

# 商业贸易行业

## 从业务、架构、估值等多维度看珀莱雅与丸美股份的同与不同

分析师： 洪涛



SAC 执业证号: S0260514050005

SFC CE.no: BNV287



021-60750633



hongtao@gf.com.cn

### 核心观点:

#### ● 本篇报告从多个维度对比珀莱雅和丸美股份的相似与差异之处

**品牌端:** 珀莱雅和丸美均处于品牌矩阵建设初期, 主品牌占比较高。差异之处在于: 1) 丸美偏中高端, 珀莱雅聚焦大众市场, 丸美的瓶单价高于珀莱雅; 2) 珀莱雅对于品牌布局更加开放, 拥有6个自有品牌和多个投资品牌; 丸美则更加谨慎, 目前除丸美外仅拥有春纪和恋火两个品牌。3) 营销上珀莱雅多运用人气小鲜肉, 进行年轻化、新型营销; 丸美则走的是高端、文艺、格调路线, 采用微电影和电视剧植入的模式。

**产品端:** 相似之处在于: 1) 珀莱雅和丸美立足于护肤领域, 产品线以水、乳、膏、霜为主。2) 两家公司均具有完备的供应链, 自有工厂生产为主, 委外加工为辅, 研发费用率与研发人员占比类似。差异之处在于: 1) 丸美产品特色更加鲜明, 以眼部护理为标签产品; 但珀莱雅的产品线延展能力更强, 品类、SKU丰富程度更高。2) 新品迭代思路珀莱雅多跟随细分品类红利, 打造爆品能力增强; 丸美则培养出“弹力蛋白眼精华素”经典系列, 依靠经典产品迭代升级, 且高端产品线发展空间更大。

**渠道端:** 两家公司均以电商和日化店为主, 充分享受两轮渠道红利; 线下销售模式以经销为主, 目标市场为二三线及以下城市。差异之处在于: 1) 丸美另有百货和美容院渠道, 珀莱雅另有商超渠道和单品牌店。2) 线上珀莱雅直营占比更高, 背后是两家公司电商销售模式的区别, 珀莱雅自建团队运营直营电商, 丸美则委托代运营公司。

**股权结构和组织架构:** 两家公司均是典型民营企业。丸美股份的股权结构更为集中, 珀莱雅股权结构相对分散, 中高层管理人员及经营骨干均有持股, 并且将合伙人制度沿用至产业链布局中。从组织结构上看, 珀莱雅和丸美股份均按照品牌划分事业部, 后台资源共享; 珀莱雅平台化布局帮助其持续捕捉行业红利, 丸美人员数量更加精简。

**财务数据:** 从成长性来看, 两家公司过去的成长动力类似, 都主要依靠主品牌和电商渠道增长。未来的成长性取决于主品牌发展情况, 线上增长的可持续性, 以及多品牌品类拓展情况。从盈利能力来看, 丸美股份毛利率高于珀莱雅, 销售费用率和管理费用率低于珀莱雅, 2018年净利率是珀莱雅两倍有余。

**股价走势、盈利预测和估值分析:** 复盘珀莱雅的股价走势, 主要驱动力来自于业绩高增长预期得到逐步验证, 实现业绩和估值双升。就估值而言, 珀莱雅和丸美股份具有较强的可比性, 二者均属于主品牌占比较高的化妆品公司, 业绩增速是决定估值的主要因素, 估值提升空间在于品牌矩阵建设。

#### ● 风险提示

宏观经济低迷, 对可选消费产生重大不利影响; 电商增速放缓, 线下渠道增速下滑; 新品牌、新品类孵化不达预期。

### 相关研究:

化妆品大会纪要: 关注新营销、下沉市场、年轻化趋势

2019-07-29

丸美股份: 眼部护理特色鲜明, 盈利和营运能力突出

2019-07-16

珀莱雅: 电商引领高成长, 多品牌品类矩阵可期

2019-05-24

识别风险, 发现价值

请务必阅读末页的免责声明

本报告联系人: 贾雨朦 021-60750604 jiayumeng@gf.com.cn

## 重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新 收盘价	最近 报告日期	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
							2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
南极电商	002127.SZ	CNY	9.99	2019/6/27	买入	14.3	0.51	0.67	19.59	14.91	17.64	13.51	25.1%	24.9%
苏宁易购	002024.SZ	CNY	10.19	2019/7/31	买入	16.4	1.91	0.55	5.34	18.53	17.77	11.27	18.4%	5.1%
永辉超市	601933.SH	CNY	9.31	2019/7/22	增持	10.9	0.25	0.31	37.24	30.03	30.14	20.52	10.9%	12.1%
家家悦	603708.SH	CNY	23.48	2019/4/28	增持	20.8	0.79	0.98	29.63	24.03	14.77	12.47	15.1%	15.7%
天虹股份	002419.SZ	CNY	11.89	2019/4/28	买入	15.5	0.87	0.98	13.67	12.13	7.23	6.83	14.2%	13.9%
王府井	600859.SH	CNY	14.16	2019/4/30	买入	22.0	1.70	1.91	8.33	7.41	3.01	2.79	11.3%	11.7%
重庆百货	600729.SH	CNY	27.00	2019/6/22	买入	39.0	2.24	2.74	12.05	9.85	5.56	5.03	14.5%	15.6%
周大生	002867.SZ	CNY	23.36	2019/4/28	买入	28.5	1.42	1.77	16.45	13.17	13.56	10.81	20.9%	20.6%
老凤祥	600612.SH	CNY	52.40	2019/4/26	买入	48.8	2.71	3.13	19.34	16.74	9.58	8.21	18.5%	17.7%
上海家化	600315.SH	CNY	34.45	2019/4/27	增持	35	1.06	1.25	32.50	27.56	30.86	24.23	11.1%	11.5%
珀莱雅	603605.SH	CNY	71.92	2019/5/24	买入	68.3	1.95	2.53	36.88	28.43	27.11	20.61	18.8%	19.6%
爱婴室	603214.SH	CNY	36.10	2019/5/13	买入	44.4	1.48	1.81	24.39	19.94	14.51	11.94	15.2%	16.5%
红旗连锁	002697.SZ	CNY	6.47	2019/7/16	买入	7.08	0.29	0.35	22.31	18.49	15.32	13.93	13.3%	13.7%
阿里巴巴	BABA.N	USD	164.03	2019/7/21	买入	225	6.57	8.88	24.97	18.47	28.37	20.91	12.5%	13.4%
京东	JD.O	USD	30.66	2019/7/22	买入	37.7	0.63	1.01	48.67	30.36	34.05	21.01	9.3%	6.5%

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

备注: 1) 表中估值指标按照最新收盘价计算; 2) 阿里巴巴 2019E 指 FY2020E (2019/3/31 至 2020/3/31), 采用 non-GAAP 口径 EV/EBITDA 和 EPS; 3) 京东采用 non-GAAP 口径 EPS; 4) 周大生 7 月 10 日 10 派 6.5 转增 5, 相应 EPS 及估值指标做除权处理。

## 目录索引

投资聚焦 .....	6
一、品牌端 .....	7
(一) 品牌矩阵: 均处于矩阵建设初期, 珀莱雅品牌布局更加开放 .....	7
(二) 营销: 珀莱雅善用人气明星、年轻化、创新营销; 丸美注重档次与艺术性 .....	10
二、产品端: 丸美聚焦眼部护理, 珀莱雅延展性更强 .....	11
三、渠道端: 电商和日化店为主, 电商运营方式不同 .....	15
四、股权结构和组织架构: 珀莱雅具有合伙制基因, 丸美偏向强控制 .....	18
五、财务数据: 珀莱雅成长性更强, 丸美盈利能力和现金流更优 .....	21
六、股价走势、盈利预测和估值分析 .....	24
风险提示 .....	26

## 图表索引

图 1: 珀莱雅主品牌和其他品牌占比 .....	7
图 2: 丸美各品牌收入占比 .....	7
图 3: 阿里平台上珀莱雅、丸美及部分化妆品品牌件单价对比 (元/件) .....	8
图 4: 珀莱雅泡泡面膜抖音营销 .....	11
图 5: 珀莱雅 X 国家地理 IP 合作 .....	11
图 6: 丸美眼霜节梁朝伟演绎《眼》 .....	11
图 7: 丸美《延禧攻略》植入广告 .....	11
图 8: 阿里平台 7 月面膜单品销售额 TOP10 .....	14
图 9: 丸美高端产品线 Marubi Tokyo .....	14
图 10: 各化妆品公司研发人员占比 (2018 年) .....	15
图 11: 各化妆品公司研发费用占比 (2018 年) .....	15
图 12: 珀莱雅终端渠道布局 (2018 年) .....	16
图 13: 丸美终端渠道布局 (2018 年) .....	16
图 14: 珀莱雅终端网点地区分布 (2017 年 6 月) .....	16
图 15: 丸美终端网点地区分布 (2018 年) .....	16
图 16: 珀莱雅线上和线下收入增速 .....	17
图 17: 丸美股份线上和线下收入增速 .....	17
图 18: 珀莱雅和丸美应收账款规模 (百万元) .....	17
图 19: 珀莱雅和丸美期间费用率 .....	17
图 20: 丸美股份上市前股权结构 .....	18
图 21: 珀莱雅上市前股权结构 .....	19
图 22: 珀莱雅平台化布局 .....	20
图 23: 丸美股份组织结构 .....	20
图 24: 珀莱雅组织结构 .....	21
图 25: 珀莱雅员工结构 (2018 年) .....	21
图 26: 丸美股份员工结构 (2018 年) .....	21
图 27: 珀莱雅和丸美收入增速对比 .....	22
图 28: 珀莱雅和丸美利润增速对比 .....	22
图 29: 丸美与珀莱雅毛利率对比 .....	23
图 30: 丸美与珀莱雅净利率对比 .....	23
图 31: 丸美与珀莱雅销售费用率对比 .....	23
图 32: 丸美与珀莱雅管理费用率对比 .....	23
图 33: 珀莱雅和丸美营业周期对比 .....	23
图 34: 珀莱雅和丸美经营性现金流净额/营业收入 .....	23
图 35: 珀莱雅上市后 PE Band .....	24
图 36: 欧莱雅集团品牌矩阵 .....	25
图 37: 雅诗兰黛集团品牌矩阵 .....	25

表 1: 国内护肤品市场市占率 TOP10.....	7
表 2: 珀莱雅旗下主要品牌 (截至 2018 年报) .....	9
表 3: 丸美股份旗下各品牌情况.....	10
表 4: 珀莱雅品牌产品系列 .....	12
表 5: 丸美品牌产品系列.....	13
表 6: 珀莱雅和丸美股份盈利预测.....	25
表 7: 化妆品公司增速和估值对比 (截至 8.14 收盘) .....	26

## 投资聚焦

近十年来，本土化妆品公司借助新渠道和新媒体红利，在国内化妆品市场尤其是大众护肤领域后来居上，涌现出百雀羚、上海上美、伽蓝集团、上海家化、珀莱雅、丸美等优秀的本土化妆品公司。但化妆品公司上市标的较为稀缺，目前A股上市的仅有上海家化、珀莱雅、丸美股份、御家汇四家。上海家化历史最为悠久，已经建立起较为成熟的品牌品类矩阵，进入稳步增长阶段。御家汇由于过度依赖面膜品类和电商渠道，高成长难以持续，业绩大幅度下滑。而珀莱雅和丸美股份的相似程度最高，珀莱雅2017年底上市后重启高增长，在电商、新营销、产业链布局等方面积极变革。丸美股份于2019年7月上市，具有中高端定位和眼部产品优势等先天禀赋，是否能够复制珀莱雅的高成长路径和股价表现成为市场最为关注的问题。

珀莱雅和丸美股份具有诸多相似性，二者均创立于00年以后，是典型的民营企业。两者均由主品牌发展而来，主品牌收入占比超过80%，品牌品类矩阵建设处于雏形期。产品立足于护肤领域，产品线以水、乳、膏、霜为主。渠道端以电商和日化店为主，线下销售模式以经销为主，目标市场为二三线及以下城市。

但我们也不难发现两个公司的不同之处。1) 品牌定位上丸美偏中高端，件单价300元左右，珀莱雅聚焦大众市场，件单价150元左右。营销策略上珀莱雅多运用人气小鲜肉，进行年轻化、新型营销；丸美则走的是高端、文艺、格调路线，采用微电影和电视剧植入的模式，不同的营销风格符合各自的品牌定位。2) 产品领域上丸美特色更加鲜明，以眼部护理为标签产品；但珀莱雅的产品线延展能力更强，品类、SKU丰富程度更高。新品迭代思路上珀莱雅多跟随细分品类红利，打造爆品能力增强；丸美培养出“弹力蛋白眼精华素”经典系列，依靠经典产品迭代升级，且高端产品线发展空间更大。3) 电商运营上，珀莱雅自建团队运营直营电商，丸美股份则委托代运营公司和电商经销商。

**业务层面的差异背后是企业基因、风格和战略的差异。**1) 珀莱雅具有合伙人制的基因，公司由三位合伙人共同创立，股权结构相对分散，中高层管理人员及经营骨干均有持股；进行产业投资时再次运用合伙人机制，保留合作方团队，充分激励。丸美的股权结构则相对集中，上市前创始人夫妇持股比例达90%，从收购广州恋火的案例看品牌并购更强调强控制。2) 珀莱雅对于品牌投资更加开放，除6个自有品牌外，并购、投资或代理洗护品牌T.Z.Z、韩国美妆品牌Y.N.M、彩妆品牌海棠、日本高端洗护品牌I-KAMI等；丸美则更加谨慎，目前除丸美外仅拥有春纪和恋火两个品牌。3) 运营战略上，珀莱雅则更多地参与到产业链上下游中，除了自建电商团队外，还通过产业投资布局了原料企业、研发企业、设计创意团队、新营销公司、销售团队等。丸美股份秉承“专业分工”，将电商运营交给代运营商和经销商，公司聚焦品牌和产品运营。**化妆品行业最显著的特点是充满变化，消费者偏好、产品风口、流量红利、渠道红利迅速更迭。珀莱雅合伙制、开放式、平台化的机制有助于公司持续捕捉行业风口，打造爆款产品。**

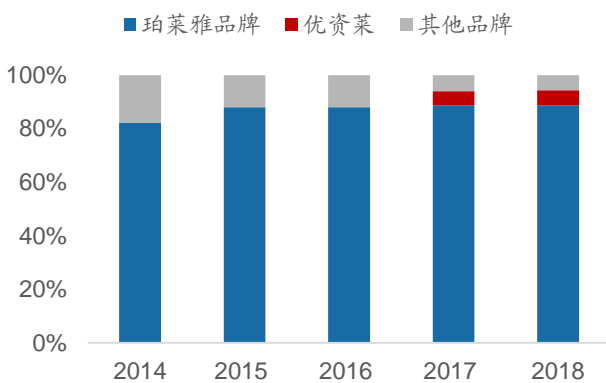
展望珀莱雅和丸美股份的未来成长，我们一方面要观察主品牌成长的可持续性，无论是通过电商高增长的带动、爆款产品的打造、还是经典产品的迭代升级。另一方面，对于单品牌占比过高的化妆品公司而言，品牌和品类矩阵扩张影响成长可持续和估值提升，因此新品牌、品类的孵化情况是重要的观察指标。

## 一、品牌端

### （一）品牌矩阵：均处于矩阵建设初期，珀莱雅品牌布局更加开放

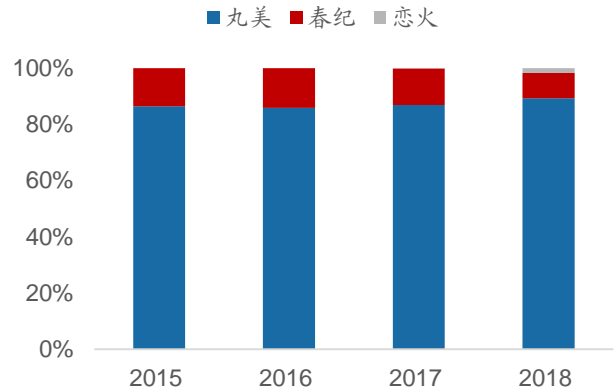
珀莱雅和丸美股份均由主品牌发展而来，目前主品牌仍贡献主要收入。2015-2018年珀莱雅主品牌占比维持在88%-89%，丸美主品牌占比维持在85%-90%。主品牌占比高与公司的成长轨迹有关，珀莱雅和丸美均是较为年轻的化妆品公司，创立于2000年以后，公司伴随主品牌诞生而创立，资源投入聚焦主品牌；而新品牌创立时间较短，还未培育成熟。品牌矩阵的建立需要时间的沉淀，具有121年历史的上海家化，已经孵化出美加净、六神、高夫、佰草集、家安等品牌，收购英国婴童用品品牌汤美星，品类涉及护肤、洗护、家清、婴童、男士等。而海外化妆品集团欧莱雅、雅诗兰黛、资生堂等也通过自行孵化和品牌并购发展出成熟的品牌矩阵。

图 1：珀莱雅主品牌和其他品牌占比



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心（备注：2017年以前优资莱包含在其他品牌收入中）

图 2：丸美各品牌收入占比



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

表 1：国内护肤品市场国产品牌市占率 TOP10（以销售额为统计口径）

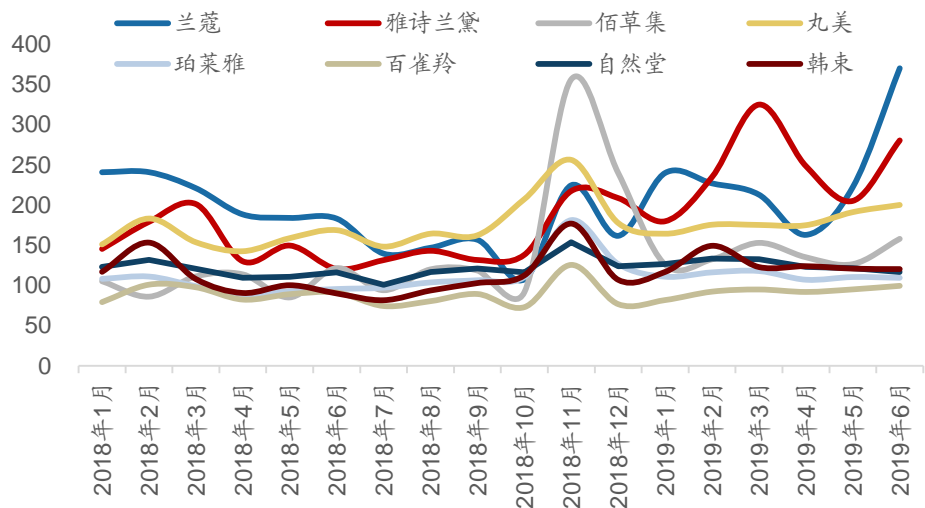
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
百雀羚	0.4%	0.8%	1.8%	2.6%	3.4%	4.0%	4.4%	4.5%
上海上美					3.3%	4.0%	4.7%	4.4%
伽蓝集团	2.3%	2.5%	2.7%	2.9%	3.2%	3.6%	4.2%	4.1%
上海家化	2.3%	2.5%	2.8%	3.1%	3.0%	2.8%	2.6%	2.3%
珀莱雅	1.3%	1.8%	2.2%	2.4%	2.2%	2.0%	1.8%	2.0%
韩后	0.2%	0.4%	0.5%	0.7%	1.0%	1.3%	1.6%	1.4%
御家汇	0.1%	0.1%	0.3%	0.4%	0.7%	1.0%	1.0%	1.3%
相宜本草	1.7%	2.1%	2.1%	2.0%	1.9%	1.7%	1.4%	1.3%
丸美	0.9%	1.0%	1.0%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%
丹姿	0.6%	0.8%	1.0%	1.1%	1.2%	1.1%	1.1%	1.0%

数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

对于主品牌品牌定位，我们从产品领域、品牌档次和核心卖点三个维度来对比。1) 产品领域：珀莱雅与丸美均以护肤品类为主，珀莱雅的产品线更为齐全；丸美从眼部护理切入，将眼部护理作为品牌标签。2) 品牌档次：珀莱雅聚焦大众

市场，件单价在150元左右；丸美定位偏中高端，件单价在300元左右。以阿里平台客单价衡量（线上件单价低于线下），珀莱雅线上件单价在100元左右，丸美线上件单价在200元左右。3）核心卖点：珀莱雅主打“深海护肤”，核心成分以藻类、水母等海洋成分为主，2018年品牌视觉形象升级为“海洋珀莱雅”，进一步突出海洋科技定位；丸美主打抗衰老，核心成分为水解弹性蛋白，明星产品特色卖点为日夜分时护理。

图 3：阿里平台上珀莱雅、丸美及部分化妆品品牌件单价对比（元/件）



数据来源：淘数据，广发证券发展研究中心

主品牌以外，珀莱雅和丸美均拥有品牌矩阵雏形，但品牌生态丰富程度不同，反映二者品牌布局战略差异。珀莱雅对于品牌布局更加开放，目前拥有珀莱雅、优资莱、韩雅、悠雅、猫语玫瑰、悦芙媿6个自有品牌，覆盖品类、产品理念、目标人群均有所区别。另外，公司通过产业投资进行平台化布局，赋能和孵化新品牌，目前投资的品牌类企业包括洗护品牌T.Z.Z、韩国美妆品牌Y.N.M、彩妆品牌海棠、日本高端洗护品牌I-KAMI等。

丸美股份对于品牌并购则相对谨慎，目前仅拥有丸美、春纪和恋火三个品牌。春纪于2007年推出，以“天然食材养肤”为理念，品牌定位较主品牌更加年轻、大众化。恋火是2017年取得的控股品牌，弥补彩妆品类。公司过去将资源聚焦发展主品牌，春纪和恋火仍在调整期。



表 2: 珀莱雅旗下主要品牌 (截至 2018 年报)

品牌	定位	理念	销售渠道	明星产品	产品图片
PROYA 珀莱雅	大众护肤	海洋科技护肤	CS、商超、 电商	水漾芯肌系列、 泡泡面膜、烟酰胺 精华等	
UZERO 代资莱	大众护肤	茶养护肤	单品牌店	烟酰胺精华等	
ANYA 韩雅	中高端护肤	高功能护肤	CS、电商	神经酰胺系列	
YOYA 悠雅	大众彩妆	轻彩妆、会 呼吸	CS、电商	超名模 BB 霜	
HAPSODE 悦美悦	大众护肤	年轻、有趣	单品牌店向电 商转型	圣诞莓焕亮素颜 霜	
猫语玫瑰	大众彩妆	少女彩妆	电商	遮瑕 BB	
T.Z.Z	洗护	天然、清纯	社交电商	防晒喷雾	

数据来源: 公司官网, 广发证券发展研究中心

表 3: 丸美股份旗下各品牌情况

品牌	定位	理念	销售渠道	明星产品	产品图片
	中高端护肤	专注眼部肌肤护理	日化店、百货专柜、美容院、电商	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	
	大众护肤	天然食材养肤	日化店、电商、商超	杨梅水漾保湿系列、弹力娇嫩系列、黑白摩登美白系列	
	大众彩妆	自信时尚	日化店、电商	眉笔、唇釉、蜜粉等	

数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

## （二）营销：珀莱雅善用人气明星、年轻化、创新营销；丸美注重档次与艺术性

品牌营销层面，整体风格上珀莱雅更活力年轻化，丸美更文艺上档次，匹配各自的品牌定位。我们从代言人选择与营销方式两个维度来进行对比。

代言人选择上，珀莱雅多选用人气“小鲜肉”，并且对不同的产品系列选择不同的代言人，充分发挥明星的带货能力。公司除了聘请唐嫣和李易峰作为“海洋芯女神”和“海洋系列男神”外，18年7月新签刘颖伦作为新上市洗护系列代言人，18年10月聘请人气小生罗云熙作为珀莱雅面膜首席体验官，19年3月官宣Justin黄明昊作为精华代言，19年5月牵手品牌大使经超推广新品深海保湿酵母原液。丸美为多选择在演艺界取得成就的“巨星”，配合品牌中高端档次，历代代言人有周迅、梁朝伟、袁咏仪、梅婷、陈鲁豫、杨子姗、彭于晏等。

营销方式上，珀莱雅多运用年轻化新型营销，包括：1) 品牌、代言人偶像、粉丝深度互动。签约李易峰后，策划官宣“土味海报”与粉丝互撩，为“呵护肌肤”定制的“李易峰呵呵舞”，李易峰主演电影《动物世界》全国包场等系列活动；在唐嫣主演的电视剧《归去来》中情景式深度植入，软性种草消费者，并通过动态海报进行二次传播；精华代言人黄明昊与法国CODIF机构的专家面对面交流“发光瓶”所应用的海洋生物科技，同时以直播的形式召集粉丝围观了解；推出“罗云熙同款”海月水母面，并拍摄珀莱雅X罗云熙冰火大片，诠释“趁年轻，去发现”的品牌主张，引发粉丝共鸣。2) 抖音、小红书、美拍、KOL等新型营销。爆款产品黑海盐泡泡清洁面膜在抖音上广泛种草，通过夸张搞笑的视频，与大量带货达人合作带货，阿里巴巴“淘数据”显示7月销超过80万盒；投资品牌彩棠由章子

怡、林允、李佳琦等明星KOL种草推广。3) 跨界IP合作，珀莱雅X国家地理，远航五大海域，追溯每一款产品的源头，并推出联合海报、品牌溯源视频，和山海经系列产品。

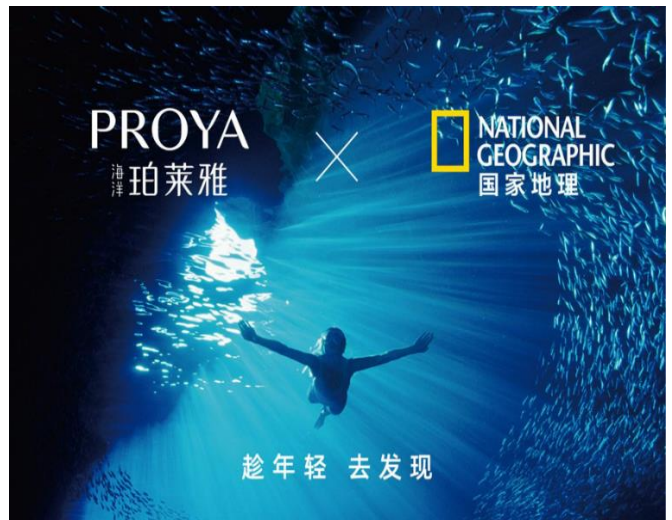
丸美则主要采用微电影、电视剧植入等方式。历年眼霜节推出短片包括：2014年周迅《美，从眼前开始》，2015年梁朝伟《眼》，2016年周迅和梁朝伟《不怕黑》，2017年《偏心的佐佐木公夫》，2018年彭于晏《用一双好好看的眼睛，好好看世界》，采用“大片”的制作团队和视觉效果。18年起，丸美加大IP营销，植入《恋爱先生》《谈判官》《老男孩》《远大前程》《延禧攻略》《如懿传》《我的亲爹和后爸》《皓镧传》等剧集。

图 4：珀莱雅泡泡面膜抖音营销



数据来源：抖音，广发证券发展研究中心

图 5：珀莱雅X国家地理IP合作



数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

图 6：丸美眼霜节梁朝伟演绎《眼》



数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

图 7：丸美《延禧攻略》植入广告



数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

## 二、产品端：丸美聚焦眼部护理，珀莱雅延展性更强

珀莱雅品类丰富度更强，从产品领域来看，珀莱雅从基础护肤品起家，目前已延展至护肤、面膜、彩妆、洗护、男士等多个领域。护肤领域内各个细分品类较为

齐全，涵盖水、乳、霜、清洁、精华、安瓶、防晒、眼部护理等产品。从SKU丰富度来看，珀莱雅品牌护肤产品有10个系列，每个系列有6-10个单品；面膜有8个系列，每个系列有1-5个单品；功能覆盖保湿、美白、抗衰老。彩妆SKU虽然不如护肤丰富，但产品线较为齐全，覆盖面部、眼部、唇部、卸妆等。

丸美聚焦眼部护理产品，首先体现在眼部护理产品占比高，收入占比达30%以上（对比珀莱雅仅6%左右）。其次体现在眼部护理产品细分品类和价格带丰富，丸美实现了眼部护理品类全覆盖（眼霜、眼胶、眼膜、眼部精华等），功能细化至补水、紧致、提拉、淡化黑眼圈、淡化细纹、淡化眼袋等。但眼部护理以外的产品线丰富度相对较弱，丸美品牌目前有7个产品系列，以护肤为主，彩妆仅涉隔离、BB霜等少量底妆SKU。





表 4: 珀莱雅品牌产品系列




领域	系列名称	产品品类	主打功能	价格带	产品图片
护肤	水动力系列	水、乳、精华、洁面	补水、保湿	69-129 元	
	海洋透皙白系列	水、乳、霜、精华、洁面、眼霜	美白	69-139 元	
	水漾芯肌系列	水、乳、霜、精华、洁面、眼霜	补水、保湿	88-169 元	
	靓白芯肌系列	水、乳、霜、精华、洁面、眼霜	改善色斑、暗沉	98-206 元	
	弹润芯肌系列	水、乳、霜、精华、洁面、眼霜	增加肌肤弹性	108-220 元	
	赋能鲜颜系列	水、乳、霜、精华、洁面、眼霜	改善细纹、抗初老	118-298 元	
	极境海御白系列	水、乳、霜、精华、洁面	改善色斑、暗沉	128-328 元	
	蕴活新肌系列	水、乳、霜、精华、洁面	改善皱纹、老化	180-410 元	
	安瓶系列	安瓶	肌肤修护	199-239 元	

	精华家族	精华	美白祛斑	198 元	
面膜	闺蜜面膜、泡泡面膜、安瓶面膜、赋活面膜、睡眠面膜、穴位面膜、极地面膜、神经酰胺面膜		补水、美白、清洁等	89-149 元	
彩妆	insbaha 系列	面部（粉底液、BB 霜）、眼部（眉笔、眼影、眼线、睫毛膏）、唇膏、卸妆		78-198 元	
洗护	木槿花、提亚蕾、海茴香、滨海紫琼	洗发水、护发素、沐浴露	修复发质/清爽清新	99 元	
男士	深海控油均衡系列	水、乳、洁面	控油	39-79 元	
	深海酷润保湿系列	水、乳、洁面	保湿	39-89 元	
	深海醒肤劲能系列	水、乳、霜、洁面	修护	39-99 元	

数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

表 5：丸美品牌产品系列

领域	系列名称	产品品类	主打功能	价格带	产品图片
护肤+底妆	日本酒御龄冰肌系列	眼部组合、乳、霜、精华、清洁	延缓衰老	398-888 元	
	多肽蛋白提拉系列	眼霜、眼部精华、蜜露、乳、霜、精华、洁面、面膜	紧致提拉	175-538 元	
	弹力蛋白凝时紧致系列	眼部精华、眼膜、水、乳、霜、精华、洁面、面膜、BB 霜	增加肌肤弹性	68-548 元	
	白色之恋纯白系列	眼霜、水、乳、霜、精华、洁面、面膜、防晒、卸妆水	淡化黯沉	130-398 元	

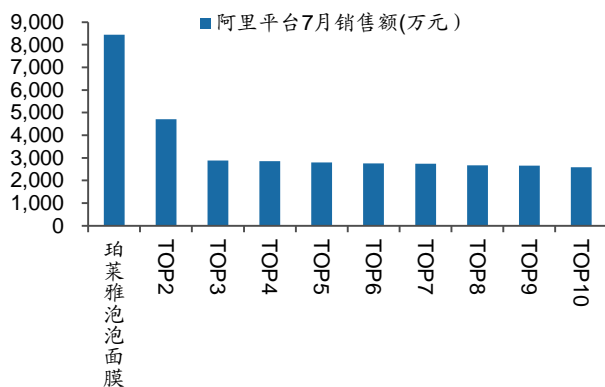
雪绒花纯净保湿系列	眼霜、水、乳、霜、精华、洁面	补水保湿	79-288 元	
巧克力青春丝滑系列	眼霜、眼膜、水、乳霜、精华、洁面	淡化细纹	48-298 元	
BB 新肌系列	眼胶、眼部精华、水、乳、霜、精华、洁面	补水保湿	98-148 元	

数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

新品拓展思路，珀莱雅紧随细分品类风口，快速拓展相关产品线，2018 年紧跟彩妆和面膜趋势，推出印彩巴哈 ins.baha 彩妆系列、水光安瓶面膜、泡泡 SPA 面膜等面膜新品系列；2019 年推出“发光瓶”烟酰胺精华、黑海盐泡泡清洁面膜等。经典产品保证基础销量，爆款产品提升阶段性销量，黑海盐泡泡清洁面膜通过新奇有趣的卖点打造、抖音 KOL 营销，7 月份实现阿里平台销售额 8446 万元，位居面膜单品第一名，销售额是第二名的两倍有余（根据阿里巴巴“淘数据”）；该爆款产品的打造帮助珀莱雅上升至阿里平台美容护肤/美体/精油类目 7 月销售额第 7 名。

丸美经典产品迭代能力更强，“弹弹弹，弹走鱼尾纹”宣传的丸美弹力蛋白眼精华素是公司最为经典的产品，2007 年首次推出后经过历次迭代升级，如今已经更新至第五代，主打水解弹性蛋白和日夜分时护理，产品特色鲜明。受益于品牌中高端定位，丸美品牌的高端线发展空间更大，公司于 2018 年发布丸美高端产品线 Marubi Tokyo，采用日本原装进口，先后推出“酒”系列和“花”系列，瓶单价在 500 元左右。

图 8：阿里平台7月面膜单品销售额TOP10



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 9：丸美高端产品线Marubi Tokyo

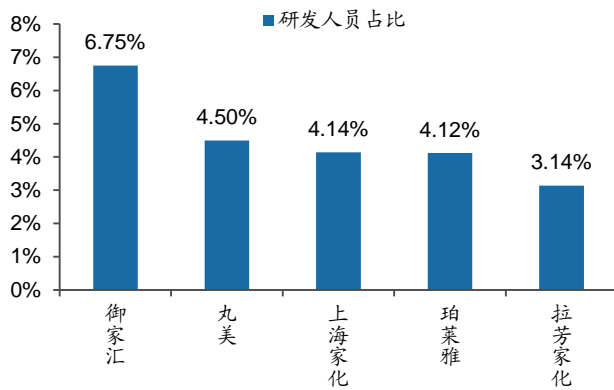


数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

生产模式来看，丸美和珀莱雅均具有完备的供应链，自有工厂生产为主，委外加工为辅。珀莱雅的湖州工厂是国内投入最大的化妆品生产基地之一，公司大部分设备和原料采用国外原装进口，并聘请前雅诗兰黛和爱茉莉太平洋研发人才。丸美在中国广州建成全球最大眼部肌肤研究中心——5C 中心，研发团队核心人物多来自于资生堂等日本化妆品集团。

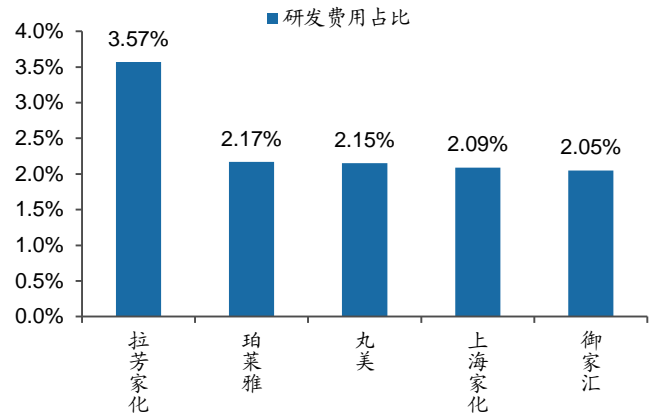
**研发费用、人员和专利情况：**根据公司财报，2018年丸美和珀莱雅研发费用投入分别为3382万元和5125万元，营收占比分别为2.15%和2.17%；研发人员数量分别为40人和112人，占员工数量比例分别为4.50%和4.12%。根据招股说明书，截至2019年6月，丸美拥有境内有效专利87项，其中20项为发明专利，61项为外观设计专利，6项为实用新型专利，另拥有境外有效专利5项。根据招股说明书，截至2017年11月，珀莱雅拥有境内有效专利248项，其中发明专利30项，实用新型专利28项，外观设计专利190项，另拥有境外有效专利2项。

图 10: 各化妆品公司研发人员占比 (2018年)



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 11: 各化妆品公司研发费用占比 (2018年)

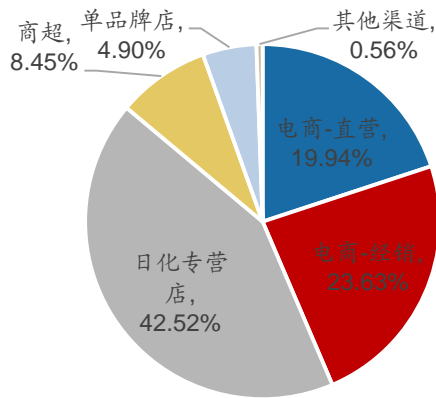


数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

### 三、渠道端：电商和日化店为主，电商运营方式不同

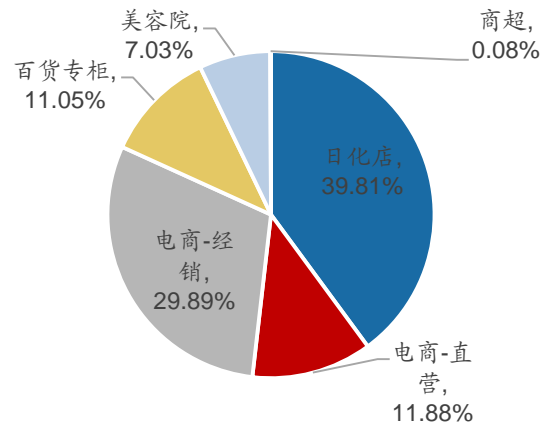
从终端业态分布来看，珀莱雅和丸美股份均以日化专营店和电商为主：2018年珀莱雅日化店和电商占比分别为42.5%和43.6%，丸美股份日化店和电商占比分别为39.8%和41.2%。国产品牌过去借助日化店和电商两轮渠道红利崛起，珀莱雅和丸美的渠道布局表明二者均充分享受到了国内化妆品渠道变革的红利。区别在于丸美另有百货和美容院渠道（2018年各占11%和7%），珀莱雅另有商超渠道和单品牌店（2018年各占8.5%和4.9%）。渠道布局的差异性主要与品牌定位有关，丸美定位中高端，并发展出高端产品线 Marubi Tokyo，更容易进入百货渠道和美容院。珀莱雅大众端产品线更广，部分产品适合在商超渠道销售，优资菜单品牌店是公司2018年起重点发力的渠道战略。

图 12: 珀莱雅终端渠道布局 (2018年)



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

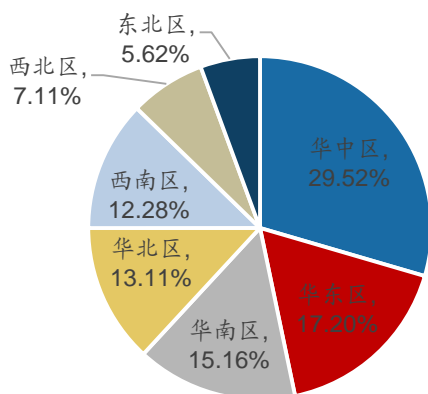
图 13: 丸美终端渠道布局 (2018年)



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

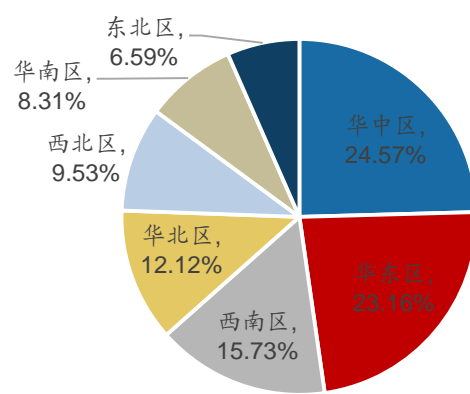
从线下网点数量和分布来看, 截至 2018 年底, 丸美股份共拥有 16555 个经销网点, 低于珀莱雅 (招股书披露 2017 年 6 月拥有 21976 个经销网点)。分城市线级来看, 丸美和珀莱雅目标市场均为二三线城市及以下城市区域, 丸美招股书披露 2018 年三线及以下城市的终端网点占比达到 79.31%, 二线省会省市占比 17.8%, 一线城市仅占 2.89%。分地区来看: 丸美经销网点主要分布在华中 (24.6%)、华东 (23.2%)、西南 (15.7%) 地区, 珀莱雅经销网点主要分布在华中 (29.7%)、华东 (17.2%)、华南 (15.2%), 区域差异主要体现在珀莱雅在华南地区的网点数量占比更高。

图 14: 珀莱雅终端网点地区分布 (2017年6月)



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 15: 丸美终端网点地区分布 (2018年)



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

从销售模式来看, 珀莱雅和丸美线下渠道均以经销模式为主。直营渠道主要是线上直营店, 珀莱雅直营占比更高: 2018 年珀莱雅电商中直营占比为 46%, 丸美为 28%。

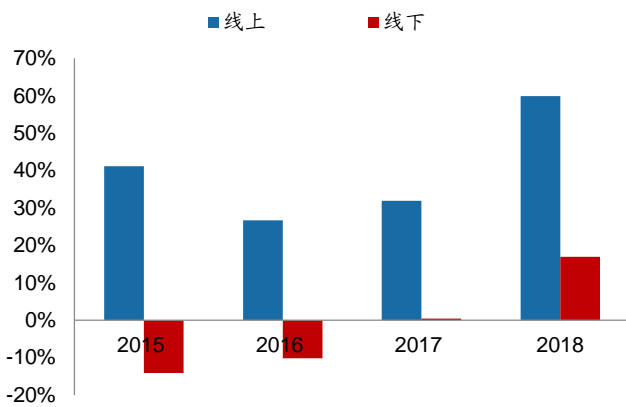
线上直营占比区别背后是两家公司电商销售模式的区别, 主要体现在: 1) 丸美直营电商 (包括天猫和京东品牌旗舰店等) 委托第三方代运营商广州涅生代运营, 而珀莱雅成立子公司美丽谷自建团队运营。2) 丸美B2C平台自营端 (唯品



会、京东自营、聚美优品)指定美妮美雅为唯一授权经销商进行供货;而珀莱雅由公司直接向唯品会、京东自营、聚美优品等供货。

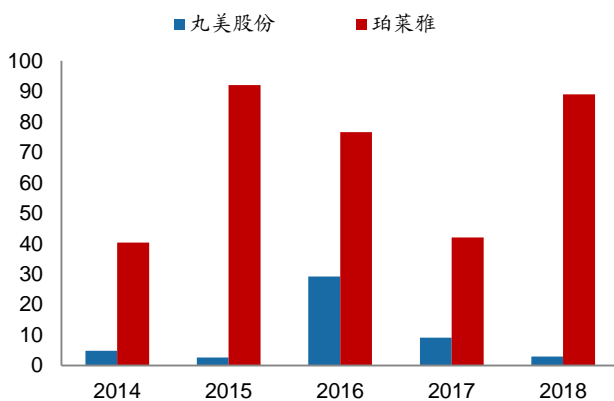
**电商销售模式差异体现了两家公司运营思路的不同:** 丸美股份秉承“专业分工”,将电商运营交给代运营商和经销商,公司聚焦品牌和产品。珀莱雅则更多地参与到产业链上下游中,除了自建电商团队外,还通过产业投资布局了设计创意团队、新营销公司、销售团队等。从结果上看,珀莱雅的相对优势体现在**电商渠道爆发力更强**,18年重建电商团队,通过选品调整、精准营销、流量运营等实现电商增速达60%。**丸美的相对优势体现在:** 1) 应收账款规模小、盈利质量更好,品牌相对经销商的强势,以及品牌相对电商渠道的弱势,使得丸美应收账款规模(2018年为290万元)远小于珀莱雅(2018年为8895万元); 2) 丸美节省了电商团队的员工薪酬和电商服务费等相关费用,实现了较低的期间费用率(2018年丸美和珀莱雅的销售费用率分别为40.2%和46.4%)。

图 16: 珀莱雅线上和线下收入增速



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

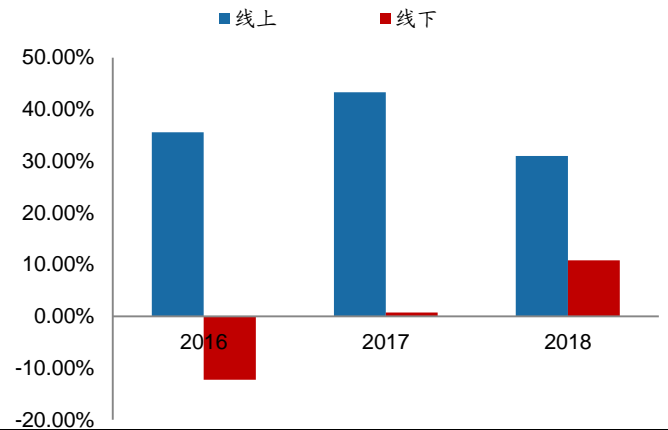
图 18: 珀莱雅和丸美应收账款规模 (百万元)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

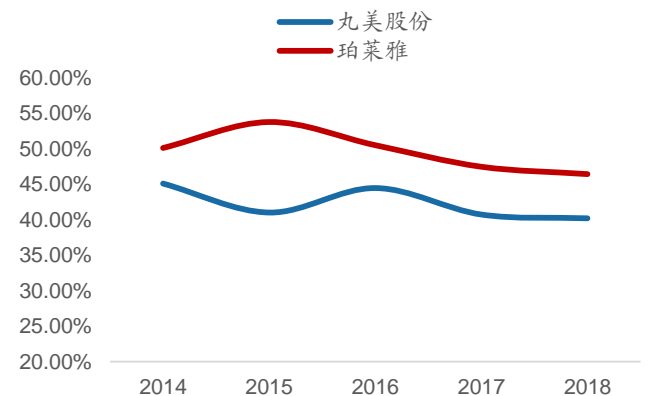
备注: 2016年应收账款主要为屈臣氏渠道应收款项

图 17: 丸美股份线上和线下收入增速



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 19: 珀莱雅和丸美期间费用率



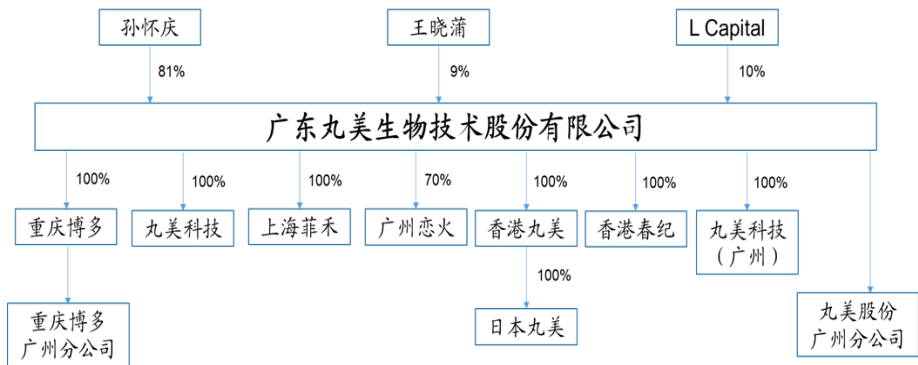
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

## 四、股权结构和组织架构：珀莱雅具有合伙制基因，丸美偏向强控制

珀莱雅和丸美股份均是典型的民营企业，创始人是公司主要股东。丸美股份的股权结构更为集中，发行前共同控制人孙怀庆、王晓蒲夫妇持股比例分别为81%和9%，LVMH旗下私募股权投资平台L Capital持股10%，发行后三者股权比例分别为72.72%、8.98%和8.08%，社会公众持股10.22%。珀莱雅股权结构相对分散，中高层管理人员及经营骨干均有持股。上市前董事长侯军呈持股比例为48.43%，总经理方玉友持股比例为32.57%，副总经理曹良国持股比例为4.84%，公司高管和经营骨干通过正德投资持有2%股份。

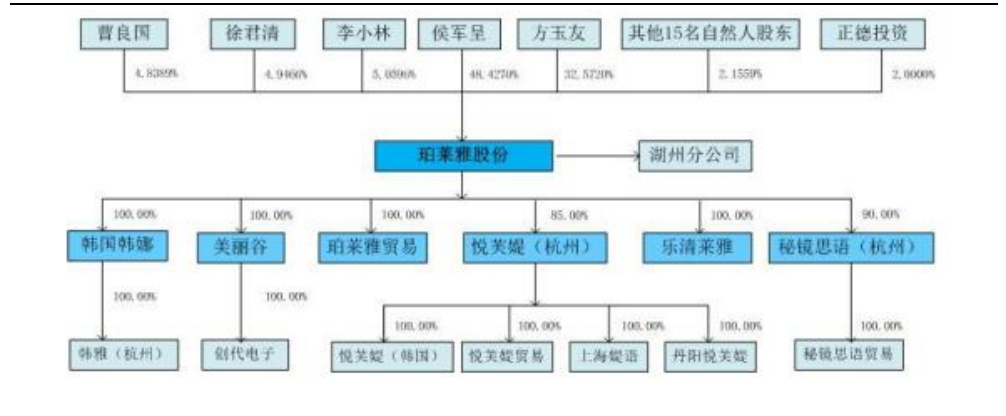
从激励机制上看，珀莱雅善于运用合伙人制度，公司由侯军呈、方玉友、曹良国三位合伙人共同创立，本身具有合伙制基因。上市后股权激励进一步扩大持股范围至中高层管理人员及核心骨干共32人，并且制定高成长目标。根据公司2018年6月27日发布的《2018年限制性股票激励计划(草案)》，公司年度业绩考核目标为：以2017年为基数，2018-2020年营收增长率不低于30.8%、74.24%、132.61%，净利润增长率不低于30.1%、71.21%、131.99%。合伙制也是公司进行产业投资布局的主要方式，公司收购合作方部分股权，保留被收购方原始团队，给予赋能支持的同时绑定合伙人利益，起到充分激励的作用。而从丸美股份收购恋火品牌的案例来看，丸美更强调强控制。2017年丸美股份与恋火品牌创始人张凤娇创办合资公司广州恋火，丸美股份占70%股权，张凤娇退出日常管理。

图 20：丸美股份上市前股权结构



数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

图 21：珀莱雅上市前股权结构

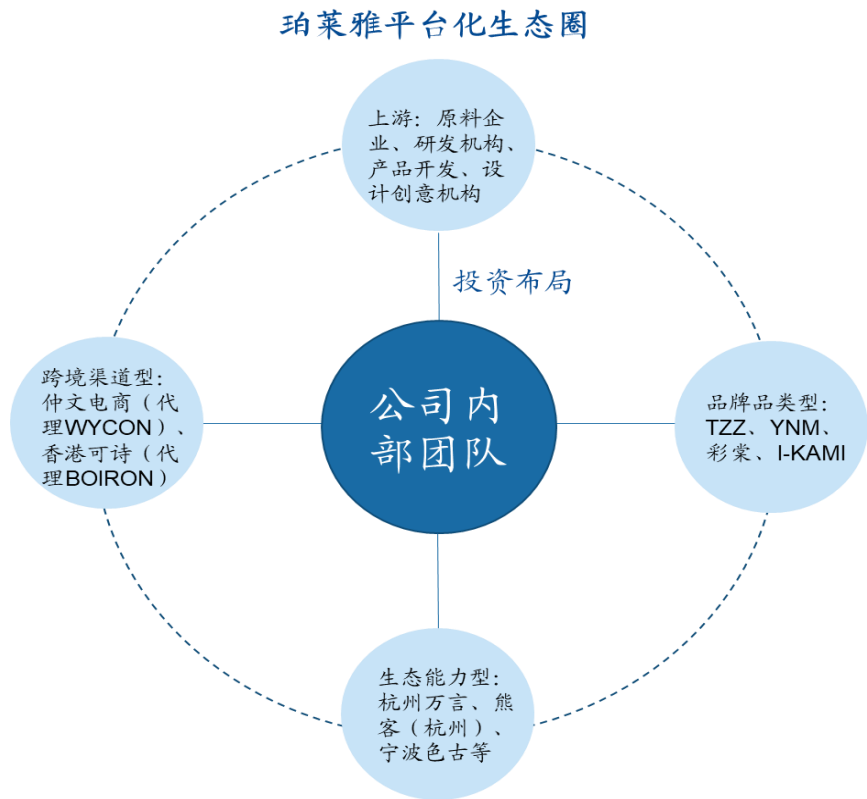


数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

从组织结构上看，珀莱雅和丸美股份均按照品牌划分事业部，后台资源共享。丸美前端的品牌销售管理包括丸美日化部、丸美百货部、丸美美容部和春纪销售部；后端产品研发和生产相关的部门包括产品研发部、产品工艺部、品质管理部、采购供应部、仓储物流部、生产制造部和生产计划部。珀莱雅前端的品牌规划和管理按照品牌划分为珀莱雅事业部、优资莱事业部、韩雅事业部、悠雅项目部、猫语玫瑰项目部；后端产品研发和生产相关的部门包括研发创新中心、采购部、物流部、湖州分公司。

除了公司内部团队，平台化生态圈布局是珀莱雅上市后的重要变化。公司采用部分控股或少数股权产业链投资方式，横向孵化多品牌、多品类矩阵，打造大美业生态圈；纵向做产业上下游延伸，如上游投资原料企业、研发机构、设计创意团队，下游投资内容营销公司、网红经济公司、跨境渠道型公司等。化妆品行业最显著的特点是充满变化，消费者偏好、产品风口、流量红利、渠道红利迅速更迭，珀莱雅合伙制、开放式、平台化在机制上有助于公司持续捕捉行业风口，打造爆款产品。

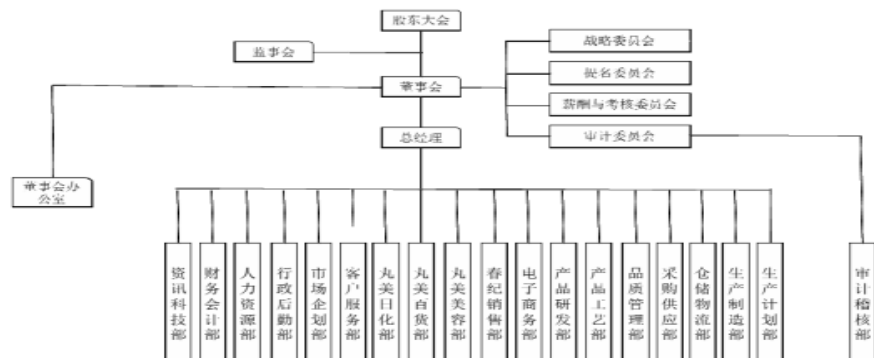
图 22: 珀莱雅平台化布局



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

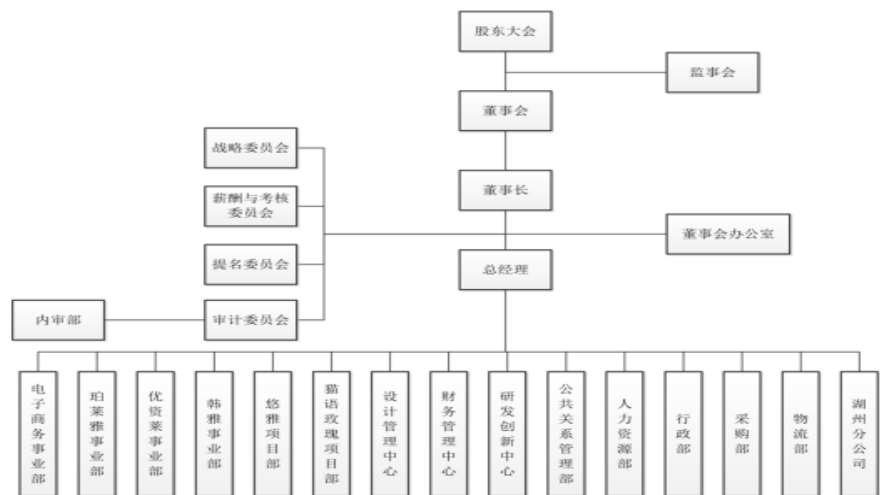
丸美股份人员组成更加精简，截至2018年，珀莱雅共有2720名员工，其中销售人员达2107人，管理人员274人，生产人员227人，研发人员112人；丸美股份共有889名员工，其中销售人员321人，大幅少于珀莱雅，主要由于公司经销模式占比更高，且缺少商超渠道和电商自营团队；丸美股份管理人员和研发人员也少于珀莱雅。

图 23: 丸美股份组织结构



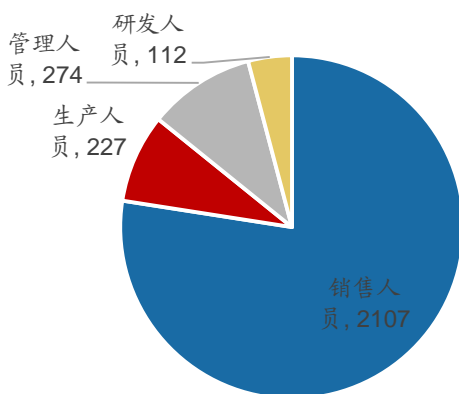
数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

图 24: 珀莱雅组织结构



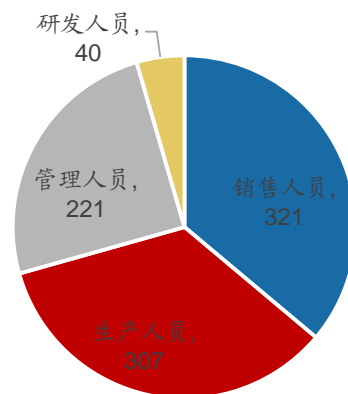
数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

图 25: 珀莱雅员工结构 (2018年)



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 26: 丸美股份员工结构 (2018年)

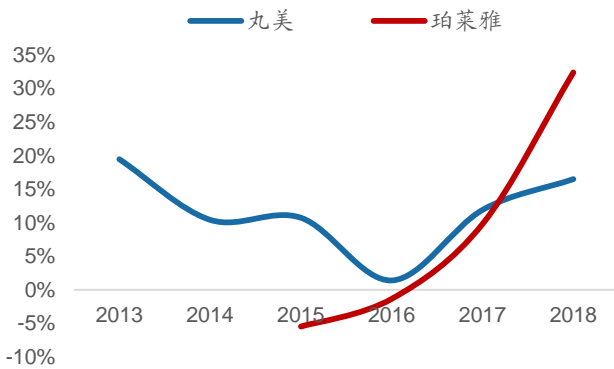


数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

## 五、财务数据：珀莱雅成长性更强，丸美盈利能力和现金流更优

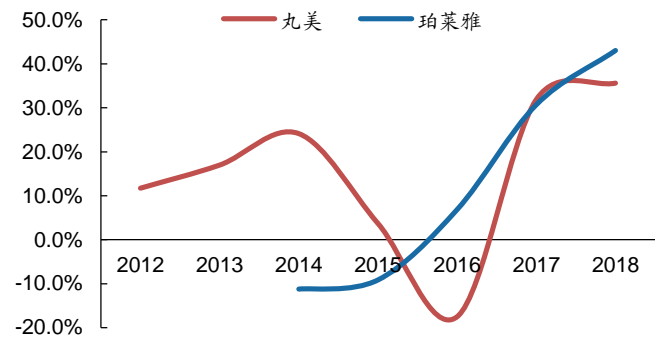
从成长性来看，两家公司过去的成长动力类似，都主要依靠主品牌和电商渠道增长。珀莱雅上市后开启成长周期，2018年线上高增长，带动全年收入同比增长32.4%达23.6亿，归母净利润同比增长43.0%达2.9亿元。丸美的线上爆发性相对较弱，导致2018年收入利润增速相对珀莱雅较低，全年收入同比增长16.5%至15.8亿元，归母净利润同比增长33.1%至4.2亿元。两家公司未来的成长性取决于主品牌发展情况，线上增长的可持续性，以及多品牌品类拓展情况。

图 27: 珀莱雅和丸美收入增速对比



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 28: 珀莱雅和丸美利润增速对比



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

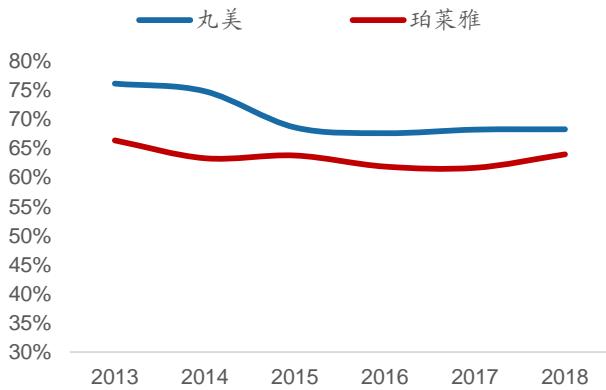
从盈利能力来看, 丸美股份毛利率高于珀莱雅, 2018年丸美股份和珀莱雅毛利率分别为68.34%和64.03%。丸美股份毛利率较高主要由于: 1) 眼部护理产品占比高, 而眼部护理毛利率相对较高(2018年丸美分品类毛利率: 眼部护理73% vs 膏霜乳液68.8%)。2) 丸美品牌定位中高端, 享受更高的品牌溢价。3) 丸美经销商拿货折扣更高, 大部分为4折, 高于化妆品行业平均水平3-35折; 且返利力度更低, 2018年经销商返利占经销收入比例为13% (据招股说明书披露, 珀莱雅2016年该比例为30%)。

丸美销售费用率和管理费用率低于珀莱雅: 2018年丸美股份和珀莱雅销售费用率分别为33.93%和37.52%。丸美股份销售费用率较低主要由于: 1) 直营电商占比低于珀莱雅, 电商服务费较少。2) 商超渠道收入占比低, 商超服务费及商超销售人员产生的薪酬费用较低。珀莱雅上市后, 2018年销售费用较2017年抬升1.86pp, 主要由于广宣费用投入增加。

2018年丸美股份和珀莱雅销售费用率分别为6.75%和9.43%, 丸美股份管理费用率相对较低主要由于品牌、合并主体较少, 管理人员数量较少(2018年丸美221人vs珀莱雅274人)所致。

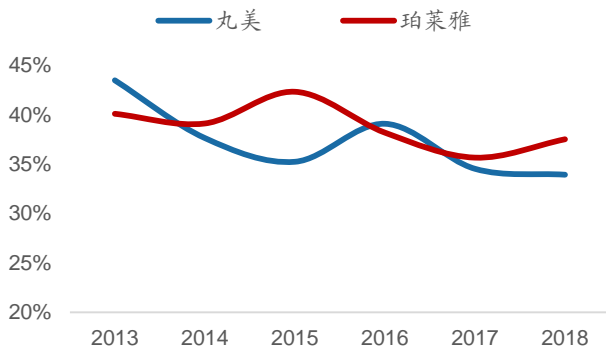
高毛利率叠加低费用率使得丸美股份净利率显著高于珀莱雅: 2018年丸美股份与珀莱雅净利率分别为26.15%和12.14%。且由于丸美股份应收账款规模显著低于珀莱雅, 应收账款周转天数较低, 丸美营业周期低于珀莱雅(2018年丸美和珀莱雅分别为88.6天和99.1天), 经营性现金流/营业收入高于珀莱雅(2018年丸美和珀莱雅分别为32.8%和21.7%)。

图 29: 丸美与珀莱雅毛利率对比



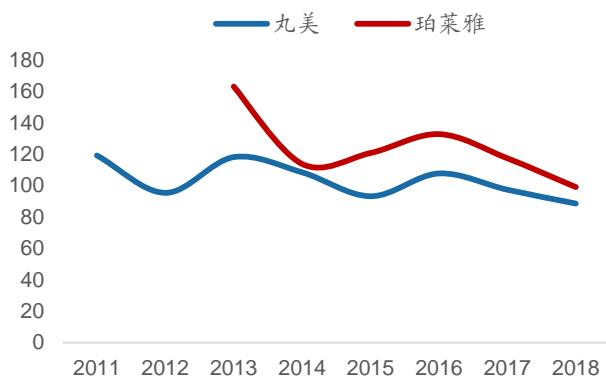
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 31: 丸美与珀莱雅销售费用率对比



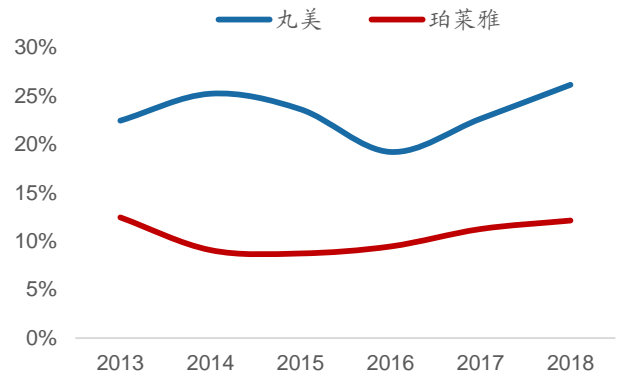
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 33: 珀莱雅和丸美营业周期对比



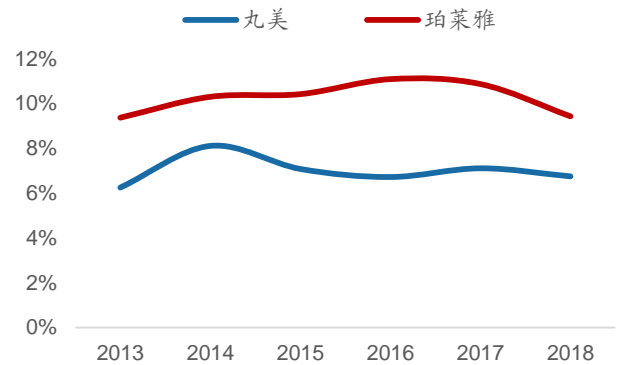
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 30: 丸美与珀莱雅净利率对比



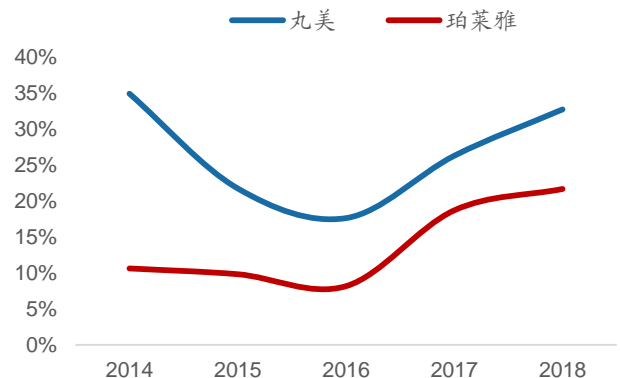
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 32: 丸美与珀莱雅管理费用率对比



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 34: 珀莱雅和丸美经营性现金流净额/营业收入



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

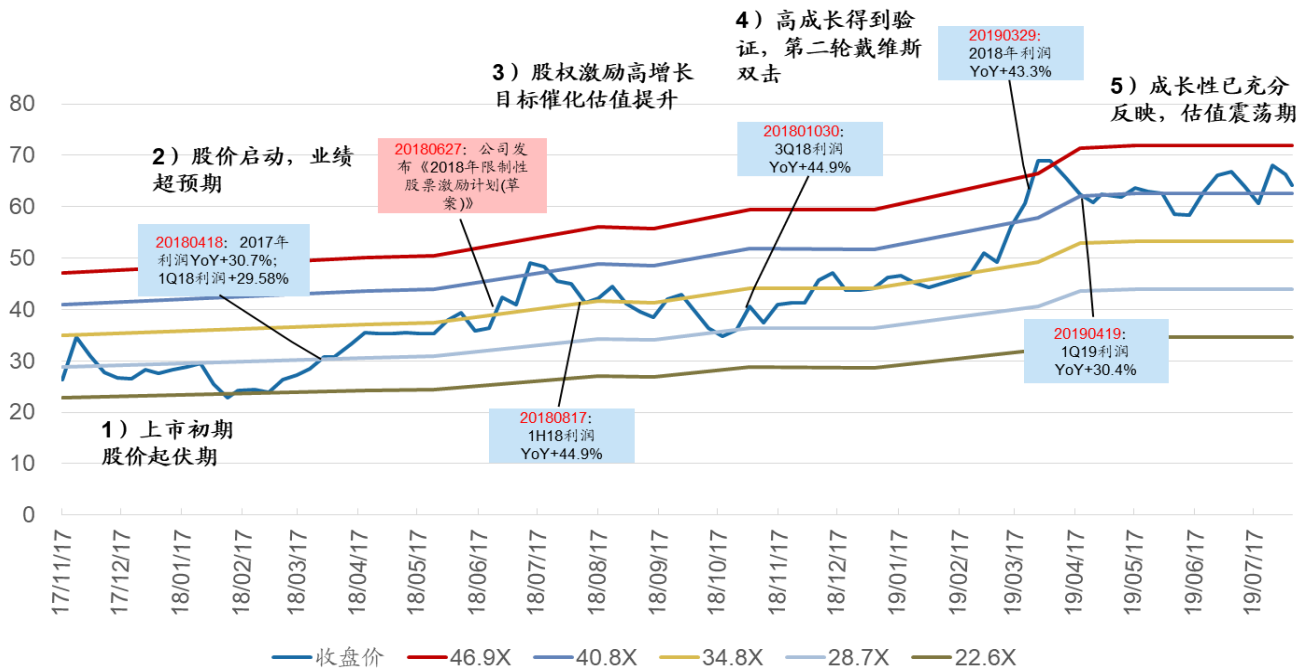
## 六、股价走势、盈利预测和估值分析

珀莱雅于2017年11月上市，上市后股价表现优异，2018年至今股价涨幅高达154%。公司股价上涨主要由两个因素驱动：1) 业绩较为确定的高成长性，带来EPS与估值双升；2) 股权激励高增长目标催化阶段性估值提升。

复盘珀莱雅股价走势，可大致分为5个阶段。1) 上市初期股价起伏期：公司上市时发行价15.34元/股，对应16年EPS（摊薄）22.99倍，上市初期PE（TTM）达到高点38X，后下滑至低点22X。2) 第一轮戴维斯双击：2018年3月股价启动，4月18日公司年报与一季报超预期。该阶段公司EPS从1.02元/股提升至1.084元/股，估值从22X提升至33X。3) 股权激励高增长目标催化估值提升，公司公布高增长目标的股权激励后，PE（TTM）从33X提升至49X，后回落至27XPE，期间公司披露半年报利润同比增长45%。4) 第二轮戴维斯双击：18年10月公布3季报，3Q18收入同比增长36.6%，归母净利润同比增长43.8%，高成长预期得到验证。18年10月到19年3月期间，EPS从1.197元/股提升至1.426元/股，PE（TTM）从30X提升至50X。5) 估值充分反映高成长预期，估值震荡期：18年年报后，PE（TTM）下滑至37X，随后在38X到45X之间震荡。

丸美股份于2019年7月上市，发行价为20.54元，对应18年EPS（摊薄）22.99倍，开板价格为48.4元/股，PE（TTM）为44X。

图 35：珀莱雅上市后PE Band



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

我们以品牌维度对公司业务做拆分和预测，对于主品牌，进一步按照渠道拆分。我们预期珀莱雅电商和主品牌外其他品牌增速更高，导致更高的收入利润增速。珀莱雅：预计公司19-21年收入分别为30.8亿、39.1亿、48.6亿元，同比增长30.5%、26.9%、24.2%；归母净利润分别为3.9亿、5.1亿、6.5亿元，同比增长



36.4%、29.9%、27.9%。**丸美股份**：预计公司19-21年收入分别为18.7亿、22.1亿、26.0亿元，同比增长18.84%、18.15%、17.32%；归母净利润分别为5.0亿、6.1亿、7.3亿元，同比增长20.55%、22.54%、19.26%。

表 6: 珀莱雅和丸美股份盈利预测

珀莱雅	17A	18A	19E	20E	21E	丸美股份	17A	18A	19E	20E	21E
珀莱雅品牌-线下 YoY	1.5%	10.2%	10.0%	9.0%	8.0%	丸美品牌-线下 YoY	1.7%	14.0%	9.5%	8.8%	8.0%
珀莱雅品牌-线上 YoY	38.6%	60.3%	49.5%	38.3%	31.6%	丸美品牌-线上 YoY	37.0%	28.5%	33.6%	30.0%	26.4%
优资莱品牌 YoY		41.5%	69.2%	44.9%	31.9%	春纪品牌 YoY	3.3%	-19.0%	10.0%	10.0%	15.0%
其他品牌 YoY		24.8%	35.0%	40.0%	45.0%	恋火品牌 YoY			30.0%	25.0%	20.0%
营业收入 YoY	9.8%	32.4%	30.5%	26.9%	24.2%	营业收入 YoY	11.9%	16.5%	18.8%	18.1%	17.3%
毛利率	61.7%	64.0%	64.1%	64.6%	64.9%	毛利率	68.3%	68.3%	68.7%	69.1%	69.4%
销售费用率	35.7%	37.5%	37.2%	37.1%	37.0%	销售费用率	34.5%	33.9%	32.8%	32.5%	32.3%
管理费用率	8.6%	7.3%	7.1%	7.1%	7.1%	管理费用率	5.0%	4.6%	4.5%	4.5%	4.5%
净利率	11.3%	12.2%	12.7%	13.0%	13.4%	净利率	23.1%	26.4%	26.7%	27.7%	28.2%
净利润 YoY	30.7%	43.0%	36.4%	29.9%	27.9%	净利润 YoY	34.3%	33.1%	20.5%	22.5%	19.3%

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

就估值而言，珀莱雅和丸美股份具有较强的可比性。我们认为化妆品公司的估值主要取决于品牌矩阵和业绩增速两个维度。对于拥有成熟品牌矩阵的公司，富有品牌价值和抗风险能力，即使增速放缓仍然能享受高估值，如海外化妆品集团欧莱雅、雅诗兰黛、资生堂，以及国内化妆品公司上海家化。对于品牌较为单一，或主品牌占比过高的公司，业绩增速是决定估值的主要因素，估值提升空间在于品牌矩阵建设。珀莱雅和丸美股份均属于后者，目前处于品牌矩阵建设雏形期，主品牌贡献主要收入，小品牌增速尚不稳定，主品牌增长的稳定性以及品牌矩阵建设情况将成为影响二者估值的主要因素。

图 36: 欧莱雅集团品牌矩阵



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 37: 雅诗兰黛集团品牌矩阵



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

表 7: 化妆品公司增速和估值对比 (截至 8.14 收盘)

股票代码	公司名称	净利润 YoY			PE		
		2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E
OR.PA	欧莱雅	6.37%	9.13%	7.24%	32.50	29.78	27.77
EL.N	雅诗兰黛	30.79%	13.40%	9.35%	36.09	32.44	29.88
4911.T	资生堂	169.92%	29.93%	24.06%	51.46	39.60	31.92
090430.KS	爱茉莉太平洋	-15.69%	12.21%	19.98%	22.70	20.23	16.86
603605.SH	珀莱雅	43.03%	36.50%	29.85%	50.41	36.93	28.44
603983.SH	丸美股份	33.14%	20.64%	22.36%	41.41	34.32	28.05
600315.SH	上海家化	38.63%	31.57%	17.72%	42.79	32.52	27.63
300740.SZ	御家汇	-17.53%	31.27%	20.98%	25.73	19.60	16.20
行业平均		36.08%	23.08%	18.94%	37.89	30.68	25.84

数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

备注: 珀莱雅、上海家化、丸美股份采用广发盈利预测, 御家汇采用 Wind 一致预期, 海外公司采用 Bloomberg 一致预期

## 风险提示

- 1、宏观经济低迷, 对可选消费产生重大不利影响;
- 2、电商增速放缓, 传统渠道增速下滑;
- 3、新品牌、新品类孵化不达预期。

## 广发商贸零售行业研究小组

- 洪 涛：首席分析师，浙江大学金融学硕士，2010年开始从事商贸零售行业研究，2014年加入广发证券发展研究中心，曾就职于华泰联合证券、平安证券。2015-2017年新财富批零行业第四名，2017年水晶球分析师第一名，2017年金牛分析师第三名。
- 林伟强：资深分析师，上海财经大学金融学硕士，2015年加入广发证券发展研究中心。2015-2017年新财富批零行业第四名（团队），2017年水晶球分析师第一名（团队），2017年金牛分析师第三名（团队）。
- 高峰：资深分析师，上海交通大学管理科学与工程硕士，2018年加入广发证券发展研究中心，曾就职于招商证券。
- 贾雨朦：联系人，伦敦政治经济学院风险与金融硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 35楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18 层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中 111号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。