

行业深度

化妆品

“欧莱雅”式国货美妆龙头的投资逻辑再思考

可选消费研究之化妆品行业系列报告（二）

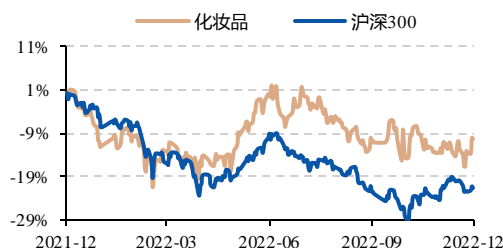
2022年12月28日

评级

领先大市

评级变动：首次

行业涨跌幅比较



%	1M	3M	12M
化妆品	3.79	-0.22	-10.69
沪深300	2.53	-0.54	-21.30

邹建军

分析师

执业证书编号:S0530521080001  
zoujianjun@hncasing.com

陈诗璐

研究助理

chenshilu@hncasing.com

0731-89955711

相关报告

- 1 美容护理、社服零售行业 2023 年年度策略：蛰伏积力，涅槃重生 2022-12-27
- 2 可选消费研究之休闲食品行业系列报告（一）：价值链重塑，国产零食企业如何进击突围？ 2022-12-23
- 3 可选消费研究之化妆品行业系列报告（一）：集团化趋势下，如何精准破译化妆品企业的估值密码？ 2022-03-31

重点股票	2022E		2023E		2024E		评级
	EPS (元)	PE (倍)	EPS (元)	PE (倍)	EPS (元)	PE (倍)	
珀莱雅	2.64	62.57	3.42	48.36	4.23	39.12	买入
贝泰妮	2.75	105.30	3.69	78.45	4.88	59.25	增持
华熙生物	2.14	63.58	2.75	49.38	3.48	39.13	买入

资料来源：iFinD，财信证券

投资要点：

- 何时布局化妆品板块？1)短期：供需表现数据承压，行业迎来阶段性底部，等待大促行情催化。从需求端看，在消费力整体偏弱的背景之下，2022 年化妆品社零增速中枢阶段性回落；从供给端看，2022 年超头缺位、淘系流量被抖音等兴趣电商持续分流，导致全年美妆行业的淘系 GMV 增长失速。供需两端表现数据的降速导致板块投资情绪持续低迷，化妆品申万指数 8 月以来至今已经历了一波回调，阶段性底部位置已显。化妆品行业季节性表现稳定，我们预计在第一批 318 大促的催化下，叠加 2022 年 3 月末的行业低基数效应，2023 年 3 月中下旬行业表现增速在环比、同比层面大概率将有较好表现，届时化妆品板块有望将出现右侧趋势。2)中长期：需求端高景气+供给端格局优化，行业中长期确定性高。从需求端看，国内化妆品行业未来驱动力将主要来自人均消费金额的提升；从供给端看，化妆品新规+渠道固化之下，未来头部企业的增长是行业发展的核心驱动力。国内化妆品行业中长期的高确定性，在分子端增强了头部公司业绩兑现、超预期的可能性，因此化妆品板块整体能较大程度对冲因宏观流动性所导致的分母端的波动。在中长线维度下，我们认为未来在因升息因素而导致 WACC 短期上扬之时，将是资金切入化妆品板块做中长线布局的好时点。
- 为何重点推荐珀莱雅？1)大众市场的国产替代、国产品牌的互卷是未来两条主线：一方面，外资品牌依靠强大品牌力在高端市场占据主导，而国产品牌依靠更强的渠道适应能力和需求反应速度攻占大众市场，我们认为国产品牌龙头珀莱雅未来有望在大众市场中抢占巴黎欧莱雅、Olay 的市场份额；另一方面，老旧国货品牌渠道革新、营销创新、产品开发上差强人意，而新兴品牌早已转战线上、布局内容营销、打造产品卖点迎合消费者痛点需求，我们认为新兴品牌龙头珀莱雅未来有望抢占包括百雀羚、相宜本草在内的相对老旧品牌的市场份额。2)珀莱雅定位大众市场，大单品孵化成功、多品牌矩阵成型：公司组织架构灵活高效，支撑公司战略转型成功。2021 年以来大单品孵化成功，且公司持续提升包括渠道变革、品牌管理在内的运营能力，业绩兑现确定性在核心头部上市公司中最强。
- 当前珀莱雅估值是否具备性价比？1)合理估值中枢应在 2xPEG：过去十年雅诗兰黛平均 PEG 为 2.9x，欧莱雅平均 PEG 为 4.4x，以业绩增速为判断基础，我们认为当前珀莱雅的发展阶段可对标欧莱雅发展的早期扩张期，合理估值中枢应在 2xPEG，估值上探至 2.5xPEG 的可能性在于多品牌矩阵的成型。2)基于 2023 年业绩，公司当前估值水平偏低：我们预计公司 2022-2024 归母净利润分别为 7.6/9.5/11.6 亿元，当前市值对应 PE 分别为 63x/48x/39x，公司 2021-2023E 业绩复合增速约 30%，对应 PEG 为 1.6x，低于 2xPEG 合理估值中枢。基于 2023 年业绩，我们预计公司市值有约 20% 的上升空间，建议重点关注。
- 风险提示：疫情反复导致终端需求疲软；行业竞争加剧；新品推出速度或效果低于预期；新品牌孵化不及预期。

## 内容目录

<b>1 何时布局化妆品板块？</b>	<b>4</b>
1.1 短期：供需表观数据承压，行业迎来阶段性底部，等待大促行情催化	4
1.2 中长期：需求端高景气+供给端格局优化，行业中长期确定性高	5
<b>2 为何重点推荐珀莱雅？</b>	<b>7</b>
2.1 化妆品行业阶段分析：渗透率增速放缓的上升期，核心是集中度提升	7
2.2 化妆品行业未来主线：大众市场的国产替代、国产品牌的互卷	7
2.3 大众化妆品品牌增长拆解：重点在于提升客单价、转化率	8
2.4 珀莱雅：定位大众市场，大单品孵化成功、多品牌矩阵成型	9
<b>3 当前珀莱雅估值是否具备性价比？</b>	<b>10</b>
3.1 业绩拆分：预计未来3年营收CAGR为25%，归母净利CAGR为28%	10
3.2 估值分析：ROE持续稳定提升，有望支撑公司估值中枢稳定在2xPEG	11
3.3 投资建议：基于2023年业绩，合理市值约560亿元，建议重点关注	12
<b>4 风险提示</b>	<b>12</b>

## 图表目录

图1：2022年化妆品行业增速中枢阶段性回落	4
图2：2021M6起淘系流量持续被抖音分流	4
图3：化妆品板块自2022年8月至今已经历了一波回调	5
图4：亚洲各国人均化妆品消费金额/人均GDP情况	6
图5：中国三大地区人均化妆品消费金额情况对比	6
图6：基于零售价统计的国内大众化妆品、高端化妆品行业CR5自2018以来均有明显提升	6
图7：国内美妆个护市场量增趋于稳定	7
图8：国内美妆个护市场集中度变化	7
图9：2017-2021年大众化妆品市场前十大品牌市占率情况	8
图10：高端品牌雅诗兰黛vs中端品牌倩碧在产品推新上的差异	8
图11：珀莱雅底层逻辑拆解	9
图12：淘系珀莱雅、Olay精华销售额贡献度对比	9
图13：淘系珀莱雅套装类销售额增速情况	9
图14：公司2022-2024年营收与预测（按品牌拆分）	10
图15：欧莱雅（OR.EP）上市以来估值及市值复盘	11
图16：雅诗兰黛、欧莱雅ROE水平变化	11
图17：珀莱雅毛利率水平提升拉动净利率提升	12
图18：珀莱雅ROE水平稳步提升	12
图19：可比公司估值水平一览（截至2022年12月28日）	12

## 写在前面

### 行业概况

**总量上,国内化妆品行业规模大、空间广,未来5年将维持7.5%左右的高复合增速。**我们选取欧睿数据的美妆个护市场近似替代为国内化妆品市场的本级指标,根据欧睿数据显示,基于零售价统计,2011-2021年我国美妆个护市场规模CAGR达9.4%,2021年市场规模达5686亿元,受疫情影响2020年增速同比下滑7.5pcts至7.2%,预计至2026年市场规模有望超过8000亿元,未来5年复合增速将维持在7.5%的高位水平。**结构上,国内化妆品行业内部分化显著。**根据欧睿数据显示,高端、彩妆、电商增速常年领跑行业,未来5年高端化妆品增速仍将高于大众化妆品,彩妆与护肤品增速的差异将趋于收敛。**竞争格局上,高端市场外资主导,国货应变能力强占据大众市场。**根据欧睿数据测算,我国高端化妆品市场集中度较高,自2016年起CR10稳步提升,在2021达到39.1%,且外资品牌凭借较强的品牌力常年在高端市场占据主导地位,高端护肤品市场前10大品牌中仅薇诺娜一家国货品牌通过细分赛道的差异化竞争成功跻身市场前列。反之,我国大众化妆品市场中国货品牌竞争力较强,其中线上渠道运营能力较强的国货品牌自2016年起份额提升较快,而传统线下占比较高的品牌明显承压。

**现阶段,化妆品新规出台+渠道内卷,化妆品行业竞争格局中短期内无法达到稳态,具有集团力的企业有望在长期竞争中脱颖而出。**化妆品新规之下对化妆品企业的研发、产品、资金等综合实力都提出了更高要求,行业马太效应应进一步显现。此外,后流量时代全渠道进入存量平衡阶段,较大程度冲击此前品牌单依靠流量的线性增长模型。当下,我国化妆品行业发展的底层逻辑从渠道驱动转变至流量驱动,现已演变至产品驱动,进入品牌沉淀期,我们认为拥有集团化发展潜力的本土化妆品企业具备较大的投资价值。

### 核心要点

**(1)产品易破圈,品牌难长红,化妆品公司集团化发展更是道阻且长。**化妆品公司集团化的成长路径可拆解成大单品—产品管线—单品牌—多品牌的递进式发展,每一步的发展都需要时间沉淀,深刻理解化妆品企业在不同阶段的战略打法具有前瞻性意义;

**(2)化妆品企业业绩成长来源于现有品牌的持续增长、新品牌的边际贡献,驱动企业估值切换。**估值切换的驱动力通常源自企业未来业绩经营预期的变化,化妆品企业的业绩成长来源于现有品牌的持续增长、新品牌的边际贡献,两者直接影响化妆品企业业绩成长预期,带动估值切换。**此外,外界条件演变引起行业β型发展机遇,如化妆品新规之下的行业出清、媒介平台的发展完善/渠道变革带来行业发展新机遇。**以上三个变量从短中长期多维度影响化妆品企业业绩成长预期,进而带动企业进入估值切换通道;

**(3)中高端品牌增长的确定性、品类边界的延展性,是化妆品企业估值溢价的核心。**一方面中高端品牌增长的确定性带来较高的利润释放力,另一方面品类边界延展下企业营收体量稳健扩增,两方面因素均构成了化妆品企业消化估值的能力,使得化妆品企业在扩张期内估值水平往往处于溢价状态(赛道空间、企业定位、运营能力决定溢价程度)。

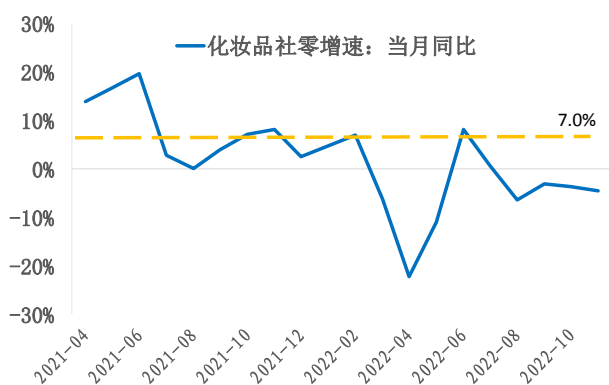
## 1 何时布局化妆品板块？

### 1.1 短期：供需表观数据承压，行业迎来阶段性底部，等待大促行情催化

从需求端看，在疫情反复、消费力整体偏弱的背景之下，2022年化妆品社零增速中枢阶段性回落。2022年1-2月化妆品社零同比增速为+7%，传统淡季之下行业增速与2021年11月大促时期的增速持平，表观数据略超预期；3-5月受全国疫情封锁影响化妆品社零同比增速下滑，随后6月中旬疫情解封叠加618大促行情，6月化妆品社零同比增速回升至+8%；7月传统淡季化妆品社零增速小幅回落至+1%，8-10月受疫情反复及双十一虹吸效应影响，化妆品社零增速持续转负；受消费力整体疲弱影响，11月社零整体同比增速为-5.9%，其中化妆品韧性较强，当月增速为-4.6%，强于社零整体增速，且领跑可选消费社零增速。

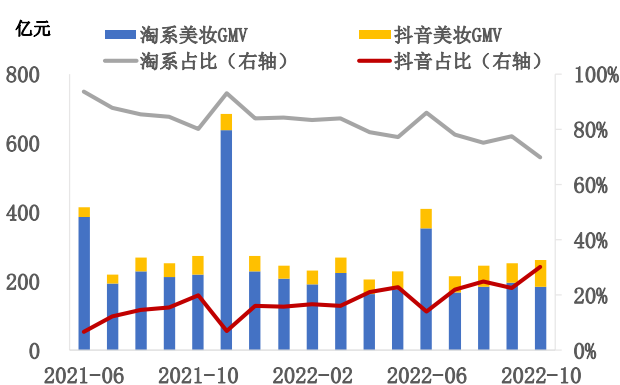
从供给端看，2022年超头缺位、淘系流量被抖音等兴趣电商持续分流，导致全年美妆行业的淘系GMV增长失速。根据魔镜数据显示（转引自通联数据），2022M1-M11淘系美妆行业累计GMV同比增速为-13%，2021年同期增速为+10%，淘系流量下滑态势显著，我们认为其背后的原因在于淘系流量被抖音分流。考虑到统计数据容量有限，我们取2021M6-2022M10时间段内的数据做进一步分析。2022M6-M10淘系美妆行业累计GMV同比增速为-13%，2022M6-M10抖音美妆行业累计GMV同比增速为+62%，抖音增速明显高于淘系。结合渠道结构来看，抖音美妆行业GMV占两渠道规模之和的比例从2021M6的6.5%大幅提升至2022M10的30%。

图 1：2022 年化妆品行业增速中枢阶段性回落



资料来源：Wind、财信证券

图 2：2021M6 起淘系流量持续被抖音分流



资料来源：魔镜数据、抖音、通联数据、财信证券



站在当下时点,我们认为当前市场预期已逐步进入化妆品布局的左侧时点,2023年3月中旬将是化妆品板块行情的第一个观测窗口期,其背后的逻辑有以下两点:

1)2022年8月起,供需两端表观数据的降速导致化妆品板块投资情绪持续低迷,化妆品申万指数8月以来至今已经历了一波回调,阶段性底部位置已显。前有双11大促、后有618大促,年初通常是化妆品行业的传统淡季,我们预计2023年1-2月GMV的同比增速在表观看来或将不太亮眼,叠加3月中旬之前是社零数据真空期,化妆品板块的市场情绪在2023年3月中旬之前或许较为低迷,预计未来2个半月内化妆品板块整体将在底部区间震荡。

2)化妆品的必选消费属性凸显,季节性表现稳定,化妆品行业通常具有大促行情。2021年化妆品年度社零增速为14.0%,剔除2020年疫情之下低基数影响,2019-2021年化妆品年度社零复合增速为11.53%,增速仍保持在双位数水平区间,疫情之下化妆品行业的经营韧性强劲,必选消费属性日渐凸显,各季度大促活动期间行业通常迎来销售旺季。我们预计在第一波318大促的催化下,叠加2022年3月末的行业低基数效应,2023年3月中下旬行业表观增速在环比、同比层面大概率将有较好表现,届时化妆品板块有望将出现右侧趋势,此后在5月中下旬(4月数据落地+618大促行情)进入全年的第二个观测窗口期。

图3:化妆品板块自2022年8月至今已经历了一波回调



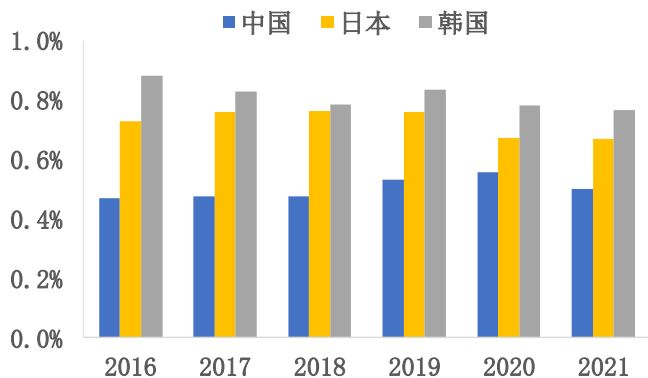
资料来源: Wind、财信证券

## 1.2 中长期: 需求端高景气+供给端格局优化, 行业中长期确定性高

从需求端看,国内化妆品终端市场将仍然保持长期高景气,未来行业驱动力将主要来自人均消费金额的提升。根据欧睿数据显示,较亚洲其他发达国家&地区相比,我国人均化妆品消费金额在绝对值与相对值方面均有较大的提升空间。在绝对值方面,2022年中国大陆人均化妆品消费金额预计达到436亿元,仅为中国台湾地区水平的1/3、中国香港地区水平的1/6;在相对值方面,2021年中国人均化妆品消费金额/GDP的比例为0.50%,低于同期日本、韩国水平。我们认为,国内化妆品市场教育的普及已经较深,行业渗透率

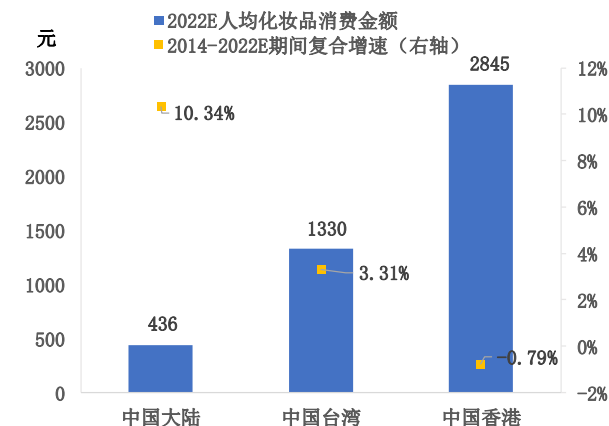
已经较大，但有很大一部分触达的潜在消费者还没有形成实质转化，且绝大部分客群的用户价值尚未最大化，我们认为化妆品赛道未来的增长仍有不断的内生新增量。

图 4：亚洲各国人均化妆品消费金额/人均 GDP 情况



资料来源：欧睿、通联数据、财信证券

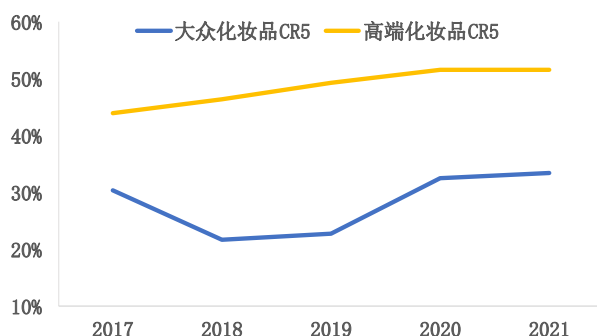
图 5：中国三大地区人均化妆品消费金额情况对比



资料来源：欧睿、通联数据、财信证券

从供给端看，化妆品新规+渠道固化之下，国内化妆品市场竞争格局优化，未来头部企业的增长是行业发展的核心驱动力。根据欧睿数据显示，基于零售价统计的国内大众、高端化妆品行业 CR5 自 2018 以来均有明显提升，2018-2021 年国内大众化妆品行业 CR5 提升 11.8pcts 至 33.4%，国内高端化妆品行业 CR5 提升 5.3pcts 至 51.6%。我们认为其背后的原因在于以下两方面：1) 2021 年颁布的化妆品新规导致生产端的资金成本、时间成本变多，缺乏资金、研发、平台优势的长尾企业正被逐步淘汰；2) 现阶段国内化妆品线上各渠道均在加速发展，线上渠道相对分散，品牌话语权有所提升，但自 2018 年开始渠道整体趋于固化，在新的变革型渠道出现之前，新品牌依靠营销抢占新流量阵地实现突围的难度较大，存量流量的盘活及深度运营更为重要，成熟头部企业的发展更良性。

图 6：基于零售价统计的国内大众化妆品、高端化妆品行业 CR5 自 2018 以来均有明显提升



资料来源：欧睿、通联数据、财信证券 注：按企业规模统计

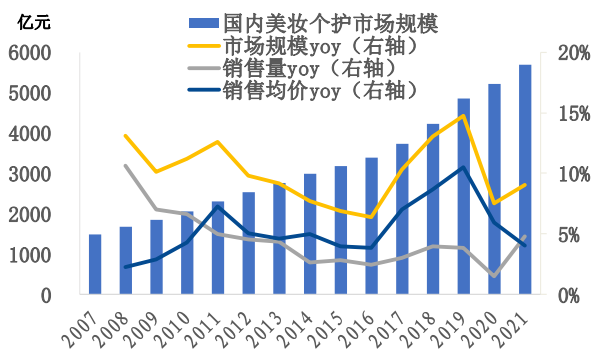
综上所述，化妆品行业需求端的高景气，叠加供给端的格局优化，共同保障了国内化妆品行业中长期的高确定性，在分子端增强了核心头部公司业绩兑现、超预期的可能性，因此化妆品板块整体能较大程度对冲因宏观流动性所导致的分母端的波动。在中长线维度下，我们认为未来在因升息因素而导致 WACC 短期上扬之时，将是资金切入化妆品板块做中长线布局的好时点。

## 2 为何重点推荐珀莱雅？

### 2.1 化妆品行业阶段分析：渗透率增速放缓的上升期，核心是集中度提升

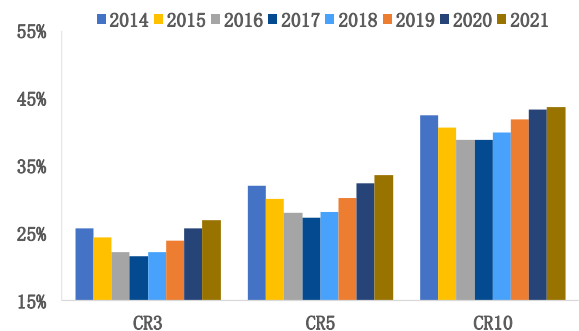
从总量数据来看，国内化妆品行业已步入成长期的中后段，行业量增趋于稳定，此外龙头企业市占率上升趋势明显，且强调的是“龙头内卷”的行业集中度提升逻辑。根据欧睿数据显示（转引自通联数据），基于零售价统计的 2021 年国内美妆个护市场规模达 5686 亿元，2011-2021 年 CAGR 为 9.4%，整体规模呈高速增长态势。拆分量价来看，2016 年至今国内美妆个护市场销量增速中枢稳定在 3%，2016 年起市场规模增长主要依靠价升驱动。此外，2018 年起头部企业市占率进入上升态势，行业 CR3、CR5、CR10 自 2017 年的低点分别提升 5.4pcts、6.3pcts、4.9pcts 至 26.9%、33.6%、43.7%，值得注意的是 CR3 和 CR5 提升幅度明显高于 CR10，“龙头内卷”的行业集中度提升逻辑清晰。

图 7：国内美妆个护市场量增趋于稳定



资料来源：欧睿、通联数据、财信证券

图 8：国内美妆个护市场集中度变化



资料来源：欧睿、通联数据、财信证券 注：按企业规模统计

### 2.2 化妆品行业未来主线：大众市场的国产替代、国产品牌的互卷

在行业集中度提升的逻辑之下，我们认为国内化妆品行业已演变出大众市场的国产替代、国产品牌的互卷两条主线。

**1) 大众市场的国产替代：**从品牌结构来看，外资大牌、国产品牌各自为战。外资品牌依靠强大品牌力在高端市场占据主导，而国产品牌依靠更强的渠道适应能力和需求反应速度攻占大众市场。根据欧睿数据显示，珀莱雅自 2019 年以来市占率持续提升，2021 年市占率达 1.8%，我们认为国产品牌龙头珀莱雅未来有望在大众市场中抢占巴黎欧莱雅、Olay 的市场份额。

**2) 国产品牌的互卷：**老旧国货品牌渠道革新、营销创新、产品开发上差强人意。在渠道方面，老旧品牌的主战场仍停留在线下商超、CS、品牌专营店，而新兴品牌早已转战线上；在营销方面，老旧品牌执着于传统广宣，而新兴品牌已布局内容营销；在产品方面，老旧品牌原料无法创新，诸如草本概念之类的产品卖点老套，而新兴品牌的原料、配方革新，成功迎合消费者痛点需求。我们认为，新兴品牌龙头珀莱雅未来有望抢占包括百雀羚、相宜本草在内的相对老旧品牌的市场份额。

图 9：2017-2021 年大众化妆品市场前十大品牌市占率情况

排名	2017		2018		2019		2020		2021	
	品牌	市占率	品牌	市占率	品牌	市占率	品牌	市占率	品牌	市占率
1	巴黎欧莱雅	5.3	巴黎欧莱雅	5.5	巴黎欧莱雅	6.2	巴黎欧莱雅	7.1	巴黎欧莱雅	7.8
2	百雀羚	3.5	百雀羚	3.7	百雀羚	3.9	百雀羚	3.9	百雀羚	3.8
3	玫琳凯	3.2	自然堂	2.9	Olay	3.2	Olay	3.3	Olay	3.2
4	自然堂	2.8	玫琳凯	2.8	自然堂	3.1	自然堂	3.1	自然堂	3.1
5	Olay	2.6	Olay	2.8	玫琳凯	2.3	玫琳凯	1.8	珀莱雅	1.8
6	美宝莲	1.8	美宝莲	1.9	美宝莲	1.8	欧珀莱	1.7	欧珀莱	1.7
7	欧珀莱	1.6	悦诗风吟	1.7	悦诗风吟	1.7	美宝莲	1.4	玫琳凯	1.5
8	悦诗风吟	1.6	欧珀莱	1.6	欧珀莱	1.6	悦诗风吟	1.4	花西子	1.5
9	佰草集	1.5	佰草集	1.4	佰草集	1.4	珀莱雅	1.4	完美日记	1.4
10	韩后	1.4	韩后	1.3	珀莱雅	1.2	完美日记	1.4	美宝莲	1.1

资料来源：欧睿、通联数据、财信证券 注：图中品牌包括化妆品及彩妆品牌，不包括洗护类品牌

## 2.3 大众化妆品品牌增长拆解：重点在于提升客单价、转化率

中低价格带上的产品管线可通过提高普适性，深化品牌的大众化基调。普适性可通过以下 2 个方面来提升，1) 将产品推新的重点聚焦在全功效上，并保持高频推新：对比高端护肤产品管线来看，高端护肤的推新多为经典系列产品的升级迭代，且推新周期较长，而大众护肤的产品推新多以实现保湿、美白、抗衰、祛痘等全功效扩围为重点，以覆盖单个消费者的更多功能场景、拓宽受众面；2) 广泛铺设渠道：通过尽可能多的渠道与多层级消费者建立触点，品牌能迅速扩大市场认知，同时在终端能从多维度洞察消费者偏好，反向赋能产品推新。

图 10：高端品牌雅诗兰黛 vs 中端品牌倩碧在产品推新上的差异

雅诗兰黛产品				倩碧产品			
第七代小棕瓶 >>>>	特润修护肌活精华露 ANR	2020	2020	302 美白防晒瓶			
	红石榴日霜晚霜	2019					
第六代小棕瓶 >>>>	特润修护肌活精华露 ANR	2018		透明黄油			
	肌初赋活原生液	2013	2015	宛若新生系列			
	即时修护眼部精华露 ANR	2010	2010	日光防护系列			
第五代小棕瓶 >>>>	首款 DNA 精华露 ANR	2009	2009	活悦青春修护系列			
	红石榴系列护肤产品	2007	2008	净颜系列			
第四代小棕瓶 >>>>	密集特润修护精华露 ANR	2006	2006	超凡嫩白系列			
	Beyond Paradise 香氛	2004	2004	晶莹嫩白系列			
	首创眼部修护精华霜 ANR	2002	2000	美白系列			
针对亚洲市场推出的小棕瓶 >>>>	特润嫩白修护霜 ANR	1998	1998	Clinique Happy 香水			
	Pleasure 香氛	1995	1993	柔更新水凝露			
第二代小棕瓶 >>>>	特润修护露 ANR	1991	1991	City Block SPF15			
	Beautiful 香氛	1985					
第一代小棕瓶 >>>>	夜间修复露 ANR	1982	1976	首推高档男士专用护肤品			
			1970	首推防晒产品			

资料来源：雅诗兰黛官网、财信证券

单个品牌的不同定位，导致品牌之间对应的目标客群、市场结构以及经营策略迥异，高端、大众化妆品品牌成长逻辑各不相同，我们认为大众品牌追求“生意大渗透”，销售额 = 客单价 × 消费者数量。大众品牌的普适性价值体现在受众面的广度上，其成长模型应从客群角度进行分析。大众品牌天然地拥有较大的市场空间，追求规模优势、全方位覆盖是

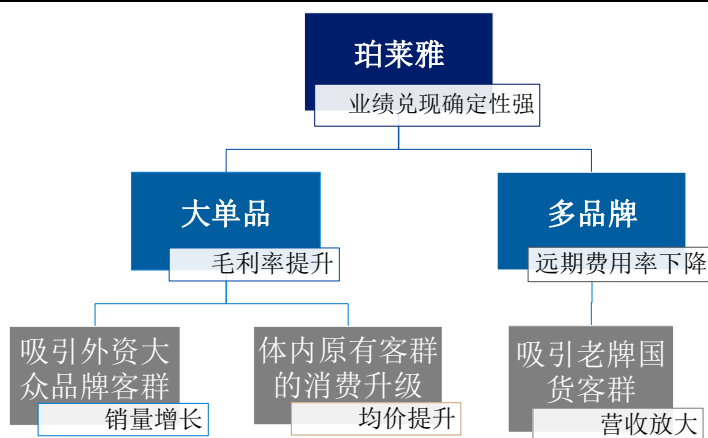


其经营重点。我们认为大众品牌的成长逻辑分为两个维度，一个是提高客群价值，如上文所述中低价格带的品牌可通过多功能线布局实现对单个消费者的多个功能场景覆盖，进而从整体上拉升客单价，另一个是扩大客群容量，此点可通过品牌的高频推新、广域渠道铺设下的持续拉新实现。

## 2.4 珀莱雅：定位大众市场，大单品孵化成功、多品牌矩阵成型

公司组织架构灵活高效，支撑公司战略转型成功。2021 年以来大单品孵化成功，且公司持续提升包括渠道变革、品牌管理在内的运营能力，业绩兑现确定性在核心头部上市公司中最强。

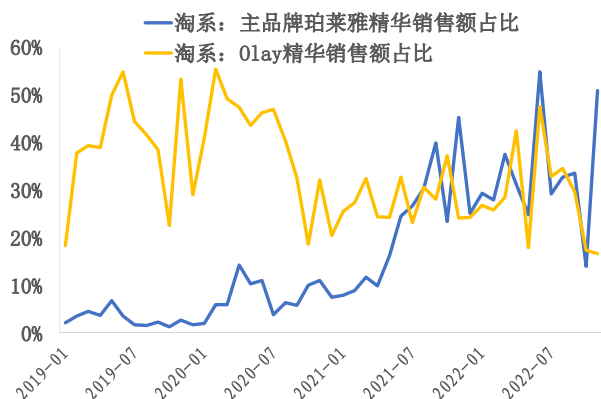
图 11：珀莱雅底层逻辑拆解



资料来源：财信证券绘制

主品牌珀莱雅在淘系渠道的高价值大单品销售额贡献度持续提升，且低价值单品销售额增速不减。一方面，公司高价值客户贡献度提升，自 2021 年 4 月公司践行大单品战略以来，主品牌精华类高价值大单品在淘系销售额占比与外资大牌 Olay 水平相差无几，占比中枢已稳定在 40%，侧面验证公司有潜力抢占外资大牌在大众市场的份额。另一方面，公司仍在持续吸引低价值量客户，即使在大单品战略后，主品牌套装类低价值单品的淘系销售额增速不减，侧面验证公司仍具备抢占老旧国货品牌在下沉市场份额的竞争力。

图 12：淘系珀莱雅、Olay 精华销售额贡献度对比



资料来源：魔镜数据、通联数据、财信证券

图 13：淘系珀莱雅套装类销售额增速情况



资料来源：魔镜数据、通联数据、财信证券

### 3 当前珀莱雅估值是否具备性价比？

#### 3.1 业绩拆分：预计未来 3 年营收 CAGR 为 25%，归母净利润 CAGR 为 28%

回顾公司双十一表现，大单品系列与爆品均有亮眼表现。主品牌珀莱雅中卖的最好的是双抗系列（大单品），销售额达 4.5 亿元、占比 34%；第二是红宝石系列（大单品），销售额达 3.3 亿元、占比 25%；第三是早 C 晚 A 系列（大单品），销售额 2.8 达亿元、占比 21%；第四是源力系列，销售额达 1.3 亿元、占比 9.5%，其中源力精华（爆品）在 8 月份升级 2.0 版本，销售额近 1 亿元，和早在 2021 年 5 月已升级的红宝石精华体量相当，源力系列具备大单品潜质。展望公司 2023 年发展，通过推新、现有产品迭代升级以实现价升是主要看点，其次关注各子品牌增长情况。公司已于 2022 年 12 月推出高价位的精华油产品，且计划于 2023 年 Q1 推出双抗精华 3.0，2023 年全年可期待三大系列产品的升级和补充，亦可能推出新产品线。此外，彩棠将继续在粉底、粉饼等方面做重点突破，有望持续提升客户复购率。

图 14：公司 2022-2024 年营收与预测（按品牌拆分）

单位：亿元	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
珀莱雅主品牌	20.94	26.56	29.86	38.29	49.39	62.24	76.55
YOY	32%	27%	12%	28%	29.0%	26.0%	23.0%
彩棠				2.46	4.92	6.89	8.95
YOY					100.0%	40.0%	30.0%
其他品牌	2.65	4.61	5.55	4.09	4.50	4.95	5.44
YOY		74%	20%	-26%	10.0%	10.0%	10.0%
跨境代理品牌			2.07	1.36	0.68	0.54	0.44
YOY				-34%	-50.0%	-20.0%	-20.0%
其他业务	0.02	0.07	0.04	0.13	0.14	0.16	0.17
YOY		250%	-43%	225%	10.0%	10.0%	10.0%
合计	23.61	31.24	37.52	46.33	59.64	74.77	91.56
YOY	32.43%	32.32%	20.10%	23.48%	28.7%	25.4%	22.4%

资料来源：公司公告、财信证券

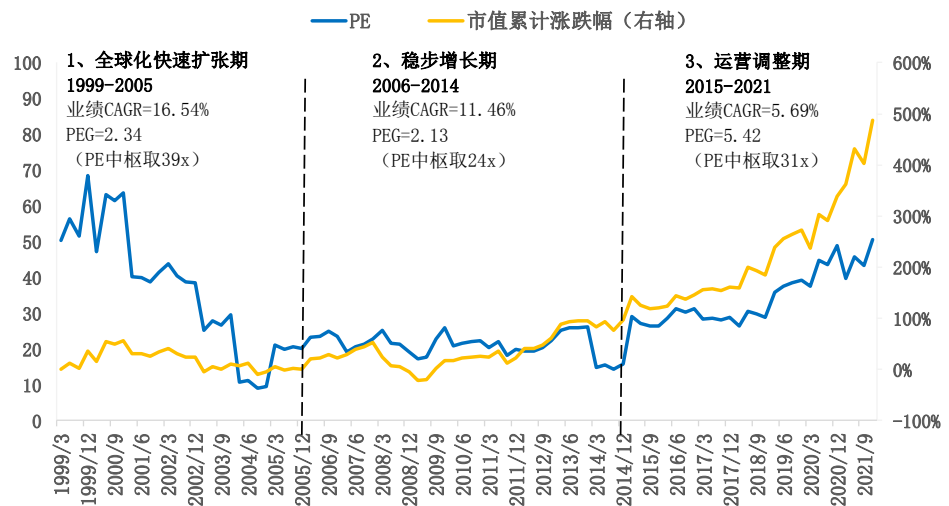
我们对公司 2022 年-2024 年业绩情况做出以下大致预判：1)短期：年初股权激励目标是双 25%+ 的增长，2022 年前三季度营收增速是 31.54%，净利润增速是 35.94%。从营收情况看，考虑到公司 2021Q4 基数比较高，以及 2021Q4 有一定的跨境购的销售收入，而 2022 年 7 月份以来已经暂停跨境购的收入，我们预计公司 2022 年全年整体增长或许没有前三季度亮眼，但鉴于公司双十一的强劲表现，2022Q4 营收仍有可能稍微超 25%+ 的预期。从利润率情况看，公司表示仍然预期 2022Q4 利润增速高于销售增速，我们认为公司 2022 年全年利润增速大概率会高于销售增速。2)中长期：公司未来几年不会一味追求利润，但会持续提升毛利率。销售费用率在已有品牌中将呈现稳定或下降趋势，但会持续孵化内部三线、四线品牌，因此整体销售费用率不会明显下降。此外研发端会加大投入，远期研发费用率有望达到 3% 左右。

综上所述，我们预计公司未来 3 年营收 CAGR 为 25%，归母净利润 CAGR 为 28%。预计公司 2022-2024 年营收分别为 59.64/74.78/91.56 亿元（同比增速分别为 29%/25%/22%），归母净利润分别为 7.49/9.69/11.98 亿元（同比增速分别为 31%/26%/22%）。

### 3.2 估值分析：ROE 持续稳定提升，有望支撑公司估值中枢稳定在 2xPEG

过去十年雅诗兰黛平均 PEG 为 2.9x，欧莱雅平均 PEG 为 4.4x。以业绩增速为判断基础，我们认为当前珀莱雅的发展阶段可对标欧莱雅发展的早期扩张期，合理估值中枢应在 2xPEG，估值上探至 2.5xPEG 的可能性在于多品牌矩阵的成型。

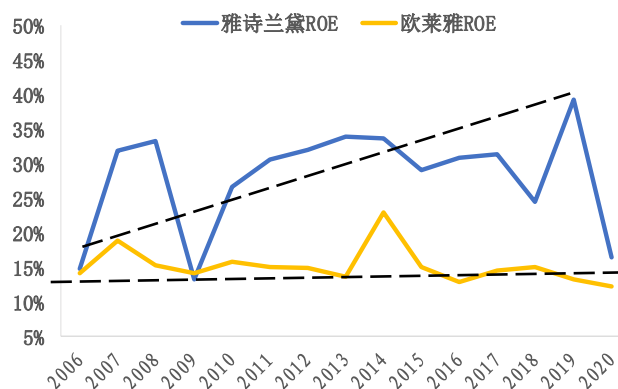
图 15：欧莱雅（OR.P）上市以来估值及市值复盘



资料来源：Wind、财信证券

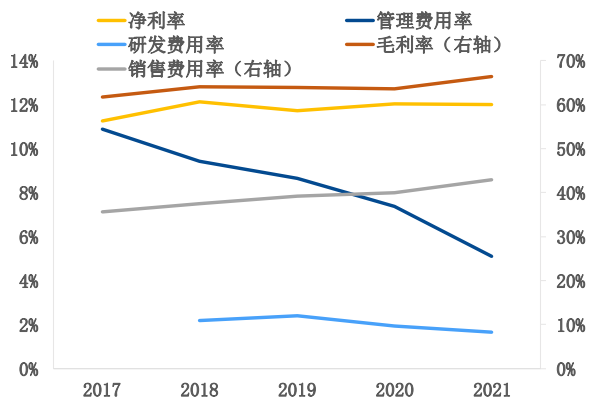
从长周期看，海外化妆品巨头公司具有很强的穿越周期能力，ROE 在保持较高水平的同时，仍能呈现稳步提升的趋势，支撑企业高 PEG。雅诗兰黛 ROE 在保持高位的基础上，中枢仍持续提升，2006-2020 年雅诗兰黛平均 ROE 水平高达 29.9%，其中 2008 年、2013 年、2019 年分别达到 33.2%、33.9% 和 39.3% 的阶段高点；欧莱雅 ROE 则持续维持在较高水平，2006-2020 年平均 ROE 稳定在 15.17% 的较高水平。2017 年珀莱雅上市后通过大单品提升了整体毛利率水平、通过强品牌实现了费用率的稳定、通过集团化能力持续提升资产周转率水平，三方面共同带动公司 ROE 水平自 2017 年的 19.9% 稳增至 2021 年的 21.9%，ROE 的稳步提升有望支撑公司估值中枢的长期稳定性。

图 16：雅诗兰黛、欧莱雅 ROE 水平变化



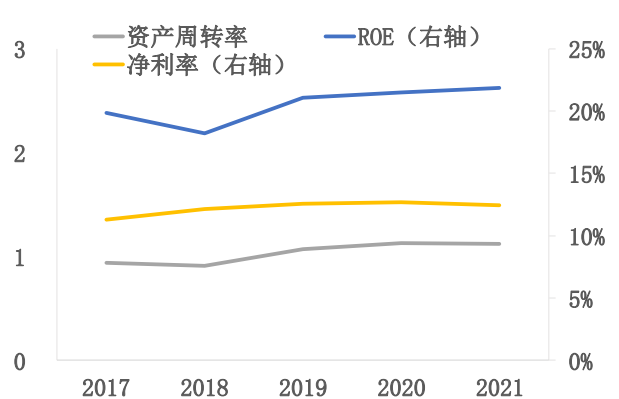
资料来源：Wind、财信证券

图 17：珀莱雅毛利率水平提升拉动净利率提升



资料来源：Wind、财信证券

图 18：珀莱雅 ROE 水平稳步提升



资料来源：Wind、财信证券

### 3.3 投资建议：基于 2023 年业绩，合理市值约 560 亿元，建议重点关注

一方面,考虑到主品牌在大单品战略之下持续升级,公司盈利持续优化的逻辑得以验证,另一方面,考虑到第二品牌类护肤逻辑匹配公司经验,大单品孵化效果显著,彩棠今年已步入快速放量期。我们预测公司 2022-2024 年营收分别为 60/75/92 亿元(同比增速分别为 29%/25%/22%),归母净利润分别为 7.6/9.5/11.6 亿元(同比增速分别为 31%/26%/22%),当前市值 469 亿元对应 PE 分别为 63x/48x/39x。基于 2023 年业绩,公司 2021-2023E 两年业绩复合增速约 30%,2xPEG 估值对应公司合理市值约 560 亿元,维持公司“买入”评级,建议重点关注。

图 19：可比公司估值水平一览（截至 2022 年 12 月 28 日）

公司	2022/12/28		2022		2023			2024		
	总市值 (亿元)	EPS (元)	PE	PEG	EPS (元)	PE	PEG	EPS (元)	PE	PEG
珀莱雅	469	2.64	62.57	2.1	3.42	48.36	1.6	4.23	39.12	1.4
贝泰妮	1225	2.75	105.30	3.0	3.69	78.45	2.3	4.88	59.25	1.7
华熙生物	654	2.14	63.58	2.0	2.75	49.38	1.6	3.48	39.13	1.4
爱美客	637	6.76	43.57	0.8	9.49	31.02	0.7	13.17	22.35	0.5

资料来源：Wind、财信证券

## 4 风险提示

疫情反复导致终端需求疲软；行业竞争加剧；新品推出速度或效果低于预期；新品牌孵化不及预期。

## 投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	买入	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	增持	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	持有	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为-10%—5%
	卖出	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为-5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

## 免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财信证券股份有限公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指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。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，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财信证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

## 财信证券研究发展中心

网址：stock.hnchasing.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438