

消费升级与娱乐研究中心

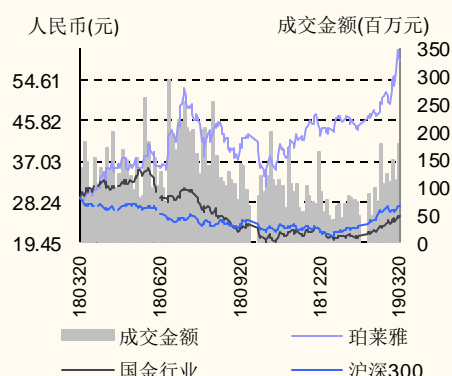
珀莱雅 (603605.SH) 买入 (维持评级)

公司深度研究

市场价格 (人民币): 59.08 元

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	62.09
总市值(百万元)	11,896.48
年内股价最高最低(元)	61.50/28.63
沪深 300 指数	3835.44
上证指数	3090.64



相关报告

1. 《18Q1-Q3 扣非归母净利润同比 +49.88%，营运能力进一...》，2018.10.30
2. 《18H1 线上增速亮眼，对上下游话语权逐步加强-珀莱雅中报点评...》，2018.8.17
3. 《珀莱雅：深耕大众美妆领域，“多品牌矩阵+电商+单品牌店”驱动...》，2018.7.18

吴劲草 分析师 SAC 执业编号: S1130518070002
wujc@gjzq.com.cn

王元 分析师
jiyunan@gjzq.com.cn

消费者画像数据观：电商与低线城市——国牌珀莱雅的逆袭利器

公司基本情况(人民币)

项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E
摊薄每股收益(元)	1.024	1.004	1.355	1.828	2.315
每股净资产(元)	3.74	7.29	8.66	10.50	12.83
每股经营性现金流(元)	0.89	1.67	1.45	2.20	2.56
市盈率(倍)	0.00	28.61	43.61	32.31	25.52
净利润增长率(%)	6.87%	30.70%	35.85%	34.98%	26.61%
净资产收益率(%)	27.40%	13.76%	15.75%	17.54%	18.17%
总股本(百万股)	150.00	200.00	201.36	201.36	201.36

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- 电商是我国化妆品行业近年来最强势的渠道，线上消费者画像的分析对于研究珀莱雅的竞争战略具有重要意义。2018 年我国化妆品行业市场规模预计接近 4,000 亿元，近三年来，中国化妆品电商渠道的复合增速达到 35%+，是最强势的渠道，也是化妆品品牌的兵家必争之地。线上渠道已经成为珀莱雅 2017 年以来最重要的增长引擎，线上消费者画像的分析对于研究珀莱雅的品牌定位和竞争战略具有重要意义。
- 我们从地域、城市层级、性别、年龄等几个维度对珀莱雅和国际品牌雅诗兰黛的线上消费者进行了对比，得到以下核心结论：①珀莱雅消费者地域分散程度高于雅诗兰黛，消费用户 CR5 省份占比为 40%，而雅诗兰黛 CR5 省份占比约 57%；②一线城市不是珀莱雅的主战场，珀莱雅三线及以下城市消费用户占比达 47%，雅诗兰黛占比仅 29%。北京、上海在雅诗兰黛消费用户占比排名前五中，而不在珀莱雅的前五省份。③珀莱雅消费用户年轻化程度更高，30 岁以下消费者约占 20%（雅诗兰黛不到 10%），而 40 岁以上的消费者仅占 30%（雅诗兰黛大约 45%）。④从性别分布情况来看，珀莱雅男性消费者占比更高，达到 30%（雅诗兰黛约 14%），消费群体更为多元化。
- 根据国金证券研究创新中心对包括珀莱雅在内的国内外品牌在阿里平台的销售数据监测，我们得到以下核心结论：①从阿里的销售规模来看，国产品牌并不逊色于国际大牌。最近 12 个月，国际大牌销售额最多的大概在 17-18 亿元，国内品牌可以达到 13-14 亿。珀莱雅最近 12 个月销售额大约 11 亿元，已跻身国内品牌第一梯队。②从销售增速来看，18 年及 19 年 1-2 月，珀莱雅是国内外品牌中增速非常快的，阿里渠道多个单月有接近翻倍的增速。③包括珀莱雅在内的国内品牌普遍偏大众定位，线上销售均价在 80-220 元之间，而国外大牌线上销售的单价大约在 180-630 元，产品定位有明显差异。

投资建议

- 相比国际大牌雅诗兰黛，珀莱雅的线上消费者地域分布更分散、三线及以下城市用户占比、男性消费用户占比及用户年轻化程度都更高。19 年 1 月和 2 月，珀莱雅天猫旗舰店同比增速分别为 83%和 98%，珀莱雅天猫淘宝销售额同比增速分别为 68%和 79%，在国内外品牌中位居前列。未来基于巨大且分散的中国市场和对线上更强的适应力，公司线上销售规模有望超过国际品牌。预计公司 2019-2020 年归母净利润分别为 3.68/4.66 亿元，同比增长 34.98%/26.61%，当前市值对应 PE 分别为 32.3/25.5 倍，维持评级。

风险提示

- 化妆品线上增速放缓、产品质量风险、未能准确把握市场潮流和消费者偏好

内容目录

1. 线上是化妆品近年来最重要的渠道，化妆品电商渠道的消费者行为分析具有重要的意义	4
2. 珀莱雅 vs 雅诗兰黛线上消费者行为分析	5
2.1 销售地域消费行为分析：粤江浙居前，珀莱雅并未将大城市作为主战场，其销售分散程度较高，代表珀莱雅“农村包围城市”的战略和终端覆盖的广泛	5
2.2 性别分布分析：珀莱雅男性化程度更高	7
2.3 消费者年龄分布分析：珀莱雅年轻化程度更高	8
2.4 消费者城市线级分布：体现渠道下沉的核心能力	9
2.5 舆情评价分布：消费者可能要求并不高，满足起来也不难	10
3. 珀莱雅及国内外品牌阿里销售数据分析	10
3.1 销售规模分析：国内品牌已赶上国际一线品牌	10
3.2 销售增速分析：珀莱雅增速雄踞前列	12
3.3 产品定位分析：国内品牌普遍大众定位	14
4. 投资建议：电商与低线城市是国牌珀莱雅的逆袭利器	14
5. 风险提示	15

图表目录

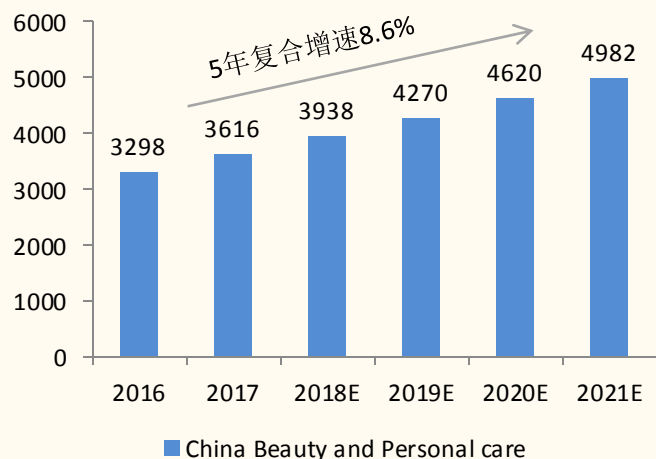
图表 1：2016-2021E 我国化妆品市场规模（亿元）	4
图表 2：限额以上商品零售和化妆品类当月同比增速	4
图表 3：中国化妆品各渠道占比	4
图表 4：中国化妆品各渠道增速	4
图表 5：A 股化妆品公司的线上营收占比	5
图表 6：A 股化妆品公司的线上营收增速	5
图表 7：珀莱雅线上销售地域分布	5
图表 8：雅诗兰黛线上销售地域分布	6
图表 9：珀莱雅销售地区热力图	7
图表 10：雅诗兰黛销售地区热力图	7
图表 11：珀莱雅消费者性别比例	8
图表 12：雅诗兰黛消费者性别比例	8
图表 13：珀莱雅品牌代言人李易峰	8
图表 14：珀莱雅精华代言人黄明昊	8
图表 15：珀莱雅&雅诗兰黛消费者年龄分布	9
图表 16：珀莱雅&雅诗兰黛消费者城市层级分布	9
图表 17：我国各级行政区域划分数量	9
图表 18：珀莱雅&雅诗兰黛舆情评价分布	10
图表 19：珀莱雅&欧莱雅&雅诗兰黛淘宝天猫销售额	11

图表 20: 国内外品牌化妆品近 12 个月淘宝天猫销售额 (18M3-19M2)	12
图表 21: 国内外品牌化妆品近 12 个月天猫旗舰店销售额 (18M3-19M2) ...	12
图表 22: 珀莱雅与国际品牌淘宝天猫单月销售额增速对比.....	13
图表 23: 珀莱雅与国内品牌淘宝天猫单月销售额增速对比.....	13
图表 24: 国内外化妆品天猫旗舰店近 12 个月 (18M3-19M2) 成交单价 (元)	14

1. 线上是化妆品近年来最重要的渠道，化妆品电商渠道的消费者行为分析具有重要的意义

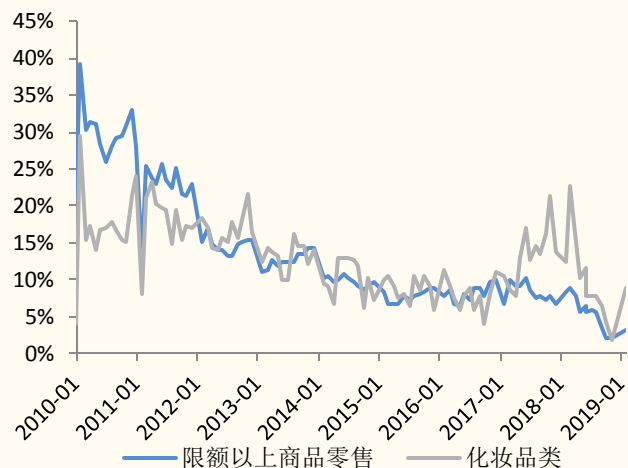
- 2018 年我国化妆品行业市场规模预计接近 4,000 亿元，2019 年 1-2 月限额以上化妆品零售额同比+8.9%。根据 Euromonitor 数据，2017 年我国化妆品市场规模约为 3,616 亿元，同比增长 9.6%，2021 年预计市场规模达到 4,982 亿元，2016-2021E 预计年均复合增长率为 8.6%。国家统计局数据显示，2019 年 1-2 月，社会消费品零售总额 66,064 亿元，同比名义+8.2%，其中限额以上商品零售额为 21,580 亿元，同比+3.2%，限额以上化妆品类零售额为 451 亿元，同比+8.9%。

图表 1：2016-2021E 我国化妆品市场规模（亿元）



来源：Euromonitor，国金证券研究所

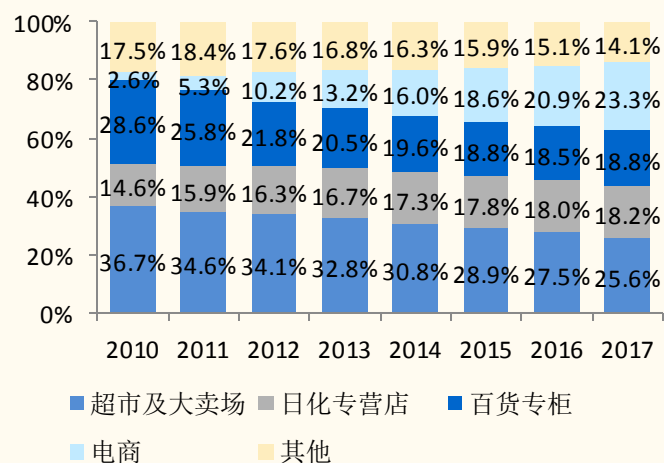
图表 2：限额以上商品零售和化妆品类当月同比增速



来源：国家统计局，国金证券研究所

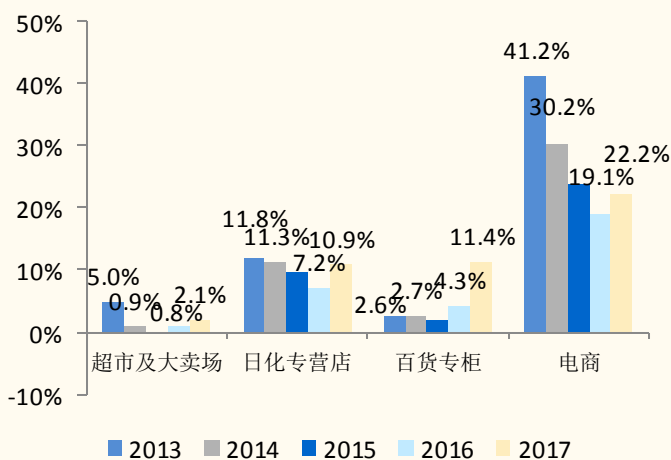
- 我国化妆品线上渠道占比已经达到 23%，在世界范围内都是最高的。对于中国化妆品行业，近年来化妆品各渠道的占比在发生重大变化，电商的占比在持续提升，相对的，百货和超市卖场的比例在不断下降。化妆品本身小件、高值、标准化，适合线上化，而中国是世界上电商最发达的国家，近三年来，中国化妆品电商渠道的复合增速达到 35%+，是最强势的渠道，我们估算我国化妆品通过线上渠道销售的规模大约在每年 800-1000 亿元。线上渠道目前既是体现中国化妆品品牌竞争力参考价值最强的渠道，也是珀莱雅等品牌主要增速的来源，线上消费者画像的分析对于研究珀莱雅的品牌定位和竞争战略具有重要意义。

图表 3：中国化妆品各渠道占比



来源：Euromonitor，国金证券研究所

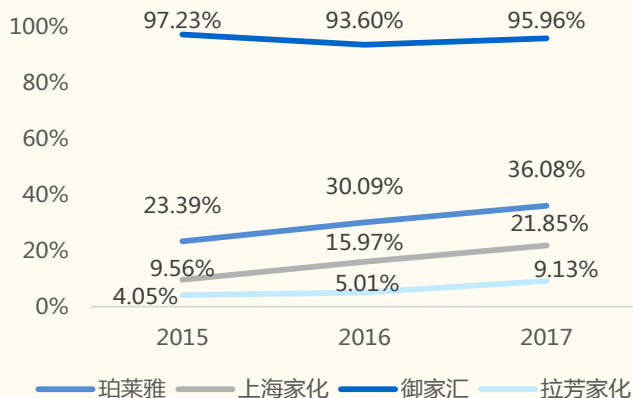
图表 4：中国化妆品各渠道增速



来源：Euromonitor，国金证券研究所

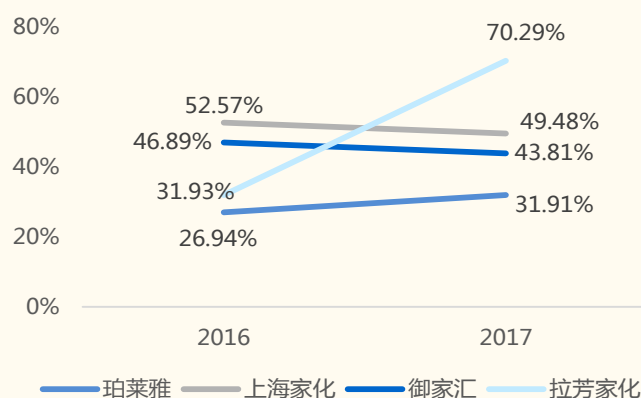
- **珀莱雅线上占比不断提高。**珀莱雅 2017 年线上占比达 36%，线上也是其主要增长来源，2017 年线上增速接近 32%；预计 2018 年珀莱雅线上增速将在 60%左右，届时销售占比将超过 40%。而其他化妆品上市公司也体现出线上渠道“双高”——高增长，高占比，因为化妆品本身较适合线上渠道，近年来，电商渠道可谓是化妆品行业最具代表性的渠道。

图表 5：A 股化妆品公司的线上营收占比



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 6：A 股化妆品公司的线上营收增速



来源：公司公告，国金证券研究所

- 我们试图通过分析化妆品线上销售的销售数据和行为数据，解析珀莱雅及国际化妆品大牌的消费者行为。具体分析维度包括消费者地域分布，年龄分布，性别分布，城市层级分布，销售额，客单价等，选择对比品牌为国际大牌雅诗兰黛。

2. 珀莱雅 vs 雅诗兰黛线上消费者行为分析

2.1 销售地域消费行为分析：粤江浙居前，珀莱雅并未将大城市作为主战场，其销售分散程度较高，代表珀莱雅“农村包围城市”的战略和终端覆盖的广泛

- **从地域分布来看，化妆品的销售大致体现出：经济越发达的省份，化妆品销售越多。**省份经济发达程度和化妆品销售的情况可以认为是正相关的。这符合我们之前根据日本化妆品发展总结出的结论，即：化妆品是经济发展到一定阶段后，表现最强劲的消费品之一。
- **分布和定位上具有差别：珀莱雅并未将大城市作为主战场。**珀莱雅消费用户占比前五的省份是广东、浙江、山东、江苏和湖南，除了湖南外，其他四个省份本身也是 GDP 排行前四的省份。值得注意的是，北京和上海这两个中国最大的城市，在珀莱雅的销售排名中并不靠前。这也体现了珀莱雅的战略定位还是“农村包围城市”，这一点上和国际品牌还是有着较大差别的。此外，珀莱雅的销售分散程度更高，其中排名前 5 省份的消费用户占比为 40%，体现出其终端覆盖的广泛。

图表 7：珀莱雅线上销售地域分布

GDP Rank	省份	消费用户占比	消费用户排名
1	广东	9.57%	1
2	江苏	7.32%	4
3	山东	8.10%	3
4	浙江	8.81%	2
5	河南	5.10%	8
6	四川	4.94%	9
7	湖北	4.51%	10
8	河北	5.86%	6
9	湖南	6.21%	5

GDP Rank	省份	消费用户占比	消费用户排名
10	上海	3.45%	13
11	福建	2.60%	15
12	安徽	4.26%	11
13	北京	5.56%	7
14	辽宁	1.84%	17
15	陕西	1.76%	18
16	江西	3.83%	12
17	天津	0.75%	26
18	重庆	1.11%	21
19	广西	2.98%	14
20	内蒙古	0.77%	25
21	山西	1.40%	20
22	云南	1.89%	16
23	贵州	0.92%	23
24	吉林	0.85%	24
25	黑龙江	1.66%	19
26	新疆	0.65%	27
27	甘肃	1.04%	22
28	海南	0.61%	28
29	宁夏	0.52%	29
30	青海	0.52%	30
31	西藏	0.48%	31

来源：国金证券研究所第三方数据监测

- 相比而言，国际品牌雅诗兰黛消费用户占比前五的省份为广东、江苏、浙江、上海和北京。有两点值得注意，第一点就是北京和上海两个大城市，均位列前五，意味着雅诗兰黛的战略重点是在一二线城市的；另一点则是雅诗兰黛的销售地域集中度更高，消费用户排名前五的省份占比为 57%，这也意味着国际品牌在一线城市的覆盖程度更集中，但在渠道下沉上是有一定难度的。

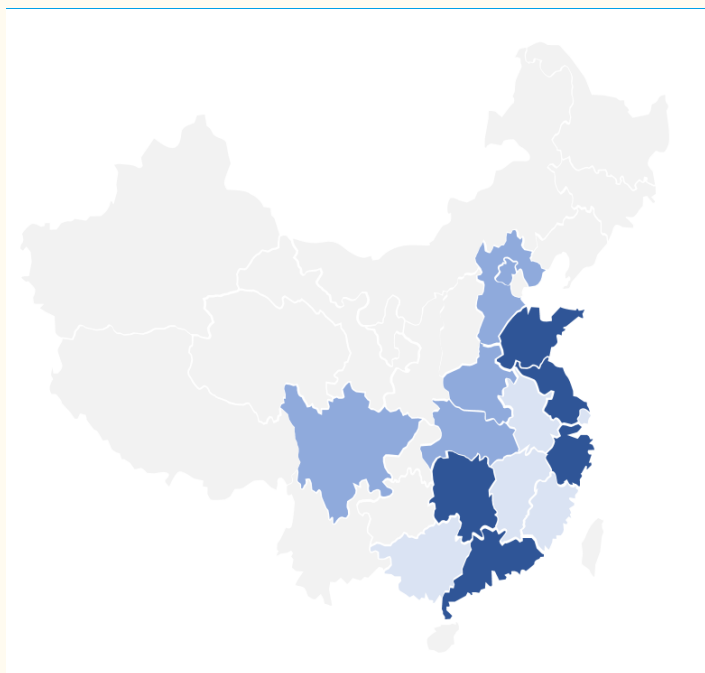
图表 8：雅诗兰黛线上销售地域分布

GDP Rank	省份	消费用户占比	消费用户排名
1	广东	14.51%	1
2	江苏	11.84%	2
3	山东	4.40%	9
4	浙江	11.61%	3
5	河南	4.85%	8
6	四川	5.97%	6
7	湖北	3.97%	10
8	河北	2.95%	12
9	湖南	3.91%	11
10	上海	9.88%	4
11	福建	4.97%	7
12	安徽	2.89%	13
13	北京	8.71%	5
14	辽宁	0.99%	16
15	陕西	1.94%	14
16	江西	0.98%	17
17	天津	0.78%	18
18	重庆	1.54%	15

GDP Rank	省份	消费用户占比	消费用户排名
19	广西	0.49%	20
20	内蒙古	0.29%	22
21	山西	0.19%	26
22	云南	0.49%	21
23	贵州	0.29%	23
24	吉林	0.49%	19
25	黑龙江	0.28%	24
26	新疆	0.09%	28
27	甘肃	0.19%	27
28	海南	0.19%	25
29	宁夏	0.08%	29
30	青海	0.04%	30
31	西藏	0.02%	31

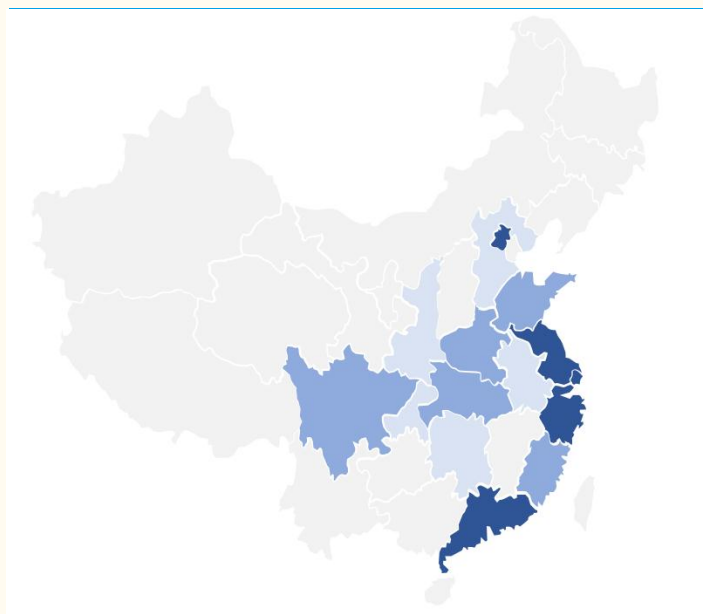
来源：国金证券研究所第三方数据监测

图表 9：珀莱雅销售地区热力图



来源：国金证券研究所第三方数据监测

图表 10：雅诗兰黛销售地区热力图

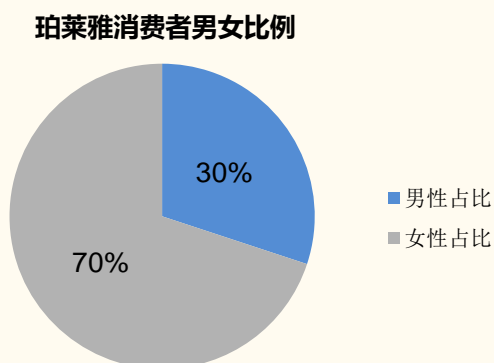


来源：国金证券研究所第三方数据监测

2.2 性别分布分析：珀莱雅男性化程度更高

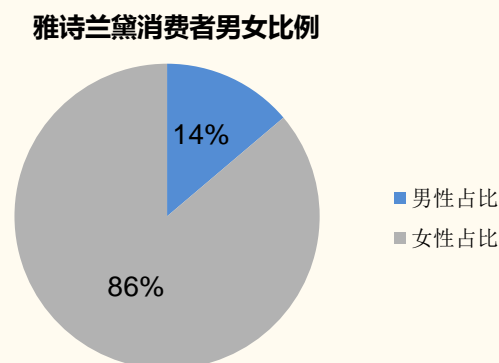
- 珀莱雅的男性消费者比例达 30%，明显高于雅诗兰黛的 14%。我们认为，男性消费者比例较高主要是因为珀莱雅是一个护肤品牌，彩妆占比还比较低。而护肤对于男女是通用的，珀莱雅也认识到了这个机会，在男性消费者层面进行了发力。签下李易峰和黄明昊作为代言人，一定程度上也是在的潜移默化地推进男性市场战略。男性比例的提高意味着天花板翻倍，这对于整个品牌的扩张有着重要意义。

图表 11：珀莱雅消费者性别比例



来源：国金证券研究所第三方数据监测

图表 12：雅诗兰黛消费者性别比例



来源：国金证券研究所第三方数据监测

图表 13：珀莱雅品牌代言人李易峰



来源：公司官网，国金证券研究所

图表 14：珀莱雅精华代言人黄明昊

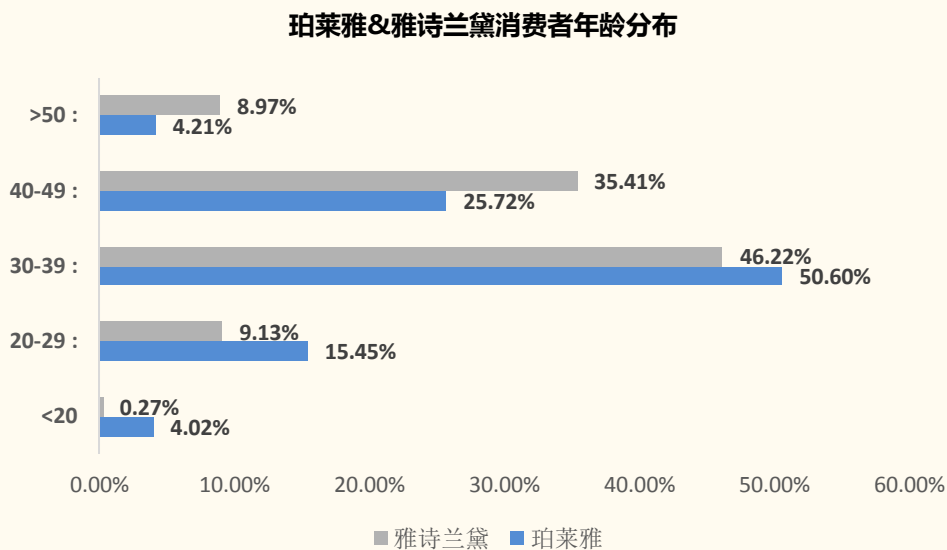


来源：公司官网，国金证券研究所

2.3 消费者年龄分布分析：珀莱雅年轻化程度更高

- **珀莱雅年轻化程度更高。**从消费者年龄分布来看，大部分（75%+）消费者都集中在 30-49 岁之间，相比而言，雅诗兰黛消费者群体更加成熟化，消费者群体年龄偏大，20 岁以下消费者几乎没有，20-29 岁消费者占比不到 10%，而 40 岁以上消费者占比约 45%。这既和产品形象定位有关，也和价格定位有一定关系。而珀莱雅的消费者群体体现出更年轻化的态势，20 岁以下消费者占 4%，30 岁以下消费者约占 20%（相比而言，雅诗兰黛不 10%），而 40 岁以上的消费者仅占 30%（相比而言，雅诗兰黛占 45%）。

图表 15：珀莱雅&雅诗兰黛消费者年龄分布

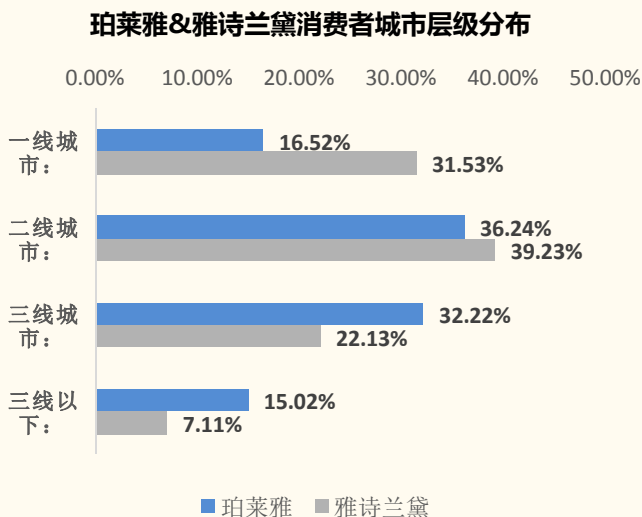


来源：国金证券研究所第三方数据监测

2.4 消费者城市线级分布：体现渠道下沉的核心能力

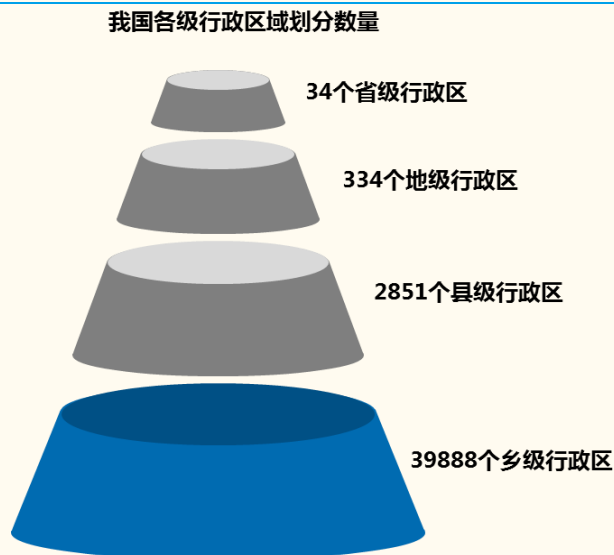
- 消费者城市层级分布的对比体现出了一些较为显著的区别。在消费者城市层级的分布上，珀莱雅体现出了在低线城市的显著优势。国际品牌在中国业务渠道下沉中普遍存在乏力的情况，这和文化定位有关，也和管理层级有一定关系，而广袤的三四线城市，或许是中国化妆品更大的市场，这正是国牌化妆品发展的重要契机。相比而言，珀莱雅三线及以下城市消费用户占比达 47%，而雅诗兰黛的占比仅 29%。

图表 16：珀莱雅&雅诗兰黛消费者城市层级分布



来源：国金证券研究所第三方数据监测

图表 17：我国各级行政区域划分数量

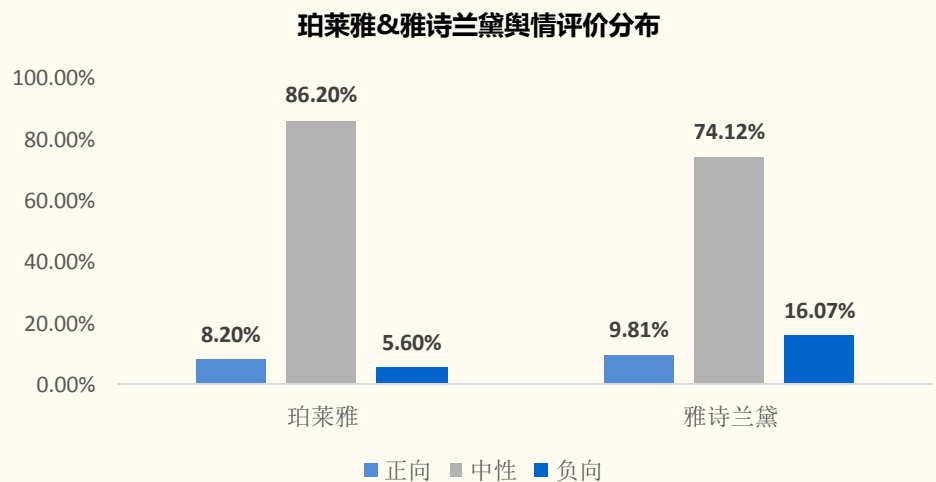


来源：中华人民共和国行政区划简册，国金证券研究所

2.5 舆情评价分布：消费者可能要求并不高，满足起来也不难

- **化妆品是一种高附加值的商品。**实际上不论是高端定位的化妆品还是大众定位的化妆品，成本都占售价的比例很低，化妆品是一种主观感受影响较大的产品。我们通过自然语言识别，通过关键词将购买评论分为“正向”，“中性”，“负向”，默认为中性评价。可以看到，不管是珀莱雅，还是雅诗兰黛，中性评价都是占绝大多数的，而中性评价大部分是默认好评，说明大部分购买化妆品并未有评价，我们认为大部分人对于化妆品的要求，可能就是“及格”。而值得注意的是，雅诗兰黛的负向评价 16%，显著多于珀莱雅的负向评价 6%。我们将其解释为：雅诗兰黛的均价高于珀莱雅，购买雅诗兰黛的消费者，预期会较高，消费者更容易不达预期。相比而言，珀莱雅的定位下，其消费者的预期更易满足。

图表 18：珀莱雅&雅诗兰黛舆情评价分布



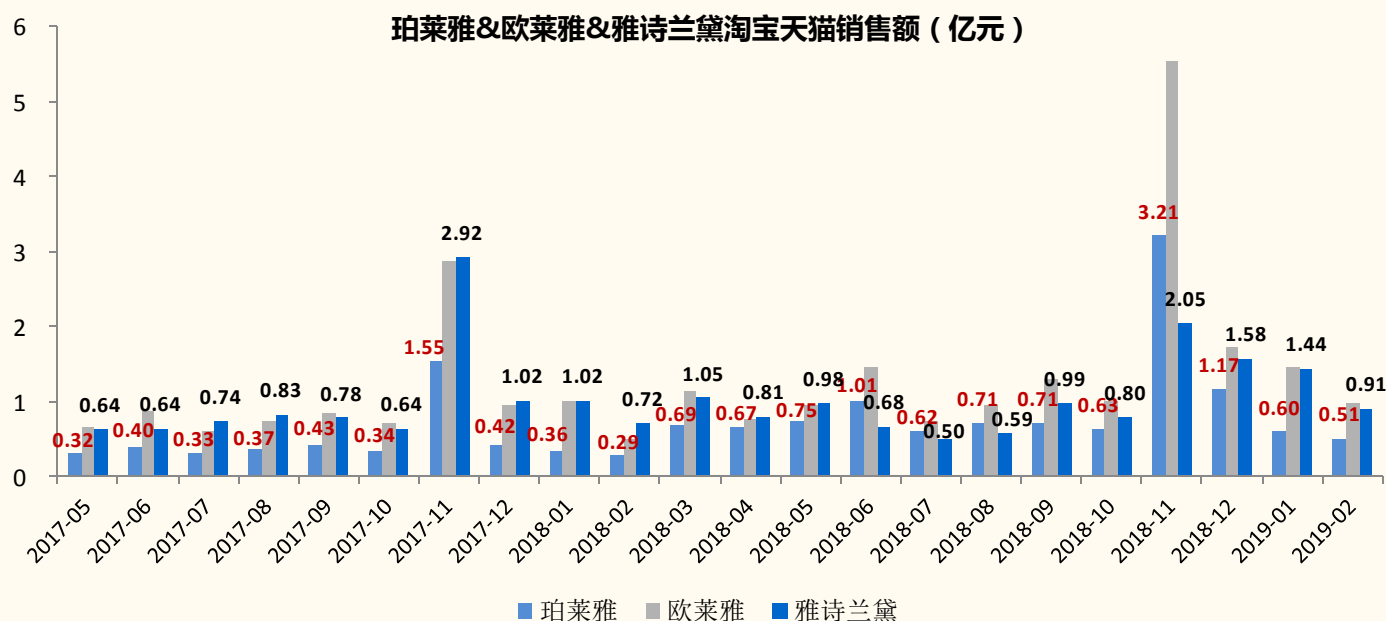
来源：国金证券研究所第三方数据监测

3. 珀莱雅及国内外品牌阿里销售数据分析

3.1 销售规模分析：国内品牌已赶上国际一线品牌

- **国内品牌线上销售已赶上国际一线品牌。**从销售规模来看，我们对比了珀莱雅和国外大牌雅诗兰黛及欧莱雅淘宝天猫的销售数据。可以看到，珀莱雅近两年的增长速度很快，去年离雅诗兰黛还有较大距离，2017 年 5 月至 2017 年 12 月珀莱雅销售额 4.15 亿元，雅诗兰黛 8.22 亿元；而 2018 年珀莱雅和雅诗兰黛的销售额基本已经持平，2018 年销珀莱雅销售额为 10.82 亿元，雅诗兰黛 11.74 亿元。近两年，国产品牌，尤其是国产大众化品牌崛起迅速，这背后品牌认知度的城市层级下沉以及上市后更丰富的资源都起到了作用。

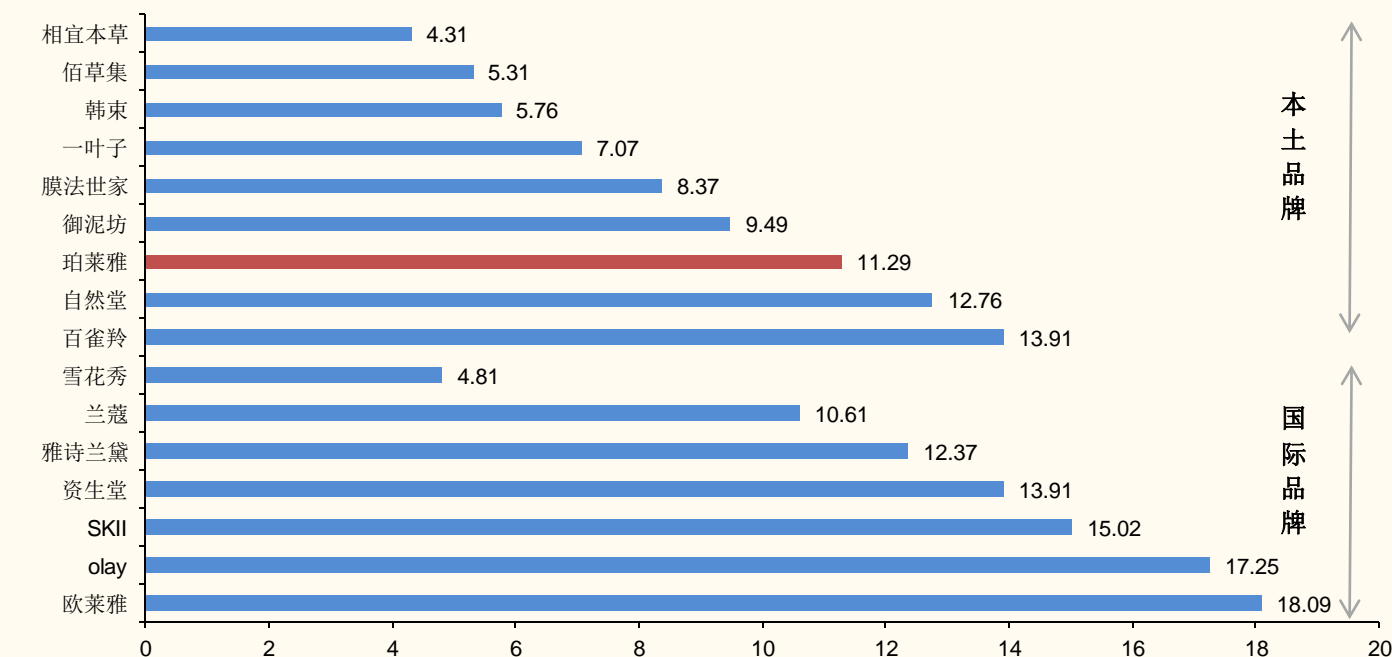
图表 19：珀莱雅&欧莱雅&雅诗兰黛淘宝天猫销售额



来源：国金证券研究所第三方数据监测

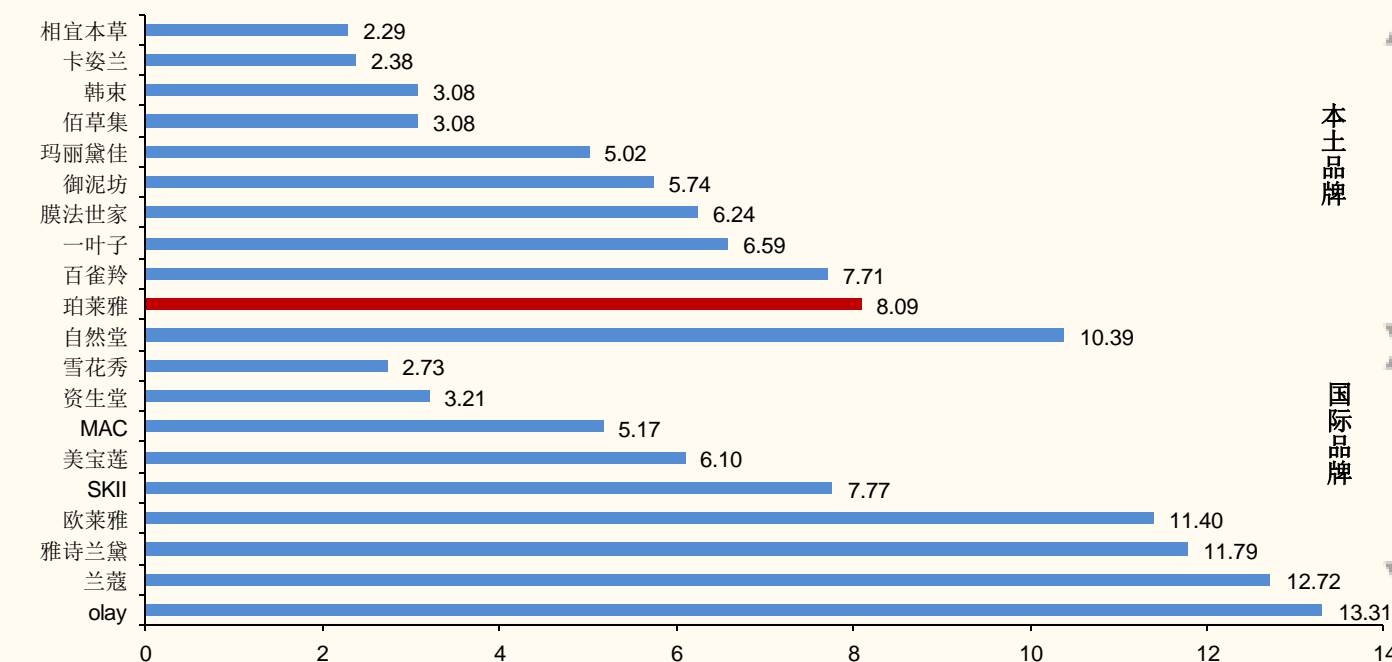
- 从总体规模来看，珀莱雅已经跻身国内第一梯队。珀莱雅近 12 个月（2018M3-2019M2）的淘宝天猫销售额为 11.29 亿元，在国内已毫无疑问跻身第一梯队，仅比自然堂和百雀羚略低，高于佰草集、一叶子、韩束、相宜本草等传统强势国内品牌。
- 而另一个特点是，国际大牌在中国线上销售也没有显著的优势。诚然国际大牌在百货等线下高端渠道有着明显的销售优势，但是在线上销售上并没有体现出显著优势。国际大牌淘宝天猫销售最多的 OLAY 和欧莱雅销售规模大概在 17-18 亿元左右，也没有显著高出国内品牌。我们认为，中国是世界上电商最发达的国家，而电商不论从占比还是从增速来看，都是中国化妆品最重要的渠道。在电商渠道上，国内品牌具有更强的理解力和洞察力。未来，基于巨大且分散的中国市场和线上更强的适应力，国内品牌的线上销售规模有望超过国外品牌。
- 此外，值得注意的是，化妆品线上销售的分散程度现在还比较高，各种品牌还处于战国阶段，近 12 个月淘宝天猫销售规模最大的欧莱雅市占率也仅为 1.73%。

图表 20：国内外品牌化妆品近 12 个月淘宝天猫销售额（18M3-19M2）



来源：国金证券研究所第三方数据监测

图表 21：国内外品牌化妆品近 12 个月天猫旗舰店销售额（18M3-19M2）



来源：国金证券研究所第三方数据监测

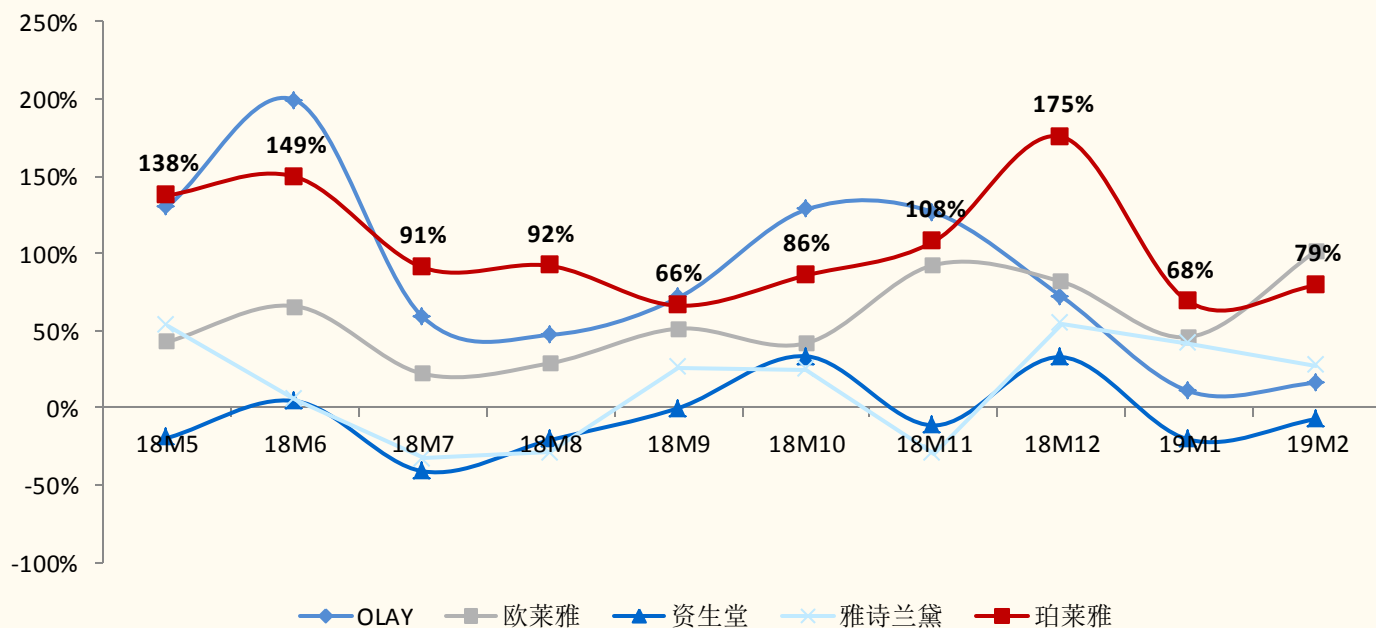
3.2 销售增速分析：珀莱雅增速雄踞前列

- **珀莱雅增速雄踞前列。**我们从 18 年 5 月开始监测阿里系渠道（淘宝天猫）各品牌的同比增速。可以看出，珀莱雅 18 年多个单月的阿里增速大约在 100%，考虑到有打折，优惠券等误差情况，实际增速也至少超过 70%+，这个增速和国际大牌和本土品牌相比雄踞前列。一定规模的国际品牌中仅有 OLAY 今年某几个月的增速略高于珀莱雅，珀莱雅的单月增速高于大部

分国际化妆品品牌。而在本土规模较大的品牌中，珀莱雅今年的增速可以说是最快的。

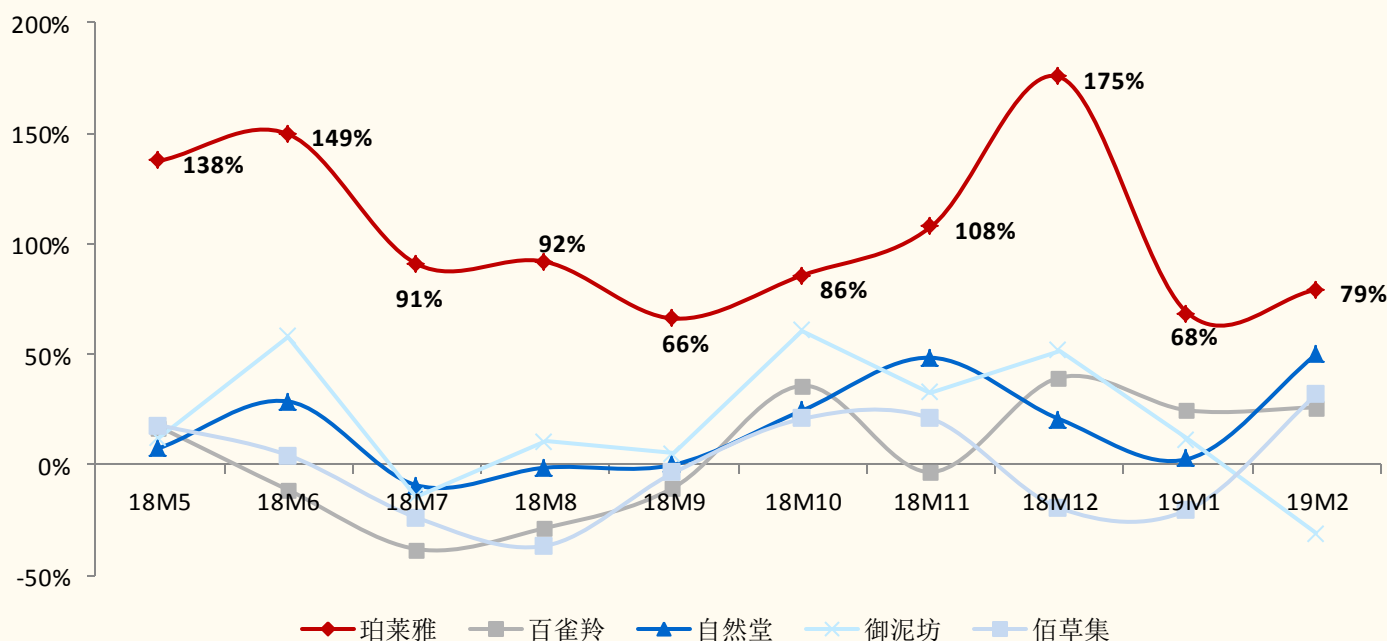
- 不同品牌增速分化较大，或存在脉冲式增长。线上渠道来看，不同品牌增速分化较大，国际品牌中，有 OLAY、欧莱雅这种增速较快的，也有资生堂、雅诗兰黛这种增速不快的品牌，而国内不同品牌的增速也有较大分化。我们认为，化妆品品牌线上销售的增长和战略、定位和投入相关，可能是脉冲式的，而并非稳定的，需要关注线上销售增长的持续性。

图表 22：珀莱雅与国际品牌淘宝天猫单月销售额增速对比



来源：国金证券研究所第三方数据监测

图表 23：珀莱雅与国内品牌淘宝天猫单月销售额增速对比

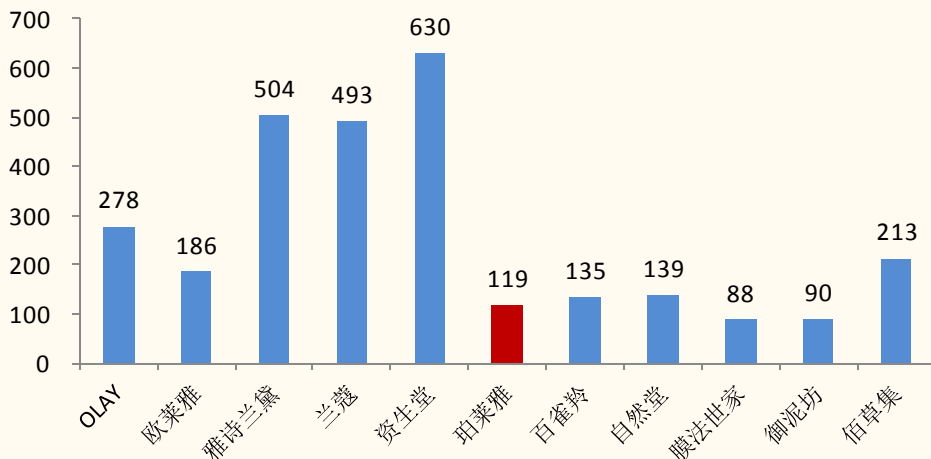


来源：国金证券研究所第三方数据监测

3.3 产品定位分析：国内品牌普遍大众定位

- 包括珀莱雅在内的国内品牌普遍还是偏大众定位。我们对比了 OLAY、欧莱雅、雅诗兰黛、兰蔻等国外品牌，以及珀莱雅、百雀羚、自然堂、膜法世家、御泥坊和佰草集等国内品牌的天猫旗舰店成交单价。可以看到，国内品牌普遍还是偏大众定位，线上销售均价大约在 80-220 元之间，而国外大牌线上销售的单价大约在 180-630 元，产品定位有明显差异。

图表 24：国内外化妆品天猫旗舰店近 12 个月（18M3-19M2）成交单价（元）



来源：国金证券研究所第三方数据监测

4. 投资建议：电商与低线城市是国牌珀莱雅的逆袭利器

- 电商是我国化妆品行业近年来最强势的渠道，线上消费者画像的分析对于研究珀莱雅的竞争战略具有重要意义。2018 年我国化妆品行业市场规模预计接近 4,000 亿元，近三年来，中国化妆品电商渠道的复合增速达到 35%+，是最强势的渠道，也是化妆品品牌的兵家必争之地。线上渠道已经成为珀莱雅 2017 年以来最重要的增长引擎，预计公司 2018 年线上增速将在 60%左右，销售占比将超过 40%，线上消费者画像的分析对于研究珀莱雅的品牌定位和竞争战略具有重要意义。
- 消费者行为分析总结：从线上消费者行为分析来看，我们从消费者地域分布、性别分布、年龄分布、城市层级分布和舆情分布等几个维度对珀莱雅和国际品牌雅诗兰黛进行了对比。得到以下结论：
 - ① 整体来说，化妆品还是在经济发达的省份销售更好，是经济发展到一定程度会更好地发展的消费品；
 - ② 珀莱雅的消费者地域分散程度高于雅诗兰黛，消费用户所在省份的 CR5 占比为 40%，而雅诗兰黛 CR5 约 57%；此外，北京上海作为一线城市，在雅诗兰黛的前五省份中，而不在珀莱雅的前五省份，说明珀莱雅可能未将一线城市作为主战场，体现出珀莱雅“农村包围城市”战略和终端覆盖的广泛。
 - ③ 从消费者城市层级分布来看，珀莱雅三线及以下城市消费用户占比达 47%，而雅诗兰黛占比仅 29%，珀莱雅对三四五线市场更加熟悉，渠道下沉能力更强。而国外的化妆品在消费者城市层级下沉上，还是力所不逮的，这和产品定位、对中国的认知有关，也和组织管理架构也有关。
 - ④ 从年龄分布来看，珀莱雅显著表现出更年轻化的分布，40 岁以上的消费者仅占 30%，相比而言，雅诗兰黛占 45%，随着时间的推移，年轻化的消费者群体分布会更具有长期竞争力。

⑤ 从性别分布情况来看，珀莱雅男性消费者占比更高，达 30%，雅诗兰黛占 14%。男性占比更高，代表更多元化的消费者群体，对市场空间的拓展是有利的。

⑥ 从舆情分布来看，大部分化妆品品牌线上评价都是“默认好评”，而珀莱雅的差评比例显著小于雅诗兰黛，这和消费者定位和心理预期有关，珀莱雅更专注于大众化消费者。

■ **销售数据分析总结：**从线上消费的销售数据来看，我们采取了淘宝天猫销售额的数据，对包括珀莱雅在内的国内外品牌进行了横向和纵向的对比，得到了以下结论：

① 从阿里的销售规模来看，国产品牌并不逊于国际大牌，这和中国特殊的电商土壤有关。最近 12 个月，国际大牌销售额最多的大概在 17-18 亿元，而国内品牌可以达到 13-14 亿。珀莱雅最近 12 个月销售额大约 11 亿元，已跻身国内品牌第一梯队，目前珀莱雅的增长实际上主要就是来自于电商，2018 年珀莱雅电商销售占比预计在 40%-45%，线上是国产化妆品品牌逆袭利器。

