

证券研究报告—动态报告/公司快评
纺织服装及日化
珀莱雅 (603605)
买入
日用化学品 II
重大事件快评

(维持评级)

2019年11月07日

切入抗衰老成分护肤领域，外延预期不断强化

证券分析师: 张峻豪	0755-22940141	zhangjh@guosen.com.cn	证券投资咨询执业资格证书编码: S0980517070001
联系人: 冯思捷	15219481534	fengsijie@guosen.com	
证券分析师: 曾光	0755-82150809	zengguang@guosen.com.cn	证券投资咨询执业资格证书编码: S0980511040003

事项:

11月6日晚间公告称，公司拟出资人民币106万元，占比53%，与西班牙公司PRIMA-DERM, S.L共同投资设立合资公司，从事推广和销售PRIMA-DERM旗下抗衰老护肤品牌Singuladerm的产品。

国信观点:

本次投资将帮助公司快速切入抗衰老护肤产业，符合行业发展升级趋势，也将有效打开公司发展新空间。而通过合资进行销售业务的方式也将在降低投资风险的情况下，实现双方公司的优势互补，借助公司在线上及线下多年深耕下积累的渠道实力，有力支撑该品牌在国内市场的快速扩张，同时西班牙品牌在研发以及产品理念上的先进性也有望在未来给公司产品带来赋能，助力公司中长期的健康高效发展。

考虑本次投资设立合资公司尚需西班牙当地有关部门批准，存在不确定性。暂不考虑合资公司收益贡献影响，我们维持公司19-21年EPS1.97/2.65/3.35元，对应PE45/33/26倍，公司今明两年动态估值水平与板块内可比公司相当，但基本面成长性相对突出。整体来看，公司身处大众美妆优质赛道，借助较强的渠道执行力有望分享美妆渗透率提升红利，且在多品牌布局下具备较强外延预期，维持“买入”评级。

评论:

■ 合资西班牙功能性护肤品牌，逐鹿抗衰老品类

公司11月6日晚间公告，拟与PRIMA-DERM, S.L(以下简称“PRIMA-DERM”)共同投资设立合资公司，并于近日签订了《PRIMA-DERM, S.L和珀莱雅化妆品股份有限公司的合资协议》，本次设立的合资公司总投资金额为人民币200万元，其中公司拟出资人民币106万元，占比53%，使用资金为公司自筹资金。PRIMA-DERM旗下产品主要为抗衰老护肤产品，本次签署合资协议后将有效帮助公司拓展抗衰老护肤市场，合资公司将主要在中国、日本、韩国、澳大利亚、新西兰及东南亚地区从事推广和销售PRIMA-DERM旗下抗衰老护肤品牌Singuladerm的产品。

➢ 合资方背靠多肽原料供应商Lipotec，技术实力较强

Prima-Derm背靠欧洲第一的多肽原料供应商Lipotec。Lipotec是西班牙第一家将纳米技术和组合化学工业化的公司，由于发现了首个可提供肉毒杆菌样效果的抗皱肽ARGILERINE而成为全球在相关领域的市场领导者，且同时生产研发各种用于治疗癌症的分子靶向药物，技术实力十分强劲，并在2012年得到沃伦巴菲特旗下企业投资。目前Prima-Derm旗下共有三个品牌，其中Singuladerm为其核心销售品牌。

➢ 功能性护肤品受追捧，Singuladerm 产品主打抗衰老的胜肽成分

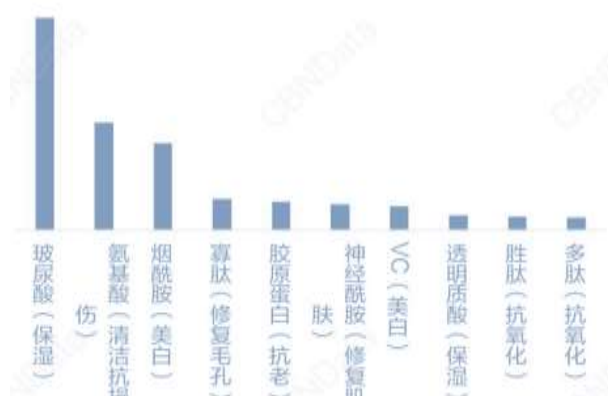
我国的化妆品的护肤品已经经历了高速发展期，护肤品的渗透率已经相对较高，整个护肤品行业正在逐渐迈入成熟期，与此相对应的就是消费者正在不断的趋于成熟，消费者越来越关注护肤品的具体成分与功效，而对于其营销关注度有所下降。近年化学原料为成分的功能性护肤品受到追捧，功能性护肤品以医学理论为核心指导思想，突出针对性、功效性、安全性，主要用途是美容护肤和促进皮肤健康，解决轻微肌肤问题。

图 1：天猫成分党护肤品占比趋势



资料来源：CBN DATA，国信证券经济研究所整理

图 2：消费占比较高的护肤品成分



资料来源：CBN DATA，国信证券经济研究所整理

而 Singuladerm 旗下产品主打胜肽成分，胜肽最初是被一些欧美药妆直接使用在产品里，作用机理类似于蛋白质的机理，能促进胶原蛋白、弹力纤维和透明质酸增生，提高肌肤的含水量，增加皮肤厚度以及减少细纹。公司明星单品 SOS 急救修复安瓶主打乙酰基六肽-8 是一种神经递质阻断肽，类似肉毒素机理，通过抑制乙酰胆碱，局部阻断神经传递肌肉收缩信号，使脸部肌肉放松，抚平皱纹，尤其是表情纹。目前可以看到，Singuladerm 在国内已经有一定认知基础，小红书上不乏种草文章，在天猫国际等跨境业务渠道可以得到直接购买，明星产品月销在 600 笔以上，相对稳定良好。品牌旗下产品主要定价区间在 25-40 欧元之间。

图 3：Singuladerm 旗下明星单品



资料来源：小红书，国信证券经济研究所整理

图 4：小红书上 singuladerm 品牌的种草文章

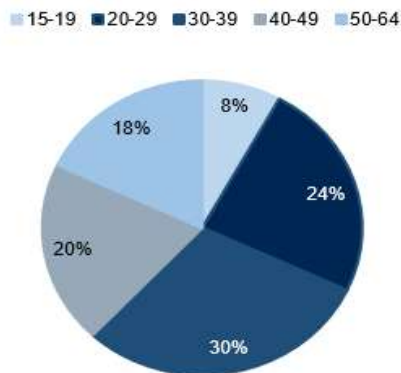


资料来源：小红书，国信证券经济研究所整理

➢ 切入高功能抗衰老护肤符合行业大势，打开新市场

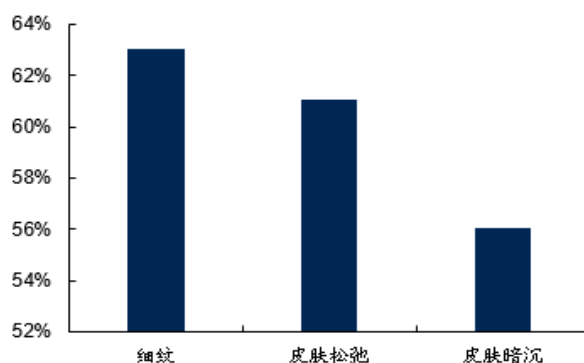
对比韩国的美妆历史来看，韩国经历了基础护肤-彩妆-高功能护肤-微整形的历程，当前我国正迅速从基础护肤转换到彩妆和高功能护肤。而以抗衰老护肤产品为代表的安瓶精华等，也是当前消费者关注度正不断快速提升的一大护肤理念，而中老年护肤市场的快速增长以及年轻群体对抗衰概念认知度提前建立对于这一市场的快速增长起到了推波助澜的作用，且这一市场的消费升级趋势十分明显，消费频次和消费单价都在加速提升。因此此次设立合资公司，将有效助力公司切入这一快速增长的潜力护肤市场，为公司发展打开新空间。

图 5: 预测 2028E 年美妆消费人群年龄分布



资料来源: 凯度咨询, 国信证券经济研究所整理

图 6: 中年客群体前三大关注皮肤问题



资料来源: Mintel, 国信证券经济研究所整理

■ 多品牌布局再下一城, 稳步的外延布局打造大美业生态圈

品牌数量相对单一是公司目前发展中面临的一大问题。长期来看, 多品牌是化妆品企业发展的必经之路, 纵观全球市场, 大型日化企业均为通过前期单一品牌突围之后通过内生孵化多品牌和并购不断壮大。从企业运营角度, 一家企业要想超越时代的红利获得永续经营, 就必须不断培育出第二增长曲线, 通过平台化生态化的布局, 获得新的增长动力来源。而从美妆行业来看, 单一品牌由于客群定位以及产品概念相对固定, 也无法满足以女性为主的消费者多样化消费需求, 且多品牌布局也能在越来越快速的需求变化环境下提升企业运营中抗风险能力。

表 1: 珀莱雅旗下品牌一览

品牌	旗下品类	年龄	定位	渠道	占比 (2018 年)	品牌理念
珀莱雅	护肤品为主	全年龄段	大众	全渠道覆盖	88.77%	海洋护肤, 专注于海洋护肤研究
优资莱	护肤品、彩妆和洗护等	较为成熟	平价	单品牌店和电商为主	5.63%	茶养护肤, 为消费者提供有效能的茶元素护肤产品
悦芙媿	护肤品、彩妆等	年轻化群体	平价	单品牌店和电商为主		针对年轻肌肤, 为年轻人带来轻松快乐的美妆方式
韩雅	药妆为主	较为成熟	大众	日化专营店、商超和电商		为中国女性提供针对性的肌肤解决方案
悠雅	彩妆为主	较为年轻化	平价	以电商为主		追求“轻彩妆、会呼吸”的理念, 打造“清透感”
TZZ	彩妆为主	年轻化群体	平价	以电商为主	5.60%	以“天然作美, 创想青春”为理念, 打造时尚创意的纯植物化妆品
猫语玫瑰	彩妆为主	年轻化群体	平价	电商为主		以天然玫瑰花精华为基底, 打造甜美恋爱系自然彩妆
彩棠	彩妆为主	全年龄段	大众	电商为主		高品质, 大众化, 以“专业级美丽”的标准服务于大众
YNM	彩妆为主	年轻化群体	平价	电商为主		韩系新锐平价美妆
ikami	高端洗护	全年龄段	高端化	电商为主		华人科学家在日本成立的高端品牌
Singuladerm	抗衰老护肤品	较为成熟	中高端	-	-	主打多肽成分, 主打抗衰老功效

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

虽然公司过去的特点是主品牌突出 (18 年珀莱雅品牌营收占比 88.8%), 以及护肤品类突出 (18 年护肤品类占比 90.29%)。但今年以来公司提出了逐步将由单一化过渡为生态化, 形成品牌矩阵、品类矩阵、渠道矩阵, 以抓住不同增长契机:

- 1) 公司内部已经形成了一套业内领先的平台化的管理体系, 以事业部负责制支持各品牌的独立运营, 有效提高运营效率, 降低管理成本。并且利用组织平台化支持生态化增长, 整合完善研发、生产、供应、人力、财务、营销等内部服务平台资源, 实现最大化资源共享。
- 2) 从多品牌的方式上来看, 公司将继续通过合伙人制快速进行新品牌的培育扩张, 且不排除对优质国内外品牌进行直接并购, 借力资本市场的资金支持及品牌背书, 公司有望在外延扩张实现弯道超车。
- 3) 从多品牌的方向来看, 公司除了珀莱雅主品牌外, 公司通过内生外延已经培育了十一个品牌, 其中公司重点的三大方向为: 彩妆的品类横向扩张, 中高端护肤品牌的定位补缺, 以及国际化合作强化竞争优势。首先, 这三大方

向所处行业增速较高，且仍具备较大发展空间，其次，能够一定程度弥补公司业务短板，实现品类均衡发展，并提升公司的抗风险能力。

➤ 有效控制风险的前提下快速外延式扩张

整体来看，公司在上市后借力资本有望打造大美业生态圈，开启集团化发展。一方面通过多品牌多品类布局，特别是高端护肤及彩妆品类的补短板布局，实现品牌迭代增长；另一方面不断开拓新渠道，包括跨境电商等；此外通过社交营销领域的投资布局进一步对社交电商领域进行优势强化，强化公司在社交营销领域的领先实力。

图 7：珀莱雅的投资布局



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 8：珀莱雅合伙制布局方式



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

同时，公司在进入此前并不擅长的细分领域时采用合伙制的形式，实现专业团队的加入与有效绑定，即通过参控股形式与成熟的专业团队成立合资公司共同针对新业务范畴打造新锐美妆品牌，并承诺在完成一定业绩指标的前提下逐年收购对方股份，一方面将有效控制投资风险，另一方面通过利益绑定合作更加顺利完成新品牌前期的开拓。

■ 投资建议：切入抗衰老护肤领域，外延预期不断强化，维持“买入”评级

本次收购将帮助公司快速切入抗衰老护肤产业，符合行业发展升级趋势，也将有效打开公司发展新空间。而通过合资的方式也将在降低投资风险的情况下，实现双方公司的优势互补，借助公司在线上及线下多年深耕下积累的渠道实力，有力支撑该品牌在国内市场的快速扩张，同时西班牙品牌在研发以及产品理念上的先进性也有望对公司自身产品带来赋能，助力公司中长期的健康高效发展。

综合来看，公司在提出第四个五年计划后（年轻化、国际化、平台化、生态化），一方面公司作为自主运营电商渠道最为成功的本土美妆企业，将借助电商大数据，继续紧紧围绕定位客群打造新品，实现品类迭代成长，并借力新媒体及头部 KOL，围绕产品特征挖掘卖点，紧紧把握社交电商新红利；另一方面，多品牌多品类布局不断深化。未来公司准备继续引进合伙制企业，一是布局与主品牌差异化定位及品类补充标的，包括高功能性护肤以及彩妆等品类；二是布局为品牌发展赋能的新兴内容营销企业，整体来看，外延预期持续强化。

我们维持公司 19-21 年 EPS1.97/2.65/3.35 元，对应 PE45/33/26 倍，公司今明两年动态估值水平与板块内可比公司相当，但基本面成长性相对突出。整体来看，公司身处大众美妆优质赛道，借助较强的渠道执行力有望分享美妆渗透率提升红利，且在多品牌布局下具备较强外延预期，维持“买入”评级。

表 2：可比公司估值情况

公司名称	投资评级	收盘价截止 11/6	市值(亿元)截止 11/6	业绩增速(%)				PE		
				2018A	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
上海家化	买入	32.60	218.83	38.63%	18.82%	8.38%	16.35%	33.96	31.35	26.94
珀莱雅	买入	89.51	180.17	43.03%	38.24%	33.75%	26.18%	45.44	33.91	26.88
丸美股份	增持	71.54	286.88	33.14%	40.15%	14.95%	13.60%	49.34	42.84	37.65

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理预测

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	1464	1500	1555	2042	营业收入	2361	3099	4006	4968
应收款项	101	144	198	204	营业成本	849	1121	1437	1766
存货净额	233	330	404	473	营业税金及附加	26	34	44	55
其他流动资产	25	217	280	348	销售费用	886	1168	1513	1894
流动资产合计	1823	2191	2437	3067	管理费用	172	306	382	472
固定资产	632	780	914	1036	财务费用	(13)	(22)	(24)	(35)
无形资产及其他	328	316	304	292	投资收益	0	1	1	1
投资性房地产	70	70	70	70	资产减值及公允价值变动	(12)	(15)	(15)	(12)
长期股权投资	7	7	7	7	其他收入	(41)	0	0	0
资产总计	2860	3364	3731	4472	营业利润	388	477	638	806
短期借款及交易性金融负债	260	454	200	200	营业外净收支	0	0	0	0
应付款项	415	405	519	639	利润总额	388	477	638	806
其他流动负债	360	383	493	612	所得税费用	101	81	109	137
流动负债合计	1035	1242	1212	1451	少数股东损益	(1)	(1)	(1)	(1)
长期借款及应付债券	85	85	85	85	归属于母公司净利润	287	397	531	670
其他长期负债	42	42	42	42					
长期负债合计	127	127	127	127	现金流量表 (百万元)				
负债合计	1162	1369	1339	1578	净利润	287	397	531	670
少数股东权益	4	3	3	2	资产减值准备	4	6	3	3
股东权益	1694	1992	2390	2892	折旧摊销	36	74	92	106
负债和股东权益总计	2860	3364	3731	4472	公允价值变动损失	12	15	15	12
					财务费用	(13)	(22)	(24)	(35)
关键财务与估值指标					营运资本变动	305	(313)	36	98
每股收益	1.43	1.97	2.64	3.33	其它	(4)	(7)	(4)	(4)
每股红利	0.38	0.49	0.66	0.83	经营活动现金流	640	172	673	885
每股净资产	8.41	9.90	11.88	14.37	资本开支	(217)	(231)	(231)	(231)
ROIC	17%	17%	21%	25%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	17%	20%	22%	23%	投资活动现金流	(224)	(231)	(231)	(231)
毛利率	64%	64%	64%	64%	权益性融资	29	0	0	0
EBIT Margin	18%	15%	16%	16%	负债净变化	51	0	0	0
EBITDA Margin	20%	18%	18%	18%	支付股利、利息	(76)	(99)	(133)	(167)
收入增长	32%	31%	29%	24%	其它融资现金流	(25)	194	(254)	0
净利润增长率	43%	38%	34%	26%	融资活动现金流	(46)	95	(386)	(167)
资产负债率	41%	41%	36%	35%	现金净变动	370	36	55	487
息率	0.6%	0.6%	0.7%	0.9%	货币资金的期初余额	1094	1464	1500	1555
P/E	62.6	45.4	33.9	26.9	货币资金的期末余额	1464	1500	1555	2042
P/B	7.5	8.9	7.4	6.1	企业自由现金流	441	(80)	418	622
EV/EBITDA	29.8	35.1	26.5	21.7	权益自由现金流	467	132	185	652

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

相关研究报告

- 《珀莱雅-603605-2019 年三季报点评：Q3 线上爆款产品带动高增长，业绩表现符合预期》——2019-10-30
- 《珀莱雅-603605-2019 年半年报点评：Q2 业绩提速，爆款及多品牌推动全年增长》——2019-08-23
- 《珀莱雅-603605-美颜盛世凤鸟出，珀莱临春簇芳雅》——2019-04-22
- 《珀莱雅-603605-2019 年一季报点评：Q1 电商持续靓丽，多品牌+多渠道全年高增长可期》——2019-04-19
- 《珀莱雅-603605-2018 年年报点评：业绩持续高增长，美妆龙头呼之欲出》——2019-03-29

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的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业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

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。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。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编: 518001 总机: 0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编: 200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编: 100032