

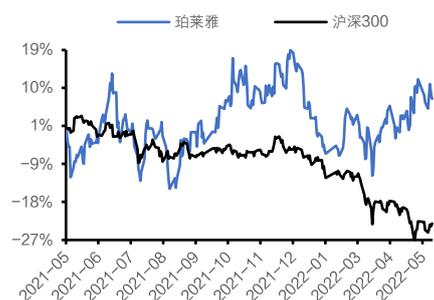
投资评级：买入(维持)

基本数据

2022-05-13

收盘价(元)	192.99
流通股本(亿股)	2.01
每股净资产(元)	14.64
总股本(亿股)	2.01

最近 12 月市场表现



分析师 于那

SAC 证书编号: S0160522020001
 yuna01@ctsec.com

分析师 刘洋

SAC 证书编号: S0160521120001
 liuyang01@ctsec.com

分析师 李跃博

SAC 证书编号: S0160521120003
 liyb@ctsec.com

相关报告

- 《大单品升级渠道进阶，助力业绩持续高增》 2022-04-22
- 《销售放量业绩高增，“6*N”战略显成效》 2022-03-27
- 《淡季销售依旧强劲，三八节大促表现亮眼》 2022-03-10

核心观点

- ▶ **国产美妆第一股，经典品牌历久弥新。**公司旗下拥有“珀莱雅”、“悦芙媞”、“INSBAHA”、“CORRECTORS”、“彩棠”等化妆品牌，产品覆盖护肤品、彩妆、清洁洗护、香薰等多个领域，不同品牌产品针对群体广泛，适合不同年龄阶层和消费群体，形成多品牌差异化发展。据 Euromonitor,2020 年公司在国内护肤品市场的份额为 1.5%。公司成功打造出“双抗精华”、“红宝石精华”等具有代表性的大单品，累计销售超 300 万瓶，产品曾荣获“2020 年度人气最佳新品”和“年度人气抗老抗氧化单品”等。2021 年，受益于疫情控制良好及大单品策略获得初步成效，实现营收 46.3 亿元，同比+23.5%；归母净利润 5.8 亿元，同比+21.0%。
- ▶ **大单品战略升级进阶，彩妆高增夯实第二成长曲线。**1)珀莱雅：两大单品约占品牌销售额 1/4，公司进一步拓展大单品矩阵，从精华延展至面霜、眼霜品类，从抗老功效延展至修护功效，抢占用户心智，从而提升客单价和复购率，增强品牌粘性，形成“红宝石、双抗”两大超级大单品+多款潜力大单品的“十大单品矩阵”。2)彩棠：2017-2021 年彩妆收入由 0.2 亿元增长至 6.18 亿元，CAGR 高达 136%；收入占比由 1.12%提升至 13.35%。其中彩棠品牌 2021 年实现营收 2.46 亿元，占总收入 5.33%，同比+103%。品牌主打修容类、遮瑕类等用于重塑面部结构的单品，定位年轻女性消费群体。彩棠打造的多款大单品在天猫销量持续攀升，“大师修容盘”、“大师多效妆前乳”等斩获多个品类 TOP 榜；在 2022 年三八节促销中，彩棠天猫成交金额同比+400%，抖音自播位居国货彩妆 TOP2，销售额同比+1800%。
- ▶ **注重内容营销，深耕精细化渠道运营。**公司营销紧跟社会热点，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，用态度、情绪和精神触发用户，实现更深层次的转化。渠道运营积极把握线上新兴平台的流量红利，加速拓展抖音小店，把握抖音平台先发优势，加强自播运营和与中腰部主播的合作。品牌珀莱雅在抖音平台的 4 月美妆护肤品牌销售额排名中高居第三位，截至 5 月 12 日，珀莱雅在抖音的近三十天销售额达 8328.5 万元，平均客单价 160.20 元，关联直播 7647 场。
- ▶ **盈利预测与投资建议：**公司大单品策略持续升级，深耕精细化渠道运营，积极把握平台流量红利，业绩表现持续向好。预计公司 2022-2024 年实现归母净利润 7.5/9.6/11.8 亿元，对应 EPS 为 3.74/4.76/5.88 元/股，对应 PE 为 52/41/33 倍。维持“买入”评级。
- ▶ **风险提示：**原材料价格大幅波动；新品市场接受度低于预期；市场需求不及预期；市场竞争加剧；产品质量管理风险；线上获客成本大幅提升；疫情反复影响生产及销售。

盈利预测：

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	3752	4633	5947	7527	9238
收入增长率(%)	20.13	23.47	28.36	26.57	22.73
归母净利润(百万元)	476	576	753	957	1182
净利润增长率(%)	21.22	21.03	30.66	27.09	23.54
EPS(元/股)	2.37	2.87	3.74	4.76	5.88
PE	75.11	72.58	51.92	40.85	33.07
ROE(%)	19.90	20.03	20.74	20.86	20.49
PB	14.97	14.55	10.77	8.52	6.78

数据来源：wind 数据，财通证券研究所

内容目录

核心问题一：公司全局概览	4
核心问题二：公司多元品牌矩阵	5
核心问题三：多维助力大单品策略	6
1. 国产美妆第一股，深耕护肤领域近二十载	7
1.1. 积极应对市场变化，经典品牌历久弥新	7
1.2. 股权结构较为集中，创始人掌舵发展方向	8
1.3. 以护肤为基石，开拓彩妆洗护新领域	8
1.4. 业绩稳步增长，费用控制良好	9
2. 研发铸就技术壁垒，推动产品创新升级	11
2.1. 持续推进研发投入，引入高质量研发人才	11
2.2. 合作全球领先原料供应商，加速原料自主研发进程	12
3. 完善“大单品+多品牌+全品类”，多元业务矩阵持续升级	13
3.1. 我国化妆品市场持续增长，行业监管日益完善	13
3.2. 珀莱雅：大单品策略升级，助力品牌升维进阶	16
3.3. 彩棠：布局彩妆板块，打造第二增长曲线	21
4. 紧抓流量趋势，内容营销提升品牌声量	24
5. 线上为主线下并行，持续推进渠道精细化运营	26
6. 投资建议与盈利预测	30
6.1. 盈利预测	30
6.2. 投资建议	32
7. 风险提示	32

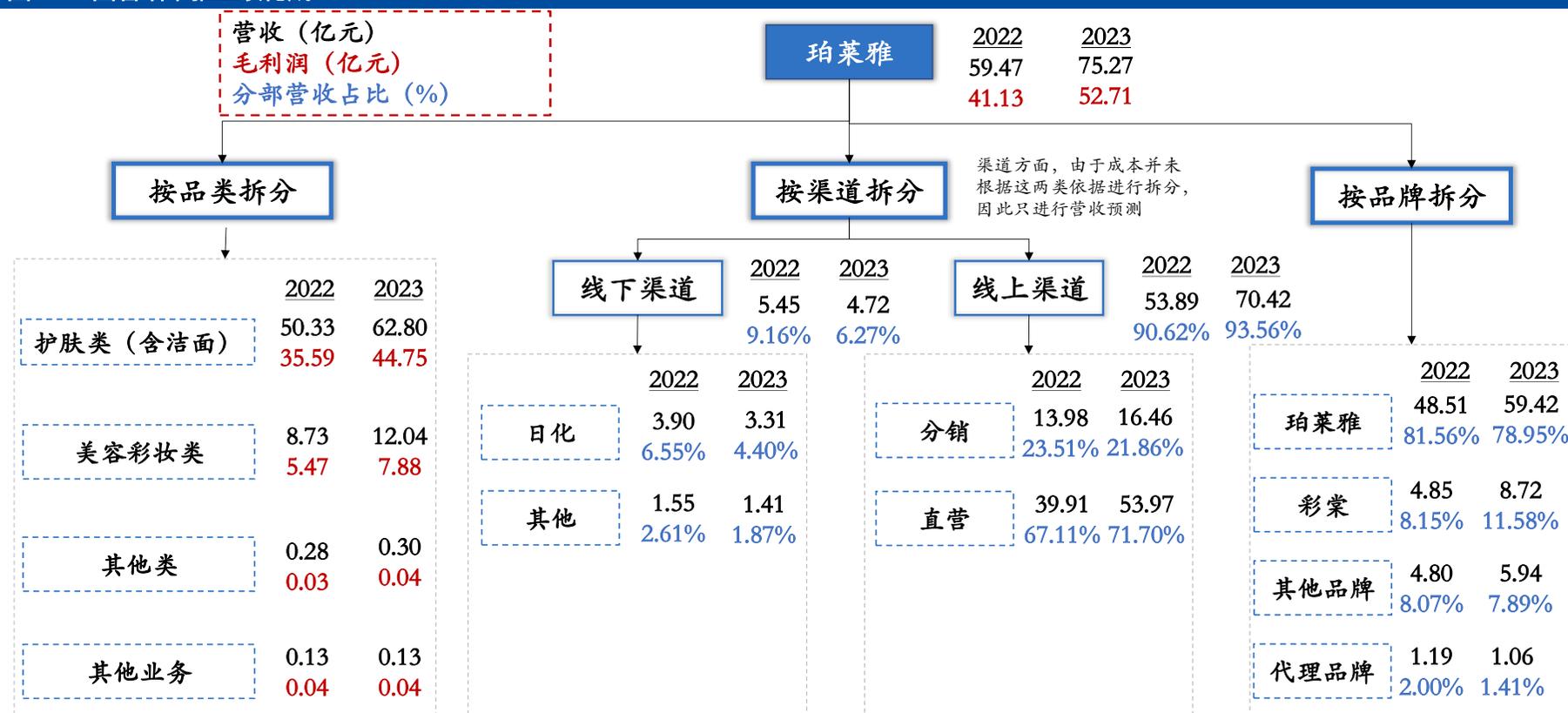
图表目录

图 1. 一图看珀莱雅业绩构成	4
图 2. 一图看公司的品牌矩阵	5
图 3. 一图看珀莱雅品牌大单品矩阵	6
图 4. 公司的发展历程	8
图 5. 公司的股权结构	8
图 6. 公司的品牌矩阵	9
图 7. 公司营业总收入及增速	9
图 8. 公司归母净利润及增速	9
图 9. 公司各品类收入结构（%）	10
图 10. 公司各品牌收入结构（%）	10
图 11. 公司的盈利能力	10
图 12. 公司各项费用率（%）	10
图 13. 2017-2021 研发投入及其增速	11
图 14. 2017-2021 研发人员及其占比（人）	11
图 15. 研发管理层拥有较强韩系化妆品基因	11
图 16. 研发机构设置情况	12
图 17. 2017-2020 产学研项目概况	12

图 18. 公司合作国际领先原料企业，助力大单品迭代推新	13
图 19. 全球护肤品行业市场规模及增长	13
图 20. 中国护肤品行业市场规模及增长	13
图 21. 功能性护肤品的分类	14
图 22. 2019 年中国功能性护肤品细分市场规模	14
图 23. 2019 年中国功能性护肤品市场结构	14
图 24. 我国护肤市场的品牌竞争格局	15
图 25. 2021 及 22 年三八促销，线上平台美妆销售额 TOP10 品牌	15
图 26. 近年主要化妆品监管条例	16
图 27. 珀莱雅的大单品发展逻辑	17
图 28. 珀莱雅核心大单品持续升级	18
图 29. 珀莱雅单品主打成分的竞品分析	19
图 30. 珀莱雅的重点潜力大单品	20
图 31. 38 节珀莱雅位居各平台国货护肤第一名	21
图 32. 38 节珀莱雅大单品销售成绩亮眼	21
图 33. 彩棠的核心大单品	22
图 34. 彩棠与毛戈平的大单品对比	23
图 35. 彩棠大单品稳居天猫各品类榜单第一名	24
图 36. 品牌协同营销策略：强调产品搭配及系列连带效果	25
图 37. 珀莱雅明星代言人	25
图 38. 2021 年珀莱雅品牌的事件营销	26
图 39. 珀莱雅分渠道收入结构	27
图 40. 珀莱雅分渠道收入及增速	27
图 41. 优资莱的线下单品牌店	28
图 42. 珀莱雅及可比品牌的线上直营渠道粉丝数量（万人）	28
图 43. 珀莱雅线上各平台的运营策略	28
图 44. 珀莱雅官旗对产品进行精细化展示	29
图 45. 珀莱雅宣传普及“早 C 晚 A”护肤理念	30
图 46. 唐毅老师彩妆课堂推广彩棠大单品使用	30
图 47. 珀莱雅会员等级特权及福利	30
图 48. 公司收入分拆预测	31
图 49. 可比公司估值表	32

核心问题一：公司全局概览

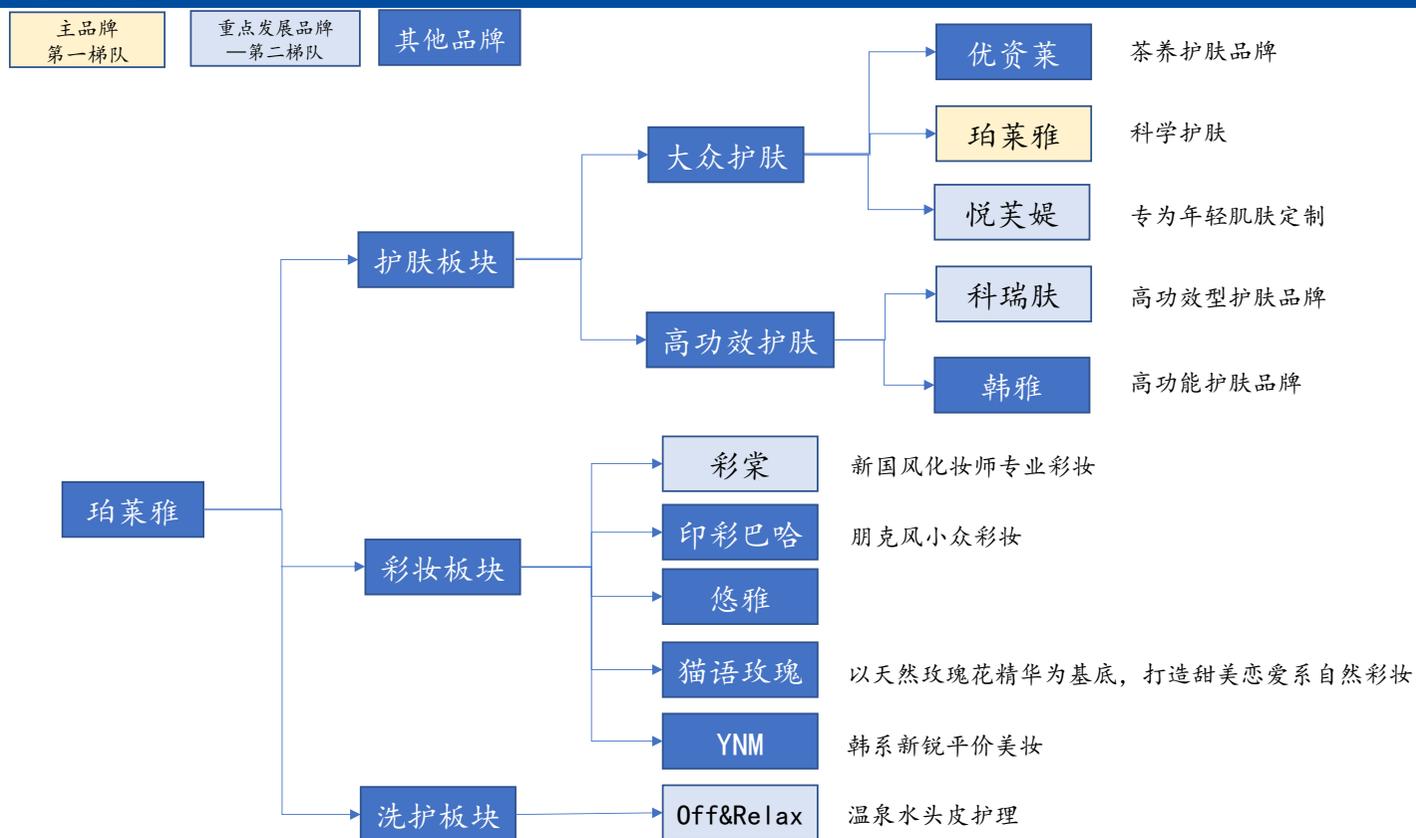
图 1. 一图看珀莱雅业绩构成



数据来源：Wind，财通证券研究所

核心问题二：公司多元品牌矩阵

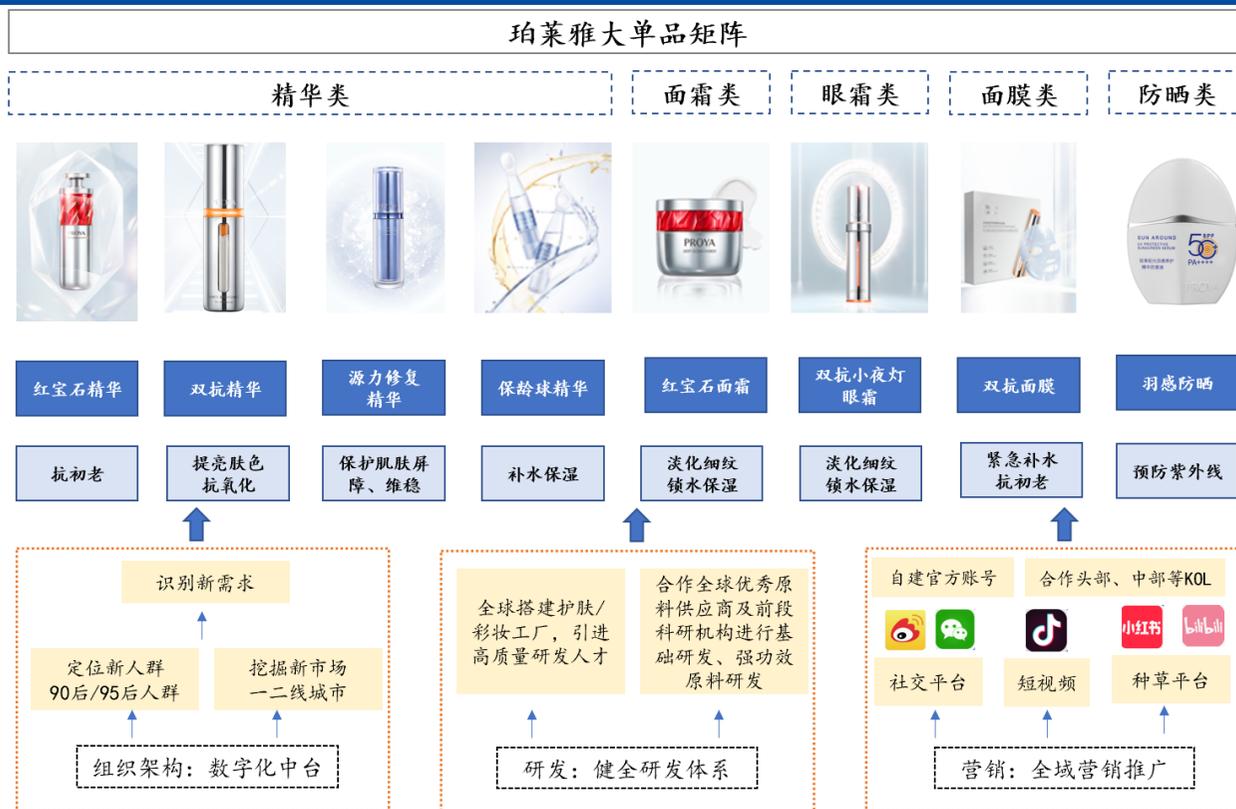
图 2. 一图看公司的品牌矩阵



数据来源：公司公告，财通证券研究所

核心问题三：多维助力大单品策略

图 3. 一图看珀莱雅品牌大单品矩阵



数据来源：公司公告，财通证券研究所

1. 国产美妆第一股，深耕护肤领域近二十载

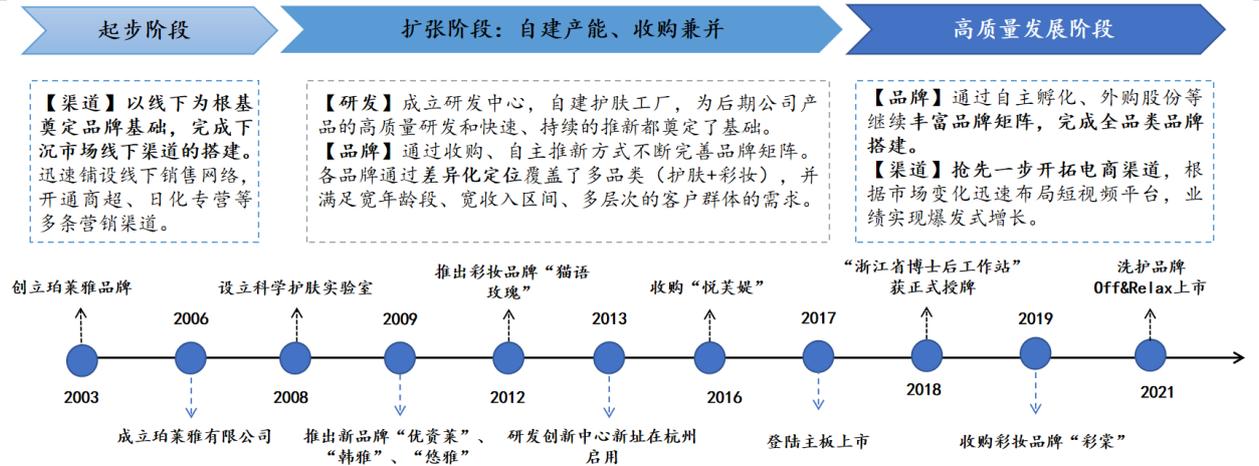
公司创立于 2003 年，于 2017 年上市，是集研发、生产、销售为一体的大型化妆品集团之一。公司旗下拥有“珀莱雅”、“悦芙媞”、“INSBAHA”、“CORRECTORS”、“彩棠”等化妆品牌，产品覆盖护肤品、彩妆、清洁洗护、香薰等多个领域，不同品牌产品针对群体广泛，适合不同年龄阶层和消费群体，形成多品牌差异化发展。据 Euromonitor, 2020 年公司在国内护肤品市场的份额为 1.5%。公司成功打造出“双抗精华”、“红宝石精华”等具有代表性的大单品，累计销售超 300 万瓶，产品曾荣获“2020 年度人气最佳新品”和“年度人气抗老抗氧化单品”等。

1.1. 积极应对市场变化，经典品牌历久弥新

公司历经 19 年发展，由单一品牌到建立起全品牌矩阵，由线下渠道发展至线上线下并进，珀莱雅在产品、研发、渠道等多方面实现高速发展。公司的发展历程可大致分为：

- **起步阶段：**2003 年至 2008 年，企业创立之初以线下为根基，奠定渠道基础，迅速铺设线下销售网络，开通商超、日化专营等多条营销渠道。
- **扩张阶段：**2009 年至 2017 年上市前，公司注重研发投入，并自建产能，内外并举不断完善品牌矩阵。2009 年公司推出天然植物护肤品牌“优资莱”，主打蜗牛修复系列的“韩雅”，和天然护肤彩妆“悠雅”等品牌；2012 年公司推出少女彩妆品牌“猫语玫瑰”；2016 年公司推出产品风格为“自然、纯真、现代、有趣”的“悦芙媞”品牌。建立差异化品牌矩阵，覆盖了宽年龄段、宽收入区间、多层次的市场消费群体。
- **高质量发展阶段：**2017 年上市后，公司通过自主孵化、外购股份等继续丰富品牌矩阵，2018 年收购新国风专业彩妆品牌“彩棠”，2021 年推出专注头皮养护的洗护品牌“Off&Relax”，完成全品类搭建。渠道方面，抢先一步开拓电商渠道，根据市场变化迅速布局短视频平台，业绩实现高速增长。

图 4. 公司的发展历程

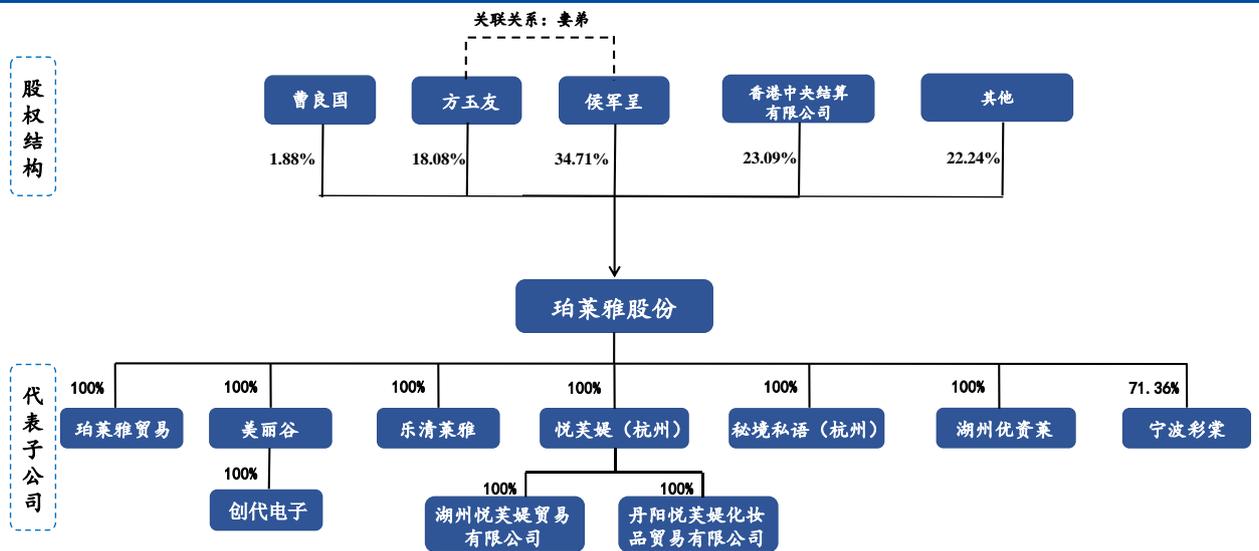


数据来源：公司公告，公司官网，财通证券研究所

1.2. 股权结构较为集中，创始人掌舵发展方向

股权结构较为集中，实控人持股 34.71%。公司实控人为董事长侯军呈先生，共持有 34.71% 股份，为公司第一大股东。总经理方玉友先生持股 18.08%，为公司第二大股东。方玉友为侯军呈妻弟，二者存在关联关系。

图 5. 公司的股权结构



数据来源：Wind，财通证券研究所（注：日期截至 2022 年一季度末）

1.3. 以护肤为基石，开拓彩妆洗护新领域

公司致力于发展“6*N”战略，打造满足差异化市场需求的多品牌矩阵，目前旗下品牌涵盖大众精致护肤、高效护肤、彩妆等多个领域。护肤品类中，以“珀

莱雅”为基本，不断推出目标年轻消费者的悦芙媞、中高功能刚需消费群体的 CORRECTORS 等不同功效和定位的新品牌，完善品牌矩阵。2019 年公司收购彩妆品牌彩棠，开拓彩妆新领域。

图 6. 公司的品牌矩阵

	大众精致护肤		彩妆		洗护	高功效护肤
品牌	珀莱雅	悦芙媞	彩棠	INSBAHA	Off & Relax	科瑞肤
成立时间	2003	2016	2019	2018	2021	2009
获得途径	自主孵化	自主孵化	外购股份	自主孵化	自主孵化	自主孵化
目标客户	年轻白领女性	年轻消费者、油皮	女性消费者	学生党	所有人群	中高功能刚需消费者
品牌定位	科技护肤	专为年轻肌肤定制	化妆师彩妆品牌	朋克风彩妆品牌	温泉水头皮护理	高功效护肤
销售渠道	线上线下	线上为主	线上渠道	线上渠道	线上渠道	线上渠道
价格区间	200-400 元	50-100 元	150-200 元	50-150 元	150-200 元	260-600 元

数据来源：公司公告，品牌官网，财通证券研究所

1.4. 业绩稳步增长，费用控制良好

营收持续快速增长，2017-2021 年收入 CAGR 达 27%。自上市以来，公司营收持续快速增长，2017-2021 年复合增长率为 27.0%。其中，2020 年受疫情影响收入增速放缓，但仍维持 20% 增速；2021 年，受益于疫情控制良好及大单品策略获得初步成效，实现营收 46.3 亿元，同比增长 23.5%；归母净利润 5.8 亿元，同比增长 21.0%。

图 7. 公司营业总收入及增速



数据来源：公司公告，财通证券研究所

图 8. 公司归母净利润及增速



数据来源：公司公告，财通证券研究所

护肤品仍为主力品类，彩妆收入快速提升。2017 年至 2021 年，护肤类（含洁肤）收入占比由 99% 降至 86%，彩妆类产品收入占比由 1% 提升至 13%，占比逐年提升。

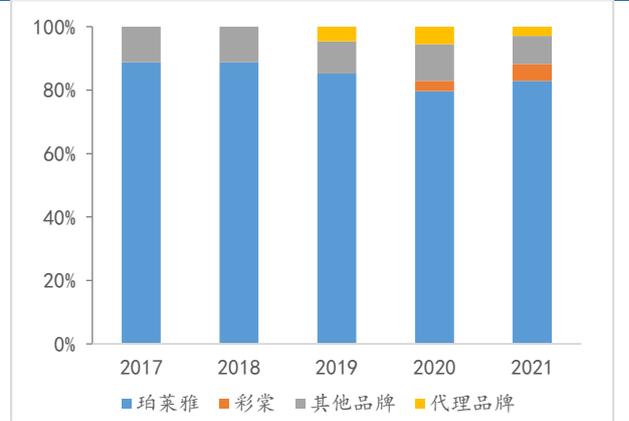
主品牌贡献八成收入，彩棠增速亮眼。主品牌珀莱雅 2018-2020 年营收占比由 88.80%降至 82.88%，主品牌占比有所下降。彩妆品牌彩棠表现亮眼，21 年营收增速 103.48%，占比总营收 5.32%；自 21 年起，公司大幅收减跨境代理品牌业务，缩减 0.7 亿业务。

图 9. 公司各品类收入结构 (%)



数据来源：公司公告，财通证券研究所

图 10. 公司各品牌收入结构 (%)

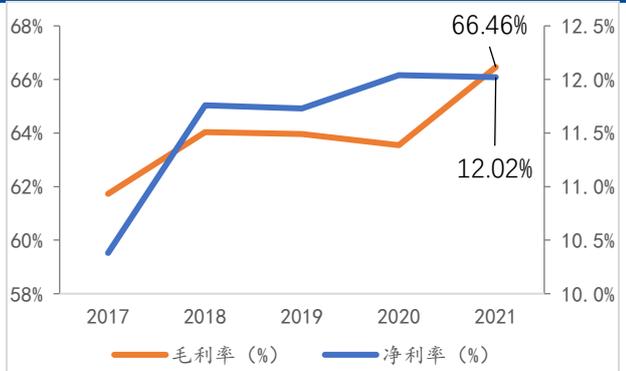


数据来源：公司公告，财通证券研究所

毛利率水平稳中有升。公司整体毛利率水平稳定在 60% 以上，2021 年达 66.46%，同比+2.91pct。毛利率提升主要得益于产品结构优化、高附加值品类销售占比提升及大单品持续升级。

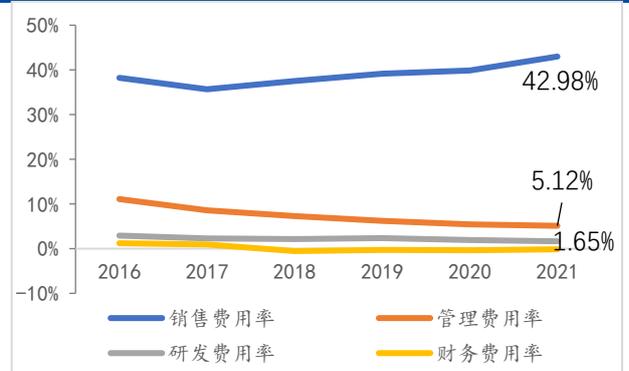
费控良好，各项费率维持稳定。销售费用率持续增长，2021 年达 42.98%，同比+3.08pct，主要由于新品牌，彩棠、CORRECTORS 等增加品牌宣传推广，重塑老品牌悦芙媞等。研发费用率维持在 2% 左右，2021 年公司开展研发共创新形式，以股权投资的方式与国际另选原料品牌 LIPOTRUE,S.L、中科欣扬等公司加强合作。此外，公司持续优化组织结构，打造以“产品、内容、运营”等为主线的前中后台高效协同的自驱型组织、数字化中台等，提高了管理效率，公司的管理费用率持续降低，2021 年费率为 5.1%，同比-0.32pct。

图 11. 公司的盈利能力



数据来源：公司公告，财通证券研究所

图 12. 公司各项费用率 (%)



数据来源：公司公告，财通证券研究所

2. 研发铸就技术壁垒，推动产品创新升级

2.1. 持续推进研发投入，引入高质量研发人才

研发团队聚集各领域高学历科研人才，核心团队一线品牌研发背景深厚。珀莱雅研发团队汇聚了一大批硕、博科研人员，截至 2021 年共计 159 人，占总人数的 5.59%，核心团队具有较强韩系基因。

图 13. 2017-2021 研发投入及其增速



数据来源：公司公告，财通证券研究所

图 14. 2017-2021 研发人员及其占比 (人)



数据来源：公司公告，财通证券研究所

图 15. 研发管理层拥有较强韩系化妆品基因

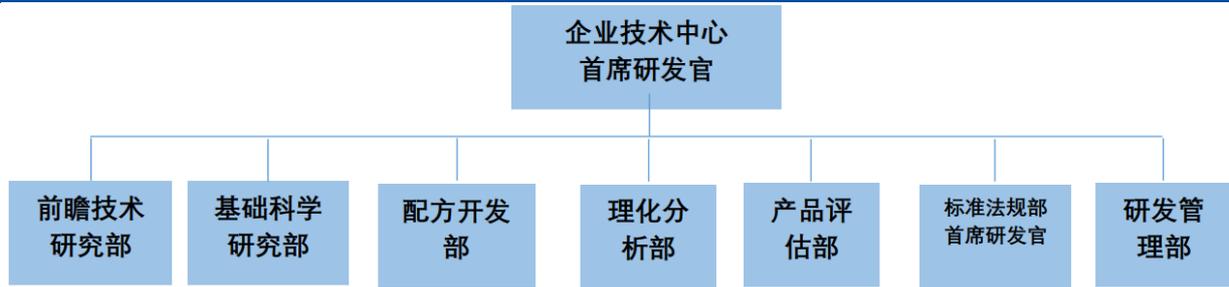
姓名	职务	学历	国籍	履职经历
金汉坤	研发创新中心 总经理	博士	韩国	曾任爱茉莉太平洋化妆品集团技术研究院护肤产品首席研究员、科丝美诗 COSMAX INC (韩国) 护肤研究所所长。
蒋丽刚	研发创新中心 配方开发部 总监	本科	中国	曾任玫凯琳 (中国) 化妆品有限公司高级技术支持主管、雅诗兰黛 (上海) 商贸有限公司包装测试经理、杭州菲丝凯化妆品有限公司研发部总监。
陈玉燕	研发创新中心 配方开发部 经理	本科	中国	曾任台湾露丝贝尔美容用品 (杭州) 有限公司研发部研发副经理、三生 (中国) 健康产业有限公司护肤品研发部研发经理、杭州美诺日用化学用品有限公司化妆品研发员。
申奉受	研发创新中心 韩国研究所 高级经理	不详	韩国	曾任韩国高丽雅娜护肤配方工程师、The Face Shop Cosmetic 护肤配方工程师、莹特丽化妆品 (苏州) 有限公司高级护肤经理。

数据来源：公司公告，财通证券研究所

多地布局研发实验室，积极与高校、科研院所等进行产学研结合。公司建立了完整的研发体系，除杭州研发中心外，预计在上海成立新研究所，海外方面预计在日本成立底妆类产品的研发中心，为彩妆品牌“彩棠”助力，依托日本底妆、粉类的研发优势，合作日本该领域资深工程师；并布局洗护研发中心，助力洗护品牌“Off & Relax”研发。同时，公司积极与高校、科研院所等进行产学研结合，助

力产品成分研究。

图 16. 研发机构设置情况



数据来源：公司公告，财通证券研究所

图 17. 2017-2020 产学研项目概况

年份	产学研项目及成果
2017	(1) 《海藻多糖高值化加工新技术及产业化应用》获 2017 年度“全国商业科技进步一等奖”； (2) “博士后科研工作站”获批成立。
2018	《功能营养物包埋载体设计技术及其健康产品应用》获“2018 年度中国商业联合会科技进步一等奖”。
2019	/
2020	(1) 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； (2) 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，在人才培养、科学研究、科技创新、人员培训等方面进行全面合作； (3) 与杭州市食品药品检验研究院、国家日用小商品质量监督检验中心、杭州市质量技术监督检测院共同开展的《化妆品禁用物质检测关键技术及标准化》项目，荣获浙江省科技进步三等奖。

数据来源：公司公告，财通证券研究所

2.2. 合作全球领先原料供应商，加速原料自主研发进程

公司深度合作海外优质原料供应商。公司在原料端大力投入，甄选行业领先的供应商开展战略合作。公司的原料产地分布欧美、日本等 20 多个国家。2020 年珀莱雅与巴斯夫中国、亚什兰中国、西班牙 LIPOTRUE S.L.公司等全球行业领先的原料供应商建立了研发合作关系。

化妆品新规下，珀莱雅自主生产原料优势将被凸显。“成分党”崛起使得化妆品成分和原料备受行业关注。今年正式实施《化妆品监督管理条例》后，原料创新则成为国家治理下的新风口。公司前瞻布局上游原材料，进一步增强产业竞争力。

图 18. 公司合作国际领先原料企业，助力大单品迭代推新



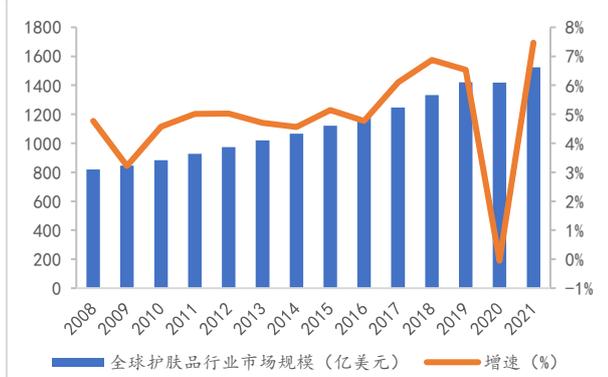
数据来源：公司公告，财通证券研究所

3. 完善“大单品+多品牌+全品类”，多元业务矩阵持续升级

3.1. 我国化妆品市场持续增长，行业监管日益完善

2021 年国内护肤品市场增速边际回升，整体保持快速发展态势。2021 年，全球护肤品市场规模 1524.7 亿美元，同比+7.5%，2017-2021 年 CAGR 达 5.2%。全球护肤品市场发展成熟，整体保持稳步增长，2020 年受疫情影响增速同比下降。我国化妆品在居民人均可支配收入增长，及化妆品消费理念持续提升驱动下，护肤品市场保持高景气度，2021 年国内（除香港）护肤品市场规模 455.6 亿美元，同比+8.78%，2017-2021 年 CAGR 11.8%，我国受疫情持续影响，近两年市场规模增速有所放缓，整体保持快速发展态势。

图 19. 全球护肤品行业市场规模及增长



数据来源：欧睿，财通证券研究所

图 20. 中国护肤品行业市场规模及增长



数据来源：欧睿，财通证券研究所

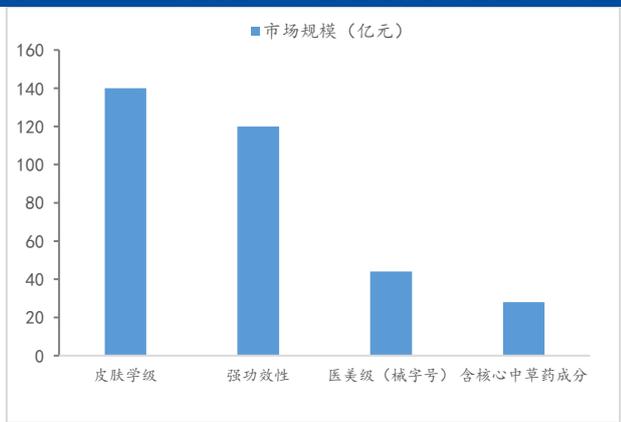
功能性护肤品类引领新风向，科学护肤成主流。“成分党”之风助力功能性护肤品崛起，随着我国化妆品产业的发展，产品端呈现细分化、差异化的趋势，“成分党”的兴起使得功能性护肤品成为近年来发展较快的细分品类。2019 年国内功能性护肤品规模约 332 亿元，占比国内护肤市场份额约 12.66%，其中皮肤学级规模 140 亿，占比 42%；强功效性规模 120 亿，占比 36%。

图 21. 功能性护肤品的分类

名称	功效	主要成分	代表品牌
皮肤学级护肤品	以专业医学研究及临床数据为背书，能缓解或根治部分皮肤问题，如：发痒、刺痛、泛红、红肿、发炎、脱皮等	产品配方简单、安全，不含公认致敏原，通常含有天然活性物质	薇姿、理肤泉、雅漾、珂润、薇诺娜、玉泽、米蓓尔等
强功效性护肤品	产品主要追求主添加成分对应的功效，如：补水、抗衰、美白、紧致、提亮、淡斑等	产品多主打添加热门功效性化学成分，如：透明质酸、烟酰胺、神经酰胺、水杨酸、虾青素、寡肽等	HFP、the ordinary、修丽可、润百颜、夸迪、Bio-MESO 肌活等
医美级护肤品（械字号为主）	功效多以补水修护、舒缓皮肤、清痘抑菌为主，且刺激性较弱	-	芙清、敷尔佳、可复美、创福康、绽妍等
含核心中草药成分护肤品	功效以舒缓肌肤、活血、祛痘消炎为主	中草药成分	片仔癀、云南白药、马应龙等

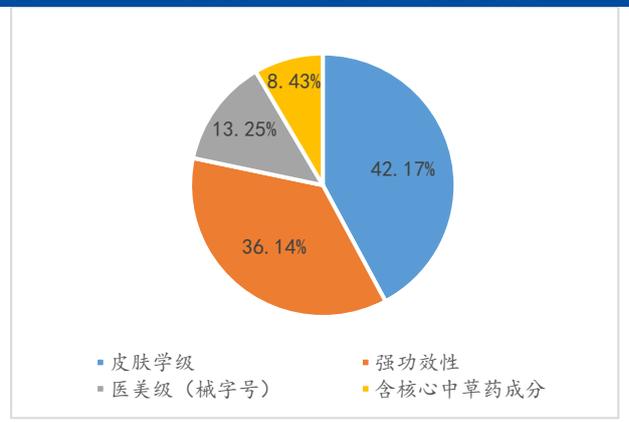
数据来源：观研天下，财通证券研究所

图 22. 2019 年中国功能性护肤品细分市场规模



数据来源：观研天下，财通证券研究所

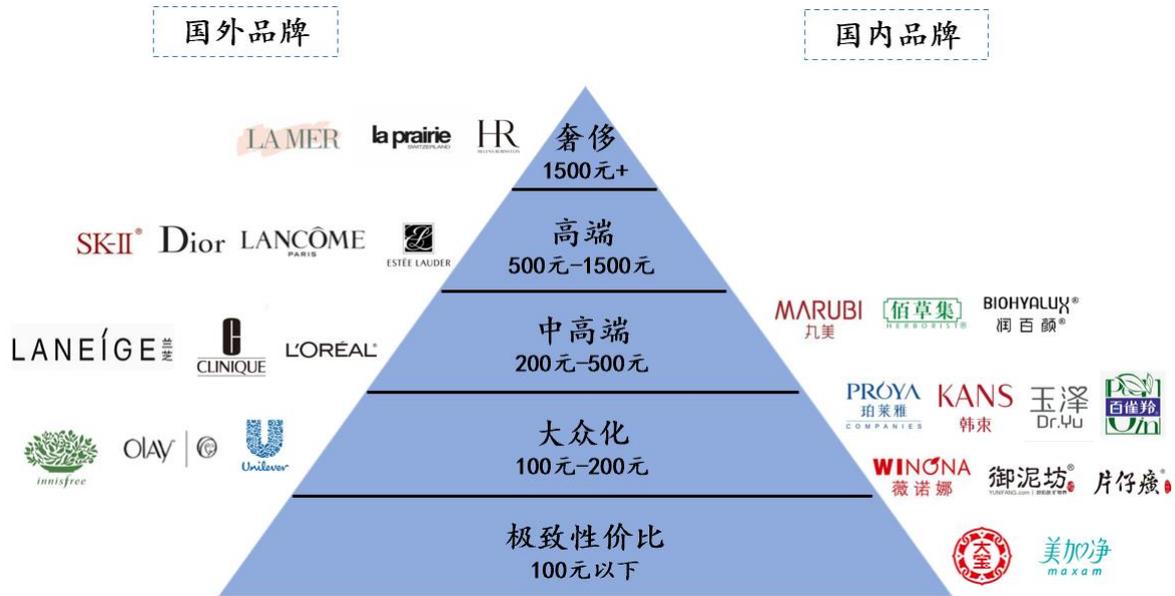
图 23. 2019 年中国功能性护肤品市场结构



数据来源：观研天下，财通证券研究所

海外品牌占据高端市场，国货品牌竞争中高端和大众化市场。我国高端及以上市场主要被欧美品牌所占有；中高端市场欧美品牌与经典国货竞争较为激烈；大众化及以下市场多为老牌国货和新锐国货品牌。根据 Euromonitor 统计，品牌珀莱雅 2018-2020 年在国内护肤品市场的市场份额分别为 1.3%、1.4%和 1.5%，份额呈稳步提升趋势。

图 24. 我国护肤市场的品牌竞争格局



数据来源：前瞻产业研究院，财通证券研究所

国际品牌稳居传统电商 TOP 榜单，国货抢占新兴流量平台。随着国际品牌加大在传统电商平台的投入力度，天猫等平台的流量成本持续提升，市场竞争加剧。国产品牌纷纷抢占抖音、快手等短视频新兴平台，把握平台的流量红利期。目前，以天猫为首的传统电商平台榜单中，国际大牌仍占据头部护肤和彩妆市场，在抖音等新兴平台中，国产品牌销售居前。

图 25. 2021 及 22 年三八促销，线上平台美妆销售额 TOP10 品牌

抖音&快手		22 年三八节淘宝天猫			
排名	护肤&彩妆品牌	排名	护肤品牌	排名	彩妆品牌
1	朵拉朵尚	1	雅诗兰黛	1	MAC
2	花西子	2	兰蔻	2	YSL
3	珀莱雅	3	欧莱雅	3	3CE
4	素说魅力	4	珀莱雅	4	花西子
5	自然堂	5	海蓝之谜	5	阿玛尼
6	薇诺娜	6	OLAY	6	雅诗兰黛
7	完美日记	7	资生堂	7	兰蔻
8	韩熙贞	8	薇诺娜	8	香奈儿
9	韩束	9	科颜氏	9	迪奥
10	欧诗漫	10	赫莲娜	10	COLORKEY

数据来源：易观分析，解数咨询，财通证券研究所

化妆品新规陆续出台，产业监管日益完善。近年来国家相关部门陆续推出新规。2020 年 6 月 29 日国务院正式颁布了《化妆品监督管理条例》，自 2021 年 1 月 1 日起施行正式实施；2021 年 4 月 9 日国家药监局发布《化妆品功效宣

传评价规范》，对护肤品的功能及推广做出指导，进一步完善化妆品监管体系。

图 26. 近年主要化妆品监管条例

监管领域	涉及监管条例	时间	主要内容
化妆品原料	《化妆品新原料注册备案资料管理规定》	2021/2/26 发布 2021/5/1 实施	明确所需提供的全部原料安全相关信息
	《化妆品注册备案资料管理规定》	2020/1/7 发布 2021/5/1 实施	申请化妆品注册备案时，提供全部原料的安全信息，特别是具有防腐、防晒、着色、染发、祛斑美白功能原料的安全信息
	《化妆品禁用原料目录》	2021/4/9 发布 2021/5/28 实施	规范部分原料适用及使用范围
	《已使用化妆品原料目录》（2021 年版）	2021/4/9 颁布 2021/5/1 实施	区分已使用化妆品原料和化妆品新原料
功效评价	《化妆品功效宣传评价规范》	2021/4/9 发布 2021/5/1 实施	产品功效宣传依据原料的功效，并进行文献资料调研、研究数据分析或者功效宣称评价试验证实原料具有宣称的功效，而且原料的功效宣称应当与产品的功效宣称具有充分的关联性。
	《化妆品安全技术规范（2022 年版）》征求意见稿	2022/3/31 发布 未定稿和实施	纳入化妆品祛斑美白功效测试方法和化妆品防晒功效测试方法，并对功效评价检验方法的格式体例进行统一，对部分技术参数如皮肤颜色范围、标准品配方及选择等进行细化明确和勘误。
不良反应监测	《化妆品不良反应监测管理办法》	2022/2/21 颁布 2022/10/1 实施	对化妆品不良反应及损害进行界定；要求化妆品注册人、备案人开展化妆品不良反应监测工作，并主动报告化妆品不良反应
生产经营	《化妆品生产经营监督管理办法》	2021/8/6 发布 2022/1/1 实施	细化申请化妆品生产许可的条件；电子商务平台披露与化妆品注册一致的化妆品标签等信息；
	《化妆品标签管理办法》	2021/6/3 发布 2022/5/1 实施	规定了化妆品标签应当标注的内容以及各项内容标注的细化要求，对化妆品标签禁止标注的内容进行了规定
市场监管	《网络交易监督管理办法》	2021/3/15 颁布 2021/5/1 实施	明确规定网络交易经营者行为，法律责任等，以遏制电商不良行为和直播销售乱象

数据来源：国家药品监督管理局，财通证券研究所

3.2. 珀莱雅：大单品策略升级，助力品牌升维进阶

大单品战略引领品牌变革，为品牌长期优质发展夯实基础。2018 年之前珀莱雅长期以定位大众护肤的套盒为主要产品，定位下沉市场，毛利低、竞争激烈。2019 年在“泡泡面膜”初尝爆品红利后，公司由渠道驱动策略快速升级为产品驱动策略，于 2020 年开始实行“大单品战略”，成功推出红宝石精华和双抗精华。21

年之后完善大单品矩阵。

图 27. 珀莱雅的大单品发展逻辑



数据来源：公司公告，财通证券研究所

成功打造代表性大单品，品牌影响力提升。2020年2月、4月珀莱雅分别首次推出红宝石精华、双抗精华两款高功效抗初老产品。两大单品在一年多的时间里培育为品牌代表性大单品，并根据用户体验反馈，每年进行升级迭代，延长大单品生命周期。迭代后的产品在成分、舒适度和肤感上都进行了相应改善。升级后的两大单品继续获得消费者好评，两大单品约占品牌销售额的1/4。伴随公司加快大单品研发与推新，目前已形成“红宝石、双抗”两大超级大单品+多款潜力大单品的“十大单品矩阵”。

图 28. 珀莱雅核心大单品持续升级

代表大单品	红宝石精华 2.0 (红宝石淡纹紧致精华)	双抗精华 2.0 (弹润透亮青春精华液)
产品展示		
核心成分	双效六胜肽-1、超分子维 A 醇、 三重抗老组合成分	LIPOCHROMAN-6、EUK-134、麦角 硫因、虾青素
主打功效	温和兼高效，提升抗皱力	抗氧抗糖抗初老，改善肤色
1.0 推出时间	2020 年 2 月	2020 年 4 月
2.0 推出时间	2021 年 5 月	2021 年 4 月
1.0 定价	249 元/30ml	239 元/30ml
2.0 定价	350 元/30ml	269 元/30ml
天猫销售额占比	18%+	16%+

数据来源：品牌官网，淘宝旗舰店，珀莱雅微信公众号，财通证券研究所

珀莱雅大单品核心成分对标国际一线品牌，产品性价比优势显著。珀莱雅主打大单品“早 C 晚 A”组合，其成分对标国际一线品牌，并较对标品牌更具性价比优势，实现高速放量增长。

图 29. 珀莱雅单品主打成分的竞品分析

含 A 醇类产品比较						
	珀莱雅	其他国际品牌相关产品				
产品名称	红宝石精华	科颜氏 A 醇精华乳	Murad A 醇面部精华	伊丽莎白雅顿 次抛 A 醇精华	欧莱雅 逆时精华	露得清 A 醇晚霜
产品展示						
A 醇浓度		0.1%	0.2%-0.5%	0.1%	0.03%	未公布
其他核心成分或技术	双效六胜肽-1、三重抗老组合成分	2%烟酰胺、4%IDEALIFT 弹力多肽	球形透明质酸、印度犏牙菜提取物、3A 视黄醇技术（使 A 醇温和、稳定、有效，提升肤感和效果）	胶囊密封技术	9%玻色因溶液、紧致二胜肽	玻尿酸、水解香桃木叶提取物
主打功效	温和兼高效，提升抗皱力	淡化纹路、紧致轮廓	紧致肌肤、锁水保湿	淡退纹路、缩小毛孔	淡化皱纹、颈纹	淡化皱纹
价格	350 元/30ml	540 元/30ml	698 元/30ml	760 元/28ml (60 粒)	349 元/30ml	259.9 元/30ml
含维 C 类产品比较						
	珀莱雅	其他国际品牌相关产品				
产品名称	双抗精华	科颜氏 VC 淡斑精华	仙丽施	修丽可 CE 经典抗氧瓶	欧邦琪 左旋维 C 精华	Murad VC 精华
产品展示						
维 C 类型和浓度	Z 基维 C	透明维 C	10%原型维 C	15%精纯左旋维 C	15%左旋维 C	黄金维 C
其他核心成分或技术	LIPOCHROMAN-6、EUK-134、麦角硫因、虾青素	玻色因、低浓度水杨酸	茶叶提取物	1%维生素 E、0.5%阿魏酸	-	毛蕊花提取物、花椒果提取物、羟甲基乙酸
主打功效	抗氧化抗糖抗初老，改善肤色	淡斑、淡痘印、抗氧化	抗氧化+抗糖、强御初老、紧致淡纹	抗老、淡纹，解决皮肤皱纹、皮肤松弛问题	焕亮暗沉肌肤、改善肤色不均、减少细纹	均匀肤色、全脸体量、光滑细嫩
价格	269 元/30ml	540 元/30ml	1259 元/30ml	1520 元/30ml	895 元/30ml	658 元/30ml

数据来源：淘宝，小红书，财通证券研究所

潜力大单品储备丰富，从品类和功效多重延伸。在精华品类获得初步成功后，大单品逐渐延伸至面霜、眼霜品类；从抗老功效延伸至修护功效，抢占用户心智。

2021 年共有红宝石精华、双抗精华、红宝石面霜、红宝石眼霜、双抗小夜灯眼霜、双抗面膜、源力修复精华、保龄球蓝瓶、羽感防晒等十大大单品，月销量均稳定在 1 万件左右。

图 30. 珀莱雅的重点潜力大单品

大单品	源力修复精华	保龄球蓝瓶	双抗小夜灯眼霜	双抗面膜	红宝石面霜
产品展示					
上市时间	2021. 2	2021. 9	2020. 7 推出 1. 0 2022. 4 推出 2. 0	2021	2020. 3
价格	280 元/30ml	429 元/28 支 (约 33. 6ml)	290 元/20ml	120 元/5 片	310 元/50g
核心成分和技术	SymReboot L19 乳酸菌酵素、 三重神经酰胺、BMs-Tech 肌源修护『筑 稳』科技	全谱玻尿酸、 紫苏籽油、芬 兰黄金燕麦油	双抗精华四大经典 成分、6%Meiview 芽孢杆菌提取物、 Rovisome®-复合咖 啡因、Moist- MicroPatch 技术	海藻纤维膜 布、 Collrepair 、微红藻润 肤精粹	10%5 种胜肽、 玻尿酸胜肽、 微红藻
主打功效	多维度舒缓敏 感，修护更深 更全面	深度滋润、快 速舒缓，改善 脱皮、泛红的 肌肤不适症状	直击黑眼圈、泡泡 眼、眼部干细纹 3 大眼周问题，淡化 眼纹	抵御初老， 弹润透亮	提升皮肤抗老 力、饱满紧 实、淡褪纹 路、细腻莹润
淘宝月销量 (件)	22, 323	5028	11, 271	11, 806	20, 704

数据来源：品牌官网，淘宝，抖音，财通证券研究所

大单品策略赋能客单价与复购率，促进品牌良性发展。大单品策略有助于提升消费者认同感和产品辨识度，未来将对珀莱雅形成两大赋能：客单价和复购率的提升。珀莱雅荣登天猫“3.8 礼遇节”美妆行业 TOP5，国货美妆、护肤第一名。大单品策略卓有成效，“早 C 晚 A”销量实现 7.8 万件，双抗精华 16 万支，羽感防晒 28 万支。

图 31. 38 节珀莱雅位居各平台国货护肤第一名



数据来源：珀莱雅微信公众号，财通证券研究所

图 32. 38 节珀莱雅大单品销售成绩亮眼



数据来源：珀莱雅微信公众号，财通证券研究所

3.3. 彩棠：布局彩妆板块，打造第二增长曲线

公司积极布局高增速彩妆板块，抓住化妆品行业新风口。公司通过自主孵化和外购股份两种形式先后拥有悠雅、猫语玫瑰、彩棠、INSBAHA 彩妆品牌。2017-2021 年公司彩妆类业务收入由 0.2 亿元增长至 6.18 亿元，年复合增速高达 136%；贡献公司总营收比重由 1.12%提升至 13.35%。其中，“彩棠”表现最为亮眼，2021 年实现营收 2.46 亿元，占公司总营收的 5.33%，同比增长 103% 品牌营收增势亮眼。

彩棠：专业彩妆师背书，打造“中国妆”。彩棠由唐毅先生创立，是专为中国面孔定制的彩妆品牌。唐毅先生拥有丰富的明星化妆经验，是国内首屈一指的彩妆大师，对妆容有独特感悟。品牌将中国传统美学与现代时尚潮流相融合，倡导“中国妆、原生美”的品牌理念，专注表达女性灵动之美。其产品的调色、质地等更多地关注亚洲人轮廓和肤色，专为中国肤色和轮廓定制，包装设计彰显国风飘逸之美。

定位年轻女性消费者，主推底妆类单品。品牌强调最大程度贴合消费者使用习惯、充分考虑亚洲人肤色，主打修容类、遮瑕类等用于重塑面部结构的单品。对比国内彩妆师品牌毛戈平，彩棠的单品价格较毛戈平约低 50-100 元左右，定位年轻女性消费群体。

图 33. 彩棠的核心大单品

产品名称	产品特点	妆效	质地	产品展示
大师修容盘	高光阴影三效合一， 专为中国肤色定制	五官深邃立体，灰棕色调收拢轮廓，米白色调自然提亮法令纹、泪沟，香槟细闪点亮山根、鼻头、苹果肌、下巴	粉质细腻融肤， 滑糯易晕染	三色修容 立体塑颜 勾勒原生「骨相」美 
大师多效妆前乳	针对干皮、油皮分别定制保湿款和控油款，保湿款加入海棠果籽油和薄荷粉，控油款加入榆绣线菊精华和法国糖海带。采用按压泵头设计，方便卫生，用量精准。	解决肌肤干燥、泛油光或肤色暗黄、不均等问题，帮助底妆更加服帖精致	保湿款：啫喱质地 控油款：乳液质地	「底妆CP」精致加乘 3重妆效 定义妆前 01 保湿款 保湿款 03 控油款 控油款 
柔影沁纱双拼高光盘	高光膏和高光粉相结合	改善面部凹陷、强化立体感 上妆不易卡纹卡粉，焕发微光泽感	高光膏：丝滑奶油质地 高光粉：哑光，粉质细腻	「高光膏+高光粉」 膏霜使用 平色哑哑 立体加倍 

数据来源：彩棠天猫旗舰店，财通证券研究所

图 34. 彩棠与毛戈平的大单品对比

品牌 产品名称	修容类产品			遮瑕类产品	
	彩棠 大师修容盘	毛戈平 高光粉膏	毛戈平 阴影修容粉饼	彩棠 三色遮瑕盘	毛戈平 双色遮瑕膏
产品展示					
价格	199 元	280 元	150 元	189 元	320 元
产品特点	高光阴影三效合一，专为中国肤色定制	具有养肤功效，添加白蜂蜡、维生素 E、库拉索芦荟叶精华等养肤成分。	颜色偏冷灰棕色，不偏红不显灰，适合亚洲人肤色；新手友好，不易手重	针对不同瑕疵部位，设计双重质地，精准分区遮瑕；为不同肤色（自然偏黄/白皙）分别设计两款色号（鹅绒盘、芙玉盘）	双色调和，3D 遮瑕，肤红色区域帮助中和暗沉，用于遮盖黑眼圈、痘印斑点等；浅亮色帮助提亮面部沟壑阴影，用于眼袋泪沟等
销售战绩	累计销量 114 万件+，荣登多个天猫面部高光榜单之首	累计销售 43 万件+，荣登天猫高光类目销售之首	月销 1000 件+	上新 70 天累计销售 17000 件+，荣登天猫面部遮瑕热销榜之首	入选天猫榜单-遮瑕 V 榜，月销 5000+

数据来源：淘宝，财通证券研究所

彩棠核心单品稳居天猫彩妆品类榜单榜首。彩棠打造的多款大单品在天猫销量持续攀升，“大师修容盘”、“大师多效妆前乳”等斩获多个品类 TOP 榜；在双 11、618、三八节等促销活动中表现优秀。22 年三八节促销中，天猫平台成交金额（GMV）同比增长 400%，抖音自播位居国货彩妆 TOP2，销售额同比增长 1800%。

图 35. 彩棠大单品稳居天猫各品类榜单第一名

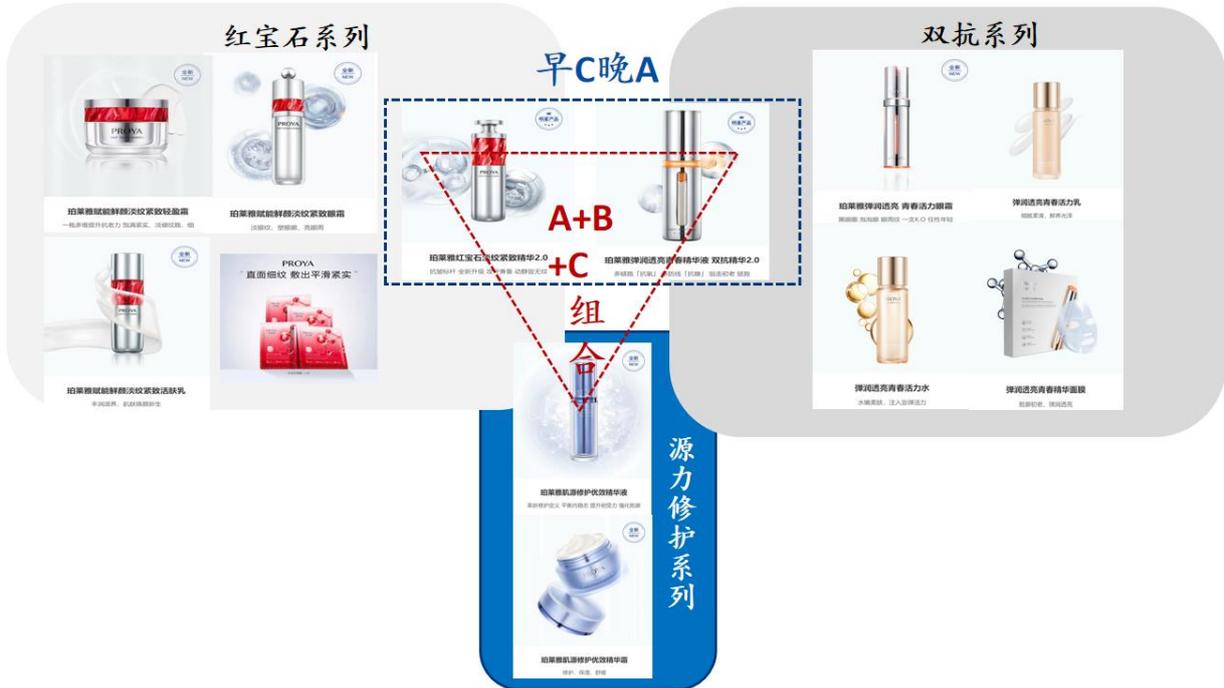


数据来源：彩棠天猫旗舰店，财通证券研究所

4. 紧抓流量趋势，内容营销提升品牌声量

大单品系列延伸组合实现功效互补，提升产品间的协同连带营销。公司顺应年轻消费群体推崇的科学护肤理念，将自身产品根据功效进行搭配，为消费者不同肌肤问题提供解决方案，提高产品的连带效应，促进交叉购买以提高销量。目前，已形成“早 C 晚 A”（日间维 C 类产品双抗精华+晚间 A 醇类产品红宝石精华）的抗初老精华类组合产品、“ABC”（红宝石精华+源力精华+双抗精华）修护肌肤屏障、稳定抗老组合，同时外延到大单品所在的系列产品，提供对应的其他水乳、眼霜等化妆品。

图 36. 品牌协同营销策略：强调产品搭配及系列连带效果



数据来源：淘宝，公司官网，财通证券研究所

代言人凸显品牌战略,明星效应助力产品推广。2016 年珀莱雅提出年轻化战略，选择唐嫣为代言人，给消费者带来更具年轻与活力感的品牌印记；目前，大单品策略将品牌代言人转变为大单品代言人，根据产品理念来选择有影响力的代言人，红宝石精华选择女星孙俪；双抗精华选择出道经历与珀莱雅“趁年轻、去发现”的品牌精神深度契合的蔡徐坤代言。

图 37. 珀莱雅明星代言人



数据来源：公司官网，财通证券研究所

关注女性话题，利用社会热点输出优质内容。2021 年制定“新营销策略”，持续秉承着发现精神，关注当下年轻人的生活和状态，从每个普通女性的故事出发，鼓励消费者不惧挑战，保持勇气与乐观，传递“趁年轻，去发现”的品牌精神。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，用态度、情绪和精神触发用户，实现更深层次的转化。2021 年珀莱雅推出“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”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。

图 38. 2021 年珀莱雅品牌的事件营销

节日	话题文案	话题主旨
一月	毕业第一年，与新世界交手	关注职场新人的生存状况，给予年轻群体理解、鼓励与关怀。
三八节	性别不是边界线，偏见才是	基于对“性别偏见”的细致洞察，对“性别平等”的深度思考以及品牌之力，与《中国妇女报》一起发积极之声。
520	敢爱，是爱情里最大的冒险 敢不爱，是爱情里最大的自由	携手单向空间和上海译文发起一场关于爱情的讨论，品牌输出了有情绪共鸣的爱情主张，也塑造一个温暖、治愈的品牌形象。
五月	来自中国，飞向宇宙	珀莱雅官宣与中国航天 IP 联名，向中国航天 65 周年征程致敬。
六月	致敬每一个去发现的人	高燃混剪片，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。短片在激发观众国家自豪感的同时，也传递了品牌内核“发现精神”。
九月	开学来信 写给十八岁的自己	通过“开学”这一场景聚焦青春成长主题，邀请旅行团乐队创作新歌，与消费者共同探讨成长的深层意义。
十月	不必对你的情绪感到羞耻	世界精神卫生日，联合《中国青年报》、壹心理发起“珀莱雅青年心理健康公益行动——回声计划”，发布主题片“不必对你的情绪感到羞耻”，联合拍摄了 4 部系列纪录片。携手“中国青少年发展基金会”开展长线公益项目。
年终	谢谢	从一年的互动中收集 76 条用户对珀莱雅发出的声音，制成新年计划的小卡片，将随包裹赠送给用户

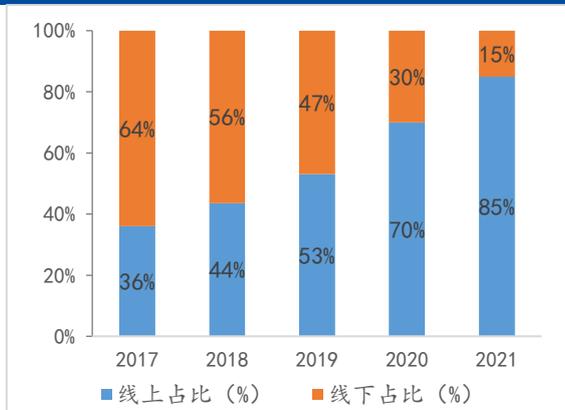
数据来源：珀莱雅微信公众号，财通证券研究所

5. 线上为主线下并行，持续推进渠道精细化运营

公司渠道布局成熟，线上高速发展，线下深化改革。线上渠道主要通过直营、分销模式进行运营；渠道主要有天猫、淘宝、京东、唯品会、拼多多等。公司持续深耕线上渠道，加大线上精细化经营。2017-2021 年线上营收高速增长，21 年线上营收 39.24 亿元，同比增长 49.54%；线上营收占比持续增高，21 年占比总营收 84.94%，其中，线上直营业务占比总营收约 6 成，同比增速近 80%。线下渠道主要通过经销商的模式运营；渠道主要有商超、化妆品专营店、单品牌

店等。公司 21 年进行网点调整，削减 CS 网点约 1.2 万家，同时重点抓重庆百货、银泰百货等优质商超网点，21 年线下营收 6.96 亿元，同比减少 38.03%，预计线下渠道调整仍将持续。

图 39. 珀莱雅分渠道收入结构



数据来源：公司公告，财通证券研究所

图 40. 珀莱雅分渠道收入及增速



数据来源：公司公告，财通证券研究所

线下占领下沉市场，持续推进网点升级优化改革。创始人侯军呈和方玉友先生凭借早年创业时期积累的线下商超、日化等渠道销售资源与经验，营销网络重点布局国内二三线城市，根据品牌的市场定位、特点构建了覆盖日化、专营店、商场超市、单品牌店等多渠道销售网络。公司在优化产品结构的同时，稳定线下销售，随着 2017 年起线上渠道崛起，传统渠道增速放缓。公司对各线下渠道实行精细化管理：

(1) **单品牌店**：主要针对品牌“优资莱”进行单品牌店运营模式的探索。2017 年悦芙媿开店数量 31 家，优资莱 126 家；2018 年，公司继续发展单品牌店运营模式，打造优资莱的“健与美”智慧门店模式；2019 年开始，对单品牌店的投入有所下降。

(2) **日化专营店**：公司旗下各品牌的日化专营店覆盖全国 30 余个省、自治区、直辖市。2017 年主品牌珀莱雅拥有线下经销商数量为 120 余家，线下日化专营店销售终端网点达 13000 余家。目前，公司着重对现有网点调整、升级，调整产品结构，优化培训体系，提高终端服务意识。

(3) **百货商场、超市**：重点打造银泰、重百、天虹等百货系统，并拓展其他优质百货系统，加强库存管理，定制适合商超渠道的产品组合，增强 BA 的能动性。

图 41. 优资菜的线下单品牌店



数据来源：品牌官网，财通证券研究所

线上高效运营，把握新兴平台流量红利期。公司积极拓展天猫、京东、抖音等线上渠道。品牌在各线上平台的粉丝数量均领先于其他国产品牌。2021 上半年，公司提出“新渠道”策略，线上加速拓展抖音小店，把握抖音平台先发优势，加强自播运营和与中腰部主播的合作。品牌珀莱雅在抖音平台的 4 月美妆护肤品牌销售额排名中高居第三位，截至 5 月 12 日，珀莱雅在抖音的近三十天销售额达 8328.5 万元，平均客单价 160.20 元，关联直播 7647 场。

图 42. 珀莱雅及可比品牌的线上直营渠道粉丝数量（万人）

平台	珀莱雅	薇诺娜	玉泽	雅诗兰黛	欧莱雅
淘宝天猫	1511	1104	445	2907	1944
京东	210	261	-	-	137
唯品会	201	146	8	209	389
拼多多	163	127	28	-	-
抖音	383	136	37	223	226
快手	88.6	75.8	238.3	-	-

数据来源：淘宝，抖音等各平台（截至 22 年 5 月 11 日），财通证券研究所

图 43. 珀莱雅线上各平台的运营策略

线上渠道	策略
天猫旗舰店	持续进行了品牌化+精细化运营改革，调整品类结构，优化产品内容，依托于大数据营销策略，加强头部 KOL 合作，大幅度提升投放效能；目标“高客单、高毛利、高复购”，让业务可持续发展、有质量增长。
抖音&快手小店	抓直播风口，自播和达人播相结合。重视自播运营，提高自播占比，同时加强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，优化货品结构，提高毛利和净利。
京东、唯品、猫超	进一步优化平台运营，加强会员营销，调整产品结构，优化投放费用节奏，加强大单品和新品销售。

数据来源：公司公告，财通证券研究所

公司在线上平台的销售成绩主要得益于持续深入的精细化运营管理战略：

(1) **产品精细化**：对天猫旗舰店、京东旗舰店，积极调整品类结构、优化产品内容，目标“高客单、高毛利、高复购”，加强大单品和新品销售。天猫旗舰店将大单品、明星系列、新品等重点产品罗列购物页面；京东旗舰店推出榜单、搭配购、上新等栏目引导消费者选择；抖音将直播中销量良好的产品重点展示。

图 44. 珀莱雅官旗对产品进行精细化展示



数据来源：淘宝，财通证券研究所

(2) **服务精细化**：针对市场需求发展趋势，加强互动服务及消费教育。近年兴起“成分党”之风，公司适时打造珀莱雅品牌的大单品组合“早C晚A”，并加大成分宣传与教学，通过与小红书、B站美妆博主、抖音自播达人、头部KOL合作，为消费者提供正确的护肤流程和使用方法。彩棠品牌通过微信公众号、小红书官方账号等途径，由唐毅老师对其明星单品“大师修容盘”的使用方法进行专业指导，加强消费者互动，并帮助消费者产品功效最大化。

图 45. 珀莱雅宣传普及“早 C 晚 A”护肤理念



数据来源：抖音，B 站，财通证券研究所

图 46. 唐毅老师彩妆课堂推广彩棠大单品使用



数据来源：彩棠微信公众号，彩棠小红书官方账号，财通证券研究所

(3) 用户运营精细化：加强会员粉丝运营，如天猫旗舰店给予新用户新品优先试用权、入会新人礼、会员生日福利、积分兑换相应礼品等活动，不同等级用户拥有不同特权与福利，有效提高用户粘性和品牌忠诚度。

图 47. 珀莱雅会员等级特权及福利



数据来源：淘宝，财通证券研究所

6. 投资建议与盈利预测

6.1. 盈利预测

核心假设：

(1) 分品类：未来公司将继续升级大单品战略，纵向升级核心单品，横向拓展单品系列，并进一步延伸面霜、眼霜等细分品类，最大发挥大单品的连带效应。预计 2022-2024 年公司护肤类营收分别为 50/63/76 亿元，毛利率维持在 71%左右；2022-2024 年美容彩妆类，主打彩妆品牌彩棠，营销投入增加有望带来销售放量，预计营收分别为 9/12/16 亿元，毛利率随规模扩张逐步提升，分别为 63%/65%/70%。

(2) 分品牌：公司积极拓展并完善多品牌多品类矩阵，打造多条增长曲线。

目前，主品牌珀莱雅持续升级品牌定位，毛利率高于公司平均水平。第二梯队品牌逐渐发展壮大，彩棠增速亮眼，完成了从孵化期到成长期的进阶。预计2022-2024年珀莱雅品牌营收分别为49/59/71亿元，毛利率稳定在71%左右；2022-2024年其他品牌营收分别为11/16/21亿元，毛利率逐步改善，分别为61%/64%/66%。

图 48. 公司收入分拆预测

单位：百万元	2021A	2022E	2023E	2024E
按品类拆分				
护肤类				
销售收入	3978	5033	6280	7561
YOY(%)	23%	27%	25%	20%
收入占比 (%)	86%	85%	83%	82%
毛利率 (%)	68%	71%	71%	71%
彩妆类				
销售收入	618	873	1204	1633
YOY(%)	33%	41%	38%	36%
收入占比 (%)	13%	15%	16%	18%
毛利率 (%)	57%	63%	65%	70%
其他类				
销售收入	24	28	30	32
YOY(%)	-41%	17%	7%	4%
收入占比 (%)	1%	0%	0%	0%
毛利率 (%)	-2%	11%	12%	15%
按品牌拆分				
珀莱雅				
销售收入	3829	4851	5942	7116
YOY(%)	28%	27%	23%	20%
收入占比 (%)	83%	82%	79%	77%
毛利率 (%)	69%	71%	72%	72%
其他品牌				
销售收入	791	1084	1571	2109
YOY(%)	4%	37%	45%	34%
收入占比 (%)	17%	18%	21%	23%
毛利率 (%)	56%	61%	64%	66%
其他业务				
销售收入	13	13	13	13
YOY(%)	185%	1%	0%	1%
收入占比 (%)	0%	0%	0%	0%
合计				
总收入	4633	5947	7527	9238
YOY(%)	23%	28%	27%	23%
毛利率 (%)	66%	69%	70%	71%
利润总额				
减：销售费用	1992	2717	3457	4268
管理费用	237	340	442	549
研发费用	77	113	161	205
财务费用	-7	0	0	0
其他	114	44	70	88
利润总额	668	899	1140	1414
净利润				
减：所得税	111	186	236	306
净利润	557	753	957	1182
YOY(%)	21%	31%	27%	24%
净利率 (%)	12%	12%	12%	12%

数据来源: Wind, 财通证券研究所

6.2. 投资建议

公司大单品策略持续升级, 深耕精细化渠道运营, 积极把握平台流量红利, 业绩表现持续向好。预计公司 2022-2024 年实现归母净利润 7.5/9.6/11.8 亿元, 对应 EPS 为 3.74/4.76/5.88 元/股, 对应 PE 为 52/41/33 倍。维持“买入”评级。

图 49. 可比公司估值表

代码	公司	最新收盘价 (元)	EPS			PE		
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
300957.SZ	贝泰妮	186.63	2.87	3.94	5.36	65.0	47.4	34.8
600315.SH	上海家化	32.19	1.21	1.40	1.63	26.6	23.0	19.7
603983.SH	丸美股份	21.79	0.71	0.81	0.93	30.7	26.9	23.4
300740.SZ	水羊股份	11.93	0.85	1.27	1.75	14.0	9.4	6.8
		平均				34.1	26.7	21.2
603605.SH	珀莱雅	194.44	3.74	4.76	5.88	51.9	40.9	33.1

数据来源: Wind, 财通证券研究所 (注: 丸美股份、水羊股份盈利预测来自 Wind 一致预测, 日期截止 2022/5/12)

7. 风险提示

原材料价格大幅波动: 化妆品原材料价格波动, 将对原料供给带来影响, 进而影响公司的生产和盈利能力。

新品市场接受度低于预期: 若新品市场反响不佳, 或对公司业绩成长性带来不利影响。

市场需求不及预期: 市场需求或将受居民人均可支配收入增速放缓、化妆品消费意愿下降、突发事件冲击等因素影响而不及预期, 进而影响公司产品销售, 对业绩产生负面影响。

市场竞争加剧: 国内化妆品市场中国内外品牌众多, 市场竞争激烈, 若市场竞争进一步加剧, 或将对公司的销售和盈利能力带来不利影响。

产品质量管理风险: 若发生产品质量问题, 或将对公司的品牌形象、产品销售产生不利影响, 进而拖累公司业绩。

线上获客成本大幅提升: 线上渠道是公司重要的获客渠道之一, 线上平台流量增速放缓、品牌竞争激烈, 或将推高公司的线上获客成本, 进而对公司的获客能力、

盈利能力和业绩成长性带来负面影响。

疫情反复影响生产及销售：疫情反复影响线下渠道客流，同时疫情引起的封控管制或对原料和成品的物流造成影响并导致线下生产及线上销售发货延误。

公司财务报表及指标预测

利润表						财务指标					
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	3752	4633	5947	7527	9238	成长性					
减:营业成本	1368	1554	1834	2256	2714	营业收入增长率	20%	23%	28%	27%	23%
营业税费	33	41	52	66	81	营业利润增长率	20%	21%	34%	27%	24%
销售费用	1497	1992	2717	3457	4268	净利润增长率	21%	21%	31%	27%	24%
管理费用	204	237	340	442	549	EBITDA 增长率	16%	25%	23%	27%	23%
研发费用	72	77	113	161	205	EBIT 增长率	16%	27%	30%	29%	24%
财务费用	-14	-7	0	0	0	NOPLAT 增长率	20%	29%	23%	29%	23%
资产减值损失	-28	-54	0	0	0	投资资本增长率	22%	36%	14%	21%	21%
加:公允价值变动收益	0	0	0	0	0	净资产增长率	20%	16%	25%	25%	25%
投资和汇兑收益	2	-7	-9	-16	-26	利润率					
营业利润	555	671	899	1140	1414	毛利率	64%	66%	69%	70%	71%
加:营业外净收支	-7	-4	0	0	0	营业利润率	15%	14%	15%	15%	15%
利润总额	548	668	899	1140	1414	净利润率	12%	12%	12%	12%	12%
减:所得税	96	111	186	236	306	EBITDA/营业收入	17%	17%	16%	16%	16%
净利润	476	576	753	957	1182	EBIT/营业收入	14%	15%	15%	15%	15%
资产负债表	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	运营效率					
货币资金	1417	2391	2643	3444	4354	固定资产周转天数	55	44	34	26	21
交易性金融资产	0	0	0	0	0	流动营业资本周转天数	9	-4	4	0	2
应收帐款	285	139	315	312	436	流动资产周转天数	228	249	231	228	235
应收票据	0	0	0	0	0	应收帐款周转天数	28	11	19	15	17
预付帐款	83	58	90	98	125	存货周转天数	125	105	115	110	113
存货	469	448	579	681	838	总资产周转天数	354	365	330	314	311
其他流动资产	35	54	54	54	54	投资资本周转天数	271	298	264	252	249
可供出售金融资产						投资回报率					
持有至到期投资						ROE	20%	20%	21%	21%	20%
长期股权投资	58	170	248	342	428	ROA	13%	12%	14%	15%	15%
投资性房地产	72	70	64	56	48	ROIC	16%	15%	16%	17%	18%
固定资产	566	559	555	545	535	费用率					
在建工程	47	109	147	197	241	销售费用率	40%	43%	46%	46%	46%
无形资产	315	397	431	490	536	管理费用率	5%	5%	6%	6%	6%
其他非流动资产	87	44	44	44	44	财务费用率	0%	0%	0%	0%	0%
资产总额	3637	4633	5381	6483	7877	三费/营业收入	45%	48%	51%	52%	52%
短期债务	299	200	0	0	0	偿债能力					
应付帐款	516	404	584	653	825	资产负债率	32%	38%	33%	31%	29%
应付票据	65	79	90	113	134	负债权益比	47%	60%	49%	44%	40%
其他流动负债	1	10	10	10	10	流动比率	2.07	3.08	3.55	3.74	3.85
长期借款	0	0	0	0	0	速动比率	1.59	2.59	2.92	3.12	3.22
其他非流动负债	0	0	0	0	0	利息保障倍数	58.72	70.29	—	—	—
负债总额	1155	1746	1781	1979	2266	分红指标					
少数股东权益	90	10	-30	-83	-157	DPS(元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	201	201	201	201	201	分红比率					
留存收益	1366	1798	2550	3507	4689	股息收益率	0%	0%	0%	0%	0%
股东权益	2482	2887	3600	4504	5612	业绩和估值指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
现金流量表	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	EPS(元)	2.37	2.87	3.74	4.76	5.88
净利润	452	557	713	904	1108	BVPS(元)	11.89	14.31	18.06	22.82	28.70
加:折旧和摊销	88	96	72	75	77	PE(X)	75.11	72.58	51.92	40.85	33.07
资产减值准备	52	78	0	0	0	PB(X)	14.97	14.55	10.77	8.52	6.78
公允价值变动损失	0	0	0	0	0	P/FCF					
财务费用	9	10	0	0	0	P/S	9.54	9.04	6.57	5.19	4.23
投资收益	-2	7	9	16	26	EV/EBITDA	55.27	51.64	38.59	29.78	23.65
少数股东损益	0	0	-40	-53	-74	CAGR(%)					
营运资金的变动	-266	75	-121	67	-47	PEG	3.54	3.45	1.69	1.51	1.40
经营活动产生现金流量	332	830	673	1062	1164	ROIC/WACC					
投资活动产生现金流量	15	-342	-221	-260	-254	REP					
融资活动产生现金流量	-43	490	-200	0	0						

资料来源: wind 数据, 财通证券研究所

信息披露

分析师承诺

作者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，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

公司评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业评级

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。