

中国化妆品行业：“双11”销售增长良好，国产品牌高基数下表现稳定

- **史上最长的“双11”收官，个护美妆销售增长喜人：**根据星图数据，“双11”大促期间数据（2024年10月14日-11月11日 vs 2023年10月24日-11月11日），综合电商平台（含点淘）个护美妆销售额同比增长22.5%。根据青眼情报，截至11月10日，各主要电商平台美妆赛道在“双11”期间均实现了GMV双位数增长，其中淘天/京东/抖音分别同比增长25.8%/10.5%/21.8%。尽管同比增长中包含了一定的大促时间延长带来的规模增长，但我们仍认为，本次“双11”线上美妆赛道的增长回归较为快速的增长轨道。
- **大促时间再度拉长，价格战降温：**与我们预判相同，本次“双11”大促时长再度拉长（详见图1）。以天猫和抖音为例，“双11”分别提前至10月14日以及10月8日开启，分别比去年“双11”延长1周和12天。大促时长的拉长也为消费者提供了更多的比价和考虑时间，我们认为这也是为了适应当下较为疲弱的消费大环境。在此基础上，我们观察到本次“双11”期间，虽然低价仍是商家竞争重点，但竞争环境也恢复理性。其中，部分品牌分别通过调整赠品组合或者上调价格（相较于过往大促价格）的方式，跳出价格战的漩涡。我们认为这主要是由于美妆品牌在日常销售的优惠就已经压低价格，因此在大促期间进一步压低价格的空间较小。同时跳出价格战也让品牌重塑品牌形象，拥有更大的盈利空间。
- **国际大牌反扑，国产品牌替代仍是主流：**相较往年国产品牌在“双11”期间的强势，今年国际品牌热度明显回升。本次天猫美妆“双11”品牌成交量Top20中（详见图2），国际品牌占有16席，与去年“双11”大促相近，但是国产品牌排名却明显下降——前十榜单中除珀莱雅稳居第1位，薇诺娜的排名从第五下滑至第九。我们认为国际品牌在本次大促中表现良好是由于：
(1) 加大达播投入：国际大牌在抖音渠道排名同比前移；
(2) 日系品牌在核污水排放事件后回暖，SK-II和肌肤之钥量品牌排名同比上升。我们认为国产替代的总体趋势仍在延续。在同一榜单中，国产品牌珀莱雅去年“双11”亦排名第一，位置稳固。

桑若楠，CFA

消费分析师

serena_sang@spdbi.com
(852) 2808 6439

林闲嘉

首席消费分析师

richard_lin@spdbi.com
(852) 2808 6433

2024年11月12日



扫码关注浦银国际研究

- **主要国产美妆企业表现稳定：**

(1) **珀莱雅：**公司发布公告，2024年“双11”期间，公司主品牌珀莱雅在天猫、抖音、京东等平台均位列美妆类目的第一位（按GMV计）。其中，主品牌珀莱雅在天猫、抖音和京东平台分别同比增长10%/60%/30%+（数据统计时间为2023年和2024年10月8日至11月11日）。根据我们的估算，主品牌全平台“双11”GMV同比增长20%左右。

(2) **巨子生物：**根据公司公告，2024年“双11”大促可复美重组胶原蛋白敷料、胶原棒、焦点面霜等多个产品在各类细分榜单中名列前茅，品牌总曝光量达到13.8亿次。在“双11”期间，可复美在天猫、抖音和京东渠道GMV分别增长50%/100%/200%+，全渠道增长80%+；可丽金在天猫、抖音和京东渠道GMV分别增长100%/500%/200%+，全渠道增长150%+。整体看来，巨子生物旗下品牌在“双11”期间表现符合预期。

- **建议关注头部国产化妆品企业：**随着整体电商销售回暖，本次美妆板块“双11”表现良好。中国化妆品行业主要品牌在较高基数的影响下增速略有放缓，但在国际品牌投入增加带动品牌增长回升的趋势下，我们仍相信头部国产品牌在大众护肤品赛道具备较强的竞争力。建议关注巨子生物（2367.HK）以及珀莱雅（603605.CH）。

- **投资风险：**行业需求放缓；化妆品线上竞争加剧。

图表 3：抖音 2023-2024 年大促美妆榜单

	2023 年			2024 年		
	三八节	618	双 11	三八节	618	双 11
1	珀莱雅	赫莲娜	珀莱雅	韩束	韩束	珀莱雅
2	雅诗兰黛	极萌	韩束	后	珀莱雅	韩束
3	欧莱雅	雅诗兰黛	雅诗兰黛	珀莱雅	赫莲娜	欧莱雅
4	韩束	海蓝之谜	欧莱雅	雅诗兰黛	雅诗兰黛	可复美
5	兰蔻	兰蔻	极萌	欧莱雅	后	雅诗兰黛
6	奥伦纳素	后	兰蔻	兰蔻	兰蔻	后
7	SKII	雅萌	赫莲娜	DCEXPOR	欧莱雅	赫莲娜
8	欧诗漫	SKII	觅光	可复美	可复美	海蓝之谜
9	玉兰油	珀莱雅	海蓝之谜	自然堂	海蓝之谜	自然堂
10	赫莲娜	韩束	后	赫莲娜	玉兰油	玉兰油

注：黄色标记为国产品牌，2024 年排名为青眼情报。资料来源：各电商平台，青眼情报、浦银国际整理

图表 4：2024 年“双 11”大促各品牌同比增长

品牌名	天猫	抖音	京东	全渠道
珀莱雅	+10%+	+60%+	+30%+	
彩棠	+30%+	-30%+	+190%+	
OR	+150%+	+450%+	+200%+	
悦芙媞	+20%+	持平	+80%+	
可复美	+50%+	+100%+	+200%+	+80%+
可丽金	+100%+	+500%+	+200%+	+150%+

注：数据节点分别为：珀莱雅：全渠道 10 月 8 日-11 月 11 日；彩棠：天猫 10 月 13 日-11 月 11 日，京东和抖音 10 月 8 日-11 月 11 日；OR：天猫 10 月 10 日-11 月 11 日、抖音 10 月 8 日-11 月 11 日、京东 10 月 10 日-11 月 11 日；可复美及可丽金全渠道为 10 月 8 日-11 月 11 日。同比时间均为 2023 年同时段。

资料来源：各公司微信公众号，浦银国际整理

图表 5: SPDBI 消费行业覆盖公司

股票代码	公司	现价 (LC)	评级	目标价 (LC)	评级及目标价 发布日期	行业
2331 HK Equity	李宁	16.5	持有	15.94	2024 年 10 月 23 日	运动服饰品牌
2020 HK Equity	安踏体育	84.4	买入	119.8	2024 年 10 月 11 日	运动服饰品牌
3813 HK Equity	宝胜国际	0.6	买入	0.73	2024 年 8 月 13 日	运动服饰零售
6110 HK Equity	滔搏	2.6	买入	3.07	2024 年 10 月 24 日	运动服饰零售
2150.HK Equity	奈雪的茶	1.5	买入	10.0	2023 年 4 月 3 日	零售餐饮
YUMC.US Equity	百胜中国	49.2	买入	61.5	2024 年 11 月 5 日	零售餐饮
9987.HK Equity	百胜中国	378.0	买入	479.7	2024 年 11 月 5 日	零售餐饮
6862.HK Equity	海底捞	16.2	买入	19.5	2024 年 10 月 14 日	零售餐饮
9658.HK Equity	特海国际	13.3	买入	16.6	2024 年 9 月 2 日	零售餐饮
HDL.US Equity	特海国际	16.9	买入	21.3	2024 年 9 月 2 日	零售餐饮
9922.HK Equity	九毛九	3.6	持有	2.81	2024 年 8 月 26 日	零售餐饮
LKNCY.US Equity	瑞幸咖啡	24.7	买入	34.1	2024 年 11 月 4 日	零售餐饮
291.HK Equity	华润啤酒	27.9	买入	29.7	2024 年 8 月 20 日	啤酒
600132.CH Equity	重庆啤酒	64.1	买入	87.3	2024 年 5 月 6 日	啤酒
1876.HK Equity	百威亚太	8.0	买入	9.85	2024 年 10 月 31 日	啤酒
0168.HK Equity	青岛啤酒	50.9	持有	58.4	2024 年 10 月 30 日	啤酒
600600.CH Equity	青岛啤酒	74.1	持有	70.6	2024 年 10 月 30 日	啤酒
000729.CH Equity	燕京啤酒	10.4	卖出	7.6	2022 年 1 月 26 日	啤酒
600887.CH Equity	伊利股份	29.8	持有	32.1	2024 年 10 月 31 日	乳制品
2319.HK Equity	蒙牛乳业	17.6	买入	16.2	2024 年 8 月 29 日	乳制品
600597.CH equity	光明乳业	8.8	持有	12.6	2022 年 8 月 1 日	乳制品
6186.HK Equity	中国飞鹤	5.8	买入	5.21	2024 年 9 月 3 日	乳制品
1717.HK Equity	澳优	2.1	持有	4.3	2023 年 5 月 2 日	乳制品
600882.CH Equity	妙可蓝多	18.8	买入	19.8	2023 年 10 月 30 日	乳制品
9858.HK Equity	优然牧业	1.3	买入	3.7	2022 年 8 月 1 日	乳制品
1117.HK Equity	现代牧业	0.9	买入	1.3	2022 年 8 月 1 日	乳制品
6683.HK Equity	巨星传奇	4.3	买入	13.9	2024 年 6 月 13 日	新零售
9992.HK Equity	泡泡玛特	70.9	买入	78.9	2024 年 10 月 23 日	新零售
603605.CH Equity	珀莱雅	99.9	买入	115.0	2024 年 10 月 25 日	化妆品
2367.HK Equity	巨子生物	51.6	买入	52.0	2024 年 7 月 2 日	化妆品
688363.CH Equity	华熙生物	34.7	持有	62.1	2024 年 10 月 31 日	化妆品
300957.CH Equity	贝泰妮	66.3	持有	55.5	2024 年 10 月 25 日	化妆品
ATAT.US Equity	亚朵集团	55.0	买入	24.0	2024 年 8 月 30 日	酒店
1179.HK Equity	华住集团	26.8	买入	28.0	2024 年 8 月 21 日	酒店
HTHT.US Equity	华住集团	27.7	买入	35.4	2024 年 8 月 21 日	酒店
600754.CH Equity	锦江酒店	36.8	持有	28.1	2024 年 11 月 3 日	酒店
600258.CH Equity	首旅酒店	28.4	持有	15.5	2024 年 10 月 31 日	酒店

注: 美股截至 2024 年 11 月 11 日, 港股和 A 股截至 2024 年 11 月 12 日收盘价

资料来源: Bloomberg、浦银国际

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

- “买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数
- “持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平
- “卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

- “超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上
- “标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%
- “低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明:(i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写;(ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关;(iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息/非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票;(ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

杨增希

essie_yang@spdbi.com
852-2808 6469

浦银国际证券财富管理团队

王玥

emily_wang@spdbi.com
852-2808 6468

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited
网站: www.spdbi.com
地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

