

从上海上美看传统美妆集团的变革之道

化妆品行业深度（十）

本篇报告复盘了上海上美 20 年来的成长之路，从研发创新、渠道变迁、营销创新、多品牌矩阵打造多角度解析传统国货美妆集团的变革之道。

□ **化妆品行业增长模式将从渠道及营销推动向产品力及品牌力驱动转变：**经过几年突飞猛进式的扩张后，当前渠道洼地被迅速填平，渠道红利弱化，外资大牌在大举进入以抖音为代表的社媒平台，对国货品牌进行降维打击。营销端的监管在逐渐加强，对产品的功效评价更加严谨，洗脑式营销不复存在。我们认为下一阶段的核心竞争力将回归到产品功能的迭代能力，渠道端精细化运营能力，树立产品口碑依靠复购实现收入和利润之间良性增长的能力。

□ **上海上美是国内多品牌美妆集团领军企业。**公司拥有 20 年历史，旗下拥有 9 个定位不同细分赛道的品牌：三大核心品牌韩束、一叶子、红色小象贡献了超过九成收入；高机能品牌、专注于孕肌敏感肌护理的品牌安弥儿、洗发护发品牌极方均为 2019 年后推出；安敏优、一页，高端品牌山田耕作计划 2022 年推出。公司是国内唯一拥有两个年零售额超过人民币 20 亿元美妆品牌的国货化妆品公司，并且自 2015 年至 2020 年已经连续六年按零售额计位列国货品牌企业前五名。收入口径从 2019 年的 28.7 亿元增长 17.6% 至 2020 年的 33.8 亿元，2021 年前三季度收入同比增长 13% 至 26 亿元。净利润率则从 2019 年的 2.06% 提升至 2021 年前三季度的 9.54%。

□ **变革之道：深耕产品科技创新、前瞻布局高增长渠道、顺应数字化营销趋势、坚持多品牌矩阵打造。**

研发创新：上海及日本研发中心双轮驱动，研发费用率处于行业中高水平，Tiracle（双菌发酵技术开发的核心成分）、AGSE（活性葡萄籽提取物）、青蒿油 AN+ 有显著的抗衰老、抗炎修复功效，成功应用至公司多款产品。

渠道变革：公司顺应行业趋势加大线上资源的投放力度，2019 年-2021Q1-Q3 线上收入分别为 15.05 亿元、25.43 亿元（YOY+69%）、18.93 亿元（YOY+11%），线上收入占比从 2019 年 52.4% 提升至 2021 年 Q1-Q3 的 72.9%。过去一年韩束品牌抖音渠道 GMV 突破 9 亿元，位居美妆品牌前列。淘系细分品类排名上升，今年 1 月份韩束品牌在淘系面部护理套装类目的销售排名提升至第九名；过去 12 个月红色小象在淘系婴童护肤类目的销售排名始终保持在前五名；一叶子品牌在淘系贴片面膜类目的销售排名处于前 15 名。

营销创新：从此前的综艺 & 电视剧冠名向社媒渠道数字化营销升级，采用 FACT 营销模型（商家自播、达人矩阵、营销活动、头部大 V）进行高效推广。

差异化多品牌矩阵打造：2003 年推出韩束品牌，近年来成功打造了红胶囊水、金刚侠面膜、情绪面膜等爆品。2015 年后陆续推出定位植物护肤的一叶子及婴童护肤的红色小象，虽然推出时间短，但 2020 年红色小象零售额突破 15 亿元，位居国内国货母婴护理品牌第一。

□ **风险提示：**消费下行，可选消费承压，化妆品需求增速放缓。流量成本上升，销售费用率上升，侵蚀利润空间。化妆品新品备案趋严，公司新品推广速度放慢。线下渠道受疫情反复影响恢复慢于预期。

推荐（维持）

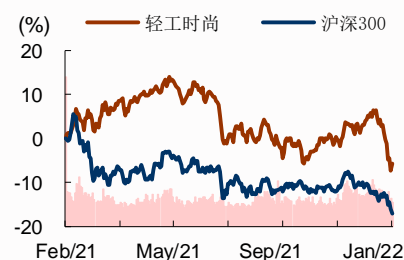
消费品/轻工时尚

行业规模

		占比%
股票家数（只）	294	6.4
总市值（亿元）	21241	2.5
流通市值（亿元）	14866	2.2

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	-8.2	-5.5	-4.2
相对表现	-0.3	-1.4	10.9



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《时尚消费行业 2022 年度投资策略—品牌分化加剧，产品创新与渠道变革共振驱动龙头增长》2021-11-04
- 2、《化妆品行业深度（八）—从数尔佳的发展看医用皮肤修复敷料赛道投资机会》2021-09-27
- 3、《化妆品行业深度（七）—彩妆风口 国货突围》2021-01-24

刘丽 S1090517080006

liuli14@cmschina.com.cn

赵中平 S1090521080001

zhaozhongping@cmschina.com.cn

宋盈盈 S1090520080001

songyingying@cmschina.com.cn

正文目录

一、科技赋能的国货多品牌领军企业	4
1、拥有 20 年历史的多品牌美妆领军企业	4
2、构建了有梯度的品牌矩阵	4
3、管理层经验丰富，公司控制权集中	6
二、化妆品渠道红利渐进尾声 产品力驱动势在必行	8
三、公司亮点：科技赋能&渠道领先&营销激进	9
1、国内及日本双研发中心推动产品创新	9
2、多年来坚持品牌价值打造，营销方式激进且高效	10
3、渠道转型及时，线上运营能力强	11
1) 线上渠道多点开花	12
2) 线下渠道持续进行优化调整	13
四、财务分析：盈利能力持续提升，运营效率处于较高水平	14
1、毛利率提升&期间费用率下降推动盈利能力持续提升	14
2、运营效率处于较高水平，现金流良好	15
五、风险提示	15

图表目录

图 1：上海上美大事记	4
图 2：分品牌收入规模（亿元）	5
图 3：分品牌收入增速	5
图 4：韩束产品	5
图 5：一叶子产品	5
图 6：红色小象产品	6
图 7：上海上美品牌汇总	6
图 8：上海上美高级管理层介绍	7
图 9：上海上美股权架构图	7
图 10：限额以上化妆品月度零售额同比增速	8
图 11：化妆品行业新旧增长模式切换	8
图 12：研发费用/营业收入占比	9

图 13: 两大研发基地	9
表 1: 公司研发团队构成	9
图 14 : 公司三大核心产品成分.....	10
图 15: 韩束 D-Beauty 心动日活动.....	11
图 16: 韩束《每一刻冠军》体育营销	11
图 17: 公司渠道结构	11
图 18: 分渠道收入规模 (亿元)	12
图 19: 分渠道收入增速	12
图 20: 韩束品牌抖音渠道月度 GMV (万元)	12
图 21: 红色小象及一叶子品牌抖音月度 GMV (万元)	12
图 22: 淘系面部护理套装品类中韩束销售额排名	12
图 23: 阿里全网韩束品牌销售额 (万元)	12
图 24: 淘系婴童护肤品类中红色小象销售额排名	13
图 25: 阿里全网红色小象品牌销售额 (万元)	13
图 26: 淘系贴片式面膜品类中一叶子销售额排名	13
图 27: 一叶子猫旗月度销售额 (万元)	13
图 28: 分品牌毛利率	14
图 29: 分渠道毛利率	14
图 30: 公司期间费用率情况	15
图 31: 化妆品板块上市公司期间费用率比较.....	15
图 32: 存货周转天数	15
图 33: 经营活动净现金流/净利润	15

一、科技赋能的国货多品牌领军企业

1、拥有 20 年历史的多品牌美妆领军企业

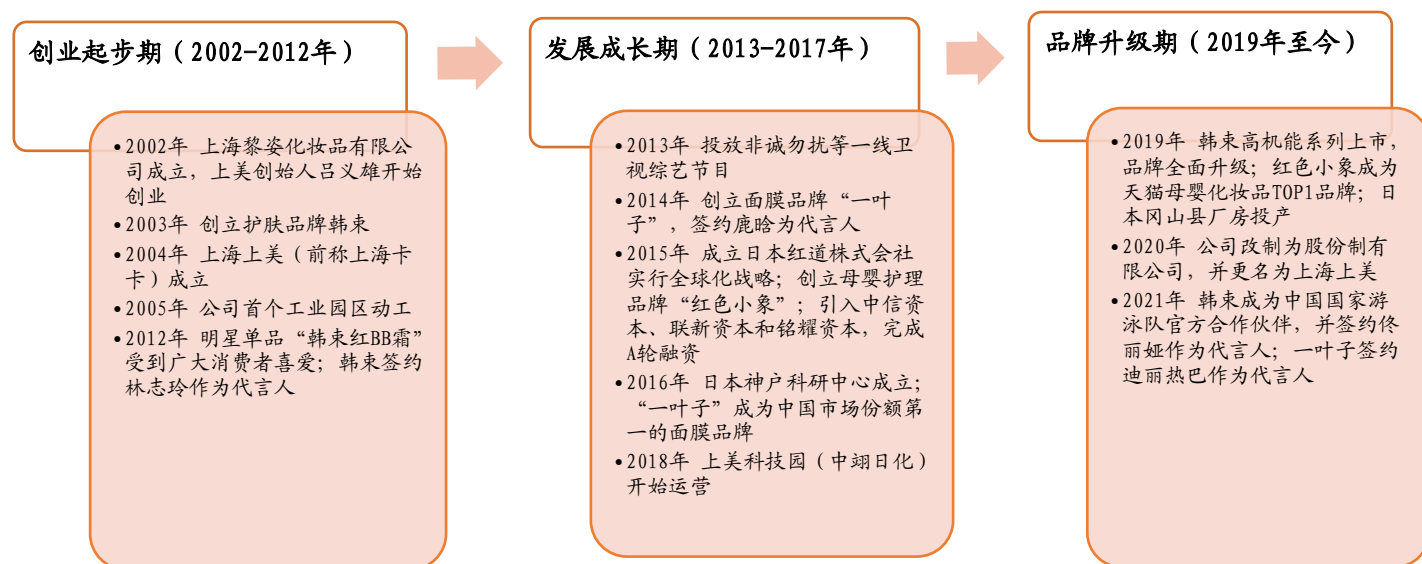
上海上美成立于 2002 年，目前拥有韩束、一叶子、红色小象等多个品牌，是国内多品牌美妆领军企业。截至 2020 年，公司是国内唯一拥有两个年零售额超过人民币 20 亿元美妆品牌的国货化妆品公司，并且自 2015 年至 2020 年已经连续六年按零售额计位列国货品牌企业前五名。公司的发展历程可以分为创业起步期、发展成长期、品牌升级期三个阶段。

（1）创业起步期（2002-2012 年）：创始人吕义雄在 2002 年成立了上海黎姿化妆品有限公司，2003 年开启了自主研发生产之路并成立了核心品牌韩束，2004 年上海卡卡（上海上美的前身）正式成立。2012 年，公司明星单品“韩束红 BB 霜”受到广大消费者的喜爱，并签约林志玲作为代言人，迈入新的发展阶段。

（2）发展成长期（2013-2017 年）：引入中信资本、联新资本和铭耀资本，为快速发展奠定了基础。落实多品牌战略布局优质细分领域，在 2014 年、2015 年相继推出面膜品牌“一叶子”、母婴护理品牌“红色小象”。在研发方面，公司在积极实行全球化战略，于 2015 年成立日本红道株式会社，于 2016 年成立日本神户科研中心，是国内首个自建海外研发中心的化妆品公司。在营销方面注重品牌建设与培育，加大对原有核心品牌韩束的营销力度，投放综艺节目广告提升品牌知名度，相继开展了与林志玲、郭采洁、鹿晗、谢霆锋、杨颖等明星的合作。

（3）品牌升级期（2019 年至今）：在新品牌培育方面，公司于 2019 年推出高机能系列、专注于孕肌敏感肌护理的品牌安弥儿、2021 年推出洗发护发品牌极方，2022 年推出了高端抗衰品牌山田耕作。2022 年公司谋求上市以获得更多的资源进行品牌升级提升公司的竞争力。

图 1：上海上美大事记

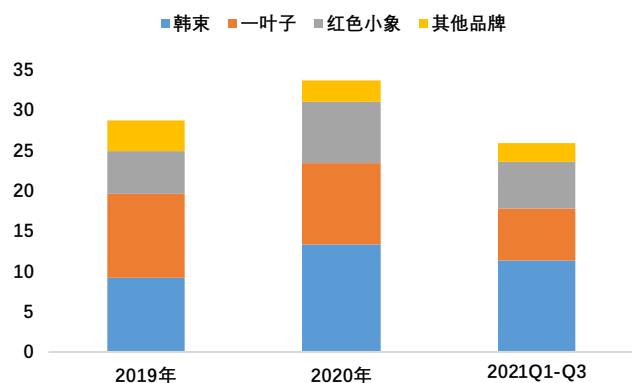


资料来源：公司官网、招股书、招商证券

2、构建了有梯度的品牌矩阵

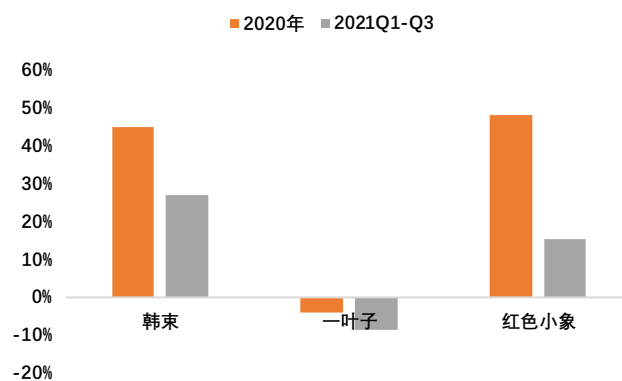
三大核心品牌共同驱动收入增长：公司营业收入从 2019 年的 28.7 亿元增长 17.6%至 2020 年的 33.8 亿元，2021 年前三季度公司收入同比增长 13%至 26 亿元。分品牌看韩束、一叶子、红色小象在 2020 年的营收分别为 13.3、10.1、7.7 亿元，收入占比分别为 39.4%、29.8%、22.6%。

图 2：分品牌收入规模（亿元）



资料来源：招股书、招商证券

图 3：分品牌收入增速



资料来源：招股书、招商证券

- **韩束：**定位科学抗衰，从 2003 年成立到 2020 年零售额突破 29 亿元，韩束已经建立起了强大的品牌知名度，公司将通过研发更尖端技术以提升韩束产品的质量与功效，并提供包含爽肤水、精华素、乳液、面膜及面霜等的广泛产品矩阵以应对不同消费者群体的各类皮肤问题，进而巩固国内领先科学抗衰品牌的市场地位。

图 4：韩束产品



资料来源：官网、招商证券

- **一叶子：**迎合年轻消费者的纯净美容理念，定位为修护肌肤屏障、探索天然植物纯净之美的护肤品牌，专注天然元素结合植物活性成分，目标客群为 18 至 35 岁的年轻消费者，2014 年成立，现在已经是植物护肤产品的领先品牌，公司将进一步开展植物提取技术和修护肌肤屏障的研发活动，建立与强化品牌的核心技术。

图 5：一叶子产品



资料来源：官网、招商证券

- **红色小象：**定位为适合中国婴童肌肤的专业母婴护理品牌，公司将开展无添加、安全、有机及简约产品的研发活动，继续打造适合中国婴童皮肤类型的护肤产品，以应对高质量母婴护理产品日益增长的需求。

图 6: 红色小象产品



资料来源: 官网、招商证券

公司在巩固核心品牌的同时,也在根据各个细分市场的发展趋势有计划地孵化新品牌,布局前景较好的化妆品细分领域。2019 年以来公司分别推出新品牌高肌能、安弥儿、极方,拓展公司在敏感护肤、中高端孕肌护理和护发固发领域的业务。并且公司将在 2022 年继续推出安敏优、一页、山田耕作,进一步加大在敏感肌护肤、抗衰领域的业务拓展力度。从品牌定位来看,公司也在逐渐从大众品牌向中高端品牌过渡,从大众品牌韩束、一叶子、红色小象、高肌能,到中高端品牌安弥儿、极方、安敏优、一页,再到高端品牌山田耕作,公司在逐步实现品牌升级。

图 7: 上海上美品牌汇总

品牌	推出时间	面向市场	品牌定位
KANS 韩束	2003	大众	科学抗衰, 专研亚洲肌肤之美的品牌
One leaf 一叶子	2014	大众	修护肌肤屏障, 探索天然植物纯净之美的护肤品牌
 红色小象	2015	大众	适合中国婴童肌肤的专业母婴护理品牌
BIO-G 高肌能	2019	大众	配方温和无添加的大众敏感肌护肤品牌
 asnami	2019	中高端	专业的功效型孕肌护理品牌
 KYOCA	2021	中高端	专研固发的洗护品牌
ARMIYO	2022E	中高端	与青蒿素研究团队合作推出的针对敏感肌问题的专业护肤
NEW PALE	2022E	中高端	专注宝宝敏感肌的中国婴童功效护肤品牌
TAZU	2022E	高端	与科学家山田耕作合作推出的高端抗衰护肤品牌

资料来源: 招股书、招商证券

3、管理层经验丰富, 公司控制权集中

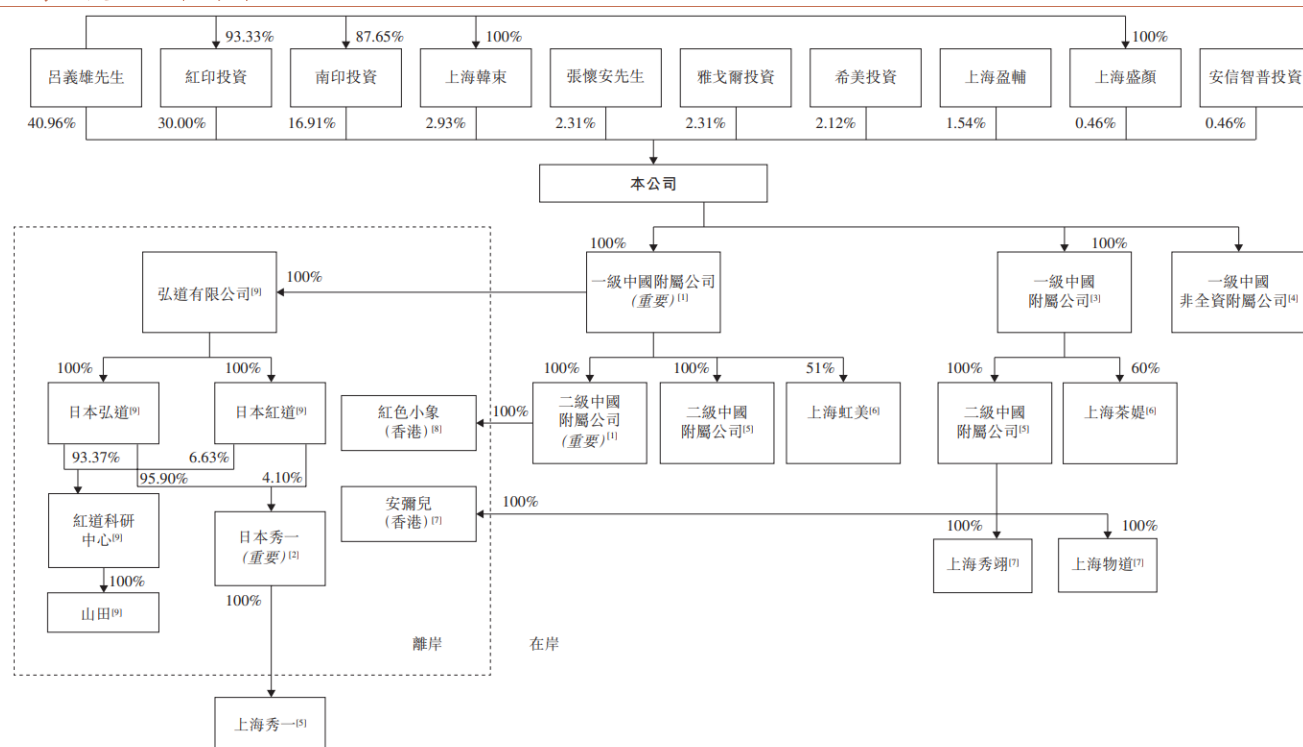
股权结构集中, 高管团队经验丰富。上海上美高级管理层相对较为年轻, 都在各自领域拥有多年的工作经历。公司创始人吕义雄先生自公司于 2004 年成立以来, 一直担任首席执行官, 负责管理公司的日常经营事务, 并且目前吕义雄先生直接持有公司 40.96% 的股份, 还通过红印投资、南印投资、上海韩束、上海盛颜间接持有约 50.31% 的权益, 对公司有较强的控制力。

图 8: 上海上美高级管理层介绍

姓名	职位	主要职责	履历简介
吕义雄	董事会主席兼首席执行官	董事会的整体事宜及本公司日常经营管理	43 岁。自上海上美于 2004 年 6 月成立以来,一直担任其首席执行官,负责管理公司日常经营事务,并在附属公司上海束美、红色小象化妆品、潮尚投资、日本秀一担任法定代表人。
罗燕	执行董事、副总经理,韩束的品牌总经理	新兴媒体平台电商以及韩束的整体管理及营销	34 岁。2012 年 3 月加入本集团;2015 年 1 月至 2020 年 2 月担任首席运营官;2020 年 3 月起担任副总经理(主要负责新兴媒体平台电商)以及自 2021 年 1 月担任韩束的总经理(负责韩束品牌的整体管理及营销)。于 2020 年 5 月,罗女士获委任为执行董事。
冯一峰	执行董事、副总经理兼首席财务官	公司的财务、投资及信息管理	42 岁。2002 年 7 月至 2010 年 6 月于普华永道中天会计师事务所最高任高级审计经理;2010 年 6 月至 2016 年 6 月于国药控股股份有限公司最高任财务及资产管理部部长;2012 年 8 月至 2016 年 8 月于国药集团一致药业股份有限公司最高任监事会主席;2016 年 7 月加入集团任副总经理,2021 年 2 月起任首席财务官。
宋洋	执行董事、副总经理	公司的研发和产品创新	32 岁。2013 年 12 月加入集团;2016 年 4 月至 2018 年 4 月担任项目总监;2018 年 5 月起担任全球新产品创新中心的总经理;2019 年 9 月起担任副总经理;2020 年 2 月任执行董事。
郭文静	副总经理兼首席运营官	公司的生产运营及供应链管理	41 岁。2010 年 1 月至 2012 年 2 月任乐购中国的财务规划及分析部投资评估经理;2012 年 3 月至 2016 年 10 月任欧莱雅中国的财务控制总监;2016 年 10 月至 2021 年 2 月加入本集团任首席财务官,2020 年 12 月起获委任为副总经理。
廉明	董事会秘书	信息披露、投资者关系及筹备股东大会及董事会会议	38 岁。2009 年 7 月至 2010 年 7 月受雇于中石化石油股份有限公司江苏石油分公司;2010 年 7 月至 2020 年 7 月于广东九美生物技术股份有限公司最高任董事、董事会秘书及总裁助理;2020 年 9 月加入本集团任董事会秘书。

资料来源:招股书、招商证券

图 9: 上海上美股权架构图

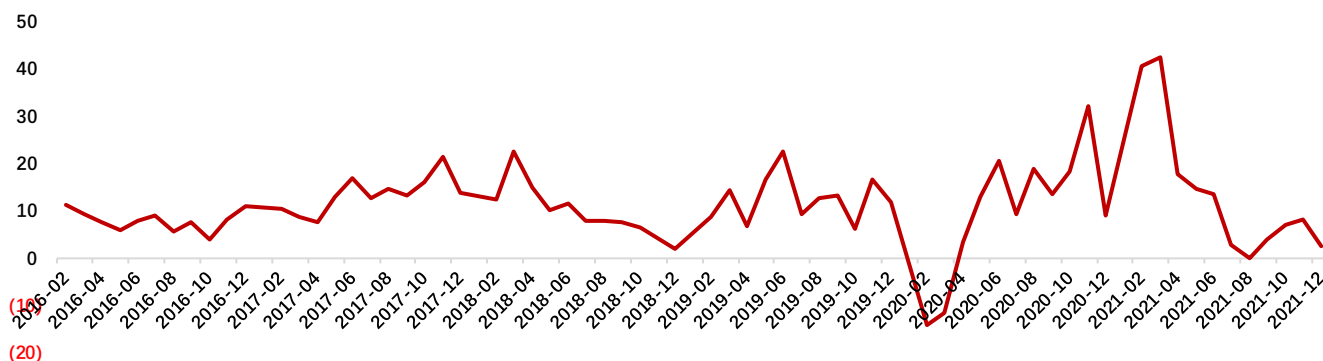


资料来源:招股书、招商证券

二、化妆品渠道红利渐进尾声 产品力驱动势在必行

化妆品行业自 2017 年开始在资本推动、新兴渠道红利、营销加码、产品升级等多重因素推动下，高增长趋势延续至 2021Q1。自 2021Q2 开始，受整体消费能力下降、化妆品新品备案审核趋严、疫情冲击线下、线上主流平台阿里流量被社媒平台瓜分，同时新兴社媒平台流量成本持续攀升等因素影响，行业整体增速放缓。

图 10：限额以上化妆品月度零售额同比增速（%）

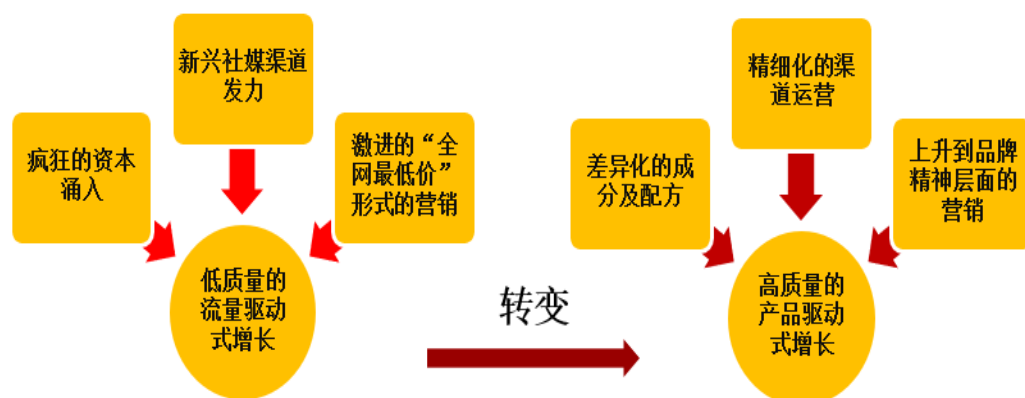


资料来源：wind、招商证券

过去 5 年部分国货品牌能够快速超越外资大众品牌的原因在于：切入外资品牌并不擅长的细分品类，或创造出新的产品形态和概念，迅速的抓住了电商及社媒渠道的红利，并通过激进的营销方式以及高性价比的产品定价迅速放量，短时间内快速做到细分类目第一名，在资本的推动下进行品类的持续扩充。但也暴露出了销售费用率偏高、复购率偏低、增收不增利的弊端，陷入了不买流量就没有增长的恶性循环。

经过几年突飞猛进式的扩张后，当前渠道洼地被迅速填平，渠道红利弱化，外资大牌也在大举进入以抖音为代表的社媒平台，对国货品牌进行降维打击。营销端的监管也在逐渐加强，对产品的功效评价更加严谨，洗脑式营销不复存在。因此我们认为下一阶段的核心竞争力将回归到产品功能的迭代能力，渠道端精细化运营能力，树立产品口碑依靠复购实现收入和利润之间良性增长的能力。

图 11：化妆品行业新旧增长模式切换



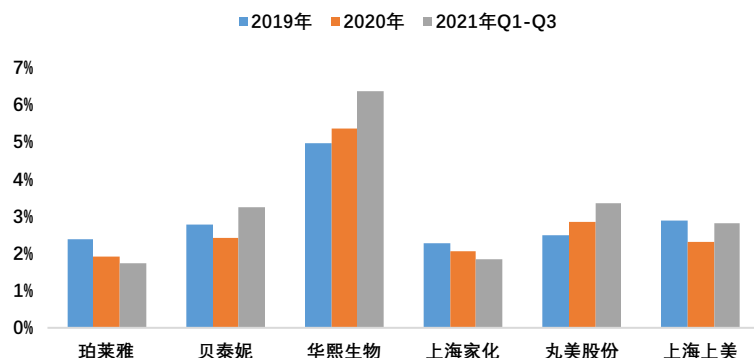
资料来源：招商证券

三、公司亮点：科技赋能&渠道领先&营销激进

1、国内及日本双科研中心推动产品创新

公司自 2003 年起坚持自主研发，2021 年前三季度公司自主研发的产品贡献占总收入的 97% 以上。在 2019 年、2020 年、2021 年前三季度，公司的研发支出分别为 0.83、0.77、0.72 亿元，研发费用率分别为 2.9%、2.3%、2.8%，处于行业中高水平。

图 12：研发费用/营业收入占比



资料来源：wind、招商证券

公司目前有拥有上海环球港总部科研中心和坐落于日本“医疗硅谷”Port Island 的日本神户科研中心，也是国内首家自建海外研发中心的化妆品公司。

图 13：两大研发基地



资料来源：官网、招商证券

研发团队由副总裁兼全球研发中心负责人李维博士领导，负责中日双科研中心所有研发活动的整体管理，李博士于 2007 年在清华大学获得化学工程及工艺博士学位，曾在宝洁担任高级研发经理，在化妆品新成份、配方及产品开发方面拥有丰富经验。公司核心研发团队由 7 名国际知名科学家组成，同时在人数超 200 名的研发团队中实施研发项目导师制以培养年轻研发人员。

表 1：公司研发团队核心人员构成

姓名	简介
黄虎	曾担任宝洁的首席科学家，在新产品开发、开发新成份、配方及工艺和效用评估有丰富经验，在化妆品行业有近 28 年的工作经验。目前是集团的全球首席科学家，负责整体管理及加强基础研究能力并领导研究及创新。
胡新成	曾任职于宝洁，先后担任该公司神户及北京研发中心护肤产品开发部的部门负责人，在化妆品行业有近 27 年的工作经验。目前是集团的全球研发中心总监，专注于开发新成份、配方及工艺。
付子华	曾先后担任宝洁的亚洲护肤技术总监及联合利华的护肤品工艺开发全球总监，亦是日本经济产业省国家项目研发技术顾问，在化妆品行业有近 27 年的工作经验。目前是集团的日本红道科研中心总监，负责核心配方的改良及创新、成份的基础研究，并建立集团在日本的研发能力。
内川惠一	曾担任资生堂全球创新中心经理 35 年，专精于乳化技术、护肤产品配方开发及护发产品配方开发。目前是集团

	中国科研中心的首席科学家，一直负责配方创新的开发、研究和指导工作。
山田耕作	曾担任宝洁新加坡担任 SK-II 品牌护肤产品的科学家，在化妆品行业有超过 30 年经验。目前是集团日本红道科研中心的护肤首席科学家，负责基础研究和护肤配方及工艺。
谷口登志也	曾担任宝洁担任高级科学家，从事化妆品行业接近 40 年。目前是集团日本红道科研中心副总监及彩妆品首席科学家，负责为中国及日本科研中心的年青研究员提供指导及培训，以进行彩妆品配方及工艺的研发。
板谷行生	曾担任佳丽宝的专业研究员，专注于日本不同护肤及化妆品产品，自 1987 年起便任职于化妆品行业。目前是集团日本红道科研中心的洗护用品首席科学家，负责就成份基础研究和洗护用品技术开发提供指导并就有关医药及生产设备的日本法规提供技术支持。

资料来源：公司公告、招商证券

截止至 2021 年 9 月 30 日，公司在国内拥有超过 200 项专利、38 项专利申请、93 项版权；在海外拥有 12 项专利、两项专利申请。公司未来将继续重视护肤领域市场热点核心成份的基础研究，在抗衰老技术、皮肤屏障保护技术、皮肤微生态领域进一步加大研发投入力度，驱动产品创新，快速响应市场。

图 14：公司三大核心产品成分

研发成果	功效	代表产品
双菌发酵产物-TIRACLE	控制炎症、抵抗衰老、保湿、美白，截止2021年9月30日已经有385种产品添加了该成分	<div>韩束高保湿弹润水</div>  <div>韩束银胶囊系列</div> 
AGSE-活性葡萄糖提取物包裹体	可以促进人体多种蛋白质的生成，如I型胶原蛋白、III型胶原蛋白、弹性蛋白和丝聚蛋白等。能极大程度对抗皮肤老化、提升皮肤屏障	<div>韩束金刚侠面膜</div>  <div>韩束情绪小胶囊面膜</div> 
青蒿油AN+	青蒿挥发油能够上调丝聚蛋白基因的表达，并能够抑制炎症因子及炎症介质的释放，研究显示青蒿油能抑制痤疮丙酸杆菌。	

资料来源：招股书、招商证券

2、多年来坚持品牌价值打造，营销方式激进且高效

前瞻布局线上营销投放：在线上，公司一方面邀请 KOL 在小红书等平台上分享产品、在顶级媒体和新兴媒体上投放广告来增加曝光度，另一方面与天猫、京东等主要电商平台积极合作，采用 FACT 营销模型（商家自播、达人矩阵、营销活动、头部大 V）进行推广。在线下，公司在全国多个城市的机场、户外大屏幕等投放广告，于购物中心举办活动，向化妆品店指派美容顾问，并与领先和新兴线下连锁店积极合作拓展销售渠道，此外公司拟通过开设生活方式体验旗舰店等方式打造自有渠道促进营销推广。

多种方式结合提升营销效率：策划抖音韩束 D-Beauty 心动日活动，在直播间内每日更新自播主题积累潜在客户，邀请吴敏霞与佟丽娅空降直播间提升直播间人气，在站外也通过其他平台的头部达人和抖音信息流广告为韩束 D-Beauty 心动日活动导入流量，通过“自播+直播”联动，实现销量快速增长。在 9.4-9.12 的 9 天内，韩束总 GMV 超 6200 万、全渠道曝光量破 1.7 亿。

2021 年韩束成为中国国家游泳队官方合作伙伴，夯实产品科技背书：邀请国家游泳队队员参与拍摄「每一刻冠军」视频短片，将追求极致的体育精神代入到韩束打磨新品的匠人精神，以传递品牌追求卓越质量的坚持，同时携手 KOL 李佳琦共同推广，以韩束新品带动韩束品牌力的大幅提升，实现了从种草、品牌活动传播、直播的全局营销，案例在中国国际广告节中获得“2021 年度整合营销金案”大奖。

图 15: 韩束 D-Beauty 心动日活动



资料来源：搜狐资讯、招商证券

图 16: 韩束《每一刻冠军》体育营销



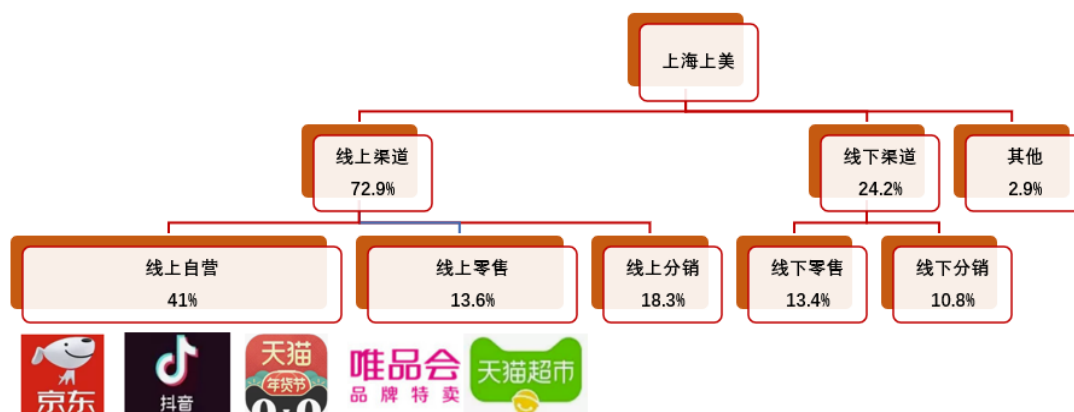
资料来源：公司官网、招商证券

3、渠道转型及时，线上运营能力强

面对快速变化的渠道，公司及时调整渠道布局，加大线上资源的投放力度，2019 年-2021Q1-Q3 线上收入规模分别为 15.05 亿元、25.43 亿元 (YOY+69%)、18.93 亿元 (YOY+11%)，线上收入占比从 2019 年的 52.4% 提升至 2021 年 Q1-Q3 的 72.9%。线上自营主要包括京东、抖音、猫旗、快手，是公司线上渠道的主要构成，2020 年-2021Q1-Q3 收入增速分别为 77%、-1%。线上零售主要包括唯品会、猫超、京东，2020 年-2021 年前三季度收入增速分别为 252%、363%。线上分销主要为线上 B 端分销商，2020 年-2021 年前三季度收入增速分别为 40%、-15%。

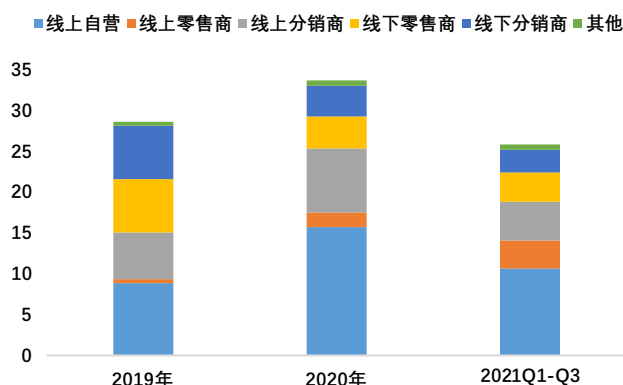
目前公司线下渠道主要为屈臣氏、百货以及商超，受疫情影响，2019 年-2021Q1-Q3 线下收入规模分别为 13.14 亿元、7.70 亿 (YOY-41%) 元、6.27 (YOY+16%) 亿元，线下收入占比从 2019 年的 45.7% 下降至 2021Q1-Q3 的 24.2%。

图 17: 公司渠道结构



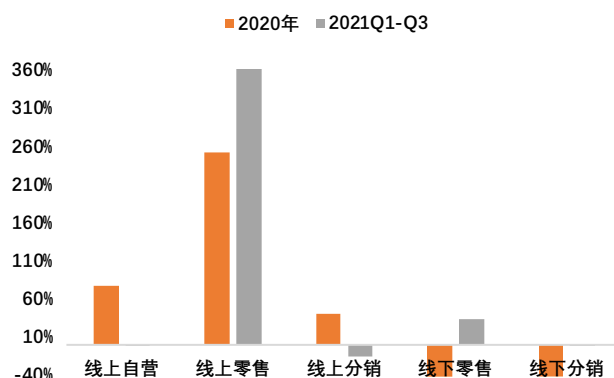
资料来源：招股书、招商证券（截止至 2021 年 9 月 30 日公司分渠道收入占比）

图 18: 分渠道收入规模 (亿元)



资料来源: 招股书、招商证券

图 19: 分渠道收入增速

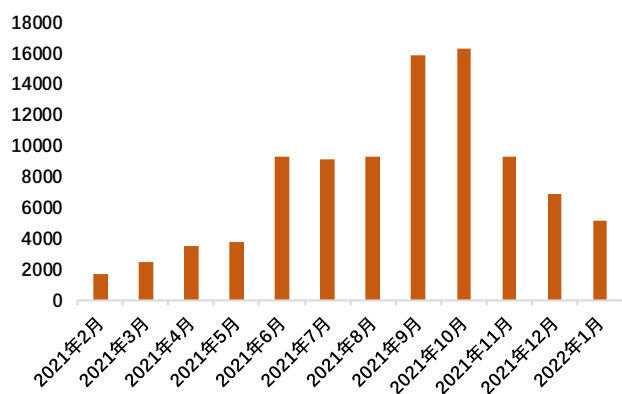


资料来源: 招股书、招商证券

1) 线上渠道多点开花

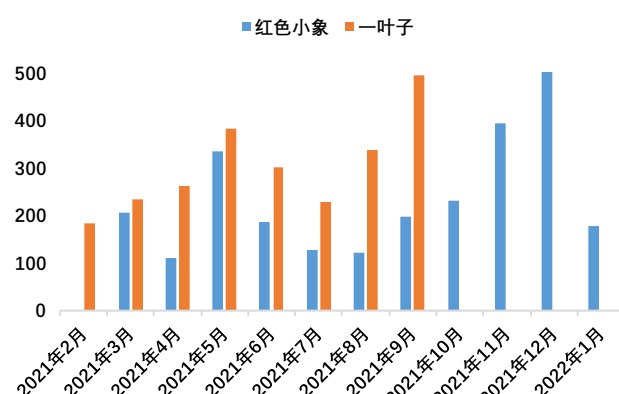
新兴社媒渠道快速入驻: 从第三方数据来看, 韩束品牌在抖音渠道通过自播以及头部主播结合的方式进行推广, 月度销售 GMV 自 2021 年 2 月起快速增长, 2021 年 2 月至 2022 年 1 月品牌在抖音上实现 GMV 合计超过 9 亿元, 在抖音美妆品牌中位居前列。红色小象及一叶子品牌抖音月度 GMV 为几百万, 尚处于起步阶段。

图 20: 韩束品牌抖音渠道月度 GMV (万元)



资料来源: 第三方数据、招商证券

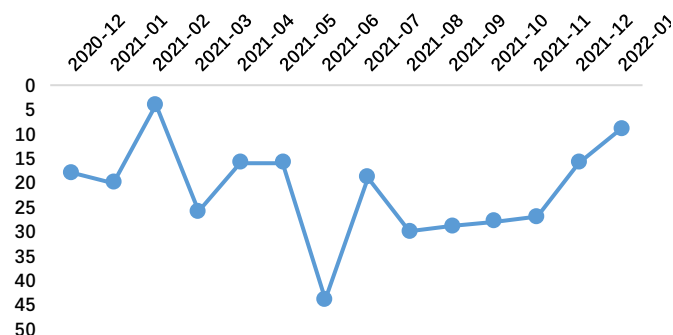
图 21: 红色小象及一叶子品牌抖音月度 GMV (万元)



资料来源: 第三方数据、招商证券

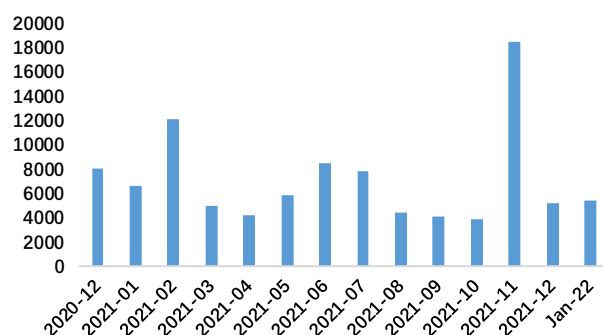
三大核心品牌在淘系细分类目销售额排名持续提升: 今年 1 月份韩束品牌在淘系面部护理套装类目的销售排名提升至第九名; 过去 12 个月红色小象在淘系婴童护肤类目的销售排名始终保持在前五名; 一叶子品牌在淘系贴片面膜类目的销售排名处于前 15 名。

图 22: 淘系面部护理套装品类中韩束销售额排名



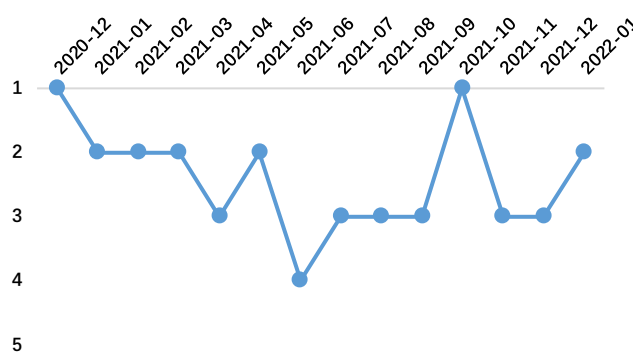
资料来源: 第三方数据、招商证券

图 23: 阿里全网韩束品牌销售额 (万元)



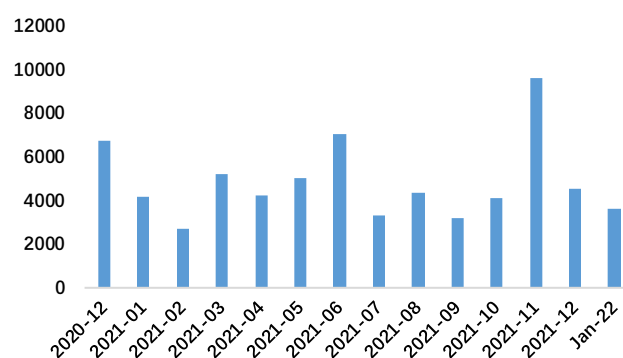
资料来源: 第三方数据、招商证券

图 24: 淘系婴童护肤品类中红色小象销售额排名



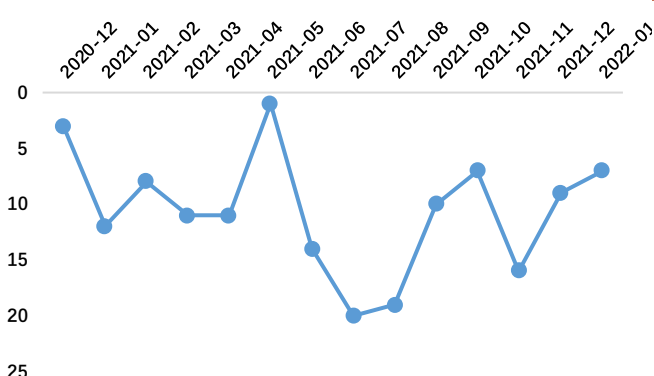
资料来源: 第三方数据、招商证券

图 25: 阿里全网红色小象品牌销售额 (万元)



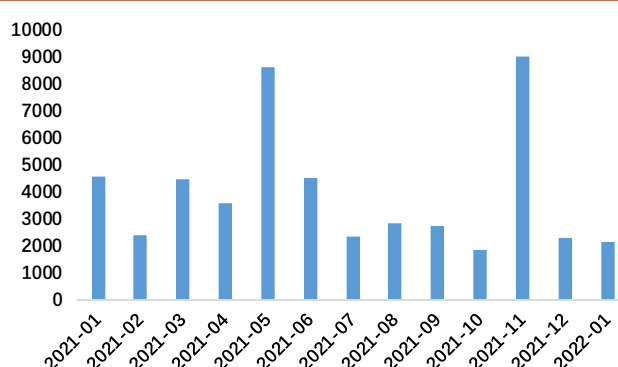
资料来源: 第三方数据、招商证券

图 26: 淘系贴片式面膜品类中一叶子销售额排名



资料来源: 第三方数据、招商证券

图 27: 一叶子猫旗月度销售额 (万元)



资料来源: 第三方数据、招商证券

2) 线下渠道: 持续进行优化调整

公司的线下零售商主要包括知名超市以及化妆品连锁店, 2019 年至 2021 年前三季度, 公司线下零售商数量分别为 90 家、64 家、54 家, 过去 3 年持续进行优化调整, 向头部连锁渠道集中。如公司作为屈臣氏在化妆品领域最重要的商业合作伙伴之一, 截止至 2021 年 9 月 30 日, 公司已经覆盖了屈臣氏全部 4000 多家门店。

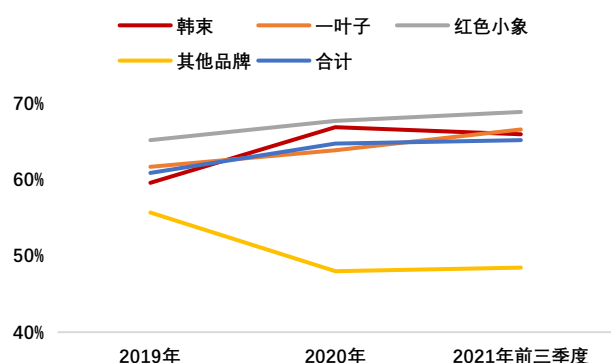
公司 2019 年-2021 年前三季度的线下分销商数量分别为 849 家、725 家、557 家, 线下分销规模持续缩减。

四、财务分析：盈利能力持续提升，运营效率处于较高水平

1、毛利率提升&期间费用率下降推动盈利能力持续提升

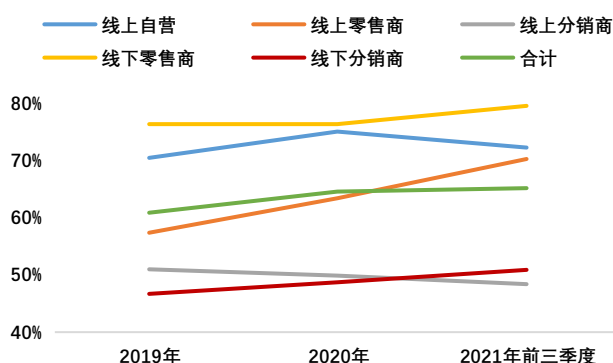
公司整体毛利率水平从 2019 年的 60.9% 提升至 2021 年前三季度的 65.2%。受品牌力提升、高毛利率爆品热销影响，三大核心品牌毛利率均有不同程度提升，其中韩束毛利率从 59.6% 提升至 65.9%；一叶子毛利率从 61.7% 提升至 66.6%；红色小象毛利率从 65.2% 提升至 68.9%。从渠道来看，线上毛利率从 2019 年的 62.7% 提升至 2021 年前三季度的 66%，其中线上自营毛利率从 70.5% 提升至 72.4%，线上零售商从 57.4% 提升至 70.3%，线上分销商毛利率有小幅下降。随着疫情影响消除客流恢复以及线下零售体系持续优化影响，线下毛利率从 2019 年的 61.7% 提升至 2021 年前三季度的 66.8%。

图 28：分品牌毛利率



资料来源：招股书、招商证券

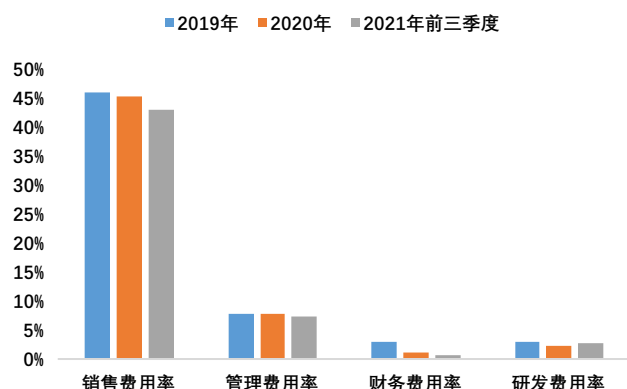
图 29：分渠道毛利率



资料来源：招股书、招商证券

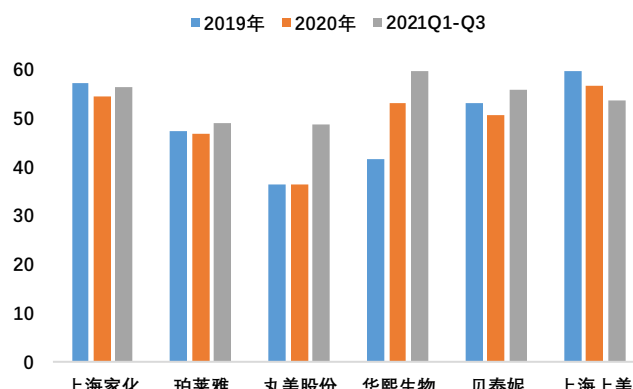
公司期间费用率从 2019 年的 59.61% 下降至 2021 年前三季度的 53.73%，其中销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率降幅分别为 3.04pct、0.51pct、0.12pct、2.21pct，销售费用率下降明显，主要由于营销手段升级（从综艺影视剧冠名向社媒数字化营销转变），销售费用投放效率提升。从行业内已经上市的化妆品公司来看，上海上美期间费用率处于中等偏高水平。未来随着爆品战略逐渐显效，销售费用率存在下调空间，且待 IPO 后利息费用减少期间费用率存在下降空间。

图 30：公司期间费用率情况



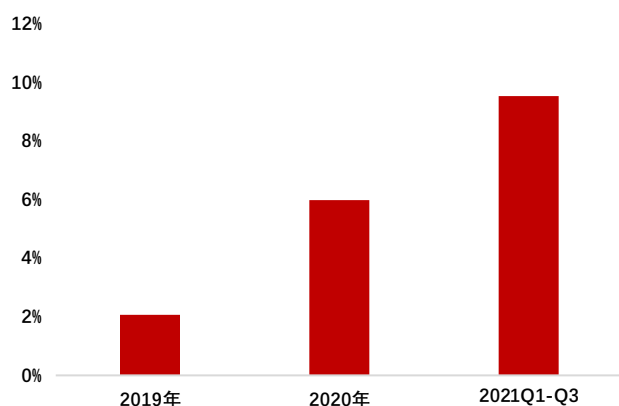
资料来源：招股书、招商证券

图 31：化妆品板块上市公司期间费用率比较



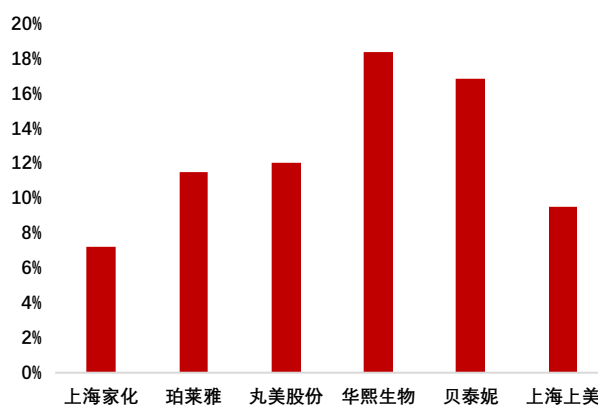
资料来源：招股书、wind、招商证券

图 32: 公司净利润率趋势



资料来源: 招股书、招商证券

图 33: 化妆品板块上市公司净利润率比较

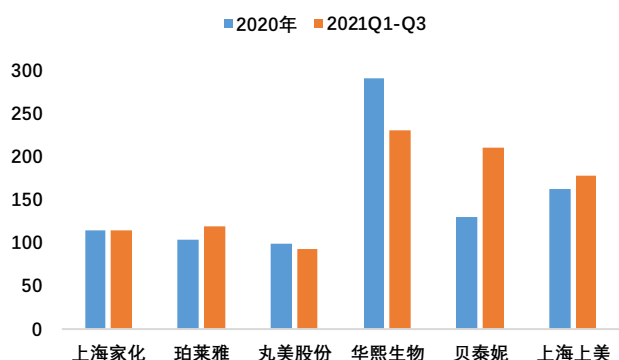


资料来源: 招股书、wind、招商证券

2、运营效率处于较高水平，现金流良好

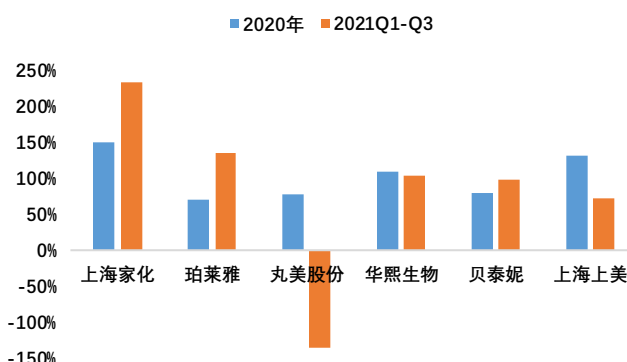
过去两年公司存货周转天数在 170 天左右，低于华熙生物和贝泰妮，但是高于上海家化、珀莱雅和丸美股份，处于正常范围。经营活动净现金流/净利润指标处于健康区间。

图 34: 存货周转天数



资料来源: 招股书、wind、招商证券

图 35: 经营活动净现金流/净利润



资料来源: 招股书、wind、招商证券

五、风险提示

- 1、消费下行，可选消费承压，化妆品需求增速放缓
- 2、流量成本上升，销售费用率上升，侵蚀利润空间
- 3、化妆品新品备案趋严，公司新品推广速度放慢
- 4、线下渠道受疫情反复影响恢复慢于预期

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

赵中平：香港中文大学硕士，对外经济贸易大学学士，2014-2016 年分别就职于安信证券，银河证券，2016-2021 年就职于广发证券轻工行业首席分析师，2020 年新财富，水晶球，新浪金麒麟均获得第三名，2021 年加入招商证券，任轻工时尚首席分析师。

刘丽：对外经济贸易大学会计学硕士，2011-2015 年就职于国美控股集团投资部，2015-2017.7 太平洋证券服饰纺织行业分析师，2017 年 8 月加入招商证券，2021 年起任美妆时尚联席首席。

宋盈盈：CFA，清华大学环境工程本硕，北京大学国发院经济学双学士。2018-2020 年，任招商证券环保公用事业行业分析师。2020 年起任美妆时尚分析师。

毕先磊：山东大学金融硕士，吉林大学工学学士，曾就职于德邦证券研究所轻工组，2021 年加入招商证券，研究方向为轻工制造。

王鹏：华威商学院金融学硕士，中山大学金融学学士，2020-2021 年就职于万联证券，2021 年加入招商证券，任研究助理，研究方向为轻工新消费。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。