

## 丸美股份 (603983.SH)

## 新股深度研究

上市定价 (人民币): 20.54-20.54 元

目标价格 (人民币): 45.70-45.70 元

## 市场数据 (人民币)

发行价(元)	20.54
发行A股数量(百万股)	41.00
总股本(百万股)	360.00
国金化学制药指数	4436.10
沪深300指数	3802.79
上证指数	2933.36

## 丸美股份深度：“眼前一亮”，深度渗透低线城市的国牌抗衰化妆品龙头

## 公司基本情况 (人民币)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
摊薄每股收益(元)	0.866	1.154	1.202	1.390	1.605
每股净资产(元)	2.67	3.82	6.58	7.83	9.28
每股经营性现金流(元)	0.99	1.44	0.94	1.28	1.60
市盈率(倍)	23.71	17.81	17.09	14.78	12.80
净利润增长率(%)	34.34%	33.14%	16.02%	15.69%	15.46%
净资产收益率(%)	32.49%	30.20%	18.26%	17.75%	17.30%
总股本(百万股)	360.00	360.00	401.00	401.00	401.00

来源：公司年报、国金证券研究所

## 投资逻辑

- 丸美是以“抗衰眼霜”著称，深度渗透低线城市的国产中高端化妆品企业：明星产品“弹弹弹，弹走鱼尾纹”的弹力蛋白眼精华开启了众多中国女性的“眼部护理”启蒙时代。公司产品主要满足二三线城市 25~45 岁消费者需求；渠道以经销为主，目前覆盖百货专柜、CS、电商、美容院及商超等，深度渗透三线城市，深谙中国本土消费文化，具备国际大牌所不能及的优势。2011-2018 年，公司营收由 6.13 亿元增长至 15.76 亿元，复合增速 14%；扣非归母净利润由 1.69 亿元增长至 3.58 亿元，复合增速 11%。
- 美妆行业消费刚需，“抗衰”护肤及彩妆引领成长，电商是增速最为强势的渠道：2018 年我国美妆个护市场规模约为 4105 亿元，同比+12.3%。从品类来看，护肤占据半壁江山，其中“抗衰”成为重要方向，关注“抗衰”的消费者开始年轻化，该品类具备更高议价权；彩妆是高速增长的子领域，预计 2023 年规模达 800 亿元，成为第二大品类。从渠道来看，2014-2018 年电商渠道占比由 16.1% 上升至 27.4%，是引领化妆品行业增长的主要渠道。
- 公司未来看点：①“丸美”中高端升级品牌力彰显，“抗衰眼霜”驱动全品类快速增长：广泛占据低线城市消费者对“抗衰”品类的认知，未来有望享受“抗衰”全品类护肤的消费趋势红利，实现较快增速；近两年推出的日本原装进口系列有望进一步提振价格带，带动毛利率提升。②把握彩妆细分赛道高增长红利，提供增量收入：基于对彩妆消费趋势的洞察，公司于 2017 年 Q4 收购彩妆品牌“恋火”，恋火可复制公司多年的品牌管理能力以及线上线下的渠道运营资源，未来增长潜力巨大。③电商渠道战略重视提升，中期向上具备确定性：目前电商渠道已成为公司第一大渠道，占比达 41.8%，近三年整体增速在 30%~40%，其中 70% 通过经销商销售，直营占比仅为 28%。伴随成功上市，公司有望提升品牌认知度和渠道合作谈判力，优化内部激励机制，在高速增长的线上渠道聚焦更多资源，释放发展潜力。

## 发行情况

- 公司本次 IPO 价格拟定为 20.54 元/股，发行股份数量不超过 4,100 万股，占发行后总股本比例不低于 10%。预计募集资金净额为 7.9 亿元，主要用于彩妆产品生产线、营销网络、智慧零售终端、数字营运及信息网络建设等。

## 投资建议

- 预计公司 19-21 年实现营业收入 18.98/22.60/26.31 亿元，同比 +20.4%/19.1%/16.4%；实现归母净利润 4.82/5.57/6.44 亿元，同比 +16.02%/15.69%/15.46%。参考可比公司估值，并考虑到公司上市后有望进一步释放增长潜力，给予公司 19 年 38 倍的市盈率，对应股价为 45.7 元。

## 风险

- 终端消费需求波动、行业竞争激烈、能否有效控制销售渠道及管理终端

吴劲草 分析师 SAC 执业编号: S1130518070002  
wujc@gjzq.com.cn

姬雨楠 联系人

## 内容目录

1. 丸美股份：以“抗衰眼霜”著称，深度渗透低线城市的国产中高端化妆品企业	5
2. 行业分析：美妆消费刚需，品类及渠道蕴藏新机遇	10
2.1 品类角度：彩妆及“抗衰”护肤品类引领成长	10
2.2 渠道角度：电商和日化专营店是增速最为强势的渠道	12
2.3 竞争角度：护肤品市场较为分散，丸美在抗衰眼霜领域位列前茅	13
3. 公司未来看点：主品牌释放中高端潜力、彩妆提供增量收入、电商中期向上具备确定性	14
3.1 品牌：“抗衰眼霜”深入人心，品牌矩阵初步形成	14
3.2 渠道：线上+线下多渠道并进，成熟经销体系助力下沉市场	19
3.3 供应链：原材料安全稳定，研发构建长期产品壁垒	26
3.4 营销：品牌代言+广告投放，紧跟潮流花样不断优化广告投放	27
4. 财务分析：盈利能力和营运能力的持续性值得重点关注	28
4.1 盈利能力：综合毛利率达 68%，净利率保持在 20%-25%的较高水平	28
4.2 营运能力：存货周转效率向好，经销商“先款后货”彰显产业链地位	29
5. 创始人夫妇持股集中，二股东为 LV 旗下基金，首发上市募集 7.9 亿元	30
6. 盈利预测与投资建议	31
7. 风险提示	33

## 图表目录

图表 1：以差异化“抗衰眼霜”产品著称的国内知名化妆品企业	5
图表 2：2011-2018 营收（亿元）及增速	5
图表 3：2011-2018 扣非归母净利润（亿元）及增速	6
图表 4：公司品牌矩阵	6
图表 5：2015-2018 公司分品牌营收（亿元）	7
图表 6：2015-2018 公司分品牌业务毛利率	7
图表 7：2016-2018 公司各品牌营收增速	7
图表 8：2015-2018 公司各业务营收占比	7
图表 9：2015-2018 公司分品类营收（亿元）	8
图表 10：2015-2018 公司分品类营收占比	8
图表 11：2015-2018 年公司分品类毛利率	8
图表 12：2016-2018 直营、经销、代销收入（百万元）	9
图表 13：2016-2018 直营、经销增速	9
图表 14：2016-2018 公司线上、线下渠道增速比较	9
图表 15：2015-2018 公司线上、线下渠道占比	9
图表 16：2016-2018 公司各区域网点分布（家）	10
图表 17：2016-2018 公司各线城市网点分布占比	10

图表 18: 2004-2023E 我国美妆个护市场规模 (亿元) 及增速.....	10
图表 19: 2018 年我国美妆个护市场各品类占比.....	11
图表 20: 2014-2023E 我国美妆个护市场各品类增速.....	11
图表 21: 护肤市场主要功效销售份额趋势.....	11
图表 22: 2017 年抗皱护肤品各年龄段用户占比.....	11
图表 23: 2014-2018 我国美妆个护各渠道占比.....	12
图表 24: 2014-2018 我国美妆个护各渠道增速.....	12
图表 25: 传统电商渠道.....	12
图表 26: 新兴社交电商渠道.....	12
图表 27: 2018 我国护肤品类市场份额分布.....	13
图表 28: 2018 我国护肤品类本土前十品牌.....	13
图表 29: 近 12 个月丸美位于天猫眼部护理月度销售额 Top10 行列.....	13
图表 30: 2011-2018 丸美主品牌营收及增速.....	14
图表 31: 2016-2018 丸美主品牌各品类营收占比.....	14
图表 32: 丸美品牌分品类营收 (亿元).....	14
图表 33: 丸美品牌分品类毛利率.....	14
图表 34: 丸美眼部不同细分功效下热销产品展示.....	15
图表 35: 丸美眼部产品不断迭代升级.....	15
图表 36: “丸美”眼部护肤品类 SKU 较其他品牌丰富度更高.....	16
图表 37: 丸美产品围绕“抗衰”进行全品类系列发展.....	16
图表 38: 2011-2018 春纪品牌营收及增速.....	17
图表 39: 2016-2018 春纪品牌各品类营收占比.....	17
图表 40: 春纪品牌分品类营收 (亿元).....	17
图表 41: 春纪品牌分品类毛利率.....	17
图表 42: 春纪“食材养肤”产品系列丰富.....	18
图表 43: 恋火彩妆品类新品展示.....	18
图表 44: 公司已形成经销为主, 直销、代销为辅的渠道体系.....	19
图表 45: 2015-2018 年日化店渠道收入及增速.....	19
图表 46: 2015-2018 年日化店渠道毛利率.....	19
图表 47: 2015-2018 年百货渠道收入 (亿元) 及增速.....	20
图表 48: 2015-2018 年百货渠道毛利率.....	20
图表 49: 2015-2018 年美容院渠道收入 (亿元) 及增速.....	20
图表 50: 2015-2018 年美容院渠道毛利率.....	20
图表 51: 2015-2018 年商超渠道收入 (百万元) 及增速.....	21
图表 52: 2015-2018 年商超渠道毛利率.....	21
图表 53: 公司线上渠道发展历程.....	21
图表 54: 公司主要电商平台运营模式.....	21
图表 55: 直营、经销电商收入 (亿元) 及增速.....	22
图表 56: 直营、经销电商收入占比.....	22

图表 57: 电商直营收入 (亿元) 高速增长.....	22
图表 58: 公司天猫旗舰店人均消费金额提升显著.....	22
图表 59: 美妮美雅与电商直营收入增速比较.....	23
图表 60: 线上收入渠道占比分拆.....	23
图表 61: 美妮美雅在电商运营方面经验丰富, 优势显著.....	23
图表 62: 公司不断优化经销商数量.....	24
图表 63: 公司不断优化经销终端网点数量.....	24
图表 64: 各品牌线下网点选取标准示例.....	24
图表 65: 公司各渠道各品牌给予经销商的价格折扣体系.....	25
图表 66: 公司经销商库存及周转水平.....	26
图表 67: 研发团队核心技术人员.....	26
图表 68: 公司委外生产比重较低且稳定.....	26
图表 69: “长期代言+短期带货”明星组合推广新品.....	27
图表 70: “丸美”历年品牌代言人.....	27
图表 71: 广告费构成占比.....	27
图表 72: 2016-2018 年公司广告费变化趋势.....	27
图表 73: 公司 2011-2018 年毛利率和净利率.....	28
图表 74: 公司 2016-2018 年各类营业成本占比.....	28
图表 75: 公司 2011-2018 年销售及管理费用率.....	28
图表 76: 公司 2016-2018 年各类销售费用占比.....	28
图表 77: 公司 2011-2018 年存货情况.....	29
图表 78: 公司 2011-2018 年存货周转天数.....	29
图表 79: 库存商品在存货结构中占比 38%.....	29
图表 80: 库存商品中一年以内存货占比 94%.....	29
图表 81: 预收账款营收占比逐渐降低.....	30
图表 82: 预收账款账龄集中于 3 个月以内.....	30
图表 83: 公司股权结构图.....	30
图表 84: 募集资金投资去向 (亿元).....	31
图表 85: 公司分品牌收入预测.....	32
图表 86: 可比公司估值.....	33

## 1. 丸美股份：以“抗衰眼霜”著称，深度渗透低线城市的国产中高端化妆品企业

- 丸美是以差异化“抗衰眼霜”产品著称的国内知名化妆品企业：公司 2002 年成立于广州，目前旗下拥有“丸美”、“春纪”和“恋火”三个品牌。主导品牌“丸美”已成为我国眼霜领域的知名品牌，明星产品“弹弹弹，弹走鱼尾纹”的弹力蛋白眼精华开启了众多中国女性“眼部护理”的启蒙时代。公司产品以差异化的定位，满足二三线城市不同年龄、消费偏好、消费层次的消费者需求。公司渠道以经销为主、直营和代销为辅，目前已建立覆盖百货专柜、CS、电商、美容院及商超等多种渠道的销售网络。

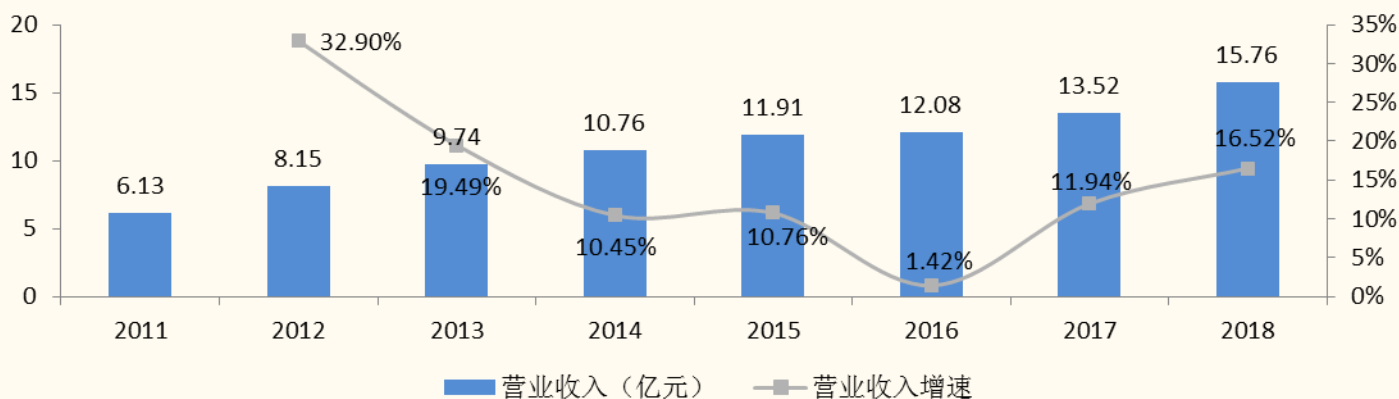
图表 1：以差异化“抗衰眼霜”产品著称的国内知名化妆品企业



来源：公司官网，国金证券研究所

- 2011-2018 公司年均营收复合增速 14%，年均扣非归母净利润复合增速 11%：2011-2018 年，公司营收由 6.13 亿元增长至 15.76 亿元，年均复合增速为 14%；公司扣非归母净利润由 1.69 亿元增长至 3.58 亿元，年均复合增速为 11%。最近 3 年，公司实现营收 12.08/13.52/15.76 亿元，同比 +1.42%/+11.94%/+16.52%；归母净利润 2.32/3.12/4.15 亿元，同比 -17.50%/+34.34%/+33.14%；扣非归母净利润 2.21/2.96/3.58 亿元，同比 -17.4%/+34.09%/+20.90%。

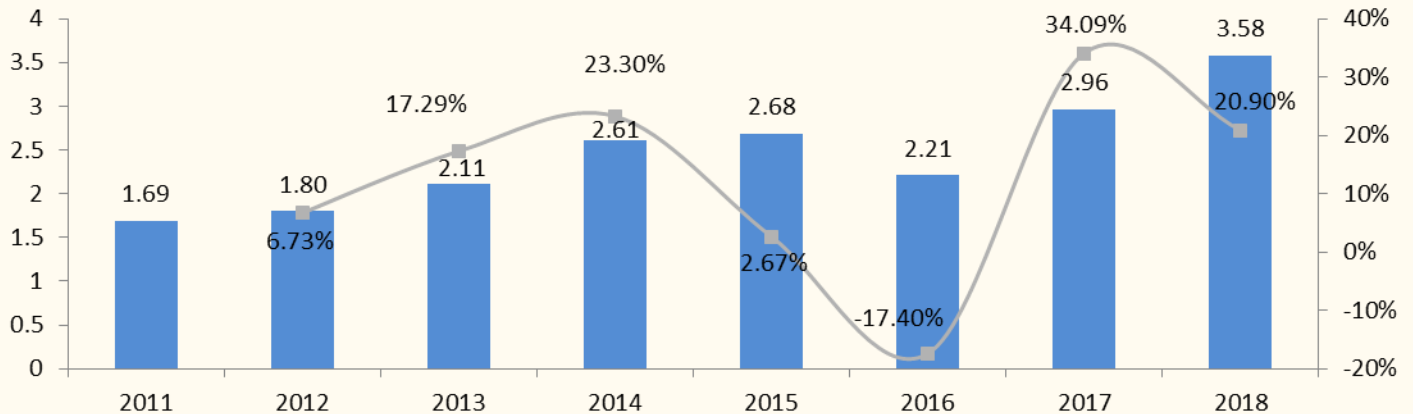
图表 2：2011-2018 营收（亿元）及增速



来源：Wind，国金证券研究所









图表 3: 2011-2018 扣非归母净利润 (亿元) 及增速



来源: Wind, 国金证券研究所

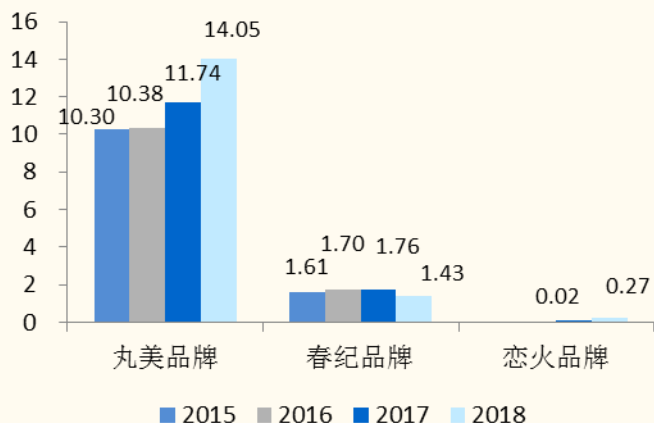
- 分品牌来看: 公司主品牌“丸美”收入占比超过 89%, 以“眼部护肤”为重要品类, 渠道覆盖线下日化专营店 (CS)、百货专柜、美容院以及线上电商平台。2007 年公司推出以“天然食材养肤”为理念的大众化护肤品牌“春纪”, 为青春女性打造天然护肤方案, 覆盖渠道包括 CS、商超和电商。2017 年, 公司投资进入彩妆市场, 新增以年轻化定位、“自信时尚”为内涵的“恋火”品牌, 主攻 CS 和电商渠道。

图表 4: 公司品牌矩阵

品牌	品牌介绍	品牌品	销售渠道	价格区间 (单品)	产品图片
丸美 	<p>①品牌定位: 以眼部护理为突破口, 致力于打造满足女性肌肤综合需求的护肤方案, 核心年龄层为 25~45 岁。</p> <p>②产品系列: 弹力蛋白凝时紧致系列、白色之恋纯白系列、巧克力青春丝滑系列、雪绒花纯净保湿系列等多个系列。</p>	眼部护肤类 肌肤清洁类 护肤-膏霜乳液 护肤-面膜	<p>①线下: 日化 CS 店、百货、美容院</p> <p>②线上: 电商</p>	40-500	
春纪 	<p>①品牌定位: 以“天然食材养肤”为理念的大众化护肤品牌, 核心年龄层为 18~35 岁。</p> <p>②产品系列: 杨梅水漾保湿系列、弹力娇嫩系列、黑白摩登美白系列等系列。</p>	眼部护肤类 肌肤清洁类 护肤-膏霜乳液 护肤-面膜	<p>①线下: 日化 CS 店、商超</p> <p>②线上: 电商</p>	10-300	
恋火 	<p>品牌定位: 以“自信时尚”为品牌内涵的彩妆品牌, 核心年龄层为 18~40 岁。</p>	彩妆类 (底妆、眼妆、唇妆)	<p>①线下: 日化 CS 店</p> <p>②线上: 电商</p>	20-250	

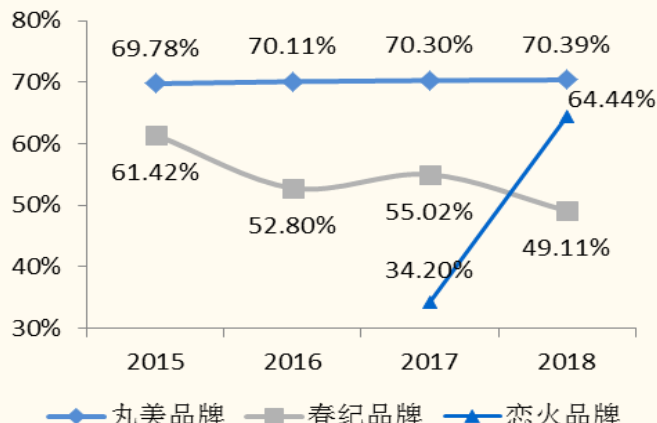
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 5: 2015-2018 公司分品牌营收 (亿元)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

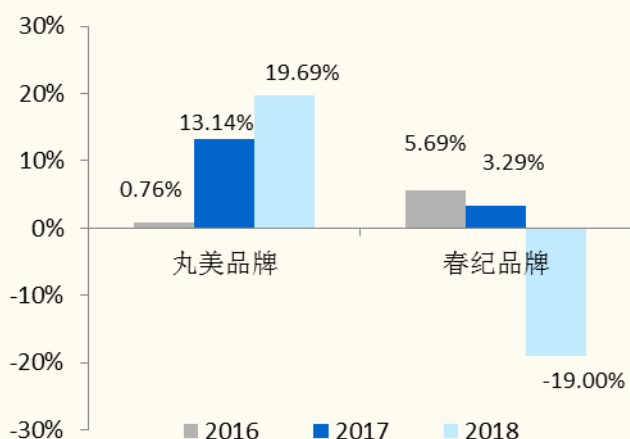
图表 6: 2015-2018 公司分品牌业务毛利率



来源: 公司公告, 国金证券研究所

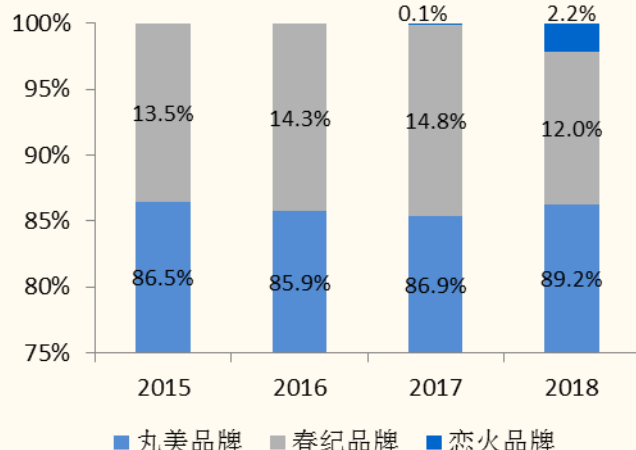
- ① “丸美”: 公司主打品牌。于 2000 年推出, 原为中日合资品牌, 2010 年成为内资品牌。2016-2018 年, 丸美品牌分别实现收入 10.38/11.74/14.05 亿元, 增速为 0.8%/13.1%/19.7%, 营收占比分别为 85.9%/86.9%/89.3%。近年来, 公司全力推进主品牌的高端化建设与发展, 在激烈的国产美妆竞争环境下, “丸美”整体增长呈加速态势。
- ② “春纪”: 公司主推的“食材养肤”大众护肤品牌。2016-2018 年, 春纪品牌分别实现收入 1.70/1.76/1.43 亿元, 增速为 5.7%/3.3%/-19.0%, 营收占比为 14.3%/14.8%/12.0%。春纪与丸美采用差异化定位, 覆盖年轻消费群体, 目前面临激烈竞争, 处于品牌调整期。
- ③ “恋火”: 公司以年轻化定位的彩妆品牌。该品牌原为韩国品牌, 2007 年进军中国, 由广州市韩彩化妆品公司负责运营, 2017Q4 被公司收购, 有望享受彩妆细分赛道的高速增长红利。2017-2018 年, 恋火分别实现收入 0.02/0.27 亿元, 营收占比分别为 0.1%/2.2%。值得注意的是, “恋火”2018 年毛利率大幅提高, 一方面由于公司对恋火经销商定价由 3.5 折提高到 4 折, 另一方面则是由于恋火产品从外购成品逐步转为外购半成品进行委外生产, 从而降低了产品的单位成本。

图表 7: 2016-2018 公司各品牌营收增速



产品来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 8: 2015-2018 公司各业务营收占比

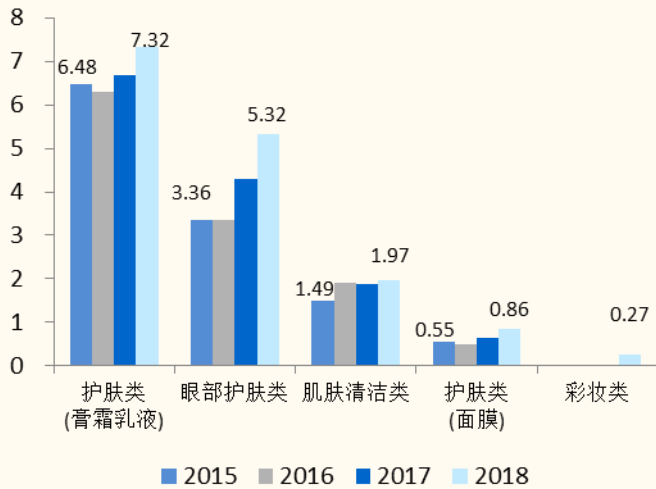


来源: 公司公告, 国金证券研究所

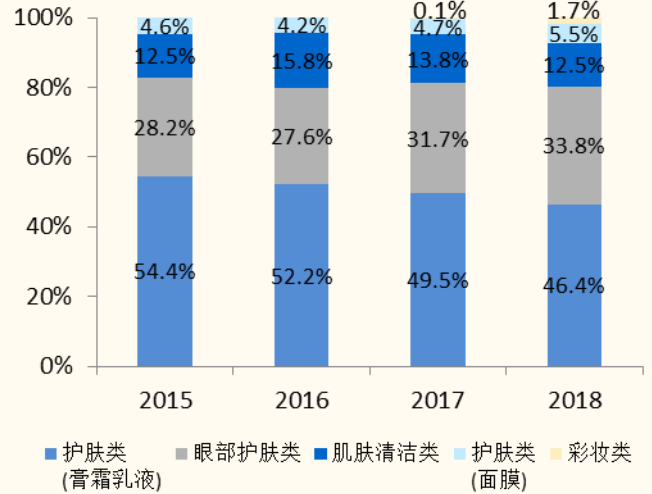
- 分品类来看, 公司眼部护肤增速强劲, 面部护肤稳健发展, 彩妆蓄势待发: 公司采用“以点带面”的单品类突破战略, 由眼部护肤切入, 现已形成全品类发展态势。其中, 眼部护肤增速强劲, 2015-2018 年分别实现收入 3.36/3.34/4.29/5.32 亿元, 复合增速为 16.6%, 营收占比不断提升, 近 4

年占比分别为 28.2%/27.6%/31.7%/33.8%。2015-2018 年，护肤类（膏霜乳液）、肌肤清洁类、护肤类（面膜）品类的复合增速分别为 4.1%、9.8% 和 16.1%，发展较为稳健。

图表 9：2015-2018 公司分品类营收（亿元）



图表 10：2015-2018 公司分品类营收占比

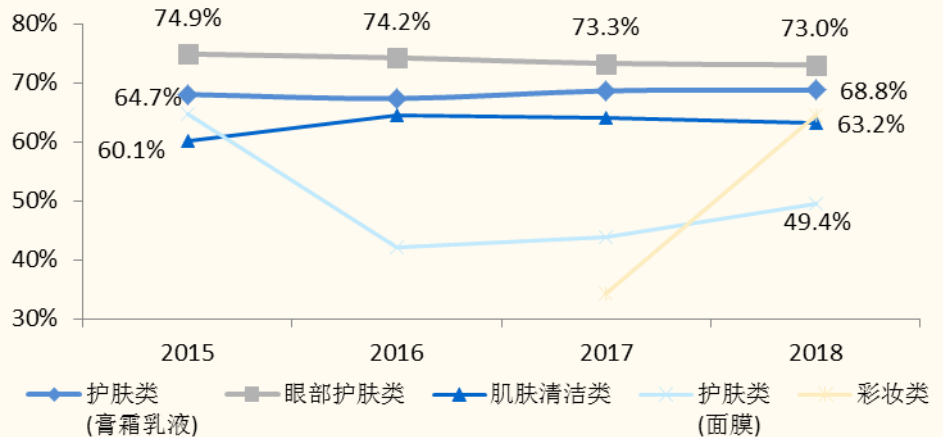


产品来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

- **眼部护肤是公司毛利率最高的品类：**眼部护肤类产品定位为护理眼睛周围较薄一层皮肤的高端护理产品，具有单件容量小、销售单价高的特点，毛利率较高；面膜类产品因市场竞争较为激烈，且具有单件价值低、使用周期短的特点，具备适宜赠送的天然属性，常以买赠的形式配合其他产品销售，毛利率较低。公司眼部护肤类产品以毛利率较高的丸美品牌产品为主，因此该类产品的毛利率相应较高；面膜类产品中 2016 年和 2017 年丸美和春纪的占比较为接近，而 2018 年丸美品牌面膜的销售占比有所提高，故毛利率也相应提高。

图表 11：2015-2018 年公司分品类毛利率



来源：公司公告，国金证券研究所

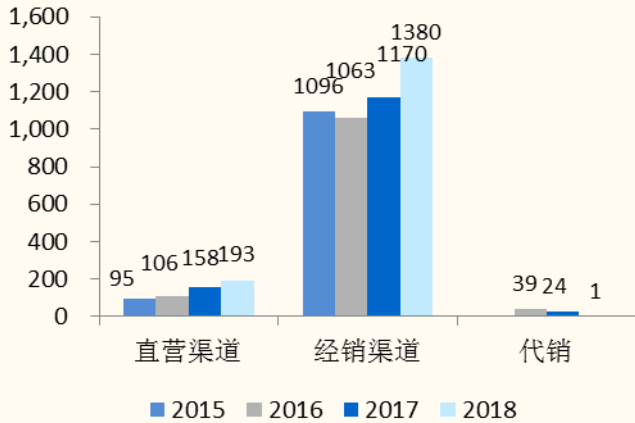
- **从销售模式来看，公司以经销为主、直营和代销为辅。**公司的经销渠道主要包括线下日化店（CS）渠道、线下百货专柜、线下美容院、线下商超（春纪品牌）以及线上电商渠道；直营渠道主要包括线上电商渠道和线下百货专柜渠道；代销渠道主要包括 2016-2017 年与屈臣氏、大润发的代销合作，由于销售未达预期，2018 年起代销模式已终止。
- **经销渠道：是公司长期发力建设的重要渠道，在二、三线城市已实现规模化布局。**2016-2018 年，公司经销渠道分别实现营业收入



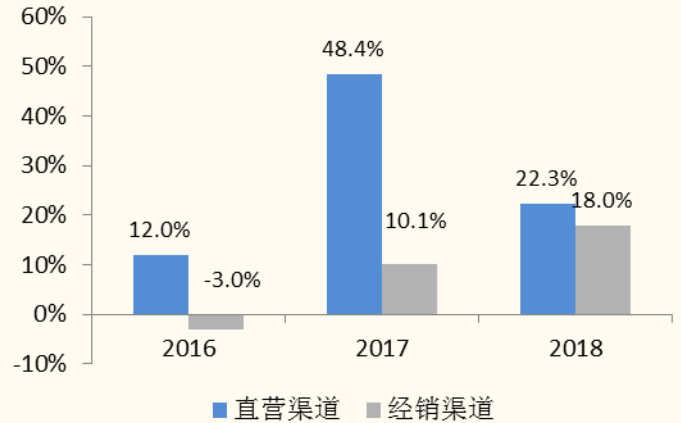
10.63/11.70/13.80 亿元，增速分别为-3.0%/10.1%/18.0%，营收占比分别为 88.0%/86.5%/87.7%。

- **直营渠道：**主要包括公司直营百货专柜以及以“丸美天猫旗舰店”为代表的直营网络渠道。2016-2018 年，公司直营渠道分别实现营业收入 1.06/1.58/1.93 亿元，增速分别为 12%/48.4%/22.3%，营收占比分别为 8.8%/11.7%/12.3%。

图表 12：2016-2018 直营、经销、代销收入（百万元）



图表 13：2016-2018 直营、经销增速

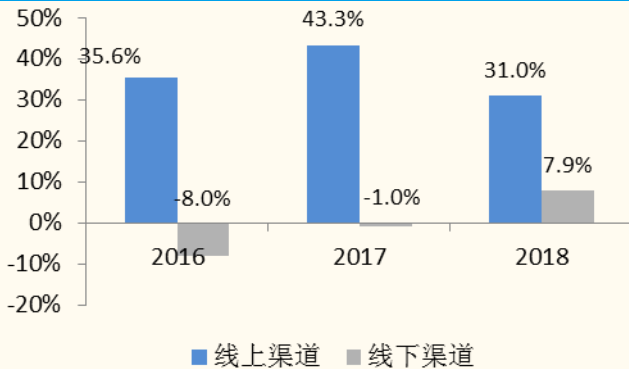


来源：公司公告，国金证券研究所

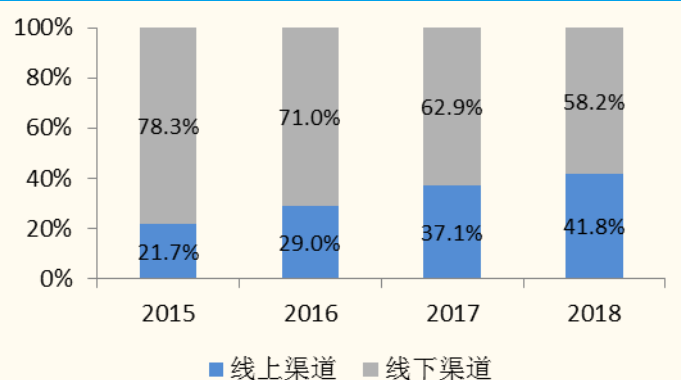
来源：公司公告，国金证券研究所

- **从线上线下布局来看，公司积极开拓电商渠道，线上占比达到 41.8%。**
  - **线上渠道：**电商潜力巨大，是未来增长的重要引擎。公司于 2011 年首次开设旗舰店，现已覆盖天猫、京东、唯品会等电商平台。2016-2018 年，公司电商渠道分别实现营业收入 3.50/5.02/6.58 亿元，增速分别为 35.6%/43.3%/31.0%，营收占比分别为 29.0%/37.1%/41.8%。公司与天猫美妆等平台保持密切沟通，积极调整运营思路，努力争取更多平台资源。公司线上直营店铺代运营公司为广州涅生电商，核心团队为公司服务超过五年，熟悉公司的品牌和运作。公司电商经销商包括美妮美雅、欧玉美等，自国内电商发展之初即开始经营电商业务，具有丰富的行业经验。未来公司电商渠道仍将是增长的主要驱动引擎。
  - **线下渠道：**以日化 CS 渠道为主，百货专柜、美容院和商超为辅。2016-2018 年，公司线下渠道分别实现营业收入 8.58/8.50/9.17 亿元，增速分别为-8.0%/-1.0%/7.9%，营收占比分别为 71.0%/62.9%/58.2%，截止 2018 年，公司共有经销商终端网点 16555 家，日化 CS 店为主要形式。

图表 14：2016-2018 公司线上、线下渠道增速比较



图表 15：2015-2018 公司线上、线下渠道占比

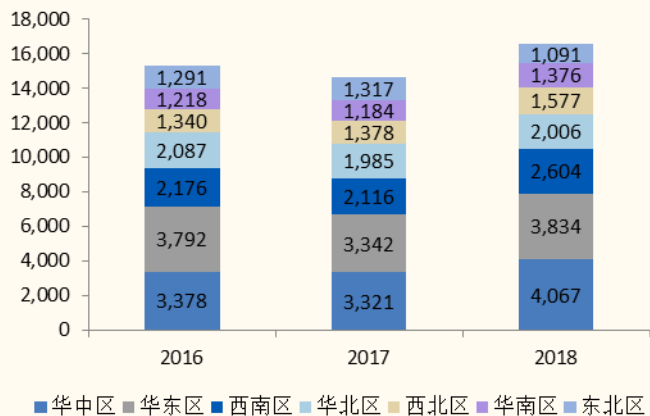


来源：国金证券研究所

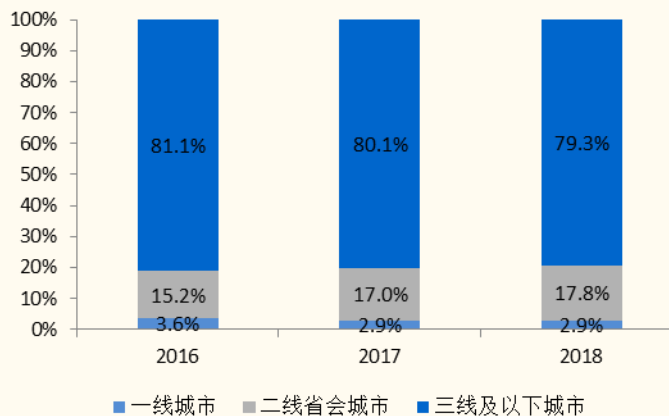
来源：国金证券研究所

- 目前公司已经形成以三线及以下城市为重点布局的经销商终端网点：截至2018年12月31日，公司经销商终端网点的数量已超过16,000个。其中一线城市终端网点数量占比2.89%，二线城市（省会城市）终端网点数量占比17.80%，三线及以下城市终端网点数量占比79.31%。华中、华东是经销商终端网点分布的主要地区，华南、东北区域是未来潜力增长区域。

图表 16: 2016-2018 公司各区域网点分布 (家)



