

推荐 (维持)

中外化妆品公司估值研究

2020年06月07日

化妆品行业深度 (五)

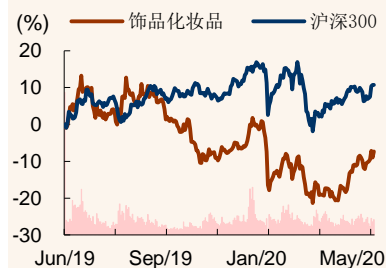
上证指数 2931

行业规模

		占比%
股票家数 (只)	13	0.3
总市值 (亿元)	784	0.1
流通市值 (亿元)	746	0.2

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	13.5	1.9	-8.8
相对表现	11.7	-1.5	-18.4



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《化妆品行业深度 (一) 一百年资生堂 科技与艺术之完美结合》2019-09-25
- 2、《化妆品行业深度 (三) 一雅诗兰黛: 全球美妆巨头 创新与年轻化转型正当时》2019-12-25
- 3、《化妆品行业深度 (四) 一欧莱雅: 百年美妆帝国的长青之道》2020-02-22

刘丽

liuli14@cmschina.com.cn
S1090517080006

郑恺

021-68407559
zhengkai1@cmschina.com.cn
S1090514040003

此前我们对海外美妆龙头进行了深度研究,对核心竞争力进行了总结。本篇报告通过复盘雅诗兰黛/欧莱雅/爱茉莉太平洋公司在过去二十年间的估值、业绩及市值表现,探寻估值波动的驱动因子,为A股化妆品估值研究提供借鉴。

- **模式升级提升估值溢价。**通过对比雅诗兰黛、欧莱雅,爱茉莉太平洋公司近20年的估值波动,我们发现,管理层变更、成功的并购行为(体现公司的品牌筛选眼光以及投后管理能力)、技术升级驱动的产品迭代(体现公司对于成分及配方的开发能力)、渠道数字化变革(体现公司渠道前瞻布局能力)以及海外扩张(品牌力、产品力、渠道开拓能力的综合体现)等一些列的模式升级能够为公司带来估值溢价。逻辑在于通过模式创新,公司构建了更高的竞争壁垒,业绩持续增长的确性更强,具备了抵御经济周期波动的韧性。
- **估值的溢价程度以及持续时间最终取决于业绩兑现程度:**雅诗兰黛和欧莱雅在引入外部职业经理人、核心高阶功效成分开发、品牌年轻化重塑、加码新兴及数字渠道、激进营销等多维举措下于2009年至今呈估值(从2009年初的10X-20X提升至目前的40X-50X)及业绩双升,总市值屡创新高(雅诗兰黛近十年增长10倍,欧莱雅近十年增长3.5倍)。而爱茉莉太平洋历经了“产品概念创新+韩国文化输出+海外渠道扩张”推动的2006年-2016年十年十倍黄金增长期,估值从2006年初的20X最高提升至2016年的60X,在2017年后因产品创新力不足业绩下滑导致市值大幅下跌。
- **对于A股美妆龙头珀莱雅及丸美,增长逻辑从渠道和营销驱动升级为产品驱动,业绩增长确定性和韧性在此次疫情中得到了充分的验证,估值中枢从19年初的30X-40X升至当前的60X。**未来高估值能否延续,取决于业绩兑现程度,除了收入及利润增速指标以外,还可关注以下指标:1、目前已推单品的复购率(珀莱雅的红宝石精华、双抗精华、印彩巴哈粉底液;丸美的小红笔眼霜等);2、下半年推新频次以及全年新品销售额占比;3、新品是否有效拉动报表质量改善,包括盈利水平和存货周转情况。
- **投资建议:丸美股份:**公司通过技术创新提升“丸美”产品端差异化竞争壁垒,打造不同定位及功效的产品矩阵。线下渠道通过精细化及结构性整合实现稳健增长;线上渠道通过与优质TP及与经销商合作的方式保持高增长,内容营销提升品牌传播效率。当前市值对应20PE59X,虽然估值不低,但疫情将加速行业出清,公司作为本土头部品牌有望享受市占率提升带来的规模增长,维持“强烈推荐-A”评级。**珀莱雅:**当前20PE68X,虽然短期估值不低,但着眼未来中长期发展维度,我们认为公司在产品力打造/营销创新/渠道控制/管理机制等多方面具有前瞻性战略布局视角,未来有望通过强化主品牌竞争力的同时,通过投资&代理的方式完善美妆生态圈层,实现可持续快速增长,维持“强烈推荐-A”评级。
- **风险提示:**宏观经济增速放缓导致可选消费承压,化妆品需求增速不达预期;海外美妆品牌折扣力度加大,侵蚀本土美妆品牌市场份额。

敬请阅读末页的重要说明

正文目录

一、海外龙头复盘：估值体现了业绩质量及增长确定性	4
1、雅诗兰黛：年轻化/数字化改革促业绩良性增长驱动估值提升	4
1) 1995 年至 2008 年：并购推高估值，但业绩不达预期致估值快速回落	5
2) 2009 年后品牌年轻化重塑/渠道数字化转型推动业绩及估值共升	6
2、欧莱雅：投后赋能促协同 业绩与估值双升	8
1) 并购并非简单的加法，投后赋能助力品牌全球化扩张是关键	9
2) 2000 年后协同效应显现，报表质量优&增长稳健，估值持续提升	12
3、爱茉莉太平洋公司：2017 年后创新乏力 业绩与市值大幅下滑	12
1) 2006 年-2016 年，产品概念创新&文化输出&海外扩张，市值十年翻十倍	13
2) 产品创新力不足导致 2017 年后业绩及市值大幅度下滑	16
二、增长模式从渠道拉动升级为产品驱动，本土美妆龙头享估值溢价	17
1、丸美股份：小红笔眼霜热销验证明星单品孵化力	17
2、珀莱雅：从泡泡面膜到双抗精华的进阶，单品逻辑兑现	18
三、投资建议	19
四、风险提示	19

图表目录

图 1：上市至今雅诗兰黛总市值及估值变化	4
图 2：雅诗兰黛 60 年代至 90 年代自主孵化品牌矩阵	5
图 3：1995 年雅诗兰黛分地区收入结构	5
图 4：雅诗兰黛集团于 1995 年至 2000 年并购多个定位差异化的高端品牌	5
图 5：雅诗兰黛大单品“小棕瓶”早期迭代历史	6
图 6：雅诗兰黛分地区收入增速	6
图 7：雅诗兰黛分地区收入占比	6
图 8 雅诗兰黛收入规模及增速	6
图 9：雅诗兰黛税前利润规模及增速	6
图 10：2010 年至今并购品牌多维年轻小众品牌	7
图 11：2009 年、2013 年的小棕瓶应用 DNA 修复技术	7
图 12 雅诗兰黛分地区收入增速	7
图 13：雅诗兰黛分地区收入占比	7
图 14：按照业态划分收入占比	8
图 15：雅诗兰黛集团中国地区收入规模及增速	8
图 16：雅诗兰黛收入规模及增速	8
图 17：雅诗兰黛税前利润规模及增速	8

图 18: 雅诗兰黛税前利润率持续提升	8
图 19: 雅诗兰黛 ROE 水平持续提升	8
图 20: 欧莱雅集团发展历程、业绩、股价、PE	9
图 21: 欧莱雅并购历史	10
图 22: 集团品牌矩阵（虚框为零售额超 10 亿欧品牌）	10
图 23: 欧莱雅按照业务部门划分的收入占比	10
图 24: 欧莱雅按照品类划分的收入占比	10
图 25: 波色因应用到集团旗下多品牌多产品	11
图 26: 欧莱雅分区域收入占比趋于均衡	11
图 27: 2000 年至今不同地区年复合收入增速	11
图 28: 欧莱雅电商销售占比	11
图 29: 欧莱雅渠道业态多样化	11
图 30: 欧莱雅收入规模及同比增速	12
图 31: 欧莱雅净利润规模及净利润率	12
图 32: 欧莱雅股利支付率（%）	12
图 33: 欧莱雅 2000 年后总市值及 PE	12
图 34: 爱茉莉太平洋集团品牌矩阵（包括直属于集团的和公司的）	13
图 35: 爱茉莉太平洋集团发展历程	13
图 36: 爱茉莉太平洋公司收入表现	14
图 37: 爱茉莉太平洋公司净利润表现	14
图 38: 爱茉莉太平洋公司市值表现（人民币亿元）	14
图 39: 爱茉莉太平洋公司估值	14
图 40: 气垫技术的四次升级	15
图 41: 气垫技术应用至集团内多个品牌/多款产品	15
图 42: 那些年被韩剧带火的品牌	15
图 43: 2016 年前韩国以外亚洲收入快速增长（十亿韩元）	16
图 44: 2016 年前韩国以外亚洲地区收入占比迅速提升	16
图 45: 公司渠道业态构成	16
图 46: 当前热销的气垫霜品牌	17
图 47: 2017 年后公司净利润大幅下滑	17
图 48: 2017 年后公司总市值大幅下降（万亿韩元）	17
图 49: 丸美股份估值及市值变动	18
图 50: 丸美竞争优势总结	18
图 51: 丸美小红笔眼霜战略打法	18
图 52: 丸美登录天猫小黑盒	18
图 53: 珀莱雅市值及估值表现	19

一、海外龙头复盘：估值体现了业绩质量及增长确定性

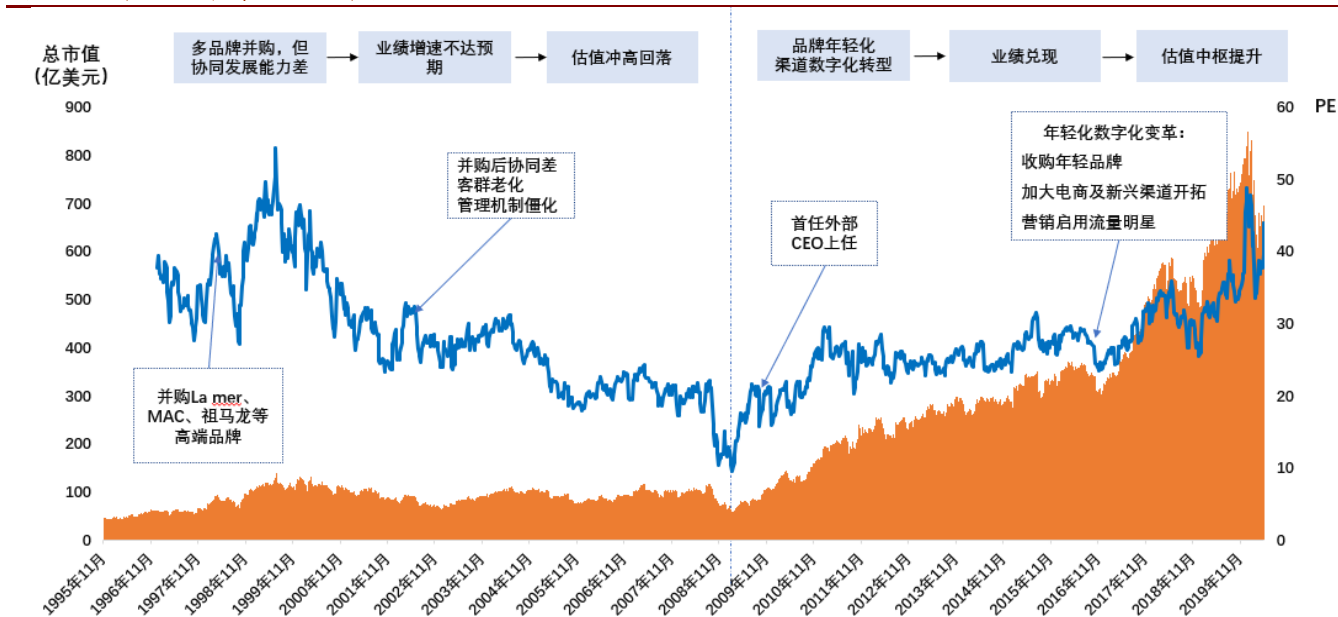
模式升级提升估值溢价。通过对比雅诗兰黛、欧莱雅，爱茉莉太平洋公司近 20 年的估值波动，我们发现，管理层变更、成功的并购行为（体现公司的品牌筛选以及投后管理能力）、技术升级驱动的产品迭代（体现公司对于成分及配方的开发能力）、渠道数字化变革（体现公司渠道前瞻布局能力）以及海外扩张（品牌力、产品力、渠道开拓能力的综合体现）等一些列的模式升级能够为公司带来估值溢价。逻辑在于通过模式创新，公司构建了更高的竞争壁垒，业绩持续增长的确切性更强，具备对抗经济周期波动的韧性。

估值的溢价程度以及持续时间最终取决于业绩兑现程度。雅诗兰黛和欧莱雅在引入外部职业经理人、核心高阶功效成分开发、品牌年轻化重塑、加码新兴及数字渠道、激进营销等多维举措下于 2009 年至今呈估值（从 2009 年初的 12X-15X 提升至目前的 40X-50X）及业绩双升，总市值屡创新高。而爱茉莉太平洋历经了“产品概念创新+海外渠道扩张”推动的 2006 年-2016 年十年十倍黄金增长期，估值从 2006 年初的 20X 最高提升至 2016 年的 60X，在 2017 年后因产品创新力不足业绩下滑导致市值大幅下跌。

1、雅诗兰黛：年轻化/数字化改革促业绩良性增长驱动估值提升

自 1995 年公司上市后，雅诗兰黛估值经历了两轮明显波动：第一轮是 1995 年至 2008 年期间的估值冲高回落，因高端品牌并购带动了估值中枢从 1995 年的 30X 提升至 1999 年底的 50X，随后受业绩增长不达预期以及经济危机的双重影响，2008 年底下探至最低的 12X。第二轮估值的提升是在运营模式升级业绩良性增长的情况下实现的，公司自 2009 年起在管理层变革、品牌年轻化重塑、渠道数字化提效驱动下，收入稳健增长的同时，盈利水平亦逐步提升，估值从 2009 年初的 12X 提升至目前的接近 50X。

图 1：上市至今雅诗兰黛总市值及估值变化



资料来源：Bloomberg、招商证券

1) 1995 年至 2008 年：并购推高估值，但业绩不达预期致估值快速回落

➤ 1995 年至 2000 年，高端品牌集中并购强化公司行业地位，估值从 30X 提升至 50X。

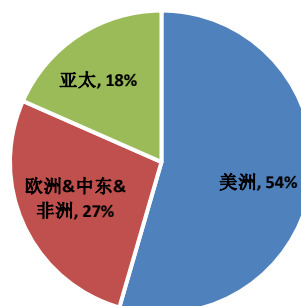
60 年代至 90 年代，集团通过自主孵化的方式初步构建了多品类/多品牌矩阵。市场从美国向全球开拓，完成了早期全球化布局。收入规模从 1972 年的 1 亿美元成长至 1995 年的 29 亿美元，年复合增速达 16%。

图 2：雅诗兰黛 60 年代至 90 年代自主孵化品牌矩阵



资料来源：雅诗兰黛年报、招商证券

图 3：1995 年雅诗兰黛分地区收入结构



资料来源：雅诗兰黛年报、招商证券

1995 年雅诗兰黛依靠上市后所得资本助力，二代接班人莱纳德任 CEO 期间，于护肤领域收购了 lamer，在彩妆方面收购了 Bobbi Brown、M.A.C，在香氛方面收购了 Jo Malone 等定位高端的品牌。这些收购标的与主打高端护肤的母品牌实现了品类互补，同时专注质量与科技创新，具备全球发展潜力，为日后雅诗兰黛集团的发展贡献了主要力量。受并购影响，1995 年-2000 年收入及税前利润 CAGR 分别为 9%/16%。估值从 30X 提升至 50X，总市值从 40 亿美元最高升至 120 亿美元。

图 4：雅诗兰黛集团于 1995 年至 2000 年并购多个定位差异化的高端品牌

品类	时间	收购标的	品牌详情
护肤	2003 年	Darphin Group	DARPHIN 1958 年创立，总部位于巴黎的高端护肤品牌，以高性能植物护肤而闻名。
	1995 年	La Mer	LAMER 创立于 1965 年，贵妇级护肤品牌
彩妆	1995 年	Bobbi Brown	BOBBI BROWN 创立于 1991 年，以高品质和色调正确的化妆及护肤产品而闻名全球
	1998 年	M. A. C	MAC 1984 年创立于加拿大多伦多，在全球 90 个国家销售，始终保持研发新产品及新类型，每年推出 50 多个新系列。
护发	2006 年	Bumble and bumble	Bumble and bumble. 于 1977 年创立，起源于一家纽约美发沙龙，致力于生产高品质的护发和造型产品
	1997 年	Aveda (US)	AVEDA 1978 年创立，产品主要有护发系列、造型系列、护肤系列、美体系列、化妆品、香水精油等，通过 Aveda 体验中心，以及全球 40 多个国家超过 9000 多个专业美发沙龙、Spa 和专柜销售。
香水	1999 年	Jo Malone	JO MALONE 1990 年创立，位于伦敦的营销高档护肤和香水产品的公司，在西方有着香水世界女王的美誉。

资料来源：公司官网、招商证券

➤ 2000 年-2008 年并购后业绩增速不达预期，估值中枢回落至 20-30X。

第三代掌门人威廉兰黛于 2004 年任 CEO，此时由于缺乏投后管理经验，特别是彩妆及香氛运营经验，多品牌协同发展效应不明显。而在产品及渠道方面，针对亚洲市场的主

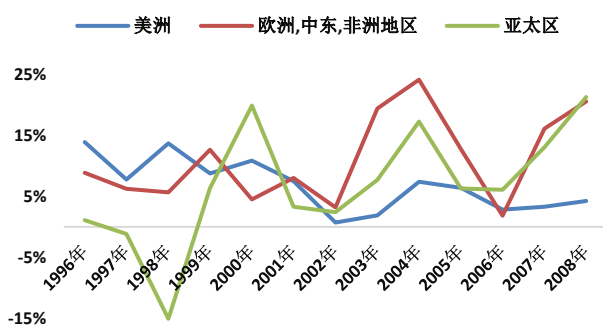
品牌明星单品小棕瓶 1998 年美白升级版销售不佳，美国本土增长乏力。同时管理效率低，三项费用率虽保持高位，收入并未因此而加速增长。2000 年-2008 年公司收入及税前利润 CAGR 分别为 7%/5%。估值从 50X 下降至 20X，后因次贷危机导致估值进一步下降至 12X，总市值从 2000 年最高的 120 亿美元降至 2008 年底的 60 亿美元。

图 5：雅诗兰黛大单品“小棕瓶”早期迭代历史



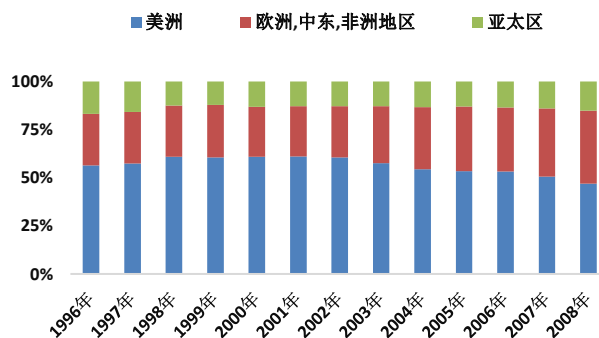
资料来源：公司官网、招商证券

图 6：雅诗兰黛分地区收入增速



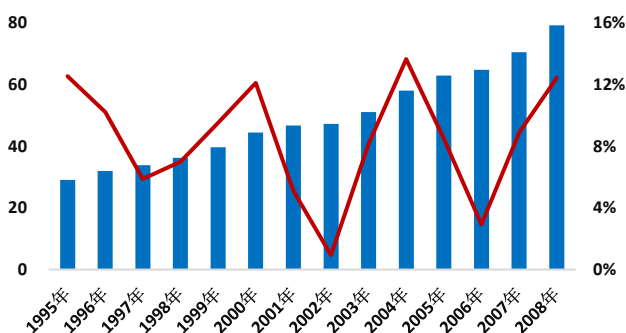
资料来源：雅诗兰黛年报、招商证券

图 7：雅诗兰黛分地区收入占比



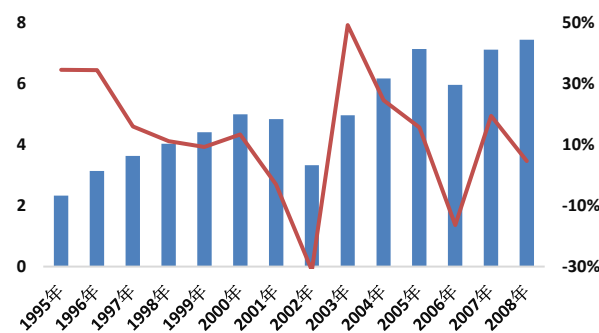
资料来源：雅诗兰黛年报、招商证券

图 8 雅诗兰黛收入规模及增速



资料来源：雅诗兰黛年报、招商证券

图 9：雅诗兰黛税前利润规模及增速



资料来源：雅诗兰黛年报、招商证券

2) 2009 年后品牌年轻化重塑/渠道数字化转型推动业绩及估值共升

管理层变更：此前雅诗兰黛集团品牌形象固化&运营效率低，业绩增长乏力，集团于 2009 年引入首位外部职业经理人担任 CEO。并于 2016 年提出了“Leading beauty forward”的重组计划，包括削减成本，提高研发、供应链和电商业务能力，优化资源配置，建立灵活的组织架构，提升数字营销的灵活性。

品牌年轻化重塑：集团自 2010 年起并购年轻小众品牌，包括平价美妆 smash box、好

莱坞急救面膜 GLAM GLOW、韩国高端小众护肤 Dr. Jart+、美国平价彩妆 Too Faced 等。实现拉新与年轻消费群体渗透的目的。

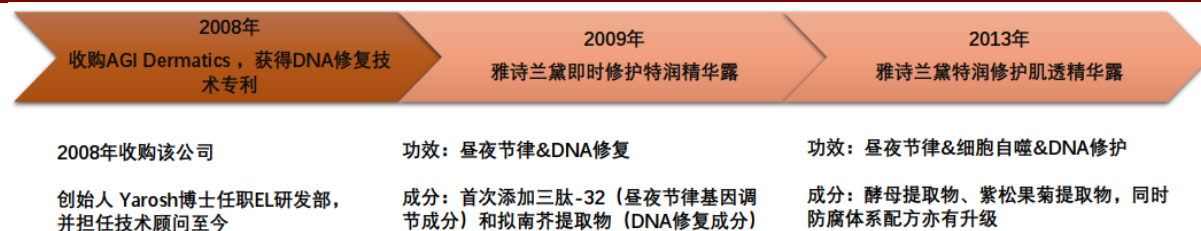
图 10: 2010 年至今并购年轻小众品牌

定位	时间	收购标的	品牌详情
护肤	2014年	GLAMGLOW	创立于2010年，是专门为好莱坞明星和专业人士在上镜前提供快速肌肤修复的面膜。深受年轻群体喜爱。
	2017年	Deciem	创立于2013年的加拿大“成分党”，Deciem旗下知名度最高的品牌是入门级价格的The Ordinary 和抗衰老的品牌Niod。
	2018年	Dr. Jart+	该品牌定位高端护肤，于2005年创立于韩国，目前在全球超过35个国家通过旅游零售、独立商店、高端百货商店和电商。今年 Dr. Jart+ 的销售额将超过5亿美元
彩妆	2010年	Smashbox	创立于1996年的纽约彩妆品牌，深受年轻群体喜爱。
	2016年	Becca	美国平价彩妆品牌
	2016年	Too Faced	成立于1998年，外观呈复古风格，定位大众彩妆，针对年轻用户。
香氛	2014年	Le Labo	2006年创立的小众品牌，纯手工制作、不量产、价格高。目前已经将品类扩充至香薰蜡烛/沐浴产品
	2015年	Parfums Frederic Malle	法国奢侈香水品牌
	2016年	Kilian	2007年创立，定位高端，理念是在奢华的包装匣中为香水添上一笔现代气息。

资料来源：公司官网、招商证券

成分升级：2008 年收购 AGI Dermatics，获得 DNA 修复技术专利，创始人 Yarosh 博士顺势入职雅诗兰黛担任全球研发部基础研究高级副总裁，继续 DNA 修复的研究。DNA 修复成分也应用在了 2009 年-2013 年雅诗兰黛第五代及第六代版本小棕瓶中。

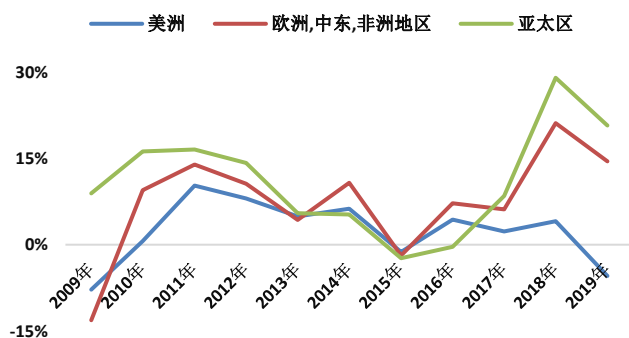
图 11: 2009 年、2013 年的小棕瓶应用 DNA 修复技术



资料来源：公司官网、招商证券

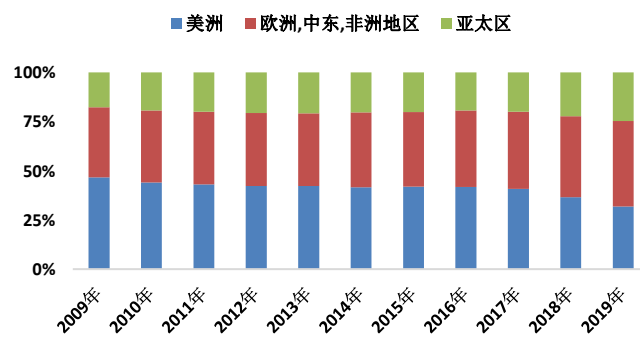
加强电商及旅游零售、新兴地区渠道布局：2017 年后亚太增速领跑，2019 年收入占比提升至接近 25%，中国表现突出；渠道业态数字化升级，电商占比达 9%。

图 12 雅诗兰黛分地区收入增速



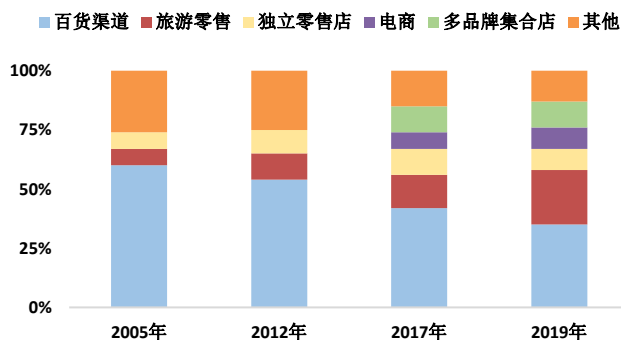
资料来源：雅诗兰黛年报、招商证券

图 13: 雅诗兰黛分地区收入占比



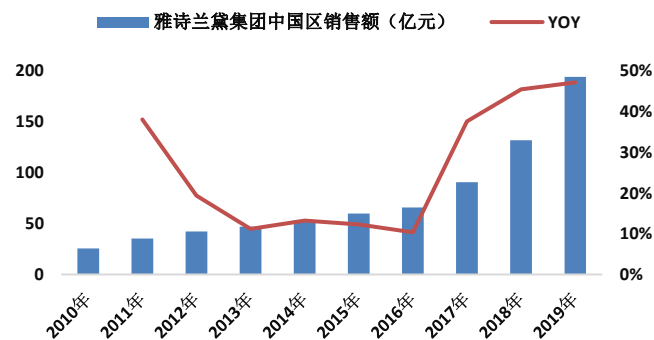
资料来源：雅诗兰黛年报、招商证券

图 14: 按照业态划分收入占比



资料来源: 雅诗兰黛年报、招商证券

图 15: 雅诗兰黛集团中国地区收入规模及增速

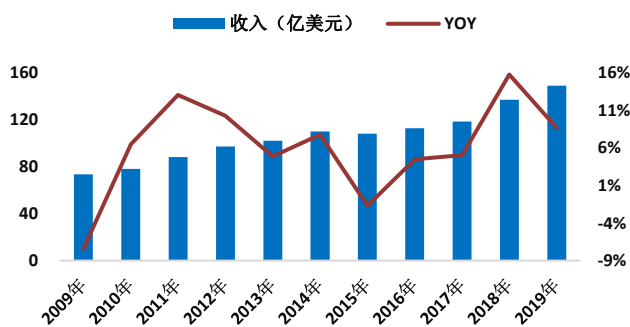


资料来源: Euromonitor、招商证券

营销方面, 改变以前超模代言+平面广告的传统模式, 启用流量小生, 并通过社媒传播, 收割年轻粉丝。

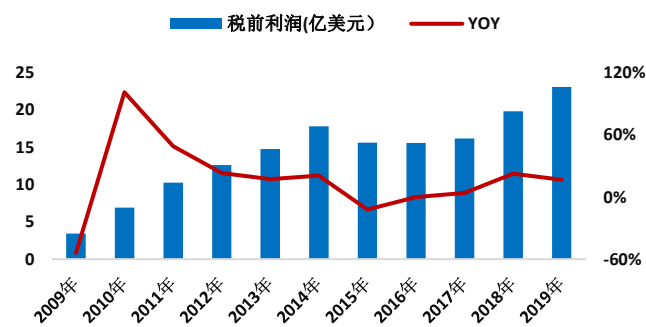
多维变革, 业绩保持稳健增长的同时, 盈利水平亦有明显提升。公司 2009 年-2019 年收入及税前利润 CAGR 分别为 7%/20%, 税前利润率从 2009 财年的 4.7% 提升至 2019 年的 15.5%; 估值从 12X 提升至接近 50X; 总市值从 09 年初的 60 亿美元升至目前的 711 亿美元。

图 16: 雅诗兰黛收入规模及增速



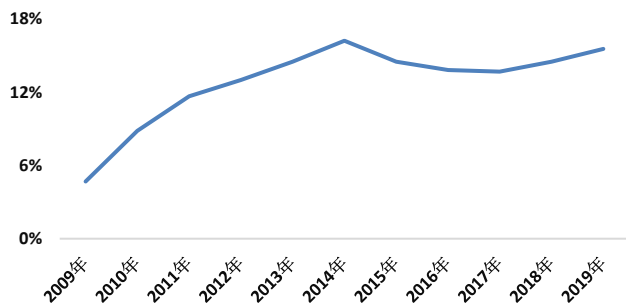
资料来源: 雅诗兰黛年报、招商证券

图 17: 雅诗兰黛税前利润规模及增速



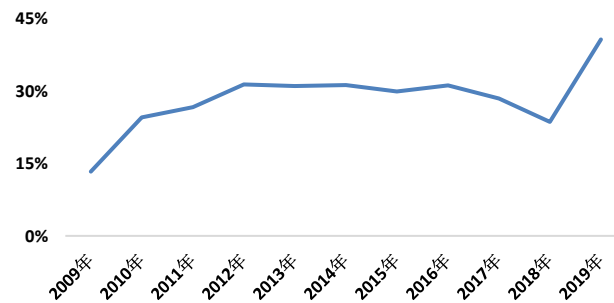
资料来源: 雅诗兰黛年报、招商证券

图 18: 雅诗兰黛税前利润率持续提升



资料来源: 雅诗兰黛年报、招商证券

图 19: 雅诗兰黛 ROE 水平持续提升



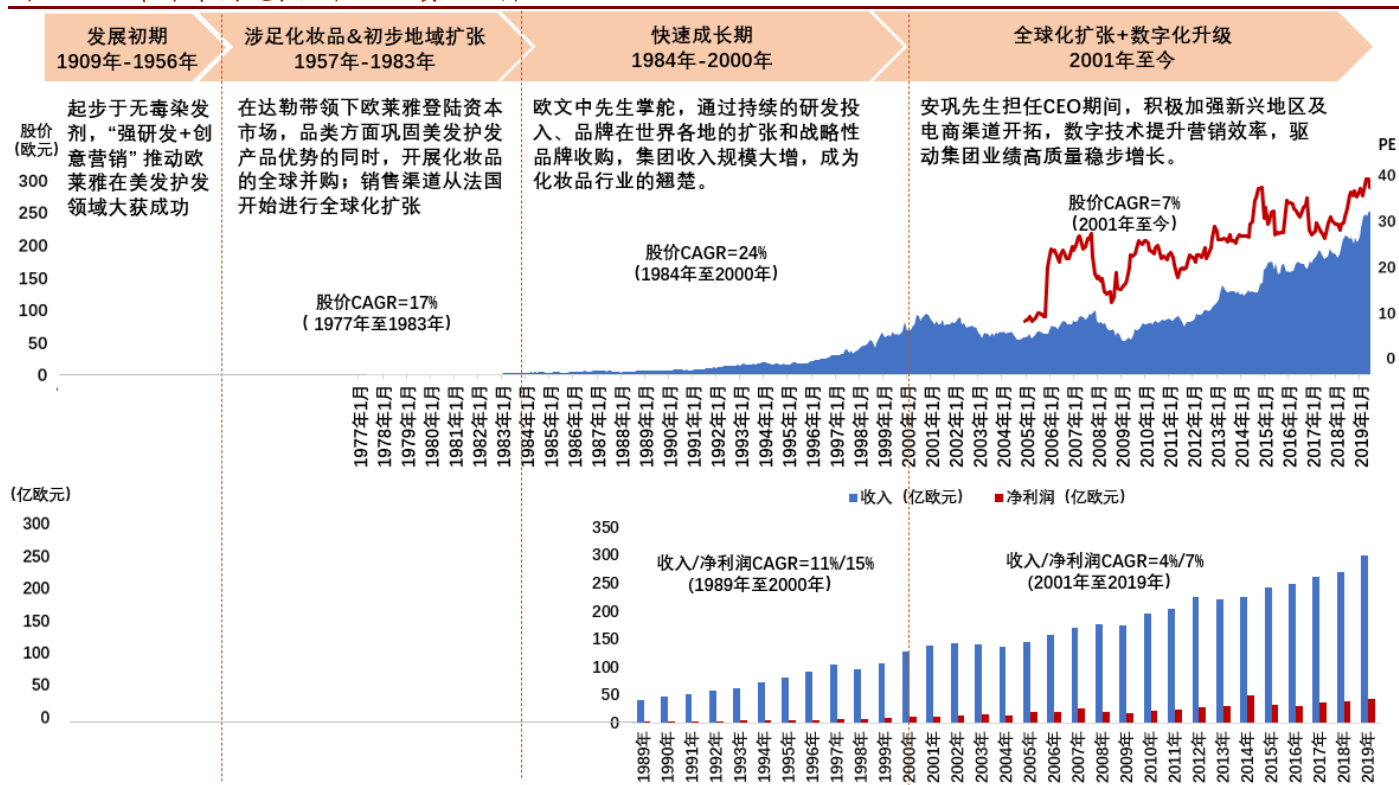
资料来源: 雅诗兰黛年报、招商证券

2、欧莱雅：投后赋能促协同 业绩与估值双升

我们在《化妆品行业深度（四）-欧莱雅：百年美妆帝国的长青之道》中对欧莱雅不同

发展阶段战略进行了详细的阐释，我们发现 2000 年后至今欧莱雅集团的收入及利润增速不及 2000 年前的二十年，同时除了主品牌巴黎欧莱雅以外，其他化妆品品牌皆通过并购获得，但股价却屡创新高，而估值亦从 2000 年初的十几倍提升至目前的 40 倍左右，其中的缘由我们将在下文解答。

图 20：欧莱雅集团发展历程、业绩、股价、PE

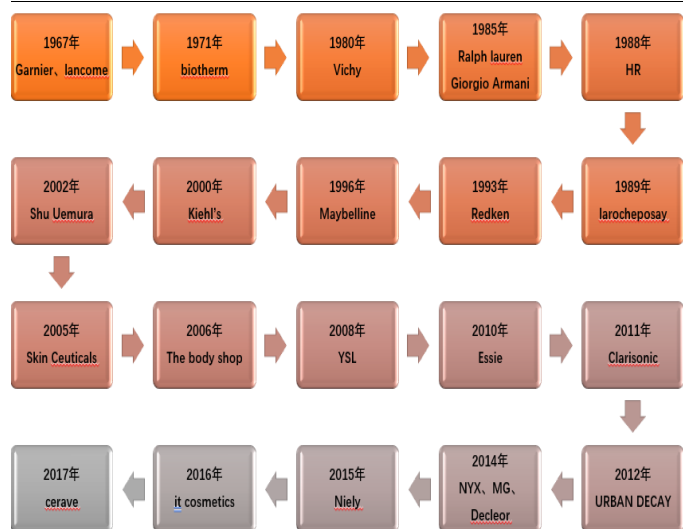


资料来源：《化妆品行业深度（四）-欧莱雅：百年美妆帝国的长青之道》、招商证券

1) 并购并非简单的加法，投后赋能助力品牌全球化扩张是关键

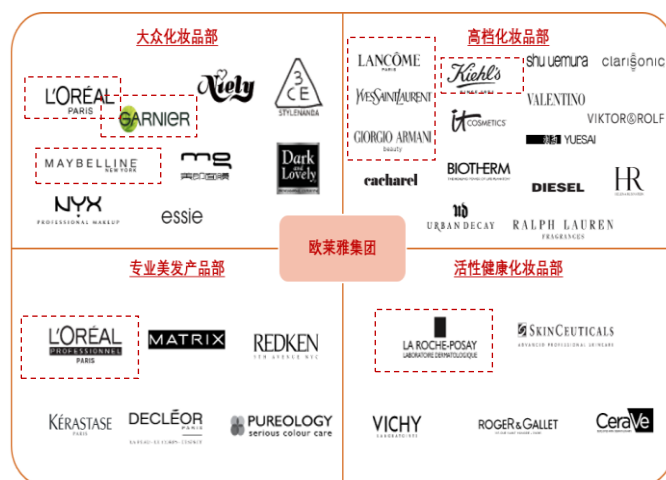
欧莱雅集团化妆品板块拥有长达 50 余年的并购历史。其有着出色的品牌筛选能力以及强大的投后赋能能力，在品牌筛选方面，遵循区域龙头、定位互补、渠道渗透原则，实现全面覆盖不同审美、不同地区、不同购买力消费者的目的。并购后，集团输出研发、渠道、营销资源，扶持区域品牌成为全球性品牌，并搭建了均衡的品类/品牌矩阵&区域布局。截止 2019 年，集团共拥有 9 个年销售额超 10 亿欧元的品牌，除了巴黎欧莱雅以外，其他均为并购而来。

图 21：欧莱雅并购历史



资料来源：欧莱雅年报、招商证券

图 22：集团品牌矩阵（虚框为零售额超 10 亿欧元品牌）

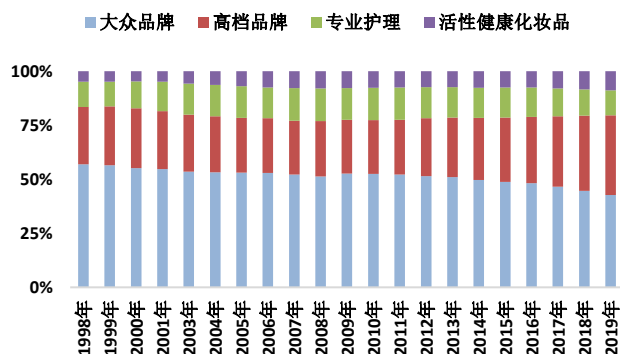


资料来源：欧莱雅年报、招商证券

通过并购搭建均衡的产品定位/品类分布结构

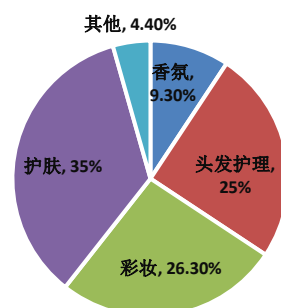
从定位看，2000 年至 2019 年活性健康化妆品收入年复合增速达 8.4%，高档品牌 CAGR 达 6.4%，大众品牌及专业护理 CAGR 均为低个位数，至 2019 年活性护肤部分、高档品牌部分、大众品牌部门、专业护理部门收入占比分别为：9%、37%、43%、12%。品类分布均衡，护肤品、彩妆、香氛、头发护理占比分别为 35%、26%、9%、25%。

图 23：欧莱雅按照业务部门划分的收入占比



资料来源：欧莱雅年报、招商证券

图 24：欧莱雅按照品类划分的收入占比

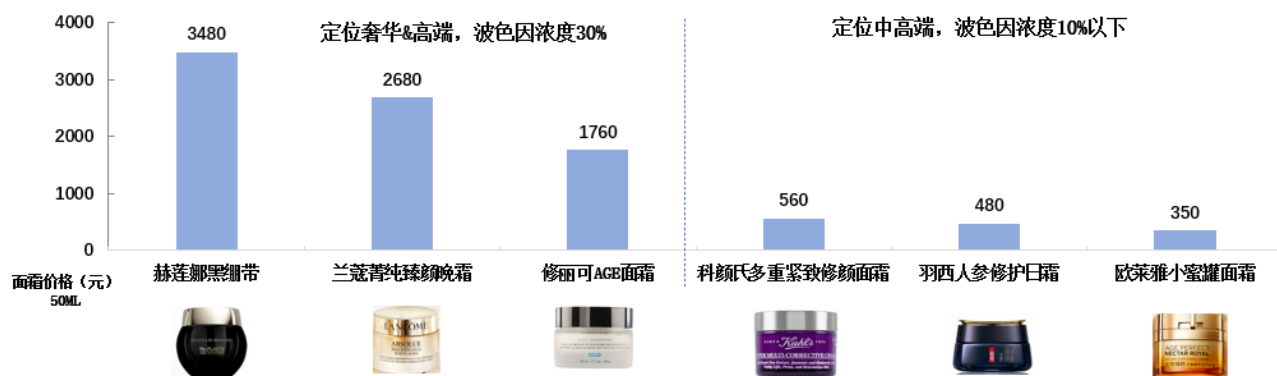


资料来源：欧莱雅年报、招商证券

研发赋能，全盘提升产品力

“波色因”作为集团主打修复抗老功效的独家核心黑科技，2005 年于兰蔻实验室研发成功后目前已应用到多个旗下品牌：定位高端的赫莲娜的黑白绷带、定位功效护肤的修丽可 AGE 面霜波色因纯度高达 30%；定位大众的欧莱雅复颜光学双管精华乳中波色因纯度 6%，主打高性价比抗老功效。

图 25: 波色因应用到集团旗下多品牌多产品



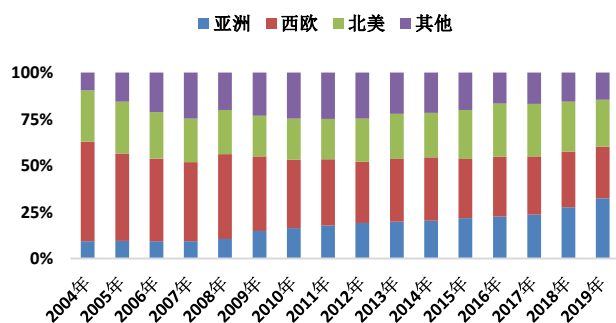
资料来源: 天猫、招商证券

➤ 输出渠道资源, 助力并购品牌实现全球化扩张

欧莱雅所并购的品牌在并购初期多为区域性品牌, 欧莱雅对其进行“包装”后, 助力其进行全球化渠道扩张。如美宝莲此前以田纳西为基地, 并购后欧莱雅将其搬迁至纽约, 对其进行品牌年轻化时尚化重塑, 纽约时尚明星代言+少量本土明星补充的方式, 输出纽约时尚文化, 同时强势进入各地大众彩妆渠道。5 年时间到 2000 年已经将渠道拓展至 80 多个国家, 品牌销售额从 3.5 亿美元已经上升到 11 亿美元。

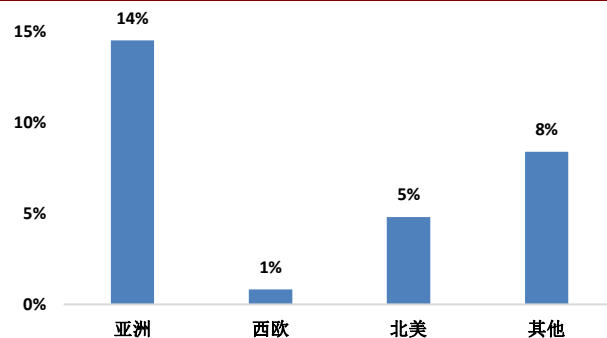
在渠道扩张方面, 2000 年后欧莱雅将资源投放到亚洲以及电商渠道, 过去的 20 年间, 亚洲地区收入年复合增速达到了 14%, 2019 年收入占比提升至 32%。在业态升级上, 欧莱雅注重电商的开拓, 电商渠道收入占比从 2014 年的 3.4% 提升至 2019 年的 15.6%, 其他渠道如旅游零售、独立店铺、美容院等亦加速扩张, 减轻对传统百货渠道的依赖。

图 26: 欧莱雅分区域收入占比趋于均衡



资料来源: 欧莱雅年报、招商证券

图 27: 2000 年至今不同地区年复合收入增速



资料来源: 欧莱雅年报、招商证券

图 28: 欧莱雅电商销售占比

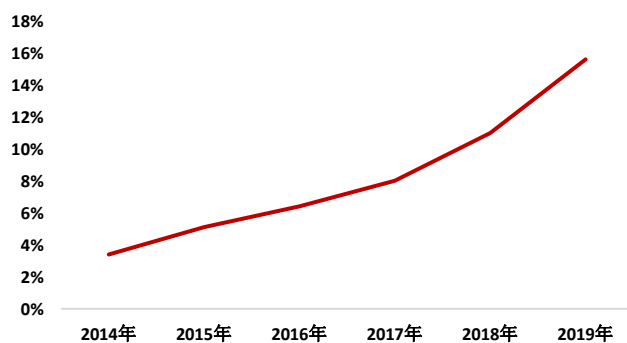


图 29: 欧莱雅渠道业态多样化



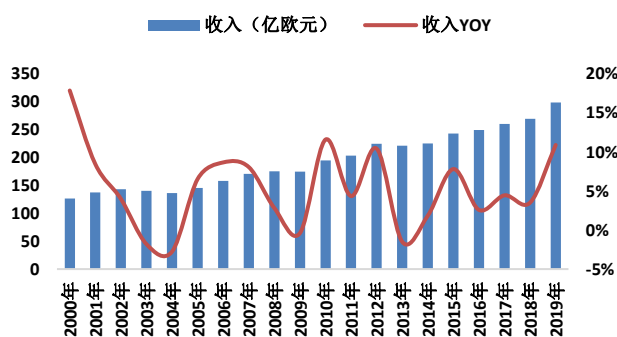
资料来源：欧莱雅年报、招商证券

资料来源：欧莱雅年报、招商证券

2) 2000 年后协同效应显现，报表质量优&增长稳健，估值持续提升

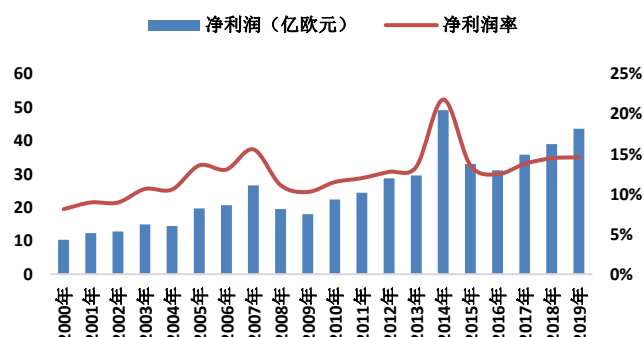
通过品牌并购与投后协同发展，欧莱雅集团搭建了定位/品类均衡的品牌矩阵、全球化渠道覆盖以及多样化的渠道类型，匹配前瞻的产品开发能力、高效的运营体系和激进的营销打法，最近 20 年时间公司收入呈现稳健增长，在经济周期波动中呈现较强韧性，2000 年至 2019 年间欧莱雅集团总收入从 126.7 亿欧元增长至 298.7 亿欧元，年复合增速为 4.62%。净利润率从 8.1% 提升至 14.6%。基于此，公司市值屡创新高，从 09 年初的 300 亿欧元增长至目前的 1400 亿欧元，估值从期间最低的十几倍提升至当前的接近 40 倍。

图 30：欧莱雅收入规模及同比增速



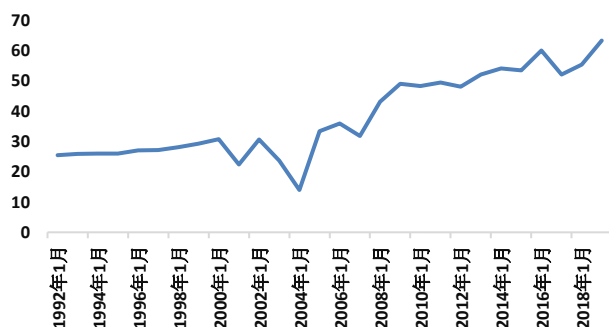
资料来源：欧莱雅年报、招商证券

图 31：欧莱雅净利润规模及净利润率



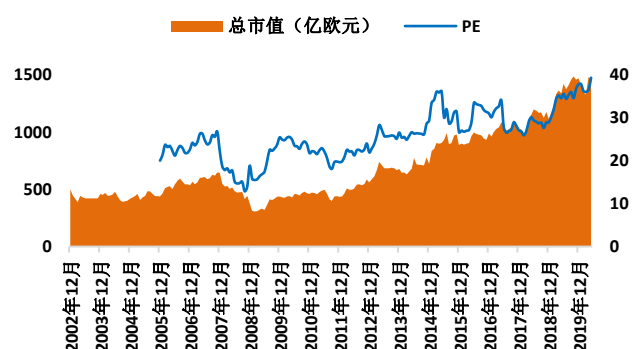
资料来源：欧莱雅年报、招商证券

图 32：欧莱雅股利支付率 (%)



资料来源：欧莱雅年报、招商证券

图 33：欧莱雅 2000 年后总市值及 PE



资料来源：欧莱雅年报、招商证券

3、爱茉莉太平洋公司：2017 年后创新乏力 业绩与市值大幅下滑

爱茉莉太平洋集团（AMORE，代码 002790.KS）的前身为 1945 年创始人徐成焕正式创办的太平洋化学工业社，至今已有 75 年历史，集团拥有化妆品、零售、包装、个护、代工等业务，2019 年集团收入/净利润规模按人民币计价分别为 363 亿/15.54 亿。

图 34：爱茉莉太平洋集团品牌矩阵（包括直属于集团的和公司的）

高端化妆品 AMOREPACIFIC Sulwhasoo primera HERA	中高端化妆品 LANEIGE Mamonde espoir IOPE HANYUL LIRIKOS MARINE ENERGY BRO&TIPS OUT RUN	口服液 CUBE ME 药妆 AESTURA 百货店铺 ARITAUM 香水 GOUTAL PARIS	个护 吕 Pleasia amos FRESH POP 茶系列 OSULLOC
---	--	---	--

资料来源：爱茉莉太平洋集团官网、招商证券

爱茉莉太平洋集团于 1990 年后进入快速发展期，陆续推出了大众定位的梦妆、兰芝、彩妆 Etude House, 1997 年推出了高端品牌雪花秀, 2000 年推出了植物护肤悦诗风吟。2000 年后通过产品概念创新打造爆款，同时借助韩国文化产业在亚洲的强劲发展之势，加速推进中国市场开拓，十几个品牌陆续进入中国。迎来了长达十年的高速增长期。2017 年后，中韩关系紧张导致中国赴韩游客大幅减少，韩国本土销售承压；同时中国本土大众品牌高歌猛进，侵蚀爱茉莉太平洋集团旗下大众品牌在中国的市场；集团欲通过发力欧美市场缓解业绩压力，但面临着品牌力产品力不足短板。

图 35：爱茉莉太平洋集团发展历程

	初创期 1932年-1957年	模式探索 1958年-1989年	品牌快速孵化 1990年-2000年	海外渠道快速扩张 2001年至2016年	调整承压期 2017年至今
品牌/产品	以山茶花发油起家，随后推出的melody霜以及ABC发蜡等高品质产品。	推出首款韩方“ABC人参霜”/人参护发产品；推出绿茶系列食品/护肤品/护发系列。	陆续推出定位大众的innisfree，定位中高端的梦妆、兰芝、IOPE，以及高端品牌HERA、雪花秀。	陆续推出奢华定位品牌Amore Pacific（2002年），洗发品牌吕（2008年），以及大众面膜Steady:D，中高端护肤品Bro&Tips、韩律等	推出了小众品牌FILLVOID、彩妆RAREKIND、高端抗衰老品牌SIENU时妍露
渠道		首创访问销售模式实现了在韩国本土快速扩张	陆续进入中国以及法国，但由于直销模式的不适宜以及品牌影响力较小，渠道拓展困难重重	借力韩剧热播实现在中国迅速发展，依靠香水业务开启法国市场，依靠高端护肤涉足北美。	中国区域销售不佳，加大对欧美渠道的开拓力度。发力包括电商及移动APP端的数字渠道，以及品牌集合店
营销		创办韩国首个美容月刊《化妆界》，成立韩国首家美容咨询室，举办彩妆秀，创立太平洋博物馆。	借力韩国娱乐业的文化输出，在亚洲地区进行品牌文化传播（来自星星的你、太阳的后裔）。目前在中国地区采用社媒传播/流量明星代言的方式进行营销。		社媒&数字化营销
供应链		1962年建立韩国最大规模自动化工厂，并于1987年扩产及迁址；1980年大禾洞工厂竣工（首个个护品制造基地）；1989年安成工厂竣工。	1994年中国沈阳工厂竣工 1995年绿茶生产基地建成	2014年上海工厂竣工 2004年法国香水工厂竣工 2012年韩国乌山工厂竣工 主要生产雪花秀、兰芝等爱茉莉太平洋公司的招牌产品，是公司在韩国最大生产基地	

资料来源：招商证券

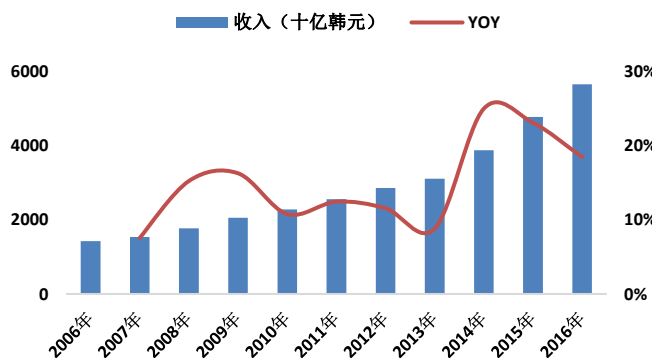
1) 2006 年-2016 年，产品概念创新&文化输出&海外扩张，市值十年翻十倍

2006 年爱茉莉太平洋集团将旗下化妆品、日化以及茶系列分拆成为爱茉莉太平洋公司（AMOREPACIFIC COP，代码 090430.KS）单独上市，爱茉莉太平洋公司拥有 Amore Pacific、雪花秀、梦妆、兰芝、IOPE 等 34 个品牌，定位从高端奢华到大众平价，涉

及化妆品、香水、美发、沐浴个护、茶系列等多个品类，销售区域以亚洲为主。

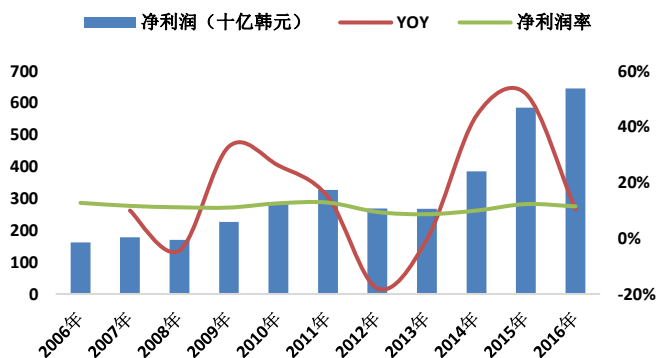
2006 年至 2016 年间，在产品形态及概念创新、营销加持、中国市场开拓等因素驱动下，爱茉莉太平洋公司收入及净利润 CAGR 达 15%，PE 从 20X 提升至 60X，总市值从 2009 年初的 140 亿人民币最高升至 2016 年 1400 亿元。

图 36: 爱茉莉太平洋公司收入表现



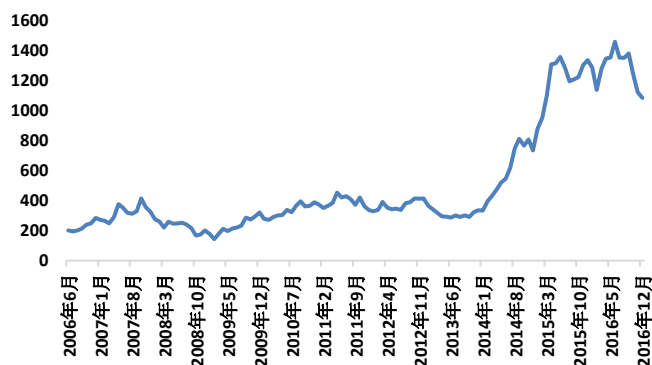
资料来源：公司公告、招商证券

图 37: 爱茉莉太平洋公司净利润表现



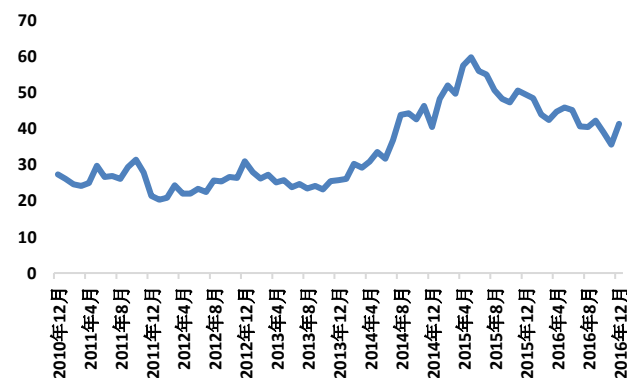
资料来源：公司公告、招商证券

图 38: 爱茉莉太平洋公司市值表现 (人民币亿元)



资料来源：Bloomberg、招商证券

图 39: 爱茉莉太平洋公司估值



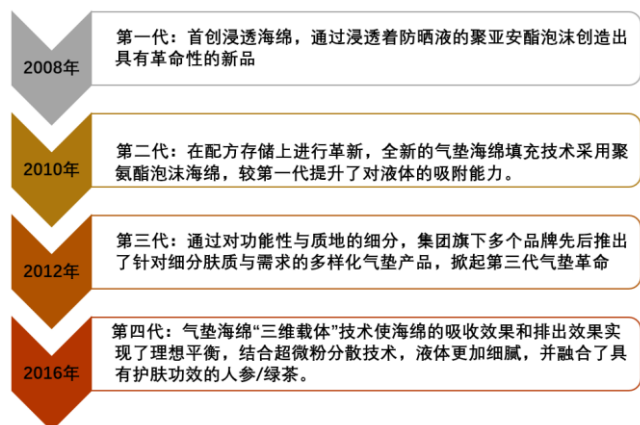
资料来源：Bloomberg、招商证券

➤ 精于产品概念和形态的创新

相对于欧美系以及日系化妆品更注重功能、配方等方面的创新，韩国化妆品更注重迎合潮流趋势变化进行包装、产品概念的创新。

自 2008 年 IOPE 品牌发布全球首款气垫产品以来，首年销售额达 38 亿韩元，随后通过不断的技术升级与产品完善，并在集团旗下多个品牌推广，至 2012 年集团气垫产品销量增长了 10 倍；2014 年气垫产品实现销售额超过 2000 亿韩元，成为韩国化妆品市场最畅销的产品之一。截止至 2016 年底，集团的气垫产品在全球累计销量已超过 1 亿件。

图 40: 气垫技术的四次升级



资料来源：官网、招商证券

图 41: 气垫技术应用至集团内多个品牌/多款产品



资料来源：官网、招商证券

➤ 韩星代言/韩剧植入迅速提升关注度

世界上化妆品出口大国，同时也都是文化产业的输出大国。1999 年韩国推出“文化立国”战略，很大程度促进了韩国化妆品产业的发展，韩国 SM 娱乐有意推动旗下艺人进军化妆品产业，高时尚度高颜值韩星代言带来的强大号召，推动了韩国化妆品在中国等亚洲地区市场开拓。

爱茉莉太平洋集团旗下美妆品牌在亚洲的畅销与其在热播韩剧中进行品牌植入有很大的关系，如 2013 年《来自星星的你》热播，带火了女主全智贤使用的 IOPE 44 号唇膏以及睫毛膏、韩律洗面奶、IOPE 气垫 BB 霜亦通过这部韩剧迅速风靡亚洲市场。到了 2015 年宋慧乔主演的《太阳的后裔》热播，宋慧乔使用的兰芝双色唇膏瞬间成为爆款。

图 42: 那些年韩剧带火的品牌

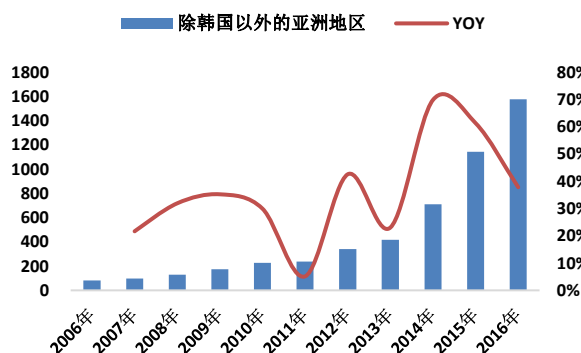


资料来源：网络资料、招商证券

➤ 本土渠道类型升级与海外扩张并举

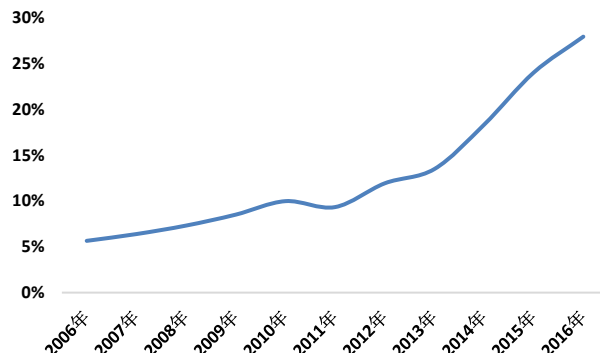
爱茉莉太平洋公司自 90 年代初开始尝试韩国本土以外的渠道扩张，主要为中国以及欧洲地区，但受制于品牌力和产品力不足所限，海外渠道扩张进展缓慢。2000 年后，韩国文化产业大发展背景之下，爱茉莉太平洋公司借势席卷亚洲的韩流风潮，不断强化品牌力，同时持续加强产品形态创新，迅速占领以中国为主的亚洲市场。韩国以外亚洲地区收入规模从 2006 年的 804 亿韩元快速增长至 2016 年的 15754 亿，年复合增速达 35%。收入占比也从 2006 年的 5.6%提升至 2016 年的 28%。

图 43: 2016 年前韩国以外亚洲收入快速增长(十亿韩元)



资料来源：公司公告、招商证券

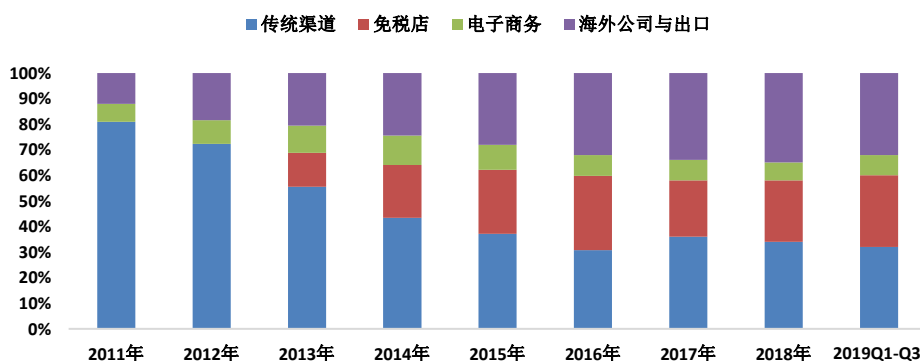
图 44: 2016 年前韩国以外亚洲地区收入占比迅速提升



资料来源：公司公告、招商证券

本土渠道模式创新。从爱茉莉太平洋本土化妆品销售渠道结构来看，2006 年传统渠道模式占据了绝大部分市场，其中访问直销占比达到了 50%，百货以及化妆品专营店销售占比合计达 38%，其余为折扣店模式。而后随着韩国旅游业的繁荣以及电子商务的发展，传统渠道模式收入占比出现了明显的下滑。

图 45: 公司渠道业态构成



资料来源：公司公告、招商证券

2) 产品创新力不足导致 2017 年后业绩及市值大幅度下滑

2017 年后爱茉莉太平洋公司的业绩、估值、市值出现了明显的下滑，虽然从表面上看是中国游客赴韩游减少所致，但我们认为更重深层次的原因是产品力不足，表现在两个方面：一是重概念创新而不注重成分和配方创新，错过了当前功效护肤风口；二是产品形态创新壁垒低，很容易被品牌力/产品力更强的海外品牌模仿，最终丧失市场份额。

- 虽然 IOPE 品牌首创气垫霜，但 2016 年后品牌力更强、产品功效更好的海外大牌纷纷模仿推出气垫相关产品后，爱茉莉集团旗下众多气垫系列因产品后续创新力不足，肤感不好，竞争力快速弱化。
- 同理，兰芝推出睡眠面膜后，迅速被海外大牌模仿，如 fresh、菲洛嘉等，这些海外品牌此前在保湿、抗敏感、修复的功效上建立了牢固的消费者认可度，嫁接睡眠面膜这一新的产品形态，能够快速实现拉新并带动同系列产品的销售。

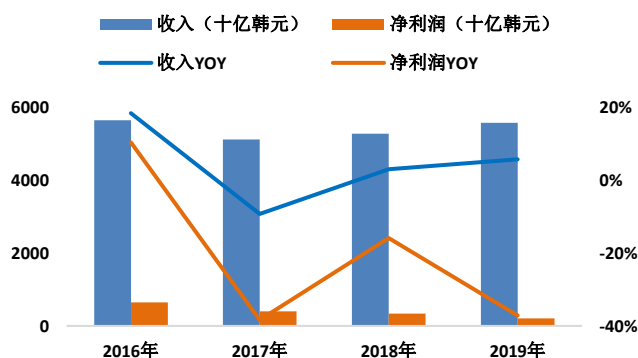
图 46: 当前热销的气垫霜品牌



资料来源: 天猫、招商证券

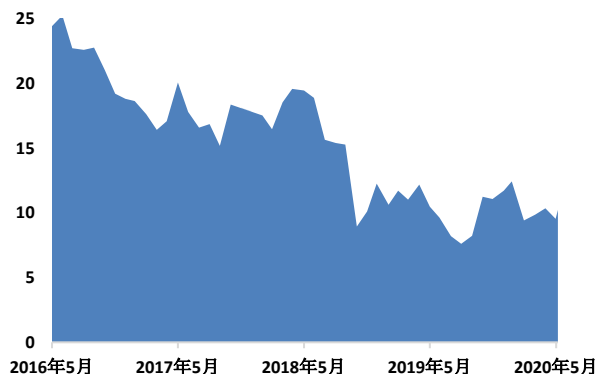
2017 年后爱茉莉太平洋公司收入增长乏力，净利润、总市值大幅下滑。收入从 2017 年的 5.12 万亿韩元增长至 2019 年的 5.58 万亿韩元，受毛利率下滑以及期间费用率提升影响，净利润从 2017 年的 3980 亿韩元下降至 2019 年的 2104 亿韩元，总市值也从 2016 年的 25 万亿韩元降至目前的 10 万亿韩元，降幅高达 60%。

图 47: 2017 年后公司净利润大幅下滑



资料来源: 公司公告、招商证券

图 48: 2017 年后公司总市值大幅下降 (万亿韩元)



资料来源: 公司公告、招商证券

二、增长模式从渠道拉动升级为产品驱动，本土美妆龙头享估值溢价

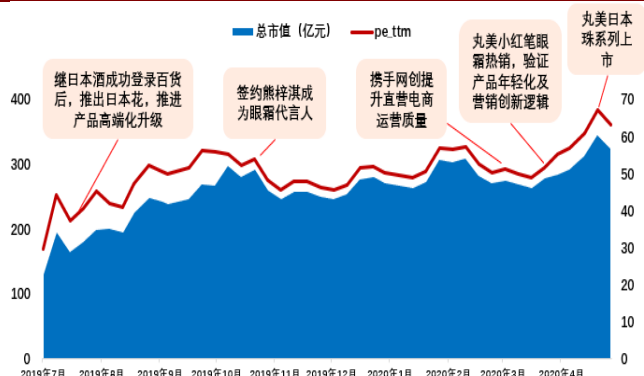
对于 A 股龙头美妆而言，增长逻辑从渠道和营销驱动升级为产品驱动，业绩增长确定性和韧性在此次疫情中得到了充分的验证，估值中枢从 19 年初的 30X-40X 升至当前的 50-60X。未来高估值能否延续，取决于业绩兑现程度，除了收入及利润增速以外，还可关注以下指标：1、目前已推单品的复购率（如珀莱雅的红宝石精华、双抗精华、印彩巴哈粉底液；丸美的小红笔眼霜等）；2、下半年推新频次以及全年新品销售额占比；3、新品是否有效拉动报表质量改善，包括盈利水平和存货周转情况。

1、丸美股份：小红笔眼霜热销验证明星单品孵化力

2019 年 7 月上市至今，丸美凭借十余年眼霜专业研发经验，成功推出高端日本进口系列，以及年轻化的小红笔眼霜，产品矩阵逐渐完善；今年 3 月携手网创进行天猫旗舰店运营，电商增长加速；成立社媒部积极进行营销内容创新，品牌声量快速放大。公司估

值从上市之初的 40X 提升至目前的 60X。

图 49：丸美股份估值及市值变动



资料来源：公司公告、招商证券

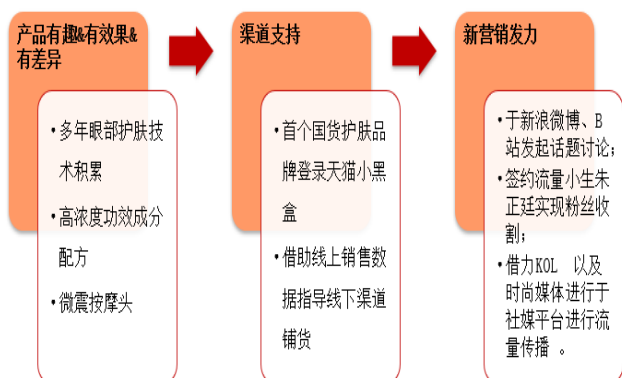
图 50：丸美竞争优势总结



资料来源：公司公告、招商证券

从大单品销售情况来看，今年 4 月初推出的带振动滚珠的小红笔眼霜单月销量已经超过 4.5 万支，贡献的销售额接近 1600 万元，贡献了天猫旗舰店 4 月份销售额的 50%。该产品 18-30 岁年轻客群占 60%，一线城市客群占 20%+。

图 51：丸美小红笔眼霜战略打法



资料来源：招商证券

图 52：丸美登录天猫小黑盒



资料来源：微信公众号、招商证券

2、珀莱雅：从泡泡面膜到双抗精华的进阶，单品逻辑兑现

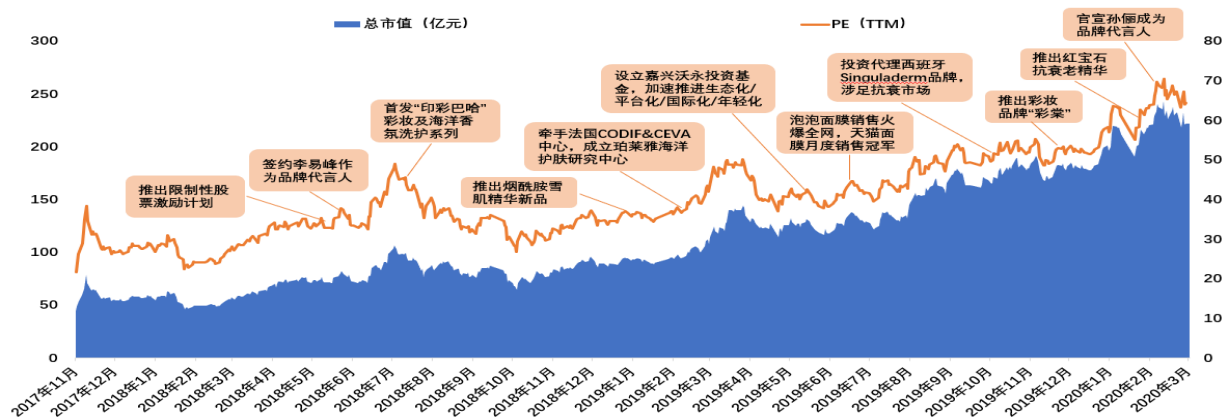
公司上市后总市值从 44 亿元最高上涨至目前的 334 亿元，累计涨幅高达 659%。

2018 年前：营销及渠道扩张驱动业绩增长，上市后第一年估值中枢维持在 30X 附近。公司上市第一年总市值从 44 亿元增长至 2018 年 11 月的 80 亿元附近，净利润则从 2017 年的 2 亿元增长至 2018 年的 2.87 亿元，估值介于 22X-30X 之间，市场将公司定位于依靠高性价比产品/电商驱动/营销推广而快速增长的传统本土大众化妆品公司，因此估值中枢受到了较大压制。

2019 年至今：产品力/品牌力提升逐渐被市场认可，由此驱动的估值中枢抬升是总市值快速增长的主要推手。2019 年初公司总市值自 80 亿元增长至 2020 年 6 月的 334 亿元，增长幅度高达 300%。估值则从 19 年初的不到 30X 增长至目前的 68X。我们认为估值中枢提升的驱动因素在于：在行业高景气预期加强、自身品牌升级、产品加速迭代（泡泡面膜、印彩巴哈粉底液、双抗精华、红宝石精华）、渠道增长与精细化运营并举，全

盘体系化营销、美妆生态圈层逐步搭建等因素联合推动下，公司竞争壁垒进一步加强，市场对公司高增长潜质给予认可。

图 53: 珀莱雅市值及估值表现



资料来源：公司公告、wind、招商证券

三、投资建议

丸美股份：公司通过技术创新提升“丸美”产品端差异化竞争壁垒，打造不同定位及功效的多品牌矩阵。线下渠道通过精细化及结构性整合实现稳健增长；线上渠道通过与优质TP及与经销商合作的方式保持高增长。当前20PE59X，虽然估值不低，但疫情将加速行业出清，公司作为本土头部品牌有望享受市占率提升带来的规模增长，维持“强烈推荐-A”评级。

珀莱雅：当前20PE68X，虽然短期估值不低，但着眼未来中长期发展维度，我们认为公司在产品力打造/营销创新/渠道控制/管理机制等多方面具有前瞻性战略布局视角，未来有望通过强化主品牌竞争力的同时，通过投资&代理的方式完善美妆生态圈层，实现可持续快速增长，维持“强烈推荐-A”评级。

四、风险提示

宏观经济增速放缓导致可选消费承压，化妆品需求增速不达预期；海外美妆品牌折扣力度加大，侵蚀本土美妆品牌市场份额。

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

刘丽 对外经济贸易大学会计学硕士，2011-2015 年就职于国美控股集团投资部，2015-2017.7 太平洋证券服饰纺织行业分析师，2017 年 8 月加入招商证券，研究方向为纺织服装及化妆品。

郑恺 同济大学计算机科学与技术（本科）和复旦大学经济学（硕士），10 年证券从业经验，现为招商证券造纸轻工首席行业分析师。2017 年新财富、金牛奖、水晶球轻工造纸行业分别获得第 4、第 2、第 3 名；金融界“慧眼”评选轻工制造行业白金分析师；2018 最佳行业分析师金牛奖。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。