



Research and
Development Center

主品牌升级，新渠道助力，多品牌可期

—珀莱雅（603605.SH）深度报告

2021年9月14日

汲肖飞 服装轻工首席分析师
证书编号：S1500520080003
邮箱：jixiaofei@cindasc.com

李媛媛 研究助理
电话：18516582264
邮箱 Liyuanyuan1@cindasc.com

证券研究报告

公司研究

公司深度报告

珀莱雅 (603605.SH)

投资评级 买入

首次覆盖



资料来源: wind, 信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价 (元)	173.37
52 周内股价波动区间 (元)	152.94-182.60
最近一月涨跌幅 (%)	11.42
总股本 (亿股)	2.01
流通 A 股比例 (%)	99.8
总市值 (亿元)	348.68

资料来源: 信达证券研发中心

 信达证券股份有限公司
 CINDA SECURITIES CO., LTD
 北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
 邮编: 100031

主品牌升级, 新渠道助力, 多品牌可期

2021年9月14日

本期内容提要:

- ◆国内领先妆品集团, 收入业绩保持双位数复合增长。公司专注化妆品行业十八年, 旗下拥有“珀莱雅”、“彩棠”、“悦芙媿”、“科瑞肤”等十余个品牌, 是国内领先的多品牌化妆品集团。截止 2021H1, 公司实际控制人及第二大股东侯军呈、方玉友合计持有公司 56.7% 股份, 持股比例较高; 公司核心高管团队稳定, 自创立以来未出现重大变动, 核心员工通过股权激励持有公司股份, 彰显组织活力。2020 年公司实现收入及归母净利润分别为 37.5 亿元、4.8 亿元, 13-20 年复合增速分别为 15%、15%, 跨越多轮行业渠道变革周期实现收入业绩稳定增长; 21H1 公司收入及归母净利润分别为 19.2 亿元、2.3 亿元, 同增分别为 38.5%、26.5%, 继续表现出强劲增长。
- ◆推荐逻辑一: 抖音等新兴电商崛起, 珀莱雅领跑行业。21 年淘系在去年高基数及流量瓶颈压力下增速放缓, 以抖音为代表的直播电商成为美妆板块新增长引擎, 根据果集网及淘数据, 21 年 4-8 月合并考虑淘系及抖系美妆板块 GMV 增速为 17%, 高于淘系增速-4.1%。根据《2021 年抖音电商生态发展报告》, 直播电商 2021 年预计同增 90% 至 2 万亿市场规模, 对标传统电商月活及 ARPU 值成长空间广阔。当前优质商家将成为抖音电商长期发展的重要基石, 尤其美妆类目具备高利润率、高复购率、高潜在渗透率等属性, 是平台优质商家类目; 根据果集网数据, 21 年 4-7 月美妆类目在全品类中挤入前三占比约 10%, 而大牌国货在国际品牌未规模化入驻及新锐品牌产品力未充分打磨的背景下具备优势。珀莱雅凭借先发优势、差异化的商品策略、高效自播等优势率先突围, 自 20 年 11 月以来持续位居美妆品牌店铺前三, 未来依托品牌沉淀及运营优势, 有望实现快速发展。
- ◆推荐逻辑二: 大单品战略持续推进, 珀莱雅品牌天花板向上突破。公司自 19H2 以来以泡泡面膜试水产品升级创新, 20Q1 正式推行大单品策略, 全面升级产品线, 形成大单品及系列矩阵, 提升品牌档次, 以旗舰店为例具体而言: 1) 精华切入面部护理系列全面升级, 目前形成弹润透亮及赋能鲜颜两大畅销产品系列, 21H1 升级产品系列占比旗舰店达 30%, 远高于基础系列 14% 比重; 2) 新款羽感防晒产品已成爆款, 21H1 占比 7.4%, 超过老款翻船防晒 5pct。通过产品升级, 天猫旗舰店均价从 20 年 140 元提升至 21H1 的 157 元, 夯实研发基础及升级供应链为产品升级保驾护航, 对标同业大单品珀莱雅品牌向上突破空间大。根据各大品牌旗舰店数据, 珀莱雅红宝石、双抗精华与同等价位 Olay 小白瓶 GMV 存在 6-7 倍差距, 珀莱雅小夜灯眼霜与同等定位欧莱雅紫熨斗眼霜存在 4 倍以上差距。未来公司积极推进大单品战略, 以畅销单品反哺其他渠道, 有望打造中国版欧莱雅。
- ◆推荐逻辑三: 彩棠初见成效, 多品牌矩阵雏形显现。2019 年公司投资入股彩棠, 2020 年品牌收入超过 1 亿元, 珀莱雅入驻后表现高成长性。彩棠定位中高端东方彩妆, 以小众高潜类目高光切入迅速占领市场, 借助珀莱雅敏锐营销反应以及深厚的供应链资源, 逐渐进行多品类延展, 首发产品系列青瓷系列运营良好。彩妆行业维持高景气度, 15-19 年复合增速超过 20%, 对标海外彩妆渗透率我国处于低配阶段, 新锐国货彩妆凭借精准产品地位以及灵活营销策略奋起直追, 未来彩棠存量单品成长空间大, 新品系列有望带来增量空间。彩棠之外, 公司未来将重点打造高端功效性护肤品牌科瑞肤、平价美妆品牌悦芙媿、新锐潮流彩妆品牌 INSBABA, 形成差异化人群及产品定位。公司拥有十余年多品牌矩阵探索经验, 近年来

线上打法敏锐，研发实力夯实，有望打造第二、第三规模以上品牌。

- ◆**盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2021-2023 年收入分别为 46.3 亿元、58.3 亿元、73.3 亿元，归母净利润分别为 5.9 亿元、7.5 亿元、9.6 亿元，对应增速分别为 23.0%、27.3%、28.8%；EPS 为 2.9 元、3.7 元、4.8 元，目前股价对应 PE 为 59.5 倍、46.8 倍、36.3 倍。公司为化妆品行业国货龙头，近年来在渠道变革中反应敏捷，此轮抖音电商引领国货，同时积极升级产品系列，夯实产品力，主品牌客单价不断提升，第二品牌逐渐跑出，打开增量天花板。同业可比公司贝泰妮、上海家化、丸美股份、华熙生物 2021-2023 年平均估值为 70.8 倍、50.9 倍、38.9 倍，公司估值低于可比公司平均估值，资质优异，成长逻辑清晰，首次覆盖，给予“买入”评级。
- ◆**股价催化剂：**抖音渠道增长超预期；大单品战略带动主品牌升级超预期；多品牌发展超预期。
- ◆**风险因素：**品牌竞争加剧导致多品牌新渠道延展不达预期；线上流量成本上升影响利润率风险；行业景气度下行带来收入增长放缓风险；减持影响市场情绪风险。

重要财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入(百万元)	3,124	3,752	4,633	5,829	7,329
增长率 YoY %	32.3%	20.1%	23.5%	25.8%	25.7%
归属母公司净利润(百万元)	393	476	586	745	960
增长率 YoY%	36.7%	21.2%	23.0%	27.3%	28.8%
毛利率%	64.0%	63.6%	63.5%	63.7%	64.0%
净资产收益率ROE%	19.3%	19.9%	19.5%	19.8%	20.2%
EPS(摊薄)(元)	1.95	2.37	2.91	3.71	4.77
市盈率 P/E(倍)	45.10	75.21	59.53	46.78	36.31
市净率 P/B(倍)	8.72	14.97	11.62	9.25	7.33

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2021 年 9 月 14 日收盘价

目 录

投资聚焦	6
公司概况	7
1.1 基本概况：专注化妆品行业十八年，多渠道多品牌布局	7
1.2 财务分析：收入业绩复合增速稳定，16 年以来有所加速，利率波动较小	9
1.3 业务分析：彩妆类目不断突破，线上渠道推动收入高增长	12
抖音等新兴电商崛起，珀莱雅领跑行业	15
2.1 抖音等新兴电商快速发展，成为线上新增长引擎	15
2.2 优质商家成为抖音电商重要一环，美妆类目居前列，大牌国货迎来黄金时期	17
2.3 珀莱雅美妆类目领先同业，先发优势、差异化商品策略、高效店播保驾护航	20
大单品战略持续进行，珀莱雅品牌天花板向上突破	24
3.1 从泡泡面膜—红宝石/双抗精华及其系列—羽感防晒，不同类目产品逐步升级	24
3.2 产品调整与升级经历阵痛期，20Q3 天猫渠道恢复高增长	27
3.3 加强研发护城河，优化全球供应链，为产品升级保驾护航	28
3.4 对标同业大单品天花板较高，有望打造中国版巴黎欧莱雅	29
彩棠初见成效，多品牌矩阵雏形显现	30
4.1 彩棠卡位细分高潜类目，展现出来高成长爆发力	30
4.2 彩妆行业具有高成长性，新锐国货品牌崭露头角	34
4.3 彩棠之外，品牌储备丰富，为多品牌发展提供基石	35
盈利预测、估值与投资评级	37
5.1 盈利预测	37
5.2 估值与投资评级	38
风险因素	38

表 目 录

表 1：公司旗下重点品牌布局	7
表 2：公司高管背景及履历（截止 2021 年 6 月）	9
表 3：公司股权激励计划业绩考核情况	9
表 4：公司 2013-2019 年 ROE 变化及分析	11
表 5：2021 年 4 月-2021 年 8 月抖音小店品类结构情况	19
表 6：不同年份双十一档期化妆品类目 TOP10 榜单	20
表 7：21 年 2 月-7 月抖音小店化妆品类目 TOP10 榜单（单位：万元）	20
表 8：不同类型品牌入驻抖音小店时间	21
表 9：抖音重点商品销售及天猫渠道比价情况	22
表 10：2021 年 2 月-2021 年 7 月抖音小店 TOP10 品牌店铺自播情况	23
表 11：2021 年 8 月抖音小店头部品牌店铺自播、粉丝量等情况	24
表 12：珀莱雅旗下面膜品类布局情况	24
表 13：珀莱雅旗下面部护理产品系列品类布局情况	26
表 14：珀莱雅旗下防晒及粉底液产品布局情况	27
表 15：珀莱雅升级大单品与同业同等价位带明星大单品对比	30
表 16：彩棠旗下重点产品布局情况	30
表 17：科瑞肤旗下重点产品布局情况	36
表 18：悦芙媞旗下重点产品布局情况	37
表 19：公司收入成本按品牌及渠道拆分与预测（单位：百万元）	37
表 20：公司同业可比公司估值情况	38

图 目 录

图 1：公司主要发展历程	8
图 2：公司股权结构（截止 21H1）	8
图 3：公司 2013-2020 年收入及增长情况	9
图 4：公司 2013-2020 年归母净利润及增长情况	9
图 5：公司 2013-2020 年毛利率及归母净利率	10
图 6：公司 2013-2020 年期间费用率情况	10
图 7：2016 年-21H1 年销售费率明细拆分	10
图 8：2016 年-21H1 年管理费率明细拆分	10
图 9：公司货币资金及经营性现金流净额情况（类现金）	11
图 10：公司现金周期情况（单位：天）	11
图 11：2017 年-2020 年公司员工结构	12
图 12：2017 年-2020 年员工数量及人均薪酬	12
图 13：公司 2013-2021H1 分品牌收入（百万）	12

图 14: 公司 2019-2021H1 其他品牌收入拆分 (百万)	12
图 15: 公司 2014-2021H1 各品类产品收入 (百万)	13
图 16: 公司 2016-2020 年不同产品类型毛利率	13
图 17: 公司销售渠道布局情况	13
图 18: 公司 2014-2021H1 线下渠道收入及增速	14
图 19: 公司 2014-2020 年线下渠道占比及毛利率	14
图 20: 公司 2014-2021H1 年线上渠道收入及增速 (亿元)	14
图 21: 公司 2014-2020 年线上渠道占比及毛利率	14
图 22: 公司 2014-2021H1 线上直营与分销渠道收入及增速 (亿元)	15
图 23: 2020 年以来淘系 GMV 增速情况	15
图 24: 2021 年 4-8 月抖音小店 GMV 及淘系占比	15
图 25: 2017 年-2021 年中国直播电商市场规模 (亿元)	16
图 26: 2017-2021 年中国直播电商渗透率情况	16
图 27: 各大直播电商平台竞争情况	16
图 28: 抖音 2020 年直播电商 GMV 构成情况	16
图 29: 各大直播电商平台月活情况 (亿)	17
图 30: 各大直播电商 ARPU 值情况 (元/年)	17
图 31: 传统电商与抖音电商传播链条区别	17
图 32: 抖音电商关键参与方	17
图 33: 抖音平台电商化发展进程	18
图 34: 抖音平台电商平台收入驱动因子分析	19
图 35: 珀莱雅在抖音渠道重点发展事件	21
图 36: 珀莱雅天猫旗舰店涉及站外流量相关的商品 GMV 占比	21
图 37: 珀莱雅 2021 年 4 月-2021 年 7 月店播基本情况以及重要档期表现	23
图 38: 2019Q1-2021Q2 面膜品类产品系列 GMV (单位: 万元)	25
图 39: 2019Q1-2021Q2 护肤品类产品系列 GMV (单位: 万元)	26
图 40: 20Q1-21Q2 防晒品类 GMV (单位: 百万元)	27
图 41: 19Q1-21Q2 粉底液产品重点单品 GMV 情况 (单位: 百万元)	27
图 42: 19 年 7 月-21 年 6 月珀莱雅全网月度 GMV (单位: 亿元)	28
图 43: 2018-2021H1 研发费用情况	29
图 44: 珀莱雅与国内外机构合作情况	29
图 45: 20 年 8 月-21 年 7 月彩棠天猫旗舰店产品类目结构	31
图 46: 21H1 彩棠旗舰店主要产品类目单价情况 (元)	31
图 47: 20/07-21/06 彩棠天猫旗舰店 GMV 及增速	31
图 48: 21H1 彩棠天猫旗舰店明星单品销售结构变化	31
图 49: 近一年天猫旗舰店国际大牌各类目 GMV 占比 (单位: %)	32
图 50: 21 年 6 月高光修容品牌的单位价格和销量	33
图 51: 21 年 6 月妆前乳品牌的单位价格和销量	33
图 52: 21/06 新锐彩妆品牌全网销量 (单位: 万)	34
图 53: 中国彩妆市场规模及变化	34
图 54: 中国线上渠道彩妆品类结构情况	34
图 55: 不同地区彩妆人均消费情况 (元)	35
图 56: 不同国家彩妆/护肤品市场规模比重比较	35
图 57: 中国彩妆行业 2015 年-2019 年全渠道竞争格局变化 (单位: %)	35
图 58: 珀莱雅多品牌探索进程	36

投资聚焦

我们与市场主流认识不同的是：

抖音等直播电商成为美妆板块线上新增长引擎，珀莱雅领跑行业有望维持高增长。市场担心线上流量遇到瓶颈，公司 2020 年线上占比达 70%，将面临增速放缓或利润率下滑等风险。我们认为，以抖音为代表的直播电商已成为化妆品板块线上新增长引擎，对标传统电商月活以及 ARPU 值成长空间广阔。且当前优质商家成为抖音电商长期发展的重要基石，而美妆类目具备高利润率、高复购率、高潜在渗透率等属性，预计将成为平台重点发展类目。根据果集网数据，21 年 4-7 月美妆类目挤入全行业类目前三，占比约 10%，而大牌国货在国际品牌未规模化入驻及新锐品牌产品力未充分打磨的背景下具备优势。珀莱雅先发优势、差异化的商品策略、高效自播等优势率先突围，自 20 年 11 月以来持续位居抖音板块化妆品品牌小店 GMV 前三，未来依托品牌沉淀及运营优势，有望实现快速发展。

珀莱雅品牌大单品战略推进良好，潜在天花板打开。2020 年受疫情以及主品牌珀莱雅策略调整影响，珀莱雅品牌增速放缓至 13%，市场担心珀莱雅品牌面临长期稳定增长压力。我们认为，公司 20Q1 开始推行大单品战略天猫渠道已见成效，有望复制到全渠道带来品牌全面升级。根据淘数据：1) 21H1 升级产品系列弹润透亮及赋能鲜颜系列天猫旗舰店销售占比达 30%，远高于基础产品系列 14% 比重；2) 21H1 升级防晒产品羽感防晒产品已成爆款，21H1 占比 7.4%，超过老款翻船防晒 5%。对标行业内各个细分领域大单品，珀莱雅精华、眼霜大单品存在 4 倍以上成长空间。未来公司将积极推进大单品战略，以畅销产品反哺其他渠道，提升品牌客单价及盈利水平，有望打造中国版欧莱雅。

彩棠初见成效，多品牌战略稳健布局，未来可期。市场担心公司长期对单一品牌依赖程度高，影响远期成长空间。我们认为，公司第二品牌彩棠经过近两年运营初见成效，以小众高潜类目高光切入迅速占领市场，借助珀莱雅敏锐营销反应以及深厚的供应链资源，逐渐进行多品类延展，首发产品系列青瓷系列运营良好。2021H1 彩棠收入超过 1 亿元，达去年全年体量，伴随彩妆赛道高景气度，新锐国货品牌有望凭借精准产品定位、灵活营销策略奋起直追，未来彩棠存量单品成长空间大，新品系列有望带来增量空间。彩棠之外，公司未来将重点打造高端功效性护肤品牌科瑞肤、平价美妆品牌悦芙媞、新锐潮流彩妆品牌 INSBABA，形成差异化人群及产品定位，多品牌矩阵雏形已现，未来有望打造第二、第三规模以上品牌。

公司概况

1.1 基本概况：专注化妆品行业十八年，多渠道多品牌布局

老牌国货化妆品集团，拥有多品牌布局。公司成立于2003年，专注于化妆品的研发、生产和销售，是国内领先的老牌国货化妆品集团。目前公司旗下拥有“珀莱雅”、“彩棠”、“悦芙媿”、“优资莱”、“韩雅”、“猫语玫瑰”等品牌，产品覆盖护肤品、彩妆、清洁洗护、香薰等多个领域，满足不同年龄、偏好的消费者需求。公司主品牌“珀莱雅”覆盖护肤、彩妆、洗护等细分领域，2020年实现营收29.9亿元，占比公司收入79.7%，同比增长12.4%；彩棠品牌成为第二大重点品牌，2020年实现营收1.2亿元，其他自有品牌收入合计超过4亿元。

表1：公司旗下重点品牌布局

品牌	成立时间	产品定位	渠道定位	收入/淘系体量	客单价（旗舰店20年）
珀莱雅	2003年	护肤品为主，兼顾彩妆、男士护肤、洗护为一体的大众美妆品牌	电商、CS、商超等	2020年收入29.9亿元	133元
彩棠	2014年	专注面部彩妆的中端彩妆品牌，产品包含高光、粉底、隔离等	电商	2020年收入为1.2亿元	189.7元
韩雅	2002年	面部护理为主，兼顾美妆、护发、防晒的大众美妆品牌	电商、CS等	20年9月至21年8月GMV为0.17亿元	131.1元
优资莱	2008年	主打面部护理，兼顾彩妆、防晒等产品的大众美妆品牌	电商、CS、商超等	2018年营收1.33亿元	211.1元
悦芙媿	2016年	专注护肤品，主打产品为防晒、面霜、颈霜的大众美妆品牌	电商、CS等	20年9月-21年8月GMV为0.4亿元	62.7元
YNM	2015年	韩系新锐平价美妆品牌	电商	—	60.5元
猫语玫瑰	2014年	主打面部彩妆的大众彩妆品牌	电商	20年9月至21年8月GMV为0.03亿元	71.4元

资料来源：公司公告，淘数据，信达证券研发中心

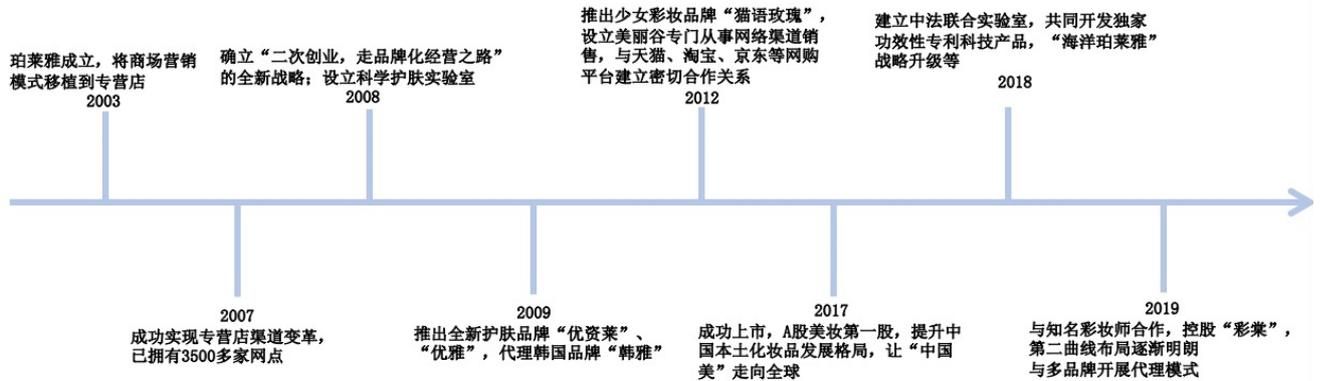
经过多轮渠道变革周期，进入多品牌多渠道发展阶段。复盘珀莱雅发展历程，我们认为公司可大致分为如下阶段：

- 1) 2003-2008年，夯实主品牌，以线下为根基奠定品牌基础：珀莱雅品牌创立之初，将商场营销模式移植到专营店，实现专营店渠道改革，到2007年，珀莱雅已有3500多家网点，是CS渠道头部品牌商；
- 2) 2009年-2014年，加强珀莱雅品牌建设，探索多品牌多渠道发展之路：珀莱雅2008年确立“二次创业，走品牌化经营之路”的全新战略定位，积极探索单体店、商超、天猫京东等线上销售模式，同时推进多品牌建设步伐，先后自创及入股多个品牌；截止2014年，公司其他品牌收入占比达18%；
- 3) 2015-2017年，线下渠道进入低谷期，公司增长面临挑战：为应对线下增长压力，公司以优资莱品牌试水，加大投入单体店模式，该渠道15-17年实现141%复合增长占比提升至4.0%，但整体线下增长仍乏力；同时，公司筹备上市，2017年成功登陆主板，成为大众化妆品主板第一股；
- 4) 2018年至今，抓住线上直营红利，夯实研发实力，重新布局多品牌矩阵：2018年之

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 7

后，公司积极抓住天猫、抖音等渠道红利，加强自营队伍建设，敏锐把握用户变化，升级产品形象，2018年起公司恢复20-30%的高增长；同时重新探索多品牌布局，以线上为起点，重点打造符合新一代年轻用户偏好的品牌。总体而言，公司经历CS渠道、电商渠道变革，积极应对渠道变化，同时多品牌探索步伐不止，持续领跑大众国货美妆行业。

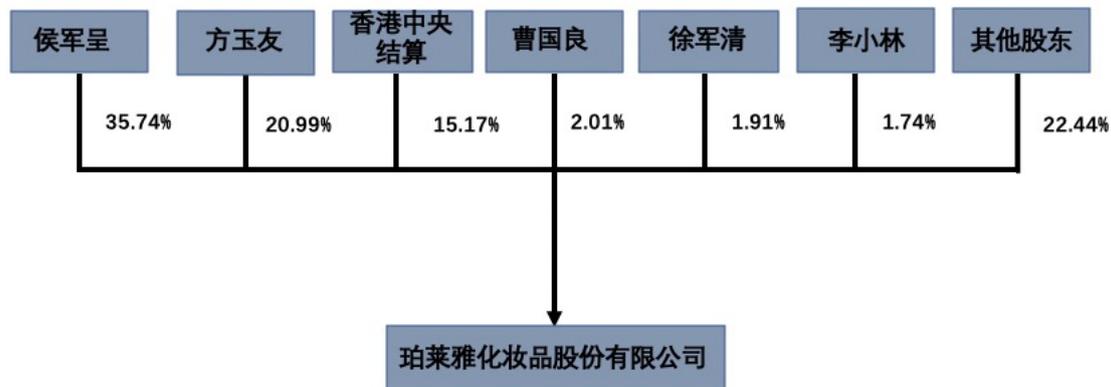
图 1：公司主要发展历程



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

公司实际控制人侯军呈及第二大股东方玉友合计持股比例为56.7%，多名高管持有公司股份。截止21H1，公司实际控制人为侯军呈直接持有公司股份35.74%；第二大股东为公司董事及总经理方玉友，持有公司股份比例为20.99%；第三大股东为香港中央结算公司，持有公司股份比例为15.17%，此外，公司核心高管曹良国、王莉等均持有公司股份。

图 2：公司股权结构（截止21H1）



资料来源：WIND，信达证券研发中心

核心高管团队稳定，大部分参与公司创立，股权激励激发团队活力。公司核心高管团队大部分参与珀莱雅的创立过程，自公司创立以来稳定，未出现重大变动，管理团队较为稳定。2018年7月，公司根据股权激励计划，拟向激励对象授予限制性股票不超过146.72万股，占股本总额0.73%，激励对象为公司任职的高级管理人员、中层管理人员及核心骨干共计32人，授予价格为每股17.95元，目前股权激励计划已实施完毕，员工激励较为充分，激发团队活力。截止21H1，公司副总经理曹良国、副总经理金衍华、副总兼财务负责人王莉等均持有公司股份。

表 2：公司高管背景及履历

姓名	出生年份	职位	持股比例	国籍	从业履历
侯军呈	1964	董事长	35.74%	中国	曾就职于义乌市燎原日化有限公司，2007 年 9 月进入公司
方玉友	1969	董事、总经理	20.99%	中国	曾就职于石家庄燎原化妆品有限公司，2007 年进入公司
侯亚孟	1988	副总经理	无	中国	2014 年起就职于公司电商部门
曹良国	1972	副总经理	2.01%	中国	曾就职于重庆协力达化妆品有限公司，2007 年进入公司
金衍华	1962	副总经理	0.04%	中国	曾就职于浙江英博雁荡山啤酒有限公司，2007 年进入公司
王莉	1978	副总经理、财务负责人及董秘	0.02%	中国	曾就职于南京边城体育股份有限公司，2018 年进入公司

资料来源：公司公告，信达证券研发中心（持股比例截止 21H1）

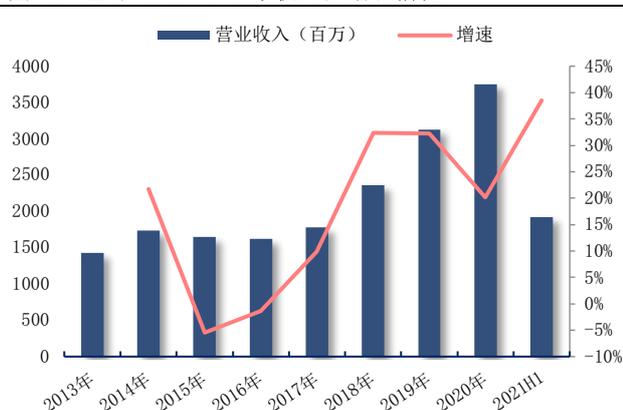
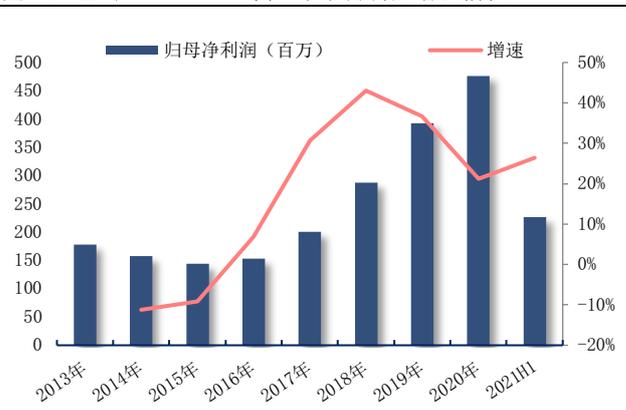
表 3：公司股权激励计划业绩考核情况

解除限售期	业绩考核目标	实际达成情况
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%	2018 年营业收入增长率 32.43%（达成）； 2018 年净利润增长率 43.03%（达成）
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%	2019 年营业收入增长率 75.18%（达成）； 2019 年净利润增长率 95.57%（达成）
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%	2020 年营业收入增长率 110.45%（未达成）； 2020 年净利润增长率 137.07%（达成）

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

1.2 财务分析：收入业绩复合增速稳定，16 年以来有所加速，利率波动较小

公司收入业绩维持稳定复合增长，16 年以来增长加速。公司 20 年收入、归母净利润分别为 37.5 亿元、4.8 亿元，13-20 年复合增速分别为 14.8%、15.1%。2016 年以来公司收入业绩增长有所加速，主要由于加大线上投入弥补线下 CS 等渠道景气度下行影响，收入提速；2020 年受疫情影响收入业绩增长有所放缓，但仍维持 20% 以上双增长；21H1 得益于疫情控制以及大单品战略执行良好，公司重回高增长，收入及归母净利润增速分别为 39%、26%。

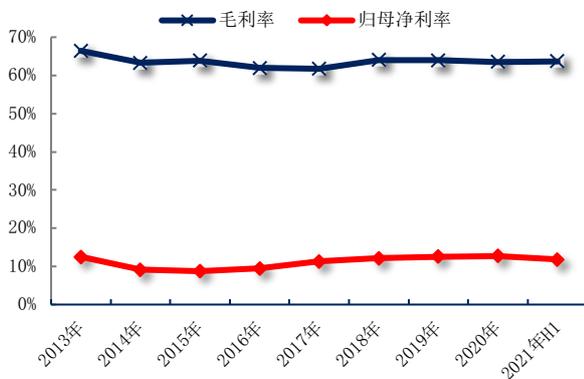
图 3：公司 2013-2020 年收入及增长情况

图 4：公司 2013-2020 年归母净利润及增长情况


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

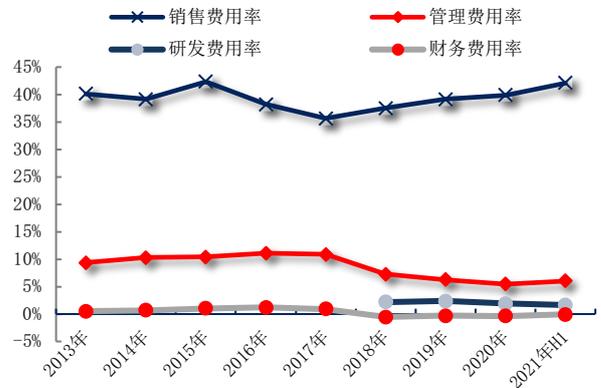
得益于毛利率提升以及管理费率下降, 2016年以来归母净利率稳中微升。公司20年归母净利率12.7%, 16年以来归母净利率有所回升, 主要由于: 1) 17年以来护肤品类毛利率提升, 主要得益于产品升级及结构优化; 2) 规模效应带来人力成本与办公等其他费用下降, 根据销售管理费用分拆, 截止2020年, 公司职工薪酬费率为9.5%, 较16年下降6.3pct, 主要得益于公司人力成本优化; 办公费等其他费用率为5.0%, 较2016年下降9.1pct, 主要得益于规模效应体现。此外, 17年以来销售费率有所提升, 主要由于广告宣传推广费投入加大, 根据销售费率分拆, 截止2020年, 公司形象宣传推广费用占比收入比重为32.7%, 较16年提升13.3pct, 伴随公司收入规模提升, 人力、办公等费用的规模效应对冲营销推广费率提升, 综合费用率持续优化。21H1公司归母净利率为11.8%, 较上年同期略降, 主要系上半年彩棠等新品牌费用投放高于预期, 下半年公司将合理控制费用投放。

图 5: 公司 2013-2020 年毛利率及归母净利率



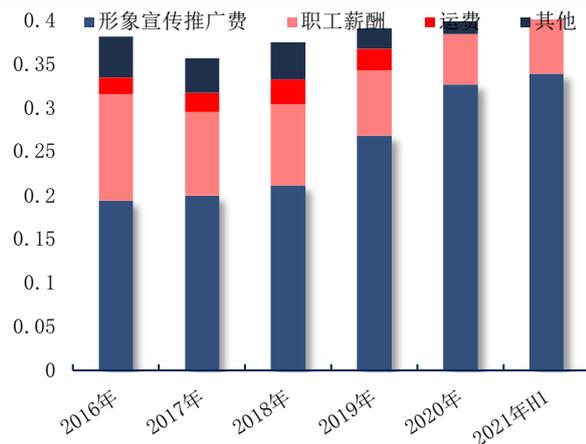
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 6: 公司 2013-2020 年期间费用率情况



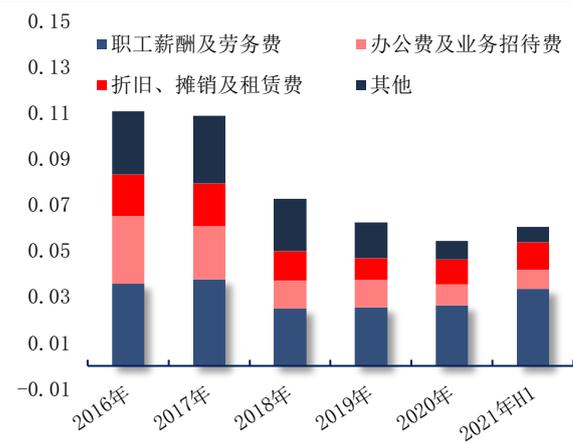
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 7: 2016 年-21H1 年销售费率明细拆分



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 8: 2016 年-21H1 年管理费用率明细拆分



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

公司现金储备充裕, 存货周转效率提升带动资金快速周转。现金创造能力方面, 20年经营活动现金流净额与归母净利润比重提升至0.70, 主要由于销售回款增加、支付的税费减少。资产周转效率方面, 13-20年公司存货周转效率显著提升, 存货周转天数由162天

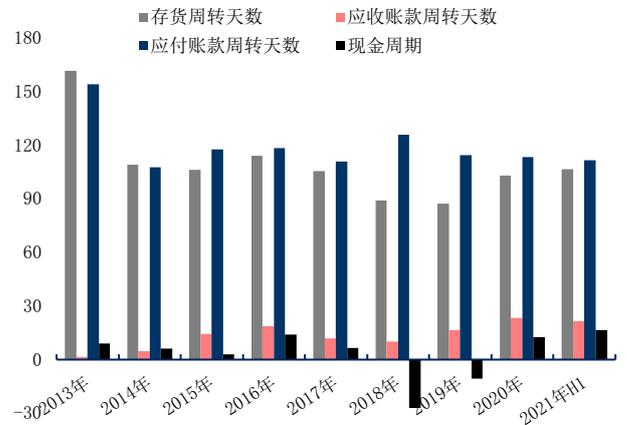
减少至 103 天；应收账款周转天数维持在 25 天以内，应付账款周转天数由 154 天减少至 113 天，整体上，2019、2020 年现金周期分别为-10.71、12.43 天，资金周转效率良好。

图 9：公司货币资金及经营性现金流净额情况（类现金）



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 10：公司现金周期情况（单位：天）



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

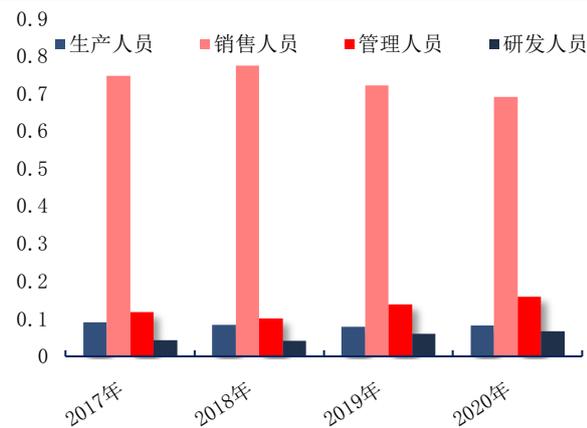
净资产收益率近年来维持 20% 左右水平。公司 2017 年上市以来 ROE 有所下降，主要由于：销售净利率及资产周转效率有所波动。随品类矩阵形成，公司将主攻高速成长品类，且不断加大研发投入，有望改善净资产收益率。

表 4：公司 2013-2019 年 ROE 变化及分析

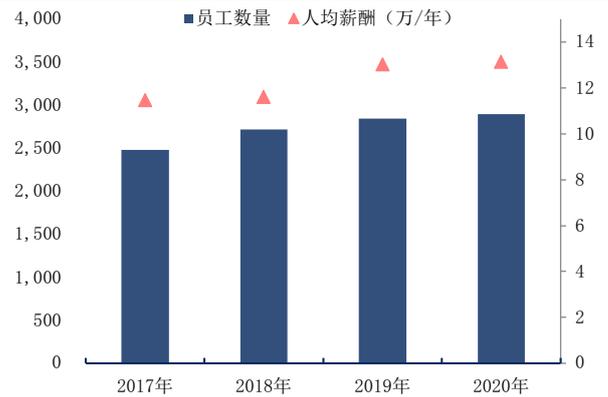
	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	21 H1
净资产收益率 (%)	47.58	37.43	43.08	31.76	27.93	18.28	21.24	21.84	9.28
销售净利率 (%)	12.46	9.09	8.74	9.46	11.26	12.14	11.73	12.05	11.79
资产周转率 (次)	1.19	1.34	1.19	1.13	0.94	0.91	1.07	0.74	0.55
权益乘数	2.6	5.31	3.38	2.68	1.28	1.68	1.44	1.45	1.44

数据来源：公司公告，信达证券研发中心

人均创收与人均薪酬双提升，高激励大力吸引优质管理、研发人才。截止 2020 年，公司共有 2898 名员工，较 17 年增长 17%，公司大力吸引优秀的管理人才与研发人才，管理人员、研发人员较 17 年增长 57%、85%，人员占比提升幅度较大。伴随人员扩容，人均创收及薪酬福利水平均有所提升，以 2020 年为例，公司综合人均薪酬较 17 年提升，管理、研发人员人均薪酬较 19 年分别提升 12%、6%。此外，公司 2020 年人均创收达 129.5 万元/人，较 2017 年提升 80%，增长明显。

图 11：2017 年-2020 年公司员工结构


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 12：2017 年-2020 年员工数量及人均薪酬


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

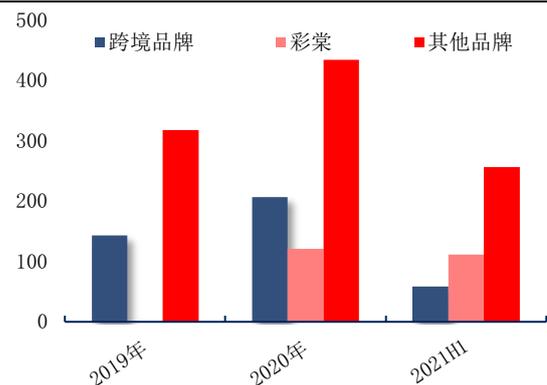
1.3 业务分析：彩妆类目不断突破，线上渠道推动收入高增长

➤ 品牌分析：珀莱雅贡献主要收入利润，持续探索多品牌布局

主品牌珀莱雅贡献主要收入，持续探索多品牌布局。珀莱雅品牌贡献公司主要收入，2020 年收入 29.9 亿元，占比约 80%，13-20 年收入复合增速为 14.3%，21H1 珀莱雅品牌收入 14.9 亿元，同增 31.44%，收入占比下降至 77.81%，珀莱雅通过品牌升级、整合营销、爆品打造、新品推出持续保持活力。公司积极布局多品牌，旗下自创、收购、合作代理品牌数量超过十个；截止 2020 年，公司第二大品牌彩棠收入为 1.2 亿元，21H1 收入达 1.1 亿元，基本与上年同期相当；跨境代理品牌业务受盈利水平及占用现金流等因素影响正在收缩，21H1 收入仅 0.6 亿元；其他品牌 2020 年收入 4.3 亿元，同增 36%，21H1 收入达 2.6 亿元，保持稳定发展。

图 13：公司 2013-2021H1 分品牌收入（百万）


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 14：公司 2019-2021H1 其他品牌收入拆分（百万）


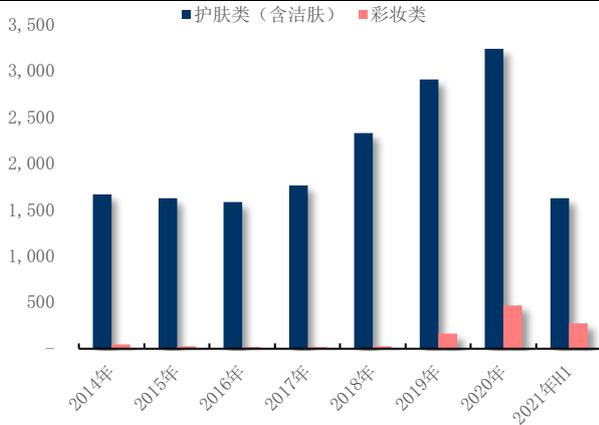
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

➤ 品类分析：护肤品类目为主，彩妆类目持续突破

护肤品类收入占比超过 85%，彩妆类目获得突破。收入方面，公司 2020 年护肤类（含洁肤）产品收入达 32.42 亿元，占比 86.5%，17-20 年复合增长为 22.6%，占比下降 12.3pct，21H1 护肤品收入占比下降至 85.3%，尽管品类占比下降仍是重要增长驱动力；彩妆类产品 2020 年收入为 4.65 亿元，占比 12.4%，17-20 年复合增速为 102.5%，占比

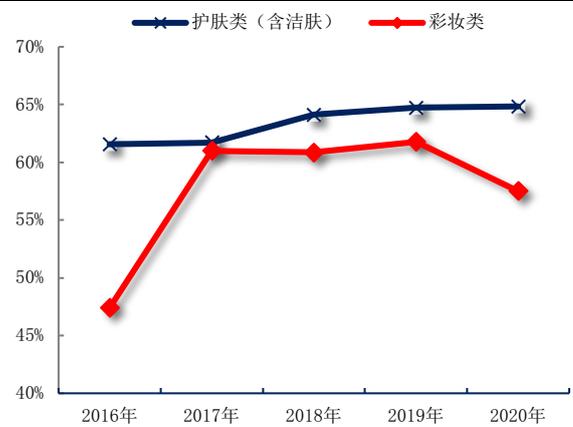
提升 11.3pct, 21H1 占比继续攀升至 14.1%, 成为重要新增长点。毛利率方面, 2020 年护肤类产品毛利率为 64.8%, 17-20 年提升 3.1pct, 得益于产品结构持续优化以及均价稳步提升; 2020 年彩妆类产品毛利率为 57.5%, 17-20 年下降 2.5pct, 主要受代理小众彩妆品牌低毛利以及新品牌孵化影响。

图 15: 公司 2014-2021H1 各品类产品收入 (百万)



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 16: 公司 2016-2020 年不同产品类型毛利率

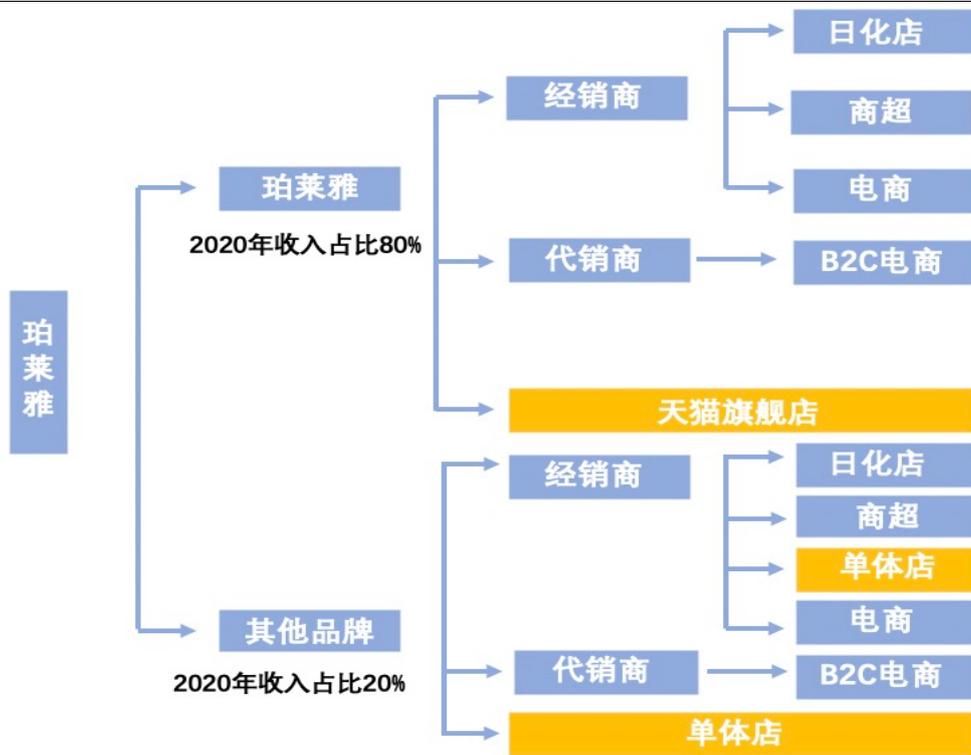


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

➤ 渠道分析: 线上渠道成为增长引擎, 线上直营持续高增长

公司主要采用线上和线下渠道相结合的销售模式。主品牌珀莱雅早期通过经销商以线下 CS 渠道为主, 商超为辅, 伴随线上快速发展, 天猫、唯品会、抖音等电商渠道成为主要渠道; 近年新锐品牌彩棠、科瑞肤、INSBAHA 借助线上流量起步, 以淘系等为主的线上渠道为主, 主要通过直营销售; 早期自创或入股品牌涉足线上线下, 多渠道布局。

图 17: 公司销售渠道布局情况



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心 (收入为 2020 年, 渠道数据截止 2017H1)

1) 疫情放大线下渠道下滑趋势，景气度有所下行

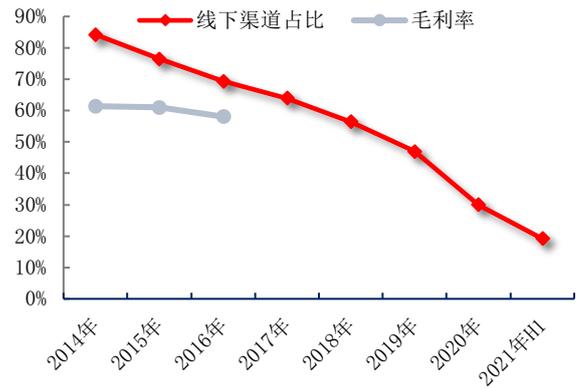
公司线下渠道主要有商超、化妆品专营店、单品牌店等形态，在全国设有七个销售大区，与 400 余家经销商建立合作关系，覆盖 30 多个省级行政区，形成了全国性的销售网络。主品牌“珀莱雅”覆盖销售终端 13000 余家，其中日化专营店占比 90% 左右。2017 年起公司对现有日化专营店、商场和超市柜台等进行改造升级，提升线下渠道优势，18-19 年获得恢复性增长；20 年受疫情影响，20 年线下渠道持续负增长。截止 2020 年，公司线下收入 11.2 亿元，同比下降 23%，占收入比重仅 30%，其中 CS 渠道收入 8.5 亿元，同比下降 19%，为线下最大渠道；21H1 公司线下收入占比继续下降至 19%，同比下降 27%。

图 18：公司 2014-2021H1 线下渠道收入及增速



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 19：公司 2014-2020 年线下渠道占比及毛利率

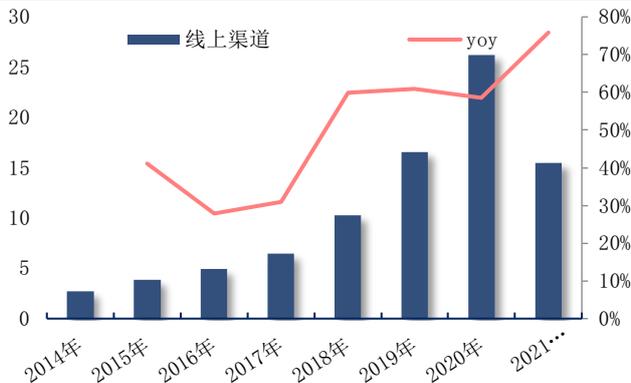


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

2) 线上渠道实现高增长，直营渠道表现靓丽

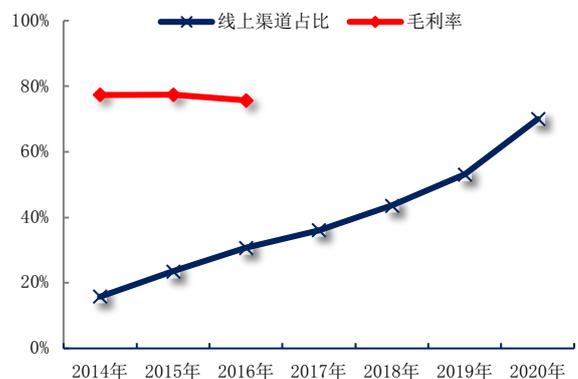
线上渠道主要有天猫、淘宝、唯品会、京东、抖音、拼多多等平台销售，公司 17 年以来加大线上直营投入，积极拥抱流量变化趋势，夯实研发基础产品不断升级创新，同时率先试水抖音等新渠道，实现快速增长。2020 年公司线上渠道收入 26.2 亿元，占比收入 70%，较 19 年提升 17pct，17-20 年复合增速 59.8%；其中线上直营渠道收入 15.9 亿元，17-20 年收入复合增速高达 86%，占线上收入比重为 61%，线上分销渠道收入 10.3 亿元，17-20 年收入复合增速仅 38%，直营渠道表现亮眼成为重要增长引擎。21H1 线上收入高增 76% 至 15.5 亿元，线上占比进一步提升至 81%。

图 20：公司 2014-2021H1 年线上渠道收入及增速（亿元）

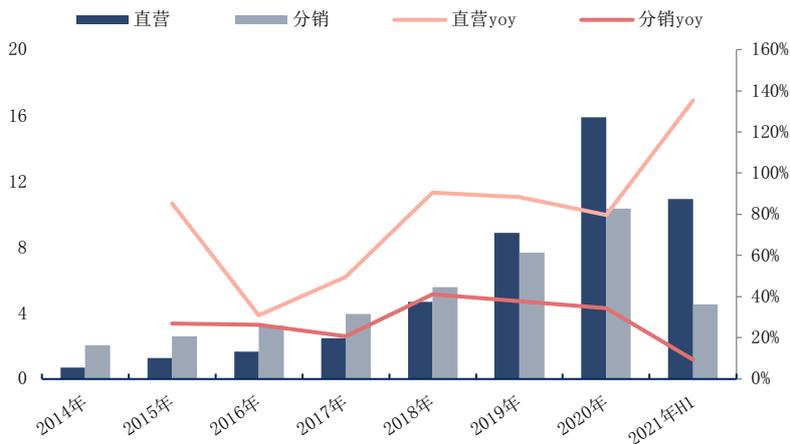


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 21：公司 2014-2020 年线上渠道占比及毛利率



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

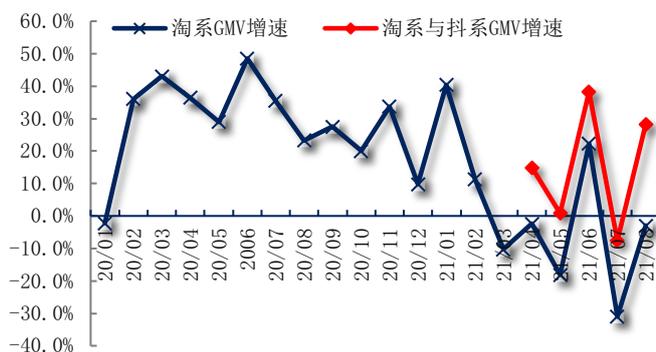
图 22: 公司 2014-2021H1 线上直营与分销渠道收入及增速 (亿元)


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

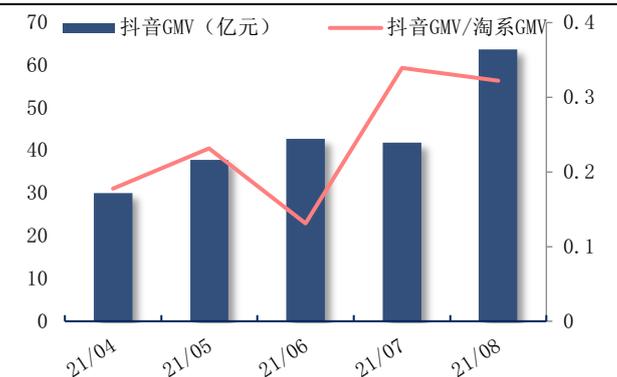
抖音等新兴电商崛起, 珀莱雅领跑行业

2.1 抖音等新兴电商快速发展, 成为线上新增长引擎

淘系美妆类目增速放缓, 以抖音为代表的直播电商成为线上新增长引擎。2017 年线下百货 CS 渠道增速放缓以来, 以天猫为代表的线上渠道成为化妆品行业重要增长渠道, 尤其在 2019 年平台提出“三年再造一个天猫美妆”战略后, 迎来线上黄金时期。2020 年在疫情催化下加速化妆品消费线上化趋势, 21 年在高基数以及流量瓶颈等压力下以淘系为代表的线上增速有所放缓; 根据淘数据, 21 年 1-8 月淘系美妆增速仅 0.3%, 远低于去年同期 31.6% 的增长。同时以抖音为代表的新兴渠道崛起, 根据果集网数据, 2021 年 4 月-8 月抖音小店实现美妆类目(护肤品+彩妆)GMV 超过 200 亿元, 占淘系比重为 22%, 成为新的增量渠道。若将抖音小店与淘宝合并考虑, 则 21 年 4-8 月 GMV 增速为 17.0%, 高于淘系 -4.1% 增速, 以抖音为代表的直播电商成为线上新增长引擎。

图 23: 2020 年以来淘系 GMV 增速情况


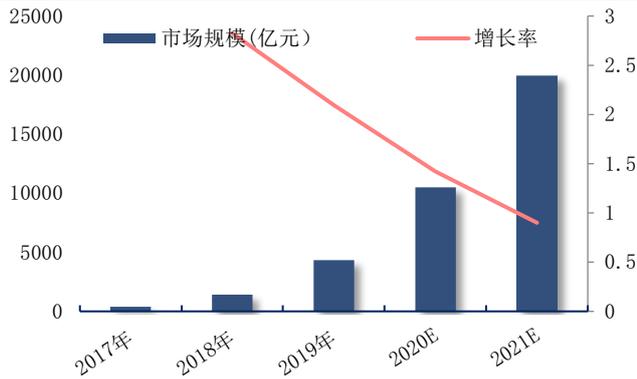
资料来源: 淘数据, 果集网, 信达证券研发中心

图 24: 2021 年 4-8 月抖音小店 GMV 及淘系占比


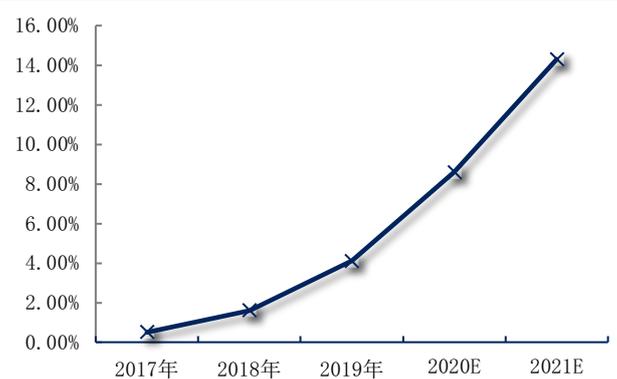
资料来源: 淘数据, 果集网, 信达证券研发中心

直播电商快速发展, 渗透率快速提升。根据胖鲸发布的《2021 年抖音电商生态发展报告》, 2020 年中国直播电商市场规模预计达到 10500 亿元, 同增 142%, 直播电商在电商渠道渗透率可达 8.6%; 预期 2021 年将达到 19950 亿元, 同增 90%, 直播电商占比电商渗透率将达到 14.3%。直播电商快速发展, 渗透率不断提升, 成为线上渠道重要增长引擎。

 请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 15

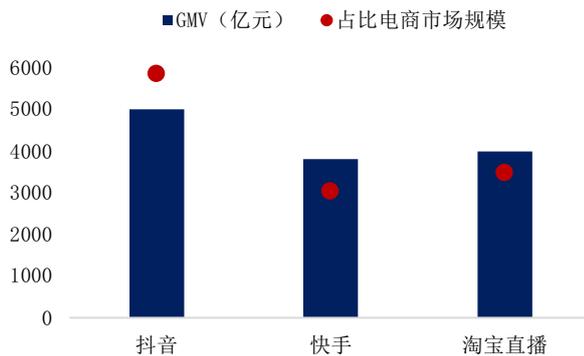
图 25：2017 年-2021 年中国直播电商市场规模（亿元）


资料来源: 胖鲸数据, 信达证券研发中心

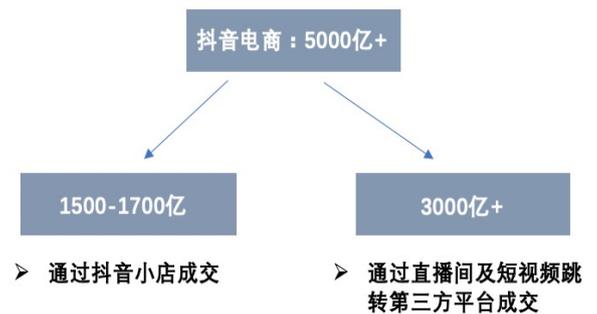
图 26：2017-2021 年中国直播电商渗透率情况


资料来源: 胖鲸数据, 信达证券研发中心

抖音、快手、淘宝直播为直播电商行业领头羊，抖音领先其他平台。目前直播电商头部参与平台为抖音、快手、淘宝直播，根据晚点 LatePost 信息，抖音 2020 年直播电商实现 GMV 超 5000 亿元(构成分为抖音小店成交与直播间或短视频跳转第三方平台成交)，相比 19 年翻 3 倍以上；根据《2020 年淘宝直播新经济报告》，淘宝直播 2020 年实现 GMV 超过 4000 亿元，相比 19 年接近翻倍；而快手电商 GMV 为 3812 亿元，同增 50% 以上；从增速及绝对体量，抖音占守直播电商第一位置。

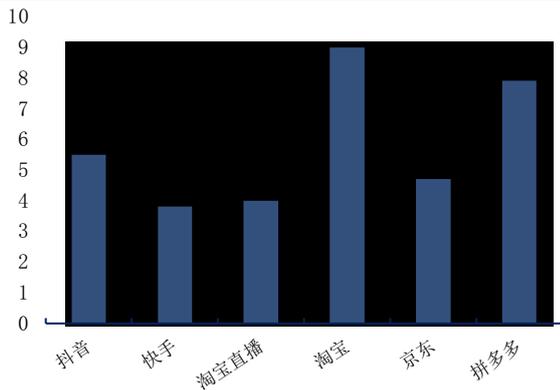
图 27：各大直播电商平台竞争情况


资料来源: 晚点咨询, 信达证券研发中心

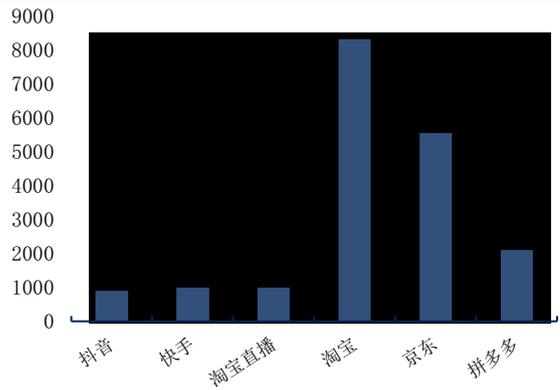
图 28：抖音 2020 年直播电商 GMV 构成情况


资料来源: 联商网, 亿邦动力网, 信达证券研发中心

对标头部搜索电商活跃用户基数及人均 ARPU 值，直播电商未来可期。根据亿邦动力网及各互联网公司财报，抖音 21 年春节期间搜索用户月活为 5.5 亿、快手 20 年月活为 3.8 亿，考虑到平台承载广告投放职能，实际电商用户仅占比一定权重；头部搜索电商平台淘宝、拼多多、京东 2020 年月活分别高达 9.0 亿、7.9 亿、4.7 亿，直播电商活跃用户相比成熟平台存在差距。若以 2020 年各平台 GMV 除以月活数量衡量用户对 GMV 平均贡献，抖音、快手、淘宝直播三大平台均约为 1000 元/年，相比淘宝、京东、拼多多用户贡献值分别为 8327 元/年、5559 元/年、2111 元/年，直播电商用户活力未完全释放。

图 29：各大直播电商平台月活情况（亿）


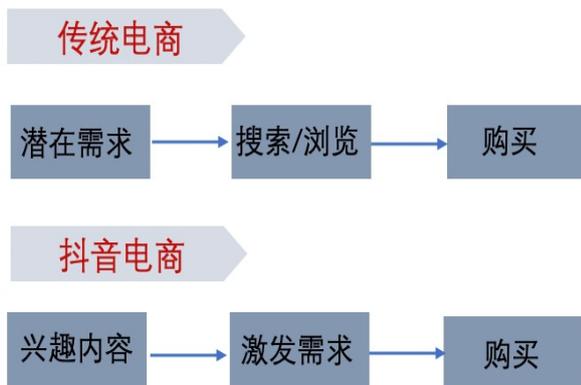
资料来源：亿邦动力网，阿里、快手、拼多多、京东财报，信达证券研发中心

图 30：各大直播电商 ARPU 值情况（元/年）


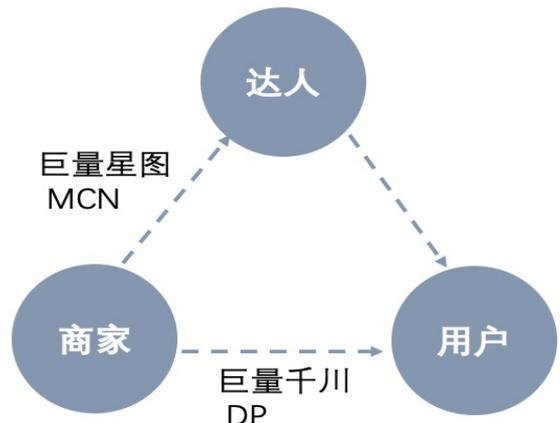
资料来源：亿邦动力网，阿里、快手、拼多多、京东财报，信达证券研发中心

2.2 优质商家成为抖音电商重要一环，美妆类目居前列，大牌国货迎来黄金时期

抖音电商起源于兴趣内容，未来高效复购闭环为平台扩宽天花板。传统电商以产生潜在需求为起点，通过搜索浏览最终产生购买行为；通过自发而成的需求产生形成对平台及品牌的不断复购。而抖音电商以兴趣内容为起点，激发用户的潜在需求，最终形成购买行为，在货找人背景下，主要通过精准推送感兴趣内容持续激发需求从而达成复购闭环。差异化的购买链路为抖音电商迅速发展打开路径，高效复购闭环形成以扩宽天花板。

图 31：传统电商与抖音电商传播链条区别


资料来源：信达证券研发中心

图 32：抖音电商关键参与方


资料来源：信达证券研发中心

优质商家成为抖音电商长期发展的基石，加强基础设施助力商家抖系健康发展。达人、商家、用户构成抖音生态体系内重要要素，不同发展阶段对电商发展提供不同作用，我们认为，抖音电商化发展主要分为两大阶段：

1) 第一阶段，通过达人生产优质内容沉淀电商用户。2018年3月，抖音平台首次推出购物车，同年5月推出达人小店，店铺首页设有“推荐商品”，通过推荐商品可链接至第三方平台进行成交，抖音平台仅收取6%佣金费率，达人根据协议收取一定比例佣金；2019年4月起，平台出台多次政策进行商品、带货视频规范，旨在提升用户购买体验。在此阶段，尽管抖音承载电商功能，但以第三方平台导流为主，是品牌主投放效果广告主要阵地；同时，抖音平台通过达人粉丝基础及优质内容，培育平台用户电商化行为。

2) 第二阶段，积累一定电商用户吸纳商家入驻，提供长期稳定的商品。2019年4月，抖音首次推出针对品牌商家的抖音小店，但当时对商家设定较高的门槛，如需要满足蓝V粉30万以上，或者满足淘宝京东半年以上开店时间、1钻以上店铺等级以及DSR4.8分以上，由于此时抖音体系内通过达人跳转第三方平台成交更为流行，加之较高门槛，商家入驻积极性低；2020年5月，抖音平台降低商家开店门槛，取消粉丝要求及其他平台开店要求，对部分商家服务费率降低至1%，同年6月，成立抖音电商部门，为体系一级部门，提出吸纳行业头部商家以及提升品牌自播比例规划，旨在提升商家入驻率；2020年10月，抖音平台切断抖音小店第三方链接，商家仅能通过达人或店播在抖音体系内实现商品销售。至此，抖音平台通过电商用户沉淀，吸纳优质商家入驻，为长期稳定商品销售奠定基础。

3) 未来，抖音平台将完善基础设施，打通复购闭环，为商家提供更佳交易场所，沉淀优质用户。2020年10月，抖音着手供应链建设，2021年5月，抖音在全国多地自建仓库，此外，抖音整合巨量千川、巨量百应等平台为商家提供广告投放、数据等服务；我们认为未来抖音将继续优化基础设施，为优质商家入驻及销售提供良好的环境，同时将打通用户复购闭环，实现用户价值最大化，为GMV长期稳健增长奠定基石。

图 33：抖音平台电商化发展进程

资料来源：信达证券研发中心

美妆类目高利润率、高复购率符合平台长期创收目标，趣味性助力提升渗透率，是电商平台优质类目。电商平台收入贡献主要依靠GMV以及货币化率，而GMV与品类的丰富度、品类单价、年内复购率、渗透率正相关，货币化率是服务费率与广告费率的总和，与品类的毛利空间息息相关。抖音电商实现收入快速增长过程中，势必符合GMV领先或者潜在货币化率领先的类目率先发展。美妆类目具备如下特征：1) 高复购率，可提升客单价；2) 与抖音平台用户较为贴合，产生兴趣内容激发潜在需求概率高，具备提升品类潜在渗透率契机；3) 品牌商拥有高毛利率，广告费用投放较高，平台潜在货币化率空间大。我们认为，对于抖音平台而言，美妆类目潜在回报丰厚；对美妆类目而言，品类线上渗透率未触及天花板，成长空间较大。

图 34：抖音平台电商平台收入驱动因子分析

资料来源：信达证券研发中心

当前护肤彩妆挤进抖音品类榜前三，成为抖系内重点类目。根据果集网数据，2021年4月-7月护肤与彩妆类目行业占比达9.6%，仅次于男装女装以及珠宝配饰类目；2021年8月分类中美妆以11.2%占比仅次于服装内衣品类，在抖系内发展良好。未来美妆类目凭借高利润率、高复购率、高潜在渗透率属性，有望在抖系获得稳健发展，成为抖系电商化进程中重点发展类目。

表 5：2021 年 4 月-2021 年 8 月抖音小店品类结构情况

	4 月	5 月	6 月	7 月	8 月	4-7 月
男装女装	37.0%	35.3%	34.7%	34.0%	31.5%	35.2%
珠宝配饰	11.2%	19.5%	18.1%	17.1%	9.3%	16.7%
鞋帽箱包	9.4%	9.2%	8.9%	9.6%	5.2%	9.3%
美食饮品	8.7%	7.0%	7.2%	7.7%	7.4%	7.6%
护肤	6.7%	7.1%	8.2%	7.7%	11.2%	7.5%
日用清洁	3.6%	3.6%	3.8%	3.8%	—	3.7%
家居家纺	3.0%	3.5%	3.2%	2.8%	—	3.1%
手机数码	2.7%	2.8%	3.1%	2.7%	—	2.8%
彩妆	2.2%	2.1%	2.0%	2.2%	与护肤合并	2.1%

资料来源：果集网，信达证券研发中心

大牌国货迎来黄金时期。复盘天猫美妆类目发展历程，我们认为不同类型的品牌先后对美妆线上化渗透率做出了贡献：

1) 2014 年之前，化妆品类目中淘品牌表现优异，根据亿邦动力网数据，2013-2014 年双十一化妆品类目中阿芙、御泥坊、牛尔、膜法世家品牌位居榜单前列；主要在于天猫起步阶段淘品牌对线上玩法更加谙熟，同时线下根基薄弱，将主要精力投入线上。

2) 2015-2017 年，老牌国货品牌崛起，凭借良好的线下用户基础迅速抓取线上流量红利；根据亿邦动力网数据，2016-2017 年老牌国货品牌百雀羚、自然堂、佰草集快速占领 TOP 榜单，而淘品牌开始退出头部序列。

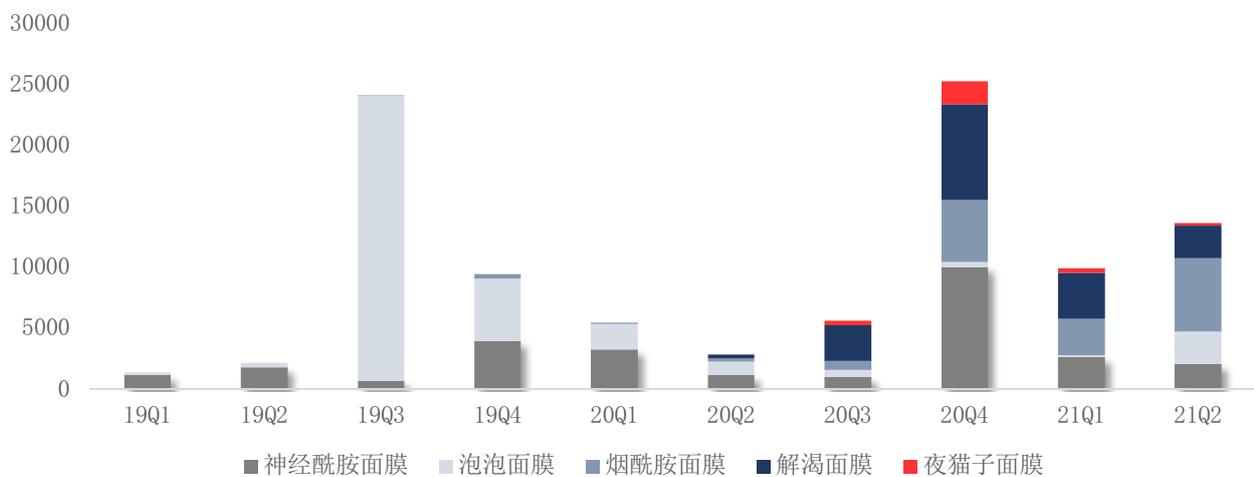
3) 2018 年之后，天猫平台不断获得国际品牌信任，品牌主纷纷加大线上投入，凭借高客单价、优质用户基础占领市场，同时具备年轻化用户基础的新锐国货品牌逐步替代传统

国货进入榜单；根据亿邦动力网，欧莱雅、雅诗兰黛、兰蔻等国际大牌占据市场，完美日记、HFP、薇诺娜等新锐国货成为少数可与国际大牌抗衡品牌挤进前十。

我们认为，平台电商化发展进程中不同阶段对不同类型的品牌主存在诉求，当前抖音电商化进程中：1) 国际品牌

神经酰胺面膜持续畅销，泡泡面膜、解渴面膜、烟酰胺面膜相继成为爆款，升级产品从爆款产品向畅销产品进军。汇总旗舰店 19 年以来热销面膜产品季度 GMV：1) 19 年热销面膜为泡泡面膜、神经酰胺面膜，GMV 分别为 2.91 亿元、0.76 亿元，极大拉开与其他面膜产品差距；2) 20 年热销面膜为神经酰胺面膜、解渴面膜、烟酰胺面膜，GMV 分别为 1.53 亿元、1.11 亿元、0.61 亿元，尽管泡泡面膜单品出现大幅下降，依然通过其他产品热销带动面膜品类的稳定销售；3) 21H1 热销面膜为烟酰胺面膜、解渴面膜、神经酰胺面膜，GMV 分别为 0.90 亿元、0.65 亿元、0.47 亿元，神经酰胺面膜继续维持畅销面膜品类，继解渴面膜之后，烟酰胺面膜成为新爆款。总体而言，神经酰胺面膜凭借面膜品类基础补水功效+大众化定位成为面膜类目中基础 SKU，泡泡面膜提供爆款产品打造经验，解渴面膜、烟酰胺面膜以差异化的细分定位、高品质追求力求从畅销面膜面膜爆款产品向面膜畅销产品进军。

图 38：2019Q1 -2021Q2 面膜品类产品系列 GMV（单位：万元）



资料来源：淘数据，信达证券研发中心

➤ 面部护理套装及精华类目

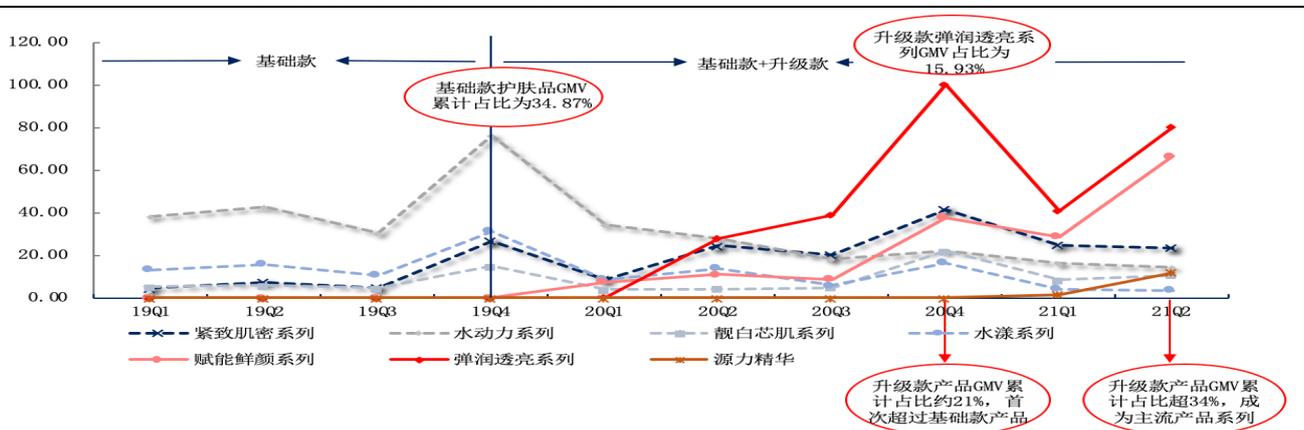
以精华切入带动面部护理套装全面升级，目前已成功升级弹润透亮及赋能鲜颜两大产品系列。公司早期产品系列主要为：1) 主打补水控油的水动力系列，该产品面部洁面水霜套装系列为 152 元/套，为基础大众化定位产品系列；2) 主打紧致抗初老的紧致肌密系列，该产品面部洁面水霜套装为 299 元/套，为早期推出的产品中定位较高端产品；3) 主打美白淡斑的靓白芯肌系列，该产品洁面水乳套装定价为 339 元/套，是定位较高的产品；4) 主打补水稳屏障的水漾透润系列，该产品洁面水乳套装定价为 358 元/套，是早期产品中定价较高产品。2020Q1 公司在全新的产品思路下开启大单品策略，以精华切入形成口碑效应带动面部护理套装全面升级：1) 20 年 3 月推出红宝石第一代精华，核心成分为六胜肽、维 A 醇等，主打 30 岁以上人群抗皱抗老，为 17 年推出的赋能鲜颜系列的升级产品，21 年推出红宝石面霜，形成精华+面霜两大单品，补足水乳眼霜产品线，形成完整套装，整套定价超过一千元；2) 20 年 4 月推出双抗精华，核心成分为虾青素、麦角硫因、EUK134 等，主打 25 岁以上人群抗糖抗氧化，为低龄人群的抗初老产品，20 年下半年推出同系列小夜灯眼霜，形成精华+眼霜两大单品，补足水乳面霜产品线，形成完整套装，整套产品定价超过一千元；3) 21 年年年初推出源力修护精华单品，以神经酰胺、乳酸菌酵素等为核心成分，主要功效为维稳屏障，目前尚在推广中，有望在单品打爆后形成完整的产品系列。

表 13: 珀莱雅旗下面部护理产品系列品类布局情况

产品系列	推出时间	SKU	代表产品	单价	产品成分	产品定位	
升级系列	弹润透亮	5	双抗精华	239 元/30ml	EUK134、虾青素、麦角硫因等	抗氧化抗糖化抗初老	
			小夜灯眼霜	239 元/20ml			
	赋能鲜颜	5	红宝石精华	309 元/30ml			
			红宝石面霜	289 元/50ml			
源力修护	2021 年	1	源力修护精华	239 元/30ml	神经酰胺、乳酸菌酵素等	维稳屏障、持久补水	
基础系列	水动力	早于 17 年	4	洁面面霜套装	152 元/套	藻类提取物、PCA 锌、VB6 等	补水控油
	紧致肌密	早于 17 年	5	洁面面霜套装	299 元/套	酵母菌溶胞物提取、藻类提取物、海洋胶原、病害活性菌	紧致抗初老
	靓白芯肌	早于 17 年	6	洁面水乳套装	339 元/套	烟酰胺、藻类提取物、海水仙精萃等	淡斑净白
	水漾透润	早于 17 年	4	洁面水乳套装	358 元/套	依克多因、玻尿酸等	补水维稳屏障

资料来源：天猫官方旗舰店，珀莱雅公司官网，信达证券研发中心

升级产品系列逐渐成为销售主流，天猫旗舰店销售占比持续提升，升级效果充分体现。我们汇总天猫旗舰店基础产品系列以及升级产品系列 GMV 结构变化，升级产品系列逐渐成为护理套装主流：1) 四大基础产品系列 2019-2021H1 分别实现 GMV 为 3.3 亿元、2.8 亿元、1.1 亿元，占比旗舰店 GMV 总额分别为 31%、20%、14%，占比持续下降；2) 三大升级产品系列 2020-2021H1 分别实现 GMV 为 2.3 亿元、2.3 亿元，占比旗舰店 GMV 总额分别为 17%、30%，销售占比持续上升，且 21H1 已全面反超基础产品系列，成为护肤品销售重点支柱。此外，爆款产品带动产品系列销售效果逐步显现，根据天猫旗舰店，2020-2021H1 升级产品系列中红宝石精华、双抗精华、小夜灯眼霜三大单品合计实现 GMV 为 1.4 亿元、0.9 亿元，占比升级产品系列 GMV 总额的 62%、42%，通过爆款产品系列带动其他产品效果明显，进一步打开单一产品系列成长天花板。

图 39: 2019Q1 -2021Q2 护肤品类产品系列 GMV (单位: 万元)


资料来源：淘数据，信达证券研发中心

➤ 防晒以及粉底液产品

防晒粉底品类以养肤美肤为核心卖点陆续推新，形成基础款+升级款双产品体系。防晒霜品类方面，公司 2017 年推出帆船防晒，主打 SPA50+防晒、防水防汗、12.5h 抗光老，大众化定位，单价 89 元/50ml；2021 年公司推出羽感防晒霜，采用蓝光阻截科技和 Smartvector™ UV 微囊智慧防护技术，添加 99%纯度的烟酰胺，在满足持久高效防晒基础上增加美白功效（特字号产品），同时肌感更轻透，定价 139 元/50ml；至今，珀莱雅

防晒霜产品形成大众帆船防晒与中端羽感防晒双产品体系，满足消费者对不同价格带产品需求，扩宽单一品类天花板。粉底液方面，公司2018年以印彩巴哈粉底液切入彩妆市场，首推产品以12h不脱妆、强遮瑕力为核心卖点，拥有干皮、油皮两大针对肌肤类型及3种色号，共6种细分SKU，定价79.9元/50ml，20年升级遮瑕力度，针对干皮推出3种色号共3种细分SKU，定价89.9元/ml，整体定价大众化；2021年，公司推出双抗粉底液，采用3D表皮成膜持妆科技和独特控油粉体维持持妆遮瑕两大亮点同时，添加30余种养肤成分，具备抗糖抗氧化等功效，产品定价169元/30ml，补足粉底液中中端产品线，形成两大粉底液单品体系，满足不同消费者需求。

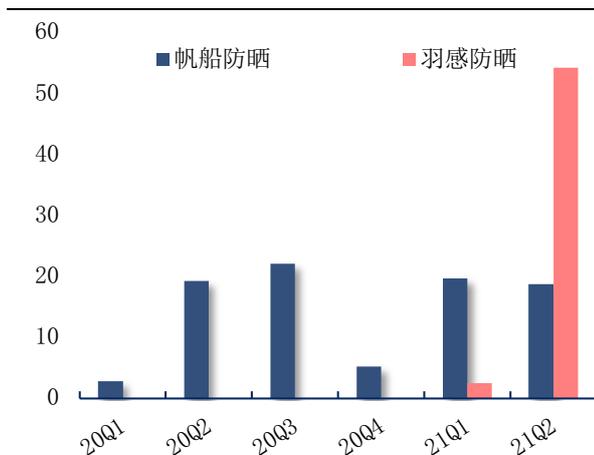
表 14：珀莱雅旗下防晒及粉底液产品布局情况

品类	产品名称	推出时间	主打功效	定价	核心成分
防晒霜	帆船防晒	2017年	SPA50+，防水抗汗，防晒力突破17倍，12.5h持续抗光老	89元/50ml	海岸松树皮提取物、红没药醇等
	羽感防晒	2021年	SPA50+，美白防晒双证加持，轻透羽感	139元/50ml	德国BASF特有成分、叶黄素、99%精纯烟酰胺的等
粉底液	印彩巴哈粉底液	2018年	12h不脱妆、遮瑕	79.9-89.9元/30ml	白藜芦醇提取物、神经酰胺等
	双抗粉底液	2021年	抗糖抗氧化、养肤、持妆	169元/30ml	成膜剂、30余种养肤成分等

资料来源：天猫旗舰店，信达证券研发中心

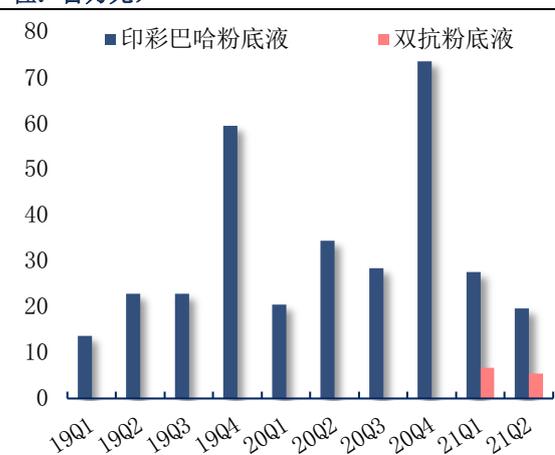
新款防晒品类已成爆款，中端粉底液产品仍在推广中。防晒霜方面，羽感防晒霜仅用一个季度打造成爆款：根据天猫旗舰店数据，20年公司帆船防晒霜产品GMV为0.50亿元，占比旗舰店GMV比重为3.6%，21H1同款产品GMV为0.08亿元，占比旗舰店GMV比重为5.0%，防晒类产品销售增长良好；而羽感防晒霜21Q1推出后，21H1实现GMV为0.57亿元，占比旗舰店GMV比重为7.4%，GMV超过帆船防晒霜（考虑到定价差异，销量并未显示出明显差异），借助防晒旺季，爆款产品打造成功。粉底液方面，印彩巴哈粉底液销售稳定，双抗粉底液正在孵化。根据天猫旗舰店数据，20年公司印彩巴哈粉底液产品GMV为1.6亿元，占比旗舰店GMV为11.5%，21H1实现GMV为0.5亿元，占比6.2%（受上半年推新策略及季节性影响），整体而言印彩巴哈粉底液产品销售稳定；21Q1推出双抗粉底液，目前仍处于推广初期，21H1实现GMV为1219万，有望在粉底液销售旺季迎来新局面。

图 40：20Q1-21Q2 防晒品类 GMV（单位：百万元）



资料来源：淘数据，信达证券研发中心

图 41：19Q1-21Q2 粉底液产品重点单品 GMV 情况（单位：百万元）



资料来源：淘数据，信达证券研发中心

3.2 产品调整与升级经历阵痛期，20Q3 天猫渠道恢复高增长

公司推行大单品战略中出现调整阵痛期，伴随新产品打造成功，逐步过度，旗舰店重回高质量增长。具体而言：

1) 2019年7-9月，爆款驱动高速增长期：珀莱雅旗舰店 GMV 增速在 55%-135%，泡泡面膜作为爆款成为店铺销售增长的主要驱动力，GMV 占比在 50%-80%；

2) 19年11月-20年2月，推新乏力增速回落：珀莱雅旗舰店 GMV 增速在 0-15%，主要在于泡泡面膜进入疲乏期，赋能鲜颜等新产品尚未推出，店铺 GMV 进入缓慢增长期；

3) 20年3月-6月，大单品初见成效增速回升：珀莱雅旗舰店 GMV 增速在 60%-80%，双抗、红宝石精华销售初见成效，存量产品神经酰胺面膜表现良好，旗舰店 GMV 恢复快速增长；

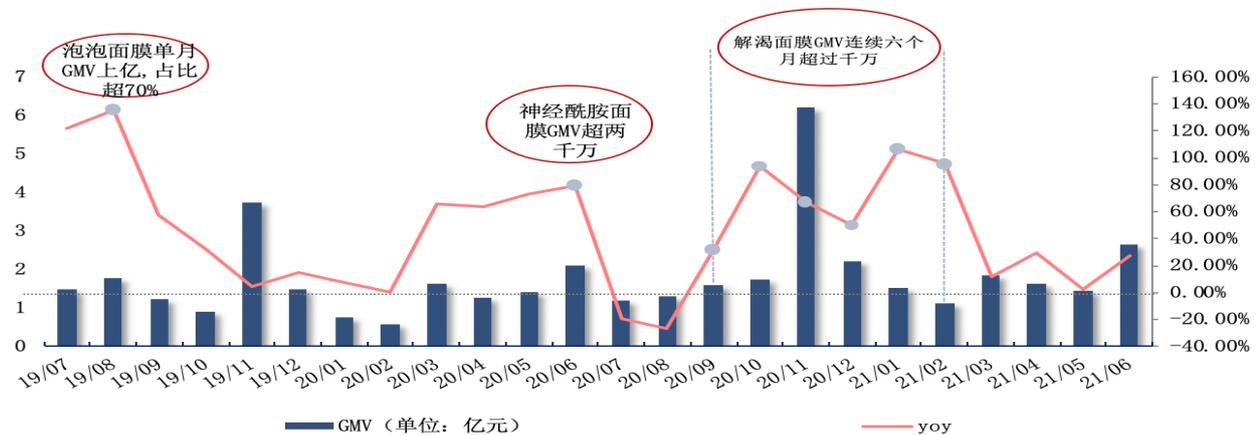
4) 20年7月-8月，泡泡面膜高基数带来增长压力：珀莱雅旗舰店 GMV 增速在-19%到-26%，受19年高基数影响 GMV 呈负增长；

5) 20年10月-21年2月，大单品及其系列产品持续放量拉动增长：珀莱雅旗舰店 GMV 增速为 50%-106%，升级护肤产品系列持续放量，20年双十一期间首次超过基础产品系列，逐渐占据主导地位；

6) 21年3月-6月，大单品战略推行一年，抛开基数效应进入单品系列驱动：珀莱雅旗舰店 GMV 增速在 2%-29%，护肤产品系列新产品基数效应消退，老产品系列出现下滑，防晒、粉底等新品开始放量，进入稳定增长阶段；尽管增速低于历史高谷区间，但增长质量更高，产品结构优化，客单价提升。

总体而言，伴随公司不断夯实大单品战略，产品结构显著升级，产品系列集中度提升，资源投放效率提升，有助于提升单品牌利润率。

图 42：19年7月-21年6月珀莱雅全网月度 GMV（单位：亿元）



资料来源：淘数据，信达证券研发中心

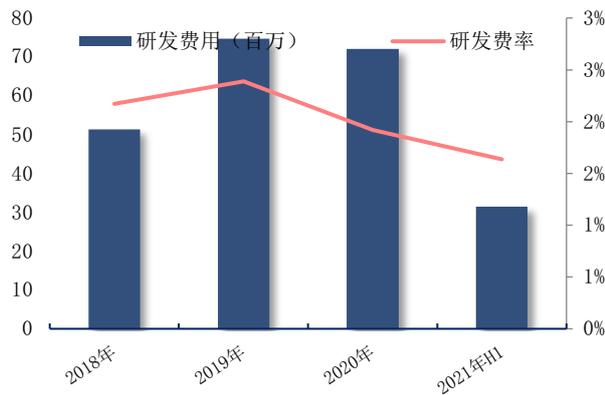
3.3 加强研发护城河，优化全球供应链，为产品升级保驾护航

全力布局自主研发生产，研发投入稳步提升。公司重视产品研发，2018年-2021H1 研发费用的占比在 2%左右，2018年-2020年研发费用复合增速为 18.69%；研发团队由来自不同学科领域的高科技人员组成，具备强专业性；截止 2020年12月，公司共拥有 185项专利，包括 75项发明专利、30项实用新型专利和 80项外观设计专利。生产方面，公司拥有自建护肤、洗护、彩妆工厂，同时湖州工厂的产能利用率在 2020年达到 84.48%，

高于行业 50%-60%的平均水平。

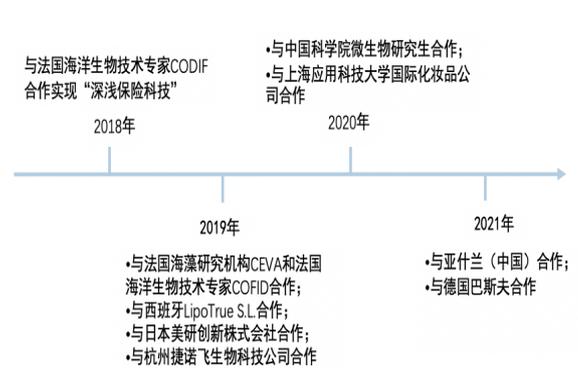
推动产品升级，与全球多家机构建立合作关系，升级供应体系：1) 国内与杭州捷诺飞生物共建高通量 3D 打印亚洲人皮肤模型联合实验中心；与中国科学院微生物研究所开展“深海微生物资源利用及活性物质开发”项目合作；与上海应用技术大学国际化妆品学院签订产学研合作协议；2) 国外先后与法国海洋生物技术专家 CODIF 和法国国家海藻研究机构 CEVA 联合成立海洋护肤研究中心，共同研发护肤原料；与西班牙主打胜肽成分的护肤品公司 LipoTrue S.L.达成战略合作，共同探索全球高端抗衰市场；委托日本美研创新株式会社开发护肤用品产品；与亚什兰（中国）投资有限公司签署全新战略合作协议，研发设计专供珀莱雅的抗氧化和抗出来成分；与德国巴斯夫建立战略合作，以全球化视野共同研发独具特色的化妆品成份。

图 43：2018-2021H1 研发费用情况



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 44：珀莱雅与国内外机构合作情况



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

建立智能化供应链体系，为产品销售提供保障。公司湖州生产基地将化妆品智能制造与 5G 信息技术融合，实现了工厂智能化和信息化；未来 2 年湖州工厂预计扩建生产基地，进一步建设自动化、智能化产品生产线，扩大生产规模，满足国内旺盛的市场需求，提升公司的竞争力；同时公司物流系统实现了信息物流和智慧物流，未来将建设一支信息化人才队伍，升级信息化系统，实现数字化运营管理，提升系统运营效率和反应能力。

3.4 对标同业大单品天花板较高，有望打造中国版巴黎欧莱雅

对标同业明星单品，珀莱雅升级大单品具备良好发展空间。我们将珀莱雅 20 年推出的大单品与行业内同等价位带、类似功效宣传的明星大单品对比（均采用天猫旗舰店数据）：

1) 精华产品：珀莱雅红宝石精华和双抗精华近一年(20Q3-21Q2，下同)销量在 30-40 万瓶之间，类似功效及价格定位的行业明星单品 Olay 抗糖小白瓶（抗糖化美白、259 元/30ml）、和欧莱雅黑精华（抗老化、279 元/30ml）销量分别为 216 万瓶、138 万瓶，相比于行业明星单品，珀莱雅精华单品具备 4-5 倍提升空间。

2) 眼霜产品：珀莱雅小夜灯眼霜自上市后近一年的销量为 39 万支，同业明星单品欧莱雅紫熨斗眼霜（淡化黑眼圈及眼周细纹，335 元/30ml）销量为 182 万支，具备 4 倍以上提升空间。

3) 在抗氧化防暗沉粉底液中，珀莱雅双抗粉底液近一年销量为 19 万瓶，而美宝莲巨持粉底液销量为 62 万瓶，相比之下双抗粉底液的销 19 万瓶，具备 3 倍以上提升空间。

4) 中端防晒霜中，珀莱雅羽感防晒霜近半年销售为 46 万瓶，同期欧莱雅小金管防晒销售为 73 万瓶，近一年销售为 120 万瓶，羽感防晒一经推出获得良好的市场反馈，与小金管差距较小。总体而言，公司大单品市场反馈良好，有望成为行业顶尖明星单品，具备较大提升空间；未来大单品带动相关产品系列销售，形成完整的产品梯队，有望打造中国版巴黎欧莱雅。

表 15：珀莱雅升级大单品与同业同等价位带明星大单品对比

类目	产品	单价	特点	销量（单位：万）				
				20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	总量
精华液	珀莱雅红宝石精华液	329/30ml	抗老	3.1	13.4	5.4	9.5	31.4
	珀莱雅双抗精华液	269/30ml	抗氧化抗糖化	3.6	15.1	6.7	14.8	40.2
	Olay 抗糖小白瓶	259/30ml	抗糖化美白	12.3	58.5	23.2	45.1	215.8
	雅诗兰黛小棕瓶	640/30ml	抗老修护	14.0	71.1	19.5	44.0	138.1
	欧莱雅黑精华	279/30ml	抗老化	18.3	128.1	24.2	33.3	137.8
眼霜	珀莱雅小夜灯眼霜	269/20ml	淡化黑眼圈和眼周细纹	10.7	15.5	3.7	9.2	39.1
	欧莱雅紫熨斗眼霜	335/30ml		13.4	79.5	25.4	63.6	181.9
粉底	珀莱雅双抗粉底液	169/30ml	抗氧化防暗沉	1.5	10.2	4.0	3.2	18.9
	美宝莲巨持粉底液	189/30ml		22.1	19.7	9.7	10.6	62.1
防晒	珀莱雅羽感防晒霜	159/50ml	高倍防晒			1.6	44.5	46.1
	欧莱雅小金管面部防晒霜	159/30ml		16.6	30.3	24.1	48.8	119.7
	高姿防晒喷雾	99/120ml		30.6	1.5	19.6	95.7	147.4

资料来源：天猫官方旗舰店，淘数据，信达证券研发中心（备注：羽感防晒近半年数据）

彩棠初见成效，多品牌矩阵雏形显现

4.1 彩棠卡位细分高潜类目，展现出来高成长爆发力

彩棠卡位高光粉底等面部底妆，定位新国风中端彩妆品牌。彩棠品牌 2014 年由知名化妆师唐宏毅先生创立，2019 年获得珀莱雅和熊客文化传媒战略投资，其中珀莱雅出资 55.22 万元持股 55.22%，2020 年珀莱雅将持股比例提升至 61.36%，创始人唐宏毅先生持有彩棠 33.64% 股份，章子怡持股比例为 5%。彩棠致力于将中国美学和国际彩妆结合起来，以“匠心定制、化繁为简、妆人合一”为品牌理念，打造专为中国面孔定制的新国风彩妆品牌，目前主要涉及高光修容、粉底液/膏、隔离/妆前乳、眉笔、粉饼、蜜粉/散粉等类目，其中高光、粉底液/膏、隔离/妆前乳三大类目旗舰店近一年销售 GMV 占比超过 80%，集中在面部底妆类目上。彩棠定位中端，旗下大单品产品浮光掠影修容盘定价 189 元/16g、釉瓷无暇粉底液定价为 199 元/30ml、釉感焕彩多效妆前乳定价 179 元/40ml，整体定价远高于珀莱雅彩妆系列，属于行业中端定位。

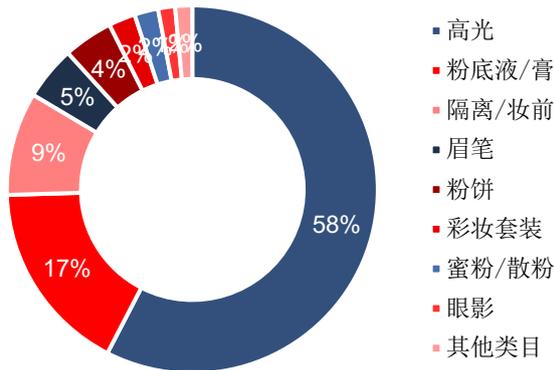
表 16：彩棠旗下重点产品布局情况

类目	产品	备案时间	价格	核心成分	产品特征
高光	浮光掠影修容盘	2019 年	189 元/16g	—	修饰轮廓
粉底液/膏	釉瓷无暇粉底液	2019 年	199 元/30ml	柑橘果籽、积雪草精萃等	保湿养肤
妆前乳/隔离	釉感焕彩多效妆前乳	2020 年	179 元/40ml	海棠果籽油、虾青素、糖海带等	提亮肤色控油

蜜粉散粉	清透柔焦蜜粉	2021年	159元/12g	蚕丝、海棠果籽油、桃花精华等	持久定妆
蜜粉散粉	蜜粉饼	2020年	189元/10g	水解蚕丝、海棠果油、葡萄柚果提取物等	定妆防水
眉笔	云墨素描眉笔	2021年	79元/0.14g	何首乌、人参根精华等	防水持久不脱色
眼影	点彩琉纹眼颊盘	2019年	209元/25g	—	修饰肤色提升气色

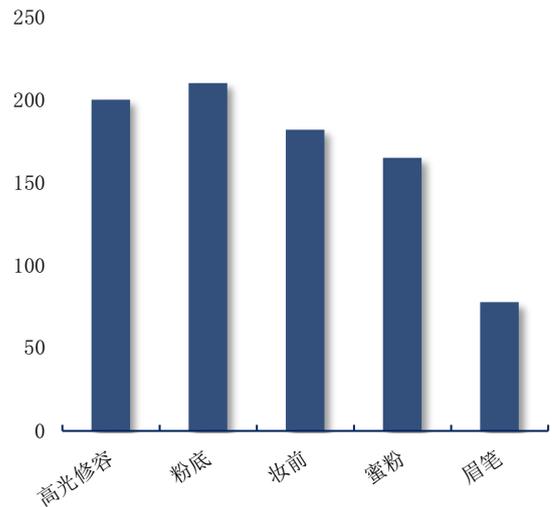
资料来源：天猫官方旗舰店，淘数据，信达证券研发中心

图 45：20 年 8 月-21 年 7 月彩棠天猫旗舰店产品类目结构



资料来源：淘数据，信达证券研发中心

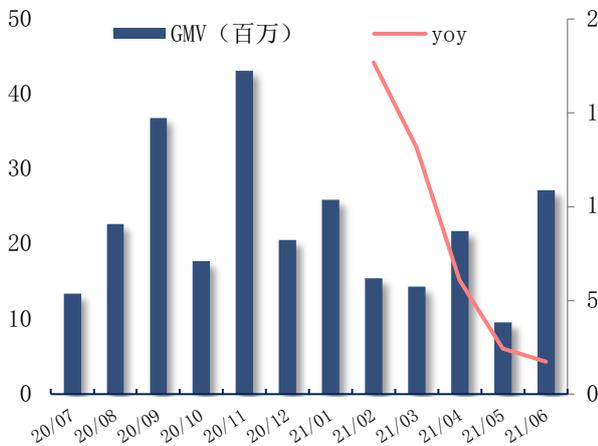
图 46：21H1 彩棠旗舰店主要产品类目单价情况（元）



资料来源：淘数据，信达证券研发中心

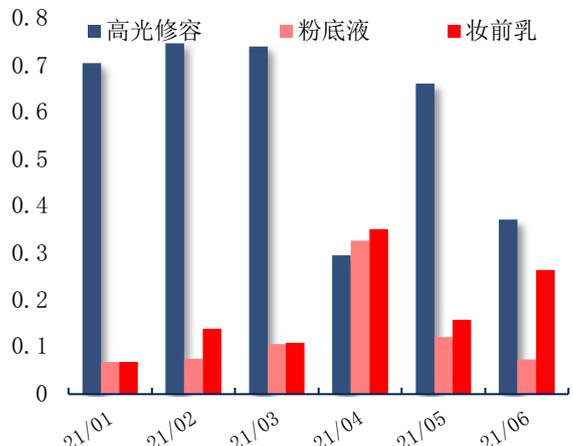
彩棠快速发展，明星单品助力增长，逐步丰富产品线。近一年（20/07-21/06）彩棠天猫旗舰店 GMV 实现 2.7 亿，增速为 672%，21 年 4-6 月受基数提升以及产品推新节奏等因素影响，增速有所放缓，整体维持高增长。2020 年彩棠品牌实现收入 1.2 亿元，21H1 收入基本与上年全年相当，实现收入 1.1 亿元，珀莱雅入驻后表现出高成长性，新品逐步展现活力。以天猫旗舰店为例，彩棠前三大明星产品高光修容、粉底液、妆前乳 21Q1 实现 GMV 分别为 0.41 亿元、0.05 亿元、0.06 亿元，21Q2 分别为 0.23 亿元、0.10 亿元、0.16 亿元，后上新的粉底、妆前乳展现活力。

图 47：20/07-21/06 彩棠天猫旗舰店 GMV 及增速



资料来源：淘数据，信达证券研发中心

图 48：21H1 彩棠天猫旗舰店明星单品销售结构变化

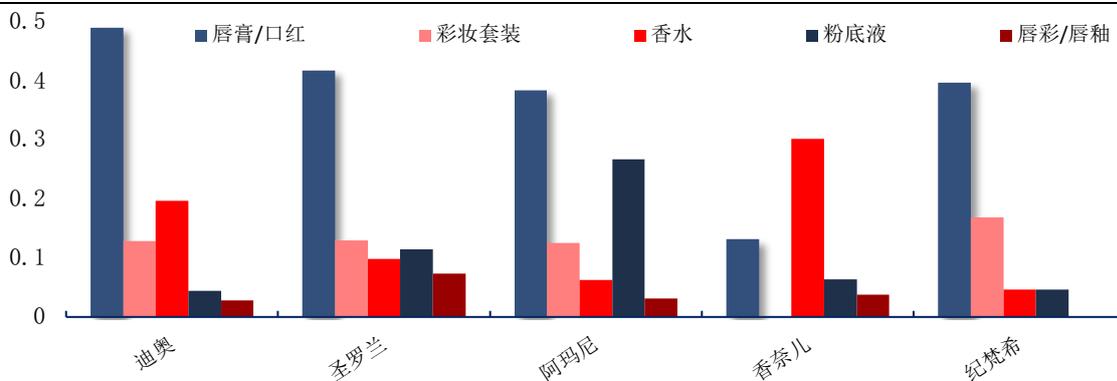


资料来源：淘数据，信达证券研发中心

珀莱雅接手后，从产品线打磨、营销支持、供应链升级等全方位提升彩棠，具体表现：

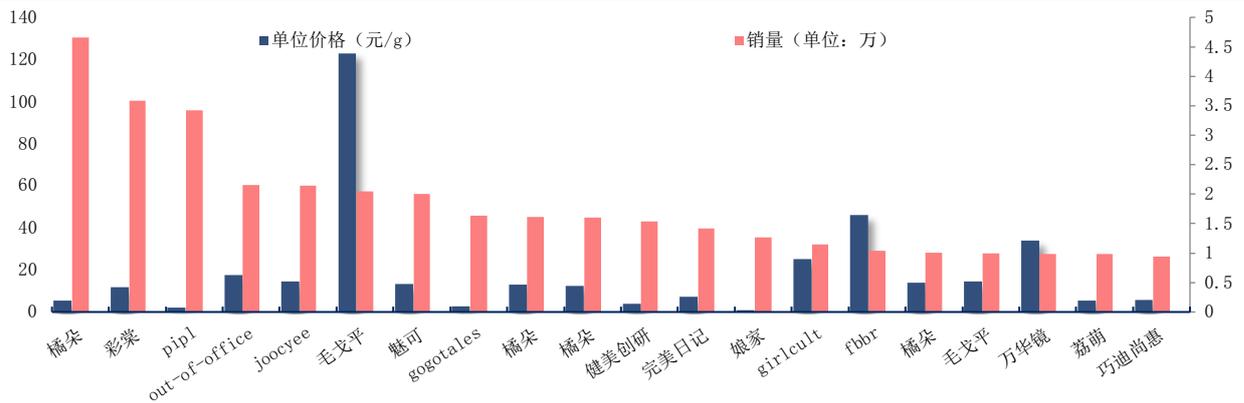
全面调整产品结构，以小众细分类目切入奠定市场地位，未来向高权重类目延展扩宽品牌天花板。在 2019 年珀莱雅收购之前，彩棠涉及类目十余个，但缺乏畅销产品，且产品形象缺乏统一调性。随后彩棠产品结构开始调整，产品类目及细分 SKU 精简，先后推出青瓷系列（2019 年 12 月）和苏绣系列彩妆（2020 年 9 月），并将每年推出一个产品系列，保持品牌新鲜感。作为市场新锐品牌，首发爆款产品以面部底妆中高光修容、妆前乳等细分小众类目切入，避开国际大牌竞争引领心智；根据近一年（20 年 7 月-21 年 8 月）国际大牌迪奥、圣罗兰、阿玛尼、香奈儿和纪梵希旗舰店彩妆类目 GMV 占比来看，唇部彩妆（口红、唇釉为主）、彩妆套装和香水是大牌彩妆基本盘，各品牌三大类目总占比分别是 81.55%、64.63%、57.15%、43.36%、61.21%，高光修容、妆前乳等细分小众类目大牌未展现显著优势，新锐品牌切入易抢占消费者心智。

图 49：近一年天猫旗舰店国际大牌各类目 GMV 占比（单位：%）

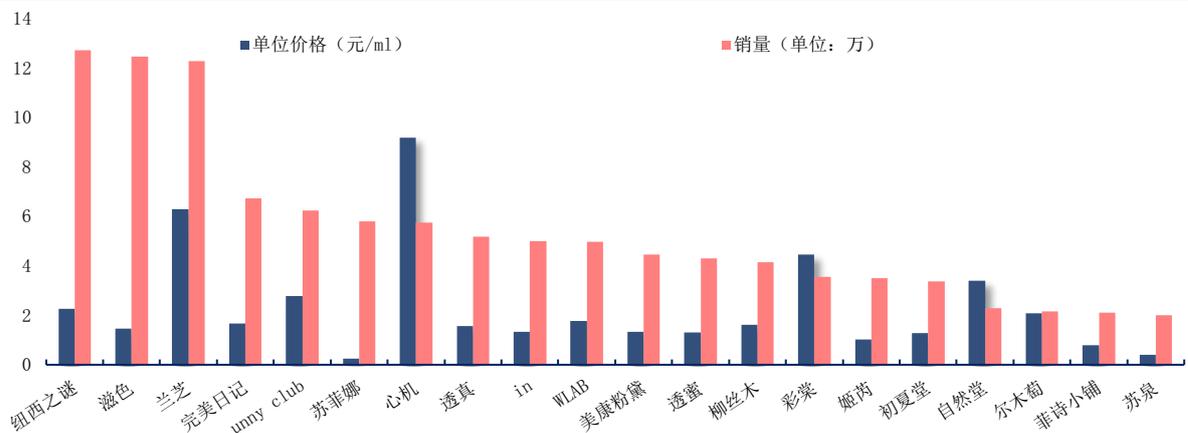


资料来源：淘数据，信达证券研发中心

从彩棠品牌两大类目销售来看：1) 2019 年推出的细分类目高光修容盘满足精致彩妆需求，在竞争激烈的彩妆大市场占据一定份额；根据淘数据 21 年 6 月高光修容产品统计，彩棠月销量为 3.6 万盒，仅次于橘朵 4.7 万盒，高于毛戈平 2.0 万盒，淘系线上份额领先（考虑到全渠道略有差异）。2) 2020 年推出妆前乳产品线，进入新细分高潜类目，由于推广时间较短，市场表现弱于高光修容盘仍在市场前列；根据淘数据 21 年 6 月妆前乳产品统计，彩棠月销量为 3.6 万支，与行业第一纽西之谜月销 12.7 万支存在一定差距，位列前十五，未来加大推广力度有望提升销售。总体而言，彩棠通过彩妆类目中小众细分类目切入市场，避开国际大牌竞争，迅速占领用户市场；拥有用户基础后，扩展其他产品线，打开品牌天花板。

图 50： 21 年 6 月高光修容品牌的单位价格和销量


资料来源: 淘数据, 信达证券研发中心

图 51： 21 年 6 月妆前乳品牌的单位价格和销量


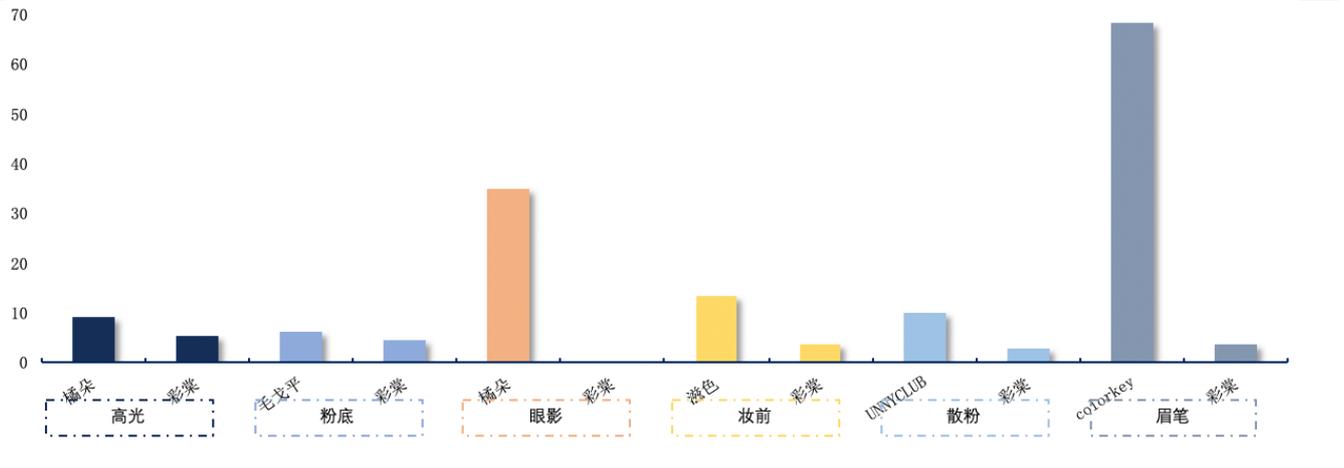
资料来源: 淘数据, 信达证券研发中心

发布会造势，明星达人效应与多平台布局引流：1) 2019 年 12 月彩棠举办青瓷系列发布会，邀请明星闫妮和姚晨以及多位时尚达人助阵，创始人彩妆大师唐毅先生现场为模特化妆，头部主播为发布会进行了直播；发布会当天上微博热搜，在抖音和微博产生了亿级话题讨论，店铺浏览量 145 万以上，直播观看量 191 万以上，点赞数 469 万以上，对品牌和产品的传播产生了现象级效果，极大得提高了彩棠的知名度；2) 创始人唐宏毅先生定期在社交平台开展其美妆课堂，同时多次与薇娅直播间合作，进一步提升了消费者对产品的认知；3) 积极布局微博、B 站、小红书、抖音平台等新兴媒体，通过美妆视频和图文结合的形式为品牌引流，提升品牌认知度。

供应链升级，为产品推新奠定基础。公司在 2019 年前主要拥有 8 家供应商，其中上海永力笔业有限公司为一家规模较大厂商；2019 年珀莱雅控股后，更换供应商，目前拥有 11 家供应商，其中包括科玛化妆品有限公司和蔻诗曼嘉化妆品有限公司等 8 家规模较大化妆品供应商，同时珀莱雅湖州工厂及子公司负责部分产品线生产。供应链升级后，有助于提升品牌产品力，加快推新速度（相比于收购前产品推新需要半年左右时间，目前最快可上新仅一个月），提升新锐品牌长期竞争力。

单品未来销量增长空间大，新产品系列带来增量成长空间。一方面，彩棠的新品布局路径为 2019 年推出高光、粉底液和眼影，2021 年推出妆前乳、散粉和眉笔；相较 21 年 6 月这几大类目全网销量第一的新锐国货彩妆品牌，在高光、粉底液中彩棠的销量与排名第一橘朵和毛戈平销量相差不大，妆前乳和散粉中彩棠销量未来还有 2-3 倍的增长空间，眉笔销量与 colorkey 相差 18 倍，眼影销量与橘朵相差 690 倍，未来彩棠各大类目产品的销量仍有很大的提升空间。另一方面，今年 9 月彩棠将推出年度新品系列彩棠花系列，有望打开增量成长天花板。

图 52：21/06 新锐彩妆品牌全网销量（单位：万）

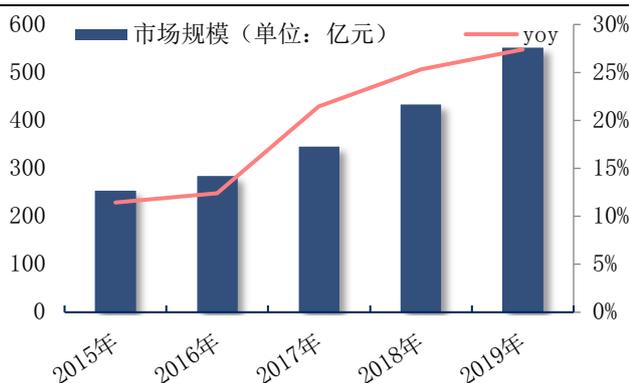


资料来源：淘数据，信达证券研发中心

4.2 彩妆行业具有高成长性，新锐国货品牌崭露头角

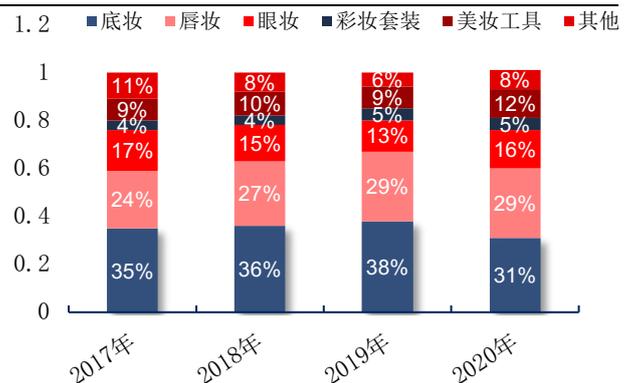
彩妆行业景气度高，面部底妆、唇妆、眼妆成为前三大类目。2019 年中国彩妆市场规模约 550 亿元，2015-2019 年复合增速为 22%，远高于护肤品行业复合增速，是化妆品行业景气度高的子行业。彩妆细分类目众多，面部底妆、唇妆、眼妆成为中国线上渠道三大主要类目，根据德勤数据，2020 年中国彩妆线上销售中面部底妆、唇妆、眼妆占比分别为 31%、29%、16%，面部底妆为彩妆市场中份额最高的类目。

图 53：中国彩妆市场规模及变化



资料来源：欧瑞数据，观研天下，信达证券研发中心

图 54：中国线上渠道彩妆品类结构情况



资料来源：德勤数据，前瞻产业研究院，信达证券研发中心

对标海外市场，彩妆处于低配阶段，未来发展空间大。我们以彩妆市场规模/护肤品市场规模指标衡量国内彩妆发展成熟程度，相比于海外成熟市场，我国彩妆消费处于低配阶段：2019 年中国、美国、日本、韩国彩妆市场规模占护肤品市场规模的比重分别为 23%、85%、41%、39%，中国与海外市场存在较大差距，具备较大发展空间。另外，2019 年

中国彩妆市场人均平均消费为 39 元/年，其中一线城市、二线城市、三线城市及以下平均消费分别为 183 元/年、44 元/年、28 元/年，不同城市级别彩妆消费差距较大，对比日本、韩国、美国的人均消费在 320-420 元/年，未来新生代消费者有望带动人均消费水平提升。

图 55：不同地区彩妆人均消费情况（元）

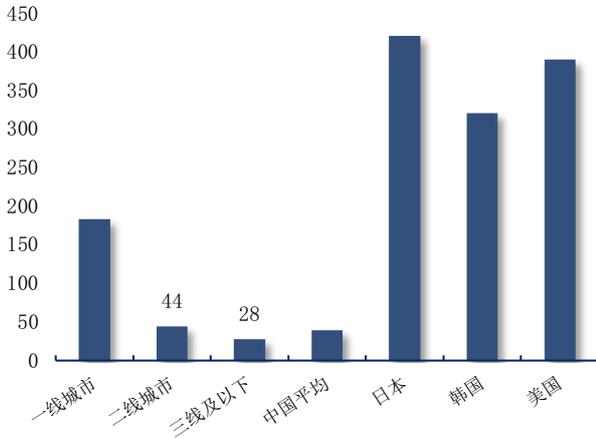
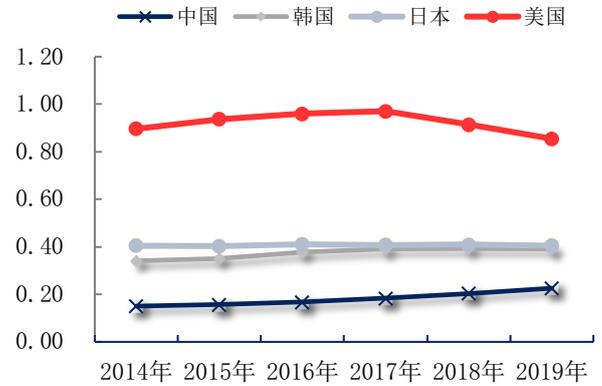


图 56：不同国家彩妆/护肤品市场规模比重比较

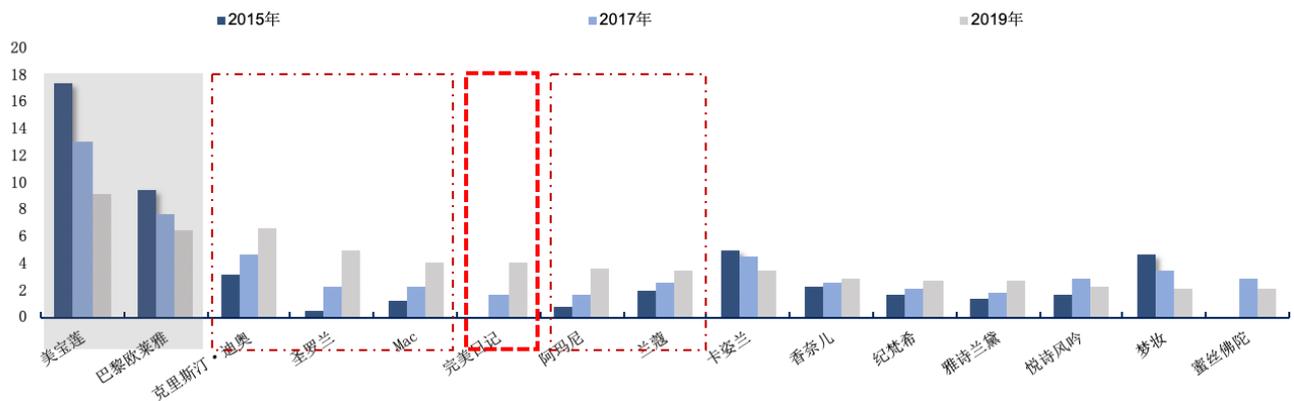


资料来源：德勤数据，前瞻产业研究院，信达证券研发中心

资料来源：欧瑞数据，信达证券研发中心

国际大牌竞争优势明显，新锐品牌奋起直追。根据欧睿数据，彩妆行业份额前十的品牌主要以外资品牌为主，占据 8 席，其中中高端品牌份额 14-19 年持续提升，如迪奥、圣罗兰、阿玛尼、兰蔻、Mac，国内品牌仅占据两席，分别为传统品牌卡姿兰与新锐国货品牌完美日记。国际品牌凭借悠久的历史沉淀及良好的产品品质具备先发优势，近年来涌现出一批高潜新锐国货品牌奋起直追，凭借灵活的营销策略、精准产品定位占领年轻用户心智，行业格局有望扭转。

图 57：中国彩妆行业 2015 年-2019 年全渠道竞争格局变化（单位：%）



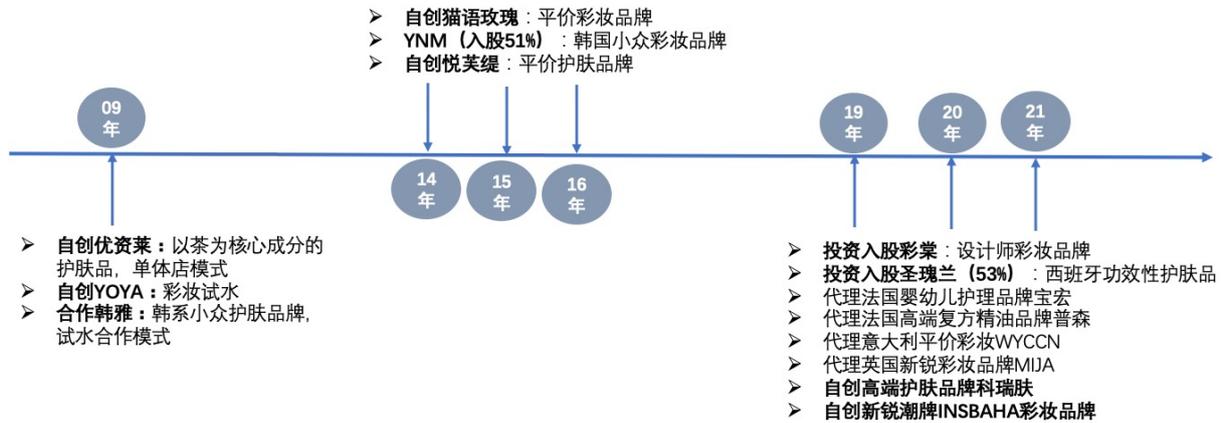
资料来源：欧瑞数据，信达证券研发中心

4.3 彩妆之外，品牌储备丰富，为多品牌发展提供基石

珀莱雅 09 年开始探索多品牌策略，积累多年运作经验。2009 年，珀莱雅踏出多品牌策略第一步，自创悠雅、优资莱等品牌，其中优资莱以茶为核心成分，以单体店为主要渠道模式，悠雅为平价大众彩妆品牌，以差异化品牌定位试水多品牌运营；2014-2016 年，公司先后自创平价潮流彩妆品牌猫语玫瑰、专为年轻肌肤定制大众护肤品牌悦芙媿，入股韩国小众彩妆品牌 YNM，进一步扩大品牌矩阵，16 年除珀莱雅外的品牌收入为 1.9 亿

元，占收入比重为 11.7%；2019 年至今，公司通过自创+投资入股+代理三大模式重新探索多品牌战略，其中投资入股设计师国风彩妆品牌彩棠与西班牙功效性护肤品圣罗兰，自创高端护肤品牌科瑞肤、新锐潮流品牌 INSBABA，代理海外多个特色品牌。通过十余年多品牌运营经验积累以及近年来线上敏锐打法沉淀，公司形成庞大品牌矩阵，品牌规划清晰，未来将重点打造彩棠、科瑞肤、悦芙媿、INSBABA 品牌。

图 58：珀莱雅多品牌探索进程



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

科瑞肤定位高功效性护肤品牌，补足公司高端线产品缺失，有望获得突破。公司 2020 年底推出科瑞肤品牌，主打高功效性护肤品，以精华切入，主产品定价 260-600 元区间，成为珀莱雅体系内高端护肤品品牌。根据天猫旗舰店产品，目前品牌以面部精华为主，同时拥有乳液、眼部精华等产品线，其中毛孔调理精华液、黑头调理精华液、淡纹精华液已有稳定月销。功效性护肤品景气度高，公司在精华类产品拥有成功的爆款打造经验，未来科瑞肤有望获得持续突破。

表 17：科瑞肤旗下重点产品布局情况

产品	定价	核心成分	主打功效
毛孔调理精华液	260 元/18ml	视黄醇、维生素 B6、乳糖酸、水杨酰植物鞘氨醇等	细腻毛孔，软化闭口
黑头调理精华液	210 元/18ml	金盏花精粹、复合调理酸、PCA 锌、积雪草	温和精鼻
控油肌底乳	240 元/100ml	绣线菊精粹、神经酰胺等	一抹哑光、整体控油
淡纹精华液	260 元/18ml	千日菊精粹、蛇毒肽、透皮纤维蛋白	精准抗皱、无线可能
屏障修复精华液	220 元/18ml	苦参碱、神经酰胺、乳酸菌发酵液、角鲨烷	舒缓修红，维稳屏障

数据来源：天猫旗舰店，信达证券研发中心

悦芙媿定位平价美妆品牌，主打学生小镇青年，拉开人群差异化，实现稳定销售。悦芙媿专为低龄人群设计，主要产品定价区间为 50-100 元，主攻线上渠道，主抓学生小镇青年等人群，是公司品牌矩阵中平价综合护肤品牌。根据天猫旗舰店，悦芙媿全品类布局，其中防晒、洁面、霜等基础护理产品销售良好，符合人群特征。根据淘数据，悦芙媿天猫旗舰店粉丝数量近 90 万，仅次于珀莱雅、彩棠，近一年（20 年 9 月-21 年 8 月）淘系 GMV 超过 4000 万，实现稳定销售。

表 18：悦芙媿旗下重点产品布局情况

产品	定价	主打功效
云感特护防晒乳	79 元/50ml	0 肌感/水润/无添加防晒
深层清洁洗卸合一洁面	69 元/120ml	洗卸合一/无添加/不紧绷
圣诞莓素颜霜	59 元/50g	成分温和，消灭色差
圣诞莓懒人 CC 霜	59 元/50g	面霜、底妆、气垫多效合一
水杨酸焕肤精华	139 元/30ml	油痘女孩专属维稳精华

数据来源：天猫旗舰店，信达证券研发中心

盈利预测、估值与投资评级

5.1 盈利预测

我们预计公司 2021-2023 年公司收入分别为 46.3 亿元、58.3 亿元、73.3 亿元，对应毛利率分别为 63.5%、63.7%、64.0%。

按品牌拆分，我们预计：1) 珀莱雅品牌在大单品战略下恢复 20% 以上年均复合增长，21-23 年预计收入分别为 36.7 亿元、45.9 亿元、57.4 亿元；2) 彩棠品牌成为公司第二大品牌，乘彩妆赛道高景气度东风，有望通过多产品系列布局做大规模，21-23 年预计收入分别为 3.2 亿元、4.6 亿元、6.4 亿元；3) 其他品牌布局丰富，预计 21-23 年预计收入分别为 5.4 亿元、6.8 亿元、8.5 亿元；4) 代理品牌由于低毛利占用现金流，预计 21-23 年收入分别为 1.0 亿元、1.0 亿元、1.0 亿元。

按渠道拆分，我们预计：1) 线上渠道持续高景气度，抖音将成为重要增长引擎，预计 21-23 年收入分别为 38.0 亿元、50.0 亿元、64.4 亿元，其中天猫旗舰店等直营渠道 21-23 年收入预计为 21.7 亿元、28.2 亿元、36.6 亿元，抖音渠道收入预计分别为 5.0 亿元、9.3 亿元、14.0 亿元；2) 线下渠道受流量及短期疫情反复影响，21-23 年预计收入为 8.3 亿元、8.3 亿元、8.9 亿元。

我们预计公司 21-23 年销售费率分别为 41.2%、41.5%、41.5%，管理费率分别为 5.3%、5.3%、5.3%，综上，预计公司 21-23 年归母净利润为 5.9 亿元、7.5 亿元、9.6 亿元，对应增速分别为 23.1%、27.3%、28.8%。

表 19：公司收入成本按品牌及渠道拆分与预测（单位：百万元）

	2019 年	2020 年	2021E	2022E	2023E
总收入	3124	3748	4633	5829	7329
yoy	32.3%	20.0%	23.6%	25.8%	25.7%
毛利率	64.0%	61.7%	63.5%	63.7%	64.0%
按品牌拆分					
(1) 珀莱雅	2656	2986	3673	4591	5739
yoy	26.7%	12.4%	23.0%	25.0%	25.0%
占比	85.0%	79.7%	79.3%	78.8%	78.3%
(2) 彩棠		121	315	456	639
yoy			160.0%	45.0%	40.0%
占比		3.2%	6.8%	7.8%	8.7%
(3) 其他品牌	318	434	543	678	848
yoy		36.5%	25.0%	25.0%	25.0%
占比	10.2%	11.6%	11.7%	11.6%	11.6%
(4) 代理品牌	143	207	104	104	104
yoy		44.8%	-50.0%	0.0%	0.0%
占比	4.6%	5.5%	2.2%	1.8%	1.4%

按渠道拆分

(1) 线上渠道	1655	2624	3804	5000	6436
yoy	61.0%	58.5%	45.0%	31.4%	28.7%
占比	53.0%	70.0%	82.1%	85.8%	87.8%
—线上直营 (天猫等)		1591	2168	2818	3663
yoy			36.3%	30.0%	30.0%
—线衫直营 (抖音)			500	932	1398
yoy				0.864	0.5
—线上分经销	769	1033	1136	1250	1375
yoy	38.0%	34.3%	10.0%	10.0%	10.0%
(2) 线下渠道	1462	1124	829	829	893
yoy	9.8%	-23.1%	-26.2%	0.0%	7.7%
占比	46.8%	30.0%	17.9%	14.2%	12.2%
—CS 渠道	1047	845	634	634	668
yoy	4.4%	-19.3%	-25.0%	0.0%	5.4%
—百货等其他	415	279	195	195	225
yoy	31.7%	-32.8%	-30.0%	0.0%	15.0%

数据来源：信达证券研发中心

5.2 估值与投资评级

根据相对估值法，公司 2021-2023 年 PE 为 60 倍、47 倍、36 倍，可比公司贝泰妮、上海家化、丸美股份、华熙生物 2021-2023 年平均估值为 71 倍、51 倍、39 倍。公司为化妆品行业龙头国货品牌，近年来在渠道变革中反应敏捷，此轮抖音电商引领国货，同时积极升级产品系列，夯实产品力，主品牌客单价不断提升，第二品牌逐渐成长，打开增量天花板。我们认为，公司成长路径清晰，资质优异，低于同业可比公司估值，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 20：公司同业可比公司估值情况

		2020 年	2021E	2022E	2023E
贝泰妮	归母净利润增速	31.90%	48.40%	39.20%	32.80%
	PE	—	99.1	71.21	53.66
上海家化	归母净利润增速	-22.80%	22.50%	52.90%	34.60%
	PE	55	56.04	36.65	27.23
丸美股份	归母净利润增速	-9.80%	7.60%	17.70%	16.10%
	PE	45	27.17	23.09	19.9
华熙生物	归母净利润增速	10.29%	28.91%	38.99%	32.71%
	PE	108.83	100.87	72.57	54.69
可比公司平均 PE			70.8	50.9	38.9
珀莱雅 PE			59.5	46.8	36.3

数据来源：WIND，信达证券研发中心（更新至 2021 年 9 月 14 日）

风险因素

品牌竞争加剧导致多品牌新渠道延展不达预期。一方面，公司积累多年多品牌运营经验，将彩棠作为第二核心品牌重点投入，同时不断提升科瑞肤、悦芙媞竞争力；但是行业近年新锐品牌频繁涌入，若公司旗下品牌未能夯实产品实力，加大创新力度，积极拥抱新媒体，把握用户变化趋势，将面临行业新锐品牌竞争加剧风险，致使多品牌延展不

达预期。另一方面，公司积极拥抱抖音等内容电商渠道，凭借品牌沉淀、差异化商品策略、高效店播等优势领跑行业，短期内国际大牌出于平台考量未规模化入驻放大公司优势，若未来国际大牌积极涌入且投入大量营销费用，主品牌珀莱雅将面临新渠道国际品牌竞争压力。

线上流量成本上升影响利润率风险。公司 2020 年线上销售占比达 7 成，近年来线上流量成长上行，头部电商平台商家竞争激烈，公域流量获客边际效应有所下降。公司深谙线上玩法，善于抓住每一轮电商渠道变革，营销策略灵活，合理控制投入产出，但仍将面临行业获得成本上行带来的侵蚀利润率风险。

行业景气度下行带来收入增长放缓风险。近年来化妆品板块维持较高景气度，疫情期间通过线上渠道刺激需求影响有限。但是，医美市场需求不断释放，对部分消费者拥有一定的消费分流作用，影响行业景气度；同时，产品创新不断刺激用户消费，若未能持续改进产品，将不利于需求释放。

减持影响市场情绪风险。公司股东及核心高管将通过集中竞价方式或者大宗交易减持公司股份，其中控股股东侯军呈先生计划减持总股本的 1%（21 年 8 月 13 日公告），股东方玉友先生计划减持总股本的 4.27%（21 年 7 月 27 日公告），尽管公司基本面稳定，股东及高管减持将带来市场情绪波动风险。



资产负债表

会计年度	单位:百万元				
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	1,913	2,342	2,786	3,766	5,018
货币资金	1,247	1,417	1,665	2,370	3,283
应收票据	0	0	0	0	0
应收账款	198	285	343	431	542
预付账款	53	83	101	127	158
存货	314	469	579	725	904
其他	101	90	98	113	131
非流动资产	1,066	1,294	1,317	1,339	1,361
长期股权投资	15	58	58	58	58
固定资产(合计)	550	566	590	613	637
无形资产	329	315	298	282	265
其他	173	356	371	386	401
资产总计	2,979	3,637	4,103	5,105	6,379
流动负债	874	1,129	1,000	1,251	1,561
短期借款	129	299	0	0	0
应付票据	42	65	79	99	123
应付账款	347	516	635	794	990
其他	356	250	287	359	448
非流动负债	35	26	26	26	26
长期借款	0	0	0	0	0
其他	35	26	26	26	26
负债合计	909	1,155	1,026	1,277	1,587
少数股东权益	40	90	76	58	39
归属母公司股东权益	2,030	2,392	3,001	3,770	4,754
负债和股东权益	2,979	3,637	4,103	5,105	6,379

重要财务指标

会计年度	单位:百万元				
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	3,124	3,752	4,633	5,829	7,329
同比(%)	32.3%	20.1%	23.5%	25.8%	25.7%
归属母公司净利润	393	476	586	745	960
同比(%)	36.7%	21.2%	23.0%	27.3%	28.8%
毛利率(%)	64.0%	63.6%	63.5%	63.7%	64.0%
ROE%	19.3%	19.9%	19.5%	19.8%	20.2%
EPS(摊薄)(元)	1.95	2.37	2.91	3.71	4.77
P/E	45.10	75.21	59.53	46.78	36.31
P/B	8.72	14.97	11.62	9.25	7.33
EV/EBITDA	30.21	52.06	46.84	37.22	28.54

利润表

会计年度	单位:百万元				
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	3,124	3,752	4,633	5,829	7,329
营业成本	1,126	1,368	1,691	2,116	2,638
营业税金及附加	28	33	41	51	64
销售费用	1,223	1,497	1,909	2,419	3,041
管理费用	195	204	246	309	388
研发费用	75	72	88	111	139
财务费用	-9	-14	-31	-50	-71
减值损失合计	-27	-28	-18	-18	-18
投资净收益	2	2	0	0	0
其他	0	-10	21	26	32
营业利润	462	555	693	881	1,141
营业外收支	-5	-7	0	0	0
利润总额	456	548	693	881	1,141
所得税	90	96	121	154	200
净利润	366	452	571	727	941
少数股东损益	-26	-24	-14	-18	-19
归属母公司净利润	393	476	586	745	960
EBITDA	552	666	709	873	1,107
EPS(当年)(元)	1.95	2.37	2.91	3.71	4.77

现金流量表

会计年度	单位:百万元				
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	236	332	606	757	964
净利润	366	452	571	727	941
折旧摊销	75	88	50	50	50
财务费用	9	9	7	0	0
投资损失	-2	-2	0	0	0
营运资金变动	-245	-266	-41	-38	-45
其它	33	51	18	18	18
投资活动现金流	-55	15	-52	-52	-52
资本支出	-164	-184	-37	-37	-37
长期投资	104	131	0	0	0
其他	5	67	-15	-15	-15
筹资活动现金流	-209	-43	-307	0	0
吸收投资	21	2	0	0	0
借款	-131	85	-299	0	0
支付利息或股息	-98	-128	-7	0	0
现金流净增加额	-28	303	248	706	913

研究团队简介

汲肖飞，北京大学金融学硕士，六年证券研究经验，2016年9月入职光大证券研究所纺织服装团队，作为团队核心成员获得16/17/19年新财富纺织服装行业最佳分析师第3名/第2名/第5名，并多次获得水晶球、金牛奖等最佳分析师奖项，行业研究经验丰富，从长周期研判行业发展趋势。

李媛媛，复旦大学金融硕士，四年消费品行业研究经验，2020年加入信达证券，从事化妆品&医美行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售副总监(主持工作)	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售	卞双	13520816991	bianshuang@cindasc.com
华北区销售	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华东区销售副总监(主持工作)	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南区销售	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。