

化妆品专题：

颜值经济向上，国货龙头崛起

华西证券轻工团队

2019年9月22日

分析师：徐林锋

邮箱：xulf@hx168.com.cn

SAC NO：S1120519080002

联系人：戚志圣

颜值经济时代，化妆品市场增长强劲，看好国产品牌崛起

1) **受益“颜值经济”，国内化妆品行业高景气度。** 行业规模持续上升，到2018年已经突破4000亿元，且政府大力支持国内化妆品产业发展，我们预计2019年至2021年行业规模将保持10%+的复合增速。

2) **国货品牌龙头大有可为，份额有望持续提升。** 国际化妆品公司目前在中国化妆品市场处于主导地位（TOP4占比约25%），中国本土厂商在激烈行业竞争中逐渐找到一条适合自己发展的道路，行业地位不断提升，以上海家化、珀莱雅和丸美股份为代表，其各有竞争优势，不断提升市场影响力。参考日韩的发展经验，中国本土企业有望发挥比较优势，不断提升在国内的份额，并最终占据主导地位；

3) **我国化妆品行业发展特点：**（1）**高毛利率：**目前中国化妆品产业为低集中竞争型产业，但由于消费者愿意为产品的额外效果支付高昂的溢价，行业整体保持着60%以上的高毛利率；（2）**渠道多元化：**网络渠道以及全新的营销模式将有望助推中国本土厂商弯道超车，扩大市场份额。**细分领域中，护肤品市场规模最大，而彩妆市场增速强劲（20%以上）；**（3）**男性消费与健康衰老是后续新的增长点：**未来十年，男性有望成为化妆品行业另一消费主力军，男性消费者人数和客单价的提升为行业助力收入规模的扩大。健康和抗衰老是未来创新的主要方向，将为产品带来更高的附加值，品牌也将围绕生物技术为轴心进行创新。**龙头公司有望通过多产品、多品类、多品牌战略来实现持续增长。**

我们看好化妆品行业在颜值经济时代的发展前景，行业规模的快速增长叠加国产品牌市场份额的逐步提升。**首次覆盖化妆品行业给予“推荐”评级。**

风险提示：行业竞争加剧；宏观经济大幅度低于预期。

重点推荐个股

上海家化：公司布局全品类发展，产品体系完善覆盖面广；目前拥有六大渠道，线上线下渠道不断优化升级；发力研发，科技赋能产品革新带动收入提升；内部管理改善带来的效率提升，业绩持续向好发展。参考可比公司2020年平均42倍PE，给予公司 38倍PE估值，对应目标价 40.66元，**首次覆盖给与“买入”评级。**

珀莱雅：公司在渠道、营销、产品三驾马车驱动下，线上线下渠道开展全覆盖，拓展子品牌单店数；加强品牌营销，赞助热门综艺等提升品牌知名度；与国外知名实验室合作研发海洋护肤新品，增加产品品类，通过全渠道、多品类实现营收净利双增。参考可比公司2020年平均42倍PE，给予公司 42倍PE估值，对应目标价 104.16元，**首次覆盖给与“买入”评级。**

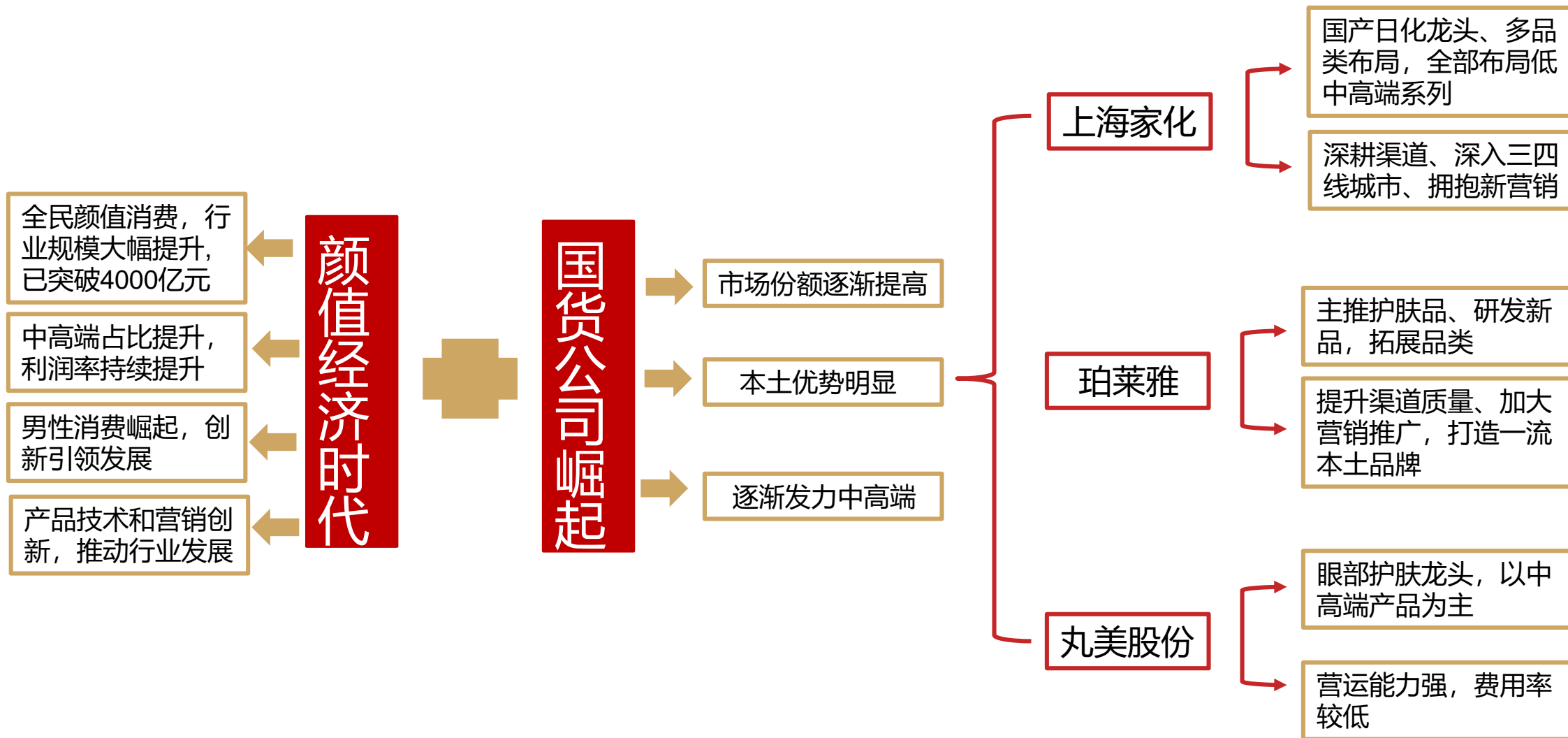
丸美股份：作为国内眼部护理龙头，品牌认可度高，盈利能力突出。公司营运能力较强，进一步优化了利润率水平。我们看好公司继续在品牌、产品和渠道方面保持优势，并在电商发展和渠道下沉过程中抓住机遇，实现业绩的持续增长。参考可比公司2020年平均38倍PE，考虑到公司未来发展空间广阔，给予公司 50倍PE估值，对应目标价 72元，**首次覆盖给与“买入”评级。**

图表：重点个股估值表

股票代码	公司简称	股价	EPS(元)			PE			PB		
			18A	19E	20E	18A	19E	20E	18A	19E	20E
600315.SH	上海家化	33.41	0.81	1.01	1.07	41.5	33.0	31.2	3.9	3.5	3.2
603605.SH	珀莱雅	88.67	1.43	1.91	2.48	62.2	46.5	35.8	10.5	9.0	7.5
603983.SH	丸美股份	62.10	1.04	1.24	1.44	60.0	50.3	43.0	18.1	13.3	10.2

资料来源：wind，华西证券

化妆品行业投资逻辑



目录

- 1: 行业空间结构** 颜值时代，化妆品行业蓬勃发展
- 2: 行业竞争格局** 欧美品牌引领发展，国货品牌逐渐崛起
- 3: 行业发展趋势** 彩妆和中高端占比提升，男性消费崛起，营销多元化
- 4: 上海家化** 国产化妆品龙头，全方位改革促发展
- 5: 珀莱雅** 打造国产一流化妆品牌
- 6: 丸美股份** 眼护龙头的多品牌之路



01 行业空间和结构

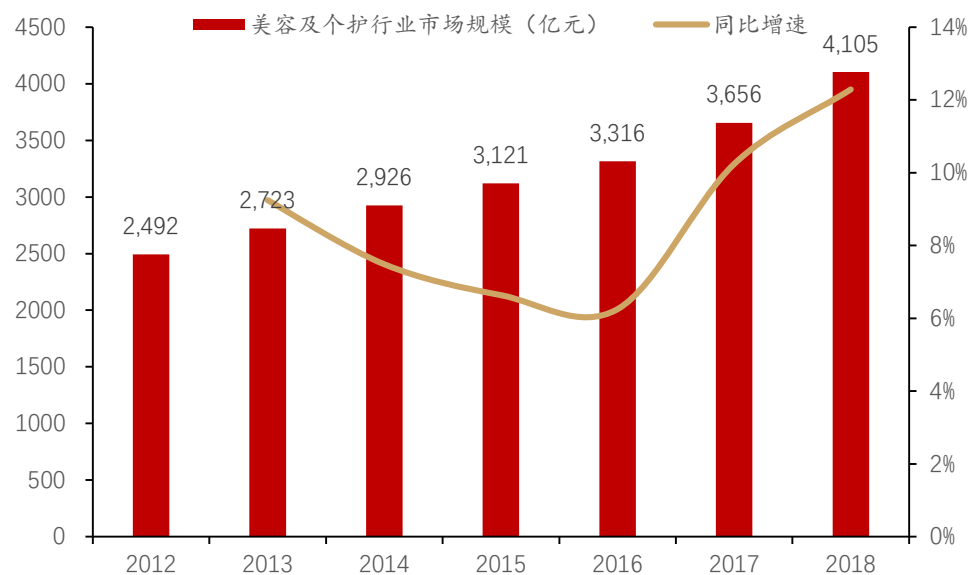
颜值时代，化妆品行业蓬勃发展

1.1 化妆品行业规模持续提升，突破4000亿元

市场空间持续扩大，近年来增速可观。根据欧睿数据库的数据，中国美妆和个人护理市场在2018年保持了强劲的表现，规模由2013年的2492亿元上升至2018年的4105亿元（如果考虑代购等因素，实际市场规模会更大），年化复合增速达8.7%。其中2013年至2016年增速有所下滑，但自2017年起，情况得以改善，2018年行业增速为12.3%。行业强劲的表现主要得益于持续城市化带来的生活水平的提高，以及中国消费者对个人颜值要求的不断提高。

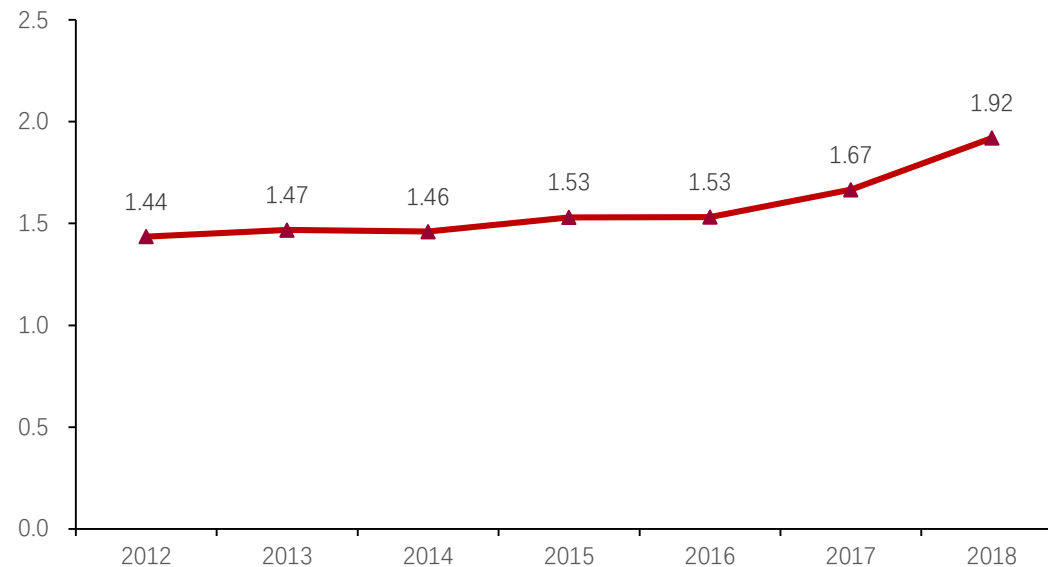
消费占比提升，消费升级引领行业持续增长。根据国家统计局的数据，化妆品在限额以上商品零售额的占比由2012年的1.44%提升至2018年的1.92%，这说明消费者的美容个护消费在收入结构中不断提升，消费者消费倾向的提升有助于行业快速发展。我们预测在人均收入提升和消费习惯改变背景下，未来三年美容个护行业规模增速将稳定在10%+左右。

图表：美容个护行业蓬勃发展



资料来源：欧睿数据，华西证券

图表：限上商品零售额类化妆品占比不断提升 (%)



资料来源：国家统计局，华西证券

1.2 政策支持与法规规范

行业的强劲表现也离不开政府政策的支持以及行业法律法规的规范。

国家药监局单独成立化妆品监管司，积极推进法规规范制修订。新设化妆品监督管理司明确了国家对化妆品产业的肯定与重视。目前，已完成化妆品生产质量管理规范、化妆品注册和备案管理办法等配套文件的初稿；研究制定了化妆品风险监测、进口非特化妆品审批改备案和国产非特殊用途化妆品备案等相关规定，修改完善了化妆品标签管理规定的征求意见稿。

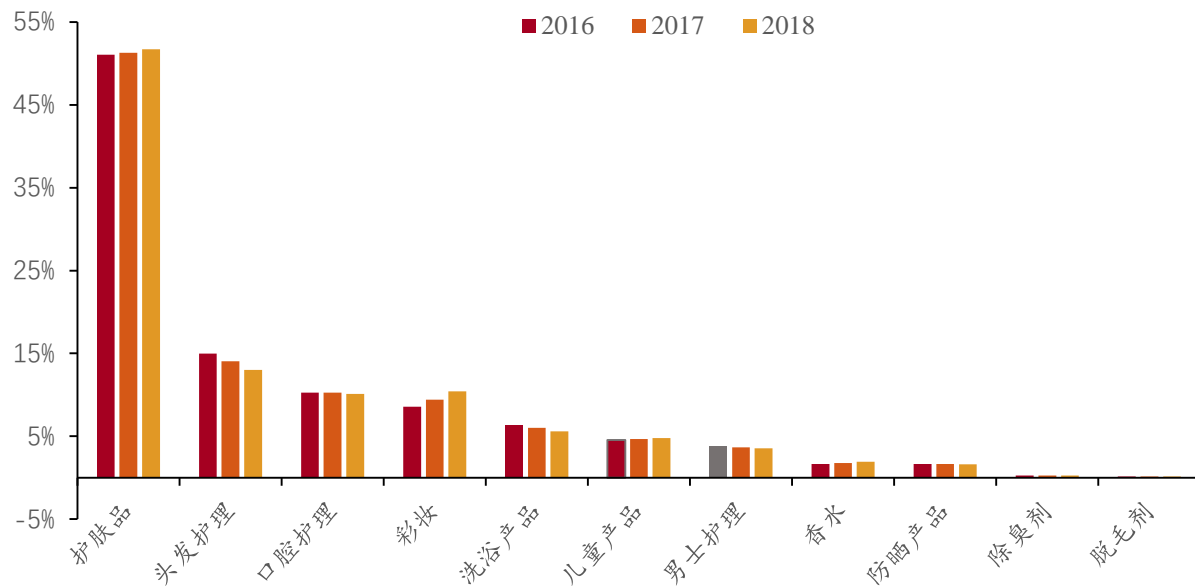
2018年11月10日起，进口非特殊用途化妆品备案工作在全国范围内全面推开，进口非特化妆品从“审批”变为“备案”。曾经国际化妆品品牌从审批到上市所需2至6个月的时间缩短到5个工作日。从2017年3月，在上海浦东新区试点，到2018年3月新增10个自贸区用于进口非特殊用途化妆品，进口非特殊用途化妆品备案工作稳步推进。截至2018年底，完成备案2947件。

1.3 产品品类：护肤品占比领先，彩妆增速强劲

护肤品占比持续超50%，多品类共同发展。根据欧睿数据，由于需求旺盛，中国美妆个护市场内护肤品占比持续超过50%，预计也将继续保持下去。头发护理、口腔护理（含电动牙刷）和彩妆位居第二、第三和第四，2018年这三个品类的市占比均超过10%。其中彩妆占比提升明显，彩妆占比由2013年的7.5%提升至2018年的10.4%。

彩妆和儿童产品增速可观，头发护理增速放缓。彩妆产品近年来表现良好，2014年以后增速持续上升，预计在5年内市占比有望提升至品类第二；儿童产品增速表现也比较优秀，2014年至2018年GAGR为13.7%，仅次于彩妆表现。

图表：各品类市占率情况



资料来源：欧睿数据，华西证券

图表：各品类收入规模增速

	2014	2015	2016	2017	2018	GAGR
护肤品	8.4%	6.6%	5.4%	10.7%	13.2%	8.8%
头发护理	3.2%	3.4%	3.3%	3.5%	4.0%	3.5%
口腔护理	5.7%	8.4%	9.5%	10.2%	10.7%	8.9%
彩妆	10.3%	11.3%	12.6%	21.4%	24.3%	15.8%
洗浴产品	5.4%	4.2%	4.2%	4.2%	4.0%	4.4%
儿童产品	17.1%	11.9%	11.5%	12.9%	15.4%	13.7%
男士护理	7.4%	5.9%	5.5%	7.3%	7.8%	6.8%
香水	7.0%	2.6%	1.6%	16.9%	21.6%	9.7%
防晒产品	8.3%	8.7%	9.3%	9.5%	9.9%	9.2%
除臭剂	5.0%	5.8%	4.7%	7.0%	6.7%	5.8%
脱毛剂	9.2%	8.6%	8.3%	8.0%	8.8%	8.6%

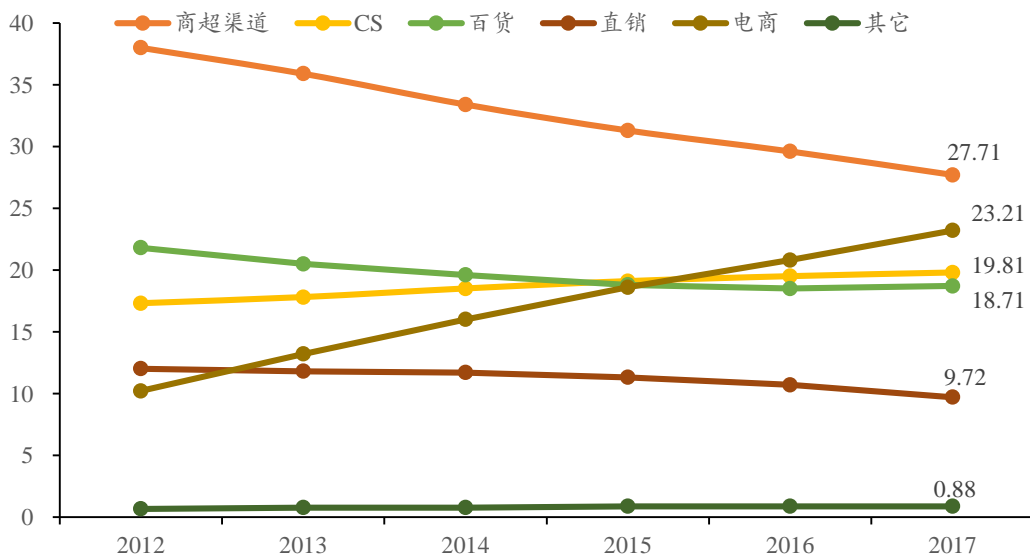
资料来源：欧睿数据，华西证券

1.4 渠道布局：电商成渠道新力军，三四线城市成重要增长点

互联网流量时代，电商新零售大有可为。 由于互联网移动端的强劲引流和内容营销，中国化妆品电商渠道（17年占比23%）大幅增长，由2012年的第五上升至2017年的第二，整体占比提升约13%。相比较之下，商超（占比28%）和百货（占比19%）渠道的占比有所降低，其中商超渠道的降低比较明显，2012年至2017年占比下降幅度约11%。

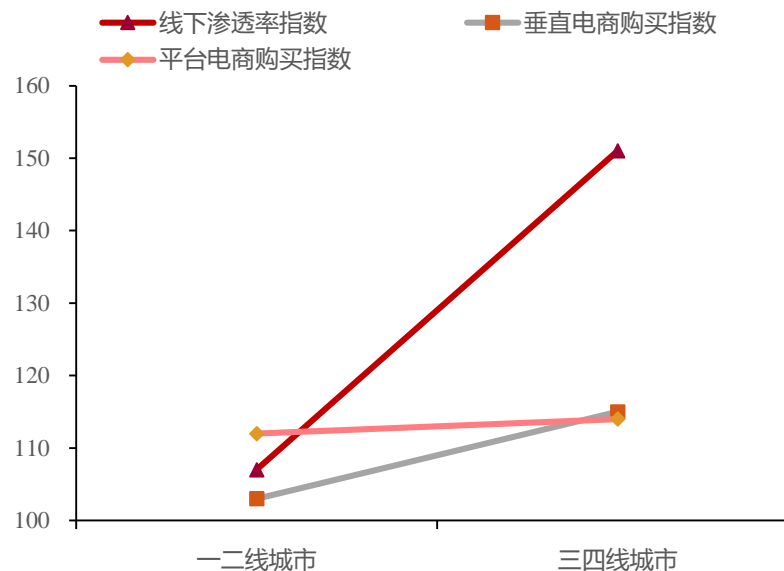
全民消费时代，三四线城市成化妆品重要增长点。 根据互联网数据咨询中心和阿里妈妈2018年年度化妆品消费报告，三四线城市消费者是新客的主要来源，2018年新客市场的增长主要由三线及以下地域拉动；从生意体量份额的大势上看，一线地域的市场份额降低1个百分点，三线及以下地域的市场份额则相应增加了1个百分点。

图表：电商渠道持续走强（单位：%）



资料来源：欧睿数据，华西证券

图表：三四线城市消费表现十分强劲



资料来源：互联网数据资讯中心，华西证券

1.5 营销模式：带货时代+科技时代

带货时代：直播、短视频等新交互方式培育了带货KOL，带货KOL熟知各方面的彩妆知识且善于和粉丝良好沟通。著名KOL“口红一哥”李佳琦在3月8日女王节交出了直播5个半小时，18.93万观看量，23000成交单，353万成交量的成绩。

科技时代：国际品牌欧莱雅，雅诗兰黛，资生堂，丝芙兰等都向消费者提供了全新的科技购物体验。在2018年，欧莱雅将AR技术应用于其运营，并发布了兰蔻虚拟化妆镜。该技术通过化妆镜为消费者分析皮肤状况并推荐护肤品，消费者通过点击屏幕上的产品扫码直接进入该产品品牌的天猫旗舰店。此外，雅诗兰黛还推出了一系列与AR和AI相关的新功能，例如在其官方网站和应用程序中添加化妆相机，虚拟化妆聊天机器人和在线虚拟化妆功能。

图表：口红一哥李佳琦



资料来源：网易新闻、华西证券

图表：试妆魔镜



资料来源：公开资料、华西证券

1.6 用户画像：女性为主要关注和消费群体，男性潜力大，85后是主力军

女性为化妆品主要用户，男性发展潜力较大。根据微博数据，2017年关注化妆品博主和相关话题女性占比超过60%，TGI为2，远高于男性（TGI可反映目标群体在特定研究范围内的强势或弱势,大于1则表示强势）。根据2018年淘宝消费数据，化妆品整体消费量女性约占65%，但是新客比例男性约占45%，化妆品的男性增长潜力不容小觑。

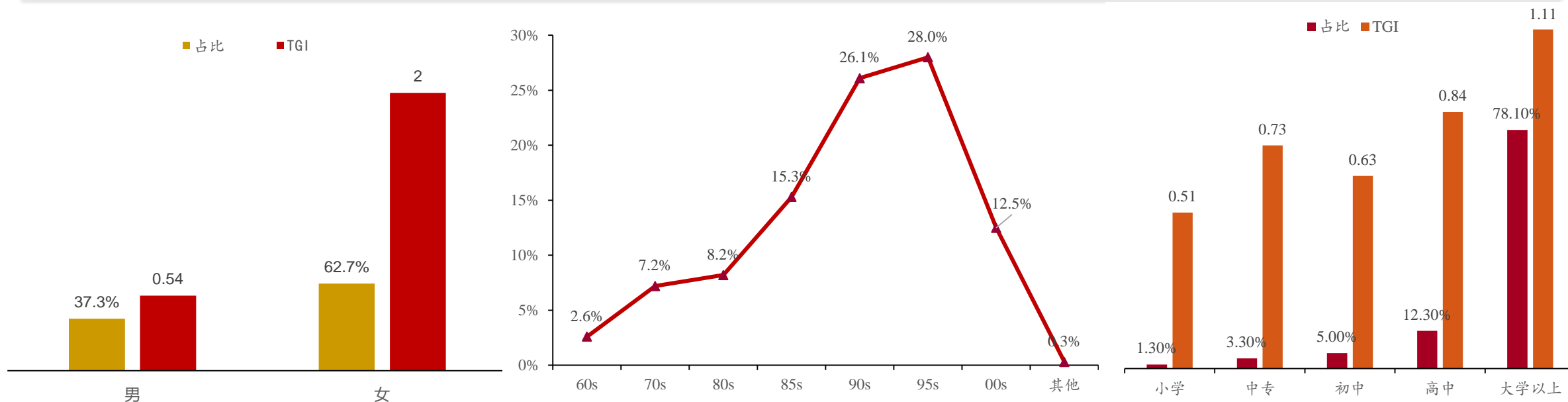
消费人群年轻化，85后成主力军。微博上85后的关注人群占比超过80%，化妆品年轻化趋势明显（85后指的是1985年以后出生的人群）。根据淘宝消费数据，2017年至2018年85后的人均消费金额远高于其他群体，成为化妆品消费主力军。

为效果买单，为已确定的效果支付溢价。消费者对于化妆品的消费更多是基于产品本身和使用效果来进行购买和再次购买的，也就是说使用效果好的产品往往会更容易被市场接受，并可能成为爆品。

图表：关注化妆品以女性为主(2017)

图表：关注化妆品以85后为主(2017)

图表：关注化妆品以大学以上学历为主(2017)



资料来源：微博数据中心，华西证券



02 行业竞争格局

欧美品牌引领发展，国货品牌逐渐崛起

2.1 公司和品牌：国际公司整体表现良好，国货蓄势待发

国际公司营收表现突出，TOP15市占比约50%。根据欧睿数据，2018年中国美容和个人护理市场TOP4市占率达到25.7%，TOP8市占率达到36%，TOP15市占率约50%，为低集中竞争型产业。国际品牌的表现优秀来源于长期口碑积累，产品体系完整质量精湛，精准化营销。本土的日化公司也经历了腥风血雨的考验，大批的本土品牌也在残酷的市场竞争中崛起，例如上海上美，百雀羚，伽蓝，上海家化，珀莱雅和丸美等公司。

细分品类百花齐放，国货品牌表现进步明显。从整体上来看，中国化妆品行业主要以国产和欧美品牌为主，欧美品牌表现比较强势。近年来，国产品牌不断发力，在大众、护肤、儿童用品和洗浴产品细分门类表现愈发突出。

图表：化妆品类公司中国市场市占率情况

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
宝洁	13.4	12.7	11.9	10.7	10.2	9.9
欧莱雅	9.2	9.4	9.1	8.5	8.5	9.2
资生堂	3.1	3	2.8	2.9	3	3.4
雅诗兰黛	1.8	1.9	2.0	2.0	2.5	3.2
联合利华	4.1	3.6	3.4	3.2	3.1	2.8
爱茉莉	1.2	1.5	1.9	2.4	2.5	2.5
上海上美	-	-	1.9	2.3	2.6	2.5
高露洁	2.8	2.8	2.8	2.9	2.7	2.5
百雀羚	0.9	1.4	1.8	2.1	2.3	2.4
伽蓝	1.5	1.6	1.8	2.0	2.3	2.3
LV	1.3	1.5	1.5	1.6	1.9	2.2
上海家化	1.9	2.0	2.0	1.9	1.9	1.9
玫琳凯	2.8	3.3	3	2.5	2.1	1.8
道夫	2.3	2.2	2.0	1.9	1.8	1.7
Infinitus	0.9	1.1	1.2	1.4	1.4	1.4

图表：化妆品类品牌中国市场市占率情况（2017）

	整体	大众	中高端	护肤	彩妆	儿童用品	男士护理	洗浴产品	头发护理
1	欧莱雅	欧莱雅	兰蔻	百雀羚	美宝莲	强生	欧莱雅	舒肤佳	海飞丝
2	美宝莲	百雀羚	雅思兰黛	玫琳凯	欧莱雅	启初	清扬男士	力士	飘柔
3	玫琳凯	玫琳凯	萃雅	欧莱雅	卡姿兰	贝亲	吉列	六神	潘婷
4	海飞丝	海飞丝	迪奥	自然堂	迪奥	郁美净	妮维雅	Olay	清扬
5	自然堂	自然堂	雅姿	Olay	蜜丝佛陀	青蛙王子	高夫	雅蜜	欧莱雅
6	Olay	Olay	兰芝	韩束	悦诗风吟	孩儿面	曼秀雷敦	蓝月亮	施华蔻
7	韩束	韩束	雅漾	兰蔻	兰蔻	哈罗闪	海飞丝	妇炎洁	清扬男士
8	飘柔	飘柔	SK-II	雅思兰黛	香奈儿	施巴	碧欧泉	威露士	滋源
9	兰蔻	美宝莲	香奈儿	萃雅	玛丽黛佳	皮皮狗	舒适	多芬	丝蕴
10	雅思兰黛	完美	后	一叶子	韩束	好孩子	杰威尔	滋采	力士

2.2 中高端市场相对稳定，核心技术和成分受消费者青睐

受益于长期竞争优势，中高端市场相对稳定。长期以来，我国化妆品行业主要被国际品牌所占据，尤其在高端彩妆市场，几乎被国际品牌所垄断。凭借在全球范围内形成的品牌优势、日积月累的人气口碑、稳定的产品质量以及成熟的渠道铺设等优势，国际化妆品品牌在中国中高端市场赢得了庞大且稳定的客户群，这些品牌具有核心技术，产品拥有核心创新成分，在中高端特别是高端市场对本土品牌造成了较大的竞争压力。

图表：部分热销中高端产品核心成分

雅诗兰黛	核心成分	宝洁	核心成分
ANR精华（小棕瓶）	紫松果菊、透明质酸钠、chronoluxcb修护科技	SKII神仙水	PITERA（半乳糖酵母样菌发酵产物滤液）
Lamer面霜	神奇活性精粹（Miracle Broth）(深海海藻)、酸橙茶精华	SKII多元面霜	小球藻提取物、烟酰胺成分
悦木之源灵芝水	白桦茸、灵芝、沙棘果、冬虫夏草		
悦木之源泥娃娃面膜	竹萃活性炭、发酵蜂蜜、高岭土矿泥		
欧莱雅	核心成分	资生堂	核心成分
兰蔻粉水	小分子玻尿酸、天然槐花蜜、扁桃仁精粹	安耐晒金瓶	透明质酸、维生素E、姜根提取物明胶酶、欧百里香提取物
兰蔻小黑瓶	酵母精粹、7大益生元	资生堂红妍精华（红腰子）	提高肌肤免疫力的科技、灵芝和白鸢尾的精粹
科颜氏金盏花爽肤水	金盏花精粹		

资料来源：各公司官网，华西证券

2.3 竞争不影响行业的高毛利率

消费者愿意为了额外的功效而支付高昂的溢价。“爱自己的最好方式就是投资自己”已经被许多消费者接受。护肤、美妆、个人护理都是消费者投资自己，提升自己价值的主流方式。出于非理性的消费心理，消费者更愿意为了额外的一些功效而支付高昂的溢价。在此背景下，化妆品行业几乎一直保持着较高的毛利率，中低端产品的毛利率维持在50%-60%，高端产品的毛利率甚至高达90%以上。

图表：国内外化妆品公司毛利情况（黄底为国内，红底为国外）

珀莱雅			丸美			上海家化		
2016年	2017年	2018年	2016年	2017年	2018年	2016年	2017年	2018年
62.0%	61.7%	64.0%	67.7%	68.3%	68.3%	61.3%	64.9%	62.8%
雅诗兰黛			欧莱雅			联合利华		
2016年	2017年	2018年	2016年	2017年	2018年	2016年	2017年	2018年
80.6%	79.4%	79.2%	71.6%	71.7%	72.8%	85.2%	83.5%	75.4%

2.4 国货公司：贴合本地消费者，发挥地域优势

贴合本地消费者，发挥地域优势。 相对于国际品牌而言，国货化妆品品牌由于地域和文化优势，更能发掘中国化妆品消费者的痛点。很多国货品牌从产品本身和营销两个方面来拉近本地消费者距离，从产品上来说，很多国货公司推出具有利用本国特色原材料的产品，其中有主推中草药的佰草集品牌；从营销上来说，很多品牌利用中国文化进行产品宣传，比如相宜本草推出京剧系列，自然堂推出茶马古道系列。

图表：巧用文化创新，拉近消费者心理距离



资料来源：公司公告，欧睿咨询，华西证券

图表：佰草集主打中草药传统配方



资料来源：公司官网，华西证券

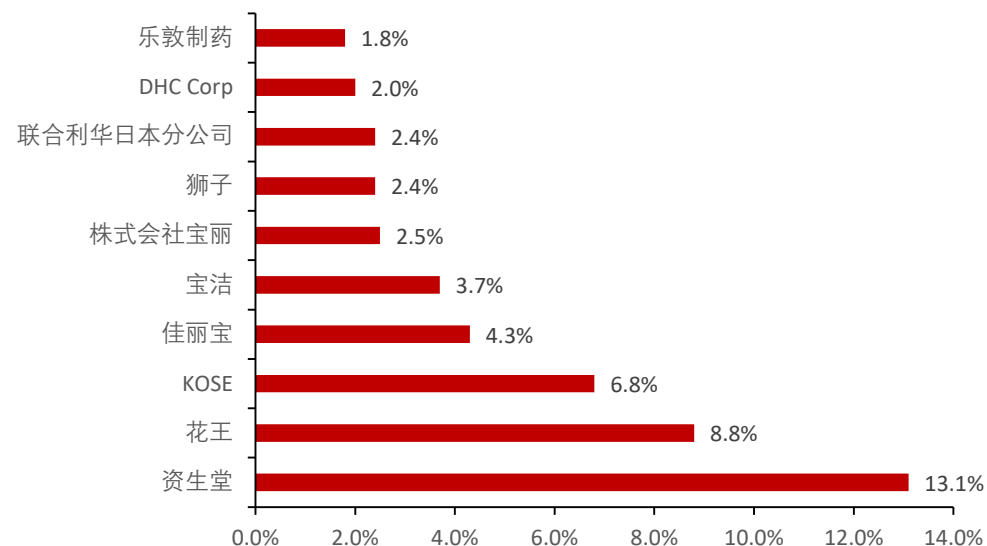


2.4 国货公司：参考日韩，市占率有望进一步提升

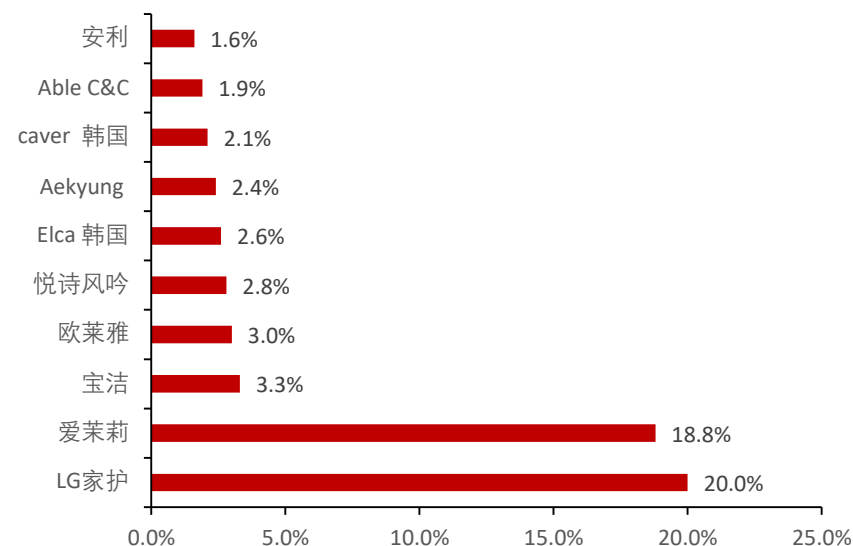
虽然目前中国化妆品市场依然由海外跨国公司主导，不过参考日韩市场，中国本土公司依然有望在未来取代海外公司，取得中国市场的主导地位。2018年，日本化妆品市场TOP4均为日本本土企业，合计市占率高达33%，Top1为资生堂，市占率为13.1%。韩国化妆品市场TOP2均为韩国本土企业，且合计市占率更是高达38.8%。排名第一的为LG生活健康，第二的为爱茉莉太平洋，市占率分别为20%和18.8%。

目前我国本土品牌中市占率最高的为上海上美，其次为百雀羚、珈蓝、上海家化等，市占率均在2%-2.5%之间。不论市场地位还是市场占有率的绝对值均有较大的提升空间。未来有望取代海外公司成长为中国地区的化妆品龙头。

图表：化妆品类公司日本市场市占率情况



图表：化妆品类公司韩国市场市占率情况



2.4 国货公司：多品类百花齐放，走向崛起之路

国货崛起，多品类布局。随着实时间发展，国内化妆品企业逐渐摸索出了适合自身发展的品牌定位、渠道拓展、营销策划以及企业组织架构，慢慢扭转了劣势地位，上海家化、上海上美、百雀羚等一些优秀国产企业通过推出符合消费者流行偏好的新产品，在商超、日化专营店特别是电子商务渠道投入更多的优势资源，传达更为精准的品牌营销策略，灵活高效的组织响应，为越来越多的消费者所接受，市场份额逐年提高。

上市公司数据对比：1) 上海家化：从营收来看十分突出但是费用率较高，利润率表现一般；2) 珀莱雅：营收体量高于丸美，但费用控制不如丸美；3) 丸美：营收体量不大但是利润却可以和上海家化媲美，费用成本控制相当出色。

图表：化妆品国产公司对比一览表

公司名称	旗下品牌	产品品类	定位	终端网点
上海上美	韩束、一叶子、吾尊、索薇娅、红色小象、韩粉世家、HANAMINO、时克、必优兰等	护肤、男士护理、彩妆、口腔护理、高端母婴、洗护等	中低端	8万左右
百雀羚	百雀羚、凤凰、小百羚、Disney	护肤、彩妆、洗护等	中低端	2万左右
伽蓝	自然堂、美素等	护肤、彩妆等	全覆盖	2万左右
上海家化	佰草集、六神、美加净、启初、家安等	护肤、彩妆、家用等	全覆盖	30万+
珀莱雅	珀莱雅等	护肤等	中端	1.3万+
丸美	丸美、春纪等	护肤、彩妆等	中高端	1.6万+

资料来源：公司公告，欧睿咨询，华西证券

图表：化妆品国产上市公司数据对比一览表

公司名称	营业收入 (亿元)		毛利率		归母净利 (亿元)	
	2017	2018	2017	2018	2017	2018
上海家化	64.9	71.4	64.9%	62.8%	3.9	5.4
珀莱雅	17.8	23.6	61.7%	64.0%	2.0	2.9
丸美	13.5	15.8	68.3%	68.3%	3.1	4.2

公司名称	销售费用率		管理费用率		研发费用率	
	2017	2018	2017	2018	2017	2018
上海家化	42.8%	40.6%	15.5%	12.4%	2.5%	2.1%
珀莱雅	35.7%	37.5%	10.9%	7.3%	2.2%	2.2%
丸美	34.5%	33.9%	5.0%	4.6%	2.1%	2.1%

资料来源：公司公告，华西证券



03 行业发展趋势

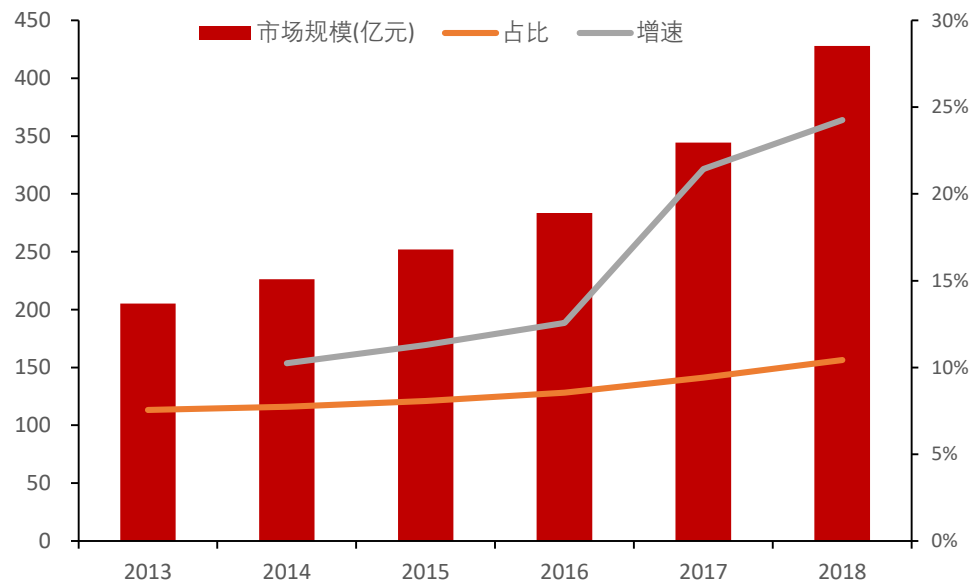
彩妆和中高端占比提升，男性消费崛起，营销多元化

3.1 产品趋势：彩妆强势崛起，中高端产品占比提升

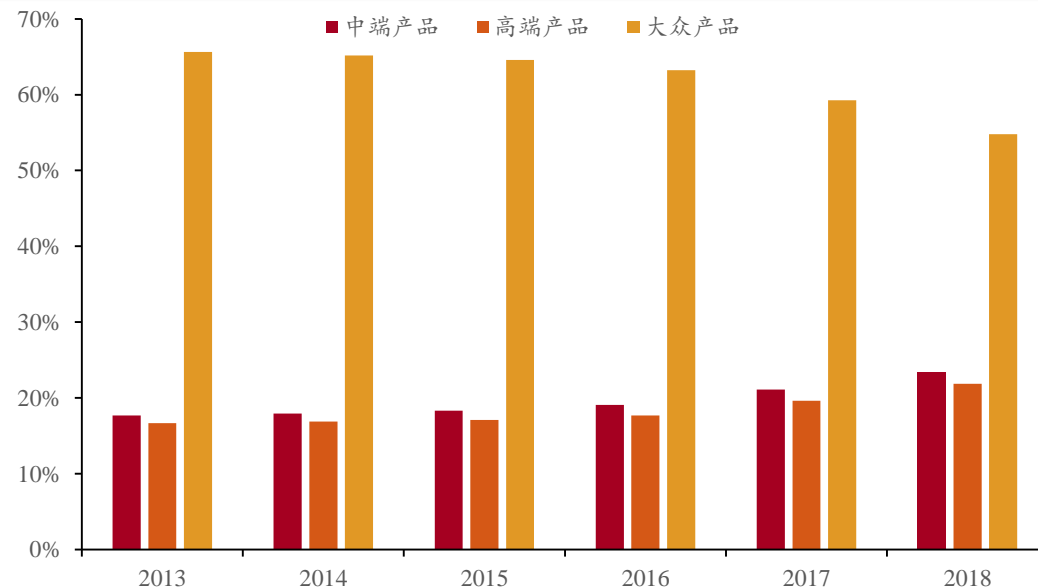
颜值经济时代，彩妆顺势腾飞。根据欧睿数据，2018年中国美妆市场规模已突破400亿元，2013年至2018年GAGR为15.8%，增速位居产品类第一。彩妆大力发展的核心驱动力在于人均收入提升和变美需求逐渐变强，目前彩妆细分行业有三大发展趋势：1) 消费升级之高端彩妆迅速发展；2) 以丸美为代表的彩妆国货崛起；3) 美妆社交化营销和消费风潮兴起。

消费结构升级，中高端产品占比提升。从产品品类消费结构来看，从2013年至2018年中高端产品的占比提升10%，对行业整体的规模提升贡献巨大。目前国产品牌主要发力大众品牌，国际品牌抢占中高端特别是高端市场，我们预计3年内中高端市场占比会随着市场发展进一步提升至50%左右，中高端发展潜力巨大。

图表：彩妆市场规模和占比持续扩大



图表：中高端产品占比提升



3.1 产品趋势：健康&抗衰老成发展新热点

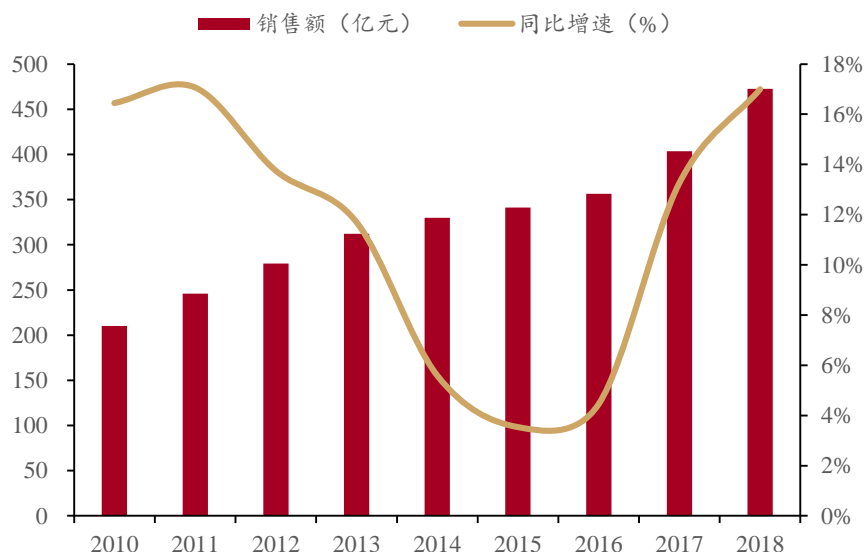
天然提取，绿色无害成宣传热点。 健康、环保的低碳生活已渐渐被大众所接受，顺应绿色、环保潮流，化妆品的加工生产和使用环节上也开始追求无污染和低碳，这慢慢将会成为化妆品行业的必然发展趋势。消费者对化妆品的要求提高，无害、纯天然、有机产品将会成为市场追捧热点，也是发展方向。

抗衰老产品市场规模增加，年轻一代成消费主力。 随着收入稳定提升，人们消费需求发生转变，开始重视抗衰老，追求永葆青春，从市场份额来看，抗衰老产品销售额稳步增加，2018年销售额已突破400亿元，目前80后和90后年轻人已经成为抗衰老产品的消费主力，未来市场空间仍比较广阔。从品类来看，未来抗衰老护肤品将更多的与护肤、保湿、抗皱等功能结合，满足不同用户需求。

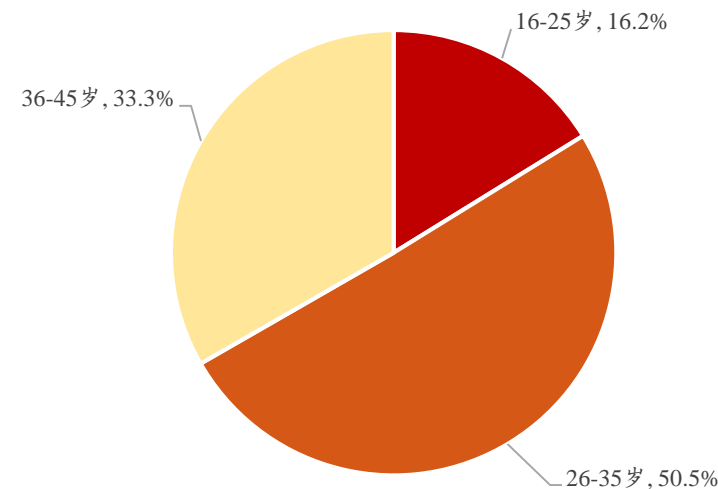
图表：天然护肤品宣传海报



图表：抗衰老产品销售额稳步增加



图表：2017年抗衰老产品用户结构



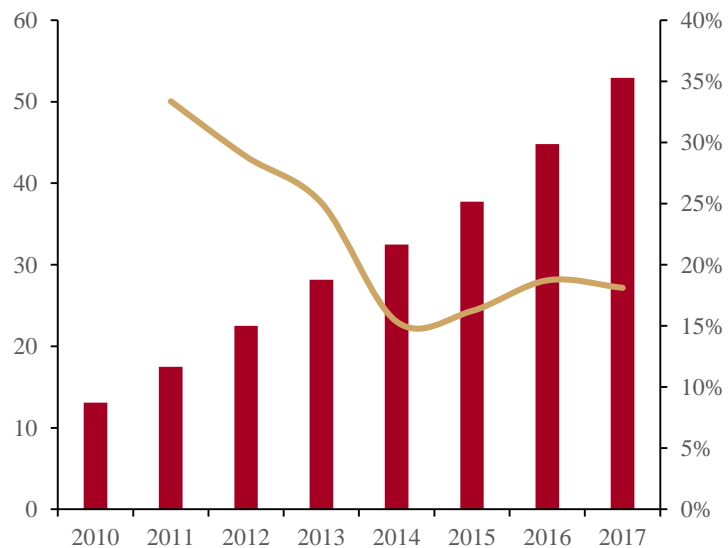
3.2 消费者趋势：男性消费迅速增长，护肤和香水成明星品类

化妆品并非女性特权，男性消费迅速提升。 尽管女性仍是化妆品消费主力，但近年来男性成为不可忽视的化妆品消费力量，近几年保持着20%左右的快速发展，市场规模已突破50亿元。男性在购买产品是比较关注产品本身，口碑评价和使用方法，男性对价格敏感程度更低，相对而言单笔消费会更高。

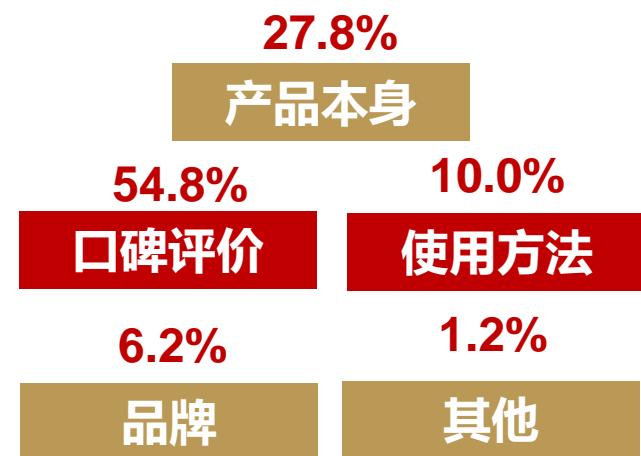
护肤和香水成为男性护肤品明星品类。 从整体情况来看，2018年男士护肤类产品和香水类产品以明显优势占据男性消费好的前两位，护肤产品当中洁面乳、防晒产品和面膜位居前三位，关注量总占比分别为19.4%，9.2%和8.1%。目前男性化妆品消费有如下趋势：

1) 包装体现男性特点；2) 套装产品风行；3) 女生代买占比较高，商家发力女友营销；4) 中高端产品更为风靡。

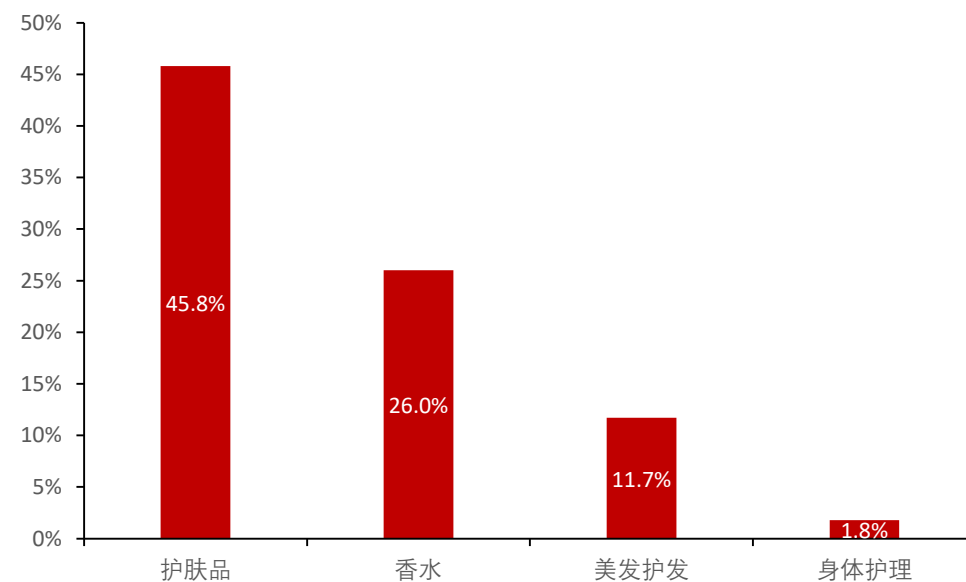
图表：男士护肤品市场规模迅速增长



图表：男性更关注产品本身和口碑评价



图表：护肤和香水关注量最高 (2018)

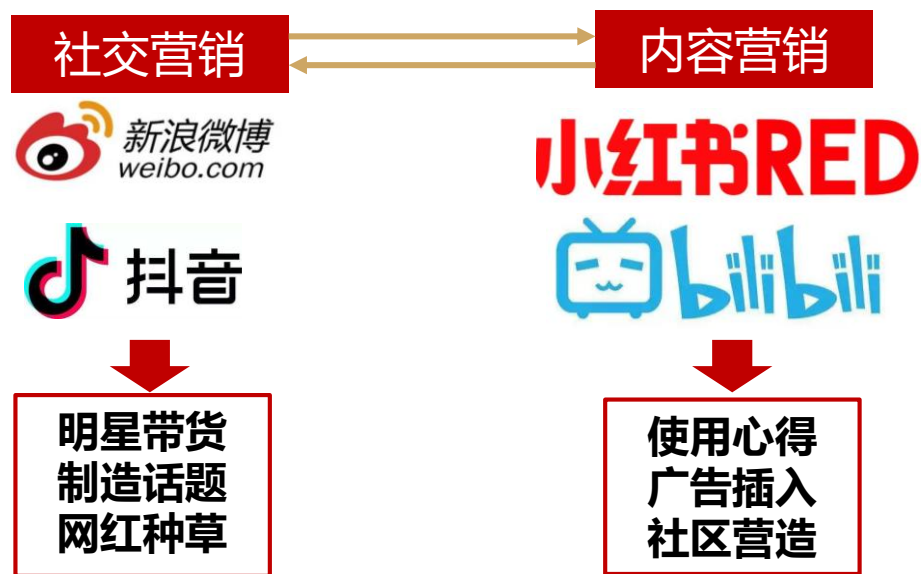


3.3 行业公司趋势：社交和内容化营销+产品创新+重塑品牌力

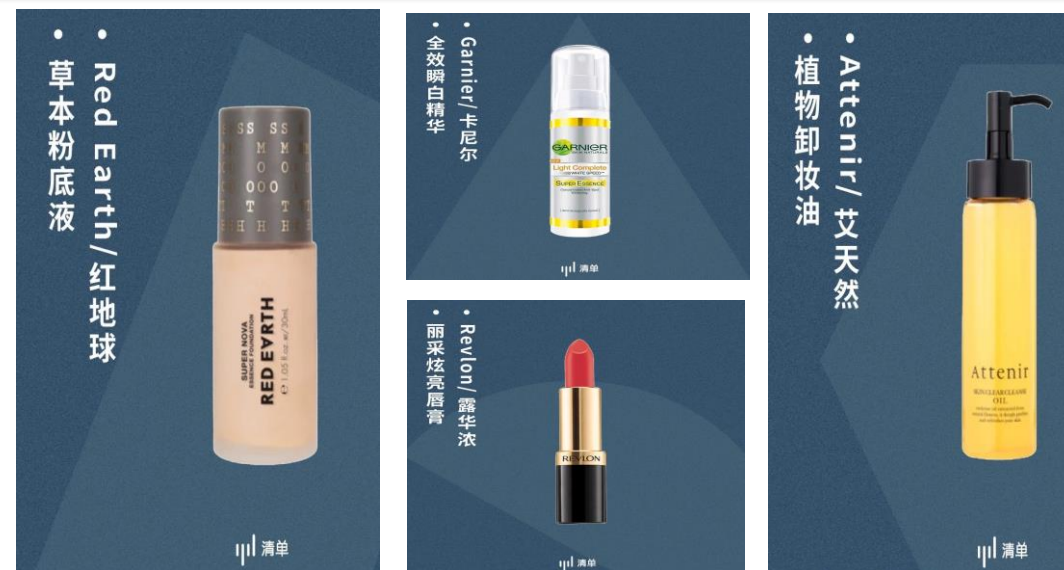
发力社交和内容营销，以热度和口碑带动产品销售增长。 营销是化妆品销售的重要一环，营销方式的好坏对销量的影响非常大。化妆品的营销目前的营销媒介和营销方式都发生了巨大变化，除传统营销之外，各大公司结合化妆品的主要客户与互联网联系紧密的特点大力发展互联网营销，其中以社交和内容营销最为突出，利用社交平台（如微博）和内容平台（如小红书）进行产品推广，抓住核心客户的眼球，进而促进产品销量升级。完美日记就依靠内容营销打造爆款完美日记眼影，吸引大量年轻客户。

发力产品创新，靠新颖和质量引流。 根据360数据，消费者购买化妆品时对本身质量的关注度大于30%，产品本身质量位居考虑因素第一，产品本身的质量与创新力度对消费者影响巨大，这也就是目前一些质优爆款出现的原因。发力产品创新，也是目前各大公司核心竞争策略之一。

图表：新型营销方式势头凶猛



图表：化妆品爆品一览



3.3 行业公司趋势：多产品、多品类、多品牌

从长远来看，多产品、多品类、多品牌战略是保障公司长期发展的决定性因素。以国际化妆品巨头欧莱雅为例，其旗下产品品类涵盖了化妆品、染发用具、护肤品、防晒用品、彩妆、淡香水和香水、皮肤病研究、制药、高档消费品等。而其旗下主要品牌则有高档产品部的赫莲娜（护肤、彩妆）、Giorgio Armani(护肤、彩妆、香水)、兰蔻（香水、彩妆、护肤）、碧欧泉（护肤）、科颜氏（护肤、护发）、圣罗兰彩妆（彩妆、护肤、香水）、Ralph Lauren（配饰、香水）、Urban Decay（彩妆）。大众产品部的巴黎欧莱雅（护肤、护发、彩妆）、美宝莲（彩妆）、Garnier（护肤、彩妆）、NYX（彩妆）。专业产品部的欧莱雅专业美发（护发、美发）、卡诗（护发、美发）、Redken（护发）。活性化妆品部的薇姿（护肤）、理肤泉（护肤）、修丽可（护肤）。

图表：欧莱雅旗下产品（单位：元）

品类	品牌	品牌LOGO	经营范围	产品示意图	价位
高档产品部	Lancôme (兰蔻)		香水、彩妆、护肤		300-4000
	Kiehl's (科颜氏)		护肤、护发		100-600
	YSL BEAUTÉ(圣罗兰彩妆)		彩妆、护肤、香水		200-4000
	Ralph Lauren		配饰、香水		200-50000
	Urban Decay		彩妆		100-600
	Biotherm		护肤		100-1000
	Helena Rubinstein		护肤、彩妆		300-6000
大众产品部	Giorgio Armani		护肤、彩妆、香水		300-2000
	巴黎欧莱雅		护肤、护发、彩妆		20-1800
	Garnier		护肤、彩妆		20-300
	Maybelline (美宝莲)		彩妆		8-300
	NYX		彩妆		30-300
专业产品部	L'oreal Professionnel		护发、美发		40-800
	卡诗		护发、美发		40-800
	Redken		护发		100-300
活性化妆品部	Vichy		护肤		30-600
	La Roche-Posay (理肤泉)		护肤		30-800
	SkinCeuticals (修丽可)		护肤		200-1500



04 上海家化

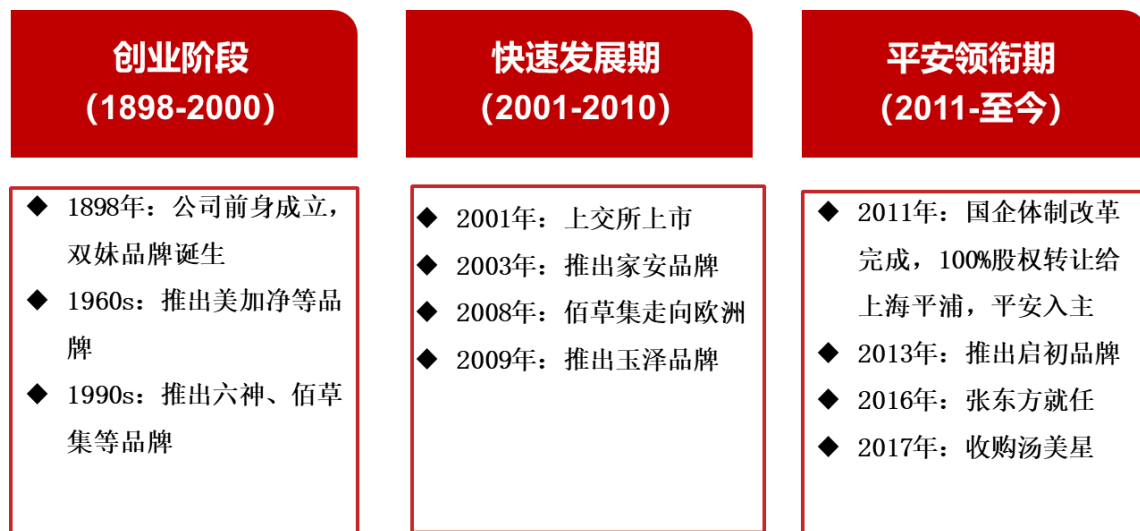
国产化妆品龙头，全方位改革促发展

4.1 公司概况：品牌历史悠久，股权结构稳定

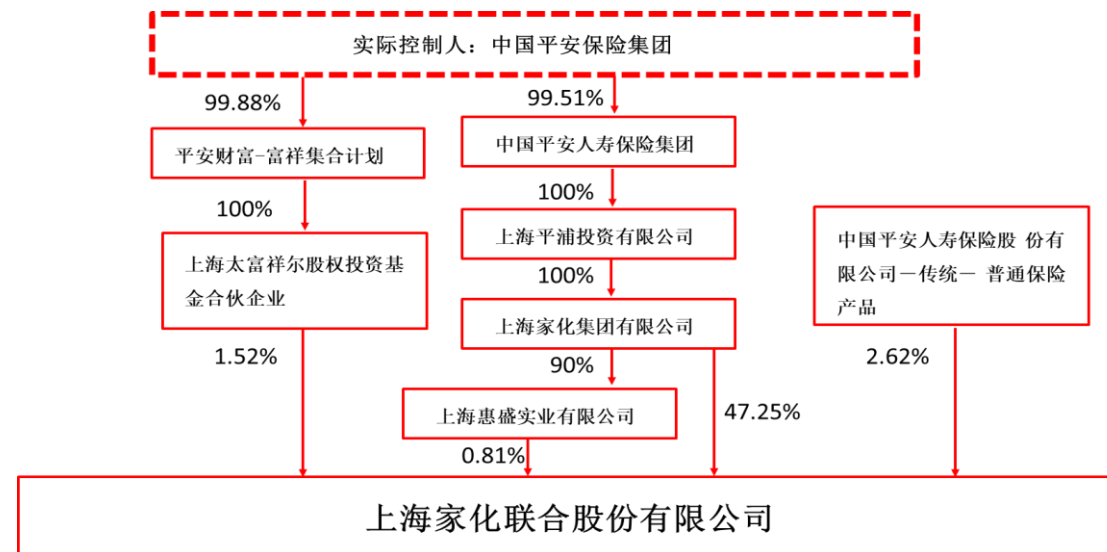
深耕化妆品领域多年，打造化妆品国产龙头。 公司前身诞生于1898年，经过一百多年的辛勤耕耘，公司已发展成具有多品牌多品类化妆品民族化妆品龙头企业公司。公司专注于美容护肤、个人护理、家居护理三大领域，旗下拥有佰草集、六神、美加净等著名化妆品品牌。公司注重研发、品牌和渠道三大核心发展动力，构建多品牌多产品深层次体系，依靠产品创新和渠道深耕制胜市场。公司内地外延齐发展，公司收购汤美星品牌，与旗下启初共同发力，进军高端母婴市场。

平安领衔发展，管理层长期稳定。 平安2011年通过收购成为公司实际控制人，平安持股比例达52%（2018年年报），平安对公司的绝对控制有利于公司维持长期稳健发展，有利于公司策略实施和发展。

图表：公司发展目前处于平安领衔期



图表：平安绝对控股

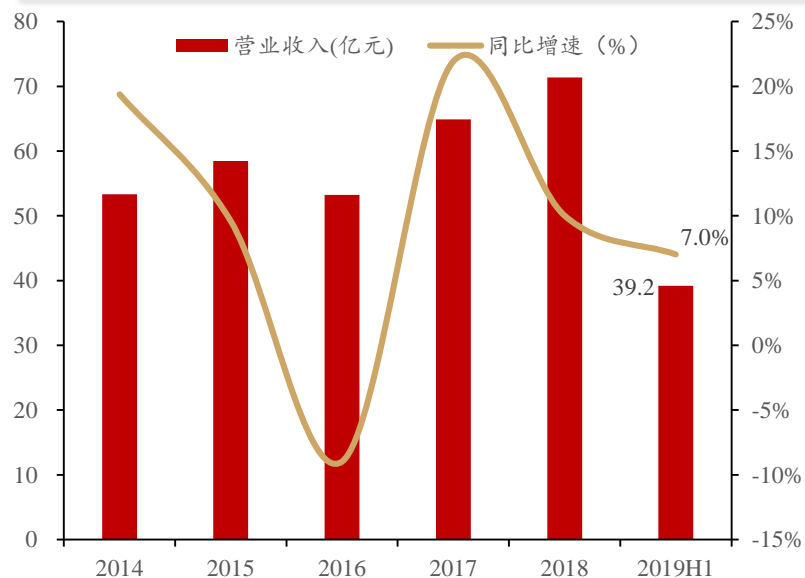


4.2 经营数据：营收保持增长，利润情况改善

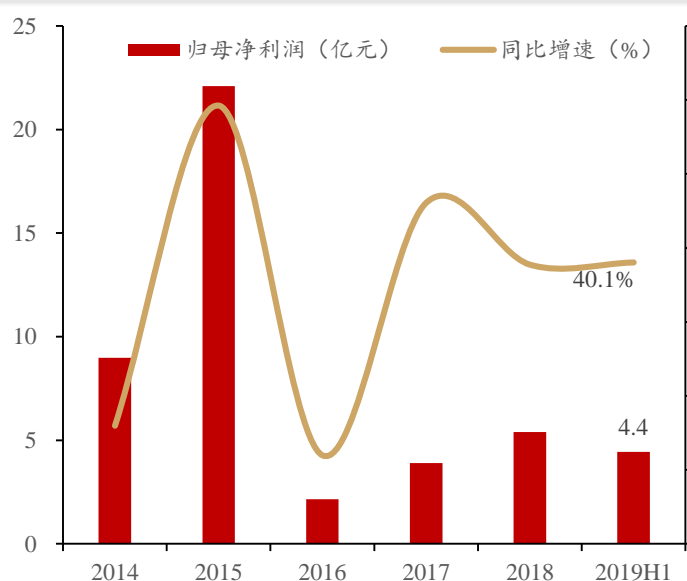
营收保持增长趋势，增速趋于稳定。 公司营业收入由2014年的53.3亿元上升至2018年的71.4亿元，GAGR为7.6%。2016年为公司阵痛期，一方面受当年行业整体增速下降的影响，一方面花王代理业务收尾，公司2016年业务收入有所下滑。但自新管理层上任以后公司梳理现有品牌，改善产品体系和进行费用控制，公司经营情况持续改善。

利润情况改善，发力营销期间费用较高。 公司2015年由于出售股权获得较高收益利润较高，2016年由于公司处于阵痛期利润有明显下滑，但是自从公司改变公司品牌结构，大力改善渠道以后公司利润增速有明显改善，并保持稳定趋势。由于公司深耕渠道并大力投入营销，所以公司管理和销售费用保持较高的水平，但是随着品牌梳理工作的逐渐改善，费用存在一定的优化空间。

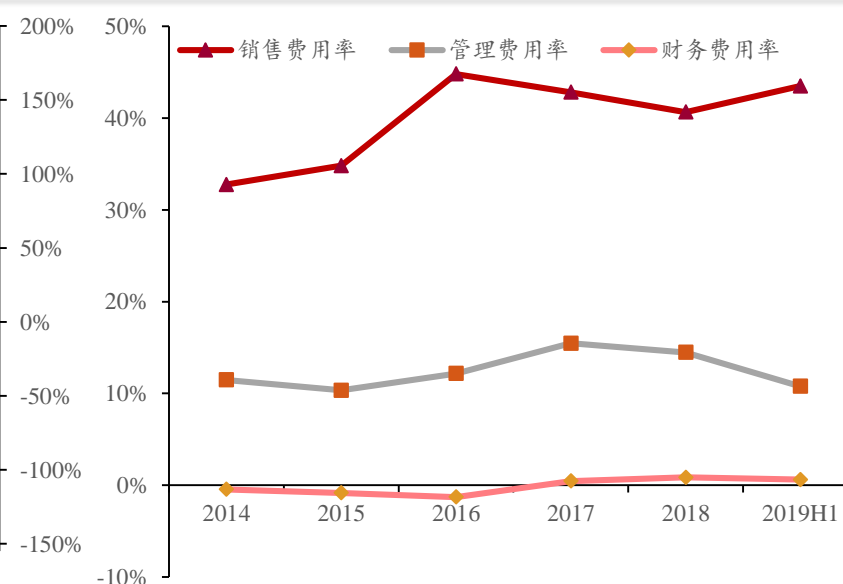
图表：营收保持增长趋势



图表：归母净利规模和增速



图表：期间费用情况

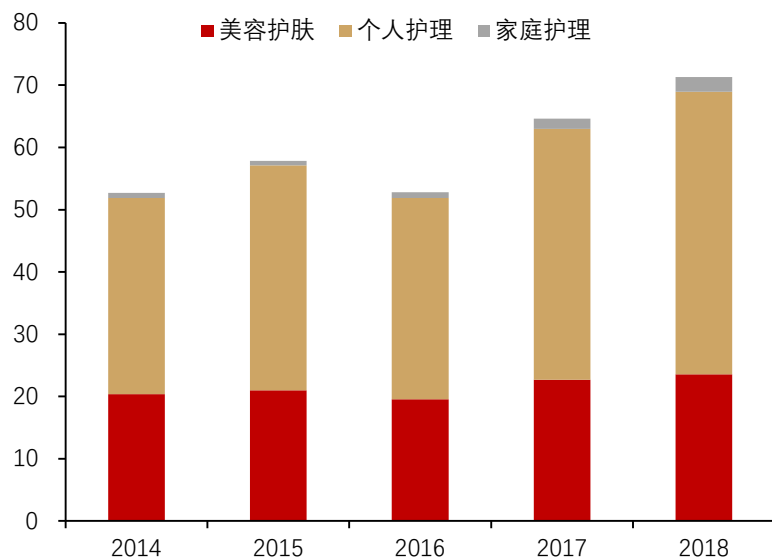


4.3 产品&品牌端：品类齐全，中低高端全覆盖，打造大日化龙头

打造多品牌梯次产品体系，市场覆盖面积大。公司旗下拥有品牌佰草集、六神、高夫、汤美星、美加净、启初、家安、玉泽、双妹九大主推品牌，布局美容护肤、个人护理和家庭护理三大领域。公司的品牌策略是打造多品牌重点品牌突出品牌体系，以差异化的品牌定位覆盖不同年龄和消费层次的消费需求。

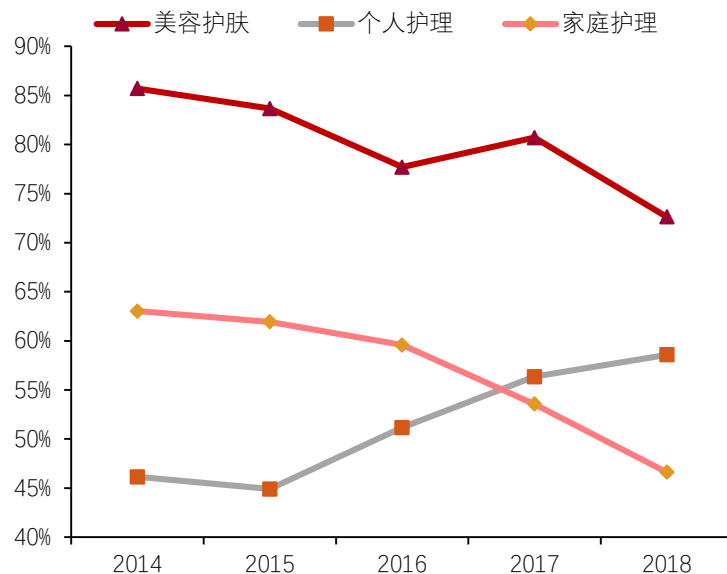
个人护理业务营收强劲，美容护肤毛利率保持高位。公司业务结构中以美容护肤和个人护理为主，其中个人护理营收占比最高，2014年至2018年平均营收占比为61.88%。由于原材料成本相对较低，美容护肤的毛利一直高于另外两种业务。

图表：三大业务收入情况（亿元）



资料来源：公司公告，华西证券

图表：三大业务毛利率情况



资料来源：公司公告，华西证券

图表：多品牌体系齐推进



资料来源：公司官网，华西证券

4.3 产品&品牌端：营收保持增长，利润情况改善

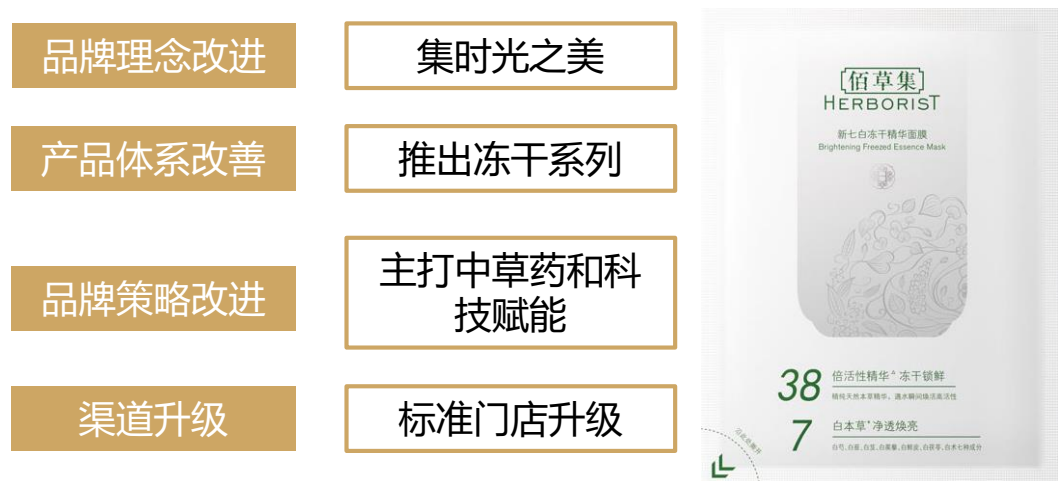
品类	品牌	产品定位	主要价格区间 (元)	产品特点	产品图片
美容护肤	佰草集	中高端	200-1050	主打草本护肤，面向中高端护肤女性	
	双妹	高端	400-1200	时尚护肤品牌，彰显极具个性、融汇东西的女性风采	
	玉泽	中低端	80-250	主推众皮肤屏障修复产品，致力于解决皮肤问题	
	美加净	中低端	20-100	甄选天然植物和美养食材，主推大众护肤产品	
个人护理	汤美星	中高端	50-200	中高端全球性婴儿喂哺品牌，横跨喂哺、安抚和清洁三大核心品类	
	六神	中低端	20-100	立足于中医中草药文化，积极发展中医中草药的现代化演绎及应用，并进行品类延伸	
	高夫	中低端	50-100	男士护肤品牌，主推保湿和控油产品	
	启初	中低端	50-100	主推大众婴幼儿产品	
家庭护理	家安	中低端	20-80	专注于家居清洁护理领域的科创品牌	

4.3 产品&品牌端：集时光之美，推进品牌焕新颜

佰草集、汤美星和双妹持续高端化，产品结构更为立体。 公司通过品牌理念改进、品牌梳理和产品革新来不断优化中高端品牌的竞争力，其中公司主要推进佰草集的品牌革新，推出冻干系列产品，引爆市场。受益于高端化策略，佰草集品牌在 2018 年护肤百货渠道主要品牌市场份额排名第 12 位，市场份额为 2.5%。

多样化营销，对接年轻人群体，推进品牌年轻化。 公司深知年轻群体是公司收入的主要增长点，所以公司通过产品外形革新和多样化营销来对接年轻人群体，推动品牌年轻化，解决品牌老化风险。目前公司主要通过明星代言、节目植入、IP合作和平台营销四种方式来进行产品推广，目前市场反响较为良好。

图表：佰草集不断高端化



图表：多样化营销

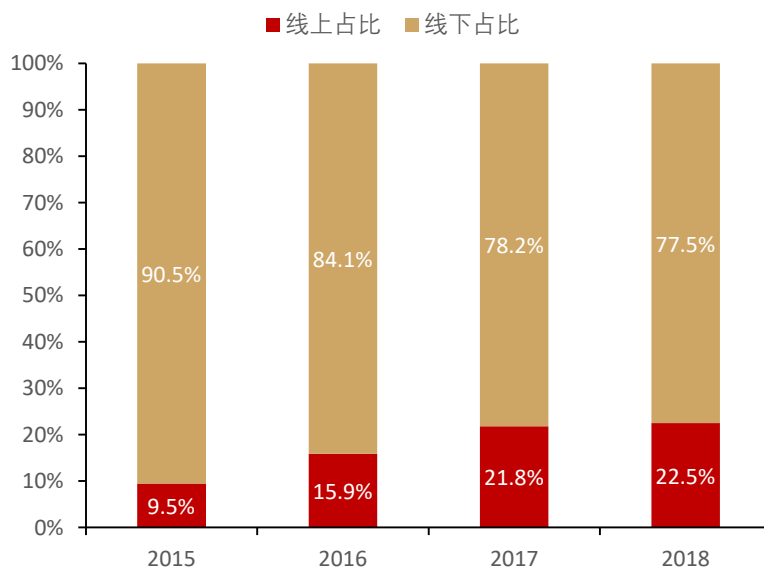


4.4 渠道端：全渠道布局，发力线上渠道，线下渠道优化升级

六大渠道齐发力，线上渠道稳步拓展。公司目前布局电商、特殊、商超、CS、母婴和海外六大渠道，2018年底公司拥有商超门店20万家、乡村网点近9万家店、化妆品专营店约1.3万家、母婴店超5000家、百货约1500家，布局多家京东淘宝等多家电商网站。目前公司渠道深度和广度都位居国产化妆品公司前列，渠道力是公司核心竞争力之一。在互联网趋势下，公司电商（线上）渠道稳步推进，电商渠道收入占比逐渐提升，成为公司重要渠道之一。

线下渠道持续优化，不同渠道推行优化策略。化妆品线下渠道竞争激烈，公司不断优化线下渠道，以保持线下渠道竞争力。对于商超、母婴店这类渠道公司优化门店形象，优化产品结构，以优质化服务提升客流量和客均消费额。对于CS和海外渠道，公司着重挖掘市场，进行业务拓展和门店量质提升。

图表：线上渠道占比持续提升



图表：标准化线下门店



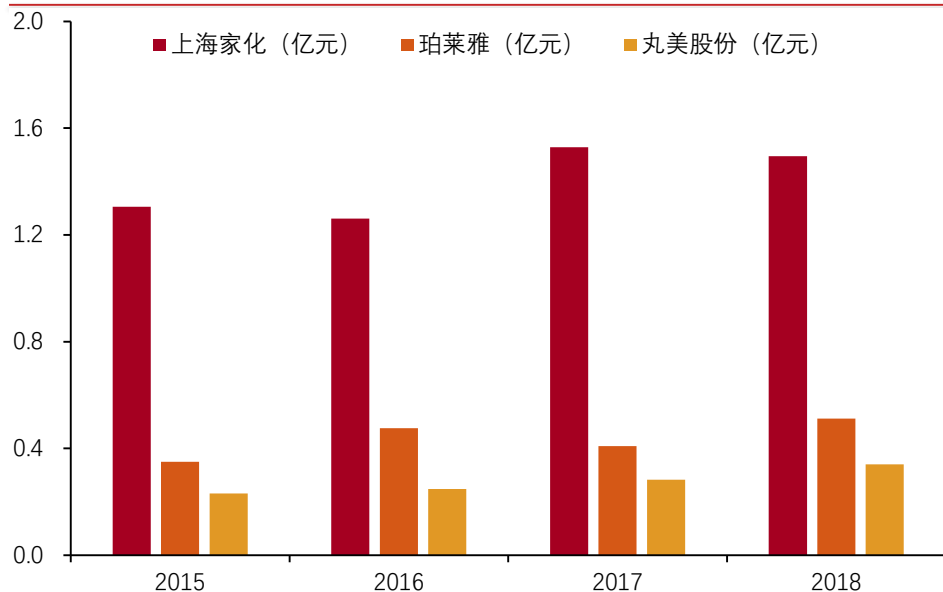
图表：品牌渠道布局情况

	电商	特渠	商超	CS	母婴店	海外
六神	√	√	√	√		√
佰草集	√	√				√
高夫	√	√	√	√		
美加净	√	√	√			
启初	√	√	√	√	√	
家安	√	√	√			
玉泽	√	√				
双妹	√	√				
汤美星	√	√			√	√

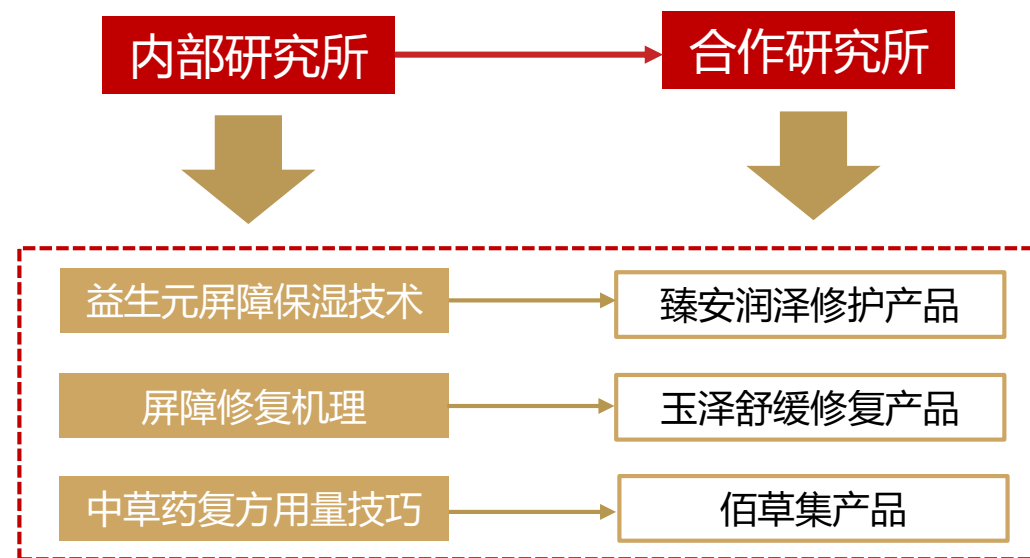
4.5 研发驱动：科技赋能，产品革新带动收入提升

研发先行，严密供应链保障产品安全，科技创新赋予产品体系新活力。公司在原料把控、配方开发、产品生产与储运的各个环节，公司都会最大程度利用科技和严密供应链地保证产品的安全性。公司研发支出2015年至2018年研发支出高于国产化妆品公司，2018年研发支出金额为1.5亿元，但是较国外知名企业仍有较大差距。公司研发体系有内部和合作研究所，目前公司已开发出许多化妆品生产技术（近年来年均申请专利35+），并将其应用于公司相关产品上。公司研发体系强劲，产品体系不断得到更新，新品对收入的贡献率不断提升，新品贡献率由2014年的5.7%提升至2018年的25.5%。

图表：上海家化研发支出较高



图表：研发能力强劲



4.6 投资逻辑：品牌驱动+渠道创新+研发先行

品类齐全，中低高端全覆盖，打造大日化龙头。 公司布局全品类产品，中端、高端和大众产品一应俱全，公司旗下拥有九大主推品牌，产品体系完善覆盖面广助力公司向大日化龙头迈进。

深耕渠道，渠道优化创新助力公司发展。 公司目前拥有六大渠道，拥有商超门店20万家、乡村网点近9万家店、化妆品专营店约1.3万家、母婴店超5000家、百货约1500家，同时布局线上渠道，公司不断进行渠道创新，对线上线下渠道进行优化升级，渠道是化妆品行业的核心竞争领域之一，不断完善的渠道助力公司在行业竞争中脱颖而出。

发力研发，科技赋能产品革新带动收入提升。 公司研究实力强劲，“内部研究所+外部研究所”双层研究体系提升公司产品科技含量并保障新品更新频率，年轻化和高端化的产品体系使得公司品牌和产品焕新颜，颜值时代公司大有可为。

4.6 上海家化盈利预测，给予买入评级

我们看好公司作为国产日化龙头拥有强劲的渠道力和品牌力，管理层风格稳健，研发能力强劲，参考可比公司2020年平均42倍PE，给予公司38倍PE估值，对应目标价40.66元，**首次覆盖给与“买入”评级。**

盈利假设：1) **收入端**，美容护理业务2019年由于新品推出收入增速将有所回暖，2020年和2021年预计将有所提升，但仍保持个位数水平；个人护理业务和家庭业务根据以前年份进行对应收入预测；2) **成本端**：参考同比公司成本变化和原材料市场变化来预估成本的变动；3) **费用端**：按照公司历史费用水平进行平均来计算。

风险提示：1) **行业竞争加剧**：假如行业内竞争加剧并超过公司预期，公司整体盈利能力会受到影响；2) **渠道升级不及预期**：公司渠道是公司关键竞争力，假设公司渠道升级不及预期那么公司的整体收入也会收到较大影响。

图表：盈利预测

财务摘要	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	6488.25	7137.95	7897.37	8780.81	9667.76
YoY (%)	8.8%	10.0%	10.6%	11.2%	10.1%
归母净利润(百万元)	389.80	540.38	680.14	718.30	813.69
YoY (%)	93.9%	38.6%	25.9%	5.6%	13.3%
毛利率 (%)	64.9%	62.8%	63.1%	64.6%	65.5%
每股收益 (元)	0.58	0.81	1.01	1.07	1.21
ROE	7.3%	9.3%	10.6%	10.1%	10.3%
市盈率	57.53	41.50	32.97	31.22	27.56

资料来源：公司公告，华西证券

附录：收入拆分及可比公司估值表（后同）

图表：上海家化收入拆分及可比公司估值表

	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
合计								
营业收入 (百万元)	5334.66	5845.9	5321.2	6488.3	7138.0	7897.4	8780.8	9667.8
YoY		9.6%	-9.0%	21.9%	10.0%	10.6%	11.2%	10.1%
毛利率	61.8%	59.2%	61.3%	64.9%	62.8%	62.0%	63.6%	64.5%
美容护肤								
营业收入 (百万元)	2038.3	2099.7	1955.3	2270.7	2355.1	2543.5	2785.1	3035.8
YoY		3.0%	-6.9%	16.1%	3.7%	8.0%	9.5%	9.0%
毛利率	85.7%	83.7%	77.7%	80.7%	72.6%	72.0%	73.0%	74.0%
个人护理								
营业收入 (百万元)	3148.3	3612.0	3232.2	4027.6	4541.1	5040.7	5620.3	6182.4
YoY		14.7%	-10.5%	24.6%	12.8%	11.0%	11.5%	10.0%
毛利率	46.1%	44.9%	51.2%	56.3%	58.6%	58.0%	60.0%	61.0%
家庭护理								
营业收入 (百万元)	81.0	73.1	94.7	165.3	233.1	303.1	363.7	436.4
YOY		-9.7%	29.4%	74.6%	41.0%	30.0%	20.0%	20.0%
毛利率	63.0%	61.9%	59.6%	53.5%	46.6%	46.0%	47.0%	48.0%

股票代码	公司简称	股价	EPS(元)			PE			PB		
			18A	19E	20E	18A	19E	20E	18A	19E	20E
600315.SH	上海家化	33.41	0.81	1.01	1.07	41.5	33.0	31.2	3.9	3.5	3.2
603605.SH	珀莱雅	88.67	1.43	1.91	2.48	62.2	46.5	35.8	10.5	9.0	7.5
603983.SH	丸美股份	62.10	1.04	1.24	1.44	60.0	50.3	43.0	18.1	13.3	10.2
603398.SH*	邦宝益智	9.53	0.22	0.15	0.15	42.6	64.2	62.8	3.7	3.9	3.8
601718.SH*	际华集团	3.90	0.14	0.13	0.15	42.6	45.5	37.5	0.8	0.7	0.7
平均	-	39.52	0.73	0.89	1.06	49.7	47.9	42.1	7.4	6.1	5.0



05 珀莱雅

打造国产一流化妆品牌

5.1 公司简介：向一流国产品牌迈进

大众护肤品牌，美妆领域龙头：珀莱雅是一家从事化妆品研发、生产和销售的美妆企业，目前旗下有“珀莱雅”、“优资莱”、“韩雅”、“悠雅”、“猫语玫瑰”等品牌；产品涵盖护肤、洁肤、美容三大品类，拥有日化专营店（CS）、商超和电商为主的多渠道销售网络。公司产品侧重于大众护肤品，销售网络主要分布在二三线城市，年营收额超20亿元，目前是美妆领域龙头企业。

整体来看公司发展经历三个阶段：
1) 快速发展期：珀莱雅初创期内，凭借管理层多年销售经验，迅速入驻二三线城市，发展日化专营店、商超等销售渠道，销售收入大幅提升；
2) 经营调整期：公司经过2014年20%的快速发展后，在2015-2016年连续两年出现负增长，系公司撤销、淘汰部分业绩不佳经销网点，并进行优资莱品牌布局，门店数量有所下降。期间，公司遭受电商销售冲击，内外因结合下，业绩出现下滑；
3) 多渠道发力期：2017年公司于上交所上市后，积极开拓线上渠道，布局淘宝、京东、唯品会等电商平台，多渠道发展，业绩迎来高速增长，2019年公司进行品牌升级，迎来新的战略发展期。

图表：珀莱雅发展历程图



资料来源：公司公告，华西证券

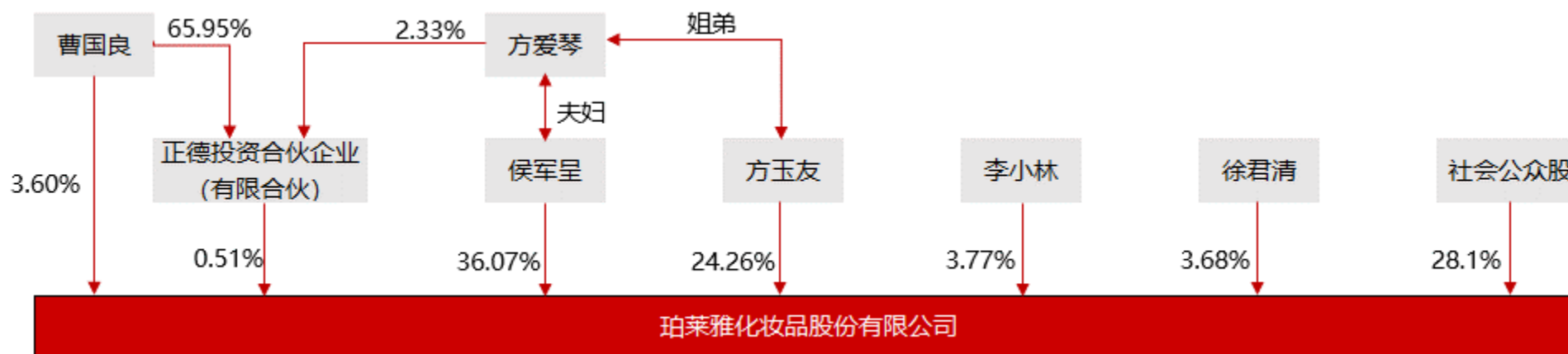
5.2 经营数据：经营管理结构稳定，组织架构灵活

股权结构相对稳定：珀莱雅化妆品股份有限公司实际控制人为侯军呈，方爱琴夫妇，其中董事长侯军呈直接持股36.1%，方爱琴之弟方玉友持有公司24.3%股份，为第二大股东，两人累计持股比例超过60%，公司经营层处于稳定状态。

完善的员工激励计划：公司于2018年推出限制性股票激励计划，用以激励中高层管理人员及核心技术骨干，授予价格为17.95元/股，授予数量146.72万股，约占总股本比例0.73%，解锁条件为2018-2020相比2017年营收同比增速分别不低于30.8%/74.24%/132.61%，净利润增速分别不低于30.1%/72.21%/131.99%。此外公司还推出各业务模块超额分享、内部创业合伙人等机制，充分调动各级员工积极性、主动性。

灵活的组织架构：以“三驾马车”战略为牵引，积极推动“小集团、大事业部”的组织变革，打造供应链、管理服务集约化，建立研发、生产、销售协同作业机制，一方面降低了内部管理费用，另一方面，大大提升了内部运营效率。

图表：珀莱雅股权结构图



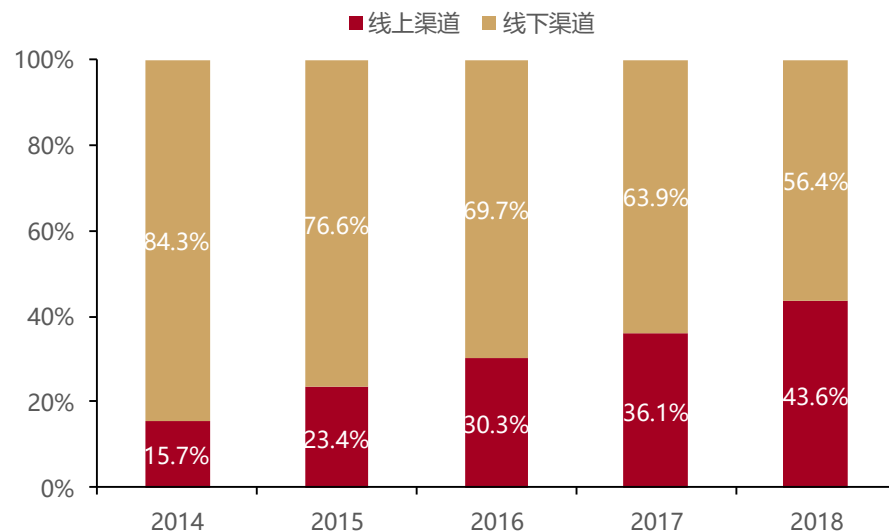
资料来源：公司公告，华西证券

5.3 渠道端：线上比重逐步提升，线下加快门店扩张

线上明星引流，带货效应凸显：线上渠道占比逐渐提升，2018年收入贡献已超过40%，2019H1营收6.1亿元，同比增加48.1%，占比46.0%，预计2019年收入贡献将突破50%。珀莱雅电商团队通过多元化营销，线上收入取得了快速增长。公司顺应市场潮流，选取当红流量明星，通过代言、直播带货，产品持续放量，如美妆博主李佳琦直播安利泡泡面膜，产品一度卖断货。此外，公司还冠名综艺和影视植入，如《最优的我们》、《异口同声》等，都极大的提高了品牌影响力。

线下扩张门店，加速品牌布局：截止2018年底，珀莱雅拥有日化专营店（CS）1.3万家，商超百货网点约900家，优资莱拥有线下门店500家。线下各渠道占比来看，日化专营店营收占比较高，2019H1营收5.3亿元，同比增加11.7%，但近年来受电商冲击，占比有所下滑；单品牌店未来预计新开门店数500-1000家，营收占比将逐步提升。

图表：线上渠道收入占比逐渐提升



资料来源：公司公告，华西证券

图表：线下各渠道收入拆分

渠道	2016	2017	2018	2019H1
日化专营店 (亿元)	9.9	9.3	10.0	5.3
占比	57.6%	52.4%	42.5%	39.6%
商超 (亿元)	1.6	1.6	2.0	1.0
占比	10.1%	9.0%	8.5%	7.2%
单品牌店 (亿元)			1.2	0.7
占比			4.9%	5.6%
连锁商超 (亿元)	0.2			
占比	0.9%			
其他渠道 (亿元)	0.2		0.1	0.2
占比	1.0%		0.6%	1.7%

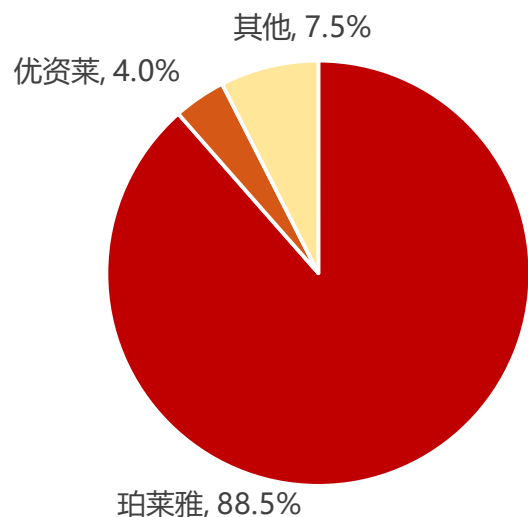
资料来源：公司公告，华西证券

5.4 产品端：主打珀莱雅/护肤品类，毛利率有所提升

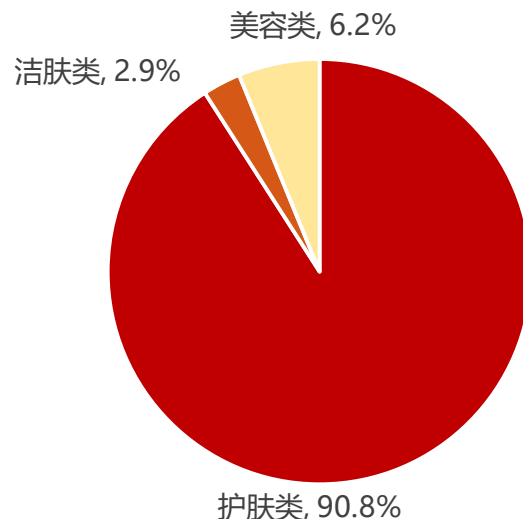
以珀莱雅为核心，加速新品牌发展：珀莱雅作为公司核心品牌，2019H1营收11.7亿，同比增加26.3%，占比88.5%，上半年，优资莱品牌实现营收0.5亿元，同比增加10.4%，占比4.0%，韩雅、TZZ、YNM等新品牌营收超1亿元，同比增长53.9%，保持高速增长。珀莱雅作为公司核心品牌，毛利率明显高于其他品牌，优资莱/韩雅/TZZ/YNM等品牌毛利率也逐步提升。

围绕护肤，完善产品矩阵：2019H1，护肤类产品实现营收12.1亿元，同比增长27.8%，增速较快系明星单品带动，营收占比90.8%，为第一大品类；美容类产品实现营收0.4亿元，同比增长209.8%，占比2.9%；洁肤类产品实现营收0.8亿元，同比下降2.1%，占比6.2%。此外公司通过自研与合作，积极扩充洗护品类，打造多层次产品矩阵。

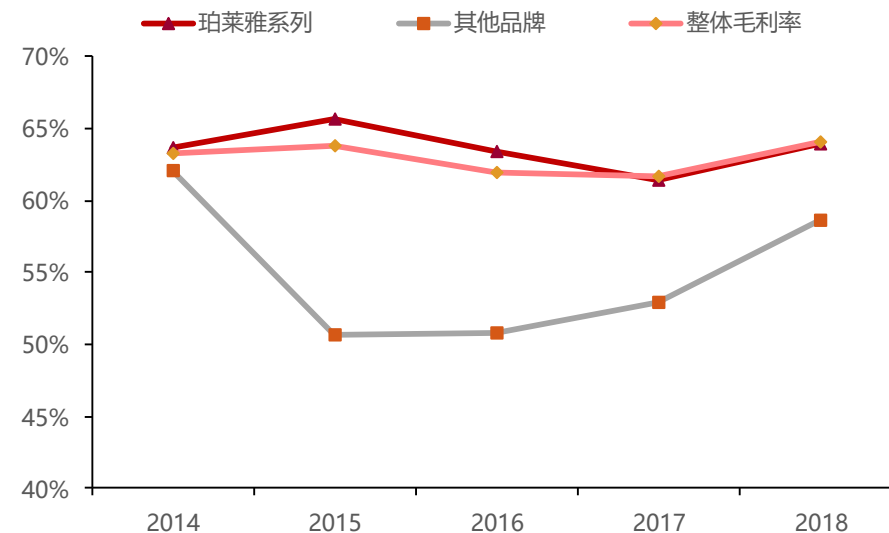
图表：各品牌收入占比



图表：各品类收入占比



图表：各品牌毛利率变化情况



5.5 科技加持，打造海洋护肤爆品

品牌升级，定位海洋珀莱雅：珀莱雅成立之初，就保持海洋护肤理念，将美丽从纯净丰富的海洋自然资源带到海洋科技实验室，在市场上成功推出海洋防晒系列、海洋透皙白系列。在十五周年“发现海洋美”品牌发布会上，公司CEO方玉友表示2019年将会“重新做品牌”，并推出全新logo——海洋珀莱雅，深入贯彻海洋护肤理念。

产品升级，科技化加持打造爆款：公司在十五周年品牌发布会上宣布与法国顶级海洋开发研究所（IFREMER）、法国国家海藻研究机构（CEVA）建立中法联合实验室。珀莱雅成为法国首个战略合作的国产美妆品牌。公司后续将会与CEVA共同开发独家功效性专利科技，并继续同更多的全球海洋机构进行战略合作，提高海洋护肤系列的竞争力，打造护肤爆款产品。目前公司已推出“充电安瓶”——海洋安瓶光速新生精华液，后续将推出冻干粉、精华素等更多高科技、功能性产品。

图表：海洋珀莱雅全新logo



图表：充电安瓶——新生精华液



5.6 差异化定位，打造大众护肤品

图表：产品矩阵图

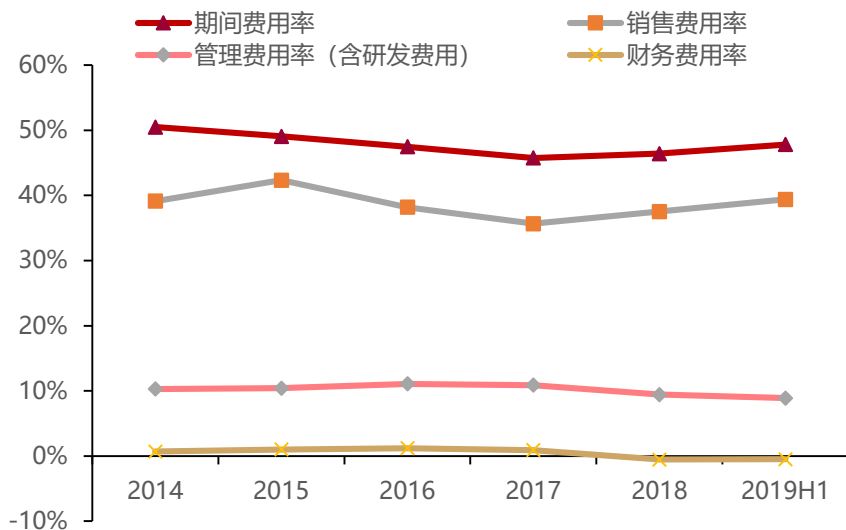
珀莱雅产品矩阵				
品牌	系列产品	对应人群	价格区间	产品样图
 PROYA 珀莱雅	早晚水漾系列、深海致臻系列、肌密系列、海洋防晒系列、海洋透皙白系列、晶萃焕妍系列	16-50岁	59-1888元	
	绿茶、参茶、白茶、玫瑰花茶、薰衣草茶、茉莉花茶、柚子茶等天然茶萃取系列	18-50岁	28-998元	
	积雪草系列、悦颜净透美白系列、晨露草系列等	20-35岁	20-499元	
ĀNYĀ 韩雅	高功能护肤	18-50	79-598元	
YOYA 悠雅	清透感彩妆	20-35	10-484元	
 Cats & Roses 猫语玫瑰	甜美系自然彩妆	20-35岁	36-259元	

5.7 费用端：销售费用&研发费用双增

销售&管理费用双增，宣传推广费用居高不下：2019H1公司期间费用率（含研发费用）47.8%，同比上升2.08pct；受营销推广力度加大影响，销售费用率提升1.8pct至39.4%，形象宣传推广费用率同比上升3.65pct至24.4%；管理费用率（含研发费用）上升0.73pct至6.7%，系股权激励与员工薪酬增加。近年来销售费用率居高不下，系公司营销推广力度不断加大，而其中有接近一半的费用用在形象宣传推广费用上。

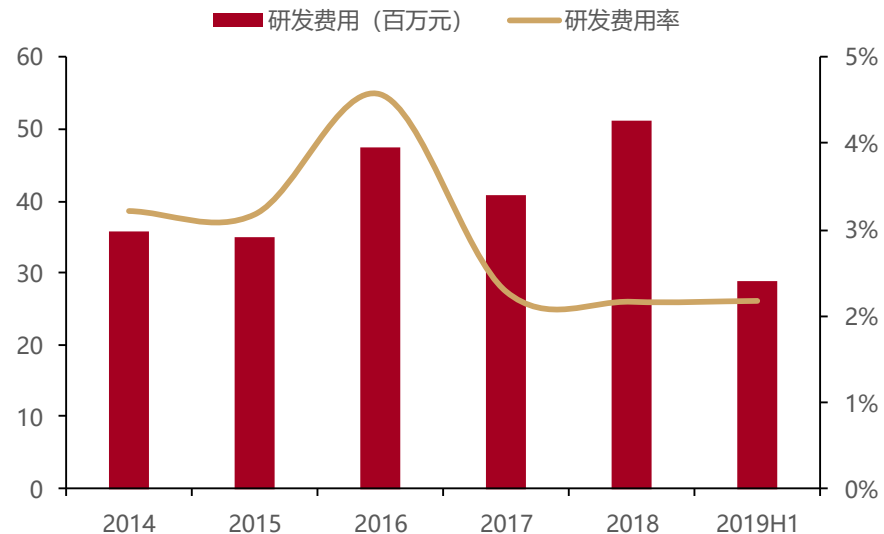
研发费用稳中有进：公司配置了强大的产品研发团队，近几年来研发费用保持增长态势，研发费用率维持在2%左右，相比其他市场竞争者，公司研发投入较高，产品更新换代速度较快。

图表：销售费用率保持高位



资料来源：公司公告，华西证券

图表：研发费用稳中有进



资料来源：公司公告，华西证券

5.8 投资逻辑：渠道、营销、产品三位驱动，迈向一流美妆品牌

- **提升渠道质量，优化经销模式：**公司不断优化渠道结构和经销模式，在2019H1取得了亮眼的成绩。线上渠道一方面提升了产品销售毛利率，另一方面加速加快产品放量，随着电商和直营店铺收入占比持续提升，公司盈利能力仍有进步空间。线下渠道则加快门店扩张速度，以品牌影响力和大众价格抢占低线城市份额。我们预计公司线上渠道将以较快增速发展，线下渠道保持中高个位数增长。
- **加大营销推广，打造一流本土品牌：**通过当红流量明星代言和冠名综艺节目，公司在消费者心中建立起品牌知名度，借助明星代言和美妆KOL效应，产品购买转化率不断提高，热门单品销量突破60万件。此外，公司多媒体、全方位营销，在抖音等推出相关活动，增强用户亲密度。未来公司仍将加大宣传推广力度，提升品牌影响力，看好产品销量继续增长。
- **把握市场方向，研发新品，拓展品类：**面对市场变化，公司加大研发投入，不断推出新品适应市场。在品牌端，深化珀莱雅“海洋护肤”理念，与法国海藻研究院达成合作，推出珀莱雅精华系列。品类端，优化品类结构，以护肤为主，同时加快拓展洁肤、美容品类。公司还引入日本高端洗护品牌I-KAML，扩充洗护品类，通过自研和合伙模式，优化品类结构。

5.9 珀莱雅盈利预测，给予买入评级

首次覆盖，给予买入评级

珀莱雅所处美妆行业正在迅速发展，公司业绩优异，市场份额有望不断提升。在渠道、营销、产品三位一体驱动下，我们看好珀莱雅业绩持续增长，品牌影响力不断提高。珀莱雅系列（护肤类）受益渠道变革和产品研发，有望保持30%的中高速增速；洁肤类发展稳健，有望保持13%的增速；美容类产品基数小，处于高速发展期，预期增速为40%。公司成本和费用参考可比公司和历史成本变化。

根据以上假设，我们预测2019/2020/2021年公司实现营收分别为30.8/39.7/49.8亿元，实现归母净利润分别为3.8/5.0/6.4亿元。参考可比公司2020年平均42倍PE，给予公司42倍PE估值，对应目标价104.16元，**首次覆盖给与“买入”评级。**

风险提示：行业竞争加剧；产品销售不及预期。

图表：盈利预测

财务摘要	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1783.03	2361.25	3083.74	3974.61	4978.65
YoY (%)	9.8%	32.4%	30.6%	28.9%	25.3%
归母净利润(百万元)	200.79	287.19	384.07	498.77	637.38
YoY (%)	30.7%	43.0%	33.7%	29.9%	27.8%
毛利率 (%)	61.7%	64.0%	63.9%	63.1%	62.6%
每股收益 (元)	1.00	1.43	1.91	2.48	3.17
ROE	13.8%	17.0%	19.3%	20.9%	21.9%
市盈率	88.89	62.15	46.47	35.78	28.00

资料来源：公司公告，华西证券

图表：珀莱雅收入拆分表

收入拆分	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
总净利润 (百万元)	200.79	286.62	383.30	497.78	636.12
同比增长率	30.7%	42.7%	33.7%	29.9%	27.8%
净利率	11.3%	12.1%	12.4%	12.5%	12.8%
护肤类收入 (百万元)	1583.39	2129.20	2811.49	3654.94	4605.23
同比增长率	10.7%	34.5%	32.0%	30.0%	26.0%
洁肤类增长率 (百万元)	178.43	200.82	228.93	258.70	289.74
同比增长率		12.6%	14.0%	13.0%	12.0%
美容类增长率 (百万元)	19.86	28.32	39.93	55.90	76.59
同比增长率		42.6%	41.0%	40.0%	37.0%

资料来源：公司公告，华西证券



06 丸美股份

眼护龙头的多品牌之路

6.1 公司简介：眼部护理龙头，股权结构稳定

眼部护理龙头，渠道、品牌建设卓越。 丸美自广州佳禾整体变更而来，自2002年成立起，就专注耕耘眼部护理市场，以卓越的眼部护理著称化妆品界，拥有全球最大的眼部肌肤研究中心。主要从事各类化妆品的研发、设计、生产、销售及服务。目前旗下拥有“丸美”、“春纪”和“恋火”三个品牌。公司采用以经销模式为主、直营和代销模式为辅的销售模式，建立了覆盖百货专柜、美容院、日化店、电子商务及商超等多种渠道的销售网络。公司打造了多款眼部护理爆款产品，在品牌建设方面也卓有成效，获得了包括“驰名商标”、广东省著名商标等多项荣誉。

创始人持股比例高，股权结构稳定。 公司实际控制人孙怀庆、王晓蒲夫妇二人分别持有72.7%和8.1%的公司股份，第二大股东，时尚集团LVMH旗下的L Capital 持股占比为9.0%。L Capital对公司进行投资，带来了品牌管理和市场推广经验，为提升品牌价值助力。

图表：公司发展历程

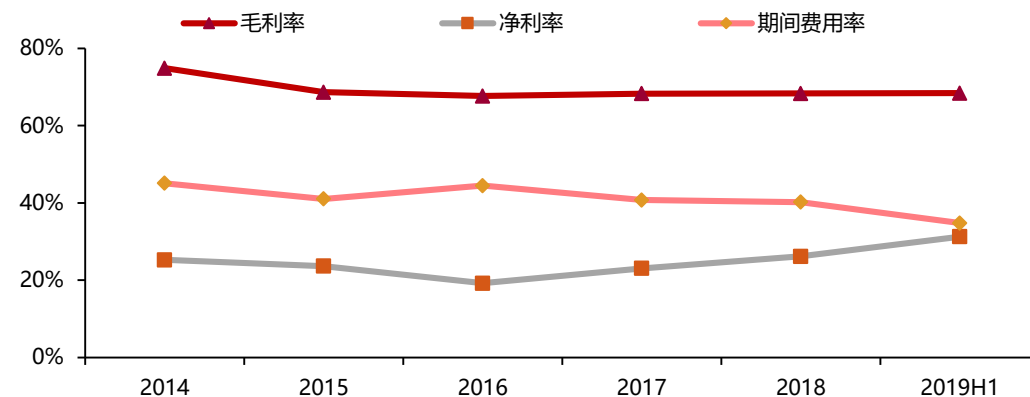


6.2 经营数据：业绩平稳增长，盈利能力提升

近三年营收和净利润平稳增长。2019H1营收8.2亿元，同比增长11.9%；归母净利润2.6亿元，同比增长31.6%。2016年营收、净利润下滑，受代销渠道开拓成果不及预期、渠道费用和广告费用高影响。

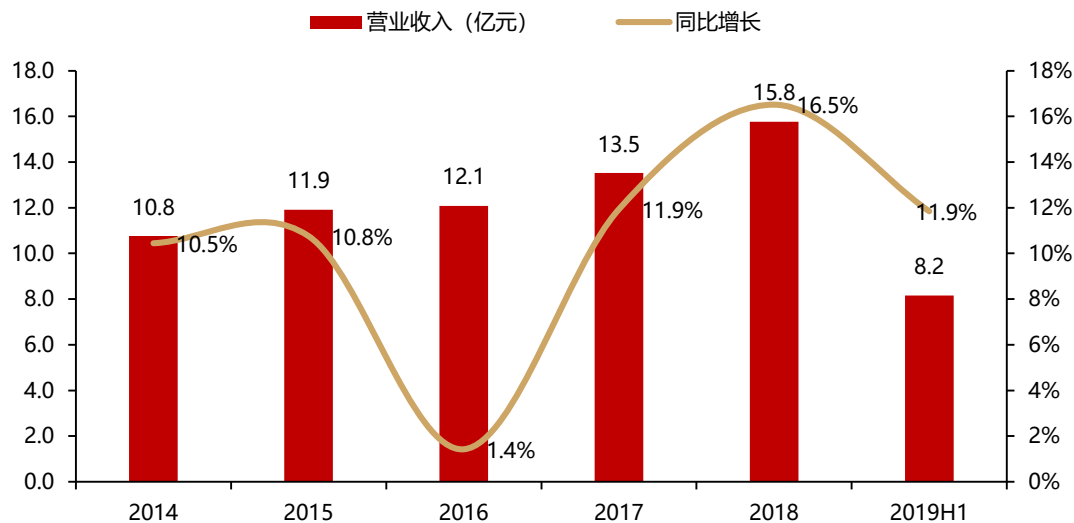
近三年净利率稳定上升，盈利能力提升。毛利率稳定在68.4%左右，但期间费用率2019H1比2016年下降了9.7pct，净利率上升了12.1pct。

图表：期间费用率波动下降，盈利能力提升



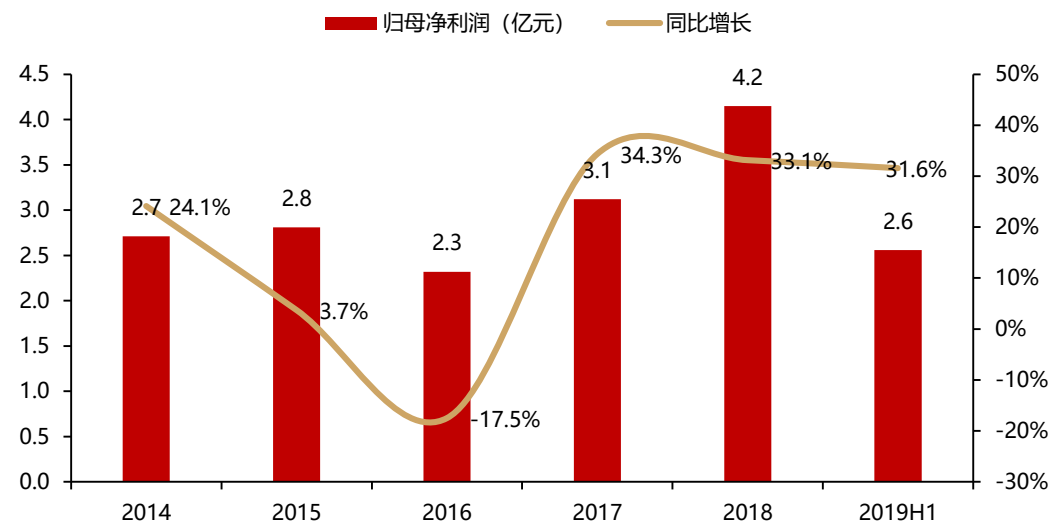
资料来源：招股说明书，华西证券

图表：丸美营收近三年增长稳健



资料来源：招股说明书，Wind，华西证券

图表：丸美归母净利润近三年保持快速增长



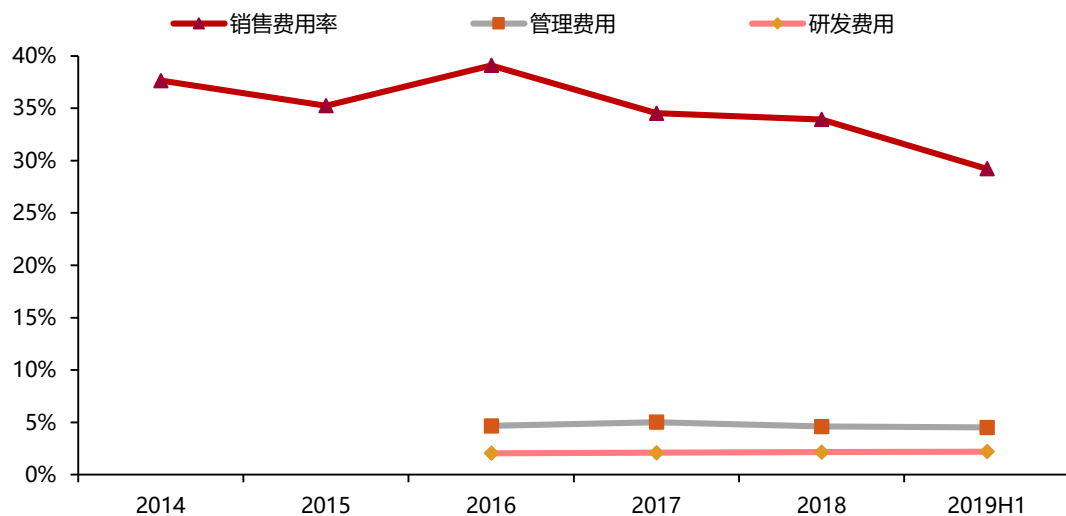
资料来源：招股说明书，Wind，华西证券

6.2 经营数据：期间费用率大幅下降，现金流状况良好

销售费用率大幅下降，研发费用率保持稳定，管理费用率近年略降。 广告宣传费用占销售费用的比例在2016-2018年分别为71.6%、62.1%和72.9%，对销售费用影响大。2016年营收规模增长慢，又有较高的广告宣传费投入，并开展代销渠道销售，中介机构服务费较高，因此销售费用率高较高。近年丸美调整了在各渠道的营销布置，大幅降低了销售费用率。

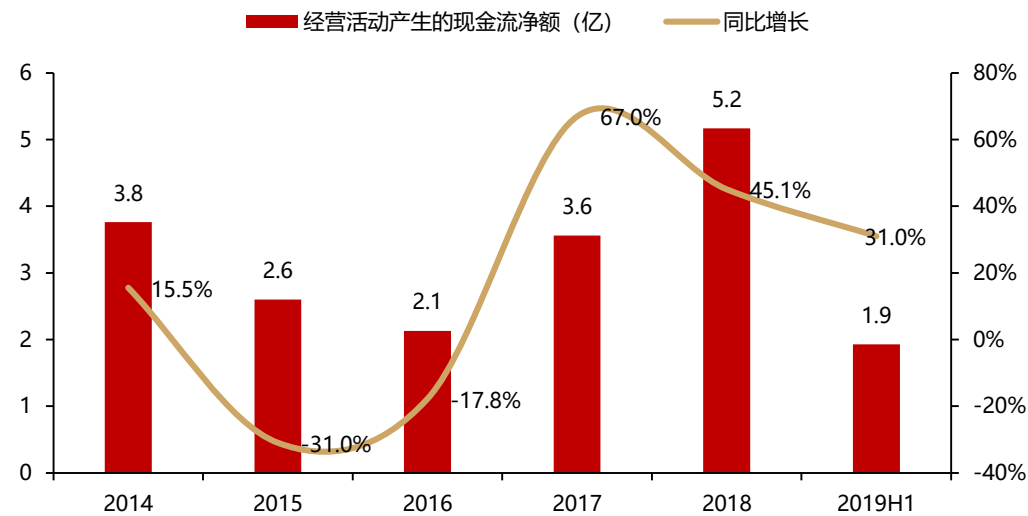
经营性现金流增长率高，现金流状况良好。 2019H1，公司经营性现金流净额约为1.9亿元，同比增长31.0%，货币资金约为17.7亿元，公司现金充裕。公司经销渠道收入占比高，而经销采取先款后货方式，故公司现金流压力小。会产生应收账款的代销业务占比逐渐缩小，进一步减轻了现金流压力。

图表：销售费用率大幅下降，管理及研发费用率保持稳定



资料来源：招股说明书，Wind，华西证券

图表：近三年经营性现金流快速增长



资料来源：招股说明书，Wind，华西证券

6.3 产品端：打造品牌矩阵，扩大客户群体

中高端与大众化相结合，护肤品与彩妆相结合。公司以“丸美”作为主打品牌，拥有“弹力蛋白凝时紧致系列”、“巧克力丝滑系列”等多个系列多款产品，2018年收入占公司主营业务收入约90%。在稳定中高端市场行业地位的同时，公司努力拓展多层次的销售市场，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”，差异化的品牌定位丰富了公司的产品线。2017年，公司投资进入彩妆市场，新增以“自信时尚”为品牌内涵的“恋火”产品。

丸美品牌毛利率整体高于春纪，恋火毛利率提升较快。丸美产品的定价整体高于春纪，春纪对经销商的让利比例也更高。2018年对恋火经销商的销售定价提高，同时公司调整生产方式降低了单位成本，因此毛利率有较大幅度提升。

图表：2018年品牌基本情况

	类型	定位	平均单价 (元/克)	毛利率	收入占比	主要销售渠道
丸美	护肤	中高端	53.72	70.4%	89.2%	直营和经销
春纪	护肤	大众护肤	12.81	49.1%	9.1%	直营电商、日化店、经销电商、商超和代销
恋火	彩妆	轻奢彩妆	119.98	64.4%	1.7%	直营和经销电商、日化店

资料来源：招股说明书，华西证券

图表：各品牌收入、毛利率情况

	2016			2017			2018		
	收入 (亿)	占比	毛利率	收入 (亿)	占比	毛利率	收入 (亿)	占比	毛利率
丸美品牌	10.38	85.9%	70.1%	11.74	86.9%	70.3%	14.05	89.2%	70.4%
春纪品牌	1.7	14.1%	52.8%	1.76	13.0%	55.0%	1.43	9.1%	49.1%
恋火品牌				0.016	0.1%	34.2%	0.267	1.7%	64.4%

资料来源：招股说明书，华西证券

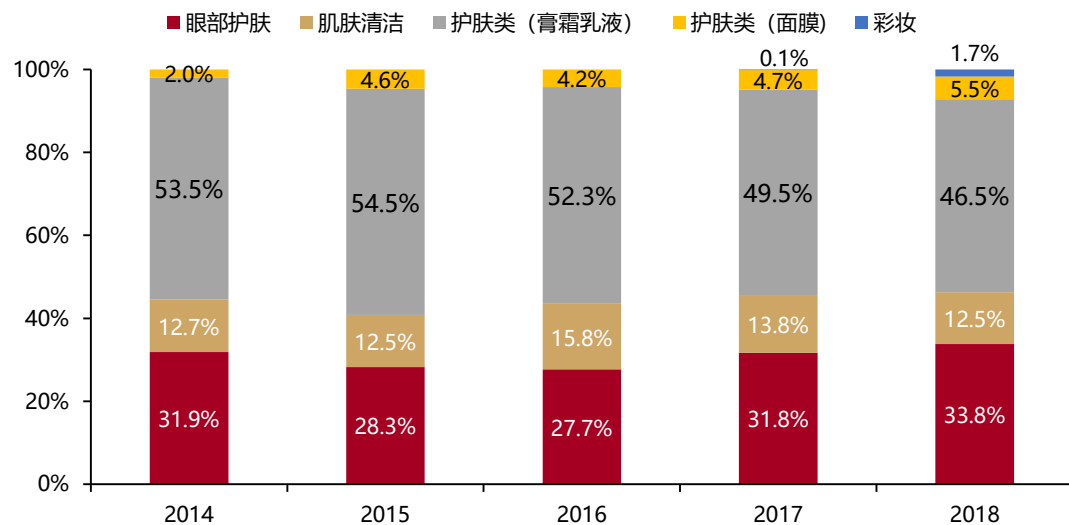
6.4产品端：膏霜乳液和眼部护肤类收入占比高，面膜和彩妆类毛利率提升快

膏霜乳液类和眼部护肤类产品收入占比最高，面膜类和眼部护肤类增长速度较快，主要得益于公司推出的新产品取得了良好的市场反响。

眼部护肤类产品毛利率最高，面膜类产品毛利率较低，彩妆类毛利率增长较快。眼部护肤类产品单间容量小、单价高；面膜类市场竞争较激烈，单价低，使用周期短；彩妆类产品调整了定价，压缩了成本。

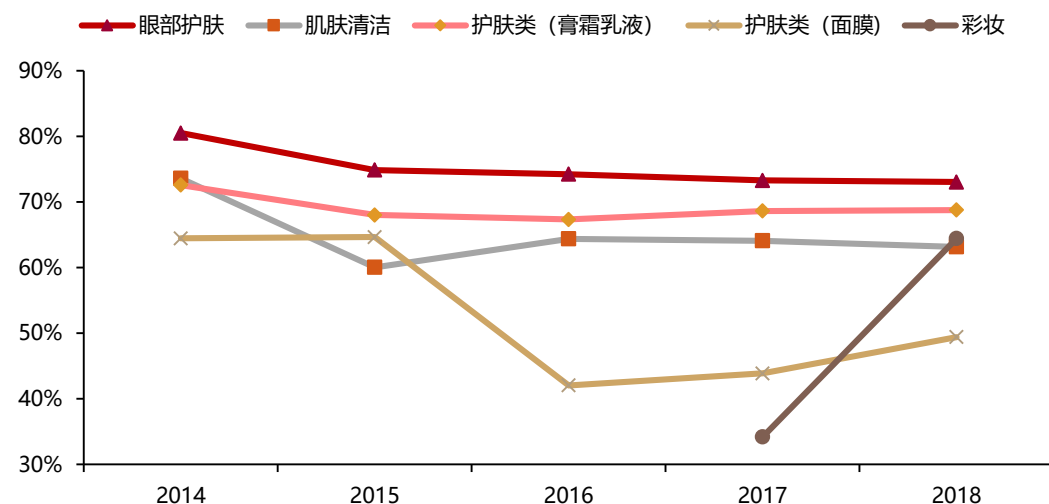
近三年彩妆类和面膜类产品毛利率提升较大，其他类型产品毛利率保持稳定。面膜类产品毛利率的提升源于高毛利率面膜产品销量好，彩妆类毛利率的提升源自销售定价和成本的调整。

图表：各类产品收入占比



资料来源：招股说明书，华西证券

图表：各类产品毛利率比较



资料来源：招股说明书，华西证券

6.5 渠道端：经销为主，直营为辅，电商渠道潜力大

销售模式以经销为主，直营和代销为辅。 经销收入占比85%以上，直营收入占比不断提升。由于代销渠道因收入和盈利情况不及预期，公司分别于2017年下半年和2018年终止了于屈臣氏和大润发渠道的合作。

直营渠道相对于经销渠道毛利率较高，代销渠道近年毛利率最高。 直营渠道定价更接近终端零售价，而经销模式下有一定比例的销售折扣。

电商渠道发力，收入占比不断提升。 公司积极开拓电商销售渠道，直营模式下天猫平台销售占比达90%。经销商如美妮美雅具有丰富的电商行业经验，经销商主要电商平台唯品会的客户群与公司客户群定位高度契合，有利于渠道下沉。

图表：分渠道收入和毛利率情况

		2016		2017		2018	
		毛利率	收入占比	毛利率	收入占比	毛利率	收入占比
直营	电子商务平台	70.2%	8.6%	74.4%	11.4%	73.8%	11.9%
	百货专柜	90.1%	0.1%	89.1%	0.1%	90.6%	0.2%
	其他	75.7%	0.1%	77.9%	0.2%	76.0%	0.2%
直营合计		70.6%	8.8%	74.6%	11.7%	74.1%	12.3%
经销	日化店	69.7%	48.2%	70.3%	43.8%	69.3%	39.8%
	百货专柜	68.7%	13.2%	68.5%	10.2%	69.4%	10.8%
	美容院	70.5%	6.1%	69.7%	6.6%	68.7%	7.0%
	电子商务渠道	61.2%	20.4%	61.0%	25.8%	64.4%	29.9%
	商超渠道	57.1%	0.1%	61.2%	0.1%	38.2%	0.1%
经销合计		67.6%	88.0%	67.2%	86.6%	67.5%	87.7%
代销	屈臣氏+大润发	61.7%	3.2%	76.5%	1.8%	89.3%	0.1%

6.6 投资逻辑：品牌、渠道、营运优势突出

品牌优势：主品牌“丸美”定位中高端客户群，品牌认可度高，形成美誉度。护肤品牌“春纪”定位年轻化和大众向。彩妆品牌“恋火”定位轻奢，抓住下沉市场发展的机会，增长速度快。三个品牌定位、功能差异大，能够覆盖更多的客户群体。

渠道优势：经销渠道强大，另一方面，直营渠道业务利润率高，借助电商平台，具有很大的成长空间。公司的渠道优势有利于公司推出新产品，也有利于开拓二、三线下沉市场。

营运优势：2019H1，公司存货/营收周转天数分别为90.1天/0.7天，处于行业较优水平；公司经营性现金流净额约为1.9亿元，同比增长31.0%，货币资金约为17.7亿元，公司现金充裕，有利于公司在品牌建设、渠道建设和产品研发方面加大投入。

6.7 丸美股份盈利预测，给予买入评级

首次覆盖，给予买入评级

丸美股份作为眼部护肤领域的龙头企业，主品牌“丸美”影响力高。公司一方面产品多样化，开拓大众类护肤和彩妆市场，另一方面保持经销渠道优势，大力发展电商渠道，抓住电商和市场下沉机遇。我们看好丸美业绩持续增长，保持在产品和渠道方面的优势。丸美品牌发展成熟，有望保持18%的增速；春纪品牌目前发展停滞，业务有待提升，预期增速为0；恋火品牌，处于高速发展期，彩妆产品基数小，处于高速发展期，三年预期增速分别为150%/100%/50%。公司成本和费用参考可比公司和历史成本变化。

根据以上假设，我们预测2019/2020/2021年公司实现营收分别为18.7/22.5/26.8亿元，实现归母净利润分别为5.0/5.8/6.9亿元。参考可比公司2020年平均42倍PE，考虑到公司未来发展空间广阔，给予公司50倍PE估值，对应目标价72元，**首次覆盖给与“买入”评级。**

风险提示：行业竞争加剧；产品销售不及预期。

图表：盈利预测

财务摘要	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1352.32	1575.76	1873.76	2247.25	2675.36
YoY (%)	11.9%	16.5%	18.9%	19.9%	19.1%
归母净利润(百万元)	311.92	415.28	495.41	578.94	689.13
YoY (%)	34.3%	33.1%	19.3%	16.9%	19.0%
毛利率 (%)	68.3%	68.3%	68.6%	69.9%	71.0%
每股收益 (元)	0.78	1.04	1.24	1.44	1.72
ROE	32.5%	30.2%	26.5%	23.6%	22.0%
市盈率	79.84	59.96	50.27	43.01	36.14

图表：收入拆分

财务摘要	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
丸美品牌收入 (百万元)	1173.62	1404.17	1665.08	1671.90	2333.34
增长率	13.1%	19.7%	18.6%	18.4%	18.3%
春纪品牌收入 (百万元)	176.06	142.60	142.00	142.00	142.00
增长率	3.5%	-19.3%	0.0%	0.0%	0.0%
恋火品牌收入 (百万元)	1.62	26.67	66.68	133.35	200.03
增长率		1546.3%	150.0%	100.0%	50.0%

分析师与研究助理简介

徐林锋：轻工行业首席分析师。2019年7月加盟华西证券，7年从业经验。浙江大学金融学硕士，南开大学管理学学士。曾就职于中金公司、方正证券，所在团队获2015年新财富第5名。

戚志圣：轻工行业分析师。2019年9月加盟华西证券，4年从业经验。英国克兰菲尔德大学金融学硕士。曾就职于东海证券、太平洋证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区阜成门外大街22号外经贸大厦9层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

THANKS

