

# 海外美妆消费追踪

## 国内旅游零售有望在2季度完成美妆库存调整

国际护肤品集团--雅诗兰黛、欧莱雅和资生堂，近期相继公布了季度业绩数据并召开了说明会。内地及旅游零售市场表现乏力贯穿各家财报。相较于预期内的业绩负面影响，管理层提出的短期内营运改善及中期发展战略修改备受市场关注。

资生堂和雅诗兰黛均对中期战略提出了修改，强调了降本增效将为利润率提供有力保障，这反映出各家当前保守的增长预期，也体现出发展模式的基础将发生改变。对于2024年，战略规划趋同：1) 上半年中实现韩国及海南旅游零售常态化销售；2) 全年推进营运资本和效率优化；3) 力求提高单品价格。尽管各集团降本增效的举措和聚焦高端领域的规划相似，我们认为结合业务重组逐步推进及面临的不同挑战、板块及市场布局潜力变化、部署传导至业绩表现或存在差异。

**旅游零售：库存于2024年2季度内回落至正常水平确定性较高，重点利好雅诗兰黛和中国中免。**护肤品集团均表示目前库存正在持续改善-韩国地区调整基本已经完成，海南市场将于2024年二季度起回归正常水平，免税零售商去库存压力也将随之回落。考虑到雅诗兰黛品牌和海蓝之谜在免税市场中市占率较高，而兰蔻和资生堂处于免税市占的第二和第三梯队，我们预计，雅诗兰黛有望实现该渠道业绩的显著提升，同时拉动中国中免香化板块的盈利的增长。随着机场业务规模逐渐提升、境内业务盈利改善，我们认为旅游零售板块恢复仍将延续。需要注意的是，尽管销售端压力逐步缓解，需求端复苏可能仍慢于预期。2024年春节黄金周数据显示，三亚免税店进店客流相较2023年同期上升41%，而离岛免税购物平均客单价下降16%。

**中国护肤市场：品牌竞争日趋激烈，国际企业发展中面临多样挑战。**品牌分化的发展趋势将持续。对于以资生堂为代表的日企来说，核废水排放叠加深度布局的中国市场的难题或难以在短期内消除。对于欧美集团来说，品牌不得不加大投入并凸显核心技术维护长期累积的高端客群。欧莱雅预计持续强化其四季度皮肤学板块取得的亮眼发展，而雅诗兰黛也曾强调“肌肤长寿”理念下的三重布局。纵观行业，我们认为珀莱雅(603605 CH)和巨子生物(2367 HK)在性价比、功效性的竞争优势显著，研发方向符合当前市场需求。我们维持珀莱雅的“买入”评级，并预计两家公司将持续引领中国市场。

### 估值表

公司	代码	评级	目标价	收市价	市值	Upside	市盈率(x)		市净率(x)		股本回报率(%)	
			(LC)	(LC)	USD Mn	(%)	FY23E	FY24E	FY23E	FY24E	FY23E	FY24E
<b>中国护肤品品牌</b>												
珀莱雅	603605 CH	BUY	138.3	98.2	5,423	40.8	37.3	30.2	9.1	7.4	24.3	24.6
巨子生物	2367 HK	BUY	48.9	36.0	4,580	35.8	25.2	20.4	7.9	5.7	31.3	27.9
贝泰妮	300957 CH	HOLD	81.6	64.4	3,795	26.7	24.5	20.4	4.3	3.7	17.4	18.1
上海家化	600315 CH	HOLD	21.4	18.8	1,769	13.8	25.5	20.0	1.7	1.6	6.6	7.9
丸美股份	603983 CH	NR	NA	30.7	1,711	NA	41.6	32.8	3.6	3.4	8.7	8.7
<b>日本/韩国护肤品品牌</b>												
资生堂	4911 JP	NR	NA	4177.0	11,128	NA	93.3	56.1	2.8	2.7	3.1	6.0
高丝	4922 JP	NR	NA	8476.0	3,420	NA	27.8	26.3	1.8	1.8	6.6	6.6
花王	4452 JP	NR	NA	5677.0	17,615	NA	57.0	25.7	2.7	2.7	4.9	4.9
芳珂	4921 JP	NR	NA	2142.5	1,860	NA	36.9	28.3	3.4	3.1	9.3	9.3
宝丽	4927 JP	NR	NA	1469.0	2,242	NA	26.0	23.5	1.9	1.8	7.3	7.3
爱茉莉太平洋	090430 KS	NR	NA	127000.0	5,610	NA	n.a.	n.a.	n.m	n.m	3.3	3.3
LGHH	051900 KS	NR	NA	329500.0	3,886	NA	n.a.	n.a.	n.m	n.m	2.9	2.9
<b>美国/欧洲护肤品品牌</b>												
欧舒丹	973 HK	NR	NA	28.2	5,316	NA	22.0	23.6	3.4	3.8	15.9	15.9
雅诗兰黛	EL US	NR	NA	147.5	52,868	NA	43.9	65.8	9.4	9.3	21.3	21.3
宝洁	PG US	NR	NA	160.4	377,425	NA	27.3	24.9	8.4	7.7	31.6	31.6
欧莱雅	OR FP	NR	NA	449.0	261,345	NA	37.0	34.4	8.3	7.4	22.9	22.9
科蒂	COTY US	NR	NA	12.6	11,315	NA	23.4	27.9	2.9	2.5	13.1	13.1

资料来源：公司资料及招银国际环球市场预测

同步大市  
(维持)

### 海外消费行业

黄铭谦

(852) 3900 0838

josephwong@cmbi.com.hk

李昀嘉

(852) 3757 6202

bellali@cmbi.com.hk

相关报告：

1. [海外顶奢消费跟踪 - 近期板块反弹解读](#) - 2024年2月2日

2. [雅诗兰黛 \(EL US\) - 2Q 业绩超预期；指引微调确认拐点于下半年出现](#) - 2024年2月6日

3. [海外顶奢消费跟踪 - 近期板块反弹解读](#) - 2024年2月2日

4. [周大福 \(1929 HK\) - 三季度零售额增长46%；节日季强劲需求或延续至四季度](#) - 2024年1月15日

5. [Prada SpA \(1913 HK\) - 4Q preview: cFX/reported sales +12.1%/6.4%](#) - 2024年1月15日

6. [中国中免 \(601888 CH\) - 全年业绩略逊预期；下调24年收入/净利9%/16%](#) - 2024年1月9日

7. [Samsonite \(1910 HK\) - 4Q preview: sales/adj. EBITDA +18%/+36%](#) - 2024年1月2日

## 国际美妆集团中期战略目标更新

### 资生堂 “Shift 2025 and Beyond”

2023年2月，资生堂宣布了“Shift 2025 and Beyond”的战略，作为上一中期战略规划的中，其中提出了配合架构调整将发展模式由“防守性”转为“进攻性”，确保集团向既定的2030年目标加速推进。在延续上一轮改革部署聚焦高盈利理念的基础上，本轮的首要战略之一是重拾日本业务的可持续增长，业务层面则追求优化成本结构。运营规划包括：1) 增强高端品牌的全球业务发展；2) 利用全球布局寻找跨界创新的研发机会；3) 长期提升核心盈利水平，在提高营销费用投入的同时对其他费用加强管理。

2024年2月，管理层对“Shift 2025 and Beyond”目标进行了部分调整，其中包括：1) 将2022-2025年销售额的复合年增长率目标由8%下调至6%，反映美国和欧洲市场的高增长难以完全抵消中国和旅游零售市场销售的低增长；2) 推迟一年实现9%核心经营利润率的目标时间至2025财年；3) 鉴于中国和旅游零售业务权重减少，将2025财年整体核心经营利润率目标由12%下调至9%。实施层面，集团将率先在日本进行成本结构改革，并在利润率达到15%后将改革扩展至其他地区。

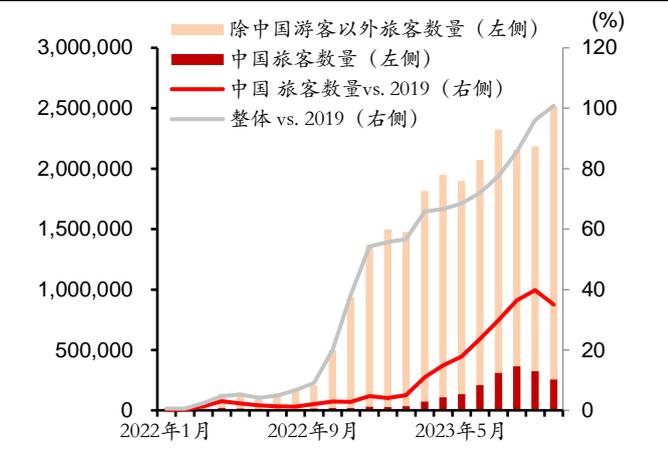
图 1：资生堂“Shift 2025 and Beyond”中期战略更新

Shift 2025 and Beyond							
主要战略	作为“WIN2023 and Beyond”战略的延续，目标实现盈利水平持续恢复提升，实现长期可持续增长长期树立品牌定位“Personal Skin Beauty & Wellness Company”						
详细目标							
销售	<table border="1"> <thead> <tr> <th>至2025年实现</th> <th>至2029年实现</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>2023-2025年基于2022年的净销售额的CAGR达到8%</td> <td>2026-2027年基于2025年的净销售额的CAGR达到6%</td> </tr> </tbody> </table>	至2025年实现	至2029年实现	2023-2025年基于2022年的净销售额的CAGR达到8%	2026-2027年基于2025年的净销售额的CAGR达到6%		
至2025年实现	至2029年实现						
2023-2025年基于2022年的净销售额的CAGR达到8%	2026-2027年基于2025年的净销售额的CAGR达到6%						
运营	<table border="1"> <tbody> <tr> <td>COPM达到9%</td> <td>2028或2029年COPM达到15%</td> </tr> <tr> <td>保障1千亿美元现金流</td> <td></td> </tr> <tr> <td>完成400亿日元的成本节约</td> <td></td> </tr> </tbody> </table>	COPM达到9%	2028或2029年COPM达到15%	保障1千亿美元现金流		完成400亿日元的成本节约	
COPM达到9%	2028或2029年COPM达到15%						
保障1千亿美元现金流							
完成400亿日元的成本节约							
股东回报	<table border="1"> <tbody> <tr> <td>资本回报率 (ROIC) 达到9%</td> <td></td> </tr> <tr> <td>股本回报率 (ROE) 达到11%</td> <td></td> </tr> </tbody> </table>	资本回报率 (ROIC) 达到9%		股本回报率 (ROE) 达到11%			
资本回报率 (ROIC) 达到9%							
股本回报率 (ROE) 达到11%							
分地区、板块战略							
日本	通过营销和成本节约拉动可持续增长 核心经营利润达到500亿日元						
除日本外亚太地区	品牌矩阵完善 设立香水和男士领域的新品牌						
中国	扩充品牌矩阵并进入新的地区 提高海南旅游零售投入						
美国	预计成为下一个增长支柱 加强包括资生堂、NARS、醉象的核心品牌建设						
欧洲	持续强化盈利水平 加强包括Shiseido、NARS的核心品牌建设，增强醉象和CPB品牌力						
	2027-2028年中国旅游零售COPM达到15%						

资料来源：公司资料及招银国际环球市场

当前环境下，资生堂维持重拾日本业务增长这一重要规划。随着日元长期走低，海外旅客购买力受到提振，日本旅游及境内消费热度持续走高。尽管核污水影响叠加新一批出境游目的地的崛起导致赴日的中国客流量恢复受阻，但在年底节假日旅游季的拉动下，去年12月日本境内百货公司化妆品月度销售额已恢复至2019年的95%水平。公司管理层表示，发扬本土市场、开拓欧美客群将成为资生堂的重要增长引擎。

图 2:赴日旅客月度数据及对比 2019 年水平变化



资料来源：海口海关及招银国际环球市场

图 3: 日本百货化妆品月度销售及对比 2019 年恢复趋势



资料来源：KDFA 及招银国际环球市场

## 雅诗兰黛 “利润恢复计划”

2023 年下半年以来，外部不利因素增加。雅诗兰黛集团在 2024 财年 1 季度末将 2024 财年全年销售预期由 5%至 7%下调到-2%至 1%，并表示需专注在地区、产品类别、品牌和渠道之间重新建立平衡和盈利的长期增长。对于计划，管理层提出，1) 会加快并扩大计划落实，预计 2024 年初将该计划落实到位；2) 预计实现 8 亿至 10 亿美元的营业利润增量；3) 将在 2025 和 2026 财年逐步重建利润率。同时，集团计划持续投资创新、广告和新兴市场，以支持长期的盈利增长。对于中国这个关键市场，集团强调将通过升级中国创新研发中心、增强配送网络、提高运营效率来提升内地消费者的认可度。

集团于 2024 财年 2 季度末对“利润恢复计划”进行了调整，预计在下半财年进一步扩充该计划，以实现更强劲的盈利水平，并提速业绩增长。更新的计划重点包括：1) 长期重组将于 2024 下半财年开始，并于 2026 财年末基本完成；2) 预计实现利润增量提升到 11 亿-14 亿美元；3) 预计每年将产生 3.5 亿-5 亿美元的税前收益。管理层表示，2024 下半财年有望恢复两位数的有机净销售增长，旗下各个品牌和地区加大投入以结合本土需求也是计划中的重要战略。对于内地市场来说，集团对长期盈利潜力抱有信心，并再次强调将长期投身本土创新研发，长期俘获消费者。

## 国际化妆品集团探寻中国消费客群发展潜能，寻求可持续长期增长新动力

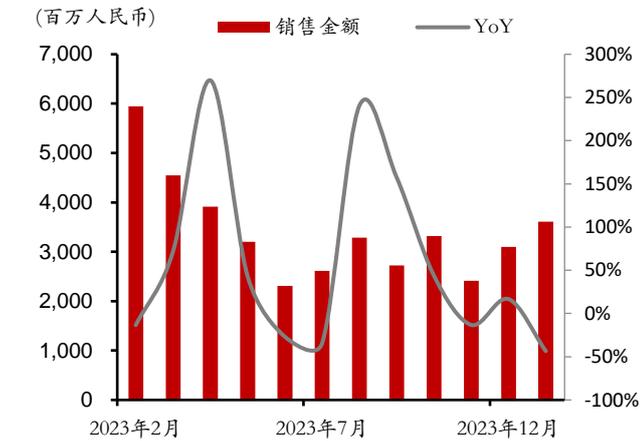
中国消费市场长期以来被视作全球美妆护肤行业营收及盈利增长的主力，但这一格局正发生变化。2023 年中，内地市场呈现出数年内首次行业放缓增速的迹象，而亚洲地区旅游零售业务恢复速度依然慢于预期。

### 旅游零售：库存回落及机场客流恢复持续改善销售利润率

旅游零售主要渠道涵盖韩国、海南和中国市区免税店。除游客外，代购曾是板块的主要收入来源。韩国和海南分别于 2022 年底和 2023 年 6 月针对代购发布了更严格的限制令。导致这两个地区的免税销售额同比下降了约 30%-40%。代购客源消除后，旅客消费需求依然较弱。截至 2023 年末，韩国免税消费人数同比增长 73%，而销售额则同比-3%。中国春

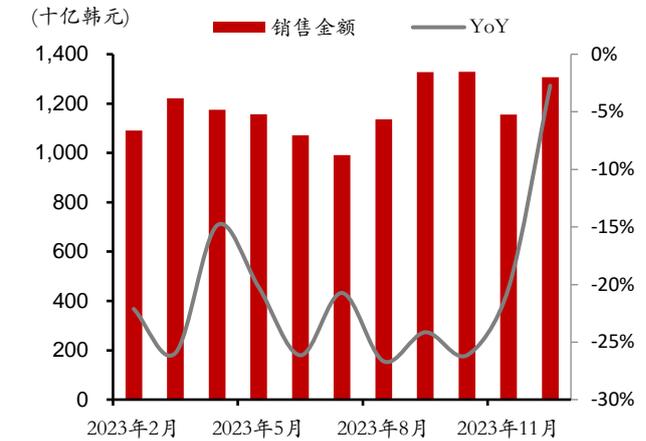
节黄金周数据显示，海南免税消费人数、销售额分别增长90%和60%。考虑到旅游零售市场因监管打击代购萎缩，而出境客流仍在恢复，化妆品集团的旅游零售增长预计在2024年达到中个位数，与中国区零售业务增长率持平，考虑到化妆品集团针对免税渠道的高端规划。板块的收入贡献占比有望回升至15%；经营利润回升至23%。

图 4:海南免税销售金额及同比变化趋势



资料来源：海口海关及招银国际环球市场

图 5:韩国免税销售金额及同比变化趋势



资料来源：KDFA及招银国际环球市场

## 中国内地市场：市场规模增速放缓，高端护肤领域竞争激烈，小众、高奢香水入局

对于日企来说，受2023年下半年日本政府核废水排放事件影响，中国消费者对日系化妆品的抵触心理持续发酵，日系美妆品牌在中国消费者相关市场占有率直线下降。而截至2023年上半年，中国市场还是资生堂的第一大市场。对于内地市场，资生堂正通过投资在创新美妆和医美领域寻求更多长期增长机会，关键举措包括，参与投资创健医疗，入局内地医美赛道和重组胶原蛋白研发领域。

抗衰老科技长期被视为体现欧美护肤品集团专业研发能力的重要卖点之一，抗衰类型产品通常也都是以最高定价的单品或系列推出。近年来，中国护肤领域内基于高功效和科技成分的理念持续迭代。随着头部国货品牌加速推进自研成分及工艺，抗衰科技已不再是欧美系龙头集团的专属，叠加轻医美项目在内地加速普及渗透，欧美集团旗下品牌抗衰产品销售、盈利承压。在整体增长趋缓、品牌和品类竞争加剧的中国护肤品市场中，国际巨头在通过多种营销手段努力维持市场份额的同时，纷纷加码入局高利润的小众、高奢香水市场以维护利润水平并把握中国高端市场中的新机遇。

随着个性化消费和定制化需求的兴起，高端香氛作为奢侈品消费的衍生品备受关注。目前为止，奢侈品行业的四大巨头均已开始自营香水业务，而美妆公司在争夺现有香水代理权方面已经基本确定。历峰集团于去年9月正式成立高级香水与美容部门，并收回了6个高端品牌的香水和美妆业务；LVMH集团的香水和彩妆业务展现出11%的强劲增长；开云集团也已进行了两轮布局以发展香水业务；爱马仕集团则持续采用差异化定位策略吸引消费者。为把握中国市场的增长潜力，除了欧莱雅对本土高端香氛品牌闻献和观夏的投资外，雅诗兰黛去年12月还战略投资了中国香氛品牌melt season。此外，雅诗兰黛管理层也在业绩会议上提到上海的Le Labo慢香水工作室也将成为2024年市场营销发展的重点之一。然而，考虑到国内疲弱的消费环境，我们认为中国的高端香氛市场虽然渗透率较低，

但是竞争对手实力相当且此类产品售价普遍较高，短期不适合在国内疲弱市场环境下发展。

消费增长放缓、本土品牌崛起、轻医美渗透率提高等因素下，国际集团在中国市场中面临的困境复杂且持久。2024年国际品牌将加大投入，并通过重塑品牌形象来重新建立消费者的信任和品牌认知，而寻找稳定的长期增长支撑仍然是一项具有挑战性的任务。考虑到日系品牌竞争力的减弱，中国本土品牌与欧美系国际品牌将继续在整体市场增长放缓的情况下争夺份额。

## 免责声明及披露

### 分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

### 招银国际环球市场投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招银国际证券并未给予投资评级

### 招银国际环球市场行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来 12 个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来 12 个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来 12 个月预期表现跑输大市指标

### 招银国际环球市场有限公司

地址: 香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 楼 电话: (852) 3900 0888 传真: (852) 3900 0800

招银国际环球市场有限公司(“招银国际环球市场”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

### 重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际环球市场不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际环球市场建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银国际环球市场编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际环球市场可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国 2000 年金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际环球市场书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

招银国际环球市场不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际环球市场不受美国就有研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关 FINRA 规则的限制。本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法(经修订) 规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何人。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。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。

对于在新加坡的收件人

本报告由 CMBI (Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号 201731928D) 在新加坡分发。CMBISG 是在《财务顾问法案》(新加坡法例第 110 章) 下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG 可根据《财务顾问条例》第 32C 条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构编制的报告。如果报告在新加坡分发非《证券与期货法案》(新加坡法例第 289 章) 所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则 CMBISG 仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电 (+65 6350 4400) 联系 CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。