下载日志已记录，仅供内部参考

行业及产业

美容护理

申万宏源研究 SWS RESEARCH

行业研究/行业深度

2026 年 09 月 10 日

需求端拐点显现，国际集团在华持续修复

——国际化妆品医美公司 26H1 业绩跟踪报告

看好

相关研究

-

证券研究报告

证券分析师
王立平 A0230511040052
wanglp@swsresearch.com
聂霜 A0230524120002
nieshuang@swsresearch.com
王盼 A0230523120001
wangpan@swsresearch.com
联系人
聂霜 A0230524120002
nieshuang@swsresearch.com

本期投资提示：

- **26H1 全球美妆需求端回暖，行业拐点初现，开启新一轮温和复苏周期。**2024-2025 年全球美妆市场增速持续放缓，2025 年市场增速回落至 3.5%，需求端整体偏弱。进入 26 年后，全球消费环境逐步修复，美妆需求持续改善，据欧莱雅测算，26H1 全球美妆市场增速回升至 4.5%，较 25 年明显提速。分品类来看，香水、美发维持高景气，护肤板块摆脱前期低迷态势、回暖显著，彩妆保持温和增长，其中高端美妆尤其是高端护肤复苏趋势明确。预计 26 年全年全球美妆市场增速较 25 年显著提升，行业正式迈入新一轮温和复苏周期。
- **聚焦中国市场，26H1 国内美妆消费持续修复，国际集团在华业绩全面回暖。**26H1 中国化妆品社零同比增长 6.3%，延续 25 年复苏态势，大盘景气度稳步上行。依托国内消费改善及品牌自身战略调整落地，国际美妆集团在华经营大幅修复，整体跑赢国内美妆社零大盘。其中欧莱雅中国延续高个位数增长，增长势头持续向上；雅诗兰黛中国 26H1 实现双位数增长，领跑国内美妆市场；资生堂中国边际改善显著，由 Q1 低个位数下滑转为 Q2 低个位数正增长。叠加各大国际品牌线上全域布局完善、大促促销力度加码、头部主播深度合作，助力品牌在天猫、抖音等核心渠道持续放量，进一步夯实在华复苏态势。
- **欧莱雅：26H1 公司业绩表现亮眼，营收增速大幅跑赢全球美妆大盘，充分彰显行业巨头经营韧性。**公司上半年实现营收 237.8 亿欧元，财报口径同比增长 5.8%，可比口径增速达 6.8%，营业利润同步增长 6.8%，整体经营稳健，增长质量优异。品类端四大业务板块全部实现正增长，增长结构均衡优质。其中专业美发、皮肤医学美容业务增速领跑，高端护发、功效护肤势能强劲，卡诗、理肤泉、修丽可等核心品牌表现突出；高端品类与大众产品稳步复苏，赫莲娜、欧莱雅巴黎等品牌及香水、高端护肤等品类持续贡献增量。区域端全球五大市场全面回暖，实现全员正增长，欧洲、新兴市场高增领跑，北美市场显著修复，北亚市场持续改善，依托国内高端美妆复苏，公司在华业绩稳步上行，凸显其完善的品牌矩阵、多品类协同及全域渠道运营核心优势。
- **雅诗兰黛：26H1 营收同比+5.4%，增速较 26Q1 继续抬升，扭转 2025 年业绩颓势，战略变革成效显现，利润端实现扭亏，盈利大幅改善。**地区层面，中国大陆高速增长领跑，多品牌驱动下跑赢国内高端美妆大盘、份额提升；EUKEM 稳健增长，美洲修复偏弱，亚太温和回暖，旅游零售低基数改善。品类上香水高景气，护肤 Q2 提速，彩妆温和修复，洗发护理基本持平，恢复动能有限。
- **资生堂：26H1 公司营收同比增长 6.2%，营收提速、利润显著改善，盈利结构持续优化。**品牌表现分化，ELIXIR 高增、CPB 与 NAR 稳步修复，主力品牌调整幅度收窄。中国及旅游零售回暖、亚太市场改善，公司将聚焦核心品牌、优化经营效率，持续修复增长曲线。
- **投资分析意见：**核心推荐：1）渠道/品牌矩阵完善，GMV 高增长的珀莱雅、毛戈平、上美股份、上海家化、林清轩；2)期待业绩增速边际改善的丸美生物、润本股份、巨子生物、贝泰妮、华熙生物。医美：把握研发拿证壁垒高、盈利能力强的上游环节公司，重点看好大单品驱动、产品管线布局广泛的标的；推荐：爱美客、朗姿股份。电商代运营+个护自有品牌推荐：若羽臣、壹网壹创、水羊股份、青木科技。
- **风险提示：**宏观经济不确定性；居民消费意愿恢复不及预期；行业竞争加剧；第三方数据误差；超头主播流量下行；舆情风险。

申万宏源研究微信服务号

下载日志已记录，仅供内部参考

投资案件

结论和投资分析意见

国货化妆品医美公司短期面临竞争加剧的压力，长期看好集团化、整合能力强国货龙头。投资分析意见：核心推荐：1）渠道/品牌矩阵完善，GMV 高增长的珀莱雅、毛戈平、上美股份、林清轩、上海家化；2)期待业绩增速边际改善的丸美生物、润本股份、巨子生物、贝泰妮、华熙生物。医美：把握研发拿证壁垒高、盈利能力强的上游环节公司，重点看好大单品驱动、产品管线布局广泛的标的；推荐：爱美客、朗姿股份。电商代运营+个护自有品牌推荐：若羽臣、壹网壹创、水羊股份、青木科技。

原因与逻辑

国际美妆品牌在中国市场复苏，国货品牌面临的竞争愈发激烈，短期业绩增长与股价面临一定压力，长期考验国货公司品牌矩阵与集团化运营实力。自 2020 年以来，受宏观经济因素及国货崛起等因素影响，国际集团在中国市场表现一路走弱，日韩、欧美系品牌相继在中国市场营收陷入下滑并开启战略调整。2025 年开始，国际集团战略调整初见成效，25H2 开始在华营收陆续回暖。26H1 国际品牌在华全面拥抱线上渠道竞争，从渠道布局全面性、促销力度、营销宣传侧重等多方面加大投入，在 38 大促及 618 大促中表现亮眼，吹响反攻国货的号角。中国美妆市场需求端整体略疲软，国际品牌的反攻加剧市场竞争，国货品牌考验再临。

有别于大众的认识

1、市场认为因宏观经济等因素影响，高端品牌销售疲软。我们认为高端消费已有所改善，同时高端美妆品牌通过加大买赠力度、线上渠道全面布局等方式，增加吸引消费者的力度，高端品牌尤其是国际高端品牌销售复苏，助力国际集团业绩拐点向上。

2、市场认为国际品牌复苏，国货后续面临较大压力。我们认为目前国际品牌为维持在华市场份额，旗下包括超高端品牌在内的品牌在中国市场进行价格战及赠送大量赠品，属于与国货全方位竞争后的被动反击，不是通过产品创新等方式获取市场份额，因此这样的竞争可持续性值得商榷。

下载日志已记录，仅供内部参考

目录

1.高端品类需求回暖，助力国际集团在华营收复苏..... 6

2.欧莱雅：26H1 中国市场延续复苏，高端美妆领衔增长. 10

3.雅诗兰黛：中国大陆市场维持双位数增长，全球主要区域营收全面转正..... 13

4.资生堂：26H1 中国大陆市场营收复苏趋势进一步确认，日本本土市场仍任重道远 17

5.宝洁：重视美容板块线上营销，助力 SK-II 回暖..... 20

6.艾伯维：医美端持续增长，保妥适双位数增长 22

7. 投资分析意见..... 23

8.风险提示..... 24

下载日志已记录，仅供内部参考

图表目录

图 1：2026 年 H1 全球美妆市场同比增长 4.5% 6
图 2：天猫渠道 SK-II 618 大促优惠组套 8
图 3：天猫渠道雅诗兰黛 618 大促赠送正装 8
图 4：抖音渠道赫莲娜 618 大促优惠组套 9
图 5：抖音渠道海蓝之谜 618 大促赠送正装 9
图 6：欧莱雅市值走势复盘 10
图 7：26H1 公司报告层面营收增速 5.8% 10
图 8：26H1 年公司营业利润增速 6.8% 10
图 9：26Q2 报告层面营收增速环比 26Q1 加速 11
图 10：2026H1 盈利能力基本持平 11
图 11：26H1 大众品继续巩固第一大品类优势 12
图 12：26H1 公司 4 大品类占比基本稳定 12
图 13：专业产品增速领先，其他品类增速平稳 12
图 14：雅诗兰黛市值走势复盘 14
图 15：26H1 公司营收增长 5.4% 14
图 16：26H1 营业利润扭亏为盈 14
图 17：26Q2 营收增速环比 26Q1 略升 14
图 18：26H1 公司盈利能力上行 14
图 19：雅诗兰黛品牌矩阵 15
图 20：26H1 基本盘产品品类占比维持稳定 16
图 21：26H1 护肤、香水、洗发护理改善，彩妆承压 16
图 22：资生堂市值走势复盘 17
图 23：26H1 公司营收同比增长 6.2% 18
图 24：26H1 营业利润持续回暖 18
图 25：25 年以来公司营收增速整体上升 18
图 26：销售及营销费用率下降，净利率、毛利率改善 18
图 27：26H1 公司营收同比增长 4.4% 20

下载日志已记录，仅供内部参考

图 28：26H1 公司营业利润同比减速-4.4% 20
图 29：2025 年以来营收增速逐季度回暖 20
图 30：2026 年公司净利率整体保持稳定 20
图 31：26H1 各品类占比基本持平 21
图 32：26H1 各品类增速回升 21
图 33：26H1 公司营收增速 11.2% 22
图 34：26H1 公司营业利润增速 20.8% 22
图 35：26H1 公司销售及管理费用率基本持平，盈利效率上升 22
图 36：公司各板块整体占比稳定 23
图 37：26H1 医美、神经板块增速趋势向上 23
图 38：26H1 肉毒素占比持续扩容 23
图 39：26H1 乔雅登增速大幅改善，肉毒素增速快 23

