

一年该行业与沪深300 走势比较



相关研究报告:

《海外化妆品企业运营观察: 品牌焕新是基石, 产品升级是核心, 渠道切换是催化》——2019-08-21
《化妆品行业系列专题: 夹缝中之蝶变, 探寻本土美妆品牌突围之路》——2019-01-22

证券分析师: 张峻豪

电话: 0755-22940141
E-MAIL: zhangjh@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编码: S0980517070001

证券分析师: 曾光

电话: 0755-82150809
E-MAIL: zengguang@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编码: S0980511040003

联系人: 冯思捷

电话: 15219481534
E-MAIL: fengsijie@guosen.com

行业专题

美妆双雄各显千秋, 把握红利迈向龙头

● 国产美妆品牌二十年发展: 四大红利充分把握, 具体模式有所差异

国内化妆品行业经过多年的发展目前仍维持着极高的景气度, 其中珀莱雅以及丸美均是过去二十年发展出来的国妆品牌佼佼者, 期间伴随着初期品牌化, CS 渠道、传统电商以及社交电商四波行业红利不断发展壮大。但同时在具体成长过程中也有着较为不同的路径选择, 表现在不同的财务指标上, 珀莱雅在营收规模及增长弹性上表现突出, 而丸美则在盈利及周转方面相对更佳。

● 以各自消费者为核心, 体系化保障品牌围绕需求布局

优质美妆品牌需要理解自己的消费者并围绕其需求变化开展布局。两者均以低线市场为主, 其中珀莱雅核心客群为小镇青年, 特点在于追求性价比, 消费圈层化, 而丸美核心客群为消费力较高的中青年女性, 注重体验服务, 并有明显消费升级倾向。两者通过合理的组织架构及激励机制有效保障了品牌围绕需求发展。

● 珀莱雅围绕需求开发爆款品类, 丸美侧重明星系列迭代升级

不同的消费群体定位带来不同的产品打造策略, 珀莱雅在充分理解小镇青年市场的需求变化下, 凭借过硬的研发生产实力快速进行对应品类覆盖, 并突出产品性价比优势, 实现对低线市场的平价替代。并且在宣传层面也充分借助社群营销实现裂变式传播, 达到产品形象的最大化扩散; 而丸美则注重对明星品类的迭代升级, 通过差异化的品类布局打开了发展空间, 并在营销宣传上塑造产品高端化形象, 突出培养消费者习惯, 在强化品牌忠诚度的基础上实现价的稳定提升。

● 珀莱雅全渠道动销能力突出, 丸美注重终端品牌销售结合

渠道环节中, 定位大众的珀莱雅动销能力较强, 在线下渠道给予经销商更充分的利润空间, 实现网点全面铺开, 而在电商渠道中采用自营为主的方式推进, 利用电商数据反哺产品规划, 且在当前崛起的社交电商领域的布局位居同行前列。而定位轻奢的丸美则注重渠道对品牌形象的提升, 线下侧重选择优质网点及百货美容院等高端渠道, 加强终端服务推动量价稳健增长, 线上则通过经销商有序布局。

● 投资建议: 美妆双雄各显千秋, 把握红利迈向龙头

总结来看, 珀莱雅以及丸美的两种发展模式虽有差异但无优劣之分, 均是国产品牌在国际品牌挤压下的二十年间寻找到的适合自己发展之路, 且一定程度上均助其实现了品牌突围。虽然目前双方在激烈的竞争格局下也面临着品牌单一, 产品天花板等挑战。但长期来看, 我们认为两者作为化妆品这一高景气度赛道中的优质企业, 当前仍有望继续分享行业高成长红利, 且依靠此前的优势积累以及具有针对性的积极补短板, 有望突破桎梏实现高于行业平均水平的增长, 值得投资者中长期持续积极关注和持有。

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 其结论不受其它任何第三方的授意、影响, 特此声明

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (百万元)	EPS		PE	
					2019E	2020E	2019E	2020E
603605	珀莱雅	买入	84.98	171,053	1.97	2.65	43.1	32.1
603983	丸美股份	增持	66.95	268,471	1.24	1.42	54.0	47.1
600315	上海家化	买入	36.05	241,985	0.99	1.15	36.4	31.3

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

投资摘要

关键结论与投资建议

国内化妆品行业经过多年的发展目前仍维持着极高的景气度，其中珀莱雅以及丸美均是过去二十年发展出来的国妆品牌佼佼者，期间抓住了初期品牌化，CS渠道、传统电商以及社交电商四波行业红利发展壮大。但同时在具体成长过程中也有着较为不同的路径选择，表现在不同的财务指标上：珀莱雅在营收规模及增长弹性上表现突出，而丸美则在盈利及周转方面相对更佳。

具体来看，珀莱雅聚焦于小镇青年客群，产品突出大众高性价比优势，在新品推广中通过爆品策略并依靠自建电商渠道迅速放量打开市场，公司渠道动销能力强，且其社群内容营销的布局上走在前列；而丸美定位轻奢，同时以眼霜作为差异化产品布局打开市场，通过多年终端服务以及针对性的营销推广深耕塑造了国产美妆品牌中较为高端品牌形象，培养较高忠诚度的客户群体，并在消费升级趋势下通过明星品类的升级提价实现稳健增长。

珀莱雅以及丸美的两种发展路径虽有差异但无优劣之分，均是国产品牌在国际品牌挤压下的二十年间寻找到的适合自己发展之路，且一定程度上均助其实现了品牌突围。虽然目前双方在激烈的竞争格局下也面临着一系列挑战。但长期来看，我们认为，两者作为化妆品这一高景气度赛道中的优质企业，当前将继续分享行业高成长红利实现快速发展，且依靠此前的优势积累以及具有针对性的积极补短板，中长期仍有望突破桎梏实现持续发展，值得长期关注和持有。

核心假设或逻辑

第一，低线居民美妆消费习惯的养成，以及在年轻市场快速增长下，新一代消费群体个性化消费习惯，以及对社交渠道的偏好，将给本土品牌带来新机遇；

第二，公司不断夯实产品力，不断向优质细分品类延伸，获得稳健的增长；同时搭建成功的营销团队，品牌运营能力持续提升；

第三，公司治理结构不断改善，为多品牌多品类扩张打下体系化制度化基础，同时资本助力下多品牌外延扩张策略稳步推进。

与市场不同之处

市场对于丸美以及珀莱雅的比较主要集中在财务经营数据上，这种简单的对比过于表面，我们则详细从定位、产品、渠道及营销等角度分析了双方不同的发展战略，我们认为珀莱雅及丸美分别代表了两种不同的发展模式，两种模式没有优劣之分，但最终体现在公司层面的核心优势有所不同，同时我们也对在当前行业环境下两者各自面临的机遇以及需要解决的问题做了解析，并提出了未来双方继续做大做强的不同路径可能。

股价变化的催化因素

第一，化妆品行业社零增速持续超预期，行业景气度快速提升；

第二，板块内公司在内部培育及外延并购下，多品牌布局成效初显。

核心假设或逻辑的主要风险

第一，经济形势恶化，消费数据不达预期，行业景气度下行；

第二，行业竞争格局恶化，新品类的拓展和新产品的推出效果不达预期，龙头公司业绩不达预期。

内容目录

本土美妆品牌二十年发展：把握行业四大红利	6
早期品牌化红利：抢滩品牌化，为成为全国性品牌打下基础.....	7
CS 渠道红利：借力 CS 布局下沉市场，打开品牌发展空间.....	8
传统电商红利：突破渠道管理天花板，吸引品牌长尾客户.....	10
社交渠道红利：打破营销渠道壁垒，抓取新时期流量红利.....	11
珀莱雅&丸美：共享行业红利快速发展，不同模式在财务层面反映不同.....	12
客群定位：以消费者为核心，理解并围绕需求布局	15
丸美及珀莱雅主要客群：三四线城市美妆消费者.....	15
组织管理支撑：系统性的保障企业战略紧跟消费者需求变化.....	16
产品策略：全品类致胜 VS 优势品类迭代	19
新品策略：珀莱雅围绕需求变化推“爆品”，丸美注重单品迭代升级.....	19
产品结构：丸美高单价产品比例相对较高.....	20
研发生产：两者均较早自建产能，并引入国际研发团队.....	21
渠道策略：提动销 VS 塑品牌	23
线下 CS 渠道：珀莱雅的广度 VS 丸美的高度.....	23
电商渠道：同是近年营收推动主力，但策略较为不同.....	25
营销策略：“带货”为王 VS 提“调性”为主	28
营销出发点：丸美以提升“调性”为目标，珀莱雅以“带货”为诉求.....	28
营销的媒介：珀莱雅玩转社群内容营销，丸美注重线下体验营销服务.....	29
投资建议：机遇与挑战并存，继往开来龙头越	31
珀莱雅：多品牌布局实现长期迭代成长，电商渠道仍具发展空间.....	31
丸美：逐鹿抗衰市场，多品牌布局电商渠道.....	33
总结：美妆双雄各显千秋，把握红利迈向龙头.....	34
国信证券投资评级	36
分析师承诺	36
风险提示	36
证券投资咨询业务的说明	36

图表目录

图 1: 化妆品零售额当月值及同比增速 (%)	6
图 2: 我国化妆品行业历年零售额 (百万元) 及增速 1%	6
图 3: 综艺冠名费近十年水涨船高	8
图 4: 珀莱雅丸美十年前通过突出的品牌营销积累知名度	8
图 5: 国内大日化市场 CS 渠道增长情况	9
图 6: 国际品牌 CS 渠道的折扣率	9
图 7: 国内美妆集团 18 年渠道占比	10
图 8: 国内电商渠道增长	11
图 9: 珀莱雅及丸美电商渠道占比变化	11
图 10: 我国社交电商市场规模变化情况	11
图 11: 社交电商与传统电商区别	11
图 12: 社交电商年轻化明显	12
图 13: 营销媒介发生变化	12
图 14: 珀莱雅与丸美历年营收对比	13
图 15: 珀莱雅与丸美历年营收增速对比	13
图 16: 珀莱雅与丸美毛利率对比	13
图 17: 各公司净利率对比	13
图 18: 各公司存货周转天数对比	14
图 19: 各公司应收账款周转天数对比	14
图 20: 不同层级市场美妆增速情况	15
图 21: 丸美股份网点各线城市分布情况	15
图 22: 珀莱雅品牌关注年龄段	15
图 23: 丸美品牌关注年龄段	15
图 24: 小镇青年消费市场特点	16
图 25: 珀莱雅内部实施事业部制	17
图 26: 珀莱雅实施外部合伙人制发展多品牌	17
图 27: 丸美股份组织架构一览	18
图 28: L Capital 大中华区部分投资项目一览	18
图 29: 珀莱雅客群对品类偏好情况	19
图 30: 珀莱雅产品策略	19
图 31: 丸美股份的产品迭代策略	20
图 32: 珀莱雅产品比例变化	21
图 33: 丸美产品品类占比变化	21
图 34: 珀莱雅与丸美研发费用及人员对比	22
图 35: 珀莱雅丸美专利数量对比	22
图 36: 珀莱雅湖州工厂设备	22
图 37: 丸美 5C 中心	22
图 38: 2003-2018 年我国日化化妆品主要渠道占比变化 (%)	23
图 39: 珀莱各渠道增速变化	23
图 40: 丸美各渠道增速变化	23
图 41: 珀莱雅及丸美的网点变化情况	24
图 42: 丸美百货渠道增速变化	24
图 43: 珀莱雅返利占经销收入比例	25
图 44: 丸美返利占经销收入比例	25
图 45: 珀莱雅电商增速	26
图 46: 丸美电商增速	26
图 47: 珀莱雅电商渠道中直营比例不断提升	27
图 48: 丸美股份电商业务中直营的占比	27
图 49: 珀莱雅及丸美销售费用变化	28
图 50: 珀莱雅及丸美销售费用分拆	28
图 51: 丸美股份营销策略	29
图 52: 珀莱雅营销策略	29
图 53: 公司网红 KOL 的营销产业链	30
图 54: 公司网络广告宣传费用占比变化情况	30
图 55: 公司终端会员积分不断增长	30
图 56: 国际品牌入驻天猫迎来快速增长	32

图 57: 今年本土美妆新锐品牌增长靓丽	32
图 58: 珀莱雅的投资布局	32
图 59: 预测 2028E 年美妆消费人群年龄分布	33
图 60: 中年客群体前三大关注皮肤问题	33
表 1: 我国目前化妆品线下渠道概述	9
表 2: 我国目前化妆品线上渠道概述	10
表 3: 公司第一次股权激励考核目标	17
表 4: 双方旗舰店 TOP10 产品价格	20
表 5: 珀莱雅及丸美研发高管背景情况	21
表 6: 珀莱雅旗下品牌一览	31
表 7: 丸美股份旗下品牌概览	34

写在前面：今年以来化妆品行业景气度持续上行且资本化进程加速推进，板块内公司表现也极为突出，珀莱雅自年初以来股价一度实现超过 100% 的表现，而丸美股份上市后经过短暂调整，近期同样创下新高并实现了近 70% 的涨幅表现。**整体来看随着行业靓丽的增速表现以及优质上市企业不断增加，资本市场对于板块的关注度显著提升**，而珀莱雅以及丸美两家新晋美妆上市企业，在各自的发展道路上既有相似之处也有明显的差异化走向。本文将重点深入分析两者在产品策略，渠道扩张，以及管理模式上的区别，**以点带面理解国产美妆品牌过去二十年的发展路径**，并以此判断未来国产美妆行业的发展方向及空间。

首先，我们并不认为某一种发展模式就是绝对正确的成长路径，国内庞大的美妆市场以及不同层级市场截然不同的消费特征孕育了大量机会，这一市场足够支撑两到三个龙头企业的出现，关键在于企业践行的模式是否能够符合所定位客群的需求变化，以及最终的执行落实。

并且，针对市场对于两家上市公司短期估值偏高，长期竞争优势不明朗的担忧，我们认为两者作为化妆品这一高景气度赛道中的稀缺上市标的，确实享有一定稀缺性溢价，但也不仅于此，从整个行业来看，双方都是过去二十年本土品牌中为数不多的佼佼者，依靠此前在产品，品牌及渠道上的优势积累，以及上市具有针对性的积极补短板，有望突破桎梏实现高于行业平均水平的增长。至少从当前时点来看，两者均是走在各自成为行业龙头的正确道路之上。

本土美妆品牌二十年发展：把握行业四大红利

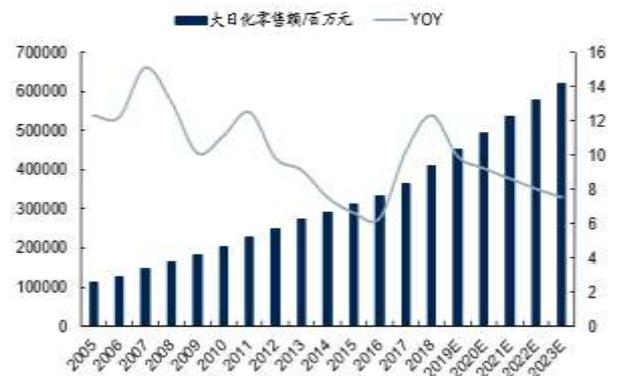
近年来国内化妆品市场持续强势表现，18 年我国化妆品行业零售规模达到 4102.34 亿元，同比增长 12.3%，达到自 2012 年来最高水平。且今年以来社零数据中化妆品继续强势表现，最新九月增速位列消费品类中第一。整体来看，我国美妆市场化虽然起步较晚，但通过近三十多年的发展，伴随居民美妆消费习惯的改变，特别是在低线市场以及年轻化趋势下渗透率和客单价快速提升，日化行业市场容量急剧膨胀。在这一过程中本土品牌以及国外品牌一定程度上都分享了行业整体快速发展的红利。

图 1：化妆品零售额当月值及同比增速（%）



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

图 2：我国化妆品行业历年零售额（百万元）及增速 %



资料来源：欧睿咨询，国信证券经济研究所整理

虽然直到目前外资品牌在国内市场仍占据着主导地位，而国际品牌在进入中国的近三十年时间里，将有国际影响力的品牌和国际水准的产品带入国内，同时通过大量领先的广告推广和品类管理经验，也引领了国内日化行业快速发展。对于本土品牌而言，在直面国际品牌的冲击过程中，无论是产品品质，品牌影响力，营销投入费用等均有着明显的差距。大量的品牌在这期间要不经营不善破产消失，要不被国际巨头收购后逐步淡出消费者视线。目前我们所还能接触到的传统国产美妆品牌都是经历了国际品牌竞争洗礼后逐步壮大的，有着自身

过人之处。其中既有类似上海家化这类的本身就有着悠久历史，并在后期通过积极管理变革，丰富品牌矩阵，持续壮大的日化龙头。同样也有着大量类似珀莱雅和丸美股份等在 90 年代后期或 2000 年初成立，并伴随国产美妆市场成长的品牌，而这部分品牌有着以下几个共性：

1) 创始人多数有着深厚的渠道运营经验，代理过较多的国内外美妆品牌因而熟知品牌及渠道的运营模式；**2) 深入市场的过程中深刻了解国内不同层级市场的消费者偏好**，因此能够打出差异化的产品特色；**3) 多为民企业管理层灵活变通**，且企业文化颇具狼性，品牌渠道等调整上积极迅速，在发展中能够敏锐抓住不同时期的行业红利，得到了迅速发展壮大。

目前上市的珀莱雅以及丸美股份就是这部分品牌企业的杰出代表，他们既是外资品牌的学生，也在多个领域打造出了自己的核心能力，并在快速变化的市场中站稳了脚跟。从行业层面来看，通过分析这部分品牌的成长历程，我们发现目前的国产品牌发展壮大离不开对于期间出现的四波行业红利的把握。

早期品牌化红利：抢滩品牌化，为成为全国性品牌打下基础

如前文所述，多数国产美妆品牌的创始人在初期主要是从事渠道代理或者经销商，在 90 年代末及 2000 年初逐步开始转向品牌化经营，成立品牌公司。从行业角度来看：一方面，这一期间国内日化市场已经初具规模，消费者习惯逐步养成，已经有了孕育品牌发展的机遇；另一方面，品牌创始人在前期的品牌代理和渠道开发过程中已经积累了对品牌的运营以及市场消费行为的深刻理解，这也为后续成立品牌公司发展运营打下了基础。而在初期通过对渠道市场的了解进行了早期区域化的快速扩张后，为了进一步打开全国性市场，这些品牌必须加大品牌宣传投入力度，推进品牌化进程。而从社会发展角度，本土化妆品能够顺利开启品牌化在当时也有着三大因素：

1) 消费者产品认知尚未开启，信息化尚未普及，给了品牌商较大的空间。

我们前文提到，在 30 年前国际品牌进入中国市场后在营销宣传等方面的高举高打下，一定程度上也教育了国内消费者的美妆消费习惯，因此当时的国内消费者对国际品牌有着较强的认同感。因此这一批国产品牌在成立之初，无论是品牌名字还是宣传营销手法都有着强烈的国际品牌痕迹。但由于当时信息化尚不发达，消费者对于品牌的认知度也并不强，给了国内品牌较大的借势宣传空间。

2) 广告冠名代言费用尚未水涨船高。

十多年前的品牌宣传方式比较单一，传播媒介主要以电视杂志广告为主，一部成功的电视剧或是综艺节目往往可以带火一批品牌，虽然这一过程中通常具有很强的不确定性，但不同于现在，十年前代言费以及节目冠名费远低于当前水平，相对而言试错成本也较低。

3) 以经销销售为主的时期，大手笔宣传投入能够给予经销商拿货信心

早期电商渠道尚未发展壮大，百货等直营渠道短期又难以打入，本土品牌并没有太多直接面向消费者的渠道，品牌对于市场的开拓主要依靠增加新经销商合作推进，因此经销商是否认同品牌显得尤为重要，而对于一个相对不熟悉的新兴品牌，品牌商大手笔品牌营销投入通常能够有效增加经销商的拿货信心。

图 3：综艺冠名费近十年水涨船高



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

图 4：珀莱雅丸美十年前通过突出的品牌营销积累知名度



资料来源：欧睿咨询，国信证券经济研究所整理

在这一初期品牌化过程中，很大程度上取决于一是公司管理层的战略眼光以及投入的魄力；二是也不得不否认，部分投入的成功存在有一定偶然性，但相对而言，在试错成本较低且营销手段较为清晰的大背景下大力进行品牌化布局，最终带来的回报是可观的。

从珀莱雅以及丸美的发展过程来看，也离不开各自初期成功的品牌化营销宣传：珀莱雅在成立初期，完成一定规模积累后，就开始大力进行品牌升级并配合大手笔的广告投入，一方面聘请如大 S 等在当时美容专家形象突出的代言人合作，并在核心电视节目上投放了大量广告冠名，其中 09 年公司广告冠名的湖南卫视金鹰剧场后独播的《宫》剧大火为珀莱雅带来知名度迅速的放大；而丸美则除了聘请与品牌形象契合度较高的代言人外，在 07 年也打造了“弹弹弹，弹走鱼尾纹”的经典广告。通过这一期间的努力，两大品牌实现了品牌知名度的进一步积累，吸引了大量新的各区域经销商前来合作，帮助其全国扩张下销售规模再上一台阶。

CS 渠道红利：借力 CS 布局下沉市场，打开品牌发展空间

国产品牌在发展之初品牌力远不及国际品牌，在一二线城市直接竞争很难做大规模。因此对于本土来说为了避国际品牌在高端市场的锋芒，通过大众化的定位，借助对本土市场的深刻理解以及多层次渠道的融合优势，在广阔的国内低线市场进行扩张，迅速做大规模并生存下来有着一定现实意义。而在下沉市场的过程中 CS（日化专营店）渠道则是目前被国内品牌广泛运用的渠道形式。

日化专营店（CS）作为我国特有的一种渠道形式（日本药妆店渠道有所类似），已经成为本土品牌普遍采用布局下沉市场的一种渠道方式。CS 渠道发展最迅猛的时期主要在 2005 年至 2012 年左右，从这一时期的大背景来看，一方面，我们美妆市场渗透率在快速提升，低线美妆消费者的需求在不断增长；另一方面期间我国城镇化建设如火如荼，给了经销商发展下线市场带来了增量空间，而 CS 店的开店成本以及运营难度较低，大量以夫妻店形式的终端店铺出现给了大众品牌接触低线消费者并快速发展带来了更广阔的土壤。

表 1: 我国目前化妆品线下渠道概述

渠道	描述	定位	渠道列举	当前主力消费人群	渠道品牌
商超	多为大型连锁商超	中端	家乐福、人人乐、永辉超市、武商等	中老年	百雀羚、相宜本草等
百货	仍是外资品牌的竞技场	高端	久光/银泰	中产阶级	雅诗兰黛、兰蔻、资生堂等
日化专营店	药妆店: 与香港和日本不同, 国内的药妆店由于牌照问题不能售卖药品 化妆品店: 售卖护肤品、彩妆、香氛等, 个护和保健品占比较小,	中端	屈臣氏(渠道下沉非常明显)、万宁	少年、中青年	本土品牌(一叶子、韩束、三生花、韩后和自然堂等)、台湾和日本品牌以及自有品牌
		中高端	丝芙兰(一二线城市)、狐狸小妖(三四线城市)、千色店	一二线年轻时尚人群以及位于消费升级风口的三四线城市年轻人群	国际中高端品牌以及自有品牌
		中端	娇兰佳人、唐三彩	低线的年轻时尚人群	
单品牌店	国际品牌	多为中高端	一二线城市购物中心	一二线城市的年轻人群	Lush、欧舒丹、茉莉蔻、爱丽小屋、悦诗风吟
	本土品牌	中低端(佰草集除外)	低线城市的街铺店(其中佰草集主要位于一线城市的社区类购物中心)	低线城市(五、六线及以下)人群, 但随着日化专营店的渠道下沉, 消费人群逐渐减少	佰草集、婷美、老中医、植物医生

资料来源: 公开资料整理、国信证券经济研究所整理

对于品牌商来看, 相较于其他渠道, 日化专营店的优势在于: 1) 日化专营店正在继续加速进行渠道下沉, 门店扩张极为迅速, 符合低线美妆市场渗透率提升的优势; 2) 相对于 KA 百货等渠道, CS 渠道现金流健康, 账期短, 且没有高昂的入场费等, 深受品牌商及代理商欢迎; 3) 日化专营店具有天然的经验优势和专业性优势, 便于品牌商未来进行进一步的品牌打造。即使目前, 区域性的私营日化专营店通过社区店的形式, 仍有着相当强的引流能力。4) 在渠道利益分配上, 国产品牌较之欧美日韩产品也能给予渠道商与零售商更高的利润空间。且在返点等措施上也相对更加灵活, 而国际品牌由于价格体系相对固化难以给予经销商更多的支持, 导致渠道下沉迟迟未打开局面。

图 5: 国内大日化市场 CS 渠道增长情况



资料来源: 欧睿数据, 国信证券经济研究所整理

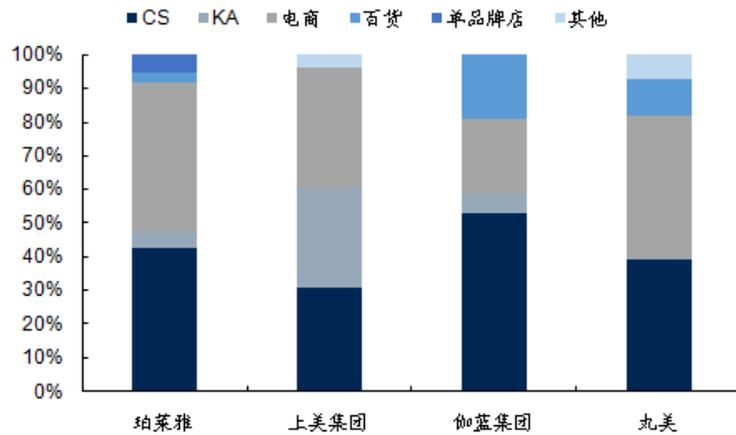
图 6: 国际品牌 CS 渠道的折扣率

集团	旗下品牌/品类	CS 渠道供货折扣
欧莱雅	巴黎欧莱雅/美宝莲等	根据不同品牌/类目, 在 CS 店供货折扣 7-7.8 折+政策促销
宝洁	玉兰油护肤+洗护	多年没有太大改变, CS 渠道平均毛利率在 10-20 个百分点左右。
联合利华	联合利华专供新品	清扬樱花系列 350ml 专供系列及力士沐浴露等 14 个 SKU, 利润空间相比以往提高了 20-30%
资生堂	资生堂彩妆新品	在 CS 店的供货折扣 5.5 折左右+政策促销
	资生堂彩妆特供品	在 CS 店的供货折扣 5 折左右+政策促销
爱茉莉太平洋	梦妆	在 CS 店的供货折扣 6 折+政策促销

资料来源: 品观网, 国信证券经济研究所整理

CS 渠道是目前很多本土品牌中线下占比最高的渠道, 也造就了一大批国内品牌的发展壮大。其中, 珀莱雅就是借 CS 渠道实现了营收跨越式增长。在品牌成立后不久, 日化专营店就成为了珀莱雅最主要的销售渠道。据媒体报告, 2008 年珀莱雅的销售翻了一番, 到了 2009 年, 销售额增长仍然达到增 80%, 这其中就主要有赖于这一时期 CS 渠道快速增长带来的贡献; 而丸美则借助其差异化的品类战略以及较为高端的定位, 在 CS 渠道中相对其他国内品牌有着更为明显的品牌优势, 因此也乘 CS 红利得到了快速发展。因此在后期的发展中 CS 均成为了两者最主要的渠道模式, 即使目前两者进行全渠道布局的情况下, CS 渠道在营收中仍有着超过 40% 以上的高比例。

图 7：国内美妆集团 18 年渠道占比



资料来源:公司公告, 欧睿咨询, 草根调研, 国信证券经济研究所整理,

传统电商红利：突破渠道管理天花板，吸引品牌长尾客户

对于美妆行业来说，电商渠道爆发于 2010 年左右，至今仍是增速最快最具活力的渠道之一。由于电商渠道从发展之初就以平价、优惠为卖点，所定位的客群也大多数以价格敏感性较高的客群为主，因此在发展之初与定位大众平价的本土品牌有着较高的契合度。一方面，电商的发展孕育了大量的淘品牌，他们往往通过一两个细分类目切入市场，与主流电商平台建立深度合作关系，借着前期的互联网红利在短时间内实现销量大幅增长。另一方面，线下起家的本土品牌也在积极发力电商。线下本土品牌自身已具备一定品牌力和产品力，但仅凭线下的网点布局毕竟管理边际有限，而电商则能够帮助其触及更多目标消费者，因此近年来随着电商平台的品牌化趋势加速，以及品牌自身电商思维的确立以及相关团队的开拓建设，线上销售额迎来爆发。这里面就包括了珀莱雅以及丸美等传统品牌。

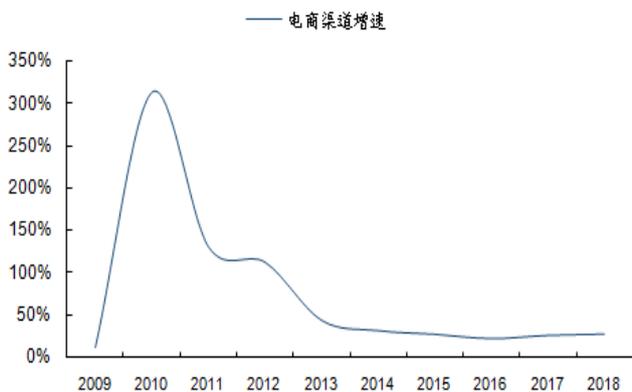
表 2：我国目前化妆品线上渠道概述

渠道	分类及描述	定位	渠道列举	渠道品牌
淘宝、京东大型平台	品牌官方旗舰店 (在天猫和京东)	中高低端全覆盖	各种中高低端品牌的天猫官方旗舰店、京东自营官方旗舰店	高端品牌: 雅诗兰黛、兰蔻、海蓝之谜等; 大众品牌: 百雀羚、自然堂、珀莱雅
	第三方平台旗舰店 (主要为线下知名 CS 去渠道品牌的线上店铺)	与第三方平台的定位有关	丝芙兰、屈臣氏和丽人丽妆等代销售平台	多以未建立天猫官方旗舰店的小众品牌、品牌力较弱但单品打造力强的品牌 (欧树、彼得罗夫等) 以及自有品牌为主
	零散 B2C 和 C2C (随着天猫品牌化的推进、品牌定价策略一致化, 该渠道正在逐渐衰退)	中高低端全覆盖	包括各种海外代购、品牌的经销商在网上自建的平台等等	高端品牌 (未建立天猫旗舰店) 的海外代购, 中低端品牌的经销商建立的平台
社交电商	以内容为驱动的电商种草平台, 通过优质内容分享为交易引流	中高低端全覆盖	小红书	高端品牌: SK-II、CPB、圣罗兰等; 大众品牌: 碧柔、Olay 等
特卖平台	销售品牌折扣商品, 限时特卖, 该类平台正在不断衰退	中高低端全覆盖	聚美优品、唯品会	大众品牌为主: 自然堂、美宝莲、御泥坊等; 高端品牌: 兰蔻、雅诗兰黛等

资料来源:国信证券经济研究所整理

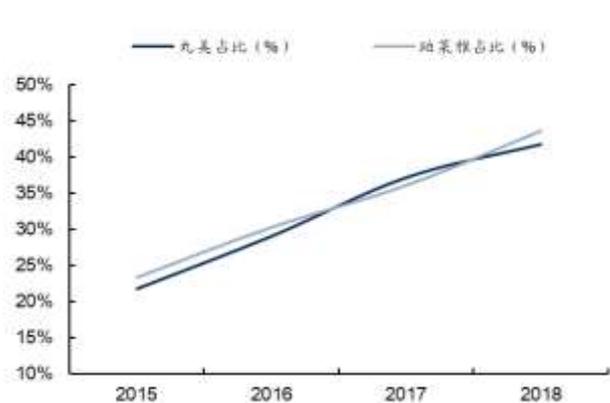
如上表所示，经过多年发展，我国的美妆线上渠道目前主要以阿里、京东等大型平台为主，社交平台 and 特卖平台为辅，据 CBNDATA 数据，天猫美妆占据化妆品电商 70% 以上份额，因此美妆品牌想在电商渠道中实现跨越式发展离不开优质平台流量的扶持。而从近年美妆平台自身高增长来源来看，除了得益于国际高端美妆的进驻外，国产品牌在获得平台支持后的迅速放量也贡献较大增量。而在进入 19 年后，随着国际品牌面临高基数下不可避免的增速放缓，电商平台均提出了布局下沉市场的挖掘新客的战略，而在这一过程中，更离不开对国产大众品牌的扶持。因此本土的大众护肤品牌有望在平台合作下迎来新的增长动力。

图 8：国内电商渠道增长



资料来源：欧睿咨询，国信证券经济研究所整理

图 9：珀莱雅及丸美电商渠道占比变化



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

而在具体运营过程中，一个品牌在电商平台能否成功很大程度上在于对平台运营规则的了解程度和相应的执行力，并同时维护好线下经销商利益。因此很多传统品牌在初期未能及时抓住电商红利，主要原因一是担心线上低价渠道的发展对于线下经销体系的冲击，二是在电商运营中对平台流量规则的不熟悉，没有办法充分利用好平台的流量支持，导致运营成本相对较高。对此再后续的发展中，一部分品牌如百雀羚、丸美等选择了通过代运营商进行线上布局；另一部分如珀莱雅等则选择了自营的方式。虽然具体布局方式不同，但凭借良好的产品基础，电商均已成为近年来拉动两者营收快速增长的主要因素，并目前在各自营收占比中均已接近一半。

社交渠道红利：打破营销渠道壁垒，抓取新时期流量红利

在互联网的下半场，传统电商流量已存在一定瓶颈，社交领域却仍在不断创造新的流量红利。基于强关系的社交电商通过微信、小红书、抖音等渠道本身的社交属性达成裂变式传播的效果，以较低的成本延长产品的生命周期以及活跃度。同时这一期间营销与渠道分界越发模糊，能够在低成本营销的同时快速实现销售的达成。目前这类平台作为电商流量入口开始兴起，引流能力不断增强，通过近几年网红直播 KOL 等发展，平台培养并沉淀了大量的优质头部意见领袖，带动滚雪球式的需求发掘，形成社交+电商的完整闭环。目前，本土品牌中珀莱雅、佰草集、完美日记等本土品牌纷纷入驻社交平台，借力社交营销实现流量迅速增长的同时在线上快速进行购买转化，分享新一轮红利。

图 10：我国社交电商市场规模变化情况



资料来源：艾瑞咨询，国信证券经济研究所整理

图 11：社交电商与传统电商区别



资料来源：艾瑞咨询，国信证券经济研究所整理

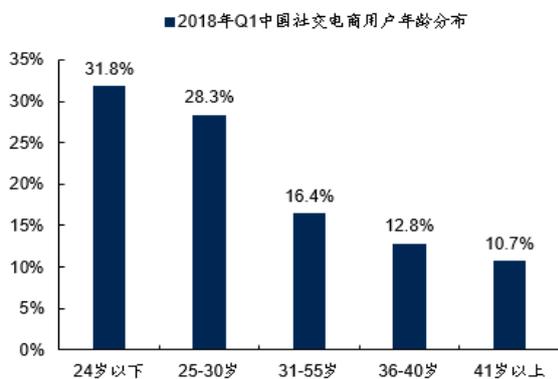
对于本土美妆企业而言，社交电商渠道的崛起提供以下几大机遇：

1) 首先，社交电商渠道是一个年轻化的渠道。根据天猫的数据显示，线上数据呈现出的消费者年龄比线下年轻 5 至 10 岁左右。而在新时期下，以淘宝、天猫、京东为主的主流平台不再是新一代客群的唯一线上渠道，以内容为主的社交电商在年轻一代中的渗透率正在不断提升。

根据艾媒咨询的报告显示，2018 年中国社交电商用户中，24 岁以下和 25-30 岁的用户占比分别为 31.8%和 28.3%，这意味着社交电商中约 60%的用户为 90 后。社交电商依托社交平台进行传播，年轻用户群更容易接受创新的社交电商的购物模式。进一步来看，42.0%的受访中国社交电商用户倾向购买美容彩妆类商品，是占比最大的品类。因此布局社交电商渠道意味着与年轻人建立更加深厚联系，也就掌握了目前国内美妆市场的增量客群。

2) 社交电商渠道打破营销与销售的边界，在流量的转化效果更为直接的同时也使得营销流量碎片化，对于本土品牌而言给了他们品牌升级弯道超车机会。以往在传统媒体占据主流的时代，由于媒体流量相对集中，大型电视台、报刊杂志在广告招商中具有较大的话语权，收取巨额的广告费用，国际品牌拥有着强大的资金实力，以高额的广告投入可以占据宣传制高点，但进入新媒体时代，特别是进入移动互联网时代，随着传播流量入口的更加碎片化，美妆营销格局进一步发生了变化，正在向社交媒体为主的传播方式演进。对于美妆企业而言，一方面社交媒体媒介符合当下社会化传播带来高质流量的趋势，另一方面社交媒体进入门槛较低，资金量需求不大，只要玩法合理运用得当，在同等条件给了本土品牌提供了更好的曝光机会。

图 12: 社交电商年轻化明显



资料来源：艾媒咨询，国信证券经济研究所整理

图 13: 营销媒介发生变化



资料来源：搜狐网，国信证券经济研究所整理

3) 最后，社交电商渠道可以有效帮助品牌方和消费者建立直接沟通，帮助品牌商充分挖掘客户需求变化，在后续精准营销以及产品研发环节提供支持。为品牌进行产品规划服务。一方面通过建立与消费者直接联系的过程中，了解用户的偏好习惯特征，在后续营销过程中有所侧重，更好的提升营销效果；另一方面，在积累的足够多用户消费数据后，可以通过大数据分析未来需求变化趋势，在产品的研发设计层面有所提前布局。

目前珀莱雅等本土品牌正在积极切入新时期下的社交渠道布局，在年轻客群快速扩大品牌影响力的同时，也进一步通过消费大数据的支持其产品规划布局，这也是当前公司爆款策略不断取得成效的关键所在。

珀莱雅&丸美：共享行业红利快速发展，不同模式在财务层面反映不同

综上所述，以丸美和珀莱雅为代表的国货品牌在发展过程中，凭借敏锐的嗅觉以及灵活战略思路，抓住行业红利取得了快速发展，且目前仍保持着靓丽的增

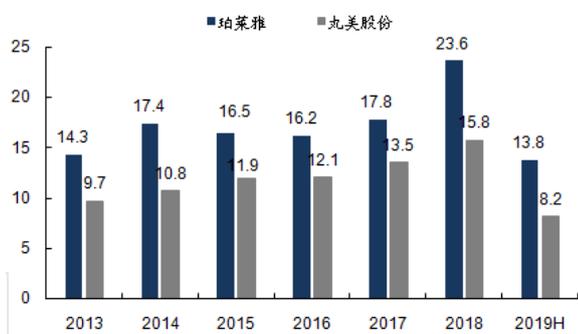
长水平。但在具体经营过程中，两者在品牌、渠道、产品等方面均有着较为不同的发展策略，也一定程度上代表了国货品牌的两大不同发展思路，最终在其报表端也呈现了截然不同财务经营数据：

➤ **营收规模：珀莱雅具备相对规模优势，且近年在电商推动下增速突出**

2018年，珀莱雅以及丸美股份的营收规模分别为23.6亿元和15.8亿元。同时从双方营收变化情况来看，珀莱雅近三年的复合增速为12.8%高于丸美的9.8%，并且从最新的2019年中报表现来看，珀莱雅上半年增长27.5% 丸美增长11.9%。由于两家公司均以主品牌为主要的营收来源，因此收入规模的差距主要源自单一品牌下的产品布局以及渠道扩张的差异。

而从近年的营收增速变化来看，两者趋势较为接近，均在15-16年左右触底，主要是由于当时整个化妆品零售环境不佳，公司依赖的CS和百货渠道行业整体发展陷入一定瓶颈并受到电商冲击影响较大，这与整个行业变化情况较为一致。而在在两者自身提效并主动进行渠道变革后，17年开始增速出现拐点，但整体来看，珀莱雅体现出更强增速弹性。在近两年的增长表现相对更为靓丽。

图 14：珀莱雅与丸美历年营收对比



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图 15：珀莱雅与丸美历年营收增速对比

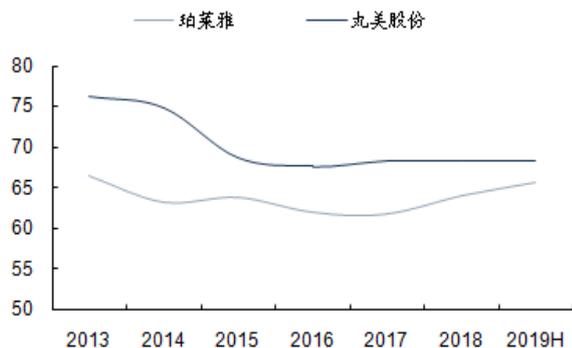


资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

➤ **盈利能力：丸美在高价位品类及严控费用下盈利突出**

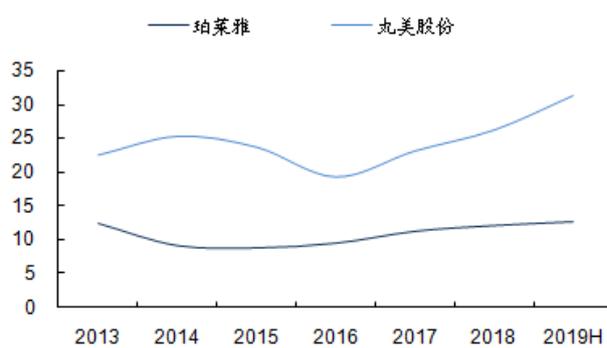
首先从毛利率来看，丸美的毛利率近年来均处于68%以上水平，2019年上半年为68.42%；珀莱雅则相对较低，围绕65%左右波动，但近两年来随着毛利率水平较高的电商直营渠道占比的提升也有明显提升，2019年上半年为65.78%。从净利率来看，丸美净利率远高于珀莱雅，2018/2019H分别为26.15%/31.26%，珀莱雅则分别为12.14%/12.70%。从报表上看，丸美的高净利率除了毛利率水平较高以外，主要源于其极强销售/管理费用管控能力，此外近两年公司也连续收到了政府补贴非经收益。

图 16：珀莱雅与丸美毛利率对比



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图 17：各公司净利率对比

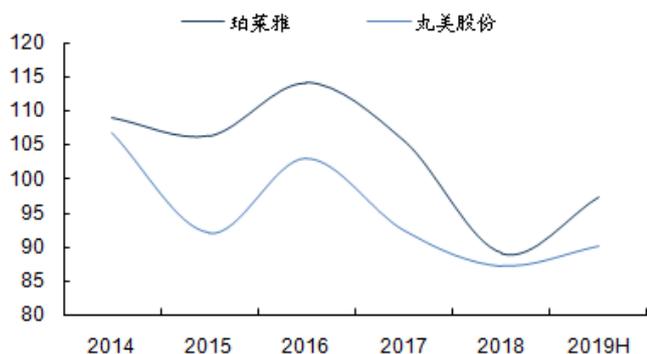


资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

➤ 营运：经销模式及较强议价能力下丸美周转水平突出

从经营效率来看，丸美与珀莱雅在存货周转方面表现均相对良好。丸美股份 2018/2019H 的存货周转天数分别为 87.2/90.1 天，珀莱雅则分别为 89.1/97.4 天，珀莱雅近年来在快速扩张下略高于丸美股份但仍处于 90 天左右（化妆品消费频次通常为一个季度）的健康水平。其次，应收账款周转方面，丸美股份表现极为优异，一直处于极低的水平，2018/2019H 应收周转天数分别为 1.4/0.7 天。这也与公司的销售模式以经销模式为主有较大相关性，在经销模式下，公司先收款后发货，不存在账期。

图 18：各公司存货周转天数对比



资料来源：Wind、公司公告、国信证券经济研究所整理

图 19：各公司应收账款周转天数对比



资料来源：Wind、公司公告、国信证券经济研究所整理

而珀莱雅 2018/2019H 应收周转天数分别为 10.0/16.6 天，相对高于丸美股份，主要由于公司一方面在电商渠道中的一些需要先货后款的代销平台中未像丸美一样通过经销商来解决账期问题，另一方面，公司也在实际运营中会给予信用良好合作时间较长的优质经销商会有一个月左右账期，此外公司去年以来大力拓展的优资菜单品牌店渠道在前期也给予了账期上支持措施，导致整体上珀莱雅的应收周转天数略高于丸美股份。但综合来看两者的商业模式基本一致，先款后货的经销制度下，两者现金流水平均较为优异。而在净利率及周转率优势下，最终从 ROE 角度，丸美的 30.2% 显著高于珀莱雅的 17.0%。

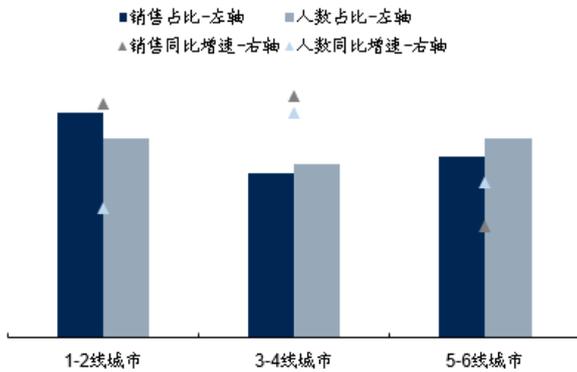
客群定位：以消费者为核心，理解并围绕需求布局

我们认为一个具备较强生命力的日化企业一定是一家以消费者为核心的公司，这包涵了两层意义，首先需要理解当前消费市场的发展趋势以及各细分客群的特征，并精准定位适合自己发展的消费客群；其次在后续发展过程中，无论是营销战略、渠道选择还是产品研发等都必须紧密的围绕产品所谓定位用户画像的特征变化所展开。这同时也是化妆品企业在未来的并购、投资和各种形式进行多品牌多品类发展成功的核心要素，我们并不能保证每一个项目都成功，但围绕消费者展开其成功是大概率事件。

丸美及珀莱雅主要客群：三四线城市美妆消费者

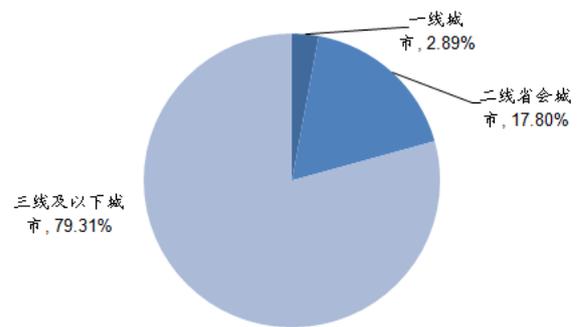
首先，从市场层级来看：从如前文所述，无论是珀莱雅还是丸美股份，在发展之初差异化的选择了国际品牌尚未下沉触及的低线城市消费市场。两者在三线及以下城市的销售占比均远高于一二线城市。通过多年的渠道经营，两者在相应市场积累了良好的知名度。同时，近年来低线城市美妆的快速发展也为两家公司带来了进一步发展的契机。

图 20：不同层级市场美妆增速情况



资料来源：凯度咨询、国信证券经济研究所整理

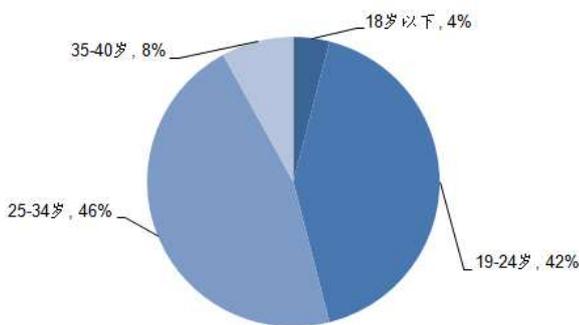
图 21：丸美股份网点各线城市分布情况



资料来源：招股说明书、国信证券经济研究所整理

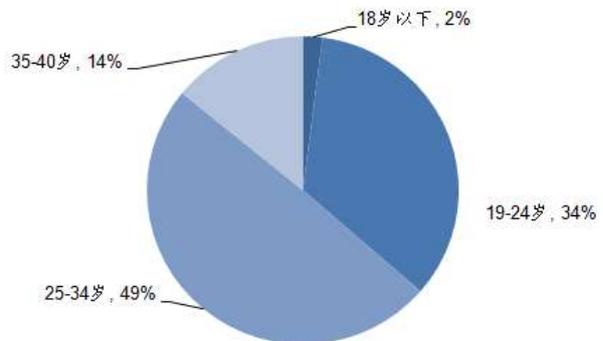
其次，从年龄结构来看：珀莱雅产品主要面向 18-35 岁的年轻女性，而丸美产品则主要面向主要针对 25-45 岁的成熟女性；根据 360 指数统计，如下图所示，关注珀莱雅品牌以及丸美品牌主要年龄段均在 19-34 岁之间，但相对而言珀莱雅的年龄段较丸美更低。

图 22：珀莱雅品牌关注年龄段



资料来源：360 搜索指数、国信证券经济研究所整理

图 23：丸美品牌关注年龄段



资料来源：360 搜索指数、国信证券经济研究所整理

此外，从消费力水平来看：丸美产品价位段相对较高，面向人群消费能力普遍更高，且重视消费过程中的附加值，而珀莱雅的产品还是以大众基础护肤需求

为主，消费者消费力整体相对较低。

➤ 珀莱雅的客群—小镇青年

总结来看，珀莱雅品牌整体定位大众护肤，主要面向 18-35 岁的三四线的消费人群—即小镇青年。这一客群定位的特征在于 1) 产品需求上追求优质产品的同时仍具价格敏感性，因此性价比尤为重要；2) 与各大电商平台主体用户需求较为契合，而美妆电商平台（天猫、京东等）这几年也在加大对下沉市场开拓，行业的发展方向与之比较一致；3) 有钱有闲，在直播短视频上所花时间以及花费不断增加。

目前小镇青年的美妆消费规模已超过 5000 亿元，且仍处于快速增长阶段，未来巨大的市场空间足够支撑两三家国产日化龙头出现。而珀莱雅在产品、营销以及渠道端都积极围绕小镇青年的客群特征展开布局（下文将详细阐述），并取得了靓丽的成果。

图 24：小镇青年消费市场特点



资料来源：KWP 《2019 年金妆奖白皮书 V9》，国信证券经济研究所整理。

➤ 丸美股份的客群—低线成熟女性

公司主品牌“丸美”，主要眼部护理为突破口，针对 25-45 岁的三四线成熟女性，满足其抗衰老等需求。这一客群特征 1) 注重体验，愿意花时间在实体店进行体验式消费；2) 粘性较强，一旦认定一个品牌更换的可能相对较小；3) 看剧看综艺为主要消磨时间方式，因此传播媒介主要以电视或综艺广告等为主。

目前这部分市场整体而言也在不断扩大之中，虽然体量不大但客群消费能力较强，且消费升级趋势明显。且在三四线在整体国际品牌下沉力度仍相对不充分的情况下，丸美成了这部分客群为数不多的可选择品牌。因而，丸美股份在过去几年中通过不断提升自身品牌调性，加大产品升级迭代速度，强化了品牌在所定位客群中的粘性，从实现量价齐升。

组织管理支撑：系统性的保障企业战略紧跟消费者需求变化

紧紧围绕消费者需求变化发展是一个所有企业都明白但少数企业能做到的概念。特别是在当前新的渠道媒介以及新的年轻客群崛起背景下，消费者需求层次变得极为丰富的同时变化也越来越快，对于企业来说也越来越难以把握。在这一过程中，管理层的战略思想先进性以及是否具备一套稳定组织结构保障战略精确度和执行力就显得十分重要。我们前文所述中，很多国产品牌就是因为僵化的管理体制在面对市场风云变幻中没有及时作出回应导致品牌迅速老化。

因此我们认为，一家以消费者为核心的公司，首先必须是一家无论从公司领导

的思路、内部的语言、企业的文化，还是组织架构的设置、内部考核的指标、相关支持系统都有着强大支撑的公司。管理层是否具有丰富的行业运营经验，同时是否有一套系统作为保证，那该企业在挖掘需求以及围绕需求开拓不同细分市场的成功概率就会大幅提升，

➤ 珀莱雅：内部事业部制架构，外部合伙人制

从管理层履历来看，1996 年公司董事长侯军呈便开始从事化妆品领域，曾就职于义乌市燎原日化有限公司，在渠道深耕多年，并在随后快速开启企业品牌化运作之路。同时，公司总经理方玉友业内经验丰富，90 年代在河北前后代理了丁家宜、小护士、羽西等 23 个国产化妆品品牌，见证了许多本土化妆品品牌的成长和衰落。可见创始人团队在化妆品渠道领域的运营经验极为丰富，积累了强大的人脉资源，同时也是最早开启大众化妆品品牌化运营的团队，对于市场有着较强的把握和理解。

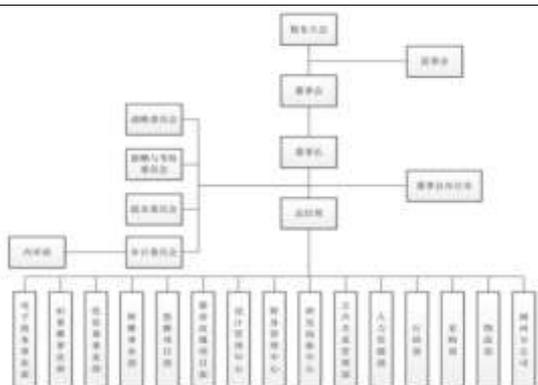
表 3: 公司第一次股权激励考核目标

解除限售期	营收考核目标	业绩考核目标
第一个解除限售期	以 2017 年营收为基数，2018 年营收增长率不低于 30.8%；	以 2017 年净利润为基数，2018 年净利润增长率不低于 30.1%。
第二个解除限售期	以 2017 年营收为基数，2019 年营收增长率不低于 74.24%；	以 2017 年净利润为基数，2019 年净利润增长率不低于 71.21%。
第三个解除限售期	以 2017 年营收为基数，2020 年营收增长率不低于 132.61%；	以 2017 年净利润为基数，2020 年净利润增长率不低于 131.99%。

资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

同时愿意放权吸纳人才。在电商团队的激励上采用底薪+奖金+股权的薪酬体系，一期股权激励对电商团队中层以上干部基本全覆盖。通过高管自身上市前持股以及本次进一步的股权激励计划，充分有效的绑定了公司核心骨干利益，有利于公司中长期发展目标的有效达成。同时，在股权激励方案中，营收以及业绩考核指标对应未来三年的复合增速均超过 30%，要求较高，且除公司层面的业绩考核外，公司对业务单元及个人还设置了严密的绩效考核体系，能够对激励对象的工作绩效做出较为准确、全面的综合评价，进一步彰显了管理层对公司未来高速增长的决心和信心。

图 25: 珀莱雅内部实施事业部制



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 26: 珀莱雅实施外部合伙人制发展多品牌



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

而从组织架构来看：去年以来公司也积极实施品牌事业部制，加强到各品牌考核指标落实程度，同时构筑了一整套相配合的内部支持体系。在这样的体系之下，公司某种程度上就是一个资源平台，每个品牌面对一个细分市场，品牌经理核心精力放在其目标消费者需求的研究和把握之上，同时内部的市场化机制形成了一个评价和资源配置体系。这种平台具有极强的可复制能力，进入不同的细分市场，推出不同的品牌和产品系列。

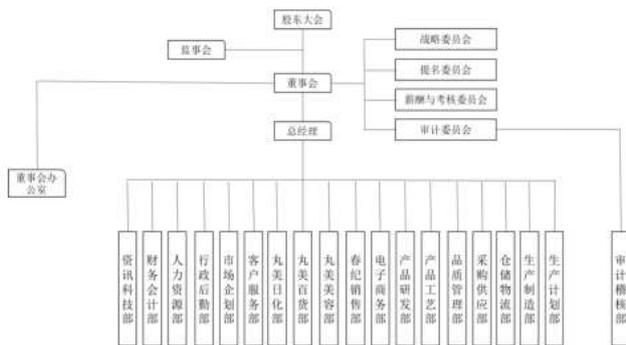
其次在外部，公司在进入此前并不擅长的细分领域时离不开专业团队的加入与有效绑定。对此公司采用合伙人制的形式，即通过参控股形式与成熟的专业团队成立合资公司共同针对新业务范畴打造新锐美妆品牌，并承诺在完成一定业

绩指标的前提下逐年收购对方股份，通过利益绑定合作完成新品牌前期的开拓。

➤ 丸美：董事长操盘能力较强，未来有望积极放开激励

相对而言丸美股份的管理结构较为集权，在股权结构上董事长孙怀庆、王晓蒲为公司创始人夫妇，合计持有公司的股份超过 80%。但创始人孙总自 95 年起从事化妆品行业工作，在多家化妆品企业工作过程中了营销推广、渠道开发以及产品规划等具体工作，同时也积累了丰富的化妆品企业运营管理经验。在公司发展过程中深度介入到具体的研发设计，市场运营，营销投向以及渠道布局等工作，而公司开创性的以眼部护肤切入市场，并通过营销教育消费者成为行业领军企业，也能体现其独到的战略眼光和发展思路。

图 27：丸美股份组织架构一览



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 28：L Capital 大中华区部分投资项目一览

时间	投资标的	标的业务	持股情况
2010.9	香港英皇钟表珠宝	珠宝首饰等	至 2010 年持股 7.43%，目前已退出
2011.7	香港莫立仕控股	珠宝首饰等	战略入股 8.5%，目前部分退出
2011.11	欣贺集团	中高端女装	3.39 亿人民币获得 7% 股份
2011.12	赫基集团	中高端女装	2 亿美元获得 10% 股份
2013.7	丸美股份	化妆品	3 亿人民币获得 10% 股份
2014.3	台湾 DR.WU	医美护肤	2500 万美元获得 20% 股份
2014.12	砂之船	奥莱购物中心	超过 1 亿美元获得少量股权
2015.1	雅仕维	户外媒体	1.55 亿美元获得 5.87% 股份
2016.1	GXG	时尚男装	1.3 亿美元获得 70% 股份

资料来源：时尚资本道，国信证券经济研究所整理

公司作为新股上市，虽然目前股权相对集中，但不排除未来进行股权激励吸引人才加入的可能。同时公司的二股东 L Capital Asia 背靠 LVMH 集团，也有望在公司发展过程中，利用其背靠 LVMH 集团下的资源优势，在产品研发、营销管理、投资并购等方面实现为丸美的发展提供支持。

产品策略：全品类致胜 VS 优势品类迭代

在产品方面，我们一直坚持的观点就是：从来就不存在所谓“低端”的产品，只有满足不了客户需求的产品。产品力一定是基于是否满足了客户需求基础之上的，离开用户需求谈产品力都会造成对品牌产品发展空间的片面理解。

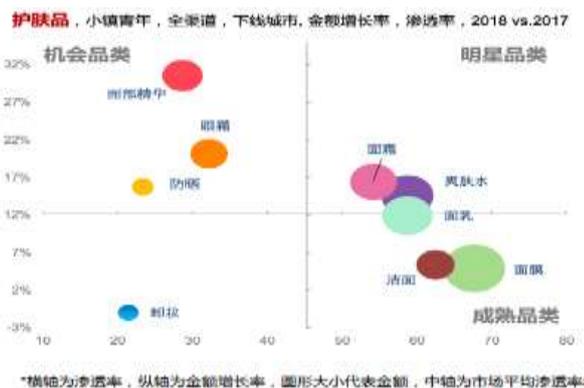
新品策略：珀莱雅围绕需求变化推“爆品”，丸美注重单品迭代升级

珀莱雅以及丸美的不同品牌定位以及不同的客群特点，决定了两者在产品推出策略上也有着较为不同的方式，相对来说，珀莱雅更擅长捕捉需求风口拓展新品类，而丸美更聚焦于明星品类的升级迭代。

➤ 珀莱雅：以围绕特定海洋护肤形象展开，根据需求变化拓展品类

珀莱雅由于其大众化的定位，其对应的小镇青年客群虽然美妆消费习惯在逐步养成，但整体来看仍然具有一定价格敏感性，对此公司不会盲目进行产品升级提价而是积极跟踪消费者在品类需求上的偏好变化，选择国际大牌已经教育了市场的产品系列，通过自身积累的产品开发实力快速拓品类：一方面通过公司多年积累下的研发生产及供应量能力快速跟上风口变化推出新品，并在价格上能形成明显的性价比优势；另一方面，公司的产品也会围绕自身海洋护肤理念在产品形象上不断挖掘出与海洋相关的概念，一定程度上也强化了消费者心中的产品形象认知。

图 29：珀莱雅客群对品类偏好情况



资料来源：KWP2019 美妆奖报告，国信证券经济研究所整理

图 30：珀莱雅产品策略



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

从效果来看，从价的角度：去年以来公司真积极根据需求变化进行新品类迭代，公司 18 年精华类产品增速超过 80%，而在布局高单价产品品类后，通过品类结构的优化也在变相提升客单价水平，从而带动了整体毛利率的提升；

从量的角度：公司不断品类迭代使得公司产品覆盖面相对更广，特别是针对当前美妆习惯不断进化的年轻群体，在拉新获客上具备较强优势。

➤ 丸美：以特定品类切入市场，并不断进行升级换代推出新品

公司一直以来就定位于以眼部护肤为特色的差异化形象，通过多年布局已成为国内具有较强竞争和影响力的眼部肌肤护理品牌，且拥有了稳定的客户基础，同时我们也可以看到丸美的新品推出策略主要是对明星产品系列的不断升级换代，并以此进行一定程度价格提升来推动的。虽然从另一个角度来看，由于专注少数品类的升级开发，从而在客群的拉新扩张上有一定难度，但目前公司也在积极通过推出日本进口高端系列以及大众的春纪品牌来实现定位以及品类的丰富度提升。

图 31: 丸美股份的产品迭代策略



资料来源:公司官网, 国信证券经济研究所整理

在这一过程中, 公司不但实现了产品客单价的直接提升, 同时也进一步提升公司品牌调性。因此我们可以看到公司的老客粘性较强, 截止 2018 年底公司不同品牌合计已经有超过 300 万会员, 且根据我们调研测算 公司百货渠道的老客占比约在 70%左右。

综合来看, 两个公司不同产品策略在营收层面的体现就是, 珀莱雅由于品类丰富度相对更均衡客群覆盖更广, 同时快速的新品推出能力以及爆品打造能力带来了较高的增长弹性, 因此在规模以及近年的增速弹性上相对突出; 而丸美的明星产品升级深耕细作策略也为丸美带来了稳定的增长率, 从过去几年营收表现来看, 公司虽然整体营收增速以及体量较为平稳, 但稳定性也相对更高。

产品结构: 丸美高单价产品比例相对较高

首先, 虽然珀莱雅以及丸美都的主要客群都以三四线城市为主, 但丸美产品定位相对偏中高端, 从两者价格对比就可以看出, 丸美产品的价格通常较珀莱雅高出 50%以上, 这与公司一直以来树立的差异化品类专家形象以及近年来对于品牌升级的注重息息相关, 定价上的差异导致品牌整体毛利率就有所差异。

表 4: 双方旗舰店 TOP10 产品价格

价格排名	珀莱雅产品	价格	丸美产品	价格
1	赋能鲜颜礼盒	1888	弹力蛋白日夜奢宠护理大套	2174
2	极境海御白套	982	巧克力丝滑系列护理臻爱大套	2052
3	紧致肌密 6 件套	822	日本花弹润娇嫩精华乳液	1294
4	水漾芯肌补水玻尿酸精华保湿套装	799	弹力蛋白眼精华加爱礼盒	1284
5	靓白芯肌星光礼盒	699	小弹簧弹力凝时紧致眼精华	1195
6	水漾芯肌补水保湿玻尿酸精华滋润套装	678	雪绒花水光保湿面膜	1164
7	弹润芯肌洁面水乳套装	634	巧克力新肌丝滑肤如凝脂眼霜 4 件套	1160
8	海洋活润悠游时光套盒	599	护肤一心一意套装	951
9	靓白芯肌保湿滋润美白套装	598	多肽蛋白明星礼盒	899
10	水漾肌密洁面乳液补水保湿滋润化妆品护肤套装	539	日本酒御龄冰肌眼部组合	888

资料来源:淘宝网, 国信证券经济研究所整理

其次, 品类结构来看, 丸美在创立之初就深耕眼部护肤品, 通过多年的营销打造了差异化的眼部护理的品牌特征。一般来看, 眼部护肤类定位为护理眼睛周围较薄一层皮肤的高端护理产品, 具有单件容量小、销售单价高的特点, 毛利率较高。2018 年公司眼部护肤类占营收比例为 33.79% (珀莱雅眼部护肤产品

占比预计不到 6%左右)，同时眼部护肤品的毛利率为 73.04%，位居所有品类中最高，故公司的毛利率相对较高。而珀莱雅的产品在此前主要围绕保湿补水这一护理需求展开，因此产品中主要为面膜、护肤水等相对低价的产品为主，对应的毛利率水平也相对较低。

图 32: 珀莱雅产品比例变化



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图 33: 丸美产品品类占比变化



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

研发生产: 两者均较早自建产能, 并引入国际研发团队

➤ 研发: 海外背景团队赋能, 人才基础扎实

国际巨头进入中国市场的二十多年来, 也为中国日化行业培养了大量研发人才, 从而为国内日化品牌的崛起奠定了人才基础。目前本土企业中担任研发等环节高层的大部分均是具备高学历以及国际企业背景的专家, 同时, 本土企业也积极挖角国际企业高管充当顾问, 进一步夯实了研发人才的基础。

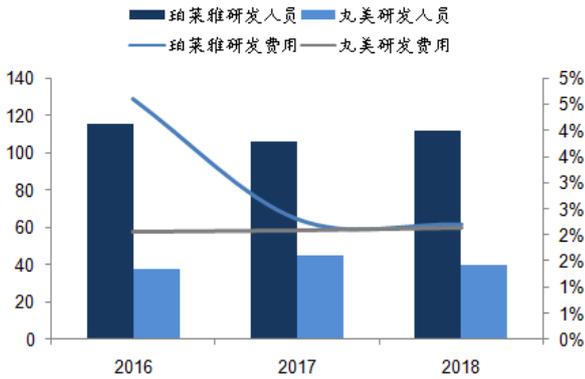
表 5: 珀莱雅及丸美研发高管背景情况

公司	高管名字	职务	背景介绍
珀莱雅	蒋丽刚	研发总监	玫琳凯和雅诗兰黛先后工作 10 年, 拥有国家授权发明专利 26 项, 是 6 项化妆品国家标准的起草者
	金汉坤	曾任研发中心总经理	曾任爱茉莉太平洋化妆品集团 (AmorePacifiGroup) 技术研究院护肤产品首席研究员、法国分公司研发负责人、技术研究院护肤产品研发经理、皮肤科学研究所所长、科丝美诗 COSMAXINC.(韩国) 护肤研究所所长。
丸美股份	佐佐木公夫	研发总监、	1965 年加入资生堂, 在资生堂从事研发工作四十余年, 是一名标准的资生堂系研发人员。

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

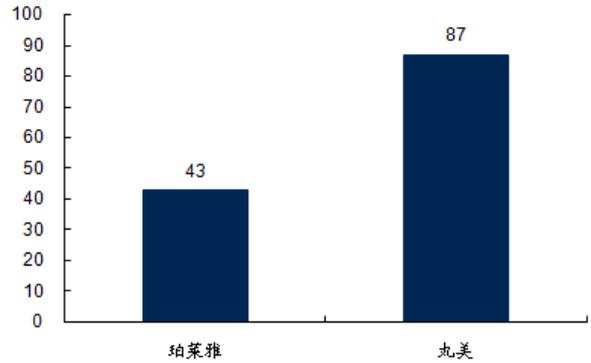
具体来看, 两家公司研究费用率均在 2% 以上, 但费用绝对额上珀莱雅明显高于丸美, 且 2018 年珀莱雅研发人员 112 人, 丸美股份为 40 人, 但从专利数量来看, 珀莱雅拥有国家授权发明专利 43 项, 丸美则拥有 87 项, 我们预计这主要与我们前文所分析的两者在品类布局策略上的差异有关: 珀莱雅更擅长于紧跟品类风口的变化进行拓展, 而丸美注重在某一细分领域的升级迭代。

图 34: 珀莱雅与丸美研发费用及人员对比



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图 35: 珀莱雅丸美专利数量对比



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

➤ 生产: 自建产能为主, 品质相对有保障

从生产环节来看, 相对于大量国产新锐品牌, 两家上市公司长期重视研发生产, 是国产日化企业中屈指可数的生产环节达到医药级标准的企业, 高标准产品质量以及成熟供应链实力为产品品质的稳定性奠定坚实基础。

图 36: 珀莱雅湖州工厂设备



资料来源: 搜狐网, 新浪网, 国信证券经济研究所整理

图 37: 丸美 5C 中心



资料来源: 搜狐网, 国信证券经济研究所整理

珀莱雅的湖州工厂拥有和梅特勒、托利多集团共同创新研发的 MFS 智能称配管理系统, 并且拥有 14 套乳化设备, 35 条灌包装生产线, 每天可制造 35 吨膏体, 灌包装 80 万支产品。目前工厂产能利用率近 80%。

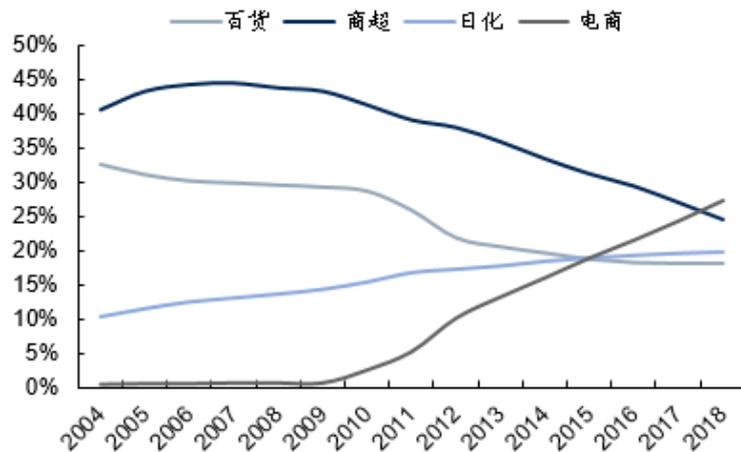
丸美则在广州建成全球最大眼部肌肤研究中心——丸美 5C 中心, 总建筑面积高达 5 万平方米, 包括研发中心、制造中心、物流中心、信息中心以及培训中心等 5 大中心, 目前产能利用率维持在 70% 以上。

综合来看, 一方面, 较强的生产能力降低了公司对于外协工厂的依赖, 可以降低化妆品的致敏率, 公司产品的质量能够得到有效的保障; 另一方面, 公司较强的供应链快反能力使得公司能够尽快的根据市场热点推出爆款产品。

渠道策略：提动销 VS 塑品牌

渠道是化妆品企业运营过程中极为关键的一个战略环节，由于国内市场城乡结构环境相对复杂，渠道体系也较为庞杂。整体上来看，日化渠道可以分为**商超卖场（KA）、日化专营（CS）、电商渠道、百货专柜以及单品牌店等**。随着近年来国内经济环境及社会结构的变迁，2003年-2017年间我国日化销售渠道发生了较大的变化，不同渠道体系的兴衰也在一定程度上决定了不同品牌的发展境遇。

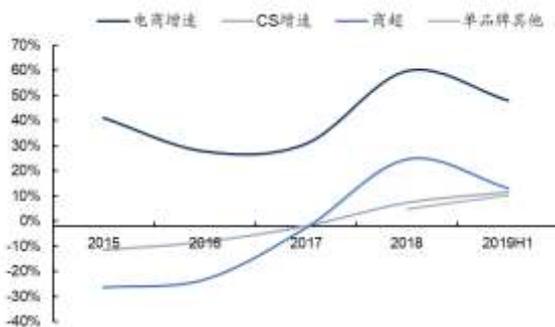
图 38：2003-2018 年我国日用化妆品主要渠道占比变化（%）



资料来源:Euromonitor, 国信证券经济研究所整理

整体来看，珀莱雅以及丸美的渠道分布较为类似，这主要与两者最初的定位市场以及下沉策略有关，同时从两者的渠道分布比例变化来看，也基本符合近年来国内各渠道增长走势，对于渠道变迁的敏锐把握以及经销为主模式下与经销商建立起来的良好关系，是两个公司实现稳定的增长的关键因素。

图 39：珀莱雅各渠道增速变化



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 40：丸美各渠道增速变化



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

但具体渠道操作和经营过程中，两者仍有着较为明显的不同之处，这也反映在了双方最终的规模以及增长水平上差异。下面我们将分别对两个公司彼此最大的CS和电商渠道中采用的不同发展路径进行探析。

线下CS渠道：珀莱雅的广度 VS 丸美的高度

我们在前文中已经谈到，对于国产美妆品牌在发展之初，主要通过经销模式进行渠道的下沉实现规模的快速扩张，并且在具体的渠道模式上均以CS渠道为

主要形式，珀莱雅与丸美也不例外，2018 年两者 CS 渠道占比珀莱雅 42.5%，丸美 39.81%。且整体来看，两者正在受益于 CS 渠道中明显的集中度提升趋势：

1) **CS 店终端正在经历洗牌。**传统夫妻店受多方冲击数量不断下降，一方面电商对于 CS 店铺的冲击显而易见，另一方面随着低线城市消费升级趋势下，能够提供更好服务的大型日化专营连锁店也在不断下沉，此外适应购物中心的精品 CS 店也在大量崛起，多方影响下 CS 渠道方正进入集中度提升的阶段。

2) **大型经销商合作品牌的圈子正在缩小。**我们在前文中已经有所论述，线下渠道做好的核心在于平衡好于经销商之间的利益关系。而经销商对于品牌商方面最担忧的主要是两点，一是无节制的压货，二是价格体系混乱，两者均会对经销商在销售、回款等方面带来致命打击。而在近年首先不少传统品牌在布局线上过程促销力度过大，造成了线上线下价格体系的混乱，因此逐步被线下经销商抛弃；其次，国际品牌在折扣率方面仍无法给予渠道更多支持，而线上的新锐品牌则在产品规模和质量上无法提供稳定的输出，因而 CS 经销商的品牌选择面一定程度上正在缩小。

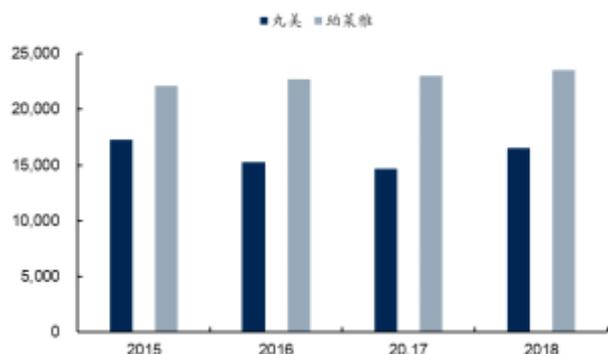
因此在这一过程中，珀莱雅以及丸美通过精细化运营以及品牌力有效提升，在去年以及今年上半年 CS 渠道整体增长放缓明显的情况下仍实现了双位数增长，表明两者均在受益 CS 渠道的品牌集中度趋势。

但具体来看，两者线下布局还是存在一定差异：珀莱雅线下布局赢在广度，无论是规模还是网点数量都较为庞大；而丸美胜在高度，通常在 CS 渠道中多选择资质相对良好的 A 类网点，同时在百货商场这一本土品牌通常难以突破的渠道上近年来增长靓丽。在线下渠道模式类似的背景下影响两者线下布局不同的主要原因在于一是对于销售推广重视程度的差别，二是由于定位差别带来的价格带区别在具体渠道选择上也将逐步产生差异。

➤ **网点布局：珀莱雅布局相对更加全面**

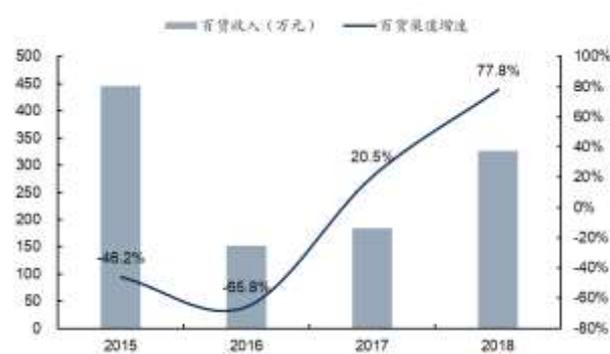
首先，我们从两者对销售部门配置情况来看就有着明显的差异，2018 年珀莱雅销售团队人员共计 2107 位，而丸美销售团人员仅为 321 位。珀莱雅相对而言更加重视销售渠道的开发以及维护。因此我们看到，截至 2018 年底，丸美覆盖终端网点数量为 16555 家，珀莱雅的终端网点数量预计约为 20000 家左右，在两者渠道模式类似的情况下珀莱雅的网点布局相对更广泛。

图 41：珀莱雅及丸美的网点变化情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 42：丸美百货渠道增速变化



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

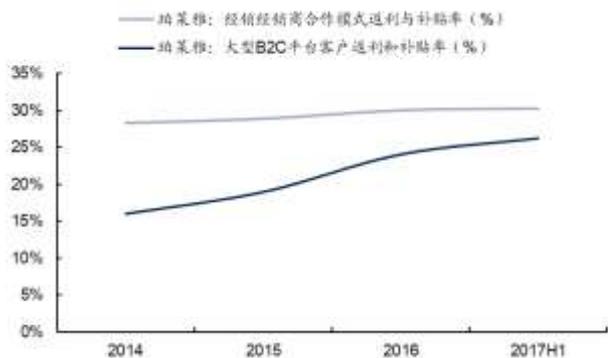
其次，由于两者品牌定位的差别，在网点选择中也有所区分：丸美由于较高的定位，作为国产品牌中极少做到轻奢级别品牌形象的公司，在渠道选择上也会有所权衡：一方面在 CS 网点选择上也有一定标准，多数情况下会从地理位置或销售规模角度筛选资质更好的 A 类网点进行布局，另一方面在百货以及美容院等相对中高端品牌进入的渠道也有较为不错的布局，公司在二三线百货渠道

较受欢迎,2019 年上半年该渠道增长达到 30%已经成为增长最为迅速的渠道。

➤ **渠道利益分配：珀莱雅给予渠道利润分配比例更为充分**

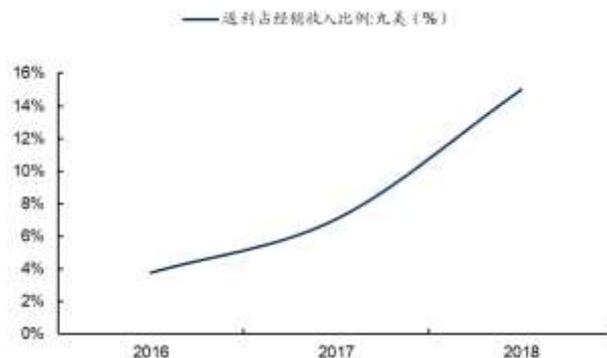
其次在折扣率以及给予经销商的返利情况来看，据我们了解珀莱雅给予线下经销商的折扣率通常在 3.6 折左右，而丸美通常在 4 折左右，此外除了折扣率较低以外，珀莱雅还通过积极的返利、返点进一步给予销货能力较强的经销商更大激励，考虑返点返利等因素珀莱雅的实际折扣率预计更低。因此公司通过让利渠道得以实现销售规模的快速成长，同时与经销商实现积极绑定，长期增长稳健，但相应的公司成本费用也会较其他品牌较高。而丸美虽然相对而言给予渠道的利润分配比例没有珀莱雅那么高，但由于其定位较高本身终端价格就较高因而利润空间大，且差异化的产品特质，这些都对于经销商有着很强吸引力。

图 43: 珀莱雅返利占经销收入比例



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图 44: 丸美返利占经销收入比例



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

电商渠道：同是近年营收推动主力，但策略较为不同

从线上来看，珀莱雅和丸美当前的线上占比均相对较高，截至 2018 年底，珀莱雅和丸美线上占比分别为 43.57%和 41.77%，但其中珀莱雅电商收入中的直营占比相对更高，为 45.77%，今年上半年进一步提升至 47.2%。而丸美电商的直营占比约 28.44%，且丸美电商直营渠道也是由第三方电商代运营商经营，公司支付代运营商相应的运营费用。对于电商渠道不同的策略也是两家公司电商收入增速的差异所在。

➤ **发展力度：珀莱雅当前相对更为重视电商渠道的开拓力度**

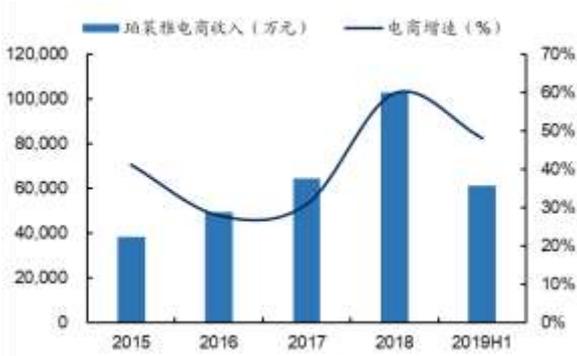
珀莱雅：电商为近两年推动增长的主力

珀莱雅相对而言对电商渠道的投入力度重视程度较高。如前文所述，电商已经成为珀莱雅当前的第一大渠道，并是目前公司发展的最主要推动力，2018 年及 19 年上半年增速分别达到 59.0%和 48.1%。

公司电商取得高速增长，首先与公司定位有关，珀莱雅作为大众护肤品牌，主要面向 18-35 岁的三四线的消费人群-即小镇青年。其定位客群与电商平台主体用户需求较为契合，而美妆电商平台（天猫、京东等）这几年也在加大对下沉市场，行业的发展方向与之比较一致。

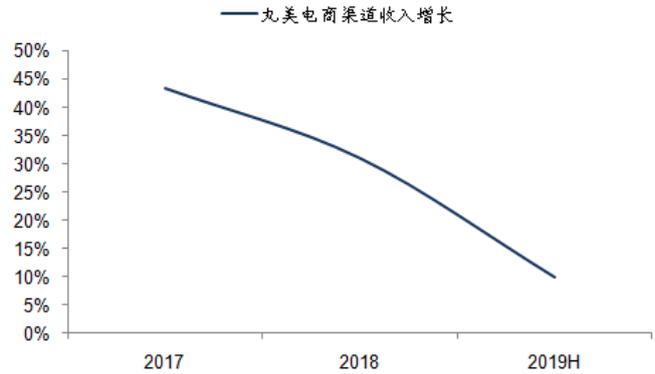
其次，公司自身极为重视电商渠道，公司在 12 年就成立了美丽谷子公司专门负责电商运营，近年来不断扩充电商团队，并在团队激励上采用底薪+奖金+股权的薪酬体系，一期股权激励对电商团队中层以上干部基本全覆盖。

图 45: 珀莱雅电商增速



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图 46: 丸美电商增速



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

丸美股份: 电商占比同样较高, 但今年以来表现相对不佳

公司一直以来虽然在电商渠道有着不错的布局, 在总营收中占比也从 2014 年的 17.35% 一路提升至 2018 年的 41.77%。但近年来线上的增速水平有较为明显的放缓迹象, 2019 年上半年预计电商渠道增长 10% 左右。我们认为, 一方面由于公司产品较高的定位本身相对而言并不如珀莱雅等大众品牌适合在卖货为基本诉求的电商平台上进行快速扩张, 需要兼顾销量提升与品牌形象的平衡, 因此一直以来没有作为重点进行布局, 且自身没有完善的团队支持主要交由第三方代运营或是经销商进行布局; 我们预计随着公司上市成功, 未来将在对专业人才吸引以及资本实力提升后将更好的开启电商布局。

➤ **布局方式: 自营模式 VS 第三方代运营或经销**

珀莱雅: 设立子公司直接负责电商运营

不同于多数传统美妆企业借助代运营上布局电商渠道的方式, 珀莱雅是以成立电商子公司自主布局电商渠道, 并取得了优异的成绩。公司在 12 年就成立了美丽谷子公司专门负责电商运营, 具备一定基础, 但 17 年前受制于上市等因素, 投入力度相对不足, 增长主要来自于淘系经销商渠道, 17 年后公司对电商团队进行了大换血和扩充, 截至 2018 年年底公司电商团队人数由 17 年初的 100 人左右扩充至预计 220 人左右, 同时 60% 以上人员都是 85 后或 90 后, 而这部分团队主要就是负责布局直营渠道。因此我们能看到, 公司电商高速增长过程中直营占比不断提升, 目前公司天猫渠道预计占比达到 60% 以上。而这样布局好处在于:

1) 对于电商渠道的可控性较强。且数据获取较为直接。电商是一个有数据的渠道, 对于消费者习惯的变化会更加直观和及时 这也是珀莱雅近年爆品成功的关键因素。

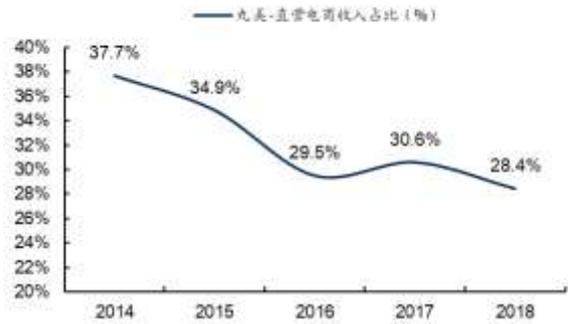
2) 同时对于公司整体毛利率也有着显著带动。由于线下多为经销模式, 需要给渠道留存足够利润, 因而毛利率相对较低, 电商直营渠道相对毛利率较高。因此随着直营占比的不断提升, 结构上有望带动公司整体毛利率水平持续提升。

图 47: 珀莱雅电商渠道中直营比例不断提升



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 48: 丸美股份电商业务中直营的占比



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

丸美股份: 借力经销商及代运营布局电商渠道。

一方面, 与大多数美妆品牌类似, 丸美通过代运营布局天猫等直营渠道。借力代运营的好处在于, 在初期不熟悉电商平台运营的情况下, 借助代运营商从前端品牌规划到后端物流仓储等一整套运营服务, 可以在最大成本节约成本的情况下快速实现电商渠道营收的放量, 公司以天猫平台为主的直营模式占比约为 11.88%。

另一方面, 公司通过经销商模式大力布局唯品会等代销渠道。且唯品会已经成为公司的主要平台, 占 18 年整体营收比例约 29.89%, 虽然通过经销商布局一定程度上会使得公司对于渠道的可控性以及利用电商大数据指导产品开发方面显得相对不足。但在公司尚未搭建成熟化电商团队的时候可以更好的规避经营风险。特别是在与唯品会等平台合作过程中, 由于唯品会与供货商合作一般采用代销模式, 直接与其直接合作将会产生大量的应收账款, 而通过“先款后货”结算方式的经销商模式与平台对接, 将有利于公司及时回笼货款。

营销策略：“带货”为王 VS 提“调性”为主

化妆品作为可选消费品，消费者在购买过程中的决策受品牌推广力度影响较为突出，因此优秀的营销战略决策对于化妆品企业最终的销售情况起到了极为关键的作用，无论是国际品牌还是本土品牌，均极为重视营销在化妆品运营过程的作用，而本土品牌在有限资金实力下必须通过更加与时俱进的营销思路以及更为精准的营销媒介选择，以达到营销效果的最大化。且近年来，随着消费者购买力日益增强及消费心理日趋成熟，促销对销售的拉动力以及持续性都在削弱，国内化妆品企业的品牌意识也开始逐步增强，营销逐渐向品牌建设倾斜。

图 49：珀莱雅及丸美销售费用变化



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 50：珀莱雅及丸美销售费用分析



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

从珀莱雅以及丸美的情况来看，与同行业类似，两者营销费用均占据较大比例，但具体营销方式仍有明显区别。珀莱雅在爆品策略下，新品类推广不断加强，对应推广费用相对较高，且新品牌培育营销费用也较高，因此费用率相对处于高位；而丸美通过前期的品牌推广积累以及不断的升级版产品开发提升了品牌调性，在具备了一定体量较强粘性的客户群后，短期内的费用也会随着规模效应有所降低。同时，具体从两者的营销方向以及投放方式来看，珀莱雅是带货为首要目的，而丸美则以提升调性为目的；同时媒介选择上珀莱雅近年来充分利用社交内容传播等年轻化方式，而丸美相对以电视传统代言人等为主要形式。

营销出发点：丸美以提升“调性”为目标，珀莱雅以“带货”为诉求

➢ 丸美：以提升品牌调性为主要目的

品牌定位相对高端，因此无论是代言人选择还是广告所传达的品牌理念等都需要以提升品牌调性为首要目标。公司在早期通过大量的广告宣传投入打造了“弹弹弹，弹走鱼尾纹”等深入人心的广告语，一定程度上培养了部分消费者眼部护肤的消费习惯，而在后期公司也是有选择性的选择形象与品牌理念较为贴近的代言人，强化消费者心中的品牌形象。

图 51: 丸美股份营销策略



资料来源: 国信证券经济研究所整理。

➤ 珀莱雅: 以“带货”为主要诉求

珀莱雅则主要围绕所定位的小镇青年需求变化来进行品牌宣传，虽然也在品牌营销上做出了较大投入，但我们能看到，公司无论是IP跨界还是代言人选择上，都是以“带货”为主要诉求，即十分看重粉丝群体的购买转化率，因此公司需要不断的去发掘客群的关注热点的变化并进行相对应的投入，以达到品牌的时刻出现在目标客群视线下的目的。

图 52: 珀莱雅营销策略



资料来源: 国信证券经济研究所整理。

营销的媒介: 珀莱雅玩转社群内容营销，丸美注重线下体验营销服务

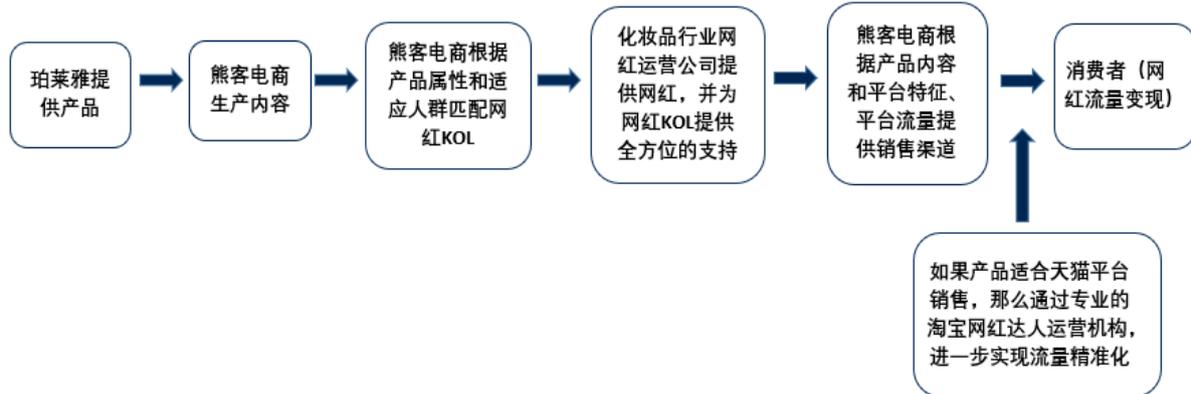
两家公司在最早主要营销媒介均是传统的电视杂志等，随着新媒体的崛起以及近年来内容营销趋势的不断加强，两者也做了相应的布局。

➤ 珀莱雅: 社群内容营销方面的介入处在业内前列

去年以来公司通过入股多家内容营销团队，如去年完成入股了专业互联网内容策划公司熊客电商，其主要业务在于针对品牌产品特征进行生产内容、匹配达人、提供销售渠道、甚至在明星端合作，提供从流量、内容、数据到转化四个环节全方位的服务品牌。今年进一步加大了相应资本布局，上半年投资了具备新浪 MCN、红人电商、品牌孵化等业务的杭州万言传媒，逐步形成了围绕内容营销展开的全平台产业链，从而提升营销的动能，更好的支撑公司多渠道的运营。公司致力于将商品内容化，用内容给品牌带来附加值，实现大规模“种草”-拉新-转化-留存。

具体流程来看：公司提供产品内容，熊客电商根据产品特征生产出相应的营销内容，之后旗下内容营销企业根据产品的属性和适应的人群匹配相应的网红 KOL，并协同为网红 KOL 提供全方位的流量支持。由于渠道铺设要与内容对应才能达到效率最大化，团队会根据产品的内容和平台的特征、平台的流量来提供相应的销售渠道，如果产品适合天猫平台的销售，那么通过对应的淘宝网红达人运营机构，将进一步实现流量的精准化，成功匹配对应粉丝，并转化为购买行为，实现网红的流量变现。

图 53：公司网红 KOL 的营销产业链

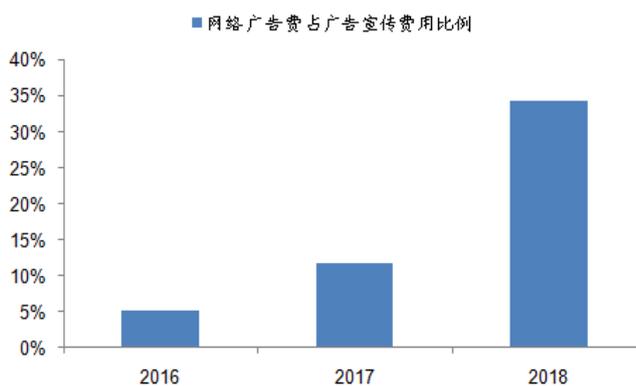


资料来源: 搜狐网、36 氪、国信证券经济研究所整理

➤ 九美股份：去年以来加大新媒体布局，终端会员营销服务效果优异

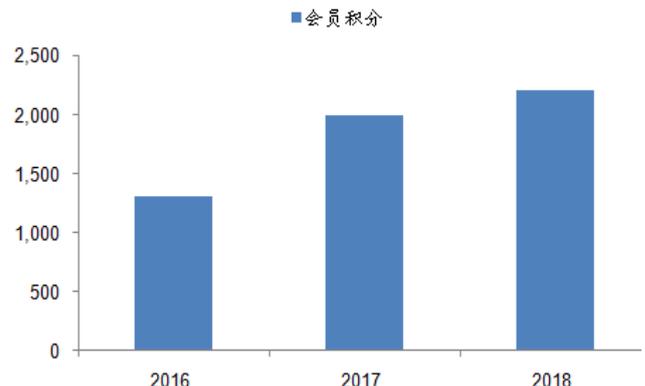
公司此前主要为卫视节目，去年开始投向网络节目，整体来看其媒介的选择还是符合所面向客群的主要娱乐接受方式。去年以来通过在网络视频中的热播电视剧和综艺栏目插播广告等方式，进行多角度、全方位的品牌推广，网络广告费用由 17 年的 3391.80 万元增至 1.33 亿元。但整体来看，公司在社交媒体或者事件营销层面的布局仍相对较少。

图 54：公司网络广告宣传费用占比变化情况



资料来源：招股说明书，国信证券经济研究所整理

图 55：公司终端会员积分不断增长



资料来源：招股说明书，国信证券经济研究所整理

另一方面，九美通过线下百货、美容院等渠道终端的布局，在线下会员服务层面做得极为到位。由于这类终端消费者数据通常掌控在品牌商手中，便于品牌商维护品牌价值，并更好的与消费者进行互动，及时的了解需求变化。截止 2018 年底公司不同品牌合计已经有超过 300 万会员。一方面公司自 2016 年起上线微信积分系统，可对积分换购活动，加大会员消费刺激力度，另一方面，通过线下体验式的营销服务可以有效提升消费者的忠诚度，公司目前百货渠道老客占比达到 70%，客户粘性极高。

投资建议：机遇与挑战并存，继往开来龙头越

综合来看，珀莱雅聚焦于小镇青年客群，产品突出大众高性价比优势，在新品推广中通过爆品策略并依靠自建电商渠道迅速放量打开市场，公司全渠道动销能力强，且其社群内容营销的布局也走在业内前列；而丸美定位轻奢，同时以眼霜作为差异化产品特质，通过多年终端服务以及针对性的营销推广深耕，塑造了国产美妆品牌中较为高端品牌形象，培养了高忠诚度的客户群体，消费升级趋势下通过明星品类的升级提价实现稳健增长。

两者目前通过不同发展模式均取得了优异的成长，但同时我们也应看到，虽然目前国内美妆市场发展迅速但同样竞争也变得越来越激烈，两者在未来同样也需要解决不同的挑战以实现更好的发展：

珀莱雅：多品牌布局实现长期迭代成长，电商渠道仍具发展空间

➤ 加速多品牌布局，解决品牌品类单一化问题

品牌数量相对单一是两者目前共同的问题。长期来看，多品牌是化妆品企业发展的必经之路，纵观全球市场，大型日化企业均为通过前期单一品牌突围之后通过内生孵化多品牌和并购不断壮大。从企业运营角度，一家企业要想超越时代的红利获得永续经营，就必须不断培育出第二增长曲线，通过平台化生态化的布局，获得新的增长动力来源。而从美妆行业来看，单一品牌由于客群定位以及产品概念相对固定，也无法满足以女性为主的消费者多样化消费需求，且多品牌布局也能在越来越快速的需求变化环境下提升企业运营中抗风险能力。

表 6：珀莱雅旗下品牌一览

品牌	旗下品类	年龄	定位	渠道	占比（2018年）	品牌理念
珀莱雅	护肤品为主	全年龄段	大众	全渠道覆盖	88.77%	海洋护肤，专注于海洋护肤研究
优资莱	护肤品、彩妆和洗护等	较为成熟	平价	单品牌店和电商为主	5.63%	茶养护肤，为消费者提供有效能的茶元素护肤产品
悦芙媿	护肤品、彩妆等	年轻化群体	平价	单品牌店和电商为主		针对年轻肌肤，为年轻人带来轻松快乐的美妆方式
韩雅	药妆为主	较为成熟	大众	日化专营店、商超和电商		为中国女性提供针对性的肌肤解决方案
悠雅	彩妆为主	较为年轻化	平价	以电商为主		追求“轻彩妆、会呼吸”的理念，打造“清透感”
TZZ	彩妆为主	年轻化群体	平价	以电商为主	5.60%	以“天然作美，创想青春”为理念，打造时尚创意的纯植物化妆品
猫语玫瑰	彩妆为主	年轻化群体	平价	电商为主		以天然玫瑰花精华为基底，打造甜美恋爱系自然彩妆
彩棠	彩妆为主	全年龄段	大众	电商为主		高品质、大众化，以“专业级美丽”的标准服务于大众
YNM	彩妆为主	年轻化群体	平价	电商为主		韩系新锐平价美妆
ikami	高端洗护	全年龄段	高端化	电商为主		华人科学家在日本成立的高端品牌

资料来源：

虽然公司过去的特点是主品牌突出（18年珀莱雅品牌营收占比88.8%），以及护肤品类突出（18年护肤品类占比90.29%）。但今年以来公司提出了逐步将由单一化过渡为生态化，形成品牌矩阵、品类矩阵、渠道矩阵，以抓住不同增长契机：

1) 我们在前文已经阐述，公司内部已经形成了一套业内领先的平台化的管理体系，以事业部负责制支持各品牌的独立运营，有效提高运营效率，降低管理成本。并且利用组织平台化支持生态化增长，整合完善研发、生产、供应、人力、财务、营销等内部服务平台资源，实现最大化资源共享。

2) 从多品牌的方式上来看，公司将继续通过合伙人制快速进行新品牌的培育扩张，且不排除对优质国内外品牌进行直接并购，借力资本市场的资金支持及品牌背书，公司有望在外延扩张实现弯道超车。

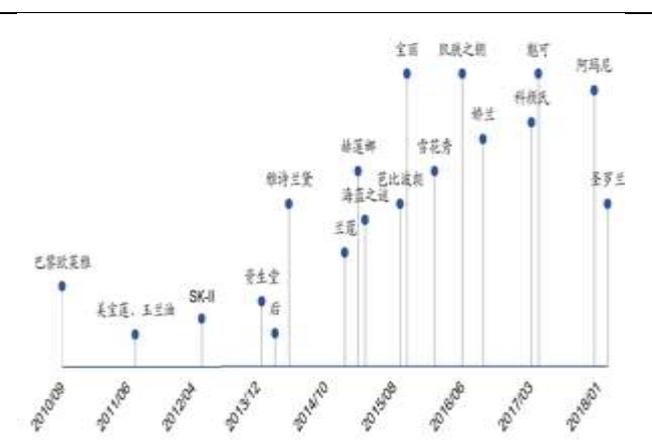
3) 从多品牌的方向来看，公司除了珀莱雅主品牌外，公司通过内生外延已经培

育了十个品牌，其中公司重点的三大方向为：彩妆的品类横向扩张，中高端护肤品牌的定位补缺，以及国际化合作强化竞争优势。首先，这三大方向所处行业增速较高，且仍具备较大发展空间，其次，能够一定程度弥补公司业务短板，实现品类均衡发展，并提升公司的抗风险能力。

➤ 强化原有优势借力生态圈布局，应对电商渠道激烈竞争

电商渠道的快速发展是公司过去两年增长的主要动力，但我们也看到，美妆电商市场目前竞争格局十分激烈，不仅国际大牌通过代运营等方式切入电商渠道，并改变营销打法适应年轻化的市场，近年重回高增长；且大量的国产新锐品牌也通过差异化的产品概念以及超前的营销意识并借助平台的流量扶持取得了快速的增长；多方挤压下作为传统线下品牌出身的珀莱雅来说，更需要加强产品与渠道的运营结合，在社群营销等新领域步步为营，才能维持快速增长势头。

图 56: 国际品牌入驻天猫迎来快速增长



资料来源：国信证券经济研究所整理

图 57: 今年本土美妆新锐品牌增长靓丽

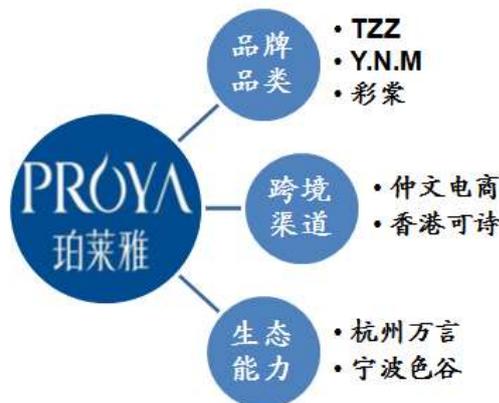


资料来源：智通财经，国信证券经济研究所整理

虽然面临着线上激烈的竞争环境，但我们认为公司通过此前积累的优势以及目前正在进行的一系列布局有助于突出重围：

首先，在上市后公司借力资本有望打造大美业生态圈，充分赋能线上发展。一方面通过线上多品牌多品类布局，特别是彩妆品类的布局，实现电商渠道中的品牌迭代增长；另一方面不断开拓线上新渠道，包括跨境电商等；此外通过社交营销领域的投资布局进一步对社交电商领域进行优势强化，目前来看，公司在社交营销领域在国产传统品牌当中已经是处于前列。

图 58: 珀莱雅的投资布局



资料来源：国信证券经济研究所整理

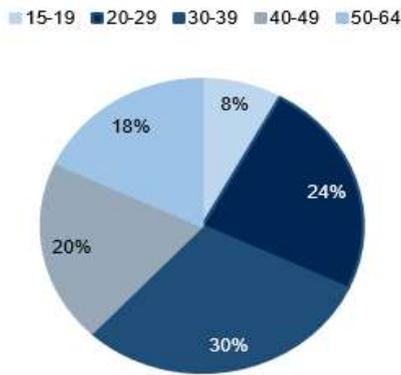
其次，公司长期以来积累的产品研发生产实力以及多年深耕线下积累的品牌口碑是其区别于国产新锐品牌的核心壁垒。新锐品牌通过是抓住某一个品类或者营销概念的风口，借助流量红利快速成长，但由于没有研发生产的支持，其生命周期也相对短暂。而公司的研发实力保障了公司持续根据市场变化进行品类扩张的基础，同时自建产能也能够保证产品稳定性，同时化妆品毕竟是体验式消费品，线下门店体验积累的口碑也是公司的一大优势。

丸美：逐鹿抗衰市场，多品牌布局电商渠道

➤ 从眼霜延伸切入抗衰老潜力市场，打破品类天花板

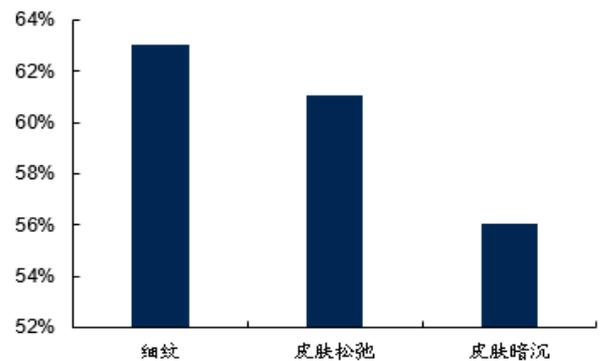
丸美通过差异化定位眼霜产品帮助其在过去发展的这么多年迅速打开了市场空间，也培养了一批忠实的消费者，过去几年公司也通过不断进行明星品类的升级以及提价实现了稳健增长，但目前公司在单一品类的定价上已经处于与国际品牌价位接轨的状态，虽然一定程度上体现了公司出色的品牌力，但进一步升级提价的空间也相对有限，且公司在眼霜领域已经做到相对极致，未来如何利用前期积累的品牌力进行品类扩张，打开新市场空间才是发展重点。

图 59：预测 2028E 年美妆消费人群年龄分布



资料来源：凯度咨询，国信证券经济研究所整理

图 60：中年客群体前三大关注皮肤问题



资料来源：Mintel，国信证券经济研究所整理

对比韩国的美妆历史来看，韩国经历了基础护肤-彩妆-高功能护肤-微整形的历程，当前我国正迅速从基础护肤转换到彩妆和高功能护肤。而以眼霜眼精华等为代表的抗衰老护肤产品是高功能护肤的代表，也是当前消费者关注度正不断快速提升的一大护肤理念，而中老年护肤市场的快速增长以及年轻群体对抗衰概念认知度提前建立对于这一市场的快速增长起到了推波助澜的作用，且这一市场的消费升级趋势十分明显，消费频次和消费单价都在加速提升。

对此公司的优势在于：一是，随着与公司一同成长的第一代消费者步入中年，本身就出现了较强抗衰老保养需求，而公司多年品牌深耕下，在这部分消费者中建立极强的消费粘性，购买转化率也较高；二是，公司此前重点布局的眼霜品类本身就是重要的抗衰老细分品类之一，借助眼霜品类中积累的研发以及品牌实力，公司想抗衰老全品类延伸也显得较为顺理成章。

➤ 电商渠道受制于品牌定位有所压制，有望以多品牌及专供品类打破瓶颈

今年以来公司电商渠道增速相对放缓明显，一方面公司品牌定位高端与一直以低价形象示人的电商平台契合度有限，且担心平台促销打乱价格体系，一直以来都不是公司花费精力去布局的重点；另一方面公司在天猫等当前增速相对突出主流美妆平台布局有限，没有深度合作因此也未能受益平台带来的流量支持。

表 7: 丸美股份旗下品牌概览

品牌	年龄层	风格	主力价位 (参考淘宝网)	营收占比 (2018 年)	毛利率 (2018 年)	示例
丸美	25-45 岁	尊贵优雅	200-300	89.25%	70.39%	
春纪	18-35 岁	青春时尚	50-150	9.06%	49.11%	
恋火	18-40 岁	现代时尚	100-200	1.69%	64.44%	

资料来源:招股说明书, 国信证券经济研究所整理

而在今年, 公司有望开启电商元年, 电商渠道的发展将上升至 CEO 工程, 重视程度加大。而在布局方式上, 我们认为公司将通过主品牌打造线上专供款以及重点春纪大众品牌在线上的布局为主。

公司旗下目前主要有三个品牌, 分别是丸美、春纪和恋火。其中春纪品牌主营护肤品, 但定位大众化, 与电商渠道的客群较为一致, 未来公司打算将春纪的品牌企划和销售独立开立, 更加突出其品牌特点, 并作为发力电商渠道的主要品牌。此外, 对于主品牌公司也预计将通过打造线上专供款的形式, 针对线上线下不同客群的特点进行布局。

总结: 美妆双雄各显千秋, 把握红利迈向龙头

总结来看, 随着近两年化妆品行业景气度的不断提升, 资本市场关注度也在不断的提高, 两公司的股价表现也极为靓丽, 目前板块资本化刚刚开启, 标的仍享有一定稀缺性溢价, 但对于珀莱雅以及丸美来说, 从整个产业的角度来看, 两者也是国产美妆近二十年发展过程中走出来的佼佼者, 发展模式虽有差异但无优劣之分, 均是国产品牌在国际品牌挤压下的二十年间寻找到的适合自己发展之路, 且一定程度上均助其实现了品牌突围。长期来看, 我们认为两者作为化妆品这一高景气度赛道中的优质企业, 有望持续分享行业景气度红利, 且依靠此前的优势积累以及具有针对性的积极补短板, 有望突破桎梏实现高于行业平均水平的增长, 值得中长期持续积极关注和持有。

附表：重点公司盈利预测及估值

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价	EPS			PE			PB 2018
				2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	
603605	珀莱雅	买入	84.98	1.43	1.97	2.65	59.4	43.1	32.1	5.24
603983	丸美股份	增持	66.95	1.15	1.24	1.42	58.2	54.0	47.1	7.15
600315	上海家化	买入	36.05	0.81	0.91	1.07	44.5	36.4	31.3	3.15

数据来源：wind、国信证券经济研究所整理

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032