

国货大单品时代开启，公司品牌价值绽放终可期

珀莱雅(603605.SH)

推荐 维持评级

核心观点:

- **公司系国内优秀化妆品品牌商，正处于高速发展阶段。** 公司自2003年成立始终专注于护肤品、彩妆品等女性美容化妆品业务，相继推出了“珀莱雅”“彩棠”“科瑞肤”等自有品牌，覆盖多元化需求；2012-2017年专注于渠道建设，大力发展线上；2019年步入高速发展时期，推行“大单品战略”，品牌开始向中高端化转型升级，至2020年总营收年复合增速提升至28.15%，营收规模近40亿元。
- **核心竞争力：打造中高端自有品牌，自建渠道网络高效触达终端消费者。** 1) 营销方面，代言人年轻化且多元化，定位满足不同产品客群喜好；同时优化内容输出，迎合社会痛点话题，引起主流女性消费者共鸣。2) 渠道层面，建立并优化形成以优质CS、KA客户为主的线下布局；线上以成熟电商平台自营为主，精细化运作，此外加码抖音等新兴渠道布局。3) 产品方面，护肤品为主力，拳头品牌“珀莱雅”凭借双抗、红宝石等大单品系列向中高端市场转型，由此顺应消费升级趋势，不断优化产品结构，以优质原材料与研发创新能力为产品赋能，驱动营收规模与盈利水平提升。
- **驱动因素：由产品放量、升级逐步转入品牌价值绽放。** 1) 短期公司凭借已有线上渠道优势，消费者忠诚度与市场地位稳固，借助成功运营经验持续拓展新兴线上渠道，同时借助红宝石、双抗等大单品系列销售放量，进一步抢占细分市场。2) 中期有望持续实现全渠道融合发展，一方面完善品牌线下渠道，加速一二线城市网点布局，同时借助电商及其他线上新兴渠道加强品牌宣传，触达全国市场；另一方面加大中高端产品的研发和营销力度，实现量价的全面提升。3) 长期全品类覆盖，在发展较为成熟的护肤品、彩妆行业中享受品牌力与市占率的扩张，同时布局功效型护肤品此类朝阳行业，实现与细分赛道的共同成长；产品积淀带来品牌价值提升重塑。
- **风险提示：**日化行业发展不及预期的风险；市场竞争加剧、行业集中度降低的风险；品牌渠道推广不及预期的风险。
- **珀莱雅盈利预测**

单位：百万元	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	3752.39	4844.72	5717.54	6874.70
增长率(%)	20.13%	29.11%	18.02%	20.24%
归属母公司股东净利润	476.01	569.74	729.09	920.02
增长率(%)	21.22%	19.69%	27.97%	26.19%
EPS (元/股)	2.37	2.84	3.64	4.59
销售毛利率	63.55%	64.20%	64.70%	65.15%
净资产收益率(ROE)	19.90%	20.42%	22.09%	23.32%
市盈率(P/E)	82	68	53	42
市净率(P/B)	16.26	13.81	11.68	9.77
市销率(P/S)	10.74	7.96	6.74	5.61

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院，截止2021年11月17日收盘价

分析师

甄唯萱

✉: zhenweixuan_yj@chinastock.com.cn

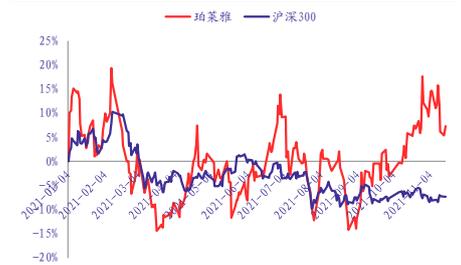
分析师登记编码: S0130520050002

特此鸣谢:

实习生 苏虹任

公司数据时间

2021.11.17



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

相关研究

【银河消费品零售】珀莱雅21Q3点评_大单品与内容营销不断强化主品牌珀莱雅竞争力，量价齐升带动主营产品规模增长

【银河消费品零售李昂团队】公司2021年半年报点评_珀莱雅(603605.SH)_线上直营渠道增长强劲，未来看好大单品战略带来的品牌力提升_20210824

【中国银河研究院_李昂团队】公司年报点评_珀莱雅(603605.SH)_2020年业绩符合预期，大单品战略将不断夯实强化公司品牌_20210422

目录

一、公司概况：大众护肤品国货企业，正处高速发展轨道	3
（一）专注美容及化妆品领域，覆盖消费者全生命周期	3
（二）股权结构集中，控制人地位稳定，员工股权激励到位	4
二、核心竞争力	7
（一）营销优势：打造品牌“年轻化”，提升消费者粘性	7
1. 代言人类型多元化，迎合年轻女性群体喜好	7
2. 优化内容输出，引起女性消费者共鸣	8
（二）渠道优势：线上线下齐发力，加快新零售渠道建设	11
1. 优化渠道布局，线上渠道表现亮眼	11
2. 精细化管理运作，加快新零售渠道布局	13
（三）产品优势：推行“大单品策略”，抢占国产高端护肤品市场	14
1. 重塑拳头品牌“珀莱雅”，涵盖多层次消费市场	14
2. 顺应行业中高端化消费趋势，推行“大单品”策略	18
3. 优质原材料保障产品质量，研发能力提升促使单品推陈出新	28
三、驱动因素	30
（一）短期：线上渠道持续拓展，进入产品放量期	30
1. 线上渠道领先优势明显，短期内仍可保持	30
2. 重点推出“大单品”，抢占中高端护肤品市场	31
（二）中期：线上线下融合发展，产品持续升级期	31
1. 有序拓展新兴渠道，线上线下配合发力	31
2. 加大中高端产品的研发和营销力度，带动价量双提升	33
（三）长期：全品类覆盖，品牌价值重塑，公司进入绽放期	35
1. 高端化趋势下，行业市场扩容，未来仍具发展空间	35
2. 多品类布局，高端化调整，功效型护肤行业红利开启	36
四、公司未来投资价值分析与评级：价值与成长兼顾，继续予以推荐评级	37
五、风险提示	39

一、公司概况：大众护肤品国货企业，正处高速发展轨道

(一) 专注美容及化妆品领域，覆盖消费者全生命周期

珀莱雅主要从事化妆品类产品的研发、生产和销售，其主要业务为自有品牌化妆品类产品销售，生产模式以自主研发、自主生产为主，OEM生产为辅。公司以“海洋生机魅力”为灵感，“秉承前沿科学配方，发现精神”为品牌信仰，“安全、优质”为承诺。通过自主研发和生产，针对亚洲人群不同年龄段的肌肤问题，定制全面的护肤系列。同时公司推出底妆系列，为各年龄段消费人群提供专业、全面、日常的美容及化妆品类产品，目前公司主营产品包括大众护肤品、彩妆、功效性护肤品等。近两年来，公司凭借自身优秀的渠道优势，开展跨境代理品牌业务。

公司旗下自有品牌产品包括“珀莱雅”“悦芙媿”大众精致护肤品牌，“彩棠”“INSBAHA”彩妆品牌，以及“CORRECTORS”高功效型护肤品牌。提供的化妆品类产品，可覆盖消费者全使用场景。公司坚持多品牌、差异化发展战略，是目前国内一家优秀的老牌大众护肤品国货企业。根据 Euromonitor 统计数据显示，2020 年公司在国内护肤品市场中市场占有率排名为第十一，在全国护肤品市场本土厂商中市场份额排名前三。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

图 2: 公司历年营业收入 (亿元) 及增速



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

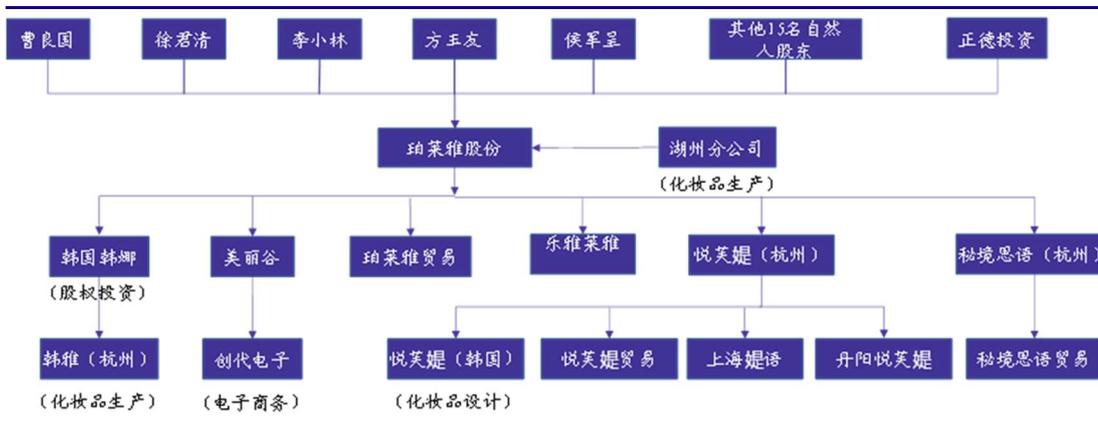
2015 年度中国经济总体增速放缓趋势, GDP 同比增速 6.9%, 近 25 年来首度回落到 7% 以下区间。受整体经济环境影响, 全国居民人均可支配收入增速略有下降, 居民消费较难保持快速增长, 消费更为理性, 快速消费品行业整体增速有所放缓。同时行业呈现出销售量缓慢增长态势, 竞争更为激烈。在激烈的竞争环境下, 公司 2015 年度的营业收入出现小幅下滑。

公司深耕护肤品市场 10 余年, 主营业务未发生过重大变化。公司于 2003 年起步, 2006 年, 珀莱雅化妆品股份有限公司正式成立。自设立以来, 始终专注于护肤品、彩妆等化妆用品业务, 相继推出了“珀莱雅”“韩雅”等品牌。2003-2009 年期间, 公司立足大众护肤品领域, 相继推出了多个品牌, 品牌矩阵初步形成。2012-2017 年期间, 公司逐步完善电商自营渠道布局, 相继开设天猫、京东等官方品牌旗舰店, 业务规模稳步扩大。2017 年开始公司步入高速发展时期, 2017 年珀莱雅在上交所上市交易, 首次公开发行 A 股股票, 净募集资金总额约 6.98 亿元, 为公司后续再生产、研发、品牌推广及渠道建设等方面提供资金支持。2020 年开始, 公司推行“大单品”战略, 重点打造“红宝石系列”和“双抗系列”。2017 至 2020 年, 公司营业总收入从 18.83 亿元迅速增长至 37.52 亿元, 年复合增速高达 28.15%。

(二) 股权结构集中, 控制人地位稳定, 员工股权激励到位

股权结构稳定集中, 董事长具有表决权优势。截至 2017 年 6 月, 公司前两大股东侯军呈和方玉友持股比例合计约 81%, 公司股权无质押或冻结情况。侯军呈持股 48.427% 为公司的控股股东, 成为公司实际控制人, 现任公司董事长。方玉友持股 32.572%, 为公司第二大股东, 现任公司董事、总经理。侯军呈、方玉友二人系亲属关系。截至 2020 年底, 侯军呈持股 36.12%, 方玉友持股 22.29%, 近年来股东减持均系个人资金需求。

图 3: 2017 年公司股权结构



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

公司核心管理层运营经验丰富。公司管理团队中，董事长侯军呈对公司化妆品业务有 10 多年的从业经验，积累了深耕化妆品市场的丰富经验。公司秉承“感恩员工、感恩伙伴、感恩对手、感恩社会”的企业文化，注重对人才的引入和培养。2018 年，公司设立股权激励计划，落实员工培训与福利制度。本激励计划涉及的激励对象共计 32 人，包括：1、公司高级管理人员；2、公司中层管理人员、核心骨干。激励计划考核指标设定考虑了公司的经营环境以及未来的发展规划等因素。对激励对象而言，业绩目标明确，有利于充分调动公司核心骨干的主动性和创造性；对公司而言，也有助于增加公司对行业内人才的吸引力，为公司核心队伍的建设起到积极的促进作用，确保公司未来发展战略和经营目标的实现，为股东带来更高效、更持久的回报。

表 1: 公司高级管理人员简介

姓名	职务	个人简介	员工持股
侯军呈	董事长	曾就职于义乌市燎原日化有限公司、杭州珀莱雅化妆品有限公司、杭州珀莱雅控股股份有限公司。2007 年至今在公司及前身就职，2007 年 9 月起担任公司执行董事，2012 年 8 月至今任公司及其前身董事长。	48.42%
方玉友	董事，总经理	曾就职于石家庄燎原化妆品有限公司、杭州珀莱雅化妆品有限公司、杭州珀莱雅控股股份有限公司。2007 年至今在公司及其前身就职，2012 年 8 月至今任公司及其前身董事、总经理。	32.57%
曹良国	董事，副总经理	曾就职于乐山城北电器厂、海南国际联合化妆品有限公司、重庆协力达化妆品有限公司、重庆东银科技产业有限公司、杭州珀莱雅化妆品有限公司、杭州珀莱雅控股股份有限公司。2007 年至今在公司及其前身就职；2012 年 8 月起任公司及其前身董事、副总经理；	4.84%
金衍华	副总经理	曾就职于浙江三门化肥厂、浙江英博雁荡山啤酒有限公司、浙江英博金华啤酒有限公司、杭州珀莱雅化妆品有限公司、杭州珀莱雅控股股份有限公司。2007 年-2012 年 8 月在公司及前身担任湖州工厂总经理。2012 年 8 月至今担任公司供应链管理中心总经理；2018 年 4 月至今担任公司副总经理。	

王莉	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)、上海锐力体育有限公司南京分公司、南京边城体育股份有限公司、维格娜丝时装股份有限公司、卓尚服饰(杭州)有限公司、南京日托光伏股份有限公司。2018年5月至今任公司财务负责人。
张叶峰	副总经理, 董事会秘书	曾就职于浙江现代工贸集团有限公司、广东乐百氏集团有限公司、杭州奥普电器有限公司、杭州珀莱雅化妆品有限公司、杭州珀莱雅控股股份有限公司。2007年至今在公司及其前身就职; 2012年8月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12月至今任公司副总经理。

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

2019年9月, 鉴于公司限制性股票激励计划的部分激励对象2018年绩效考核未达标, 不满足当期限制性股票全部解除限售的条件, 对其获授但尚未解除限售的限制性股票1.62万股予以回购注销。2020年8月, 将首次授予和预留授予的限制性股票回购价格由17.52元/股调整为16.93元/股。鉴于首次授予的7名激励对象已离职而不再符合激励条件, 同意将其获授但尚未解除限售的10.53万股限制性股票进行回购注销; 鉴于首次授予和预留授予的16名激励对象2019年绩效考核未达标, 不满足当期限制性股票全部解除限售的条件, 同意对其获授但尚未解除限售的限制性股票4.74万股予以回购注销。综上, 共回购注销的限制性股票合计15.26万股, 其中回购注销首次授予的限制性股票共计14.93万股, 回购注销预留授予的限制性股票共计3320股。

表 2: 历次限制性股票授予情况

授予批次	授予日期	授予价格	授予人数	授予股票数量	授予后股票 剩余数
首次授予	2018年7月12日	17.95元/股	32人	120.11万股	26.61万股
预留授予	2018年12月12日	17.95元/股	11人	26.61万股	0

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

表 3: 公司解除限售条件及实际业绩

解禁条件		2019 实际业绩		是否满足解除限售条件
营业收入增长率	净利润增长率	营业收入增长率	营业收入增长率	
以 2017 年为基期, 2019 年营业收入增长率 ≥ 74.24%	以 2017 年为基期, 2019 年归母净利润增长率 ≥ 71.21%	2019 年公司营业收入 31.24 亿元, 较 2017 同比增长 75.18%	2019 年公司归母净利润 3.93 亿元, 较 2017 同比增长 95.57%	满足

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

二、核心竞争力

(一) 营销优势：打造品牌“年轻化”，提升消费者粘性

1. 代言人类型多元化，迎合年轻女性群体喜好

代言人类型选择年轻化，重点迎合主流女性消费群体偏好。在2018年前，珀莱雅官宣代言人多为国民知名度较高的影视或电视剧明星，如章子怡、宋仲基、唐嫣、李易峰等。2018年，珀莱雅首次签约年轻一代流量明星罗云熙作为珀莱雅首席面膜体验官。2019年，珀莱雅官宣Justin黄明昊为代言人，并将罗云熙升级为珀莱雅面膜代言人。2020年，珀莱雅签约品牌代言人孙俪和蔡徐坤。2021年，珀莱雅签约范丞丞作为全球彩妆代言人，青年演员徐璐作为红宝石系列推荐官。根据微博社会化营销研究院发布报告显示，护肤人群中，女性占比更高，90-00后为核心人群，占比过80%，公司在代言人的选择上近年来迎合主流护肤品消费人群偏好，逐渐将品牌向年轻化打造。

表 4：历年代言人数据

代言人	年龄（截至2021年）	微博粉丝数	微博话题热度
章子怡	42岁	2907.7万	阅读 45.2亿 讨论 278.2万
宋仲基	36岁	298.4万	阅读 331.5亿 讨论 1966.7万
唐嫣	35岁	7759.5万	阅读 213.1亿 讨论 6948.9万
李易峰	34岁	6105.5万	阅读 719.9亿 讨论 2.6亿
罗云熙	33岁	2643.1万	阅读 59.2亿 讨论 1839万
孙俪	39岁	4316.8万	阅读 53.6亿 讨论 343.8万
蔡徐坤	23岁	3616.8万	阅读 712亿 讨论 9.1亿
范丞丞	21岁	2548.2万	阅读 267.3亿 讨论 1, 7亿
徐璐	25岁	1498.6万	阅读 23.4亿 讨论 155.8万

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

图 4：青年偶像蔡徐坤代言珀莱雅产品广告



资料来源：珀莱雅官网，中国银河证券研究院整理

图 5：著名女演员孙俪代言珀莱雅广告



资料来源：珀莱雅官网，中国银河证券研究院整理

图 6：青年偶像范丞丞代言珀莱雅产品广告



资料来源：百度，中国银河证券研究院整理

图 7：青年女演员徐璐代言珀莱雅广告



资料来源：百度，中国银河证券研究院整理

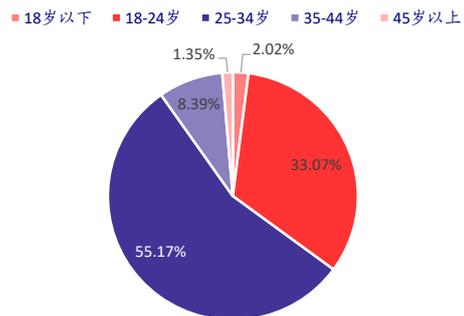
代言人类别选择多样化，满足不同产品细分消费群体喜好。根据腾讯云发布数据显示，蔡徐坤微博平台粉丝数达 2355 万，日活跃用户数较高，平均每条微博有接近 100 万的点赞和评论，用户黏度极高。从粉丝性别上看，女粉占比拥有压倒性优势，从年龄上看，粉丝占比最大的是 1996-2002 年出生的人，占整体人数 54%，其中又以 1998-2000 年出生的最多，占整体人数 32%。其代言的双抗系列针对客户群体也主要是有抗氧提亮需求的年轻女性群体，与蔡徐坤粉丝画像相符。孙俪作为目前国内公认的电视剧“一姐”，有广泛的观众群体和良好的口碑。以其电视剧《芈月传》为例，平均收视率破 3，占据同档期多个电视台收视冠军。根据国家广播电视总局发布的报告来看，中青年女性为我国电视观众主要群体，35~44 岁和 15~24 岁这两个群体在所有电视观众中所占的比例居前两位。而孙俪代言的红宝石系列针对的客户群体也正是有抗初老需求的熟龄肌中青年女性。

表 5：2012-2017 年孙俪主演电视剧

剧名	甄嬛传	辣妈正传	芈月传
上星时间	2012 年	2013 年	2015 年
CSM 覆盖	42 城	46 城	52 城
平台平均收视率	安徽/1.48	浙江/1.41	东方/3.87
单平台全年收视排名	安徽/冠军	浙江/冠军	东方/冠军

资料来源：百度，中国银河研究院整理

图 8：蔡徐坤粉丝年龄分布



资料来源：数英，中国银河证券研究院整理

2. 优化内容输出，引起女性消费者共鸣

利用热门社交平台，积极开展线上营销。从 2020 年开始，珀莱雅就开始拍摄一系列剧情短片并在各个热门社交平台投放来宣传企业产品和文化。2020 年 5 月，珀莱雅首次发布“趁年轻为爱去冒险”短片用以宣传红宝石精华。#趁年轻为爱去冒险#微博话题实现了高达 1.1 亿

的阅读量为 7.2 万的讨论量，视频播放量 600 万，活动总互动量 23 万，引起了受众广泛的共鸣和互动。这次活动传递了珀莱雅品牌“年轻化”的同时也为 520 红宝石精华套装进行了造势。珀莱雅 520 爱情大冒险礼盒正式开售当天仅 10 小时便售罄。品牌的深刻洞察才能带动年轻消费者的购买行为。

由于“趁年轻为爱去冒险”宣传片的成功，珀莱雅于 5 月 25 日又推出“趁年轻”同系列短片#趁年轻追回你的梦#。#趁年轻追回你的梦#微博话题实现了高达千万的阅读量，视频播放量超百万，引起了年轻女性广泛的共鸣和互动。618 来临之际，珀莱雅将“趁年轻去发现”与“趁年轻追回你的梦”的品牌精神和红宝石精华融入“梦想灯塔”礼盒。在提高产品销量的同时，引起社会中年轻女性的情感共鸣，宣传企业品牌与文化。

表 6: 公司线上平台产品推广

平台	ID	功能服务	关注量/粉丝数量
 微信公众平台	珀莱雅 PROYA	品牌宣传、产品宣传、会员服务、门店查询	文章单篇阅读均量 5000+
 小程序	珀莱雅官方微商城	线上商城	-
 视频号	珀莱雅 PROYA	品牌宣传，产品宣传短视频	-
 微博	珀莱雅 PROYA	品牌宣传，福利活动、代言人广告、时事热点分享	粉丝 123 万
 抖音	珀莱雅官方旗舰店	产品宣传短视频，旗舰店，直播	粉丝 235.3 万，获赞 23.7w
 小红书	珀莱雅 PROYA	品牌宣传，产品宣传短视频	粉丝数 14 万，获赞与收藏 39 万，发布笔记 606 条
 Bilibili	珀莱雅 PROYA	品牌宣传，产品宣传短视频	粉丝数 996，发布视频 57，获赞 8352

资料来源：中国银河证券研究院整理

图 9: 珀莱雅“趁年轻为爱去冒险”宣传片



资料来源：百度，中国银河证券研究院整理

图 10: 珀莱雅灯塔礼盒



资料来源：百度，中国银河证券研究院整理

直击女性痛点话题，引起消费者群体共鸣。2021年在3.8妇女节之际，为表达「对抗性别偏见」的品牌态度，珀莱雅联合《中国妇女报》发起#性别不是边界线偏见才是#的活动，发布三八节特别品牌片、创意海报及限量版态度T恤，呼吁女孩们说出遭遇的性别偏见，同名微博话题也引起热议。高质量的宣传片也获得了高声量的传播，该三八节品牌宣传片在微博平台转赞评数据已突破15W+。截至目前，借助微博平台的强互动，进行话题的广泛传播，#性别不是边界线偏见才是#话题已有1.3亿阅读量和近10万讨论量。微博平台以外，该宣传片也在微信朋友圈引起热议成功出圈，公益圈、学术圈、广告圈等各个圈层都有讨论，截至3月8日下午2点，该视频在朋友圈已有转发量17.1万，点赞量21.6万。

2021年9月份开学季，珀莱雅联合中国邮政发布「开学来信写给18岁的自己」品牌广告片。该片主题曲由旅行团乐队特邀创作，将品牌理念「趁年轻，去发现」与18岁青春记忆相融合。该TVC发布后，截至目前，转发量已过万。微博话题#开学来信写给18岁的自己#阅读次数超2723万，引起讨论次数达1.7万。在抖音上，#开学来信写给18岁的自己#话题内容播放量达到574w，167位KOL与素人参与活动，使用珀莱雅原声发布视频。除此之外，网易文创、SocialBeta、4A广告网、大创意等多个微信公众号，都对此案例进行报道，进一步助力品牌传播，引发消费者集体回忆18岁，多平台上自发爆发了许多优质的UGC内容。

表7: 公司线上内容推广

名称	播放量	转发量	微博话题指数
趁年轻，为爱去冒险	600万	4727	阅读45.2亿 讨论278.2万
性别不是边界偏见才是	380万	2.7万	阅读1.3亿 讨论10万
开学来信写给18岁的自己	104万	1万	阅读2723万 讨论1.7万

资料来源: 中国银河证券研究院整理

图11: 珀莱雅“性别不是边界偏见才是”活动



资料来源: 百度, 中国银河证券研究院整理

图12: 珀莱雅“开学来信写给18岁的自己”活动



资料来源: 百度, 中国银河证券研究院整理

以兴趣为抓手，布局“内容消费”。随着年轻人群成为国内护肤品消费的主体，圈层细分更是带来了消费行为的改变。市场竞争不断加剧，为了保持增长许多品牌都开始积极探索内容消费。公司在21年抖音超品日中，推出与中国航天联名定制的抖音独家专供礼盒，除此之外，在7月28日珀莱雅抖音超品日当天，更有范丞丞惊喜亮相品牌直播间，吸引了众多粉丝

围观助力，其中#范丞丞袋鼠摇#、#范丞丞新发色#等直播热点站内外总话题阅读近 8000 万，话题互动量高达 65 万人次。珀莱雅在抖音超品日从年轻人群的兴趣出发，以 IP 联名和明星合作等多个维度为抓手，为品牌带来流量入口。在抖音“兴趣电商”的新定位下，内容已成为链接人与货的核心。

图 13: 珀莱雅 X 中国航天联名礼盒



资料来源：百度，中国银河证券研究院整理

图 14: 珀莱雅抖音超品日直播



资料来源：百度，中国银河证券研究院整理

(二) 渠道优势：线上线下齐发力，加快新零售渠道建设

1. 优化渠道布局，线上渠道表现亮眼

线下渠道布局完善，CS 渠道线下占比较高。珀莱雅自设立以来，产品的销售以渠道分销方式为主，其中主要系与经销商合作。在电商平台发展之前，珀莱雅主要业务渠道以线下为主。截至 2017 年，珀莱雅已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，公司旗下主品牌“珀莱雅”覆盖销售终端 13,000 余家，其中日化专营店占 90%左右。

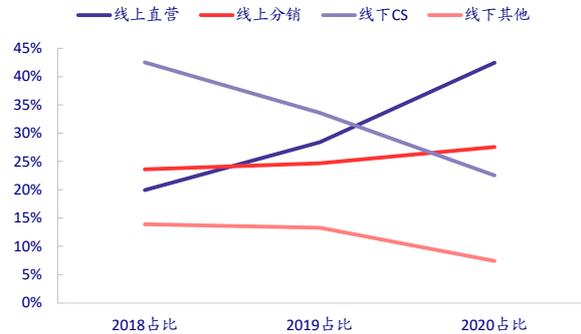
由于受零售新兴渠道的影响，传统经销商渠道面临冲击和压力，公司主动对线下渠道布局进行调整，提高销售效率。在 KA 渠道方面，2017 年初对“珀莱雅”品牌商超渠道进行优化管理，由经销商进行自主申请，同时发行人对其商超渠道的运作能力进行评估，对于经申请且评估通过的经销商，将其商超渠道的供货折扣由 6.5 折供货调整为 5.1 折供货，同时相应商超渠道的促销人员改由该些经销商自行聘任。在 CS 渠道方面，公司 2017 年大力发展单品牌店战略。公司计划通过聘请资深韩国化妆品专家团队打造“悦芙媞”单品牌店。单品牌店是对公司现有产品系列和营销渠道的有效补充，是公司业务发展的进一步提升，使公司可以有效掌控终端销售渠道，大幅提升公司业绩的增长。

图 15: 2006-2020 年国内 CS 渠道占比及同比增速



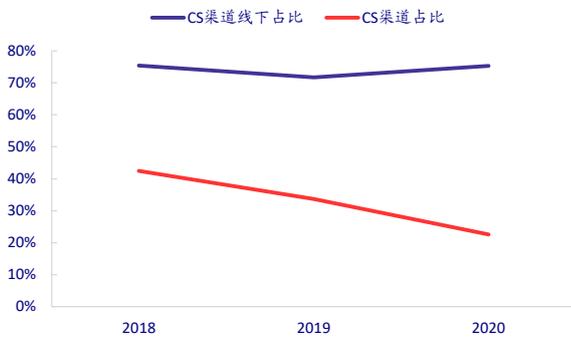
资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院整理

图 16: 公司细分渠道占比



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

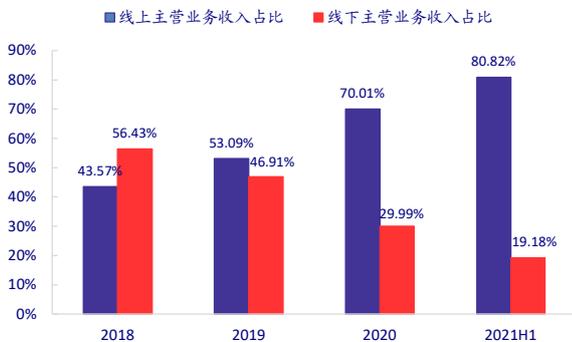
图 17: 公司线下渠道占比及 CS 占比



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

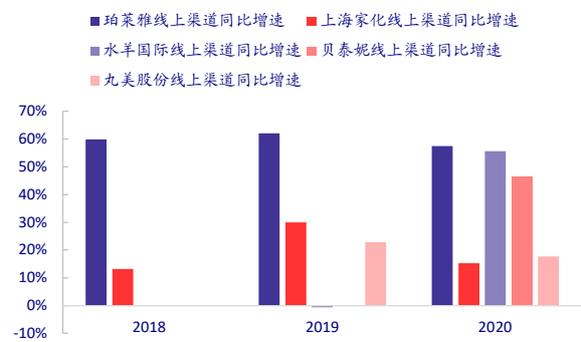
线上渠道增速较快, 优势明显。截至 2019 年, 珀莱雅线上主营业务收入占比首次超过 50%, 成为营收的主要来源。珀莱雅线上渠道扩展也保持较快增速, 2018-2020 年, 珀莱雅线上主营业务收入占比同比增速保持 60% 左右, 2021H1, 同比增速更是高达 75%。与行业对比来看, 公司线上主营业务收入占比远高于国内护肤品市场电商销售占比。随着互联网的普及和技术的进步, 我国线上电商渠道仍会保持一个较快增速。

图 18: 2006-2020 年公司渠道占比



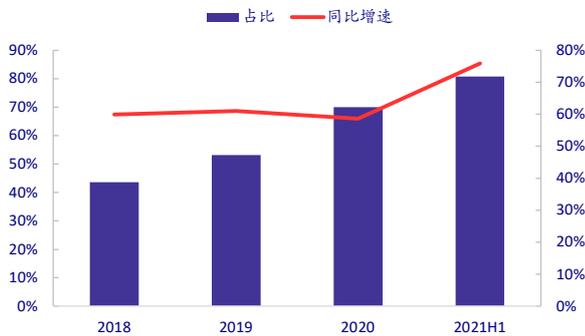
资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院整理

图 19: 竞品公司线上渠道增速



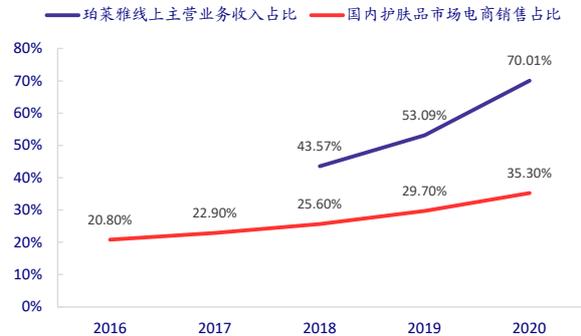
资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院整理

图 20: 公司线上渠道增速



资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院整理

图 21: 2016-2020 国内及公司电商渠道占比



资料来源: Euromonitor, 公司公告, 中国银河证券研究院整理

2. 精细化管理运作, 加快新零售渠道布局

线上渠道布局较早, 抢占电商优势。 天猫于 2012 年成立以来, 公司即在当年开始正式入驻天猫, 开设官方自营旗舰店。截至 2021 年十月, 珀莱雅天猫旗舰店粉丝数达 1310 万人, 从行业对比来看, 公司天猫店铺粉丝数远高于国内护肤品电商企业。目前公司天猫综合体验评分为五星最高标准, 该评分标准是天猫平台基于品质、物流、售后等 8 大维度严格考核, 星级代表店铺综合体验能力, 星星越多购物体验越好。可以看出, 消费者群体在天猫平台对公司满意度较高。

线上直营渠道重点精细化运营。 目前公司线上渠道主要通过直营、分销模式运营。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。公司成立子公司美丽谷自建团队运营。珀莱雅产品由公司直接向唯品会、京东自营、聚美优品等供货。公司更多地参与到产业链上下游中, 除了自建电商团队外, 还通过产业投资布局了设计创意团队、新营销公司、销售团队等。从结果上看, 公司的相对优势体现在电商渠道爆发力更强, 18 年重建电商团队, 针对成熟电商、新锐电商、跨境电商成立不同的事业部, 配备以不同特点的运营团队, 通过选品调整、精准营销、流量运营等发挥不同团队的优势, 提高运营效率实现电商增速高涨。

表 8: 多品牌各线上平台自营渠道布局对比

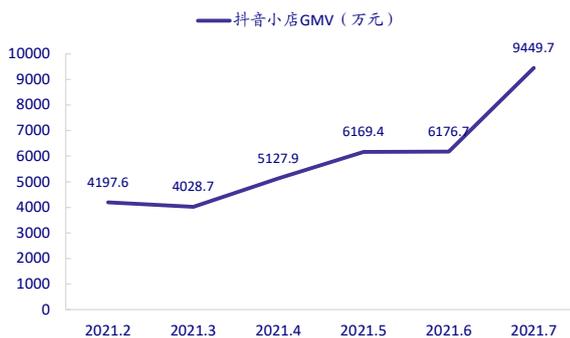
平台	品牌	开店时间	粉丝数	店铺综合评分	SKU 数目
天猫	珀莱雅	2012 年	1379.4 万	5	122
	百雀羚	2014 年	980.1 万	5	179
	九美	2010 年	664.1 万	5	208
	欧珀莱	2019 年	478.6 万	4	184
	相宜本草	2014 年	585.9 万	4	178
京东	珀莱雅	2017 年	183.9 万	9.60	180
	百雀羚	2016 年	600.0 万	9.63	269
	九美	2013 年	68.8 万	9.40	252
	欧珀莱	2019 年	60.3 万	9.17	72

	相宜本草	2019年	16.1万	9.69	126
	珀莱雅	2020年	290.8万	4.94	397
	百雀羚	2021年	57.9万	4.77	44
抖音	丸美	2021年	3.4万	4.81	179
	欧珀莱	2021年	12.1万	4.80	44
	相宜本草	2019年	6.1万	4.68	126

资料来源：公司官网，中国银河证券研究院整理

新兴渠道快速增长。自2020年底起，珀莱雅正式布局抖音赛道，全天候自播已经成为了珀莱雅官方账号的常态。根据飞瓜数据，2021年2月-7月期间，珀莱雅美妆旗舰店（即珀莱雅抖音小店）曾3次登顶美妆类目月榜。从飞瓜数据来看，2021年7月，珀莱雅抖音美妆小店GMV达9449.7万元，抖音小店美妆类目排名第1。从整体趋势来看，珀莱雅抖音小店GMV自2月份以来，呈现出总体上升的趋势。虽然2月5月份之前抖音小店GMV相对较少，但与抖音中美妆类店铺相比，珀莱雅仍然占据绝对优势近6个月来，除3月排名第四外，珀莱雅排名均在前三位。因此，从抖音渠道上看，珀莱雅具有绝对的竞争力。

图 22：公司抖音小店 GMV



资料来源：飞瓜数据，中国银河证券研究院整理

图 23：公司抖音小店 GMV 及平台排名

时间	排名	抖音小店 GMV
2021.2	1	4197.6w
2021.3	4	4028.7w
2021.4	1	5127.9w
2021.5	2	6196.4w
2021.6	3	6176.7w
2021.7	1	9449.7w

资料来源：飞瓜数据，中国银河证券研究院整理

（三）产品优势：推行“大单品策略”，抢占国产高端护肤品市场

1、重塑拳头品牌“珀莱雅”，涵盖多层次消费市场

公司目前拥有“珀莱雅”、“悦芙媿”、“彩棠”、“INSBAHA”、“CORRECTORS”等品牌，涵盖大众化妆品市场和中高端市场。护肤品品牌“珀莱雅”、“悦芙媿”均定位于大众市场，“珀莱雅”品牌有逐步定位中端市场的趋势。其中，“珀莱雅”系列产品是公司目前的拳头产品，主要针对年轻白领女性群体，主价格区间 100-450 元。“悦芙媿”系列产品定位大众市场，主要客户群体为学生、小镇青年女性群体，主价格区间 50-100 元。彩妆品牌“彩棠”“INSBAHA”分别定位于中高端市场和大众市场。“彩棠”品牌与明星化妆师唐毅联手打造，旨在以中国美学为基础，结合国际彩妆风尚，专为中国面孔定制，其主要拳头产品为彩棠大师高光修容盘，主价格区间 150-200 元。“INSBAHA”品牌产品定位大众市场，满足大众女性的日常彩妆需求，主价格区间 50-150 元。高功效护肤品牌 CORRECTORS，定位高端市场，属于功效性护肤品赛道，

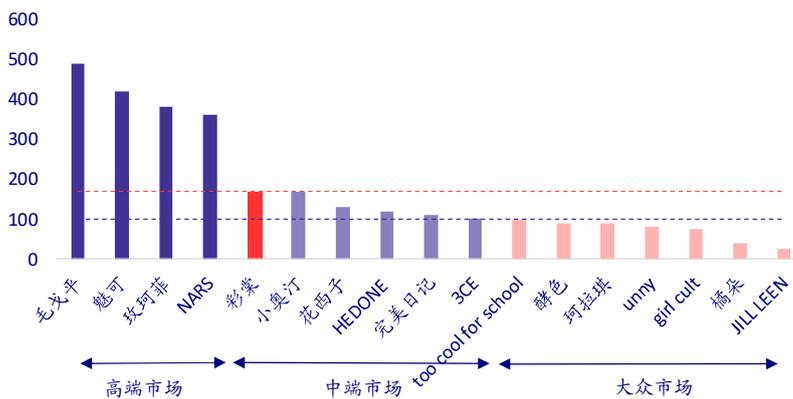
主价格区间 260-600 元。

表 9: 公司品牌业务布局

产品类别	品牌	价格(元)	主要产品系列	品牌
大众护肤品	珀莱雅	100-450	水动力系列、紧致肌密系列、舒敏保湿系列、水漾透润系列、靓白芯肌系列、红宝石系列、双抗系列、深海蕴活系列	
	悦芙媿	50-100	美白系列、护肤系列、彩妆系列、面膜系列	
彩妆	彩棠	150-200	大师底妆系列、灵动彩妆系列、匠心妆具系列	
	INSBAHA	50-150	三星堆联名系列、SteveAoki 联名系列、致敬经典系列、彩妆工具系列	
功效性护肤	CORRECTORS	260-600	配方护肤系列	

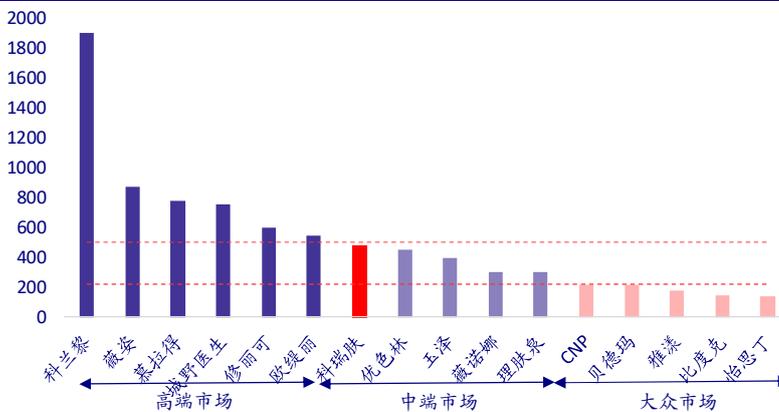
资料来源: 公司官网, 中国银河证券研究院整理

图 24: 各彩妆品牌修容类畅销款产品价格及品牌定位



资料来源: 淘宝, 中国银河证券研究院整理

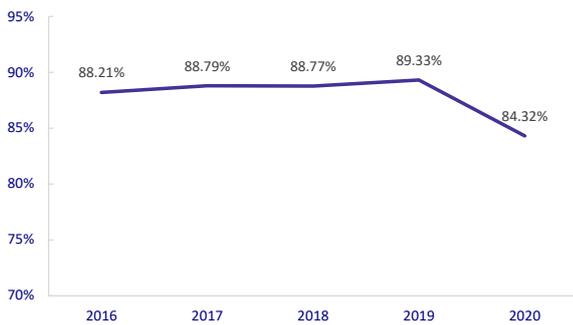
图 25: 各功效型品牌精华类畅销款产品价格 (元/30ml) 及品牌定位



资料来源: 淘宝, 中国银河证券研究院整理

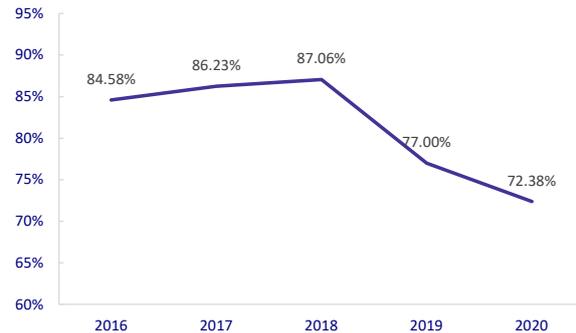
重塑拳头品牌“珀莱雅”，打造新国货品牌。珀莱雅品牌主营业务收入占公司总主营业务收入约 89%左右，主营成本约 80%左右，是公司发展的拳头品牌。根据公司经营规划来看，公司将进一步完成珀莱雅品牌升级计划，将珀莱雅塑造成为一个有科技感、年轻感、未来感的新国货品牌。吸引更多一二线年轻消费群，逐渐升级消费者层次。保持主品牌稳定增长。珀莱雅品牌作为国内老牌护肤品国货品牌，自成立以来就深耕国内大众护肤消费市场，随着人均收入的提高与国内悦己经济的发展，公司提出主品牌重塑计划，顺应国内中高端化消费趋势。

图 26: 主品牌“珀莱雅”营收贡献率



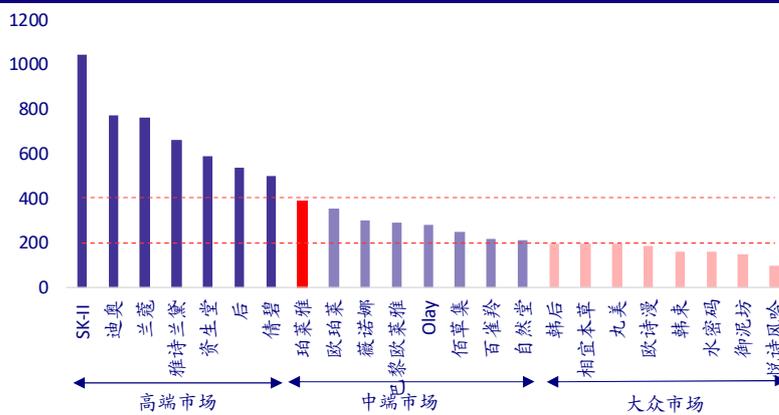
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

图 27: 主品牌“珀莱雅”主营成本占比



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

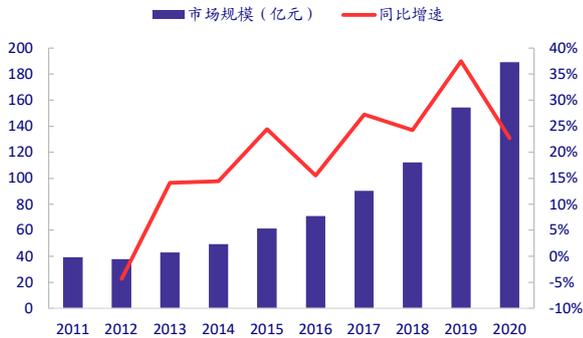
图 28: 各护肤品牌精华类畅销款产品单价 (元/30ml) 及品牌定位



资料来源: 淘宝, 中国银河证券研究院整理

在自有品牌产品中，护肤类产品领街增长，带动公司规模与盈利水平提升，是目前公司最重要，最核心的业务。在业务结构上，公司护肤品类产品是拳头产品，其 2020 年主营业务收入为 32.42 亿元，占比 86.5%，3 年 CAGR 达 11.62%。2020 年，因受疫情影响，国内护肤品市场增速普遍放缓，公司增速虽受一定影响，但仍保持较高增速，是公司整体业绩提升的重要动力。护肤品类产品毛利率约为 64%，略高于公司整体毛利率水平，是支撑公司整体盈利水平的关键业务。同时，公司开始抢占功效性护肤品赛道，推出品牌“CORRECTORS”，目前该品牌处于发展初期，所属赛道增速较快，渗透率有望进一步提高，未来发展潜力较大。

图 29: 我国功效型护肤品市场规模及同比增速



资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院整理

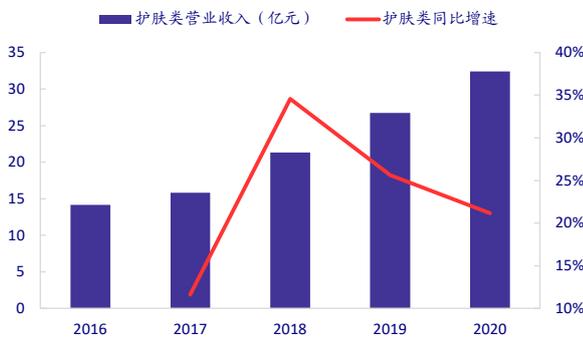
图 30: 我国功效型护肤品市场规模渗透率及同比增速



资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院整理

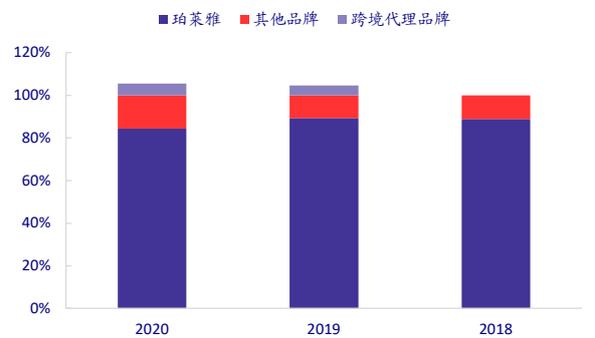
美容彩妆类产品是公司的另一项业务。美容彩妆类产品虽然占比不高,但业务发展迅速,2020年主营业务收入为6.65%,占比12.41%,3年CAGR达187.44%。一方面,国内彩妆行业市场规模增速高,且消费者对于品牌的意识不如护肤品高,容易选择国产品牌进行替代消费。另一方面,彩棠品牌以国内知名化妆师为主导,与新上市品牌毛戈平相似,对比认为彩棠品牌预计未来有较大的发展空间。此外,公司开始布局跨境代理品牌,目前该业务正处于发展初期,品牌渠道良莠不齐,占比较低,预计对营收贡献较为有限。

图 31: 公司护肤品业务收入情况



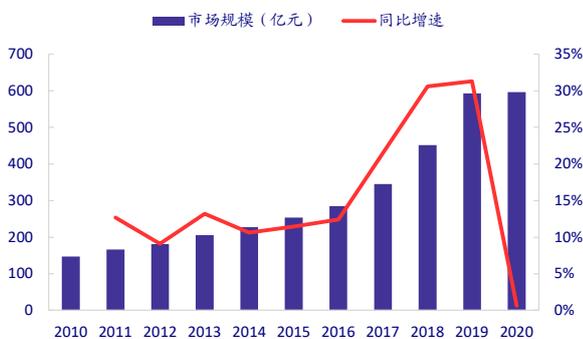
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

图 32: 2016-2020年公司自有品牌产品营收结构



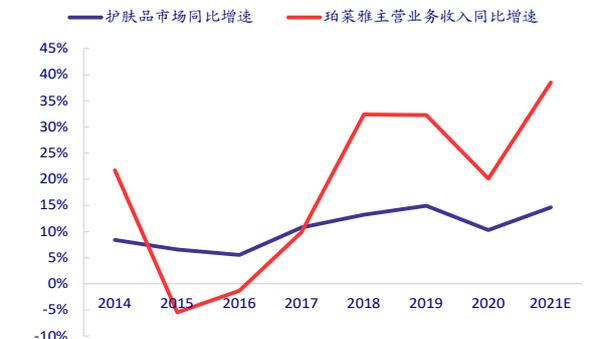
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

图 33: 国内彩妆市场规模及同比增速



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

图 34: 护肤品市场及珀莱雅主营业务同比增速



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

表 10: 化妆师毛戈平、唐毅对比

	获得奖项	微博转评赞	微博粉丝	超话参与度	视频数	视频总播放量
毛戈平	第九届中国影视化妆金像奖、2011 互联网美容大奖“终身成就奖”、2011 品牌中国年度人物、任“第 29 届奥运会”开、闭幕式化妆造型设计、2005 年 CCTV 影响中国造型界十大人物之一等 29 项荣誉	37.6 万	98 万	33 帖子、99 粉丝	11	1553.6 万
唐毅	首届中国十大时尚化妆师、2005 中国年度时尚化妆师、中国金手指化妆师、2011 ELLE 年度中国彩妆大师、2014《时尚先生》年度最佳化妆师、2012《新京报》年度时尚人物	108.6 万	216.6 万	134 帖子、617 粉丝	38	836, 8 万

数据来源：微博，中国银河证券研究院整理

表 11: 毛戈平、彩棠品牌产品对比

	底妆产品		面部修饰产品		彩妆产品		美妆工具	
	产品	价格	产品	价格	产品	价格	产品	价格
毛戈平	柔润隔离乳	160/15ml	双色遮瑕膏	288/3.6g	唇膏	260 元/支	遮瑕刷	289
	滋润粉膏	150/4.5g	三色修容	490/12g	唇釉	240 元/支	修容刷	160
	柔润粉底液	350/30ml			眉笔	165/0.09g	打底皮海绵	65
	光感柔润蜜粉	270/12g			腮红	230/4g		
	高光蜜粉饼	520/8.5g			单色眼影	110		
	多效妆前乳	179.9/40ml	遮瑕笔	59/1.8g	丝韵唇膏	159/支	遮瑕刷	99
唐毅	釉瓷无暇粉底液	219/30ml	高光修容盘	189.9/	眼颊盘	229/盘	修容刷	89
	丝雾大师蜜粉	179/12g			眉笔	99/0.14g	美妆蛋	49.9

数据来源：微博，中国银河证券研究院整理

2. 顺应行业中高端化消费趋势，推行“大单品”策略

根据 Euromonitor 数据显示,我国美容和个人护理市场截至 2020 年底市场规模达 5199.46 亿人民币, 2025 年市场规模预计可达 9076.08 亿人民币。可以看出,我国未来美容和个人护理市场仍然有较大的发展空间,美容行业仍然处于快速增长时期。2020 年受疫情影响,我国美容与个护市场同比增速降至 7.22%。随着生产恢复与经济好转,预计未来 5 年国内美容与个护市场将保持 10%以上增速。

从国内护肤品市场份额来看,截至 2020 年,我国大众护肤品市场份额占 57%,高级护肤品市场份额占 43%。虽然大众护肤品市场在国内仍然占据主流地位,但从 2007 年起,国内大众护肤品市场份额就不断减少,而中高端护肤品市场份额持续增加。可以看出,我国未来护肤品市场中,中高端护肤品市场份额有望进一步扩大,中高端美容行业处于迅速扩张时期。2017 年后,我国高级护肤品市场始终保持 10%以上增速,且增速有望进一步加快。2020 年在疫情的影响下,国内高级护肤品市场增速更是高达 12.27%。

图 35: 中国护肤市场规模 (亿元)



资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院整理

图 36: 中国护肤品市场消费趋势



资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院整理

从品牌定位来看, 2020 年国内护肤品市场份额排名前十名的品牌中, 巴黎欧莱雅、百雀羚、Olay、自然堂和欧珀莱定价相对较低, 走中端或大众消费路线, 定位中端及大众消费市场。兰蔻、雅诗兰黛、SK-II、后、迪奥、娇兰和海蓝之谜定价较高, 尤其是海蓝之谜, 定位为雅诗兰黛集团旗下的高端线。这些品牌均走中高端消费路线, 定位中高端消费市场。可以看出, 随着国内人均可支配收入的增加, 护肤品消费升级成为国内女性消费者的选择, 中高端护肤品市场未来有望持续扩大。

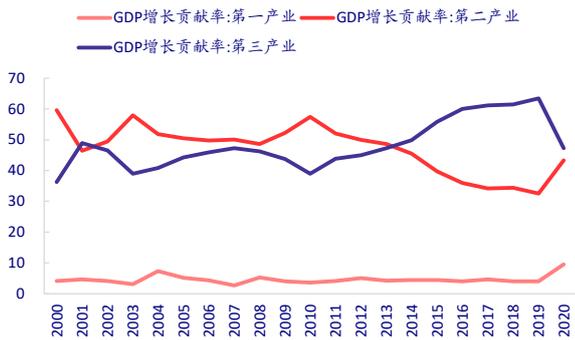
表 12: 2017 和 2020 年护肤品牌国内市场占有率排名前 20

排名	品牌 (2017)	市场占有率 (%)	品牌 (2020)	市场占有率 (%)
1	百雀羚	4.4	巴黎欧莱雅 ↑	5.1
2	巴黎欧莱雅	4.1	兰蔻 ↑	4.7
3	玫琳凯	3.6	雅诗兰黛 ↑	4.4
4	自然堂	3.3	百雀羚	4.1
5	Olay	2.9	Olay	3.2
6	兰蔻	2.5	自然堂	3.1
7	雅诗兰黛	2.4	SK-II ↑	2.3
8	萃雅	2.1	玫琳凯	1.7
9	佰草集	1.9	海蓝之谜 ↑	1.7
10	完美	1.8	欧珀莱	1.6
11	欧珀莱	1.7	珀莱雅 ↑	1.4
12	韩后	1.6	薇诺娜 ↑	1.4
13	雅姿	1.5	后 ↑	1.3
14	悦诗风吟	1.5	资生堂 ↑	1.3
15	相宜本草	1.4	迪奥 ↑	1.2
16	一叶子	1.4	御泥坊	1.2
17	韩束	1.2	悦诗风吟	1.1
18	私人品牌	1.1	娇兰 ↑	1.1
19	珀莱雅	1.1	佰草集	1.0
20	水密码	1.1	萃雅	1.0

资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院整理

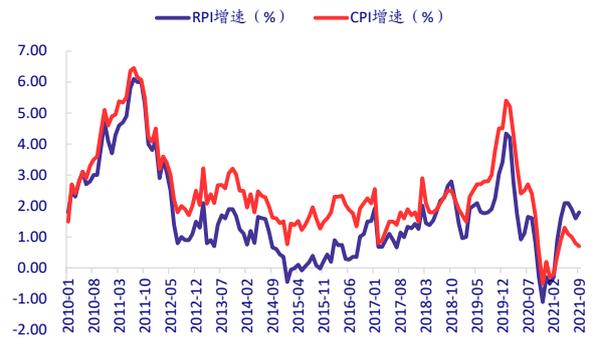
随着社会发展过程中产业结构调整、居民消费结构升级，社会财富的快速增长与积累，我国消费趋势向高端化转变，对于更高生活水平的追求与享受成为当下社会的潮流趋势。轻奢主义、智能化、追求个性等消费文化逐渐成为主流。当下社会女性消费者的消费能力也随之增强，对价格的敏感度下降。品质消费背景下，女性消费者愿意投入更多，相应地对护肤品的产品品质有更高的要求，在品牌、功效、包装上的消费体验要求提高。越来越多的消费者开始选择中高端护肤品产品，中高端化的消费趋势明显。

图 37: 三大产业对 GDP 增长贡献率 (%)



资料来源: 国家统计局, 中国银河证券研究院整理

图 38: CPI、RPI 增速



资料来源: 国家统计局, 中国银河证券研究院整理

护肤品市场产品的中高端化迭代进程正在进行，产品创新与升级不断。各大品牌开始在成分、功效、包装不断创新升级，推出中高端系列产品，以满足消费者的多样化需求。如佰草集推出肌活新颜焕肤修护精华，添加红茶酵素和人参精粹，百雀羚推出帧颜淡纹修护紧致精华，淡化“可见纹”，隐退“顽固纹”，对抗女性初老问题。这类产品在定价上普遍偏高，以精华类为例，产品定价偏高，且明显高于同品牌基础款产品价格。

表 13: 护肤品产品升级下高端增值产品

成分提升				
产品特点	抗衰	抗衰提亮	美白	屏障修护
价格	548/30ml	350/30ml	218.9/35g	298/30ml
基础款产品价格	219/30ml	280/30g	129.9/35g	149/30ml
功效提升				
产品特点	细致毛孔、抗老	美白淡斑	修护维稳	
价格	249/35ml	1040/30ml	760/30ml	
基础款产品价格	148/40g	-	-	

包装提升				
产品特点	哆啦A梦联名	迪士尼联名	高达联名	
价格	55/120g	240/50ml	130/400ml	3
基础款产品价格	-	149/30ml	-	
形式创新				
产品特点	微电流按摩头	次抛	胶囊分装	
价格	358/30ml	138/7g	760/28ml	
基础款产品价格	-	-	650/30ml	

资料来源：淘宝，中国银河证券研究院整理

为顺应行业中高端化的消费趋势，公司实行“大单品”战略。2017年，珀莱雅成功打造爆款商品“黑海盐泡泡面膜”，天猫旗舰店冲月销100万盒+，破天猫美妆历史，获“抖音美容护肤榜”第1名。然而与大单品相比，爆品则主要立足于流量思维，以成本价或低于成本的价格，来实现销量的爆发式增长。大单品可以被定义为基于整体品牌战略之下的大单品是有销量、有规模的产品。大单品有市场地位、有利润，更有影响力和话语权。以雅诗兰黛“小棕瓶”精华为例，“小棕瓶”精华已经诞生三十余年，历经七代升级，是雅诗兰黛最为畅销的产品之一，已经成为其最具代表性的明星单品，曾创造全球每10秒就售出一瓶的佳绩。大单品不但贡献了可观销量，也加持了品牌力。消费者心智中“大单品”已与品牌紧密连接，已经成为品牌形象的一部分。

表 14：爆品与大单品特征对比

种类	相同点	不同点
爆品	销量高，扩大品牌知名度	定价低，利润低，可替代性强，与品牌联系较弱
大单品		定价高，利润高，可替代性低，与品牌联系紧密

资料来源：中国银河证券研究院整理

图 39: 大单品代表雅诗兰黛“小棕瓶”升级图



资料来源：美丽修行，中国银河证券研究院整理

公司在保证主品牌“珀莱雅”大众市场的基础上，推出“红宝石家族”和“双抗家族”，基本可以满足女性消费者群体对高质量产品及多元化需求。其中，“红宝石家族”以红宝石精华和红宝石面霜作为主推单品。“双抗家族”以双抗精华和双抗小夜灯眼霜作为主推单品。“红宝石系列”和“双抗系列”，适合年轻女性群体抗初老的护肤需求，产品具有抗氧化、抗糖化等特点。其中，“红宝石系列”的主要添加成分为六胜肽和超分子维A醇，强化了抗皱抗衰功效，满足 25+女性对于抗老的需求。“双抗系列”的主要添加成分为麦角硫因和虾青素，全链抗氧，多维抗糖，能够有效做到提亮肤色、抗氧抗糖，针对现代女性因作息不规律而产生的皮肤问题。根据天猫旗舰店在售商品，珀莱雅品牌下共推出了七大护肤品系列，约 93 款产品以供消费者选择，SKU 数目与欧珀莱相近。此外，公司推出高端功效性护肤品牌 CORRECTORS (科瑞肤)，它提出了“针对护肤”概念，对面部不同区域的情况和特点“对症下药”，为有一定消费能力的女性群体提供个性化产品和服务。

表 15: 公司自主品牌护肤品系列产品

系列产品	市场定位	产品特点	产品示例	价格区间(元)
水动力系列	学生群体、追求保湿的年轻女性	补水保湿		68-72
珀莱雅 紧致肌密系列	小镇青年、轻熟女性	补水紧致		76-143
舒敏保湿系列	敏感肌肤的女性群体	舒敏保湿		84-159

	水漾透润系列	干性肤质的女性群体	补水保湿修护		169
	靓白芯肌系列	有美白需求的干性肤质女性群体	补水保湿、提亮美白		84-189
	全新双抗系列	中高端市场，有抗初老需求的轻熟肌女性	抗氧化抗糖、提亮肤色		179-259
	红宝石系列	中高端市场，有抗老需求的轻熟及熟龄肌女性	胜肽添加、抗皱紧致		239-309
CORRECTORS	精华	种高端市场，追求功效和精准护肤的女性	面部分区域专项精华		220-290
	乳液/面霜	中高端市场，追求控油保湿的油性肌肤女性	控油保湿		220-240
	面膜	中高端市场，追求深度补水的干性肤质女性	角鲨烷深透补水		24/片

资料来源：天猫旗舰店，公司官网，中国银河证券研究院整理

表 16: 主要品牌 SKU 数目

品牌	产品系列	商品数
 科技新草本	肌初赋活系列，至臻皙白系列，水能量系列，冰清莹白亮彩系列，春兰花颜青春凝时系列，粉面桃花亮颜悦泽系列，金心山茶沁肤润妍系列，茉莉水滢衡肤系列，气韵系列，海之秘系列，小雀幸系列，男士系列	151
 相宜本草	龙胆舒敏系列，蚕丝蛋白补水系列，红石榴亮白系列，山茶花奢养系列，芯净控油系列，百合修护系列，睡莲保湿系列，基础护肤系列，红景天系列，男士元气参系列	174

AUPRES
欧珀莱

时光锁系列, 防晒系列, 臻源系列, 黑精灵系列, 臻粹系列, 均衡系列, 俊士系列

141

PROYA
珀莱雅

水动力系列、紧致肌密系列、舒敏保湿系列、水漾透润系列、靓白芯肌系列、红宝石系列、双抗系列、深海蕴活系列

93

资料来源: 各品牌天猫旗舰店, 中国银河证券研究院整理

从过去业绩表现上看, 中高端品类护肤品结构上占比上升, 拉动业绩增长。从营收规模看, 2015-2018 年珀莱雅营业总收入同比增速不断增长, 2018-2019 年保持 30%左右的同比增速。2020 年由于受到疫情影响, 国内护肤品行业表现普遍不佳, 珀莱雅也受到较大影响, 同比增速下降至 20.13%。2021 年上半年, 营业总规模同比增速有了较大的反弹, 同比增速增至 38.53%。在护肤品整体品类中, 红宝石面霜单品的销售额占比较大, 2020-2021 年, 红宝石面霜单品占珀莱雅淘系 GMV 为 7.99%。

图 40: 珀莱雅营收与同比增速



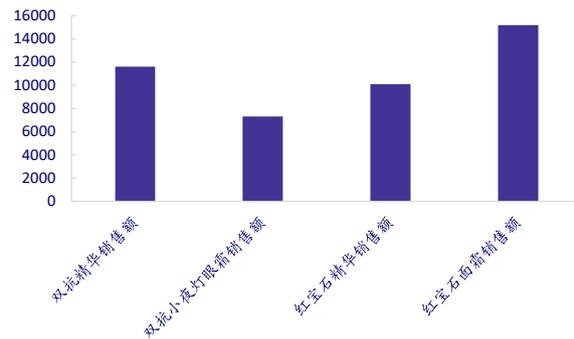
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 42: 珀莱雅近一年产品淘系 GMV 占比



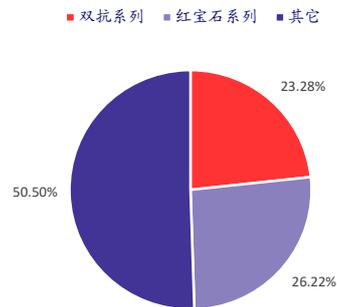
资料来源: 淘数据, 中国银河证券研究院整理

图 41: 珀莱雅四大单品近一年销售额 (万元)



资料来源: 淘数据, 中国银河证券研究院整理

图 43: 珀莱雅 2021 第三季度两大系列淘系 GMV 占比



资料来源: 淘数据, 中国银河证券研究院整理

从成分添加来看, “红宝石系列”核心添加成分为六胜肽, 能够有效抗皱紧致。多肽从作用机制分为: 信号多肽, 载体肽, 神经递质作用肽、调节皮肤内相关蛋白作用机制的肽。六胜肽 (乙酰基六肽-8) 属于抑制神经递质的多肽。这一类的物质可以通过抑制神经传导素乙酰

胆碱的释放，来减少肌肉的收缩，从而减少动态纹和表情纹的生成。六胜肽多被用于雅诗兰黛集团高端线产品的添加中。消费者对于成分认可度高，有国际品牌背书影响。然而，在雅诗兰黛并未将胜肽作为核心成分，添加浓度较低。珀莱雅将胜肽作为核心添加，添加浓度高达 20%。2021 年最新升级“红宝石系列”产品中，珀莱雅所添加的六胜肽由六胜肽-8 升级为六胜肽-1。根据实验数据表明，使用 7 天，3%六胜肽-1 对皱纹的改善效果明显优于 5%的符合多肽。

表 17: 目前市场利用六胜肽-1 添加的产品

品牌	产品	价格	添加浓度排名
珀莱雅	红宝石精华液	¥ 329/30ml	8
珀莱雅	红宝石面霜（滋润）	¥ 310/50g	6
珀莱雅	红宝石面霜（清爽）	¥ 310/50g	12
珀莱雅	红宝石眼霜	¥ 380/20ml	16
光希	视黄醇精华液	¥ 219/30ml	34
瑞斐时	复活肌源颈霜	¥ 899/48g	53
蝶芙兰	眼部密集养护原液	¥ 69/60ml	3
Monstercode	蓝酮胜肽精华	¥ 298/15ml	10
格莱蜜	清透舒缓水凝霜	¥ 288/45g	8

数据来源：美丽修行、公司官网

表 18: 目前市场利用六胜肽-8 添加的产品

品牌	产品	价格	添加浓度排名
海蓝之谜	修护精粹水	¥ 830/100ml	37
雅诗兰黛	微精华露	¥ 860/200ml	17
雅诗兰黛	智妍精华滋养面霜	¥ 850/50ml	49
优时颜	淡纹眼部精华霜	¥ 360/18g	12
海蓝之谜	浓缩密集修护眼霜	¥ 1780/15ml	18
丸美	多重胜肽紧致淡纹眼霜	¥ 398/30g	11
Homefacialpro	寡肽原液	¥ 229/15ml	3
Cemoy	肌底修护精华乳	¥ 418/120ml	15
薇诺娜	紧致修护眼霜	¥ 328/20g	12

数据来源：美丽修行、公司官网

从成分添加来看，“双抗系列”核心添加成分之一为麦角硫因，能够有效抗氧化提亮。麦角硫因是一种天然氨基酸。麦角硫因在紫外吸收范围内具有与 DNA 相近的吸收波长，可有效地防护由紫外辐射造成的损伤；同时具有极强的抗氧化功能，根据实验表明，麦角硫因能在紫外线连续照射 18 个小时的情况下使 70%的细胞仍保持还原性，亦能抑制各种活性氧化物的形成。麦角硫因多被用于雅诗兰黛集团及伊丽莎白雅顿高端线产品的添加中。消费者对于成分认可度高，有国际品牌背书影响。虽然某些小品牌也将其作为成分添加，但不具备品牌影响。

表 19: 目前市场利用麦角硫因添加的产品

品牌	产品	价格	添加浓度排名
伊丽莎白雅顿	铂粹御肤精华液	¥ 870/30ml	65
润百颜	菁透焕亮次抛原液	¥ 529/45ml	26
米蓓尔	轻龄紧致能量精华液	¥ 398/40ml	17

珀莱雅	双抗精华	¥ 299/30ml	6
倩碧	焕颜活力精华露	¥ 595/30ml	42
HBN	麦角硫因发光精华液	¥ 288/30ml	7
夸迪	极光匀净亮肤次抛原液	¥ 799/45ml	6
雅诗兰黛	多效智妍面霜	¥ 830/50ml	13
雅诗兰黛	白金级花菁萃紧颜眼霜	¥ 980/15ml	76

数据来源：美丽修行，公司官网

从价格水平来看，珀莱雅“红宝石系列”及“双抗系列”与之前系列产品相比有明显的价格提升。通过价格对比，珀莱雅护肤品在定价上与同类别中高端产品相似，部分产品仍有提价空间。红宝石系列官方售价为 239-309 元。2021 年新上市的深海蕴活系列售价区间为 280-360 元。从产品系列推出时间顺序看，2020 年来公司推出的“红宝石系列”、“双抗系列”和“深海蕴活系列”定价更能有效迎合国内消费升级趋势。从单品升级来看，目前“红宝石系列”和“双抗系列”都已经升级为 2.0 版本。在配方升级的基础上，单品价格也有了一定的提升。红宝石精华 1.0 版本售价为 329/30ml，升级后的 2.0 版本售价为 389/30ml，价格涨幅约 18.24%。双抗精华 1.0 版本售价为 239/30ml，升级后的 2.0 版本售价为 299/30ml，价格涨幅约 25.11%。单品价格提升带动公司毛利率水平上涨，价格提升的同时产品销量仍然保持快速增长，中高端化的发展势头良好，中高端类产品量价齐升带动公司整体业务发展。

表 20：公司自主品牌护肤品系列产品

系列名称	上市时间	产品示例	SKU	产品价格						
				水 (元/ml)	乳 (元/ml)	洁面 (元/g)	面霜 (元/g)	眼霜 (元/g)	精华 (元/ml)	面膜 (元/片)
水动力	2009 年		4	0.66	0.89	0.79	1.78			
紧致肌密	2013 年		4	1.24	1.48	0.9	3.56			
水漾透润	2016 年		3	1.06	1.42		3.4			
靓白芯肌	2016 年		7	1.07	1.48	0.82	3.36	10.3	4.95	
舒敏保湿	2020 年		4	1.79		0.83	4.95			

全新双抗	2020年		8	1.19	1.83	4.4	13.45	7.78	
红宝石	2020年		7	1.91	2.24	5.98	17.45	10.18	39.8
深海蕴活	2021年		3	1.75	3.0	7.2			

资料来源：天猫旗舰店，公司官网，中国银河证券研究院整理

表 21：同类产品价格对比

品牌	同类系列产品	含量/ml (g)	产品价格/元	单价 (元/ml)
精华类				
珀莱雅	红宝石精华	30	389	12.97
珀莱雅	双抗精华	30	299	9.97
佰草集	灯管精华液	30	359	11.97
欧珀莱	黑精灵精华	30	350	11.67
雅诗兰黛	第七代小棕瓶精华	30	660	22
薇诺娜	舒敏保湿修护精华	30	298	9.93
面霜类				
珀莱雅	红宝石面霜	50	349	6.98
佰草集	太极生物钟面霜	50	480	9.6
欧珀莱	紫绸带面霜	50	290	5.8
雅诗兰黛	胶原霜	50	780	15.6
薇诺娜	高保湿修护面霜	50	298	5.96
眼霜类				
珀莱雅	红宝石冰陀螺眼霜	20	399	19.95
珀莱雅	双抗小夜灯眼霜	20	299	14.95
丸美	多肽小红笔眼霜	30	398	13.27
佰草集	太极生物钟眼霜	15	380	25.33
欧珀莱	小紫钻眼霜	20	280	14
雅诗兰黛	小棕瓶眼霜	15	530	35.33

资料来源：各品牌天猫旗舰店，中国银河证券研究院整理

从系列延伸来看，珀莱雅“红宝石系列”及“双抗系列”产品种类不断丰富。过去两年内，公司推出多款同系列产品，红宝石系列目前包括精华、面霜、水、乳、眼霜，双抗系列除护肤产品外还推出了隔离霜和粉底液。随着“大单品”战略的进一步推进。明星单品有望进一步升级，系列产品有望持续丰富。

3. 优质原材料保障产品质量，研发能力提升促使单品推陈出新

珀莱雅目前以自主生产为主，OEM 外协工厂代加工为辅的生产模式，拥有自建护肤/洗护工厂、彩妆工厂，自身具备优良的研发设计、生产制造和供应链管理能力和能力，这种模式下公司可以直接把控产品质量，增强对下游厂商的议价能力进而降低产品成本。另一方面，生产和配套研发体系结合，可以帮助公司紧跟市场需求，快速调整。

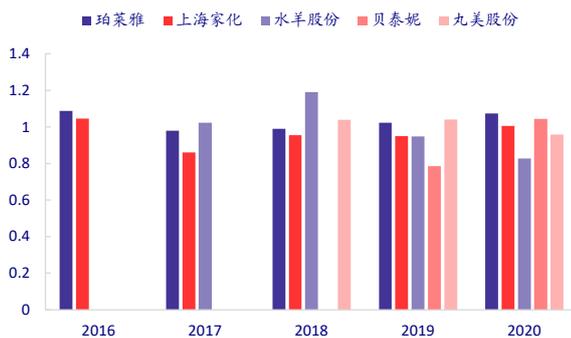
表 22: 可比公司护肤品业务研产销模式

	研发	生产
珀莱雅	自主研发	自主生产为主，OEM 外协工厂代加工为辅
上海家化	自主研发	以自有工厂生产为主，OEM/ODM 外协工厂代加工为辅
水羊国际	自主研发	委托加工为主，自有生产为辅
贝泰妮	自主研发	委托加工为主，自有生产和 OEM 为辅
丸美股份	自主研发	自主生产为主，委托加工加工为辅

资料来源: 中国银河证券研究院整理

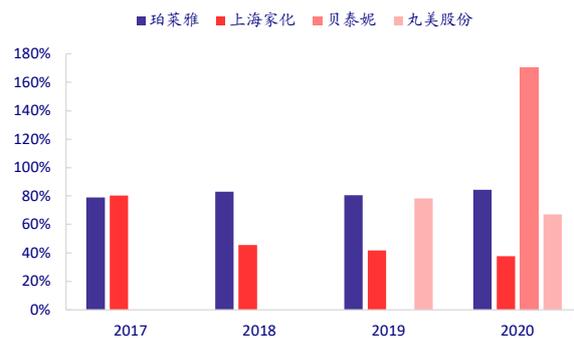
生产端，公司力求打造行业标杆工厂，持续开展先进的生产设备的引入和改进工作，引进先进的自动化化妆品生产线及配套设备，对原有的半自动生产线进行替换，较大程度提升公司生产自动化水平，提高生产效率，进一步减少用工成本，有利于缓解国内劳动力成本持续上升带来的影响。此外，引进国际先进的自动化化妆品生产线有助于提高公司产品品质的稳定性和安全性，以适应化妆品行业日益注重产品品质的发展特点。公司现有全自动生产线 4 条，有力保障了生产效率和产品质量。公司产能充足，化妆品类生产线现有产能 2 亿只，产能利用率约在 85% 左右，生产规模可以根据市场销售情况及时调整。

图 44: 可比公司产销比



资料来源: 各公司公告, 中国银河证券研究院整理

图 45: 可比公司产能利用率 (%)



资料来源: 各公司公告, 中国银河证券研究院整理

表 23: 可比公司护肤品生产线产能

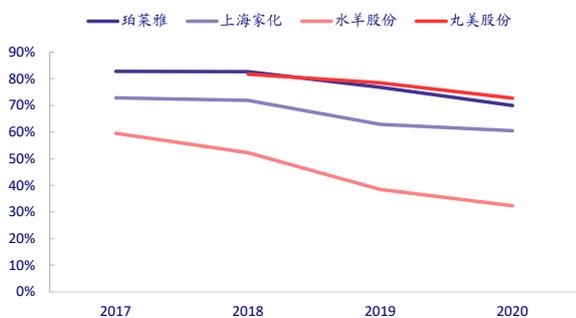
项目	2018 年度	2019 年度	2020 年度	
珀莱雅	产能 (亿支)	1.78	1.95	2
珀莱雅日	产量 (亿支)	1.48	1.68	1.94
化产品	产能利用率	83.03%	80.53%	84.48%
	销量 (亿支)	1.49	1.64	1.81

	产销比	0.99	1.02	1.07
	产能 (亿件)	6.95	7.20	7.23
	产量 (亿件)	5.87	5.98	6.23
上海家化	产能利用率 (%)	45.56%	41.54%	37.74%
	销量 (亿件)	6.15	6.30	6.20
	产销比	0.95	0.95	1.00
	产量 (亿片/亿瓶)	7.47	4.61	4.35
水羊股份	销量 (亿片/亿瓶)	6.27	4.86	5.25
	产销比	1.19	0.95	0.83
	产能 (亿支)	-	-	1.29
	产量 (亿支)	-	0.68	1.10
贝泰妮	产能利用率	-	-	170.70%
	销量 (亿片)	-	0.86	1.05
	产销比	-	0.79	1.04
	产能 (吨)		3,382.50	3382.50
	产量 (亿支)	0.36	0.41	0.34
丸美股份	产能利用率		78.4	67%
	销量 (亿支)	0.35	0.40	0.36
	产销比	1.04	1.04	0.96

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

采用更优质的原材料, 产品功效显著, 肤感提升。对于中高端产品, 公司对原材料的质量和投入有严格的要求。由于产品结构优化调整, 公司近年来加大了对中国际知名化学原料商的采购力度。2020年, 公司形成以自主研发为主、产学研相结合为辅的研发模式。与巴斯夫中国、亚什兰中国、西班牙 LIPOTRUES.L 公司等全球行业领先的原料供应商保持研发合作关系。从原材料占成本比重来看, 公司原材料采购占比较高, 处于业内领先地位。对于优质原材料的选用, 公司从巴斯夫中国采购胺类、二醇、多元醇等原料作为成分添加, 从亚什兰中国采购有机溶剂, 提升产品使用肤感, 保证有效成分活性, 从西班牙 LIPOTURES.L 公司采购六胜肽作为“红宝石系列”的主要功效成分, 确保产品抗皱抗衰的功效。

图 46: 可比公司原材料占成本比重 (%)



资料来源: 各公司公告, 中国银河证券研究院整理

表 24: 公司优质材料供应商

供应商名称	业务简介	提供产品
巴斯夫中国	国际领先化学原料供应商, 主要为胺、二醇、多元醇、酸和特性产品。	化工产品
亚什兰中国	国际领先个人护理原料供应商, 致力于健康与美容产品添加剂研发	纤维聚合物和合成聚合物产品
西班牙 LIPOTURES.L 公司	通过尖端技术获得先进的活性成分	六胜肽

资料来源: 各公司公告, 中国银河证券研究院整理

研发能力增强，“大单品”全面升级。针对护肤品市场中高端化趋势和女性消费者对于护肤品功效的追求，公司对“大单品”配方与原料进行全面升级。例如，公司将红宝石精华升级为2.0版本，主要添加成分六胜肽由六胜肽-1升级为六胜肽-8，根据实验证明，使用七天，3%六胜肽-1对皱纹的改善效果明显优于5%的复合多肽。2.0版本的双抗精华配方在原配方基础上添加了多种功效成分，其中新成分麦角硫因能够有效抗氧提亮。

表 25：珀莱雅单品升级

商品名称	产品示例	抗氧化成分	抗衰成分	抗糖化成分	美白祛斑成分	抗炎成分	商品价格
红宝石精华 1.0 (2020年2月)		烟酰胺、乙酰基六肽-8、棕榈酰五肽-4、视黄醇等 19 种成分	烟酰胺、胆甾醇、乙酰基六肽-8 等 12 种成分	烟酰胺	烟酰胺、红没药醇、柠檬酸、茶叶提取物等 5 种成分	烟酰胺、红没药醇、棕榈酰四肽-7 等 6 种成分	329/30ml
红宝石精华 2.0 (2021年5月)		烟酰胺、乙酰基六肽-1、腺苷、乙酰基四肽-2 等 15 种成分	烟酰胺、乙酰基六肽-1、腺苷、乙酰基四肽-2 等 10 种成分	烟酰胺	烟酰胺、柠檬酸、甘草酸二钾	烟酰胺、泛醇等 5 种成分	389/30ml
双抗精华 1.0 (2020年5月)		烟酰胺、肌肽、麦角硫因等 7 种提取物	烟酰胺、肌肽、丹参提取物、透明质酸钠、麦角硫因	烟酰胺、肌肽	烟酰胺、柠檬酸、3-邻-乙基抗坏血酸	烟酰胺、尿囊素	239/30ml
双抗精华 2.0 (2021年4月)		泛醇、烟酰胺、腺苷等 16 种成分	透明质酸钠、酰胺、腺苷等 10 种成分	烟酰胺	烟酰胺、酵母提取物等 5 种成分	泛醇、尿囊素等 5 种成分	299/30ml

资料来源：各品牌天猫旗舰店，中国银河证券研究院整理

三、驱动因素

(一) 短期：线上渠道持续拓展，进入产品放量期

1. 线上渠道领先优势明显，短期内仍可保持

线上渠道布局完善，渠道优势不断强化。由于线上布局较早，公司已经形成了稳定的线上渠道销售体系。由于国内电商的迅速发展，公司始终高度重视对于线上渠道的深耕和拓展。在线上直营方面，公司自建团队运营，并于18年重建电商团队，针对成熟电商、新锐电商、跨境电商成立不同的事业部，配备以不同特点的运营团队，通过选品调整、精准营销、流量运营等发挥不同团队的优势，提高运营效率实现电商增速高涨。在线上分销方面，直接向唯品会、

京东自营、聚美优品等供货。公司更多地参与到产业链上下游中，提高公司内部库存商品管理及运营团队能力。公司通过加强和电商平台合作，拓展线上销售网络。在线上有广泛完善的销售体系。

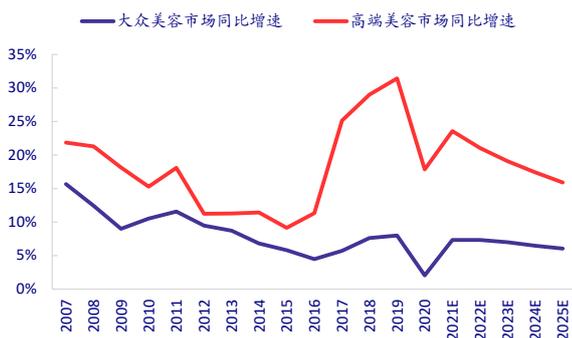
公司在线上渠道占据了优势地位，我们预计，**短期内公司在此渠道仍能保持一定的增长。**原因在于：1) 公司始终高度重视对线上渠道的拓展和深耕，多年的深耕，公司品牌在线上直营店铺中积累了较高的客户忠诚度；其次，通过挖掘与布局新兴电商渠道的销售体系，加强与电商平台的合作和开发力度，拓展线上分销销售网络，不断优化经销商结构，发挥自身在渠道、营销上的优势和竞争力，可以保障持续增长。2) 护肤品行业在消费升级趋势下，消费者对中高端品类产品需求增加，行业规模在价量两方面均存在提升的空间，行业天花板尚未触及。虽然目前行业渗透率较高，但消费量上，因目前悦己经济发展，女性使用频率及用量提升、护肤品市场消费群体向年轻化倾斜，适龄女性年龄向两端延伸，仍有扩容的空间。

2.重点推出“大单品”，抢占中高端护肤品市场

“大单品”系列是对公司原有大众护肤品的升级，由于成分添加与配方优化，产品在功能上由基础补水保湿转为抗衰提亮，同时产品肤感也更佳。公司将其作为重点中高端产品品类推出，是公司抢占细分市场、形成多层次产品战略布局中的重要一环。护肤品品类中高端护肤品的市场销售增速位居首位，随着消费升级以及悦己经济的发展，中高端护肤品作为传统补水保湿护肤品的升级产品，发展空间巨大。数据显示，中高端护肤品在全国市场规模3年复合增速达128.31%，生产份额从2017年的31.1%增加至2020年的43%，增长显著。

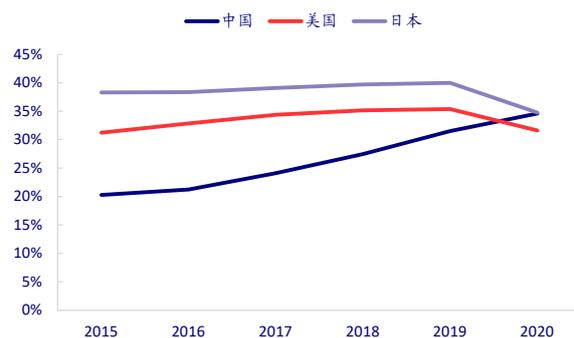
公司在募投资金项目湖州生产基地建设中已引入了四条全自动生产线，大幅提升公司产品的自主生产能力，年产能月为2亿支，产能利用率约为85%。**未来短期内，“红宝石系列”、“双抗系列”将成为推动公司收入增长的重要驱动力。**

图 47: 2015-2020 中国护肤品市场同比增速



资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院整理

图 48: 高端护肤品市场份额



资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院整理

(二) 中期: 线上线下融合发展, 产品持续升级期

1.有序拓展新兴渠道, 线上线下配合发力

中期内护肤品业务有望从大众护肤品牌走向中高端护肤品牌。鉴于行业规模尚未达到天

天花板，市场竞争格局有待进一步整合集中，公司可借鉴在已有线上渠道成功的销售经验，借助优质运营团队将自主品牌护肤品推广至线上全渠道销售，实现公司规模与收入的持续扩张。

公司将遵循线上渠道有序拓展的策略，对于线上整体市场，根据每个电商平台的实际情况，制定差异化的营销策略，逐步拓张。在新兴渠道中，公司目前在抖快手等短视频及直播 APP 平台已经建立了良好的基础，通过新兴线上渠道销售表现看，市场对产品的反应较好。未来公司将重点优先发展新兴短视频及直播 APP 平台，以点带面拓展视频号、头条系等线上短视频和直播渠道。

表 26: 公司目前主要电商渠道平台

平台	年活用户数 (亿)	在售商品数 (件)	红宝石精华价格	双抗精华价格
	7.79	95	279 元/67.5ml	239 元/37.5ml+源力精华 30ml
	4.719	55	279 元/67.5ml	239 元/67.5ml
	6+	373	309 元/67.5ml	239 元/30ml+源力精华 30ml
	0.83	196	279 元/68ml+2 片红宝石面膜	239/68ml
	-	57	329 元/30ml	259/30ml

资料来源：各电商平台，中国银河证券研究院整理，以 2021.11.03 价格计

线下积极拓展一二线城市市场，加快单品牌店建设。为加快品牌转型，进一步打开国内中高端护肤品市场，珀莱雅线下应积极拓展一二线城市市场，目前珀莱雅主要单品牌及分销商集中于三四线城市，而一二线城市网点较少。在中期，珀莱雅可通过一二线单品牌店或分销店铺 BA 加大品牌展示，提升品牌知名度，设置合理的渠道间价格差异，聚集流量及时向线上转化引流。

借助短视频平台，开拓新零售渠道。下游行业受新零售业务的影响，销售渠道正发生裂变，线上渠道已经超越线下，成为国内护肤品销售的主流。根据 Euromonitor 研究数据显示，我国护肤品行业销售电子商务渠道占比不断增加，且未来仍有很大的发展空间。根据艾瑞咨询预测，直播电商规模将突破 6 万亿，渗透率将达到 23.9%。在此背景下，护肤品企业开始积极尝试多种新零售、新营销模式，如 IP 授权、直播带货、深度开发网络新兴渠道。通过组建专业的电商团队、加大电商平台的资源投入，强化与搭建配置相应的供应链系统，通过近 5 年的渠道建设与完善，助力公司业绩实现可持续增长。目前，公司电商渠道占比 70.01%，电商渠道建设水平远高于行业水平，珀莱雅天猫官方旗舰店粉丝数达 1310 万人，与适龄人口总数相比仍有较大的提升空间；目前珀莱雅天猫旗舰店复购率在 25%，线下商超渠道复购率约 50%，对线上消费者购买习惯和客户忠诚度方面仍可进一步培养。珀莱雅可通过加快新零售渠道的建设，以短视频平台为拓展中高端市场的核心渠道，不断提升渗透率，借助渠道红利驱动销售增长。

图 49: 国内护肤品行业电商渠道占比及增速 (%)



资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院整理

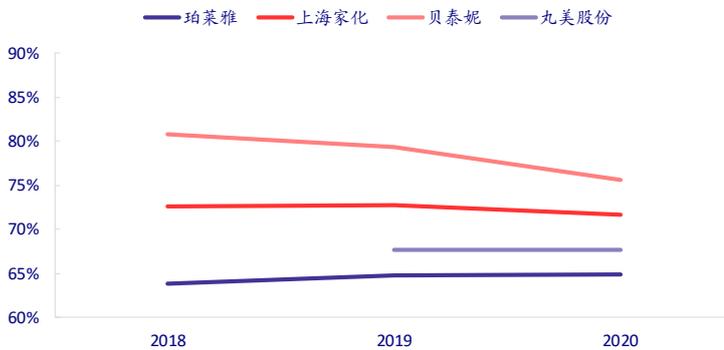
调整线上渠道策略, 聚焦品牌宣传推广。公司将调整线上渠道策略, 重新明确各电商平台定位, 贯彻对平台用户实施差异化营销策略。天猫平台业务重点将由产品促销、注重规模增长转向品牌宣传推广和品牌忠诚度培养, 提高渠道利润水平, 改变以促销驱动增长的模式。未来通过纳入更多短视频等新兴平台如视频号、快手、头条系平台等协同发展, 实现全平台直营与分销相结合, 顺应消费文化采用新颖的线上推广方式, 如直播、私域社群等。同时, **线上线下融合发展。**头部护肤品品牌通过线上线下渠道定价差异, 引导消费者转向线上平台购买, 培养线上消费习惯。在更加健康的运营模式下, 预计公司电商渠道未来收入有较大增长弹性。此外, 在人力资源上, 公司于 2020 年 10 月开始, 将直播电商业务由原有的第三方代运营更改为自播, 有利于公司将以往电商渠道的成功经验运用与自播之中, 更好地把握直播渠道。

2.加大中高端产品的研发和营销力度, 带动价量双提升

对于护肤品产品, 其价格的提升来自两方面——同种产品价格的提升和产品矩阵结构性变化带来的价格提升。受消费升级趋势的影响, 消费者对高端化、差异化产品的需求的增加。加之中国女性对皮肤护理的重视程度逐渐增加, 可支配收入的提升对产品价格的敏感性下降, 二者可共同促成产品价格的提升, 行业存在提价扩容的空间。

在产品中高端化转型进程中, 随着未来营销投入的增加, 预计公司核心品类产品的价格实现提升。目前, 公司自有品牌护肤产品毛利率水平约为 65%, 对比行业竞品公司 75%-80%的毛利率水平, 存在近 10%-15%的水平差距, 该部分毛利率的提升可通过产品价格整体的提升来实现。未来公司可以通过优化产品矩阵结构以及加大营销提升单品类产品价格, 以实现整体价格提升。

图 50: 可比公司护肤品业务毛利率水平



资料来源: wind, 中国银河证券研究院整理

为实现打造一个全国性的中高端护肤品品牌，**珀莱雅将加大在新市场的营销资源的投入**。募投资金项目营销网络建设将拓展公司营销网络，建设品牌形象，最终提升消费者群体的复购率与满意度，从而增加消费者对于品牌的忠诚度。“营销网络建设项目”的实施对于公司提升珀莱雅品牌形象起着至关重要的作用。对柜台形象的更新有助于保持消费者对品牌及产品的新鲜度和忠诚度；柜台形象升级可以与新产品的推广相结合，对新产品推广、吸引老客户购买具有很好的促进作用。此外，品牌建设对企业整体战略实施及市场占有率提升具有重要意义。公司成立至今一直致力于品牌形象的建设，通过签约明星代言人、与联合国妇女署合作等方式来打造品牌影响力、知名度和美誉度。近年来化妆品行业竞争日趋激烈，持续加大品牌建设将有利于企业保持长期较快发展。2019 年营销网络建设项目已全部完成投入，累计投入金额超过承诺投入金额 544.58 万元，系公司使用募集资金进行理财等产生的利息收入一并投入该项目。

表 27: 公司营销网络建设项目募集资金使用计划

项目	推广方式	投资金额/万元
渠道形象建设费	日化专营店	13000
	商场	10500
	超市	1200
	电视电影媒体推广	15000
品牌建设费	杂志媒体推广	1500
	户外媒体推广	3000
	网络视频	4000
	网络推广	5000
	微博、微信官网	293
	代言人	2000
	植入广告	4000
铺底流动资金	线下推广活动	1000
		2750
合计		63198

资料来源: 招股说明书, 中国银河证券研究院整理

加大研发投入力度，推出新品类高端产品。根据募集资金项目，公司未来将投入超 2.2 亿元用于建设研发中心，项目的实施将提高公司产品设计能力，有助于保持现有品牌的更新及未来新产品系列的开拓。2019 年产品中心建设项目已完成建设，并达到预定可使用状态，项目使用约 1.68 亿元，结余约 5595.40 万元。未来通过不断的产品升级和新品类推出，满足市场上消费者新的需求，吸引更多的消费者使用购买公司产品，增强客户粘性，提高销量和市场份额。

表 28：公司研发中心建设项目募集资金使用计划

序号	投资项目	投资金额 (万元)	占比
1	建筑工程投资，总建筑面积 9000 平方米，包括市场研究中心（900 平）、设计中心（1800 平）、创意中心（1800 平）、体验互动中心（3600 平）大数据中心（900 平）	6390	31.03%
1.1	建安费用	3150	14.10%
1.2	装修及配套设施工程	3150	14.10%
1.3	预备费	630	2.82%
2	硬件购置费	4005.45	17.93%
3	软件购置费	1242.02	5.56%
4	人员费用	2438	10.92%
5	创意服务购买费	5520	24.71%
6	产品设计费用	800	3.58%
7	市场调研费用	400	1.79%
8	铺底流动资金	1000	4.48%
	合计	22335.47	100.00%

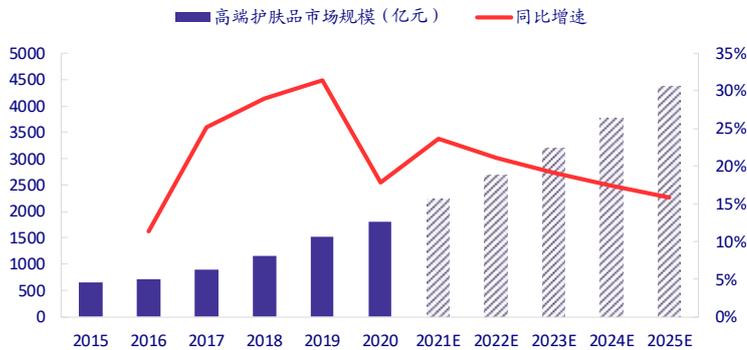
资料来源：招股说明书，中国银河证券研究院整理

（三）长期：全品类覆盖，品牌价值重塑，公司进入绽放期

1. 高端化趋势下，行业市场扩容，未来仍具发展空间

虽然公司的核心护肤品业务，其行业的市场渗透率较高，但是目前行业集中度不高，在消费量上，长期可能难以有较大的增长空间，但在当下消费升级趋势持续的情况下，护肤品高端化、差异化的需求将会增加，公司产品在价格上仍然存在因高端化而提价的空间，未来行业规模仍会增长。目前公司处于初步发展阶段，主打“大单品”产品升级换代仍处于起步阶段，可对标国际公司如雅诗兰黛，其大单品“小棕瓶”自 1982 年第一代问世以来，截至目前已经升级为第七代。在长期，公司加大研发力度，推进自身产品不断升级，打造长青明星单品。公司坚持对产品结构的优化调整，定位高端市场，不断推出高端优质的产品，进行单品升级，长期仍可实现持续发展。

图 51: 中国高端护肤品市场规模 (亿元)

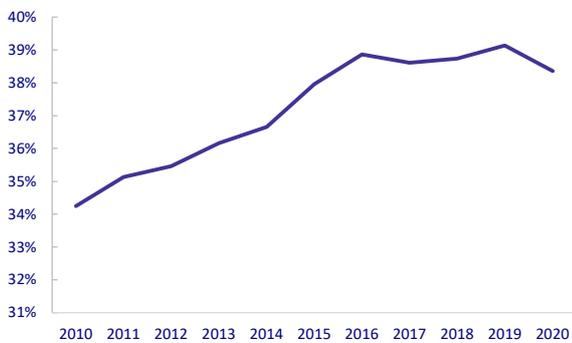


资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院整理

2. 多品类布局, 高端化调整, 功效型护肤行业红利开启

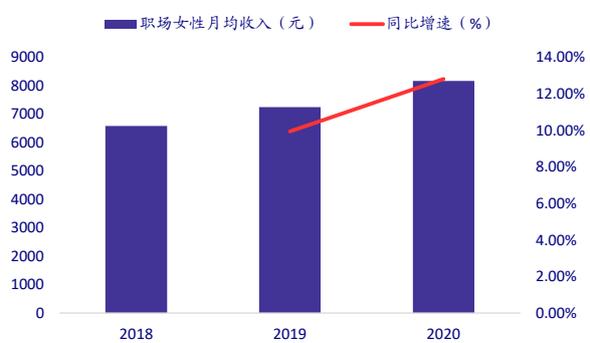
在行业布局上, 公司业务大众护肤品、中高端护肤品、功效型护肤品及化妆品, 对美容化妆类用品全品类覆盖, 勾勒出品牌长期发展规划。中高端护肤品及皮肤学级护肤品行业尚存渗透率提升红利, 随着国内经济发展和女性收入的提高, 将有较大的消费群体从低端护肤产品向高端护肤产品消费。同时, 随着悦己经济的发展, 护肤品适用人群年龄段覆盖面扩大, 公司目标群体数量扩大, 未来借助渠道与高端化产品长期仍可获取市场份额。

图 52: 居民最终支出占可支配收入比重



资料来源: 国家统计局, 中国银河证券研究院整理

图 53: 中国职场女性月收入及同比增速



资料来源: 智联招聘, 中国银河证券研究院整理

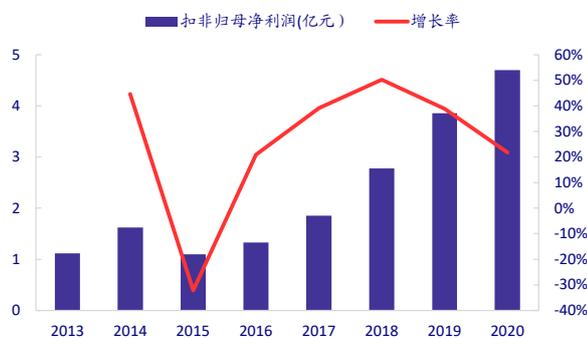
中高端护肤品行业处于发展初级阶段, 消费者对于大众护肤产品的认知和接受程度较高, 以价格为导向的消费理念已经不是市场主流, 而以功效为导向才是目前国内消费人群的主要追求。受益于国内经济的发展和消费结构升级, 行业红利尚待全面开启。目前, 我国经济发展迅速, 同时居民消费结构不断升级。根据国家统计局统计数据显示, 截至 2020 年, 我国城镇居民家庭人均可支配收入为 43834 元, 10 年复合增长率为 8.66%, 未来随着经济发展及分配制度的完善, 国内人均可支配收入仍有上涨趋势。2020 年, 我国居民第三产业消费占比, 随着悦己经济的发展和国内消费结构升级, 未来中高端护肤品市场规模预计持续增长, 潜在市场规模有望超四万亿元。随着消费群体对产品认知的完善, 今后对产品的消费将从较高性价比的中低端产品向功能导向型产品转型功效型护肤品行业未来规模巨大, 属于典型朝阳行业。公司已经开始布局功效型护肤品领域, 对行业保持持续关注与投入, 逐渐积累品牌优势, 待市场时

机成熟入局，未来该品类长期发展可期。

四、公司未来投资价值分析与评级：价值与成长兼顾，继续予以推荐评级

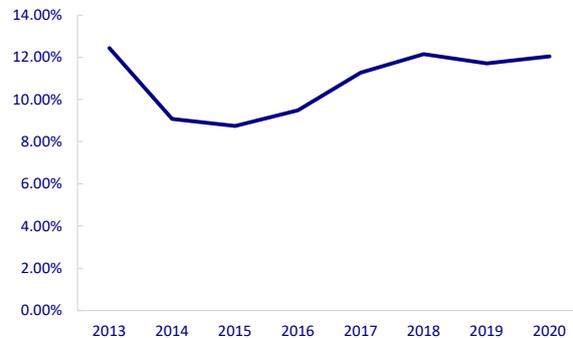
2020年公司归属于上市公司股东净利润4.70亿元，同比增长21.22%，2013-2020年公司扣非归母净利润CAGR为22.74%。EPS每股2.37元，加权ROE为21.82%，同比提升0.58pct。15年以后净利润快速稳定增长，净利润率总体呈上升趋势，综合毛利润率水平偏低，未来产品盈利潜力大。

图 54：公司 2012-2020 年扣非归母净利润及同比增速



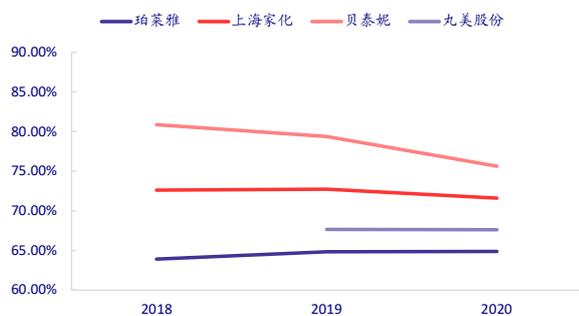
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 55：公司历年净利率水平



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 56：可比公司综合毛利率水平



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

公司主要从事美容及化妆品的研发、生产和销售，主营拳头品牌“珀莱雅”，同时积极开发彩妆品牌“彩棠”，高功效护肤品牌“科瑞肤”等，全面覆盖护肤品、美妆产品、高功效护肤品等多个领域。从产品的角度来看，公司为各层次消费人群提供高品质的美容及护肤产品，拳头品牌珀莱雅稳步转型中高端护肤领域，是当前公司营收规模增长与盈利水平抬升的主要动力。从渠道的角度来看，公司实施“线上渠道为主，线下渠道并行”的发展策略，一方面完善CS、KA等传统渠道的建设，夯实线下优势渠道的销售；另一方面积极参与线上电商渠道的搭建，积极布局新兴线上渠道，进一步扩大品牌在全国市场范围内的影响力。

关键假设与预测

我们认为公司一方面在传统品牌（主品牌珀莱雅、核心品类护肤品）、优势渠道（线上渠道）上均保持持续增长，另一方面大力推动多品牌、多品类、多渠道的生态化发展战略，以消费者需求为导向，顺应渠道变革潮流，新品牌、新品类增速亮眼。组织平台化为公司生态化增长提供保障，实现最大化资源共享，提高生产经营效率；品牌不断升级与新品上市、爆款商品大卖提升品牌形象、传扬品牌精神；杂志、综艺和代言人的整合营销扩大品牌知名度；坚实的科研创新能力成就品牌质量保障。我们预测公司 2021/2022/2023 年将分别实现营收 48.45/57.17/68.75 亿元，净利润 5.70/7.29/9.20 亿元，对应 PS 为 7.96/6.74/5.61 倍，对应 EPS 为 2.84/3.64/4.59 元/股，PE 为 68/53/42 倍。

表 29：盈利预测

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（单位：百万元）	3123.52	3752.39	4844.72	5717.54	6874.70
增长率（%）	32.28%	20.13%	29.11%	18.02%	20.24%
归属母公司股东净利润（单位：百万元）	392.68	476.01	569.74	729.09	920.02
增长率（%）	37.28%	21.22%	19.69%	27.97%	26.19%
EPS（元/股）	1.96	2.37	2.84	3.64	4.59
销售毛利率	63.96%	63.55%	64.20%	64.70%	65.15%
净资产收益率（ROE）	19.35%	19.90%	20.42%	22.09%	23.32%
市盈率（P/E）	51	82	68	53	42
市净率（P/B）	8.73	16.26	13.81	11.68	9.77
市销率（P/S）	6.15	10.74	7.96	6.74	5.61

资料来源：公司财务报表，中国银河证券研究院整理及预测（股价为 2021 年 11 月 17 日收盘价）

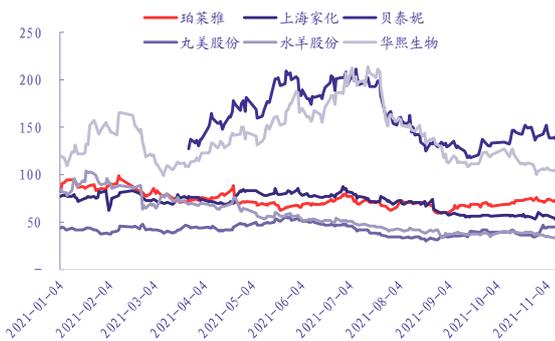
我们选取了化妆品行业内的相关公司进行横向对比，可以发现公司 2017 年 11 月上市至今 PE（TTM）中枢水平为 56X，在 22-100X 的范围内波动，2021 年年内的估值中枢约为 74X；与化妆品行业中其他标的公司相比处于中等偏上水平。根据我们前期对于化妆品行业的估值研究可知，参照海外成熟公司品牌的发展情况，市场对于化妆品行业公司存在“非理性”信任；如果当地化妆品行业发展向好，且公司规模扩张优于行业，出现市占率的提升，如果业绩增长放缓是暂时现象或是外力影响，公司可以迅速调整自身经营，未来可以出现业绩增速的改善，那么市场会给予公司较高的估值溢价。考虑到公司在营销、渠道、产品、研发、品牌等多维角度体现出的竞争优势与增长潜力，我们给予 60-80X 的预期，结合 2022 年的业绩来看，公司估值或可达到 437-583 亿元。

图 1: 公司上市 (2017.11) 至今 PE (TTM) 变化趋势



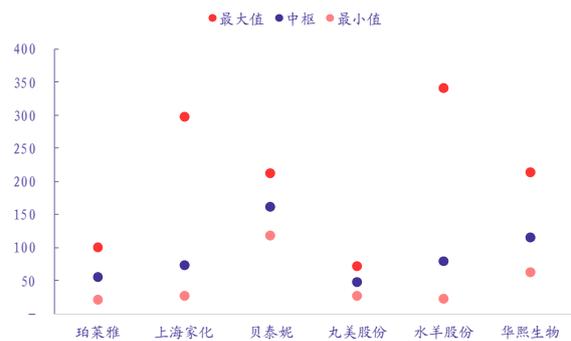
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 58: 公司与可比公司年初 (2021.1.1) 至今估值变化趋势



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 59: 公司与可比公司 2017.11 至今估值分布情况



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

五、风险提示

日化行业发展不及预期的风险; 市场竞争加剧、行业集中度降低的风险; 品牌渠道推广不及预期的风险。

插图目录

图 1: 公司发展历程.....	3
图 2: 公司历年营业收入(亿元)及增速.....	4
图 3: 2017 年公司股权结构.....	5
图 4: 青年偶像蔡徐坤代言珀莱雅产品广告.....	7
图 5: 著名女演员孙俪代言珀莱雅广告.....	7
图 6: 青年偶像范丞丞代言珀莱雅产品广告.....	8
图 7: 青年女演员徐璐代言珀莱雅广告.....	8
图 8: 蔡徐坤粉丝年龄分布.....	8
图 9: 珀莱雅“趁年轻为爱去冒险”宣传片.....	9
图 10: 珀莱雅灯塔礼盒.....	9
图 11: 珀莱雅“性别不是边界偏见才是”活动.....	10
图 12: 珀莱雅“开学来信写给 18 岁的自己”活动.....	10
图 13: 珀莱雅 X 中国航天联名礼盒.....	11
图 14: 珀莱雅抖音超品日直播.....	11
图 15: 2006-2020 年国内 CS 渠道占比及同比增速.....	12
图 16: 公司细分渠道占比.....	12
图 17: 公司线下渠道占比及 CS 占比.....	12
图 18: 2006-2020 年公司渠道占比.....	12
图 19: 竞品公司线上渠道增速.....	12
图 20: 公司线上渠道增速.....	13
图 21: 2016-2020 国内及公司电商渠道占比.....	13
图 22: 公司抖音小店 GMV.....	14
图 23: 公司抖音小店 GMV 及平台排名.....	14
图 24: 各彩妆品牌修容类畅销款产品价格及品牌定位.....	15
图 25: 各功效型品牌精华类畅销款产品价格(元/30ml)及品牌定位.....	15
图 26: 主品牌“珀莱雅”营收贡献率.....	16
图 27: 主品牌“珀莱雅”主营成本占比.....	16
图 28: 各护肤品牌精华类畅销款产品单价(元/30ml)及品牌定位.....	16
图 29: 我国功效型护肤品市场规模及同比增速.....	17
图 30: 我国功效型护肤品市场规模渗透率及同比增速.....	17
图 31: 公司护肤品业务收入情况.....	17
图 32: 2016-2020 年公司自有品牌产品营收结构.....	17
图 33: 国内彩妆市场规模及同比增速.....	17
图 34: 护肤品市场及珀莱雅主营业务同比增速.....	17
图 35: 中国护肤市场规模(亿元).....	19
图 36: 中国护肤品市场消费趋势.....	19
图 37: 三大产业对 GDP 增长贡献率(%).....	20
图 38: CPI、RPI 增速.....	20
图 39: 大单品代表雅诗兰黛“小棕瓶”升级图.....	22

图 40: 珀莱雅营收与同比增速	24
图 41: 珀莱雅四大单品近一年销售额 (万元)	24
图 42: 珀莱雅近一年产品淘系 GMV 占比	24
图 43: 珀莱雅 2021 第三季度两大系列淘系 GMV 占比	24
图 44: 可比公司产销比	28
图 45: 可比公司产能利用率 (%)	28
图 46: 可比公司原材料占成本比重 (%)	29
图 47: 2015-2020 中国护肤品市场同比增速	31
图 48: 高端护肤品市场份额	31
图 49: 国内护肤品行业电商渠道占比及增速 (%)	33
图 50: 可比公司护肤品业务毛利率水平	34
图 51: 中国高端护肤品市场规模 (亿元)	36
图 52: 居民最终支出占可支配收入比重	36
图 53: 中国职场女性月均收入及同比增速	36
图 54: 公司 2012-2020 年扣非归母净利润及同比增速	37
图 55: 公司历年净利率水平	37
图 56: 可比公司综合毛利率水平	37
图 57: 公司上市 (2017.11) 至今 PE (TTM) 变化趋势	39
图 58: 公司与可比公司年初 (2021.1.1) 至今估值变化趋势	39
图 59: 公司与可比公司 2017.11 至今估值分布情况	39

表格目录

表 1: 公司高级管理人员简介	5
表 2: 历次限制性股票授予情况	6
表 3: 公司解除限售条件及实际业绩	6
表 4: 历年代言人数据	7
表 5: 2012-2017 年孙俪主演电视剧	8
表 6: 公司线上平台产品推广	9
表 7: 公司线上内容推广	10
表 8: 多品牌各线上平台自营渠道布局对比	13
表 9: 公司品牌业务布局	15
表 10: 化妆师毛戈平、唐毅对比	18
表 11: 毛戈平、彩棠品牌产品对比	18
表 12: 2017 和 2020 年护肤品牌国内市场市占率排名前 20	19
表 13: 护肤品产品升级下高端增值产品	20
表 14: 爆品与大单品特征对比	21
表 15: 公司自主品牌护肤品系列产品	22
表 16: 主要品牌 SKU 数目	23
表 17: 目前市场利用六胜肽-1 添加的产品	25
表 18: 目前市场利用六胜肽-8 添加的产品	25

表 19: 目前市场利用麦角硫因添加的产品.....	25
表 20: 公司自主品牌护肤品系列产品.....	26
表 21: 同类产品价格对比.....	27
表 22: 可比公司护肤品业务研产销模式.....	28
表 23: 可比公司护肤品生产线产能.....	28
表 24: 公司优质材料供应商.....	29
表 25: 珀莱雅单品升级.....	30
表 26: 公司目前主要电商渠道平台.....	32
表 27: 公司营销网络建设项目募集资金使用计划.....	34
表 28: 公司研发中心建设项目募集资金使用计划.....	35
表 29: 盈利预测.....	38

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

甄唯莹：现任消费品零售&化妆品行业分析师。2018年5月加盟银河研究院从事零售行业研究，擅长深度挖掘公司基本面。

评级标准

行业评级体系

未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报 10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% - 20%。

中性：指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn