行业高景气度不改，透析品牌端四大美妆本土上市公司

——化妆品行业深度系列报告（三）

强于大市（维持）

日期：2020 年 06 月 23 日

行业核心观点：

近年来经济放缓引发“口红效应”，化妆品数据表现亮眼。颜值时代，美妆需求日益增长，加之国潮风起、新兴营销手段的推广，中国化妆品市场蓬勃发展。尽管外资品牌主导了我国化妆品市场，但内资由于迎合年轻一代需求，积极从营销、时尚设计等方面布局，市场份额不断增加。长期随着我国化妆品行业规范度的提升，不达标的小企业将会被淘汰，龙头化妆品公司将进一步抢占市场份额。维持行业“强于大市”投资评级。**建议关注积极拓展品牌和品类矩阵、注重多元化营销以及全渠道布局的A股化妆品公司。**

投资要点：

- **财务指标：（1）规模：**上海家化总规模位列第一，珀莱雅、丸美市值表现突出；**（2）成长能力：**珀莱雅、丸美具有较高的成长性，其余两家有增速放缓态势；**（3）盈利能力：**丸美和珀莱雅在行业内具有较优秀的盈利能力，上海家化盈利能力不突出但稳定，御家汇由于经营不善盈利能力大幅下降。**（4）营运能力：**丸美资金流动性水平较高，珀莱雅次之，上海家化表现较为中庸，御家汇流动性稍弱。**（5）现金流情况：**从每元销售净流入分析，丸美股份通过销售获取现金的能力更强。

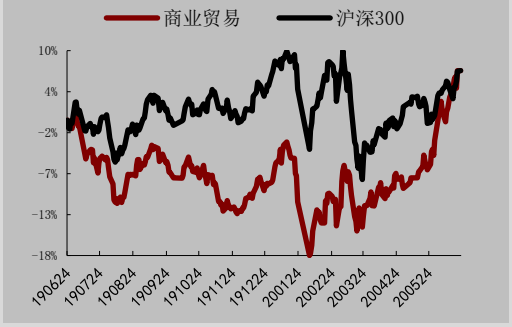
- **产品：多品牌策略布局市场，差异化竞争各有千秋。（1）珀莱雅：**主品牌+多个细分领域品牌，全面布局大众消费。**（2）丸美：**护肤领域全面覆盖，近年尝试布局彩妆。**（3）上海家化：**多个优质品牌齐发力，广泛布局日化领域。**（4）御家汇：**多个自主品牌差异定位，全面覆盖不同消费群体。

- **营销：新媒体营销层出不穷，更注重内容产品气质相符。（1）珀莱雅：**多元营销打造爆款产品。**（2）丸美：**围绕眼部产品持续发挥产品优势。**（3）上海家化：**差异化营销凸显品牌特点。**（4）御家汇：**新媒体渠道大力推广面膜产品。

- **渠道：全渠道策略盛行，各家不断调整渠道结构。（1）珀莱雅：**线上线下渠道并重，线上表现略优于线下。**（2）丸美：**渠道策略分配均衡，线下深耕二三线城市。**（3）上海家化：**全渠道发展战略，线下零售店数量占优。**（4）御家汇：**以电商销售渠道为主，线下采用经销、代销模式。

- **风险因素：**市场竞争加剧风险、本土品牌高端化不及预期风险、质量安全风险。

商业贸易行业相对沪深300指数表



数据来源：WIND,万联证券研究所

数据截止日期： 2020 年 06 月 22 日

相关研究

万联证券研究所 20191209_行业专题报告_AAA_化妆品行业系列深度（二）

万联证券研究所 20191204_行业专题报告_AAA_化妆品行业系列深度（一）

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： liying1@wlzq.com.cn

万联证券

目录

1、四大本土美妆上市公司简介.....5
1.1 珀莱雅：知名大众美妆品牌，重点布局二三线城市.....5
1.2 丸美股份：主品牌深耕抗衰老领域，旗下眼部产品备受瞩目.....5
1.3 上海家化：国货品牌代表企业，拥有多个优质子品牌.....6
1.4 御家汇：面膜品类龙头企业，以电商销售为主要渠道.....6
2、财务指标对比.....7
2.1 规模：上海家化总规模远超其余三家.....7
2.2 成长能力：各企业均具备较好的增长势头.....8
2.3 盈利能力：丸美、珀莱雅盈利能力优于同业.....9
2.4 营运能力：丸美管控能力明显优于同业.....11
2.5 现金流量情况：销售获现能力呈下降趋势.....11
3、产品：多品牌策略布局市场，差异化竞争各有千秋.....12
3.1 珀莱雅：主品牌+多个细分领域品牌，全面布局大众消费.....13
3.2 丸美股份：护肤领域全面覆盖，近年尝试布局彩妆.....14
3.3 上海家化：多个优质品牌齐发力，广泛布局日化领域.....15
3.4 御家汇：多个自主品牌差异定位，全面覆盖不同消费群体.....17
4、营销：新媒体营销层出不穷，更注重内容产品气质相符.....18
4.1 珀莱雅：多元营销打造爆款产品.....18
4.2 丸美股份：围绕眼部产品持续发挥产品优势.....21
4.3 上海家化：差异化营销凸显品牌特点.....22
4.4 御家汇：新媒体渠道大力推广面膜产品.....23
5、渠道：全渠道策略盛行，各家不断调整渠道结构.....24
5.1 珀莱雅：线上线下渠道并重，线上表现略优于线下.....26
5.2 丸美：渠道策略分配均衡，线下深耕二三线城市.....27
5.3 上海家化：全渠道发展战略，线下零售店数量占优.....29
5.4 御家汇：以电商销售渠道为主，线下采用经销、代销模式.....29
6、总结：本土美妆企业具有高成长性值得关注.....31
7、投资建议.....32
8、风险提示.....32

图表 1：珀莱雅历年营业收入及同比增速.....5
图表 2：珀莱雅历年归母净利润及同比增速.....5
图表 3：丸美历年营业收入及同比增速.....6
图表 4：丸美历年归母净利润及同比增速.....6
图表 5：上海家化历年营业收入及同比增速.....6
图表 6：上海家化历年归母净利润及同比增速.....6
图表 7：御家汇历年营业收入及同比增速.....7
图表 8：御家汇历年归母净利润及同比增速.....7
图表 9：化妆品公司营业收入对比（亿元）.....8
图表 10：化妆品公司归属母公司股东的净利润对比（亿元）.....8
图表 11：化妆品公司总资产对比（亿元）.....8
图表 12：化妆品公司总市值对比（亿元）.....8
图表 13：化妆品公司营业收入同比增速（%）.....9

万联证券

图表 14：化妆品公司归母净利润同比增速（%）.....9
图表 15：化妆品公司销售毛利率（%）.....9
图表 16：化妆品公司销售净利率（%）.....9
图表 17：化妆品公司销售费用率（%）.....10
图表 18：化妆品公司管理费用率（%）.....10
图表 19：化妆品公司财务费用率（%）.....10
图表 20：化妆品公司净资产收益率 ROE（%）.....10
图表 21：化妆品公司投入资本回报率 ROIC（%）.....10
图表 22：化妆品公司存货周转率（次）.....11
图表 23：化妆品公司应收账款周转率（次）.....11
图表 24：化妆品公司总资产周转率（次）.....11
图表 25：化妆品公司应付账款周转率（次）.....11
图表 26：化妆品公司销售商品提供劳务收到的现金/营业收入（%）.....12
图表 27：化妆品公司经营活动产生的现金流量净额/经营活动净收益（%）.....12
图表 28：化妆品公司业务范围.....12
图表 29：化妆品公司护肤类产品品牌.....13
图表 30：珀莱雅品牌矩阵.....14
图表 31：丸美股份品牌矩阵.....15
图表 32：上海家化品牌矩阵.....16
图表 33：御家汇品牌矩阵.....17
图表 34：化妆品公司销售费用（亿元）.....18
图表 35：化妆品公司销售费用的同比增长率（%）.....18
图表 36：化妆品公司销售费用率（%）.....18
图表 37：珀莱雅与《美国国家地理》杂志合作拍的短片，共同呼吁保护海洋.....19
图表 38：联手当红达人“趁年轻，去发现”.....19
图表 39：罗云熙代言珀莱雅.....19
图表 40：珀莱雅冠名综艺.....19
图表 41：印彩巴哈 INSBAHA 彩妆粉底液.....20
图表 42：李佳琦抖音直播珀莱雅“泡泡面膜”.....20
图表 43：公司投资 MCN 机构杭州万言.....20
图表 44：公司投资 MCN 机构宁波色古.....20
图表 45：热播网剧庆余年播报丸美产品.....21
图表 46：彭于晏代言丸美产品.....21
图表 47：丸美利用社交媒体进行口碑营销.....21
图表 48：丸美在社交媒体直播带货.....21
图表 49：丸美联合日本插画师瓜生太郎出联名礼盒.....22
图表 50：丸美联合美图开展线下营销活动.....22
图表 51：上海家化旗下各品牌代言人.....22
图表 52：上海家化冠名天猫双十一晚会.....23
图表 53：玉泽品牌医研共创.....23
图表 54：明星短视频分享御泥坊产品.....24
图表 55：大水滴面膜与李佳琦直播.....24
图表 56：小迷糊品牌打造创意短视频.....24
图表 57：小迷糊与热门电视剧《时光与你都很甜》.....24
图表 58：2019 年各化妆品公司渠道结构.....25

万联证券

图表 59：珀莱雅渠道结构.....25
图表 60：丸美股份渠道结构.....25
图表 61：上海家化渠道结构.....25
图表 62：御家汇渠道结构.....25
图表 63：珀莱雅百货专柜.....26
图表 64：优资莱单品牌店.....26
图表 65：公司分渠道销售金额（亿元）.....27
图表 41：公司分渠道销售增速（%）.....27
图表 67：丸美股份各品牌渠道（截至 2018 年）.....27
图表 68：丸美股份终端网点数量（截至 2018 年）.....27
图表 69：丸美股份经销商网点区域分布.....28
图表 70：丸美股份经销商网点城市分布.....28
图表 71：丸美股份各销售方式下渠道结构（截至 2018 年）.....28
图表 72：上海家化门店数量.....29
图表 73：御家汇线上销售结构（万元）.....30
图表 74：御家汇线上主要销售平台占比.....30
图表 75：御家汇各销售方式下渠道结构（截至 2017 年）.....30
图表 76：珀莱雅 PE（TTM）及收盘价（元）.....31
图表 77：丸美股份 PE（TTM）及收盘价（元）.....31
图表 78：上海家化 PE（TTM）及收盘价（元）.....32
图表 79：御家汇 PE（TTM）及收盘价（元）.....32

万联证券

前言

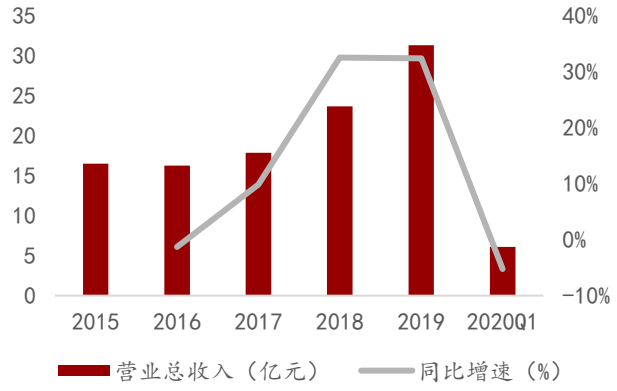
A 股本土化妆品公司股价屡创新高，本文选取了品牌端的四家 A 股本土化妆品公司——珀莱雅、丸美股份、上海家化以及御家汇，分别从财务指标、产品、营销、渠道四个方面进行对比探讨。

1、四大本土美妆上市公司简介

1.1 珀莱雅：知名大众美妆品牌，重点布局二三线城市

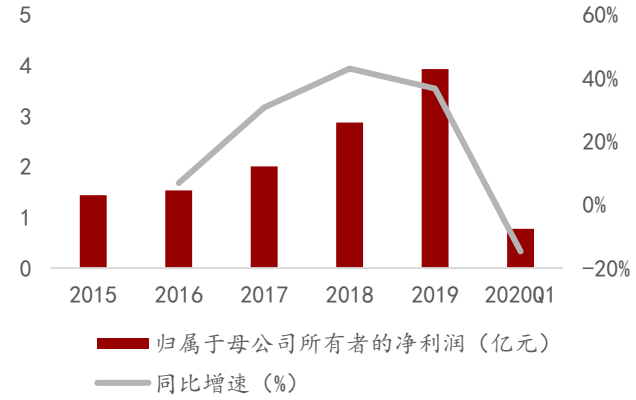
珀莱雅是一家美妆企业，专注于化妆品的研发、生产和销售。目前旗下拥有“珀莱雅”、“优资莱”、“韩雅”、“悠雅”、“猫语玫瑰”等品牌，产品覆盖护肤品、彩妆、清洁洗护、香薰等化妆品领域，满足不同年龄、偏好的消费者需求；构建了覆盖日化专营店、百货商场、超市和电子商务的多渠道销售网络。产品品牌的差异化定位覆盖了宽年龄段、宽收入区间、多层次的客户群。公司产品侧重于大众护肤品，营销网络重点布局国内二三线城市，根据产品品牌市场定位、特点建立了以日化专营店渠道、电商渠道和商超渠道为主的营销网络。2019 年，公司实现营收 31.24 亿元，同比增长 32.28%；归母净利润 3.93 亿元，同比增长 36.73%。2020 年 Q1，公司实现营收 6.08 亿元，同比下降 5.25%；归母净利润 0.78 亿元，同比下降 14.72%。

图表1：珀莱雅历年营业收入及同比增速



资料来源：Wind、万联证券研究所整理

图表2：珀莱雅历年归母净利润及同比增速

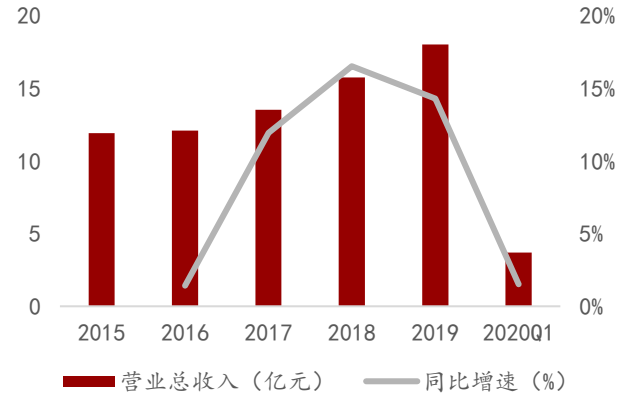


资料来源：Wind、万联证券研究所整理

1.2 丸美股份：主品牌深耕抗衰老领域，旗下眼部产品备受瞩目

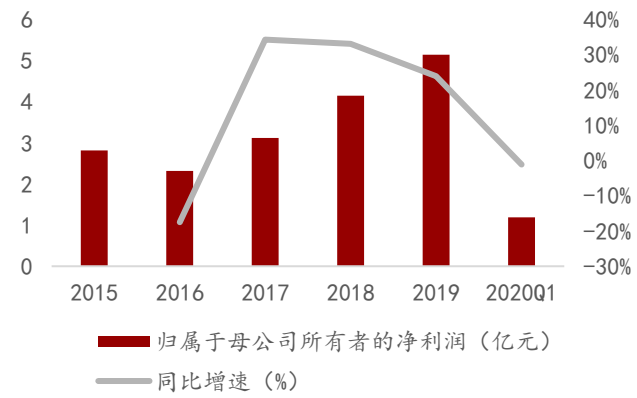
丸美自成立以来主要从事各类化妆品的研发、设计、生产、销售及服务。目前旗下拥有“丸美”、“春纪”和“恋火”三个品牌。公司产品以差异化的品牌定位，满足不同年龄、消费偏好、消费层次的消费者需求，广泛在二、三线等城市与国内外化妆品牌展开竞争。公司采用以经销为主、直营为辅的销售模式，建立了覆盖日化专营店、百货专柜、美容院、电子商务等多种渠道的销售网络。坚持秉承“用世界最好，做中国最好”，以全球领先技术为基点，研发高品质产品，致力于成为具有国际级竞争力的企业。2019 年，公司实现营收 18.01 亿元，同比增长 14.28%；归母净利润 5.15 亿元，同比增长 23.99%。2020 年 Q1，公司实现营收 3.70 亿元，同比增长 1.53%；归母净利润 1.19 亿元，同比下降 1.14%。

图表3：丸美历年营业收入及同比增速



资料来源：Wind、万联证券研究所整理

图表4：丸美历年归母净利润及同比增速

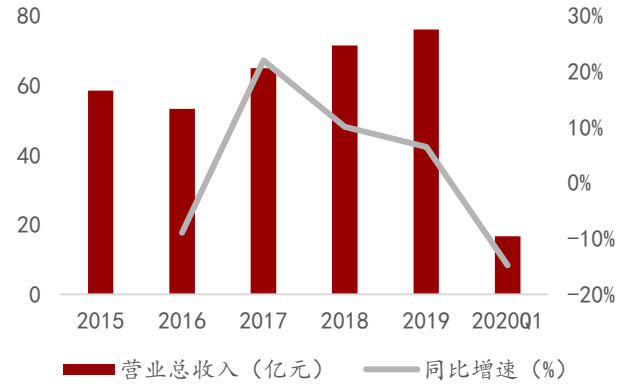


资料来源：Wind、万联证券研究所整理

1.3 上海家化：国货品牌代表企业，拥有多个优质子品牌

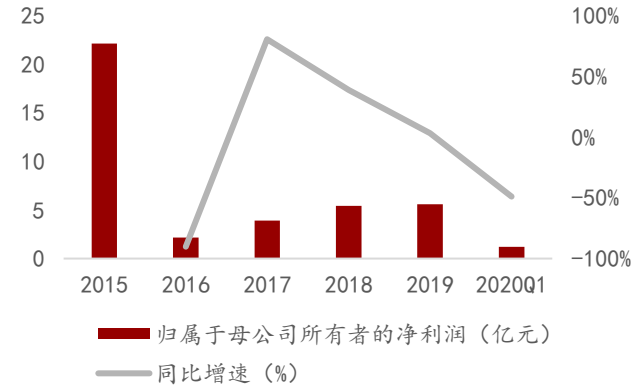
上海家化主要从事护肤类、洗护类、家居护理类、婴幼儿喂哺类产品的研发、生产和销售，主要品牌包括六神、佰草集、高夫、美加净、启初、家安、玉泽、双妹、汤美星等。公司以差异化的品牌定位覆盖不同年龄和消费层次的消费需求，采用线上与线下相结合的销售模式，借助持续不断的产品创新，成为国内拥有一定影响力的本土品牌公司。2019 年，公司实现营收 75.97 亿元，同比增长 6.43%；归母净利润 5.57 亿元，同比增长 3.09%。2020 年 Q1，公司实现营收 16.65 亿元，同比下降 14.80%；归母净利润 1.19 亿元，同比下降 48.89%。

图表5：上海家化历年营业收入及同比增速



资料来源：Wind、万联证券研究所整理

图表6：上海家化历年归母净利润及同比增速



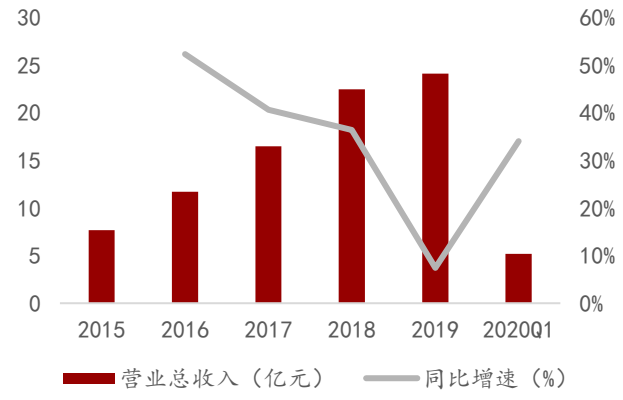
资料来源：Wind、万联证券研究所整理

1.4 御家汇：面膜品类龙头企业，以电商销售为主要渠道

御家汇主要从事化妆品的研发、生产与销售，产品品牌主要包括“御泥坊”、“小迷糊”、“薇凤”、“御 MEN”、“花瑶花”、“HPH”等，产品品类覆盖面膜、水乳膏霜、彩妆、清洁洗护等化妆品领域。在销售渠道上，公司主要通过互联网销售产品，与天猫、淘宝、京东、唯品会、云集、拼多多等主流电商平台建立了深度合作关系。同时，公司积极

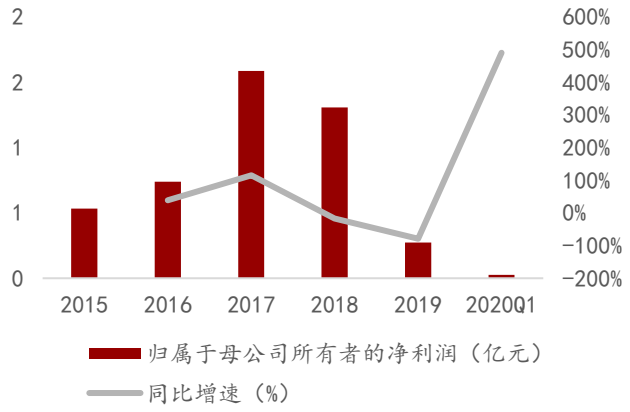
布局线下，产品在屈臣氏、沃尔玛、家乐福、万宁、各大城市化妆品专营店及公司直营店等上架销售，实现线上线下渠道全覆盖。在业务板块拓展上，积极与海外国际品牌开展合作，通过为海外美妆品牌提供中国市场的全套解决方案和执行方案，开拓了海外品牌代理业务，运营的跨境品牌覆盖从轻奢到平价的美妆护肤全品类，包含日本城野医生、美国洗护品牌 OGX、意大利时尚彩妆品牌 KIKO 等，助力海外美妆品牌触达中国核心消费者。2019 年，公司实现营收 24.12 亿元，同比增长 7.43%；归母净利润 0.27 亿元，同比下降 79.17%。2 020 年 Q1，公司实现营收 5.17 亿元，同比下降 34.03%；归母净利润 0.03 亿元，同比增长 489.79%。

图表7：御家汇历年营业收入及同比增速



资料来源：Wind、万联证券研究所整理

图表8：御家汇历年归母净利润及同比增速



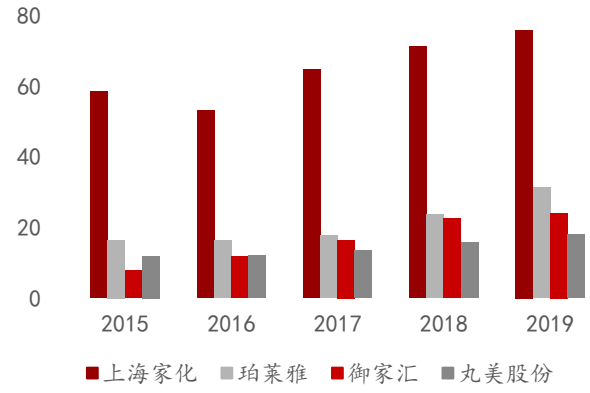
资料来源：Wind、万联证券研究所整理

2、财务指标对比

2.1 规模：上海家化总规模远超其余三家

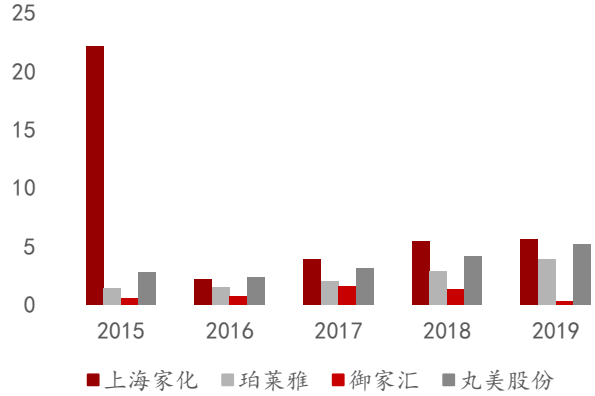
上海家化总规模位列第一，珀莱雅、丸美市值表现突出。从业务规模来看，四家化妆品公司规模排序为：上海家化、珀莱雅、御家汇和丸美；2019 年，四家企业营业收入分别为 79.59 亿元、31.24 亿元、24.12 亿元和 18.01 亿元，上海家化的业务规模远超其他三家，约为珀莱雅的两倍多。由于不同企业采取不同的资本结构，**归母净利润方面，**2019 年，上海家化实现 5.57 亿元，高于丸美 5.15 亿元和珀莱雅 3.93 亿元，御家汇归母净利润较为惨淡，仅为 0.27 亿元。**从资产规模来看，**上海家化以 111.47 亿元位列第一，丸美总资产增长迅速，2019 年总资产 34.36 亿元，已超过珀莱雅 29.79 亿元位列第二，御家汇资产规模较小仅为 18.43 亿元。**在市值表现方面，**截至 2020 年 6 月 17 日，丸美以 345 亿元位列四家之首，珀莱雅 341 亿元，上海家化 315 亿元，御家汇 67 亿元。

图表9：化妆品公司营业收入对比（亿元）



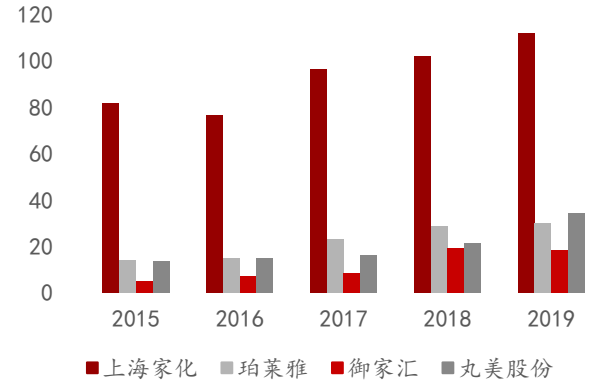
资料来源：Wind、万联证券研究所整理

图表10：化妆品公司归属母公司股东的净利润对比（亿元）



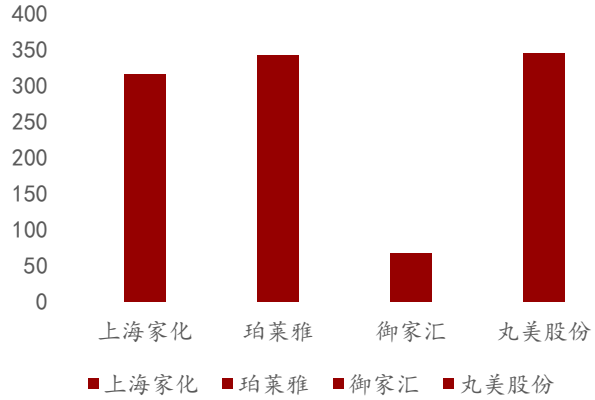
资料来源：Wind、万联证券研究所整理

图表11：化妆品公司总资产对比（亿元）



资料来源：Wind、万联证券研究所整理

图表12：化妆品公司总市值对比（亿元）

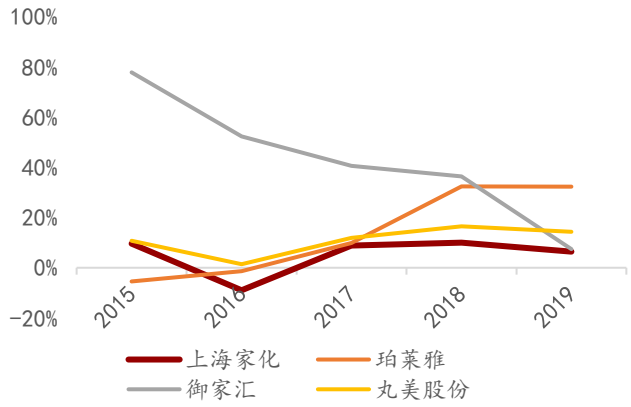


资料来源：Wind、万联证券研究所整理

2.2 成长能力：各企业均具备较好的增长势头

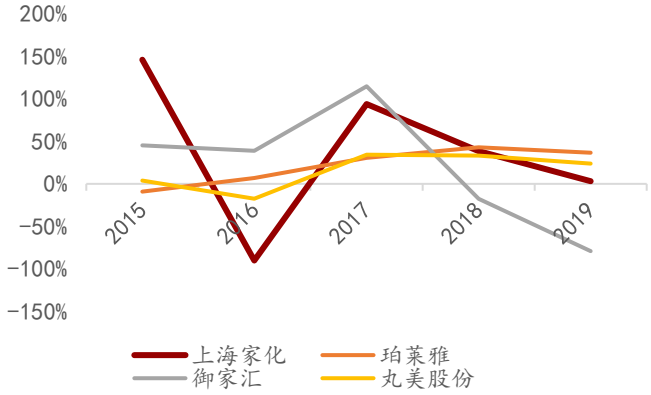
珀莱雅、丸美具有较高的成长性，其余两家有增速放缓趋势。在业务成长性方面，2019年，珀莱雅和丸美继续保持了2018年的高增长，二者分别实现营业收入32.28%和14.28%的增长率，上海家化和御家汇仅实现低速增长，与2018年相比增速分别降低3.58个百分点和28.95个百分点。归母净利润方面，珀莱雅和丸美分别实现36.73%和23.99%的增长，上海家化仅实现3.09%增长，御家汇已经连续两年出现归母净利润的减少，2019年同比下降79.17%。

图表13：化妆品公司营业收入同比增速（%）



资料来源：Wind、万联证券研究所整理

图表14：化妆品公司归母净利润同比增速（%）

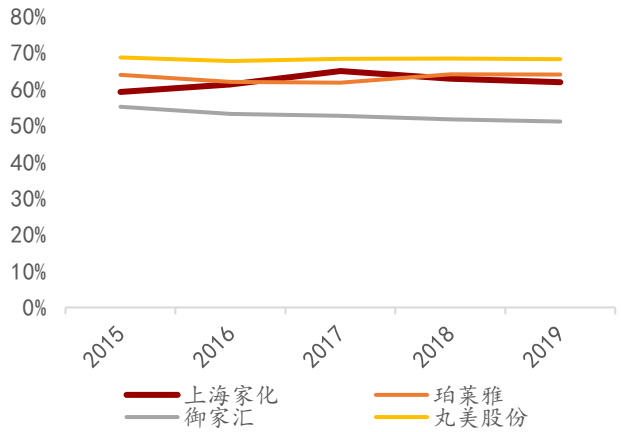


资料来源：Wind、万联证券研究所整理

2.3 盈利能力：丸美、珀莱雅盈利能力优于同业

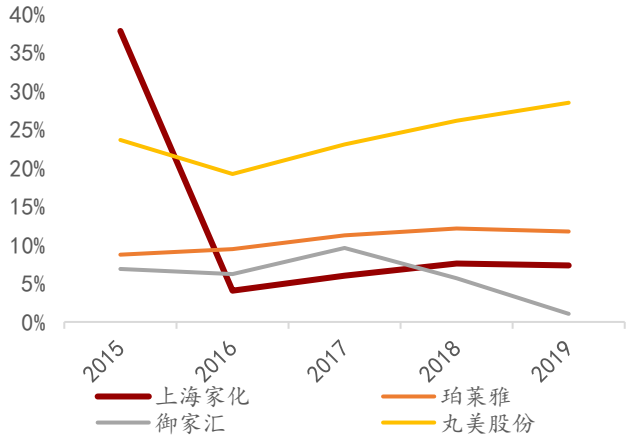
丸美和珀莱雅在行业内具有较高的盈利能力，上海家化盈利能力不突出但稳定，御家汇由于经营不善盈利能力大幅下降。化妆品公司毛利率普遍较高，2019 年，丸美以 68.16%的毛利率位于行业首位，主要因为其销售的主产品眼霜毛利率较高，珀莱雅和上海家化分别以 63.96%和 61.88%紧随其后，御家汇在业内毛利较低，仅为 51.05%。**净利率方面，**丸美持续领跑行业，以 28.48%的净利率高于珀莱雅 11.73%和 7.33%，御家汇净利率仅为 1.05%。**由于行业性质，化妆品公司在销售费用率方面普遍较高，**其中御家汇 43.15%、上海家化 42.18%、珀莱雅 39.16%、丸美 30.01%。**管理费用方面，**上海家化占比较高为 14.67%，其余三家占比约为 6%-8%。**综合 ROE 和 ROIC 表现，**丸美在四家企业中具有较高的盈利能力，其净资产收益率为 25.46%，珀莱雅次之为 21.09%，上海家化与二者相比有较大差距，仅为 9.21%，御家汇 2019 年度业绩大幅下滑其 ROE 仅为 2.08%。

图表15：化妆品公司销售毛利率（%）



资料来源：Wind、万联证券研究所整理

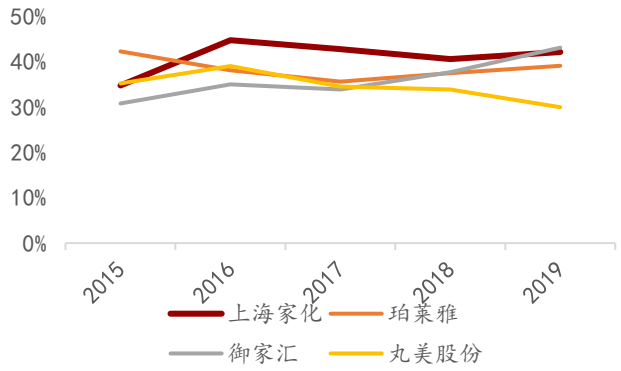
图表16：化妆品公司销售净利率（%）



资料来源：Wind、万联证券研究所整理

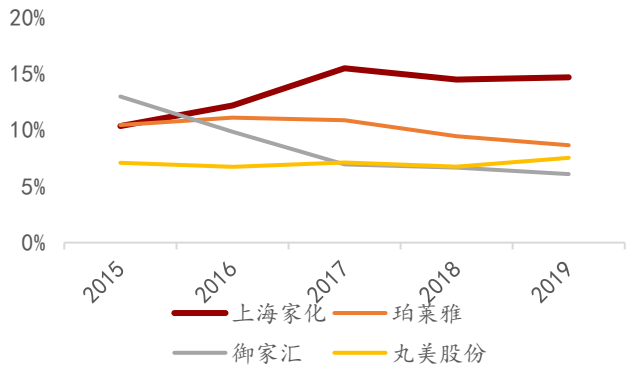
万联证券

图表17：化妆品公司销售费用率（%）



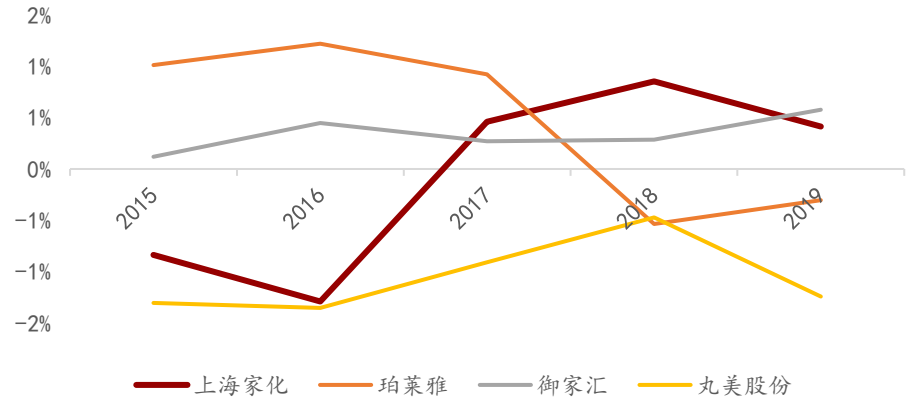
资料来源：Wind、万联证券研究所整理

图表18：化妆品公司管理费用率（%）



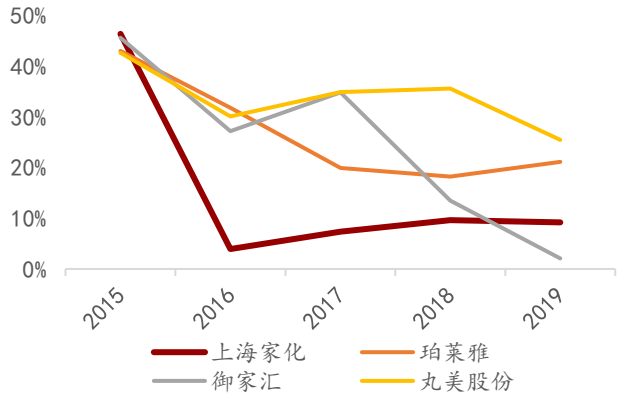
资料来源：Wind、万联证券研究所整理

图表19：化妆品公司财务费用率（%）



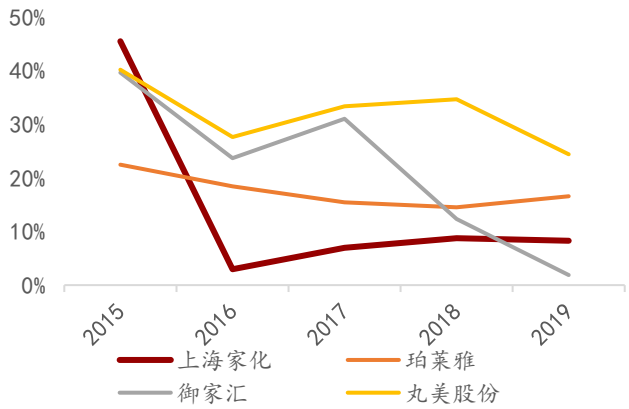
资料来源：Wind、万联证券研究所整理

图表20：化妆品公司净资产收益率ROE（%）



资料来源：Wind、万联证券研究所整理

图表21：化妆品公司投入资本回报率ROIC（%）

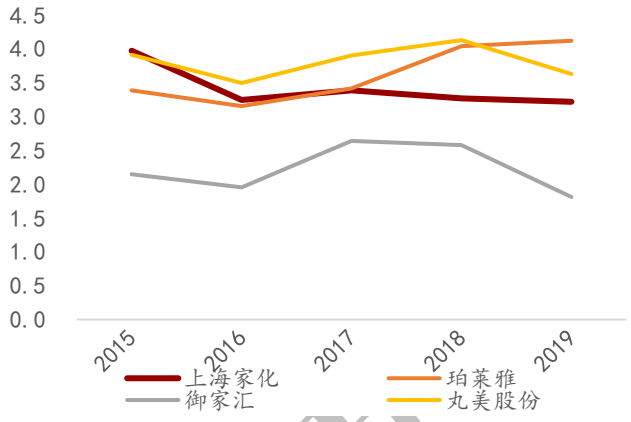


资料来源：Wind、万联证券研究所整理

2.4 营运能力：丸美管控能力明显优于同业

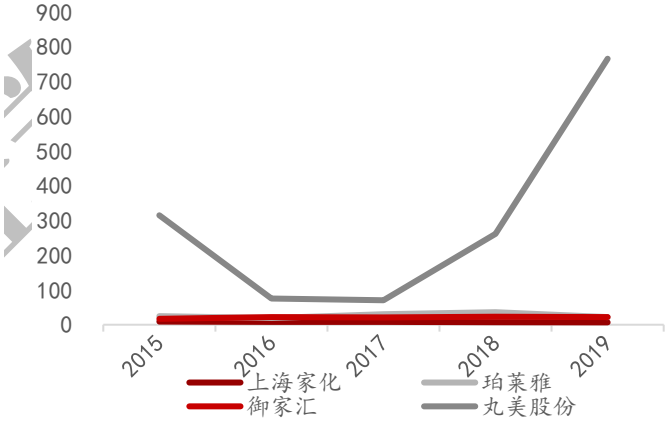
丸美资金流动性水平较高，珀莱雅次之，上海家化表现较为中庸，御家汇流动性稍弱。存货周转方面，珀莱雅、丸美和上海家化都保持着不错的流动性水平，御家汇在存货周转方面表现低于行业。**应收账款方面，**丸美的应收账款周转率为 765 次，远远高于同业其他企业，主要是由其先款后货的经销模式所决定的，而御家汇和珀莱雅水平相近，周转约为 22 次，上海家化应收变现能力较差仅为 6.75 次。**总资产周转方面，**御家汇和珀莱雅流动性水平较好，但行业整体差异不太大。**在应付周转方面，**丸美延付议价能力更强，珀莱雅、上海家化紧随其后，御家汇周转率较高。

图表22：化妆品公司存货周转率（次）



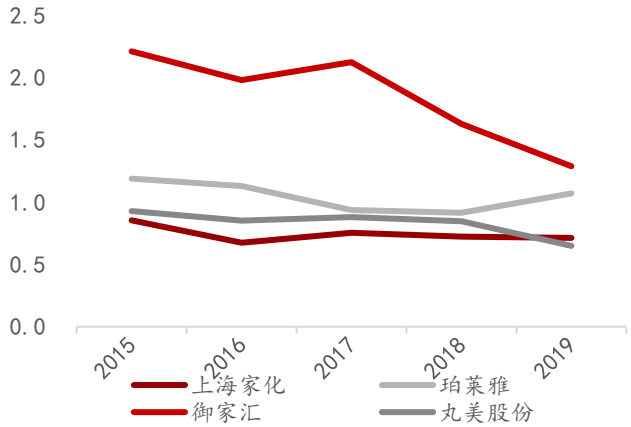
资料来源：Wind、万联证券研究所整理

图表23：化妆品公司应收账款周转率（次）



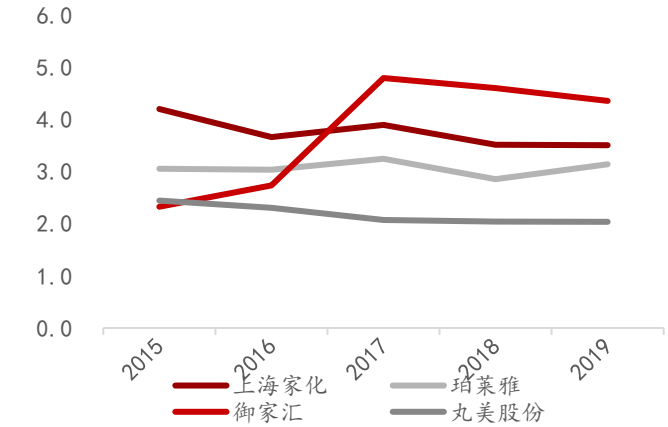
资料来源：Wind、万联证券研究所整理

图表24：化妆品公司总资产周转率（次）



资料来源：Wind、万联证券研究所整理

图表25：化妆品公司应付账款周转率（次）

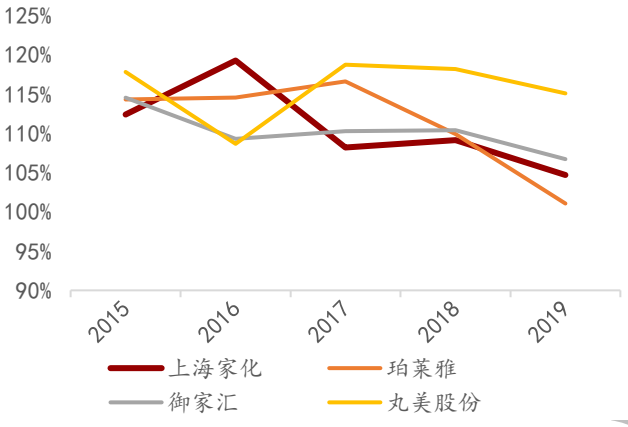


资料来源：Wind、万联证券研究所整理

2.5 现金流量情况：销售获现能力呈下降趋势

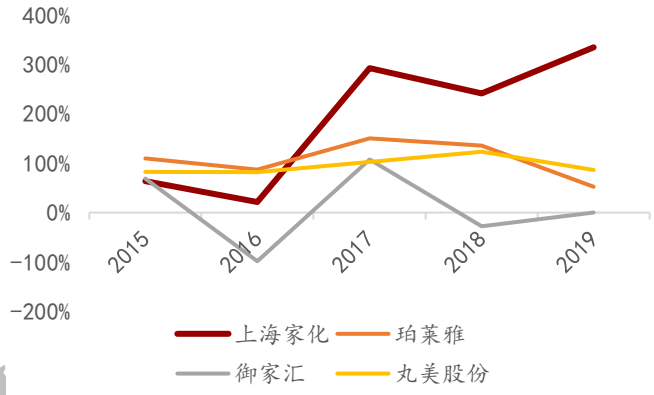
从每元销售净流入分析，丸美股份通过销售获取现金的能力更强，御家汇和上海家化能力相当，珀莱雅销售获取现金能力稍弱；**以时间维度看，**近年来行业整体销售获现的能力呈下降趋势。从收益质量角度分析，上海家化该项指标大于 1，说明一部分营运资金被收回，返回现金状态，珀莱雅、丸美股份和御家汇该项指标低于 1，说明经营所得现金被营运资金占用。

图表26：化妆品公司销售商品提供劳务收到的现金/营业收入（%）



资料来源：Wind、万联证券研究所整理

图表27：化妆品公司经营活动产生的现金流量净额/经营活动净收益（%）



资料来源：Wind、万联证券研究所整理

3、产品：多品牌策略布局市场，差异化竞争各有千秋

护肤类市场竞争激烈，各家企业在不同细分领域建立自己的品牌优势。从产品种类看，四家企业的主要产品都集中在护肤类，上海家化总体业务范围较广，除基础护肤类产品外，还涉及沐浴、香水、男士和婴儿类产品，其余三家企业在护肤基础上不同程度布局彩妆类产品。从护肤类产品细分领域看，各家企业几乎都选择子品牌的方式建立自己的品牌矩阵。丸美股份和上海家化通过多品牌策略实现了公司产品从大众到中高端的全线覆盖，珀莱雅和御家汇整体而言面向中端和大众。丸美股份以丸美和春纪两个子品牌全方面覆盖从大众到中高端的护肤品牌，其中丸美品牌以日本科技为卖点打造了一系列的眼霜类爆款产品，春纪定位为大众品牌进一步扩大品牌覆盖范围。上海家化旗下品牌实现了全类别的护肤产品覆盖，同时每一子品牌均有着不同的产品理念，每一品牌几乎都拥有自己明星单品，在消费者中具有较高的知名度。珀莱雅主要面向大众产品，其产品分类十分细致，满足了不同人群的产品偏好。御家汇以面膜类产品较为知名，拥有不同功效和理念的产品，公司于 2019 年新成立定位中高端的新品牌，进一步发力护肤市场。

图表28：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、万联证券研究所整理

图表29：化妆品公司护肤类产品品牌

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

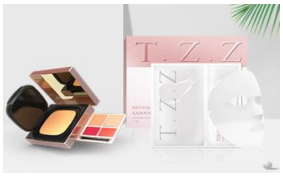
资料来源：公司官网、淘宝网、小红书、万联证券研究所整理

万联证券

3.1 珀莱雅：主品牌+多个细分领域品牌，全面布局大众消费

公司以珀莱雅为主品牌，同时围绕大众消费构建多个细分领域品牌。珀莱雅主品牌“珀莱雅”，专注于海洋护肤研究，旗下包括“水漾芯肌系列”、“靓白芯肌系列”、“弹润芯肌系列”、“赋能鲜颜系列”、“海洋防晒系列”、“珀莱雅面膜系列”等多个系列多款产品。2009 年公司推出茶养护肤品牌“优资莱”、主打“蜗牛修复系列”系列的高功能护肤品牌“韩雅”和天然护肤彩妆“悠雅”品牌； 2012 年推出以天然玫瑰花精华为基底的少女彩妆品牌“猫语玫瑰”； 2016 年公司推出产品风格为“自然、纯真、现代、有趣” 的“悦芙媞”品牌；2018 年推出以“天然作美，创想青春”为理念的轻奢护肤品牌“TZZ 缇芝”。之后又与韩国 YNM、日本“I-KAMI”、中国彩妆大师唐毅创立的“彩棠”、西班牙“SingulaDerm”、德国“Boiron”、意大利“Wycon”等品牌合作。

图表 30：珀莱雅品牌矩阵

品牌	品类	定位	价格	图例
珀莱雅	护肤、彩妆、男士	深海护肤品牌，为亚洲广大消费者提供全面、深入的护肤方案	50-200	
优资莱	护肤、彩妆	茶树护肤品牌，用高科技提取天然好茶中的有效成分，为中国女性带来“内调外护”的专业美	50-400	
韩雅	护肤、彩妆	高功能护肤品牌，根据韩国的先进皮肤科学和安全天然原料，为中国女性提供肌肤解决方案	50-300	
悠雅	彩妆	时尚彩妆品牌，追求“轻彩妆、会呼吸”的理念，打造“清透感”的体验	40-200	
猫语玫瑰	彩妆	玫瑰精华彩妆品牌，以天然玫瑰花精华为基底，打造甜美恋爱系自然彩妆	30-150	
悦芙媞	护肤、彩妆	年轻肌肤定制品牌，结合当下年轻人的生活方式和状态，为年轻人带来轻松快乐的美妆方式	15-200	
TZZ 缇芝	护肤、彩妆	轻奢护肤品牌，以“天然作美，创想青春”为理念，打造时尚创意的纯植物产品	100-400	

资料来源：公司官网、公司公告、天猫旗舰店、万联证券研究所整理

万联证券

3.2 丸美股份：护肤领域全面覆盖，近年尝试布局彩妆

丸美股份以“丸美”和“春纪”双品牌全面布局护肤领域，通过收购恋火品牌进军彩妆领域。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彩妆服务。

图表 31：丸美股份品牌矩阵

品牌	品类	定位	价格	图例
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	50-600	
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	30-200	
恋火	彩妆	以“自信时尚”为内涵的彩妆品牌	50-300	

资料来源：公司官网、公司公告、天猫旗舰店、万联证券研究所整理

万联证券

3.3 上海家化：多个优质品牌齐发力，广泛布局日化领域

上海家化拥有多个国民优质品牌，公司拥有两大核心品牌矩阵“佰草集”和“六神”，除此之外，公司拥有多个细分领域品牌。“双妹”（VIVE）诞生于 1898 年， 是以东情西韵为特色的中国高端时尚美妆品牌，专注于香氛护肤、彩妆、香水等。 美加净诞生于 1962 年，作为中国日化行业先驱者，将东方的本真之美赋予每一位大众女性。六神品牌植根于传统中医，创新性地将传统的中医药文化和现代科技结合在了一起。1990 年，第一瓶六神花露水上市。高夫品牌诞生于 1992 年，是中国化妆品市场上领先的专业男士护理品牌，产品系列跨越护肤、发用品、沐浴和香水四大领域。佰草集诞生于 1998 年，尊崇中国美颜经典，传承千年中医本草文化，先进护肤科技赋能，以“集时光之美”为品牌理念。家安是上海家化旗下，专注于家居清洁护理领域的科创品牌，始终坚持以科学严谨、求真务实的专业理念，凭借不断探索、勇于创新的积极态度，为所有追求健康生活的现代家庭提供全方位的、创新性的家清品。玉泽，致力于皮肤屏障修护，由上海家化汇聚各大医院皮肤科权威的医学专家联合研制。启初，诞生于 2013 年 8 月 6 日，致力于成为中国专业高端的孕婴童个人护理品牌，全方位满足中国宝宝和孕产妇的个人肌肤护理需求。“一花一木”汲取了花木对护肤精髓，特邀日本贵妇级化妆品之父梁木利男，联合研制出七大全新系列产品，给予年轻肌肤入门级的高端护肤体验。汤美星品牌诞生于英国，产品横跨喂哺、安抚和清洁三大核心品类，并且在新生儿喂哺、幼儿喂哺、喂哺辅助用品等细分市场都有优异表现。

图表 32：上海家化品牌矩阵

品牌	品类	定位	价格	图例
佰草集	护肤	定位高端，中医中草药的品牌调性，产品聚焦女性不同人生阶段的主要肌肤问题	50-800	
六神	洗护	定位年轻化，多个洗护品牌占据市场领先地位	10-50	
汤美星	婴儿	定位高端，海外业务持续稳定增长，英国和美国市场的表现强劲	50-700	
高夫	男士	秉持 27 年“专为中国男士量肤定制” 的初心和对 95 后、 00 后年轻男性消费者的深刻洞察，以全新的品牌形象和定位，继续深耕男士市场	30-300	
美加净	护肤	定位年轻化，大众手霜品类的领导者	10-100	
启初	婴儿	深耕婴儿细分领域	10-200	
家安	家居清洁	深耕家居清洁细分领域	20-100	
玉泽	护肤	深耕护肤细分领域	50-200	
双妹	护肤、香水	定位高端	200-1000	
一花一木	护肤	中端护肤品牌	100-300	

资料来源：公司官网、公司公告、天猫旗舰店、万联证券研究所整理

万联证券

3.4 御家汇：多个自主品牌差异定位，全面覆盖不同消费群体

御家汇拥有多个自主品牌，产品品类覆盖面膜、水乳膏霜等，以不同功效切入市场。御泥坊传承“独有配方，天然取材，匠心制造”的护肤哲学，以面膜类产品受到市场广泛欢迎。品牌创始人何海先生是一名台湾资深药师，何太太是一名护士，常常需要值夜班，为了更好地呵护太太的熬夜肌肤，2001 年，他凭借自己的专业知识，研发出经典大水滴面膜，并成为风靡台湾护士圈十余年的熬夜肌护理品牌。大水滴 BIG DROP 的前身即是薇风品牌，由台湾资深药师研发出熬夜肌护理的经典面膜。小迷糊，御泥坊旗下独立 IP 品牌，拥有自主创意形象“小迷糊”，致力于传递“简单小迷糊，天然水透肌”护肤态度。花瑶花开创“以花养颜”理念，倡导以自然力量还肌肤花颜之美，回归生活本真。御泥坊男士（UNIFON MEN）是御泥坊旗下专业男士护肤品牌，旨在为男士提供专业高效的护肤产品。HPH 为公司 2019 年新推出的功效修复类品牌。

图表 33：御家汇品牌矩阵

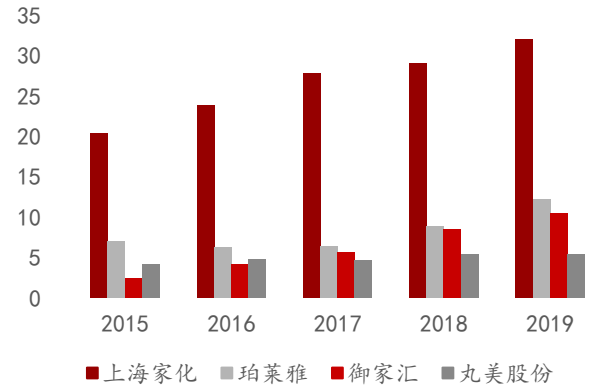
品牌	品类	定位	价格	图例
御泥坊	护肤、彩妆	面向大众，传承“独有配方，天然取材，匠心制造”的护肤哲学	40-300	
小迷糊	护肤、彩妆	面向大众的独立 IP 品牌，拥有自主创意形象“小迷糊”，产品主打补水功效。	30-200	
花瑶花	护肤	大众品牌，以花元素滋养肌肤。	80-300	
御 MEN	男士	专业男士护肤品牌	10-150	
BIG DROP 大水滴	护肤	大众品牌，前身即是薇风品牌，产品主打对熬夜肌肤的修复护理	50-250	
HPH	护肤	中高端，功效修护品牌	160-600	

资料来源：公司官网、公司公告、天猫旗舰店、万联证券研究所整理

4、营销：新媒体营销层出不穷，更注重内容产品气质相符

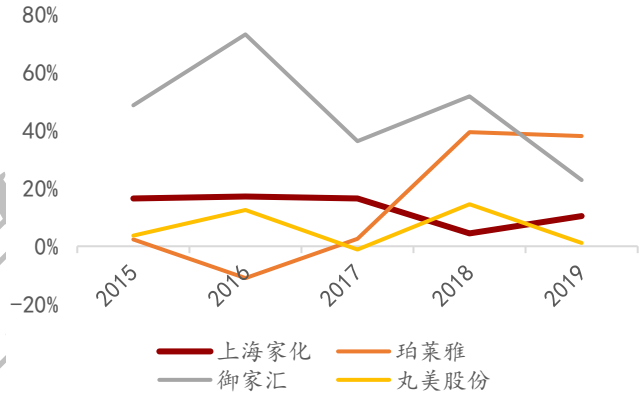
化妆品公司销售费用率普遍较高。2019 年，御家汇销售费用率为 43.15%，上海家化以 42.18%位列行业第二，珀莱雅 39.16%，丸美的费率相对较低仅为 30.01%。由于化妆品行业竞争激烈，各家销售费用均呈现逐年增长趋势。

图表34：化妆品公司销售费用（亿元）



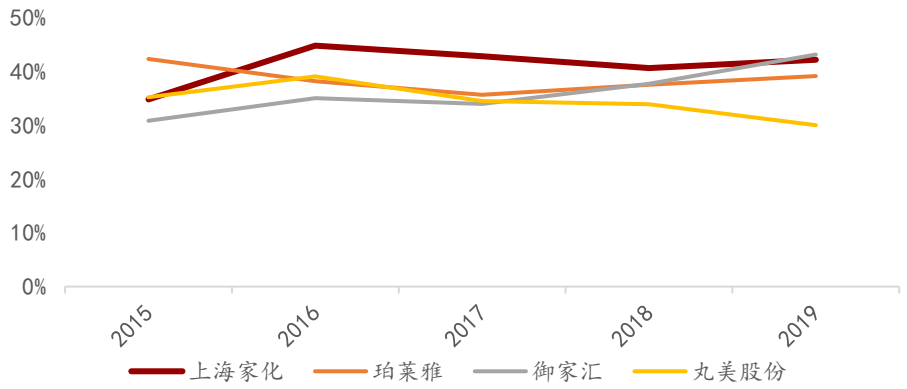
资料来源：Wind、万联证券研究所整理

图表35：化妆品公司销售费用的同比增长率（%）



资料来源：Wind、万联证券研究所整理

图表36：化妆品公司销售费用率（%）



资料来源：Wind、万联证券研究所整理

4.1 珀莱雅：多元营销打造爆款产品

多维度跨界合作提升品牌知名度。主品牌“珀莱雅”以海洋精华为主题，基于品牌“海洋”的 DNA，与法国国家海藻研究机构（CEVA）、法国海洋生物科技研究机构（CODIF）在法国布列塔尼联合发布全新精华家族；与《美国国家地理》杂志合作，共同溯源珀莱雅天然安全的全球海洋原料，呼吁保护海洋，发起 “99 分人生”微电影项目，表达品牌极致探索精神。通过《航海王》、《山海经》等 IP 跨界营销。

图表37：珀莱雅与《美国国家地理》杂志合作拍的短片，共同呼吁保护海洋



资料来源：聚美丽资讯、万联证券研究所整理

图表38：联手当红达人“趁年轻，去发现”



资料来源：聚美丽资讯、万联证券研究所整理

通过品牌、代言人、粉丝进行联合营销。联合代言人李易峰、黄明昊、罗云熙、知名 KOL 等表达“趁年轻，去发现”的品牌精神；冠名浙江卫视《遇见你真好》；独家特约《青春环游记》。

图表39：罗云熙代言珀莱雅



资料来源：天猫旗舰店、万联证券研究所整理

图表40：珀莱雅冠名综艺



资料来源：百度图片、万联证券研究所整理

抓住各平台的拉新节点，推广爆品品类和机会品类。爆品黑海盐泡泡面膜，天猫旗舰店冲月销 100 万盒+，破天猫美妆历史，获“抖音美容护肤榜”第 1 名；打造小爆品印彩巴哈 insbaha 彩妆粉底液。推出烟酰胺美白精华、胶原蛋白线雕精华、深海保湿酵母原液、深海胶原·立体轮廓霜、极境专效修护面膜等新品。各电商品台方面，天猫：对品牌会员深度运营，携手“天猫全明星计划”，开展全网营销，与粉丝们共同探索“闪光”之旅。京东：与京东共创“一日一大牌”活动，联动代言人粉丝，助力超级品牌日活动。唯品会：匹配“亿飞冲天”、“快抢”等营销方式，精细化运营产品及人群。分销渠道：区分各分销平台主推产品、品类、价位，店铺奖惩差异化。

图表41：印彩巴哈insbaha彩妆粉底液



资料来源：珀莱雅天猫旗舰店、万联证券研究所整理

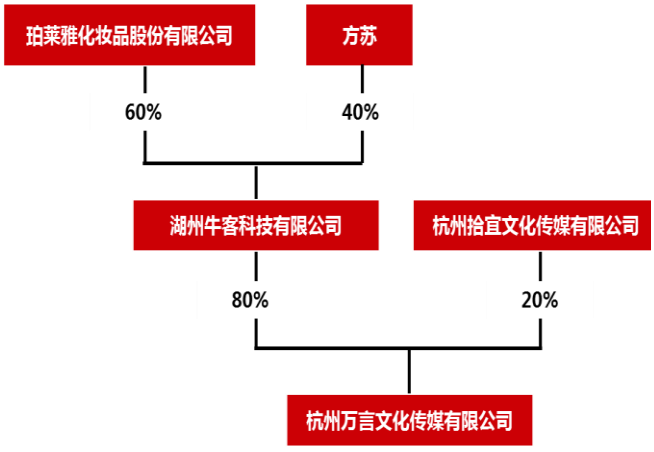
图表42：李佳琦抖音直播珀莱雅“泡泡面膜”



资料来源：抖音、万联证券研究所整理

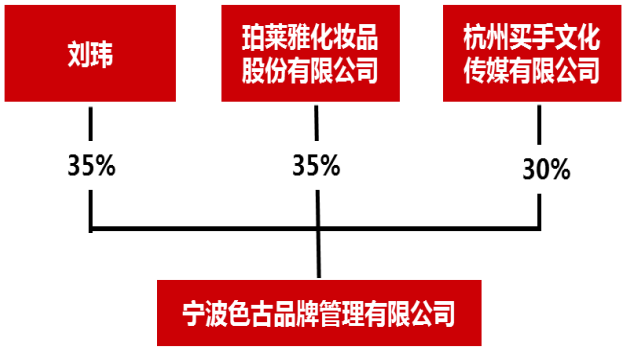
顺应网红经济潮流，投资 MCN 机构预先掌握营销新风向。公司陆续投资了杭州万言、熊客、宁波色古等 MCN 机构，还有一些能力服务型、网红经济型的内容型公司，顺应网红经济潮流，提前在整合营销、网络推广与传播服务、创意等方面布局。其中，万言文化传媒有限公司成立于 2019 年 1 月，是一家以新媒体整合营销为内核，创意、内容、数据为驱动，专注于提供微博、微信等社会化网络推广与传播服务的新型文化传媒公司，产品体系围绕：新浪 MCN 机构、红人电商服务、品牌孵化三大业务主体。旗下拥有优质自媒体矩阵，有着精准广阔的覆盖人群。根据公司 2019 年半年报披露显示，公司通过牛客科技间接持有万言文化传媒 48%的股权。2018 年 9 月，公司战略投资一家面向电商的传媒公司熊客（杭州）文化传媒数千万元，用于内容建设和团队扩充，市场扩张是指将国外的优质商品引入到国内，以及把好的国货推向海外；而渠道拓展将重点关注新媒体和小程序等。

图表43：公司投资MCN机构杭州万言



资料来源：Wind、万联证券研究所整理

图表44：公司投资MCN机构宁波色古



资料来源：Wind、万联证券研究所整理

4.2 丸美股份：围绕眼部产品持续发挥产品优势

娱乐营销提高品牌知名度。公司在营销上采取多维度发力的策略，其中丸美品牌签约周迅和彭于晏作为代言人，春纪品牌签约吴谨言为代言人，2019 年，以植入、大头贴、明星播报等方式跟投了“筑梦情缘”、“庆余年”、“极限挑战 5”等热剧及网综，在万达院线、机场、户外大屏、高铁站等超 2000 次品牌曝光。

图表45：热播网剧庆余年播报丸美产品



资料来源：公开资料、万联证券研究所整理

图表46：彭于晏代言丸美产品



资料来源：公司官网、万联证券研究所整理

精细运营口碑营销。公司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。

图表47：丸美利用社交媒体进行口碑营销



资料来源：小红书、万联证券研究所整理

图表48：丸美在社交媒体直播带货



资料来源：公开资料、万联证券研究所整理

多元跨界建立品牌好感。丸美眼霜节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，创造三大形象，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，触达年轻消费群体建立品牌好感。同时，丸美联合美图打造了线上线下高参与度的营销活动，原生 AR 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。各种线下会员活动同步开展，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科技测肤提升科技护肤理念，加深品牌印象。

图表49：丸美联合日本插画师瓜生太郎出联名礼盒



资料来源：小红书、万联证券研究所整理

图表50：丸美联合美图开展线下营销活动



资料来源：公开资料、万联证券研究所整理

4.3 上海家化：差异化营销凸显品牌特点

根据品牌差异化特点展开个性化的营销手段。公司积极推进新媒体应用，注重口碑营销，社交媒体投入占比提升至 50%以上，积极抓住微博、微信、小红书、抖音等营销红利、跟投热剧和综艺，同时进行传统优质媒体投放。结合品牌内涵和受众群体优选品牌代言人。美加净系列产品由王晨艺、罗云熙代言，六神系列产品为华晨宇代言，高夫系列产品由冯绍峰代言，佰草集系列产品由刘涛代言。此外，上海家化曾花巨资冠名天猫双十一狂欢夜晚会，进一步提高公司知名度。根据玉泽品牌定位差异，通过参加医学会议巩固品牌的定位和专业形象。

图表51：上海家化旗下各品牌代言人







资料来源：公开资料、万联证券研究所整理

图表52：上海家化冠名天猫双十一晚会



资料来源：公开资料、万联证券研究所整理

图表53：玉泽品牌医研共创



资料来源：公开资料、万联证券研究所整理

4.4 御家汇：新媒体渠道大力推广面膜产品

公司主要采取新媒体营销（短视频植入、网红直播）、电商平台推广、影视剧与综艺节目广告植入、线下主题推广活动、动漫 IP 授权合作等方式进行品牌推广。2019 年公司顺应潮流发展，积极拥抱新媒体、新营销，通过社交媒体、淘宝直播、建立私域流量等渠道，加强了与抖音、小红书、哔哩哔哩等平台的合作，并通过短视频植入、网红直播等方式强化了新媒体的推广及内容营销，传递公司品牌价值。2019 年公司与李佳琦直播合作 47 次，总计观看量超 4,000 万人次（观看量数据取自阿里生意参谋）；与杭州谦寻电子商务有限公司（旗下网红代表薇娅）签有框架合作协议，与薇娅直播合作超过 30 次；与陈洁 Kiki、烈儿宝贝等超过 1,500 位网红主播合作，直播总场数累计超 8,000 场。2019 年，公司短视频投放次数超过 1,200 余条，合作达人超 700 人，其中包括王祖蓝、柳岩等明星及道上都叫我赤木刚宪、乃提 Guli、李同学、化妆师繁子等网红达人。通过明星、网红达人的视频分享，公司产品的效果、特色及品牌理念等通过短视频得到了更广泛、更高效的传播，一定程度上提升了公司品牌及产品的知名度，并加强了与终端消费者的互动。

图表54：明星短视频分享御泥坊产品



资料来源：小红书、万联证券研究所整理

图表55：大水滴面膜与李佳琦直播



资料来源：公开资料、万联证券研究所整理

图表56：小迷糊品牌打造创意短视频



资料来源：公开资料、万联证券研究所整理

图表57：小迷糊与热门电视剧《时光与你都很甜》

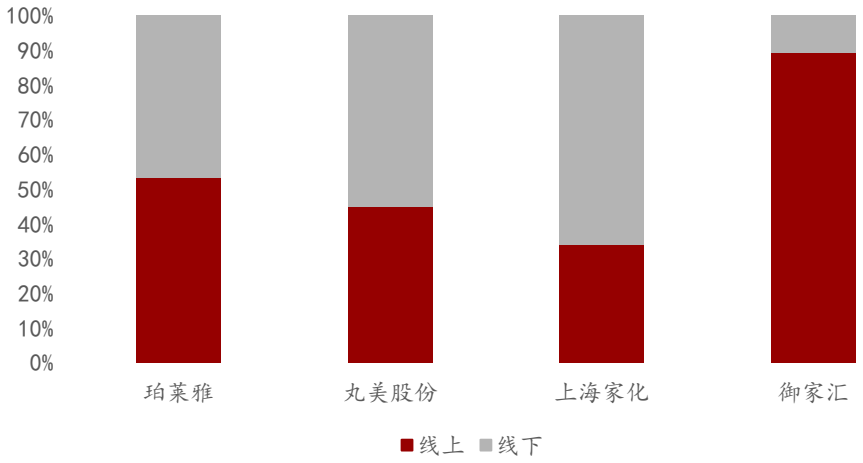


资料来源：公开资料、万联证券研究所整理

5、渠道：全渠道策略盛行，各家不断调整渠道结构

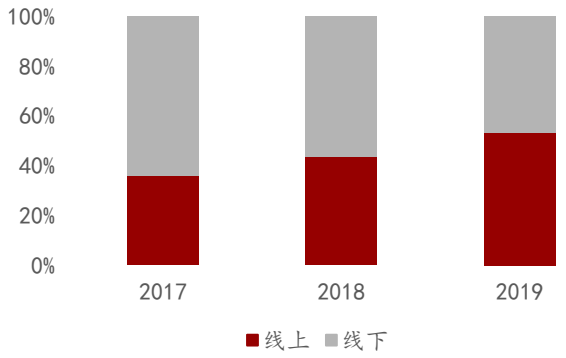
化妆品公司无一例外均采取了线上与线下并行的策略，但各家渠道占比有所差异。珀莱雅、丸美股份和上海家化均是以线下零售起家，随着电子商务的兴起，三者均不同程度加大了对线上渠道的投入力度，在各大销售平台建立自营或分销店铺。目前，珀莱雅和丸美股份渠道结构相对均衡，线上与线下渠道并重，上海家化一定程度上对线下渠道比较依赖。御家汇作为电商起家的化妆品公司，在线上渠道具有先天的优势，由于近年来电子商务竞争增长，公司也尝试对线下渠道进行拓展，但是公司主要渠道仍然是线上销售。

图表58：2019年各化妆品公司渠道结构



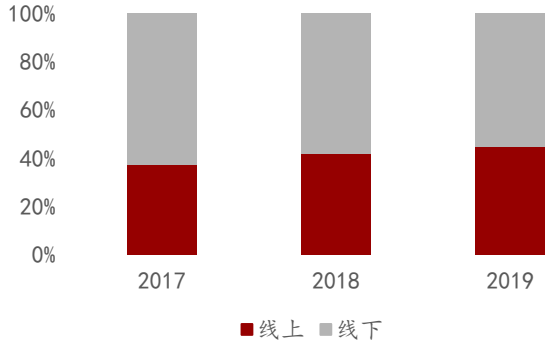
资料来源：各公司年报、万联证券研究所整理

图表59：珀莱雅渠道结构



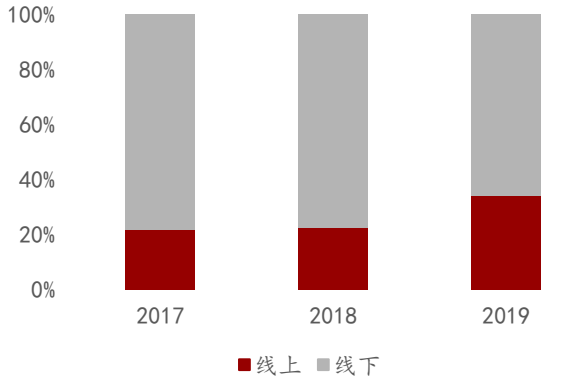
资料来源：公司年报、万联证券研究所整理

图表60：丸美股份渠道结构



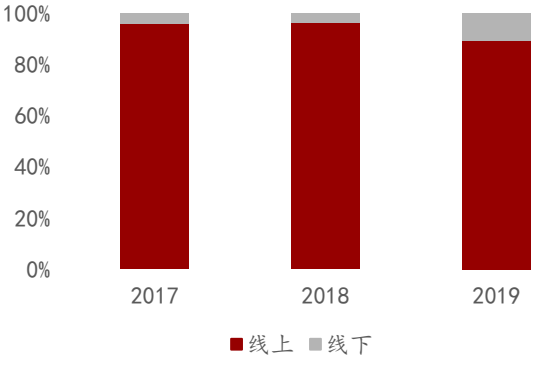
资料来源：公司年报、万联证券研究所整理

图表61：上海家化渠道结构



资料来源：公司年报、万联证券研究所整理

图表62：御家汇渠道结构



资料来源：公司年报、万联证券研究所整理

5.1 珀莱雅：线上线下渠道并重，线上表现略优于线下

珀莱雅采取线下、线上渠道相结合的销售模式。线下渠道主要通过经销商的模式运营，渠道主要有化妆品专营店、商超、单品牌店等。线上渠道主要通过直营、分销模式进行运营，渠道主要有天猫、淘宝、唯品会、京东、拼多多、云集等。

- **日化专营店渠道：**公司指定日化专营店渠道的经销商在一定区域内销售公司的产品，上述经销商为独立公司制企业，其向公司买断产品后销售给日化专营店等终端销售网点。公司对经销商进行管理、考核。日化专营店为独立注册的公司制企业或个体工商户等，一般独立于经销商，日化专营店向经销商买断产品后销售给最终消费者。近年来公司日化专营店渠道增长疲软，截止 2019 年，公司日化专营店渠道销售实现同比增长 4.42%，较 2018 年下滑了 3.03 个 pct。

- **商场超市渠道：**公司指定商超超市渠道的经销商在一定区域内销售公司的产品，上述经销商为独立公司制企业，其向公司买断产品后通过商场、超市等终端销售网点销售给最终消费者。公司对经销商进行管理、考核，经销商负责商场、超市等终端销售网点的经营。截至 2019H1，公司商超渠道销售占比 7.15%，实现同比销售增长 13.10%，增速较 2018 年有所回落，在传统零售渠道日趋饱和的当今受到较大冲击，但尽管如此，公司在百货商场销售额的增速依旧高于行业的单位数水平。

- **电子商务渠道：**公司与主要电商平台如天猫、淘宝、唯品会、京东、聚美优品等深入合作，另外，公司旗下还成立了独立做电商的子公司美丽谷，主要负责公司旗下几个品牌在淘宝、天猫、京东等网络销售，以化妆品销售。截至 2019 年，公司电商销售占比 53.09%，同比增长 60.97%。线上渠道是公司产品销售的主要渠道之一，公司积极结合社交电商抖音、小红书等进行引流、投资网络运营与营销传播专业团队公司，**我们认为，借助于网红经济与新营销模式的普及，公司线上销售将继续维持高增长。**

- **单品牌店渠道：**公司继续探索发展单品牌店运营模式，不断加速单品牌店展店。2016 年 6 月开设“悦芙媞”单品牌店，截至 2017 年年末，悦芙媞单品牌店开店数量达到 31 家，优资莱于 2018 年从传统日化专营店渠道撤出，转型为单品牌渠道，2018 年优资莱单品牌店开店数量超过 500 家。截止 2019H1，公司单品牌店渠道收入 0.74 亿元，占比 5.57%，同比增长 10.45%。

图表63：珀莱雅百货专柜



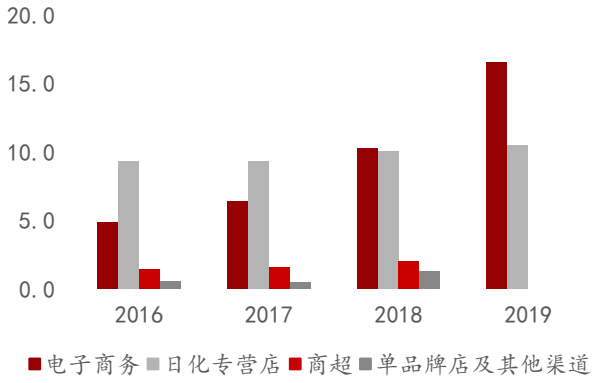
资料来源：公司官网、万联证券研究所整理

图表64：优资莱单品牌店



资料来源：公司官网、万联证券研究所整理

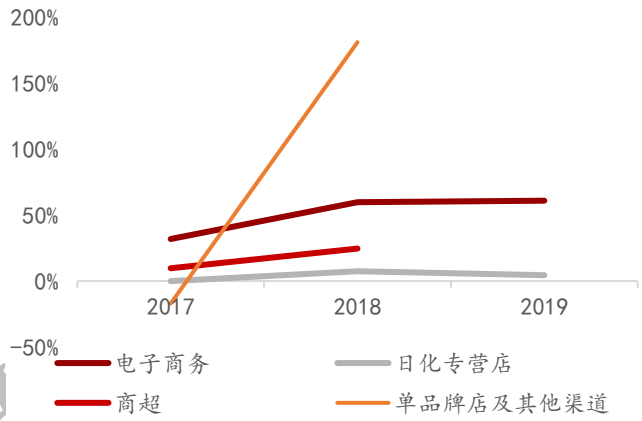
图表65：公司分渠道销售金额（亿元）



资料来源：公司公告、万联证券研究所整理

注：2019年线下渠道分为日化渠道和其他线下渠道，因而商超和单品牌店未作列示

图表66：公司分渠道销售增速（%）



资料来源：公司公告、万联证券研究所整理4

注：2019年线下渠道分为日化渠道和其他线下渠道，因而商超和单品牌店未作列示

5.2 丸美：渠道策略分配均衡，线下深耕二三线城市

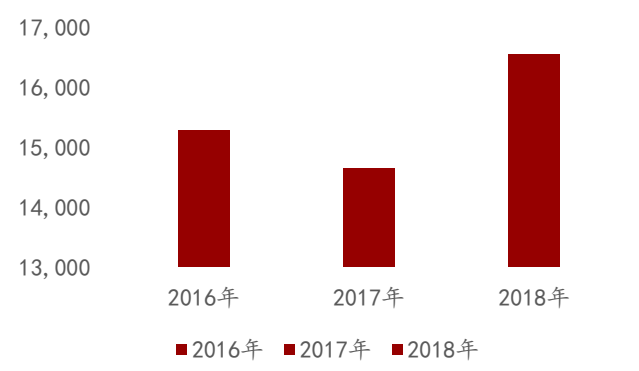
丸美建立了以经销模式为主、直营和代销模式为辅的销售渠道。直营模式主要包括直营百货专柜以及以“丸美天猫旗舰店”为代表的直营网络店铺；经销模式指公司通过经销商向下游销售，发行人的经销商采取传统渠道及其他网络渠道进行销售，如日化店、百货专柜、美容院以及除公司直营网络店铺渠道外的其他网店等；2016 年开始公司开拓代销模式，主要通过屈臣氏、大润发代销公司“春纪”品牌产品。截至 2018 年 12 月 31 日，公司登记在册的终端网点的数量已超过 16,000 个，其中一线城市终端网点数量占比 2.89%，二线城市（省会城市）终端网点数量占比 17.80%，三线及三线以下城市终端网点数量占比 79.31%。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，线上渠道主要为天猫、唯品会、京东等电商平台，主要通过直营、经销模式进行运营。

图表67：丸美股份各品牌渠道（截至2018年）

品牌	渠道
丸美品牌	日化店
	百货专柜
	美容院
	电子商务
春纪品牌	日化店
	商超
	电子商务
恋火品牌	日化店
	电子商务

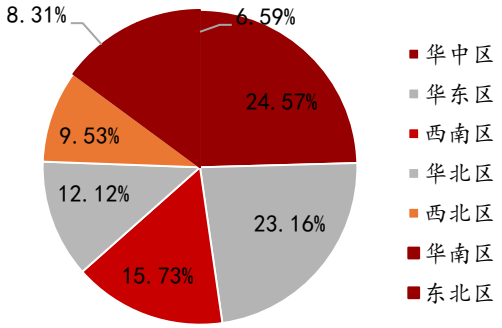
资料来源：丸美股份招股说明书、万联证券研究所整理

图表68：丸美股份终端网点数量（截至2018年）



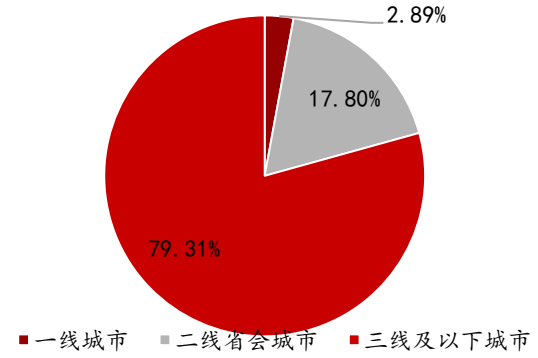
资料来源：丸美股份招股说明书、万联证券研究所整理

图表69：丸美股份经销商网点区域分布（截至2018年）



资料来源：丸美股份招股说明书、万联证券研究所整理

图表70：丸美股份经销商网点城市分布（截至2018年）



资料来源：丸美股份招股说明书、万联证券研究所整理

图表71：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	占比	金额	占比	金额	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：丸美股份招股说明书、万联证券研究所整理

5.3 上海家化：全渠道发展战略，线下零售店数量占优

上海家化的渠道战略是全渠道、全覆盖，线上与线下相融合，渠道与品牌相匹配共同发展。线下渠道主要有商超、百货、化妆品专营店、母婴店等，通过经销商和自营相结合的模式进行运营。线上与天猫、京东、唯品会等国内知名大型购物网站及美妆平台建立了密切的关系。公司八大渠道包括：线下销售为经销商分销、直营 KA、母婴、化妆品专营店、百货、海外；线上销售为电商、特殊渠道。截至 2019 年，公司有组织分销的可控门店：商超门店 20 万家、农村直销车覆盖的乡村网点有近 9 万家店、百货近 1500 家、化妆品专营店约 1.3 万家、母婴店近 6000 家。

线下渠道通过七大引擎引领渠道创新。1）通过网红爆款打造驱动增长，如百货太极精华、化妆品店典萃新肌冻干面膜、切迟杜威渠道布局完成；2）通过场景营销导流，如节庆场景流量、跨界合作整合营销、进驻机场免税店等；3）通过 O2O 快速拓展，如到家平台等；4）B2B 新零售拓展；5）通过 D2C 积极引流，如化妆品店明星带货及整合营销、社区团购快速触达消费者等；6）积极搭建海外购平台，加速进口品引入；7），升级门店管理系统并提升培训体系助力运营管理升级。

线上渠道不断提高自主运营能力。电商通过与优秀的第三方合作运营的方式提升自身团队能力，如采用自营模式的天猫玉泽旗舰店运营能力不断增强，为公司电商未来发展奠定基础，此外，公司积极探索并抓住电商直播的流量红利，推动品牌知名度并转化购买；特殊渠道通过营造服务场景、深挖客户需求、创新业务模式、提升客户体验，通过波段式营销、直播和培训等手段，进一步提升了渠道和客户渗透率，实现业务快速增长。

图表72：上海家化门店数量

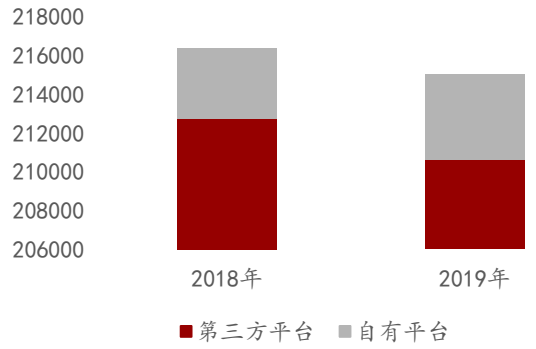
分类	2017	2018	2019
商超门店	19.6 万家	20 万	20 万家
农村直销车覆盖的乡村网点	-	近 9 万家	近 9 万家
百货	百货及药房 2048 家	近 1500 家	近 1500 家
化妆品专营店	约 1.17 万	约 1.3 万家	约 1.3 万家
母婴店	约 3000 家	约 5000 家	近 6000 家

资料来源：公司年报、万联证券研究所整理

5.4 御家汇：以电商销售渠道为主，线下采用经销、代销模式

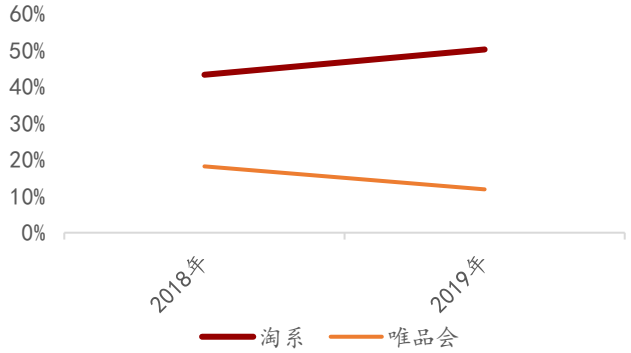
御家汇通过线上和线下两种渠道对外销售，以线上销售为主。公司线上线下划分依据主要为是否利用电子商务渠道进行产品销售。公司线上销售主要通过天猫、淘宝、京东、唯品会、云集、拼多多等互联网电商平台及公司自有 APP“御泥坊-官方直营商城”对外销售；线下销售主要通过直营店、经销及代销模式进行销售，公司产品在屈臣氏、沃尔玛、家乐福、万宁、各大城市化妆品专营店及公司直营店等上架销售。公司是“互联网+美妆”的电商企业，以线上电商渠道销售为主，经过多年的内部培养和外部引援，公司已打造了一支经验丰富/业务水平较高的电商运营管理团队，在店铺运营、营销策划、仓储物流、线上客服等方面具备出色的组织决策、开拓创新、沟通疏导、预见执行能力，并在内部沉淀形成了独有的运营手册，提供了可操作、可复制的运营经验。凭借多年线上和线下全渠道价格体系管理经验，公司与国内外主流电子商务平台及线下渠道均建立了良好的合作关系。

图表73：御家汇线上销售结构（万元）



资料来源：公司年报、万联证券研究所整理

图表74：御家汇线上主要销售平台占比



资料来源：公司年报、万联证券研究所整理

图表 75：御家汇各销售方式下渠道结构（截至2017年）

销售渠道	2015 年度		2016 年度		2017 年度	
	主营业务收入	占比	主营业务收入	占比	主营业务收入	占比
自营	**34215.17**	**44.66%**	**50884.14**	**43.53%**	**78103.7**	**47.62%**
天猫	23729.64	30.97%	32553.79	27.84%	58329.97	35.57%
御泥坊 APP	2442.6	3.19%	4021.41	3.44%	3603.92	2.20%
淘宝	2934.76	3.83%	3561.15	3.05%	3137.77	1.91%
蘑菇街	1644.74	2.15%	3635.46	3.11%	3692.59	2.25%
京东	-	-	1736.27	1.49%	3118.54	1.90%
其他	3463.43	4.52%	5376.06	4.60%	6220.91	3.79%
经销代销	**42410.66**	**55.35%**	**66031.23**	**56.48%**	**85904.78**	**52.38%**
唯品会	22656.62	29.57%	32179.9	27.52%	41137.28	25.08%
京东	6696.23	8.74%	10984.6	9.40%	12924.61	7.88%
聚美	7469.11	9.75%	11335.19	9.70%	9790.52	5.97%
其他（包括线下）	5588.7	7.29%	11531.54	9.86%	22052.37	13.45%
合计	**76625.84**	**100.00%**	**116915.37**	**100.00%**	**164008.48**	**100.00%**

资料来源：御家汇招股说明书、万联证券研究所整理

万联证券

6、总结：本土美妆企业具有高成长性值得关注

本土美妆上市公司具有持续增长的潜力，各家企业的产品、营销和渠道的策略变化值得关注。产品端：化妆品市场竞争激烈，各家企业都有意识的寻求差异化产品，并尝试占领细分领域市场，能否在市场上立足将取决于企业是否深刻理解消费需求，并且提供优质的产品；**营销端：**行业将继续维持高销售费用率，营销在注重形式的同时也将更注重内涵和理念，受消费者偏好和兴趣影响，新媒体营销创造了更多接触目标消费者，以及打造爆款的机会；**渠道端：**如今的形式对化妆品零售提出了新的挑战，各家企业都需要调整结构适应变化。一方面，电子商务的红利将逐渐退去，线上渠道需要寻找新的增长点；另一方面，线下渠道也在不断变革调整，不少企业把目光投到了二三线城市。

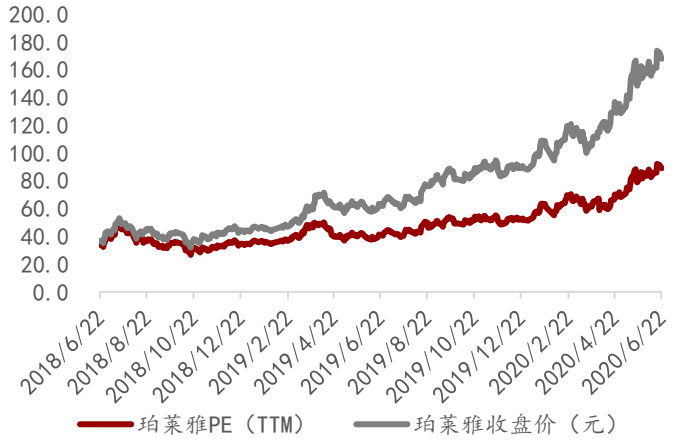
珀莱雅：多品牌共同发展，拥有丰富的自建+代理品牌矩阵，紧跟年轻时尚的潮流，不断自建和投资代理其他品牌推新。公司业务线上线下健康发展，渠道优势明显。

丸美股份：以眼部产品切入市场，在抗衰老领域具有不错的认可度，公司不断完善产品结构，目前已拥有覆盖大众到中高端的品牌。另一方面，公司不断完善渠道结构，线上线下共同发展。

上海家化：拥有多个优质子品牌，业务覆盖全而广，中国本土日化龙头企业。公司具有显著的品牌优势和线下渠道优势。

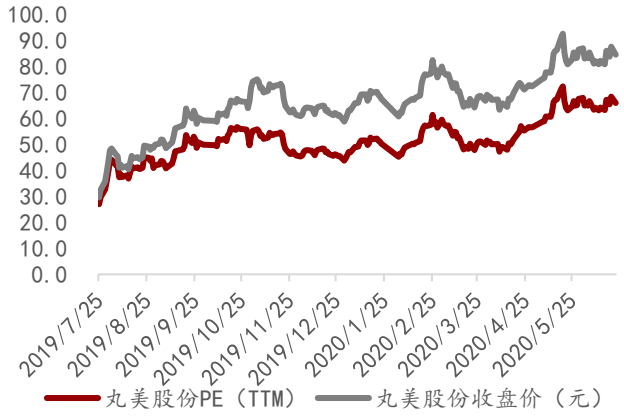
御家汇：电商渠道面膜品类龙头公司，拥有多个细分领域子品牌，公司在精华、面膜类产品具有显著优势，未来将进一步完善渠道结构。

图表76：珀莱雅PE（TTM）及收盘价（元）



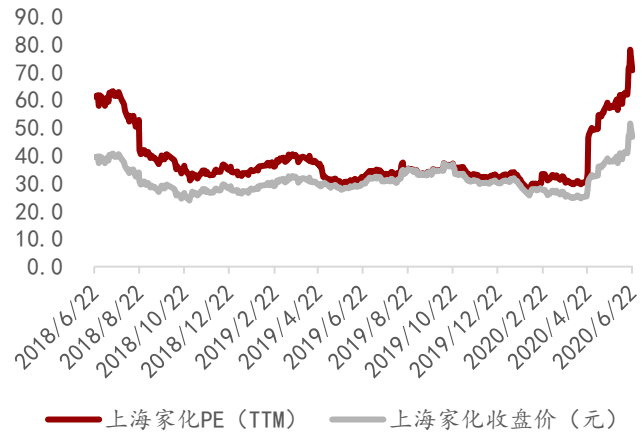
资料来源：Wind、万联证券研究所整理

图表77：丸美股份PE（TTM）及收盘价（元）



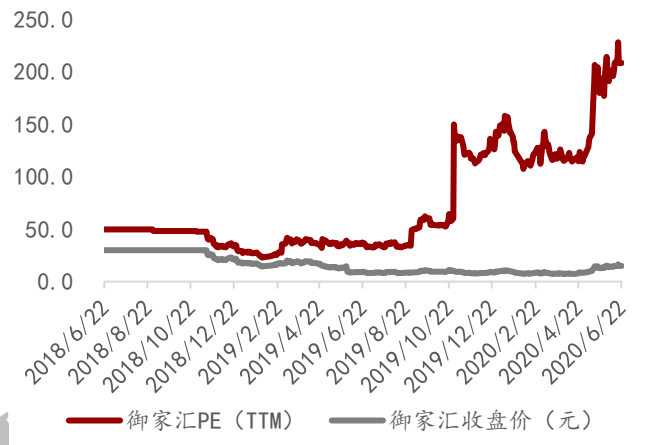
资料来源：Wind、万联证券研究所整理

图表78：上海家化PE（TTM）及收盘价（元）



资料来源：Wind、万联证券研究所整理

图表79：御家汇PE（TTM）及收盘价（元）



资料来源：Wind、万联证券研究所整理

7、投资建议

近年来经济放缓引发“口红效应”，化妆品数据表现亮眼。颜值时代，美妆需求日益增长，加之国潮风起、新兴营销手段的推广，中国化妆品市场蓬勃发展。尽管外资品牌主导了我国化妆品市场，但内资由于迎合年轻一代需求，积极从营销、时尚设计等方面布局，市场份额不断增加。长期随着我国化妆品行业规范度的提升，不达标的小企业将会被淘汰，龙头化妆品公司将进一步抢占市场份额。维持行业“强于大市”投资评级。**建议关注积极拓展品牌和品类矩阵、注重多元化营销以及全渠道布局的A股化妆品公司。**

8、风险提示

1. 市场竞争加剧风险。我国化妆品业虽然相对于西方发达国家起步比较晚，但是发展迅速，各种品类如护肤、彩妆、婴儿用品的规模持续扩大，如今品牌化的发展使化妆品行业之间的竞争迈向更高层次的阶段，各种形式的营销战打响，需关注市场竞争加剧风险。

2. 本土品牌高端化不及预期风险。由于高端市场早已被国际大牌抢占，若国内企业要走高端化之路，则需在品牌建立、研发、营销、渠道布局等方面做出反应，而最终消费者是否能买账将直接决定了企业高端化是否成功。需关注本土品牌高端化不达预期风险。

3. 质量安全风险。质量安全是被认为是化妆品消费者普遍关注的问题，近年频繁爆出有些化妆品公司使用低劣原料生产、违规使用部分添加剂或激素、微量元素添加超标、细菌超标、销售仿制品假货等，使得消费者对部分品牌印象大打折扣，需关注化妆品的质量安全风险。

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收到任何形式的补偿。

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。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。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。研究员任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本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
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