

## 没有天生丸美，历久弥新焕新生

### 投资要点

- **推荐逻辑:** 化妆品行业处于快速发展期，2018 年限额以上企业化妆品零售额同比+9.7%，高于同期限额以上企业消费品零售额增速。公司专注眼霜，打造品牌核心竞争力，与此同时积极拓展新品牌新品类，目前拥有丸美、春纪和恋火三个品牌，作为国产知名品牌将极大受益于行业红利。公司业绩增长迅速，2017 年、2018 年营收增速分别为 12%、16.5%，归母净利润增速为 34.3%、33.1%。
- **化妆品市场规模增速显著，上升空间巨大:** 2018 年我国限额以上化妆品零售额已达 2619 亿元，自 2009 年以来的年复合增长率达 9.9%，增长速度远超全球化妆品市场的 2.6%。与发达国家相比，当前我国人均消费化妆品金额偏低，化妆品人均消费额仅为日本/美国/英国的 22%/25%/26%，上升空间巨大。
- **“眼霜”领跑，多品类共同增长:** (1) 从品牌看，公司目前拥有“丸美”、“春纪”和“恋火”三个品牌以满足不同消费者需求，其中主品牌丸美占比超 85%，且近三年持续提高，2017 年收购以“自信时尚”为内涵的韩国彩妆品牌“恋火”，进入彩妆市场，预计未来随着恋火在彩妆市场的开拓和发展，将会成为公司营收新的增长点。(2) 从品类看，公司专注眼霜，树立了丸美眼霜在行业内的标杆地位，也致使公司毛利率显著高于同行，2018 年公司眼部护理产品实现营收 5.3 亿，同比增长 23.9%，占比 33.8%。与此同时，公司积极拓展膏霜乳液、面膜、彩妆等品类，形成了眼霜领跑、多品类共同增长的良性发展格局。
- **线上线下齐头并进:** (1) 线下是公司商品销售的主要渠道。线下渠道的销售占比一直高于 50%，2018 年公司线下渠道增长 7.9%，前期主要是借助 CS 渠道的红利发展壮大，当前百货渠道和美容院渠道增长迅速。(2) 2013 年以来公司的高速增长主要由线上渠道支撑。2013 年至 2018 年，公司线上渠道商品销售年复合增速达 45.8%，线上渠道占比由 2013 年的 10.3% 上升至 2018 年的 41.8%，目前线上已经成为消费者购买化妆品的重要渠道之一，2018 年公司线上渠道增长达 31%，成为公司主要增长驱动点。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2019-2021 年 EPS 分别为 1.18 元、1.34 元、1.54 元，归母净利润年复合增速为 14.2%。由于化妆品行业趋势向上，公司成长能力强，首次覆盖给予“增持”评级。
- **风险提示:** 行业竞争或加剧；线下渠道扩张或不及预期；产品销售或不及预期。

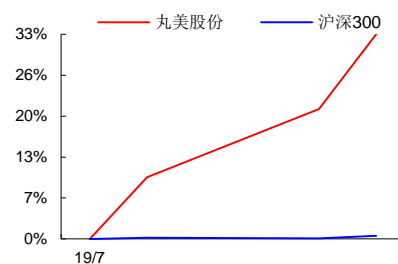
指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	1575.76	1855.05	2162.94	2544.07
增长率	16.52%	17.72%	16.60%	17.62%
归属母公司净利润 (百万元)	415.28	472.88	537.51	617.73
增长率	33.14%	13.87%	13.67%	14.92%
每股收益 EPS (元)	1.04	1.18	1.34	1.54
净资产收益率 ROE	29.82%	26.54%	24.17%	22.60%
PE	35	30	27	23
PB	10.44	8.13	6.50	5.28

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 蔡欣  
 执业证号: S1250517080002  
 电话: 023-67511807  
 邮箱: cxin@swsc.com.cn  
 联系人: 嵇文欣  
 电话: 021-58351812  
 邮箱: jwx@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	4.01
流通 A 股(亿股)	0.41
52 周内股价区间(元)	29.58-32.54
总市值(亿元)	143.52
总资产(亿元)	21.58
每股净资产(元)	4.15

### 相关研究

## 目 录

<b>1 公司概况：十数年如一日，专注眼部肌肤护理.....</b>	<b>1</b>
1.1 股权结构：大股东持股比例达 90%.....	1
1.2 公司业绩：稳步提升，调整迅速 .....	2
1.3 业务结构：专注眼霜，打造品牌核心竞争力 .....	3
<b>2 行业分析：规模增速显著，品牌集中度低.....</b>	<b>5</b>
2.1 化妆品市场规模增速显著，上升空间巨大 .....	5
2.2 化妆品行业特点分析：渠道亟待整合，品牌集中度低.....	6
<b>3 公司竞争优势：差异化定位构建本土护肤品牌形象.....</b>	<b>10</b>
3.1 品牌优势矩阵：“眼霜”领跑，多品类共同增长.....	10
3.2 渠道：线上线下多渠道融合发展 .....	17
<b>4 盈利预测与估值.....</b>	<b>21</b>
<b>5 风险提示 .....</b>	<b>23</b>

## 图 目 录

图 1: 公司和品牌发展流程图 .....	1
图 2: 公司股权结构图 .....	2
图 3: 2011-2018 年营收 .....	2
图 4: 2011-2018 年归母净利润 .....	2
图 5: 2018 年主营业务营收占比 .....	4
图 6: 2018 年各品牌主营占比 .....	4
图 7: 2018 年各渠道占比 .....	4
图 8: 2018 年直营、经销、代销占比 .....	4
图 9: 2010-2018 年全球化妆品及个护市场规模及增长 .....	5
图 10: 2009-2018 全球前十化妆品消费国复合增长率对比 (%) .....	5
图 11: 2018 年全球化妆品前十消费国市场份额 (%) .....	5
图 12: 2018-2019H1 全国化妆品零售额累计值及同比增长率 .....	5
图 13: 2010-2018 限额以上批发和零售业化妆品类零售额 (%) .....	6
图 14: 2017 年主要国家人均彩妆和化妆品零售额 (美元) .....	6
图 15: 化妆品销售各渠道占比 (%) .....	6
图 16: 化妆品销售各渠道增长情况 (%) .....	6
图 17: 2011-2018 化妆品网购市场规模 (亿元) 及增长率 .....	7
图 18: 化妆品电商行业各平台交易占比情况 .....	7
图 19: 2018 年中国化妆品代理商预计回款规模 .....	8
图 20: 代理商预计 2018 年回款同比 2017 年增长情况 .....	8
图 21: 2018 年中国化妆品代理商生意的制约因素 .....	8
图 22: 2018 年中国化妆品代理商净利率水平分布情况 .....	8
图 23: 2018 年前 20 大化妆品公司市场占有率 .....	9
图 24: 2018 年前十彩妆品牌市场占有率 .....	9
图 25: 2016 年化妆品市场集中度 (%) .....	10
图 26: 公司近三年品牌营收占比 .....	11
图 27: 公司近三年分品类营收占比变化情况 .....	11
图 28: 近三年化妆品行业公司毛利率对比 .....	12
图 29: 公司近三年分品类毛利率变化情况 .....	12
图 30: “丸美”单品牌发展历程介绍 .....	12
图 31: 2011-2018 “丸美”单品牌营收及增速 .....	13
图 32: “丸美”单品牌近三年分品类营收占比 .....	13
图 33: “丸美”单品牌各品类营收 (亿元) .....	13
图 34: “丸美”单品牌各品类毛利率 .....	13
图 35: “丸美”单品牌眼霜 SKU 同业比较 .....	14
图 36: 2019 年新推出“日本花弹润娇嫩系列” .....	14
图 37: “春纪”以食材为原料 .....	15
图 38: “春纪”荣获 2018 年国际包装设计金奖 .....	15
图 39: “春纪”2011-2018 营收及增速变化 .....	15

图 40: “春纪”近三年各品类营收变化 .....	15
图 41: “春纪”近三年各品类营收占比变化 .....	16
图 42: “春纪”近三年品牌及各品类毛利率变化 .....	16
图 43: “恋火”线下店铺 .....	16
图 44: “恋火”2017-2018 营收及毛利率 .....	16
图 45: 丸美历年线上线下渠道销售占比 .....	17
图 46: 珀莱雅历年线上线下渠道销售占比 .....	17
图 47: 丸美历年线下销售收入及增速 .....	18
图 48: 珀莱雅历年线下销售收入及增速 .....	18
图 49: 2011-2018 年公司线下各渠道销售占比 .....	18
图 50: 2011-2018 年日化店销售收入及增速 .....	18
图 51: 2012-2018 年百货专柜、日化店、美容院销售收入增速 .....	19
图 52: 2018 年百货专柜渠道直营、经销占比 .....	19
图 53: 2011-2018 年百货专柜销售收入及增速 .....	19
图 54: 2011-2018 年美容院销售收入及增速 .....	19
图 55: 丸美历年线上销售收入及增速 .....	20
图 56: 珀莱雅历年线上销售收入及增速 .....	20
图 57: 2018 年公司线上渠道自营、经销占比 .....	21
图 58: 2018 年公司自营电商各渠道占比 .....	21

## 表 目 录

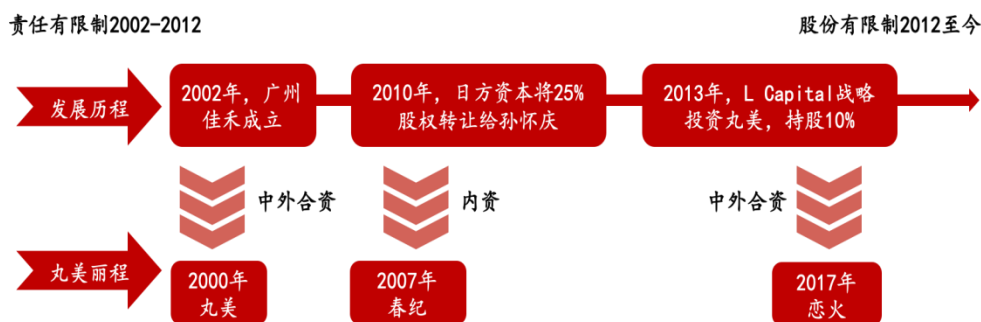
表 1: 丸美经销商数量 .....	3
表 2: 丸美各品牌介绍 .....	10
表 3: “春纪”部分系列介绍 .....	14
表 4: 丸美经销商数量 .....	17
表 5: 代销渠道亏损情况 .....	20
表 6: 公司线上渠道自营、经销梳理 .....	21
表 7: 主营业务收入拆分 (万元) .....	22
表 8: 可比公司估值 .....	23
附表: 财务预测与估值 .....	24

## 1 公司概况：十数年如一日，专注眼部肌肤护理

广东丸美生物技术股份有限公司一直专注于化妆品研发、生产和销售，是一家以眼部护肤为主业具备完整供应链的综合性化妆品集团。公司产品坚持差异化定位以满足二三线城市化妆品消费需求。公司渠道以经销为主，直营为辅。

**发展历程：**从制度端来看，公司实现了责任制向股份制转型，不断探索资本合作方式。2002 年，公司前身广州佳禾成立，由广州升旺、日本史威分别出资 75、25 万元设立，企业类型为中外合资，随后广州升旺转让其股权给广州初美。2010 年，孙怀庆分别以 75 万元和 403.6 万元收购广州初美的 75 万元出资额和日本史威的 25 万元出资额，公司由此变更为内资企业。2012 年，公司整体变更设立股份有限公司。2013 年，公司实际控制人孙晓庆夫妇共转让其 10% 股份给 L Capital，企业性质变更为中外合资。

图 1：公司和品牌发展流程图



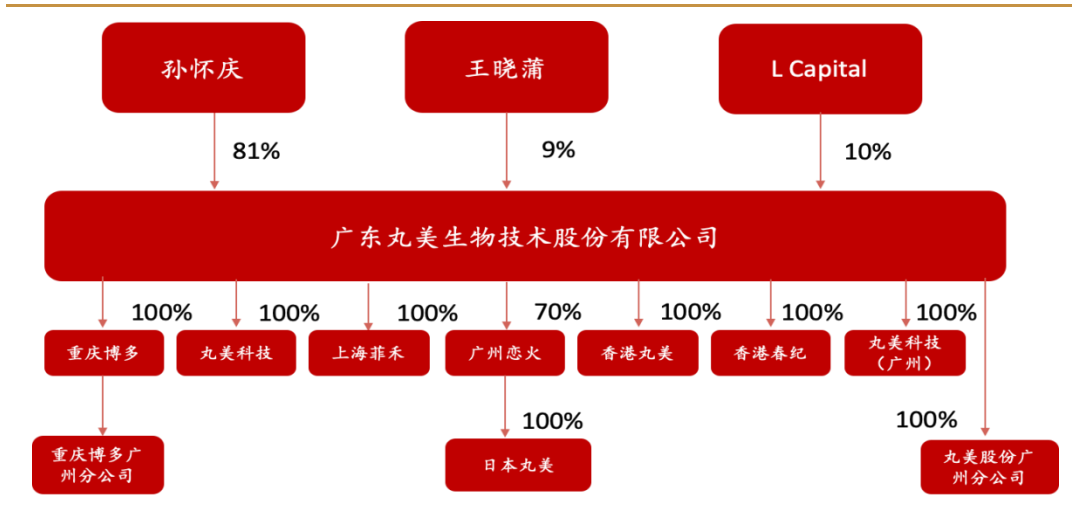
数据来源：招股说明书，西南证券整理

**丸美丽程：**从品牌端来看，公司由眼部护理大师迈向了差别化的综合化妆品牌体系。自 2002 年广州佳禾成立以来，不断深化本土眼部护肤品牌“丸美”形象，2005 年眼部护理产品总销量突破百万支，赢得了眼部护理大师的形象。2007 年公司推出青春时尚的护肤品牌“春纪”，并于 2017 年进入彩妆市场，收购高端品牌“恋火”。公司以化妆品细分领域眼部护肤品为主业，逐渐形成低中高差异化的化妆品综合体系。

### 1.1 股权结构：大股东持股比例达 90%

公司实际控制人是孙怀庆、王晓蒲夫妇，孙怀庆占比 81%、王晓蒲占比 9%。在公司上市前，创始人夫妻合计持股 90%，公司股权结构稳定集中。丸美集团自设立以来，丸美无重大资产重组行为。旗下子公司业务涵盖产品研发、物流、产品销售等业务，公司在广州、上海、重庆、日本都有业务分布。此外，2013 年，全球最大奢侈品集团 LVMH 旗下 L Capital 基金战略投资丸美，成为丸美第二大股东，依托 LVMH 丰富的全球资源和国际视野，进一步为丸美品牌增添了世界级的轻奢魅力。这次合作涵盖了产品研发、外观设计、广告公关、市场营销、零售理、团队建设、行销全球、投资并购等 8 大方面，这是 L Capital Asia 在中国境内投资的首家化妆品公司。

图 2：公司股权结构图

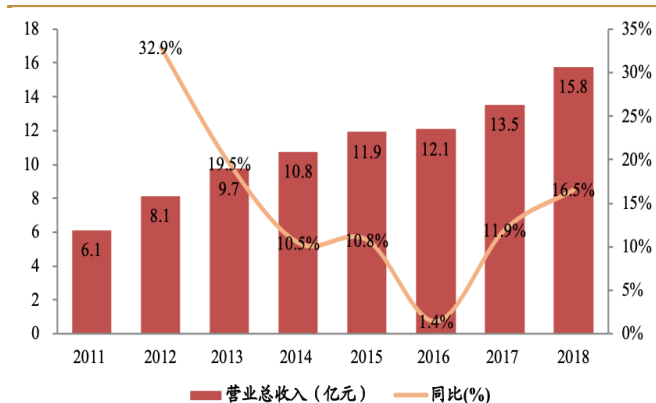


数据来源：公司官网，西南证券整理

## 1.2 公司业绩：稳步提升，调整迅速

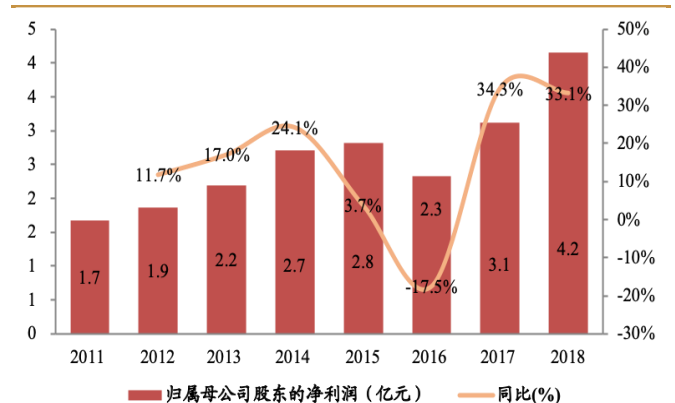
公司业绩从 2011 年到 2015 年增长迅速，营业收入复合增速为 14.2%，归母净利润复合增速为 11%。2016 年公司营收增速跌落到 1.4%，归母净利润下滑 17.5%。2016 年业绩降速后迅速调整回升，其中 2017 年、2018 年营收分别为 13.5 亿元和 15.8 亿元，增速为 11.9% 和 16.5%，归母净利润分别为 3.1 和 4.2 亿元，增速为 34.3% 和 33.1%。

图 3：2011-2018 年营收



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 4：2011-2018 年归母净利润



数据来源：公司公告，西南证券整理

2016 年业绩下滑主要在于经销渠道难以掌控，化妆品市场规模增速放缓，实体销售额降低。根据 Euromonitor 数据显示，我国化妆品市场销售规模从 2010 年的 2045.3 亿元增长到 2017 年的 3615.7 亿元，复合增长率为 8.5%。虽然化妆品行业市场规模扩大带来了公司业绩的高增长，但市场增长有所放缓。2016 年公司的经销商渠道未能完成销售任务，综合完成率仅为 69.2%，放缓的市场需求导致了线下销售额的下降，线下销售任务完成率仅为 56.6%。可见以经销模式为主的销售渠道，对公司的综合管理水平特别是面向终端的管理水平要求很高。

**2017 年公司迅速调整应对市场变化。**2017 年公司业绩回暖，业绩稳步提升的驱动因素主要有：(1) **对未履约经销商重新划分经销区域，或与其终止合作引入新的经销商。**公司依据经销商的资金实力、运营经验、渠道网点等因素综合判断，确定合适的经销商并与其签订正式合同。经销商由 2017 年的 187 家增加到 2018 年的 202 家，平均经销收入由 574.5 万元增加到 601.4 万元；(2) **减少终端网点数量并调整范围。**网点数量由 15282 家减少到 14643 家，关闭 6926 家网点，新增 6287 家网点，合理规范地区网点分布，增加了西北和东北区域网点，减少了华东区域网点；(3) **化妆品市场的回暖。**2017 年化妆品市场规模增速回归两位数。

**表 1：丸美经销商数量**

项目	2017 年度	2016 年度
期初经销商数量	187	183
本期新增家数	38	35
本期减少家数	23	31
期末经销商数	202	187
经销收入（万元）	116966.2	106282.8
经销平均收入（万元）	601.4	574.5
期初终端网点数	15282	17278
本期新增家数	6287	5828
本期减少家数	6926	7824
期末终端网点数	14643	15282

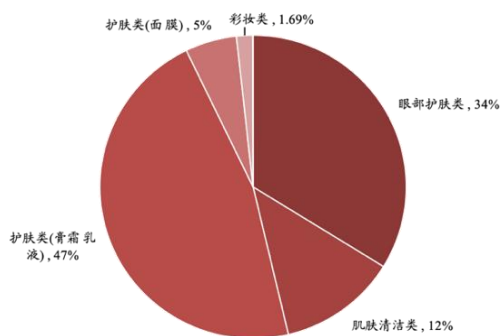
数据来源：公司官网，西南证券整理

### 1.3 业务结构：专注眼霜，打造品牌核心竞争力

**按品牌分类，丸美拥有丸美、春纪、恋火三个化妆品牌，**分别以眼霜，面膜和护肤品，以及彩妆为主，形成了综合性化妆品体系。18 年主品牌完美占主营业务收入 89%，春纪占比 9%，恋火占比 2%。

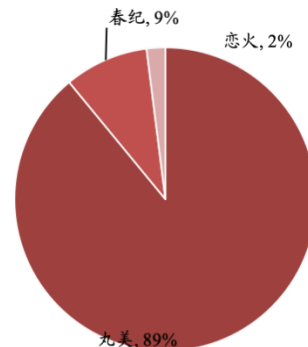
**按品类分类，丸美主打眼部护肤品。**2018 年眼部护肤类收入占比 34%，营收 5.3 亿元，丸美的眼部护肤品销售额业界第一。护肤类其中膏霜乳液大类占主营收入 47%，肌肤清洁类占比 12%，护肤类（面膜）占比 5%，彩妆类 1.7%。

图 5：2018 年主营业务营收占比



数据来源：公司年报，西南证券整理

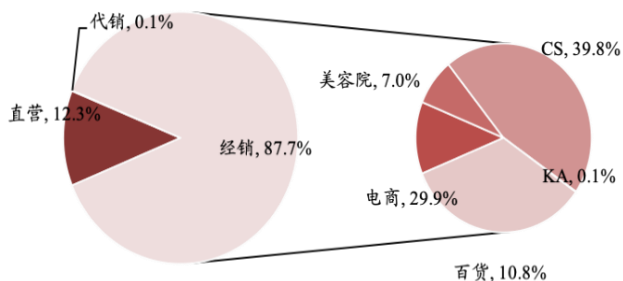
图 6：2018 年各品牌主营营收占比



数据来源：公司年报，西南证券整理

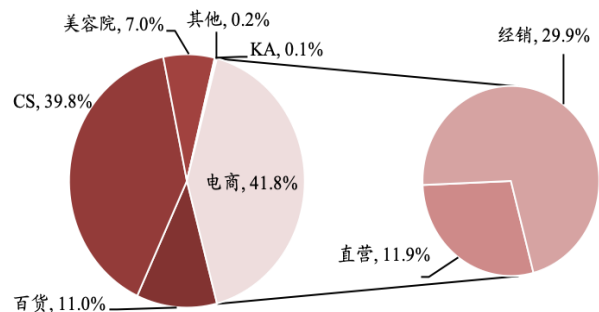
按渠道分类，丸美具备成熟的线上线下渠道。丸美从 2011 年起开通线上渠道，至 2018 年线上收入占比已达 41.8%，线下占比 58.2%。丸美线上渠道以唯品会为主要经销平台，18 年营收占比 29.9%，16-18 年通过经销商分别实现销售收入 2.5 亿元、3.5 亿元和 4.7 亿元；以天猫旗舰店为自营平台，18 年营收占比 11.88%，16-18 年丸美通过天猫店渠道分别实现销售收入 1 亿元、1.5 亿元和 1.9 亿元。线下渠道主要包括百货，CS，美容院，KA 和代销店。CS 占比 40%，百货 11%，美容院 7%。代销模式占比仅 0.08%，由于未达到销售要求和盈利预期，丸美取消了与代销商合作。

图 7：2018 年各渠道占比



数据来源：公司年报，西南证券整理

图 8：2018 年直营、经销、代销占比



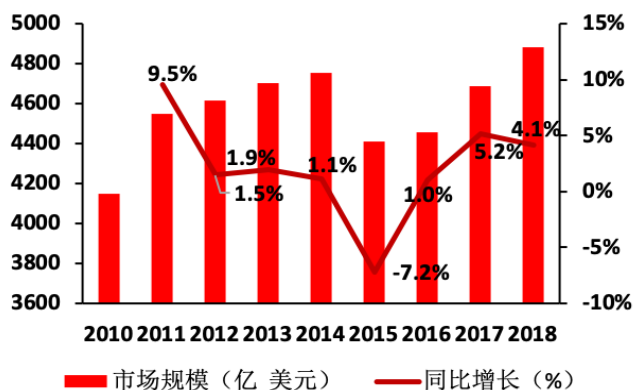
数据来源：公司年报，西南证券整理

## 2 行业分析：规模增速显著，品牌集中度低

### 2.1 化妆品市场规模增速显著，上升空间巨大

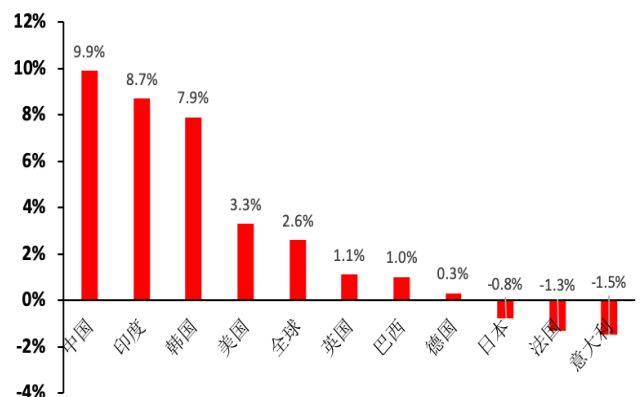
我国化妆品市场规模增长迅速、空间巨大。2018 年，全球美容及个护市场规模达 4880 亿美元，同比增长 4.1%。与全球相比，我国的化妆品市场空间巨大，2012 年我国限额以上化妆品零售额为 1340 亿元，至 2018 年我国限额以上化妆品零售额已达 2619 亿元，自 2009 年以来的年复合增长率达到 9.9%，增长速度远超全球化妆品市场 2.6% 的平均增速。

图 9：2010-2018 年全球化妆品及个护市场规模及增长



数据来源：wind，统计局，西南证券整理

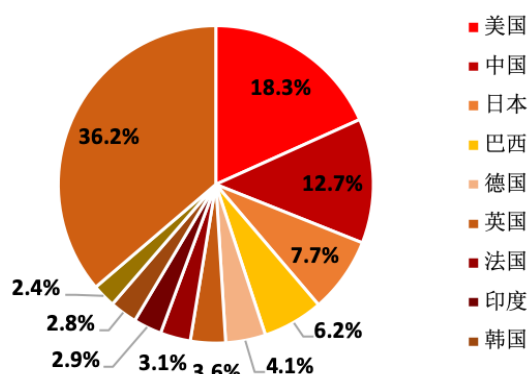
图 10：2009-2018 全球前十化妆品消费国复合增长率对比 (%)



数据来源：欧莱雅集团年报，西南证券整理

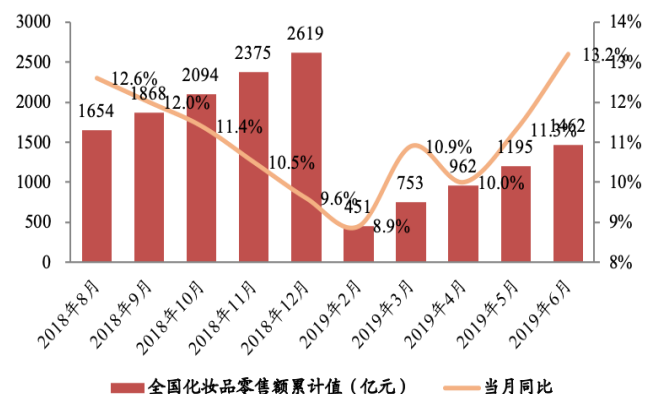
美国市场份额最大，中国增速最快。早在 2016 年，中国地区已成为全球化妆品第二消费大国，占全球市场份额 12.7%，近十年来复合增速 9.9%。从增速角度对比，中国、印度、韩国等新兴市场在过去十年内引领全球增长。

图 11：2018 年全球化妆品前十消费国市场份额 (%)



数据来源：Euromonitor，西南证券整理

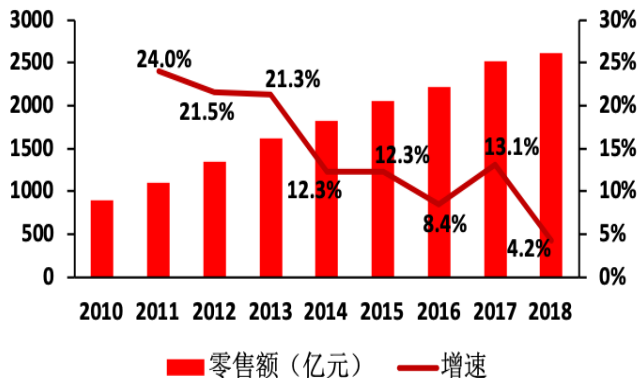
图 12：2018-2019H1 全国化妆品零售额累计值及同比增长率



数据来源：前瞻产业研究院，西南证券整理

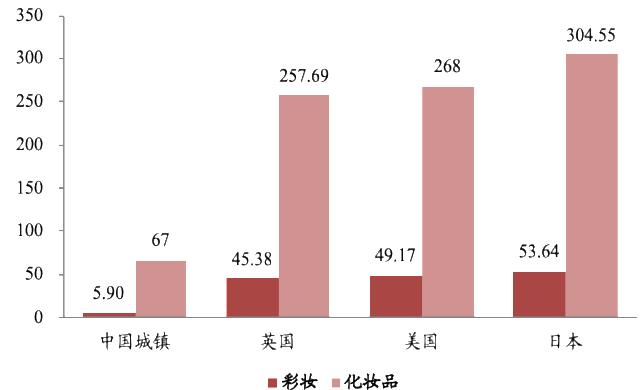
当前人均彩妆和化妆品零售额降低，增长空间大。2017 年我国人均彩妆和化妆品金额分别为 5.9、67 美元，彩妆仅为日本/美国/英国的 11%/12%/13%，化妆品仅为日本/美国/英国的 22%/25%/26%。2017 年我国城镇居民人均可支配收入达到 3.7 万元/年，化妆品零售占比仅为 1.2%，远低于同期日本、美国的人均化妆品占比。因此我国化妆品行业发展空间巨大。

图 13: 2010-2018 限额以上批发和零售业化妆品类零售额 (%)



数据来源: wind, 统计局, 西南证券整理

图 14: 2017 年主要国家人均彩妆和化妆品零售额 (美元)



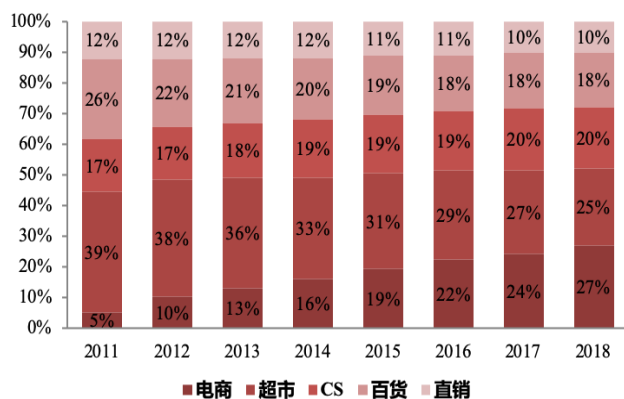
数据来源: 中国产业信息网, 西南证券整理

## 2.2 化妆品行业特点分析：渠道亟待整合，品牌集中度低

### 2.2.1 渠道与终端：线上电商发展迅速，线下代理亟待整合

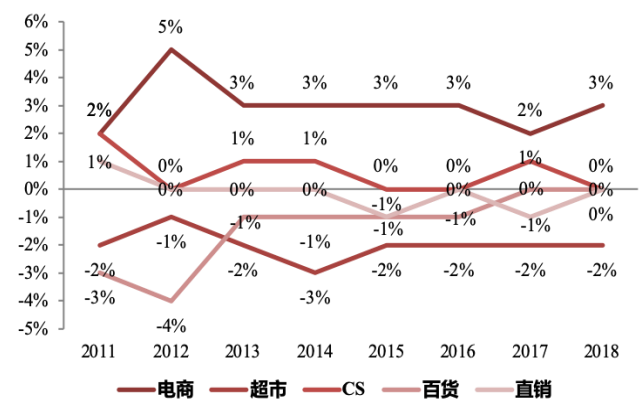
**线上电商发展迅速。**伴随着我国电子商务的迅速发展，网购已成为购买化妆品性价比最高的方式之一，根据中国产业信息网的数据显示，2018 年我国化妆品网购交易规模预计可达 3632.1 亿元，预计同比增长 25%，CAGR3 达 27.1%。在化妆品销售各渠道中，电商占比从 2011 年的 5.0% 增长至 2018 年的 27%，增长速度在各渠道中居首，在 2018 年超过超市成为渠道占比第一，超市、百货、直销等线下渠道则处于下降趋势。随着 80 后、90 后以及未来的 00 后的消费能力提升，“宅文化”带来的网购增长空间巨大。

图 15: 化妆品销售各渠道占比 (%)



数据来源: Euromonitor, 西南证券整理

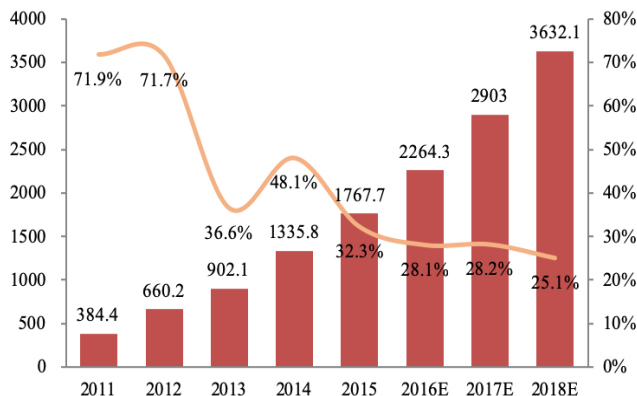
图 16: 化妆品销售各渠道增长情况 (%)



数据来源: Euromonitor, 西南证券整理

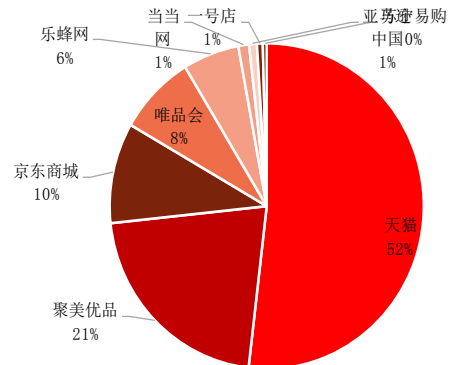
**线上电商网购规模迅速增长推动了化妆品电商服务商的发展。**化妆品电商行业平台交易中，天猫占到了 52%，聚美优品和京东商城以 21% 和 10%，分居第二三位，交易量差距悬殊。而化妆品电商服务商代运营业务主要分为两种方式：1) 买断货物，通过天猫或品牌官网向终端消费者进行销售；2) 向品牌客户收取代运营服务费。行业龙头包括杭州悠可和丽人丽妆。

图 17: 2011-2018 化妆品网购市场规模 (亿元) 及增长率



数据来源: 中国产业信息网, 西南证券整理

图 18: 化妆品电商行业各平台交易占比情况

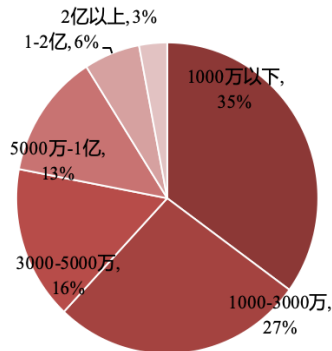


数据来源: 中国产业信息网, 西南证券整理

线下销售方面，高端化妆品一般采用直营方式，而中端、大众化妆品一般通过区域代理经销商进行销售，而在国外品牌刚刚登陆中国、国产品牌发展尚处萌芽阶段的时期，代理经销相对直营具有明显优势。具体而言，代理经销的优势包括以下几个方面：(1) 中国地域辽阔，市场区域特点明显，同掌握丰富资金和渠道资源的代理商合作，是品牌想要尽快融入当地市场的明智选择；(2) 直营的资金、团队建设要求高，会对企业现金流造成很大压力，因此同掌握丰富资金和渠道资源的运营商合作则成为必然趋势；(3) 代理经销商的积极性比直营的职业经理人更高，代理经销商个人收入与店铺经营效益密切相关，直营的职业经理人则是以领固定薪水为主。

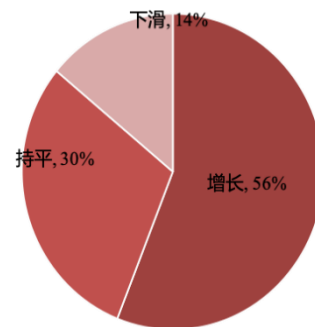
但代理经销也具有自身的劣势：作为中间渠道，规模较小、区域分散；买断经营资金需求量大、人力成本高；毛利率受电商冲击下滑严重。在电商等减少中间抽成、直面消费者的低价且便捷的新生渠道冲击下，当前我国线下代理经销商的净利率被压榨，一大半企业净利率在 8% 以下；我国化妆品代理经销商自身也具有集中度低的问题，大量经销商代理品牌数量少于 5 个，《2018 年中国化妆品代理商生存报告》数据显示，2018 年预计 62% 的代理商回款规模在 3000 万元以下，代理区域多为不同省份，经销商各自独立，且仅针对 KA 或百货或 CS 的特定渠道；同时，经销商为买断式经营，资金需求量大，规模较小的代理商承担压力较大；此外，代理经销的人力成本和网点维护在营业成本中各占 54.8% 和 16.9%，运营管理成本相对线上电商具有先天劣势。因此自 2014 年以来，化妆品市场整体增速放缓，随着品牌、渠道结构的变化，线下经销商经营情况也趋于恶化，当前化妆品经销商亟待整合，全渠道运营成为趋势。

图 19：2018 年中国化妆品代理商预计回款规模



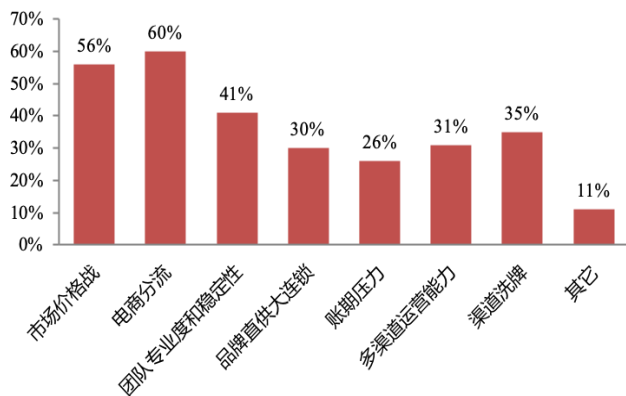
数据来源：《2018 年中国化妆品代理商生存报告》，西南证券整理

图 20：代理商预计 2018 年回款同比 2017 年增长情况



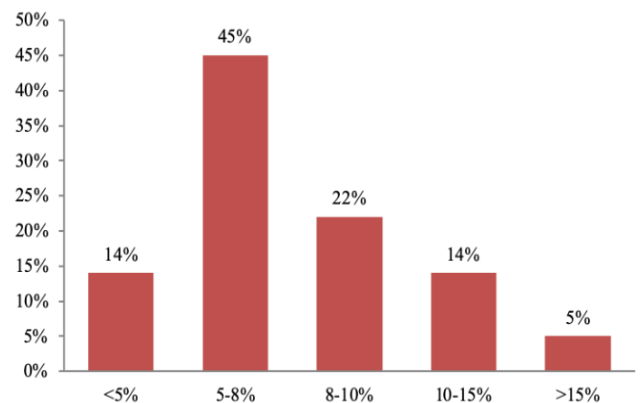
数据来源：《2018 年中国化妆品代理商生存报告》，西南证券整理

图 21：2018 年中国化妆品代理商生意的制约因素



数据来源：《2018 年中国化妆品代理商生存报告》，西南证券整理

图 22：2018 年中国化妆品代理商净利率水平分布情况



数据来源：《2018 年中国化妆品代理商生存报告》，西南证券整理

## 2.2.2 品牌：洋牌主导，集中度低

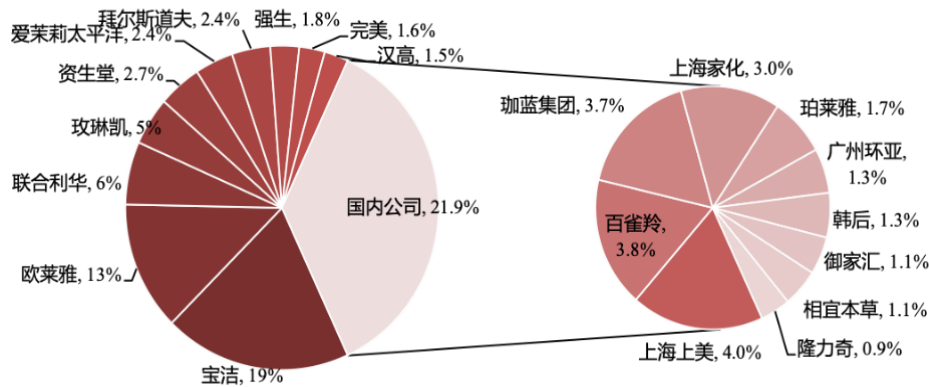
品牌环节是化妆品产业链中最受消费者关注的一环。根据腾讯 2019 年出品的《国货美妆洞察报告》，我国女性选购化妆品最主要的考虑因素包括：产品功能（71%）、口碑（65%）及价位（63%）。

化妆品作为品牌文化属性很强的商品，在国际市场上具有明显的地域和集团化特点，各国消费者更倾向于支持国货，且市场集中度高。美国化妆品市场前十名企业中本土化妆品企业占据主导地位，国外企业仅欧莱雅（法国）占据一席，前十大企业市场占有率超过 70%；韩国化妆品市场以其本土企业爱茉莉太平洋和 LG 生活馆两大化妆品集团为首，仅此二家就占据近 45% 的市场份额，国际品牌市场占比仅为 25%。

我国的国货品牌实力较弱，化妆品市场上国外品牌占据主导地位。国货品牌中缺乏类似法国欧莱雅、美国雅诗兰黛、日本资生堂和韩国爱茉莉太平洋这样具有几十年甚至上百年悠久历史和文化沉淀的品牌。由于起步晚、技术落后及产业链条不完善，“国妆”公司仍落后于不少国外公司，2018 年国产化妆品公司在国内占比前 20 的公司中仅占 21.9% 的市场份额，在国内前 10 大化妆品公司中，仅有上海上美、百雀羚、珀莱雅集团和上海家化四家，各占据

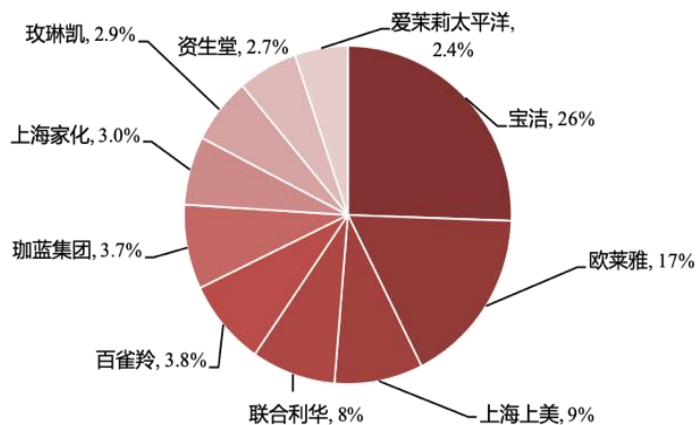
4.0%、3.8%、3.7%和3.0%的市场份额。随着近年来国产彩妆的发展和消费者消费观念的改变，国产化妆品的市场份额有所提高，2018年国产品牌的市场份额已达56%，增长迅速。

图 23：2018 年前 20 大化妆品公司市场占有率



数据来源：第十二届中国化妆品大会，西南证券整理

图 24：2018 年前十大彩妆品牌市场占有率

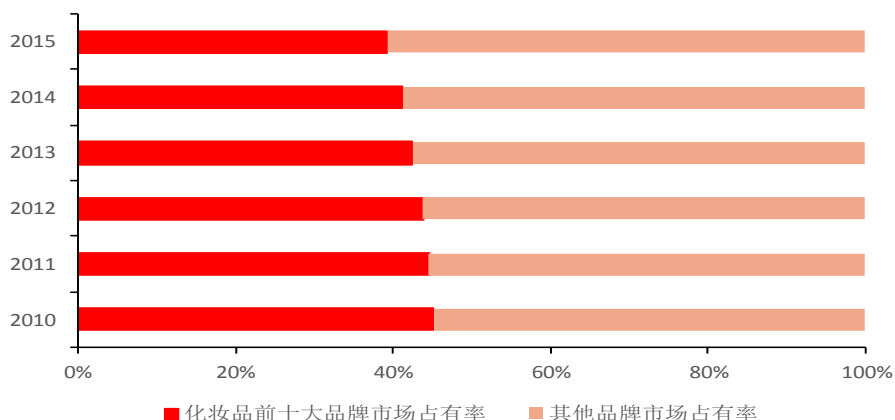


数据来源：第十二届中国化妆品大会，西南证券整理

化妆品市场随着竞争愈演愈烈，市场集中度逐渐下降。随着越来越多的国外品牌进入中国市场，本土品牌如佰草集、百雀羚也在持续发力，国内的化妆品品牌越来越繁杂，竞争越来越激烈，整个化妆品市场集中度逐渐下降。化妆品前十大品牌市场占有率从2010年的45.2%下降到2015年的39.3%。

在这种情况下，对于化妆品运营商来说，集合品牌数量越多，占据化妆品市场份额就越大。在我国，无论是外资还是本土品牌，其单独影响力均有限，究其原因，单一化妆品品牌难以在全品类拔得头筹，且产品同质化背景下单品牌用户粘性较低，使得集团化运营成为必经之路。化妆品运营商提升市场份额需要与多个化妆品品牌合作，进行品牌商端的资源整合。

图 25：2016 年化妆品市场集中度 (%)



数据来源：中国产业信息网，西南证券整理

### 3 公司竞争优势：差异化定位构建本土护肤品牌形象

#### 3.1 品牌优势矩阵：“眼霜”领跑，多品类共同增长

公司目前拥有“丸美”、“春纪”和“恋火”三个品牌，以满足不同年龄、消费偏好、消费层次的消费者需求，通过丰富的产品结构在二、三线城市与国内外化妆品牌展开充分竞争。自 2000 年公司成立以来，“丸美”作为主品牌一直专注于打造眼部护理产品；2006 年推出以“天然食材养肤”为理念的大众化护肤品牌“春纪”；2017 年收购以“自信时尚”为内涵的韩国彩妆品牌“恋火”，进入彩妆市场。

表 2：丸美各品牌介绍

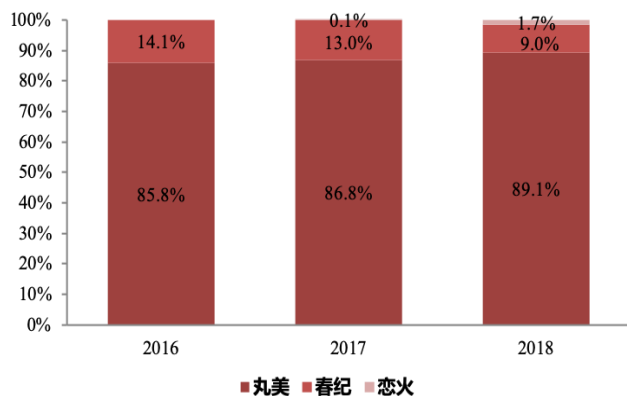
品牌	丸美	春纪	恋火
品牌 logo			
成立时间	2000 年	2006 年	2017 年
品牌风格	尊贵优雅，高端护肤	青春时尚，“食材养肤”	现代时尚，大众彩妆
主要品类	眼部护肤，膏霜乳液	膏霜乳液，肌肤清洁	彩妆
针对年龄层	24-45 岁	18-35 岁	18-40 岁
价格区间（单品）	约 120-830 元	约 10-300 元	约 50-350 元
产品图片			

数据来源：招股说明书，品牌官网，西南证券整理

从品牌来看,主品牌丸美占比持续提高,春纪占比降低,恋火增速明显,未来前景广阔。近三年,丸美营收占比超 85%,且持续提高,2018 年丸美营收达 14 亿元,同比增长 19.7%,占总营收的 89.1%,较 2017 年增加 2.3 个 pp;春纪营收占比近三年呈下降趋势,由 2016 年的 14.1%下降到 2018 年的 9.1%,2018 年营收 1.4 亿,同比下降 19%;恋火自 2017 年开始贡献营收,2018 年达 0.27 亿,同比增长 1548.2%,占比 1.7%,较 2017 年提升 1.6 个 pp,预计未来随着恋火在彩妆市场的开拓和发展,将会成为公司营收新的增长点。

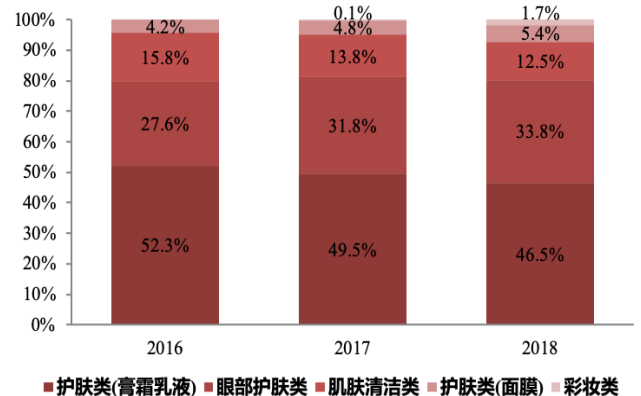
从品类来看,眼部护肤类产品占比增幅明显,膏霜乳液和肌肤清洁类产品占比有所下降,面膜和彩妆类占比均有明显提升。眼部护理产品 2018 年实现营收 5.3 亿,同比增长 23.9%,占比 33.8%,较 2017 年提高 2 个 pp,支撑公司整体营收的增长;膏霜乳液类产品 2018 年营收达 7.3 亿,同比增长 9.4%,但占比 46.5%较 2017 年下降 3 个 pp,仍是公司营收的主要部分;肌肤清洁类产品 2018 年实现营收 2.0 亿,同比增长 5.5%,占比 12.5%,较 2017 年下降 1.3 个 pp;面膜和彩妆占比均有所提升,分别达 5.4%、1.7%,营收同比增长分别为 33%、1548%,增长势头强劲。

图 26: 公司近三年品牌营收占比



数据来源: wind, 西南证券整理

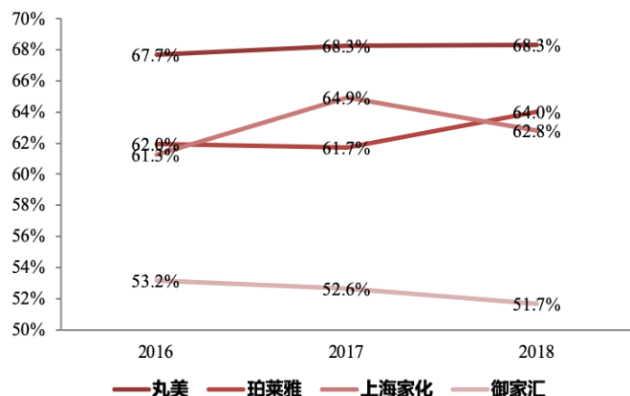
图 27: 公司近三年分品类营收占比变化情况



数据来源: wind, 西南证券整理

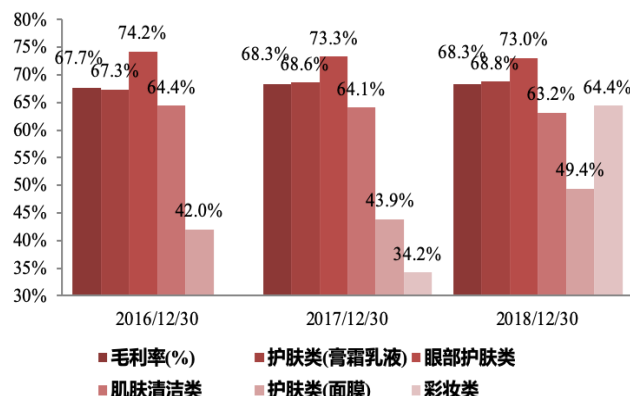
毛利率处于行业领先水平。对标国内三大上市化妆品公司,上海家化、珀莱雅、御家汇,丸美毛利率水平最高,盈利能力远超行业平均水平。近三年公司整体毛利率维持在 68% 左右,其中眼部护肤类毛利率超 73%,是维持毛利率高水平的主要因素;膏霜乳液类毛利率和整体毛利率基本持平;肌肤清洁类毛利率维持在 64% 左右,略低于整体毛利率;面膜类毛利率近年来有所提升,18 年达 49.4%,较 17 年提升 5.5 个 pp,但市场上的面膜产品差异小,需要通过降低价格提高市场竞争力,整体毛利率水平偏低,短时间内无法突破;彩妆类(主要是恋火)2018 年毛利率达 64.4%,较 2017 年提升 34.2%,主要是因为 17 年恋火刚进入竞争激烈的化妆品市场,需要通过价格战占据一定的市场份额,18 年通过调整价格策略毛利率恢复到正常水平。

图 28：近三年化妆品行业公司毛利率对比



数据来源：wind，西南证券整理

图 29：公司近三年分品类毛利率变化情况



数据来源：wind，西南证券整理

### 3.1.1 丸美：专注眼霜，打造品牌核心竞争力

丸美品牌诞生于 2001 年，品牌建立之初另辟蹊径，以单品切入市场，瞄准了护肤品中眼霜这个精细领域，打造了家喻户晓的明星产品“弹力蛋白眼精华”，树立了丸美眼霜在行业内的标杆地位，多年来通过产品升级换代，不断推出新的具有科技感的新产品，不断巩固在眼霜领域的领跑地位。

图 30：“丸美”单品牌发展历程介绍

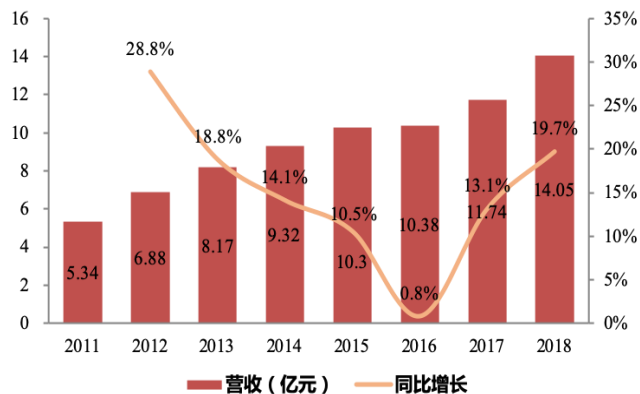


数据来源：品牌官网，西南证券整理

“眼霜”品类拉动整体营收增长。(1) 从整体营收水平来看，2018 年，丸美品牌实现营收 14.1 亿元，同比增长 19.7%，2011-2018 年复合增速达 14.8%。2016 年增速首次降至 10% 以下，公司通过对产品渠道进行优化调整，17-18 年营收增速持续向好。(2) 从品类端来看，2016-2018 年，眼部护理产品分别实现营收 3.2、4.2、5.2 亿元，CAGR3 达 27.2%，

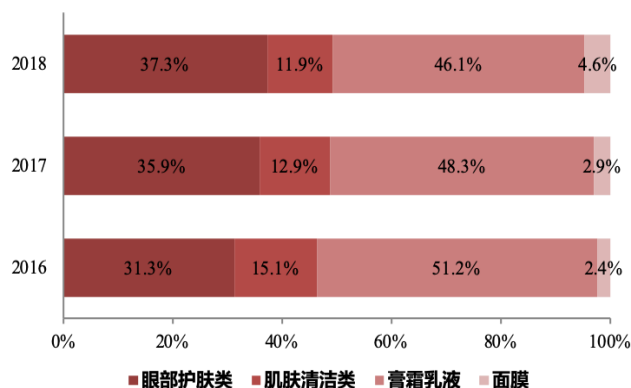
营收占比由 2016 年的 31.2% 提升至 2018 年的 37.3%，在维持单品类高增长的同时带动了膏霜乳液类及面膜类等护肤品类的发展，拓宽了品类，品牌溢价得以充分体现。

图 31：2011-2018 “丸美” 单品牌营收及增速



数据来源：wind，公司公告，西南证券整理

图 32：“丸美” 单品牌近三年分品类营收占比



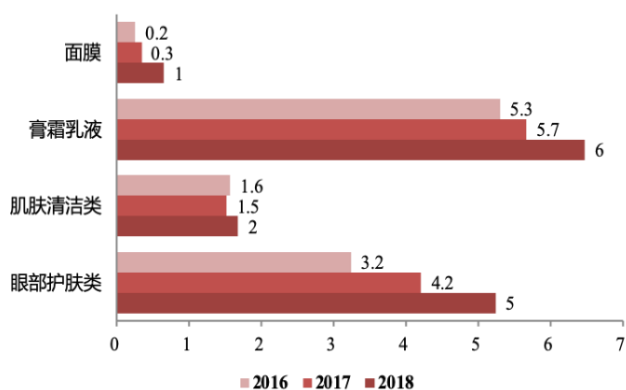
数据来源：wind，西南证券整理

“眼霜” 高毛利，产品升级快，不断抬高定位，SKU 丰富：

(1) 毛利率水平高：丸美以眼部护肤产品为核心驱动，通过品牌差异化拉高毛利，近三年毛利率均维持在超 70% 的高水平。

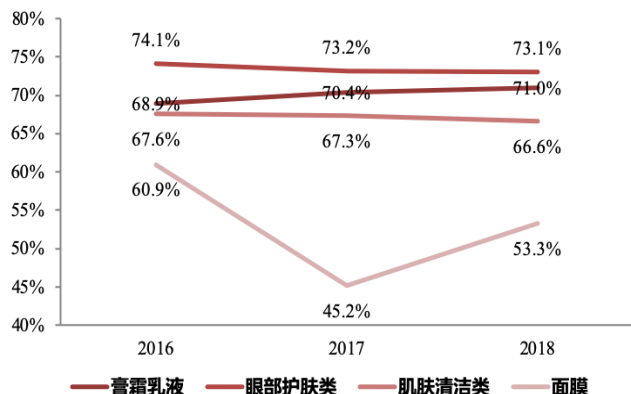
(2) 产品更迭快：通过研发投入，对明星产品不断更新换代升级，满足消费者不断变化的需求。近年来将“抗衰老”作为品牌的主调性，将年轻肌龄和成熟肌龄不同的抗衰需求区别开，推出不同系列，划分消费者层次，将专业性做到极致。如：“弹力蛋白凝时紧致眼精华” 注重于紧致眼周肌肤，淡化鱼尾纹；“巧克力青春丝滑眼乳霜” 针对 25 岁左右的轻熟龄，改善眼周潜在老化；“白色之恋纯白淡黑眼霜” 注重于淡化眼周黑色素沉淀。

图 33：“丸美” 单品牌各品类营收 (亿元)



数据来源：wind，西南证券整理

图 34：“丸美” 单品牌各品类毛利率



数据来源：wind，西南证券整理

表 3：“春纪”部分系列介绍

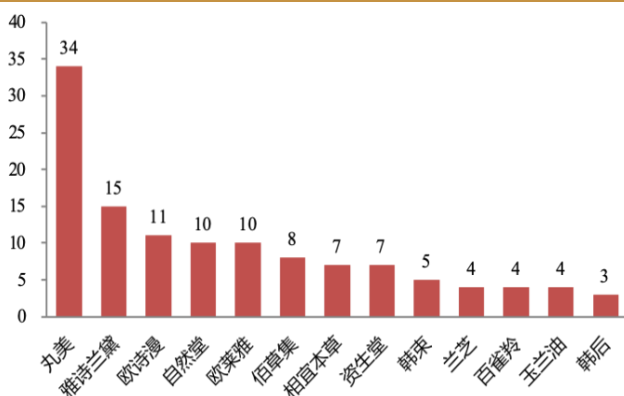
系列名称	弹力蛋白凝时紧致系列	雪绒花纯净保湿系列	巧克力青春丝滑系列
主打功效	紧致眼周肌肤，淡化鱼尾纹	温和保湿，肌肤净化加湿器	改善潜在老化，细致肌肤
主要提取物	水解弹力蛋白，融合肌肤紧致技术 instensyl	雪绒花（高山火绒草提取物），瑞士 Pentavitin 锁水磁石技术	可可提取物、北美金缕梅提取物
针对人群	30 岁以上有抗衰老需求人群	20-30 岁，任何肤质	20 岁以上预防潜在衰老的轻抗衰老人群
明星产品	丸美弹力蛋白凝时紧致保养液	丸美雪绒花纯净保湿咕嘟咕嘟	丸美巧克力青春丝滑眼乳霜
产品图			

数据来源：公司官网，西南证券整理

**(3) 抬高定位：**和大多数国产品牌主攻大众消费市场不同，“丸美”坚持品牌高端化战略，2018 年和 2019 年分别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”，有望进一步巩固主品牌高端形象，拉升价格带，进一步提升毛利率。

**(4) SKU 丰富：**根据天猫旗舰店数据，“丸美”单品牌眼部护肤类产品 SKU 为 34，而国内外化妆品公司眼部产品的 SKU 普遍低于 15，产品丰富度和专业度优势明显。在横向开发了多种针对不同需求的眼霜产品的同时，还进行了产品系列的纵向开发，除眼部护理产品之外布局了其它产品线，形成了相对完备的产品结构。

图 35：“丸美”单品牌眼霜 SKU 同业比较



数据来源：天猫旗舰店，西南证券整理

图 36：2019 年新推出“日本花弹润娇嫩系列”



数据来源：品牌官网，西南证券整理

### 3.1.2 春纪：瞄准产品差异化，致力打造国产“悦诗风吟”

**定位大众，产品线丰富。**2006 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，精细定义“天然”，专注食材养肤，打造食品级的美肌盛宴。品牌精选优质食材原产供应商，保证原料的天然纯粹和优质营养，确保品质的卓效与天然。旗下拥有“杨梅水漾保湿系列”、“咖啡紧致焕活系列”、“乳酸君控油清爽系

列”、“大葡萄补水保湿系列”、“辣木籽深层清洁系列”等针对不同护肤诉求研发设计的多种系列。包装外观由法国设计团队打造，灵感源于调味罐和食材的多彩，吸引年轻消费者，设计荣获“2017 中国化妆品打会蓝玫奖年度包装设计奖”和“2018 年国际包装设计金奖”。

图 37：“春纪”以食材为原料



数据来源：品牌官网，西南证券整理

图 38：“春纪”荣获 2018 年国际包装设计金奖

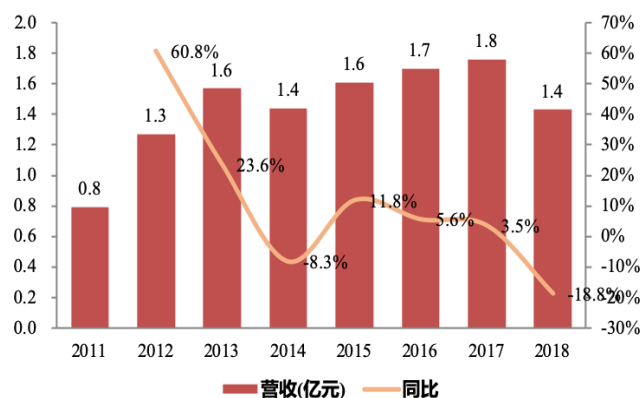


数据来源：品牌官网，西南证券整理

主打膏霜乳液，营收回调，毛利降幅较大。2018 年“春纪”实现营收 1.43 亿，同比下跌 19%，自 2015 年起营收增速放缓，主要是受经济大环境的影响。14-17 年 CAGR3 达 6.8%，低于同期公司整体符合增速 7.8%。

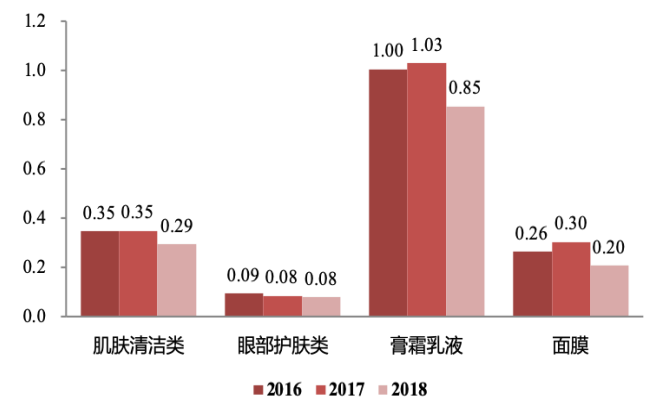
(1) 从分品类营收来看，春纪品牌膏霜乳液占比接近 60%，相对稳定，2018 年实现营收 0.85 亿，同比下降 18.8%，18 年经济萎靡情况下市场中该类产品的激烈竞争导致了营收大幅度下降，该品类的大占比进而拉低整个品牌的营收水平下降；眼部护肤产品营收维持在 0.8 亿，占比在 20%左右波动，没有对营收造成进一步压力；肌肤清洁类和面膜类产品营收分别达 0.3 亿、0.2 亿，同比分别下降 17.2%、32.2%。多品类营收均呈现下滑趋势，差异性定位还未在市场中实现品牌溢价。

图 39：“春纪”2011-2018 营收及增速变化



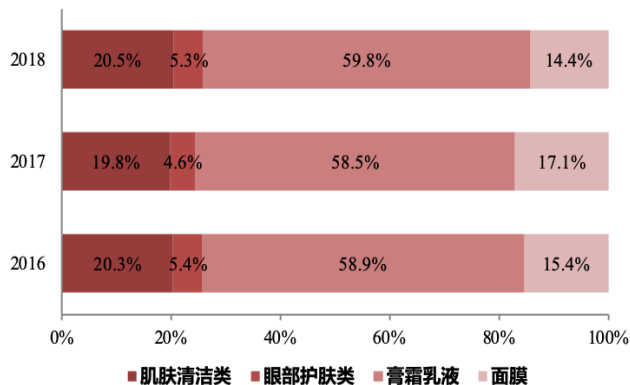
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 40：“春纪”近三年各品类营收变化



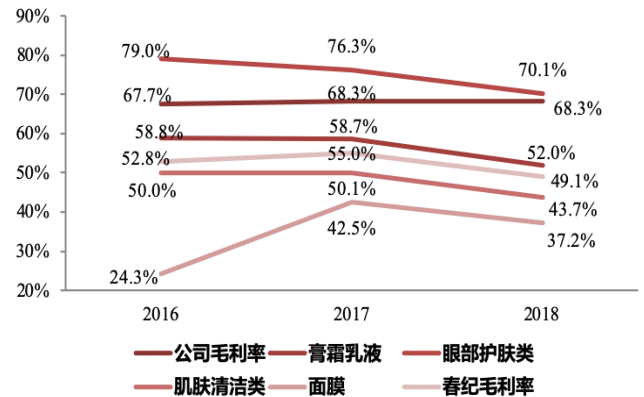
数据来源：wind，西南证券整理

图 41：“春纪”近三年各品类营收占比变化



数据来源：wind，西南证券整理

图 42：“春纪”近三年品牌及各品类毛利率变化



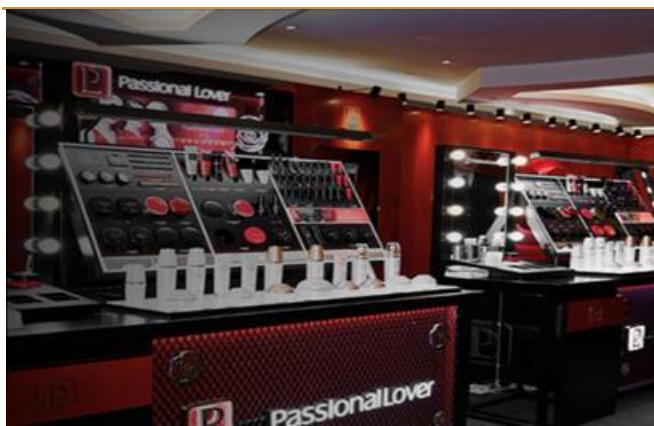
数据来源：wind，招股说明书，西南证券整理

(2) 从分品类毛利来看，18 年“春纪”品牌毛利率为 49.1%，较 17 年下降 5.9 个 pp，降幅明显低于公司整体毛利率水平，主要原因是 18 年占比较高的春纪咖啡系列产品总体毛利率较低，且代销屈臣氏和大润发渠道终止合作的退回商品作为引流品进行低价处理，降低了整体的毛利率。占比最高的膏霜乳液品类毛利下降 6.7 个 pp；眼部护肤类毛利尽管也下降了 6.2 个 pp，但仍超过 70%，拉高了品牌毛利水平；肌肤清洁类和面膜类分别下降 6.4 个 pp 和 5.2 个 pp，均对毛利率产生了一定不利影响。随着市场回暖和未来品牌策略的优化实施，“春纪”品牌营收有望实现大幅提高，为公司整体营收贡献更多占比。

### 3.1.3 恋火：彩妆红利加持，拓宽未来版图

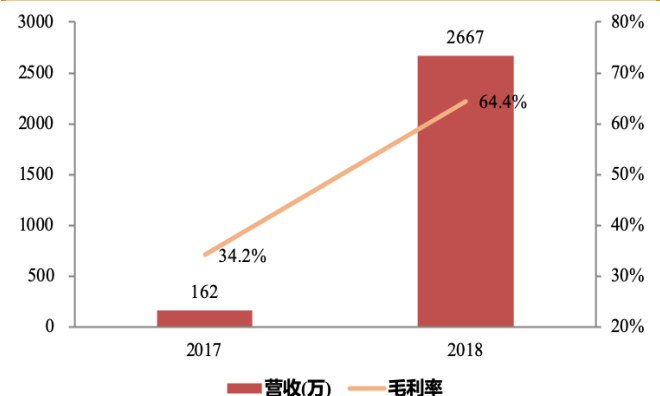
2017 年，公司收购韩国 Passional Lover 恋火彩妆，布局彩妆市场。恋火创立于 2007 年，以时尚、专业为主导，定位中高端专业彩妆市场，倡导“专业彩妆生活化，时尚彩妆简单化”。收购前已经在中国市场耕耘 10 年，对中国消费者的消费特征有充分了解，并凭借韩国进口的优异产品品质，积累了良好的市场口碑。目前，恋火彩妆加入公司版图，帮助公司在近年来的不景气市场环境里快速实现了热门品类的扩张，有效增强了公司在未来市场的竞争力。

图 43：“恋火”线下店铺



数据来源：天猫旗舰店，西南证券整理

图 44：“恋火”2017-2018 营收及毛利率



数据来源：wind，西南证券整理

**增势迅猛，有望改善公司营收结构，增大弹性。**18 年恋火实现营收 2667 万元，同比增长 1548.2%。18 年毛利率大幅上升至 64.4%，主要是恋火产品于 2017 年 Q4 推出后，在初期给予经销商较多销售政策的支持，此外，自 2018 年开始，公司将对恋火经销商的销售定价原则由 2017 年的终端零售价的 3.5 折提高到 4 折，且恋火产品从外购成品逐步转为外购半成品进行委外生产，降低了产品的单位成本。恋火拓宽了产品矩阵，增大了公司产品对市场行情变化的弹性，彩妆市场红利将促进产品营收进一步增长，有助于公司未来将营收提升至更高水平。

### 3.2 渠道：线上线下多渠道融合发展

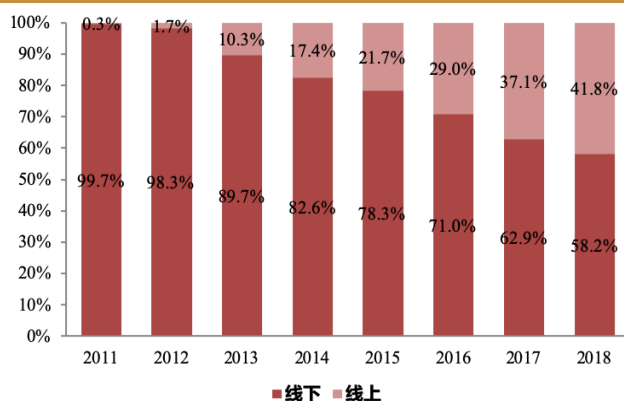
公司早期的商品销售完全在线下进行。2011 年，公司在天猫（原淘宝商城）开设官方旗舰店，开启了公司商品销售的线上渠道。2018 年，公司商品销售线下渠道占比达 58.2%，线上渠道占比达 41.8%，与珀莱雅大体相当（2018 年，线下占比 56.4%，线上占比 43.6%）。

表 4：丸美经销商数量

	丸美	珀莱雅
百货专柜/单品牌店	11.0%（百货专柜）	4.9%（单品牌店）
其他	0.2%	0.6%
日化店	39.8%	42.5%
美容院	7.0%	-
商超	0.1%	8.4%
代销	0.1%	-
线下	58.2%	56.4%
电商直营店	11.9%	-
电商经销商店	29.9%	-
线上	41.8%	43.6%

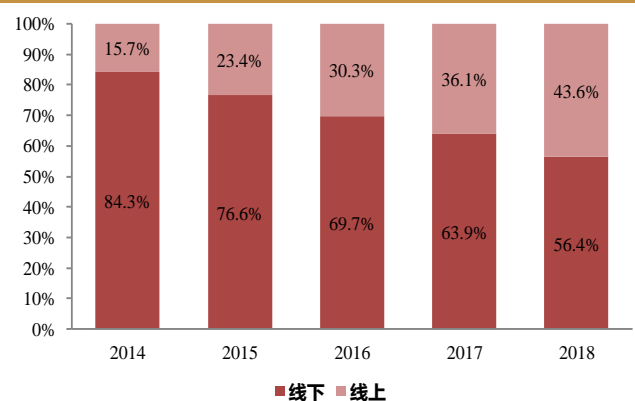
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 45：丸美历年线上线下渠道销售占比



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 46：珀莱雅历年线上线下渠道销售占比

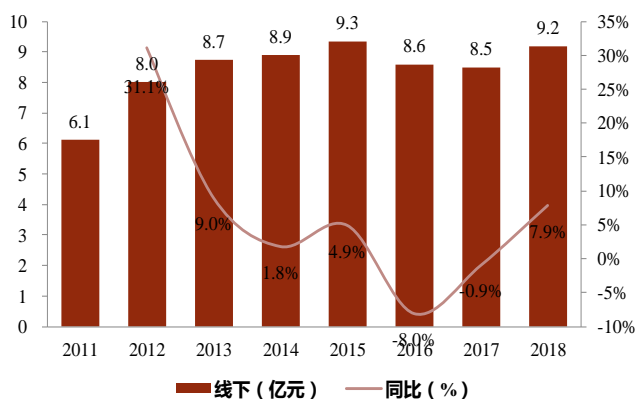


数据来源：公司公告，西南证券整理

### 3.2.1 线下渠道——商品销售主力，近年来增速有所放缓

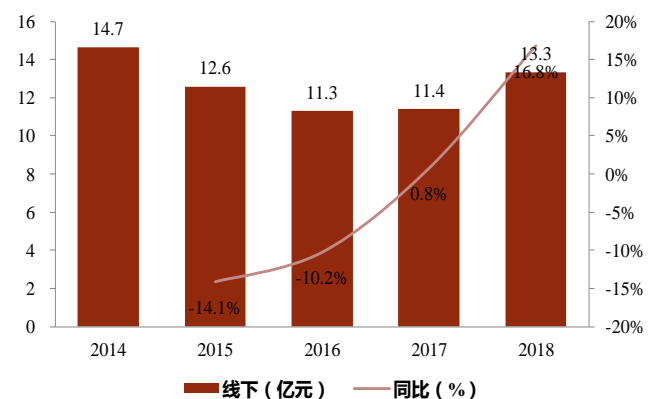
线下渠道始终是公司商品销售的主要渠道，自公司创始以来，线下渠道的销售占比一直高于 50%，公司线下渠道主要包括日化店（CS）、百货专柜、美容院、商超和代销。然而由于受到宏观经济增长放缓以及电商蓬勃发展对实体零售冲击的影响，自 2014 年以来，公司线下渠道的商品销售增长较过去线下渠道和同期线上渠道而言较为缓慢：从总量上看，2014 年至 2018 年，线下渠道销售年复合增速不足 1%，仅为 0.8%；从占比上看，公司商品销售的线下占比由 2014 年的 82.6% 下降至 2018 年的 58.2%，下降 24.4 个百分点。然而丸美的线下销售情况仍然优于珀莱雅。同期珀莱雅线下渠道销售年复合增速为 -2.4%，线下占比由 2014 年的 84.3% 下降至 2018 年的 56.4%，下降 27.9 个百分点。

图 47：丸美历年线下销售收入及增速



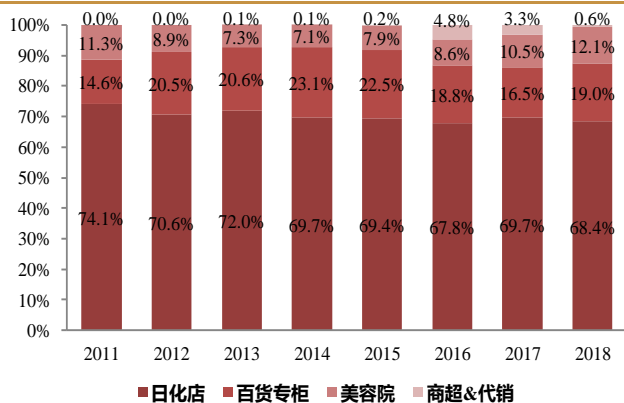
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 48：珀莱雅历年线下销售收入及增速



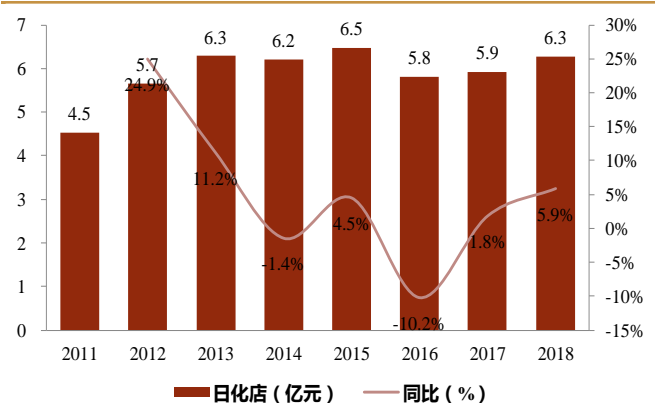
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 49：2011-2018 年公司线下各渠道销售占比



数据来源：公司公告，西南证券整理

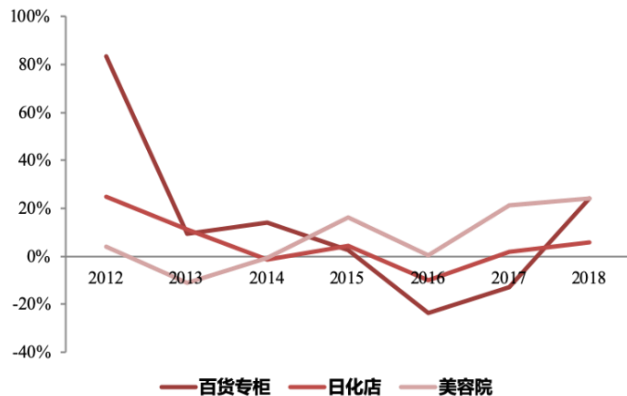
图 50：2011-2018 年日化店销售收入及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

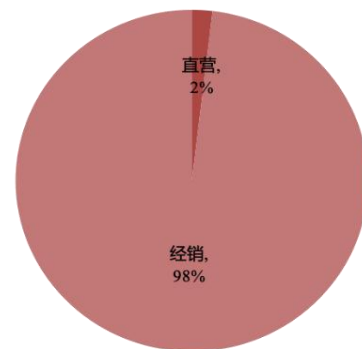
日化店是公司线下第一大渠道，商品销售额始终占线下渠道整体的 68% 以上。公司前期扩张主要是通过和经销商合作的方式进行展店，其中日化店是最主要的载体，公司经营前期主要是借助 CS 渠道红利发展壮大。随着 CS 渠道红利殆尽，进入成熟洗牌阶段，公司 CS 渠道的销售收入增速逐渐放缓，在 2014 年和 2016 年甚至出现负增长。2011 年至 2018 年，公司 CS 渠道的销售收入年复合增速为 4.8%，低于百货专柜（10.0%）和美容院（7.0%）。2018 年，公司 CS 渠道的销售收入为 6.3 亿元，同比增长 5.8%，占线下渠道的 68.4%，占公司线上线下整体的 39.8%，仍然是公司线上线下第一大渠道。

图 51: 2012-2018 年百货专柜、日化店、美容院销售收入增速



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 52: 2018 年百货专柜渠道直营、经销占比



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

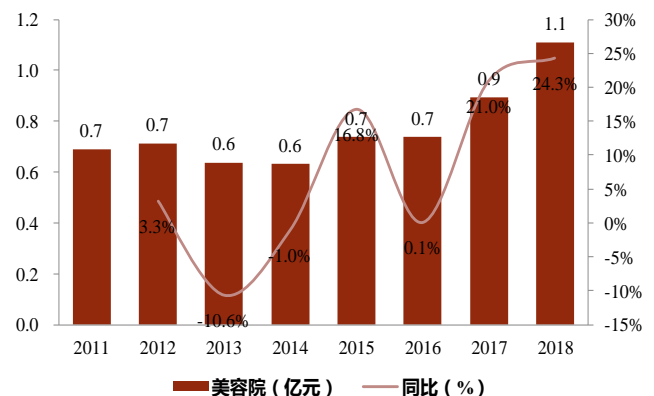
百货专柜是公司线下第二大渠道, 既有公司自营, 也有经销商运营。自营百货专柜占比很小, 2018 年仅占 2%, 其主要功能是品牌宣传而非产品销售。2018 年经销商运营的百货专柜占比达 98%, 是百货专柜渠道商品销售的主力。2011 年至 2018 年, 公司百货专柜渠道的销售收入年复合增速为 10.0%, 在线下渠道中增速最快。2018 年, 公司百货专柜渠道的销售收入为 1.7 亿元, 同比增长 24.2%, 占线下渠道的 19.0%, 占公司线上线下整体的 11.0%。

图 53: 2011-2018 年百货专柜销售收入及增速



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 54: 2011-2018 年美容院销售收入及增速



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

美容院渠道主要聚焦于丸美品牌的产品销售。2011 年至 2018 年, 公司美容院渠道的销售收入年复合增速为 7.0%。2018 年, 公司美容院渠道的销售收入为 1.1 亿元, 同比增长 24.2%, 占线下渠道的 12.1%, 占公司线上线下整体的 7.0%。

商超渠道主要聚焦于春纪品牌的产品销售, 体量非常小。2016 年, 公司尝试新开发了屈臣氏和大润发作为代销渠道, 但渠道销售收入和盈利情况不及预期, 2016 年至 2018 年, 三年连续亏损, 累计亏损达 1308 万元。公司于 2018 年终止了代销渠道。

表 5：代销渠道亏损情况

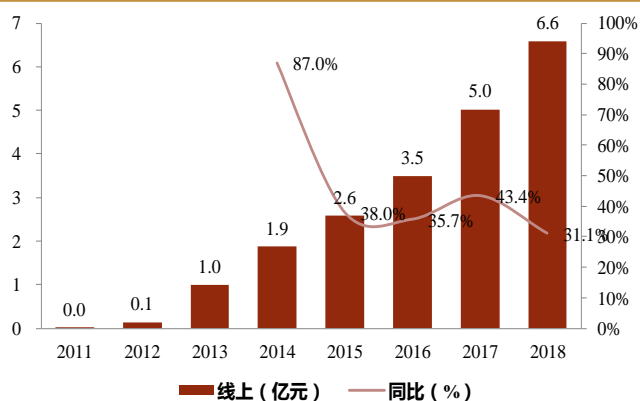
项目	2016	2017	2018
营业收入 (万元)	3,870.95	2,391.76	124.00
营业成本 (万元)	1,483.70	561.45	13.32
毛利 (万元)	2,387.25	1,830.31	110.68
渠道销售费用 (万元)	3,066.38	2,342.07	228.03
利润总额测算影响数 (万元)	-679.13	-511.76	-117.35

数据来源：公司公告，西南证券整理

### 3.2.2 线上渠道——商品销售新支撑点

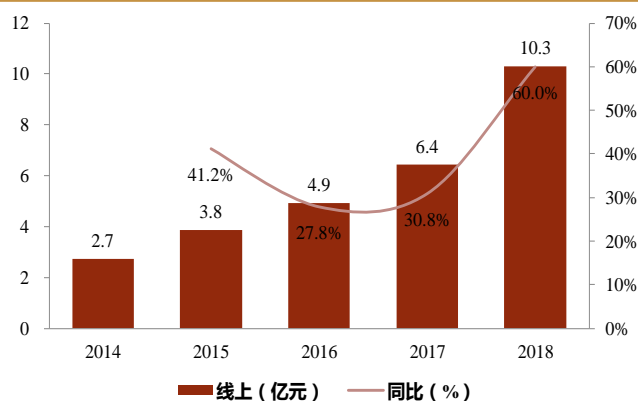
2014 年以来公司商品销售的持续增长主要由线上渠道支撑。2011 年，公司在天猫（原淘宝商城）开设官方旗舰店，开启了公司商品销售的线上渠道。经过两年积累，2014 年开始，公司线上渠道商品销售进入高速增长阶段：从总量上看，2014 年至 2018 年，公司线上渠道商品销售年复合增速达 37.0%，而同期线下渠道商品销售复合增速不足 1%；从占比上看，商品销售线上渠道占比由 2014 年的 17.4% 上升至 2018 年的 41.8%，上升 24.4 个百分点。丸美的线上销售情况稍逊于珀莱雅。同期珀莱雅线上渠道销售年复合增速为 39.4%，线下占比由 2014 年的 15.7% 下降至 2018 年的 43.6%，上升 27.9 个百分点。

图 55：丸美历年线上销售收入及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

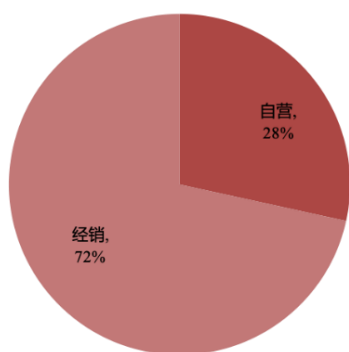
图 56：珀莱雅历年线上销售收入及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

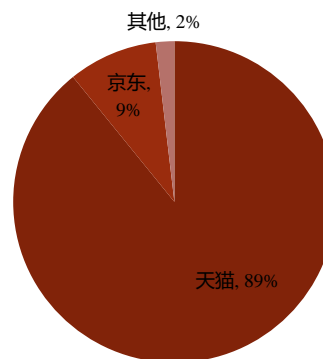
线上渠道商品销售也分自营模式与经销模式，2018 年销售收入分别占线上渠道整体的 28% 和 72%。自营主要通过代理运营商广州涅生在天猫、京东运营官方旗舰店进行，其中天猫旗舰店是绝对主力，2018 年，天猫旗舰店销售收入达 1.7 亿元，占全部自营电商的 89%。2013 年起公司拓展了电商经销模式，与优质电商经销商美妮美雅合作，后者成为公司在京东、唯品会、聚美优品等电商平台的唯一授权经销商。美妮美雅专注电商渠道销售近十年，与众多知名化妆品品牌有合作经历，拥有丰富的团队运作和网店经营经验。

图 57：2018 年公司线上渠道自营、经销占比



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 58：2018 年公司自营电商各渠道占比



数据来源：公司公告，西南证券整理

表 6：公司线上渠道自营、经销梳理

电商平台	销售模式	终端形态	平台直接供货方
天猫	自营	天猫旗舰店	公司
	经销	天猫专卖店/专营店	其他电商渠道经销商
淘宝	经销	淘宝店	其他电商渠道经销商
京东	自营	官方旗舰店	公司
	经销	京东自营旗舰店	美妮美雅
		经销商专卖店/专营店	其他电商渠道经销商
唯品会	经销	唯品会自营店	美妮美雅
聚美优品	经销	聚美官方旗舰店	美妮美雅

数据来源：公司公告，西南证券整理

## 4 盈利预测与估值

### 关键假设：

**假设 1：**线下渠道：2019-2021 年公司百货渠道直销量增速为 80%、70%、60%，百货经销渠道销量增速 15%、10%、10%；CS 渠道经销销量每年保持 5%增长；美容院经销渠道销量增速为 25%、20%、20%；KA 渠道经销销量增速为 0%、5%、10%。

**假设 2：**线上渠道：2019-2021 年公司电商直销量每年保持 15%增长，电商经销销量增速为 35%、30%、30%。

**假设 3：**2019-2021 年毛利率分别为 68%、67.8%、67.7%。

基于以上假设，我们预测公司 2019-2021 年分业务收入成本如下表：

表 7：主营业务收入拆分（万元）

		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
线下							
百货	直营	152.3	183.5	326.4	587.4	998.7	1597.9
	yoy		20.5%	77.8%	80%	70%	60%
	经销	15935.1	13824.8	17066.4	19626.3	21589.0	23747.9
	yoy		-13.2%	23.4%	15%	10%	10%
	合计	16087.5	14008.3	17392.7	20213.8	22587.6	25345.7
	yoy		-12.9%	24.2%	16.2%	11.7%	12.2%
CS	经销日化店	58231.4	59231.3	62670.0	65803.5	69093.6	72548.3
	yoy		1.7%	5.8%	5%	5%	5%
	代销屈臣氏	3824.8	2015.1	46.2	0.0	0.0	0.0
	yoy		-47.3%	-97.7%			
	合计	62056.2	61246.4	62716.2	65803.5	69093.6	72548.3
	yoy		-1.3%	2.4%	4.9%	5.0%	5.0%
美容院	经销	7346.4	8906.2	11063.3	13829.2	16595.0	19914.0
	yoy		21.2%	24.2%	25%	20%	20%
KA	经销	83.1	174.6	131.2	131.2	137.8	151.6
	yoy		110.0%	-24.8%	0%	5%	10%
	代销	46.2	376.7	77.8	0.0	0.0	0.0
	yoy		716.2%	-79.3%			
	合计	129.3	551.3	209.0	131.2	137.8	151.6
	yoy		326.4%	-62.1%	-37.2%	5.0%	10.0%
其他	直营	157.8	249.8	290.5	348.6	418.3	502.0
	yoy		58.3%	16.3%	20%	20%	20%
线上							
电商	直营	10332.6	15360.8	18701.9	21507.2	24733.3	28443.3
	yoy		48.7%	21.8%	15%	15%	15%
	经销	24686.7	34829.4	47053.1	63521.7	82578.2	107351.6
	yoy		41.1%	35.1%	35%	30%	30%
	合计	35019.3	50190.1	65755.0	85028.9	107311.5	135794.9
	yoy		43.3%	31.0%	29.3%	26.2%	26.5%
主营业务收入	合计	120796.4	135152.1	157426.8	185355.2	216143.9	254256.6
	yoy		11.9%	16.5%	17.7%	16.6%	17.6%
其他业务	其他业务	16.1	80.3	149.6	150.0	150.0	150.0
	yoy		399.6%	86.3%	0.3%	0.0%	0.0%
营业总收入	合计	120812.5	135232.4	157576.4	185505.2	216293.9	254406.6
	yoy		11.9%	16.5%	17.7%	16.6%	17.6%

数据来源：Wind，西南证券

我们选取化妆品行业 3 主流公司，2018 年四家公司平均 PE 为 32.4 倍，2019 年平均 PE 为 29.8 倍，预计 2019-2021 年 EPS 分别为 1.18 元、1.34 元、1.54 元，归母净利润增速分别为 13.9%、13.7%、14.9%，由于化妆品行业趋势向上，首次覆盖给予“增持”评级。

表 8：可比公司估值

代码	证券简称	总市值 (亿元)	市盈率 PE		
			18A	19E	20E
600315.SH	上海家化	207.1	33.8	31.91	26.31
300740.SZ	御家汇	37.1	28.9	24.77	20.85
603605.SH	珀莱雅	137.0	34.6	35.55	27.13
603983.SH	丸美股份	130.5		27.03	22.98
平均		127.9	32.4	29.8	24.3

数据来源：Wind，西南证券整理。注：19、20 年预测来自 wind 一致预期。

## 5 风险提示

行业竞争或加剧；线下渠道扩张或不及预期；产品销售或不及预期。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	1575.76	1855.05	2162.94	2544.07	净利润	412.04	469.20	533.32	612.92
营业成本	498.96	593.06	696.00	822.81	折旧与摊销	22.66	30.59	45.86	63.68
营业税金及附加	20.90	24.60	28.69	33.74	财务费用	-7.43	-3.71	-3.24	-3.05
销售费用	534.59	630.72	746.21	890.42	资产减值损失	3.12	3.00	3.00	3.00
管理费用	72.54	81.62	90.84	101.76	经营营运资本变动	49.48	54.33	97.92	120.59
财务费用	-7.43	-3.71	-3.24	-3.05	其他	36.82	-21.59	-29.23	-26.97
资产减值损失	3.12	3.00	3.00	3.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>516.69</b>	<b>531.83</b>	<b>647.64</b>	<b>770.17</b>
投资收益	25.12	25.00	25.00	25.00	资本支出	3.59	-400.00	-300.00	-300.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-59.83	25.00	25.00	25.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-56.24</b>	<b>-375.00</b>	<b>-275.00</b>	<b>-275.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>484.17</b>	<b>550.76</b>	<b>626.44</b>	<b>720.38</b>	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	2.13	3.00	3.00	3.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>486.30</b>	<b>553.76</b>	<b>629.44</b>	<b>723.38</b>	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	74.26	84.56	96.11	110.46	支付股利	0.00	-83.06	-94.58	-107.50
净利润	412.04	469.20	533.32	612.92	其他	0.00	3.78	3.24	3.05
少数股东损益	-3.24	-3.69	-4.19	-4.81	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>0.00</b>	<b>-79.27</b>	<b>-91.33</b>	<b>-104.45</b>
归属母公司股东净利润	415.28	472.88	537.51	617.73	<b>现金流量净额</b>	<b>460.45</b>	<b>77.56</b>	<b>281.30</b>	<b>390.72</b>
资产负债表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	财务分析指标	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	1563.45	1641.01	1922.31	2313.03	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	21.78	49.25	56.14	61.74	销售收入增长率	16.52%	17.72%	16.60%	17.62%
存货	129.08	153.85	181.02	214.31	营业利润增长率	32.27%	13.75%	13.74%	15.00%
其他流动资产	76.35	89.88	104.80	123.27	净利润增长率	32.10%	13.87%	13.67%	14.92%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	31.52%	15.67%	15.83%	16.73%
投资性房地产	5.16	5.16	5.16	5.16	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	260.29	631.77	887.97	1126.36	毛利率	68.34%	68.03%	67.82%	67.66%
无形资产和开发支出	27.64	27.24	26.84	26.45	三费率	38.06%	38.20%	38.55%	38.88%
其他非流动资产	33.13	31.46	29.79	28.12	净利率	26.15%	25.29%	24.66%	24.09%
<b>资产总计</b>	<b>2116.89</b>	<b>2629.62</b>	<b>3214.03</b>	<b>3898.43</b>	ROE	29.82%	26.54%	24.17%	22.60%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	19.46%	17.84%	16.59%	15.72%
应付和预收款项	537.02	631.03	741.14	876.31	ROIC	-1155.18%	375.23%	136.23%	108.57%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	31.69%	31.14%	30.93%	30.70%
其他负债	198.00	230.51	266.07	309.87	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>735.02</b>	<b>861.54</b>	<b>1007.20</b>	<b>1186.18</b>	总资产周转率	0.85	0.78	0.74	0.72
股本	360.00	401.00	401.00	401.00	固定资产周转率	6.03	5.36	4.04	3.42
资本公积	15.67	15.67	15.67	15.67	应收账款周转率	220.45	196.63	152.75	175.30
留存收益	999.63	1389.46	1832.39	2342.63	存货周转率	4.04	4.13	4.11	4.12
归属母公司股东权益	1375.23	1765.13	2208.07	2718.30	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	118.18%	—	—	—
少数股东权益	6.63	2.95	-1.24	-6.05	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>1381.86</b>	<b>1768.08</b>	<b>2206.83</b>	<b>2712.25</b>	资产负债率	34.72%	32.76%	31.34%	30.43%
负债和股东权益合计	2116.89	2629.62	3214.03	3898.43	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.52	2.31	2.31	2.34
					速动比率	2.34	2.13	2.12	2.15
					股利支付率	0.00%	17.56%	17.60%	17.40%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	1.04	1.18	1.34	1.54
					每股净资产	3.43	4.40	5.51	6.78
					每股经营现金	1.29	1.33	1.62	1.92
					每股股利	0.00	0.21	0.24	0.27
业绩和估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E					
EBITDA	499.40	577.64	669.06	781.01					
PE	34.56	30.35	26.70	23.23					
PB	10.44	8.13	6.50	5.28					
PS	9.11	7.74	6.64	5.64					
EV/EBITDA	22.61	19.41	16.34	13.49					
股息率	0.00%	0.58%	0.66%	0.75%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

### 公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上  
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间  
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间  
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

### 行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上  
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间  
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	金悦	销售经理	021-68415380	15213310661	jyue@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn