

宝洁 FY25Q1：大中华区销售额下滑，SK-II 持续承压

2024年10月22日

我们持续跟踪四大国际化妆品集团（资生堂、雅诗兰黛、宝洁、欧莱雅）的销售数据，24Q3 在天猫+抖音双平台，1) 资生堂集团旗下：资生堂品牌合计 GMV 为 2.70 亿元，同比+46%；2) 雅诗兰黛集团旗下：雅诗兰黛品牌合计 GMV 为 6.66 亿元，同比+12%；海蓝之谜品牌合计 GMV 为 5.45 亿元，同比+29%；3) 欧莱雅集团旗下：兰蔻品牌合计 GMV 为 6.03 亿元，同比-12%；欧莱雅品牌合计 GMV 为 11.66 亿元，同比+1%；4) 宝洁旗下：Olay 品牌合计 GMV 为 5.76 亿元，同比+11%；SK-II 品牌合计 GMV 为 4.43 亿元，同比-16%。**2024 年 10 月 18 日，宝洁披露 2025 财年一季度业绩，我们则从公司整体业绩、业务拆分、盈利情况及 25 财年展望等角度对宝洁最新一季财报进行梳理。**

宝洁发布 2025 财年一季度业绩快报。 FY25Q1 (2024 年 7-9 月)，宝洁实现净销售额 217.37 亿美元，同比-1%，剔除外汇、收购和资产剥离的影响后的有机销售额同比+2%；实现净利润 284 亿美元，同比-12%。

FY25Q1 净销售额同比小幅下滑，美容业务承压相对明显。 FY25Q1，宝洁实现净销售额 217.37 亿美元，同比-1%；分业务看，FY25Q1 期间：1) 美容业务收入 38.92 亿美元，同比-5.00%，营收下滑主要系高端护肤品牌 SK-II 的销售额同比下滑 35%；2) 理容业务收入 17.23 亿美元，同比基本持平；3) 健康护理业务收入 31.47 亿美元，同比+2.37%；5) 婴幼儿及家庭护理业务收入 51.02 亿美元，同比-1.62%；6) 其他业务收入 1.63 亿美元，同比+13.19%。

提价策略带动公司整体有机销售额增长。 FY25Q1 宝洁有机销售额同比+2%，其中产品价格同比+1%，有机销量同比+1%；分业务看，FY25Q1 期间：1) 美容业务有机销售额同比-2%，其中产品价格同比+1%，有机销量同比持平；2) 理容业务有机销售额同比+3%，其中产品价格同比+1%，有机销量同比+5%；3) 健康护理业务有机销售额同比+4%，其中产品价格同比+1%，有机销量同比-1%；4) 织物及家居护理业务有机销售额同比+3%，其中产品价格同比持平，有机销量同比+1%；5) 婴幼儿及家庭护理业务有机销售额同比持平，其中产品价格同比持平，有机销量同比-1%。

FY25Q1 毛利率同比+0.1pct，销售及管理费用率同比-0.2pct。 FY25Q1 公司毛利率为 52.1%，同比+0.07pct；SG&A 费用率 25.39%，同比-0.23pct；实现净利润 39.87 亿美元，对应净利率 18.34%，同比-2.49pct；实现归母净利润 39.59 亿美元，对应归母净利率 18.21%，同比-2.46pct。

大中华区市场表现方面， FY25Q1 宝洁在大中华区的有机销售额同比下滑 15%，主要系市场疲软以及 SK-II 在市场上处于不利状态，公司预期仍需一段时间才能恢复中国市场的增长；分业务看，美容护理部门下的护发/个人护理/护肤业务在大中华区的有机销售额同比分别下滑双位数/个位数/20%+，理容业务在大中华区的有机销售额同比下滑高个位数，婴幼儿及家庭护理业务下的婴儿护理/女性护理业务在大中华区的有机销售额同比分别高个位数增长/中个位数下滑。

公司维持 2025 财年增长预期，指引全年有机销售额同比增长 3%-5%。 公司维持 2025 财年销售额增长预期，预计同比增长 2%-4%，有机销售额同比增长 3%-5%；同时，资本支出预计将占净销售额的 4%-5%。

投资建议：目前整体消费承压的趋势相对明显，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，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，有望获得更多市场份额，我们推荐**珀莱雅、巨子生物、水羊股份、润本股份**，建议关注**丸美股份、福瑞达、上海家化、华熙生物**。

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	98.10	3.93	4.84	5.95	25	20	16	推荐
2367.HK	巨子生物	47.94	1.92	2.56	3.33	23	17	13	推荐
300740.SZ	水羊股份	14.38	0.78	0.92	1.06	19	16	14	推荐
603193.SH	润本股份	26.48	0.79	1.02	1.28	34	26	21	推荐

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；

(注：股价为 2024 年 10 月 22 日收盘价，汇率 1HKD=0.92RMB，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：9月社零总额同比增长 3.2%，高于市场预期-2024/10/20
- 零售周观点：宝尼达二代及 Sculptra 获 NMPA 批准上市，孩子王与辛选控股设立合资公司-2024/10/14
- 零售周观点：复盘历次牛市商贸零售板块表现，关注板块顺周期机会-2024/10/08
- 零售周观点：多项政策利好落地，关注超跌反弹机会-2024/10/01
- 纺服行业深度复盘系列：全球拉链龙头 YKK，把握产业链趋势一体化布局-2024/09/27

目录

1 头部国际品牌 1-9 月线上销售数据	3
2 宝洁：发布 2025 财年一季度业绩快报	4
2.1 业绩概况：FY25Q1 净销售额同比小幅下滑，美容业务承压相对明显	4
2.2 盈利情况：生产力提升带动毛利率同比+0.1pct 至 52.1%，净利率同比-2.5pct 至 18.3%	6
3 投资建议	8
4 风险提示	9
插图目录	10
表格目录	10

1 头部国际品牌 1-9 月线上销售数据

资生堂：24Q3 资生堂品牌天猫+抖音双平台合计 GMV 为 2.70 亿元，同比+46%；24 年 1-9 月资生堂品牌天猫+抖音双平台合计 GMV 为 10.99 亿元，同比-6%。

雅诗兰黛：①雅诗兰黛品牌：24Q3 天猫+抖音双平台合计 GMV 为 6.66 亿元，同比+12%；24 年 1-9 月天猫+抖音双平台合计 GMV 为 31.93 亿元，同比+14%；②海蓝之谜品牌：24Q3 天猫+抖音双平台合计 GMV 为 5.45 亿元，同比+29%；24 年 1-9 月天猫+抖音双平台合计 GMV 为 19.77 亿元，同比+14%。

欧莱雅：①兰蔻品牌：24Q3 天猫+抖音双平台合计 GMV 为 6.03 亿元，同比-12%；24 年 1-9 月天猫+抖音双平台合计 GMV 为 28.83 亿元，同比-7%；②欧莱雅品牌：24Q3 天猫+抖音双平台合计 GMV 为 11.66 亿元，同比+1%；24 年 1-9 月天猫+抖音双平台合计 GMV 为 52.93 亿元，同比+3%；③修丽可品牌：24Q3 天猫+抖音双平台合计 GMV 为 2.24 亿元，同比+8%；24 年 1-9 月天猫+抖音双平台合计 GMV 为 12.39 亿元，同比+14%。

宝洁：①玉兰油品牌：24Q3 天猫+抖音双平台合计 GMV 为 5.76 亿元，同比+11%；24 年 1-9 月天猫+抖音双平台合计 GMV 为 21.57 亿元，同比-5%；②SK-II 品牌：24Q3 天猫+抖音双平台合计 GMV 为 4.43 亿元，同比-16%；24 年 1-9 月天猫+抖音双平台合计 GMV 为 15.87 亿元，同比-23%。

