

商贸零售

上海上美：多品牌战略布局+营销持续迭代，传统国货龙头积极变革拥抱成长

行业：化妆品市场增长稳健，本土品牌迎来发展机遇

①从行业规模来看：化妆品市场空间广阔，母婴护肤赛道增速领先。中国作为全球第二大化妆品市场，按零售额计近 10 年 CAGR 为 12%，远超全球化妆品市场 1.5% 的年复合增长率，但相较于发达国家，中国人均化妆品开支较低。从细分领域来看，护肤品领跑化妆品市场，2020 年护肤品占整个化妆品市场的 49%，其中母婴市场规模增速领先其他品类。随着品牌研发投入增加和中国人均 GDP 上升，国货品牌在国内市场增长空间较大，未来在中国市场中的份额有望赶超国际品牌。

②从竞争格局来看：行业集中度较为分散，头部国货品牌市占率有望提升。2021 年我国化妆品市场本土品牌占比 28%，对标日本、韩国、美国本土品牌市占率 73%、63% 和 55%，国牌份额仍有提升空间。同时我国化妆品市场集中度较低，2020 年占 19.8% 市场份额的 CR5 均为国际化妆品集团，存在上升趋势但依旧较为分散。随着新兴媒体平台以及直播平台等创新营销方法出现，线下销售渠道的拓展和对消费者的多维度触达将成为护肤品牌实现长远发展的突破。在母婴护理品市场中，随着近年来社交媒体平台快速崛起，新兴母婴洗护品牌迎来发展机遇，使得我国母婴洗护品牌趋向分散化，其中红色小象发展迅速，位列国货母婴护理品牌第一。

公司概况：多品牌战略布局，传统国货化妆品领导者

上海上美作为科研赋能的多品牌国货化妆品行业领导者，从事护肤、母婴、洗护类产品的生产和销售，拥有韩束、一叶子、红色小象三大知名品牌。研发与供应链实力突出，保障产品可持续发展。根据沙利文数据，公司于 2015 至 2020 年间连续六年位列国货品牌企业前五名。

核心竞争力：自主研发+全渠道布局+全链路闭环营销构建成长驱动三驾马车

①产品力：研发投入加码，研发成果转化加速产品力迭代。公司保持较高的研发投入，研发支出高于行业平均水平，研发费用率也处于行业前列。一方面保持人才梯队建设，积极引进人才，另一方面以上海及神户的中日双科研中心为基础，坚持自主研发，赋能产品创新。

②渠道力：全渠道布局，有效实现消费者触达和市场渗透。加强和扩大零售及分销网络，通过创新渠道开展整体营销活动。积极覆盖多个线上及线下渠道，有效实现消费者触达和市场渗透，灵活调整销售渠道策略。

③营销力：全链路闭环营销，“深度+广度+转化”三驾马车并行。公司独创新六项营销模型，覆盖整个营销流程，包括大媒介投放、全域内容种草、效果投放、电商营销、直播引爆、客户推广。并且前瞻性布局营销渠道，营销投放灵敏，乘时代之风打造国货之光，积极将自身品牌营销与“国货”等话题挂钩。

风险提示：化妆品行业景气度下降；新品牌孵化不及预期；流量成本上升，销售费用率上升等风险。

证券研究报告

2022 年 08 月 16 日

投资评级

行业评级

强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

刘章明

分析师

SAC 执业证书编号：S1110516060001

liuzhangming@tfzq.com

行业走势图



资料来源：聚源数据

相关报告

1 《商贸零售-行业深度研究:润本股份:专注于婴童驱蚊护理的优质国货品牌》
2022-08-15

2 《商贸零售-行业深度研究:口腔护理行业深度研究-市场规模持续增长，电动和专业口腔护理产品快速发展》
2022-07-28

3 《商贸零售-行业点评:出海公司品牌电商渠道红利减弱，ODM 需求仍在，静待原材料及海运成本下降》
2022-06-27

内容目录

1. 公司概况：多品牌战略布局，传统国货化妆品领导者	5
1.1. 发展历程：深耕行业 20 年，传统美妆国货龙头多品牌+多渠道迭代成长	5
1.2. 管理层行业经验丰富，股权结构较为集中	6
1.3. 业务情况：以三大核心品牌为根基，实现多品类协同发展	7
1.4. 募资用途：多维聚焦品牌建设，扩大投入专注研发	9
2. 行业概况：化妆品市场增长稳健，本土品牌迎来发展机遇	10
2.1 行业规模：化妆品市场空间广阔，母婴护肤赛道增速领先	10
2.1.1. 从整体市场上看，化妆品行业稳步增长	10
2.1.2. 从细分领域上看，护肤品领跑化妆品市场，母婴护理品增速领先	11
2.2. 竞争格局：行业集中度较为分散，头部国货品牌市占率有望提升	13
2.2.1. 化妆品整体：市场集中度较低，对标海外头部国货品牌有望提升其市占率	13
2.2.2. 母婴护理：中国本土品牌快速发展稀释海外品牌市占率，市场集中度或有较大提升空间	14
3. 竞争优势：自主研发+全渠道布局+全链路闭环营销构建成长驱动三架马车	16
3.1. 产品力：研发投入加码，研发成果转化加速产品力迭代	16
3.2. 渠道力：全渠道布局，有效实现消费者触达和市场渗透	18
3.3. 营销力：全链路闭环营销，“深度+广度+转化”三驾马车并行。	19
4. 财务状况：近三年收入与经调整利润增速较快，盈利能力与运营效率稳步提升	21
4.1. 收入拆分：公司收入稳定增长，三大主品牌多渠道营收	21
4.2. 盈利能力：毛利率处于行业中游，期间费用稳中有降	22
4.3. 运营效率：周转效率得到改善，现金流质量较高	24
5. 风险提示	25

图表目录

图 1：上海上美发展历程	6
图 2：上海上美股权结构图	7
图 3：主要品牌矩阵：覆盖大众、中高端和高端品牌	7
图 4：韩束产品示意图	8
图 5：一叶子产品	8
图 6：红色小象产品	8
图 7：颜值经济景气持续，化妆品社零占比稳步提升	10
图 8：化妆品社零总体保持较高增速	10
图 9：中国作为世界第二大美妆市场，人均消费具备长期增长空间	10
图 10：对比日本，中国人均化妆品支出占比仍有较大提升空间	10
图 11：从细分领域上看，护肤品领跑化妆品市场，母婴护理品增速领先（亿元）	11
图 12：购买婴儿洗护产品时的关注因素（Top5）	11
图 13：母婴消费人群分布	12

图 14: 母婴产品支出占家庭月收入比例	12
图 15: 2012-2020 年中国人口出生率及新生儿数量	12
图 16: 三胎相关配套政策	12
图 17: 2011-2020 年中国化妆品行业市场集中度情况 (%)	13
图 18: 1962-2010 年美国、日本人均 GDP (现价美元)	14
图 19: 2000-2010 年中国人均 GDP (现价美元)	14
图 20: 各国化妆品本土品牌市占率	14
图 21: 2011 年我国母婴洗护市场前六大品牌市占率	15
图 22: 2020 年我国母婴洗护市场前六大品牌市占率	15
图 23: 2020 年中美日韩 Top10 婴幼儿洗护品牌归属地对比	15
图 24: 2011-2020 年中国婴幼儿洗护品牌归属地变化趋势	15
图 25: 2011-2020 年英、韩、日、美婴幼儿洗护用品行业市场集中度对比	16
图 26: 可比公司研发费用对比	16
图 27: 可比公司研发费用率对比	16
图 28: 可比公司研发人员占比 (上海上美截至 21Q3, 其他公司截至 20 年底)	17
图 29: 公司研发团队	17
图 30: 上海上美环球港总部研发中心	18
图 31: 公司日本神户研发中心	18
图 32: 公司 19、20 和 21Q1-Q3 年销售渠道营收变化 (百万元)	18
图 33: 公司 2019、2020 与 2021Q1-Q3 年销售渠道占比变化	18
图 34: 韩束、一叶子及红色小象淘宝渠道月度 GMV (万元)	19
图 35: 韩束、一叶子及红色小象抖音渠道月度 GMV (万元)	19
图 36: 公司线下收入规模 (亿元) 及占比	19
图 37: 公司营销及推广开支 (百万元) 及占比	20
图 38: 可比公司营销费用占比	20
图 39: 韩束 中国国家游泳队官方合作伙伴	20
图 40: 一叶子冠名《以家人之名》	21
图 41: 红色小象赞助《奇妙的蛋生》	21
图 42: 公司收入 (亿元) 及其同比增速	21
图 43: 公司经调整利润 (亿元) 及其同比增速	21
图 44: 公司收入品牌结构拆分 (百万元)	22
图 45: 公司收入渠道占比拆分	22
图 46: 同业公司毛利率对比	22
图 47: 同业公司净利率对比	22
图 48: 公司各品牌毛利率对比	23
图 49: 公司各渠道毛利率对比	23
图 50: 同业公司销售费用率对比	23
图 51: 公司销售费用结构拆分 (百万元)	23
图 52: 同业公司管理费用率对比	24
图 53: 同业公司研发费用率对比	24
图 54: 同业公司存货周转天数对比 (天)	24

图 55：同业公司应收账款周转天数对比（天）24

图 56：同业公司应付账款周转天数对比（天）25

图 57：公司现金及现金等价物增加/减少净额（百万元）25

表 1：公司管理层履历 6

表 2：募资用途及占比 9

1. 公司概况：多品牌战略布局，传统国货化妆品领导者

三大核心品牌助力公司筑牢发展根基，规模领先的本土化妆品龙头。上海上美化妆品股份有限公司是科研赋能的多品牌国货化妆品行业领导者，起源于 2002 年，其践行多赛道与多品牌的发展路径，主营业务包括护肤、母婴、洗护等品类的生产及销售，拥有韩束、一叶子、红色小象三大知名品牌，同时已推出高肌能、安弥尔、极方等新品牌。从规模来看，根据沙利文 2020 年数据，上海上美是唯一一家拥有两个护肤品牌年零售额超过人民币 20 亿元的国货化妆品公司，按零售额计算，公司于 2015 至 2020 年间连续六年位列国货品牌企业前五名。

研发与供应链实力突出，保障产品可持续发展。上海上美是首家自建海外研发中心的国货化妆品企业，在上海、日本拥有双研发中心。公司优秀的跨境供应链管理能够保证产品质量，实现原料直采、当地生产的模式以满足柔性生产需求。

1.1. 发展历程：深耕行业 20 年，传统美妆国货龙头多品牌+多渠道迭代成长

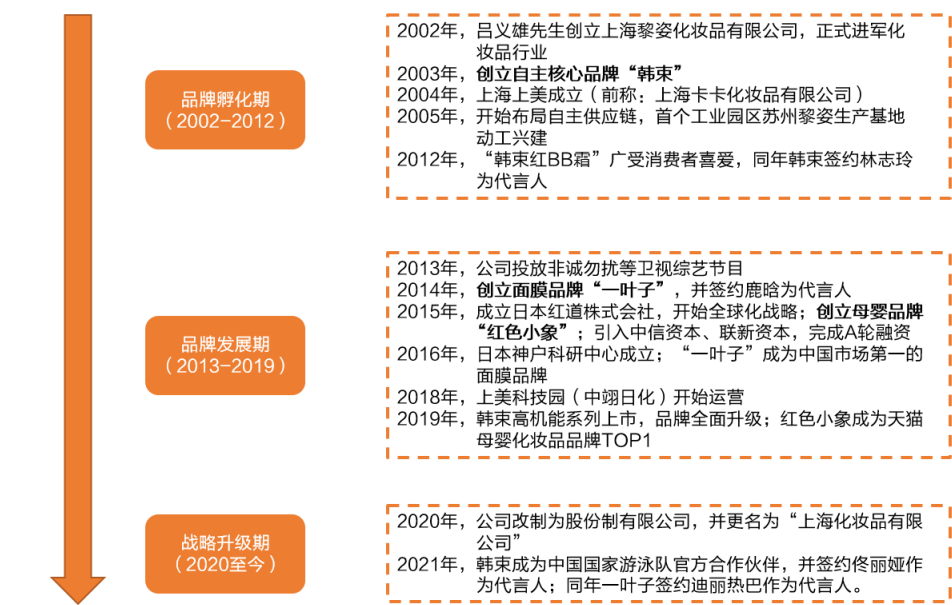
公司发展可分为三个阶段：品牌孵化期（2002 年至 2013 年）、品牌发展期（2013 年至 2019 年）与战略升级期（2020 年至今）。

品牌孵化期（2002 年至 2012 年）：创立核心品牌韩束，入局国货化妆品。吕义雄先生于 2002 年创立了上海黎姿化妆品有限公司，正式进入化妆品行业，并于 2003 年 6 月推出了自主核心品牌韩束，公司依靠线上线下多渠道布局，持续打造消费者心智；期间公司坚持自主研发，并着手布局上下游供应链，2005 年 12 月上海上美首个工业园区苏州黎姿生产基地投产使用。

品牌发展期（2013 年至 2019 年）：多品牌战略+资本，公司迎来高速发展。通过引入白沙兴盛、上海联新及希美投资等外部支持，借助充足的资金助力品牌与渠道的发展，公司于 2014 年和 2015 年推出面膜品牌“一叶子”与母婴护理品牌“红色小象”，并通过与林志玲、郭采洁等明星合作的方式进行营销导流，叠加其不断提升的自主研发能力，使得“韩束”在 2015 年成为领先的国货化妆品牌，“一叶子”与“红色小象”更是分别在 2016 年和 2019 年成为各自细分品类份额第一。品牌的逐步成熟也标志着公司多品牌战略的成功。期间公司践行全球化战略布局，通过在日本成立红道株式会社和神户研发中心，进一步提升其品牌的海外影响力。

战略升级期（2020 年至今）：开拓中高端市场，丰富公司产品矩阵。2020 年公司进军中高端消费市场，拓展品牌矩阵。2021 年推出洗护品牌“极方”，并计划在 2022 年与青蒿素研究团队合作推出针对敏感肌问题的“安敏优”、专注宝宝敏感肌的中国婴童功效护肤品牌“一页”和高端抗衰护肤品牌“山田耕作”等，通过延伸目标客群与提高价格定位的方式，进一步丰富公司的产品矩阵，加强其综合实力。

图 1：上海上美发展历程



资料来源：公司官网，极方官网，韩束官网，天风证券研究所

1.2. 管理层行业经验丰富，股权结构较为集中

公司管理层在化妆品与消费领域经验丰富，团队梯队以 80 后为主。具体来看，公司董事长吕义雄 2002 年入局化妆品行业，截至目前已积累 20 余年的行业经验。首席财务官冯一峰曾就职于普华永道及大型企业集团核心岗位，有丰富的集团财务管理经验。首席运营官郭文静于 2016 年加入公司，曾任欧莱雅中国财务控制总监。研发副总宋洋和副总罗燕（负责新兴媒体平台电视运营及韩束品牌）已在公司任职多年。董事会秘书廉明曾就职于丸美股份，有丰富的投资者关系管理经验。其余管理层在公司各个部门任职多年，业内经验丰富。

表 1：公司管理层履历

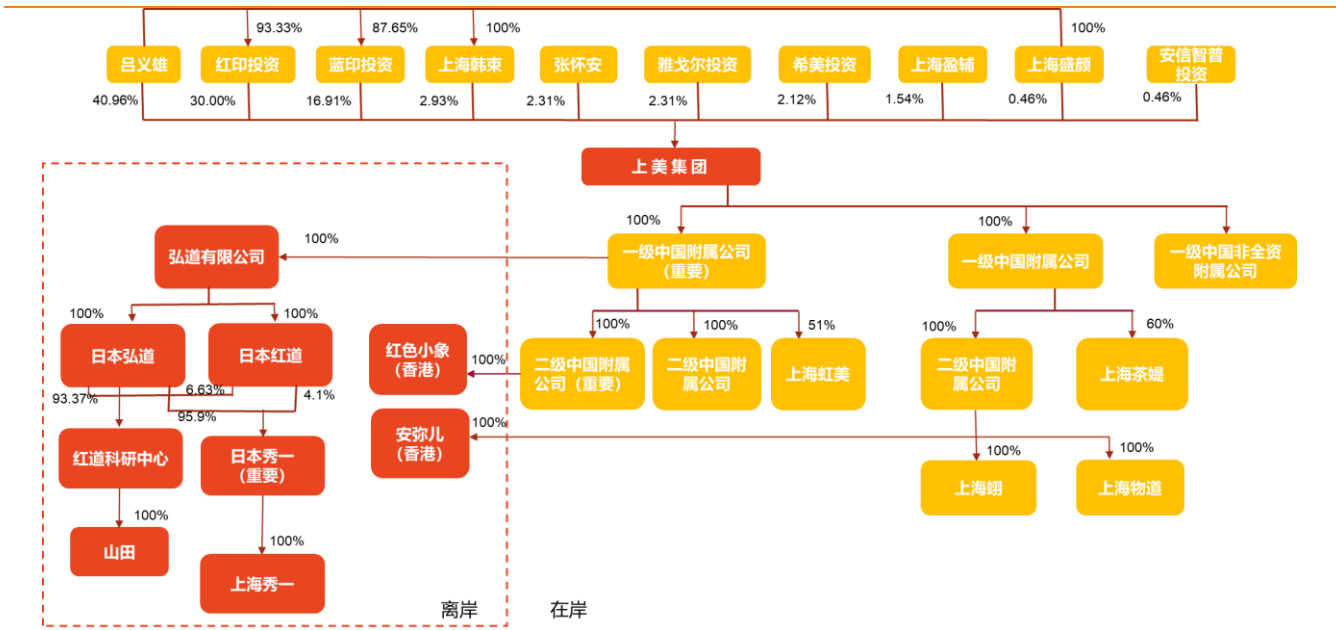
姓名	职务	年龄	加入时间	简介
吕义雄	董事长/首席执行官	43	2014 年 10 月	公司创始人，拥有 20 余年行业经验。
冯一峰	首席财务官	42	2016 年 7 月	加入公司前拥有 8 年审计经验并在国药控股任职财务及资产管理部部长后任国药一致监事会主席，现任公司首席财务官。
郭文静	首席运营官	41	2016 年 10 月	加入公司前曾任欧莱雅中国财务控制总监，加入公司后任公司首席财务官，目前负责公司生产运营及供应链管理工作
宋洋	副总经理（分管产品研发）	31	2013 年 12 月	先后担任项目总监，现为公司全球新产品创新中心总经理，全面负责公司产品研发工作。
罗燕	副总经理（韩束品牌总经理）	34	2012 年 3 月	先后负责新兴媒体平台电视运营及韩束品牌的营销管理工作。
廉明	董事会秘书	38	2020 年 9 月	加入公司前曾任丸美股份董秘。

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

股权结构较为集中，实际控制人吕义雄通过直接&间接方式持有公司 91.27%股份。创始人吕义雄直接持有公司 40.96%的股份，并通过红印投资、上海韩束、南印投资和上海盛颜间接持有 50.31%股份，对公司具有较强的控制力。红印投资、南印投资为员工持股平台，部

分股权用于约 20 名核心员工的股权激励。

图 2：上海上美股权结构图（截至 2022 年 1 月 17 日）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

1.3. 业务情况：以三大核心品牌为根基，实现多品类协同发展

公司主要从事护肤、母婴、洗护等品类的生产及销售。品牌矩阵覆盖大众品牌、中高端品牌，高端品牌，而在产品功效上涵盖抗衰、修复和母婴护理等领域。韩束、一叶子，红色小象为三大品牌为公司营收主力，根据沙利文调查，韩束和一叶子在品牌知名度、购买喜好、受欢迎程度、推荐该品牌的可能性和回购意愿方面均位列国货护肤品牌前十名；而在受欢迎程度和回购意愿方面，红色小象在该两项 2021 年调查中名列国货母婴护理品牌榜首。

图 3：主要品牌矩阵：覆盖大众、中高端和高端品牌

定位	品牌名称	创立时间	品类	定位	品牌logo
大众	韩束	2003年	护肤	定位为科学抗衰，专研亚洲女性肌肤之美	KANS
	一叶子	2014年	护肤	定位为修护肌肤屏障，探索天然纯净植物之美	One leaf 一叶子
	红色小象	2015年	婴童用品	定位为适合中国婴童肌肤的专业母婴护理品牌	红色小象
	高肌能	2019年	护肤	定位为配方温和无添加的大众敏感肌护肤品牌	BiO-G 高肌能
中高端	安弥儿	2019年	母婴	定位为专业的功效型孕肌护理品牌	asnami
	极方	2021年	洗护	定位为寻找针对亚洲人群的专业头皮护理方案	KYOC
	安敏优	2022年	护肤	定位为专研敏感肌微生态的护肤品牌	ARMIOY 安敏优
	一页	2022年	婴童用品	定位为专注宝宝敏感肌的中国婴童功效护肤品牌	NEW PA 一页
高端	山田耕作	计划2022年推出	护肤	定位为高端抗衰护肤品牌	TAZU

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

韩束：定位为科学抗衰，专研亚洲女性肌肤之美，自 2003 年成立到 2020 年零售额达到 29 亿元，韩束通过加强科技研发以提高产品质量与功效，持续深化消费者心智，具有较高品牌知名度。根据凯度统计数据，韩束于 2019 年及 2020 年均跻身护肤类年度消费者十大

首选品牌。

图 4：韩束产品示意图



资料来源：公司官网，天风证券研究所

一叶子：定位为修护肌肤屏障，探索天然纯净植物之美，自 2014 年成立以来，2020 年零售额已超过 20 亿元，已经成为植物护肤产品的领先品牌，一叶子致力于将植物活性成分与专利技术相结合，并不断迎合年轻消费者的纯净美容理念，将其打造成为面向年轻消费者的植物科技环保护肤品牌。根据凯度数据统计，一叶子于 2019 年及 2020 年均跻身护肤类年度消费者十大首选品牌。

图 5：一叶子产品



资料来源：一叶子官网，天风证券研究所

红色小象：定位为适合中国婴童肌肤的专业母婴护理品牌，自 2015 年成立以来，2020 年零售额已超过 15 亿元，红色小象通过使用基于技术的无添加剂天然成分，在母婴护理市场建立起强大的品牌认知度，以应对日益增长的高质量母婴护理产品需求。根据沙利文统计数据，2020 年红色小象在中国市场国货品牌母婴护理产品销售额排名第一。

图 6：红色小象产品



资料来源：红色小象官网，天风证券研究所

1.4. 募资用途：多维聚焦品牌建设，扩大投入专注研发

公司的募资目的主要为加强品牌建设以及提升研发和供应链能力。公司公开发行股票所募集资金主要用于：1）品牌建设，占所募得总金额的 23.9%，其中包括线上、线下营销活动以及名人代言等品牌建设，提升品牌形象和知名度；2）提升研发能力，占所募得总金额的 9.1%，包含功效型护肤产品的研发、打造研究平台、购置试验设备以及招募经验丰富的人员；3）加强生产及供应链能力，占所募得总金额的 14.8%，其中包括自动化设备升级和扩张。其余资金分别用于：增加销售网络的深度和广度（13.4%）、改善数字化信息基础设施（6.0%）、投资或收购其他公司（22.9%）、运营资金及其他一般企业用途（9.9%）。

表 2：募资用途及占比

募资占比	募资用途
23.9%	用于品牌建设。进一步贯彻多品牌战略，巩固升级主品牌，打造新品牌，提升品牌形象和知名度
9.1%	用于提升研发能力。通过加强基础研究和产品开发，保证品牌的持续创新
14.8%	用于加强生产及供应链能力。主要通过工厂生产设施的装修改造，自动化设备升级及产能扩张
13.4%	用于增加销售网络的深度和广度。加强产品的渗透率
6.0%	用于改善数字化及信息基础设施
22.9%	用于投资或收购对业务有协同作用的公司
9.9%	用作运营资金及其他一般企业用途

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

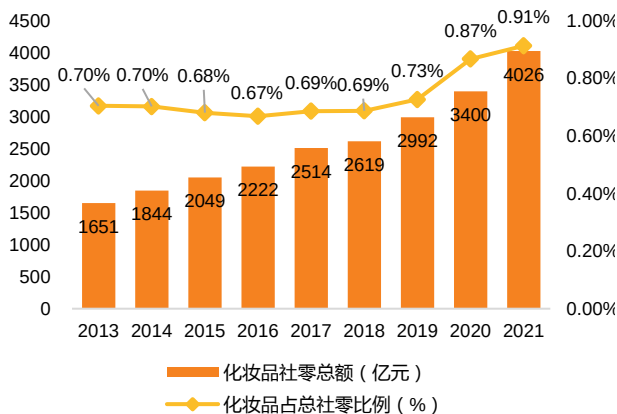
2. 行业概况：化妆品市场增长稳健，本土品牌迎来发展机遇

2.1 行业规模：化妆品市场空间广阔，母婴护肤赛道增速领先

2.1.1. 从整体市场上看，化妆品行业稳步增长

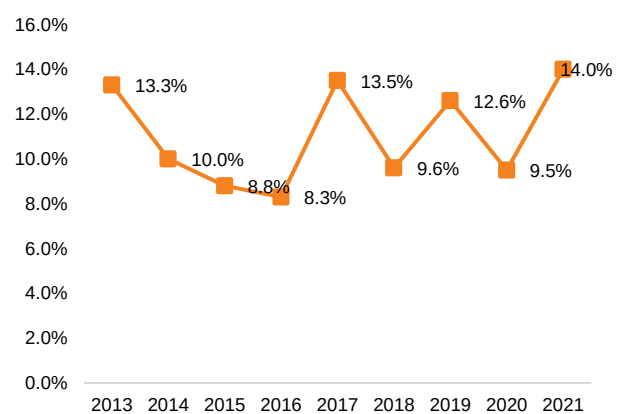
中国是全球第二大化妆品市场，增长空间广阔。随着中国经济发展以及个人消费开支增加，2015 年-2020 年中国化妆品市场呈现快速增长。按零售额计，中国化妆品市场的市场规模由 2015 年的 4801 亿元增加至 2020 年的 8453 亿元，复合年增长率为 12.0%，超过全球化妆品市场 1.5% 的复合年增长率。根据弗若斯特沙利文报告，中国化妆品市场规模将以 9.2% 的复合年增长率增长，2025 年将达到 13102 亿元的市场规模。

图 7：颜值经济景气持续，化妆品社零占比稳步提升



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

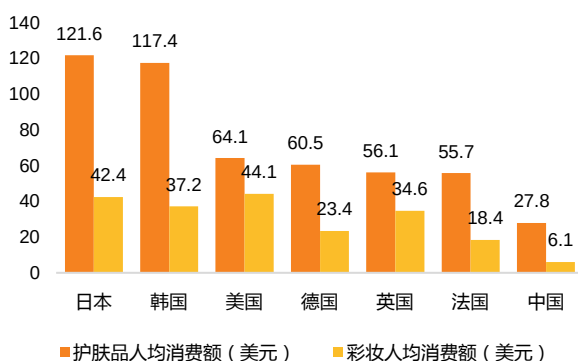
图 8：化妆品社零总体保持较高增速



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

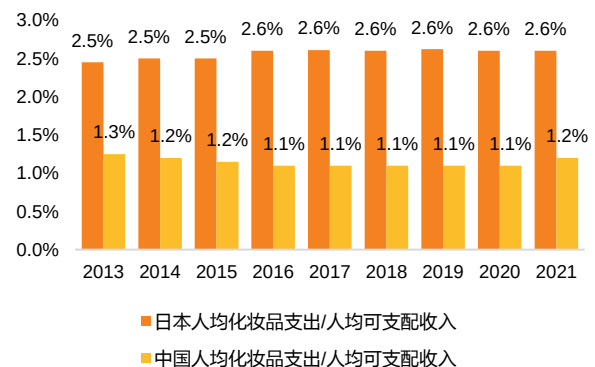
人均化妆品开支较发达国家偏低，未来具有增长潜力。2020 年中国为世界第二大美妆市场，护肤和彩妆产品的人均消费额仅为欧美与日韩等发达国家均值的 1/3 和 1/5，远低于国际水平。除了经济提升与消费升级的驱动，美妆需求全方位延伸与全流程进阶是对人均消费的主要驱动。对比经济条件、历史人文较为相近的日本美妆市场，中国美妆市场人均化妆品支出/可支配收入仍有较大提升空间。目前中国美妆市场人均化妆品支出/可支配收入比例仅为日本的 1/2。

图 9：中国作为世界第二大美妆市场，人均消费具备长期增长空间



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

图 10：对比日本，中国人均化妆品支出占比仍有较大提升空间



资料来源：Wind，欧睿国际，天风证券研究所

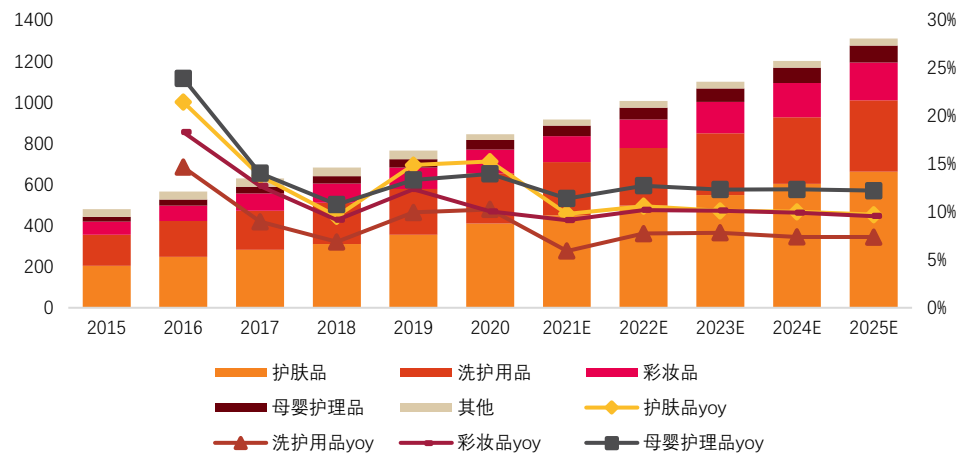
2.1.2. 从细分领域上看，护肤品领跑化妆品市场，母婴护理品增速领先

化妆品可分为五类：护肤品、洗护用品、彩妆品、母婴护理品及其他。2020 年护肤、洗护、彩妆、母婴市场规模分别为 4101、2451、1150、465 亿元，其中护肤品类在总体市场份额中占比最高，据弗若斯特沙利文报告，预计于 2024 年超过 50%。

①护肤品零售额在整体化妆品市场零售额中占比最高，2020 年占整个化妆品市场的 49%。护肤品市场规模由 2015 年的人民币 2,046 亿元增加至 2020 年的人民币 4,101 亿元，复合年增长率为 14.9%。根据弗若斯特沙利文报告，2020-2025 年护肤品市场规模将以复合年增长率 10.0% 增长，2025 年达到 6619 亿元。

②母婴市场规模高速增长，增速领先其他品类。2015-2020 年母婴市场规模按复合年增长率 15.1% 增长，2020 年市场规模达到 465 亿元。据弗若斯特沙利文报告，预期将于 2025 年达到人民币 827 亿元。随着消费升级和对安全性和功能性的母婴护理品需求持续增强，预计未来母婴护理品市场规模将持续扩大，2025 年达到 827 亿元，20-25 复合年增长率为 12.2%。

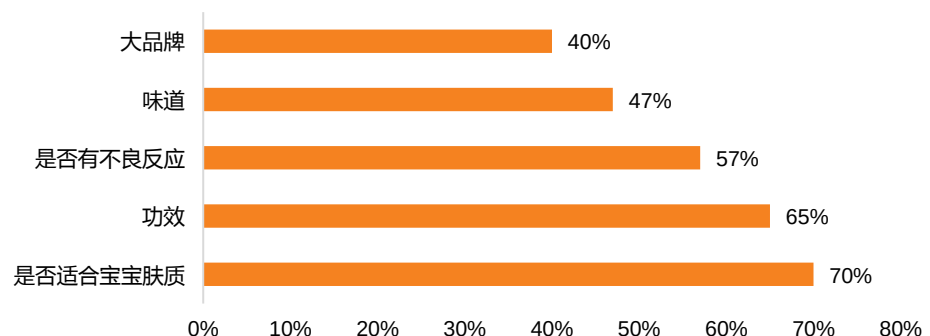
图 11：从细分领域上看，护肤品领跑化妆品市场，母婴护理品增速领先（亿元）



资料来源：弗若斯特沙利文报告，招股说明书，天风证券研究所

母婴洗护行业属性：面向育婴家庭，对产品安全性和功效性要求较高。由于使用群体的特殊性，相比普通洗护用品，消费者会对肤质的适应性、安全性、气味等属性有特殊需求。根据 2021 年艾瑞咨询《中国母婴市场消费趋势研究报告》，育婴家庭在购买婴幼儿洗护用品时最关注产品与宝宝肤质的契合程度、产品功效、使用后是否有不良反应、味道和品牌五个因素，前四个因素均与产品的安全性与功效性有关。

图 12：购买婴儿洗护产品时的关注因素（Top5）

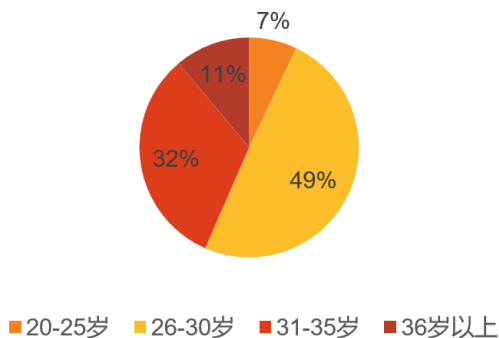


资料来源：艾瑞咨询，天风证券研究所

母婴洗护行业驱动力：需求趋向多样化+精细化，消费升级驱动市场发展

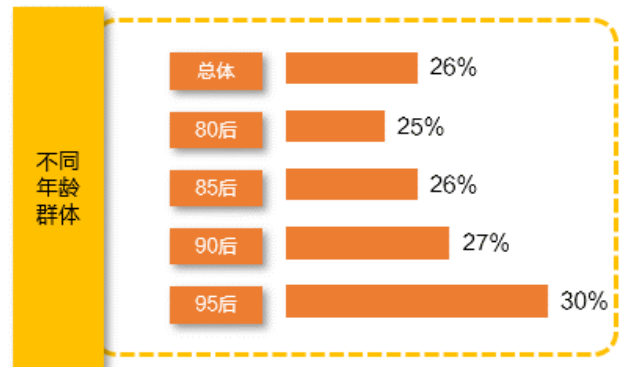
核心驱动来看：90+95 后父母逐渐成为核心消费群体，需求走向多样化+精细化，母婴产品消费升级，驱动行业规模发展。90、95 后逐渐进阶为母婴人群主力军，占比近六成，其更加注重精细化+专业化育儿，需求更加细分化，从而推动对母婴护肤的整体需求，同时年轻一代父母母婴产品的消费理念更加超前，消费意愿更强。根据艾瑞咨询调查，在 90、95 后父母的育婴家庭中母婴产品月支出占家庭月收入的比例达到 27%-30%。与此同时，“科学养娃”“品质养娃”成为育婴家庭的标签，有 89% 的父母表示愿意为高品质的产品付出较高的价格。

图 13：母婴消费人群分布



资料来源：艾瑞咨询，天风证券研究所

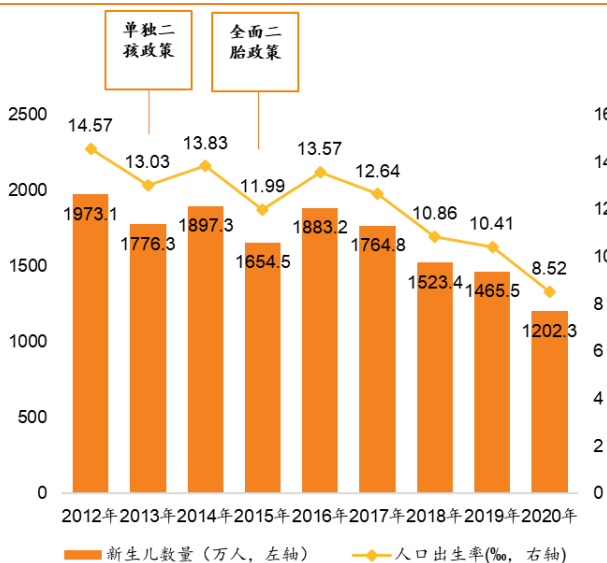
图 14：母婴产品支出占家庭月收入比例



资料来源：艾瑞咨询，天风证券研究所

从政策效应来看，三胎配套政策发力出生率，总体来看对新增人口有修复作用。自 2015 年 10 月“全面二胎”政策实施以来，新生儿数量并未迎来快速增加，但我国人口基数与适婚人群基数大，新生儿数量仍旧较多。从 2013 年“单独二孩”与 2015 年“全面二胎”两次政策节点来看，政策实施后出生率在短期内能有所反弹。2021 年 5 月 31 日，我国进一步推出三胎政策，并且配套推出一系列的辅助政策，显示国家对生育率提振的重视程度已提至前所未有高度，0-12 岁人口下降趋势会减缓，但总体来看未来 0-12 岁人口规模或将仍旧保持较大的基数。

图 15：2012-2020 年中国人口出生率及新生儿数量



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

图 16：三胎相关配套政策

领域	具体政策
生育	修改《中华人民共和国人口与计划生育法》，提倡适龄婚育、优生优育，实施三孩生育政策；完善生育休假与生育保险制度，保障女性就业合法权益；鼓励企业实施灵活休假和弹性工作方式
教育	提升普惠性幼儿园覆盖率；推进义务教育优质均衡发展和城乡一体化；推动学校开展课后文体活动、托管服务；实施“双减”政策，严格规范校外培训，减轻家庭教育负担
医疗	实施妇幼健康保障工程，加快补齐生育相关公共服务短板；促进生殖健康服务融入妇女健康管理全过程；加强儿童保健门诊标准化、规范化建设，做好儿童基本医疗保障工作
住房	鼓励地方政府给予育儿家庭购房优惠政策；地方政府在配租公租房时，对符合当地住房保障条件的育儿家庭，可根据未成年子女数量在户型选择等方面给予适当照顾
税收	推动修改个人所得税法，将3岁以下婴幼儿照护费用纳入个人所得税专项附加扣除

资料来源：中国政府网，天风证券研究所

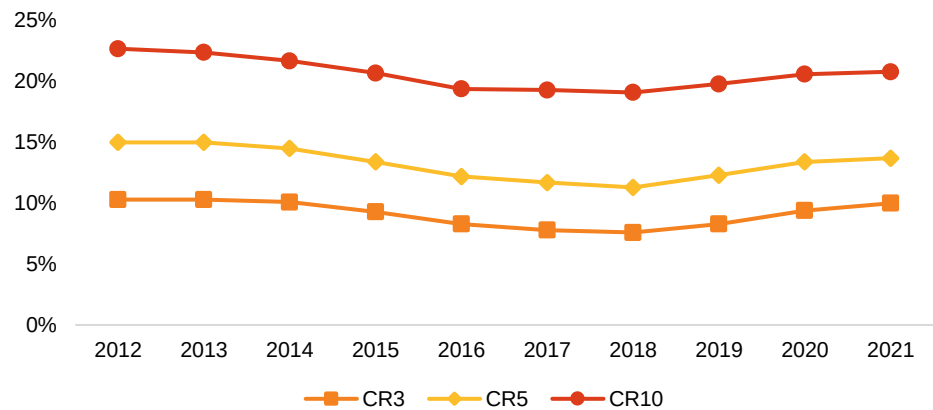
2.2. 竞争格局：行业集中度较为分散，头部国货品牌市占率有望提升

2.2.1. 化妆品整体：市场集中度较低，对标海外头部国货品牌有望提升其市占率

2011-2020 年，我国化妆品行业市场集中度呈现先下降后上升趋势，2016 年 CR3、CR5、CR10 到达低谷，分别为 22%、27.8%和 38.6%。2020 年 CR3、CR5、CR10 分别为 25.6%、32.2%和 42.9%

2020 年占 19.8%市场份额的 CR5 均为国际化妆品集团，据弗若斯特沙利文报告，截至 2021 年 9 月 30 日，上美的零售额为 47.05 亿元，位列国货市场的前三位。在更为成熟的研发实力及供应链、先进生产设施及广泛分销渠道下，领先的国货化妆品公司有望进一步扩大其市场份额。

图 17：2011-2020 年中国化妆品行业市场集中度情况（%）



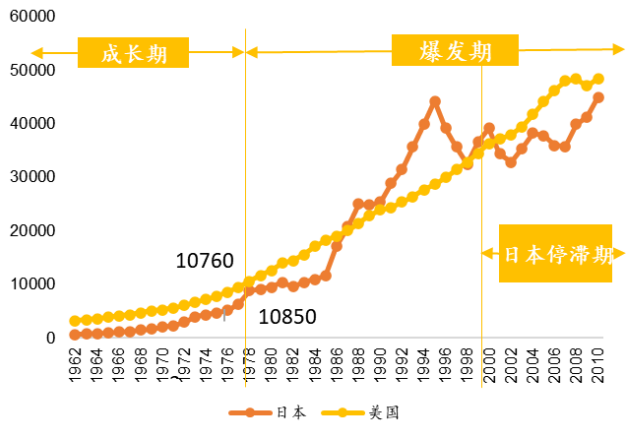
资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

对标日本：当下中国经济、社会环境与日本的 1980s 接近，“颜值经济”下受益新世代消费者经济基础体改+品质消费需求，有望迅速崛起进入行业快速增长期。

①人均 GDP 水平：日本化妆品消费快速增长主要发生在 1980-1993 年，人均 GDP 破万元是增长起点。这一阶段日本经济高速发展，人均 GDP 从 9103 美元增至 35681 美元，增长了 291.97%。对比来看，改革开放以来，中国经济蓬勃发展，2018 年人均 GDP 破万美元，达 10390 美元，也将迎来化妆品市场的快速发展，已具备对应经济基础。

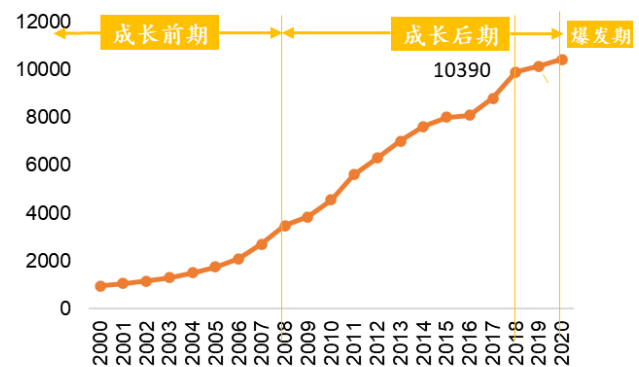
②核心消费人群：当下中国主力消费人口为 90 后及 Z 世代（95 后、00 后），与日本 80s 消费主力“新人类一代”相似，90 后及 Z 世代成长于中国经济高速发展、商品供给迅速扩容的黄金时期，见多识广更追求品质化、差异化的物质满足，带动化妆品行业的渗透和升级。

图 18：1962-2010 年美国、日本人均 GDP（现价美元）



资料来源：wind，天风证券研究所

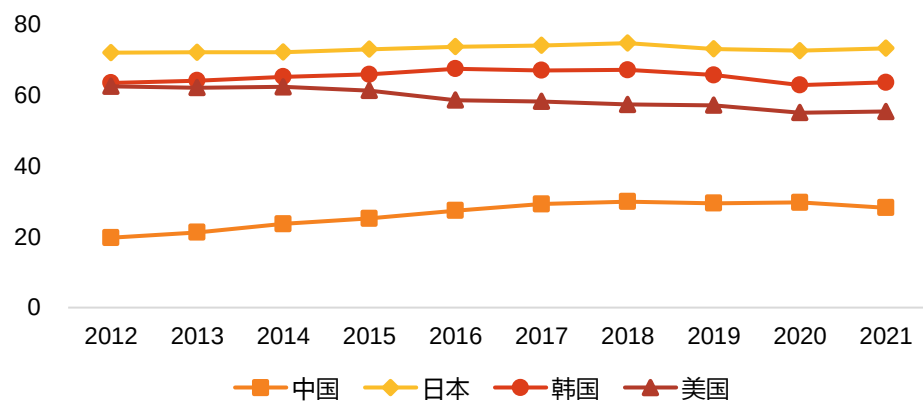
图 19：2000-2010 年中国人均 GDP（现价美元）



资料来源：wind，天风证券研究所

对比各国本土品牌市占率，根据欧睿数据，截至 2021 年底，中国美妆国产品牌市占率仅为 28%，而日本、韩国、美国本土品牌分别占比达 73%、63%和 55%。日韩美法市场都以本土品牌为主，我们认为主要因为：（1）人种的肤质有所不同，本土品牌更着重解决本土肌肤问题；（2）文化和审美的差异导致消费者偏好有所不同。当前中国美妆本土品牌市占率对标海外仍有较大空间，预计随着国货崛起大趋势及头部国产品牌产品力、品牌力提升，有望在行业分化趋势下占据优势。

图 20：各国化妆品本土品牌市占率



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

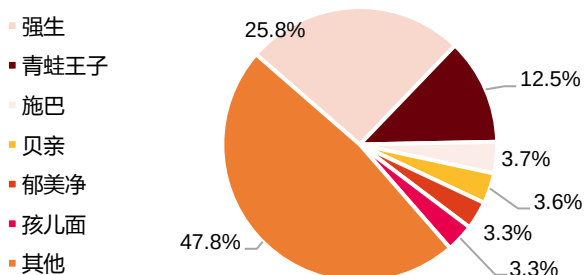
截至 2021 年第三季度，上美在国货品牌护肤产品市场排名第三，零售额为 47.05 亿元，在国货面膜产品市场中位列榜首，零售额为 13.44 亿元，在国货品牌母婴护理品市场中亦居首，零售额为 12.72 亿元。领先的国货美妆公司凭借逐步进阶的产品&品牌力+本土化的营销方式+更敏感的渠道变革嗅觉，有望在未来持续扩充市场份额。

2.2.2. 母婴护理：中国本土品牌快速发展稀释海外品牌市占率，市场集中度或有较大提升空间

从归属地来看，部分本土品牌强势发展，海外品牌市占率遭到稀释。2011 年我国母婴洗护市场前六大品牌以海外品牌为主。其中，美国品牌强生作为行业龙头占据了 25.8% 的市场份额。中国品牌青蛙王子和郁美净分别占比 12.5%和 3.3%。而到了 2020 年，虽然强生仍旧维持市场第一的位置，但市占率已下降至 5.8%，红色小象跃居市占第二（4.1%）。部分本土品牌强势发展，海外品牌市占率遭到稀释，本土品牌与海外品牌的市场份额差距得到缩小。

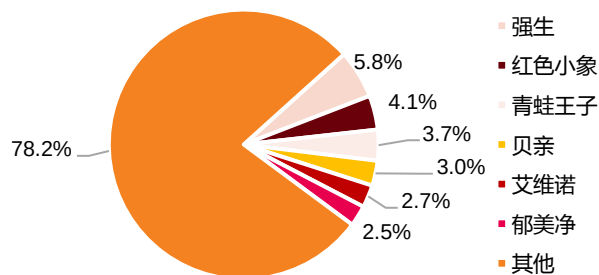
上美旗下母婴日化品牌红色小象发展迅速，创立第二年市占率达 1.5%，位列行业第十位，2020 年市占率进一步提升至 4.1%，位列行业第二位，国货母婴护理品市场第一位。上美的快速发展体现了新零售模式将成为母婴护理行业的一大发展趋势，从产品向服务扩展，从大众向高端扩展，细分化程度更高、更具多样化。

图 21：2011 年我国母婴洗护市场前六大品牌市占率



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

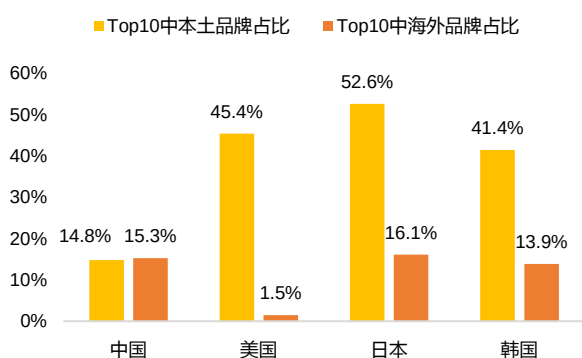
图 22：2020 年我国母婴洗护市场前六大品牌市占率



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

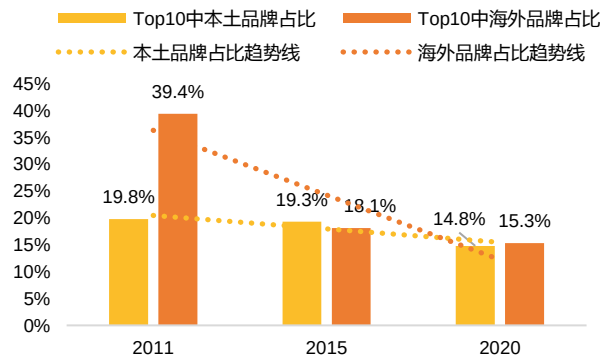
对比海外市场品牌归属地，日韩美婴幼儿洗护市场均以本土品牌为主导，相比之下我国市场呈现本土品牌与海外品牌相持的竞争格局。2011 年中国婴幼儿洗护品牌 Top10 中，海外品牌占比 39.4%，本土品牌仅占 19.8%。近 10 年来 Top10 中海外品牌份额呈下降趋势，折射出新兴本土品牌的发展对海外品牌产生冲击，本土品牌依然有较大的发展潜力。

图 23：2020 年中美日韩 Top10 婴幼儿洗护品牌归属地对比



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

图 24：2011-2020 年中国婴幼儿洗护品牌归属地变化趋势

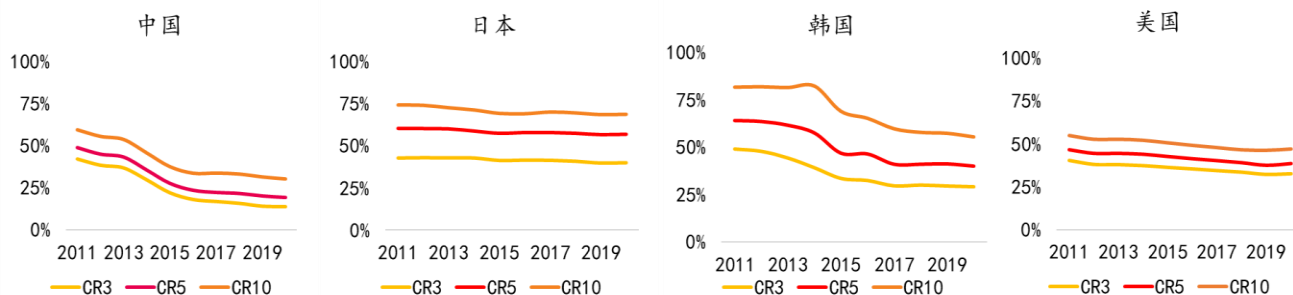


资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

从集中度来看，新兴品牌冲击下，我国婴幼儿洗护市场竞争激烈，市场集中度下降，大龙头暂未存在。近十年，随着电商渠道的崛起和消费观念的转变，新兴品牌大量涌入，婴幼儿洗护用品行业的市场集中度大幅下降。根据欧睿国际的数据，2011-2020 年，行业的 CR3 从 42%下降到 13.6%，CR5 从 48.9%下降到 19.3%，CR10 从 59.2%下降到 30.1%。市场集中度处于较低水平，行业暂无大型龙头。

对比海外市场集中度，我国 CR3、CR5、CR10 均大幅低于发达国家市场，市场集中度有较大提升空间。2020 年我国 CR10 仅有 30.1%，而日、韩均高于 55%，美国也将近 47%。预计我国婴幼儿洗护用品行业市场集中度或具有较大提升空间，部分优势品牌有机会抢占更多的市场份额。

图 25：2011-2020 年英、韩、日、美婴幼儿洗护用品行业市场集中度对比



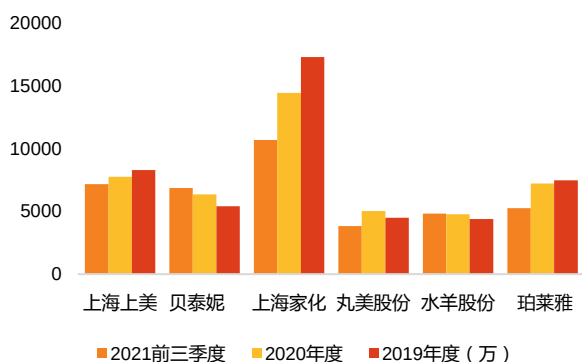
资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

3. 竞争优势：自主研发+全渠道布局+全链路闭环营销构建成长驱动三架马车

3.1. 产品力：研发投入加码，研发成果转化加速产品力迭代

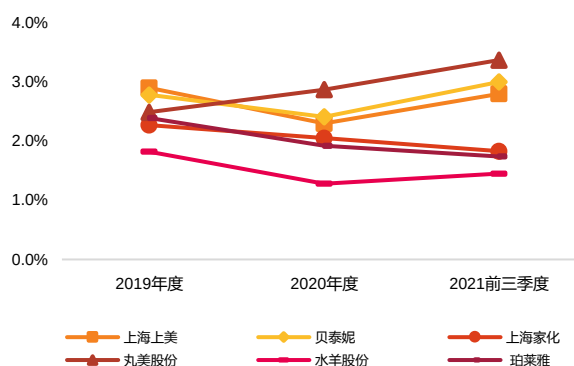
持续高研发投入，赋能公司长期竞争力。持续的研发投入是品牌不断推出的基础，2019 年、2020 年以及截至 2021 三季度，公司的研发费用分别为 8290 万元、7740 万元及 7170 万元，研发费用率分别为 2.9%、2.3%及 2.8%。截止 2021 年第三季度，公司自主研发产品占同期总收益的 97%以上。公司于 2019 年至 2021 三季度一直保持较高的研发投入，研发支出高于行业平均水平，研发费用率也处于行业前列。

图 26：可比公司研发费用对比



资料来源：各公司财报，天风证券研究所

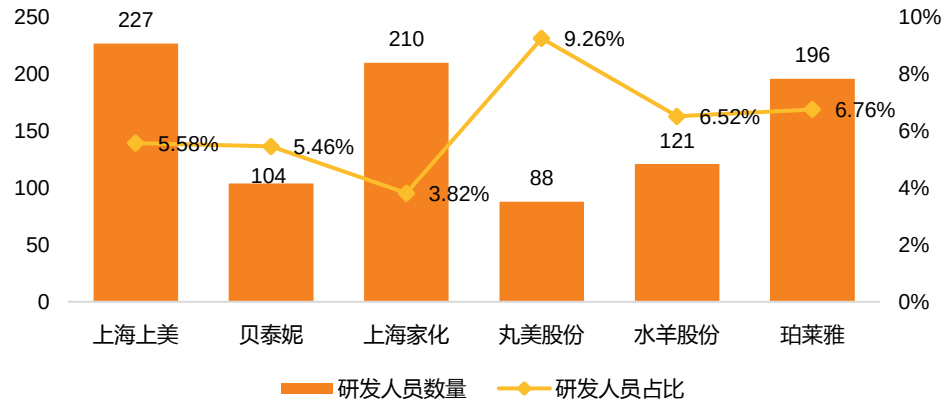
图 27：可比公司研发费用率对比



资料来源：各公司财报，天风证券研究所

研发人才梯队建设完善，为研发提供保障。公司的研发团队由李维博士领导，李维博士在化妆品行业从事约 15 年，在新成分、配方以及产品开发方面拥有丰富经验。公司的核心研发团队由 7 名国际知名科学家组成，在化妆品相关领域的平均经验超过 30 年。此外公司积极吸引和培养具有潜力的年轻研发人员，截至 2021 年 9 月 30 日，公司研发团队共有 227 人，其中 92 人持硕士及以上学历，约占研发团队的 40%，公司研发人员占总雇员的 5.58%。总体来说，上海上美研发人员数量在行业中处于较高水平。

图 28：可比公司研发人员占比（上海上美截至 21Q3，其他公司截至 20 年底）



资料来源：上海上美招股说明书，其他各公司 2020 年年报，天风证券研究所

图 29：公司研发团队

研发团队成员	职务	简介
李维博士	副总裁兼全球研发中心负责人	于2002年及2007年在清华大学取得化学工程及工艺专业学士及博士学位。在化妆品行业从事约15年。在全球研发系统中履行多个关键职务超过七年，目前主要负责监控化妆品行业的研发发展趋势、制定总体研发战略及管理重点研发项目。曾任宝洁高级研发经理，在新成份、配方及产品开发方面拥有丰富经验。
黄虎博士	全球首席科学家	有28年的化妆品行业工作经验，曾任宝洁首席科学家，在新产品研发、研发新成份、配方及工艺和效用评估有丰富经验。负责整体管理以及基础研究能力的领导。
胡新成博士	全球研发中心总监	有27年的化妆品行业工作经验，曾任职于宝洁，担任北京研发中心护肤产品开发部的部门负责人。专注于开发新成份、配方及工艺。
付子华博士	日本红道科研中心总监	日本红道科研中心总监。有近27年的化妆品行业工作经验。曾先后担任宝洁的亚洲护肤技术总监及联合利华的护肤品工艺开发全球总监，任日本经济产业省国家项目研发技术顾问。目前负责核心配方的改良及创新、成分的基础研究，并建立公司在日本的研究能力。
内川惠一	中国科研中心首席科学家	中国科研中心的首席科学家。曾于资生堂全球创新中心担任经理35年。专精于乳化技术、护肤产品配方开发及护发产品配方开发。目前负责配方创新的研究和指导工作。
山田耕作	日本红道科研中心护肤首席科学家	日本红道科研中心的护肤首席科学家，有超过30年的化妆品行业工作经验。曾于宝洁新加坡担任SK-II品牌护肤产品的科学家。目前负责基础研究和护肤配方及工艺。
谷口登志也	日本红道科研中心副总监及彩妆首席科学家	日本红道科研中心副总监及彩妆首席科学家，有接近40年的化妆品行业工作经验。曾于宝洁担任高级科学家。目前负责为中国及日本科研中心的年青研究员提供指导及培训，以进行彩妆品配方及工艺的研发。
板谷行生	日本红道科研中心洗护用品首席科学家	红道科研中心的洗护用品首席科学家，有35年的化妆品行业工作经验。曾担任佳丽宝的专业研究员，专注于日本不同护肤及化妆品产品。目前负责就成分基础研究和洗护用品技术开发提供指导并就有关医药及生产设备的日本法规提供技术支持。

资料来源：招股说明书，公司官网，天风证券研究所

以上海及神户的中日双科研中心为基础，坚持自主研发，赋能产品创新。从研发中心看，公司是首家在海外自建研发中心的国货化妆品企业，如 2016 年公司在神户成立日本红道科研中心，助力基础研究。从研发成果看，经过多年基础研发上的努力，公司已在各个领域取得显著成果，在中国已取得超过 200 项的专利，如与 TIRACLE（利用双菌发酵技术开发的核心成份）、AGSE（活性葡萄籽提取物）及青蒿油 AN+（青蒿提取物）有关的先进研究成果或专利技术。

图 30：上海上美环球港总部科研中心



资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 31：公司日本神户科研中心

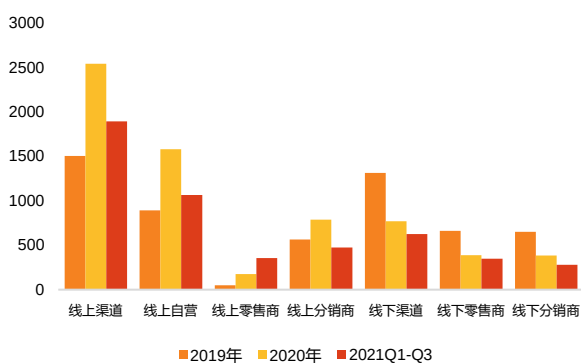


资料来源：公司官网，天风证券研究所

3.2. 渠道力：全渠道布局，有效实现消费者触达和市场渗透

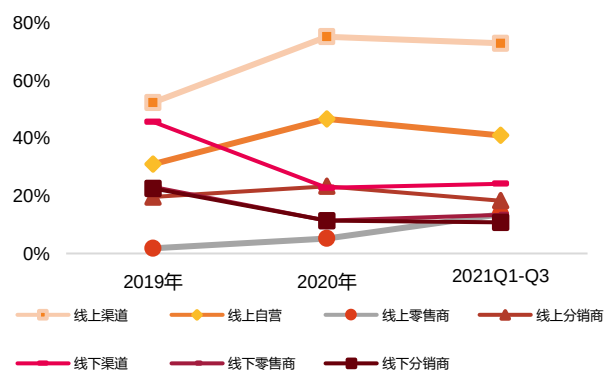
加强和扩大零售及分销网络，通过创新渠道开展整体营销活动。随着公司销售网络的快速发展和壮大，目前公司拥有广泛的零售及分销网络，覆盖多个线上及线下渠道，有效实现消费者触达和市场渗透，并且能够灵活调整销售渠道策略。其中线上渠道主要分为线上自营、线上零售商和线上分销商，在 2019 年、2020 年和 2021 年前三季度，线上自营收入占比分别为 31%、46.7%以及 41%，线上自营占比较高且份额增幅较大，线上分销商收入占比仅次于线上自营，线上零售商收入占比相对较低但占比也快速提升。线下渠道主要为线下零售商和线下分销商，在 2019 年、2020 年和 2021 年前三季度，线下零售商收入占比分别为 23.1%、11.4%、13.4%，线下分销商收入占比分别为 22.6%、11.4%和 10.8%

图 32：公司 19、20 和 21Q1-Q3 年销售渠道营收变化（百万元）



资料来源：公司招股书，天风证券研究所

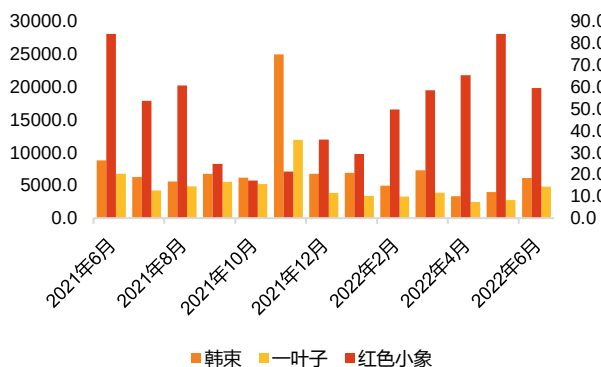
图 33：公司 2019、2020 与 2021Q1-Q3 年销售渠道占比变化



资料来源：公司招股书，天风证券研究所

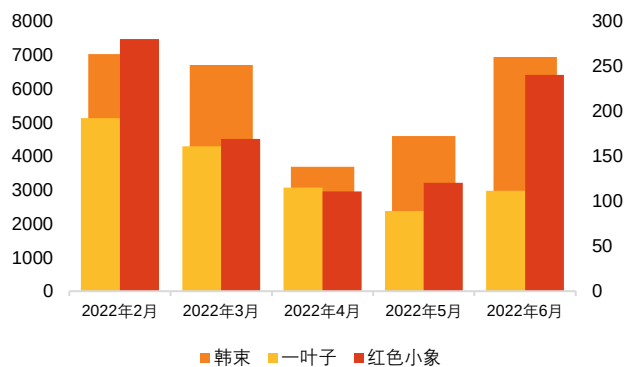
线上渠道方面，公司及时调整渠道布局，加大线上资源的投放力度提高产品曝光率。公司在持续与天猫、京东等主要电商平台的长期合作的同时，还积极发掘在年轻消费者中受欢迎的新兴媒体平台的新增长潜力，如公司已建立专职直播团队，在抖音、快手等新型平台实现了强劲增长。2021 年，公司在抖音的每月 GMV 由约 500 万元增至 1.6 亿元，并且韩束多次位居单日销售排行榜榜首。公司目前线上自营的方式主要包括京东、抖音、天猫、快手，线上零售主要包括唯品会、猫超和京东。2019 年-2021 年 Q1-Q3 线上收入规模分别达到 15.05 亿元、25.43 亿元 (YOY+69%)、18.93 亿元 (YOY+11%)，线上收入占比从 2019 年的 52.4%提高至 2021 年前三季度的 72.9%。截止 2021 年前三季度，按线上零售额计，公司位居国货品牌企业前三。

图 34：韩束、一叶子及红色小象淘宝渠道月度 GMV（万元）



资料来源：魔镜数据，天风证券研究所

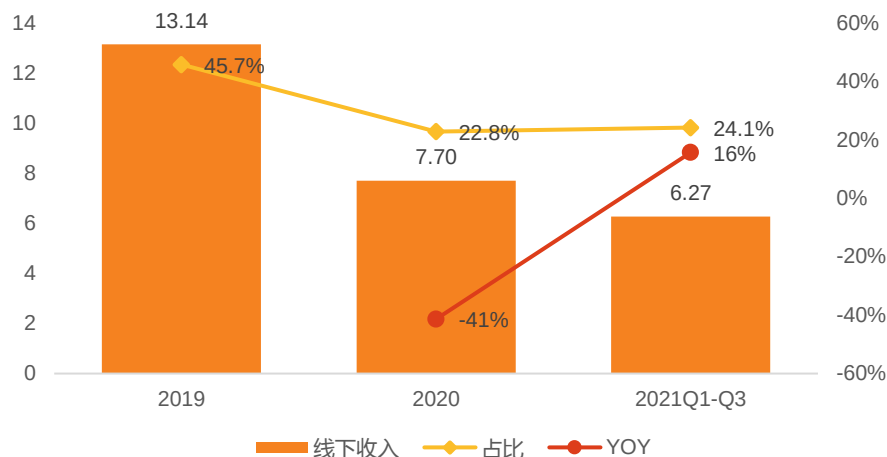
图 35：韩束、一叶子及红色小象抖音渠道月度 GMV（万元）



资料来源：飞瓜数据，天风证券研究所

线下渠道方面，公司主要与知名超市及化妆品连锁店等线下零售商合作，包括屈臣氏、百货以及商超，其中屈臣氏为公司最重要的商业合作伙伴之一。截止 2021 年 9 月 30 日，公司通过屈臣氏 4000 多家门店展示及出售产品，并进一步提高品牌曝光度及知名度。此外，截至 2021 年 9 月 30 日，公司还与 557 家线下分销商合作，覆盖了全中国所有省、市和自治区。受疫情影响，2019 年-2021 年前三季度，公司线下收入规模分别为 13.14 亿元、7.70 亿元（YOY-41%）、6.27 亿元（YOY+16%），线下收入占比从 2019 年的 45.7%下降至 2021 年前三季度的 24.2%。

图 36：公司线下收入规模（亿元）及占比



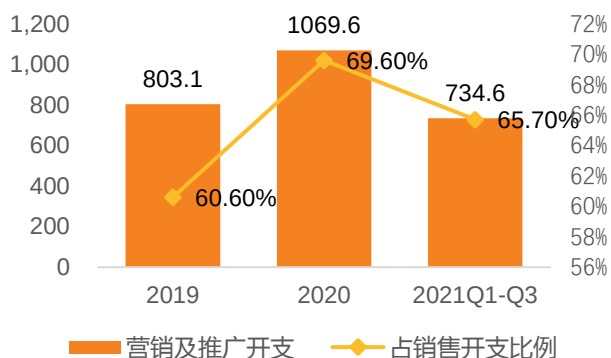
资料来源：招股书，天风证券研究所

3.3. 营销力：全链路闭环营销，“深度+广度+转化”三驾马车并行。

「深度+广度+转化」三驾马车并行，营销策略加速创新。行业格局不断发生变化，公司紧跟时代，抓住机遇，不断创新营销模型，提高营销能力。公司独创新六项营销模型，覆盖整个营销流程，包括大媒介投放、全域内容种草、效果投放、电商营销、直播引爆、客户推广。公司提倡有效营销，致力于通过创新的营销手段获取、转化和留住消费者，实现品效销合一。公司凭借深度了解年轻用户对媒体平台的喜好，有效识别最合适的媒体渠道来吸引年轻消费者。2019 年、2020 年以及 2021Q1-Q3 公司的销售费用分别为 13.25 亿元、15.36 亿元以及 11.19 亿元。销售费用中，营销及推广费用分别为 8.03 亿元、10.7 亿元以及 7.35 亿元，占集团销售开支的 60.60%、69.6%以及 65.70%。相比行业内公司，上海上美

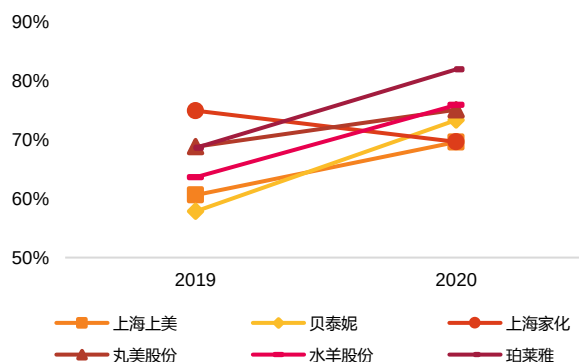
营销费用占销售费用比例处于行业中部水平。

图 37：公司营销及推广开支（百万元）及占比



资料来源：招股书，天风证券研究所

图 38：可比公司营销费用占比



资料来源：各公司年报，天风证券研究所

前瞻性布局营销渠道，营销投放灵敏。2019 年起，上海上美就成立了社交零售、社交电商、社交直播等电商部门，并布局直播、抖音、快手等新兴流量高地。2021 年，上海上美韩束入局抖音电商，1 月-9 月份，连续 3 个月同比增长超 200%，销售额度居美妆国货前列，也超越众多国际大牌；在 9 月的 D-Beauty 抖音心动日活动中，韩束在连续 9 天时间里，实现总 GMV 超 6200 万、全渠道曝光量破 1.7 亿，成为国货中抖音电商的“开拓者”。

乘时代之风打造国货之光。2021 年，韩束官宣为中国国家游泳队官方合作伙伴，在游泳队出征东京奥运会之际，携李佳琦重磅发布《每一刻冠军》态度短片助力奥运，共同致敬冠军精神，各大媒体网站纷纷追逐为该短片所传递出的“全民冠军”价值观“点赞”，该短片在短时间内引爆全网，两天内收获 5 个微博热搜，话题阅读量达 1.3 亿，韩束也凭借该短片获得了最佳事件营销创新奖。同时韩束抓住“韩束夫妇”大火的机会，快速在抖音开通“韩束夫妇”账号，并成功占据淘宝直播“国货之光”小时榜第一的位置。

图 39：韩束 中国国家游泳队官方合作伙伴



资料来源：韩束官网，天风证券研究所

进一步扩大媒体投放，巩固品牌形象。在化妆品领域，各品牌营销百花齐放，上海上美在坚守科研创新、产品品质的同时，依旧在营销领域玩出了自己的特色。线上渠道，公司在 2020 年成功冠名《安家》、《以家人之名》等年度热剧，在 2021 年韩束签约护肤代言人佟丽娅，一叶子签约代言人迪丽热巴，红色小象赞助综艺《奇妙的蛋生》。在线下，公司通

过在全国多个城市的机场、户外大屏幕等投放广告，于购物中心举办活动等提高曝光度，促进营销推广，加深品牌形象和消费者认知。

图 40：一叶子冠名《以家人之名》



资料来源：一叶子官方微博账号，天风证券研究所

图 41：红色小象赞助《奇妙的蛋生》



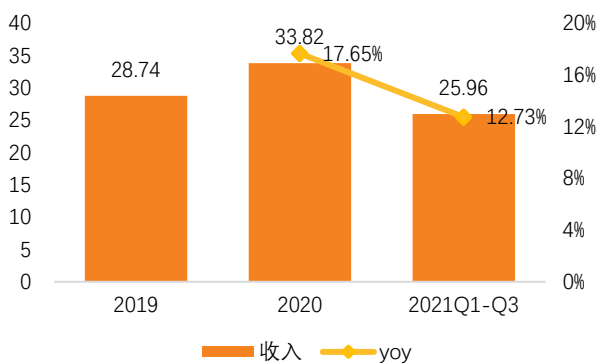
资料来源：红色小象官方微博账号，天风证券研究所

4. 财务状况：近三年收入与经调整利润增速较快，盈利能力与运营效率稳步提升

4.1. 收入拆分：公司收入稳定增长，三大主品牌多渠道营收

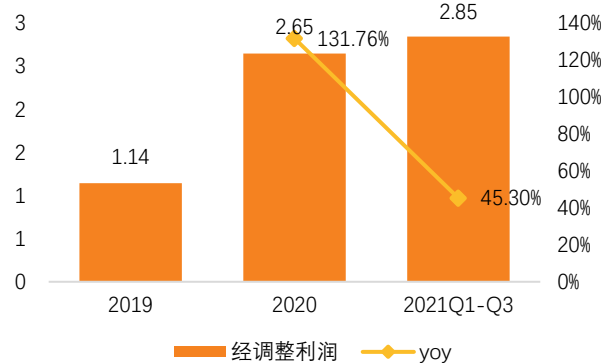
公司收入稳定增长，经调整利润增长迅速，远超收入增长速度。公司 2019 年、2020 年收入分别为 28.74 亿和 33.82 亿，2021Q1-Q3 收入 25.96 亿，收入保持稳健增长的态势。公司 2019 年、2020 年经调整利润分别为 1.14 亿和 2.65 亿，2021Q1-Q3 经调整利润 2.85 亿，超过 2020 年全年。公司经调整利润增速在 2020 年达到 131.76%，且在 2021 年前三季度维持较高增速，我们认为主要来源于中国美妆护肤行业红利和公司采取的卓有成效的营销推广方式。

图 42：公司收入（亿元）及其同比增速



资料来源：wind，天风证券研究所

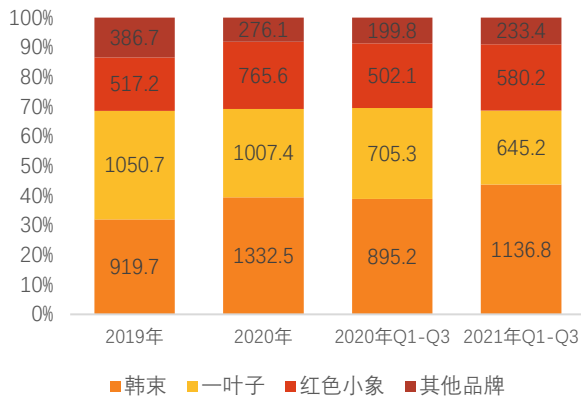
图 43：公司经调整利润（亿元）及其同比增速



资料来源：wind，天风证券研究所

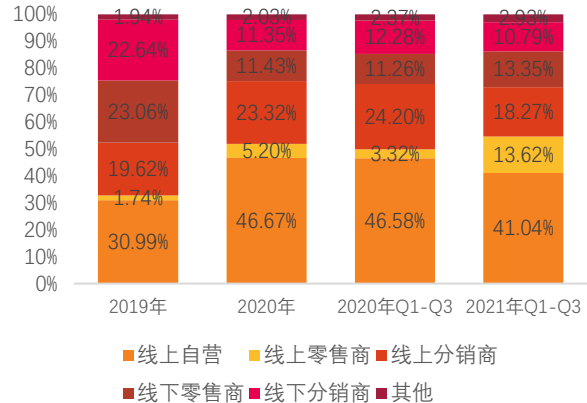
公司在护肤品行业采取具有差异的多品牌战略，收入来源多元分散，线上渠道是公司营收的主要渠道。公司有韩束、一叶子、红色小象三个护肤品牌，且各自具有独特的客群定位，收入来源较为多元。其中，韩束和红色小象两个品牌 2020、2021Q1-Q3 两个时期营收同比上升，成为公司的成长的最主要驱动力，而一叶子营收同比下降。到 2021 年 Q1-Q3，韩束、一叶子、红色小象三个品牌分别占总营收比重 43.80%、24.86%、22.35%。公司正在培育的三个新品牌高肌能、安弥尔和极方以及其他业务，合计占总营收的 8.99%。线上渠道是公司营收的主要渠道，自 2020 年新冠肺炎疫情以来，公司线上渠道收入占比迅速提高，2021 年 Q1-Q3 线上占比为 72.93%，相比 2019 年线上占比提高 20.58pct。

图 44：公司收入品牌结构拆分（百万元）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 45：公司收入渠道占比拆分

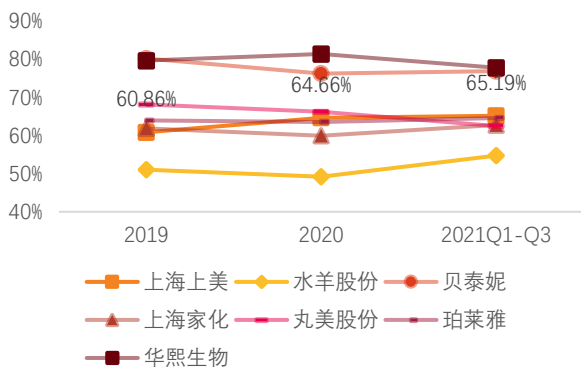


资料来源：wind，天风证券研究所

4.2. 盈利能力：毛利率处于行业中游，期间费用稳中有降

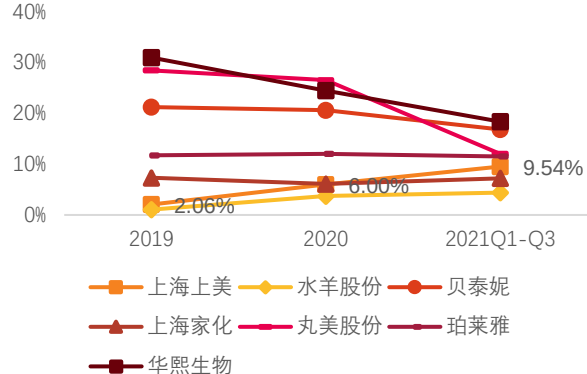
公司毛利率、净利率水平处于行业中游，盈利能力稳步提升。从时间维度看，2019 年、2020 年、2021Q1-Q3 三个时期，公司的毛利率分别为 60.86%、64.66%和 65.19%，处于逐年提升的态势。从行业维度来看，公司毛利率处于行业中游，与上海家化、丸美股份和珀莱雅三个同业公司相近。2019 年、2020 年、2021Q1-Q3 三个时期，公司的净利率分别为 2.06%、6.00%和 9.54%，提升速度较快，盈利水平从行业下游上升到行业中游。公司净利率水平提高主要源于用工成本的减少，新冠肺炎疫情期间政府推出社会保险义务减免政策，公司员工福利开支下降。

图 46：同业公司毛利率对比



资料来源：wind，天风证券研究所

图 47：同业公司净利率对比

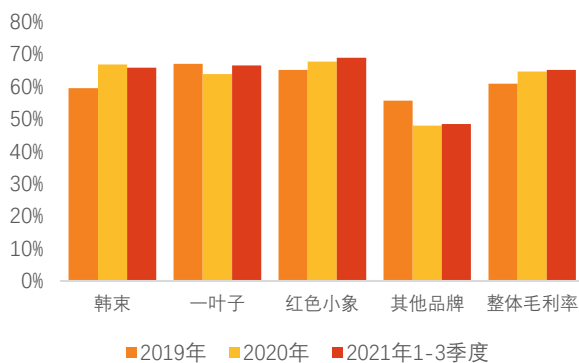


资料来源：wind，天风证券研究所

三大主品牌毛利率相近，线上自营和线下零售是公司毛利最高的渠道。2021 年 Q1-Q3，公司三大主品牌毛利率相近，韩束、一叶子、红色小象毛利率分别为 65.9%、66.6%、68.9%，韩束、红色小象毛利率自 2019 年以来呈上升趋势，一叶子毛利率相比 2019 年下降 0.5pct。

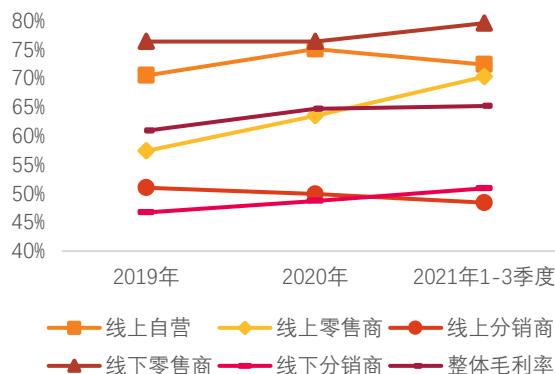
分渠道来看，线下零售和线上自营毛利率最高，2021 年前三季度分别为 79.6%和 72.4%，分销渠道毛利率最低，线上线上分别为 48.4%和 50.9%。随着新冠肺炎疫情影响的逐渐减小，2021 年前三季度公司线下整体毛利率同比上升 5.9pct,达到 66.8%，略高于线上渠道的 66%。公司全渠道毛利率稳中有进，由于公司从事部分 ODM 业务，2021 年前三季度毛利率仅为 32.2%，公司总体毛利率为 65.2%，略低于线上、线下渠道毛利率。总体而言近两年毛利率稳中有进，相比 2019 年上升 4.3pct。

图 48：公司各品牌毛利率对比



资料来源：wind，天风证券研究所

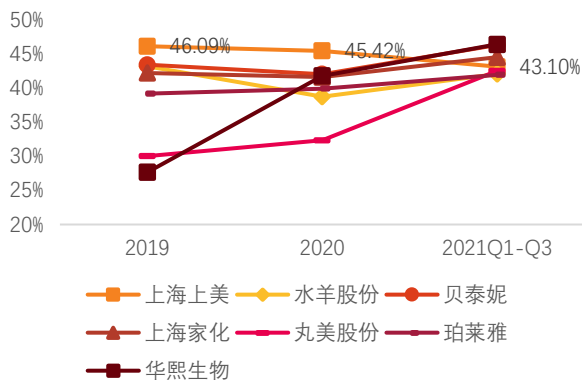
图 49：公司各渠道毛利率对比



资料来源：wind，天风证券研究所

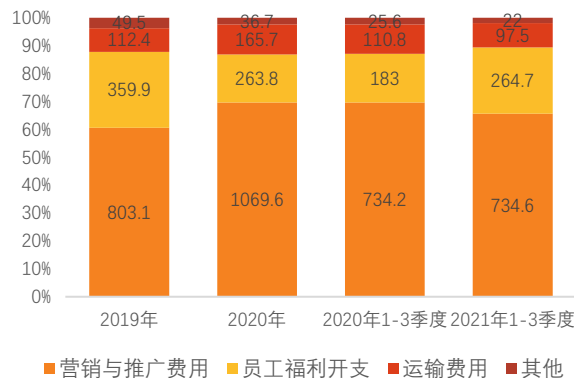
公司营销与推广费用提高，员工福利开支下降，销售费用率整体下降，结构得到优化。公司 2019 年、2020 年和 2021 年前三季度销售费用率分别为 46.1%、45.4%和 43.1%，销售费用率下降的主要原因是 2020 年应对 COVID-19 疫情推出的社会保险义务减免政策使得雇员福利开支下降。同时，公司提高了营销与推广费用的投入，2020 年营销与推广费用同比 2019 年上升 33.18%。公司在与淘系、京东等传统电商平台开展长期合作的同时，积极布局抖音、快手等新兴渠道和小红书等内容平台。

图 50：同业公司销售费用率对比



资料来源：wind，天风证券研究所

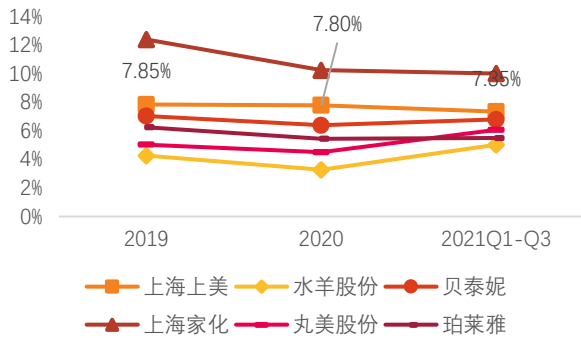
图 51：公司销售费用结构拆分（百万元）



资料来源：wind，天风证券研究所

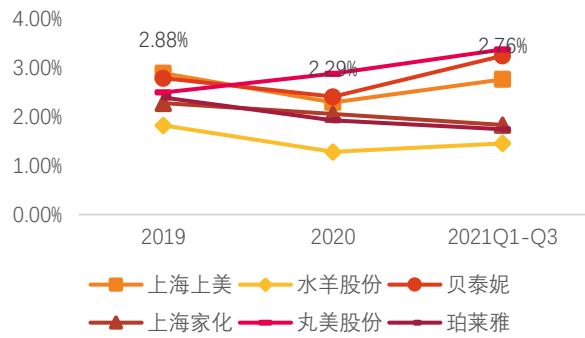
管理和研发费用率稳中有降，财务成本逐年下降。2019 年、2020 年和 2021 年前三季度，公司管理费用率分别为 7.85%、7.8%和 7.35%，在行业内处于较高水平；研发费用率分别为 2.88%、2.29%和 2.76%，相对于可比公司处于行业中游；财务费用分别为 0.82 亿、0.41 亿和 0.17 亿元。总体看来，销售费用率、管理费用率和财务成本呈下降趋势。

图 52：同业公司管理费用率对比



资料来源：wind，天风证券研究所

图 53：同业公司研发费用率对比

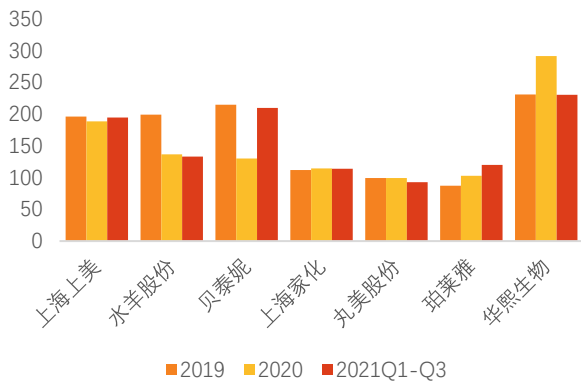


资料来源：wind，天风证券研究所

4.3. 运营效率：周转效率得到改善，现金流质量较高

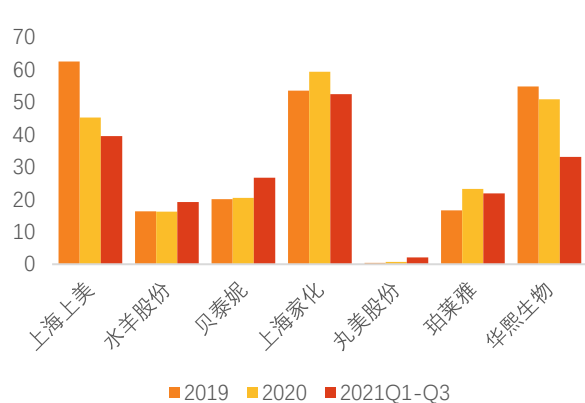
存货周转天数与应收账款周转天数处于行业较高水平，近两年存货周转天数较为稳定，应收账款周转能力得到改善。公司 2019 年、2020 年和 2021 前三季度存货周转天数分别为 196.0 天、188.2 天及 194.6 天，在同业公司中仅低于华熙生物，处于较高水平。但随着公司线上渠道铺排逐渐落实，存货周转天数稳中有降。公司 2019 年、2020 年和 2021 前三季度应收账款周转天数分别为 62.5 天、45.2 天及 39.5 天，处于逐年减少的趋势。2020 年和 2021 年前三季度，公司应收账款周转天数的下滑主要来自线上渠道收益增加以及其他渠道管理能力的改善，2021 年前三季度应收账款周转天数仅次于上海家化，处于行业较高水平。

图 54：同业公司存货周转天数对比（天）



资料来源：wind，天风证券研究所

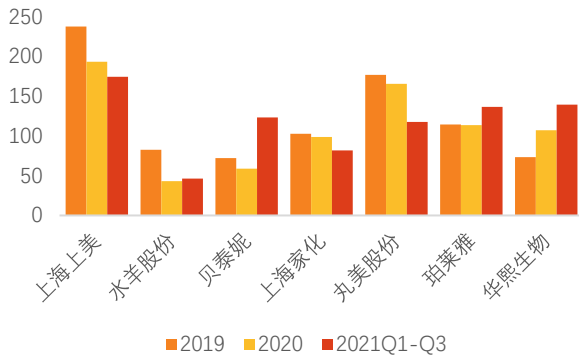
图 55：同业公司应收账款周转天数对比（天）



资料来源：wind，天风证券研究所

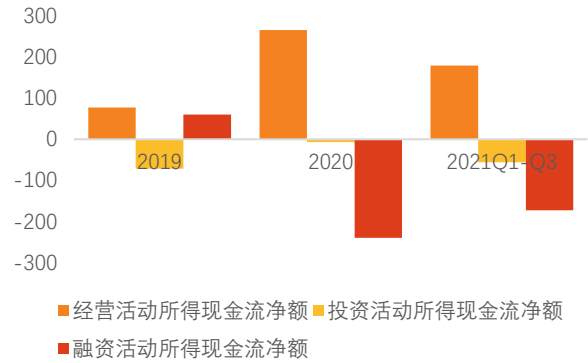
应付账款周转天数处于行业较高水平，经营性现金流为主要现金来源，现金流质量较高。公司 2019 年、2020 年和 2021 前三季度应付账款周转天数分别为 237.6 天、193.5 天及 174.3 天。虽然公司因为加快了与供应商的结算，应付账款周转天数有所下滑，但仍然位于同业第一，说明公司对供应商具有较高的议价能力。公司 2019 年、2020 年和 2021 前三季度现金流净额分别为 0.66 亿、0.19 亿和 -0.50 亿人民币，经营性现金流为公司的主要现金来源。公司 2019 年、2020 年和 2021 前三季度经营性现金流净额分别为 0.77 亿、2.66 亿和 1.79 亿元，呈现上升趋势，主要由于公司业务营收的快速增长。公司现金流质量较高，在经营性现金流净额快速上升的过程中，伴随着应付账款周转天数下降，可见公司不通过拖欠供应商款项来提高现金流量。公司投资活动所得现金流净额从 2019 年的 -0.72 亿上升至 2021 前三季度的 -0.56 亿，融资活动现金流净额从 2019 年的 0.6 亿减少到 -1.73 亿。

图 56：同业公司应付账款周转天数对比（天）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 57：公司现金及现金等价物增加/减少净额（百万元）



资料来源：wind，天风证券研究所

5. 风险提示

- ①**化妆品行业景气度下降**：公司化妆品业务近年来借助化妆品行业红利迅速发展，但随着国内化妆品市场快速增长，更多的国外高端品牌开始布局国内市场，国内市场竞争加剧，公司后续发展面临一定的压力。
- ②**新品牌孵化不及预期**：化妆品行业竞争不断加剧，市场潮流和消费者偏好变化加快，公司新品牌研发失败或未能正确把握消费者偏好，将对公司未来发展产生不利影响。
- ③**流量成本上升，销售费用率上升**：随着互联网整体成本上升，公司进行产品推广需要投入更多的成本，销售费用率上升，降低了公司在研发等方面的投入，不利于企业创新能力的提高。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com