

商业贸易

丽人丽妆：美丽升级龙头再现，尽享美妆电商赛道红利

相宜本草起家，稳扎稳打成就美妆代运营龙头

公司自 2007 年成立以来，借助线上美妆风口快速成长：①萌芽起步阶段（2007-2010）：相宜本草起家开启电商零售业务，上海、广州仓库建成。②快速扩张阶段（2011-2015）：快速签约海外大牌，完成四次增资，获得韩束、施华蔻、美宝莲、兰芝、吕等品牌授权；自有品牌 momoup 进驻微信商城、亚马逊。③上市筹备阶段（2016-2020）：预计公司将于 2020 年主板上市，2016-2020 年连续 4 年获得天猫美妆奖“年度优秀合作伙伴”，2019 年获评天猫“六星级运营服务商”。创始人黄韬先生持股 37.22%，公司第二大股东为阿里网络，持股 19.55%，为丽人丽妆带来了平台及资源优势。

最高收入美妆代运营商，毛利率&净利率稳步提升

公司是收入最高的美妆代运营商，2019H1 营收 16.57 亿元，归母净利为 1.51 亿元，2015-18 年营收同比增 70.09%/65.6%/69.67%/5.69%，归母净利同比增 475.7%/147.9%/180.2%/11.0%。近三年公司综合毛利率维持在 35%-40%之间，净利率维持在 5%-9%之间，低于行业平均值，主要系公司毛利率较低的电商零售业务占比高达 90%+。伴随费用管控和业务结构调整，公司毛利率&净利率呈逐年上升趋势。

卡位中高端&成分党美妆尽享赛道红利，品牌基础深厚熟知阿里规则

公司电商零售模式以经销模式为主，强综合运营能力铸就高壁垒。截至 2019H1，公司与美宝莲、施华蔻、兰芝、雅漾、雪花秀、相宜本等超过 60 个品牌达成合作关系，涵盖美容、护肤、洗护、彩妆品类。

手持 60 余品牌卡位中高端&成分党美妆，尽享赛道红利高速增长。美妆赛道近十年保持 9.33%的高增速，高端美妆跑赢整体近十年 CAGR 达 15.45%，天猫是美妆流量最集中、市占率最高的平台，2018/2019 年天猫美妆销售同比增速超过 60%。公司签约品牌尽享中高端美妆&成分党风口，近年来增速可观，预计雪花秀、后、赫妍等主要品牌近两年增速超过 100%。

品牌基础深厚熟知阿里规则，仓储物流 IT 配套设施完善。公司业务集中于天猫平台，2007 年即在淘宝商城开展电商零售业务，熟知阿里规则。公司仓储物流不断优化，助力经销模式精耕细作，基本实现仓储业务外包，并与上海发网、心怡科技、菜鸟供应链等服务商开展合作，建立起遍布全国的外包仓库网络，得以较好的提高发货速度和优化用户体验。今年天猫 618，公司携手菜鸟供应链携手创造了包裹“小时级”发货，极速送达的新纪录。

风险提示：行业竞争加剧风险、品牌合作及拓展风险、运营平台单一的风险等

证券研究报告

2020 年 06 月 09 日

投资评级

行业评级 强于大市(维持评级)

上次评级 强于大市

作者

刘章明 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516060001
liuzhangming@tfzq.com

方心诣 联系人
fangxinyi@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《商业贸易-行业点评:化妆品 5 月数据跟踪 | 线上持续稳增,直播贡献流量蓄力 618》2020-06-04
- 2 《商业贸易-行业点评:家家悦:可转债募集 6.45 亿顺利落地,内生外延加速跨区域发展》2020-06-03
- 3 《商业贸易-行业点评:独立学院转设+高职扩招将带动高校资产价值重估》2020-05-26

内容目录

| | |
|--|----|
| 1. 相宜本草起家，稳扎稳打成就美妆代运营龙头..... | 4 |
| 1.1. 三大阶段稳打稳扎，成就美妆代运营龙头..... | 4 |
| 1.2. 品牌背后的强大推力，阿里二股东带来资源优势..... | 5 |
| 2. 最高收入美妆代运营商，毛利率&净利率稳步提升..... | 6 |
| 3. 卡位中高端&成分党美妆尽享赛道红利，品牌基础深厚熟知阿里规则..... | 11 |
| 3.1. 美妆起家多品类运营，经销模式铸就强综合运营能力..... | 11 |
| 3.2. 手持 60 余个品牌卡位中高端&成分党美妆，尽享赛道红利高速增长..... | 12 |
| 3.3. 品牌基础深厚熟知阿里规则，仓储物流 IT 配套设施完善..... | 15 |
| 4. 风险提示..... | 17 |

图表目录

| | |
|---|----|
| 图 1：丽人丽妆三大发展阶段..... | 4 |
| 图 2：丽人丽妆合作 60 多个国内外知名品牌..... | 5 |
| 图 3：丽人丽妆股权结构..... | 5 |
| 图 4：2014-2019H1 丽人丽妆营业收入..... | 6 |
| 图 5：2016-2019H1 丽人丽妆营收组成..... | 6 |
| 图 6：2014-2019H1 丽人丽妆营业成本..... | 6 |
| 图 7：2016-2019H1 丽人丽妆营业成本分类构成..... | 6 |
| 图 8：2014-2019H1 丽人丽妆综合毛利率..... | 7 |
| 图 9：2014-2019H1 丽人丽妆各类业务毛利率..... | 7 |
| 图 10：2016-2019H1 期间费用率..... | 8 |
| 图 11：同行业期间费用率对比..... | 8 |
| 图 12：销售费用细分占总销售费用比例..... | 8 |
| 图 13：2014-2019H1 丽人丽妆归母净利润..... | 9 |
| 图 14：2014-2019H1 丽人丽妆归母净利率..... | 9 |
| 图 15：同行业公司净利率对比..... | 9 |
| 图 16：2014-2019H1 丽人丽妆经营/投资活动现金流量净额..... | 9 |
| 图 17：2014-2019H1 丽人丽妆货币资金（亿元）..... | 9 |
| 图 18：截至 2019/10/23 公司合作的主要品牌情况..... | 11 |
| 图 19：近年来高端化妆品销售额增速高于化妆品（单位：销售额：亿元，YOY：%）..... | 13 |
| 图 20：美妆行业互联网零售占比逐年上升（%）..... | 13 |
| 图 21：淘系平台美容护肤/美体/精油同比增速趋势分析（%）..... | 13 |
| 图 22：淘系平台彩妆/香水/美妆工具同比增速趋势分析（%）..... | 13 |
| 图 23：吕天旗舰店销售额情况（%）..... | 14 |
| 图 24：雪花秀天猫旗舰店销售额情况（%）..... | 14 |
| 图 25：WHOO 后天旗舰店销售额情况（%）..... | 14 |
| 图 26：Hera 天猫旗舰店销售额情况（%）..... | 14 |

| | |
|--|----|
| 图 27：丽人丽妆部分合作品牌 618 预售首日同比增长情况（%） | 15 |
| 图 28：丽人丽妆合作的热门爆品 618 预售首日情况（件） | 15 |
| 图 29：丽人丽妆携手菜鸟供应链携手创造 “小时级” 发货，极速送达 | 16 |
| 表 1：同行业毛利率对比 | 7 |
| 表 2：同行业业绩情况，业务模式和品牌情况对比 | 10 |
| 表 3：主要竞争对手业务模式对比 | 11 |
| 表 4：2018/12/31 至 2019/10/23 日，丽人丽妆合作品牌变动情况 | 12 |

1. 相宜本草起家，稳扎稳打成就美妆代运营龙头

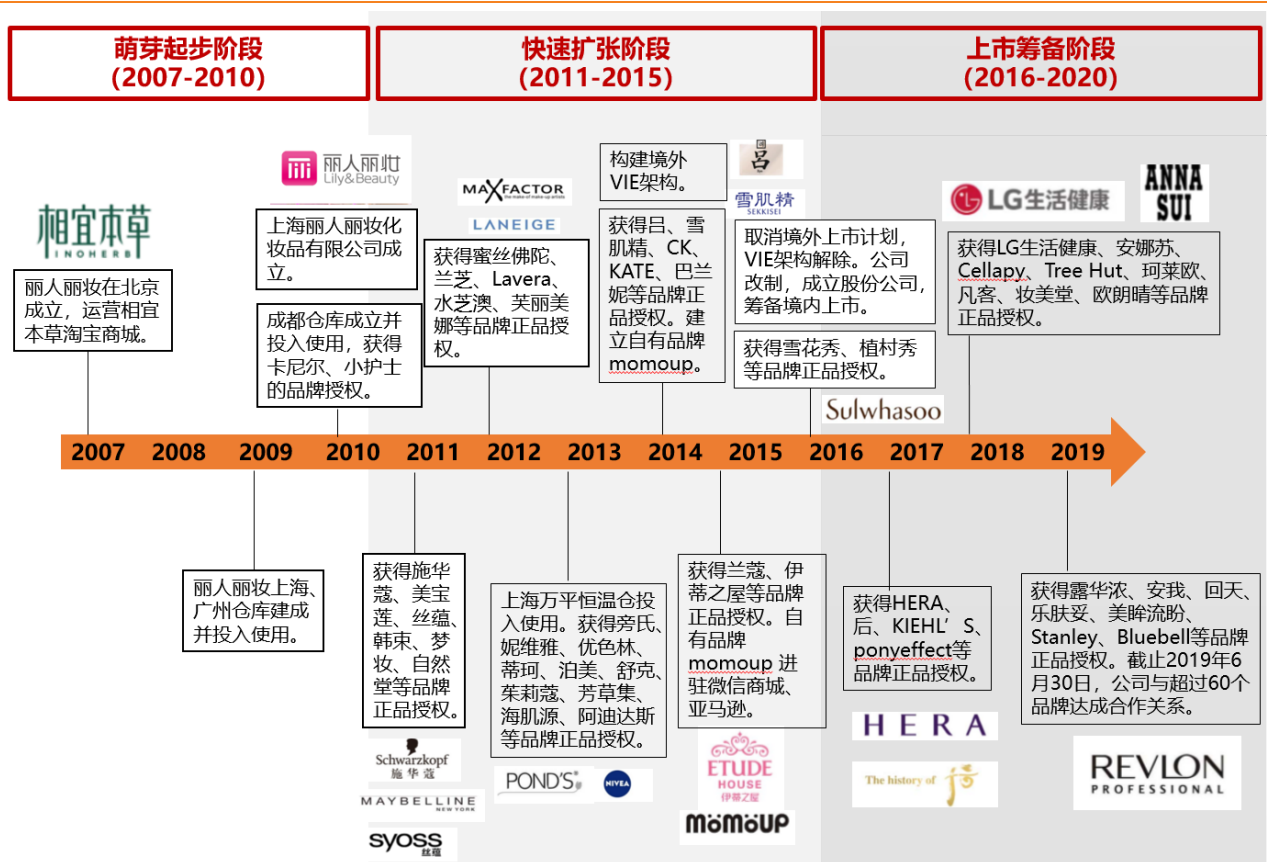
1.1. 三大阶段稳打稳扎，成就美妆代运营龙头

公司是国内领先的线上化妆品营销零售服务商，借助线上美妆风口快速成长。公司核心业务系化妆品电商零售业务，即买断方式向品牌方或其国内总代理采购产品，在电商平台开设品牌官方旗舰店销售，该业务占比达 92.55%。此外，公司也接受品牌方委托，负责建设、运营其线上品牌官方旗舰店，为品牌方就某项产品或活动提供营销推广服务。

公司自 2007 年成立以来，借助线上美妆风口快速成长，发展历程大致可以分为三个阶段：

- ① **萌芽起步阶段（2007-2010）：相宜本草起家，开启电商零售业务。**2007 年丽人丽妆在北京成立，运营相宜本草淘宝商城。2009 年丽人丽妆上海、广州仓库建成。2010 年上海丽人丽妆总部成立，卡尼尔，小护士等品牌入驻。
- ② **快速扩张阶段（2011-2015）：快速签约海外大牌，高速发展电商零售。**2010 年 8 月至 2012 年 7 月，公司完成四次增资，注册资本从 10 万元增加至 2822.5 万元，2014 年起搭建了境外 VIE 架构。业务拓展方面，公司获得韩束、施华蔻、美宝莲、自然堂、蜜丝佛陀、兰芝、旁氏、妮维雅、吕、丝塔芙、碧欧泉、汉高、雪肌精等品牌授权；丽人丽妆自有品牌 momoup 也开始进驻微信商城、亚马逊。
- ③ **上市筹备阶段（2016-2020）：平台合作不断深入，预计将于 2020 年主板上市。**2015 年 12 月 11 日，公司股东实现了境外的全面退出，境外架构完成解除。2016 年，公司整改为中外合资股份有限公司，并于同年 3 月 10 日成立股份公司，筹备境内上市。本阶段公司合作品牌亦不断扩充，先后获得雪花秀、植村秀、HERA、后、LG 生活健康、安娜苏、露华浓等品牌的正品授权，并进一步扩大其在天猫等平台的影响力。

图 1：丽人丽妆三大发展阶段



资料来源：招股说明书，丽人丽妆官网，天风证券研究所

1.2. 品牌背后的强大推手，阿里二股东带来资源优势

合作众多国际知名品牌，多次获评天猫优秀合作伙伴。目前，丽人丽妆和国际十大化妆品集团达成授权合作，获得了包括希思黎、奥伦纳素、雪花秀、兰芝、施华蔻等在内的 60 多个国际知名品牌在中国的正品授权，负责运营其天猫旗舰店，其中多个品牌的天猫旗舰店已经成为该品牌最重要的专柜。丽人丽妆主要合作品牌中，绝大多数中高端美妆品牌，少数平价美妆品牌还有少数全产品扩充品牌。凭借优秀的运营能力，2016-2020 年丽人丽妆连续 4 年获得天猫金妆奖“年度优秀合作伙伴”，2019 年获评天猫“六星级运营服务商”。

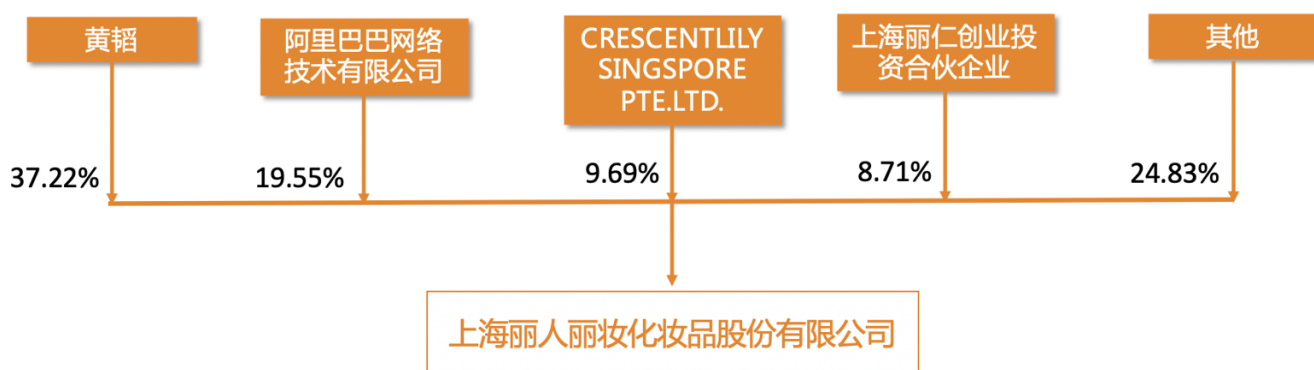
图 2：丽人丽妆合作 60 多个国内外知名品牌



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

创始人持股 37.22%，阿里为二股东带来平台及资源优势。公司控股股东、实际控制人为黄韬先生，其直接持有公司股份 37.22%，通过上海丽仁间接持有公司 0.13% 股份，合计持有公司 37.35% 的股份。公司第二大股东为阿里网络，持股比例为 19.55%，为丽人丽妆带来了平台及资源优势。公司借助阿里在电商、平台上的运营经验，进一步扩大公司影响力，更深入地与淘宝、天猫等平台进行合作。

图 3：丽人丽妆股权结构

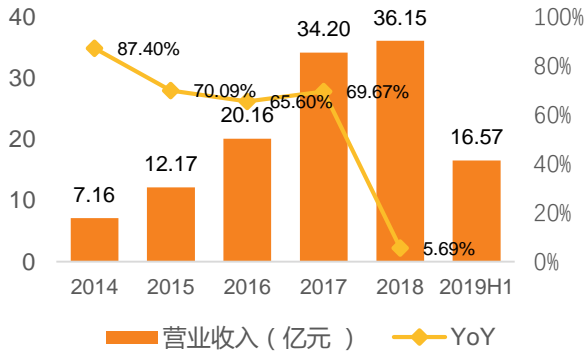


资料来源：招股说明书，天风证券研究所

2. 最高收入美妆代运营商，毛利率&净利率稳步提升

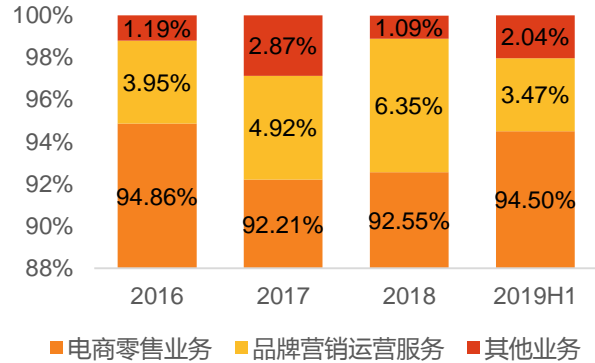
公司营收持续增长，电商零售业务构成主要收入来源。2019H1 实现收入 16.57 亿元，2015/2016/2017/2018 年营业收入分别为 12.17/20.16/34.2/36.15 亿元，同比增长 70.09%/65.60%/69.67%/5.69%。营业收入持续增长，但增速放缓。公司主营业务分为电商零售业务，品牌营销运营服务和其他业务三大类，其中核心业务电商零售占比一直超过 90%，2019H1 占比达到 94.5%。

图 4：2014–2019H1 丽人丽妆营业收入



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

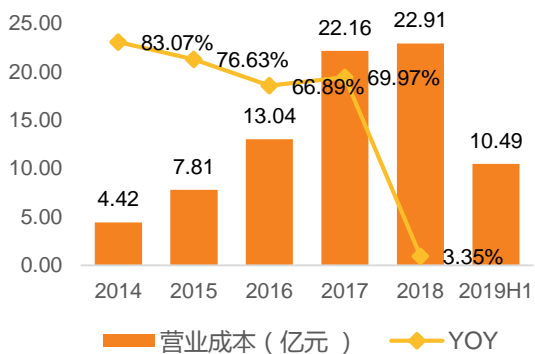
图 5：2016–2019H1 丽人丽妆营收组成



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

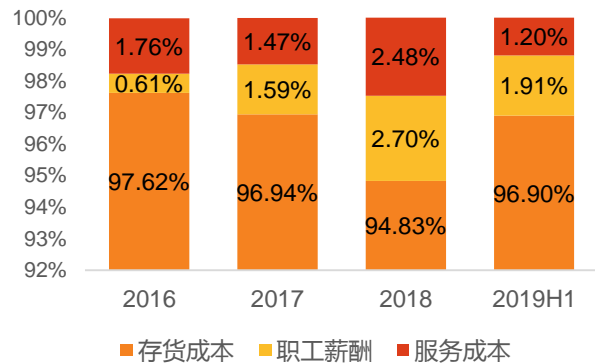
公司营业成本占营收比例在 64% 左右，增长幅度和营收增长幅度基本一致，其中存货成本占比最高。公司营业成本在 2016/2017/2018/2019H1 分别为 13.04/22.16/22.91/10.49 亿元，占营业收入的比例在 64% 左右，营业成本同比增长幅度和营收增长幅度基本一致。公司营业成本结构较为稳定，其中存货成本占比最高，占比在 94%–98% 区间，职工薪酬和服务成本占比较低。

图 6：2014–2019H1 丽人丽妆营业成本



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

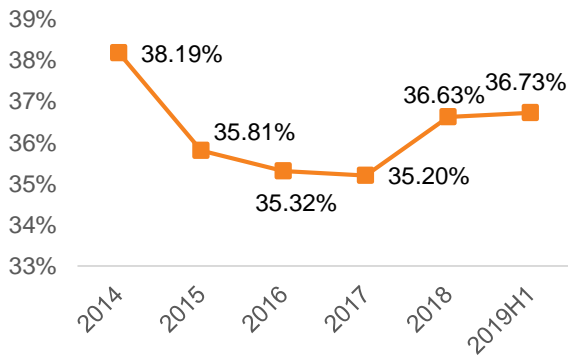
图 7：2016–2019H1 丽人丽妆营业成本分类构成



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

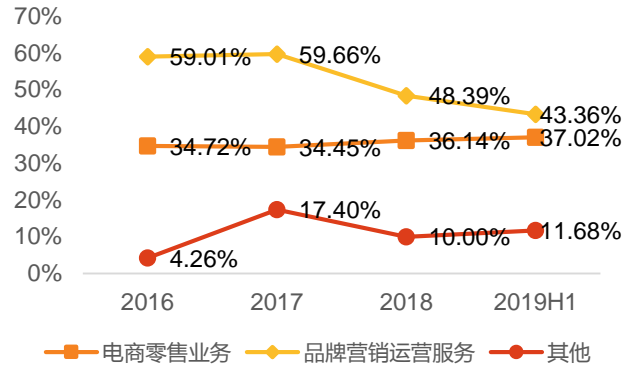
公司综合毛利率维持在 35%–40% 之间，电商零售业务毛利率呈现增长趋势。公司综合毛利率在 2016–2019H1 呈增长趋势，2016/2017/2018/2019H1 分别为 35.32%/35.2%/36.63%/36.73%。电商零售业务毛利率呈现缓慢增长趋势，2019H1 达到 37.02%。品牌营销运营服务毛利率相对较高，大于 40%，但表现出下降的趋势。

图 8：2014-2019H1 丽人丽妆综合毛利率



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 9：2014-2019H1 丽人丽妆各类业务毛利率



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

公司综合毛利率低于行业平均值，主要系各公司不同业务模式构成比例不同。宝尊电商和壹网壹创在各期综合毛利率均高于丽人丽妆，但细分来看，丽人丽妆对应的电商零售业务毛利率和上述公司综合毛利率差别较小，但品牌运营服务毛利率低于同业可比公司。综合毛利率的差异主要来源于各公司不同业务模式构成比例不同，其他公司由于毛利率较高的品牌营销运营服务占比较大，所以综合毛利率较高。

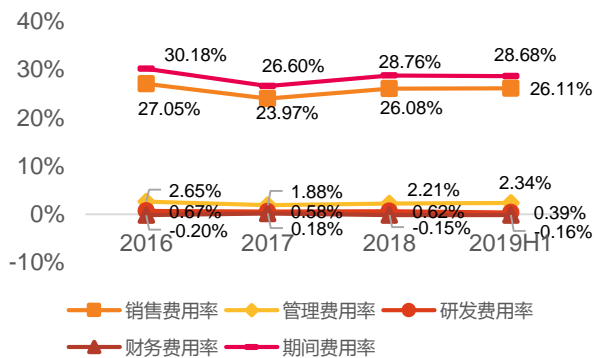
表 1：同行业毛利率对比

| | | 2019H1 | 2018 | 2017 | 2016 |
|-----------|------|--------|--------|--------|--------|
| 综合毛利率 | 宝尊电商 | 60.28% | 62.27% | 53.78% | 43.31% |
| | 若羽臣 | — | 32.79% | 33.29% | 42.57% |
| | 壹网壹创 | 39.03% | 42.59% | 46.84% | 41.02% |
| | 平均值 | 44.58% | 44.16% | 46.10% | 43.25% |
| | 丽人丽妆 | 36.73% | 36.63% | 35.20% | 35.32% |
| 电商零售业务毛利率 | 壹网壹创 | 42.35% | 41.58% | 39.92% | 37.39% |
| | 若羽臣 | — | 31.76% | 31.14% | 41.68% |
| | 丽人丽妆 | 37.02% | 36.14% | 34.45% | 34.72% |
| 品牌运营服务毛利率 | 壹网壹创 | 64.19% | 65.28% | 66.02% | 58.44% |
| | 若羽臣 | — | 61.27% | 62.38% | 62.86% |
| | 丽人丽妆 | 43.36% | 48.39% | 59.66% | 59.01% |

资料来源：Wind，招股说明书，天风证券研究所

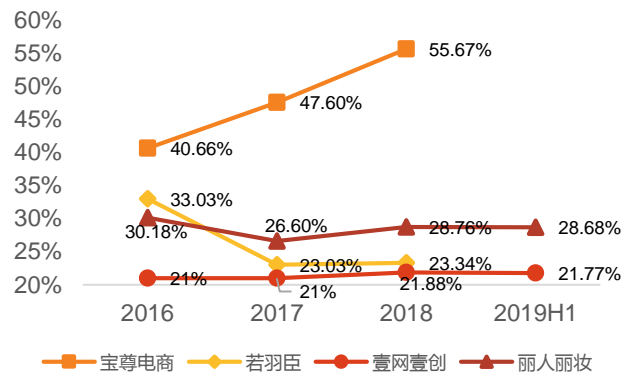
公司期间费用率在 26%-30% 区间，处于行业中等水平，基本保持稳定，其中销售费用率占比最高。2017/2018/2019H1 期间费用率分别为 26.6%/28.76%/28.68%，基本保持稳定。其中销售费用率有逐步增加趋势，主要原因为：（1）营业收入的快速增长，支付的平台运营费增加，同时也带动发货量大幅增长，相应的仓储物流费等进一步增加；（2）公司积极开拓市场，促进产品的销售，导致发生广告费增加。与同行业可比公司相比，公司期间费用率高于壹网壹创和若羽臣，低于宝尊电商。销售费用占营业收入的比例高于同行业可比公司平均值，管理费用占营业收入的比例略低于同行业可比公司，研发费用率较低，总体来看，公司期间费用率处于行业中等水平。

图 10：2016-2019H1 期间费用率



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

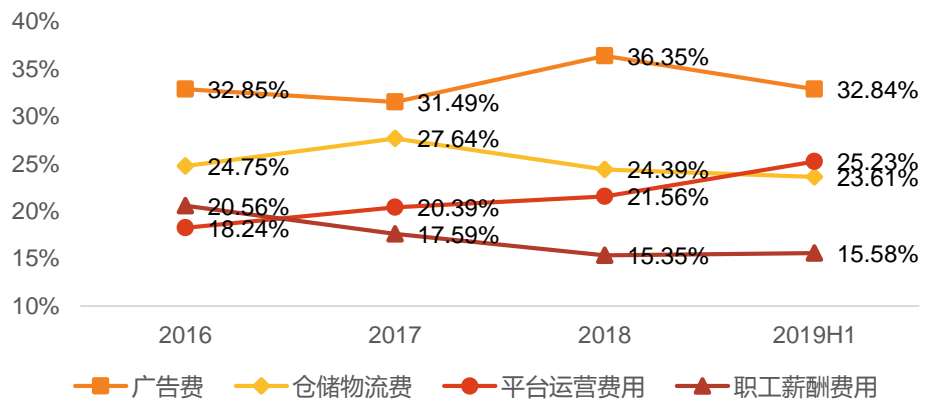
图 11：同行业期间费用率对比



资料来源：Wind，招股说明书，天风证券研究所

公司销售费用中广告费占比最高，平台运营费用占比逐年上升。销售费用主要包括广告费，仓储物流费，平台运营费和职工薪酬费四类。其中广告费占总销售费用比例维持在 32%-37% 区间，为占比最高的类别。仓储物流费在 2017/2018/2019H1 占比分别为 27.64%/24.39%/23.61%，有缓慢下降的趋势。平台运营费在 2017/2018/2019H1 占比分别为 20.39%/21.56%/25.23%，有逐年上升的趋势。

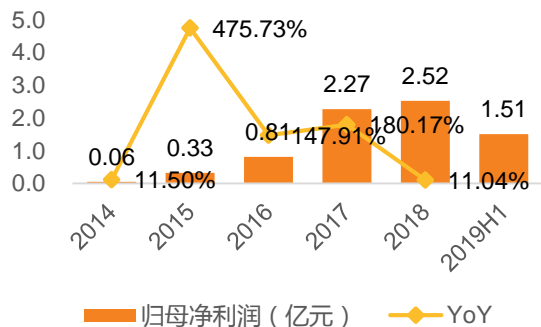
图 12：销售费用细分占总销售费用比例



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

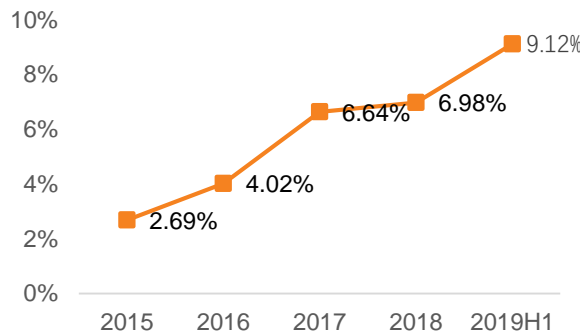
公司归母净利润逐年增长，归母净利率呈现快速增长趋势。2019H1 公司归母净利润为 1.51 亿元，2016/2017/2018 年归母净利润分别为 0.81/2.27/2.52 亿元，逐年稳步增长。2016/2017/2018/2019H1 归母净利率分别为 4.02%/6.64%/6.98%/9.12%，表现出较快的增长趋势。主要原因是公司毛利率稳步增长，而期间费用率基本保持稳定，使得净利率呈现增长趋势。

图 13：2014-2019H1 丽人丽妆归母净利润



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

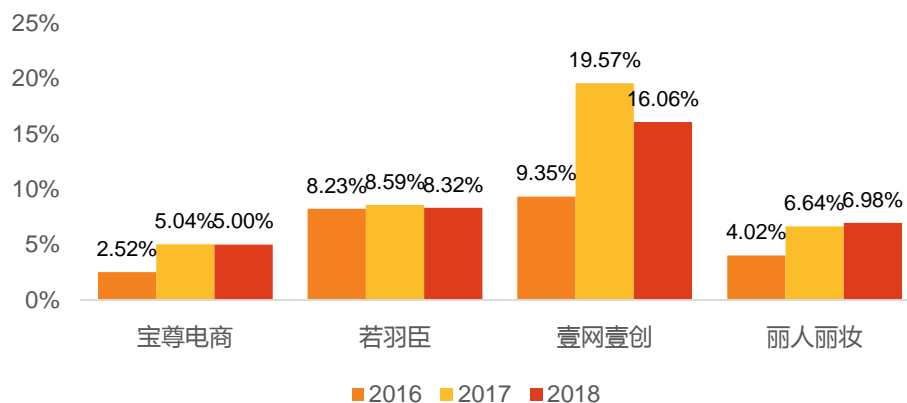
图 14：2014-2019H1 丽人丽妆归母净利率



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

公司净利率在同行业可比公司中处于中等水平，低于壹网壹创，和若羽臣接近。公司净利率 2018 年为 6.98%，远低于壹网壹创（16.06%），主要原因是公司毛利率相对偏低，而期间费用率高于壹网壹创。略低于若羽臣（8.32%），主要原因是期间费用率较之更高。但由于宝尊电商期间费用率高于其他公司，使得公司净利率高于宝尊电商。

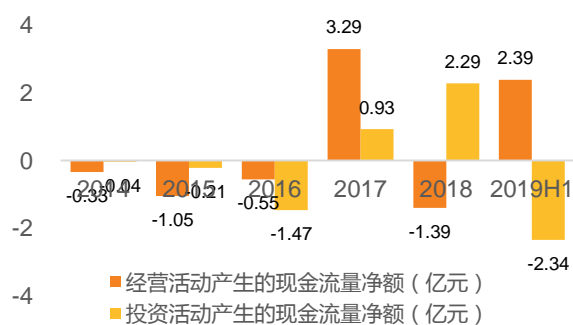
图 15：同行业公司净利率对比



资料来源：Wind，招股说明书，天风证券研究所

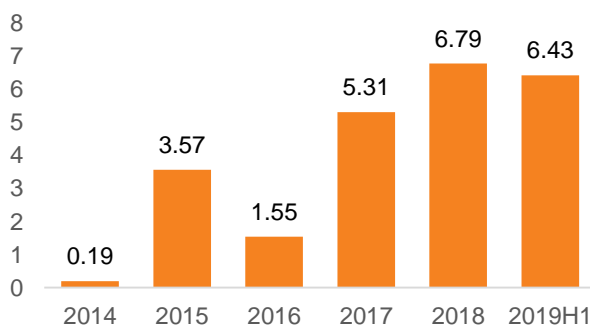
公司 2019H1 经营活动现金流为 2.39 亿元，投资活动现金流量波动较大，公司货币资金充足，可满足日常经营的需求。2019H1 公司经营活动现金流充足，但 2018 年公司经营活动产生的现金流量净额为-1.39 亿元，与净利润差异较大，主要原因为 2018 年度公司缴纳了 1.66 亿元归属于 2017 年度的应交税金。投资活动产生的现金流量净额差异主要系公司购买和赎回理财产品以及投资所致。2017/2018/2019H1 公司货币资金分别为 5.31/6.79/6.43 亿元，足以维持日常经营活动。

图 16：2014-2019H1 丽人丽妆经营/投资活动现金流量净额



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 17：2014-2019H1 丽人丽妆货币资金（亿元）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

公司核心业务为电商零售，客户来源稳定，合作品牌数量众多，运营平台有待拓展。公司占比超过 90% 的业务为电商零售，业务集中度高，与之同行业的壹网壹创和若羽臣的业务细分度更高。公司客户来源稳定，前五大客户占比在 2018 年达到 48.32%。合作的品牌数量在 2018 年达到 67 个，在行业中属于中等水平。相比于同行业可比公司，壹网壹创、若羽臣和宝尊电商均有全渠道运营平台，而丽人丽妆主要于天猫平台运营，运营渠道较为集中，有待继续拓展。

表 2：同行业业绩情况，业务模式和品牌情况对比

| | 丽人丽妆 | 壹网壹创 | 若羽臣 | 宝尊电商 | |
|------|--------------------|------------------|-----------------------|---|--|
| 业绩情况 | 2019 年营收（亿元） | 36.15（2018 年） | 14.51 | 9.31（2018 年） | 72.78 |
| | 17/18/19 年营收增速(%) | 69.67/5.69% | 38.86/43.78/43.25 | 80.09/38.76 | 22.37/29.99/34.96 |
| | 19 年净利润（亿元） | 2.52(2018 年) | 2.19 | 0.77（2018 年） | 2.81 |
| | 17/18/19 年净利润增速（%） | 180.17/11.04 | 190.47/17.99/34.71 | 93.85/33.85 | 134.79/32.6/4.3 |
| 业务模式 | 业务占比（2018 年） | 电商零售 92.55% | 线上服务 84.3% | 运营服务 50.92% | 产品销售 46.67% |
| | | 品牌营销 6.35% | 线上分销 14.95% | 渠道分销 40.57% | 服务收入 53.33% |
| | | 其他业务 1.09% | 内容服务 0.68% | 品牌策划 8.51% | |
| | | | 其他业务 0.06% | | |
| | 仓储物流 | 仓库物流均外包 | 仓库自运营，物流外包 | 仓库物流均外包 | 仓库自运营，可提供物流 |
| 品牌情况 | 前五大客户（2018 年） | 美宝莲，兰蔻，汉高，兰芝，雪花秀 | 唯品会，宝洁，伊丽莎白雅顿，资生堂，百雀羚 | 唯品会，京东，美赞臣，健合，天猫 | |
| | 前五大客户占比（2018 年） | 48.32% | 31.45% | 38.17% | 前两大客户分别占总收入 23.6%和 12.8% |
| | 合作品牌数量 | 67 个 | 20 个 | 77 个 | 185 个 |
| | 运营平台 | 主要于天猫平台运营 | 天猫、唯品会、小红书全平台运营 | 天猫、京东、唯品会、小红书、抖音等全平台，天猫国际、唯品会国际、考拉等跨境渠道 | 线上品牌官网商城、电商平台（天猫、京东、小红书、亚马逊）、社交电商，线下智能门店等全渠道 |
| | GMV（2018 年） | 70 亿元（预估） | 62 亿元 | 国际品牌占比 90% | 294 亿元 |

资料来源：Wind，招股说明书，宝尊电商年报，天风证券研究所

3. 卡位中高端&成分党美妆尽享赛道红利，品牌基础深厚熟知阿里规则

3.1. 美妆起家多品类运营，经销模式铸就强综合运营能力

电商零售模式以经销模式为主，强综合运营能力铸就高壁垒。公司主要业务包括电商零售（经销模式）和品牌营销运营服务（代运营模式）。截至 2019H1，核心业务电商零售占营业收入比重高达 94.5%，电商零售业务采取经销模式，公司需要为旗下品牌承担库存，相对于轻资产特征下的代运营模式，经销模式更加考验公司的全链路营销体系和综合运营能力，公司需为品牌方提供综合化的一揽子专业电商运营服务、领先的 IT 系统和精细化管理方案、出色的数据分析解决方案、高效的营销推广解决方案。品牌营销运营服务不承担库存，主要提供营销推广服务，目前代运营的品牌主要有 LG、汉高、佳丽宝、珂莱欧等。

表 3：主要竞争对手业务模式对比

| 公司名称 | 业务领域 | 业务模式 | 2018 年营收 | 行业地位 |
|------|-----------|-----------------|-----------|-----------------------|
| 壹网壹创 | 美妆、日化等快消品 | 代运营业务为主 | 10.13 亿元 | 在美妆类目电商服务商中综合服务能力名列前茅 |
| 若羽臣 | 母婴、个护 | 线上代运营、渠道分销业务为主 | 9.31 亿元 | 在医药保健领域排名第一 |
| | 美妆、保健品 | 品牌策划业务占比较低 | | 母婴、汽车用品领域名列前五 |
| 宝尊电商 | 服饰、数码、家电、 | 经销和代运营均衡发展 | 53.93 亿元 | 纳斯达克上市 |
| | 食品、家居、汽车等 | 经销类模式、服务类模式 | | 国内领先的数字和电子商务服务商 |
| 跨境通 | 跨境进出口业务 | 跨境电商进出口经营模式 | 215.34 亿元 | 跨境电商龙头企业， |
| | | 直接面向国内外消费者销售商品 | | 国内领先的数字/电子商务服务商 |
| 丽人丽妆 | 化妆品网络零售服务 | 经销模式为主 | 36.15 亿元 | 国内领先的化妆品网络零售服务商 |
| | 商 | 电商零售业务、品牌营销运营服务 | | 建立了良好的专业形象和市场口碑 |

资料来源：招股说明书、宝尊官网、天风证券研究所

互联网运营理解深刻，全品类多品牌合作。公司深耕化妆品网络零售服务领域十余年，其运营的“相宜本草官方旗舰店”作为第一家入驻天猫平台的授权美妆品牌官方旗舰店，对电商美妆市场提供了积极推动和标杆作用。截至 2019 年 6 月 30 日，公司与美宝莲、施华蔻、兰芝、雅漾、雪花秀、相宜本草、雪肌精等超过 60 个品牌达成合作关系，涵盖美容、护肤、洗护、彩妆全品类，并逐步朝食品、玩具、日用等领域延伸，据生意参谋数据显示，公司运营的施华蔻、美宝莲、雪花秀、兰芝、后、芙丽芳丝品牌等官方旗舰店在 2018 年天猫双十一期间实现过亿交易额，公司凭借对互联网的深刻理解和运作经验，以专业的网络零售综合服务能力助力品牌方达成品牌影响力和市场地位的持续提升，在与品牌方的合作过程中建立了良好的专业形象和市场口碑。

图 18：截至 2019/10/23 公司合作的主要品牌情况



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

公司不断拓展新品牌的合作，整体合作品牌数量有所增长，个别品牌由于市场布局或战略调整等原因，与公司协商一致不再继续合作，同时，公司每年会对合作品牌，从盈利状况、运营效率、合作条件、品牌影响力、业务规模、搜索指数变化趋势、产品结构等因素进行全面分析，主动终止与部分品牌的合作。2018 年底至 2019 年 10 月，公司共计新达成合作品牌 22 个，包括变形金刚、史丹利、乐肤妥，同时与妮维雅、露华浓、巴黎欧莱雅重新达成合作，其中，妮维雅于 2019 年重新与公司达成在拼多多平台开设店铺的合作，美宝莲由授权公司运营美宝莲品牌官方旗舰店变更为授权公司通过丽人丽妆官方旗舰店经销美宝莲产品，巴黎欧莱雅于 2019 年重新与公司就通过丽人丽妆官方旗舰店经销欧莱雅产品达成合作。2016 年至 2019H1，公司共计终止合作品牌 18 个，包括碧欧泉、佰草集、玉泽、艾诺碧等。

表 4：2018/12/31 至 2019/10/23 日，丽人丽妆合作品牌变动情况

| 变动情况 | 变动原因 | 品牌名称 |
|--------------|---------------|--|
| 新增（22） | 新达成合作 | 佑天兰、新维士、艾可玫、孩之宝、变形金刚、热火、培乐多、小马宝莉、炫诗、奇士美、 |
| | 重新达成合作 | 皓丽、安我、菲丽菲拉、乐肤妥、史丹利、可丽金、安宝笛、宝乐贝尔、回天 |
| | 重新达成合作 | 妮维雅、露华浓、巴黎欧莱雅 |
| 终止（18） | 协商一致转店 | 格丽松、九朵云、瑰珀翠、婵真、妞娃、艾诺碧、梦妆、飞利浦、 |
| | | Pony Effect、安露莎、锐度、吉尔·斯图亚特 |
| | 协商一致不再由公司提供服务 | 碧欧泉、植村秀、海昌、佰草集、玉泽、高夫 |
| 终止后重新达成合作（1） | 协商一致关店后重新达成合作 | 贝密清 |

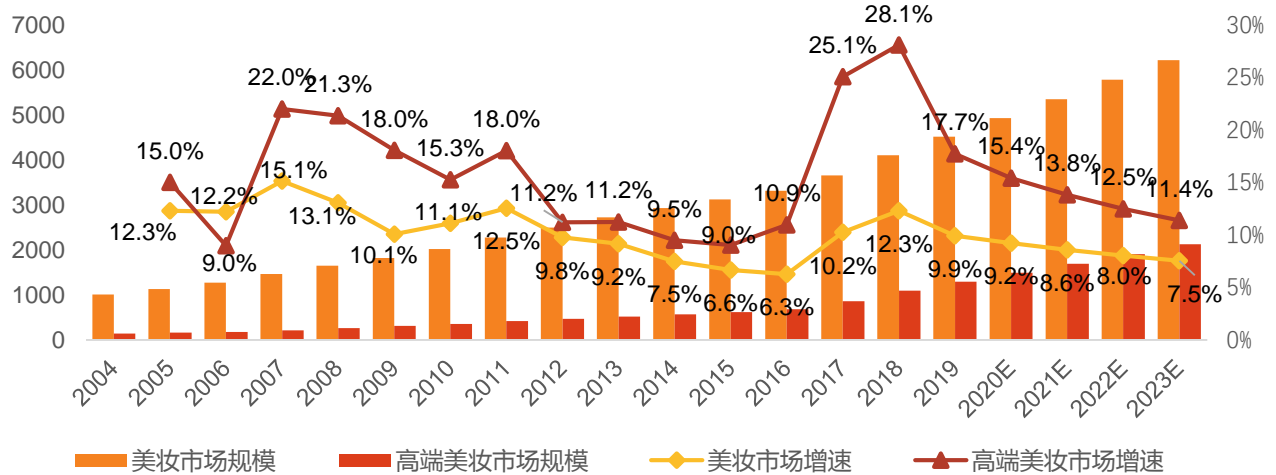
资料来源：招股说明书，天风证券研究所

3.2. 手持 60 余品牌卡位中高端&成分党美妆，尽享赛道红利高速增长

美妆赛道近十年保持 9.33% 的高增速，高端美妆跑赢整体近十年 CAGR 达 15.45%。伴随消费群体自我意识和爱美观念的崛起，美妆消费场景和需求日趋多元化，消费升级、渠道下沉则给行业带来了更大的消费空间，《天猫 2019 年颜值经济报告》显示，天猫上的美妆消

费者已突破 3 亿，其中 95 后消费者超过 5000 万。欧睿数据显示，截至 2020 年，美妆赛道将达到 4927 亿元市场，其中高端化妆品为 1488 亿元。从增速来看，高端美妆增速自 2006 年起一直跑赢整体行业增速，2010-2020 年 CAGR 达到 15.45%，预计未来三年也将保持 10% 以上的高增速。

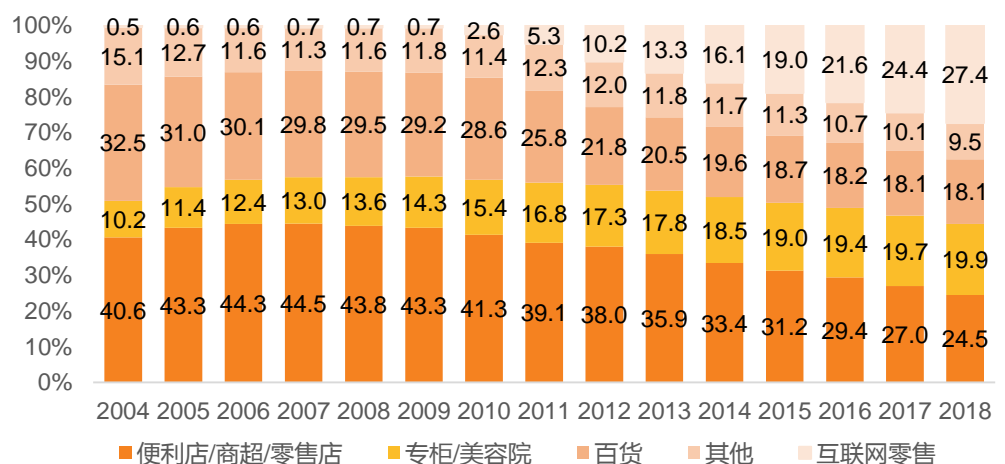
图 19：近年来高端化妆品销售额增速高于化妆品（单位：销售额：亿元，YOY：%）



资料来源：欧睿国际、天风证券研究所

新社群时代更多品牌方注重线上投放，天猫连续两年保持高增速。网络购物使消费者摆脱了过去线下消费的模式，新社群时代的特征之一是消费者的精力、时间及信息碎片化，线上投放能够更为有效的整合碎片化资源。据欧睿数据，自 2004 年至 2018 年，美妆行业互联网零售占比由 0.5% 提升至 27.4%，百货、商超在内的传统线下渠道占比均有降低。疫情刚需场景下更是加速了这一趋势，疫情以来，2 月份我国网民的互联网使用时长比年初增加 21.5%，周活跃用户规模稳定在 10.5 亿左右，4 月移动用户人均互联网使用时长达到 144.8 小时。天猫是美妆流量最集中、市占率最高的平台，2018/2019 年天猫美妆销售同比增速超过 60%，2019 年彩妆类/护肤类/香水类涨幅分别为 71%、66%、51%。

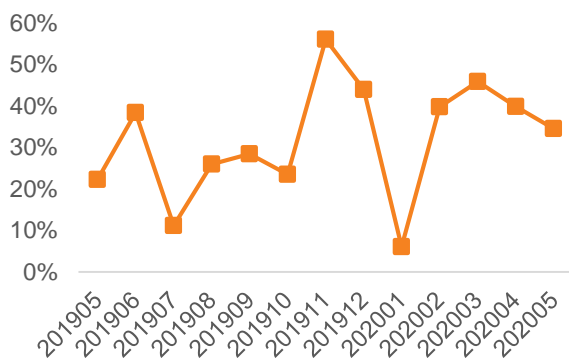
图 20：美妆行业互联网零售占比逐年上升（%）



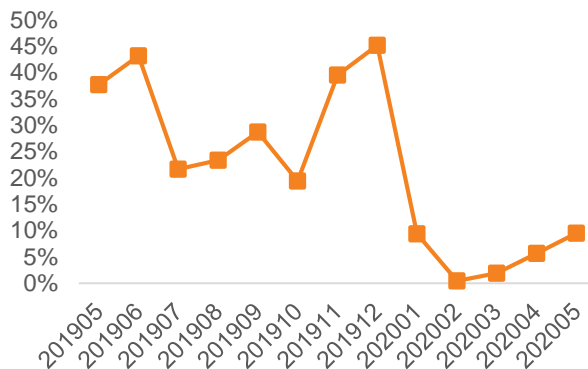
资料来源：欧睿国际、天风证券研究所

图 21：淘系平台美容护肤/美体/精油同比增速趋势分析（%）

图 22：淘系平台彩妆/香水/美妆工具同比增速趋势分析（%）



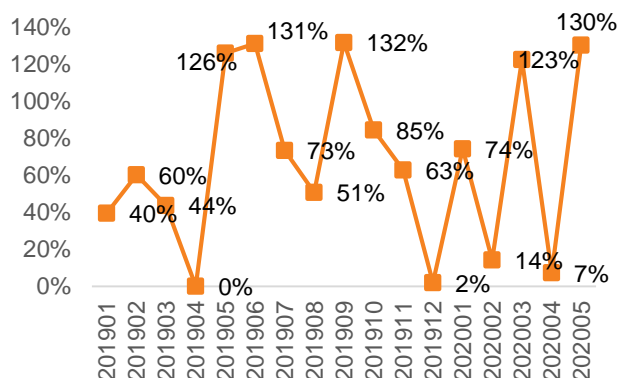
资料来源：独道数智，天风证券研究所



资料来源：独道数智，天风证券研究所

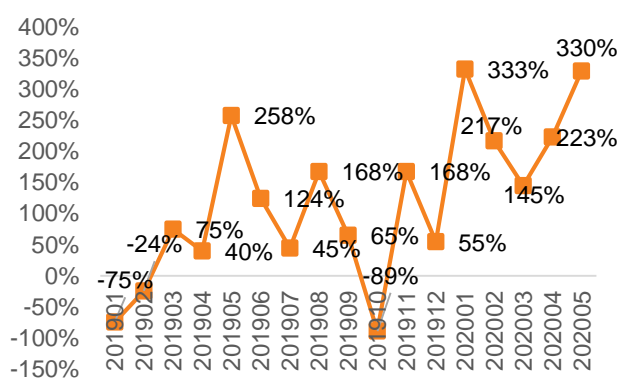
签约品牌尽享中高端美妆&成分党风口，近年来增速可观。公司签约品牌多为国际知名品牌，在国内本身具备可观的市场和受众。而在功效党、成分党兴起的背景下，功能性护肤成为美妆行业的新风口，据 CBNDData 报告显示，从近几年线上护肤品各成分消费趋势变化来看，天然原料护肤品的消费占比逐年增长。公司主要合作品牌抓住风口近年来增长靓丽，护发品牌吕强调人参、川穹、山茶花等自然原料，主打高端草本护肤的雪花秀紧抓天然成分概念，以赫妍、后为代表的高端化妆品紧抓消费升级潮流，近两年来天猫旗舰店销售额均保持着可观增速。

图 23：吕天猫旗舰店销售额情况 (%)



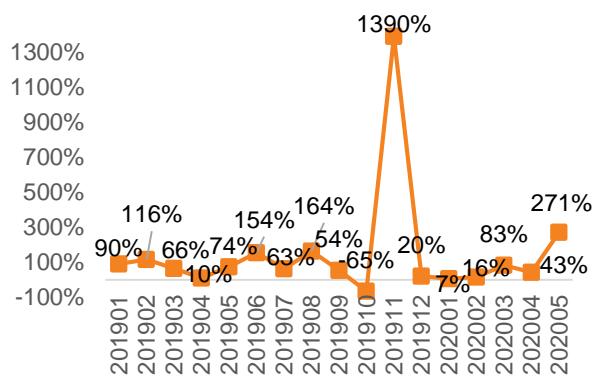
资料来源：独道数智，天风证券研究所

图 24：雪花秀天猫旗舰店销售额情况 (%)



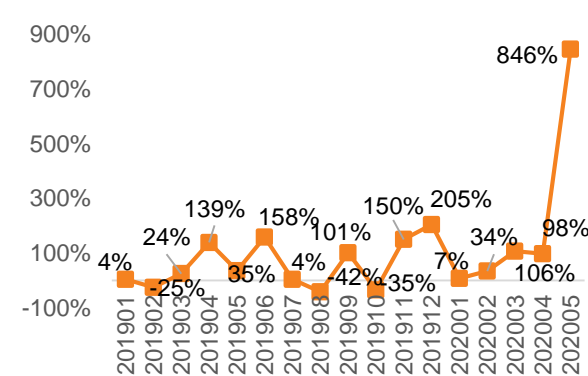
资料来源：独道数智，天风证券研究所

图 25：WHOO 后天猫旗舰店销售额情况 (%)



资料来源：独道数智，天风证券研究所

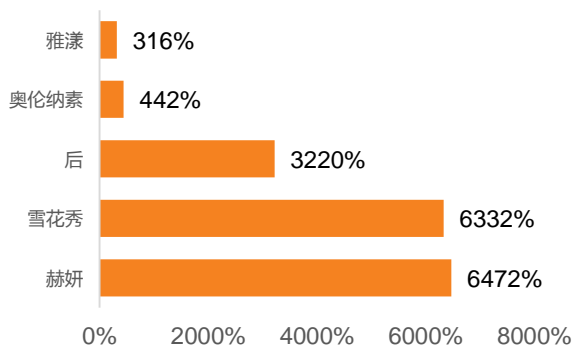
图 26：Hera 天猫旗舰店销售额情况 (%)



资料来源：独道数智，天风证券研究所

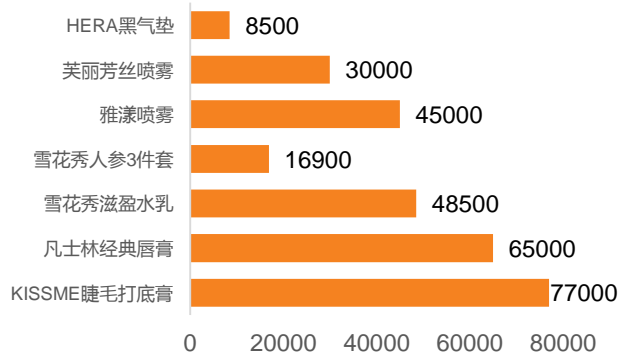
预计雪花秀、后、赫妍等主要品牌近两年增速超过 100%，天猫双十一和 618 为销售高峰期。2018 年双十一期间，公司联合 30+ 代言明星，500+ 一线达人，携手 20+ 知名媒体，打造 40+ 跨界品牌，实现了耀眼成绩单：公司合作伙伴施华蔻、美宝莲、雪花秀、兰芝、后、芙丽芳丝等 6 个品牌成功晋级天猫双 11 亿元俱乐部，欧美大牌实力强劲，韩系成绩耀眼，亿元俱乐部成员数量较去年同比翻番。同时，Sisley、奥伦纳素等高端护肤品牌双 11 成长率超过 200%。今年 618 预售公司再传捷报，赫妍、雪花秀、后、芙丽芳丝、雅漾，均有靓丽表现。其中，WHOO 后在薇娅直播间拔得头筹，预售开始第 5 分钟，即获得了 912% 的同比增长，两小时内预付金额突破 1 亿，全天增长率达 3220%，赫妍更是实现了 6472% 的高增长率。从单品看，公司合作的热门爆品全面出击，除了继续延伸在美妆领域的优势外，公司新合作品牌变形金刚取得较大增长，获同类目第一。

图 27：丽人丽妆部分合作品牌 618 预售首日同比增长情况（%）



资料来源：丽人丽妆官网，天风证券研究所

图 28：丽人丽妆合作的热门爆品 618 预售首日情况（件）



资料来源：丽人丽妆官网，天风证券研究所

3.3. 品牌基础深厚熟知阿里规则，仓储物流 IT 配套设施完善

阿里系平台软硬件兼具，熟知阿里规则配套设施完善。公司电商零售业务主要集中于天猫平台，2007 年即在淘宝商城开展电商零售业务，熟知阿里规则，合作关系稳定良好，多次荣获“淘宝商城最给力团队（2011）”、“天猫合作共赢奖（2012）”、“天猫金妆奖最佳服务拍档（2016）”、“天猫金妆奖年度优秀合作伙伴（2018/2019）”、“天猫六星级运营商（2019）”等荣誉，与众多国际知名品牌形成紧密合作关系。此外，公司仓储物流不断优化，助力经销模式精耕细作，公司基本实现仓储业务外包，并与上海发网、心怡科技、菜鸟供应链等服务商开展合作，建立起遍布全国的外包仓库网络，得以较好的提高发货速度和优化用户体验。公司拥有数据分析、数据开发、系统开发、应用软件开发和 IT 维护等多个专业化、高水平的信息技术团队，具有领先的互联网零售运营系统，通过 OMS、IMS、WMS 实现对采购、库存仓储、销售、物流等各项业务环节的精细化管理，并持续优化库存仓储管理，提升订单效率。

高效供应链助力 618 “小时级”发货、极速送达。今年天猫 618，公司携手菜鸟供应链携手创造了包裹“小时级”发货，极速送达的新纪录，收获用户好评如潮的背后正是基于菜鸟供应链的高效协同网络和全链路数智化路由，提前将预售商品下沉到距消费者所在社区最近的丹鸟物流配送站或菜鸟驿站，待消费者支付尾款后从楼下直接发货。正是通过提前预售下沉的包裹，公司实现部分包裹一小时送达，超过一半都可以在半天内送达，80% 以上可以当日送达，极速送达将持续助力公司合作品牌在天猫 618 取得靓丽表现。公司也将不断完善高效协同的供应链管理和内部运营，为消费者提供流畅、高效的购物体验，提升其重复购买率和品牌忠实度。

图 29：丽人丽妆携手菜鸟供应链携手创造 “小时级” 发货，极速送达



资料来源：丽人丽妆官网，天风证券研究所

4. 风险提示

①行业竞争加剧风险

公司受益于化妆品 B2C 平台渠道份额的不断提升，获得了较快的发展。但是公司在发展过程中面临着其他 B2C 渠道企业的竞争，也面临其他线上渠道企业带来的竞争。如果公司在未来经营中，不能保持创新能力以适应市场需求变化，可能造成其经营业绩波动。

②品牌合作及拓展风险

获得品牌授权并持续合作对公司的业务发展起着至关重要的作用。自 2016 年以来，多数品牌与公司保持了较为稳定的合作关系，但也存在欧莱雅集团旗下兰蔻、巴黎欧莱雅等品牌因自建销售团队、调整线上销售渠道、市场竞争等原因，双方终止合作，或欧莱雅集团旗下美宝莲品牌官方旗舰店于授权到期后终止与发行人合作，公司与美宝莲品牌的合作范围由品牌官方旗舰店变更为丽人丽妆官方旗舰店的情形。如果其他既有品牌终止合作或业务增速未达预期，将可能会对公司的业绩及业务开展造成一定的不利影响。

③运营平台单一的风险

天猫及淘宝是国内网络零售业务市场占有率最大的电商平台，业务发展良好，且以第三方运营为主，世界主要知名化妆品品牌均在天猫平台开展经营，因此公司根据业务开展需要和客观情况，选择主要通过天猫及淘宝开展电商业务。目前公司运营平台相对单一，未来若天猫及淘宝在电商平台领域的影响力有所下降，或天猫及淘宝的平台管理政策发生不利变化，或公司与天猫及淘宝的合作关系发生改变，则将可能对公司的经营业绩产生一定的不利影响。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

| 类别 | 说明 | 评级 | 体系 |
|--------|--------------------------------|------|-------------------|
| 股票投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 买入 | 预期股价相对收益 20%以上 |
| | | 增持 | 预期股价相对收益 10%-20% |
| | | 持有 | 预期股价相对收益 -10%-10% |
| | | 卖出 | 预期股价相对收益 -10%以下 |
| 行业投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 强于大市 | 预期行业指数涨幅 5%以上 |
| | | 中性 | 预期行业指数涨幅 -5%-5% |
| | | 弱于大市 | 预期行业指数涨幅 -5%以下 |

天风证券研究

| 北京 | 武汉 | 上海 | 深圳 |
|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|
| 北京市西城区佟麟阁路 36 号 | 湖北武汉市武昌区中南路 99 | 上海市浦东新区兰花路 333 | 深圳市福田区益田路 5033 号 |
| 邮编：100031 | 号保利广场 A 座 37 楼 | 号 333 世纪大厦 20 楼 | 平安金融中心 71 楼 |
| 邮箱：research@tfzq.com | 邮编：430071 | 邮编：201204 | 邮编：518000 |
| | 电话：(8627)-87618889 | 电话：(8621)-68815388 | 电话：(86755)-23915663 |
| | 传真：(8627)-87618863 | 传真：(8621)-68812910 | 传真：(86755)-82571995 |
| | 邮箱：research@tfzq.com | 邮箱：research@tfzq.com | 邮箱：research@tfzq.com |