表1：国外头部美妆集团旗下品牌线上销售数据

公司	品牌	9 月天猫		9 月抖音		9 月天猫+抖音		24Q3 天猫+抖音		1-9 月天猫+抖音	
		GMV (亿元)	yoy	GMV (亿元)	yoy	GMV (亿元)	yoy	GMV (亿元)	yoy	GMV (亿元)	yoy
资生堂	资生堂	0.63	72%	0.46	210%	1.09	112%	2.70	46%	10.99	-6%
	雅诗兰黛	0.72	-24%	2.12	37%	2.84	14%	6.66	12%	31.93	14%
雅诗兰黛	海蓝之谜	0.65	7%	1.19	105%	1.84	55%	5.45	29%	19.77	14%
	合计	1.37	-11%	3.31	56%	4.68	27%	12.11	19%	51.70	14%
欧莱雅	兰蔻	0.92	-11%	1.07	80%	1.99	23%	6.03	-12%	28.83	-7%
	欧莱雅	2.23	-8%	1.89	18%	4.12	2%	11.66	1%	52.93	3%
	修丽可	0.44	-44%	0.26	34%	0.70	-29%	2.24	8%	12.39	14%
	理肤泉	0.53	-9%	0.21	50%	0.74	2%	2.49	16%	9.61	13%
	合计	4.13	-15%	3.43	36%	7.56	3%	22.42	-1%	103.77	2%
宝洁	玉兰油	1.05	-8%	0.98	86%	2.03	22%	5.76	11%	21.57	-5%
	SK-II	0.60	0%	0.38	5%	0.98	2%	4.43	-16%	15.87	-23%
	合计	1.65	-5%	1.36	53%	3.01	15%	10.19	-3%	37.44	-13%

资料来源：久谦数据，民生证券研究院

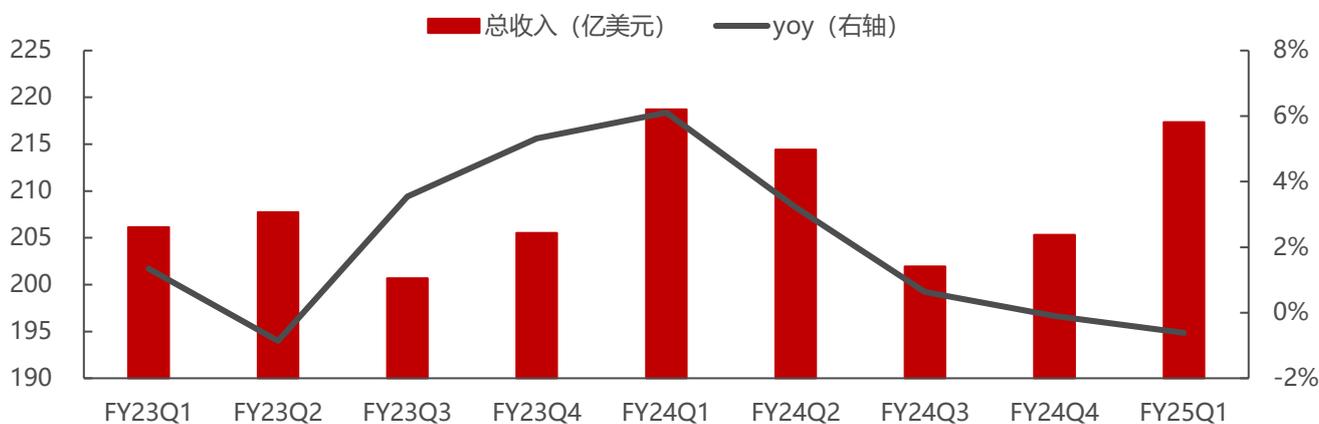
2 宝洁：发布 2025 财年一季度业绩快报

2.1 业绩概况：FY25Q1 净销售额同比小幅下滑，美容业务承压相对明显

承压相对明显

业绩概况：FY25Q1（2024 年 7-9 月），宝洁实现净销售额 217.37 亿美元，同比-1%；剔除外汇、收购和资产剥离的影响后的有机销售额同比+2%，主要系价格上涨和销量增长；实现净利润 284 亿元，同比-12%；实现归母净利润 39.59 亿美元，同比-12%。

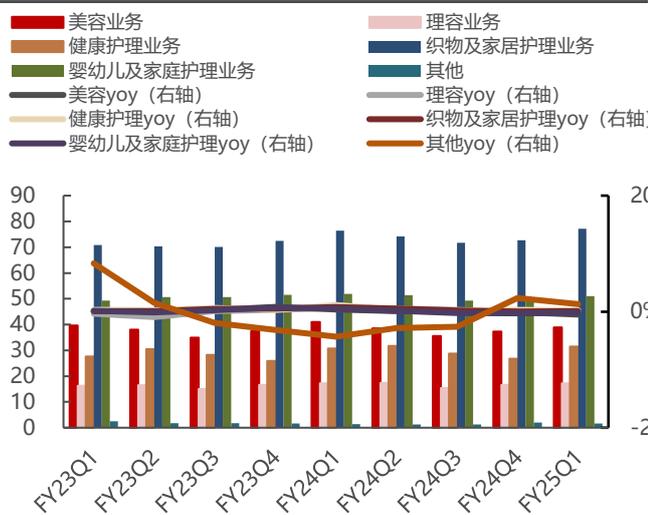
图1：FY23Q1-FY25Q1 宝洁营业收入（亿美元）及增速



资料来源：宝洁公司公告，民生证券研究院

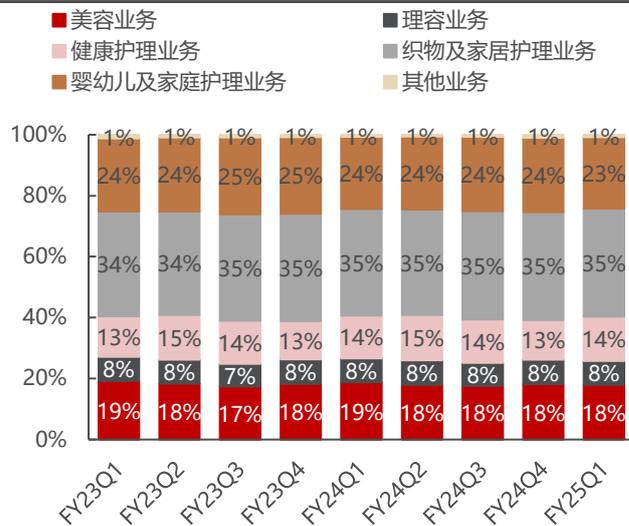
分业务看，FY25Q1 期间：1) 美容业务收入 38.92 亿美元，同比-5.00%，占总营收 17.9%，营收下滑主要系高端护肤品牌 SK-II 的销售额下降，其售价高于细分市场的平均水平；2) 理容业务收入 17.23 亿美元，与去年基本持平，占总营收 7.9%；3) 健康护理业务收入 31.47 亿美元，同比+2.37%，占总营收 14.5%，其中口腔护理类业务的有机销售额实现低个位数增长；4) 织物及家居护理业务收入 77.10 亿美元，同比+0.84%，占总营收 35.5%；5) 婴幼儿及家庭护理业务收入 51.02 亿美元，同比-1.62%，占总营收 23.5%；6) 其他业务收入 1.63 亿美元，同比+13.19%，占总营收 0.7%。

图2: FY23Q1-FY25Q1 宝洁分业务收入 (亿美元) 及增速



资料来源: 宝洁公司公告, 民生证券研究院

图3: FY23Q1-FY25Q1 宝洁分业务收入占比



资料来源: 宝洁公司公告, 民生证券研究院

提价策略带动公司整体有机销售额增长。 FY25Q1 (2024年7-9月), 宝洁有机销售额同比+2%, 其中产品价格同比+1%, 有机销量同比+1%; 分业务看, FY25Q1 期间: 1) 美容业务有机销售额同比-2%, 其中产品价格同比+1%, 有机销量同比持平; 细分业务中, 护肤品业务有机销售额同比下降 20%+, 主要系销量下降和超高端 SK-II 品牌销售额同比下滑 35%, 公司表示目前消费者在选择护肤品功效方面的行为正在发生变化, 对大众护肤品的功效需求由过去的以爽肤为主的基础功效转向抗衰老和多重功效, 公司将调整创新产品组合以满足消费者持续变化的需求; 2) 理容业务有机销售额同比+3%, 其中产品价格同比+1%, 有机销量同比+5%; 3) 健康护理业务有机销售额同比+4%, 其中产品价格同比+1%, 有机销量同比-1%; 4) 织物及家居护理业务有机销售额同比+3%, 其中产品价格同比持平, 有机销量同比+1%; 5) 婴幼儿及家庭护理业务有机销售额同比持平, 其中产品价格同比持平, 有机销量同比-1%。

表2: FY23Q1-FY25Q1 宝洁各业务的有机销售额、有机销量、价格的同比增速

业务	指标	FY23Q1	FY23Q2	FY23Q3	FY23Q4	FY24Q1	FY24Q2	FY24Q3	FY24Q4	FY25Q1
美容	有机销售额	4%	3%	7%	11%	5%	1%	3%	3%	-2%
	有机销量	-1%	-4%	0%	-1%	0%	-1%	1%	1%	0%
	价格	7%	9%	8%	8%	7%	4%	4%	3%	1%
理容	有机销售额	5%	-	7%	8%	9%	9%	10%	7%	3%
	有机销量	1%	-8%	-1%	-1%	-2%	1%	2%	2%	5%
	价格	8%	11%	10%	9%	9%	7%	2%	5%	5%
健康护理	有机销售额	8%	8%	9%	5%	9%	2%	2%	4%	4%
	有机销量	-2%	-1%	1%	-3%	0%	-4%	-4%	1%	-1%
	价格	6%	5%	6%	6%	8%	5%	4%	2%	4%
织物及家居护理	有机销售额	8%	8%	9%	8%	10%	6%	3%	2%	3%
	有机销量	-4%	-7%	-5%	-2%	2%	1%	1%	3%	1%

	价格	11%	13%	13%	6%	6%	4%	2%	3%	1%
婴幼儿及家庭护理	有机销售额	6%	-	6%	9%	7%	3%	0%	-1%	0%
	有机销量	-3%	-	-4%	0%	-3%	-2%	-3%	-1%	-1%
	价格	8%	-	8%	8%	8%	4%	2%	-	-

资料来源：宝洁公司公告，民生证券研究院；注：“-”指同比持平

中国市场表现方面，FY25Q1（2024年7-9月），宝洁在大中华区的有机销售额下滑15%，主要系市场疲软以及SK-II在市场上处于不利状态，公司预期仍需一段时间才能恢复中国市场的增长；分业务看，美容护理部门旗下的护发业务/个人护理业务/护肤业务在大中华区的有机销售额同比分别下滑双位数/个位数/20%+；理容业务在大中华区的有机销售额同比下滑高个位数；婴幼儿及家庭护理业务旗下的婴儿护理业务/女性护理业务在大中华区的有机销售额同比分别高个位数增长/中个位数下滑。

2.2 盈利情况：生产力提升带动毛利率同比+0.1pct 至 52.1%，净利率同比-2.5pct 至 18.3%

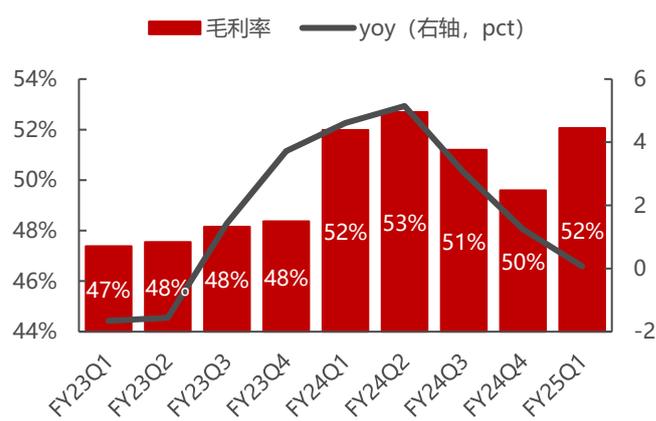
FY25Q1 毛利率同比+0.1pct 至 52.1%。FY25Q1（2024年7-9月），公司实现毛利113.16亿美元，对应毛利率为52.1%，同比+0.07pct，环比+2.46pct；毛利率同比提升主要由生产力提升推动；同时公司预计随着全年实现15亿美元的总成本节约目标，生产率贡献水平将保持或加速增长。

图4：FY23Q1-FY25Q1 宝洁毛利（亿美元）及增速



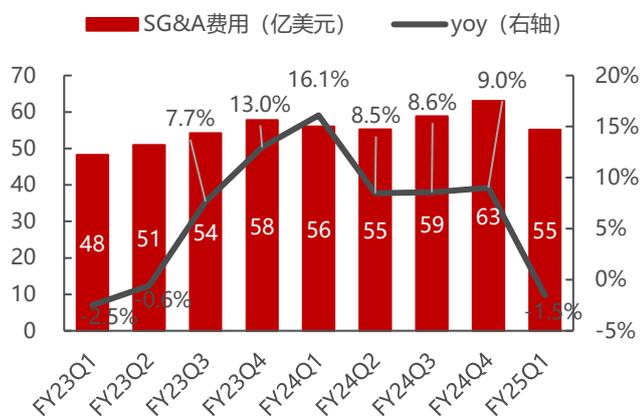
资料来源：宝洁公司公告，民生证券研究院

图5：FY23Q1-FY25Q1 宝洁毛利率及增速



资料来源：宝洁公司公告，民生证券研究院

FY25Q1 SG&A 费用同比-2.5pct 至 18.3%。FY25Q1（2024年7-9月），公司SG&A费用为55.19亿元，对应SG&A费用率为25.39%，同比-0.23pct。

