欧莱雅（OR.PA）

迎十年来最快增长，对 2019 年展望乐观

——欧莱雅 2018 年业绩点评

	訾猛（分析师）	彭瑛（分析师）
	021-38676442	021-38674933
	zimeng@gtjas.com	pengying@gtjas.com
证书编号	S0880513120002	S0880517120002

评级:	增持
当前价格（欧元）:	218.8
	2019.02.13

交易数据	
52 周内股价区间（欧元）	171-222
当前股本（百万股）	560
当前市值（百万欧元）	123794

本报告导读:

公司凭借电商和旅游零售渠道发力，高端和活性产品线强劲增长，以及新兴市场快速发展，取得了近十年来最快增长，全球美妆市场增长强劲，公司对 2019 年展望乐观。

摘要:

- **公司迎十年来最快增长，营业利润率再创新高。**FY2018 公司实现营收 269.37 亿欧元，同比增长 7.1%，创下 2007 年以来的新高。实现营业利润 49.22 亿欧元，同比增长 5.3%，营业利润率 18.3%（+0.3pct），创下历史新高。实现净利润 39 亿欧元，同比增长 8.8%，毛利率 72.8%（+1.06pct），净利率 14.5%（+0.7pct）。
- **全球美妆市场增速创近二十年新高，化妆品消费增长动力充足。**2018 年全球美妆市场增速 5.5%，创下近二十年新高。分地区看，新兴市场增长 8%，其中，亚太地区以 10%的增速领衔，拉美、东欧、非洲及中东等地区的美妆市场规模同比分别增长 3%/5%/0%;成熟市场中，北美增速较快，同比增长 5%，西欧地区增长乏力，与 2017 年持平。分渠道看，电商和旅游零售渠道势如破竹，同比分别增长 25%/22%。
- **电商、旅游零售、亚太市场是业绩增长的主要驱动力。**FY2018 电商渠道营收增长 40.6%，在营收中占比达到 11%；旅游零售渠道营收突破 20 亿欧元，同比增长 27.1%。分地区看，新兴市场增长强劲，FY2018 年亚太地区实现营收 74.1 亿欧元，同比增长 24.1%，占比达到 27.5%，成为公司仅次于西欧的第二大市场；北美市场表现平稳，营收同比增长 2.7%。西欧地区受累于英法等市场拖累，营收同比下滑 0.3%。
- **高端产品、活性产品表现亮眼，产品创新+媒体营销+电商助力成长。**FY2018 高端和活性化妆品部门分别实现营收 93.7/22.8 亿欧元，同比增长 14.4%/11.9%。专业产品和大众产品部门表现相对逊色，分别实现营收 32.6/120.3 亿欧元，同比增长 2%/2.5%。展望 2019 年，高端产品部将注重护肤品创新和把握中国中产阶级崛起机遇，大众产品部将注重核心品牌产品创新，加速电商发展，增加新型营销和明星产品，公司对 2019 年的业绩增长总体持乐观态度。
- **风险提示：**竞争加剧导致业绩承压；经济增长放缓导致需求承压等。

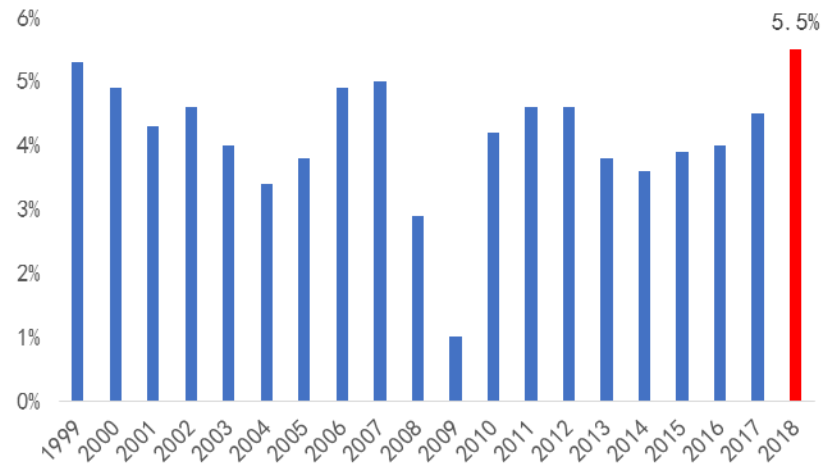
财务摘要（百万欧元）	FY2014	FY2015	FY2016	FY2017	FY2018
营业收入	22,532.0	25,257.4	24,916.3	26,023.7	26,937.4
(+/-)%	1.84%	12.10%	-1.35%	4.44%	3.51%
毛利润	16,031.3	17,980.0	17,847.7	18,664.5	19,605.8
净利润	4,908.6	3,298.5	3,108.7	3,585.5	3,899.5
(+/-)%	65.75%	-32.80%	-5.75%	15.34%	8.76%
PE	25.2	37.5	39.82	34.5	31.7
PB	4.65	4.36	4.12	4.23	4.94

1. 全球美妆增速创 20 年新高，黄金时代势不可挡

2018 年全球美妆市场增速达 5.5%，创下近二十年最高增速。分地区看，新兴市场实现了 8%的增长，其中，亚太地区以 10%的增速领衔，拉美、东欧、非洲及中东等地区的美妆市场规模同比分别增长 3%/5%/0%；成熟市场中，北美增速较快，同比增长 5%，西欧地区增长乏力，与 2017 年持平。分渠道看，电商和旅游零售渠道势如破竹，同比分别增长 25%/22%。分部门看，高端美妆和药妆表现不俗，分别实现了 11%/6%的增速，大众美妆和护发产品等增速落后，仅增长 4%/2%。分品类看，护肤品增速领跑，同比增长 9%；彩妆和香水同样具备良好的发展潜力，均实现了 5%的增长。

化妆品消费增长动力充足，化妆品行业迎来黄金时代。欧莱雅集团提出全球化妆品市场的强势增长，主要受益于四大发展引擎：第一，消费者对美丽的无尽追求："爱美之心，人皆有之"，各类人群对于美丽的无尽追求为美妆市场的发展提供了广阔舞台；第二，市场的高端化趋势：随着以中国为代表的大部分发展中国家经济水平的进一步提升，消费升级趋势显现，消费者对于产品品质提出了更高要求，催生了对于高端产品的新一轮需求喷发；第三，电子化发展：随着互联网的更深层次渗透及社交媒体如火如荼的发展，互联网逐渐成为消费主力军的年轻一代提供了探索、购买新产品和分享美丽的平台；第四，新兴市场极具发展潜力：如果将北美、西欧及日本等发达地区的人均化妆品消费指数定义为 100，东欧及拉美地区的人均化妆品消费指数不足 35；在亚洲及中东、非洲地区，该指数更低，分别为 20/10；在电商的助力下，化妆品销售能够进一步拓展到传统方式无法触及的区域，也更有利于新兴地区巨大市场的开发。

图 1：全球美妆市场增速创 20 年来新高



数据来源：欧莱雅年报，Euromonitor，国泰君安证券研究

图 2：电商和旅游零售渠道增速领先

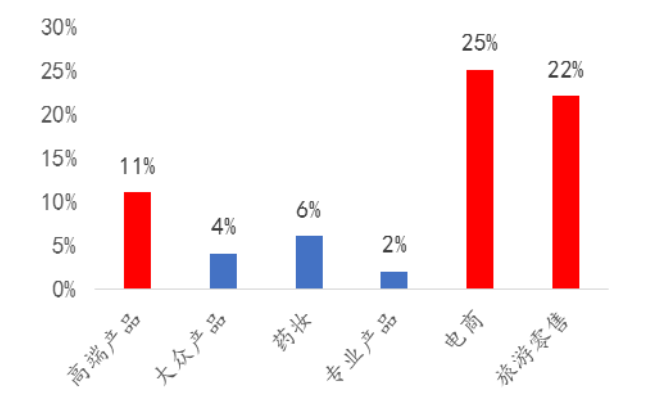
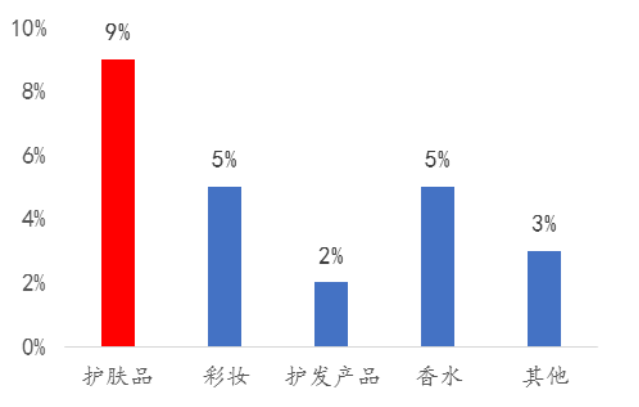


图 3：护肤品重回高增长，彩妆、香水发展潜力大



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

2. 欧莱雅迎十年来最快增长：电商+旅游零售、高端线等是主要推动力

欧莱雅迎十年来最快增长，营业利润率再创新高。FY2018 欧莱雅集团实现营收 269.37 亿欧元，同比增长 7.1%（固定汇率下增长 8%），创下了 2007 年以来的最高增速。实现营业利润 49.22 亿欧元，同比增长 5.3%，营业利润率 18.3%（+0.3pct），创下历史新高。实现净利润 39 亿欧元，同比增长 8.8%，毛利率 72.8%（+1.06pct），净利率 14.5%（+0.7pct）。广告促销费用率、销售管理费用率和研发费用率变化不大，分别同比+0.8pct/-0.1pct/+0.02pct；其中研发费用 9.14 亿欧元，同比增长 4.3%，公司 CEO 表示对 2019 年的发展充满信心。

图 4：欧莱雅营收可比增速创十年新高

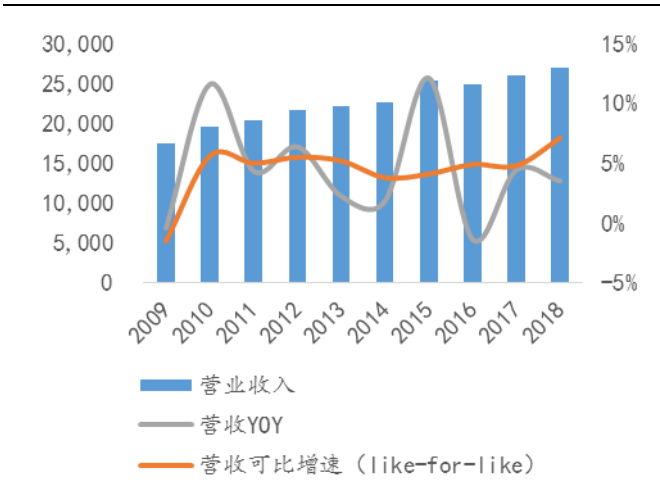
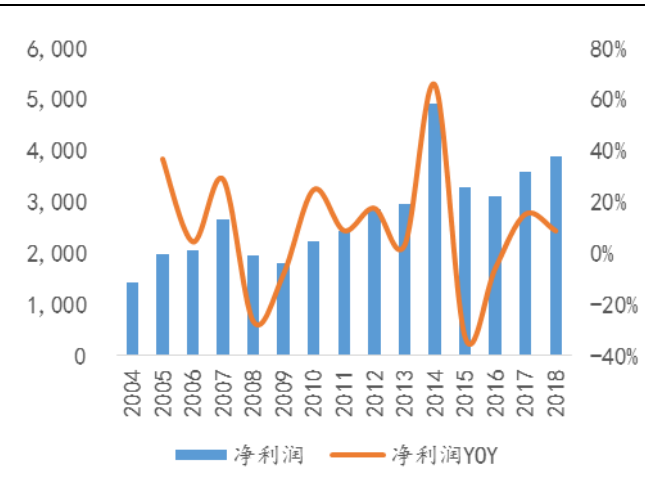


图 5： 欧莱雅净利率增长 8.8%



数据来源：Bloomberg，公司公告，国泰君安证券研究

图 6：欧莱雅营业利润率创历史新高

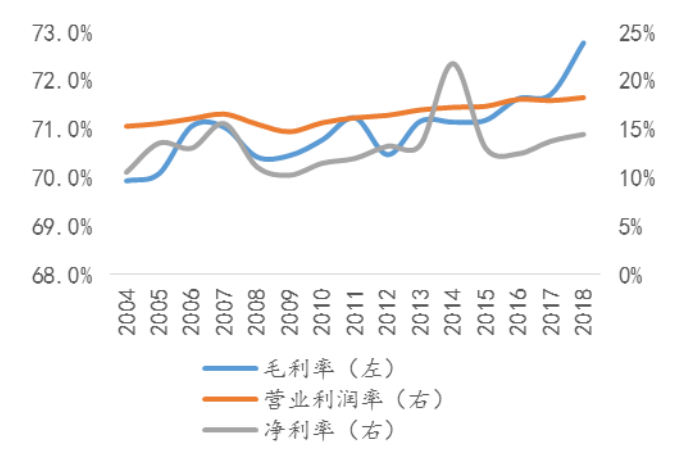
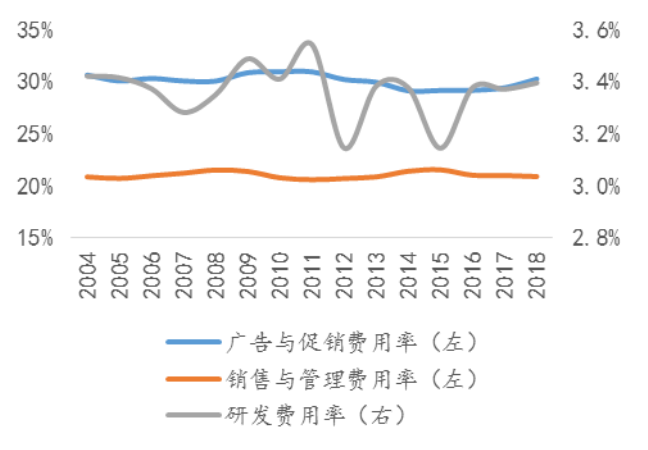


图 7：欧莱雅广告和研发费用率小幅提升



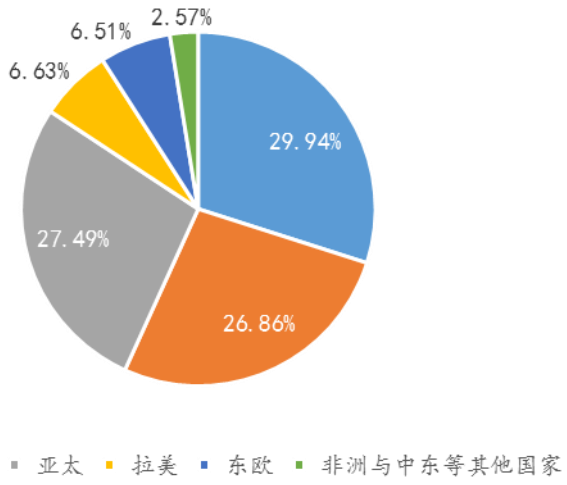
数据来源：Bloomberg，公司公告，国泰君安证券研究

从业绩增长的驱动力来看：

1）分渠道看，电商和旅游零售渠道是 2018 年营收增长的主要驱动力：电商渠道营收增长 40.6%，在营收中占比已经达到 11%；旅游零售渠道营收突破 20 亿欧元，同比增长 27.1%。

2）分地区看，新兴市场增长强劲，亚太地区已成为公司发展的重要引擎：FY2018 年亚太地区实现营收 74.1 亿欧元，同比增长 24.1%，在所有地区中增速领先，且亚太地区营收首次超越北美地区，占比达到 27.5%，成为公司仅次于西欧的第二大市场；而公司在亚太地区的市场领导地位进一步巩固，市场份额达 8.7%。北美市场表现平稳，营收同比增长 2.7%。西欧地区受累于英法等市场拖累，营收同比下滑 0.3%。

图 8：FY2018 欧莱雅分地区营收占比



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

表 1：FY2018 亚太地区表现一枝独秀（根据报表数据计算得出）

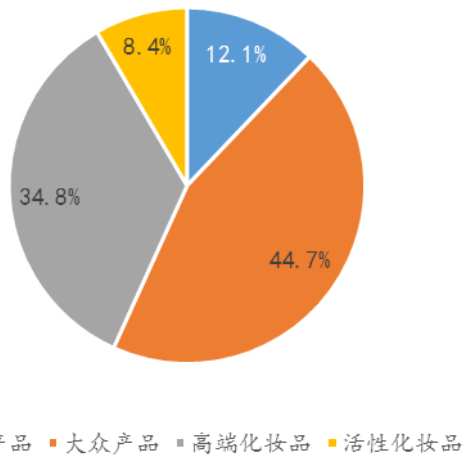
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
西欧	-4.9%	2.6%	0.9%	2.1%	0.9%	2.4%	4.2%	0.5%	1.5%	-0.7%
北美	1.8%	9.9%	5.1%	18.3%	2.8%	0.6%	23.5%	6.7%	3.5%	-1.6%

亚太	15.0%	22.9%	13.4%	18.4%	2.2%	5.3%	20.0%	1.8%	9.2%	20.4%
拉美	-1.1%	32.6%	10.8%	8.7%	3.3%	-1.7%	0.9%	-1.8%	6.3%	-8.6%
东欧	-12.1%	15.3%	9.2%	6.4%	4.1%	-6.3%	-3.5%	2.8%	11.3%	0.2%
非洲及中东等	6.7%	13.8%	-30.0%	18.8%	9.0%	12.5%	28.1%	5.0%	-9.4%	0.2%

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

3）分部门看，分化明显，高端和活性化妆品部门增速领先：FY2018，高端和活性化妆品部门分别实现营收 93.7/22.8 亿欧元，同比增长 14.4%/11.9%。专业产品和大众产品部门表现相对逊色，分别实现营收 32.6/120.3 亿欧元，同比增长 2%/2.5%。

图 9：FY2018 欧莱雅分地区营收占比



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

表 2：FY2018 高端和活性化妆品部门增速领先（根据报表数据计算得出）

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
专业产品	-3.4%	13.8%	3.6%	6.7%	-1.0%	2.0%	31.9%	-15.0%	-1.5%	-2.6%
大众产品	1.5%	11.4%	3.2%	8.9%	1.5%	-1.0%	10.0%	1.3%	1.0%	-0.7%
高端化妆品	-2.5%	11.5%	6.5%	16.0%	5.3%	5.7%	16.7%	6.0%	10.6%	10.6%
活性化妆品	-3.1%	8.9%	2.6%	7.5%	4.9%	3.6%	9.4%	2.4%	11.9%	9.2%

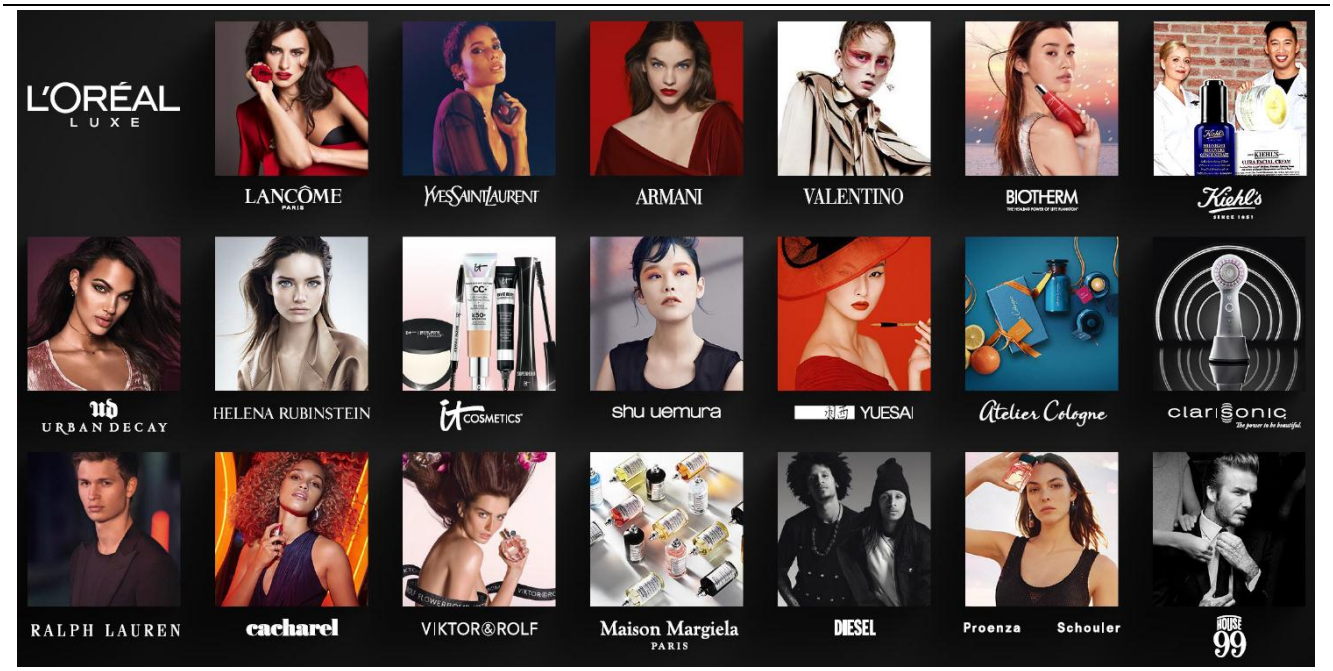
数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

具体分析各个部门的业绩表现和未来增长点：

高端产品部门业绩亮眼，各大品牌百花齐放。FY2018，高端产品部门实现营收 93.7 亿欧元，同比增长 14.4%，这也是该部门连续第八年增速超越整体市场表现。高端产品部门在各地区均表现不凡，亚太地区营收同比增长高达 35%，其中中国地区的增速更是达到了惊人的 52%；东欧、拉美、西欧及北美分别实现增幅 14%/10%/2%/2%。分品牌看，兰蔻、YSL、阿玛尼、科颜氏销售额均超过 4 亿欧元，实现了两位数高增长。兰蔻的高速增长得益于护肤品（小黑瓶精华和菁纯系列产品）和全新美丽人生香水的优越表现；YSL 和阿玛尼新推出的黑鸦片、红色挚爱等香水同样受到消费者追捧。传统爆款产品的影响力及不断结合消费者需求更新的产品矩阵共同造就了高端产品部门 2018 年的良好表现。分品类看，护

肤品销售额同比增长 24%，香水产品中阿玛尼挚爱、YSL 黑鸦片、兰蔻美丽人生的销售额均进入欧洲前六。线上线下全面发展：高端产品部门 2018 年电商部分增速也高达 42%，营收占比达 16%；门店全新升级，打造与消费者沟通的新媒介。根据高端产品部门对 2019 年的展望，有望依托市场整体的良好表现继续实现高速增长，同时注重护肤品创新，中国不断扩大的中产阶级将为高端产品部门提供前所未有的发展机遇。

图 10：欧莱雅高端产品部门旗下品牌矩阵



数据来源：公司公告

图 11：高端产品线新品发布计划

数据来源：公司公告

活性化妆品部门迎来业绩拐点，强势发展奠定全球市场领导地位。FY2018，活性化妆品部门销售额达 22.76 亿欧元，可比增速 11.9%（为全球药妆市场增速的 2 倍），在全球范围内持续抢占市场份额。活性化妆品部门在中国、美国、俄罗斯、巴西分别增长 27%/21%/18%/12%，增速领先；在北美、亚洲、西欧增速分别为 30%/25%/16%。主要品牌的良好表现为部门发展保驾护航：理肤泉得益于 B5 精华乳等明星产品的不断创新及专门为敏感肌推出的抗老化产品，实现了两位数增长；薇姿成功打造爆款产品 89 精华液；修丽可增速高达 33%，继续占据了美国专业护肤领域的头把交椅；CeraVe 在北美地区实现了两位数增长，已进军超过 30 个国家的市场。2018 年该部门电商销售占比超过 13%，在该部门的发展中扮演了不可或缺的角色。预计 2019 年对于活性化妆品部门来说也将是高速发展的一年。

图 12：理肤泉创新推出敏感肌抗衰老产品

图 13：薇姿明星产品 89 精华液

数据来源：公司公告

专业产品部门表现平稳，重点品牌与渠道优化值得期待。FY2018，护发等专业产品部门实现营收 32.63 亿欧元，可比增长 2%。亚太地区增长领先，增速达 6.5%，其中中国、印度分别实现 35%/19%的高增速，其余表现较好的国家和地区分别为：美国（3.7%）、巴西（8.6%）、东欧地区（6.2%）、西班牙（2.8%）、英国（2.5%）。分品牌看，卡诗依靠创新发布密集修复系列与多渠道共同发力实现增长 7.6%；随着年轻一代成为消费主力，美发行业的发色多样化趋势日益显现，Redken 依靠全新推出的 Shades EQ 实现增长 21%。2019 年，专业产品部门将在强化沙龙渠道优势基础上开发全方位销售渠道，同时继续全球扩张步伐，进军新的市场。

图 14：卡诗密集修复新系列产品

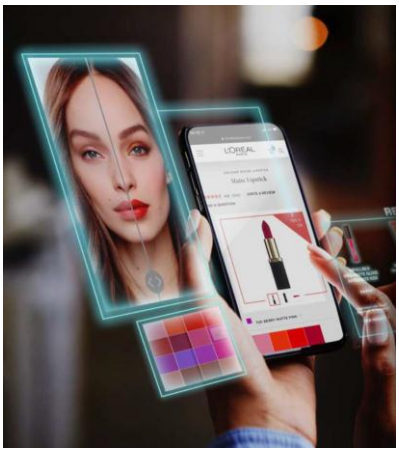
图 15：Redken 全新推出 Shades EQ

数据来源：公司公告

大众产品增速不及市场，期待创新和明星产品突破。FY2018，大众化妆品部门实现营收 120.32 亿欧元，可比增长 2.5%，低于全球大众化妆品市场增速（4%）。虽然部门整体表现较差，但在新兴市场中依旧取得了较高增速。大众产品部门在亚太地区销售增长 12.6%，其中菲律宾、印度、中国的增速分别为 23.0%/19.6%/15.7%；在非洲及中东地区、东欧地区分别增长 11.7%/7.7%；在美国，大众产品中的彩妆、护发及染发产品市场份额持续提升。分品牌看，美宝莲纽约和巴黎欧莱雅分别实现销售可比增长 5.0%/4.6%。分品类看，面部护理实现了两位数增长，彩妆表现夺人眼球，增长超越市场平均增速。该部门电商发展同样势如破竹，全年可比增速高达 38%。展望 2019 年，公司将依托四大引擎助力大众产品部门加速发展：第一，创新；持续投资于核心品牌巴黎欧莱雅（护肤品复颜抗皱系列、护发精油）、美宝莲纽约彩妆及男士专业产品的创新。第二，新型营销；持续推广虚拟试妆服务、加大多种类型的广告曝光、利用 AI 技术创新营销手段。第三，加速电商发展；依托在中国的强劲增长及在美国的快速发展，以及印度、印尼、俄罗斯、英国等市场的发掘，主推电商业务增长。第四，打造明星产品；依靠爆款产品把握美妆市场需求变化。

图 16：美宝莲纽约新款睫毛膏

图 17：虚拟试妆服务



数据来源：公司公告

图 18：卡尼尔明星套装

图 19：3CE 爆款彩妆产品

数据来源：公司公告

3. 风险提示

1、市场竞争加剧导致公司业绩承压；

2、经济增长放缓导致消费需求承压；

3、收购品牌整合效果不及预期等。

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

本报告仅限中国大陆地区发行，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，需在允许的范围内使用，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

1.投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的12个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的12个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的法国SBF250指数涨跌幅为基准。

2.投资建议的比较标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的法国SBF250指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对法国SBF250指数涨幅15%以上
	谨慎增持	相对法国SBF250指数涨幅介于5%～15%之间
	中性	相对法国SBF250指数涨幅介于-5%～5%
	减持	相对法国SBF250指数下跌5%以上
行业投资评级	增持	明显强于法国SBF250指数
	中性	基本与法国SBF250指数持平
	减持	明显弱于法国SBF250指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路168号上海银行大厦29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 28 号盈泰中心2号楼10层
邮编	200120	518026	100140
电话	（021）38676666	（0755）23976888	（010）59312799

E-mail：gtjaresearch@gtjas.com