图表 17: 2016-2018 公司各线城市网点分布占比



来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

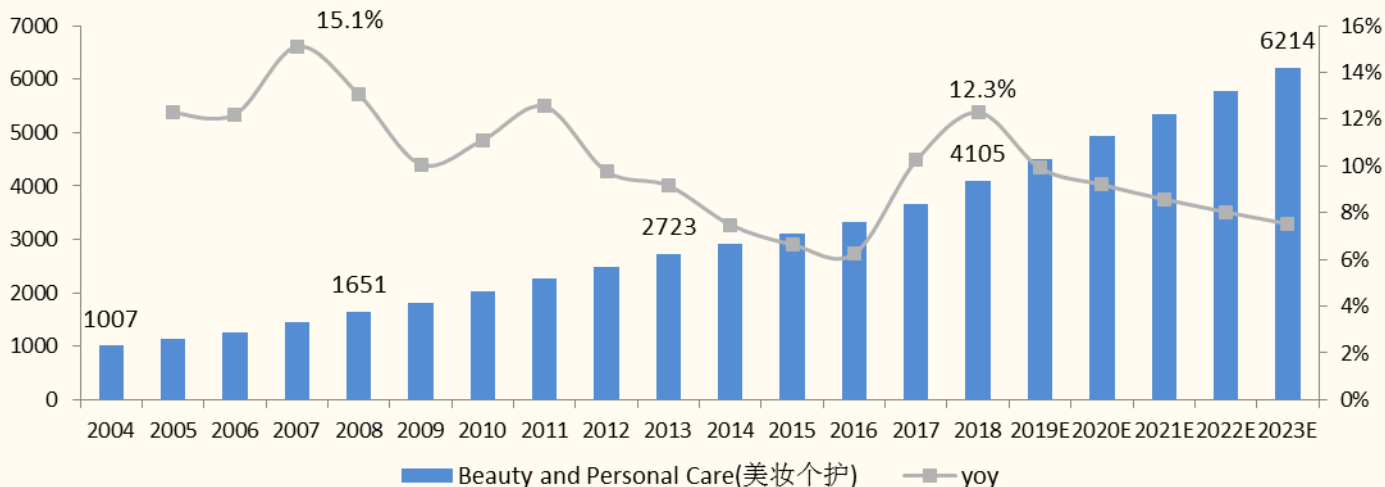
- 我们认为，对于国内化妆品公司，上市具有里程碑式的意义：上市不仅有望对公司品牌认知度、各种渠道合作、营销能力等带来积极影响；更重要的是，上市亦有望奠定公司更加体系化的管理体系和内部激励制度，从长期释放公司更大的能量，提升发展速度。

## 2. 行业分析：美妆消费刚需，品类及渠道蕴藏新机遇

### 2.1 品类角度：彩妆及“抗衰”护肤品类引领成长

- 化妆品作为贯穿女性一生的刚需消费，在我国具有较大发展机遇：因为女性对美的追求并无止境，不同年龄女性对化妆品消费均有核心诉求。消费者一般从简单的功能性需求入门，随着年龄的增长和对化妆品了解的加深，会衍生出更精细化和更专业的需求，使用的品类和步骤亦会不可逆地增加。Euromonitor 数据显示，2018 年我国美妆个护市场规模约为 4105 亿元，同比+12.3%，2004-2018 年均复合增速为 10.6%。预计 2023 年市场规模将达到 6214 亿元，2018-2023E 预计年均复合增长率为 8.6%。

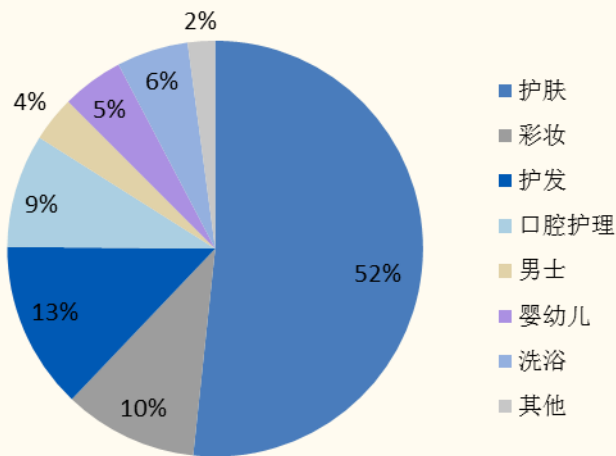
图表 18: 2004-2023E 我国美妆个护市场规模 (亿元) 及增速



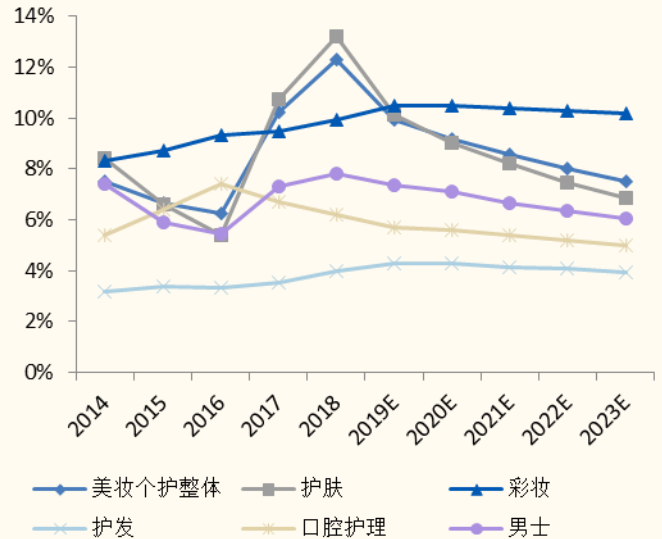
来源：Euromonitor，国金证券研究所

- 目前我国市场护肤占据半壁江山，彩妆是未来高速增长的子品类：根据 Euromonitor 数据，2018 年我国美妆个护市场中，护肤品类市场规模 2122 亿元，占据 52% 份额，是规模最大的子品类；护发、彩妆市场规模分别为 534 亿元和 428 亿元，占据 13% 和 10% 市场份额，位列第二和第三。2023 年，预计护肤品类市场规模为 3165 亿元，未来 5 年复合增速为 8.3%，仍为第一大品类；预计彩妆规模将达到 800 亿元，未来 5 年复合增速为 13.3%，彩妆将超越护发成为第二大品类。

图表 19：2018 年我国美妆个护市场各品类占比



图表 20：2014-2023E 我国美妆个护市场各品类增速

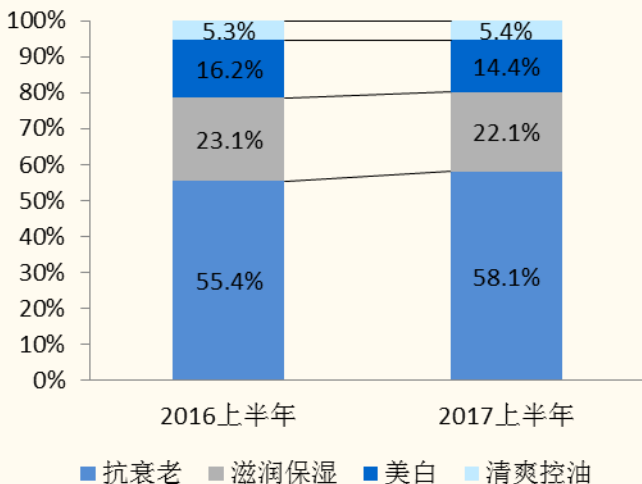


来源：Euromonitor，国金证券研究所

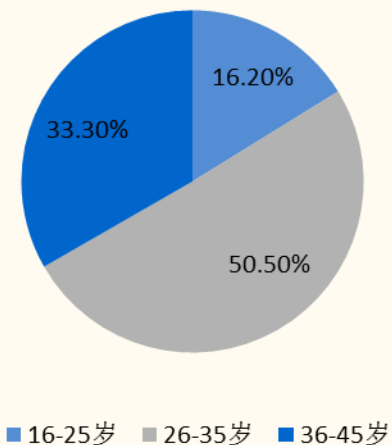
来源：Euromonitor，国金证券研究所

- “抗衰”成为护肤品类升级的重要方向，有更高的议价权：新一代消费者工作生活节奏快，紫外线、电脑辐射和空气污染不可避免，“抗衰”愈发成为刚需，产品具有更高的议价权，故成为品牌商创造和升级新品类的蓝海。根据《抗衰老化妆品市场解析报告》，“抗衰老”已经成为消费者最关注的护肤功效，2017 年上半年零售份额已经提升至 58.1%，同比+2.7pct。
- 关注“抗衰”的消费者开始年轻化：前瞻网数据显示，年轻人“抗衰”意识增强，提早开始保养。2017 年抗皱护肤品各年龄段用户占比中，26-35 岁是主力消费人群，占比为 50.5%。而值得关注的是，16-25 岁用户占比已达到 16.2%，成为“抗衰”品类消费者的重要力量。

图表 21：护肤市场主要功效销售份额趋势



图表 22：2017 年抗皱护肤品各年龄段用户占比



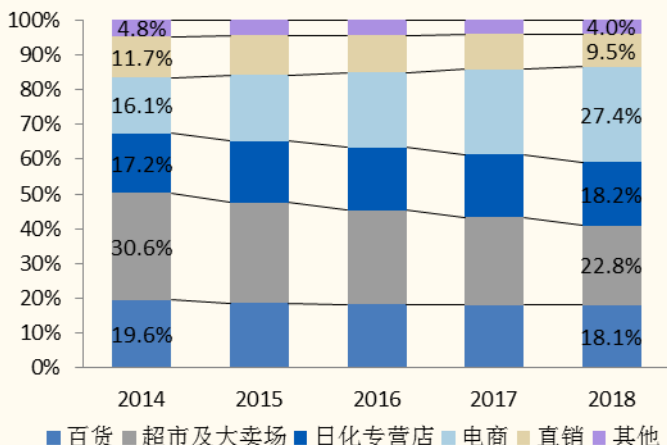
来源：《抗衰老化妆品市场解析报告》，国金证券研究所

来源：前瞻网，国金证券研究所

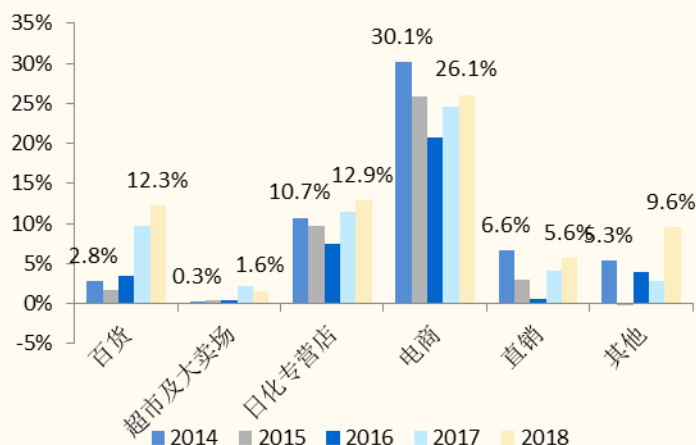
## 2.2 渠道角度：电商和日化专营店是增速最为强势的渠道

- 过去 5 年，电商及日化专营店是表现最为强势的渠道：2014-2018 年，超市及大卖场占比由 30.6% 下滑至 22.8%；百货渠道占比由 19.6% 下滑至 18.1%；日化专营店由 17.2% 上升至 18.2%，电商渠道由 16.1% 上升至 27.4%。电商和日化专营店是引领化妆品行业增长的主要渠道，连续 5 年分别保持 20% 以上和 7% 以上的增速。渠道变化对行业内公司把握新兴渠道布局能力及品牌+渠道相互配合的能力提出了更高的要求。

图表 23：2014-2018 我国美妆个护各渠道占比



图表 24：2014-2018 我国美妆个护各渠道增速



来源：Euromonitor，国金证券研究所

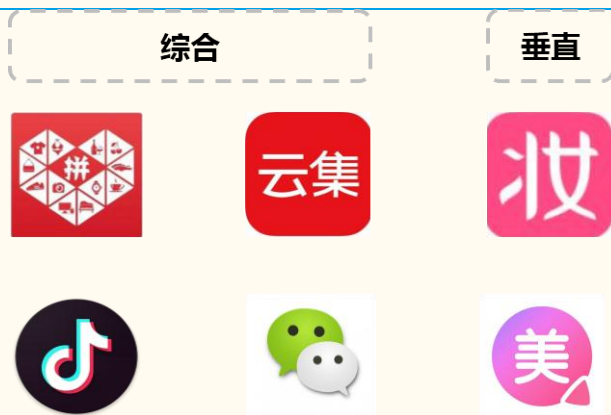
来源：Euromonitor，国金证券研究所

- 化妆品具有重复式消费和流量聚集效应强两大特点，非常适合电商销售：
  - 重复式消费：化妆品单品具备标准化程度高、使用周期短、体积较小、价格适中、复购率高等特点，属于重复式消费；
  - 流量聚集效应强：消费群体广阔，什么产品比较好用，又该如何使用，总是能引发持续的讨论，商品在讨论中不断转换为购买，相比其他品类产品更容易带来流量。
- 过去几年电商占比的提升主要由传统电商平台贡献，未来新兴社交电商渠道的崛起将为电商整体贡献新的增量：传统综合电商包括天猫、京东、唯品会、考拉等，传统美妆垂直电商包括聚美优品、小红书等。新一代消费者的消费趋势包括：
  - 购买决定前会打开社交媒体搜索产品测评；
  - 长期关注美妆达人/KOL 的视频或图文资讯；
  - 与朋友分享和推荐好用的产品等。
 新兴社交电商渠道迎来巨大成长机遇。新兴综合类社交电商包括拼多多、微商、云集、抖音等，新兴美妆社交垂直电商包括美妆心得、快美妆等。

图表 25：传统电商渠道



图表 26：新兴社交电商渠道



来源：国金证券研究所

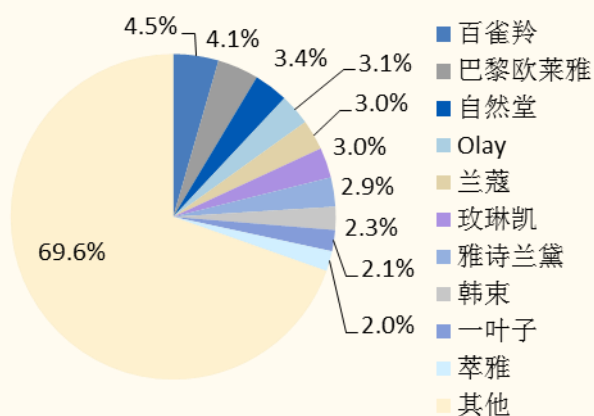
来源：国金证券研究所



### 2.3 竞争角度：护肤品市场较为分散，丸美在抗衰眼霜领域位列前茅

- 我国护肤品市场格局较为分散，2018年TOP 10品牌中国品牌占据4席，“丸美”主品牌位居2018年本土护肤品牌TOP10：目前，国内获得化妆品生产许可证的企业有4000多家，整体市场的集中程度不高。Euromonitor数据显示，2018年前十大护肤品品牌市场占有率为30.4%，其中国内品牌有百雀羚（4.5%）、自然堂（3.4%，伽蓝集团旗下）、韩束（2.3%，上海上美旗下）、一叶子（2.1%，上海上美旗下）四个品牌在列。“丸美”以1.1%的市占率位居2018我国护肤品类本土前十品牌。

图表 27：2018 我国护肤品类市场份额分布



来源：Euromonitor，国金证券研究所

图表 28：2018 我国护肤品类本土前十品牌

品牌	2018 年护肤品类市占率
百雀羚	4.5%
自然堂	3.4%
韩束	2.3%
一叶子	2.1%
珀莱雅	1.9%
佰草集	1.7%
韩后	1.4%
御泥坊	1.3%
相宜本草	1.3%
丸美	1.1%

来源：Euromonitor，国金证券研究所

- 丸美在抗衰眼霜领域位列前茅：公司招股说明书显示，在抗衰老护肤品品牌中，2013-2016年，“丸美”品牌在我国的市场占有率分别为3.2%、3.5%、3.7%和3.7%，2016年排名第6位，在国内品牌中排名第2位，已成为国内有一定影响力的眼部肌肤护理品牌。而根据我们对天猫眼部护理行业的监测，近12个月丸美均位于月度销售额Top10行列。

图表 29：近 12 个月丸美位于天猫眼部护理月度销售额 Top10 行列

排名	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2018M7	丸美	美康粉黛	lilia	透真	cobor	兰蔻	自然旋律	魔盒	baimiss	panda.W
2018M8	美康粉黛	丸美	miss face	透真	lilia	cobor	兰蔻	自然旋律	欧莱雅	panda.W
2018M9	丸美	雅诗兰黛	美康粉黛	lilia	兰蔻	miss face	cobor/可贝尔	透真	自然旋	珀莱雅
2018M1	丸美	miss face	美康粉黛	lilia	cobor	自然旋律	透蜜	佰草世家	yigar	珀莱雅
2018M1	丸美	美康粉黛	欧莱雅	怡丽丝尔	雅诗兰黛	panda.W	透真	兰蔻	/欧珀莱	劲霸
2018M12	形象美	劲霸	欧莱雅	丸美	雅诗兰黛	miss face	韩瑟	美康粉黛	usiii	panda.W
2019M1	形象美	伊露莹	伊诗兰顿	senana marina	兰蔻	雅诗兰黛	丸美	欧莱雅	美康粉黛	beauty sign
2019M	美康粉黛	透真	兰蔻	lapeu	丸美	雅诗兰黛	miss face	欧莱雅	usiii	韩瑟
2019M3	形象美	欧莱雅	倾肤	美康粉黛	雅诗兰黛	透真	丸美	miss face	兰蔻	panda.W
2019M4	形象美	倾肤	美康粉黛	雅诗兰黛	兰蔻	欧莱雅	senana marina	lapeu	丸美	panda.W
2019M5	兰蔻	欧莱雅	lapeu	形象美	一枝春	雅诗兰黛	美康粉黛	丸美	yigar	lilia
2019M6	lapeu	欧莱雅	兰蔻	美康粉黛	雅诗兰黛	形象美	丸美	wis	碧素堂	肌琳莎

来源：国金证券研究所第三方数据监测中心



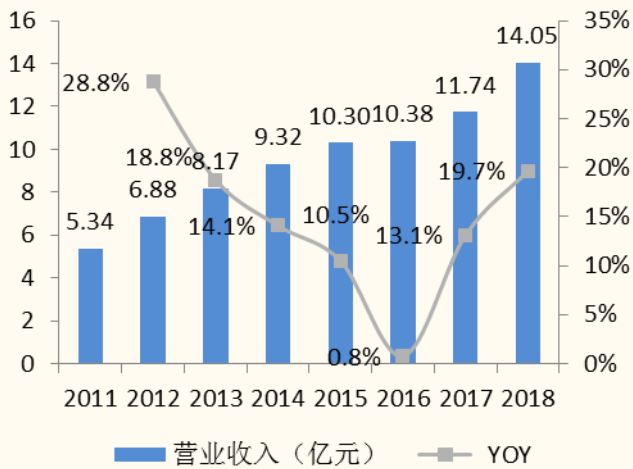
### 3. 公司未来看点：主品牌释放中高端潜力、彩妆提供增量收入、电商中期向上具备确定性

