 品牌特有的不利因素影响, 公司预期大中华区市场情况及 SK-II 的销售情况将在一至两个季度之后有所恢复; SK-II 以外的中国区业务在 24Q4 增长了 6%, 婴童护理和护发类产品都表现良好。

**预计 FY2025 实现平稳增长，重视中国市场，品牌核心聚焦 SK-II 与 Olay。**

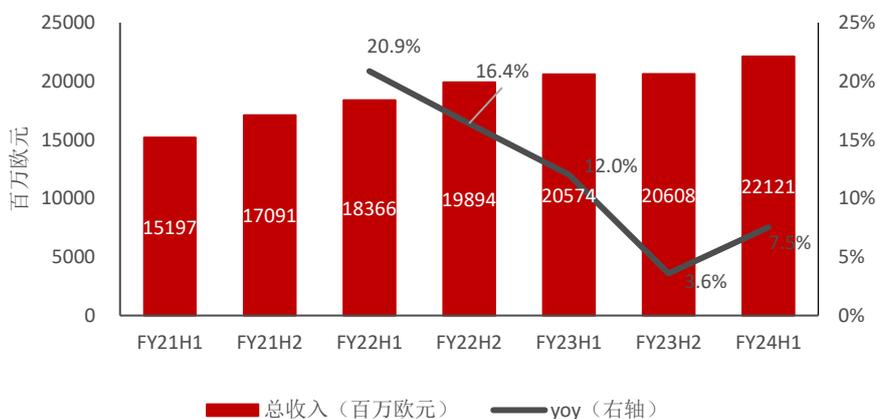
展望 FY2025 (2024 年 7 月至 2025 年 6 月)，公司将继续专注于产品、包装、品牌传播、零售执行和价值这五个方面创新，以产品的性能优势吸引消费者从而赢得市场，此外，公司会在扩大市场份额的同时关注环境可持续发展问题，也将用数字化改进营销方式，更好地服务消费者。根据 FY24Q4 (2024 年 4-6 月) 电话会指引，预计公司 25 财年 (2024 年 7 月至 2025 年 6 月) 有机销售额有望实现平稳增长，预计同比增长 3%-5%，核心每股收益期望增长 5%-7%。25 财年 (2024 年 7 月至 2025 年 6 月)，就中国区业务而言，公司仍然认为中国是其核心市场，核心品牌为 SK-II 和 Olay，公司会为中国消费者设计产品和创新，未来，公司将加快实体店向在线业务的渠道转型，也将调整产品组合以满足中国消费者的需求，预期大中华区业务实现年度增长。

## 5 欧莱雅：FY24H2 中国市场预期仍略有负增长， 旅游零售业务有望逐步好转

FY24H1(2024年1-6月),欧莱雅公司实现营收221.2亿欧元,同比+7.52%,其中外汇交易产生了2.3%的负面影响,合并范围的变化(指23年8月对Aesop的收购)带来了2.5%的积极影响。

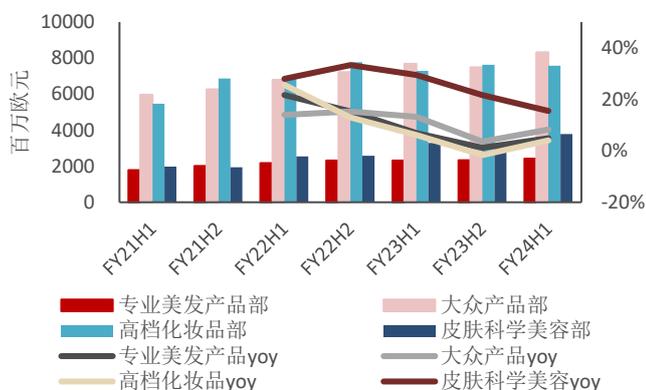
分业务来看,1)专业美发产品类实现营收24.3亿欧元,同比+4.88%;2)大众化妆品类实现营收83.2亿欧元,同比+8.26%;3)高档化妆品类实现营收75.8,同比+3.98%;4)皮肤科学美容类实现营收37.9亿欧元,同比+15.47%。

图17: FY21H1-FY24H1 欧莱雅收入(百万欧元)及增速



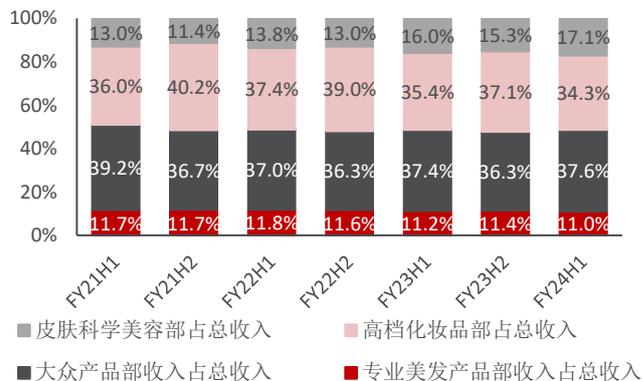
资料来源: 欧莱雅公司财报, 民生证券研究院

图18: FY21H1-FY24H1 欧莱雅分业务收入及增速



资料来源: 欧莱雅公司财报, 民生证券研究院

图19: FY21H1-FY24H1 欧莱雅分业务收入占比

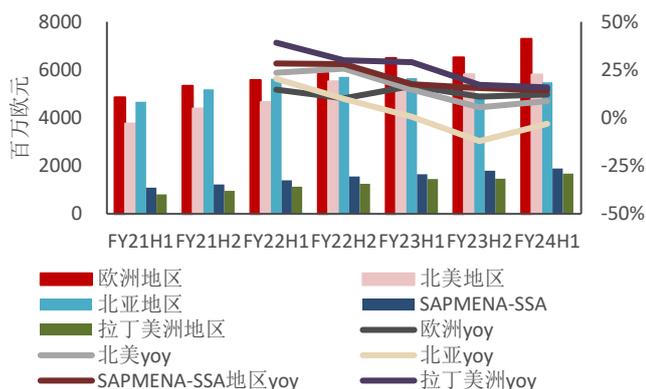


资料来源: 欧莱雅公司财报, 民生证券研究院

分地区来看，公司占比最高的欧洲市场营收显著增长，北美洲和新兴市场增长势头强劲，合计足以抵消北亚地区持续疲软；具体而言，**1) 欧洲地区**实现营收 72.8 亿欧元，同比+12.21%，占总营收 32.93%；**2) 北美地区**实现营收 58.0 亿欧元，同比+8.74%，占总营收 26.21%；**3) 北亚地区**实现营收 54.7 亿欧元，同比-3.15%，占总营收 24.75%；**4) SAPMENA-SSA 地区（南亚太平洋、中东、北非、撒哈拉以南非洲）**实现营收 18.8 亿欧元，同比 14.33%，占总营收 8.52%；**5) 拉丁美洲地区**实现营收 16.8 亿欧元，同比+15.84%，占总营收 7.60%。

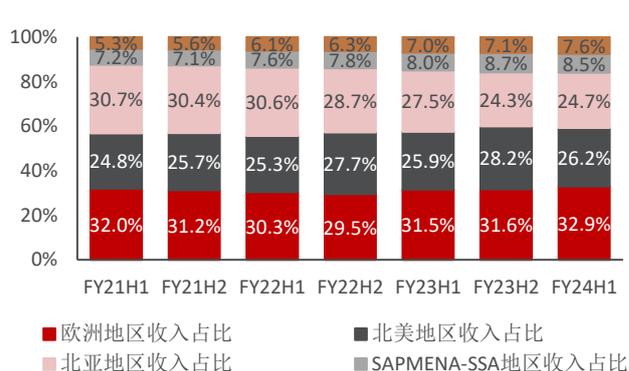
FY24H1（2024 年 1-6 月），公司毛利率为 74.83%，同比+0.55Pct；研发费用率为 3.02%，同比-0.01Pct；销售费用率为 32.14%，同比-0.34Pct，主要系收购 Aesop 和部分地区恶性通货膨胀的影响；管理费用率为 18.88%，同比+0.81Pct，主要系收购 Aesop 以及对公司自身长期发展的投资所致。FY24H1，公司实现归母净利润 36.556 亿欧元，对应归母净利率 15.53%，同比+0.2Pct；实现扣非归母净利润 37.446 亿欧元，对应扣非归母净利率 16.93%，同比-0.65Pct；实现经营利润 45.991 亿欧元，对应经营利润率 20.79%，同比+0.09Pct。

图20: FY21H1-FY24H1 欧莱雅分地区收入及增速



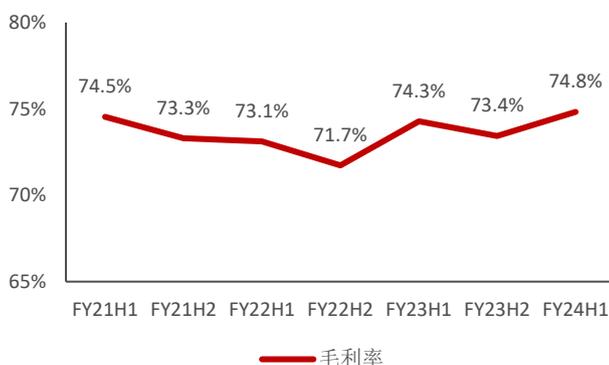
资料来源：欧莱雅公司财报，民生证券研究院

图21: FY21H1-FY24H1 欧莱雅分地区收入占比



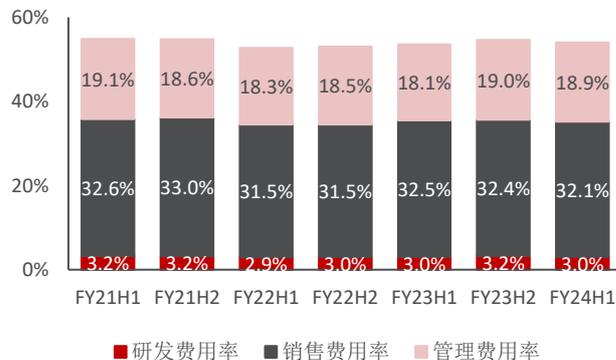
资料来源：欧莱雅公司财报，民生证券研究院

图22: FY21H1-FY24H1 欧莱雅毛利率

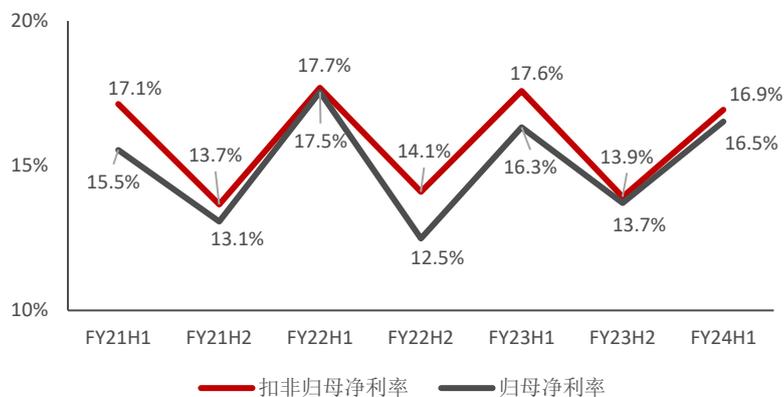


资料来源：欧莱雅公司财报，民生证券研究院

图23: FY21H1-FY24H1 欧莱雅费用率



资料来源：欧莱雅公司财报，民生证券研究院

**图24: FY21H1-FY24H1 欧莱雅归母净利率和扣非归母净利率**


资料来源: 欧莱雅公司财报, 民生证券研究院

**FY24H1 中国市场消费略有疲软, 预计 FY24H2 中国内地消费市场或持续承压。** FY24H1 (2024 年 1-6 月) 中国市场持续疲软, 消费者信心不足, 但公司仍旧看好中国市场的前景: 中国人口规模大且中产阶级规模不断扩大, 虽然面临人口老龄化问题, 但老龄化的消费者依然可以选购公司的产品, 此外, 公司也在积极拓展新世代消费者, 因此, 中国市场具备大量公司的目标消费者或潜在目标消费者, 公司仍是中国大众美容第一名。基于前文所述, 中国消费者当前特点为追求性价比和强烈的健康需求, 因此 CeraVe 在中国获得好评; 此外, 中国仍旧是一个巨大的奢侈品市场, 公司认为, 凭借着创新和品牌感召力, 公司仍有机会拓展在中国的奢侈品市场, 比如上半年, 圣罗兰和海伦娜在中国的销售额取得了可观的增长。就旅游零售而言, 上半年表现较为消极, 但二季度比一季度有所好转, 海南地区售罄率低于预期, 虽然海南地区游客人数稳步增长, 但转化率依然疲软, 相比之下, 由于日元贬值, 旅游零售在日本和韩国发展更好。公司预计, FY24H2 (2024 年 7-12 月), 中国内地市场仍略有负增长, 而旅游零售的销售情况将逐步改善。

## 6 投资建议

目前整体消费承压的趋势相对比较明显，但是对比国际化妆品公司和国货美妆龙头最新一季的财报表现来看，可以发现国货美妆龙头在目前消费整体承压的情况下更具增长韧性，考虑到国际美妆龙头在国内市场业绩略有承压、调整相对较慢，以及一些生产商或渠道商直接供应的低知名度品牌也在需求承压情况下加速出清，行业竞争格局有望优化，国货美妆龙头的马太效应进一步凸显，强者更强，有望获得更多市场份额，我们推荐**珀莱雅、巨子生物、上美股份、丸美股份**，建议关注**福瑞达、水羊股份、上海家化**。

表3：重点公司盈利预测及估值

代码	股票简称	总市值 (亿元)	最新收 盘价 (元)	归母净利润(亿元)			归母净利润增速			PE		
				24E	25E	26E	24E	25E	26E	24E	25E	26E
603605.SH	珀莱雅	338.79	85.39	15.60	19.22	23.62	30.71%	23.18%	22.90%	22	18	14
2367.HK	巨子生物	367.07	32.49	19.75	26.36	34.19	34.47%	33.46%	29.74%	15	12	9
2145.HK	上美股份	129.95	29.71	9.79	14.52	18.99	112.30%	48.32%	30.79%	11	7	6
603983.SH	丸美股份	85.25	21.26	3.63	4.72	5.76	39.98%	29.93%	22.10%	23	18	15

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 9 月 13 日收盘价，汇率 1HKD=0.91RMB，巨子生物净利润数据为经调整净利润）

## 7 风险提示

**1) 行业竞争加剧风险。**在国际品牌、国内品牌纷纷加大投入的情况下，功效性护肤品市场竞争变得越来越激烈。若公司不能及时开发出适应市场需求的新产品，可能会影响公司在细分市场的领先地位，从而使得公司销售收入增长放缓甚至出现下滑，公司的盈利能力可能会受到不利影响。

**2) 终端需求不及预期。**若消费者的消费信心低迷，对于产品的购买力下降，将影响到产品的销售情况，对企业的经营造成不利影响。

## 插图目录

图 1: FY22Q3-FY24Q2 资生堂收入 (亿日元) 及增速	6
图 2: FY22Q3-FY24Q2 资生堂分地区收入及增速	6
图 3: FY22Q3-FY24Q2 资生堂分地区收入占比	6
图 4: FY22Q3-FY24Q2 资生堂毛利率、SG&A 费用率及净利率	7
图 5: FY23Q1-FY24Q4 雅诗兰黛收入 (百万美元) 及增速	9
图 6: FY23Q1-FY24Q4 雅诗兰黛分业务收入及增速	9
图 7: FY23Q1-FY24Q4 雅诗兰黛分业务收入占比	9
图 8: FY23Q1-FY24Q4 雅诗兰黛分地区收入及增速	10
图 9: FY23Q1-FY24Q4 雅诗兰黛分地区收入占比	10
图 10: FY23Q1-FY24Q4 雅诗兰黛毛利率、SG&A 费用率及净利率	10
图 11: FY23Q1-FY24Q4 宝洁收入 (百万美元) 及增速	12
图 12: FY23Q1-FY24Q4 宝洁分业务收入及增速	12
图 13: FY23Q1-FY24Q4 宝洁分业务收入占比	12
图 14: FY2021-FY2024 宝洁分地区收入及增速	13
图 15: FY2021-FY2024 宝洁分地区收入占比	13
图 16: FY23Q1-FY24Q4 宝洁毛利率、SG&A 费用率及净利率	13
图 17: FY21H1-FY24H1 欧莱雅收入 (百万欧元) 及增速	15
图 18: FY21H1-FY24H1 欧莱雅分业务收入及增速	15
图 19: FY21H1-FY24H1 欧莱雅分业务收入占比	15
图 20: FY21H1-FY24H1 欧莱雅分地区收入及增速	16
图 21: FY21H1-FY24H1 欧莱雅分地区收入占比	16
图 22: FY21H1-FY24H1 欧莱雅毛利率	16
图 23: FY21H1-FY24H1 欧莱雅费用率	16
图 24: FY21H1-FY24H1 欧莱雅归母净利率和扣非归母净利率	17

## 表格目录

重点公司盈利预测、估值与评级	1
表 1: 国内外头部美妆集团及旗下核心品牌的分季度收入增速	3
表 2: 国内外头部美妆品牌线上销售数据	4
表 3: 重点公司盈利预测及估值	18

## 分析师承诺

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

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、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026