图6: FY23Q1-FY25Q1 宝洁 SG&A 费用 (亿美元) 及增速


资料来源: 宝洁公司公告, 民生证券研究院

图7: FY23Q1-FY25Q1 宝洁 SG&A 费用率及增速


资料来源: 宝洁公司公告, 民生证券研究院

FY25Q1 净利率同比-2.5pct至18.3%。FY25Q1 (2024年7-9月), 公司实现净利润39.87亿美元, 对应净利率18.34%, 同比-2.49pct; 实现归母净利润39.59亿美元, 对应归母净利率18.21%, 同比-2.46pct。

图8: FY23Q1-FY25Q1 宝洁净利润 (亿美元) 及增速


资料来源: 宝洁公司公告, 民生证券研究院

图9: FY23Q1-FY25Q1 宝洁净利率及增速


资料来源: 宝洁公司公告, 民生证券研究院

公司维持2025财年增长预期, 预期全年有机销售额同比增长3%-5%。根据FY25Q1电话会指引, 公司维持2025财年(2024年7月至2025年6月)销售额增长预期, 预计同比增长2%-4%, 有机销售额同比增长3%-5%; 同时, 资本支出预计将占净销售额的4%-5%。2025财年, 就中国区业务而言, 公司认为中国市场的不可预测性较强, 但公司已经对产品矩阵进行清理, 未来将重点聚焦拥有强劲增长潜力的品牌, 同时重塑与分销商合作伙伴的市场推广模式, 以增加覆盖范围和覆盖质量; 对于SK-II, 品牌正在推出超高端产品, 并再次开始全国营销。

3 投资建议

目前整体消费承压的趋势相对明显，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，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，有望获得更多市场份额，我们推荐**珀莱雅、巨子生物、水羊股份、润本股份**，建议关注**丸美股份、福瑞达、上海家化、华熙生物**。

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	389.22	98.10	15.60	19.22	23.62	30.71%	23.18%	22.90%	25	20	16
2367.HK	巨子生物	538.27	47.94	19.75	26.36	34.19	34.47%	33.46%	29.74%	23	17	13
300740.SZ	水羊股份	55.84	14.38	3.01	3.56	4.13	2.41%	18.05%	15.99%	19	16	14
603193.SH	润本股份	107.14	26.48	3.19	4.12	5.19	41.21%	29.24%	25.83%	34	26	21

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 10 月 22 日收盘价，汇率 1HKD=0.92RMB，巨子生物净利润数据为经调整净利润）

4 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: FY23Q1-FY25Q1 宝洁营业收入 (亿美元) 及增速.....	4
图 2: FY23Q1-FY25Q1 宝洁分业务收入 (亿美元) 及增速.....	5
图 3: FY23Q1-FY25Q1 宝洁分业务收入占比.....	5
图 4: FY23Q1-FY25Q1 宝洁毛利 (亿美元) 及增速.....	6
图 5: FY23Q1-FY25Q1 宝洁毛利率及增速.....	6
图 6: FY23Q1-FY25Q1 宝洁 SG&A 费用 (亿美元) 及增速.....	7
图 7: FY23Q1-FY25Q1 宝洁 SG&A 费用率及增速.....	7
图 8: FY23Q1-FY25Q1 宝洁净利润 (亿美元) 及增速.....	7
图 9: FY23Q1-FY25Q1 宝洁净利率及增速.....	7

表格目录

重点公司盈利预测、估值与评级	1
表 1: 国外头部美妆集团旗下品牌线上销售数据.....	3
表 2: FY23Q1-FY25Q1 宝洁各业务的有机销售额、有机销量、价格的同比增速	5
表 3: 重点公司盈利预测及估值	8

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
	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