

兰亭科技：兰心藻质亭亭立，天然妆饰争翘楚

■我国化妆品行业至少还有10年的黄金发展期，本土化妆品公司市场份额正逐渐提升，具有“自然”或“草本”定位的国产品牌更容易获得成功。随着人均可支配收入的提升、城镇化进程和消费升级的推进，再加上我国20-30岁女性是经过完整化妆品教育的一代，人口结构的分布决定了我国化妆品行业至少还有10年代黄金发展期。在市场份额方面，化妆品行业洋品牌不再雄霸天下，本土化妆品公司市场份额正逐渐提升。天然草本护肤品市场在中国有文化认知度，国产品牌具有天然优势，越来越受到市场的青睐。一些细分领域（如药妆、草本概念）正不断突出重围，成功国产品牌都具有这个特点。我们认为具有“天然”或“草本”的国产化妆品品牌具备逆袭基因。

■化妆品渠道目前已经呈三足鼎立局面，电商渠道增长最快，已成为最重要的渠道。移动互联网渠道带来O2O的机会，塑造移动互联网化妆品新商业模式的公司将迎来新的发展空间。电商渠道是今年增长最快的化妆品渠道，我国化妆品已形成大型超市、百货商场和线上渠道三分天下的局面，直销和美容店将成为重要的补充渠道。渠道格局的变化给本土品牌带来了大的发展机会，在PC端的电商品牌兴起后，利用移动互联网创造新商业模式的化妆品公司将迎来新的发展机会。

■兰亭专注天然化妆品，符合化妆品消费趋势。公司开启天然中高端定位转型，调整产品结构、公司分立，螺旋藻系列产品独特，具备成为某一单品代言品牌的潜质。公司在天然化妆品细分领域有多年积累，具有螺旋藻系列化妆品的独家研发工艺。公司2014年定位中高端品牌，调整产品结构，公司分立，剥离毛利率低的业务，从全产品线生产者转向中高端天然化妆品企业。螺旋藻用于化妆品具备一系列美肤功效，参考雅诗兰黛红石榴系列、科颜氏牛油果系列，公司的螺旋藻系列定位独特，具备成为螺旋藻单品代言人的基因，有望开创下一个“红石榴”。

■公司线上、线下和海外业务三驾马车齐头并进，开拓市场，放量在即。线下销售渠道方面，公司多年稳定了300多家经销商，具备相当的产品销售经验和能力，还布局了大润发，加强了小型连锁店的推广力度：选择有一定实力、在当地有影响力的小型连锁店，销售触角进一步延伸。线上渠道方面，公司除了电商和微商，还推出了O2O VIP私人定制化产品，利用互联网销售模式，与客户建立一对一的服务，让客户得到较好的使用效果和贴身服务，增强客户粘性和提升单客户价值。海外渠道方面，公司合作的国外连锁大型商店不断增加，与拥有全球3,800家分店的日本百货店元老Daiso签订合作协议，并已开始供货，与迪斯尼、美雅百货都有合作。国内线下渠道和海外渠道上的顺利拓展，国内线上移动互联网销售平台的商业模式创新，有助于公司产品的放量和知名度的提升。

■投资建议：我们预计公司2015年-2017EPS分别为0.38元、0.58元、0.69元，参考A股可比公司估值，我们认为公司股票的合理价值区间在9-10元。

诸海滨

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511020005
zhuhb@essence.com.cn
021-68766170

报告联系人

曾捷

010-66581645

zengjie@essence.com.cn

目录

1. 浓妆淡抹化妆品，本土品牌在崛起.....	5
1.1. 化妆品历史悠久，子品类不断丰富.....	5
1.2. 国内化妆品市场的快速增长还将继续持续.....	6
1.3. 护肤需求主导我国化妆品市场份额.....	9
1.4. 国产化妆品品牌正在崛起，定位自然或细分领域突围.....	11
1.5. 化妆品销售渠道将呈现三足鼎立局面，移动互联网不容忽视.....	14
2. 定位天然有空间，产品优化专高端.....	17
2.1. 专注天然护肤，技术积累奠定自然产品开发基础.....	17
2.2. 下一个雅诗兰黛红石榴系列的希望？.....	18
2.3. 定位聚焦中高端，产品结构不断优化.....	21
3. 三驾马车拓市场，合作伙伴快增加.....	22
3.1. 自建移动互联网销售平台，线上业务快速发展.....	23
3.2. 传统渠道积极与推动与大KA合作，提升品牌认知度.....	24
3.3. 国际合作进驻顺利，有望继续保持海外市场增长.....	24
4. 财务分析与股权结构分析.....	26
4.1. 短暂下滑不代表公司真实业绩.....	26
4.2. 公司分立剥离低毛利业务，配合中高端.....	27
4.3. 自然人股东为主的股权结构.....	28
5. 延伸比较：新三板里的化妆品公司.....	29
5.1. 幸美股份：母子公司分工合作，依赖电商渠道的化妆企业.....	29
5.2. 三九军大：布局大健康产业链的药妆领军品牌（无财务数据）.....	31
5.3. 公司比较.....	33
6. 盈利预测、估值与投资建议.....	34
6.1. 盈利预测与估值.....	34
7. 风险提示.....	35
8. 特别提示.....	35

图目录

图 1：兰亭科技获国家高新技术企业证书.....	18
图 2：兰亭科技螺旋藻发明专利证书.....	18
图 3：兰亭科技全国销售网络.....	23
图 4：兰亭科技全球销售网络.....	23
图 5：公司三大类产品系列.....	21
图 6：兰亭科技股权结构.....	29
图 7：兰亭系列产品：天然螺旋藻系列-保湿补水组合润白组合.....	22
图 8：美丽丝路系列系列产品.....	22
图 9：香榭美舍系列系列产品.....	22
图 10：兰亭科技营业收入情况.....	26
图 11：兰亭科技归母净利润情况.....	26
图 12：兰亭科技收入按产品分类.....	26
图 13：兰亭科技收入按产品分类结构.....	26
图 14：兰亭科技按产品分类毛利率情况.....	27
图 15：兰亭科技三项费用率情况.....	27
图 16：化妆品发展历程.....	5
图 17：化妆品可分为五大类.....	6
图 18：皮肤护理和头发护理购买频率固定、功能性强.....	6
图 19：我国居民人均可支配收入增加.....	6

图 20: 我国居民家庭恩格尔系数呈下降趋势	6
图 21: 化妆品制造业产值增长稳定	7
图 22: 化妆品制造业主营业务收入快速增长	7
图 23: 国内化妆品零售额增长迅速	7
图 24: 社会消费品零售总额增长情况	7
图 25: 中国化妆品总消费额已经位列世界第二	7
图 26: 中国人均化妆品消费额与发达国家差距巨大	7
图 27: 欧洲女性年龄越大化妆品消费金额越多	8
图 28: 2013 年中国女性人口年龄结构	8
图 29: 中国核心化妆品人口还有翻倍空间 (万人)	8
图 30: 中国的美容及个人护理品类将继续保持较快增长	9
图 31: 各类化妆品增速将有所提高	10
图 32: 中国化妆品市场类别份额变化趋势	10
图 33: 护肤品品牌CR4 基本稳定	10
图 34: 护肤品品牌CR8 呈下降趋势	10
图 35: 护肤品品牌CR10 呈下降趋势	11
图 36: 护肤品品牌CR20 呈增长趋势	11
图 37: 外资公司中国市场份额增速放缓	12
图 38: 宝洁公司中国市场份额快速下降	12
图 39: 联合利华公司中国市场份额下降	12
图 40: 强生公司中国市场份额连续下降	12
图 41: 雅芳公司中国市场份额下降	12
图 42: 安利公司中国市场份额稳步下降	12
图 43: 韩国爱茉莉太平洋 14 年中国市场份额是 09 年 3 倍	13
图 44: 日本乐敦制药公司中国市场份额增长平稳	13
图 45: 欧莱雅中国市场份额增长平稳	13
图 46: 雅诗兰黛公司中国市场份额增长平稳	13
图 47: 国内化妆品制造企业数从扩张到收缩	14
图 48: 中国本土公司市场份额持续增长	14
图 49: 本土品牌市场份额增长势头明显	14
图 50: 2014 年化妆品销售的渠道分布	15
图 51: 化妆品渠道分布变化	15
图 52: 线上是化妆品最快的销售增长渠道	15
图 53: 线上化妆品销售规模增长迅速	16
图 54: 化妆品线上销售渠道占比快速增长	16
图 55: 国内的化妆品线上渠道主要分为六类	16
图 56: 天然化妆品受关注度高	17
图 57: 本土草本品牌市场份额快速增长	17
图 58: 公司主要产品中确定为“天然”及“本草”的系列化妆品	18
图 59: 以“螺旋藻化妆品”为关键词在聚美优品搜索结果 (公司尚未通过聚美优品开设电商渠道)	19
图 60: 以“螺旋藻化妆品”为关键词在天猫搜索结果	20
图 61: 以“螺旋藻化妆品”为关键词在京东搜索结果显示兰亭为唯一	20
图 62: 雅诗兰黛红石榴系列	21
图 63: 兰亭螺旋藻系列	21
图 64: 分立对公司资产总额影响较大	28
图 65: 分立对公司负债总额影响较小	28
图 66: 分立对公司净资产影响较大	28

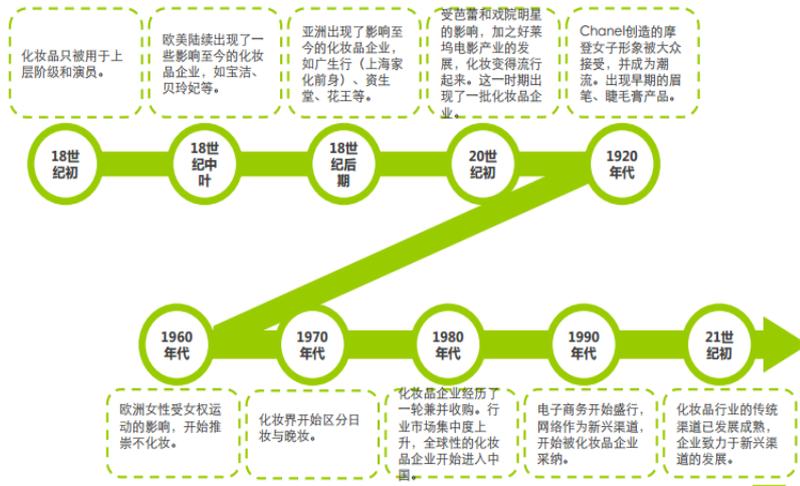
图 67: 分立后公司净资产盈利能力提升.....	28
图 68: 公司与董氏化妆品专卖店开展合作.....	24
图 69: 公司产品专柜.....	24
图 70: 公司微商城首页.....	23
图 71: 公司线上收入快速增长.....	25
图 72: 公司国际市场收入快速增长.....	25
图 73: 公司规划各渠道收入占比图.....	25
图 74: 幸美股份植美村七小时不脱妆BB霜.....	29
图 75: 幸美股份植美村保养眼凝.....	29
图 76: 幸美股份泉润深海白皙面膜.....	29
图 77: 幸美股份幸美洁面乳.....	29
图 78: 幸美股份母子公司分工合作模式.....	30
图 79: 幸美股份营业收入稳步增长.....	30
图 80: 2013 年幸美股份产品收入结构.....	30
图 81: 幸美股份营业利润增长迅速.....	31
图 82: 幸美股份归母净利情况.....	31
图 83: 幸美股份网络销售渠道收入占比增加.....	31
图 84: 幸美股份经销商数量增加.....	31
图 85: 基茵壹号祛痘系列.....	32
图 86: 基茵壹号祛斑系列.....	32
图 87: 三九军大“基茵壹号”所获荣誉.....	32
图 88: 三九军大药妆店面.....	32
图 89: 三九军大营销网络.....	32
图 90: 存货周转天数比较.....	33
图 91: 总资产周转率比较.....	33
图 92: 销售净利率比较.....	33
图 93: 销售毛利率比较.....	33
图 94: 销售费用率对比.....	34
图 95: 销售费用率对比.....	34
图 96: 财务费用率对比.....	34
图 97: 期间费用率对比.....	34

1. 浓妆淡抹化妆品，本土品牌在崛起

1.1. 化妆品历史悠久，子品类不断丰富

现代意义上的化妆品最早出现在18世纪，一些影响至今的日化企业，如宝洁、贝玲妃等18世纪中叶在欧美陆续诞生。至20世纪，好莱坞电影产业的发展使化妆品变得流行起来。20世纪80年代，化妆品行业集中度随着一轮兼并收购潮的发生而提升，全球性的化妆品企业开始进入中国，化妆品逐渐成为女性成长成熟道路上不可或缺的伙伴。

图1：化妆品发展历程



数据来源：艾瑞咨询，安信证券研究中心

化妆品品类不断丰富。从最初的胭脂口红香水，到现在的琳琅满目形形色色的瓶瓶罐罐，化妆品的内涵正在不断扩充。现在关于化妆品相关行业的定义和口径相当混乱，我们将化妆品分为皮肤护理、洗沐护理、美容化妆、香氛香水、其他五个类别。

表1： 化妆品分类及介绍

化妆品类别	简介	表1： 品类代表
皮肤护理类	皮肤清洁、保养、护理所使用的日用化学产品，起到皮肤清理、防护、滋养、保护作用	爽肤水、精华液、乳液、面霜、眼霜……
洗沐护理类	身体清洁和头发保养、护理、造型所使用的日用化学产品	洗发水、护发素……
美容化妆类	化妆使用的日用化学产品，对皮肤有一定的损害，用于涂抹、遮盖、修饰妆容，需要后续卸妆或清洁	BB霜、粉底、粉饼、腮红、唇彩……
香氛香水	涂抹于耳后、颈部、手腕、脚腕等脉搏跳动部位，使身体发出香味的日用化学产品	香水，香体液……
其他	除上述以外的日用化学产品或化妆品工具（非化学产品）	脱毛剂、双眼皮贴、粉刷……

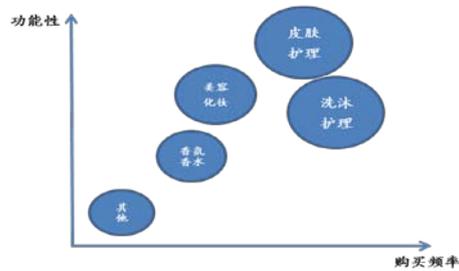
数据来源：安信证券研究中心搜集整理

图 2：化妆品可分为五大类



数据来源：百度、安信证券研究中心

图 3：皮肤护理和头发护理购买频率固定、功能性强



数据来源：安信证券研究中心

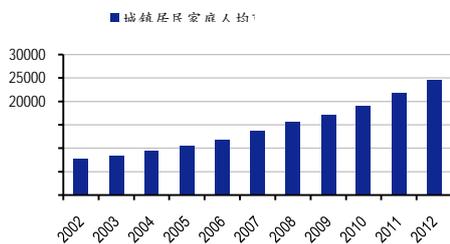
中国拥有庞大的化妆品消费人群，如今已成为全球最大的化妆品市场之一，根据 Jewish Business News 报道，2013 年中国化妆品年销售额为 1500 多亿元，仅次于美国和日本，并且维持了较高的市场增速。目前我国人均消费实力日益增长，但化妆品人均消费额与美国和日本有较大差距，未来市场空间巨大。目前国内化妆品企业市场份额占比不到 20%，生产企业众多，大多数在低端大众消费市场竞争，而国际顶尖品牌仍然牢牢占据中高端市场，获取高额利润。

化妆品是消费升级的重要领域，我国化妆品消费市场未来发展潜力很大。尽管中国宏观经济有所放缓，但近年来国内化妆品零售总额的增速一直保持在 17% 以上的快速增长，且基本一直超过全社会消费品零售总额的增速水平，也远高于同期国民经济的平均增速。

1.2. 国内化妆品市场的快速增长还将继续持续

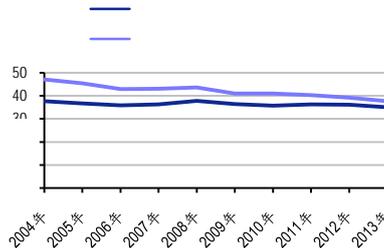
中国的化妆品行业是中国市场化程度最高的行业之一，十年保持快速增长。自上世纪 80 年以来，伴随居民收入增长、城镇化比率提升、消费升级与女性爱美意识的提高，化妆品行业容量不断膨胀。2014 年，国内化妆品制造业实现销售收入 1134.2 亿元，同比增长 9.8%，国内化妆品零售额达 2937.1 亿元，同比增长 7%。在 2004-2014 年的短短 10 年间，国内化妆品制造业销售收入从 291 亿元增长到 1134.2 亿元，期间复合增长率达到 17.9%，国内化妆品零售额从 261.6 亿元增长到 1824.7 亿元，期间复合增长率达到 21.4%，均高于社会消费品零售总额的 15.99%。

图 4：我国居民人均可支配收入增加



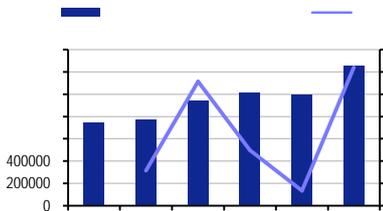
数据来源：wind、安信证券研究中心

图 5：我国居民家庭恩格尔系数呈下降趋势



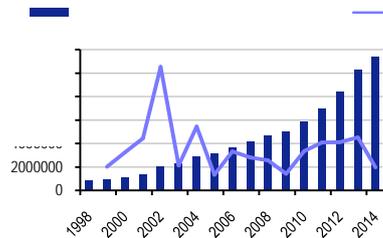
数据来源：wind、安信证券研究中心

图 6: 化妆品制造业产值增长稳定



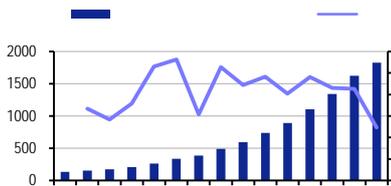
数据来源: wind, 安信证券研究中心

图 7: 化妆品制造业主营业务收入快速增长



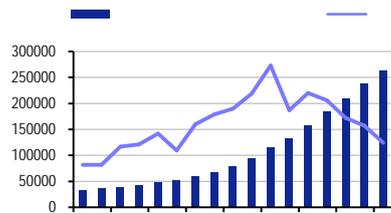
数据来源: wind, 安信证券研究中心

图 8: 国内化妆品零售额增长迅速



数据来源: Euromonitor, 安信证券研究中心

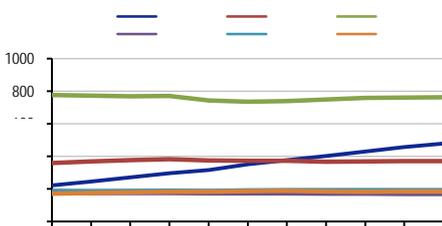
图 9: 社会消费品零售总额增长情况



数据来源: wind, 安信证券研究中心

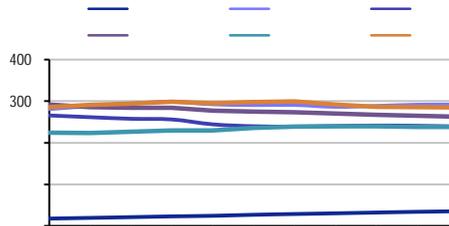
从国际消费水平看, 国内人均化妆品消费还有巨大提升潜力。2014 年中国的人均化妆品消费额为 35.1 美元, 仅为日本的 12%, 美国的 15%, 法国的 13%, 德国的 15% 和欧洲的 12%, 差距非常巨大。随着城镇化率的提升和收入水平的不断增长, 消费习惯的变化, 我国人均化妆品消费未来提升的潜力巨大。

图 10: 中国化妆品总消费额已经位列世界第二



数据来源: Euromonitor, 安信证券研究中心

图 11: 中国人均化妆品消费额与发达国家差距巨大

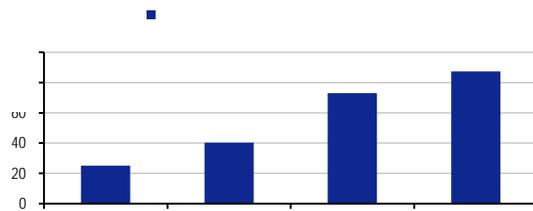


数据来源: Euromonitor, 安信证券研究中心

TNS Worldpanel Europe 的欧洲化妆品消费规律显示: 欧洲女性化妆品消费金额与年龄成

正相关关系，40-59 岁的女性面部护肤品的消费金额几乎是 25-39 岁的两倍，60 岁以上女性人均护肤品消费金额为 25 岁以下消费者的 3.5 倍；面部护肤品市场的 34% 由 60 岁以上的女性占据。欧洲经验告诉我们：女性化妆品消费将随着消费能力提升和抗衰老需求增大而相应提升。

图 12：欧洲女性年龄越大化妆品消费金额越多

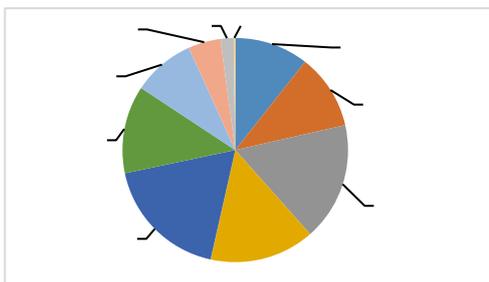


数据来源：TNS Worldpanel Europe, 安信证券研究中心

50 岁以下女性占女性总人口的 71.67%，目前她们是主要的化妆品购买力。未来 10 年-20 年，女性消费金额年龄分布曲线将参照欧洲经验，随着年龄增加而提升。日本资生堂公司将符合以下标准的人群定义为“核心化妆品人口”：1) 居住在城镇 2) 年龄大于 20 岁的女性；3) 年收入不低于 30000 元人民币。根据资生堂的研究，2005 到 2010 年间，中国的核心化妆品人口数量已从 2200 万增长到 1 亿，并预测 2015 年将达 2 亿，2020 年将再次翻番，达到 4 亿。

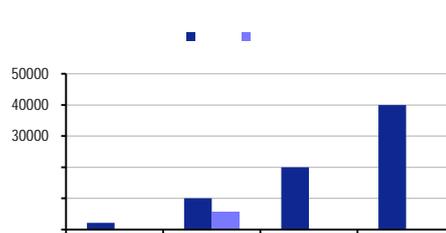
核心化妆品消费人群的剧增及消费曲线的提升将保证我国化妆品消费市场迎来十年以上的黄金发展期。根据 Euromonitor 预测，中国的美容及个人护理品类将继续保持较快增长，预计到 2019 年市场容量将近 688 亿美元。人口结构的支持、收入水平提升、消费升级、消费习惯的养成将是决定未来中国化妆品市场容量扩大的核心因素。

图 13：2013 年中国女性人口年龄结构



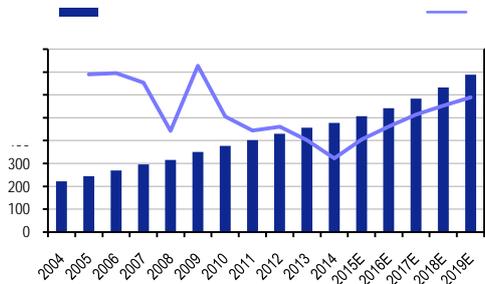
数据来源：国家统计局、安信证券研究中心

图 14：中国核心化妆品人口还有翻倍空间 (万人)



数据来源：资生堂、安信证券研究中心

图 15: 中国的美容及个人护理品类将继续保持较快增长

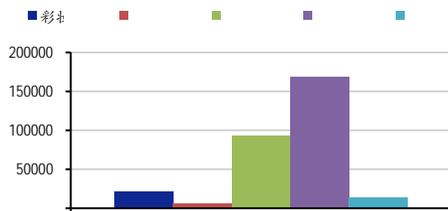


数据来源: Euromonitor, 安信证券研究中心

1.3. 护肤需求主导我国化妆品市场份额

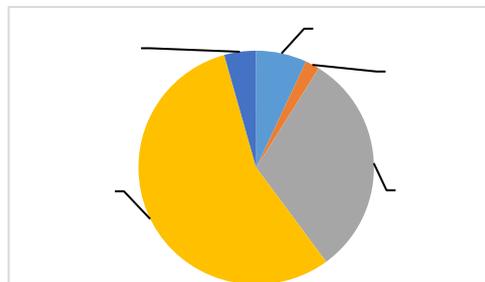
根据我们前面对化妆品的分类, 我们对 Euromonitor 中的小类进行归类合并成前面的 5 大类, 观察到在化妆品的 5 大类中: 护肤品是市场容量最大的, 2014 年市场规模达到 1682 亿元, 约占 55.72% 的市场份额; 洗沐类市场规模为 936 亿, 约占 31% 的市场份额; 彩妆类的市场份额约占 6.95%, 相对较小。它们的增速相对较稳定, 在 10%~15% 左右。造成这样的化妆品市场格局与我国女性以“护肤需求”为化妆导向有关。

图: 2014 年中国化妆品 5 大类市场规模



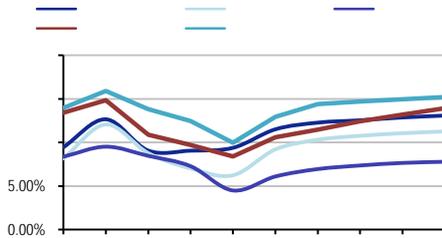
数据来源: Euromonitor, 安信证券研究中心

图: 2014 年中国化妆品市场份额



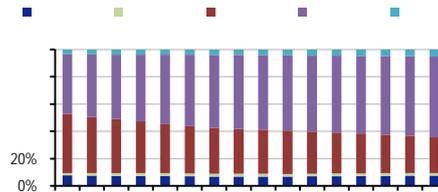
数据来源: Euromonitor, 安信证券研究中心

图 16: 各类化妆品增速将有所提高



数据来源: Euromonitor、安信证券研究中心

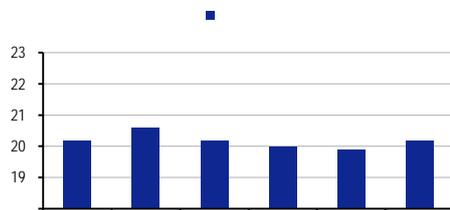
图 17: 中国化妆品市场类别份额变化趋势



数据来源: Euromonitor、安信证券研究中心

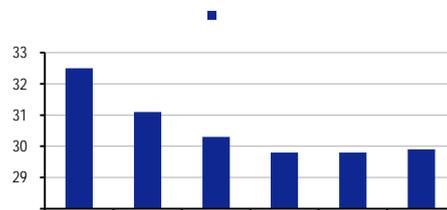
护肤细分领域还有大空间。根据对护肤品品牌集中度的跟踪，我们观察到中国护肤品品牌的 CR4 集中度近年来基本稳定（长期由玉兰油、巴黎欧莱雅、玫琳凯和欧珀莱占据），CR8 和 CR10 的集中度呈现明显下降趋势，CR20 的集中度明显增加。对此，我们可以推断：护肤是总的诉求，外资公司在此先入为主，占据优势，但护肤又有许多不同需求，抗皱、美白、保湿、抗衰老、祛痘、去角质、红润、紧致等等细分诉求又滋生出了不止 8 种细分领域，而 CR20 的提升说明被认可的品牌将在日益激励的市场竞争中脱颖而出。

图 18: 护肤品品牌 CR4 基本稳定



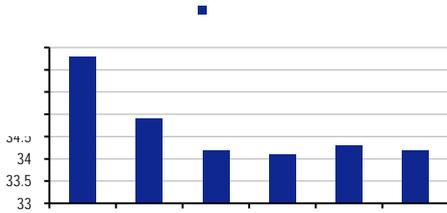
数据来源: Euromonitor、安信证券研究中心

图 19: 护肤品品牌 CR8 呈下降趋势



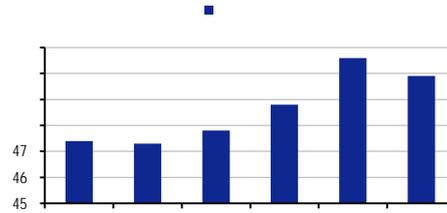
数据来源: Euromonitor、安信证券研究中心

图 20: 护肤品品牌 CR10 呈下降趋势



数据来源: Euromonitor、安信证券研究中心

图 21: 护肤品品牌 CR20 呈增长趋势



数据来源: Euromonitor、安信证券研究中心

1.4. 国产化妆品品牌正在崛起，定位自然或细分领域突围

化妆品是我国开放较早的行业。20 世纪 80 年代，外资品牌进入中国，在填补中国化妆品市场的同时，占据原来国产老品牌的发展空间，势如破竹开荒拓岭，培养了国民的化妆品，特别是护肤品的使用习惯。

表 2. 我国护肤品行业发展历程

时间段	行业特点	代表
20 世纪 70 年代-1982 年	上海品牌垄断全国市场	美加净、郁美净、孩儿面、皇后珍珠
1982-1996 年	跨国公司抢驻中国，土洋品牌泾渭分明	欧莱雅、玉兰油、强生、资生堂以高价位瞄准高收入年轻女性；广东军团的小护士、丁家宜上升势头明显；大宝物廉价美平民路线也很成功
1996-2002 年	本土品牌专业细分市场突围，满足更多功能需求	小护士维他命防晒，索芙特木瓜减肥、丁家宜一洗白、姗拉娜祛痘
2002-至今	跨国品牌中低端延伸，本土品牌高端跨越	欧莱雅收购小护士、美即，上海家化推出佰草集……

数据来源:《中国护肤品牌的发展历程及未来趋势》，安信证券研究中心

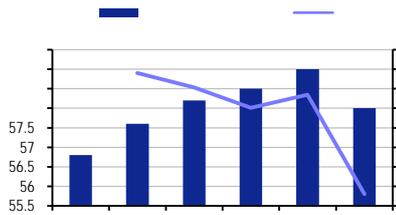
外资品牌份额大，但增长乏力，新一轮洗牌到来。根据我们从 Euromonitor 得到的数据，国际品牌在我国化妆品行业的份额还是很强大，从 2009 年的 57.1% 上升到 59.2%，略有上升，但增速已经放缓，2014 年为负增速-1.4%，外资企业要保持之前势如破竹的攻势已经面临很大困难。

再来分析不同外资化妆品公司市场份额的表现：下降份额较大的外资公司包括传统日化类化妆品公司（如 2009 年到 2014 年，宝洁的中国市场份额从 15.2% 下降到 12.7%，联合利华的中国市场份额从 3.5% 下降到 2.3.3%、强生的中国市场份额从 3.5% 下降到 3.3%）、渠道靠直销推广的化妆品公司（如 2009 年到 2014 年，雅芳的中国市场份额从 2.2% 下降到 0.3%，安利的中国市场份额从 3.4% 下降到 2.5%）。外资公司市场份额的增加主要来自更贴近中国肤质的韩国化妆品公司（如 2009 年到 2014 年，韩国爱茉莉太平洋的中国市场份额从 0.5% 上升到 1.4%，翻了近三倍）、强调治疗效果的日本药妆企业（如日本乐敦制药的中国市场份额 2009 年到 2014 年从 0.4% 上升到 0.6%，日本宝丽奥蜜思的市场份额从 2011 年的 0 上升到 0.3%）、通过收购中国本土企业进行品类扩张的化妆品企业（如欧莱雅）和有明确心智标志的化妆品企业（如雅诗兰黛的抗衰老）。

日化类化妆品目前是一个需求多样化、品类和消费人群细分非常充分的行业，单个化妆品品牌能占领的市场份额极为有限，品牌相对分散是必然趋势。

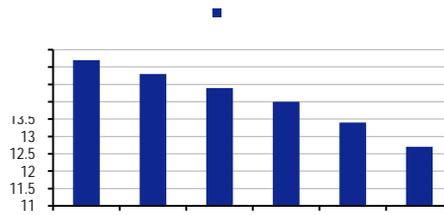
□

图 22：外资公司中国市场份额增速放缓



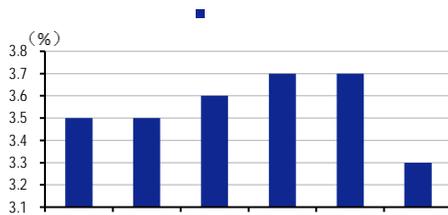
数据来源：Euromonitor、安信证券研究中心

图 23：宝洁公司中国市场份额快速下降



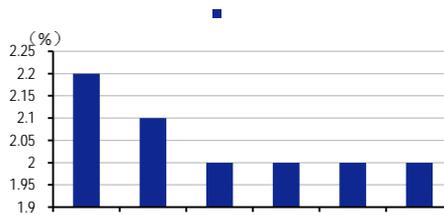
数据来源：Euromonitor、安信证券研究中心

图 24：联合利华公司中国市场份额下降



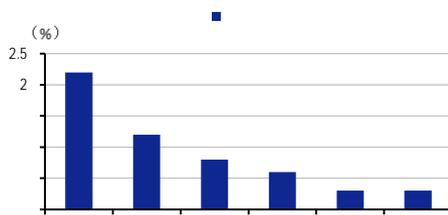
数据来源：Euromonitor、安信证券研究中心

图 25：强生公司中国市场份额连续下降



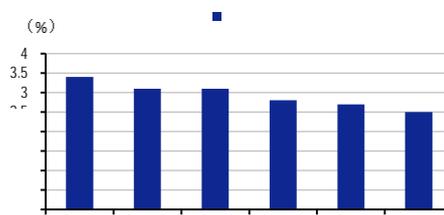
数据来源：Euromonitor、安信证券研究中心

图 26：雅芳公司中国市场份额下降



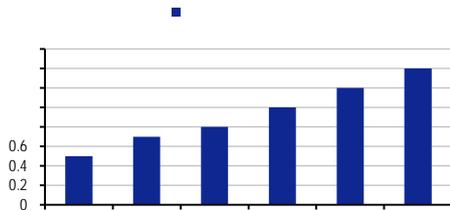
数据来源：Euromonitor、安信证券研究中心

图 27：安利公司中国市场份额稳步下降



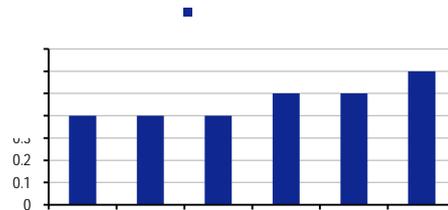
数据来源：Euromonitor、安信证券研究中心

图 28: 韩国爱茉莉太平洋 14 年中国市场份额是 09 年 3 倍



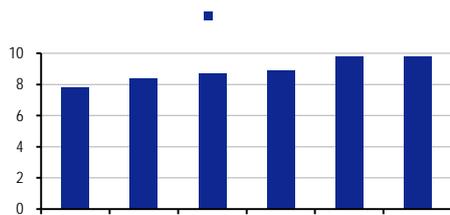
数据来源: Euromonitor、安信证券研究中心

图 29: 日本乐敦制药公司中国市场份额增长平稳



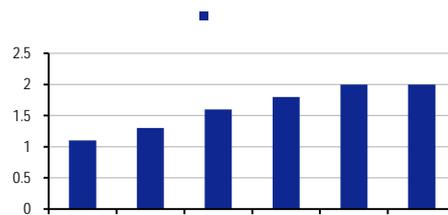
数据来源: Euromonitor、安信证券研究中心

图 30: 欧莱雅中国市场份额增长平稳



数据来源: Euromonitor、安信证券研究中心

图 31: 雅诗兰黛公司中国市场份额增长平稳

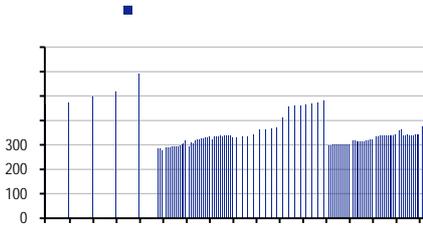


数据来源: Euromonitor、安信证券研究中心

本土化妆品品牌表现不俗，增长势头强劲。再来看看本土化妆品企业的表现。国内化妆品生产企业从 1998 年的 464 家增长到 2002 年的 591 家，再缩减到目前的 360 余家，经历了扩张到收缩的过程。中国本土公司市场份额也从被外资挤压到抗争生长的过程，市场份额从 2009 年的 11.6% 上升到 2014 年的 13.7%，并且以上海家化、伽蓝集团、珀莱雅、云南白药、隆力奇、相宜本草、广东丸美、青蛙王子、百雀羚和丹姿为代表的几大国内化妆品公司市场份额增长势头强健。

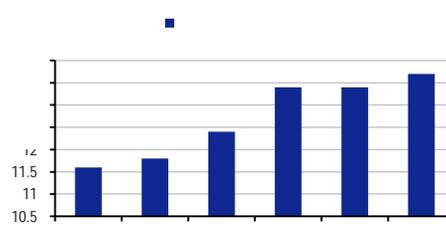
“自然”或“草本”是在市场有不俗表现的国产化妆品牌的共同标签。大浪淘沙的过程使国内化妆品企业经历了最充分的市场竞争，现在有所表现的国内品牌都经过无数的考验。它们在护肤领域和洗沐领域有一些共同的表现：1) 通过对本土文化的深入理解，借助中草药的文化遗产，推出定位精准的草本化妆品牌，如上海家化推出佰草集、相宜本草和百雀羚的同名品牌，云南白药的草本面膜。2) 通过推出某一特定领域产品抢占心智资源，如广东丸美的 Q 弹功效，自然堂的海洋精华等自然添加。3) 大集团通过扩张产品线的方式，做大品类，如上海家化、隆力奇。我们可以观察到这些份额不断增长的本土品牌大多都有一个共同的特点：自然或者草本。

图 32：国内化妆品制造企业数从扩张到收缩



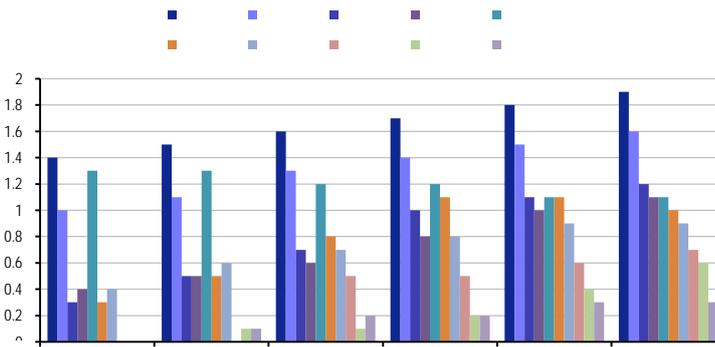
数据来源：wind、安信证券研究中心

图 33：中国本土公司市场份额持续增长



数据来源：Euromonitor、安信证券研究中心

图 34：本土品牌市场份额增长势头明显



数据来源：Euromonitor、安信证券研究中心

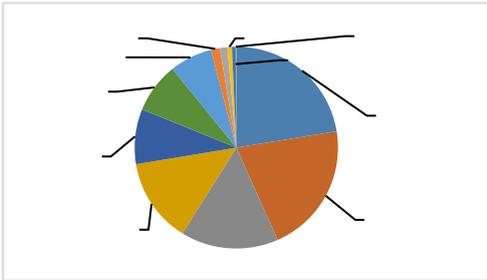
我们认为未来本土化妆品品牌正迎来发展的黄金期，有望“卷土重来”，与外资品牌一争高下。近年来，本土化妆品公司集中度正逐渐提升，在一些细分领域（如药妆、草本概念）正不断突出重围，形成自身独特优势。另一方面，随着化妆品市场总量不断扩张的同时，化妆品市场的销售渠道、营销模式、品牌建设等方面正在发生着重大的变革，这给本土化妆品品牌带来了新的机遇。虽然目前国内仍是外资继续主导化妆品行业，但我们看到近年来本土品牌份额正逐年提升，在新渠道、新品类上表现不俗。近年来国产优秀品牌开始向中高端延伸，进入互联网时代后不少国内品牌借助化妆品专营店及网购的迅猛发展实现了销售额快速过亿。

1.5. 化妆品销售渠道将呈现三足鼎立局面，移动互联网不容忽视

我国化妆品市场竞争激烈，渠道争夺也日益激烈。目前，大型自主商场专柜仍是占比最大的销售渠道，其次是混合连锁店百货公司和线上销售，三者共占了约 60% 的市场份额。从发展趋势上看，大型自主商场和混合连锁店的占比都在不断下降，而线上销售的占比在不断增加，但增速已经有所下降。我们判断：我国化妆品将形成大型超市、百货商场

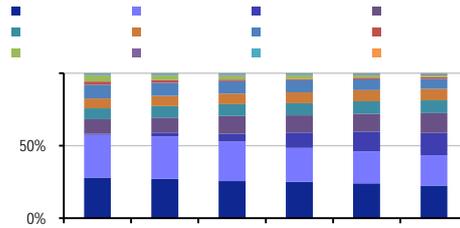
和线上渠道三分天下的局面，直销和美容店将成为重要的补充渠道。

图 35：2014 年化妆品销售的渠道分布



数据来源：Euromonitor、安信证券研究中心

图 36：化妆品渠道分布变化

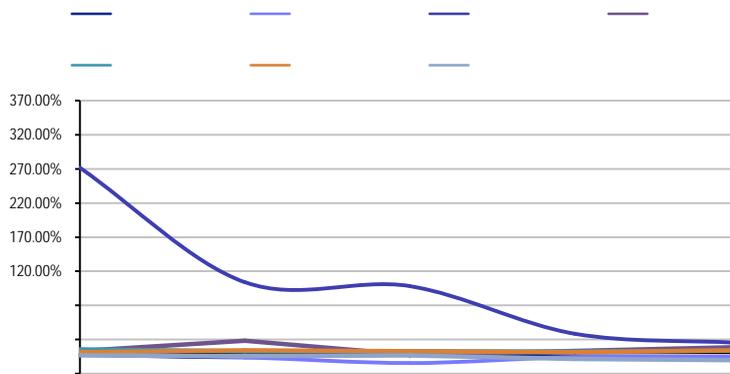


数据来源：Euromonitor、安信证券研究中心

电商已经成为化妆品销售的重要渠道，是化妆品企业战略布局必争之要塞。根据 Euromonitor 的数据显示，化妆品网购规模已从 2009 年的 12.86 亿元增长到 2014 年已经达到 455 亿元，期间复合增速达到 85%，电子商务成为增长速度最快的化妆品销售渠道。预计未来几年，化妆品网购市场空间将进一步扩大，交易规模仍会保持较快增长。由于节省了大量的门店开拓、租金扣点和其他卖场费用，便于数据采集、分析和反馈，电商几乎成了所有化妆品企业不会忽视的渠道布局。

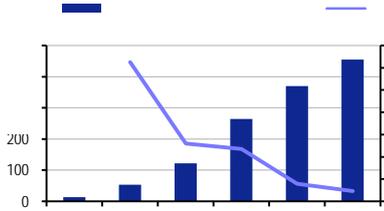
删除的内容：

图 37：线上是化妆品最快的销售增长渠道



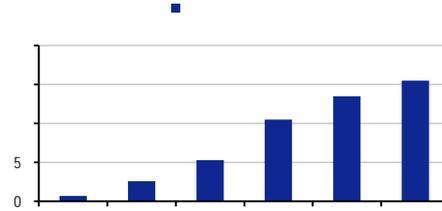
数据来源：Euromonitor、安信证券研究中心

图 38：线上化妆品销售规模增长迅速



数据来源：Euromonitor、安信证券研究中心

图 39：化妆品线上销售渠道占比快速增长



数据来源：Euromonitor、安信证券研究中心

国内化妆品的线上渠道主要分为六类，即 C2C 平台、综合 B2C 平台、垂直 B2C 平台、线下渠道自营网上商城、品牌自营网上商城和团购。C2C 平台发端较早，国外的 ebay 成立于 1995 年，国内的淘宝网成立于 2003 年。综合 B2C 平台、化妆品垂直 B2C 平台和化妆品品牌自营网上商城多发端于 2008 年，线下渠道自营网上商城和团购平台则多在 2010 年出现。化妆品在线上的销售往往存在货源不明、折扣高、线上线下价格差异，渠道冲突等问题。初期的品牌化妆品在线上的销售多较为谨慎，或采取不同的产品销售策略。电商平台与品牌商的合作多始于 2009 年以后。随着互联网用户群体的增多，一方面化妆品厂商也积极发展线上渠道，另一方面，众多电商平台也希望通过与品牌商合作，为用户提供更好的产品和体验。然而，线上线下的渠道竞争、品牌商对渠道的价格控制将是阻碍化妆品销售向线上转移的主要因素。

图 40：国内的化妆品线上渠道主要分为六类



数据来源：艾瑞咨询，安信证券研究中心整理

渠道格局的变化给本土品牌带来了大的发展机会，移动互联网将带来新的发展机会。相比外资品牌，本土品牌虽在传统大型百货商超不具优势，但在二三线专营店市场、电子商务等渠道上更愿意大量投入，通过建设覆盖二三线城市的化妆品专营店，或者通过电商开辟新渠道，或者完全建立线上品牌异军突起（如阿芙精油、御泥坊、膜法世家等）。移动互联网浪潮带来了更多 O2O 的机会，本土企业能够利用移动互联网发展具有新商业

删除的内容：/

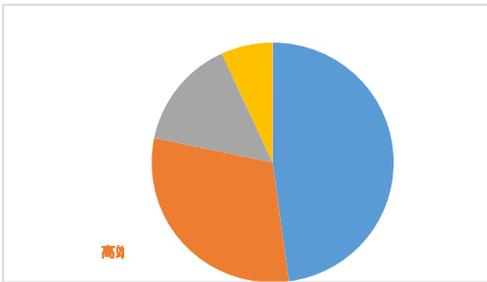
模式的化妆品品牌，将像上一轮 PC 端的淘品牌的兴起一样，迎来自身新的发展空间。

2. 定位天然有空间，产品优化专高端

天然化妆品指的是产品的配方成分中天然成分占添加物比例超过 95%的化妆品。“本草”属于“天然”概念下的一个分支，主要天然成分添加物属于植物类。天然健康的护肤品越来越受到市场的青睐，百度 2013 年平均化妆品行业搜索指数显示，排名前三的化妆品类型分别为大众化妆品品牌 (48.5%)、高端化妆品品牌 (30.8%) 和天然活性化妆品 (15%)。随着健康意识的不断提高，消费者对化妆品的要求将从“功效”上升到“成分和功效”，天然护肤品领域将有巨大的增长潜力。

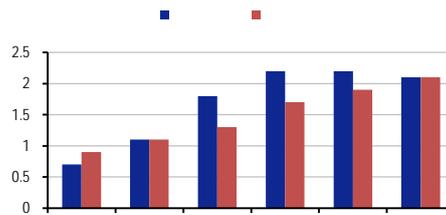
中国有悠久的中医和草本文化，“草本”概念在中国拥有广泛的认同度，国产化妆品品牌在此领域具备天然优势，但同时需要长时间积累。佰草集和相宜草本的快速成功，也在一定程度上说明中国消费者对草本和天然化妆品几乎不需要再教育，因此国产品牌从此切入有天然优势。

图 41：天然化妆品受关注度高



数据来源：百度、安信证券研究中心

图 42：本土草本品牌市场份额快速增长



数据来源：Euromonitor、安信证券研究中心

2.1. 专注天然护肤，技术积累奠定自然产品开发基础

兰亭科技，1993 年于深圳注册成立，主要从事精细化工原料、药用植物萃取、生物活性添加剂及天然高级系列化妆品等多种日化用品和生物制品的研究、开发、生产和销售。公司 1994 年被深圳市科技局认定为科技企业，2009 年被国家科技部颁发“国家高新技术企业”，成为化妆品行业内为数不多的获此称号的企业之一。

公司专注于天然护肤品的自主研发，在天然护肤领域丰富的技术积累是其进行天然产品开发的强力保证。公司自成立以来专注于本草护肤品的研究和开发，将传统中草药与现代科技相结合，陆续开发了多个系列一百多种天然护肤品，包括天然螺旋藻系列、果酸系列、天然丝素润肤泉等系列产品。公司在天然护肤领域技术积累丰富，其中从天然螺旋藻中提取纳米微胶囊项目被国家评为国内化妆品行业唯一高新技术项目，“天然螺旋藻洁肤洁护发化妆品”获国家知识产权局颁发的发明专利证书，在国内享有螺旋藻化妆品的独家生产经营权。

图 43：兰亭科技获国家高新技术企业证书



数据来源：公司官网、安信证券研究中心

图 44：兰亭科技螺旋藻发明专利证书



数据来源：公司官网、安信证券研究中心

图 45：公司主要产品中确定为“天然”及“本草”的系列化妆品

天然螺旋藻系列	水平衡保湿养肤露	深层洁肤洗面奶
	润白新活补水霜	焕肤紧致精华霜
	补水保湿润肌精	祛鱼尾纹精华凝露
	清新白皙润肤水	眼部护理精华
	去角质洁面凝露	紧致抗纹精华素
	净白锁水蚕丝面膜贴	紧致弹力嫩肌精
	清爽润白洗面奶	祛鱼尾纹套装
	美白保湿滋润霜	润白透明粉底液
	水美白精纯露	祛油清爽洁面膏
	水嫩亮白雪肌精	焕彩清莹隔离霜 SPF25
	嫩白弹性精华素	净油去印调理露
	清透润白紧肤水	嫩白祛斑霜
	嫩白清润面膜	水感透白 BB 霜
	嫩白清润按摩膏	防紫外养肤露 SPF30
	天然草本系列	活水嫩白乳霜
日夜保湿滋润霜		养颜精华凝露
深层洁面泡沫		维他紧致亮白霜
全天润白滋润乳		芦荟洗面奶
雪肤亮白洗面奶		绿茶洗面奶
倍润美白嫩肤霜		蜂王胎洗面奶
修护美白免洗面膜		BB 霜
去皮嫩肤素		嫩白自然粉底液
清新美白柔肤水		清透亮白隔离霜 SPF25
美白润肤保湿露		净油平衡调理露
净白紧致洁面乳		祛痘洗面奶
新活护眼水晶		

数据来源：公司公告、安信证券研究中心整理

2.2. 下一个雅诗兰黛红石榴系列的希望？

螺旋藻浑身是宝，具备很强保健价值和药用价值。螺旋藻（学名：Spirulina）是一类低等生物，原核生物，由单细胞或多细胞组成的丝状体，体长 200-500μm，宽 5-10μm，圆柱形，呈疏松或紧密的有规则的螺旋形弯曲，形如钟表发条。螺旋藻蛋白质含量高，而脂肪、纤维素含量低，有种类繁多的维生素，可吸收性铁质含量很高。它含有具有防癌、治癌作用的藻类蛋白，以及其他大量矿质元素和提高机体免疫力的生物活性物质。

螺旋藻的有效成分经提取能应用于化妆品，并具备抗衰老等护肤效果。螺旋藻能用于螺旋藻中的活性因子 SOD、丰富的维他矿物质群、γ-亚麻酸和藻多糖让它应用于化妆品时具有抗衰老、美白、改善肤色等效果。

表 3.螺旋藻应用于化妆品功效丰富

螺旋藻作用成分及原理	功效
螺旋藻活性因子 SOD 应用化妆品之中，可以减缓人体衰老的进程。SOD 能消除生物体在新陈代谢过程中产生的有害物质，还能促进胶原蛋白形成，使皮肤更洁白和富有弹性，因此人体不断补充 SOD 具有抗衰老的特殊效果。	抗衰老
螺旋藻中含有丰富维他矿物质群，其中维生素 C、E 都具有很好的美白作用，也可以起到修复皮肤，补充皮肤营养，使皮肤焕发光彩。	美白
螺旋藻所含有的营养物质 γ -亚麻酸与曲酸反应生成的曲酸单 γ -亚麻酸脂可作为酪氨酸酶的抑制剂，能抗黑色素生成，可作为增白化妆品的功能因子，还可以促进血液循环、湿润皮肤、延缓衰老。	防止色素沉着、抗衰老
藻多糖可以抑制机体内自由基氧化反应，降低脂质过氧化作用，减少组织脂褐质形成，从而减少色斑的形成。藻多糖制成化妆品后可以有效地被肌肤吸收，从而能更有效改善肌肤品质。	改善肤色

数据来源：百度，安信证券研究中心整理

兰亭是屈指可数的具备螺旋藻提取技术的化妆品企业。公司早于 2003 年获得“天然螺旋藻洁护肤洁护发化妆品”等专利技术认证，并随后取得螺旋藻 γ -亚麻酸胶囊等螺旋藻美容产品相关专利，在国内享有螺旋藻化妆品的独家生产经营权。我们通过草根调研，在各大电商和美妆电商平台上搜索螺旋藻相关化妆品，确实只有兰亭在螺旋藻化妆品上有产品（京东显示的搜索结果中还出现了 FANCL 和章华，但它们的对应品类都是螺旋藻胶囊，和兰亭不存在竞争关系）。

表 4. 公司“螺旋藻产品”相关专利概况

专利授予日/申请日	专利名称	专利号/申请号
2003 年 1 月 29 日	天然螺旋藻洁护肤洁护发化妆品	ZL97115047.8
2013 年 8 月 14 日	一种 γ -亚麻酸纳米微胶囊	ZL2013200567925
2013 年 2 月 1 日	一种螺旋藻生物美容保健膏体的制作方法	2013100393025
2013 年 2 月 1 日	一种 γ -亚麻酸纳米微胶囊的制造方法	201310039303X

数据来源：安信证券研究中心，公司公告

图 46: 以“螺旋藻 化妆品”为关键词在聚美优品搜索结果（公司尚未通过聚美优品开设电商渠道）



数据来源：聚美优品，安信证券研究中心整理

图 47：以“螺旋藻 化妆品”为关键词在天猫搜索结果



数据来源：Tmall，安信证券研究中心整理

图 48：以“螺旋藻 化妆品”为关键词在京东搜索结果显示兰亭为唯一



数据来源：京东，安信证券研究中心整理

雅诗兰黛红石榴系列，看兰亭螺旋藻系列潜力。亚洲女性普遍肤色黄暗暗沉没有生气，所以抗氧化排浊是亚洲女性一直所追求的。雅诗兰黛发现石榴很不容易氧化，具有超强抗氧化物质，通过科学研究，成功提取出了石榴中有效的抗氧化物质，开发红石榴系列全线产品，专门解决亚洲女性脸色暗黄氧化的烦恼。雅诗兰黛红石榴系列从洁面、化妆水、精华到晚霜一应俱全，帮肌肤挥去暗沉，成功开辟了红石榴抗氧化系列化妆品品类，占据了消费者“红石榴-抗氧化-雅诗兰黛”的心智优势。和雅诗兰黛一样，兰亭拥有螺旋藻独特的产品定位，并将战略聚焦于中高端天然化妆品，未来拥有广阔空间。

图 49：雅诗兰黛红石榴系列



数据来源：互联网、安信证券研究中心

图 50：兰亭螺旋藻系列



数据来源：互联网、安信证券研究中心

2.3. 定位聚焦中高端，产品结构不断优化

公司目前正积极开拓中高端市场，提升公司盈利能力。集团已形成“兰亭”、“美丽·丝路”、“香榭美舍”、“Vital Luxury”、“Le Vital”五大品牌，涵括洗沐、护肤、彩妆三大系列的 200 多个单品。

图 51：公司三大类产品系列



数据来源：公司官网、安信证券研究中心

200 多个单品是公司进行产品结构调整后的结果，并且调整还在继续，继续支撑中高端的品牌定位。2014 年公司对现有的产品结构进行了大规模的调整和改善，彻底改变过去“灌木丛式”的产品结构和“平推式”的产品营销模式，着重关注“高使用率”、“高流转率”和“高收益率”的产品销售，构建以“爆款”为塔尖的产品金字塔。公司将原有的 800 多个单品，缩减到 200 个单品。目前公司产品主要分为兰亭、美丽丝路、香榭美舍几大系列品牌。兰亭品牌是公司主打系列产品，产品种类齐全，包括天然螺旋藻系列、V 脸系列、天然草本系列、纯植精萃系列、魅力男士系列等；美丽丝路包括橄榄护肤系列、橄榄洗沐系列、汉草洗沐系列；香榭美舍品牌主要针对公司直营实体店，包括补水保湿系列、紧致系列、美白系列。公司完成产品优化升级后，剔除低端低毛利产品，大力发展天然化妆品中高端市场。

图 52: 兰亭系列产品: 草本系列



数据来源: 公司官网, 安信证券研究中心整理

图 53: 兰亭系列产品: 小 V 系列



数据来源: 公司官网, 安信证券研究中心整理

图 54: 兰亭产品系列: 藻白金系列



数据来源: 公司官网, 安信证券研究中心整理

3. 三驾马车拓市场, 合作伙伴快增加

线上、线下和出口三家马车齐发力, 销售渠道扩张迅速。公司以“线上线下分开, 商超专卖店分开, 出口内销结合”为营销战略。国内销售渠道主要为商超、专卖店、直营店、

KA、电子商务，公司产品按照渠道不同分为品牌商超、品牌专卖以及网络专供三大类，各销售渠道之间相对独立。目前公司线下渠道覆盖全国 29 个省级行政区、遍及 300 多个城市与地区和以北美地区为主的国外经销商公司，拥有深圳、上海、海南、洛杉矶、西雅图、温哥华六大金融营销中心。2014 年下半年公司开创了移动互联网销售模式，自建移动互联网销售平台，实施定制化服务提升单用户价值并增强粘性。

图 55：兰亭科技全国销售网络



数据来源：公司官网、安信证券研究中心

图 56：兰亭科技全球销售网络



数据来源：公司官网、安信证券研究中心

3.1. 自建移动互联网销售平台，线上业务快速发展

发力移动互联网销售。在天猫旗舰店、美团网等专业分销网继续运营的基础上，2014 年公司的线上工作重点已转移到了移动互联网的 O2O 和 F2C 模式。2014 年 11 月，公司与腾讯“微商户”平台达成合作协议，开展 F2C 的移动互联网分销，启动了“网上万店”全新线上销售模式。在移动线上模式上，公司目前有三种同步运营模式：O2O 传统分销、F2C 微商户分销以及 O2O VIP 肌肤顾问，推动公司线上零售产品渠道快速发展。

图 57：公司微商城首页



数据来源：安信证券研究中心整理

重在自建移动互联网销售平台，定制化服务增强客户粘性。公司线上业务投入的重点在自建的移动互联网销售平台（O2O，也称“问题肌肤护理中心”），移动互联网平台提供的是一对一销售及美容咨询服务，主要由两大部分组成：数据部门和客服部门。其中数据部门主要提供有价值的客户账号，客服部门以美肤顾问形式推出定制化服务，提供销售服务及美容咨询指导等，增强用户粘性。

自建移动互联网销售平台定位清晰，单客户价值高且具备粘性。移动互联网平台目标客户定位清晰，只针对敏感肤质、红血丝、粉刺、色斑等特殊人群，客服部门人员根据客户面部皮肤情况为客户提供特质配方的定制化产品，并及时跟进客户使用情况，让客户得到较好的使用效果和贴身服务增加消费人群的消费粘性。从客服人员管理客户数量来看，移动互联网平台可建立几百个账户，每个账户可管理上千客户人，单客户价值高，并形成肌肤改善粘性，具有持续性。

3.2. 传统渠道积极与推动和大 KA 合作，提升品牌认知度

从二三线城市挺近一线城市，进驻商超、专卖店、直营店、KA。公司在国内商超和专卖店主要采用经销制，在全国招募经销商，并通过经销商进行分销，经销商以地级公司城市为主；KA 渠道采用直供和经销结合的模式。国内经销商覆盖 29 个省级行政区、300 多个城市、地区。为配合公司聚焦中高端定位的战略转型，公司线下业务正从二三线城市挺向一线城市。

线下渠道积极进行优化整合，推进与专营店和大 KA 合作，提高品牌的认知度。在商超渠道方面：推动扁平化发展，将原来的省级代理商模式发展为市级代理商；在 CS 专卖店渠道方面：挑选各区域的龙头化妆品专营店合作，如美乐百货、小李百货、董氏等知名专卖店；在 KA 大型卖场渠道方面：与沃尔玛在珠三角地区继续以“店中店”的形式合作，并根据各店人流、消费水平对现有的店面布局进行调整，目前公司与沃尔玛合作运营的“店中店”已有 13 家。2014 年中，公司为海王药店的全国分店供货销售；2014 年底，公司和大润发签订了合作协议，向大润发的全国门店供货销售。公司通过线下渠道优化整合，销售触角进一步延伸，不断提高品牌的大众认知度。

删除的内容: 与

图 58: 公司与董氏化妆品专卖店开展合作



数据来源: 公司官网、安信证券研究中心

图 59: 公司产品专柜



数据来源: 公司官网、安信证券研究中心

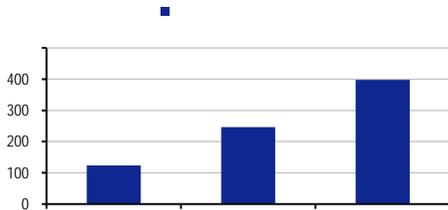
3.3. 国际合作进驻顺利，有望继续保持海外市场增长

公司积极开展国际业务合作，市场拓展。公司已通过美国和欧洲化妆品 GMPC、美国 FDA

以及 ISO22716 的认证，具备在国际市场推广自有品牌的基础，积极寻求国际合作，国际市场业务逐步扩大。公司国际市场的开发目前以经销为主，经营模式以推广自有品牌为主、贴牌生产为辅。出口产品方面，公司自主品牌和 NBE 品牌（与国际一线品牌同品质的贴牌产品）在不断增加。国外客户方面：国外连锁大型商店不断增加，如美国 DG（全球有 12000 家门店）、Kroger、南非的 Dis-chem 等。2014 年 10 月，公司与拥有全球 3,800 家分店的日本百货店元老 DAISO 公司达成全球合作意向，公司自主品牌产品已通过 DAISO 的全球门店销往各国。

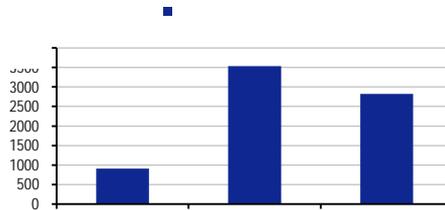
公司海外销售近年出现快速增长，2013 年已做到 3500 多万的收入，未来将进一步拓宽海外销售渠道，海外销售收入有望维持较好增长态势。

图 60：公司线上收入快速增长



数据来源：wind、安信证券研究中心

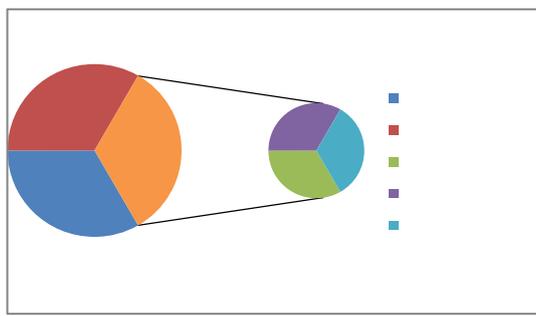
图 61：公司国际市场收入快速增长



数据来源：wind、安信证券研究中心

公司对各销售渠道有一定的规划，概括的说，总体是三个“三分之一”：国内线下三分之一、国内线上三分之一、国外三分之一。同时，在国内线上同样是三个“三分之一”：互联网电商三分之一（天猫等）、O2O（VIP）三分之一、微商三分之一。

图 62：公司规划各渠道收入占比图



数据来源：公司公告，安信证券研究中心整理

上海迪士尼渐行渐近，公司迪士尼产品有望继续增长。上海迪士尼乐园(Shanghai Disney Resort)，又称上海迪士尼魔法王国主题乐园，位于中华人民共和国上海市浦东新区川沙新镇，是上海国际旅游度假区内的标志性景区，是中国大陆第一个，世界第六个迪士尼主题乐园。预计 2016 年上半年开业。公司作为迪斯尼的合作伙伴，为迪斯尼产品代工，目前每月能从迪斯尼系列产品中获得 30 万美金收入。随着上海迪士尼乐园渐行渐近，公

司在迪士尼产品上的收入有望继续增长。

4. 财务分析与股权结构分析

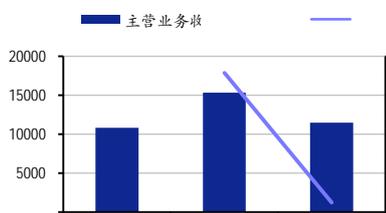
4.1. 短暂下滑不代表公司真实业绩

公司 2014 年实现营业收入 1.15 亿元，比去年同期减少了 25.12%，归属于挂牌公司股东的净利润为 1327 万元，比去年同期减少了 30.36%。考虑到：1) 公司 2014 年度计提了大笔存货跌价准备 (593 万) 影响利润 (如不考虑本次存货跌价准备计提，公司利润总额应为 1889 万元，以 14.05% 所得税率计算，公司净利润应为 1625 万，同比下降 14.7%)，这主要是由于公司产品缩减，对缩减的产品库存进行了大量计提；2) 公司 2014 年处在转型期必然面临阵痛 (从低中高全产品线到定位自然的中高端化妆品商、大规模的调整和改善产品结构、线上渠道发力移动互联网带来移动电商的投入增多、国际合作刚刚展开等)。我们认为公司 2014 年收入和利润并不反应公司真实业绩的下滑，公司成长趋势不会因收入和利润的暂时减少而改变。2014 年，公司毛利率为 57.05%，比去年同期增加了 23.03%，显现了公司改革的初步成效。

从公司收入构成来看，护肤系列是占比最大，2012 年、2013 年和 2014 年上半年分别占收入比 60.89%、66.44% 和 50%；洗沐系列产品位居其次，2012 年、2013 年和 2014 年上半年销售占比分别为 36.49%、31.41% 和 44.94%；彩妆系列占比最小，2012 年、2013 年和 2014 年上半年销售占比分别为 2.62%、2.14% 和 5%。

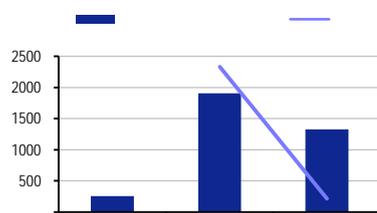
从产品毛利率来看，彩妆系列、护肤系列和洗浴系列产品毛利率依次降低。2013 年洗沐系列产品毛利率下降，是由于 2013 年 8-12 月上海兰亭从公司分立后，公司以行业平均利润率确定的成本加成定价向其采购洗沐产品，使公司该产品毛利率有所降低。2014H1 彩妆系列产品毛利率较低，主要是由于彩妆大部分是出口的，回款多在下半年实现。

图 63: 兰亭科技营业收入情况



数据来源: 公司公告、安信证券研究中心

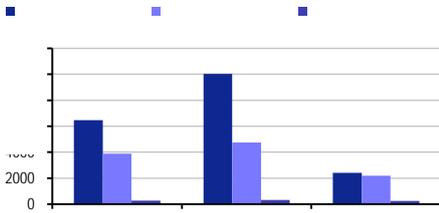
图 64: 兰亭科技归母净利润情况



数据来源: 公司公告、安信证券研究中心

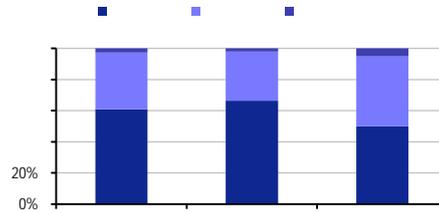
图 65: 兰亭科技收入按产品分类

图 66: 兰亭科技收入按产品分类结构



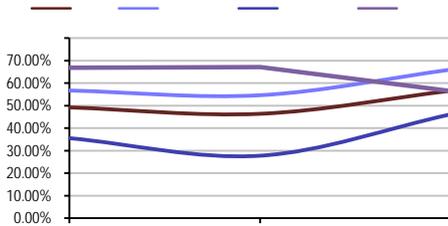
数据来源：公司公告、安信证券研究中心

图 67：兰亭科技按产品分类毛利率情况

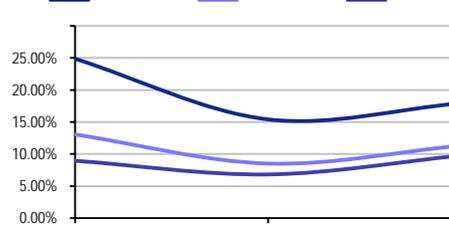


数据来源：公司公告、安信证券研究中心

图 68：兰亭科技三项费用率情况



数据来源：公司公告、安信证券研究中心



数据来源：公司公告、安信证券研究中心

4.2. 公司分立剥离低毛利业务，配合中高端

2013年7月，为进一步突出天然中高档化妆品主业、提高净资产盈利能力和提升公司运营效率，公司将部分与主营业务化妆品生产无直接关系的生物工程、洗涤用品和部分洗沐用品等业务分立。分立以业务分立为基础，划分资产、负债为原则，新设深圳市兰亭生物科技有限公司。

公司分立后主营业务集中到中高档化妆品的生产和销售上，仍面向大众市场。公司分立前有 300 多个品种的产品，所有产品从低档到中高档全部覆盖，产品线过长。随着原材料和人工的上涨，部分低档产品不再具备市场竞争力和较高的毛利水平，公司对低端产品采取停产、分立的措施，全部分立出去，不再保留低档产品品种。

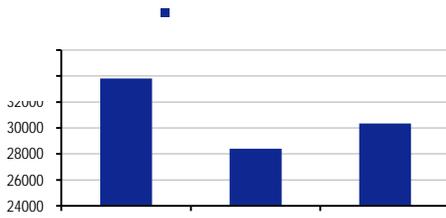
表 5. 公司中高端/低端化妆品的划分方法

	保留的中高档化妆品	分立出去的低档化妆品
出厂价和零售价	定价较高	定价较低
出厂价毛利率	一般在 40%左右，部分高档化妆品在 50%以上	一般在 25%以下
销售渠道及零售终端	较大规模、档次较高的商超、专卖店	规模较小、档次较低的百货商场及部分商超、专卖店
客户群体定位	有特定功能需求的高端消费人群	满足基本、简单功能需求的普通消费人群

数据来源：公司公告、安信证券研究中心

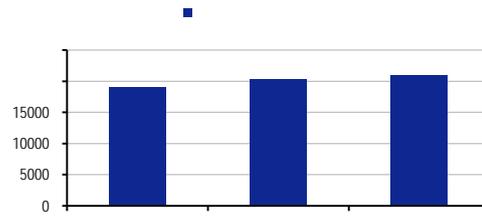
公司分立减少资产规模，提高净资产盈利能力。公司分立后，资产总额、净资产总额有较大减少，净资产收益率有较大增加，对营业收入、净利润的影响较小。公司分立便于业务集中管理，提高公司运营效率。由于中高档化妆品多在深圳生产基地生产，分立后公司运营的产供销和人财物全部集中在深圳统一管理，管理链条缩短，费用开支减少，运营效率得以提高。

图 69：分立对公司资产总额影响较大



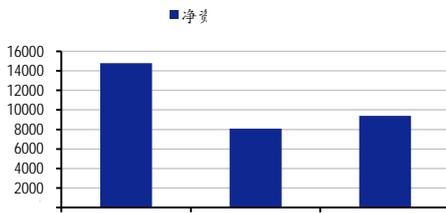
数据来源：公司公告、安信证券研究中心

图 70：分立对公司负债总额影响较小



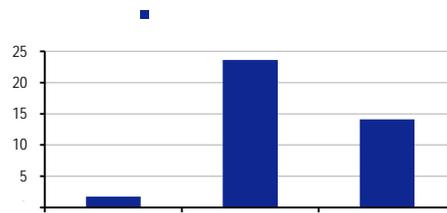
数据来源：公司公告、安信证券研究中心

图 71：分立对公司净资产影响较大



数据来源：公司公告、安信证券研究中心

图 72：分立后公司净资产盈利能力提升

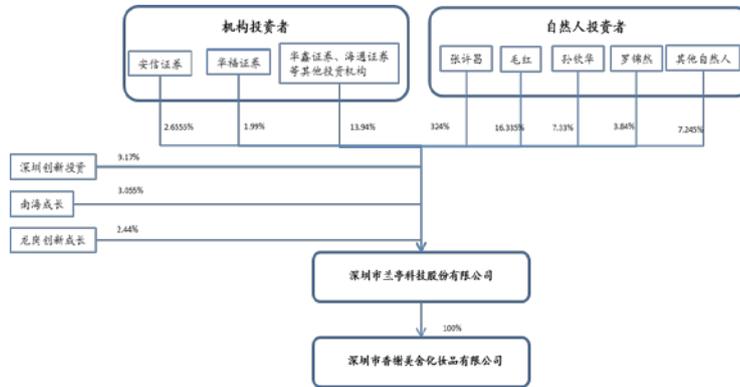


数据来源：公司公告、安信证券研究中心

4.3. 自然人股东为主的股权结构

公司第一和第二大股东分别为张许昌、毛红夫妇，各自持有公司 32%、16.335%的股份，是公司的实际控制人。公司自然人股东持有公司股权合计 66.75%，10 家券商（安信证券、华福证券、海通证券、华鑫证券等）及 7 家投资机构持有公司 18.585%的股权，三家法人股东持有公司 14.665%的股权。

图 73：兰亭科技股权结构



数据来源：公司公告、安信证券研究中心

5. 延伸比较：新三板里的化妆品公司

5.1. 幸美股份：母子公司分工合作，依赖电商渠道的化妆企业

广东幸美化妆品股份有限公司 2010 年设立于广州，主要从事化妆品的研发、生产与销售业务，主要产品为大众护肤品及部分中档化妆品，拥有“植美村”、“泉润”、“肌情”、“安尚秀”等品牌系列。根据产品品牌定位特点，公司采取实体渠道和网络渠道并行的销售方式。

图 74：幸美股份植美村七小时不脱妆 BB 霜



数据来源：公司官网、安信证券研究中心

图 75：幸美股份植美村保养眼凝



数据来源：公司官网、安信证券研究中心

图 76：幸美股份泉润深海白皙面膜



数据来源：公司官网、安信证券研究中心

图 77：幸美股份幸美洁面乳



数据来源：公司官网、安信证券研究中心

幸美股份拥有静美科技和通盛达两家全资子公司，采用母子公司分工合作模式：母公司幸美股份定位于技术研发和实体渠道销售，子公司通盛达定位于网络渠道销售，子公司静美科技定位于产品生产。静美科技将生产的全部产品销售给母公司幸美股份，幸美股份将产品通过实体渠道对外出售或将产品销售给通盛达，通盛达通过网络渠道销售产品。

图 78：幸美股份母子公司分工合作模式



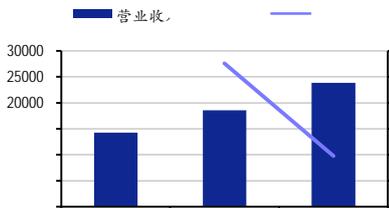
数据来源：公司公告、安信证券研究中心

幸美股份的客户较为分散，多为个人客户，互联网渠道越来越重要。幸美股份公司渠道包括实体渠道和网络渠道，实体渠道面对的经销商客户多为个体户，规模一般较小，财务基础薄弱，管理较为混乱，多以个人名义与公司签订经销合同和下达订单。网络渠道主要通过电子商务平台将产品直接销售给消费者，幸美目前已在天猫、京东、亚马逊等电子商务平台的销售终端下订单，支付货款，公司通过物流发出货物。电子商务已成为公司越来越重要的销售道，2013 年已占比 36.5%，是 2012 年的一倍多。

近三年幸美股份营业收入保持稳定增长，从 2012 年的 1.42 亿增加到 2014 年的 2.38 亿，期间复合增速 29.4%。营业利润增长迅速，从 2012 年的 37.5 万元增长到 2014 年的 1632 万元，期间复合增速 560%。由于 2012 年和 2013 年时，幸美股份正处于扩展初期，投入了大量资金用于生产厂房建设、员工招募和培训等，销售费用和管理费用增长较快，所以处在亏损状态，2014 年由于管理费用减少、营业外收入大幅增长（收到多项政府扶持补助金以及税收优惠返还）使归母净利润大幅增长 5600%。

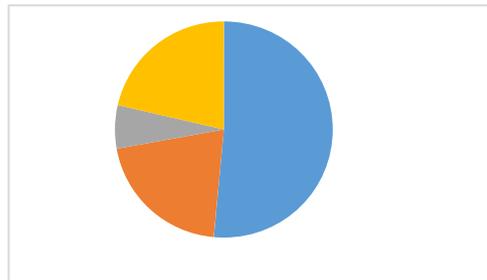
2014 年 8 月 6 日，幸美股份作为化妆品行业第一支股票在“新三板”挂牌并公开转让。

图 79：幸美股份营业收入稳步增长



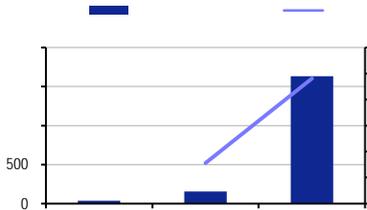
数据来源：公司公告，安信证券研究中心

图 80：2013 年幸美股份产品收入结构



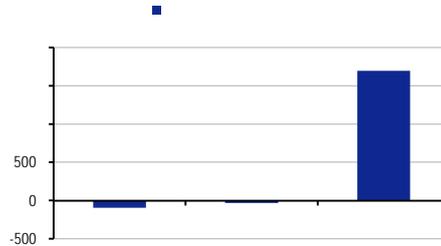
数据来源：公司公告，安信证券研究中心

图 81：辛美股份营业利润增长迅速



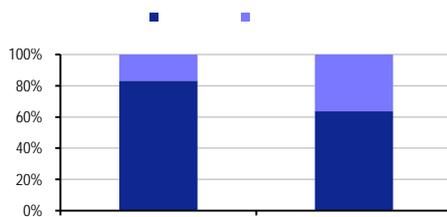
数据来源：公司公告、安信证券研究中心

图 82：辛美股份归母净利润情况



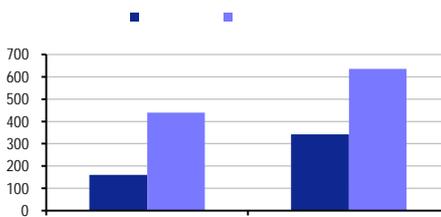
数据来源：公司公告、安信证券研究中心

图 83：辛美股份网络销售渠道收入占比增加



数据来源：公司公告、安信证券研究中心

图 84：辛美股份经销商数量增加



数据来源：公司公告、安信证券研究中心

5.2. 三九军大：布局大健康产业链的药妆领军品牌（无财务数据）

广东三九军大生物科技有限公司 2004 年 9 月于广州成立。在 999 企业集团与原中国人民解放军第一军医大学专家团队与科研技术的大力扶持下，经过多年发展已经成一家市场规模达 3.6 亿元，集产、学、研、销一体化的健康产业集团公司。2014 年 9 月，三九军大成功登陆“中国新三板”，于广州股权交易中心挂牌上市。

专注肌肤问题修复领域。三九军大是专业从事肌肤健康事业的科技型企业，依托三九集团和解放军第一军医大学在医药健康科研领域的雄厚实力，自主研发出“锁斑堂”“基茵壹号”祛痘、祛斑、抗皱、抗衰老、防脱发等修护性医学护肤系列药妆产品。其中基茵壹号产品已通过国家药监局和医学权威机构临床双项认证，在全国日化药妆领域处于领先地位。

图 85: 基茵壹号祛痘系列



数据来源: 公司官网、安信证券研究中心

图 86: 基茵壹号祛斑系列



数据来源: 公司官网、安信证券研究中心

图 87: 三九军大“基茵壹号”所获荣誉



数据来源: 安信证券研究中心

渠道覆盖全国, 解决皮肤问题。三九军大以加盟店和肌肤健康中心的形式发展线下渠道, 目前在国内已拥有超过 6000 家加盟网点和近 1000 家 VIP 肌肤健康中心覆盖全国, 同时已通过电商平台、微商发展线上渠道。

图 88: 三九军大药妆店面



数据来源: 公司官网、安信证券研究中心

图 89: 三九军大营销网络



数据来源: 公司官网、安信证券研究中心

横向、纵向扩张, 打造大健康产业链。2012 年 10 月 28 日, 三九军大以“产业+农户+基地”模式成功与福建省大田县政府签订十五万亩茶籽油种植基地; 2012 年 11 月 6 日, 三九军大与福建省三明市政府签署投资协议, 三九军大斥资 5 亿元成立福建三九军大生物

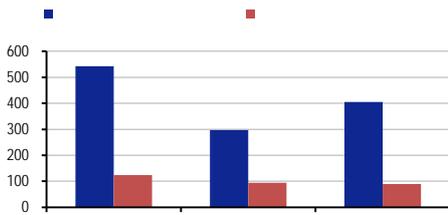
科技有限公司（集茶油、茶皂素、姜精油、茶多酚、樟精油、香精等天然成份及原料综合开发利用生产基地，该项目占地 130 亩，位于福建三明大田县）；2012 年 11 月 28 日，三九军大斥资 4.3 亿元成立三九军大药业（厦门）有限公司，该项目位于厦门沧海区（占地 20 亩，位于福建省厦门市），建立建筑面积约 32000 平米的生物制药港。

意在打造综合健康产业集团。三九军大构建了从种植到原材料到半成品到产品的安全健康产业链，既为公司旗下护肤品牌“基茵壹号”提供支持后盾，也为其打造健康产业集团打下基础。三九军大将全面向健康食品、口服保健、婴童洗护、头发修复、日用清洁等领域开拓，以满足人们日益高涨的健康需求，并进行商超、OTC、母婴店、电商等渠道上的多元化扩张。

5.3. 公司比较

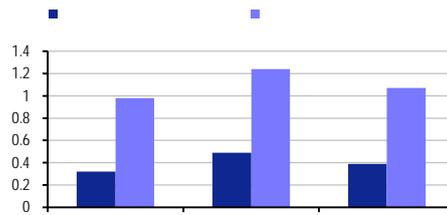
运营能力比较：兰亭科技和幸美股份存货周转天数差距较大，有接近 300 天的差距，资产周转率也有较大差距。我们认为这是由于二者产品线上的差距造成的，兰亭科技虽然已经进行了一系列产品结构的优化，但产品还包含“洗沐、护肤和彩妆”三大类，三者消费频次依次递减，而幸美股份产品主要以“护肤品和隔离系列彩妆”为主。

图 90：存货周转天数比较



数据来源：安信证券研究中心，wind

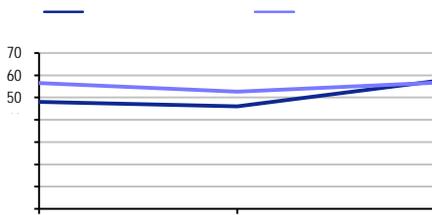
图 91：总资产周转率比较



数据来源：安信证券研究中心，wind

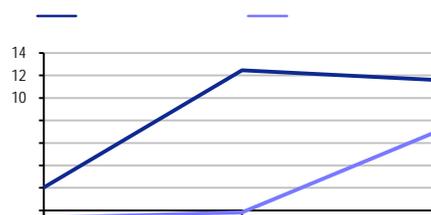
盈利能力比较：销售毛利率上，兰亭科技略低于幸美股份，但随着兰亭科技产品结构调整而呈现提升趋势。期间费用的控制上，由于幸美股份 2012-2013 处于扩张的初期，投入了大量资金在厂房建设和人员招募上，销售费用和管理费用较高，所以兰亭科技在期间费用率上表现较好。销售净利率上，兰亭科技远大于幸美股份。2014 年，幸美股份厂房建设和人才储备基本就位。

图 92：销售净利率比较



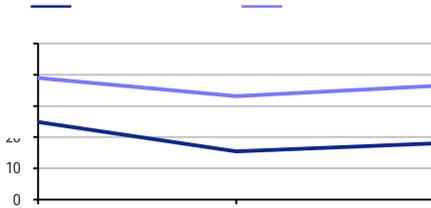
数据来源：安信证券研究中心，wind

图 93：销售毛利率比较



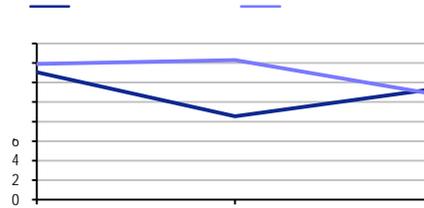
数据来源：安信证券研究中心，wind

图 94: 销售费用率对比



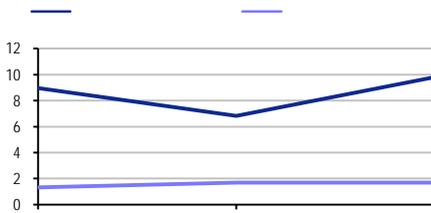
数据来源: wind, 安信证券研究中心

图 95: 销售费用率对比



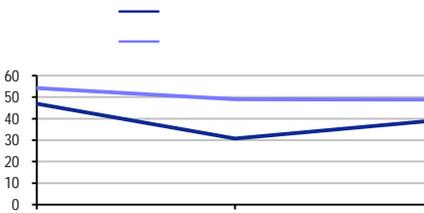
数据来源: wind, 安信证券研究中心

图 96: 财务费用率对比



数据来源: wind, 安信证券研究中心

图 97: 期间费用率对比



数据来源: wind, 安信证券研究中心

6. 盈利预测、估值与投资建议

6.1. 盈利预测与估值

我们预测公司 2015、2016、2017 年 EPS 分别为 0.38 元、0.58 元、0.69 元。公司所属行业为个人日化用品行业，我们选取 A 股上市公司上海家化、青岛金王、索芙特、瑞贝卡为可比公司。以 2015 年 8 月 13 日收盘价为基准，可比公司股价对应 2015、2016、2017 年的平均 PE 分别为 39.33X、32.89X、26.15X。兰亭科技对应 2015、2016、2017 年 PE 分别为 16.19X、10.48X、8.85X。考虑到公司已采用做市转让方式，参与做市商较多，流动性有较大提升，结合可比上市公司估值（取平均 PE 的六折），我们认为兰亭科技股票的合理价值区间在 9-10 元。

表 6. 简要盈利预测

主要财务指标	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万)	153.1	114.6	204.0	259.3	338.1
收入同比(%)		41.5%	-25.1%	78.0%	27.1%
归属母公司净利润(百万)	19.1	13.3	28.4	43.8	51.9
净利润同比(%)		645.4%	-30.4%	114.0%	54.5%
毛利率(%)		46.1%	57.3%	65.8%	66.0%
ROE(%)		23.6%	14.1%	20.8%	24.3%
每股收益(元)	0.25	0.18	0.38	0.58	0.69

数据来源: 安信证券研究中心, wind

7. 风险提示

“移动互联网销售平台”模式推广不达预期、原材料成本大幅上涨

8. 特别提示

本报告出自安信证券股份有限公司研究中心，安信证券是深圳市兰亭科技股份有限公司的主办券商和做市商之一。由此可能因利益冲突，产生管理风险或道德风险，请客户了解并关注相关风险，自主审慎做出投资决策并自行承担投资后果。

■ 公司评级体系

收益评级:

领先大市—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10% 以上;
同步大市—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%;
落后大市—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上;

风险评级:

A —正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
B —较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

诸海滨、张龙分别声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以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, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。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, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为做出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	凌洁	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
	张莹	010-59113571	zhangying1@essence.com.cn
深圳联系人	沈成效	0755-82558059	shencx@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558087	fanhq@essence.com.cn
	孟吴琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层

邮编： 200123

北京市

地址： 北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编： 100034

