珀莱雅（603605）

珀露莱服匠心运，今朝新颜雅妆成

增持（首次）

2020 年 09 月 13 日

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	3,124	3,749	4,864	6,154
同比（%）	32.3%	20.0%	29.8%	26.5%
归母净利润（百万元）	393	467	603	751
同比（%）	36.7%	18.8%	29.3%	24.6%
每股收益（元/股）	1.95	2.32	3.00	3.73
P/E（倍）	77.24	65.01	50.29	40.37

证券分析师 汤军
执业证号：S0600517050001
021-60199793
tangj@dwzq.com.cn
研究助理 樊荣
fanr@dwzq.com.cn

投资要点

- **聚焦大众美妆市场，十余载铸造国货之光。**珀莱雅于 2006 年成立，定位大众时尚化妆品，目前旗下拥有超过 15 个品牌，业务覆盖护肤、洁面及彩妆三大品类。2019 年在中国大众美妆市场市占率 1.3%，名列本土企业第 5。疫后复苏稳步推进，2020 年 3-5 月成交量恢复至 70%-80%；线下面膜促销引流，线上新品助力电商高增。

- **颜值经济时代，国产美妆逐鹿大众市场。1）存量市场体量大：**2019 年中国化妆品市场规模达 4777 亿元（+14%），是世界第二大消费市场，预计 2024 年规模将达 8281.8 亿元（5 年 CAGR11.6%）；**2）消费扩容创造长期增量：**消费人群拓宽需求边界，Z 世代及下沉用户成消费新力量，中产阶级扩容驱动消费升级。2019 年中国化妆品人均消费仅为 342.4 元，与国际成熟市场相比增长空间较大；**3）国产替代深化：**国际品牌占市场主流，本土品牌自中低端市场错位竞争。2019 年国产 TOP5 企业在大众市场市场份额提升至 15.4%，自基础大众品类重点突围。

- **品牌外延+单品升级，研发生产构筑硬核后盾。自主孵化/外延投资/跨境代理拓展品牌矩阵**，联合天猫构建品牌孵化平台、创新合伙人品牌模式，20H1 彩棠/印彩巴哈等彩妆品牌崭露头角；设立投资基金，全面打造美妆生态圈。**推新激发品牌势能，科技明星单品开门红，**20 年 6 月红宝石精华/双抗精华 GMV 合计 1927 万，7 月双抗眼霜 GMV 超 1600 万元。研发生产加持，研发团队来自雅诗兰黛、爱茉莉等国际知名企业；超过 95%产品自主生产，智慧工厂降本增效。

- **自建团队尽享渠道红利，新营销赋能电商增长。1）线下维稳：**2018 年门店优化保持稳定收入增长，单品牌店试验成熟后有望广泛复制。**2）线上发力：**2020H1 线上渠道营收 8.8 亿元（+43.9%），成增长核心驱动力。自建电商团队 300 余人超 90%为 90 后，平台化精细运营，洞察年轻消费热点；新营销充分引流，20Q2 签约蔡徐坤代言尽享粉丝经济红利，7 月主要社交内容平台曝光量超 1200 万次；参股 MCN 公司发力内容营销，泡泡面膜借助可视化卖点+产品力+内容营销/直播带货形成爆品方法论，单月销量超过 100 万盒，打破天猫美妆历史。

- **财务视角：盈利能力提升可期，高效周转 ROE 表现亮眼。**2019/2020H1 净利率 11.7%/12.5%，盈利能力稳定；注重研发及推广投入，2019 年公司研发费用率/销售费用率分别为 2.4%/39.2%，产品力及知名度可持续提升；受高周转驱动，2019ROE21.09%，高于可比公司 8.8pct。

- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2020-2022 年营收分别为 37.5/48.6/61.5 亿元，同比增长 20.0%/29.8%/26.5%，归母净利润分别为 4.7/6.0/7.5 亿元，同比增长 18.8%/29.3%/24.6%。当前股价对应动态 PE 为 65/50/40，PEG 分别为 3.5/1.7/1.6。公司处于高速发展期，借助优质产品力和强大渠道力，叠加品牌及上下游扩张计划，龙头有望持续受益行业发展红利，长线看好公司前景，首次覆盖给予“增持”评级。

- **风险提示：**疫情反复与防控影响线下销售及跨境代理；新品牌孵化风险；新品类拓展及线上营销不及预期；单品牌店经营绩效不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	150.70
一年最低/最高价	76.77/193.48
市净率(倍)	14.43
流通 A 股市值(百万元)	9412.92

基础数据

每股净资产(元)	10.45
资产负债率(%)	30.47
总股本(百万股)	201.27
流通 A 股(百万股)	62.46

相关研究

请务必阅读正文之后的免责声明部分

内容目录

1. 珀莱雅：多品牌全品类运营，打造国货一线品牌 4
1.1. 股权结构集中，灵活激励提升团队效益 4
1.2. 多品类结构优化，核心品牌初现规模 5
1.3. 疫后复苏进行时，电商逆势中寻机 6
2. 颜值经济时代，国产美妆逐鹿大众市场 8
2.1. 中国化妆品市场广阔，细分领域动态优化 8
2.1.1. 存量市场体量大，品类日趋精细化 8
2.1.2. 大众化妆品市场占主导，多层次市场结构正在成型 9
2.2. 消费新势力崛起，打开量价成长空间 10
2.3. 国产替代入局大众市场，错位竞争助力突围 11
3. 品牌外延+单品升级，研发生产构筑硬核后盾 13
3.1. 多维拓展品牌矩阵，打造全链路生态圈 13
3.2. 推新激发品牌势能，明星单品初战告捷 14
3.3. 研发团队实力卓越，需求洞察驱动精准开发 15
3.4. 精选上游原料，自建优质产能 16
4. 自建团队尽享渠道红利，新营销赋能电商增长 17
4.1. 专业门店重要性依旧，线下维稳效果显著 17
4.2. 受益电商崛起，精细化运营战略突围 18
4.3. 新营销拥抱年轻客群，爆品打造实现流量变现 19
5. 财务视角：盈利能力提升可期，高效周转 ROE 表现亮眼 22
5.1. 毛利率具备上升潜力，销售/研发投入激发可持续增长力 22
5.2. 受益高周转，ROE 显著提升 23
6. 盈利预测与投资评级 24
7. 风险提示 26

图表目录

图 1：珀莱雅发展历程 4
图 2：珀莱雅股权结构（2020 中报） 4
图 3：护肤类为主要收入来源 5
图 4：彩妆业务高速增长 5
图 5：珀莱雅品牌为主要收入来源 6
图 6：珀莱雅近年营业收入及归母净利 6
图 7：珀莱雅营收增速显著高于同行 6
图 8：中国化妆品市场规模远超日韩 8
图 9：护肤品占中国化妆品行业半壁江山（%） 8
图 10：中国彩妆品类增速亮眼 8
图 11：经济下行阶段，大众化妆品增速上升 9
图 12：高端化妆品市场与居民可支配收入相关 9
图 13：2019 大众市场规模占整体化妆品行业 58% 9
图 14：2019 年美妆消费人群中 Z 世代花销最高 10

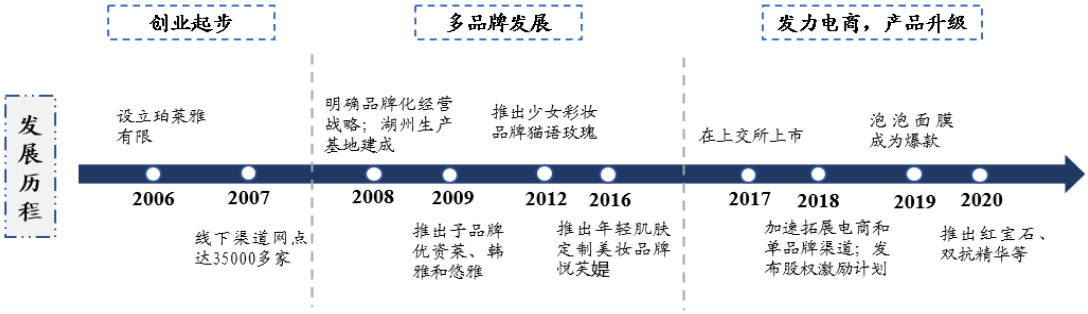
图 15：2019 年三线及以下城市化妆品消费占比 48%..... 10
图 16：中国化妆品人均消费金额与日韩相比存在较大差距..... 10
图 17：2019 国内化妆品市场份额 TOP5 均为国际品牌企业..... 11
图 18：2019TOP5 国产品牌大众市场份额 15.4%..... 12
图 19：品类关注度 TOP10 品牌中的国产渗透率（%）..... 12
图 20：日本化妆品产业历史..... 12
图 21： 2019 日本 TOP5 化妆品企业，本土占 4 席..... 12
图 22：珀莱雅前瞻性设计式开发机制..... 16
图 23：工厂引进前沿设备..... 16
图 24：人工成本率逐步下降..... 16
图 25：化妆品专营店及百货商店市场份额稳定（%）..... 17
图 26：2018 年公司日化渠道恢复正增长..... 17
图 27：中国电子商务市场份额迅速提升..... 18
图 28：2019 珀莱雅及上海家化线上收入占比领先..... 18
图 29：公司线上渠道增速远超线下..... 18
图 30：线上直营占比持续提升..... 18
图 31：定制限量 IKUN 专属双抗精华 PK 礼盒..... 19
图 32：2020 年 8 月蔡徐坤代言话题阅读量达 10.4 亿..... 19
图 33：2020 年 7 月珀莱雅在主要社交内容平台曝光量远超同行（万次）..... 20
图 34：泡泡面膜爆品打造路径..... 20
图 35：公司整体盈利水平稳定..... 22
图 36：珀莱雅净利率与可比公司平均水平相近（2019 年）..... 22
图 37：2019/2020H1 珀莱雅研发费用率仅次于丸美（%）..... 22
图 38：珀莱雅销售费用率在行业处于中下游（%）..... 22
图 39：珀莱雅 ROE 快速上升..... 23
图 40：珀莱雅存货周转率远超同行（次）..... 23
图 41：珀莱雅应收账款周转天数控制于 20 天内..... 23

表 1：2020 年 6 月公司下调股权激励目标..... 5
表 2：护肤品及彩妆需求与细分方向..... 9
表 3：国际企业发展历史长，品牌线更丰富..... 11
表 4：公司品牌矩阵多元化发展..... 13
表 5：珀莱雅自有品牌旗下产品丰富（2020 年 8 月）..... 14
表 6：珀莱雅精华产品成分比肩国际大牌..... 15
表 7：公司核心技术人员曾就职于国际大牌公司..... 15
表 8：珀莱雅内部电商运营模式下，2019 线上收入增速高于同行..... 19
表 9：公司及其子公司积极投资营销公司..... 20
表 10：2019 年可比公司杜邦分析..... 23
表 11：收入分部预测..... 24
表 12：可比公司估值（百万元）..... 25

1. 珀莱雅：多品牌全品类运营，打造国货一线品牌

聚焦大众美妆市场，十余载铸国货之光。珀莱雅自 2006 年成立以来，主攻大众护肤美妆市场，产品覆盖护肤品、彩妆、清洁洗护等领域。2007 年公司借力日化专营渠道实现品牌起步；2008 年开始多品牌发展之路，包括跨境代理品牌在内，截至 20H1 公司旗下拥有超过 15 个品牌；2017 年，公司成为 A 股首家美妆上市公司，积极开拓电商渠道。2019 年，珀莱雅在中国大众美妆市场市占率达 1.3%，名列本土企业第 5。

图 1：珀莱雅发展历程



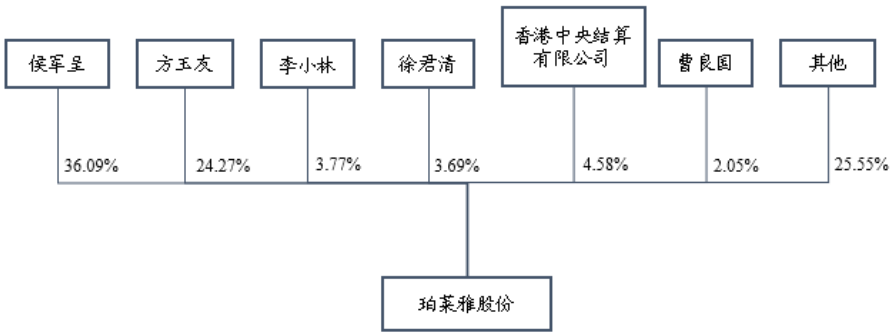
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.1. 股权结构集中，灵活激励提升团队效益

创始人深耕化妆品行业，经验丰富，股权结构清晰。公司创始人侯军呈深耕化妆品行业，90 年代初相继获得小护士、羽西、大宝、兰贵人等著名化妆品品牌代理权，营业额达到义乌前三，并创立义乌燎原日化公司。从化妆品代理起家，到化妆品公司创业，拥有至少 20 年相关从业经验及丰富运营经验。

股权结构集中，董事长侯军呈、总经理方玉友（侯军呈妻弟）分别持有 36.09%、24.27%股份，二者合计持股比例达 60.36%，对公司拥有较强控制力。

图 2：珀莱雅股权结构（2020 中报）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

多元化激励机制，股权激励目标合理下调。珀莱雅实行多元化激励机制，深入探索合伙人机制、业务模块超额激励及项目奖励。2018 年 7 月公司推出限制性股票激励计

划，拟首次授予 120.11 万股，激励对象 32 人。股权激励考核指标分为公司、业务单元及个人三个层面，严密考核层层深入，充分绑定管理人员利益，提升团队工作效益。

考虑到疫情对生产经营影响，2020 年 6 月公司将 2020 年业绩考核目标由“较 2019 年增长不低于 32.78%”，调整为不低于 20.00%。业绩目标灵活下调，兼具合理性与挑战性，充分调动核心骨干人员积极性。

表 1：2020 年 6 月公司下调股权激励目标

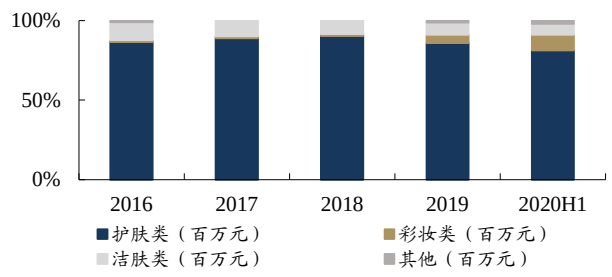
考核层面	考核方式			
公司层面	第一个解除限售期	以 2017 年营收为基数，2018 营收增长不低于 30.8%； 以 2017 年净利为基数，2018 净利润增长率不低于 30.1%		
	第二个解除限售期	以 2017 年营收为基数，2019 营收增长不低于 74.24%； 以 2017 年净利润为基数，2019 净利润增长率不低于 71.21%		
	第三个解除限售期 （2020 年因疫情下调营收指标）	以 2017 年营收为基数，2020 年营收增长不低于 110.22%； 以 2017 年净利润为基数，2020 净利润增长率不低于 131.99%		
业务单元层面	考核结果 S 与预设业绩目标 A1/A2	S≥A2	A1≤S<A2	S<A1
	业务单元层面标准系数 X	100%	S/A2	0
个人层面	考核结果 S	S≥90	80≤S<90	S<80
	个人层面标准系数 Y	100%	80%	0
激励方式	个人各考核年度实际解除限售额度 =个人各考核年度计划解除限售额度×业务单元层面标准系数（X）×个人层面标准系数（Y）。			

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.2. 多品类结构优化，核心品牌初现规模

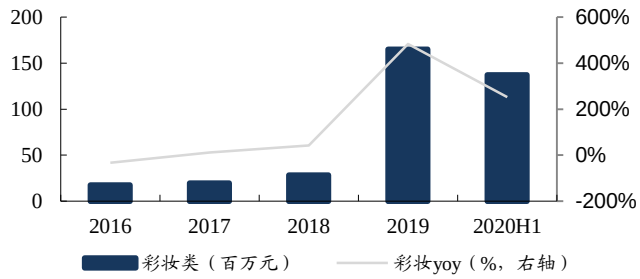
护肤品类稳定发展，彩妆业务疫期逆势成长。珀莱雅业务主要包括护肤、彩妆及洁肤类产品，其中护肤类为公司收入主力，2019/2020H1 分别贡献营收 26.76 亿元/11.22 亿元（同比+25.6%/-6.9%），占主营收 80%以上。此外，彩妆类业务高速成长，2020H1 收入同增 251.8%，占总收入 9.9%（较 2018 年提升 8.7pct）。随 2020 年 8 月彩妆工厂试生产，产能释放将对彩妆放量形成支撑，优化品类结构生态，形成增长新势力。

图 3：护肤类为主要收入来源



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 4：彩妆业务高速增长



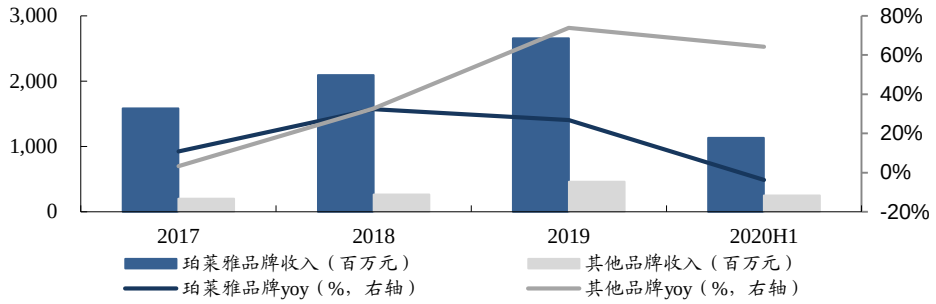
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

主品牌年轻化升级，新锐品牌快速成长。珀莱雅定位大众时尚化妆品，旗下拥有超过 15 个品牌，覆盖宽年龄段、不同收入区间、多层次客户群。

珀莱雅主品牌于 2003 年推出，主打深海护肤，着力布局年轻市场，近年相继推出爆品泡泡面膜及大单品双抗精华等，发力整合营销与爆品打造。**2019 年核心品牌贡献营收 26.56 亿元，占主营收 85.2%；2020H1 由于线下渠道占比高，受疫情冲击营收 11.3 亿元（-3.66%），韧性依然较强**。

同时，公司积极发掘新锐美妆品牌，2020H1 其他品牌（印彩巴哈/彩棠/圣歌兰等）放量明显，营收增长 64.32%，增速亮眼。

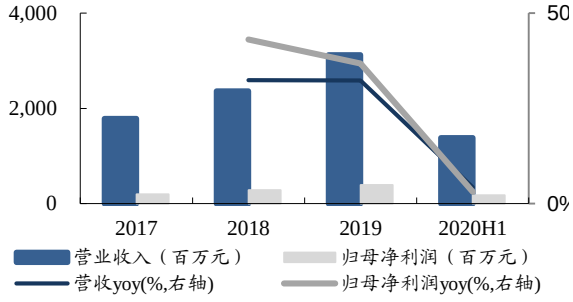
图 5：珀莱雅品牌为主要收入来源



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

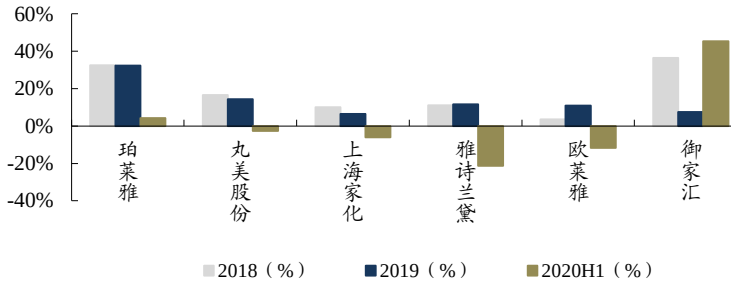
全品类、多品牌扩张，叠加渠道红利，业绩增速超群。珀莱雅致力于打造差异化品牌矩阵，形成多品类布局，并精准把握电商红利，放大业务扩张效应。2019/2020H1 年公司分别实现营收 31.2/13.8 亿元（+32.3%/+4.3%），归母净利润 3.9/1.79 亿元（+36.7%/+3.1%）。与国内外化妆品公司相比，珀莱雅 2018/2019 营收增速分别高于可比公司均值 18.0/23.3pct，增长势能强劲。

图 6：珀莱雅近年营业收入及归母净利



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 7：珀莱雅营收增速显著高于同行



数据来源：Choice，欧莱雅公司公告，东吴证券研究所

1.3. 疫后复苏进行时，电商逆势中寻机

疫情拖累行业增速，线上维持高景气。疫情期间美妆行业受冲击，据国家统计局统计，2020H1 社会消费品零售总额 17.2 万亿元（-11.8%），其中化妆品类总额 1477 亿元（1-5 月同比-4.9%）。线上渠道受益消费转移，“38 女王节”“618 购物节”快速引流，淘数据显示 2020H1 淘系美妆全网 GMV 增长 33%，其中护肤品/彩妆分别增长 37%/23%。

面膜买赠提振消费，新品助力线上高增。受疫情影响，延迟复工叠加原料运输受阻，2 月公司产量同比减少 40%。3-5 月线下门店逐步开业，成交量恢复至 70%-80%，至 4

月线下全面营业。疫情期间，直营网点利用面膜引流促销；电商渠道稳健高增，两款抗衰精华上新开门红，带动天猫旗舰店 4 月销售额同比增长超 70%。

2. 颜值经济时代，国产美妆逐鹿大众市场

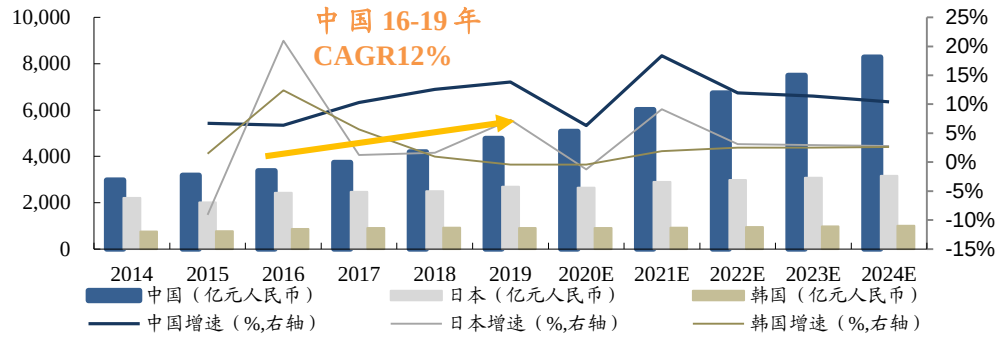
对标日韩等成熟市场，我国化妆品市场具备较强发展潜力，受益于市场结构改善、消费人群扩大及客单价提升，高景气有望持续。

2.1. 中国化妆品市场广阔，细分领域动态优化

2.1.1. 存量市场体量大，品类日趋精细化

根据 Euromonitor 统计 2019 年中国化妆品市场规模达 4777 亿元(超过日本 1.5 倍)，其预计 2024 年中国化妆品市场规模将达 8281.8 亿元（5 年 CAGR11.6%），行业发展空间广阔。

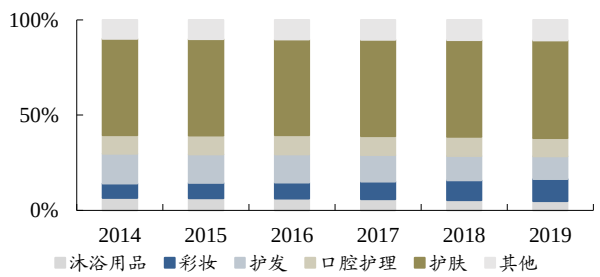
图 8：中国化妆品市场规模远超日韩



数据来源：Euromonitor，东吴证券研究所

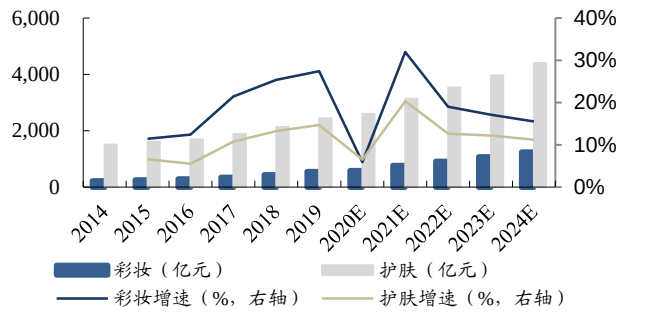
护肤市场渗透率高，彩妆品类高速增长。受国际品牌入驻及国产老品牌带动，中国护肤品发展成熟，2019 年市场规模 2444 亿元 (同比+14.7%)，占整体化妆品行业 53%。彩妆品类则处于成长早期，2019 年市场规模同比增长 27.4%至 552 亿元，增速亮眼。

图 9：护肤品占中国化妆品行业半壁江山（%）



数据来源：Euromonitor，东吴证券研究所

图 10：中国彩妆品类增速亮眼



数据来源：Euromonitor，东吴证券研究所

化妆品类目精细化，创造差异性创新空间。从补水到美白，从眼霜到唇膏，从蜜粉到定妆喷雾，护肤产品自基础护肤向功能护肤和针对性护肤延伸，彩妆则发力拓展不同色号形态，化妆品类目持续丰富，创造精细化护肤需求。根据凯度消费数据，2019 年消费者日常使用美妆类目 6.1 种，品类间需求相互独立、侧重点有所差异，易形成百花齐放的品牌竞争格局。

表 2：护肤品及彩妆需求与细分方向

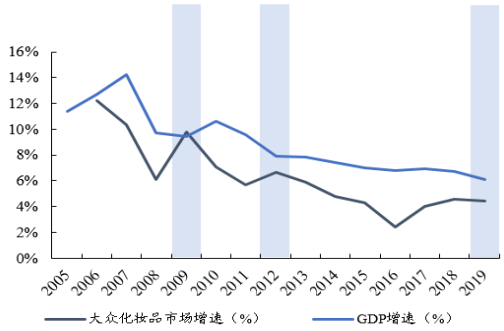
品类	常用品类	需求点	细分方向
护肤品	爽肤水、乳液/面霜、面膜、精华等	深层次作用于皮肤，注重产品成分、活性	功能细分、部位细分
彩妆	粉底、散粉/粉饼、眉笔、睫毛膏、眼线笔、口红等	侧重修饰功能，注重色彩还原度及持久性	色号细分、形态细分

数据来源：中国发展网，东吴证券研究所

2.1.2. 大众化妆品市场占主导，多层次市场结构正在成型

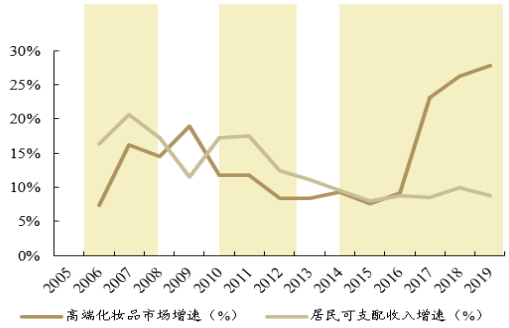
化妆品市场根据定价差异可以分为高端市场、中端市场及大众市场。大众化妆品兼具奢侈品同等愉悦效应及低价属性，经济下行时能补偿心理落差，具备较强逆周期性。据我国 GDP 增速及大众化妆品市场情况，在周期性波动上呈现显著“口红效应”。高端化妆品市场则与居民可支配收入高度相关，随着居民收入提升，高端市场有望得到扩张。**大众市场抗周期，高端市场提升天花板，形成稳健市场态势。**

图 11：经济下行阶段，大众化妆品增速上升



数据来源：Euromonitor，国家统计局，东吴证券研究所

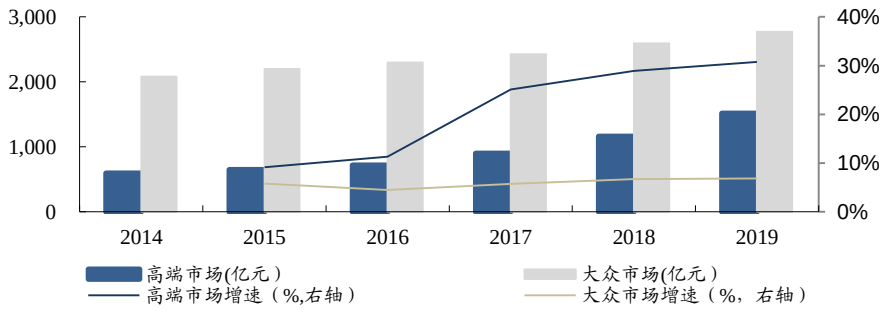
图 12：高端化妆品市场与居民可支配收入相关



数据来源：Euromonitor，国家统计局，东吴证券研究所

大众市场占比高，高端市场快速成长。Euromonitor 数据显示，2019 年中国大众化妆品市场规模 2769.8 亿元，占整体行业 58%，成为当前我国化妆品市场主力；高端市场规模 1517.9 亿元（+31%），增长亮眼。未来我国化妆品市场有望自大众市场逐步转移至高端市场，形成多层次市场供求结构，满足不同消费层级差异化需求。

图 13：2019 大众市场规模占整体化妆品行业 58%



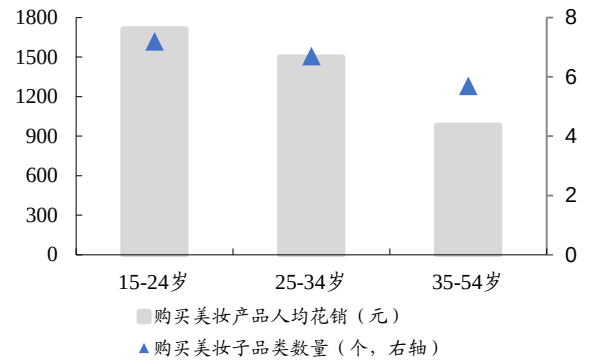
数据来源：Euromonitor，东吴证券研究所

2.2. 消费新势力崛起，打开量价成长空间

消费人群代际切换，Z 世代成为美妆消费新力量。Z 世代群体出生于 1995-2009 年，国家统计局数据显示，2018 年共计有 2.6 亿人，占总人口数 19%。社交营销及美妆 KOL 影响下，Z 世代群体化妆品需求提升。根据阿里妈妈和艾媒数据，2019 年美妆市场 Z 世代成交人群同比增长 64%，人均美妆支出金额 1713 元，与其他代际消费人群相比消费意愿最强，购买品类最丰富。

渠道下沉提升低线渗透率。电商蓬勃发展提升化妆品触达率，百货、购物中心、超市等加速向低线城市布局，下沉市场美容需求崛起。2019 年低线城市用户线上美妆消费额同比增长 38%，超一二线城市 22pct。

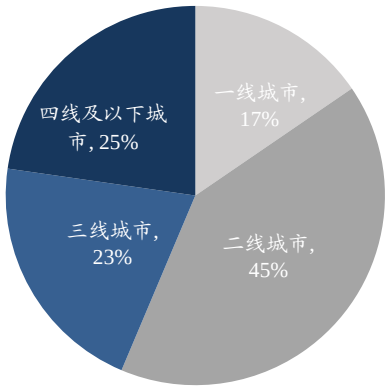
图 14：2019 年美妆消费人群中 Z 世代花销最高



数据来源：艾媒咨询，东吴证券研究所

注：此处人均花销基于美妆消费人群计算。

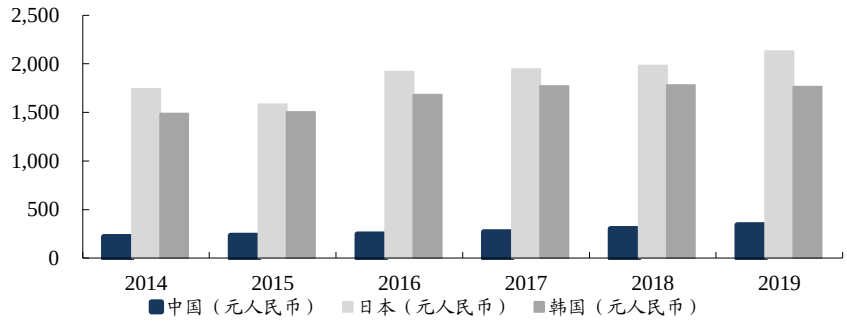
图 15：2019 年三线及以下城市化妆品消费占比 48%



数据来源：C2CC 传媒&有赞，东吴证券研究所

人均消费提升空间大，中产扩容，客单价上升可期。Euromonitor 数据显示 2019 年中国化妆品人均消费仅为 342.4 元，与日本（2129.6 元）、韩国（1763.8 元）等主要市场相比存在 5-7 倍差距，随中产阶级扩容，消费升级将带来较大增长空间。据 Sociovison 估计，2020 年中国中产阶级家庭户数将达到 1 亿，消费占比 55%（较 2015 年提升 15pct）。国民消费能力提升将打开国内化妆品市场，带动客单价和购买频次同步提高。

图 16：中国化妆品人均消费金额与日韩相比存在较大差距



数据来源：Euromonitor，东吴证券研究所

注：此处人均消费基于全国总人口数计算。

2.3. 国产替代入局大众市场，错位竞争助力突围

目前中国化妆品市场以国际品牌为主导，国产企业竞争格局尚未稳固，需要挖掘差异化细分赛道，通过错位竞争构筑独特竞争力。

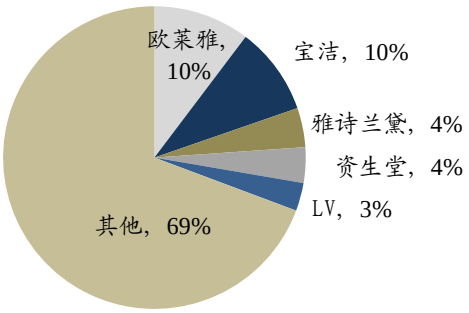
国际品牌占市场主流。国际品牌企业普遍成立时间早，有深厚产品技术及产业链经验，建立多层次品牌线及生命力持久的明星单品。而国产企业成立时间较短，品牌层次较为单一，口碑积淀不足。2019 年中国化妆品市场 top10 企业中，仅有百雀羚、伽蓝集团两家中国企业（分别位列第 8/第 9），而国际品牌欧莱雅及宝洁市场份额共计 20%，市场优势明显。

表 3：国际企业发展历史长，品牌线更丰富

企业	发展历史	旗下主要品牌	热门单品
欧莱雅	1970 年成立于法国，1996 年进入中国	共有 36 个品牌 高端品牌：HR、兰蔻、阿玛尼等 大众品牌：美宝莲、NYX 等	黑精华肌底液 ￥280/30ml
资生堂	1872 年成立于日本，1981 年进入中国	共有 25+品牌 高端品牌：资生堂、IPSA、Nars 等 大众品牌：ZA、泊美等	红腰子精华露 ￥590/30ml
珀莱雅	2006 年创立	共有 15+个品牌 大众品牌：珀莱雅、优资莱等	黑海盐泡泡面膜 ￥99.9/10 片
百雀羚	1931 年创立	共有 6 个品牌 大众品牌：百雀羚、小雀幸等	小雀幸面膜 ￥118/20 片
上海家化	1996 年成立	共有 10+个品牌 高端品牌：双妹、佰草集 大众品牌：玉泽、启初等	玉泽屏障修护保湿霜 ￥178/50g

数据来源：欧莱雅/资生堂/珀莱雅/百雀羚/上海家化官网，东吴证券研究所

图 17：2019 国内化妆品市场份额 TOP5 均为国际品牌企业

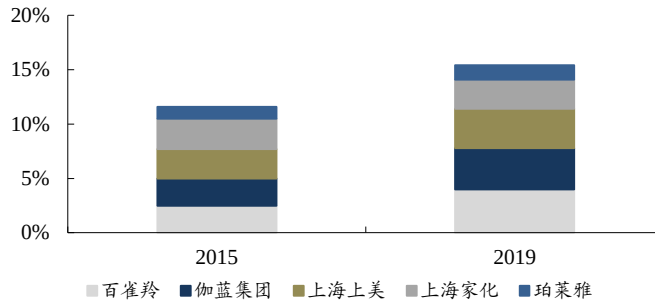


数据来源： Euromonitor，东吴证券研究所

本土龙头自大众市场入局，前景可期。国产品牌凭借低原料人工成本及供应链优势，主攻大众市场，与国际品牌形成错位竞争。2019 年中国大众化妆品市场中，国产 TOP5

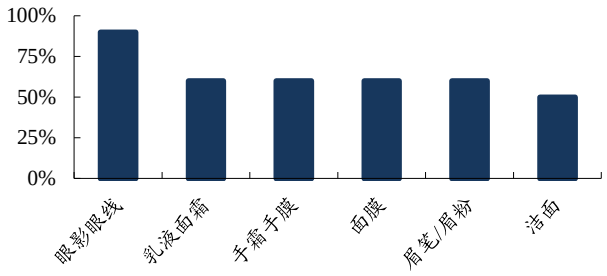
企业抢占 15.4%市场份额，国产替代渗透率逐步提升。据 QuestMobile 统计，2020 年 3 月国货关注度最高的品类主要分布在乳液、手霜等基础护肤以及单价偏低的彩妆产品，基础大众品类成为国产替代重点突围路径。

图 18：2019TOP5 国产品牌大众市场份额 15.4%



数据来源：Euromonitor，东吴证券研究所

图 19：品类关注度 TOP10 品牌中的国产渗透率（%）



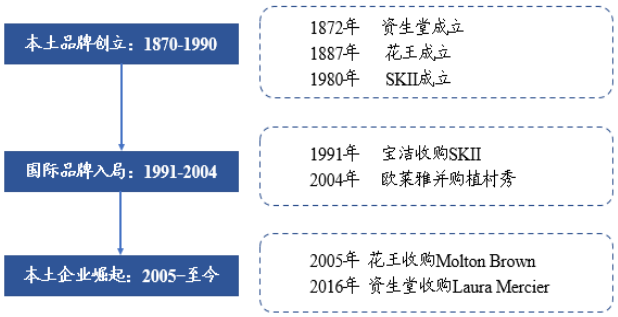
注：统计时间为 2020 年 3 月

数据来源：QuestMobile，东吴证券研究所

对比成熟化妆品市场发展路径，本土品牌企业逐步替代国际大牌是大势所趋。复盘日本化妆品市场历史，曾经历“本土品牌创立—欧美品牌抢占市场—本土品牌崛起+集团并购”三大阶段。至 2019 年，日本化妆品市场 TOP5 企业均以本土为主，资生堂及花王两大品牌份额占 27%。

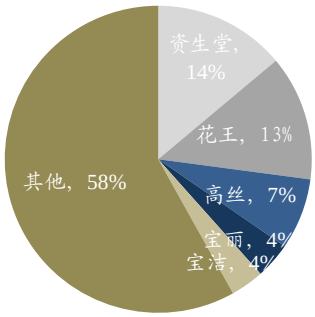
本土品牌对国内文化、肤质差异具备更精准的市场理解，并充分享受渠道优势。在新兴群体需求扩张、中产阶级崛起及客单价提升机遇下，珀莱雅等国产品牌有望自大众化妆品市场突围，逐步抢占国际企业份额。

图 20：日本化妆品产业历史



数据来源： 峰瑞资本，东吴证券研究所

图 21： 2019 日本 TOP5 化妆品企业，本土占 4 席



数据来源：Euromonitor，东吴证券研究所

3. 品牌外延+单品升级，研发生产构筑硬核后盾

3.1. 多维拓展品牌矩阵，打造全链路生态圈

品牌矩阵差异化拓展。公司通过自主孵化/外延投资/跨境代理等多种方式积极发掘新锐美妆品牌，拓展品牌矩阵。多元品牌向中高端、彩妆及洗护等领域扩张。

2020H1 彩妆新锐品牌表现突出，下半年有望持续高增。印彩巴哈为珀莱雅品牌旗下彩妆系列，据艾媒咨询统计，2020 年 3 月初抖音带货日销量最高超 5 万件，下半年将从主品牌分离，独立开设天猫旗舰店，推动公司品类从护肤过渡至彩妆。主打中国风的彩棠借助明星化妆师 IP，结合公司运营与渠道优势，7 月主推燕窝粉底液，天猫旗舰店数据显示月销达 4.3 万，市场认可度持续提升。多品牌战略助力打破单品牌瓶颈，拓宽消费者群体和产品覆盖领域，为公司可持续发展创造动力。

表 4：公司品牌矩阵多元化发展

类型	品牌	产品品类	单品价格	产品理念
自主孵化	珀莱雅	护肤品	￥38-259	海洋科技护肤
	优资莱	护肤品	￥33-358	茶养护肤；定位三四五线城市
	悦芙媞	彩妆&护肤品	￥19.9-189	年轻肌肤定制美妆；定位一二三线城市年轻群体
	韩雅	护肤品	￥39.5-263	高功能针对性护肤，轻医美风格
	猫语玫瑰	彩妆	￥ 39.9-109.9	天然玫瑰花精华基底，甜美恋爱系自然彩妆
投资/合资	缇芝 TZZ	护肤品&彩妆	￥108-338	年轻肌肤轻奢护肤品品牌
	YNM	护肤品&彩妆	￥49-79	韩系新锐平价美妆，植物精粹呈现天然化妆品
	彩棠	彩妆	￥49-209	东方色彩美学，兼具东方韵味与当代时尚的专业彩妆
	Singuladerm	护肤品	￥99-498	西班牙高端抗衰
代理	Wycon	彩妆	￥79-239	意大利开价彩妆
	I-Kami	护肤品	-	日本高端洗护品牌
	Boiron	护肤品	￥79-100	法国婴幼儿健康护理
	欧树	护肤	￥120-400	法国天然植物护肤精油品牌
	MUA	彩妆	￥30-109	英国开架彩妆
	璞医香	护肤	￥49-239	法国药妆精油品牌

数据来源：公司公告，天猫旗舰店，东吴证券研究所

品牌外部孵化平台持续推进，合伙持股全方位赋能。2020 年 5 月，珀莱雅联合天猫打造新品牌孵化基地，从供应链管理、产品设计、研发等多层面支持优质新锐品牌发展，目前已经落地杭州，招募选拔 20 个初创品牌入驻。此外，公司提出“合伙人品牌”战略，与品牌管理方联合持股，提供全面平台资源支持，并建立业绩达标触发溢价收购激励机制，培育优质潜力品牌，主要在 YNM 和彩棠等品牌推行。

设立投资基金，探索生态布局新机会。公司分别于 2018 及 2019 年出资 4470 万元及 1.35 亿元，与投资基金合作，设立湖州磐瑞实业投资合伙企业（持股 74.5%）与嘉兴沃永投资（持股 45%）。借助合作方专业投资管理经验与投后价值提升能力，未来有望继续横向扩展品牌矩阵，并向上下游纵向延伸，打造具有竞争力的全链路美妆生态圈。

3.2. 推新激发品牌势能，明星单品初战告捷

产品矩阵均衡发展，持续推出新品。珀莱雅产品全面覆盖各大主流品类，新品研发速度快。2020H1 公司推出红宝石精华、双抗精华、小云朵洁面、解渴修护面膜等新品，创收占总营收 20%+。根据天猫旗舰店数据，截至 2020 年 8 月，珀莱雅 5 个自有品牌涵盖 20 个细分品类，共计拥有 216 个产品，与御家汇相比产品品类丰富，分布更均衡。

表 5：珀莱雅自有品牌旗下产品丰富（2020 年 8 月）

珀莱雅				御家汇			
护肤&洁面		彩妆		护肤&洁面		彩妆	
细分品类	产品款数	细分品类	产品款数	细分品类	产品款数	细分品类	产品款数
面膜	29	粉底	14	面膜	97	粉底	3
精华	28	妆前	5	精华	18	妆前	4
洗面奶	26	定妆	3	洗面奶	32	定妆	2
爽肤水	26	口红	3	爽肤水	33	口红	4
面霜	22	眼影	2	面霜	13	眼影	1
乳液	21	眉笔	2	乳液	30	眉笔	1
眼霜	13	高光	1	眼霜	9	高光	0
防晒	10	眼线	1	防晒	4	眼线	0
卸妆	7	睫毛膏	1	卸妆	1	睫毛膏	1
颈霜	1	遮瑕	1	颈霜	0	遮瑕	1

数据来源：天猫旗舰店，东吴证券研究所

整合全球科研力量，联合打造极致单品。公司与国内外十余家研发机构建立战略合作，广泛集结全球顶尖生物科学家，布局抗衰市场。2020 年公司重推红宝石、双抗及时光鱼子 3 款精华和双抗小夜灯 1 款眼霜。以珀莱雅与西班牙顶级胜肽实验室 LipoTrueS.L 合作推出的红宝石精华为例，产品含 20%六胜肽及超分子维 A 醇，成分含量为雅诗兰黛纤雕精华精华两倍，价格仅为其 1/2，产品力性价比齐发力，助力珀莱雅打入精华市场。

表 6：珀莱雅精华产品成分比肩国际大牌

珀莱雅旗下产品			国际知名产品		
红宝石精华	**功能**	抗皱淡细纹，收缩毛孔，修护抗初老	**雅诗兰黛纤雕精华**	**功能**	抗老淡纹，紧致皮肤，水润焕亮
	**成分**	20%类毒素六胜肽，1%超分子 A 醇，		**成分**	10%乙酰基六肽-8 复合物
	技术	烟酰胺；超分子包裹缓释技术维持成分稳定，更温和耐受		**技术**	
	定价	￥259/30ml		**定价**	￥680/30ml
双抗精华	**功能**	抗氧抗糖，抗初老，提亮祛黄	**雅顿橘灿精华**	**功能**	抗氧，修护淡纹，焕亮年轻
	**成分**	2%高浓度 AGI 专研麦角硫因、美国		**成分**	0.5%艾地苯、Lipochroman-6、海
	技术	Cyanotech 虾青素、99%高纯度 SYMRISE 专研肌肽、BASF 专利成分 Collrepair		**技术**	藻提取复合物
	定价	￥239/30ml		**定价**	￥790/30ml

数据来源：天猫旗舰店，东吴证券研究所

高性价比精华初获成功，新品接力量价齐升。淘数据显示，2020 年 6 月红宝石精华及双抗精华 GMV 合计 1927 万，占旗舰店 GMV13.6%；7 月双抗眼霜销量 6.2 万，GMV 超 1600 万元，占旗舰店 GMV20.25%；2020 年 7 月旗舰店单品均价 135.02 元，同比提升 30.3%，精华产品推动客单价提升。

3.3. 研发团队实力卓越，需求洞察驱动精准开发

研发中心凝聚尖端人才。公司核心技术人员曾于爱茉莉、雅诗兰黛等国际知名化妆品企业任职，拥有多年产品研发经验，实力卓越。团队汇集化学、物理、植物学、香精香料、机械工程和计算机等不同学科专业人才，研发技术与国际全面接轨。2019 年公司共有研发人员 172 名，占总人数 6.1%（较 2018 年+2pct），研发人员比重稳步提升。

表 7：公司核心技术人员曾就职于国际大牌公司

姓名	职务	简介
金汉坤	研发创新中心总经理	韩国博士，曾任职爱茉莉技术研究院护肤产品首席研究员、科丝美诗护肤研究所所长，2015 年进入珀莱雅
蒋丽刚	研发创新中心 配方开发部总监	中级质量工程师，曾任职于玫琳凯（中国）及雅诗兰黛（上海），2008 年至今在珀莱雅及其前身就职
陈玉燕	研发创新中心 配方开发部经理	曾任职于台湾露丝贝儿美容用品公司及三生（中国）健康产业公司，具备多年研发部经验，2013 年进入珀莱雅
申奉受	研发创新中心 韩国研究所高级经理	韩国硕士，曾任韩国高丽雅娜及 the face shop Cometic 护肤配方工程师，2013 年进入珀莱雅

数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

创新前瞻性开发机制，紧密结合市场洞察。联合天猫推行产品试销模式，灵活设计式开发推动研发人员角色转变，公司打破不同部门职能壁垒，将销售、市场、研发和包

装设计等业务模块紧密结合，构筑以用户需求为中心的产品开发机制。

图 22：珀莱雅前瞻性设计式开发机制



数据来源：聚美丽，东吴证券研究所

3.4. 精选上游原料，自建优质产能

优质原料甄选，优势供应商长期合作。公司与全球多个国际化妆品专业研发机构建立长期合作，甄选国际优质原料，96%采用进口，产地分布欧美、日本等 20 多个国家。

自建工厂完善供应体系，智能管理提升效益。公司产品以自主生产为主，OEM 为辅（占采购额 5%以内）。自建占地 11.6 万方的湖州生产基地，引进 14 套乳化设备、35 条灌包装生产线，自建产能保障品质稳定，形成柔性生产，优化市场响应速度。

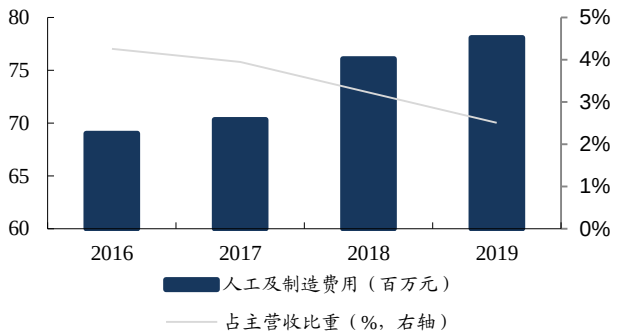
2019 年 10 月工厂运用 IPO 募投资金引进 2 条自动化生产线及配套设备并融合智能制造与 5G 技术，叠加仓储物流更新改造，据公司公告披露，在总产能不变情况下减少用工 60 人左右。公司 2019 年人工及制造费用占收入 2.5%，较 2016 年下降 1.7pct，成本控制效应显著。

图 23：工厂引进前沿设备



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

图 24：人工成本率逐步下降



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

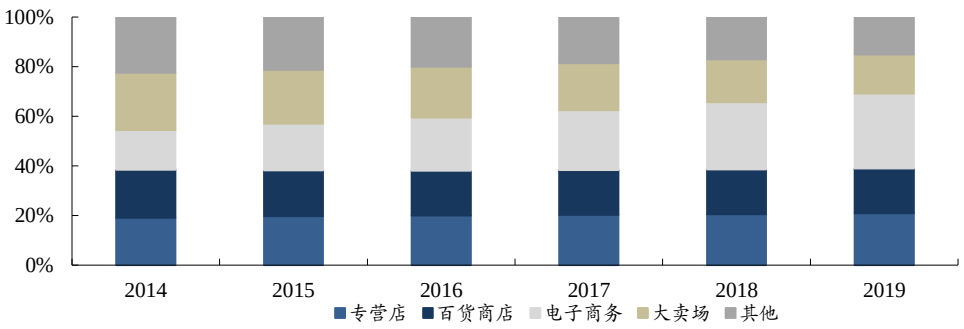
4. 自建团队尽享渠道红利，新营销赋能电商增长

公司创始人侯军呈以渠道起家，敏锐捕捉日化店/电商两轮渠道红利，打造全渠道覆盖网络。目前公司线下覆盖日化专营店/商超/单品牌店等渠道，线上包括直销/分销两种销售模式，渠道生态不断优化。2019 年公司线上渠道实现营收 16.5 亿元(同比+60.9%)，线下渠道营收 14.6 亿元，占比 47%；2020H1 受疫情冲击，线下营收 5.0 亿元（同比-29.7%），**线上渠道成为核心驱动**，营收 8.8 亿元(同比+43.9%)，收入占比上升至 63.6%。

4.1. 专业门店重要性依旧，线下维稳效果显著

线下专业门店主推服务体验，短期难被取代。化妆品具备个体差异化特征，线下专柜及专业门店依托肤质测试、护理等专业服务及开放式深度试用，成为消费者了解产品重要途径。根据 Euromonitor 统计，2014-2019 年中国化妆品百货商店和专营店渠道收入占比稳定在 38%左右，短期内难被取代。

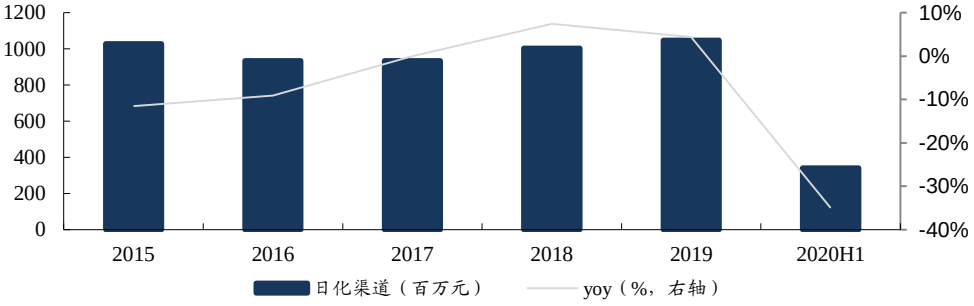
图 25：化妆品专营店及百货商店市场份额稳定（%）



数据来源：Euromonitor，东吴证券研究所

日化专营渠道维稳，探索单品牌店新渠道。公司持续对日化专营店进行渠道梳理、产品开发及会员管理战略优化，2018 年 H1 公司旗下主品牌珀莱雅日化专营店终端网点达 13000 余家，线下经销商数量 120 余家，日化渠道全年实现营收 10.03 亿，同比增速转负为正。此外，公司积极探索单品牌店新兴方式，目前单店赢利模式正逐步优化调整，试验成熟后有望广泛复制，贡献收入新驱动。

图 26：2018 年公司日化渠道恢复正增长

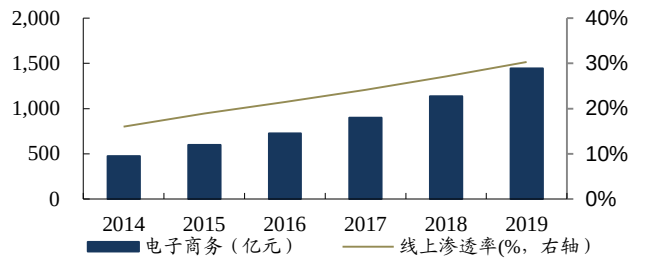


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

4.2. 受益电商崛起，精细化运营战略突围

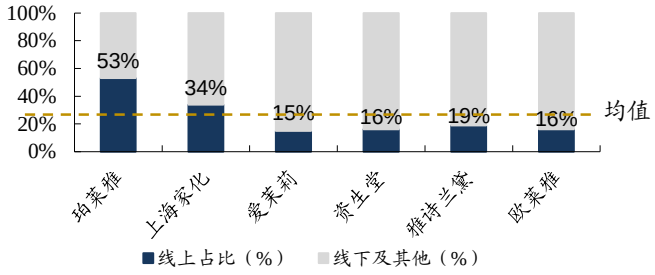
电商红利爆发，国产品牌占据先发优势。2019 年化妆品行业电商渠道销售额 1446 亿元（同比+27%），线上渗透率达 30.3%（较 2014+14.3pct）。线上渠道打破实体店空间限制，增强产品可触达性，为国货崛起及渠道下沉创造机遇。2019 年国产品牌线上化趋势领先，珀莱雅/上海家化线上占比分别高于可比公司均值 32/13pct。

图 27：中国电子商务市场份额迅速提升



数据来源：Euromonitor，东吴证券研究所

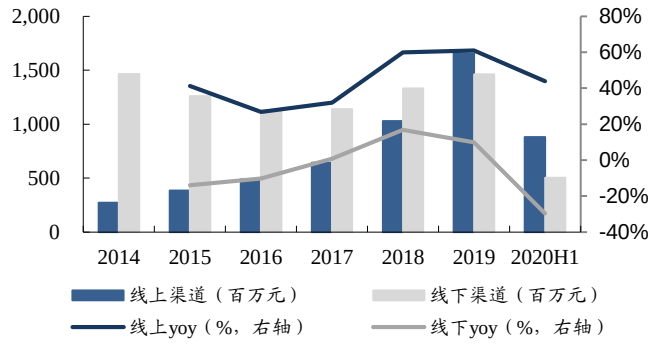
图 28：2019 珀莱雅及上海家化线上收入占比领先



数据来源：珀莱雅/上海家化/爱茉莉/资生堂/雅诗兰黛/欧莱雅公司公告，东吴证券研究所

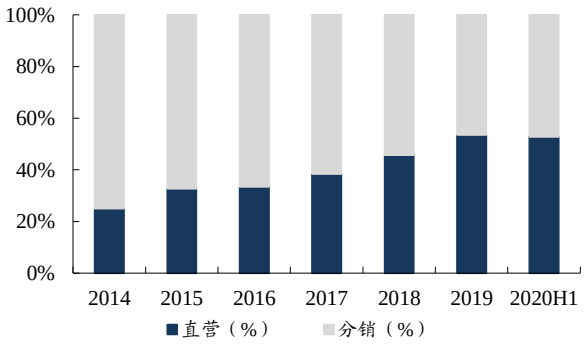
珀莱雅线上渠道增长迅速，2014-2019 年 CAGR43%。2020H1 直营/分销分别实现收入 4.6/4.2 亿元，其中直营业务占比 52.8%（较 2017H1+16.5pct）。

图 29：公司线上渠道增速远超线下



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 30：线上直营占比持续提升



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

直营分销同步发力，充分发挥平台优势。公司自 2012 年成立美丽谷，全力拓展电商渠道销售。天猫等直营平台注重新品开发及会员深度管理；京东唯品会等分销平台加强产品结构优化与专供产品推出。截至 2020 年 7 月，珀莱雅天猫旗舰店共有粉丝 1104 万，最热门产品月销量超过 13 万。

电商团队优化变革，内部运营亮点突出。2017 年公司重新组建电商团队，大力引进淘宝内容运营公司背景人才。目前公司电商团队成员 300 余人，超过 90%为 90 后，敏锐洞察年轻消费群体需求，成功捕捉“成分党”、“烟酰胺”、“安瓶”、“泡泡面膜”等市场热点。2019 年公司线上销售增速脱颖而出，分别高于上海家化及丸美 31/38pct。

表 8：珀莱雅内部电商运营模式下，2019 线上收入增速高于同行

	2019 线上收入表现			线上运营模式	
公司	线上销售占比	线上销售增速	线上直营增速	内部运营	TP 代运营
珀莱雅	53%	61%	88%	所有品牌	-
上海家化	34%	30%	-	玉泽（自 20Q1）	除玉泽外的品牌（与壹网壹创、丽人丽妆合作）
丸美	45%	23%	40%	春纪（自 20Q1）	丸美（自 2020 年 3 月与壹网壹创合作）

数据来源：珀莱雅/上海家化/丸美公司公告，东吴证券研究所

建设产品中台与平台化组织，线上运营有望持续高增。2020 年公司电商团队划分为 3 个事业群，针对成熟品牌、新锐品牌及跨境品牌精细化管理。同时推进平台化生态型组织建设，打造产品中台，搭建“大单品+爆品”新营销业务模式，有望充分提升平台运营效率，形成消费洞察与产品销售协同推进的良性循环。

4.3. 新营销拥抱年轻客群，爆品打造实现流量变现

整合营销推陈出新，多渠道触达年轻群体。公司通过跨界联名/影视植入/明星代言等方式，推进年轻化营销。2020 年 4 月，珀莱雅官宣流量明星蔡徐坤为品牌代言人，定制限量 IKUN 专属双抗精华礼盒，借助粉丝经济强势占领年轻市场。据星数统计，官宣仅一小时定制礼盒预定量达 1.9 万+，估计销售额突破 433 万，流量明星带货能力强劲。

图 31：定制限量 IKUN 专属双抗精华 PK 礼盒



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

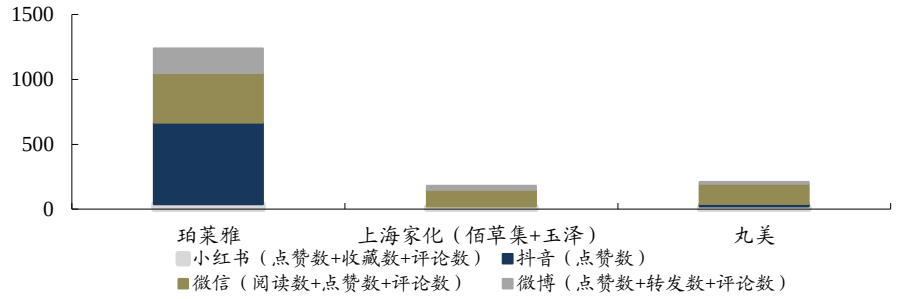
图 32：2020 年 8 月蔡徐坤代言话题阅读量达 10.4 亿



数据来源：新浪微博，东吴证券研究所

多元平台营销推动品牌占领消费用户心智，营销口碑遥遥领先。根据千瓜统计，2020 年 7 月珀莱雅在主要社交内容平台曝光量超过 1200 万次，远超上海家化及丸美。

图 33：2020 年 7 月珀莱雅在主要社交内容平台曝光量远超同行（万次）



数据来源：千瓜数据，东吴证券研究所

参股 MCN 公司，延伸内容营销产业链。2018 年公司投资互联网内容策划机构熊客传媒，2019 年投资万言传媒、麦蒂斯和宁波色古。依托全产业链内容电商服务，全面推进产品内容生产、达人匹配、销售渠道等营销环节。

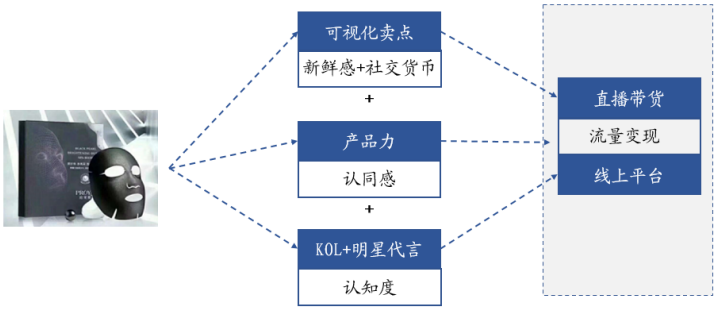
表 9：公司及其子公司积极投资营销公司

投资标的	投资情况	公司简介
熊客文化传媒（杭州）有限公司	2018 投资 300 万，持股 20%	全内容价值产业链集团熊客旗下子公司，业务包括 MCN、直播 PGC 内容、短视频制作、爆款内容打造、明星新媒体等
杭州万言文化传媒有限公司	2019 投资 350 万，持股 80%	业务包括市场营销及文化创意策划等
麦蒂斯信息科技（广州）有限公司	2019 投资 550 万	专注于女性消费行业互联网运营整合营销
宁波色古品牌管理有限公司	2019 投资 300 万，持股 35%	业务包括品牌管理与策划等

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

打造全方位营销方案，爆品快速引流变现。公司深度布局小红书、抖音等新兴平台，通过 KOL 带货及直播电商，实现精准引流与高效转化。2019 年公司推出黑海盐泡泡面膜，创下月销量破 100 万盒新纪录，打破天猫美妆历史（若按单价 99.9 元/盒计算，单品月创收近 1 亿元）。

图 34：泡泡面膜爆品打造路径



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

1）卖点出奇制胜，新观念吸引注意。泡泡面膜采用自起泡技术，发掘“贴上出泡

泡”有趣卖点，创造社交场景。产品属性本身自带流量，具备较强社交货币性和传播性；

2）产品力升华功能价值点。历经技术研发积淀，主打“三重净化”，有效解决温和性、稳泡性及保湿性等问题，过硬产品实力延长生命力；

3）内容营销+明星代言+直播带货，社交裂变引流变现。抖音/小红书/微博等平台广泛投放，叠加小鲜肉罗云熙代言与李佳琦直播带货，据抖商眼统计，2019 年 7 月泡泡面膜营销覆盖 815 个抖音 KOL，曝光度转化率双向提升。

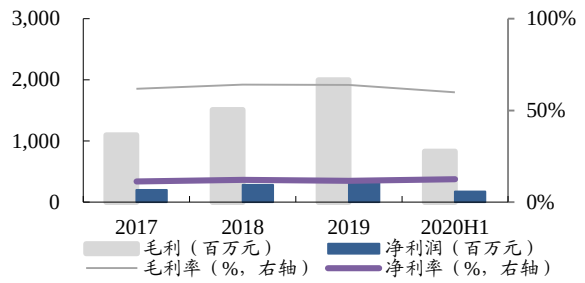
泡泡面膜营销经验提供可复制方法论，优质产品力协同现象级营销，提升爆品成功率。爆品流量私域化及精细化运营，将进一步扩大用户基础，为公司创造可持续价值。

5. 财务视角：盈利能力提升可期，高效周转 ROE 表现亮眼

5.1. 毛利率具备上升潜力，销售/研发投入激发可持续增长力

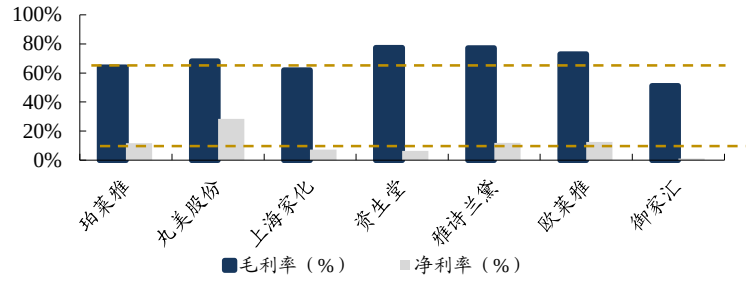
盈利能力相对稳定，毛利率随客单价提升存在上浮空间。珀莱雅 2019/2020H1 分别实现净利润 3.66/1.74 亿元，净利率 11.7%/12.5%，处于行业中游。由于产品多定位于大众市场，且以经销为主的销售渠道压缩利润空间，2019 年公司毛利率 64%，低于中高端定位的丸美及国际品牌；2020H1 疫情下低毛利面膜促销，跨境品牌代理业务占比提升，毛利率下降为 59.9%，整体费用率稳定在 47.5%左右。展望公司未来盈利能力走向，业务方面预期将向高增长、高毛利细分品类发展，打造精华类大单品，在客单价提升下毛利率有望逐步上升。

图 35：公司整体盈利水平稳定



数据来源：Choice，东吴证券研究所

图 36：珀莱雅净利率与可比公司平均水平相近（2019 年）

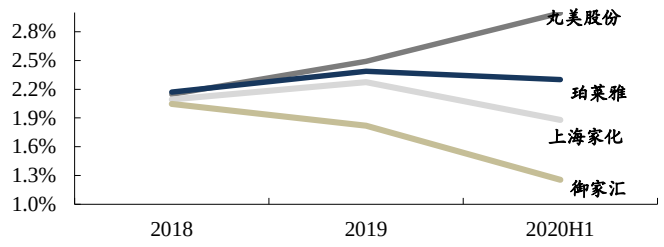


数据来源：Choice，欧莱雅公司公告，东吴证券研究所

研发投入领先行业。公司 2019/2020H1 分别支出研发费用 7460/3187 万元（同比+45.56%/10.07%）。目前珀莱雅研发支出体量处于行业中上游，在可比公司中仅次于品类更丰富、规模体量更大的上海家化。2019/2020H1 年公司研发费用率提升至 2.4%/2.3%，高于御家汇及上海家化，投入费率领先，呈现技术追赶之势。

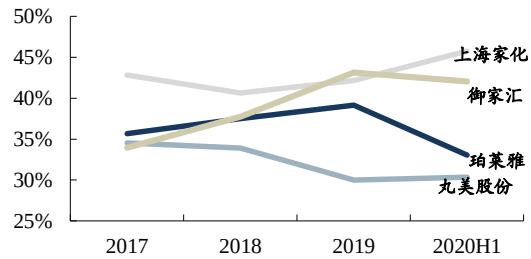
推广销售效率高，打响品牌知名度。珀莱雅 2019 年销售费用 12.2 亿元（同比+38%），其中 68%为公司形象宣传及品牌推广费，用于优化线下展示柜、终端销售网点营销推广及线上电商宣传。2020H1 销售费用率 33.0%（同比-6.36pct），主要受疫情影响差旅费等减少。公司销售费用率低于行业均值，与较强曝光量对比，营销效率较高。

图 37：2019/2020H1 珀莱雅研发费用率仅次于丸美（%）



数据来源：Choice，东吴证券研究所

图 38：珀莱雅销售费用率在行业处于中下游（%）

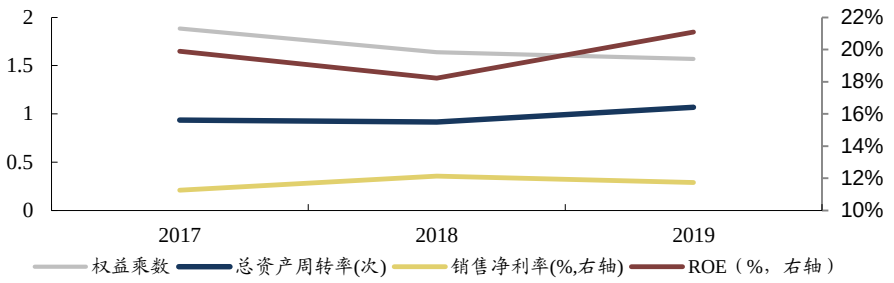


数据来源：Choice，东吴证券研究所

5.2. 受益高周转，ROE 显著提升

稳定盈利叠加周转速度加快，驱动 ROE 提升。受益于资产管理效率带动周转加快，珀莱雅 2019 年实现 ROE21.09%（+2.87pct）。

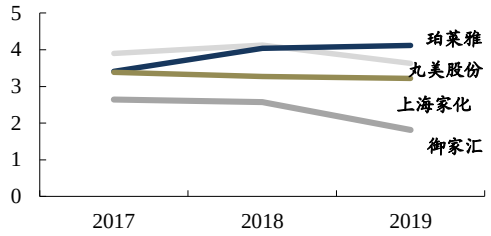
图 39：珀莱雅 ROE 快速上升



数据来源：Choice，东吴证券研究所

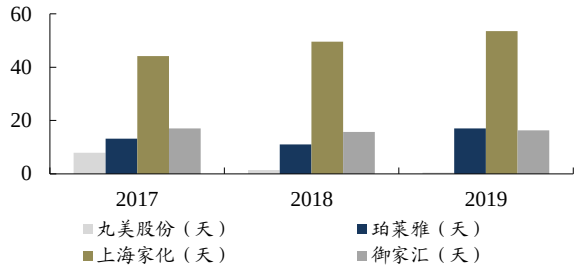
运营管理效率优势突出。公司采用国际先进仓储物流系统，存货管理效率大幅提升，2019 年存货周转率 4.1，远超同行。由于新增跨境品牌代理/京东电商分销等业务带来应收账款增加，2019 年周转天数上升至 17 天，但先款后货销售政策下，整体控制在 20 天内，与同行相比回款速度较高。

图 40：珀莱雅存货周转率远超同行（次）



数据来源：Choice，东吴证券研究所

图 41：珀莱雅应收账款周转天数控制于 20 天内



数据来源：Choice，东吴证券研究所

横向来看，珀莱雅 ROE 处于行业头部，仅次于丸美。以杜邦分析拆解，公司 2017-2019 年净利率分别为 11.3%/12.1%/11.7%，盈利能力相对稳定；总资产周转率稳步上升，2019 年达 1.07，显著高于同行；2019 年权益乘数 1.57，处于行业平均水平。稳健盈利叠加高周转，2019 年 ROE 领先同行，高于可比公司均值 8.8pct。

表 10：2019 年可比公司杜邦分析

	珀莱雅	可比公司均值	丸美股份	上海家化	御家汇
ROE（%）	**21.09%**	**12.20%**	**25.50%**	**9.20%**	**2.08%**
净利率（%）	11.73%	12.30%	28.48%	7.33%	1.10%
权益乘数	1.57	1.52	1.37	1.76	1.43
总资产周转率（次）	1.07	0.88	0.65	0.71	1.29

数据来源：Choice，东吴证券研究所

6. 盈利预测与投资评级

从公司战略布局来看：**1) 护肤类产品**：持续推行“爆品+极致大单品”策略，随品牌知名度提升，2020-2022 年产销率有望持续增长。同时公司重点布局高毛利精华，将推动护肤产品量价提升，我们预计 2020/2021/2022 年公司护肤业务营收增速将分别达 19%/30%/27%;

2) 彩妆业务: 2020 年 8 月专业彩妆工厂试生产，新增产能有望于年内释放；此外，彩棠品牌下半年将推出系列新品，预计彩妆业务将进一步放量。我们预计彩妆产能 20-22 年复合增速达 22%，产销量维持在 95%左右，2020/2021/2022 年彩妆业务营收增速分别达 58%/37%/31%;

3) 洁肤产品：假设洁肤类产品稳健增长，2020/2021/2022 年产销率分别为 91%/97%/97%，业务营收增速分别为 11%/27%/19%;

受益于高景气赛道红利及国产替代趋势，珀莱雅依托平台化灵活组织体系，推动优质产品快速更新，精细运营巩固电商优势。短期彩妆及精华品类发力，长期布局多品牌及全链路外延矩阵，有望实现稳定高速增长。

我们预计公司 2020-2022 年营收分别为 37.5/48.6/61.5 亿元，同比增长 20.0%/29.8%/26.5%，归母净利润分别为 4.7/6.0/7.5 亿元，同比增长 18.8%/29.3%/24.6%。当前股价对应动态 PE 为 65/50/40，PEG 分别为 3.5/1.7/1.6。公司处于高速发展期，借助优质产品力和强大渠道力，叠加品牌及上下游扩张计划，龙头有望持续受益行业发展红利，长线看好公司前景，首次覆盖给予“增持”评级。

表 11：收入分部预测

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	**3123.52**	**3748.73**	**4864.42**	**6154.31**
yoy（%）	*32.3%*	*20.0%*	*29.8%*	*26.5%*
归属于母公司净利润(百万元)	**392.68**	**466.58**	**603.11**	**751.34**
yoy（%）	*36.7%*	*18.8%*	*29.3%*	*24.6%*
护肤类（百万元）	**2675.67**	**3176.70**	**4125.60**	**5242.42**
yoy（%）	*25.6%*	*18.7%*	*29.9%*	*27.1%*
单价（元/支）	24.85	26.10	27.66	29.32
yoy（%）	*-9.3%*	*5.0%*	*6.0%*	*6.0%*
产量（百万支）	107.26	122.50	142.90	164.98
yoy（%）	*24.9%*	*14.2%*	*16.6%*	*15.5%*
销量（百万支）	107.66	121.73	149.14	178.79
yoy（%）	*38.5%*	*13.1%*	*22.5%*	*19.9%*
产销率（%）	*100.4%*	*99.4%*	*104.4%*	*108.4%*
洁肤类（百万元）	**235.17**	**261.07**	**332.39**	**395.27**
yoy（%）	*17.1%*	*11.0%*	*27.3%*	*18.9%*

单价（元/支）	19.57	20.16	20.76	21.39
yoy（%）	*15.5%*	*3.0%*	*3.0%*	*3.0%*
产量（百万支）	12.40	14.16	16.52	19.07
yoy（%）	*0.3%*	*14.2%*	*16.6%*	*15.5%*
销量（百万支）	12.02	12.95	16.01	18.48
yoy（%）	*1.4%*	*7.8%*	*23.6%*	*15.5%*
产销率（%）	*96.9%*	*91.5%*	*96.9%*	*96.9%*
美容（彩妆）类（百万元）	**164.94**	**260.96**	**356.43**	**466.63**
yoy（%）	*482.4%*	*58.2%*	*36.6%*	*30.9%*
计算单价（元/支）	27.78	30.28	31.79	33.38
yoy（%）	*0.3%*	*9.0%*	*5.0%*	*5.0%*
产量（百万支）	6.60	9.02	11.73	14.63
yoy（%）	*868.1%*	*36.6%*	*30.1%*	*24.7%*
销量（百万支）	5.94	8.62	11.21	13.98
yoy（%）	*480.8%*	*45.2%*	*30.1%*	*24.7%*
产销率（%）	*89.9%*	*95.6%*	*95.6%*	*95.6%*
其他类（百万元）	**40.67**	**50.00**	**50.00**	**50.00**

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

注：2019 年品类单价根据公司披露的经营数据，利用营收/销量计算得出。

表 12：可比公司估值（百万元）

	2019A		2020E				2021E			
	归母净利	yoy	归母净利	yoy	PE	PEG	归母净利	yoy	PE	PEG
珀莱雅	**392.7**	**36.7%**	**466.6**	**18.8%**	**65.0**	**3.5**	**603.1**	**29.3%**	**50.3**	**1.7**
丸美股份	514.9	24.0%	596.4	15.8%	44.5	2.8	710.9	19.2%	37.4	1.9
上海家化	557.1	3.1%	414.7	-25.6%	62.6	(2.4)	539.1	30.0%	48.1	1.6
御家汇	27.2	-79.2%	95.7	251.5%	72.8	0.3	163.3	70.7%	42.7	0.6
可比平均		-17.4%		80.6%	60.0	0.2		40.0%	42.7	1.4

数据来源：Choice，东吴证券研究所

注：上海家化/御家汇数据来自 Choice 一致预测，珀莱雅/丸美股份数据为东吴证券研究所测算

7. 风险提示

疫情反复与防控影响线下销售及跨境代理。目前世界疫情尚未得到完全控制，一方面消费需求受抑制，线下分销及零售商正常经营可能受影响；另一方面疫情蔓延及防控措施实施，对公司跨境品牌代理及境外原料供应存在阻碍因素；

新品牌孵化风险。公司大力拓展新品牌，可能存在孵化平台投入大，国际化管理经验不足，孵化结果不达预期等问题；

新品类拓展及线上营销不及预期。化妆品行业爆品出现往往伴随不确定性，营销效果可能不达要求，品类业绩不达预期；

单品牌店经营绩效不及预期。单品牌店新零售模式处于运营初期，存在把控不足、业绩不佳可能。

珀莱雅三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	**1,913**	**2,518**	**3,003**	**3,578**
现金	1,247	1,991	2,262	2,727
应收账款	198	159	189	303
存货	314	324	468	503
其他流动资产	154	45	84	45
非流动资产	**1,066**	**1,102**	**1,102**	**1,098**
长期股权投资	15	23	32	40
固定资产	550	623	672	715
在建工程	32	50	50	50
无形资产	329	276	222	166
其他非流动资产	141	130	127	127
资产总计	**2,979**	**3,620**	**4,105**	**4,676**
流动负债	**874**	**1,190**	**1,361**	**1,554**
短期借款	129	0	0	0
应付账款	347	603	760	949
其他流动负债	398	587	601	605
非流动负债	**35**	**23**	**22**	**22**
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	35	23	22	22
负债合计	**909**	**1,212**	**1,384**	**1,576**
少数股东权益	40	30	20	10
归属母公司股东权益	2,030	2,378	2,701	3,090
负债和股东权益	**2,979**	**3,620**	**4,105**	**4,676**

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	236	1,083	569	830
投资活动现金流	-55	-17	-43	-33
筹资活动现金流	-209	-321	-256	-332
现金净增加额	-28	744	271	465
折旧和摊销	75	69	46	48
资本开支	164	49	-2	-13
营运资本变动	-267	597	-42	82

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	**3,124**	**3,749**	**4,864**	**6,154**
减:营业成本	1,126	1,339	1,704	2,137
营业税金及附加	28	34	44	55
营业费用	1,223	1,451	1,965	2,523
管理费用	195	360	394	505
财务费用	-9	-19	-24	-31
资产减值损失	-27	14	26	34
加:投资净收益	2	9	9	9
其他收益	0	0	0	0
营业利润	**462**	**579**	**765**	**941**
加:营业外净收支	-5	-2	-2	-3
利润总额	**456**	**577**	**763**	**938**
减:所得税费用	90	121	170	197
少数股东损益	-26	-10	-10	-10
归属母公司净利润	**393**	**467**	**603**	**751**
EBIT	442	553	742	913
EBITDA	517	622	787	961

重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
每股收益(元)	1.95	2.32	3.00	3.73
每股净资产(元)	10.08	11.81	13.42	15.35
发行在外股份(百万股)	201	201	201	201
ROIC(%)	15.7%	18.2%	21.2%	23.2%
ROE(%)	17.7%	19.0%	21.8%	23.9%
毛利率(%)	64.0%	64.3%	65.0%	65.3%
销售净利率(%)	12.6%	12.4%	12.4%	12.2%
资产负债率(%)	30.5%	33.5%	33.7%	33.7%
收入增长率(%)	32.3%	20.0%	29.8%	26.5%
净利润增长率(%)	36.7%	18.8%	29.3%	24.6%
P/E	77.24	65.01	50.29	40.37
P/B	14.94	12.76	11.23	9.82
EV/EBITDA	56.60	45.63	35.72	28.75

数据来源：贝格数据，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址： http://www.dwzq.com.cn