

商业贸易行业

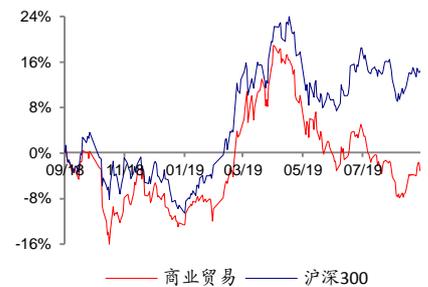
海外巡礼之 The RealReal——信任机制+ 高效运营，开拓二手奢侈品市场

行业评级 **买入**

前次评级 **买入**

报告日期 **2019-09-01**

相对市场表现



分析师:

洪涛



SAC 执证号: S0260514050005



SFC CE No. BNV287



021-60750633



hongtao@gf.com.cn

相关研究:

商业贸易行业:海外巡礼系列 **2019-08-01**

之 Revolve——科技+KOL,

引领时尚电商潮流

商业贸易行业:海外巡礼系列 **2019-07-01**

之永旺——并购整合成就的

商业帝国

商业贸易行业:海外巡礼之 **2019-06-02**

Shopify——私域流量变现的

“卖铲人”

联系人:

贾雨朦 021-60750604

jiayumeng@gf.com.cn

核心观点:

● The RealReal——信任机制+高效运营，开拓二手奢侈品市场

The RealReal 是全球最大的具备平台鉴定服务的二手奢侈品电商，C2B2C 模式下平台提供高附加值服务建立信任机制、保证高效运营。2018 年 GMV 达 7.11 亿美元，货币化率高达 29%。

解构 RealReal 的商业模式，其核心竞争力有三：**1) 专业鉴定团队验真，打造用户信任机制。**平台超过 100 名各行业专家每月对 20-30 万件商品提供鉴定、估值、护理服务，严格的品控审核直击二手奢侈品质量参差不齐、假货泛滥的行业痛点。**2) 大数据和专利技术实现高效履约能力，全渠道体验扩大辐射范围。**公司持续扩大设备、技术与人才的研发投入，运营和技术费用率高达 45% 以上。数字化和自动化渗透选品、定价、营销、履约的整个流程，解决了二手交易耗时低效的问题。全渠道体验则克服了实体店分布碎片化且辐射能力有限的难点。**3) 买家和卖家相互转化，提升平台粘性。**良好的平台体验催生买卖双方相互转化，截至 2019Q1，买方向卖方的转化率为 13%，卖方向买方的转化率为 53%。买卖双方互相引流不但降低了获客成本，同时提升了平台粘性和用户价值。

● 月度观点：低线魔盒打开，电商扩张提速

中报披露完毕，我们认为最大的亮点在于电商巨头的全面爆发，阿里、京东、拼多多、美团等都交出了远超市场预期的业绩表现。强者恒强的马太效应，在用户下沉、广告资源获取以及广告收入变现等方面得到了充分体现。三线及以下城市占据全国 70% 的消费量，但现代化实体零售不发达，电商或将成为更具吸引力的渠道；尽管经济不景气，品牌缩减广告预算，但电商平台可量化的效果广告成为存量赢家；另一方面电商巨头对外的广告投放力度并未减少，全渠道投放策略的优化带来广告营销效率的提升（体现为营销费率的下降）。

我们认为需求端的压力仍待释放，延续 8 月持有并等待的投资策略，重点布局三个方向：**1) 高景气度的电商产业链，低线级市场的渗透打开新的成长空间，重点推荐南极电商；2) 必需消费品，稳定业绩表现在经济低迷期的相对收益，重点推荐永辉超市；3) 黄金珠宝，全球宽松货币政策推动金价持续上涨，重点推荐老凤祥。**

九月组合：南极电商、老凤祥、永辉超市、珀莱雅、周大生。

● 风险提示

宏观经济下行影响终端消费需求；资金、人才技术等瓶颈制约传统企业的变革；电商持续分流线下；集中度提升线上竞争加剧。

重点公司估值和财务分析表

| 股票简称 | 股票代码 | 货币 | 最新 | 最近 | 评级 | 合理价值 (元/股) | EPS(元) | | PE(x) | | EV/EBITDA(x) | | ROE(%) | |
|------|-----------|-----|--------|-----------|----|---------------|--------|-------|-------|-------|--------------|-------|--------|-------|
| | | | 收盘价 | 报告日期 | | | 2019E | 2020E | 2019E | 2020E | 2019E | 2020E | 2019E | 2020E |
| 南极电商 | 002127.SZ | CNY | 10.03 | 2019/8/22 | 买入 | 14.3 | 0.51 | 0.67 | 19.67 | 14.97 | 17.68 | 13.54 | 25.1% | 24.9% |
| 苏宁易购 | 002024.SZ | CNY | 10.74 | 2019/7/31 | 买入 | 16.4 | 1.91 | 0.55 | 5.62 | 19.53 | 20.23 | 12.84 | 18.4% | 5.1% |
| 永辉超市 | 601933.SH | CNY | 9.85 | 2019/8/29 | 增持 | 10.9 | 0.25 | 0.31 | 39.40 | 31.77 | 32.03 | 21.81 | 10.9% | 12.1% |
| 家家悦 | 603708.SH | CNY | 24.98 | 2019/8/25 | 增持 | 26.3 | 0.82 | 0.98 | 30.46 | 25.49 | 16.67 | 14.07 | 14.9% | 15.1% |
| 天虹股份 | 002419.SZ | CNY | 11.70 | 2019/8/16 | 买入 | 14 | 0.82 | 0.92 | 14.27 | 12.72 | 7.75 | 7.40 | 14.2% | 13.9% |
| 王府井 | 600859.SH | CNY | 14.66 | 2019/4/30 | 买入 | 22.0 | 1.70 | 1.91 | 8.62 | 7.68 | 3.14 | 2.91 | 11.3% | 11.7% |
| 重庆百货 | 600729.SH | CNY | 27.80 | 2019/8/28 | 买入 | 39.0 | 2.24 | 2.74 | 12.41 | 10.15 | 5.99 | 5.41 | 14.5% | 15.6% |
| 周大生 | 002867.SZ | CNY | 22.68 | 2019/8/24 | 买入 | 28.5 | 1.44 | 1.75 | 15.75 | 12.96 | 12.56 | 10.02 | 20.1% | 19.6% |
| 老凤祥 | 600612.SH | CNY | 53.71 | 2019/8/28 | 买入 | 59.62 | 2.71 | 3.14 | 19.82 | 17.11 | 8.41 | 7.20 | 18.6% | 17.8% |
| 上海家化 | 600315.SH | CNY | 34.04 | 2019/8/16 | 增持 | 37.1 | 1.06 | 1.25 | 32.11 | 27.23 | 30.45 | 23.92 | 11.1% | 11.5% |
| 珀莱雅 | 603605.SH | CNY | 80.20 | 2019/8/22 | 买入 | 81.5 | 1.94 | 2.51 | 41.34 | 31.95 | 30.92 | 23.50 | 18.8% | 19.5% |
| 丸美股份 | 603983.SH | CNY | 49.91 | 2019/9/1 | 增持 | 52.0 | 1.30 | 1.51 | 38.39 | 33.05 | 34.30 | 28.96 | 19.0% | 18.1% |
| 爱婴室 | 603214.SH | CNY | 39.90 | 2019/8/13 | 买入 | 44.4 | 1.48 | 1.75 | 26.96 | 22.80 | 15.91 | 13.54 | 15.4% | 16.3% |
| 红旗连锁 | 002697.SZ | CNY | 6.82 | 2019/8/18 | 买入 | 7.08 | 0.29 | 0.35 | 23.52 | 19.49 | 15.86 | 14.42 | 13.3% | 13.7% |
| 阿里巴巴 | BABA.N | USD | 175.03 | 2019/8/16 | 买入 | 225 | 6.98 | 9.10 | 25.08 | 19.23 | 22.98 | 17.71 | 13.5% | 13.8% |
| 京东 | JD.O | USD | 30.50 | 2019/8/15 | 买入 | 37.7 | 0.77 | 1.02 | 39.61 | 29.90 | 30.90 | 20.18 | 9.3% | 7.4% |

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。

目录索引

| | |
|--|----|
| 一、海外巡礼之 THE REALREAL：信任机制+高效运营，开拓二手奢侈品市场 | 6 |
| （一）二手奢侈品行业：渠道多样化&受众年轻化，市场潜力与阻碍并存 | 7 |
| （二）解构 REALREAL 收入模式，高平台附加价值实现高货币化率 | 9 |
| （三）信任机制直击行业痛点，技术驱动高效全渠道运营 | 11 |
| （四）卖家和买家相互转化，降低获客成本提升用户价值 | 14 |
| 二、月度投资策略：低线魔盒打开，电商扩张提速 | 16 |
| 三、月度行业数据 | 19 |
| 四、月度聚焦 | 22 |
| （一）电商 2Q19 财报总结：低线魔盒打开，巨头扩张提速 | 22 |
| （二）促消费“国 20 条”出台：电商、连锁便利、体验业态迎来政策机遇 | 23 |
| （三）三只松鼠：线上线下双轮驱动，三只松鼠蓄势待发 | 23 |
| （四）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 | 24 |
| 风险提示 | 25 |

图表索引

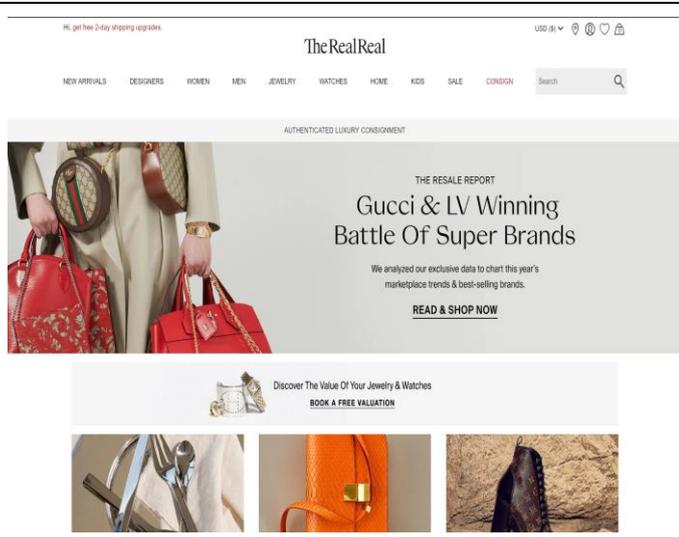
| | |
|---|----|
| 图 1: RealReal 官网 | 6 |
| 图 2: 公司营业收入、GMV、盈利状况 | 6 |
| 图 3: RealReal 发展历程 | 6 |
| 图 4: 奢侈品各消费渠道规模增速 (2018) | 7 |
| 图 5: 奢侈品各渠道销售额占比 (2018) | 7 |
| 图 6: 奢侈品市场消费者结构 | 8 |
| 图 7: Y 世代与 Z 世代二手交易增速是其他群体的 2.5 倍 (2017-2019) | 8 |
| 图 8: 季度 GMV 保持稳定增长 | 10 |
| 图 9: RealReal 各品类 GMV 占比 | 10 |
| 图 10: 全球电商的货币化率 (2018) | 10 |
| 图 11: RealReal 毛利率与净利率变化情况 | 11 |
| 图 12: RealReal 分拆毛利率 | 11 |
| 图 13: RealReal 整体交易流程 | 12 |
| 图 14: RealReal 运营和技术费用率维持在高水平 | 13 |
| 图 15: RealReal 各部门员工构成 (1Q2019) | 13 |
| 图 16: 买卖双方相互转化, 形成流量闭环 | 15 |
| 图 17: 既有买家与卖家年度 GMV 贡献率情况 | 15 |
| 图 18: RealReal 各项费用率变化情况 | 15 |
| 图 19: RealReal 获客成本变化情况 | 15 |
| 图 20: 所有买方 BLTV 与 BAC 比率 | 16 |
| 图 21: 由卖方转化而来的买方 BLTV 与 BAC 比率 | 16 |
| 图 22: 各板块月涨跌幅 (%) | 17 |
| 图 23: 按主题子板块涨跌幅 | 17 |
| 图 24: 按市值子板块涨跌幅 | 17 |
| 图 25: 主要电商公司月涨跌幅 (截至美股 8.30 收盘) | 18 |
| 图 26: 申万行业估值横向对比 | 18 |
| 图 27: 零售行业历史估值, TTM 市盈率 (整体法) | 19 |
| 图 28: 社零总额、社零电商与百家零售同比增速 | 19 |
| 图 29: 广发零售行业指数、限额以上零售增速当月增速对比 | 20 |
| 图 30: 社零分地区: 城镇与农村同比增速 | 20 |
| 图 31: 社零分类型: 商品零售与餐饮同比增速 | 20 |
| 图 32: 电商累计同比增速、累计占比及基于广发零售指数的累计占比 | 21 |
| 图 33: 实物电商社零与累计同比情况 | 21 |
| 图 34: 网购社零: 吃/穿/用累计同比情况 | 21 |

| | |
|----------------------------------|----|
| 表 1: RealReal 与其竞争者的业务板块解构 | 9 |
| 表 2: 各月社零分品类限额以上同比增速 (%) | 21 |

一、海外巡礼之 The RealReal: 信任机制+高效运营, 开拓二手奢侈品市场

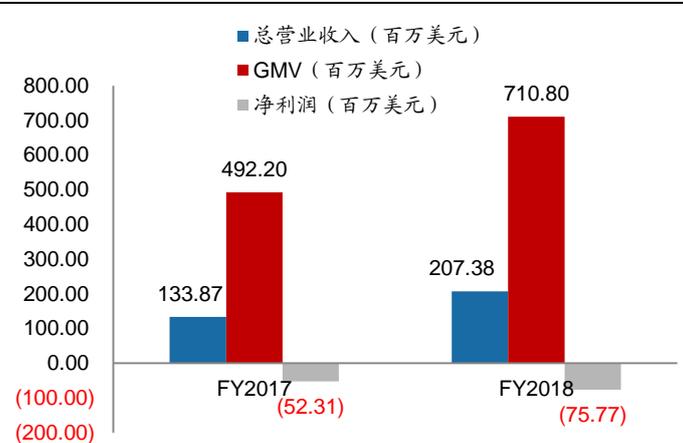
The RealReal (REAL) 成立于2011年, 通过线上与线下结合的全渠道模式提供二手奢侈品寄售服务。RealReal目前已成为全球最大的具备平台鉴定的二手奢侈品电商, 通过上门提货、免费邮寄或门店自送的方式, 获取寄售方的二手奢侈品, 并经由检验、鉴定于线上出售, 旨在延续奢侈品的生命周期。截至2018年, 平台拥有1140万订阅会员, 平台年活跃用户41.6万, 提供服饰、珠宝、手表、家居与艺术品等5500个品牌的超过62万个商品, 累计完成订单数940万个。2018年, 平台处理订单量160万个, 客单价约446美元, GMV达7.11亿美元, 实现营收2.07亿美元。2019年6月28日, RealReal在纳斯达克首次公开上市, 截至8月30日收盘, 股价为13.07美元/股, 市值为11.2亿美元。

图1: RealReal 官网



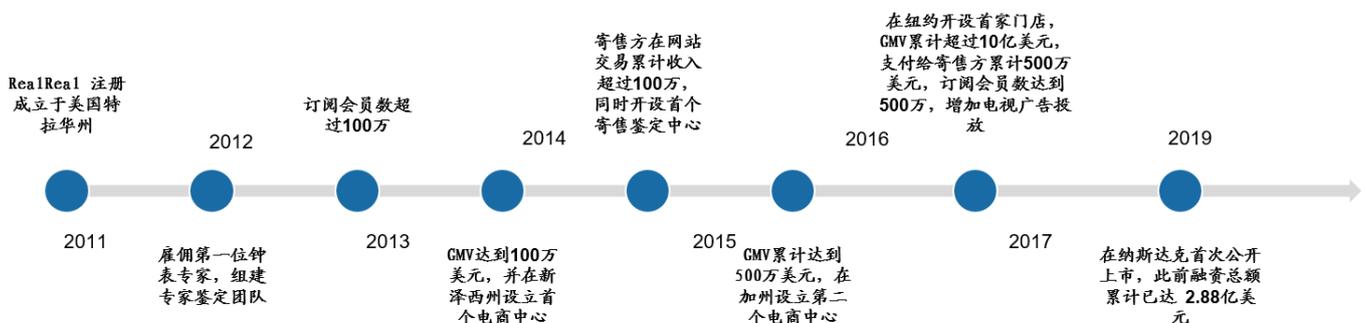
数据来源: 公司官网, 广发证券发展研究中心

图2: 公司营业收入、GMV、盈利状况



数据来源: 公司招股书, 广发证券发展研究中心

图3: RealReal 发展历程



数据来源: 公司招股书, 广发证券发展研究中心

(一) 二手奢侈品行业：渠道多样化&受众年轻化，市场潜力与阻碍并存

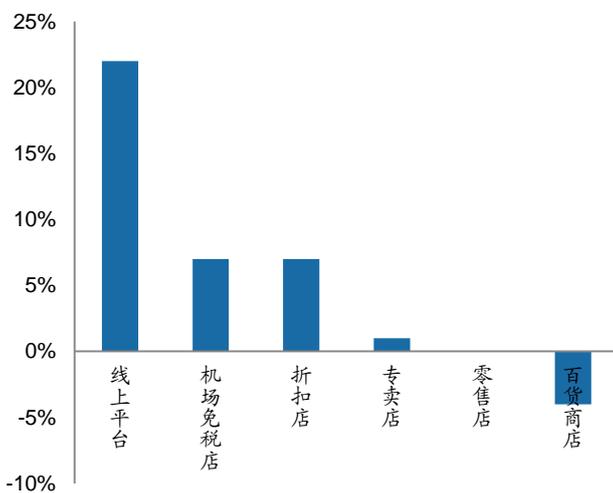
RealReal的高速成长受益于奢侈品转售行业的发展红利。二手奢侈品市场主要有三个驱动力：

二手奢侈品存量市场潜力广泛。贝恩咨询数据显示，个人奢侈品市场2018年达到2940亿美元，至2025年可以保持3%-5%的年增速，增长到3620-4120亿美元。大众奢侈品消费的持续增长，加之奢侈品保值、低损耗的天然属性，为二手奢侈品市场的发展预留了空间。根据弗若斯特·沙利文公司的统计，有据可查的美国二手奢侈品市场大约有1980亿美元，市场潜力巨大，且高度碎片化，存量市场等待挖掘。

奢侈品消费由线下向线上转移。根据贝恩咨询数据，过去十年，全球个人奢侈品市场线上渗透率从2%增长至10%，且有望于2025年达到25%。2018年奢侈品电商增速达22%，增速是机场免税店（7%）、折扣店（7%）的三倍有余，而传统百货商店（-4%）呈现负增长。

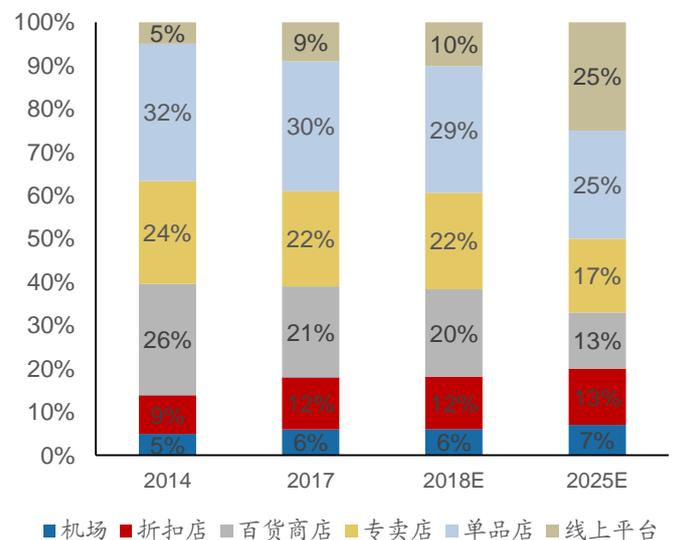
消费者年轻化，且消费习惯发生变化。随着可支配收入的增长与购买力的加强，Y世代与Z世代于2018年占据奢侈品市场消费者的三分之一，并将于接下来的6年内成为该市场的主力军。年轻的奢侈品消费者消费习惯也发生变革，在品牌的价值意识和环保需求的引导下，更偏好可持续、可负担的循环经济，直接导致了对二手物品交易的接受程度提高。GlobalData调查报告显示，从2017到2019年，Y世代与Z世代在二手服饰类的消费增速是其他年龄阶层的2.5倍。

图4：奢侈品各消费渠道规模增速（2018）



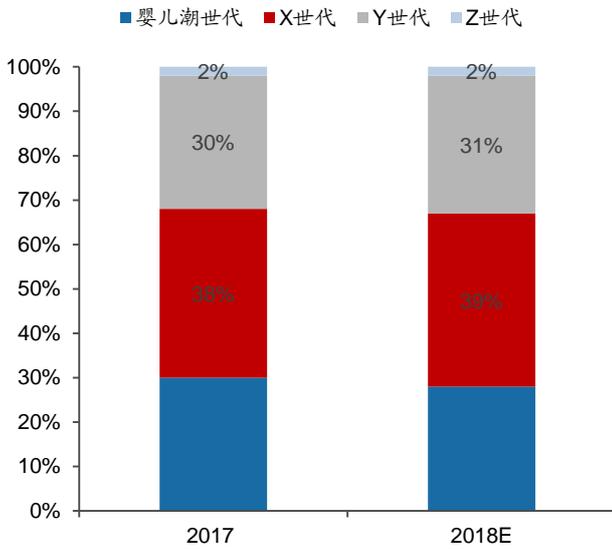
数据来源：公司招股书，贝恩咨询，广发证券发展研究中心

图5：奢侈品各渠道销售额占比



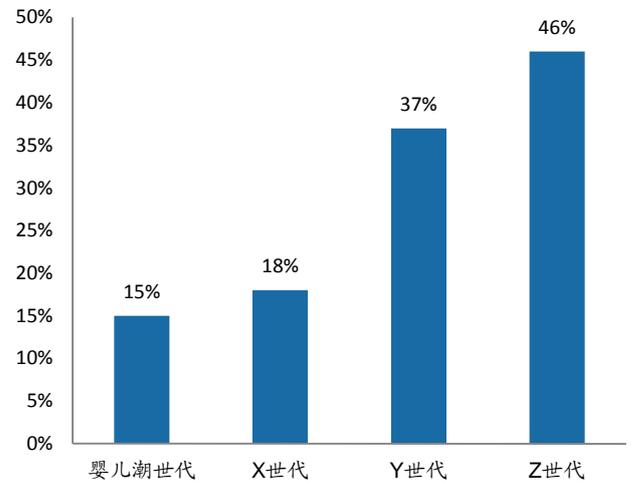
数据来源：公司招股书，贝恩咨询，广发证券发展研究中心

图6: 奢侈品市场消费者结构



数据来源: 公司招股书, 贝恩咨询, 广发证券发展研究中心

图7: Y世代与Z世代二手交易增速是其他群体的2.5倍 (2017-2019)



数据来源: 公司招股书, GlobalData 调查报告, 广发证券发展研究中心

二手奢侈品行业存在巨大潜力的同时, 也存在以下问题:

1) 缺少品控, 假货泛滥: 假货一直是奢侈品行业的核心痛点, 由于伪造的低成本、高利润, 售假行为屡禁不止。C2C模式下统一品控把关的角色缺位, 而缺乏鉴定能力与专业性的消费者成为最大的受害者。久而久之, 消费者缺乏对平台的信任度, 部分选择实体零售商店购买一手正品, 二手交易平台流失率大幅上升。

2) 二手交易方式耗时低效: 单纯的C2C模式要求卖方花费大量时间与精力进行商品销售委托, 商品状况、使用年限、保存条件等自述, 解答大量潜在买家的提问; 对价格进行反复协商; 最终还可能面临一系列退货问题, 交易效率低。

3) 实体店分布碎片化, 单店受众有限: 美国线下现存超过2.5万家二手商店, 实体店极为分散的分布致使消费群体局限于当地居民; 且固定的营业时间、高昂的人工成本、有限的商品陈列空间导致盈利能力堪忧。

随着消费渠道与消费群体的改变, 二手奢侈品行业已悄然兴起, Tradesy、ThredUp和Vestiaire Collective、StockX等电商纷纷入局, 但都各自为营, 未能解锁大量潜在的二手奢侈品, 形成稳定且自成体系的专属供应链。对比来看, RealReal主要的优势在于C2B2C的平台服务模式, 与C2C模式相比, 平台对在售商品的质量进行检验、担保, 形成用户信任机制和高效履约能力。同样为C2B2C模式的ThredUp主打平价商品转售, 而RealReal专注于高端奢侈品。拥有11个线下鉴定评估中心和3家线下门店也是Realreal的亮点, 有助于提升卖方的寄售体验。

表 1: RealReal 与其竞争者的业务板块解构

| 业务板块 | RealReal | Vestiaire Collective | ThredUp | Tradesy | StockX |
|--------|-----------------------|-------------------------|---------------------------------|---------------------|-------------------------------------|
| 电商平台类型 | C2B2C | C2C | C2B2C | C2C | C2C |
| 品类 | 服饰、箱包、腕表、珠宝、配饰、家居与艺术品 | 服饰、箱包、腕表、珠宝、配饰 | 女性、儿童服饰、箱包、配饰、珠宝，实现从平价到高端各价位的覆盖 | 服饰、箱包、配饰、婚礼用品 | 限量球鞋、街头服饰、手袋、腕表 |
| 盈利模式 | 佣金率 30%-45% | 佣金率 18%-33% | 价值 300 美元以上佣金率 10%-20% | 价值 50 美元以上佣金率 19.8% | 鞋类佣金率 11.0%-12.5%，腕表 12.9%，手袋 17.5% |
| SKU 量 | 平台 62 万件，每天上新 1.4 万件 | 无库存，平台 100 万件，每周上新 4 万件 | 平台 1400 万件，每天上新 4 万件 | 无库存 | 无库存 |
| 实体店数量 | 3 家线下门店，11 个鉴定评估中心 | 6 个鉴定评估中心 | 3 家线下门店 | 无 | 1 个鉴定评估中心 |

数据来源：公司招股书，广发证券发展研究中心

（二）解构 RealReal 收入模式，高平台附加价值实现高货币化率

2018年，RealReal 实现营收2.07亿美元，同比增长55%，毛利润1.37亿美元，同比增长56%。由于公司目前仍处于技术平台、数据分析与基础设施建设的高速拓展阶段，暂未实现盈利，净亏损7576.5万美元，净亏损率36.5%。

解构RealReal的收入模式，其营收主要来源为：

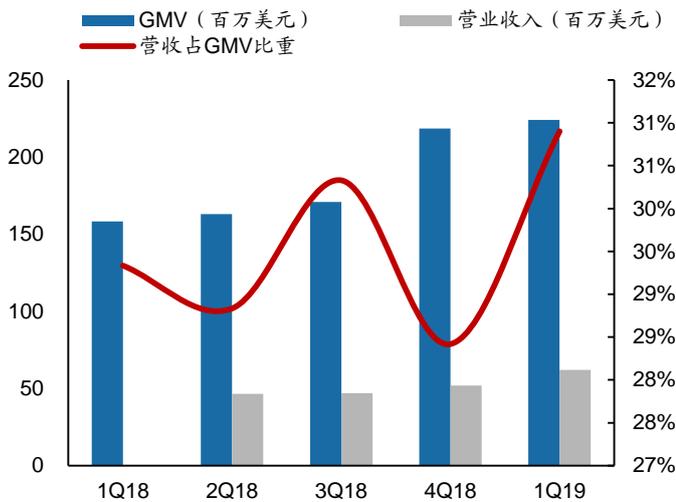
1) 寄售佣金与服务收入：寄售商品在线上市场售出后向委托人收取的销售佣金，佣金率根据销售金额和品类而定，2018与2019Q1的综合佣金率分别为35.5%与35.3%。根据商品价格段，RealReal设置了不同的分成规则：若商品售价低于1500美元，则平台佣金率为45%；若商品售价位于1501-9999美元区间，则平台佣金率为40%；若商品售价高于10000美元，则平台佣金率为30%。

服务收入是指向消费者提供商品配送、‘First Look’订阅项目等附属服务收取的费用。寄售佣金与服务收入是平台的主要收入来源，占据总收入的90%左右。

2) 直管收入：平台收到退货后再次出售的销售收入。直管收入具有季节性高速增长的特征，2019Q1同比增长率达138%，主要源于年末假期高销售额后的退货高峰。

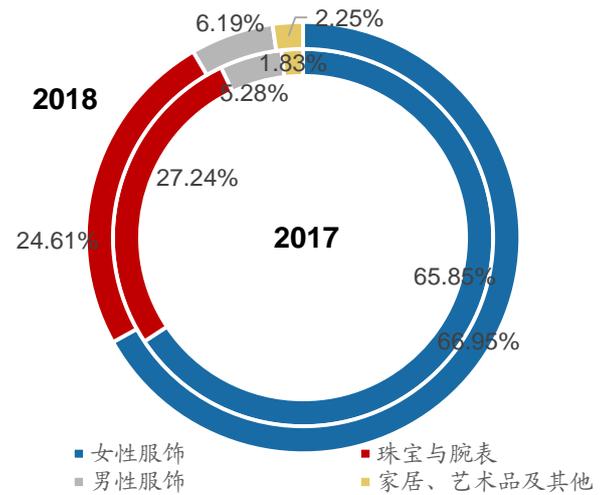
从品类分布来看，女性品类引领着GMV的增长。女性服饰在GMV中的占比一直维持在高位，达到三分之二。其次是珠宝与腕表等佩戴首饰类，2018年占比24.6%，同比下降2.6pp。男性服饰和其他品类合计占比不足10%，是重点提升品类。

图8: 季度GMV保持稳定增长



数据来源: 公司招股书, 广发证券发展研究中心

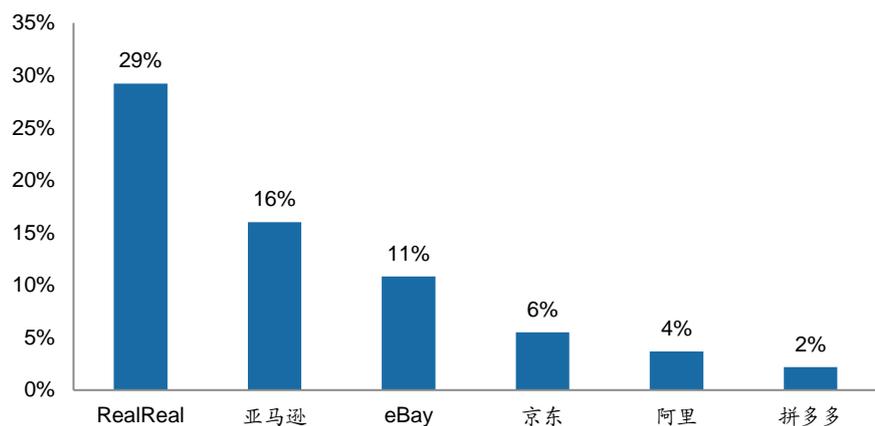
图9: RealReal 各品类GMV占比



数据来源: 公司招股书, 广发证券发展研究中心

高货币化率水平反映平台附加价值和动销能力。2018年RealReal货币化率（收入/GMV）达到29%，远超亚马逊（16%）、eBay（11%）、京东（6%）等综合电商。由于平台在寄售流程中的高附加值服务，其30%-45%的佣金率也显著高于同行业的奢侈品电商Vestiaire Collective（18%-33%）、ThredUp（10%-20%）、Tradesy（20%）、StockX（11%-13%）。低存货周转天数体现RealReal商品更新速度快、周转效率高。此外，退货率有序下降，由17年的29%降至18年的28.7%，1Q2019进一步下降至25.8%。

图10: 全球电商的货币化率（2018）

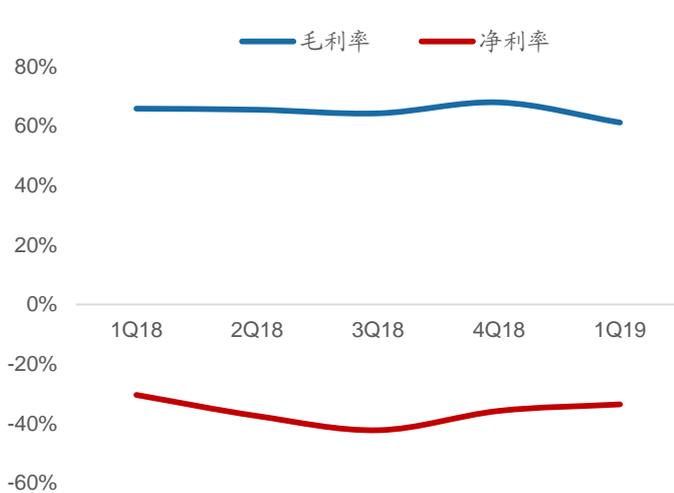


数据来源: 公司招股书, 公司财报, 广发证券发展研究中心

目前, RealReal的毛利率还未能覆盖期间费用率, 整体处于亏损状态。品类丰富而自成体系的二手奢侈品供应、品牌信任体系建立、用户粘性不断增强, 能形成可持续发展的规模化业态, 有助于提升平台盈利能力。从财务表现上看, 2018年寄

售与服务毛利率为64.2%，同比上升0.29pp，直营收入毛利率为1.82%，同比上升0.26pp。与此同时，销售费用、管理费用等固定成本不断摊薄，随着2019年公司规模的进一步扩张，仍有较大的压缩空间。

图11: RealReal毛利率与净利率变化情况



数据来源：公司招股书，广发证券发展研究中心

图12: RealReal分拆毛利率



数据来源：公司招股书，广发证券发展研究中心

(三) 信任机制直击行业痛点，技术驱动高效全渠道运营

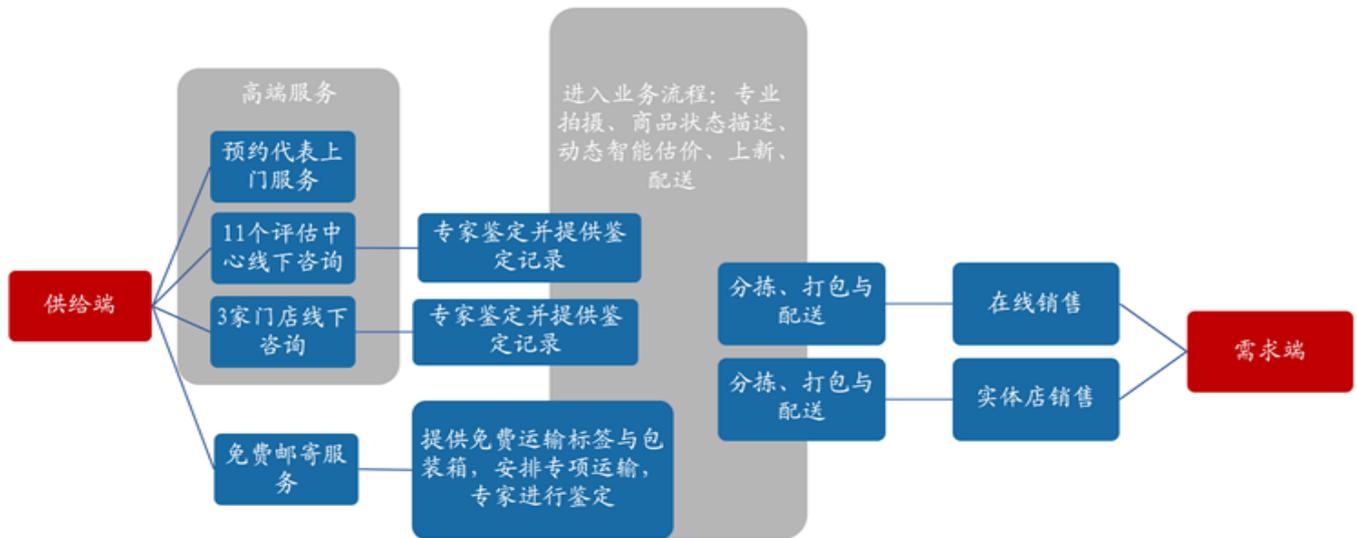
RealReal的商业模式为线下寄售与线上C2B2C并行，主要特征有三：专属供应链保证信任机制、技术驱动高效运营、无缝全渠道消费体验，解决了二手奢侈品市场缺少品控、耗时低效、实体店分布碎片化的痛点。

1、专属供应链保证信任机制

RealReal便捷高效的人性化服务，打造专属供应链信任机制，分为高端上门服务与免费邮寄服务两类：1) 高端服务面向单品价值普遍较高、寄售频率高的客户，寄售方可选择预约上门服务、11个评估中心一对一鉴定专家服务或3家线下门店专家咨询，RealReal提供的服务范围包括咨询、估价、鉴定专家咨询和精准估值、给予销售时间和销售趋势的建议、安排将商品安全送达寄售与服务中心。2) 免费邮寄服务覆盖单品价值略低、单品数量少、高端服务未覆盖地区客户，RealReal提供免费运输标签与包装箱，寄售方自行寄送。即使对单品价值高、体积大的家具、艺术品，也匹配了专项运输服务。

专业化的鉴定团队对寄售商品的真伪性进行逐个检查，建立用户信用机制是RealReal的核心竞争力。由超过100名奢侈品专家、艺术品鉴定师，宝石学家和制表师组成的鉴定团队每月负责对20-30万件商品进行专业鉴定、估值、标准护理的增值服务，承诺100%正品，并对伪造产品进行没收，以此培养消费者的信任度。如此严苛、流程化的品控审核，直击商品质量参差不齐、假货泛滥的行业痛点，强化平台影响力。

图13: RealReal 整体交易流程



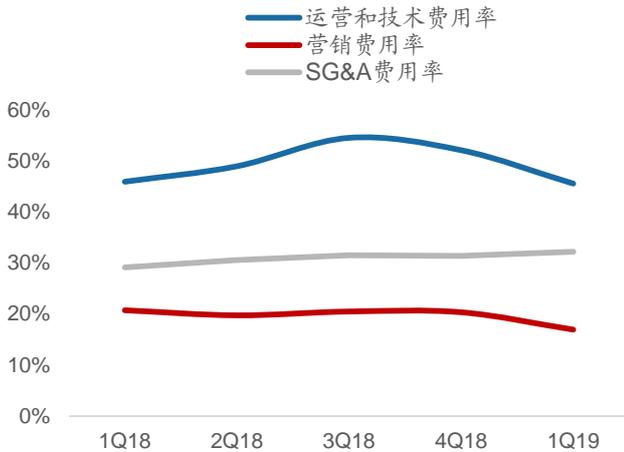
数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

2、大数据和专利技术提升运营效率

以大数据与专利技术为驱动力，实现**高效运营**。平台从收到寄售商品到线上上架平均只需要11天，30天内售出的商品达60%，90天内售出的商品达80%。4Q2018，超过95%的订单在24小时内进行配送到全球60个国家。2018年线上平台新增寄售商品260万件，同比增长52%，存货周转天数为43.95天。

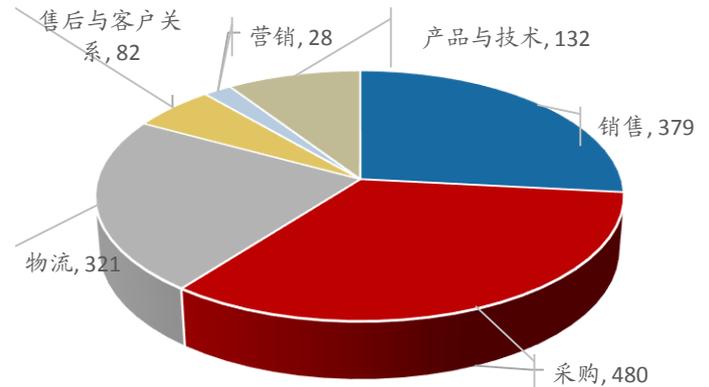
高速的上新率和存货周转率的背后，是**RealReal持续增加的研发投入和由高效、敏捷、自主的产品与技术人员团队**。与营销费用率（20%左右）、SG&A（30%左右）相比，RealReal的运营和技术费用率一直保持在45%以上水平。公司在短期内并没有压缩研发费用的打算，将持续扩大在运营与运输设备、技术升级、人才团队扩建方面的资金投入，旨在建设能灵活处理海量商品、缩短鉴定到出售交易周期、满足交易体量规模化的高性能技术平台。长期来看，该策略能在规模扩大的同时提升平台运营效率，维持强变现能力。

图14: RealReal运营和技术费用率维持在高水平



数据来源: 公司招股书, 广发证券发展研究中心

图15: RealReal各部门员工构成 (1Q2019)



数据来源: 公司招股书, 广发证券发展研究中心

RealReal将专利技术运用于从选品、定价、营销、履约的整个业务流程, 实现市场需求与供给快速匹配, 利用积累的历史交易数据与市场实时数据进行决策分析, 向产业链上下游渗透。

1) 选品数据化: 前置于寄售过程, 将设计师品牌、品类、价格、单位等信息进行优化整合, 形成对市场需求趋势的总体判断。预测市场欢迎度最高的商品, 筛选难以出售的商品, 对品牌、样式、颜色的分析结果会持续影响采购团队今后的购买行为。

2) 定价最优化: 接近4亿个潜在消费者的浏览数据与940万个历史交易数据是RealReal进行最优化定价的数据基础, 该电子化定价系统能大幅提升销售速率与存货周转率, 实现平台佣金与卖方收入双高。

3) 库存自动化: 高度碎片化的商品来源以及二手产品自身的独特性, 形成体量大、单个非标SKU的库存商品构成。公司通过专利技术平台、匹配有力的数据分析能力, 提升鉴定、拍照与商品描述的内部运营效率与鉴定准确度, 并捕捉数据库内每个商品的特征数据, 整个流程不断标准化、高效化。2018年每日处理的SKU达14000, 自动化+机器学习的模式为能运营模式的规模化推广奠定基础。

4) 营销精准化: 基于用户偏好对界面商品进行排列, 提升浏览效率, 进行跨品牌、品类的知名度与渗透度的提升。2018年GMV中女性服饰、手袋、鞋履、配饰占比达67%, 为提升男性、珠宝、手表、家居与艺术品等其余高价值品类的浏览量, 采用编辑推荐系列结合品牌故事进行日常的动态推广, 吸引消费者进一步探索。

5) 网店可视化: RealReal360 实现电子商务可视化, 用以展示线上线下渠道的所有在售二手奢侈品, 突破了商品陈列的空间性, 网络的无限展示空间也是线下门店难以匹敌的, 确保每件独特商品能为不同的潜在消费者所接触。

3、线上线下相结合的消费体验

移动端APP、线上电子商务平台、实体店全渠道消费模式，满足随时随地的消费需求。手机移动端是引流的主要入口，进行初次消费的新用户平均一天花费35分钟在APP上进行浏览。已有消费者的留存主要通过手机推送、邮件与社交媒体，基于网站购买记录、收藏生成个性化的推荐。推出‘First Look’的付费会员项目，月费10美元便可收到月度折扣与24h提前体验新品和等候清单通知。实体门店则专注提升购物环境与服务体验，并通过举办特色活动巩固已有客户联系。

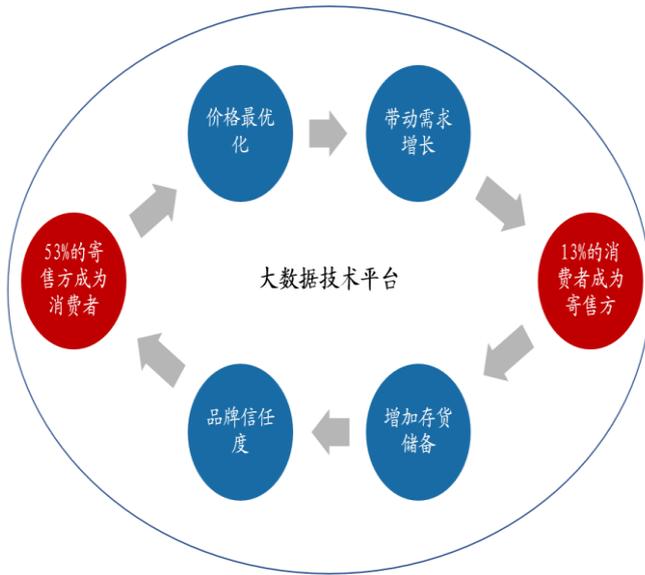
（四）卖家和买家相互转化，降低获客成本提升用户价值

2018年，RealReal的GMV为7.1亿美元，同比增长44%。年活跃用户41.6万，同比17年增长43.0%。客单价446美元，同比增长1.8%。由于二手奢侈品的定价区间已然较高，客单价的提升空间不大，GMV增长的主要依赖于用户数量的规模增长，体现为买卖双方引流和留存、互相转化。

1) 新用户的拓展与现有用户的留存：卖家方面，RealReal将广告营销作为触点，通过销售团队不断拓展新的委托关系，最终以流畅的服务体验圈入新用户。另一方面，一路走高的重复委托率体现RealReal存量用户的高留存率，2014年现有用户对GMV的贡献达64.9%，至2018年该占比增长至80%。用户粘性不断增加，能形成良好的收入壁垒。**买家方面**，引流主要基于销售团队紧跟潮流趋势，获得市场欢迎度高、剩余价值高的商品。至2019年2月，消费者对RealReal的净推荐值得分达到74，体现消费者对平台服务较高的满意度。消费者留存率高，2014年现有消费者对GMV的贡献已达77.2%，至2018年又提升5pp至82.2%，反映出平台良好的用户忠诚度。

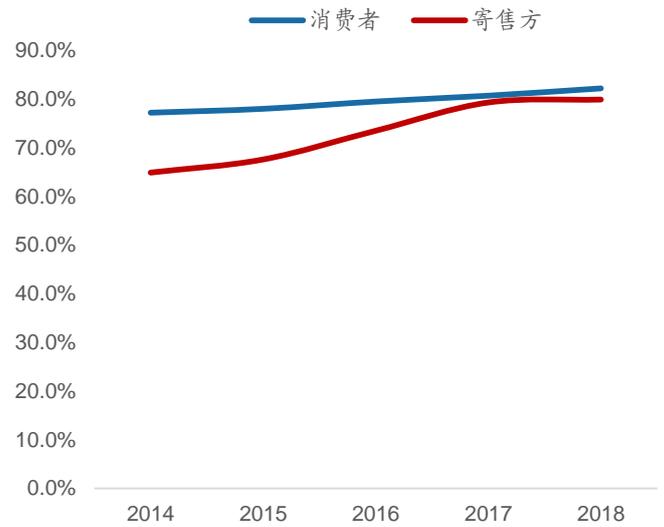
2) 买方与卖方用户互相转化：截至2019Q1，买方向卖方的转化率为13%，卖方向买方的转化率为53%，形成流量闭环。这些同时既是寄售方又是消费者的用户于2018年贡献了2.88亿美元的销售GMV，占比40.5%。C2B2C模式下，RealReal代位履行了卖家销售前的告知说明义务，包揽从鉴定、商品详情、拍照、定价、出售、退货等一系列流程，一并承担销售、寄送、售后服务等全部责任，一举解决了成交率低、沟通效率低的矛盾，优质的卖方体验和正品保障直接导致部分卖方向买方市场流动。

图16: 买卖双方相互转化, 形成流量闭环



数据来源: 公司招股书, 广发证券发展研究中心

图17: 既有买家与卖家年度GMV贡献率情况

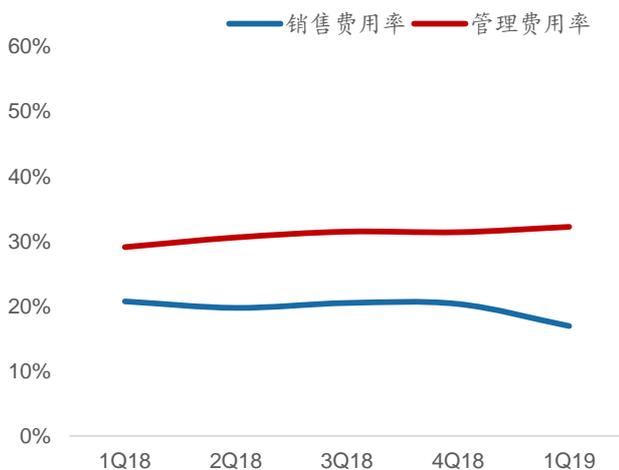


数据来源: 公司招股书, 广发证券发展研究中心

引新效率不断提升, 买卖双方良性转化, 致使获客成本降低, 现有用户创造单客价值高, 随着规模效应的进一步凸显, 其盈利能力逐步提升。

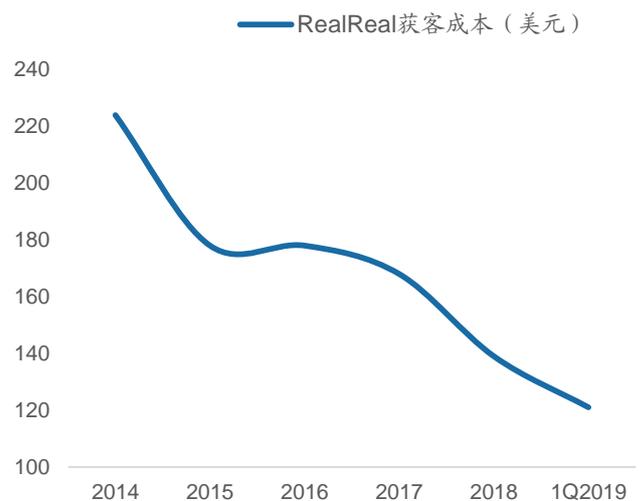
1) 获客成本(buyer acquisition cost, BAC)降低: RealReal基于人口年龄结构特征与地域分布, 实时调整、重新分配媒体、电视广告、电子邮件的推广费用, 不断压缩获客成本, 从2014年224美元/人降至2019年Q1 121美元/人。财务表现上体现为销售费用率不断降低, 1Q19为17%, 同比下降4pp。

图18: RealReal各项费用率变化情况



数据来源: 公司招股书, 广发证券发展研究中心

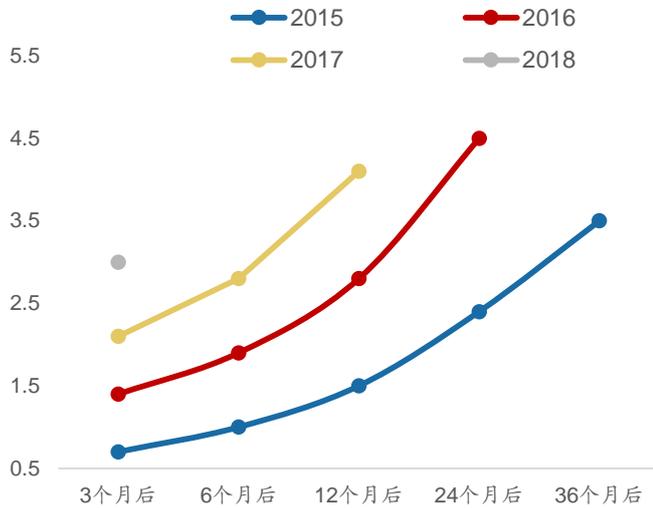
图19: RealReal获客成本变化情况



数据来源: 公司招股书, 广发证券发展研究中心

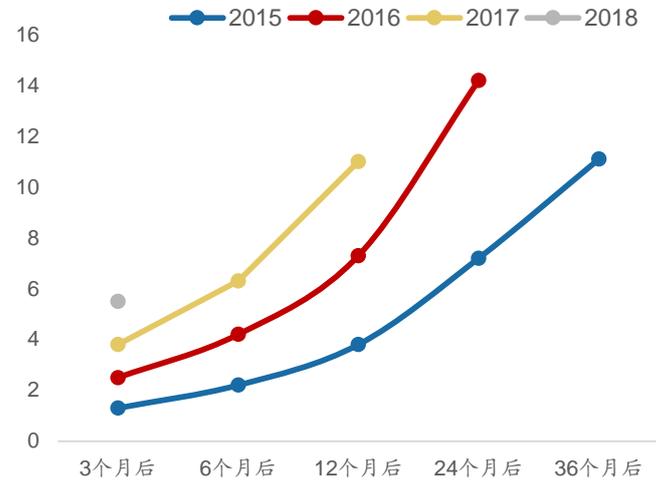
2) 客户终身价值(lifetime value of buyers, BLTV)稳健增长: BLTV/BAC的比值反映了平台在特定期限内收回获客成本的能力, 对比普通消费者与由卖家转化而来的消费者, 同为2015年获得的消费者, 经测算前者一年期内订单毛利为267美元, 后者为676美元, 三年后两种消费群体的BLTV/BAC差距可以扩大到3倍以上。

图20: 所有买方BLTV与BAC比率



数据来源: 公司招股书, 广发证券发展研究中心

图21: 由卖方转化而来的买方BLTV与BAC比率



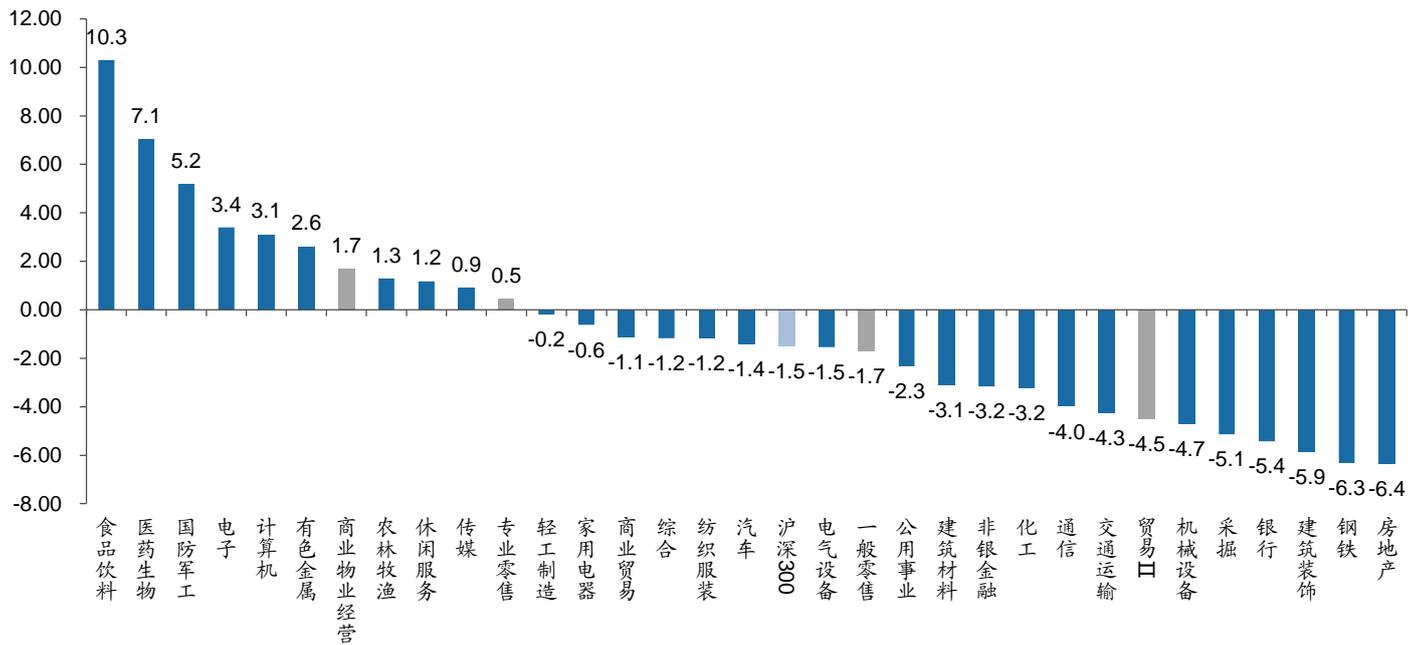
数据来源: 公司招股书, 广发证券发展研究中心

二、月度投资策略: 低线魔盒打开, 电商扩张提速

8月大盘整体下跌, 截至8月30日收盘, 上证综指收于2886.24点, 下跌1.58%; 沪深300指数下跌1.51%, 其中商贸板块指数下跌1.12%。

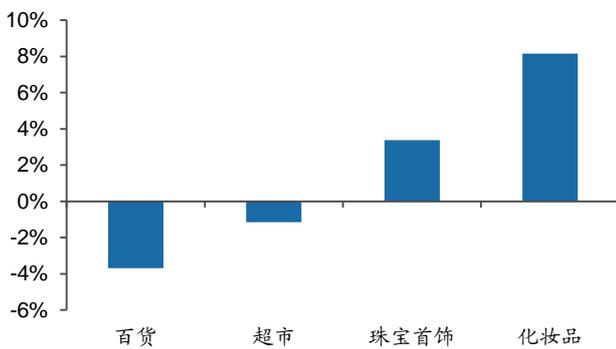
分主题来看, 百货板块下跌3.69%, 超市板块下跌1.16%, 珠宝首饰板块上涨3.38%, 化妆品板块上涨8.15%, 大市值板块下跌2.78%, 中市值板块上涨1.06%, 小市值板块上涨3.50%, 电商板块表现分化, 拼多多(47.15%)、唯品会(10.13%)、京东(1.97%)、阿里巴巴(1.11%)、苏宁易购(0.09%)、南极电商(-2.53%)。

图22: 各板块月涨跌幅 (%)



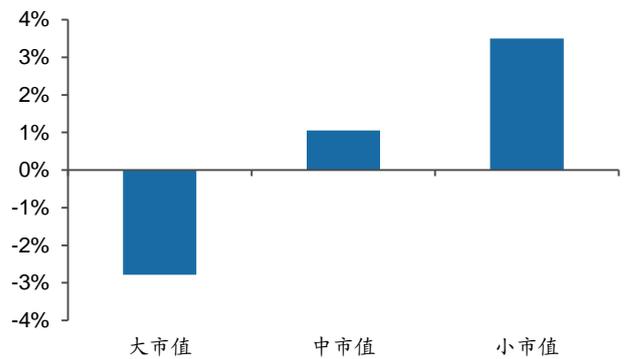
数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图23: 按主题子板块涨跌幅



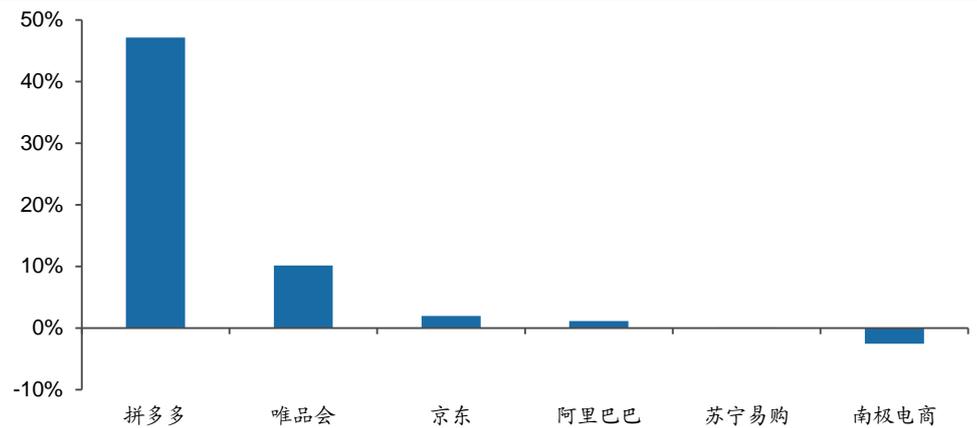
数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图24: 按市值子板块涨跌幅



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心 (按市值划分依据为: 50亿以下为小市值公司、50亿-150亿为中市值、150亿以上为大市值; 涨跌幅以算术平均计算)

图25: 主要电商公司月涨跌幅 (截至美股8.30收盘)



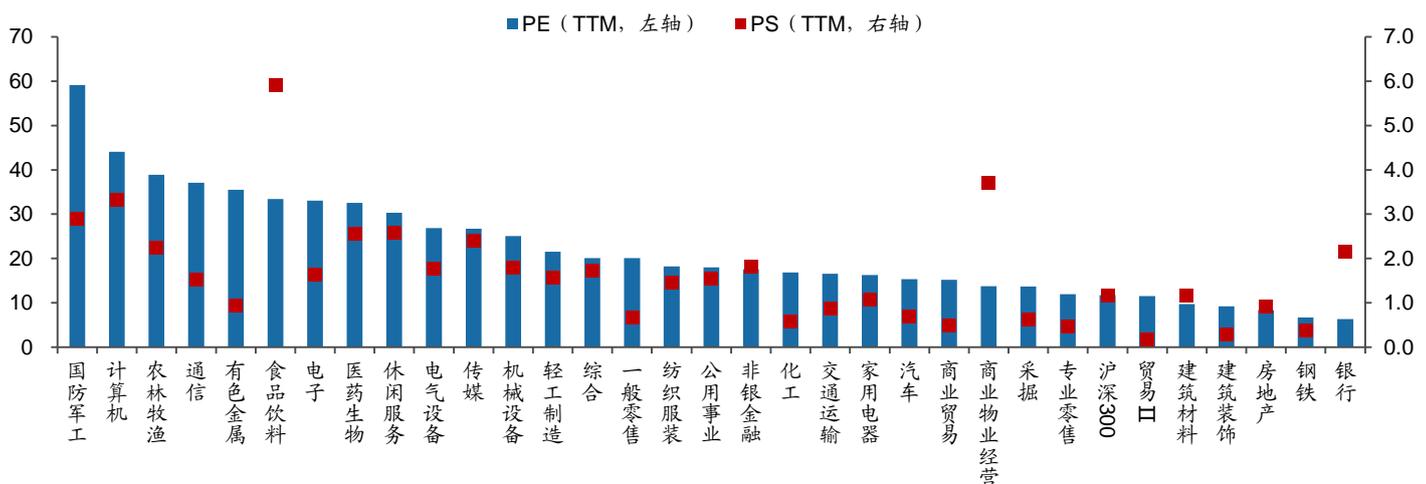
数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

中报披露完毕,我们认为最大的亮点在于电商巨头的全面爆发,阿里、京东、拼多多、美团等都交出了远超市场预期的业绩表现。强者恒强的马太效应,在用户下沉、广告资源获取以及广告收入变现等方面得到了充分体现。三线及以下城市占据全国70%的消费量,但现代化实体零售不发达,电商或将成为更具吸引力的渠道;尽管经济不景气,品牌缩减广告预算,但电商平台可量化的效果广告成为存量赢家,另一方面电商巨头对外的广告投放力度并未减少,全渠道投放策略的优化带来广告营销效率的提升(体现为营销费率的下降)。

我们认为需求端的压力仍待释放,延续8月持有并等待的投资策略,重点布局三个方向:1)高景气度的电商产业链,低线级市场的渗透打开新的成长空间,重点推荐南极电商;2)必需消费品,稳定业绩表现在经济低迷期的相对收益,重点推荐永辉超市;3)黄金珠宝,全球宽松货币政策推动金价持续上涨,重点推荐老凤祥。

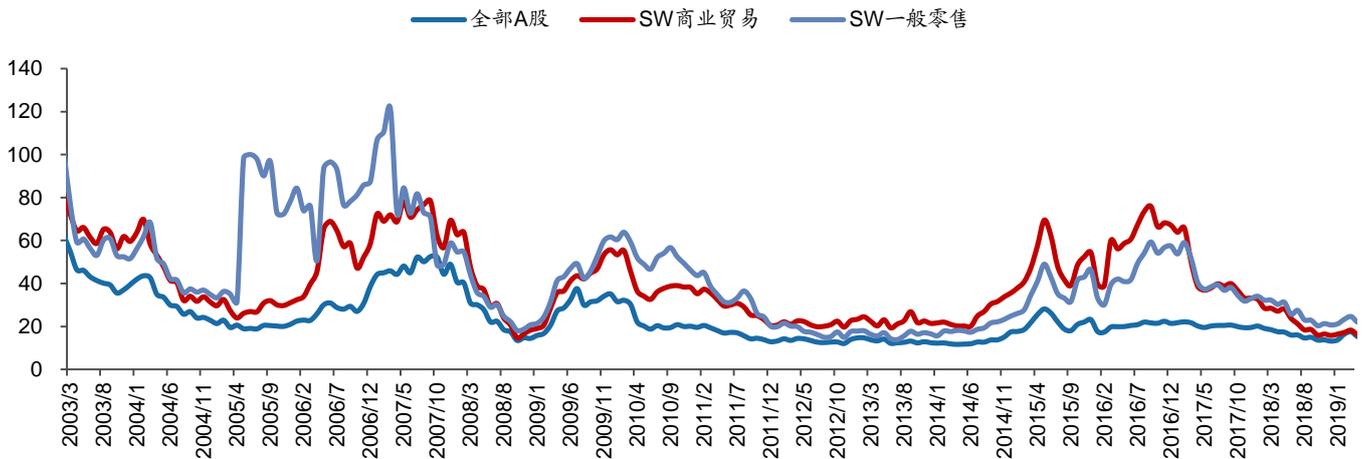
九月组合: 南极电商、老凤祥、永辉超市、珀莱雅、周大生。

图26: 申万行业估值横向对比



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心 (规则为 TTM, 剔除负值, 即数据点当天总市值/截至该数据点前最新四个季度已披露财报的单季度归属净利润或营业收入之和)

图27: 零售行业历史估值, TTM市盈率 (整体法)



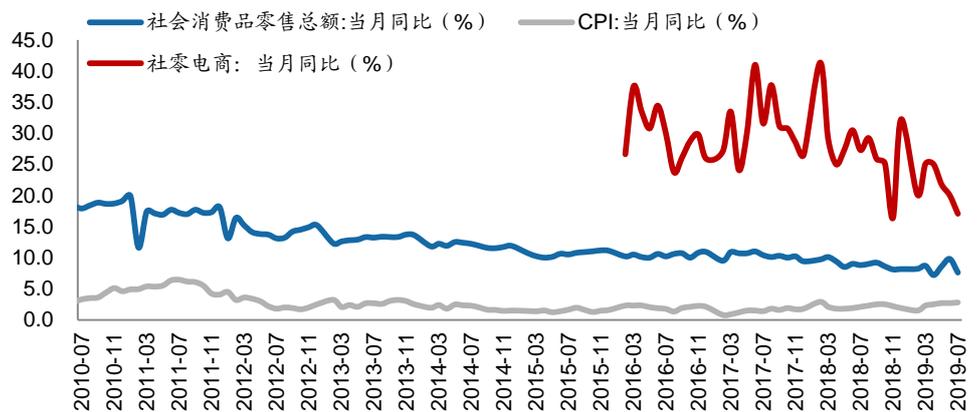
数据来源: wind, 广发证券发展研究中心 (规则为 TTM, 即数据点当天总市值/截至该数据点前最新四个季度已披露财报的单季度归属母公司股东的净利润之和)

三、月度行业数据

7月社零同比增长7.6%，可选消费增速大幅放缓

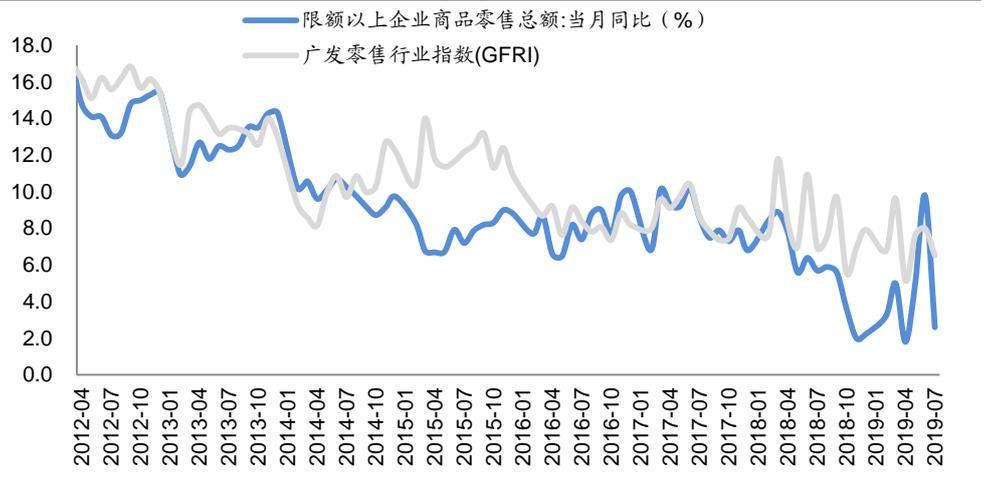
据国家统计局数据，7M19我国社零总额为3.31万亿元，同比增长7.6%，增速环比下降2.2pp，主要系消费疲软，可选消费增速大幅放缓所致。若基于广发零售指数（GFRI），7月消费品零售同比增速为6.5%（统计局限额以上社零商品增速为2.6%），较6月下降1.5 pp。7M19扣除价格因素实际增长为5.7%，环比回落2.2pp。

图28: 社零总额、社零电商与百家零售同比增速



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图29: 广发零售行业指数、限额以上零售增速当月增速对比



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

分地区, 乡村增速依旧快于城镇: 7M19城镇零售额2.8万亿元, 同比增长7.4%, 较6M19下降2.4pp; 乡村零售额0.47万亿元, 同比增长8.6%, 较6M19下降1.5pp。**分类型, 餐饮增速高于商品零售:** 7月餐饮收入0.36万亿元, 同比增长9.4%, 较6M19下降0.1pp; 商品零售2.9万亿元, 同比增长7.4%, 较6M19下降2.5pp。

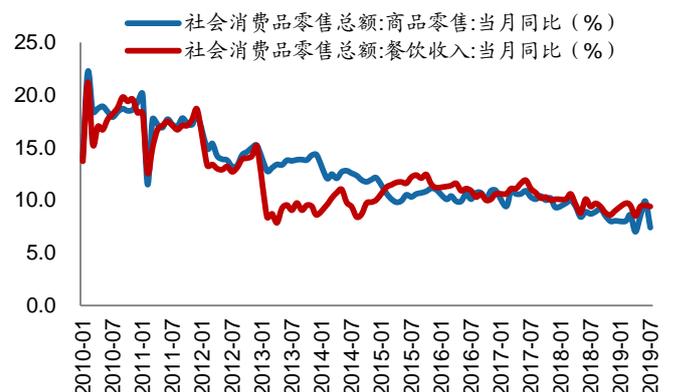
分品类看, 基础消费品增速保持稳定, 7M19食品粮油、饮料类、日用品、服装鞋帽增速分别为9.9%、9.7%、13.0%和2.9%, 分别环比上升0.1pp、0.6pp、0.7pp和下降2.3pp。**可选消费增速大幅放缓,** 7M19金银珠宝增速为-1.6%, 环比下降9.4pp, 化妆品增速为9.4%, 环比下降13.1pp。**地产系增速疲软,** 7M19家电和家具的增速分别为3.0%和6.3%, 分别环比下降4.7pp和2.0pp。**消费电子类产品表现不佳,** 7M19通讯器材增速为1.0%, 环比下降4.9pp。汽车零售再次回归负增长, 7M19汽车增速为-2.6%, 环比下降19.8pp。

图30: 社零分地区: 城镇与农村同比增速



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图31: 社零分类型: 商品零售与餐饮同比增速



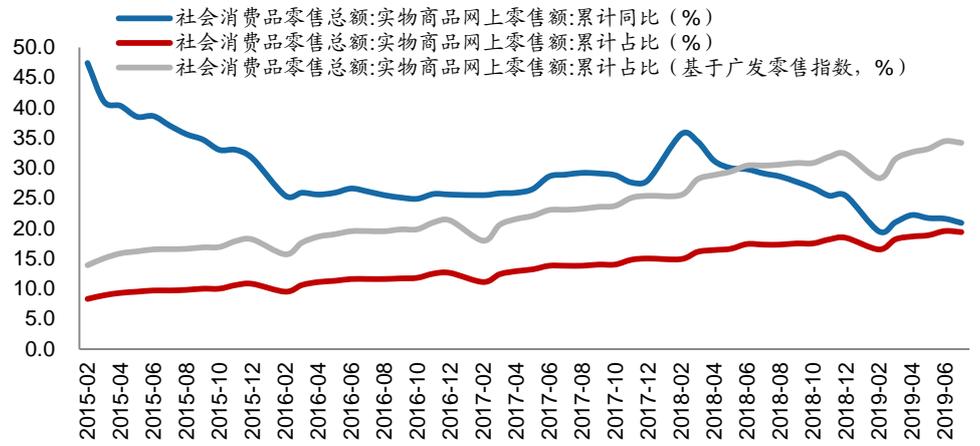
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

7月电商增速有所下滑, 渗透率略有回落

1-7月全国实物商品网上零售额为4.42万亿元, 同比增长20.9%, 电商渗透率环比下降0.2pp至19.4%。分月度看, 7月份电商零售额为0.61万亿元, 同比增长17.1%, 环比下降2.9pp, 主要系京东等电商渠道“618”发力, 对7月电商销售形成

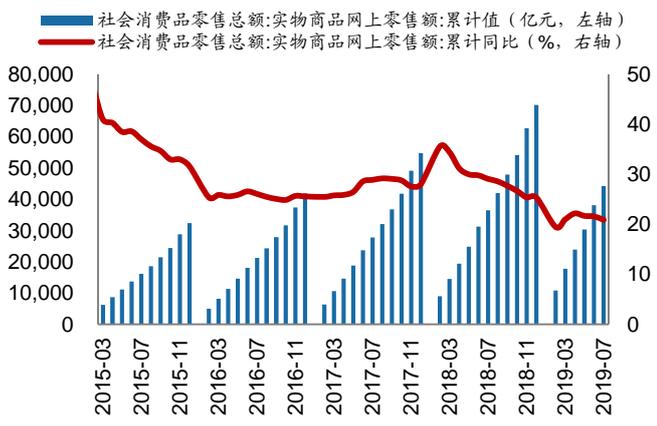
截流所致。若基于广发零售指数，则1-7月份电商渗透率达34.2%。分品类来看，“吃、穿、用”的7月份增速分别为29.9%、20.4%和20.2%。

图32: 电商累计同比增速、累计占比及基于广发零售指数的累计占比



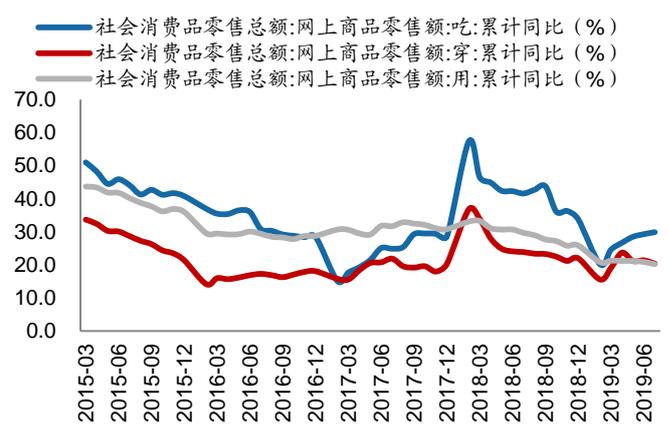
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图33: 实物电商社零与累计同比情况



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图34: 网购社零: 吃/穿/用累计同比情况



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

表 2: 各月社零分品类限额以上同比增速 (%)

| | 2018 年 | | | | | | 2019 年 | | | | | |
|-----------|--------|------|------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|------|------|-------|
| | 7月 | 8月 | 9月 | 10月 | 11月 | 12月 | 1-2月 | 3月 | 4月 | 5月 | 6月 | 7月 |
| 食品粮油 | 9.5 | 10.1 | 13.6 | 7.7 | 10.6 | 11.3 | 10.1 | 11.8 | 9.3 | 11.4 | 9.8 | 9.9 |
| 服装鞋帽纺织品 | 8.7 | 7.0 | 9.0 | 4.7 | 5.5 | 7.4 | 1.8 | 6.6 | (1.1) | 4.1 | 5.2 | 2.9 |
| 化妆品 | 7.8 | 7.8 | 7.7 | 6.4 | 4.4 | 1.9 | 8.9 | 14.4 | 6.7 | 16.7 | 22.5 | 9.4 |
| 金银珠宝 | 8.2 | 14.1 | 11.6 | 4.7 | 5.6 | 2.3 | 4.4 | (1.2) | 0.4 | 4.7 | 7.8 | (1.6) |
| 日用品 | 11.3 | 15.8 | 17.4 | 10.2 | 16.0 | 16.8 | 15.9 | 16.6 | 12.6 | 11.4 | 12.3 | 13.0 |
| 家用电器和音像器材 | 0.6 | 4.8 | 5.7 | 4.8 | 12.5 | 13.9 | 3.3 | 15.2 | 3.2 | 5.8 | 7.7 | 3.0 |
| 文化办公用品 | 1.8 | 5.4 | 4.9 | (3.3) | (0.4) | (4.0) | 8.8 | (4.0) | 3.6 | 3.1 | 6.5 | 14.5 |
| 家具类 | 11.1 | 9.5 | 9.9 | 9.5 | 8.0 | 12.7 | 0.7 | 12.8 | 4.2 | 6.1 | 8.3 | 6.3 |
| 通讯器材 | 9.6 | 6.4 | 16.9 | 7.1 | (5.9) | (0.9) | 8.2 | 13.8 | 2.1 | 6.7 | 5.9 | 1.0 |

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

四、月度聚焦

（一）电商 2Q19 财报总结：低线魔盒打开，巨头扩张提速 规模扩张与盈利改善兼得，电商龙头强者恒强

马太效应继续利好头部玩家的规模扩张。2Q19拼多多、天猫实物、美团的GMV增速以及京东的商品收入增速均快于统计局网上商品和服务的行业增速，头部玩家市场份额仍在扩大，龙头地位不断夯实：

1) 低线市场的突破带动传统巨头用户基数再启扩张，拼多多快速向上渗透。依据公司季报披露，2Q19阿里与京东两大传统巨头的新增年购买用户中均有70%以上来自低线级城市；拼多多年购买用户环比增幅大幅回升。

2) 品类拓展带动ARPU快速提升。阿里的天猫实物GMV增速环比加速、京东ARPU持续上升均受益于FMCG的快速增长；拼多多“百亿补贴”计划剑指品牌商品与电器等高客单价类目，根据公司财报，2Q19年化人均消费量环比提升210元至1468元；美团点评、口碑饿了么则培育生鲜日百等即时消费新品类。

新业务减亏、营销效率提升增强整体盈利能力。用户流量红利逐步褪去，规模效应兑现、盈利改善的重要性上升；2Q19阿里、京东、美团点评均实现了核心主业稳健增长、创新业务亏损收窄，整体盈利能力增强。同时，1H19广告市场低迷、营销成本相对较低，而巨头凭借资本优势保持投放力度（单用户平均营销费用未有下降）、优化全渠道投放策略，带来整体广告营销效率提高（表现为市场费用率走低），进一步改善利润同比表现。

下一阶段，低线市场的电商战事最为焦灼

低线市场是挤满掘金人的金矿。从市场空间角度看，三线及以下城市占据全国70%的消费量，考虑现代化实体零售在低线覆盖相对不完善，线上有望成为更具吸引力的渠道，三四线城市网购渗透率提升仍然有很大的想象空间。低线市场的开发过程中，电商龙头将再次迎来用户基数扩大、新用户人均消费量提升的增长周期，带动新一轮业绩成长。

1) 低线市场的首轮拉新战尚未结束，留存战已经开始：拼多多在“五环外”崛起，低线市场是基本盘；阿里生态已渗透约半数低线级人口；以收货地址区分，京东超过50%用户来自低线级城市；美团点评与口碑饿了么的商户覆盖战争不断下沉，从供给端入手争取更多用户流量。流量玩法（内容化与社交化）与供应链（性价比）是低线市场竞争的两个关键维度。

2) 人均消费提升周期值得期待。根据公司财报，2018年拼多多平台人均订单量同比增加8.9单至26.5单，客单价则同比增加9.7元至42.5元，量价双升代表着“原住民”对线上消费品类拓展和消费升级诉求。参考阿里的人均消费成长曲线（五年老用户消费金额与订单量约为一年新用户四倍），本轮低线人均消费量的提升有望为电商行业提供多年增长动力。

风险提示：经济复苏节奏低于预期，新技术与跨行业新进入者改变竞争格局，新市场开拓不及预期，海外互联网竞争。

（二）促消费“国20条”出台：电商、连锁便利、体验业态迎来政策机遇

国务院办公厅印发《关于加快发展流通促进商业消费的意见》（以下简称《意见》），提出了20条稳定消费预期、提振消费信心的政策措施。

电商：全渠道、数据赋能、渠道下沉、物流研发、跨境流通获政策支持

《意见》提出，促进流通新业态新模式发展。鼓励运用大数据、云计算、移动互联网等现代信息技术，促进商旅文体等跨界融合，形成更多流通新平台、新业态、新模式；引导电商平台以数据赋能生产企业，促进个性化设计和柔性化生产；扩大农产品流通，实施“互联网+”农产品出村进城工程；研究进一步扩大研发费用税前加计扣除政策适用范围，加大对国内不能生产、行业企业急需的高性能物流设备进口的支持力度；扩大跨境电商零售进口试点城市范围，抓紧调整扩大跨境电商零售进口商品清单。

我们认为，电商龙头引领全渠道消费融合、数据赋能实体企业有望加速推进，线上巨头生态继续扩张、拥抱变革的线下企业经营效率提升，龙头联盟份额不断增大；农产品流通等低线市场拓展继续扩大电商行业成长空间。

便利店：品牌连锁便利店迎来最好的扩张时机

《意见》提出，加快连锁便利店发展。探索进一步优化食品经营许可条件；简化店铺投入使用、营业前消防安全检查；具备条件的企业从事书报刊发行业务实行“总部审批、单店备案”；支持地方探索对符合条件的品牌连锁企业试行“一照多址”登记；试点简化烟草、乙类非处方药经营审批手续。

我们认为此举有望提升大型连锁便利店展店速度，市场集中度加速提升，便利店等小型业态连锁化、品牌化趋势加强。

实体零售加快转型体验业态

《意见》提出，传统流通企业创新转型升级，改造提升商业步行街。支持线下经营实体加快向场景化、体验式、互动性、综合型消费场所转型；地方政府可结合实际对商业步行街基础设施、交通设施、信息平台 and 诚信体系等新建改建项目予以支持。

我们认为，场景体验是线下零售渠道的核心优势和聚集流量的抓手。传统百货改造加速、粗放型商业物业加强管理，将利好商业运营能力强、具备跨地区快速复制扩张能力的购物中心龙头。

投资建议：关注各受益领域中具备规模优势的龙头公司

我们长期看好聚焦大众消费市场，持续加强零售护城河的龙头公司。国20条重点提到的细分赛道，或将迎来更多的政策支持，如电商、便利店等。电商重点关注南极电商、阿里、京东、苏宁易购等；实体连锁：重点关注永辉、家家悦、天虹股份等。

风险提示：宏观经济下行，消费需求萎靡；政策执行力度低于预期；线上线下融合的新业态探索低于预期。

（三）三只松鼠：线上线下双轮驱动，三只松鼠蓄势待发 借力电商，以坚果为突破口，三只松鼠成为休闲食品龙头

公司自2012年成立之初即把握电商红利，由坚果切入休闲食品市场，凭借坚果树立品牌形象之后，再由高客单价的坚果向果干等品类横向拓展，完善零食品类矩阵。鉴于线下广泛的想象空间，公司于2016年入局线下，先以直营投食店打造零售终端样板间，并逐步开放松鼠联盟小店，结合大客户团购及新零售渠道，公司渠道结构不断优化，2018年实现营收70亿元，成长为国内休闲食品龙头。

休闲食品行业较为分散，三只松鼠高效供应链支撑扩张

Bloomberg数据显示，2018年我国休闲食品市场规模已达3441亿元，预计未来五年保持年化5.1%的增长，同时行业较为分散，龙头持续抢夺白牌市场。三只松鼠以趣味性的品牌名称和IP营销、极致的服务体验，品牌影响力不断加强，存量用户和复购率均持续攀升，天然降低公司引流成本，在激烈的行业竞争中带来成本优势，电商马太效应不断加强，另外公司直营店的运营效率与传统线下零食品牌保持一致，考虑公司门店均为次新店，仍处爬坡周期，成长空间较大，为松鼠联盟小店提供成长样板。同时公司供应链效率优秀，库存周转天数持续下降，2018年经营性净资产仅5.81亿元，使得ROIC维持高位（2018年为46.8%）。

盈利预测及投资建议

三只松鼠是国内休闲食品行业龙头，其轻松活泼的品牌形象深入人心。公司上市后保持加速扩张趋势，预计归母净利润19-21年分别为4.00亿/5.00亿/6.01亿元，考虑公司在电商渠道的领先地位，以及线下各渠道的加速扩张，参考可比公司，给予公司19年52xPE，对应合理价值51.87元/股，维持“增持”评级。

风险提示：原材料价格波动的风险；新零售风起，行业竞争加剧的风险；电商红利减弱，公司过度依赖电商的风险；食品安全控制的风险。

（四）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

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。

风险提示

- 1.宏观经济下行影响终端消费需求，可选消费景气度持续下行；
- 2.资金、人才、技术等瓶颈，制约传统企业的变革；
- 3.人工租金成本上涨，电商持续分流持续，实体零售持续承压；
- 4.电商集中度持续提升，线上竞争加剧；
- 5.资本推动新业态持续出现，分流冲击现有公司业绩。

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 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。