② 从销售增速来看，18 年及 19 年 1-2 月，珀莱雅是国内外品牌中增速非常快的，阿里渠道多个单月有接近翻倍的增速，只有 OLAY 和珀莱雅是同一体量的增速。但是值得注意的是，化妆品品牌线上的增速是分化很大的，与战略、定位、节奏相关，可能是脉冲式的，所以也需要注意电商增速下降的风险。

③ 从产品定位看，国内品牌还是偏大众。我们对比了 OLAY、欧莱雅、雅诗兰黛、兰蔻等国外品牌，以及珀莱雅、百雀羚、自然堂、膜法世家、御泥坊和佰草集等国内品牌的天猫旗舰店成交单价。可以看到，国内品牌普遍还是偏大众定位，线上销售均价大约在 80-220 元之间，而国外大牌线上销售的单价大约在 180-630 元，产品定位有明显差异。

■ **投资建议：**预计 2018 年公司线上增速可达 60%，销售占比超过 40%。相比国际大牌雅诗兰黛，珀莱雅的消费者地域分布更分散、三线及以下城市消费用户占比更高、用户年轻化程度高、男性消费用户占比更高。19 年 1 月和 2 月，珀莱雅天猫旗舰店同比增速分别为 83%和 98%，珀莱雅天猫淘宝销售额同比增速分别为 68%和 79%，在国内外品牌中位居前列。未来基于巨大且分散的中国市场和对线上更强的适应力，公司线上销售规模有望超过国际品牌。预计公司 2019-2020 年归母净利润分别为 3.68/4.66 亿元，同比增长 34.98%/26.61%，当前市值对应 PE 分别为 32.3/25.5 倍，维持评级。

5. 风险提示

- **化妆品消费增速放缓：**若国内宏观经济发生进一步波动，经济增长持续放缓，我国社会消费品零售总额亦可能出现增速持续放缓，消费者对化妆品的消费能力也可能受到影响。
- **产品质量风险：**化妆品虽然是一种安全风险较低的时尚类消费品，但如果采购的原材料出现质量问题，且在生产过程中未能检测出相关问题，消费者使用可能诱发过敏或其他不适现象，从而对行业和企业造成不利影响。
- **能否准确把握市场潮流和消费者偏好变化趋势的风险：**化妆品销售受消费者品味和偏好不断变化的影响，要求企业能不断开发出适销对路的产品。因此行业面临不能充分了解市场需求信息、提高研发设计能力，引致的不能准确把握市场潮流和消费者偏好变化趋势的风险。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营业务收入	1,645	1,623	1,783	2,275	2,816	3,362
增长率		-1.3%	9.8%	27.6%	23.8%	19.4%
主营业务成本	-595	-618	-682	-848	-1,042	-1,227
%销售收入	36.1%	38.0%	38.3%	37.3%	37.0%	36.5%
毛利	1,051	1,006	1,101	1,426	1,774	2,135
%销售收入	63.9%	62.0%	61.7%	62.7%	63.0%	63.5%
营业税金及附加	-21	-19	-24	-30	-37	-44
%销售收入	1.3%	1.2%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%
营业费用	-696	-620	-636	-830	-1,014	-1,203
%销售收入	42.3%	38.2%	35.7%	36.5%	36.0%	35.8%
管理费用	-171	-180	-194	-245	-297	-354
%销售收入	10.4%	11.1%	10.9%	10.8%	10.5%	10.5%
息税前利润 (EBIT)	161	187	247	321	427	533
%销售收入	9.8%	11.5%	13.9%	14.1%	15.2%	15.9%
财务费用	-17	-20	-16	-3	3	12
%销售收入	1.0%	1.2%	0.9%	0.1%	-0.1%	-0.4%
资产减值损失	3	-15	-9	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	1	0	0	0	0
%税前利润	0.2%	0.3%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%
营业利润	148	153	239	319	431	546
营业利润率	9.0%	9.4%	13.4%	14.0%	15.3%	16.3%
营业外收支	21	22	2	2	2	2
税前利润	169	175	242	321	433	548
利润率	10.3%	10.8%	13.5%	14.1%	15.4%	16.3%
所得税	-25	-22	-41	-48	-65	-82
所得税率	14.8%	12.5%	16.9%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	144	154	201	273	368	466
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	144	154	201	273	368	466
净利率	8.7%	9.5%	11.3%	12.0%	13.1%	13.9%

现金流量表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	144	154	201	273	368	466
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	42	72	80	33	36	39
非经营收益	9	0	10	13	6	0
营运资金变动	-32	-92	43	-28	30	7
经营活动现金净流	162	133	334	290	440	512
资本开支	-53	-58	-80	-205	-55	-56
投资	0	-90	-12	0	0	0
其他	231	1	0	0	0	0
投资活动现金净流	178	-147	-91	-204	-55	-55
股权募资	0	0	715	0	0	0
债权募资	154	-1	-123	35	-321	0
其他	-364	-41	-38	-14	-9	-2
筹资活动现金净流	-210	-42	554	20	-329	-2
现金净流量	130	-56	797	106	56	454

资产负债表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	358	307	1,094	1,200	1,256	1,709
应收账款	106	93	57	100	121	137
存货	180	212	188	251	271	286
其他流动资产	20	114	127	130	126	135
流动资产	663	726	1,466	1,680	1,773	2,267
%总资产	48.2%	48.3%	63.6%	62.4%	63.2%	68.3%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	319	343	431	613	643	670
%总资产	23.2%	22.8%	18.7%	22.8%	22.9%	20.2%
无形资产	372	390	355	346	337	330
非流动资产	714	776	838	1,011	1,033	1,052
%总资产	51.8%	51.7%	36.4%	37.6%	36.8%	31.7%
资产总计	1,377	1,502	2,304	2,691	2,806	3,319
短期借款	443	442	284	321	0	0
应付款项	381	359	390	469	509	529
其他流动负债	95	91	90	115	142	168
流动负债	920	891	763	904	651	697
长期贷款	0	0	35	35	35	35
其他长期负债	50	51	47	21	21	21
负债	970	942	845	960	706	753
普通股股东权益	407	561	1,459	1,731	2,100	2,566
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	1,377	1,502	2,304	2,691	2,806	3,319

比率分析

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
每股指标						
每股收益	0.958	1.024	1.004	1.355	1.828	2.315
每股净资产	2.713	3.737	7.293	8.657	10.498	12.829
每股经营现金净流	1.081	0.886	1.671	1.450	2.200	2.558
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	35.33%	27.40%	13.76%	15.75%	17.54%	18.17%
总资产收益率	10.44%	10.23%	8.72%	10.13%	13.12%	14.05%
投入资本收益率	16.17%	16.32%	11.58%	13.09%	17.01%	17.44%
增长率						
主营业务收入增长率	-5.45%	-1.33%	9.83%	27.57%	23.79%	19.38%
EBIT增长率	-26.09%	15.80%	32.45%	29.88%	32.90%	24.89%
净利润增长率	-9.14%	6.87%	30.70%	35.85%	34.98%	26.61%
总资产增长率	-1.01%	9.09%	53.35%	16.83%	4.25%	18.28%
资产管理能力						
应收账款周转天数	14.7	19.0	12.1	12.0	12.0	12.0
存货周转天数	107.8	115.7	106.9	108.0	95.0	85.0
应付账款周转天数	119.5	120.3	112.4	112.0	90.0	70.0
固定资产周转天数	65.6	62.2	52.6	41.7	33.6	27.8
偿债能力						
净负债/股东权益	20.94%	24.00%	-53.20%	-48.80%	-58.16%	-65.28%
EBIT利息保障倍数	9.7	9.4	15.1	106.9	-122.9	-42.9
资产负债率	70.45%	62.68%	36.68%	35.67%	25.17%	22.69%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	1	6	9	20
增持	0	0	2	3	6
中性	0	0	0	2	4
减持	0	0	0	0	1
评分	1.00	1.00	1.25	1.50	1.55

来源：贝格数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级(含 C3 级)的投资者使用；非国金证券 C3 级以上(含 C3 级)的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH