

拉芳家化(603630)

报告日期: 2020年07月13日

深度报告

公司研究—所属行业—

证券研究报告

发力电商及品牌年轻化, 民族日化开启新篇章

——拉芳家化深度报告

✍️ : 分析师: 马莉 执业证书编号: S1230520070002
☎️ : 联系人: 林骥川、詹陆雨
✉️ : mali@stocke.com.cn

报告导读: 2020年, 拉芳家化在3月推出针对年轻消费者的T8品牌, 7月预计推出2C药妆品牌肌安特, 进一步丰富了自有品牌矩阵; 同时7/9推出股权激励计划, 目标2021年电商收入超过5亿元, 展现发展决心。随着公司电商增长以及新品牌逐渐落地放量, 估值将向化妆品及日化同业靠拢, 拥有充分上涨空间, 首次覆盖给予“买入”评级。

投资要点

- ❑ **超预期因素: 新品牌、电商渠道成为增长动能。** 1) 市场对拉芳印象往往停留在大众日化公司、缺乏新增增长点, 但实际18年公司已经拓展化妆品业务矩阵(代理德、韩化妆品牌), 同时20年推出面向年轻消费者市场的新锐洗护品牌T8及药妆品牌肌安特, 分别于3月及7月落地, 持续丰富品牌矩阵, 两个新自有品牌有望在20年为公司贡献5000万级别收入增量; 2) 股权激励提出高电商增长指标: 截至2019年拉芳家化电商收入占比13%、绝对值1.2亿, 显著低于同业, 公司7/9公布股权激励计划, 重点激励线上业务人员, 提出部门层面考核指标为2020/2021年线上收入增长66.67%/168%至2.06/5.52亿元, 为整体收入增长提供新渠道动能。
- ❑ **超预期逻辑推导路径:** 投资者过去对洗护市场认知主要为行业成熟、增长趋缓、格局稳定, 但实际近年包括滋源、三谷在内新锐洗护品票都凭借精准定位的产品+有效营销实现弯道超车, 拉芳作为拥有20年积累的洗护龙头本身产品研发能力扎实、供应链体系成熟, 且16年以来通过直接投资或产业基金参股投资多家美妆、母婴领域优质MCN, 20年推出年轻洗护品牌T8以及药妆品牌肌安特即是进一步发挥产品+营销组合实力; 另过去公司对电商团队重视及激励不足, 本次股权激励着重考察电商部门收入增长, 配合老品牌焕新和新品牌推出, 打出增长组合拳。
- ❑ **催化剂:** 电商逐季度放量以及新洗护、药妆品牌爆款产品落地。
- ❑ **盈利预测及投资建议:** 预计2020/21/22年公司收入同比增长4%/35%/24%至10.1/13.1/16.0亿元, 归母净利达到0.6/1.0/1.5X, 同比增长29%/59%/44%, 对应PE估值65/41/28X 我们认为随着公司电商增长以及新品牌逐渐落地放量, 估值将向同业靠拢, 首次覆盖给予“买入”评级。
- ❑ **风险提示:** 疫情影响零售环境的风险; 新品牌拓展不及预期; 电商发展不及预期的风险

财务摘要

(百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入	964.9	1006.1	1305.6	1601.9
(+/-)	0.1%	4.3%	29.8%	22.7%
净利润	49.6	63.9	101.7	146.5
(+/-)	-61.0%	28.8%	59.2%	44.0%
每股收益(元)	0.22	0.28	0.45	0.65
P/E	84.0	65.2	41.0	28.4

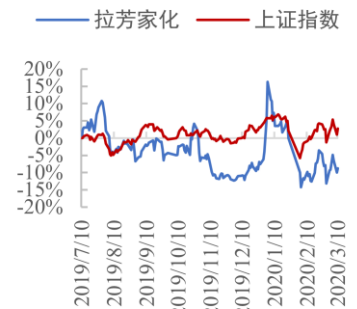
评级

上次评级: 首次评级
当前价格: ¥18.38

买入

单季度业绩

元/股	元/股
1Q/2020	0.07
4Q/2019	-0.03
3Q/2019	0.04
2Q/2019	0.00



公司简介

老牌日化龙头, 旗下运营拉芳、美多丝、雨洁、T8等日化品牌及黛尔珀、瑞铂希、肌安特等化妆品品牌, 并通过旗下产业基金参与多个新媒体、文创企业投资。

相关报告

报告撰写人: 马莉
联系人: 林骥川、詹陆雨

正文目录

1. 拉芳家化：砥砺前行二十年的国民日化集团	4
2. 主业回顾：日化基础上 18 年启动化妆品运营，线上业务尚待打开空间	5
3. 新媒体投资矩阵：美妆、母婴领域品牌及新媒体布局.....	8
3.1. 蜜妆信息旗下粉星时尚：专注美妆时尚领域种草的 MCN	9
3.2. 宿迁百宝旗下百宝新媒体：母婴领域红人营销+电商业务佼佼者	11
3.3. 上海黛纤旗下基础颜究公众号：优质护肤科普内容积累高知读者群体，带来高转化率高复购率.....	13
4. 未来发展规划：洗护品牌年轻化+推出药妆品牌，股权激励提出线上高增长目标	14
4.1. 洗护品牌矩阵年轻化，推出新品牌 T8 主打年轻市场.....	14
4.2. 化妆品：联合瀚森生物推出药妆品牌肌安特，打造自有国货品牌	16
4.3. 电商渠道：高股权激励目标彰显电商发展决心	17
5. 盈利预测及投资建议	17
6. 风险提示	19

图表目录

图 1：拉芳家化收入及增速	4
图 2：拉芳家化归母净利润及增速	4
图 3：拉芳家化股权结构图（截至 2020Q1）	5
图 4：拉芳家化各渠道收入规模及增速	6
图 5：拉芳家化各渠道收入占比	7
图 6：新榜美妆自媒体微信公众号排行榜（周榜 6/29-7/5）	10
图 7：“小小包麻麻”及衍生公众号、抖音等平台账号	12
图 8：新榜母婴自媒体微信公众号排行榜（周榜 6/29-7/5）	12
图 9：小小包麻麻公众号小程序商城展示	13
图 10：中国个人护理以及细分子行业市场规模前后 10 年 CAGR	15
图 11：中国日化市场市占率（2018）	15
图 12：滋源旗下爆品生姜洗发水	15
图 13：T8 主打蒸汽发膜&洗护发产品	16
图 14：肌安特冻干粉原有产品形象	17
图 15：主流日化及化妆品公司线上收入占比	17
表 1：拉芳家化发展历史	4
表 2：拉芳家化董事及高管团队	5
表 3：拉芳家化旗下主要品牌概况	6
表 4：拉芳家化财务三表摘要（单位：百万元）	7
表 5：拉芳旗下联营企业/产业投资基金投资领域	8
表 6：广州蜜妆信息股权结构	9

表 7: 广州蜜妆信息融资历程	9
表 8: 粉星美妆旗下主要红人粉丝量级及构成情况	9
表 9: 粉星时尚视频图文类内容产出	11
表 10: 粉星时尚为品牌提供定制化服务情况	11
表 11: 广州蜜妆信息股权结构	11
表 12: 广州蜜妆信息融资历程	11
表 13: “小小包麻麻”营销推广案例	12
表 14: 百宝新媒体其他优质公众号简介	12
表 15: 上海黛芊信息科技有限公司股东持股比例	13
表 16: “基础颜究”公众号创始人及团队人员简介	13
表 17: “基础颜究”公众号主要推送图文推送类别	14
表 18: “基础颜究”自主研发单品简介	14
表 19: “基础颜究”市场咨询、产品推广及商务活动业务案例	14
表 20: 2018 年主要日化集团中国市场零售规模及过去 3、5 年复合增速	15
表 21: 滋源旗下热销产品定价	15
表 22: 广州环亚旗下滋源品牌发展大事记	16
表 23: 瀚森生物及旗下肌安特品牌发展历史	17
表 24: 拉芳家化驱动因素拆分 (单位: 百万元)	18
表 25: 公司与同业估值比较 (PS)	18
表 26: 公司与同业估值比较 (PE)	18

1. 拉芳家化：砥砺前行二十年的国民日化集团

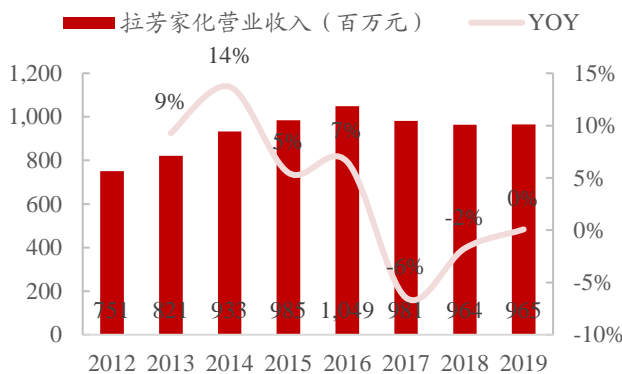
二十年国民洗护品牌，近年开启化妆品运营。拉芳品牌成立于2001年，定位于大众洗护，并在成立初期就以“爱生活、爱拉芳”标语将品牌通过电视广告打下全国知名度；运营20年，旗下洗护品类包含拉芳、美多丝、雨洁等日化品牌，以及2018年开始作为韩国平价化妆品黛尔珀、德国殿堂级化妆品瑞铂希的中华区总代理活跃；截至2019年，公司收入/归母净利体量分别达到9.65/0.50亿元。

表 1：拉芳家化发展历史

时间	事件
2001	广东拉芳日化有限公司成立，“拉芳”品牌诞生，“爱生活、爱拉芳”随电视广告深入人心
2003	拉芳集团相继推出“雨洁”和“缤纯”品牌，顺利实现多品牌经营
2004	拉芳集团推出“圣峰”品牌，进军口腔护理用品市场
2006	“拉芳”品牌被评为“中国驰名商标”，“拉芳”、“雨洁”、“圣峰”同时荣获“国家免检产品”荣誉 “缤纯”品牌系列产品获“广东省名牌产品”称号
2009	拉芳集团签约多家战略管理顾问公司，就战略、营销、人力资源等方面进行全面规划和提升
2013	推出中高端精油洗护品牌美多丝
2016	成立拉芳易简新媒体产业基金
2017	2017年3月13日，拉芳于上交所挂牌上市；同年入股广州蜜妆信息科技有限公司26.8%股份（粉星时尚）
2018	获得多个海外优质美妆品牌如韩国黛尔珀、德国瑞铂希中国区独家代理权；成立拉芳观华熙投资基金
2020	推出面向年轻客群体的新锐洗护品牌T8，与广州瀚森生物成立合资公司，推出药妆品牌肌安特

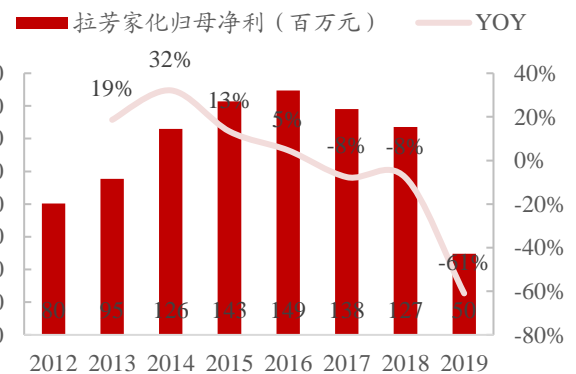
资料来源：公司官网、浙商证券研究所

图 1：拉芳家化收入及增速



资料来源：WIND、浙商证券研究所

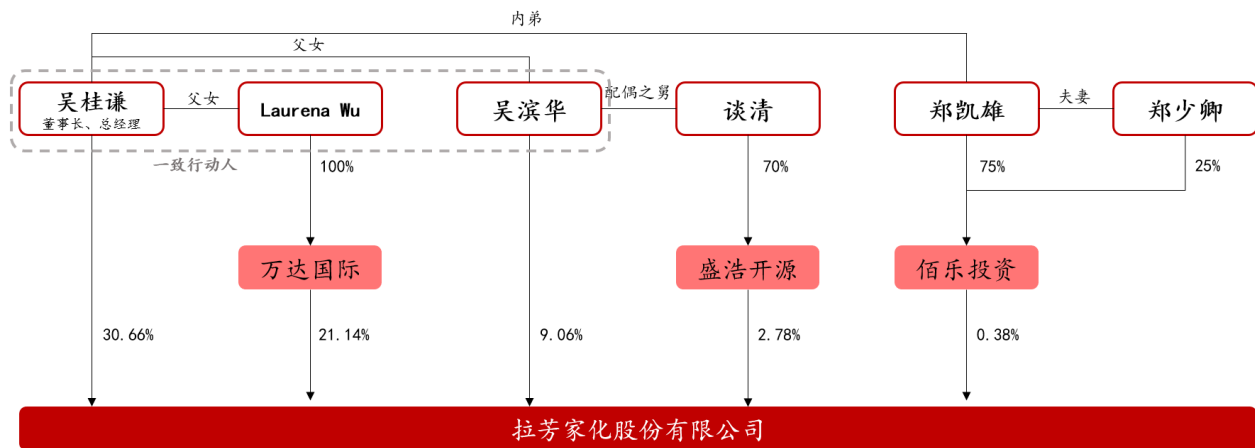
图 2：拉芳家化归母净利及增速



资料来源：WIND、浙商证券研究所

创始人家族控股，股权结构及高管团队稳定。公司实际控制人为吴桂谦、吴滨华和 Laurena Wu 父女三人，目前合计持股 60.86%。其中公司创始人、董事长兼总经理吴桂谦持有公司 30.66%的股份，女儿吴滨华和 Laurena Wu 分别持有（间接持有）公司 9.06%、21.14%的股份。此外，实控人吴滨华配偶之舅谈清通过盛浩开源间接持有公司 2.78%的股份，实控人吴桂谦内弟郑凯雄及其妻子郑少卿通过佰乐投资间接持有公司 0.38%的股份，主要股东之间均为姻亲关系，股权结构稳定。公司董事会、高管团队亦主要由家族成员参与。

图 3：拉芳家化股权结构图（截至 2020Q1）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

表 2：拉芳家化董事及高管团队

高管团队	职务	履历
吴桂谦	董事长 总经理	曾任潮阳市恒美影音有限公司副总经理,潮阳市熊猫磁带厂厂长,汕头特区熊猫实业有限公司总经理,广东熊猫日化用品有限公司董事长总经理,汕头市多彩针纺织品有限公司监事,汕头市恒瑞达投资有限公司法定代表人,经理兼执行董事,广州媛舫健康用品有限公司监事等,2001年起创立本公司,担任公司董事长,总经理。
张伟	财务总监	曾任职于潮阳市审计局审计事务所,众业达电器股份有限公司。 2006年起加入本公司,历任财务部经理,财务副总监,现担任公司董事兼财务总监。
张晨	董事 董事会秘书 副总经理	曾任深圳市拉芳投资管理有限公司总经理,深圳市亿璟投资有限公司总经理,深圳市盛浩源投资管理有限公司总经理等。现任深圳市拉芳投资管理有限公司执行董事,深圳市亿璟投资有限公司执行董事。2009年起加入本公司,担任公司董事,董事会秘书兼副总经理。吴桂谦之婿。
郑清英	董事 审计委员会委员	曾任潮阳市熊猫磁带厂副厂长,汕头特区熊猫实业有限公司副总经理,汕头市恒瑞达投资有限公司总经理,广东熊猫日化用品有限公司副总经理,政协汕头市第十二届委员会委员等。现担任公司董事,吴桂谦之妻。
曹海磊	副总经理	曾任职于广州索芙特股份有限公司,2005年起加入公司,2015年起担任公司副总经理。吴桂谦之婿。

数据来源：公司公告、浙商证券研究所

2. 主业回顾：日化基础上 18 年启动化妆品运营，线上业务尚待打开空间

品牌矩阵：日化收入占比 9 成以上，2018 年涉足化妆品代理业务。 作为国内的元老级洗护集团，公司旗下日化品牌矩阵主要由拉芳（2001 年成立，大众定位，主打洗护柔顺）、雨洁（2003 年成立，主打去屑）、美多丝（2013 年成立，中高端定位，主打精油洗护）、口腔护理品牌圣峰、大众护肤品牌缤纷组成，截至 2019 年，拉芳、美多丝两个品牌合计收入 7.4 亿元（占公司收入比 76%），其余雨洁等品牌合计收入 2.0 亿元。

化妆品方面，2018 年公司开始从事韩国大众护肤品黛尔珀和德国殿堂级护肤品瑞铂希在中华区的总代理业务，2019 年两品牌收入分别增长 58%/136%至 2502/1822 万元，目前除线上天猫国际店外，黛尔珀已进驻台湾及香港万宁、屈臣氏，瑞铂希已进驻丝芙兰渠道。

表 3：拉芳家化旗下主要品牌概况

	自主品牌			代理品牌	
	拉芳	美多丝	雨洁	黛尔珀	瑞铂希
品牌 logo					
创立/代理时间	2001 年	2013 年	2003 年	2018 年	2018 年
品牌定位	大众市场 柔顺洗护	高端精油护理	专业去屑护理	食物级植物精华 安全护肤理念	德国殿堂级品牌 重启年轻肌肤
产品形象					
主要产品系列	玻尿酸花漾柔顺系列 丝蛋白营养柔顺系列 深海营养柔顺系列 发艺造型系列	密集修护精油系列 薰衣草舒缓系列 玫瑰水漾丝滑系列 天然生姜固发系列	强力去屑系列 炫动去屑系列 闪耀去屑系列	空姐喷雾系列 氨基酸系列 面霜系列	抗老系列 密集修复系列
代表性产品定价	丝柔顺滑洗发水 39.9 元/750ml 拉芳修护焗油护发素 19.9 元/1000ml 奇焕臻润护发精油 42.9 元/60ml	水漾丝滑洗发水 69.5 元/550ml 美多丝护发精油 99 元/100ml	倍润修护洗发露 29.9 元/400ml 男士控油清爽去屑洗 发水 54.9 元/800ml	空姐保湿补水喷雾 128 元/100ml 氨基酸 APG 洗面奶 88 元/150ml	提拉紧致眼霜 1188/20ml 抗衰老小安瓶 2188/25ml 抗老铂金面霜 1388/50ml

资料来源：各品牌天猫旗舰店、公司官网、浙商证券研究所

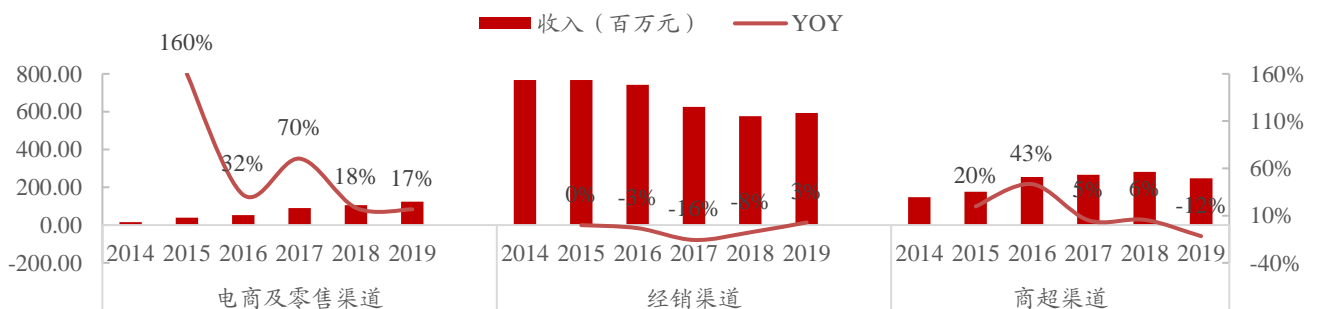
渠道结构：电商保持增长、线下经销渠道性对稳定、商超渠道 20 年受到挑战。

2019 年，拉芳家化电商及零售/经销/商超渠道分别收入 1.24/5.93/2.48 亿元，占比 13%/61%/26%。其中：

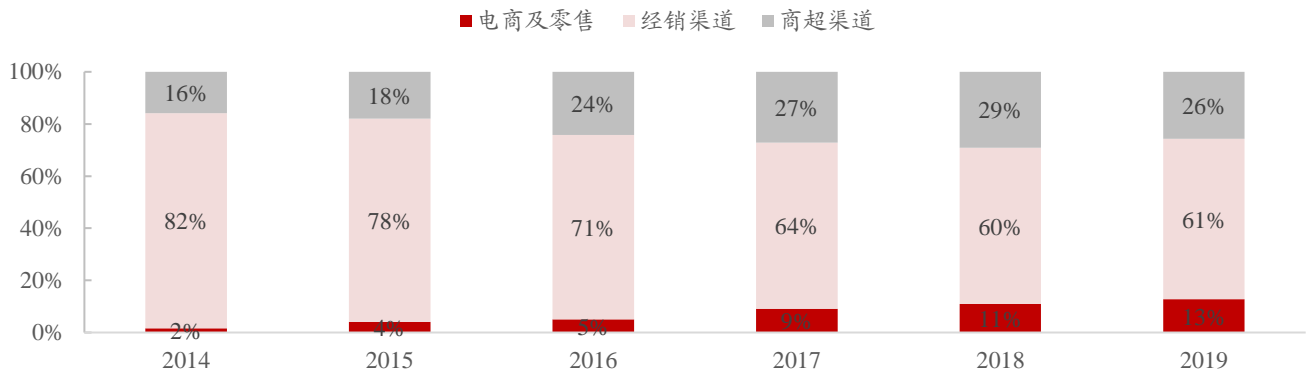
线下渠道：主要通过 25000 余家经销网点以及 2400 余家大中连锁商超门店（KA）进行销售，近三年表现较为低迷，线下整体 17/18/19 年收入下滑 10.5%/3.7%/2.0%，尤其 20Q1 疫情影响下 KA 渠道收入下滑是公司整体收入减少的主要原因；

线上方面：近年日化及化妆品都将线上作为最主要增量渠道，公司线上主要在天猫、京东、微信小程序商城、小红书等主流平台运营，18/19 年收入增长 18%/17%，目前收入占比仅 13%，体量仅 1.2 亿，提升空间充分。

图 4：拉芳家化各渠道收入规模及增速



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 5：拉芳家化各渠道收入占比


资料来源：公司公告，浙商证券研究所

历史财务表现：正常年份收入/利润体量在 10 亿/1 亿元水准，净利率 13%-14% 之间，现金流健康。近 6 年公司收入体量基本稳定在 9-10 亿元，毛利率在 2016-2018 年期间也稳定在 60% 水准，但 2019 年由于在产品升级换代时对经销商予以价格折扣支持，并对商超渠道阶段性优惠促销以消化升级前品类库存，毛利率较上年同期下降 5pp 至 55%；与此同时，2019 年公司加大线下商超渠道推广促销力度以及万店工程建设业务的落实，带来销售费用绝对值同比增长，因此 19 年利润端承压，归母净利 4963 万元，较正常年份 1 亿元以上的利润水平下滑 6 成。但与此同时，公司 19 年策略性减少生产采购以减少原材料库存，叠加回款情况及库存清理到位，2019 年经营性现金流好于前两年份，达到 1.37 亿元。

表 4：拉芳家化财务三表摘要（单位：百万元）

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2019Q1	2020Q1
利润表摘要								
营业收入	933.50	984.69	1,048.98	981.12	964.14	964.85	265.91	167.22
YOY	13.71%	5.48%	6.53%	-6.47%	-1.73%	0.07%	20.38%	-37.11%
毛利润	469.18	550.79	620.93	589.14	582.72	533.55	166.27	87.90
YOY	15.71%	17.39%	12.73%	-5.12%	-1.09%	-8.44%	29.31%	-47.14%
毛利率	50.26%	55.94%	59.19%	60.05%	60.44%	55.30%	62.53%	52.56%
期间费用	313.02	372.81	447.91	430.05	437.71	477.52	115.00	65.83
YOY	9.85%	19.10%	20.14%	-3.99%	1.78%	9.09%	35.59%	-42.75%
期间费用率	33.53%	37.86%	42.70%	43.83%	45.40%	49.49%	43.25%	39.37%
销售费用	269.32	318.17	384.46	371.52	367.06	414.32	99.79	56.85
销售费用率	28.85%	32.31%	36.65%	37.87%	38.07%	42.94%	37.53%	34.00%
管理费用	51.11	64.20	68.55	70.63	50.88	43.24	9.81	6.98
管理费用率	5.47%	6.52%	6.54%	7.20%	5.28%	4.48%	3.69%	4.18%
研发费用					34.42	38.25	9.31	7.36
研发费用率					3.57%	3.96%	3.50%	4.40%
财务费用	-7.41	-9.56	-5.11	-12.10	-14.66	-18.30	-3.91	-5.35
财务费用率	-0.79%	-0.97%	-0.49%	-1.23%	-1.52%	-1.90%	-1.47%	-3.20%
资产减值损失	0.26	0.58	0.27	3.29	9.72	21.71	1.19	4.51
投资净收益			1.61	6.29	24.64	20.38	1.91	2.08
营业利润	148.51	167.25	164.36	151.48	150.16	52.00	49.11	19.45

	YOY	30.59%	12.62%	-1.73%	-7.83%	-0.87%	-65.37%	-3.05%	-60.39%
	营业利润率	15.91%	16.98%	15.67%	15.44%	15.57%	5.39%	18.47%	11.63%
利润总额		149.44	167.95	174.42	159.13	154.35	55.05	53.97	18.91
	YOY	31.49%	12.39%	3.85%	-8.76%	-3.01%	-64.33%	0.44%	-64.97%
减: 所得税		23.38	25.12	24.95	21.08	26.11	4.62	6.90	2.71
所得税率		15.6%	15.0%	14.3%	13.2%	16.9%	8.4%	12.8%	14.3%
净利润		126.06	142.83	149.47	138.05	128.24	50.43	47.07	16.20
	YOY	32.16%	13.31%	4.65%	-7.64%	-7.11%	-60.67%	4.74%	-65.59%
净利率		13.50%	14.50%	14.25%	14.07%	13.30%	5.23%	17.70%	9.68%
归母净利(百万元)		126.06	142.83	149.47	138.05	127.17	49.63	47.07	16.12
	YOY	32.16%	13.31%	4.65%	-7.64%	-7.88%	-60.97%	4.73%	-65.75%
资产负债表摘要									
应收账款		56.74	67.91	76.68	88.17	128.88	118.88	116.31	153.30
YOY		13.87%	19.69%	12.93%	14.99%	46.16%	-7.76%	31.07%	31.80%
存货		199.83	202.14	238.41	264.41	340.70	245.16	241.87	333.30
YOY		7.23%	1.15%	17.94%	10.91%	28.85%	-28.04%	-16.43%	37.80%
现金流量表摘要									
经营性现金流		78.27	108.22	184.12	59.39	24.18	137.28	52.47	25.85
投资性现金流		-35.59	4.94	-152.38	-466.01	218.52	159.84	56.04	-85.15
筹资性现金流		-19.35	-18.69	-7.41	720.06	-76.93	-107.49	-17.95	0.30
现金净增加额		23.33	94.47	24.33	313.45	165.77	189.62	90.55	-59.00

数据来源: Wind、东吴证券研究所

3. 新媒体投资矩阵: 美妆、母婴领域品牌及新媒体布局

公司于2016年/2018年分别成立了拉芳易简新媒体产业基金和拉芳品观华熙投资基金, 用于参股各类美妆、母婴领域品牌及新媒体公司, 2018年亦直接参股广州蜜妆和百宝信息科技有限公司两家新媒体公司, 该等投资在19年为公司利润表贡献了超过1400万元的投资收益, 也为公司后续品牌年轻化和渠道线上化打下基础。

表5: 拉芳旗下联营企业/产业投资基金投资领域

序号	联营企业名称	投资领域	出资额(万元)	持股比例	备注
1	广州蜜妆信息科技有限公司	新媒体及电子商务	3440	26.80%	旗下粉星时尚, 专注美妆红人运营, 代表红人MK凉凉
产业基金1: 珠海拉芳品观华熙投资基金合伙企业(有限合伙), 公司持股94%					
序号	被投资企业名称	投资领域	出资额(万元)	持股比例	备注
1	宁波惊奇队长品牌管理有限公司	化妆品线下连锁店经营	600	30%	
2	深圳前海像样科技有限公司	互联网和相关服务	1,400	6.66%	手机游戏研发, 产品包括《铁血武林》、《魔兽再临》等
3	上海黛芊信息科技有限公司	新媒体及电子商务	800	10.87%	化妆品成分党公众号“基础颜究”运营
产业基金2: 珠海拉芳易简新媒体产业基金(有限合伙), 公司持股91%					
序号	被投资企业名称	投资领域	出资额(万元)	持股比例	备注
1	杭州淮秀帮文化创意有限公司	新媒体及视频制作	500	10.87%	以类原声配音方式制作创意搞笑视频
2	宿迁市百宝信息科技有限公司	新媒体及电子商务	500	1.31% (上市公司直接持股20%)	母婴社交电商, 旗下代表性公众号“小小包麻麻”

3	北京海鸟窝科技有限公司	电子商务	300	2.55%	专注于海岛旅游的服务网站
4	涅生科技股份有限公司	电子商务	973	1.70%	网店代运营
5	深圳小美网络科技有限公司	电子商务	500	10%	B2B 美妆电商
6	北京财视文化传媒有限公司	新媒体及制作	200	1.25%	财经类短视频制作及企业家、社群运营
7	漳州语轩展示货架有限公司	家具生产及销售	1,000	5.26%	
8	深圳前海像样科技有限公司	互联网和相关服务	2,800	13.33%	

数据来源：公司公告，浙商证券研究

投资中较为亮眼的案例包括：

3.1. 蜜妆信息旗下粉星时尚：专注美妆时尚领域种草的 MCN

广州蜜妆信息科技有限公司 2015 年由雷韵祺创立（即美妆红人@MK 凉凉），其下粉星时尚是专注美妆领域领域视频图文内容的 MCN，拉芳家化 2018 年以 3440 万元对其进行战略入股，持股 26.8%。

表 6：广州蜜妆信息股权结构

股东信息	持股比例
雷韵祺（MK 凉凉）	49.79%
拉芳家化股份有限公司	26.80%
黄俊杰	7.41%
宁波镭厉科技创业投资中心	4%
宁波众樱网络科技有限公司	4%
青岛鉴睿创业投资中心	4%
上海鉴睿创业投资中心	4%

资料来源：天眼查，浙商证券研究所

表 7：广州蜜妆信息融资历程

日期	融资轮次	金额	投资方
2015/2/2	天使轮	200 万	PreAngel 伽利略资本
2017/6/1	A 轮	未公开	广东易简 投资有限公司
2018/5/15	战略投资	3440 万	拉芳家化

资料来源：天眼查，浙商证券研究所

红人账号超过 30+，头部公众号单篇平均流量 30 万以上。成立 5 年，粉星时尚已经拥有超过 30 个红人账号，覆盖微信公众号、微博、小红书、B 站、抖音、快手等多个社交媒体平台，垂直女性粉丝流量超过 2500w，2019 年成为小红书认证 MCN，旗下代表性红人 MK 凉凉（创始人雷韵祺）专注美妆种草，全网粉丝量超过 1000 万，公众号流量稳定在美妆领域前 10，推文平均阅读量 7 万+，另有代表性红人账号小五月狂想曲、露露黄了、托腮少女张橙子、是你的焦糖呀等等。

表 8：粉星美妆旗下主要红人粉丝量级及构成情况

	MK 凉凉	小五月狂想曲	露露黄了
红人形象			
账号开通时间	2014 年	2017 年	2018 年
博主定位	美妆产品测评种草	美妆时尚情感博主	护肤产品成分科普
粉丝规模	全网粉丝 1000 万+ 微信公众号粉丝数 265W+ 微博粉丝数 546W+ 小红书粉丝数 120W+ 抖音粉丝数 60W+	全网粉丝 500W+; 秒拍粉丝 232W+ 微信公众号粉丝数 75W+ 微博粉丝数 227W+ 小红书粉丝数 33W+	全网粉丝 250W+; 微信公众号粉丝数 30W+ 微博粉丝数 123W+ b 站粉丝数 25.6W+ 小红书粉丝数 20W+ 抖音粉丝数 33W+

粉丝情况	92%以上的粉丝为女性 年龄主要覆盖 20-35 岁消费潜力 强的群体，粉丝忠诚度高	90%以上为女性粉丝 主要覆盖消费能力强、价格敏感 度低的白领精英和大学生	70%粉丝为女性 同时覆盖精致男性群体 18-30 岁粉丝占比 70%+
------	--	---	--

资料来源：粉星时尚商务推介书、浙商证券研究所

图 6：新榜美妆自媒体微信公众号排行榜（周榜 6/29-7/5）

公众号	发布	总阅读数			总在看数	新榜指数
		头条	平均	最高		
1 原来是西门大嫂 sisterinlaw	7/21	64万+	42,296	10万+	5,499	885.9
2 Nancy时尚笔记 svop115	7/13	63万+	59,529	10万+	4,484	881.4
3 Lisa的美妆日记 mzs878	7/7	53万+	76,643	10万+	642	857.9
4 LU一丝 lovelovemocha	4/4	39万+	99,734	10万+	1,232	847.3
5 于小戈 yuxiaoge1014	6/28	38万+	19,221	77,172	580	843.3
6 花花酱 dululu531	3/3	30万+	10万+	10万+	1,190	832.3
7 SaraSara蕾蕾酱 sara881003	3/3	30万+	10万+	10万+	953	831.5
8 MK凉凉 huazhuangshimk	4/4	30万+	75,079	99,854	1,371	830.4
9 浪里小草莓 caomei733	7/14	25万+	22,172	47,802	1,125	816.9
10 深夜种草 shenyezhongcao	5/5	22万+	45,789	68,657	927	808.9

资料来源：新榜，浙商证券研究所

为品牌提供全方位个性化营销服务，粉星 2019 年利润体量接近 3000 万。粉星目前主要通过营销推广服务与品牌方合作产生收益，具体形式包括：

- 1) 内容生产：**通过定制视频、VLOG 植入、短视频、图文等多种形式在微信公众号、微博、小红书等多个平台完成精准推广；
- 2) 线下活动出席：**包括各类发布会、实验室参观等，例如 MK 凉凉曾受美宝莲邀请出席纽约时装周、受兰蔻邀请出席意大利新品发布会，小五月曾受 Olay 邀请参观新加坡实验室、受资生堂邀请参与东京体验之旅；
- 3) 深度定制合作：**与亚马逊开设购买专题“粉星时尚 X 亚马逊美妆”，以粉星旗下红人软文+视频植入+优惠互动方式，24 小时内创造 100 万+销售、与 Olay 推出 MK 凉凉联名礼盒等。

作为成熟 MCN 机构，粉星业务带动 2018/2019 年美妆信息收入达到 6353/7707 万元，净利润达到 1698/2748 万元，盈利持续健康成长。

表 9：粉星时尚视频图文类内容产出

与品牌深度合作定制长视频				短平快大流量短视频			
MK凉凉x博朗 公众号发布后不足2小时，产品售罄	小五月狂想曲x娇兰 微博阅读量1000w+	露露黄了x雅诗兰黛 发布平台：日站	露露黄了x大宝 发布平台：微博&日站，多次复投	露露黄了xRegenerate 发布平台：抖音&小红书&微博	MK凉凉x肌研 发布平台：抖音	怪兽春测评x小奥汀 发布平台：抖音	是你的焦糖吗x装扮少女APP 发布平台：快手
MK凉凉x娇韵诗 发布平台：微博	托腮少女张橙子x小ck 发布平台：微信&微博&日站	小五月狂想曲x戴森 发布平台：微博	托腮少女张橙子x贝德玛 发布平台：微博				
微信公众号平台图文类推送				小红书平台图文类推送			
粉星种草鸡x修丽可 产品测评	小五月狂想曲x丝芙兰 线下种草	MK凉凉xBALLY 时尚穿搭	托腮少女张橙子x华为 数码科技	MK凉凉x雅诗兰黛	MK凉凉x科勒	小五月狂想曲x天猫精灵	露露黄了xOlay

资料来源：微信公众号、小红书、抖音、B站账号截取，浙商证券研究所

表 10：粉星时尚为品牌提供定制化服务情况

合作品牌	服务内容 & 成果
亚马逊	与亚马逊开设购买专题“粉星时尚 X 亚马逊美妆”，以软文+视频植入+优惠互动等方式为粉星粉丝打造专属狂欢盛典，最终达成 24 小时内销售额超过 100 万成就
OLAY	与 OLAY 合作推出“MK 凉凉”联名礼盒，8000 套礼盒上架天猫一分钟之内断货，关于联名款礼盒的图文推送阅读量高达 900 万，助力 OLAY 品牌达成双十一销售额过亿成就

资料来源：粉星时尚商务推介书、浙商证券研究所

3.2. 宿迁百宝旗下百宝新媒体：母婴领域红人营销+电商业务佼佼者

宿迁百宝旗下百宝新媒体 2014 年由贾万兴夫妇创立，从专注普及 0-6 岁儿童科学育儿知识的“小小包麻麻”公众号起步，目前已经发展为国内最大的母婴&及家庭自媒体营销矩阵；拉芳家化 2017 年对其进行 B 轮投资，目前直接及通过易简产投基金对其合计持股 21.3%。

表 11：广州蜜妆信息股权结构

股东信息	持股比例
孙俊峰	23.06%
拉芳家化股份有限公司	20.00%
珠海拉芳易简新媒体产业基金	1.31%
王晔	19.12%
贾万兴	6.98%
南京龙柏投资中心	6.97%
宿迁市晨辉电子科技研发中心	6.37%
北京东方卓永投资管理有限公司	5.48%
邵英	5.46%
杭州头头是道投资合伙企业	5.25%

资料来源：天眼查，浙商证券研究所

表 12：广州蜜妆信息融资历程

日期	融资轮次	金额	投资方
2016/4/10	A 轮	千万级人民币	龙腾资本
2016/12/1	A+轮	3500 万人民币	头头是道 投资基金
2017/3/6	B 轮	B 轮融资共 1.4 亿	易简资本、 新东方战投
2017/11/8	B+轮		拉芳家化

资料来源：天眼查，浙商证券研究所

“小小包麻麻”已成为母婴领域代表性 KOL。百宝新媒体最有影响力的 KOL 为“小小包麻麻”，专注分享科学育儿理念及好物，2014 年至今全网粉丝超过 2500 万、公众号粉丝 800 万粉丝，在母婴类公众号中热度稳居前五，2019 年更入选福布斯 50 位 KOL 榜单，作为母婴领域典型意见领袖活跃；目前已涉足的变现方式包括图文种草、定制长短视频、基于微信的母婴小程序商城（公众号文章内嵌购买链接跳转）、直播带货等等；除了小小包麻麻外，百宝新媒体旗下如“奶爸聊育儿”、“Michael 钱儿频道”、“说说咱家娃”等 KOL，围绕母婴领域打造了强大的自媒体营销矩阵，全网覆盖粉丝量超过 4000 万。

图 7：“小小包麻麻”及衍生公众号、抖音等平台账号

微信公众号系列		抖音账号	微博账号
小小包麻麻 0-6岁育儿百科全书 粉丝体量：800万 头条阅读量：10万+ 科普0-6岁儿童前沿育儿知识、喂养、护理及产品评测的内容平台，指导妈妈科学育儿。	包妈聊孕事 怀孕到育儿的百科知识 粉丝体量：50万 头条阅读量：1万+ 为孕产、孕期、哺乳期的准妈妈及新手妈妈带来各阶段知识，一起做全能辣妈。	小小包麻麻 知名母婴自媒体 粉丝体量：50万 分享育儿知识短视频，通过各种理念科普、好物种草和产品评测，帮助妈妈们快乐育儿，科学带娃。	小小包麻麻 知名育儿头条文章作者 粉丝体量：123万 发布各式生活类VLOG以及育儿话题相关的生活类图文与视频，带领妈妈们一起快乐育儿。
包妈课堂 科学育儿课程大全 粉丝体量：30万 头条阅读量：2万+ 大咖手把手教你科学育儿、乐享生活、玩转职场；小璐璐销量第一的育儿公众号。	包妈好物种 专业产品评测指导宝典 粉丝体量：40万 头条阅读量：7000+ 介绍有质实用的母婴好物，评测各类用品，告别乱买，理性剁手，买对就是省钱。	《包妈故事会》 为3-12岁儿童构建童话世界 粉丝体量：110万 以玩具为主人设，为3-12岁儿童构建童话世界的全平台短视频，以寓教于乐的形式对孩子进行正面引导。	小红书账号 小小包麻麻 育儿知识全面分享 粉丝体量：17.8万 科学育儿理念、潮流时尚穿搭、轻奢生活方式分享。

图 8：新榜母婴自媒体微信公众号排行榜（周榜 6/29-7/5）

公众号	发布	总阅读数			总在 看数	新榜指数	
		头条	平均	最高			
1 年糕妈妈 niangao-mama	7/28	137万+	67万+	49,260	10万+	11,627	911.5
2 科学家育儿 kexueyuer2012	7/31	126万+	70万+	40,923	10万+	7,401	904.2
3 丁香妈妈 DingXiangMaMi	7/36	126万+	65万+	35,250	10万+	10,178	903.9
4 窈窕妈妈 iiumm	7/23	93万+	56万+	40,690	10万+	9,176	889.5
5 小小包麻麻 xxbmm123	7/35	97万+	70万+	27,842	10万+	7,044	888.0

资料来源：百宝新媒体商务推介书，浙商证券研究所

资料来源：新榜，浙商证券研究所

表 13：“小小包麻麻”营销推广案例

	微信公众号图文口碑推文	线上直播为品牌带货	实地考察分享类 VLOG	短视频平台碎片化营销推广
具体方式	为“小皮营养辅食”进行一年多次的品牌推送和折扣开团，不断对产品信息进行强化传播	两次试水腾讯直播，“包妈”亲自下场种草带货	前往乐荷有机全脂纯牛奶位于荷兰的奶源地及工厂，深度体验生产全流程	在抖音上为美赞臣蓝臻系列奶粉进行新品宣传，详细介绍产品的独特配方和特点
内容展示				
最终成绩	实现单篇推文阅读量 10 万+，第一年全网销售额 3000 万+	两次直播观看人数分别达到 13 万、19 万，直播期间销售额分别突破 216W、322W	一天卖出 2 万箱；累计销售额达到 1000 万以上	投放当日一段二段奶粉均售罄，销售额达到 65 万元以上

资料来源：百宝新媒体商务推介书，浙商证券研究所

表 14：百宝新媒体其他优质公众号简介

公众号	简介	粉丝情况	相关 KOL 履历
奶爸聊育儿	知名母婴自媒体，专注科学养娃及儿童教育	粉丝体量 40W+；精准垂直女性粉丝，年龄段集中在 25-40 岁，购买力强	“奶爸”是公司的创始人&CEO；目前是百宝新媒体的主推 IP，致力于通过短视频向广大中国家庭倡导科学育儿
Michael 钱儿频道	中英双语故事在线收听、科学育儿历年分享	粉丝体量 600W+；聚焦关注孩子教育的中产家庭，粉丝整体素质高	钱儿爸，语言艺术家，两次荣获国家五个一工程奖、两获金鹰奖；钱儿妈，畅销书作家，专业翻译，长期致力于儿童英文启蒙教育
说说咱家娃	0-6 岁的育儿百科全书	粉丝体量 250W+；头条阅读量 10W+，拥有大量忠实粉丝群体	橙子，畅销书作家，教育学硕士，旅居北美，出版育儿书籍《新手妈妈通关指南》
小楼聊心理	分享欧美爸妈的育儿经	粉丝体量 56W+；头条阅读量 4 万以上，粉丝群体思想新潮，具有活跃度	小楼老师，北师大心理学学士，英国利物浦大学心理学硕士，畅销书作家

资料来源：百宝新媒体、浙商证券研究所

优质内容带来信任感，粉丝高复购，电商业务发展迅速。红人账号的营销服务之外，经营母婴产品电商业务，拥有成熟选品团队以及辐射全国的供应链体系（仓库位于郑州），

旗下红人均拥有自身基于微信小程序的电商销售平台，长期优质内容的输出，以及严格选品+无条件退货带来的好口碑下粉丝复购率高达 80%，带动 2018/2019 年宿迁百宝收入达到 4.05/4.57 亿元，净利润 239/579 亿元。

图 9：小小包麻麻公众号小程序商城展示



资料来源：百宝新媒体各线上商场，浙商证券研究所

3.3. 上海黛纤旗下基础颜究公众号：优质护肤科普内容积累高知读者群体，带来高转化率高复购率

创始人团队出身强森，旗下“基础颜究”公众号专注护肤专业科普。上海黛纤为 2018 年 5 月创立，旗下运营“基础颜究”定位为微信平台美妆护肤垂直领域专业科普类公众号，创始人黄焱（三亩大叔）为清华大学化工博士，曾任强生集团产品研发经理，对护肤产品理解深刻且擅长写作，其余成员也均有多年美妆产品研发及 IT 从业经验。拉芳旗下品观华熙以 800w 参与了其天使轮融资，目前持股 11%。

表 15：上海黛芊信息科技有限公司股东持股比例

股东信息	持股比例
黄焱（三亩大叔）	52%
上海鹊旣栏企业管理咨询事务所	30%
珠海拉芳品观华熙投资基金合伙企业	10%
吴江	3%
张英皓	3%
王琳瑛	3%

资料来源：企查查、浙商证券研究所

表 16：“基础颜究”公众号创始人及团队人员简介

创始人及团队人员	履历
黄焱（三亩大叔）	清华大学化工博士，前强生资深研发经理，致力护肤研究十六年，一直不断用科学角度分析产品的作用机理
张英皓（Jason）	主要负责 IT 技术方面开发运营，来自强生集团的设备小型化全球重点项目主管、高级程序员
吴江（小圃）	来自强生集团、具有十年经验的研发工程师，全球创新项目重要成员
王琳瑛（Lilian）	两年内带领某科技公司冲顶行业第一的品牌总监

资料来源：“基础颜究”公众号、浙商证券研究所

优质内容积累高知女性客户，营销合作转化率高、小程序电商复购率高。“基础颜究”公众号以护肤原理、产品成分配方专业分析类文章受到美妆成分党欢迎，截至2020年6月公众号订阅用户已经接近60万，90%为女性，且根据36Kr的采访，其用户中本科以上学历占90%，硕士以上学历占40%。

高知订阅用户粘性更强——基础颜究推送头条文章平均阅读量可达到6万，与公众号合作的产品转化率平均可以达到15%-20%，ROI平均可以到10以上；除公众号推广文案外，目前基础颜究还可承接市场策略咨询、电商推广活动，同时旗下小程序电商目前SKU超过60个，其中包含自主开发产品3款（洁面蜜露、凉皮凝露、荷荷巴油），复购率超过60%，在电商和营销收入带动下，2019年上海黛纤收入体量估算接近8000万元。

表 17：“基础颜究”公众号主要推送图文推送类别

皮肤的结构与护理	护肤实录：真人使用反馈	产品的配方分析	品牌合作推广
			

资料来源：“基础颜究”微信商城、浙商证券研究所

表 18：“基础颜究”自主研发单品简介

	洁面蜜露	凉皮凝露	荷荷巴油
产品特点	主打成分霍霍巴油、角鲨烷，温和洁面，一次性完成卸妆+洁面	主打成分高分子聚合物+卵磷脂、β-1, 3-葡糖、依克多因，持续补水降温，安抚不适	97%JOJOBA OIL、1%VE 衍生物、2%VC-IP，有效溶解黑头，保湿滋润
产品形象			
产品价格	98 元/200ml	108 元/50ml	136 元/200ml

资料来源：“基础颜究”微信商城、浙商证券研究所

表 19：“基础颜究”市场咨询、产品推广及商务活动业务案例

合作品牌	服务内容及成果
露得清 优色林	为露得清新版 A 提供多人产品测试，收集测试者 before& after 即时反馈，使品牌深度了解市场 优色林双管精华在基础颜究首发，达成 187w+ 销售额的成绩
巴黎欧莱雅	巴黎欧莱雅#天猫超级品牌日#全网投放自媒体首发，参与微博#挑战不成纹#活动，发起天猫线下直播 预付定金 80,000+，完成近 2000w 销售转化
Tripollar STOP	平台投放期间完成 220W+销售转化
Isdin	平台投放期间完成近 230W 销售转化

资料来源：基础颜究商务推介书、浙商证券研究所

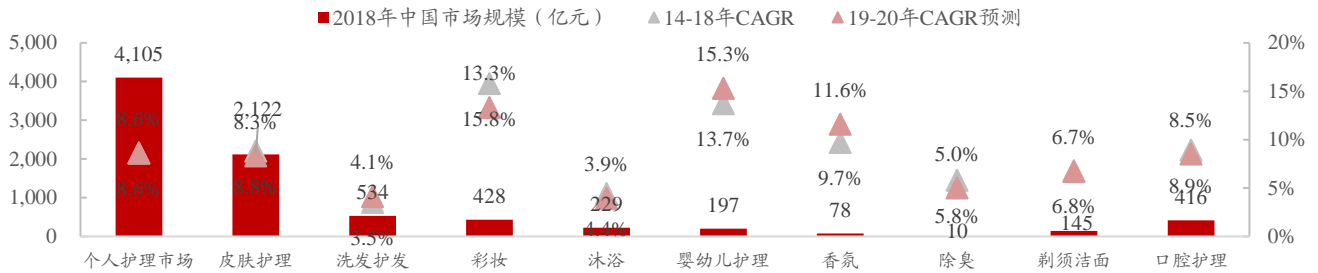
4. 未来发展规划：洗护品牌年轻化+推出药妆品牌，股权激励提出线上高增长目标

4.1. 洗护品牌矩阵年轻化，推出新品牌 T8 主打年轻市场

拉芳所在的洗发护发及沐浴产品领域是个人护理中相对成熟的细分市场。根据欧睿数据，中国个护市场 2018 年规模达到 4105 亿，未来 5 年市场规模仍有望保持 8.6% 的复合增速，其中彩妆、婴幼儿护理、口腔护理、皮肤护理是主要的增长拉动力；而拉芳所在的洗发护发和沐浴用品市场相对成熟，2018 年市场规模分别达到 534/229 亿元，未来 5 年市场规模复合增速在 4.1% 和 3.9%。

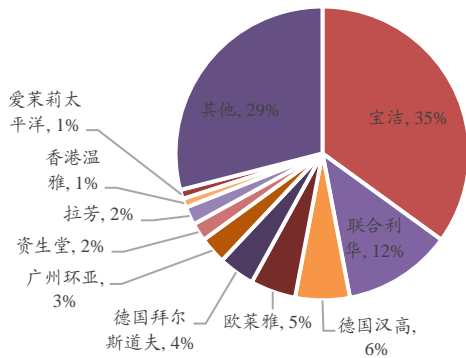
成熟市场仍不乏后起之秀，滋源品牌创办5年市占率达到3%。我国洗护市场高度集中，第一大集团宝洁市占率超过35%，前10大集团市占率达到71%，其中三席为国产品牌，包括广州环亚（旗下品牌滋源）、拉芳家化、香港温雅（旗下品牌温雅）。

图 10：中国个人护理以及细分子行业市场规模前后 10 年 CAGR



资料来源：欧睿咨询，浙商证券研究所

图 11：中国日化市场市占率（2018）



资料来源：欧睿咨询，浙商证券研究所

表 20：2018 年主要日化集团中国市场零售规模及过去 3、5 年复合增

日化集团	2018 年零售规模 (亿元)	CAGR3	CAGR5
宝洁	189.03	1%	1%
联合利华	66.21	1%	1%
德国汉高	32.11	4%	7%
欧莱雅	26.13	9%	12%
德国拜尔斯道夫	18.76	-3%	-5%
广州环亚	13.96	37%	84%
资生堂	12.11	17%	14%
拉芳	11.70	0%	5%
香港温雅	6.56	4%	5%
爱茉莉太平洋	5.75	110%	283%

资料来源：欧睿咨询，浙商证券研究所

其中值得注意的是广州环亚旗下的滋源品牌。滋源创立于2014年，定位高端无硅油氨基酸洗护发，当时无硅油洗护发产品市场相对空白，公司产品定位独特、并前后聘请韩国知名女星宋慧乔、国内知名女演员李冰冰、南韩女歌手泫雅等艺人作为代言人，并植入包括《花千骨》、《盗墓笔记》、《太阳的后裔》等爆款电视剧，迅速打开市场知名度，近5年/3年市场零售规模复合增速达到84%/37%，目前零售规模已超过14亿元，明星产品无硅油生姜洗发水一年卖出1300万瓶，充分体现话题性产品叠加充足曝光流量带来的市场潜力。

图 12：滋源旗下爆品生姜洗发水



资料来源：公司官网、浙商证券研究所

表 21：滋源旗下热销产品定价

产品	主打功能	价格	规格
滋源无硅油生姜洗发水	强健发根	130 元	535ml
滋源无硅油玫瑰柔顺修护精油洗发水	损伤修复	89.9 元	400ml
滋源无硅油茶树控油清屑精油洗发水	去屑控油	89.9 元	400ml
滋源无硅油无患子轻盈洗头水	清爽蓬松	69 元	400ml
无硅油氨基酸慕斯洗头水	蓬松强韧/丝柔强韧	258 元	300ml*2
滋源去油蓬蓬免洗喷雾	免洗去油蓬松	198 元	200ml*2

资料来源：天猫旗舰店，浙商证券研究所

表 22：广州环亚旗下滋源品牌发展大事记

时间	重点事件
2014 年	3 月品牌创立，国内率先推出无硅油洗发水，定位高端洗护，品牌代言人为韩国知名女演员宋慧乔
2015 年	销售同比增长 360%，8 月进军港澳台市场 与湖南卫视合作独家冠名热播电视剧《花千骨》、与爱奇艺合作作为超级网剧《盗墓笔记》联合特约合作伙伴
2016 年	大陆渠道突破 3 万家，销售同比增长 126%，高端洗护市占率达到 4.6% 与爱奇艺合作，作为热播韩剧《太阳的后裔》特约合作伙伴获得亿量级品牌曝光 拿下 CCTV-8《黄金强档剧场》全年冠名权、江苏卫视《幸福剧场》全年冠名权
2017 年	推出男士专用高端洗发水以及屈臣氏专供花 YOUNG 系列 签约知名女演员李冰冰、新生代男演员邢昭林为品牌代言人
2018 年	开启无硫酸盐产品元年，为渠道量身定制无硫酸盐香氛、精油珍养、深海凝萃、盐植炫、盐萌香甜心五大全新系列产品；优酷网综《这！就是歌唱·对唱季》首席联合赞助商
2019 年	推出屈臣氏专供沁柠少女香氛洗护新品；推出年轻化洗护品牌 KEEP·Y，主打无硅油香氛洗发水；推出高端身体护理品牌妙芙谜，定位“洗面奶级别香氛沐浴露” 生姜、无患子、茶籽等畅销品登陆澳洲四大主流药妆店 9 月签约南韩代表性女歌手泫雅作为品牌代言人

数据来源：公司官网、战略发布会，浙商证券研究所

拉芳 20 年 3 月推出面向年轻客户群体的 T8 品牌，未来也将成为电商发力的主打品牌。滋源的成功代表了好产品+好营销在洗护行业可以实现小品牌的弯道超车。也看到包括滋源、三谷（旗下 Rever 沐浴油为近两年爆品）等新锐洗护品牌的成功，公司 20 年除全面升级拉芳等老品牌的包装外，3 月推出了面向年轻群体的洗护品牌 T8，其中主打产品樱花蒸汽发膜（零售价 79.9 元 4 片）成为近期小爆品，未来公司洗护领域的直播等线上合作大动作也更多会通过 T8 品牌进行。

图 13：T8 主打蒸汽发膜&洗护发产品



资料来源：天猫，浙商证券研究所

4.2. 化妆品：联合瀚森生物推出药妆品牌肌安特，打造自有国货品牌

2020 年 3 月，拉芳家化与广州瀚森生物科技有限公司合资成立了广州肌安特生物科技有限公司，公司出资 510 万元持股 51%。瀚森生物是隶属于东莞市瀚森集团旗下的专业医美级化妆品 ODM 生产商，立足于多肽系列生物药妆研发多年，旗下生物活性肽冻干粉产品在修复敏感肌肤、构建健康肌肤屏障方面效果突出，同时具有包括原液精华、膏霜水乳、面膜等护肤全品类 ODM 能力，过去主要供应瀚森集团旗下肌安特品牌（主要在医美渠道销售）。本次拉芳与瀚森生物成立合资公司，主要希望以肌安特品牌向 C 端推出以冻干粉为首的年轻化系列产品，并借助此前运营韩国黛尔珀及德国瑞珀希的渠道、营销资源，打开国货药妆市场，预计 7 月末 2C 产品正式上市。

表 23: 瀚森生物及旗下肌安特品牌发展历史

时间	事件
2008	瀚森生物药业成立
2009	欧盟 GMP 标准生产基地建成, 总面积 50 万 m ²
2012	参与政府项目——“重组蛋白生物技术药物产业化”
2013	《中国药典》产品检验标准自主检测中心成立; 累计获国家发明专利 3 项
2014	肌安特品牌启动, 定位医美抗衰, 正式进入品牌化发展之路 抗衰去皱、美白嫩肤、祛痘等全系列 18 大产品全部开发完成, 产品顺利通过北京同仁医院、南方医院、中山一院等公立医院临床验证
2015	与基因工程药物国家工程中心达成战略合作关系
2016	基因工程药物国家工程中心-瀚森生物联合实验室成立; 产品通过陆军总医院、北京同仁等公立医院临床验证
2017	与英国邦斯顿生命科学研究所达成战略合作关系

资料来源: 肌安特官网, 浙商证券研究所

图 14: 肌安特冻干粉原有产品形象

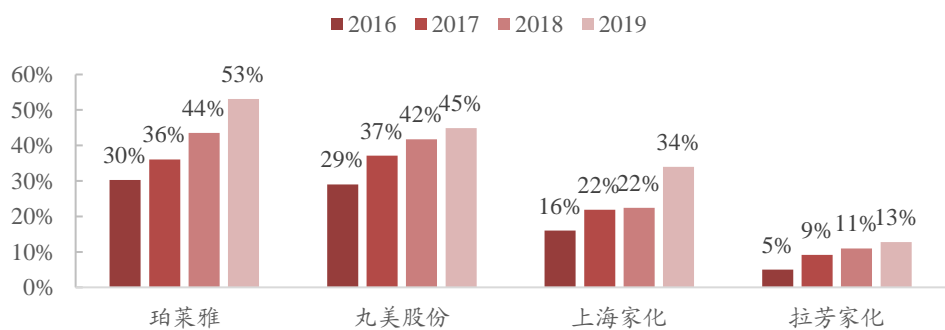


资料来源: 淘宝, 浙商证券研究所

4.3. 电商渠道: 高股权激励目标彰显电商发展决心

股权激励目标 2021 年线上收入达到 5.5 亿元, 展现发展决心。除品牌矩阵不断丰富外, 拉芳 20/7/9 公布股权激励计划, 拟以 8.16 元/股授予 137 名核心管理人员及业务骨干 286.88 万股股票, 方案中公司层面考核业绩指标为 2020/2021 年收入不低于 9.65/12.85 亿元, 同比增长 0%/33.16%, 同时本次计划重点激励线上业务人员(占比 35%), 部门层面考核指标为 2020/2021 年线上收入增长 66.67%/168%至 2.06/5.52 亿元, 前述公司总盘收入增长也全部来自线上业务。考虑拉芳旗下品牌多为日化、化妆品, 且目前旗下电商团队已搭建完成近百人团队, 2019 年 13% 的占比较其他同业明显偏低, 结合未来年轻化的品牌战略, 以及已有新媒体布局未来在包括微信平台/短视频/直播方面的带货潜力, 如果 T8 等品牌顺利出现爆品带动品牌声量提升, 将对公司电商业务发展带来明显助力。

图 15: 主流日化及化妆品公司线上收入占比



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

5. 盈利预测及投资建议

考虑到公司品牌矩阵的丰富, 以及股权激励计划传递出的电商发展的决心, 我们认为公司 2021、2022 年老品牌矩阵有望通过电商收入增长、经销商收入的稳定弥补 KA 渠道的下滑, 呈现稳健的增长, 同时洗护新品牌 T8、化妆品肌安特等有望借助电商流量持续放量, 提供收入增量; 由此, 预计 2020/21/22 年公司收入同比增长 4%/30%/23%至 10.1/13.1/16.0 亿元。

表 24：拉芳家化驱动因素拆分（单位：百万元）

	2019	2020E	2021E	2022E
日化洗护品牌				
拉芳、美多丝收入	737.35	711.95	789.62	862.45
YOY	-7.41%	-3.44%	10.91%	9.22%
雨洁、圣峰等收入	184.26	184.26	202.69	222.96
YOY	18%	0%	10%	10%
T8 收入		30.00	150.00	250.00
YOY			400%	67%
化妆品品牌				
黛尔珀收入	25.02	32.53	42.28	54.97
YOY	587%	30%	30%	30%
瑞铂希收入	18.22	27.33	40.99	61.49
YOY	136%	50%	50%	50%
肌安特收入		20.00	80.00	150.00
YOY			300%	88%
合计收入	964.85	1,006.07	1,305.58	1,601.87
YOY	0.07%	4.27%	29.77%	22.69%

数据来源：公司公告，浙商证券研究所预测

估值及投资建议：我们从 PS 及 PE 角度看拉芳估值与其他日化、美妆品牌商的比较。从 PS 角度，目前市场给予化妆品品牌商以更高估值，丸美股份及珀莱雅对应 2021 年的 PS 分别达到 14X 和 7X，同为日化及化妆品龙头的上海家化对应 21 年 PS 也达到了 3.6X，拉芳家化仅为 3.2X；从 PE 来看，我们预计拉芳随收入放量利润率有望逐渐向 2018 年水平恢复，预计 2020/21/22 年归母净利润达到 0.6/1.0/1.5X，同比增长 29%/59%/44%，对应估值 65/41/28X，考虑同业对应 2021 年 PE 普遍在 50X 以上，我们认为随着公司电商增长以及新品牌逐渐落地放量，估值将向同业靠拢，拥有充分上涨空间，首次覆盖给予“买入”评级。

表 25：公司与同业估值比较（PS）

上市公司	市值 (亿元)	收入 (亿元)				收入 YOY				PS			
		2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E
珀莱雅	349	31.24	39.33	50.45	62.72	32%	26%	28%	24%	11.2	8.9	6.9	5.6
丸美股份	348	18.01	20.20	24.18	28.19	14%	12%	20%	17%	19.3	17.2	14.4	12.3
上海家化	310	75.97	76.46	86.13	96.21	6%	1%	13%	12%	4.1	4.1	3.6	3.2
御家汇	83	24.12	30.64	35.98	38.63	7%	27%	17%	7%	3.5	2.7	2.3	2.2
平均 PS										9.5	8.2	6.8	5.8
拉芳家化	42	9.65	10.06	13.06	16.02	0%	4%	30%	23%	4.3	4.1	3.2	2.6

数据来源：Wind 一致预期、浙商证券研究所预测

表 26：公司与同业估值比较（PE）

上市公司	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				归母净利润 YOY				PE			
		2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E
珀莱雅	349	3.93	4.87	6.33	7.92	37%	24%	30%	25%	89	72	55	44
丸美股份	348	5.15	5.84	7.02	8.23	24%	13%	20%	17%	68	60	50	42
上海家化	310	5.57	5.04	5.97	6.74	3%	-10%	18%	13%	56	62	52	46
御家汇	83	0.27	0.64	1.02	1.23	-79%	134%	59%	21%	307	131	82	68
平均 PE										129.7	80.9	59.7	50.0
拉芳家化	42	0.50	0.64	1.02	1.46	-61%	29%	59%	44%	84	65	41	28

数据来源：Wind 一致预期、浙商证券研究所预测

6. 风险提示

- 1、**疫情影响零售环境的风险**: 若疫情防控出现变化, 可能进一步影响线下消费人流, 从而对 KA 渠道以及经销商零售造成压力
- 2、**新品牌拓展不及预期**: 若新品牌产品未如期吸引目标消费群体或营销未达到预期效果, 可能带来发展不及预期
- 3、**电商发展不及预期的风险**: 电商平台流量规则持续变化, 同时日化行业线上竞争激烈程度更甚于线下, 若公司不能推出适合电商的产品或未能找到适合的营销方式, 可能导致电商渠道发展不及预期

表附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E	单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	1,568	1,696	1,837	2,020	营业收入	965	1,006	1,306	1,602
现金	1,151	1,193	1,246	1,272	营业成本	431	447	572	695
交易性金融资产	6	50	0	0	营业税金及附加	10	10	13	16
应收账款	119	130	126	186	营业费用	414	423	542	641
其它应收款	27	30	35	45	管理费用	43	50	59	72
预付账款	9	9	12	16	研发费用	38	40	52	64
存货	245	314	359	459	财务费用	-18	-20	-21	-21
其他	11	-30	59	42	资产减值损失	-22	-5	-5	-6
非流动资产	361	346	341	335	公允价值变动损益	6	0	0	0
金额资产类	0	0	0	0	投资净收益	20	25	30	35
长期投资	200	200	200	200	其他经营收益	2	2	2	2
固定资产	56	51	45	38	营业利润	52	74	117	170
无形资产	43	42	41	41	营业外收支	3	3	3	3
在建工程	3	3	3	3	利润总额	55	76	120	172
其他	59	50	51	53	所得税	5	11	18	26
资产总计	1,929	2,042	2,162	2,340	净利润	50	65	102	146
流动负债	179	225	249	363	少数股东损益	1	1	2	2
短期借款	0	0	0	0	归属母公司净利润	50	64	102	146
应付款项	87	92	99	179	EBITDA	49	71	116	169
预收账款	54	80	94	120	EPS (最新摊薄)	0.22	0.28	0.45	0.65
其他	38	53	56	65	主要财务比率				
非流动负债	13	17	22	28		2019	2020E	2021E	2022E
长期借款	0	0	0	0	成长能力				
其他	13	17	22	28	营业收入	0.1%	4.3%	29.8%	22.7%
负债合计	192	242	271	392	营业利润	-65.4%	42.1%	58.6%	44.9%
少数股东权益	12	13	14	16	归属母公司净利润	-61.0%	28.8%	59.2%	44.0%
归属母公司股东权益	1,725	1,837	1,877	1,932	获利能力				
负债和股东权益	1,929	2,092	2,162	2,340	毛利率	55.3%	55.5%	56.2%	56.6%
					净利率	5.2%	6.5%	7.5%	8.7%
					ROE	2.8%	3.6%	5.3%	7.2%
					ROIC	1.9%	2.6%	4.5%	6.6%
					偿债能力				
					资产负债率	10.0%	11.8%	12.5%	16.7%
					净负债比率	11.1%	13.1%	14.3%	20.1%
					流动比率	8.7	7.5	7.4	5.6
					速动比率	7.3	6.1	5.9	4.3
					营运能力				
					总资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.7
					应收帐款周转率	7.2	7.3	9.0	9.0
					应付帐款周转率	5.2	5.0	6.0	5.0
					每股指标(元)				
					每股收益	0.22	0.28	0.45	0.65
					每股经营现金	0.61	0.08	0.33	0.32
					每股净资产	7.61	8.10	8.28	8.52
					估值比率				
					P/E	84.0	65.2	41.0	28.4
					P/B	2.4	2.3	2.2	2.2
					EV/EBITDA	61.9	41.6	25.2	17.1

现金流量表				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	137	17	75	72
净利润	50	65	99	138
折旧摊销	13	16	17	18
财务费用	0	0	0	0
投资损失	-20	-25	-30	-35
营运资金变动	79	-45	-16	-60
其它	15	7	5	10
投资活动现金流	160	54	40	-2
资本支出	17.3	10.3	10	10
长期投资	0	0	0	0
其他	-177	-65	-50	-8
筹资活动现金流	-107	-29	-38	-59
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	-107	-29	-38	-59
现金净增加额	190	43	76	10

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区深南大道 2008 号凤凰大厦 2 栋 21E02

邮政编码：200127

电话：(8621) 80108518

传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>