

# 行业红利驱动，细分行业国货龙头迎来发展新时代

## 增持（首次）

2019年10月11日

证券分析师 马莉

执业证号：S0600517050002

010-66573632

mal@dwzq.com.cn

证券分析师 林骥川

执业证号：S0600517050003

021-60199793

linjch@dwzq.com.cn

证券分析师 汤军

执业证号：S0600517050001

021-60199793

tangj@dwzq.com.cn

证券分析师 陈腾曦

执业证号：S0600517070001

021-60199793

zhanly@dwzq.com.cn

证券分析师 詹陆雨

执业证号：S0600519070002

021-60199793

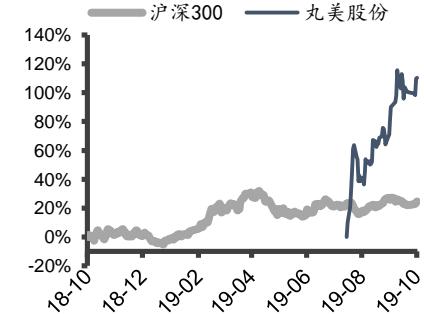
zhanly@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	1575.8	1835.2	2184.3	2603.5
同比 (%)	16.5%	16.5%	19.0%	19.2%
归母净利润 (百万元)	415.3	483.2	582.0	688.3
同比 (%)	33.1%	16.3%	20.5%	18.3%
每股收益 (元/股)	1.15	1.20	1.45	1.72
P/E (倍)	59.3	51.0	42.3	35.8

### 投资要点

- 股权集中，长期业绩增长稳定。**公司创始人孙怀庆在化妆品行业拥有近25年经验，其于2000年创立丸美品牌。目前创始人家族持股80.8%。公司11年~18年收入和利润复合增速均在14%左右，业绩增长稳定。
- 线上发展、低龄化、高端化、以及社交媒体共同推动我国化妆品行业增长；国产品牌护肤品类有望逐步弯道超车。**(1)随着线上渠道发展、消费者低龄化、消费高端化和新营销方式的推动，我国化妆品行业17年以来加速增长，18年行业规模增长12.3%突破4000亿。(2)我国化妆品品牌依靠线上渠道增长和新营销方式，在护肤品类有望逐步实现弯道超车。目前中国品牌已经占据护肤品品牌市占率前十的半壁江山。(3)我们认为我国化妆品行业持续高速增长的趋势有望得到持续，有利于我国化妆品品牌长期发展；但是随着高端化的持续以及海外品牌不断通过在线上以及低线城市的渗透，海外品牌依旧会持续形成对国内品牌的压力，中国品牌自身的高端化和社会化媒体营销运营将成为竞争的关键。
- 丸美股份核心竞争力：**各渠道均衡发展，强势品类优势突出，营销特色鲜明。我们认为丸美的核心优势包括了：(1)各渠道均衡增长，线上保持快速增长的同时，公司的百货、美容院渠道依靠品牌升级以及新品的推出，均获得高增长。(2)强势品类眼霜上，公司的眼霜在持续保持高速增长的同时，其定价已经拉开了与国内竞争对手的差距，显示出了一定的品牌溢价。同时公司继续推出高端品牌Marubi Tokyo，继续打造自己的品牌高度。(3)营销宣传方面，公司此前针对自己自主品牌知性优雅的客户群体特征以拍摄文艺广告为主，特色突出且效果出众。目前公司也正在人才和组织架构上全面转型社交媒体营销。
- 高净利率、高周转，带动公司ROE领先行业。**(1)净利率方面，一方面由于主打产品眼霜本身毛利率较高并且产品定位相对更高，丸美的毛利率较同行具有优势。同时丸美在销售费用率和管理费用率上均较竞争对手更低，公司整体净利率在18年达到26%，明显领先竞争对手。(2)周转率方面，公司库存控制良好，对供应商均要求先款后货，应收账款较少，整体周转健康。因此公司一直保持着较高的ROE水平。
- 盈利预测与投资建议：**我们认为在持续受益低龄化、高端化的趋势下，化妆品行业有望在中长期均持续获得较高的增速。作为国产龙头品牌之一的丸美股份在细分领域已经具备了较强的市场地位。我们预计公司19~21年归母净利润4.8亿/5.8亿/6.9亿，同增16%/21%/18%，对应当前估值51/42/36X。考虑到整个行业的快速发展和丸美较强的市场地位，首次覆盖，给予“增持”评级。
- 风险提示：**零售环境波动；化妆品需求增速不及预期；市场竞争加剧

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	61.41
一年最低/最高价	29.58/64.80
市净率(倍)	13.56
流通A股市值(百万元)	2517.81

### 基础数据

每股净资产(元)	4.53
资产负债率(%)	29.36
总股本(百万股)	401.00
流通A股(百万股)	41.00

## 内容目录

<b>1. 公司概况：股权集中，业绩长期稳定增长 .....</b>	<b>4</b>
1.1. 公司股权集中，创始人行业经历丰富 .....	4
1.2. 业绩概览：7年复合增速14%左右,整体增速稳健 .....	4
<b>2. 线上发展、低龄化、高端化、社交媒体营销共同推动行业增长，国产品牌有望在护肤品类弯道超车 .....</b>	<b>5</b>
2.1. 线上成为最大渠道，低龄化、高端化、数字化主推化妆品行业加速成长 .....	5
2.1.1. 线上渠道快速增长，国产品牌借势快速发展 .....	5
2.1.2. 低龄化推动化妆品行业消费人数快速发展 .....	6
2.1.3. 高端化进一步推动整个行业的高速增长，海外高端品牌在中国势如破竹 .....	7
2.1.4. 全新渠道社交媒体，进一步提升营销效率，国产品牌再次占据先机 .....	7
2.2. 国产龙头率先在护肤品类取得突破，高端品及彩妆品类依旧被海外品牌垄断 .....	9
<b>3. 九美股份核心竞争力：各渠道均衡、强势品类优势突出、营销特色鲜明 .....</b>	<b>11</b>
3.1. 多渠道均衡发展：线上渠道依旧具有潜力，百货、美容院渠道加速增长 .....	12
3.1.1. 电商已成最大销售渠道，未来依旧有较大发展空间 .....	12
3.1.2. 日化渠道经历高速增长后增速稳定，但依旧是线下最重要渠道 .....	13
3.1.3. 百货渠道受益产品升级加速增长，未来有望持续实现渠道扩张 .....	15
3.1.4. 美容院渠道同样保持快速增长 .....	16
3.2. 分品类看：强势品类眼部护理保持高增长，产品单价领先国内竞争对手 .....	16
3.3. 营销宣传：早期营销特点突出，跟随时代潮流迅速改变投放模式 .....	18
3.4. 日本团队主导流程，研发、生产、品控均执行高标准 .....	20
<b>4. 高净利率、高周转，ROE 领先行业 .....</b>	<b>21</b>
4.1. 高毛利率、高人效带来高净利率 .....	21
4.2. 周转率优秀，ROE 数据领先行业 .....	22
<b>5. 盈利预测与投资建议 .....</b>	<b>23</b>
<b>6. 风险提示 .....</b>	<b>24</b>

## 图表目录

图 1：丸美股份股权结构 .....	4
图 2：丸美股份业绩概览 .....	4
图 3：我国个护化妆品行业规模及线上市场规模 .....	5
图 4：我国个护化妆品行业线下各渠道规模 .....	6
图 5：丸美股份、珀莱雅收入及电商收入对比 .....	6
图 6：我国化妆品行业高端、大众市场规模对比 .....	7
图 7：海外品牌中国区零售额 .....	7
图 8：各大平台对美妆消费者吸引力 .....	8
图 9：珀莱雅/丸美抖音营销案例 .....	9
图 10：我国彩妆、护肤品行业规模 .....	9
图 11：护肤品市场国产品牌市占率排名（按 2018 年排序） .....	10
图 12：我国彩妆市场品牌市占率前十（按 2018 年排序） .....	10
图 13：我国高端市场品牌市占率前十（按 2018 年排序） .....	10
图 14：丸美股份各品牌收入拆分 .....	11
图 15：丸美股份各渠道收入拆分 .....	12
图 16：丸美股份电商道收入拆分 .....	13
图 17：丸美股份经销渠道示意图 .....	13
图 18：丸美股份各渠道销售折扣 .....	14
图 19：丸美股份线下渠道销售情况 .....	14
图 20：丸美股份各级城市网点占比 .....	15
图 21：丸美股份日化渠道销售情况 .....	15
图 22：丸美股份百货渠道销售情况 .....	16
图 23：丸美股份美容渠道销售情况 .....	16
图 24：丸美股份产品品类拆分 .....	16
图 25：国内品牌中高端眼霜价格/海外高端品牌眼霜价格 .....	17
图 26：海外高端品牌眼霜价格 .....	18
图 27：丸美股份历年代言人 .....	18
图 28：丸美股份销售费用拆分 .....	19
图 29：丸美股份视频广告变化 .....	20
图 30：化妆品上市公司研发费用占比 .....	21
图 31：国内化妆品公司费用率拆分 .....	21
图 32：国内化妆品公司广告费用对比 .....	22
图 33：国内化妆品公司人数、人效对比 .....	22
图 34：国内化妆品公司周转情况对比 .....	23
图 35：丸美股份 ROE、现金流情况 .....	23
图 36：丸美股份收入预测 .....	23
图 37：丸美股份盈利预测 .....	24

## 1. 公司概况：股权集中，业绩长期稳定增长

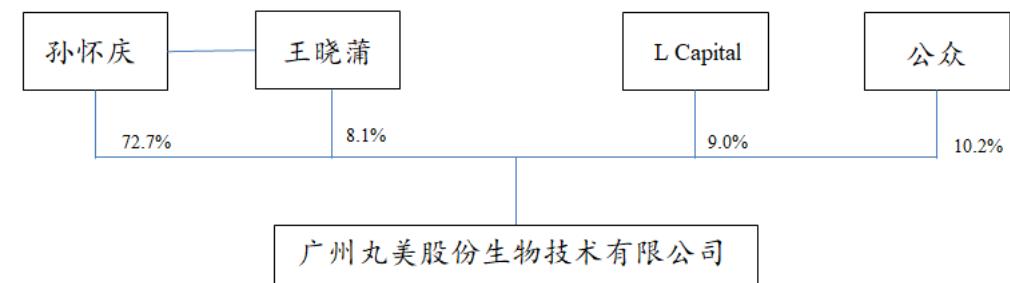
### 1.1. 公司股权集中，创始人行业经历丰富

创始人深耕化妆品行业近 25 年，家族持股接近 90%。公司创始人孙怀庆在创业前，自 95 年开始担任广州白马化妆品有限公司推广部长、广州安尚秀化妆品有限公司总经理等职务，对中国化妆品行业的发展有着深刻认识。

孙怀庆于 2000 年创立“丸美”品牌，定位眼部护理：丸美最早依靠美容院专业渠道打开市场影响力，此后公司通过有效的广告投入（07 年推出“弹弹弹，弹走鱼尾纹”电视广告）、以及在眼部护理这一细分市场的持续深耕，逐步奠定行业地位。

目前孙怀庆及家人持股超过 80%，L Capital 持股 9%，高度集中的股权结构也为公司未来对的股权激励奠定了基础。

图 1：丸美股份股权结构



资料来源：公司招股书，东吴证券研究所

### 1.2. 业绩概览：7 年复合增速 14% 左右，整体增速稳健

丸美股份自 11 年以来收入和利润的复合增速均在 14% 左右，16 年受行业整体波动影响公司的收入增速有所下降；但是从 11 到 18 年来看公司收入和利润的 CAGR 均达到 14% 的水平。

图 2：丸美股份业绩概览

(单位：百万元)	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	CAGR
收入	613	815	974	1,076	1,191	1,208	1,352	1,576	14.4%
YOY		32.9%	19.5%	10.5%	10.8%	1.4%	11.9%	16.5%	
净利润	<b>167</b>	<b>187</b>	<b>219</b>	<b>271</b>	<b>281</b>	<b>232</b>	<b>312</b>	<b>415</b>	13.9%
YOY		11.7%	17.0%	24.1%	3.7%	-17.5%	34.3%	33.1%	

资料来源：公司招股书，东吴证券研究所

## 2. 线上发展、低龄化、高端化、社交媒体营销共同推动行业增长，国产品牌有望在护肤品类弯道超车

我们认为我国化妆品行业目前的趋势可以总结为：(1) 随着线上渠道的快速发展、消费者低龄化、消费高端化和社会化营销方式的兴起，我国化妆品行业在 17 年以来获得了明显的加速增长，并且这样的趋势有望继续持续。

(2) 我国化妆品品牌目前已经依靠线上渠道的快速发展以及新营销方式的出现，在护肤品类实现弯道超车。目前国产品牌已占据中国护肤品品牌市占率前十的半壁江山。

(3) 由于彩妆品类更依赖时尚趋势且供应链相对复杂，同时加上我国化妆品牌历史尚短，因此在彩妆品类以及高端化妆品类海外化妆品牌依旧占据绝对优势。高端化的趋势也让海外大牌在中国区的业绩快速提升。

我们认为，(1) 我国化妆品行业持续高速增长的趋势有望得到持续，有利于国产化妆品品牌长期发展；(2) 但是随着高端化的持续以及海外品牌不断通过在线上以及低线城市的渗透，其依旧会持续形成对国内品牌的压力。中国品牌自身的高端化以及对社会化媒体营销使用效率的提升，将成为竞争的关键。

### 2.1. 线上成为最大渠道，低龄化、高端化、数字化主推化妆品行业加速成长

我国的化妆个护行业在 16 年之后加速增长，整个行业迎来明显复苏。从 04 年到 18 年我国的化妆个护市场规模从 1000 亿快速增长至超过 4000 亿，CAGR 超过 10%。虽然在 12 年之后整体增速有所下滑，但是在 17、18 两年行业整体再次表现出了加速增长的趋势。

#### 2.1.1. 线上渠道快速增长，国产品牌借势快速发展

细分渠道来看，线上和线下渠道在 17 年开始均体现出加速增长的态势。线上渠道在多年的高速增长下，已经成为目前我国化妆个护行业最大的单一销售渠道。随着智能手机和网购在 15、16 年之后的全面普及，我国化妆品市场也随着线上整个零售渠道持续表现出高速增长，目前已经成为最大的化妆品销售渠道。

图 3：我国个护化妆品行业规模及线上市场规模

(单位：亿元)	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	CAGR
化妆个护市场规模	1007	1130	1268	1460	1651	1817	2019	2272	2494	2723	2926	3121	3316	3656	4105	10.6%
YOY		12.3%	12.2%	15.1%	13.1%	10.1%	11.1%	12.5%	9.8%	9.2%	7.5%	6.6%	6.3%	10.2%	12.3%	
线上市场规模	5	7	8	10	12	13	53	120	256	361	472	594	717	891	1127	47.1%
YOY		30.5%	23.7%	20.8%	16.7%	15.0%	297.8%	127.4%	112.8%	41.3%	30.6%	25.9%	20.8%	24.2%	26.5%	
占比	0.5%	0.6%	0.6%	0.7%	0.7%	0.7%	2.6%	5.3%	10.2%	13.3%	16.1%	19.0%	21.6%	24.4%	27.4%	

资料来源：Euromonitor，东吴证券研究所

在线上高速增长的同时，17 年以来线下渠道也在百货和日化渠道的带领下表现出

明显的复苏趋势。

图 4：我国个护化妆品行业线下各渠道规模

(单位：亿元)	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
线下市场规模	1002	1124	1260	1450	1639	1804	1966	2152	2239	2361	2455	2527	2599	2765	2978
YOY	12.2%	12.1%	15.1%	13.0%	10.0%	9.0%	9.5%	4.0%	5.5%	4.0%	2.9%	2.8%	6.4%	7.7%	
占比	99.5%	99.4%	99.4%	99.3%	99.3%	99.3%	97.4%	94.7%	89.8%	86.7%	83.9%	81.0%	78.4%	75.6%	72.6%
日化店	99	124	151	182	216	247	295	360	406	455	504	553	595	663	749
YOY	25.0%	21.5%	20.8%	18.4%	14.8%	19.1%	22.4%	12.5%	12.1%	10.9%	9.6%	7.6%	11.4%	13.0%	
占比	9.9%	11.0%	11.9%	12.5%	13.1%	13.6%	14.6%	15.9%	16.3%	16.7%	17.2%	17.7%	17.9%	18.1%	18.2%
百货店	327	350	382	434	487	530	577	586	543	558	572	583	603	662	741
YOY	7.1%	9.0%	13.9%	12.1%	8.7%	9.0%	1.5%	-7.3%	2.7%	2.6%	1.9%	3.4%	9.7%	12.0%	
占比	32.5%	31.0%	30.1%	29.8%	29.5%	29.2%	28.6%	25.8%	21.8%	20.5%	19.6%	18.7%	18.2%	18.1%	18.1%
超市大卖场	323	406	483	566	644	711	771	824	890	933	940	944	950	967	987
YOY	25.4%	19.0%	17.3%	13.7%	10.5%	8.4%	6.9%	8.0%	4.8%	0.8%	0.4%	0.6%	1.8%	2.1%	
占比	32.1%	35.9%	38.1%	38.8%	39.0%	39.2%	38.2%	36.3%	35.7%	34.3%	32.1%	30.3%	28.7%	26.5%	24.1%

资料来源：Euromonitor，东吴证券研究所

线上渠道的高速增长，让更多的消费者能够直接消费化妆个护产品，更加熟悉中国市场、产品性价比更高的国产品牌也顺势在新渠道上取得快速增长。

图 5：丸美股份、珀莱雅收入及电商收入对比

(单位：百万元)	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
丸美股份收入	613	815	974	1,076	1,191	1,208	1,352	1,576
YOY	32.9%	19.5%	10.5%	10.8%	1.4%	11.9%	16.5%	
丸美电商渠道	2	14	100	187	258	350	502	658
YOY	592.4%	630.4%	86.7%	38.2%	35.6%	43.3%	31.0%	
占比	0.3%	1.7%	10.3%	17.4%	21.7%	29.0%	37.1%	41.7%
珀莱雅收入				1738	1644	1622	1782	2359
YOY				-5.4%	-1.3%	9.9%	32.4%	
珀莱雅电商渠道				272	384	491	643	1028
YOY				41.2%	27.8%	30.8%	59.9%	
占比				15.7%	23.4%	30.3%	36.1%	43.6%

资料来源：公司招股书，公司公告，东吴证券研究所

### 2.1.2. 低龄化推动化妆品行业消费人数快速发展

以 95 后、00 后为代表的低龄消费者正迅速扩展化妆品的消费人群范围。根据天猫的数据，2018 年天猫 3 亿的美妆消费者中，80 后占比 29.8%、90 后占比 50.8%（其中 95 后超过 5000 万人），00 后占比 6%，这说明在 90、95 后已经成为美妆消费主力的同时，已经有 1800 万左右的 00 后成为美妆消费者，年轻消费者的人数增长成为推动行业增长的动力。