#### 3.1 品牌：“抗衰眼霜”深入人心，品牌矩阵初步形成

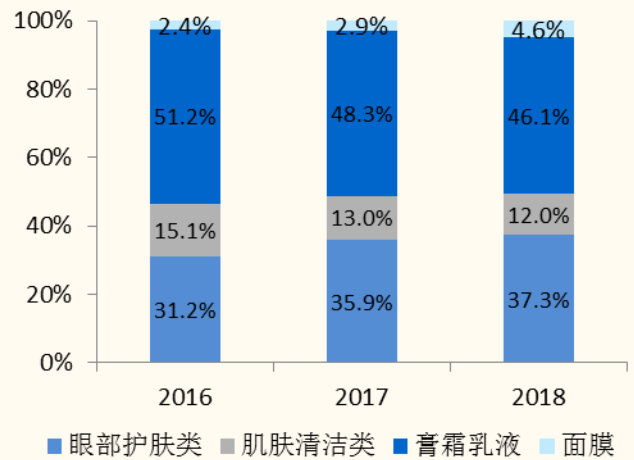
##### 3.1.1 “丸美”主品牌：“眼部护肤”优势显著，中高端升级渐显成效

- 主品牌“丸美”已成长为“抗衰眼霜”驱动下的综合护肤品牌：2016-2018年，丸美品牌分别实现营收 10.38/11.74/14.05 亿元，增速为 0.8%/13.1%/19.7%，2016 年进行产品渠道优化调整后 17-18 年营收增速持续向好。品类端采取以“眼部护肤”为核心驱动的差异化高毛利战略，2016-2018 年，眼部护理品类分别实现营业收入 3.24/4.21/5.24 亿元，复合增速为 27.2%，营收占比由 2016 年的 31.2% 提升至 2018 年的 37.3%，充分体现专业品牌的竞争溢价力，并带动了膏霜乳液等护肤全品类的发展。

图表 30：2011-2018 丸美主品牌营收及增速



图表 31：2016-2018 丸美主品牌各品类营收占比

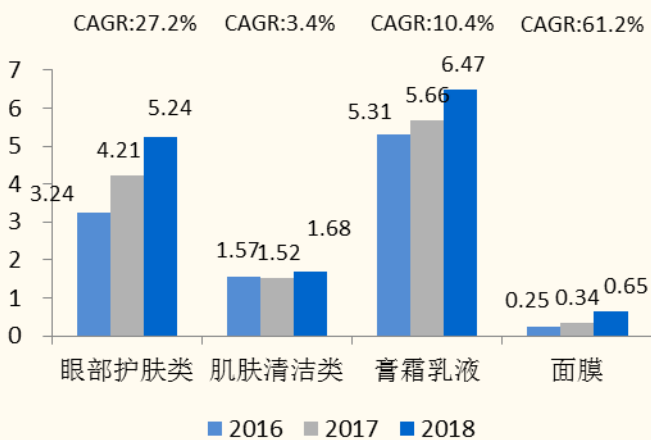


来源：公司公告，国金证券研究所

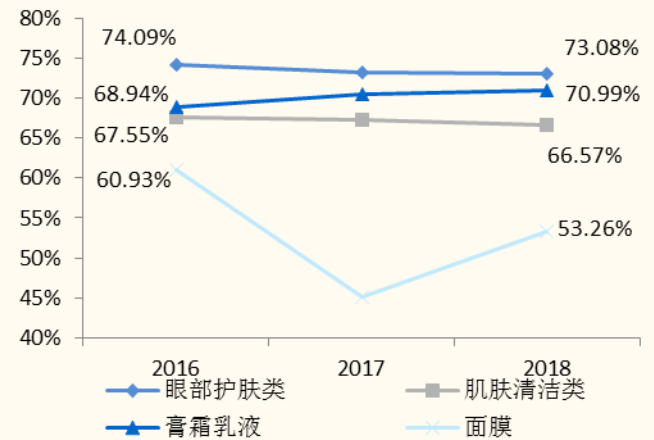
来源：公司公告，国金证券研究所

- 主品牌眼部护肤毛利率最高，面部护肤基本稳定，面膜有所波动：丸美眼部产品定位中高端，毛利率居于首位，2018 年毛利率为 73.08%；肌肤清洁类、膏霜乳液类产品毛利率保持稳定；面膜业务体量较小，由于受促销活动影响较大，故毛利率波动较大，2018 年毛利率高达 83.14% 的新品弹力蛋白凝时紧致系列面膜销售情况良好，带动面膜产品毛利率同比+8.1pct。

图表 32：丸美品牌分品类营收 (亿元)



图表 33：丸美品牌分品类毛利率



来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

- “丸美”成立初始就专注于眼部肌肤的研究，针对不同年龄层的消费群体，打造了多款功效不同的眼部护理产品：例如“弹力蛋白凝时紧致眼精华”注重于紧致眼周肌肤，淡化鱼尾纹；“巧克力青春丝滑眼乳霜”针对 25 岁左右的轻熟龄，改善眼周潜在老化；“白色之恋纯白淡黑眼圈霜”注重于淡化眼周黑色素沉淀。品牌在眼部护理领域已经形成三大优势：
  - ① 功能细化，不同产品对应不同针对性功效：丸美将眼部护肤功效细化为提拉紧致、细化淡纹、淡黑眼圈、保湿滋润等功效，并针对性地推出多种功效产品，例如眼霜、眼部精华液、贴膜、眼部卸妆乳等，通过多层次多品类进行产品组合套装销售，以实现多层次精准定位和专业化眼部护肤。

图表 34：丸美眼部不同细分功效下热销产品展示



来源：公司官网，国金证券研究所

- ② 经典产品不断迭代，持续提供营收增量驱动：从明星产品第 1 代“丸美眼部多元精华素”开始，公司通过新增提拉紧致、淡化干纹等功效已将产品迭代升级至第 5 代，形成了在眼部专业护肤领域成熟的产品体系。2017 年丸美推出新产品多肽眼霜推动当年眼部护肤销售额增长 28.67%；2018 年丸美新推出第 5 代弹力蛋白精华素实现收入 7278.80 万元，占当年丸美品牌眼部护肤类产品收入的 13.88%。

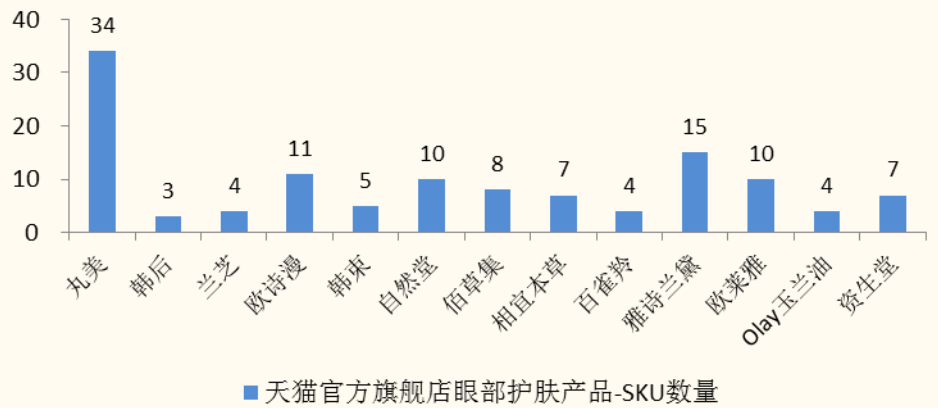
图表 35：丸美眼部产品不断迭代升级



来源：丸美天猫旗舰店，国金证券研究所

- ③ 眼部 SKU 较国内外品牌更为丰富：天猫旗舰店数据显示，丸美眼部护肤类 SKU 有 34 个，而国产其他成长型品牌及国外成熟品牌眼部护肤类产品 SKU 数量均未超过 15 个，在产品丰富度上丸美的眼部专业护肤优势尽显。

图表 36：“丸美”眼部护肤品类 SKU 较其他品牌丰富度更高



来源：天猫官方旗舰店，国金证券研究所

- 由明星产品“眼霜”的“抗衰”特性精准抓住目标消费者，主品牌围绕“抗衰”需求打造了面霜、精华等全品类产品，有效提升了消费者粘性：2016-2018年，丸美膏霜乳液品类分别实现营业收入 5.31/5.66/6.47 亿元，复合增速达 10.4%。天猫旗舰店数据显示，在丸美的经典系列“弹力蛋白系列”中，眼部单品“日夜眼精华”销量 10.5 万，同系列套装亦实现销量 5.3 万套，说明丸美其他品类的品牌力正在逐渐受到消费者认可。

图表 37：丸美产品围绕“抗衰”进行全品类系列发展



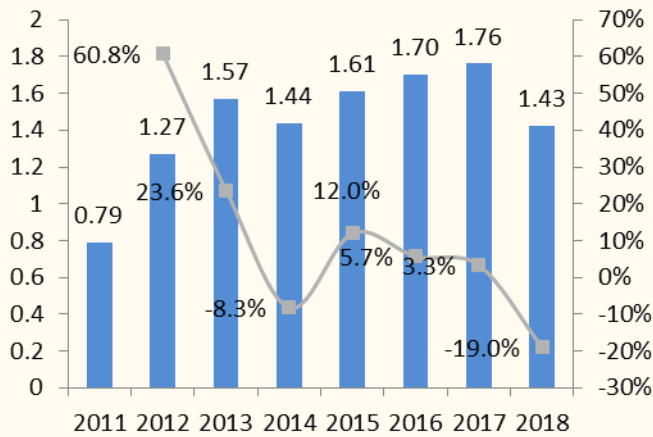
来源：天猫官方旗舰店（数据截至 2019 年 7 月 4 日），国金证券研究所

- **主品牌未来展望：持续向中高端升级，“抗衰眼霜”驱动全品类快速增长，“MARUBI TOKYO”系列释放高端潜力。**我们认为，主品牌核心主打的“抗衰”领域正是国内护肤品品类由控油保湿等基础功能向更高功能升级的重点方向，而“丸美”深耕“抗衰眼霜”领域20年，已经广泛占据了消费者认知，未来有望享受“抗衰”全品类护肤的消费趋势红利，实现较快增速。此外，公司积极践行品牌高端化战略，分别于2018年、2019年推出日本原装进口高端线“酒御龄冰肌系列”和“日本花弹润娇嫩系列”，日本原装系列有望进一步提振主品牌形象和价格带，带动毛利率的提升。

### 3.1.2 春纪：“食材养肤”差异化定位，在大众护肤市场亟待突出重围

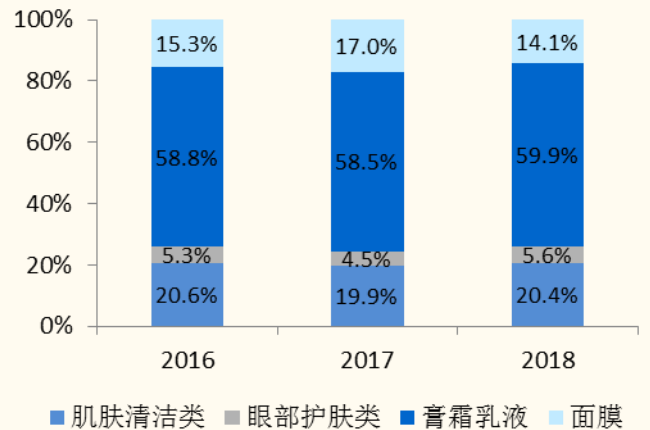
- **定位大众护肤，面部护肤为主要品类，近年来面临激烈竞争：2016-2018年，春纪品牌整体实现收入1.70/1.76/1.43亿元，增速为5.7%/3.3%/-19.0%。**其中护肤类（膏霜乳液+面膜）为收入主要驱动，护肤类合计占比均超过73%。由于品牌定位在竞争激烈的大众护肤市场，促销活动较多，因此整体及各品类毛利率均呈下降趋势。2016-2018年，春纪膏霜乳液类护肤品毛利率分别为58.79%/58.69%/51.95%。

图表 38：2011-2018 春纪品牌营收及增速



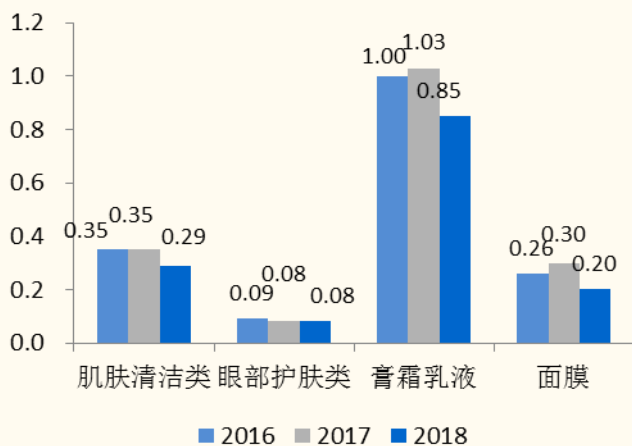
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 39：2016-2018 春纪品牌各品类营收占比



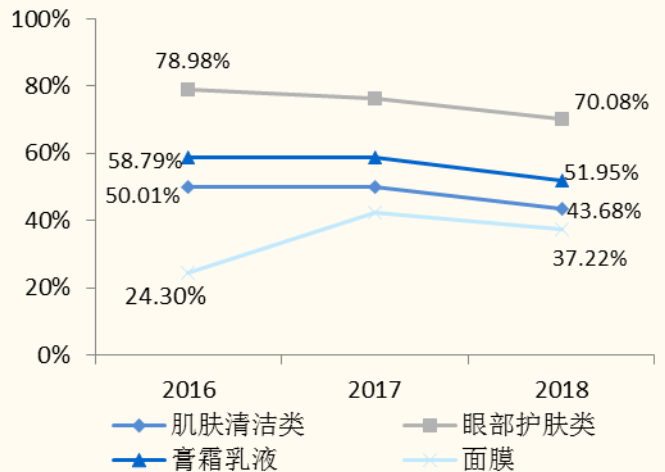
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 40：春纪品牌分品类营收 (亿元)



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 41：春纪品牌分品类毛利率



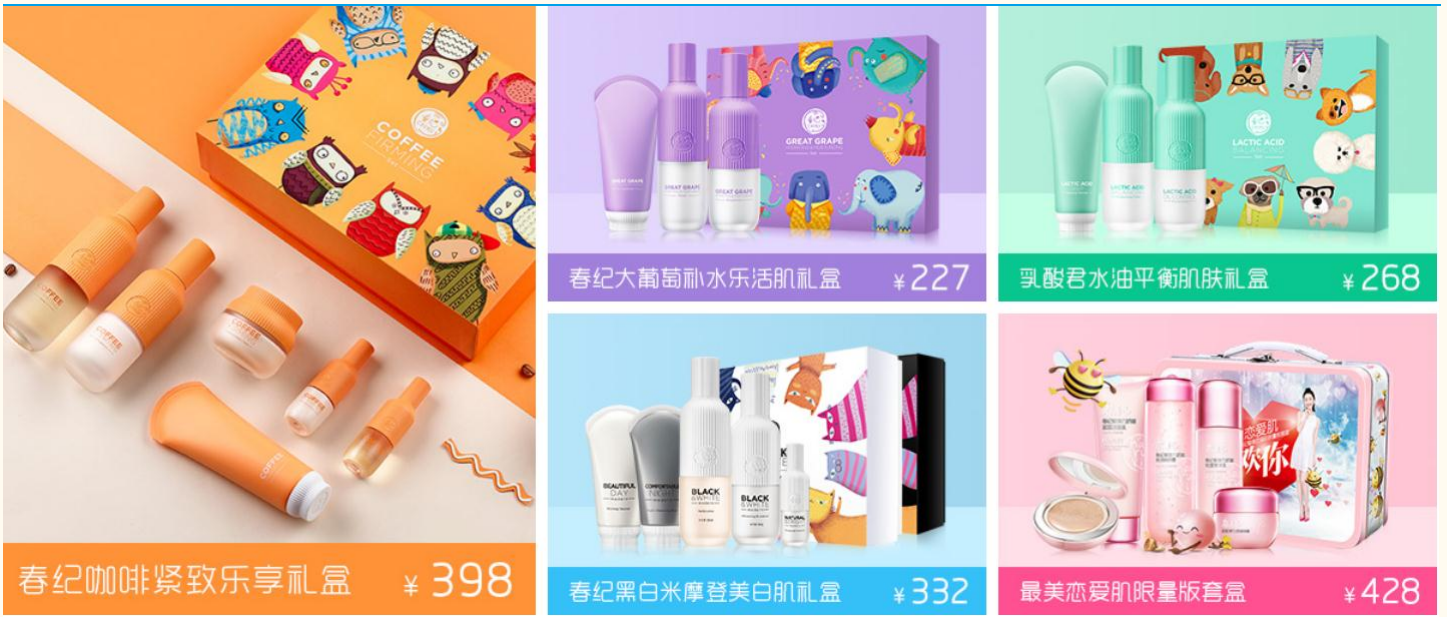
来源：公司公告，国金证券研究所

- **春纪作为公司旗下与丸美齐名的双子星品牌，处于竞争突围期，选取“食材养肤”定位符合当下潮流趋势：①“明星单品”爆款迭出保持品牌曝光度：先后推出发光小奶瓶、蓝光瓶、牛瓣安瓶等爆款单品。②产品系列日渐丰富：**



春纪产品聚焦于食材的多彩和青春的色彩，“爆款单品+系列套装组合”丰富产品矩阵，系列组合“黑白米美白”、“大葡萄速补水”、“杨梅高保湿”多方位诠释品牌内涵。

图表 42：春纪“食材养肤”产品系列丰富



来源：春纪官网，国金证券研究所

- **春纪未来展望：**大众护肤市场近年来市场竞争激烈，国内外品牌端仍在通过促销争夺份额的阶段。我们认为，“食材养肤”符合当下天然、无害、健康的护肤品消费趋势，未来春纪如果能够在提升产品配方、抓住新兴渠道、优化传播效率方面有所突破，品牌将有望在大众市场突出重围。

### 3.1.2 恋火：进军彩妆赛道，未来发展潜力较大

- **恋火品牌是公司进军高增长彩妆领域的重要布局：**2017-2018 年，恋火分别实现收入 0.02/0.27 亿元，当前体量较小，但发展迅速，有望配合丸美、春纪品牌进一步发挥品类战略互补效用，完善公司品牌矩阵布局。恋火 2018 年毛利率大幅提高，一方面由于公司对恋火经销商定价由 3.5 折提高到 4 折，另一方面则是由于恋火产品从外购成品逐步转为外购半成品进行委外生产，从而降低了产品的单位成本。

图表 43：恋火彩妆品类新品展示



来源：恋火天猫官方旗舰店，国金证券研究所

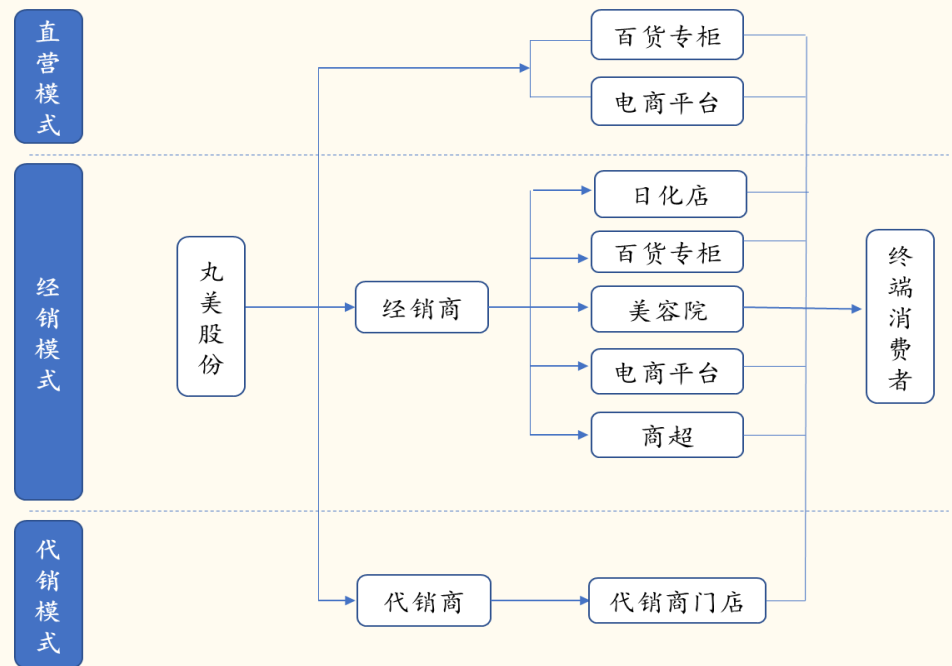


- **恋火有望把握彩妆细分赛道高增长红利，提供增量收入：**公司基于对彩妆市场渗透空间及消费趋势的洞察，于 2017 年 Q4 收购韩国彩妆品牌“恋火”，目前已覆盖底妆、眼妆、唇妆等，品类还在不断完善，恋火可复制公司多年的品牌管理能力以及线上、线下的渠道运营资源，未来增长潜力巨大。

### 3.2 渠道：线上+线下多渠道并进，成熟经销体系助力下沉市场

- **公司销售以经销模式为主、直营和代销模式为辅：**直营模式主要包括直营百货专柜以及以“丸美天猫旗舰店”为代表的直营网店；经销模式指公司通过经销商向下游销售，终端包括日化店、百货专柜、美容院等；2016 年公司开拓代销模式，主要通过屈臣氏、大润发代销“春纪”品牌产品，由于未取得预期效果，2018 年代销模式已陆续停止合作。

图表 44：公司已形成经销为主，直销、代销为辅的渠道体系

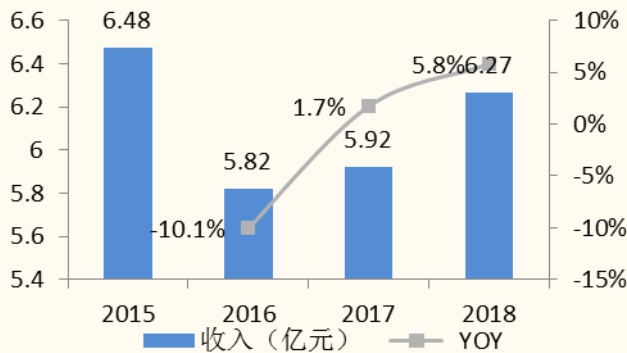


来源：公司公告，国金证券研究所

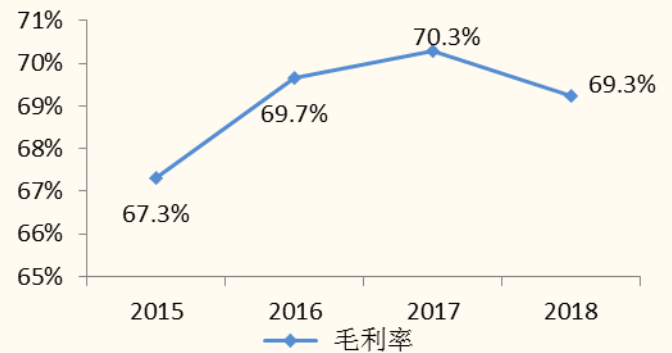
#### 3.2.1 线下渠道：深耕日化渠道多年，不断优化稳增长

- **日化店（CS）渠道是公司线下最大的渠道，经历 2016 年调整后整体实现稳健增长：**目前丸美 CS 网点越 8000-9000 家，春纪 CS 网点约 3000 家，恋火 CS 网点近 1000 家。2016-2018 年，公司 CS 渠道分别实现营业收入 5.82/5.92/6.27 亿元，增速分别为 -10.1%/1.7%/5.8%，毛利率分别为 69.7%/70.3%/69.3%。

图表 45：2015-2018 年日化店渠道收入及增速



图表 46：2015-2018 年日化店渠道毛利率

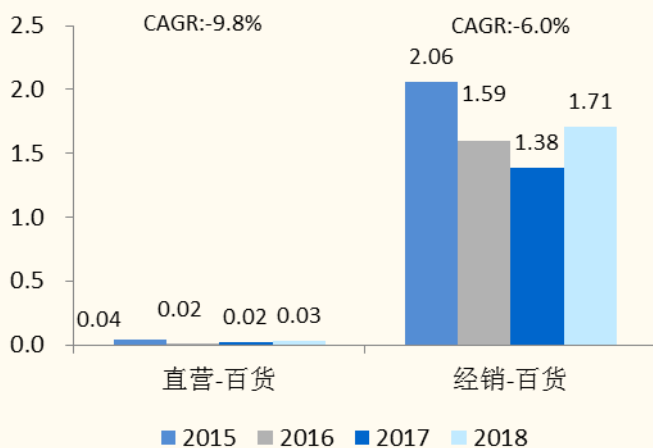


来源：公司公告，国金证券研究所

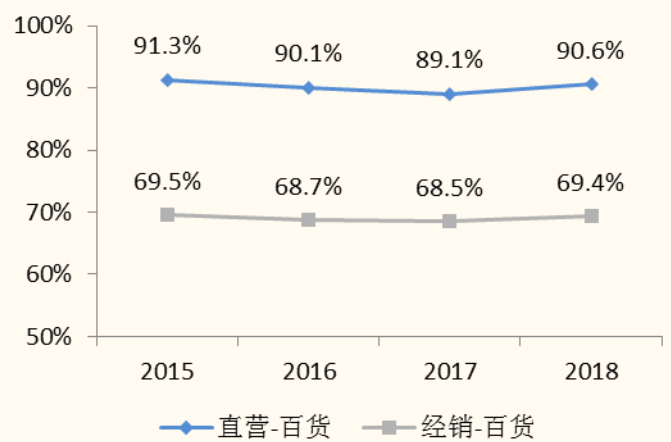
来源：公司公告，国金证券研究所

- 过去十余年，公司借力 CS 渠道红利发展壮大，而伴随整体 CS 渠道进入成熟洗牌阶段，公司在该渠道的增速放缓至单位数。我们认为，作为在 CS 渠道品牌知名度较高的国产品牌，公司有望在渠道洗牌阶段进一步抢夺小品牌市场份额，实现高于整体渠道的增长。
- 百货专柜：主要聚焦于丸美品牌形象树立，2015-2017 年面临较大压力，2018 年调整后销售回升，目前丸美百货数量不到 1000 家。
  - 直营百货专柜：以品牌宣传为主，产品销售为辅。2016-2018 年，直营百货专柜实现收入 152/184/326 万元，增速分别为 -65.8%/20.5%/77.8%，毛利率分别为 90.1%/89.1%/90.6%。
  - 经销百货专柜：收入相对直营更大。2016-2018 年，经销百货专柜渠道实现收入 1.59/1.38/1.71 亿元，增速分别为 -22.5%/-13.2%/23.4%，毛利率分别为 68.7%/68.5%/69.4%。整体来说，经销百货在 16、17 两年下滑后，18 年经过调整重新恢复增长。

图表 47：2015-2018 年百货渠道收入（亿元）及增速



图表 48：2015-2018 年百货渠道毛利率

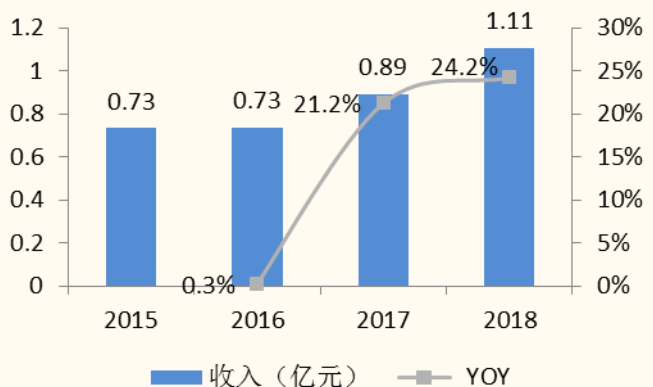


来源：公司公告，国金证券研究所

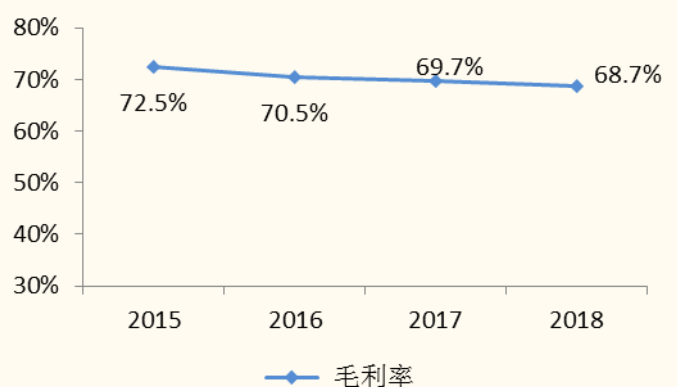
来源：公司公告，国金证券研究所

- 美容院渠道：主要聚焦于丸美品牌专业线产品，目前数量在 2000 余家。2016-2018 年，美容院经销渠道实现收入 0.73/0.89/1.11 亿元，增速分别为 0.3%/21.2%/24.2%，毛利率分别为 70.5%/69.7%/68.7%。随着公司上市后线下营销建设的深入推进，公司有望推动美容院渠道稳定增长。

图表 49：2015-2018 年美容院渠道收入（亿元）及增速



图表 50：2015-2018 年美容院渠道毛利率

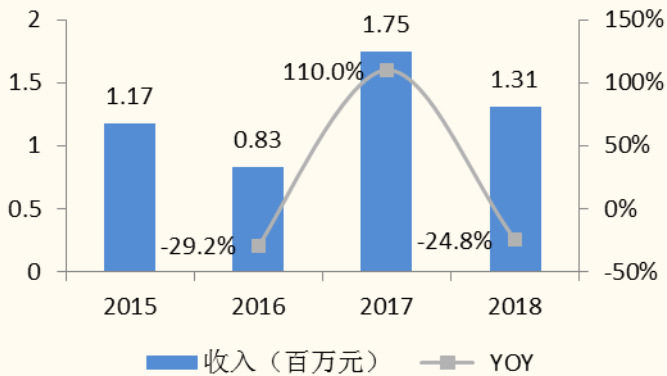


来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

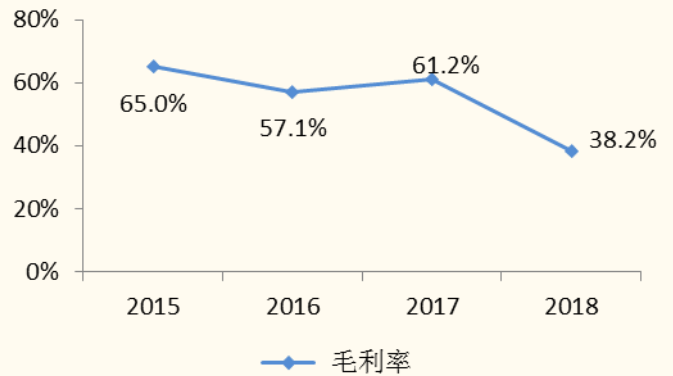
- 商超渠道：销售体量较小，主要聚焦于春纪品牌。2016-2018 年，商超渠道实现收入 0.83/1.75/1.31 百万元，增速分别为 -29.2%/+110.0%/-24.8%；由于大众护肤近年来市场竞争激烈，毛利率分别为 57.1%/61.2%/38.2%，呈下降趋势。

图表 51: 2015-2018 年商超渠道收入 (百万元) 及增速



来源: 国金证券研究所

图表 52: 2015-2018 年商超渠道毛利率

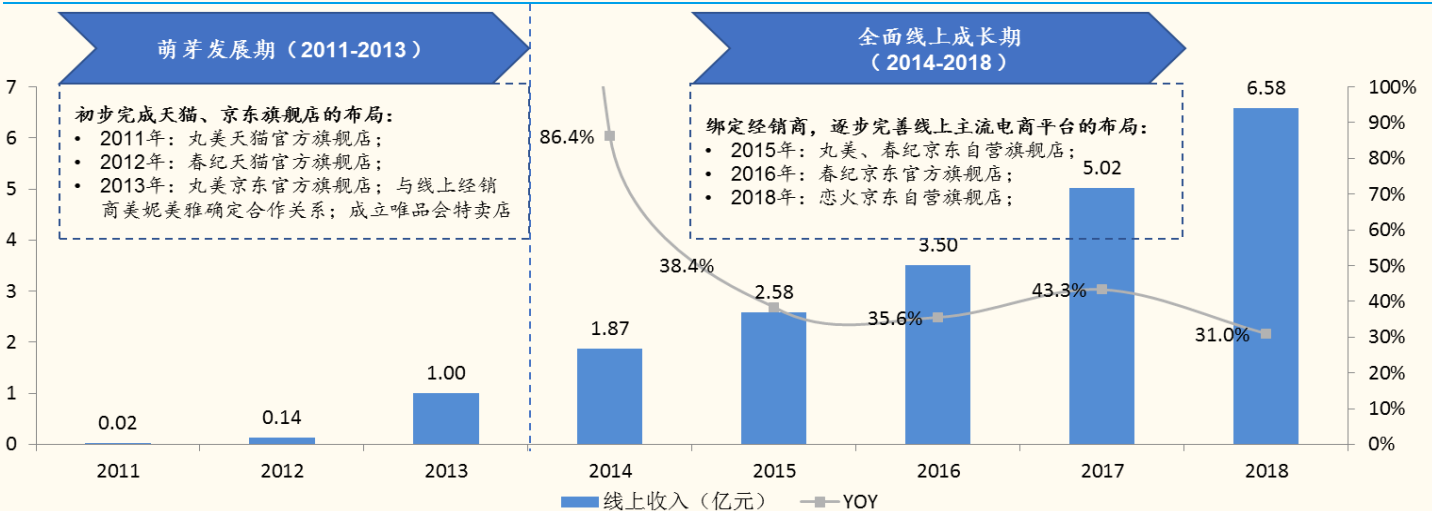


来源: 国金证券研究所

### 3.2.2 线上渠道: 渠道红利+战略重视提升, 中期向上具备确定性

- 公司电商渠道步入全面成长期, 已形成“经销+直营”并行的多平台覆盖格局。近年来美妆品牌线上化消费趋势显著, 公司抓住行业红利, 已在各大电商平台均形成布局。2011-2018 年公司线上渠道收入由 0.02 亿元增长至 6.58 亿元; 2014-2018 年, 公司电商增速均保持在 30% 以上。近 3 年来公司电商渠道经销模式占比保持在 70% 左右, 直营模式占比保持在 30% 左右。

图表 53: 公司线上渠道发展历程



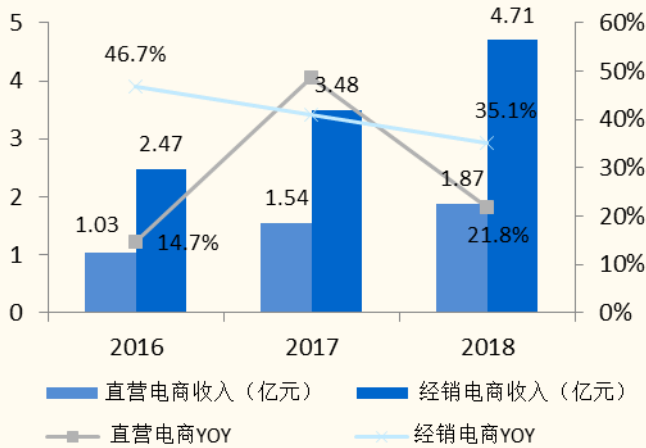
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 54: 公司主要电商平台运营模式

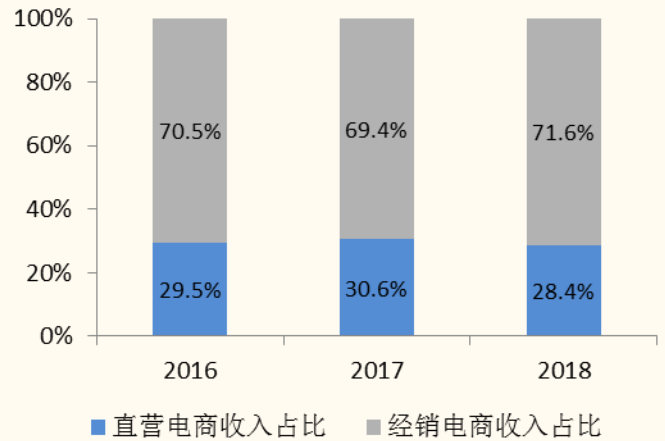
电商平台	销售模式	终端形式	平台直接供货方	备注
天猫	直营	天猫旗舰店	公司	天猫提供交易平台, 公司自负盈亏
	经销	天猫专卖店/专营店	其他电商渠道经销商	天猫提供交易平台, 经销商自负盈亏
淘宝	经销	淘宝店	其他电商渠道经销商	淘宝提供交易平台, 经销商自负盈亏
京东	直营	官方旗舰店	公司	京东提供交易平台, 公司自负盈亏
	经销	京东自营旗舰店	美妮美雅	京东自营销, 主要通过差价盈利
		经销商专卖店/专营店	其他电商渠道经销商	京东提供交易平台, 经销商自负盈亏
唯品会	经销	唯品会官方商城	美妮美雅	唯品会自营销, 主要通过差价盈利
聚美优品	经销	聚美官方旗舰店	美妮美雅	聚美优品自营销, 主要通过差价盈利

来源: 公司公告, 国金证券研究所; 备注: “其他电商渠道经销商”指除美妮美雅外的其他电子商务渠道经销商; 专卖店为仅销售单一品牌产品的店铺, 专营店为销售多个品牌产品的店铺

图表 55：直营、经销电商收入（亿元）及增速



图表 56：直营、经销电商收入占比

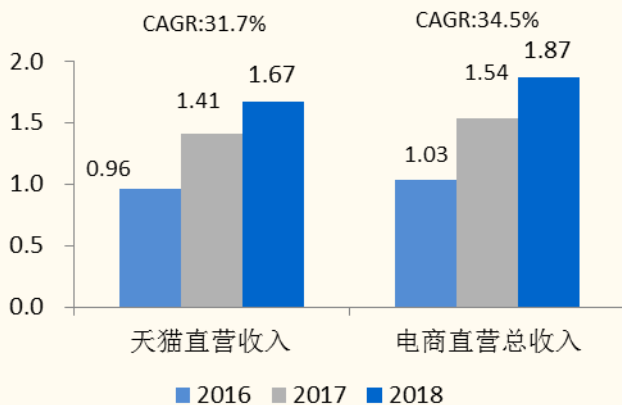


来源：公司公告，国金证券研究所

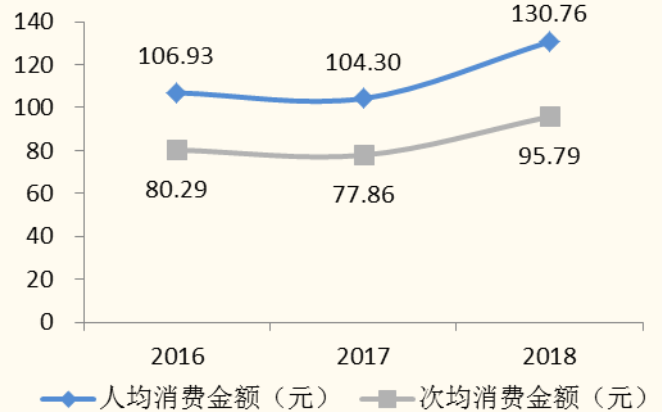
来源：公司公告，国金证券研究所

- **直营电商渠道以天猫旗舰店为主，未来有望快速增长：**公司直营电商主要包括天猫旗舰店、京东直营店等渠道，2016-2018年，自营电商实现营业收入1.03/1.54/1.87亿元，增速分别为14.7%/48.7%/21.8%。直营以天猫旗舰店为主体，2018年天猫旗舰店营收占比89.2%，16-18年营收复合增速31.7%，人均消费金额复合增速10.6%，我们认为，目前美妆已经成为引领天猫增长的重要品牌，公司直营电商未来具备较大的增速向上弹性。
- **公司电商直营业务通过与国内知名代运营公司广州涅生电商合作进行管理：**涅生电商成立于2009年，拥有200人的团队，是国内最有竞争力的线上全渠道综合运营商之一，拥有从品牌营销、渠道资源整合、CRM数据、IT系统研发运维、到仓储物流的全产业链的运营能力，代运营品牌众多，市场认可度较高。2018年涅生电商荣获“天猫美妆奖年度品类大奖”以及“中国化妆品电商代运营TOP10”等多个奖项。公司与其长期稳定的合作大大提升了自身线上渠道运营效率。

图表 57：电商直营收入（亿元）高速增长



图表 58：公司天猫旗舰店人均消费金额提升显著



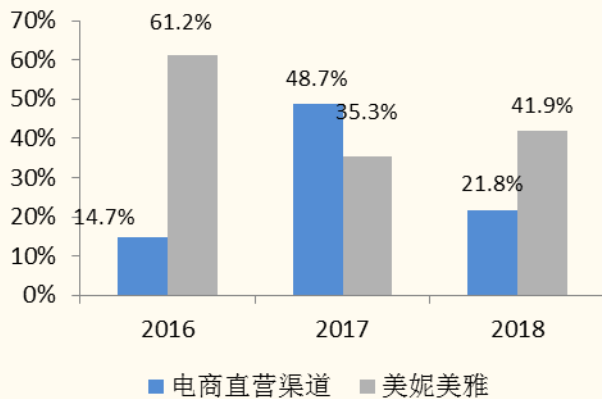
来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

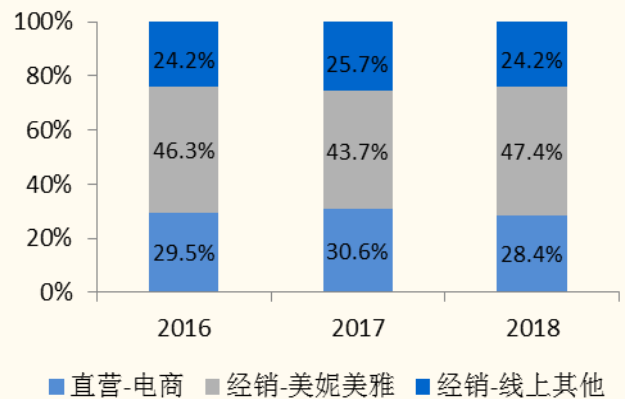
- **经销电商渠道近三年高速增长：**经销电商渠道包括除天猫自营旗舰店、京东自营店外的其他电商平台（唯品会、天猫专卖等）及网店（贝贝、美丽说等）销售模式。2016-2018年，经销电商渠道实现收入2.47/3.48/4.71亿元，增速分别为46.7%/41.1%/35.1%。美妮美雅旗下的三家主体美妮美雅商贸、欧玉美商贸和四川睿玉分别经销公司丸美、春纪和恋火品牌产品。

- **深度合作优质经销商，借助平台优势快速发展：**公司自 2013 年起与线上优质经销商美妮美雅深度合作，美妮美雅是公司在唯品会、聚美优品等重要电商销售平台的唯一授权经销商，也是公司京东自营销售平台的唯一授权经销商，目前美妮美雅占公司线上经销收入总额的 60% 以上，占公司线上收入的 43% 以上。商企业还包括四川美妍商贸有限公司；除销售公司产品外，美妮美雅的经营团队还经销或代运营相宜本草、百雀羚、温碧泉、达尔肤、气韵、三生花等国内知名化妆品品牌。
- **公司借助美妮美雅成熟的电商运营经验快速抢占线上市场份额，弥补电商经验不足，协助提高渠道切换适应性：**美妮美雅近年来凭借丰富的电商运营经验以及后端供应链的完善性高速发展，2016-2018 年，公司对美妮美雅营收为 1.62/2.19/3.11 亿元，复合增速 38.6%，高于直营电商营收增速 34.5%，是线上整体营收的重要驱动力。

图表 59：美妮美雅与电商直营收增速比较



图表 60：线上收入渠道占比分析



来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

图表 61：美妮美雅在电商运营方面经验丰富，优势显著

优势总结	优势表现
团队专业	实控人李宗峰曾在宝洁 (P&G) 生意发展部及研究发展部任职超过十年；实控人李敏曾担任 2688 电子商务有限公司副总经理，互联网渠道销售经验丰富。
客户优质	曾经销或代运营相宜本草、百雀羚、温碧泉、达尔肤、气韵、三生花等国内知名化妆品品牌，具有丰富的运营经验。
供应链完备	在北京、昆山、成都、武汉和广州等地拥有五个仓库，可满足电商平台全国及时供货的要求。

来源：公司公告，国金证券研究所

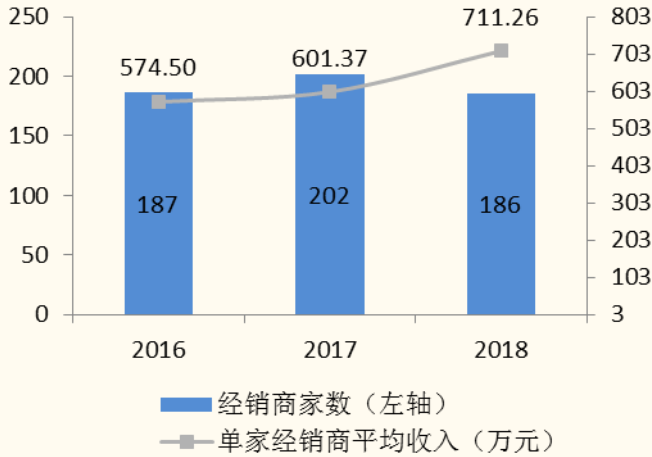
### 3.2.3 深度渗透低线城市，经销商体系化管理是必经之路

- **公司之所以能够深度渗透低线城市，得益于在行业内多年建立的标准化经销商管理体系：**公司产品定位于二三线及以下城市区域，依托经销商在相关区域已建立的广泛渠道资源及其对当地市场的深度理解，将化妆品品牌价值与经销商渠道价值有效对接，相关产品快速投放市场实现销售。依托经销商体系，公司深度渗透了我国二三线及以下城市。公司建立了一套完善的经销商管理体系，从经销商选择及优化、货品管控、日常管理等方面不断提升对经销商的服务与管理，进而促进业绩目标的实现。
- **①制定经销商优化机制，保证高效高质发展：**2016-2018 年，公司经销商数量分别为 187/202/186 家。其中，17 年 Q4 恋火品牌的推出导致新增经销商，18 年对销售不达标的春纪品牌经销商进行集中优化，经销商数量下

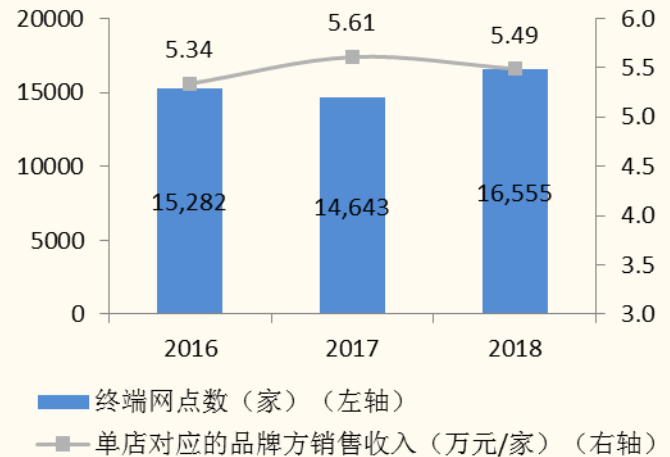


降，但单个经销商的平均收入则稳步增长。从终端网点来看，2016-2018年，线下经销网点数分别为 15282/14643/16555 家，17 年网点数量影响主要受到电商冲击和宏观经济增速放缓影响，18 年网点数量的增加主要来自于恋火品牌的网点铺设。从单店实现的报表收入来看，单个经销网点贡献的公司报表收入在 5-6 万之间，而终端网点单店一般同时经营 10-15 个化妆品品牌，零售价格一般为产品出厂价的 2-2.4 倍，以公司单店销售收入数据进行测算，终端网点的平均零售额大致在 100 万元- 200 万元之间。

图表 62：公司不断优化经销商数量



图表 63：公司不断优化经销终端网点数量



来源：公司公告，国金证券研究所；单家经销商平均收入=当期经销商渠道收入/((期初经销商家数+期末经销商家数)/2)

来源：公司公告，国金证券研究所

- ② 网点选址设置具体开发标准，保证品牌定位的落实：公司针对经销商在各品牌各类型终端网点从店铺的地理位置、品牌经营档次、柜台面积等方面进行标准化设定，保证网点开设质量，保证品牌定位的落实。

图表 64：各品牌线下网点选取标准示例

品牌	网点类型	网点开发具体标准	终端网点示例
丸美	日化店	①经营品牌：日化店须正在经营国内外多个化妆品品牌（如：资生堂、佰草集、珀莱雅、百雀羚等）； ②柜台要求：在日化店内发行人产品专柜应按照标准专柜设立； ③陈列位置：能够给予丸美品牌突出的陈列位置； ④当地有影响力的店铺或有连锁店的优先考虑	
	百货专柜	①经营品牌：百货商场须正在经营国内多个化妆品品牌（如：玉兰油、欧莱雅、欧珀莱、佰草集等），相关竞争品牌产品月度销售额在 10 万元以上； ②柜台要求：发行人产品柜台面积不低于 10 平方米； ③陈列位置：能够给予丸美品牌突出的陈列位置。	
	美容院	①区域标准：在区、县类别的地域开设两家店或 25 万人口的地区开设一家店； ②规模要求：需配备 4 个及以上美容师、6 张及以上美容床	

春纪	日化店	<p>①经营品牌：日化店须正在经营国内外多个化妆品品牌（如：韩束、自然堂、百雀羚等）；日化店月度营业额在3万元以上；</p> <p>②柜台要求：春纪柜台位置摆放前三位或显眼突出的位置</p> <p>③陈列位置：能够给予春纪品牌突出的陈列位置；</p> <p>④当地有影响力的店铺或有连锁店的优先考虑</p>	 
	商超	<p>①经营品牌：商超网点须正在经营多个化妆品品牌（如：百雀羚、相宜本草、三生花、自然堂等）；相关竞争品牌月度销售额在3万元以上；</p> <p>②面积要求：商超网点单店面积不低于1,000平方米</p> <p>③商超网点为当地有知名影响力的地方商超</p>	 
恋火	日化店	<p>①区域标准：60万人口的地区开设一家店</p> <p>②经营品牌：日化店须正在经营国内外多个化妆品品牌（如：珂莱欧、卡姿兰、玛丽黛佳等）</p> <p>③柜台要求：在日化店内发行人产品专柜应按照标准专柜设立；</p> <p>④陈列位置：能够给予恋火品牌突出的陈列位置；</p> <p>⑤当地有影响力的店铺或有连锁店的优先考虑。</p>	 

来源：国金证券研究所

- ③**把控商品终端价格，巡查机制保证产品流通有序发展**：公司给予经销商的进货价格折扣整体在3-4折之间，并与经销商签署终端销售价格市场维护秩序承诺，保证“丸美产品单只销售不低于8.5折，多支销售不低于8折”、“春纪单品销售最低价格不低于8折，自主套盒销售最低折扣价格不低于7.5折”。公司采用区域经理巡查的形式对指导价格的执行程度进行监督，对终端价格进行把控约束。

图表 65：公司各渠道各品牌给予经销商的价格折扣体系

渠道	品牌	2016	2017	2018
电子商务	丸美	0.40/0.45	0.40/0.45	0.40/0.45
	春纪	0.35/0.38	0.35/0.38	0.35/0.38
	恋火	-	-	0.40
日化店	丸美	0.40	0.40	0.40
	春纪	0.35	0.35	0.35
	恋火	-	0.35	0.40
百货专柜	丸美	0.40	0.40	0.40
美容院	丸美	0.30	0.30	0.30

来源：公司公告，国金证券研究所

- ④**建立 DMS 系统监控经销商库存水平**：根据经销合同约定，公司与经销商交易方式为“先款后货”，预收款的模式对经销商将造成较大的资金压力，经销商主观上不具有配合公司囤货的动机。公司通过区域经理定期对经销商进行拜访，督促经销商将库存数据录入 DMS 系统，以便及时了解是否存在库存积压和滞销。根据约定，经销商必须保证每月安全库存货品金额不低于年度目标任务的25%，电子商务渠道经销商安全库存不低于30%。2016-2018年公司前十大经销商平均库存占其向公司当期采购金额比例分别为28.15%、27.55%和28.67%，经销商一般保留3-4个月左右的库存。

图表 66：公司经销商库存及周转水平

	2016	2017	2018
①前十大经销商各期平均库存合计（万元）	1.40	1.53	1.94
②前十大经销商采购金额合计（万元）	4.98	5.56	6.78
③前十大经销商库存比=①/②	28.15%	27.55%	28.67%
④库存可周转月数=③*12（月）	3.38	3.31	3.44

来源：公司公告，国金证券研究所

### 3.3 供应链：原材料安全稳定，研发构建长期产品壁垒

- **公司与国际大厂长期合作，已形成长期成熟的原料采购模式：**公司选用德国巴斯夫、美国陶氏、法国仙婷、日本一丸等国际厂商的原料，并与国际性原料厂商建立长期战略合作关系，通过国内的代理商向国际知名原料生产商采购进口原材料，保证原材料的安全和稳定供应。
- **聘请日本资生堂原技术人员为班底进行前沿技术突破：**公司积极引进日本原资生堂研发团队技术高管佐佐木公夫、杉浦俊作等专家，从研发、设计等方面打造日本原装进口高端“MARUBI TOKYO”系列。截至 2018 年底，公司拥 40 人的技术研发团队，研发人员数量占公司员工总数比重为 4.5%，但受限於公司体量，研发人员、研发资金投入的绝对数量还有待提高。

图表 67：研发团队核心技术人员

核心技术人员	职位	个人履历
裴运林	公司研发部部长	26 年化妆品研发经历。曾任东莞市雅仕娜化妆品有限公司化验室主管，东莞安舍（UNZA）日用品有限公司代经理，广州金日精细化工有限公司厂长兼总工程师；广州佳禾厂长兼总工程师，广州美岳化妆品有限公司厂长兼总工程师。
聂艳峰	公司研发部副总监	11 年化妆品研发经历。曾获中华全国工商业联合会美容化妆品业商会颁发的优秀工程师奖。曾任新疆医科大学第一附属医院肿瘤中心实验室技术员；2008 年 6 月至今在公司工作。
佐佐木公夫	丸美品牌研发总监	原任资生堂研发中心工程师，拥有 50 年的化妆品研发经验。现任丸美产品研发总监及丸美日本研究所研发中心负责人。
杉浦俊作	丸美产品设计总监	曾 4 次摘得日本包装设计大奖，曾获纽约 ADC 国际展赏与伦敦广告最优秀设计奖。曾服务资生堂 40 年，担任资生堂全球创意总监。
宫村公纪	丸美生产制造总监	1992-2013 年任职资生堂，曾任资生堂生产统括部长，24 年来专注化妆品生产制造管理。
酒井成俊	丸美品质管理总监	曾任职株式会社 TAIKI，18 年来专注负责化妆品品质管理工作。

来源：中华网，公司官网，国金证券研究所

- **整体以自产为主，委外辅助补充短期产能。**公司生产整体以自产为主，同时有小部分委外生产以解决节假日造成的短期产能不足及特殊工艺加工问题，委外加工费用占主营业务成本比重较低，2016-2018 年，委外加工费用占主营成本比重分别为 4.75%/4.79%/5.15%。

图表 68：公司委外生产比重较低且稳定

	2016 年	2017 年	2018 年
委外加工费用（亿元）	0.19	0.21	0.26
主营业务成本（亿元）	3.91	4.29	4.98
委外加工费用占主营业务成本的比重	4.75%	4.79%	5.15%

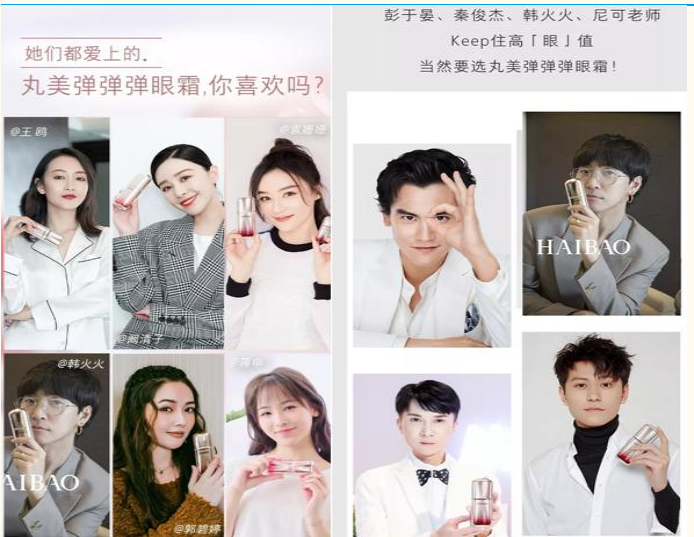
来源：公司公告，国金证券研究所



### 3.4 营销：品牌代言+广告投放，紧跟潮流花样不断优化广告投放

- **品牌形象构建力：迭代年轻代言人，“长期代言人+短期多明星”组合带货推广新品。**1) 精选年轻男明星作为长期代言人，提升品牌年轻定位。不同于之前邀请周迅、梁朝伟作为代言人，2018年起邀请彭于晏作为“眼部护肤”代言人，充分利用代言人粉丝人群的年轻化，既可覆盖传统意义上眼霜产品的目标人群，又可延伸覆盖到30岁以下的年轻人群，将代言人流量转化为品牌流量。2) 邀请多位当红明星配合短期新品的推出。以19年上半年新品丸美弹弹弹眼霜为例，邀请“男神组合”彭于晏、秦俊杰、韩火火、尼可老师、“女神组合”王鸥、阚清子等通过微信公众号、小红书等方式进行广告合作宣传推广，提高产品曝光度。

