深度研究

公司研究

证券研究报告

推荐 （首次）

风险评级：中风险

国货黄金期正当时 大步迈向年轻化多品牌美妆集团

珀莱雅（603605）深度报告

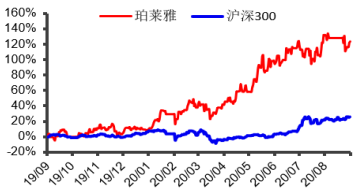
2020 年 9 月 3 日

魏红梅
SAC 执业证书编号：
S0340513040002
电话：0769-22119410
邮箱：whm2@dgzq.com.cn

研究助理：雷国轩
SAC 执业证书编号：
S0340119070037
电话：0769-23320072
邮箱：
leiguoxuan@dgzq.com.cn

主要数据	2020 年 9 月 2 日
收盘价(元)	179.69
总市值（亿元）	361.18
总股本(亿股)	2.01
流通股本(亿股)	0.62
ROE（TTM）	18.93%
12 月最高价(元)	189.22
12 月最低价(元)	76.77

股价走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind

相关报告

化妆品专题报告：行业景气度高，静待国货破茧成蝶

投资要点：

- **公司是国内首家纯美妆上市公司**。主品牌珀莱雅定位海洋护肤，2019年占营收85%，16-19年CAGR为15.63%，增速稳定；其他小品牌占营收15%，16-19年CAGR为24.64%，增速远超主品牌成为营收增长的新因素。公司正以多品牌、多品类、多渠道、多模式发展，目标是生态化、平台化、国际化、年轻化、数据化的美妆集团，发展战略清晰助高成长。2019年、2020年H1营收分别为31.24、13.84亿元，同比+32.28%、+4.26%，跑赢行业增速。归母净利润分别为3.93、1.79亿元，同比+36.73%、+3.10%。公司Q1业绩受疫情拖累，Q2业绩已恢复双位数增速。

- **作为大众护肤新龙头，公司核心竞争力是日益强大的品牌力**。从产品端来看，公司高研发投入，2019年研发费用率2.39%，连续两年领先业内可比对手；公司产品自产为主，且以人气有效成分背书，质量和效果有所保证，是年轻消费者心目中的“国产平替”。从渠道端来看，公司管理层的CS渠道的经验和人脉资源丰富，线下CS渠道依然保持越稳定增速，线上渠道转型已基本成型，线上渗透率超过53%，成为收入新驱动。从营销端来看，公司有年轻化的电商运营团队，紧贴潮流风向，已成功孵化不少爆品，比如，2019年的泡泡面膜等，复制性高的营销组合拳为后续产品的销量提供良好的保证。

- **我国化妆品市场规模大高增速，未来仍有增长空间。**据欧睿国际数据，我国化妆品市场容量巨大，2019年市场规模达到4,777亿元，过去10年，CAGR达到9%，增长速度远甩发达国家。我国化妆品行业CR10化妆品公司约41%，行业集中度以及人均化妆品消费水平尚有成长空间。

- **投资建议：首次覆盖，给予“推荐”评级。**公司以海洋护肤为切入点，主打大众护肤市场。化妆品行业赛道好，我国人均化妆品消费水平有望向发达市场靠拢，公司集中度也仍有成长空间。公司作为大众化妆品的龙头企业，未来有望享受行业增长红利。展望未来，公司增长的驱动力在于，第一，公司已突破单一品牌的瓶颈，主品牌稳定增长的同时孵化小品牌，未来业绩天花板高。第二，公司管理层行业经验丰富，做事具有前瞻性，且积极聘请业内翘楚，提升公司在国内美妆行业地位，加强品牌张力。第三，公司以产品为核心，重视研发，围绕消费者潮流风向精准营销，后续产品销量有保障。第四，公司积极布局彩妆板块，多个品牌现已初现成效，未来增长可期。公司身处景气度高的化妆品行业，公司战略定位清晰，有望维持高成长，因此，我们预计公司2020-2021年EPS分别为2.45元和3.46元，目前股价对应PE分别为73.31倍和51.91倍。

- **风险提示：**市场竞争加剧、经销商管理风险、品牌形象维护风险、产品质量问题引起的诉讼、处罚和品牌受损风险等。

本报告的信息均来自已公开信息，关于信息的准确性与完整性，建议投资者谨慎判断，据此入市，风险自担。

目　录

1．公司概况 4
1.1 公司发展历程：深耕大众护肤市场 先瞻性目光抢占资本市场先机 4
1.2 公司主营业务：围绕“海洋”护肤理念打造护肤品牌矩阵 4
1.3 公司收入构成：小品牌和电商渠道增长快 6
1.4 公司渠道模式：渠道模式多样化助快速扩张 直营电商持续高增长 7
1.5 公司生产模式：以自主生产为主 生产基地向自动化和智能化发展 9
1.6 股权结构：家族企业 股权激励充分 11
2. 化妆品行业分析 13
2.1 行业市场空间：全球化妆品市场容量大 中国市场位列前排 13
2.2 行业竞争格局：市场集中度尚有提升空间 大众市场竞争激烈 16
2.3 行业发展趋势：政策红利和低线城市消费升级引领行业良好发展 17
3．公司竞争对手及竞争优势 20
3.1 公司主要竞争对手：与同业可比对手定位略有重合 竞争激烈 20
3.2 公司竞争优势： 研发能力高 线上渗透率高 营销手段可复制性高 21
3.3 公司财务指标：业绩增速迅猛 盈利能力持续改善 27
4. 投资建议 30
5. 风险提示 31

插图目录

图 1：公司历史沿革 4
图 2：与法国专业机构成为战略合作方 5
图 3：logo 的更改反映珀莱雅坚定“海洋”护肤理念 5
图 4：优资莱单品牌店门面以绿色为主，释放天然养肤的品牌理念。 5
图 5：2019 年公司护肤类产品占比最大 6
图 6：珀莱雅作为核心品牌占比大 6
图 7：公司小品牌营收增速亮丽 7
图 8：公司电商渠道占比逐年增加 7
图 9：公司近三年电商渠道保持 60%的高增速 7
图 10：公司销售体系 8
图 11：直营占线上收入比例呈上升趋势 9
图 12：直营占比高提升线上渠道毛利率 9
图 13：历年来的产能利用率保持在 78%以上 9
图 14：公司推行自动化生产，生产人员占比逐年下降 9
图 15：2019 年公司存货周转速度领跑同行业可比的对手 11
图 16：公司股权较为集中 12
图 17：全球化妆品市场呈缓慢增长趋势 13
图 18：我国化妆品市场位居世界第二且增速最明显 13
图 19：我国化妆品市场正以高速增长 14
图 20：2017 年起化妆品增速超出旅游业和批发零售 14
图 21：护肤品是我国化妆品市场最主要的构成成分 14
图 22：彩妆成为我国化妆品行业增长的主要驱动力 14
图 23：大众市场占超过一半的我国化妆品市场 15

图 24：高端市场的增速较明显 15
图 25：我国化妆品当月累计零售额（亿元） 15
图 26：化妆品行业从新冠疫情影响中恢复较快 15
图 27：我国人均化妆品消费水平较其他国家低 16
图 28：中国与美日两国的 CR10 化妆品公司 16
图 29：2019 年化妆品市场 CR10 集中度 （%） 16
图 30：公司在护肤品市场排名前五强 21
图 31：公司研发费用率高于同行（%） 22
图 32：公司获得专利数量超出同行（项） 22
图 33：2018 年一月公司成立博士后工作站 22
图 34：公司的线上渗透率高于同业可比对手 25
图 35：深圳海洋主题的地铁 26
图 36：新代言人蔡徐坤庆生主题的线下专柜 26
图 37：公司营收规模位居前列（亿元） 27
图 38：公司营收增速稳步加快（%） 27
图 39：公司归母净利润排名居中（亿元） 27
图 40：公司归母净利润保持高增速 （%） 27
图 41：公司毛利率排名居中（%） 28
图 42：公司净利率稳中有升（%） 28
图 43：公司销售期间费用率改善明显 （%） 29
图 44：存货周转天数 29
图 45：应收账款周转天数 29
图 46：经营活动的现金流量净额/营业利润环比下降 30
图 47：现金流量利息保障倍数位列前排 30

表格目录

表 1：公司品牌和产品梳理 5
表 2：国内品牌的单品牌店数量远超国外品牌 8
表 3：公司每年持续优化供应链管理系统 10
表 4：股权激励计划对象均为核心管理人员 12
表 5：2018 年和 2019 年公司业绩均超出激励计划考核标准 13
表 6：我国 CR20 化妆品公司 17
表 7：我国 CR20 化妆品品牌 17
表 8：中国化妆品行业相关政策梳理 18
表 9：业内可比对手概况 21
表 10：公司产品与国际品牌产品对比 23
表 11：本土品牌的电商运营方式大多以代运营为主 26
表 12：珀莱雅在小红书的关注度相当高 26
表 13：公司盈利预测简表（2020/9/2） 31

1. 公司概况

1.1 公司发展历程：深耕大众护肤市场 先瞻性目光抢占资本市场先机

公司是国内首家上市的美妆企业。公司的历史沿革可以分为四个阶段，分别是初创阶段（2003 年-2007 年）、“二次创业”阶段（2008 年-2011 年）、稳步发展阶段（2012 年-2016 年）、快速扩张阶段（2017 年-至今）。核心品牌珀莱雅正式创建于 2003 年，截至 2007 年，营销网点已达到 20000 个，销售布局遍布 31 个省市，为企业后面的成长奠定基础。2008 年起，公司逐渐确定企业核心战略方向，走向品牌化经营，期间初步形成了珀莱雅、优资莱、韩雅、悠雅等在内的核心品牌矩阵。2016 年开始冲击 A 股，2017 年，珀莱雅正式在上交所主板上市，成为首家上市美妆公司。

图 1：公司历史沿革



资料来源：公司招股书，东莞证券研究所

1.2 公司主营业务：围绕“海洋”护肤理念打造护肤品牌矩阵

公司是多品牌多渠道发展的大众护肤新巨头。公司专注于化妆品的研发、生产和销售，目前旗下拥有“珀莱雅”、“优资莱”、“韩雅”、“悠雅”、“猫语玫瑰”“悦芙媞”等品牌，产品覆盖护肤品、彩妆、清洁洗护、香薰等化妆品领域，满足不同年龄、偏好的消费者需求，构建了覆盖日化专营店、百货商场、超市和电子商务的多渠道销售网络。据欧睿国际数据显示，2019 年公司占国内护肤品市场的 1.4%，在国产品牌里排名第 6。

公司品牌矩阵日益完善，品牌各具差异化形象。公司主打大众市场，在旗下品牌产品价格段接近的情况下，公司擅长打造差异化的品牌形象，帮助公司内部品牌在不同地细分市场快速发展，同时地，也避免了形象重叠而导致客群分流。在主品牌珀莱雅上，公司不断地拉升 “海洋”护肤的品牌形象，致力树立自己在“海洋”护肤领域上的权威。2019 年 3 月，公司从产品研发为卖点，成立海洋护肤研究中心，同时还正式宣布与两家尖端海洋生物技术研究院:“法国海洋生物技术专家”CODIF 和“法国国家海藻研究机构”CEVA

的战略合作关系。同年 8 月，公司更是从品牌形象宣传上下功夫，把“珀莱雅海洋”更改为“海洋珀莱雅”，“海洋”二字被着重提前，加重“海洋”的核心理念。针对其他品牌，公司也打造了差异化的品牌形象。比如，优资莱主打以茶为原料，主打“天然好茶，茶养美肌”的护肤概念，2017 年起，优资莱的渠道战略开始发生明显转变，开始通过加盟模式大力铺设单品牌店，加强消费者对品牌形象的认知。

表 1：公司品牌和产品梳理

品牌	品牌理念	产品品类	销售渠道	价格区间
珀莱雅	海洋护肤	护肤品	全渠道	50-250 元
优资莱	茶养护肤	护肤品、彩妆	单品牌店、电商	30-350 元
韩雅	高性能护肤	药妆类护肤品	电商、CS、KA	50-300 元
悠雅	时尚轻彩妆	彩妆	电商、CS、KA	20-200 元
猫语玫瑰	少女甜美恋爱系彩妆	彩妆	电商	40-110 元
悦芙媞	“自然、纯真、现代、有趣” 的韩系风格	护肤品、彩妆	单品牌店、电商	20-200 元

资料来源：公司招股说明书，公司官网，东莞证券研究所

图 2：与法国专业机构成为战略合作方



资料来源：公司官网， 东莞证券研究所

图 3：logo 的更改反映珀莱雅坚定“海洋”护肤理念



资料来源：公司官网， 东莞证券研究所

图 4： 优资莱单品牌店门面以绿色为主，释放天然养肤的品牌理念。



资料来源：品观网，东莞证券研究所

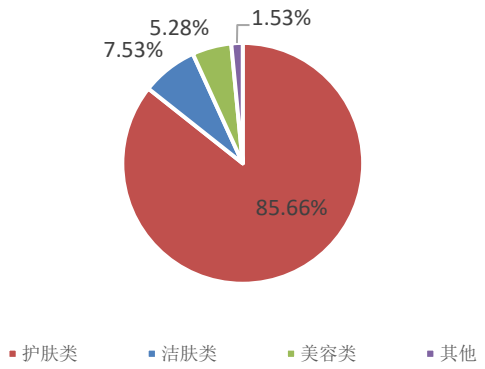
1.3 公司收入构成：小品牌和电商渠道增长快

从分类来看，公司彩妆类产品高增长。从产品分类来看，2019 年公司主营业务中护肤类、洁肤类、美容类分别占营收 85.66%、7.53%、5.28%，且护肤品占比近三年来没有太大变动，护肤品占营收比例均高于 85%。美容类（即彩妆类）产品近三年则快速增长，2017 年仅占比 1.11%，到 2019 年翻了 5 倍，反映了公司持续向多品类发展的战略方向。

从品牌来看，公司小品牌增速高于主品牌。公司旗下除了拥有主品牌珀莱雅以外，还通过内生研发、控股、代理等多种方式加速丰富品牌矩阵。珀莱雅 2019 年实现营收 25.56 亿元，占比 85.21%，占比略下降；其他品牌 2019 年实现营收 4.61 亿元，占比 14.79%，占比逐年上升。从成长速度来看，2016-2019 年，珀莱雅和其他品牌复合增速分别 15.63%、24.64%。参考欧莱雅等海外知名化妆品集团，公司也逐渐减少对主品牌的依赖，不断优化品牌结构以提高抗风险能力。

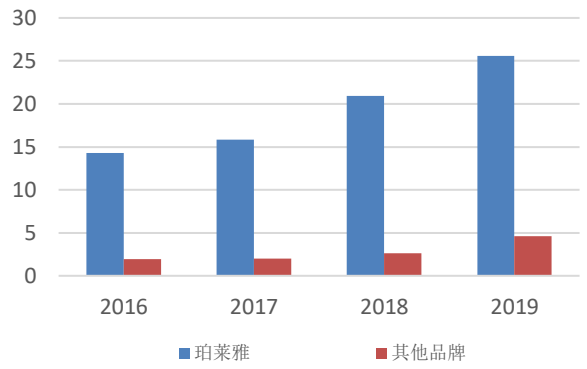
从渠道来看，电商渠道持续保持高增长。公司布局的销售渠道全面，覆盖了电商、CS、KA、单品牌店，2019 年电商、CS 和其他线下渠道分别实现了 16.55 亿元、10.47 亿元、4.15 亿元，电商渠道的增速最快，连续三年维持在 60%左右；CS 渠道增速放慢，2019 年同比增速不足 5%。线下的商超渠道同比略下滑，单品牌店同比持平。

图 5：2019 年公司护肤类产品占比最大



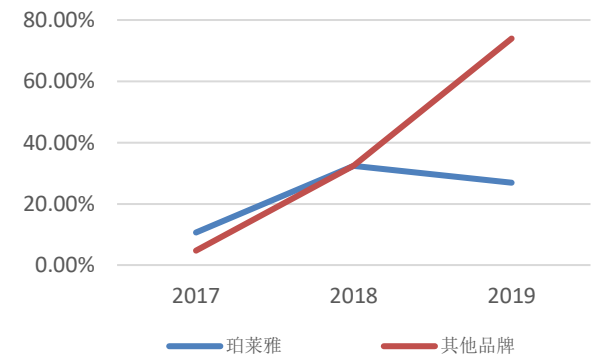
资料来源：公司公告，东莞证券研究所

图 6：珀莱雅作为核心品牌占比大



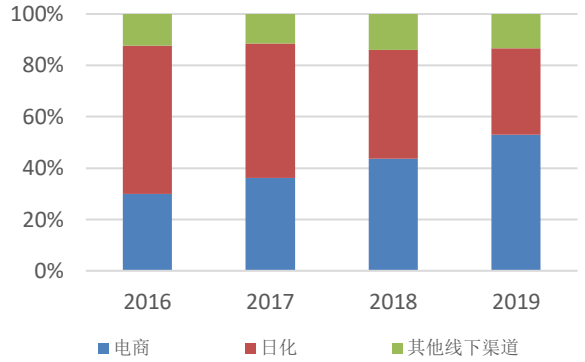
资料来源：公司公告，东莞证券研究所

图 7：公司小品牌营收增速亮丽



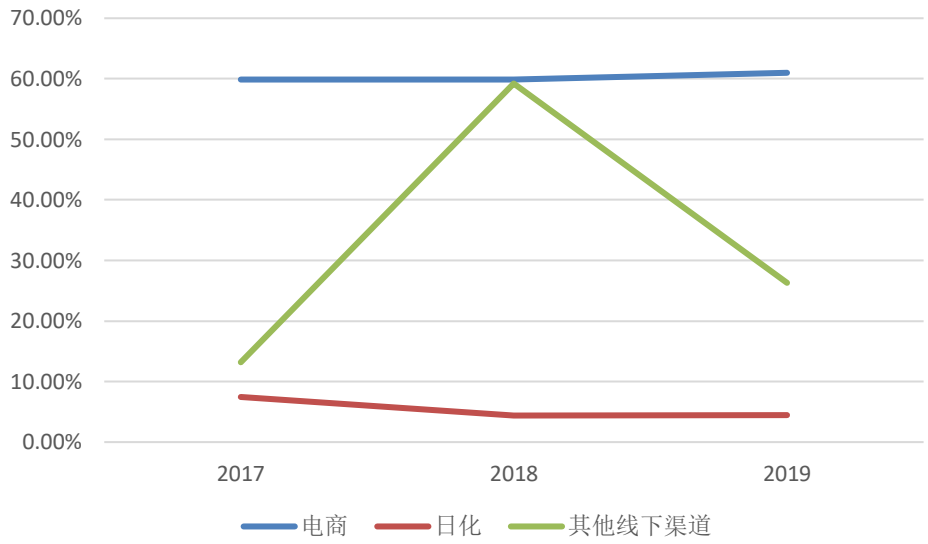
资料来源：公司公告， 东莞证券研究所

图 8：公司电商渠道占比逐年增加



资料来源：公司公告， 东莞证券研究所

图 9： 公司近三年电商渠道保持 60%的高增速

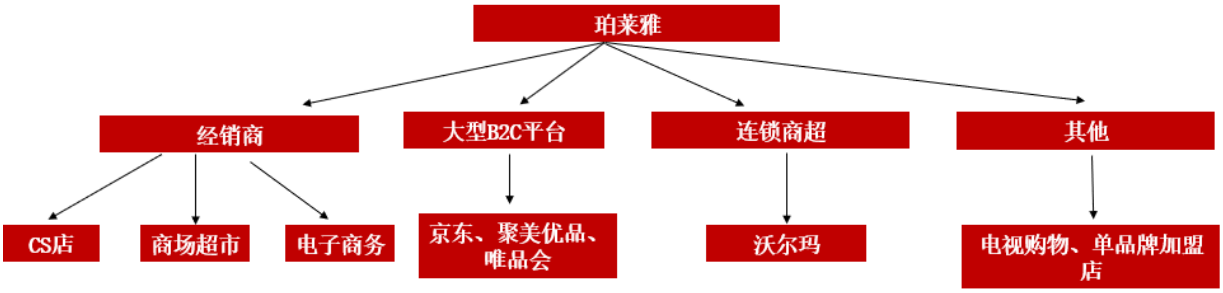


资料来源：公司公告，东莞证券研究所

1.4 公司渠道模式：渠道模式多样化助快速扩张 直营电商持续高增长

公司在全渠道布局的基础下，加快布局直营渠道。从渠道分布上，因公司创始人过去在经销渠道具备丰富的行业经验，以致公司早期渠道布局也是始于经销商。参考公司过去四年的渠道营收占比，我们可以发现经销商的比例大约在 60%-80%区间内，且有下降趋势，据测算，2019 年，公司经销商营收占比 63.12%，主要原因在于公司近年来致力优化经销商结构，因上市也与一部分关联经销商终止合作。并且，公司也大力发展直营渠道，包括单品牌店和直营电商。在拓展单品牌店时，公司更是运用阿米巴经营管理模式和加盟的方式在短时间内加快展店速度。

图 10：公司销售体系



资料来源：公司招股书，东莞证券研究所

（1） 单品牌店

单品牌店比传统线下渠道具有体验好、复购率高的优势。在国内行业中，近几年“悦诗风吟”等韩系品牌铺设单品牌店获得相当不错的口碑和影响，国产品牌开始纷纷效仿。单品牌店的优势在于注重体验、能直接触达消费者、且有效地为线上引流，有利于塑立国产品牌中很缺乏的品牌粘性。国际品牌的单品牌店大多位于一二线城市，本土品牌则大多设于三四线城市和乡镇地区，形成区域上的差异化。本土品牌中，植物医生率先以规模先行，通过大量铺设店铺加快布局销售渠道，它拥有单品牌店 2500 家。

表 2：国内品牌的单品牌店数量远超国外品牌

类别	品牌	单品牌店数量
本土品牌	植物医生	2500
	婷美小屋	1000
	林清轩	417
	膜法世家	210
欧美品牌	欧舒丹	200
	馥蕾诗	49
韩系品牌	悦诗风吟	400
	菲诗小铺	357

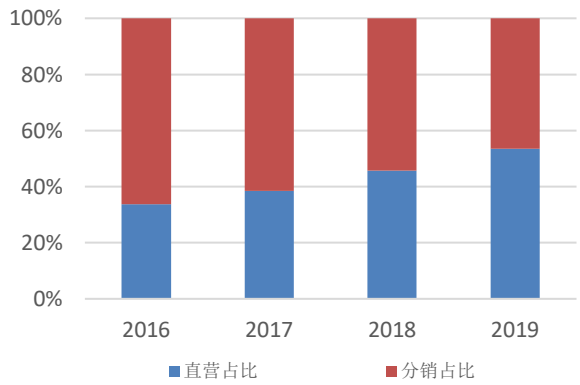
资料来源：亿邦动力研究，东莞证券研究所

借力单品牌店为小品牌快速展店。当前，珀莱雅的单品牌店主要是针对于优资莱和悦芙媞两个品牌。优资莱是公司旗下第二大品牌，以天然茶养护肤为品牌理念，目标客群是三四线城市的消费者。2017 年起，公司对优资莱的销售策略进行调整，单品牌店以健与美智慧的门店新模式叠加加盟模式扩张。在仅仅布局一年左右，优资莱的单品牌店已经达到 126 家，开店速度极为迅速。截至今年 8 月，优资莱的单品牌门店数量为 571 家。另外，悦芙媞创立于 2016 年，定位一二线城市的韩系护肤品牌，以直营为主，加盟为辅的合作方式。截至 2018 年，悦芙媞单品牌店开店数量也有 30 多家。

（2） 直营电商

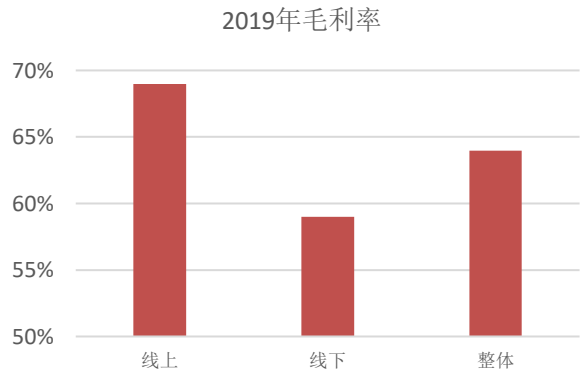
直营电商渠道拉动线上收入增长和毛利提高。2019 年，公司线上直营、分销（经销）渠道分别达到 8.86、7.69 亿元，分别占线上渠道总收入的 53.53%、46.47%。相比 2016 年，线上直营、分销渠道分别 1.65、3.23 亿元，分别占线上渠道总收入 33.78%、66.20%。线上渠道的直营比例日益上升，2019 年已经超过分销的收入。从增长速度来看，2016-2019 年，直营收入复合增速达到 52.32%，远远高于分销收入复合增速（24.26%）。从毛利来看，过去线上分销渠道让利经销商，导致毛利率略低。2019 年，公司线上因直营占比逐渐提高，毛利率大约为 69%左右，相比线下渠道，毛利率因供货经销商，毛利率略低，大约为 59%。

图 11：直营占线上收入比例呈上升趋势



资料来源：公司公告， 东莞证券研究所

图 12：直营占比高提升线上渠道毛利率



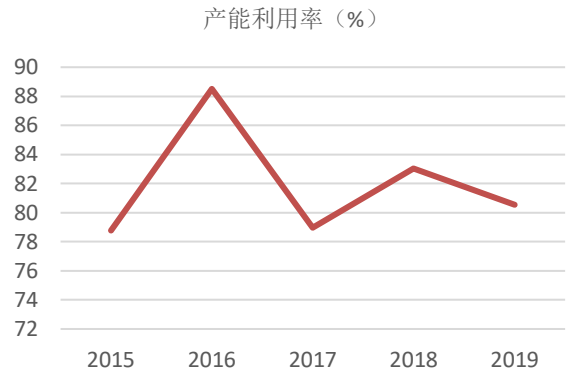
资料来源：公司公告， 东莞证券研究所

1.5 公司生产模式：以自主生产为主 生产基地向自动化和智能化发展

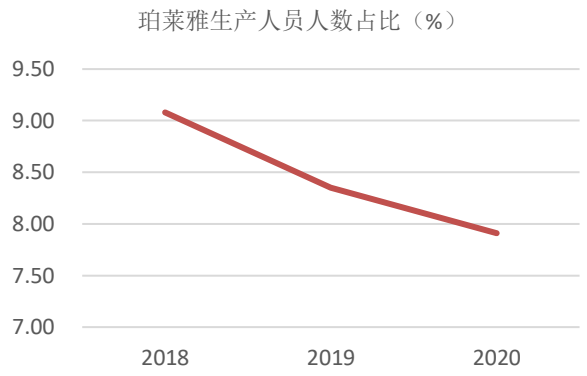
公司以自主生产为主，未来彩妆成为重点发展领域。公司采用自主生产为主，仅有少量彩妆和新品牌悦芙媞委外生产，自产率达到 90%。在自建产能的情况下，公司不仅能严格把控产品质量，而且生产弹性大，遇到热销品牌出现断货等情况，可以灵活调整生产计划。另外，当前来说体量较小的彩妆类和悦芙媞产品，单独开设生产线成本高，因此，委外 OEM 代生产有助于公司降本节源。当前，公司上市募集资金项目中就透露公司正改造化妆品生产线技术，预计未来 1-2 年可正式投入生产，新增 4 条全自动化妆品生产线，替换原有的 10 条半自动线，在总产能不变的情况下减少用工数量 132 人，降幅达 82.50%，提升公司生产自动化水平。因此，未来随着公司重点发展彩妆，彩妆类产品也应逐渐向自主生产倾斜。

图 13： 历年来的产能利用率保持在 78%以上

图 14： 公司推行自动化生产，生产人员占比逐年下降



资料来源：公司招股书、公司公告，东莞证券研究所



资料来源：公司公告，东莞证券研究所

湖州工厂具备医药级的高安全水准。早在 2008 年，公司便建成湖州生产基地，属于国内化妆品企业中较早自建厂房。相比国内另一化妆品龙头，丸美是 2014 年才建成生产基地。公司的生产基地总占地 260 亩，建筑面积 11.6 万平方米，整个生产系统主要包括配料车间、制造车间、袋包车间、CIP 在线清洗系统、自动化车间、包装车间、品控系统等，从原料到生产到包装到质检一应俱全，其中拥有 14 套乳化设备、35 条灌包装生产线，每天可满足 35 吨膏体，灌包装 80 万支产品的产能需求。据 2019 年年报显示，湖州工厂能达到 19,500 万支，实际产能利用率达到 80.53%。同时，公司厂房符合 GMP 医药企业的高标准，生产设备更是引入不少国外的自动化设备，包括瑞士精密智能称量管理系统、德国顶级乳化设备、瑞士纳米高压均质设备、法国全自动水乳霜灌装线、意大利自动塑封机等。

公司湖州工厂不断优化供应链体系，提高存货周转效率和费用率。公司工厂具备世界先进性水平的供应链体系，从上游的选择供应商，到生产环节的生产装备、自动化制造，再到产品质检，最后到仓储和物流上都持续推行精细化一体化管理，以提高生产效率和降低人工费用。2017-2019 年，公司的生产人员占比从 9.08%下降到 7.91%，存货周转天数从 105.4 天下降到 87.4 天。

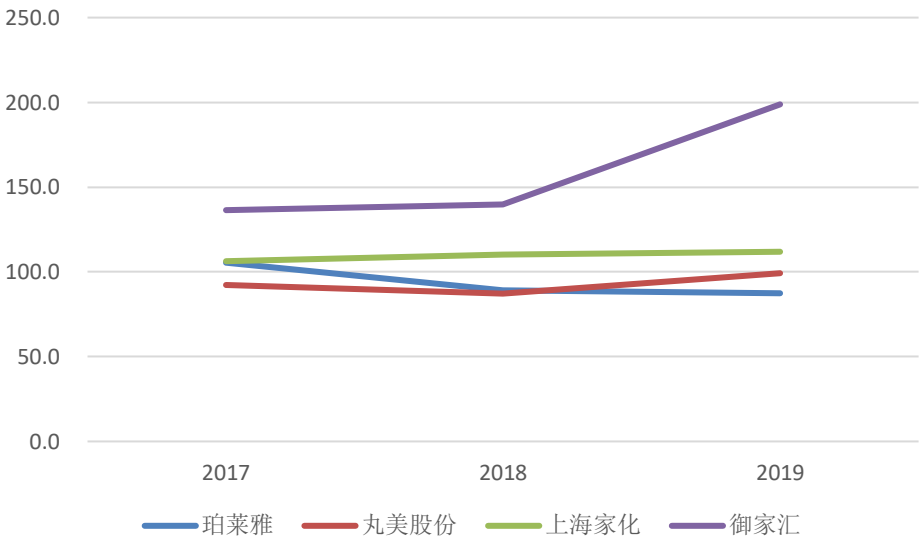
表 3： 公司每年持续优化供应链管理系统

时间	具体优化措施
2017	（1）**供应商管理**：完善供应商选择、招标采购流程等各方面的规定，甄选国际国内行业领先的供应商，其中原料产地分布欧美、日本等 20 多个国家。（2）**生产设备**：引入全球前沿设备与技术，如瑞士精密智能称量管理系统、德国顶级乳化设备、瑞士纳米高压均质设备、法国全自动水乳霜灌装线、意大利自动塑封机等。（3）**物流系统**：新增 “物流托盘 RFID 技术系统”，提高了工作效率，节约了人员成本。

2018	（1）**供应商协同系统**：SRM 系统从采购管控、数据支撑、流程支撑、可视化运作、响应体系、业务模式六大方面改善供应链体系，通过电子化、透明化的单据流转，提高采购效率，降本扩源；通过在线监控供应商库存，优化库存管理。（2）**智能制造**：面膜生产车间引进码垛机器人（串联机器人）、分拣机器人（并联机器人）、抓取机器人（桌面机器人）等智能设备。（3）**自动化设备**：购置 4 吨乳化锅、全自动装盒机、自动折面膜机、自动三位裹包机等自动化设备，新增全自动水乳灌包装线、面膜生产线等。（4）**仓储系统**：持续优化仓储管理 WM 系统。（5）**物流系统**：正式启用 RFID 智能托盘项目，实现自动盘库；新启用物流信息跟踪手机 APP 项目，随时随地登录 APP 看到货物的运输状态。（6）**质量检测**：新增多台全球前沿的研发和质量检测设备，如美国安捷伦的原子吸收光谱仪、德国 BINDER 的各种培养箱等。
2019	（1）**智能制造**：融合 5G 信息技术，降本增效，获得 2019 年湖州市智能工厂标杆和浙江省 5G 智能工厂信息化创新项目奖。（2）**物流系统**：建设信息物流、智慧物流，实现物流信息在线监督，实时跟踪反馈，自定义期间数据分析。公司物流部获中国物流行业金蚂蚁明星奖。（3）**自动化设备**：新购入全自动玻璃瓶清洗烘干线、全自动洗护类灌装线、全自动水乳灌装线等。

资料来源：公司公告，东莞证券研究所

图 15： 2019 年公司存货周转速度领跑同行业可比的对手

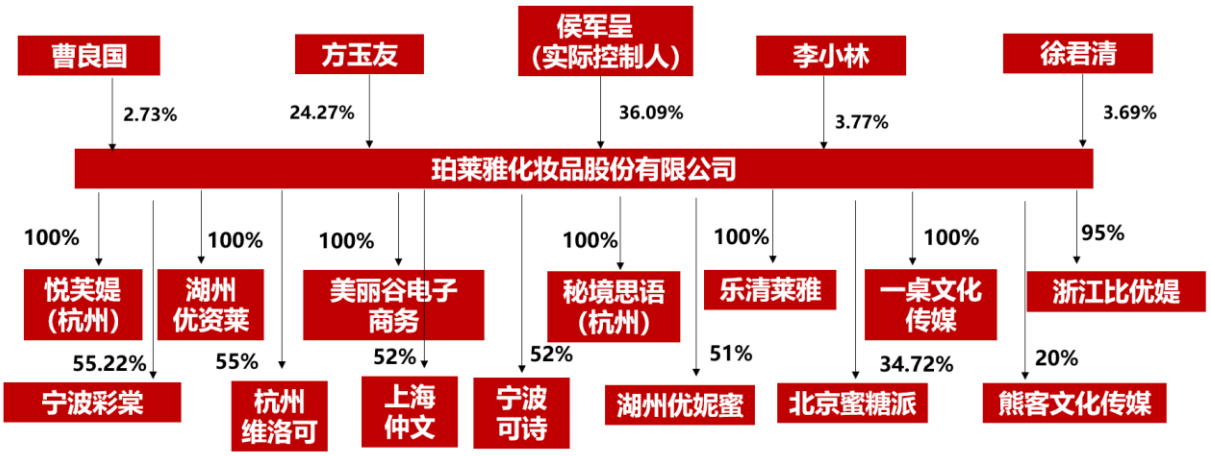


资料来源：Wind，东莞证券研究所

1.6 股权结构：家族企业 股权激励充分

公司股权集中。公司是国内典型的家族企业，公司的实际控制人及董事长是侯军呈，同时也是公司创始人之一，当前手中握有公司 36.09%股权；侯军呈的妻子的弟弟，即方玉友，是公司第二大股东，手中有 24.27%股权，两人合计拥有超 60%的公司股权，从股权架构来看，公司股权较为集中。公司近年来致力于外延并购，拓展品牌储备，因此，旗下参控或控股多家化妆品公司，比如具有化妆师背书的彩妆品牌彩棠，韩系小众品牌 YNM 等，公司均持有超 50%股权。

图 16：公司股权较为集中



资料来源：Wind，东莞证券研究所

公司 2018、2019 年业绩均优于股权激励计划的业绩考核指标。2018 年 6 月，公司宣布员工股权激励计划，激励计划共涉及 32 名激励对象，包括两个副总经理和 30 个核心管理人员，合计 146.72 万股，约占公司股本总额的 0.73%。从业绩考核标准来看，以 2017 年业绩为基数，2018、2019 和 2020 年的营收增速要求分别为 30.8%、74.24%、132.61%，对应的 3 年复合增速为 32.50%；2018、2019 和 2020 年的净利润增速要求分别为 30.1%、71.21%、131.99%，对应的 3 年复合增速为 32.38%。无论从营收和净利润的角度上，公司订的业绩考核标准都超出行业增速，彰显了公司对业绩增长

6 月调整股权激励计划考核，考核标准仍符合市场实际情况。受疫情影响，我国化妆品行业零售额出现同比下滑趋势，公司今年 Q1 业绩出现个位数的同比下滑。为调动管理人员的积极性，发挥激励计划的合理性，公司今年 6 月下调了 2020 年的业绩考核标准，以 2017 年营业收入为基数，2020 年营业收入增长率从不低于 132.61%下调到不低于 110.22%，净利润考核指标维持不变，换句话来看，2020 年营收较 2019 年的同比增速不低于 20%。

表 4：股权激励计划对象均为核心管理人员

姓名	职务	获授的限制性股票数量(万股)	占拟授予限制性股票总数的比例
张叶峰	副总经理、董秘	4.86	3.31%
金衍华	副总经理	9.83	6.70%
中层管理人员及核心骨干（30 人）		105.42	71.85%
预留		26.61	18.14%
合计		146.72	100%

资料来源：公司公告，东莞证券研究所

表 5：2018 年和 2019 年公司业绩均超出激励计划考核标准

	修改前	修改后	实际完成情况
第一个解除限售期	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%**。	/	以 2017 年为基数，营收增长 **32.43%**，净利润增长 **43.03%**，已达到业绩考核。
第二个解除限售期	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%**。	/	以 2017 年为基数，营收增长 **75.18%**，净利润增长 **95.57%**，已达到业绩考核。
第三个解除限售期	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%**。	

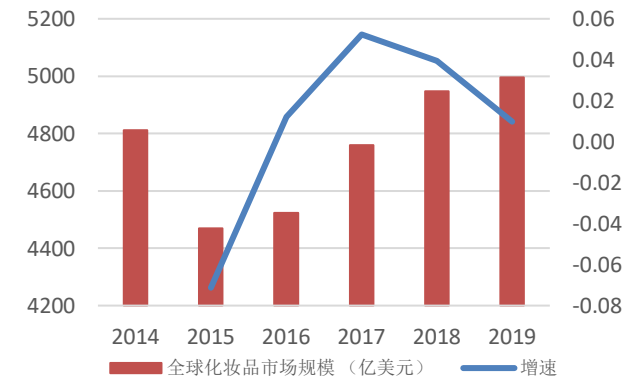
资料来源：公司公告，东莞证券研究所

2. 化妆品行业分析

2.1 行业市场空间：全球化妆品市场容量大 中国市场位列前排

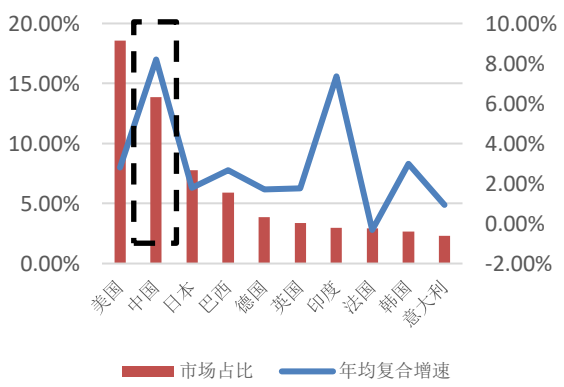
全球化妆品市场规模保持持续增长趋势。据欧睿数据显示，2019 年全球化妆品市场规模达到 4,996.37 亿美元，自 2014 年起呈缓慢增长趋势。世界规模基数最大的化妆品市场是美国，2019 年其市场规模达到 928.53 亿美元，较我国多 34.28%，占全球市场的 18.58%。我国的化妆品市场规模位居世界第二，占据约 14%。世界第三位是同处于亚太地区的日本，其 2019 年的市场规模约 389 亿美元，占比约 8%。从增长性来看，2014-2019 年，美国和日本化妆品市场年均增速远不及中国，分别仅有 2.81%和 1.78%。在全球前 10 的化妆品市场中，仅有中国和印度的市场规模正处于快速增长阶段。

图 17：全球化妆品市场呈缓慢增长趋势



资料来源：Euromonitor，东莞证券研究所

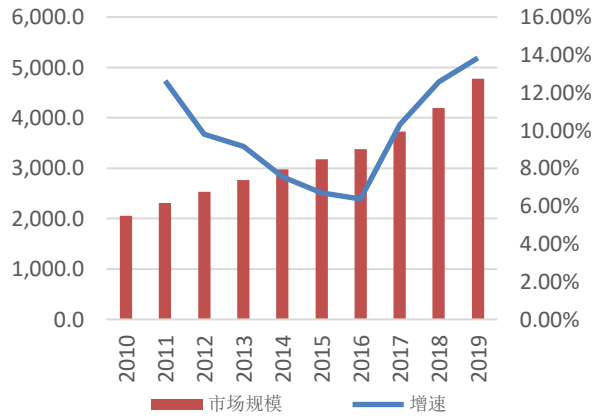
图 18：我国化妆品市场位居世界第二且增速最明显



资料来源：Euromonitor，东莞证券研究所

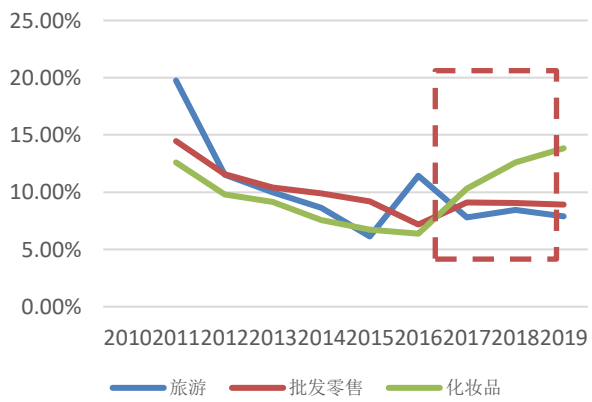
我国化妆品市场规模巨大。根据欧睿数据显示，2019 年，我国化妆品行业市场规模高达 4,777.2 亿元，同比增长 13.84%。2010-2019 年，年均复合增速达到 8.82%。对比其他消费市场，作为服务型的可选消费，2019 年旅游市场规模达到 32,666.75 亿元，同比增长 7.89%。另外，2019 年批发零售业市场规模 179,827.23 亿元，同比增长 8.93%。自 2017 年起，化妆品行业的市场规模已连续三年以靓丽的高速成长速度超过旅游业和批发零售业，是为数不多的高增速行业。

图 19：我国化妆品市场正以高速增长



资料来源：Euromonitor，东莞证券研究所

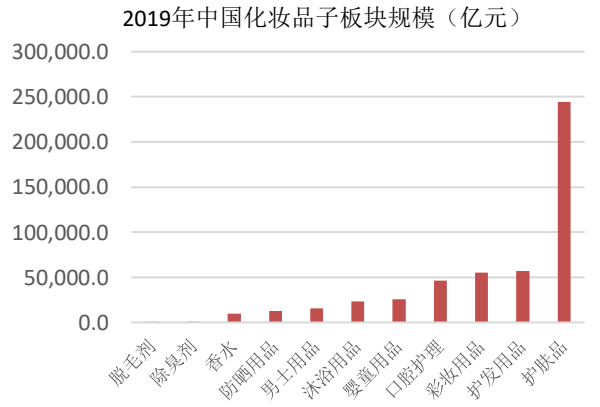
图 20：2017 年起化妆品增速超出旅游业和批发零售



资料来源：Euromonitor，东莞证券研究所

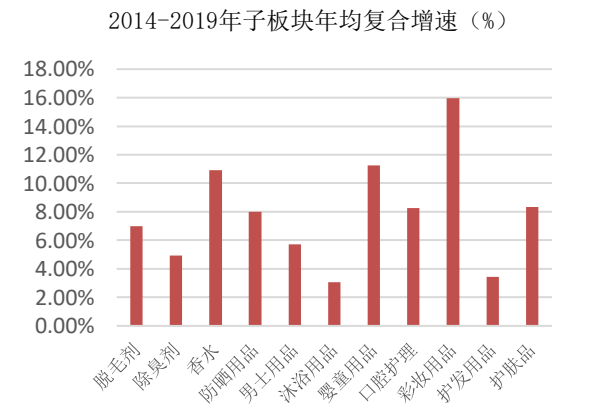
护肤品是最主要的化妆品产品，彩妆产品具备高增长属性。护肤品、护发和彩妆是化妆品消费市场的主力军，三者占据约 75%化妆品市场。其中，2019 年护肤品市场约为 2,444.15 亿元，占比已高达一半。从成长速度来看，彩妆则成为增长速度最快的化妆品，2014-2019 年，年均复合增速 15.95%，远远高于整体行业增速。其次，占比最大的护肤品的年均复合增速（2014-2019 年）为 8.35%，与整体行业增速保持相近水平。

图 21：护肤品是我国化妆品市场最主要的构成成分



资料来源：Euromonitor，东莞证券研究所

图 22：彩妆成为我国化妆品行业增长的主要驱动力

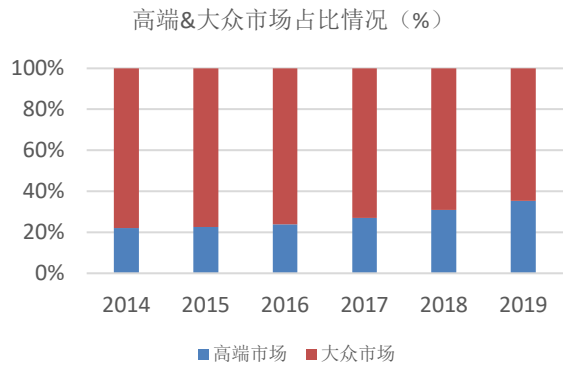


资料来源：Euromonitor，东莞证券研究所

高端市场高增长，大众市场基数庞大。化妆品市场可分为高端市场和大众市场。高端市场是面向一二线城市具有高消费水平的人群，其 2019 年市场规模为 1,517.9 亿元，占比 31.77%的市场份额。大众市场主要针对低线城市的中产人群。虽然大众市场的化妆品

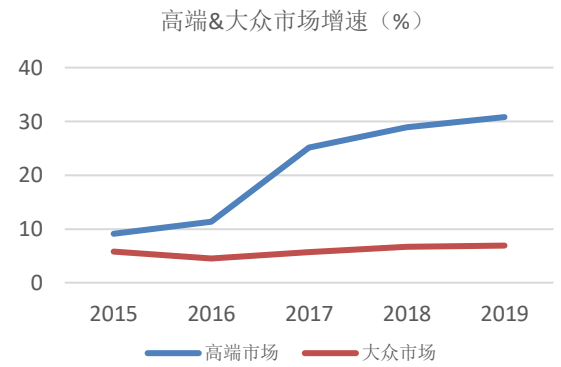
产品单价比较低，但由于消费者的基数较大，2019 年市场规模高达 2,769.8 亿元，占据 57.98%的市场份额，成为我国最重要的化妆品市场。在成长速度上看，高端市场规模增长得较快。2014-2019 年，高端市场复合增速为 16.98%，大众市场的复合增速约 4.90%。

图 23：大众市场占超过一半的我国化妆品市场



资料来源：Euromonitor，东莞证券研究所

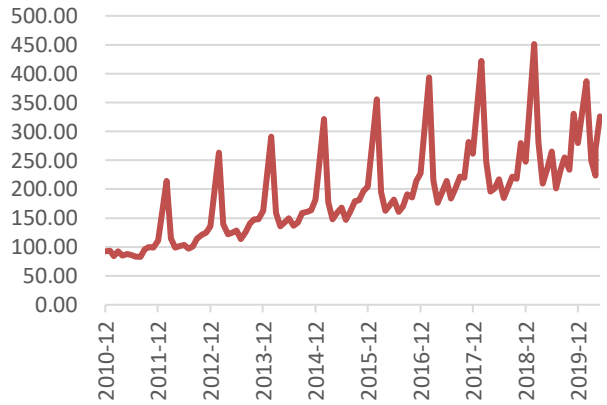
图 24：高端市场的增速较明显



资料来源：Euromonitor，东莞证券研究所

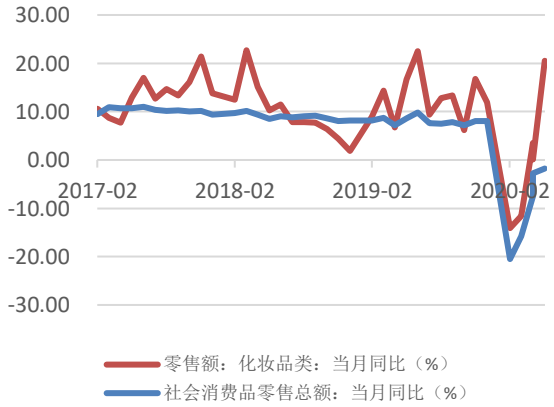
2020Q1 受疫情影响，化妆品零售额同比有所下降，Q2 逐步恢复正增长。截至 6 月，据国家统计局数据显示，2020 年 2、3、4、5、6 月化妆品零售额分别为 387.10、249.50、223.60、270、325.9 亿元，较去年同期增速分别为-14.10%、-11.60%、3.50%、12.90%、20.50%。同期我国社会消费品零售总额同比增速分别为-20.50%、-15.80%、-7.50%、-2.80%、-1.80%。一季度受疫情影响，化妆品零售额同比下降，随着国内疫情的缓解，Q2 化妆品零售额逐步恢复正增长。

图 25：我国化妆品当月累计零售额（亿元）



资料来源：国家统计局，东莞证券研究所

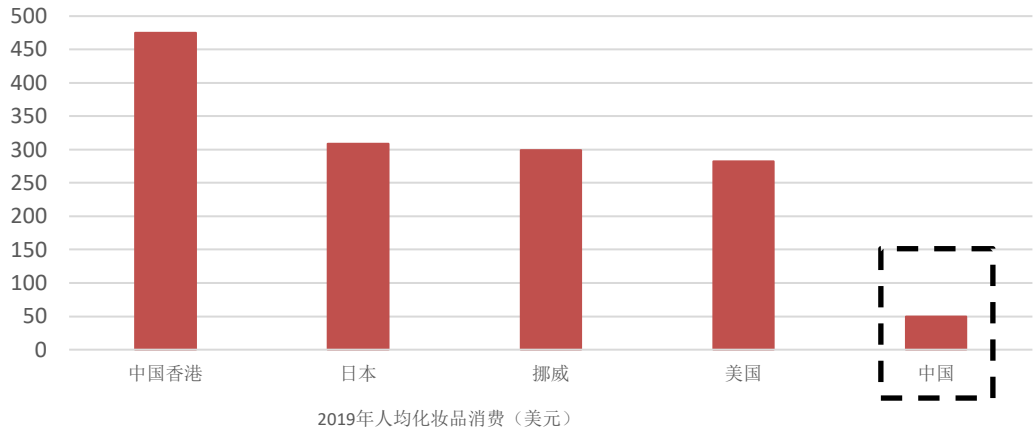
图 26：化妆品行业从新冠疫情影响中恢复较快



资料来源：国家统计局，东莞证券研究所

我国人均化妆品消费低于其他发达国家，市场潜力大。从欧睿数据库中看出，全球最高的人均化妆品消费是中国香港地区，2019 年人均消费了 475 美元。其次是日本，2019 年人均消费了 309 美元。随后是地处北欧的挪威，2019 年人均消费了 299 美元。美国虽拥有最大的化妆品市场，但其人均消费只排在第七位，2019 年人均消费 282 美元。反观中国，2019 年人均仅消费 50 美元，仅是中国香港、日本、挪威和美国的 11%、16%、17%和 18%。

图 27：我国人均化妆品消费水平较其他国家低

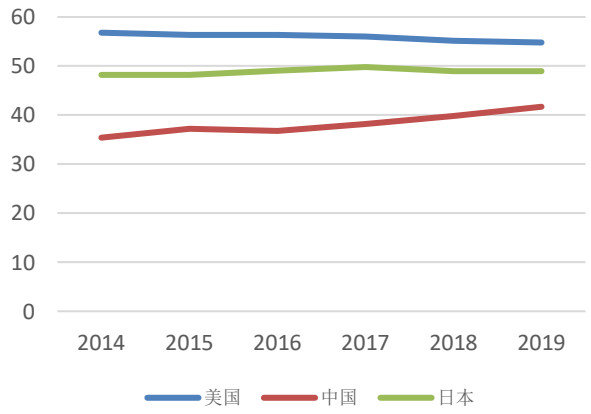


资料来源： Euromonitor，东莞证券研究所

2.2 行业竞争格局：市场集中度尚有提升空间 大众市场竞争激烈

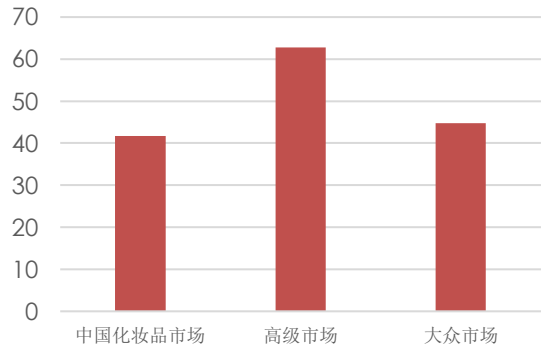
我国市场较日美两国集中度低，但有逐年提升的趋势。我国2014年、2019年的化妆品CR10分别为35.4%、41.7%，市场集中度有明显提高。参考日本和美国的市场占有率，美国2014年、2019年的化妆品CR10分别为56.8%、54.8%，市场集中度正逐年下降；日本2014年、2019年的化妆品CR10分别为48.2%、49%，集中度保持平稳。当前，中国的化妆品市场集中度与发达国家相比尚有提升空间。

图 28：中国与美日两国的 CR10 化妆品公司



资料来源：Euromonitor，东莞证券研究所

图 29：2019 年化妆品市场 CR10 集中度 （%）



资料来源：Euromonitor，东莞证券研究所

我国化妆品市场主要份额集中于海外知名公司和品牌。在化妆品企业排名前20的化妆品企业中，欧莱雅、宝洁、雅思兰黛、资生堂和LVMH集团分别占据前5名，它们均是海外知名化妆品企业，2019年占据约30%的市场份额。除此之外，20强企业里本土企业占据10位，位置均在13-20名左右。这10家本土企业里包含百雀羚、伽蓝、上海上美和上海家化等涵盖美妆或者护肤品的企业。从品牌上看，百雀羚、自然堂、韩束是国产品牌入榜前20的化妆品品牌，其中百雀羚的市场份额位居第三，2019年市场份额为2.3%，仅差排名第二的兰蔻0.1%。

大众市场的集中度较低，本土品牌主要发力大众市场。大众市场的公司数量繁多，市场竞争激烈，CR10仅有44.70%；而高端市场的CR10达到62.8%。近几年，伴随电商的兴起，国产品牌纷纷转向线上的渠道，并使用精准的营销方式，提升品牌形象，市场份额有所提升并不断挤压国际品牌的市场份额。在大众市场，国际品牌近年来更是不断地承压，CR20化妆品企业中属于本土的市场份额从2014年的不足20%提升至2019年的25%。

表 6：我国 CR20 化妆品公司

排名(1-10)	化妆品公司	市场份额 （%）	排名（11-20）	化妆品公司	市场份额 （%）
1	欧莱雅	10.2	11	**上海家化**	**1.5**
2	宝洁	9.4	12	**杭州玫琳凯**	**1.4**
3	雅思兰黛	4.2	13	LG	1.3
4	资生堂	3.8	14	**好来化工**	**1.1**
5	LVMH 集团	2.8	15	**云南白药**	**1.1**
6	爱茉莉太平洋	2.4	16	**无极限**	**1.1**
7	**上海百雀羚**	**2.3**	17	**广州阿道夫**	**1.1**
8	联合利华	2.3	18	**优尼雅**	**1.1**
9	**伽蓝**	**2.2**	19	安利	1
10	**上海上美**	**2.1**	20	高露洁	1

资料来源：Euromonitor，东莞证券研究所

表 7：我国 CR20 化妆品品牌

排名（1-10）	化妆品品牌	市场份额（%）	排名（11-20）	化妆品品牌	市场份额（%）
1	巴黎欧莱雅	3.1	**11**	飘柔	1.2
2	兰蔻	2.4	**12**	黑人	1.1
3	**百雀羚**	**2.3**	**13**	**云南白药**	**1.1**
4	雅思兰黛	2.2	**14**	**阿道夫**	**1.1**
5	玉兰油	1.9	**15**	美宝莲	1.1
6	**自然堂**	**1.8**	**16**	悦诗风吟	1
7	海飞丝	1.6	**17**	佳洁士	1
8	迪奥	1.4	**18**	欧珀莱	0.9
9	玫琳凯	1.3	**19**	舒肤佳	0.9
10	**韩束**	**1.2**	**20**	SK-II	0.9

资料来源：Euromonitor，东莞证券研究所

2.3 行业发展趋势：政策红利和低线城市消费升级引领行业良好发展

国家政策不断进一步细化的约束，引导国内化妆品行业规范化发展。自1990年起，国家卫生部发布《化妆品卫生监督条例》，规定未取得《化妆品生产企业卫生许可证》的单位，不得从事化妆品生产，从此拉开我国对化妆品的卫生质量和使用安全监督的幕帘。接着，国家不断细化和规范化妆品注册和备案的流程，比如2011年的《国产非特殊用途化妆品备案管理办法》等。随着行业规范化的推进，国家也不断地从生产和检测两格方面推进化妆品质量的管理。从生产商来看，2016年起，国家药监局发布新规“两证合一”，对化

妆品生产许可的标准提出了新要求，重点在于提高企业在生产质量管理方面的要求；2018年，《化妆品分类规范》和《化妆品功效宣称评价指导原则》中引导和规范了化妆品企业正确地说明化妆品的分类和功效。从检验角度来看，2017年，《化妆品监督抽验工作规范》加强和规范化妆品监督抽验工作；2019年，化妆品检验检测机构能力建设指导原则中加强化妆品类型的检验检测能力。

规范化的同时也释放政策红利。在不断地规范化妆品行业的质量安全，改善化妆品行业鱼龙混杂的局面的同时，国家也不断开放市场，降低化妆品进口关税和消费税。2016年9月，财政部与国家税务总局发出《关于调整化妆品消费税政策的通知》，取消对（包括进口）普通美容、修饰类化妆品征收消费税，其中“化妆品”税目名称更名为“高档化妆品”，税率由30%调整为15%。降低化妆品进口关税和消费税有利减少国际品牌国内外价格的差距和帮助国内化妆品市场形成良好的竞争格局。国内化妆品市场的原料和新原料的监管一直备受垢病，原料的受限导致了很多功效好、新上市的新型原料，在国内化妆品品牌中不能使用。为了打破这局限，今年1月，国务院常务会议审议通过《化妆品监督管理条例（草案）》，更是放开了化妆品原材料的使用，为国产品牌进行产品创新打下良好的基础。

表 8：中国化妆品行业相关政策梳理

时间	政策法规	具体要求
1990 年	《化妆品卫生监督条例》	对化妆品生产企业的卫生监督实行卫生许可证制度，《化妆品生产企业卫生许可证》由省、自治区、直辖市卫生行政部门批准并颁发。《化妆品生产企业卫生许可证》有效期四年，每 2 年复核 1 次。未取得《化妆品生产企业卫生许可证》的单位，不得从事化妆品生产。
2005 年	《化妆品卫生监督条例实施细则》 （2005 修订）	详细说明了《化妆品生产企业卫生许可证》的审核批准程序及相关管理办法。特殊用途化妆品投放市场前必须进行产品卫生安全性评价，并由国务院卫生行政部门审查批准。
2011 年	《化妆品行业“十二五”发展规划》	十二五”期间，化妆品销售和进出口贸易争取保持持续平稳增长，销售额平均年增长速度稳定在 9%左右，到 2015 年销售额力争达到 2300 亿元左右，出口贸易额年均增长稳定在 10%左右，到 2015 年出口额力争达到 25 亿美元左右。
2011 年	《国产非特殊用途化妆品备案管理办法》	详细规定了国产非特殊用途化妆品的备案要求和相应手续。国产非特殊用途化妆品应在产品投放市场后 2 个月内，由生产企业向所在行政区域内的省级食品药品监督管理部门申请备案，并按照有关要求提交备案资料，履行备案手续。
2012 年	《关于化妆品领域落实＜标准化 事业发展“十二五”规划＞的意见》	今后几年化妆品标准化工作，要坚持以服务化妆品行业科学发展和安全监管需要为主题，以支撑加快转变化妆品行业发展方式为主线，到“十二五”末，努力实现我国化妆品标准质量水平明显提高，化妆品标准化整体质量效益明显提升，标准体系能基本满足化妆品生产、流通、消费和监管需要。

2013 年	《关于调整化妆品注册备案管理有关事宜的通告》	规定自 2014 年 6 月 30 日起，国产非特殊用途化妆品生产企业应当在产品上市前，按照《国产非特殊用途化妆品备案要求》，对产品信息进行网上备案。备案的产品信息经省级食品药品监管部门确认后在食品药品监管总局政务网站统一公布，供公众查询，省级食品药品监管部门不再发放国产非特殊用途化妆品备案凭证。美白化妆品纳入祛斑类化妆品管理。
2013 年	《关于进一步做好当前化妆品生产许可有关工作的通知》	国家质检总局已发放的《全国工业产品生产许可证》和省级食品药品监管部门已发放的《化妆品生产企业卫生许可证》，在有效期内的仍继续有效。上述两个许可证有效期满需要换证的，原许可证有效期自动顺延，具体截至日期另行通知。
2015 年	《关于化妆品生产许可有关事项的公告》	对化妆品生产企业实行生产许可制度。从事化妆品生产应当取得食品药品监管部门核发的《化妆品生产许可证》，《化妆品生产许可证》有效期为 5 年，其式样由国家食品药品监督管理总局统一制定。
2015 年	《关于实施化妆品安全技术规范 （2015 年版）有关事宜的公告》	自 2016 年 12 月 1 日起，禁止生产或进口不符合《化妆品安全技术规范（2015 年版）》规定的化妆品，相关产品可销售至其保质期结束。
2015 年 7 月 20 日	《化妆品监督管理条例（修订草案送审稿）》	互联网化妆品交易第三方平台应实行化妆品生产经营者实名登记制度，对入网化妆品生产经营者承担管理责任，发现其有违规行为应及时制止，并立即报告食品药品监督管理部门。发现严重违法行为的，立即停止对其提供互联网交易平台服务。
2015 年 12 月 15 日	“两证合一”的公告	原持有《全国工业产品生产许可证》和《化妆品生产企业卫生许可证》的化妆品生产企业，需在 2016 年 1 月 1 日--12 月 31 日期间统一替换为新版的《化妆品生产许可证》。
2015 年 11 月 10 日	《化妆品安全风险评估指南》	在产品安全风险的评估上，对人员要求、评估程序、毒理学研究以及相应的安全风险评估报告四个方面都更加细化。
2016 年 9 月 30 日	《关于调整化妆品消费税政策的通知》	为了引导合理消费，取消对普通美容、修饰类化妆品征收消费税，将“化妆品”税目名称更名为“高档化妆品”。征收范围包括高档美容、修饰类化妆品、高档护肤类化妆品和成套化妆品。税率调整为 15%；高档美容、修饰类化妆品和高档护肤类化妆品是指生产（进口）环节销售（完税）价格（不含增值税）在 10 元/毫升（克）或 15 元/片（张）及以上的美容、修饰类化妆品和护肤类化妆品。
2017 年	《“十三五”国家食品和药品安全规划》	“十三五”期间，加快食品安全国家标准制修订，实施药品、医疗器械和化妆品标准提高行动。
2017 年 7 月 27 日	《化妆品监督抽验工作规范》	加强和规范化妆品监督抽验工作
2018 年 1 月 5 日	《化妆品风险监测工作规程》	根据规程，6 大类化妆品将被重点监测，包括：可能含有潜在危害因素的产品;流通范围广、消费量大的产品;引起化妆品安全事故或受到消费者关注的产品;涉嫌虚假夸大宣传误导消费者的产品;根据不良反应监测结果显示具有潜在风险的产品;技术上无法避免，导致风险物质作为杂质带入的产品。以上 6 大类化妆品的监测总结报告，将直接报送国家食品药品监督管理总局。

2018 年 1 月 9 日	《化妆品分类规范》	该规范以产品功能宣称、作用部位、产品剂型和使用人群为依据细化分类，实施编码原则，实行开放式分类表格设计，可依据行业和科技的发展对分类进行动态增补或调整。
2018 年 1 月 24 日	《化妆品功效宣称评价指导原则》	化妆品企业需对产品功效宣称类别进行评价，要求功效宣称与其证据水平(评价)相一致。除了能直接识别的功效外，特定功效宣称均应经过相应评价，包括但不限于防晒、美白祛斑、育发、美乳、健美、除臭、抗皱、祛痘、控油、去屑、修复、保湿(>2 小时)功效
2018 年 12 月 8 日	《化妆品监督管理条例》	标志着条例的修订工作取得重大进展。结合条例的修订，化妆品生产质量管理规范、化妆品网络销售监督管理办法、非特殊用途化妆品备案管理办法等法规标准也有序推进。
2019 年 5 月 30 日	《关于实施特殊用途化妆品行政许可延续承诺制审批有关事宜的公告》	自 2019 年 6 月 30 日起，特殊用途化妆品行政许可延续政策发生重大改变，实施承诺制审批。
2019 年 8 月 22 日	化妆品检验检测机构能力建设指导原则	加强对药品、医疗器械、化妆品类型检验检测机构在能力建设方面的指导，提升检验检测能力，为药品、医疗器械化妆品、监管体系提供有力的保障。
2019 年 9 月 10 日	《化妆品注册和备案检验工作规范》	《规范》共二十四条，旨在进一步规范化妆品注册和备案检验工作，保证化妆品注册和备案检验工作公开、公平、公正、科学。
2020 年	《化妆品管理条例》	按照放管并重的要求，规定对化妆品产品和原料，按风险高低分别实行注册和备案管理，并简化流程；完善监管，明确企业对化妆品质量安全的主体责任，加大企业和相关责任人违法惩戒力度。

资料来源：公开资料整理，东莞证券研究所

城乡居民消费升级，化妆品刚需属性优势突显。根据国家统计局数据，2019年我国城镇居民人均可支配收入达到42,359元，较2010年提升2倍多，2010-2019年，复合增速约8.30%，居民消费力得到大力提升。从品类属性上看，化妆品属于快消品，且女性化妆的步骤品类繁多，女性护肤需求也随着天气，年龄变化而转变，购买频率非常高，具备刚需的特性。除衣食住行的必要消费外，可支配收入的提高便会倾移到化妆品这类刚需特性的产品中，为国内化妆市场增速提供了必要条件。另外，自上个世纪90年代起，外资品牌进驻中国市场，我国的化妆品市场消费者教育已有30余年，当前的消费者较30年前的消费者已形成较为全面且专业的美容护肤意识，护肤类产品的需求不仅限于保湿补水，美妆类产品的需求不局限于遮盖皮肤瑕疵的底妆产品，因此，我国居民消费升级将引导着产品不断加速迭代推新，也不断地驱动化妆品行业发展。

3. 公司竞争对手及竞争优势

3.1 公司主要竞争对手：与同业可比对手定位略有重合 竞争激烈

业内可比对手定位同质化严重。对于珀莱雅而言，业内可对比的对手分别有丸美股份、上海家化、伽蓝集团、百雀羚、上海上美和御家汇，其中上海家化涵盖基础日化产品和护肤品等多个日化品，剩余的可比对手均主营护肤产品。它们都向多品牌方向发展，旗下均拥有不少于三个子品牌，且品牌定位大多偏中低端，目标客群略有重合，市场竞争比较激烈。从市场份额来看，珀莱雅的护肤品市场份额在本土企业里排名前 5 强，高于

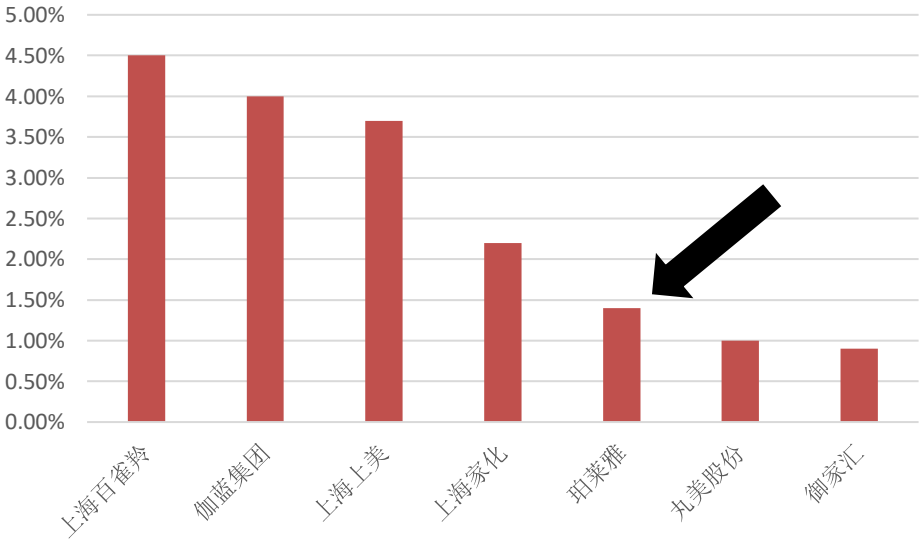
丸美股份和御家汇。

表 9： 业内可比对手概况

公司名称	公司概况
丸美股份	成立于 2002 年，主要从事各类化妆品的研发、设计、生产、销售及服务，以卓越的眼部护理著称化妆品界。目前旗下拥有“丸美”、“春纪”和“恋火”三个品牌。公司于 2019 年上市，2019 年实现营收 18.01 亿元，归母净利润 5.15 亿元。
上海家化	成立于 1995 年，主要从事护肤类、洗护类、家居护理类产品的研发、生产和销售。主要品牌包括佰草集、六神、高夫、美加净、启初等。公司于 2001 年上市，2019 年实现营收 75.97 亿元，归母净利润 5.57 亿元。
伽蓝集团（未上市）	成立于 2001 年，以化妆品、个人清洁与护理品为核心业务，主要品牌包括美素、自然堂、植物智慧、医婷。
上海百雀羚（未上市）	成立于 2000 年，是一家集研究、开发、生产、销售服务为一体的化妆品专业生产企业。上海百雀羚日用化学有限公司拥有百雀羚、凤凰、小百羚、Disney 等品牌。
上海上美（未上市）	成立于 2002 年，旗下拥有韩束、一叶子、吾尊、索薇娅、红色小象、韩粉世家六个品牌。
御家汇	成立于 2012 年，以自主品牌为核心的“互联网+美妆”企业，旗下拥有御泥坊、小迷糊、薇风、花瑶花等多个自主护肤品牌。公司于 2018 年上市，2019 年实现营收 24.12 亿元，归母净利润-79.17 亿元。
珀莱雅	成立于 2006 年，主要从事化妆品的研发、生产和销售。目前旗下拥有珀莱雅、优资莱、韩雅、悠雅、猫语玫瑰等品牌。公司于 2017 年上市，2019 年实现营收 31.23 亿元，归母净利润 3.93 亿元。

资料来源：公司招股书， 东莞证券研究所

图 30：公司在护肤品市场排名前五强



资料来源：Euromonitor，东莞证券研究所

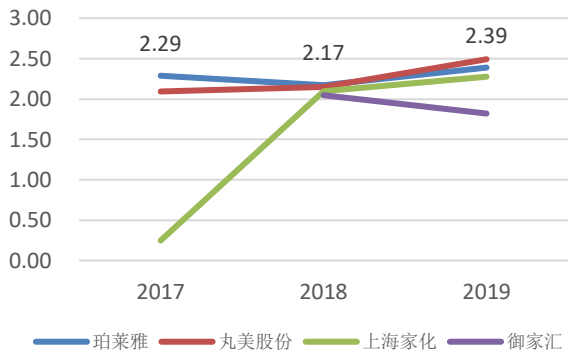
3.2 公司竞争优势： 研发能力高 线上渗透率高 营销手段可复制性高

（1）产品护城河：高研发投入 高性价比实现“国产平替”属性

高研发投入支撑产品推陈出新。2017-2019 年，公司研发费用率分别 2.29%、2.17%、2.39%，

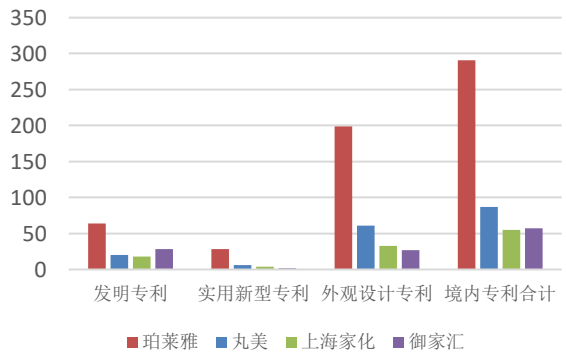
连续两年处于国内行业领先水平，已连续八年被国家授予高新技术企业的称号。截至2019年末，据不完全统计，公司共拥有291项，其中包括国家授权发明专利64项、实用新型专利28项及外观设计专利199项，是御家汇获得专利数量的5倍左右。在研发团队来看，截至2019年，公司的研发团队共有172名研发人员，占总人数的6.05%。研发团队里吸纳了不少在国外化妆品集团工作经验的研发人员。比如，早在2008年，蒋丽刚被聘请作为公司的研发总监，他曾任玫琳凯（中国）化妆品有限公司高级技术支持主管、雅诗兰黛（上海）商贸有限公司包装测试经理、杭州菲丝凯化妆品有限公司研发部总监，在化妆品研发领域上先后工作时间长达10年。2015年，公司更是引入韩国化妆品“教父”级人物金汉坤先生担任公司的研发创新中心总经理，他曾任爱茉莉太平洋化妆品集团技术研究院护肤产品首席研究员、法国分公司研发负责人、技术研究院护肤产品研发经理、皮肤科学研究所所长等，参与研发雪花秀、赫拉等韩系品牌的产品研发。

图31： 公司研发费用率高于同行（%）



资料来源：公司公告，东莞证券研究所

图32：公司获得专利数量超出同行（项）



资料来源：公司公告，东莞证券研究所

深度整合全球科研力量。公司积极寻求与海外研发团队的合作，包括和西班牙LIPOTRUE S.L.公司签署技术合作协议；和法国CODIF公司签署战略合作协议；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等。公司今年7月新推出的双抗小夜灯眼霜在7月销量就达到6万多，除了人气代言人的引流作用外，同时也离不开西班牙团队对护肤品里的有效成分的研究成果。在国内，公司也与一些高校建立稳定长期的合作关系，其中合作的对象包括浙江科技学院、宁波大学等科研院校。2018年一月，公司受审核批准成立博士后工作站，这个工作站可以招收和培养博士后研究人员，有利于公司引进高端研发人才，为后续的产品创新奠定人才基础。

图33：2018年一月公司成立博士后工作站



资料来源：品观网，东莞证券研究所

公司产品高性价比。上文提及，公司主要定位大众护肤市场，旗下涵盖的品牌均具有差异化的品牌形象。在公司定位如此清晰的背景下，叠加领先同行的研发团队的背书，公司产品以高性价比的属性成为消费者心目中的“国产平替”。从价格端来看，珀莱雅的定价偏低，符合低线城市的消费水平。从质量来看，尽管公司定价偏低，但低价并不代表低质。比如，公司的人气涂抹式面膜以 10 分钟救急为卖点，对标同样以相同卖点的海外护肤品牌悦木之源的“一饮而尽”补水面膜，价格便宜近一半，公司产品还含有神经酰胺的强大成分。神经酰胺是一种天然纯在于皮肤里的脂质，具有强大的保湿、修复肌肤屏障的作用；同时，它也是近年来深受消费者欢迎的成分之一，在小红书相关的笔记也达到 13 万多条。此外，公司新推出的不少产品中含有虾青素、A 醇、胜肽等人气有效成分也为产品的高性价比品质提供专业背书。

表 10： 公司产品与国际品牌产品对比

品类	名称	价格	容量	卖点	主要成分
涂抹式面膜	珀莱雅解渴修护面膜	109 元	75ml	10 分钟救急	神经酰胺
	悦木之源一饮而尽补水保湿面膜	200 元	75ml	10 分钟深彻补水缓解肌渴	植物精油
	兰芝夜间修复睡眠面膜	195 元	70ml	夜间补水修护	植萃精华、透明质酸钠
眼霜	珀莱雅双抗小夜灯眼霜	259 元	20ml	1 支解决黑眼圈、泡泡眼、眼周纹	芽孢杆菌、咖啡因、麦角硫因、虾青素
	欧莱雅紫熨斗眼霜	340 元	30ml	多方位淡纹	玻尿酸、玻色因、咖啡因
	悦木之源咖啡因眼霜	230 元	15ml	解决熊猫眼	咖啡因、人参
防晒霜	珀莱雅帆船防晒霜 SPF50、PA++++	89 元	50ml	12.5 小时长效防晒	紫外线智启微胶囊
	香蕉船小白管防晒霜 SPF50、PA++++	230 元	50ml	养肤级防晒	光谱防晒、玻尿酸、维生素 E

	安耐晒小金瓶 SPF50、PA++++	298 元	60ml	清爽耐晒、防水汗抗磨擦	玻尿酸、绿叶提取物、樱花叶提取物
	资生堂蓝胖子防晒霜 SPF50、PA++++	380 元	50ml	防晒、晒不黑、晒不老	防光老成分、防晒网
水乳套装	珀莱雅水动力护肤品套装	199 元	4 件套	快补水、强控油	夏威夷海洋深层水
	兰芝水乳护肤套装	430 元	2 件套	平衡肌肤水油、快速补水保湿	与藜麦和矿物质提炼出来的离子水
	freeplus 水乳套装	430 元	2 件套	舒缓维稳	6 种和汉植物萃取精华
抗老精华	珀莱雅红宝石精华	299 元	30ml	抗皱、紧实	A 醇、六胜肽
	娇韵诗双萃精华	695 元	30ml	双瓶齐抗初老	21 种植萃成分
	OLAY 小红瓶精华	449 元	30ml	反坠提拉、紧致上扬	三重胜肽、烟酰胺
	欧莱雅逆时精华	339 元	30ml	抗皱 C 位	玻色因、视黄醇

资料来源：天猫旗舰店，东莞证券研究所

公司积极布局高增速的产品品类。在化妆品行业里，近年来彩妆备受消费者喜爱的品类之一，增速亮眼。为紧抓行业风口，公司通过内生研发和并购外延的方式持续积极布局彩妆板块，现有的彩妆品牌包括印彩巴哈（全资）、彩棠（控股）、YNM（控股）、猫语玫瑰（全资）、MUA（代理）、WYCON（代理）6 个子品牌。其中，公司投资的彩棠近来的销量十分出色。彩棠成立于 2010 年，定位中高端，价格区间在 109 元-209 元之间，由著名化妆师唐毅创立。7 月天猫旗舰店的成交额达到 1362 万元，同比增长 516.18%。彩棠以专业的彩妆师为品牌背书，叠加公司的营销和销售网络，未来成长可期。截至 2020 年 H1,公司的彩妆产品实现营收 1.37 亿元，同比增长 251.76%。此外，公司今年将建成彩妆工厂，彩妆的产能逐渐释放，未来随着彩妆的占比日益增大，公司营收能进一步提高。

（2）渠道护城河：渠道结构持续优化 电商渠道成新增长动力

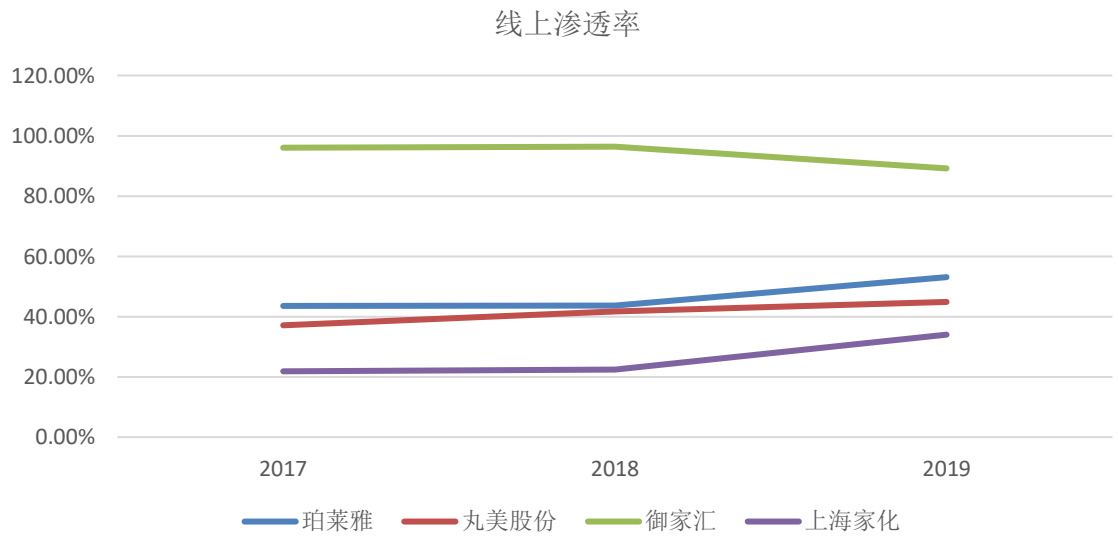
创始人 CS 渠道经验丰富，助公司的线下渠道站稳脚跟。1996 年，公司董事长及创始人之一侯军呈便开始从事化妆品领域，曾就职于义乌市燎原日化有限公司，在渠道深耕多年，并在随后快速开启企业品牌化运作之路。同时，公司总经理方玉友也具有丰富的业内经验，90 年代在河北前后代理了丁家宜、小护士、羽西等 23 个国产化妆品品牌，见证不少国产化妆品品牌的成长和衰落。因此，公司高管在化妆品渠道领域的运营经验极为丰富，人脉资源已积累多年，成为公司成功布局线下渠道的关键因素。

在零售业态低迷之下，公司 CS 渠道始终保持稳定增长。公司的销售业务始于 CS 渠道，公司主要销售渠道也正是 CS 渠道，在 2017 年后，电商渠道的销售占比远超于 CS 渠道。当前，CS 渠道正面对经济下行、电商冲击等多维度的压力，不少门店出现销售额下滑，头部经销商正加快整合小中经销商的销售资源，比如，公司主要经销商之一，深圳怡亚通，据不完全统计，自 2011 年以来，怡亚通在本土日化行业发起了 23 起并购，其中 2 起为化妆品零售连锁，其余均为代理商，并购速度迅猛。在 CS 渠道改革的背景下，公司作为国货龙头对于经销商而言优势非常明显，包括品牌知名度高，价格体系清晰，供货

折扣率高等。因此，公司 2017-2019 年 CS 日化渠道仍实现相当不错的收入，分别是 9.33、10.03、10.47 亿元，保持稳步增长。未来随着 CS 渠道行业集中度提高，公司有望能凭借其优势得到头部经销商的青睐进而受益于下游的改革。

公司较早完成线上转型。据欧睿国际的数据显示，化妆品的线上渗透率正大幅提升，2019 年的化妆品渗透率高达 30.3%，其中彩妆的渗透率更是高达 38%。对于电商的崛起，公司早已察觉并采取了行动：早在 2010 年，便在天猫平台开展旗舰店，并前后与京东、唯品会、聚美优品等多个电商平台开展合作。2017 年前，电商平台大多以代理商分销为主，直营的占比较少。2017 年后，公司逐渐重视直营电商，不仅重组电商团队，还针对不同地平台实行精细化和精准运营。截至 2019 年，公司电商渠道的渗透率已过半，渠道转型已基本成功。相比本土其他化妆品品牌，线上渗透率高于丸美股份和上海家化，仅低于以互联网起家的御家汇。近几年，线下实体店的增速有所放缓，线上渠道成为业绩增长的重要驱动力。

图 34：公司的线上渗透率高于同业可比对手



资料来源：公司官网，东莞证券研究所

（3）营销护城河：营销方式多样化 助品牌精准地触达消费者

公司自组年轻化的电商运营团队洞察消费人群的最新潮流风向。公司的品牌战略是打造年轻化形象的本土品牌。因此，不同于其他本土品牌的电商渠道大多数是由电商代运营商负责，公司早在 2012 年便成立美丽谷电商运营子公司，全面负责与唯品会、京东、聚美优品等大型电商平台的合作关系，让品牌和销售配合更紧密。早期，公司在电商运营领域走了弯路，但自 2017 年起开始重组电商团队，截至 2020 年 8 月，珀莱雅的电商团队已达到 300 余人，其中 90%以上人员都是 90 后，与品牌目标客群的年龄段相仿，帮助品牌快速洞悉当下潮流的走向。2017 年至 2019 年期间，线上渠道业绩取得了傲人的成绩，增速高达 60%。今年，公司更是把电商部拆分分电商一部、二部、三部，分别针对成熟品牌、新锐品牌、跨境品牌，对团队成员、营销方法都做不同和区分，比如，根据直营和分销的不同特点，加强直营会员的精细化运作。

表 11： 本土品牌的电商运营方式大多以代运营为主

本土公司	电商运营方式	2017-2019 年线上收入增速
珀莱雅	2012 年自建美丽谷电商运营子公司	37.04%
丸美	2020 年起换壹网壹创为 TB 运营商	17.21%
百雀羚	2012 年起与壹网壹创合作开展品牌线上服务	没公布相关信息

资料来源：公司公告，东莞证券研究所

公司借投资网络传媒公司来加码内容营销。除了自组建电商运营团队，公司也以战略投资的方式前后参股多家网络运营和营销专业团队。比如，2018 年公司投资数千万去杭州熊客文化。珀莱雅只需要提供产品，熊客可以生产内容、匹配达人、提供销售渠道、甚至在明星端合作，涵盖了流量、内容、数据到转化四个环节的全内容价值产业链。从数据来看，比如，当前社交媒体的代表小红书，珀莱雅在小红书平台的相关笔记数量达到 2 万多条，且珀莱雅自身的小红书账号的粉丝数量达到 54.7 万，在国产品牌内排名前列，反映了公司在社交平台的营销投放已初见效果，关注度相当高。

表 12：珀莱雅在小红书的关注度相当高

	品牌	笔记数量	粉丝数量
国产品牌	珀莱雅	20000+	54.7 万
	丸美	10000+	51.2 万
	玉泽	10000+	0.85 万
	百雀羚	20000+	0.34 万
国外品牌	欧莱雅	290000+	28 万
	悦诗风吟	180000+	45 万
	兰芝	150000+	5.7 万

资料来源：小红书，东莞证券研究所

打造人气爆品的营销组合拳可复制性高。2018 年，公司签约李易峰为代言人，为其打造海洋系“男神”的形象，深化主品牌珀莱雅海洋护肤的理念。同年 9 月，李易峰拍视频宣传新品“笑容霜”，引发粉丝在微博上打卡互动，当天便登上微博热搜榜。同年，公司继续承包深圳、长沙的地铁战，大力宣传海洋“男神”的独特主题。2020 年 4 月，公司更是签手当红青春偶像明星蔡徐坤，同期推出新品“双抗”精华，新代言人官宣后开售半个小时内，新品预售额达到一万多，当月在天猫旗舰店月销量达五万多，可见公司成功把粉丝效应转化成即时购买力。在设计互动营销上，公司为新代言人策划生日特别活动，包括把专柜布置成代言人庆生主题吸引粉丝打卡，为实体店引流。由此而见，公司的“明星+互动”的营销组合拳可复制性非常高，保证了后续新品的曝光度和销量。

图 35：深圳海洋主题的地铁

图 36：新代言人蔡徐坤庆生主题的线下专柜



资料来源：公司微博，东莞证券研究所



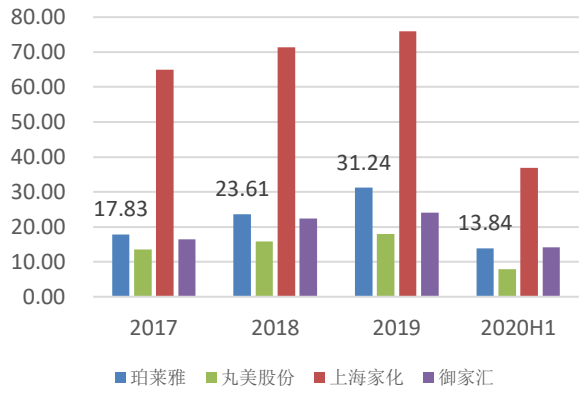
资料来源：公司微博，东莞证券研究所

3.3 公司财务指标：业绩增速迅猛 盈利能力持续改善

（1）盈利能力对比

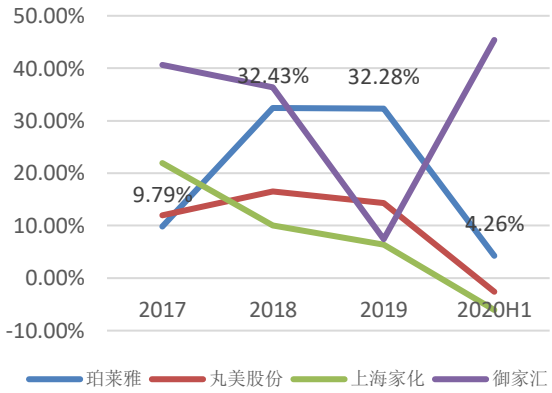
公司营收规模位列前排。2019 年和 2020 年 H1 公司营业收入分别为 31.24、13.84 亿元，仅次于业务覆盖面较全面的日化企业上海家化。从净利润来看，2020 年 H1 归母净利润规模排序依次为：丸美股份>上海家化>珀莱雅>御家汇，公司净利润排名居中，主要系公司加大研发和推广销售投入。

图 37：公司营收规模位居前列（亿元）



资料来源：公司公告，东莞证券研究所

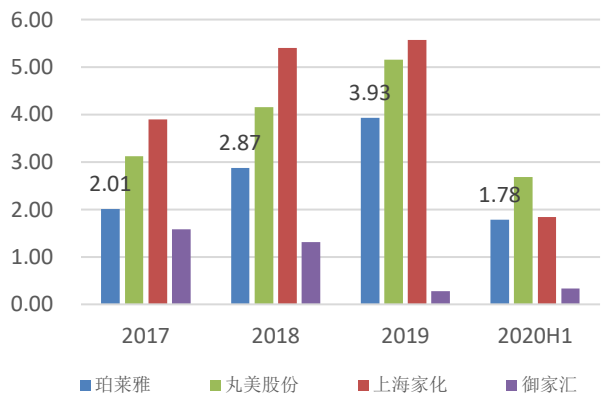
图 38：公司营收增速稳步加快（%）



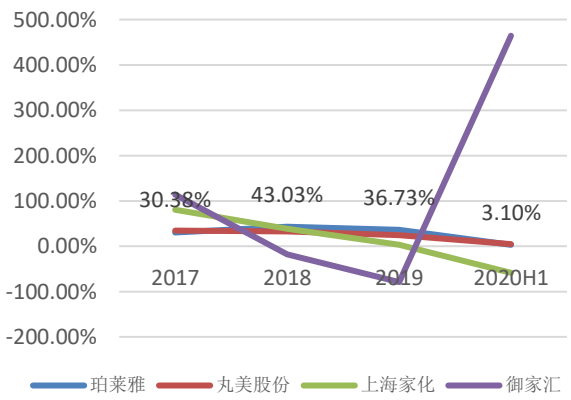
资料来源：公司公告，东莞证券研究所

图 39：公司归母净利润排名居中（亿元）

图 40：公司归母净利润保持高增速 （%）



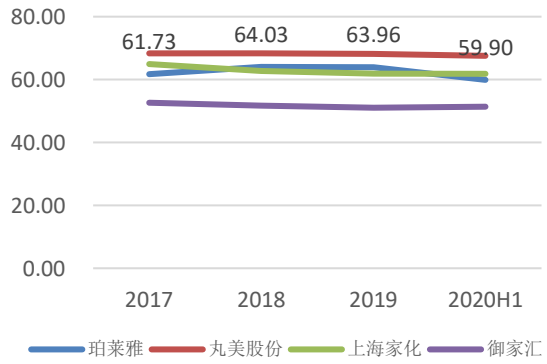
资料来源：公司公告，东莞证券研究所



资料来源：公司公告，东莞证券研究所

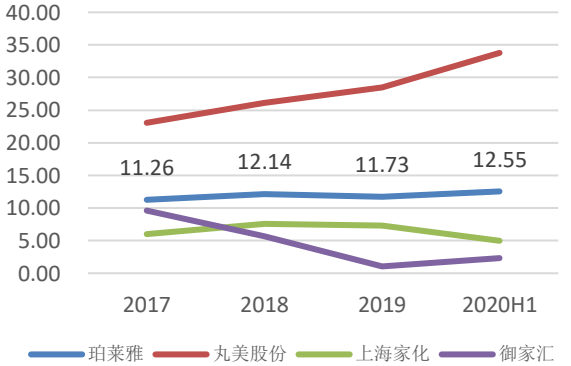
公司业绩成长速度非常靓丽。2017-2019 年，公司营业收入和净利润复合增长率分别为 20.55%和 25.05%，与上市可比对手比较，公司位列第一。从变化趋势来看，公司自 2017 年上市以来营收增速加快，2018 和 2019 年增速均达到 32%。2020 年 H1 营收同比增长 4.26%，主要是 Q1 营收受疫情影响呈现个位数下滑，但 Q2 增速已反弹回双位数（13.16%）。2017-2019 年，公司净利润增速保持高于 30%。2020 年 H1 净利润同比增长 3.10%，其中 Q2 净利润增速高达 22.86%，主要由于公司期间费用率有所下降。

图 41：公司毛利率排名居中（%）



资料来源：公司公告，东莞证券研究所

图 42：公司净利率稳中有升（%）



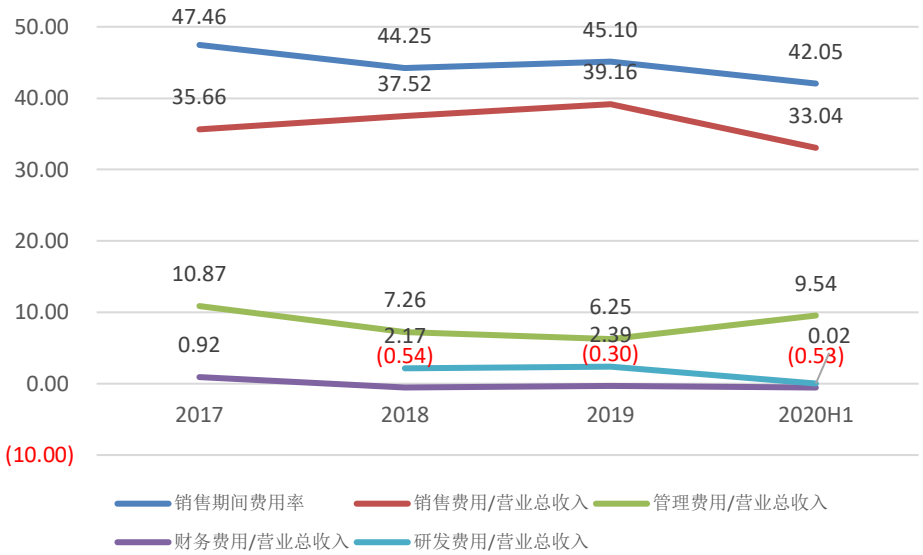
资料来源：公司公告，东莞证券研究所

公司毛利率排名前列。公司2019年毛利率为63.96%，排名前列，仅此于丸美股份。公司主打大众护肤产品，虽定价中等偏低，但公司善于打造明星产品实现销量快速放量，毛利稍低于丸美股份。丸美股份的眼部护理产品占比较高（30%+），公司市场定位中高端，品牌本身具有高附加值，因此毛利率在业内略胜一筹。上海家化的产品矩阵从个人护理跨越到护肤品，产品结构多样化，虽毛利率较高的护肤品的占比均保持在30%以上，但花露水、 沐浴露等毛利较低的日化用品，摊低了整体毛利率。御家汇主营的面膜类产品具有低毛利率的属性。

公司毛利率近年来稳定在较高的水平。2017-2019年公司毛利率保持在61%-64%的区间内，2020年H1新增的跨境品牌代运营毛利率低，拖累毛利率降至59.90%。丸美股份得益于较强的费用把控能力，连续三年毛利率保持在68%的业内高水平。上海家化、御家汇近三年

毛利率逐年小幅下降，主要是由于成本费用率不断上升。

图 43：公司销售期间费用率改善明显 （%）



资料来源：公司公告，东莞证券研究所

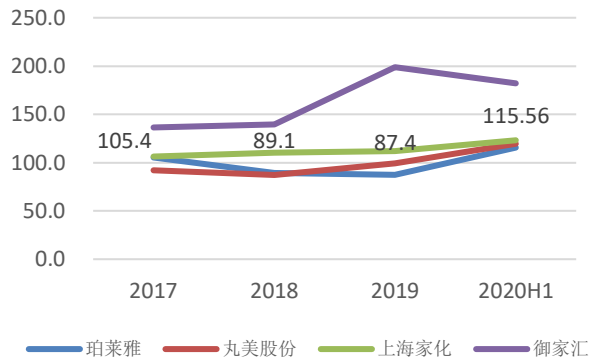
公司净利率稳中有升。2020年H1公司净利率12.55%，高于上海家化和御家汇。从费用率来看，公司的销售费用占比较大，主要系公司营销推广费用稍高,但今年费用率改善明显，2020年H1已降至33.04%。丸美股份净利率领跑同业，主要系品牌定位较其他三家公司高，且费用率较低。御家汇净利率最低，2020年H1仅为2.36%，主要系公司在渠道和市场以及新品牌培育的投入有所加大，费用率较高。从近三年净利率的变化趋势来看，公司净利率稳中有升，表明品牌力不断提高，营销投放日渐成效。上海家化2018年有所提升后2019年再次略微下降，主要系公司的经营模式调整，销售和管理费用效率尚有优化空间。御家汇逐年下降，主要受公司新增的国际代运营业务的销售管理费用拖累。

（2）营运能力对比

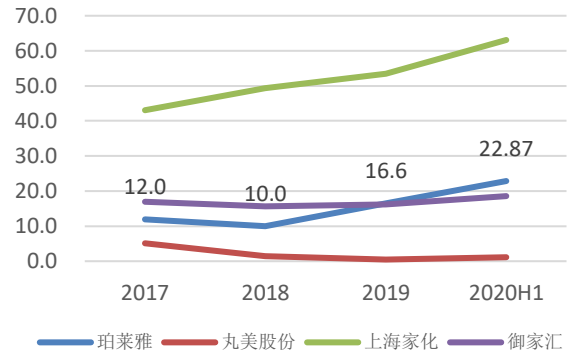
公司周转能力相对较强。2019年公司存货周转天数为87.4天，与同业可比对手相比，公司存货周转表现比较优秀，且逐年加快，这主要得益于经营战略擅长打造明星“爆款”产品，叠加持续优化的高效率供应链体系，存货周转较快。2020年H1存货周转天数提高至115.6天，主要受线下门店业绩尚未完全恢复所致，但仍处于行业正常水平。丸美股份的存货周转周期为3-4个月，与公司销售的产品属性相匹配。御家汇的平均存货周转天数是远高于同行的，且周转速度逐年放缓。2019年的存货周期飙升在于御家汇代运营国际品牌的新模式，其存货规模增加，且代理品牌的产品大部分在境外，导致备货周期长于同行。

图 44：存货周转天数

图 45：应收账款周转天数



资料来源：公司公告，东莞证券研究所



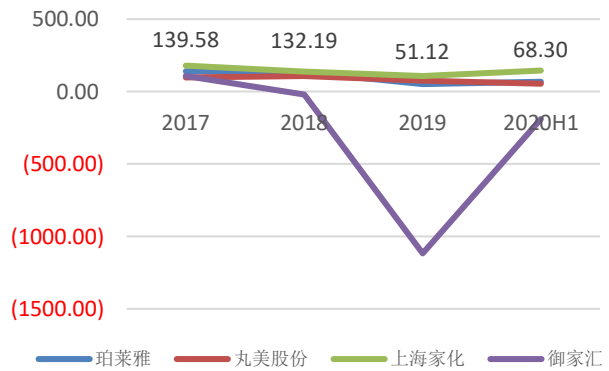
资料来源：公司公告，东莞证券研究所

公司应收款周转天数排名居中。2019年、2020年H1公司应收账款周转天数分别为16.6天、22.9天，主要系公司新增的跨境品牌代理业务所拖累，且2020年H1业内其他对手的应收账款周转均有不同程度地减慢。丸美股份的应收账款天数接近于零，远远低于同业竞争对手，这得益于（1）公司与经销商合作的模式采用先收款后发货的形式，账期几乎不存在，叠加停止和屈臣氏、大润发代销关系，因此应收账款大幅下降，从而进一步提高周转率。御家汇的表现也较为良好，2020年H1的应收账款周转天数是18.6天。上海家化表现相对不理想，且逐年增长趋势，这系近年营收增长乏力，且其主要渠道依然是以线下KA渠道为主，大型商超的账期比较长。

（3）现金流对比

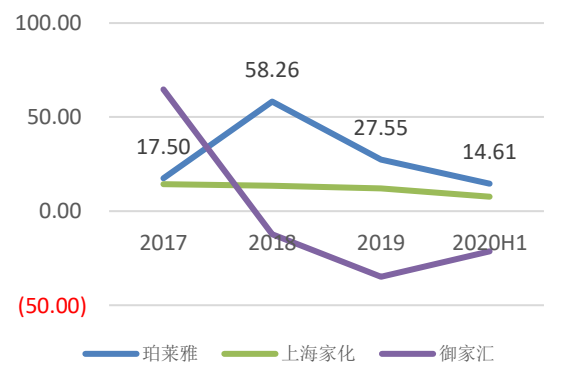
公司现金流充沛，抗风险能力强。2019年、2020年H1公司经营活动产生的净现金流/营业利润分别为51.12%，68.30%，同比略有下滑，主要由于公司新增的跨境代运营业务加长应收账款和预付账款。从偿债角度来看，2019年、2020年H1的现金流量利息保障倍数分别为27.55、14.61。与业内可比对手对比，公司短期偿债能力排前列，公司具备较好的抗风险能力。

图 46：经营活动的现金流量净额/营业利润同比下降（%）



资料来源：公司公告，东莞证券研究所

图 47：现金流量利息保障倍数位列前排



资料来源：公司公告，东莞证券研究所

4. 投资建议

首次覆盖，给予“推荐”评级。公司以海洋护肤为切入点，主打大众护肤市场。我国化

妆品市场规模大，人均化妆品消费水平有望向发达市场靠拢，行业集中度也仍有成长空间。公司作为大众化妆品的新晋龙头企业，未来有望享受行业增长红利。展望未来，公司未来增长的驱动力在于，第一，公司已突破单一品牌的瓶颈，主品牌稳定增长的同时孵化小品牌，未来业绩增长天花板高。第二，公司管理层行业经验丰富，做事具有前瞻性，且积极聘请业内翘楚，提升公司在国内美妆行业地位，加强品牌张力。第三，公司以产品为核心，重视研发，围绕消费者潮流风向精准营销，后续产品销量有保障。第四，公司积极布局彩妆板块，多个彩妆品牌现已初现成效，未来增长可期。公司身处景气度高的化妆品行业，公司战略定位清晰，有望维持高成长，因此，我们预计公司 2020-2021 年 EPS 分别为 2.45 元和 3.46 元，目前股价对应 PE 分别为 73.31 倍和 51.91 倍。

5. 风险提示

市场竞争加剧、市场潮流及消费者偏好变化、经销商管理风险、广告宣传效果不确定、品牌形象侵权、产品质量问题引起的诉讼等。

表 13：公司盈利预测简表（2020/9/2）

科目（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	**3,124**	**3759**	**4,916**	**6391**
营业总成本	**2,637**	**3152**	**4,054**	**5250**
营业成本	1,126	1,391	1,721	2,237
营业税金及附加	28	34	44	57
销售费用	1223	1415	1850	2405
管理费用	195	226	295	383
财务费用	（9）	12	22	7
研发费用	75	75	123	160
公允价值变动净收益	0	0	0	0
资产减值损失	(27)	(19)	(25)	(32)
营业利润	**462**	**598**	**847**	**1119**
加：营业外收入	1	9	9	9
减：营业外支出	6	4	4	4
利润总额	**456**	**603**	**852**	**1124**
减：所得税	90	119	168	221
净利润	**366**	**484**	**684**	**903**
减： 少数股东损益	(26)	(9)	(13)	(17)
归母公司所有者的净利润	**393**	**493**	**697**	**919**
摊薄每股收益(元)	**1.95**	**2.45**	**3.46**	**4.57**
PE（倍）	**92.10**	**73.31**	**51.91**	**39.34**

数据来源：Wind，东莞证券研究所

东莞证券研究报告评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上
风险等级评级	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	可转债、股票、股票型基金等方面的研究报告
中高风险	科创板股票、新三板股票、权证、退市整理期股票、港股通股票等方面的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（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。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司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，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告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证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所
广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼
邮政编码：523000
电话：（0769）22119430
传真:（0769）22119430
网址：www.dgzq.com.cn