化妆品使用的低龄化，还叠加着年轻男性消费者人数提升。根据天猫数据，2018 年天猫男性专用品牌同比增速达到 56%，各个细分品类均获得很快的增长。具体到细分

人数看，根据第一财经商业数据中心的数据，男性消费者 90、95 后的美妆消费人数占比已大于男性整体线上美妆消费人数的 50%，明显高于 90、95 后女性消费者人数占整体女性线上美妆消费者人数的比例。年轻男性逐步出现的美妆需求也成为推动化妆品行业发展的因素之一。

我们认为随着 95 乃至 00 后消费能力的逐渐增强，目前化妆品消费人数不断扩大的趋势有望在未来较长的时间内得到保持。

### 2.1.3. 高端化进一步推动整个行业的高速增长，海外高端品牌在中国势如破竹

消费人数增长之外，化妆品的高端化也在快速进行。我们看到在 17、18 年高端化妆品的零售额表现出快速增长，其增速明显快于大众化妆品。相较于日本和韩国，其高端化妆品和大众化妆品的比例大约在 0.8~0.9:1，目前我国高端化妆品与大众化妆品 0.5:1 的比例依旧有着较大的提升空间，未来随着我国消费者收入增长，我们认为我国化妆品的高端化有望继续。

图 6：我国化妆品行业高端、大众市场规模对比

(单位：亿元)	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	CAGR
大众护肤+彩妆	383	450	527	624	711	791	882	995	1093	1198	1301	1393	1466	1577	1722	11.34%
YOY	17.50%	17.21%	18.42%	13.94%	11.14%	11.57%	12.83%	9.82%	9.59%	8.62%	7.06%	5.23%	7.56%	9.23%		
高端护肤+彩妆	103	120	130	159	198	233	271	321	357	397	432	465	510	642	827	16.05%
YOY	16.10%	8.42%	22.99%	24.17%	17.95%	16.01%	18.43%	11.41%	11.20%	8.68%	7.60%	9.79%	25.76%	28.94%		

资料来源：Euromonitor，东吴证券研究所

高端化妆品消费的快速增长，也让各大海外品牌在近两年的中国市场势如破竹。包括雅诗兰黛、兰蔻、资生堂在内的各大海外高端化妆品品牌在中国均获得了连续两年 30% 以上的零售增速，大大超越了其此前增长。

图 7：海外品牌中国区零售额

(单位：百万元)	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
雅诗兰黛（彩妆+护肤）零售额	1289	1728	2426	2880	3130	3363	3683	3810	5221	7165
YOY	34.1%	40.4%	18.7%	8.7%	7.4%	9.5%	3.4%	37.0%	37.2%	
兰蔻（彩妆+护肤）零售额	1787	2017	2651	3120	3543	3724	3948	4308	5609	7729
YOY	12.9%	31.4%	17.7%	13.5%	5.1%	6.0%	9.1%	30.2%	37.8%	
资生堂（彩妆+护肤）零售额	1069	1431	1578	1522	1382	1209	1220	1302	1708	2375
YOY	33.9%	10.3%	-3.5%	-9.2%	-12.6%	0.9%	6.7%	31.2%	39.1%	

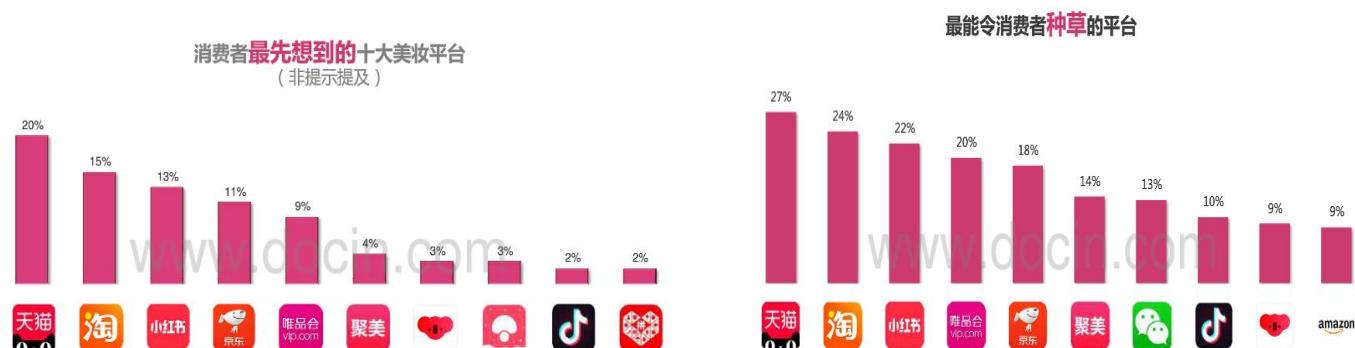
资料来源：Euromonitor，东吴证券研究所

### 2.1.4. 全新渠道社交媒体，进一步提升营销效率，国产品牌再次占据先机

以小红书、抖音、快手为代表的 APP 在近两年高速崛起，进一步为化妆品品牌挖掘消费者资源。以小红书为例，其在 19 年 6 月已拥有 8500 万月活，2.5 亿用户量，其中 70% 为 90 后，而在 17 年小红书的月活仅为 1500 万。依靠大量高质量的 KOL 和明星，小红书依靠着精细化的大数据分析牢牢抓住了喜爱新潮的 90、95 后消费者，迅速成为“将吃住行各方面新潮东西”引入年轻消费者现实生活的首选。

随着智能手机的全面普及，小红书这样为年轻人打开消费新世界的新型营销 APP 大大加速了消费拉平的趋势，更多年轻消费者能以更快的速度获得更多更快的时尚前沿信息。在化妆品领域，小红书上大量的 KOL 也让其成为了大量消费者获取美妆资讯的重要渠道。根据凯度咨询的数据，小红书已经在“消费者最先想到的美妆平台”、“最能令消费者种草的美妆平台”的问卷中均名列全网第三。

图 8：各大平台对美妆消费者吸引力



资料来源：凯度咨询，东吴证券研究所

根据 AdMaster 的数据，81% 的广告主愿意增加社会化营销（利用社会化网络，在社区，博客，百科或者其他互联网协作平台来营销），预算平均增长 21%；而在社会化营销的投入中，60% 广告主愿意投入 KOL 推广，55% 广告主愿意投入短视频/直播推广。

我们认为，一方面全新的、更受年轻消费者喜爱的社交平台对目前化妆品在我国的低龄化、高端化趋势都有着极大的推动作用。同时营销渠道的改变，让更加了解中国国情、决策机制更灵活、社交媒体营销人才更丰富的国产品牌依靠全新的营销方式不断推出新爆品，带动收入快速增长。

图 9：珀莱雅/丸美抖音营销案例



资料来源：抖音，东吴证券研究所

## 2.2. 国产龙头率先在护肤品类取得突破，高端品及彩妆品类依旧被海外品牌垄断

作为化妆品公司主要发展的两大品类，护肤品和彩妆品类持续保持着较高的增速。  
其中占据整体化妆品类超过 50% 的护肤品类在 17、18 年连续获得了双位数以上的增速；  
彩妆品类虽然规模较小，但是近两年增速均超过 20% 的增速。

图 10：我国彩妆、护肤品行业规模

(单位：亿元)	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	CAGR
化妆个护市场规模	1007	1130	1268	1460	1651	1817	2019	2272	2494	2723	2926	3121	3316	3656	4105	10.6%
YOY	12.3%	12.2%	15.1%	13.1%	10.1%	11.1%	12.5%	9.8%	9.2%	7.5%	6.6%	6.3%	10.2%	12.3%		
彩妆	81	89	99	114	128	135	148	166	181	205	226	252	284	344	428	12.6%
YOY	10.3%	10.9%	15.4%	12.4%	5.0%	9.5%	12.7%	9.1%	13.2%	10.3%	11.3%	12.6%	21.4%	24.3%		
护肤品	405	480	558	670	781	889	1,005	1,150	1,269	1,390	1,507	1,606	1,693	1,874	2,122	12.6%
YOY	18.6%	16.2%	20.0%	16.6%	13.9%	13.1%	14.4%	10.4%	9.5%	8.4%	6.6%	5.4%	10.7%	13.2%		

资料来源：Euromonitor，东吴证券研究所

从护肤品的市占率来看，国产品牌市占率依靠新渠道和新营销方式实现弯道超车。

其中百雀羚在 18 年名列中国护肤品品牌市占率第一，自然堂、韩束、一叶子都位列前十。同时包括珀莱雅、佰草集在内的一系列国产品牌也均占据了一定的市场份额。

我们认为在化妆品销售渠道变迁的大背景下，国产品牌依靠在线上渠道的快速扩张以及更高效的社交化营销，有望在这一功能性为主的大品类上率先实现弯道超车。

**图 11：护肤品市场国产品牌市占率排名（按 2018 年排序）**

(单位：%)	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
1 百雀羚	0	0.2	0.4	0.8	1.8	2.6	3.4	4	4.4	4.5
3 自然堂	1.4	1.5	1.7	1.9	2	2.3	2.5	2.8	3.4	3.4
8 韩束							2.4	2.7	2.6	2.3
9 一叶子							0.9	1.3	2	2.1
11 珀莱雅	0.6	0.8	1.2	1.7	2.1	2.2	2.1	1.9	1.8	1.9
12 佰草集	0.9	1.1	1.3	1.8	2	2.2	2.1	2	1.9	1.7
18 韩后	-	-	0.2	0.4	0.5	0.7	1	1.3	1.6	1.4
19 御泥坊	-	0	0.1	0.1	0.3	0.4	0.7	1	1	1.3
21 相宜本草	0.6	1.1	1.7	2.1	2.1	2	1.9	1.7	1.4	1.3
23 丸美	0.5	0.7	0.9	1	1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1

资料来源：Euromonitor，东吴证券研究所

**另一方面来看，高端品和彩妆品类上海外品牌依旧占据主导。**彩妆品类虽然在近两年表现出快速的增长，但是从市占率来看，市占率前十的品牌中国产品牌仅有卡姿兰和玛丽黛佳。我们认为这与彩妆品类更受潮流影响以及供应链要求更高有关，海外品牌多年研发能力以及更强的品牌力让其在彩妆品类有明显竞争力。

**图 12：我国彩妆市场品牌市占率前十（按 2018 年排序）**

(单位：%)	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
美宝莲	20.6	20.9	20.6	21.2	20.3	19	17.5	15.8	13	11.3
欧莱雅	9.8	10.5	10.8	10.7	10.1	9.8	9.4	8.6	7.7	7.1
迪奥	2.9	3	3.2	3.1	3	3.1	3.1	3.4	4.7	6.3
圣罗兰	-	-	-	-	0	0.2	0.5	1.1	2.2	4.3
卡姿兰	1.7	2.5	3	3.7	4.3	4.6	5	4.9	4.5	4.1
魅可	0.5	0.7	0.7	1	1	1.1	1.2	1.6	2.2	3.4
兰蔻	1.7	1.3	1.4	1.6	1.6	1.7	2.1	2.4	2.6	3.1
香奈儿	1.5	1.7	2.1	2.2	2.2	2.4	2.2	2.1	2.5	2.9
玛丽黛佳	0	0.4	0.9	1.5	1.9	2	2.2	2.4	2.5	2.7
悦诗风吟	-	-	-	0	0.2	0.6	1.7	2.8	2.8	2.7

资料来源：Euromonitor，东吴证券研究所

**高端化妆品中，海外品牌占据了市占率前十中的八个位置，国产品牌由于较短的历史积淀，在高端行业依旧有较大的提升空间。**

**图 13：我国高端市场品牌市占率前十（按 2018 年排序）**

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
兰蔻	6	5.9	6.5	6.9	7	6.7	6.5	6.4	6.6	7.1
雅诗兰黛	4.2	4.9	5.9	6.3	6.1	6	6	5.6	6.1	6.6

迪奥	4.2	4.3	4.3	4.2	4.2	4.2	4.2	4.3	4.7	5.2
萃雅	-	3.2	3	3	3.2	4	4.4	5.1	4.6	3.9
资生堂	4.2	4.1	4	3.7	3.3	2.9	3	3.2	3.3	3.4
SK-II	0.6	0.9	1.3	1.5	1.7	1.8	1.8	1.9	2.4	3.1
雅姿	11.2	10.4	9.8	8.8	8.1	7.3	6.3	4.8	3.5	2.8
自然堂	2.3	2.7	3	3.2	3.2	3.3	3	2.7	2.7	2.7
兰芝	1.9	1.8	1.9	2.1	2.9	3.2	3.2	3.1	2.5	2.1
圣罗兰	-	-	-	-	0	0.1	0.2	0.5	1	1.9

资料来源：Euromonitor，东吴证券研究所

### 3. 丸美股份核心竞争力：各渠道均衡、强势品类优势突出、营销特色鲜明

公司旗下目前拥有三大品牌，主品牌丸美创建于2000年，春纪创立于2007年，同时公司于2017年并购彩妆品牌恋火。公司的三个品牌有着明确的定位区分，主品牌“丸美”，以眼部护理为突破口，致力于打造满足知性女性肌肤综合需求的护肤方案。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”，为青春女性打造天然护肤方案。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。

图 14：丸美股份各品牌收入拆分

(单位：百万元)	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
丸美收入	<b>534.36</b>	<b>687.87</b>	<b>816.58</b>	<b>931.65</b>	<b>1029.70</b>	<b>1037.52</b>	<b>1173.84</b>	<b>1404.99</b>
YOY	28.73%	18.71%	14.09%	10.52%	0.76%	13.14%	19.69%	
毛利率	79.80%	77.13%	78.80%	77.24%	69.78%	70.11%	70.30%	70.39%
春纪收入	<b>78.82</b>	<b>126.90</b>	<b>157.01</b>	<b>143.65</b>	<b>161.27</b>	<b>170.45</b>	<b>176.06</b>	<b>142.61</b>
YOY	61.00%	23.73%	-8.51%	12.27%	5.69%	3.29%	-19.00%	
毛利率	68.96%	61.19%	62.64%	59.53%	61.42%	52.80%	55.02%	49.11%
恋火收入							<b>1.62</b>	<b>26.67</b>
YOY								1546.30%
毛利率							34.20%	64.44%

资料来源：公司招股书，东吴证券研究所

丸美多年来积累的优势包括了：(1) 各渠道均衡增长，线上保持快速增长的同时，近期在百货、美容院渠道依靠品牌升级以及新品的推出，获得了较快的增长。

(2) 强势品类眼霜上，公司的眼霜在持续保持高速增长的同时，其定价已经拉开了与国内竞争对手的差距，显示出一定的品牌溢价。与此同时，公司继续推出高端品牌Marubi Tokyo，继续打造自己的品牌高度。

(3) 营销宣传方面，公司过去针对自己主品牌知性优雅的客户群体特征以拍摄文艺广告为主，并专注投放电视广告，取得了出色的效果。

从未来发展机遇上我们认为：(1) 渠道上看，公司的电商渠道由于此前依靠代运营

商，与消费者之间仍有一定距离，未来在电商直营化的大方向上依旧具有较大提升空间。同时以百货渠道为首的渠道拓张，有望打开公司此前占比较低的一二线城市市场。

**(2) 产品上**，公司对高端品牌 Marubi Tokyo 的持续打造有望进一步提升公司在眼霜品类的市场地位，并保证其在百货渠道的继续扩张。

**(3) 营销模式上**，随着消费者习惯的改变，公司也在加强自己在社交媒体上的投放力度，希望通过新人才的引进以及组织架构的重建，全面提升公司在社交媒体推广的运营能力，以此接触广大的、但碎片化的年轻消费者群体，保持快速增长。

### 3.1. 多渠道均衡发展：线上渠道依旧具有潜力，百货、美容院渠道加速增长

公司的渠道发展史基本和中国化妆品渠道变迁相吻合，电商渠道在最近十年的爆发式增长，已经成功替代日化渠道成为公司最大的单一销售渠道。

同时公司线下渠道也在均衡发展，日化渠道虽然占比大幅下降，但是在近两年保持着个位数的稳健增长。另外公司在百货渠道在 18 年开始依靠新产品、新品牌的推出，出现较快增长。

**图 15：丸美股份各渠道收入拆分**

(单位：百万元)	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	CAGR
<b>总收入</b>	<b>613</b>	<b>815</b>	<b>974</b>	<b>1,076</b>	<b>1,191</b>	<b>1,208</b>	<b>1,352</b>	<b>1,576</b>	14.4%
YOY	32.9%	19.5%	10.5%	10.8%	1.4%	11.9%	16.5%		
<b>电商渠道</b>	<b>2</b>	<b>14</b>	<b>100</b>	<b>187</b>	<b>258</b>	<b>350</b>	<b>502</b>	<b>658</b>	129.2%
YOY	592.4%	630.4%	86.7%	38.2%	35.6%	43.3%	31.0%		
占比	0.3%	1.7%	10.3%	17.4%	21.7%	29.0%	37.1%	41.7%	
<b>日化店渠道</b>	<b>453</b>	<b>565</b>	<b>629</b>	<b>620</b>	<b>648</b>	<b>582</b>	<b>592</b>	<b>627</b>	4.7%
YOY	24.8%	11.3%	-1.5%	4.5%	-10.1%	1.7%	5.8%		
占比	73.9%	69.4%	64.6%	57.6%	54.4%	48.2%	43.8%	39.8%	
<b>百货商店渠道</b>	<b>89</b>	<b>164</b>	<b>180</b>	<b>205</b>	<b>210</b>	<b>161</b>	<b>140</b>	<b>174</b>	10.0%
YOY	83.5%	9.5%	14.1%	2.5%	-23.5%	-12.9%	24.2%		
占比	14.6%	20.1%	18.5%	19.1%	17.6%	13.3%	10.4%	11.0%	
<b>美容院渠道</b>	<b>69</b>	<b>72</b>	<b>64</b>	<b>63</b>	<b>73</b>	<b>73</b>	<b>89</b>	<b>111</b>	7.0%
YOY	4.1%	-11.2%	-0.7%	16.0%	0.3%	21.2%	24.2%		
占比	11.2%	8.8%	6.5%	5.9%	6.1%	6.1%	6.6%	7.0%	

资料来源：公司招股书，东吴证券研究所

#### 3.1.1. 电商已成最大销售渠道，未来依旧有较大发展空间

电商渠道以代运营为主，近年保持较高速发展。公司的电商渠道分为直营和经销两种模式，其中直营渠道主要为天猫和京东两大平台的官方旗舰店，经销模式则主要为唯品会、京东平台直营店等。随着化妆品线上销售占比的迅速提升，线上销售已经公司最主要的销售渠道。

