

2022.02.15

美妆巨头财报解析：功效护肤、香水为亮点

——海外美妆 2021 财报跟踪

	瞿猛(分析师)	闫清徽(研究助理)	杨柳(分析师)
	021-38676442	021-38031651	021-38038323
	zimeng@gtjas.com	yanqinghui@gtjas.com	yangliu@gtjas.com
证书编号	S0880513120002	S0880121080137	S0880521120001

本报告导读：

资国际美妆巨头欧莱雅、雅诗兰黛、资生堂发布财报，我们总结以下趋势：①Q4中国增速环比放缓但长期空间广阔、各集团持续看好；②功效护肤持续高增，香水需求爆发；③高端化趋势持续，明星单品引领增长。

摘要：

- **投资建议：**全球化妆品市场稳健复苏，功效护肤、香水品类为增长亮点，高端化趋势持续。中国化妆品市场空间广阔，随中产阶级扩容中长期有望维持稳健增长。在行业增速平稳、竞争回归产品及品牌建设、同时外部监管趋严的背景下，行业格局有望持续优化、马太效应即将显现。**建议增持：**贝泰妮、鲁商发展、珀莱雅、上海家化、青松股份、水羊股份、嘉亨家化、丸美股份、拉芳家化、若羽臣；**受益标的：**丽人丽妆等。
- **欧莱雅、雅诗兰黛、资生堂发布财报，收入均实现双位数增长，盈利能力提升。**欧莱雅 2021 营收、净利润同比+15%、29%；雅诗兰黛 21H2 营收、净利润同比+18%、28%；资生堂 2021 营收同比+12.4%，利润端同比扭亏，净利率提升至 4.1%。21Q4 欧莱雅北美、雅诗兰黛亚太、资生堂中国报表口径收入同比+13%、7%、4%（可比口径同比+7%、6%、7%）有所放缓，主因相对高基数以及疫情管控。但各集团均中长期看好中国化妆品增长前景、加强布局，欧莱雅预计 2030 年中国中产人口将达 3.7 亿人、将北亚地区总部落地上海，雅诗兰黛调整组织架构、中国区直接向国际总裁汇报，资生堂给予 2022 年中国收入可比口径增速 16% 预期（报表+7%）。
- **功效护肤持续高增，香水需求爆发。**疫情改变消费理念，健康科学的功效护肤增速持续高于行业，2021 活性化妆品市场同比+12%，高出行业 4pct，2 年 CAGR7%；欧莱雅活性化妆品部门营收 2 年 CAGR21%，理肤泉、适乐肤、修丽可 2021 营收同比+28%、75%、31%，雅诗兰黛收购英国可持续美妆品牌 Haeckels。此外，疫情后消费者社交需求复苏、追求自我表达和愉悦，此外中国市场香水渗透率持续提升，2021 香水品类同比+21% 实现爆发式增长，欧莱雅 21 全年、雅诗兰黛香水 21Q4 收入同比+35%、29%。
- **高端化趋势持续，明星单品引领增长。**2021 全球高档化妆品市场同比+16%，基本恢复至疫情前水平，中国市场高端化趋势持续突出，2021 欧莱雅中国、资生堂中国高端化妆品营收同比+28%、35%。在高附加值的活性、高档化妆品中明星单品维持优秀表现，理肤泉经典 Effaclar 清痘系列、Lamer 浓缩修护精粹液及精华面霜等经久不衰。
- **风险提示：**市场竞争加剧导致业绩承压；疫情影响时间长于预期，导致销售承压；收购品牌整合效果不及预期拖累业绩等。

评级：

增持

上次评级：

增持

细分行业评级

相关报告

化妆品《【国君化妆品】一文看懂上海上美：构筑品牌矩阵，实现持续成长》

2022.01.24

化妆品《海外消费品公司盈利及估值研究》

2022.01.16

化妆品《淘系承压品牌分化，抖音持续放量》

2022.01.13

化妆品《悲观情绪逐步消化，后续企稳回升可期》

2022.01.11

化妆品《化妆品进入严监管时代，马太效应有望显现》

2022.01.11

目 录

1. 核心结论	3
2. 全球：功效化妆品占比持续提升，香水需求高增	3
3. 欧莱雅：活性化妆品增长强劲，多超级品牌储备	5
4. 雅诗兰黛：北美复苏，明星单品驱动	12
5. 资生堂：同比扭亏，持续降本、聚焦护肤	15
6. 投资建议	19
7. 风险提示	19

1. 核心结论

剖析海外三大美妆集团欧莱雅、雅诗兰黛、资生堂财报，我们总结以下化妆品行业趋势：

1)各集团 21Q4 中国地区营收因高基数、疫情限制增速放缓,但中长期看好中国市场增长。21Q4 欧莱雅北亚、雅诗兰黛亚太、资生堂中国报表口径收入同比+13%、7%、4%（可比口径同比+7%、6%、7%）有所放缓，主因相对高基数以及疫情管控。但各集团均中长期看好中国化妆品增长前景、加强布局，欧莱雅预计 2030 年中国中产人口将达 3.7 亿人、将北亚地区总部落地上海，雅诗兰黛调整组织架构、中国区直接向国际总裁汇报。欧莱雅、雅诗兰黛均预期长期在中国取得双位数增长，资生堂给予 2022 年中国收入可比口径增速 16% 预期（报表+7%）。

2)功效护肤持续高增，香水需求爆发。疫情改变消费理念，健康科学的功效护肤增速持续高于行业，2021 活性化妆品市场同比+12%，高出行业 4pct，2 年 CAGR7%；欧莱雅活性化妆品部门营收 2 年 CAGR21%，理肤泉、适乐肤、修丽可 2021 营收同比+28%、75%、31%，雅诗兰黛收购英国可持续美妆品牌 Haeckels。此外，疫情后消费者社交需求复苏、追求自我表达和愉悦，中国市场香水渗透率持续提升，2021 全球香水市场同比+21% 实现爆发式增长，欧莱雅 21 全年、雅诗兰黛 21Q4 香水品类收入同比+35%、29%。

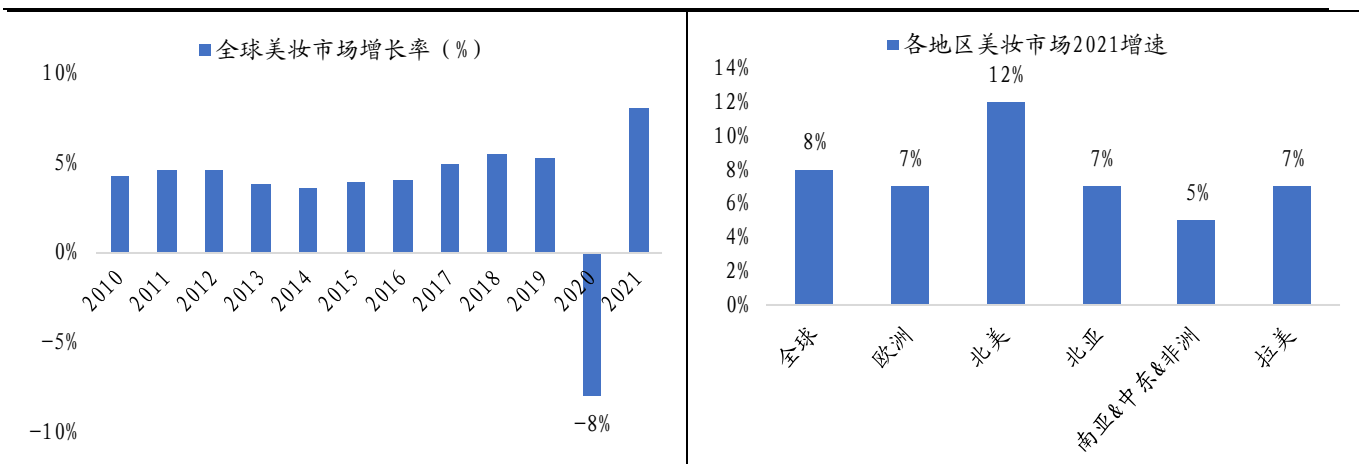
3)高端化趋势持续，明星单品引领增长。2021 全球高档化妆品市场同比+16%，基本恢复至疫情前水平，中国市场高端化趋势持续突出，2021 欧莱雅中国、资生堂中国高端化妆品营收同比+28%、35%。在高附加值的活性、高档化妆品中明星单品维持优秀表现，理肤泉经典 Effaclar 清痘系列、Lamer 浓缩修护精粹液及精华面霜等经久不衰。

2. 全球：功效化妆品占比持续提升，香水需求高增

2021 全球化妆品需求显著恢复，北美复苏较好。据欧莱雅财报数据，2021 全球化妆品市场同比+8%，基本恢复至疫情前水平，欧莱雅预计 2022 年全球化妆品市场有望实现 4-5% 的增长，与疫情前增速基本一致。分地区看，北美同比+12% 领跑各地区，需求显著复苏并超越疫情前水平（2020 年同比-6%）；北亚实现 7% 增长，其中中国市场在相对较高的基数和疫情封锁下 Q4 实现高个位数增长，较 2019 年增长 16%；欧洲温和复苏，同比+7%，南亚&中东&非洲、拉美受制疫情反复同比+5%、9%。

图 1：2021 全球美妆市场同比+8%

图 2：北美增速 12% 领跑，复苏较好



数据来源：欧莱雅官网、国泰君安证券研究

数据来源：欧莱雅官网、国泰君安证券研究

品类方面，护肤&美发韧性较强，香水需求爆发，彩妆仍因疫情受损。疫情下，护肤、美发社交属性弱需求相对刚性，需求韧性明显，2021 同比+7%、6%，均已恢复疫情前水平。彩妆同比+8%，但仍显著低于疫情前水平，预计因疫情导致彩妆消费场景减少，需求恢复较慢。而同样带有社交属性、但不受场景约束的香水同比+21%反弹明显，体现了疫情后消费者对于回归正常社交生活的需求和自我表达、愉悦的渴望，特别是中国市场实现爆发增长。据欧莱雅财报电话会，过去香水品类在中国奢侈品市场占比不到 5%，目前占比已提升至 10%，并在 2021 年下半年实现快速增长。

表 1: 护肤美发韧性较强、香水需求爆发

全球市场分品类同比增速	2019	2020	2021	2019-2021CAGR	2021H1	19H1-21H1CAGR
香水	4.0%	-19.0%	21.0%	-1.0%	24.0%	-4.2%
彩妆	4.0%	-23.0%	8.0%	-8.8%	8.0%	-10.0%
护肤	8.0%	-3.0%	7.0%	1.9%	13.0%	0.8%
美发	3.0%	-4.0%	6.0%	0.9%	8.0%	0.2%

数据来源：欧莱雅官网、国泰君安证券研究。

细分市场方面，功效化妆品占比持续提升，专业美发、高档化妆品恢复明显，大众化妆品韧性较强。疫情加速修复等功效性需求以及健康概念的普及，活性健康化妆品 2021 同比+12%，2 年 CAGR7%领跑各细分市场；高档化妆品及专业美发受益线下渠道回暖，同比+16%、11%恢复显著；大众化妆品在疫情中体现了较强的韧性（2020 同比-5%），2021 同比+4.5%增长稳健。

表 2: 功效护肤持续领跑

全球细分市场同比增速	2019	2020	2021	2019-2021CAGR	2021H1	19H1-21H1CAGR
专业美发	2.5%	-16.0%	11.0%	-3.4%	18.0%	-7.8%
高档化妆品	10.0%	-14.0%	16.0%	-0.1%	23.0%	-2.7%
活性健康化妆品	7.0%	2.0%	12.0%	6.9%	15.0%	5.1%
大众化妆品	4.0%	-5.0%	4.5%	-0.4%	6.0%	-0.2%

数据来源：欧莱雅官网、国泰君安证券研究。

渠道方面,电商高基数下双位数增长,旅游零售渠道有所回暖,线下个位数温和复苏。全球电商渠道 2021 同比+16%,在 2020 年疫情高基数下较快增长,2 年 CAGR 高达 27%;免税同比+16%反弹明显,但尚未恢复至疫情前水平,需求潜力有待释放,欧莱雅、雅诗兰黛均对 2022 年免税渠道表现表示乐观;实体店销售 2021 年同比+6%。

表 3: 电商维持高增、旅游零售渠道反弹

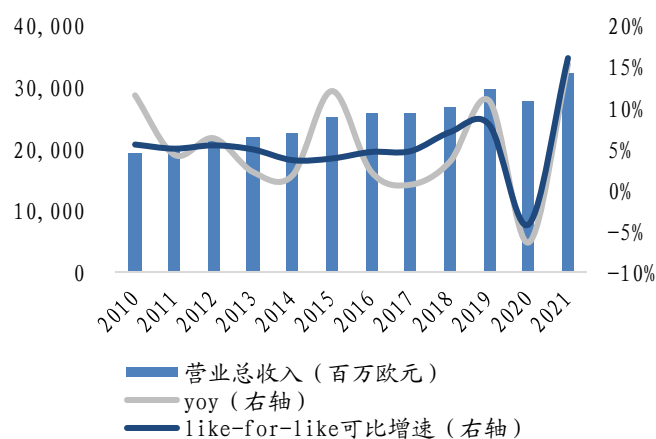
全球分渠道同比增速	2019	2020	2021	2019-2021CAGR	2021H1	19H1-21H1CAGR
电商	27%	40%	16%	27.4%	24%	29.9%
旅游零售	22%	-26%	16%	-7.4%	17%	-12.8%

数据来源: 欧莱雅官网、国泰君安证券研究。

3. 欧莱雅: 活性化妆品增长强劲, 多超级品牌储备

2021 公司收入、净利润同比+16%、29%, 盈利能力进一步提升。受益各地区化妆品消费需求恢复以及公司高端、功效性品类的竞争优势, 公司 2021 营收 323 亿欧元同比+15.3% (可比口径同比+16.1%, 跑赢行业 8pct), Q4 同比+15.4%; 2021 净利润 46 亿欧元同比+29%, 营业利润率、净利率提升至 19.1%、14.3%, 同比+0.5、1.5pct, 盈利能力提升主因品牌和产品组合高端化带动毛利率同比+0.8pct 至 73.9%, 期间费用率同比+0.3pct 至 54.8% 基本稳定, 其中广宣、S&GA、研发费用率同比+1.9、-1.3、-0.3pct。

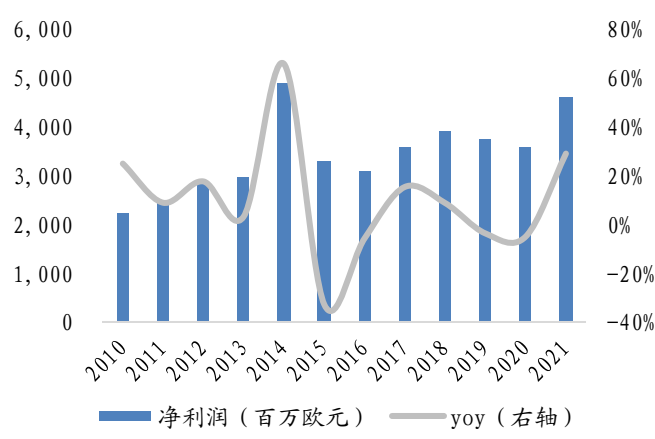
图 3: 2021 欧莱雅营收同增 15%显著恢复



数据来源: 欧莱雅财报、国泰君安证券研究

注: like-for-like 为可比口径 (以可比较的结构和固定汇率为基础)

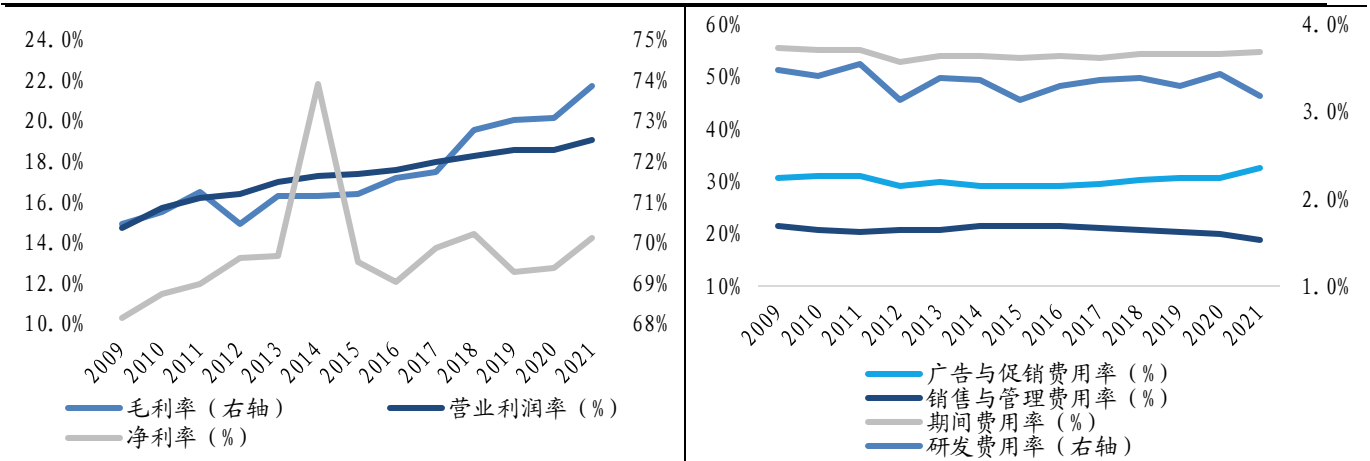
图 4: 2021 欧莱雅净利润同增 29%盈利能力提升



数据来源: 欧莱雅财报、国泰君安证券研究

图 5: 毛利率提升下欧莱雅营业利润率再创新高

图 6: 欧莱雅期间费用率 54.8%维持稳定



数据来源：欧莱雅财报、国泰君安证券研究

数据来源：欧莱雅财报、国泰君安证券研究

2021 公司业绩增长驱动力：

1)分地区看,海外需求复苏带动各地区双位数增长。公司 2021 欧洲、北美、北亚、南亚&中东&非洲、拉美地区报表收入同比+11%、18%、19%、10%、21%，占比 32%、25%、31%、7%、5%；21Q4 欧洲、北美、北亚、南亚&中东&非洲、拉美地区报表收入同比+12%、25%、13%、14%、16%（可比口径同比+10%、20%、7%、15%、8%）。

欧洲：欧莱雅受益电商及数字化的领先优势，各个品类在欧洲市场均实现份额提升，21 年欧莱雅欧洲地区收入基本恢复至疫情前水平。其中，活性化妆品事业部在理肤泉和适乐肤的推动下表现优异；专业美发部门凭借卡诗和欧莱雅专业线创新驱动，在线下沙龙关店下 21 年收入仍显著高于 19 年水平；高档化妆品部门的香水品类实现份额领先。

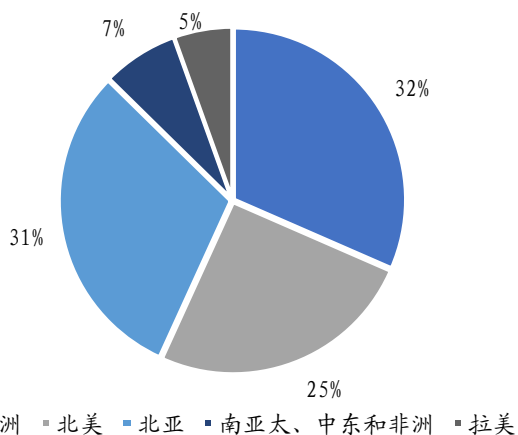
北美：随着实体店重新开张，欧莱雅在线上、线下渠道均取得份额增长。大众化妆品在美宝莲、欧莱雅创新睫毛膏和粉底产品带动下，过去两年实现增长；产品推新及营销资源投入带动高档香水加速增长；活性化妆品事业部收入快速增长，适乐肤大受欢迎。

北亚：高档化妆品份额持续提升，兰蔻菁纯系列和 HR 的大获成功，彩妆方面 YSL、植村秀表现强劲；卡诗带动专业美发部门增长；活性化妆品持续增长，由理肤泉和修丽可驱动；大众化妆品部门巴黎欧莱雅高档护发产品系列显著增长。

聚焦中国，2021 欧莱雅中国营收可比口径同比+20.4%，预计收入体量达 480 亿元，21Q4 在高基数和疫情管控下增速有所放缓，但较 19Q4 实现 50%+增长。基于未来庞大的中产阶级人口（欧莱雅预计 2030 年中国中产阶级人口将达 3.7 亿人），公司持续看好中国化妆品市场特别是高端化妆品的发展前景。此外欧莱雅认为其在中国市场的渗透率仍有提升空间，目前欧莱雅集团实现了对中国市场 1 亿消费者的触达和心智占领，未来目标提升至 6 亿。

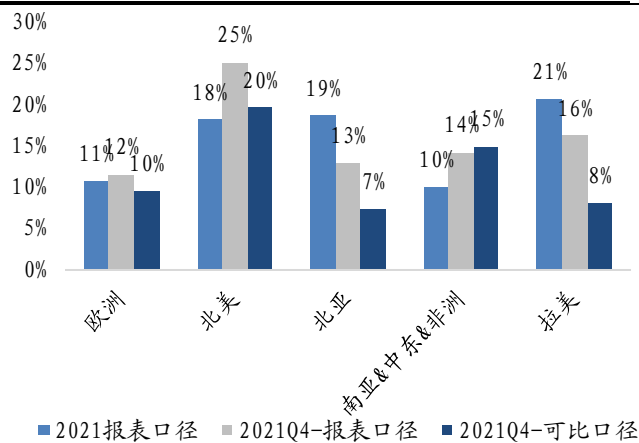
南亚&中东&非洲及拉美地区：欧莱雅受益疫情困扰下新兴市场电商渠道的加速增长，护发、护肤、香水品类在新品推出及经典产品带动下表现优秀。

图 7：2021 欧洲、北亚、北美为营收 TOP3 区域 021 北美、北亚、拉美收入增速领跑



数据来源：欧莱雅财报、国泰君安证券研究

注：北亚主要为中日韩



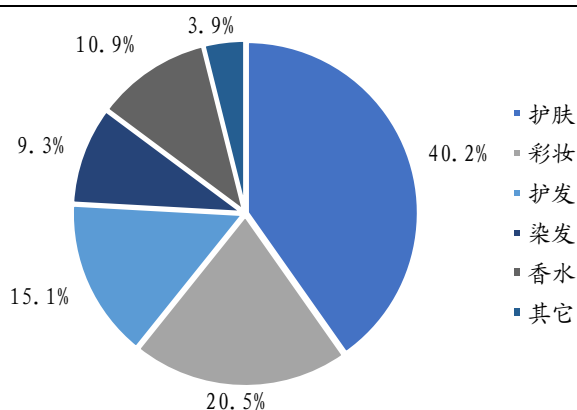
数据来源：欧莱雅财报、国泰君安证券研究

注：可比口径以可比较的结构和固定汇率为基础

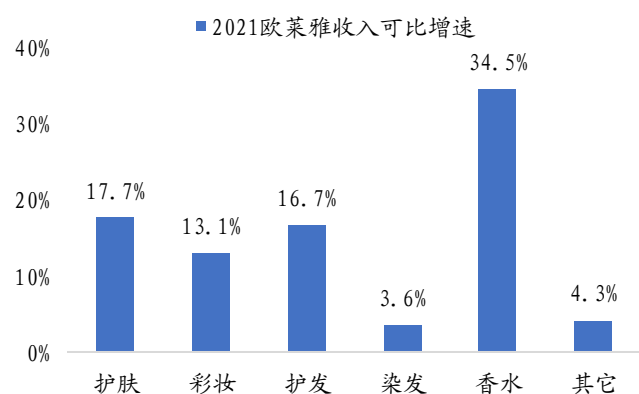
2)分品类看,香水增速突出,护肤、护发其次,与行业趋势一致。香水受益疫情后社交及自我表达需求实现爆发增长,收入同比+34%、占比提升至11%;护肤、护发增长稳健,同比+18%、+17%,占比40%、15%;彩妆需求有所反弹,同比+13%;染发等增速稍显逊色。

图 9: 2021 护肤为第一大品类，彩妆、护发其次

图 10: 2021 欧莱雅香水品类收入同比+35%



数据来源：欧莱雅财报、国泰君安证券研究

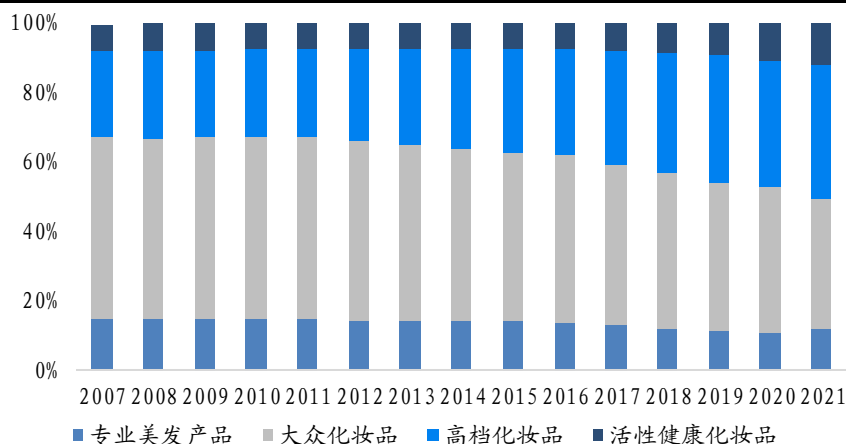


数据来源：欧莱雅财报、国泰君安证券研究

注：可比口径以可比较的结构和固定汇率为基础

3)分事业部看,活性健康化妆品表现持续抢眼,专业美发、高档化妆品恢复强劲。2021 公司专业美发、大众化妆品、高档化妆品、活性化妆品事业部报表收入同比+22%、5%、21%、30%，占比 12%、38%、38%、12%；21Q4 同比+19%、10%、17%、28%。

图 11: 大众化妆品、高档化妆品占比各 38%



数据来源：欧莱雅财报、国泰君安证券研究

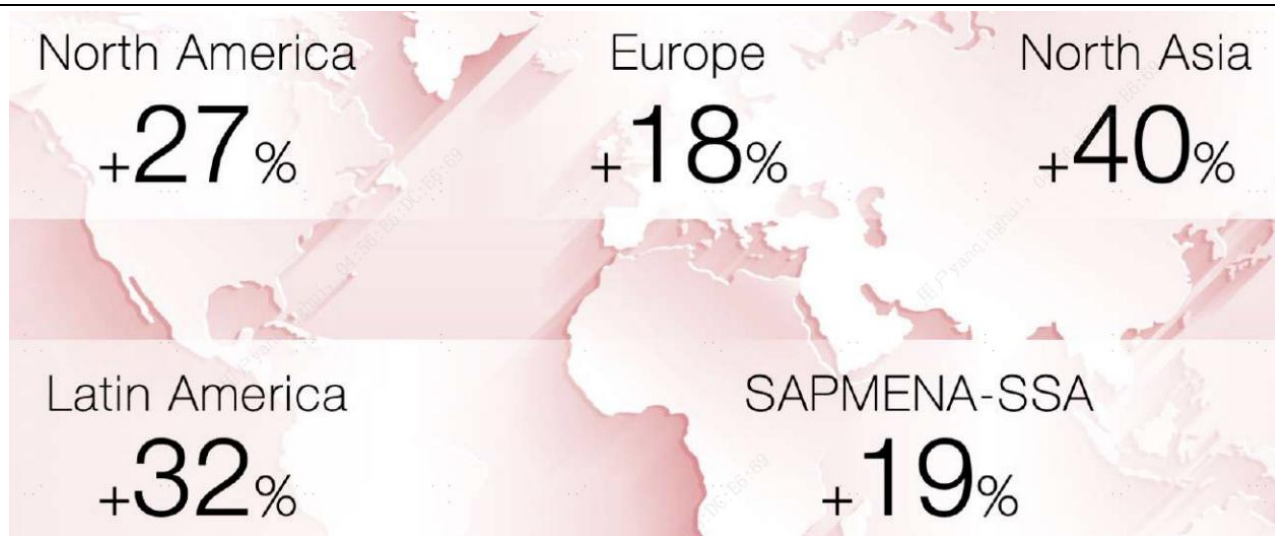
表 4: 欧莱雅活性化妆品事业部疫情下仍旧强势、专业美发高端护肤恢复快速增长

欧莱雅营收同比增速	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2021Q4
专业美发	31.9%	-15.0%	-1.5%	-2.6%	5.5%	-10.0%	22.2%	18.5%
大众化妆品	10.0%	1.3%	1.0%	-0.7%	6.0%	-8.2%	4.5%	10.0%
高档化妆品	16.7%	6.0%	10.6%	10.6%	17.6%	-7.6%	21.3%	16.5%
活性健康化妆品	9.4%	2.4%	11.9%	9.2%	17.1%	13.0%	30.3%	28.4%

数据来源：欧莱雅财报、国泰君安证券研究。注：报表披露口径。

专业美发:2021 欧莱雅专业美发事业部营收达 38 亿欧元,同比+22%(行业为 11%), 21Q4 同比+19%。专业美发事业部在所有区域均取得双位数增长,其中北亚、拉美、北美营收可比口径增速高达 40%、32%、27%,中国营收同比+54%。渠道方面,沙龙直销、沙龙分销(北美)、电商等全渠道均取得快速增长,其中 2021 专业美发电商营收同比+39%,占比达 23%。卡诗的 Curl Manifesto 系列,欧莱雅专业美发的创新系列 Metal Detox 以及 Redken 的 Acidic Bonding Concentrate 新系列表现出色。

图 12: 2021 专业美发事业部在所有区域取得双位数营收增长



数据来源：欧莱雅财报。注：可比口径

活性健康化妆品:2021 欧莱雅活性化妆品事业部营收达 39 亿欧元,同

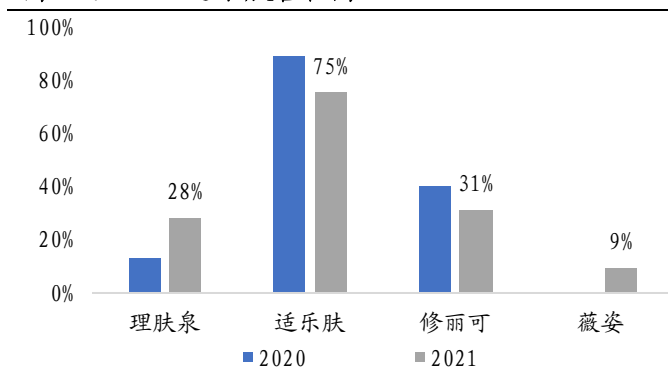
比+30%（行业为12%），21Q4同比+28%，为集团增长最快部门。疫情后消费者对于健康、自然理念更加重视，带动功效化妆品市场蓬勃发展；此外，欧莱雅集团在世界范围内与医疗保健人员的深度关系，帮助其确立了在功效化妆品专业推荐的领导地位，目前欧莱雅拥有22万名合作医生。活性化妆品事业部4大品牌均取得领先地位，其中理肤泉为排名第一的药妆品牌、排名第七的护肤品牌，2021年营收同比+28%，得益于Effaclar清痘系列精华和Lipikar治疗湿疹系列产品的优秀表现；薇姿加强了其在欧洲市场抗衰领域的领导地位，2021营收同比9%；适乐肤同比+75%，在美国取得领导地位并于2022年1月成为10亿欧元体量品牌；修丽可为医美专业线护肤第一品牌，2021销售额同比+31%，SCF升级精华表现出色。分地区看，2021欧莱雅活性化妆品部门在所有地区均取得20%+增长，其中北美营收增速高达49%；渠道方面，线上贡献12亿欧元+营收，预计同比增速近40%，占比达30%+。

图 13：欧莱雅活性化妆品部门四大品牌均取得领先地位



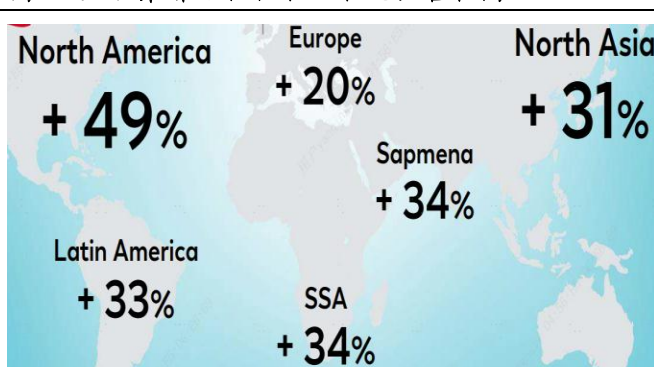
数据来源：欧莱雅财报

图 14：2021 适乐肤营收同比+75%



数据来源：欧莱雅财报、国泰君安证券研究。注：可比口径

图 15：欧莱雅活性化妆品各地区营收同比 20%+



数据来源：欧莱雅财报。注：可比口径

强劲科研实力支撑多新品储备。2022年欧莱雅四大活性化妆品品牌均有重磅新品储备，背后是欧莱雅研发实力的支撑，如理肤泉防晒应用了新的UV防护技术，薇姿益生菌净肤精华、理肤泉Lipikar治疗湿疹系列产品均凝聚了欧莱雅在微生态方面的基础研究。

图 16：活性化妆品事业部多科技感新品储备



数据来源：欧莱雅财报

高档化妆品：2021 欧莱雅高档化妆品事业部营收达 123 亿欧元，同比+21%（行业为 16%），21Q4 同比+17%，目前已成为集团最大部门。品类方面，高端护肤可比口径同比+18%，兰蔻菁纯系列、HR 以及科颜氏抗衰系列引领增长；香水品类 YSL 取得领先地位，此外 Mugler、Prada 新品拉动份额提升；彩妆品类 YSL、植村秀表现较好。区域方面，北美线下销售网络重组带动欧莱雅份额快速提升，2021 营收同比+34%；北亚营收同比+20%，其中欧莱雅中国高档化妆品实现同比 28% 高速增长。渠道方面，线上、线下同比+24%、19%。目前欧莱雅高档化妆品事业部已拥有 4 个 10 亿欧元级别品牌——兰蔻、YSL、阿玛尼、科颜氏，其中兰蔻营收已突破 40 亿欧元。

图 17：2021 欧莱雅高档化妆品各品类增速高于行业

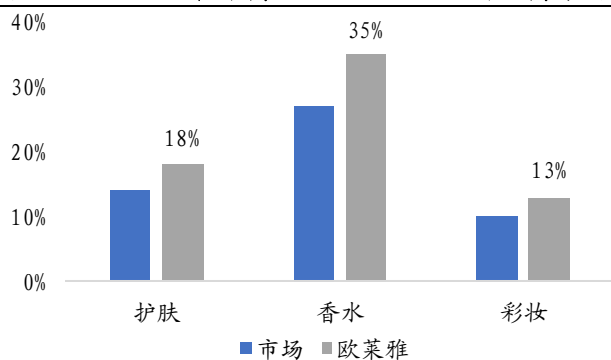
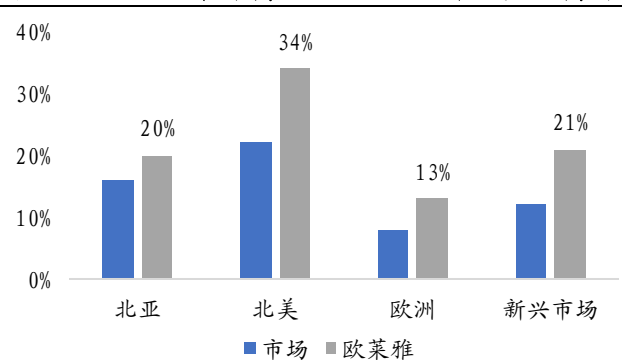


图 18：2021 欧莱雅高档化妆品北美市场实现高增



数据来源：欧莱雅财报、国泰君安证券研究。注：可比口径

数据来源：欧莱雅财报、国泰君安证券研究。注：可比口径

大众化妆品：2021 欧莱雅大众化妆品事业部营收达 122 亿欧元，报表口径同比+4.5%，可比口径同比+5.6%（行业为 4.5%），21Q4 同比+10%。欧莱雅大众化妆品事业部在所有地区均实现了增长，其中美国 H2 同比双位数增长、恢复较好，在英国、德国持续抢占市场份额，2021 中国实现实现双位数增长，印度同比+25%表现出色。大众化妆品各品牌继续由产品创新驱动增长，如美宝莲的 Sky High 睫毛膏、巴黎欧莱雅洗护发类新品、卡尼精的维 NYX 与《Money Heist》的合作产品等。其中巴黎欧莱雅品牌营收超 60 亿欧元，同比+5.5%，巩固了其世界第一化妆品品牌的地位。展望未来，欧莱雅大众化妆品事业部将持续践行三大战略：1）高端化：在通胀压力下，欧莱雅将持续通过产品的技术创新支撑

