

日用化学品 II

化妆品行业系列之六

超配

(维持评级)

2020年02月19日

一年该行业与沪深300走势比较

行业专题



相关研究报告:

《化妆品行业系列之五:产业链梳理专题-深挖产业价值, 启征黄金赛道》——2020-02-14
《化妆品行业系列四: 功能性化妆品专题: 需求进阶行业风起, 硬核产品强化壁垒》——2019-12-30
《化妆品深度系列三-电商代运营专题: 迎接最好的时代, 一站式服务助力品牌价值塑造》——2019-11-11
《化妆品行业专题系列之二: 美妆双雄各显千秋, 把握红利迈向龙头》——2019-10-21
《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

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号: 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号: S0980511040003

联系人: 冯思捷

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

“疫”外之路, 本土美妆龙头如何化危为机

● 疫情影响综述: 短期抑制需求, 长期趋势不改

“新冠”疫情下化妆品行业短期冲击难以避免, 但全年影响相对有限, 首先, 03“非典”严重时期4/5月, 化妆品社零仍有20.3%/14.6%增长, 相对而言行业具备一定韧性。其次, Q1属于行业淡季, 短期需求抑制后有望在年中及下半年实现反弹复苏。此外, 行业内不同品类及业态受影响差异也较明显, 按影响程度排序, 分品类: 彩妆>护肤>洗护沐; 分渠道: 百货>CS>商超>线上; 分产业链: 渠道经销>品牌>研发制造。

● 结构性趋势强化: 新业态加速普及, 格局有望优化

疫情有望加速催化美妆行业新业态发展, 并推动优质企业逆势提升市场份额。首先, 行业线上化趋势将进一步加速, 相关品牌公司有望借先发优势扩大份额, 同时线上代运营商有望迎快速发展新节点; 其次, 线下传统渠道预计加速洗牌, 具备较强规模优势、现金流充沛, 并积极转型尝试新零售模式渠道商有望迎来新机遇; 此外, 在当前复工进展缓慢情况下, 产能紧缺致使中小品牌面临供应链危机, 具备自有研发生产实力, 以及较强产能快速协调能力的企业则有望受益。

● 投资建议: 抢滩新模式, 规模促稳健, 逆势快扩张

综合来看, 预计前期新兴渠道积极布局, 且具备良好现金流及规模优势的企业有望较好抵御短期冲击, 并在三四季度的行业旺季迎来更强劲复苏。根据我们测算, 疫情对板块品牌上市公司 Q1 营收增速影响在6pct-15pct之间, 具体差异与企业营收在区域、渠道等占比的不同有关。综合考虑建议短期重点关注: 1) 珀莱雅, 公司近年来主要以电商渠道驱动快速发展, 预计19年电商占比超50%。在此基础上, 公司借大数据运营优势和内容营销布局, 积极打造爆品策略; 并以新兴渠道为载体深化多品牌布局, 通过内生外延加速企业成长。当前股价对应PE58/43/34倍, 维持“买入”。2) 壹网壹创, 疫情期间线上运营成为主流方式, 且疫情过后预计品牌方将更重视电商布局, 公司作为美妆代运营第一股, 有望在新品牌合作以及品类扩张上具备较强看点。当前股价预计19-21年PE94/69/53倍, 维持“增持”。3) 丸美股份: 公司多年布局下品牌力基础扎实, 渠道端以经销为主, 短期对疫情影响能起到一定缓冲作用, 同时公司电商占比相对不低, 目前主品牌与网创达成强强联合, 春纪有望蜕变为互联网新锐品牌, 预计线上有望成为公司今年的主要发力点。当前股价对应19-21年PE51/44/39倍, 维持“增持”。

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	113.73	22,890.39	1.97	2.65	57.8	43.0
300792	壹网壹创	增持	256.99	20,559.20	2.74	3.71	93.8	69.3
603983	丸美股份	增持	73.52	29,481.52	1.45	1.67	50.7	44.0
600315	上海家化	买入	28.20	18,929.21	0.96	1.08	29.4	26.1
688363	华熙生物	增持	85.65	41,112.00	1.21	1.69	70.6	50.6

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

“新冠”疫情下化妆品行业短期冲击难以避免，但全年来看影响相对有限。同时，疫情有望加速催化行业新业态发展，并推动优质企业逆势提升市场份额。预计前期线上布局充分，具备良好的现金流以及规模优势的企业有望较好抵御短期冲击，并在三四季度的行业旺季迎来更好发展。

1) **珀莱雅**，公司近年来主要以电商渠道驱动快速发展，预计 19 年电商占比超 50%。在此基础上，公司借大数据运营优势和内容营销布局，积极打造爆品策略；并以新兴渠道为载体深化多品牌布局，通过内生外延加速企业成长。2) **壹网壹创**，疫情期间线上运营成为主流方式，且疫情过后预计品牌方将更重视电商布局，公司作为美妆代运营第一股，有望在新品牌合作以及品类扩张上具备较强看点。3) **丸美股份**：公司多年布局下品牌力基础扎实，渠道端以经销为主，短期对疫情影响能起到一定缓冲作用，同时公司电商占比相对不低，目前主品牌与网创达成强强联合，春纪有望蜕变为互联网新锐品牌，预计线上有望成为公司今年的主要发力点。

核心假设或逻辑

- 1、化妆品行业具有一定消费韧性，03 年“非典”严重时期 4-5 月，化妆品社零增速仍有 20.3%/14.6%。另一方面，Q1 属于行业淡季，需求的后置使得行业有望在年中至下半年实现快速反弹，从而从全年角度降低影响。
- 2、疫情有望加速催化行业新业态发展，并推动优质企业逆势提升市场份额。首先，美妆行业的线上化趋势及将进一步加大；其次，线下传统渠道预计加速洗牌；此外，产能紧缺致使中小品牌面临供应链危机，有利于市场集中度提升。

股价变化的催化因素

- 1、化妆品板块产业链逐渐完善，上市公司不断增多，板块关注度持续提升；
- 2、疫情得到有效控制，行业在旺季前实现快速复苏，企业销量快速反弹
- 3、核心标的公司把握新兴流量优势，打造爆品，树立品牌优势。

核心假设或逻辑的主要风险

- 1、行业景气度下行；
- 2、行业竞争格局恶化，外资大众品牌在产品和营销的打法上适应国内快速变化的节奏，挤占本土品牌市场份额。

内容目录

行业影响综述：短期抑制需求，长期趋势不改	5
疫情影响预判：行业短期受损，复苏可期，电商业态预计进一步普及.....	5
事件冲击将加大行业分化，渠道、品类、产业链变革趋势强化.....	7
结构性趋势强化：新业态加速普及，格局边际优化	10
趋势一：线上化程度进一步加速，“宅经济”强化内容营销应用.....	10
趋势二：线下传统渠道洗牌加剧，新零售模式有望得到重视.....	13
趋势三：疫情导致复工难背景下，凸显龙头供应链及产能协调优势.....	16
上市龙头：抢滩新模式，经营促稳健，逆势快扩张	19
板块公司：关注线上占比较高企业，重视现金流及周转能力.....	19
品牌公司 Q1 营收影响测算：.....	20
推荐标的：重点关注珀莱雅、壹网壹创、丸美股份等.....	21
国信证券投资评级	错误!未定义书签。
分析师承诺	错误!未定义书签。
风险提示	错误!未定义书签。
证券投资咨询业务的说明	错误!未定义书签。

图表目录

图 1: 社会消费品零售总额及同比增速 (%)	5
图 2: “非典”疫情期间化妆品类增速未受明显影响	5
图 3: 规模以上快递业务量 (亿件) 及增速 (%)	6
图 4: 中国网民规模 (亿) 以及中国网民规模增速 (%)	6
图 5: 化妆品零售额当月值及同比增速 (%)	6
图 6: 我国化妆品行业历年零售额 (百万元) 及增速/%	6
图 7: 化妆品品类占比 (饼状图)	7
图 8: 彩妆品类 1/8-2/6 期间交易指数情况	7
图 9: 2018 年日化行业渠道占比情况	8
图 10: 化妆品产业链一览	8
图 11: 我国化妆品渠道占比变化	10
图 12: 2019 年双十一美妆行业增长情况	10
图 13: 中国在线直播用户规模	11
图 14: 中国直播电商销售规模快速提升	11
图 15: 珀莱雅线上线下占比变化情况	12
图 16: 珀莱雅的内容营销示意图	12
图 17: 丸美渠道比例变化	12
图 18: 上海家化线上线下占比变化	12
图 19: 品牌代运营商职能介绍	13
图 20: 代运营服务行业比例	13
图 21: 公司运营品牌 19 年双十一预售排名前列	13
图 22: 公司与同行品牌数量对比	13
图 23: 本土大众品牌的渠道占比 (18 年数据)	14
图 24: 珀莱雅和丸美经销占比/%	14
图 25: 丸美的经销商销售模式	14
图 26: 丸美旗下春纪与美团合作同城送业务	15
图 27: 门店新零售体系搭建	15
图 28: 珀莱雅返利占经销收入比例	15
图 29: 丸美返利占经销收入比例	15
图 30: 珀莱雅及丸美的网点变化情况	16
图 31: 珀莱雅湖州工厂有序复工	17
图 32: 丸美 5C 中心	17
图 33: 公司近年营收 (亿元) 及营收增速/%	18
图 34: 2018 年公司客户结构	18
图 35: 上市美妆企业线上营收占比 (2018 年数据)	19
图 36: 上市美妆企业季度收入占比 (2018 年数据)	19
图 37: 经营活动产生的现金净流量/营收 (2018 年)	20
图 38: 存货周转天数 (2018 年)	20
表 1: 电商及直播平台疫情期间推出大量扶持政策引导商家线上运营	11
表 2: 各地复工政策	17
表 3: 国内美妆公司积极参与抗击疫情 (不完全记录)	19
表 4: 疫情对三家品牌化妆品公司的影响测算	错误!未定义书签。
表 5: 珀莱雅盈利预测数据	21
表 6: 壹网壹创盈利预测数据	22
表 7: 丸美盈利预测数据	22

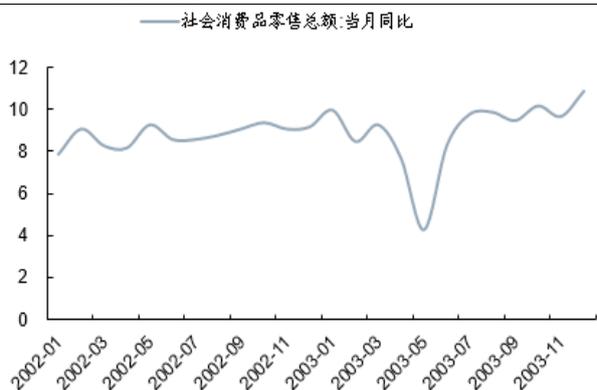
行业影响综述：短期抑制需求，长期趋势不改

自1月中下旬以来，武汉新型冠状病毒肺炎疫情持续发酵，根据丁香医生的数据显示，截至2月18日早上9点，国内新冠肺炎病毒确诊病例达到72528例，疫情的传播强度远远超过2003年“非典”疫情。而自疫情爆发以来，全国各地也实施了极为严格的居家隔离措施。目前来看，此次传染疫情爆发期恰逢春节至情人节消费的黄金时段，传染疫情对化妆品在内的消费品行业影响难以避免，我们在此前撰写的行业点评报告《商贸零售行业新冠疫情影响分析：板块短期影响较为明显，行业预计加速分化》中也已经提到，对比03年“非典”疫情期间的行业表现，预计此次疫情将在一到两个季度左右时间对消费行业基本面带来明显负面影响。但化妆品板块作为17年以来景气度排名前列的行业，在低线化以及年轻化趋势提升行业渗透率以及新兴渠道崛起加速催化发展的推动下，中长期的发展趋势并不会因为疫情等突发事件而改变。同时，疫情带来的短期冲击对行业内不同企业也是一个试金石，部分国产美妆龙头在疫情期间积极布局新渠道模式，加强供应链周转，并在保障防控安全的前提下快速投入运营，有效的降低了损失，甚至有望通过优异的经营实力逆势实现市场份额提升。

疫情影响预判：行业短期受损，复苏可期，新业态预计进一步普及 “非典”时期行业影响有限，新业态得到快速发展

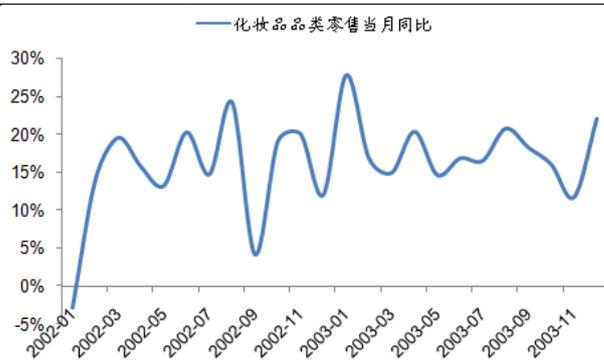
对比03年“非典”时期情况来看，“非典”疫情真正成为全社会关注的焦点是在2003年4月，从4月开始，抗击非典成为了全国上下的首要任务，并在5月达到高峰，可以看到2003年5月社会消费品零售总额增速为4.3%达到当年度的最低点，而2002年以来社零增速均维持在7.0%以上的增速。从化妆品行业来看，行业在疫情期间的零售额同比增速无明显变化，2003年4月以及5月，化妆品社零增速分别为20.3%和14.6%，仍较去年同期有所加速，一定程度上显示化妆品具有较强的消费韧性。

图1：社会消费品零售总额及同比增速（%）



数据来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图2：“非典”疫情期间化妆品品类增速未受明显影响



数据来源：Wind、国信证券经济研究所整理

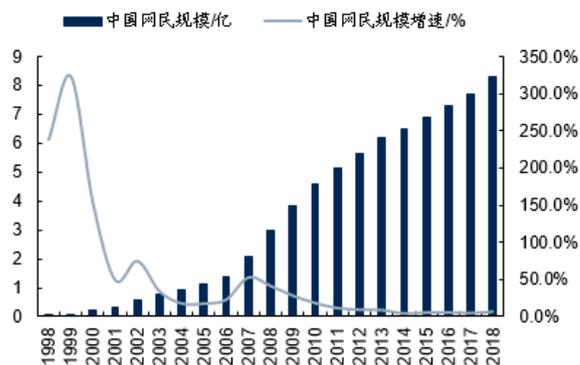
此外，“非典”期间电商业态则取得了较程度的发展，也为后续整个零售行业的变革打下基础。2003年电商在中国处于萌芽阶段，“非典”疫情在一定程度上催化了电商的发展。我们从规模以上快递业务量指标数据来看，2003年，规模以上快递业务量为22.8%，达到1.72亿件，为1998-2006年期间最高。而对于化妆品行业而言，电商的发展也为美妆行业提供了新的销售途径，目前已成为行业占比最高的渠道，并仍在快速发展之中。

图 3: 规模以上快递业务量 (亿件) 及增速 (%)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 4: 中国网民规模 (亿) 以及中国网民规模增速 (%)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

综合对比 03 年“非典”疫情期间的行业表现,我们认为,03 年期间化妆品品类处于发展初期,行业规模基础与当前并不可比,预计此次疫情的发生,短期仍将对化妆品在内的可选消费品行业带来一定抑制影响,但不会改变行业中长期发展趋势,如疫情后续得到有效控制,全年来看则影响极为有限。同时在疫情结束之时受影响子行业的边际改善幅度也将较为明显。

长期行业趋势不改: 消费习惯持续养成, 年轻化及低线化趋势加速

2019 年化妆品行业整体景气度依旧居高位。根据国家统计局数据显示,2019 年全年,限额以上化妆品零售额为 2992 亿元,同比增长 12.6%,较 2018 年提升 3.0pct,在所有消费品类中位居第二,景气度表现突出。同时,根据 Euromonitor 的统计,2018 年我国美容用品及个人护理品类市场容量为 4102.34 亿元,同比增长为 12.3%,过去十年复合增速达到 9.5%。

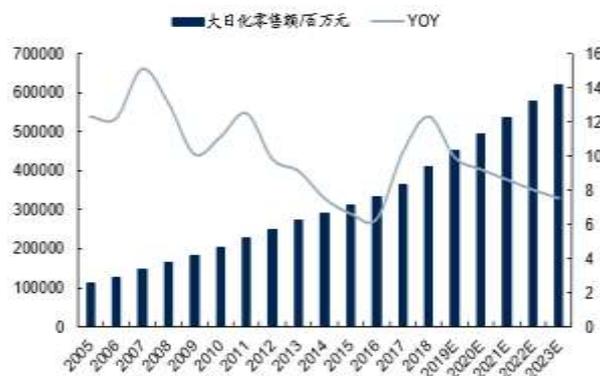
我们认为当前的国内消费结构以及消费习惯变迁是化妆品行业发展的底层原因。一方面,国内经济发展进入新常态时期,居民可支配收入增速放缓,同时在医疗教育房产等压力下,居民负债比例攀升,大件可选消费支出能力不可避免在下滑,同时经过改革开放四十年的物质消费熏陶下,居民消费习惯又已经过度到了品质化、个性化阶段,因此这一时期化妆品作为件单价低但能够明显满足个性化品质生活的悦己型消费品受到国内居民尤其是年轻中产和低线客群的热捧。在年轻化和低线化带动下,美妆行业整体的渗透率得到了快速提升。

图 5: 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 6: 我国化妆品行业历年零售额 (百万元) 及增速 %



资料来源: 欧睿数据, 国信证券经济研究所整理

因此,虽然短期化妆品行业将不可避免的同大多数可选消费品行业一样将受到

疫情带来的抑制影响，但驱动行业中长期发展的趋势未变，疫情过后的需求反弹可期。而在疫情期间，新的商业模式将得到普及，并且在考验企业抗压能力的过程中加速企业间的优胜劣汰。

事件冲击将加大行业分化，渠道、品类、产业链变革趋势强化

疫情除了对日化行业整体的影响以外，我们认为对行业内部结构性影响将更为明显。行业内部不同渠道，不同品类以及企业所处的不同产业链位置都将对疫情展现不同的影响程度。我们认为按照受影响程度由大到小来排列的话，1) 分品类来看：彩妆>护肤>洗护沐；2) 分渠道来看：百货>CS>商超>线上；3) 划分产业链来看：渠道经销>品牌>研发制造。具体分析如下：

分品类来看：个护品类预计受益，护肤预计平稳，彩妆短期受损

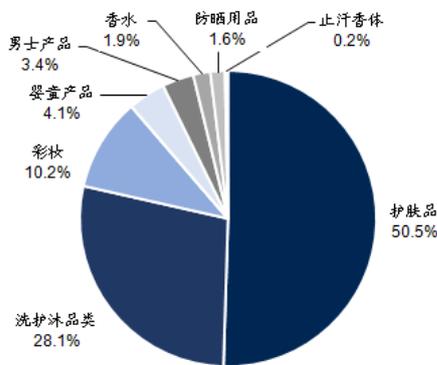
如下图所示，从日化行业目前的发展情况来看，行业中占比最大的前三品类分别是护肤品、洗护、彩妆；从三者近年的增长势头来看，彩妆是近年来表现最突出的子行业，护肤品次之，洗护相对稳定。但从本次疫情的影响来看：

1) **彩妆品类**，由于有一定外在炫耀式消费属性，而疫情期间消费者出行以及社交需求缩减下，化妆需求也相应减少，将直接影响彩妆的需求量。如下表所示目前彩妆品类相对受影响程度最大。

2) **护肤品**，特别是基础护肤由于近年其消费属性逐步偏日常保养类，因此需求也逐步相对刚性，受影响程度相对较小。

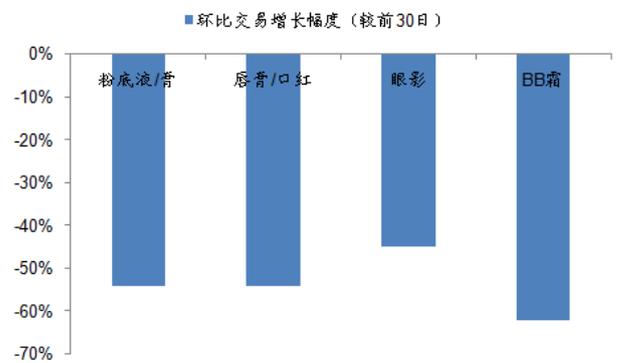
3) **洗护沐产品**，特别是洗手液、护手霜以及带有杀菌功能的产品，在疫情期间需求量大幅上升，反而是最为受益的品类。

图 7: 化妆品品类占比 (%)



资料来源：欧睿数据，国信证券经济研究所整理

图 8: 彩妆品类 1/8-2/6 期间交易指数情况



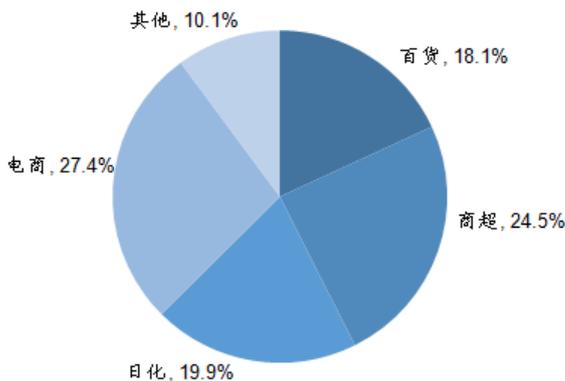
资料来源：生意参谋，国信证券经济研究所整理

我们认为，虽然疫情期间日化品类需求发展逆转，但这一变化更多是短期行为，在前文提到的行业需求的年轻化，刚需化背景下，整个日化行业向彩妆以及中高端护肤为主的升级发展趋势不会发生根本变化，预计彩妆需求将在疫情结束后迎来强力复苏。

分渠道看：线上化程度预计将进一步加速，电商布局凸显优势

化妆品的销售渠道主要可分为百货、商超、日化专营店以及电商。截止 2018 年，电商已经超越商超成为目前日化第一大渠道，同时也是近年来发展最为迅猛的渠道，占比约 27.4%。从疫情影响来看，预计这一变化趋势将得到进一步的强化。

图 9：2018 年日化行业渠道占比情况



资料来源:欧睿数据, 国信证券经济研究所整理

1) 电商渠道: 虽然由于春节假期部分快递停发影响物流, 但随着 2.10 复工预计影响逐步消除。整体来看疫情导致的线下消费缺失将对电商板块带来直接利好。虽然经过近 20 年的发展, 我国整体电商渗透率仍有一定提升空间, 特别是在低线城市的渗透以及新零售业态发展都将不断成熟, 这过程中部分线上布局较为完善的美妆品牌企业也将在一定程度上减少此次疫情带来的负面影响。

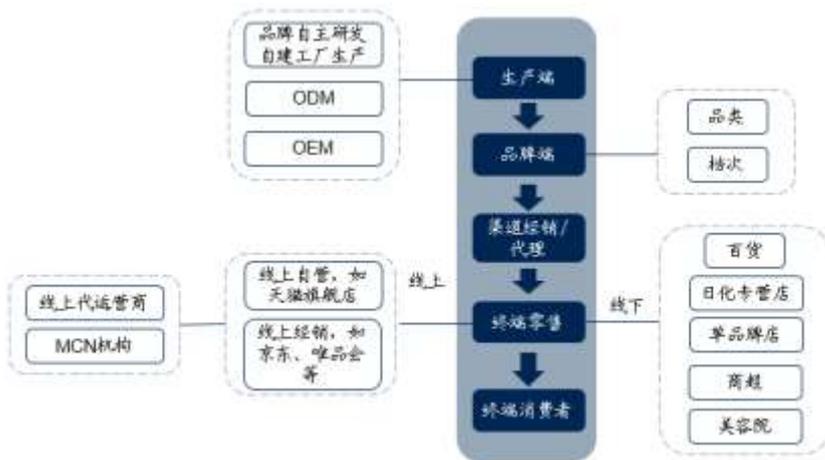
2) 百货渠道: 以线下体验消费为主, 疫情期间客流的减少将会对企业收入带来显著压力, 同时百货渠道通常以彩妆以及中高端护肤品销售为主, 在前文提到的品类影响中这两者也是受影响最明显的品类。但长期来看, 随着疫情结束百货渠道往往能够得到较好的恢复。

3) 商超及日化专营渠道: 整体来看, 作为线下渠道商超及日化专营都同样将受到较大影响, 但两者渠道销售的主要日化品类为基础护肤以及洗护产品, 两者短期需求依旧较高, 但对于渠道方而言如何通过 O2O, 积极开展同城到家等形式将产品销售出去是比较考验商家前期布局积累以及灵活应变能力的。

分产业链: 终端渠道受影响直接, 品牌考验反映能力, 复工影响上游产能

本次疫情的影响可以分为需求端和供给端两个方面。短期来看, 在客流下滑的背景下来自需求端的影响相对而言是最为直接和迅速的, 而供应端虽然传导需一定时日但也会面临复工不确定下的产能放缓和物流受限影响。

图 10：化妆品产业链一览



资料来源:峰瑞资本, 国信证券经济研究所整理

1) 首先，直接对接消费者的渠道终端影响相对最大。特别是线下渠道，不仅短期实体零售客流的快速下滑带来的冲击是显而易见的，中期来看囤积的库存也将对未来新品铺货带来压力。未来，美妆行业的线上化程度将进一步加速，即便最后存活下来的线下零售商也将更加重视企业 O2O 能力。

2) 其次，处于中游的品牌企业也将受到旗下产品需求变化的影响，但可以适时通过调整产品品类策略以及渠道间配比来减少相应影响。相对而言，此前全品类和全渠道布局均衡的企业无论是短期抵御冲击还是准备后期需求复苏上都将占据一定优势。

3) 最后，处于上游研发生产环节的企业，短期受影响最大的来自于复工不确定下的产能放缓问题，目前 2.10 以后虽然已经由企业陆续复工，但在疫情管控期间，产能爬坡至正常水平需要一定时间；此外部分原材料（如酒精等）也面临政府防疫期间下的管制而出现的供应问题。

结构性趋势强化：新业态加速普及，格局有望优化

“新冠”疫情对化妆品行业既会造成短期的抑制冲击，同时也会对行业近年来形成的中长期结构性变化起到趋势强化的作用。从目前情况来看，我们预计疫情之后：首先，美妆行业的线上化趋势将进一步加强，前期布局充分的品牌公司有望借先发优势获得更多市场份额；其次，线下渠道将迎来加速洗牌，具备较强规模优势和现金流充沛，并积极转型尝试新零售模式的线下渠道商有望迎来新的发展机会；最后，在当前复工进展缓慢的情况下，产能紧缺将导致中小品牌将面临供应链危机，具备一定自有研发生产实力，以及快速反应能力较强的企业有望受益。

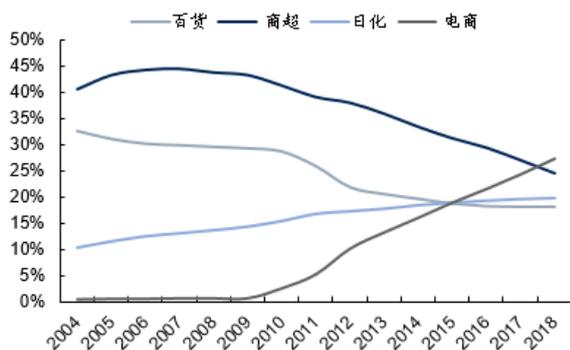
趋势一：线上化程度进一步加强，“宅经济”强化内容营销应用

如前文所述，在疫情下的居家闭关防疫、假期延长、各地复工开学时间延后等因素，进一步催热了“宅经济”。而对于化妆品行业来说，预计由于疫情导致的线下消费场景缺失，会将消费者一定比例的消费需求向线上传导，虽然短期受到快递发货限制，但随着物流复工的逐步推进，部分积极布局电商渠道的美妆企业有望率先实现销售恢复。我们预计经过此次疫情后，未来渠道的线上化运营将得到美妆企业更广泛的重视；同时一些电商渠道下的新业态如直播电商及内容营销新模式等也将得到进一步的推广。

➤ 美妆线上化趋势将进一步强化，具备先发优势企业有望率先复苏

近两年来美妆电商渠道的爆发对行业整体起到了强有力的推动作用，据维恩咨询数据显示，2019年双十一天猫美妆同比增长83%，购买量的提升、成交均价的提升以及更火热的预售是本次双十一增长的三大驱动力。预售额同比增长了123%，双十一当天销售额同比提升了42%。可以看到，行业近年来本身线上化的进程已经在快速推进之中，而此次疫情预计将起到进一步催化的作用。

图 11：我国化妆品渠道占比变化



资料来源：欧睿数据，国信证券经济研究所整理

图 12：2019 年双十一美妆行业增长情况



资料来源：维恩咨询，国信证券经济研究所整理

具体来看，一方面，美妆行业近年来线上渗透率的提升有望降低行业在本次疫情中的受影响程度，部分前期具备一定线上业务布局基础的企业将有望在此次疫情过程中继续维持稳定的销售运营，在行业整体受损情况下实现逆势市场份额的扩大。

另一方面，借助电商渠道数据的分析，企业也可以快速感知消费需求的短期变化情况，并以此指导产品生产供应，从而在当前局部复工，产能有限的情况下实现生产效率的最大化。长期看，对于企业而言相较于线下经销，电商是一个有数据的渠道，是一个和消费者建立直接对话的渠道，而借助电商销售大数据，可以有效助力品牌商围绕消费者需求开展全品类、全链路、全渠道的快速发展。

➤ “宅经济”背景下，直播电商等新业态将得到更广泛的推广

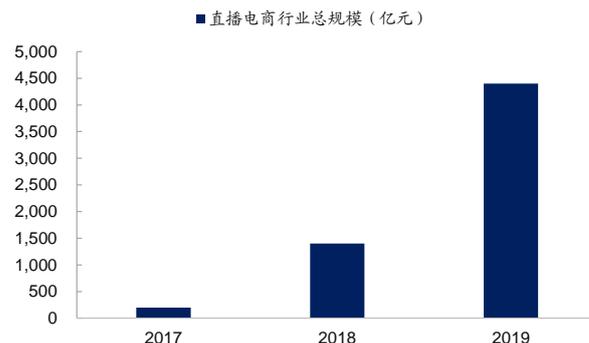
疫情期间，足不出户的生活方式也进一步催热了包括直播、短视频在内的线上娱乐消遣需求。在2月10日的复工首日，知名网红李佳琦直播间就迎来了1600万的观看人次。而近年来，直播带货的兴起不仅成为了品牌方的新渠道工具，同时也为品牌扩大客群覆盖以及刺激原有客群的消费意愿带来重要帮助，因此得到快速发展。2019年中国在线直播用户规模达5.04亿人，同比增长10.6%，同时，预计2019年直播电商销售规模将达4400亿元，增长势头强劲。

图 13: 中国在线直播用户规模



资料来源:艾媒咨询, 国信证券经济研究所整理

图 14: 中国直播电商销售规模快速提升



资料来源:中国产业信息网, 国信证券经济研究所整理

同时，我们也看到各大电商及直播平台在针对受到本次疫情影响的商家扶持政策中，几乎均提到了积极通过直播方式帮助商家恢复经营。因此我们预计在疫情事件的催化影响，以及平台的积极推动下，今年直播电商将得到更加广泛的应用，有望逐步成为品牌布局电商渠道的主流方式之一。

表 1: 电商及直播平台疫情期间推出大量扶持政策引导商家线上运营

平台	“疫情”期间对商家的支持政策
淘宝	在加快商家资金周转方面，淘宝设立总额 200 亿元、为期 12 个月的特别扶助贷款，其中 100 亿扶助贷款仅针对湖北地区商家，前 3 个月只需偿还本金。在降低商家成本方面，平台对所有天猫商家免去 2020 年上半年的平台服务年费；全国所有线下商户均可零门槛免费入驻淘宝直播等。
微店	对已付费购买微店商城版的用户的使用时长顺延一个月，而湖北地区商家的使用时长可顺延三个月。为全体商家提供免费直播服务，商家可以在微店店长版 App 营销推广入口内申请开通直播功能。
快手	将推出商家技术服务费减免、全国线下门店商家专项扶持、缩短账期、全面开放闪电购直播卖货工具、线上电商培训课堂等 5 项措施。
抖音	推出“线上不打烊”活动，面向全国线下商家推出 3 亿流量扶持，通过线上团购预售和线上直播分享商品两大方式，帮助线下商家开辟线上推广渠道。
微盟	自 2 月 1 日起至 3 月 31 日，可为新老用户提供系列优惠和免费在线培训服务。通过微盟直播购物台进行直播，免收扶持期间内直播购物台平台使用费。
蘑菇街	提供顶流主播、大主播销售、流量及服务模块，并不限品类，同时实施“佣金双免”“无须开设”、“无保证金”的优惠举措等。

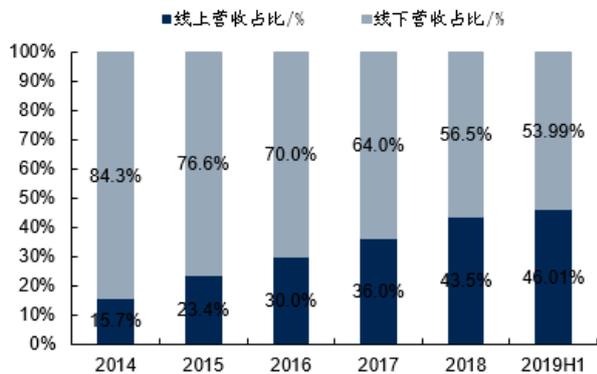
资料来源:亿邦动力网, 国信证券经济研究所整理

上市品牌企业均有积极线上布局，珀莱雅相对最为领先

从上市品牌企业布局角度来看：

珀莱雅：电商业务是推动公司近两年以来高速增长的重要驱动力。公司目前已经搭建了一支年轻化且成熟的电商运营团队，并通过合理有效的管理和激励机制最大程度激发了团队能量。预计公司 2019 年线上占比已经超过 50%，2020 年有望达到 65%。此外，公司去年以来通过入股多家内容营销团队，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。较高线上占比以及完善的产业布局不仅能够帮助公司有效抵御疫情风险，更有望推动公司中长期快速成长。

图 15: 珀莱雅线上线下占比变化情况



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 16: 珀莱雅的内容营销示意图

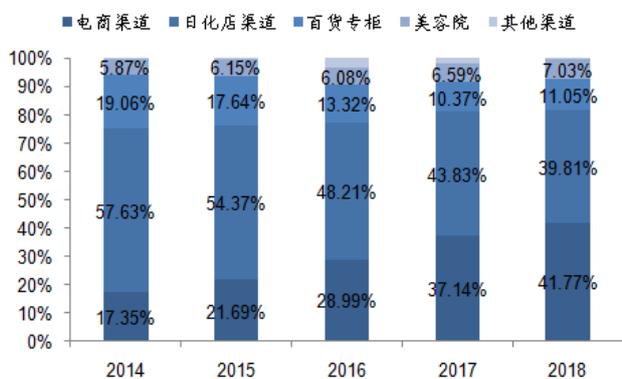


资料来源: 国信证券经济研究所整理

丸美: 公司电商占比同样较高, 预计 19 年超过 40%, 并且在去年上市以后积极加大了社交直播等新媒介的投入力度, 今年公司主品牌丸美将与上市代运营商壹网壹创开展合作, 借助网创在整合营销领域的经验优势, 丸美品牌电商渠道有望迎来加速成长, 同时公司春纪品牌也在积极开展电商业务, 定位互联网新锐品牌, 打造爆款产品, 有望成为集团的新增长点。

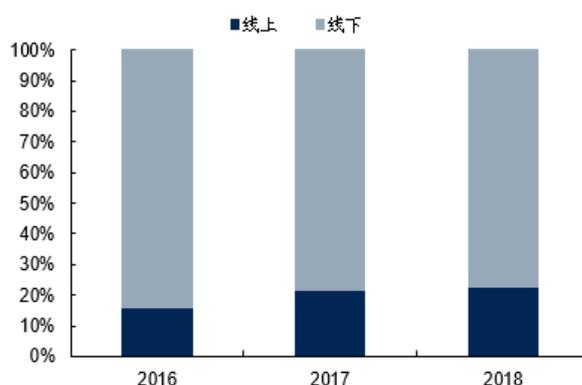
上海家化: 虽然公司整体线上占比相对同业较低, 但近年来布局力度正在不断加大, 19 年对佰草集启动品牌改革, 通过一系列的社交媒体的投放, 完成了招新和存量客户的盘活。2019 年双十一, 佰草集通过李佳琦的带货, 其销售得到较大的提振。

图 17: 丸美渠道比例变化



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 18: 上海家化线上线下占比变化



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

优质代运营商有望迎来品牌合作需求的进一步爆发

虽然通过本次疫情预计线上化发展将越发成为广大美妆品牌的普遍性需求。但短期来看, 对于大多数出身线下的传统品牌而言, 直接进行电商布局, 在人才、运营经验及相应技术上并不具备优势, 同时电商渠道的竞争环境已经较为激烈, 布局不当不但可能错失红利更可能影响原有业务, 因此借力专业的代运营企业是最为实际的选择。

而目前头部品牌代运营商除了传统的客户服务、店铺管理、IT 解决方案、仓储物流等基于电商作为一个卖货渠道的角色展开的职能以外, 在新时期下, 也加载了内容营销以及围绕产品开发提供支持的新功能, 从而能够帮助品牌更好的去适应社交电商等新趋势。因此, 预计头部服务商在今年有望迎来进一步扩品

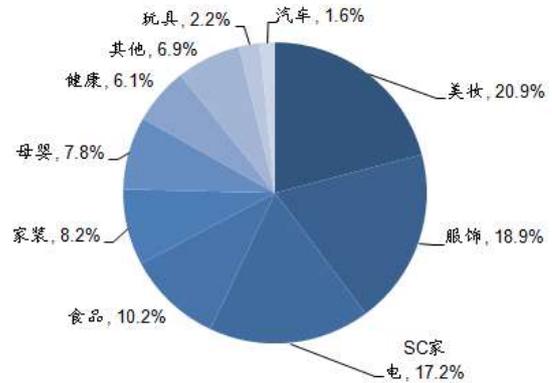
牌及扩品类的爆发式发展节点。

图 19: 品牌代运营商职能介绍



资料来源: 国信证券经济研究所整理

图 20: 代运营服务行业比例



资料来源: 艾瑞咨询, 国信证券经济研究所整理

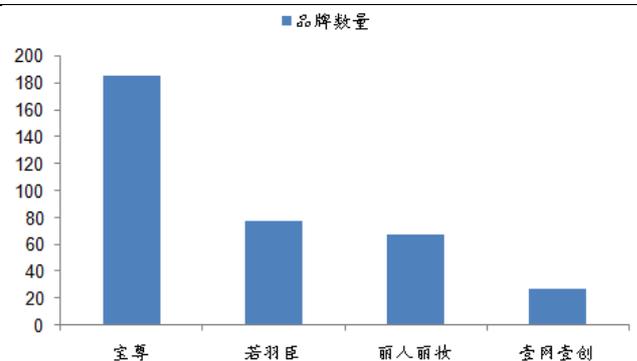
壹网壹创: 公司作为 A 股美妆代运营第一股, 具备一定板块稀缺性, 整体有望充分分享美妆线上大发展的红利, 在与百雀羚七年合作过程中, 具备了一定帮助品牌方重塑品牌的能力, 这也是公司区别于普通代运营商的核心优势。借助自身长期培养下的内容营销及产品开发能力, 深入介入上游品牌环节, 未来在品牌合作绑定、盈利能力提升以及新品类和品牌的扩张上具备较强看点。

图 21: 公司运营品牌 19 年双十一预售排名前列



资料来源: 亿邦动力网, 国信证券经济研究所整理

图 22: 公司与同行品牌数量对比



资料来源: 公司资料, 国信证券经济研究所整理

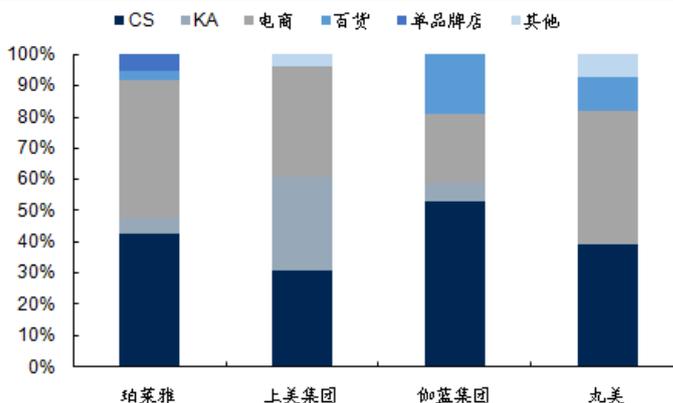
趋势二: 线下传统渠道洗牌加剧, 新零售模式有望得到重视

线下传统渠道在本次疫情中均受到显著冲击, 一方面疫情严重期间由于地方政府严防严控, 很多门店暂停开业, 另一方面, 即使开业的门店也面临了客流的明显下滑。同时, 由于本次疫情发生的时间段为春节至情人节的线下渠道销售旺季, 因此预计影响较 03 年“非典”也更为严重。

➤ 经销模式缓冲品牌商直接影响, 品牌与渠道开展新零售业务

对于品牌商而言, 虽然近年来各品牌均有大力发展电商业务的尝试, 但对于大多数线下起家的传统品牌企业, 线下业务仍占据了超过一半至三分之二左右的比例, 因此品牌商仍必须考虑针对疫情导致的线下业务受损采取措施。

图 23: 本土大众品牌的渠道占比 (18 年数据)

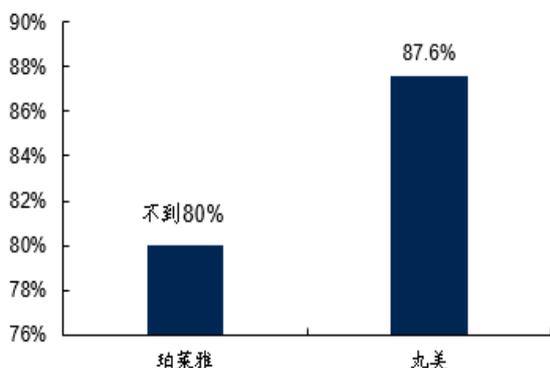


资料来源:公司公告,草根调研,国信证券经济研究所整理

1) 经销商为主的形式可以阶段性缓冲疫情影响

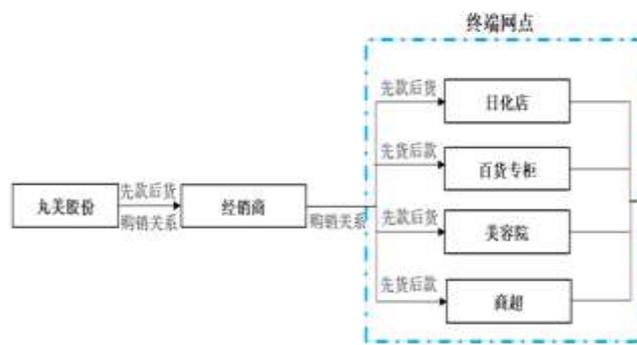
目前本土品牌的线下布局大多数是以经销模式为主,借助经销商的网点资源,可快速建立庞大的销售网络,提高品牌产品的市场渗透率。而经销模式下先款后货的经营方式需要代理商提前备货,因此对于品牌而言,短期的突发性事件对其当下的收入利润冲击有一定缓冲作用,并且如果疫情能够在短时间内得到较好的控制,代理商的销售得到良好的恢复,相应的销售影响可能在前端被消化,而较少的传导至品牌商。

图 24: 珀莱雅和丸美经销占比/%



资料来源:公司公告,国信证券经济研究所整理

图 25: 经销商销售模式



资料来源:公司公告,国信证券经济研究所整理

但需要注意的是,如果疫情迟迟无法得到控制,且品牌商也未能采取有效的帮扶措施的话。线下渠道商的库存持续积累,可能会对下一季新品的推出铺设产生较大影响,或是线下渠道商为了减少损失也会过度促销打折,最终导致打乱品牌价格体系行为的产生,影响品牌商长期健康发展。

2) 积极开展门店 O2O 新零售业务

同时,线下门店渠道方也在积极开展线上化的尝试,进行产品销售的恢复,尽可能减少损失,企业对线上化、社群化、私域流量的重视程度也到达新的高度。具体包括: 1) 充分调动门店导购(BA)的线上工作积极性,加强企业内部培训,如加强 BA 的直播推广销售技巧等; 2) 制定各品类的线上促销方案,调动公众号等媒体资源和社群,尽可能做出相应的销售动作; 3) 利用线上平台如微信商城等定期推出针对消费者的限时特卖活动; 4) 借助同城配送实现货物的送达; 5) 获得购物反馈,加强售后服务增强消费者粘性。

图 26: 丸美旗下春纪与美团合作同城送业务



资料来源: 公司公众号, 国信证券经济研究所整理

图 27: 门店新零售体系搭建



资料来源: 有赞, 国信证券经济研究所整理

对于品牌来说, 这种线上化销售手段一方面可以短期缓解渠道销售压力, 消化库存, 有利于后期新品的铺设; 另一方面长期来看也有利于强化与原本较少触达的社区消费者间互动, 增强品牌粘性, 并借助社群传播实现产品的分享裂变。

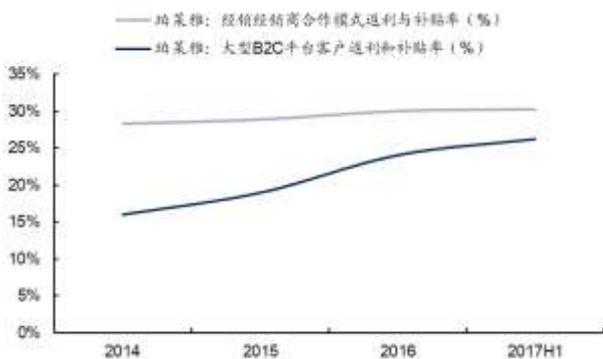
➢ 疫情加速线下传统渠道洗牌, 有望进一步提升线下集中度

本土品牌占据主导的 CS (日化专营) 店终端近年来正在加速洗牌。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, 而在本次疫情的冲击, 预计原有趋势将进一步加速, 此前经营不善, 抗风险能力较差的店铺将面临出局, 多方影响下 CS 渠道进入集中度加速提升的阶段。

1) 优化渠道利益分配, 实现中长期健康发展

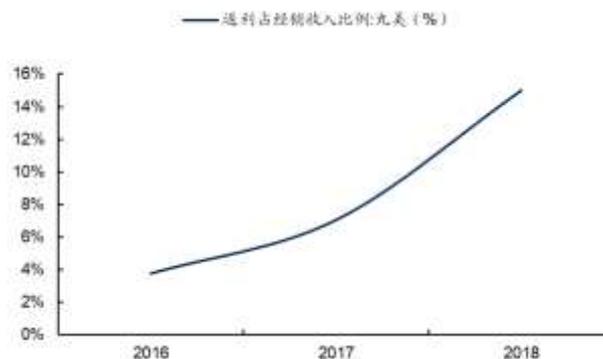
如前文所述, 如果疫情持续, 线下零售继续遭遇较大影响的情况下, 品牌方最终也会面临较大销售铺货压力以及价格体系受到冲击等问题。因此当渠道商出现经营困难的情况, 品牌方也需要提供一定的扶持, 才能够实现行业整体的中长期健康发展。虽然品牌方不太可能改变原有商业模式进行产品的退换货, 但仍能通过提供赠品方式, 帮助渠道商通过促销活动来提升销量, 或是利用积累的线上运营经验以及会员数据, 协助渠道商进行线上促销方案的策划和实施。

图 28: 珀莱雅返利占经销收入比例



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 29: 丸美返利占经销收入比例



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

而从近年来趋势来看, 国内大型品牌商对于经销商的支持力度也在加大。如上图所示, 从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

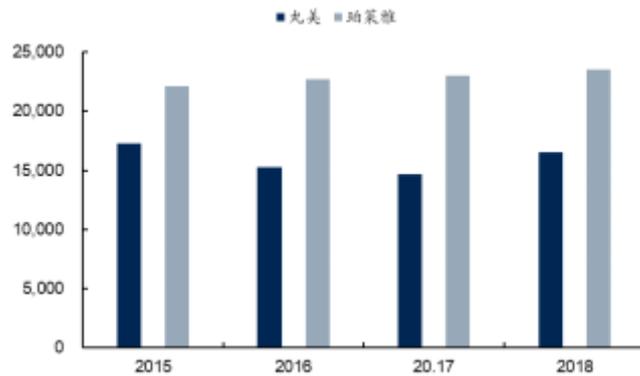
下经销商的折扣率通常在 3.6 折左右，而丸美通常在 4 折左右，此外除了折扣率较低以外，珀莱雅还通过积极的返利、返点进一步给予销货能力较强的经销商更大激励，考虑返点返利等因素实际折扣率预计更低。因此公司通过让利渠道得以实现销售规模的快速成长，同时与优质经销商实现积极绑定，实现长期的增长稳健。

2) 品牌方与优质代理商强强联合实现受益渠道格局优化

一方面，本次疫情将带来渠道商的进一步洗牌，大型渠道商有望逆势提升市场份额，而另一方面，本身大型渠道商合作品牌的圈子也在不断缩小。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，因而传统线下渠道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、丸美等优质本土品牌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。同时我们也看到，两者终端网点数量自 16 年以来就一直趋于稳定，表明取得的增长一定程度上得益于对合作渠道商的汰换，以及与绑定优质渠道商后的共同成长。

图 30: 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

趋势三: 疫情导致复工难背景下, 凸显龙头供应链及产能协调优势

疫情的影响不仅局限于需求端, 在供应端同样有着较大的影响, 对于化妆品企业而言主要反映在复工难背景下的产能短缺。目前虽然多数企业宣布在 2.10 开启复工, 但在疫情尚未缓和的背景下, 各地政府实施企业复工政策以及对复工企业所需达到的要求均较为严格, 导致实际复工的企业仍为少数, 即使复工也面临原材料供应以及物流等问题。

这一情况导致: 1) 以线上为主要突破口的新锐品牌虽然需求端能够借较强线上运营能力缓解影响, 但由于多数品牌生产外包, 供应链成为了最大掣肘; 2) 在极其严格的疫情管控背景下, 对上游制造企业而言, 能否顺利复工也极为考验企业的组织管理和资源协调能力。

表 2: 各地复工政策

地区	复工时间	复工准备	复工后管理
上海	优先复工: 1) 四个优先: 应急防控企业, 经济贡献度高, 订单足防控措施到位企业, 核心管理及一线员工优先复工, 2) 白名单企业: 使用本地或未离沪员工; 应急物资、高新技术、限上企业、隐形冠军及纳税百强企业申报备案, 分区时段复工, 2.10: “白名单”企业, 本地用工, 本地产业链企业; 2.15: 员工来自其他非疫区企业; 2.20: 其他企业	防控组织到位, 措施到位, 应急预案到位, 内部管理到位, 宣传教育到位	三个 100%(口罩, 体温测量, 人员登记); 强化用餐管理, 强化办公及交通管理; 强化场所管理, 强化监督检查
杭州	非五类特殊企业在 2 月 9 日 24 时后可依规定复工, 但政府仍然倡导有条件的企业暂缓复工、复产	主体责任落实到位, 防控措施方案到位, 员工信息摸排到位, 联防联控机制到位, 防控物资到位, 安全生产保障到位	强化员工, 就餐, 卫生防护, 宣传教育, 应急预案
广州	非五类特殊企业在 2 月 9 日 24 时后可依规定复工, 但政府仍然倡导有条件的企业暂缓复工、复产	防控机制到位, 员工排查到位, 设施物资到位, 内部管理到位。	一是严格监督员工个体卫生防护, 二是做好设备、环境的消毒工作, 三是做好员工的体温监测, 四是建立疫情反馈报送机制, 五是建立企业外来人员管控机制。

资料来源: 新浪新闻, 本地宝, 国信证券经济研究所整理

➤ 品牌龙头生产基础设施完备, 供应链灵活应变缓解影响

此前传统本土品牌在大众市场领域也面临着新锐品牌的冲击, 但当前本土新锐品牌更多的是依靠营销和产品开发环节取胜, 在生产端以及研发端, 其人才储备以及供应链的基础建设仍然不完善, 这次疫情的发生可能更突显出这一制约其长期发展的短板。

而目前多数传统国产美妆品牌龙头都一定自由产能的布局。如上市企业中上海家化、珀莱雅以及丸美股份均有自建工厂, 产品自产比例均在 90% 以上。不仅如此, 高标准产品质量为公司产品的稳定扩张带来基础。三者企业在当地均在税收贡献以及解决就业等方面有一定影响力, 符合优先复工标准, 且较为领先的管理体制能够更好的保障安全生产的推进。

1) 珀莱雅: 公司湖州工厂按照 GMP 医药企业标准设计和建造, 生产区域空气洁净度达到 10 万级, 并且引入了国际知名厂商的先进设备。目前产能利用率在 70% 以上。目前, 公司湖州厂房第一时间拿到了相关部门的审批, 已于 2.10 复工, 几条重要产线已开始有序生产, 同时第二批复工人员也已通过审核。

图 31: 珀莱雅湖州工厂有序复工


资料来源: 搜狐网, 国信证券经济研究所整理

图 32: 丸美 5C 中心


资料来源: 搜狐网, 国信证券经济研究所整理

2) 上海家化: 公司在上海青浦、广东东莞以及海南有三个生产基地。青浦工厂于 2018 年 5 月投入使用, 占地面积 14 万方, 总投资额 12 亿元。而海南工厂以生产六神等洗护品牌为主。目前两者均已顺利复工, 其中海南工厂的六神抑菌洗手液等防疫物资已在优先加急生产。公司原材料采购部门和物流部门也在加大力度与上下游供应商推进沟通, 促使原材料供应和物流服务尽快恢复。

3) 丸美: 公司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。目前公司工厂于 2.10 已经复工, 预计在复工第二周产能达

到前期的水平，公司具备一定原料库存，因此目前从原料到生产端供应均是可以链接的。

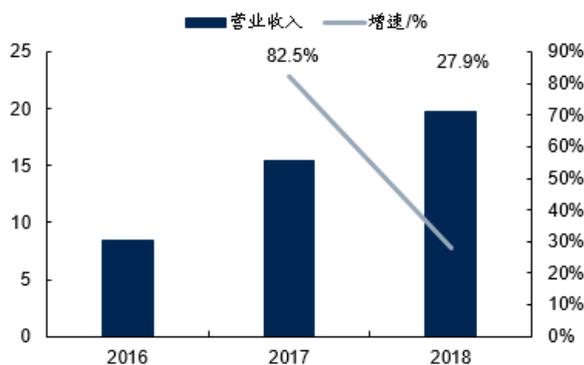
➤ 上游制造龙头公司有望受益突出的组织管理和资源协调能力

从国内生产企业的情况来看，根据峰瑞资本的报告显示，2018年中国具有一定规模的化妆品生产企业有5000余家，其中中小型化妆品企业占到总数的90%。因此整体来看我们上游化妆品制造行业相对分散，但同时，在与国际知名品牌多年合作的过程中，已经涌现大批技术成熟、品质稳定、品控严格的中国代工厂，如青松股份旗下的诺斯贝尔等。而本次疫情带来的行业供给侧冲击下将一定程度上出清一部分中小产能，而优质上游企业凭借稳定的生产质量以及规模化的产能优质，有望赢得更多的订单需求。

青松股份：收购诺斯贝尔切入化妆品代工领域

诺斯贝尔成立于2004年，是一家集研发、设计、制造于一体的专业化妆品OEM/ODM生产企业。2018年公司实现营收19.78亿元，同比增长27.95%。公司面膜产能全球第一，收入占比超60%。2018年发力护肤品带动其收入激增57%，占比达14%，此外公司也在积极布局近年兴起的冻干粉、安瓶等品类，未来增长潜力巨大。作为优质生产商代表，公司的下游客户多为国内外知名品牌，且合作关系长期稳定。2018年诺斯贝尔前五名客户分别为屈臣氏、伽蓝集团、御泥坊、利洁时和植物医生等。同时随着近年来新锐品牌的崛起，也给公司带来新的订单增量。目前公司通过与完美日记、花西子、HFP等处于爆发式增长时期的新锐品牌合作，未来增长加速可期。

图 33：公司近年营收（亿元）及营收增速/%



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 34：2018 年公司客户结构



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

此外，在当前疫情背景下，公司也积极投产医用口罩设备，且公司消毒湿巾销售需求也有望加速增长。此前，公司公告为应对近期新冠疫情下医用口罩供需严重失衡，申请获批应急医疗器械生产备案凭证，生产范围为“一次性使用医用口罩”。目前诺斯贝尔采购了5台医用口罩生产设备，每台设备的生产能力为4万只/天，并且经地方政府批准已于1月31日复工，优先生产医用口罩、消毒湿巾、消毒液等疫情急需产品，全力保障防疫产品供应。而公司消毒湿巾合作商包括滴露、伽马等知名品牌，在疫情促进下消毒湿巾业务有望加速成长。

上市龙头：抢滩新模式，规模促稳健，逆势快扩张

板块公司：关注线上占比较高企业，重视现金流及周转能力

自 2017 年起，化妆品公司资本化进程不断加速，而在疫情影响之下，相对未上市企业而言，上市公司在资金、人才及品牌背书等层面具备更为明显的运营优势，因而有着更好的抗风险能力，帮助企业渡过难关。同时，上市国产美妆龙头也纷纷在期间积极向疫情严重地区捐赠物资，一定程度上提升了企业社会形象，强化了品牌美誉度，有利于品牌的中长期发展。

表 3: 国内美妆公司积极参与抗击疫情（不完全统计）

公司	捐赠情况
植物医生	2020 万元及物资
珀莱雅	1500 万公益基金及物资
丸美股份	500 万元
华熙生物	500 余万元物资
珈蓝集团	500 万元
上海家化	300 万元及物资
壹网壹创	200 万元
完美日记	200 万元
上美集团	100 万元
花西子	100 万元
麦吉丽	100 万元

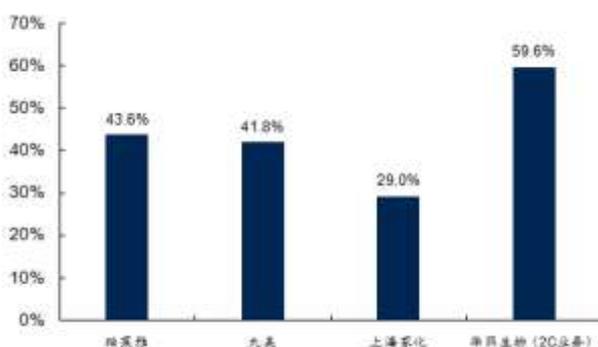
资料来源:凤凰网, 国信证券经济研究所整理

具体来看，我们从企业业务结构以及财务情况来比较上市企业面对此次疫情的抗压能力。预计前期线上布局充分，具备较好的现金流以及规模优势的企业在抵抗住短期冲击后也将有望在三四季度的行业旺季迎来更好的发展。

收入构成情况：关注企业线上收入占比以及季度性收入占比情况

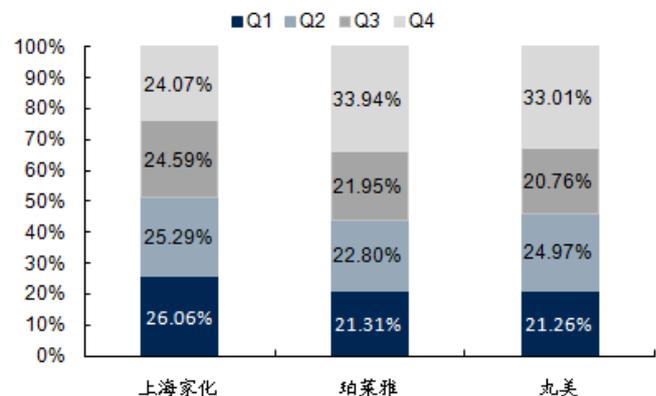
1) 线上业务占比：一方面，根据前文分析，疫情对线下消费影响较为明显，但对线上预计随着快递物流的陆续恢复，销售有望率先恢复正常。化妆品企业的线上化程度也有望成为企业后续实现稳步经营乃至逆势扩张的关键。从我们重点关注上市美妆企业的 2018 年数据来看，除了电商代运营企业壹网壹创外，品牌企业中华熙生物的 2C 功能护肤业务线上渠道占比超过一半，此外珀莱雅以及丸美的电商业务占比也同样较高接近一半。

图 35: 上市美妆企业线上营收占比（2018 年数据）



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 36: 上市美妆企业季度收入占比（2018 年数据）



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

2) 季度收入占比：另一方面，如前文所述，根据“非典”疫情走势判断，预计疫情预计影响时间为一到两个季度左右，其中预计 Q1 影响最为明显，因此企

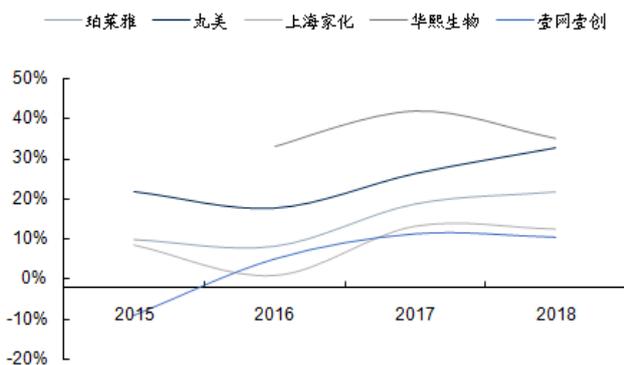
业经营的季节性也对最终基本面影响较大。如上图所示，化妆品 Q1 一般为销售淡季，四个季度中收入占比最低，通常约为 20% 出头，其中由于电商促销季集中在年中的 618 以及年末的双 11，因此电商业务占越高的企业 Q1 收入占比也越低。此外，由于化妆品近几年需求愈发刚性，一季度短暂的低迷，会将需求在后面三个季度得到补回，配合品牌有效的旺季营销策略，甚至有望实现销售的井喷。

➤ 经营效率情况：关注企业现金流以及周转率情况

由于疫情爆发的突发性和影响的广泛性，对企业经营的短期冲击影响极为明显，因此有着较好现金流储备以及快速周转能力的企业相对而言抗风险能力也较强，更能够抵御此次疫情带来的不利影响。

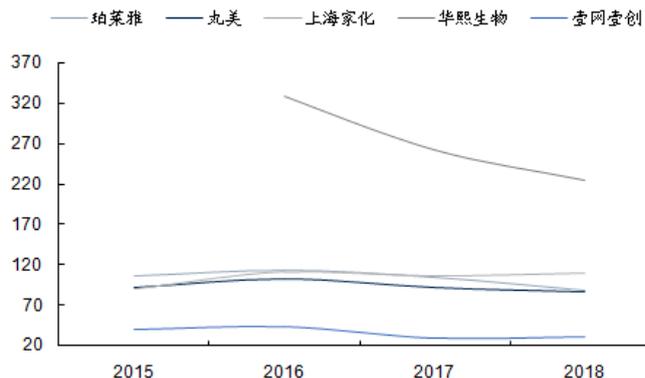
1) 现金流：如下图所示，整体来看，美妆上市公司当中以品牌业务为主的企业现金流水平目前均较为优异，本身良性的商业模式带来了普遍良好的经营性现金流水平，同时多数企业在近两年登陆资本市场不久，尚有充足的募集资金储备，且在相对轻资产的运营模式下负债率也相对较低，因此，充裕的现金水平能够较好的抵御疫情冲击也有利于疫情后积极备货回补销量。

图 37: 经营活动产生的现金净流量/营收 (2018 年)



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 38: 存货周转天数 (2018 年)



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

2) 库存周转：如上图所示，品牌企业目前库存周转情况良好，基本均处于 90-100 天左右的健康水平，壹网壹创由于轻资产的运营模式相对最低，华熙预计主要与其涉及原料业务原材料库存备货影响，同时根据我们对经销渠道的草根调研了解，目前各大品牌的在经销渠道的整体库存也在 100 天左右，同样处于较为健康的水平。因此疫情如能在短期得到一定控制，预计对上市品牌公司影响相对有限。

品牌公司 Q1 营收影响测算：预计对 Q1 营收影响 6pct-15pct 之间

如前文所述，随着疫情拐点的出现，预计对行业的影响冲击也将逐步缓和。对上市公司而言，营收基本面的影响将主要体现在的 Q1，在进入年中及下半年行业旺季后，需求有望实现反弹复苏，因此预计全年角度影响相对有限。同时疫情对于电商业态影响相对较小，而具有一定线下业务的品牌企业影响相对较大。

我们基于上述判断来测算本次疫情对珀莱雅、丸美股份以及上海家化三家主要品牌上市公司的影响，并给予下述假设因素：1) 由于湖北地区疫情严重，线上线下均会收到较大的影响，我们采用原来预计的 Q1 营收乘上 2018 年湖北地区的营收占比（丸美和珀莱雅采用华中地区的营收占比的 1/4），再乘上对湖北地区的影响天数，来测算湖北地区业务停滞带来的影响；2) 考虑线下门店业务难

以开展，我们同时需要考虑测算疫情对企业线下（剔除湖北地区的影响后）的影响，其中预计珀莱雅、丸美和上海家化的 Q1 线下占比分别为 45%、58% 和 75%。最后，我们考虑疫情对企业线上的影响，根据与企业交流了解，我们分两种情况，分别假设线上对线下的替代占比为 60% 和 80%。此外，全国快递公司复工时间集中在 2 月 10-2 月 12 号，故对线上的影响天数小于线下影响天数。最后，综合考虑疫情对湖北地区营收影响、线上营收影响和线上营收影响后，珀莱雅、丸美和上海家化的 Q1 的营收增速影响情况如下表所示。整体来看，预计疫情对品牌企业的 Q1 营收增速的影响在 6pct-15pct 左右，差异主要与各企业线上占比以及区域营收占比有关。

表 4：疫情对上市品牌公司 Q1 营收影响测算

上市公司	19Q1 营收 (亿元)	20Q1 营收原预测增速 (%)	湖北销售占比 (%)	线上收入占比假设 (%)	考虑疫情影响后 20Q1 增速预测 (%)	
					线上对线下替代比 60%	线上对线下替代比 80%
珀莱雅	6.42	25.00%	4.0%	55%	13.97%	18.92%
丸美股份	3.65	15.00%	3.8%	42%	2.26%	8.14%
上海家化	19.54	10.00%	4.1%	25%	-5.54%	1.73%

资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所预测

推荐标的：重点关注珀莱雅、壹网壹创、丸美股份等

我们综合考虑企业在线上等新兴业态的布局情况，自身规模化经营的抗风险能力，以及灵活管理体制下的应对能力，建议短期重点关注：珀莱雅、壹网壹创、丸美股份。

珀莱雅（603605）

公司是目前传统线下品牌转型布局电商渠道最为成功的企业之一，自 17 年以来电商渠道是驱动公司快速发展的重要推动因素，预计公司 19 年电商占比已经超过 50%，2020 年更有望达到 65%。而在电商布局的基础之上，一方面，公司借电商领域的自主运营优势和内容营销方面的布局，围绕定位客群打造新品，实现了品类迭代成长；另一方面，公司多品牌布局正不断深化，包括功能性护肤及彩妆等，新品牌预计均通过电商渠道运营，未来外延预期持续强化。我们维持公司 19-21 年 EPS1.97/2.65/3.35 元，对应 PE58/43/34 倍，维持“买入”评级。

表 5：珀莱雅盈利预测数据

	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2,361	3,099	4,006	4,968
(+/-)%	32.40%	31.30%	29.20%	24.00%
净利润(百万元)	287	397	531	670
(+/-)%	43.00%	38.20%	33.80%	26.20%
摊薄每股收益(元)	1.43	1.97	2.65	3.35
EBITMargin	18.20%	15.20%	15.70%	15.70%
净资产收益率(ROE)	17.00%	19.90%	22.20%	23.20%
市盈率(PE)	79.7	57.8	43.0	34.0

资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

壹网壹创（300792）

疫情期间线上运营将成为行业的主流运营方式，同时疫情过后预计品牌方将更加重视电商渠道，线上代运营企业将迎来新一轮的品牌合作以及品类扩张的爆发节点。其中壹网壹创公司作为 A 股美妆代运营第一股，具备一定板块稀缺性，整体有望充分分享美妆线上大发展的红利，同时借助自身长期培养下的内容营销及产品开发能力，深入介入上游品牌环节，2020 年有望在品牌合作绑定、盈利能力提升以及新品类和品牌的扩张上具备较强看点。我们维持公司 19-21 年 EPS2.74/3.71/4.84 元，对应 PE94/69/53 倍，维持“增持”评级。

表 6: 壹网壹创盈利预测数据

	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1,013	1,513	2,049	2,654
(+/-%)	43.80%	49.40%	35.40%	29.50%
净利润(百万元)	163	219.15	296.91	386.85
(+/-%)	18.00%	34.80%	35.50%	30.30%
摊薄每股收益(元)	2.03	2.74	3.71	4.84
EBITMargin	20.00%	18.50%	18.60%	18.70%
净资产收益率(ROE)	40.70%	39.60%	39.00%	37.50%
市盈率(PE)	126.6	93.8	69.3	53.1

资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

丸美股份 (603983)

公司通过多年来的差异化布局,已在业内树立了眼部抗衰老专家的品牌形象,产品在二三线市场具有广泛的客户基础,公司渠道端以经销布局为主,短期对疫情影响能起到一定缓冲作用,同时公司电商占比相对不低,但近年来发展速度较为平稳,而在上市之后,公司正积极发力新兴渠道,目前主品牌已与网创达成代运营合作,强强联合有望开启新成长空间,同时计划将旗下春纪蜕变为互联网新锐品牌,通过短平快的爆品策略提升销量。预计电商有望成为公司今年的主要发力点。暂维持19-21年EPS至1.45/1.67/1.90元,对应PE51/44/39倍,维持“增持”评级。

表 7: 丸美盈利预测数据

	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1,576	1,853	2,150	2,435
(+/-%)	16.50%	17.60%	16.10%	13.20%
净利润(百万元)	415	582	669	760
(+/-%)	33.10%	40.20%	14.90%	13.70%
摊薄每股收益(元)	1.15	1.45	1.67	1.90
EBITMargin	28.40%	31.40%	32.30%	32.50%
净资产收益率(ROE)	30.20%	21.70%	20.80%	19.90%
市盈率(PE)	63.9	50.7	44.0	38.7

资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

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	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	2018
603605	珀莱雅	买入	113.73	1.43	1.97	2.65	79.7	57.8	43.0	13.52
603983	丸美股份	增持	73.52	1.15	1.45	1.67	63.9	50.7	44.0	19.25
600315	上海家化	买入	28.20	0.81	0.96	1.08	34.8	29.4	26.1	3.26
688363	华熙生物	增持	85.65	0.98	1.21	1.69	87.0	70.6	50.6	21.47
300792	壹网壹创	增持	256.99	2.03	2.74	3.71	126.6	93.8	69.3	38.55

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 \pm 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 \pm 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