

拐点已至，品牌、渠道、管理全面优化升级

——丸美股份 (603983.SH) 首次覆盖报告

报告关键要素：

公司股价自7月以来处于调整状态，主要与公司Q3业绩下滑有关。但我们认为：1)公司本身质地优。公司财务指标亮眼，在行业内具有较高的盈利能力，期间费用率控制较好，营运方面的管控能力突出；2)公司拐点已至。品牌年轻化，产业基金孵化新品牌，产品矩阵有望丰富，加大研发力度，推新加速，线上渠道发力，股票激励制度激发员工活力，我们判断明年将能看到公司非常明显的改善。

投资要点：

- 预计我国化妆品行业有6倍增长空间，国产品牌崛起。中国化妆品市场发展迅猛，体量大且增速高，2014年-2019年的年均复合增长率达到9.9%。对标世界主要国家，预计中国市场有6倍增长空间。外资护肤品的市场份额更大随着电商新经济推动市场格局革新，国产品牌借势快速发展，更利于国产品牌抢占外资品牌的市场份额。
- 丸美以眼霜品类切入，持续打造明星大单品。公司着重打造大单品，除眼霜品类外还拓展了护肤类、洁肤类、彩妆类，擅长打造话题度营销；产品的销售模式以经销为主、直营为辅，线上和线下相结合的方式；公司以自主生产为主，目前已建立了完整的供应链体系，品质管控严格。
- 未来看点：1、品牌：往高端化与年轻化延伸，推新加速，成立产业基金参与业内投资并购，研发费用率领先同业，聚焦护肤品赛道拓展产品矩阵。2、渠道：线上：向数字化、线上转型，天猫旗舰店增长空间广阔；线下：销售返利等相对同业仍有提升空间，有望入驻高端化妆品零售连锁企业及免税提升品牌形象。3、管理：股票激励计划实施，充分绑定员工利益，调动员工积极性。
- 盈利预测与投资建议：我们预计公司2020-2022年营收为18.79/21.80/25.55亿元，对应增速分别为4.32%/16.04%/17.21%，2020-2022年归母净利润为5.43/5.76/6.76亿元，对应增速分别为5.44%/6.16%/17.32%，EPS为1.35/1.44/1.69，对应PE分别为43.89/41.34/35.24。根据可比公司估值，我们给予公司2021年48倍PE，对应目标价69.0元，首次覆盖，给予“增持”评级。
- 风险因素：线上增速不达预期、产品推新不达预期、市场竞争加剧。

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,801	1,879	2,180	2,555
增长比率(%)	14.28%	4.32%	16.04%	17.21%
净利润(百万元)	515	543	576	676
增长比率(%)	23.99%	5.44%	6.16%	17.32%
每股收益(元)	1.28	1.35	1.44	1.69
市盈率(倍)	46.3	43.9	41.3	35.2

数据来源：Wind、万联证券研究所

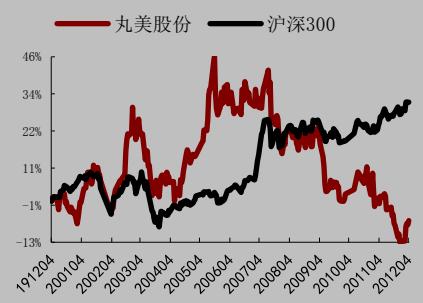
增持 (首次)

日期：2020年12月09日

基础数据

行业	化工
公司网址	
大股东/持股	孙怀庆/72.72%
实际控制人/持股	
总股本(百万股)	401.00
流通A股(百万股)	77.00
收盘价(元)	59.12
总市值(亿元)	237.07
流通A股市值(亿元)	45.52

个股相对沪深300指数表现



数据来源：WIND，万联证券研究所
数据截止日期：2020年12月08日

相关研究

分析师：陈雯

执业证书编号：S0270519060001

电话：18665372087

邮箱：chenwen@wlzq.com.cn

研究助理：李滢

电话：15521202580

邮箱：liying@wlzq.com.cn

目录

1、公司概况：国内眼部护理领域的龙头，盈利水平突出	5
1.1 公司简介：国内眼部护理领域的龙头，主品牌“丸美”以眼部护理为突破口	5
1.2 股权结构：孙怀庆夫妇为实控人，股权高度集中	5
1.3 发展历程：中日合资化妆品公司起家，深耕眼部护理领域 20 年	6
1.4 财务比较：盈利水平领先，营运能力亮眼	7
2、行业分析：化妆品行业具有巨大的市场空间，国产品牌发展可期	9
2.1 中国为全球第二大化妆品市场，人均化妆品消费水平有 6 倍增长空间	9
2.2 护肤品、眼霜市场竞争格局：外资主导，国货占比逐年提升	12
2.3 发展趋势：线上市场呈现高速增长态势，国产品牌借势发展	13
3、公司分析：精准定位眼霜品类，重营销重经销商	15
3.1 产品策略：以眼霜品类切入，持续打造明星大单品	15
3.2 营销：“明星+话题度”打造现象级营销，多渠道提升品牌好感度	19
3.3 重经销商的渠道模式：实现快速的网点布局与良好营运指标	22
3.4 生产能力与供应链管理优势：自主生产为主，供应链管理效率高	24
4、未来增长点：多方提升品牌力，看好产品推新和线上发力	26
4.1 品牌升级：高端化+年轻化，推新加速，聚焦护肤品赛道拓展产品矩阵	26
4.2 线上增长点：向数字化、线上转型，天猫旗舰店增长空间广阔	28
4.3 线下增长点：销售返利等相对同业仍有提升空间，有望入驻高端化妆品零售连锁企业及免税提升品牌形象	31
4.4 产业基金有望推动产业链发展，预先掌握电商新风向	32
4.5 研发投入超越同业可比公司，助力品牌发展	33
4.6 首次实施限制性股票激励计划，激发员工活力	35
4.7 战略性变更募投，进一步扩产拓销	36
5、盈利预测与投资建议	37
6、风险因素	39
 图表 1：公司产品矩阵	5
图表 2：公司股权结构（截至 2020 年半年报）	6
图表 3：公司发展历程	6
图表 4：公司历年营业收入及同比增速	7
图表 5：公司历年归母净利润及同比增速	7
图表 6：公司与可比公司历年营业收入同比增速	7
图表 7：公司与可比公司历年归母净利润及同比增速	7
图表 8：公司与可比公司历年毛利率对比	8
图表 9：公司与可比公司历年净利率对比	8
图表 10：公司与可比公司期间费用率情况	8
图表 11：公司与可比公司净资产收益率 ROE 对比	9
图表 12：公司与可比公司销售商品提供劳务收到的现金/营业收入（%）对比	9
图表 13：2014-2024 年中国化妆品市场规模及增速情况和预测	10
图表 14：2014-2024 年全球化妆品市场规模前五大国家情况及预测（十亿美元）	10
图表 15：2014-2024 年全球化妆品市场规模前五大国家增速情况及预测	10

图表 16: 2014-2019 年世界主要国家人均化妆品消费金额 (美元/人)	11
图表 17: 高端化妆品市场增速相比大众化妆品市场增速更高	11
图表 18: 中国眼部护理行业市场规模	12
图表 19: 2014-2019 年中国护肤品市场国货品牌占比处于低位	12
图表 20: 2019 年市占率前 10 名的护肤品企业与历年市占率对比	12
图表 21: 我国化妆品市场分等级品牌一览表	13
图表 22: 眼部护理品行业内企业竞争格局图示	13
图表 23: 线上眼部护肤市场前十名品牌及其市场份额	13
图表 24: 年轻一代群体在线上化妆品、奢华美妆的消费群体中占比较大	14
图表 25: 2014-2019 年中国化妆品市场分渠道规模情况	14
图表 26: 2015-2019 年中国化妆品市场分渠道规模增速情况	14
图表 27: 玛丽黛佳联合「国家宝藏」推出珍藏版国风复刻唇釉	15
图表 28: 美加净 X 大白兔推出润唇膏	15
图表 29: 弹力蛋白眼精华不断升级迭代	16
图表 30: 丸美国内外主要可比产品	17
图表 31: 公司当期购买次数消费金额占比变化	18
图表 32: 公司子品牌营收份额变化情况	18
图表 33: 国内可比化妆品公司业务范围	18
图表 34: 丸美与可比化妆品公司产品品牌情况	19
图表 35: 公司销售费用中广告投放占主要比例	20
图表 36: 公司广告代言费率相比珀莱雅更大	20
图表 37: 公司销售费用率低于同行且逐渐趋于平稳	20
图表 38: “弹弹弹，弹走鱼尾纹”广告	21
图表 39: 丸美联合梁朝伟打造的营销短片《眼》	21
图表 40: 丸美营销策略汇总	21
图表 41: 丸美股份各销售方式下渠道结构 (截至 2018 年)	22
图表 42: 公司经销渠道网络示意图	23
图表 43: 公司与可比公司应收账款周转率 (次) 对比	23
图表 44: 公司与可比公司销售商品提供劳务收到的现金/营业收入对比	23
图表 45: 公司线上渠道的具体划分	24
图表 46: 公司直营模式以天猫旗舰店为主	24
图表 47: 公司广泛在二、三线等城市与国内外化妆品牌展开竞争	24
图表 48: 丸美终端网点示例	24
图表 49: 丸美通过与美云智数合作，提升供应链效率	25
图表 50: 丸美日本系列产品	26
图表 51: 眼部护理品消费者群体年龄分布	27
图表 52: 丸美最新代言人 Angelababy (杨颖) 微博粉丝数超过 1 亿	28
图表 53: 新品外观向年轻化发展	28
图表 54: 公司经销模式下的电商渠道占比逐步增加	28
图表 55: 公司与同业可比公司 2019 年-2020H1 线上渠道占比	28
图表 56: 公司明星、代言人、KOL 选择示意图	29
图表 57: 2020 年丸美抖音传播指数均值比 2019 年提升 92 倍	30
图表 58: 2020 年丸美抖音传播总数比 2019 年总数提升 188 倍	30
图表 59: 公司直营渠道收入占比	30
图表 60: 公司直营模式下的电商渠道占比稳定在 97% 左右	30
图表 61: 丸美经销商返利政策的具体执行情况	31

图表 62: “一个营销总部、六大区域营销中心、十八个营销分部网点”的多层营销体系	32
图表 63: 公司研发费用率开始回升	33
图表 64: 公司研发人员比例不断增加	33
图表 65: 公司研发人员人数仍有上升空间	33
图表 66: 丸美产品研发总监佐佐木公夫	34
图表 67: 丸美首席包装设计师杉浦俊作	34
图表 68: 部分美妆上市公司股权激励情况	35
图表 69: 公司股票激励考核目标和解除限售比例	35
图表 70: 股票激励考核目标下营收和净利润预测	35
图表 71: 公司自主产能利用率逐渐到达瓶颈	36
图表 72: 公司委外加工费用和产量逐年上升	36
图表 73: 公司分部收入、毛利率净利率预测	37
图表 74: 公司盈利预测和估值	38
图表 75: 可比公司估值表	38

1、公司概况：国内眼部护理领域的龙头，盈利水平突出

1.1 公司简介：国内眼部护理领域的龙头，主品牌“丸美”以眼部护理为突破口

公司是国内眼部护理领域的龙头。公司目前旗下拥有“丸美”、“春纪”和“恋火”三个品牌，以差异化的品牌定位，满足不同年龄、不同消费偏好、不同消费层次的消费者需求。公司多年来深耕中国市场，针对国人眼部肌肤特征及环境习惯潜心研究东方女性的眼部美学，针对黑眼圈、细纹干纹、鱼尾纹、眼袋等不同的眼部问题，都配有相应的眼霜产品，坚持秉承“用世界最好，做中国最好”，以全球领先技术为基点，研发高品质产品，致力于成为具有国际级竞争力的企业。

公司主品牌“丸美”以眼部护理为突破口，聚焦抗衰老领域，定位中高端，致力于打造满足知性女性肌肤综合需求的护肤方案；“春纪”品牌以天然食材养肤为理念，定位大众化护肤，旨为青春女性打造天然护肤方案；“恋火”品牌以“激情与爱”为品牌内涵，轻奢韩系彩妆品牌定位，致力提供更贴合都市女性需求的化妆产品和化妆服务。

图表 1：公司产品矩阵

品牌	品类	定位	核心年龄层	价格（元）	弹力蛋白系列	弹力蛋白凝视紧致系列	巧克力丝滑系列	BB新肌系列
丸美 护肤	定位中高端，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。	25-45岁	50-600	主要产品系列	  	  	  	 
春纪 护肤	定位大众化护肤，以天然食材养肤为理念，旨为青春女性打造天然护肤方案。	18-35岁	30-200	主要产品系列	 	 	 	
恋火 彩妆	以“自信时尚”为内涵的彩妆品牌。	18-40岁	50-300	主要产品系列	  			

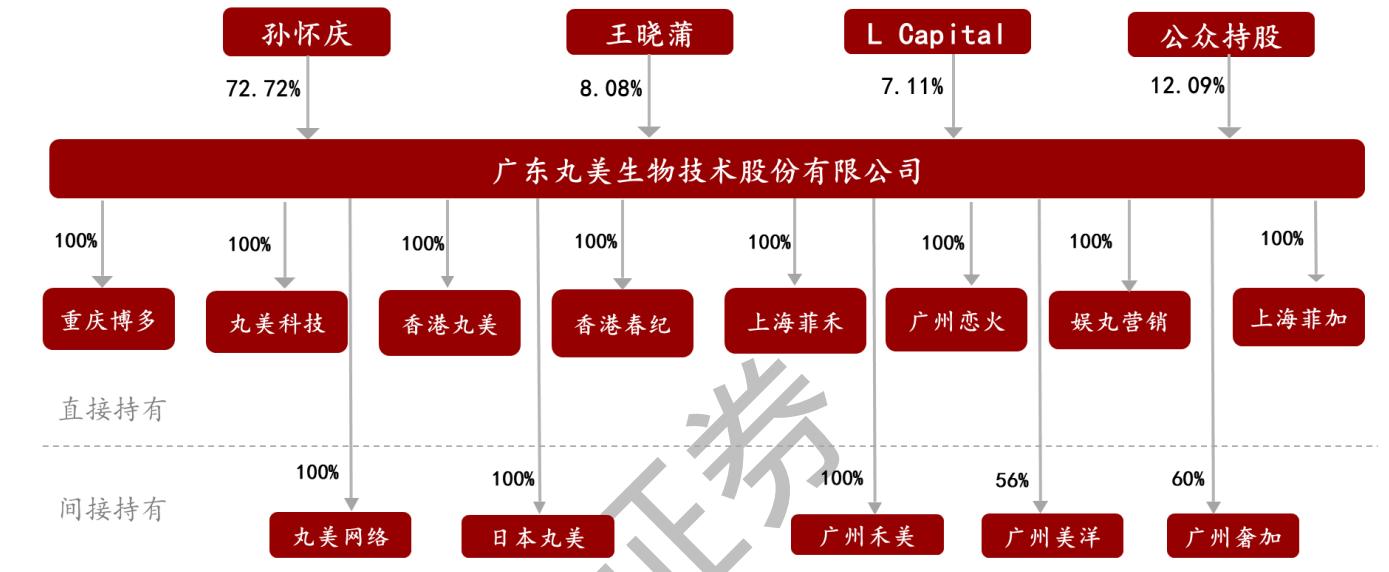
资料来源：公司招股书、公司官网、百度百科、万联证券研究所整理

1.2 股权结构：孙怀庆夫妇为实控人，股权高度集中

公司前三大股东分别为孙怀庆先生、王晓蒲女士和全球最大奢侈品集团LVMH旗下的L Capital基金，分别持有公司股份的72.72%、8.08%和7.64%。2013年，L Capital基金战略投资丸美，孙怀庆先生、王晓蒲女士以其持有的9%、1%的股份分别以等值于人民币27,000万元、3,000万元的美元转让给L Capital，企业变更为中外合资。2020年8月26日，公司发布公告称L Capital股份由原来的8.98%减持至7.11%。L Capital投资后，公司有望依托LVMH丰富的全球资源和国际视野，为公司带来国际化的品牌管理和市场推广经验。公司的实际控制人为孙怀庆先生、王晓蒲女士。孙怀

庆先生、王晓蒲女士是夫妻关系，为一致行动人，双方为公司共同实际控制人。

图表 2：公司股权结构（截至 2020 年半年报）



资料来源：公司公告、万联证券研究所整理

1.3 发展历程：中日合资化妆品公司起家，深耕眼部护理领域20年

广东丸美生物技术股份有限公司前身系中日合资的广州佳禾化妆品制造有限公司，于2002年4月2日在广州设立，2012年2月22日经整体股改变更为股份有限公司，同时更名为丸美股份。2014年，公司首次申请IPO，并于2019年7月在A股主板上市。公司深耕于眼部护理领域接近20年，同时亦不断丰富产品矩阵，自2000年丸美品牌诞生后，随后又在2007年、2017年公司相继推出“春纪”、“恋火”产品。

图表 3：公司发展历程



资料来源：公司招股书、万联证券研究所整理

1.4 财务比较：盈利水平领先，营运能力亮眼

我们选取上海家化、珀莱雅、御家汇这3家都为A股本土化妆品公司作为丸美股份的同业可比公司。其中，珀莱雅与丸美股份在财务、产品等方面更具有可比性。丸美业绩稳步增长，在行业内具有较高的盈利能力和营运方面的管控能力。

丸美业绩稳步增长：与同业可比公司相比，丸美业绩增长比上海家化、御家汇更加稳健，但与同样稳健的珀莱雅相比增速略为逊色。2015-2019年营收的CAGR为10.88%，其中2019年-2020H1，丸美分别实现营收18.01亿元(+14.28%)/7.94亿元(-2.59%)；归母净利润方面，2015-2019年的CAGR为16.30%，其中2019年/2020H1实现归母净利润5.15亿元(+23.99%)/2.68亿元(+4.60%)。丸美业绩增长稳健，利润增速高于营收增速，盈利能力持续提升，2020H1受新冠疫情影响增速下滑，但短期冲击后预计将恢复稳健增长。同行对比来看，丸美与珀莱雅的业绩增长更加稳健，但珀莱雅增速略高于丸美，上海家化与御家汇的业绩波动明显，如上海家化在2019年仅实现3.09%增长，御家汇波动幅度大且已经连续两年出现归母净利润的减少，2019年同比下降79.17%，2020H1由于去年同期基数较低而出现大幅增长。

图表4：公司历年营业收入及同比增速



图表5：公司历年归母净利润及同比增速



资料来源：公司公告、万联证券研究所整理

资料来源：公司公告、万联证券研究所整理

图表6：公司与可比公司历年营业收入同比增速



图表7：公司与可比公司历年归母净利润及同比增速



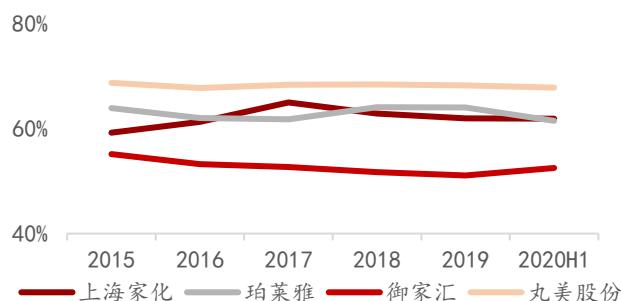
资料来源：公司公告、万联证券研究所整理

资料来源：公司公告、万联证券研究所整理

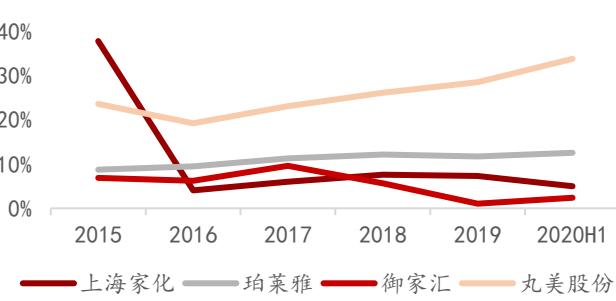
丸美在行业内具有较高的盈利能力。化妆品公司毛利率普遍较高，由于丸美具有明星单品为主的产品策略和经销为主的渠道策略，因此从2015年到2020年H1，丸美

毛利率一直位于行业首位且相对稳定，其中2019年/2020H1毛利率分别为68.16%/67.77%。净利率方面，自2016年起丸美持续领跑行业，一骑绝尘，2019年/2020H1净利率分别为28.48%/33.78%，高于位列第二的珀莱雅17个pct/21个pct，是珀莱雅净利率的两倍以上。

图表8：公司与可比公司历年毛利率对比



图表9：公司与可比公司历年净利率对比



资料来源：公司公告、万联证券研究所整理

资料来源：公司公告、万联证券研究所整理

在期间费用率方面，丸美股份控制得当，低于可比上市公司，尤其是销售费用远低于同行，有较大的提升空间。由于行业性质，化妆品公司在销售费用率方面普遍较高，其中2019年御家汇43.15%、上海家化42.18%、珀莱雅39.16%，而丸美的30.01%在4家公司中最低，销售费用率控制得比较好，未来有比较大的增长空间。管理费用率与财务费用率方面，丸美同样保持在较低水平。丸美管理费用率大部分年份在7%以下，财务费用率为负数，即利息收入高于利息支出，资金充裕。可比公司中，御家汇的管理费用率与丸美接近且逐年下降，上海家化15%左右，珀莱雅10%左右，均高于丸美，同时，三家可比公司财务费用率均高于丸美。

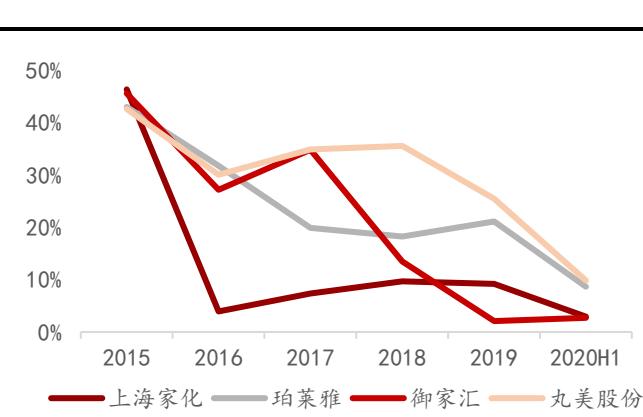
图表10：公司与可比公司期间费用率情况

	2015	2016	2017	2018	2019	2020H1
丸美股份	销售费用率	35.24%	39.09%	34.53%	33.93%	30.01%
	管理费用率	7.08%	6.73%	7.11%	6.75%	7.52%
	财务费用率	-1.30%	-1.35%	-0.91%	-0.47%	-1.24%
上海家化	销售费用率	34.81%	44.81%	42.82%	40.65%	42.18%
	管理费用率	10.35%	12.16%	15.47%	14.47%	14.67%
	财务费用率	-0.84%	-1.29%	0.46%	0.85%	0.41%
珀莱雅	销售费用率	42.33%	38.19%	35.66%	37.52%	39.16%
	管理费用率	10.42%	11.09%	10.87%	9.43%	8.64%
	财务费用率	1.01%	1.22%	0.92%	-0.54%	-0.30%
御家汇	销售费用率	30.83%	35.03%	33.94%	37.74%	43.15%
	管理费用率	12.97%	9.85%	6.93%	6.66%	6.08%
	财务费用率	0.12%	0.45%	0.27%	0.29%	0.58%

资料来源：公司公告、Wind、万联证券研究所整理

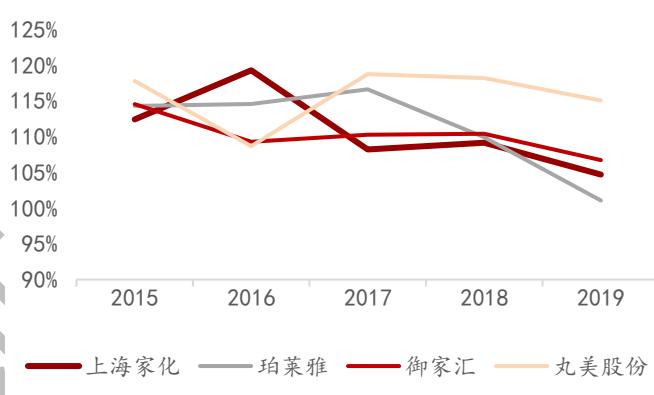
综合ROE和现金流表现，丸美在四家企业中具有较高的盈利能力，且收入含金量高。2019年以前丸美的ROE一直在25%以上，与珀莱雅一同位于行业较高水平。2020H1虽然受疫情影响，ROE下滑至9.84%，但相比同业其他公司仍具有优势。对比收入含金量，我们用销售商品提供劳务收到的现金/营业收入这个指标进行分析，如果这个指标高于100%，一般表明公司的收入含金量比较高，现金流健康，丸美股份的该指标常年在115%-120%之间，且高于同业可比公司。

图表11：公司与可比公司净资产收益率ROE对比



资料来源：公司公告、万联证券研究所整理

图表12：公司与可比公司销售商品提供劳务收到的现金/营业收入 (%) 对比



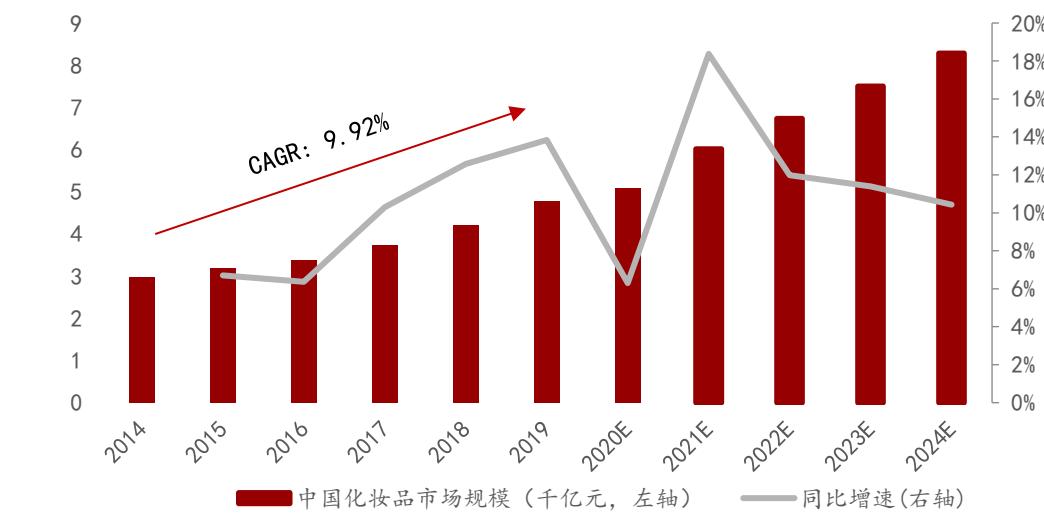
资料来源：公司公告、万联证券研究所整理

2、行业分析：化妆品行业具有巨大的市场空间，国产品牌发展可期

2.1 中国为全球第二大化妆品市场，人均化妆品消费水平有6倍增长空间

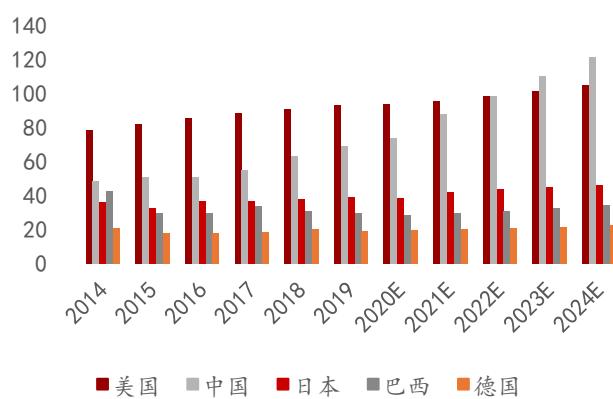
化妆品行业未来具有巨大的市场空间，整体进入爆发期：根据Euromonitor的统计数据显示，2019年度，我国化妆品行业整体市场容量达到4,777.20亿元，同比增长13.84%，增速为近五年来最高。预计到2020年将突破5000亿元大关，2014年-2019年的年均复合增长率达到9.92%。纵观世界，2019年化妆品市场前五大规模的国家是美国、中国、日本、巴西和德国，中国位列全球第二，并且在体量如此庞大的情况下，2014-2019年的CAGR依然高达9.92%，远超其他规模靠前的国家。

图表 13: 2014-2024 年中国化妆品市场规模及增速情况和预测



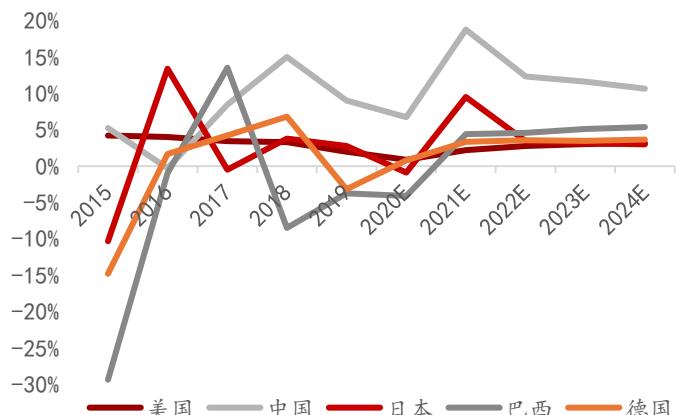
资料来源: Euromonitor、万联证券研究所整理

图表 14: 2014-2024 年全球化妆品市场规模前五大国家情况及预测 (十亿美元)



资料来源: Euromonitor、万联证券研究所整理

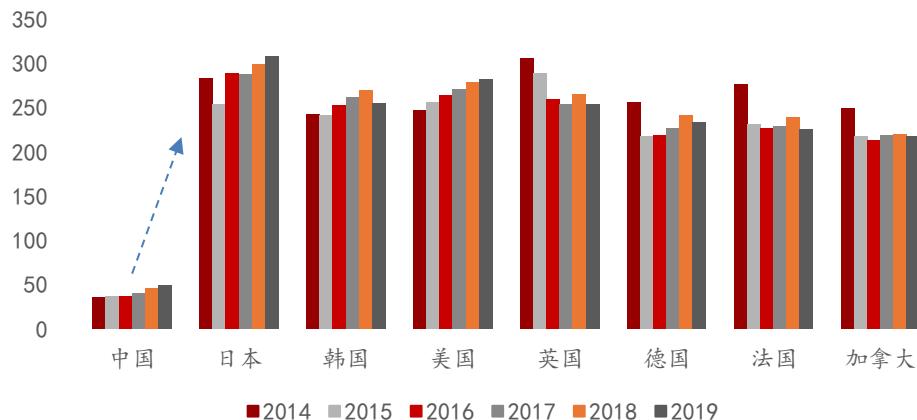
图表 15: 2014-2024 年全球化妆品市场规模前五大国家增速情况及预测



资料来源: Euromonitor、万联证券研究所整理

对标世界主要国家人均化妆品消费水平，中国市场有 6 倍增长空间。根据 Euromonitor 和联合国贸易发展协会的数据，2019 年中国人均化妆品消费金额仅为 49.56 美元/人，远低于世界主要国家人均化妆品消费水平。我们认为，假设以美国、日本、韩国、英国等主要国家的人均化妆品消费金额作为天花板，未来随着城镇化推进和消费升级，我国化妆品市场至少还有 6 倍左右的增长空间。

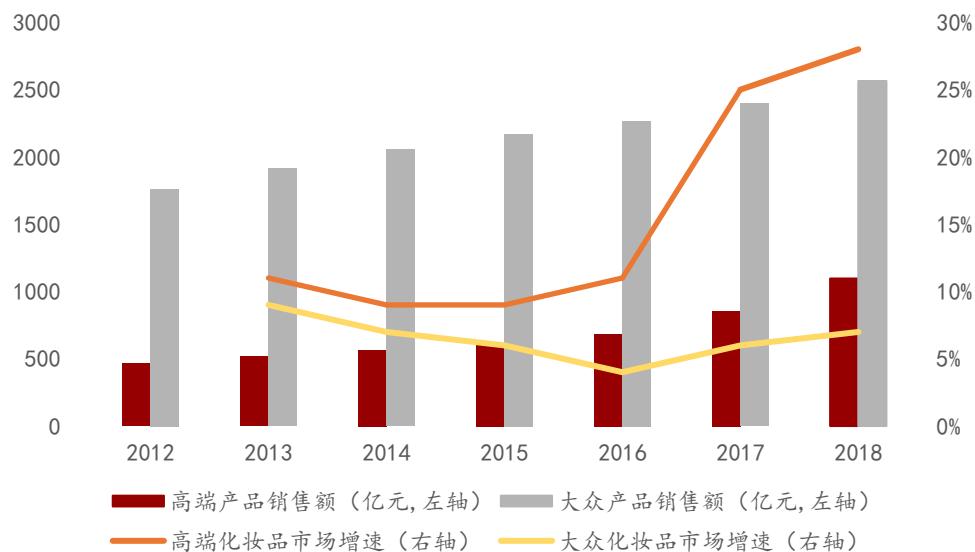
图表 16: 2014-2019 年世界主要国家人均化妆品消费金额 (美元/人)



资料来源: Euromonitor、万联证券研究所整理

随着化妆品的消费升级，中高端市场拥有比大众市场更高的增速，定位于中高端市场将拥有更高的成长性。大众市场体量更高，但高端市场增速与大众市场的增速随着时间的推移，在国民消费升级的背景下，两者差距不断扩大，2018年，高端市场增速为28%，而大众市场增速仅为7%。

图表 17: 高端化妆品市场增速相比大众化妆品市场增速更高

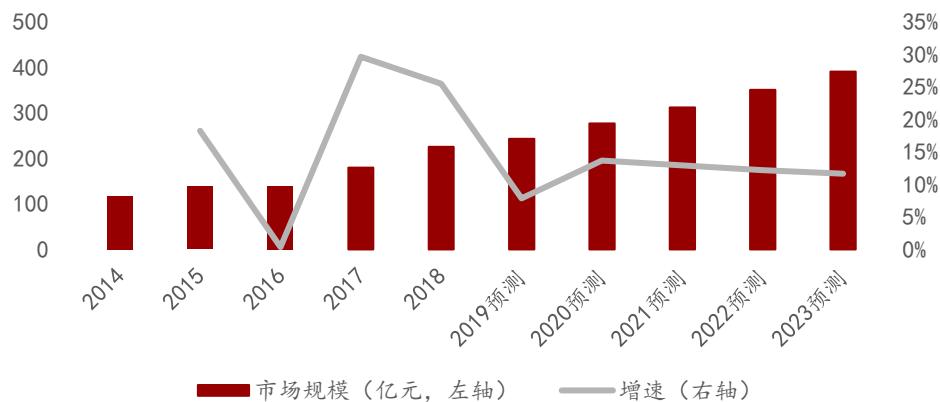


资料来源: Euromonitor、万联证券研究所整理

眼部护理行业: 多因素驱动下，我国眼部护理行业的市场规模不断上升：1、护肤意识的提升：随着人们生活水平的提高与护肤宣传的力度加大，消费者对精细化护肤的意识不断提升；2、用眼程度增加：现代都市生活压力大、生活节奏不断加快，人们对眼部的使用不断增加，长时间面对电脑屏幕、熬夜加班等都会对眼部皮肤造成损伤；3、环境的影响：城市环境污染不断变得严重、科技产品的光学伤害等使得人们对眼部护理的需求不断增加。2018年，中国眼部护理行业市场规模

达到 225.3 亿元，2014-2018 年的年复合增速达到 17.85%。随着消费升级的不断深化，消费者对眼部护理品的品质、服务、品牌的关注度逐渐提高，及时做大品牌、提升品牌力是眼部护理企业的重要任务。

图表 18：中国眼部护理行业市场规模

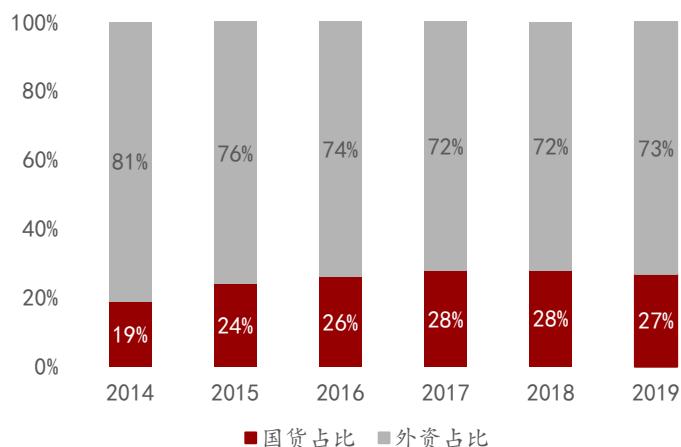


资料来源：头豹研究院、万联证券研究所整理

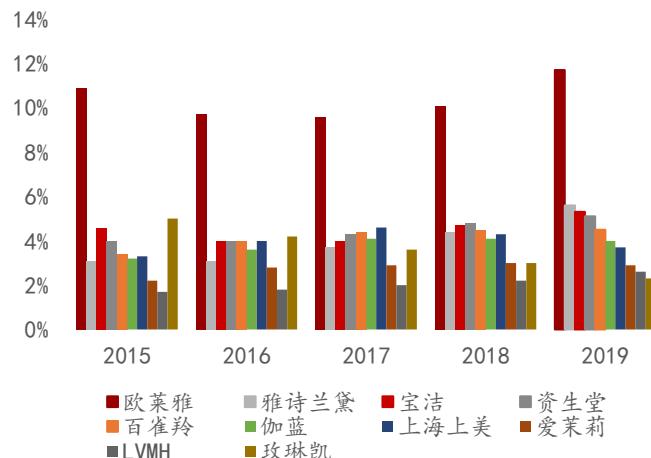
2.2 护肤品、眼霜市场竞争格局：外资主导，国货占比逐年提升

护肤品市场中，国外护肤品的市场份额更大，对国内产品构成激烈的竞争，但近年来国货占比逐年提升。国内特别是一线城市的消费者群体由于可支配收入更高，更青睐于使用外资品牌。护肤品市场中，2019 年市占率前 10 的品牌外资品牌居多，内资品牌仅有百雀羚、伽蓝和上海上美。相比之下，外资品牌也更倾向于走中高端路线，国产品牌则大多定位于大众端。近年来，随着国货品牌竞争力逐步增强，消费者尤其是年轻消费者对国货品牌认可度越来越高，国产化妆品市占率也逐步提升，从 2014 年的 19% 提升到 2019 年的 27%。但占比仍较低，在激烈的竞争格局下，国产品牌进一步抢占外资品牌的市场份额仍有较长的路需要走。

图表 19：2014-2019 年中国护肤品市场国货品牌占比处于低位



图表 20：2019 年市占率前 10 名的护肤品企业与历年市占率对比



资料来源：Euromonitor、万联证券研究所整理

资料来源：Euromonitor、万联证券研究所整理

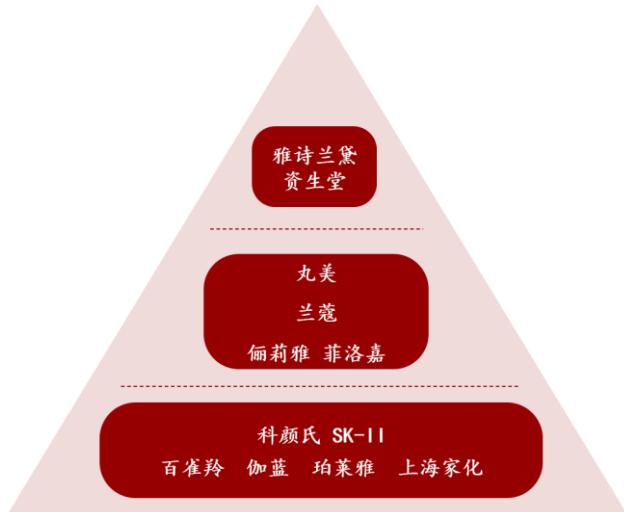
图表 21：我国化妆品市场分等级品牌一览表

等级	品牌
高端	SK-II、赫莲娜、兰蔻、碧欧泉、La Mer (海蓝之谜)、雅诗兰黛、Cle de Peau (CDP)、IPSA (茵美莎)、Tom Ford 等
中高端	阿玛尼、Dior、YSL、Elizabeth Arden (伊丽莎白·雅顿)、Jo Malone、安娜苏、倩碧、植村秀、Ettusais (爱杜莎)、CARITA (凯伊黛)、Decleor (思妍丽)、丸美等
中端	Kiehl's、羽西、小护士、MAC、美宝莲、佰草集、Stila、Origins (品木宣言)、Vichy (薇姿)、cover girl、Shiseido Fitit、Asplit (爱泊丽)、Deluxe 等
大众	珀莱雅、百雀羚、三生花、欧莱雅、海之秘、气韵、小雀幸、美素、自然堂、植物智慧、春夏、美素、自然堂、韩束、一叶子、红色小象、韩后、花谜、HIFACE、御泥坊、膜法世家等

资料来源：天猫旗舰店、京东、唯品会、万联证券研究所整理

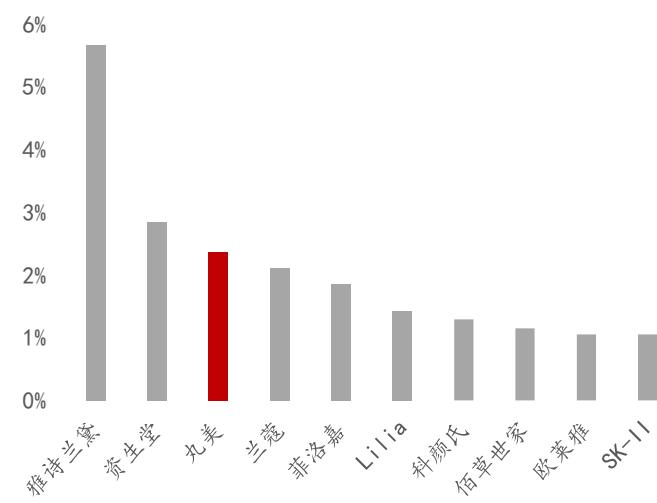
眼部护理领域竞争格局：外资品牌主导，国内品牌中丸美是国内眼部护理领域的龙头。在外资品牌盛行的态势下，高端市场大部分被外资品牌占据。丸美定位于中高端市场，与国内眼部护理品牌形成错位竞争，并凭借其品牌力、电商渠道优势，市占率在我国线上眼部护肤市场排名第三，仅次于雅诗兰黛、资生堂，位于国内眼霜品牌的领先者地位。

图表22：眼部护理品行业内企业竞争格局图示



资料来源：头豹研究院、万联证券研究所整理

图表23：线上眼部护肤市场前十名品牌及其市场份额

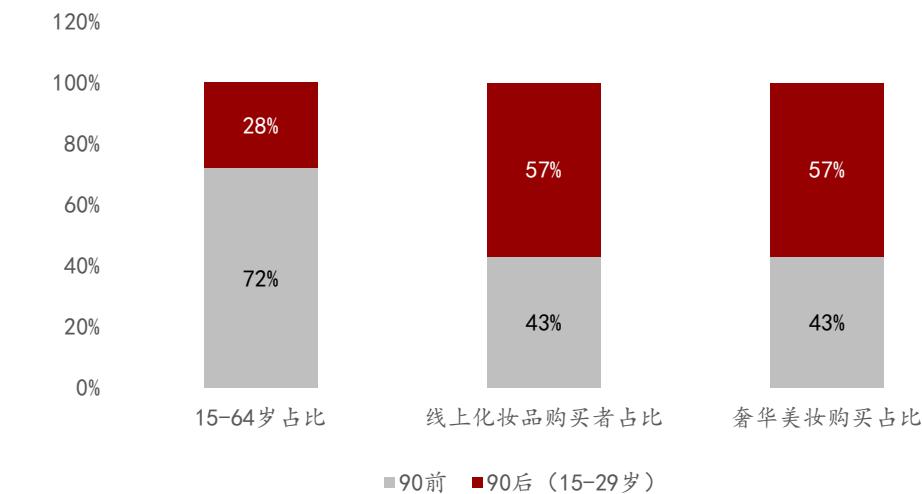


资料来源：《2018 眼部护理市场消费趋势报告》、万联证券研究所整理

2.3 发展趋势：线上市场呈现高速增长态势，国产品牌借势发展

化妆品的使用群体逐渐低龄化，年轻群体将成为中国化妆品的主流消费群体。根据CBNData的数据，截止2019年，年龄在15-29岁的消费者人口数量在15-64岁人口数量中的占比仅有28%，但其在线上化妆品消费者中的占比接近60%，奢化美妆的占比也高达57%。年轻一代群体——90后与00后逐渐成为中国化妆品的主流消费群体。

图表 24: 年轻一代群体在线上化妆品、奢华美妆的消费群体中占比较大

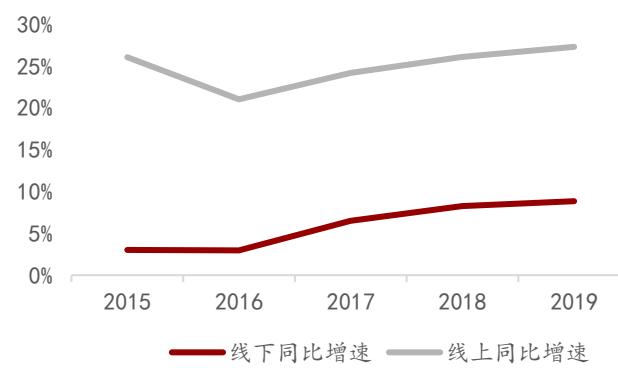
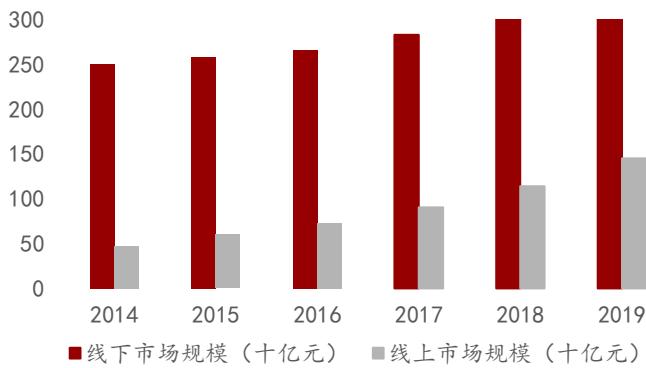


资料来源: Euromonitor、CBNData、万联证券研究所整理

化妆品线上市场呈现高速增长态势。近年来得益于我国电商的飞速发展，各类社交平台迅速渗透到人们生活的各个方面，几乎所有的外资和本土品牌均有在线上渗透，主要通过 B2C 平台、C2C 平台、品牌直营店和团购网站售卖产品，化妆品线上市场呈现高速增长态势。从 2014 年线下市场规模 2501.1 亿元，线上 476.4 亿元，两者相差悬赏，到 2019 年线下规模 3329.7 亿元，线上 1447.5 亿元，线上与线下的市场规模不断在缩小。根据 Euromonitor 的数据，近年来我国化妆品线上市场保持每年 20%-30% 的高速增长，而线下市场则保持 3%-10% 增速。

图表25: 2014-2019年中国化妆品市场分渠道规模情况

图表26: 2015-2019年中国化妆品市场分渠道规模增速情况



资料来源: Euromonitor、万联证券研究所整理

资料来源: Euromonitor、万联证券研究所整理

电商新经济推动市场格局革新，国产品牌借势快速发展，更利于国产品牌抢占外资品牌的市场份额。由于部分外资进入中国市场的时间更早，对品牌的构造能力更为成熟，国人更青睐外资品牌。相比之下，国产品牌要想实现弯道超车，借助电商渠道的力量进行宣传、营销，更利于抢占市场份额。另外，随着90后、00后的化妆品使用的人群逐步增加，受益于电商渠道、互联网信息时代的传播速度，在信息爆炸

时代，年轻一代群体接受护肤教育的途径越来越广，并且年轻一代更愿意紧跟互联网潮流选择化妆品，共同拥有网络热销的化妆品品牌也增加了化妆品的社交属性。在护肤品的营销中，国产品牌逐渐在营销手段上贴合年轻人的口味，如在小红书上“种草”、邀请网红在抖音和淘宝上做直播带货、跨界联名搞话题等等。随着微信、小红书、抖音等新式营销方式的流行以及对护肤意识的宣传，大量国产护肤品牌的顺势脱颖而出，带动了护肤品的消费逐渐向年轻一代转移的趋势，有利于国产品牌实现弯道超车。

国产品牌亦可以借助其文化内涵实现品牌力提升。品牌可以通过中国风、情怀等来打造品牌力，通过国风可以引起消费者群体的民族自豪感并吸引一部分国风爱好者，以打造“国潮”、“国货之光”等。主要方式一是通过国家传统文化联名，比如玛丽黛佳与国家宝藏、完美日记与中国国家地理或汉服品牌联名、百雀羚与敦煌博物馆联名等；二是通过与国人的独有的“情怀”联名，比如美加净与大白兔联名推出润唇膏等。

但国内品牌产品核心竞争力相比外资品牌仍需加强，产品品牌知名度有所欠缺，尤其在高端产品领域的竞争中，处于相对劣势的地位。未来需要在与外资品牌的竞争中逐步提高品牌知名度、品牌运营经验及技术创新能力。

图表27：玛丽黛佳联合「国家宝藏」推出珍藏版国风
复刻唇釉



资料来源：玛丽黛佳官网、万联证券研究所整理

图表28：美加净X大白兔推出润唇膏



资料来源：美加净官方旗舰店、万联证券研究所整理

3、公司分析：精准定位眼霜品类，重营销重经销商

3.1 产品策略：以眼霜品类切入，持续打造明星大单品

丸美以差异化竞争作为切入，进军国内空白市场，通过高话题度打响国内眼部护理品牌的知名度。丸美精准定位眼部护理、抗衰科技护肤等品牌，2016年至2019年眼部产品在公司营收中占比在30%左右。上世纪末的中国护肤市场还处于萌芽状态，眼部护理市场仍是不毛之地，但当时的丸美在2002年创立之初，就开始专注“眼部肌肤护理”领域，并通过跨国合作，在技术研究和开发上不断创新。从2001年的经典定位“眼部动力，打开吸收胃口”、到2002年提出“眼部日夜分时护理”的眼霜理念，再到2004年推出眼部防晒乳并成为中国市场第一支获得特殊用途化妆品许可的产品，丸美在眼部护理领域的技术实力逐步凸显，奠定了其行业的领先地位。

在具有一定知名度后，丸美对明星单品产品弹力蛋白眼精华不断升级迭代，延续已有的影响力。从2007年推出第一款弹力蛋白眼精华后，产品不断迭代，经过几次的更新换代后，在2018年推出了第五代弹力蛋白眼精华，产品附加值不断提升，提升老顾客消费黏性的同时吸引新一代顾客。我们认为对明星单品的迭代有利于保留已有客群的忠诚度，巩固该产品在细分领域的影响力，对防止市场其他新品牌的冲击有一定作用。

图表 29：弹力蛋白眼精华不断升级迭代



资料来源：公司官网、天猫旗舰店、万联证券研究所整理

眼部护理品牌在中国主要以外资为主，内资品牌更多定位大众，丸美自成立以来坚持打造高端化品牌形象，是国内稀缺的中高端品牌。眼霜产品主要针对25岁以上的初老女性群体以及需要日常保养的中年女性群体，主要有抗皱、淡化细纹、淡化黑眼圈、消除眼部肿胀等功效。在定价方面，眼霜的价格符合了大部分女性消费者的心理：价格越贵的产品在减缓衰老方面更有成效，因此眼霜产品具有量小而价格高昂的特点，容量普遍在15ml至30ml之间，价格则从50元以下的大众国货到2000元以上的“贵妇级”眼霜都包含，因此价格带较广。在产品选择方面，国内消费者更倾向于购买使用国外品牌，但国内品牌普遍定位大众市场。丸美定位于二三线城市的中高端市场，该市场的主要受众人群是25岁以上的女性群体，相比更年轻一代的女性群体购买力更强，因此丸美产品的价格处于高端线的中端位置。

图表 30：丸美国内外主要可比产品

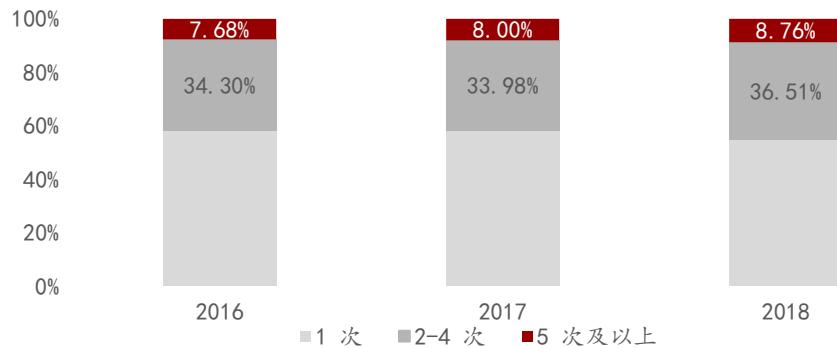
分类	品牌	产品	特点	价格
国外品牌	莱伯妮	莱伯妮鱼籽眼霜	含有珍贵的鱼籽成分	2100 元/15ml
	肌肤之钥	CPB 眼霜	4D 抚纹	1980 元/15ml
	海蓝之谜	海蓝之谜紧致焕采眼霜	含有三种形式的活性精粹和磁化赤铁矿	1780 元/15ml
	希思黎	希思黎抗皱眼霜	主打植物成分	1500 元/15ml
	资生堂	资生堂悦薇珀翡塑颜抗皱霜	淡纹抗老	779 元/15ml
	SK-II	SK-II 大眼眼霜	去水肿	590 元/15ml
	兰蔻	兰蔻发光眼霜小黑瓶肌底精华眼霜	适合熬夜急救	520 元/15ml
	欧莱雅	欧莱雅紫熨斗眼霜	含有玻色因、双重玻尿酸、咖啡因等成分	520 元/15ml
	雅诗兰黛	雅诗兰黛特润修护精华眼霜	抗蓝光	520 元/15ml
	科颜氏	牛油果眼霜	含牛油果、维E等成分	310 元/14ml
国内品牌	AHC	焕龄修复全脸眼霜	修护 7 大细纹	300 元/40ml
	理肤泉	理肤泉眼霜	保湿+修复舒缓	280 元/15ml
	丸美	弹力蛋白日夜眼精华等	双头设计, 日本科技	548 元/20g
	珀莱雅	珀莱雅弹润透亮青春活力眼霜	针对黑眼圈, 泡泡眼, 细纹	290 元/20ml
	百雀羚	肌初赋活修护眼霜	多重精华	70 元/15ml
	植贝	植贝水感抚纹眼霜	抚平眼周	70 元/30ml
	佰草世家	佰草世家多效修护眼霜	淡化细纹、脂肪粒	46 元/20ml

资料来源：小红书、天猫旗舰店、万联证券研究所整理

注：价格会随商家促销活动发生变化，仅做参考

公司在国内眼部护理领域中形成了一定影响力，并不断受到业界认可。2014年6月，丸美跻身第九届“中国最有价值品牌500强”中的中国最有价值品牌500强，护肤行业榜首、日化行业前三强。同年，美国著名时尚专业媒体《Women's Wear Daily》发布的“2014年全球100大美容品企业榜单”中，丸美公司再次跻身100强，这也是丸美公司继2013入榜之后再次上榜，为其实力地位增添又一见证。公司当期购买次数中，2-4次和5次以上的消费金额占比从2016年不断提升，显示出产品消费黏性的提升、消费者对丸美品牌的认可度不断增加。

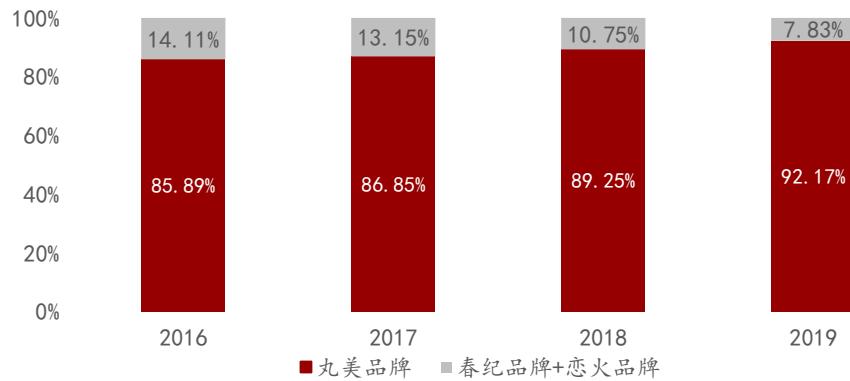
图表 31：公司当期购买次数消费金额占比变化



资料来源：公司公告、万联证券研究所整理

公司从眼部产品出发，逐渐完善产品矩阵，扩充了保湿、美白等护肤功能带以及彩妆线恋火，丸美主品牌贡献绝大部分业绩，公司产品矩阵仍有很大扩展空间。相比其他同业可比公司，丸美主要深耕于护肤中的眼部护理，并辅以春纪、恋火构成了公司的三大品牌线。公司在2007年引进春纪品牌，2017年引入彩妆线恋火。春纪品牌原来定位大众化的护肤，以天然食材养肤为理念，旨为青春女性打造天然护肤方案。恋火以“激情与爱”作为主打理念，主要产品包括眼部彩妆、唇部彩妆和面部彩妆，在2009年荣获中国最受消费者喜爱原装进口彩妆品牌，2010年晋升为中国彩妆新锐品牌。从各子品牌收入占比来看，丸美主品牌贡献绝大部分收入，丸美主品牌贡献绝大部分业绩，且收入占比逐年提升，收入占比从2016年的85.89%提升到2019年的92.17%，相较于同业上市公司，公司产品矩阵仍有很大扩展空间。

图表 32：公司子品牌营收份额变化情况



资料来源：公司公告、万联证券研究所整理

图表33：国内可比化妆品公司业务范围

	护肤	彩妆	沐浴	香水	男士	婴儿	其他
上海家化	√		√	√	√	√	家居清洁
珀莱雅	√	√			√		
御家汇	√	√			√		
丸美股份	√	√					

资料来源：各公司官网、各公司招股书、万联证券研究所整理

图表34：丸美与可比化妆品公司产品品牌情况

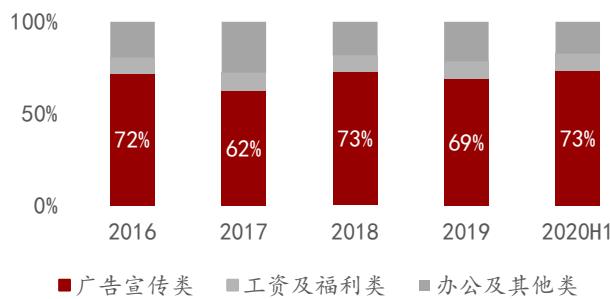
公司	品牌	品类	定位	理念	明星单品	价格 (元)
丸美股份	丸美	护肤	中高端	日本科技	眼霜	50-600
	春纪	护肤	大众	食物元素	淡斑精华、氨基酸洗面奶	30-200
	恋火	彩妆	中高端	激情与爱	BB霜、唇膏、眼线笔、眉笔	50-400
上海家化	美加净	护肤	大众	植物食材	护手霜	10-100
	玉泽	护肤	大众	舒缓敏感	修护系列	50-200
	一花一木	护肤	中端	花木元素、日本科技	双效保湿系列	100-300
	佰草集	护肤	高端	草药元素	白泥面膜、精华水	50-800
	双妹	护肤、香水	高端	花香元素	玉容系列	200-1000
珀莱雅	珀莱雅	护肤、彩妆、男士	大众	海洋元素	焕肤面膜、红宝石精华	50-200
	优资莱	护肤、彩妆	大众	茶树元素	水乳套装	50-400
	韩雅	护肤、彩妆	大众	韩国科技	神经酰胺套装	50-300
	悦芙媞	护肤、彩妆	大众	年轻产品	防晒霜、美白套装	15-200
	TZZ 缇芝	护肤、彩妆	中端	植物产品	防晒喷雾、抗糖口服液	100-400
御家汇	御泥坊	护肤、彩妆	大众	泥浆元素	面膜	40-300
	小迷糊	护肤、彩妆	大众	补水产品	面膜	30-200
	花瑶花	护肤	大众	以花养颜	面膜	80-300
	BIG DROP 大水滴	护肤	大众	药妆产品	面膜	50-250
	HPH	护肤	中高端	药妆产品	精华	160-600

资料来源：公司官网、淘宝网、天猫旗舰店、小红书、万联证券研究所整理

3.2 营销：“明星+话题度” 打造现象级营销，多渠道提升品牌好感度

公司着重打造品牌，逐年递减的销售费用率中广告投放占主要比例，长期待摊费用中的广告代言费与营收相比投入较大。2016至2019年，公司的广告投放占销售费用的比例稳定在70%左右。公司注重代言人的选择，并在代言费中花销较大，相继邀请了袁咏仪、鲁豫、周迅、梁朝伟、彭于晏等明星作为代言人。从公司年报可以看到，长期待摊费用中的广告代言费在2016至2019年分别为1523.59万元/397.33万元/1669.71万元/729.85万元，占营收的比例分别为1.26%/0.29%/1.06%/0.41%，总体来看高于同业可比公司珀莱雅。但销售费用率低于同行且逐渐趋于平稳，由于行业性质，化妆品公司在销售费用率方面普遍较高，2019年丸美的销售费用率为30.01%、低于御家汇的43.15%、上海家化的42.18%、珀莱雅的39.16%，近年来丸美销售费用率逐年降低且趋于平稳，未来有提升空间。

图表35：公司销售费用中广告投放占主要比例



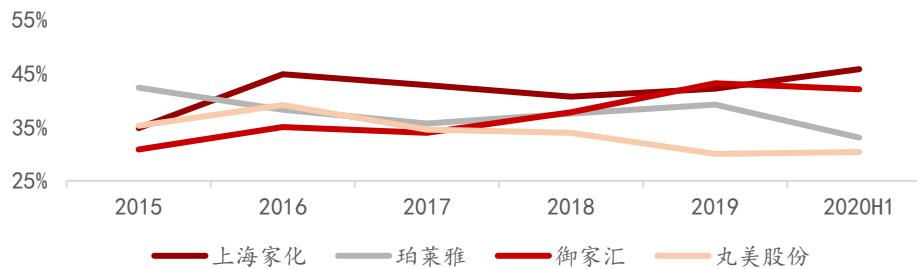
图表36：公司广告代言费率相比珀莱雅更大



资料来源：公司公告、万联证券研究所整理

资料来源：各公司公告、万联证券研究所整理

图表 37：公司销售费用率低于同行且逐渐趋于平稳



资料来源：公司公告、Wind、万联证券研究所整理

与同业可比公司相比，丸美的营销重点更倾向通过“明星+话题度”打造记忆点。珀莱雅在跨界联合、爆品打造方面更具特色，上海家化由于品类众多而注重产品的差异化营销，御家汇则主要采取新媒体营销（短视频植入、网红直播）。相比之下，丸美在产品分类上更注重对主品牌、主产品的持续打造，通过深入挖掘产品内涵，聘请与产品文化内涵高契合度的代言人，打造与产品十分契合的具有记忆点的广告，并通过高频曝光，形成现象级营销。化妆品的营销需要打造记忆点。丸美的营销着重打造具有记忆点的广告，例如在央视端投放的“弹弹弹，弹走鱼尾纹”具有记忆点的广告语成功吸引了不少潜在消费者，该朗朗上口的广告语完美地塑造了丸美在眼霜领域的形象，也成为丸美日后的经典广告语，并随着时间推移，延伸了丸美在眼部护理领域的影响力，有效扩充了不同年龄段的客群。

2015年9月丸美联合梁朝伟打造的营销短片《眼》。代言人梁朝伟以“眼睛会演戏”闻名。该片中的梁朝伟通过以深入的情感沟通的形式，与进入职场拼搏、在生活的浪潮中起伏的女性消费者形成了情感共鸣，在短时间内具有极高的话题度，也大幅度地提升产品的档次。公司通过多渠道密集投放+隔天趁热打铁的形式，在卫视端、PC端、朋友圈和腾讯APP等渠道，在8天内将一部3分钟只拍梁朝伟眼睛的大片形成极高的高话题度，广受广告界赞誉，形成了现象级营销。2016年，丸美再次制作邀请梁朝伟与周迅制作《不怕黑》三部曲，形成自身独特的营销亮点。各种代言对树立企业品牌护城河有非常大帮助。

图表38：“弹弹弹，弹走鱼尾纹”广告



资料来源：百度图片、万联证券研究所整理

图表39：丸美联合梁朝伟打造的营销短片《眼》



资料来源：百度图片、万联证券研究所整理

丸美注重多渠道营销。随着小视频、直播等新媒体形式兴起，化妆品的渠道越来越下沉，同时在信息爆炸，碎片化时代，消费者停留在社交媒体的时间有限，因此产品触达到消费者的方式更讲求精准、多元。公司注重多渠道营销，除了在梯媒、户外大屏、地铁站等传统媒体之外，还注重在热剧网综如“庆余年”、“极限挑战 5”、“安家”、以及微博微信中发力，提升品牌曝光度。同时，公司每年推出丸美眼霜节，并推出弹力限量 IP 礼盒，向年轻消费群体建立品牌好感。

图表 40：丸美营销策略汇总

分类	简介
代言人选择	丸美品牌：袁咏仪、鲁豫、周迅、梁朝伟、彭于晏等，年龄普遍在 30 至 55 岁之间，符合丸美品牌眼部抗皱的市场定位； 春纪品牌：古力娜扎、吴莫愁、周冬雨、吴谨言等新生代当红明星，年龄以 20-35 为主，符合青春女性的市场定位。
传统媒体	公司坚持网络视频、户外大屏、机场、地铁站、楼宇电梯等传统投放，持续品牌和产品曝光。
热剧网综	以植入、大头贴、明星播报等方式跟了“筑梦情缘”、“庆余年”、“极限挑战 5”、“精英律师”、“安家”、“潮流合伙人”、“三十而已”等热剧及网综，在万达院线、机场、户外大屏、铁站等超 2000 次品牌曝光。
微博微信	公司精细运营，积极摸索新媒体应用，在小红书、抖音等社交媒体口碑营销推广，切入社会内容营销，制造“我的眼睛会发电”等话题捆绑互动，深入洞察 90 后消费者需求和喜好。邀请美妆博主分享眼部护理小知识，建立品牌好感。
丸美眼霜节	每年下半年都会举行丸美眼霜节，2019 年丸美联袂日本当红插画大师玩转时尚跨界，针对 95 后弹力发电的年纪，创造三形象，寓意眼睛有电，人生才有戏，营造既年轻又有品质的新鲜感，推出弹力限量 IP 礼盒，向年轻消费群体建立品牌好感。
跨界联合	1、丸美联合美图打造了线上线下高参与度的营销活动，原生特效触发电眼技能以及电眼戏精 H5 互动体验等玩法，兼具实用性和趣味性，保证了良好的用户体验，有效提升用户对丸美品牌的好感度。 2、跨界家纺女鞋联袂举办会员沙龙会，通过魔镜等智能美肤仪提升科技护肤理念，加深品牌印象。

3、公司于2020年上半年以Z世代聚集的B站作为传播阵地，联手当红国漫IP《狐妖小红娘》打造“丸美东方国漫眼”大赛。在国漫IP的人气加持下，“丸美东方眼”在B站实现破次元，新品“小红笔”高度曝光，在年轻圈层中的认知度得到大幅提升。

资料来源：公司招股书、公司公告、公司2020年半年报业绩会、万联证券研究所整理

3.3 重经销商的渠道模式：实现快速的网点布局与良好营运指标

丸美产品的销售模式以经销为主、直营为辅，线上和线下相结合的方式。丸美的经销商采取传统渠道及其他网络渠道进行销售，如日化店、百货专柜、美容院以及除公司直营网络店铺渠道外的其他网店等，其中日化店为主要的经销渠道，2016年至2018年分别占比48.21%、43.83%、39.81%，电子商务渠道仅次于日化店渠道；直营模式主要包括直营百货专柜以及以“丸美天猫旗舰店”为代表的直营网络店铺；2016年开始公司开拓代销模式，主要通过屈臣氏、大润发代销公司“春纪”品牌产品。公司借助庞大的终端网点充分收集消费者的实际需求，进行有针对性的产品开发。

图表41：丸美股份各销售方式下渠道结构（截至2018年）

项目	2016年		2017年		2018年	
	金额（万元）	占比	金额（万元）	占比	金额（万元）	占比
直营	10,642.73	8.81%	15,794.10	11.69%	19,318.80	12.27%
百货专柜	152.32	0.13%	183.54	0.14%	326.36	0.21%
电子商务平台	10,332.62	8.55%	15,360.76	11.37%	18,701.92	11.88%
其他	157.78	0.13%	249.8	0.18%	290.52	0.18%
经销	106,282.76	87.99%	116,966.20	86.54%	137,984.01	87.65%
日化店渠道	58,231.39	48.21%	59,231.26	43.83%	62,669.97	39.81%
百货专柜渠道	15,935.13	13.19%	13,824.77	10.23%	17,066.37	10.84%
美容院渠道	7,346.42	6.08%	8,906.23	6.59%	11,063.34	7.03%
电子商务渠道	24,686.70	20.44%	34,829.35	25.77%	47,053.10	29.89%
商超渠道	83.12	0.07%	174.59	0.13%	131.23	0.08%
代销	3,870.95	3.20%	2,391.76	1.77%	124	0.08%
屈臣氏渠道	3,824.80	3.17%	2,015.09	1.49%	46.19	0.03%
大润发渠道	46.15	0.04%	376.68	0.28%	77.81	0.05%
合计	120,796.45	100.00%	135,152.07	100.00%	157,426.82	100.00%

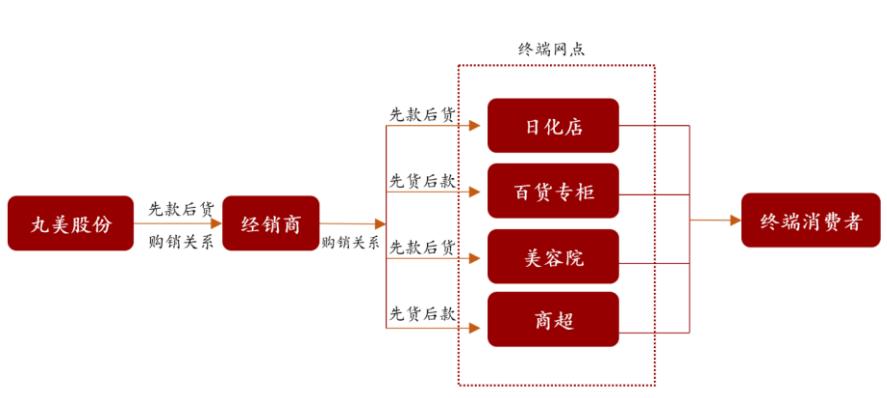
资料来源：公司招股书、万联证券研究所整理

在经销模式下，公司借助经销商的网点资源，可快速建立庞大的销售网络，提高公司产品市场渗透率。随着大型B2C平台唯品会、京东等的迅速崛起，丸美于2013年签约北京美妮美雅商贸有限公司（简称“美妮美雅”）、北京欧玉美商贸有限公司等公司作为经销商，以弥补在一直专注于线下经销渠道而缺乏的电子商务渠道人才和运作经验。这两家公司自国内电子商务市场蓬勃发展之初即开始经营电商业务，具有丰富的行业经验，主要负责丸美电商渠道的经销。美妮美雅已与相宜本草、百雀羚等多个化妆品品牌确立合作关系并有成功运作经验，为公司后续电商渠道的迅速

发展奠定了良好基础。公司未来有望保持以经销模式为主的产品销售模式。

公司建立了严格的经销商管理政策，对经销商采取先款后货模式。公司与经销商采取“买断”的方式开展合作，经销商确认收货后，商品的风险报酬即发生转移，由经销商处理后续发生的消费者退换货事宜。除对不再合作的经销商进行清货以外，公司不接受经销商直接退货，经销商可在政策允许的范围内进行调换货。公司建立了包括经销商的选择、培训、激励、考核以及淘汰等在内的经销商管理制度，能够及时在全国各个区域内选择到符合公司发展战略、品牌规划和管理文化的经销商，随着经销网点数量增多、经销商渠道复杂，可应对管理难度大等难题。

图表 42：公司经销渠道网络示意图



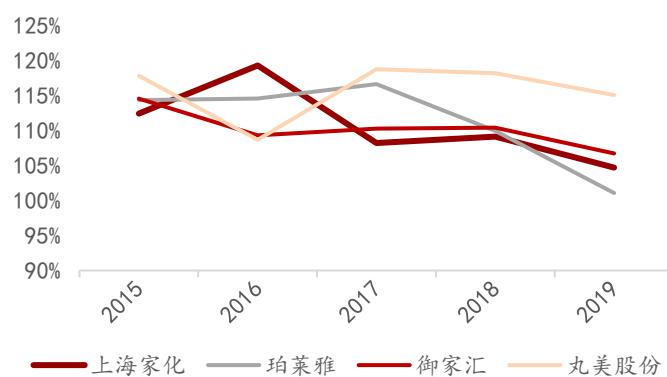
资料来源：公司招股书、万联证券研究所整理

先款后货模式下，九美营运方面与现金管理方面的管控能力明显优于同业。应收账款方面，九美在2019年和2020H1的应收账款周转率为765次和151次，远高于同业其他企业，主要是由于公司对经销客户执行先款后货的政策。从每元销售净流入分析，九美股份相比于御家汇、上海家化和珀莱雅通过销售获取现金的能力更强。

图表43：公司与可比公司应收账款周转率（次）对比



图表44：公司与可比公司销售商品提供劳务收到的现金/营业收入对比



资料来源：公司公告、万联证券研究所整理

资料来源：公司公告、万联证券研究所整理

线上渠道主要为天猫、唯品会、京东等电商平台，并主要通过直营、经销模式进行运营。直营模式中分为天猫平台与京东平台，分别以天猫旗舰店与京东官方旗舰店

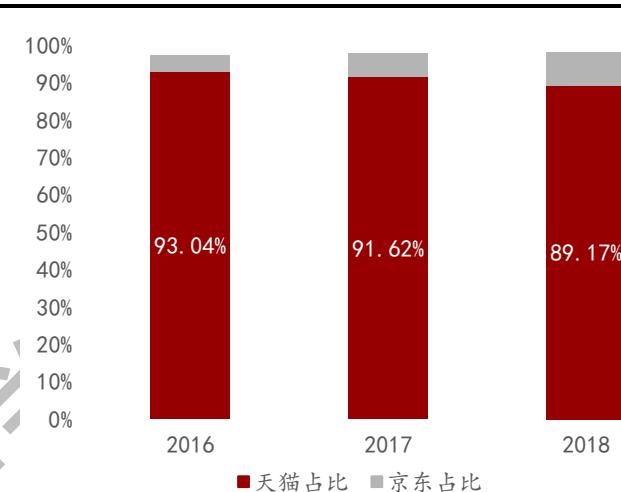
的形式进行，其中天猫平台的天猫旗舰店占据直营模式的主要部分：截止2018年底，天猫旗舰店的销售收入占公司直营电商渠道销售收入的90%以上。而唯品会的销售则是通过美妮美雅进行。

图表45：公司线上渠道的具体划分

平台	模式	终端形式	平台直接供货方
唯品会	经销	唯品会官方商城	美妮美雅
天猫	直营	天猫旗舰店	公司
	经销	天猫专卖店/专营店	其他电商渠道 经销商
淘宝	经销	淘宝店	其他电商渠道 经销商
京东	直营	官方旗舰店	公司
	经销	京东自营旗舰店 经销商专卖店/专营店	美妮美雅 其他电商渠道 经销商
聚美优品	经销	聚美官方旗舰店	美妮美雅

资料来源：公司招股书、万联证券研究所整理

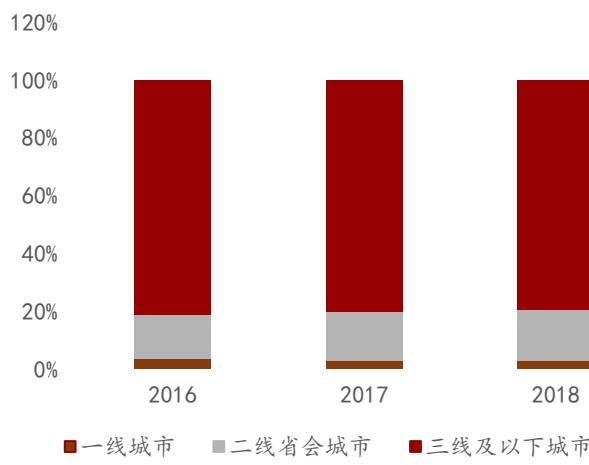
图表46：公司直营模式以天猫旗舰店为主



资料来源：公司招股书、万联证券研究所整理

公司广泛在二、三线等城市与国内外化妆品牌展开竞争。截至2018年12月31日，公司登记在册的终端网点的数量已超过16,000个，其中一线城市终端网点数量占比2.89%，二线城市（省会城市）终端网点数量占比17.80%，三线及三线以下城市终端网点数量占比79.31%。这与丸美的产品以“二、三线及以下城市区域作为主要市场”的市场定位相符。

图表47：公司广泛在二、三线等城市与国内外化妆品牌展开竞争



资料来源：公司招股书、万联证券研究所整理

图表48：丸美终端网点示例



资料来源：公司招股书、万联证券研究所整理

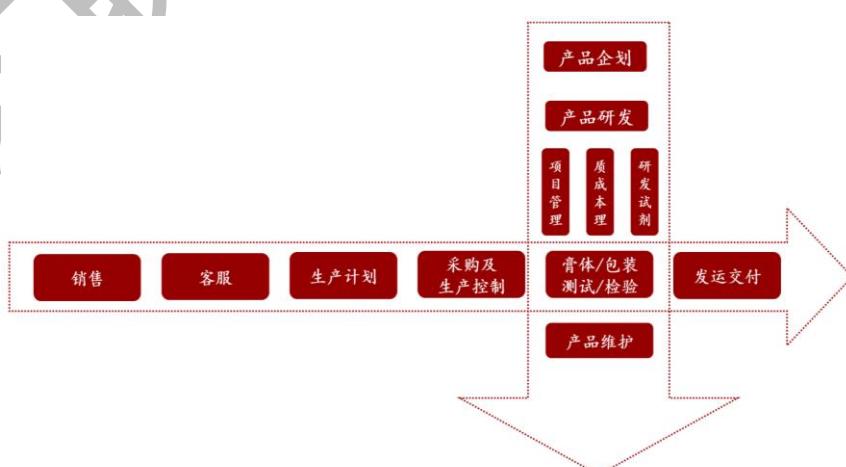
3.4 生产能力与供应链管理优势：自主生产为主，供应链管理效率高

公司目前已建立了完整的供应链体系，品质管控严格。其中采购主要包括原材料采购及包装材料采购，对新原料引入、供应商遴选、招标流程等各方面做出了严格的规定，以保证材料质量和供应链运转。原材料主要通过国内的代理商向国际知名原料生产商采购进口原材料，所采购原料产品的生厂商包括法国 SEPPIC、韩国 BIOLAND、日本一丸、德国巴斯夫和美国陶氏等。包装材料基本通过国内供应商定制化采购。在生产阶段，公司坚持严格的审核体系，在供应商小批量试制测试通过后再批量采购。

公司采取自主生产为主、委托加工生产为辅的生产模式。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。与委托其他厂家生产的方式相比，自主生产方式在生产工艺控制与产品质量检测等方面具有一定优势。

丸美通过与美云智数合作，开启全面数字化，启动“产销协同”项目，提升供应链效率。美云智数是美的集团旗下云服务商，是业内领先的云计算技术和服务提供商，帮助企业实现在员工端、制造端、产品端、营销端和消费者端的全面拉通。公司已跟长安汽车、永辉超市、康佳、特步、安踏、361 等企业建立合作关系。美云智数有望帮助丸美实现产品企划、产品研发、销售、客服、生产计划、采购及生产控制、发运交付、产品维护等流程，提升供应链效率。

图表 49：丸美通过与美云智数合作，提升供应链效率



资料来源：公司 2020 年半年报业绩会、万联证券研究所整理

公司稳步推进数字化转型并获初步成效，在业务大数据利用方面已梳理出供应链分析、市场分析、销售分析、会员分析、媒体投放分析等五个方向的数据分析框架，对每个分析方向进行了初步的数据探索和分析模型设计。2020 年上半年，公司数字化部门已为业务部门提供 30 份产品和市场数据分析报告。数字化部门也在进行供应链等业务流程的持续优化，梳理 SKU、包材，推进产销协同，提出基于数据分析的合理化建议，为公司科学、高效决策提供支持。根据 2020 年年报，公司接下来数字化的工作重点是数据中台的搭建，将梳理好的分析逻辑和模型固化到系统中，更好地支持各个业务部门对数据的有效利用。

4、未来增长点：多方提升品牌力，看好产品推新和线上发力

4.1 品牌升级：高端化+年轻化，推新加速，聚焦护肤品赛道拓展产品矩阵

目前公司逐渐往高端化与年轻化延伸，向高端市场冲击，并将客群逐渐向年轻化群体扩充。我们认为这有利于公司在留住现有消费客群的同时开拓新市场，在提升品牌效应的同时其余品牌也可借势发展。同时丰富产品矩阵也有利于减少对主品牌的过度依赖，降低风险。

- **高端化：**丸美除了中高端市场外，将继续延伸高端线，以“MARUBI TOKYO(丸美东京)”系列作为品牌的高端线。丸美有望充分受益于行业高端化趋势、进一步提升公司在眼霜品类的市场地位。

从2015年开始，公司便着力布局日本系列产品，先是在日本成立子公司以布局高端线，然后相继推出日本研发、生产的原装进口抗衰老高端系列——MARUBI TOKYO日本酒御龄冰肌系列、MARUBI TOKYO日本花弹润娇嫩系列，截止2019年底，合计实现了约1.2亿元营收，占比约7%，有效提升品牌高端化形象，助推业绩稳步增长。2020年公司又推出MARUBI TOKYO第三个系列——针对35岁以上女性的“美白+抗衰”的日本臻皙奢养系列。三个产品将向高端市场渗透，有望充分受益于行业高端化趋势。

图表 50：丸美日本系列产品

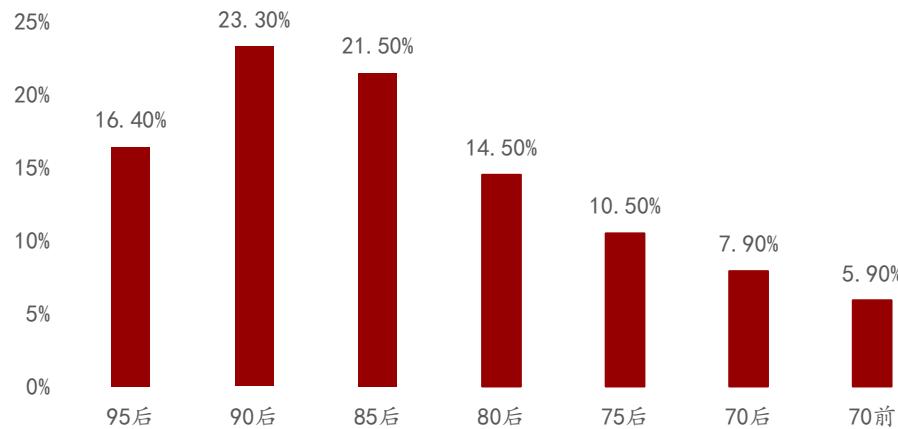
	日本酒御龄冰肌系列	日本花弹润娇嫩系列	日本臻皙奢养系列
单品举例			
价格举例	598 元/50g	718 元/50g	300-600 元/120ml
推出时间	2018 年	2019 年	2020 年 5 月

资料来源：公司公告、公司官网、京东、天猫旗舰店、1tssd 蓝天、万联证券研究所整理

- **年轻化：**眼霜定位于中年初老，产品向客群年轻化发展有利于客群年龄的向下兼容。

在消费升级大背景下，我国眼霜消费市场正在不断发生变化：善于在社交媒体上完成“种草”的年轻一代如今成为了消费主力军，眼霜使用者的年龄原本定位于25岁到50岁的女性，90后及85后是消费占比最多的群体，95后位列第三，且对于抗衰的需求更侧重“预防”，因此客群的年轻化定位更利于公司打开年轻化市场。

图表 51：眼部护理品消费者群体年龄分布



资料来源：中国第一财经商业数据中心、头豹研究院、万联证券研究所整理

丸美在2020年将推新产品的重心定位于年轻消费群体，并且推新速度显著提高。在代言人方面，相比之前签约的梁朝伟、周迅等，丸美代言人年龄群体开始逐渐往更年轻群体发展。丸美最新签约Angelababy(杨颖)作为全新代言人，其目前微博粉丝数已超过1亿人次，具有高话题度高宣传力。

推新速度加快，公司的中长期目标是新品销售收入占比达到20%~30%。2020年在产品推新方面，丸美除了推出MARUBI TOKYO第三个系列—日本珠臻皙奢养系列外，(1)4月发布了针对年轻群体的多重胜肽紧致淡纹眼霜，又名“小红笔”，通过“美容仪+护肤品”作为卖点，配以年轻化的产品外观，并邀请新生代青年明星朱正廷作为品牌大使，深入洞察90后消费者需求和喜好，打造符合年轻一代群体的产品。另外，小红笔在“美容仪”领域的涉足显示着公司向美容仪细分领域开拓的构想。(2)6月，推出线上专供“丸美白色之恋光透精华露”，抵制黑色素以精准实施美白，从而完善美白功能线。(3)针对美容院渠道推出“丸美冰柔安肤水漾修护精华油”、“丸美富勒烯青春环采雪融霜奢享套”等多款产品及套盒。2020全年预计线上新品销售占比约20%，线下占比约10%，公司的中长期目标是新品销售收入占比达到20%~30%，值得期待。(4)春纪推出“大麻深修护焕肤系列”、芝芝莓莓奶盖卸妆洁面泡沫、黑白摩登系列新品，从名字、功效等各个角度吸引年轻消费者。

判断未来公司将进一步聚焦护肤品赛道，有望推出新品牌丰富产品矩阵。可以看到，公司近一年的品牌升级和推新主要聚焦在护肤品赛道，结合近期公司变更彩妆募投项目至化妆品制造工厂，判断公司未来的产品范围也将进一步聚焦在护肤品赛道。公司的品牌矩阵还比较单薄，过去几年主要在耕耘丸美主品牌，未来公司有望推出新品牌来丰富产品矩阵。

图表52：丸美最新代言人Angelababy(杨颖)微博粉丝数超过1亿



资料来源：新浪微博、万联证券研究所整理

图表53：新品外观向年轻化发展

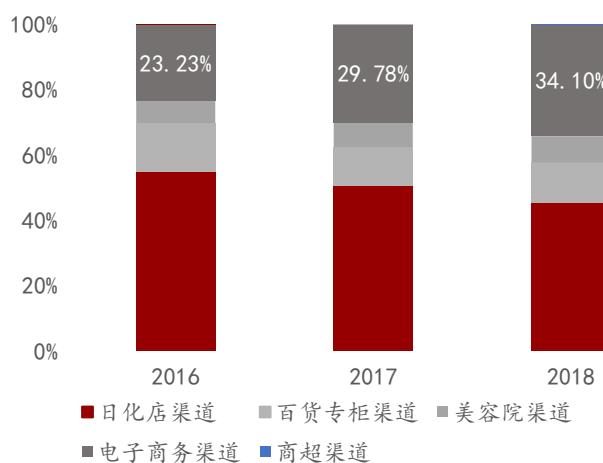


资料来源：天猫旗舰店、万联证券研究所整理

4.2 线上增长点：向数字化、线上转型，天猫旗舰店增长空间广阔

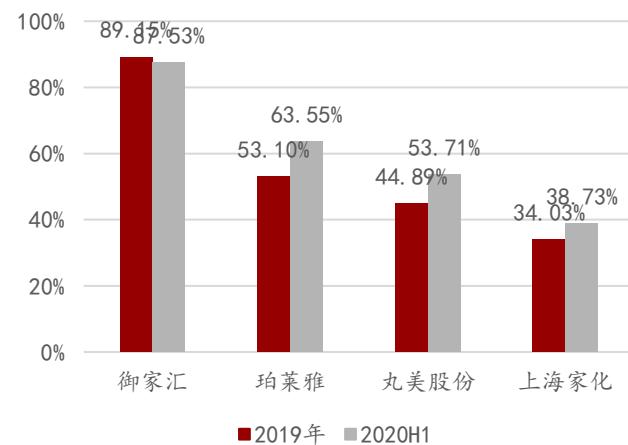
公司发力电商渠道，电商渠道占比不断提升，线上营收占比仍具有较大的增长空间。在公司的经销渠道分类下，电商占比自2016年来逐渐升高。在经销+直营的总体口径下，2020年上半年，公司线上实现营收4.26亿元，线上占比53.71%；线下实现营收3.67亿元，占比46.25%。虽然相比2019年的数据（线上/线下占比分别为44.89%/55.11%），丸美的线上渠道营收占比高于线下渠道，但相比于同业可比公司珀莱雅的数据（线上占比63.55%）、以线上渠道为主的御家汇（线上占比87.53%），丸美的线上营收占比仍具有较大的增长空间，后续看好丸美线上渠道的发力。

图表54：公司经销模式下的电商渠道占比逐步增加



资料来源：公司招股书、万联证券研究所整理

图表55：公司与同业可比公司2019年-2020H1线上渠道占比



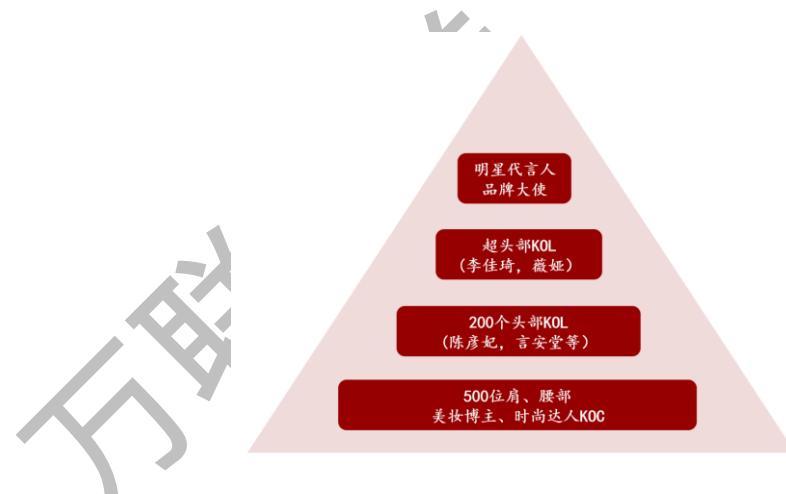
资料来源：公司公告、万联证券研究所整理

公司在2020年通过运用多种新型方式打开电商渠道新玩法：(1) 通过天猫小黑盒打造新品。天猫小黑盒是通过AI和阿里大数据挖掘近30天上市的全球优质新品呈现给消费者的应用，可以有效解决品牌商新品发布的难题。2020年上半年公司通过天猫小黑盒打造新品“小红笔”，此举创下了“国货首次登陆天猫小黑盒”的里程碑，并

在上市当天获得天猫眼霜类目第一名，上市当月产品销售额突破1300万，为丸美的用户资产增加了2508万人。**(2) 电商团队的扩充：**在疫情期间，公司开通小红书、抖音、微信有赞小程序等直营店铺，并积极扩大电商团队，团队人数已接近百人。

(3) 公司推进的“一店一商城”计划取得实质性进展：2020年正式推出全新概念的“春纪美吧”微信小程序，结合跑腿服务打造基于实体店5公里社区护肤圈，通过品牌影响力向终端门店赋能，充分运用品牌私域流量的运营向门店引流，实现实体电商化。**(4) 随着短视频风头正茂，KOL营销价值凸显，公司注重明星、代言人、KOL的选择，**并构建了“明星代言人/品牌大使——超头部KOL——头部KOL——肩、腰部KOL/KOC”的选择体系，除了大牌明星代言人外，相继选择超头部、中腰部的KOL作为广告主，利用直播带货风口，开启营销新战场。

图表 56：公司明星、代言人、KOL 选择示意图

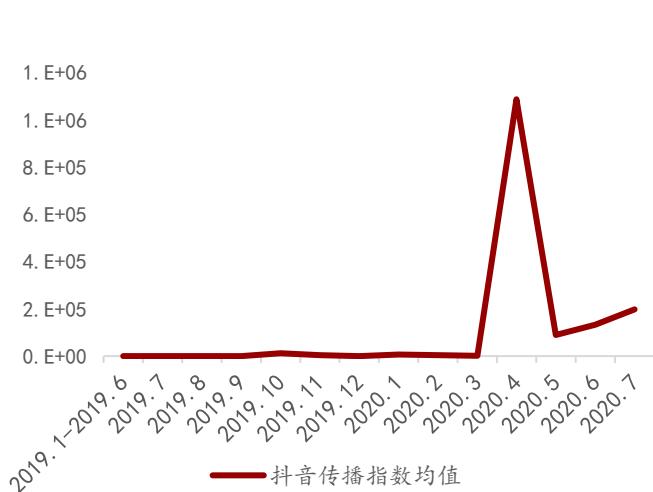


资料来源：公司 2020 年半年报业绩会、万联证券研究所整理

公司新引入 TP 壹网壹创，通过合作有利于推动公司的电商渠道增速。2020 年公司选择与已在创业板上市的头部代运营商壹网壹创合作。壹网壹创是国内领先的专注美妆、个护等快消品类的垂直型、一站式电子商务服务运营商，目前的经营模式主要为品牌线上服务、线上分销和内容服务，其中品牌线上服务是壹网壹创最主要的业务。壹网壹创以向百雀羚提供线上营销服务起家，2015 年、2016 年、2017 年，在壹网壹创的服务下百雀羚旗舰店连续三年获得“双十一”天猫全网美妆类目的第一名，成为壹网壹创的业绩亮点之一。壹网壹创的丰富的运营经验有望推动丸美的线上业务的加速发力。

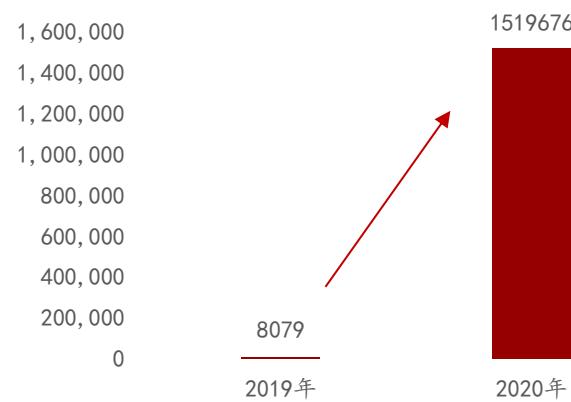
在公司一系列努力下，2020年上半年营销成果显著。根据公司2020年半年报业绩会，抖音传播指数相比2019年显著增加；同时得益于天猫旗舰店的爆发式增长，2020年上半年电商渠道直营GMV占比从去年17.5%提升至25%，其中天猫、唯品会、京东分别占据渠道前三位，天猫平台增长20%、京东平台增长26%，其他渠道占比显著提升，从2%提升至4%，主要来源于微信小程序商城、抖音小店、小红书等新兴渠道。

图表57：2020年丸美抖音传播指数均值比2019年提升92倍



资料来源：公司2020年半年报业绩会、万联证券研究所整理

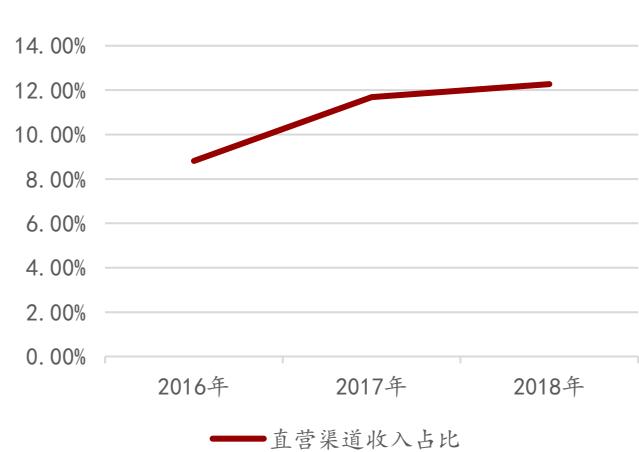
图表58：2020年丸美抖音传播总数比2019年总数据升188倍



资料来源：公司2020年半年报业绩会、万联证券研究所整理

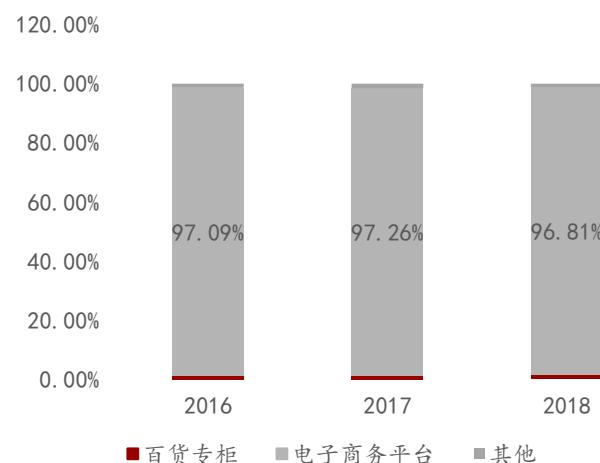
天猫旗舰店增速明显，公司有意加大线上直营渠道占比，天猫旗舰店未来有望成为公司线上主要增长点。2016年-2018年公司直营渠道的占比分别为8.81%、11.69%、12.27%，其中天猫旗舰店的销售收入占公司直营电商渠道销售收入的97%左右，天猫旗舰店营收占比在11%左右，相比经销渠道下的电子商务渠道约30%左右的占比，仍有很大的增长空间。线上直营渠道能够使公司更加贴近消费者，以更好把握消费动向，服务消费者多样化需求，公司有意加大线上直营渠道占比。2020年，公司已制定天猫旗舰店目标：至2023年，天猫旗舰店业绩占比超过50%，保持同比50%以上的增长；建设一支超过200人的覆盖平台电商社群及内容电商的销售运营、站内外推广、整合营销产品策划、用户运营的直营电商团队；通过核心能力的获得，实现电商30%以上增长。我们认为，丸美向数字化、电商渠道转型有利于把握渠道流量的风口，实现进一步的发展。

图表59：公司直营渠道收入占比



资料来源：公司招股书、万联证券研究所整理

图表60：公司直营模式下的电商渠道占比稳定在97%左右



资料来源：公司招股书、万联证券研究所整理

4.3 线下增长点：销售返利等相对同业仍有提升空间，有望入驻高端化化妆品零售连锁企业及免税提升品牌形象

公司与经销商在销售合同中按照一定的标准给予返利。公司的返利政策包括按月度/季度/年度约定出货及回款目标，对完成月度/季度/年度目标的经销商给予实际回款和出货金额的一定比例折算成的等额产品作为返利。同时公司为了促进线下销售收入的增长，提高网点覆盖率，扶持星级店，公司推出了网点建设返利、星级店返利、活动推广返利等。在经销商返利的制度下，公司在 2016 年至 2018 年的返利/补贴占销售收入比例不断增长，销售收入也逐渐提升，经销商任务完成率不断上升，网点数量也不断扩充。

公司返利/补贴占销售收入的比例低于同业，仍有提升空间。经销补贴在短期来看，会对公司的毛利率产生一定的影响：与同业可比公司珀莱雅相比，珀莱雅在 2016 年返利/补贴占销售收入比例为 30.03%，远高于丸美的 6.45%，估算对毛利率的影响则是-9.08%，因此珀莱雅返利比例高也是其毛利率低于丸美的重要原因。

长期而言，公司给予的经销商返利有利于增加经销商的忠诚度，并调动经销商的积极性，经销商的数量也不断增多，长远来看利于提升公司业绩。截至 2018 年 12 月 31 日，公司已经建立覆盖全国所有 31 个省、自治区和直辖市的经销商网络，公司正在合作的按照同一控制合并的签约经销商数量为 186 家。2020 年上半年公司网点数量录得正增长，登记在册的终端网点数量超过 1.6 万个，其中日化店有大约 1.3 万家左右，已形成了覆盖面较广的营销网络。在渠道红利的风口期，公司虽然短期内因为投入的增长影响业绩表现，但从公司逐渐趋稳的营收也能看到未来的增长后劲。

图表 61：丸美经销商返利政策的具体执行情况

指标	2016	2017	2018
经销商销售任务完成率	69.18%	87.94%	90.98%
销售收入	106,282.76	116,966.20	137,984.01
网点数量	14,643	14,643	16,555
返利/补贴占销售收入比例	6.45%	10.93%	13.06%
估算对毛利率的影响	-1.85%	-3.04%	-3.68%

资料来源：公司招股书、万联证券研究所整理

注：估算对毛利率的影响=调整前的毛利率-返利调整后的毛利率= $(1-\text{营业成本}/\text{营业收入}) - (1-\text{营业成本}/(\text{营业收入}+\text{返利}))$

公司建立了以省会城市为入口的营销网络，并依托化妆品连锁零售企业拓展线下业务。公司拟在全国有选择性的进行营销网络布局：以广州为营销总部，于华中、西南、西北、华北、华东、东北等全国六大区域开设六个区域营销中心，并基于每个区域营销中心拓展三个分部网点，建立“一个营销总部、六大区域营销中心、十八个营销分部网点”的多层营销服务体系，未来有望进一步发力线下。建立多层营销体系有利于公司利用当地市场的资源优势，在营销上更有的放矢，加快渠道的下沉。此外，公司依托头部化妆品连锁零售品牌拓展线下业务，有望入驻国际高端化妆品连锁零售企业丝芙兰，还有望入驻免税渠道，将进一步提升公司品牌力。

图表 62: “一个营销总部、六大区域营销中心、十八个营销分部网点”的多层次营销体系



资料来源：公司招股书、万联证券研究所整理

4.4 产业基金有望推动产业链发展，预先掌握电商新风向

公司成立产业基金参与业内的投资并购，为公司夯实品牌能力，为未来提升成长基础。公司4月7日发布公告，与北京方圆金鼎投资管理有限公司签订《产业基金合作框架协议》，拟与方圆金鼎共同设立丸美金鼎化妆品产业基金管理中心（有限合伙）。基金将作为公司产业投资、并购的平台，总规模为10亿元，分期认缴或成立，首期规模1亿元，公司出资认缴不低于募集规模的80%，剩余资金进行社会募集。基金将聚焦于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。公司设立产业基金有望为公司未来进行产业整合并购提供项目储备，进行更好的业务拓展和布局。另一笔公司基金是公司投资8000万元与其他合伙人共同投资设立的产业基金“宿迁汇恒金鼎资产管理合伙企业（有限合伙）”，已完成基金备案手续。

公司产业基金首笔投资梵之容。今年，产业基金决定参与广州梵之容化妆品有限公司融资，总投资0.45亿元，占投资后梵之容股份比例的6%，这也将成为公司上市后参与的首笔投资。广州梵之容化妆品有限公司成立于2010年，主要涵盖品牌化妆品运营和直播电商业务，其中包括两大亮点：1、运营自有护肤品牌“谷雨”，“谷雨”是近两年迅速崛起的新锐国货品牌，在淘宝直播间冷启动，经过4年的发展，成为一款主打敏感肌清洁和美白功效、定位天然安全科学成分和中国风元素、目前在美白护肤领域有一定影响力的品牌；2、直播电商业务，由梵之容全资子公司“深圳本新文化传播有限公司”负责，专注淘宝、抖音、小红书等直播平台，旗下红人覆盖多个品类，拥有头部美妆主播和明星主播10余名，中腰部主播近百名，在美妆垂直领域直播带货规模居于前列，另外也擅长推广服装、美妆、食品、母婴等类目产品。

通过本次融资，公司有望通过业内的投资并购推进产业链整体运营与发展，预先掌握电商新风向，为公司夯实品牌能力，为未来奠定成长基础。梵之容本轮融资将主要用于产业链整体运营与发展，包括直播电商模块持续扩大运营平台范围与服务规

模；护肤品品牌模块以产品为核心，提升市场推广和品牌建设，持续打造天然安全的国货品牌形象等。

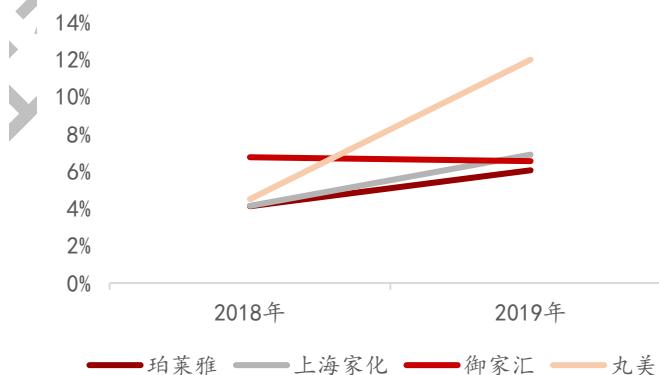
4.5 研发投入超越同业可比公司，助力品牌发展

公司近年来研发开始发力，研发费用率、研发技术人员不断上涨。公司产品结构简单，品牌数量也较同行业可比上市公司少，研发人员和研发物料投入需求相对较低，从而导致研发费用占营业收入的比重在2016至2018年略低于行业平均水平。但公司年报可以看出，公司正逐年加大研发投入，2016-2019年研发费用由2,479.57万元提升至4486.86万元，研发费率由2.05%提升至2.49%，超越其他可比公司，2020H1，研发费率进一步提升到2.99%。2018年底公司的研发人员占比为4.50%，逐步提升至2019年的11.99%，研发人员比例相比其他同业可比公司提升明显。

图表63：公司研发费用率开始回升



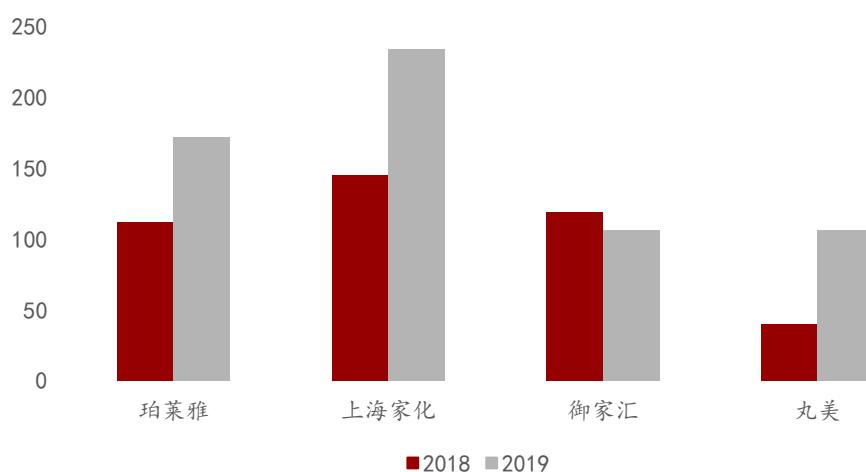
图表64：公司研发人员比例不断增加



资料来源：各公司公告、万联证券研究所整理

资料来源：各公司公告、万联证券研究所整理

图表 65：公司研发人员人数仍有上升空间



资料来源：各公司公告、万联证券研究所整理

公司拥有“独家原料、专利申请、持续投入”的研发策略，并积极与高校等机构和研发中心合作。2020年上半年，公司新增发明专利9项，受理11项，申报国外专利4项，参与《消费品化学危害风险评估指南》国家标准制订，主导《磨砂油(膏、乳、霜、啫喱)》、《玻尿酸美容透皮贴膜》两项团队标准制订。积极参与“广州市重点领域研发计划”、“广州市科技计划”、“粤港澳科技计划”，选送4个科技项目参与省市科技计划。公司稳步推进自主原料研发及转化实施，5款自主研发原料进入中试、试产阶段，10个优选项目正在开展。在“国际生物抗衰老产业技术创新联盟”框架内，公司继续与暨南大学、基因工程药物国家工程研究中心、广东工业大学等机构和高校开展技术合作，从人源蛋白、皮肤微生态、网络药理、益生菌种筛选、原料评测等多个领域深化产学研，夯实基础、扩展产品功能功效。

公司将研发应用到营销中，双管齐下助力品牌发展。公司为积极应对疫情带来的营销环境的加速变化，设计了十项直播展示模型、九种直播演示实验。公司直播团队通过生动讲解产品和配方、带着消费者云参观工厂，请研发工程师现场直播功效实验等方式，提升消费者对品牌的信任，加强消费者对产品的认识和好感。

丸美建成眼部肌肤研究中心——丸美5C中心，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大中心。其中，研发中心由配方开发中心、产品工艺中心和质量控制中心三部分组成，配置先进的研发设备，严格按照10万级GMP净化标准设计。作为国家级高新技术企业，丸美研发中心每年的研发费用均达千万元以上。培训中心整合了目前国内美容护肤品类最新的知识、技巧，完成了超过100门课程的研发和课件撰写，并且组建了一支行业总教龄超过50年的培训研发管理团队及平均教龄超5年的中高级讲师队伍，以国际最高标准的培训实力助力丸美十年愿景。

聘请日本研发高管，将日本护肤技术和中国女性护肤需求对接。丸美从一开始的中日合资企业，到聘请日本研发团队，到推出丸美东京系列，丸美与日本科技的相关性不断增强。公司聘请了佐佐木公夫（研发匠人，40多年来专注新品研发）作为丸美产品研发总监、杉浦俊作（四揽日本包装设计大奖）作为丸美首席包装设计师、酒井成俊（品管狂人，18年专注化妆品品质管理）作为丸美品质管理总监、宫村公纪（24年生产制造管理经验）作为丸美生产制造总监。

图表66：丸美产品研发总监佐佐木公夫



佐佐木公夫——丸美产品研发总监
(研发匠人，40多年来专注新品研发)

图表67：丸美首席包装设计师杉浦俊作



杉浦俊作——丸美首席包装设计师
(日本大师，四揽日本包装设计大奖)

资料来源：公司官网、万联证券研究所整理

资料来源：公司官网、万联证券研究所整理

4.6 首次实施限制性股票激励计划，激发员工活力

股票激励计划实施，充分绑定员工利益，调动积极性。电商新经济推动化妆品行业快速变革，包括人才、组织结构、运营模式的升级调整，在此过程中，吸引和绑定优秀的团队，激发员工的激情和活力对企业的发展至关重要，各个化妆品公司纷纷推出员工股票激励措施。其中公司的激励计划拟授予限制性股票 102.26 万股，占激励计划草案公告时公司股本总额的 0.26%，授予价格 32.53 元（公告前 20 个交易日公司股票交易均价每股 65.06 元的 50%），覆盖人员共 67 人（2 名董事、65 名中层管理者和核心骨干），占总员工数的 7.6%。同时，公司预留 16 万股的激励股票，将在未来一年陆续发掘中高端人才，并给予相应的激励。公司本次的股权激励计划考核措施有利于进一步完善公司激励约束机制，形成均衡的价值分配体系，有效地将股东利益、公司利益和员工个人利益绑定一起，充分调动员工积极性，确保公司发展战略和经营目标的达成。

图表 68：部分美妆上市公司股权激励情况

公司名称	激励股份（万股）	授予价格（元）	占总股本比例	覆盖人员	公司总员工数
丸美股份	102	32.53	0.26%	67	截至 20Q3 为 884 人
珀莱雅	147	17.95	0.73%	32	截至 18H1 为 2477 人
上海家化	869	19.57	1.29%	139	截至 20Q3 为 3395 人
御家汇	866	8.95	3.18%	767	截至 19Q1 为 1764 人
拉芳家化	287	8.16	1.27%	137	截至 20H1 为 2095 人

资料来源：各公司公告、万联证券研究所整理

根据股票激励考核目标规定，2021 年-2023 年营业收入分别不低于 21.6 亿元、25.2 亿元、28.8 亿元，归母净利润分别不低于 5.4 亿元、6.3 亿元、7.2 亿元。在股票激励考核目标下，假设以 wind 一致预期作为 2020 年的营收和归母净利润，则 2021-2023 年营收同比增速分别为 15.02%/16.67%/14.29%，归母净利润同比增速分别为 0.37%/16.67%/14.29%。

图表 69：公司股票激励考核目标和解除限售比例

解除限售期	业绩考核目标	解除限售比例
第一个解除限售期	2021 年营业收入不低于 21.6 亿；2021 年归母净利润不低于 5.4 亿。	30%
第二个解除限售期	2022 年营业收入不低于 25.2 亿；2021-2022 年两年累计归母净利润不低于 11.7 亿。	30%
第三个解除限售期	2023 年营业收入不低于 28.8 亿；2021-2023 年三年累计归母净利润不低于 18.9 亿。	40%

资料来源：公司公告、万联证券研究所整理

图表 70：股票激励考核目标下营收和净利润预测

	2019	2020E (wind 一致预期)	2021E	2022E	2023E
营业收入(亿元)	18.01	18.78	21.6	25.2	28.8
营收增速	14.28%	4.28%	15.02%	16.67%	14.29%
净利润(亿元)	5.15	5.38	5.4	6.3	7.2

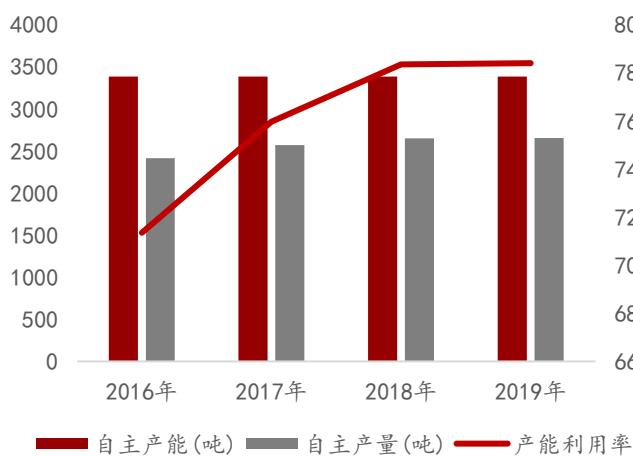
净利润增速	24.46%	4.47%	0.37%	16.67%	14.29%
-------	--------	-------	-------	--------	--------

资料来源: wind, 公司公告、万联证券研究所整理

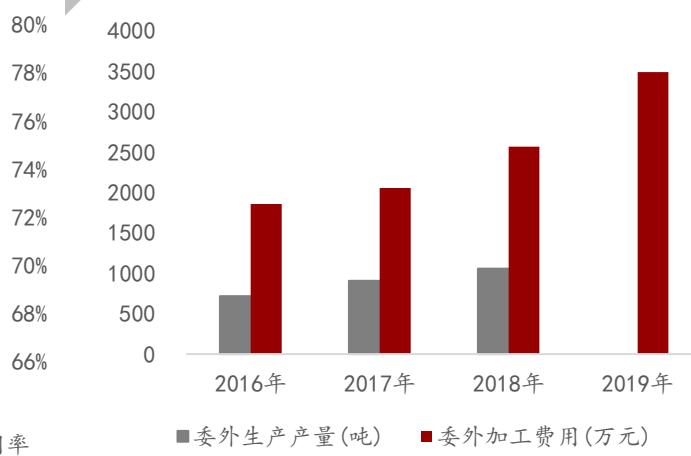
4.7 战略性变更募投, 进一步扩产拓销

公司委外加工费逐年上升, 产能利用率接近瓶颈。在生产线上, 乳化环节为产能瓶颈环节。由于产品种类较多, 每次更换产品种类时, 均需要对包括乳化罐在内的生产线进行彻底清洗, 这造成了生产线实际可利用时间低于理论时间。一方面, 随着公司自主产能利用率的迅速提升, 2019年已达到78.4%, 接近瓶颈。另一方面, 公司委外产量和委外加工费用也在逐年上升, 2019年委外加工费用已经达到3487.2万元, 占主营业务成本的5.15%。因此尽快实现自主产能的扩充, 降低委外加工成本符合公司的发展利益。

图表71: 公司自主产能利用率逐渐到达瓶颈



图表72: 公司委外加工费用和产量逐年上升



资料来源: 公司公告、万联证券研究所整理

资料来源: 公司公告、万联证券研究所整理

战略性变更募投建设化妆品智能制造工厂, 突破产能瓶颈。公司在11月13日决定战略性变更募投, 由原来的彩妆产品生产建设项目变更为化妆品智能制造工厂建设项目, 募投资金由原来的25026万元变为27565万元。一方面, 经过公司几年来的实践发现护肤业务相比彩妆业务更值得关注和投入。因此公司调整了发展方向, 未来主流业务板块将继续是护肤品, 同时, 通过代理或并购辅助发展彩妆业务。另一方面, 公司的护肤品自主产能已接近瓶颈, 迅速扩充护肤品产能将有利于提高募投资金的使用效率, 解决市场需求旺盛与产能不足的矛盾, 满足公司未来不断扩大的护肤品经营规模和业务发展需要。根据公司募投计划, 新项目将采购一系列智能化护肤品制造设备、彩妆生产设备、信息化设备, 并引进一批高级技术人才, 建立智能化、信息化工厂, GMP十万级车间及研究所, 打造公司智能化护肤及彩妆生产基地。新项目建设期总共为2年, 第3年投产后, 公司护肤品自主产能将达到5073.75吨/年, 彩妆产能100吨/年, 第5年达产后公司护肤品自主产能将达到6765吨/年, 彩妆产能200吨/年, 产能扩充为当前的两倍, 总产值预计可达到5.96亿元, 实现公司业务的持续放量。

5、盈利预测与投资建议

5.1 盈利预测

我们通过收入-成本-费用的总体思路来得出对公司未来盈利的预测。在收入端我们首先将公司的业务收入拆分成护肤类、眼部类、洁肤类、彩妆及其他类四个部分进行预测。通过分析我们在各部分得到以下假设和结论：

- (1) **收入端：**公司 2020 年推出新品速度增快，在线上渠道发力下新品营收初见成效；并且持续受益年轻化、高端化，丸美有望在中长期持续获得平稳而较高的增速，分产品来看，眼部类的增速将会更快，我们预计公司未来三年营收增速为 4.32%/16.04%/17.21%。
- (2) **成本端：**假设丸美继续定位在中高端市场，主打的是大单品系列与经销商为主的策略，并且经销商返利相比同行较低的前提下，我们计算得出未来几年公司总体毛利率将在 68%上下波动。
- (3) **费用端：**销售费用率方面，考虑到公司推新速度加快，预计销售费用会有上升趋势。管理费用率方面将保持较为稳定。财务费用率方面我们预计未来几年仍将继续保持在 0 以下的较低水平。研发费用率随着公司对研发人员的投入将会呈现上升趋势。

图表 73：公司分部收入、毛利率净利率预测

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
总营收 (百万元)	1575.76	1800.86	1,879	2,180	2,555
yoy	16.52%	14.28%	4.32%	16.04%	17.21%
归母净利润 (百万元)	415.28	514.89	543	576	676
yoy	33.14%	23.99%	5.44%	6.16%	17.32%
护肤类：					
营收 (百万元)	817.98	993.29	1036.99	1202.91	1413.42
yoy	11.50%	21.43%	4.40%	16.00%	17.50%
占比	51.91%	55.16%	55.20%	55.18%	55.31%
毛利率	66.74%	67.64%	67.00%	66.50%	67.00%
眼部类：					
营收 (百万元)	532.02	552.29	578.25	676.55	798.33
yoy	23.89%	3.81%	4.70%	17.00%	18.00%
占比	33.76%	30.67%	30.78%	31.03%	31.24%
毛利率	73.04%	70.28%	71.00%	72.28%	72.50%
洁肤类：					
营收 (百万元)	196.77	228.52	239.95	275.94	314.57
yoy	5.44%	16.14%	5.00%	15.00%	14.00%
占比	12.49%	12.69%	12.77%	12.66%	12.31%
毛利率	63.17%	66.71%	66.00%	64.50%	65.50%
彩妆及其他类：					
营收 (百万元)	27.49	25.90	23.31	24.48	28.64
yoy	1388.06%	-5.79%	-10.00%	5.00%	17.00%
占比	1.74%	1.44%	1.24%	1.12%	1.12%
毛利率	64.44%	55.50%	55.50%	55.50%	55.50%

总成本 (百万元)	498.96	573.46	601.92	699.44	807.33
yoY	16.30%	14.93%	4.96%	16.20%	15.42%
总体毛利率	68.34%	68.16%	67.96%	67.92%	68.40%
销售费用率	33.93%	30.01%	32.50%	33.50%	34.00%
管理费用率	4.60%	5.03%	4.00%	4.70%	4.70%
财务费用率	-0.47%	-1.24%	-1.23%	-1.31%	-1.34%
研发费用率	2.15%	2.49%	2.90%	3.20%	3.50%
(归母) 净利率	26.35%	28.59%	28.9%	26.4%	26.5%

资料来源：公司公告、万联证券研究所整理

5.2 投资建议

公司股价自7月以来处于调整状态，目前股价已从高点下调约30%，主要与公司Q3业绩下滑有关。但我们认为：1) 公司本身质地优。公司财务指标亮眼，在行业内具有较高的盈利能力，期间费用率控制较好，营运方面的管控能力突出；2) 公司拐点已至。品牌年轻化，产业基金孵化新品牌，产品矩阵有望丰富，加大研发力度，推新加速，线上渠道发力，股票激励制度激发员工活力，我们判断明年将能看到公司非常明显的改善。

我们预计公司2020-2022年营收为18.79/21.80/25.55亿元，对应增速分别为4.32%/16.04%/17.21%，2020-2022年归母净利润为5.43/5.76/6.76亿元，对应增速分别为5.44%/6.16%/17.32%，EPS为1.35/1.44/1.69，对应PE分别为43.89/41.34/35.24。根据可比公司估值，我们给予公司2021年48倍PE，对应目标价69.0元，首次覆盖，给予“增持”评级。

图表 74：公司盈利预测和估值

项目	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	1,801	1,879	2,180	2,555
yoY	14.28%	4.32%	16.04%	17.21%
归母净利润 (百万元)	515	543	576	676
yoY	23.99%	5.44%	6.16%	17.32%
毛利率	68.16%	67.96%	67.92%	68.40%
(归母) 净利率	28.48%	28.76%	26.30%	26.34%
ROE	19.3%	16.9%	14.7%	14.4%
EPS (元)	1.28	1.35	1.44	1.69
P/E (倍)	46.28	43.89	41.34	35.24
P/B (倍)	8.92	7.42	6.07	5.07

资料来源：Wind、万联证券研究所

图表 75：可比公司估值表

证券代码	证券简称	股价	2020E	2021E	2022E	EPS (元)
600315.SH	上海家化	39.26	0.55	0.74	1.07	
603605.SH	珀莱雅	169.15	2.39	3.06	3.80	
300740.SZ	御家汇	15.82	0.26	0.44	0.58	

603983.SH	丸美	60.20	1.34	1.58	1.85
证券代码	证券简称	股价	2020E	2021E	2022E
600315.SH	上海家化	39.26	70.98	53.26	36.66
603605.SH	珀莱雅	169.15	70.80	55.33	44.51
300740.SZ	御家汇	15.82	59.83	35.99	27.19
603983.SH	丸美	60.20	44.99	38.06	32.51

资料来源：公司公告、wind、万联证券研究所整理

注：数据截止 2020 年 12 月 08 日，可比公司数据取自 wind 一致预测

6、风险因素

线上增速不达预期风险、产品推新不达预期风险、市场竞争加剧风险。

资产负债表		单位: 百万元				利润表		单位: 百万元			
至12月31日		2019A	2020E	2021E	2022E	至12月31日		2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产		3,128	3,659	4,133	4,987	营业收入		1,801	1,879	2,180	2,555
货币资金		2,102	2,574	2,963	3,722	营业成本		573	602	699	807
应收票据及应收账款		2	4	4	5	营业税金及附加		20	19	25	28
其他应收款		4	13	9	12	销售费用		540	611	730	869
预付账款		21	21	25	29	管理费用		91	75	102	120
存货		187	176	209	243	研发费用		45	54	70	89
其他流动资产		813	870	923	976	财务费用		-22	-23	-29	-34
非流动资产		308	394	753	819	资产减值损失		-14	-4	-5	-5
长期股权投资		0	0	0	0	公允价值变动收益		6	7	8	9
固定资产		249	331	549	714	投资净收益		27	47	41	50
在建工程		0	0	138	38	资产处置收益		0	0	0	0
无形资产		18	22	25	27	营业利润		613	647	682	801
其他长期资产		41	42	41	40	营业外收入		2	0	0	0
资产总计		3,436	4,053	4,887	5,806	营业外支出		1	5	0	0
流动负债		740	816	939	1,085	利润总额		614	642	682	801
短期借款		0	0	0	0	所得税		101	102	109	128
应付票据及应付账款		290	313	363	417	净利润		513	540	573	673
预收账款		163	206	228	266	少数股东损益		-2	-3	-3	-3
其他流动负债		287	297	348	402	归属母公司净利润		515	543	576	676
非流动负债		26	26	26	26	EBITDA		556	548	585	670
长期借款		0	0	0	0	EPS (元)		1.28	1.35	1.44	1.69
应付债券		0	0	0	0	主要财务比率					
其他非流动负债		26	26	26	26	至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E	
负债合计		766	842	965	1,112	成长能力					
股本		401	401	401	401	营业收入 (%)	14.3%	4.3%	16.0%	17.2%	
资本公积		754	754	754	754	营业利润 (%)	26.5%	5.6%	5.5%	17.4%	
留存收益		1,515	2,058	2,772	3,548	归属于母公司净利润 (%)	24.0%	5.4%	6.2%	17.3%	
归属母公司股东权益		2,670	3,213	3,927	4,703	盈利能力					
少数股东权益		0	-3	-5	-9	毛利率 (%)	68.16%	67.96%	67.92%	68.40%	
负债和股东权益		3,436	4,053	4,887	5,806	净利率 (%)	28.48%	28.76%	26.30%	26.34%	
现金流量表		单位: 百万元				ROE (%)	19.3%	16.9%	14.7%	14.4%	
至12月31日		2019A	2020E	2021E	2022E	ROIC (%)	16.6%	13.6%	11.9%	11.5%	
经营活动现金流		466	598	649	749	偿债能力					
净利润		513	540	573	673	资产负债率 (%)	22.3%	20.8%	19.8%	19.1%	
折旧摊销		25	30	32	28	净负债比率 (%)	-78.7%	-80.2%	-75.6%	-79.3%	
营运资金变动		-45	72	88	101	流动比率	4.23	4.48	4.40	4.59	
其它		-27	-45	-44	-54	速动比率	3.95	4.24	4.15	4.34	
投资活动现金流		-699	-126	-259	9	营运能力					
资本支出		-6	-126	-259	-2	总资产周转率	0.52	0.46	0.45	0.44	
投资变动		-720	-54	-50	-50	应收账款周转率	997.39	445.54	567.21	556.55	
其他		27	54	50	61	存货周转率	3.07	3.41	3.35	3.32	
筹资活动现金流		772	0	0	0	每股指标 (元)					
银行借款		0	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	1.28	1.35	1.44	1.69	
债券融资		0	0	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)	1.16	1.49	1.62	1.87	
股权融资		842	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	6.66	8.01	9.79	11.73	
其他		-70	0	0	0	估值比率					
现金净增加额		538	472	390	758	P/E	46.28	43.89	41.34	35.24	
期初现金余额		1,563	2,102	2,574	2,963	P/B	8.92	7.42	6.07	5.07	
期末现金余额		2,102	2,574	2,963	3,722	EV/EBITDA	39.52	38.78	35.69	30.01	

资料来源: Wind、万联证券研究所

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。
基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。

免责条款

本报告仅供万联证券股份有限公司（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。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的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、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

电话：021-60883482 传真：021-60883484

北京 西城区平安里西大街 28 号中海国际中心

深圳 福田区深南大道 2007 号金地中心

广州 天河区珠江东路 11 号高德置地广场