

603605.SH
买入

原评级: 未有评级

市场价格: 人民币 183.5

板块评级: 强于大市

本报告要点

- 增长潜力较大的化妆品企业。

股价表现


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	2.4	(6.3)	0.8	(2.6)
相对上证指数	3.7	(4.2)	0.3	(4.8)

发行股数(百万)	201
流通股(%)	100
总市值(人民币 百万)	36,905
3个月日均交易额(人民币 百万)	271
主要股东(%)	
侯军呈	36

资料来源: 公司公告, 聚源, 中银证券
以2021年8月5日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

化妆品
证券分析师: 郝帅

(8610)66229231

shuai.hao@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300521030002

联系人: 郑紫舟

zizhou.zheng@bocichina.com

一般证券业务证书编号: S1300121070001

珀莱雅

乘新零售东风, 国货化妆品龙头增长可期

公司以护肤品为主、彩妆为辅, “珀莱雅”品牌为主、其他品牌为辅运营。未来主品牌升级、新品拓展下, 业绩将稳步向上。首次覆盖, 给予买入评级。

支撑评级的要点

- 国内化妆品行业具有高景气度, 未来空间宽广。中国是全球第二大化妆品市场, 增速为列第一, 2020年市场销售规模达754亿美元, 10年CAGR9.5%。在国内化妆品市场的9大子板块中, 护肤品市场规模占比最大(约52%)、彩妆市场规模增速最快(5年CAGR为16%)。当前成分党兴起, 国产护肤品品牌红利逐步释放, 未来在消费升级趋势下, 产品结构改善, 护肤品市场有望持续增长; 彩妆市场中, 在内容营销推广下, 国产品牌打破0市占率局面, 未来随着线上销售加速, 彩妆在低线市场布局有望加大驱动量增、消费升级驱动价增, 带动整体规模增长。
- 多维度构筑公司竞争壁垒。2019年开始“珀莱雅”主打“爆品+大单品”, 从国产品牌中脱颖而出, 收入/业绩增速分别达32%/37%, 该模式的成功离不开公司强消费者洞察力、满足多种功效需求的产品原料强研发力、以及紧跟市场的营销推广力。此外, 公司管理层能够把控不同渠道优势、合理布局(目前线上分三大事业群精细化管理、线下推动新零售模式加强用户黏性), 最大化享有渠道发展红利。
- 竞争力加码, 未来持续向上。通过“珀莱雅”原有大单品系列升级和开拓新系列大单品, 公司积极推进主品牌升级。渠道上, 公司加速拓展抖音小店, 把握抖音平台先发优势; 线下精细化管理, 提升运营效率, 应对行业线下增速放缓局面。此外, 公司聚焦潜力品牌(如彩妆品牌彩棠), 在行业高速增长的同时, 发挥自身优势, 贡献公司第二增长曲线。

盈利预测和估值

- 预计公司2021-2023年营收分别为46.87/57.27/68.57亿元, 归母净利润为6.04/7.49/9.13亿元, 对应PE分别为61/49/40倍。公司主品牌不断升级, 新品类不断拓展, 预计未来公司增长向好。首次覆盖, 给予**买入**评级。

评级面临的主要风险

- 线上流量流失影响销售、大单品拓展不达预期、新品牌推出不及预期。

投资摘要

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售收入(人民币 百万)	3,124	3,752	4,687	5,727	6,857
变动(%)	32	20	25	22	20
净利润(人民币 百万)	393	476	604	749	913
全面摊薄每股收益(人民币)	1.951	2.367	3.005	3.725	4.541
变动(%)	36.8	21.3	27.0	23.9	21.9
全面摊薄市盈率(倍)	94.1	77.5	61.1	49.3	40.4
价格/每股现金流量(倍)	156.5	111.3	88.2	75.0	64.5
每股现金流量(人民币)	1.17	1.65	2.08	2.45	2.85
企业价值/息税折旧前利润(倍)	64.8	53.7	44.5	36.2	29.9
每股股息(人民币)	0.590	0.720	0.914	1.132	1.380
股息率(%)	0.3	0.4	0.5	0.6	0.8

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

目录

1.始于深海护肤，走向多品布局	6
1.1 打造多元品牌矩阵，发展多样产品品类.....	6
1.2 深耕化妆品行业 20 载，三大阶段稳扎稳打.....	7
1.3 股权集中，核心管理层经验丰富.....	9
2.中国化妆品行业景气度高，未来空间宽广	10
2.1 护肤品市场：成分党兴起，国货品牌持续向上.....	11
2.2 彩妆市场：渗透率快速提升，国货品牌份额有所突破.....	13
2.3 线上加速+消费升级下，未来市场空间较大.....	14
3.多维度构筑公司核心竞争力	17
3.1 产品与营销强强结合，助力主品牌快速出圈.....	17
3.2 把握不同渠道优势所在，线上线下合理布局.....	20
3.3 产能自建，供应链优势显著.....	22
4.竞争力加码，未来持续向上	24
4.1 主品牌不断升级，有望与部分品牌拉开差距.....	25
4.2 线上加码、线下优化，渠道高增长可期.....	25
4.3 多品牌持续拓展，贡献第二成长曲线.....	26
5.业务稳步增长，盈利能力较强	28
6.盈利预测与估值讨论	30
风险提示	32

图表目录

股价表现.....	1
投资摘要.....	1
图表 1. 公司收入、业绩快速增长 (亿元)	6
图表 2. 公司护肤品与彩妆双轮驱动	6
图表 3. 珀莱雅为公司核心品牌 (亿元)	7
图表 4. 护肤类产品为公司核心品类 (亿元)	7
图表 5. 公司三大发展阶段.....	8
图表 6. 珀莱雅水动力藻萃活能盈养液获 YOKA2013 年度美妆大奖.....	8
图表 7. 公司股权分布较为集中	9
图表 8. 公司核心管理层	9
图表 9. 全球化妆品市场规模稳定, 中国占比第二 (亿美元)	10
图表 10. 中国化妆品行业规模增速领先全球	10
图表 11. 护肤品占比最大、彩妆增速领先.....	10
图表 12. 我国护肤品市场增长稳定 (亿美元)	11
图表 13. 2020 年面部保湿和抗老为面部护理中的最受欢迎的功能	11
图表 14. 成分与功效是中国化妆品消费者主要关注点.....	11
图表 15. 护肤品行业消费者主力为 15-30 岁人群.....	12
图表 16. Z 世代对功效的重视度较高.....	12
图表 17. 国内品牌市占率持续提升.....	12
图表 18. HFP 通过产品成分与宣传受到消费者热捧.....	12
图表 19. 我国彩妆市场增长迅速 (亿美元)	13
图表 21. 彩妆渗透率有显著提升.....	13
图表 22. 2019 年彩妆消费者 30 岁以下为彩妆消费主力	13
图表 23. 国内彩妆市场由海外品牌主导.....	14
图表 24. 国产品牌完成了从无到有的扩展.....	14
图表 25. 消费升级与线上加速趋势显著	14
图表 26. 2019 年我国人均化妆品消费金额较低 (美元/人)	15
图表 27. 我国化妆品未来增长稳定 (亿美元)	15
图表 28. 我国消费升级带动高端化产品迅速增长 (亿美元)	15
图表 29. 2019 年我国人均护肤品消费金额较低 (美元/人)	15
图表 30. 我国护肤品未来不断增长 (亿美元)	15
图表 31. 线上渠道已经成为彩妆主要的销售渠道 (亿美元)	16

图表 32. 2019 年低线市场人均彩妆消费较低 (美元/人)	16
图表 33. 我国彩妆规模未来不断增长 (亿美元)	16
图表 34. 中国化妆品市场中, 国内企业市场份额 (%)	17
图表 35. 珀莱雅重点产品 SKU 丰富	17
图表 36. 珀莱雅整体粉丝热度仅次于自然堂 (万人)	18
图表 37. 珀莱雅明星大单品	18
图表 38. 传统品牌组织架构 Vs. 珀莱雅品牌组织架构	19
图表 39. 珀莱雅的产品成分丰富度高于自然堂, 丰富度与外资品牌较相似	19
图表 40. 公司持续与海外机构战略合作	20
图表 41. 与李佳琪合作打造爆品泡泡面膜	20
图表 42. 珀莱雅携手独角兽女孩, 推出“白日蓝梦”系列	20
图表 43. 线上、线下渠道融合发展	21
图表 44. 公司线上线下渠道收入占比情况 (亿元)	21
图表 45. “优资莱”单品牌店	22
图表 46. 珀莱雅的线上组织结构与运营模式	22
图表 47. 公司产量呈现稳步增长 (亿个)	23
图表 48. 2020 年护肤品中原材料成本占比最大	23
图表 49. 国有品牌主要布局大众市场	24
图表 50. 每年国有化妆品企业加速进入市场 (个)	24
图表 51. 彩妆和护肤品市场国有品牌市占率不断提升 (%)	25
图表 52. 珀莱雅将由大众中端市场迈入大众高端市场	25
图表 53. 公司线上销售增长快于行业 (行业线上销售以亿美元为单位, 公司线上销售以亿元为单位)	25
图表 54. 化妆品行业线下渠道销售额增速放缓 (亿美元)	26
图表 55. 公司其他品牌收入总和快速增长 (亿元)	26
图表 56. 彩棠主打有特色、有态度的国风美妆	26
图表 57. off & relax 热销产品	27
图表 58. off & relax 微博宣传	27
图表 59. 公司营收与利润增长保持稳定	28
图表 60. 护肤品占比较大, 彩妆上涨迅速	28
图表 61. 毛利率维持稳定, 护肤品类盈利能力较强	28
图表 62. 公司营业费用率保持稳定	29
图表 63. 公司存货周转良好	29
图表 64. 公司收入拆分表	30
图表 65. 公司盈利预测的主要假设	31

图表 66. 公司 PE 估值表 (单位: 亿元)	31
损益表(人民币 百万)	33
资产负债表(人民币 百万)	33
现金流量表(人民币 百万)	33
主要比率 (%)	33

1.始于深海护肤，走向多品布局

定位大众市场，多品类布局的国产化妆品企业。珀莱雅是一家集产品研发、生产和销售于一体的化妆品公司，旗下主品牌珀莱雅于2003年由侯军呈先生创立，定位于大众市场，并围绕“海洋”主题不断推出护肤类产品，同时逐步在线上线下全渠道布局；此外，公司不断推出新品牌，包括优资莱、悦芙媿、彩棠、INSBAHA、CORRECTORS等，产品涵盖护肤品、彩妆和护理类产品。**随着公司在多品类与品牌的布局、全渠道的品牌铺设，近几年公司收入/业绩实现快速增长**：2018年-2020年公司收入CAGR达到26%、净利润CAGR达到28.74%，其中2020年在受疫情影响之下，公司收入仍实现37.52亿元、净利润实现4.76亿元，同比增速分别为20%/21%。

图表 1. 公司收入、业绩快速增长 (亿元)

	2015	2016	2017	2018	2019	2020
收入	16.45	16.23	17.83	23.61	31.24	37.52
yoy	-5.46%	-1.33%	9.83%	32.43%	32.28%	20.13%
净利润	1.44	1.54	2.01	2.87	3.93	4.76
yoy	-9.02%	6.87%	30.70%	43.03%	36.73%	21.22%

资料来源：万得，中银证券

1.1 打造多元品牌矩阵，发展多样产品品类

公司通过品牌矩阵式布局，推动多元化品类发展。公司业务大致分为三大类：1) 大众精致护肤品牌，涵盖专注科技护肤的“珀莱雅”、专为年轻肌肤定制的“悦芙媿”；2) 彩妆品牌，新国风化妆师专业彩妆的“彩棠”、朋克风小众彩妆的“INSBAHA”；3) 高功效护肤品，“CORRECTORS”。此外，还有部分代理运营式品牌，业务涵盖护肤、彩妆和护理等。

图表 2. 公司护肤品与彩妆双轮驱动

类别	客户/品牌	品牌标识	品牌介绍	价格区间	品牌形象
护肤品	珀莱雅		专注科技护肤，针对年轻白领女性群体，线上线下全渠道协同销售	100-300 元	
	悦芙媿		专为年轻肌肤定制，针对学生、小镇青年女性群体，以线上为主要销售渠道	50-100 元	
	CORRECTORS		高功效型护肤品牌，线上渠道销售	260-600 元	
彩妆	彩棠		新国风化妆师专业彩妆，线上渠道销售	150-200 元	
	INSBAHA		朋克风小众彩妆，线上渠道销售	50-150 元	

资料来源：公司年报，各品牌官网，中银证券

品牌角度看，公司以珀莱雅品牌为主、其他潜力品牌为辅。近三年珀莱雅品牌的收入占比在 80-90% 之间，但随着其他自主品牌和代理品牌的不断开拓，对应其他品牌收入占比呈现一定程度提升，体现出公司品牌端“1+N”的发展模式，即主品牌稳步发展，潜力品牌快速拉动。

图表 3. 珀莱雅为公司核心品牌（亿元）

分类	收入情况	2018	2019	2020
珀莱雅	收入规模	20.94	26.56	29.86
	占比	88.71%	85.02%	79.58%
	yoy	32.38%	26.81%	12.43%
其他自主品牌	收入规模	2.65	3.17	5.55
	占比	11.21%	10.15%	14.79%
	yoy	32.65%	19.74%	75.08%
代理品牌	收入规模	-	1.44	2.07
	占比	-	4.60%	5.52%
	yoy	-	-	44.09%

资料来源：公司年报，中银证券

产品角度看，公司以护肤品为主、彩妆为辅，二者共同驱动收入快速增长。公司积极进行产品结构优化，一方面保持护肤品稳定增长（收入保持双位数增长，占比维持在 86%-99%），此外也在大力推动彩妆等潜力产品，收入占比由 2018 年的 1.2% 提升至 2020 年的 12.4%。逐渐完善多产品矩阵，降低对单一品类的依赖，推动收入稳步增长。

图表 4. 护肤类产品为公司核心品类（亿元）

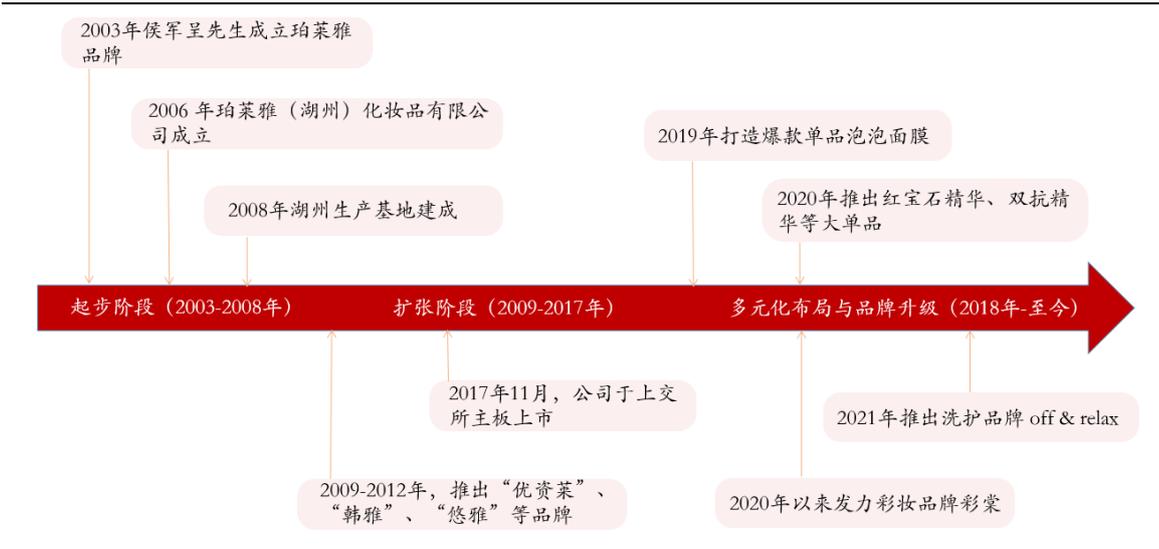
分类	收入情况	2018	2019	2020
护肤类（含洁肤）	收入规模	23.31	29.11	32.42
	占比	98.71%	93.17%	86.41%
	Yoy	32.29%	24.89%	11.38%
彩妆	收入规模	0.28	1.65	4.65
	占比	1.20%	5.28%	12.39%
	Yoy	42.59%	482.43%	181.91%
其他	收入规模	-	0.41	0.41
	占比	-	1.31%	1.09%
	Yoy	-	-	0.47%

资料来源：公司年报，中银证券

1.2 深耕化妆品行业 20 载，三大阶段稳扎稳打

公司从主品牌“珀莱雅”的创立至今已有近 20 载，期间经历了多次蜕变，回首公司发展历程可以分为三大阶段：即起步阶段、扩张阶段、多元化布局与品牌升级阶段。在三大阶段驱动下，公司的零售端收入稳步提升。

图表 5. 公司三大发展阶段



资料来源：公司年报，招股书，中银证券

- 1) 起步阶段（2003-2008年）：2003年侯军呈先生创立“珀莱雅”品牌，定位于大众市场。当时日化等渠道快速扩张，公司借力日化渠道，与经销商深度合作，实现了较快速的全国范围的覆盖。
- 2) 扩张阶段（2009-2017年）：2009年起，公司开始发力主品牌的营销推广，包括投放广告宣传、邀请明星代言等，并不断荣获时尚大奖：“珀莱雅水漾肌密早晚水”2010年荣获时尚 COSMO 年度最佳化妆水大奖、“水动力藻萃活能盈养液”获 YOKA2013 年度美妆大奖等；与此同时，公司也在逐步探索与推出新品牌，包括“优资莱”、“悠雅”、“韩雅”、“猫语玫瑰”等，通过新品牌的推出，开始扩大自身的业务板块；在渠道端，2015年以来，随着电商的快速兴起，公司加大线上渠道布局的力度，享有渠道增长红利。

图表 6. 珀莱雅水动力藻萃活能盈养液获 YOKA2013 年度美妆大奖



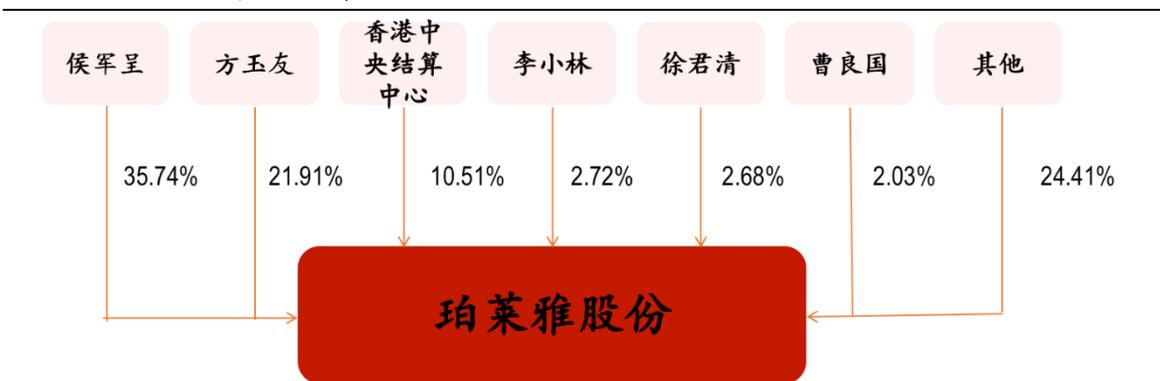
资料来源：公司官网，中银证券

- 3) 多元化布局与品牌升级（2018年-至今）：公司在品牌、品类上，通过自主孵化、代理、合作等多种模式进行品牌延伸和品类的开拓；渠道上，不仅限于传统的线上和线下模式，而是不断探索与布局新兴模式，包括新零售模式、直播带货等；营销模式上，不仅邀请年轻明星代言，还与 KOL 等携手进行内容式宣传推广，迎合当下年轻消费者的喜好。在整个市场消费升级为大趋势下，公司开启以产品力提升为核心驱动力，推动品牌的升级。

1.3 股权集中，核心管理层经验丰富

公司股权分布较为集中。公司实际控制人及董事长侯军呈为第一大股东，公司联合创始人方玉友（侯军呈妻弟）为第二大股东，两人合计持股 57.65%，公司股权较为集中。

图表 7. 公司股权分布较为集中



资料来源：公司公告，中银证券

核心管理团队稳定，公司管理经验丰富。侯军呈曾成立义乌燎原日化公司，并获得一定的知名度和美誉度，丰富的营销经验与人脉资源为日后珀莱雅公司的成立与发展奠定了基础。方玉友为公司总经理，曹国良、金衍华、张叶峰为公司副总经理，均自 2007 年在公司及其前身任职至今。公司核心管理团队经验丰富，有利于公司治理与长期战略稳定。

图表 8. 公司核心管理层

姓名	职务	出生年月	主要履历
侯军呈	董事长	1964.12	清华大学化妆品行业渠道建设高级研修班结业 2007-2012 年，任公司及其前身执行董事； 2012 年-至今，任公司及其前身董事长； 兼任珀莱雅贸易执行董事兼总经理、美丽谷执行董事、创代电子执行董事、乐清莱雅执行董事、韩国韩娜内部董事兼代表理事、悦芙媿（杭州）执行董事兼总经理等
方玉友	董事、总经理	1969.11	清华大学化妆品行业总裁高级研修班结业 2007-2012 年，就职于公司及其前身； 2012 年-至今，任公司及其前身董事、总经理； 兼任美丽谷总经理、乐清莱雅总经理、韩国韩娜内部董事、杭州坤驿实业有限公司董事等
曹良国	董事、副总经理	1972.6	四川大学企业管理专业研究生课程进修班结业 2007-2012 年，就职于公司及其前身； 2012 年-至今，任公司及其前身董事、副总经理； 兼任韩国韩娜监事、杭州坤驿实业有限公司董事、杭州太仁堂生物科技有限公司董事、韩国悦芙媿内部董事兼总经理等
金衍华	副总经理	1962.12	2007-2012 年，任公司及其前身担任湖州工厂总经理； 2012 年-至今，任公司供应链管理中心总经理； 2018 年-至今，任公司副总经理； 兼任湖州韩雅执行董事、湖州优资莱执行董事、创代电子经理、珀莱雅商业执行董事兼总经理、湖州牛客执行董事兼总经理等
王莉	财务负责人	1978.5	高级会计师，美国 CMA 注册管理会计师 2018 年-至今，任公司财务负责人； 曾就职于广州鹰泰数码动力科技有限公司南京分公司、美国 CELLSTAR(蜂星电讯)等
张叶峰	副总经理、董事会秘书	1975.4	2007 年-至今，任公司及其前身董事会秘书、公共关系管理部总监； 2012 年-至今，任公司及其前身董事会秘书、公共关系管理部总监； 2015 年-至今，任公司副总经理； 兼任悦芙媿（韩国）内部董事

资料来源：公司公告，中银证券

2. 中国化妆品行业景气度高，未来空间宽广

全球化妆品行业规模稳定，中国市场的规模增速位列第一。2010-2020 年全球化妆品行业规模从 4208 亿美元增长到 4840 亿美元，10 年 CAGR1.4%，整体规模增长较为稳定。1) **各国市场规模**：美国为目前全球最大市场，2020 年市场销售规模达到 910 亿美元，占全球总规模的 18.8%，而中国已成长为全球第二大市场，2020 年市场规模达到 754 亿美元，占比 15.6%。2) **各国市场规模增速**：中国市场销售额规模 10 年 CAGR 为 9.5%，超过全球规模同期增速约 8pct；相比之下，美国 10 年 CAGR 为 2.8%、日本为 -2.0%。中国化妆品市场规模发展领跑全球趋势较为显著。

图表 9. 全球化妆品市场规模稳定，中国占比第二（亿美元）

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
全球化妆品行业规模	4207.8	4608.6	4677.7	4769.8	4826.7	4485.5	4542.3	4781.3	4975.8	5033.2	4840.3
美国	692.8	723.1	749.0	768.0	788.4	821.6	854.5	883.8	913.1	933.4	909.9
占比	16.5%	15.7%	16.0%	16.1%	16.3%	18.3%	18.8%	18.5%	18.4%	18.5%	18.8%
中国	303.0	357.5	401.8	446.8	485.5	512.0	510.5	553.5	638.9	702.0	753.5
占比	7.2%	7.8%	8.6%	9.4%	10.1%	11.4%	11.2%	11.6%	12.8%	13.9%	15.6%
日本	431.4	465.4	468.1	387.5	361.2	323.8	367.3	365.6	379.7	389.5	351.0
占比	10.3%	10.1%	10.0%	8.1%	7.5%	7.2%	8.1%	7.6%	7.6%	7.7%	7.3%

资料来源：Euromonitor，中银证券

图表 10. 中国化妆品行业规模增速领先全球

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	10 年 CAGR
全球化妆品行业规模增速	9.5%	1.5%	2.0%	1.2%	-7.1%	1.3%	5.3%	4.1%	1.2%	-3.8%	1.4%
中国	18.0%	12.4%	11.2%	8.7%	5.4%	-0.3%	8.4%	15.4%	9.9%	7.3%	9.5%
日本	7.9%	0.6%	-17.2%	-6.8%	-10.3%	13.4%	-0.5%	3.9%	2.6%	-9.9%	-2.0%
美国	4.4%	3.6%	2.5%	2.7%	4.2%	4.0%	3.4%	3.3%	2.2%	-2.5%	2.8%

资料来源：Euromonitor，中银证券

从产品结构角度分析国内化妆品市场：**护肤品规模最大、增长稳定，彩妆拉动行业增速。**护肤品为我国化妆品市场的第一大品类，2020 年占比为 51.9%，紧接着是彩妆（占比 11.5%）和护发类（占比 11.3%）。**增速方面**，彩妆是我国化妆品市场增长最快的品类，过去十年 CAGR 为 14.8%；近年来，我国彩妆市场开始加速增长，过去五年 CAGR 提升至 16.3%，远高于其他品类。在大基数行业的稳步拉动和高增长行业的快速带动下，国内化妆品市场得以快速发展。

图表 11. 护肤品占比最大、彩妆增速领先

品类	护肤品	彩妆	护发类	口腔护理	婴儿护理	洗浴产品	男士护肤美容	防晒品	香水
占比	51.9%	11.5%	11.3%	7.7%	5.5%	4.7%	3.0%	2.8%	2.1%
5 年 CAGR	8.7%	16.3%	2.0%	3.3%	10.9%	1.8%	3.4%	8.9%	12.6%

资料来源：Euromonitor，中银证券

2.1 护肤品市场：成分党兴起，国有品牌持续向上

1) 市场规模

护肤品市场增长稳定，细分产品品类与功能多样。2010-2020年，我国护肤品市场规模从148.8亿美元增长至391.4亿美元，呈现稳定增长态势。1) 从产品品类角度分析，护肤品可分为面部护理、护肤套装、手部护理和身体护肤品四大类别，其中面部护理占据主导地位，占比达到85.9%，而其余品类占比分别为8.3%、2.5%和1.8%。2) 从面部护理的功能角度分析，涵盖面部保湿和抗老、面膜、洁面、爽肤等功能，对应产品其销量占比分别为57.4%、11.6%、8.4%和7.4%，即保湿与抗老产品占比较高。

图表 12. 我国护肤品市场增长稳定 (亿美元)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
中国护肤品市场规模	148.8	178.3	201.5	224.9	245.9	258.5	255.6	278.4	322.1	354.5	391.4
yoy		19.8%	13.0%	11.6%	9.3%	5.1%	-1.1%	8.9%	15.7%	10.1%	10.4%
占比	49.1%	49.9%	50.1%	50.3%	50.6%	50.5%	50.1%	50.3%	50.4%	50.5%	51.9%

资料来源：Euromonitor，中银证券

图表 13. 2020 年面部保湿和抗老为面部护理中的最受欢迎的功能

以产品分类	面部护理	护肤套装	手部护理	身体护肤品	其他
占比	85.9%	8.3%	2.5%	1.8%	1.5%
以功能分类	面部保湿和抗老	面膜	洁面类	爽肤类	其他
占比	57.4%	11.6%	8.4%	7.4%	1.1%

资料来源：Euromonitor，中银证券

近几年来，护肤品的成分成为消费者的核心关注要素：据艾瑞咨询，当下消费者对护肤品的购买的关注点中，成分与功效占比达到53%；第二关注点为性价比占比，占比达49.3%；其次为品牌保障等因素。正是因为消费者对护肤品成分的重视度日渐提升也推动了成分党这一人群的日渐壮大。

图表 14. 成分与功效是中国化妆品消费者主要关注点

购买原因	成分与功效	性价比高	品牌保障	使用感/妆感	朋友同事口碑	专业人士推荐	售后服务	独家技术	美妆博主种草	明星代言	产品包装	限量版/联名款
比例	53.2%	49.30%	40.70%	40.50%	37.00%	32.70%	22.50%	22.10%	20.00%	18.80%	17.80%	15.00%

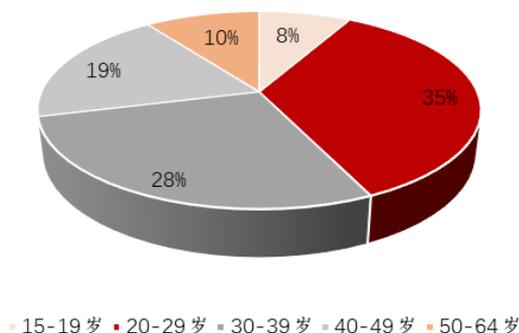
资料来源：艾瑞咨询，中银证券

我们认为成分党的兴起由以下两个因素驱动：

1) 随着互联网的发展，各式内容营销兴起，获取信息的渠道多样，消费者对信息的获取成本降低：过去宣传模式相对局限，当下随着微信公众号与小红书等内容新营销模式出现，KOL产业兴起。通过三五分钟的成分知识科普能够获取更多的用户关注，也推动了KOL产业向专业化、高知化、规模化的转型，进一步帮助消费者降低决策成本。

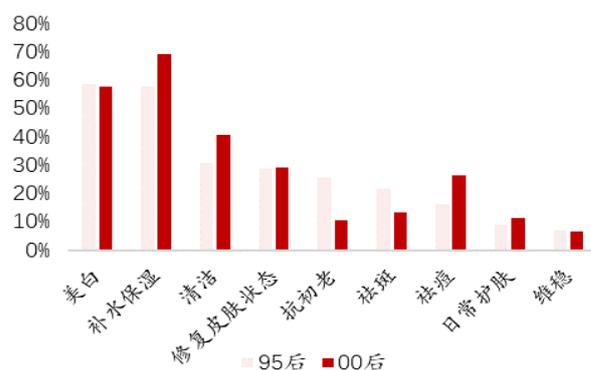
2) Z世代成为护肤品消费主力，该类消费者在做决策时更多会通过各式信息针对自身需求做出理性判断：根据艾瑞咨询显示，目前中国43%的化妆品消费者处于15-30岁，即Z世代人群。相比于80后消费者，90、95后甚至00后消费者在信息流通的环境中长大，擅长使用各类媒介进行信息的挖掘；此外，Z世代消费者大多不盲目相信品牌自身所描述，而且通过自身的信息收纳做出最终决策判断，而拒绝交“智商税”；与此同时，Z世代消费者对新品牌和新事物的接受度也更高。因此在信息较为透明化的环境中，Z世代消费者成为成分党的主力军。

图表 15. 护肤品行业消费者主力为 15-30 岁人群



资料来源：艾媒网，中银证券

图表 16. Z 世代对功效的重视度较高



资料来源：艾瑞咨询，中银证券

2) 市场格局

国内品牌实现市占率持续提升，市场竞争力不断增强。国内品牌快速崛起，国产品牌 CR8 由 2011 年的 3.4% 上升至 2020 年的 14.2%。但反观化妆品行业的 CR5 和 CR10 处于较低水平，且没有出现显著提升，体现了国产品牌红利在逐步释放。

图表 17. 国内品牌市占率持续提升

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
CR5	20.6%	20.4%	20.6%	20.6%	20.0%	18.8%	17.9%	18.0%	19.7%	21.5%
CR10	26.2%	27.2%	28.7%	30.3%	28.7%	28.1%	28.3%	29.0%	30.5%	31.9%
国产 CR8	3.4%	4.8%	6.5%	10.1%	11.3%	12.7%	13.7%	14.5%	14.7%	14.2%

资料来源：Euromonitor，中银证券

两大核心因素支撑国有品牌的市场地位持续提升：1) 销售渠道多样化：电商等线上平台的快速发展降低了品牌进入市场的成本与壁垒；2) 行业需求有所变化：消费者在做选择时对于产品的成分重视度有明显提升。两者相结合，同时借助于 KOL 的宣传与推广，不少国有品牌迅速获得消费者关注。以 Home Facial Pro 为例，公司依托热门成分（烟酰胺、寡肽原液和乳糖酸原液等）以及微博与微信等 KOL 推广，上市仅四年就已经年销量达超过 10 亿。

图表 18. HFP 通过产品成分与宣传受到消费者热捧



资料来源：百度图片，中银证券

2.2 彩妆市场：渗透率快速提升，国有品牌份额有所突破

1) 市场规模

彩妆市场增长迅速，其中底妆与唇妆需求超 50%。2010-2020 年，我国彩妆市场规模从 21.8 亿增长至 86.4 亿美元，彩妆行业目前处于快速发展阶段，整体行业占比持续提升。从细分品类看，我国彩妆可分为底妆、唇妆、眼妆、美妆工具和彩妆套装五大类别，其中底妆与唇妆作为基础品类需求最高且持续提升，2019 年占比分别为 38% 与 29%，其他类别占比分别为 13%、9%、5%。

图表 19. 我国彩妆市场增长迅速 (亿美元)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
中国彩妆市场规模	21.8	25.7	28.7	33.1	37.0	40.6	42.8	51.1	68.2	85.8	86.4
yoy		18.0%	11.7%	15.3%	11.6%	9.9%	5.4%	19.4%	33.4%	25.7%	0.7%
占比	7.2%	7.2%	7.2%	7.4%	7.6%	7.9%	8.4%	9.2%	10.7%	12.2%	11.5%

资料来源：Euromonitor，中银证券

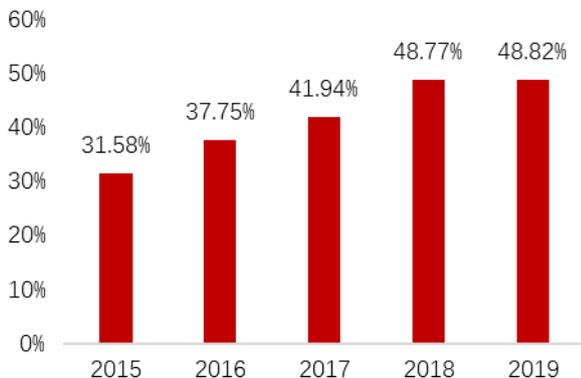
图表 20. 2017-2019 年底妆与唇妆需求持续提升

	2017	2018	2019
底妆	35%	36%	38%
唇妆	24%	27%	29%
眼妆	17%	15%	13%
美妆工具	9%	10%	9%
彩妆套装	4%	4%	5%
其他	11%	8%	6%

资料来源：德勤大数据研究所，中银证券

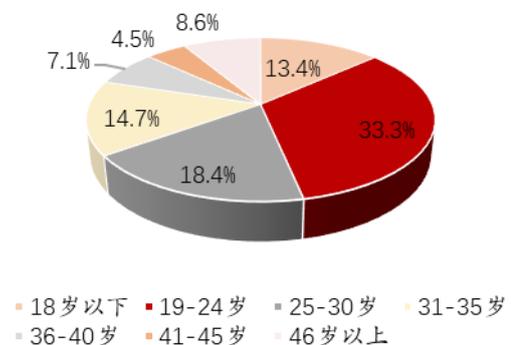
彩妆行业渗透率快速提升，“Z 世代”的贡献不容小觑。随着中国消费者的彩妆消费意愿和能力逐渐增强，我国彩妆行业渗透率不断提高，2015-2019 年我国彩妆品类渗透率从 31.58% 提升到了 48.82%。从消费者年龄层可以看出：我国彩妆消费群体呈现年轻化与低龄化，“Z 时代”已经逐渐成为了中国彩妆市场的中坚力量，2019 年彩妆消费者中 30 岁以下人群占比达到 65%。

图表 21. 彩妆渗透率有显著提升



资料来源：Euromonitor，中银证券

图表 22. 2019 年彩妆消费者 30 岁以下为彩妆消费主力



资料来源：产业信息网，中银证券

2) 市场格局

海外大牌占据国内彩妆市场，可见彩妆行业中品牌影响力较大。2020年国内前十大彩妆品牌中仅有两个是国产品牌，完美日记与花西子，而其他皆为海外知名品牌。2020年彩妆市场 CR5 为 30.5%，CR10 为 48.1%，显著高于护肤品市场 CR5 (21.5%) 与 CR10 (31.9%)。这一现象的主要原因在于消费者对彩妆的品牌关注度更高，更倾向于购买国际知名品牌的产品，彩妆品牌的头部效应更为显著。因此提高品牌形象与知名度成为国产彩妆品牌重要的发展方向。

图表 23. 国内彩妆市场由海外品牌主导

品牌	美宝莲	完美日记	迪奥	巴黎欧莱雅	花西子	YSL	阿玛尼	兰蔻	MAC	雅诗兰黛
市占率	6.8%	6.7%	6.0%	5.9%	5.1%	4.7%	3.5%	3.4%	3.4%	2.6%

资料来源: Euromonitor, 中银证券

近几年在产品力与内容营销驱动下，国产品牌实现从无到有抢占份额。近年来随着国产品牌的技术升级以及内容营销的加大宣传，已有部分国产品牌突出重围，完成了从 0 到 1 的市场扩展，前三大国产彩妆品牌市占率从 2017 年的 0.6% 提升到了 2020 年的 13.4%。以完美日记为例，公司通过与 Dior、YSL、雅诗兰黛等国际品牌的代工厂商合作加强自身产品力，同时通过头部 KOL 与私域流量结合的营销方式，迅速获得了市场的认可，上市五年已经做到行业第二的位置。侧面也体现了新营销模式的涌现，为国产彩妆品牌带来更多机遇。

图表 24. 国产品牌完成了从无到有的扩展

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
CR5	42.5%	44.4%	41.4%	41.4%	39.6%	36.7%	33.3%	31.3%	30.2%	30.5%
CR10	52.9%	54.8%	55.3%	54.2%	54.1%	49.9%	46.3%	47.2%	48.4%	48.1%
国产 CR3	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.6%	3.6%	8.3%	13.4%

资料来源: Euromonitor, 中银证券

2.3 线上加速+消费升级下，未来市场空间较大

当前化妆品行业呈现两大趋势：1) 线上销售加速：据欧睿数据，2010-2020 年化妆品行业线上销售占比由 2.6% 提升至 38.0%，增速迅猛；2) 不断消费升级：2010-2020 年化妆品的中高端市场占比也由 19.9% 提升至 38.5%。

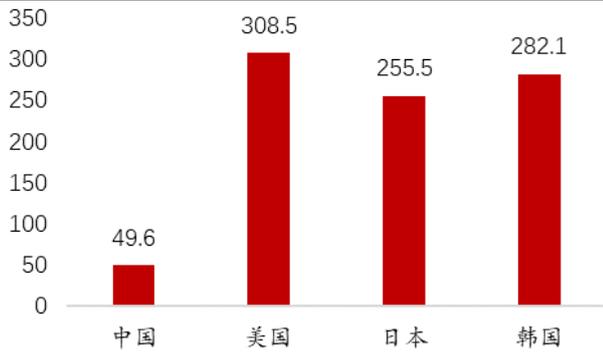
图表 25. 消费升级与线上加速趋势显著

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
线下占比	94.7%	89.8%	86.9%	84.2%	81.3%	78.6%	75.9%	72.6%	68.7%	62.0%
线上占比	5.3%	10.2%	13.1%	15.8%	18.7%	21.4%	24.1%	27.4%	31.3%	38.0%
中高端占比	20.8%	21.1%	21.5%	22.2%	22.7%	23.9%	27.1%	30.8%	35.1%	38.5%
大众品占比	79.2%	78.9%	78.5%	77.8%	77.3%	76.1%	72.9%	69.2%	64.9%	61.5%

资料来源: Euromonitor, 中银证券

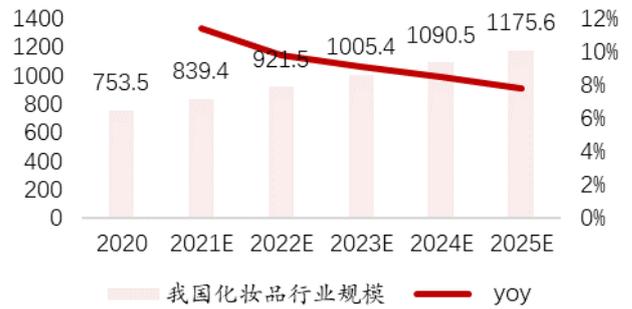
行业发展的两大趋势为未来化妆品行业规模快速发展奠定了基础。对比我国化妆品人均消费金额与美、日、韩，可见我国的化妆品市场仍存在较大的空间。随着消费持续升级，消费者每次消费金额将有望上行；同时线上销售的快速发展也将为消费者提供更多、更便捷的购物模式，从而提高消费的频次。因此在整体人均化妆品消费支出上升下，预计我国化妆品市场规模将持续上行：据欧睿数据，预计 2025 年我国化妆品行业规模将达到 1,175.6 亿美元，未来五年 CAGR 9.3%。

图表 26. 2019 年我国人均化妆品消费金额较低 (美元/人)



资料来源: 德勤大数据研究所, 中银证券

图表 27. 我国化妆品未来增长稳定 (亿美元)



资料来源: Euromonitor, 中银证券

进一步拆分为护肤品市场和彩妆市场分析:

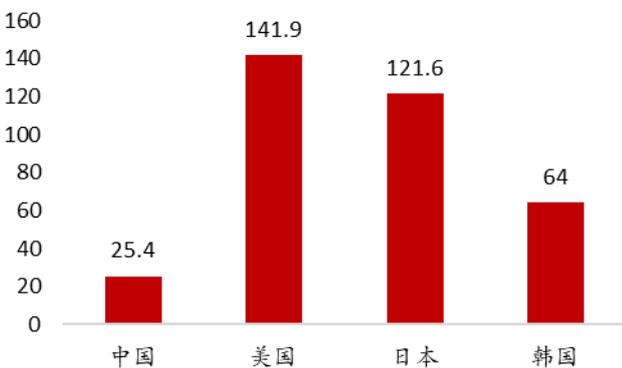
1) 护肤品行业: 消费升级带动产品结构改善, 单价提升推动行业增长。从人均护肤品消费金额看, 中国较美、日、韩尚存较大空间。与此同时, 随着中国市场消费升级、城市化进程的深化、以及注重生活品质的中产阶级成为消费主力军, 我国消费者对中高端护肤品的需求将日益突出, 中高端护肤品增速超过大众市场, 同时占比也在不断提升。**未来我国护肤品均价或将迎来结构性升级带来的稳定的增长: 据欧睿预测, 截至 2025 年护肤品行业市场规模将达到 654.1 亿美元, 未来 5 年 CAGR 为 11%。**

图表 28. 我国消费升级带动高端化产品迅速增长 (亿美元)

	2015	2016	2017	2018	2019	2020
护肤品高端市场	51.3	51.5	59.6	72.6	83.8	95.9
yoy	-	0.40%	15.70%	21.70%	15.40%	14.50%
占比	21.45%	21.87%	23.71%	25.55%	27.70%	30.06%
护肤品大众市场	187.9	184	191.8	211.6	218.7	223.1
yoy		-2.10%	4.20%	10.30%	3.40%	2.00%
占比	78.55%	78.13%	76.29%	74.45%	72.30%	69.94%

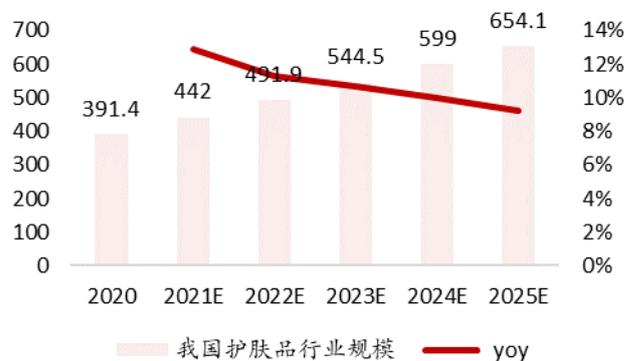
资料来源: Euromonitor, 中银证券

图表 29. 2019 年我国人均护肤品消费金额较低 (美元/人)



资料来源: 德勤大数据研究所, 中银证券

图表 30. 我国护肤品未来不断增长 (亿美元)



资料来源: Euromonitor, 中银证券

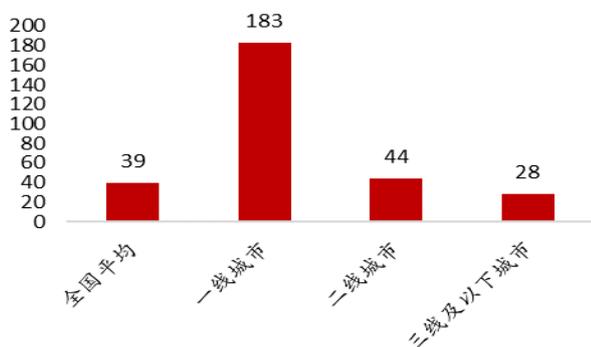
2) 彩妆行业：未来有望在量价齐升的驱动下，实现规模不断向上。目前我国彩妆渗透率不足50%，人均消费金额也处于较低水平，有较大发展潜力。从细分的各级市场看，相比于一二线城市，低线城市消费者有较大可发展空间（人均消费金额仅为一线城市的15%）。未来彩妆在线上渠道的快速发展将有望加速彩妆在低线市场的普及，进一步带动彩妆行业的量增；与此同时，产品均价也将有望随着消费升级大趋势下逐步上行。未来随着彩妆市场量价齐升，市场规模有望实现近翻倍增长，据欧睿数据，预计2025年彩妆行业市场规模将达到157.4亿美元，5年CAGR为13%。

图表 31.线上渠道已经成为彩妆主要的销售渠道（亿美元）

	2015	2016	2017	2018	2019	2020
彩妆线上销售	9.8	11.6	15.4	23.7	33.3	41.6
yoy		19.4%	32.6%	53.3%	40.6%	24.9%
彩妆线下销售	30.9	31.2	35.7	44.5	52.5	44.8
yoy		0.9%	14.5%	24.8%	17.8%	-14.6%

资料来源：Euromonitor，中银证券

图表 32. 2019 年低线市场人均彩妆消费较低（美元/人）



资料来源：德勤大数据研究所，中银证券

图表 33. 我国彩妆规模未来不断增长（亿美元）



资料来源：Euromonitor，中银证券

未来在各品牌的发展趋势上，我们认为产品研发或将成为护肤品品牌核心发力点，品牌力提升为彩妆品牌的发展重心：

- 1) **护肤品**：伴随消费者的需求选择愈加理性、市场信息公开透明化，产品的研发将成为各企业的核心壁垒；成为，未来更专业化的产品介绍与背书将成为更有效的产品营销方式；同时，随着消费升级以及高端化趋势，国产品牌的高端化升级也可能成为未来的发展趋势。
- 2) **彩妆**：彩妆消费者对品牌的认可度较高，因此品牌力的打造可能是未来各企业的发展重点。未来彩妆品牌将进一步通过明星代言、KOL 直播带货等方式提升品牌形象并增加品牌知名度；同时，彩妆品牌也同样需要不断提高产品的研发技术，进而提升产品质量。

3. 多维度构筑公司核心竞争力

一直以来，珀莱雅都是中国化妆品市场中国牌领先者之一。2015年至2020年国内化妆品市场中，珀莱雅始终为列前十大国有品牌之一，从销售额份额来看，始终维持较稳定的市场地位（接近1%的市场份额）。

图表 34. 中国化妆品市场中，国内企业市场份额（%）

	2015	2016	2017	2018	2019	2020
百雀羚	1.8	2.0	2.3	2.3	2.3	2.2
伽蓝集团	1.7	2.0	2.2	2.2	2.2	2.1
上海家化	2.0	1.8	1.8	1.7	1.5	1.3
上美集团	0.8	1.2	1.5	1.5	1.0	1.1
阿道夫	0.1	0.1	0.3	0.7	1.0	1.1
云南白药	1.2	1.2	1.3	1.2	1.1	1.0
广州环亚	1.1	1.3	1.4	1.3	1.2	1.0
逸仙电商	-	-	0.0	0.2	0.7	0.9
珀莱雅	0.8	0.7	0.6	0.7	0.8	0.8

资料来源：Euromonitor，中银证券

3.1 产品与营销强强结合，助力主品牌快速出圈

主品牌“珀莱雅”产品 SKU 丰富，近几年收入快速增长。公司主品牌“珀莱雅”主打护肤品及面膜，自 2017 年以来公司加速推出新品，包括靓白芯肌系列、赋能鲜颜系列、烟酰胺美白精华、胶原蛋白线雕精华、深海保湿酵母原液、极境专效修护面膜等，产品 SKU 愈加丰富，对应 2017-2020 年收入均有显著提升，同比增速分别为 10.75%/32.38%/26.82%/12.43%（2015-2016 年收入增速分别为 1.29%/-1.25%）。

图表 35. 珀莱雅重点产品 SKU 丰富

护肤品	面膜
深海蕴活系列	闺蜜面膜
水漾芯肌系列	泡泡面膜
靓白芯肌系列	安瓶面膜
弹润芯肌系列	赋活面膜
赋能鲜颜系列	睡眠面膜
极境海御白系列	穴位面膜
水动力系列	极地面膜
海洋透皙白系列	海月水母面膜
安瓶系列	V 脸面膜
特安修护系列	双抗面膜
舒敏保湿系列	红宝石面膜
水漾透润系列	保湿面膜
弹润透亮系列	焕白面膜
源力修护系列	
防晒系列	

资料来源：公司官网，中银证券

珀莱雅品牌粉丝热度高涨，仅次于自然堂。通过对比各国有化妆品品牌在微博、抖音、小红书、淘宝等平台的粉丝数量，我们发现珀莱雅整体品牌热度仅次于自然堂，且在抖音平台上有显著优势。

图表 36.珀莱雅整体粉丝热度仅次于自然堂 (万人)

	自然堂	珀莱雅	百雀羚	佰草集	玉泽
微博	275	123	57	220	21
抖音	65.5	150	37.1	10.2	4.4
小红书	16.2	8	4.1	3	2
淘宝	2,001.3	1,281.2	889.5	505.7	323.3
总粉丝数	2,358	1,562.2	987.7	738.9	350.7

资料来源：微博，小红书，抖音，淘宝，中银证券

我们认为珀莱雅品牌的快速出圈主要系其采用合理有效战略打法，即紧抓消费者需求，爆品+大单品策略：

2018 年以来，消费者对于产品成分的关注度和功效的需求度显著提升，珀莱雅则及时挖掘消费者需求实现品牌力的不断升级：2019 年珀莱雅品牌打造爆品黑海盐泡泡面膜，主打深层清洁和保湿，并在天猫旗舰店月销超 100 万盒，破天猫美妆历史；在获得较高品牌关注度后，公司紧接着于 2020 年推出复配抗老界两大灵魂分子（1%超分子维 A 醇、20%的超高浓度六胜肽）的红宝石精华和内含独有核心抗初老成分的双抗精华，迅速成为公司的两大明星单品。该模式对标国际品牌大单品与品牌绑定式打法（如资生堂红腰子、雅诗兰黛小棕瓶等），通过明星产品绑定消费者对品牌的认知，也进一步赋能品牌力建设。

图表 37.珀莱雅明星大单品



资料来源：公司官网，中银证券

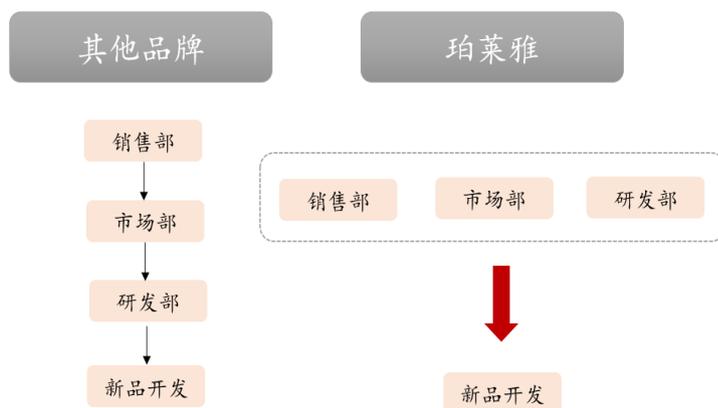
但若仅有好的战略布局，而没有懂消费者的好产品以及对好产品合适的宣传，同样也难以获得成功，因此我们认为战略成功的背后必不可缺的是强产品力和强营销能力：

■ 强产品力离不开对消费者需求的及时洞察和满足消费者需求的多样化原料：

1) 消费者洞察力

公司采用多部门协同模式，能够高效挖掘需求并推新。不同于传统品牌的不同部门串联模式（即研发部、市场部和销售部串联合作），珀莱雅则采用多部门并联式，即各个部门均参与对产品的洞察和开发中，该模式能够多角度挖掘并高效吸纳消费者需求，同时实现产品的快速推新。

图表 38. 传统品牌组织架构 Vs. 珀莱雅品牌组织架构



资料来源：聚美丽，中银证券

2) 多样化原料组成

公司产品的原料成分丰富，在同价位段国牌中优势显著。对比处于同价格区间的国产品牌自然堂大单品的成分，我们发现自然堂的功效成分原料丰富度不及珀莱雅，而珀莱雅品牌产品的原料成分丰富度与同价位段外资品牌 Olay 不分伯仲。**正是因为有多样化的原料，更能够满足消费者多种多样的功效性需求，形成产品整体的较强竞争力。**

图表 39. 珀莱雅的产品成分丰富度高于自然堂，丰富度与外资品牌较相似

品牌	产品名	价格	成分
珀莱雅	双抗精华	280 元/30ml	肌肤氧化防护盾 LIPOCHROMAN-6、抗氧永动机 EUK-134、珍稀天然抗氧化剂 2% 麦角硫因
	双抗小夜灯眼霜	290 元/20ml	双抗精华四大经典成分、6% Meiview 芽孢杆菌提取物、Rovisome®-复合咖啡因
	红宝石淡纹紧致精华	350 元/30ml	维 A 醇+六胜肽+三重抗老组合成分
自然堂	凝时鲜颜肌活修护小紫瓶精华液	240 元/35ml	2 裂酵母+红藻球+4% 烟酰胺
	凝时鲜颜肌活修护眼霜	240 元/15g	2 裂酵母+红藻球+咖啡因
Olay	Prox 亮洁皙颜祛斑精华液	390 元/40ml	烟酰胺+酰本胺+泛醇+糖海带提取物+尿囊素
	亮洁皙颜眼部精华乳	390 元/15g	咖啡因+褐海藻提取物+维生素 E 衍生物
	PROX BY OLAY 密集焕颜淡纹抗皱精华液 (超 A 瓶)	390 元/30ml	A 醇

资料来源：公司官网，中银证券

公司具有丰富的原料一方面是因为公司注重研发，研发实力不容小觑。公司的科研团队由皮肤科学、医学、生物化学、材料科学等领域的专家组成，同时也不断加大产学研合作（与上海应用技术大学国际化妆品学院签订产学研合作协议等）。截至 2020 年，公司已拥有国家授权发明专利 75 项，实用新型专利 30 项，外观专利 80 项，合计 185 项。

另一方面，公司加大与顶级海外机构合作，拥有优质原料来源。2019 年 3 月，珀莱雅与法国海洋生物技术专家 CODIF 和法国国家海藻研究机构 CEVA 实现战略合作；2019 年 11 月，珀莱雅与西班牙品牌 Singula-derm 成为战略合作伙伴；2019 年 12 月，公司与德国化工巨头巴斯夫签订双边保密协议，共享研究成果；2020 年年初，公司与亚什兰（中国）签署战略合作。

图表 40. 公司持续与海外机构战略合作

	合作机构
2019 年 3 月	法国海洋生物技术专家 CODIF 和法国国家海藻研究机构 CEVA 实现战略合作
2019 年 11 月	与西班牙品牌 Singula-derm 实现战略合作
2019 年 12 月	与德国化工巨头巴斯夫实现战略合作
2020 年年初	与亚什兰（中国）签署战略合作

资料来源：公司年报，中银证券

■ 多样化的营销模式，全方位为品牌宣传加码

一直以来，公司采用丰富多样的营销方式进行品牌宣传。2018 年以前多采用广告代言人（包括宋仲基、李易峰、罗云熙等）和电视剧/综艺（冠名《梦想的声音》等）宣传；2018 年以后不仅延续过往明星代言和电视剧/综艺广告赞助等宣传模式，还布局内容端营销，与微博、抖音、KOL 等进行深度合作，2019 年泡泡面膜的爆红与该模式密不可分；此外公司还通过直播等方式与用户保持互动，增强用户对品牌的粘性与忠诚度；与此同时，公司也及时捕捉市场 IP 热潮，进行 IP 跨界合作。

图表 41. 与李佳琪合作打造爆品泡泡面膜



资料来源：百度图片，中银证券

图表 42. 珀莱雅携手独角兽女孩，推出“白日蓝梦”系列

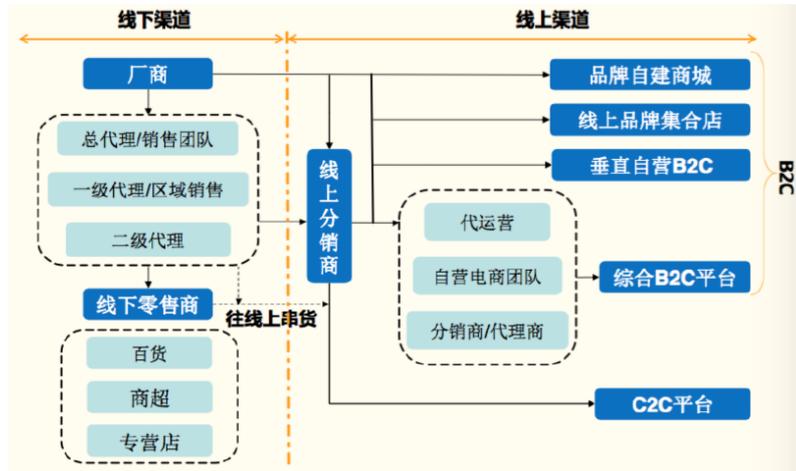


资料来源：百度图片，中银证券

3.2 把握不同渠道优势所在，线下线下合理布局

线上线下销售渠道优势各异。线下渠道销售一般有利于构建品牌形象、快速建立消费者对品牌认知；同时通过服务体验，维护消费者对品牌的忠诚度；也有助于品牌向老顾客推广单价更高的新品，有利于公司客单价提升。线上渠道则具备更精简的销售层级、有利于提升渠道效率，在享有渠道增长红利的时候，能够高效获取消费者需求喜好。

图表 43. 线上、线下渠道融合发展



资料来源：珀莱雅招股书，中银证券

公司把握各个渠道的优势，在线上线下分别进行布局。从公司的渠道收入构成可知，公司在线上线上均有布局，且逐步增大线上占比（由 2015 年的 23.3% 上升至 2020 年的 69.9%），在充分享有向上渠道红利的同时，也持续通过线下渠道维护消费者体验，形成线上和线下的共同发展、优势互补、相互融合的局面。

图表 44. 公司线上线下渠道收入占比情况（亿元）

	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
线上规模	3.8	4.9	6.4	10.3	16.6	26.2
yoy	39.2%	27.9%	30.9%	59.9%	61.0%	58.5%
占比	23.34%	30.25%	36.06%	43.54%	52.99%	69.93%
线下规模	12.6	11.3	11.4	13.3	14.6	11.2
yoy	-14.1%	-10.2%	0.6%	16.9%	9.8%	-23.1%
占比	76.65%	69.73%	63.88%	56.37%	46.81%	29.95%

资料来源：公司年报，中银证券

1) 公司线下渠道多样化布局，单品牌店服务升级寻求新零售模式

公司在线下主要通过经销商的模式运营，渠道包括商超、化妆品专营店、单品牌店（2020 年日化渠道收入占比为 75%，其他渠道占比为 25%）。其中，化妆品专营店和商超布局较早，网店数众多（超过同类公司）；2016 年公司通过“悦芙媞”开启单品牌店运营，2017 年尝试“优资莱”单品牌店运营，同时开始不断探寻新零售模式，如 2018 年上线健与美智慧门店 1.0 版，提供线上线下交互的新零售服务，2019 年推出智能导购服务等。通过该模式，能够增强用户体验，强化消费者品牌意识。

图表 45. “优资莱”单品牌店

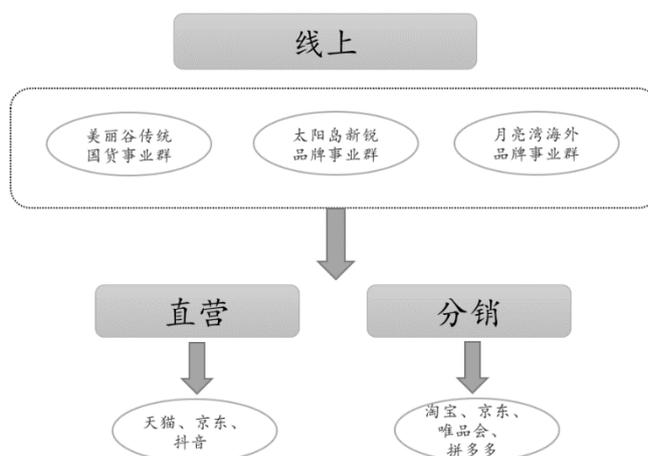


资料来源：优资莱官网，中银证券

2) 公司线上渠道拥有年轻化团队，并进一步推动精细化管理，以牢牢把握线上红利。

公司在线上主要通过直营、分销模式运营（2020 年直营占比为 61%、分销占比为 40%）：直营以天猫、京东等平台为主，同时拓展抖音小店等新兴平台，分销包括淘宝、京东、唯品会、拼多多等平台。从团队构成看，公司从 2017 年开始自建年轻化电商团队，摒弃传统电商团队，以更好捕捉当下 Z 世代消费者需求；从组织架构看，2020 年公司将电商部划分为三大部分：美丽谷传统国货事业群（珀莱雅等）、太阳岛新锐品牌事业群（彩棠、印彩巴哈等）、月亮湾海外品牌事业群（欧树、WYCON 等），并依据不同品牌特点精细化运作，以更好地将线上运作与品牌发展融为一体。

图表 46. 珀莱雅的线上组织结构与运营模式

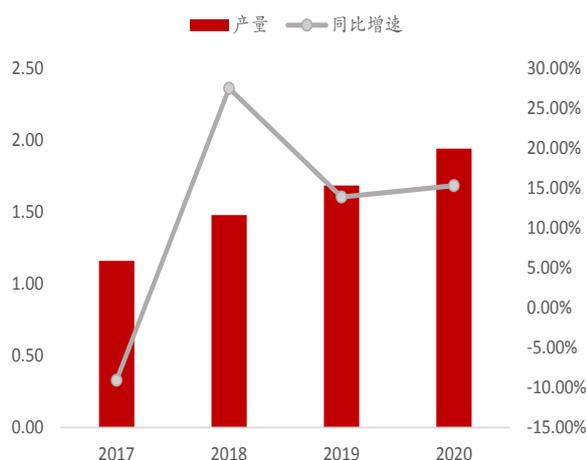


资料来源：珀莱雅年报，中银证券

3.3 产能自建，供应链优势显著

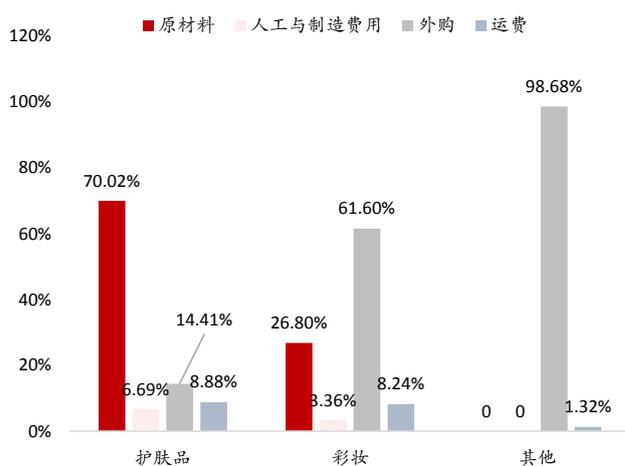
公司通过自主生产为主，OEM 外协加工为辅模式进行。公司主要通过自建工厂进行自主生产，截至目前已自建护肤/洗护、彩妆工厂，对应公司产量呈现不断提升。从细分品类看，公司在护肤品中以自产为主，彩妆则 OEM 代工占比相对较高；对应护肤品中原材料占总成本比重较大（2020 年为 70%），彩妆类产品中原材料占总成本比重小于外购占比（2020 年原材料占总成本比重为 26.8%、外购占比为 61.6%）。

图表 47. 公司产量呈现稳步增长 (亿个)



资料来源: 公司年报, 中银证券

图表 48. 2020 年护肤品中原材料成本占比最大



资料来源: 公司年报, 中银证券 注: 护肤品品类包含洁面类产品

自产为主的模式不仅具有产品质量的可控性, 还能够根据市场变化做出及时的调整。一方面, 在自产模式下, 公司更能够严格把控各个环节的产品质量; 另一方面, 公司可以在对消费者数据分析后, 快速做出生产与设计方面的调整, 具备生产的灵活性; 此外, 自产模式能够更及时的应对风险, 例如在 2020 年新冠疫情下, 以代工为主要生产模式的因生产端未能及时跟上而受到影响, 公司则快速应对, 最大程度降低了风险的负面影响。

4. 竞争力加码，未来持续向上

化妆品大众市场中大多为国有品牌占据。根据欧睿数据，对比中高端及大众市场品牌分布情况，可以发现国有品牌大多定位于大众市场，且除去洗护类产品品牌，大众市场绝大部分份额由国有品牌占据，且大多国有品牌份额差距不大。

图表 49. 国有品牌主要布局大众市场

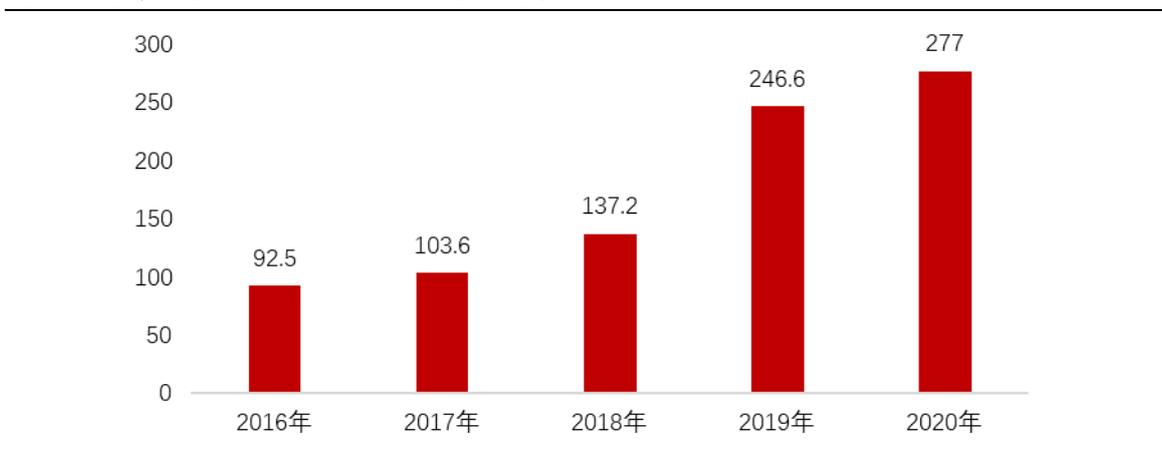
大众市场		中高端市场	
品牌	市场份额	品牌	市场份额
巴黎欧莱雅	7.0	兰蔻	8.4
百雀羚	3.9	雅诗兰黛	7.6
Olay	3.3	迪奥	4.3
自然堂	3.1	SK-II	3.4
海飞丝	3.0	阿道夫	3.0
飘柔	2.0	La Mer	2.8
玫琳凯	1.8	资生堂	2.4
舒肤佳	1.8	薇诺娜	2.3
欧珀莱	1.7	娇兰	2.2
力士	1.5	香奈儿	2.1
潘婷	1.4	YSL	1.9
美宝莲	1.4	后	1.8
Innisfree	1.4	科颜氏	1.6
珀莱雅	1.4	阿玛尼	1.6
完美日记	1.4	雪花秀	1.5
御泥坊	1.2	雅姿	1.5
花西子	1.1	萃雅	1.4
完美	1.1	CPB	1.4
佰草集	1.0	欧舒丹	1.2
HFP	1.0	兰芝	1.2

资料来源：Euromonitor，中银证券

注：大众市场中海飞丝、飘柔、舒肤佳、力士、潘婷均为洗护类产品为主的品牌

当下国有化妆品公司进一步加速进入国内市场，加剧行业竞争。2016-2020 年每年化妆品企业注册数量快速增长（2016 年为 92.5 万家，2020 年为 277 万家），截至 2021 年上半年我国累计已有 911 万家化妆品相关企业（据企查查显示）。在彩妆市场和护肤品市场中，国内品牌表现尤为出色：彩妆市场中，完美日记、花西子、小奥汀、Colorkey 均实现了从无到有的市场拓展；护肤品市场中，HFP、薇诺娜、御泥坊也实现了快速的市场布局。

图表 50. 每年国有化妆品企业加速进入市场（个）



资料来源：企查查，中银证券

图表 51.彩妆和护肤品市场国有品牌市占率不断提升 (%)

细分市场	品牌	2015	2016	2017	2018	2019	2020
彩妆市场	完美日记	0	0	0.3	1.6	5.1	6.7
	花西子	0	0	0.3	2.0	2.9	5.1
	小奥汀	0	0	0	0	0.3	1.6
	Colorkey	0	0	0	0.4	1.1	1.4
	薇诺娜	0.2	0.4	0.6	0.8	1.1	1.4
护肤品市场	御泥坊	0.7	1.0	1.0	1.3	0.9	1.2
	HFP	0	0.2	0.3	0.5	0.9	1.0

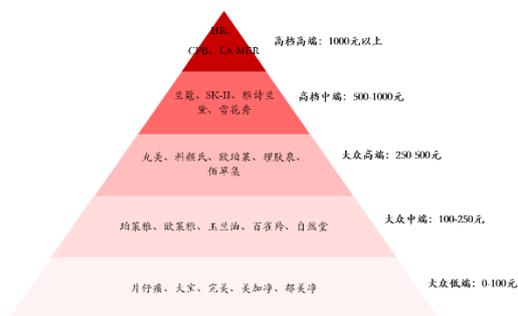
资料来源: Euromonitor, 中银证券

在当前大环境下,珀莱雅也在顺应市场发展的同时不断增强自身竞争力,以实现全方位的提升与成长。

4.1 主品牌不断升级,有望与部分品牌拉开差距

跟随市场消费升级大趋势,公司对主品牌进行不断升级,客单价有望提升。公司将凭借其自身的强产品力和营销力,进一步推动“珀莱雅”品牌升级计划,欲吸引更多一二线年轻消费群,升级消费者层次:“珀莱雅”品牌将尝试 300 元以上的主推单品,以实现单价逐渐升级,由大众中端迈入大众高端品牌。而国有品牌大多主打大众中低端,“珀莱雅”有望拉开与该类品牌之间的差距,提升市占率。

图表 52.珀莱雅将由大众中端市场迈入大众高端市场



资料来源: Euromonitor, 中银证券

4.2 线上加码、线下优化,渠道高增长可期

公司持续精细化线上渠道管理,以保证渠道效率和人员的最优化,紧抓行业渠道增长红利。2010-2020年,我国化妆品线上销售额从 7.9 亿美元增长至 286.3 亿美元,10 年 CAGR 43.2%,增速较快。为更好抓住行业线上销售增速红利,2021 年公司将持续直营渠道重点精细化运营,最大化管理效率;同时不断开拓抖音小店,充分发挥在公司抖音平台已有的先发优势。

图表 53.公司线上销售增长快于行业(行业线上销售以亿美元为单位,公司线上销售以亿元为单位)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
行业线上销售	7.9	18.9	41.0	58.5	76.7	95.7	109.2	133.4	175.1	219.7	286.3
yoy		140.5%	116.3%	42.8%	31.1%	24.8%	14.1%	22.1%	31.3%	25.5%	30.3%
公司线上销售					2.73	3.8	4.9	6.4	10.3	16.6	26.2
yoy						39.2%	27.9%	30.9%	59.9%	61.0%	58.5%

资料来源: Euromonitor, 中银证券

公司在线下渠道持续优化，以应对行业线下增速有所放缓。化妆品行业线上销售额增速有一定程度放缓，2019年线下销售额同比增速下滑约6pct至4%。公司针对行业渠道发展情况，进行一定战略调整：2021年公司在保持CS渠道平稳健康发展的同时，通过尝试样板间的形式开设门店持续拓展商超渠道，提升线下运营效率。

图表 54. 化妆品行业线下渠道销售额增速放缓（亿美元）

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
线下销售	295.1	338.5	360.8	388.3	408.8	416.2	401.2	420.1	463.9	482.3	467.1
yoy		14.7%	6.6%	7.6%	5.3%	1.8%	-3.6%	4.7%	10.4%	4.0%	-3.1%

资料来源：Euromonitor，中银证券

通过公司在线上渠道优势充分发挥以及精细化布局，同时线下持续优化拓展、把门店做精，我们认为公司有望在渠道上实现高增长。

4.3 多品牌持续拓展，贡献第二成长曲线

一直以来，公司通过不断拓展新品牌的方式进行品类的拓展，该部分业务发展迅猛。2019年以来，公司通过自主孵化、合伙制以及代理模式进行其他品牌的探索和拓展，产品类型涵盖护肤、彩妆和护理，市场定位包括平价、大众和中端。从收入端看，公司新品牌发展迅速，2020年在疫情影响之下，仍能够保持63.9%的高增长。

图表 55. 公司其他品牌收入总和快速增长（亿元）

	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年
收入	1.99	1.95	2.01	2.67	4.68	7.66
yoy		-1.9%	3.1%	32.8%	75.1%	63.9%

资料来源：万得，中银证券

未来公司将采取优胜劣汰的方式进一步完善已有品牌矩阵。对于新品牌的布局，公司后续将采用优胜劣汰式策略，即退出发展较弱品牌，集中力量发展较好且前景向好的品牌。当下公司的发展聚焦于彩妆品牌彩棠上，通过借助于公司平台化的体系，同时加速供应链方面的整合，有望不断推出新品，加速该品牌的拓展。

图表 56. 彩棠主打有特色、有态度的国风美妆



资料来源：公司官网，中银证券

公司也将通过推出新品牌的方式开启高端洗护拓展，未来可期。洗护类产品为化妆品行业的第二大板块，截至 2020 年占整体国内化妆品市场的 11%。公司当前覆盖板块主要在护肤品与彩妆上，2021 年 6 月 28 日公司通过温泉水头皮护理品牌 off&relax 布局内地高端洗护类产品。**off&relax 为顶级研发工程师杨建中与珀莱雅合作共创：杨建中深耕头皮洗护领域 26 年，在全球拥有 50 多项专利，主要负责产品的产线，而珀莱雅负责中国市场的运营，截至目前已有 7 款 SKU。基于产品的强研发力与品牌市场作用力，同时处于具有较大潜力的市场，我们认为该品牌未来具有较大增长潜力。**

图表 57. off & relax 热销产品



资料来源：百度图片，中银证券

图表 58. off & relax 微博宣传



资料来源：微博，中银证券

5. 业务稳步增长，盈利能力较强

业绩稳定增长，战略升级加速发展。2013年到2020年，公司营业收入由14.30亿元增长至37.52亿元，CAGR为14.8%；净利润由1.78亿增长至4.76亿，CAGR为15.1%。2017年开始，公司收入和业绩均实现了较快速增长。

图表 59. 公司营收与利润增长保持稳定

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
收入 (亿元)	14.30	17.40	16.45	16.23	17.83	23.61	31.24	37.52
yoy		21.7%	-5.5%	-1.3%	9.8%	32.4%	32.3%	20.1%
净利润 (亿元)	1.78	1.58	1.44	1.54	2.01	2.87	3.93	4.76
yoy		-11.2%	-9.1%	6.9%	30.7%	43.0%	36.7%	21.2%

资料来源：万得，中银证券

“护肤稳增长+彩妆高增”模式，共同驱动公司收入不断向上。2017年起，公司积极进行产品结构优化，在保持护肤品稳定增长的同时，大力推动彩妆等潜力产品，逐渐完善多产品矩阵，降低对单一品类的依赖，以提高抗风险能力并进一步推动收入增长。2017-2020年，护肤品类收入稳步增长，CAGR为22.6%；彩妆类产品收入增幅强劲，CAGR为186.08%，显著高于主营收入增速，其中新增品牌“彩棠”，实现营收1.21亿元。公司彩妆业务占比已从2016年的1.1%迅速上涨至2020年的12.4%，成为了公司新的增长点。未来护肤品与彩妆将双轮驱动，共同推进公司发展。

图表 60. 护肤品占比较大，彩妆上涨迅速

	2017	2018	2019	2020
护肤品收入 (亿元)	17.62	23.31	29.11	32.42
Yoy	9.8%	32.3%	24.9%	11.4%
占比	98.8%	98.7%	93.2%	86.4%
彩妆收入 (亿元)	0.20	0.28	1.65	4.65
Yoy	12.1%	42.6%	482.4%	181.9%
占比	1.1%	1.2%	5.3%	12.4%

资料来源：公司公告，中银证券

毛利率水平稳定，护肤品类盈利能力较强。公司主营业务毛利率较为稳定，近年来维持在64%左右。2020年护肤类（含洁肤类）、美容彩妆类、其他类毛利率分别为64.84%/57.51%/36.27%，其中护肤类（含洁肤类）以自产为主，成本端的规模效应强，对应毛利率最高；彩妆类同比减少4.26个百分点，主要原因是新增美容彩妆类品牌“彩棠”，外购支出同比增长314.22%。整体而言，因公司以研产销一体化为主要运营模式，公司整体毛利率处于相对稳定水平，预计未来随着数字化和智能化布局以及规模效应作用下，在毛利率上将呈现稳中有升的态势。

图表 61. 毛利率维持稳定，护肤品类盈利能力较强

	2017	2018	2019	2020
主营业务毛利率	61.71%	64.09%	64.05%	63.62%
护肤品类	61.35%	63.87%	64.83%	64.84%
洁肤类	65.03%	66.91%	63.50%	-
彩妆类	60.99%	60.85%	61.77%	57.51%
其他类	-	-	25.02%	36.27%

资料来源：公司年报，中银证券

注：2020年护肤品毛利率包括洁肤类产品

管理效率持续提高，总费用率有所改善。公司总费用率近年来整体呈持续改善趋势。公司销售费用率近三年持续上升，主因为公司为持续拓展彩妆业务以及加强品牌建设，加大了形象宣传推广费用。与此同时，公司研发投入相对稳定，费率稳定在2%左右。管理费用率近年来持续下降，主要得益于高速平台化管理带来的效率提升。**对应近年来公司净利率稳中有升，由2017年的9.5%提升至2020年的12.6%。**

图表 62. 公司营业费用率保持稳定

	2015	2016	2017	2018	2019	2020
净利率	9.1%	8.7%	9.5%	11.3%	12.2%	12.6%
净利率同比变动	-3.4%	-0.4%	0.7%	1.8%	0.9%	0.4%
销售费率	42.33%	38.19%	35.66%	37.52%	39.16%	39.90%
其中：形象宣传推广费用率	22.50%	19.42%	20.02%	21.19%	26.86%	32.68%
研发费率	2.13%	2.92%	2.29%	2.17%	2.39%	1.92%
管理费率	8.29%	8.17%	8.58%	7.26%	6.25%	5.44%
总费用率	53.76%	50.50%	47.46%	46.42%	47.49%	46.90%
总费率同比变动		-3.26%	-3.04%	-1.03%	1.07%	-0.59%

资料来源：万得，中银证券

存货周转良好，周转天数持续下降。公司库存波动与营收增长趋势基本保持一直，近年来增长稳定。公司推进物流仓储智能化，存货周转天数持续改善，周转情况良好。2020年公司周转天数上涨，主要系四季度直播业务备货过多所致。预计未来公司库存周转率将继续维持良好水平。

图表 63. 公司存货周转良好

	2015	2016	2017	2018	2019	2020
存货	1.80	2.12	1.88	2.33	3.14	4.69
yoy	4.6%	18.1%	-11.5%	24.1%	34.7%	49.4%
存货周转率	3.4	3.2	3.4	4.0	4.1	3.5
存货周转天数	106.3	114.1	105.4	89.1	87.4	103.0

资料来源：万得，中银证券

6. 盈利预测与估值讨论

护肤品（含洁面）业务：公司护肤品业务主要由珀莱雅品牌和其他孵化/代理品牌进行，随着产品的不断升级以及公司在渠道等方面的战略布局调整，预计 2021-2023 年收入分别为 38.99/46.50/54.48 亿元，同比增长 20.25%/19.26%/17.16%。

彩妆业务：公司彩妆业务涉及彩棠及其他品牌，2020 年以来公司大力发展彩棠业务，同时其他品牌也加大营销与产品推动，预计 2021-2023 年收入分布为 7.42/10.30/13.60 亿元，同比增长 59.68%/38.72%/32.08%。

其他主营收入：我们保守假设未来三年其他主营收入维持略有增长。

其他收入：我们保守假设未来三年其他主营收入略有增长，增速分别为 2.12%/3.64%/2.83%。

图表 64. 公司收入拆分表

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营收入（亿元）	31.16	37.48	45.60	54.84	65.90
yoy	32%	20%	22%	20%	20%
护肤品（含洁面）	29.11	32.42	38.99	46.50	54.48
yoy	24.89%	11.38%	20.25%	19.26%	17.16%
其中：珀莱雅	26.56	29.86	35.90	42.84	50.24
yoy	26.81%	12.43%	20.23%	19.34%	17.27%
非珀莱雅	2.55	2.56	3.09	3.66	4.24
yoy	7.87%	0.49%	20.54%	18.36%	15.89%
彩妆产品	1.65	4.65	7.42	10.30	13.60
yoy	482.43%	181.91%	59.68%	38.72%	32.08%
其中：彩棠	0.00	1.21	2.42	3.52	4.77
yoy	0.00%	0.00%	100.12%	45.26%	35.54%
非彩棠	1.65	3.44	5.00	6.78	8.84
yoy	482.43%	108.54%	45.45%	35.56%	30.28%
其他主营收入	0.41	0.41	0.42	0.43	0.44
yoy	0.00%	0.47%	2.12%	3.64%	2.83%

资料来源：万得，中银证券

毛利率：尽管 2021 年整体原材料成本上行，在公司的适时调控下仍有望实现一定增长，随着后续的产品不断升级预计带动毛利率上行，预计 2021-2023 年公司毛利率分别为 63.65%/63.83%/64.24%。

费用率：公司的整体费用管控效率预计不断提升，但随着产品研发不断加强，研发投入将有一定程度增加，预计 2021-2023 年公司销售费用率将达到 39.65%/39.65%/39.85%，管理费用率将达到 5.24%/5.25%/5.20%，研发费率为 2.00%/2.00%/2.00%。

综合，预计公司 2021-2023 年营收分别为 46.87/57.27/68.57 亿元，同比增长为 25%/22%/21%；归母净利润为 6.04/7.49/9.13 亿元，同比增长 26.98%/23.93%/21.91%。

图表 65. 公司盈利预测的主要假设

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总收入 (单位: 亿元)	31.24	37.52	46.87	57.27	68.57
yoy	32%	20%	25%	22%	21%
毛利率	63.96%	63.55%	63.65%	63.83%	64.24%
费用率	47.50%	46.90%	46.79%	46.72%	46.91%
销售费用	39.16%	39.90%	39.65%	39.65%	39.85%
管理费用	6.25%	5.44%	5.24%	5.25%	5.20%
研发费用	2.39%	1.92%	2.00%	2.00%	2.00%
财务费用	-0.30%	-0.36%	-0.10%	-0.18%	-0.14%
营业利润率	14.78%	14.79%	15.16%	15.37%	15.63%
所得税率	19.70%	17.52%	18.70%	18.60%	18.50%
净利润	3.93	4.76	6.04	7.49	9.13
yoy	36.73%	21.22%	26.98%	23.93%	21.91%
净利润率	12.57%	12.69%	12.89%	13.08%	13.32%
基本 EPS	1.96	2.37	3.01	3.72	4.54

资料来源: 万得, 中银证券

我们选取上海家化和贝泰妮为可比公司:

1) 上海家化为国内化妆品龙头企业, 同业也采用多品牌矩阵式布局, 品类涉及基础护肤品, 功效性护肤品、家居类产品等, 业务模式与珀莱雅类似, 估值具有较强可比性。

2) 贝泰妮为皮肤学级护肤品企业, 以薇诺娜品牌为主, 聚焦敏感肌护肤, 与珀莱雅以功效性护肤为主战略存在异曲同工, 但因薇诺娜为列敏感肌护肤赛道第一, 同时在 A 股市场具有一定稀缺性, 我们其估值可视为珀莱雅的估值上限。

结合盈利预测, 按当前市值对应公司 2021 年 PE 为 61 倍。对比万得一预期中, 上海家化 21 年 PE 为 68 倍、贝泰妮为 115 倍, 均有较大可增长空间, 同时考虑到公司未来主品牌不断升级、新品牌不断开拓, 预计公司增长向好。首次覆盖, 给予买入评级。

图表 66. 公司 PE 估值表 (单位: 亿元)

公司名称	公司代码	收盘价	净利润				净利润同增速				PE			
			20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E
贝泰妮	300957.SZ	215.85	5.44	7.96	11.07	14.73	31.94%	46.54%	38.97%	33.05%	--	114.81	82.70	62.03
上海家化	600315.SH	51.48	4.31	5.14	7.85	10.52	-22.78%	19.53%	52.61%	34.03%	54.73	67.74	44.00	32.58
珀莱雅	603605.SH	182.00	4.76	6.04	7.49	9.13	21.22%	26.98%	23.93%	21.91%	70.94	60.57	48.86	40.08

资料来源: 万得, 中银证券, 珀莱雅采用预测数据, 其余公司盈利预测皆来自万得预期。

注: 股价及 PE 均对应 8 月 4 日收盘数据

风险提示

线上流量流失影响销售：公司收入结构中，线上占比较大，若线上的消费者流量存在流失将对公司的收入增长带来直接影响。

大单品拓展不达预期：未来公司若不能及时推出新品，或将其品牌升级以及市场提升有一定影响。

新品牌推出不及预期：公司通过自主孵化、合作和代理模式推出新品牌，此类模式的新品牌推出若没达预期，对公司的业绩增长将有一定影响。

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售收入	3,124	3,752	4,687	5,727	6,857
销售成本	(1,126)	(1,368)	(1,704)	(2,072)	(2,452)
经营费用	(1,446)	(1,719)	(2,184)	(2,678)	(3,223)
息税折旧前利润	552	666	799	978	1,181
折旧及摊销	(75)	(88)	(55)	(59)	(63)
经营利润(息税前利润)	477	578	744	919	1,118
净利息收入/(费用)	(1)	(4)	4	(1)	(0)
其他收益/(损失)	11	16	16	16	16
税前利润	456	548	708	876	1,067
所得税	(90)	(96)	(132)	(163)	(197)
少数股东权益	26	24	29	36	43
净利润	393	476	604	749	913
核心净利润	393	476	604	749	913
每股收益(人民币)	1.951	2.367	3.005	3.725	4.541
核心每股收益(人民币)	1.951	2.367	3.005	3.725	4.541
每股股息(人民币)	0.590	0.720	0.914	1.132	1.380
收入增长(%)	32	20	25	22	20
息税前利润增长(%)	26	21	29	24	22
息税折旧前利润增长(%)	27	21	20	22	21
每股收益增长(%)	37	21	27	24	22
核心每股收益增长(%)	37	21	27	24	22

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
税前利润	456	548	708	876	1,067
折旧与摊销	75	88	55	59	63
净利息费用	9	14	5	10	10
运营资本变动	0	0	0	0	0
税金	(90)	(96)	(132)	(163)	(197)
其他经营现金流	(215)	(221)	(217)	(290)	(370)
经营活动产生的现金流	236	332	418	492	572
购买固定资产净值	(164)	(184)	(200)	(210)	(220)
投资减少/增加	109	199	134	134	134
其他投资现金流	0	(0)	0	0	0
投资活动产生的现金流	(55)	15	(66)	(76)	(86)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	(131)	85	166	129	219
支付股息	(98)	(128)	(173)	(250)	(348)
其他融资现金流	19	(0)	(105)	(105)	(105)
融资活动产生的现金流	(209)	(43)	(111)	(225)	(234)
现金变动	(28)	303	241	190	252
期初现金	1,127	1,099	1,402	1,643	1,833
公司自由现金流	190	355	361	425	495
权益自由现金流	41	419	506	533	693

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,318	1,417	1,643	1,833	2,085
应收帐款	267	416	528	674	829
库存	314	469	534	714	812
其他流动资产	14	41	41	41	41
流动资产总计	1,913	2,342	2,745	3,261	3,767
固定资产	550	566	602	643	687
无形资产	329	346	346	346	347
其他长期资产	133	286	288	322	372
长期资产总计	1,067	1,294	1,337	1,414	1,512
总资产	2,979	3,637	4,082	4,675	5,279
应付帐款	660	798	790	879	831
短期债务	129	299	328	344	446
其他流动负债	85	32	34	35	37
流动负债总计	874	1,129	1,151	1,258	1,314
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	35	26	26	26	26
股本	201	201	201	201	201
储备	1,828	2,190	2,613	3,100	3,648
股东权益	2,030	2,392	2,815	3,301	3,849
少数股东权益	40	90	90	90	90
总负债及权益	2,979	3,637	4,082	4,675	5,279
每股账面价值(人民币)	10.08	11.89	13.99	16.42	19.14
每股有形资产(人民币)	8.37	10.02	12.03	14.34	16.91
每股净负债/(现金)(人民币)	(5.55)	(5.56)	(6.54)	(7.40)	(8.15)

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	17.7	17.8	17.0	17.1	17.2
息税前利润率(%)	15.3	19.8	19.6	16.1	16.3
税前利润率(%)	14.6	14.6	15.1	15.3	15.6
净利率(%)	12.6	12.7	12.9	13.1	13.3
流动性					
流动比率(倍)	2.2	2.1	2.4	2.6	2.9
利息覆盖率(倍)	26.4	35.9	44.3	44.3	53.9
速动比率(倍)	1.8	1.7	1.9	2.0	2.2
估值					
市盈率(倍)	94.1	77.5	61.1	49.3	40.4
核心业务市盈率(倍)	94.1	77.5	61.1	49.3	40.4
市净率(倍)	18.2	15.4	13.1	11.2	9.6
价格/现金流(倍)	156.5	111.3	88.2	75.0	64.5
企业价值/息税折旧前利润(倍)	64.8	53.7	44.5	36.2	29.9
周转率					
存货周转天数	176.5	150.6	142.7	132.4	125.8
应收帐款周转天数	17.6	24.4	21.8	22.5	23.0
应付帐款周转天数	38.7	39.1	31.0	28.2	22.3
回报率					
股息支付率(%)	30.2	30.4	30.4	30.4	30.4
净资产收益率(%)	38.7	39.8	43.0	45.4	47.5
资产收益率(%)	25.0	26.2	29.6	32.0	34.5

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371