2020 年 11 月 26 日

证券研究报告•公司研究报告

珀 莱 雅（603605）化工

持有 （首次）

当前价：159.66 元

目标价：——元（6 个月）

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

把握渠道红利，多维拓展潜力十足

投资要点

- **推荐逻辑：**随着国内化妆品市场的高速发展，本土品牌也借助渠道变革的机会崭露头角。珀莱雅深耕化妆品行业多年，借助专营店以及电商渠道实现高速增长。在国内化妆品市场规模快速增长的背景下，公司短期依靠单品持续发力，长期依靠多品牌多品类布局，有望持续稳健增长。
- **行业高速增长，本土品牌卡位大众市场。**2019 年我国化妆品市场规模为 670 亿美元，同比增长 12.4%，增速全球第一。我国化妆品市场规模呈现了高速发展的态势。但从化妆品人均消费来看，我国化妆品人均消费金额相对较低，存在较大的提升空间。外资品牌综合实力较强，拥有较好的品牌形象，占据了国内高端市场份额。2019 年我国化妆品市场份额前三分别是美国宝洁、法国欧莱雅和日本的资深堂。在我国大众化妆品市场 TOP30 的公司中，本土品牌市场占有率呈现上升趋势。我们认为国内品牌在化妆品大众市场中占比不断提升，主要是得益于 1）国内市场渠道变革，专营店、电商渠道销售占比提升；2）随着城镇化推进，三四线城市消费升级。
- **产品快速上新，品牌矩阵成型。**产品方面，公司不断推陈出新，新品种类繁多，逐渐从单一走向多元。定价低于竞品形成错位竞争，产品推新紧跟市场大热单品，降低消费者教育成本。从品牌储备来看，除了主品牌“珀莱雅”之外，公司还拥有“优资莱”、“韩雅”、“悠雅”、“猫语玫瑰”、“悦芙媞”等品牌，可以满足不同消费者的需求。公司多品类多品牌布局，未来有望成长为公司新的营收增长动力。
- **把握渠道变革红利，营销机变运营精细。**从线下渠道来看，公司渠道布局以日化专营店为主。一方面，公司大力建设日化专营店，避开了竞争激烈的超市与百货渠道。另一方面，日化专营店的消费者定位与公司的目标消费人群高度重合。渠道与产品定位高度契合，在三四线城市居民消费升级的背景下，公司营收净利快速的增长。早在 2012 年，公司就成立了美丽谷公司，专门从事网络渠道销售，并与天猫、京东等国内电子商务平台建立了合作关系。无论是布局线下专营店渠道，还是大力拓展线上销售渠道，公司对于渠道变化的敏锐感知都可见一斑。电商渠道布局见效，2017-2019 年公司业绩快速增长。2019 年公司线上渠道营收为 16.6 亿元，同比增长 61%；营收占比为 53.1%，同比提升 9.5pp。
- **盈利预测与投资建议。**公司推动产品快速上新，精细化运营巩固电商优势。短期内依靠单品持续发力，长期依靠多品牌布局，有望实现稳健增长。我们预计 2020-2022 年 EPS 分别为 2.39 元、3.06 元、3.80 元，未来三年归母净利润将保持 24.9%的复合增长率，首次覆盖给予“持有”评级。
- **风险提示：**行业竞争加剧，新品类、新品牌培育不及预期，电商渠道增长放缓、线下零售恢复不及预期。

指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	3123.52	3765.13	4752.06	5793.57
增长率	32.28%	20.54%	26.21%	21.92%
归属母公司净利润（百万元）	392.68	480.42	614.77	764.68
增长率	36.73%	22.34%	27.96%	24.38%
每股收益 EPS（元）	1.95	2.39	3.06	3.80
净资产收益率 ROE	17.70%	18.37%	19.66%	20.34%
PE	82	67	52	42
PB	15.82	13.20	10.88	8.94

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：龚梦泓

执业证号：S1250518090001

电话：023-63786049

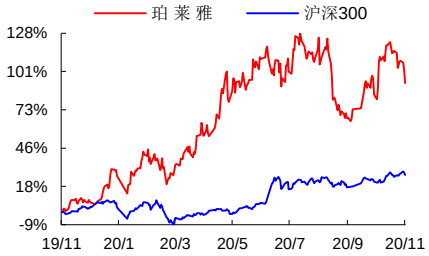
邮箱：gmh@swsc.com.cn

联系人：夏勤

电话：023-63786049

邮箱：xiaqin@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	2.01
流通 A 股(亿股)	2.00
52 周内股价区间(元)	83.17-189.22
总市值(亿元)	321.10
总资产(亿元)	32.31
每股净资产(元)	10.94

相关研究

目 录

1 深耕多年，稳健增长 1
1.1 深耕化妆品行业多年 1
1.2 高管团队经验丰富，激励充分 2
2 行业高速成长，本土品牌卡位大众市场 3
2.1 国内市场高速发展，未来空间值得想象 3
2.2 高端市场，外资品牌优势显著 4
2.3 大众市场，本土品牌份额稳步提升 5
3 产品快速上新，品牌矩阵成型 7
4 渠道变化感知敏锐，营销机变运营精细 10
4.1 把握渠道变革红利，线上布局先人一步 10
4.2 营销手段灵活，电商运营精细 11
5 盈利预测与估值 12
5.1 盈利预测 12
5.2 相对估值 13
6 风险提示 13

图 目 录

图 1：2006 至今珀莱雅发展历程 1
图 2：2014-2020Q3 珀莱雅营业收入及同比增速 1
图 3：2014-2020Q3 珀莱雅归母净利润及同比增速 1
图 4：2020Q3 珀莱雅股权结构 2
图 5：2017 年 6 月末珀莱雅员工年龄构成 3
图 6：2017-2019 年各国化妆品市场规模 3
图 7：2018-2019 年各国化妆品市场增速 3
图 8：2019 年各国化妆品市场份额 4
图 9：2019 年各国人均化妆品人均消费金额 4
图 10：2019 中国化妆品市场 CR3 合计份额 4
图 11：2019 年国内高端化妆品品牌市场份额 4
图 12：2019 年中国市场 top20 本土品牌合计份额 5
图 13：2019 年国内大众化妆品品牌市场份额 5
图 14：2012-2019 年中国化妆品电商渠道销售规模及占比 6
图 15：2015-2019 年国内化妆品上市公司线上收入占比 6
图 16：2015-2020Q3 珀莱雅研发支出呈现上升趋势 7
图 17：2017-2019 年珀莱雅研发人员占比呈现上升态势 7
图 18：2015-2019 年公司营业收入构成（按品牌） 9
图 19：2015-2019 年公司毛利润构成（按品牌） 9
图 20：2017-2019 珀莱雅各个渠道营收占比 10
图 21：2017-2019 珀莱雅各个渠道营收情况 10
图 22：2015-2020Q3 珀莱雅销售费用及销售费用率 11
图 23：2015-2020Q3 珀莱雅与可比公司销售费用率 11

表 目 录

表 1：珀莱雅公司层面业绩考核指标调整前后对比 2
表 2：中国日化行业发展历程 5
表 3：化妆品行业主要销售渠道 6
表 4：公司品类从单一走向多元 8
表 5：珀莱雅明星产品 TOP10 9
表 6：珀莱雅品牌储备 10
表 7：珀莱雅营销模式 11
表 8：分业务收入及毛利率 13
表 9：可比公司估值 13
附表：财务预测与估值 14

1 深耕多年，稳健增长

1.1 深耕化妆品行业多年

深耕化妆品行业多年。2006 年 5 月，珀莱雅前身珀莱雅（湖州）化妆品有限公司成立。2007 年 8 月，现任董事长侯军呈以股权转让方式加入珀莱雅。2008 年湖州生产基地建成，公司逐步扩大生产，注册资本逐步增加。2017 年 11 月，珀莱雅在上海证券交易所上市，成为 A 股首家上市美妆公司。

2009 年至 2016 年，公司推出“优资莱”、“韩雅”、“悠雅”、“猫语玫瑰”、“悦芙媞”等品牌，逐步完善品牌矩阵，力求覆盖多层次客户群。同时于 2018 年发力电商渠道，精细化运营。2019 年，公司不断扩充品牌品类，推出泡泡面膜、红宝石精华等明星单品，市场反馈优秀。

图 1：2006 至今珀莱雅发展历程

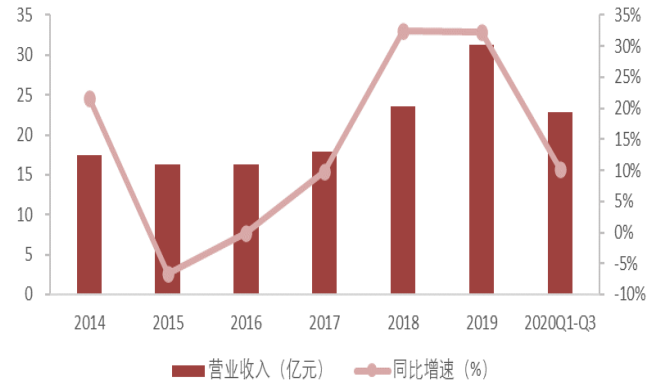


数据来源：招股说明书，西南证券整理

2014-2016 年，公司经营进入调整期。一方面行业增长疲软，另一方面在电商高速发展的背景下，公司主动终止与规模较小、经营业绩不佳的经销商合作，同时加快电商渠道的建设，营收净利增速放缓甚至出现下滑。

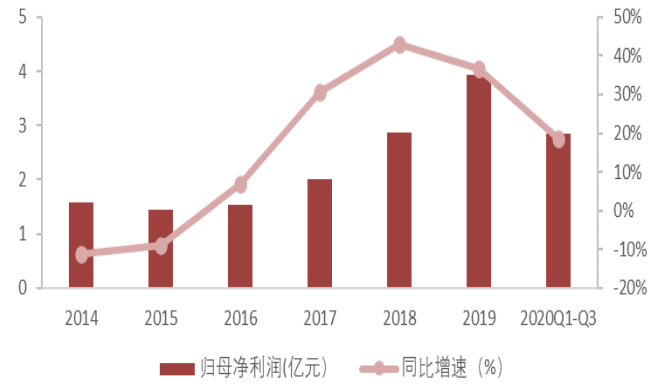
2017-2019 年，渠道调整初见成效，电商渠道高速发展，公司营收净利快速增长。2017-2019 年公司营业收入复合增长率为 32.4%，归母净利润复合增长率为 39.9%。2020Q1-Q3，公司营收为 22.9 亿元，同比增长 10.1%；归母净利润为 2.9 亿元，同比增长 18.7%。受到疫情影响，线下日化专营店客流量减少，公司营收净利增速有所下滑。

图 2：2014-2020Q3 珀莱雅营业收入及同比增速



数据来源：招股说明书，西南证券整理

图 3：2014-2020Q3 珀莱雅归母净利润及同比增速

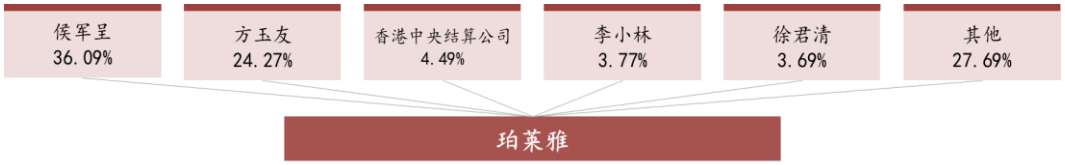


数据来源：公司公告，西南证券整理

1.2 高管团队经验丰富，激励充分

实控人股权集中。根据 2020 年三季报显示，董事长侯军呈持股占比 36.09%，总经理方玉友持股占比 24.27%。侯军呈与方玉友（方玉友系侯军呈配偶方爱琴的弟弟）为一致行动人，合计持有珀莱雅 60.36%的股份，股权结构集中。

图 4：2020Q3 珀莱雅股权结构



数据来源：公司公告，西南证券整理

高管团队经验丰富。核心管理层依赖丰富的日化行业从业经验，紧握市场和技术发展动向，带领公司稳步健康高成长。董事长侯军呈与总经理方玉友在日化行业深耕多年，有丰富渠道商代理经验。研发创新中心总经理金汉坤（韩国籍）、高级经理申奉受（韩国籍）曾在爱茉莉太平洋化妆品集团、TheFaceShopCosmetic 等国际知名化妆品集团技术团队任职。国内技术人员也多数来自国内外大牌日化公司，经验丰富。

多元化的激励机制，充分赋能管理人员。2018 年 6 月 27 日，公司发布公告实施限制性股票激励计划，涉及的激励对象包括中高管及核心骨干共计 32 人，拟授予的限制性股票数量不超过 146.7 万股，授予价格为每股 17.95 元。股权激励计划由公司层面、业务单元层面及个人层面多维度目标考核，分三期解锁。2020 年 6 月，考虑到疫情对产量及营收的影响，对“第三个解除限售期”的公司层面业绩考核目标进行调整，与营收原目标对比降低了 22.4 个百分点。营收净利润增长的高目标表现出公司对发展的自信。

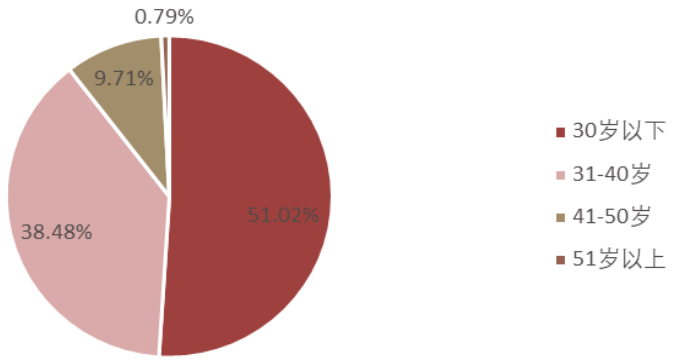
表 1：珀莱雅公司层面业绩考核指标调整前后对比

解除限售期	调整前业绩考核目标	实际完成情况	拟调整后业绩考核目标
第一个解除限售期（2018 年）	以 2017 年营业收入为基数，2018 年营业收入增长率不低于 30.8%； 以 2017 年净利润为基数，2018 年净利润增长率不低于 30.1%。	2018 年，营业收入较 2017 年增长 32.43%；净利润较 2017 年增长 43.03%。	-
第二个解除限售期（2019 年）	以 2017 年营业收入为基数，2019 年营业收入增长率不低于 74.24%； 以 2017 年净利润为基数，2019 年净利润增长率不低于 71.21%。	2019 年，营业收入较 2017 年增长 75.18%；净利润较 2017 年增长 95.57%。	-
第三个解除限售期（2020）	以 2017 年营业收入为基数，2020 年营业收入增长率不低于 132.61%； 以 2017 年净利润为基数，2020 年净利润增长率不低于 131.99%。	-	以 2017 年营业收入为基数，2020 年营业收入增长率不低于 110.22%； 以 2017 年净利润为基数，2020 年净利润增长率不低于 131.99%。

数据来源：公司公告，西南证券整理

员工年龄结构整体偏年轻化。珀莱雅公司人才选拔核心原则为“年轻化、多元化、国际化”。在人员组织架构上尽可能扩张年轻员工的占比，同时结合市场背景，公司努力引进营销方面的人才，积极配合珀莱雅从传统组织模式转向矩阵型、灵活组织模式。公司上市时，30 岁以下人员占比 51%，整体人员构成年轻化。截至 2019 年公告显示，公司高级管理层有多位 80 后位列其中。

图 5：2017 年 6 月末珀莱雅员工年龄构成



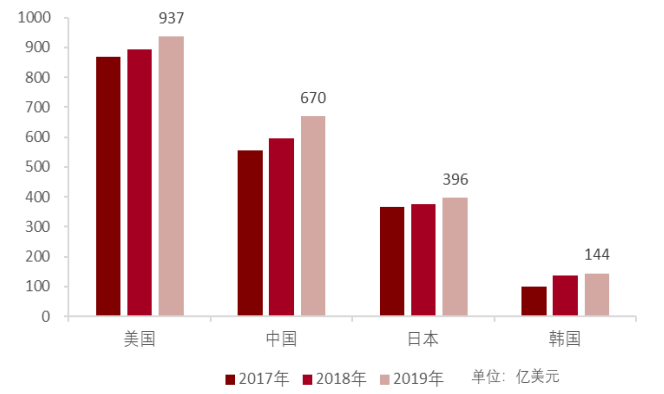
数据来源：招股说明书，西南证券整理

2 行业高速成长，本土品牌卡位大众市场

2.1 国内市场高速发展，未来空间值得想象

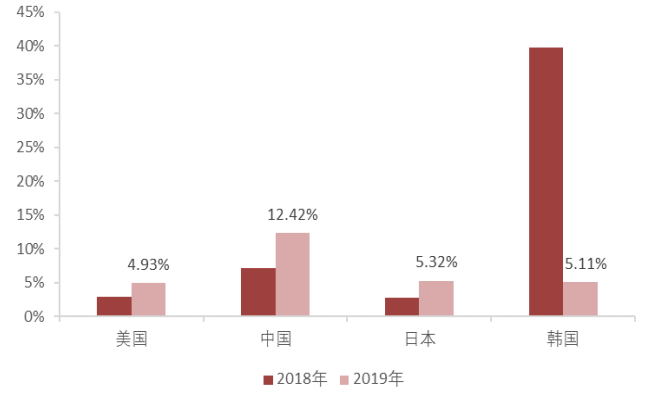
随着我国人均收入水平的不断提高，以及在外资品牌对中国市场大力拓展和消费者教育下，**我国化妆品市场规模呈现了高速发展的态势。**根据智研咨询数据显示，2019 年我国化妆品市场规模为 670 亿美元，市场规模全球第二，仅次于美国市场规模。2019 年市场规模同比增长 12.4%，增速全球第一。

图 6：2017-2019 年各国化妆品市场规模



数据来源：智研咨询，西南证券整理

图 7：2018-2019 年各国化妆品市场增速

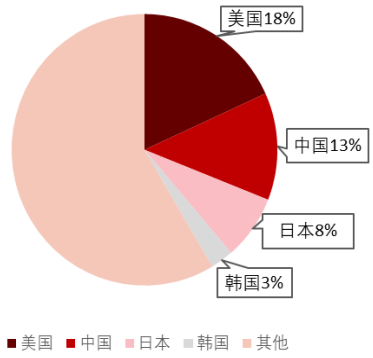


数据来源：智研咨询，西南证券整理

从化妆品人均消费来看，我国化妆品人均消费金额相对较低，存在较大的提升空间。2019 年，我国化妆品、护肤品人均消费金额为 49.6 美元和 25.4 美元，远远低于日本、韩国、美国的人均消费水平。

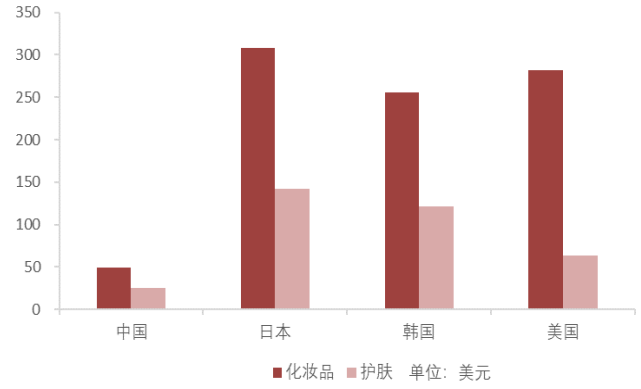
随着我国社会的人口结构变化，新生主力消费人群 90 后甚至 00 后，更加注重自我价值和生活品质，更愿意对于保养护肤等进行消费。随着国内化妆品消费人群的扩大，消费频次的提升，消费金额的增长，**未来我国化妆品行业的空间值得想象。**

图 8：2019 年各国化妆品市场份额



数据来源：Euromonitor，西南证券整理

图 9：2019 年各国人均化妆品人均消费金额



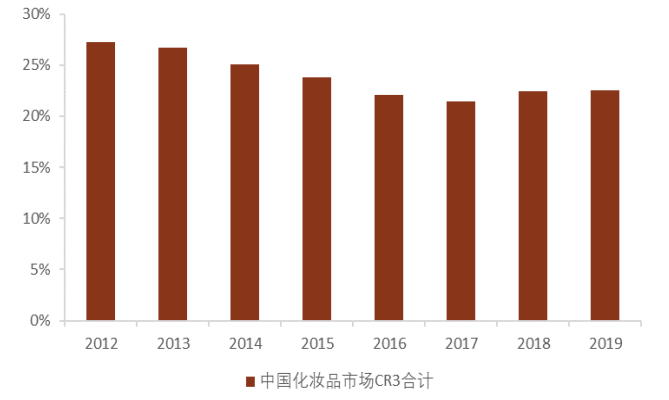
数据来源：Euromonitor，西南证券整理

2.2 高端市场，外资品牌优势显著

外资占据高端市场份额，本土品牌逐步成长。1981 年起，日本资生堂率先进入中国市场，随后全球日化巨头蜂拥而至。外资企业由于成立较早，管理经验丰富，拥有完善的品牌矩阵和健全的研发体系，占据化妆品市场绝大部分市场份额。根据 Euromonitor 数据显示，2019 年我国化妆品市场前三分别是美国宝洁、法国欧莱雅和日本的资生堂。

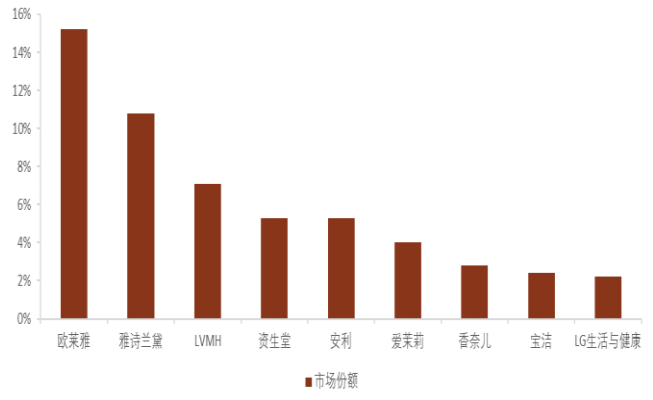
目前，我国化妆品市场品类众多，品牌众多，竞争相对比较激烈。外资品牌综合实力较强，拥有较好的品牌形象，占据了国内高端市场份额，尚无市占率排名靠前的本土品牌。

图 10：2019 中国化妆品市场 CR3 合计份额



数据来源：Euromonitor，西南证券整理

图 11：2019 年国内高端化妆品品牌市场份额



数据来源：Euromonitor，西南证券整理

表 2：中国日化行业发展历程

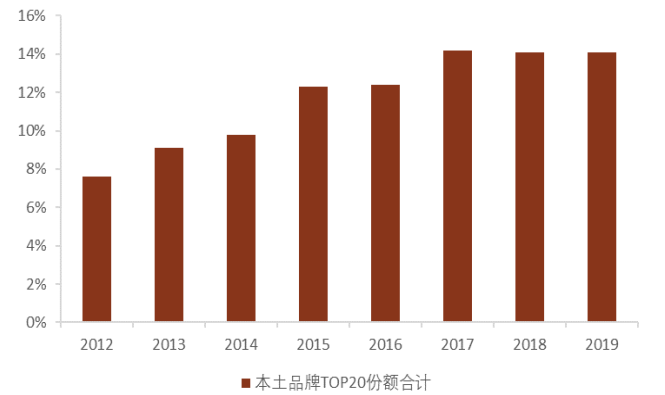
时间	品牌	渠道	竞争格局
75-80 年代初期	美加净、郁美净、皇后牌珍珠膏	国营百货+大流通	上海品牌风靡全国
80 年代初期 -90 年代中期	大宝、奥妮、六神、宝洁（玉兰油、海飞丝）、联合利华（力士、夏士莲）、强生（强生婴儿、可伶可俐）、资生堂（资生堂、欧珀莱）、拜尔斯道夫（妮维雅）、雅芳	百货+大流通+超市	外资巨头进入中国市场、带来先进的营销方式，以高定价瞄准中高收入人群。大宝等本土品牌以价廉物美、平民化的品牌路线获得成功。跨国品牌和本土品牌各自占据高端市场和中低端市场，正面交锋较少。
90 年代中期 -2002 年	雅诗兰黛（雅诗兰黛、倩碧）、欧莱雅（欧莱雅、美宝莲）、花王、高丝（雪肌精）、小护士、索芙特、丁家宜、舒蕾	百货+大流通+超市	外资品牌在中国开始全面竞争，高端品牌进入中国市场。本土品牌通过功能卖点打开大众消费市场，产品定位中低端（10-30 元），如小护士（维他命防晒）、索芙特（木瓜减肥）、丁家宜（一洗白）、珊拉娜（祛痘）。市场竞争日趋激烈，超市成为重要渠道之一。
2002 年以后	爱茉莉（兰芝、梦妆）、佰草集、自然堂、珀莱雅、相宜本草、卡姿兰	百货+超市+专营+大流通+互联网	外资品牌占据化妆品市场高点，本土品牌开始向中高端跨越（佰草集）。跨国公司收购多个国内知名品牌（大宝、小护士、舒蕾等），向中低端延伸。本土品牌通过新兴的专营店渠道打开市场（珀莱雅、自然堂），百草概念兴起（相宜本草）。2007 年以后借助互联网力量开始出现销售额上亿的淘宝品牌。

数据来源：wind，西南证券整理

2.3 大众市场，本土品牌份额稳步提升

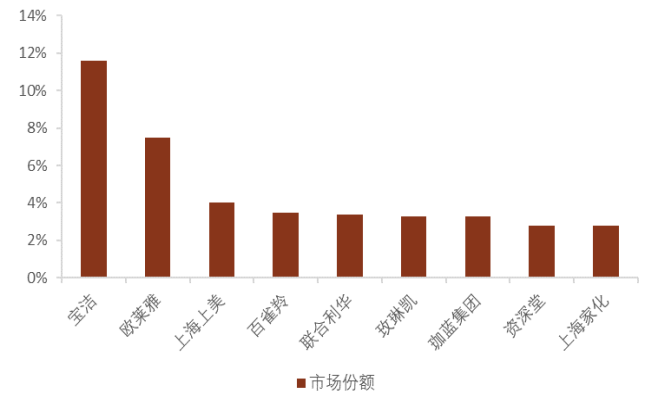
在外资化妆品公司的夹击中，本土品牌也在逐渐成长。2012-2019 年间，市场份额跻身前 20 的本土化妆品公司由 6 家增长至 8 家，合计市场份额由 7.6%提升至 14.1%。

图 12：2019 年中国市场 top20 本土品牌合计份额



数据来源：Euromonitor，西南证券整理

图 13：2019 年国内大众化妆品品牌市场份额



数据来源：Euromonitor，西南证券整理

从细分市场来看，在大众化妆品市场中，2019 年本土品牌上海上美、百雀羚、珈蓝集团和上海家化市场份额分别为 4%、3.5%、3.3%和 2.8%。

根据 Euromonitor 数据显示，在我国大众化妆品市场 TOP30 的公司中，本土品牌市场占有率从 2010 年的 7.8%升到 2017 年的 23.1%，市场份额合计呈现上升趋势。**我们认为国**

内品牌在化妆品大众市场中占比不断提升，主要是得益于 1）国内市场渠道变革，专营店、电商渠道销售占比提升；2）随着城镇化推进，三四线城市消费升级。

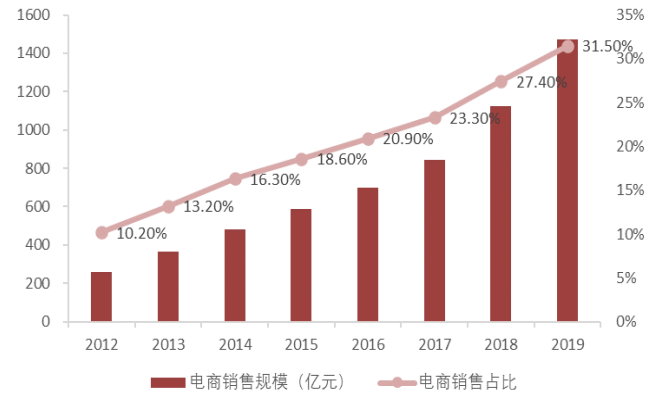
化妆品销售渠道包括了百货商场、大型超市、日化专营店、个人护理品店、便利店以及其他各种零售网络。国际高端品牌占据一二线城市绝对优势，渠道布局以百货商场为主。国内品牌以三四线下沉渠道为主，通过专卖店进行渠道下沉形成错位竞争。以珀莱雅为例，截止 2017 年上市前夕，公司旗下主品牌“珀莱雅”线下销售终端 1.3 万余家，其中日化专营店占 90%左右。随着化妆品销售渠道中专营店占比的提升，公司市场份额稳步增长。

表 3：化妆品行业主要销售渠道

	主要销售渠道			
	线下渠道			线上渠道
	百货商店	超市及大卖场	日化专营店	B2C、C2C 等
品牌数量	20~30 个	10-60 个	小于 10 个	几乎所有品牌
产品定位	中高端	中低端	中端	高中低
产品价格区间	200 至 2000 元	40 至 300 元	40 至 300 元	通常有较大折扣
主要品牌	欧莱雅、资生堂、娇韵诗、雅诗兰黛、迪奥等外资品牌，本土品牌如佰草集等	妮维雅、旁氏、卡尼尔等外资品牌，相宜本草、丁家宜、大宝等本土品牌	珀莱雅、自然堂、丸美、美肤宝等本土品牌	几乎覆盖所有外资和本土品牌
服务	商场品牌专柜的美容导购提供美容咨询服务	简单的产品咨询	简单的产品咨询	产品以文字介绍为主
终端设计装修	品牌分隔较为明显，每个柜台代表一个品牌	品牌陈列无明显分隔	品牌分隔较为明显	—
终端特点	通过设立专柜树立品牌形象，竞争激烈，知名度、销量较低品牌易被淘汰	中低端产品的重要销售渠道，众多高端国际化妆品品牌逐渐进入该渠道；进入门槛逐年上升，一些低档本土品牌面临巨大挑战	二三线城市及乡镇日化专营店数量众多，本土品牌占据主导	B2C 平台，如天猫、草莓网、乐蜂网、京东等；C2C 平台，如淘宝、Panli 等；品牌直营网店，如兰蔻、碧欧泉等；特卖、团购网站，如聚美优品、高朋等

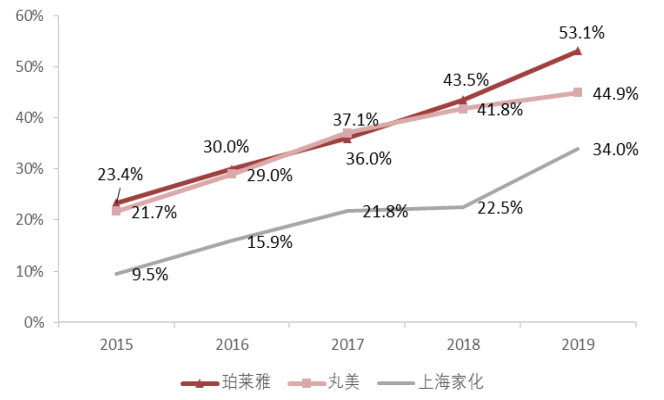
数据来源：招股说明书，西南证券整理

图 14：2012-2019 年中国化妆品电商渠道销售规模及占比



数据来源：Euromonitor，西南证券整理

图 15：2015-2019 年国内化妆品上市公司线上收入占比



数据来源：公司公告，西南证券整理

根据 Euromonitor 数据显示，2012-2019 年，我国化妆品线上销售规模从 258 亿元增长至 1473 亿元，占比从 10.2%提升到 31.5%。线上渠道的快速发展，叠加高效的数字化营销，本土品牌销量快速提升。此外，随着我国城镇化建设的持续推进，三四线城市居民人均收入增长，对于保养护肤需求提升，定位于大众市场的国产品牌从中受益。

整体来看，化妆品行业呈现高速发展的态势。消费升级浪潮下，我国化妆品消费频次、人均消费金额有望不断提升，化妆品市场空间拓展值得期待。海外品牌成立较早，在研发、品牌以及渠道等方面领先，在国内高端市场优势显著。国内品牌起步较晚，通过具备性价比的产品以及多渠道布局，在大众市场占据一席之地。

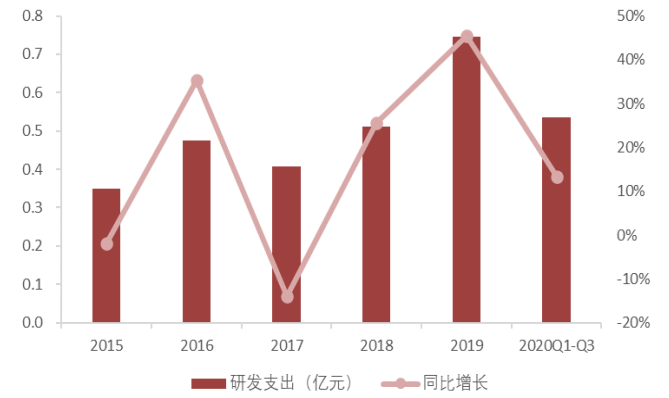
根据 Euromonitor 数据显示，2019 年大众市场份额为 48.6%，虽然有所下降，但仍然为化妆品细分行业第一大市场，增速近年来保持稳定。未来国产品牌有望通过多元化的渠道布局以及丰富的品牌矩阵，借助低线城市的消费升级，销量不断提升。

3 产品快速上新，品牌矩阵成型

从生产方式来看，公司除少量彩妆及新品牌“悦芙媞”委托其他厂家生产外，旗下主要品牌“珀莱雅”、“韩雅”、“优资莱”均采用自主生产的方式。公司将信息化技术与工业化生产深度融合，推广智能制造，数字化信息系统覆盖研发、设计、采购、生产、物流等各环节，降本增效，不断提升生产效率。产品研发上开展全球合作，目前公司和西班牙 LIPOTRUE S.L. 公司、法国 CODIF 公司签署合作协议，委托法国海藻研究机构 CEVA 研发化妆品功效成分，委托日本美研创新株式会社开发洗护用品产品。

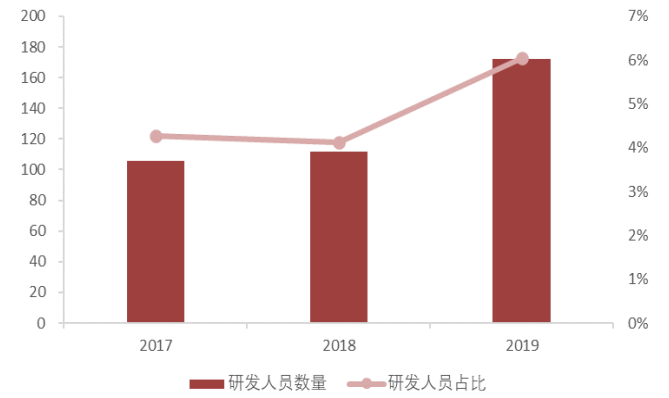
2015 年至今，公司的研发支出整体呈现上升态势。2019 年公司研发人员数量为 172 人，占比达到 6.1%，拥有国家授权发明专利 64 项。截止 2020Q3，公司研发费用率为 2.3%，同比基本持平。

图 16：2015-2020Q3 珀莱雅研发支出呈现上升趋势



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 17：2017-2019 年珀莱雅研发人员占比呈现上升态势



数据来源：公司公告，西南证券整理

2018 年公司推出印彩巴哈 insbaha 彩妆系列，2019 年抓住“成分党”风口，紧随潮流推出烟酰胺美白精华和胶原白雕塑精华。2020 年上半年公司推出红宝石精华、小云朵洁面、解渴修护面膜等新品。**公司产品不断推陈出新，新品种类繁多，品类逐渐从单一走向多元。**

表 4：公司品类从单一走向多元

品牌	日期	具体内容	品类	状态
珀莱雅	2017	水漾芯肌系列	化妆水、乳液、面霜、洁面	在售
		弹润芯肌系列	化妆水、乳液、面霜	在售
		靓白芯肌系列	化妆水、乳液、面霜、洁面	在售
		赋能鲜颜系列	化妆水、乳液、面霜、眼霜、精华、洁面	已停售
	2018	极境海御白光塑护肤系列	化妆水、乳液、洁面	在售
		海洋安瓶修护系列	精华	已停售
		印彩巴哈 insbaha 彩妆系列	彩妆	在售
		水光安瓶面膜	面膜	已停售
		泡泡面膜	面膜	在售
	2019	烟酰胺美白精华	精华	在售
		胶原蛋白线雕精华	精华	在售
		深海保湿酵母原液	精华	已停售
		深海胶原·立体轮廓霜	面霜	已停售
		极境专效修护面膜	面膜	已停售
	2020	红宝石精华	精华	在售
		双抗精华	精华	在售
		小云朵洁面	洁面	在售
		时光鱼子精华	精华	在售
		解渴修护面膜	面膜	在售
优资莱	2017	水仙茶快补水系列	化妆水、乳液、面霜、洁面、精华	在售
		茶氨酸舒缓修护系列	化妆水、乳液、洁面	在售
		参茶塑颜抗皱系列	化妆水、乳液、面霜、眼霜、精华、洁面	在售
韩雅	2017	神经酰胺舒缓高保湿系列	化妆水、乳液、面霜、精华、洁面	在售
悦芙媞	2017	圣诞莓系列	化妆水、乳液、面霜、彩妆	在售
		晨露草滴萃保湿系列	化妆水、乳液、面霜	已停售
		红酵肌秘系列	化妆水、乳液、面霜、精华	已停售

数据来源：公司公告，天猫旗舰店，西南证券整理

从公司畅销十大单品定价来看，普遍定价位于 100-300 左右，产品定价低于国际品牌。以烟酰胺精华为例，珀莱雅烟酰胺雪肌精华套装定价为 198 元，外资品牌玉兰油烟酰胺光感小白瓶定价为 239 元。**公司产品定价低于竞品形成错位竞争，产品推新紧跟市场大热单品，降低消费者教育成本。**

表 5：珀莱雅明星产品 TOP10

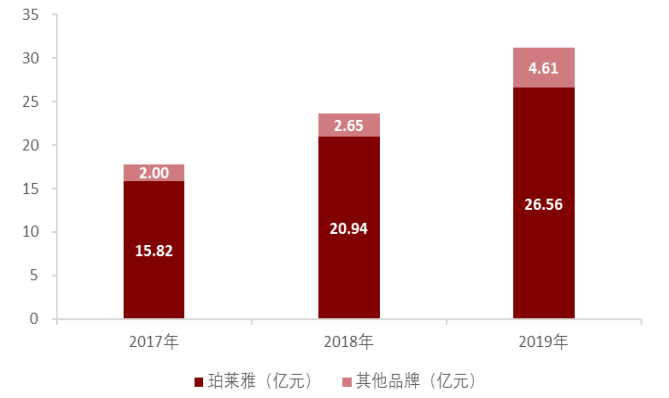
珀莱雅明星产品 TOP10				
				
抗氧抗糖双抗精华	红宝石淡纹精致精华	青春活力眼霜	抗皱新生精华液	烟酰胺光感精华套装
260 元	299 元	290 元	450 元	260 元
				
烟酰胺雪肌精华套装	4D 胶原蛋白雕塑精华套装	泡泡 SPA 面膜	深海保湿酵母原液	水漾芯肌透润水
198 元	198+260 元	99 元	169 元	150 元

数据来源：公司官网，西南证券整理

从品牌储备来看，公司营收净利以“珀莱雅”品牌为主。除了主品牌“珀莱雅”之外，公司还拥有“优资莱”、“韩雅”、“悠雅”、“猫语玫瑰”、“悦芙媞”等品牌。虽然这些品牌目前销售规模尚小，但是可以满足不同消费者的需求，形成多元化品牌布局。

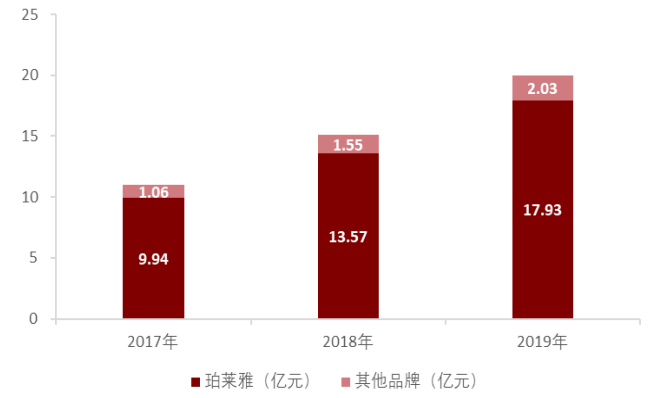
2017-2019 年，其他品牌营收占比逐渐增加。2019 年公司主品牌“珀莱雅”营收为 25.6 亿元，占比为 85.2%；其他品牌营收为 4.6 亿元，占比为 14.8%。从增速来看，2019 年公司“珀莱雅”品牌营收增速为 26.8%，其他品牌营收增速 74%。目前公司主品牌占比仍然较高，但是其他品牌成长较快。**公司品牌矩阵初步成型，其他品牌的有望成为公司新的营收增长动力。**

图 18：2015-2019 年公司营业收入构成（按品牌）



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 19：2015-2019 年公司毛利润构成（按品牌）



数据来源：公司公告，西南证券整理

表 6：珀莱雅品牌储备

类型	品牌	产品品类	定位人群	产品理念
自主孵化	珀莱雅	护肤品	大众	定位于海洋科技护肤，专注于海洋护肤研究。
自主孵化	优资莱	护肤品	中高端	定位于茶养护肤，提供有效能的茶元素护肤产品。
自主孵化	悦芙媞	护肤品&彩妆	平价	专为年轻肌肤定制，带来轻松快乐的美妆方式。
自主孵化	韩雅	护肤品	平价	定位于高功能护肤，提供针对性的肌肤解决方案。
自主孵化	猫语玫瑰	彩妆	平价	以天然玫瑰花精华为基底，打造甜美恋爱系自然彩妆。
合资公司	YNM	护肤品&彩妆	平价	韩系新锐平价美妆。
合资公司	彩棠	彩妆	大众	专注于东方色彩美学，打造兼具东方韵味与当代时尚的专业彩妆。
自主孵化	INSBAHA	彩妆	大众	新锐潮流彩妆品牌。

数据来源：公司公告，天猫旗舰店，西南证券整理

4 渠道变化感知敏锐，营销机变运营精细

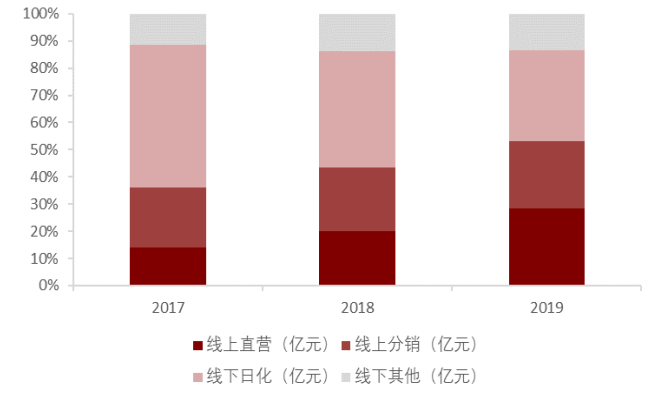
4.1 把握渠道变革红利，线上布局先人一步

从销售模式来看，公司主要通过经销商进行分销。采用渠道分销模式进行销售的渠道主要由日化专营店、商场超市、电子商务、大型连锁超市、电视购物以及悦芙媞单品牌加盟店等，采用直销模式的主要是电子商务旗舰店、悦芙媞单品牌直营店等。根据公司招股说明书，2017 年 6 月末公司分销模式营收占比为 87.4%，直销模式营收占比为 12.6%。

从线下渠道来看，公司渠道布局以日化专营店为主。一方面，公司大力建设日化专营店，避开了竞争激烈的超市与百货渠道。另一方面，日化专营店的消费者定位与公司的目标消费人群高度重合。**渠道与产品定位高度契合，在三四线城市居民消费升级的背景下，公司营收净利快速的增长。**根据公司招股说明书，2017 年 6 月末公司拥有日化专营店网点 19173 万家，商超网点 2803 家。

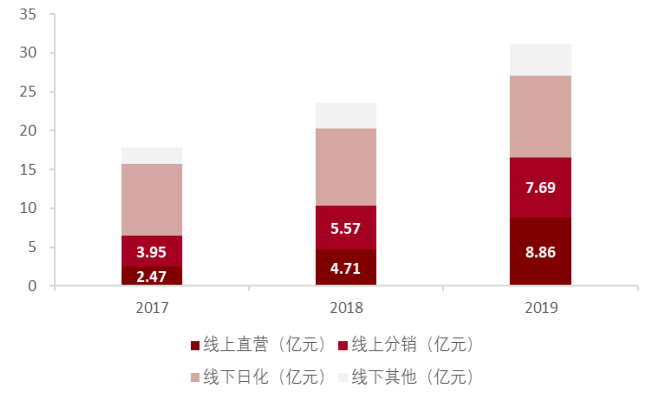
随着电子商务的蓬勃发展，公司主动减少线下经营绩效相对不高的专营店以及商超渠道终端网点，大力拓展电商渠道。2017-2019 年公司线上渠道营收占比不断提升。2019 年公司线上渠道营收为 16.6 亿元，同比增长 61%；营收占比为 53.1%，同比提升 9.5pp。其中线上直营营收占比为 28.4%，同比提升 8.5pp。**线上直营占比提升，一方面提升公司毛利率水平，另一方面公司能够更快感知消费者需求的变化，加快产品上新速度。**

图 20：2017-2019 珀莱雅各个渠道营收占比



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 21：2017-2019 珀莱雅各个渠道营收情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

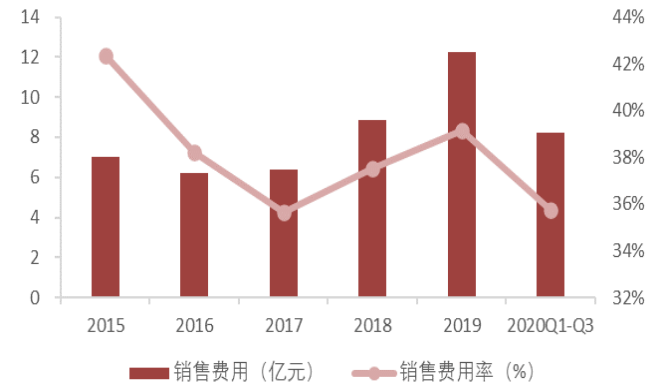
近年来，公司线上渠道实现了高速增长，这离不开公司早期的布局。早在 2012 年，公司就成立了美丽谷公司，专门从事网络渠道销售，并与天猫、淘宝、京东、聚美优品、唯品会等国内电子商务平台建立了合作关系。**无论是布局线下专营店渠道，还是大力拓展线上销售渠道，公司对于渠道变化的敏锐感知都可见一斑。**

线下大量的专营店网点，提供产品体验服务，稳步进行品牌宣传。较早进行电商布局，积累了经验，锁定了消费人群。随着线上线下渠道的融合互动，公司多品牌多品类的综合发展，未来公司仍有巨大的发展潜力。

4.2 营销手段灵活，电商运营精细

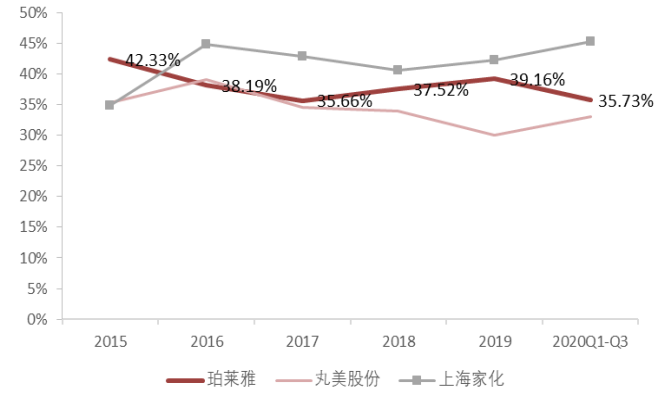
公司持续加大品牌宣传，销售费用率维持在 35%以上，在可比公司中位于前列。2020Q1-Q3，公司销售费用为 35.7%，同比减少 3.7pp。一方面收入准则调整，运费计入营业成本。另一方面疫情影响下，线下差旅费、会务费等减少。

图 22：2015-2020Q3 珀莱雅销售费用及销售费用率



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 23：2015-2020Q3 珀莱雅与可比公司销售费用率



数据来源：公司公告，西南证券整理

一方面，公司采用多种营销手段，利用明星代言、电视综艺植入、跨界 IP 联名及新媒体转播等多种营销方式，打造品牌年轻化态势。2020 年 4 月 16 日，蔡徐坤于微博官宣正式成为珀莱雅全新品牌代言人。定制限量 IKUN 专属双抗精华礼盒在预售互动中销量轻松突破 1.5 万，实现粉丝惊人流量转换。公司结合营销热点，通过头部主播李佳琦带货打造爆款产品爆款产品泡泡面膜，短时间内销售出 200 万盒。

表 7：珀莱雅营销模式

营销种类	日期	具体内容
代言人	2017	新签代言人唐嫣，与珀莱雅另一代言人宋仲基，呈现更年轻的品牌印记。
	2018	新签代言人李易峰、罗云熙、刘颖伦。
	2019	联合代言人李易峰、黄明昊、罗云熙等表达“趁年轻，去发现”的品牌精神。
	2020	孙俪、蔡徐坤加入品牌明星矩阵，助力品牌年轻化进阶。
电视剧/综艺	2017	独家冠名浙江卫视独播剧《秦时明月丽人心》，投放综艺《梦想的声音》特约赞助。
	2017	携手“小鲜肉”，通过网剧《后羿旅行社》，开展互动营销，全方位推广防晒 BB 霜。
	2018	冠名优酷《疯狂的衣橱》、音乐综艺《异口同声》、偶像养成类综艺《最优的我们》。合作青春篮球竞技《这就是灌篮》、音乐真人秀《梦想的声音》、腾讯亲子类节目《不可思议的妈妈》。

营销种类	日期	具体内容
	2018	深度植入代言人唐嫣主演剧《归去来》。
	2019	冠名浙江卫视《遇见你真好》；独家特约《青春环游记》。
	2020	《安家》《清平乐》《来自手机的你》等影视剧及综艺植入。
跨界 IP	2019	与《美国国家地理》杂志合作，共同溯源珀莱雅天然安全的全球海洋原料，呼吁保护海洋。
	2019	《航海王》、《山海经》等 IP 跨界营销。
	2020	与“奈雪的茶”跨界合作，通过发现梦、追梦、守梦系列礼盒实现品牌与年轻消费者群体情感共鸣。
新媒体	2017	联合微博话题、微信朋友圈、搜索引擎、APP、自媒体、社交论坛、女性网站等新媒体，搭载 H5 和视频多种形式，开展立体式营销。
	2017	联合天猫聚划算携手代言人，将线下粉丝互动与线上网红直播、电商销售深度结合。
	2018	与微博、微信、抖音、美拍、KOL 等深度合作，线上线下整合互动营销。
	2019	泡泡面膜通过李佳琦直播带货，短时间内销售出 200 万盒；精华类请薇娅进行直播推介。

数据来源：公司公告，西南证券整理

另一方面，公司深耕电商渠道，实施精细化运营。1）根据电商平台的特点，营销精细化。在天猫平台上，对品牌会员深度运营，携手“天猫全明星计划”，开展全网营销；与京东共创“一日一大牌”活动；联动代言人粉丝，助力超级品牌日活动；匹配唯品会“亿飞冲天”、“快抢”等营销方式。2）事业群运营，管理进一步精细化。公司电商划分为 3 个事业群运营：美丽谷传统国货事业群（珀莱雅等）、太阳岛新锐品牌事业群（彩棠、印彩巴哈等）、月亮湾海外品牌事业群（欧树、WYCON 等），针对不同的品牌特性进行精细化管理。

5 盈利预测与估值

5.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：公司加强电商平台精细化运营，直营销售占比提升，带动各个品牌毛利稳步增长。预计 2020-2022 年公司珀莱雅品牌毛利率分别为 66%/67%/68%，其他品牌毛利率分别为 44%/45%/46%；

假设 2：公司加快多品牌多品类布局，预计公司新品类新品牌销量高速增长，公司产销量有望持续提升。

假设 3：预计公司销售费用率和管理费用率较为稳定。假设 2020-2022 年公司销售费用率保持为 37%，管理费用率保持为 8.5%。

基于以上假设，我们预测公司 2020-2022 年分业务收入成本如下表：

表 8：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2019A	2020E	2021E	2022E
珀莱雅品牌	收入	2655.6	2974.3	3569.2	4140.2
	增速	26.8%	12.0%	20.0%	16.0%
	毛利率	67.5%	66.0%	67.0%	68.0%
其他品牌	收入	460.8	783.4	1175.1	1645.2
	增速	74.0%	70.0%	50.0%	40.0%
	毛利率	44.1%	44.0%	45.0%	46.0%
其他业务	收入	7.1	7.5	7.8	8.2
	增速	222.7%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	25.4%	30.0%	30.0%	30.0%
合计	收入	3123.5	3765.1	4752.1	5793.6
	增速	32.3%	20.5%	26.2%	21.9%
	毛利率	64.0%	61.4%	61.5%	61.7%

数据来源：Wind，西南证券

5.2 相对估值

我们选取化妆品行业中的三家主流公司，2019 年三家公司平均 PE 为 76 倍，2020 年平均 PE 为 56 倍。公司推动产品快速上新，精细化运营巩固电商优势。短期内依靠彩妆和精华等单品持续发力，长期依靠多品牌布局，有望实现稳健增长。我们预计未来三年公司营收复合增长率为 22.9%，业绩复合增长率为 24.9%，首次覆盖给予“持有”评级。

表 9：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E
600315	上海家化	37.43	0.83	0.56	0.75	1.07	37.28	64.61	50.02	34.82
603983	丸美股份	54.78	1.28	1.34	1.59	1.86	46.75	40.60	34.20	29.15
300740	御家汇	17.00	0.07	0.27	0.44	0.58	143.32	63.78	38.63	29.27
平均值							75.78	56.33	40.95	31.08

数据来源：choice，西南证券整理

6 风险提示

- 行业竞争加剧；
- 新品类、新品牌培育不及预期；
- 电商渠道增长放缓，线下零售恢复不及预期。

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	3123.52	3765.13	4752.06	5793.57
营业成本	1125.57	1455.16	1829.58	2218.98
营业税金及附加	27.84	38.65	47.08	57.13
销售费用	1223.03	1393.10	1758.26	2143.62
管理费用	195.26	320.04	403.93	492.45
财务费用	-9.49	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	-27.14	-13.80	-9.54	-16.83
投资收益	2.12	1.60	1.00	1.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	461.61	573.59	723.75	899.21
其他非经营损益	-5.37	-15.40	-9.47	-10.76
利润总额	456.24	558.19	714.28	888.45
所得税	89.87	109.96	140.70	175.01
净利润	366.37	448.23	573.57	713.44
少数股东损益	-26.31	-32.19	-41.20	-51.24
归属母公司股东净利润	392.68	480.42	614.77	764.68

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	366.37	448.23	573.57	713.44
折旧与摊销	75.17	74.71	74.71	74.71
财务费用	-9.49	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	-27.14	-13.80	-9.54	-16.83
经营营运资本变动	-354.72	216.68	40.42	31.82
其他	185.78	6.90	-8.82	25.39
经营活动现金流净额	235.96	732.72	670.34	828.53
资本支出	48.71	0.00	0.00	0.00
其他	-103.31	1.60	1.00	1.00
投资活动现金流净额	-54.60	1.60	1.00	1.00
短期借款	-96.24	-129.05	0.00	0.00
长期借款	-85.13	0.00	0.00	0.00
股权融资	20.45	0.00	0.00	0.00
支付股利	-86.55	-78.54	-96.08	-122.95
其他	38.22	-85.05	0.00	0.00
筹资活动现金流净额	-209.26	-292.63	-96.08	-122.95
现金流量净额	-27.77	441.69	575.26	706.58

资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	1246.90	1688.59	2263.85	2970.43
应收和预付款项	266.99	252.48	339.73	417.43
存货	313.65	418.01	547.91	655.39
其他流动资产	85.32	85.58	89.29	93.19
长期股权投资	14.73	14.73	14.73	14.73
投资性房地产	71.62	71.62	71.62	71.62
固定资产和在建工程	582.22	548.96	515.70	482.43
无形资产和开发支出	328.56	289.76	250.95	212.14
其他非流动资产	69.36	66.72	64.08	61.45
资产总计	2979.37	3436.45	4157.86	4978.81
短期借款	129.05	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	568.58	843.29	1056.79	1255.62
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	211.68	153.20	183.62	215.25
负债合计	909.31	996.49	1240.41	1470.88
股本	201.27	201.12	201.12	201.12
资本公积	835.35	835.51	835.51	835.51
留存收益	1009.05	1410.93	1929.62	2571.34
归属母公司股东权益	2029.69	2431.79	2950.47	3592.19
少数股东权益	40.37	8.18	-33.02	-84.26
股东权益合计	2070.06	2439.96	2917.45	3507.93
负债和股东权益合计	2979.37	3436.45	4157.86	4978.81

财务分析指标	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力				
销售收入增长率	32.28%	20.54%	26.21%	21.92%
营业利润增长率	18.97%	24.26%	26.18%	24.24%
净利润增长率	27.82%	22.34%	27.96%	24.38%
EBITDA 增长率	21.77%	22.95%	23.16%	21.98%
获利能力				
毛利率	63.96%	61.35%	61.50%	61.70%
三费率	45.10%	45.50%	45.50%	45.50%
净利率	11.73%	11.90%	12.07%	12.31%
ROE	17.70%	18.37%	19.66%	20.34%
ROA	12.30%	13.04%	13.79%	14.33%
ROIC	37.79%	44.31%	62.39%	77.76%
EBITDA/销售收入	16.88%	17.22%	16.80%	16.81%
营运能力				
总资产周转率	1.07	1.17	1.25	1.27
固定资产周转率	6.00	7.05	9.50	12.40
应收账款周转率	21.74	19.81	22.27	21.10
存货周转率	3.86	3.75	3.71	3.65
销售商品提供劳务收到现金/营业收入	101.06%	—	—	—
资本结构				
资产负债率	30.52%	29.00%	29.83%	29.54%
带息债务/总负债	14.19%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	2.19	2.54	2.69	2.88
速动比率	1.83	2.11	2.23	2.42
股利支付率	22.04%	16.35%	15.63%	16.08%
每股指标				
每股收益	1.95	2.39	3.06	3.80
每股净资产	10.09	12.09	14.67	17.86
每股经营现金	1.17	3.64	3.33	4.12
每股股利	0.43	0.39	0.48	0.61

业绩和估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
EBITDA	527.28	648.29	798.46	973.92
PE	81.77	66.84	52.23	41.99
PB	15.82	13.20	10.88	8.94
PS	10.28	8.53	6.76	5.54
EV/EBITDA	58.36	46.42	36.97	29.58
股息率	0.27%	0.24%	0.30%	0.38%

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷豌	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	郑龑	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn