

推荐 (首次)

风险评级：中风险

2020年7月29日

魏红梅

SAC 执业证书编号：  
S0340513040002  
电话：0769-22119410  
邮箱：whm2@dgzq.com.cn

研究助理：雷国轩

SAC 执业证书编号：  
S0340119070037  
电话：0769-23320072  
邮箱：  
leiguoxuan@dgzq.com.cn

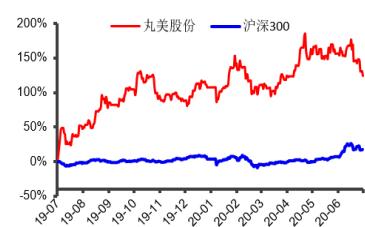
## 国产眼部护理先行者 多品牌全渠道稳步成长

丸美股份（603983）深度报告

## 投资要点：

- 公司是国内眼部护理领域的龙头，三大品牌齐建美妆版图。公司是国内鲜有自成立初就专注于眼部护理的化妆品公司，旗下拥有三个极具差异化特色定位的品牌“丸美”、“春纪”、“恋火”。“丸美”作为核心品牌，定位中高端市场，贡献约90%的收入，2016-2017年，CAGR高达10.01%，在眼部护理市场稳占一席之地。“春纪”定位大众护肤品牌，产品品类繁多，具有偏年轻化的品牌形象。“恋火”是公司2017年新增的彩妆品牌，2018年收入同比增长15倍，表现比较理想，未来有望助公司紧握彩妆高增长红利。整体来看，2019年和2020年Q1营收分别为18.01、3.70亿元，同比分别增长14.29%、1.65%，跑赢行业增速。归母净利润分别为5.15、1.19亿元，同比分别增长23.99%、-1.14%。2020年Q1受疫情影响，归母净利润略有所下滑，但下降幅度少于大多数同业对手。随着下半年消费复苏和化妆品的刚需特性，今年Q2有望恢复正增长。
- 核心眼部护理产品毛利高，经销商先款后货话语权高。与同业竞争对手比较，公司竞争优势鲜明：第一，眼部护理类产品占比30%，远高于同业国产品牌，具有容量小、单价高的属性，易形成品牌溢价效应。第二，公司约87%的收入来源于经销商，经销模式成熟稳定，地区均匀覆盖，另外，与经销商先付款后发货的方式彰显业内话语权。
- 我国化妆品市场规模大高增速，未来仍有增长空间。据欧睿国际数据，我国化妆品市场容量巨大，2019年市场规模达到4,777亿元，过去10年，CAGR达到9%，增长速度远甩发达国家。我国化妆品行业CR10化妆品公司约41%，行业集中度及人均化妆品消费水平尚有成长空间。
- 投资建议：首次覆盖，给予“推荐”评级。公司凭借差异化的市场定位深耕眼部护理领域近二十年，品牌影响力排行业前列。我国化妆品市场规模大，人均化妆品消费水平和行业集中度仍有成长空间。公司作为国产化妆品的龙头企业，未来有望享受行业增长红利。展望未来，公司筑造的护城河优势有望持续驱动业绩增长，第一：公司主品牌已站稳眼部护理市场；次要品牌助公司拓展大众护肤和彩妆版图，有巨大的成长空间。第二，公司在下游经销商享有话语权，享受先款后货的行业少见的模式，且经销模式稳定又成熟，保证了优质的销售渠道和充沛的现金流。第三，公司目前电商平台主要以经销商代运营，今年公司更换新TP合作伙伴，着重发展直营旗舰店，结合社交媒体的新型营销方式，线上营收具备增长潜力。综上所述，我们预计公司2020-2021年EPS分别为1.37元和1.66元，目前股价对应PE分别为53.75倍和44.37倍。
- 风险提示：市场竞争加剧、市场消费者偏好变化、广告宣传效果不确定、品牌形象侵权等。

## 股价走势



## 目 录

1. 公司概况 .....	4
1.1 公司发展历程：近二十年发展历史的中国眼部护理领导者 .....	4
1.2 公司主营业务：三大品牌多品类齐发力 .....	4
1.3 公司收入构成：“丸美”持续驱动收入增长 .....	5
1.4 公司渠道模式：借力经销商打开销售市场 线上线下齐发力 .....	6
1.5 公司生产模式：生产基地规模庞大 委外加工协助高效率备货 .....	7
1.6 股权结构：集中股权 稳定控制权 .....	8
2. 公司竞争对手及竞争优势 .....	9
2.1 公司主要竞争对手：同业对手各有秋千 旗下均涵盖多个品牌 .....	9
2.2 公司竞争优势：差异化定位眼部护理市场 下游经销商渠道布局完善 .....	10
2.3 公司财务指标：高毛利显盈利能力 高应收账款周转率保证充沛现金流 .....	14
3. 化妆品行业分析 .....	17
3.1 行业市场空间：全球化化妆品市场容量大 中国市场位列前排 .....	17
3.2 行业竞争格局：市场集中度尚有提升空间 大众市场竞争激烈 .....	20
3.3 行业发展趋势：政策红利和低线城市消费升级引领行业良好发展 .....	21
4. 公司 IPO 募投或其他项目进展情况 .....	24
5. 投资建议 .....	25
6. 风险提示 .....	25

## 插图目录

图 1：公司发展历程图 .....	4
图 2：2019 年公司营收结构（分产品类别） .....	5
图 3：公司旗下品牌的营收比例 .....	5
图 4：公司线上、线下营收占比（%） .....	7
图 5：公司直营、经销和代销模式的营收（万元） .....	7
图 6：公司销售体系 .....	7
图 7：公司自主生产流程 .....	8
图 8：公司对委外加工生产拥有严格的把控程序 .....	8
图 9：公司股权结构图 .....	9
图 10：公司与竞争对手的市场份额 .....	10
图 11：抗衰老市场规模（亿元） .....	11
图 12：丸美是国产眼部护肤领域的领军者 .....	11
图 13：春纪营收略有下降（万元） .....	11
图 14：恋火营收高增长（万元） .....	11
图 15：经销返利额（万元） .....	13
图 16：2019 年营收地区分布 .....	13
图 17：营收规模（亿元） .....	14
图 18：营收同比增速（%） .....	14
图 19：归母净利润（亿元） .....	14
图 20：归母净利润同比增速（%） .....	14
图 21：毛利率（%） .....	15
图 22：净利率（%） .....	15

图 23：存货周转天数 .....	16
图 24：应收账款周转天数 .....	16
图 25：经营活动产生的现金流量净额（亿元） .....	17
图 26：货币资金（亿元） .....	17
图 27：全球化妆品市场呈缓慢增长趋势 .....	17
图 28：我国化妆品市场位居世界第二且增速最明显 .....	17
图 29：我国化妆品市场正以高速增长 .....	18
图 30：2017 年起化妆品增速超出旅游业和批发零售 .....	18
图 31：护肤品是我国化妆品市场最主要的构成成分 .....	18
图 32：彩妆成为我国化妆品行业增长的主要驱动力 .....	18
图 33：大众市场占超过一半的我国化妆品市场 .....	19
图 34：高端市场的增速较明显 .....	19
图 35：我国化妆品当月零售额（亿元） .....	19
图 36：化妆品行业从新冠疫情影响中恢复地较快 .....	19
图 37：我国人均化妆品消费水平较其他国家低 .....	19
图 38：中国与美日两国的 CR10 化妆品公司 .....	20
图 39：2019 年化妆品市场 CR10 集中度 (%) .....	20

## 表格目录

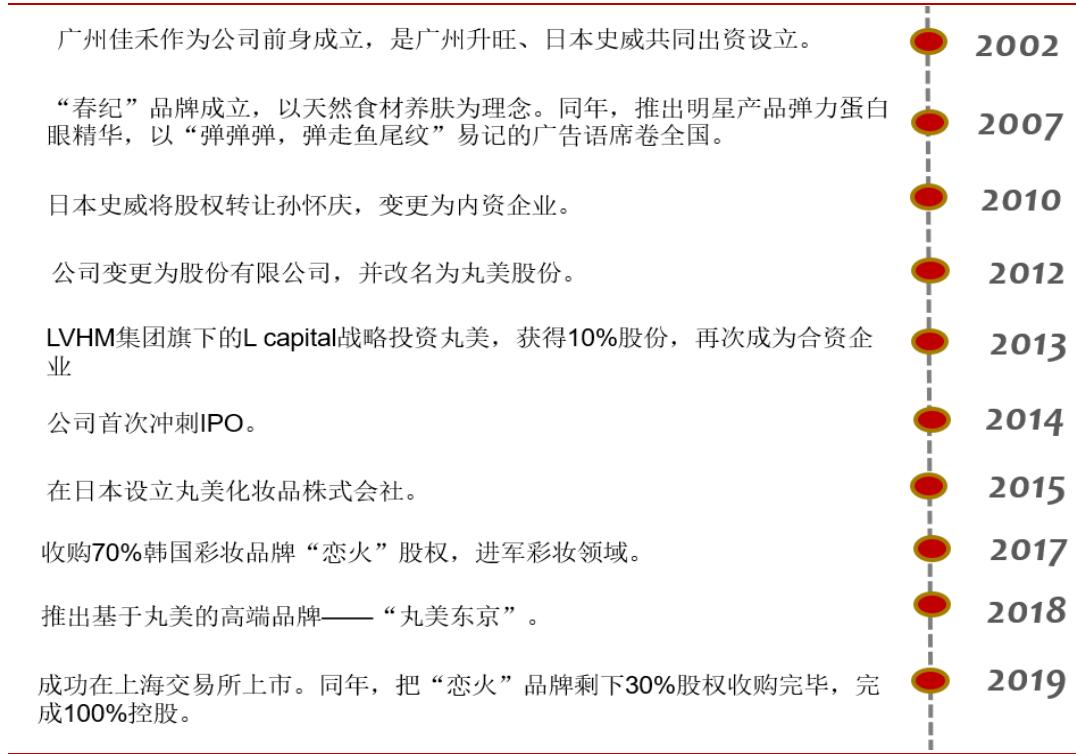
表 1：公司品牌和产品梳理 .....	5
表 2：公司前十大客户均为经销商 .....	6
表 3：2020 年 Q1 公司十大股东明细 .....	9
表 4：国内主要竞争对手 .....	10
表 5：丸美明星眼部精华产品更新迭代 .....	12
表 6：壹网壹创拥有丰富的美妆品牌运营经验 .....	14
表 7：我国 CR20 化妆品公司 .....	21
表 8：我国 CR20 化妆品品牌 .....	21
表 9：中国化妆品行业相关政策梳理 .....	22
表 10：公司 IPO 募集资金投向（万元） .....	24
表 11：公司盈利预测简表（2020/7/28） .....	25

## 1. 公司概况

### 1.1 公司发展历程：近二十年发展历史的中国眼部护理领导者

公司深耕眼部护理领域已有十余年。公司的前身广州佳和创立于 2002 年，由中日合资设立。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”，同年，以“弹弹弹，弹走鱼尾纹”朗朗上口的广告语成功令弹力蛋白眼精华成为明星产品席卷全国。2012 年，公司变更为股份有限公司，正式改名为丸美股份。2013 年，LVHM 集团旗下的 L Capital 战略投资 10% 股权，成为公司第二大股东。2017 年，公司收购韩国彩妆品牌“恋火”，正式踏入彩妆领域。2018 年，公司推出基于“丸美”的高端品牌——“丸美东京”，进一步拓宽产品矩阵。2019 年 7 月，公司成功上市，深受资本市场的关注。

图 1：公司发展历程图



资料来源：公司招股书，东莞证券研究所

### 1.2 公司主营业务：三大品牌多品类齐发力

**国产护肤品企业的佼佼者。**公司以卓越的眼部护理著称化妆品界，拥有全球最大最专业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。公司产品以差异化的品牌定位，满足不同年龄、消费偏好、消费层次的消费者需求，广泛在二、三线城市与国内外化妆品牌展开竞争。据欧睿国际数据显示，2019 年公司占中国护肤品市场的 1.0%，在国产品牌里排名第 11。

公司稳占眼部护肤领域之外，致力横向拓展多品类和纵向丰富产品定位。公司以眼部护理为基石，向多品类拓展，涵盖乳液、面霜、洁面、面膜等产品。2017年，公司收购韩国彩妆品牌“恋火”，进军彩妆的蓝海市场。今年2月，公司拟投入2.5亿元来投资彩妆产品生产建设项目，体现公司进入彩妆领域的决心。2018年起，“丸美”中的高端系列“丸美东京”相继推出“日本酒御龄冰肌系列”、“日本花弹润娇嫩系列”和“日本珠臻皙奢养系列”，价格和功能性作用可媲美资生堂、雅思兰黛等外资品牌；截至2019年，前两个系列合计实现了约1.2亿元营收，占比约7%，表现相对良好。

表1：公司品牌和产品梳理

品牌	定位	核心产品价格区间	产品
丸美 MARUBI丸美	以眼部护理为核心的中高端护肤品牌	200元-900元	“弹力蛋白凝时紧致系列” “白色之恋纯白系列” “巧克力青春丝滑系列” “雪绒花纯净保湿系列” “日本酒御龄冰肌系列” “多肽蛋白提拉系列”
春纪 春纪	以“天然食材养肤”为理念的大众化护肤品牌	50元-250元	“黑白米美白系列” “咖啡紧致抗蓝光系列” “大葡萄补水系列” “杨梅高保湿系列” “特护修护舒缓系列”
恋火 Passional love	以“自信时尚”为品牌内涵的彩妆品牌	50元-300元	

资料来源：公司招股说明书，公司官网，东莞证券研究所

### 1.3 公司收入构成：“丸美”持续驱动收入增长

“丸美”是公司收入的主要来源。从产品分类来看，2019年公司主营业务中护肤类、眼部护理类和肌肤清洁类的产品占比分别为55.16%、30.67%和12.69%。分品牌来看，主打品牌“丸美”占营收的比例高达90%，且占比逐年递增。定位大众护肤的“春纪”的营收占比略有下滑，据估算，2019年的占比约6.44%。2019年新锐彩妆品牌“恋火”的占比约2%左右，占比有望持续提高。

图2：2019年公司营收结构（分产品类别）

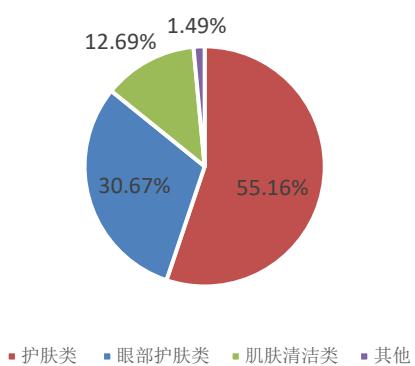
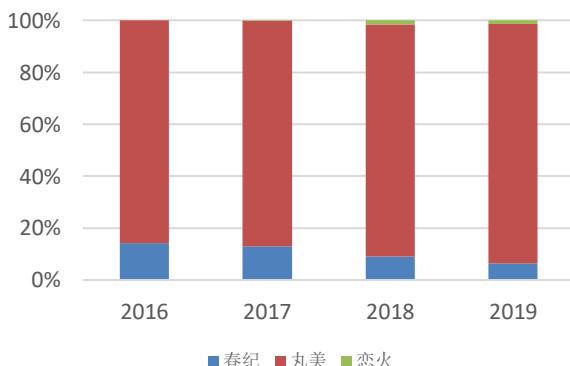


图3：公司旗下品牌的营收比例



资料来源：公司公告，东莞证券研究所

资料来源：公司公告，东莞证券研究所

## 1.4 公司渠道模式：借力经销商打开销售市场 线上线下齐发力

布局扁平化经销商渠道为主，辅以直营和代销渠道。公司采用以经销模式为主，公司经销收入占比约 87%左右。2018 年经销模式收入 13.8 亿元，同比增长 18%。在经销模式下，经销商与公司是购销关系，实行先付款再供货政策，同时采取分区域经销的方式，即约定某一区域为某一经销商特定销售区域。经销商再经过各种终端网点把产品销售给消费者，不存在多层级经销商，实现有效的扁平化经销商管理。2016-2018 年，公司的代销模式主要通过屈臣氏、大润发等代销商销售“春纪”品牌产品，但是，由于代销渠道销售收入和盈利情况未达预期，公司及时终止与代销方合作。因此，2018 年公司代销收入仅是 124 万元，占比不足 1%。在直营模式下，公司通过在百货商场设立百货专柜和在电子商务平台设立网店，自行经营销售产品。2018 年直营渠道收入 1.93 亿元，2016-2018 年年均复合增速达到 21.99%，成为公司收入增长的核心驱动。

表 2：公司前十大客户均为经销商

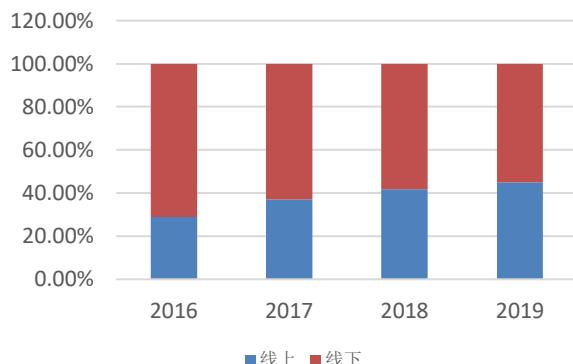
客户名称	销售渠道	销售金额（万元）	占主营业务收入比例
北京美妮美雅商贸有限公司	经销：电子商务	31,148.24	19.79%
武汉伊势丹化妆品有限公司	经销：日化店、百货专柜、美容院	6,048.19	3.84%
郑州宏之达化妆品有限公司	经销：日化店、百货专柜	5369.01	3.41%
石家庄博凯商贸有限公司	经销：日化店、百货专柜、美容院	4278.26	2.72%
新疆东澜商贸有限公司	经销：日化店、百货专柜	3297.29	2.09%
郑州市雅天商贸有限公司	经销：日化店	3245.38	2.06%
重庆庄胜贸易有限公司	经销：日化店、百货专柜、美容院	3086.08	1.96%
杭州新紫阳日化有限公司	经销：日化店、百货专柜	2581.91	1.64%
兰州立德生物科技有限公司	经销：日化店、百货专柜	2386.1	1.52%
西安开比工贸有限责任公司	经销：日化店、百货专柜	2339.07	1.49%
<b>合计</b>		<b>63,779.52</b>	<b>40.51%</b>

资料来源：公司招股说明书，东莞证券研究所

**线上线下渠道齐头并进。**公司除了建立覆盖百货专柜、美容院、日化店及商超等多种传统渠道的线下销售网络以外，公司也有通过电子商务平台大力铺设销售网点，公司的线上收入占比约 40%。线上渠道主要为天猫、唯品会、京东等电商平台，主要通过经销模式进行运营。2011 年，公司在淘宝商城开设旗舰店。2013 年，公司和具有丰富化妆品品

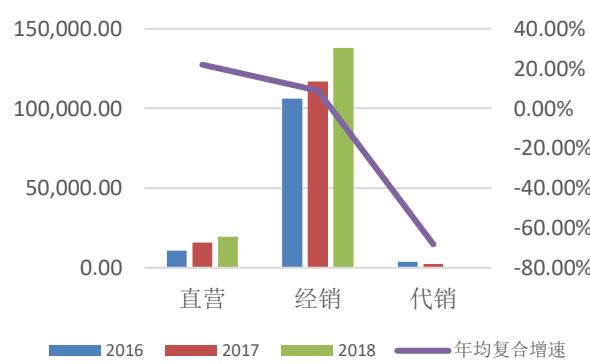
牌电商运作经验的电商经销商美妮美雅合作，开启在唯品会、聚美优品等电商平台的销售。今年3月，受疫情催化，公司更是着重发展直营电商，以新TP壹网壹创为新代运营商，意在进一步拉动公司线上销售额。截至2019年，直营、经销电商收入分别为26,205.13、54,594.87万元，同比增长40.12%、16.04%。

图4：公司线上、线下营收占比（%）



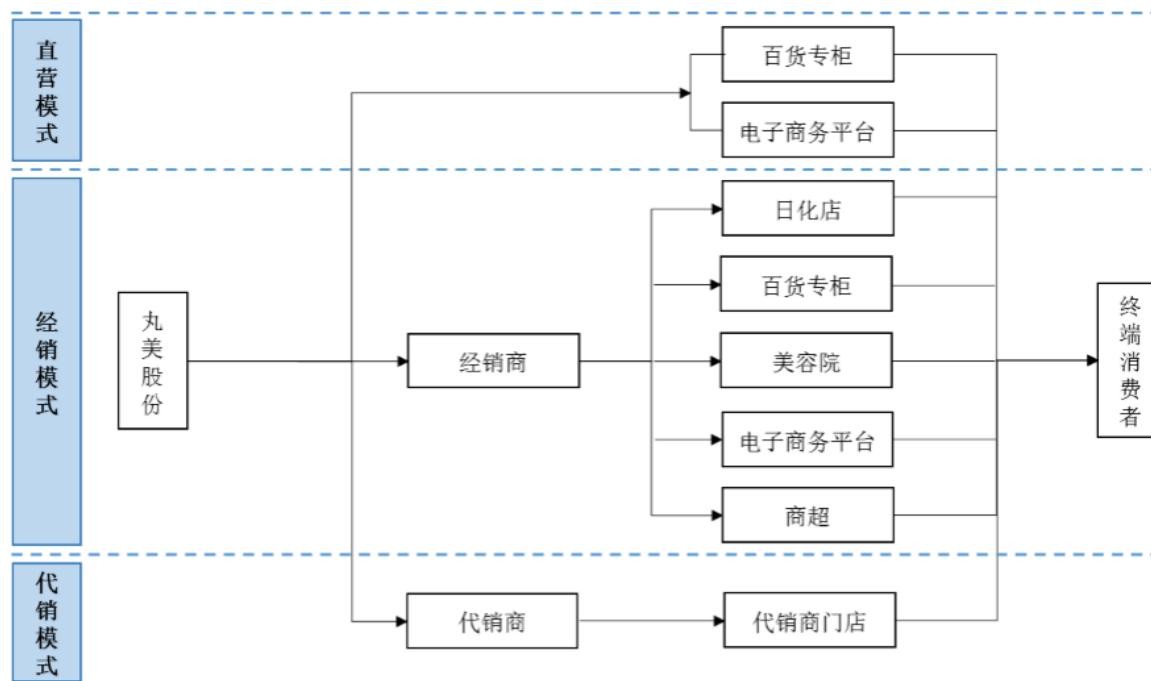
资料来源：公司公告，东莞证券研究所

图5：公司直营、经销和代销模式的营收（万元）



资料来源：公司公告，东莞证券研究所

图6：公司销售体系



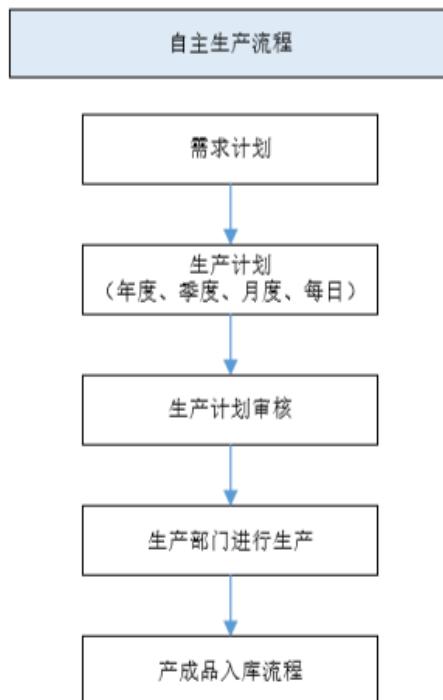
资料来源：公司招股书，东莞证券研究所

### 1.5 公司生产模式：生产基地规模庞大 委外加工协助高效率备货

灵活的生产模式以达高效率低成本生产备货。公司采用以自主生产为主，委外加工为辅

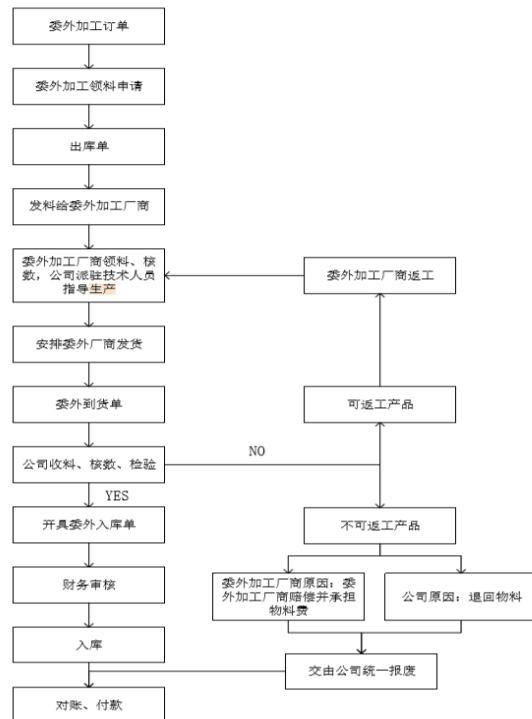
的生产模式。自主生产模式下，公司依靠自有的厂房、生产设备和技术工人自行组织生产，按照生产流程完成整个产品的制造和包装，经检验合格后对外销售。据估算，公司自主生产的产品达到 90%。在委外加工模式下，公司隐去原材料标签、仅提供原料配比方程的方式从而实现公司配方的保密。委外加工厂商生产的产品主要为公司的小支装产品及部分正价品的批量生产和包装，委外加工主要是由于（1）节假日或促销活动前，市场对公司产品需求量通常较大，交货周期大幅缩短；（2）小支装等产品或部分涉及特殊包装工艺的产品，委托委外加工厂商进行乳化、灌装、包装可以较大地节约成本。据公司招股书披露，公司前五大的委外加工合作时间均已超过 5 年，且委外加工成本占营业成本的比例都较低且稳定，2016-2018 年的委外加工费用占营业成本的比例分别为 4.75%、4.79%、5.15%，体现了公司强大的委外加工产品成本管控能力。

图 7：公司自主生产流程



资料来源：公司招股书，东莞证券研究所

图 8：公司对委外加工生产拥有严格的把控程序



资料来源：公司招股书，东莞证券研究所

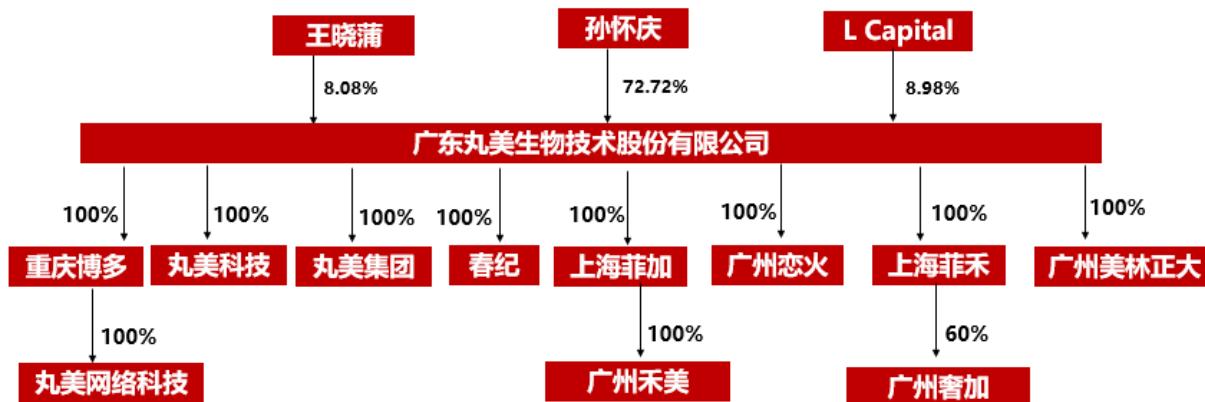
公司生产基地位于广州，产能利用率高。2014 年丸美耗资近 2 亿元人民币，在广州建成全球最大的眼部肌肤研究中心，建筑面积达 5 万平方米，包括研发中心、制造中心、物流中心、信息中心以及培训中心等 5 大功能性区域。据招股书披露，2016-2018 年公司自主产能利用率为 71.35%、75.96%、78.35%，呈现逐年提升趋势。

## 1.6 股权结构：集中股权 稳定控制权

公司股权集中，给未来员工股权激励提供空间。公司的实际控制人是孙怀庆、王晓蒲，两人关系是夫妻关系，合计持股略超 80%，持股比例比较高，体现了公司稳定的控制权。公司的第二大股东是 LVHM 集团旗下的 L Capital，公司上市前以 3 亿元获得公司 10% 的股权，目前持股 8.98%。据签订的协议，L Capital 持有的股权锁定

期为 12 个月，锁定期后的 24 个月内，L Capital 有意通过竞价交易、大宗交易等方式减持锁定部分 60%-100% 股权。除此之外，其他十大股东均是机构投资者，合计持股 2.82%。目前，公司没有员工股权激励计划，但是公司高度集中的股权结构为此举措预留了充足的空间。

图 9：公司股权结构图



资料来源：Wind，东莞证券研究所

表 3：2020 年 Q1 公司十大股东明细

排名	股东名称	持股数量(股)	占总股本比例(%)
1	孙怀庆	291,600,000	72.72
2	L Capital Guangzhou Beauty Ltd.	36,000,000	8.98
3	王晓蒲	32,400,000	8.08
4	香港中央结算有限公司(陆股通)	5,089,993	1.27
5	博时基金管理有限公司-社保基金四一九组合	2,001,228	0.50
6	全国社保基金六零二组合	1,389,100	0.35
7	中国农业银行股份有限公司-宝盈策略增长混合型证券投资基金	1,217,342	0.30
8	中国建设银行-华夏红利混合型开放式证券投资基金	701,107	0.17
9	法国兴业银行	525,349	0.13
10	上海人寿保险股份有限公司-万能产品 1	400,000	0.10
合计		371,324,119	92.60

资料来源：公司 2020Q1 季报，东莞证券研究所

## 2. 公司竞争对手及竞争优势

### 2.1 公司主要竞争对手：同业对手各有秋千 旗下均涵盖多个品牌

**公司竞争对手概况。**业内可选的主要竞争对手包括上海家化、伽蓝集团、上海百雀羚、上海上美、珀莱雅，据欧睿国际统计，它们的 2019 年护肤品市场份额分别为 2.2%、4.0%、4.5%、3.7%、1.4%。业内对手均成立于 2000 年前后，旗下拥有数个品牌，定位大多是在大众市场，包括自然堂、百雀羚、珀莱雅等；定位中高端的较为稀缺，仅有上海家化的

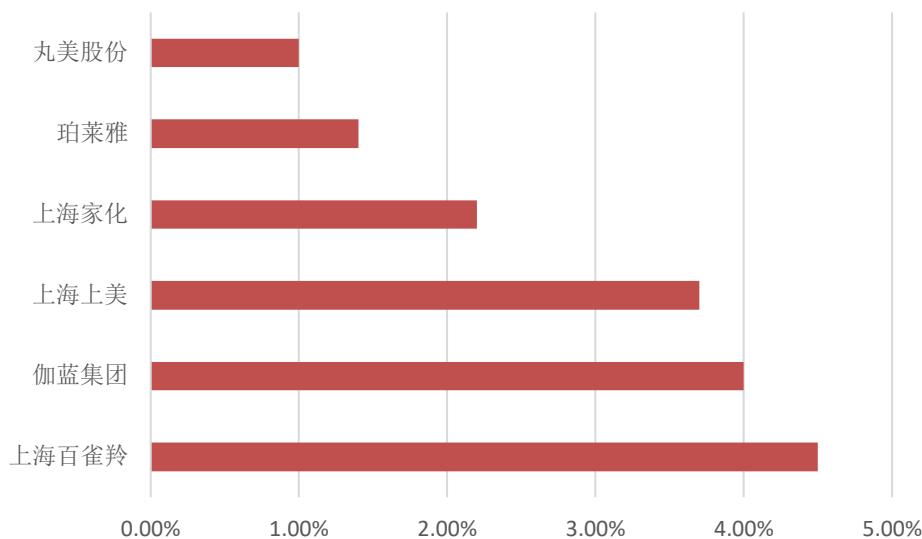
佰草集。

表 4：国内主要竞争对手

公司名称	公司概况
丸美股份	成立于 2002 年，主要从事各类化妆品的研发、设计、生产、销售及服务，以卓越的眼部护理著称于化妆品界。目前旗下拥有“丸美”、“春纪”和“恋火”三个品牌。公司于 2019 年上市，2019 年实现营收 18.01 亿元，归母净利润 5.15 亿元。
上海家化	成立于 1995 年，主要从事护肤类、洗护类、家居护理类产品的研发、生产和销售。主要品牌包括佰草集、六神、高夫、美加净、启初等。公司于 2001 年上市，2019 年实现营收 75.97 亿元，归母净利润 5.57 亿元。
伽蓝集团	成立于 2001 年，以化妆品、个人清洁与护理品为核心业务，主要品牌包括美素、自然堂、植物智慧、医婷。
上海百雀羚	成立于 2000 年，是一家集研究、开发、生产、销售服务为一体的化妆品专业生产企业。上海百雀羚日用化学有限公司拥有百雀羚、凤凰、小百羚、Disney 等品牌。
上海上美	成立于 2002 年，旗下拥有韩束、一叶子、吾尊、索薇娅、红色小象、韩粉世家六个品牌。
珀莱雅	成立于 2006 年，主要从事化妆品的研发、生产和销售。目前旗下拥有珀莱雅、优资莱、韩雅、悠雅、猫语玫瑰等品牌。公司于 2017 年上市，2019 年实现营收 31.23 亿元，归母净利润 3.93 亿元。

资料来源：公司招股书，东莞证券研究所

图 10：公司与竞争对手的市场份额



资料来源：Euromonitor，东莞证券研究所

## 2.2 公司竞争优势：差异化定位眼部护理市场 下游经销商渠道布局完善

### （1）品牌护城河：主品牌具备核心竞争力 次品牌托宽美妆版图

**主品牌站稳眼部护理领域。**在消费升级的大背景下，消费者对化妆品的需求更加精细化，根据 360 大数据显示，2018 年消费者对去眼袋、去黑眼圈、去脂肪粒的关注度有明显提升趋势，特别是去眼袋功效，2014-2018 年流量增长 87.4%。从整体市场体量来看，欧睿国际的数据显示 2018 年中国抗衰老市场达到 472.4 亿元，同比增长 17.02%。2014-2018

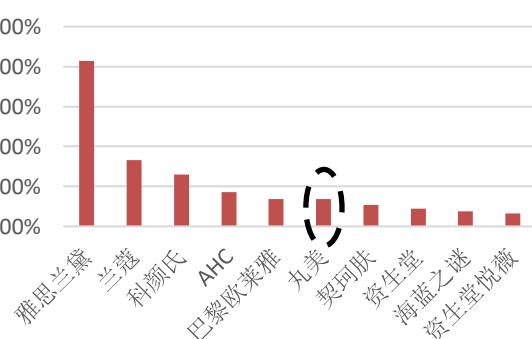
年，年均复合增长率达到 7.47%，保持与整体化妆品市场相似的高增速。公司主品牌“丸美”自创立伊始就扎根于抗衰老的细分领域，并采取独特的眼部护理作为市场切入点成功站稳阵脚十余年，主要原因在于（1）相比补水保湿的基础功能，抗衰老类产品的技术壁垒高；（2）品牌进入市场时间长。“丸美”于 2007 年推出第一代的弹力蛋白眼精华，相比如今排名第一的明星产品雅思兰黛小棕瓶眼霜于 2013 年推出，足足早了 6 年。据 360 大数据显示，在眼部护肤品类中，丸美成为国产品牌关注度最高的品牌，突显日渐强大的品牌核心竞争力。

图 11：抗衰老市场规模（亿元）



资料来源：Euromonitor，东莞证券研究所

图 12：丸美是国产眼部护肤领域的领军者

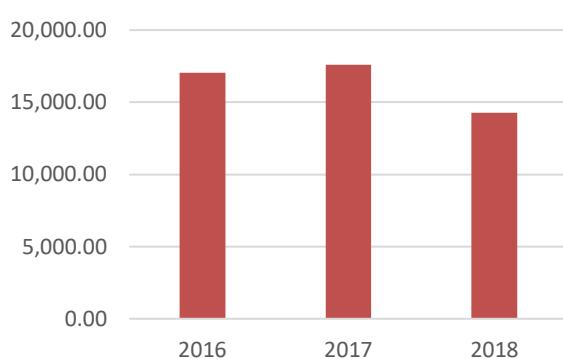


资料来源：360 大数据，东莞证券研究所

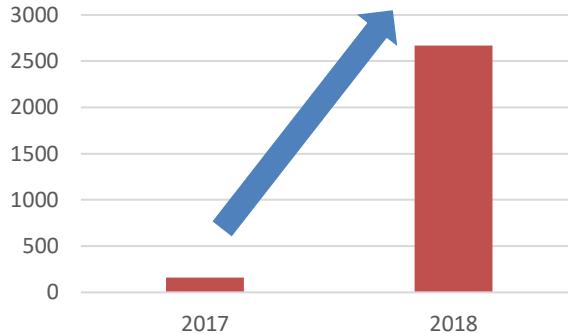
次品牌持续拓宽市场。2007 年成立“春纪”品牌，以“天然食材养肤”为护肤理念对标韩国“悦诗风吟”，致力补足公司大众护肤市场。“春纪”品牌产品品类丰富，涵盖面膜、膏爽乳液、眼部护肤、肌肤清洁的多产品品类。2018 年“春纪”品牌实现 1.43 亿元营业收入，占比总营收约 9%，较 2017 年有所下降，主要系公司在 2017 年底和 2018 年初终止了与屈臣氏、大润发的代销合作所致，“春纪”作为经销商的主要销售产品，渠道收窄影响“春纪”收入较大。公司背靠 L Capital，资源丰富，叠加今年与新 TP 壹网壹创合作，“春纪”有望借力新型媒体营销，实现营收增长。2017 年，公司借收购“恋火”正式进军彩妆版图。据欧睿数据统计，近年来彩妆增长迅猛，2014-2019 年，年均复合增速达到 15.95%。“恋火”2017 年、2018 年的营业收入分别 161.83、2,667.25 万元，2018 年同比增长 15 倍。此外，公司今年拟投资 25,026.35 万元建设“彩妆产品生产建设项目”来进一步拓展彩妆生产线。目前，“恋火”仍处于品牌初立阶段，表现良好，未来有望把握彩妆高增速红利。

图 13：春纪营收略有下降（万元）

图 14：恋火营收高增长（万元）



资料来源：公司招股书，东莞证券研究所



资料来源：公司招股书，东莞证券研究所

### （2）产品护城河：核心产品紧追潮流趋势 升级迭代锁定忠实消费者

**核心产品更新迭代，富有弹性。**公司主打具有差异化的眼部护理产品，因此，公司打造核心竞争力也是围绕眼部护理产品。公司的产品策略主要是针对核心产品进行更新迭代，并一定程度上地提升产品单价。受益于公司累计多年的品牌力和稳定的核心消费者群体，叠加眼部护理产品作为高阶护肤品，本身具有价格弹性，国产同类的产品选择性不多，从而保证了产品提价的同时销量不会受到太大的影响。2007 年，公司推出第一代的弹力蛋白眼精华，至今，该产品系列已升级至第五代，产品的每元/ml 从 22.53 元提升至 27.40 元。2018 年，眼部护肤类产品销售收入同比增长 23.89%，主要是公司在稳定第三代、第四代产品销量的同时，新推出第五代弹力蛋白精华素实现销售量达到 13.36 吨，实现收入 7,278.80 万元，占丸美品牌眼部护肤类产品收入的 13.88%，具备较强的产品力。

表 5：丸美明星眼部精华产品更新迭代

时间	版本	产品名称	价格(元)	每元/ml
2007	第一代	丸美弹力蛋白眼精华	338/15ml	22.53
2009	第二代	金质弹力蛋白眼精华	398/18ml	22.11
2011	第三代	弹力蛋白日夜眼精华	438/20ml	21.90
2014	第四代	丸美弹力蛋白凝时紧致眼精华	498/20ml	24.90
2018	第五代	全新丸美弹力蛋白眼精华	548/20ml	27.40

资料来源：公司官网，东莞证券研究所

### （3）渠道护城河：借力经销商全面布局终端网点 电商成增长引擎

**经销模式成熟，且经销覆盖较全面。**目前，公司的经销模式的占比达到 87%，也是公司极具优势的销售渠道。截至 2018 年，公司经销商的数量为 187 家，经销年平均收入达到 711.26 万元，同比增长 18.27%。与销售模式和产品类型较为相近的珀莱雅相比，珀莱雅 2017 年 6 月末的经销商数量为 183 家，与公司的经销商数量大致在同一水平；珀莱雅经销年平均收入仅 326.58 万元，仅是公司经销收入的一半，体现了公司有效的经销商管理体系。公司的经销商网络涵盖全国所有 31 个省、自治区和直辖市，销售区域范围广、区域间发展较为均衡，其中，得益于唯品会、京东、聚美优品等电商平台的销售量激增，华北地区的销售收入达到 5.47 亿元，占比 30%，是较为重要的销售区域。在经销模式下，公司与经销商采用先付款后交货的方式，在这种情况下，为促进经销商推广

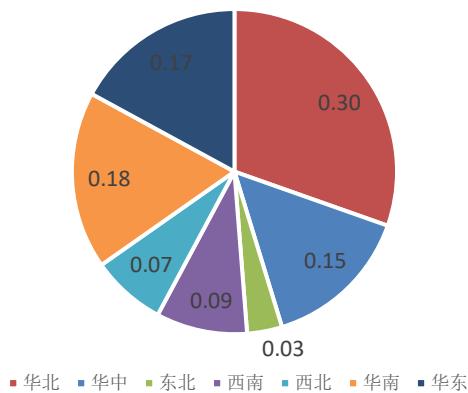
公司的产品，公司给予经销商让利优惠，包括年度/季度/月度返利、年度增长返利、网点建设返利、星级店返利、活动推广返利等。据公司招股书披露，2016、2017、2018年公司返利金额分别是7,333.93、14,355.62、20,730.76万元，分别占经销收入的6.45%、10.93%、13.06%。与珀莱雅相比，2016年珀莱雅的返利金额达到50,921.44万元，占经销收入30.03%，远远高于公司的水平，珀莱雅的高返利优惠主要在于近年较为激进地快速拓宽渠道和增加销量有关。即便公司采取较低的返利比例，公司2016年、2017年和2018年，公司经销商的销售任务完成率分别为69.18%、87.94%和90.98%，销售任务完成率逐年提升，拉动公司2016年-2018年的经销收入实现9.09%复合增长率，且3年间经销渠道维持67%左右的高毛利率。

图 15：经销返利额（万元）



资料来源：公司招股书，东莞证券研究所

图 16：2019 年营收地区分布



资料来源：公司公告，东莞证券研究所

**拥抱电商时代，借力经销商和代运营商布局线上平台，未来直营电商增长可期。**自2011年起，公司开始在布局线上电商平台，截至2019年，公司线上渠道实现8.08亿元收入，同比增长22.89%，成为公司整体营收稳定增长的主要因素。目前，公司的电商渠道主要通过直营、经销模式进行运营，分别占比32.43%、67.57%。在经销模式下，公司选择具有丰富化妆品电商销售经验的经销商，例如公司的主要经销商北京美妮美雅具有多年的电商运营经验，并为相宜本草等多个化妆品品牌成功运作线上平台的经验，这为公司在最大的成本节省下快速实现电商渠道营收的放量。另外，为积极应对电商渠道的竞争，公司更是加大对电商渠道的销售返利力度。例如，非电商渠道月度、季度、年度返利一般根据当期出货或回款的1-2%；电商渠道返利达到1-15%。公司的直营模式主要体现在天猫和京东旗舰店，占比相对较少。相对比经销电商渠道模式下对销售价格为终端零售价乘以一定比例的销售折扣，公司直营渠道的定价更接近于终端建议零售价，因此直营电商的毛利率高于经销模式。公司2019年的直营电商收入2.62亿元，同比增长40.12%，增速超于经销电商的收入增速。今年，公司有意加大直营电商的投入，3月对接新TP代运营团队壹网壹创，体现公司着重在社交媒体上的营销。壹网壹创擅长为化妆品品牌商提供营销策划方案，帮助品牌扩大影响力、激发销售潜力。例如，百雀羚借助壹网壹创的品牌形象塑造、产品设计策划、整合营销策划等系列营销服务，2015年、2016年、2017年，百雀羚的旗舰店连续三年成为“双十一”天猫全网美妆类目的第一名，彰显了公司出色的化妆品运营能力。

表 6：壹网壹创拥有丰富的美妆品牌运营经验

品牌商	运行平台
百雀羚	天猫
三生花	天猫
露得清	天猫、小红书、天猫国际
OTOHA	中国大陆境内电商渠道、跨境电商渠道的销售、推广及分销商拓展
伊丽莎白雅顿	天猫、天猫超市、小红书、唯品会、雅顿官网
欧珀莱	天猫
沙宣	天猫
大宝	天猫
P&G	天猫、天猫超市
olay	天猫
美肤宝	天猫
毛戈平	天猫

资料来源：公司招股书，东莞证券研究所

## 2.3 公司财务指标：高毛利显盈利能力 高应收账款周转率保证充沛现金流

### （1）盈利能力对比

**业绩规模对比。**2019 年和 2020 年 Q1 丸美股份的营业收入分别为 18.01、3.70 亿元。对比销售模式和产品类型较为相近的珀莱雅，公司营业收入稍低，主要系公司产品专注于眼部护理的细分市场所致，伴随未来高端市场迅速增长和公司向多品类拓展，营业收入尚有较大的提升空间。从净利润来看，2019 年归母净利润规模排序依次为：上海家化>丸美股份>珀莱雅>御家汇，公司净利润排名靠前，主要在于严控费用支出。

图 17：营收规模（亿元）



图 18：营收同比增速（%）

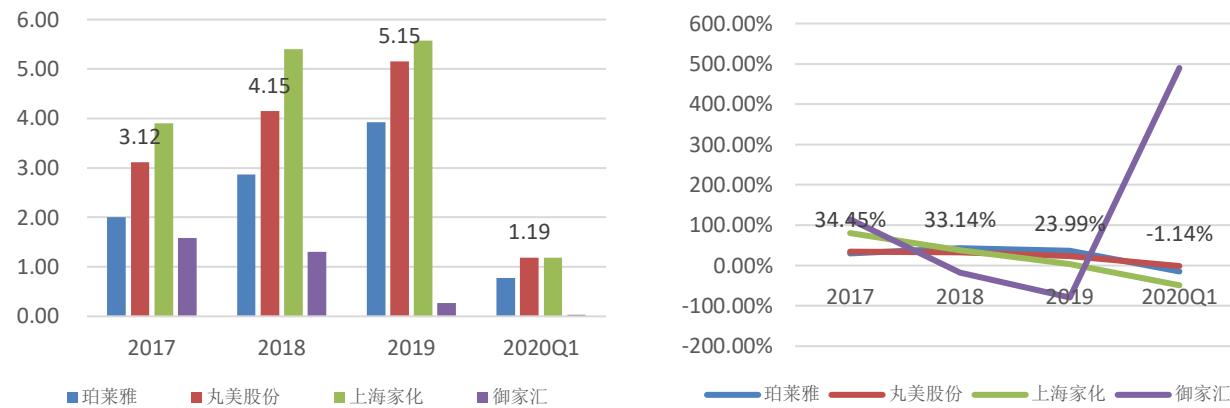


资料来源：公司公告，东莞证券研究所

图 19：归母净利润（亿元）

资料来源：公司公告，东莞证券研究所

图 20：归母净利润同比增速（%）



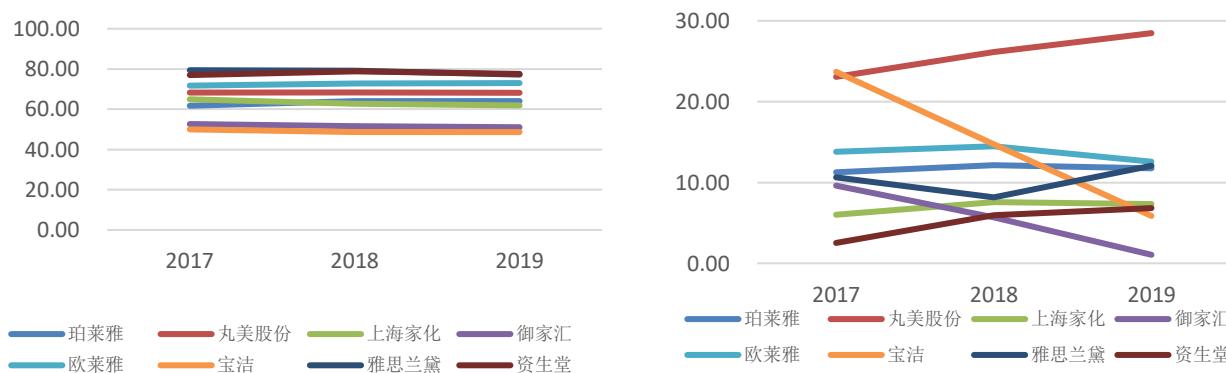
资料来源：公司公告，东莞证券研究所

资料来源：公司公告，东莞证券研究所

**业绩成长性对比。**2017–2019年，丸美股份营业收入和净利润复合增长率分别为10.02%和18.18%，与竞争对手对比，公司排名居中。从变化趋势来看，公司营收增速较为稳定，保持在10%–15%，Q1营收受疫情影响也保持个位数正增长。净利润增速保持逐年增长趋势，与竞争对手保持相似的变化趋势。主要原因在于公司保持主营业务稳定增长的同时逐步拓展新品类和丰富市场定位，并没有采用迅速扩张的战略思路。

图 21：毛利率 (%)

图 22：净利润率 (%)



资料来源：公司公告，东莞证券研究所

资料来源：公司公告，东莞证券研究所

**毛利率横向对比。**丸美股份的毛利率领跑国内同业对手，稍低于海外化妆品巨头。主要原因在于（1）公司眼部护理产品占比较高（30%+），具有单件容量小，售价高的属性，产品特点带来的高毛利；（2）公司市场定位中高端，品牌本身具有高附加值。珀莱雅主打大众护肤产品，虽定价中等偏低，但公司善于打造明星产品实现销量快速增长，因此毛利稍低于丸美股份。上海家化的产品矩阵从个人护理跨越到护肤品，产品结构多样化，虽毛利率较高的护肤品的占比均保持在30%以上，但花露水、沐浴露等毛利较低的日化用品，摊低了整体毛利率。御家汇主营的面膜类产品具有低毛利率的属性。

**毛利率纵向对比。**2017–2019年丸美股份毛利率均稳定在68%以上，得益于较强的核心竞争力和累积多年的稳定核心客户群。珀莱雅近两年毛利率基本稳定在64%左右。上海家化、御家汇、宝洁和雅思兰黛近三年毛利率逐年小幅下降，主要是由于成本费用率不断上升。欧莱雅和资生堂的毛利率逐年提高。

**净利率对比。**丸美股份远高于国内外竞争对手，主要受毛利率和费用率高低影响所致。其中丸美股份净利率远超于其他三家公司，主要系品牌定位较其他三家公司高，且费用率较其他三家公司低。御家汇净利润最低，2019年仅为1.05%，主要系公司在渠道和市场以及新品牌培育的投入有所加大，费用率较高。从近三年净利率的变化趋势来看，珀莱雅、丸美股份逐年提高，表明品牌力不断提高，营销投放日渐成效。上海家化2018年有所提升后2019年再次略微下降，主要系公司的经营模式调整，销售和管理费用效率尚有优化空间。御家汇逐年下降，主要受公司新增的国际代运营业务的销售管理费用拖累。

## （2）营运能力对比

**公司周转能力相对较强。**丸美股份的存货周转周期为3-4个月，与公司销售的产品属性相匹配。公司与上游原材料供应商有稳定的合作关系，叠加严格的渠道管控，有效地缩短从原材料采购到加工成品的过程，从而维持良好的存货周转能力。御家汇的平均存货周转天数是远高于同行的，且周转速度逐年放缓。2019年的存货周期飙升在于御家汇代运营国际品牌的新模式，其存货规模增加，且代理品牌的产品大部分在境外，导致备货周期长于同行。珀莱雅的存货周转表现比较优秀，且逐年加快，这主要得益于珀莱雅的经营战略倾向于打造明星“爆款”产品，存货周转较快。

图 23：存货周转天数

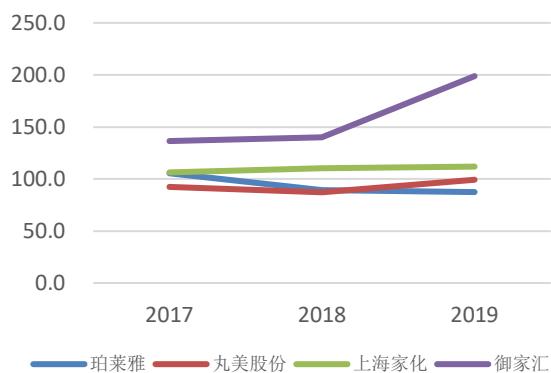


图 24：应收账款周转天数



资料来源：公司公告，东莞证券研究所

资料来源：公司公告，东莞证券研究所

**公司应收款周转天数因“先款后货”领跑行业。**2019年丸美股份的应收账款天数接近于零，远远低于同业竞争对手，这得益于（1）公司与经销商合作的模式占比约87%，且采用先收款后发货的形式，账期几乎不存在；（2）公司在2017、2018年先后和屈臣氏、大润发终止代销关系，因此应收账款大幅下降，从而进一步提高周转率。珀莱雅和御家汇的表现也较为良好，2019年的应收账款周转天数均为16天。上海家化表现相对不理想，且逐年增长趋势，这系近年营收增长乏力，且其主要渠道依然是以线下KA渠道为主，大型商超的账期比较长。

## （3）现金流对比

**公司现金流和货币资金充足。**2017-2019年公司经营活动产生的净现金流在3.50-5.50亿元的区间内波动，远高于国内同业对手珀莱雅和御家汇。受疫情影响，2020年Q1公司的经营活动产生的现金流净额-0.18亿元，主要系销售商品和提供劳务收到的现金所致。随

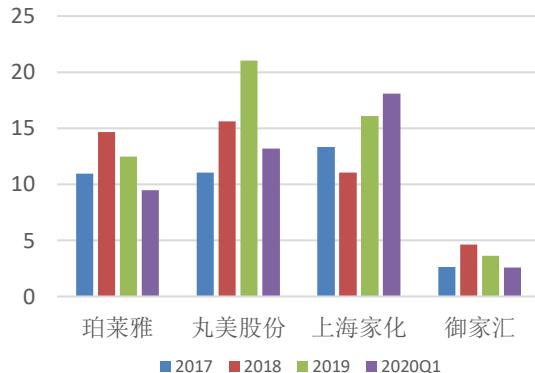
着公司线下门店和物流恢复正常，我们相信公司的现金流有望恢复净流入。从货币资金来看，2019年和2020年Q1的货币资金分别是21.02亿元、13.19亿元，分别同比增长34.42%、19.91%；与竞争对手相比，排名居前。

图 25：经营活动产生的现金流量净额（亿元）



资料来源：公司公告，东莞证券研究所

图 26：货币资金（亿元）



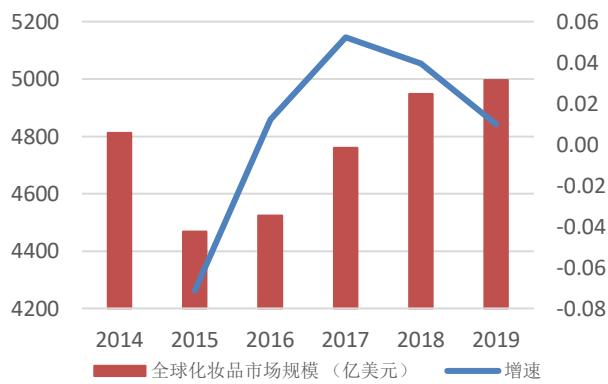
资料来源：公司公告，东莞证券研究所

### 3. 化妆品行业分析

#### 3.1 行业市场空间：全球化妆品市场容量大 中国市场份额前列

全球化妆品市场规模保持持续增长趋势。据欧睿数据显示，2019年全球化妆品市场规模达到4,996.37亿美元，自2014年起呈缓慢增长趋势。世界规模基数最大的化妆品市场是美国，2019年其市场规模达到928.53亿美元，较我国多34.28%，占全球市场的18.58%。我国的化妆品市场规模位居世界第二，占据约14%。世界第三位是同处于亚太地区的日本，其2019年的市场规模约389亿美元，占比约8%。从增长性来看，2014-2019年，美国和日本化妆品市场年均增速远不及中国，分别仅有2.81%和1.78%。在全球前10的化妆品市场中，仅有中国和印度的市场规模正处于快速增长阶段。

图 27：全球化妆品市场呈缓慢增长趋势



资料来源：Euromonitor，东莞证券研究所

图 28：我国化妆品市场位居世界第二且增速最明显

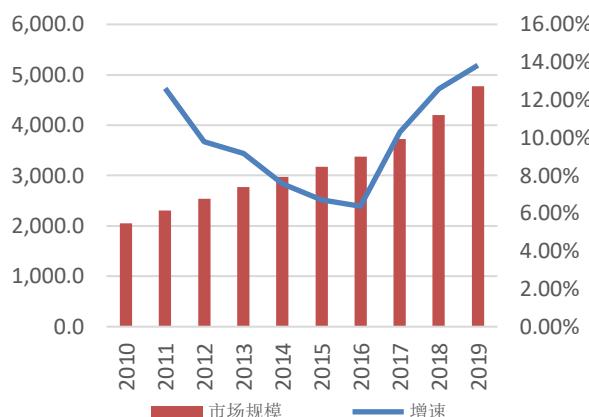


资料来源：Euromonitor，东莞证券研究所

我国化妆品市场规模巨大。根据欧睿数据显示，2019年，我国化妆品行业市场规模高达4,777.2亿元，同比增长13.84%。2010-2019年，年均复合增速达到8.82%。对比其他消

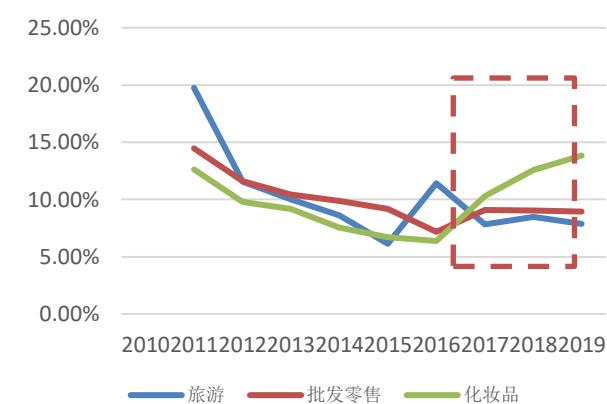
费市场，作为服务型的可选消费，2019年旅游市场规模达到32,666.75亿元，同比增长7.89%。另外，2019年批发零售业市场规模179,827.23亿元，同比增长8.93%。自2017年起，化妆品行业的市场规模已连续三年以靓丽的高速成长速度超过旅游业和批发零售业，是为数不多的高增速行业。

图29：我国化妆品市场正以高速增长



资料来源：Euromonitor，东莞证券研究所

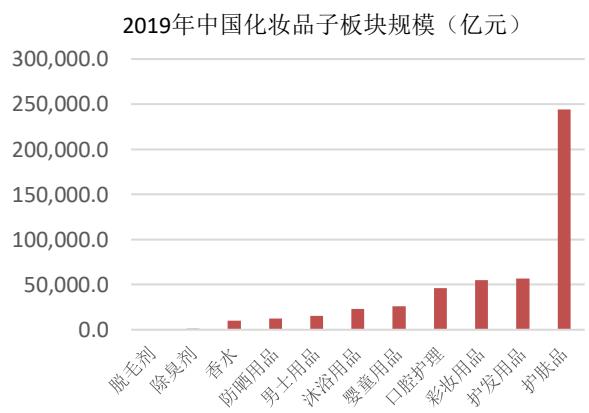
图30：2017年起化妆品增速超出旅游业和批发零售



资料来源：Euromonitor，东莞证券研究所

护肤品是最主要的化妆品产品，彩妆产品具备高增长属性。护肤品、护发和彩妆是化妆品消费市场的主力军，三者占据约75%化妆品市场。其中，2019年护肤品市场约为2,444.15亿元，占比已高达一半。从成长速度来看，彩妆则成为增长速度最快的化妆品，2014-2019年，年均复合增速15.95%，远远高于整体行业增速。其次，占比最大的护肤品的年均复合增速（2014-2019年）为8.35%，与整体行业增速稍保持相近水平。

图31：护肤品是我国化妆品市场最主要的构成成分



资料来源：Euromonitor，东莞证券研究所

图32：彩妆成为我国化妆品行业增长的主要驱动力

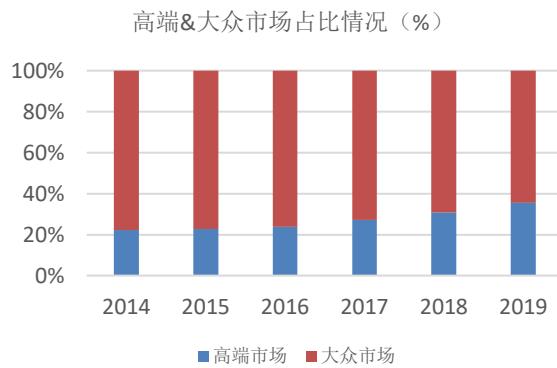


资料来源：Euromonitor，东莞证券研究所

高端市场高增长，大众市场基数庞大。化妆品市场可分为高端市场和大众市场。高端市场是面向一二线城市具有高消费水平的人群，其2019年市场规模为1,517.9亿元，占比31.77%的市场份额。大众市场主要针对低线城市的中产人群。虽然大众市场的化妆品产品单价比较低，但由于消费者的基数较大，2019年市场规模高达2,769.8亿元，占据57.98%的市场份额，成为我国最重要的化妆品市场。在成长速度上看，高端市场规模增

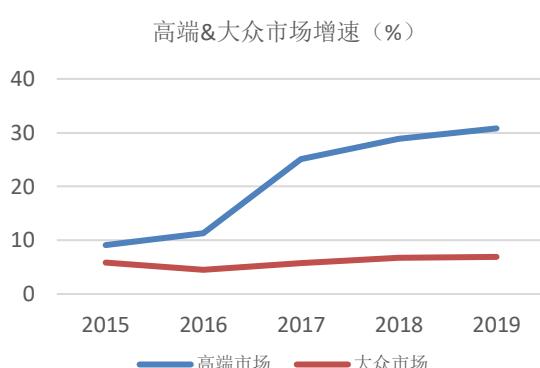
长得较快。2014-2019年，高端市场复合增速为16.98%，大众市场的复合增速约4.90%。

图33：大众市场占超过一半的我国化妆品市场



资料来源：Euromonitor，东莞证券研究所

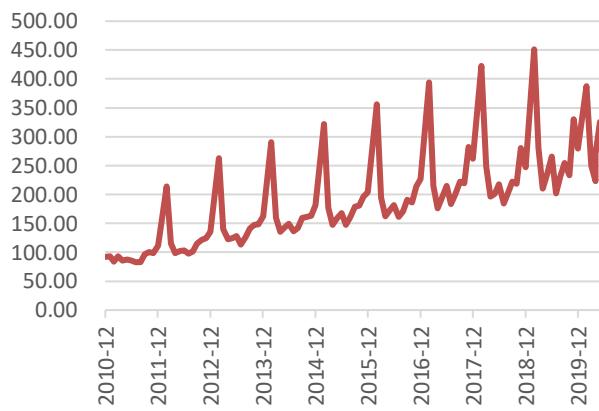
图34：高端市场的增速较明显



资料来源：Euromonitor，东莞证券研究所

2020Q1受疫情影响，化妆品零售额同比有所下降，Q2逐步恢复正增长。截至6月，据国家统计局数据显示，2020年2、3、4、5、6月化妆品零售额分别为387.10、249.50、223.60、270.325.9亿元，较去年同期增速分别为-14.10%、-11.60%、3.50%、12.90%、20.50%。同期我国社会消费品零售总额同比增速分别为-20.50%、-15.80%、-7.50%、-2.80%、-1.80%。一季度受疫情影响，化妆品零售额同比下降，随着国内疫情的缓解，Q2化妆品零售额逐步恢复正增长。

图35：我国化妆品当月零售额（亿元）



资料来源：国家统计局，东莞证券研究所

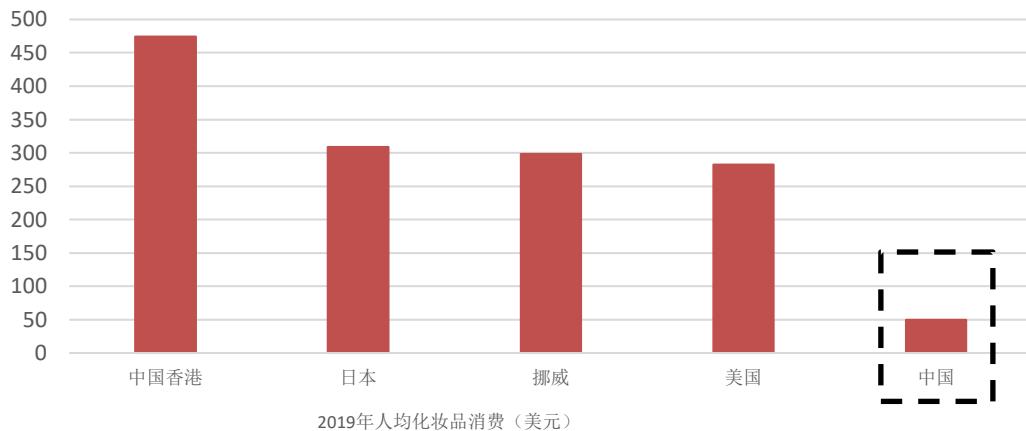
图36：化妆品行业从新冠疫情中恢复地较快



资料来源：国家统计局，东莞证券研究所

我国人均化妆品消费低于其他国家，市场潜力大。从欧睿数据库中看出，全球最高的人均化妆品消费是中国香港地区，2019年人均消费了475美元。其次是日本，2019年人均消费了309美元。随后是地处北欧的挪威，2019年人均消费了299美元。美国虽拥有最大的化妆品市场，但其人均消费只排在第七位，2019年人均消费282美元。反观中国，2019年人均仅消费50美元，仅是中国香港、日本、挪威和美国的11%、16%、17%和18%。

图37：我国人均化妆品消费水平较其他国家低

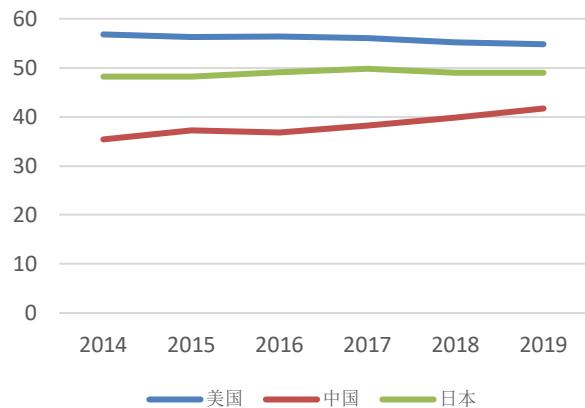


资料来源：Euromonitor，东莞证券研究所

### 3.2 行业竞争格局：市场集中度尚有提升空间 大众市场竞争激烈

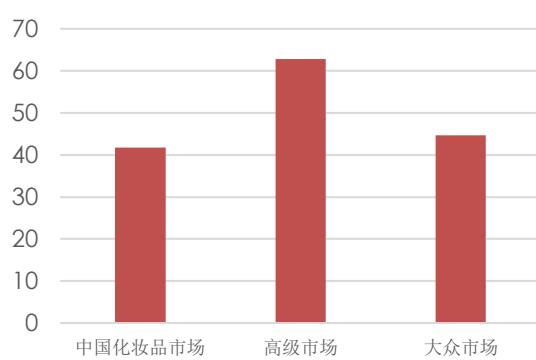
我国市场较日美两国集中度低，但有逐年提升的趋势。我国2014年、2019年的化妆品CR10分别为35.4%、41.7%，市场集中度有明显提高。参考日本和美国的市场占有率，美国2014年、2019年的化妆品CR10分别为56.8%、54.8%，市场集中度正逐年下降；日本2014年、2019年的化妆品CR10分别为48.2%、49%，集中度保持平稳。当前，中国的化妆品市场集中度与发达国家相比尚有提升空间。

图 38：中国与美日两国的 CR10 化妆品公司



资料来源：Euromonitor，东莞证券研究所

图 39：2019 年化妆品市场 CR10 集中度 (%)



资料来源：Euromonitor，东莞证券研究所

我国化妆品市场主要份额集中于海外知名公司和品牌。在化妆品企业排名前20的化妆品企业中，欧莱雅、宝洁、雅思兰黛、资生堂和LVMH集团分别占据前5名，它们均是海外知名化妆品企业，2019年占据约30%的市场份额。除此之外，20强企业里本土企业占据10位，位置均在13-20名左右。这10家本土企业里包含百雀羚、伽蓝、上海上美和上海家化等涵盖美妆或者护肤品的企业。从品牌上看，百雀羚、自然堂、韩束是国产品牌入榜前20的化妆品品牌，其中百雀羚的市场份额位居第三，2019年市场份额为2.3%，仅差排名第二的兰蔻0.1%。

大众市场的集中度较低，本土品牌主要发力大众市场。大众市场的公司数量繁多，市场竞争激烈，CR10仅有44.70%；而高端市场的CR10达到62.8%。近几年，伴随电商的兴起，

国产品牌纷纷转向线上的渠道，并使用精准的营销方式，提升品牌形象，市场份额有所提升并不断挤压国际品牌的市场份额。在大众市场，国际品牌近年来更是不断地承压，CR20化妆品企业中属于本土的市场份额从2014年的不足20%提升至2019年的25%。

表 7：我国 CR20 化妆品公司

排名(1-10)	化妆品公司	市场份额 (%)	排名(11-20)	化妆品公司	市场份额 (%)
1	欧莱雅	10.2	11	上海家化	1.5
2	宝洁	9.4	12	杭州政琳凯	1.4
3	雅思兰黛	4.2	13	LG	1.3
4	资生堂	3.8	14	好来化工	1.1
5	LVMH 集团	2.8	15	云南白药	1.1
6	爱茉莉太平洋	2.4	16	无极限	1.1
7	上海百雀羚	2.3	17	广州阿道夫	1.1
8	联合利华	2.3	18	优尼雅	1.1
9	伽蓝	2.2	19	安利	1
10	上海上美	2.1	20	高露洁	1

资料来源：Euromonitor，东莞证券研究所

表 8：我国 CR20 化妆品品牌

排名 (1-10)	化妆品品牌	市场份额 (%)	排名 (11-20)	化妆品品牌	市场份额 (%)
1	巴黎欧莱雅	3.1	11	飘柔	1.2
2	兰蔻	2.4	12	黑人	1.1
3	百雀羚	2.3	13	云南白药	1.1
4	雅思兰黛	2.2	14	阿道夫	1.1
5	玉兰油	1.9	15	美宝莲	1.1
6	自然堂	1.8	16	悦诗风吟	1
7	海飞丝	1.6	17	佳洁士	1
8	迪奥	1.4	18	欧珀莱	0.9
9	玫琳凯	1.3	19	舒肤佳	0.9
10	韩束	1.2	20	SK-II	0.9

资料来源：Euromonitor，东莞证券研究所

### 3.3 行业发展趋势：政策红利和低线城市消费升级引领行业良好发展

国家政策不断进一步细化的约束，引导国内化妆品行业规范化发展。自1990年起，国家卫生部发布《化妆品卫生监督条例》，规定未取得《化妆品生产企业卫生许可证》的单位，不得从事化妆品生产，从此拉开我国对化妆品的卫生质量和使用安全监督的序幕。接着，国家不断细化和规范化妆品注册和备案的流程，比如2011年的《国产非特殊用途化妆品备案管理办法》等。随着行业规范化的推进，国家也不断地从生产和检测两方面推进化妆品质量的管理。从生产商来看，2016年起，国家药监局发布新规“两证合一”，对化妆品生产许可的标准提出了新要求，重点在于提高企业在生产质量管理方面的要求；2018年，《化妆品分类规范》和《化妆品功效宣称评价指导原则》中引导和规范了化妆品

企业正确地说明化妆品的分类和功效。从检验角度来看，2017年，《化妆品监督抽验工作规范》加强和规范化妆品监督抽验工作；2019年，化妆品检验检测机构能力建设指导原则中加强化妆品类型的检验检测能力。

**规范化的同时也释放政策红利。**在不断地规范化妆品行业的质量安全，改善化妆品行业鱼龙混杂的局面的同时，国家也不断开放市场，降低化妆品进口关税和消费税。2016年9月，财政部与国家税务总局发出《关于调整化妆品消费税政策的通知》，取消对（包括进口）普通美容、修饰类化妆品征收消费税，其中“化妆品”税目名称更名为“高档化妆品”，税率由30%调整为15%。降低化妆品进口关税和消费税有利减少国际品牌国内外价格的差距和帮助国内化妆品市场形成良好的竞争格局。国内化妆品市场的原料和新原料的监管一直备受垢病，原料的受限导致了很多功效好、新上市的新型原料，在国内化妆品品牌中不能使用。为了打破这局限，今年1月，国务院常务会议审议通过《化妆品监督管理条例（草案）》，更是放开了化妆品原材料的使用，为国产品牌进行产品创新打下良好的基础。

表 9：中国化妆品行业相关政策梳理

时间	政策法规	具体要求
1990 年	《化妆品卫生监督条例》	对化妆品生产企业的卫生监督实行卫生许可证制度，《化妆品生产企业卫生许可证》由省、自治区、直辖市卫生行政部门批准并颁发。 《化妆品生产企业卫生许可证》有效期四年，每 2 年复核 1 次。未取得《化妆品生产企业卫生许可证》的单位，不得从事化妆品生产。
2005 年	《化妆品卫生监督条例实施细则》（2005 修订）	详细说明了《化妆品生产企业卫生许可证》的审核批准程序及相关管理办法。特殊用途化妆品投放市场前必须进行产品卫生安全性评价，并由国务院卫生行政部门审查批准。
2011 年	《化妆品行业“十二五”发展规划》	“十二五”期间，化妆品销售和进出口贸易争取保持持续平稳增长，销售额平均年增长速度稳定在 9% 左右，到 2015 年销售额力争达到 2300 亿元左右，出口贸易额年均增长稳定在 10% 左右，到 2015 年出口额力争达到 25 亿美元左右。
2011 年	《国产非特殊用途化妆品备案管理办法》	详细规定了国产非特殊用途化妆品的备案要求和相应手续。国产非特殊用途化妆品应在产品投放市场后 2 个月内，由生产企业向所在行政区域内的省级食品药品监督管理部门申请备案，并按照有关要求提交备案资料，履行备案手续。
2012 年	《关于化妆品领域落实<标准化事业发展“十二五”规划>的意见》	今后几年化妆品标准化工作，要坚持以服务化妆品行业科学发展和安全监管需要为主题，以支撑加快转变化妆品行业发展方式为主线，到“十二五”末，努力实现我国化妆品标准质量水平明显提高，化妆品标准化整体质量效益明显提升，标准体系能基本满足化妆品生产、流通、消费和监管需要。
2013 年	《关于调整化妆品注册备案管理有关事宜的通告》	规定自 2014 年 6 月 30 日起，国产非特殊用途化妆品生产企业应当在产品上市前，按照《国产非特殊用途化妆品备案要求》，对产品信息进行网上备案。备案的产品信息经省级食品药品监管部门确认后在食品药品监管总局政务网站统一公布，供公众查询，省级食品药品监管部门不再发放国产非特殊用途化妆品备案凭证。美白化妆品纳入祛斑类化妆品管理。

2013年	《关于进一步做好当前化妆品生产许可有关工作的通知》	国家质检总局已发放的《全国工业产品生产许可证》和省级食品药品监管部门已发放的《化妆品生产企业卫生许可证》，在有效期内的仍继续有效。上述两个许可证有效期满需要换证的，原许可证有效期自动顺延，具体截至日期另行通知。
2015年	《关于化妆品生产许可有关事项的公告》	对化妆品生产企业实行生产许可制度。从事化妆品生产应当取得食品药品监管部门核发的《化妆品生产许可证》，《化妆品生产许可证》有效期为5年，其式样由国家食品药品监督管理总局统一制定。
2015年	《关于实施化妆品安全技术规范（2015年版）有关事宜的公告》	自2016年12月1日起，禁止生产或进口不符合《化妆品安全技术规范（2015年版）》规定的化妆品，相关产品可销售至其保质期结束。
2015年7月 20日	《化妆品监督管理条例 (修订草案送审稿)》	互联网化妆品交易第三方平台应实行化妆品生产经营者实名登记制度，对入网化妆品生产经营者承担管理责任，发现其有违规行为应及时制止，并立即报告食品药品监督管理部门。发现严重违法行为的，立即停止对其提供互联网交易平台服务。
2015年12月 15日	“两证合一”的公告	原持有《全国工业产品生产许可证》和《化妆品生产企业卫生许可证》的化妆品生产企业，需在2016年1月1日--12月31日期间统一替换为新版的《化妆品生产许可证》。
2015年11月 10日	《化妆品安全风险评估指南》	在产品安全风险的评估上，对人员要求、评估程序、毒理学研究以及相应的安全风险评估报告四个方面都更加细化。
2016年9月 30日	《关于调整化妆品消费税政策的通知》	为了引导合理消费，取消对普通美容、修饰类化妆品征收消费税，将“化妆品”税目名称更名为“高档化妆品”。征收范围包括高档美容、修饰类化妆品、高档护肤类化妆品和成套化妆品。税率调整为15%；高档美容、修饰类化妆品和高档护肤类化妆品是指生产（进口）环节销售（完税）价格（不含增值税）在10元/毫升（克）或15元/片（张）及以上的美容、修饰类化妆品和护肤类化妆品。
2017年	《“十三五”国家食品和药品安全规划》	“十三五”期间，加快食品安全国家标准制修订，实施药品、医疗器械和化妆品标准提高行动。
2017年7月 27日	《化妆品监督抽验工作规范》	加强和规范化妆品监督抽验工作
2018年1月 5日	《化妆品风险监测工作规程》	根据规程，6大类化妆品将被重点监测，包括：可能含有潜在危害因素的产品；流通范围广、消费量大的产品；引起化妆品安全事故或受到消费者关注的产品；涉嫌虚假夸大宣传误导消费者的产品；根据不良反应监测结果显示具有潜在风险的产品；技术上无法避免，导致风险物质作为杂质带入的产品。以上6大类化妆品的监测总结报告，将直接报送国家食品药品监督管理总局。
2018年1月 9日	《化妆品分类规范》	该规范以产品功能宣称、作用部位、产品剂型和使用人群为依据细化分类，实施编码原则，实行开放式分类表格设计，可依据行业和科技的发展对分类进行动态增补或调整。
2018年1月 24日	《化妆品功效宣称评价指导原则》	化妆品企业需对产品功效宣称类别进行评价，要求功效宣称与其证据水平（评价）相一致。除了能直接识别的功效外，特定功效宣称均应经

过相应评价，包括但不限于防晒、美白祛斑、育发、美乳、健美、除臭、抗皱、祛痘、控油、去屑、修复、保湿(>2小时)功效

2018年12月 8日	《化妆品监督管理条例》	标志着条例的修订工作取得重大进展。结合条例的修订，化妆品生产质量管理体系、化妆品网络销售监督管理办法、非特殊用途化妆品备案管理办法等法规标准也有序推进。
2019年5月 30日	《关于实施特殊用途化妆品行政许可延续承诺制审批有关事宜的公告》	自2019年6月30日起，特殊用途化妆品行政许可延续政策发生重大改变，实施承诺制审批。
2019年8月 22日	化妆品检验检测机构能力建设指导原则	加强对药品、医疗器械、化妆品类型检验检测机构在能力建设方面的指导，提升检验检测能力，为药品、医疗器械化妆品、监管体系提供有力的保障。
2019年9月 10日	《化妆品注册和备案检验工作规范》	《规范》共二十四条，旨在进一步规范化化妆品注册和备案检验工作，保证化妆品注册和备案检验工作公开、公平、公正、科学。
2020年	《化妆品管理条例》	按照放管并重的要求，规定对化妆品产品和原料，按风险高低分别实行注册和备案管理，并简化流程；完善监管，明确企业对化妆品质量安全的主体责任，加大企业和相关责任人违法惩戒力度。

资料来源：公开资料整理，东莞证券研究所

**城乡居民消费升级，化妆品刚需属性优势突显。**根据国家统计局数据，2019年我国城镇居民人均可支配收入达到42,359元，较2010年提升2倍多，2010-2019年，复合增速约8.30%，居民消费力得到大力提升。从品类属性上看，化妆品属于快消品，且女性化妆的步骤品类繁多，女性护肤需求也随着天气，年龄变化而转变，购买频率非常高，具备刚需的特性。除衣食住行的必要消费外，可支配收入的提高便会倾移到化妆品这类刚需特性的产品中，为国内化妆市场增速提供了必要条件。另外，自上个世纪90年代起，外资品牌进驻中国市场，我国的化妆品市场消费者教育已有30余年，当前的消费者较30年前的消费者已形成较为全面且专业的美容护肤意识，护肤类产品的需求不仅限于保湿补水，美妆类产品的需求不局限于遮盖皮肤瑕疵的底妆产品，因此，我国居民消费升级将引导着产品不断加速迭代推新，也不断地驱动化妆品行业发展。

#### 4. 公司IPO募投或其他项目进展情况

**公司着重发展彩妆生产项目。**公司于2019年7月25日上市，发行价20.54元/股，拟募集资金总额84,214.00万元，主要用于彩妆产品生产建设项目、营销网络建设项目、智慧零售终端建设项目、数字营运中心建设项目和信息网络平台项目。2019年末，公司在数字营运中心建设项目投入213.30万元，占该项目的总投资额2.40%。2020年2月，公司通过给全资子公司增资25,026.35万元的方式来实现“彩妆产品生产建设项目”的建设，占该项目的总投资额100%。公司优先发展彩妆类产品的生产项目体现了公司对彩妆领域的高度重视，叠加与韩国头部彩妆ODM厂商战略合作，扩大韩品原装进口通路，公司有望补齐彩妆板块短板。

表10：公司IPO募集资金投向（万元）

项目名称	项目总投资（万元）	募集资金使用金额 (万元)	累计投入金额 (万元)	建设期
彩妆产品生产建设项目	25,026.35	25,026.35	25,026.35	24个月
营销网络建设项目	25,789.56	25,789.56	/	24个月
智慧零售终端建设项目	11,766.40	11,766.4	/	36个月
数字营运中心建设项目	8,865.00	8,865.00	213.30	24个月
信息网络平台项目	7,552.89	7,552.89	/	12个月
<b>合计</b>	<b>79,000.20</b>	<b>79,000.20</b>	<b>25,239.65</b>	

资料来源：公司招股说明书、公司公告，东莞证券研究所

**公司在资本加持下或有意整合产业链资源。**今年4月，公司宣布与北京方圆金鼎投资管理有限公司设立产业基金，计划基金总规模10亿元，丸美股份作为该产业基金的有限合伙人，认缴基金总规模的80%，即8亿元左右。基金将聚焦化妆品相关领域优质企业，重点关注护肤、彩妆等行业品牌及上下游产业链。目前，基金暂没有透露投资标的，但此举借力外部专业团队对细分行业进行梳理、研究，并对行业内项目进行筛选，一方面保证了投资项目的优质性，在较好的控制风险的同时，可获取更高的投资收益；另外一方面还可以为公司未来进行产业整合并购提供项目储备，拓展公司化妆品相关领域业务拓展和布局，进一步提升公司市场地位。

## 5. 投资建议

**首次覆盖，给予“推荐”评级。**公司凭借差异化的市场定位深耕眼部护理领域近二十年，品牌影响力排行业前列。我国化妆品市场规模大，人均化妆品消费水平有望向发达市场靠拢，行业集中度也仍有成长空间。公司作为国产化妆品的龙头企业，未来有望享受行业增长红利。展望未来，公司筑造的护城河优势有望发挥作用，第一：公司主品牌已站稳眼部护理市场；次要品牌助公司拓展大众护肤和彩妆版图，有巨大的成长空间。第二，公司在下游经销商享有话语权，享受先款后货的行业少见的模式，且经销模式稳定又成熟，保证了优质的销售渠道和充沛的现金流。第三，公司目前电商平台主要以经销商代运营，今年公司更换新TP合作伙伴，着重发展直营旗舰店，结合社交媒体的新型营销方式，线上营收具备增长潜力。我们预计公司2020-2021年EPS分别为1.37元和1.66元，目前股价对应PE分别为53.75倍和44.37倍。

## 6. 风险提示

市场竞争加剧、市场潮流及消费者偏好变化、广告宣传效果不确定、品牌形象侵权等。

表 11：公司盈利预测简表（2020/7/28）

科目（百万元）	2018A	2019A	2020E	2021E
营业总收入	1,576	1,801	2002	2,398
营业总成本	1,156	1,262	1407	1,664
营业成本	499	573	651	767

营业税金及附加	21	20	23	27
销售费用	535	540	601	719
管理费用	73	91	100	120
财务费用	-7	-22	-17	-29
<b>其他经营收益</b>	<b>34</b>	<b>45</b>	<b>44</b>	<b>53</b>
公允价值变动净收益	0	6	0	0
投资净收益	3	14	6	7
<b>营业利润</b>	<b>484</b>	<b>613</b>	<b>646</b>	<b>783</b>
加 营业外收入	2	2	5	5
减 营业外支出	0	1	0	0
<b>利润总额</b>	<b>486</b>	<b>614</b>	<b>650</b>	<b>788</b>
减 所得税	74	101	100	122
<b>净利润</b>	<b>412</b>	<b>513</b>	<b>550</b>	<b>666</b>
减 少数股东损益	(3)	(2)	0	0
<b>归母公司所有者的净利润</b>	<b>415</b>	<b>515</b>	<b>550</b>	<b>666</b>
<b>基本每股收益(元)</b>	<b>1.04</b>	<b>1.28</b>	<b>1.37</b>	<b>1.66</b>
<b>PE (倍)</b>	<b>71.16</b>	<b>57.39</b>	<b>53.75</b>	<b>44.37</b>

数据来源：Wind，东莞证券研究所

**东莞证券研究报告评级体系：**

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上

行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

风险等级评级	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	可转债、股票、股票型基金等方面的研究报告
中高风险	科创板股票、新三板股票、权证、退市整理期股票、港股通股票等方面的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。

**分析师承诺：**

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

**声明：**

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（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。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

**东莞证券研究所**

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：(0769) 22119430

传真：(0769) 22119430

网址：[www.dgzq.com.cn](http://www.dgzq.com.cn)