

## 零售&美妆

## 珀莱雅 (603605.SH)

## 调整评级

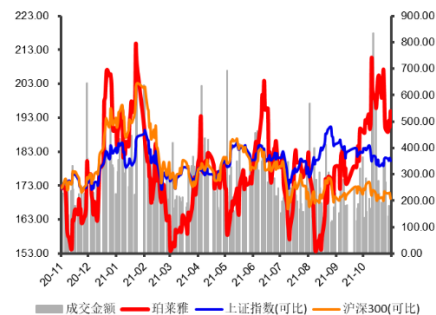
报告原因：深度报告

完善品牌矩阵，加码线上直营，大单品策略驱动长期增长 买入

2021年11月23日

公司研究/深度报告

### 公司近一年股价表现



### 投资要点：

➤ **构建新国货化妆品产业平台，收入净利稳健增长。**公司致力于构建新国货化妆品产业平台，主要从事化妆品类产品的研发、生产和销售。旗下主要拥有珀莱雅、彩棠等品牌，已覆盖大众精致护肤、彩妆、高功效护肤等多层次美妆领域。2021年前三季度公司实现营收 30.12 亿元 (+31.48%)，净利润 3.64 亿元 (+27.82%)，业绩稳健增长。

➤ **市场规模持续增长，国货品牌+线上新渠带来增量。**随着消费者经济实力与消费观念的改变，化妆品消费已趋近刚需，市场规模持续增长，其中护肤类是规模最大的子行业。美妆护肤市场完全竞争，国货产品多分布于中高端和大众化领域，国货品牌定位本土化、主攻下沉市场和 Z 时代消费群体，同国际大牌差异化竞争。传统线下渠道份额逐渐下滑，电商渠道份额迅速攀升。抖音为爆款和新锐品牌的成长提供沃土，国货品牌偏好抖音投放，创新内容营销助力销售增长。

➤ **大单品策略驱动，强化品牌矩阵建设。**公司将推行大单品策略作为突破方向，其中面部护肤赛道竞争力较强，选择关注度高的精华品类切入。公司持续升级产品，加强品牌建设，重塑老品牌的同时，不断策划新品牌，逐步完善大单品矩阵、搭建自有品牌矩阵。公司自主研发为主、产学研相结合为辅的研发模式支撑产品推新和升级。

➤ **线上直营带动增长，积极布局新型渠道。**公司线上以直营为主、分销为辅，主营天猫抖音，增长较快。自有电商团队带动线上快速增长，线上直营渠道占比和同比增速均处于前列。公司积极布局新型渠道，抓住抖音直播风口，重点布局品牌自播运营，线上 GMV 实现高速增长，在国内品牌中的市占率不断提升。

➤ **内容营销精准种草，深化用户影响力。**针对不同的平台和群体，采取差异化的内容营销策略。珀莱雅同抖音深度合作，创新营销玩法，以品牌理念为传播主线，用态度、情绪和精神触发用户，深化品牌在 Z 时代消费者中的影响力。

➤ **投资建议：**短期来看，公司凭借抖音低成本流量红利持续引领线上渠道高增长；长期来看，公司在“大单品策略+渠道矩阵+内容营销”中累积的品牌效应将成为公司的核心竞争力，持续提升公司产品客单价和复购率、增强品牌粘性。我们看好公司以“产品、内容、运营”为主线的前中后高效协同的组织机制，持续推动线上新兴渠道销售带动整体业绩增长的能力，预计 2021-2023 年 EPS 分别为 2.91/3.59/4.51 元，对应公司 11 月 23 日收盘价 196.98 元，2021-2023 年 PE 分别为 67.69X/54.87X/43.68X，首次深度覆盖，上调评级至“买入”。

➤ **风险提示：**市场竞争竞争加剧；新品牌孵化、新品类培育风险；疫情对经营产生不确定性影响；大股东减持对市场情绪的负面影响。

### 市场数据：2021年11月23日

收盘价(元):	196.98
年内最高/最低(元):	224.43/145.99
流通 A 股/总股本(亿):	2.01/2.01
流通 A 股市值(亿):	395
总市值(亿):	396

### 基础数据：2021年9月30日

基本每股收益	1.82
每股净资产(元):	13.00
净资产收益率:	14.55%

分析师：谷茜

执业登记编码：S0760518060001

Tel: 0351-8686775

Email: guqian@sxzq.com

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn



## 目录

<b>1.公司情况概述：构建新国货化妆品产业平台，收入净利稳健增长.....</b>	<b>5</b>
1.1 公司简介及发展战略：构建新国货化妆品产业平台 .....	5
1.2 公司产品矩阵：覆盖多层次美妆领域 .....	5
1.3 股权结构及股东情况 .....	6
1.4 财务分析：收入净利稳健增长，盈利能力持续提升 .....	7
<b>2.美妆行业：市场规模持续增长，国货品牌+线上新渠带来增量 .....</b>	<b>9</b>
2.1 化妆品市场规模持续增长，护肤占比大彩妆增速高.....	9
2.2 美妆护肤市场完全竞争，国货品牌聚焦差异化.....	10
2.3 线上渠道份额迅速攀升，精准营销增强品牌黏性.....	12
2.4 抖音电商高速发展，美妆新锐品牌数量最多.....	14
<b>3. 公司护城河：大单品策略+渠道矩阵+内容营销 .....</b>	<b>16</b>
3.1 大单品策略驱动，强化品牌矩阵建设.....	16
3.1.1 大单品策略驱动，面部护肤赛道竞争力较强 .....	16
3.1.2 加强品牌矩阵建设，研发支撑产品升级 .....	18
3.2 线上直营带动增长，积极布局新型渠道 .....	20
3.2.1 线上直营带动高增，天猫抖音增长较快 .....	20
3.2.2 积极布局新型渠道，重点运营抖音自播 .....	21
3.3 内容营销精准种草，深化用户影响力.....	23
3.3.1 差异化内容营销，联合抖音创新推广 .....	23
3.3.2 传播品牌理念形象，深化用户影响力 .....	25
<b>4.盈利预测、估值分析和投资建议 .....</b>	<b>27</b>
<b>5.风险提示 .....</b>	<b>29</b>



## 图表目录

图 1：公司发展历程 .....	5
图 2：公司品牌矩阵 .....	6
图 3：公司股权结构图 .....	7
图 4：营业收入（亿元）及同比增速% .....	7
图 5：归母净利润（亿元）及同比增速% .....	7
图 6：产品结构占比（按品牌拆分） .....	8
图 7：销售费率持续上升，管理费率不断下降 .....	8
图 8：毛利率、净利率中枢上移 .....	8
图 9：近三年投资回报率逐年提升 .....	8
图 10：2018-2023 年中国化妆品市场规模及同比 .....	9
图 11：2020 年中国化妆品市场规模拆分 .....	9
图 12：2015-2020 年中国护肤市场规模及增长率 .....	10
图 13：2015-2020 年中国彩妆市场规模及增长率 .....	10
图 14：美妆护肤市场品牌竞争格局（按主流产品价格区间划分） .....	11
图 15：美妆品牌消费人群共性特征趋势：国货品牌 VS 国际品牌 .....	12
图 16：2011-20 年中国化妆品行业下游渠道销售额占比 .....	13
图 17：2011-20 年中国化妆品线上渠道销售额及同比 .....	13
图 18：2021H1 美妆日化品牌客户 TOP5 投放平台 .....	14
图 19：国货及海外美妆日化品牌投放达人量级 .....	14
图 20：抖音电商生态快速成长 .....	15
图 21：抖音天然具备盛产爆款的基因 .....	15
图 22：2020 年抖音电商 TOP100 新锐品牌行业分布 .....	15

图 23：护肤类产品销售额（亿元）增长率及占比%	16
图 24：珀莱雅品牌产品销售额（亿元）增长率及占比%	16
表 1：珀莱雅主营产品情况概述	17
图 25：护肤类大单品产品升级	18
表 2：公司主要品牌矩阵构建及品牌建设情况	19
图 26：研发费用投入在 A 股品牌化妆品中居前	20
图 27：2020 年研发人员数量在 A 股品牌化妆品中居前	20
图 28：线上渠道高速增长，线下渠道承压	20
图 29：线上直营渠道占比持续提升	20
图 30：21H1 公司线上直营渠道占比领先	21
图 31：21H1 公司线上同比增速领先，直营增速居前	21
图 32：珀莱雅旗下品牌整体线上 GMV、增速及占比	22
图 33：珀莱雅天猫京东 VS 抖音 GMV（百万元）变化	22
图 34：珀莱雅电商渠道探索之路	23
图 35：针对不同平台采取不同的营销策略，搭建全媒体矩阵	24
图 36：创新营销案例-珀莱雅抖音超级品牌日	25
表 3：品牌节点营销事件汇总（2021 年）	26
表 4：公司盈利预测-按渠道拆分（百万元）	28
表 5：可比公司估值水平比较（截止 2021.11.18 收盘价）	29

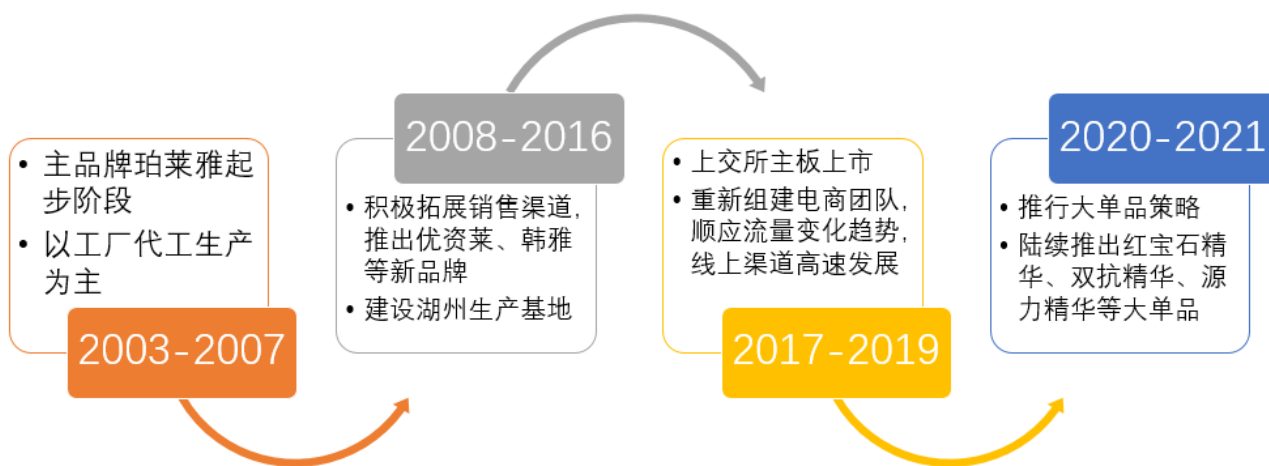
## 1.公司情况概述：构建新国货化妆品产业平台，收入净利稳健增长

### 1.1 公司简介及发展战略：构建新国货化妆品产业平台

公司的前身珀莱雅（湖州）化妆品有限公司成立于 2006 年 5 月 24 日，注册资本 300 万元。公司致力于构建新国货化妆品产业平台，主要从事化妆品类产品的研发、生产和销售。旗下主要拥有“珀莱雅”、“悦芙媿”、“彩棠”、“INSBAHA”、“CORRECTORS” 等品牌。公司自有品牌已覆盖大众精致护肤、彩妆、高功效护肤等美妆领域，并构建了覆盖日化专营店、百货商场、超市、电子商务和单品牌直营店的多渠道销售网络。

公司致力于成为世界一流的美妆企业，构建新国货化妆品产业平台。未来将重点发展“6 \* N”的战略。“6”指新消费、新营销、新组织、新机制、新科技、新智造，“N”指打造 N 个品牌。“6 \* N”核心内涵是指基于以上六项能力打造，赋能、孵化出满足不同消费者不同需求的不同品牌。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司公告、百度文库，山西证券研究所整理

### 1.2 公司产品矩阵：覆盖多层次美妆领域

公司主品牌“珀莱雅”定位于海洋科技护肤，旗下包括“深海蕴活系列”、“水漾芯肌系列”、“海洋透皙白系列”等多个系列多款产品；2016 年公司推出专为年轻肌肤定制的“悦芙媿”品牌，明星单品包括“圣诞莓少女素颜霜”、“小紫罐面膜”等；2018 年推出朋克风小众彩妆品牌“INSBAHA”，2021 年与三星堆博物馆联名推出“土味彩妆”系列；2019 年投资并购新国风化妆师专业彩妆品牌“彩棠”，主打专为中国面孔定制，旗下品牌包含“海棠花系列”、“青瓷系列”等；2021 年初推出了初主打“成分协同，才更有效”，致力于引导消费者科学护肤，引领护肤潮流由“成分党”向“配方党”转变的高功效护肤品牌“CORRECTORS”。

此外，还有“优资莱”、“韩雅”、“猫语玫瑰”、“YNM”等品牌，产品品牌的差异化定位覆盖了宽年龄段、宽收入区间、多层次的客户群。

图 2：公司品牌矩阵

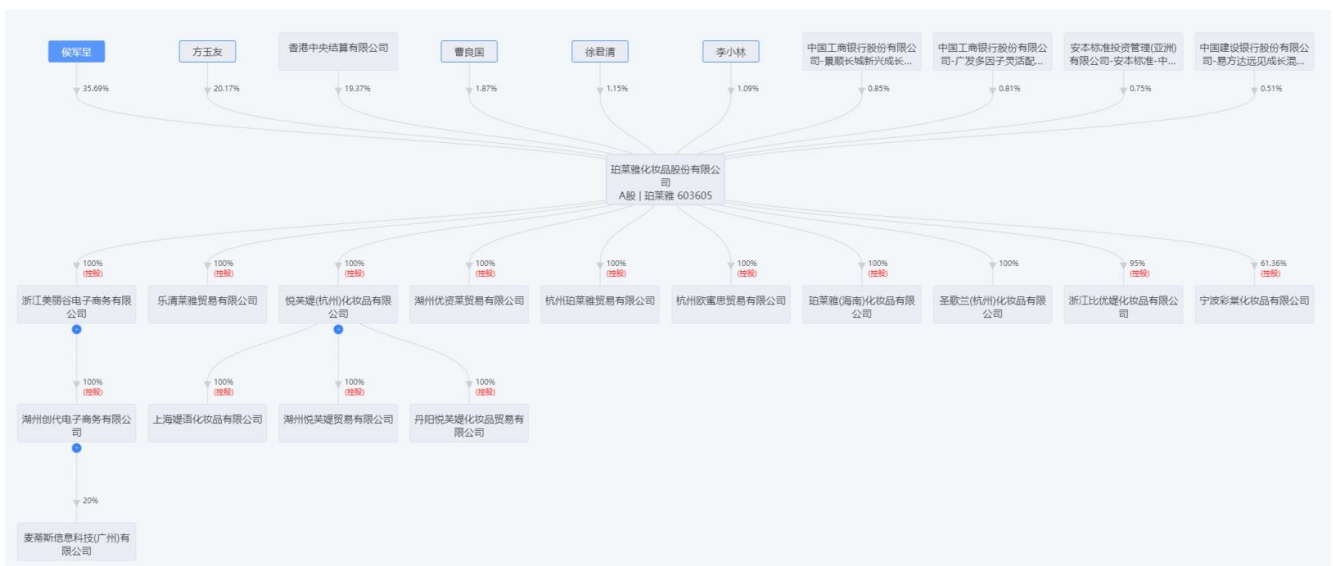


资料来源：公司年报、可持续发展报告，山西证券研究所

### 1.3 股权结构及股东情况

公司实际控制人为侯军呈先生，直接持有公司 35.69%的股份，为公司第一大股东；联合创始人兼 CEO 方玉友为侯军呈配偶方爱琴的弟弟，持有公司 20.17%的股份，故侯军呈与方玉友存在关联关系。香港中央结算有限公司的持股比例由 2020 年报的 8.33% 上升至 2021 年 11 月的 19.37%，主要来自港资和外资。

图 3：公司股权结构图



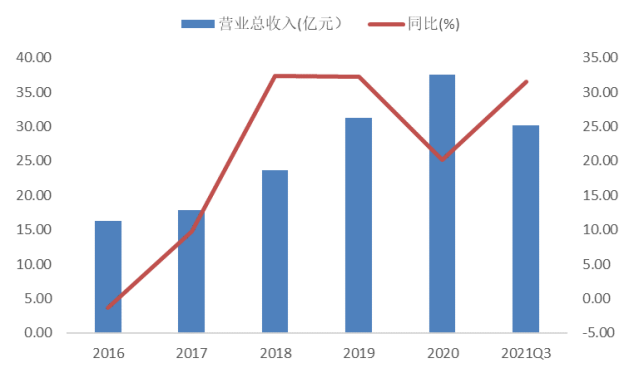
资料来源：iFinD，山西证券研究所

## 1.4 财务分析：收入净利稳健增长，盈利能力持续提升

2020 年公司实现营业收入 37.52 亿元，同比增长 20.13%；归属于上市公司股东的净利润 4.76 亿元，同比增长 21.22%。2020 年公司营收稳健增长，虽然受到疫情对线下渠道带来的负面影响，但线上渠道和美容彩妆品类均录得高增长。2016~2020 年，公司营业收入和归母净利润的复合增长率分别为 23.31%和 32.59%。

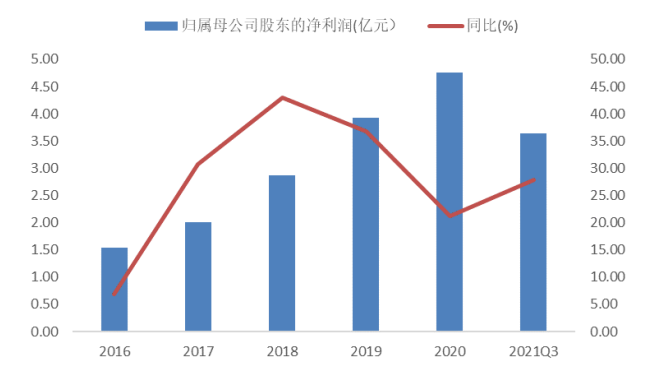
2021 年前三季度，公司实现营业收入 30.12 亿元，同比上升 31.48%；归属于上市公司股东的净利润 3.64 亿元，同比上升 27.82%。前三季度公司营收净利均实现快速增长，虽然持续受到疫情对线下渠道带来的负面影响，但公司线上渠道录得高增，同比增长 71.59%。分季度看，营业收入 Q1-Q3 同比分别增长 48.88%/30.42%/20.71%，归母净利润同比分别增长 41.38%/15.01%/30.09%，单 Q3 销售收入增长小幅下降，但净利润增速环比提升。

图 4：营业收入（亿元）及同比增速%



资料来源：Wind，山西证券研究所

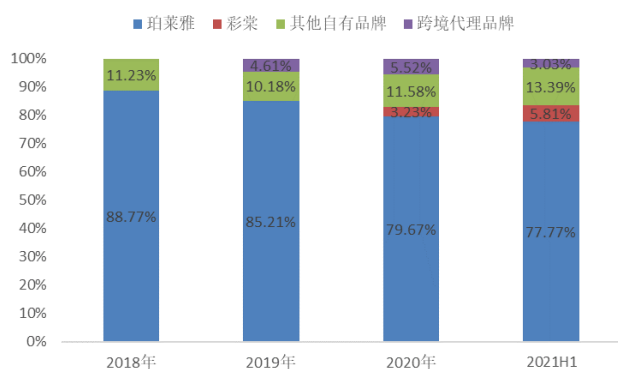
图 5：归母净利润（亿元）及同比增速%



资料来源：Wind，山西证券研究所

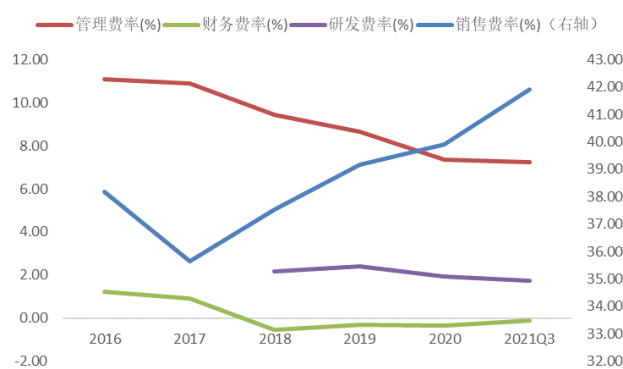
公司对主品牌的依赖度有所下降。公司主营构成中近 80%来自于主品牌珀莱雅，其他自有品牌占比持续提升，其中 2020 年彩妆品牌彩棠营收突破亿元；2019 年公司开始拓展跨境代理品牌业务，占比持续稳步上升。期间费用方面，2020 年公司期间费率有所下降，但 21 年前三季度期间费率同比提升，主要受到销售费率同比大幅提升的影响。随着线上营收占比的持续增大，公司形象宣传和品牌推广投入增加，带动销售费率同比不断上涨；伴随股权激励摊销的不断减少，同时公司对悦芙媞、优资莱等品牌店铺进行调整，导致租赁费及办公费等费用减少，影响管理费用率稳步下降；公司研发费用率占比较小，基本保持平稳运行。

图 6：产品结构占比（按品牌拆分）



资料来源：Wind，山西证券研究所

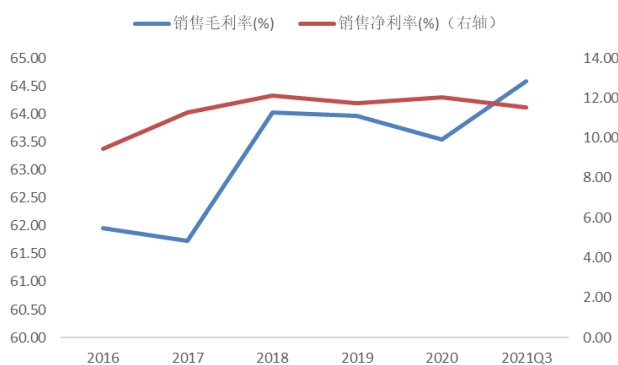
图 7：销售费率持续上升，管理费用率不断下降



资料来源：Wind，山西证券研究所

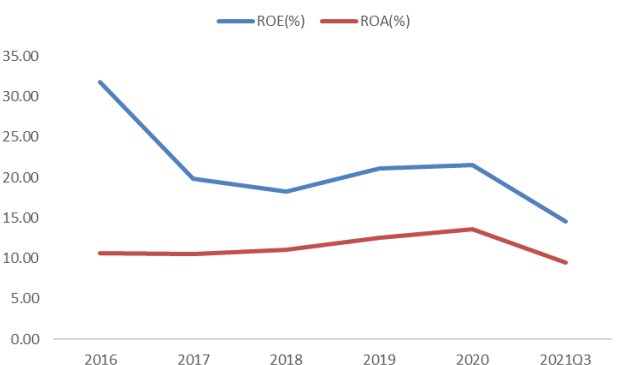
受益于规模效应增大和线上渠道拓展，公司毛利率和净利率中枢上移。2020 年毛利率下降主要受到执行新收入准则的影响，在可比口径下销售毛利率为 66.70%，基本维持稳步提升态势，到 21 年前三季毛利率同比提升 2.88pct 至 64.59%，主要受到珀莱雅和彩棠品牌毛利率高于平均以及去年同期低基数影响；净利率近年来有所波动，但 2020 年小幅增长。公司 2020 年 ROE 为 21.53%，高于同业，在 A 股上市的同类型品牌化妆品公司中居于前列，仅次于功能性护肤品品牌贝泰妮，21Q3 同比提升 1.08pct 至 14.55%。

图 8：毛利率、净利率中枢上移



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 9：近三年投资回报率逐年提升



资料来源：Wind，山西证券研究所

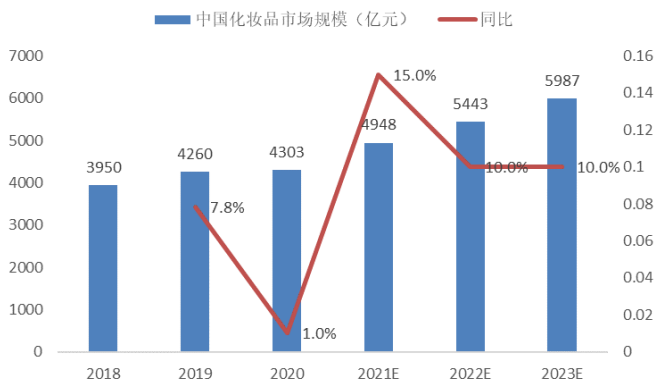


## 2.美妆行业：市场规模持续增长，国货品牌+线上新渠带来增量

### 2.1 化妆品市场规模持续增长，护肤占比大彩妆增速高

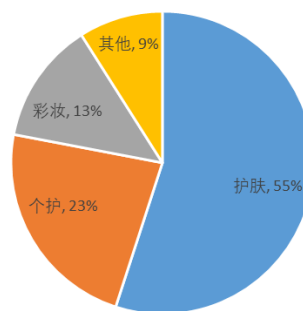
**化妆品市场规模持续增长。**随着国民收入和生活水平不断提高，以护肤、彩妆、医美行业为代表的颜值经济市场规模不断扩大，颜值经济增长潜力十分强劲。欧瑞数据显示，近年来我国化妆品消费额占居民可支配收入的比例维持在 1.1%左右，表明化妆品消费已趋近于刚性需求。随着居民可支配收入的稳定增长，我国消费者经济实力与消费观念的改变，以及对化妆品的了解不断加深，化妆品消费升级趋势明显。2020 年，我国化妆品市场规模达到 4,300 亿元，在疫情抑制需求的影响下仍能保持正增长。据艾瑞预测，未来三年，化妆品整体市场规模在疫情修复之后预计保持 10%左右的增速持续增长，2023 年有望达到 6000 亿元。

图 10：2018-2023 年中国化妆品市场规模及同比



数据来源：艾瑞咨询，山西证券研究所

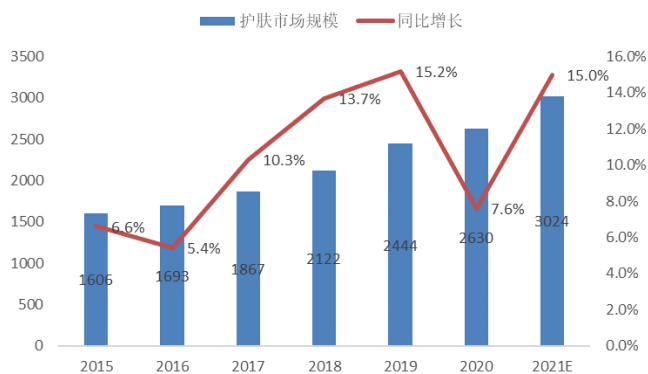
图 11：2020 年中国化妆品市场规模拆分



数据来源：艾瑞咨询，山西证券研究所

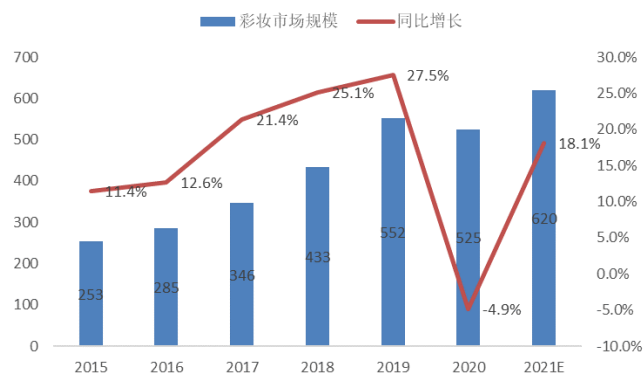
**护肤品是规模最大的子行业，彩妆占比较小、增速较高。**从国内化妆品市场的构成情况来看，护肤品、个护和彩妆是前三大品类，贡献了 90% 的市场销售额。其中，护肤品作为化妆品行业第一大品类，2020 年市场份额占比约为 55%，增速趋于稳定，未来竞争将更多集中在市场份额的争夺和对原有领导性品牌的挑战。作为化妆品行业中规模最大的子行业，伴随居民可支配收入的不断提高，消费者对外在形象要求与认知持续提升以及核心消费人群结构变化等一系列因素驱动下，国内护肤品市场需求迅速增长。行业市场规模及增速不断提升，即使在 2020 年疫情冲击下，国内护肤品行业市场规模仍然达到 2600 亿元，同比增长 7.6%，高于同期化妆品市场整体增速，展现出行业较高的抗风险能力。相比之下，彩妆市场占比较小，约为 13%，但在疫情之前保持着较高的增速。随着新生代消费者观念以及审美观念的升级和改变，以悦己和个人喜好为主的美妆护肤意识不断增强，彩妆已经成为许多消费者必不可少的日常。虽然 2020 年受到疫情冲击，我国彩妆市场规模达到 500 亿元，同比下降 4.9%，但在品牌商积极挖掘新兴需求的努力下，品类下跌的趋势在下半年得以扭转。

图 12：2015-2020 年中国护肤市场规模及增长率



数据来源：欧睿咨询，山西证券研究所

图 13：2015-2020 年中国彩妆市场规模及增长率



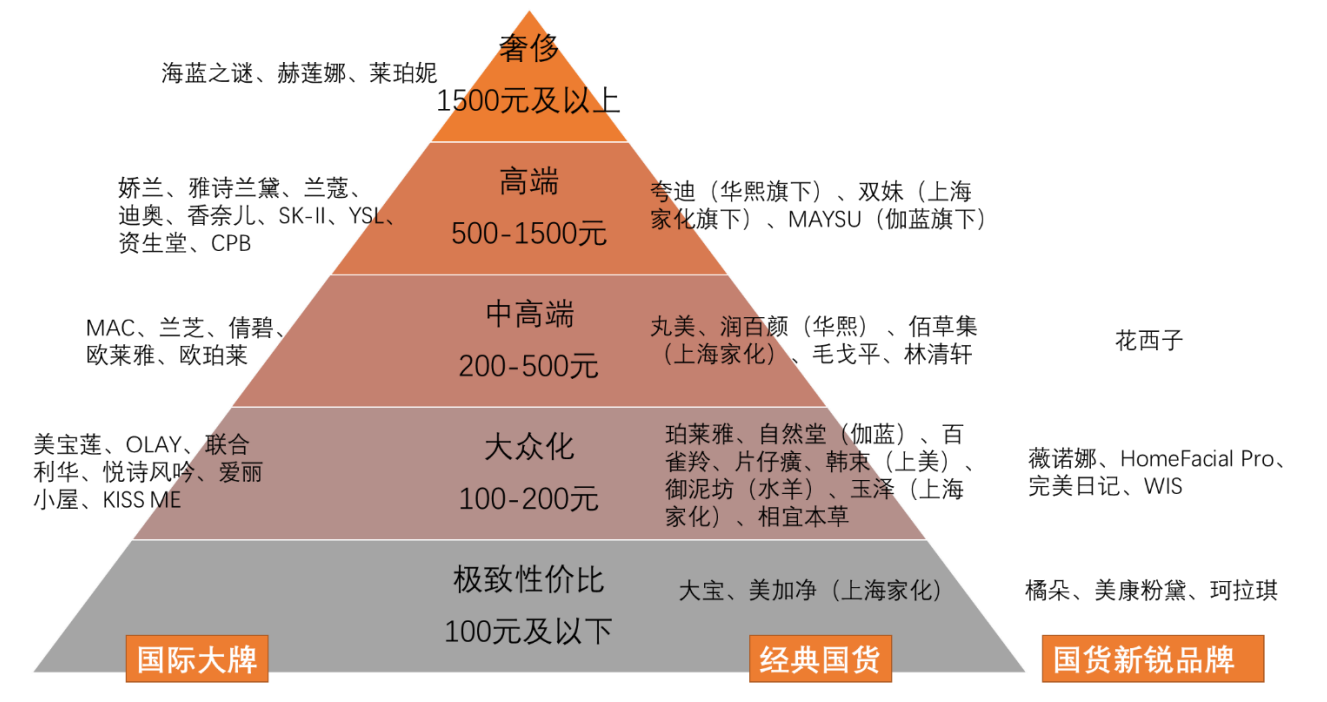
数据来源：欧睿咨询，山西证券研究所

**化妆品成为消费升级浪潮下的刚需消费。**伴随我国居民消费能力和生活质量的逐步提升，越来越多的消费者将护肤产品纳入高品质生活的重要组成部分。在颜值经济和各种短视频自媒体蓬勃发展的社会环境影响下，消费者更加追求个性化的表达方式，利用彩妆产品有助于消费者获得心灵慰藉、提高信心。随着护肤、彩妆消费人群的消费观念逐渐趋于理性，追求性价比、支持国潮等消费观念也影响了消费者对化妆品的消费偏好，平价好物和国潮大牌也渐渐开始受到消费者的青睐。伴随女性经济实力增强，其较强的消费能力也得到印证，女性关于美丽健康的消费需求更加精细多样，带动消费品类持续扩充，从基础护肤到彩妆，对局部深度细致护理的需求不断衍生，对品牌的需求也更加多样化。此外，越来越多的男性意识到个人仪容在社交中的重要性，男性逐渐愿意花费时间和精力进行日常护肤。

## 2.2 美妆护肤市场完全竞争，国货品牌聚焦差异化

**国货多分布于中高端和大众化，大众化市场竞争激烈。**按照我国美妆护肤市场中主流产品的价格区间分布来划分，可以分出五个细分市场，各阶层市场均处于完全竞争状态。其中，高端及以上市场竞争者多为欧美品牌，中高端市场欧美品牌与经典国货分庭抗礼、竞争较为激烈，大众化及以下市场多为经典国货和新锐国货品牌，竞争十分激烈。分品牌看，国际品牌在奢侈到大众化四个阶层中均有布局，而国货品牌绝大多数分布在中高端和大众化阶层。借助直播、短视频等新媒体渠道，老牌本土品牌重新焕发活力的同时，新锐国货品牌表现亮眼，并且部分品牌通过兼并收购等方式拓宽品牌矩阵、掘金中高端市场。高端品牌集中度和用户粘性相对较高，入局较难，消费者教育任重道远，导致国货品牌在高端及以上市场相对稀缺。

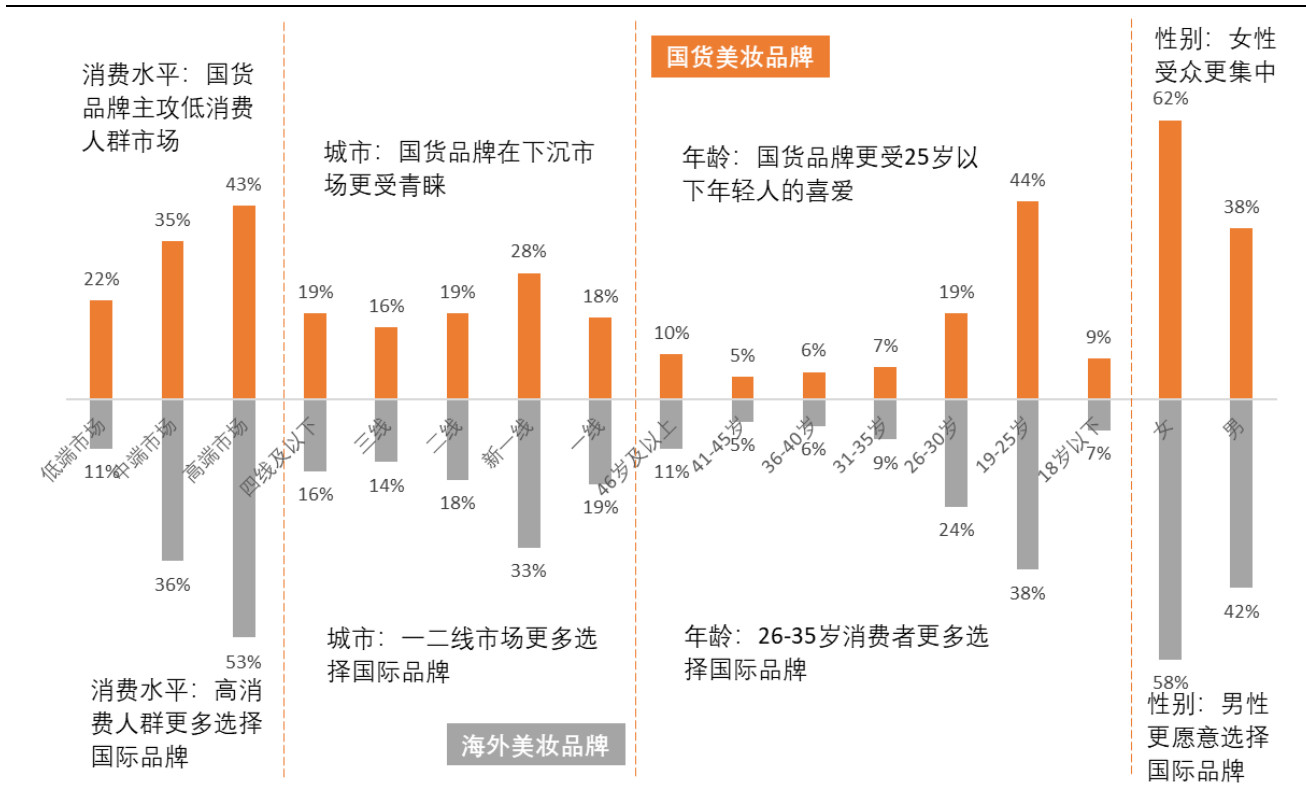
图 14：美妆护肤市场品牌竞争格局（按主流产品价格区间划分）



资料来源：前瞻产业研究院，山西证券研究所整理

**国货品牌市场份额持续提升，同国际大牌差异化竞争。**国货美妆护肤品牌在品牌定位上更加本土化、贴近东方人肤质和审美，根据我国消费者肤质特点推出更适合国人的化妆品，例如在功能上以保湿、美白为主，而在配方上常辅以植物、天然等概念，更易被国人接受。在市场层次上，国货品牌与国际大牌错位竞争，依靠产品性价比取胜，主攻中低端大众护肤需求，避免与国际大牌在一二线城市的中高端市场正面冲突，在夯实用户基础上再逐渐向中高端渗透。2020年，市场份额跻身前20的本土化妆品公司有7家，合计市场份额由2011年4.2%增长至2020年9.7%，崛起趋势明显，其中百雀羚、伽蓝集团市场份额占比分别为3.9%、3.7%，同比均提升0.4pct。随着国产护肤品品牌竞争力增强，国内以国际品牌占主导的市场格局将被打破。

图 15：美妆品牌消费人群共性特征趋势：国货品牌 vs 国际品牌



资料来源：微播易大数据，山西证券研究所

**国货美妆品牌下沉趋势明显，95后为主要消费人群。**国货美妆品牌的目标用户以25岁以下、三线及以下城市的95后女性消费者为主。微博易大数据显示，国货美妆品牌中低端消费占比约为78%，下沉市场消费占比约为54%，25岁以下的消费者占比约为53%。从年龄结构来看，95后已经成为国货美妆产品的第一大消费群体，具有较强的消费潜力，他们更加热衷于时尚潮流、网红经济、彰显个性，更愿意尝试新品牌和新产品，高性价比、天然草本植物等成分配方、高颜值的包装、朋友圈的话题等都成为吸引其化妆品消费的动力；从城市分布来看，国货美妆品牌下沉趋势较为明显，且城市越低线增长越明显。一方面，三四线城市具有庞大的消费群体，随着化妆品专营店的下沉开店和电商物流的渠道拓展，低线消费市场有巨大的上升空间。另一方面，根据天猫数据，三四线城市消费者化妆品细分品类的渗透率仍有待提升，国货品牌以其高性价比占据主要市场；从需求端看，消费者对颜值经济的追求没有因为疫情而改变，在我国庞大的需求基数和分化的消费审美偏好下，各类品牌因其不同定位，均有其差异化的核心消费群体。

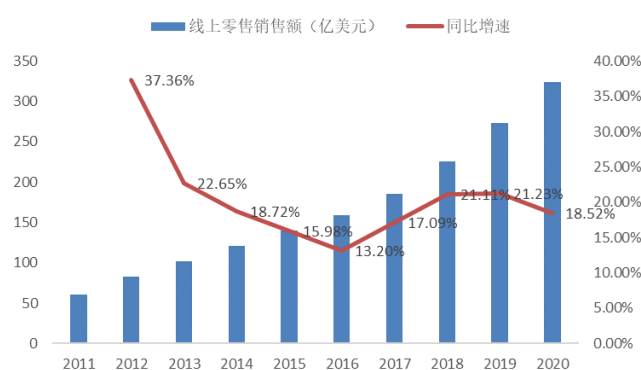
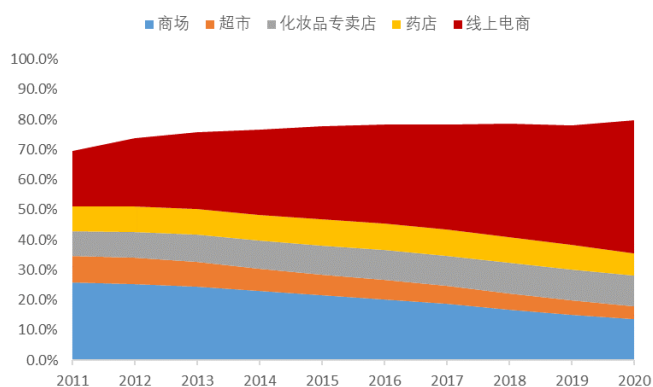
### 2.3 线上渠道份额迅速攀升，精准营销增强品牌黏性

**传统线下渠道份额逐渐下滑，电商渠道份额迅速攀升。**百货、商超、化妆品专营店、电商为我国化妆品的主要销售渠道。近年来，传统线下渠道如百货、商超等份额下滑明显，2020年渠道占比18%；而线下化妆品专卖店渠道份额小幅提升，2020年渠道占比10%，主要受到新型CS渠道如调色师、话梅、喜燃等

美妆集合店的带动。与传统的 CS 店比，新型美妆集合店更加注重店内设计感与体验感，旨在为消费者提供更加沉浸式体验。互联网的普及带来了渠道变革，电商渠道的迅速崛起进一步释放了消费需求，为品牌商吸引目标消费者提供了新的增长渠道。在社交电商、社交 APP 裂变式传播以及网红经济的推动下，品牌客群覆盖范围扩大、消费意愿不断增强，国内线上化妆品消费的市场份额逐年攀升，从 2015 年的 31% 上升至 2020 年的 44%，超过百货、KA 和 CS 渠道，成为现阶段内化妆品销售的第一大渠道。2020 年受到疫情影响，美妆护肤类消费进一步向线上渠道转移，伴随短视频、直播等线上新兴社交内容的蓬勃发展，品牌商将进一步提升线上渠道渗透率，加速品牌营销数字化转型的步伐。

图 16：2011-20 年中国化妆品行业下游渠道销售额占比

图 17：2011-20 年中国化妆品线上渠道销售额及同比

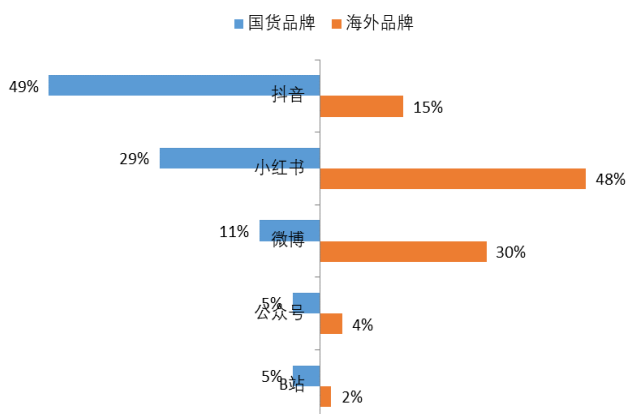


数据来源：前瞻产业研究院，山西证券研究所

数据来源：前瞻产业研究院，山西证券研究所

**精准营销增强品牌忠诚度，消费需求多元化发展。**伴随电商渠道的迅速发展，2016-2020 年化妆品线上销售整体保持上升态势，2020 年受到疫情影响增速有所放缓，但销售额超过 2000 亿元，同比增长 18.5%。由于线上数字营销可触及到更广泛的人群，通过对市场数据及需求信息的分析，品牌商得以更清晰地了解消费者偏好特性，实现更具针对性的产品研发、商品定价和品牌推广，同时与消费者双向互动，因地制宜的制定营销方案，为消费者提供个性化的产品和服务，不断增强需求转化的效果和消费者的品牌忠诚度。此外，消费者获取化妆品知识的来源日益广泛，加之淘宝直播、抖音、小红书等社交平台上 KOL 的专业普及、品牌商的营销推广，对于化妆品的消费理念日趋成熟，消费需求呈现多元化发展趋势。消费者依据消费习惯追求品牌和性价比，愿意在美丽健康、品质生活等领域增加消费，愿意为健康、安全、专业的品质和认可的价值及不同的品牌买单。

图 18：2021H1 美妆日化品牌客户 TOP5 投放平台



数据来源：微播易大数据，山西证券研究所

图 19：国货及海外美妆日化品牌投放达人量级



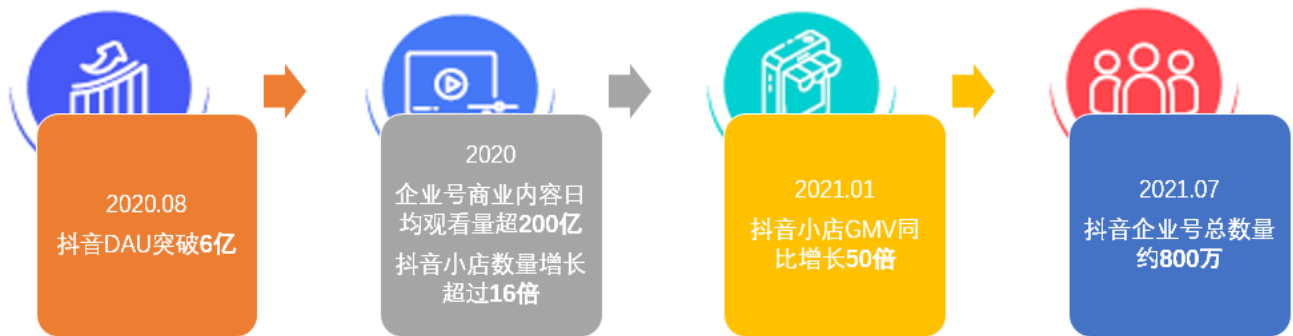
数据来源：微播易大数据，山西证券研究所

**国货品牌偏好抖音投放，创新内容营销助力销售增长。**线上渠道主要优势在于优惠力度大、促销活动多、购买方便，电商平台、品牌官网、短视频直播平台等均是美妆护肤类品牌竞争的主要战场。在品牌营销方面，美妆日化品牌客户普遍将抖音、小红书和微博作为投放重心，其中国货品牌对抖音平台的偏好更加明显。在达人量级层面，除小红书外，国货品牌使用各平台尾部达人的比重均高于海外品牌。国货品牌与腰部达人合作最多，头腰尾达人配比约为 1:6:3，而在小红书平台投放头部达人更多。随着消费需求多元化、消费理念不断出新，以及社交媒体、电商平台的快速发展，为国货新锐品牌的涌现孕育了大量机会。通过独特的品牌形象和话题营销，国货新锐品牌在对消费者画像进行深入分析的基础上推出差异化的新品概念，利用创新的内容营销实现了爆发式增长。国产成熟品牌也积极增加对社交电商的投入，通过对流量爆发的社交平台快速反应，重视与消费者深度沟通，带来消费者品牌认知重塑和销售增长。

## 2.4 抖音电商高速发展，美妆新锐品牌数量最多

**抖音定位“兴趣电商”，引领短视频高速发展。**基于抖音生态，依托推荐算法，短视频以其内容丰富、浏览碎片化的特点持续构建线上新生态，促使不同的用户场景和商业业态加速融合，呈现高速发展态势。在流量为王的时代下，与其他竞争对手相比，坐拥 6 亿日活跃用户的抖音在布局电商领域方面竞争优势明显。21 年 4 月，抖音明确“兴趣电商”的平台定位，其商业逻辑是通过推荐技术将标签化的商品内容与潜在兴趣用户链接，用内容激活用户的消费需求。基于推荐技术，抖音将商品通过内容主动推荐给潜在兴趣人群，并且通过转化和沉淀的优化，还能将内容推荐给更多的潜在消费者，从而使新流量、新转化和新沉淀源源不断，实现流量变现。从兴趣到转化，抖音自上线以来，逐渐实现对电商闭环的布局。

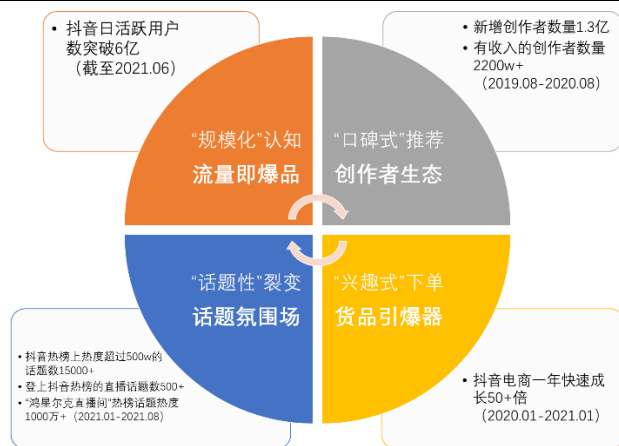
图 20：抖音电商生态快速成长



资料来源：巨量算数，山西证券研究所

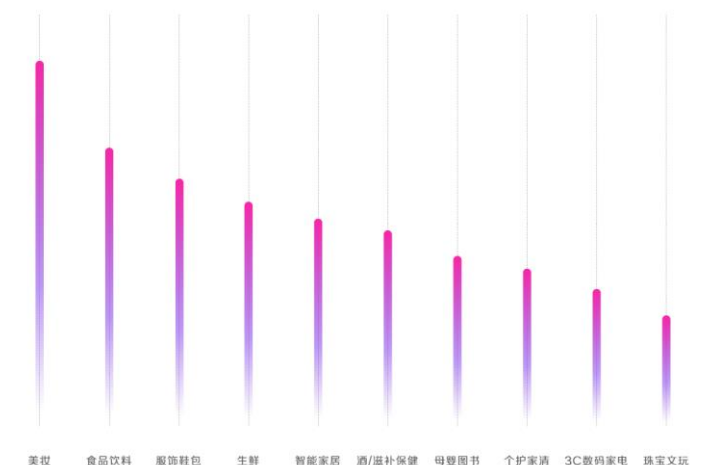
抖音为爆款和新锐品牌的成长提供沃土，美妆新锐品牌数量最多。在多媒体融合发展的背景下，互联网让产品的价值得到了最大化的释放，也让单一爆品的重要性得到了极大提升。抖音具有普遍认可的爆款标签，其爆款购买率达 80%，在以爆品带品牌方面具有较强的优势。爆款不仅是实时销量的稳定保障，从长期来看，也是品牌价值的持续转化。抖音的 6 亿日活用户、丰富的创作者生态、原生的话题氛围场和兴趣电商，都为爆款的诞生提供了天然的土壤。同时，在直播+短视频的场景下，消费者“触达-种草-转化-沉淀”的心智建设周期被大大缩短。过去品牌需要经年累月的长期建设，而互联网时代，大量新锐品牌获得了短期爆发式增长的机会。2020 年，众多新锐品牌在抖音电商生根发芽、茁壮成长。通过借助抖音电商这片新沃土，各行业的新锐品牌正在高速驶向成长快车道，其中以美妆类新锐品牌占据领先地位。

图 21：抖音天然具备盛产爆款的基因



数据来源：巨量算数，山西证券研究所

图 22：2020 年抖音电商 Top100 新锐品牌行业分布



数据来源：抖音电商&巨量算数，山西证券研究所

抖音美妆旗舰店数量和销量稳步攀升。根据 CC 数据，美妆行业的产品销量在抖音电商平台的销量占比排名第三，占到抖音大盘销量的 12%。整体而言，抖音电商的美妆产品主打高性价比，彩妆、护肤和个

护三大子品类的主要价格区间都是 0-50 元，其次是 51-100 元，其中个护子品类更有 73%的商品售价不足 50 元。今年上半年，抖音美妆旗舰店的数量及销量稳步攀升，品牌化趋势明显。在 3 月中下旬，抖音官方发起“美妆春夏焕颜季”的行业促销活动。结合美妆上新的高频季节，联动行业头部达人、国内外知名品牌，通过 DOU+流量扶持鼓励创作者推荐美妆大牌和好物，同期美妆类旗舰店的 GMV 也实现较高增长。

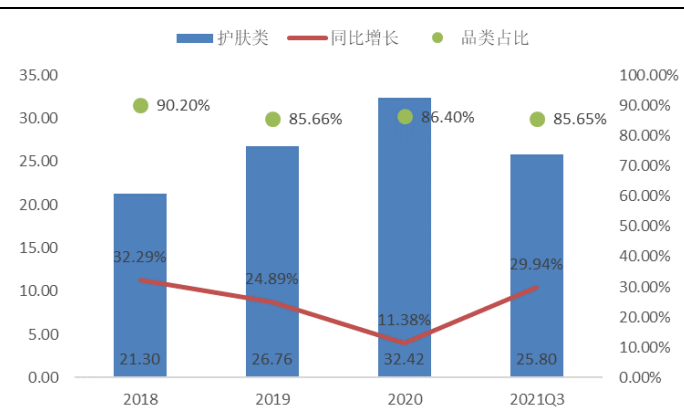
### 3. 公司护城河：大单品策略+渠道矩阵+内容营销

#### 3.1 大单品策略驱动，强化品牌矩阵建设

##### 3.1.1 大单品策略驱动，面部护肤赛道竞争力较强

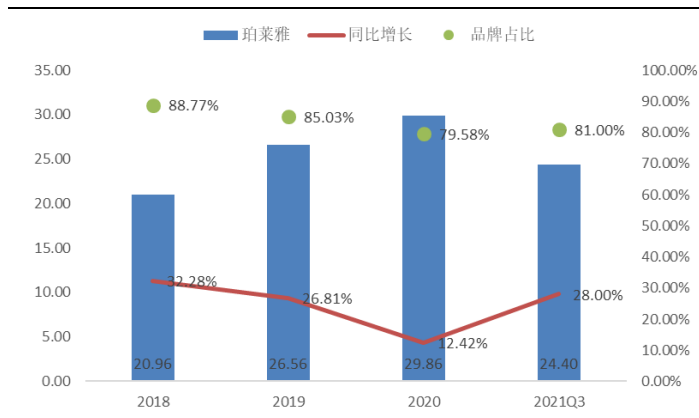
公司将推行大单品策略作为突破方向。纵观国际知名美妆品牌，消费者首先想到的是其经久不衰的经典大单品，如兰蔻的小黑瓶、雅诗兰黛的小棕瓶、资生堂的红腰子、娇韵诗的双萃等。具有代表性的明星单品，可以极大提升品牌的客单价和复购率，同时增强品牌粘性，成为影响消费者心智的重要组成部分。定位大众化妆品品牌的珀莱雅也将推行大单品策略作为其突破方向。2019 年下半年，公司以泡泡面膜作为爆款策略的试金石，于当年 7 月登上抖音美容护肤榜榜首，单月销售额突破 6000 万。在此基础上，2020 年公司由渠道驱动策略快速升级为产品驱动策略，打造具备品牌心智、代表性的明星单品，以精华为切入逐渐形成口碑效应，带动系列护肤类产品销售和口碑快速提升。2020 年虽然受到疫情影响增速有所下降，但 21 年前三季度增速显著回升。

图 23：护肤类产品销售额（亿元）增长率及占比%



数据来源：公司公告，山西证券研究所

图 24：珀莱雅品牌产品销售额（亿元）增长率及占比%



数据来源：公司公告，山西证券研究所

面部护肤赛道竞争力较强，选择关注度高的精华品类切入。公司主营产品中 86%为护肤类产品，品牌矩阵中 80%为主品牌珀莱雅，在面部护肤赛道中竞争力较强。在面部护肤中，精华作为密集修护类产品更易吸引消费者关注，除补水保湿外，美白淡斑、修复、抗氧化都是消费者关注的精华功能，精华品类具有



复购率高、客单价高和功效性强等特点。公司选择在主品牌珀莱雅中以精华为切入点，推行大单品策略，精准定位平价和中高端消费人群，同国际大牌形成差异化竞争，兼顾有效性成分和性价比，成功开拓抗初老、抗皱、抗敏等不同护肤需求的消费人群，与 Z 世代的消费观念基本吻合。2020 年 2 月，珀莱雅推出红宝石精华作为升级系列的试水产品，随后逐步扩展至双抗系列、源力修护系列，不断完善升级系列的产品矩阵，以满足不同年龄段和不同需求消费者的多样化需求。

表 1：珀莱雅主营产品情况概述

产品系列	明星单品	价格	目标群体及需求	主要成分及研发技术
弹润透亮系列（双抗）	双抗精华 2.0、 双抗眼霜	¥280/30ml, ¥290/20ml	25 岁以上, 大众化抗糖化和抗氧化需求	虾青素、肌肽, 氧糖双抗; 珀莱雅 Time Lab 实验室+德国 BASF 等研发
赋能鲜颜系列（红宝石）	红宝石淡纹紧致精华 2.0、淡纹紧致轻盈霜	¥350/30ml, ¥310/50g	30 岁以上, 大众化抗老需求	双效六胜肽-1、维 A 醇 PRO, 精准抗皱; 西班牙前沿实验室 LipoTrue 专研
深海蕴活系列	抗皱新生精华液	¥450/30ml	30 岁以上, 深度抗老需求	法国深海鲟鱼鱼子酱、专研六胜肽, 深度抗皱; 珀莱雅携手西班牙前沿实验室 LipoTrue 研发
源力修护系列	肌源修护优效精华液 (源力精华)	¥280/30ml	针对敏感脆弱、屏障受损的油性肌肤	BMs-Tech 肌源修护筑稳科技、SymReboot L19 乳酸菌酵素, 精准修护; 珀莱雅 Time Lab 实验室 + 西班牙 LipoTrue 等研发
安瓶系列	保龄球蓝瓶安瓶精华	¥499/1.2ml*28	侧重滋润修复、强化屏障修护, 针对干性肌肤	极地黄金燕麦油、紫苏籽油、SymCalmins 德敏舒, 滋润修护。珀莱雅自主研发
防晒系列	羽感养护精华防晒液 SPF50+/PA+++	¥169/50ml	城市通勤防晒、物化结合	法国海岸松、叶黄素、二氧化钛, 美白防晒; 采用日本信越 SPD-T5 分散浆技术+德国 BASF 特有成分

数据来源：公司官网、天猫旗舰店，山西证券研究所

公司持续升级产品、完善矩阵，大单品销售占比约 21%，毛利率高于主品牌。大单品策略提升了公司的客单价、复购率、毛利率，2021 年前三季度珀莱雅大单品占品牌收入约 21%，占天猫平台收入约 55%，预计全年占比将保持上升态势。由于大单品多为精华类产品，客单价显著高于基础护肤类产品，故大单品

系列毛利率高于珀莱雅品牌整体毛利率（65%）。基于日益成熟的产品全生命周期数字化管理，珀莱雅品牌对双抗精华和红宝石精华的成分、配方、包材设计等进行升级推出 2.0 版本，并从精华品类延展至面霜、眼霜品类，从抗老功效延展至修护功效，通过不断更新、延展产品线来抢占用户心智，从而提升客单价和复购率，增强品牌粘性。上半年双抗精华在天猫国货排名第 1，红宝石精华在天猫国货排名第 5；618 期间，双抗精华为天猫液态精华类国货第 2，红宝石面霜为天猫乳液面霜类国货第 1，小夜灯眼霜为天猫眼霜类国货第 1，珀莱雅天猫旗舰店为液态精华店铺国货店铺第 1。

图 25：护肤类大单品产品升级



数据来源：珀莱雅天猫旗舰店，山西证券研究所

### 3.1.2 加强品牌矩阵建设，研发支撑产品升级

公司持续加强品牌建设，逐步落地未来自有品牌矩阵蓝图，重塑老品牌的同时，不断策划新品牌。主品牌方面，珀莱雅定位大众护肤品品牌，在各个品类均有涉及，满足消费者的不同需求，大单品覆盖了精华、面霜、眼霜、防晒等多个品类，并持续做大单品的系列延展，有助于提高消费连带性和复购率。今年以来公司持续推进珀莱雅品牌升级计划，逐渐升级消费者层次；潜力品牌方面，彩棠完成了从孵化期到高速成长期的跨越，未来将打造以底妆为主的专业化妆师品牌。悦芙媞完成品牌重塑，精准定位 18-23 岁大学生群体，针对年轻人的使用场景定制小品类。目前潜力品牌仍处亏损状态，上半年悦芙媞+彩棠合计亏损超过 1000 万，预计在未来一年内逐渐扭亏；其他品牌方面，公司还有主打修复、高端护肤品牌 CORRECTOR，朋克风小众彩妆 INSBABA，以及洗护品牌 off&relax 等。

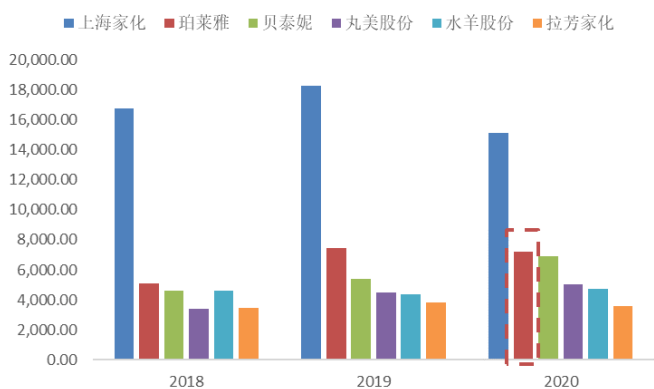
表 2：公司主要品牌矩阵构建及品牌建设情况

品牌	定位	主价格区间	销售渠道	品牌建设情况
<b>护肤及个护类</b>				
珀莱雅	专注科技护肤，针对年轻白领女性群体	100-300 元	线上线全渠道协同销售	品牌升级为具有科技感、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，品牌销售保持稳健增长。
悦芙媿	专为年轻肌肤定制，针对大学生、小镇青年女性群体	50-100 元	主要为线上渠道销售	品牌重塑，按照年轻人的使用场景定制，主要针对 18-23 岁大学生群体精准开发。上半年悦芙媿防晒比较成功，下半年陆续推新，同 KOL 合作种草、直播等。
CORRECTORS	高功效型护肤、主打修复	260-600 元	线上渠道销售	高价位的品牌对产品调整需求较高，营销、运营团队已配备，产品还在完善过程中。
Off&Relax	来自日本的合伙人洗护品牌	中高价位	线上渠道销售	今年引进中国，目前消费者评价较高，网红接单率也很高。
<b>彩妆类</b>				
彩棠	新国风化妆师专业彩妆	150-200 元	线上渠道销售	品牌进入高速成长期，以产品为核心。上半年产品推新较慢，下半年同薇娅合作新推海棠花系列，三季度新产品陆续上市、完善，未来打造以底妆为主的专业化妆师品牌
INSBAHA	朋克风小众彩妆	50-150 元	线上渠道销售	与四川广汉三星堆博物馆合作，推出了青铜朋克系列“土味彩妆”，同消费者拉近距离、提升互动，提升品牌知名度，为后续转化铺路。

数据来源：公司公告、品牌官网，山西证券研究所

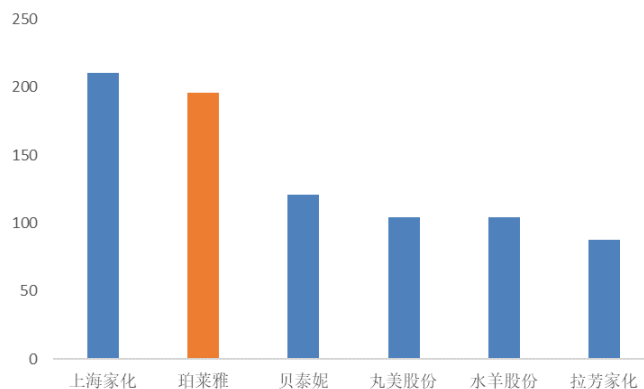
自主研发为主、产学研相结合为辅的研发模式支撑产品推新和升级。公司大单品策略的不断推新和完善离不开研发能力的持续跟进。公司以自主研发为主、产学研相结合为辅的研发模式，截至 2020 年公司拥有国家授权发明专利 75 项，实用新型专利 30 项，20 年新获得 9 项国家授权发明专利。年初同国际领先的特种材料公司亚什兰签订战略合作协议，亚什兰将按照公司需求为其量身定制专供珀莱雅的成分设计，还与西班牙国际胜肽世家 LipoTrue、化妆品原料世界第一巨头巴斯夫 BASF、法国海洋生物技术专家 CODIF、法国国家海藻研究机构 CEVA 等多个全球科技实验室达成独家战略合作及成立抗老护肤研究中心，共同研发全新专利成分及更加优质的配方。此前公司的研发以配方研发为主，已有十几年的历史，国内行业排名居于前列，今年开始重点转向基础研发和原料研发，致力于建立更强的竞争力。未来化妆品研发的竞争是科技和原料的竞争，公司也将持续在研发、设备和技术等相关领域增加投入。

图 26：研发费用投入在 A 股品牌化妆品中居前



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 27：2020 年研发人员数量在 A 股品牌化妆品中居前



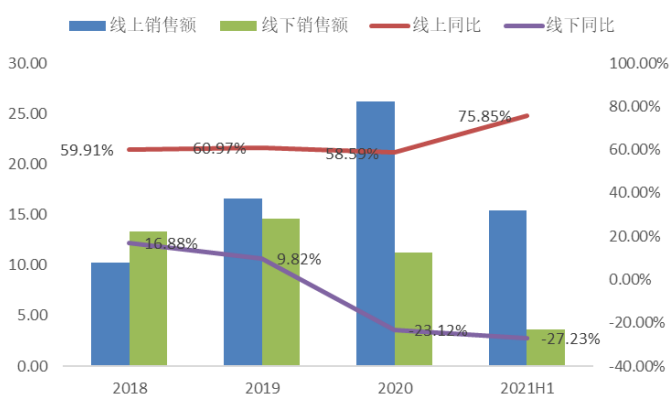
数据来源：Wind，山西证券研究所

## 3.2 线上直营带动增长，积极布局新型渠道

### 3.2.1 线上直营带动高增，天猫抖音增长较快

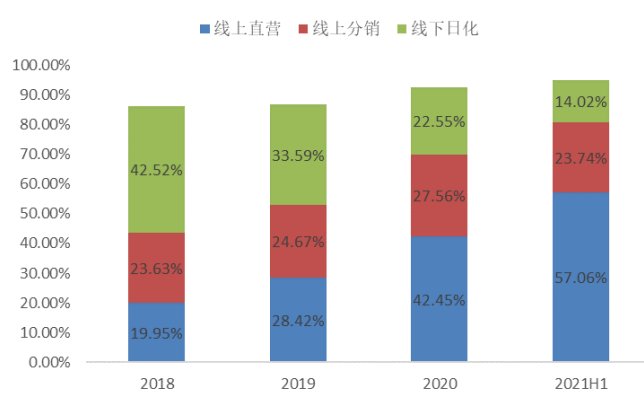
线上直营为主、分销为辅，主营天猫抖音，增长较快。近年来，美妆行业内众多企业针对新兴业态，不断挖掘线上渠道发展空间，努力实现线上和线下渠道的快速融合发展。基于行业渠道的发展趋势，公司采取线上渠道为主、线下渠道并行的全渠道模式销售产品。线上渠道主要通过直营、分销模式运营，截止 21H1 线上占比达 80%，其中直营占比 57%，以天猫、京东等平台为主，同时拓展抖音小店等新兴平台；分销占比 24%，包括淘宝、京东、唯品会、拼多多等平台。线上分平台看，截止 21Q3 数据，直营渠道的天猫、抖音增长相对较快，渠道占比中天猫占比超过 40%，抖音占比超过 10%，京东占比约 10%。线下渠道主要通过经销商模式运营，占比 19%，渠道包括化妆品专营店、商超、单品牌店等。

图 28：线上渠道高速增长，线下渠道承压



数据来源：公司公告，山西证券研究所

图 29：线上直营渠道占比持续提升

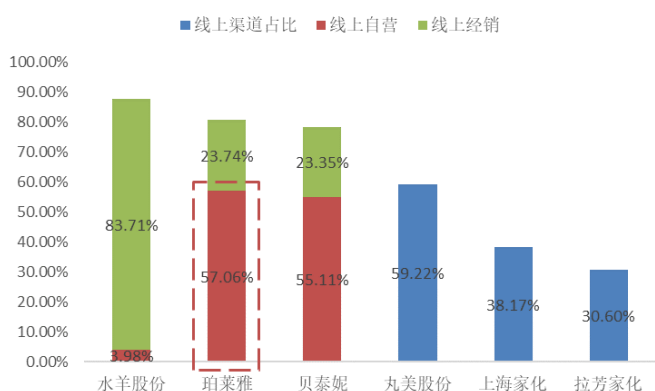


数据来源：公司公告，山西证券研究所

自有电商团队带动线上快速增长，线下去库存、调结构销售承压。公司自上市后重新组建电商团队，

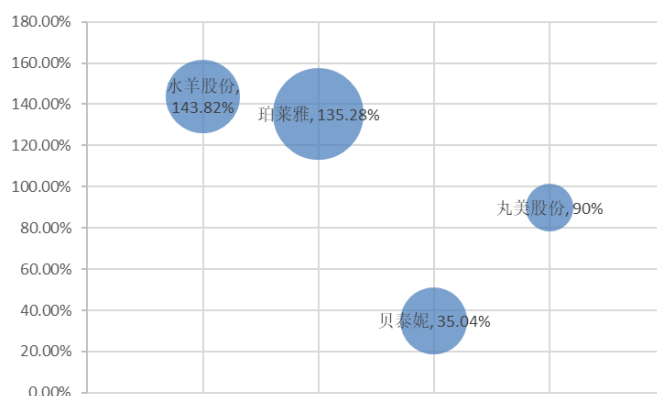
加大了以天猫为主的线上直营渠道的布局力度，以适应流量的变化趋势。公司自建电商团队，快速捕捉市场热点，精准洞察消费者需求，助力于大单品的推新和升级，带动线上渠道快速增长。通过积极开展线上新产品、新营销转型策略，公司线上渠道销售增速从 2018 年的同比增长 60%到 2021H1 的同比增长 76%，其中线上直营渠道同比增长 135%，公司自有线上团队贡献了主要的销售增量。与此相对的，公司线下渠道销售呈现负增长，21H1 下降了 27%，主要受到疫情带来的影响，同时公司主动去库存、调整产品结构、大单品统仓，线下网点数量同比减少约 10%。未来公司将加强库存管理，持续拓展美妆集合店等 CS 渠道。

图 30：21H1 公司线上直营渠道占比领先



数据来源：根据各公司中报整理，山西证券研究所

图 31：21H1 公司线上同比增速领先，直营增速居前



数据来源：根据各公司中报整理，山西证券研究所

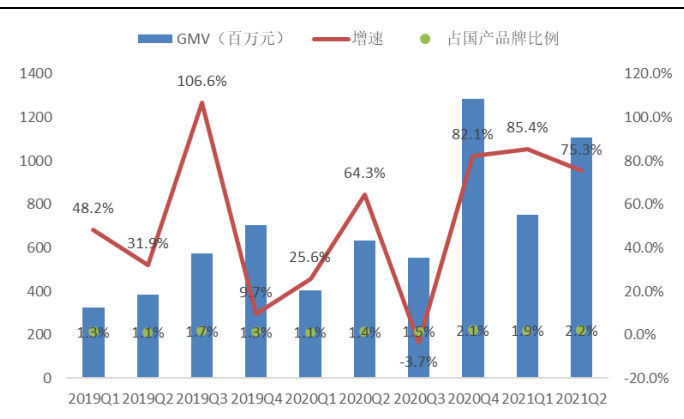
**线上直营渠道占比和同比增速均处于前列。**公司积极布局天猫、京东、唯品会、拼多多等传统、社交电商渠道，推动线上销售收入快速增长。同时，公司不断优化运营，实现精细化管理，逐步拓展了抖音、快手等新兴兴趣电商渠道，不断提高自播带货占比，加强同优质主播的合作关系。在 A 股上市的品牌化妆品公司中，21H1 公司的线上渠道占比居于前列，仅次于水羊股份，但水羊股份以线上销售起家，且线上以第三方经销、代销为主；而公司是做线下出身，线上渠道以自建电商团队的直营销售为主，21H1 公司线上直营渠道占比和同比增速均处于前列。公司线上销售平台主要为天猫旗舰店，21Q3 占比超过 40%，公司持续进行品牌化+精细化运营改革，通过调整品类结构、优化产品内容，依托于大数据营销策略，同头部 KOL 加强合作，大幅度提升了投放效能。上半年珀莱雅天猫旗舰店为国货排名第 4，双 11 预售第一波（11.1-11.3）为国货美妆旗舰店排名第 2。

### 3.2.2 积极布局新型渠道，重点运营抖音自播

**积极布局新型渠道，线上 GMV 实现高速增长，在国产品牌中的市占率不断提升。**疫情影响线下零售业务开展，促使网络零售逆势增长，而线上流量红利已进入瓶颈期，以淘宝天猫为代表的传统电商渠道增速逐步放缓，以抖音、淘宝直播为代表的新型电商平台快速崛起。公司近年来积极布局新型渠道、打造爆款单品，线上 GMV 实现高速增长，上半年 GMV 突破 10 亿，增速达 75%，在国产品牌中的市占率不断提

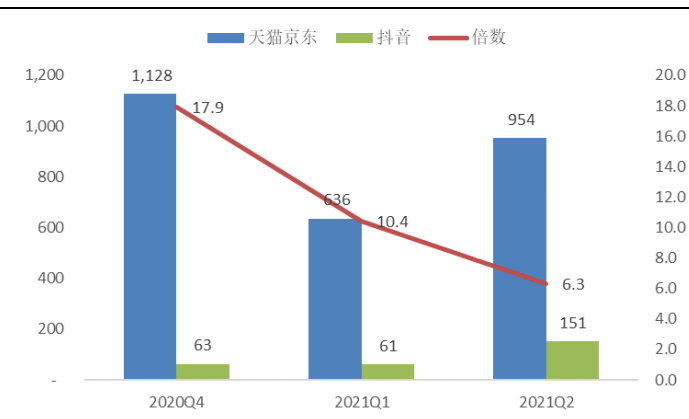
升，达到 2.2%，有效弥补了传统电商渠道增速放缓的压力。短视频和直播风口下的内容营销时代已经来临，抖音已成为品牌营销不容忽视的重要阵地。2018 年开始，公司通过在抖音平台投放广告，迅速获得知名度和曝光量，加速了第三方链接的流量转化。2020 年 10 月，抖音切断外部链接后，公司转而开始积极布局抖音小店，在先发优势、高效自播策略的助推下，2020 年 11 月以来，公司主品牌保持在抖音品牌小店美妆板块的 TOP3 位置。根据 2021 年中报数据，今年上半年公司在抖音渠道已经实现营收 2 亿元，成为拉动线上直营渠道高速增长的重要引擎。

图 32：珀莱雅旗下品牌整体线上 GMV、增速及占比



数据来源：燃数科技，山西证券研究所

图 33：珀莱雅天猫京东 vs 抖音 GMV（百万元）变化



数据来源：燃数科技，山西证券研究所

**抓住抖音直播风口，重点布局品牌自播运营。**得益于早期布局的流量红利，较强的产品品牌力，严格的产品销售控价，以及完善的直播团队架构，公司在抖音渠道具备先发优势。在抖音渠道布局方面，公司抓住直播风口，将自播和达人直播相结合，自播与达人播的销售占比优于行业。品牌自播运营是公司重点布局的方向，有助于品牌获取用户心智、实现品效合一，今年以来自播占比持续提升，双 11 期间抖音品牌自播号占比超过 67%。在店铺自播中，主播灵活使用领券、入会等营销工具，有效引导直播间关注成为自己的会员进店、产生购买，并沉淀为品牌的私域流量资产。截止 2021 年 6 月 9 日，珀莱雅品牌自播成交金额同比增幅+377%，保持高速发展的势头。同时，公司加强与优质主播的年框合作，覆盖中腰部主播及非垂直类主播的合作机会，自播和达人播占比达到 1:1，毛利率接近 65%，ROI 大于 3。在抖音销售品类方面，产品主要以套装与面膜销售为主，客单价相对较低，未来公司计划提升大单品的销售占比，优化产品结构。

图 34：珀莱雅电商渠道探索之路



数据来源：微播易，山西证券研究所

### 3.3 内容营销精准种草，深化用户影响力

#### 3.3.1 差异化内容营销，联合抖音创新推广

针对不同的平台和群体，采取差异化的内容营销策略。公司以日常铺垫为增长点，搭建全平台投放矩阵，以平台标签获得多领域 Z 时代客群，侧重内容种草，拓宽用户圈层。在媒介选择上，公司充分利用社交内容传播等年轻化方式，善于借助 KOL 口碑营销来推广新品，用贴合 Z 时代生活轨迹的内容打造爆品。公司在微博、小红书、抖音等平台巧妙运用企业号、合作方、明星、KOL 等资源，搭建自有风格，树立品牌年轻化形象。主品牌珀莱雅以人气流量明星为媒介，打破 Z 时代对传统国货品牌的固有印象，拉近与 Z 时代的距离，建立情感链接，具有较强的产品拉动效应。在内容种草层面上，珀莱雅活用小红书投放链路，通过爆文快速打响声量，全方位拦截潜在用户及意向用户，模拟用户搜索场景占领搜索词，投放相关内容，直接解决用户需求。截至 2021 年 11 月，珀莱雅品牌在各大社媒平台声量领跑其他国货护肤品牌，抖音粉丝数突破 304 万人，微博发布数量超 1.2 万条，小红书获赞与收藏达 40.8 万个。

图 35：针对不同平台采取不同的营销策略，搭建全媒体矩阵



数据来源：微播易，山西证券研究所

珀莱雅同抖音深度合作，创新营销玩法。同其它电商平台相比，抖音电商以兴趣为导向、内容垂直圈层传播的差异化特征明显，珀莱雅与抖音联合，共同打造推出“珀莱雅抖音超级品牌日”。在整个超品日活动期间（7月23日-7月29日），珀莱雅通过代言人直播互动、线下实景搭建自播间、抖音互动话题引流等方式，搭建起全链路营销体系，投入破千万，集中提升品牌知名度和产品销量，持续扩大品牌曝光度，整体活动实现亿级曝光量，GMV达到6000万元。



图 36：创新营销案例-珀莱雅抖音超级品牌日





数据来源：微播易，山西证券研究所

### 3.3.2 传播品牌理念形象，深化用户影响力

以品牌理念为传播主线，深化品牌在 Z 时代用户中的影响力。公司营销模式紧跟社会热点，围绕传统节日、IP 联名等进行深度合作，善于抓住年轻群体的注意力，进一步深化品牌在 Z 世代用户中的影响力，为销量转化做出贡献。公司以品牌理念为传播主线，关注当下年轻人的生活和状态，将品牌理念融入年轻群体生活中，在消费者情绪表达和情感共鸣上发力，以鲜明的态度鼓励消费者不惧挑战，保持勇气与乐观，持续输出品牌价值形象，提升品牌精神内核。同时，与用户情感导向强的 IP 联名，用态度、情绪和精神触发用户，实现更深层次的转化。今年前三季度，珀莱雅贡献出“毕业第一年与新世界交手”、“性别不是边界线”、“来自中国，飞向宇宙”、“开学来信写给 18 岁的自己”等多个优秀营销活动，并成功引发抖音、微博、小红书等社交电商平台上年轻群体的广泛讨论。

表 3：品牌节点营销事件汇总（2021 年）

时间	主题	营销模式	营销实例
1. 12	毕业第一年， 与新世界交手	毕业第一年话题+重庆红土地地铁站插画展， 聚焦于毕业第一年的 Z 世代， 跨界联合职场社交平台脉脉， 汇总出了一份关注职场新人的生存状况， 与年轻消费者达成共鸣， 开发 Z 世代的消费潜力	
3. 7	性别不是边界线， 偏见才是	基于对“性别偏见”的细致洞察，通过男女感性的对话方式，表达对“性别平等”的深度思考。与《中国妇女报》一起积极发声，戳中消费者情怀，引发广泛共鸣与传播，提升品牌精神内核	
5. 15	来自中国， 飞向宇宙	在“天问一号”登陆火星之际，珀莱雅与航天文创联手，向中国航天 65 周年征程致敬，将航天事业社会热点同品牌美学相结合，联名产品广受消费者喜爱与好评，品牌关注度得到提升	
6 月	致敬每一个去发现的人	邀请知名作家郝景芳、人民网一同向每个时代的发现者致敬，并推出纪实短片，将品牌营销上升至国家情怀，传递了品牌内核“趁年轻，去发现”，完成品牌跟深层次文化塑造	

9月	开学来信，写给18岁的自己	在开学季，珀莱雅联合中国邮政，打造了品牌十八周年特别活动，邀请年轻人一同讨论18岁的青春，在引发情感共鸣的同时，形成用户对品牌的认可，并引发社交讨论，夯实品牌在年轻消费者心目中的影响力	
10.10	回声计划	在世界精神卫生日和品牌成立18周年之际，珀莱雅聚焦青年心理健康，联合中国青年报、壹心理共同发起「回声计划」青年心理健康公益行动，并发布主题公益短片《回声》。从真实人物出发，解读、触发心理健康话题，引发共鸣与讨论，让消费者焕新对于品牌的深度认知，建立起高度的品牌认同	

数据来源：公司中报、聚美丽、品观网等，山西证券研究所整理

## 4.盈利预测、估值分析和投资建议

**边际变化：**自上市以来，在联合创始人方玉友的领导下，公司转型突破成效显著。从组织建设、内容能力、流量运营、品牌升级等多个方面的能力均得到有效提升。主品牌珀莱雅利用人气爆品在平价精华市场中打下坚实基础，并逐步构建起核心大单品体系和多品牌矩阵。公司拥有领先市场的产品研发创新能力、顺应抖音自播的新渠道策略和侧重内容种草的新营销策略，凭借快速响应市场需求的敏锐反应，在传统国货品牌中具备先发优势。**短期来看，公司凭借抖音低成本流量红利持续引领线上渠道高增长；长期来看，公司在大单品策略+渠道矩阵+内容营销中累积的品牌效应将成为公司的核心竞争力，助力公司抢占用户心智，持续提升客单价和复购率，增强品牌粘性。**

**盈利预测：**我们按照渠道拆分进行盈利预测，公司销售渠道主要分为线上电商渠道和线下渠道。2018-2019年，公司线上线下渠道占比基本保持1:1左右，2020年开始受到疫情影响线上占比迅速攀升，2021年前三季度公司线上占比已超过80%。在当前市场环境中线上渠道销售仍然占据主流，而公司线上经营优势明显，渠道占比在未来1-2年内有望保持稳中有升态势，预计2021-23年渠道占比约为83.86%/86.38%/88.03%；21年受到疫情持续影响预计线下销售将下降约30%，22年开始有望小幅反弹，但因当前线下基数较小、增速较低，未来2年渠道占比将保持在10%-20%之间。

**线上：**线上直营部分主要来自天猫、京东和抖音旗舰店，21H1销售占比在线上渠道中超过60%，天猫和京东旗舰店仍是公司线上主要销售阵地，同平台保持一致性稳健增长，但随着基数增大，销售增速有所

放缓。在线上流量碎片化的时代，抖音平台具备新兴渠道的增量红利，为公司带来销售的快速增长。其余线上经销、代销部分随渠道特性保持一定增长，但伴随公司逐步扩大直营占比、强化货品管控，经销渠道占比呈现下降趋势。预计公司 21-23 年线上渠道整体增速分别为 48.79%/24.67%/26.25%，营收分别达到 39.04/48.67/61.45 亿元。

**线下：**线下渠道主要为经销模式，其中日化和商超渠道受到疫情影响销售增速下滑，同时公司进行大单品统仓不入经销商库、线下渠道库存结构调整等举措，预计在 21 年日化商超渠道销售增速仍呈现下降趋势，22-23 年增速有望小幅回弹。线下单品牌店作为公司直营渠道，未来或为公司发力侧重点之一，在 20 年低基数效应下，预计 21-22 年将实现快速增长，23 年增长提速。线下其他经销渠道受公司总仓管控，销售将呈持续下降。预计公司 21-23 年线下渠道整体增速分别为-33.16%/2.13%/8.89%，营收分别达到 7.51/7.67/8.35 亿元。

表 4：公司盈利预测-按渠道拆分（百万元）

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入(百万元)</b>	<b>3,116.45</b>	<b>3,747.92</b>	<b>4,655.48</b>	<b>5,634.56</b>	<b>6,980.48</b>
yoy	32.36%	20.26%	24.21%	21.03%	23.89%
<b>毛利率</b>	<b>64.05%</b>	<b>63.62%</b>	<b>64.60%</b>	<b>65.00%</b>	<b>65.60%</b>
<b>线上渠道</b>	<b>1,654.55</b>	<b>2,624.02</b>	<b>3,904.28</b>	<b>4,867.34</b>	<b>6,145.03</b>
yoy	60.97%	58.59%	48.79%	24.67%	26.25%
占比	53.09%	70.01%	83.86%	86.38%	88.03%
<b>线上直营-天猫+京东旗舰店</b>	<b>825.56</b>	<b>1,214.30</b>	<b>1,700.02</b>	<b>2,210.02</b>	<b>2,873.03</b>
yoy	80.61%	47.09%	40%	30%	30%
<b>线上直营-抖音及鲁班</b>	<b>0</b>	<b>145.40</b>	<b>581.59</b>	<b>872.38</b>	<b>1,308.57</b>
yoy			300%	50%	50%
<b>线上代销-天猫超市+京东自营+唯品会</b>	<b>345.98</b>	<b>419.02</b>	<b>523.78</b>	<b>576.15</b>	<b>633.77</b>
yoy	32.34%	21.11%	25%	10%	10%
<b>线上经销-B2C+其他线上平台</b>	<b>483.01</b>	<b>845.30</b>	<b>1,098.89</b>	<b>1,208.78</b>	<b>1,329.66</b>
yoy	56.14%	75.01%	30%	10%	10%
<b>线下渠道</b>	<b>1,461.91</b>	<b>1,123.90</b>	<b>751.20</b>	<b>767.22</b>	<b>835.45</b>
yoy	10.19%	-23.12%	-33.16%	2.13%	8.89%
占比	46.91%	29.99%	16.14%	13.62%	11.97%
<b>线下经销-日化渠道</b>	<b>1,047.31</b>	<b>845.35</b>	<b>591.75</b>	<b>621.33</b>	<b>683.47</b>
yoy	4.42%	-19.28%	-30%	5%	10%
<b>线下经销-商超渠道</b>	<b>182.82</b>	<b>122.84</b>	<b>110.55</b>	<b>119.40</b>	<b>131.34</b>
yoy	-8.32%	-32.81%	-10%	8%	10%
<b>线下直营-单品牌店</b>	<b>8.15</b>	<b>2.43</b>	<b>2.91</b>	<b>3.50</b>	<b>4.55</b>
yoy	-34.43%	-70.23%	20%	20%	30%
<b>线下经销-其他</b>	<b>223.63</b>	<b>153.29</b>	<b>45.99</b>	<b>22.99</b>	<b>16.10</b>

yoy	99.84%	-31.45%	-70%	-50%	-30%
-----	--------	---------	------	------	------

数据来源：公司公告，山西证券研究所

表 5：可比公司估值水平比较（截止 2021.11.23 收盘价）

		收盘价		EPS			PE		
		11.23	2020A	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
603605.SH	珀莱雅	196.98	2.37	2.91	3.59	4.51	67.69	54.87	43.68
300957.SZ	贝泰妮	204.38	1.51	1.92	2.66	3.53	106.61	76.83	57.91
688363.SH	华熙生物	167.57	1.35	1.70	2.39	3.22	98.51	70.01	52.02
603983.SH	丸美股份	30.21	1.16	0.84	1.03	1.22	35.93	29.33	24.71
600315.SH	上海家化	41.73	0.64	0.78	1.17	1.57	53.70	35.67	26.66
可比公司均值			1.41	1.63	2.17	2.81	72.49	53.34	41.00

数据来源：Wind，山西证券研究所（其中珀莱雅为自行预测，可比标的为万德一致预期）

**估值及投资建议：**公司以 6 \* N 战略为核心，赋能、孵化出满足不同消费者个性化需求的差异化品牌，致力于构建新国货化妆品产业平台。公司以大单品策略驱动，继续升级产品、完善大单品矩阵，提高大单品推广效率，从而提升客单价和复购率，增强品牌粘性。我们看好公司以“产品、内容、运营”等为主线的前中后高效协同的组织机制，持续推动线上新兴渠道销售带动整体业绩增长，同时重点打造数字化中台提升公司核心战略能力，预计 2021-2023 年 EPS 分别为 2.91/3.59/4.51 元。横向对比，公司在 A 股品牌化妆品标的中的估值水平处于中位，略低于均值水平，考虑到国货美妆赛道景气度较高和公司的优势地位，公司估值水平存在一定溢价空间，对应公司 11 月 23 日收盘价 196.98 元，2021-2023 年 PE 分别为 67.69X/54.87X/43.68X，首次深度覆盖，上调评级至“买入”。

## 5.风险提示

### 5.1 行业竞争激烈风险

行业各品牌竞争加剧，公司品牌升级策略、大单品策略不达预期；营销投放竞争加剧，数字化、精细化投放费用管控不达预期。

### 5.2 项目孵化风险

新品牌孵化风险，营销投入大，业绩不达预期；新品类培育风险，不同品类的运营模式区别大，团队不达要求，业绩不达预期。

### 5.3 新冠肺炎疫情对经营产生的不确定性影响

疫情对居民消费信心和消费意愿产生一定影响，可支配收入水平增长承压；疫情常态化防控形势下，线下经营成本上涨、客流减少，业绩难达预期。

### 5.4 大股东减持对市场情绪带来负面影响

因自身资金需求，公司实际控制人侯军呈先生拟通过集中竞价方式减持其所持有的公司股份不超过 2,011,169 股，占公司总股本约 1%；方玉友先生拟自 2021 年 8 月 30 日至 2022 年 2 月 13 日期间，通过集中竞价或大宗交易的方式，减持其所持有的公司股份不超过 8,597,352 股，占公司总股本的 4.2748%。目前侯军呈先生持股占比 35.10%，方玉友先生持股占比 19.29%。虽然公司基本面经营情况向好，且股东减持数量占其自身比例相对较小，但控股股东减持超过一定比例预计将对二级市场交易情绪造成负面影响。

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	2,342	3,006	3,542	4,290	<b>营业收入</b>	3,752	4,661	5,641	6,989
现金	1,417	2,087	2,350	2,775	营业成本	1,368	1,651	1,972	2,405
应收账款	334	306	419	533	营业税金及附加	33	47	59	75
其他应收款	49	31	46	65	销售费用	1,497	1,967	2,400	2,988
预付账款	83	116	165	219	管理费用	204	338	403	503
存货	494	523	644	806	财务费用	(14)	(10)	(9)	(7)
其他流动资产	(34)	(58)	(83)	(108)	资产减值损失	(28)	5	9	7
<b>非流动资产</b>	1,294	1,262	1,279	1,355	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	58	58	58	58	投资净收益	2	1	2	2
固定资产	566	530	494	458	<b>营业利润</b>	555	665	808	1,020
无形资产	315	294	274	256	营业外收入	2	2	1	2
其他非流动资产	356	380	452	582	营业外支出	9	6	7	7
<b>资产总计</b>	3,637	4,268	4,820	5,645	<b>利润总额</b>	548	660	803	1,014
<b>流动负债</b>	1,129	1,336	1,387	1,586	所得税	96	99	120	152
短期借款	299	298	296	295	<b>净利润</b>	452	561	682	862
应付账款	516	617	696	885	少数股东损益	(24)	(24)	(38)	(44)
其他流动负债	314	421	394	405	<b>归属母公司净利润</b>	476	585	721	906
<b>非流动负债</b>	26	10	(3)	(24)	<b>EBITDA</b>	737	711	855	1,066
长期借款	0	0	0	0	<b>EPS (元)</b>	2.37	2.91	3.59	4.51
其他非流动负债	26	10	(3)	(24)					
<b>负债合计</b>	1,155	1,346	1,384	1,561					
少数股东权益	90	66	28	(16)					
股本	201	201	201	201					
资本公积	837	837	837	837					
留存收益	1,366	1,818	2,371	3,062					
归属母公司股东权益	2,392	2,856	3,409	4,100					
<b>负债和股东权益</b>	3,637	4,268	4,820	5,645					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E	2020	2021E	2022E	2023E	
<b>经营活动现金流</b>	332	741	420	647	<b>成长能力</b>				
净利润	452	585	721	906	营业收入	20.13%	24.21%	21.03%	
折旧摊销	88	57	55	54	营业利润	20.25%	19.73%	21.64%	
财务费用	9	(10)	(9)	(7)	归属于母公司净利润	21.22%	22.93%	23.14%	
投资损失	(2)	(1)	(2)	(2)	<b>获利能力</b>				
营运资金变动	(373)	129	(316)	(267)	毛利率(%)	63.55%	64.58%	65.04%	
其他经营现金流	157	(19)	(30)	(37)	净利率(%)	12.69%	12.56%	12.77%	
<b>投资活动现金流</b>	15	1	2	2	ROE(%)	18.20%	19.21%	19.85%	
资本支出	0	0	0	0	ROIC(%)	51.35%	48.73%	36.75%	
长期投资	(43)	0	0	0	<b>偿债能力</b>				
其他投资现金流	58	1	2	2	资产负债率(%)	31.76%	31.54%	28.71%	
<b>筹资活动现金流</b>	(43)	(85)	(158)	(223)	净负债比率(%)	-29.08%	-42.14%	-39.04%	
短期借款	170	(1)	(1)	(2)	流动比率	2.07	2.25	2.55	
长期借款	0	0	0	0	速动比率	1.64	1.86	2.09	
普通股增加	(0)	(0)	0	0	<b>营运能力</b>				
资本公积增加	2	0	0	0	总资产周转率	1.13	1.18	1.24	
其他筹资现金流	(215)	(83)	(157)	(222)	应收账款周转率	15.53	16.64	17.40	
<b>现金净增加额</b>	303	657	263	425	应付账款周转率	8.69	8.23	8.59	
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	2.37	2.91	3.59	
					每股经营现金流(最新摊薄)	1.65	3.69	2.09	
					每股净资产(最新摊薄)	11.90	14.21	16.96	
					<b>估值比率</b>				
					P/E	83.2	67.7	54.9	
					P/B	16.6	13.9	11.6	
					EV/EBITDA	46.84	54.25	44.93	

### 分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，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。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

### 投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准。

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上  
增持： 相对强于市场表现 5~20%  
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动  
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现  
中性： 行业与整体市场表现基本持平  
看淡： 行业弱于整体市场表现

### 免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

### 山西证券研究所：

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层  
电话：0351-8686981  
<http://www.i618.com.cn>

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海  
国际中心七层  
电话：010-83496336

