

商业贸易行业

阵痛过后有望重回复苏通道，看好聚美品牌和渠道价值

分析师： 欧亚菲 S0260511020002



020-87555888-8641



oyf@gf.com.cn

分析师： 洪涛 S0260514050005



021-60750633



hongtao@gf.com.cn

核心观点：

● 美妆品类完成向自营转型，阵痛过后重回复苏通道

聚美优品发布3Q14财报，单季度总净交易额（net GMV）为2.73亿美元，同比增长31.4%，移动端占比达到57%；活跃用户520万（其中新用户240万），订单总量1050万，分别同比增长23.8%/14.1%。按照服装25%占比测算，美妆net GMV约2亿美元（唯品会+乐蜂披露GMV为1.91亿美元），考虑net GMV与GMV之间税收、退货等差异，我们认为聚美在美妆垂直电商中仍然保持领先优势。单季度营收同比增长28%至1.58亿美元，综合毛利率（毛利/GMV口径）同比下降4pp至21.9%，主要由于第三方大部分美妆品类转为自营导致（既有增值税征收影响，更多是因为9月大促帮助第三方卖家清库存），此外也受到了平台奢侈品经销商售假曝光的影响。目前美妆品类几乎全部转移至自营，且未来随着自有+独家品牌占比提升，海淘规模放量，我们认为公司整体毛利率将呈现回升趋势；期间费用率同比下降0.4pp至15.7%，其中营销推广费率同比略下滑，体现了奢侈品售假对公司营销节奏的干扰；最终实现Non-GAAP净利润2100万美元，同比增长87%，全年盈利增速指引仍然维持在40-50%。

● 要规模，更要有质规模，努力提升美妆电商的服务标准和诚信体系

抛开财务数据，我们看到的是聚美极力推进美妆电商的服务标准和真品防伪体系，并不惜承受阵痛促成绝大多数美妆品类从平台到自营的转型。1) 9月公司启动美妆品类的自营化，3Q14平台GMV占比环比下降8.1pp至49.2%，目前已基本完成迁徙，未来开放平台美妆将重构为品牌旗舰店、专柜购买和聚美海外购三大块；2) 截至9月底真品联盟合作品牌达到102个，包括伊丽莎白雅顿、Whoo、欧珀莱、自然堂等，贡献美妆GMV的60%左右，且自有色谱检测室于10月起运营，11月检测SKU数达300个；3) 研发投入加大，3Q14信息技术费率同比提升0.8pp至2.2%，首个自建物流中心天津仓有望于明年年内投入使用，届时将进一步提升整体供应链效率。我们认为聚美正处于从“规模”转向“有质规模”，对品质管控力度的加强、打造真品联盟在短期看可能限制了公司规模快速增长，但中长期来看将提高美妆电商行业的竞争壁垒，提升公司品牌形象和用户粘性。

● 从销售商品到品牌推广，看互联网渠道的价值挖掘

互联网发展到今天，已经不仅仅是单纯的商品销售渠道，而更多赋予了营销广告价值。依托千万级别的用户基数，聚美将充分发挥互联网渠道传播范围广、信息搜集快、试错成本低的特点，成为美妆新品牌孵化或品牌推广新品的最佳平台。考虑到转型阵痛，我们下调公司14-16年GMV复合增速预测至47%，Non-GAAP净利润预测至0.82亿、1.29亿和2.17亿美元，总市值合理估值45亿美金，对应15年动态35XPE，建议投资者持续关注。

● 风险提示：美妆网购竞争加剧，消费升级或致主力用户流失，商品品质安全问题。

相关研究：

商业贸易行业-京东商城3Q14业绩点评:规模增长是王道，成本控制是核心，在正确的道路上奔跑	2014-11-18
途牛3Q14业绩点评:营收规模持续超预期，供应链+用户体验突围行业混战	2014-11-11
商业贸易行业:阿里首份季报超预期，移动端+国际化大举进攻	2014-11-05
商业贸易行业:阿里巴巴IPO后首单投资，剑指移动端生活服务业态布局	2014-09-29

表 1: 聚美优品&唯品会的季度典型订单比较

项目 (元)	聚美优品		唯品会	
	3Q2013	3Q2014	3Q2013	3Q2014
客单价	138.8	159.9	201.7	212.9
毛利/单位订单	36.0	35.1	48.9	52.9
费用/单位订单	22.3	25.0	43.6	49.6
仓储物流/单位订单	10.1	9.7	23.2	20.4
市场推广/单位订单	8.3	9.4	9.1	11.4
信息技术/单位订单	1.9	3.5	5.1	7.5
行政管理/单位订单	2.1	2.4	6.3	10.3
盈利/单位订单	13.6	10.1	5.2	3.4

数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

图 1: 聚美优品季度 GMV 及增速

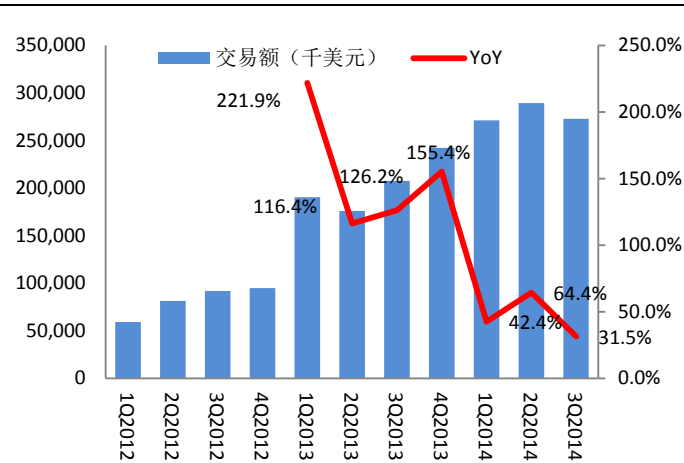
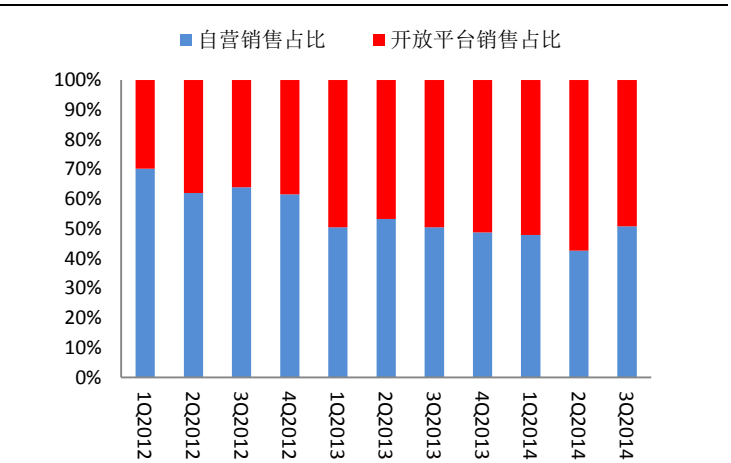


图 2: 聚美优品季度自营和开放平台 GMV 占比



数据来源: 公司季报、广发证券发展研究中心

图 3: 聚美优品季度综合毛利率

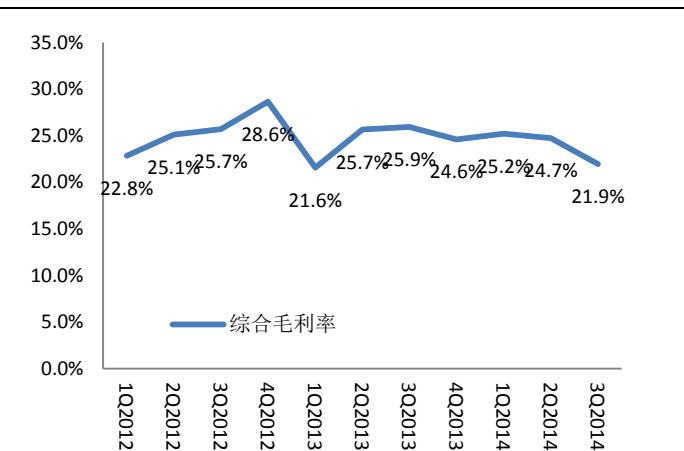
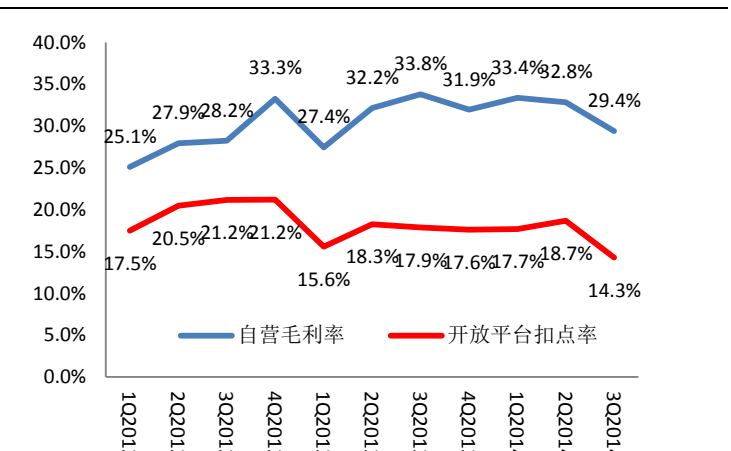


图 4: 聚美优品季度自营和开放平台毛利率



数据来源: 公司季报、广发证券发展研究中心

图 5: 聚美优品季度营运费用率

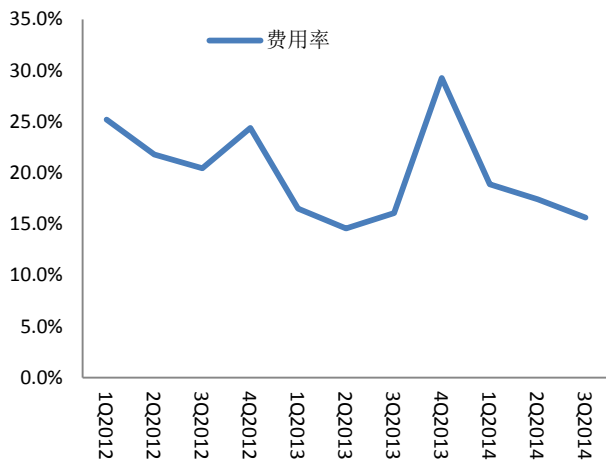
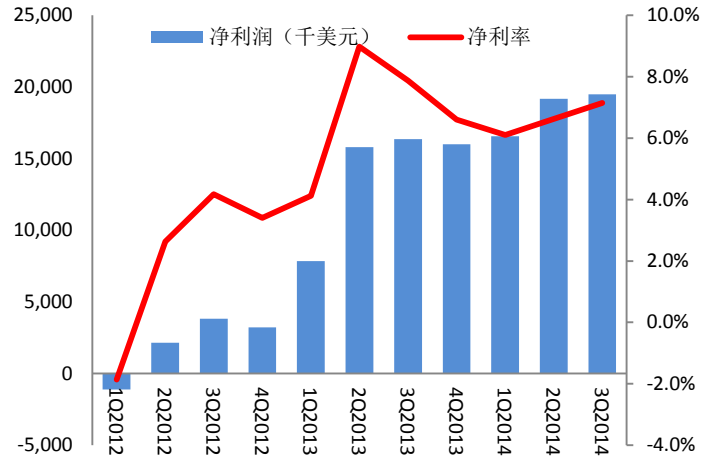


图 6: 聚美优品季度净利率



数据来源: 公司季报、广发证券发展研究中心

广发零售行业研究小组

- 欧亚菲：首席分析师，华南理工大学管理工程硕士，2000年进入广发证券，2005年开始从事零售行业研究。2013年度新财富批零行业第二名，金牛分析师第二名，水晶球奖第一名，第一财经分析师第一名；2012年度新财富批零行业第二名、金牛分析师第二名；2011年度新财富批零行业第三名，金牛分析师第三名，2009-2010年度新财富批零行业第六名。
- 洪涛：资深分析师，浙江大学金融学硕士，拥有4年零售行业研究经历，2014年进入广发证券发展研究中心。2012年度新财富批零行业第四名，金牛分析师第四名，水晶球奖第二名，2011年及2013年新财富批零行业入围。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 谨慎增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河北路183号 大都会广场5楼	深圳市福田区金田路4018 号安联大厦15楼A座 03-04	北京市西城区月坛北街2号 月坛大厦18层	上海市浦东新区富城路99号 震旦大厦18楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-8612			

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。