图表 69：“长期代言+短期带货”明星组合推广新品



来源：丸美微信公众号，国金证券研究所

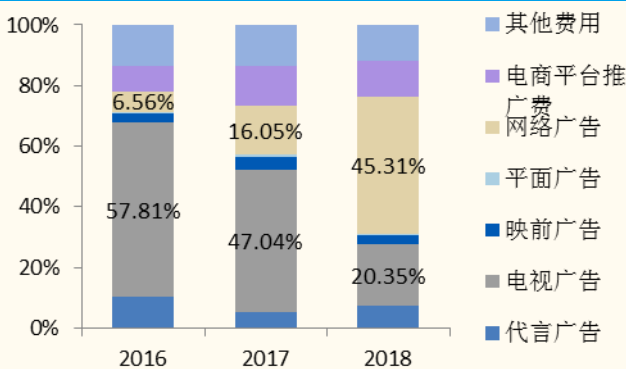
图表 70：“丸美”历年品牌代言人

时间	代言与广告宣传活动
2014	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 代言人：周迅、鲁豫</li> <li>■ 产品：进入丸美弹力蛋白第四代，首发弹力蛋白凝时紧致眼精华。</li> </ul>
2015	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 代言人：梁朝伟，演绎《眼》宣传片；</li> <li>■ 代言人：杨子姗，代言丸美保湿系列产品。</li> </ul>
2016	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 代言人：梁朝伟、周迅</li> <li>■ 宣传片：拍摄丸美《不怕黑》三部曲。</li> </ul>
2017	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 产品推广：推出“收眼袋，提眼角”的丸美多肽蛋白提拉眼袋精华液。</li> </ul>
2018	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 代言人：彭于晏、周迅</li> </ul>
2019	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 代言人：彭于晏、周迅；</li> <li>■ 产品推广：丸美日本原装进口高端线“MARUBI TOKYO”第二个高端产品系列——日本花弹润娇嫩系列的面世。</li> </ul>

来源：公司官网，国金证券研究所

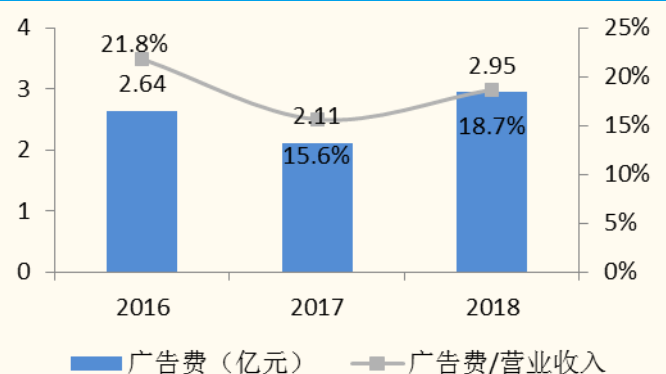
- **广告效率：不断优化广告投放渠道，“线上+线下”共同提升投入效率。**1) 整体费用投入：16/17/18年，公司广告费投入分别为2.64/2.11/2.95亿元，广告费营收占比分别为21.8%/15.6%/18.7%，随着品牌效应及规模效应的提升，广告费占比呈下降趋势。2) 广告投放渠道结构性转变：根据市场变化及品牌力成长的成熟梯度，由线下电视广告向线上网络广告倾斜。2016年以前，通过冠名电视热门综艺提升品牌触达程度，构建品牌形象。2017年起，网络广告投入逐渐提高，通过加大对网络综艺的植入投放，加强品牌形象诠释，提升消费者群体覆盖效率。

图表 71：广告费构成占比



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 72：2016-2018年公司广告费变化趋势



来源：公司公告，国金证券研究所

- 此外，公司亦积极顺应渠道更新趋势，布局社交电商广告投放。1) 微信朋友圈广告：线上触达+线下体验，构建营销闭环。针对新品发放，公司通过微信朋友圈广告进行新产品触达，通过小程序线上收集销售线索，并

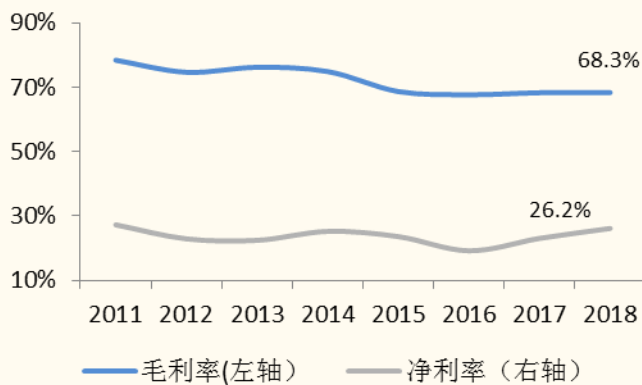
为线下门店引流，打造线上线下一体化营销闭环。用户点击“抢鲜试用”的按钮，点击后直接跳转到“丸美福利社”小程序，用户注册后可以到离自己最近的门店领取新品试用装。2) 集中投放社交内容平台：公司积极通过抖音、小红书等新型社交内容电商平台进行宣传推广，提高品牌覆盖面。

#### 4. 财务分析：盈利能力和营运能力的持续性值得重点关注

##### 4.1 盈利能力：综合毛利率达 68%，净利率保持在 20%-25% 的较高水平

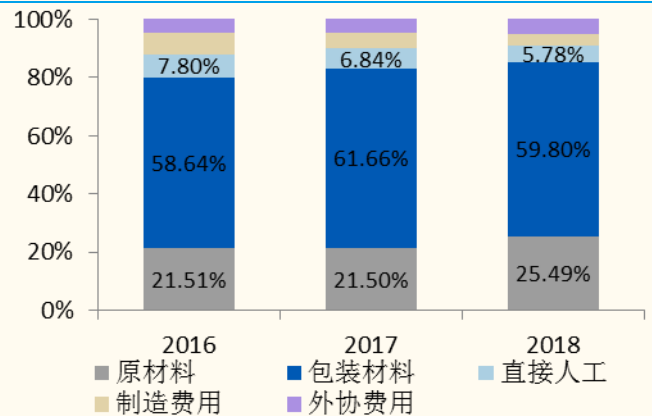
- 得益于公司“抗衰眼霜”品类的高占比，公司毛利率整体保持在 68% 以上的较高水平：2011-2016 年公司毛利率和净利率呈下降趋势，主要与公司加大促销力度，增加赠品的发放数量有关；2016 年-2018 年伴随公司对于品牌组合和渠道布局的优化，综合毛利率整体稳中有升。2016 至 2018 年，营业成本中原材料占比在 20%-25%，包装材料成本占比在 60% 左右，近三年营业成本中的料、工、费、外协成本的占比基本保持稳定。近年来，在主打品类较高毛利率以及经销模式较低销售费用率的影响下，公司净利率保持在 20%-25% 的较高水平。

图表 73：公司 2011-2018 年毛利率和净利率



来源：Wind，国金证券研究所

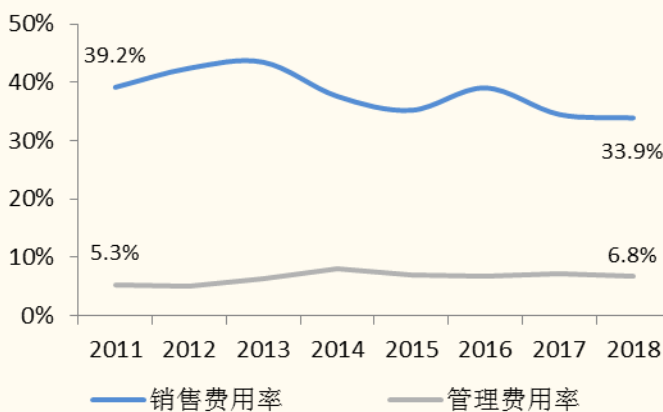
图表 74：公司 2016-2018 年各类营业成本占比



来源：Wind，国金证券研究所

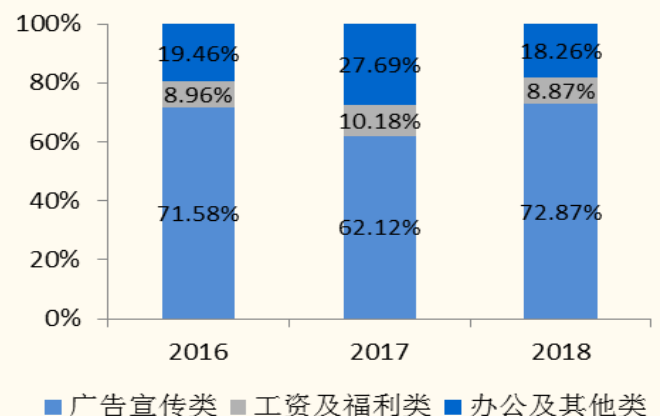
- 受益于品牌力提升及更有效率的广告投放，公司销售费用率呈下降趋势：2016-2018 年，公司销售费用率分别为 39.1%/34.5%/33.9%，下降的原因主要有以下：① 受益于丸美品牌力建设日趋成熟，市场认知度提高，在营收规模扩大的同时公司用于宣传推广的费用规模效应凸显；② 公司在广告宣传方面的投放策略不断优化，由传统硬广向网络新媒体投放进行渠道转换，以提升投放效率。

图表 75：公司 2011-2018 年销售及管理费用率



来源：公司公告，国金证券研究所；备注：研发费用包含在管理费用中

图表 76：公司 2016-2018 年各类销售费用占比



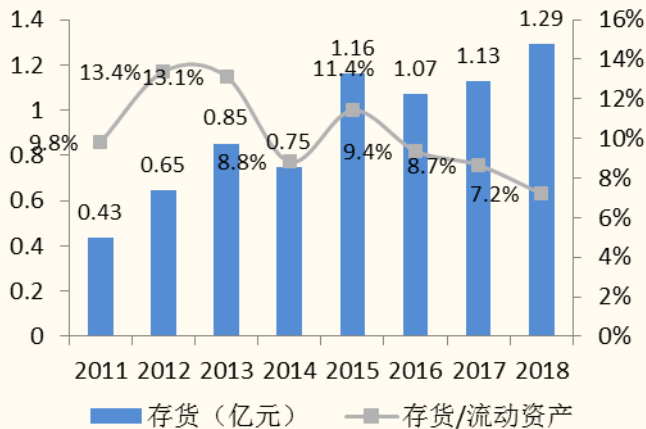
来源：公司公告，国金证券研究所



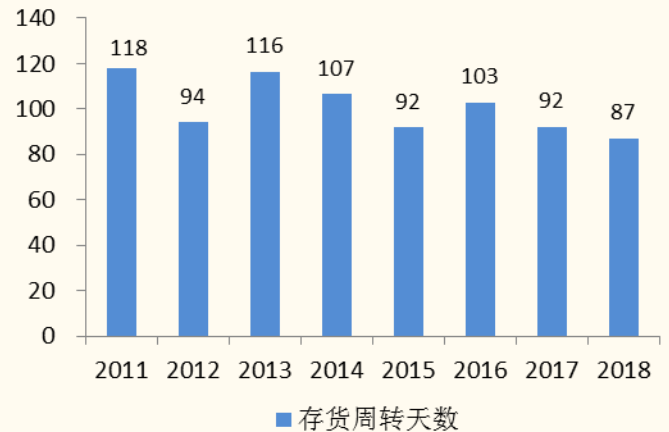
#### 4.2 营运能力：存货周转效率向好，经销商“先款后货”彰显产业链地位

- **存货周转效率不断提高，1年以内存货占比达到94%：**2016-2018年公司存货周转天数分别为103/92/87天，整体呈现下降趋势。公司存货主要为原材料、包装物和库存商品。库存商品所占比重较大，2018年占比为37.7%。公司库存商品库龄较短，2018年底库存商品中1年以内存货占比达到94%。2018年末委外加工物资和在产品占比较高，主要系2018年销售状况较好，为解决年末部分商品缺货问题，公司增加自主生产所需的膏体、散支的库存量以及委外工厂的生产量。

图表 77：公司 2011-2018 年存货情况



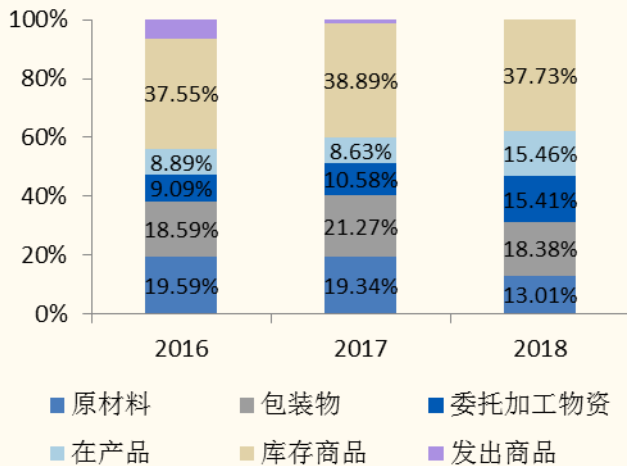
图表 78：公司 2011-2018 年存货周转天数



来源：Wind，国金证券研究所

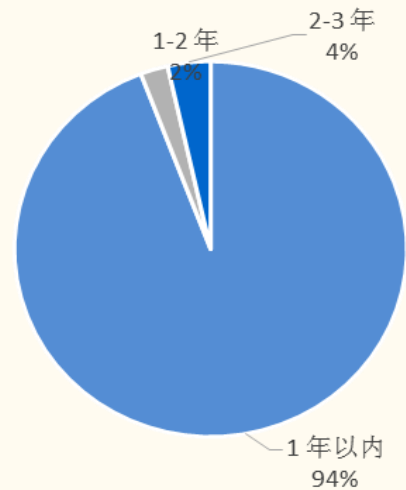
来源：Wind，国金证券研究所

图表 79：库存商品在存货结构中占比 38%



来源：公司公告，国金证券研究所

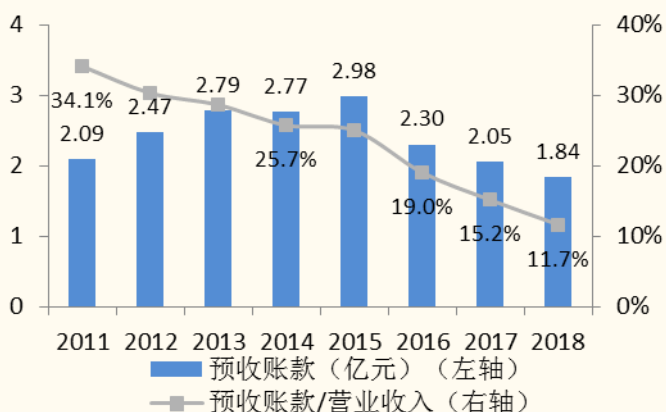
图表 80：库存商品中一年以内存货占比 94%



来源：公司公告，国金证券研究所

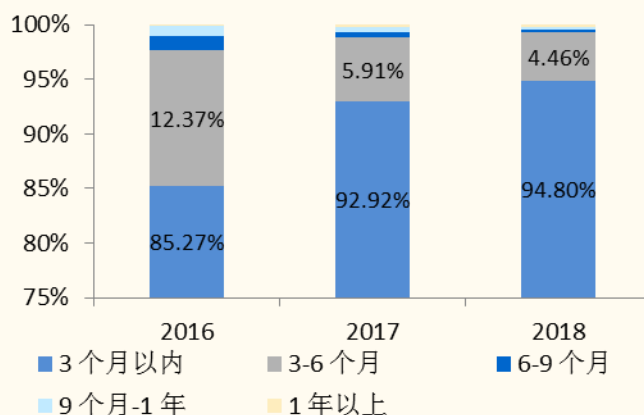
- **预收账款主要来源于经销商“先款后货”的货款，近年来整体规模呈下降趋势：**①从账面余额来看，2016-2018年末，公司预收账款账面余额分别为2.30/2.05/1.84亿元，占收入比例分别为19.0%/15.2%/11.7%，总体呈现下降趋势，主要系宏观经济、行业线下实体增速下滑环境下导致部分经销商资金链紧张，预付货款的提前时间较以前年度缩短。②从账龄情况来看，公司85%以上的预收款账龄在3个月以内，表明经销商一般在订货前3个月内向公司付款。

图表 81：预收账款营收占比逐渐降低



来源：Wind，国金证券研究所

图表 82：预收账款账龄集中于 3 个月以内

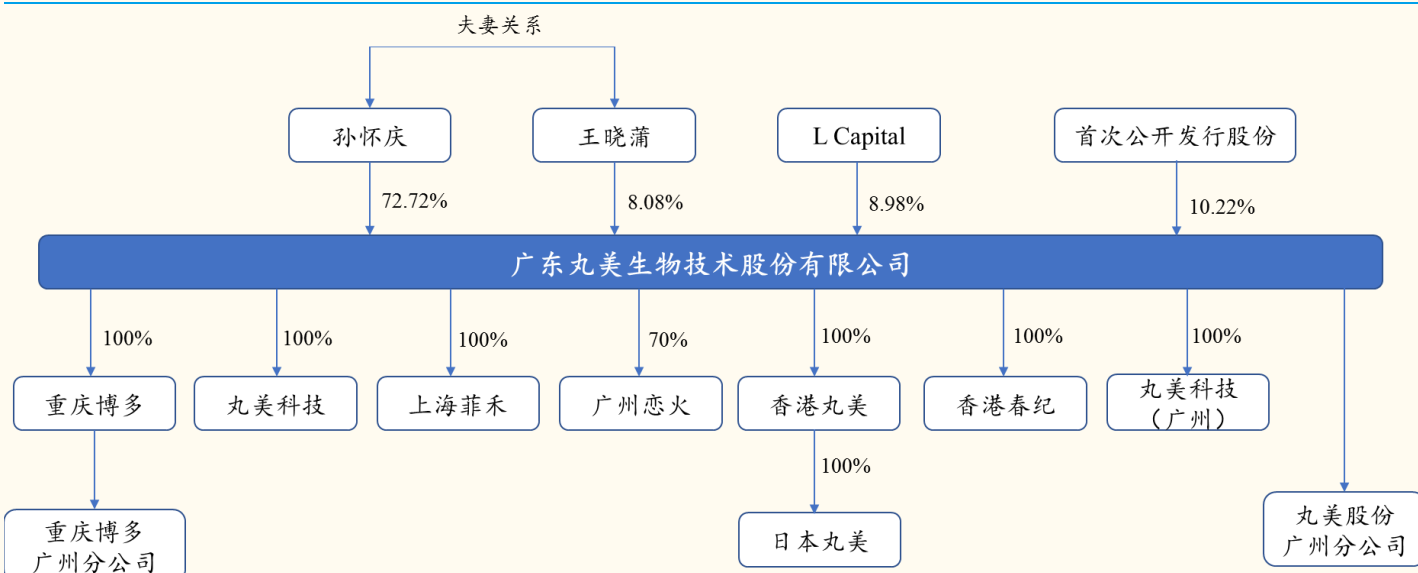


来源：公司公告，国金证券研究所

### 5. 创始人夫妇持股集中，二股东为 LV 旗下基金，首发上市募集 7.9 亿元

- **公司股权结构稳定且集中，创始人夫妻为公司实际控制人：**公司上市后，创始人孙怀庆、王晓蒲夫妻为实际控制人，合计持股 80.8%，处于绝对控股地位，股权结构稳定且较为集中。创始人孙怀庆先生早前做化妆品市场渠道条线出身，深耕化妆品行业多年，在品牌定位、品牌推广方面拥有独特而深刻的见解。
- **公司第二大股东 L Capital 亚洲基金**是全球第一大奢侈品集团 LVMH 和 Arnault 投资集团发起的私募股权投资基金 L Capital 下的专注于亚洲消费品行业的基金，由创始人夫妇（孙怀庆&王晓蒲）于 2013 年 5 月转让所得。L Capital 承诺在丸美上市后 12 个月内不会转让或由公司回购其持有股份，但有意在锁定期届满后 24 个月内减持该解除锁定部分 60%-100% 的公司股份。

图表 83：公司股权结构图



来源：公司公告，国金证券研究所

- **公司此次公开发行新股募集资金扣除发行费用后预计 7.9 亿元：**本次公开发行价格拟定为 20.54 元/股，发行股份数量不超过 4,100 万股，占发行后总股本比例不低于 10%。预计募集资金总额为 8.4 亿元，扣除发行费用后募集资金净额为 7.9 亿元，主要用于彩妆产品生产线建设、营销网络建设、

智慧零售终端建设等。从募投项目可以看出，公司立足于现有品牌及渠道基础，进一步多元化产品品类、深化渠道下沉及推广，全面提升营运效率的决心。

图表 84：募集资金投资去向（亿元）

项目名称	募集资金使用占比	募集资金使用金额	建设期
彩妆产品生产建设项目	31.7%	2.50	2年
营销网络建设项目	32.6%	2.58	2年
智慧零售终端建设项目	14.9%	1.18	3年
数字营运中心建设项目	11.2%	0.89	2年
信息网络平台项目	9.6%	0.76	1年
合计	100.0%	7.90	

来源：公司公告，国金证券研究所

- **彩妆产品生产建设项目**：建立彩妆产品生产基地，进一步提高公司的综合生产能力，多元化公司现有产品品类，以满足公司日益增加的营业收入规模和业务发展需求。项目预计共投资 2.5 亿元，预计投资回报率 47.98%，税后投资回收期（含建设期）预计 4.11 年，并于 2017 年通过环评批审批。
- **营销网络建设项目**：通过建立“一个营销总部、六大区域营销中心、十八个营销分部网点”的营销网络，整合门店形象，拓展华中、西南、西北、华北、华东、东北等全国六大区域业务，进一步提升公司化妆品的市场占有率。项目预计共投资 2.58 亿元，其中超过 50% 用于品牌代言及电视推广费用。
- **智慧零售终端建设项目**：依托现有的渠道资源及优势，通过运用人脸识别、智能检索等先进技术，升级改造全国精选的 1,600 家终端网点，使其成为智慧零售终端，从而为消费者提供精准且多样化的产品及服务，预计共投入资金 1.18 亿元。
- **数字营运中心建设项目**：以公司为实施主体，通过建设各类信息模块，分析获取消费者大数据、挖掘消费者深层次需求，深化消费者体验、互动等粘性建设，完善会员、社交平台等的管理与运用，从而指导产品开发、广告投放，进一步提高品牌竞争力。
- **信息网络平台项目**：是为“彩妆产品生产建设项目”和“营销网络建设项目”的实施提供公司内部日常经营必要信息的平台。随着公司品牌影力的提升、市场的扩展，快速有效地进行内部日常经营数据分析成为支撑公司发展的关键。通过本项目的建设，公司将全面升级现有信息系统，建成业务全覆盖、规模相匹配、高效智能的信息化系统，实现全国各门店资源共享以及公司生产、财务、运营管理资源和业务的统一。
- **我们认为，对于国内化妆品公司，上市具有里程碑式的意义**：上市不仅有望对公司品牌认知度、各种渠道合作、营销能力等带来积极影响；更重要的是，上市亦有望奠定公司更加体系化的管理体系和内部激励制度，从长期释放公司更大的能量，提升发展速度。

## 6. 盈利预测与投资建议

- **丸美是以“抗衰眼霜”著称，深度渗透低线城市的国产中高端化妆品企业**：明星产品“弹弹弹，弹走鱼尾纹”的弹力蛋白眼精华开启了众多中国女性的“眼部护理”启蒙时代。公司产品主要满足二三线城市 25~45 岁消费者需求；渠道以经销为主，目前覆盖百货专柜、CS、电商、美容院及商超等，深度渗透三线城市，深谙中国本土消费文化，具备国际大牌所不能及的优势。2011-2018 年，公司营收由 6.13 亿元增长至 15.76 亿元，复合增速 14%；扣非归母净利润由 1.69 亿元增长至 3.58 亿元，复合增速 11%。
- **美妆行业消费刚需，“抗衰”护肤及彩妆引领成长，电商是增速最为强势的渠道**：2018 年我国美妆个护市场规模约为 4105 亿元，同比+12.3%。从品类来看，护肤占据半壁江山，其中“抗衰”成为重要方向，关注“抗衰”的消费者开始年轻化，该品类具备更高议价权；彩妆是高速增长的子领域，

预计 2023 年规模达 800 亿元，成为第二大品类。从渠道来看，2014-2018 年电商渠道占比由 16.1% 上升至 27.4%，是引领行业增长的主要渠道。

- **公司未来看点：**①“丸美”中高端升级品牌力彰显，“抗衰眼霜”驱动全品类快速增长：广泛占据低线城市消费者对“抗衰”品类的认知，未来有望享受“抗衰”全品类护肤的消费趋势红利，实现较快增速；近两年推出的日本原装进口系列有望进一步提振价格带，带动毛利率提升。②把握彩妆细分赛道高增长红利，提供增量收入：基于对彩妆消费趋势的洞察，公司于 2017 年 Q4 收购彩妆品牌“恋火”，恋火可复制公司多年的品牌管理能力以及线上线下的渠道运营资源，未来增长潜力巨大。③电商渠道红利+战略重视提升，中期向上具备确定性：目前电商渠道已成为公司第一大渠道，占比达 41.8%，近三年整体增速在 30%-40%，其中 70% 通过经销商销售，直营占比仅为 28%。伴随成功上市，公司有望提升品牌认知度和渠道合作谈判力，优化内部激励机制，在高速增长的线上渠道聚焦更多资源，释放发展潜力。

图表 85：公司分品牌收入预测

百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>丸美</b>	<b>1,173.84</b>	<b>1,404.99</b>	<b>1702.19</b>	<b>2030.03</b>	<b>2368.75</b>
yoy	13.1%	19.7%	21.2%	19.3%	16.7%
眼部护肤类	421.25	524.40	681.72	852.15	1022.58
yoy	29.8%	24.5%	30%	25%	20%
肌肤清洁类	151.83	167.53	184.29	202.72	218.93
yoy	-3.0%	10.3%	10%	10%	8%
护肤类（膏霜乳液）	566.36	647.11	744.18	855.81	984.18
yoy	6.7%	14.3%	15%	15%	15%
护肤类（面膜）	34.18	65.13	91.18	118.53	142.24
yoy	38.8%	90.6%	40%	30%	20%
其他类	0.23	0.82	0.82	0.82	0.82
yoy	-75.8%	262.2%	0%	0%	0%
合计	1,173.84	1,405.00	1,702.19	2,030.03	2,368.75
<b>春纪</b>	<b>176.06</b>	<b>142.61</b>	<b>140.55</b>	<b>143.29</b>	<b>149.58</b>
yoy	3.3%	-19.0%	-1.4%	2.0%	4.4%
眼部护肤类	8.18	7.62	7.62	7.85	8.24
yoy	-11.6%	-6.9%	0%	3%	5%
肌肤清洁类	34.77	29.24	29.24	30.12	31.62
yoy	0.6%	-15.9%	0%	3%	5%
护肤类（膏霜乳液）	102.92	85.26	85.26	87.82	92.21
yoy	2.5%	-17.2%	0%	3%	5%
护肤类（面膜）	30.19	20.48	18.43	17.51	17.51
yoy	15.1%	-32.2%	-10%	-5%	0%
合计	175.98	142.20	140.55	143.38	149.73
<b>恋火</b>	<b>1.62</b>	<b>26.67</b>	<b>53.35</b>	<b>85.35</b>	<b>110.96</b>
yoy		1548.2%	100.0%	60.0%	30.0%
彩妆类	1.62	26.67	53.35	85.35	110.96
yoy		1548.2%	100%	60%	30%
<b>主营业务收入</b>	<b>1,351.52</b>	<b>1,574.27</b>	<b>1,896.08</b>	<b>2,258.67</b>	<b>2,629.29</b>
yoy	11.9%	16.5%	20.4%	19.1%	16.4%
其他业务收入	0.80	1.50	1.50	1.50	1.50
<b>营业收入</b>	<b>1,352.32</b>	<b>1,575.76</b>	<b>1,897.58</b>	<b>2,260.17</b>	<b>2,630.79</b>
yoy	11.9%	16.5%	20.4%	19.1%	16.4%

来源：公司公告，国金证券研究所



- 预计公司 19-21 年实现营业收入 18.98/22.60/26.31 亿元，同比 +20.4%/19.1%/16.4%；实现归母净利润 4.82/5.57/6.44 亿元，同比 +16.02%/15.69%/15.46%。参考可比公司估值，并考虑到上市后有望进一步释放增长潜力，给予公司 19 年 38 倍的市盈率，对应股价为 45.7 元。

图表 86：可比公司估值

股票简称	公司简称	市值(亿元)	收盘价(元)	EPS			EPS 增速			PE		
				19E	20E	21E	19E	20E	21E	19E	20E	21E
603605.SH	珀莱雅	125.80	62.50	1.91	2.38	2.72	34.1%	24.6%	14.4%	32.7	26.2	22.9
600315.SH	上海家化	212.11	31.60	0.93	1.07	1.21	15.0%	15.2%	13.9%	34.1	29.6	26.0
300740.SZ	御家汇	35.94	8.81	0.37	0.44	0.50	14.5%	18.8%	14.1%	23.8	20.0	17.6

来源：公司公告，国金证券研究所；备注：市值为 2019 年 7 月 16 日数据；珀莱雅与上海家化为国金预测；御家汇未覆盖，采用 wind 一致预期

## 7. 风险提示

- **终端消费需求波动：**化妆品作为终端消费品，宏观经济景气度、消费者可支配收入状况等因素直接影响其消费需求。若未来国内经济持续面临较大的下行压力，将可能影响消费者可支配收入及消费信心，从而可能影响化妆品行业的发展。
- **能否有效把握消费者偏好：**近年来，化妆品行业新品类、新渠道不断涌现，企业若不能准确把握市场流行趋势、及时预测和满足快速变化的消费者需求，将可能影响产品的收入和盈利。
- **国内外品牌竞争激烈：**化妆品行业竞争较为激烈，本土和外资品牌无论在线上还是线下都展开激烈争夺。面对外资品牌，公司需要打造出差异化的产品优势和更适应本土商业文化的渠道体系。
- **能否有效控制销售渠道及管理终端：**公司以经销模式为主，借助经销商资源快速建立了庞大的销售网络。若出现经销商经营活动有悖于公司品牌经营宗旨的情形，将对公司的品牌形象造成不利影响。

**附录：三张报表预测摘要**

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)							
	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	
<b>主营业务收入</b>	<b>1,208</b>	<b>1,352</b>	<b>1,576</b>	<b>1,898</b>	<b>2,260</b>	<b>2,631</b>	货币资金	941	1,103	1,563	2,431	2,699	3,108	
增长率		11.9%	16.5%	20.4%	19.1%	16.4%	应收账款	54	54	5	33	40	46	
<b>主营业务成本</b>	<b>-391</b>	<b>-429</b>	<b>-499</b>	<b>-597</b>	<b>-707</b>	<b>-820</b>	存货	107	113	129	146	182	211	
%销售收入	32.3%	31.7%	31.7%	31.5%	31.3%	31.2%	其他流动资产	43	31	94	94	98	101	
<b>毛利</b>	<b>818</b>	<b>923</b>	<b>1,077</b>	<b>1,301</b>	<b>1,553</b>	<b>1,811</b>	流动资产	1,145	1,301	1,791	2,704	3,019	3,466	
%销售收入	67.7%	68.3%	68.3%	68.5%	68.7%	68.8%	%总资产	77.6%	81.2%	84.6%	81.3%	78.8%	78.1%	
<b>营业税金及附加</b>	<b>-18</b>	<b>-17</b>	<b>-21</b>	<b>-25</b>	<b>-29</b>	<b>-34</b>	长期投资	0	5	5	5	5	5	
%销售收入	1.5%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%	固定资产	280	264	260	525	686	843	
<b>销售费用</b>	<b>-472</b>	<b>-467</b>	<b>-535</b>	<b>-664</b>	<b>-802</b>	<b>-934</b>	%总资产	19.0%	16.5%	12.3%	15.8%	17.9%	19.0%	
%销售收入	39.1%	34.5%	33.9%	35.0%	35.5%	35.5%	无形资产	33	22	44	75	102	106	
<b>管理费用</b>	<b>-56</b>	<b>-68</b>	<b>-73</b>	<b>-87</b>	<b>-104</b>	<b>-121</b>	非流动资产	331	302	326	622	810	971	
%销售收入	4.7%	5.0%	4.6%	4.6%	4.6%	4.6%	%总资产	22.4%	18.8%	15.4%	18.7%	21.2%	21.9%	
<b>研发费用</b>	<b>-25</b>	<b>-28</b>	<b>-34</b>	<b>-41</b>	<b>-49</b>	<b>-57</b>	<b>资产总计</b>	<b>1,476</b>	<b>1,603</b>	<b>2,117</b>	<b>3,327</b>	<b>3,829</b>	<b>4,437</b>	
%销售收入	2.1%	2.1%	2.1%	2.2%	2.2%	2.2%	短期借款	21	0	0	0	0	0	
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>246</b>	<b>343</b>	<b>415</b>	<b>484</b>	<b>569</b>	<b>665</b>	应付款项	555	558	630	572	556	567	
%销售收入	20.3%	25.4%	26.3%	25.5%	25.2%	25.3%	其他流动负债	59	62	79	81	95	110	
<b>财务费用</b>	<b>16</b>	<b>12</b>	<b>7</b>	<b>41</b>	<b>53</b>	<b>60</b>	流动负债	635	619	709	653	651	677	
%销售收入	-1.4%	-0.9%	-0.5%	-2.2%	-2.3%	-2.3%	长期贷款	0	0	0	0	0	0	
<b>资产减值损失</b>	<b>-2</b>	<b>-7</b>	<b>-3</b>	<b>-1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	其他长期负债	13	24	26	28	31	34	
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>负债</b>	<b>648</b>	<b>643</b>	<b>735</b>	<b>681</b>	<b>682</b>	<b>711</b>	
<b>投资收益</b>	<b>0</b>	<b>12</b>	<b>25</b>	<b>25</b>	<b>25</b>	<b>25</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>828</b>	<b>960</b>	<b>1,375</b>	<b>2,639</b>	<b>3,140</b>	<b>3,720</b>	
%税前利润	0.0%	3.4%	5.2%	4.4%	3.8%	3.3%	其中：股本	360	360	360	401	401	401	
<b>营业利润</b>	<b>260</b>	<b>366</b>	<b>484</b>	<b>565</b>	<b>654</b>	<b>755</b>	未分配利润	342	453	832	1,265	1,766	2,346	
营业利润率	21.5%	27.1%	30.7%	29.8%	28.9%	28.7%	少数股东权益	0	0	7	7	7	7	
<b>营业外收支</b>	<b>13</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>1,476</b>	<b>1,603</b>	<b>2,117</b>	<b>3,327</b>	<b>3,829</b>	<b>4,437</b>	
<b>税前利润</b>	<b>274</b>	<b>367</b>	<b>486</b>	<b>567</b>	<b>656</b>	<b>757</b>	<b>比率分析</b>		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
利润率	22.6%	27.1%	30.9%	29.9%	29.0%	28.8%	<b>每股指标</b>							
<b>所得税</b>	<b>-41</b>	<b>-55</b>	<b>-74</b>	<b>-85</b>	<b>-98</b>	<b>-114</b>	每股收益	0.645	0.866	1.154	1.202	1.390	1.605	
所得税率	15.1%	14.9%	15.3%	15.0%	15.0%	15.0%	每股净资产	2.300	2.667	3.820	6.581	7.831	9.276	
<b>净利润</b>	<b>232</b>	<b>312</b>	<b>412</b>	<b>482</b>	<b>557</b>	<b>644</b>	每股经营现金净流	0.593	0.989	1.435	0.937	1.283	1.601	
少数股东损益	0	0	-3	0	0	0	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.120	0.140	0.160	
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>232</b>	<b>312</b>	<b>415</b>	<b>482</b>	<b>557</b>	<b>644</b>	<b>回报率</b>							
净利率	19.2%	23.1%	26.4%	25.4%	24.7%	24.5%	净资产收益率	28.04%	32.49%	30.20%	18.26%	17.75%	17.30%	
							总资产收益率	15.73%	19.46%	19.62%	14.48%	14.56%	14.50%	
							投入资本收益率	24.58%	30.39%	25.44%	15.54%	15.36%	15.17%	
							<b>增长率</b>							
							主营业务收入增长率	1.42%	11.94%	16.52%	20.42%	19.11%	16.40%	
							EBIT 增长率	-17.61%	39.53%	21.01%	16.57%	17.59%	16.93%	
							净利润增长率	-17.50%	34.34%	33.14%	16.02%	15.69%	15.46%	
							总资产增长率	8.06%	8.61%	32.06%	57.15%	15.10%	15.88%	
							<b>资产管理能力</b>							
							应收账款周转天数	4.8	5.2	1.4	1.4	1.4	1.4	
							存货周转天数	104.4	93.5	88.4	90.0	95.0	95.0	
							应付账款周转天数	66.1	91.9	179.0	140.0	105.0	90.0	
							固定资产周转天数	84.2	70.9	60.2	62.5	62.4	61.5	
							<b>偿债能力</b>							
							净负债/股东权益	-111.20%	-114.90%	-113.14%	-91.89%	-85.78%	-83.39%	
							EBIT 利息保障倍数	-15.0	-27.9	-55.8	-11.7	-10.7	-11.1	
							资产负债率	43.89%	40.11%	34.72%	20.47%	17.82%	16.02%	

来源：公司年报、国金证券研究所

**定价区间的说明：**

上市定价：预期该股票上市当日均价区间；

目标价格：预期未来 6—12 个月内该股票目标价格区间；

询价价格：建议询价对象申报的询价价格区间。

**投资评级的说明：**

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明:**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH