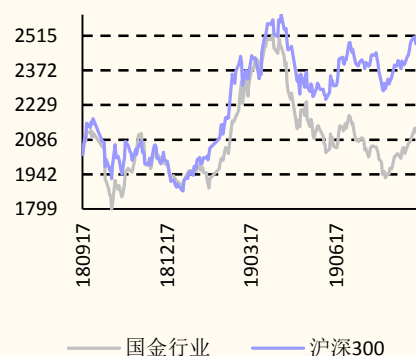


## 市场数据(人民币)

市场优化平均市盈率	18.90
国金纺织品和服装指数	2127.29
沪深 300 指数	3972.38
上证指数	3031.24
深证成指	9919.80
中小板综指	9399.25



## 相关报告

- 1.《全球化妆品巨头研究宝典：欧/美/日/韩/中——从产业链拆分...》，2019.9.2
- 2.《白牌电商，星辰大海——小米&网易严选&南极电商模式与数据对比...》，2019.7.31
- 3.《前瞻拆解：丸美股份即将登陆 A 股，化妆品上市公司再添一员猛将...》，2019.7.8
- 4.《优衣库的辉煌与 GAP 的黯淡，中国快时尚市场并非变难做，而是分...》，2019.6.25
- 5.《纺服双周报数据谈第 8 期：618 美妆消费表现强势，国货化妆品迎...》，2019.6.23

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

姬雨楠 联系人  
jiyunan@gjzq.com.cn

## 化妆品新国货双雄——珀莱雅&丸美：不同风格，同样优秀

### 行业观点

- 新国货双雄发展近 20 年，均已成功打造具有鲜明特色的主品牌。从品牌基因来看，珀莱雅深耕大众海洋护肤，创始人以渠道起家；丸美主打中高端眼部抗衰，创始人以营销起家：珀莱雅主品牌以三四线城市大众“海洋+科技”护肤为切入点，主打“保湿+美白”，核心价格带位于 100-200 元。创始人侯军呈先生在 20 世纪 90 年代曾担任小护士、羽西、大宝等化妆品品牌经销商，其在国内化妆品经销商渠道的成熟经验为公司在三、四线城市渠道下沉发挥了重要作用。丸美主品牌主打针对三四线城市的“以眼部护理为特色的中高端抗衰”，核心价格带位于 200-500 元。创始人孙怀庆先生曾任广东白马化妆品推广部部长、广州安尚秀化妆品执行董事，其在品牌定位、品牌市场推广方面拥有独特见解，为丸美的品牌构建奠定重要基础。
- 从品牌运营来看，两家公司虽体量相似，但目前品类结构、渠道策略、营销打法具有不同风格：从品类结构来看，珀莱雅面部护肤占比 70%+，眼部占比仅 6%；丸美面部护肤 50%+，眼部占比 30%，品类结构差异影响综合毛利率表现。从电商运营来看，珀莱雅电商直营占比高于丸美，且由自有团队运营，丸美由代运营商运营。从线下渠道结构来看，珀莱雅主打 CS 渠道、商超和单品牌店，丸美主打百货、CS 渠道和美容院。从营销打法来看，珀莱雅市场嗅觉敏锐，响应能力和执行能力强，能够以“接地气”的营销方式迅速为下沉市场消费者推广兼具市场潮流和性价比优势的新品。丸美则围绕“中高端品牌定位”推行大牌代言人+稳健广告投放的营销策略，目前宣传活动以传统的宣传片、赞助综艺为主。
- 从财务指标来看，珀莱雅高增长弹性彰显电商运营优势，丸美高盈利能力体现品牌差异化定位优势：从成长角度来看，珀莱雅上市后充分发挥电商运营能力，迎来较大增长弹性；从盈利能力来看，品类及返利差异使得丸美毛利率更高，经销占比高且商超占比低使得丸美销售费用率更低，品牌及员工数量少使得丸美管理费用率更低，因此丸美具有更高的净利率。两家公司应收账款周转天数的差异主要源于信用政策的审批和经销渠道的构成不同，目前两家公司的营运能力均处于行业内优秀水平且呈现持续向好态势。
- 从公司治理来看，珀莱雅组织更为扁平化年轻化、激励机制突出，丸美目前呈现部门制、相对集权的组织架构：珀莱雅积极探索阿米巴模式，各事业部独立核算，大量启用 85 后、90 后年轻人，同时引进跨行业人才，在机制设计方面具有很强的灵活性和激励性。丸美上市时间较短，目前股权相对集中，创始人夫妇为公司实际控制人，实施部门制、相对集权的组织架构。

### 投资建议

- 珀莱雅&丸美两家公司正处于全球范围内最有吸引力的化妆品行业基本盘之中，目前主品牌仍有份额提升空间，多品牌矩阵运作值得期待。中国作为整个全球最为蓬勃的经济体和终端需求增长最旺盛的地区之一，化妆品市场增速领跑全球。目前本土化妆品公司营收体量仅为 3-10 亿美元，市场巨大成长可期。我们预计，珀莱雅未来 3 年有望保持约 30% 的较快增速，得益于其符合中国特色（电商，下沉市场等）的战略打法，同时品牌认知度也在不断提升；丸美注重其强盈利能力，毛利率净利率 ROE 均处行业顶尖，但扩张相对谨慎，预计未来 3 年增速 15%-20%。从长期来看，两家公司成长为具备成熟多品牌运作管理的集团将能够拥有深厚护城河，持续享受超额利润和资本市场的高估值。

### 风险提示

- 消费增速放缓，市场竞争加剧，新品牌或品类发展不及预期，渠道结构变化

## 内容目录

前言 .....	5
1. 品牌基因对比：A 股新国货双雄，成功打造各具特色的主品牌 .....	6
1.1 发展历程：历经近 20 年发展，均已成功打造各具特色的主品牌 .....	6
1.2 主品牌定位：珀莱雅深耕大众海洋护肤，丸美主打中高端眼部抗衰 .....	7
2. 品牌运营对比：体量相似，品类结构、渠道策略、营销打法不同 .....	13
2.1 规模体量：珀莱雅营收体量相对更高，丸美利润体量更大 .....	13
2.2 品类结构：珀莱雅主打面部护肤，丸美眼部护理占比较高 .....	14
2.3 渠道结构：线上&线下占比相似，但目前渠道运营策略有所不同 .....	15
2.4 营销策略：珀莱雅年轻化&接地气&市场嗅觉敏锐，丸美主打代言人&宣传片&综艺赞助 .....	17
3. 财务指标对比：珀莱雅高增长弹性彰显电商运营优势，丸美高盈利能力体现品牌差异化定位优势 .....	19
3.1 成长能力：珀莱雅上市后充分发挥电商运营能力，迎来强增长弹性 .....	19
3.2 盈利能力：丸美深耕差异化“抗衰眼霜”品类，盈利能力较强 .....	19
3.3 营运能力：两家公司营运能力均处于行业内优秀水平 .....	21
4. 公司治理对比：珀莱雅实施阿米巴经营模式，丸美呈现相对集权组织架构 .....	23
4.1 股权结构：珀莱雅合伙人制，丸美股权相对集中 .....	23
4.2 组织架构：珀莱雅在人才选拔、机制设计方面具有强灵活性和激励性 .....	24
5. 两家公司正处于全球范围内最有吸引力的化妆品行业基本盘之中，主品牌仍有份额提升空间，多品牌矩阵运作值得期待 .....	26
6. 投资建议 .....	29
7. 风险提示 .....	31

## 图表目录

图表 1：丸美&珀莱雅一张表对比 .....	5
图表 2：珀莱雅公司发展历程 .....	6
图表 3：丸美股份公司发展历程 .....	7
图表 4：珀莱雅主品牌口号 .....	7
图表 5：珀莱雅品牌面部产品系列矩阵 .....	8
图表 6：丸美主品牌深入人心的广告语 .....	9
图表 7：丸美品牌面部产品系列矩阵 .....	9
图表 8：主品牌营收体量（亿元）及近 5 年复合增速 .....	11
图表 9：珀莱雅自有品牌矩阵 .....	12
图表 10：珀莱雅投资布局一览 .....	12
图表 11：丸美自有品牌矩阵 .....	13
图表 12：营业收入（亿元）对比 .....	13

图表 13: 扣非归母净利润 (亿元) 对比 .....	13
图表 14: 2015-2017H1 丸美分品类营收占比 .....	14
图表 15: 2015-2017H1 珀莱雅分品类营收占比 .....	14
图表 16: 丸美 vs 珀莱雅: 综合毛利率及各品类毛利率对比 .....	14
图表 17: 珀莱雅和丸美的销售渠道分布对比 .....	15
图表 18: 珀莱雅 2014-2018 分渠道收入占比 .....	16
图表 19: 珀莱雅 2015-2018 主要渠道收入增速 .....	16
图表 20: 丸美 2014-2018 分渠道收入占比 .....	16
图表 21: 丸美 2015-2018 主要渠道收入增速 .....	16
图表 22: 丸美电商直营&经销电商收入占比 .....	16
图表 23: 珀莱雅电商直营&经销收入占比 .....	16
图表 24: 珀莱雅选择流量花旦和 KOL 推广新品 .....	17
图表 25: 珀莱雅擅长契合年轻人喜好的内容营销 .....	17
图表 26: 珀莱雅市场嗅觉敏锐, 对市场需求具有非常快的响应能力 .....	17
图表 27: 2019 丸美“眼霜节” .....	18
图表 28: 丸美《不怕黑》三部曲宣传片 .....	18
图表 29: 丸美“第五代弹力眼霜”推广 .....	18
图表 30: 营收增速对比 .....	19
图表 31: 扣非归母净利润增速对比 .....	19
图表 32: 毛利率对比 .....	20
图表 33: 丸美和珀莱雅返利规模及对毛利率的影响 .....	20
图表 34: 销售费用率对比 .....	20
图表 35: 管理费用率对比 .....	20
图表 36: 扣非归母净利率对比 .....	21
图表 37: 丸美与珀莱雅不同渠道的回款政策决定其应收账款周转的差异 .....	21
图表 38: 丸美与珀莱雅的应收账款周转天数都很低 .....	21
图表 39: 丸美 vs 珀莱雅: 存货周转天数对比 .....	22
图表 40: 丸美 vs 珀莱雅: 应付账款周转天数对比 .....	22
图表 41: 经营活动现金流净额 (亿元) 对比 .....	22
图表 42: 珀莱雅股权架构 .....	23
图表 43: 股权激励考核目标 .....	23
图表 44: 丸美股份股权架构 .....	24
图表 45: 珀莱雅组织架构 .....	25
图表 46: 丸美组织架构 .....	25
图表 47: 2004-2023E 全球及各国美妆个护市场规模 .....	26
图表 48: 2004-2023E 各国占全球美妆个护市场比重 .....	26
图表 49: 2008-2018 全球及各国美妆个护行业增速 .....	26
图表 50: 我国限额以上化妆品 vs. 限额以上商品零售增速 .....	26
图表 51: 国内外化妆品集团最新财年营收 (亿美金) 对比 .....	27

图表 52: 国内外化妆品集团最新财年营收增速 .....	27
图表 53: 国内外化妆品集团最新财年亚太/中国营收增速 .....	27
图表 54: 国际化妆品集团本本地区域营收占比 .....	28
图表 55: 2018 我国护肤品类本土前十品牌 .....	28
图表 56: 多品牌矩阵运作是成为大型化妆品集团的必经之路 .....	29
图表 57: 丸美&珀莱雅对比 .....	31

## 前言

- 珀莱雅和丸美作为 A 股上市公司中的新国货双雄，发展近 20 年，均已成功打造具有鲜明特色的主品牌。本文我们试图通过梳理这两家企业的发展历程、品牌定位、经营策略、财务指标和公司治理，总结出两家典型民营化妆品企业各自的核心优势和未来看点。
- 我们发现，两家公司虽然体量相似，但是在品牌基因、品类结构、渠道策略、营销打法、组织架构等方面各自特征鲜明而不同。从品牌基因来看，珀莱雅深耕大众海洋护肤，创始人以渠道起家；丸美主打中高端眼部抗衰老，创始人以营销起家。从品牌运营来看，两家公司虽体量相似，但品类结构、渠道策略、营销打法侧重点非常不同。从财务指标来看，珀莱雅高增长弹性彰显电商运营优势，丸美高盈利能力体现品牌差异化定位优势。从公司治理来看，珀莱雅实施合伙人制及事业部制，丸美呈现部门制、相对集权的组织架构。
- 我们认为，珀莱雅&丸美两家公司正处于全球范围内最有吸引力的化妆品行业基本盘之中，目前主品牌仍有份额提升空间，多品牌矩阵运作值得期待。目前本土化妆品公司营收体量仅为 3-10 亿美元，市场巨大成长可期。从短期来看，本土公司在完成原始资本积累后对产品品质、品牌建设提出更高层次的追求，新国货双雄珀莱雅和丸美的主品牌份额仍有 1-3 倍提升空间。从长期来看，两家公司成长为具备成熟多品牌运作管理的集团将能够拥有深厚护城河，持续享受超额利润和资本市场的高估值。

图表 1：丸美&珀莱雅一张表对比

	丸美	珀莱雅
品牌及定位	丸美（眼部护理为特色的中高端抗衰老品牌，核心价格带 200-500 元）、春纪（年轻化的“食材护肤”）、恋火（现代时尚彩妆）	珀莱雅（大众海洋护肤，核心价格带 100-200 元）、优资莱（茶养护肤）、韩雅（高功能护肤）、悠雅（清透时尚彩妆）、猫语玫瑰（甜美恋爱系自然彩妆）、悦芙媿（年轻肌肤快乐美妆）
各品牌占比	2018 年丸美营收 14.05 亿元，占比 89.2%，同比 +19.69%；春纪营收 1.43 亿元，占比 9%，同比 -19%；恋火营收 0.27 亿元，占比 1.7%	2018 年珀莱雅营收 20.94 亿元，占比 88.77%，同比 +32.38%；优资莱营收 1.33 亿元，占比 5.63%，同比 +41.46%；韩雅、悠雅、猫语玫瑰、悦芙媿等营收 1.32 亿元，占比 5.60%，同比 +24.84%
各品类占比	1H2017 眼部护肤 30.22%，肌肤清洁类 14.49%，护肤类-膏霜乳液 51.31%，护肤类-面膜 3.94%	1H2017 眼部护肤 5.62%，肌肤清洁类 8.95%，护肤类-膏霜乳液 71%，护肤类-面膜 11.18%
供应链	工厂位于广州，自主生产为主，节假日或促销活动前，小支装或部分涉及特殊包装工艺产品委外生产	工厂位于湖州，90% 以上的产品为自主生产，少量彩妆及新品牌“悦芙媿”委外生产。
渠道分布	① 电商占比 41.8%，直营电商占电商比重 28.4%，由代运营商（涅生电商）运营；经销电商由线上经销商（例如美妮美雅等）向 B2C 电商平台供货 ② 线下渠道主要包括：百货、CS 渠道和美容院	① 电商占比 43.6%，直营电商占电商比重 45.8%，由自有电商团队（浙江美丽谷）运营；经销电商珀莱雅由自己向京东等 B2C 电商平台供货 ② 线下渠道主要包括：CS 渠道、商超和单品牌店
营销打法	围绕“中高端品牌定位”推行大牌代言人+稳健广告投放的营销策略，目前宣传活动以传统的产品宣传片、赞助综艺为主	市场嗅觉敏锐，响应能力和执行能力强，能够以“接地气”的营销方式迅速为下沉市场消费者推广兼具市场潮流和性价比优势的新品
创始人特点	孙怀庆先生曾任广东白马化妆品有限公司推广部部长，广州安尚秀化妆品有限公司执行董事。其在品牌定位、品牌推广方面拥有独特而深刻的见解，为“丸美”品牌的构建奠定了重要基础	侯军呈先生曾担任小护士、羽西、大宝等著名化妆品品牌的经销商。其在国内化妆品经销商渠道的成熟经验为珀莱雅在全国三、四线城市的 CS 渠道展开强有力的下沉发挥重要作用
内部组织架构	丸美分为日化部、百货部、美容部，春纪有独立的销售部门，电子商务为独立部门	珀莱雅、优资莱、电商实行事业部制
未来 3 年预计利润增速	20%左右	30%左右

来源：公司公告，国金证券研究所

## 1. 品牌基因对比：A股新国货双雄，成功打造各具特色的主品牌

### 1.1 发展历程：历经近20年发展，均已成功打造各具特色的主品牌

- 珀莱雅是深耕大众“海洋+科技”护肤的国内知名化妆品企业：公司2006年成立于杭州，2017年登陆A股市场，成为国产美妆品牌第一股。目前已孕育“珀莱雅”、“优资莱”、“悦芙媿”、“韩雅”、“悠雅”、“猫语玫瑰”等自有品牌以及“TZZ”、“YNM”、“ikami”、“TIMAGE”等合伙人品牌。公司目前产品定位于大众市场，主品牌以差异化的“海洋”定位覆盖宽年龄段、宽收入区间、多层次的客户群。营销网络重点布局国内三四线城市，根据产品品牌市场定位建立了以日化专营店渠道、电商渠道和商超渠道为主的营销网络。
- 珀莱雅创始人侯军呈先生在化妆品渠道经销具有极为丰富的经验：侯军呈先生20世纪90年代曾担任小护士、羽西、大宝、兰贵人等著名化妆品品牌的代理经销商。其在国内化妆品经销商渠道经营成熟的认知与经验为珀莱雅在全国三、四线城市的CS渠道展开强有力的下沉发挥了重要作用。

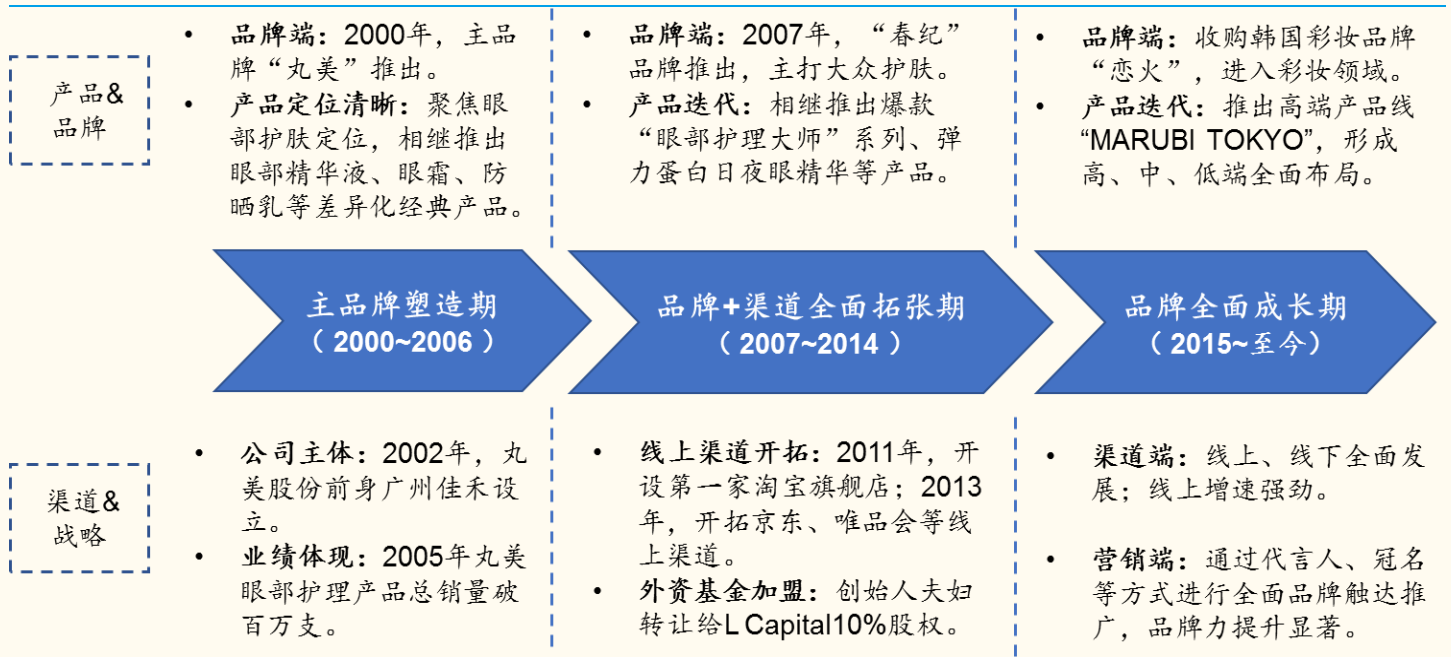
图表2：珀莱雅公司发展历程



来源：公司官网，国金证券研究所

- 丸美股份是以差异化“抗衰眼霜”著称的国内知名化妆品企业：公司2002年成立于广州，目前旗下拥有“丸美”、“春纪”和“恋火”三个品牌。主品牌“丸美”明星产品“弹弹弹，弹走鱼尾纹”的弹力蛋白眼精华开启了众多中国女性“眼部护理”的启蒙时代，目前已成为我国眼霜领域的知名品牌。公司产品以差异化的定位，满足二三线城市不同年龄、消费偏好、消费层次的消费者需求。公司渠道以经销为主、直营和代销为辅，目前已建立覆盖百货专柜、CS、电商、美容院及商超等多种渠道的销售网络。
- 丸美创始人孙怀庆先生在化妆品品牌推广营销方面具有丰富经验：孙怀庆先生曾任广东白马化妆品有限公司推广部部长，广州安尚秀化妆品有限公司执行董事。其在品牌定位、品牌市场推广方面拥有独特而深刻的见解，为“丸美”品牌的定位和构建奠定了重要基础。

图表 3：丸美股份公司发展历程



来源：公司官网，国金证券研究所

1.2 主品牌定位：珀莱雅深耕大众海洋护肤，丸美主打中高端眼部抗衰

- 从主品牌定位来看，珀莱雅以大众“海洋+科技”护肤为切入点，主打“保湿+美白”。“海洋成分”、“探索科技”和“发现精神”为品牌核心内涵。在官网展示的九大护肤产品系列中，“水动力”、“海洋透皙白”、“水漾芯肌”、“靓白芯肌”、“弹润芯肌”等系列的单品价格带处于 100-200 元，不同系列产品针对细分功能“补水、保湿、美白、提亮、弹润”进行差异化定位。

图表 4：珀莱雅主品牌口号





来源：公司官网，国金证券研究所

- 2018 年主品牌珀莱雅的高增长来源于品牌升级、新品上市及整合营销三方面的发力：①品牌升级：2018 年公司将品牌战略升级为“海洋珀莱雅”，与法国海洋开发研究所、法国国家海藻研究机构建立中法联合实验室，整合全球海洋资源，共同开发独家功效型专利科技产品。②新品上市：2018 年推出 5 大新品系列（极境海御白光塑护肤系列、海洋安瓶修护系列、印彩巴哈 insbaha 彩妆系列、水光安瓶面膜&泡泡 SPA 面膜等面膜新品系列、中高端洗护系列），涵盖护肤、彩妆、面膜、洗护等品类。③整合营销：18 年新签代言人李易峰、罗云熙、刘颖伦，与微博、微信、抖音、美拍、KOL 等深度合作，线上线下整合互动营销，消费者年轻化趋势明显。

图表 5：珀莱雅品牌面部产品系列矩阵

品牌系列名称	产品定位	产品系列品类	单品价格区间（元）	产品图片
水动力系列	大众定位 主打“补水”	水动力倍润霜/盈润眼霜 /均衡调理精华液等	70-140	
海洋透白系列	大众定位 主打“美白”	海洋透皙白莹亮眼霜/海 洋透皙白莹亮乳/柔肤水 等	70-140	
水漾芯肌系列	大众定位 主打“补水”	水漾芯肌透润乳（清润 型）/透润水（倍润型）/ 透润眼霜	90-200	
靓白芯肌系列	大众定位 主打“提亮”	靓白芯肌晶采洁 乳/面 霜/美肌水等	100-210	
弹润芯肌系列	大众定位 主打“弹润”	弹润芯肌活力霜/眼霜/ 活力水/精华液等	110-230	
赋能鲜颜系列	中高端定位 “保湿+抗衰”	赋能鲜颜抚纹精华液/细 滑乳液/紧塑霜（滋润 型）等	120-300	
极境海御白系列	中高端定位 主“提亮”	光塑淡斑精华液/洁面乳 /光塑水等	130-300	



安瓶系列	中高端定位 主打“修护”	安瓶肌底修护精华液等	200	
蕴活新肌系列	中高端定位 主打“抗衰”	深海致臻蕴活新肌精华液/新肌乳液/新肌面霜等	180-410	

来源：公司官网，国金证券研究所

- 从主品牌定位来看，丸美主打“以眼部护理为特色的中高端抗衰护肤”。在官网展示的护肤产品系列中，“多肽蛋白提拉”、“弹力蛋白凝时紧致”、“白色之恋纯白”、“雪绒花纯净保湿”、“巧克力青春丝滑”等主打系列的单品价格带整体处于 200-500 元之间。目前主品牌在眼部护理领域已经形成三大优势：① 功能细化，不同产品对应不同针对性功效；② 经典产品不断迭代，持续提供营收增量驱动；③ 眼部 SKU 较国内外品牌更为丰富。此外，由明星产品“眼霜”的“抗衰”特性精准抓住目标消费者，主品牌围绕“抗衰”需求亦打造了面霜、精华等全品类产品。

图表 6：丸美主品牌深入人心的广告语



来源：公司官网，国金证券研究所

图表 7：丸美品牌面部产品系列矩阵

品牌系 名称	产品定位	产品系列品类	单品价格区间（元）	产品图片
日本酒御龄冰肌系列	高端定位 主打“抗衰”	日本酒御龄冰肌霜/ 酒御龄冰肌精华液/ 眼部组合等	400-890	
多肽蛋白提拉系列	中高端定位 主打“抗衰”	多肽蛋白提拉精华乳/ 提拉晚霜/ 提拉蜜露等	80-540	

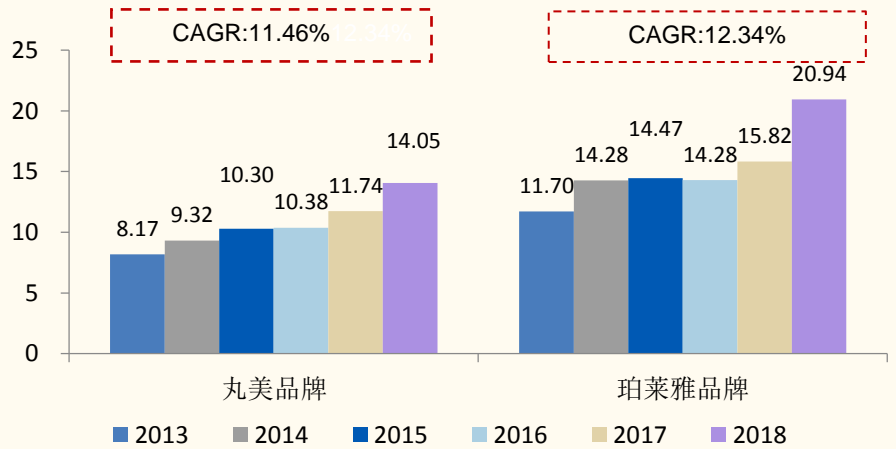
弹力蛋白凝时紧致系列	中高端 位 “补水+抗衰”	弹力蛋白凝时紧致眼精华/洁面晶/保养液等	60-500	
白色之恋纯白系列	中高端定位 “提亮+补水”	白色之恋纯白淡黑眼圈霜/纯白乳/光透精华液等	150-400	
雪绒花纯净保湿系列	中端定位 “保 + 补水”	雪绒花纯净保湿咕嘟咕嘟/洁面乳/柔肤水/保湿水凝乳等	80-330	
巧克力青春丝滑系列	中端定位 “抗皱+保湿”	巧克力青春丝滑眼霜/慕丝霜/深润霜/丝滑乳等	50-310	
BB 新肌系列	中 端 位 “修护 补水”	眼部多元修护精华素/紧致眼袋眼凝胶/嫩肤露等	100-150	

来源：公司官网，国金证券研究所

- **2018 年、2019 年主品牌推出日本原装进口“MARUBI TOKYO”系列：**  
 MARUBI TOKYO 是丸美推出的由日本原料、日本研发、日本配方、日本包装、日本设计、日本生产的原装进口高端品牌，其植根于日本精髓文化，秉承一心一意的匠人精神，坚持一期一会、一物一效的护肤理念，用心臻选日本独有的天然珍贵美肌成分，致力于凝练出顶级水准的高效保养品，引领亚洲抗衰市场。目前该系列包含“酒御龄冰肌系列”和“日本花弹润娇嫩系列”产品线，进一步提振了品牌形象和价格带，彰显出向“高端”进军的野心。丸美通过品牌中高端定位所带来的高品牌溢价，在财务报表上体现为高毛利率和高净利率。
- **目前两家公司的主品牌收入占比接近 90%，均处于主品牌驱动业绩成长，提供充沛现金流，多品牌矩阵布局日趋完善的阶段。**2013-2018 年，珀莱雅主品牌营收由 11.7 亿元增长至 20.94 亿元，近 5 年复合增速在 12.34%，

珀莱雅在 2017 年底上市以后，加强自有电商团队建设并实施股权激励，充分释放活力；2013-2018 年，丸美主品牌营收由 8.17 亿元增长至 14.05 亿元，近 5 年复合增速在 11.46%。

图表 8：主品牌营收体量（亿元）及近 5 年复合增速



来源：公司公告，国金证券研究所

- 从目标销售者画像和相应品牌矩阵布局来看，珀莱雅主品牌消费者画像主要为 2-4 线城市 18-40 岁的女性，销售渠道主要为电商、日化专营店、商超等。子品牌中，“优资莱”定位于茶养护肤，3-4 线城市消费者为主，渠道专攻单品牌店。“悦芙媞”专为年轻肌肤定制，以 1-2 线城市 18-25 岁消费者为主；“韩雅”定位高功能护肤品牌；“悠雅”定位时尚彩妆；“猫语玫瑰”猫语玫瑰定位自然彩妆。
- 2018 年珀莱雅主品牌营收 20.94 亿元，占比 88.8%，同比+32.4%。其他品牌中，优资莱品牌营收 1.33 亿元，占比 5.6%，同比+41.5%；韩雅、悠雅、猫语玫瑰、悦芙媞等品牌营收 1.32 亿元，占比 5.6%，同比+24.8%。

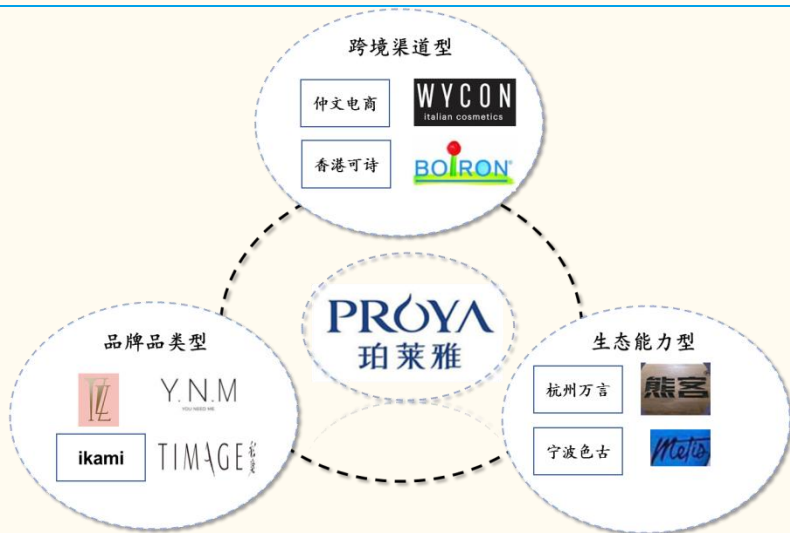
图表 9：珀莱雅自有品牌矩阵

	品牌	品牌特色及定位	价格区间 (元)	成立时间	18 营收占比	18 营收增速	产品图片
护肤	珀莱雅 PROYA 珀莱雅	海洋护肤 大众护肤品牌	100-240	2006 年	88.8%	32.4%	
护肤	优资莱 UZERO 优资莱	天然植物护肤 大众护肤品牌	30-300	2009 年	5.6%	41.5%	
护肤+ 妆	悦芙媞 HAPSODE 悦芙媞	自然、纯真、现代、 有趣 年轻彩妆品牌	20-190	2016 年	5.6%	24.8%	
护肤	韩雅 ANYA 韩雅	专注皮肤科学的高 功能护肤 大众护肤品牌	80-280	2009 年			
彩	悠雅 YOYA 悠雅	天然时尚 轻彩妆品牌	10-200	2009 年			
彩妆	猫语玫瑰	以“玫瑰”为特色的 恋爱系 少女彩妆品牌	40-260	2012 年			

来源：公司官网，国金证券研究所

- 此外，珀莱雅已开始通过内部孵化+外部参股控股投资模式，着手打造大美业生态：目前珀莱雅已投资布局的公司包括①品牌品类型如 TZZ、Y.N.M、ikami、TIMAGE 等，②跨境渠道型如仲文电商、香港可诗、WYCON、BOIRON 等，③生态能力型如杭州万言、宁波色谷、熊客等。生态化战略布局有望助力珀莱雅长期持续分享国内美妆个护行业的增长红利。







图表 10：珀莱雅投资布局一览



来源：公司公告，国金证券研究所

- 从目标销售者画像和相应品牌矩阵布局来看，丸美主品牌以眼部护理为突破口，核心消费者年龄层为 25-45 岁，渠道覆盖线下日化专营店（CS）、百货专柜、美容院以及线上电商平台。2007 年公司推出以“天然食材养肤”为理念的大众化护肤品牌“春纪”，为 18~35 岁的青春女性打造天然护肤方案，覆盖渠道包括 CS、商超和电商。2017 年，公司投资进入彩妆市场，新增以“自信时尚”为内涵的轻奢彩妆品牌“恋火”，核心年龄层为 18~40 岁，主攻 CS 和电商渠道。
- 2018 年丸美主品牌营收 14.05 亿元，占比 89.2%，同比+19.69%。其他品牌中，春纪品牌营收 1.43 亿元，占比 9.1%，同比-19%；恋火品牌营收 0.27 亿元，占比 1.7%。

图表 11：丸美自有品牌矩阵

品类	品牌名称	品牌特色及定位	价格区间 (元)	成立时间	18 营收占比	18 营收增速	产品图片
护肤	丸美 	“眼部护理”为突破的综合性护肤方案；中高端综合护肤品牌	150-380	2000 年	89.2%	19.7%	
护肤	春纪 	“天然食材养肤”大众化护肤品牌	60-250	2007 年	9.1	-19.0%	
彩妆	恋火 	“自信时尚”轻奢彩妆品牌	59-250	2017 年 (收购)	1.7%	-	

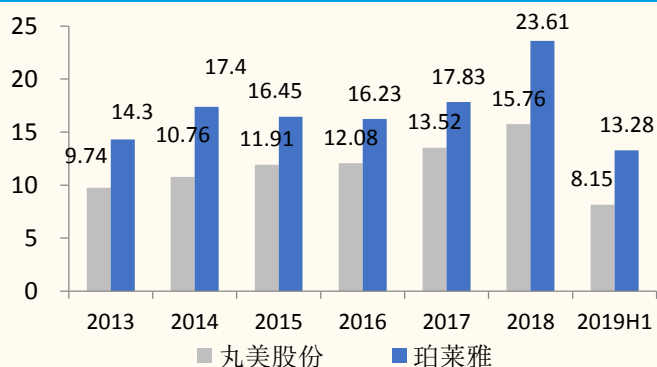
来源：公司官网，国金证券研究所

## 2. 品牌运营对比：体量相似，品类结构、渠道策略、营销打法不同

### 2.1 规模体量：珀莱雅营收体量相对更高，丸美利润体量更大

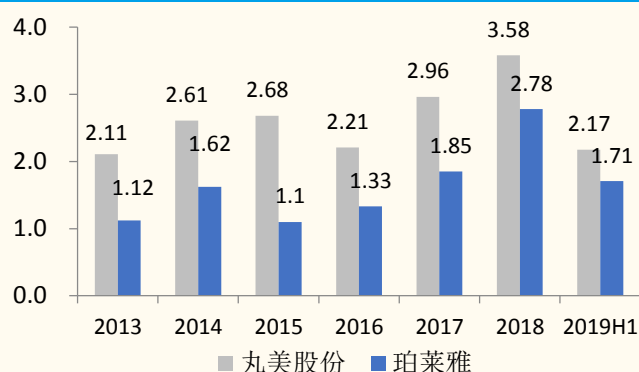
- 两家公司的规模体量基本属于行业内同一量级，其中珀莱雅营收体量相对更高，丸美利润体量更大：最近 3 年，珀莱雅公司实现营收 16.23/17.83/23.61 亿元，同比-1.83%/+9.83%/+32.43%；扣非归母净利润 1.33/1.85/2.78 亿元，同比+21.37%/+38.70%/+50.03%。丸美公司实现营收 12.08/13.52/15.76 亿元，同比+1.42%/+11.94%/+16.52%；扣非归母净利润 2.21/2.96/3.58 亿元，同比-17.40%/+34.09%/+20.90%。

图表 12：营业收入 (亿元) 对比



来源：Wind，国金证券研究所

图表 13：扣非归母净利润 (亿元) 对比

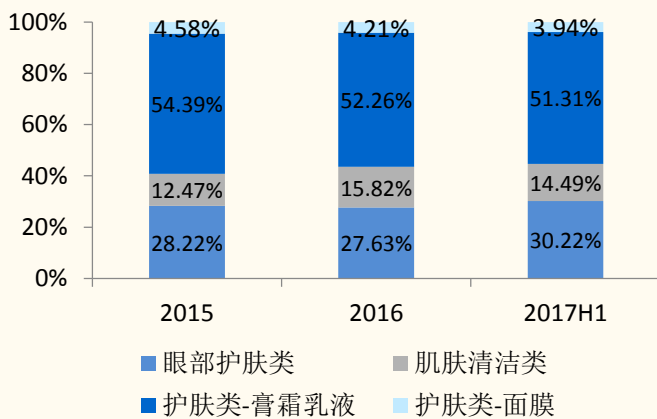


来源：Wind，国金证券研究所

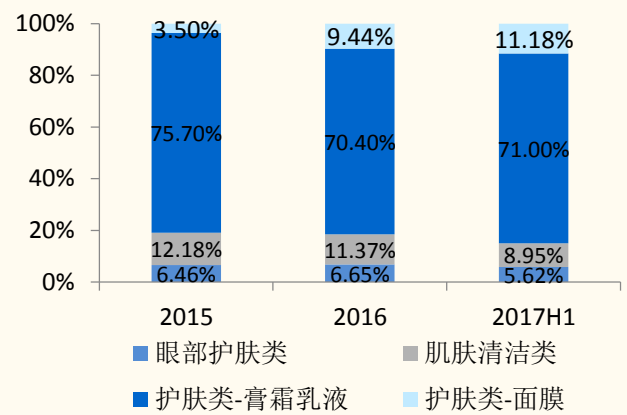
## 2.2 品类结构：珀莱雅主打面部护肤，丸美眼部护理占比较高

- 在护肤品细分品类中，一般眼部护理毛利率较高，面膜毛利率较低，膏霜乳液及肌肤清洁类介于以上两者之间：在同一护肤品品牌的各品类中，①眼部护肤类产品定位为护理眼睛周围较薄一层皮肤的高端护理产品，具有单件容量小、销售单价高的特点，毛利率较高；②面膜类产品因市场竞争较为激烈，且具有单件价值低、使用周期短的特点，具备适宜赠送的天然属性，常以买赠的形式配合其他产品销售，毛利率较低；③膏霜乳液及肌肤清洁类产品的毛利率则一般介于眼部护理产品和面膜产品之间。
- 珀莱雅主打面部护肤，丸美眼部护理占比较高，品类结构差异影响综合毛利率表现：珀莱雅眼部护肤类产品的销售收入占比在 5%-7%之间，而丸美眼部护肤类产品的收入占比在 30%左右；面膜类产品的毛利率相对较低，2016 年和 2017 年上半年珀莱雅面膜类产品的收入占比在 10%左右，而丸美面膜类产品收入占比低于 5%。不同的品类结构分布使得丸美的综合毛利率高于珀莱雅。

图表 14：2015-2017H1 丸美分品类营收占比



图表 15：2015-2017H1 珀莱雅分品类营收占比



来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

图表 16：丸美 vs 珀莱雅：综合毛利率及各品类毛利率对比

毛利率对比-分品类	2015	2016	2017H1
眼部护肤类			
丸美	74.86%	74.23%	76.53%
珀莱雅	77.83%	77.82%	75.40%
肌肤清洁类			
丸美	60.05%	64.38%	64.16%
珀莱雅	66.96%	67.64%	66.33%
护肤类-膏霜乳液			
丸美	68.02%	67.33%	67.58%
珀莱雅	63.97%	63.11%	64.70%
护肤类-面膜			
丸美	64.66%	42.04%	40.56%
珀莱雅	38.01%	39.72%	40.85%
综合毛利率			
丸美	68.66%	67.67%	68.73%
珀莱雅	63.86%	61.96%	62.58%

来源：公司公告，国金证券研究所

### 2.3 渠道结构：线上&线下占比相似，但目前渠道运营策略有所不同

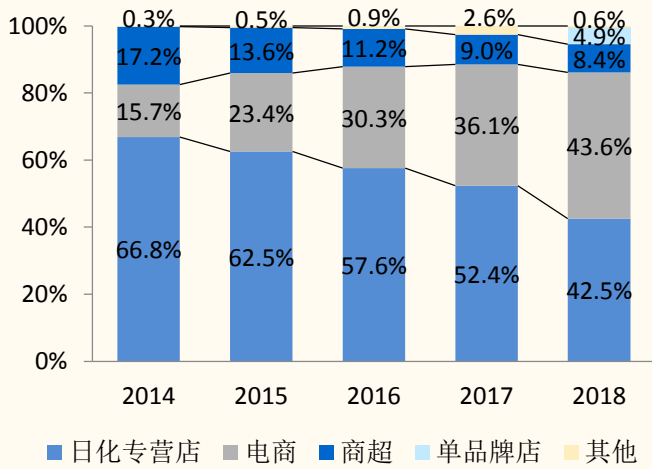
- 从线上渠道来看，两家公司目前电商销售占比均超过 40%。2015-2018 年，珀莱雅线上渠道销售占比由 23.4%提升至 43.6%，丸美线上渠道占比由 21.7%提升至 41.8%。但从线上渠道运营角度来看：
  - 珀莱雅直营电商占电商收入比重为 45.8%，由自有电商团队（浙江美丽谷）运营；经销电商珀莱雅由自己向京东等 B2C 电商平台供货。
  - 丸美直营电商占电商收入比重为 28.4%，由代运营商（涅生电商）运营；经销电商由线上经销商（例如美妮美雅等）向 B2C 电商平台供货。
- 从线下渠道结构来看，两者除 CS 渠道外的线下渠道各有特色：
  - 珀莱雅线下渠道主要包括：①CS 渠道（主要销售珀莱雅）、②商超（主要销售珀莱雅）和③单品牌店（主要销售优资莱）。
  - 丸美线下渠道主要包括：①百货（主要销售丸美&MARUBI TOKYO）、②CS 渠道（主要销售丸美、春纪、恋火）和③美容院（主要销售丸美专业线产品）。

图表 17：珀莱雅和丸美的销售渠道分布对比

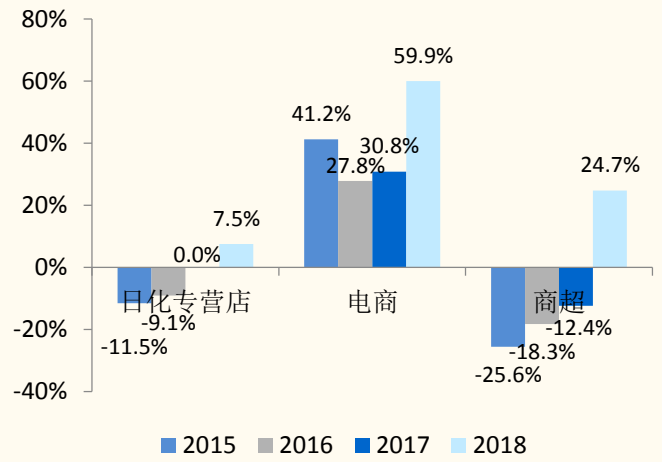
	丸美	珀莱雅
电商渠道	2018 年线上渠道营收 6.58 亿元，占比 41.8% 同比+31%。	2018 年线上渠道营收 10.28 亿元，占比 43.6%，同比+59.91%。
直营	2018 年直营占线上收入比重 28.4%，同比+21.8%。电商直营业务通过与知名代运营公司广州涅生电商合作进行管理。	2018 年直营占线上收入比重 45.77%，同比+90.19%。 2012 年设立专门从事直营电商的子公司浙江美丽谷电子商务。
经销	2018 年经销占线上收入比重 71.6%，同比+35.1%。美妮美雅是公司在唯品会、聚美优品等重 电商销售平台的唯一授权经销商，也是公司京东自营销售平台的唯一授权经销商。公司对美妮美雅销售占线上收入的 47.4%。	2018 年经销（京东、唯品会、聚美优品）占线上收入比重 54.23%，同比+40.97%。公司直接向电商平台供货。
线下渠道	2018 年线下渠道营收 9.17 亿元，占比 58.3%，同比+7.9%。	2018 年线下渠道营收 13.31 亿元，占比 56.43%，同比+16 86%。
百货	①2018 直营百货收入 326 万元，占比 0.2%，同比+78%；经销百货收入 1.71 亿元，占比 11%，同比+23%； ②主要聚焦于丸美品牌形象树立，目前数量约 1000 家。	/
日化专营店	①2018 年收入 6.27 亿元，占比 40%，同比+6%； ②2018 年公司经销商数量为 186 家；终端网点目前丸美 CS 网点约 8000-9000 家，春纪 CS 网点约 3000 家，恋火 CS 网点近 1000 家。	①2018 年收入 10.03 亿元，占比 42.52%，同比+7.45%； ②截至 2017M6 公司整体 CS 线下经销商 230 个，终端网点 1.9 万个； ③主品牌珀莱雅线下经销商 120 余家，终端 CS 网点 1.3 万个左右。
商超	①2018 年收入 131 万元，占比 0.1%，同比-25%； ②销售体量较小，主要聚焦于春纪品牌。	①2018 年收入 1.99 亿元，占比 8.45%，同比+24.66%； ②截至 2017M6 公司整体商超经销商（与 CS 有重叠）145 个，终端网点 2803 个，其中主品牌 853 个； ③2017 年同比+9.72%。珀莱雅品牌实现银泰系统零售增长 23.2%；华东大润发全系统实现全年增长 21.6%。
单品牌店	/	2018 年营收 1.16 亿元（优资莱开店约 500 家，每家 20 万进货额），占比 4.90%。
美容院	①2018 年收入 1.11 亿元，占比 7%，同比+24%； ②主要聚焦于丸美品牌专业线产品，目前终端数量在 2000 余家。	/

来源：公司公告，国金证券研究所

图表 18: 珀莱雅 2014-2018 分渠道收入占比



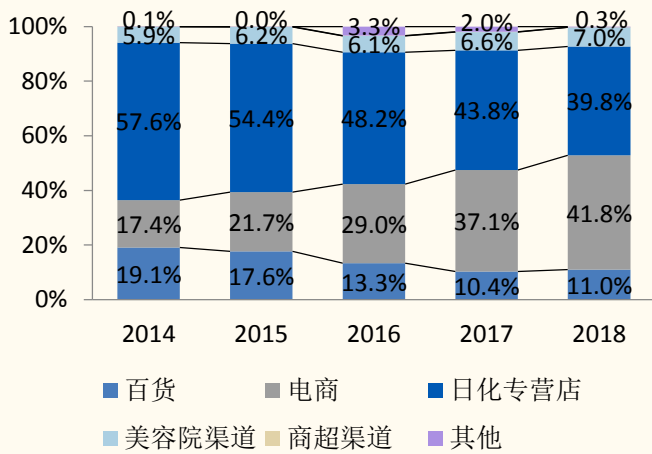
图表 19: 珀莱雅 2015-2018 主要渠道收入增速



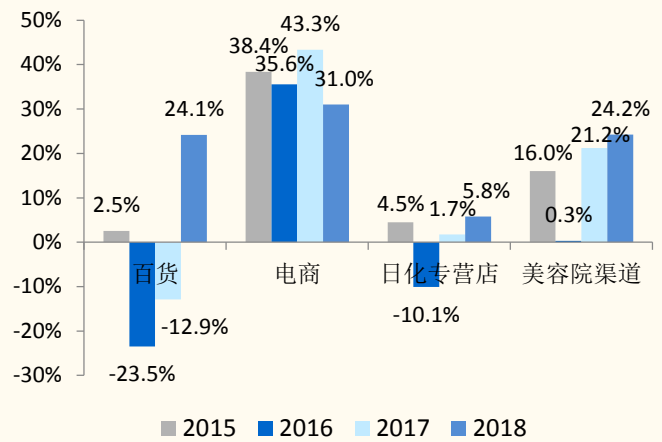
来源: 公司公告, 国金证券研究所; 备注: 此处商超包括通过经销商销售的商超和连锁商超

来源: 公司公告, 国金证券研究所; 备注: 此处商超包括通过经销商销售的商超和连锁商超

图表 20: 丸美 2014-2018 分渠道收入占比



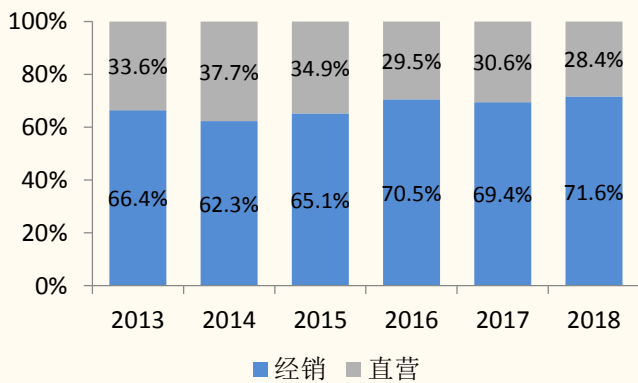
图表 21: 丸美 2015-2018 主要渠道收入增速



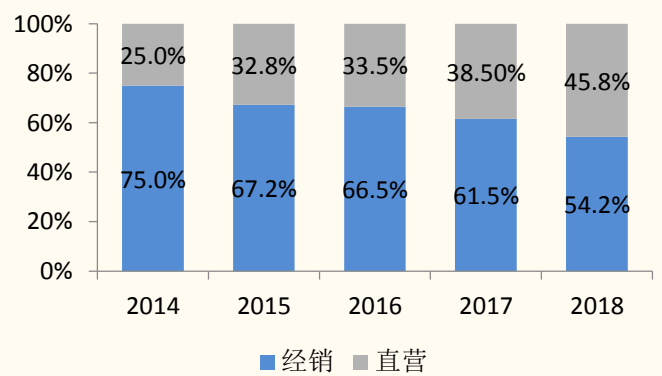
来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 22: 丸美电商直营&经销电商收入占比



图表 23: 珀莱雅电商直营&经销收入占比



来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 国金证券研究所



## 2.4 营销策略：珀莱雅年轻化&接地气&市场嗅觉敏锐，丸美主打代言人&宣传片&综艺赞助

- 珀莱雅品牌营销紧紧围绕定位下沉市场品牌认知，营销方式十分“年轻化”和“接地气”：在代言人选择方面，公司选择李易峰、罗云熙、黄明昊、经超等当代流量花旦代言各个品类，赢得大量年轻女性的喜爱。此外，公司非常擅长契合年轻人口味的内容营销方式，深度合作美妆界 KOL、头部直播红人以及大量腰部 KOL，在抖音、小红书等新兴内容营销平台开展“接地气”的营销方式。

图表 24：珀莱雅选择流量花旦和 KOL 推广新品



来源：公司官网，国金证券研究所

图表 25：珀莱雅擅长契合年轻人喜好的内容营销



来源：抖音，国金证券研究所

- 公司市场嗅觉非常敏锐，并对市场需求有非常快的响应能力和执行能力，能够迅速为下沉市场消费者推出兼具市场潮流和性价比优势的新品：公司通过阿里数据银行迅速捕捉和分析行业热点及年轻人喜好，及时反馈给研发生产端，并通过自有优质供应链体系和自有电商渠道运作体系实现产品在线上的迅速上新和初期投放，产品上新后公司实时监控销售数据和效果，根据效果决定是否加大产品的投放推广力度。凭借精准的市场洞察能力、快速的市场响应能力和同等热点下性价比优势凸显的产品，珀莱雅已经成功打造了“水漾芯肌透润水”、“烟酰胺雪肌精华”、“0 粉感奶油肌持妆粉底液”、“泡泡 SPA 面膜”等明星产品。

图表 26：珀莱雅市场嗅觉敏锐，对市场需求具有非常快的响应能力



来源：公司官网，国金证券研究所

- 丸美则围绕“中高端品牌定位”推行大牌代言人+稳健广告投放的营销策略，目前宣传活动以传统的宣传片、赞助综艺为主：在代言人选择方

面，公司邀请周迅、梁朝伟、彭于晏等大牌明星作为代言人；在品牌宣传方面，公司深谙传统营销，从2014年11月丸美首届眼霜节开始，公司每一年的眼霜节都通过持续的内容创新，成为当年度的营销支点。通过《眼》、《不怕黑》三部曲等宣传片，每年眼霜节宣传片都成功成为年度现象级的营销案例，除了片子本身的内容、质感具备高水平外，公司更以生动的广告立意温暖目标消费者，让“眼”成为丸美的品牌资产。

图表 27: 2019 丸美“眼霜节”



来源：公司官网，国金证券研究所

图表 28: 丸美《不怕黑》三部曲宣传片



来源：公司官网，国金证券研究所

- 2019 年公司主推弹力眼霜第五代——丸美弹力蛋白眼精华素：Q2 公司携手湖南卫视金鹰独播剧场独家冠名及各大机场、高铁站、户外、电影院等多渠道对五代弹实现 360 度立体投放；并在朋友圈广告，腾讯视频，爱奇艺《皓镧传》、《妻子的浪漫旅行 2》、《极限挑战 5》等节目明星大头贴，聚焦五代弹；此外还通过东方卫视、浙江卫视《我的真朋友》、东方卫视《亲爹后爸》电视剧剧情与场景的深度植入、二次传播、粉丝互动实现 IP 捆绑营销。

图表 29: 丸美“第五代弹力眼霜”推广



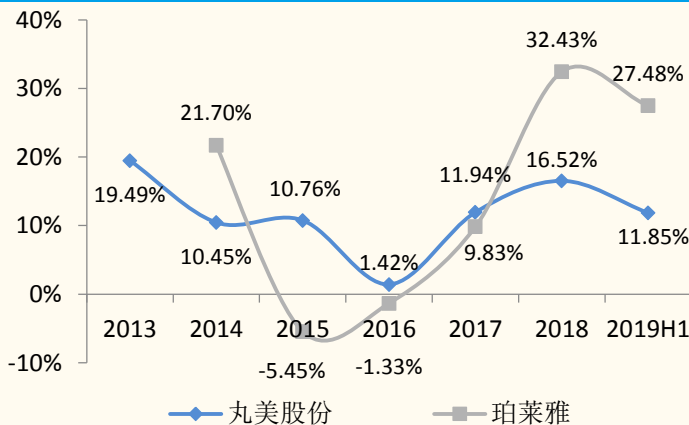
来源：芒果 TV，爱奇艺，国金证券研究所

### 3. 财务指标对比：珀莱雅高增长弹性彰显电商运营优势，丸美高盈利能力体现品牌差异化定位优势

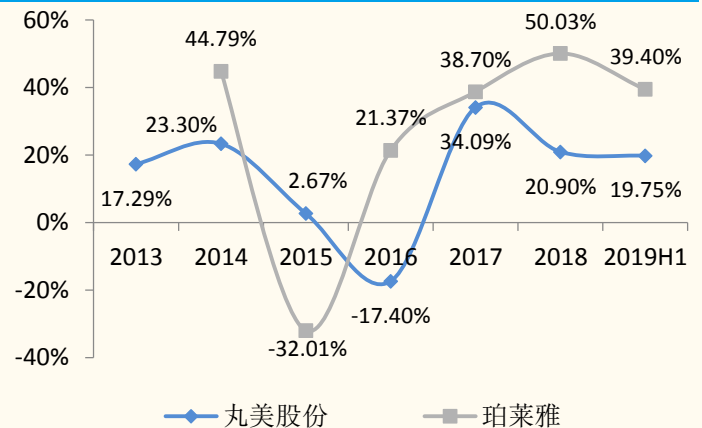
#### 3.1 成长能力：珀莱雅上市后充分发挥电商运营能力，迎来强增长弹性

- **2015-2016 年，“外部行业增速+内部公司调整”导致两家公司业绩承压：**宏观经济层面，2015-2016 年受国内宏观经济增速放缓影响，国内化妆品零售行业整体增速由 20% 以上的高速增长期进入中高速增长期。从公司自身来看，一方面，2015-2016 年线下 CS 渠道红利期基本结束，传统本土品牌尚未完善布局线上布局渠道；另一方面，2015-2016 年正值两家公司筹备上市之中，公司层面对于扩张相对比较保守。内外部因素共同影响下，两家公司业绩均有所承压。
- **2017 年起，随着化妆品行业整体增速的回升以及传统品牌公司对电商渠道的发力，电商渠道成功接力成为重要的渠道增长引擎：**其中，珀莱雅在上市后高度重视自有电商团队的建设，深度把控天猫直营等线上渠道，取得良好效果，成功支撑公司整体营收高速增长。2017/2018/1H2019，珀莱雅营收增速分别为 9.83%/32.43%/27.48%；扣非归母净利润增速为 38.7%/50.03%/39.4%。
- **此外，我们认为对于国内化妆品公司，上市具有里程碑式的意义：**上市不仅有望对公司品牌认知度、各种渠道合作、营销能力等带来积极影响；更重要的是，上市亦有望奠定公司更加体系化的管理体系和内部激励制度，从长期释放公司更大的能量，提升发展速度。

图表 30：营收增速对比



图表 31：扣非归母净利润增速对比



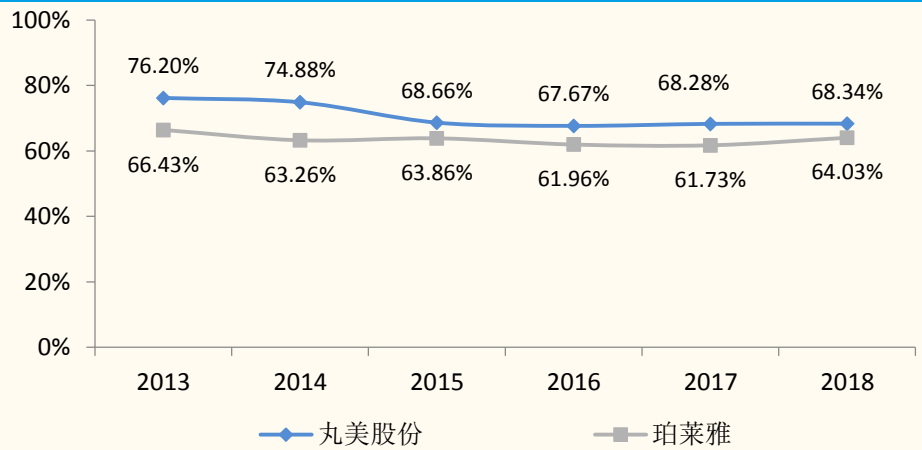
来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

#### 3.2 盈利能力：丸美深耕差异化“抗衰眼霜”品类，盈利能力较强

- **两家公司的毛利率差异主要由两方面因素导致：①品类及定位端差异：**由于丸美高毛利率的“眼部护肤”品类占比较大，且品牌定位更偏中高端，因此公司整体具有较高的毛利率；②**对经销商的返利力度差异：**根据丸美的上市招股说明书数据，丸美对经销商的返利补贴力度更小，例如 2016 年珀莱雅返利占经销收入比例 30.03%，同期丸美返利占经销收入比例在 10% 左右。

图表 32：毛利率对比



来源：Wind，国金证券研究所

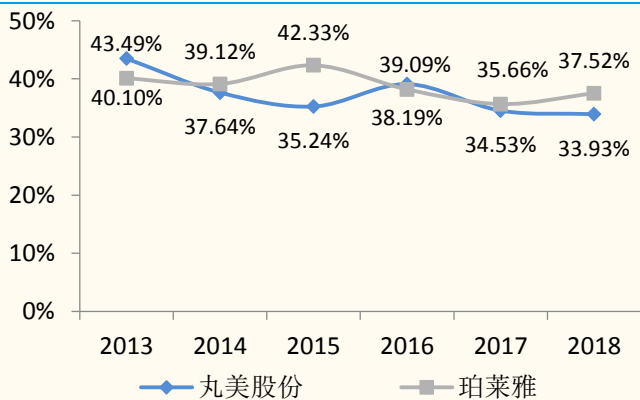
图表 33：丸美和珀莱雅返利规模及对毛利率的影响

单位：亿元	丸美			珀莱雅
	2016	2017	2018	2016
返利/抵贷款形式的补贴	0.73	1.44	2.07	5.09
经销收入	10.63	11.70	13.80	11.86
返利/补贴占经销收入比例	6.45%	10.93%	13.06%	30.03%
营业收入	12.08	13.52	15.76	16.23
营业成本	3.91	4.29	4.99	6.18
估算对毛利率的影响	-1.85%	-3.04%	-3.68%	-9.08%

来源：公司公告，国金证券研究所

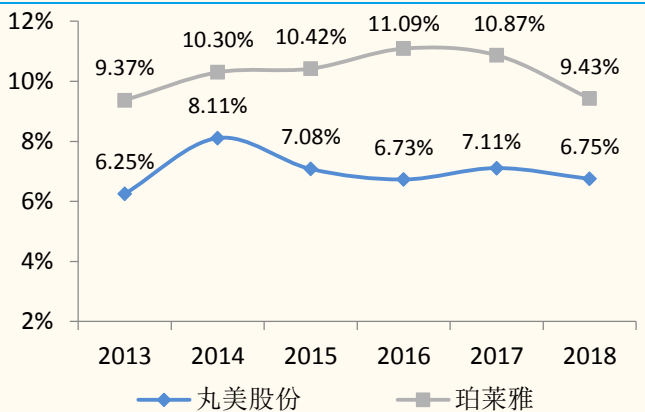
- 销售及管理费用率：**从销售费用率角度来看，丸美销售模式以经销为主，经销收入占比略高于行业水平，除天猫旗舰店和京东品牌方直营店以外的电子商务渠道主要通过经销商进行供货，电商服务费较少；此外，丸美商超渠道收入占比低，商超服务费及商超销售人员产生的薪酬费用较低。从管理费用率角度来看，丸美因品牌数量、管理架构的差异，丸美的管理人员数量相对较少，薪酬费用占比相对较低；品牌数量较少导致旗下合并主体较少，折旧、摊销费用占比相对珀莱雅较低。

图表 34：销售费用率对比



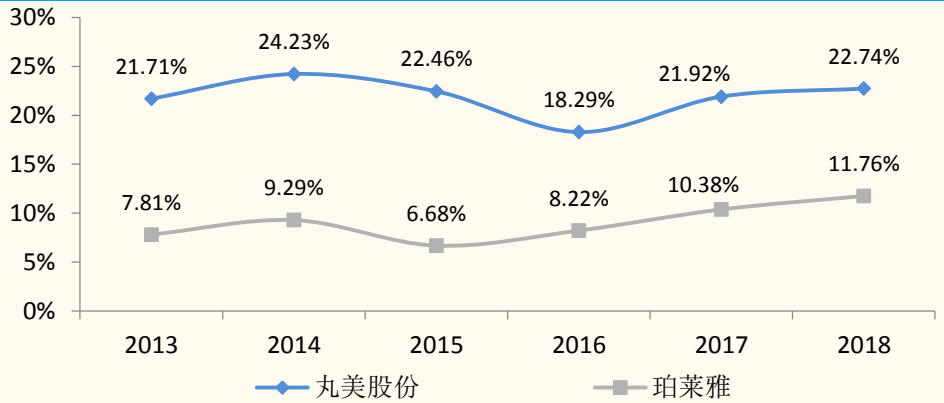
来源：Wind，国金证券研究所

图表 35：管理费用率对比



来源：Wind，国金证券研究所；注：管理费用包含研发费用

图表 36：扣非归母净利率对比



来源：Wind，国金证券研究所

### 3.3 营运能力：两家公司营运能力均处于行业内优秀水平

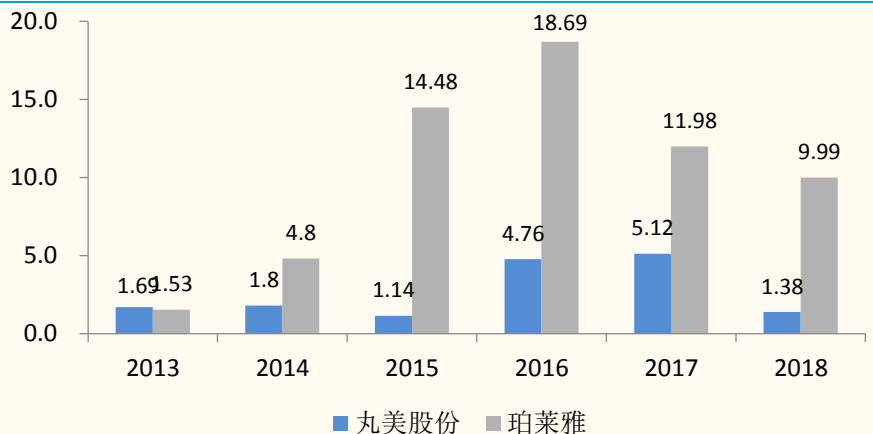
- 两家公司应收账款周转天数的差异主要源于信用政策的审批和经销渠道的构成不同。**丸美**：对 CS 渠道经销商严格采取“先款后货”结算模式，线上 B2C 平台亦通过经销商供货，且商超占比非常小，因此应收款规模小，周转速度更快。**珀莱雅**：对 CS 渠道经销商采取“先款后货”结算模式，但在 B2C 平台、商超渠道均由公司自己供货，这 B2C 平台和商超渠道有 1-2 月的账期，因此综合来看应收账款周转天数略高于丸美。

图表 37：丸美与珀莱雅不同渠道的回款政策决定其应收账款周转的差异

销售类型	收款政策	信用政策
与经销商合作 (珀莱雅、丸美)	根据与经销商签订的合同，一般采用先款后货的模式。	经经销商申请，公司审批后给予部分优质经销商一定的信用额度，信用期一般为 1-3 个月。信用额度和信用期由公司根据申请情况进行审批，金额和期限均不固定。
大型 B2C 平台 (珀莱雅)	根据与大型 B2C 平台签订的合同，一般采用赊销的模式。	给予客户赊销账期，一般为 2-3 个月，未规定信用额度。
与连锁商超合作 (珀莱雅)	根据与连锁商超签订的合同，一般采用赊销的模式。	发行人给予客户赊销账期，一般为 2-3 个月，未规定信用额度。

来源：公司公告，国金证券研究所

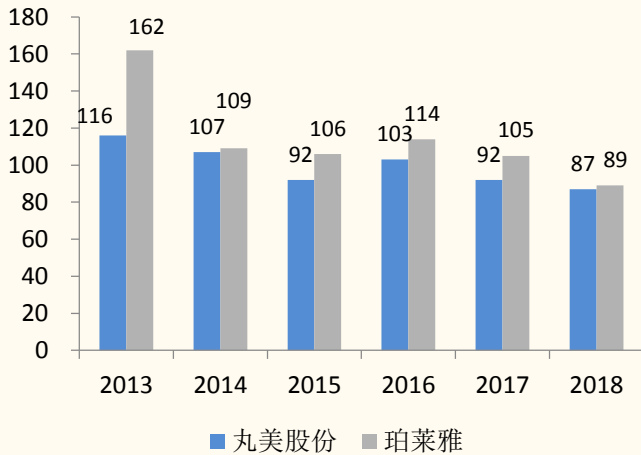
图表 38：丸美与珀莱雅的应收账款周转天数都很低



来源：Wind，国金证券研究所

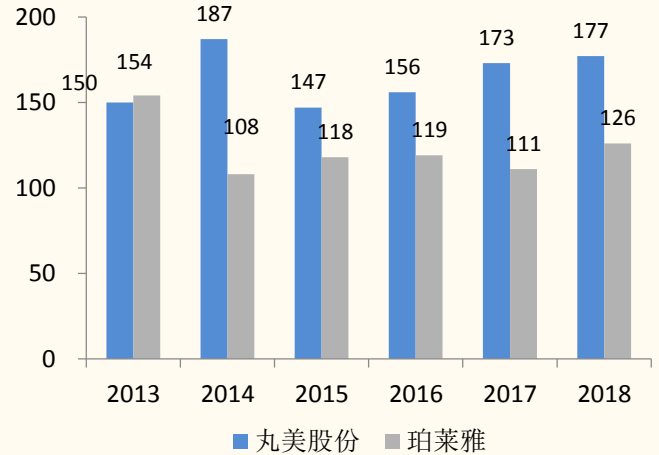
- 两家公司营运能力均逐渐向好：存货周转方面，16/17/18 年，丸美存货周转天数分别为 103 天/92 天/87 天，珀莱雅存货周转天数分别为 114 天/105 天/89 天。应付账款周转方面，16/17/18 年，丸美应付账款周转天数分别为 156 天/173 天/177 天，珀莱雅应付账款周转天数分别为 119 天/111 天/126 天。两家公司营运能力均处于行业内优秀水平，经营现金流量净额进入上升通道。

图表 39：丸美 vs 珀莱雅：存货周转天数对比



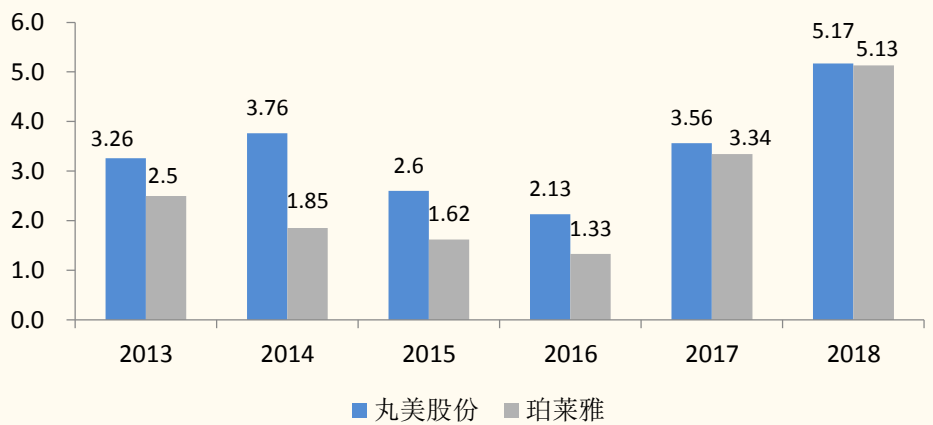
来源：Wind，国金证券研究所

图表 40：丸美 vs 珀莱雅：应付账款周转天数对比



来源：Wind，国金证券研究所

图表 41：经营活动现金流净额（亿元）对比



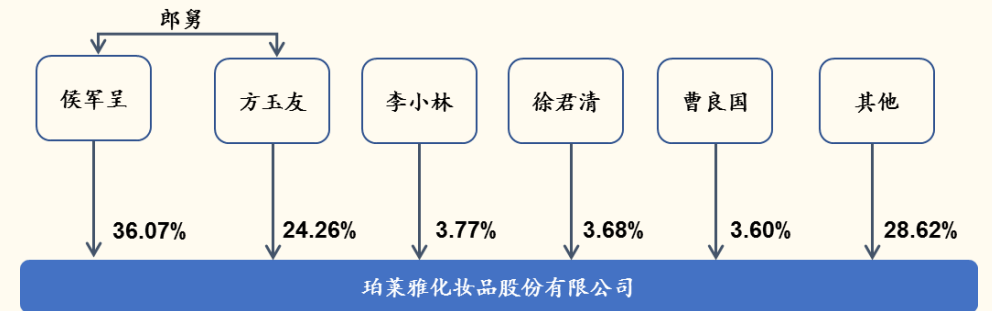
来源：Wind，国金证券研究所

#### 4. 公司治理对比：珀莱雅实施阿米巴经营模式，丸美呈现相对集权组织架构

##### 4.1 股权结构：珀莱雅合伙人制，丸美股权相对集中

- 珀莱雅股权相对分散，合伙人制度特征凸显：创始人兼大股东侯军呈持股比例为 36.07%，二股东方玉友持股比例为 24.26%。此外，公司于 2018 年推出了股权激励计划，提升了中层管理人员的凝聚力。

图表 42：珀莱雅股权架构



来源：Wind，国金证券研究所

- 珀莱雅 2018 年 6 月推出限制性股权激励计划，充分调动员工积极性。股权激励计划目标对象覆盖公司核心中层骨干，方案的落实将有效绑定公司核心骨干利益，充分调动员工积极性，有利于公司中长期发展目标的有效达成。营收以及净利润考核指标对应 2018-2020 年的复合增速均超过 30%，且除公司层面的业绩考核外，公司对业务单元及个人还设置了严密的绩效考核体系，一定程度上体现了管理层对公司未来高速增长的信心。

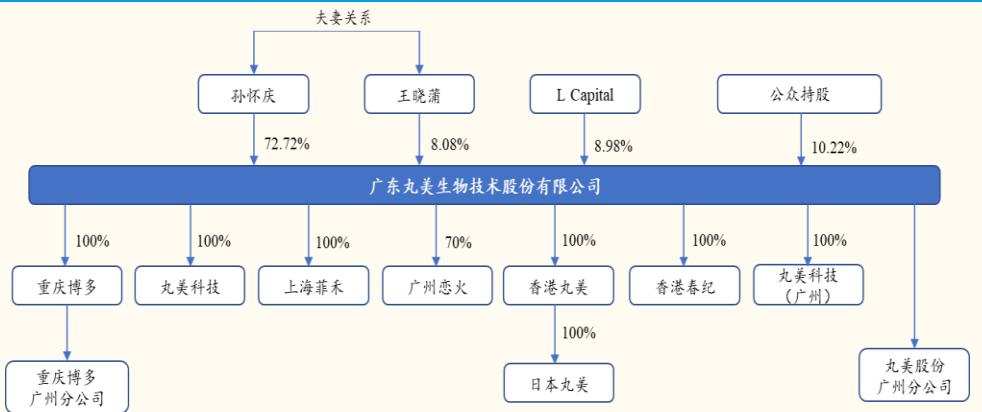
图表 43：股权激励考核目标

解除限售期	业绩考核目标
第一个解除限售期	以 2017 年营业收入为基数，2018 年营业收入增长率不低于 30.8%； 以 2017 年净利润为基数，2018 年净利润增长率不低于 30.1%。
第二个解除限售期	以 2017 年营业收入为基数，2019 年营业收入增长率不低于 74.24%； 以 2017 年净利润为基数，2019 年净利润增长率不低于 71.21%。
第三个解除限售期	以 2017 年营业收入为基数，2020 年营业收入增长率不低于 132.61%； 以 2017 年净利润为基数，2020 年净利润增长率不低于 131.99%。

来源：公司公告，国金证券研究所

- 目前丸美股权相对集中，创始人夫妻为公司实际控制人。目前创始人孙怀庆、王晓蒲夫妻为实际控制人，合计持股 80.8%，处于控股地位，股权结构稳定且较为集中。第二大股东 L Capital 亚洲基金股权占比 8.98%，其有意在锁定期届满后 24 个月内减持该解除锁定部分 60%-100% 的公司股份。

图表 44：丸美股份股权架构



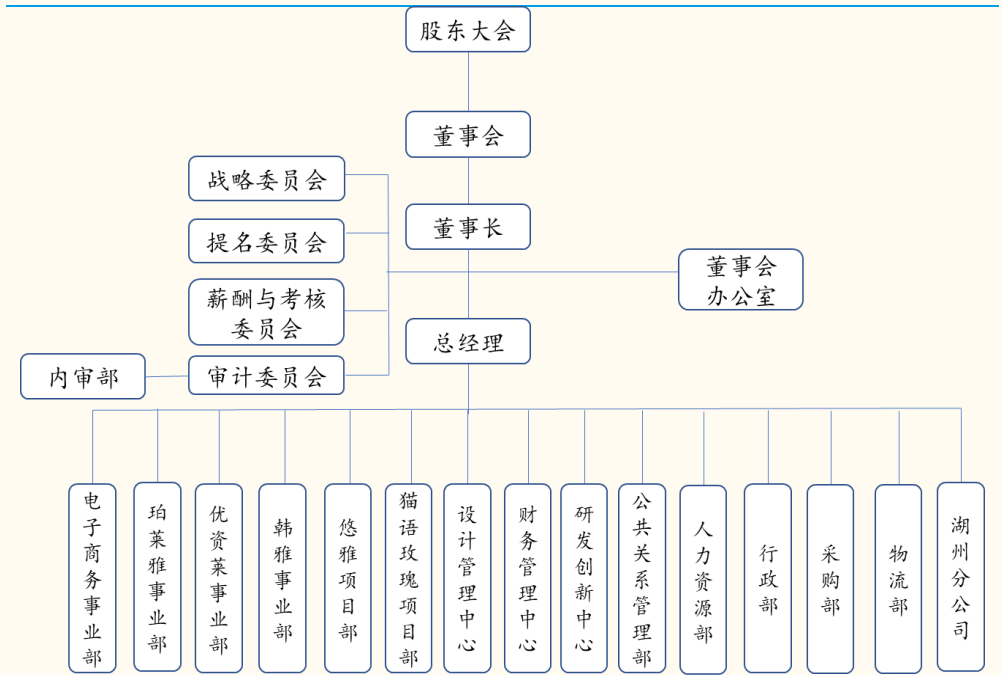
来源：Wind，国金证券研究所

#### 4.2 组织架构：珀莱雅在人才选拔、机制设计方面具有强灵活性和激励性

- **珀莱雅积极探索阿米巴经营管理模式，各事业部独立核算。**各品牌事业部负责品牌的产品规划、市场运作及渠道管理，各事业部独立核算收入和利润，确保品牌销售目标的达成；公司总部则提供采购、生产、研发、人力、物流等的基础资源供给。公司在组织架构、人才选拔、机制设计方面都具有很强的灵活性和激励性。
- **在组织方面：**2018 年为构建多品牌多品类全渠道的美妆大平台，公司以“三驾马车”战略为牵引，推动“小集团、大事业部”组织变革，总部以创新、人才、孵化为核心定位，推动供应链、管理服务各模块服务集约化、建立产品研发、设计、采购、市场、销售协同作业机制，以更高的效率快速响应各事业单元的业务需求，达到了降低管理费用、内部运营效率提升的目标。2019 年公司顺应外部市场变化，以产品端、品牌端为起点变革，围绕爆品策略、新营销的业务模式推进组织变革。
- **在人才方面：**人才选拔遵循年轻化、多元化原则，公司管理层大量启用 80 后、85 后年轻人，同时引进跨行业人才：如服装行业、淘宝内容运营公司、策略公司背景的人才，积极引进符合公司人才标准的国际人才，建立开放、复合的人才运营机制。
- **在机制方面：**公司杜绝一刀切，根据不同事业单元、不同层级、不同职系的人才设计多元化的激励机制，如中高管股权激励、各业务模块超额分享、内部创业合伙人，内部各部门市场化等各种机制，充分调动了公司各级员工的积极性、主动性，让人人都成为经营者，实现企业与员工的双向提升。



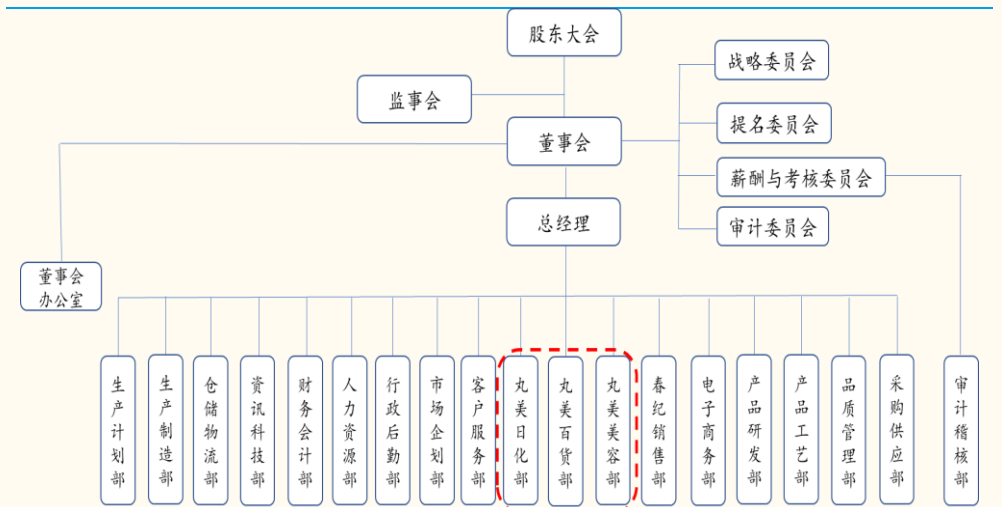
图表 45：珀莱雅组织架构



来源：公司公告，国金证券研究所

- **丸美：相对集权的部门制组织架构。**丸美将主品牌丸美按照渠道划分日化、百货及美容部，为春纪设立单独销售部，并在公司层面设立电子商务部，各品牌各渠道由公司集中提供采购、生产、研发、人力等的资源调配。
- **人才培养方面：**公司将建立从高级管理人员到普通员工的一整套培训体系，包括内部交流、轮岗、外聘讲师授课、到国内外先进企业参观学习等方式，大幅提升员工素质。
- **人才拓展方面：**公司积极拓宽人才招聘渠道，从国内外、跨行业引进适合公司发展的专业化技术人才和管理人才，优化人才结构，完善人才梯队。
- **激励机制方面：**公司将不断完善人才激励机制，特别是技术、管理、营销人员的长效激励机制，激发员工的主观能动性，鼓励优秀人才为企业长期服务。

图表 46：丸美组织架构



来源：公司公告，国金证券研究所

### 5. 两家公司正处于全球范围内最有吸引力的化妆品行业基本盘之中，主品牌仍有份额提升空间，多品牌矩阵运作值得期待

- 过去十五年，新兴国家美妆个护市场规模在全球的比重不断上升：全球市场规模由 2004 年的 2542 亿美金增长至 2018 年的 4740 亿美金，其中中国占比由 6% 上升至 13%，巴西由 3% 上升至 6%，印度由 1% 上升至 3%，而同期美国、日本、德国、英国、法国、意大利等国家的占比则不断下降。而展望未来 5 年，新兴国家凭借巨大的人口基数和美妆渗透潜力，市场规模占比预计会进一步提升。

图表 47：2004-2023E 全球及各国美妆个护市场规模

美妆个护市场规模 (亿美金)	2004	2008	2013	2018	2023E
美国	622	679	757	895	1090
中国	152	250	412	620	939
巴西	78	128	241	300	440
日本	331	350	340	375	428
德国	149	163	180	202	231
印度	27	42	86	141	223
英国	110	129	153	174	206
法国	139	146	153	153	168
南韩	60	73	109	135	152
意大利	107	114	114	118	132
全球	2542	3068	3803	4740	6222

来源：Euromonitor，国金证券研究所

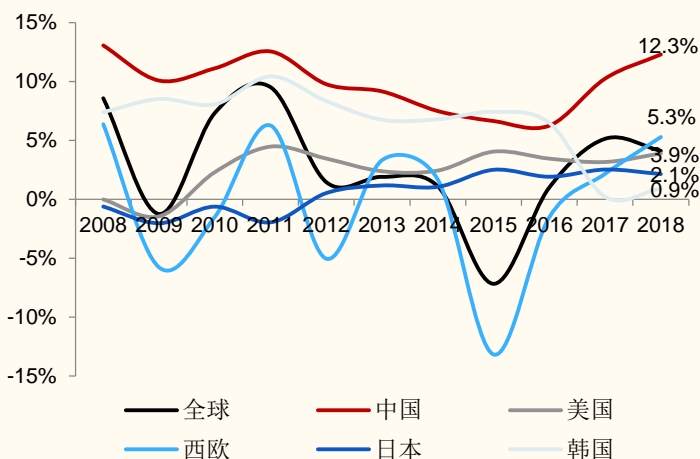
图表 48：2004-2023E 各国占全球美妆个护市场比重

各国占全球市场比重	2004	2008	2013	2018	2023E
美国	24.5%	22.1%	19.9%	18.9%	17.5%
中国	6.0%	8.1%	10.8%	13.1%	15.1%
巴西	3.1%	4.2%	6.3%	6.3%	7.1%
日本	13.0%	11.4%	8.9%	7.9%	6.9%
德国	5.9%	5.3%	4.7%	4.3%	3.7%
印度	1.1%	1.4%	2.3%	3.0%	3.6%
英国	4.3%	4.2%	4.0%	3.7%	3.3%
法国	5.5%	4.8%	4.0%	3.2%	2.7%
南韩	2.3%	2.4%	2.9%	2.8%	2.4%
意大利	4.2%	3.7%	3.0%	2.5%	2.1%
其他国家	30.2%	32.5%	33.0%	34.3%	35.6%

来源：Euromonitor，国金证券研究所

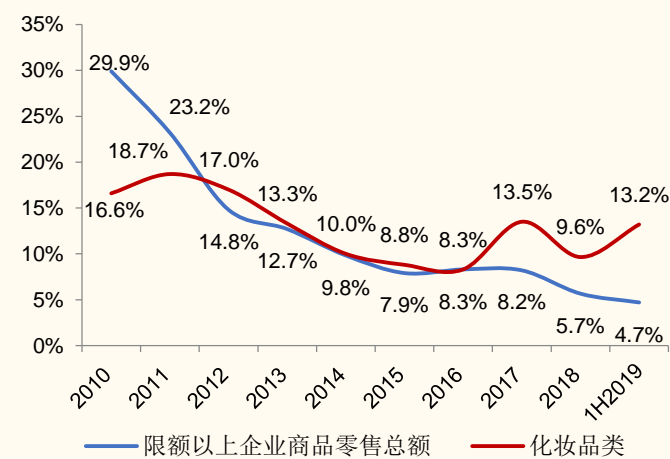
- 中国作为整个世界最为蓬勃的经济体之一，也是终端需求增长最旺盛的地区之一，化妆品市场增速领跑全球：2018 年中国化妆品市场增速约为 12.3%，美国仅为约 3.9%，日本约为 2.1%，韩国约为 0.9%。而在美国，日本，韩国等地区，近十年来，均出现了化妆品公司的强势增长，诞生了众多十倍股甚至二十倍股，相比而言，中国具有更大潜力。

图表 49：2008-2018 全球及各国美妆个护行业增速



来源：Euromonitor，国金证券研究所

图表 50：我国限额以上化妆品 vs. 限额以上商品零售增速

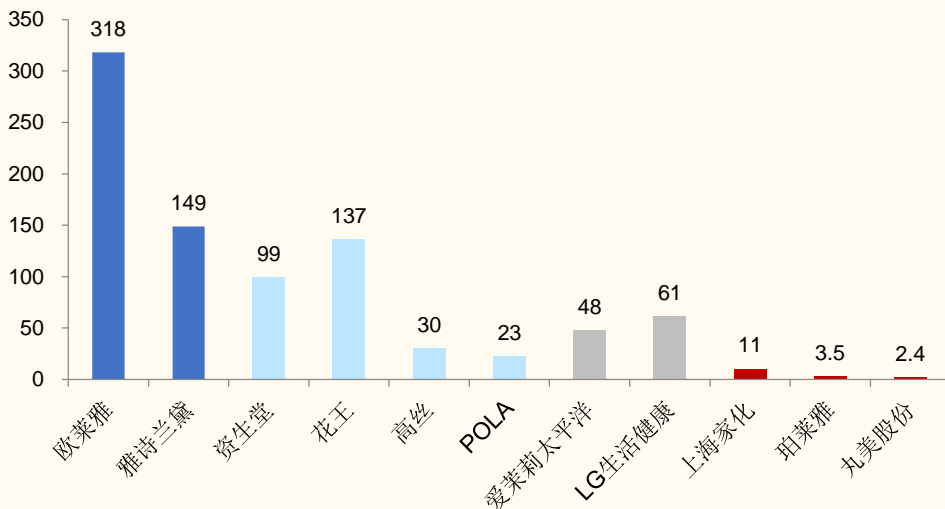


来源：国家统计局，国金证券研究所

- 从绝对体量来看，目前中国化妆品公司体量还很小：以最新财年营收为例，欧莱雅为 318 亿美金，其他大型化妆品集团在 50-200 亿美金，较小的高丝和 POLA 在 20-30 亿美金。目前国内集团大多在 10 亿美金附近或以下。

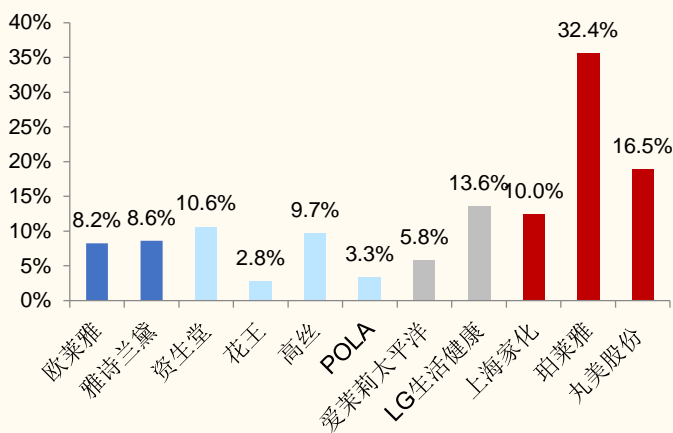
- 从增速来看，本土公司正处于全球范围内最有吸引力的市场：目前亚太/中国已成为拉动国际化妆品集团增长的重要引擎，大多数公司的亚太/中国区增速远高于整体集团增速。本土公司正处在一个有吸引力的基本盘中，成长空间可期，而成长之路必将经历品牌、营销、渠道、研发方面的破与立。

图表 51：国内外化妆品集团最新财年营收（亿美金）对比



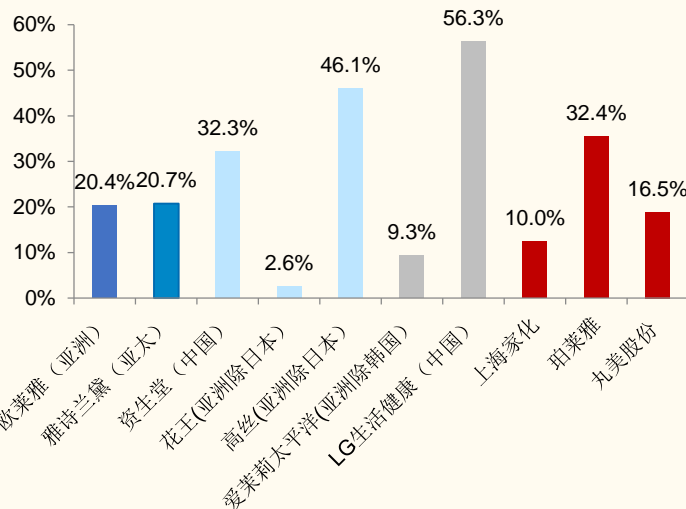
来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表 52：国内外化妆品集团最新财年营收增速



来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表 53：国内外化妆品集团最新财年亚太/中国营收增速

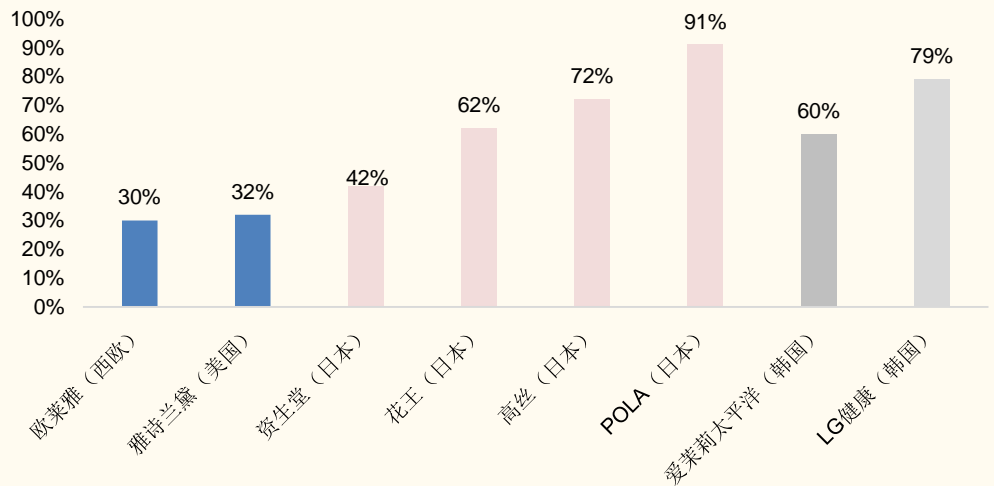


来源：Bloomberg，国金证券研究所

- 日韩化妆品大型集团基本是由本地销售撑起来的：根据各公司最新财报数据，资生堂营收 99 亿美元，花王营收 137 亿美元，高丝营收 30 亿美元，POLA 营收 23 亿美元，爱茉莉太平洋营收 48 亿美元，LG 健康营收 61 亿美元。而本地营收占比来看，日韩知名品牌中，只有资生堂日本营收占比在 50% 以下，其余日韩著名化妆品上市公司，本地营收占比都超过 50%（资生堂 42%，花王 62%，高丝 72%，POLA 91%，爱茉莉太平洋 60%，LG 健康 79%），可以说，日韩的化妆品的 30 亿-100 亿美元的营收体量其实是由本地销售撑起来的，而并非海外销售。
- 化妆品本身就是一个非常需要适应商业文化的品类，本地品牌在本地的销售、渠道、营销上，均有着得天独厚的优势。日本人口为 1.27 亿人，韩国人口为 0.52 亿人，中国人口为 14 亿人，中国人口体量是日本是 11 倍，是韩国的 27 倍，这也意味着潜在市场中，仅看中国本土市场，就具有足够强

的消费土壤，以支撑 10 倍于高丝&POLA，20 倍于爱茉莉&LG 健康的化妆品品牌。即如果做得足够好，仅靠中国本土市场，就有潜力孕育出数个 30-50 亿美元营收体量的化妆品公司。而现在中国化妆品品牌的营收体量仅为 3-10 亿美元，市场是巨大，品牌运营能力将成为本土公司享受市场红利的关键。

图表 54：国际化妆品集团本区域营收占比



来源：Bloomberg，国金证券研究所

- **从短期来看，新国货双雄珀莱雅和丸美的主品牌份额仍有提升空间：**根据 Euromonitor 数据，2018 年我国护肤品市场整体呈现离散型竞争，在护肤品市场本土前十品牌的排行中，百雀羚以 4.5% 的市占率位居第一，珀莱雅、丸美的市占率分别为 1.9% 和 1.1%，距离第一名仍然有 1-3 倍的成长空间。而目前我国化妆品行业的竞争格局并非已经达到稳定状态，在强劲的消费需求驱动下，行业仍然处于新品类不断涌现、新渠道红利尚存、新营销层出不穷的状态。
- **我们认为，当前的行业竞争格局并非终局：**伴随中国文化话语权和文化自信的提升，以及本土公司在完成原始资本积累后对产品品质，品牌建设更高层次的追求，以珀莱雅、丸美为代表的已经上市的本土品牌，仍然有相当大的机遇实现更大市场份额的攫取和更多国内消费者的认可。

图表 55：2018 我国护肤品类本土前十品牌

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

来源：Euromonitor，国金证券研究所

- 从长期来看，具备成熟多品牌运作管理的集团才能够拥有深厚的护城河，持续享受超额利润和资本市场的高估值：在前期发布的报告《全球化妆品巨头研究宝典》中我们曾指出，完善的品牌&品类&渠道布局是化妆品集团稳健增长的基础。国际化妆品巨头历史积淀悠久，具有完善的品牌矩阵，覆盖全品类和全价格带产品，能够有效对冲经济波动和消费者偏好变化的影响，因此每年能够保证稳定增长的净利润和自由现金流，并且享受全球资本市场的高估值。
- 我们认为，伴随珀莱雅、丸美等本土化妆品公司相继登陆资本市场，长期来看，多品牌多渠道完善既是两家公司成为本土巨头的必经之路，也是资本市场对两家公司在上市 5-10 年时间维度里最为期待的核心竞争力。

图表 56：多品牌矩阵运作是成为大型化妆品集团的必经之路

国家	上市公司	成立时间	最新财年	旗下知名品牌
			总营收 (亿美元)	
法国	欧莱雅	1907 年	318	赫莲娜、阿玛尼、兰蔻、碧欧泉、科颜氏、羽西、巴黎欧莱雅、The Body Shop、美宝莲、YSL 圣罗兰、理肤泉、薇姿等
美国	雅诗兰黛	1946 年	149	La Mer、雅诗兰黛、倩碧、M·A·C、Clinique、悦木之源、Bobbi Brown、Tom Ford、Jo Malone 祖马龙、Aveda 等
美国	宝洁	1837 年	677	OLAY、SK-II、舒肤佳、海飞丝、潘婷、飘柔、沙宣、佳洁士等
日本	资生堂	1872 年	99	SHISEIDO、CPB、IPSA、Anessa、Elixir、bareMinerals、NARS 等
日本	花王	1887 年	137	Biore 碧柔、Curel 珂润、Freeplus 芙丽芳丝、Sofina 索菲娜、Kanebo 嘉娜宝、RMK 等
日本	高丝	1946 年	30	KOSE、DECORTE 黛珂、AVENIR、雪肌精、JILLSTUART、albion 奥尔滨等
日本	宝丽奥蜜思	1987 年	23	Pola、ORBIS(奥蜜思)、H2O+、Jurlique、THREE 等
韩国	爱茉莉太平洋	1945 年	48	Amore Pacific、雪花秀、HERA、兰芝、悦诗风吟、伊蒂之屋、IOPE、VERITE 等
韩国	LG 生活健康	1947 年	61	后、OHUI、ISAKNOX、蝶妆、菲诗小铺、SU:M37°、belif 等
中国	上海家化	1898 年	11	佰草集、玉泽、高夫、美加净、六神、家安、启初、一花一木、双妹、汤美星等
中国	珀莱雅	2006 年	3.5	珀莱雅、优资莱、悦芙媞、韩雅、悠雅、猫语玫瑰等
中国	丸美	2002 年	2.4	丸美、春纪、恋火

来源：Wind，国金证券研究所

## 6. 投资建议

- 化妆品行业既是近年来消费韧性最为强劲的品类之一，也是诞生诸多大型市值公司的行业之一。品牌公司毛利率高，护城河深厚，不论是百亿美元销售级别的巨型公司，还是十亿美元销售级别的中型公司，都有着非常好投资的机会。作为盈利能力强、扩张空间大的优质资产，品牌公司在全球资本市场连续数十年被给予 PE 30x 附近的高估值，体现出资本市场对行业的长期看好。
- 化妆品是一个非常需要适应本土商业文化的品类，本地品牌在本地的消费者洞察、渠道管理、营销创新上，均有着得天独厚的优势。仅看中国本土市场，就具有足够强的消费土壤，以支撑 10 倍于高丝&POLA，20 倍于爱茉莉&LG 健康的化妆品品牌，而目前中国化妆品公司的营收体量仅为 3-10 亿美元，市场巨大，成长可期。
- 新国货双雄发展近 20 年，均已成功打造具有鲜明特色的主品牌。从品牌基因来看，珀莱雅深耕大众海洋护肤，创始人以渠道起家；丸美主打中高端眼部抗衰，创始人以营销起家：珀莱雅主品牌以三四线城市大众“海洋+科技”护肤为切入点，主打“保湿+美白”，核心价格带位于 100-200 元。

创始人侯军呈先生在 20 世纪 90 年代曾担任小护士、羽西、大宝等化妆品品牌经销商，其在国内化妆品经销商渠道的成熟经验为公司在三、四线城市渠道下沉发挥了重要作用。丸美主品牌主打针对三四线城市的“以眼部护理为特色的中高端抗衰”，核心价格带位于 200-500 元。创始人孙怀庆先生曾任广东白马化妆品推广部部长、广州安尚秀化妆品执行董事，其在品牌定位、品牌推广方面拥有独特见解，为丸美的品牌构建奠定重要基础。

- **从品牌运营来看，两家公司虽体量相似，但目前品类结构、渠道策略、营销打法具有不同风格：**从品类结构来看，珀莱雅面部护肤占比 70% 以上，眼部占比仅 6%；丸美面部护肤 50%+，眼部占比 30%，品类结构差异影响综合毛利率表现。从电商运营来看，珀莱雅电商直营占比高于丸美，且由自有团队运营，丸美由代运营商运营。从线下渠道结构来看，珀莱雅主打 CS 渠道、商超和单品牌店，丸美主打百货、CS 渠道和美容院。从营销打法来看，珀莱雅市场嗅觉敏锐，响应能力和执行能力强，能够以“接地气”的营销方式迅速为下沉市场消费者推广兼具市场潮流和性价比优势的新品。丸美则围绕“中高端品牌定位”推行大牌代言人+稳健广告投放的营销策略，目前宣传活动以传统的宣传片、赞助综艺为主。
- **从财务指标来看，珀莱雅高增长弹性彰显电商运营优势，丸美高盈利能力体现品牌差异化定位优势：**从成长角度来看，珀莱雅上市后充分发挥电商运营能力，迎来较大增长弹性；从盈利能力来看，品类及返利差异使得丸美毛利率更高，经销占比高且商超占比低使得丸美销售费用率更低，品牌及员工数量少使得丸美管理费用率更低，因此丸美具有更高的净利率。两家公司应收账款周转天数的差异主要源于信用政策的审批和经销渠道的构成不同，目前两家公司的营运能力均处于行业内优秀水平且呈现持续向好态势。
- **从公司治理来看，珀莱雅组织更为扁平化年轻化、激励机制突出，丸美目前呈现部门制、相对集权的组织架构：**珀莱雅积极探索阿米巴模式，各事业部独立核算，大量启用 85 后、90 后年轻人，同时引进跨行业人才，在机制设计方面具有很强的灵活性和激励性。丸美上市时间较短，目前股权相对集中，创始人夫妇为公司实际控制人，实施部门制、相对集权的组织架构。
- **我们认为，珀莱雅&丸美两家公司正处于全球范围内最有吸引力的化妆品行业基本盘之中，目前主品牌仍有份额提升空间，多品牌矩阵运作值得期待。**中国作为整个全球最为蓬勃的经济体和终端需求增长最旺盛的地区之一，化妆品市场增速领跑全球。目前本土化妆品公司营收体量仅为 3-10 亿美元，市场巨大成长可期。我们预计，珀莱雅未来三年有望保持约 30% 的较快增速，得益于其更符合中国特色（电商，下沉市场等）的战略打法，同时品牌认知度也在不断提升；丸美注重其强盈利能力，毛利率净利率 ROE 均处行业顶尖，但扩张相对谨慎，预计未来三年增速 15%-20%。从长期来看，两家公司成长为具备成熟多品牌运作管理的集团将能够拥有深厚护城河，持续享受超额利润和资本市场的高估值。

图表 57：丸美&珀莱雅对比

	丸美	珀莱雅
品牌及定位	丸美（眼部护理为特色的中高端抗衰品牌，核心价格带 200-500 元）、春纪（年轻化的“食材养肤”）、恋火（现代时尚彩妆）	珀莱雅（大众海洋护肤，核心价格带 100-200 元）、优资莱（茶养护肤）、韩雅（高功能护肤）、悠雅（清透时尚彩妆）、猫语玫瑰（甜美恋爱系自然彩妆）、悦芙媞（年轻肌肤快乐美妆）
各品牌占比	2018 年丸美营收 14.05 亿元，占比 89.2%，同比 +19.69%；春纪营收 1.43 亿元，占比 9%，同比 -19%；恋火营收 0.27 亿元，占比 1.7%	2018 年珀莱雅营收 20.94 亿元，占比 88.77%，同比 +32.38%；优资莱营收 1.33 亿元，占比 5.63%，同比 +41.46%；韩雅、悠雅、猫语玫瑰、悦芙媞等营收 1.32 亿元，占比 5.60%，同比 +24.84%
各品类占比	1H2017 眼部护肤 30.22%，肌肤清洁类 14.49%，护肤类-膏霜乳液 51.31%，护肤类-面膜 3.94%	1H2017 眼部护肤 5.62%，肌肤清洁类 8.95%，护肤类-膏霜乳液 71%，护肤类-面膜 11.18%
供应链	工厂位于广州，自主生产为主，节假日或促销活动前，小支装或部分涉及特殊包装工艺产品委外生产	工厂位于湖州，90%以上的产品为自主生产，少量彩妆及新品牌“悦芙媞”委外生产。
渠道分布	①电商占比 41.8%，直营电商占电商比重 28.4%，由代运营商（涅生电商）运营；经销电商由线上经销商（例如美妮美雅等）向 B2C 电商平台供货 ②线下渠道主要包括：百货、CS 渠道和美容院	①电商占比 43.6%，直营电商占电商比重 45.8%，由自有电商团队（浙江美丽谷）运营；经销电商珀莱雅由自己向京东等 B2C 电商平台供货 ②线下渠道主要包括：CS 渠道、商超和单品牌店
营销打法	围绕“中高端品牌定位”推行大牌代言人+稳健广告投放的营销策略，目前宣传活动以传统的产品宣传片、赞助综艺为主	市场嗅觉敏锐，响应能力和执行能力强，能够以“接地气”的营销方式迅速为下沉市场消费者推广兼具市场潮流和性价比优势的新品
创始人特点	孙怀庆先生曾任广东白马化妆品有限公司推广部部长，广州安尚秀化妆品有限公司执行董事。其在品牌定位、品牌市场推广方面拥有独特而深刻的见解，为“丸美”品牌的构建奠定了重要基础	侯军呈先生曾担任小护士、羽西、大宝等著名化妆品品牌的经销商。其在国内化妆品经销商渠道的成熟经验为珀莱雅在全国三、四线城市的 CS 渠道展开强有力的下沉发挥重要作用
内部组织架构	丸美分为日化部、百货部、美容部，春纪有独立的销售部门，电子商务为独立部门	珀莱雅、优资莱、电商实行事业部制
未来 3 年预计利润增速	20%左右	30%左右

来源：公司公告，国金证券研究所

## 7. 风险提示

- 消费增速放缓
- 市场竞争加剧
- 新品牌或品类发展不及预期
- 渠道结构变革

**公司投资评级的说明：**

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；  
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；  
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；  
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**行业投资评级的说明：**

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；  
增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；  
中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；  
减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。



**特别声明：**

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

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

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

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

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

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

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

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH