中信建投证券
CHINA SECURITIES

证券研究报告·上市公司新股深度　　化妆品

本土眼部护肤龙头，盈利能力领先同业，电商值得期待

潜心 20 年，本土眼部护肤龙头。公司以**眼部护理产品**为主打特色，涵盖眼霜、精华、乳液、面霜、洁面、面膜等多个种类，拥有**综合护肤品牌丸美、春纪和彩妆品牌恋火**，品牌定位差异化，主要客群为二、三线城市消费者。公司以经销为主、直营和代销为辅，实现百货、美容院、CS 店、KA 以及线上等综合化妆品渠道全覆盖，2018 年末拥有 16555 家终端网点。

收入业绩增速 V 型反弹，盈利能力领先同业。2011-18 年营收逐年稳增，由 6.1 亿元增至 15.8 亿元，CAGR 为 14.4%。2016 线下百货和 CS 销售不及预期，2017、18 年触底反弹，分别同增 11.9%、16.5%。归母净利润由 2011 年 1.7 亿元增至 2018 年 4.2 亿元，2016 业绩下滑后 2017、18 年分别高增 34.3%、33.1%。**公司毛利率在 A 股化妆品同业中居首**，主因眼部护肤产品销售占比更高，同时给予经销商价格折扣率较高，返利比例较少；2017 年营销重心转向网媒，大幅削减传统广告投放，销售费用率有效下降。综合作用下公司净利率显著高于 A 股同业。

品牌：立足丸美本土顶尖定位，开拓多元化空间。三个差异化品牌丸美、春纪、恋火完成中高端-大众、眼部-其他综合护肤、中年-青春女性、护肤-彩妆的多元化品牌、品类架构。丸美国内眼部护肤市占率突出，定位大众市场之上，高于绝大多数本土品牌；春纪主打年轻大众护肤；恋火切入高增彩妆领域。

产品：本土眼部护理龙头，高 ASP 拉高毛利率。公司眼部护肤收入由 2011 年 1.48 亿元增至 2018 年 5.32 亿元，销售占比提升至 30%+。通过近 20 年的发展形成完整的、具备竞争力的眼部护理产品线，并逐渐向其他大众护肤品类及彩妆扩张，向综合性大众化妆品集团迈进。

渠道：全渠道覆盖，经销为主，线上高增。2013 年前依靠经销业务迅速外延拓店扩大份额，此后线下趋缓，推进 CS 精细化、百货高端化改善。线上直营、经销并进，持续高增，春纪线上和直营电商均有较大潜力。

营销：2017 年迅速调整广宣策略，选择性价比更高的互联网新式营销，有助于近两年销售业绩回暖。

我们预计公司 2019-21 年归母净利润为 4.72 亿、5.47 亿、6.25 亿元，对应 EPS 为 1.18、1.36、1.56 元/股，对应 20.54 元发行价格 PE 为 17、15、13 倍，持续看好化妆品景气度对公司增长助力。

丸美股份（603983）

史琨
shikun@csc.com.cn
010-65608483
执业证书编号：S1440517090002

发布日期：　2019 年 07 月 21 日

发行数据

发行价格（元）	20.54
发行规模（万股）	4,100.0
发行后总股本（万股）	
发行方式	网上发行,网下配售
发行日期	2019/07/16
上市日期	
主承销商	中信证券股份有限公司
主要股东	
孙怀庆	81.0%

募股资金投向

项目名称	金额（万元）
总金额	

目录

一、潜心眼部护肤 20 年，品牌力领先，盈利能力突出 1
（一）丸美品牌 2000 年创立，本土知名眼部护肤代表 1
（二）创始人夫妻控股，股权集中 1
（三）财务分析 2
二、化妆品消费高增，护肤需求细分化、高端化 6
（一）我国化妆品空间大、景气高、动力足 6
（二）护肤：化妆品第一大品类，面膜本土品牌主导 9
（三）眼部护理：加速增长，技术性强，客单价高 11
三、以眼部护肤为突破口，向综合化妆品集团迈进 13
（一）品牌端立足丸美本土顶尖定位，开拓多元化空间 13
（二）本土眼部护理龙头，高 ASP 拉高毛利率 18
（三）全渠道覆盖，经销为主，线上高增 20
（四）差异化品牌营销，2017 年重心转向网媒 24
四、募投项目分析 27
五、投资建议及风险因素 28

图表目录

图表 1： 丸美股份发展历程一览 1
图表 2： 丸美股权结构示意图（上市前） 2
图表 3： 2011-2018 年公司营业收入及增长 2
图表 4： 2011-2018 年公司归母净利润及增长 2
图表 5： 2011-2018 年公司毛利率情况 3
图表 6： 2011-2018 年公司归母净利润及增长 3
图表 7： 2011-2018 年公司净利率及 ROE 情况（%） 4
图表 8： 2011-2018 年公司存货&应收账款周转情况 4
图表 9： 2014-2018 年各化妆品上市公司营收规模对比 4
图表 10： 2014-2018 年各化妆品上市公司营收增速对比 4
图表 11： 2014-2018 年各化妆品上市公司毛利率对比 5
图表 12： 2014-2018 年各化妆品上市公司期间费用率对比 5
图表 13： 2014-2018 年各化妆品上市公司销售费用率对比 5
图表 14： 2014-2018 年各化妆品上市公司归母净利润对比 5
图表 15： 2014-2018 年各化妆品上市公司净利率对比 5
图表 16： 我国化妆品市场规模及增速 6
图表 17： 化妆品限上零售额增速 2017 年出现显著提升 6
图表 18： 2015 年来化妆品限上零售额单月同比增长（%） 6
图表 19： 美国 GDP 与化妆品规模增速情况 7
图表 20： 日本 GDP 与化妆品规模增速情况 7
图表 21： 巴西 GDP 与化妆品规模增速情况 7

图表 22： 中国 GDP 与化妆品规模增速情况 7
图表 23： 2003-2018 年我国人均化妆品消费稳步增长 8
图表 24： 2018 年我国化妆品渗透率与发达国家对比 8
图表 25： 五大核心品类人均消费我国全面大幅落后（美元） 8
图表 26： 化妆品大众规模稳增，高端市场高增 8
图表 27： 年轻群体占据国内化妆品消费主力军 9
图表 28： 2016 年面部护理、香水彩妆消费者年龄占比（%） 9
图表 29： 2013-2016 年线上美妆消费者年龄分布情况 9
图表 30： 我国护肤品市场规模及增长情况 10
图表 31： 2012-2017 年中国护肤高端市场占比小幅提升 10
图表 32： 面部护理占护肤品整体近 90% 10
图表 33： 面部护理产品结构，面膜增长最快（亿元） 10
图表 34： 2018 年中国护肤市场品牌公司归属地格局 11
图表 35： 近五年本土公司在护肤品市占率强势追赶（%） 11
图表 36： 四类眼部产品一览 11
图表 37： 2017 年全国女性眼霜购买率情况 12
图表 38： 2017 年眼部护理消费人群年龄结构 12
图表 39： 2015-2017 年线上眼部护理产品消费者年龄结构 12
图表 40： 2017 年线上眼部护理产品价格带分布情况 13
图表 41： 雅诗兰黛各品类价格带对比表 13
图表 42： 公司三大品牌情况 14
图表 43： 2011-2018 年公司三大品牌收入情况（亿元） 14
图表 44： 2012-2018 年丸美和春纪收入增速 14
图表 45： 2018 年丸美和春纪收入产品结构 14
图表 46： 2014-2018 年公司三大品牌毛利率情况 14
图表 47： 2009-2018 年丸美品牌在我国护肤行业市占率 15
图表 48： 2017.9-2018.9 天猫淘宝眼部产品销售份额 15
图表 49： 丸美天猫旗舰店单月销量 TOP10 眼部护理产品（截止 2019 年 7 月 18 日） 15
图表 50： 各品牌眼部产品价格带对比表 16
图表 51： 春纪代表性瓶型图示 17
图表 52： 各品牌眼部产品价格带对比表 17
图表 53： 丸美主要产品介绍 18
图表 54： 2011-2018 年公司收入分产品结构 19
图表 55： 2012-2018 公司三大主要产品收入增速 19
图表 56： 丸美品牌主要眼部护理产品发展流程 19
图表 57： 2014-2018 年公司各产品销售价格（元/百克） 20
图表 58： 2011-2018 年公司各产品毛利率情况 20
图表 59： 珀莱雅和公司眼部护肤产品销售占比对比 20
图表 60： 2011-2018 年公司渠道收入结构 21
图表 61： 2011-2018 年公司经销、直营收入情况（亿元） 21
图表 62： 2018 年公司各品牌、各渠道向经销商销售折扣表 21

图表 63： 2013-2018 年末公司经销商家数及经销网点数（家） 22
图表 64： 2018 年公司经销网点城市层级分布 22
图表 65： 2011-2018 年公司线下收入情况及增长（亿元） 22
图表 66： 2011-2018 年公司线下收入渠道结构 22
图表 67： 2011-2018 年公司线下收入情况及增长（亿元） 23
图表 68： 2011-2018 年公司电商收入情况及增长（亿元） 23
图表 69： 2011-2018 年公司电商收入占总收入比例 23
图表 70： 2011-2018 年公司直营电商收入情况及增长（亿元） 24
图表 71： 2016-2018 年公司直营电商收入平台结构 24
图表 72： 2013-2018 年公司经销电商收入情况及增长（亿元） 24
图表 73： 2014-2018 年公司向美妮美雅销售收入情况 24
图表 74： 丸美近年广宣营销大事记 25
图表 75： 丸美近年广宣营销大事记 26
图表 76： 2015-2018 年公司广告费用及占比 27
图表 77： 2015-2018 年公司广告费用结构 27
图表 78： 公司 IPO 募资投资项目情况 27
图表 79： 丸美股份 2019-2021 盈利预测（单位：百万元） 28

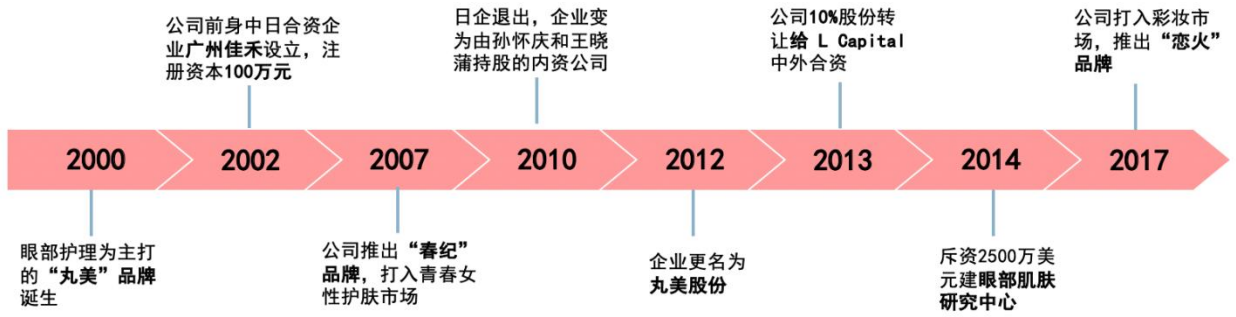
一、潜心眼部护肤 20 年，品牌力领先，盈利能力突出

（一）丸美品牌 2000 年创立，本土知名眼部护肤代表

公司主营化妆品研发、设计、生产、销售及服务，以**眼部护理产品**为主打特色，涵盖眼霜、精华、乳液、面霜、洁面、面膜等多个种类。公司旗下拥有**两个综合护肤品牌"丸美"、"春纪"和一个彩妆品牌"恋火"**，品牌定位差异化，主要客群为二、三线城市消费者。公司以经销为主、直营和代销为辅，实现百货、美容院、CS 店、KA 以及线上等综合化妆品渠道全覆盖，2018 年末拥有 16555 家终端网点。

丸美品牌创立于 2000 年，属于较早设立的本土护肤品牌，已有逾 18 年历史。公司前身为 2002 年设立的中日合资公司广州佳禾，由广州升旺、日本史威共同出资设立，分别持股 75%、25%，其中广州升旺由公司创始人孙怀庆夫妇设立，合作方日本史威是一家日本化妆品原料供应商。2007 年公司推出"春纪"品牌。2010 年日本史威将其 25%股权全部转让给孙怀庆，成为完全内资公司。2012 年公司整体改制并更名为丸美股份。2017 年公司切入彩妆，推出彩妆品牌"恋火"。

图表1： 丸美股份发展历程一览



资料来源：招股说明书，中信建投研究发展部

（二）创始人夫妻控股，股权集中

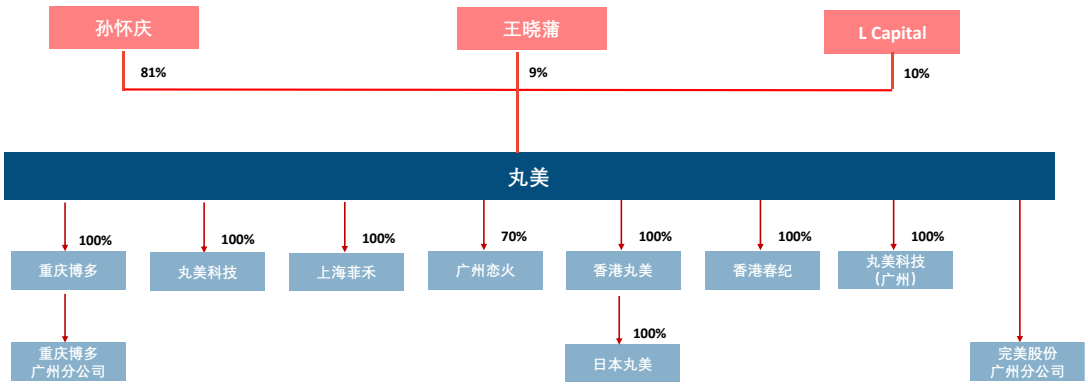
截止上市前，**公司实际控制人为孙怀庆和王晓蒲夫妇，分别持有公司 81%、9%股权**。孙怀庆先生为公司控股股东，担任董事长、总经理，王晓蒲女士为公司董事，两人合计持股 90%，股权集中。2013 年孙怀庆和王晓蒲分别将其持有的 9%、1%股权分别作价 2.7 亿元人民币、3000 万元美元转让给 **LVMH 旗下知名消费品投资基金 L Capital**，后者持股 10%。通过引入全球奢侈行业龙头集团合作者，对公司品牌价值和市场推广经验的提升意义重大。

公司 IPO 发行新股不超过 4100 万股，若按 4100 万股计算，发行完成后孙怀庆、王晓蒲、L Capital 持股将分别降至 72.72%、8.08%、8.98%。

截至上市前，公司拥有重庆博多、丸美科技、上海菲禾、香港丸美、香港春纪、丸美科技（广州）6 家全

资子公司。1 家控股子公司广州恋火，香港丸美拥有 1 家全资子公司日本丸美。其中重庆博多为公司配送分销中心，丸美科技为公司生产中心，上海菲禾主营化妆品进口销售业务，广州恋火主营彩妆销售业务，日本丸美主营化妆品研发及海外市场拓展。

图表2： 丸美股权结构示意图（上市前）



资料来源：招股说明书，中信建投研究发展部

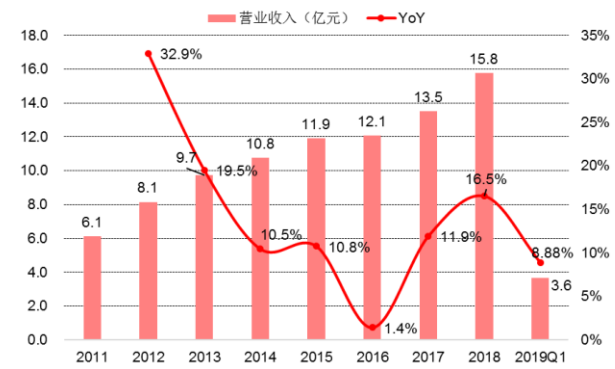
（三）财务分析

1、收入业绩增速 V 型反弹，近两年毛利率企稳费用率下降，盈利能力回升

2011-2018 年公司营业收入保持逐年稳定增长，由 6.1 亿元增至 15.8 亿元，CAGR 为 14.4%。2016 年公司营收增速放缓至 1.4%，主因线下百货和 CS 店体系销售不及预期，此后两年增速触底反弹，2017、2018 年分别同增 11.9%、16.5%。19Q1 营收同增 8.9%至 3.6 亿元，公司预计 2019H1 营收能够达到 7.92 亿-8.07 亿元，同比增长 8.7%-10.8%。

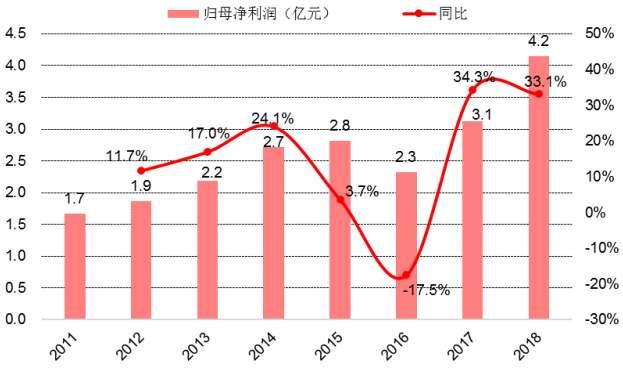
同期归母净利润趋势基本一致，由 2011 年的 1.7 亿元增至 2018 年的 4.2 亿元，2016 年由于收入放缓、线上线下促销力度加大拉低毛利率、新品牌投入增加等导致业绩同降 17.5%，但 2017、2018 年分别高增 34.3%、33.1%。19Q1 扣非归母净利润继续同增 24.01%至 1.19 亿元，公司预计 2019H1 扣非业绩 2.02 亿-2.13 亿元，同比增长 11.3%-17.4%。

图表3： 2011-2018 年公司营业收入及增长



资料来源：招股说明书，中信建投证券研究发展部

图表4： 2011-2018 年公司归母净利润及增长



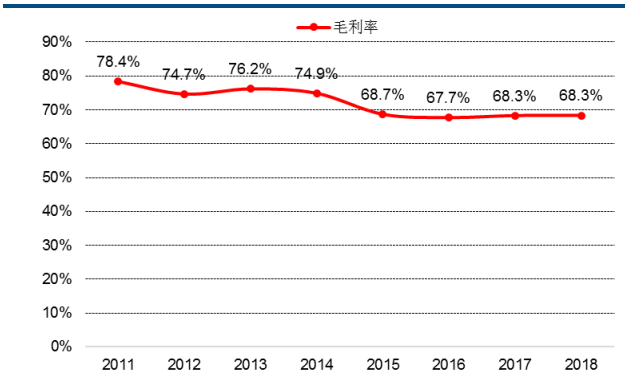
资料来源：招股说明书，中信建投证券研究发展部

2011 年来公司毛利率基本位于 68%-75%区间，2015 年之前在 75%左右，但之后降至 68%左右，主因：（1）产品和渠道结构的变化，加价倍率低、折扣力度大的新品牌春纪以及线上销售占比提升，拉低毛利率水平；（2）2015 年为应对市场景气度下降，主动加大整体产品促销力度，增加赠品发放数量，当年毛利率同降 6.2 个 pct。2015 年之后高毛利率眼部产品销售占比提升，对毛利率带来正面拉动，整体毛利率水平保持稳定。

费用率上，**公司总体期间费用率 2011-2018 年来呈波动下降，由 44.3%降至 40.2%**，主要是**销售费用率**的影响。公司**销售费用率由 2011 年的 39.2%降至 2018 年的 33.9%**，其中约 70%是广宣费用（2018 年广宣费用占到销售费用 72.9%），可以看出公司宣传营销效率逐渐提升。从近三年看，2016 年销售费用率达到近五年高点 39.1%，主因（1）当年营收显著放缓；（2）市场竞争加剧，为保持及扩大份额，公司加大广宣力度；（3）开始开展代销销售，中介机构服务费较高；（4）电商收入高增，平台佣金增加。2017 年公司减少电视广告投放，精选投放目标和增加性价比更高的新媒体营销，2018 年继续加大网络视频广告投放，总体营销效率得到提高，费用率连续两年下降。

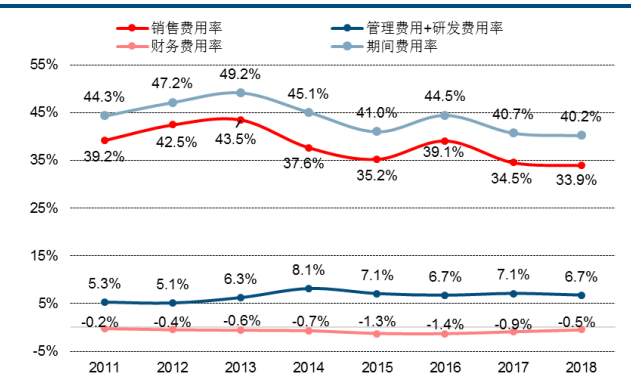
管理费用+研发费用率近四年稳定在 6.5%-7.2%的水平，员工薪酬增长和研发投入增加基本和营收增速保持一致。公司货币资金充裕，财务费用持续为负，利息收入主要来自闲置资金投资理财产品，近两年无金融负债和利息支出。

图表5： 2011-2018 年公司毛利率情况



资料来源：招股说明书，中信建投证券研究发展部

图表6： 2011-2018 年公司归母净利润及增长



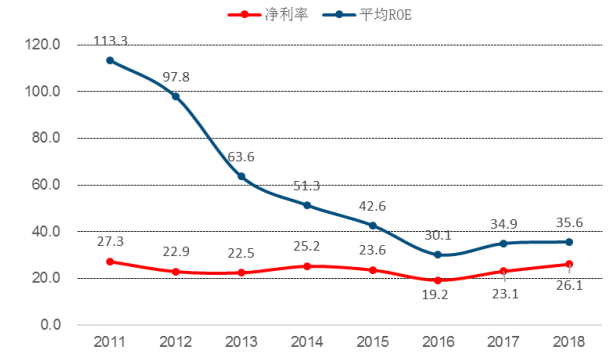
资料来源：招股说明书，中信建投证券研究发展部

2011 年来公司净利率基本在 22%-26%水平，2015 年前净利率波动下滑，主因毛利率整体下行。2016 年净利润出现下滑，导致净利率降至低点 19.2%，此后随着销售回暖、毛利率企稳、销售费用率下降，业绩迅速反弹，净利率 2017 年、2018 年分别同增 3.9 个 pct、3.0 个 pct 至 23.1%、26.1%。

2011-2016 年公司 ROE 下降较多，主要是 2012、2013、2015 年多次增资，导致期间权益乘数下降，拉低 ROE 水平，净利率和总资产周转率相对稳定。2017、2018 年随盈利改善，ROE 由 2016 年的 30.1%回升至 35.6%。

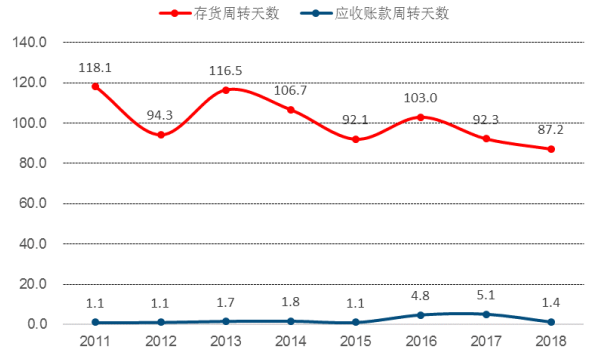
周转能力上，2011-2018 年公司存货周转能力逐渐提升，存货周转天数由 118 天波动降至 87 天，公司以经销模式为主，因此存货中库存商品占比相比同业较低，近三年库存商品金额占总库存低于 40%，原材料、包装物、委托加工物资、在产品等配合生产销售节奏，周转天数下降主因销售增长带动。公司对经销商主要采取先款后货，因此应收账款余额占较低，2016、2017 年天数提升主因开展代销模式带来的应收账款增加，2018 年终止代销合作后天数再次下降至 1.4 天，应收账款风险很低。

图表7： 2011-2018 年公司净利率及 ROE 情况（%）



资料来源：招股说明书，中信建投证券研究发展部

图表8： 2011-2018 年公司存货&应收账款周转情况

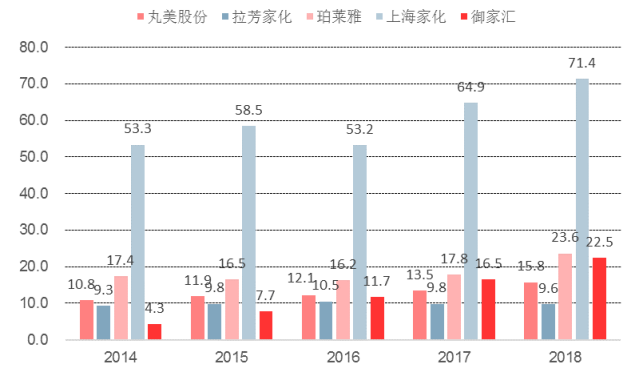


资料来源：招股说明书，中信建投证券研究发展部

2、同业对比：营收增长相对稳定，毛利率、销售费用率、净利率较为突出

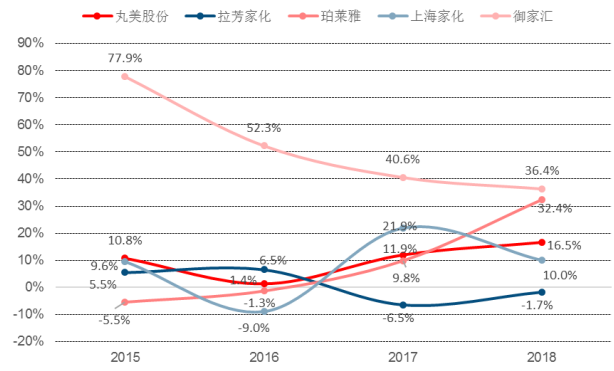
我们选取上海家化、珀莱雅、御家汇、拉芳家化四家 A 股化妆品上市公司作为同业对比标的。从近五年数据来看，营业收入方面，上海家化凭借庞大的多品牌、多品类、全渠道覆盖，收入保持绝对领先。公司收入 2017 年排第三名，低于珀莱雅高于拉芳家化和御家汇，但 2017 年被高增的御家汇反超，2018 年收入较上海家化低 86%，较珀莱雅低 33%。营收增速上，公司近五年营收 CAGR 仅次于御家汇，增长稳定性高于另外三家公司。

图表9： 2014-2018 年各化妆品上市公司营收规模对比



资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

图表10： 2014-2018 年各化妆品上市公司营收增速对比

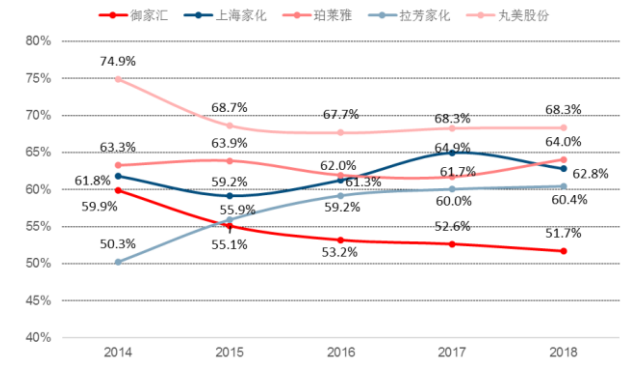


资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

2014 年来公司毛利率水平最高，领先其他四家公司，最主要原因是公司眼部护肤产品具备优势，销售占比更高，其均价明显高于其他护肤产品，毛利率在 72%以上，对综合毛利率带来拉动。同时由于公司占据本土眼部护肤龙头地位，品牌定位在本土品牌中处于顶尖梯队，因此给予经销商价格折扣率较高，返利比例较少，均利好毛利率领先同业。

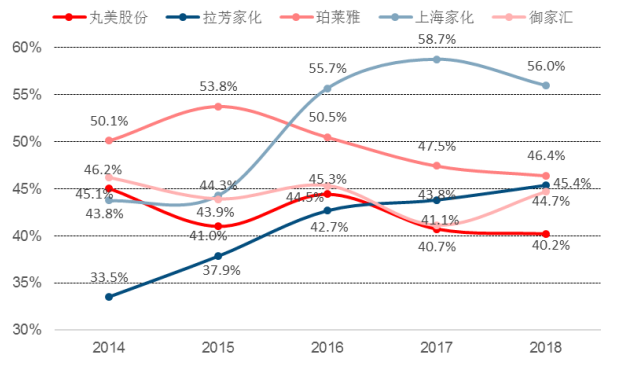
公司整体期间费用率处于同业较低位置，2017、2018 年均低于其他四家公司，显示公司较为出色的费用管控和内部效率。其中主要得益于销售费用率的下降，公司 2014-2016 年间广告宣传仍主要以代言人、电视广告等传统营销手段为主，销售费用率水平排名第二，但 2017 年开始迅速转向高性价比的网媒投放为主，精选大流量网络平台和综艺影视，大幅削减电视广告投放，带动销售费用率有效下降，2018 年已低于其余四家公司。

图表11： 2014-2018 年各化妆品上市公司毛利率对比



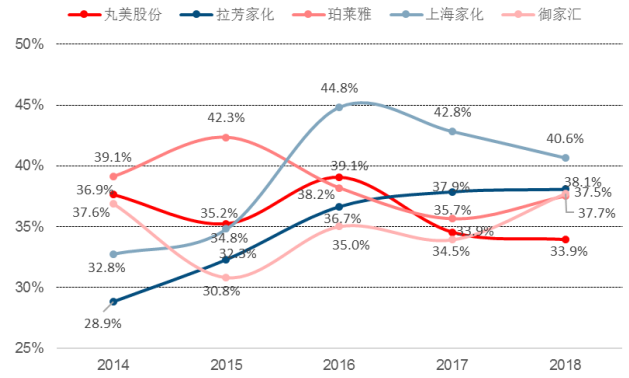
资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

图表12： 2014-2018 年各化妆品上市公司期间费用率对比



资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

图表13： 2014-2018 年各化妆品上市公司销售费用率对比

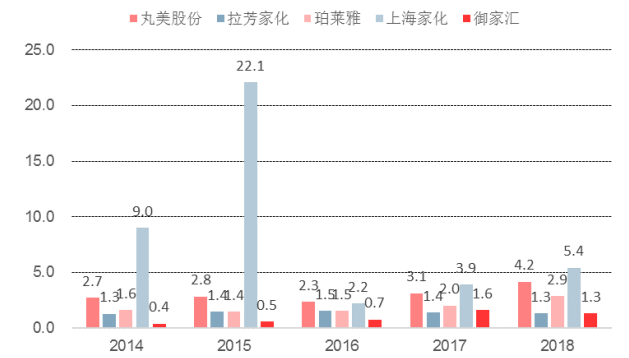


资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

图表12： 2014-2018 年各化妆品上市公司期间费用率对比

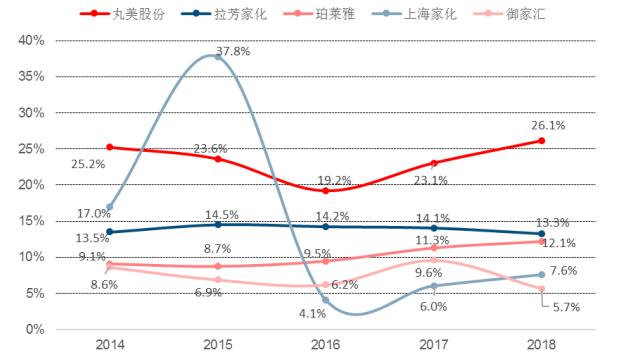
业绩端，近五年归母净利润规模持续高于珀莱雅、拉芳家化、御家汇，甚至在 2016 年高于停止花王代理业务后的上海家化，但近两年业绩仍低于上海家化，稳居第二名。不考虑上海家化影响较大的非经常性损益，公司净利率基本在 20%以上，显著高于同业，主要得益于公司主业高毛利率、低期间费用率的支持，2018 年公司净利率 26.1%，较上海家化、珀莱雅高出 14.0、18.5 个 pct，盈利能力十分突出。

图表14： 2014-2018 年各化妆品上市公司归母净利润对比



资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

图表15： 2014-2018 年各化妆品上市公司净利率对比



资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

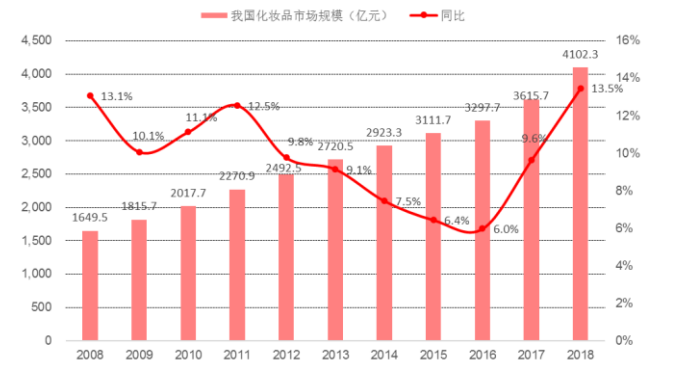
二、化妆品消费高增，护肤需求细分化、高端化

（一）我国化妆品空间大、景气高、动力足

根据 Euromonitor 统计，2008-2018 年我国化妆品市场规模 CAGR 达 9.53%。

- 2011 年之前，化妆品行业规模保持双位数增长，至 2011 年超越日本成为全球第二大市场，得益于化妆品企业跑马圈地式在全国布局；
- 2012-2016 年，化妆品作为可选消费品，与宏观经济有密切关系，随着国内宏观经济放缓、持续反腐以及电商冲击等，化妆品行业增速进入下行通道，2016 年增速进一步探底降至 6.0%；
- 2017、2018 年受益于化妆品消费逐渐成熟、电商渠道增长拉动以及千禧一代渐成消费主力，三四线城市消费升级加速推动高端化妆品领域增速显著提升，增速开始拐点向上。17/18 年化妆品规模分别同增 9.6%、13.5%至 3615.7 亿元、4102.3 亿元。

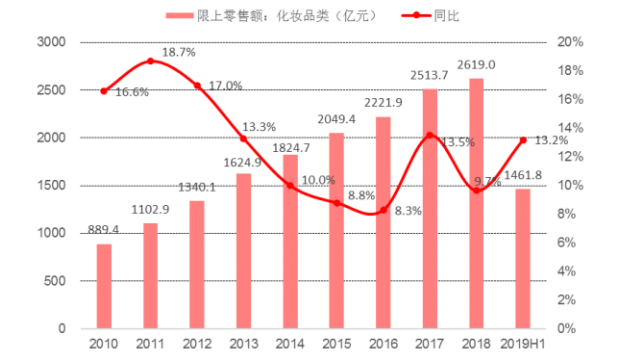
图表16： 我国化妆品市场规模及增速



资料来源：Euromonitor，中信建投研究发展部

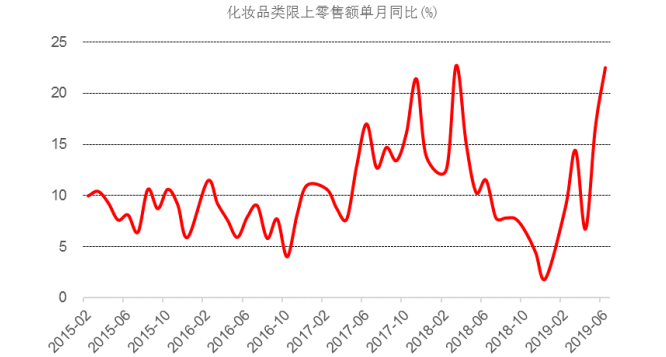
据国家统计局，2017 年 5 月开始化妆品单月限上零售额持续两位数增长，2017 年累计同增 13.5%至 2513.7 亿元，强势回暖延续至 2018H1，3 月单月增速 22.7%，为近七年最高点；下半年受消费大环境走低影响，增速有所放缓，至 12 月增速触底 1.9%，全年仍同增 9.7%，零售额突破 2610 亿元。2019 年触底迅速反弹，景气度维持，上半年累计同增 13.2%至 1461.8 亿元，6 月份增长 22.5%，为近八年来高点，是热度最高的消费品之一。

图表17： 化妆品限上零售额增速 2017 年出现显著提升



资料来源：国家统计局，中信建投研究发展部

图表18： 2015 年来化妆品限上零售额单月同比增长（%）

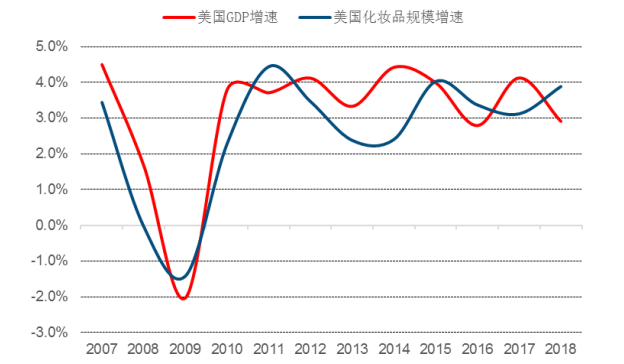


资料来源：国家统计局，中信建投研究发展部

1、宏观经济增长支撑民众化妆品需求，我国化妆品渗透率仍有很大提升空间

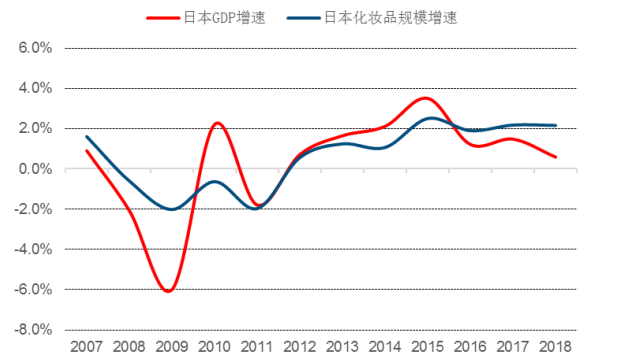
从全球范围内来看，作为可选消费品，化妆品行业发展情况与各国宏观经济增长体现出很强的同步性。我们对若干全球主要化妆品消费国进行测算，结果显示不管是发达国家还是新兴市场国家，近十年来 GDP 水平与化妆品规模两者相关系数均接近 1，趋势一致性很高，两者呈现明显的正相关，同时美国、巴西以及我国等化妆品规模相对于 GDP 水平呈现出比较明显的一年滞后期。

图表19： 美国 GDP 与化妆品规模增速情况



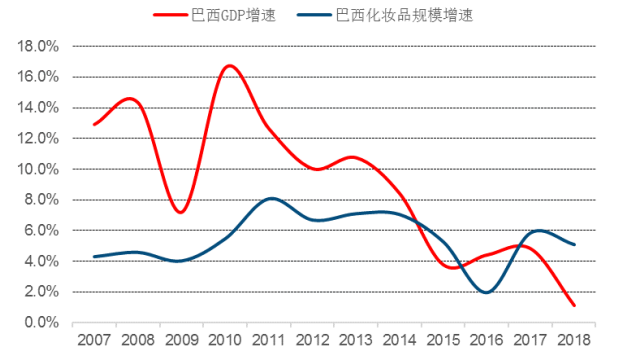
资料来源：WIND，Euromonitor，中信建投研究发展部

图表20： 日本 GDP 与化妆品规模增速情况



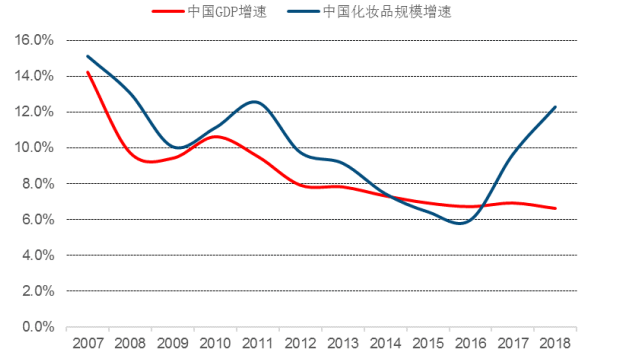
资料来源：国家统计局，中信建投研究发展部

图表21： 巴西 GDP 与化妆品规模增速情况



资料来源：WIND，Euromonitor，中信建投研究发展部

图表22： 中国 GDP 与化妆品规模增速情况

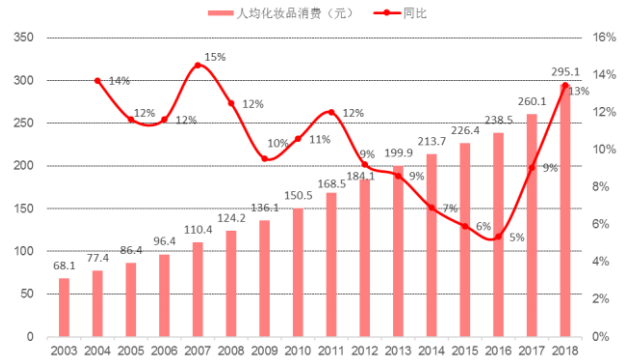


资料来源：国家统计局，中信建投研究发展部

因此宏观经济增长为民众化妆品需求带来支撑，21 世纪以来我国经济高速发展为居民可选消费规模大幅增长提供最基础动力，推动我国化妆品规模一路升至全球第二，继续保持高增。人均可支配收入的持续提升不断加大化妆品渗透率，**我国人均化妆品消费 2003-2018 年累计增长 3.3 倍，由 68.1 元增至 295.1 元**。

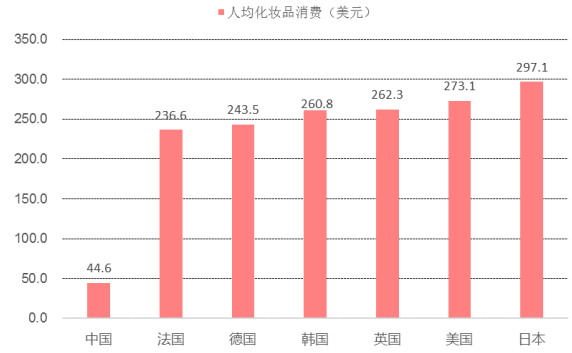
但在庞大人口基数下，目前化妆品渗透率离发达国家仍有相当大距离。据 Euromonitor 统计显示，2018 年我国人均化妆品消费经换算约 44.6 美元，仍远远落后于发达国家水平，美、日、韩、法、德、英等人均化妆品消费均在 230 美元以上，**从绝对额上我国人均消费还有近 5 倍提升空间。从品类上看，彩妆差距最大，我国人均彩妆消费仅为上述六国人均均值的 11%**，人均洗浴用品消费为 14%，差距最小的护肤品上，发达国家亦超出近 3 倍。**随未来经济进一步增长，民众对美容、外形的需求意识提升，化妆品渗透率长期增长的确定性确定性较高。**

图表23： 2003-2018 年我国人均化妆品消费稳步增长



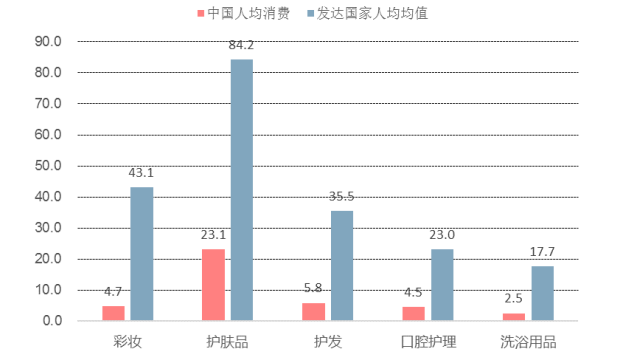
资料来源：WIND，Euromonitor，中信建投研究发展部

图表24： 2018 年我国化妆品渗透率与发达国家对比



资料来源：WIND，Euromonitor，中信建投研究发展部

图表25： 五大核心品类人均消费我国全面大幅落后（美元）



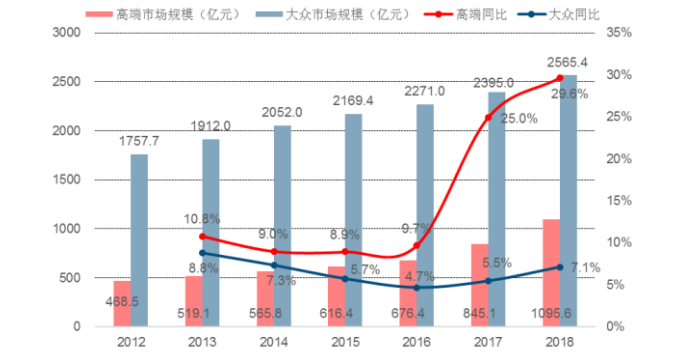
注：此处发达国家为美、日、韩、法、德、英六国。

资料来源：WIND，Euromonitor，中信建投研究发展部

2、三四线消费升级，中产扩容，高端需求增长弹性大

从消费层级上看，我国近年来化妆品市场呈现明显的高端引领趋势。Euromonitor 数据显示 2012-2018 年间，国内高端化妆品市场规模由 468.5 亿增长到 1095.6 亿；同期，大众市场规模由 1757.7 亿增长到 2595.4 亿。**虽然国内高端市场规模目前只有大众市场的三分之一左右，但 2012-2018 年间的 CAGR 高达 15.2%，2018 年同比增速高达 30%；而大众市场同期 CAGR 为 6.5%。**

图表26： 化妆品大众规模稳增，高端市场高增



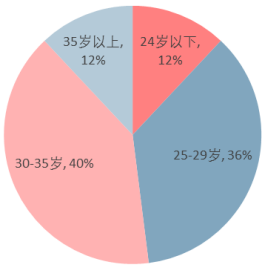
资料来源：Euromonitor，中信建投研究发展部

不断扩容的中产阶级消费品质要求高，尤其是对升级消费需求，具备极强的消费欲望，对国际知名品牌更为信任，网购支出比例也更高，高端化妆品与之消费需求完美契合。中产阶级表现出的消费能力、消费欲望，叠加低线城市日益增大的群体规模，成为高端化妆品领涨的重要驱动力。

3、千禧一代成为主力，消费者代际切换，新生代需求兴兴向荣

不同于发达国家成熟化妆品市场所呈现的随女性年龄增长，美容需求越强，化妆品消费水平越高的一般趋势，我国由于人均经济实力尚在成长、中老年消费者缺乏化妆品消费传统、互联网数字化营销等因素影响，社会美容意识崛起首先体现在 85、90 后群体中，更加重视颜值效益，目前构成化妆品消费主力。据新浪看点对 2017 年我国化妆品消费人群调查情况报道显示，25-35 岁群体化妆品消费占比达 76%，35 岁以上群体占 12%。

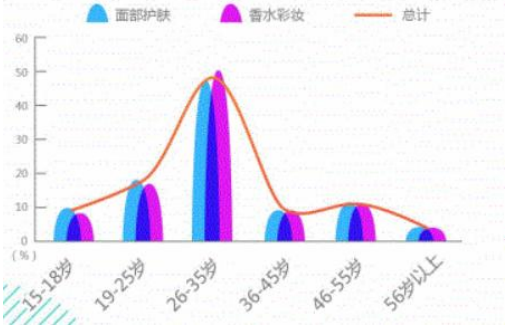
图表27： 年轻群体占据国内化妆品消费主力军



数据来源：新浪看点，中信建投研究发展部

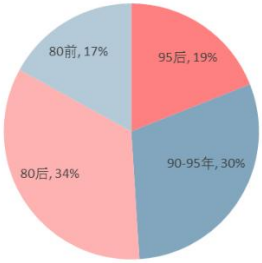
尤其是护肤、彩妆、香水等高阶品类，年轻一代消费意识、支出比例等都显著更高。据南都-京东消费研究所《2017 美妆消费报告》，2016 年 26-35 岁群体在面部护肤、香水彩妆消费占比及增速都显著高于其余年龄层。高端品牌 90 后用户占比高于全站 11%。《2017 中国美妆个护消费趋势报告》显示 2013-2016 年 80 后、90-95 年线上美妆消费合计占比达 64%。目前化妆品消费继续向 00 后渗透，在 18-22 岁群体中表现尤其突出。

图表28： 2016 年面部护理、香水彩妆消费者年龄占比（%）



数据来源：南都-京东消费研究所，中信建投研究发展部

图表29： 2013-2016 年线上美妆消费者年龄分布情况

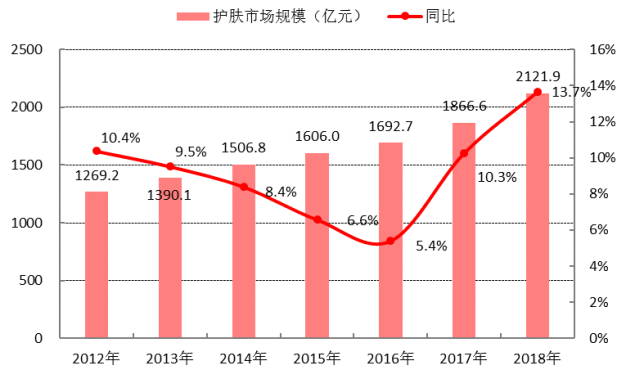


数据来源：CBNData，天猫美妆，中信建投研究发展部

（二）护肤：化妆品第一大品类，面膜本土品牌主导

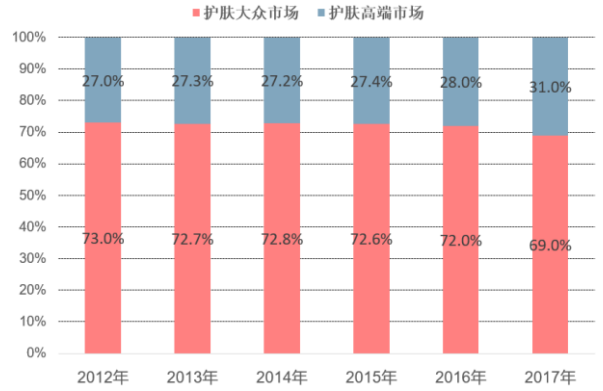
据 Euromonitor 数据统计，2012-2018 年中国护肤品市场规模 CAGR 达 8.9%，高于整体 7.7%的增速。2012 年起受宏观经济增速放缓影响，护肤市场增速有所减弱，2017 年受益于整体零售回暖，护肤市场规模同增 10.27%至 1866.6 亿元，占比 52.62%。2018 年继续加速增长 13.7%至 2121.9 亿元，系化妆品第一大市场。

图表30： 我国护肤品市场规模及增长情况



资料来源：Euromonitor，中信建投研究发展部

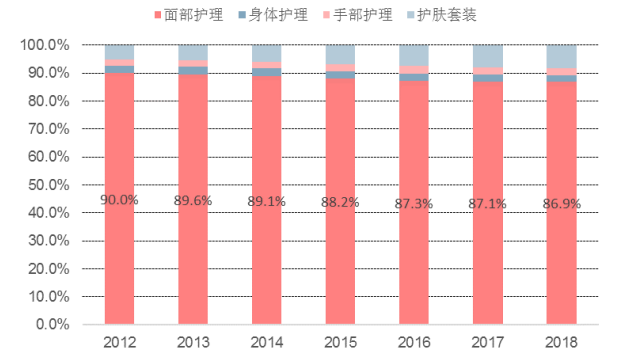
图表31： 2012-2017 年中国护肤高端市场占比小幅提升



资料来源：Euromonitor，中信建投研究发展部

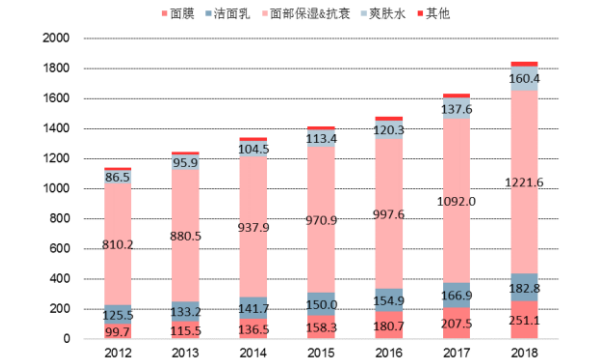
按照部位来分，护肤品包括身体护理、面部护理、手部护理及护理套装。面部护理占绝对主体，2012-18 年占护肤品整体规模 87%-90%，由 1141.6 亿元增至 1844.1 亿元，CAGR 为 8.3%，其中根据功能包括面膜、洁面乳、面部保湿&抗衰、唇部护理、爽肤水等：面膜增长最快，2012-18 年 CAGR 达 16.6%。面部保湿&抗衰占比最高，2018 年 1221.6 亿元，占比达 66%。

图表32： 面部护理占护肤品整体近 90%



资料来源：Euromonitor，中信建投研究发展部

图表33： 面部护理产品结构，面膜增长最快（亿元）

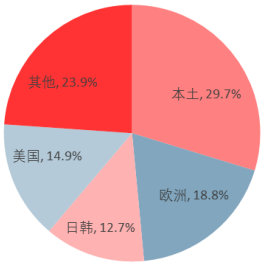


资料来源：Euromonitor，中信建投研究发展部

从竞争格局来看，2018 年我国护肤行业市占率超过 0.1%的企业共 52 家，市占率合计占比达到 79.2%，其中本土品牌数量 19 家，份额合计 37.5%，表现不仅优于本土其他化妆品类，而且在竞争激烈的护肤市场中领先欧洲、美国、日韩，占得最高份额，表明本土护肤优秀企业在经历国际巨头围剿期后已经稳住阵脚，逐步培养出属于自己的细分客群与独特竞争力。进口护肤产品中欧洲、日韩、美国品牌为主，其中市占率大于 0.1%的公司所占份额分别为 23.7%、16.0%、18.8%。

2018 年中国护肤市场 CR10 为 45.7%，其中，本土品牌占 4 个，欧美品牌占 4 个，日韩系品牌占 2 个。欧莱雅市占率达 10.0%，领先优势较大。国内龙头公司表现不俗，近年来强势追赶，上海上美、百雀羚、伽蓝与上海家化已分列第 4、5、7、10 位，市占率分别达到 4.5%、4.4%、4.1%与 2.4%，并在多年的潜心积淀中产生了韩束、自然堂、佰草集、百雀羚等受到国内消费者追捧的知名产品。

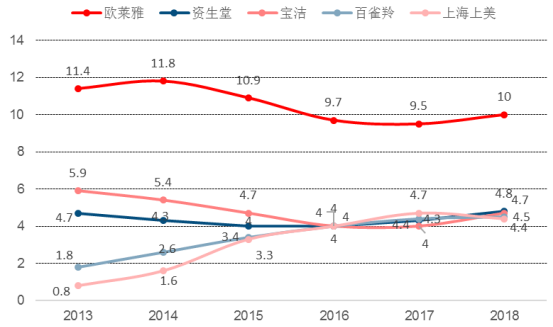
图表34： 2018 年中国护肤市场品牌公司归属地格局



注：其他类表示市占率<0.1%的公司以及市占率>0.1%中不属于上述四个地区的公司所占份额

资料来源：Euromonitor，中信建投证券研究发展部

图表35： 近五年本土公司在护肤品市占率强势追赶（%）



资料来源：Euromonitor，中信建投证券研究发展部

（三）眼部护理：加速增长，技术性强，客单价高

眼部护理属于护肤产品中规模最大的面部护理。眼部皮肤具有以下特性：（1）眼睛周围皮肤是人体最薄弱的肌肤；（2）生活不规律、坏习惯等对皮肤的损伤会更直接、更迅速地反映在眼部皮肤上，如黑眼圈、浮肿、血红丝等皮肤问题；（3）眼部皮肤是人体运动最频繁的部位，因此皮肤衰老通常在眼部首先体现，如鱼尾纹、松弛等；（4）日常面部护理中，眼周肌肤经常受到拉扯，容易产生细纹；（5）普通面部护肤品对于眼周肌肤过于营养或不够细腻，难以吸收，反而会导致脂肪粒等新问题。

由于以上复杂特性，使得眼部护理产品成为护肤品中最常用、需求度最高，但也最具专业性、技术性的产品之一。一般将眼部产品根据质地分为 4 类——眼霜、眼胶、眼膜、眼部精华液。

图表36： 四类眼部产品一览

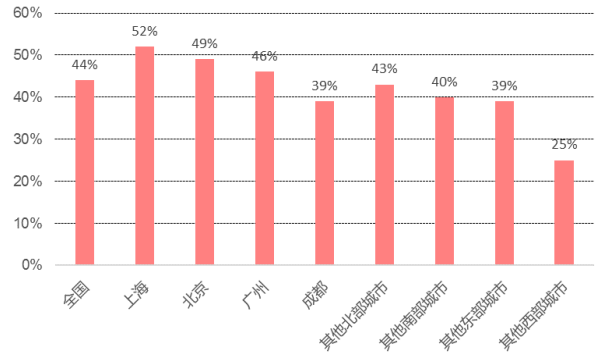
产品品类	产品介绍	功效	图示
眼霜	霜状眼部护理产品，质地浓稠，富含多种眼部保养成分	改善皱纹、小细纹、黑眼圈以及眼袋等大多数眼部问题	
眼胶	又称眼部啫喱，与眼霜类似，但胶状质地更清爽，可用于敏感肌	眼部保湿、消除眼袋、黑眼圈、舒缓肌肤、防止老化等	
眼膜	与面膜类似，敷于眼部周围，作为眼部肌肤急救产品	快速缓解因熬夜、生理期等导致的浮肿、黑眼圈等，消除眼部疲劳，补充水分、增加弹性	
眼部精华液	高端眼部护理品，凝胶状精华，质地轻薄，渗透力和浓度比眼霜更强	紧致眼部皮肤、缓解疲劳、抑制黑眼圈，但保湿效果较低，通常和眼霜结合使用	

资料来源：互联网公开资料，中信建投研究发展部

据凯度消费者指数在 2017 年提供数据显示，**全国城市市场女性眼部护理近三年呈加速成长，2016/17 年度（2016.4.1-2017.3.31）中国眼部护理市场规模达到 110 亿元，同比增长 9%**，其中眼霜占据 50%以上份额。CBNData《2017 线上眼部护理用品相关消费系列研究》报告显示 2016 年、2017 年线上眼部护理产品销售规模分别同增 17%、27%。

与其他护肤产品类似，眼部护理目前用户也主要以女性为主，据前瞻产业研究院数据，一般女性认为 25 岁以后眼部肌肤状况就开始下滑，其眼部护理产品使用频率远远高于男性，**2017 年我国眼霜购买率达到 44%。**其中一线城市女性护理眼部意识强，购买普及率高，如上海购买普及率达到 52%，居全国之首，在中西部地区普及率仍有较大提升空间。

图表37： 2017 年全国女性眼霜购买率情况

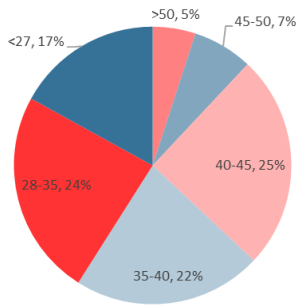


数据来源：前瞻产业研究院，中信建投研究发展部

从年龄结构看，由于眼部肌肤的薄弱、与衰老更加相关以及在面部的重要性，使得眼部护理通常具备较长的护理周期，对于中老年女性中也有持续护理需求。再加上客单价较高，对经济实现要求高，**因此相比其他护肤品类，眼部护理中老年客群占比相对较高，**其中高端产品和品牌通常被冠以**“贵妇产品”**之名。前瞻产业研究院数据显示，2017 年 35 岁以下人群占眼部护理总人群为 41%，远低于化妆品整体 35 岁以下消费者占绝对主力的水平。

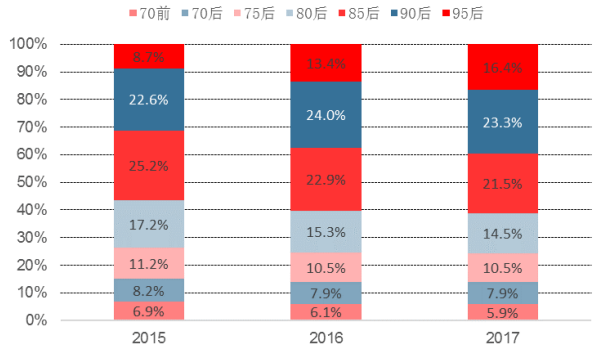
但随着近年来年轻消费者经济实力提升、年轻女性对眼部肌肤护理的愈加重视、本土及国外平价品牌的扩张，眼部护理同样呈现不断年轻化的态势。尤其是线上消费上，年轻消费者已经占据主力，CBNData 报告显示 2017 年我国线上眼部护理产品 35 岁以下消费者（85 后及之后）占比达到 61.2%，较 2015 年提升 4.7pct。

图表38： 2017 年眼部护理消费人群年龄结构



资料来源：前瞻产业研究院，中信建投研究发展部

图表39： 2015-2017 年线上眼部护理产品消费者年龄结构



资料来源：CBNData，中信建投研究发展部

从价格带和品牌档次来看，根据 CBNData 对 2017 年的统计，线上眼部护理产品高端线中约 76%产品价格在 300 元以上，其规模和增速领先于中低端产品。大众线（中端）产品 90%在 300 元以下，其中 100-300 元是主力价格带，占到 67%。100 元之下的可以视作低端或者超低端线。

由于眼部护理产品技术性较高，**目前我国高端线基本全部被国外知名品牌占据，以欧美品牌为主。日韩产品则以大众线平价产品居多**，100-300 元产品占一半。**国货则更向下沉寻求差异化市场**，100 元以下产品占到 59%；中端产品占 38%，可视作部分优秀本土品牌的向上渗透；高端产品仅占 1%，低于日韩品牌，可以看出国货眼部产品升级空间巨大。

图表40： 2017 年线上眼部护理产品价格带分布情况

价格	高端线	国货线	新锐线	日韩线	大众线
0-100	4%	59%	80%	41%	24%
100-200	4%	29%	11%	30%	37%
200-300	15%	9%	6%	20%	30%
300-400	23%	2%	1%	7%	5%
400 及以上	53%	1%	2%	3%	5%

资料来源：CBNData，中信建投研究发展部

从前述产品特性可以看出，不同于其他面部护理产品对保湿、美白等基础功效的要求，眼部护理更注重延缓衰老、祛皱、去黑眼圈等细分特定功效，同时因为眼周皮肤对护肤产品温和性和抗敏性有更高要求，使得眼部护肤产品包含更高的技术含量。**因此在产品成本和市场定位双重因素下，眼部护肤产品通常具有单件容量少、销售单价高的特点，产品平均单位价格要明显高于其他护肤品。**以雅诗兰黛为例，其眼部护肤类价格约在 20 元-65 元/ml 之间，远远高于其脸部洁肤、脸部膏霜乳液和面膜价格带。

图表41： 雅诗兰黛各品类价格带对比表

产品品类	价格范围	代表产品
眼部护理类	20 元~65 元/ml	小棕瓶密集修护眼精华、肌透修护眼部精华霜
脸部洁肤类	2 元~4.5 元/ml	鲜活亮采红石榴二合一洁面乳、肌透修护洁面乳
脸部膏霜乳液护肤类	2 元~18 元/1ml	特润修护肌透精华露、肌初赋活原生液
面膜	100 元~170 元/片（4 元~6.8 元/ml）	密集修护肌透面膜、多效智妍面膜

注：一般一片面膜有 25ml 左右的精华，照此换算。

资料来源：雅诗兰黛官网，中信建投研究发展部

三、以眼部护肤为突破口，向综合化妆品集团迈进

（一）品牌端立足丸美本土顶尖定位，开拓多元化空间

公司目前包括**三个差异化品牌——丸美、春纪、恋火**。主品牌丸美以眼部护理为突破口，致力于打造满足知性女性肌肤综合需求的护肤方案，目标客群约 25-45 岁，2007 年公司推出春纪，相比丸美更加年轻化、大众化，以“天然食材养肤”为理念，为青春女性打造天然护肤方案，目标客群约 18-35 岁。2017 年公司创立恋火，切入美妆领域，以“自信时尚”为品牌内涵。**如此公司完成中高端-大众、眼部-其他综合护肤、中年-青春女性、护肤-彩妆的多元化品牌、品类架构。**

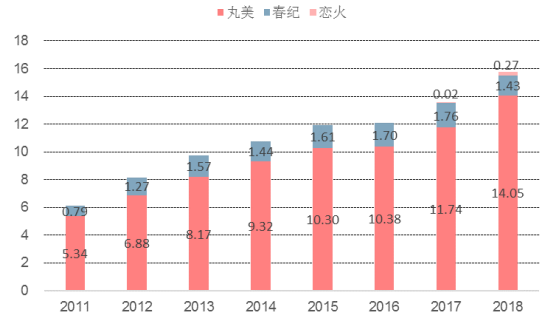
图表42： 公司三大品牌情况

品牌名称	商标	风格	推出时间	核心年龄层	产品展示
丸美	MARUBI 丸美	尊贵优雅	2000 年	25-45 岁	
春纪	春纪	青春时尚	2007 年	18-35 岁	
恋火	Passional Lover	现代时尚	2017 年	18-40 岁	

资料来源：公司招股说明书，中信建投研究发展部

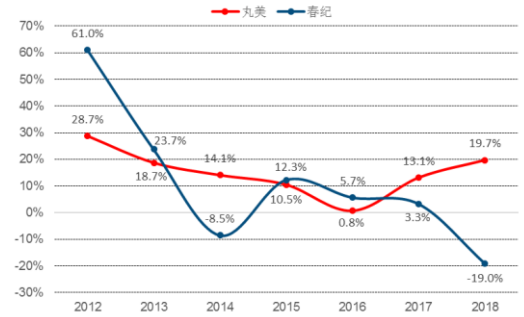
收入上，**丸美**占据公司收入绝对主体，2011 年来占比基本在 85%以上，2018 年占到 89%。品牌收入由 2011 年的 5.34 亿元增至 2018 年的 14.05%，CAGR 为 14.8%，2016 年增速触底后持续回暖，2018 年同增 19.7%。而**春纪**收入波动性更大，主因品牌力不及丸美，且年轻大众护肤市场竞争激烈，2012 年收入在 1-2 亿元之间，2018 年同降 19.0%至 1.43 亿元，主因中止屈臣氏、大润发代销业务影响。**恋火** 2018 年收入 0.27 亿元，仍处培育期。

图表43： 2011-2018 年公司三大品牌收入情况（亿元）



资料来源：招股说明书，中信建投研究发展部

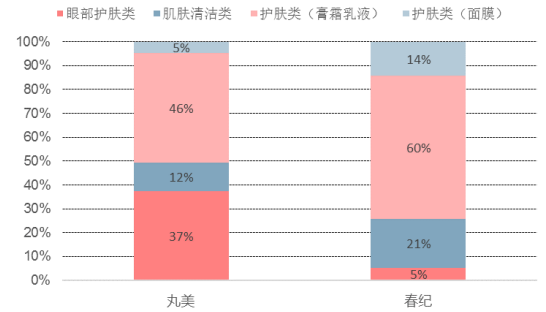
图表44： 2012-2018 年丸美和春纪收入增速



资料来源：招股说明书，中信建投研究发展部

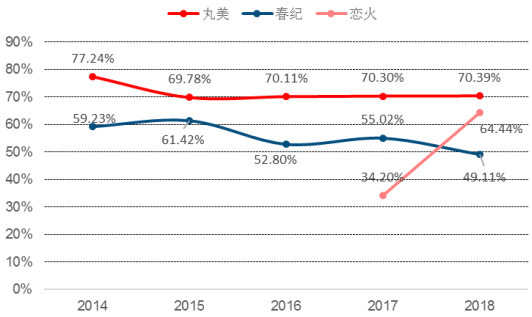
产品结构上，丸美和春纪差别较大，丸美专注眼部产品优势，2018 年眼部护肤收入占比达到 37%。而**春纪偏向常规大众护肤品牌，以普通护肤产品为主**，膏霜乳液护肤品收入占比达到 60%，而眼部护肤仅占 5%，同时洁肤、面膜产品占比也均高于丸美。可以看出公司仍基本将眼部产品集中于丸美品牌，由此使得品牌毛利率基本在 70%以上，显著高于春纪，春纪毛利率则因促销力度的加大、线上占比提升而持续下降，2018 年已比丸美毛利率低约 30 个 pct。

图表45： 2018 年丸美和春纪收入产品结构



资料来源：招股说明书，中信建投研究发展部

图表46： 2014-2018 年公司三大品牌毛利率情况



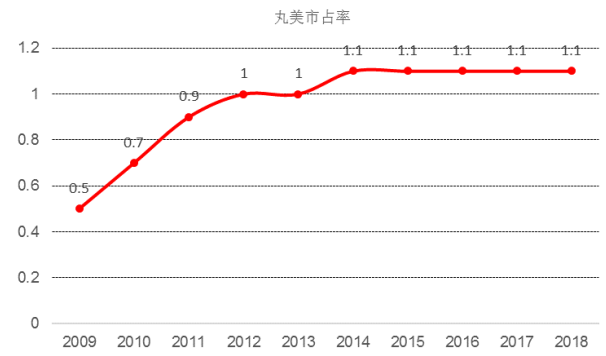
资料来源：招股说明书，中信建投研究发展部

- **丸美：眼部护肤市占率领先，定位高于绝大多数本土品牌**

据 Euromonitor 数据显示，**2018 年丸美品牌在我国护肤行业市占率达到 1.1%，较 2009 年提升 0.6 个 pct**，近五年均稳定在该份额水平，**排名第 22 位，本土品牌中排名 11 位。**

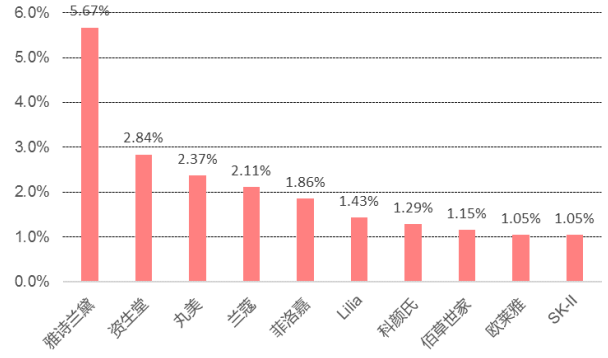
在优势眼部护肤行业，丸美份额较为突出，据用户说发布的《2018 年中国眼部护理趋势报告》显示，眼部护肤行业非常分散，2017/18 年度（截止九月底）天猫、淘宝眼部产品销售突破 47 亿元，其中前十名仅有三个本土品牌，雅诗兰黛、资生堂分别以 5.67%、2.84%份额占据 TOP2，丸美以 2.37%排名第三，超过兰蔻、科颜氏、SK-II、欧莱雅、LAMER 等国际大牌。

图表47： 2009-2018 年丸美品牌在我国护肤行业市占率



资料来源：Euromonitor，中信建投研究发展部

图表48： 2017.9-2018.9 天猫淘宝眼部产品销售份额



资料来源：用户说，中信建投研究发展部

从品牌定位上看，眼部护肤不同档次定价差异巨大，**丸美眼部护肤大致处于中高端，即 100-300 元大众市场和 300 元以上高端线均有，目前前者占比高于后者。**我们选取截止 7 月 18 日丸美天猫旗舰店单月销量 TOP10 眼部产品进行比较，可以看到其中 6 款单品价格位于 300 元以下，且销量前五均在 300 元以下，但都在 100 元以上。同时也不乏 400 元以上高端产品，最高的龙头产品弹力蛋白眼精华价格达到 548 元。

图表49： 丸美天猫旗舰店单月销量 TOP10 眼部护理产品（截止 2019 年 7 月 18 日）

产品名称	产品展示	功效	产品价格	上市时间	天猫旗舰店单月销量
丸美 BB 新肌雪睛眼霜		细腻养护 滋润眼肌	138 元/20g	2017	9000+
丸美眼部多元修护精华素		紧致眼周 改善眼袋	112 元/15ml	2015	4859
丸美新肌丝滑眼霜		眼部润养	233 元/30g	2014	3183
丸美紧致眼袋眼凝胶		紧致眼袋 淡化眼纹	178 元/25g	2014	2763

丸美弹力蛋白日夜眼精华		提拉紧致 淡化鱼尾纹	438 元/20g	2012	1342
丸美巧克力青春丝滑眼乳霜		改善眼部 潜在老化	268 元/25g	2015	1439
丸美明眸亮采黑眼膜		紧致眼袋 淡化眼纹	158 元/7 片	2016	1169
丸美弹力蛋白凝时紧致眼精华		紧致眼肌 滋养弹润	498 元/20ml	2014	584
丸美白色之恋淡黑眼霜		淡化眼部暗沉	338 元/35g	2017	479
弹力蛋白眼精华		紧致眼肌 淡化眼部细纹	548 元/20g	2007	475

资料来源：丸美天猫旗舰店，中信建投研究发展部

横向对比看，**丸美在本土眼部护肤产品中属于顶尖梯队，高于其余绝大多数品牌，价格带仅次佰草集。**整体来看，我们对市面主要眼部产品品牌根据每毫升价格进行换算梳理，考虑各品牌头部产品价格，将品牌档次分为四个梯队：**第一梯队是头部价格在 100 元/ml** 以上的如 **LAMER、莱珀妮、CPB、赫莲娜**等，属于真正意义上的奢侈护肤品牌；**第二梯队头部价格 50-100 元/ml**，包括**雅诗兰黛、资生堂、兰蔻、SK-II** 等代表性高端品牌，也是目前线上份额最大眼部护肤品线；**第三梯队头部价格在 10-50 元/ml**，包括**丸美、科颜氏、倩碧、巴黎欧莱雅、佰草集等**，产品横跨中高端；第四梯队则低于 10 元/ml，以主打性价比的大众平价眼部护肤品线为主，包括珀莱雅、韩国 AHC 等。

图表50： 各品牌眼部产品价格带对比表

	品牌名称	单价价格区间（元/ml）	代表产品
第一梯队	**LA MER 海蓝之谜**	110～220 元	海蓝之谜浓缩修护眼部精华霜、海蓝之谜鎏金焕颜精华眼霜
	La Prairie 莱珀尼	100～255 元	鱼子精华琼贵眼霜、纯皙紧致眼霜
	CPB 肌肤之匙	50～130 元	CPB 晶致眼霜、CPB 光透白眼部精华乳
	HR 赫莲娜	50～130 元	赫莲娜绿宝瓶眼部精华、赫莲娜至美琉光恒采眼霜
第二梯队	**雅诗兰黛**	20～70 元	雅诗兰黛小棕瓶眼精华、雅诗兰黛白金级紧颜眼霜
	资生堂	30～80 元	资生堂盼丽风姿抗皱修护眼霜、时光琉璃御藏臻采抗皱眼霜
	兰蔻	35～55 元	兰蔻菁纯眼霜、兰蔻小黑瓶眼部精华
	SK-II	40 元+	SK-II 大眼眼霜
第三梯队	**倩碧**	17～26 元	倩碧水磁场眼霜
	科颜氏	15～35 元	科颜氏牛油果眼霜、科颜氏多重紧致眼部精华乳

第四梯队	佰草集	10～40 元	佰草集新玉润保湿眼部啫喱、佰草集肌本清源眼霜
	巴黎欧莱雅	8～32 元	欧莱雅金致臻颜松露奢养肌活眼霜、欧莱雅紫熨斗全脸眼霜
	丸美	4~28 元	丸美弹力蛋白眼精华、丸美白色之恋淡黑眼霜
	珀莱雅	5～10 元	珀莱雅靓白芯肌晶采眼霜、珀莱雅水漾肌密眼部凝露
	AHC	3～8 元	AHC 黄金眼霜、AHC 红韵洛神抗氧化眼霜

注：部分产品规格单位为g，按照1g=1ml 进行换算。

资料来源：各品牌线上旗舰店，中信建投研究发展部

- **春纪：主打年轻大众护肤，200 元以下单品为主**

春纪主要作为公司在丸美之外对大众市场、年轻市场和综合护肤领域的多元化补充。品牌以**“天然护肤”、“食材养肤”**为理念，90%以上原料纯进口，精选全球优质食材原产供应商并签订合作协议，确保优异天然品质。**旗下护肤产品完善丰富**，覆盖洁面、爽肤水、乳液、金华、面霜、眼霜、底妆、防晒、面膜等，满足补水保湿、控油平衡、深层清洁、美白亮肤、抗蓝光紧致、防晒等全方位需求。品牌重视风格设计，聘请法国设计团队设计独特瓶型，突出活泼灵动，吸引年轻消费者，荣获 2018 年国际包装设计金奖。

图表51： 春纪代表性瓶型图示

数据来源：春纪品牌官网，中信建投研究发展部

从定价来看，春纪以 200 元以下单品为主，100 元以下产品占比较大。品牌官网五大龙头单品价格除本身即属于最高端品类的精华外，其余价格均在 150 元以下。品牌天猫旗舰店销量 TOP10 产品中有 7 款都低于 100 元。可以看出公司将春纪与丸美定位和客群明显拉开差距，形成互补。

图表52： 各品牌眼部产品价格带对比表

	品牌名称	产品单价（元）
官网明星单品	春纪黑白摩登淡斑精华液	141
	春纪咖啡焕肤菁华露	149
	春纪特护安瓶倍护精华液	239
	春纪黑白摩登皙白霜	111
天猫旗舰店销量 TOP10	春纪杨梅保湿水凝乳	125
	春纪保湿原液	29.9
	春纪杨梅保湿水乳套装（活肤液+润肤乳）	99
	春纪参茸调理水+赋能乳	159
	春纪弹力水乳两件套	89
	春纪哈哈面膜礼盒（20 片）	129.9

春纪一清二净卸妆液	29.9
春纪动感透净三件套	89
春纪参茸水乳套装	159
春纪动感透净洁面乳	19.9
春纪杨梅保湿眼部按摩精华	19.9

资料来源：春纪官网，品牌天猫旗舰店，中信建投研究发展部

（二）本土眼部护理龙头，高 ASP 拉高毛利率

公司为**本土眼部护理龙头，**通过近 20 年的发展形成完整的、具备竞争力的眼部护理产品线。同时公司以眼部细分差异化优势为基础，逐渐向其他大众护肤品类及彩妆扩张，向综合性大众化妆品集团迈进。目前公司产品涵盖眼霜、精华、乳液、面霜、洁面、面膜等多个种类，根据产品特性，主要产品可分为**眼部护肤类、肌肤清洁类、护肤类（膏霜乳液）、护肤类（面膜）、彩妆**及其他。

图表53： 丸美主要产品介绍

产品类别	主要功能与用途	主要产品	产品展示
眼部护肤类	涂抹于眼部肌肤，起到缓解眼袋、细纹等眼周肌肤问题的作用	丸美弹力蛋白凝时紧致眼精华、丸美白色之恋纯白淡黑眼霜等	
肌肤清洁类	清洁面部肌肤	丸美雪绒花纯净保湿洁面乳、春纪杨梅保湿洁面泡沫等	
护肤类（膏霜乳液）	涂抹于面部肌肤，起到保湿、滋养皮肤的作用	丸美雪绒花纯净保湿水凝乳、丸美弹力蛋白凝时紧致乳等	
护肤类（面膜）	呈膏状或是片状，涂抹或轻敷于面部，用于改善肌肤质量	丸美巧克力青春丝滑睡眠面膜、春纪杨梅保湿睡眠面膜等	
彩妆类	用于面部的美化用品，如腮红、眼影、口红等	恋火红韵缤纷亮颜腮红、恋火果色缤纷四色眼影	

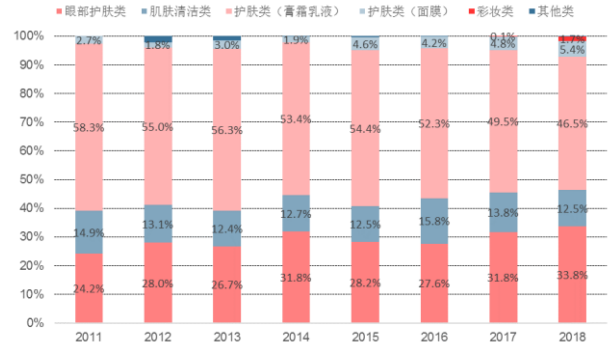
资料来源：招股说明书，中信建投研究发展部

收入上看，**眼部护肤、肌肤清洁、膏霜乳液护肤是公司三大主力产品**，其中膏霜乳液护肤占比最高，2018 年达到 46.5%，但较前几年有所下降，2011 年占比高达 58.3%。肌肤清洁产品 2018 年占比 12.5%，尽量占比也有所下降。而**眼部护肤产品占比则呈现波动上行，由 2011 年的 24.2%增至 2018 年的 33.8%**，近两年份额持续上升。

增速上，眼部护肤、肌肤清洁、膏霜乳液护肤 2011-2018 年收入 CAGR 分别为 20.0%、11.6%、10.8%，**眼部护肤收入由 2011 年 1.48 亿元增至 2018 年 5.32 亿元**，在 2015-16 两年线下销售不及预期后，**2017-18 年依靠出色新品如多肽系列、第五代弹力蛋白精华素等实现强势反弹**，收入分别同增 28.7%、23.9% 。

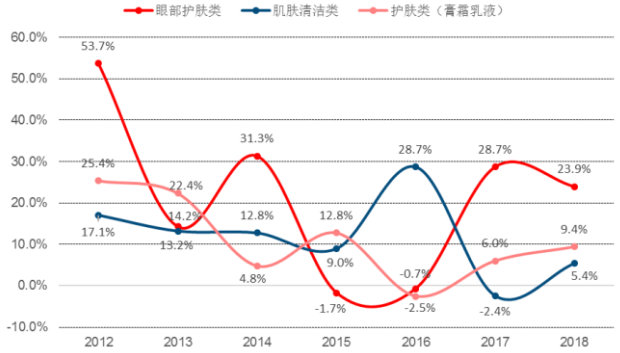
面膜产品占比仍较低，但增速最快，2011-2018 年收入 CAGR 为 26.6%，2018 年收入 0.86 亿元，占比升至 5.4%。**彩妆**产品则是公司 2017 年以自设新品牌“恋火”切入，2018 年实现收入 0.27 亿元，同比增长超 15 倍，占比 1.7%，仍处培育期。此次 IPO 募投项目中包括彩妆产品生产建设项目，将增设丸美彩妆产品，未来公司彩妆产销将持续提升。

图表54： 2011-2018 年公司收入分产品结构



资料来源：招股说明书，中信建投研究发展部

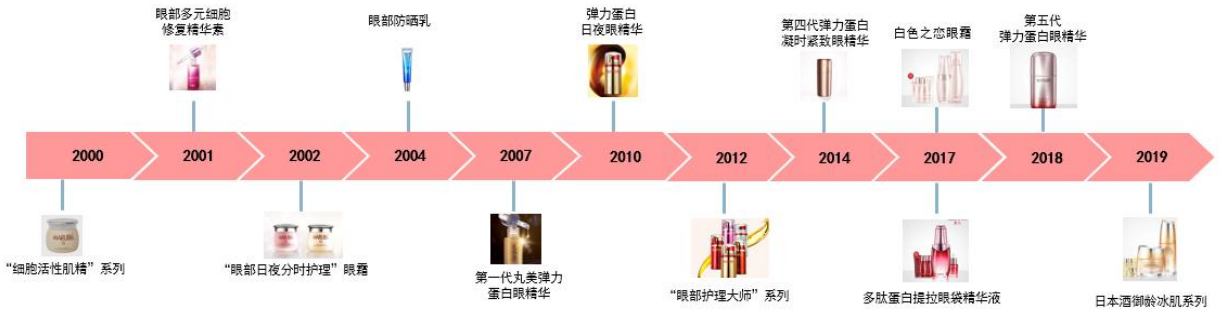
图表55： 2012-2018 公司三大主要产品收入增速



资料来源：招股说明书，中信建投研究发展部

作为本土眼部护理代表品牌，**丸美自 2000 年成立初始就专注于眼部肌肤护理**，以“眼部护理专家”为品牌定位，瞄准细分市场差异化竞争。丸美在最初的“**细胞活性肌晶系列**”中创新性地推出 4 款眼部产品，并在 2001 年开发出**眼部多元细胞修复素**“眼部动力，打开吸收胃口”的优势技术；2002 年开发“眼部日夜分时护理”眼霜；2004 年推出**眼部防晒乳**，成为国内第一支获得特殊用途化妆品许可的产品；2007 年则以**丸美弹力蛋白眼精华**的问世成为里程碑，其为品牌最成功的产品；2012 年丸美同时推出“**眼部护理大师**”系列共 5 款眼部产品，再次提高技术含量；2016-2018 年相继推出**白色之恋系列、多肽蛋白提拉眼袋精华液、第五代弹力蛋白眼精华**等重磅新品，并**加大了较高端产品的开发力度**，如日本花弹润娇嫩系列等，逐渐提升品牌层级。

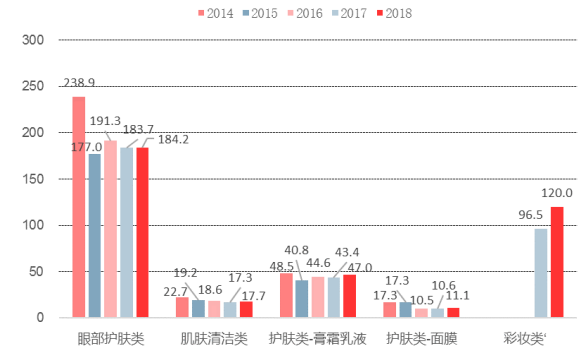
图表56： 丸美品牌主要眼部护理产品发展流程



资料来源：品牌官网，中信建投研究发展部

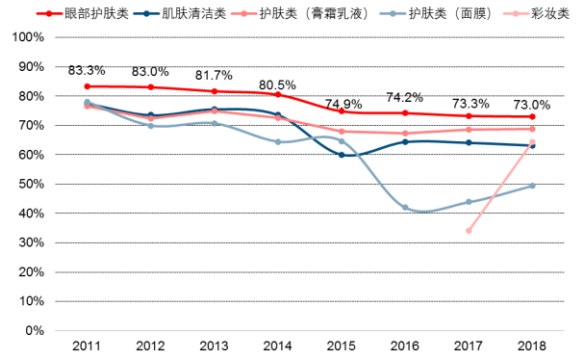
正如前述，眼部护理产品单价通常高于其他护肤品类，公司亦如此。**2014-2018 年公司眼部护肤产品销售均价（产品总收入/产品总销量，公司以经销为主，因此均价接近经销价格水平，而非终端零售价）均在 175 元/百克以上，远远高于其他品类**，各年均价变动主要是推出高端/平价新品和促销力度变动的综合结果。**因此眼部护肤产品毛利率也一直居首，2011 年来一直在 73%以上**，期间缓慢下降主因线上销售占比扩大使得整体折扣率下降，但眼部护肤产品销售占比的波动上升对公司综合毛利率起到关键的拉动作用。

图表57： 2014-2018 年公司各产品销售价格（元/百克）



资料来源：招股说明书，中信建投研究发展部

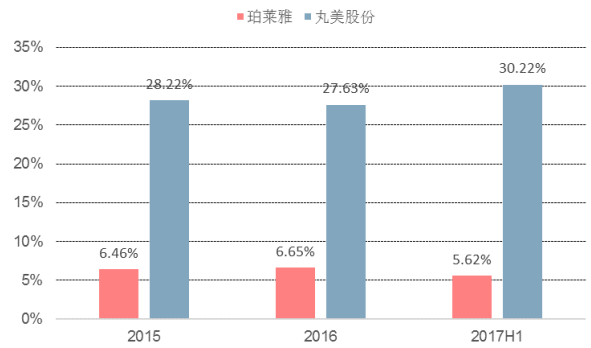
图表58： 2011-2018 年公司各产品毛利率情况



资料来源：招股说明书，中信建投研究发展部

横向对比看，**也正因为公司长期在眼部护肤的优势，眼部产品销售占比高于国内同业，是公司综合毛利率处于同业较高水平的主要原因之一。**如珀莱雅 2015-2017H1 眼部产品销售占比低于 7%，而公司均高于 27%，产品结构有较大差异。

图表59： 珀莱雅和公司眼部护肤产品销售占比对比



注：珀莱雅眼部护肤产品为眼霜，2017H1 后未再披露该数据。

资料来源：招股说明书，中信建投研究发展部

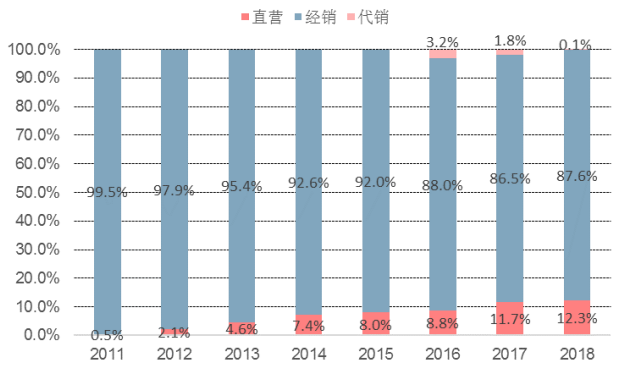
（三）全渠道覆盖，经销为主，线上高增

1、经营模式：经销为主，网点超 16500 家，直营电商高增

公司以经销为主，直营为辅，**经销部分覆盖百货、CS、KA（春纪品牌）、美容店和线上全渠道，直营包含百货和线上。目前公司经销业务贡献绝大部分收入，占比 85%以上**，经销收入从 2011 年 6.1 亿元增至 2018 年 13.8 亿元，CAGR 为 12.4%。**直营业务从 2011 年开始拓展，保持高速发展**，至 2018 年增至 1.9 亿元，CAGR 为 83.4%，占总收入比例升至 12.3%。公司直营主要在百货商场设立直营百货专柜、在线上平台自营网店。公司在主要城市内设立报货直营专柜以品牌宣传为主，产品销售为辅，**直营电商**则为主要直营收入来源。

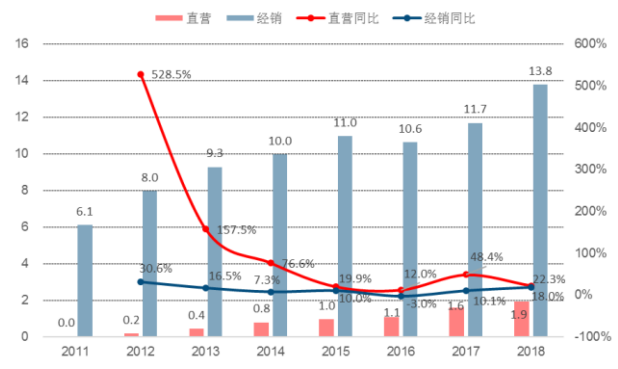
此外公司在 2016 年开始与屈臣氏、大润发开展春纪产品代销业务，但由于销售和盈利不及预期，已分别于 2017 年 7 月、2018 上半年终止与两者的代销合作，目前公司已无代销业务。

图表60： 2011-2018 年公司渠道收入结构



资料来源：招股说明书，中信建投研究发展部

图表61： 2011-2018 年公司经销、直营收入情况（亿元）



资料来源：招股说明书，中信建投研究发展部

作为公司最大的收入来源，经销业务帮助公司实现在前期发展中迅速在二三线城市 CS、百货、美容院等渠道扩张。公司建立完善的经销体系，对相同渠道经销商实施相同销售折扣，2018 年公司三大品牌向所有平台经销商发货折扣均在 3.5 到 4 折，除了恋火品牌 CS 点折扣从 0.35 提高到 0.4 外，其余折扣水平近三年没有变化。

同时公司对每款产品均设定终端建议零售价，通过销售指导价格的形式，给予经销商终端销售价格的指导。公司与经销商签署《关于维护市场秩序的承诺》，后者承诺“丸美产品单只销售不低于 8.5 折，多支销售不低于 8 折”、“春纪单品销售最低价格不低于 8 折，自主套盒销售最低折扣价格不低于 7.5 折”。如此保持公司对经销定价体系的掌控，避免全国经销盘定价的紊乱。

图表62： 2018 年公司各品牌、各渠道向经销商销售折扣表

	渠道类型	对经销商的销售折扣（以终端零售价为基础）
丸美品牌	电商-网络商城经销商	0.4
	电商-网络平台零售商	0.45
	CS 店	0.4
	百货专柜	0.4
	美容院	0.3
春纪品牌	电商-网络商城经销商	0.35
	电商-网络平台零售商	0.38
	CS 店	0.35
恋火品牌	电商	0.4
	CS 店	0.4

注：电商-网络商城经销商指销售客户为唯品会、京东等的电子商务渠道经销商；网络平台零售商客户指在天猫、京东等平台上自营网店或客户为网店的其他电子商务渠道经销商。

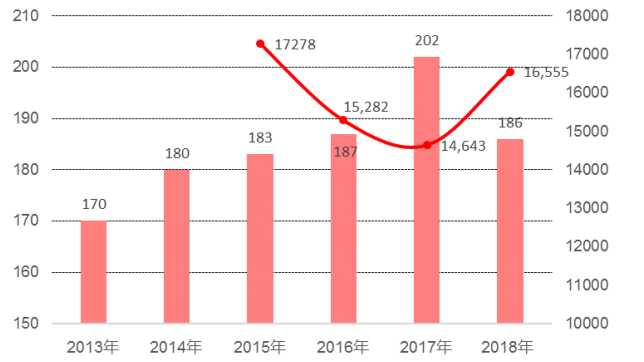
资料来源：招股说明书，中信建投研究发展部

公司抓住化妆品消费高增、二三线城市居民消费升级的契机，不断扩大布局，并将原有地域范围较大的经销区域进一步精细化细分，同时加大线上业务投入，增加线上经销商合作力度，经销商数量从 2013 年的 170 家增至 2016 年的 187 家。2017 年增至 202 家主因新增恋火品牌经销商，2018 年下降至 186 家，主因春纪 CS 渠

道经销商未完成合同约定的销售任务，公司终止合作，2019 年相关区域已有新经销商引入。

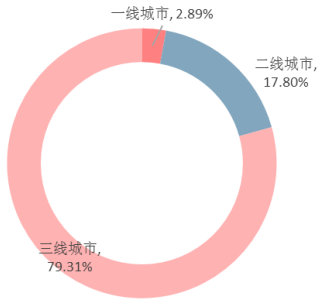
经销网点上，2016 年、2017 年有所下降，主因受电商冲击和宏观经济放缓，公司谨慎收缩传统渠道网点，2018 年回升至 16555 家，其中 79.31%位于三线城市，2.89%位于一线城市，两者近两年连续下降，二线城市比例提升，由 2016 年的 15.23%增至 2018 年的 17.80%。

图表63： 2013-2018 年末公司经销商及经销网点数（家）



资料来源：招股说明书，中信建投研究发展部

图表64： 2018 年公司经销网点城市层级分布



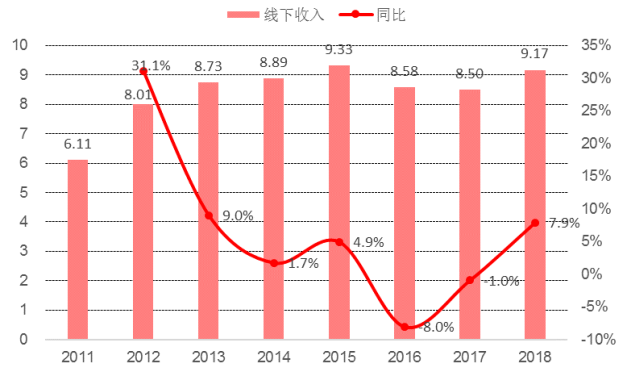
资料来源：招股说明书，中信建投研究发展部

2、渠道类型：经销为主，网点超 16500 家，直营电商高增

（1）线下：2014 年起增长较为乏力，CS、百货面临挑战，2018 年有所回暖

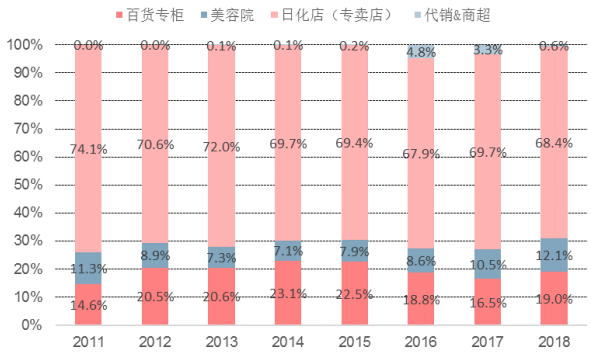
公司前期扩张主要来自经销模式下带动线下迅速外延拓店（网点），其中 CS 店为线下主要载体，占线下总收入 68%以上。第二为百货专柜，占比约 20%。其次为美容店，占比约 12%。线下度过快速扩张期后，收入从 2013 年开始显现增长乏力，结合 2016、2017 年经销渠道网点回撤，线下收入分别同降 8.0%、1.0%，2018 年受益行业景气度明显恢复以及渠道内部优化，线下重回净开店，收入同增 7.9%至 9.27 亿元。

图表65： 2011-2018 年公司线下收入情况及增长（亿元）



资料来源：招股说明书，中信建投研究发展部

图表66： 2011-2018 年公司线下收入渠道结构

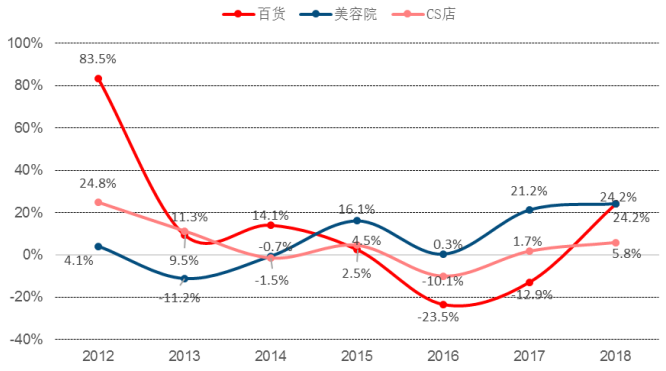


资料来源：招股说明书，中信建投研究发展部

具体来看，CS 店、百货、美容院 2011-2018 年收入 CAGR 分别为 4.8%、10.0%、7.0%。公司深耕 CS 渠道，但近年来 CS 店收入增速造成拖累，2013 年后增长乏力，在 2014 年、2016 年两次下滑，一方面优秀的本土品牌开始崛起，大众市场竞争愈加激烈，另一方面电商的冲击愈加明显，使得分散的 CS 店流量受到影响，未来需待 CS 体系自身整合优化、提高效率下的客流回暖。

百货渠道公司天然面临品牌力不足的风险，虽然公司在眼部产品中定位在本土品牌中顶尖，但面对众多高端国际品牌的竞争仍显劣势，加上近年来同样受到电商和购物中心的冲击，2016-17 收入连续双位数下滑。2018 行业回暖下收入同增 24.2%至 1.74 亿元，仍未回到 2015 年销售水平，未来借助 LVMH 旗下 L Capital 基金持续推进品牌高端化建设。

图表67： 2011-2018 年公司线下收入情况及增长（亿元）

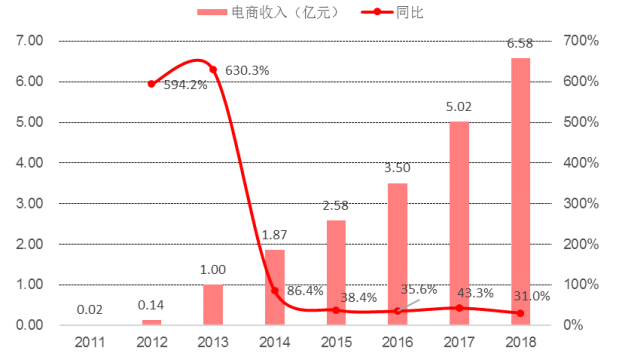


资料来源：招股说明书，中信建投研究发展部

（2）线上：持续高增，直营经销并进

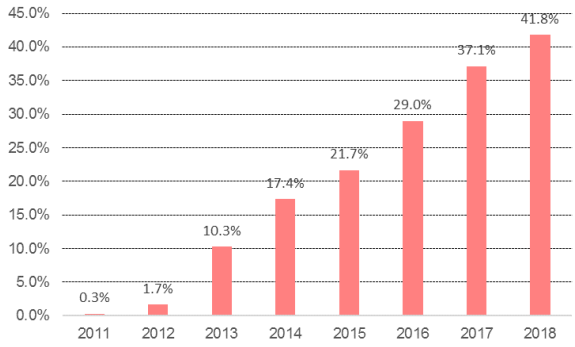
线上收入高增是公司 2011 年来增长的主要动力。公司线上收入 2011 年仅 0.02 亿元，至 2018 年达到 6.58 亿元，CAGR 达 129%，占比迅速升至 41.8%，超过 CS 店成为最大的单一收入渠道。

图表68： 2011-2018 年公司电商收入情况及增长（亿元）



资料来源：招股说明书，中信建投研究发展部

图表69： 2011-2018 年公司电商收入占总收入比例



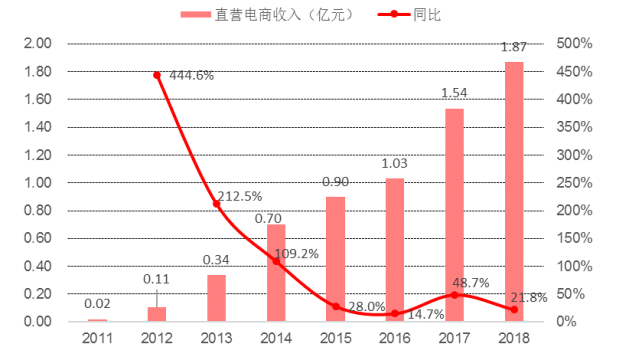
资料来源：招股说明书，中信建投研究发展部

公司于 2011 年首次开展电商业务，开拓**直营电商**渠道，在淘宝商城（天猫前身）开设旗舰店，由**广州涅生**代运营。目前直营电商收入是公司直营收入的主要来源，至 2018 年增至 1.87 亿元，占电商总收入 28%。公司直营电商主要包括丸美官网、天猫、淘宝、京东等平台，其中以天猫为绝对主力，近三年天猫收入占直营电商均在 89%以上，主因天猫之外的唯品会、京东自营旗舰店、聚美优品以及淘宝等平台均以经销为主，如此形成差异化，避免与线上经销商产生冲突。

公司直营电商 TP 广州涅生从 2009 年开始经营电商代理，广州、武汉员工超 200 人，**是国内最有竞争力的线上全渠道综合运营商之一。尤其在美妆个护行业处于行业前三**，2016 年获得天猫美妆金妆奖，其核心团队与公司合作已超过五年，熟悉公司的品牌和运作。广州涅生拥有从品牌营销、渠道资源整合、品类运营、CRM 数

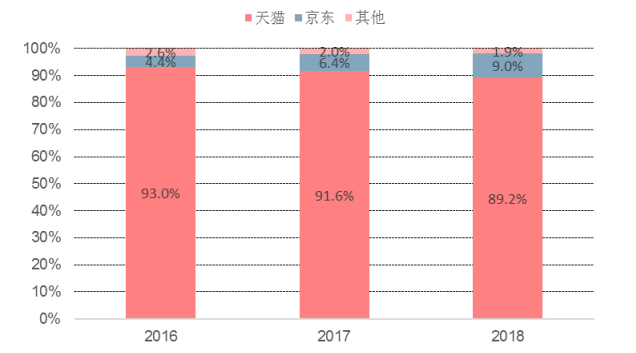
据、IT 系统研发运维、到仓储物流的全产业链运营能力，其同时也是家电类美的公司的电商 TP。

图表70： 2011-2018 年公司直营电商收入情况及增长（亿元）



资料来源：招股说明书，中信建投研究发展部

图表71： 2016-2018 年公司直营电商收入平台结构

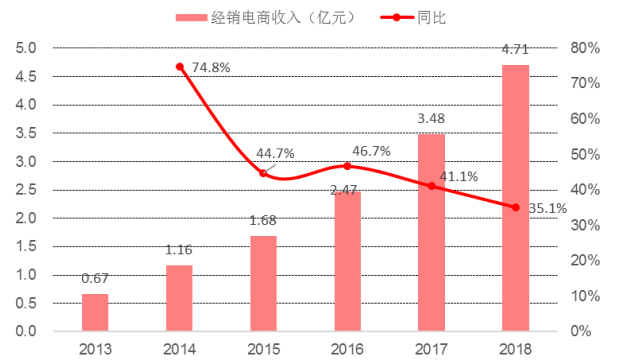


资料来源：招股说明书，中信建投研究发展部

随着线上化妆品销售高增以及公司线上业务扩大，公司于 2013 年开始寻求与**线上经销商**合作，最终选定已有化妆品线上代理成功运作经验的**美妮美雅**。**美妮美雅**成立于 2006 年，是国若干知名护肤品牌如相宜本草、百雀羚、温碧泉、达尔肤、气韵、三生花等线上 B2C 代理商，在北京、昆山、成都、武汉和广州等地拥有五个仓库。其实际控制人拥有宝洁集团和国内早期电商多年任职的经验，对国内护肤和电商行业经验丰富。

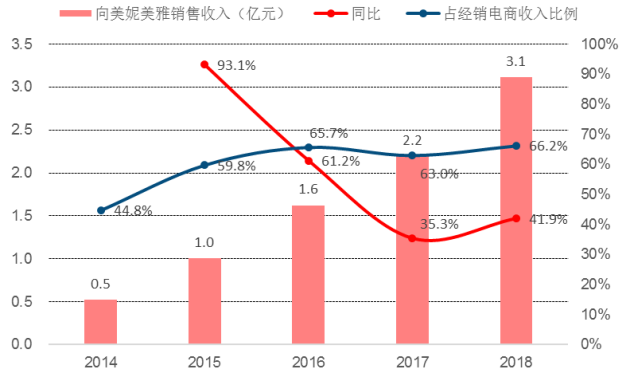
美妮美雅目前**作为公司在京东自营、唯品会、聚美优品等重要平台的唯一授权经销商，同时负责丸美、春纪和恋火三个品牌，**为公司电商高增保驾护航。**2013-2018 年公司经销电商收入从 0.67 亿元增至 4.71 亿元，CAGR 达 48%。**美妮美雅也成为公司最大的经销商客户，公司向美妮美雅销售收入由 2014 年的 0.5 亿元增至 2018 年的 3.1 亿元，占经销电商收入比例由 44.8%增至 66.2%，核心线上经销商地位愈加明显。

图表72： 2013-2018 年公司经销电商收入及增长（亿元）



资料来源：招股说明书，中信建投研究发展部

图表73： 2014-2018 年公司向美妮美雅销售收入情况



资料来源：招股说明书，中信建投研究发展部

（四）差异化品牌营销，2017 年重心转向网媒

公司营销手段丰富，品牌代言人、综艺冠名、影视赞助等全面推进，品牌广告投放全方位覆盖传统媒体和各类新媒体渠道，包括湖南卫视、江苏卫视、东方卫视和浙江卫视等电视台，《瑞丽》、《COSMO》等时尚杂志，以及网易、淘宝、腾讯视频、爱奇艺等大流量网媒平台。

代言人上，公司针对丸美和春纪品牌形象和客群特点进行区格。丸美 2007 年聘请袁咏仪为代言人，“弹弹

弹，弹走鱼尾纹”的经典广告语深入人心，此后相继聘请鲁豫、梅婷、周迅、梁朝伟、杨子姗等作为代言人，2018年代言人新增彭于晏，在以往主要覆盖30岁以上女性传统眼部护肤客群外，利用粉丝经济增加在年轻女性中影响力，把握眼部护肤消费新生代。春纪则面向18-35岁女性，代言人以突出年轻化为主，相继邀请李宇春、胡歌、周冬雨、古力娜扎、吴莫愁、吴谨言等作为形象代言人。

图表74： 丸美近年广宣营销大事记

时间	代言人	冠名综艺	影视赞助
2007	 袁咏仪		中央八套《黄金剧场》
2009	 陈鲁豫	江苏卫视《非诚勿扰》	
2011	 梅婷		
2012		东方卫视《舞林大会》	湖南卫视《金芒果独播剧场》
2013	 周迅		安徽卫视《幸福剧场》 湖南卫视《金鹰独播剧场》 邓丽君60周年纪念演唱会
2014		东方卫视《女神的新衣》 浙江卫视《中国好声音3》	安徽卫视《幸福剧场》
2015	 梁朝伟、杨子姗	湖南卫视《我们的歌手》 浙江卫视《一路上有你》 江苏卫视《我们相爱吧1》	湖南卫视《金鹰独播剧场》
2017		湖南卫视《花儿与少年3》 湖南卫视《中餐厅》	《羞羞的铁拳》 《柒个我》
2018	 彭于晏		《如懿传》 《恋爱先生》

2019	湖南卫视《妻子的浪漫旅行 2》	《我的亲爹与后爸》/《吾颜的战争》/《我的真朋友》	

资料来源：品牌官网，互联网公开资料，中信建投研究发展部

图表75： 丸美近年广宣营销大事记

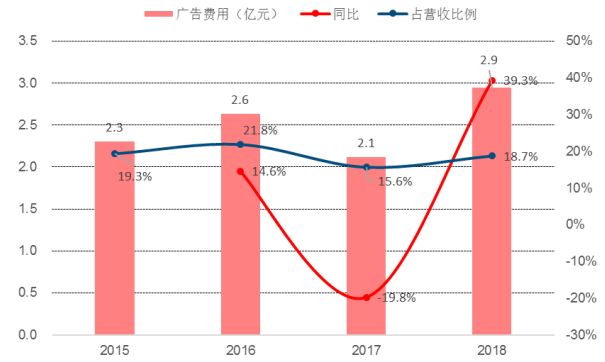
时间	代言人	综艺影视	时间	代言人	综艺影视
2010	 李宇春		2010	 胡歌、古力娜扎	
2013		湖南卫视《我们约会吧》			
2014	 吴莫愁		2016	 周冬雨	江苏卫视《我们相爱吧 2》
2017		《初遇在光年之外》 《喜欢你》	2018	 吴谨言	《延禧攻略》 《皓澜传》
2019		腾讯视频《现在就告白》			

资料来源：品牌官网，互联网公开资料，中信建投研究发展部

公司广告费用占销售费用一半以上（2015-2018 年占比均值为 53%），是营销方面最大的支出来源。2015-2018 年公司广告费用由 2.3 亿元增至 2.9 亿元，占营业收入比例约在 20%左右。

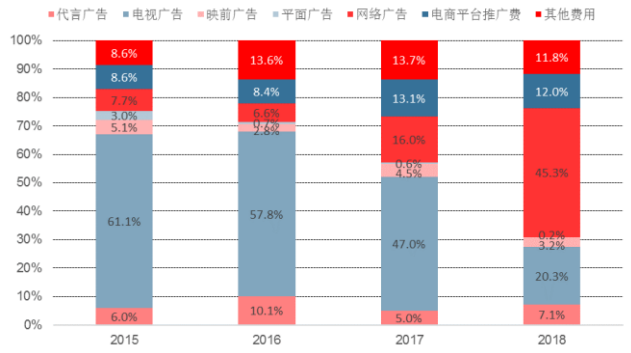
从广告费结构来看，2017 年开始公司明显将广告重心向网媒转移。2016 年代言广告和电视广告支出还有提升（2016 年新增代言人周冬雨、梁朝伟、杨子姗），但 2017 年公司针对电视广告投放效果不及预期的情况进行调整，电视广告、代言广告等传统形式支出都进行控制，分别下降 60%、35%。公司优化广告投放策略，联手腾讯、优酷、爱奇艺等大流量平台，将重心转向网络视频广告、电视剧植入广告等形式，2018 年继续大力投放年轻流量聚集的网络视频广告，如《如懿传》、《现在就告白》、《天盛长歌》等影视综艺。公司网络广告费用由 2016 年的 0.17 亿元大幅增至 2018 年的 1.33 元，占广告费比例由 6.6%增至 45.3%，为目前广告投放绝对助力平台，而同期电视费用占比则由 57.8%降至 20.3%。公司迅速调整广宣策略，选择性价比更高的新式营销，有助于近两年销售业绩回暖。

图表76： 2015-2018 年公司广告费用及占比



资料来源：招股说明书，中信建投研究发展部

图表77： 2015-2018 年公司广告费用结构



资料来源：招股说明书，中信建投研究发展部

四、募投项目分析

公司 IPO 拟发行新股不超过 4100 万股，所募集资金扣除发行费用后将用于彩妆产品生产建设、营销网络建设、智慧零售终端建设、数字营运中心建设以及信息网络平台建设，计划投资总额 7.9 亿元。

图表78： 公司 IPO 募资投资项目情况

募集资金投资项目	拟投入募集资金（万元）
彩妆产品生产建设项目	25026.35
营销网络建设项目	25789.56
智慧零售终端建设项目	11766.40
数字营运中心建设项目	8865.00
信息网络平台项目	7552.89
合计	79000.20

资料来源：招股说明书，中信建投研究发展部

- **彩妆产品生产建设项目：**预计总投资额 2.50 亿元，建设期 2 年。项目拟**建立彩妆产品生产基地，增加丸美彩妆产能**，包括脸部彩妆、眼部彩妆、唇彩三大类，细分为卸妆膏、卸妆液/乳、口红、粉饼等四大类产品。公司将对现有生产厂房进行装修，购买国外先进生产装备及配套检测设备，建设 10 万级 GMP 车间，生产工艺达到国际领先。**项目建成后预计将实现彩妆产品营收 5.6 亿元。**

- **营销网络建设项目：**预计总投资额 2.58 亿元，建设期 2 年。项目拟于华中、西南、西北、华北、华东、东北等全国六大区域开设六个区域营销中心，并基于每个区域营销中心拓展三个分部网点，建立**“一个营销总部、六大区域营销中心、十八个营销分部网点”的多层营销服务体系**，有助于加强公司对经销体系的控制和品牌本地化发展，进一步增强营销渠道广度和深度。

- **智慧零售终端建设项目：**预计总投资额 1.18 亿元。项目拟建设以广州为总控制中心，覆盖全国 1600 家精选门店的智慧零售终端管理体系，通过运用人脸识别、智能检索等技术，对重要门店进行智能化改造，从而为消费者提供精准且多样化产品及服务。

- **数字营运中心建设项目：**预计总投资额 8865 万元，建设期 2 年。项目拟建设 DMP 大数据管理平台、BW 数据仓库、BI 商业智能分析系统、SCRM 会员管理系统、AI 智能分析系统五大现代化信息模块。

挖掘消费者潜在需求，完善会员、社交平台等管理与运用，通过大数据分析指导产品开发、广告投放。

- **信息网络平台建设项目：**预计总投资额 7552.89 万元，建设期 1 年。项目拟建立 ERP 开发及控制中心、生产调度中心、集团财务控制中心、综合管理中心等四大管理部门，以 ERP 管理系统为基础，进一步完善公司资源管理系统，为“生产-经销-服务”一体化提供运营支撑。

五、投资建议及风险因素

公司以眼部护肤为招牌和核心竞争力，主品牌丸美作为本土眼部护肤龙头品牌，定位在大众市场之上，高于绝大数多数本土品牌，且仍在不断向高端升级。受益眼部产品定价较高，今年来销售占比提升，拉升综合毛利率领先同业，结合营销策略新旧切换见成效，费用率下降，净利率显著高于同业。公司推动多品牌、多品类、多层级拓展，彩妆新品牌、新产能加码中，有望获得较快增长。渠道上电商高增，春纪大众护肤线上空间仍大，直营电商随品牌力提升具备持续增长潜力。我们预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 4.72 亿、5.47 亿、6.25 亿元，对应 EPS（按 IPO 新法 4100 万股计算）分别为 1.18 元/股、1.36 元/股、1.56 元/股，对应 20.54 元发行价格 PE 为 17 倍、15 倍、13 倍，持续看好化妆品行业景气度对公司增长的助力。

风险因素：护肤行业竞争激烈导致公司加大促销力度；眼部护肤技术被同行超越；电商流量红利降低影响线上整体增速等。

图表79： 丸美股份 2019-2021 盈利预测（单位：百万元）

利润表	2018	2019E	2020E	2021E	财务指标	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	**1,575.8**	**1,834.9**	**2,130.0**	**2,443.9**	**成长性**				
减:营业成本	499.0	579.6	669.0	760.3	营业收入增长率	16.5%	16.4%	16.1%	14.7%
营业税费	20.9	25.7	27.7	29.3	营业利润增长率	32.3%	13.1%	16.4%	14.3%
销售费用	534.6	622.0	721.0	826.1	净利润增长率	33.1%	13.7%	15.8%	14.4%
管理费用	72.5	88.1	100.1	112.4	EBITDA 增长率	24.1%	13.5%	17.7%	16.8%
财务费用	-7.4	-12.0	-10.6	5.0	EBIT 增长率	25.0%	13.8%	17.0%	17.0%
资产减值损失	3.1	3.9	4.6	3.9	NOPLAT 增长率	34.2%	12.7%	17.0%	17.0%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	投资资本增长率	34.4%	32.7%	-22.4%	53.5%
投资和汇兑收益	25.1	20.0	19.2	21.4	净资产增长率	44.0%	37.0%	28.7%	25.5%
营业利润	**484.2**	**547.6**	**637.3**	**728.4**	**利润率**				
加:营业外净收支	2.1	5.0	2.5	3.6	毛利率	68.3%	68.4%	68.6%	68.9%
利润总额	**486.3**	**552.5**	**639.8**	**732.0**	营业利润率	30.7%	29.8%	29.9%	29.8%
减:所得税	74.3	82.9	96.0	109.8	净利润率	26.4%	25.7%	25.7%	25.6%
净利润	**415.3**	**472.0**	**546.5**	**625.3**	EBITDA/营业收入	30.8%	30.0%	30.5%	31.0%
资产负债表	**2018**	**2019E**	**2020E**	**2021E**	EBIT/营业收入	29.9%	29.2%	29.4%	30.0%
货币资金	1,563.4	2,160.1	2,643.6	3,385.8	**运营效率**				
交易性金融资产	-	-	-	-	固定资产周转天数	60	50	52	55
应收帐款	4.6	73.3	26.9	76.3	流动营业资本周转天数	-103	-105	-100	-102
应收票据	-	27.6	10.8	9.7	流动资产周转天数	353	424	461	494
预付帐款	17.2	17.0	23.3	22.5	应收帐款周转天数	7	8	8	8
存货	129.1	174.1	164.9	218.8	存货周转天数	28	30	29	28

其他流动资产	76.3	76.3	56.8	69.8	总资产周转天数	425	490	526	562
可供出售金融资产	-	-	-	-	投资资本周转天数	-44	-50	-44	-42
持有至到期投资	-	-	-	-	**投资回报率**				
长期股权投资	-	-	-	-	ROE	30.2%	25.0%	22.4%	20.4%
投资性房地产	5.2	5.2	5.2	5.2	ROA	19.5%	16.3%	16.3%	14.5%
固定资产	260.1	252.1	363.3	387.4	ROIC	-247.0%	-207.0%	-182.6%	-275.2%
在建工程	0.2	45.2	14.5	68.7	**费用率**				
无形资产	27.6	25.2	22.7	20.3	销售费用率	33.9%	33.9%	33.9%	33.8%
其他非流动资产					管理费用率	4.6%	4.8%	4.7%	4.6%
资产总额	**2,116.9**	**2,875.1**	**3,346.0**	**4,279.8**	财务费用率	-0.5%	-0.7%	-0.5%	0.2%
短期债务	-	-	-	-	三费/营业收入	38.1%	38.0%	38.1%	38.6%
应付帐款	445.7	460.5	597.3	605.0	**偿债能力**				
应付票据	-	-	-	-	资产负债率	34.7%	34.1%	27.0%	28.3%
其他流动负债					负债权益比	53.2%	51.7%	37.0%	39.5%
长期借款	-	-	-	-	流动比率	2.52	2.64	3.33	3.19
其他非流动负债					速动比率	2.34	2.46	3.15	3.01
负债总额	**735.0**	**978.6**	**901.1**	**1,208.8**	利息保障倍数	-63.33	-44.54	-59.23	146.68
少数股东权益	**6.6**	**4.3**	**1.6**	**-1.5**	**分红指标**				
股本	360.0	401.0	401.0	401.0	DPS(元)		-	-	-
留存收益	1,015.3	1,487.3	2,033.8	2,659.1	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	**1,381.9**	**1,892.6**	**2,436.4**	**3,058.6**	股息收益率				
现金流量表	**2018**	**2019E**	**2020E**	**2021E**	**业绩和估值指标**	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	412.0	472.0	546.5	625.3	EPS(元)	1.15	1.18	1.36	1.56
加:折旧和摊销	22.7	15.5	21.9	24.1	BVPS(元)	3.82	4.71	6.07	7.63
资产减值准备	3.1	3.9	4.6	3.9	PE(X)	17.8	17.4	15.1	13.2
公允价值变动损失	-	-	-	-	PB(X)	4.7	4.5	3.9	3.4
财务费用	-	-12.0	-10.6	5.0	P/FCF	5.4	4.4	3.4	2.7
投资收益	-25.1	-20.0	-19.2	-21.4	P/S	15.7	15.3	17.3	11.1
少数股东损益	-3.2	-2.3	-2.7	-3.1					
营运资金的变动	85.5	116.4	13.1	192.0					
经营活动现金流量	**516.7**	**573.5**	**553.7**	**825.8**					
投资活动现金流量	**-56.2**	**-30.0**	**-80.8**	**-78.6**					
融资活动现金流量	**-**	**53.1**	**10.6**	**-5.0**					

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

分析师介绍

史琨：CFA，金融学硕士，2017 年 7 月加入中信建投证券纺织服装团队，2015-2017 年在东兴证券从事商贸零售行业研究。

报告贡献人

邱季 010-86451494 qiuji@csc.com.cn

周博文 010-86451380 zhoubowen@csc.com.cn

研究服务

保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

郭洁 -85130212 guojie@csc.com.cn

郭畅 010-65608482 guochang@csc.com.cn

张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn

高思雨 010-8513-0491 gaosiyu@csc.com.cn

张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

北京公募组

朱燕 85156403- zhuyan@csc.com.cn

任师蕙 010-8515 renshihui@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

杨济谦 010-86451442 yangjiqian@csc.com.cn

杨洁 010-86451428 yangjiezgs@csc.com.cn

创新业务组

高雪 -86451347 gaoxue@csc.com.cn

杨曦 -85130968 yangxi@csc.com.cn

黄谦 010-86451493 huangqian@csc.com.cn

王罡 021-68821600-11 wanggangbj@csc.com.cn

诺敏 010-85130616 nuomin@csc.com.cn

上海销售组

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

翁起帆 021-68821600 wengqifan@csc.com.cn

李星星 021-68821600-859 lixingxing@csc.com.cn

范亚楠 021-68821600-857 fanyanan@csc.com.cn

李绮绮 021-68821867 liqiqi@csc.com.cn

薛姣 021-68821600 xuejiao@csc.com.cn

王定润 wangdingrun@csc.com.cn

深广销售组

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn

许舒枫 0755-23953843 xushufeng@csc.com.cn

程一天 0755-82521369 chengyitian@csc.com.cn

曹莹 0755-82521369 caoyingzgs@csc.com.cn

廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn

陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15%以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15%以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。本文作者不曾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到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

中信建投证券研究发展部

北京
东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层（邮编：100010）
电话：(8610) 8513-0588
传真：(8610) 6560-8446

上海
浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）
电话：(8621) 6882-1612
传真：(8621) 6882-1622

深圳
福田区益田路 6003 号荣超商务中心 B 座 22 层（邮编：518035）
电话：（0755）8252-1369
传真：（0755）2395-3859