华安证券 HUAAN RESEARCH

家用电器

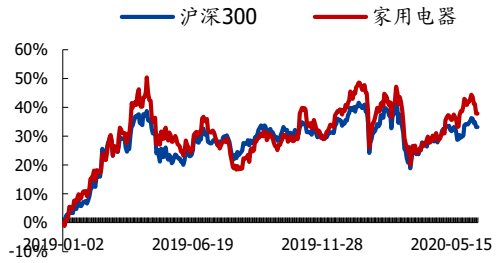
行业研究

化妆品新股·丽人丽妆：美妆电商代运营龙头，坐享美妆、电商叠加红利

行业评级：增持｜维持

报告日期： **2020-06-16**

行业指数与沪深 300 走势比较



分析师：虞晓文

执业证书号： S0010520050002

电话：18505739789

邮箱：yuxw@hazq.com

联系人：谢丽媛

执业证书号：S0010120050004

电话：15802117956

邮箱：xiely@hazq.com

相关报告

《供应链管理能力，新消费时代“唯快不破”的重要内功——以小家电行业为例》

《九阳股份深度：领航新消费的小家电龙头》

《晨光文具首次覆盖：稳健成长的必选消费龙头》

《新宝股份首次覆盖：对标 Zara，分析新宝的爆款模式可持续性》

《尚品宅配首次覆盖：自我变革，持续创新的定制家居弄潮儿》

主要观点：

丽人丽妆创立于 2007 年，是国内领先的电商代运营企业。公司主营电商零售和品牌营销运营服务。其创始人、实际控制人为第一大股东，阿里网络为二股东，近年来业绩增速较高。

从行业来看，化妆品电商代运营行业天花板尚远。2019 年美妆与个护行业规模已达 4777 亿元，增速达 13.8%，随着化妆品成为“新刚需”、消费者年龄结构变化对人均化妆品消费额的拉动，未来化妆品行业将保持高速增长；电商代运营行业 2018 年市场规模为 9623 亿元，增速高达 23%，线上渗透率的提升将使电商代运营行业维持高速增长。化妆品销售线上渗透率的提升使得电商销售未来将取代超市及大卖场，成为主流销售渠道，化妆品电商代运营将享受化妆品+电商代运营双重红利。

公司层面，丽人丽妆作为垂直于化妆品行业的龙头 TP，核心优势突出，未来值得期待。2018 年营收/归母净利为 36.15/2.52 亿元，规模居垂直型化妆品代运营企业之首,2013-2018 年营收/归母净利 CAGR 高达 56.76%/118.24%。公司核心优势在于拥有多年积攒的美妆行业经验和众多头部客户资源；依托领先的技术优势实现对采购、库存仓储、销售、物流等各项业务环节的精细化运营管理；且其具有一定的规模优势。此外，公司背靠阿里，有望受益于阿里落地天猫美妆洗护的“春蕾计划”。

投资建议

公司作为美妆电商代运营龙头，坐享美妆、电商行业叠加红利的同时，可依托丰富的行业经验和客户资源、精细化运营管理等核心优势巩固行业龙头地位，未来还可收益于阿里的 1000 个美妆国货品牌孵化计划，建议密切关注。

风险提示

公司存货及销售风险；公司运营平台集中的风险；宏观经济波动的风险

目 录

1 公司概况 4
1.1 业务介绍：为品牌商提供全链路线上运营服务 4
1.2 股权结构：创始人、实际控制人为第一大股东，二股东为阿里网络 6
1.3 财务分析：规模大幅扩张，盈利能力持续提升 8
2 化妆品电商代运营行业分析：化妆品+电商双重利好 13
2.1 化妆品行业天花板尚远：消费群体规模、人均消费增长空间仍大 13
2.2 电商代运营行业空间巨大：电商将为化妆品主流渠道 15
3 竞争分析：公司核心优势突出，稳居化妆品代运营龙头 17
3.1 模式对比：丽人丽妆是经销模式占比最大的 TP 17
3.2 财务数据对比：丽人丽妆是快速增长的龙头、盈利能力稳定 19
3.3 核心竞争力：丰富的行业经验和客户资源提升运营效率 23
3.4 客户资源：化妆品行业合作品牌最多，丽人丽妆稳居美妆 TP 龙头 24
4 投资建议 26
风险提示 26

图表目录

图表 1 公司业务内容.....4
图表 2 公司在化妆品产业链中的位置.....5
图表 3 2019H1 公司各业务占总营收比例.....5
图表 4 电商零售、品牌营销运营服务业务流程图.....6
图表 5 公司股权结构图.....7
图表 6 公司组织结构图.....8
图表 7 公司营收及 YoY.....9
图表 8 公司归母净利润及 YoY.....9
图表 9 公司分业务营收及 YoY.....9
图表 10 公司电商零售业务减少品牌销售收入及其占电商零售业务收入比例.....10
图表 11 综合毛利率.....10
图表 12 分业务毛利率.....10
图表 13 公司费用率.....11
图表 14 公司盈利能力.....11
图表 15 公司总资产周转率.....12
图表 16 公司存货周转率.....12
图表 17 公司应收账款周转率.....12
图表 18 公司 ROE.....13
图表 19 中国美妆与个护零售额规模及 YoY.....14
图表 20 2019 年各国人均化妆品消费额.....15
图表 21 2016-2018 年末我国网民年龄结构.....15
图表 22 我国化妆品行业整体渠道变化.....16
图表 23 美妆、服饰、3C、家电线上渗透率情况.....16
图表 24 我国电商代运营市场规模及 YoY.....17
图表 25 电商代运营商业模式.....18
图表 26 电商代运营企业商业模式比较.....18
图表 27 各大电商代运营企业主要商业模式.....19
图表 28 各大电商代运营企业分业务收入及经销模式占比.....19
图表 29 各大电商代运营企业营业收入.....20
图表 30 各大电商代运营企业净利润.....20
图表 31 各大电商代运营企业毛利率.....21
图表 32 各大电商代运营企业销售费用率.....21
图表 33 各大电商代运营企业 ROE.....22
图表 34 各大电商代运营企业应收账款周转率.....23
图表 35 电商代运营企业人均创收、人均创利.....23
图表 36 电商代运营企业合作品牌及合作平台.....24
图表 37 2019M6-2020M5 美容护肤/美体/精油主要企业合作电商代运营企业一览.....25

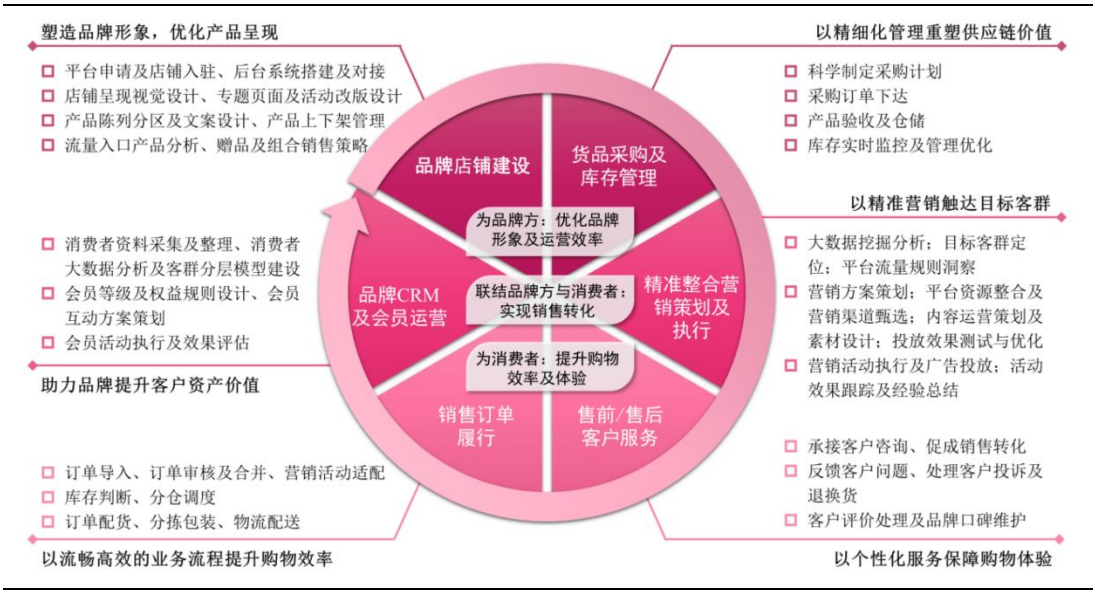
1 公司概况

公司创立于 2007 年，是国内领先的电商代运营企业，主营电商零售和品牌营销运营服务。其创始人、实际控制人为第一大股东，阿里网络为二股东，近年来业绩增速较高。

1.1 业务介绍：为品牌商提供全链路线上运营服务

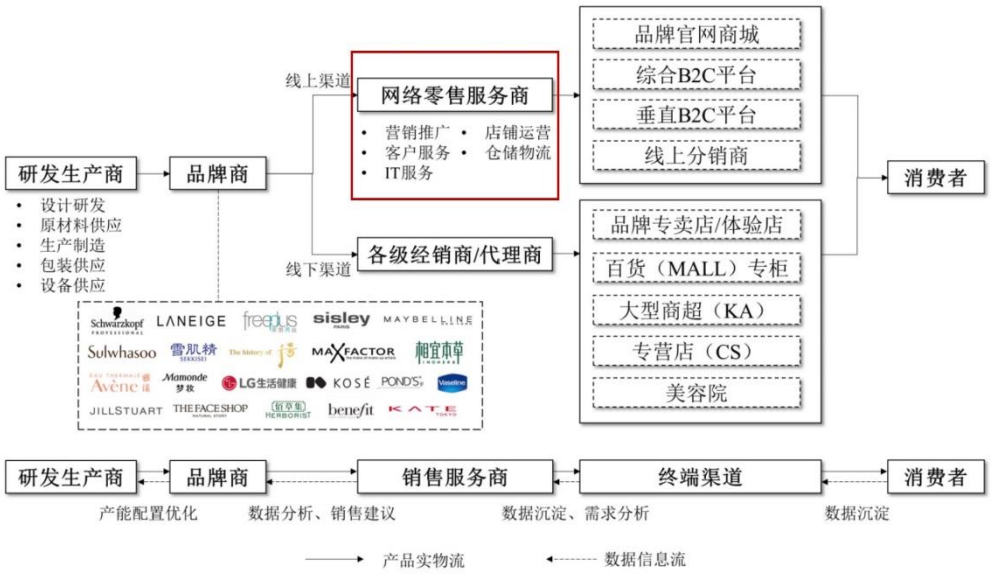
公司主要业务是接受品牌方的委托，在线上开设、运营官方旗舰店，经营线上渠道。从营业收入的角度，公司的主要业务包括电商零售业务和品牌营销运营业务，二者最主要区别在于，在前者业务模式中，公司以买断方式向品牌方或其总代理采购产品，而在后者中采取轻资产运营的模式，店铺及货品所有权归属于品牌方；此外公司还提供少量的分销、寄售服务。2019H1 电商零售/品牌营销运营服务/其他营收占比为 94.5%/3.5%/2.0%。位于化妆品产业链的中游，公司是连接 B 端品牌商与 C 端用户的线上中介。

图表 1 公司业务内容



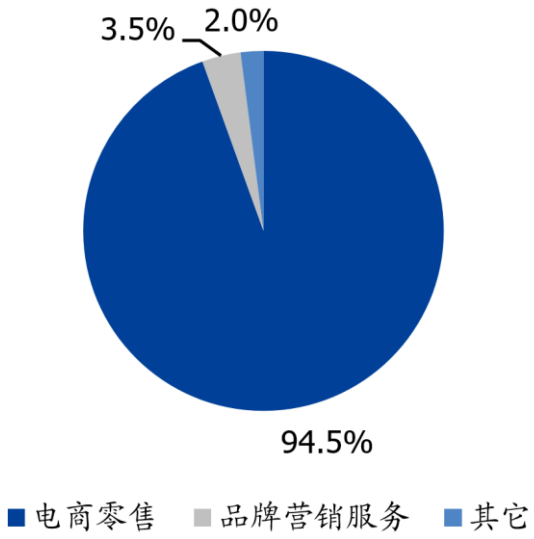
资料来源：招股说明书，华安证券研究所

图表 2 公司在化妆品产业链中的位置



资料来源：招股说明书，华安证券研究所

图表 3 2019H1 公司各业务占总营收比例



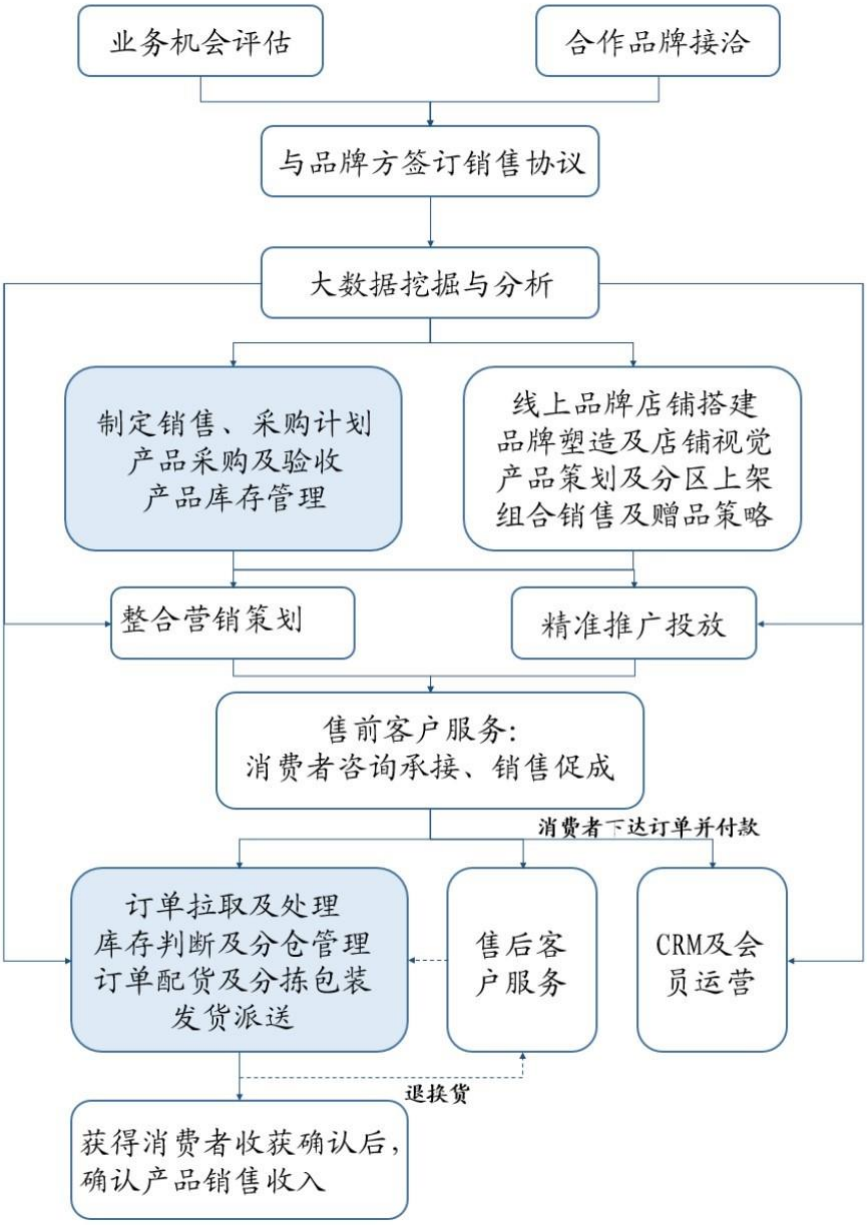
资料来源：招股说明书，华安证券研究所

（1）电商零售业务：主要赚取进销差价。公司首先以买断方式向品牌方或国内总代理采购产品，并在电商平台开设品牌官方旗舰店，以网络零售的形式将产品销售给终端消费者，形成产品零售收入。

（2）品牌营销运营服务：收取固定服务费或与销售业绩等挂钩的浮动服务佣金。公司接受品牌方的委托后，负责建设、运营其线上品牌官方旗舰店；或为品牌方就某项产品

或活动提供营销推广服务。较电商零售业务，品牌营销运营服务主要是缺少了货品采购流程，且仓储库存管理及物流配送主要由品牌方自行管理并承担费用。

图表 4 电商零售、品牌营销运营服务业务流程图



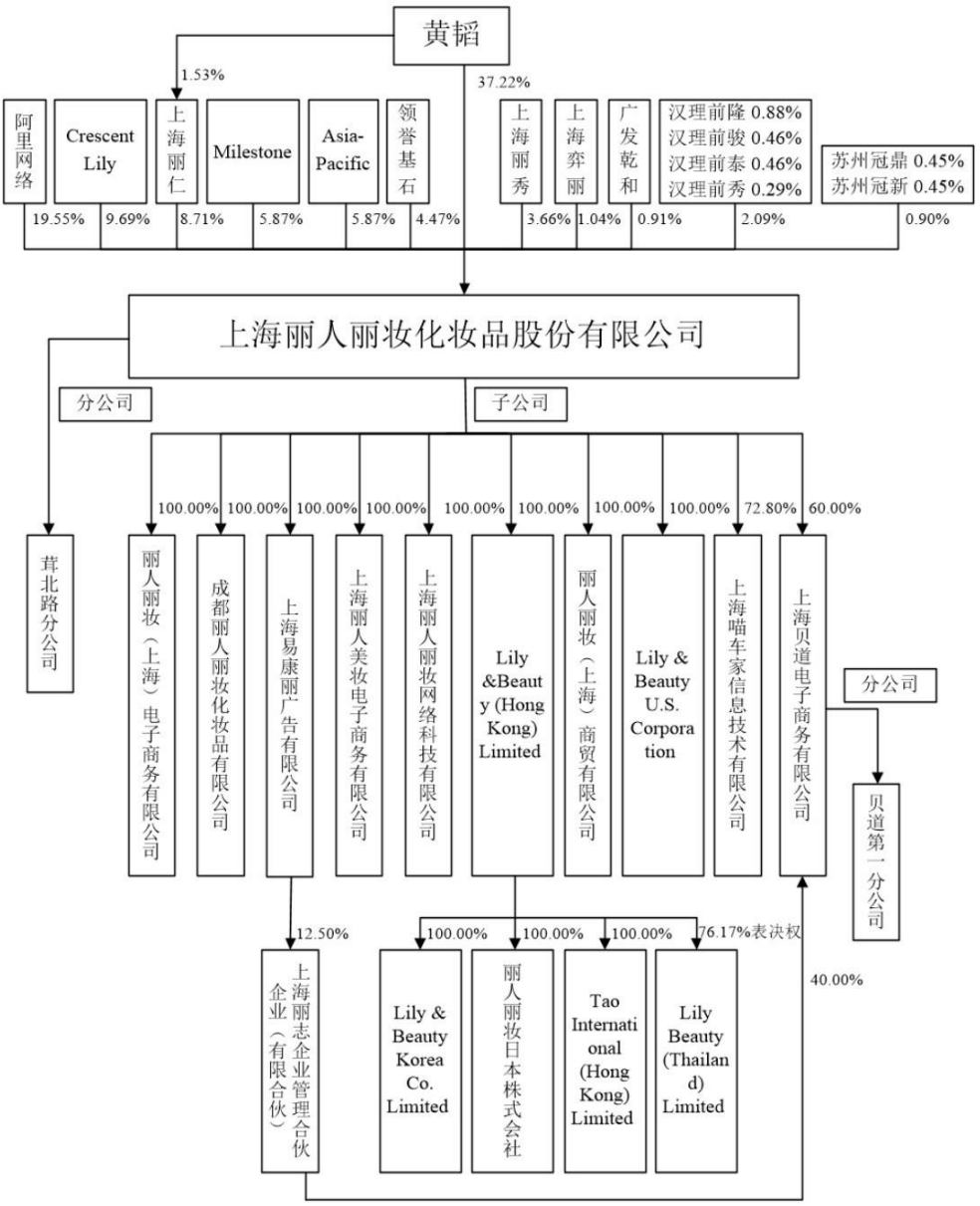
资料来源：招股说明书，华安证券研究所（注：电商零售业务为包含标蓝的采购、库存管理、物流配送等的图中全部流程，品牌营销运营服务业务包含除标蓝部分以外的其他流程）

1.2 股权结构：创始人、实际控制人为第一大股东，二股东为阿里网络

公司的创始人、第一大股东也是公司的董事长、总经理黄韬，占股 37.22%；二股东为阿里网络，占股 19.55%。黄韬先生毕业于清华大学自动化专业，在创立丽人丽妆前曾担任美国通用无线通信有限公司产品总监、上海公司总经理，2003 年曾创立了国内最早从事

无线营销的移动互联网公司飞拓无限，具有丰富的管理和创业经验。副总经理黄梅毕业于复旦大学，曾任汉理资本高级经理、阿里巴巴高级投资经理、宝尊电商财务副总裁。

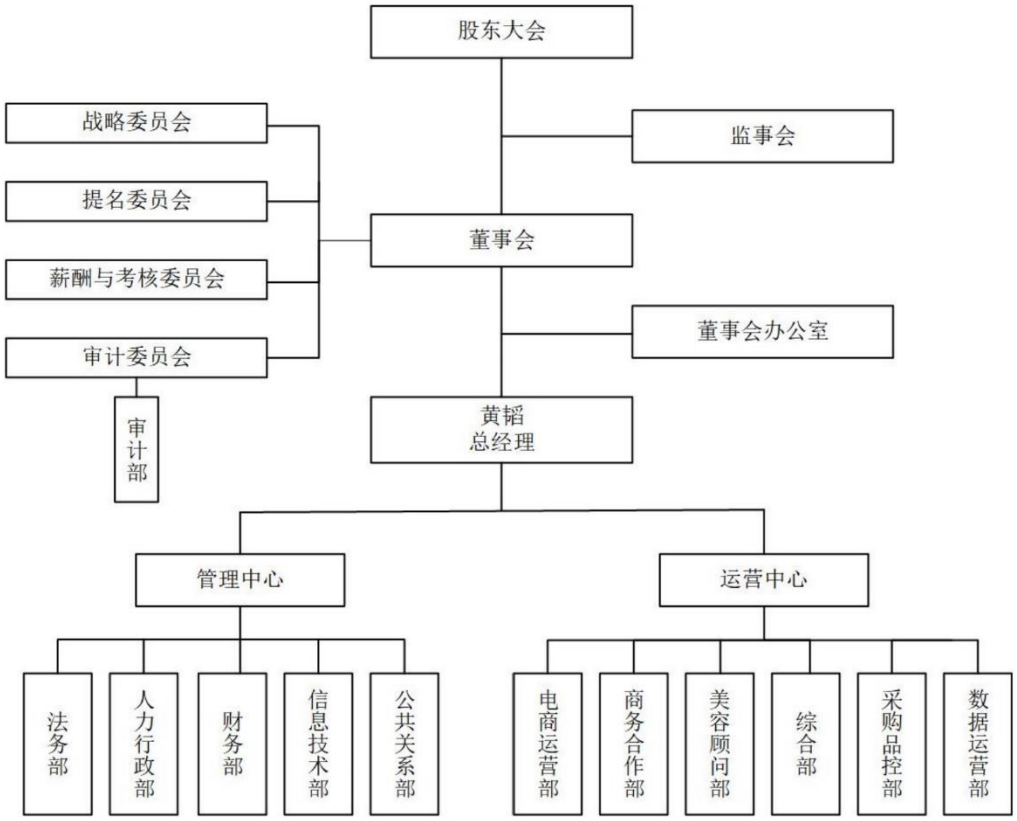
图表 5 公司股权结构图



资料来源：招股说明书，华安证券研究所

公司实行董事会领导下的总经理负责制，下设管理中心、运营中心两大部门板块，体现了其核心能力在于运营能力及对化妆品行业的丰富经验。运营中心下设的综合部负责运营中心内各项工作统筹协调、资源调配、运营情况分析与监控等工作，下设电商运营部、商务合作部、美容顾问部、采购品控部各司其职，体现了公司核心的运营能力。而数据运营部负责店铺日常的站内推广投放、CRM 人群包分析等工作，体现了公司多年积累的专业经验、数据分析及精准营销策划能力。

图表 6 公司组织结构图



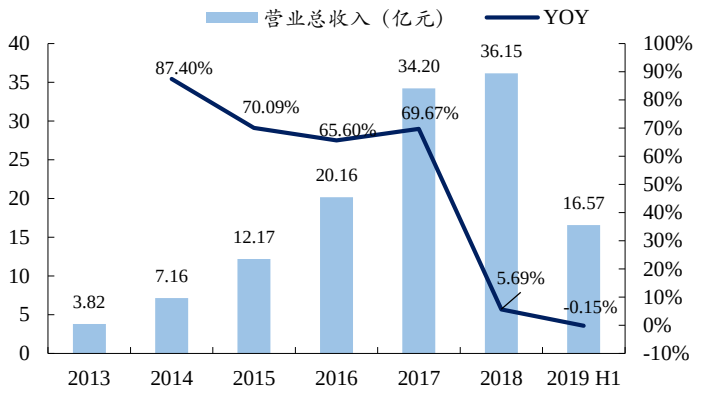
资料来源：招股说明书，华安证券研究所

1.3 财务分析：规模大幅扩张，盈利能力持续提升

公司盈利能力较好，2018 年业绩下滑主要是受部分品牌终止合作或变更服务模式的影响，部分品牌于 2019 年恢复与公司的部分合作。受益于阿里将开展 1000 个国产美妆品牌孵化的“国货之光”计划，未来化妆品行业对代运营需求广泛，我们预计公司对大品牌的依赖度将有所下降。得益于公司管理运营效率的提升、规模优势的凸显，公司费用率总体呈下降趋势。

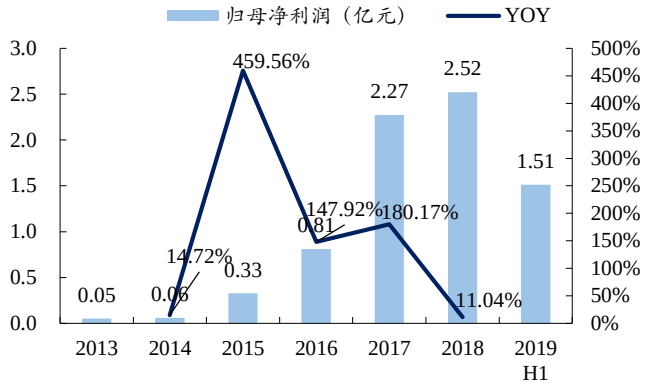
2018 年，公司营收/归母净利为 36.2 亿元/2.5 亿元，YOY 为 5.7%/11.0%。过去 5 年公司业绩增长迅速，2013-2018 年营收 CAGR 高达 56.76%，高于电商代运营行业规模增速，归母净利 CAGR 高达 118.24%。

图表 7 公司营收及 YoY



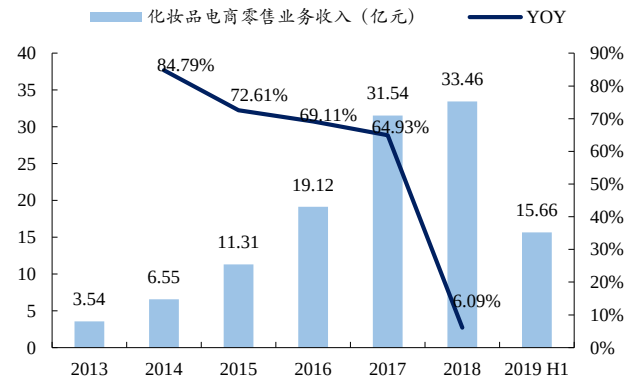
资料来源：招股说明书，华安证券研究所

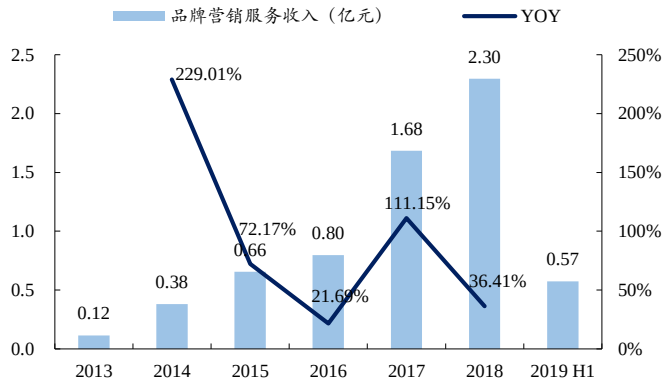
图表 8 公司归母净利润及 YoY

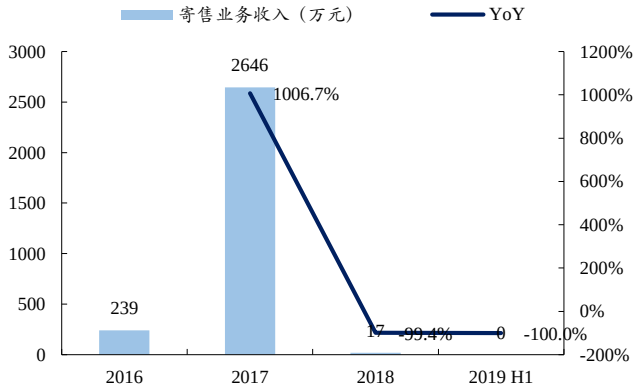


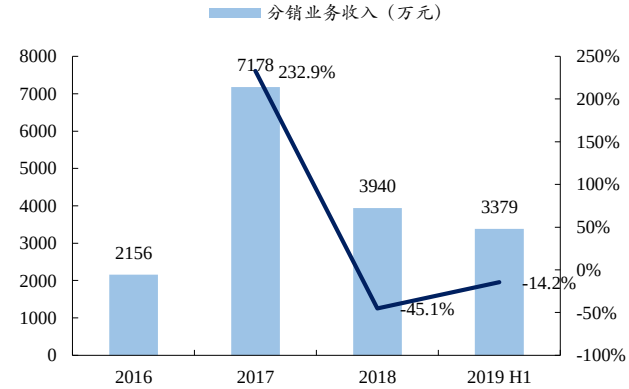
资料来源：招股说明书，华安证券研究所

图表 9 公司分业务营收及 YoY





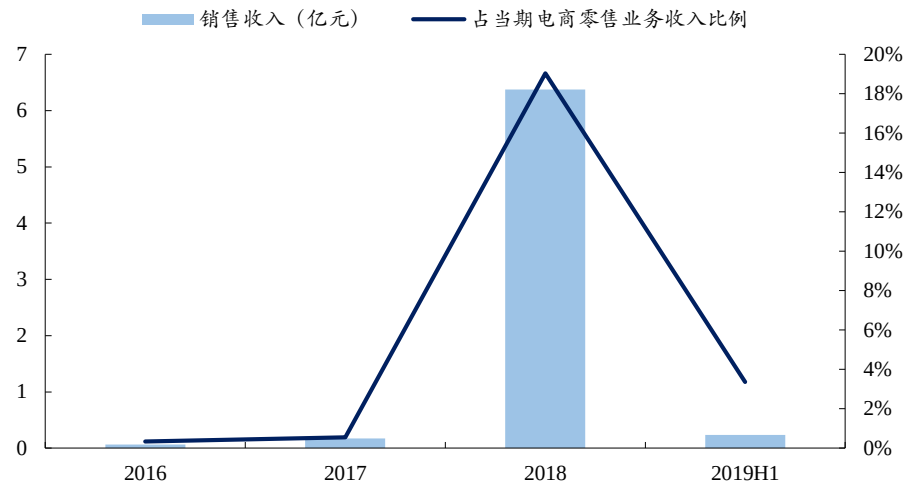




资料来源：招股说明书，华安证券研究所

2018 年公司业绩增速放缓，主要受部分品牌终止合作或变更服务模式的影响。（1）由于欧莱雅集团采用自有网络零售运营团队负责旗下部分品牌的线上运营，巴黎欧莱雅、兰蔻分别于 2018 年 5 月、8 月在合同到期后终止与公司的业务合作；（2）妮维雅于 2018 年 7 月在合同到期后终止合作。

图表 10 公司电商零售业务减少品牌销售收入及其占电商零售业务收入比例

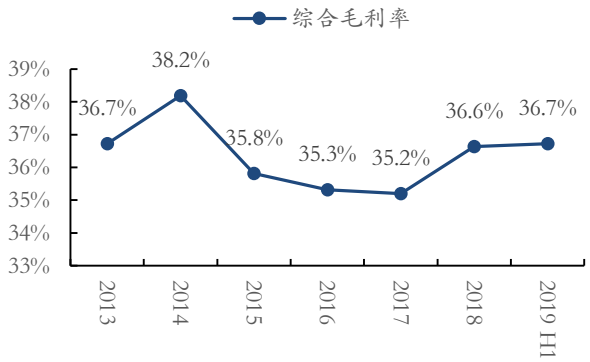


资料来源：招股说明书，华安证券研究所

但得益于公司出色的技术和管理实力，欧莱雅、妮维雅又于 2019 年重新与公司达成合作。巴黎欧莱雅品牌于 2019 年度重新与公司就通过丽人丽妆官方旗舰店经销巴黎欧莱雅产品达成合作；妮维雅品牌于 2019 年度重新与发行人达成在拼多多平台开设店铺的合作。2019 年，阿里速卖通开启“国货之光”计划，提出将打造 1000 个国产美妆品牌，**我们预计，未来中小企业对电商代运营的广泛需求将使得公司对大品牌的依赖度下降。**

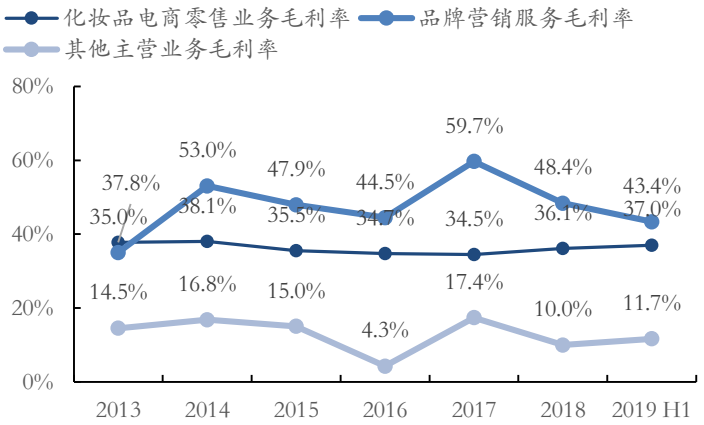
一般而言，电商代运营的不同商业模式具有不同的毛利率水平，**代运营模式（50-70%，甚至更高）>经销模式（30-40%）>代销模式（10-20%）**。以经销模式为主的丽人丽妆 2018/2019H1 毛利率为 36.6%/36.7%，略优于行业平均水平。

图表 11 综合毛利率



资料来源：招股说明书，华安证券研究所

图表 12 分业务毛利率

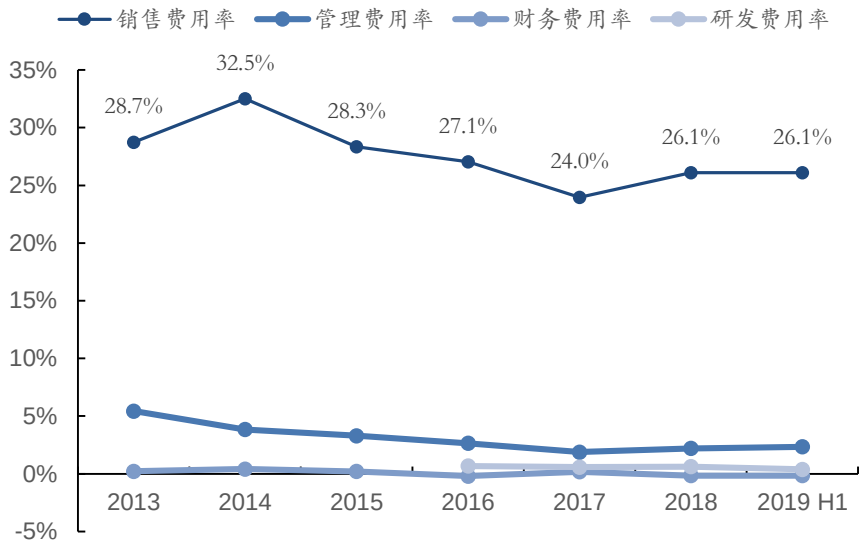


资料来源：招股说明书，华安证券研究所

销售费用在期间费用中占比最大，2018/2019H1 销售费用率为 26.08%/26.11%。得益于

公司管理运营效率的提升和规模优势的凸显，销售费用率整体呈缓慢下降趋势。销售费用中，广告费、仓储物流费、平台运营费用、职工薪酬费用占据主要比例，2018 分别占销售费用的 36.35%、24.39%、21.56%、15.35%。

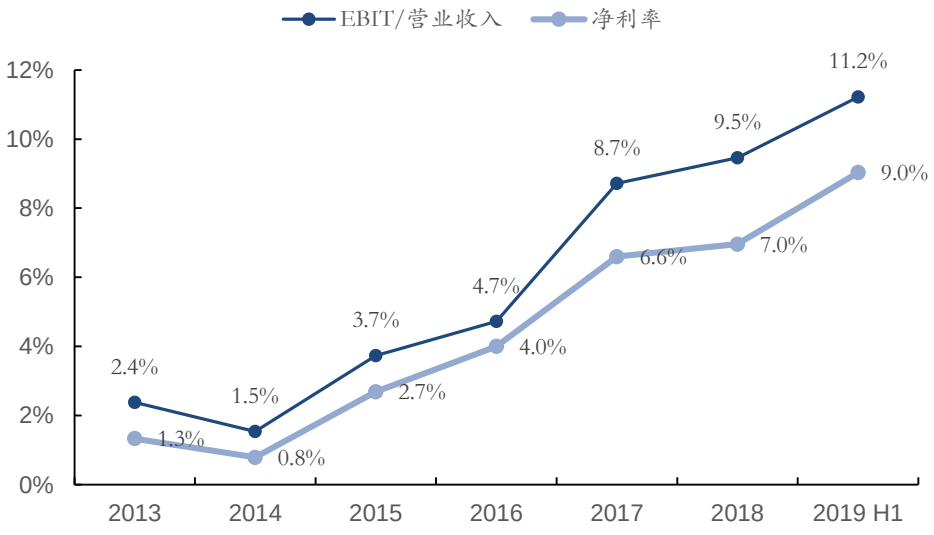
图表 13 公司费用率



资料来源：招股说明书，华安证券研究所

得益于行业经验积累、精细化运营管理的优势逐渐显现，公司净利率不断提升，体现了公司持续增长的盈利能力。至 2019H1，公司的净利率、EBIT/营收分别为 9%、11.2%，较 2013 年的 1.3%、2.4%翻了数倍，并继续呈现增长的态势。

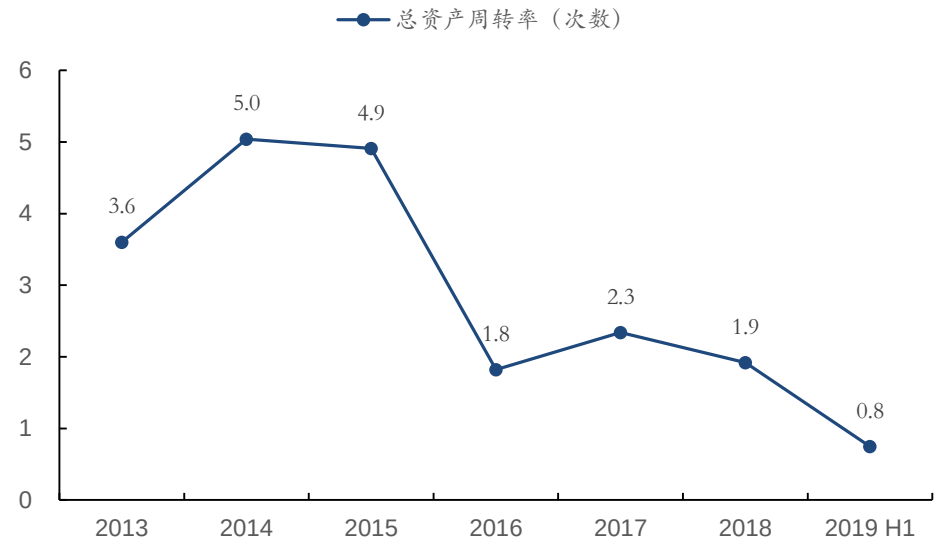
图表 14 公司盈利能力



资料来源：招股说明书，华安证券研究所

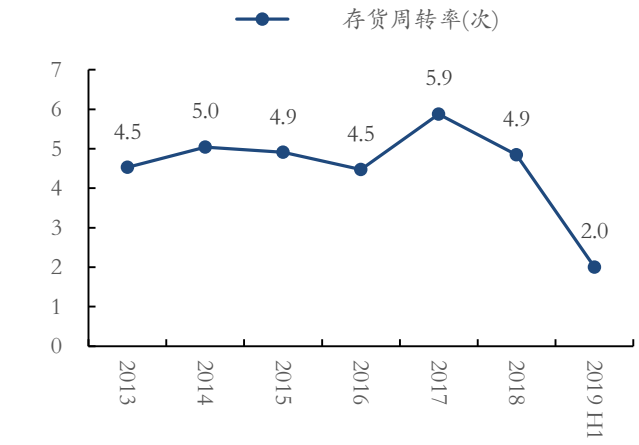
公司总资产周转率长期呈下降趋势，具体来看，存货周转率和应收账款周转率均呈下降趋势。存货周转率的下降主要是由于双 11、618 等电商促销节影响力日益提升，公司需大量提前备货，导致存货增加。由于公司主营业务电商零售为 ToC 业务，**应收账款**较少且几乎无账期，应收账款周转率远高于行业平均水平。2018-2019 年应收账款周转率下降系品牌营销运营服务业务规模的增长。公司合作品牌基本均为国内外知名品牌，存在一定账期，但品牌方均信用良好，风险较低。

图表 15 公司总资产周转率



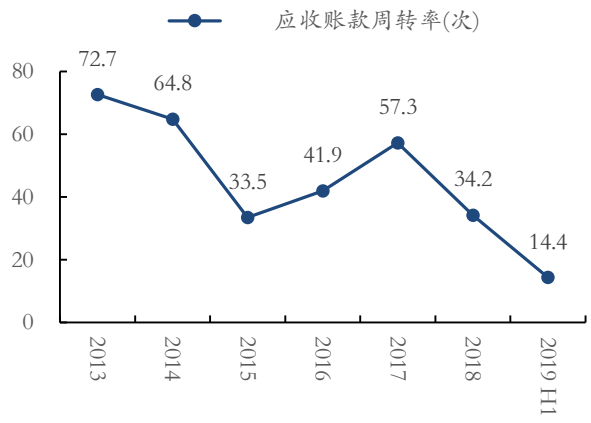
资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 16 公司存货周转率



资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 17 公司应收账款周转率

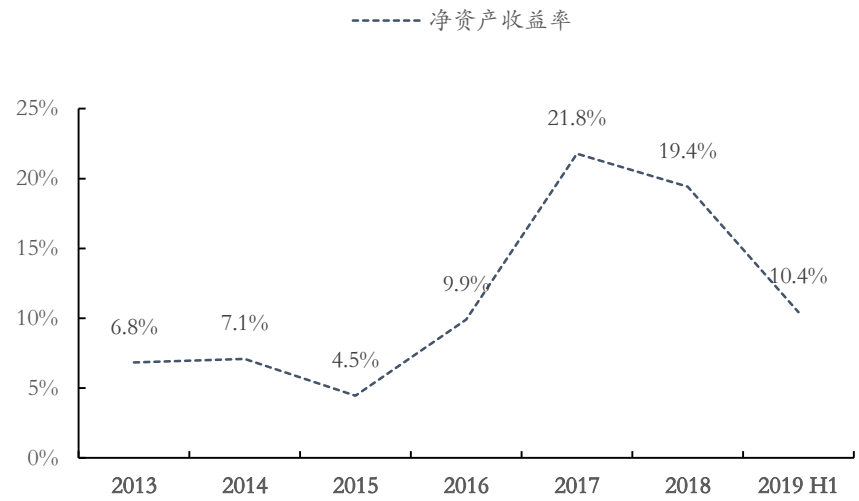


资料来源：Wind，华安证券研究所

综上，2017 年后，公司的 ROE 水平下降主要由资产周转率水平下降引起，而公司净利率趋势事实上仍体现着公司不断提高的盈利能力。2017/2018/2019H1 公司 ROE 分别为

21.8%/19.4%/10.4%。

图表 18 公司 ROE



资料来源：Wind，华安证券研究所

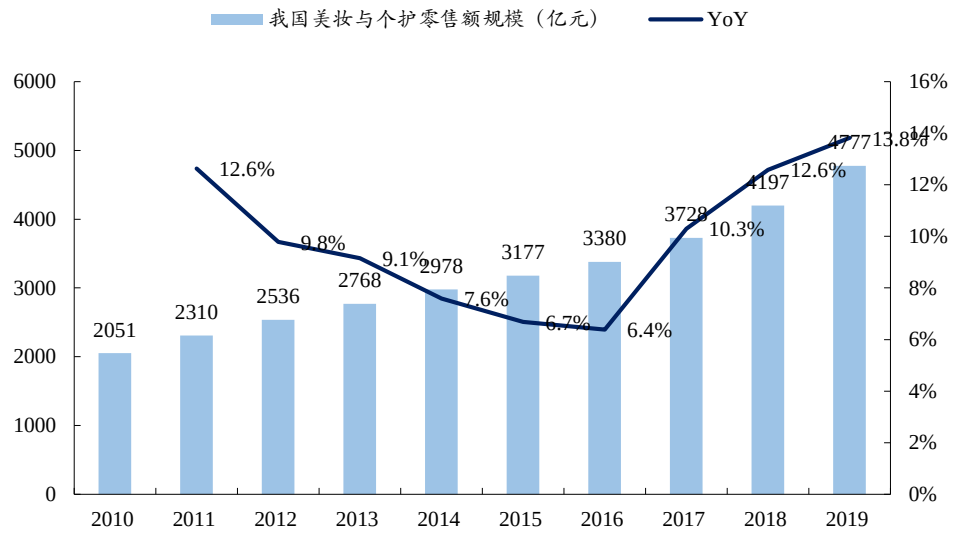
2 化妆品电商代运营行业分析：化妆品+电商双重利好

化妆品行业高速增长，一方面是由于消费者对美丽的追求和对衰老的恐惧使得化妆品成为“新刚需”；另一方面，消费者年龄结构的变化也将拉高我国人均化妆品消费额，进而驱动行业增长。化妆品销售渠道中，电商渠道正逐步取代超市及大卖场，随着电商店铺的市场竞争日益激烈、运营日益精细化，电商代运营行业在 2005 年后应运而生并保持高速增长。

2.1 化妆品行业天花板尚远：消费群体规模、人均消费增长空间仍大

2019 年我国美妆与个护零售额规模已达 4777 亿元，增速高达 13.8%，领跑社零各品类。受疫情影响行业规模短期存在波动，但长期增长逻辑不变，未来有望继续以较高速度增长。

图表 19 中国美妆与个护零售额规模及 YoY

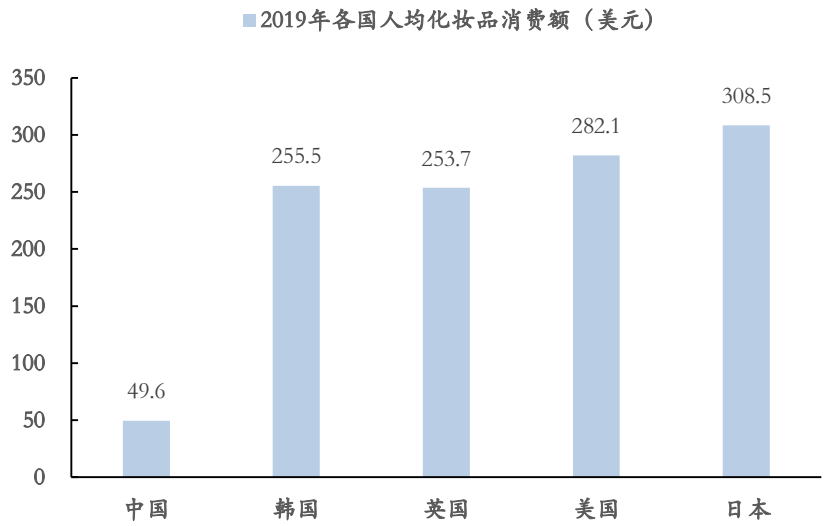


资料来源：欧睿，华安证券研究所

从整体的消费群体规模来看，随着我国人均收入的提升，化妆品行业规模的增长几乎是不可逆的。根据马斯洛需求层次理论，当人们的生理需求和安全需求得到满足后，便要追求社交需求、尊重需求和自我实现需求。在这个高呼“颜即正义”的时代，美丽是社交需求和尊重需求得以满足的重要成分。对美丽的追求和对衰老的恐惧更是使得化妆品成为“新刚需”，行业保持高速增长是必然趋势。

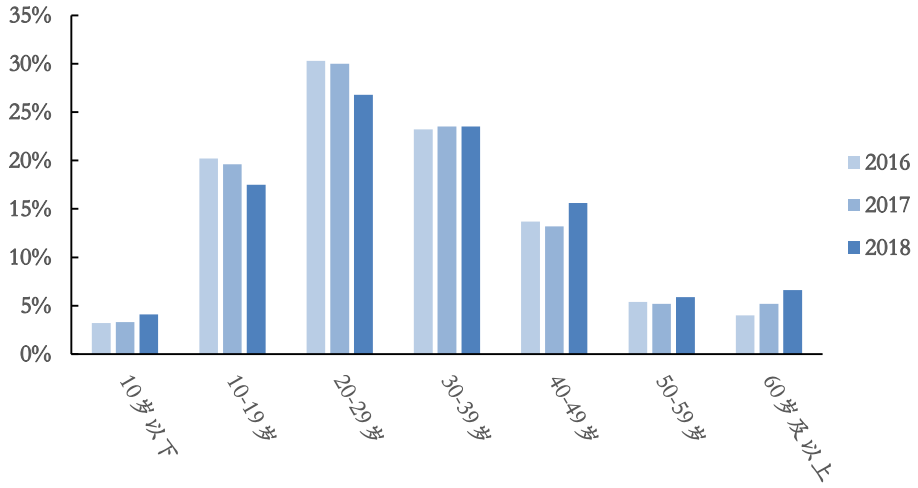
消费者的年龄结构的变化将成为人均化妆品零售额提升的驱动力。我国 2019 年人均化妆品消费额仅 49.6 美元，远低于韩国/英国/美国/日本的 255.5/253.7/282.1/308.5 美元，有很大的上升空间。近年来，化妆品消费者的年龄下限随着“抗初老”意识的提升而不断下降，年龄上限也随着消费者年龄的增长而不断提升。30-49 岁消费者数量的增加将拉高我国人均化妆品零售额。

图表 20 2019 年各国人均化妆品消费额



资料来源：欧睿，华安证券研究所

图表 21 2016-2018 年末我国网民年龄结构

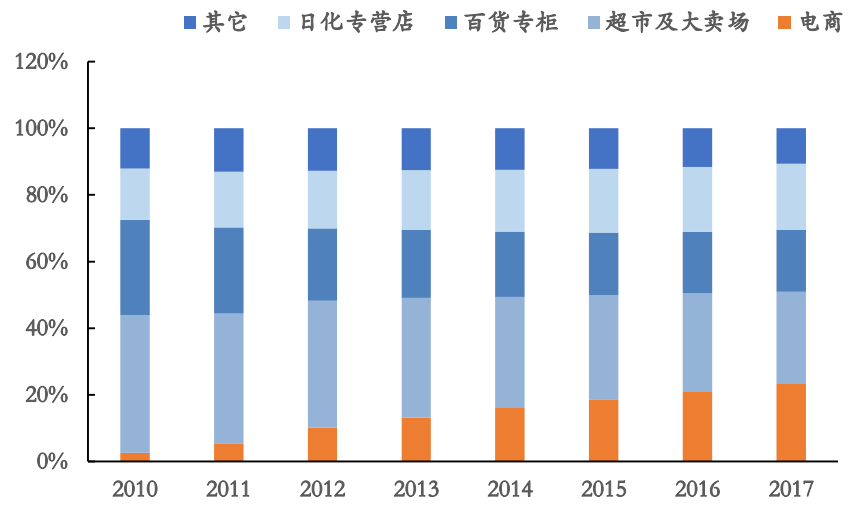


资料来源：欧睿，华安证券研究所

2.2 电商代运营行业空间巨大：电商将为化妆品主流渠道

化妆品销售渠道主要包括了电商、超市及大卖场、百货专柜、日化专营店等，其中电商的占比不断提升，而超市及大卖场的占比不断下降。2017 年电商渠道占比已达 23.2%，接近超市及大卖场的 27.7%。随着线上渗透率的进一步提升，未来电商将进一步替代对超市及大卖场渠道。

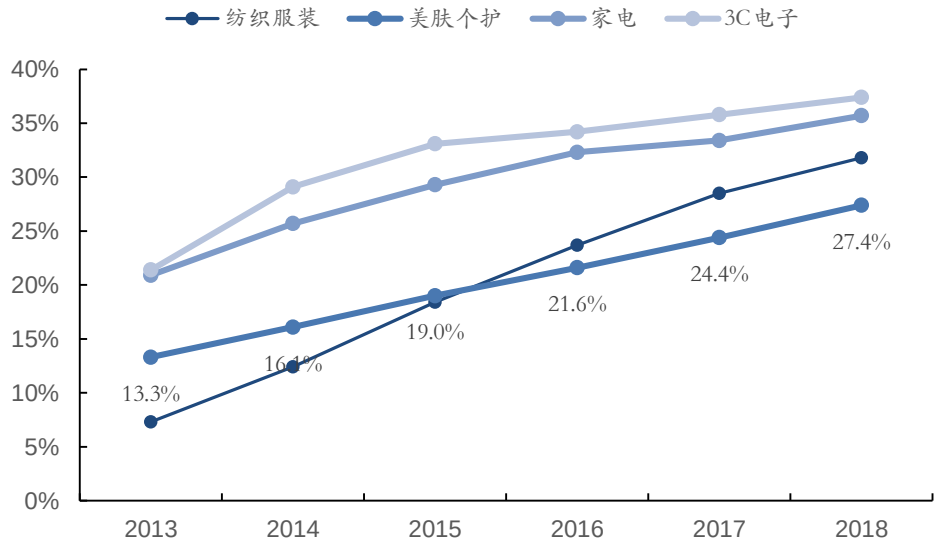
图表 22 我国化妆品行业整体渠道变化



资料来源：欧睿，华安证券研究所

2018 年，美肤个护的线上渗透率已达 27.4%，相较 2013 年的 13.3%翻了一倍以上。

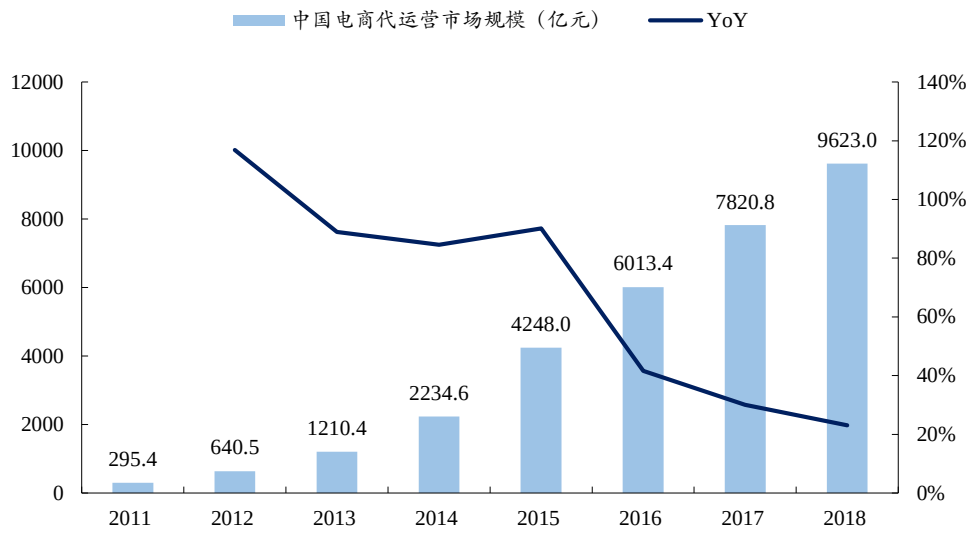
图表 23 美妆、服饰、3C、家电线上渗透率情况



资料来源：欧睿，华安证券研究所

随着电商店铺的市场竞争日益激烈、运营日益精细化，电商代运营行业在 2005 年后应运而生并保持高速增长。我国电商代运营市场规模已达 9623 亿元，2013-2018CARR 为 51.4%。

图表 24 我国电商代运营市场规模及 YoY



资料来源：若羽臣《招股说明书》，华安证券研究所

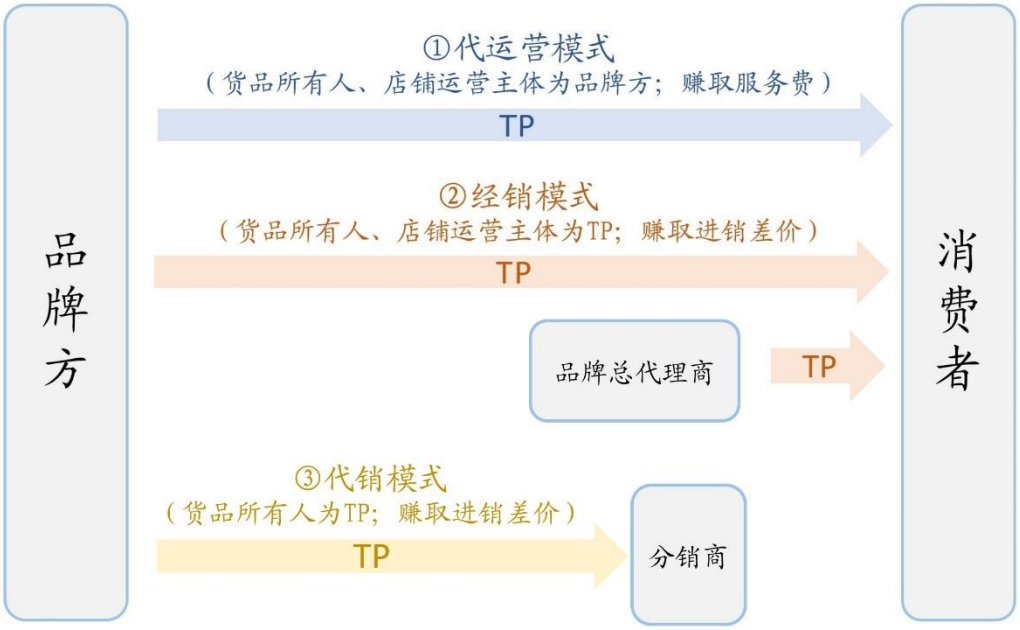
3 竞争分析：公司核心优势突出，稳居化妆品代运营龙头

丽人丽妆的主要可比公司包括宝尊电商、壹网壹创、若羽臣、杭州悠可。其中，宝尊电商为综合类电商代运营公司，其他均为化妆品垂直类电商代运营公司。

3.1 模式对比：丽人丽妆是经销模式占比最大的 TP

电商代运营行业的商业模式可分为经销模式、分销模式、代运营模式，其中经销模式为重资产运营、代运营模式更偏向于轻资产运营。(1) 经销模式中，电商代运营企业 (TP) 向品牌方或其代理商采购货品，通过电商平台向 C 端销售货品，既是货品所有人又是店铺运营主体，主要赚取进销差价。(2) 分销模式中，TP 连接了品牌方和分销商，从品牌方采购货品后销售给分销商，赚取进销差价。(3) 代运营模式中，货品所有人和店铺运营主体均为品牌方，TP 主要通过为品牌方提供运营管理服务而收取固定佣金或浮动佣金。

图表 25 电商代运营商业模式



资料来源：华安证券研究所整理（注：TP 即为电商代运营企业）

三种模式各有优劣。经销模式主要有运营模式不易被模仿、易产生规模效应、对轻资产运营品牌方更具谈判优势、应收账款账期短等优势；代运营模式的优势主要在于对资金要求不高、组织结构灵活；分销模式通常作为其它模式的补充，通常可以享受规模效应或协同效应。

图表 26 电商代运营企业商业模式比较

	经销模式	代运营模式	分销模式
资产运营	最重	最轻	较重
主要客户类型	C 端	B 端	B 端
优势	资本、技术投入门槛高，运营模式不易被效仿；容易产生规模效应；对于倾向轻资产运营的品牌方更具有谈判优势；相较其它模式应收账款账期更短	对资金要求不高；组织结构灵活	作为经销模式或代运营模式的补充，通常可享受规模效应或协同效应
劣势	对资金要求较高，占用大量资金，机会成本的耗费较大；存货风险大	更依赖数据、运营效率等方面的优势，且一旦产生利润的主要无形资产要素被颠覆则非常容易迅速被替代	相较经销模式应收账款账期更长；相较代运营模式占用资金更多

资料来源：华安证券研究所整理

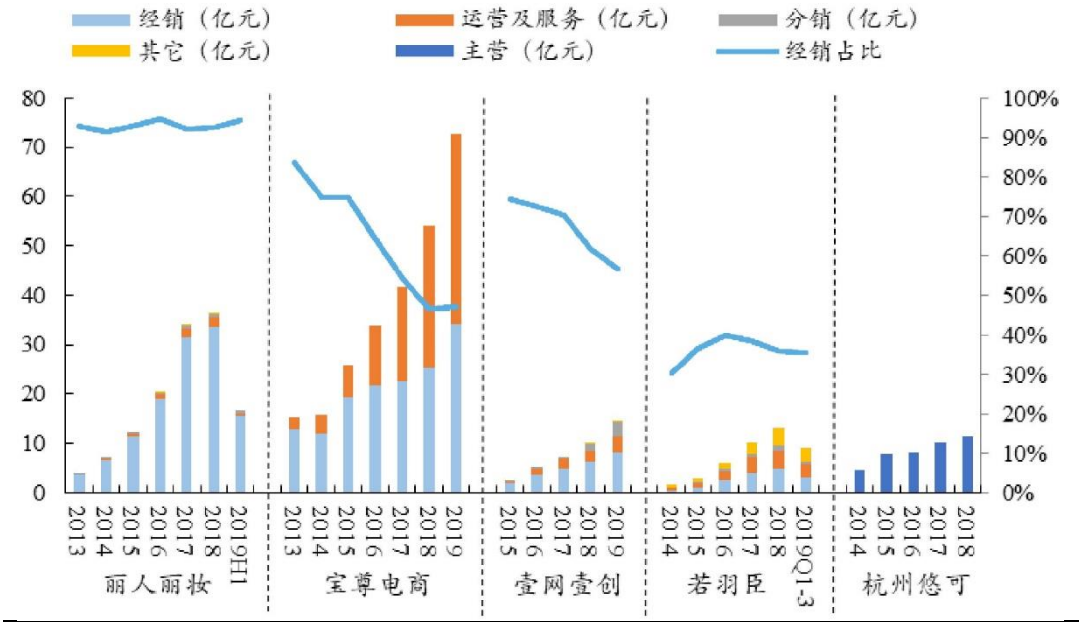
各大 TP 均同时以两种以上的商业模式运作。丽人丽妆、壹网壹创以经销模式为主，尤其是丽人丽妆，经销模式占比常年高居 90+%；宝尊电商起初以经销模式为主，后逐步降低经销模式占比、提升代运营模式占比，当前二者不相上下；若羽臣则以经销模式和渠道分销为主；杭州悠可以代运营模式和分销模式为主。

图表 27 各大电商代运营企业主要商业模式

	丽人丽妆	宝尊电商	壹网壹创	若羽臣	杭州悠可
经销模式	✓	✓	✓	✓	
代运营模式	✓	✓	✓	✓	✓
分销模式	✓		✓	✓	✓
其他	✓		✓	✓	

资料来源：丽人丽妆、宝尊电商、壹网壹创、若羽臣等招股书及相关公告，华安证券研究所（注：标黄为各公司最主要的业务。）

图表 28 各大电商代运营企业分业务收入及经销模式占比

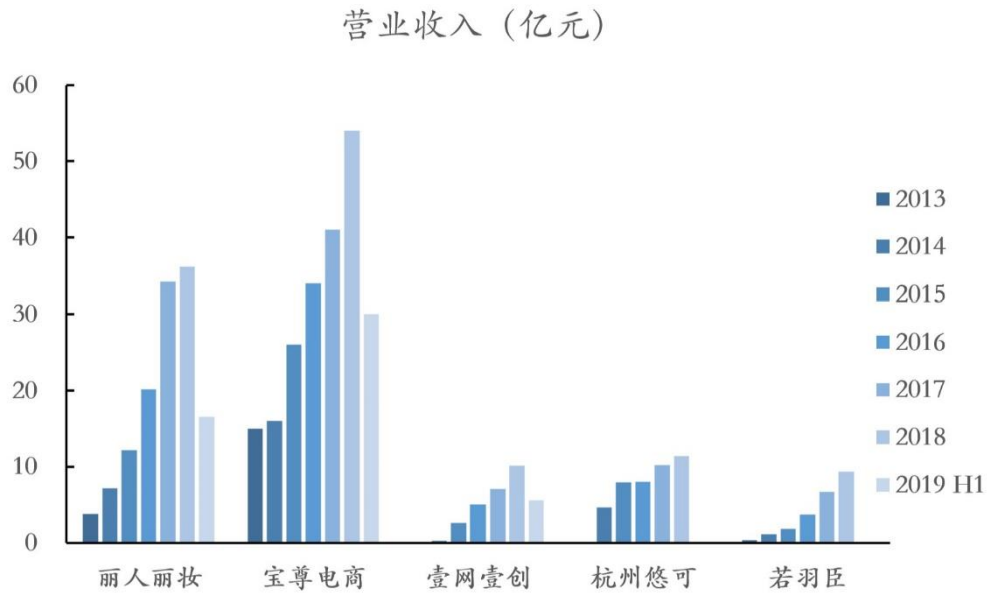


资料来源： Wind，华安证券研究所（注：杭州悠可未披露细分数据。）

3.2 财务数据对比：丽人丽妆是快速增长的龙头、盈利能力稳定

丽人丽妆规模快速增长，处化妆品电商代运营行业的绝对龙头地位。龙头公司宝尊电商、丽人丽妆的营收远超壹网壹创、杭州悠可、若羽臣，2018、2019H1 宝尊电商/丽人丽妆营收分别为 54/36 亿元、30/17 亿元。其中，宝尊电商作为综合型电商代运营企业，美妆合作品牌仅占大约 1/5，而丽人丽妆则是垂直于化妆品行业的龙头 TP。且宝尊电商营收中有约 1/2 为服务收入，而丽人丽妆则大约 95%为经销收入。

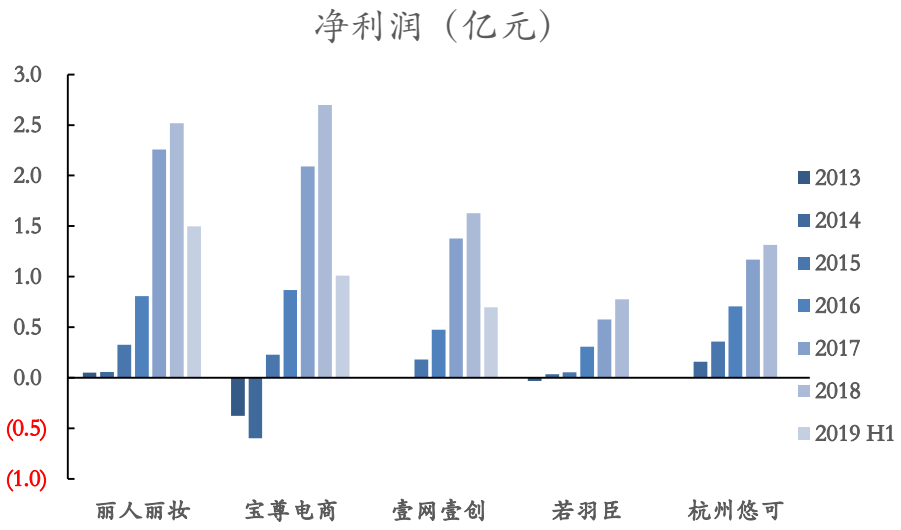
图表 29 各大电商代运营企业营业收入



资料来源： 各公司招股书，各公司公告，华安证券研究所

公司盈利能力强，净利润领跑行业。2018 年，丽人丽妆/宝尊电商/壹网壹创/若羽臣/杭州悠可净利润为 2.52/2.70/1.63/0.77/1.31 亿元。2019H1，公司盈利能力继续释放，净利润超过宝尊电商，达 1.50 亿元。

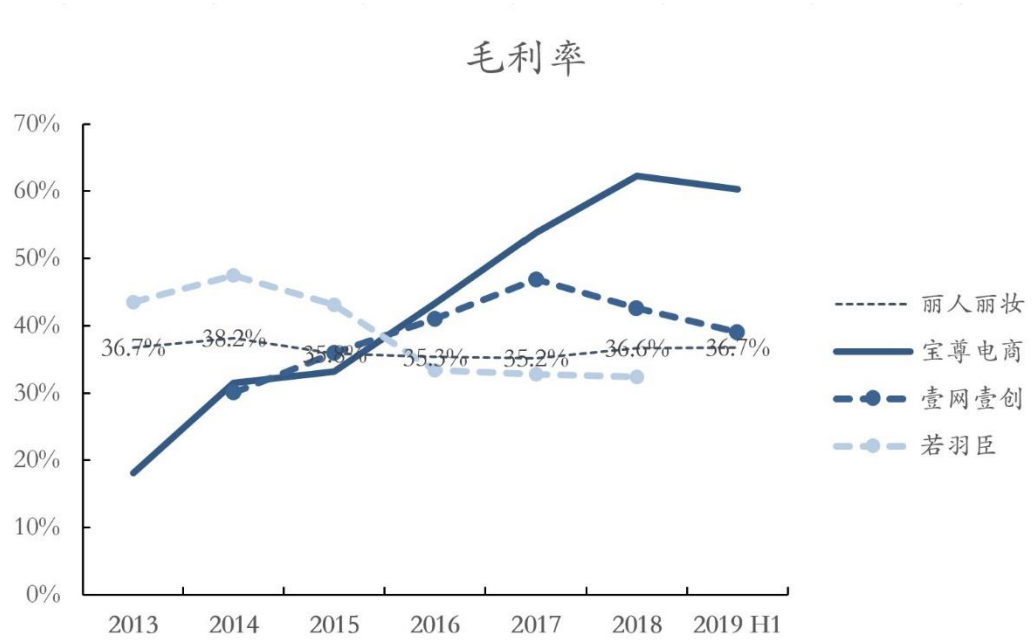
图表 30 各大电商代运营企业净利润



资料来源： Wind，华安证券研究所

由于运营模式的差异，各公司的毛利率差距较大。以代运营模式、经销模式为主的宝尊电商毛利率水平最高，以经销模式、分销模式为主的若羽臣毛利率水平最低。丽人丽妆毛利率保持在 35%以上，基本符合经销模式电商代运营企业的毛利率水平。

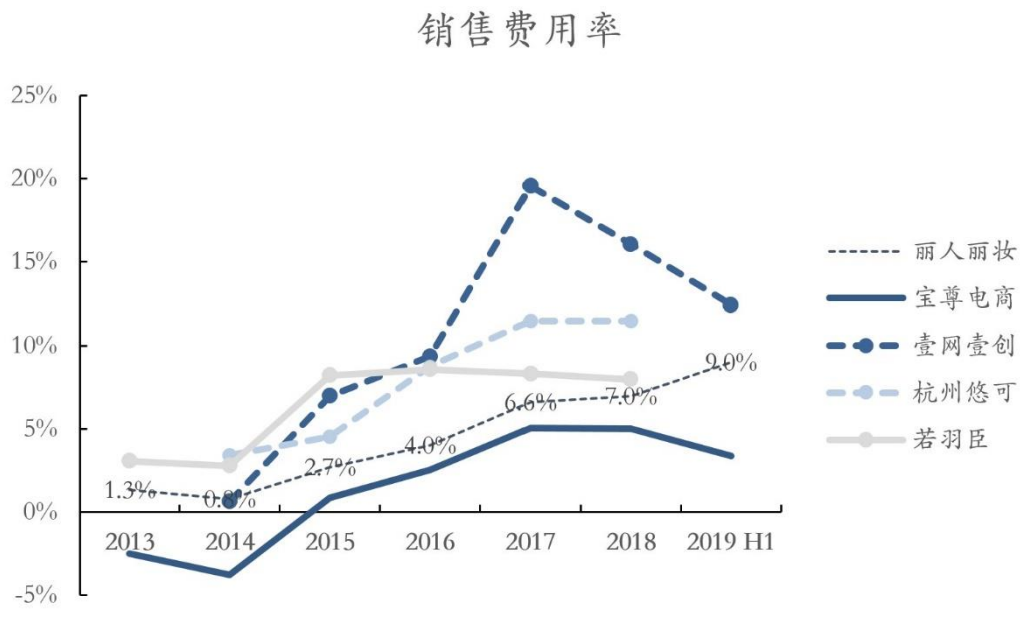
图表 31 各大电商代运营企业毛利率



资料来源： Wind，华安证券研究所

一般而言，销售费用为电商代运营企业最主要的期间费用。宝尊电商、丽人丽妆的销售费用率最低，丽人丽妆销售费用率远低于同样以经销或分销等重资产运营模式为主的壹网壹创、若羽臣等 TP 的销售费用率，主要得益于其显著的先发优势、品牌优势和规模优势。

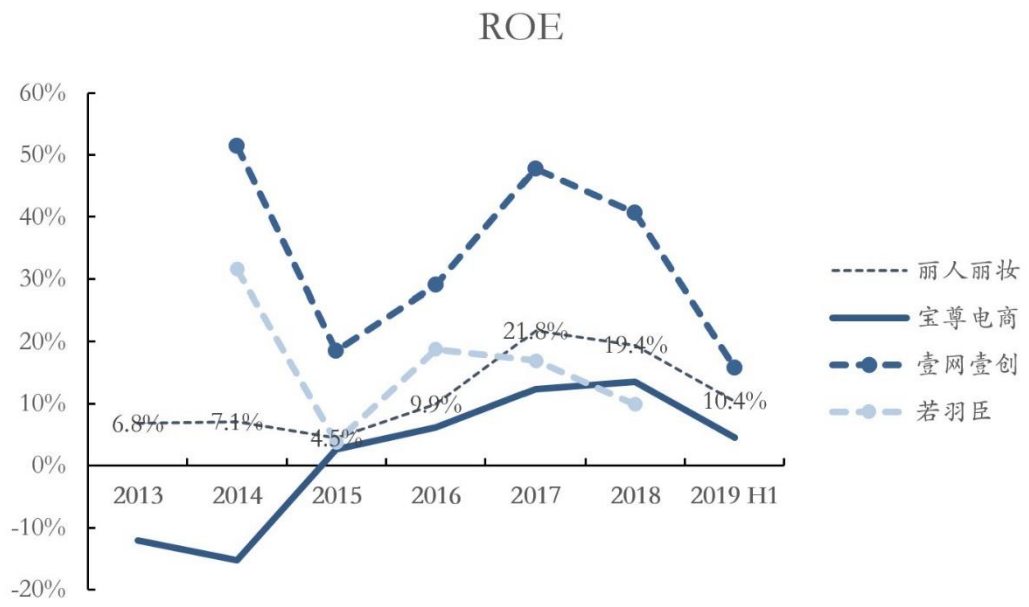
图表 32 各大电商代运营企业销售费用率



资料来源： Wind，华安证券研究所

丽人丽妆的 ROE 仅低于壹网壹创，波动幅度更小、抗风险能力更强。丽人丽妆/宝尊电商/壹网壹创/若羽臣 2017、2018 的 ROE 分别为 21.8%/12.4%/47.8%/16.9%、19.4%/13.5%/40.7%/9.9%，丽人丽妆/宝尊电商/壹网壹创 2019H1 的 ROE 分别为 10.4%/4.5%/15.8%。2015 年，随着 B2C 市场首次超过 C2C，电商开始注重品质及用户体验的同时，电商代运营行业优秀企业通过上市或被收购的方式获得持续融资的能力，行业开始转型。相较壹网壹创、若羽臣等小型 TP 而言，丽人丽妆、宝尊电商等龙头企业在转型期表现出更高的稳定性和更强的抗风险能力。2018-2019H1 各大代运营商 ROE 下降的可能原因为一些大品牌尝试建立自有网络运营团队，与 TP 变更合作模式或终止合作关系。但随着阿里孵化 1000 个美妆国产品牌的“国货之光”计划的落地，未来电商代运营企业对大品牌的依赖程度将有望降低，我们预计盈利能力将得到改善。

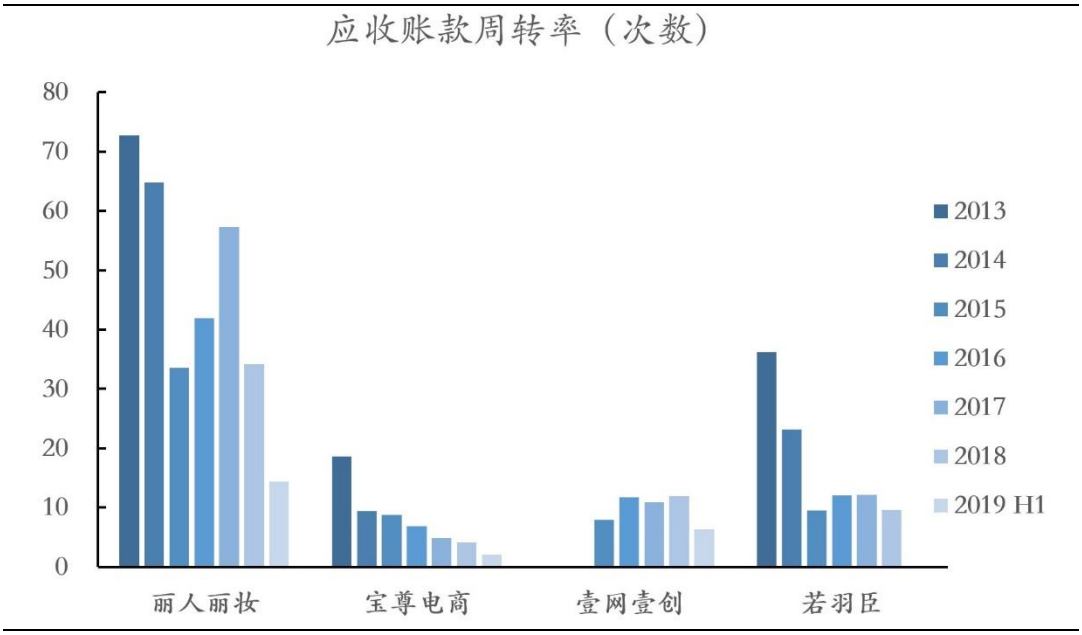
图表 33 各大电商代运营企业 ROE



资料来源： Wind，华安证券研究所

丽人丽妆的应收账款周转次数几乎是行业最高。应收账款周转率除了体现了电商代运营企业对客户的谈判优势外，其差异更主要是由其客户类型引起的。例如，由于电商零售业务占比超过 95%的丽人丽妆主要客户为 C 端客户，故其几乎无应收账款账期，而代运营模式、分销模式分别为收取服务费、赚取差价的 2B 业务，故丽人丽妆应收账款周转率远超宝尊电商、壹网壹创、若羽臣等。

图表 34 各大电商代运营企业应收账款周转率



资料来源： Wind，华安证券研究所

3.3 核心竞争力：丰富的行业经验和客户资源提升运营效率

电商代运营企业具有不同的核心优势。丽人丽妆拥有多年积攒的美妆行业经验和众多头部客户资源；具有领先的技术优势，通过 OMS/IMS/WMS 实现对采购、库存仓储、销售、物流等各项业务环节的精细化运营管理；且其具有一定的规模优势。**宝尊电商**是综合型电商代运营企业，合作品牌类别众多；具有规模优势，2019 年营收达 72.78 亿元；经过运营模式的调整，公司由重资产运营逐渐转变为轻重资产并举。

由于创始人、实际控制人黄韬为清华大学自动化专业，丽人丽妆非常注重技术发展，并依托领先的 IT 系统和精细化管理，有效提升供应链价值及运营效率。因此，公司的人均创收与人均创利远超竞争对手，2018 年丽人丽妆/宝尊电商/壹网壹创/若羽臣人均创收、人均创利分别为 339.4/105.0/113.1/128.8 万元、23.7/5.2/18.1/10.7 万元，其 2019H1 仅半年的人均创收便可远超竞争对手人均全年创收。

图表 35 电商代运营企业人均创收、人均创利

	员工人数				人均创收/万元				人均创利/万元			
	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018	2019
丽人丽妆	1148	1224	1065	862	175.6	279.4	339.4	192.3	7.1	18.6	23.7	17.5
宝尊电商	2984	3994	5141	5979	113.9	102.7	105.0	121.7	2.9	5.2	5.2	4.7
壹网壹创	743	700	896	1017	68.2	100.6	113.1	142.7	6.4	19.7	18.1	21.5
若羽臣	480	448	723	709	77.6	149.8	128.8	-	6.2	12.9	10.7	-

资料来源：Wind、各公司公告及招股书、华安证券研究所（注：丽人丽妆 2019 年人均创收、人均创利数据缺失，图表相应位置为 2019H1 数据）

丽人丽妆、宝尊电商背靠阿里生态，有望受益于阿里 1000 个国产美妆品牌孵化计划。丽人丽妆、宝尊电商为阿里系 TP，阿里及其子公司分别对丽人丽妆、宝尊电商持股 19.6%、

14%。2019 年，阿里速卖通开启“国货之光”计划，提出将打造 1000 个国产美妆品牌。2020 年，天猫将加大扶持中小品牌力度，帮助外贸工厂品牌化转型，加速孵化 1000 个年销售额超过千万的新开店品牌，且这个“春蕾计划”将在天猫美妆洗护落地。而**中小美妆企业缺乏运营能力、偏好轻资产，对代运营需求高，我们预计，有望利好丽人丽妆、宝尊电商等阿里系 TP。**

3.4 客户资源：化妆品行业合作品牌最多，丽人丽妆稳居美妆 TP 龙头

宝尊电商作为综合型电商代运营平台，合作品牌数量最多，高达 223 个。而**丽人丽妆是拥有合作品牌数量最多的垂直化妆品电商代运营平台，合作品牌数量达 76 个。**相较而言，壹网壹创、杭州悠可、若羽臣合作品牌数量相对较少，分别为 38、40+、46+家。

图表 36 电商代运营企业合作品牌及合作平台

	丽人丽妆	宝尊电商	壹网壹创	杭州悠可	若羽臣
企业类型	垂直型	综合型	垂直型	垂直型	垂直型
合作品牌数量	76	223	38	40+	46+
合作品牌类别	化妆品，少量食品、服饰、玩具等	服饰、电器、电子产品、家具摆设、美容和化妆品、快速消费品、母婴产品、保险、汽车等	化妆品、个护	化妆品	母婴、美妆个护、保健品等
主要合作平台	以天猫及淘宝平台为主	天猫、京东、社交电商	天猫、淘宝、京东、唯品会、小红书	天猫、唯品会、京东等	天猫、京东、唯品会、考拉等

资料来源： 公司官网，公司公告，华安证券研究所

我们选择 2020M5 的销售额排名 T50 美容/美体/精油、美妆品牌，计算其在 2019M6-2020M5 期间的销售份额，并对其排序，发现与丽人丽妆合作的美妆品牌数量最多，包括了欧莱雅、后、芙丽芳丝、妮维雅、凡士林、庞氏、玥之秘等。

图表 37 2019M6-2020M5 美容护肤/美体/精油主要企业合作电商代运营企业一览

品牌	销售份额	排名	合作 TP
l'oreal /欧莱雅	2.42%	1	丽人丽妆
estee lauder/雅诗兰黛	2.01%	2	杭州悠可
lancome/兰蔻	1.84%	3	
olay/玉兰油	1.65%	4	壹网壹创
the history of whoo/后	1.52%	5	丽人丽妆、杭州悠可
chando/自然堂	1.10%	6	
pechoin/百雀羚	1.04%	7	壹网壹创
homefacialpro	0.91%	8	
shiseido/资生堂	0.91%	9	壹网壹创
proya/珀莱雅	0.90%	10	
winona/薇诺娜	0.90%	11	
wis	0.82%	12	
little dream garden/半亩花田	0.79%	13	
a.h.c/爱和纯	0.74%	14	
形象美	0.73%	15	
kiehl′ s/科颜氏	0.71%	16	
植贝	0.69%	17	
碧素堂	0.68%	18	
freeplus/芙丽芳丝	0.68%	19	丽人丽妆
一叶子	0.56%	20	
御泥坊	0.55%	21	
kans/韩束	0.55%	22	
肌琳莎	0.52%	23	
innisfree/悦诗风吟	0.51%	24	
膜法世家·1908	0.50%	25	
dr.jart+/蒂佳婷	0.47%	26	杭州悠可
修正	0.45%	27	
others	0.41%	28	
jmsolution	0.41%	29	
osm/欧诗漫	0.39%	30	
nivea/妮维雅	0.32%	31	丽人丽妆
资莱皙	0.31%	32	
vaseline/凡士林	0.29%	33	丽人丽妆
mentholatum/曼秀雷敦	0.29%	34	
药都仁和	0.28%	35	
佰草世家	0.26%	36	
biore/碧柔	0.24%	37	
cogi/高姿	0.24%	38	
xuelinfe/雪玲妃	0.23%	39	
美肤宝	0.22%	40	
vt（美妆）	0.22%	41	
geoskincare/纽西之谜	0.21%	42	
ponds/旁氏	0.18%	43	丽人丽妆
mistine	0.17%	44	
re:cipe/ 玥之秘	0.13%	45	丽人丽妆
健美创研	0.11%	46	
haa（美妆）	0.10%	47	
海洋诗韵	0.06%	48	
d&18	0.04%	49	

资料来源：淘数据，华安证券研究所

4 投资建议

从行业来看，**2019 年美妆与个护行业规模已达 4777 亿元，增速达 13.8%**，随着化妆品成为“新刚需”、消费者年龄结构变化对人均化妆品消费额的拉动，未来化妆品行业将保持高速增长；电商代运营行业 2018 年市场规模为 9623 亿元，增速高达 23%，线上渗透率的提升将使电商代运营行业维持高速增长。**化妆品销售线上渗透率的提升**使得电商销售未来将取代超市及大卖场，成为主流销售渠道，**化妆品电商代运营将享受化妆品+电商代运营双重红利。公**司层面，丽人丽妆作为垂直于化妆品行业的龙头 TP，2018 年营收/归母净利为 36.15/2.52 亿元，**规模居垂直型化妆品代运营企业之首**，2013-2018 年营收/归母净利 CAGR 高达 56.76%/118.24%。**公司核心优势在于拥有多年积攒的美妆行业经验和众多头部客户资源；依托领先的技术优势实现对采购、库存仓储、销售、物流等各项业务环节的精细化运营管理；且其具有一定的规模优势。**此外，**公司背靠阿里，有望受益于阿里落地天猫美妆洗护的“春蕾计划”。**

风险提示

公司存货及销售风险；公司运营平台集中的风险；宏观经济波动的风险

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。 市场基准指数为沪深 300 指数。

信息披露

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。