更高的定价；2) 新兴市场开拓：致力于将南亚、中东、拉美和非洲等新兴市场国家发展为除中国、美国、欧洲外的第四增长引擎，目前已在巴西、印度和墨西哥取得了可观份额；3) 数字技术革命：加强电商渠道发展及营销数字化，2021 年欧莱雅大众事业部电商营收同比+18%。

图 19：欧莱雅大众化妆品高端化、新兴市场开拓和数字技术革命三大战略



数据来源：欧莱雅财报

盈利能力方面，专业美发营业利润率提升明显，活性化妆品盈利能力维持高位。2021 专业美发、大众化妆品、高档化妆品、活性化妆品事业部营业利润率为 21.3%、20.2%、22.8%、25.2%，同比+2.5%、-0.2%、+0.4%、-0.2pct，预计专业美发盈利能力改善明显因线下回暖，固定费用有所摊薄。

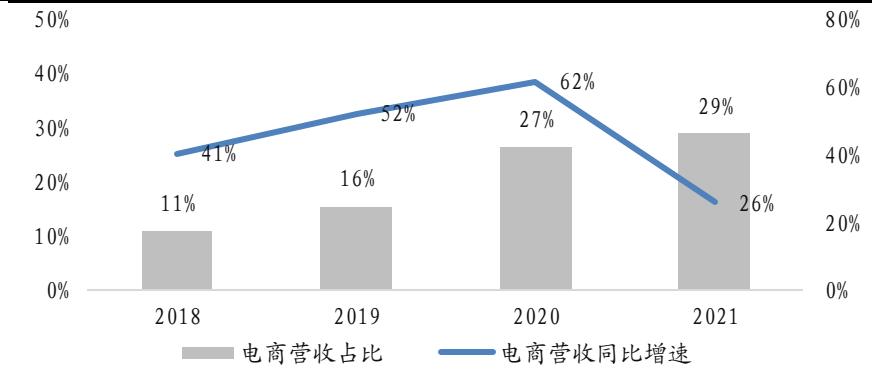
表 5：专业美发、高端化妆品利润率提升，活性化妆品营业利润率维持高位

欧莱雅营业利润率	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
专业美发	19.9%	20.3%	20.0%	20.0%	20.1%	18.8%	21.3%
大众化妆品	20.1%	20.2%	20.0%	20.2%	20.6%	20.4%	20.2%
高档化妆品	20.7%	21.2%	21.9%	22.1%	22.6%	22.4%	22.8%
活性健康化妆品	22.8%	23.2%	22.6%	23.0%	23.3%	25.4%	25.2%

数据来源：欧莱雅财报、国泰君安证券研究。

4) 分渠道看，电商维持较快增长，免税、实体恢复。2021 公司电商收入同比+26%，增速高出行业 10pct，占比提升至 29%，其中中国市场电商占比超 50%；受益疫情改善，旅游零售及实体销售有所回暖，营收同比+22%、13%。

图 20：欧莱雅电商收入占比提升至 29%



数据来源：欧莱雅财报、国泰君安证券研究

展望未来：

1) 高端化、产品组合优化等应对通胀。欧莱雅集团认为中产阶级将持续推动给全球美妆市场扩容及高端化，对于 2022H1 的通胀压力，将采取产品组合调整、提价等策略进行转移，已基本与零售商达成协议。

2) 发挥品牌矩阵优势，打造多个 10 亿欧元品牌。截至 2021，欧莱雅集团拥有兰蔻、YSL、阿玛尼、巴黎欧莱雅、科颜氏、美宝莲、卡尼尔、理肤泉 8 个 10 亿欧元级别品牌，并准备将适乐肤、卡诗、巴黎欧莱雅专业美发、HR、修丽可打造成 10 亿欧元级品牌，此外，公司持续丰富品牌矩阵，收购日本品牌医美级美容品牌 Takami 以及加州天然护肤品牌 Youth to the people。

图 21：欧莱雅 8 大 10 亿欧元营收品牌



数据来源：欧莱雅财报

图 22：欧莱雅 5 个 10 亿欧元储备品牌



数据来源：欧莱雅财报

3) 持续投入数智化，加速转型成为敏捷、智慧的“美妆科技公司”。欧莱雅将充分利用科技、数据和人工智能，将自己打造成美妆科技公司，以高标准的数据整合、数据质量与精准度进行以消费为中心的商业决策与运营。

4. 雅诗兰黛：北美复苏，明星单品驱动

21H2 公司营收、净利同比+18%、28%，维持快速增长。受益海外市场实体销售复苏、节假日需求旺盛与线上强劲表现，公司 21H2(FY2022H1) 营收 99 亿美元同比+18%，净利 18 亿美元同比+28%；21Q4(FY2022Q2)

营收、净利同比+14%、25%。为应对通胀，公司战略性提价，促进毛利率 21Q4 同比微增 0.26pct 至 77.92%；期间费用率同比-1.28pct 至 52.09%，其中广告促销费用因线上销售增长而增加、通胀导致物流费用提升，但实体销售恢复摊薄人员成本，费用率有所优化；费用率下降带动营业利润率同比+3.69pct 至 25.60%；净利率同比+1.65pct 至 19.64%。

图 23: FY2022H1 (21H2) 雅诗兰黛营收同增 18%

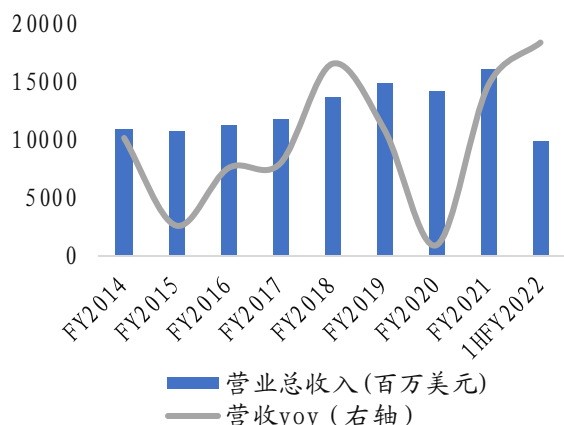
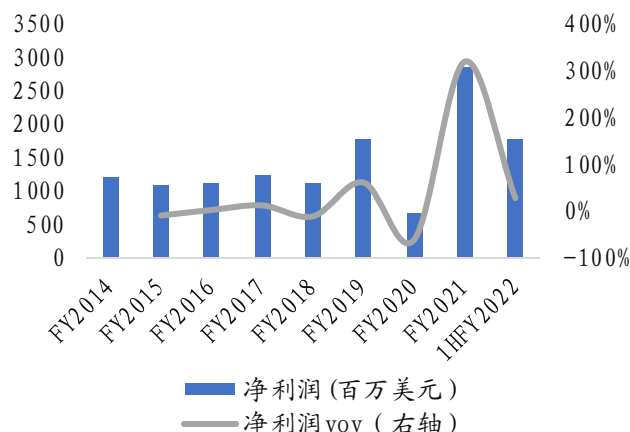


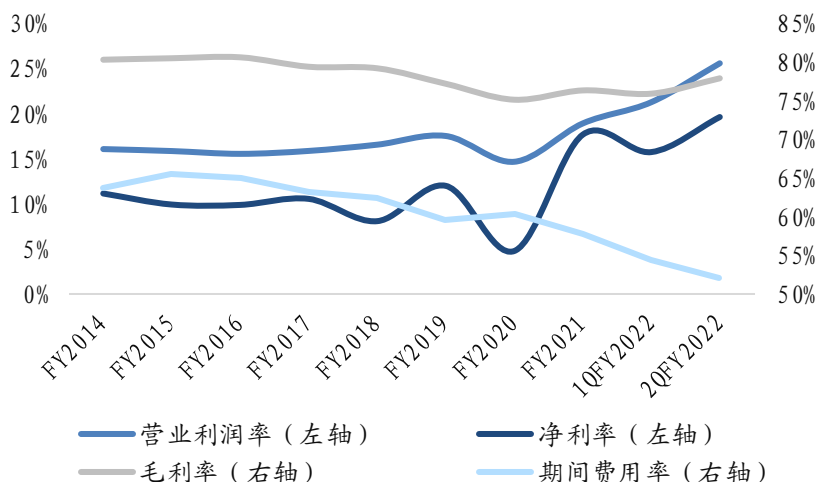
图 24: FY2022H1 (21H2) 雅诗兰黛净利同增 28%



数据来源：雅诗兰黛财报、国泰君安证券研究。注：雅诗兰黛 FY2022 为 2021.07-2022.06，21H2 对应 FY2022H1，下同。

数据来源：雅诗兰黛财报、国泰君安证券研究

图 25: 雅诗兰黛期间费用率下降带动营业利润率提升至 25.6%



数据来源：雅诗兰黛财报、国泰君安证券研究

21Q4 (FY2022Q2) 公司业绩增长驱动力:

1)分地区看:实体零售恢复叠加节假日消费需求旺盛,美洲地区营收同比+24%领跑;中国地区双十一带动线上双位数增长。

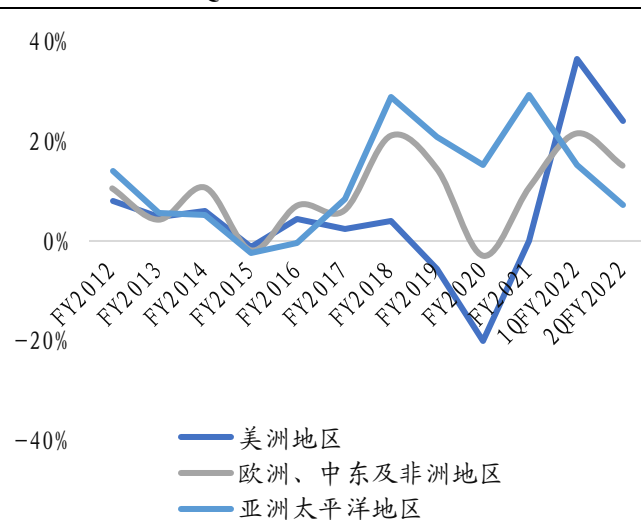
美洲地区: Q4 营收同比+24%，收入占比 23.5%，同比+1.9pct。实体零售及交通恢复，叠加假期消费旺盛需求，使各品类双位数增长。渠道方面，实体零售双位数强劲增长，线上销售继续增长，占比提升至 38%。北美各产品类别均双位数增长；拉丁美洲大多地区市场双位数增长。

欧洲、中东和非洲: Q4 营收同比增长 15%，营收占比 42.2%，同比+0.4pct。

实体店复苏，英国领涨。渠道方面，实体店、免税渠道双位数增长，线上销售额略有下降。品类方面，香水和彩妆实现双位数增长。

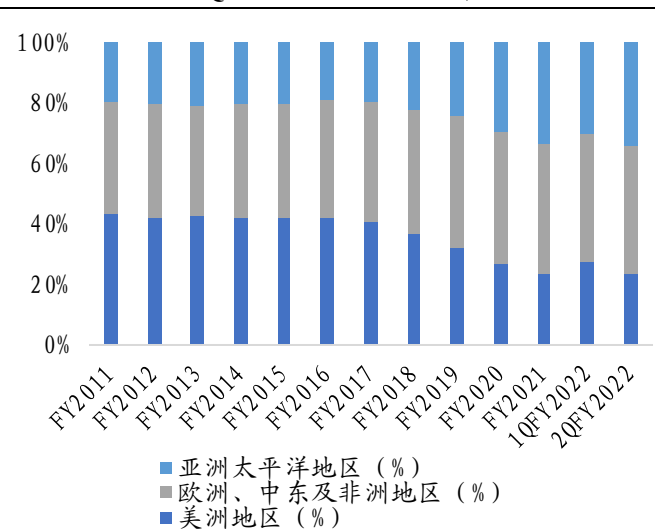
亚太：Q4 营收同比增速达 7%，较 2019Q4+44.2%，亚太收入占比由于相对高基数同比-2.2pct 降至 34.3%。中国大陆、澳大利亚以及大部分东南亚地区领涨。渠道方面，以百货公司为首的实体店和线上渠道均增长。品类方面，护肤、香水和护发双位数增长。**聚焦中国：**渠道方面，疫情影响下实体店以较高个位数增长，天猫双十一带动线上双位数增长，雅诗兰黛于京东第一年即获美容领域第一。品类方面，护肤品和香水双位数增长，雅诗兰黛、海蓝之谜和蒂佳婷等品牌在高端化妆品市场份额扩大。

图 26: FY2022Q2 美洲营收领跑，同比+24%



数据来源：雅诗兰黛财报、国泰君安证券研究

图 27: FY2022Q2 美国收入占比提升至 23.5%



数据来源：雅诗兰黛财报、国泰君安证券研究

2) 分品类看：护肤占比持续提升，香水爆发增长。

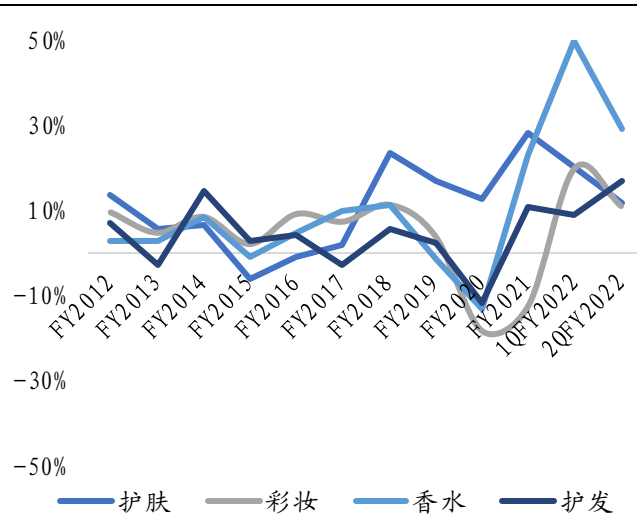
护肤：Q4 营收报表口径同比+12%，可比口径增速 7%，占比 57%。海蓝之谜和倩碧双位数增长带动下，各地区销售额均增长。海蓝之谜增长源于明星单品浓缩修护精粹液、精华面霜和臻金系列，以及修护精萃乳的推出。倩碧增长源于 302 镭射淡斑精华和紫胖子卸妆膏，以及新产品肤 A 紫光瓶的推出。

彩妆：Q4 营收同比+11%，占比 25%。西方市场彩妆需求随消费场景恢复而复苏。雅诗兰黛和 MAC 领涨，Too Faced、Tom Ford Beauty 和 Smashbox 也贡献增长。雅诗兰黛实现双位数增长得益于雅诗兰黛 DW、沁水系列底妆以及 DW 轻盈持久粉底液的成功推出。

香水：Q4 营收同比+29%，占比+1.7pct 至 14.4%。奢侈香水持续复苏、实体店开业以及西方市场旅游复苏，Jo Malone London、Tom Ford Beauty、Le Labo、Kilian Paris 均双位数增长。疫情期间家用香氛需求推动 Jo Malone London 旗下的“沐浴及身体护理”和“居家系列”强劲增长。

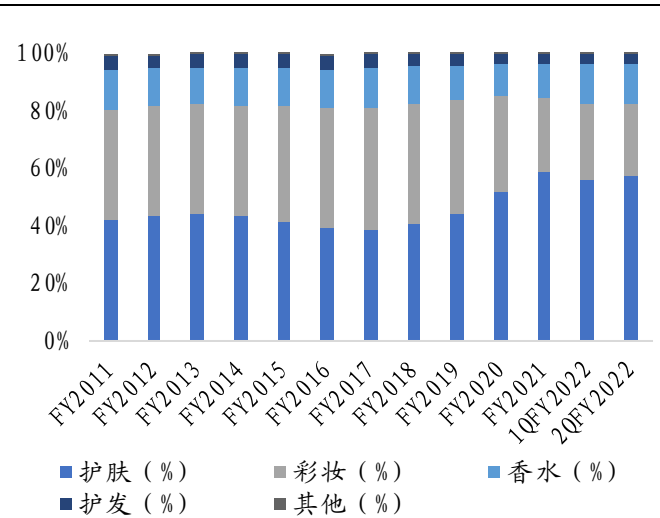
护发：Q4 营收同比+17%，占比 3%，实体沙龙和零售业的复苏提升了 Bumble and bumble 和 Aveda 的销售。

图 28: FY2022Q2 香水收入同比+29%引领增长



数据来源: 雅诗兰黛财报、国泰君安证券研究

图 29: FY2022Q2 香水收入占比持续提升至 14.4%



数据来源: 雅诗兰黛财报、国泰君安证券研究

展望:

1) 集团将提价应对原材料及运费上涨。预计供应链中通胀压力将对 22Q1 更显著影响。集团将通过战略性提价——22H1 (FY2022H2) 提升 4pct (FY2022 整体提升 3.5pct) 以及成本节约应对 22 上半年的通胀导致的运输、采购成本上涨。

2) 增加销售人员支持实体店, 扩大营销投入支持明星单品。随着实体零售客流量持续改善, 集团将增加销售人员来支持线下复苏; 此外, 22Q1 将对雅诗兰黛、海蓝之谜和悦木之源的明星产品发布增加营销和广告支持。22Q1 成本将增加, 预计 22Q2 实现收益。

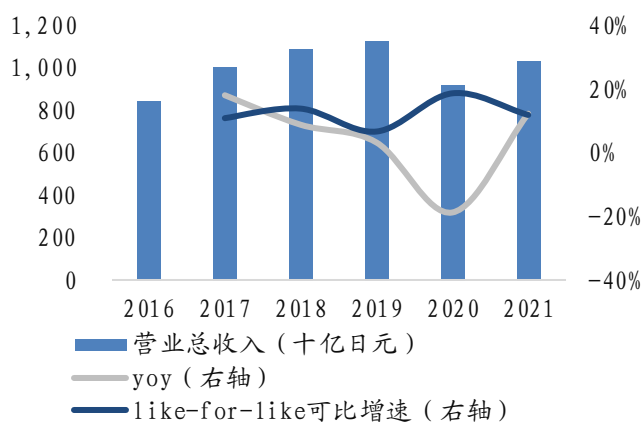
3) 集团收入有望持续稳健增长。公司业绩指引为 22Q1 (FY2022Q3) 营收同比+10-12% (可比口径+8-10%), GAAP EPS 为\$1.51-1.63 (同比+22-31%), Non-GAAP EPS 为\$1.55-1.65 (同比-4 至+2%); FY2022 营收同比+13-16% (可比口径+10-13%), GAAP EPS 为\$7.28-7.47 (同比-7%至-4%), Non-GAAP EPS 为\$7.43-7.58 (同比+15%-18%)。

5. 资生堂: 同比扭亏, 持续降本、聚焦护肤

2021 公司收入同增 21.5%, 净利润同比扭亏。2021 公司营收达 10352 亿日元, 报表口径同比+12.4%有所恢复, 但尚未及疫前水平, 净利润 424 亿日元同比扭亏; 21Q4 公司营收、净利润同比+8.4%、183%。2021 公司毛利率 74.6% 同比+0.5pct, 因产品组合优化及生产端内化后效率提升。营业利润率恢复至 4% 同比+2.4pct, 主因期间费用率同比-1.9pct 至 70.6% (报表口径), 其中广宣、研发、人力费用率 3.5%、21.3%, 同比+0.9、-0.8、-0.7pct (报表口径), 广宣费用持续投入, 加强数字化、中国区和免税渠道营销, 数字化营销占比已达 84%。因个护业务转让收益、D&G 及彩妆商誉减值等, 资生堂单季利润波动较大, 全年维度看, 2021

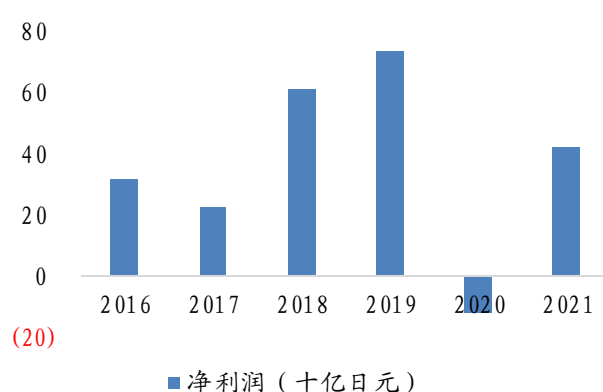
营业外收益中转让个护业务收益与资产减值部分抵消, 2021 资生堂净利润率达 4.1% 同比扭亏。

图 30: 2021 资生堂营收同增 12% 有所恢复



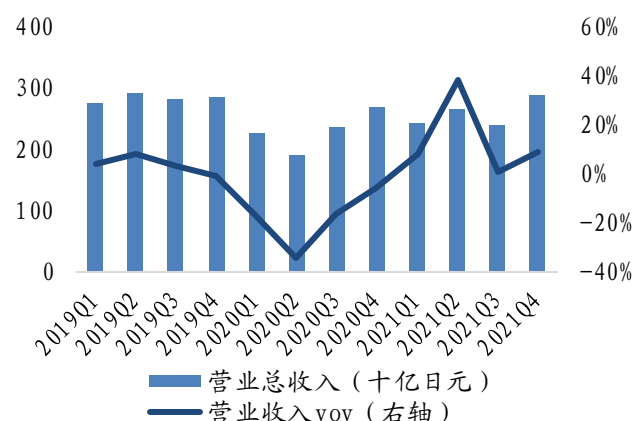
数据来源: 资生堂财报、国泰君安证券研究

图 31: 2021 资生堂净利润同比扭亏



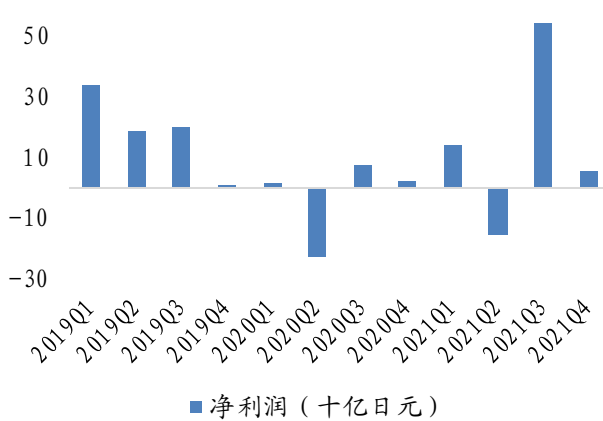
数据来源: 资生堂财报、国泰君安证券研究

图 32: 21Q4 资生堂营收同增 8%



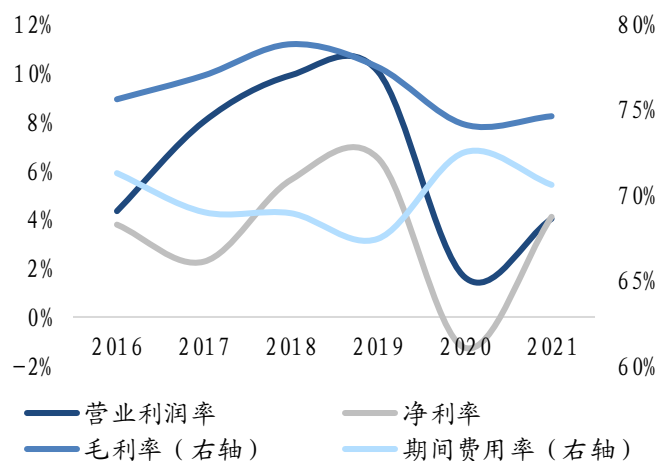
数据来源: 资生堂财报、国泰君安证券研究

图 33: 因资产转让、减值等资生堂单季净利润波动大



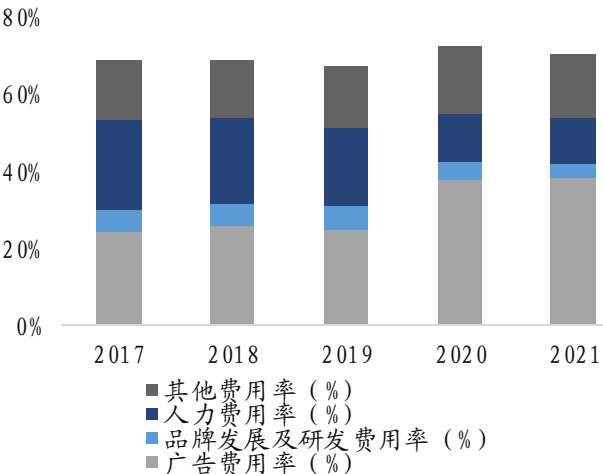
数据来源: 资生堂财报、国泰君安证券研究

图 34: 费用率改善下营业利润率有所修复



数据来源: 资生堂财报、国泰君安证券研究

图 35: 收入摊薄期间费用率至 70.9% 略有改善

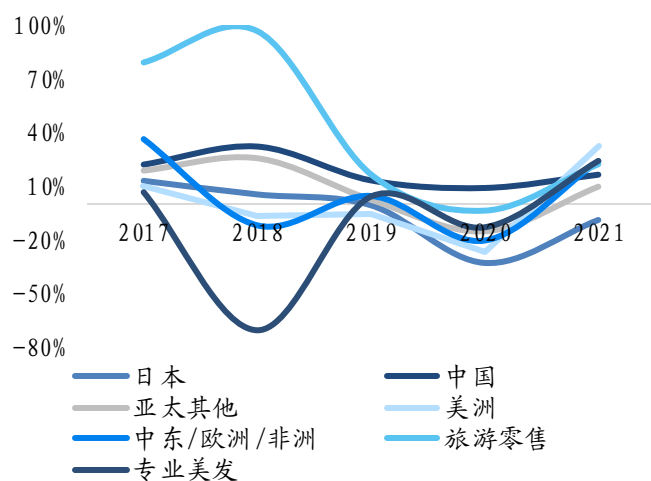


数据来源: 资生堂财报、国泰君安证券研究

2021 公司业绩增长驱动力:

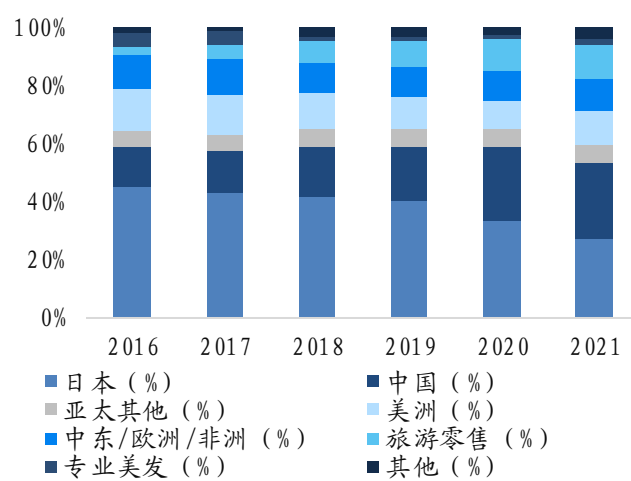
1)分事业部看:美洲、EMEA、专业美发渠道恢复明显引领增长。2021 公司日本、中国、亚太其他、美洲、中东欧洲非洲 (EMEA)、旅游零售、专业美发部门营收报表口径同比-9%、17%、10%、33%、24%、22%、24%，可比口径同比-1%、+19%、+6%、+30%、+17%、+18%，占比 27%、27%、6%、12%、11%、12%、2%。单 Q4 可比口径下，日本、中国、亚太其他、美洲、中东欧洲非洲 (EMEA)、旅游零售、专业美发部门营收同比+1%、7%、5%、18%、6%、28%。Q4 日本市场整体复苏缓慢，资生堂终端零售与去年同期持平，但线上双位数增长；中国市场线上终端零售 20%+增长，但线下仍受疫情影响；亚太其它地区同样受线上拉动，Q4 电商营收同比+70%；美洲和 EMEA 地区受益彩妆、香水等品类需求反弹以及线下实体零售恢复，资生堂取得优异增长，但 Q4 电商同比下滑；免税渠道由海南免税的出色表现拉动，亚洲地区电商终端销售增速 30%+。

图 36: 美洲、EMEA、中国区营收领涨



数据来源: 资生堂财报、国泰君安证券研究

图 37: 中国收入占比持续提升, 本土依赖度下降



数据来源: 资生堂财报、国泰君安证券研究

图 38: 分季度看 Q4 旅游零售渠道营收维持高增

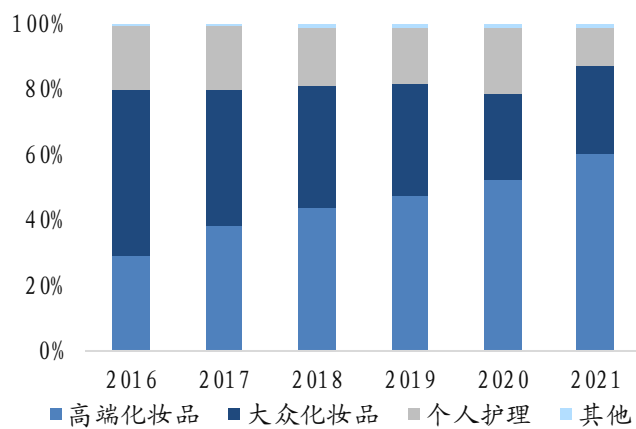
Like-for-like	vs. 2020				
	Q1	Q2	Q3	Q4	FY
Japan	-12%	+13%	-5%	+1%	-1%
China	+41%	+29%	+2%	+7%	+19%
Asia Pacific	+6%	+24%	-5%	+5%	+6%
Americas	+7%	+115%	+19%	+18%	+30%
EMEA	+12%	+67%	+5%	+6%	+17%
Travel Retail	+3%	+22%	+24%	+28%	+18%
Total	+6%	+32%	+5%	+8%	+12%

数据来源: 资生堂财报、国泰君安证券研究

聚焦中国市场收入达 2747 亿日元, 同比增长 17% (可比口径 19%), 占比已达 26.5% 接近日本本土。电商引领增长, 终端零售口径下 2021 全年电商同比增长 30%+, Q4 同比增长 20%+。分品类看, 2021 中国高端、大众、个护部门报表收入同比+35%、+20%、+6%、-34% (个

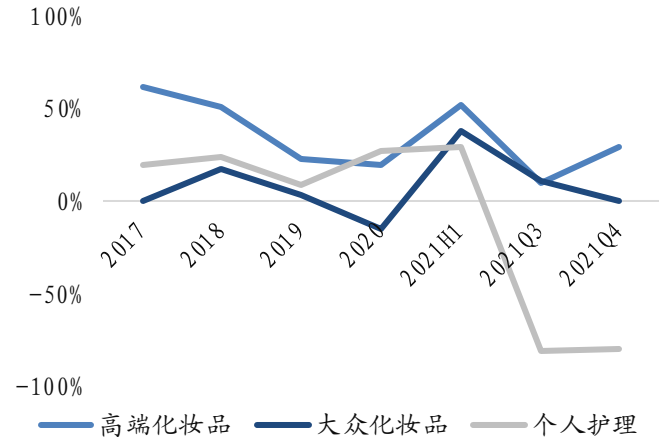
护因业务出售下滑)，高端化妆品占比提升至 60.3%，同比+8.1pct，且在 Q4 大盘较弱情况下收入同比+29%，中国市场持续呈现高端化趋势。

图 39：高端化妆品收入占比持续提升至 60.3%



数据来源：资生堂财报、国泰君安证券研究

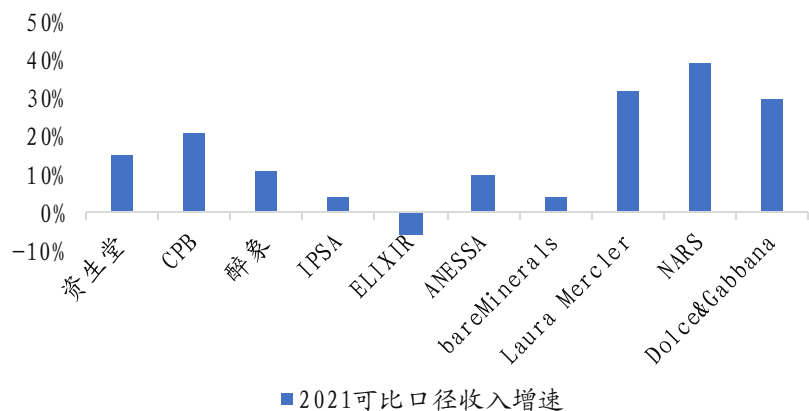
图 40：Q4 资生堂中国高端化妆品收入同比+29%



数据来源：资生堂财报、国泰君安证券研究

2)分品牌看：高端护肤品牌持续提振，香彩妆增长明显。资生堂、CPB、醉象、IPSA、ELIXIR、ANESSA 可比口径同比+15%、21%、11%、4%、-6%、10%，主力高端品牌资生堂、CPB 维持较快增长；彩妆香水类品牌 BareMinerals、LauraMercier、NARS、Dolce&Gabbana 受益西方市场需求复苏，可比口径收入同比+4%、32%、39%、30%。

图 41：高端护肤品牌较快增长，彩妆香水品牌显著恢复



数据来源：资生堂财报、国泰君安证券研究

展望：

1) 聚焦护肤，继续出让非核心品牌。继出售个护业务、三个彩妆品牌（bareMinerals、BUXOM 和 Laura Mercier）后，资生堂宣布将专业美发业务转让给德国汉高，继续聚焦护肤品类，并目标于 2022 年将护肤品类收入占比提升至 75%。

2) 日本市场加强消费者粘性，中国夯实多品牌战略，持续降本增效。在日本本土，资生堂将推出护肤、防晒、底妆等新品满足消费者多样需求，并通过数字化加强 CRM，提高客户粘性。在中国市场，预期通过优质品牌组合获得双位数内生增长，资生堂品牌持续拓展产品线、CPB 继续提升渗透率，Elixir 夯实眼部市场地位。同时两大核心市场实

行降费提效，优化供应链，降低库存管理及小样生产等成本。

3) 数字化提高优质消费者体验。2021 年资生堂线上占比已达 34%，22 年将继续加强数字化布局，渠道方面资生堂中国拓展京东、微信渠道；在服务体验方面，H2 资生堂品牌将上线虚拟皮肤分析系统，此外投入元宇宙等技术在营销方面吸引新一代年轻消费者。

4) 预期收入稳健增长，盈利持续优化。公司预计 2022 年营收 11000 亿日元同比+6.3% (剔除资产转让可比口径同比+14%)，营业利润 600 亿日元同比+44.3%，净利润 400 亿日元同比-5.7% (21 年有资产转让收益)，营业利润率提升至 5.5%；其中对中国市场预期营收 2940 亿日元同比+7% (剔除资产转让可比口径同比+16%)。

6. 投资建议

全球化妆品市场稳健复苏，功效护肤、香水品类为增长亮点，高端化趋势持续。中国化妆品市场空间广阔，随中产阶级扩容中长期有望维持稳健增长。在行业增速平稳、竞争回归产品及品牌建设、同时外部监管趋严的背景下，行业格局有望持续优化、马太效应即将显现。**建议增持：**贝泰妮、鲁商发展、珀莱雅、上海家化、青松股份、水羊股份、嘉亨家化、丸美股份、拉芳家化、若羽臣；**受益标的：**丽人丽妆等。

表 6: 重点公司盈利预测与估值表

公司代码	公司名称	股价	EPS				PE			投资评级
		(20220215)	2020	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	
300957.SZ	贝泰妮	154.00	1.28	1.94	2.72	3.7	79	57	42	增持
603605.SH	珀莱雅	171.71	2.37	2.92	3.63	4.45	59	47	39	增持
600315.SH	上海家化	40.49	0.63	0.77	1.24	1.62	53	33	25	增持
600223.SH	鲁商发展	11.18	0.63	0.76	0.93	1.07	15	12	10	增持
300740.SZ	水羊股份	16.35	0.34	0.53	0.89	1.44	31	18	11	增持
300132.SZ	青松股份	8.51	0.89	0.4	0.73	1.02	21	12	8	增持
300955.SZ	嘉亨家化	30.72	1.24	0.93	1.45	2.17	33	21	14	增持
603983.SH	丸美股份	28.10	1.16	0.66	0.81	0.97	43	35	29	增持
003010.SZ	若羽臣	19.02	0.73	0.49	0.68	0.87	39	28	22	增持
603630.SH	拉芳家化	17.90	0.52	0.63	0.8	0.96	28	22	19	增持

数据来源：wind、国泰君安证券研究。

7. 风险提示

- 1、疫情影响时间长于预期，导致美妆消费需求疲软；
- 2、公司新品表现、渠道拓展不及预期导致销售承压；
- 3、市场竞争加剧导致盈利能力承压；

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市静安区新闻路 669 号博华广场 20 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街甲 9 号 金融街中心南楼 18 层
邮编	200041	518026	100032
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 83939888
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		