在直营平台上公司主要依靠代运营商广州涅生进行代运营。广州涅生为公司提供了

包括：直营网店设计，仓储物流、退换货，营销宣传，数据分析等一系列服务。

经销模式下，代运营商美妮美雅是公司主要线上经销商。作为公司在唯品会、聚美优品、京东自营平台的唯一授权经销商，过去四年公司批发至美妮美雅的收入均占整体线上经销收入的 60%以上（其中唯品会占比超过 80%）。美妮美雅创始人为李宗峰和李敏夫妇，其中李宗峰曾在宝洁生意发展部及研究发展部任职超过十年；李敏 99 年即加入电子商务行业曾担任 2688 电子商务公司副总经理。

图 16：九美股份电商道收入拆分

(单位：百万元)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
<b>电商渠道收入</b>	<b>13.7</b>	<b>100.1</b>	<b>187.0</b>	<b>258.3</b>	<b>350.2</b>	<b>501.9</b>	<b>657.6</b>
YOY	592%	630%	87%	38%	36%	43%	31%
占总收入比	2%	10%	17%	22%	29%	37%	42%
毛利率			76%	70%	64%	65%	67%
<b>直营电商</b>	<b>10.8</b>	<b>33.6</b>	<b>70.4</b>	<b>90.1</b>	<b>103.3</b>	<b>153.6</b>	<b>187.0</b>
YOY	443%	212%	109%	28%	15%	49%	22%
毛利率			82%	80%	70%	74%	74%
天猫				96.1	140.7	166.8	
YOY					46%	19%	
京东				4.5	9.8	16.8	
YOY					117%	71%	
<b>经销电商</b>	<b>3.0</b>	<b>66.5</b>	<b>116.6</b>	<b>168.3</b>	<b>246.9</b>	<b>348.3</b>	<b>470.5</b>
YOY		2155%	75%	44%	47%	41%	35%
其中，销售至美妮美雅			100.62	162.21	219.49	311.48	
YOY				61%	35%	42%	
占线上经销收入比			60%	66%	63%	66%	
毛利率		73%	64%	61%	61%	64%	

资料来源：公司招股书，东吴证券研究所

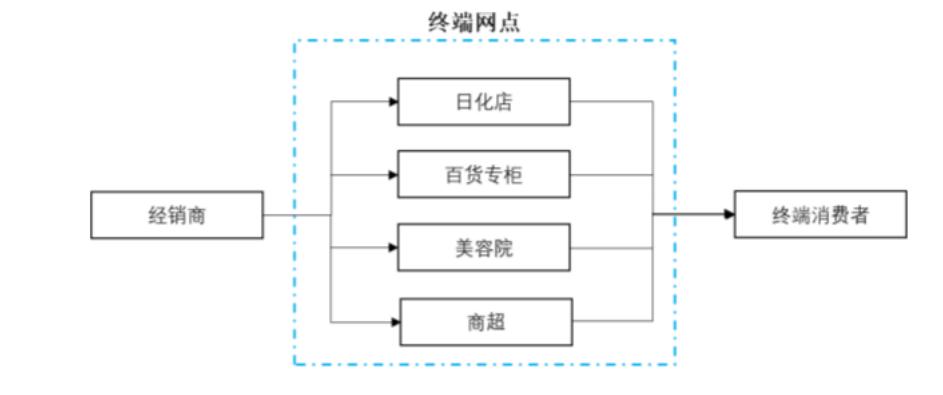
公司在电商渠道对价格、经销商管控严格。公司在电商体系对经销商出货价格与线下保持一致，同时要求线上经销商的零售折扣与线下保持一致，保证了品牌整个价格体系同款同价。同时公司也保证线上和线下的经销商互相没有重叠，保证了各个渠道之间的独立性。这样严格的渠道管控，为公司电商渠道未来长久健康发展奠定了基础。

同时，相对而言公司的电商渠道无论增速和规模相较竞争对手依旧具有提升空间。我们认为这与公司电商渠道更多依靠代运营商有关，这导致了公司本身无法直接获得消费者最新的数据。公司正在对未来电商直营化进行调研和人才储备，同时也在打造全新的组织架构，保证公司电商渠道适应最新的营销趋势获得更快的增长。

### 3.1.2. 日化渠道经历高速增长后增速稳定，但依旧是线下最重要渠道

公司线下主要以经销模式进行产品销售。公司将产品批发给经销商后，由经销商继续将产品销售至包括日化店、百货专柜、美容院、以及商超在内的终端渠道。

图 17：九美股份经销渠道示意图



资料来源：公司招股书，东吴证券研究所

从渠道折扣看，公司丸美主品牌以终端建议零售价的4折向经销商销售产品，而经销商以55折左右的价格销售至终端渠道，这一渠道折扣也高于竞争对手，表现出公司较强的渠道议价能力。从终端折扣来看，公司与经销商签订了终端指导价丸美产品单只销售不低于8.5折，“多支销售不低于8折”、“春纪单品销售最低价格不低于8折，自主套盒销售最低折扣价格不低于7.5折”。

图 18：丸美股份各渠道销售折扣

	2016	2017	2018
日化店	0.40	0.40	0.40
百货专柜	0.40	0.40	0.40
美容院	0.30	0.30	0.30

资料来源：公司招股书，东吴证券研究所

截止18年底，公司在全国共拥有202个经销商，16555个终端渠道，单个经销商管理渠道数量在80个左右。公司大部分渠道集中于三线及以下城市。

图 19：丸美股份线下渠道销售情况

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
线下经销收入（百万元）	610	794	861	879	927	816	821	909
YOY	30.1%	8.4%	2.1%	5.4%	-11.9%	0.7%	10.7%	
经销商数量		145		180		183	187	202
单经销商收入（百万元）		5.94		5.15		4.46	4.39	4.50
YOY						-13.4%	-1.5%	2.5%
终端渠道总数		14368		17278		15282	14643	16555
渠道总数/经销商数量		99		96		84	78	82
日化渠道数量		11621		14158				
美容院		1870		2061				
百货店		877		1059				

资料来源：公司招股书，东吴证券研究所

图 20：丸美股份各级城市网点占比

	2016	2017	2018
一线城市	554	426	479
占比	3.6%	2.9%	2.9%
二线城市	2327	2495	2946
占比	15.2%	17.0%	17.8%
三线及以下	12401	11722	13130
占比	81.1%	80.1%	79.3%

资料来源：公司招股书，东吴证券研究所

在线下经销渠道中，作为进入 21 世纪以来化妆品线下最重要的渠道，日化店一度成为公司最重要的收入来源。随着电商占比的逐渐提升，目前日化渠道数量和收入的增长均较为平稳。

针对超过万家、分布较广的日化店，公司采取加强对经销商管控的方式，由经销商加强对终端的管理。首先在经销商的选择上，公司均选择有长期化妆品经销经验的合作方进行合作，同时以按区域划分合作为主，保证各个经销商在指定区域的管理力。

其次在数据管理上，公司将自身 SAP 系统与经销商的 DMS 系统对接，同时配备数据专员保证对经销商经营数据的掌控。

同时在日常销售管理上，公司各省均配备销售经理，对区域内经销商门店进行巡视、对门店人员进行培训、并向经销商提供门店管理和库存管理咨询等。公司也会定期对经销商提供包括相关业务人员（品牌经理/培训主管）集训、区域营业员培训会及季度工作例会等支持，鼓励经销商投入充足的人力、财力，充分调动经销商积极性。

图 21：丸美股份日化渠道销售情况

(单位：百万元)	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
日化渠道	453.0	565.3	629.0	619.7	647.6	582.3	592.3	626.7
YOY	24.8%	11.3%	-1.5%	4.5%	-10.1%	1.7%	5.8%	
占总收入比	73.9%	69.4%	64.6%	57.6%	54.4%	48.2%	43.8%	39.8%
毛利率				73.9%	67.3%	69.7%	70.3%	69.3%
日化渠道数量			11621		14158			

资料来源：公司招股书，东吴证券研究所

### 3.1.3. 百货渠道受益产品升级加速增长，未来有望持续实现渠道扩张

丸美的百货渠道在 18 年以来，受益产品升级以及公司零售精细化提升，表现出强劲的复苏势头。公司的百货渠道收入在 2018 年获得超过 24% 的增长，在 19H1 增长超过 30%，这一方面由于公司新推出的高端线 MARUBI Tokyo 在百货渠道反响良好。该品牌客单价超过千元，依旧专注眼部护理，定位亚洲抗衰老新兴力量。其在 19H1 占据了公司百货渠道整体销售的超过 20%，成为带动百货渠道销售增长的重要力量。

同时相对于公司其他的经销渠道，在百货渠道丸美依靠专业人才的引进，管理更偏

向半直营模式，仓储物流卖货进入店铺由经销商负责，具体的销售管理则更多由公司负责，因此在百货渠道公司的销售更为精细化。

目前公司在全国共有 800 家左右的百货渠道，同样以三线及以下为主。考虑到公司在一二线较低的覆盖范围，其希望未来进一步拓展百货渠道数量，以各省省会城市为切入口进行大城市的进一步覆盖。

图 22：丸美股份百货渠道销售情况

(单位：百万元)	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
<b>百货渠道</b>	<b>89.4</b>	<b>164.1</b>	<b>179.7</b>	<b>205.0</b>	<b>210.2</b>	<b>160.9</b>	<b>140.1</b>	<b>173.9</b>
YOY	83.5%	9.5%	14.1%	2.5%	-23.5%	-12.9%	24.2%	
占比	14.6%	20.1%	18.5%	19.1%	17.6%	13.3%	10.4%	11.0%
毛利率				76.6%	70.0%	68.9%	68.7%	69.7%
<b>直营百货</b>	<b>0.8</b>	<b>6.7</b>	<b>11.2</b>	<b>8.3</b>	<b>4.5</b>	<b>1.5</b>	<b>1.8</b>	<b>3.3</b>
YOY	736.7%	68.6%	-26.3%	-46.1%	-65.8%	20.5%	77.6%	
毛利率				90.1%	91.3%	90.1%	89.1%	90.6%
<b>经销百货</b>	<b>88.6</b>	<b>157.5</b>	<b>168.4</b>	<b>196.7</b>	<b>205.7</b>	<b>159.4</b>	<b>138.3</b>	<b>170.7</b>
YOY	77.7%	7.0%	16.8%	4.6%	-22.5%	-13.2%	23.4%	
毛利率				76.1%	69.5%	68.7%	68.5%	69.4%

### 3.1.4. 美容院渠道同样保持快速增长

公司在全国拥有超过 2000 家美容院销售渠道，为客户提供美容院专供产品。得益于中国美容院整体行业的快速增长，公司近年在该渠道也迎来了较快的增长势头。

图 23：丸美股份美容渠道销售情况

(单位：百万元)	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
<b>美容院渠道</b>	<b>68.8</b>	<b>71.6</b>	<b>63.6</b>	<b>63.1</b>	<b>73.3</b>	<b>73.5</b>	<b>89.1</b>	<b>110.6</b>
YOY	4.1%	-11.2%	-0.7%	16.0%	0.3%	21.2%	24.2%	
占比	11.2%	8.8%	6.5%	5.9%	6.1%	6.1%	6.6%	7.0%
毛利率				75.3%	72.5%	70.5%	69.7%	68.7%

资料来源：公司招股书，东吴证券研究所

## 3.2. 分品类看：强势品类眼部护理保持高增长，产品单价领先国内竞争对手

公司产品的主要品类以护肤类产品为主，强势品类眼部护肤在 17 年以来保持强劲增速。作为公司打响知名度的品类，公司的眼部护肤产品在 17、18 年依靠持续的新品类推出（17 年推出丸美多肽系列，18 年推出第五代弹力蛋白精华素）持续获得收入和销量上的高增长，占收入比在 18 年已达到 34%。同时由于这一细分市场毛利率较高，公司品牌力较为突出，该部分收入的毛利率也明显高于公司其他品类产品的毛利率。

图 24：丸美股份产品品类拆分

(单位：百万元)	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
<b>眼部护肤</b>								
收入	148	228	260	342	336	334	429	532

YOY		53.7%	14.2%	31.3%	-1.7%	-0.7%	28.7%	23.9%
占比	24%	28%	27%	32%	28%	28%	32%	34%
<b>销量</b>	<b>56</b>	<b>76</b>	<b>98</b>	<b>143</b>	<b>190</b>	<b>174</b>	<b>234</b>	<b>289</b>
YOY		77.9%	28.8%	45.9%	32.7%	-8.1%	34.0%	23.6%
毛利率				80.5%	74.9%	74.2%	73.3%	73.0%
<b>肌肤清理类</b>								
收入	<b>91</b>	<b>107</b>	<b>121</b>	<b>136</b>	<b>149</b>	<b>191</b>	<b>187</b>	<b>197</b>
YOY		17.1%	13.2%	12.8%	9.0%	28.7%	-2.4%	5.4%
占比	15%	13%	12%	13%	12%	16%	14%	12%
<b>销量</b>	<b>459</b>	<b>502</b>	<b>543</b>	<b>602</b>	<b>775</b>	<b>1028</b>	<b>1077</b>	<b>1112</b>
YOY		9.2%	8.3%	10.8%	28.8%	32.6%	4.9%	3.2%
毛利率				73.6%	60.1%	64.4%	64.1%	63.2%
<b>护肤类——膏霜乳液</b>								
收入	<b>357</b>	<b>448</b>	<b>548</b>	<b>574</b>	<b>648</b>	<b>631</b>	<b>669</b>	<b>732</b>
YOY		25.4%	22.4%	4.8%	12.8%	-2.5%	6.0%	9.4%
占比	58%	55%	56%	53%	54%	52%	49%	46%
<b>销量</b>	<b>687</b>	<b>979</b>	<b>1140</b>	<b>1185</b>	<b>1589</b>	<b>1416</b>	<b>1542</b>	<b>1558</b>
YOY		42.5%	16.4%	4.0%	34.0%	-10.9%	8.9%	1.1%
毛利率				72.6%	68.0%	67.3%	68.6%	68.8%
<b>护肤类——面膜</b>								
收入	<b>16</b>	<b>15</b>	<b>29</b>	<b>21</b>	<b>55</b>	<b>51</b>	<b>64</b>	<b>86</b>
YOY		-11.1%	97.9%	-28.7%	164.4%	-6.7%	26.6%	33.0%
占比	3%	2%	3%	2%	5%	4%	5%	5%
<b>销量</b>	<b>105</b>	<b>76</b>	<b>140</b>	<b>119</b>	<b>315</b>	<b>483</b>	<b>609</b>	<b>769</b>
YOY		-27.7%	84.2%	-14.5%	163.4%	53.6%	26.0%	26.3%
毛利率	<b>148</b>			64.5%	64.7%	42%	44%	49%

资料来源：公司招股书，东吴证券研究所

我们看到，随着公司在眼霜类产品市场地位的逐步提升，丸美眼部护肤产品的单价也已经逐步与国内竞争对手拉开差距。在国内品牌眼霜产品的中高端产品线对比来看，丸美最新一代的蛋白眼精华产品单价明显领先竞争对手同档次产品。

与此同时，在与海外高端品牌的对比来看，丸美的中高端产品线单价已经逐步接近海外品牌中定价较低的走量产品线。

图 25：国内品牌中高端眼霜价格/海外高端品牌眼霜价格

品牌/产品	天猫旗舰店价格	规格 (ml)	单价 (元/ml)
百雀羚水嫩精纯明星眼霜	168	15	11.2
自然堂雪松精油眼霜	320	15	21.3
韩束红胶囊高机能保湿弹润眼霜	220	20	11

珀莱雅弹润芯肌活力眼霜	260	20	13
丸美第5代弹力蛋白眼精华	548	20	27.4

资料来源：天猫旗舰店，东吴证券研究所

图 26：海外高端品牌眼霜价格

雅诗兰黛小棕瓶抗蓝光眼霜	510	15	34
雅诗兰黛白金级紧颜眼霜	980	15	65.3
兰蔻小黑瓶肌底精华发光眼霜	520	15	34.7
兰蔻菁纯臻颜润养眼霜	1080	20	54

资料来源：天猫旗舰店，东吴证券研究所

同时公司也在持续进行品牌升级，其于18年1月推出高端系列Marubi Tokyo，作为同样定位于眼部护理的高端品牌，该品牌客单价超过1300元，公司希望通过该品牌继续推进品牌的高端化打造。

### 3.3. 营销宣传：早期营销特点突出，跟随时代潮流迅速改变投放模式

作为公司最重要的开支之一，丸美每年的销售费用率大致维持在35%左右，其中广告宣传类支出占收入比例在25%左右。虽然每年的广告营销开支占比基本稳定，但是其中的公司广告宣传的重心随着消费者的变化发了明显转变。

早期围绕“知性女性”选取代言人并进行营销宣传，营销特点突出。公司主品牌“丸美”品牌的代言人一直以来围绕“知性优雅女性”为首要目标群体，并围绕与主品牌定位匹配的明星进行宣传，从袁咏仪、陈鲁豫、到周迅、梁朝伟，公司一直以来并没有选取流量小生作为主要代言人，而是一直寻找知性、文艺的代言人，打造出了属于自己的营销特色。

图 27：丸美股份历年代言人

丸美代言人		春纪代言人	
2007	袁咏仪	2008	郭可盈
2009	陈鲁豫	2010	李宇春
2011	梅婷	2012	古力娜扎、胡歌
2013	周迅	2014	吴莫愁

2015	梁朝伟	2016	周冬雨
2018	彭于晏、杨子姗	2018	吴谨言

资料来源：公司招股书，东吴证券研究所

**消费者年轻化后，丸美开始改变营销方式。**2013 年公司电商广告投放 2.27 亿占到整体广告费的 89%，公司在当年独家冠名湖南卫视的《金鹰独播剧场》、《我们约会吧》等栏目，电视广告投放较高。此后公司逐步减少电视广告投放，并将投放焦点从湖南卫视分散至报告中央八套、江苏卫视、浙江卫视等在内的多个频道。

2017 年开始，公司大幅度增加在年轻消费人群中受到欢迎的网络视频渠道。18 年投放《如懿传》、《现在就告白》、《天盛长歌》等节目广告，网络广告费用达到 1.33 亿占广告费比例达到 45%，而同时电视广告费用投放大幅度缩小。

**图 28：丸美股份销售费用拆分**

(单位：百万元)	2013	2014	2015	2016	2017	2018
<b>销售费用</b>	<b>423.49</b>	<b>404.86</b>	<b>419.75</b>	<b>472.28</b>	<b>466.95</b>	<b>534.59</b>
/收入	43.49%	37.64%	35.24%	39.09%	34.53%	33.93%
<b>广告宣传类</b>	<b>348.84</b>	<b>295.56</b>	<b>292.48</b>	<b>338.05</b>	<b>290.08</b>	<b>389.56</b>
/收入	35.82%	27.48%	24.55%	27.98%	21.45%	24.72%
<b>其中，广告费</b>	<b>255.33</b>	<b>196.22</b>	<b>210.18</b>	<b>263.51</b>	<b>211.35</b>	<b>294.51</b>
/收入	26.22%	18.24%	17.64%	21.81%	15.63%	18.69%
广告费中，网络广告	3.01	16.13	17.73	17.28	33.92	133.44
/收入	0.31%	1.50%	1.49%	1.43%	2.51%	8.47%
电视广告	227.22	126.01	140.51	152.34	99.42	59.93
/收入	23.33%	11.72%	11.80%	12.61%	7.35%	3.80%
电商平台推广费				22.26	27.72	35.37
/收入				1.84%	2.05%	2.24%
电商平台推广费/直营电商收入				21.54%	18.05%	18.91%
代言广告	6.85	9.45	29.17	26.64	10.66	20.98
/收入	0.70%	0.88%	2.45%	2.21%	0.79%	1.33%

资料来源：公司招股书，东吴证券研究所

目前公司也正在加强在社交媒体的广告投放力度，并进一步选用更被年轻消费者熟知的明显为品牌进行推广。19H1 公司通过袁珊珊、沈梦辰、郭碧婷等多位组成明星种草团，及优质美妆 KOL 矩阵，在微信、小红书、抖音等社交平台多维度种草，实现与消费者深度互动。19H1 公司微信公众号推出 50+篇深度种草文，获得 400 万+深度阅读种草量；小红书 KOL 种草笔记爆文率高达 30%，篇均阅读 10 万+，抖音 KOL 播放量条均播放量高达 150 万+。

同时公司也正在通过新人才的引进以及组织架构的重建，力争全面提升公司在社交媒体推广的运营能力，以此接触广大的、但碎片化的年轻消费者群体，保持快速增长。

图 29：丸美股份视频广告变化



资料来源：爱奇艺，百度，微博，东吴证券研究所

### 3.4. 日本团队主导流程，研发、生产、品控均执行高标准

公司的研发、生产的主要负责人均来自日本，且均经验丰富。其中研发总监佐佐木公夫 40 多年来专注新品研发，加入公司前一直就职于资生堂；丸美首席包装设计师杉浦俊作四次获得日本包装设计大奖；公司丸美品质管理总监酒井成俊 18 年专注化妆品品质管理；公司生产制造总监宫村公纪拥有 24 年生产制造管理经验。

多年自主研发硕果颇丰，聘请诺贝尔奖得主为首席科学家进一步提升自主创新水平。从研发技术上，公司不断对现有包括对冷凝、乳化、灌装等工序的技术进行改造创新，公司目前拥有 70 多项自主独立研发的专利技术。同时公司在近期聘任 2013 年诺贝尔生理学或医学奖得主之一的 Randy W. Schekman 为首席科学家，双方将在人体皮肤研究，

人体细胞蛋白运输研究等方面展开合作，同时 Schekman 也将持续为丸美提供专家咨询、研发指导、培育等前瞻性技术，推动丸美技术创新和产品升级。

**从选材、生产到质控，丸美持续保持高质量生产工艺。**在选材上，公司与包括日本精化、日本日光/德国巴斯夫、德之馨、瑞典科林、美国亚什兰、英国国民淀粉、法国 SILBA、法国路博润等公司成为长期战略伙伴，深入原料供给的全产业链，关注种植、采摘、提取、运输关键流程管理，保证原料的安全与活性。

**同时在生产安全方面，丸美严格按照 10 万级 GMP 净化标准设计，充分利用空间压差控制阻挡粉尘入侵，夜间采取 O3 消毒杀菌，实行严苛的卫生管理。生产技术上以纯水洗净瓶身内部，O3 消毒泵头，灌装量精细控制在±0.5g 范围内，保证高品质生产。**

**品控上，丸美所有的受试品均置于严苛的环境中进行破坏性测试。**通过大量的培养实验、仪器测试、专业评测、志愿者试用、竞品对比、第三方独立检测等 360 度对产品配方进行反复验证，并加以完善。遵照 ISO 和 GMP 的进行，对产品的外观，色调，气味等基本项到各种机能的检查。

**从同行业对比来看，丸美的研发费用比例与其他上市的化妆品公司大致相当。**

**图 30：化妆品上市公司研发费用占比**

(单位：百万元)	2016	2017	2018
<b>丸美股份研发费用</b>	<b>24.80</b>	<b>29.30</b>	<b>33.82</b>
/收入	2.05%	2.09%	2.15%
珀莱雅研发费用	2.92%	2.29%	2.17%
上海家化研发费用	2.34%	2.36%	2.09%

资料来源：公司招股书，公司公告，东吴证券研究所

## 4. 高净利率、高周转，ROE 领先行业

### 4.1. 高毛利率、高人效带来高净利率

**公司净利率明显高于竞争对手。**公司的净利率一直保持在超过 20% 的水平，相较国内竞争对手有着明显的优势，更高的毛利率和更低的费用率都是其中的原因。

**图 31：国内化妆品公司费用率拆分**

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
<b>丸美股份</b>								
<b>毛利率</b>	<b>78.40%</b>	<b>74.65%</b>	<b>76.20%</b>	<b>74.88%</b>	<b>68.66%</b>	<b>67.67%</b>	<b>68.28%</b>	<b>68.34%</b>
销售费用率	39.20%	42.46%	43.49%	37.64%	35.24%	39.09%	34.53%	33.93%
管理费用率	5.30%	5.14%	6.25%	8.11%	7.08%	4.67%	5.02%	4.60%
研发费用率						2.05%	2.09%	2.15%
<b>净利率</b>	<b>27.28%</b>	<b>22.93%</b>	<b>22.45%</b>	<b>25.23%</b>	<b>23.63%</b>	<b>19.22%</b>	<b>23.07%</b>	<b>26.35%</b>
<b>珀莱雅</b>								
<b>毛利率</b>			<b>66.43%</b>	<b>63.26%</b>	<b>63.86%</b>	<b>61.96%</b>	<b>61.73%</b>	<b>64.03%</b>
销售费用率			40.10%	39.12%	42.33%	38.19%	35.66%	37.52%

管理费用率	9.37%	10.30%	10.42%	11.09%	10.87%	7.26%
研发费用率						2.17%
<b>净利率</b>	<b>12.46%</b>	<b>9.09%</b>	<b>8.74%</b>	<b>9.46%</b>	<b>11.26%</b>	<b>12.16%</b>
<b>上海家化</b>						
<b>毛利率</b>	<b>57.52%</b>	<b>61.75%</b>	<b>62.96%</b>	<b>61.82%</b>	<b>59.18%</b>	<b>61.26%</b>
销售费用率	35.88%	34.51%	32.19%	32.75%	34.81%	44.81%
管理费用率	11.00%	12.57%	12.81%	11.47%	10.35%	12.16%
研发费用率						2.09%
<b>净利率</b>	<b>10.10%</b>	<b>15.54%</b>	<b>17.91%</b>	<b>16.83%</b>	<b>37.80%</b>	<b>4.06%</b>
						<b>6.01%</b>
						<b>7.57%</b>

资料来源：公司招股书，公司公告，东吴证券研究所

从毛利率角度，公司眼霜占比较大以及定价较高使其毛利率对于同行更有优势。首先在化妆品品类中，眼霜的毛利率高于其他产品。而作为将眼霜产品作为主打的丸美来说，眼部护肤产品占到其收入的30%以上，其眼部护肤毛利率在近年一直维持在73%的水准。其次丸美的定价也明显高于国内竞争对手，我们看到丸美高端产品的定价已经逐步接近海外高端品牌定价较低的产品。

费用率角度，公司在销售费用率和管理费用率上均较竞争对手更低。销售费用率方面虽然丸美相较珀莱雅更低，但是在用于营销宣传的费用占比上丸美稍高于珀莱雅，说明公司在营销宣传的投入上依旧大力投入。

图 32：国内化妆品公司广告费用对比

(单位：百万元)	2014	2015	2016	2017	2018
<b>丸美广告宣传类</b>	<b>295.56</b>	<b>292.48</b>	<b>338.05</b>	<b>290.08</b>	<b>389.56</b>
广告宣传类占收入比重	27.48%	24.55%	27.98%	21.45%	24.72%
<b>珀莱雅形象宣传推广费</b>	<b>418.35</b>	<b>370.21</b>	<b>315.28</b>	<b>356.87</b>	<b>500.24</b>
形象宣传推广费占收入比重	24.04%	22.50%	19.42%	20.02%	21.19%

资料来源：公司招股书，公司公告，东吴证券研究所

我们认为丸美较低的销售费用率与管理费用率类似，也要归功于公司更少的员工数量带来的高人效。

图 33：国内化妆品公司人数、人效对比

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
<b>珀莱雅（人数）</b>	<b>1255</b>	<b>1658</b>	<b>2905</b>	<b>2997</b>	<b>2477</b>	<b>2720</b>
人均收入（万元）	113.9	105.0	56.6	54.2	72.0	86.8
人均利润（万元）	14.2	9.5	4.9	5.1	8.1	10.6
<b>丸美股份（人数）</b>	<b>686</b>	<b>783</b>	<b>960</b>	<b>897</b>	<b>855</b>	<b>899</b>
人均收入（万元）	141.9	137.4	124.1	134.7	158.2	175.3
人均利润（万元）	31.9	34.7	29.3	25.9	36.5	45.8

资料来源：公司招股书，公司公告，东吴证券研究所

#### 4.2. 周转率优秀，ROE 数据领先行业

从存货和应收账款的周转来看，丸美的周转速度同样高于竞争对手，尤其在应收账款上，公司坚持对经销商的先款后货，因此账上应收账款较低。从库存周转上来看，公

司会定期拜访经销商了解库存情况并督促经销商将库存数据录入 DMS 系统保持对经销系统库存的把控，保证了公司整体库存周转的健康。

图 34：国内化妆品公司周转情况对比

丸美股份	2013	2014	2015	2016	2017	2018
存货周转天数	116.5	106.7	92.1	103.0	92.3	87.2
珀莱雅	2013	2014	2015	2016	2017	2018
存货周转天数	161.6	109.0	106.3	114.1	105.4	89.1
应收账款周转天数	1.5	4.8	14.5	18.7	12.0	10.0

资料来源：公司招股书，公司公告，东吴证券研究所

高净利率、高周转率带来了公司很高的 ROE 水平。同时由于对经销商的先款后货，公司现金流状况优异，经营性现金流净额/净利润持续保持大于 1 的水平。

图 35：丸美股份 ROE、现金流情况

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
<b>ROE</b>	<b>63.6%</b>	<b>50.4%</b>	<b>40.9%</b>	<b>31.3%</b>	<b>34.2%</b>	<b>35.6%</b>
经营性现金流净额（百万元）	325.67	376.24	259.51	213.33	356.20	516.69
经营性现金流/净利润	1.49	1.39	0.92	0.92	1.14	1.24

资料来源：WIND，东吴证券研究所

## 5. 盈利预测与投资建议

我们认为公司有望持续在各个渠道保持稳健的收入增速。分渠道来看，我们认为(1)在电商渠道，公司有望随着直营化的逐步推进，加速直营电商的收入增速以此推动整个电商渠道的增长速度；(2)在百货渠道，公司有望继续依靠目前产品提升以及在百货渠道的扩张保持较快的发展速度；(3)美容院渠道上，公司同样有望借助美容院自身的快速增长保持较快的增速。

整体来看，我们认为公司未来几年均有望保持高双位数的收入增长。

图 36：丸美股份收入预测

(单位：百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>收入</b>	<b>1,352</b>	<b>1,576</b>	<b>1,835</b>	<b>2,184</b>	<b>2,603</b>
YOY	11.9%	16.5%	16.5%	19.0%	19.2%
电商渠道	502	658	803	1026	1311
YOY	43.3%	31.0%	22.2%	27.7%	27.8%
百货渠道	140	174	219	264	307
YOY	-12.9%	24.2%	25.8%	20.8%	16.1%
日化渠道	592	627	677	731	789
YOY	1.7%	5.8%	8.0%	8.0%	8.0%
美容院渠道	89	111	133	159	191
YOY	21.2%	24.2%	20.0%	20.0%	20.0%

资料来源：公司招股书，东吴证券研究所

同时，我们认为公司未来的销售和管理费用率依旧会保持相对稳定，我们认为丸美在未来几年的利润增速有望匹配收入的健康增长。

图 37：丸美股份盈利预测

(单位：百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
收入	1,352	1,576	1,835	2,184	2,603
YOY	11.9%	16.5%	16.5%	19.0%	19.2%
毛利率	68.3%	68.3%	68.4%	68.4%	68.5%
销售费用率	34.5%	33.9%	33.5%	33.7%	33.6%
管理费用率	5.0%	4.6%	4.5%	4.5%	4.5%
归母净利润	311.92	415.28	483.16	582.05	688.34
YOY	34.3%	33.1%	16.35%	20.47%	18.26%
归母净利率	23.1%	26.4%	26.33%	26.65%	26.44%

资料来源：公司招股书，东吴证券研究所

我们认为在持续受益低龄化、高端化的趋势下，化妆品行业有望在中长期均持续获得较高的增速。在行业的快速增长下，作为国产龙头品牌之一的丸美股份在细分领域已经具备了较强的市场地位。同时其多渠道均衡地稳步推进，也保证了各个渠道的良性健康发展。

我们预计公司 19~21 年归母净利润 4.8 亿/5.8 亿/6.9 亿，同增 16%/21%/18%，对应回应当前估值 51/42/36X。考虑到整个行业的快速发展和丸美较强的市场地位，首次覆盖，给予“增持”评级。

图 38：可比公司估值

	19E	20E	21E
丸美股份	51	42	35
珀莱雅	44	33	26
上海家化	36	33	28
欧莱雅	31	29	27
雅诗兰黛	32	29	26

资料来源：WIND，彭博，东吴证券研究所（珀莱雅、上海家化来自万得一致预期；欧莱雅、雅诗兰黛来自彭博一致预期）

## 6. 风险提示

零售环境波动：整体宏观经济波动，整体零售增速不及预期时化妆品作为可选消费品交易受到影响

化妆品需求增速不及预期：化妆品行消费增速在连续几年增长之后可能出现增速不及预期的情况

市场竞争加剧：海外高端品牌在线上的持续投入以及持续向三四线城市渗透，同时互联网新生品牌不断进入市场，可能加剧市场竞争

九美股份三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E	利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	<b>1790.7</b>	<b>2896.0</b>	<b>3248.1</b>	<b>3709.5</b>	<b>营业收入</b>	<b>1575.8</b>	<b>1835.2</b>	<b>2184.3</b>	<b>2603.5</b>
现金	1563.4	2560.7	2939.4	3281.4	减:营业成本	499.0	580.3	690.0	821.3
应收账款	2.9	7.6	9.2	10.8	营业税金及附加	20.9	22.9	27.3	32.5
存货	129.1	161.1	183.9	226.7	营业费用	534.6	605.6	720.8	859.1
其他流动资产	95.2	166.7	115.5	190.6	管理费用	72.5	82.6	98.3	117.2
<b>非流动资产</b>	<b>326.2</b>	<b>610.3</b>	<b>864.1</b>	<b>1116.0</b>	<b>财务费用</b>	<b>(7.4)</b>	<b>(65.8)</b>	<b>(94.5)</b>	<b>(113.5)</b>
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	资产减值损失	3.1	6.7	7.7	9.4
固定资产	260.1	291.7	541.7	791.7	加:投资净收益	25.1	3.2	3.2	3.2
在建工程	0.2	250.0	250.0	250.0	其他收益	1.0	0.0	0.0	0.0
无形资产	27.6	31.1	33.1	33.6	<b>营业利润</b>	<b>484.2</b>	<b>567.5</b>	<b>692.0</b>	<b>825.9</b>
其他非流动资产	38.3	37.5	39.3	40.7	加:营业外收支	2.1	1.7	1.7	1.7
<b>资产总计</b>	<b>2116.9</b>	<b>3506.3</b>	<b>4112.2</b>	<b>4825.5</b>	<b>利润总额</b>	<b>486.3</b>	<b>569.2</b>	<b>693.7</b>	<b>807.5</b>
<b>流动负债</b>	<b>709.4</b>	<b>826.7</b>	<b>906.1</b>	<b>1000.0</b>	减:所得税费用	74.3	85.4	102.9	122.4
短期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	少数股东损益	(3.2)	(3.2)	(3.2)	(3.2)
应付账款	273.4	306.9	383.1	438.2	<b>归属母公司净利润</b>	<b>415.3</b>	<b>483.2</b>	<b>582.0</b>	<b>688.3</b>
其他流动负债	436.0	519.7	523.0	561.8	EBIT	469.7	566.7	675.2	805.9
<b>非流动负债</b>	<b>25.6</b>	<b>20.7</b>	<b>23.3</b>	<b>23.2</b>	EBITDA	447.0	560.2	667.2	796.3
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0					
其他非流动负债	25.6	20.7	23.3	23.2	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
<b>负债合计</b>	<b>735.0</b>	<b>847.4</b>	<b>929.4</b>	<b>1023.3</b>	每股收益(元)	1.15	1.20	1.45	1.72
少数股东权益	6.6	6.6	6.6	6.6	每股净资产(元)	3.82	6.63	7.94	9.48
<b>归属母公司股东权益</b>	<b>1375.2</b>	<b>2658.9</b>	<b>3182.8</b>	<b>3802.3</b>	发行在外股份(百万股)	360.0	401.0	401.0	401.0
<b>负债和股东权益</b>	<b>2116.9</b>	<b>3506.3</b>	<b>4112.2</b>	<b>4825.5</b>	ROIC(%)	28.8%	18.1%	18.0%	18.0%
					ROE(%)	35.5%	23.9%	19.9%	19.7%
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	毛利率(%)	68.3%	68.4%	68.4%	68.5%
经营活动现金流	516.7	444.6	612.4	583.6	销售净利率(%)	26.4%	26.3%	26.6%	26.4%
投资活动现金流	(56.2)	(237.4)	(233.6)	(241.7)	资产负债率(%)	34.7%	24.2%	22.6%	21.2%
筹资活动现金流	0.0	790.0	0.0	0.0	收入增长率(%)	16.5%	16.5%	19.0%	19.2%
现金净增加额	460.4	997.2	378.8	342.0	净利润增长率(%)	33.1%	16.3%	20.5%	18.3%
折旧和摊销	22.7	6.5	8.0	9.5	P/E	59.3	51.0	42.3	35.8
资本开支	11.3	259.8	260.0	260.0	P/B	17.82	9.26	7.74	6.48
营运资本变动	130.05	13.32	106.45	(24.74)	EV/EBITDA	55.09	43.96	36.91	30.92

数据来源：贝格数据，东吴证券研究所

### 免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出自为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

### 东吴证券投资评级标准：

#### 公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

#### 行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>