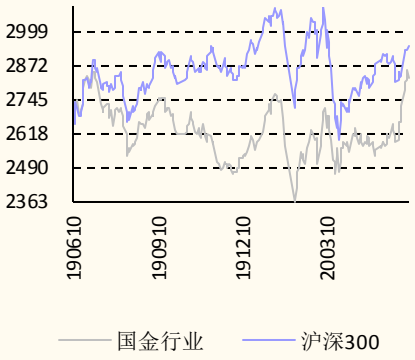
消费升级与娱乐研究中心

批发和零售贸易行业研究 买入（维持评级）

行业周报

市场数据(人民币)

市场优化平均市盈率	18.90
国金批发和零售贸易指数	2826
沪深 300 指数	4001
上证指数	2931
深证成指	11181
中小板综指	10478



相关报告

1.《疫情后首个购物节，618 打响促消费第一枪-疫情后首个购物节，...》，2020.5.31

2.《阿里发布 FY20 财报，四大亮点值得关注-阿里发布 FY20 财报...》，2020.5.24

3.《4 月社零同比-7.5%，降幅环比收窄 8.3pct-4 月社零同...》，2020.5.17

4.《五一消费逐步回暖，电商&化妆品值得关注-五一消费逐步回暖，电...》，2020.5.10

5.《周报：上海家化换帅，三大看点值得期待-周报：上海家化换帅，三...》，2020.4.26

吴劲草 分析师 SAC 执业编号：S1130518070002
wujc@gjzq.com.cn

姬雨楠 联系人

丽人丽妆过会，美妆 TP 上市公司再添一将

行业观点

- **丽人丽妆是中国知名的线上化妆品营销零售服务商：**公司成立于 2007 年，主要为品牌方提供覆盖店铺基础运营、页面视觉设计、产品设计策划、整合营销策划、精准推广投放、大数据分析、售前/售后客户服务、CRM 及会员运营、仓储物流等多个环节的全链路网络零售综合服务，帮助品牌方提高线上零售运营效率，提升知名度与市场份额。经过十余年的发展，公司已经成为国内领先的化妆品网络零售服务商，2019 年两度获评天猫六星运营服务商。截至 2019 年 6 月 30 日，公司与施华蔻、兰芝、雅漾、雪花秀、相宜本草、雪肌精等 60 多个品牌达成合作关系。公司主要围绕天猫平台开展业务，天猫平台占比达到 99%以上。

- **分业务来看，电商零售业务（与品牌方以买断方式合作）是公司最核心的业务，收入占比 90%以上：**目前公司业务模式主要包括电商零售、品牌营销运营、分销和寄售四种。①电商零售业务：公司与化妆品等产品的品牌方签订销售协议，以买断方式向品牌方或其国内总代理采购产品，主要在电商平台开设品牌官方旗舰店，以网络零售的形式把产品销售给终端消费者；2018 年实现营收 33.46 亿元，占比 92.55%。②品牌营销运营服务：公司接受品牌方委托，负责建设、运营其线上品牌旗舰店，或为品牌方就某项产品或活动提供营销推广服务；2018 年实现营收 2.30 亿元，占比 6.35%。③其他业务：包括分销和寄售，占比仅约 1%。

- **从合作品牌来看，美妆是目前公司最核心和最强势的运营领域：**截至 2019 年 10 月，公司客户包括 58 个化妆品品牌、5 个玩具品牌、3 个隐形眼镜品牌、3 个食品品牌、2 个纸品品牌、1 个美容仪器品牌、1 个服饰品牌、1 个基因检测品牌、1 个保温杯品牌和 1 个胶制品品牌。公司在化妆品领域已经合作的品牌包括雪花秀、兰芝、相宜本草、凡士林、欧莱雅、LG 等国内外知名品牌。在化妆品领域外，进一步拓宽美容仪器、隐形眼镜、纸品、服饰、玩具等领域，与洁云、凡客诚品、孩之宝等品牌达成合作。未来公司在化妆品品类中的品牌扩张以及向更多品类的客户扩张值得期待。

- **公司近年来发展迅速，财务表现较为稳健：**2016-2018 年，公司营收由 20.16 亿元增长至 36.15 亿元，年均复合增速 21%；归母净利润由 0.81 亿元增长至 2.52 亿元，年均复合增速 46%。盈利能力方面，2016-2018 年公司综合毛利率分别为 35.32%、35.20%、36.63%，扣非净利率分别为 3.67%、6.05%、5.54%。2016-2018 年，公司存货周转天数分别为 80.63 天、61.18 天、74.26 天；应收账款周转天数分别为 8.59 天、6.26 天、10.54 天，主要得益于公司经营以电商零售业务为主，主要面向终端消费者；应付账款周转天数分别为 57.62 天、49.23 天、55.56 天。

- **创始人黄韬为公司实际控制人，阿里为第二大股东：**本次上市发行前，创始人黄韬为公司实际控制人，直接持有公司 37.22%的股权，并通过上海丽仁间接持有 0.13%的股份，合计持有公司 37.35%的股份；阿里网络持有 19.55%的股份，为第二大股东。此次公司拟发行不超过 4010 万股，占发行后总股本比例不低于 10%，募集 5.86 亿元资金。

- **投资建议：乘电商行业东风，线上代运营兴起，丽人丽妆作为美妆电商代运营行业龙头，有望享受电商+美妆发展双重红利。**此外，2020 年的疫情也加速了品牌商和消费者对电商渠道的拥抱进程，我们看好公司作为代运营行业龙头，进一步发挥竞争优势，在深耕美妆代运营的同时，进一步拓展服务品类，积极布局新电商平台的长远规划。

- **风险提示：**疫情令消费承压、品牌方续约率下降、跨平台运营不及预期

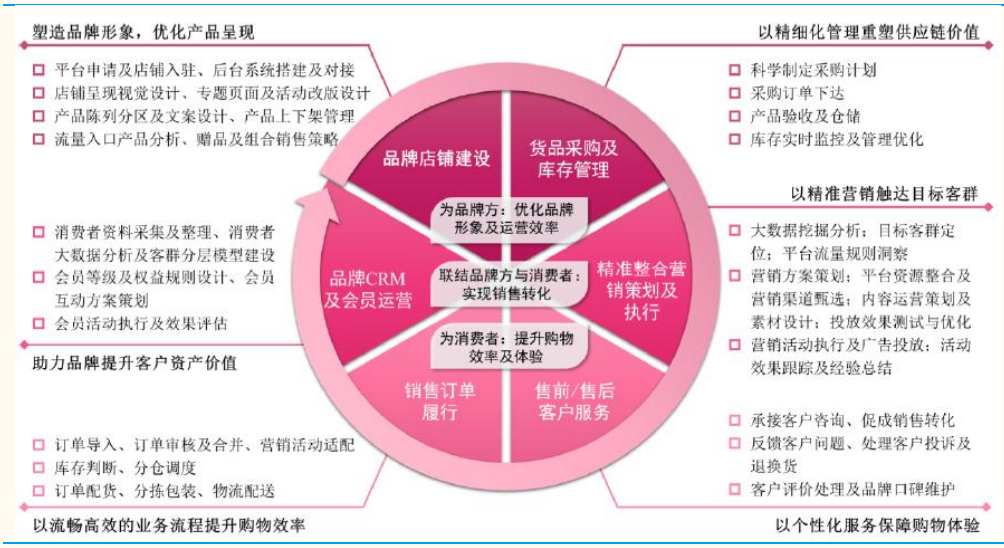
图表目录

图表 1：丽人丽妆全链路网络零售综合服务.....3
图表 2：公司各业务介绍.....3
图表 3：电商零售业务流程.....4
图表 4：2016-1H2019 分业务营业收入（亿元）.....5
图表 5：2016-1H2019 分业务占主营业务比重.....5
图表 6：2016-1H2019 分业务毛利率.....5
图表 7：电商零售业务及品牌营销运营服务分平台营业收入（万元）及占比...6
图表 8：获评 2019 下半年六星服务商.....7
图表 9：天猫平台合作历程.....7
图表 10：公司主要合作品牌（截至 2019.10）.....8
图表 11：2016-1H2019 营业收入（亿元）.....9
图表 12：2016-1H2019 归母净利润（亿元）.....9
图表 13：2016-2018 年各公司营收（亿元）.....9
图表 14：2016-2018 年各公司扣非归母净利润（亿元）.....9
图表 15：2016-2018 年丽人丽妆分业务收入占比.....10
图表 16： 2016-2018 年壹网壹创分业务收入占比.....10
图表 17： 2016-2018 年若羽臣分业务收入占比.....10
图表 18：2016-2018 各公司毛利率.....11
图表 19：2016-2018 各公司净利率.....11
图表 20：2016-2018 各公司分业务毛利率.....11
图表 21：2016-2018 各公司销售费用率.....11
图表 22：2016-2018 各公司管理费用率.....11
图表 23：2016-1H2019 丽人丽妆营运指标.....12
图表 24：发行前后股本结构.....12
图表 25：上市募集资金用途.....13
图表 26：公司董事会及核心高管履历.....13
图表 27：公司员工结构.....14
图表 28：近一周各指数涨跌幅.....15
图表 29：年初至今各指数涨跌幅.....15

零售|行业观点——丽人丽妆过会，美妆 TP 上市公司再添一将

- **丽人丽妆是中国知名的线上化妆品营销零售服务商：**公司成立于 2007 年 2 月，主要为化妆品品牌方提供覆盖店铺基础运营、页面视觉设计、产品设计策划、整合营销策划、精准推广投放、大数据分析、售前/售后客户服务、CRM 及会员运营、仓储物流等多个环节的全链路网络零售综合服务，帮助品牌方提高线上零售运营效率，提升知名度与市场份额。截至 2019 年 6 月 30 日，公司与美宝莲、施华蔻、兰芝、雅漾、雪花秀、相宜本草、雪肌精等 60 多个国内外知名美妆品牌达成合作关系。公司主要围绕天猫平台开展业务，天猫平台占比达到 99%以上。

图表 1：丽人丽妆全链路网络零售综合服务



来源：招股说明书，国金证券研究所

- **分业务来看，电商零售业务（与品牌方以买断方式合作）是公司最核心的业务，收入占比 90%以上：**目前公司业务模式主要包括电商零售、品牌营销运营、分销和寄售四种。①电商零售业务：公司与化妆品等产品的品牌方签订销售协议，以买断方式向品牌方或其国内总代理采购产品，主要在电商平台开设品牌官方旗舰店，以网络零售的形式把产品销售给终端消费者；2018 年实现营收 33.46 亿元，占比 92.55%。②品牌营销运营服务：公司接受品牌方委托，负责建设、运营其线上品牌旗舰店，或为品牌方就某项产品或活动提供营销推广服务；2018 年实现营收 2.30 亿元，占比 6.35%。③分销业务：2018 年营收 0.39 亿元，占比 1.09%；④寄售业务：2018 年营收 17.19 万元。

图表 2：公司各业务介绍

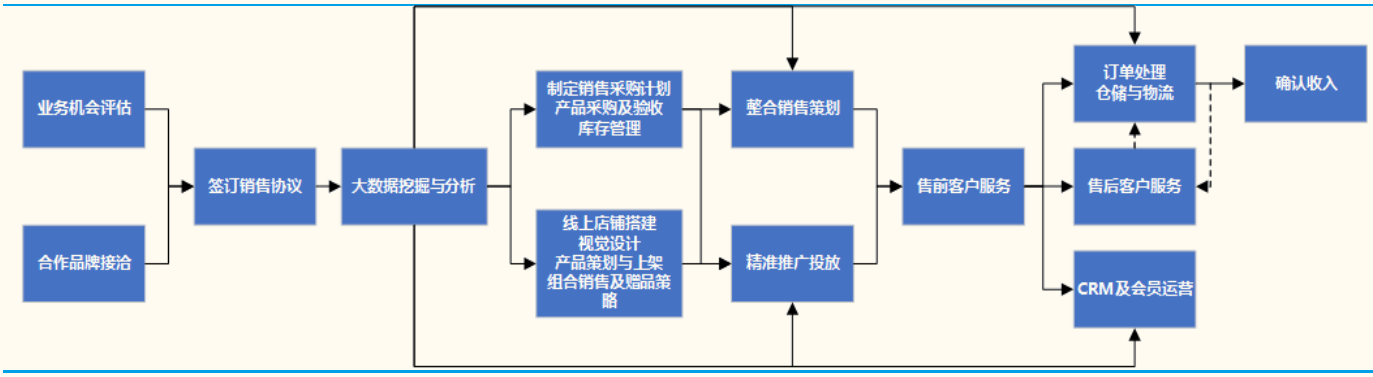
业务类型	业务模式	直接客户	盈利模式	2018 各业务收入占比	2018 各业务毛利占比	2018 毛利率
电商零售业务	向品牌方以买断方式采购货品并销售给消费者	终端消费者	线上商品的销售收入与营销成本（包含采购成本及各项营销费用等）的差额	92.55%	91.31%	36.14%
品牌营销运营服务	根据品牌方需求为品牌方开展线上运营服务，包括旗舰	品牌方	根据线上销售情况和双方约定的比	6.35%	8.39%	48.39%

		店运营、营销推广服务等，公司根据服务效果向品牌方收取服务费用		例向品牌方收取服务费用，发生人力等成本			
其他业务	分销业务	公司获得品牌方授权，面向分销商分销产品，公司承担采购、销售推广、物流等成本和费用	线上/线下分销商	线上商品的销售收入与采购成本及各项费用的差额	1.09%	0.30%	10.00%
	寄售业务	公司获得品牌方授权，线下寄售店铺向公司寄售部门提交产品需求，公司承担仓储、物流、推广等成本和费用	屈臣氏等线下店铺寄售方	寄售销售额收入与采购成本及各项费用的差额	0.00%		

来源：招股说明书，国金证券研究所；注：寄售业务主要客户为屈臣氏，公司与屈臣氏自 2016 年 6 月起开始合作，2017 年底结束合作。

- **①电商零售业务：**公司电商零售业务是指公司与化妆品等产品的品牌方签订销售协议，以买断方式向品牌方或其国内总代理采购产品，主要在电商平台开设品牌官方旗舰店，以网络零售的形式把产品销售给终端消费者。在此过程中，公司提供品牌店铺建设及运营、产品采购及库存管理、整合营销策划、精准推广投放、订单执行、仓储物流、客户服务等一系列服务。电商零售业务 2015-2018 年营收由 19.12 亿元提升至 33.46 亿元，毛利率由 35% 微增至 36% 。

图表 3：电商零售业务流程



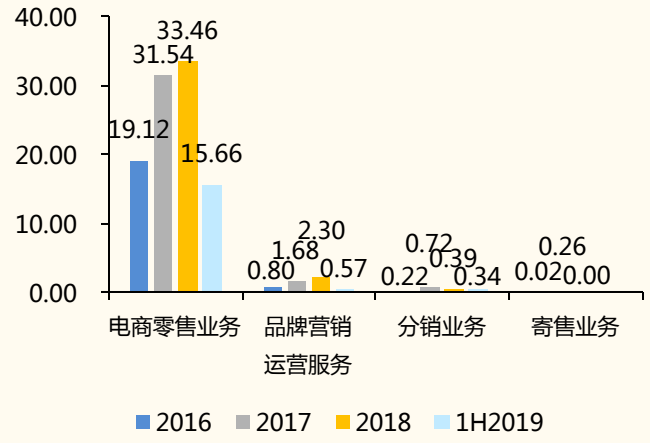
来源：招股说明书，国金证券研究所

- **②品牌营销运营服务：**品牌营销运营服务分为品牌营销服务和品牌运营服务。品牌营销服务是指公司为品牌方就某项产品或活动提供营销策划及方案执行，以及跨渠道营销推广及分析等服务，从而提高品牌知名度，提升品牌触达目标客户的机会和销售转化的效率。综合考虑品牌成熟度及服务成本，向品牌方收取相应的服务费。品牌运营服务是指公司接受品牌方的委托，建设、运营其线上品牌官方旗舰店。公司根据不同品牌方的需求，主要提供品牌店铺建设及运营、营销推广、客户服务等环节的网络零售服务，并根据合同约定及销售业绩实现情况收取服务费。因店铺及货品所有权通常归属于品牌方，公司品牌运营服务不存在货品采购流程，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。品牌营销运营服务 2015-2018 年营收由 0.80 亿元提升至 2.60 亿元，毛利率 由 59% 下降至 48% 。
- **③分销业务：**公司分销业务主要客户是线上渠道店铺卖家。客户与公司签订分销合同，向公司分销部门提交采购订单并支付货款后，公司分销专员向品牌方下达采购订单，货品进入仓库后由仓库进行商品分拣与物流配送。

公司分销销售一般采用先款后货的模式，全额收取货款。

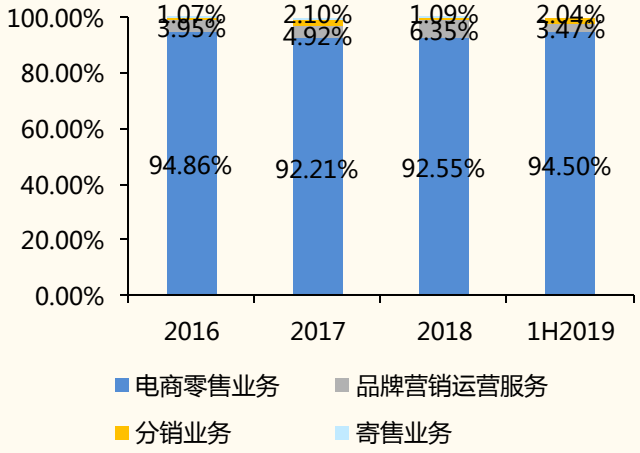
- 公司分销业务收入各年波动较大，主要系分销业务的客户主要为在天猫、淘宝等主流电商平台开设店铺的商家，其对产品售价的敏感性较高，购买行为受“双十一”、“双十二”、“六一八”等电商平台促销活动期间各品牌官方旗舰店销售折让情况、线上线下购货渠道价格差异等因素影响，使得分销业务收入产生波动。2015-2018 年分销业务收入从 0.22 亿元增加至 0.39 亿元。
- **④寄售业务：**公司寄售业务的主要客户是寄售方店铺。客户与公司签订寄售合同，向公司寄售部门提交产品需求后，由寄售部门人员将订单信息通过订单管理系统发往外包仓库，仓库进行订单配货、分拣包装，交由物流公司派送到寄售方仓库，由寄售方物流部门派送至店铺销售给终端消费者。公司每月会接收并核实寄售方提供的商品销售清单，在销售额基础上给予寄售折扣后确认收入，同时向寄售方支付一定金额的业务推广费用。
- 公司寄售业务收入各年波动较大，主要系公司来自主要寄售业务客户屈臣氏的收入波动所致。公司与屈臣氏自 2016 年 6 月起开始合作，2017 年底结束合作，使得寄售业务收入产生波动，2018 年寄售业务营业收入仅为 17.19 万元。

图表 4：2016-1H2019 分业务营业收入（亿元）



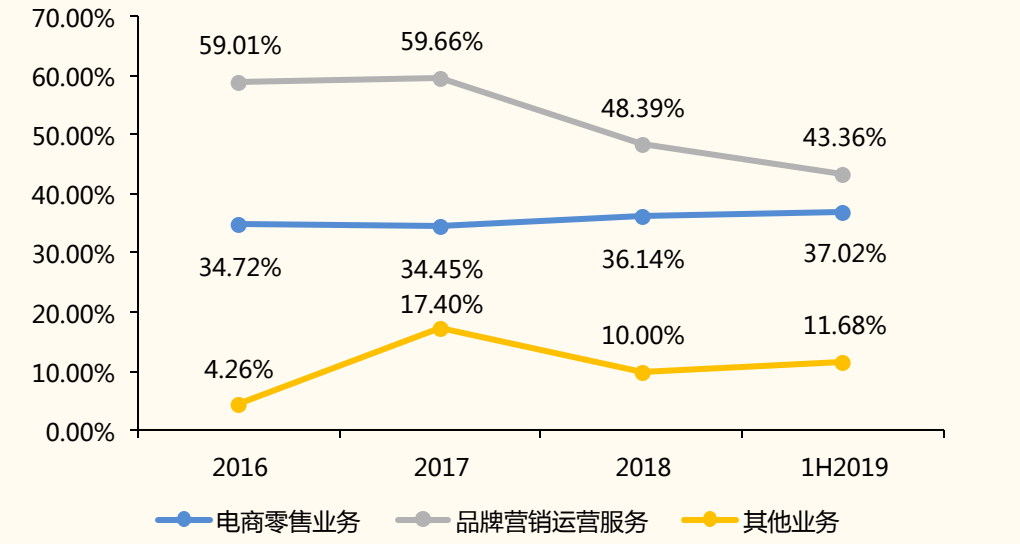
来源：招股说明书，国金证券研究所

图表 5：2016-1H2019 分业务占主营业务比重



来源：招股说明书，国金证券研究所

图表 6：2016-1H2019 分业务毛利率



来源：招股说明书，国金证券研究所

■ **分平台来看，公司业务主要在天猫平台开展，正在积极拓展其他平台。**公司基于化妆品电商行业特性，主要选择在天猫平台进行运作，2018 年，天猫平台电商零售业务收入 19.09 亿元，占比 99.88%；天猫平台品牌营销运营服务营收 1.41 亿元，占比 99.47%。在进一步深耕天猫平台业务外，公司亦积极开展其他电商平台业务，开展多元化经营，发展包括品牌官方商城、银行积分平台、亚马逊、蘑菇街、拼多多、小红书等多平台运营。

图表 7：电商零售业务及品牌营销运营服务分平台营业收入（万元）及占比

业务模式	平台名称	2016		2017		2018		1H2019	
		金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
电商零售业务	天猫平台	190877.53	99.82%	315049.98	99.90%	334179.36	99.88%	156549.4	99.95%
	公司自有APP	34.94	0.02%	183.64	0.06%	126.39	0.04%	19.59	0.01%
	品牌官方商城	251.59	0.13%	132.39	0.04%	-	-	-	-
	银行积分平台	-	-	0.2	0.00%	84.41	0.03%	-	-
	亚马逊	35.83	0.02%	1.18	0.00%	174.41	0.05%	36.36	0.02%
	蘑菇街	13.96	0.01%	4.74	0.00%	-	-	-	-
	拼多多	-	-	-	-	0.89	0.00%	12.62	0.01%
	小红书	-	-	-	-	-	-	7.95	0.01%
品牌营销运营服务	天猫平台	1326.19	100.00%	8998.61	98.98%	14098.93	99.47%	3494.50	98.66%
	品牌官方商城	-	-	9091.61	1.02%	75.28	0.53%	47.61	1.34%

来源：招股说明书，国金证券研究所

■ **公司创立以来与天猫平台合作稳定，位列头部服务商，竞争优势显著。**公司 2007 年成立便于淘宝商城（天猫前身）开展电商零售业务，获得相宜本草经销授权；2018、2019 年都荣获天猫金妆奖年度优秀合作伙伴；2019 年二度获评天猫六星服务商。由于头部服务商的规模、数据积累、资金及供应链优势突出，具备较强的品牌建设能力、多元渠道布局能力，为品牌提升销量的同时，能够不断提升品牌影响力、满足品牌多元化的需求，丽人丽妆作为头部电商服务商的竞争优势明显。

图表 8：获评 2019 下半年六星服务商



来源：天猫，国金证券研究所

图表 9：天猫平台合作历程

时间	事件	获奖
2007	获得相宜本草淘宝商城经销授权	-
2011	获得蜜丝佛陀淘宝商城品牌旗舰店运营授权	淘宝商城给力团队奖
2012	获得兰芝等品牌天猫旗舰店经销授权	天猫合作共赢奖
2013	获得施华蔻、雳氏等品牌天猫旗舰店经销授权	-
2014	获得吕、凯朵、雪肤精、斐丝丽等品牌天猫官方旗舰店经销授权	-
2015	获得雅漾、芙丽芳丝、凡士林、伊蒂之屋、佳丽宝等品牌天猫官方旗舰店经销授权	-
2016	获得雪花秀、希思黎、馥绿德雅、吉尔斯图亚特、康如等品牌天猫旗舰店经销授权	2016 年天猫金妆奖最佳服务拍档
2017	获得赫妍、护齿达等品牌天猫旗舰店经销授权，为后、贝玲妃、高夫、洁云、米娅等品牌天猫旗舰店提供运营服务	-
2018	获得奥伦纳素、LG 生活健康、白格、栗祺等品牌天猫旗舰店经销授权，为菲诗小铺、珂莱欧、欧邦琪等品牌天猫旗舰店提供运营服务	天猫金妆奖年度优秀合作伙伴
2019	获得露华浓、思理肤、艾可玫、孩之宝等品牌天猫旗舰店经销授权，为佑天兰等品牌天猫旗舰店提供运营服务	天猫金妆奖年度优秀合作伙伴、2019 年上、下半年天猫六星级运营商

来源：招股说明书，国金证券研究所

- **从合作品牌来看，美妆是目前公司最核心和最强势的运营领域：**截至 2019 年 10 月，公司客户包括 58 个化妆品品牌、5 个玩具品牌、3 个隐形眼镜品牌、3 个食品品牌、2 个纸品品牌、1 个美容仪器品牌、1 个服饰品牌、1 个基因检测品牌、1 个保温杯品牌和 1 个胶制品品牌。公司在化妆品领域已经合作的品牌包括雪花秀、兰芝、相宜本草、凡士林、欧莱雅、LG 等国内外知名品牌。在化妆品领域外，进一步拓宽美容仪器、隐形眼镜、纸品、服饰、玩具等领域，与洁云、凡客诚品、孩之宝等品牌达成合作。未来公司在化妆品品类中的品牌扩张以及向更多品类的客户扩张值得期待。

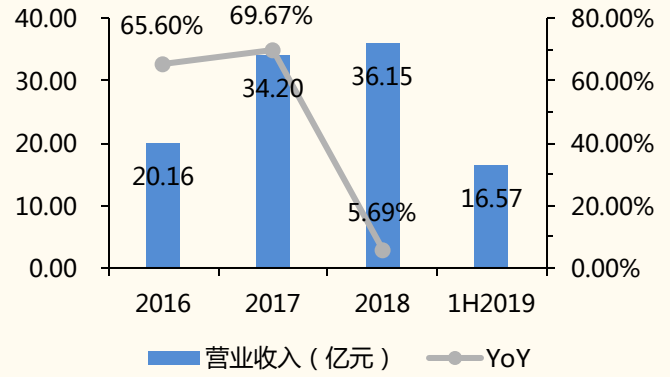
图表 10：公司主要合作品牌（截至 2019.10）

产品品类	品牌数量	品牌名									
化妆品	58	施华蔻	兰芝	雅漾	美宝莲	雪花秀	芙丽芳丝	相宜本草	雪肌精	蜜丝佛陀	希思黎
		凡士林	伊蒂之屋	凯朵	旁氏	吕	LG 生活健康	馥绿德雅	赫妍	康如	丝蕴
		斐丝丽	孩儿面	花牌	光明/蓓泽丝	护齿达	润肌精	纯肌粹	清肌晶	莱菲	娜蔻
		快乐沐浴天	佳丽宝	奥伦纳素	宝贝魔力	魅尚萱	树上小屋	思理肤	芭兰珂	后	菲诗小铺
		贝玲妃	欧蕙	苏秘 SUM37°	珂莱欧	欧邦琪	奇士美	佑天兰	艾可玫	炫诗	妮维雅
		露华浓	皑丽	巴黎欧莱雅	菲丽菲拉	乐肤妥	贝蜜清	可丽金	安宝笛		
美容仪器	1	BeGlow									
隐形眼镜	3	妆美堂、安娜苏、欧朗睛									
纸品	2	洁云、米娅									
服饰	1	凡客诚品									
食品	3	栗祺、新维士、宝乐贝儿									
玩具	5	孩之宝、变形金刚、热火、培乐多、小马宝莉									
基因检测	1	安我									
保温杯	1	史丹利									
胶制品	1	回天									

来源：招股说明书，国金证券研究所

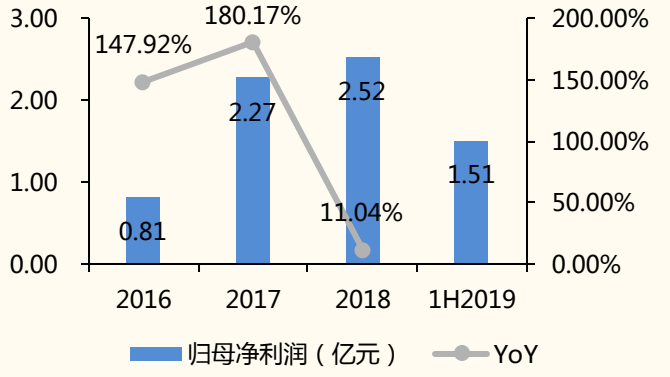
- **营收规模方面，2016-2018 公司年均营收复合增速 21%，年均归母净利润复合增速 46%。**2016-2018 年，公司营收由 20.16 亿元增长至 36.15 亿元，归母净利润由 0.81 亿元增长至 2.52 亿元。2018 年由于受到欧莱雅集团收回部分品牌经营权影响，公司收入、利润增速有所放缓。1H2019，公司实现营收 16.57 亿元，归母净利润 1.51 亿元。

图表 11：2016-1H2019 营业收入（亿元）



来源：招股说明书，国金证券研究所

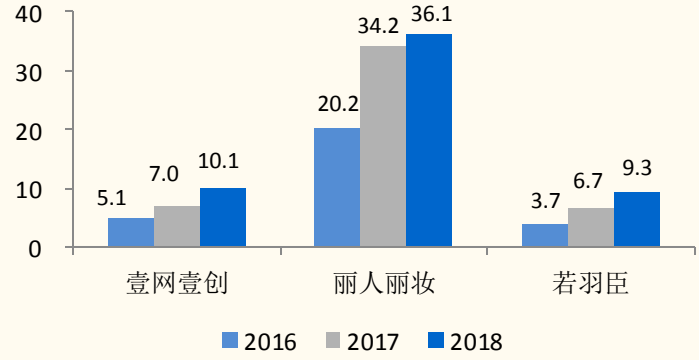
图表 12：2016-1H2019 归母净利润（亿元）



来源：招股说明书，国金证券研究所

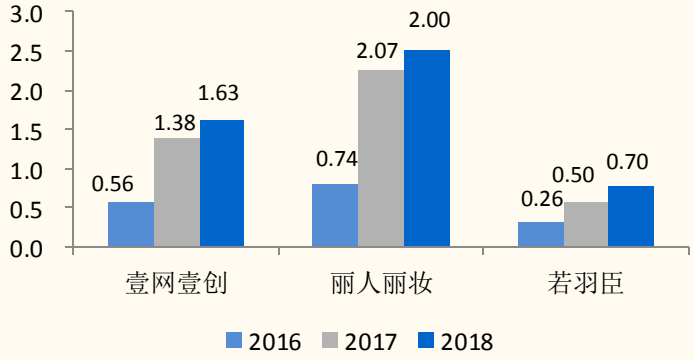
- **与另两家同行相比，从营收规模来看：**丽人丽妆主要从事化妆品零售业务，体量最大；从利润规模来看，得益于利润率较高的服务收入占比较高，公司利润体量处于行业中上水平。2016-2018 年，壹网壹创收入由 5.1 亿元增长至 10.1 亿元，年均复合增速为 41.3%；扣非归母净利润由 0.56 亿元增长至 1.63 亿元，年均复合增速为 64.6%。丽人丽妆收入由 20.2 亿元增长至 36.1 亿元，年均复合增速为 33.9%；扣非归母净利润由 0.74 亿元增长至 2.00 亿元，年均复合增速为 64.6%。若羽臣收入由 3.7 亿元增长至 9.3 亿元，年均复合增速为 58.1%；扣非归母净利润由 0.26 亿元增长至 0.70 亿元，年均复合增速为 63.6%。

图表 13：2016-2018 年各公司营收（亿元）



来源：公司公告，国金证券研究所

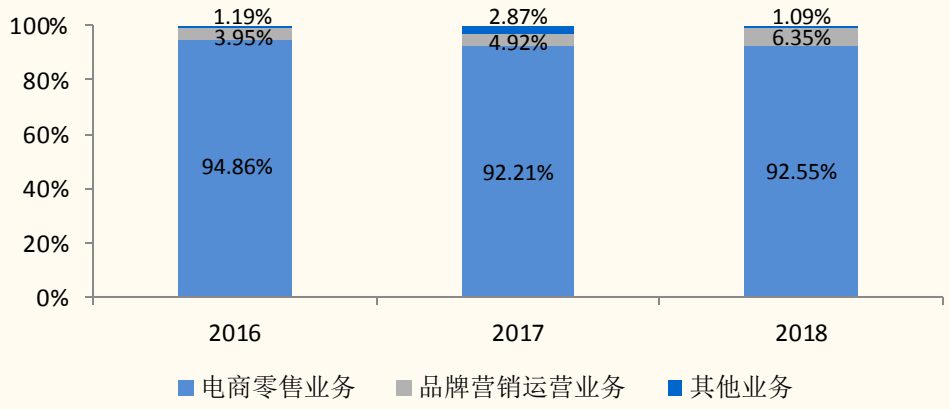
图表 14：2016-2018 年各公司扣非归母净利润（亿元）



来源：公司公告，国金证券研究所

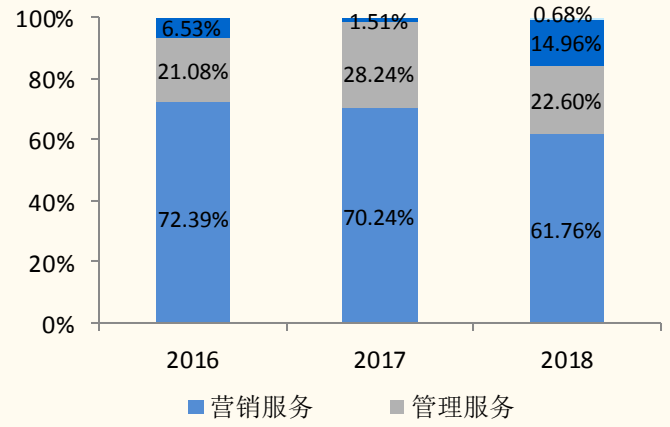
- **从各业务占比来看：**2018 年，丽人丽妆产品销售业务模式（财报口径为电商零售业务）收入占比为 92.55%。对于壹网壹创，产品销售业务模式（财报口径为品牌营销服务+品牌线上分销）收入占比为 76.7%，提供服务模式收入占比为 23.3%。对于若羽臣，产品销售业务模式（财报口径为零售+渠道分销）收入占比为 81.28%。可以看到，目前丽人丽妆是三者中产品收入占比最高。

图表 15：2016-2018 年丽人丽妆分业务收入占比



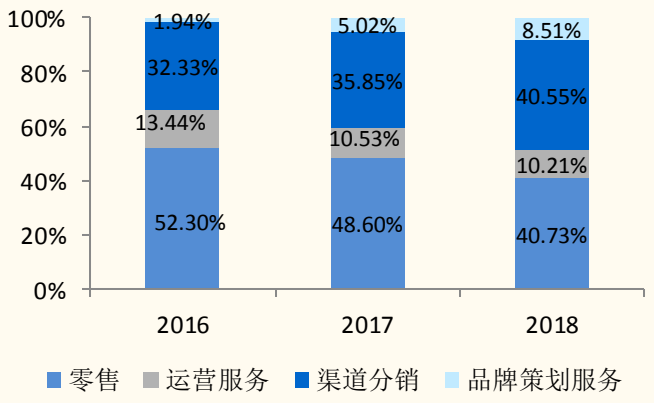
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 16：2016-2018 年壹网壹创分业务收入占比



来源：公司公告，国金证券研究所

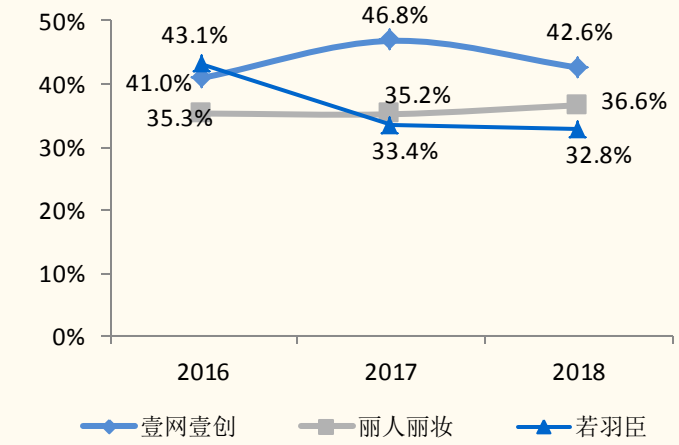
图表 17：2016-2018 年若羽臣分业务收入占比



来源：公司公告，国金证券研究所

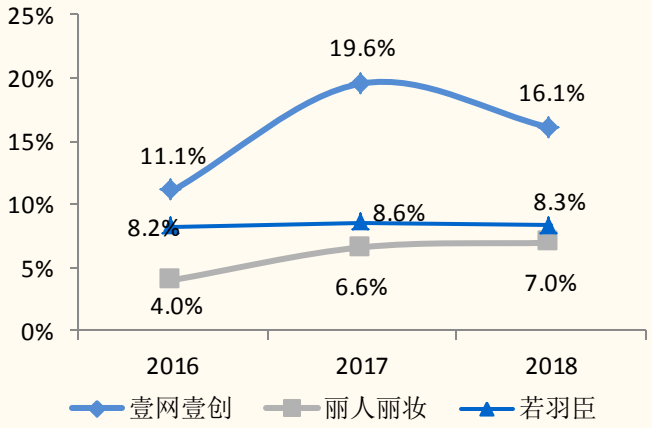
- **从盈利能力来看，相同业务模式的毛利率水平相当，公司之间综合毛利率差异主要来自于不同的业务结构：**2016-2018，壹网壹创的毛利率分别为 41.0%、46.8%、42.6%；丽人丽妆的毛利率分别为 35.3%、35.2%、36.6%；若羽臣的毛利率分别为 43.1%、33.4%、32.8%。公司之间毛利率差异主要是各自业务结构不同，相同业务模式中，公司之间的毛利率水平相当。例如三家公司的线上营销服务毛利率在 30%-40%，线上管理业务毛利率在 60%左右，而线上分销业务毛利率在 10%-30%，内容服务毛利率在 30%-40%。从费用率角度来看，丽人丽妆 90%以上收入来源于电商零售，因此销售费用率较高；若羽臣的分销业务占比在 30%以上，拉低了整体的销售费用率。管理费用率中，壹网壹创与丽人丽妆较为接近，若羽臣较高，系其研发投入较高。

图表 18：2016-2018 各公司毛利率



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 19：2016-2018 各公司净利率



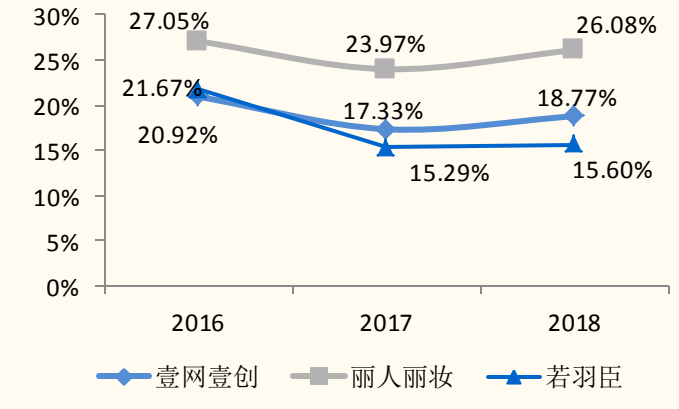
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 20：2016-2018 各公司分业务毛利率

		2016	2017	2018
线上营销服务	壹网壹创	37.4%	39.9%	41.6%
	丽人丽妆	34.7%	34.5%	36.1%
	若羽臣	41.7%	31.1%	31.8%
线上管理服务	壹网壹创	58.4%	66.0%	65.3%
	丽人丽妆	59.0%	59.7%	48.4%
	若羽臣	67.6%	76.2%	79.8%
线上分销	壹网壹创	23.5%	9.3%	12.7%
	丽人丽妆	/	/	/
	若羽臣	36.1%	23.9%	20.7%
内容服务	壹网壹创	/	/	31.6%
	丽人丽妆	/	/	/
	若羽臣	30.3%	33.4%	39.0%

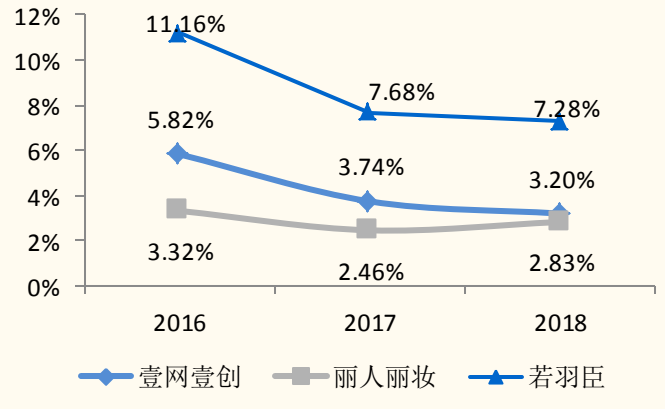
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 21：2016-2018 各公司销售费用率



来源：公司公告，国金证券研究所

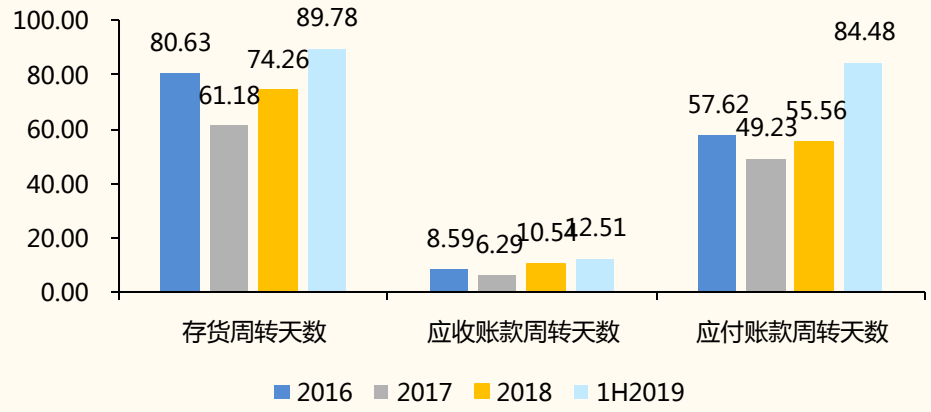
图表 22：2016-2018 各公司管理费用率



来源：公司公告，国金证券研究所

■ **从营运能力来看**，2016-2018 年，公司存货周转天数分别为 80.63 天、61.18 天、74.26 天；应收账款周转天数分别为 8.59 天、6.26 天、10.54 天，主要得益于公司经营以电商零售业务为主，主要面向终端消费者；应付账款周转天数分别为 57.62 天、49.23 天、55.56 天。2016-2018 年经营性净现金流有较大波动，分别为-0.55 亿元、3.29 亿元、-1.39 亿元，主要原因是 2018 年度公司缴纳了 1.66 亿元归属于 2017 年度的应交税金。

图表 23：2016-1H2019 丽人丽妆营运指标



来源：招股说明书，国金证券研究所

■ **股权结构方面**：在本次上市发行前，创始人黄韬为公司实际控制人，直接持有公司 37.22%的股权，并通过上海丽仁间接持有 0.13%的股份，合计持有公司 37.35%的股份；其他持股 5%以上股东还包括阿里网络、Crescent Lily、上海丽仁、Milestone 和 Asia-Pacific，分别持有公司 19.55%、9.69%、8.71%、5.87%和 5.87%的股份。此次公司拟发行不超过 4010 万股，占发行后总股本比例不低于 10%，发行后公司实际控制人不会发生变更。

图表 24：发行前后股本结构

股东 名称	发行前持股比例	发行后持股比例
黄韬	37.22%	33.49%
阿里网络	19.55%	17.59%
Crescent Lily	9.69%	8.72%
上海丽仁	8.71%	7.84%
Milestone	5.87%	5.28%
Asia-Pacific	5.87%	5.28%
领誉基石	4.47%	4.02%
上海丽秀	3.66%	3.30%
上海弈丽	1.04%	0.94%
广发乾和	0.91%	0.82%
汉里前隆	0.88%	0.79%
汉里前骏	0.46%	0.42%
汉里前泰	0.46%	0.42%
苏州冠鼎	0.45%	0.41%
苏州冠新	0.45%	0.41%
汉里前秀	0.29%	0.26%
本次拟发行流通股	-	10.02%
合计	100.00%	100.00%

来源：招股说明书，国金证券研究所

- **本次发行募集资金总额 5.86 亿元，将用于投资以下项目：**品牌推广与渠道建设项目投资规模 2.68 亿元，募集资金投入 2.68 亿元；数据中心建设及信息系统升级项目投资规模 0.67 亿元；综合服务中心建设项目投资规模 1.30 亿元；补充流动资金 1.21 亿元。

图表 25：上市募集资金用途

项目名称	募集资金投入（亿元）
品牌推广与渠道建设项目	2.68
数据中心建设及信息系统升级项目	0.67
综合服务中心建设项目	1.30
补充流动资金项目	1.21
合计	**5.86**

来源：招股说明书，国金证券研究所

- **高管方面：**创始人黄韬毕业于清华大学自动化专业，曾任美国通用无线通信有限公司产品总监、上海公司总经理；2002 年筹备创立飞拓无限并担任执行董事至 2006 年 10 月。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；2012 年 2 月至 2014 年 4 月任上海宝尊电子商务有限公司财务副总裁。董事会秘书杜红谱毕业于上海财经大学，1997 年 7 月至 2007 年 5 月任职于华晨集团，2007 年 6 月至 2011 年 1 月任上海汇丽建材股份有限公司董事会秘书，2011 年 2 月至 2017 年 7 月任百泰投资集团有限公司董事会秘书兼业务拓展部总经理。

图表 26：公司董事会及核心高管履历

姓名	职务	履历
黄韬	董事长、总经理	1998 年毕业于清华大学自动化专业，获得硕士学位； 1998 年 7 月至 2000 年 8 月，任教于清华大学； 2000 年 10 月至 2002 年 10 月，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； 2002 年 11 月筹备创立飞拓无限，2003 年 8 月至 2006 年 10 月担任飞拓无限执行董事； 2007 年 2 月创立北京丽人丽妆，担任董事长； 2010 年 5 月创立丽人有限，2010 年 5 月至 2016 年 3 月担任丽人有限董事长、总经理； 2016 年 3 月至今担任上海丽人丽妆化妆品股份有限公司董事长、总经理。
黄梅	董事、副总经理	2005 年毕业于复旦大学，经济学硕士学位； 2005 年 7 月至 2008 年 9 月任汉理资本高级经理； 2008 年 9 月至 2011 年 5 月任阿里巴巴高级投资经理； 2012 年 2 月至 2014 年 4 月任上海宝尊电子商务有限公司财务副总裁； 2014 年 4 月至 2016 年 3 月任丽人有限董事、副总经理； 2016 年 3 月至今担任公司董事、副总经理。
杜红谱	董事、董事会秘书	毕业于上海财经大学，经济学硕士学位； 1997 年 7 月至 2007 年 5 月任职于华晨集团，先后任集团投资部项目经理、经理，集团旗下上市公司上海华晨集团股份有限公司（现“上海申华控股股份有限公司”）证券事务代表，金杯汽车股份有限公司董事会秘书； 2007 年 6 月至 2011 年 1 月任上海汇丽建材股份有限公司董事会秘书； 2011 年 2 月至 2017 年 7 月任百泰投资集团有限公司董事会秘书兼业务拓展部总经理； 2018 年 6 月至今担任公司董事会秘书，2018 年 7 月至今担任公司董事。
李爱丽	财务总监	上海财经大学硕士研究生，注册会计师； 1998 年 7 月至 2005 年 7 月任上海中远置业有限公司财务经理； 2005 年 7 月至 2008 年 4 月任杭州世外桃源度假酒店管理有限公司财务总监； 2008 年 4 月至 2009 年 4 月任上海喜来登由由酒店公司财务总监；

		2009 年 4 月至 2010 年 11 月任上海证大喜玛拉雅酒店管理有限公司财务总监； 2010 年 11 月至 2014 年 4 月任上海证大房地产有限公司（HK0755）财务部总经理； 2014 年 4 月至 2016 年 8 月任上海联美投资有限公司财务总监； 2016 年 9 月至今担任公司财务总监。
林林	董事	毕业于芝加哥大学，工商管理硕士学位； 2001 年 10 月至 2004 年 9 月任摩根士丹利经理； 2004 年 9 月至 2008 年 1 月任瑞士信贷上海首席代表； 2008 年 1 月至今任海益得凯欣投资咨询（上海）有限公司主管合伙人； 2015 年 11 月至今担任公司董事。
胡伟雄	董事	复旦大学本科学历； 2006 年 1 月至 2008 年 3 月担任雅诗兰黛集团品牌销售总监； 2008 年 4 月至 2015 年 12 月担任法国路威明轩集团化妆品事业部品牌总经理； 2016 年 1 月至今担任阿里巴巴集团天猫大快消事业部总经理； 2018 年 8 月至今担任公司董事。

来源：招股说明书，国金证券研究所

- **员工结构方面**，截至 2019 年 6 月 30 日，公司员工人数为 862 人。按专业划分，其中运营部门 471 人、服务部门 134 人、营销部门 101 人、职能部门 96 人、研发部门 53 人、管理部门 7 人。学历结构上，公司硕士及以上学历员工 54 人，本科学历员工 408 人，合计占比 53.59%，中专、高中及以下学历员工 124 人，占比 14.39%。

图表 27：公司员工结构

项目	员工数量（人）	占比
员工总数	862	100%
按专业划分		
职能部门	96	11.14%
运营部门	471	54.64%
研发部门	53	6.15%
服务部门	134	15.55%
管理部门	7	0.81%
营销部门	101	11.72%
按学历划分		
硕士及以上	54	6.26%
本科	408	47.33%
专科	276	32.02%
中专、高中及以下	124	14.39%

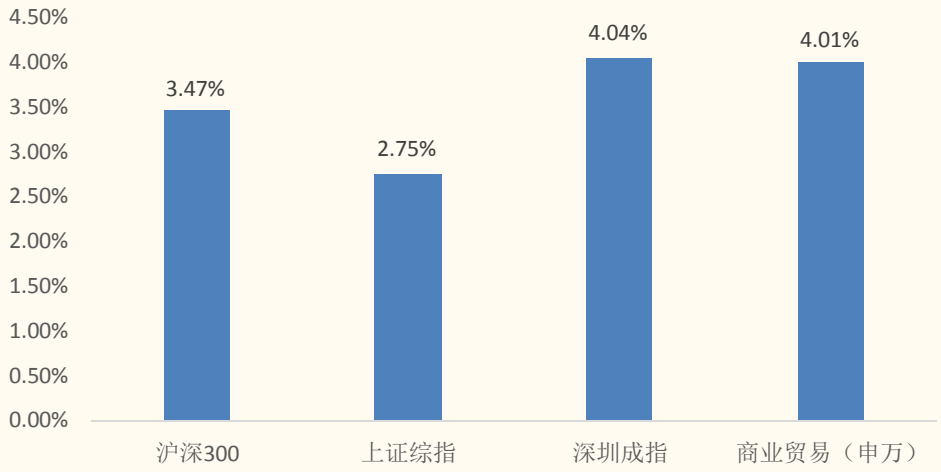
来源：招股说明书，国金证券研究所

- **投资建议：**乘电商行业东风，线上代运营兴起，丽人丽妆作为行业龙头，享受到电商业发展红利，背靠天猫平台实现快速发展。同时 2020 年因疫情原因，线上消费需求有望进一步提升，我们看好公司作为代运营行业龙头，乘行业快速发展东风，在深耕美妆代运营的同时，进一步拓展服务品类，积极布局新电商平台。
- **风险提示：**疫情令消费承压、品牌方续约率下降、跨平台运营不及预期。

行情回顾

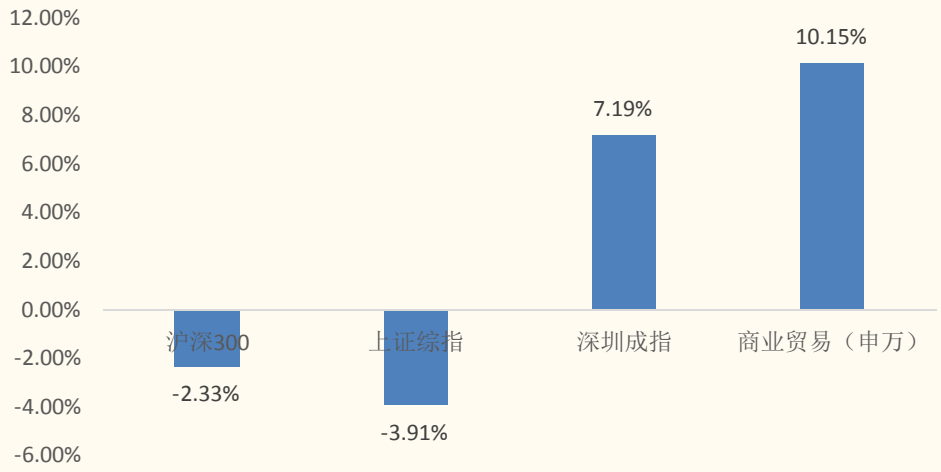
- 2020 年 6 月 1 日至 2020 年 6 月 7 日，沪深 300 指数涨跌幅+3.47%，上证综指+2.75%，深圳成指+4.04%，商业贸易指数（申万）+4.01%。
- 年初至今，沪深 300 指数涨跌幅-2.33%，上证综指-3.91%，深圳成指+7.19%，商业贸易指数（申万）+10.15%。

图表 28：近一周各指数涨跌幅



来源：Wind，国金证券研究所

图表 29：年初至今各指数涨跌幅



来源：Wind，国金证券研究所

行业重点公告

【地素时尚】（603587）6 月 1 日 关于股份回购进展情况的公告

截至 2020 年 5 月 31 日，公司以集中竞价交易方式累计回购股份 27,148 股，已回购股份占总股本的比例为 0.0056%，最高成交价格为人民币 17.35 元/股，最低成交价格为人民币 17.24 元/股，已支付的资金总额为人民币 470,064.92 元（不含交易手续费），本次回购股份符合相关法律法规的有关规定和公司回购方案的要求。

【苏宁易购】（002024）6 月 1 日 关于回购公司股份的进展公告

截至 2020 年 5 月 31 日公司累计回购股份数量 4,644.75 万股，占公司总股本的 0.50%，最高成交价为 10.79 元/股，最低成交价为 8.26 元/股，支付的总金额为 45,483.08 万元（不含交易费用）。

【步步高】（002251）6 月 1 日 关于回购公司股份的进展公告

截至 2020 年 5 月 29 日，公司通过回购专用证券账户，以集中竞价方式实施回购公司股份 933,200 股，已回购股份占公司总股本的 0.11%，最高成交价为 11.10 元/股，最低成交价为 9.94 元/股，用于回购的金额为 9,951,307 元（含交易费用）。

【家家悦】（603708）6 月 2 日 公开发行可转换公司债券募集说明书

本次发行证券的种类为可转换为公司人民币普通股（A 股）股票的可转换公司债券，拟发行可转换公司债券募集资金总额为人民币 6.45 亿元（含本数），发行数量为 645 万张，每张面值为人民币 100 元。初始转股价格为 37.97 元/股，不低于募集说明书公告日前二十个交易日公司 A 股股票交易均价和前一个交易日公司 A 股股票交易均价。本次发行可转换公司债券的募集资金总额，扣除发行费用后，募集资金将用于以下项目：连锁超市改造项目，投资额 2.03 亿元，拟投入募集资金 2.03 亿元；威海物流改扩建项目，投资额 1.77 万元，拟投入募集资金 1.77 亿元；烟台临港综合物流园项目，投资额 4.50 亿元，拟投入募集资金 2.55 亿元；补充流动资金，投资额 0.1 亿元，拟投入募集资金 0.1 亿元。

【美凯龙】（601828）6 月 3 日 2020 年非公开发行 A 股股票预案

本次非公开发行股票募集资金总额不超过 40 亿元（含本数），扣除发行费用后的募集资金净额将用于下述项目：佛山乐从商场项目，项目投资金额 12.68 亿元，拟使用募集资金金额 10 亿元；南宁定秋商场项目，项目投资金额 6.07 亿元，拟使用募集资金 5.60 亿元；南昌朝阳新城商场项目，项目投资金额 5.90 亿元，拟使用募集资金 4 亿元；天猫“家装同城站”项目，项目投资金额 8.91 亿元，拟使用募集资金 2.20 亿元；3D 设计云平台建设项目，项目投资金额 6.23 亿元，拟使用募集资金 3 亿元；新一代家装平台系统建设项目，项目投资金额 6.29 亿元，拟使用募集资金 3.50 亿元；偿还公司有息债务 11.70 亿元。

【王府井】（600859）6 月 5 日 关于持股 5%以上股东减持股份结果公告

王府井集团股份有限公司（以下简称“公司”）于 2019 年 8 月 2 日收到公司股东福海国盛（天津）股权投资合伙企业（有限合伙）（以下简称“福海国盛”）发来的《关于减持所持王府井集团股份有限公司股份计划的告知函》，拟减持部分公司股份。截至福海国盛减持前，共持有公司 44,458,548 股股份，占公司总股本的 5.73%，上述股份全部来源于公司非公开发行，已于 2019 年 1 月 11 日解除限售。福海国盛本次减持计划通过集中竞价或大宗交易方式进行，减持数量不超过 1,850,000 股，不超过公司总股本的 0.24%。

行业重点新闻

阿里又推出一个直播平台

- 亿邦动力网 6 月 1 日讯，阿里将于天猫 618 期间正式推出第二个直播平台——淘宝特价版直播，主推 C2M 定制货品，打造全球首个工厂直播平台。公开报道显示，淘宝特价版上的工厂直供店铺入驻已超过 50 万家，基本实现对产业带工厂的广泛覆盖。4 月，入驻该的外贸工厂新增数环比增长了 30%，销售也出现近 300%的环比增长。资源聚拢效应明显，淘宝特价版也首次被写入阿里财报，也反映出阿里全面发力产业带供给的信号。

国美零售总裁王俊洲：计划从京东引入自营非电器商品

- 联商网 6 月 1 日讯，国美零售总裁王俊洲表示，在上周与京东达成合作后，双方正在探讨国美从京东引入数万个 SKU 的京东自营非电器商品。

小商家数增长 2.36 倍，微信支付发布“全国小店烟火计划”

- 联商网 6 月 2 日讯，微信支付面向平台超 5000 万小微商家发布“全国小店烟火计划”，在线下线上一体化、福利补贴、商家教育指南、经营保障支持方面输出四大全新数字化政策，助力小微商家、高效快速走出困境，实现增收。截至 5 月 31 日，微信支付“小店”交易活跃度达到历史最大峰值，较 1 月疫情严重期间，全国小商家数增长 2.36 倍，交易笔数增长 5.1 倍，其中成都市及厦门市小商家交易笔数分别环比增长 6 倍和 8.8 倍。

云集发布 2020 年 Q1 财报：GMV 增至 70 亿 连续两季度盈利

- 亿邦动力网 6 月 3 日讯，会员电商平台云集发布了 2020 年第一季度未经审计的财务报告。GMV 增至 70 亿元人民币（合 10 亿美元），调整后的净盈利为 2610 万元人民币，已经连续两个季度实现了盈利。财报显示，2020 年第一季度，云集 GMV 从 2019 年同期的 68 亿元人民币增至 70 亿元人民币（合 10 亿美元）。其中，与商城业务相关的 GMV 为 41 亿元人民币（约合 6 亿美元），而 2019 年同期为 3 亿元人民币。截至 2020 年 3 月 31 日的过去 12 个月中，云集交易会员增长至 1180 万。

免佣金零账期 媲美地摊神器 抖音小程序借 DOU+上位

- 亿邦动力网 6 月 4 日讯，抖音给正值疫后回血期的商家发了两张新的“牌”：视频推广工具 DOU+可直接推广抖音小程序、抖音直播间也将支持搭载抖音小程序。抖音小程序是基于抖音开发、能在抖音打开无需跳转第三方的小程序，支持在抖音视频左下文本区上方、及评论区顶部等位置展示出来，于 2019 年 4 月开始内测并上线，目前包括游戏类小程序、电商类小程序（比如小米有品、携程等）、咨询付费类小程序三类。

京东通过港交所上市聆讯 刘强东持股 15.1%

- 亿邦动力网 6 月 5 日讯，据港交所文件，京东通过港交所上市聆讯。京东在港交所披露聆讯后资料集显示，融资资金拟将用于投资以供应链为基础的关键技术创新以进一步提升客户体验及提高营运效率。以供应链为基础的技术可应用于其关键业务运营，包括零售、物流及客户参与度。持股方面，资料集显示，刘强东持有 4.485 亿股普通股，占股 15.1%，投票权为 78.4%；腾讯持股 5.272 亿股普通股，占股 17.8%，为最大股东，投票权为 4.6%；沃尔玛持股 2.89 亿股普通股，占股 9.8%，投票权为 2.5%。

背靠阿里 丽人丽妆过会 第二家美妆电商上市公司或诞生

- 新京报 6 月 5 日讯，6 月 4 日，上海丽人丽妆化妆品股份有限公司（以下简称“丽人丽妆”）首发过会。2019 年 10 月，丽人丽妆在证监会网站预先披露招股书，拟发行 4010 万股，募集资金总额 5.86 亿元，其中，约有 45.72%用于品牌推广与渠道建设项目，11.4%用于数据中心建设及信息系统升级项目，22.22%用于综合服务中心建设项目，剩余资金则为补充流动资金项目。

公司投资评级的说明：

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

行业投资评级的说明：

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

特别声明：

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

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

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

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

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

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

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

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7GH