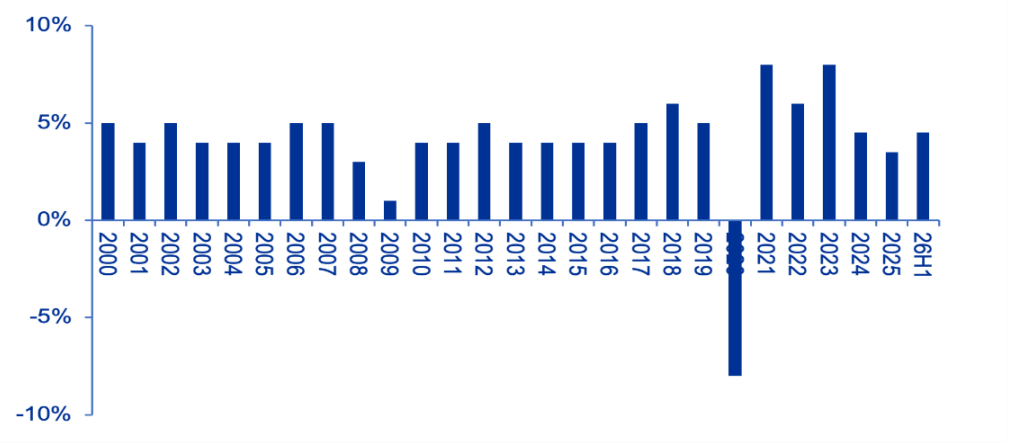
表 1：国际化妆品医美公司 26H1 业绩概览（业绩单位：亿美元） 6
表 2：三大化妆品公司 22-26H1 各地区营收概览 7
表 3：2026H1 国际美妆公司在华营收（常规市场）表现 7
表 4：近年天猫大促美妆品牌排行 8
表 5：近年抖音大促美妆品牌排行 8
表 6：欧莱雅 26H1 各区域营收概览 13
表 7：雅诗兰黛各大区域营收增速和占比 17
表 8：主品牌 Shiseido 降幅收窄，ELIXIR 延续高增，NARS 回暖（营收增速） 19
表 9：公司各地区营收表现 20
表 10：化妆品医美行业估值比较表 24

下载日志已记录，仅供内部参考

1. 高端品类需求回暖，助力国际集团在华营收复苏

26H1 全球美妆需求端回暖，拐点初现。 2025 年全球美妆市场增速约 3.5%，较 24 年 4.5%的增长继续放缓。进入 26 年后，全球主要市场消费需求逐步改善，据欧莱雅估算，26H1 全球美妆市场预计恢复至 4.5%左右的增长，较 25 年明显提速。分品类来看，香水、美发维持较高景气度，护肤在经历前期低迷后明显回暖，彩妆保持温和增长；与此同时，高端美妆尤其是高端护肤的复苏趋势进一步确认。预计 26 年全年全球美妆市场增速较 25 年提升，行业逐步进入新一轮温和复苏周期。

图 1：2026 年 H1 全球美妆市场同比增长 4.5%



资料来源：欧莱雅官网，申万宏源研究

26H1 国际集团收入端增速整体提升，盈利端表现分化。20-24 年由于宏观经济等多方面因素影响，各大国际集团陆续面临业绩下滑、战略调整等问题，各显神通勉力维持市场份额。25 年开始，国际美妆集团业绩分化，以欧莱雅、宝洁为代表的全球性综合集团保持稳健发展，而雅诗兰黛、资生堂则处于持续调整阶段。进入 26 年后，国际集团前期战略调整效果逐步显现，26H1 欧莱雅、资生堂、宝洁营收分别同比增长 5.8%、6.2%、4.4%，延续 Q1 以来的正增长趋势；但盈利端表现有所分化，欧莱雅与资生堂营业利润保持增长，宝洁则在收入增长的同时营业利润同比下降 4.4%。整体来看，国际美妆集团收入端复苏趋势进一步确认，但不同集团间的增长质量与盈利表现差异开始显现。

表 1：国际化妆品医美公司 26H1 业绩概览（业绩单位：亿美元）

类别	公司	营业收入				营业利润			
		2023	2024	2025	26H1	2023	2024	2025	26H1
化妆品	欧莱雅	473.6	500.1	506.6	**273.5**	93.6	99.84	102.3	**58.2**
	YOY	8%	5.6%	1.3%	**5.8%**	9%	6.7%	2.4%	**6.8%**
	雅诗兰黛	152	151.8	146.7	**73.4**	10	-4	4.9	**2.1**
	YOY	-7%	0.1%	-3.3%	**5.4%**	-53%	转盈为亏	扭亏为盈	扭亏为盈
	资生堂	62	66	61.0	**31.3**	1.8	0.5	-1.81	**2.6**
	YOY	-9%	1.8%	-2.1%	**6.2%**	-40%	-73.1%	转盈为亏	**131.8%**
	宝洁	839	843.5	852.6	**424.3**	186	198.8	201.4	**85.2**
	YOY	5%	0.5%	1.1%	**4.4%**	7%	6.8%	1.3%	**-4.4%**

下载日志已记录，仅供内部参考

医美	艾伯维	543	563.3	611.6	**319.9**	128	91.4	150.8	**104.2**
	YOY	-6%	3.7%	8.6%	**11.2%**	-30%	-28.4%	65.0%	**20.8%**

资料来源：各公司财报，申万宏源研究；注：YOY 采用报告层面数据；雅诗兰黛、宝洁采用自然年度/季度数据（非财年）；汇率：欧元/美元=1.15；美元/日元=159，该汇率仅计算 26H1 业绩数据，过往年份数据采用当时的即时汇率，不追溯。

聚焦中国市场，国际集团整体在华营收高增长，线上营销竞争渐入佳境。26H1 中国化妆品社零同比增长 6.3%，延续 25 年以来的复苏趋势。国际美妆集团在此背景下在华业务整体回暖，其中欧莱雅中国延续 26Q1 高个位数增长态势，整体表现跑赢市场，相比 25 年趋势持续向上；雅诗兰黛 26H1 双位数增长，领跑中国美妆市场；资生堂中国常规市场业绩边际改善。整体来看，26H1 中国美妆需求复苏进一步确认，国际集团在华经营表现普遍改善，但不同集团之间恢复速度仍存在分化。

表 2：三大化妆品公司 22-26H1 各地区营收概览

地区	公司		2023		2024		2025		26H1	
			YOY	占比	YOY	占比	YOY	占比	YOY	占比
亚洲	欧莱雅（北亚）		-6%	26%	-3%	24%	1%	23%	2%	23%
	雅诗兰黛（中国）						-	-	12%	22%
	资生堂	日本	9%	27%	10%	29%	1%	30%	-1%	29%
		中国	-4%	25%	1%	26%	-4%	35%	10%	38%
美国	欧莱雅（北美）		10%	27%	6%	27%	3%	27%	4%	26%
	雅诗兰黛（美洲）		3%	30%	-1%	30%	-3%	30%	3%	28%
	资生堂（美洲）		-20%	11%	13%	13%	-10%	11%	6%	11%
欧洲	欧莱雅		14%	32%	9%	33%	4%	34%	8%	34%
	雅诗兰黛（EUKEM）		-20%	37%	8%	40%	-	32%	6%	23%
	资生堂（EMEA）		-9%	12%	21%	14%	3%	15%	12%	13%

资料来源：各公司财报，申万宏源研究；注：采用报告层面数据，资生堂 26H1 中国区域并入原旅游零售业务，因此原口径不可比；雅诗兰黛中国于 25Q3 开始单独拆开披露，折算自然年时暂不可比。

表 3：2026H1 国际美妆公司在华营收（常规市场）表现

季度	中国化妆品社零	欧莱雅	雅诗兰黛	资生堂
22 全年	-5%	6%	下滑	-10%
23 全年	5%	5.40%	下滑	-4%
24 全年	-1.1%	个位数下滑	下滑	0.8%
25 全年	5.1%	中个位数增长	-	-4%
26H1	6.3%	高个位数增长	双位数增长	报告口径双位数

资料来源：国家统计局，各公司财报，申万宏源研究

26 年 618 大促期间，国际品牌凭借高端品牌高客单，在天猫平台表现强劲。26 年天猫渠道 618 大促自 5 月 21 日晚开启预售，当晚化妆品销售前 10 排行榜中，国货珀莱雅位

下载日志已记录，仅供内部参考

居榜首，其后 9 位均为国际品牌，其中宝洁集团的 SK-II、雅诗兰黛旗下主品牌、欧莱雅集团旗下兰蔻等均进入前 5 名，彰显国际品牌实力。

抖音渠道， 618 大促自 5 月 15 日开始至 25 日，国货品牌在美妆销售榜中占 3 位，分别是珀莱雅、自然堂、百雀羚。其他 7 位均为国际品牌，超高端品牌赫莲娜、海蓝之谜位列第 1、4 位，彰显国际品牌在抖音渠道的全面发力，以及国际品牌全价格带品牌的布局。

表 4：近年天猫大促美妆品牌排行

排序	21 年 618	21 年双 11	22 年 618	22 年双 11	23 年 618	23 年双 11	24 年 618	24 年双 11	25 年 618	25 年双 11	26 年 618
1	欧莱雅	雅诗兰黛	欧莱雅	欧莱雅	欧莱雅	珀莱雅	珀莱雅	珀莱雅	珀莱雅	珀莱雅	珀莱雅
2	雅诗兰黛	欧莱雅	雅诗兰黛	雅诗兰黛	兰蔻	欧莱雅	欧莱雅	欧莱雅	兰蔻	雅诗兰黛	SK-II
3	兰蔻	兰蔻	兰蔻	兰蔻	雅诗兰黛	兰蔻	兰蔻	兰蔻	欧莱雅	兰蔻	雅诗兰黛
4	玉兰油	whoo 后	玉兰油	玉兰油	珀莱雅	雅诗兰黛	雅诗兰黛	雅诗兰黛	雅诗兰黛	欧莱雅	修丽可
5	资生堂	资生堂	珀莱雅	珀莱雅	玉兰油	薇诺娜	海蓝之谜	海蓝之谜	海蓝之谜	修丽可	兰蔻
6	海蓝之谜	薇诺娜	海蓝之谜	薇诺娜	海蓝之谜	海蓝之谜	修丽可	赫莲娜	修丽可	海蓝之谜	娇韵诗
7	SK-II	玉兰油	薇诺娜	海蓝之谜	赫莲娜	玉兰油	赫莲娜	修丽可	SK-II	SK-II	海蓝之谜
8	whoo 后	SK-II	资生堂	SK-II	SK-II	修丽可	SK-II	SK-II	赫莲娜	薇诺娜	赫莲娜
9	赫莲娜	海蓝之谜	修丽可	赫莲娜	修丽可	赫莲娜	玉兰油	薇诺娜	CPB	玉兰油	圣罗兰
10	科颜氏	赫莲娜	科颜氏	资生堂	薇诺娜	娇兰	薇诺娜	玉兰油	娇韵诗	CPB	CPB

资料来源：天猫大美妆公众号，魔镜数据，申万宏源研究；注：26 年 618 排名为 5 月 21 日 618 开售当晚数据。

表 5：近年抖音大促美妆品牌排行

排序	21 年 618	21 年双 11	22 年 618	22 年双 11	23 年 618	23 年双 11	24 年 618	24 年双 11	25 年 618	25 年双 11	26 年 618
1	whoo 后	whoo 后	whoo 后	whoo 后	赫莲娜	珀莱雅	韩束	韩束	韩束	韩束	赫莲娜
2	兰蔻	雅萌	雅诗兰黛	雅诗兰黛	雅诗兰黛	韩束	珀莱雅	珀莱雅	赫莲娜	珀莱雅	珀莱雅
3	雅诗兰黛	雪花秀	雅萌	欧莱雅	海蓝之谜	欧莱雅	赫莲娜	欧莱雅	珀莱雅	赫莲娜	雅诗兰黛
4	雪花秀	花西子	珀莱雅	SK-II	兰蔻	雅诗兰黛	雅诗兰黛	雅诗兰黛	雅诗兰黛	欧莱雅	海蓝之谜
5	欧诗漫	自然堂	花西子	欧诗漫	珀莱雅	兰蔻	whoo 后	可复美	欧莱雅	雅诗兰黛	兰蔻
6	珀莱雅	薇诺娜	欧莱雅	玉兰油	whoo 后	赫莲娜	兰蔻	海蓝之谜	兰蔻	谷雨	圣罗兰
7	AOEO	珀莱雅	SK-II	海蓝之谜	韩束	极萌	欧莱雅	自然堂	海蓝之谜	百雀羚	自然堂
8	欧莱雅	欧诗漫	飞科	珀莱雅	SK-II	海蓝之谜	可复美	赫莲娜	whoo 后	兰蔻	百雀羚
9	韩束	韩束	润百颜	赫莲娜	欧莱雅	觅光	海蓝之谜	薇诺娜	SK-II	自然堂	娇韵诗
10	SK-II	兰芝	祖玛珑	自然堂	玉兰油	whoo 后	玉兰油	兰蔻	自然堂	whoo 后	CPB

资料来源：飞瓜数据，蝉妈妈数据，申万宏源研究；注：26 年 618 排名为 5 月 15 日至 5 月 25 日数据。

拥抱线上流量竞争，国际品牌在价格下放的同时，合理运用小样等赠品大幅增加优惠力度。26 年天猫渠道 618 大促，预售首日排名前列的 SK-II 品牌，大单品神仙水在售价打 8 折左右后，通过同款小样赠品实现更低折扣力度，吸引消费者。同样，雅诗兰黛大单品小棕瓶精华及眼霜等，折扣力度类似，国际品牌大幅降低购买门槛，参与线上竞争。

图 2：天猫渠道 SK-II 618 大促优惠组套

图 3：天猫渠道雅诗兰黛 618 大促赠送正装

下载日志已记录，仅供内部参考



资料来源：品牌天猫旗舰店，申万宏源研究



资料来源：品牌天猫旗舰店，申万宏源研究

国际品牌快速完善抖音布局，超高端品牌印证抖音消费价格带破圈实力。抖音渠道相比于天猫渠道起步晚，早期美妆品牌入驻相对不全面，价格带相对较低的品牌取得渠道优势。随着抖音渠道的完善和国际品牌的重视，超高端品牌通过宣传与折扣，在抖音渠道大促站稳销售榜前列，赫莲娜、海蓝之谜等品牌印证抖音渠道全价格带的消费潜力。

图 4：抖音渠道赫莲娜 618 大促优惠组套



资料来源：抖音品牌官方店，申万宏源研究

图 5：抖音渠道海蓝之谜 618 大促赠送正装



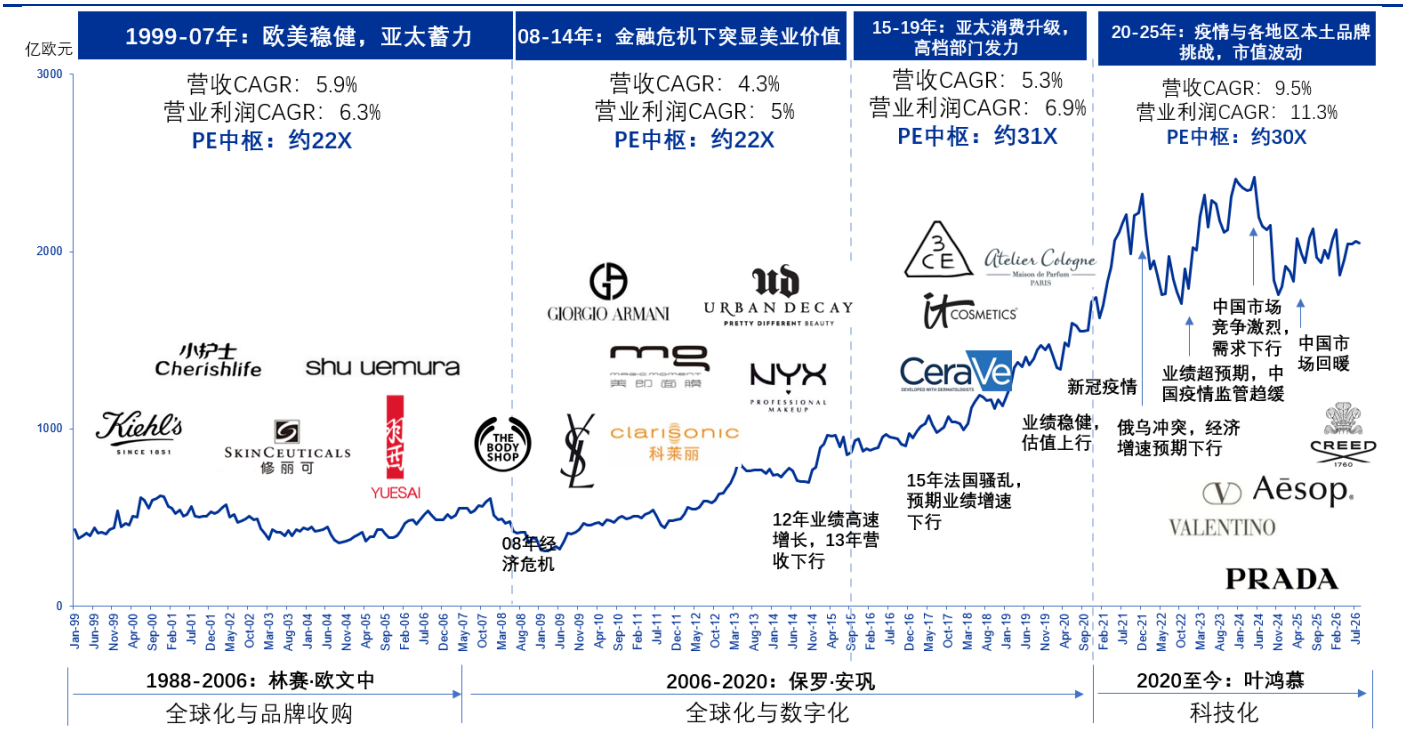
资料来源：抖音品牌官方店，申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

2.欧莱雅：26H1 中国市场延续复苏，高端美妆领衔增长

高端美妆回暖成为核心增长动力。过去数年，受消费需求偏弱、旅游零售承压以及本土品牌竞争加剧等因素影响，欧莱雅在以中国市场为核心的北亚地区增长一度承压。26H1 北亚市场延续修复趋势，增长连续第二个半年度提速，中国成为区域主要增长驱动力。伴随高端美妆市场逐步回暖，欧莱雅在华增长显著跑赢行业，其中高端美妆成为最大增长贡献来源，赫莲娜核心产品及 618 全平台营销表现突出；皮肤医学美容和专业美发业务亦保持较快增长，推动在华业务增长结构进一步改善。

图 6：欧莱雅市值走势复盘



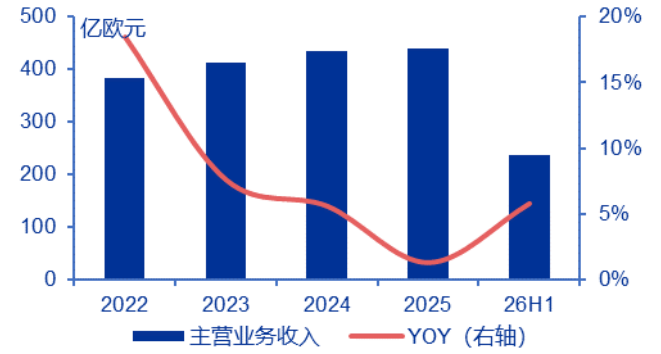
资料来源：公司公告，申万宏源研究；注：纵轴为收盘市值；品牌 LOGO 为时间段内公司新推出或收购品牌。

公司 26H1 营收可比增速 6.8%，跑赢全球美妆市场，彰显巨头韧性。26H1 公司营业收入 237.8 亿欧元，财报口径同比增长 5.8%，可比口径增速 6.8%，持续领跑全球美妆市场；同期公司营业利润同比增长 6.8%，上半年经营表现稳健。

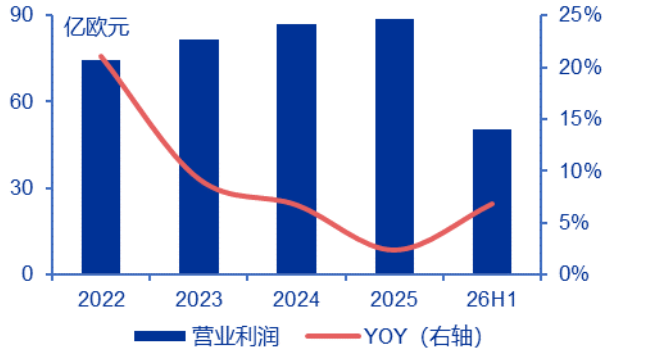
图 7：26H1 公司报告层面营收增速 5.8%

图 8：26H1 年公司营业利润增速 6.8%

下载日志已记录，仅供内部参考

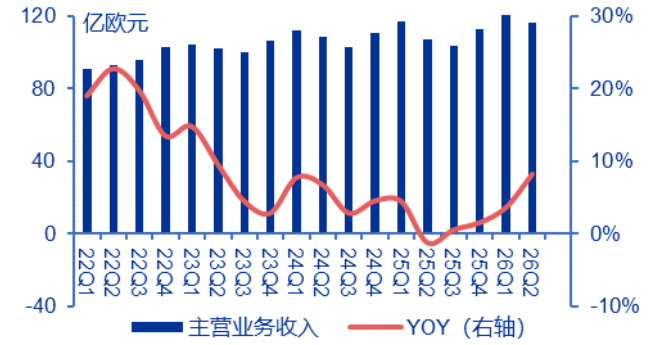


资料来源：公司公告，申万宏源研究



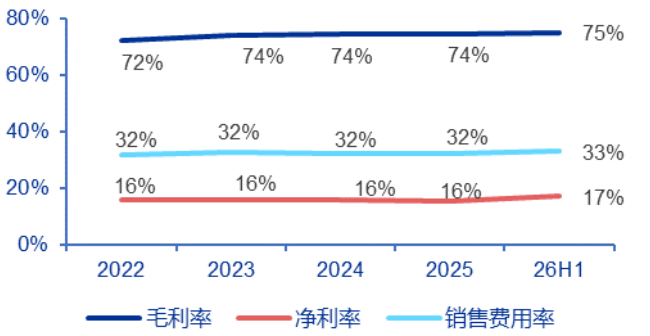
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 9：26Q2 报告层面营收增速环比 26Q1 加速



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 10：2026H1 盈利能力基本持平



资料来源：公司公告，申万宏源研究

分品类看，26H1 四大部门报告层面营收均实现正增长。

1）大众产品品类 26H1 营业收入为 86.4 亿欧元，营收占比 36.4%，报告层面同比增长 2.7%。事业部整体保持稳健增长，二季度较一季度进一步提速，其中欧莱雅巴黎表现尤为突出。区域市场上，欧洲保持较强增长势头，北美延续稳健表现，巴西、印度、越南等新兴市场继续发挥增长引擎作用。品类方面，护发业务实现双位数增长，成为核心增长动力；彩妆业务在欧莱雅巴黎、美宝莲、NYX 专业彩妆等品牌创新驱动下保持增长，护肤业务亦逐步受益于新品放量。

2）高端品类 26H1 营业收入为 80.0 亿欧元，营收占比 33.6%，报告层面同比增长 4.4%。高端美妆业务延续稳健增长态势，整体表现持续跑赢全球高端美妆市场。区域方面，北亚成为最大增长贡献来源，中国市场实现较快增长；欧洲和北美保持稳健增长，新兴市场继续发挥重要增长引擎作用。品类方面，香水仍是最核心增长动力，业务保持双位数增长；护肤业务增长进一步提速，赫莲娜、Medik8 等品牌表现突出。

3）皮肤医学美容品类 26H1 营业收入为 42.2 亿欧元，营收占比 17.7%，报告层面同比增长 9.3%。事业部增长持续提速，实现双位数可比增长并持续跑赢全球皮肤医学美容市场。全球各区域均实现增长，其中北亚及新兴市场保持双位数增长，欧洲和北美实现高个位数增长。品类方面，护肤和护发业务均实现双位数增长，理肤泉、适乐肤及修丽可等核心品牌表现强劲。

下载日志已记录，仅供内部参考

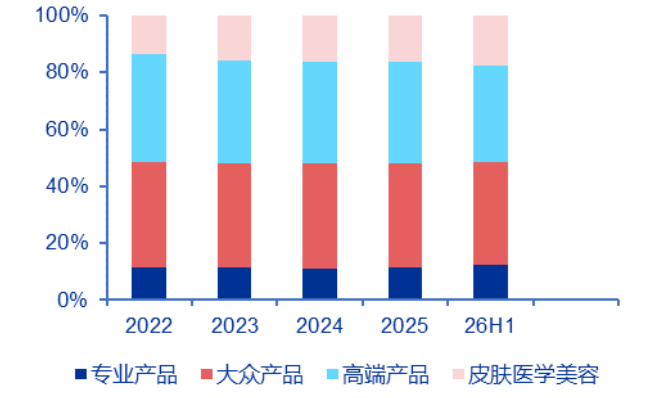
4）专业美发品类 26H1 营业收入为 29.2 亿欧元，营收占比 12.3%，报告层面同比增长 14.7%。事业部延续强劲增长态势，凭借高端护发升级、全渠道运营及沙龙服务体系，增长大幅领先全球专业美发市场。北美实现高个位数增长，其余主要区域均实现双位数增长；高端护发仍为核心增长动力，卡诗、Redken 及欧莱雅专业美发等品牌表现突出。

图 11：26H1 大众品继续巩固第一大品类优势



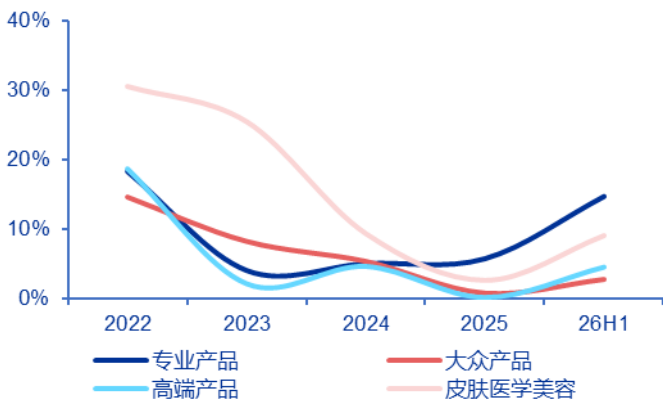
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 12：26H1 公司 4 大品类占比基本稳定



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 13：专业产品增速领先，其他品类增速平稳



资料来源：公司公告，申万宏源研究

分地区看，26H1 公司五大区域报告层面营收均实现正增长。

1）北亚（主要包括中日韩）26H1 营业收入为 55.1 亿欧元，营收占比 23.2%，报告层面同比增长 2.3%。北亚市场延续修复态势，增长连续第二个半年度提速，核心驱动力仍来自中国市场。中国高端美妆需求逐步回暖，欧莱雅在华表现显著跑赢行业，高端美妆

下载日志已记录，仅供内部参考

成为最大增长贡献来源；皮肤医学美容及专业美发业务亦保持较快增长。日本、韩国市场均实现正增长，但日本受到入境旅游需求下降影响，旅游零售业务仍有所承压。

2）欧洲区 26H1 营业收入为 81.3 亿欧元，营收占比 34.2%，报告层面同比增长 8.0%，较 25H1 明显提速。欧洲美妆市场保持较高景气度，公司在多数国家及各事业部持续跑赢市场。大众产品受护发和彩妆带动，高端美妆受益于香水强势及护肤回暖，专业美发继续受高端护发需求推动，皮肤医学美容亦保持稳健增长。

3）北美区 26H1 营业收入为 60.7 亿欧元，营收占比 25.5%，报告层面同比增长 4.2%，较 25H1 显著改善。北美市场增长动能明显回升，公司各事业部均跑赢市场。专业美发保持高个位数增长，皮肤医学美容增长提速；大众产品受护发和彩妆推动，高端美妆则继续受益于香水品类高景气。

4）拉丁美洲与 SAPMENA–SSA（包括马来西亚、泰国、菲律宾和印度尼西亚等国家）增势延续，其中 SAPMENA–SSA 维持高景气，拉丁美洲报告口径增长明显改善。SAPMENA–SSA 26H1 营业收入为 22.5 亿欧元，营收占比 9.5%，报告层面同比增长 9.2%，印度、东南亚及海湾地区仍是核心增长引擎，皮肤医学美容和专业美发业务表现突出。拉丁美洲 26H1 营业收入为 18.1 亿欧元，营收占比 7.6%，报告层面同比增长 9.0%，较 25H1 明显改善，巴西及安第斯地区增长强劲，大众产品及专业美发业务贡献主要增量。

表 6：欧莱雅 26H1 各区域营收概览

时间段	欧洲		北亚		北美		SAPMENA – SSA		拉美	
	YOY	占比	YOY	占比	YOY	占比	YOY	占比	YOY	占比
21 年	11%	32%	19%	31%	18%	25%	10%	7%	21%	6%
22 年	12%	30%	15%	30%	25%	27%	28%	8%	34%	6%
23 年	14%	32%	-6%	26%	10%	27%	16%	8%	23%	7%
24 年	9%	33%	-3%	24%	6%	27%	12%	9%	13%	8%
25 年	4%	34%	1%	23%	3%	27%	11%	9%	8%	7%
26H1	8%	34%	2%	23%	4%	26%	9%	10%	9%	8%

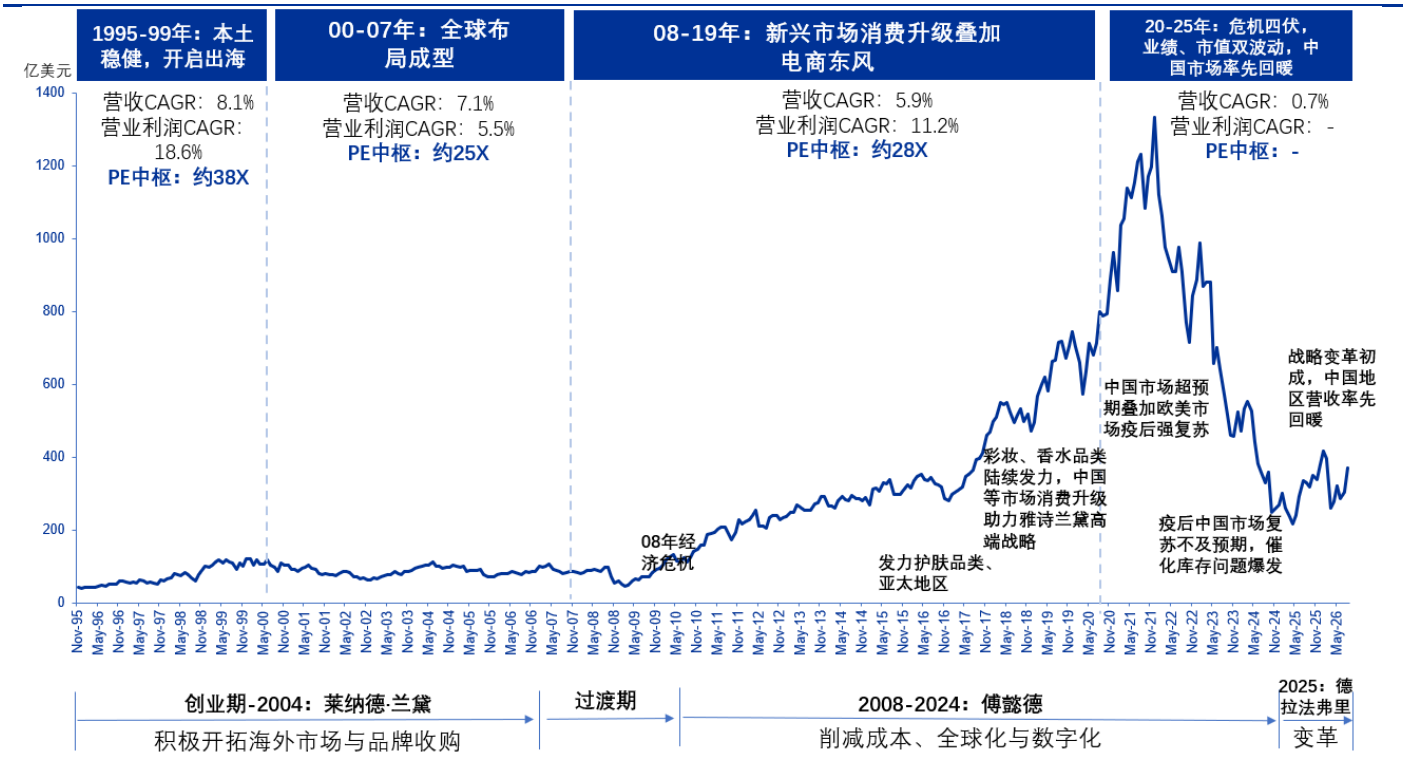
资料来源：公司财报，申万宏源研究；注：采用报告层面数据。

3.雅诗兰黛：中国大陆市场维持双位数增长，全球主要区域营收全面转正

“重塑美妆新境战略”持续推进，26H1 中国大陆市场维持双位数增长，其他主要区域同步恢复正增长。雅诗兰黛近 5 年持续受到疫情、经济波动、渠道变革及新兴品牌竞争等多重因素影响，业绩与股价波动明显。本轮调整始于疫情期间旅游零售渠道库存问题，随后陆续暴露大众品类布局不足、高端品牌对经济周期敏感、部分品牌及产品老化、线上渠道建设相对滞后等问题。2025 年公司全面推进战略重塑及经营改革，进入 26 年后成效逐步显现，26H1 中国大陆地区营收同比保持双位数增长，美洲、亚太及 EUKEM 地区亦全部实现正增长，公司全球业务由局部修复逐步转向更广泛的经营改善。

下载日志已记录，仅供内部参考

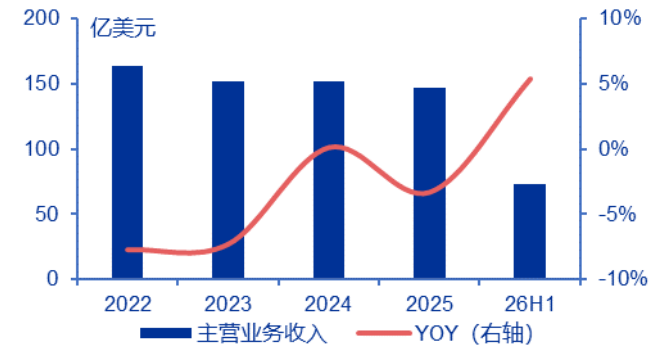
图 14：雅诗兰黛市值走势复盘



资料来源：公司公告，申万宏源研究；注：纵轴为收盘市值；品牌 LOGO 为时间段内公司新推出或收购品牌。

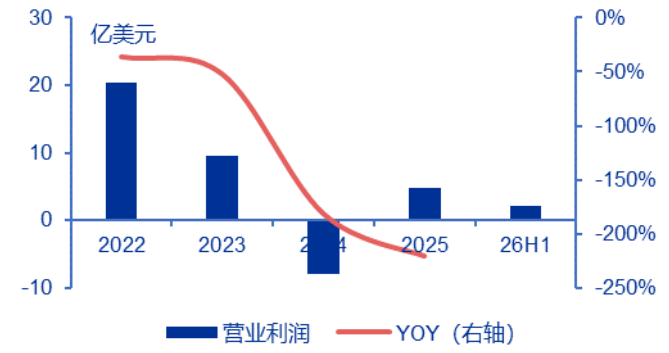
26H1（自然年，下同）营收同比增长 5.4%，较 26Q1 进一步提速，经营修复趋势延续。26H1 整体公司营收 73.4 亿美元（约合人民币 499.1 亿元），同比增长 5.4%，较 26Q1的4.6%进一步提速，成功扭转25年营收下滑趋势，进一步印证公司战略变革成效。营业利润端 26H1 实现营业利润 2.1 亿美元（约合人民币 14.3 亿元），较 25H1 亏损 0.84 亿美元实现扭亏为盈，盈利水平较去年同期显著改善。

图 15：26H1 公司营收增长 5.4%



资料来源：公司公告，申万宏源研究；注：26H1 即 FY26Q3+FY26Q4，本公司下同。

图 16：26H1 营业利润扭亏为盈

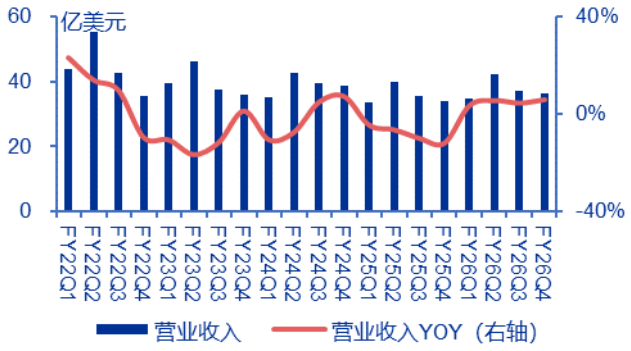


资料来源：公司公告，申万宏源研究

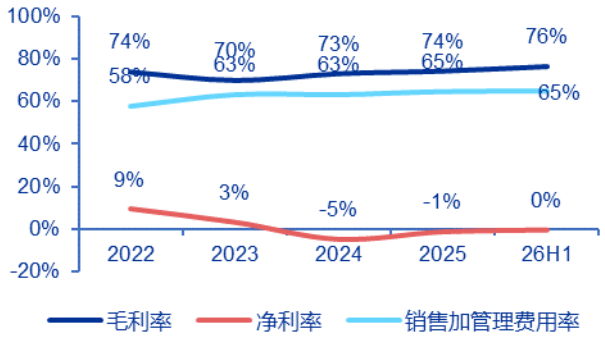
图 17：26Q2 营收增速环比 26Q1 略升

图 18：26H1 公司盈利能力上行

下载日志已记录，仅供内部参考



资料来源：公司公告，申万宏源研究；FY26Q4 即自然年 26Q2



资料来源：公司公告，申万宏源研究

26H1 全品类营收延续正增长，护肤加速回暖，香水维持高景气。

1）护肤品品类销售额为 37.1 亿美元，同比增长 5.6%，占全品类的 50.4%。相比 26Q1，护肤品类在 Q2 增长明显提速，主要由海蓝之谜、The Ordinary 及雅诗兰黛品牌增长驱动。海蓝之谜受益于明星产品及新品持续放量，The Ordinary 则继续受益于消费人群拓展、渠道扩张及新品表现；雅诗兰黛品牌在小棕瓶及 Revitalizing Supreme+等核心系列带动下实现增长。

2）彩妆品类销售额为 20.8 亿美元，同比增长 3.2%，占全品类的 28.3%。彩妆维持温和增长，雅诗兰黛新一代持妆粉底液继续贡献增量，同时 MAC 受益于新品及渠道扩张、TOM FORD 彩妆实现增长；部分增长被 Too Faced 等品牌表现疲软所抵消。整体来看，彩妆已摆脱此前下滑趋势，但恢复力度仍弱于护肤及香水。

3）香水品类销售额为 12.5 亿美元，同比增长 11.5%，占全品类的 16.9%，继续为公司增长最快的核心品类。Le Labo、TOM FORD、KILIAN PARIS 等高端香氛品牌延续较强增长，其中经典系列、新品上市及渠道扩张共同拉动销售，香水品类在主要地区均保持较高景气度。

4）洗发护理品类销售额为 2.7 亿美元，同比增长 0.4%，占全品类的 3.6%，整体基本持平。The Ordinary 继续受益于多肽密发精华热销及渠道扩张，但部分被 Aveda、Bumble and bumble 等品牌表现偏弱所抵消；其中 Q2 洗发护理收入同比小幅下降 1%，品类恢复动能相对有限。

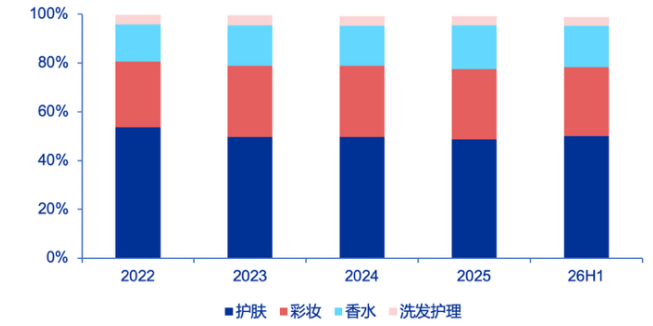
图 19：雅诗兰黛品牌矩阵

下载日志已记录，仅供内部参考



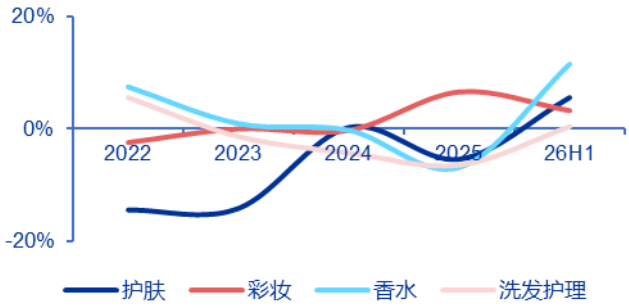
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 20：26H1 基本盘产品品类占比维持稳定



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 21：26H1 护肤、香水、洗发护理改善，彩妆承压



资料来源：公司公告，申万宏源研究

26H1 中国大陆地区延续高速增长、继续领跑各区域，EUKEM 稳健增长，美洲及亚太市场温和修复。

1）中国大陆地区营业收入为 16.0 亿美元，同比增长 11.8%，营收占比 21.7%，为 26H1 公司增长最快的地区。中国大陆延续 26Q1 以来的良好增长趋势，海蓝之谜、TOM FORD、Le Labo、The Ordinary 等品牌表现较好，公司持续跑赢中国高端美妆市场并实现市场份额提升，战略调整成效进一步显现。

下载日志已记录，仅供内部参考

2）美洲地区营业收入为 20.7 亿美元，同比增长 3.3%，营收占比 28.2%。美国市场零售表现逐步恢复，The Ordinary、倩碧、MAC、Bobbi Brown 及雅诗兰黛等品牌在主要品类中取得一定份额增长，区域经营逐步进入修复阶段。

3）EUKEM 地区营业收入为 17.1 亿美元，同比增长 6.0%，营收占比 23.3%。区域延续稳健增长趋势，优先新兴市场保持较强增长，同时新品创新、消费者覆盖拓展及高端香水等品类表现为区域增长提供支撑，整体表现继续好于美洲市场。

4）亚太地区营业收入为 19.7 亿美元，同比增长 3.2%，营收占比 26.8%。区域整体延续温和修复，其中日本市场份额有所改善，韩国市场恢复增长；同时旅游零售业务较低基数有所回暖，对亚太区域形成一定支撑。

表 7：雅诗兰黛各大区域营收增速和占比

时间段	美洲		亚太		EUKEM		中国大陆	
	YOY	占比	YOY	占比	YOY	占比	YOY	占比
2021 年	31%	25%	21%	33%	25%	43%	-	-
2022 年	3%	27%	-15%	30%	-8%	43%	-	-
2023 年	3%	30%	2%	33%	-20%	37%	-	-
2024 年	-1%	30%	-8%	30%	8%	40%	-	-
2025 年	-3%	30%	0%	28%	-	-	-	-
26H1	3%	28%	3%	27%	6%	23%	12%	22%

资料来源：公司公告，申万宏源研究；自 FY26Q1 起调整地区披露口径，中国大陆由原亚太地区单独拆分为独立区域，全球旅游零售业务由原 EMEA 划入亚太，部分东南亚新兴市场由亚太划入 EUKEM，因此新旧区域口径不可直接比较。

4.资生堂：26H1 中国大陆市场营收复苏趋势进一步确认，日本本土市场仍任重道远

中国市场消费活力逐步修复，日本本土增长仍显乏力，区域表现持续分化。作为较早实现国际化布局的日本美妆龙头，资生堂长期深耕中国等亚洲市场，并凭借 SHISEIDO、CPB 等高端品牌充分受益于中国消费升级浪潮。疫情以来，受中国高端美妆需求波动、旅游零售调整以及日本本土消费增长乏力等因素影响，公司经营一度承压。26H1 中国高端美妆市场延续复苏态势，本土消费者购买额恢复正增长，线下渠道表现进一步改善，CPB、NARS 等核心品牌增长动能回升；与此同时，日本市场虽较一季度有所修复，但入境游客消费下滑仍形成拖累。公司持续推进品牌聚焦及渠道优化，围绕 SHISEIDO、CPB、NARS 等核心品牌重塑增长动能，经营基本面呈现边际改善趋势。

图 22：资生堂市值走势复盘

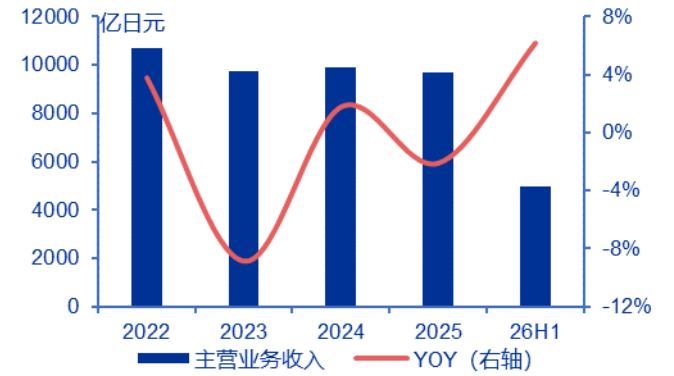
下载日志已记录，仅供内部参考



资料来源：公司公告，申万宏源研究；注：纵轴为收盘市值；品牌 LOGO 为时间段内公司新推出或收购品牌。

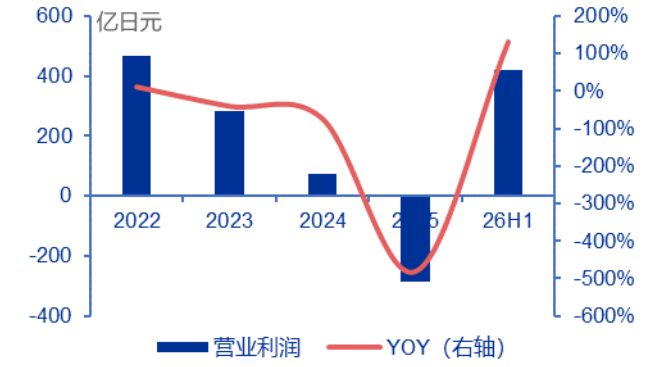
26H1 营收端增速整体上升，利润端大幅改善。26H1 净销售额为 4990 亿日元（约合人民币 217.0 亿元），同比增长 6.2%；公司营业利润 419.3 亿日元（约合人民币 18.2 亿元）。26H1 毛利率相较于 25H1 上升到 78.7%，同时销售及管理费用率下降至 71.1%，费用效率和结构整体优化。

图 23：26H1 公司营收同比增长 6.2%



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 24：26H1 营业利润持续回暖

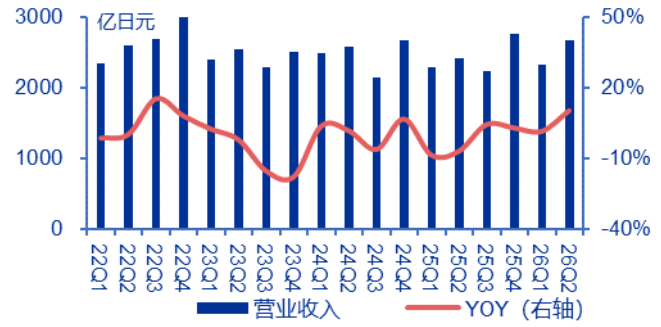


资料来源：公司公告，申万宏源研究

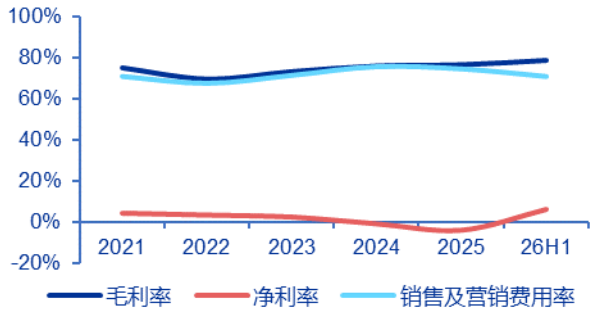
图 25：25 年以来公司营收增速整体上升

图 26：销售及营销费用率下降，净利率、毛利率改善

下载日志已记录，仅供内部参考



资料来源：公司公告，申万宏源研究



资料来源：公司公告，申万宏源研究

26H1 增长动能逐步改善，ELIXIR 延续强劲增长，CPB 明显回暖；主品牌 SHISEIDO 仍处调整阶段。26H1 旗下品牌 SHISEIDO / CPB / ELIXIR / ANESSA / NARS 营收同比增速分别为-3% / +2% / +7% / -10% / +3%。其中 ELIXIR 增长最为稳健，Q2 增速进一步提升至 10%；CPB 由 Q1 下降 2%转为 Q2 增长 6%，修复趋势明显；NARS 上半年保持正增长，但 Q2 增速有所回落。主品牌 SHISEIDO 降幅由 Q1 的 4%收窄至 Q2 的 1%，但 H1 整体仍同比下降 3%；ANESSA 延续承压，但 Q2 降幅较 Q1 明显收窄。未来公司将继续围绕 SHISEIDO、CPB 与 NARS 三大核心品牌强化资源配置，同时以 ELIXIR 等成长品牌提供增量，通过品牌聚焦、产品创新及经营效率提升推动增长动能修复。

表 8：主品牌 Shiseido 降幅收窄，ELIXIR 延续高增，NARS 回暖（营收增速）

品牌	增速						
	20 年	21 年	22 年	23 年	24 年	25 年	26H1
SHISEIDO	-12%	15%	-3%	-6%	-3%	0%	-3%
CPB	-17%	21%	6%	2%	3%	4%	2%
Drunk Elephant	-	11%	-1%	77%	-25%	-39%	-12%
ELIXIR	-29%	-6%	-7%	-1%	8%	9%	7%
ANESSA	-24%	10%	2%	2%	1%	-9%	-10%
NARS	-26%	39%	22%	14%	0%	3%	3%
Fragrance	-	-	-	-	-	-	1%
Dr Dennis Gross	-	-	-	-	-	-	-5%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

口径变更，旅游零售和中国区域合并统计。分地区看，26H1 中国本土市场延续复苏，亚太 Q2 增长动能明显改善；日本仍受入境消费下滑拖累，经营端表现承压。

2）中国及旅游零售地区 26H1 营业收入为 1914 亿日元，营收占比 38.4%，报告口径同比增长 10.0%，可比口径基本持平。中国高端美妆市场延续复苏，Q2 中国本土消费者购买额实现低个位数增长，其中线下渠道增长中个位数，618 大促期间重点产品投入取得较好成效，CPB、NARS 增长提速，ANESSA 降幅收窄。旅游零售业务仍受到中国大陆零售商渠道重组影响，但降幅逐步收窄，海南市场延续恢复趋势。

3）亚太地区（除中国、日本）26H1 营业收入 371 亿日元，营收占比 7.4%，报告口径同比增长 10.1%，可比口径增长 2.1%。区域增长在 Q2 明显提速，韩国、越南等主要市

下载日志已记录，仅供内部参考

场表现改善，消费者购买额实现中个位数增长，电商渠道保持高双位数增长；ELIXIR 延续突出表现，日本市场成熟打法逐步向亚太其他市场复制。

表 9：公司各地区营收表现

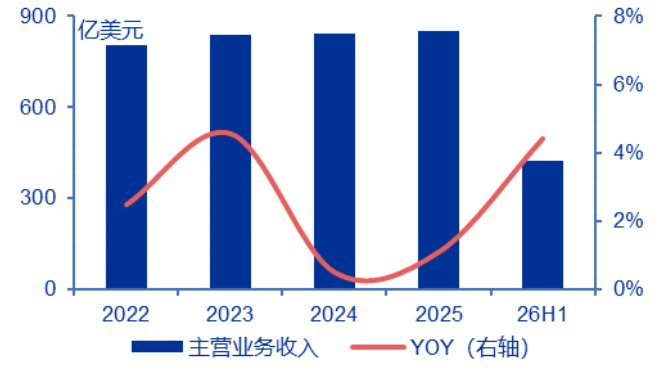
时间段	日本		中国		亚太		美洲		EMEA	
	YOY	占比	YOY	占比	YOY	占比	YOY	占比	YOY	占比
21 年	-9%	27%	17%	27%	10%	6%	33%	12%	24%	12%
22 年	-14%	22%	-6%	24%	5%	6%	14%	13%	10%	12%
23 年	9%	27%	-4%	25%	-1%	7%	-20%	11%	-9%	12%
24 年	9%	29%	0.80%	25%	6%	7%	7%	12%	13%	13%
25 年	1%	30%	-4%	35%	2%	8%	-10%	11%	3%	15%
26H1	-1%	29%	10%	38%	10%	7%	6%	11%	12%	13%

资料来源：公司公告，申万宏源研究；注：25 年及以后旅游零售业务归入中国区域，对同比数据产生影响。

5.宝洁：重视美容板块线上营销，助力 SK-II 回暖

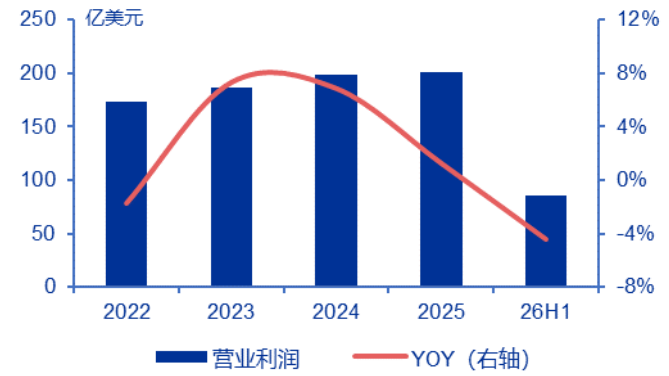
26H1 公司营收延续稳健增长，利润端短期承压，整体盈利能力保持稳定。26H1 公司净销售额 424.4 亿美元（约合人民币 2885.9 亿元），同比增长 4.4%；公司营业利润 85.3 亿美元（约合人民币 579.7 亿元），同比下降 4.4%。盈利能力方面，26H1 公司毛利率、净利率及销售与管理费用率分别约为 49%、17%和 29%，整体较近年来保持稳定。收入端延续 2025 年以来的改善趋势，但成本及费用等因素对利润端形成一定压力。

图 27：26H1 公司营收同比增长 4.4%



资料来源：公司公告，申万宏源研究；注：26Q1 即 FY26Q3，本公司下同。

图 28：26H1 公司营业利润同比减速-4.4%

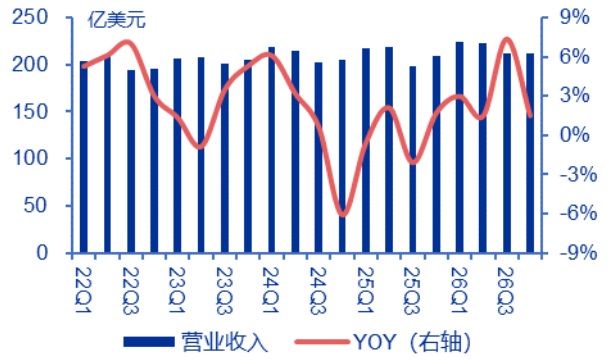


资料来源：公司公告，申万宏源研究

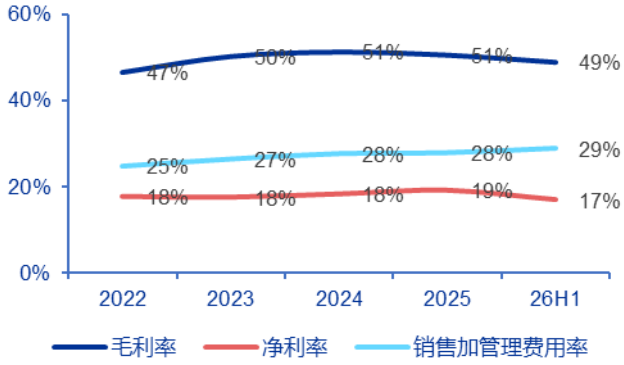
图 29：2025 年以来营收增速逐季度回暖

图 30：2026 年公司净利率整体保持稳定

下载日志已记录，仅供内部参考



资料来源：公司公告，申万宏源研究；注：横轴为财年



资料来源：公司公告，申万宏源研究

全品销售额维持增长，26H1 美容产品增速领跑，成为主要增长引擎。

1）美容产品 26H1 实现营收 78.4 亿美元，同比增长 8.6%，营收占比 18.5%，增速位居五大板块首位。上半年美容业务保持较强增长韧性，其中自然年 Q1/Q2 报告口径分别增长 11%、6%，有机增速分别为 7%、4%。护发业务持续受益于欧洲、亚太等市场销量增长及创新定价；个人护理保持较快增长；护肤业务则受益于高端产品结构改善及 SK-II 回暖，但大中华区销量仍形成一定拖累。

2）保健产品 26H1 实现营收 58.3 亿美元，同比增长 4.1%，营收占比 13.7%。上半年业务整体维持增长，但 Q2 动能有所放缓。口腔护理受北美及大中华区销量回落影响，Q2 有机销售中个位数下滑；个人健康护理表现相对稳健，依托提价及北美销量增长实现中个位数有机增长。

3）织物与家居护理产品 26H1 实现营收 148.4 亿美元，同比增长 3.5%，营收占比 35.0%，继续稳居公司第一大业务板块。织物护理保持稳健增长，Q2 主要受欧洲销量提升及产品结构改善拉动；家居护理 Q2 受北美销量下降影响有所承压，提价部分抵消销量下滑影响。

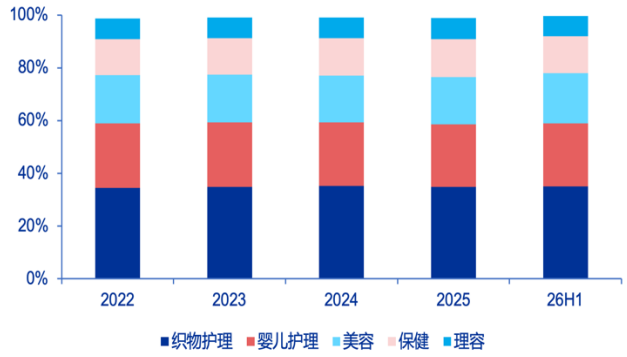
4）理容产品 26H1 实现营收 33.1 亿美元，同比增长 3.7%，营收占比 7.8%。创新驱动的提价继续支撑收入表现，但销量端相对偏弱，其中 IMEA 及北美等市场形成一定拖累，Q2 有机销售基本持平。

5）婴儿和家庭护理产品 26H1 实现营收 101.1 亿美元，同比增长 2.6%，营收占比 23.8%，继续稳居公司第一大业务板块。织物护理保持稳健增长，Q2 主要受欧洲销量提升及产品结构改善拉动；家居护理 Q2 受北美销量下降影响有所承压，提价部分抵消销量下滑影响。

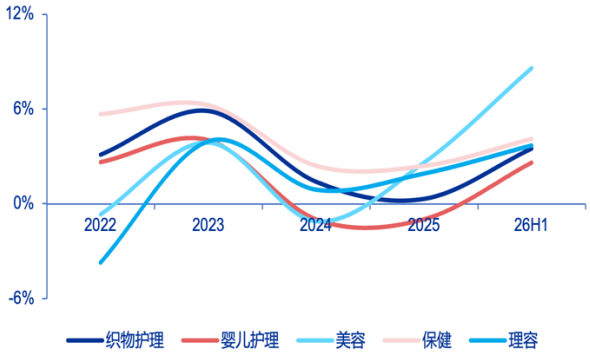
图 31：26H1 各品类占比基本持平

图 32：26H1 各品类增速回升

下载日志已记录，仅供内部参考



资料来源：公司公告，申万宏源研究

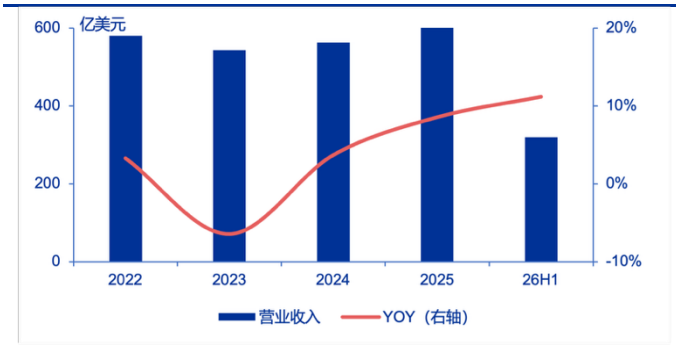


资料来源：公司公告，申万宏源研究

6.艾伯维：医美端持续增长，保妥适双位数增长

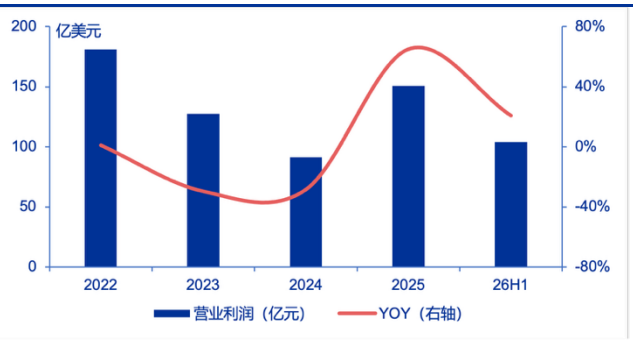
26H1 营收延续双位数增长，利润端增速进一步提速，盈利能力明显改善。26H1 公司营收 319.9 亿美元（约合人民币 2175.3 亿元），同比增长 11.2%；营业利润 104.2 亿美元（约合人民币 708.6 亿元），同比增长 20.8%，利润增速明显快于收入端。26H1 公司毛利率、净利率分别为 73.4%/13.5%，其中毛利率较 25 年进一步提升，净利率显著修复，整体盈利能力持续改善。

图 33：26H1 公司营收增速 11.2%



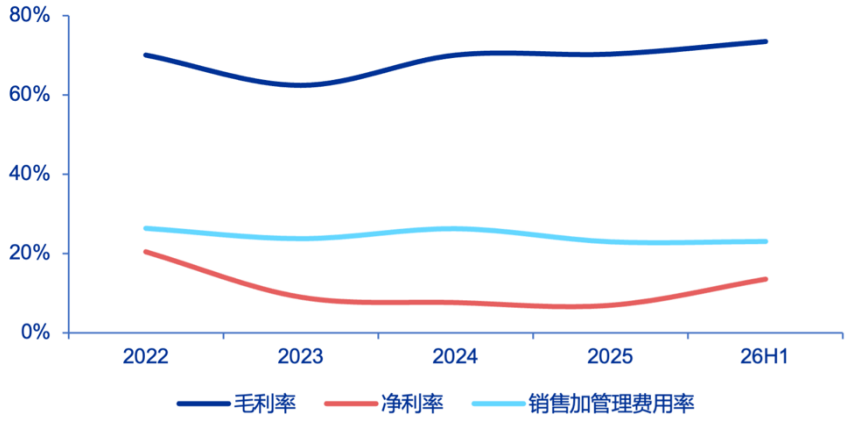
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 34：26H1 公司营业利润增速 20.8%



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 35：26H1 公司销售及管理费用率基本持平，盈利效率上升

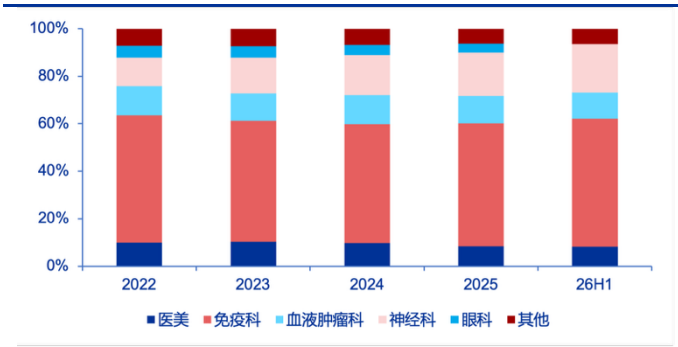


资料来源：公司公告，申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

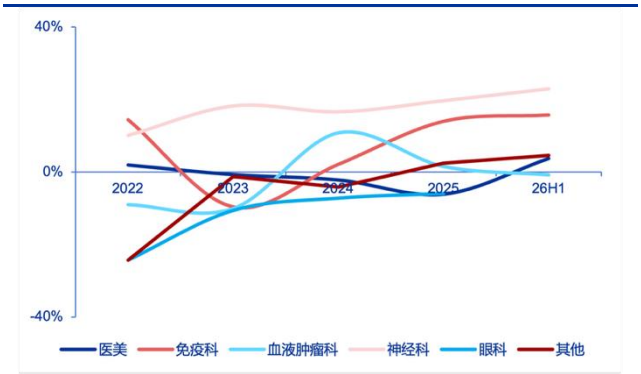
医美板块延续正增长，保妥适保持双位数增长，成为核心增长驱动力。26H1 公司医美板块实现营收约 24.7 亿美元，同比增长约 3.7%，营收占公司整体约 7.7%，但 Q2 增速较 Q1 明显放缓。分产品看，保妥适肉毒素 26H1 实现营收约 14.0 亿美元，同比增长 11.9%，继续贡献板块主要增量；乔雅登玻尿酸实现营收约 4.8 亿美元，同比下滑 2.9%，Q2 受消费需求偏弱影响再度承压；其他医美业务实现营收约 6.0 亿美元，同比下降约 7.3%。整体来看，26H1 医美业务延续修复趋势，但内部表现分化明显，肉毒素维持较强韧性，玻尿酸及其他医美业务仍处调整阶段。

图 36：公司各板块整体占比稳定



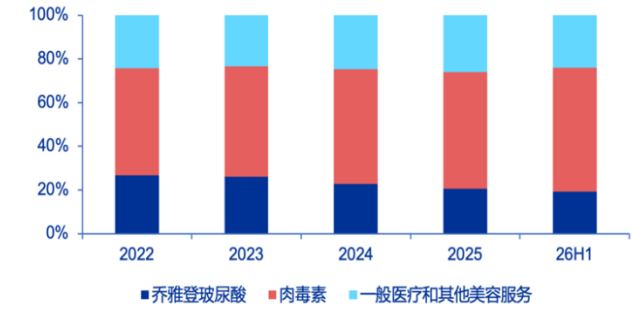
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 37：26H1 医美、神经板块增速趋势向上



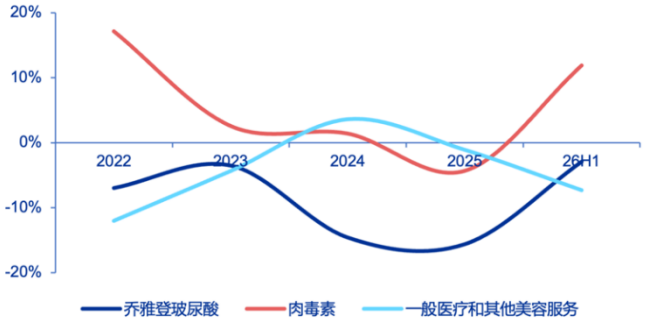
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 38：26H1 肉毒素占比持续扩容



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 39：26H1 乔雅登增速大幅改善，肉毒素增速快



资料来源：公司公告，申万宏源研究

7. 投资分析意见

投资分析意见：

核心推荐：1）渠道或品牌矩阵完善的珀莱雅、毛戈平、上美股份、林清轩、上海家化；2)期待业绩增速边际改善的润本股份、巨子生物、贝泰妮、丸美生物、华熙生物。**医美：**把握研发拿证壁垒高、盈利能力强的上游环节公司，重点看好大单品驱动、产品管线布局广泛的标的：爱美客、朗姿股份。**电商代运营+个护自有品牌看好：**若羽臣、壹网壹创、水羊股份、青木科技。

人在草木间

下载日志已记录，仅供内部参考

表 10：化妆品医美行业估值比较表

行业	证券代码	公司简称	股价(元)	总股本(亿股)	市值(亿元)	归母净利润（亿元）			PE			G	PEG			评级
			2026/9/9			26E	27E	28E	26E	27E	28E		26E	27E	28E	
化妆品	603605.SH	珀莱雅	60.30	4.0	238.8	20.1	20.8	22.9	12	11	10	7%	1.8	1.7	1.5	买入
	2367.HK	巨子生物	26.04	10.6	276.5	19.2	21.7	25.1	13	12	10	14%	0.9	0.8	0.7	买入
	2145.HK	上美股份	22.80	4.0	90.8	5.2	10.2	11.3	16	8	7	48%	0.3	0.2	0.2	买入
	603983.SH	丸美生物	33.81	4.0	135.6	3.1	3.8	4.2	44	35	32	16%	2.7	2.1	2.0	增持
	1318.HK	毛戈平	48.76	4.9	239.0	14.6	17.2	20.1	15	13	11	18%	0.9	0.7	0.6	买入
	2657.HK	林清轩	53.80	1.4	76.3	5.8	8.4	9.4	12	8	7	27%	0.4	0.3	0.3	买入
	603193.SH	润本股份	21.00	4.0	85.0	3.8	4.4	5.1	23	19	17	17%	1.4	1.2	1.0	增持
	300740.SZ	水羊股份	21.23	4.4	93.4	1.8	2.3	2.4	51	40	40	14%	3.8	3.0	2.9	增持
	300957.SZ	贝泰妮	32.18	4.2	136.3	6.7	8.4	9.5	20	16	14	19%	1.1	0.8	0.7	买入
	600223.SH	福瑞达	5.74	10.2	58.4	2.4	2.9	3.5	24	20	16	21%	1.1	0.9	0.8	增持
	688363.SH	华熙生物	34.73	4.8	167.3	4.0	4.6	5.4	41	36	31	16%	2.7	2.3	2.0	增持
	600315.SH	上海家化	18.96	6.7	127.5	5.5	6.5	7.5	23	20	17	17%	1.4	1.2	1.0	买入
	300132.SZ	诺斯贝尔	6.71	5.2	34.7	1.8	2.3	2.5	19	15	14	19%	1.0	0.8	0.7	买入
医美	300896.SZ	爱美客	90.83	3.0	274.8	11.9	13.0	14.3	23	21	19	10%	2.4	2.2	2.0	买入
	002612.SZ	朗姿股份	16.60	4.4	73.4	3.3	4.0	4.4	23	18	17	16%	1.4	1.1	1.1	增持
电商代运营	003010.SZ	若羽臣	30.29	3.1	94.2	4.0	5.7	7.6	24	17	12	39%	0.6	0.4	0.3	买入
	300792.SZ	壹网壹创	25.69	2.4	61.1	1.2	1.5	1.9	51	42	33	24%	2.1	1.7	1.3	增持
	301110.SZ	青木科技	36.12	1.3	46.8	1.9	2.5	3.2	25	19	15	31%	0.8	0.6	0.5	增持
国际美妆个护	OR.PA	欧莱雅	388.2	5.3	2,067.7	68.0	75.5	82.1	30	27	25	10%	3.1	2.8	2.5	-
	EL.N	雅诗兰黛	101.7	3.6	367.9	5.5	12.8	15.4	67	29	24	68%	1.0	0.4	0.4	-
	4911.T	资生堂	3,351.0	4.0	13,404.0	428.6	531.3	602.0	31	25	22	19%	1.7	1.4	1.2	-
	PG.N	宝洁	145.6	23.2	3,383.9	158.5	169.8	177.4	21	20	19	6%	3.7	3.4	3.3	-

资料来源：Wind，Bloomberg,申万宏源研究；注：国际公司盈利预测来自于彭博一致预期；国内公司盈利预测来自于申万宏源预测，其中港股市值为港币，盈利预测为人民币；国际集团采用 GAAP 净利润；国际公司的货币单位采用各自本国国币单位。人民币/港币=1.1。雅诗兰黛、宝洁采用 Bloomberg 自然年（非财年）预测数据。G 采用 26-28 年利润 CAGR。

8.风险提示

宏观经济不确定性：全球经济增速放缓，局部冲突带来经济增长不确定性；

居民消费意愿恢复不及预期：在经济增速放缓背景下，居民对未来收入增长预期下降，消费信心与意愿降低；

行业竞争加剧：外资品牌引入、药企跨界入行、新兴品牌崛起，诸多新晋竞争者加入，带来行业竞争加剧；

第三方数据误差：如采用的第三方数据偏差较大，可能导致在此基础上产生的结论有误差；

超头主播流量下行：受近期负面舆情影响，超头主播流量有所下滑，如对超头依赖过高，将会影响品牌销售。

舆情风险：化妆品或医美品牌如果出现负面舆情，将会对业绩产生影响。

下载日志已记录，仅供内部参考

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告,并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东团队	茅炯	021-33388488	maojiong@swhysc.com
华北团队	肖霞	15724767486	xiaoxia@swhysc.com
华南团队	王维宇	0755-82990590	wangweiyu@swhysc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhysc.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swhysc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入（Buy）　　：相对强于市场表现 20%以上；

增持（Outperform）　　：相对强于市场表现 5%～20%；

中性（Neutral）　　：相对市场表现在 - 5%～ + 5%之间波动；

减持（Underperform）　　：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好（Overweight）　　：行业超越整体市场表现；

中性（Neutral）　　：行业与整体市场表现基本持平；

看淡 (Underweight)　　：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数　　：沪深 300 指数（A 股）、恒生中国企业指数（H 股）、纳斯达克指数（美股）

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 http://www.swsresearch.com 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。