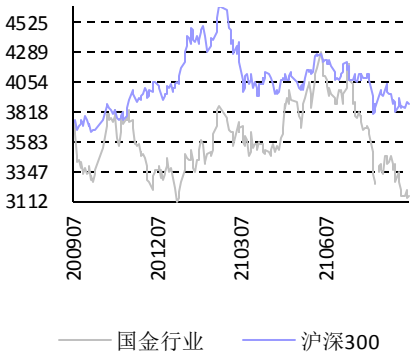
消费升级与娱乐研究中心

化妆品行业研究 买入（维持评级） 行业周报

从“99 划算节”看“双 11”销售

市场数据(人民币)

市场优化平均市盈率	18.90
国金化妆品指数	3153
沪深 300 指数	4843
上证指数	3582
深证成指	14180
中小板综指	13523



相关报告

1.《功效护肤风起，挖掘高景气细分赛道优质个股》，2021.9.11

2.《竞争加速行业集中，关注壁垒型标的-化妆品板块 1H21 业绩总结》，2021.9.4

3.《中国区贡献主要增长，高端及功效表现靓丽-国际化妆品集团 1H2...》，2021.8.30

4.《消费升级助力发展，风靡云涌谁主沉浮-婴童日化行业深度》，2021.8.23

5.《7 月零售增速放缓，呈现月份波动-化妆品行业周报》，2021.8.22

罗晓婷 分析师 SAC 执业编号：S1130520120001
luoxiaoting@gjzq.com.cn

投资建议

- **品牌商**：中长期看，化妆品新规提升功效技术门槛、功效检测费用等创业支出门槛，预计未来 1~2 年内行业小品牌加速出清、向头部品牌集中，功效护肤时代正式来临。线上流量成本提升、行业竞争加剧回归产品力。短期看，展望下半年，7、8 月化妆品终端销售有所疲软，预计部分为化妆品新规注册备案数量短期通过率较低，后续已逐步恢复，建议关注“双 11”销售有望靓丽的**珀莱雅**、**鲁商发展**旗下的瑷尔博士等。
- **生产商**：化妆品新规利好头部具备研发明确功效能力的代工厂，上游代工行业集中度加速提升，关注前期超跌个股、Q4 收入望加速复苏的**青松股份**。
- **代运营**：建议关注下半年新业务贡献业绩、估值相对较低的**壹网壹创**。

主要观点

- **“99 划算节”部分国产品牌天猫旗舰店销售表现亮眼**。“99 划算节”为淘系聚划算推出的促销活动。品牌在“99 划算节”销售表现对“双 11”销售预判有一定参考性。为此，我们重点跟踪了重点化妆品上市公司品牌天猫旗舰店在“99 划算节”销售表现。其中：1）珀莱雅主品牌销售表现靓丽、继续保持高速增长，继 7、8 月在“618”大促调整增速有所放缓情况下，增速环比提升。2）上海家化旗下品牌“99 划算节”促销主力为佰草集及高夫，销售表现较为亮眼、增速环比 7、8 月有显著提升。六神“99 划算节”较 7、8 月略有提速略有提速、玉泽“99 划算节”较 7、8 月增速有所放缓。3）鲁商发展旗下瑷尔博士“99 划算节”继续快速增长、保持良好发展势头。
- **8 月限额以上化妆品零售额同增 0%**，环比 7 月放缓 2.8PCT，相比 19 年同期复合增速为 9.1%，1-8 月累计同增 20%。8 月增速继 7 月持续放缓，主要为 618 消费透支及新规下新品短期备案通过率较低。

行情回顾

- 本周上证综指、深证成指、沪深 300 分别跌 2.14%、跌 2.79%、跌 3.14%，化妆品板块跌 2.03%，跑赢沪深 300 1.11PCT。板块对比来看，化妆品处行业中上游。个股方面，拉芳家化/丸美股份/壹网壹创涨幅居前、主要为此前超跌个股，宝尊电商/丽人丽妆/若羽臣等跌幅居前。

行业动态

- “医用面膜”需求旺，广州创尔生物、敷尔佳、可孚医疗三家公司拟上市；逸仙电商正试图“摆脱”完美日记所带来的“平价”、“彩妆”传统印象，加码高端线和护肤线，投资因明生物入局医美赛道，加速打造多品牌、多种类矩阵；包材商上海艾录 9 月 14 日登陆深交所创业板，首日收盘市值超 90 亿元，20 年营收 7.8 亿元、净利 1.1 亿元，屈臣氏、科丝美诗、纽西之谜为其客户；国内头部牙膏原料供应商金三江 9 月 13 日创业板上市，首日收盘市值超 36 亿元，成为 A 股“牙膏原料第一股”，20 年营收 1.96 亿元、净利 0.62 亿元；化妆品纸质包材商中荣印刷拟在创业板上市，宝洁、欧莱雅为其主要客户；气味图书馆 B 轮融资，由西班牙香水美妆集团 PUIG 独家投资。

风险提示

- 新品/营销/渠道发展不及预期；生产/代运营商大客户流失。

1、行情回顾

本周上证综指、深证成指、沪深 300 分别跌 2.14%、跌 2.79%、跌 3.14%，化妆品板块[1]跌 2.03%，跑赢沪深 300 1.11PCT。

板块对比来看，化妆品处行业中上游。

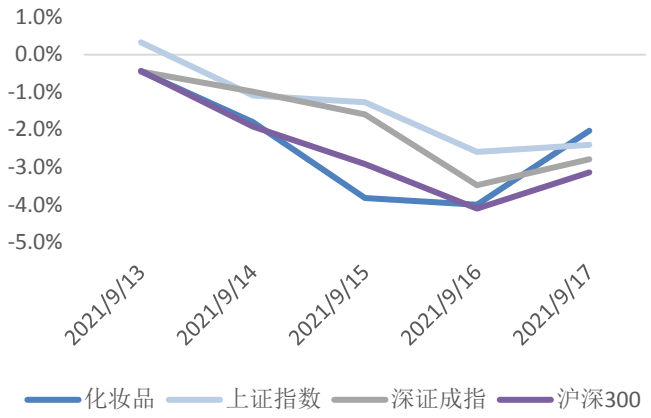
个股方面，拉芳家化、丸美股份、壹网壹创涨幅居前、主要为此前超跌个股、出现反弹，宝尊电商、丽人丽妆、若羽臣等跌幅居前、均为代运营板块个股。

图表 1：本周化妆品板块涨跌幅

板块名称	累计涨跌幅（%）
上证综合指数成份	-2.41
深证成份指数成份	-2.79
沪深 300	-3.14
化妆品板块	-2.03

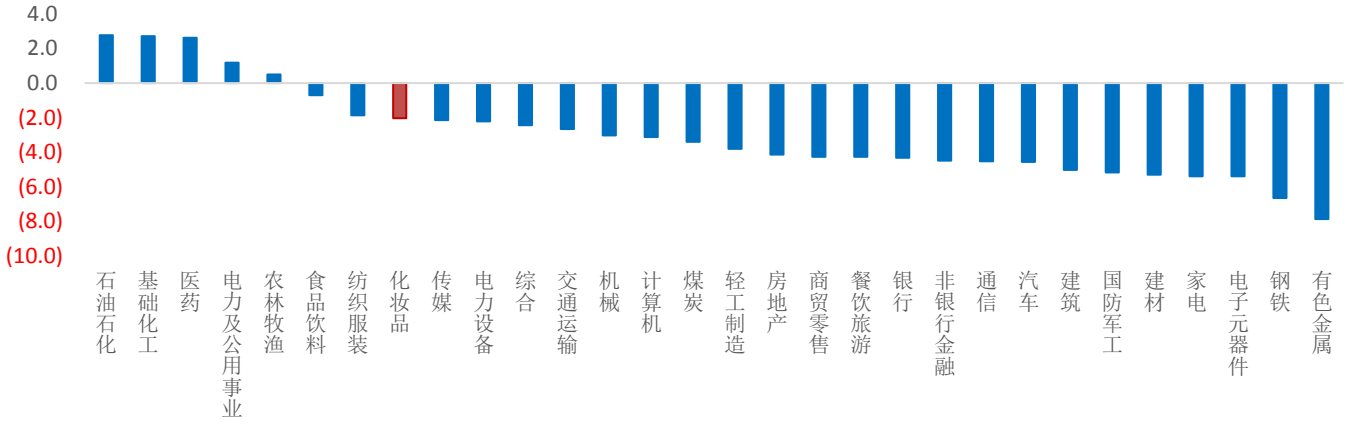
来源：wind，国金证券研究所

图表 2：本周化妆品板块涨跌幅走势



来源：wind，国金证券研究所

图表 3：本周各板块涨跌幅（%）



来源：wind，国金证券研究所

[1] 此处的化妆品板块为国金证券选取的主业涉及化妆品代运营、品牌、生产等相关的 A 股上市公司，包含有壹网壹创、上海家化、珀莱雅、丸美股份、水羊股份、拉芳家化、名臣健康、青岛金王等个股，不同于 Wind 直接披露的化妆品指数（8841109.WI）。

图表 4：本周化妆品个股涨跌幅

证券代码	证券简称	收盘价（元）	累计涨跌幅（%）	相对板块涨跌幅（%）	累计成交量（万股）	市值（亿元）
603630.SH	拉芳家化	21.76	14.65	16.68	4268	49
603983.SH	丸美股份	38.85	14.26	16.29	1954	156
300792.SZ	壹网壹创	57.82	13.31	15.34	2798	138
300132.SZ	青松股份	15.51	3.54	5.57	4489	80
603605.SH	珀莱雅	178.39	1.59	3.62	444	359
300740.SZ	御家汇	17.92	-1.05	0.98	3348	74
600315.SH	上海家化	44.05	-2.11	-0.08	2076	299
300955.SZ	嘉亨家化	33.03	-2.77	-0.74	394	33
6993.HK	蓝月亮集团	6.65	-3.90	-1.87	3019	390
600223.SH	鲁商发展	12.83	-4.11	-2.08	10002	129
YSG.N	逸仙电商	4.72	-4.65	-2.62	774	30
6601.HK	朝云集团	4.15	-5.68	-3.65	1370	55
300957.SZ	贝泰妮	180.99	-7.66	-5.63	1029	767
003010.SZ	若羽臣	21.33	-7.78	-5.75	507	26
605136.SH	丽人丽妆	23.61	-8.02	-5.99	811	95
BZUN.O	宝尊电商	20.27	-8.07	-6.04	400	16

来源：wind，国金证券研究所

2、本周观点

■ **“99 划算节”部分国产品牌天猫旗舰店销售表现亮眼**

“99 划算节”为淘系聚划算推出的促销活动，每年 9.1~9.11 为促销活动期间。品牌在“99 划算节”销售表现对“双 11”销售表现预判有一定的参考意义。

为此，我们重点跟踪了重点化妆品上市公司品牌天猫旗舰店在“99 划算节”销售表现。其中：

1）珀莱雅主品牌销售表现靓丽、继续保持高速增长，继 7、8 月在“618”大促调整增速有所放缓情况下，增速环比提升。

2）上海家化旗下品牌“99 划算节”促销主力为佰草集及高夫，销售表现较为亮眼、增速环比 7、8 月有显著提升。六神“99 划算节”较 7、8 月略有提速、玉泽“99 划算节”较 7、8 月增速有所放缓。

3）鲁商发展旗下瑷尔博士“99 划算节”继续快速增长、保持良好发展势头。

4）华熙生物旗下润百颜、夸迪“99 划算节”继续高增长。

■ **8 月化妆品零售同增 0%，主要为 618 消费透支及新规下新品短期备案通过率较低**

据统计局，21 年 8 月化妆品零售额 294 亿元，同比+0%、增速环比 7 月放缓 2.8PCT，相比 19 年同期复合增速为 9.1%。

1-8 月化妆品零售额累计 2462 亿元，同增 20%，相比 19 年同期复合增 11.3%。

对比其他可选消费品类，8 月化妆品景气度处行业下游、低于社零总额增速。从累计值来看，在所有可选消费品类中处于中游。

我们认为 8 月化妆品零售额增速继 7 月之后持续放缓主要为：

1）行业季节性增强。电商繁荣使传统消费旺季（三八女神节、“618”、“双十一”等）成为品牌商和渠道商关键促销节点，年内销售额及环比的波动性在 20 年“双十一”及 21 年“618”增强明显，大促节点有战线延长、促销

力度加大的特征，但消费者需求端增速相对平稳，受大促吸引消费向 3 月、6 月、10-11 月集中，而在其他月份因提前透支全年消费需求、增速明显下滑，形成旺季更旺、淡季更淡的局面。仍然看好今年双十一销售表现。

2）化妆品新规拖累备案进度。6、7 月备案数量锐减、8 月有所恢复、预计 9 月有望接近或达到正常水平。新规出台对行业影响短空长多，随着行业持续规范化运营，利好长期良性发展。

3、行业动态

■ **“医用面膜”需求旺，撑起三家拟上市公司**

根据 i 美妆头条 9 月 14 日报道：随着消费升级，接受医美项目的消费者逐渐增多，械字号医疗器械中的医用敷料变身“医美面膜”渐渐进入消费者视野中。加之社交软件上美妆 KOL、明星达人的推崇和背书，让医用敷料迅速蹿红出圈。大火之后的“医用面膜”市场吸引了许多品牌入局，接连推出相关产品。就在近期，纽西之谜母公司上海优萃旗下功能性护肤品牌卓立舒正式上市，并推出医用透明质酸钠系列、III 型胶原蛋白医用湿性修复贴等多款“械字号”产品。

医用面膜背后的高毛利也是吸引企业入局的关键。根据中泰证券公布的数据，一片医用敷料生产成本约 1.4-1.6 元，终端售价可达 15-30 元/片，而普通面膜生产成本约 0.95 元/片，售价为 5-10 元/片。旺盛的需求刺激医用敷料赛道发展，一张小小的医用敷料贴片也撑起三家拟上市公司。如：2020 年 12 月 17 日，广州创尔生物科创板过会；9 月 7 日，敷尔佳申请创业板 IPO 获受理；9 月 8 日可孚医疗 IPO 注册获同意，将于深交所创业板上市。

对于这一突然蹿红的“械字号面膜”产品，国家药监局在 2020 年初及时发布了针对所谓“械字号面膜”的科普和澄清。2021 年伊始，全国各地的市场监管部门纷纷开展以“医用冷敷贴”为重点的第一类医疗器械备案清理规范专项检查工作。以上海为例，去年 8 月，针对械字号敷贴在营销上存在虚假宣传和夸大功效等问题，上海市陆续撤销了多个械字号一类医疗器械厂商的生产资质，共涉及 255 家企业。

此外，由于我国医用敷料行业进入门槛较低，行业内生产企业众多，产品同质化严重，国内企业多在低端市场进行低价竞争，在研发端上的投入略显不足。根据招股书，创尔生物在最近 3 年内，累计研发投入为 3287.74 万元，占最近 3 年累计营业收入的 5.04%，勉强超过 5%标准线，科创属性略显不足；可孚医疗在报告期内的研发费用投入占比较低，2018 年至 2020 年，公司研发费用分别为 1,192.52 万元、1,601.49 万元、4,426.35 万元，占当期营业收入比重分别为 1.10%、1.10%、1.86%。

■ **逸仙电商投资因明生物入局医美赛道，加速打造多品牌、多种类矩阵**

根据化妆品财经在线 9 月 16 日报道：9 月 13 日，创新制药公司广州因明生物医药科技有限公司（下称“因明生物”）宣布近日完成近 5000 万美元 A+轮融资。因明生物原有投资方继续追加投入，新投资方济峰资本、逸仙电商、海松资本、倚锋资本、泰欣资本等在本轮融资中加入。据因明生物官网显示，因明生物成立于 2019 年 10 月，是一家平台型生物医药公司，产品管线覆盖眼科药物、新型医美药物、小分子免疫药物、细胞治疗及宠物药物，在研产品十余种。

对于上述消息，逸仙电商方面回应，之所以选择投资因明生物，是因为认为其团队具有前瞻性研发能力、高度协作精神、极强的执行力和广阔的国际视野。近两年来，上市后逸仙电商投资动作高达 8 项。在商业版图不断扩张的过程中，逸仙电商陆续拥有了完美日记（Perfect Diary）、小奥汀(Little Ondine)、完子心选(Abby's Choice)、达尔肤（Dr Wu）、皮可熊（Pink Bear）、科兰黎（Galenic）、Eve Lom、壹安态共八大品牌，品类涵盖了彩妆、护肤及个人护理等领域。

最近财报显示，逸仙电商 2021 年二季度总净营收为 15.3 亿元人民币，与上年同期的 9.932 亿元人民币相比增长 53.5%，逸仙电商已连续三个季度实现同比增长。不过，逸仙电商业绩期内净亏损 3.912 亿元人民币，去年同期的数字为 3.217 亿元人民币。

图表 5：逸仙电商近两年来投资动作统计

时间	投资动作	备注
2019.6	收购小奥汀（Little Ondine）	潮玩彩妆品牌
2020.6	孵化新品牌完子心选（Abby's Choice）	涵盖护肤、彩妆、个护等多品类
2020.11	收购科兰黎（Galenic）	法国高端美容护肤品牌
2021.1	收购达尔肤（Dr.Wu)中国大陆业务	台湾护肤品牌、明星产品杏仁酸
2021.3	收购 Eve Lom	“卸妆界的爱马仕”
2021.3	孵化新品牌皮可熊（Pink Bear）	少女平价彩妆品牌
2021.9	收购壹安态	微生态护肤品牌
2021.9	投资因明生物	生物医药公司

来源：化妆品财经在线，国金证券研究所

不断扩容品牌矩阵、丰富产品品类的确有助于逸仙电商实现多圈层消费者覆盖和全渠道营销，从而成为公司业绩增长的重要引擎。同时，分析逸仙电商的投资偏好，不难发现逸仙电商正试图“摆脱”完美日记所带来的“平价”“彩妆”的传统印象，加码高端线和护肤线。而此次投资因明生物的决策，意味着逸仙电商即将开辟医美蓝海市场，进一步丰富其业务板块。

■ 包材商上海艾录上市，首日涨幅 588%

根据化妆品观察 9 月 14 日报道：9 月 14 日，巴斯夫包材商上海艾录包装股份有限公司（以下简称“上海艾录”）正式亮相深交所创业板。公司证券代码为 301062，发行价格 3.31 元/股，发行市盈率为 12.33 倍。截至当日收盘，上海艾录报价 22.80 元/股，涨幅达 588.82%，总市值 91.29 亿元。

上海艾录成立于 2006 年，主要为工业及消费类企业客户提供包装产品及相关配套服务，具体从事工业用纸包装、塑料包装及智能包装系统的研发、设计、生产、销售以及服务。公司已成为国内领先的“一体化包装解决方案”提供商，其服务 600 余家客户，以世界 500 强和行业龙头为主。2018 年-2020 年，上海艾录营收分别为 5.46 亿元、6.45 亿元、7.75 亿元，归母净利润分别为 0.52 亿元、0.64 亿元、1.11 亿元，无论是公司营收规模还是盈利能力均呈现逐年增长趋势。今年上半年，其营收达 5.16 亿元，同比增长 57.04%，归母净利润为 0.79 亿元，同比增长 75.5%。

目前，上海艾录营收主要来源于工业用纸包装、塑料包装和智能包装系统三大产品线。其中，塑料包装业务是上海艾录重要的收入增长来源，其已针对日化类产品开发出“焊接软管”、双组份料保鲜储存“二代安瓶”、泵压式牙膏管等创新创意产品，配合下游客户实现产品容纳、形象塑造、市场推广等多重目的。近年来，公司也在对不同应用领域进行渗透，包括化妆品、医药等行业在内的新增客户占整体新增客户的比例不断提升，未来公司对医药及化妆品客户的销售规模有望继续扩大。

上海艾录有意拓展更多包装产品类型，故于 2017 年设立了艾鲲新材料，其主营业务为提供化妆品、日用品及食品等行业的包装整体解决方案和服务，主要销售全塑片材管、PE 挤出管、面膜袋、注塑包装制品等。艾鲲新材料自设立后营收规模逐步扩大，但公司净利润一直处于亏损状态。上海艾录表示，在设立初期，艾鲲新材料长期资产折旧摊销较大，研发、宣传等前期投入费用较高，同时相关业务收入需要一定的培育周期实现规模效应，因此暂时处于亏损状态。为扭转亏损，艾鲲新材料于 2019 年和 2020 年新增多家大型化妆品及日化客户，客户结构得到进一步优化，且品牌知名度不断提升。目前，艾鲲新材料为屈臣氏、科丝美诗、纽西之谜、安娜苏、贝亲等客户提供的外包装产品业务，均已实现收入。

图表 6：艾鲲新材料与知名品牌客户合作情况

公司名称	包装物品牌	2020 年销售金额（万元）	合作期限	产品内容
广泽乳业有限公司	妙可蓝多	109.98	2020 年 8 月 20 日至 2022 年 8 月 19 日	塑料棒棒、模具
科丝美诗（中国）化妆品有限公司	科丝美诗	114.45	以订单为准	软管包装
KUMANO YUSHI CO.,LTD	KUMANO	132.86	以订单为准	软管包装
TOKYO HONDA TRADING CORPORATION	贝亲	72.66	以合同为准	牙膏管
纽西之谜（上海）国际贸易有限公司	纽西之谜	56.75	以订单为准	软管包装
LUCY BELLE BIOLOGICAL TECHNOLOGY CO.,LTD	露丝贝儿	17.13	以订单为准	软管包装
苏州科毅生物技术有限公司	屈臣氏	18.59	以订单为准	软管包装
真香无界香水贸易（上海）有限公司	安娜苏	15.29	以合同为准	软管包装

来源：艾鲲新材料招股书，国金证券研究所

■ 金三江正式上市，A股“牙膏原料第一股”诞生

根据化妆品观察 9 月 13 日报道：9 月 13 日，国内头部牙膏原料供应商金三江（肇庆）硅材料股份有限公司（下称金三江）正式在深交所创业板敲钟上市，公司证券代码为 301059，发行价格 8.09 元/股。截至当日收盘，金三江报 26.60 元/股，涨幅达到 267.12%，市值超过 36.13 亿元。公司主要产品为牙膏用二氧化硅产品，应用于口腔清洁护理行业，在我国属于技术创新型产品。目前 A 股市场和新三板中尚没有与之主营产品、业务模式、应用领域完全可比的公司，这意味着金三江正式成为了 A 股“牙膏原料第一股”。

2018 年至 2020 年，金三江的营业收入分别为 1.65 亿元、1.98 亿元和 1.96 亿元，同期净利润分别为 0.48 亿元、0.58 亿元和 0.62 亿元，整体呈现出上涨态势。

图表 7：2018-2020 年金三江财务情况

单位：万元

项目	2020 年度		2019 年度		2018 年度
	金额	变化幅度	金额	变化幅度	金额
营业收入	19,578.39	-1.36%	19,848.67	20.65%	16,452.07
营业毛利	10,195.55	1.27%	10,067.97	17.42%	8,574.08
营业利润	6,997.75	7.02%	6,538.61	17.23%	5,577.60
利润总额	7,245.96	11.50%	6,498.87	16.63%	5,572.03
净利润	6,210.68	7.83%	5,759.64	20.81%	4,767.49

注：营业毛利=营业收入-营业成本

来源：金三江招股书，国金证券研究所

2018 年，金三江营收、净利增幅分别达 48.51%、60.56%。2019 年营收、净利增幅降至 20.65%、20.81%。2020 年受疫情影响，营收出现 3 年内首次负增长，同比减少 1.36%，净利润涨幅 7.83%。随着国内疫情好转，今年上半年，金三江营收和净利再次实现双增长。经初步预测，今年 1-9 月，金三江营收为 1.42 亿元，与上年同期相比增幅为 5.76%；净利润为 0.39 亿元，与上年同期相比下降 4.09%。作为行业内少数专注于牙膏用二氧化硅的企业，金三江在产品种类、研发能力、专利储备、客户关系、合作牙膏品牌、业绩表现等领域，均在不同程度上高于国内同行可比公司。

图表 8：金三江与国内同行业公司对比

公司名称	核心财务数据	主要产品种类	产销率	研发能力	专利储备	销售渠道	客户关系	合作牙膏品牌
金三江	2020 年营业收入 19,578.39 万元，归属于母公司股东的净利润6,210.68万元	磨擦型、增稠型、综合型	2020 年产销率 104.05%	2018 年至 2020 年公司的研发投入累计为 2,849.56 万元，占其累计总营业收入的比例为 5.10%	专利 98 项，其中发明专利 61 项（含 1 项美国注册专利）	直销	与主流牙膏客户合作时间较长	高露洁、宝洁、云南白药、冷酸灵、黑人等
湖南晨光新材料科技有限公司	2017 年经审计的营业收入 2,625.58 万元，净利润为-188.19 万元；2018 年 6 月末未经审计的营业收入 1,079.20 万元，净利润为-358.34 万元	牙膏用二氧化硅（HGY-I组合型、HGY-II磨擦型、HGY-III型增稠型）、橡胶用二氧化硅	未披露	现有职工 54 名	未检索到专利	未披露	根据官网披露，客户有诚志草珊瑚股份有限公司、广州市倩采化妆品有限公司、上海田七日化科技有限公司	草珊瑚、田七、牙博士等
常州市名帆精细化工有限公司	未上市，无公开披露财务数据	牙膏用二氧化硅、牙膏级结晶尿素、牙膏级结晶焦磷酸钠、纺织涤纶油剂十二、十六、十八醇磷酸脂钾盐等系列产品	未披露	未披露	未检索到专利	未披露	主要客户包含外资企业及国内的牙膏制造商	未披露

来源：金三江招股书，国金证券研究所

2018 年-2020 年度，金三江前五大客户的销售金额分别为 1.23 亿元、1.44 亿元及 1.48 亿元，占金三江总营收的比例分别为 74.63%、72.47%及 75.74%。当前国内牙膏市场集中度较高，这导致金三江具有客户集中度较高的风险。然而，目前牙膏市场监管较为严格，作为牙膏磨擦剂和增稠剂的二氧化硅的监管同样趋严，因此牙膏企业倾向于选择安全、稳定、可批量供货的二氧化硅供应商。这表示双方合作壁垒较高，合作关系具有一定稳定性。

口腔清洁护理领域的二氧化硅产品对生产厂商的生产工艺和技术实力要求较高，生产厂商往往需进行大量的研发投入。金三江也很重视产品及工艺创新，并持续投入技术研发。招股书显示，金三江本次拟公开发行股票不超过 3043 万股，拟募集资金 4.72 亿元，用于投资建设二氧化硅生产基地建设项目及研发中心建设项目。同时，金三江还将采取四大措施，推动公司技术不断创新、工艺体系不断完善。这些举措将进一步夯实金三江在二氧化硅原料商领域的龙头地位。

■ 化妆品纸质包材商中荣印刷拟在创业板上市

根据化妆品观察 9 月 11 日报道：宝洁、欧莱雅供应商中荣印刷集团股份有限公司披露招股书，拟在深圳证券交易所创业板上市。此前公司曾分别于 2018 年 6 月、2019 年 6 月两次提交 IPO 申请，这是公司第三次递交上市申请。

根据招股书披露，公司近年业绩呈现上升趋势。在盈利指标方面，对比同业，营收规模更大、盈利能力较强。2018 年-2020 年，公司营收分别为 18.86 亿元、20.63 亿元、21.77 亿元，1H21 营收为 11.93 亿元；2018-2020 年，净利润分别为 1.18 亿元、1.75 亿元、1.86 亿元。1H21 归母净利润为 0.96 亿元。

图表 9：三家纸质印刷包装企业近年营收表现

三家纸质印刷包装企业近年营收表现（单位：亿元）				
企业	2021年1—6月	2020年	2019年	2018年
中荣印刷	11.93	21.77	20.63	18.86
翔港科技	2.88	4.84	3.25	3.57
龙利得	3.46	7.14	8.72	8.61

来源：化妆品观察，国金证券研究所

2018-2020 年公司毛利率稳定，在 25%左右上下浮动 2%，翔港科技、龙利得波动范围均超过 5%。2018 年和 2019 年，公司毛利率水平分别为 23.81%和 25.37%，低于龙利得，但高于翔港科技。2020 年，中荣印刷赶超龙利得，毛利率达 25.26%，位列第一。

图表 10：三家纸质印刷包装企业近年毛利率表现

三家纸质印刷包装企业近年毛利率表现				
企业	2021年1—6月	2020年	2019年	2018年
中荣印刷	23.49%	25.26%	25.37%	23.81%
翔港科技	12.80%	16.99%	18.53%	23.16%
龙利得	19.98%	21.30%	26.70%	26.42%

来源：化妆品观察，国金证券研究所

在产品类别方面，公司主要产品为折叠彩盒和礼盒。2018-2020 年，折叠彩盒营收占比均在 72%以上，2019 年和 2020 年增长率分别为 1.23%和 4.95%。近年来，日化行业对折叠彩盒的需求不断增长。2018-2020 年，公司向日化行业客户销售折叠彩盒的数量分别为 24.74 亿个、26.21 亿个、28.62 亿个。2019 年和 2020 年较上年同期分别增长 5.94%和 9.20%；向日化行业客户销售折叠彩盒产品的收入，则从 2019 年的 7.12 亿元上升至 2020 的 7.94 亿元，同比增长 11.34%。

在下游行业类型方面，公司客户为日化、食品保健品、消费电子等快速消费品行业的企业。其中，日化行业的营收贡献最大，几乎占据半壁江山，涉及化妆品、口腔护理、个人及家庭护理、食品、保健品、医药等领域。2018-2020 年，日化行业营收占比分别为 51.44%、49.74%和 50.37%。2018-2021 年上半年，宝洁一直是公司的第一大客户，二者合作时间长达 15 年。2018-2020 年，宝洁的业绩贡献率均超过 20%，分别为 24.19%、23.50%和 21.86%，呈逐年下降趋势。同期销售金额分别为 4.56 亿元、4.85 亿元和 4.76 亿元。2020 年，高露洁跻身公司新增的前五大客户。2021 年上半年，高露洁成为其第三大客户，销售收入达 5947.01 万元，占总营收的 4.98%。

图表 11：中荣印刷主营业务收入按下游行业拆分情况

单位：万元

行业	2021 年 1-6 月		2020 年度		2019 年度		2018 年度	
	销售金额	占比（%）	销售金额	占比（%）	销售金额	占比（%）	销售金额	占比（%）
日化	56,086.83	47.82	108,182.51	50.37	101,435.46	49.74	95,755.75	51.44
食品、保健品	37,067.14	31.60	64,472.16	30.02	62,674.90	30.74	63,861.24	34.30
电子	14,440.27	12.31	29,611.24	13.79	30,953.14	15.18	17,605.17	9.46
其他	9,692.90	8.26	12,507.96	5.82	8,849.63	4.34	8,946.13	4.81
合计	117,287.14	100.00	214,773.87	100.00	203,913.14	100.00	186,168.29	100.00

来源：中荣印刷招股书，国金证券研究所

化妆品包装新规出台或将影响纸质包装行业。日前，“《限制商品过度包装要求食品和化妆品》国家标准”专题新闻发布会召开，宣告 16 类化妆品迎来包装新标准，对于“化妆品过度包装”的问题提出了明令要求。新标准之下，纸制印刷包装产品正向精细、精致、精品方向发展，包装产品的品种和特性也趋向多样化、功能化和个性化。而日化产品作为快速消费品，历来有注重产品包装的传统，包装已经成为日化产品密不可分的组成部分。中荣印刷表示，日化产品的包装逐渐凸现出彰显个性化的特点，创新、新型环保材料也是日化产品包装的重点发展方向。

■ 气味图书馆完成 B 轮融资

根据化妆品财经在线 9 月 14 日报道：中国本土香氛品牌气味图书馆宣布完成 B 轮融资。本轮融资由西班牙香水美妆集团 PUIG 独家投资，指数资本担任独家财务顾问。融资资金将用于持续研发以当代中国文化为基础的原创香氛产品，打造线上线下联动的体验式消费场景，推进国际供应链的优化与整合以及建设人才团队。

气味图书馆成立于 2009 年，由娄小芝（曾用名：娄楠石）创立，目前，气味图书馆有 3 条主要的产品线，分别为香水、香氛身体护理和家居香氛。成立自主品牌不到 4 年，气味图书馆已获得 3 亿元估值，并连续 3 年蝉联天猫国产香水第一名。2019 年，公司营业收入为 4.8 亿元，较 2018 年同比增 65%。目前，气味图书馆已完成全国多城市布局，近 80 家门店分布在北京大悦城、深圳万象天地等优质商圈，其中一线城市占比近 50%，未来还有可能拓展下沉市场。

本轮融资的投资方 PUIG 成立于 1914 年，是一家在西班牙经家族三代传承，经营时装、香水、美容的企业，在超过 150 个国家/地区开展业务。PUIG 预计将在数字领域和中国市场展现显著增长，据公司预计，到 2025 年，数字渠道将占销售额的 30%，中国市场将占销售额的 25%。Puig 旗下的 Penhaligon’s（潘海利根）2019 年 10 月入驻天猫国际，开业不到 1 年就成长为天猫小众香水 TOP 品牌；L‘Artisan Parfumeur（阿蒂仙之香）去年 8 月入驻天猫国际，开业 10 天销售破百万，仙气高冷的网红款“冥府之路”热销。

据艾瑞咨询发布的《2020 年中国香水行业研究白皮书》显示，中国目前仅占全球香水市场规模的 2.5%，但是自 2017 年起，中国香水市场年均同比增长率超过 25%，到 2030 年，中国很有可能成为全球第二大香水市场。气味图书馆 B 轮注资，将推动公司的品牌发展，同时对 PUIG 在中国市场的业绩起到良好的促进作用。

4、风险分析

新品/营销/渠道发展不及预期；生产商/代运营商大客户流失。

公司投资评级的说明：

买入：预期未来 6－12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6－12 个月内上涨幅度在 5%－15%；
中性：预期未来 6－12 个月内变动幅度在 -5%－5%；
减持：预期未来 6－12 个月内下跌幅度在 5%以上。

行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3－6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；
增持：预期未来 3－6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%－15%；
中性：预期未来 3－6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%－5%；
减持：预期未来 3－6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级(含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上(含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海
电话：021-60753903
传真：021-61038200
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京
电话：010-66216979
传真：010-66216793
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100053
地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳
电话：0755-83831378
传真：0755-83830558
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号嘉里建设广场 T3-2402