国金证券
SINOLINK SECURITIES

证券研究报告

2020国金零售与社服中期策略——内需恢复与渠道&品牌价值重估

消费升级与娱乐研究中心

分析师：吴劲草 执业编号：S1130518070002

郑慧琳 执业编号：S1130520020001

姬雨楠 执业编号：S1130118060051

DATE： June 18, 2020

摘要

国金证券 SINOLINK SECURITIES

- **疫情逐步得到控制，消费环境开始恢复：**1-3月，疫情给整体社零带来大约20%多的冲击。3月以来伴随疫情逐步控制、各行各业陆续复工，以及各地发放消费券等刺激措施，国内消费逐渐恢复，体现较强韧性。
- **宏观趋势：走入低利率、低增长，确定性高的消费公司有望迎来估值中枢提升。**2017年来利率水平持续下滑，十年期国债收益率从约4%降低至2.8%。在利率、经济增长下降的大环境下，确定性、韧性更高的消费公司有望获得额外的估值溢价。
- **零售社服行业重点关注——**
  - **①电商赛道：**新零售趋势下当前中国商业最强赛道之一，增长空间大富有活力；疫情下展现出良好韧性，线上消费占比进一步增长，拥有高成长、高韧性的优秀特质。
  - **②化妆品：**疫情后数据恢复已得到验证，需求反弹速度较快，消费具有一定的韧性；需求红利持续释放背景下，看好国产品牌全面升级产品力，借力渠道、媒介变化，精准触达年轻消费者后的品牌崛起。
  - **③教育：**抗周期性消费品，消费群体庞大，需求刚性确定性强；且在各种经济环境下均具发展驱动力，具有优秀的成长性。尤其推荐进入壁垒高、外部竞争少，整合度提升规模效应显现的高校板块。
- **推荐标的：南极电商，上海家化，中公教育，中国科培，希望教育等**

目录

1. 疫情以来零售行业整体表现回顾

2. 线下&线上零售渠道表现分化

3.线上品牌商：电商品牌化星辰大海，空间广阔

4. 化妆品行业：韧性赛道值得高估值，国牌借道电商崛起

5. 教育行业：高校板块持续坚定推荐

6. 重点推荐标的

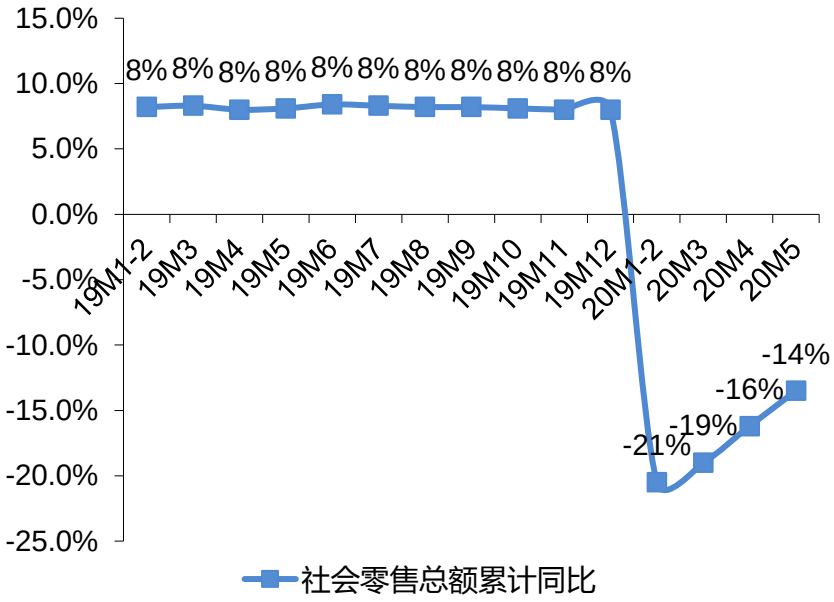
1. 社零总额逐渐复苏，线上零售展现良好韧性



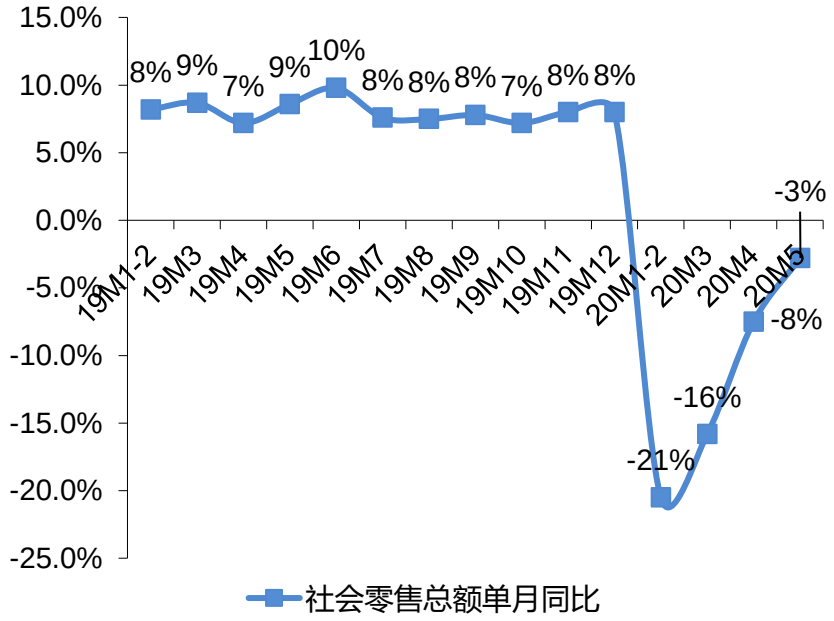
1.1 社零降幅缩窄，消费复苏迹象明朗

- **1-5月社会消费品零售额受疫情影响整体下滑。**在旅行限制导致的商超休业、走亲访友计划取消，以及收入下滑消费欲望降低等多重因素影响下，2020年1-5月社会零售额出现较大幅下降。从累计同比增幅来看，1-5月同比-14%YoY，较正常水平（+8%YoY）减少22pcts。
- **4、5月份消费开始出现复苏迹象。**20M4/M5单月社零总额同比-7.5%/-2.8%，下降幅度较1-3月出现明显收窄；环比+6.5%/+13.5%MoM，环比增速加快，消费复苏迹象逐渐明朗。

图：社会零售总额累计同比增幅



图：社会零售总额单月同比增幅



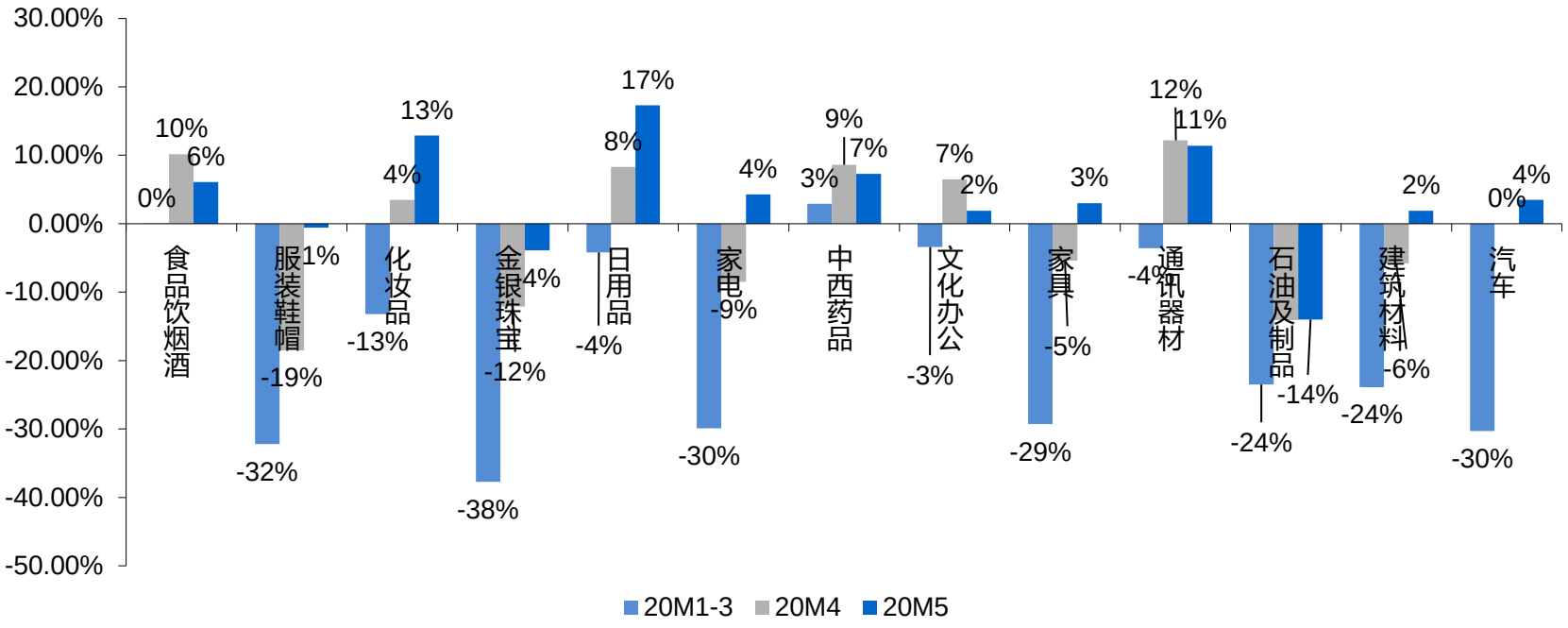
来源：国家统计局，国金证券研究所

1.2 食品饮料、日用品等在疫情期间表现较好

国金证券 SINOLINK SECURITIES

- **分品类看，食品饮料、日用品、办公和通信器材韧性较强。**其中食品饮料1-3月、4月同比增幅分别为0.02%、10.2%，日用品同比增幅分别为-4.2%、8.3%。总体上看，这些品类在1-3月期间零售额下降幅度不大，且恢复速度快，4月销售额均高于去年同期。
- **5月化妆品、日用品强势反弹，服装鞋帽纺织品、金银珠宝、家电家具基本恢复。**化妆品/日用品5月分别同增13%/17%出现强势反弹，1-4月受影响程度较高的服装鞋帽/金银珠宝显著恢复，5月同比跌幅收缩至1%/4%；家电/家具5月已恢复至去年水平，5月同增4%/3%。

图： 限额以上各细分品类零售额1-3月、4月同比增幅

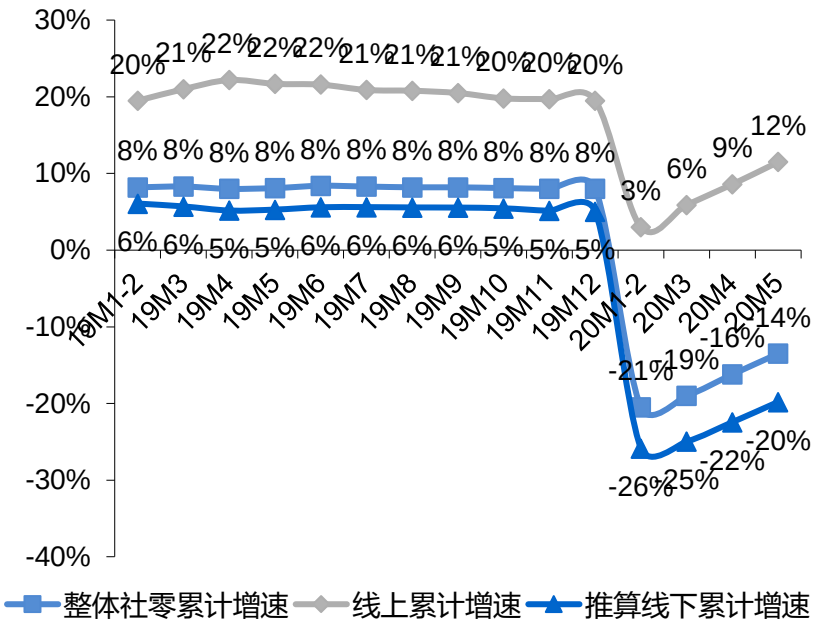


来源：国家统计局，国金证券研究所

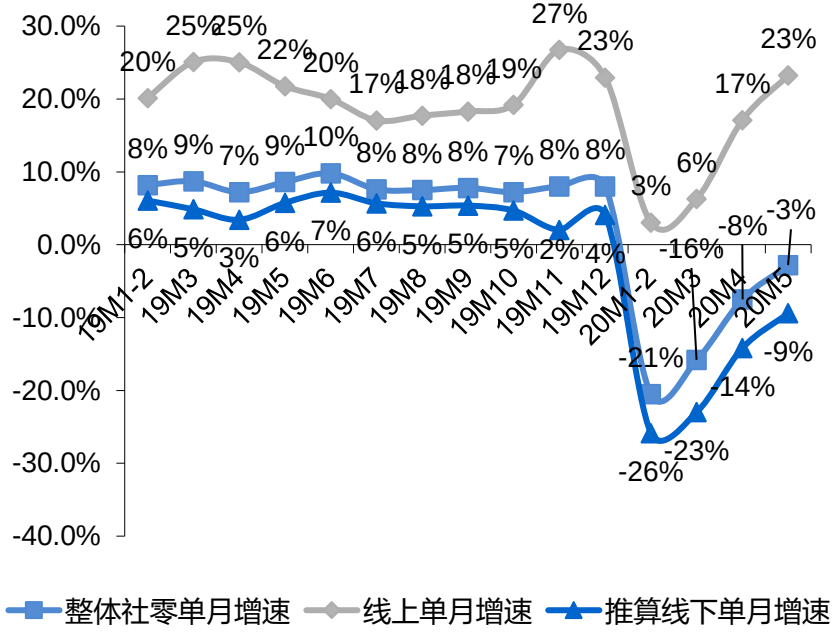
1.3 线上消费韧性强，受影响幅度较小

- **总体来看：**1-5月线上社零总额同增11.5%，线下社零总额同减20%，均受到一定影响，线上受影响幅度小于线下。
- **线上恢复速度更快，5月已基本恢复。**快递物流恢复后4月增速达17%，出现显著改善；5月增速达23%YOY，基本恢复至去年同期水平。
- **5月线下社零有所改善。**1-2月、3月线下社零总额分别同减26%、23%，较平时约5%YoY的增速减少约30pct。4、5月同比降幅收窄至14%、9%，受影响幅度持续缩小。

图： 线上、线下零售总额累计同比增幅对比



图：线上、线下零售总额单月同比增幅对比

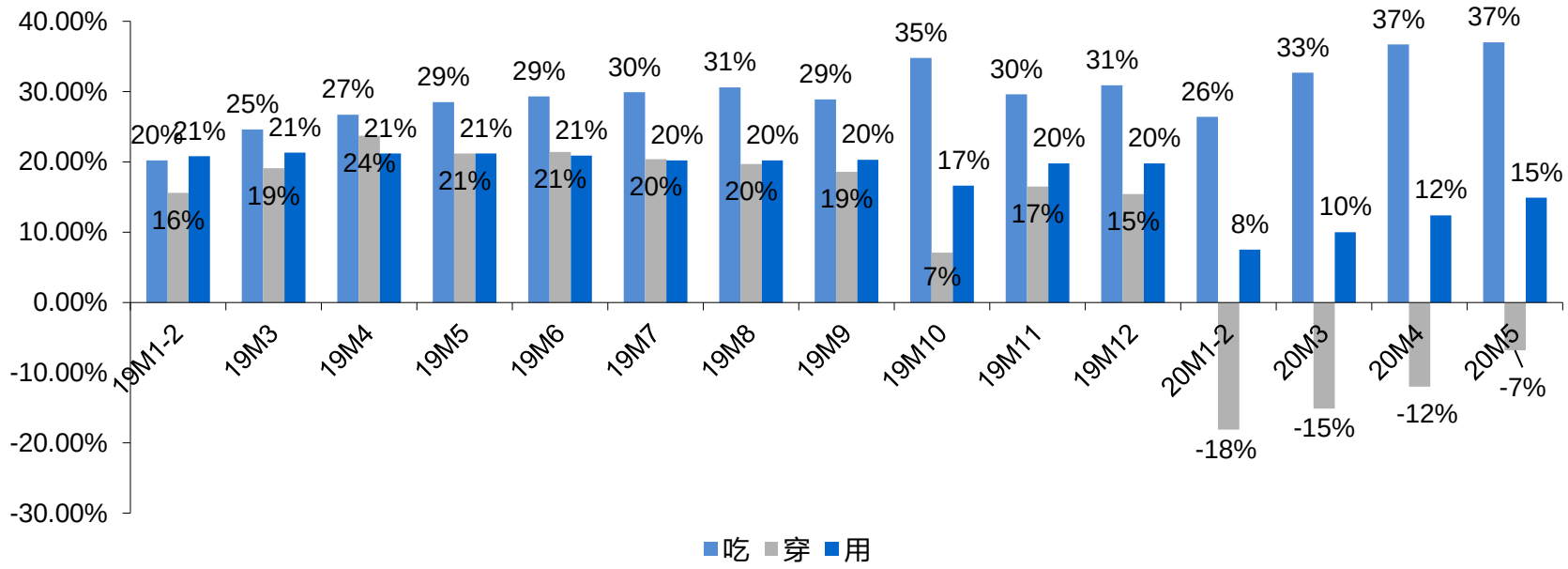


来源：国家统计局，国金证券研究所

1.4 线上食品类需求逆势增长

- **食品类线上消费逆势增长，增速高于疫情前。**受限于出行限制等因素，外卖、生鲜到家业务较快发展。食品类零售总额逆1-5月同增37%，显著高于去年1-4月的29%增幅；1-4月增速不断加快，线上食品类零售在疫情中受益显著。
- **线上日用品类展现良好韧性。**日用品需求有一定的刚性，因此线下购物不便时需求转移至线上，在疫情中展现出良好的韧性。1-5月日用品累计零售额同增15%，较往年~20%的同比增幅有所减少，但从累计增速的变化情况来看，5月单月日用品类零售已恢复到正常增速水平。
- **服饰类受影响幅度较大，5月有所恢复。**传统上1-2月服饰类销售额较高，受品类整体表现低迷的影响，线上零售额1-2月同比减少18%。4-5月出现显著好转，1-5月累计销售额同减7%。

图： 线上吃、穿、用零售总额累计同比



来源：国家统计局，国金证券研究所

1.5 累计发放百亿消费券，撬动近千亿消费

国金证券 SINOLINK SECURITIES

- **2月底企业陆续复工。**国家统计局数据，2月最后一周规模以上工业企业开工率上升19.8pct，湖北以外工业企业复工率达95%以上。至2月底，连锁超市开业率95%以上，大型品牌连锁快餐店90%左右，阿里快递复工率达78%。
- **至5月上旬全国已发放190亿消费券，可拉动近千亿消费。**3月份起，我国一些地区开始发放消费券促进消费。据商务部初步统计，至5月上旬，已有28省市，170余个地市累计发放超过190亿元消费券。消费券形式多为满减券，据腾信研究院数据，折扣幅度在7折左右。以7折计，这190亿消费券可拉动超600亿消费，考虑到满减券使用时的溢出金额及5月后发放的更多消费券，这些消费券总共可拉动千亿级的消费需求。
- **消费券效果明显，尤其是对各地小微企业。**根据腾讯研究院数据，今年3-4月，发券行业支付笔数反弹幅度是未发放行业的3.11倍，发券地区总支付笔数较未发券地区高4.2%，发券地区的受支持行业支付笔数较未发放地区同行业高25%。消费券对各地小微企业的拉动较为明显：以小微商户较多（约占比8成）的湖南省和嘉兴市为例，对比2月，4月其交易额平均环比增幅达5400%。
- **消费券加快企业和社会的数字化转型。**大量消费券由线上渠道发放。腾讯研究院数据显示，至5月上旬有100亿消费券系通过腾讯平台发放。由此我们可以估计线上渠道发放的消费券占比超过50%。

至5月上旬发放消费券的地区达

28省170地市

至5月上旬消费券累计发放额达

190亿

其中通过腾讯平台发放金额达

100亿

3-4月发券行业反弹幅度较未发券行业高

3.11倍

发券地区受支持行业支付笔数较未发放地区高

25%

湖南、嘉兴小微商户2-4月平均环比

+5400%

来源：商务部，腾讯研究院，国金证券研究所

2. 线下零售受冲击，食品生鲜成中流砥柱



2.1 线下零售受影响幅度较大

- **总体而言，线下零售受疫情影响幅度较大。**从消费种类上看，服饰等可选消费受影响程度更大，生鲜等必选消费受影响幅度较小。从零售业态上看，百货业态受影响程度更大，超市业态受影响程度较小，而到家业务则取得增长。
- **生鲜等品类展现独有优势，成为中流砥柱。**疫情期间超市的生鲜需求呈现强大韧性，主要原因是生鲜需求刚性强，频率高。生鲜超市一方面拥有稳定的供应体系，相比农贸市场给人更高的安全感；另一方面品类更加齐全，方便一站式购物，减少顾客在外逗留时间，因此超市中的生鲜品类需求出现增长。
- **到家业务迎增长。**由于出行不便，疫情期间到家业务出现大幅增长。如家乐福1-4月到家业务同增412%，步步高Q1小程序销售额占比一度达到20%等。
- **百货业态业绩受较大冲击，但长期价值不变。**尽管疫情期间百货的销售收入和租金收入均受到不同程度冲击，但长期来看线下消费需求仍在，且难以被线上取代，长期价值不变。随着估值降低有望出现左侧布局机会。



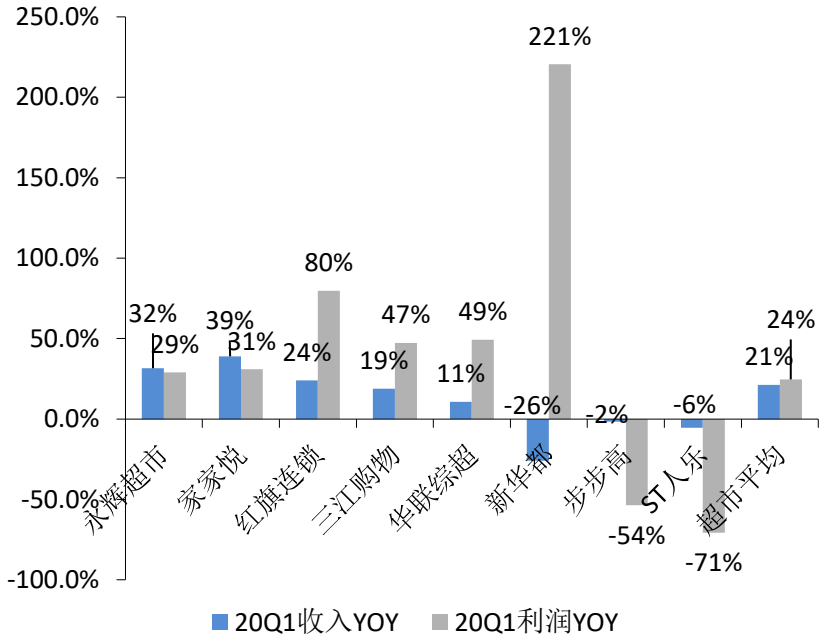
来源：国金证券研究所

2.2 超市业绩逆势增长，百货出现显著下滑

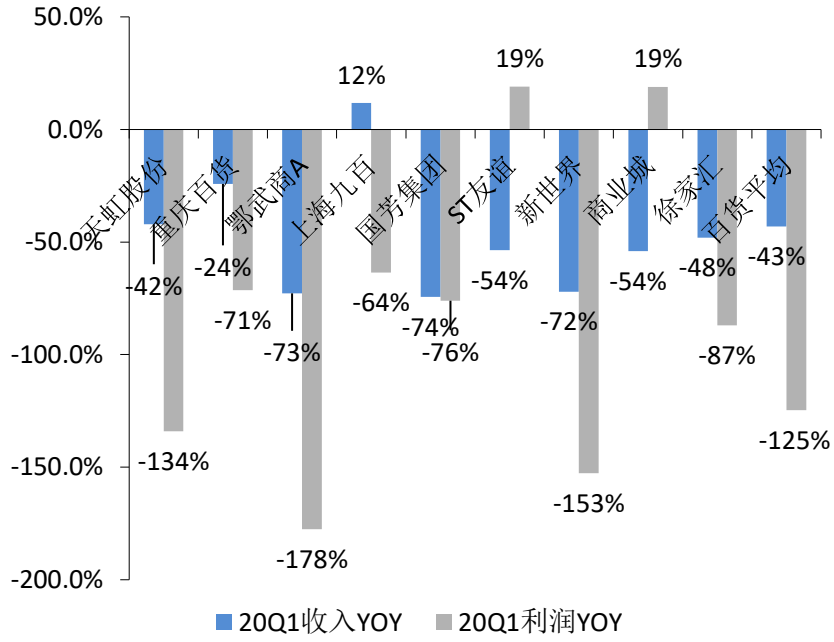
国金证券 SINOLINK SECURITIES

■ **线下部分分业态看：超市上市企业在疫情中取得业绩增长，而百货企业业绩明显下滑。**平均来看，超市企业一季度收入同增21%，扣非后净利润同增24%；超市企业收入同减43%，扣非后净利润同减125%。其中红旗连锁利润上升的

图： 20Q1部分超市企业收入、扣非净利润增幅



图： 20Q1部分百货企业收入、扣非净利润增幅



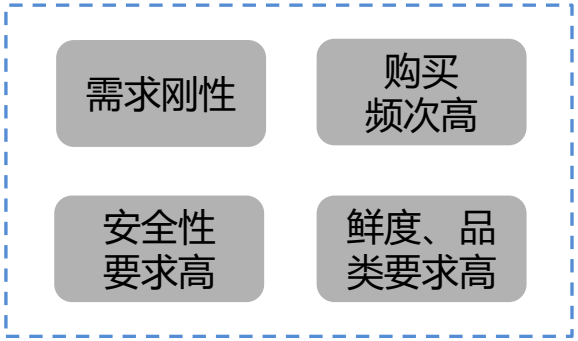
来源：wind，国金证券研究所

2.3 频率高刚性强，生鲜重要性凸显

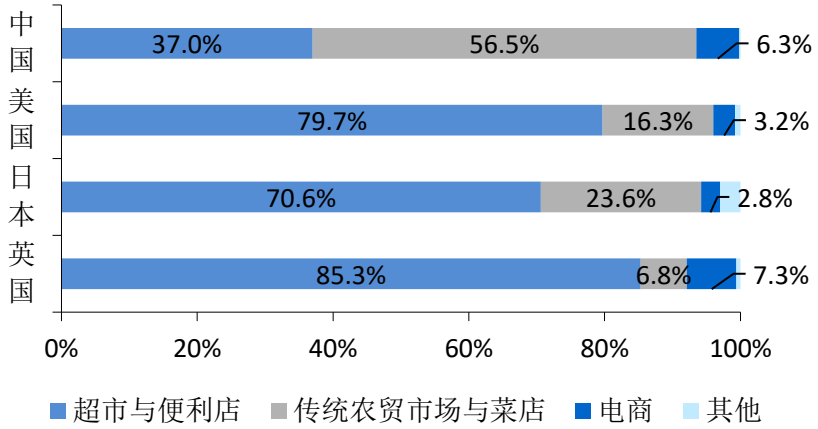
国金证券 SINOLINK SECURITIES

- **生鲜需求频率高刚性强。**“民以食为天”，吃是一个重要的刚性需求。疫情期间随着餐馆停业，居民对生鲜类产品的需求出现增长。由于生鲜产品保质期较短，因此其采购频率较高。又由于生鲜品种丰富，消费者更倾向于能一次买全的购物场所，因此对于超市而言，生鲜商品可以带来稳定的客流。
- **疫情期间特殊要求推动超市生鲜、生鲜到家的发展。**根据欧睿数据，至19年底我国超市渠道生鲜零售占比不足40%，大多数生鲜通过农贸市场售出，而发达国家均在70%以上，按渠道比例来看超市生鲜仍有一倍以上发展空间。疫情期间人们需求发生改变，对便利性、安全性要求更高，加快超市生鲜和到家业务的发展。

图： 生鲜重要特质



图： 生鲜零售渠道占比，我国超市生鲜有较大增长空间



图：生鲜特点是消费者对品种丰富和质量良好要求高

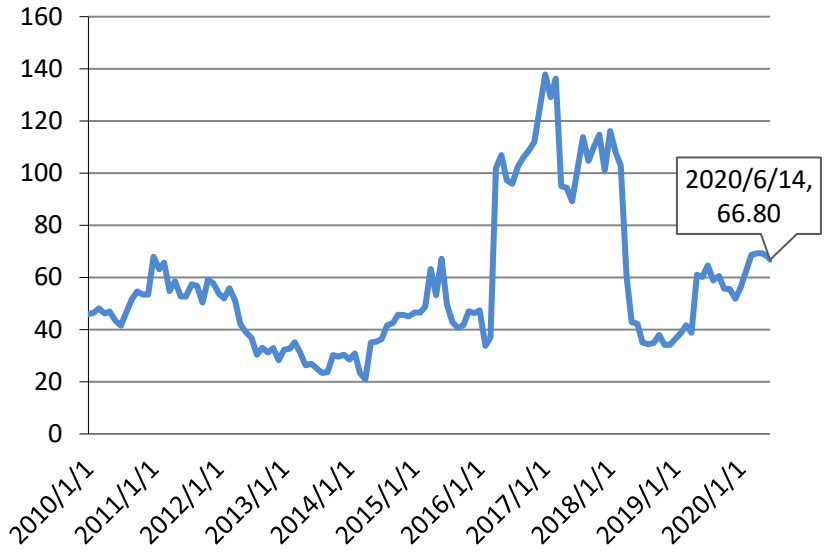
	18-24岁	25-34岁	35-44岁	55-65岁
便利性	★★★	★☆	★★☆	★☆
品种	★★☆	★★★	★★☆	★★★
质量	★★	★★☆	★★★	★★☆
价格	☆	★★☆	★★	★☆
服务和体验	★☆	★★	★★	★☆

来源：欧睿，麦肯锡，国金证券研究所

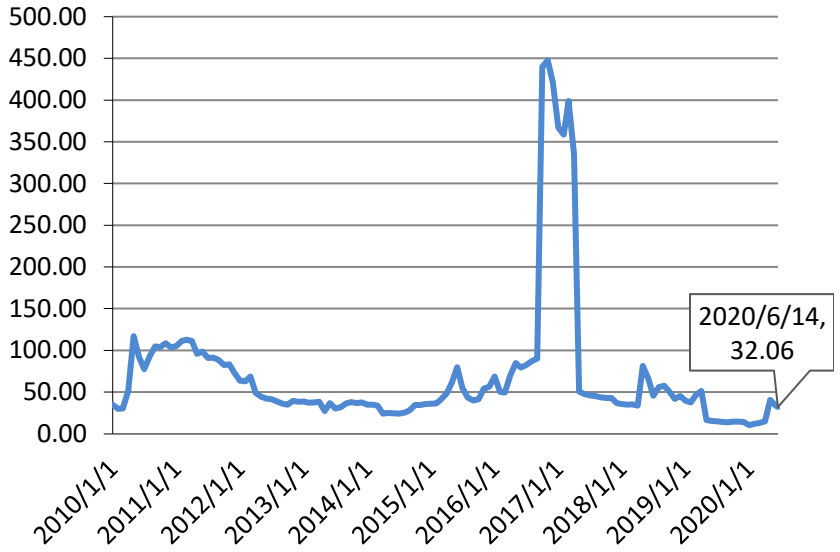
2.4 板块历史估值

- **超市估值业绩齐增长，迎戴维斯双击。**18年开始超市估值进入上升通道。随着疫情期间一些小型商户退出市场，资金雄厚的连锁超市未来拥有更广阔的空间，此外在线下单、到家业务在疫情中得到进一步普及，消费习惯有望发生改变，利好拥有线上服务的大型连锁商超。因此估值和业绩有望同步提升，实现戴维斯双击
- **百货估值处历史地位，布局正当时。**百货板块估值从17年起进入下降通道，目前处于历史低位。尽管百货商场业绩不断被电商冲击，但线下消费、娱乐需求无法被完全取代。此外，尽管疫情中租金收入减少，线下商场等资产的长期价值仍然稳固。因此，疫情造成的板块估值下降是进场布局百货公司的好时机。

图： 超市板块历史估值（静态PE）



图： 百货板块历史估值（静态PE）



来源：wind，国金证券研究所
注：申万行业板块，以市值为权重，百货板块中不包含王府井

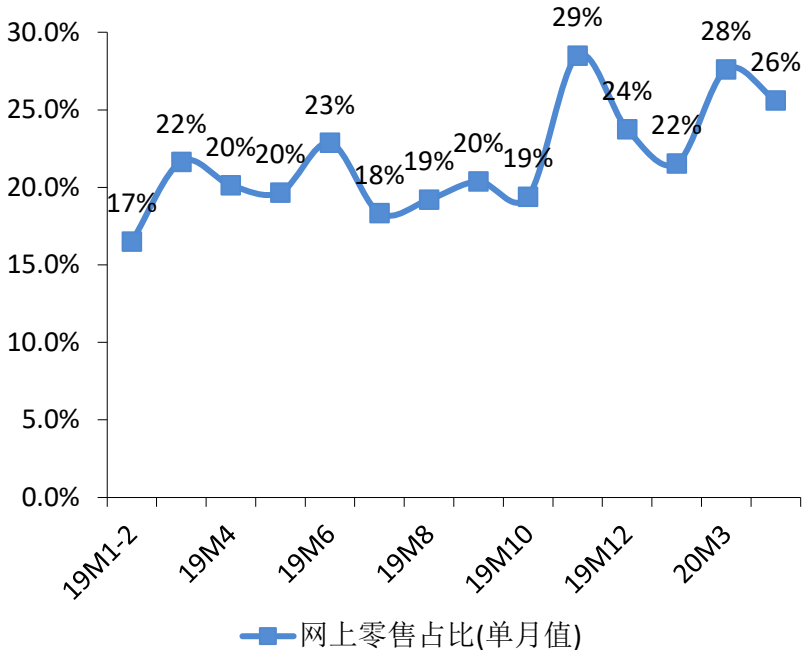
3. 电商平台活跃度高，直播渗透提升



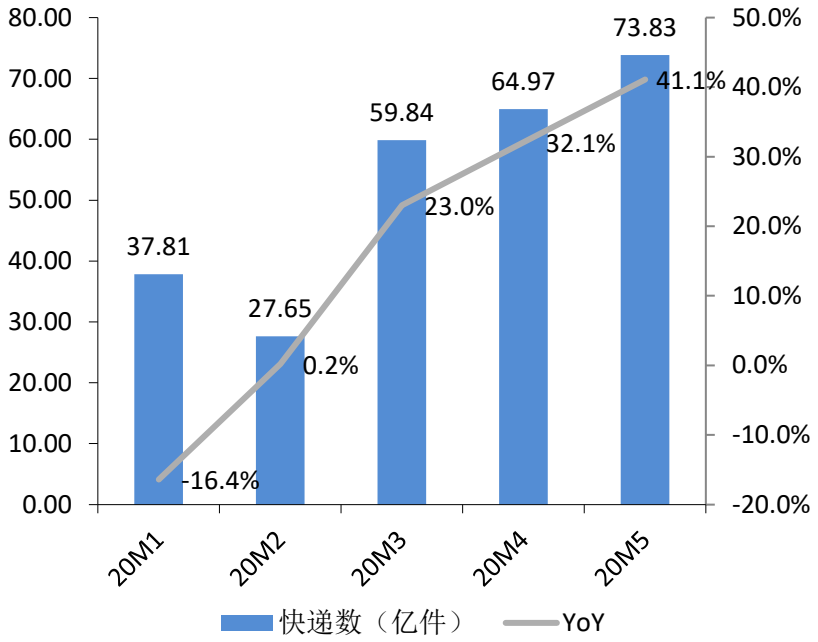
3.1 线上占社零总额比持续提升

- **网上零售占比进一步提升。**20M1-2、M3、M4网上零售总额占社零总额比重分别为21.5%、27.6%、25.6%，较去年同期分别增长5.0pct、5.4pct、5.5pct。
- **快递件数的高速增长印证网购繁荣。**1-2月受快递停运影响，快递件数同比增幅分别仅为-16.4%、0.2%。2月下旬快递逐渐恢复后，3-5月快递件数取得高速增长，增幅分别为23.0%、32.1%、41.1%。

图： 网上零售占社零总额之比



图： 快递件数及增幅



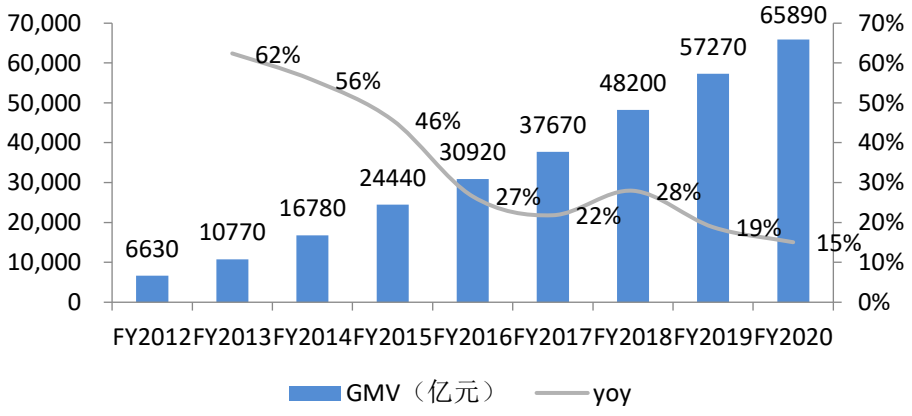
来源：wind，国金证券研究所

3.2 头部电商平台最新表现：阿里数字经济体交易额突破1万美金

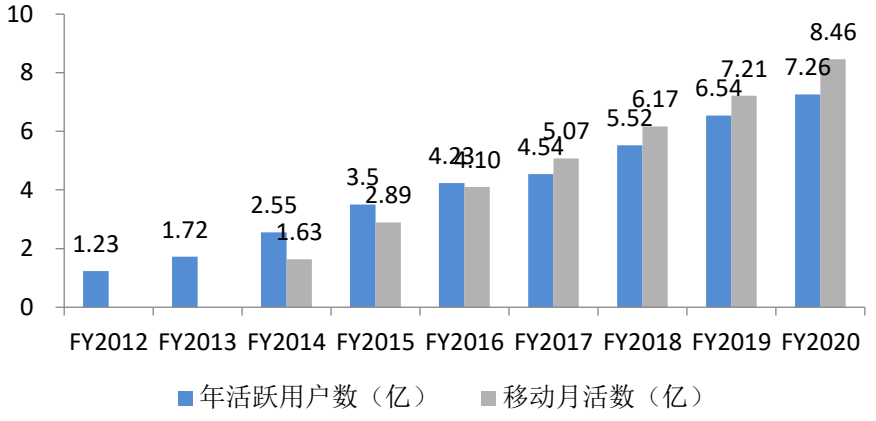
国金证券 SINOLINK SECURITIES

阿里数字经济体GMV突破1万亿美金：FY20阿里数字经济体消费性商业业务（中国零售+国际零售+本地生活）GMV达7.05 万亿元，其中中国零售市场 GMV 为6.59 万亿元，同比+15%（天猫GMV3.20万亿元，同比+23%；淘宝GMV3.39万亿元，同比+9%）。

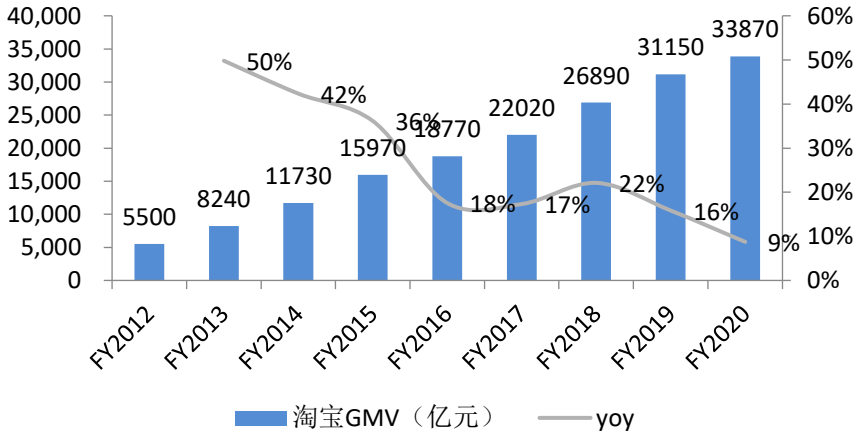
阿里中国零售市场GMV（亿元）及增速



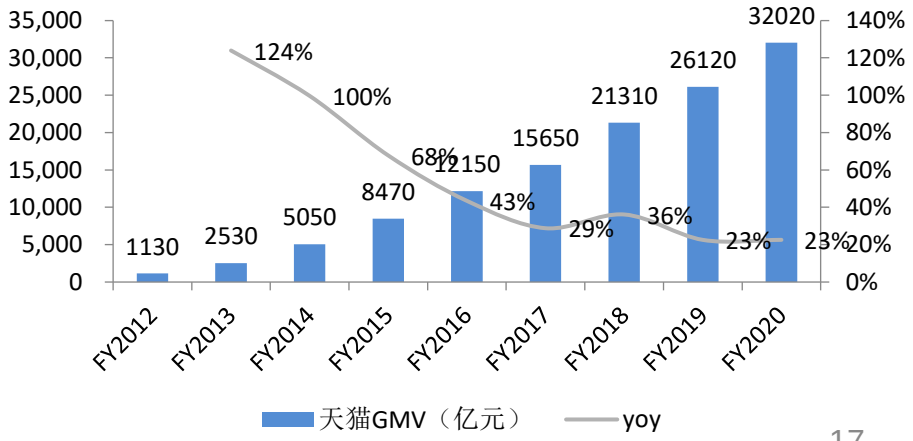
阿里中国零售年活跃用户&移动月活跃用户



淘宝GMV（亿元）及增速



天猫GMV（亿元）及增速



来源：wind，国金证券研究所

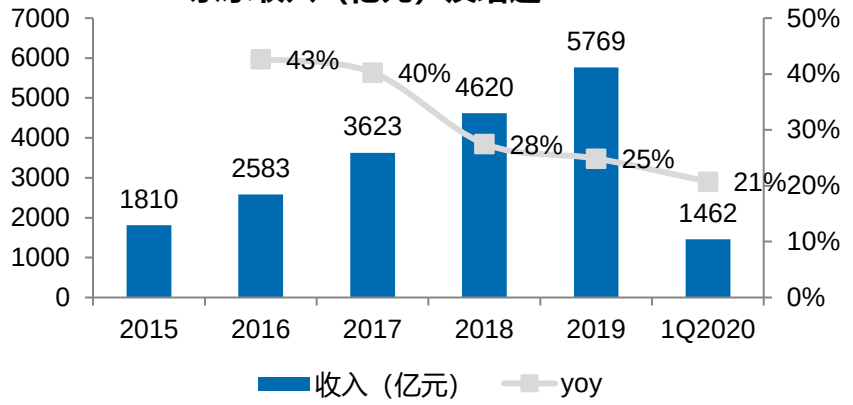
3.2 头部电商平台最新表现：京东、拼多多一季报表现突出，活跃用户保持较强增长势头

国金证券 SINOLINK SECURITIES

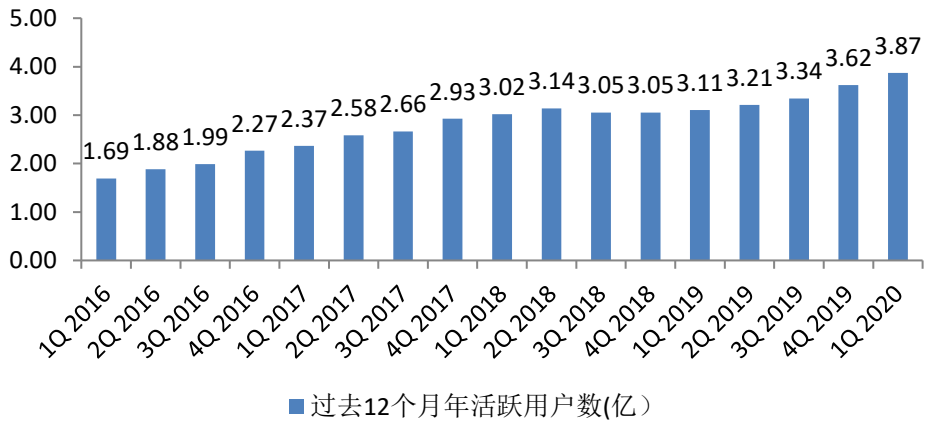
京东： 2020Q1 收入 1462 亿元，同比增长20.8%，其中产品销售收入为 1301 亿元，同比增长 19.7%，服务收入 161 亿元，同比增长 29.6%。截至2020Q1年活跃用户数达3.87亿，环比增加2540万。

拼多多：截至2020Q1GMV突破1.15万亿元，GMV保持强劲增长。截至2020Q1年活跃用户数达6.28亿，环比增加4290万。2020Q1 收入 65.4 亿元，同比增长 43.9%。

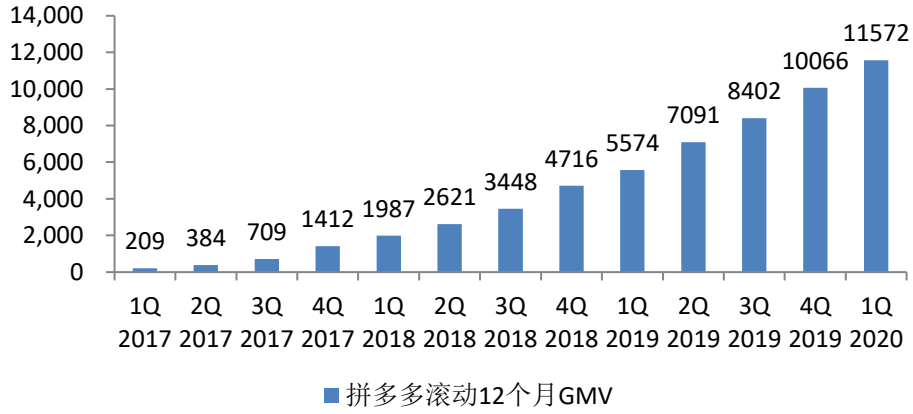
京东收入（亿元）及增速



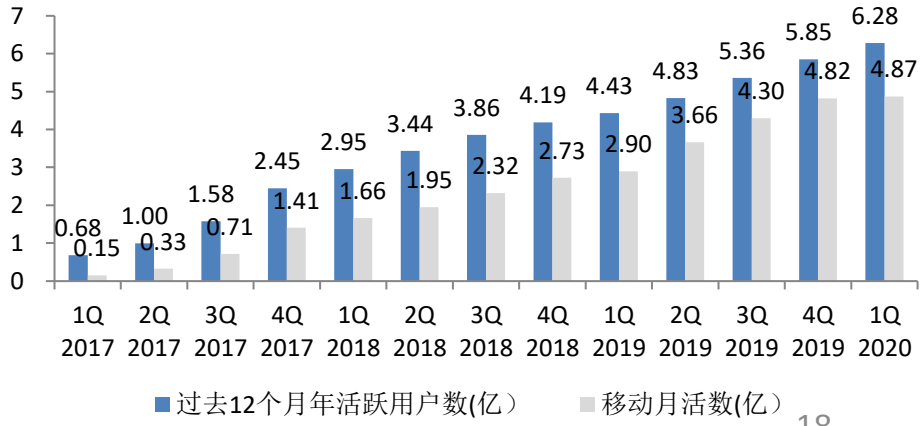
京东年活跃用户（亿）



拼多多GMV（亿元）



拼多多年活跃用户及移动月活数（亿）



来源：wind，国金证券研究所

3.3 618活动加码，直播战升级

国金证券 SINOLINK SECURITIES

- **618促销力度升级，成交额创新高。**作为疫情后首次大型促销，本次618促销力度空前，成交额创历史新高。
- **京东、拼多多加入直播战场，直博战升级。**京东力推店铺直播之外，还于5月27日与快手达成合作，自营商品可一键上架快手商城。拼多多6月6日于官方直播间上线明星推荐管，明星带货每场额外补贴一亿元。

图： 618促销活动力度大，成交额创新高

天猫

- 跨店满减+消费券+分期免息多重优惠
- 开售10小时同比增速超50%，半天成交额超去年全天

京东

- 超级百亿补贴，千亿优惠，百亿消费券
- 开售14小时成交额同增74%

苏宁易购

- “J-10%”补贴计划对标京东，比京东更便宜10%
- “J-10%”补贴商品12小时销售增长850%

拼多多

- 百亿补贴+万人团加码，明星直播额外补贴每场1亿
- 至6月6日万人团参加人数已超1500万

天猫：官方直播间明星轮播



京东：力推店铺直播比拼品牌热度



拼多多：开启明星推荐官每场补贴1亿



来源：各平台战报，平台APP，国金证券研究所

3.4 B端：国联股份上线战疫平台，开启专家直播

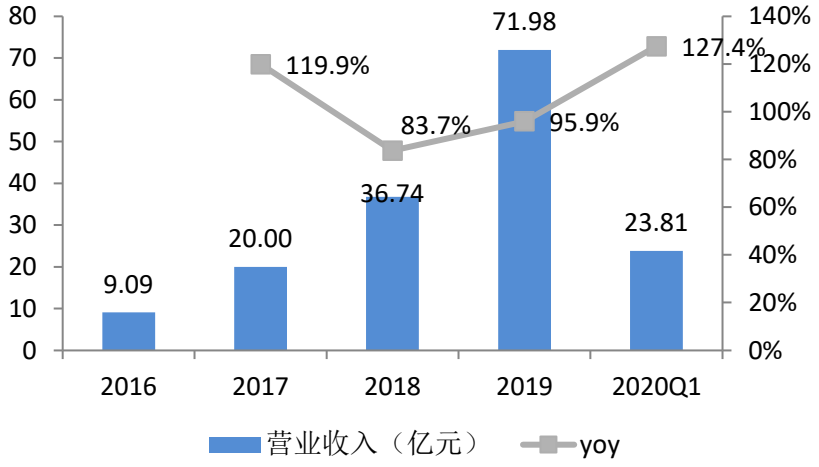
国金证券 SINOLINK SECURITIES

- **国联股份主营To B工业品拼购多多平台，在2月上线战疫平台助企业匹配供需，提升防疫物资流通效率。**平台经营喷绒布、PP塑料等多种防疫物资的重要原材料，企业不仅可以发布供应信息，也可发表急采信息。至2月底已有千余家企业加入联动，发送货物数千次。
- **3月上线工业品带货直播带货助产业链复工复产。**至5月底共组织3季20场带货直播，观看人次40.5万，订单量11.5亿。6月工业品带货直播继续加码，已排期8场直播。
- **平台转危为机，Q1业绩亮眼。**2020Q1国联股份收入23.8亿，同增127.4%；归母净利0.4亿，同增86.0%。

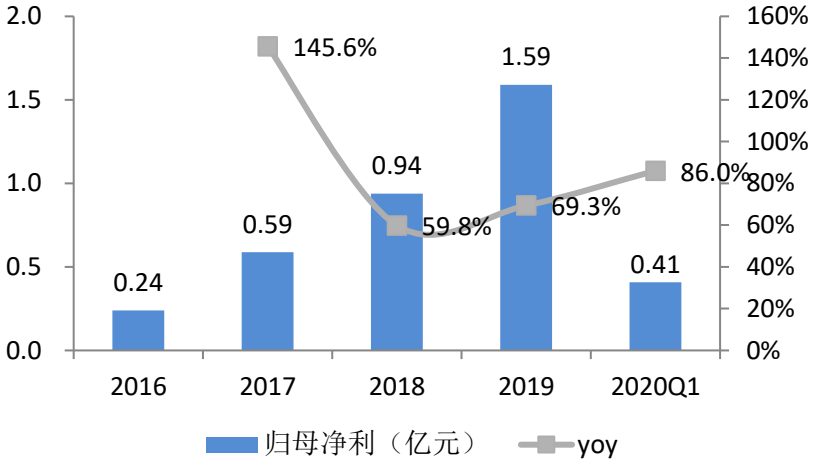
图： 国联股份工业品带货直播助产业链复产



图：国联股份20Q1实现收入23.8亿元，同增127%



图：20Q1归母净利为0.41亿元，同增86%



来源：公司公告，国金证券研究所

4.线上品牌商：电商品牌化星辰大海，空间广阔

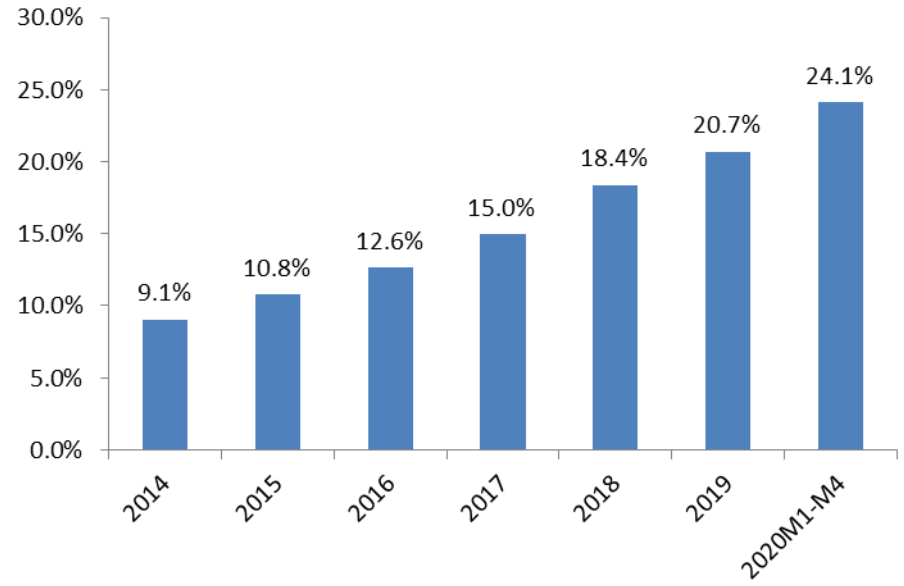


中国电商：渗透率世界第一，是社零增长的引擎

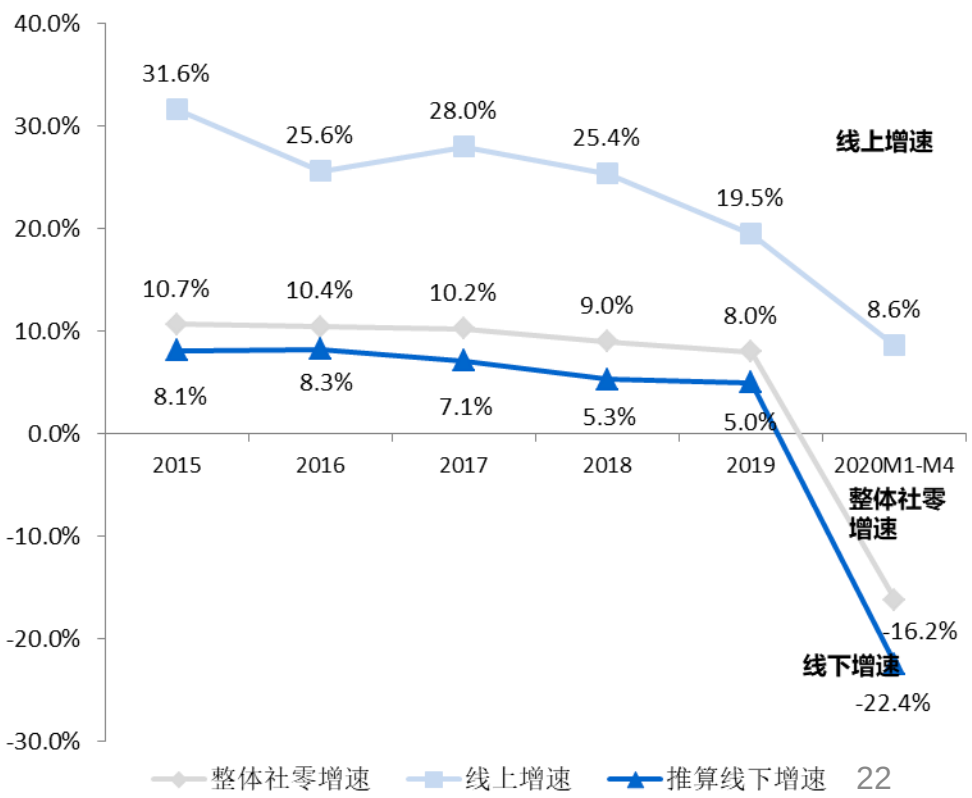
国金证券 SINOLINK SECURITIES

- **过去20年，中国电商从0起步，崛起成为全球电商行业零售交易额TOP1。**2019年，我国实物商品电商零售额达8.52万亿元，占社零总额比重20.7%，而相比而言，美国的电商渗透率，在2018年仅为9.9%。2014-2019年，我国电商年均复合增速在20%以上，同期社零整体增速在8%-10%，电商成为拉动中国零售行业增长的最强赛道。

中国线上商品零售额占社零总额比



电商依然是拉动中国消费的核心变量



来源：国家统计局，wind，国金证券研究所

中国制造：白牌市场存在巨大整合机会

国金证券 SINOLINK SECURITIES

- **中国有丰富且分散的制造商资源，不乏有诸多知名国际品牌的代工厂：**服装领域有申洲国际、联泰、联业、溢达、晶苑集团等；箱包领域有开润股份、时代皮具等；化妆品领域有科丝美诗中国、莹特丽中国、蔻诗曼嘉等。家具领域有浮生记、高帆家私、简木、木言等；电子产品领域有富士康、闻泰、龙旗、天珑等。大厂的特点是，绑定一些著名品牌商，需要有较大的订单量才能启动生产。

世界级品牌中国知名代工厂举例

类别	中国代工厂	代工品牌
服饰类	联泰	Ralph Lauren、Calvin Klein、 Victoria's Secrets等
	联业	Givenchy、Burberry、Callaway等
	溢达	Abercrombie Fitch、Lacoste、Polo Ralph Lauren、Nike等
	申洲国际	NIKE、ADIDAS、PUMA、UNIQLO等
	晶苑集团	UNIQLO、PINK、ATY、HM、JCPENY等
	长江制衣	Pringle、Miss Sixty 、YSL 、Diesel、Marc Jacobs等
箱包类	开润股份	迪卡侬、新秀丽、VB、HP、DELL等
	时代皮具	Coach、Prada、Michael Kors， Tumi等
化妆品类	科丝美诗中国	兰蔻、植村秀、韩束、卡姿兰、百雀羚等
	莹特丽中国	迪奥、兰蔻、香奈儿、阿玛尼、珀莱雅、丸美、毛戈平、玛丽黛佳等
	蔻诗曼嘉	菲诗小铺、悦诗风吟等
家具类	浮生记	宜家等
	高帆家私	无印良品等
	简木	Baker、erco等
	木言	NITORI、dwell等

来源：搜狐，国金证券研究所

中国制造：白牌市场存在巨大整合机会

国金证券 SINOLINK SECURITIES

- **现在中国还有大量优质的工厂，却没有合适的品牌和渠道的，形成了特殊的“白牌市场”，这个市场有巨大的整合机会。**线上的变革是直接作用于工厂端的。中国还有大量的优质产能还没有合适的品牌和渠道，期间演化出了“山寨”这种畸形模式，这种模式长期来看，是没有长久生命力的，这些白牌工厂，是很好的“中国制造”代表，而现在，需要“中国品牌”，来整合这个特殊的市场。在整合过程中，有着巨大的机会。在“中国品牌”整合“中国制造”的过程中，电商是其最重要的整合方式之一。对于这一市场趋势我们称之为“白牌电商品牌化”。

淘宝一条街，整条街都是给网店供货的，没有固定品牌的工厂店



也有部分工厂店直接向消费者发货

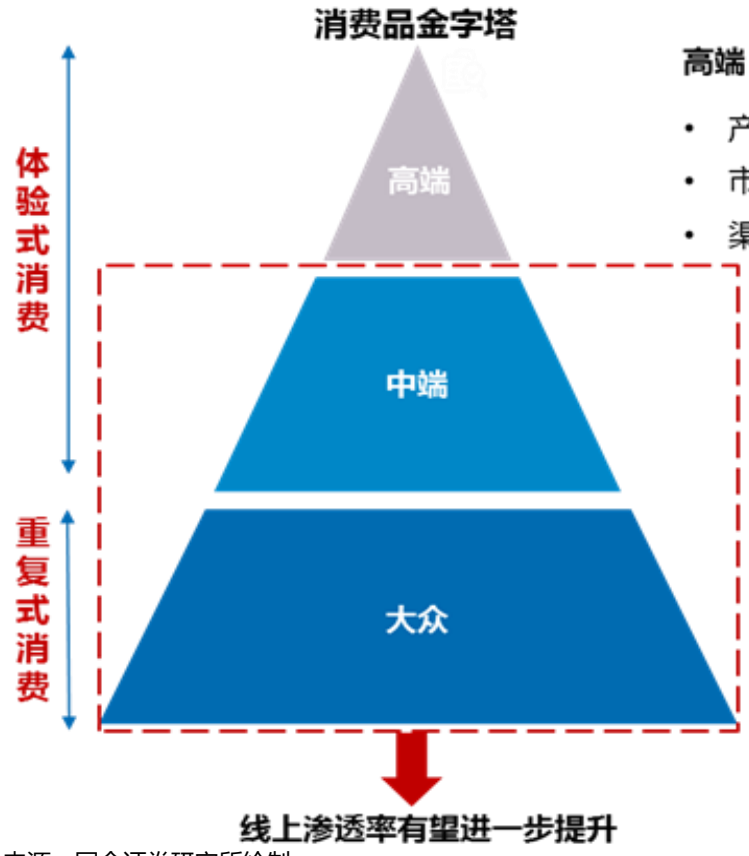


来源：国金证券研究所拍摄

白牌电商品牌化：最重要的消费趋势之一，不止是渠道的变革

国金证券 SINOLINK SECURITIES

- **“白牌电商品牌化”**指的是通过电商特色的打法，高效发挥零售的效率，并聚合中国本土的优质产能，加强供应链和生产的效率，打造出具备电商特色，供应链反馈迅速的中国品牌，我们认为这个市场是目前整个中国消费品行业，最值得挖掘的行业之一。
- **电商不仅仅是渠道变革，会在品类和集中度上也发生变革。**
- **线上线下的适宜的品类，会变得不同。**



高端：个性化高售价设计师市场

- 产品特点：极具个性化、高品牌附加值
- 市场特点：是市场规模有限、企业运营关键是高毛利率
- 渠道特点：线下买手店、体验店为主要渠道

中端：品质化性价比粉丝市场

- 产品特点：高颜值、高品质、高性价比
- 市场特点：市场潜在空间大，企业运营关键是高周转率
- 渠道特点：线上销售标品+线下销售具有场景感、体验感的爆品

大众：标准化高复购强流量聚集市场

- 产品特点：标品为主，无品牌/山寨产品为主流
- 市场特点：市场规模大，格局非常分散，企业运营关键是低价
- 渠道特点：线上日益成为最主要的销售渠道

未来趋势：重复式消费和体验式消费进一步分离，重复式消费线上化趋势，进一步集中线上和线下适宜的品类和策略都是不同的

来源：国金证券研究所绘制

白牌电商品牌化：最重要的消费趋势之一，不止是渠道的变革

国金证券 SINOLINK SECURITIES

- **我们认为特别适合线上化的产品的主要特点是——高频次，大众化，消耗性，标准品。**满足这四个条件的商品，是更符合白牌电商品牌化的趋势的。目前看来，有五大品类：服装(包括家纺)/日用品/小家电/休闲零食/化妆品（大众化），都具备这样的特点，而这些品类中，未来也大概率会从线上到线下降维打击，线上渗透率有望持续提升，会存在电商端做到很大的规模的品牌。
- **线上购物的便利性反过来会影响商品消费频次。**

最有望诞生大型电商品牌的五大品类

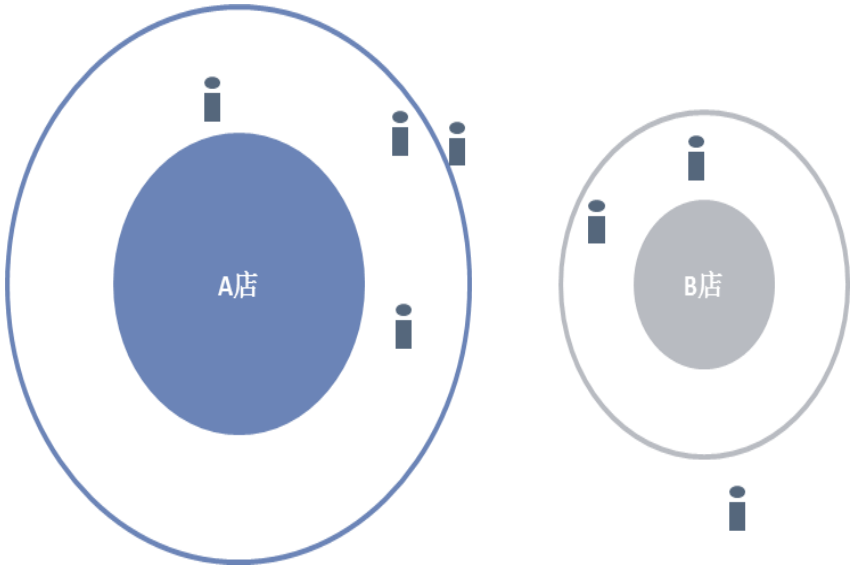
服装（包括家纺）	日用品	小家电	休闲零食	化妆品（大众）
				

来源：国金证券研究所绘制

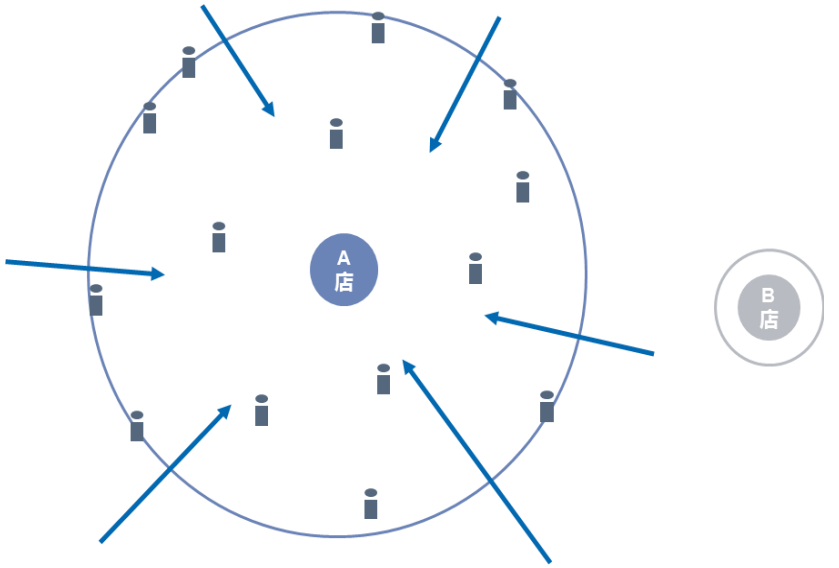
白牌电商品牌化：最重要的消费趋势之一，不止是渠道的变革

- **边界会变得不一样，线上商家马太效应会越来越强。**不同于线下商业是一种“区域竞争”，线上是一种“全域竞争”，每一个网店距离每一个消费者的距离是一样的，线上的搜索加权是具有顶端优势的，头部的店铺，会吸引更多的流量。所以，线上商家的马太效应会越来越强，易耗品，尤其是是标准化程度较高的消耗品，线上不仅渗透率会越来越高，头部集中度也会越来越高，电商头部品牌的实力会更强。

线下商业具有边界限制



电商没有线下商业的边界限制



来源：国金证券研究所绘制

5.化妆品：韧性赛道值得高估值，国牌借道电商崛起

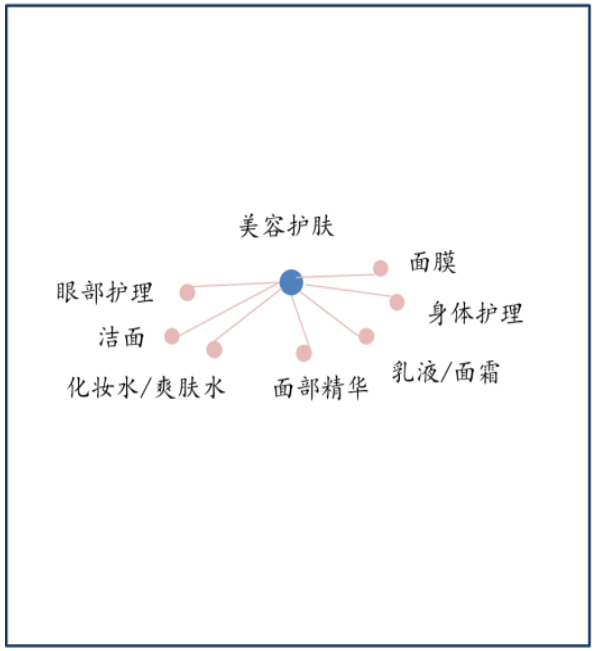


需求端：对“美”的追求为行业终极驱动力

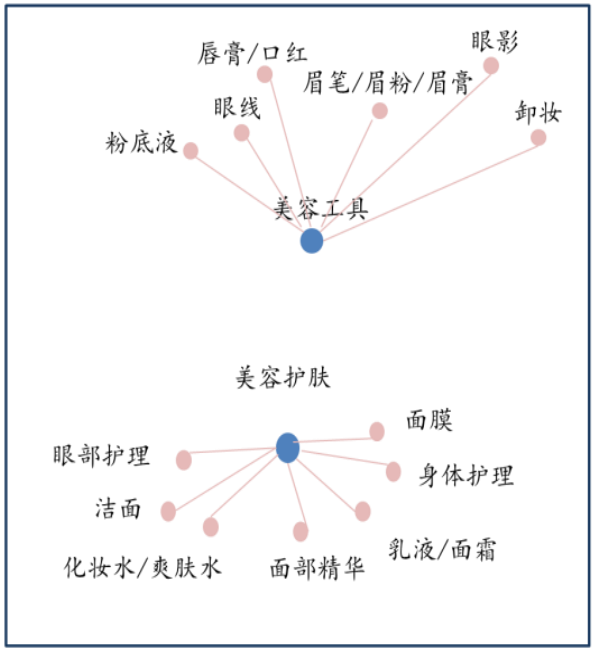
国金证券 SINOLINK SECURITIES

- **化妆品是销售对“美”的梦想和焦虑的行业，是一种“成瘾性可选消费”，具有较强消费韧性：**化妆品兼具功能消费和精神消费双重属性，终极驱动力为人对“美”的追求，这种追求会伴随梦想和焦虑加剧，因此行业具有一定成瘾性。而相较奢侈手表、皮包，化妆品是一个使消费者能够以较低价格投资自己、提升自我形象、增强自我愉悦感的“廉价奢侈品”，因而也具有较强的消费韧性。
- **化妆品消费行为是一个做“加法”的过程，具有“品类叠加”逻辑**：消费者一般从简单的功能性需求入门，逐渐衍生出更精细化和更专业的需求，使用的品类和步骤亦会增加。例如基础消费者仅使用护肤产品组合，进阶消费者会开始使用基础彩妆，达人消费者则会使用包括护肤彩妆在内的全套产品，而从基础向进阶、进阶向达人消费行为转化往往是不可逆的。。

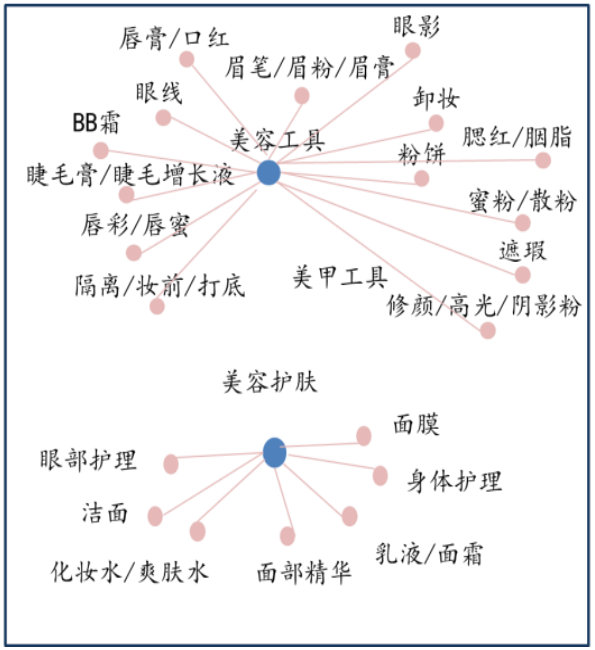
基础消费者美妆购物篮组合



进阶消费者美妆购物篮组合



达人消费者美妆购物篮组合



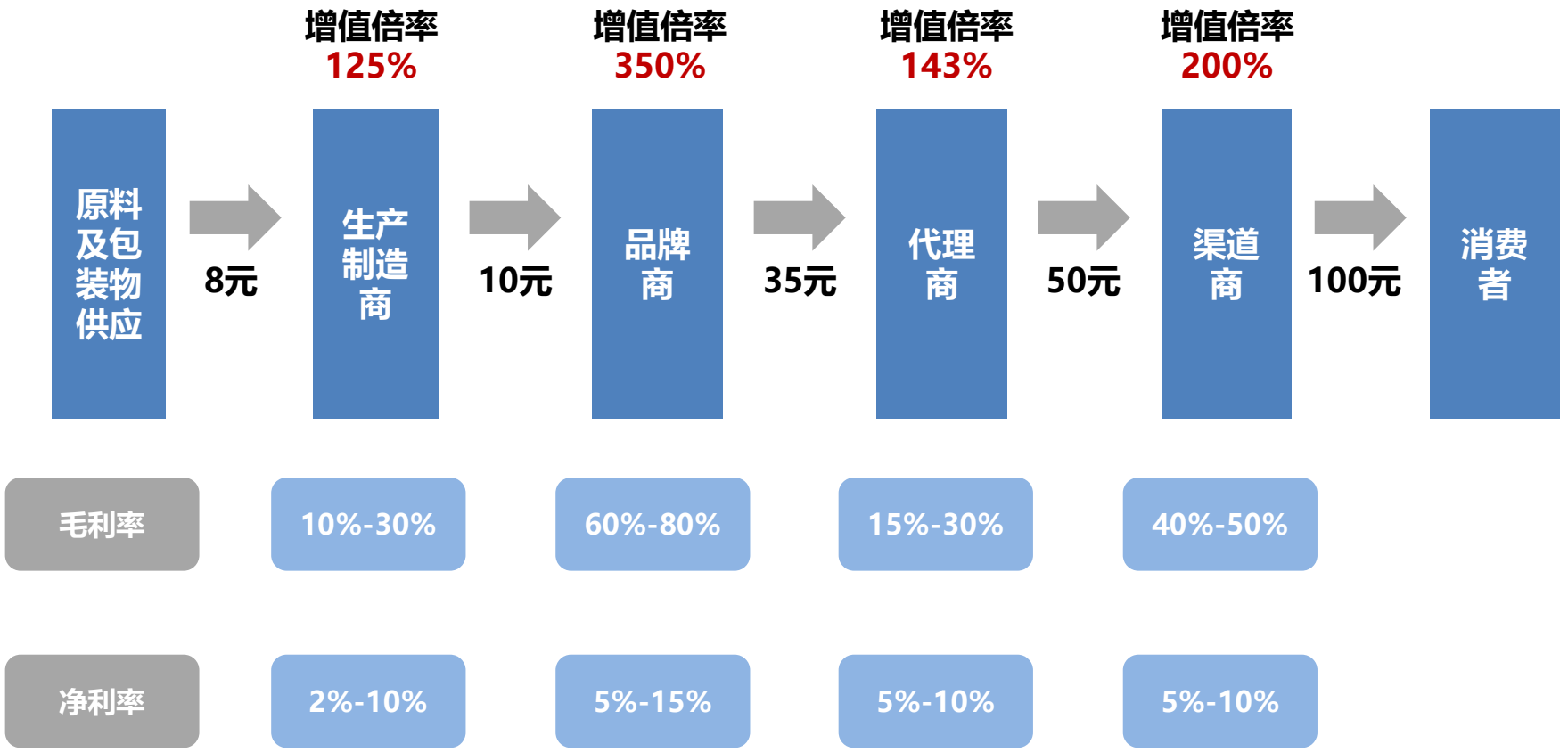
资料来源：天猫，国金证券研究所；备注：基础—进阶—达人消费者的美妆购物篮组合

化妆品产业链构成：由品牌和渠道定价

国金证券 SINOLINK SECURITIES

- **化妆品是一个由品牌和渠道定价，而非制造和生产定价的行业：**产业链可分为原料生产与供应商、生产制造商、品牌商、代理商、渠道商5个环节。销售给终端消费者时价格在100元的化妆品，原料及包装物成本合计大约仅在8块钱左右。品牌商和渠道商拥有非常高的毛利率，但需要支付刚性的广告推广费、渠道运营费、租金人工费去塑造品牌形象、维系用户忠诚度。这也恰恰反映出，品牌商和渠道商的核心竞争力，主要体现在定价和控费上，在这方面具有优势的企业在行业中具有更高的话语权。

产业链不同环节的利益分配



资料来源：上市公司年报，国金证券研究所（各个环节的比率，为样本上市公司的平均值）

全球化妆品集团旗下知名品牌一览

国金证券 SINOLINK SECURITIES

国家	上市公司	成立时间	最新财年总营收（亿美元）	旗下知名品牌
法国	欧莱雅	1907年	318	赫莲娜、阿玛尼、兰蔻、碧欧泉、科颜氏、羽西、巴黎欧莱雅、The Body Shop、美宝莲、YSL圣罗兰、理肤泉、薇姿等
美国	雅诗兰黛	1946年	149	La Mer、雅诗兰黛、倩碧、M·A·C、悦木之源、Bobbi Brown、Tom Ford、Jo Malone 祖马龙、Aveda等
美国	宝洁	1837年	677	OLAY、SK-II、舒肤佳、海飞丝、潘婷、飘柔、沙宣、佳洁士等
日本	资生堂	1872年	99	SHISEIDO、CPB 、IPSA、Anessa、Elixir、bareMinerals、NARS等
日本	花王	1887年	137	Biore 碧柔、Curel珂润、Freeplus芙丽芳丝、Sofina索菲娜、Kanebo嘉娜宝、RMK 等
日本	高丝	1946年	30	KOSE、DECORTE黛珂、AVENIR、雪肌精、 JILLSTUART、albion奥尔滨等
日本	宝丽奥蜜思	1929年	23	Pola、ORBIS(奥蜜思)、H2O+、Jurlique、THREE等
韩国	爱茉莉太平洋	1945年	48	Amore Pacific、雪花秀、HERA、兰芝、悦诗风吟、伊蒂之屋、IOPE 、VERITE等
韩国	LG生活健康	1947年	61	后、OHUI、ISAKNOX、蝶妆、菲诗小铺、SU:M37°、belif等
中国	上海家化	1898年	11	佰草集、玉泽、高夫、美加净、六神、家安、启初、一花一木、双妹、汤美星等
中国	珀莱雅	2006年	3.5	珀莱雅、优资莱、 悦芙媞、韩雅、悠雅、猫语玫瑰等
中国	丸美	2002年	2.4	丸美、春纪、恋火

资料来源：Bloomberg，公司公告，国金证券研究所

全球化妆品品牌商巨头核心数据宝典

国金证券 SINOLINK SECURITIES

	欧莱雅	雅诗兰黛	宝洁	资生堂	花王	高丝	POLA	爱茉莉太平洋	LG生活健康	上海家化	珀莱雅	丸美股份
当前市值(亿美金)	1479	722	2986	325	351	101	54	59	148	32	22	27
营业收入(亿美金)	318	149	677	99	137	30	23	48	61	11	3.5	2.4
净利润(亿美金)	46.7	19.8	111	5.9	14.3	3.3	2.1	2.6	5.8	0.9	0.4	0.6
最近三个财年营收复合增速	6%	10%	1%	12%	4%	14%	8%	4%	9%	7%	13%	10%
毛利率	73%	77%	49%	79%	43%	73%	83%	73%	60%	63%	64%	68%
销售及管理费用率(SG&A)	51%	60%	25%	66%	25%	55%	63%	58%	43%	53%	45%	39%
研发费用率	3.40%	1.30%	2.80%	2.70%	3.80%	1.60%	2.00%	1.80%	0.30%	2.10%	2.20%	2.20%
营业利润率	18%	18%	19%	10%	14%	16%	16%	9%	15%	9%	16%	31%
存货周转天数	132	195	51	220	82	230	191	99	79	110	89	87
应收账款周转天数	54	41	26	54	52	47	41	21	29	49	10	1
应付账款周转天数	207	129	112	137	48	101	47	30	30	102	126	177
5年平均调整ROE	15%	36%	18%	10%	18%	15%	11%	12%	21%	13%	18%	36%
Forward PE	31	34	25	41	23	27	23	27	24	36	39	37

资料来源：Bloomberg，Wind，国金证券研究所；备注：当前市值取自2019年8月27日数据；以上财务数据均来自各品牌公司最新财年（本报告时间为2019年8月）；营收、净利润均取自Bloomberg的经调整营收及净利润；珀莱雅、丸美股份由于上市不满5年，5年平均调整ROE以最新财年ROE代替

2010年以来国际化妆品集团市值变化

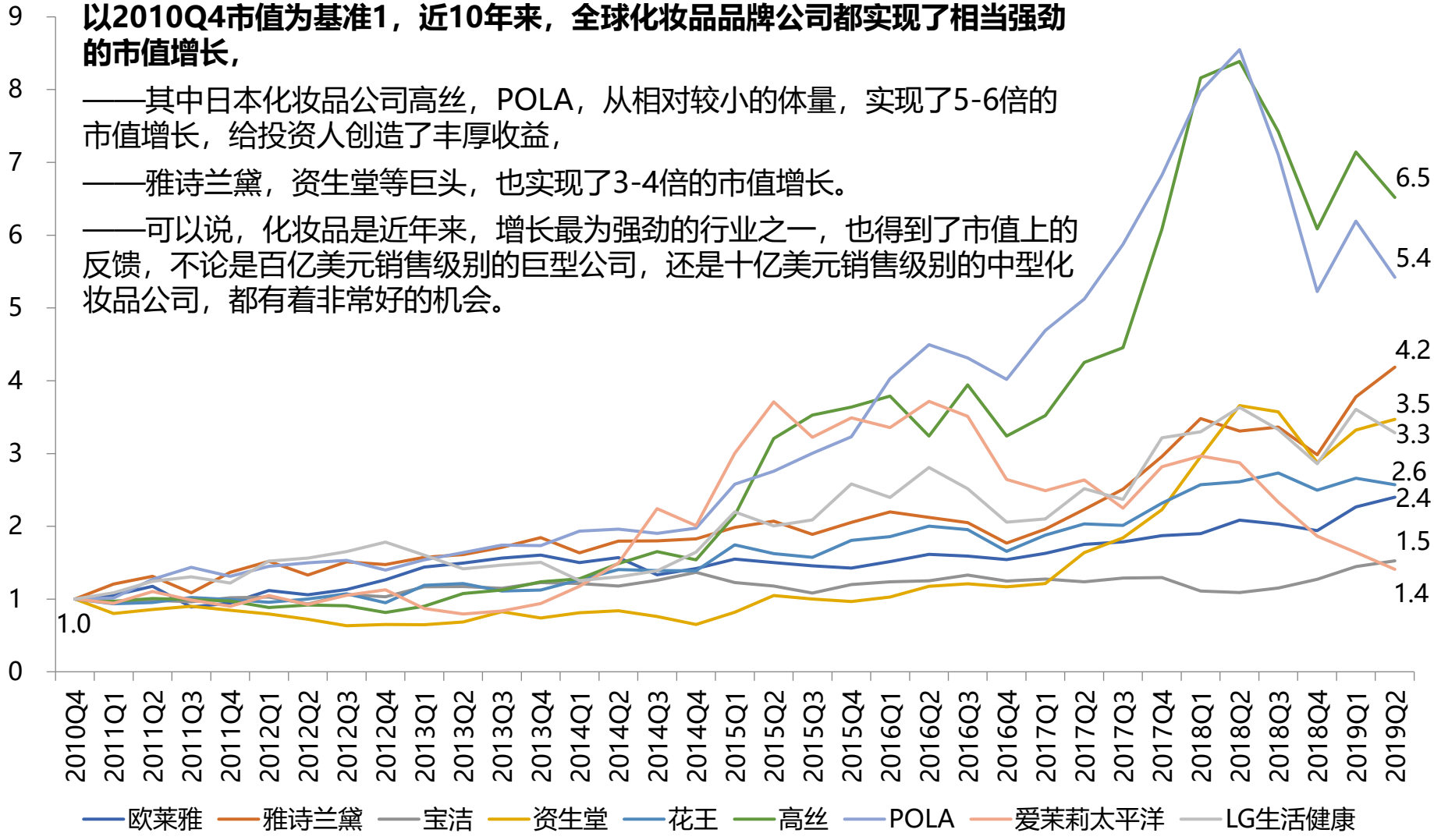
国金证券 SINOLINK SECURITIES

以2010Q4市值为基准1，近10年来，全球化妆品品牌公司都实现了相当强劲的市值增长，

——其中日本化妆品公司高丝，POLA，从相对较小的体量，实现了5-6倍的市值增长，给投资人创造了丰厚收益，

——雅诗兰黛，资生堂等巨头，也实现了3-4倍的市值增长。

——可以说，化妆品是近年来，增长最为强劲的行业之一，也得到了市值上的反馈，不论是百亿美元销售级别的巨型公司，还是十亿美元销售级别的中型化妆品公司，都有着非常好的机会。



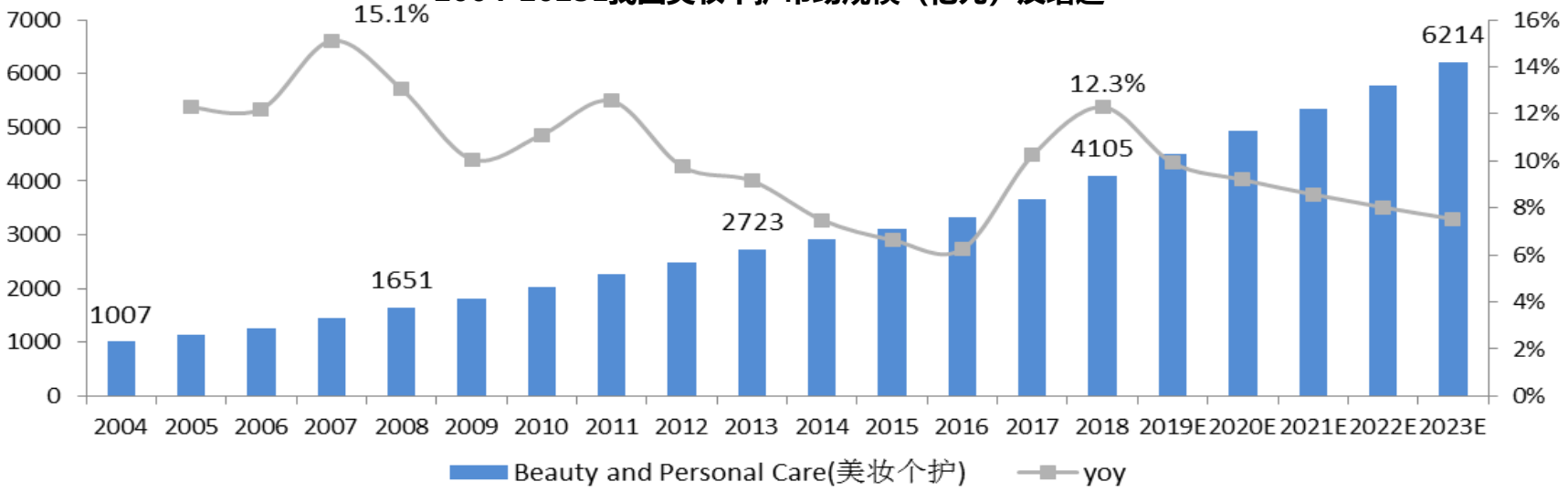
资料来源：Bloomberg，国金证券研究所

2018年我国美妆个护市场规模4105亿元，同比+12%

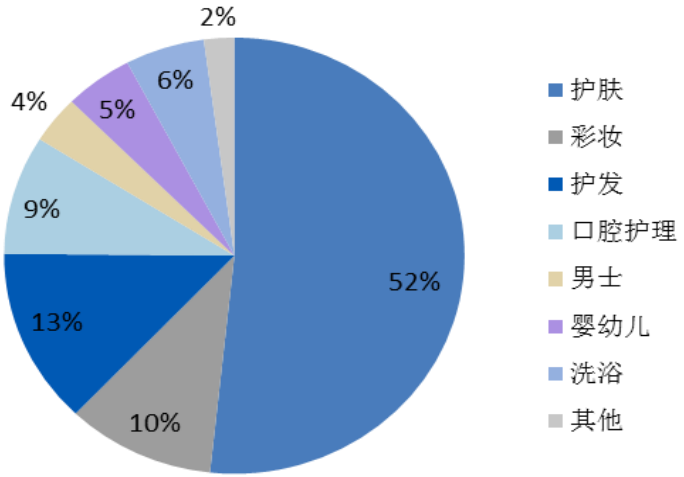
国金证券 SINOLINK SECURITIES

- **2018年我国美妆个护市场规模4105亿元**：其中护肤品类市场规模2122亿元，占比52%。彩妆彩妆市场规模428亿元，占据10%市场份额，位列第三，是未来有望高速增长的子品类。

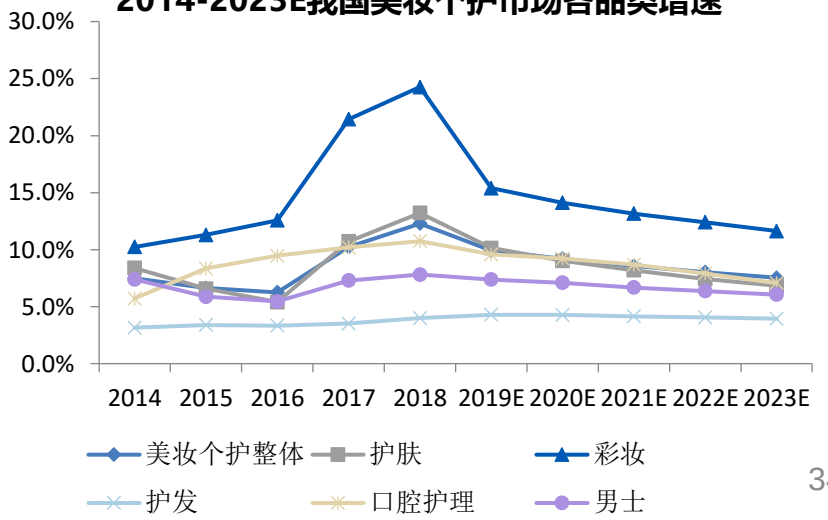
2004-2023E我国美妆个护市场规模（亿元）及增速



2018年我国美妆个护市场各品类占比



2014-2023E我国美妆个护市场各品类增速

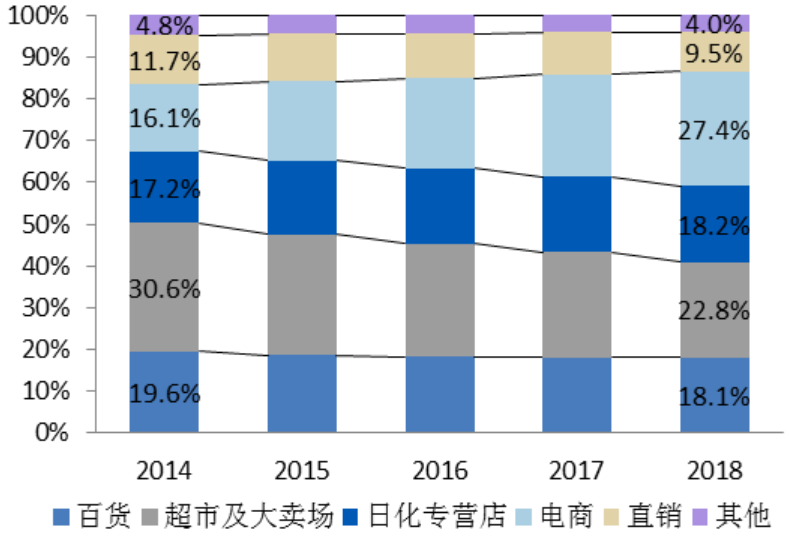


资料来源：Euromonitor，国金证券研究所

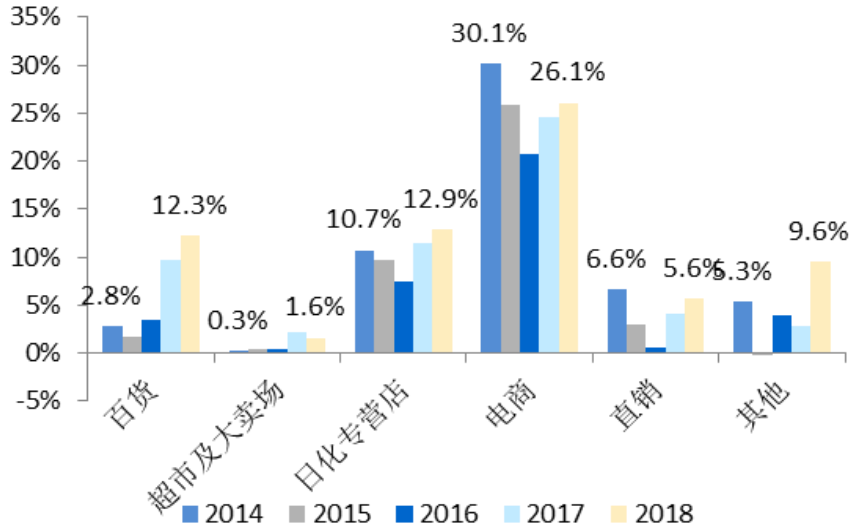
电商和日化专营店是增速最为强势的渠道

- **渠道格局：电商和日化专营店是引领化妆品行业增长的主要渠道，连续5年分别保持20%以上和7%以上的增速。**2014-2018年，超市及大卖场占比由30.6%下滑至22.8%；百货渠道占比由19.6%下滑至18.1%；日化专营店由17.2%上升至18.2%，电商渠道由16.1%上升至27.4%。渠道变化对行业内公司把握新兴渠道布局能力及品牌+渠道相互配合的能力提出更高的要求。
- **渠道趋势**：电商（化妆品单品具备标准化程度高、使用周期短、体积较小、价格适中、复购率高等，在电商渠道有望进一步扩张），单品牌体验店（扩张中有压力），CS渠道（三四线城市持续）、百货专柜（中高端品牌形象建设的重要渠道）、商超卖场（萎缩态势）。

我国美妆个护各渠道占比趋势演变



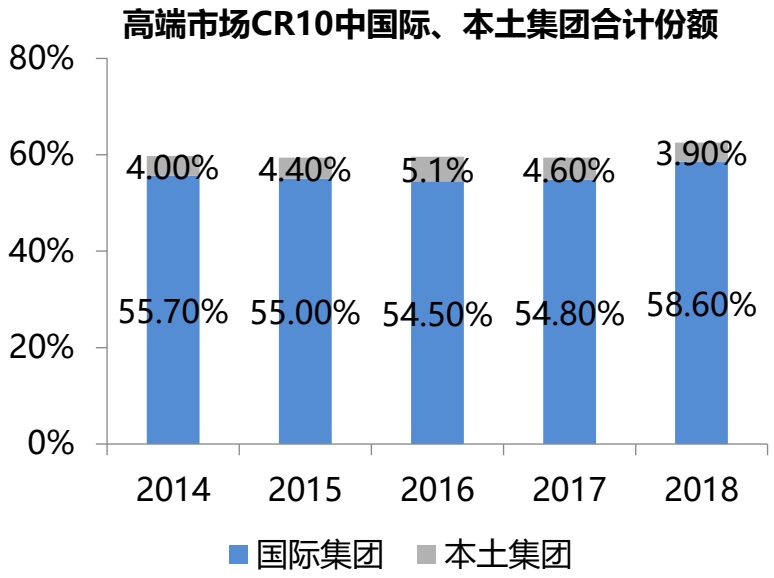
我国美妆个护各渠道增速分布

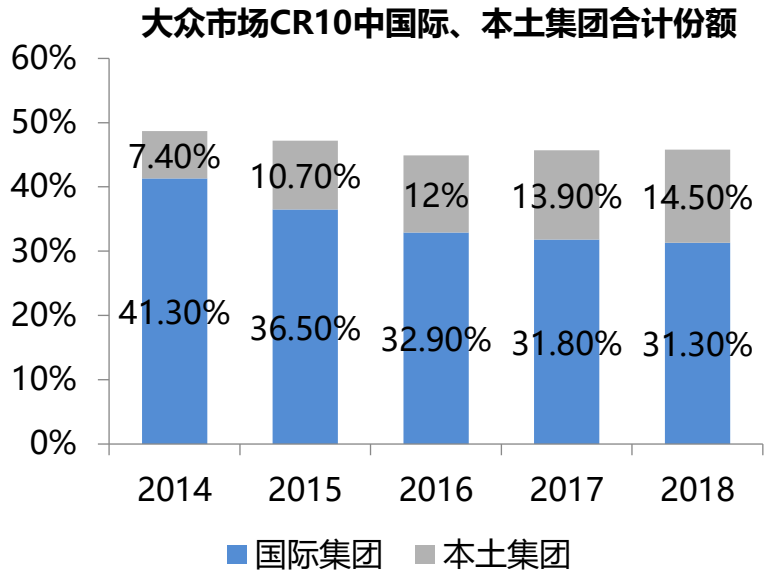


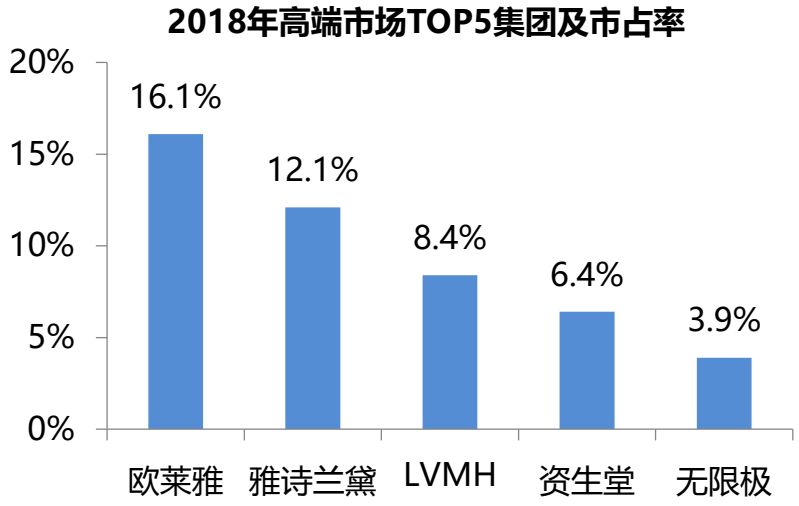
资料来源：Euromonitor，国金证券研究所

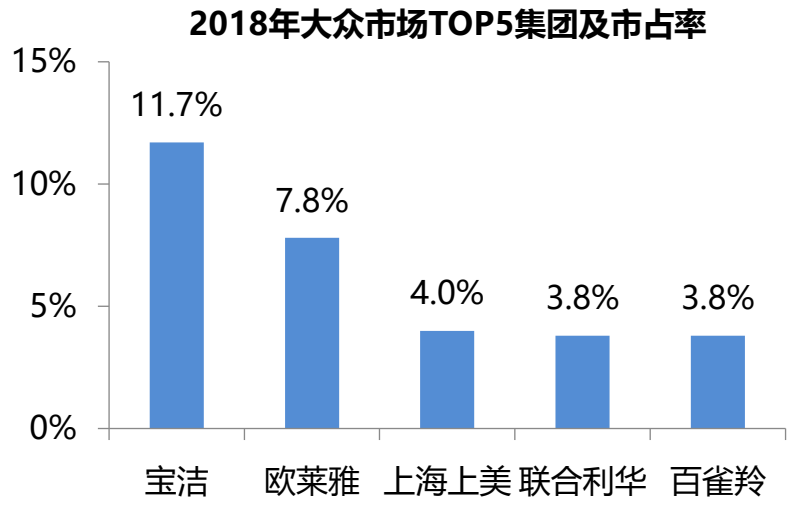
高端市场是国际集团在国内的主战场，本土集团在大众市场更具有竞争力

国金证券 SINOLINK SECURITIES









资料来源：公司公告，国金证券研究所

化妆品品牌在“peg” 体系下的估值水平应该是怎样的？

国金证券 SINOLINK SECURITIES

- 较好的增长率（2 年内复合约 35%，3-5 年内复合约 25%），较好的长期产品涨价预期，越来越强的品牌，理论上来说，在 peg 的成长股估值体系之上，而基于其品牌价值，是可以享有一定程度上的溢价的。
- **以国外的化妆品品牌为例：**如果以 PEG 的体系来评估，它们的 PEG 都在 2 以上。这也说明——具有持续涨价能力的品牌公司，在 peg 估值评估体系下，是可以享有更高的peg 的。
- **我们对比 A 股其他几个增长中的化妆品品牌公司**：丸美和珀莱雅的 Peg 水平，一个是 1.5 左右，一个是 2 左右。市场对于 “ 具有韧性的 ，长期具有涨价属性 ” 的消费品品牌 ，给予了更高的peg估值溢价，1.5-2 的peg 估值溢价 是可以接受的 。

国际化妆品&日化品牌peg对比			
	复合增速（%）	对应下一财年PE	peg
欧莱雅	6	31	5.2
雅诗兰黛	10	34	3.4
资生堂	12	41	3.4
高丝	14	27	1.9
POLA	8	23	2.9
爱茉莉	4	27	6.8
LG	9	24	2.7
宝洁	1	25	25.0
花王	4	23	5.8

	对应20年PE估值	20年对应扣非增速	peg
珀莱雅	44	30%	1.46
丸美股份	42	22%	1.9

资料来源：公司公告，国金证券研究所

品牌价值重估的一个理论基础——戈登模型

国金证券 SINOLINK SECURITIES

将戈登模型里面做一些变化，可以大致得到市盈率 PE 的估值

$$PE = 1/(r-g)$$

- 其中 r 是贴现率，g 是永续增长率。贴现率 r，可以理解为社会融资成本，GDP 增长预期，CPI 增长等等经济的增长贴现指标。而 g 永续增长率，对于化妆品这样的具有涨价预期的强品牌公司来看，是比较高的。
- 但是这个波动其实上是很大的。比如，r=6%，g=4.5%的时候，PE=66x，r=5%，g=4%的话，P可以达到100x，而如果 r=5%，g=3%，那么 PE 是 50x，而如果 r=6%，g=3%,那么 PE 大概 33x。
- 这个模型中，永续增长率 g 是不会高于贴现率 r 的，否则模型就是发散的了。

由戈登模型得到的PE市盈率（r为贴现率，g为永续增长率）				
	r=6	r=5	r=4	r=3
g=5	100	不存在	不存在	不存在
g=4.5	66	200	不存在	不存在
g=4	50	100	不存在	不存在
g=3	33	50	100	不存在
g=2	25	33	50	100

- 戈登模型的理论基础，反映一个问题——即：未来长期具有涨价能力的强品牌消费品，理论上应该享有更高的估值。

资料来源：国金证券研究所

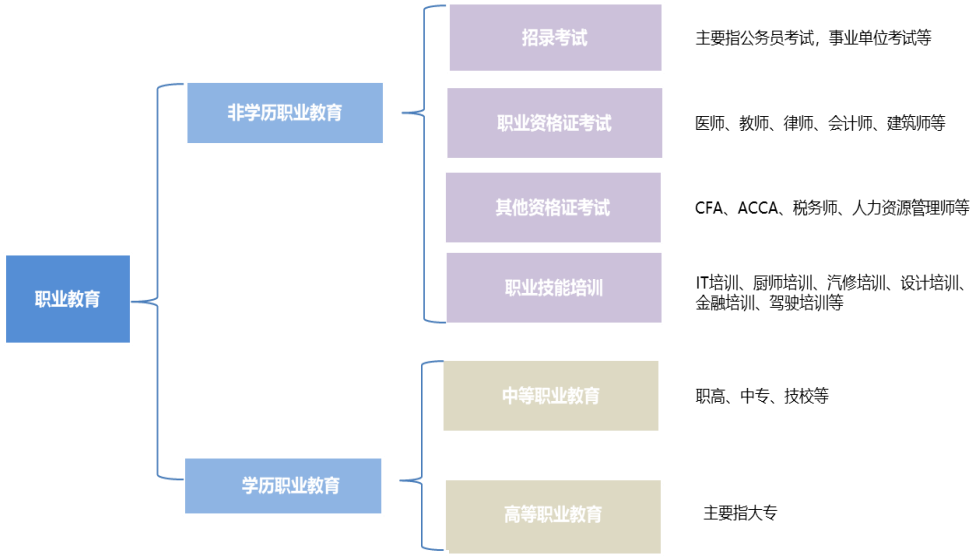
6.教育：高校板块持续坚定推荐



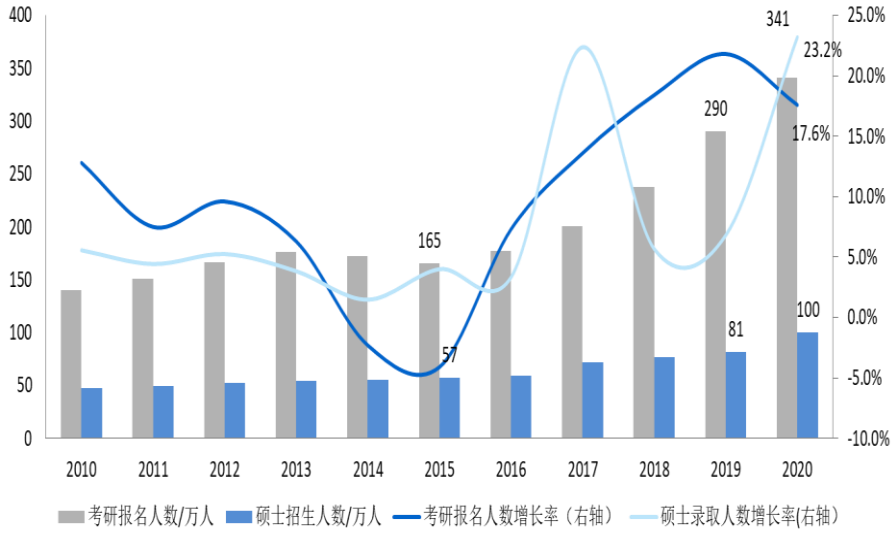
职业教育：政策重点支持领域

- **职业教育一直是国家政策所支持的方向，政策风险较小。**国家为促进职业教育、技工教育、职业技能培训等教育发展，政府部门出台了一系列文件，包括有：2015年6月30日教育部发布的《关于深入推进职业教育集团化办学的意见》、2016年12月9日人力资源社会保障部发布的《关于印发技工教育“十三五”规划的通知》、2017年9月5日教育部发布的《关于进一步推进职业教育信息化发展的指导意见》、2018年05月08日国务院发布的《关于推行终身职业技能培训制度的意见》等。
- **2019年以来职业教育相关政策频发，职业教育在教育体系中的重要性或持续提升，政府促进其发展态度明晰，有力增强市场信心。**2019年1月召开的教育工作会议、2019年2月发布的《国家职业教育改革实施方案》及《中国教育现代化2035》、2019年3月召开的政府工作报告等内容均有体现。

学历&非学历，覆盖范围广泛



近五年考研报名人数翻倍，侧面反映就业压力之大

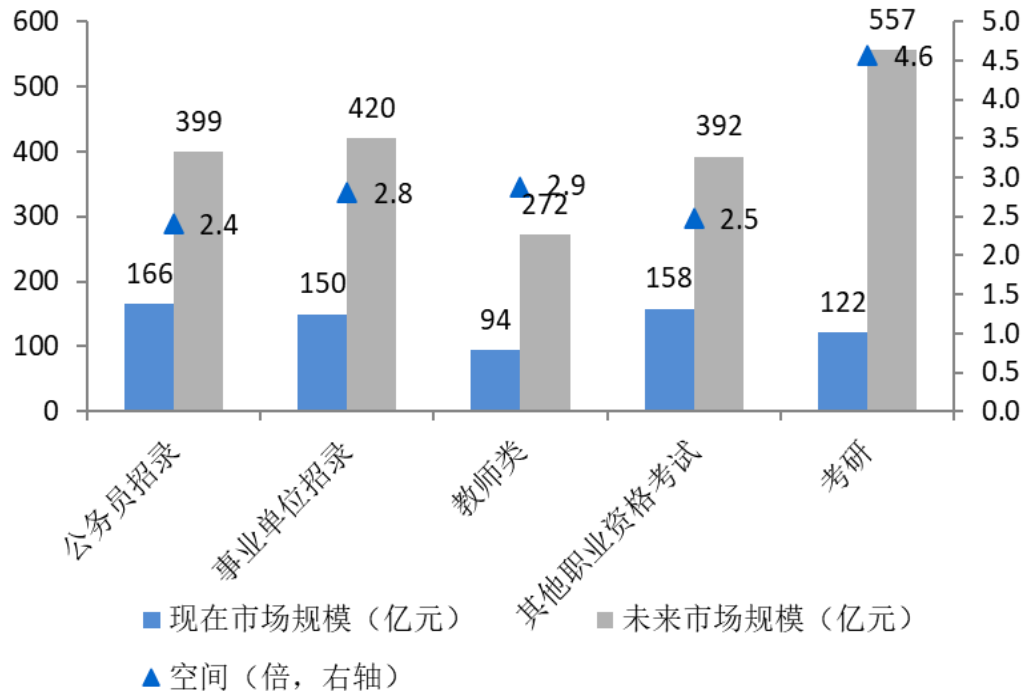


来源：国家统计局，教育部，国金证券研究所绘制

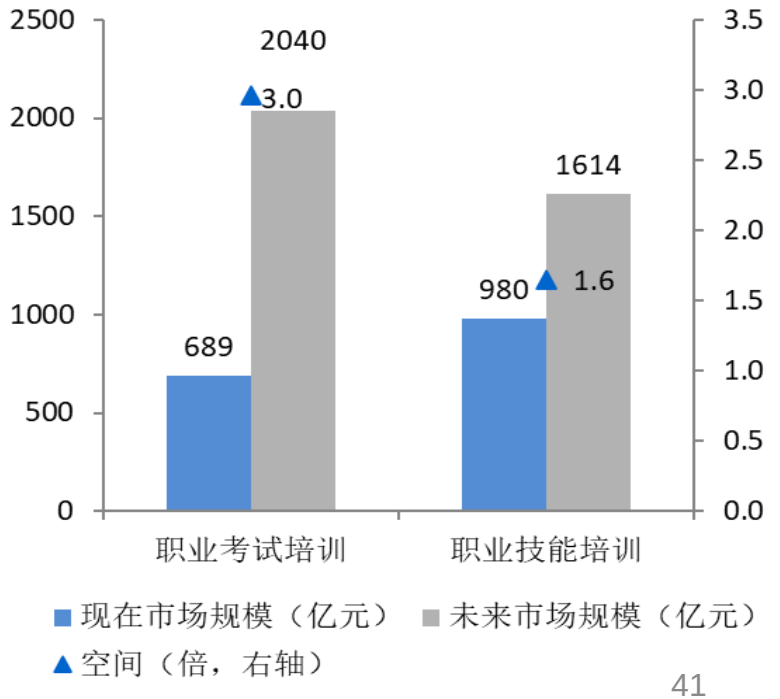
职业教培：未来市场规模可达3654亿元

- **我们预测职业教育培训市场现在规模为1678亿元，未来（5-15年）预计能够达到3654亿元。**职业招录类&考试类培训市场核心增长的来源是参培率&客单价的提升，而不是招录岗位的变动。其中：①职业招录类&考试类培训现在市场规模为698亿元，未来预计能够达到2040亿元。②职业技能培训现在市场规模为980亿元，未来预计能够达到1614亿元。
- 此外，在军队文职、村官、三支一扶、银行、国家电网等领域也存在大量的培训需求，我们认为随市场日趋成熟，每一个细分领域都有望做出30-100亿的市场规模，值得进一步深耕，具备较强的可拓展空间。

职业招录&考试类培训市场细分



职业教育培训市场市场细分



来源：国家公务员考试网，弗若斯特沙利文，人社部-人力资源和社会保障事业发展统计公报，中公官网，华图官网，国金证券研究所绘制

民办高校：行业特性

国金证券 SINOLINK SECURITIES

进入壁垒高 资源优势强

- 进入壁垒高
- 高校具有牌照、资金、土地等多方面壁垒



中国特色产业 外国竞争较少

- 高考机制特殊，考核与选拔不断，竞争持续升级
- 国内政策保护

增长可持续 抗周期性强

- 消费群体庞大，需求刚性
- 各种经济环境下均具发展驱动力，具备长期成长性

呈现整合趋势 集中度提升ing

- 收并购持续推进
- 潜在ipo公司减少
- 规模效应逐步显现

来源：国金证券研究所绘制

民办高校：中短期并购整合主基调，长期看毛入学率及民办率提升

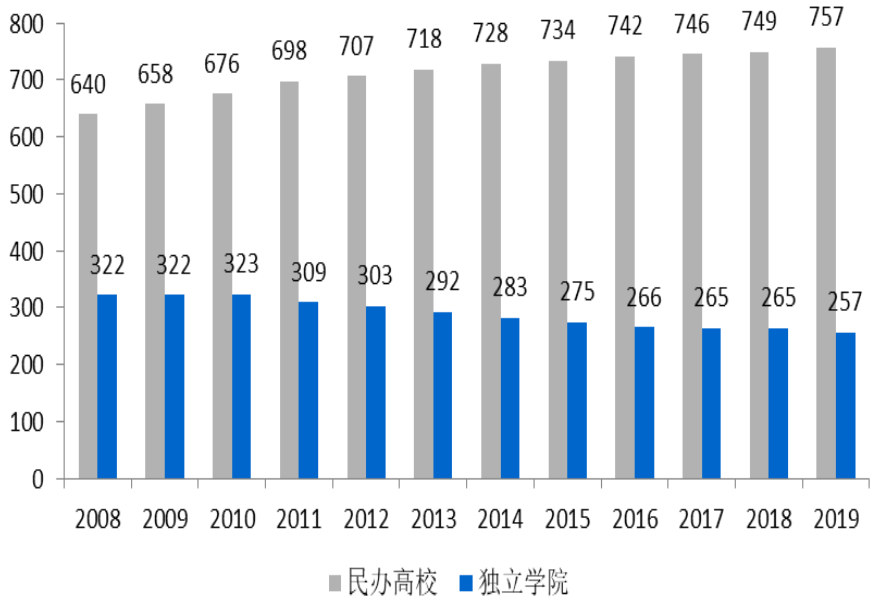
国金证券 SINOLINK SECURITIES

- **中短期投资逻辑：并购整合或成民办高等教育行业发展的主要基调，伴随教育行业资本化进程加快，集中度有望进一步提升。**
- **政策上鼓励独立学校加速转设脱钩，很大程度上丰富了高校公司的可并购标的。**独立学院是高校公司收并购的主要标的类型。从政策端来看，2018年8月发布的《送审稿》第七条中有提到，要限制公办学校品牌输出，加之《2018高等学校设置工作》也提出，要加快独立学院的转设脱钩。2020年5月，教育部发布《关于加快推进独立学院转设工作的实施方案》，再次明确独立学院转设为高校设置工作的重中之重。从执行端来看，自2018年以来，独立学院转设进展明显加快：2017年教育部批准转设0所，2018年3所，2019年6所，而2020年前4个月已达11所。

民办高等教育上市公司收并购不完全统计

公司	公告时间	收购标的	学校情况
民生教育	2018/8/20	云南大学滇池学院（51%）	本科独立学院
新高教集团	2018/9/14	广西三所学校（广西英华国际职业学院、广西钦州英华国际职业技术学校及广西英华国际职业学院附属中学之统称）（6%，此前持有45%，合计51%）	专科、中职、高中
中教控股	2019/1/15	济南大学泉城学院（100%）	本科独立学院
宇华教育	2019/2/12	斯坦福国际大学（100%）	本科
希望教育	2019/3/8	贵州大学科技学院（70%）	本科独立学院
民生教育	2019/3/15	南昌职业学院（51%）	本科
中国新华教育	2019/4/29	南京财经大学红山学院（100%）	本科独立学院
中教控股	2019/6/25	四川外国语大学重庆南方翻译学院（100%）	本科独立学院
中国新华教育	2019/7/15	昆明医科大学海源学院（60%）	本科独立学院
		昆明市卫生学校（60%）	中等职业学校
宇华教育	2019/7/19	山东英才学院（90%）	本科、专科、职业教育
希望教育	2019/7/29	鹤壁汽车工程职业学院(95%)	专科
中国春来	2019/7/23	苏州科技大学天平学院(50%)	本科独立学院
希望教育	2019/08/25	苏州托普信息职业技术学院、昆山技工学校（100%）	中职、技校
希望教育	2019/8/29	银川若干所学校（能源学院、职业学校、技工学校、培训中心、银大汽修厂、银大驾校）（100%）	本科、中职、技校等
中教控股	2019/10/16	澳大利亚国王学院(100%)	本科
民生教育	2019/11/22	文达信息工程学院、安徽合肥信息工程学校、安徽蓝天国际飞行学院（51%）	本科、中职、培训

民办高校及独立学院学校数量变动（单位：所）

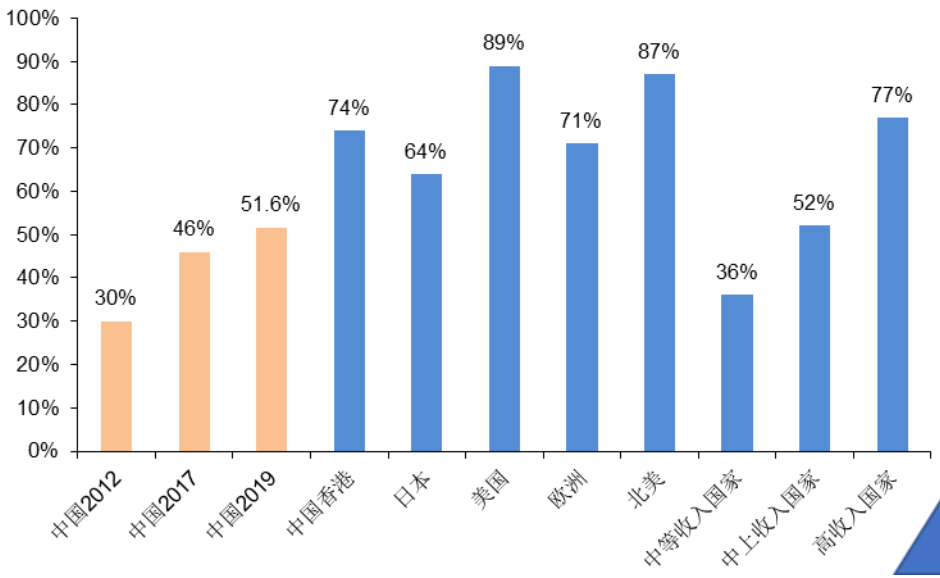


来源：公司公告，国家统计局，教育部，国金证券研究所

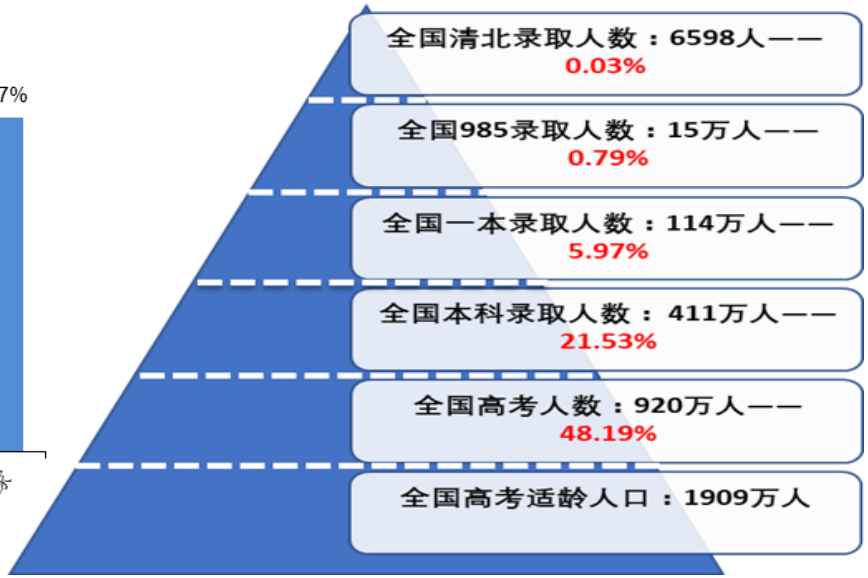
民办高校：中短期并购整合主基调，长期看毛入学率及民办率提升

- **对标发达地区，我国高等教育入学率还存在着较大的差距，本科录取率相对较低，高等教育市场潜力巨大。**2019年高等教育毛入学率51.6%，比上年提高3.5个百分点，我国高等教育入学率相对于发达国家而言仍较低。
- **民办高等教育渗透率不断提高，仍有提升空间。**中国民办高等教育渗透率由2008年的19.9%逐步提高至2019年的23.4%。为了缓解高等教育毕业生特质与企业需求不匹配的问题，我国政府鼓励高校关注应用学科以改善结构，民办高校专业设置灵活，重点突出产教融合、校企结合，越来越多沿用以现代学徒制为特征的职业教育培养模式，更加关注就业市场需求，民办渗透率有望进一步提升。

对比全球范围内高等教育入学率，中国仍有提升空间



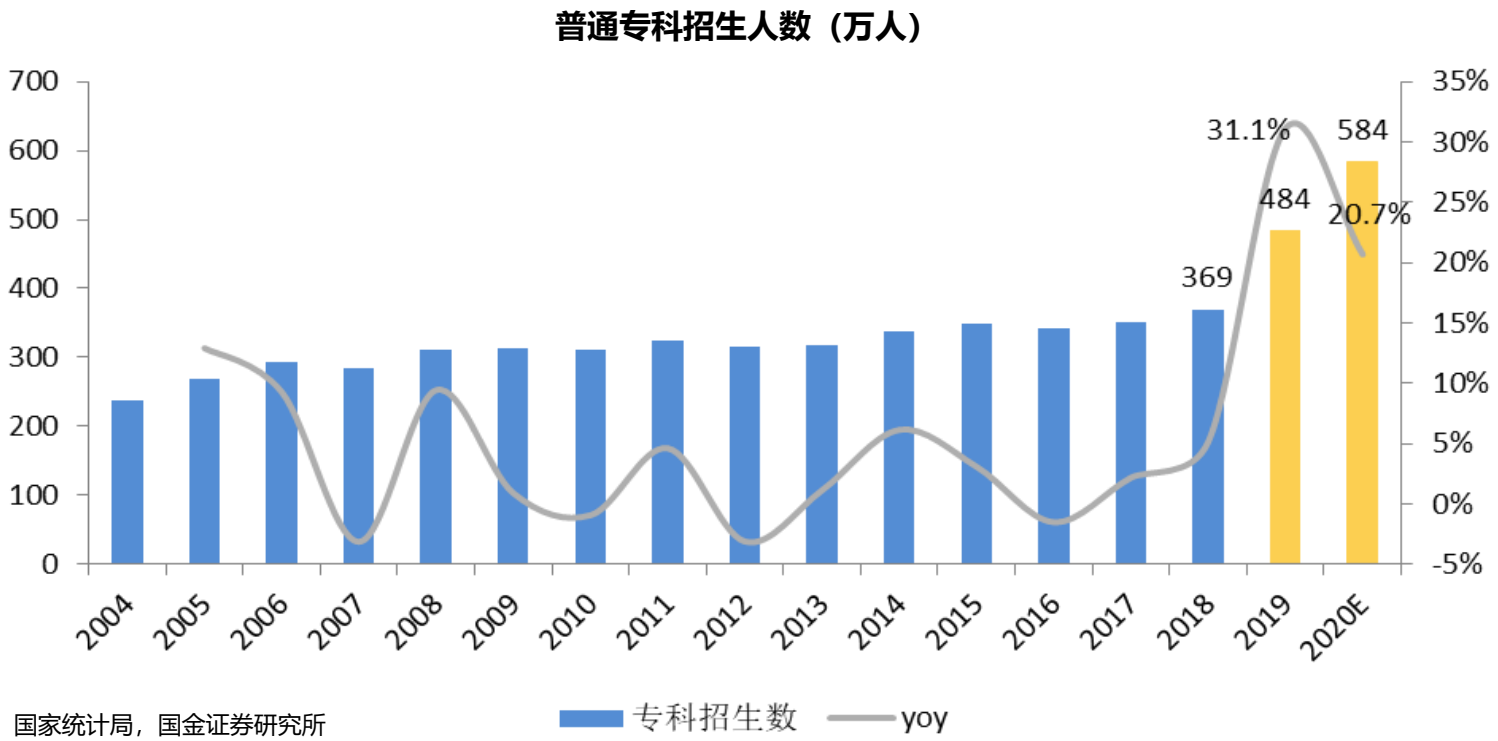
中国高考人数及不同批次录取人数



来源：国家统计局，教育部，财政部，国金证券研究所

民办高校：两个正向边际变化值

- 2020年对于高校公司而言，还有两个正向的边际变化值得关注——
- **①专升本扩招**：2020年2月28日，国务院联防联控机制举行新闻发布会，会上教育部副部长翁铁慧表示，今年将扩大硕士研究生招生和专升本规模，预计**专升本同比增加32.2万人**，初步测算2020年专升本招生总量预计比过去增加超100%。
- **②高职扩招**：2020年5月22日，两会上政府工作报告中明确提出，“今明两年职业技能培训3500万人次以上，**高职院校扩招200万人**，要使更多劳动者长技能、好就业。”这是继2019年3月政府工作报告中提出高职扩招100万人后的又一重大举措。



来源：教育部，国家统计局，国金证券研究所

教育信息化：定位“基建”，政策加码助力，市场潜力大

国金证券 SINOLINK SECURITIES

- 教育信息化主要包括四部分，1.硬件设备，2.软件&后续服务，3.云服务&数据服务，4.增值服务。
- 教育信息化作为一项To B的业务，不同于传统To C的教育培训行业，主要是政策驱动。
- **国内教育信息化行业有着较强增长力预期，处于行业红利期。**国家层面的政策和发展目标为教育信息化发展态势奠定坚实的政策基础，对教育信息化行业的优秀企业给出了明确的信心支持，进一步激发了市场潜力。

2012年9月 全国教育信息化工作电视电话会议

- 明确提出建设好"三通两平台"，建设教育资源公共服务平台和教育管理公共服务平台。

2018年4月 教育部《教育信息化2.0行动计划》

•进一步提出“三全两高一大”的发展目标（即教学应用覆盖全体教师、学习应用覆盖全体适龄学生、数字校园建设覆盖全体学校，信息化应用水平和师生信息素养普遍提高，建成“互联网+教育”大平台），教育信息化开始迈入2.0时代，不同于注重技术装备建设的教育信息化1.0时代，教育信息化2.0更加注重软件、平台、管理和服务体系的建设。

2019年2月 中共中央、国务院《中国教育现代化2035》&《加快推进教育现代化实施方案（2018-2022年）》

•两个文件组合来看，恰好是教育现代化的“理论”和“实践”。《中国教育现代化2035》中十大战略任务之一“加快信息化时代教育变革”中特别提到“建设智能化校园，统筹建设一体化智能化教学、管理与服务平台”。

2020年3月 教育部《2020年教育信息化和网络安全工作要点》和《教育部关于加强“三个课堂”应用的指导意见》

- 明确提出实施好“加快推进教育信息化攻坚行动”，积极发展“互联网+教育”
- 加强三个课堂：“专递课堂”“名师课堂”和“名校网络课堂”的应用

来源：教育部，国金证券研究所

46

教育信息化：定位“基建”，政策加码助力，市场潜力大

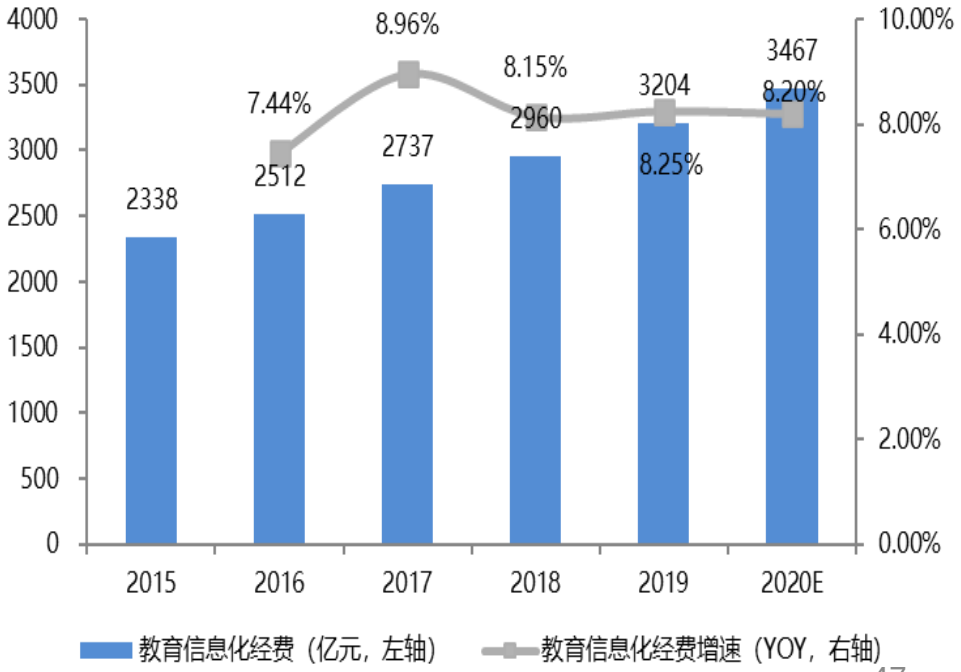
国金证券 SINOLINK SECURITIES

- **庞大的学校网络和在校生规模，教育信息化潜在市场空间巨大。**根据教育部最新数据显示， 2019年小学16.01万所，在校生1.06亿人，初中5.24万所，在校生4827万人。高中阶段教育2.44万所，在校生3995万人，其中普通高中1.40万所，在校生2414万人。普通高等学校2688所，各类高等教育在校生4002万人，其中普通本专科3032万人。庞大的学校网络和在校生规模对教育信息化潜在市场空间形成重要支撑。
- **加强教育信息化建设经费投入，2020年市场规模或将超3400亿。**根据我们的测算，国家教育信息化支出经费2020年或将达到3435亿元，结果显示教育信息化经费支出未来将会保持较快增长，增长幅度在6%到9%区间浮动，未来教育信息化行业将会持续得到国家财政扶持，这对于行业企业发挥大有裨益。

教育信息化经费测算过程

	2015	2016	2017	2018	2019
GDP（亿元，不变价）	603471	736037	787170	840303	891646
国家财政性教育经费（亿元）	29221	31396	34208	36996	40049
财政性教育经费占GDP比重	4.84%	4.27%	4.35%	4.40%	4.49%
教育信息化经费占财政性教育经费比重	8%	8%	8%	8%	8%
教育信息化经费（亿元）	2338	2512	2737	2960	3204
教育信息化经费增速（YOY）		7.44%	8.96%	8.15%	8.25%

国家教育信息化经费测算结果



来源：国家统计局，国金证券研究所测算

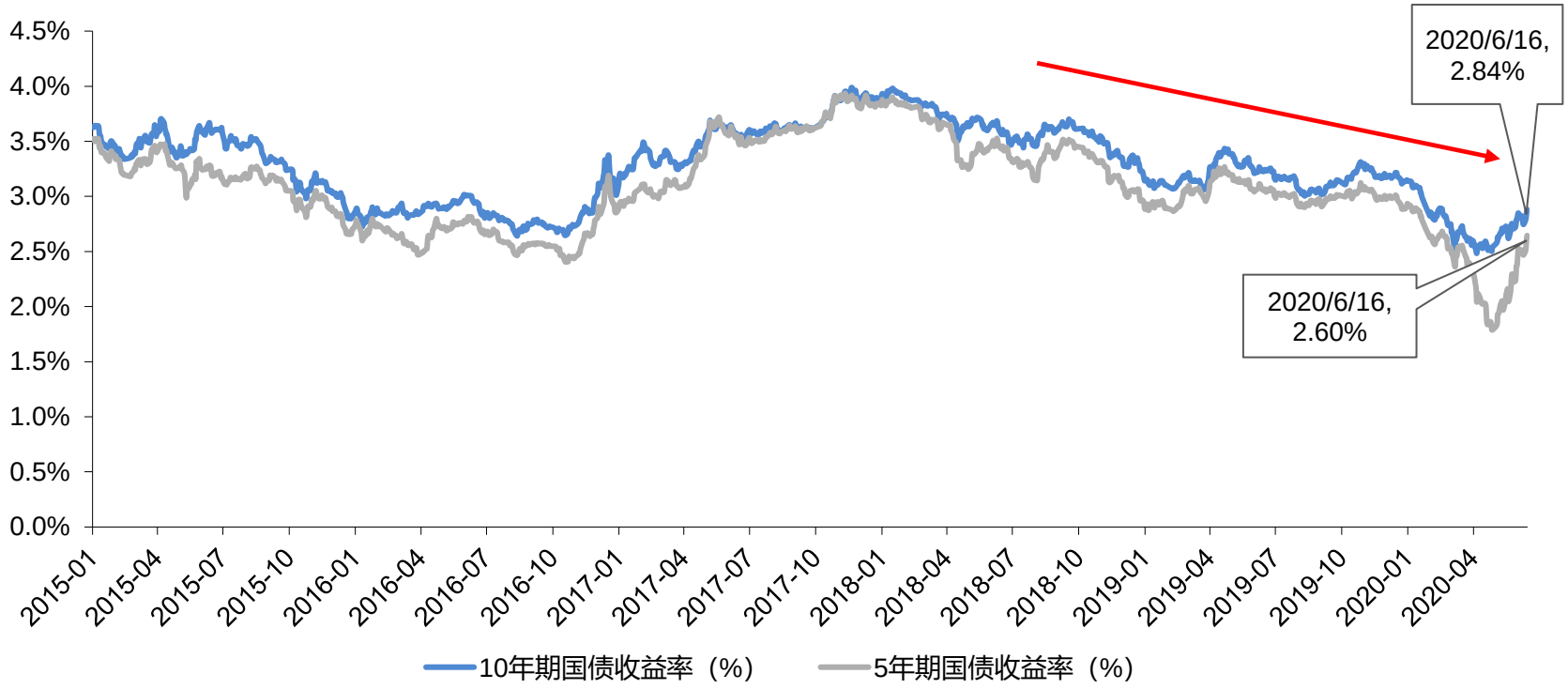
7.重点标的



随着我国步入低利率、低增长时代，必要消费估值中枢有望提升

- **近3年利率持续下滑，进入低利率、低增长时代。**10年期国债收益率从2017年的~4%降至目前的2.8%，利率逐步下探，我国有可能随日本、欧洲等发达经济体逐步进入低利率、低增长时代。
- **在低利率、低增长时代，确定性高的消费公司有望迎来估值中枢提升。**存量经济时代中，人民基本生活诉求不会消失，因此必要消费的高确定性、强韧性的优势重要性提升，有望带来额外的估值溢价。

图：国债收益率持续下行



来源：wind，国金证券研究所

线上平台

				EPS			PE		
公司	代码	总股本（亿股）	总市值（亿元）	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
阿里巴巴-SW	9988.HK	215	41,572	5.80	7.44	9.77	33.42	26.04	19.84
京东	JD.O	31	6,272	2.85	4.68	6.44	71.97	43.89	31.93
拼多多	PDD.O	48	6,129	-1.62	0.33	1.77	-80.16	390.83	73.22
国联股份	603613	2	184	1.23	1.88	2.79	73.07	48.05	32.33

- **【阿里巴巴】**数字经济时代的商业新基建提供商。横向来看，围绕商品、服务、娱乐等消费需求，阿里搭建了中国No.1电商平台（淘宝+天猫），No.2本地生活平台（饿了么+口碑+飞猪）和No.3长视频网站（优酷）。纵向来看，围绕交易中的营销、物流、金融、技术，公司搭建阿里妈妈、菜鸟、蚂蚁金服（非并表关联方）、阿里云等基础设施，形成数字时代的“公用事业”。 展望未来，公司核心商业主要位于实物电商和生活服务市场，消费是中国经济的重要引擎，目前20%+的电商渗透率仍有较大提升空间，我们认为阿里能够稳固电商老大地位，在FY24实现10亿+消费者、10万亿+电商交易的目标，并有望在双寡头的本地生活市场取得更大份额。此外，阿里生态涵盖营销、物流、金融、技术的商业操作系统已成数字时代的“水电煤”，且仍在快速奔跑，未来商业操作系统向B端的能力输出存在巨大拓展空间。
- **【国联股份】**定位于B2B电子商务和产业互联网的平台，基于丰富的产业资源跑通To B工业品拼购电商平台，从交易业务切入产业链打造未来工业品产业枢纽。

来源：wind，国金证券研究所，备注：盈利预测为wind一致预期，截止时间为20200612;汇率换算：1港币=0.9137元；1美元=7元

线上品牌公司

国金证券 SINOLINK SECURITIES

				EPS			PE		
公司	代码	总股本（亿股）	总市值（亿元）	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
南极电商	002127	24.55	484.84	0.62	0.79	1.00	32.30	25.38	20.24
三只松鼠	300783	4.01	323.73	0.79	1.06	1.39	104.93	78.36	59.66
良品铺子	603719	4.01	297.98	1.00	1.30	1.65	74.76	57.58	45.32

- **【南极电商】**建立联盟、采取去中心化模式引领生产和销售的品牌公司，是白牌电商品牌化行业的典型代表：①从商业模式来看，其解决了经销商的流量焦虑和供应商的订单焦虑，同时运用去中心化强反馈体系提高销售效率，②从重要壁垒来看，其具有庞大的销售规模和广泛的品牌认知度。公司2020年1-5月GMV同增25.3%，5月GMV同增60.6%，已恢复高增长。

来源：wind，国金证券研究所，备注：盈利预测为wind一致预期，截止时间为20200612

化妆品

国金证券 SINOLINK SECURITIES

公司	代码	总股本(亿股)	总市值(亿元)	EPS			PE		
				2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
珀莱雅	603605	2.01	325.07	2.43	3.15	3.95	66.60	51.23	40.92
上海家化	600315	6.71	277.29	0.75	0.88	1.00	55.05	46.70	41.44
丸美股份	603983	4.01	329.62	1.45	1.74	2.04	56.61	47.13	40.26
壹网壹创	300792	1.44	260.52	2.23	3.14	4.21	81.10	57.46	42.91
青松股份	300132	5.17	117.73	1.09	1.26	1.44	20.92	18.11	15.82

- **【上海家化】**120年品牌积淀，国产化妆品扛旗者。换帅后公司三大核心看点：①品类结构，美容护肤品类占比提升，佰草集、玉泽等优质品牌资产焕新反弹；②渠道结构，目前电商+特渠仅占30%+，2020年更为积极地把握电商&社媒渠道；③盈利能力，近几年公司销售及管理费用率显著高于同行，盈利存在显著提升空间。
- **【珀莱雅】**深耕大众护肤领域的国产美妆品牌。中期增长由“主品牌领先+电商增长+单品牌店扩张”三驾马车驱动；长期来看，公司有望通过内部孵化+外部参股控股投资模式，迈入多品牌集团化运营阶段.
- **【丸美股份】**以“抗衰眼霜”著称，深度渗透低线城市的国产中高端化妆品企业。公司未来看点：①“抗衰眼霜”驱动全品类快速增长。②把握彩妆细分赛道高增长红利。③电商渠道战略重视提升，中期具备确定性。
- **【青松股份】**收购化妆品制造龙头诺斯贝尔，共享化妆品行业广阔空间。诺斯贝尔是国内最大的化妆品ODM商之一，公司于2019年4月24日完成对诺斯贝尔90%股份的并购，并计划对诺斯贝尔完成100%控股收购。
- **【壹网壹创】**公司以运营国货第一化妆品品牌百雀羚的天猫旗舰店起步，目前已发展为天猫6星级服务商。受益于化妆品及电商的高景气度，公司在拓品类、拓品牌、拓平台等方面均存在较大成长空间。

来源：wind，国金证券研究所，备注：盈利预测为wind一致预期，截止时间为20200612

线上服务商

				EPS			PE		
公司	代码	总股本（亿股）	总市值（亿元）	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
中国有赞	8083.HK	167	162	-0.03	-0.02	-0.02	-35.39	-39.30	-50.01
微盟集团	2013.HK	22	193	0.01	0.07	0.12	1003.85	118.38	73.01

- **【中国有赞】**SaaS服务助商家数字化、多渠道经营搭建电商生态，微商城整合工具+渠道助内容生产者变现私域流量。
- **【微盟】**精准营销稳定造血，SaaS服务模式逐渐完善，并购雅座巩固智慧餐饮领先地位。

来源：wind，国金证券研究所，备注：盈利预测为wind一致预期，截止时间为20200612；;汇率换算：1港币=0.9137元

教育A股

国金证券 SINOLINK SECURITIES

公司	代码	总股本（亿股）	总市值（亿元）	EPS			PE		
				2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
中公教育	002607	61.67	1,758.33	0.41	0.55	0.72	71.14	52.21	39.99
佳发教育	300559	4.00	85.70	0.76	1.02	1.28	29.04	21.60	17.26
科斯伍德	300192	2.97	51.00	0.62	0.79	0.94	27.20	21.29	17.93
立思辰	300010	8.68	139.02	0.20	0.43	0.63	78.81	37.14	25.18
开元股份	300338	3.43	23.96	-0.10	0.64	0.68	0.00	11.15	10.46
盛通股份	002599	5.48	22.32	0.29	0.37	-	13.96	11.11	-

- **【中公教育】**职教培训龙头，长期来看，拥有品牌优势+产品优势+管理优势+渠道优势，横向扩张品类具有共通性；短期来看，稳就业背景下，多项业务（考研培训、教师招录、军队文职等）潜在需求有望增强。
- **【佳发教育】**教育信息化行业处于红利增长期，疫情加速长期需求释放，公司未来增长点：智慧招考业务——①从单系统到平台+多个子系统，单教室产值有望增加；②其他考试对标准化考点有新增需求；③英语口语机考、高考无纸化体检、智能试卷流转等新产品存在新机遇。智慧教育业务——①高考改革带来了对生涯规划、走班管理、综合评价等系统的需求；③教育信息化2.0持续推进，为智慧校园业务发展提供动力。
- **【科斯伍德】**公司看点：①完成收购龙门教育（K12中高考培训）50.17%剩余股权，符合公司长远规划，聚焦教育行业，有望带动公司整体盈利能力提升；②龙门教育封闭式培训模式具有稀缺性，在一季度疫情期间依然实现正增长，体现了其较强的韧性。

来源：wind，国金证券研究所，备注：盈利预测为wind一致预期，截止时间为20200611

教育港股

国金证券 SINOLINK SECURITIES

				EPS			PE		
公司	代码	总股本（亿股）	总市值（亿元）	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
中教控股	0839.HK	20	233	0.45	0.56	0.63	26.15	21.37	18.79
中国科培	1890.HK	20	113	0.30	0.36	0.41	19.34	16.23	14.00
希望教育	1765.HK	67	151	0.09	0.13	0.14	24.17	18.26	15.93
宇华教育	6169.HK	33	207	0.23	0.34	0.37	27.11	18.65	17.24
中国新华教育	2779.HK	16	38	0.20	0.23	0.25	11.92	10.42	9.51
新高教集团	2001.HK	15	66	0.34	0.41	0.47	13.04	10.74	9.32
民生教育	1569.HK	42	44	0.10	0.12	0.14	10.42	8.84	7.70
中汇集团	0382.HK	10	58	0.29	0.36	0.45	19.37	15.50	12.58
华立大学	1756.HK	12	36	0.25	0.33	0.42	11.86	8.95	7.14
建桥教育	1525.HK	4	25	0.59	0.80	-	10.62	7.92	-
枫叶教育	1317.HK	30	57	0.21	0.26	0.30	9.06	7.34	6.27
睿见教育	6068.HK	20	59	0.22	0.28	0.32	12.55	9.96	8.49
天立教育	1773.HK	21	96	0.18	0.23	0.24	25.33	19.77	18.85
成实外教育	1565.HK	31	58	-	-	-	-	-	-
中国东方教育集团	0667.HK	22	289	0.45	0.57	0.69	31.86	25.48	20.90
新东方在线	1797.HK	9	263	-0.58	-0.35	-0.13	(48.15)	(80.11)	(208.99)
思考乐教育	1769.HK	6	76	0.28	0.37	0.47	49.16	37.84	29.72
卓越教育集团	3978.HK	8	27	0.20	0.30	0.38	16.02	10.88	8.53

- **【中国科培】**正值职教&民办高校发展红利期，公司看点：①内生增长确定性强；②上市首单外延并购落地（2020年1月公告收购哈尔滨学校，标的质地良好）；③区域位置优异，盈利能力强，低负债率融资空间大。
- **【希望教育】**正值职教&民办高校发展红利期，公司看点：①并购经验丰富（旗下15所学校中10所为并购案例，首个并购于2011年落地）；②业绩增长弹性大（校均人数较低，新建校预计于明年招生）；③融资能力强。
- **【中教控股】**正值职教&民办高校发展红利期，公司看点：①民办高校&学历职教龙头，在校生规模超18万人，旗下多所学校名列前茅；②收并购节奏稳健（上市不到3年落地7个并购）；③融资能力强。
- **【中国东方教育】**职业技能培训龙头，公司看点：①旗下品牌具备高知名度；②实质业态介于学校培训之间，商业模式壁垒高；③2020年拓展美业新赛道，有望抬高天花板；③学历与非学历并举，高就业率，稳就业背景下预计有更好的政策倾向性。

来源：wind，国金证券研究所，备注：盈利预测为wind一致预期，截止时间为20200611

风险提示

国金证券 SINOLINK SECURITIES

- 疫情控制力度不及预期
- 行业竞争持续加剧
- 行业政策发生较大变化

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。