

珀莱雅(603605.SH)

大单品奠基，敏锐洞察+敏捷执行，持续突破

推荐（首次）

股价：110.76元

主要数据

行业	社会服务
公司网址	www.proya-group.com
大股东/持股	侯军呈/34.46%
实际控制人	侯军呈,方爱琴
总股本(百万股)	397
流通A股(百万股)	395
流通B/H股(百万股)	
总市值(亿元)	439
流通A股市值(亿元)	437
每股净资产(元)	11.20
资产负债率(%)	41.2

行情走势图



证券分析师

胡琼方 投资咨询资格编号
S1060524010002
Huqiongfang722@pingan.com.cn



平安观点：

- 近10余年来，移动互联网普及使得科学、技术、应用等信息传递可行且更加快速，渠道更迭便利了大众消费者接受美妆信息、主动接触各种化妆品，化妆品相关政策规范行业发展、透明化成分和相关功效，美妆行业生态变化，同时国人对国货好感度提升，国货美妆品牌迎来更加公平的发展环境。珀莱雅通过3年左右的酝酿和蓄力，2022年第一次跻身我国美妆市场top10。
- 珀莱雅成立于2006年（品牌在2003年诞生）。作为江浙民营企业，公司拥有超强的经营活力，成立以来经历了两次较大转型：1）从toB卖货到toC精细化运营、线下渠道转型线上之后线上渠道反哺线下，2）2020年起大单品策略奠定扎实的基础，不再做平替，选择做自己，研发与供应链也迅速扎实、配套。公司发展底层是员工年轻化、组织扁平化，公司核心管理人员的敏锐洞察和灵活的组织快速响应环境变化和适应不同消费者不同需求，从而主品牌不断向上突破、新品牌逐步走上稳定发展轨道。公司发展以来亲历了国货美妆变革的完整历程，站在美妆行业时代潮流前线，近年来更是勇立潮头，争得国货美妆龙头地位。
- 公司上市以来2018、2022年分别进行了一次限制性股票激励计划，截至目前均已顺利完成公司层面年度业绩考核指标。公司对高管、普通员工的考核与激励机制充分激活员工价值与潜力。2023年公司收入规模达到89亿元，归母净利润接近12亿元。目前公司主品牌珀莱雅下已形成了红宝石（胜肽抗皱）、双抗（氧糖双抗）、源力（科学修护）及能量（抗皱塑颜）等几大单品系列，且产品矩阵不断丰富和迭代、细化（针对不同肌肤人群），不断突破品牌天花板。同时新品牌开始开花结果，2023年彩棠品牌收入突破10亿量级，悦芙媞和Off&Relax分别超过3亿元和2亿元。公司积累了可复制迁移的战略方法论和战术“套路”，且辅以品牌及运营、研发、供应链、数字化中台做底层支撑，存量品牌不断向上、新品牌不断孵化成熟。

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	6,385	8,905	11,076	13,481	16,073
YOY(%)	37.8	39.5	24.4	21.7	19.2
净利润(百万元)	817	1,194	1,517	1,847	2,227
YOY(%)	41.9	46.1	27.0	21.8	20.5
毛利率(%)	69.7	69.9	70.0	70.2	70.4
净利率(%)	12.8	13.4	13.7	13.7	13.9
ROE(%)	23.2	27.4	27.6	26.8	25.9
EPS(摊薄/元)	2.06	3.01	3.82	4.66	5.61
P/E(倍)	53.8	36.8	29.0	23.8	19.7
P/B(倍)	12.7	10.2	8.1	6.4	5.2

- **盈利预测及投资建议：**公司发展二十载，完成两次关键转型，大单品策略奠定新阶段发展基础，叠加公司管理层敏锐洞察、扁平及年轻化的组织支撑下的敏捷执行力，完成一次又一次的向上突破，2018（对应 2018-2020 年业绩）、2022 年（对应 2022-2024 年业绩）两期股权激励截止目前均顺利完成，2022 年第一次入围国内美容及个人护理市场 top10 公司，2023 年双十一登顶天猫护肤排行榜。目前除主品牌“珀莱雅”主品牌之外，已经有“彩棠”、“悦芙媞”、“OR”已经或正在走上正轨，销售体量达到 2 亿元以上，彩棠更是达到 10 亿量级。我们预计公司 2024-2026 年公司归母净利润分别为 15.17、18.47、22.27 亿元，对应当前市值（对应 2024-5-15 市值）分别约 29.0、23.8 和 19.7 倍 PE。2023 年国内美妆企业表现有所分化，目前行业可比公司估值水平相差较大（PE 在 22-36 倍范围，PEG 水平也有较大差别），公司作为国货美妆企业强者，近年来公司综合能力和企业活力经过市场的不断检验，可享有一定估值溢价，目前估值水平处在历史偏低位区间，结合当前估值水平及市场环境情况，首次覆盖给予“推荐”评级。
- **风险提示。**1.宏观经济波动。宏观经济对美妆在内的可选消费有一定影响，若经济环境波动则影响消费意愿，进而进一步对公司业绩造成不利影响。2.管理层核心人员变动风险。公司近年来重大战略转型中总经理方总承担重要作用，如未来发生变动、且组织若承接不力或对业绩造成不利影响。3.新产品推广不及预期、新品牌孵化不及预期，新渠道拓展不力等。行业变化相对较快，如相关新渠道拓展或适应不及预期、新产品、新品牌发展不力则影响公司成长。

正文目录

一、	美妆行业：国货美妆迎来更加包容、公平的发展环境.....	6
二、	大单品奠基，品牌向上突破.....	7
2.1	积跬步而至千里.....	7
2.2	2020年前公司从线下转型线上.....	10
2.3	2020年来大单品策略奠定发展基础.....	11
2.4	大单品之下是公司持续夯实的研发体系.....	14
三、	敏锐洞察、敏捷执行.....	15
3.1	员工年轻化，组织扁平化，快速响应需求及变化.....	16
3.2	长中短期高效激励机制，激活人才价值.....	19
四、	持续孵化新品牌，提高发展天花板.....	20
五、	投资建议.....	23
六、	风险提示.....	25

图表目录

图表 1	国内外化妆品企业诞生/进入时间	6
图表 2	我国个护及美妆市场规模及增速、电商渗透率（百万元，%）	6
图表 3	我国美妆市场 CR20、CR10、CR5 与 2022 年 top20 国货品牌十年间市场份额变化（%）	6
图表 4	2022 年我国美妆市场 top10 市场份额及其变化，当年珀莱雅第一次跻身第十（%）	7
图表 5	公司发展历程	7
图表 6	公司股权结构（2023-12-31 数据）	8
图表 7	公司 6*N 战略	8
图表 8	公司实质性议题矩阵	8
图表 9	珀莱雅营收及增速（亿元，%）	9
图表 10	珀莱雅利润情况及增速（亿元，%）	9
图表 11	珀莱雅费用率情况（%）	9
图表 12	珀莱雅利润率情况（%）	9
图表 13	珀莱雅两次转型	9
图表 14	2023 年双十一珀莱雅登顶天猫护肤榜	10
图表 15	珀莱雅快闪店开至上海来福士和南京德基广场等高端百货	10
图表 16	公司 2014-2017H1 销售渠道结构（亿元，%）	10
图表 17	公司销售渠道结构变化（亿元，%）	11
图表 18	公司线上业务结构（亿元，%）	11
图表 19	公司大单品推出及迭代情况	12
图表 20	珀莱雅大单品系列	12
图表 21	以红宝石精华 3.0 为例，公司产品以基础研究为基石，兼顾使用感受，契合不同消费者肌肤需求	13
图表 22	公司科学配方形成过程	13
图表 23	截止 2023 年 10 月公司红宝石精华和双抗精华合计已累计卖出 1000 万瓶	13
图表 24	公司龙坞研发中心	14
图表 25	公司上海研发中心	14
图表 26	公司联合国际先进的组织共建国际科技联盟	14
图表 27	公司研发投入及费用率情况（亿元，%）	15
图表 28	公司研发技术平台及其功能	15
图表 29	公司科学配方理念	15
图表 30	渠道迭代：早期玩家造浪，后进入者逐浪，流量成本攀升	16
图表 31	员工年轻化：总人数小幅增长，30 岁及以下员工大幅增加（人）	16
图表 32	员工年轻化：30 岁及以下员工占比超一半，30-50 岁员工比例降至 45%	16
图表 33	组织结构简化、扁平化	17
图表 34	客服快速响应，根据消费者意见建议迭代产品	17
图表 35	2023 年公司消费者体验优化措施及进展、成果	18

图表 36	公司品牌宣传片：关注性别平等、爱与亲密关系、青春与成长、心理健康等几大主题	18
图表 37	2018 年股权激励计划各期均顺利完成（亿元，%）	19
图表 38	2022 年公司第二期股权激励计划考核目标	19
图表 39	公司明确的晋升体系	20
图表 40	公司董事及高管 2023 年薪酬构成（元）	20
图表 41	公司各品牌收入情况（亿元）	21
图表 42	彩棠争青系列	21
图表 43	彩棠当红明星产品	21
图表 44	油皮不同需求产品组合	22
图表 45	Off&Relax 研发团队核心人员	22
图表 46	Off&Relax 旗下系列	22
图表 47	“惊时”洗护产品即将上线	23
图表 48	公司收入及费用预测（亿元，%）	23
图表 49	可比公司估值比较	24
图表 50	公司 PE-band（元）	24

一、 美妆行业：国货美妆迎来更加包容、公平的发展环境

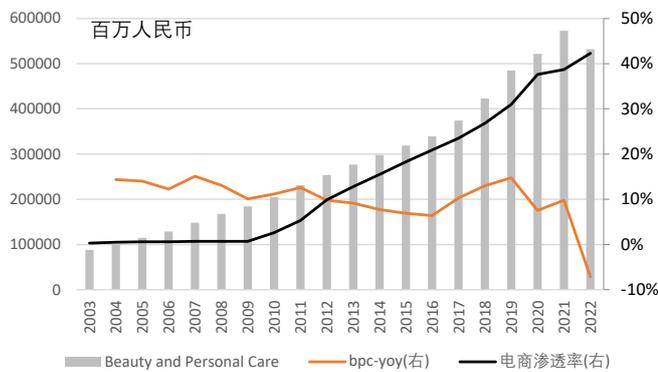
改革开放后，以及 20 世纪 90 年代初我国明确“我国经济体制改革的目标是建立社会主义市场经济体制”后，诸多国际美妆品牌看到我国消费市场潜力，开始布局我国市场；同时新旧世纪交替之初诸多国货美妆品牌相继成立，伴随着国内经济增长、国人可支配收入的提升，我国美妆行业进入快速成长期。

图表1 国内外化妆品企业诞生/进入时间

公司		进入时间	公司		诞生时间
资生堂		1981	上海家化		1898
联合利华		1986	百雀羚		1931
高丝		1988	丸美		2000
宝洁		1988	伽蓝		2001
爱茉莉太平洋		1992	上海上美		2002
花王		1993.8	珀莱雅		2003
雅诗兰黛		1993	御家汇		2006
欧莱雅		1996			

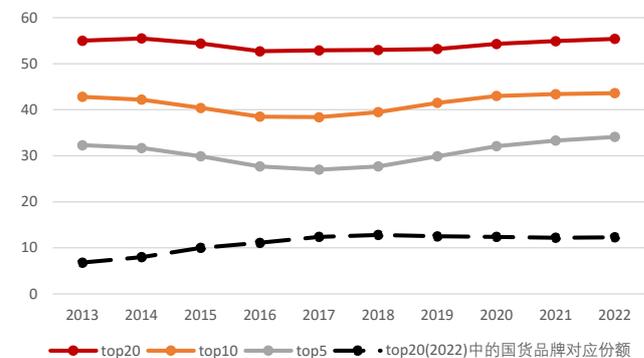
资料来源：各公司官网，平安证券研究所

图表2 我国个护及美妆市场规模及增速、电商渗透率 (百万元, %)



资料来源：欧睿国际，平安证券研究所

图表3 我国美妆市场 CR20、CR10、CR5 与 2022 年 top20 国货品牌十年间市场份额变化 (%)



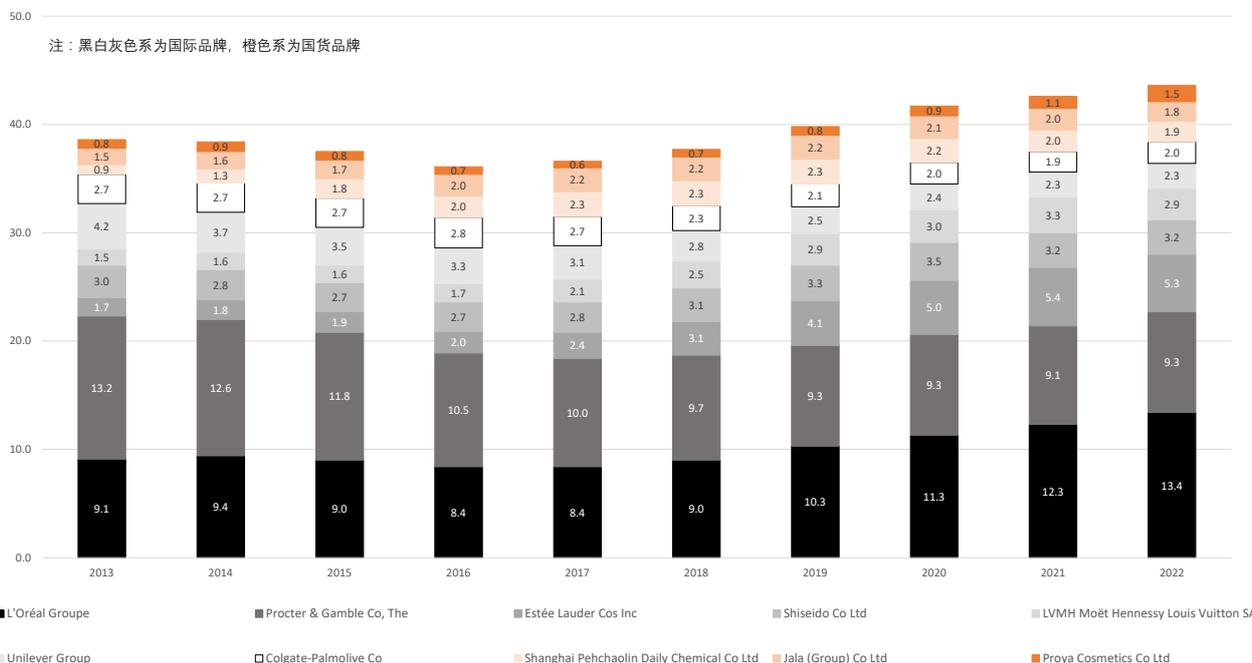
资料来源：欧睿国际，平安证券研究所

注：实线为各年 CR5、CR10、CR20，对应品牌有变化。虚线为 2022 年前 20 名中的国货品牌对应各年份额变化。我国市场 CR20 基本稳定在 50-55% 左右，top5 和 top10 的波动主要来自于宝洁出售一系列美妆品牌。

长期以来国际品牌因丰富的产品矩阵、精细化的运营、以及长期投入打造的良好品牌形象而备受国人仰视，且美妆产品的便携性和全球购买的便利性对国货美妆品牌发展增加了额外的挑战。国际大牌顾及品牌形象及投入性价比，早期只在消费水平较高的一二线城市布局，三四五线城市为国产品牌留下空白；夹缝中的国产品牌在发展早期另辟蹊径，把握渠道变革机遇、差异化定位迎合中低线城市消费者需求。近 10 余年来，移动互联网普及使得科学、技术、应用等信息传递可行且更加快速，渠道更迭便利了大众消费者接受美妆信息、主动接触各种化妆品，化妆品相关政策规范行业发展、透明化成分和相关功效，

美妆行业生态变化，同时国人对国货好感度提升，国货美妆品牌迎来更加公平的发展环境。珀莱雅通过 3 年左右的酝酿和蓄力，2022 年第一次跻身我国美妆市场 top10。

图表4 2022 年我国美妆市场 top10 市场份额及其变化，当年珀莱雅第一次跻身第十（%）



资料来源：欧睿国际，平安证券研究所

注：期间宝洁出售了一系列化妆品品牌，使其从第一滑至第二，欧莱雅、雅诗兰黛、lvmh 旗下美妆在我国市场份额稳步提升，资生堂份额稳中有所波动。

二、大单品奠基，品牌向上突破

2.1 积跬步而至千里

珀莱雅成立于 2006 年（品牌在 2003 年诞生），集化妆品研发、生产、销售于一体，致力于构建新国货化妆品产业平台。目前公司旗下主要拥有“珀莱雅”“彩棠”、“Off&Relax”、“悦芙媞”、“CORRECTORS”、“INSBAHA 原色波塔”、“优资莱”、“韩雅”等品牌。公司自有品牌已覆盖大众精致护肤、彩妆、洗护、高功效护肤等美妆领域。

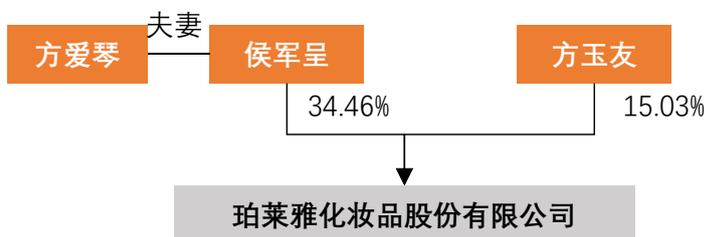
图表5 公司发展历程



资料来源：公司官网，平安证券研究所

公司实控人为侯军呈、方爱琴夫妇，侯军呈持有公司 34.46% (2023 年报数据) 股权，第三大股东方玉友为公司联合创始人、董事兼总经理，也是方爱琴胞弟，持股占比 15.03% (2023 年报数据)。方总在公司历次转型中起到至关重要的作用，当然也离不开董事长侯总充分的授权与信任。

图表6 公司股权结构 (2023-12-31 数据)



资料来源：公司公告，平安证券研究所

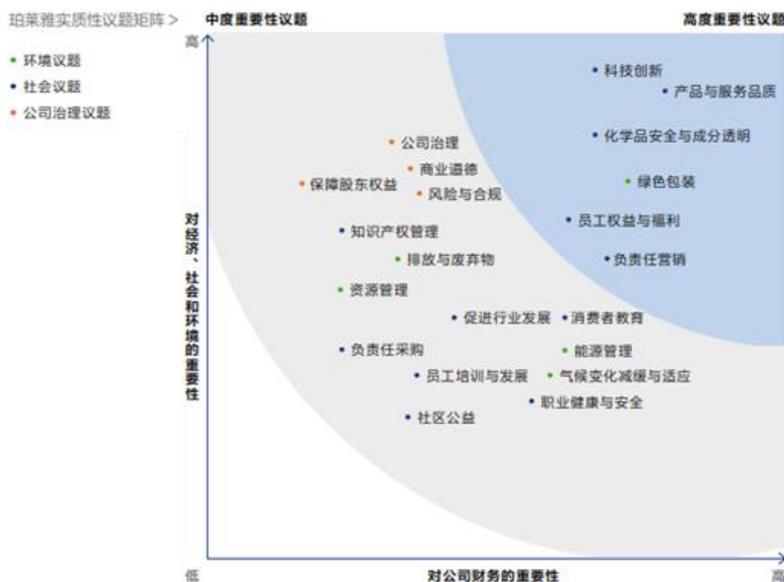
公司在上市后的前 2-3 年以打造“生态化、平台化、国际化、年轻化、数据化”的企业为目标，坚持“多品牌、多品类、多渠道、多模式”的发展战略。经历不断摸索、业务转型、大单品策略探索后，2020 年公司提炼出了新消费、新营销、新组织、新机制、新科技、新智造及多品牌的“6*N”战略，核心内涵式基于六项能力的提升与打造，赋能、孵化满足不同消费者不同需求的不同品牌。

图表7 公司 6*N 战略



资料来源：公司 2023 年 ESG 报告，平安证券研究所

图表8 公司实质性议题矩阵



资料来源：公司 2023 年 ESG 报告，平安证券研究所

2023 年公司收入规模达到 89 亿元，归母净利润接近 12 亿元。随着业务规模增长，公司线上直营业务比例提升，品牌力提升，运营效率提升，公司毛利率和净利率稳步提升。

图表9 珀莱雅营收及增速（亿元，%）



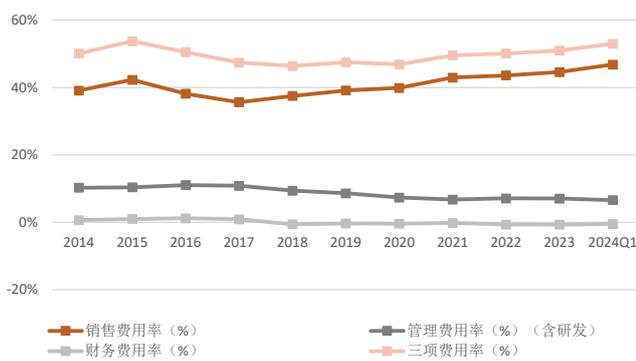
资料来源: wind, 平安证券研究所

图表10 珀莱雅利润情况及增速（亿元，%）



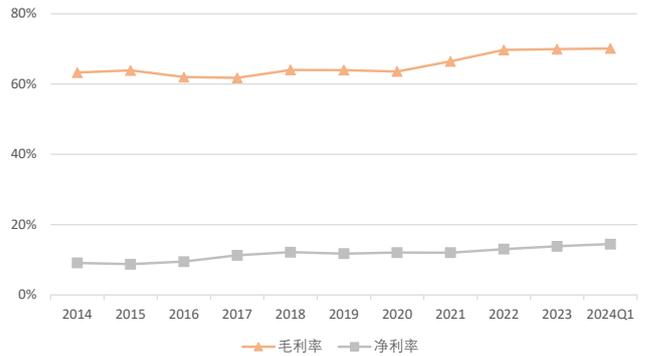
资料来源: wind, 平安证券研究所

图表11 珀莱雅费用率情况（%）



资料来源: wind, 平安证券研究所

图表12 珀莱雅利润率情况（%）



资料来源: wind, 平安证券研究所

作为江浙民营企业，公司拥有超强的经营活力，成立以来经历了两次较大转型，也亲历了国货美妆变革的完整历程，站在美妆行业时代潮流前线，近年来更是勇立潮头，争得国货美妆龙头地位。

图表13 珀莱雅两次转型

转型阶段	转型变化
toB 卖货到 toC 精细化运营	根据公司 20 周年宣传视频，最多时公司曾经以 toB 模式覆盖国内县城超 3 万家店铺，但天花板相对较低，开始拓展线上渠道发力直营；疫情推力下公司加大线上业务投入，团队年轻化，线上精细化运营，为线下赋能。
传统品牌到做自己，做独特的品牌；以科学配方做产品驱动品牌力提升	营销运营： 不再做平替，选择做自己，做独特的产品（如强绑定了早 C 晚 A）和品牌，通过年轻团队以年轻人喜欢的方式、做契合年轻人需求的产品，并与年轻人建立较强的情感链接，目标群体伴随品牌成长。 产品层面： 发现肌肤问题-寻找解决方案（技术和相应成分）-反复论证测试。产品上市后重新回到起点，洞察市场和技术趋势，通过新一轮调研、开发和测试推动产品升级。

资料来源: 公司 20 周年宣传视频（2023 年 10 月 9 日发布），聚美丽等第三方论坛文章，平安证券研究所

2019-2020 年为公司转型突破的关键阶段，公司自此从传统国货品牌中脱颖而出。

图表14 2023年双十一珀莱雅登顶天猫护肤榜



资料来源：天下网商，平安证券研究所

图表15 珀莱雅快闪店开至上海来福士和南京德基广场等高端百货

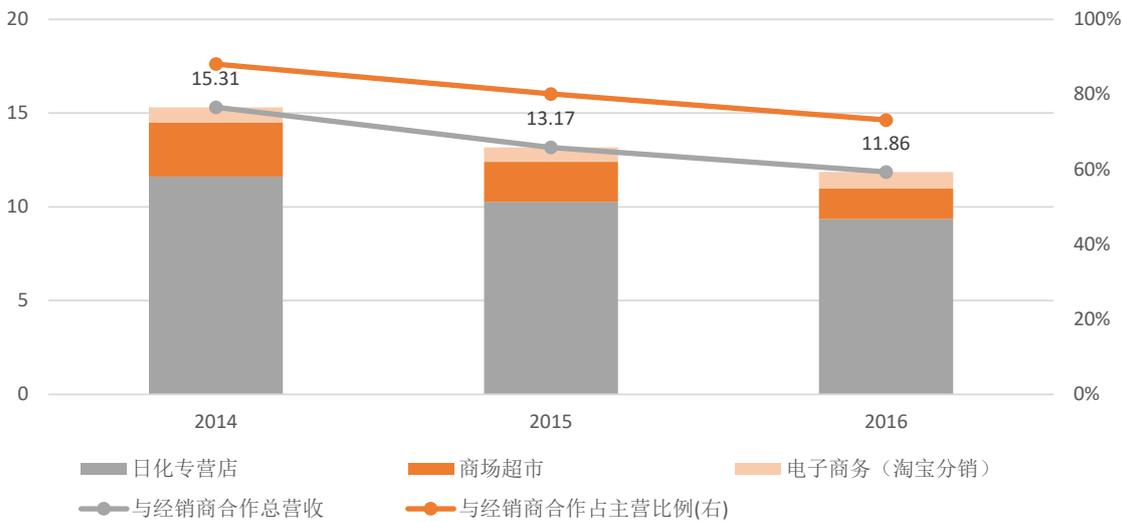


资料来源：小红书，平安证券研究所

2.2 2020年前公司从线下转型线上

公司早期的产品销售以渠道分销（主要为与经销商合作销售）方式为主，随着电商渠道发展该部分业务比例有所下降，根据招股书 2014 年-2017H1 公司通过与经销商合作实现的收入分别为 15.31 亿元、13.17 亿元、11.86 亿元和 5.98 亿元，分别占当年主营业务收入的 88.08%、80.13%、73.14%和 71.15%。

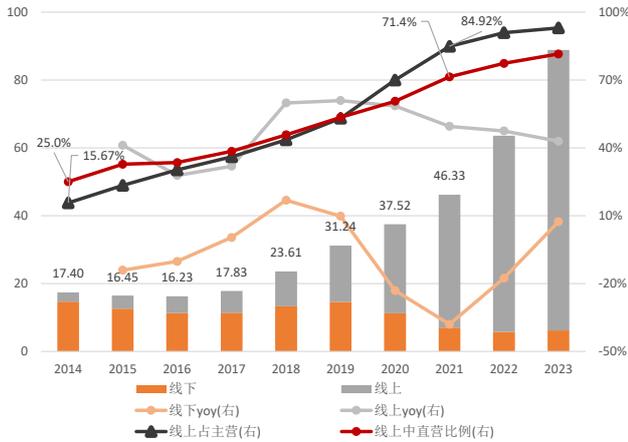
图表16 公司 2014-2017H1 销售渠道结构（亿元，%）



资料来源：公司招股说明书，平安证券研究所

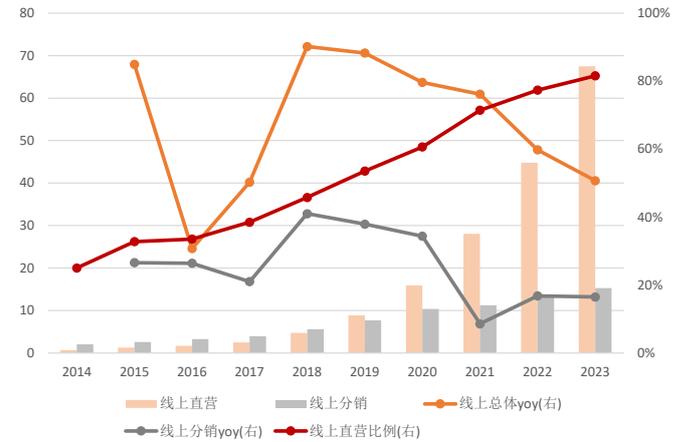
公司上市后线上业务快速发展，2017 年线上收入占比为 36.08%（2014 年仅为 15.67%），2019 年上升至 53.09%，特别是其中的线上直营业务高速增长，2014 年线上直营对公司主营业务收入贡献比例仅 3.92%，2017 年小幅上升至 13.88%，2019 年比例则提升到 28.42%。在此期间公司线上团队得以逐步搭建，也不断调整组织、激励以适应新的发展模式。

图表17 公司销售渠道结构变化(亿元, %)



资料来源: 公司招股说明书及年报, 平安证券研究所

图表18 公司线上业务结构(亿元, %)



资料来源: 公司招股说明书及年报, 平安证券研究所

2019年7月公司尝试了爆品方式, 7月泡泡面膜通过抖音爆火。据淘数据泡泡面膜单品7、8月gmV达到8400万元和1.02亿元, 2019年公司年报显示泡泡面膜天猫旗舰店冲月销100万盒+, 破天猫美妆历史, 同时获得“抖音美容护肤榜”第1名。但泡泡面膜被大量模仿后, 淘数据显示2019年9月其gmV降至4660万元, 生命周期较短, 因此激发了公司对更长生命周期的大单品的探索与打造, 并由此奠定了主品牌珀莱雅稳定高速增长的基石, 不断突破品牌天花板。

2.3 2020 年来大单品策略奠定发展基础

2020年公司开启大单品之路。2020年2月18日公司正式官宣红宝石精华1.0, 4月3日上市双抗精华1.0, 6月30日双抗小夜灯眼霜推出。2021年开始公司大单品如雨后春笋般升级迭代、推出, 产品系列不断完善。公司也深谙消费者的不同细分需求, 针对不同肌肤及功效需求的各大单品系列逐渐丰富。

2021年1月红宝石系列扩充品类, 红宝石面霜、面膜、水乳推出; 2月双抗面膜1.0面市, 源力精华面市; 3月双抗奢养粉底液推出; 4月2日双抗精华升级后的2.0版推出, 5月红宝石精华2.0版本官宣(功效、肤感、包材全面升级), 6月底官宣红宝石冰感小陀螺眼霜, 8月下旬双抗面膜2.0推出, 9月中官宣保龄球蓝瓶, 11月红宝石轻盈版和滋润版双重质地面霜推出。2022年公司官宣了源力面霜1.0、保龄球橘瓶、双抗小夜灯眼霜2.0、红宝石面霜2.0、源力面膜1.0、双白瓶(含美白特征)、源力精华2.0和能量系列的启时滋养精华油。2023年公司推出红宝石面膜、水乳和眼霜2.0版本和红宝石面霜3.0版本(彼时红宝石面霜已售出400万瓶), 双抗精华3.0版本、双抗水乳霜, 源力面膜2.0, 以及云朵防晒、循环系列(水乳霜)、能量精华。2024年来公司陆续推出了源力面霜2.0版本、盾护防晒、红宝石精华3.0版本。

图表19 公司大单品推出及迭代情况

循环系列				5月8日循环系列（水乳霜）	
能量系列				12月9日启时滋养精华油	12月26日全新能量精华
防晒		1月羽感防晒		2月21日云朵防晒（敏感肌物理防晒）	3月1日，啖连三年，盾护防晒
美白系列				7月6日双白瓶（有美白特证）	
源力系列		2月源力精华	9月13日官宣保龄球蓝瓶	1月26日源力面霜1.0	6月9日源力面膜1.0 9月27日源力精华2.0
双抗系列	8月双抗粉底液 6月30日双抗小夜灯眼霜 4月3日双抗精华1.0	3月22日双抗奢养粉底液 2月双抗面膜1.0 4月2日双抗精华2.0	8月21日双抗面膜2.0	3月10日保龄球橘瓶 4月11日双抗小夜灯眼霜2.0	4月18日双抗精华3.0，双抗水乳霜
红宝石系列	2月18日红宝石精华1.0	1月红宝石面霜、面膜、水&乳 6月6日红宝石精华2.0	6月底官宣红宝石冰感小陀螺眼霜 11月红宝石轻盈版和滋润版双重质地面霜	5月10日红宝石面霜2.0（轻盈版和滋润版）	1月31日红宝石面膜2.0 2月27日红宝石水乳2.0 5月26日官宣升级红宝石眼霜2.0 9月19日红宝石面霜3.0
	2020	2021	2022	2023	2024

资料来源：珀莱雅品牌微信公众号，平安证券研究所

目前公司已形成了红宝石（胜肽抗皱）、双抗（氧糖双抗）、源力（科学修护）及能量（抗皱塑颜）等几大大单品系列，且产品矩阵不断丰富和迭代、细化（针对不同肌肤人群），不断突破品牌天花板。根据公司2023年中报交流纪要，大单品合计占比达到珀莱雅品牌50%+，占天猫平台75%+、占抖音平台60%左右、占京东直营55%+。

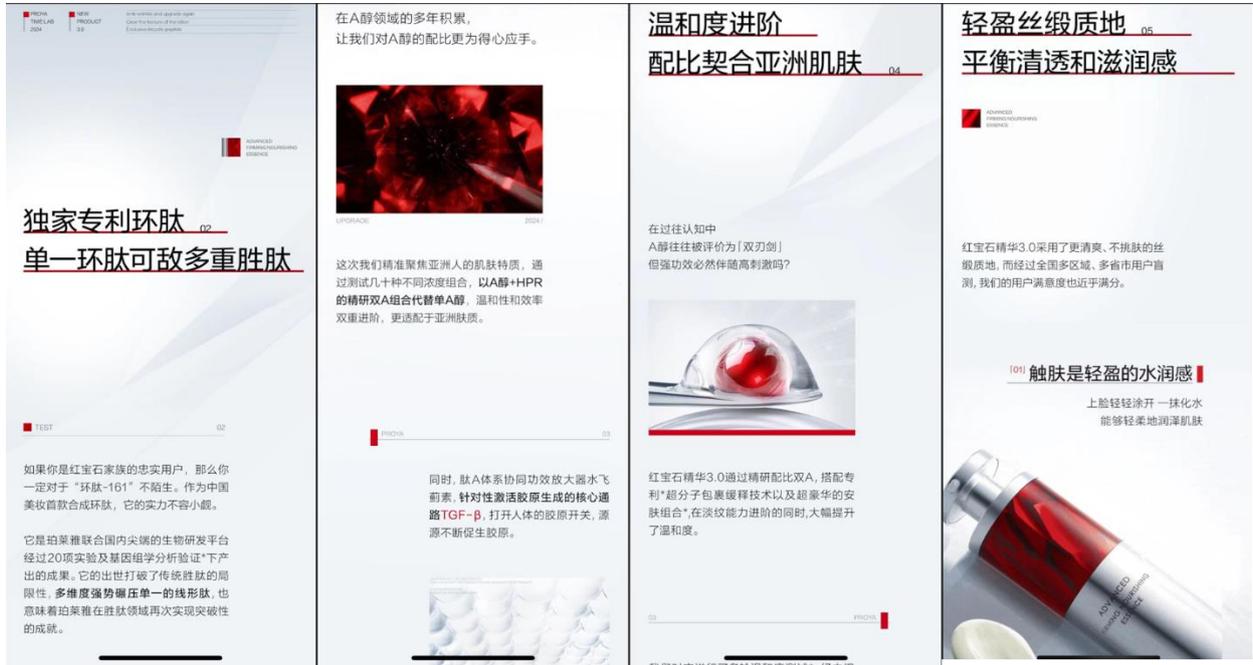
图表20 珀莱雅大单品系列



资料来源：珀莱雅品牌天猫旗舰店，平安证券研究所

公司在升级红宝石精华 3.0 时指出，升级一款产品的时机是确保掌握的成分技术足以带来实质性的功效突破，而非仅仅是锦上添花的点缀，多年探索后，公司真正打通基础研究与应用研究、走上科学配方之路。

图表 21 以红宝石精华 3.0 为例，公司产品以基础研究为基石，兼顾使用感受，契合不同消费者肌肤需求



资料来源：珀莱雅品牌微信公众号，平安证券研究所

凭借大单品策略，公司品牌逐步进入一二线城市，大单品不断升级迭代，红宝石精华、双抗精华自 2020 年推出，至今迭代至 3.0 版本，生命周期相较 2019 年爆品泡泡面膜有大幅提升。根据公司 20 周年宣传视频，截止 2023 年 10 月公司红宝石精华和双抗精华合计已累计卖出 1000 万瓶；根据珀莱雅天猫旗舰店，截至 2023 年 11 月 2 日红宝石面霜在珀莱雅旗舰店全链接累计销量超 388 万件，截至 2023 年 6 月 30 日双抗精华天猫后台全链接累计销量超 500 万瓶。产品升级的同时，公司通过升级产品规格（如 30ml 装升级为 50ml 装）、组成产品套组（早 C 晚 A 的双抗和红宝石套组，根据天猫旗舰店，截至 2024 年 1 月 24 日早 C 晚 A 套组天猫全链接累计销量超 200 万件，累计购买 2 次以上的用户超 11 万人）以及更高价格带的能量系列（满足目标客群的消费升级需求）进一步提升品牌发展上限，背后依然是产品品质过硬，品牌深受消费者信赖。

图表 22 公司科学配方形成过程



资料来源：公司 20 周年宣传视频（2023 年 10 月 9 日发布），平安证券研究所

图表 23 截止 2023 年 10 月公司红宝石精华和双抗精华合计已累计卖出 1000 万瓶



资料来源：公司 20 周年宣传视频（2023 年 10 月 9 日发布），平安证券研究所

同时，疫情开始后线下业务受阻，公司凭借几年的线上运营积淀，积极拓展新渠道，迅速搭乘线上高速增长的顺风车。2019-2023 年公司线上业务收入 cagr=49.54%，上升至 82.74 亿元，占主营业务的 93.07%，线上直营业务收入达到 67.48 亿元，达到线上收入的 81.6%。根据公司 2023 半年度业绩交流，2023H1 公司线上收入中天猫渠道占比超 45%，抖音渠道和京东渠道占比已经分别超过 20%和 10%。

2.4 大单品之下是公司持续夯实的研发体系

公司 2013 年启用了研发创新中心，2021 年在此基础上成立国际科学研究院；2023 年公司龙坞研发中心和上海研发中心启用，前者专注于前沿皮肤肌理研究、新原料设计和开发、产品开发和验证，后者以头皮皮肤肌理、生态和头发洗护保养开展基础、应用和临床功效研究。

图表24 公司龙坞研发中心



资料来源：公司官网，平安证券研究所

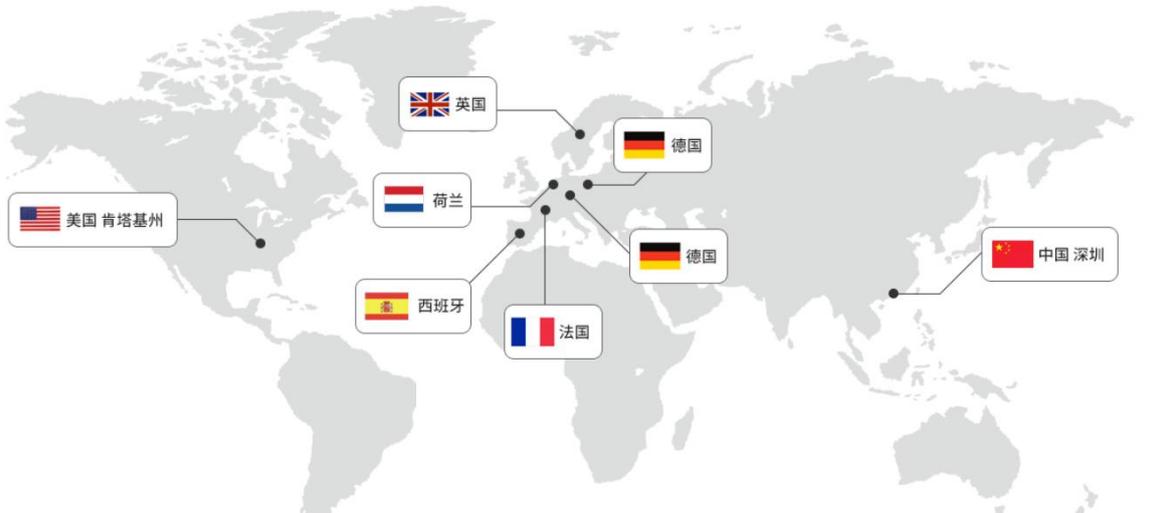
图表25 公司上海研发中心



资料来源：公司官网，平安证券研究所

公司 2023 年与北京工商大学、浙江大学、江南大学等高校开展研究合作，积极推动产学研融合。同时公司联合国际先进的科技实验室和原料生产商共建国际科技联盟（如德国巴斯夫、西班牙国际胜肽世家 Lipo True、美国亚士兰等），合作开展研发与供应链建设，汇聚世界范围内的先进科技。

图表26 公司联合国际先进的组织共建国际科技联盟



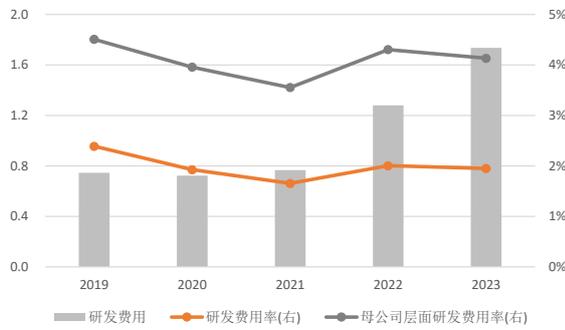
资料来源：公司官网，平安证券研究所

公司研发团队人员背景涵盖皮肤科学、生物化学、生命科学、材料科学、医学、工业造型设计、心理学和统计学等不同学科，2018 年公司授牌成立“浙江省博士后工作站”，2023 年公司研发团队的管培生项目吸收 32 名学子加入，丰富人才储备。2023 年末公司研发人员 322 人，其中硕士及以上学历占比 41.6%，博士以上学历占比 2.48%。2023 年公司研发重点集中在化学

合成、生物工程制造与植物提取技术平台三个板块，持续完善精准分析测试方法，支持新原料的研究、开发以及功效验证，提升研发效率。

近年来公司收入快速增长，与此同时研发费用率持续约在 2% 左右，母公司层面研发费用率更高约在 4% 左右。

图表 27 公司研发投入及费用率情况 (亿元, %)



资料来源: 公司年报, 平安证券研究所

图表 28 公司研发技术平台及其功能

技术平台	主要功能
化学合成	以已知功效靶点为基础, 设计特定分子结构, 并开展合成工作的探索
生物工程制造	筛选特定微生物或筛选特定菌株, 通过 AI 模拟、计算生物学实现功效成分的生物合成
植物提取	以黄酮、多酚、多糖等特定植物成分为目标成分, 通过提取技术实现纯化、富集功效产物

资料来源: 公司 2023 年 ESG 报告, 平安证券研究所

公司秉承创新、专注、诚意、平衡的科学配方理念, 不断突破边界、兼顾肤感与功效、保证舒适与安全, 提供科学的美妆方案。

图表 29 公司科学配方理念



创新

不断突破边界, 付诸实践, 提供科学的美妆方案, 每次创新, 都是为了更科学、更精准、更高效。



专注

在反复的试验中, 用专注, 从有限里激发无限可能, 一颗光点, 也能点亮起整片星空的光芒。



诚意

珀莱雅科学配方的背后, 是看见每一个具体的人, 回应每个支持与陪伴的声音, 也关注每一个真诚的建议。



平衡

研发兼具肤感与功效的产品, 保证舒适度与安全性, 在追求平衡的路上稳步前行。

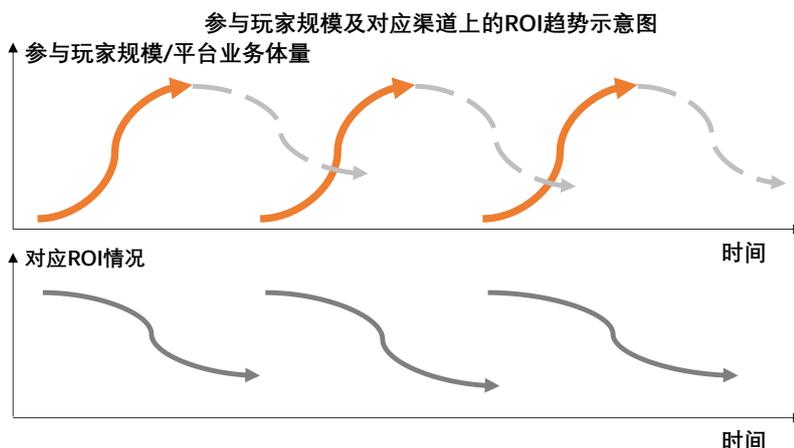
资料来源: 公司官网, 平安证券研究所

为充分激发研究人员创新积极性, 公司持续完善人才激励措施, 修订了《知识产权管理制度》等, 设立论文及专利等相关奖励, 鼓励研发人员提升科研能力, 促进公司技术创新; 同时公司积极为符合要求的研发人员推荐专利研发课题、与高校合作、评选职称等机会, 提升行业认可度。

三、 敏锐洞察、敏捷执行

国内渠道变化迅速, 过去近 20 年的时间内渠道更迭: 传统线下 CS、百货渠道→淘系电商→小红书、微信→抖音、快手、垂直类平台等。美妆行业毛利率高、销售费用率高、个体化差异较大且习惯迁移相对较容易, 原有渠道开始拥挤时新的造浪者开发新流量池, 逐浪者涌入推高流量成本, 如此循环往复, 移动互联网加速填平流量洼地。

图表30 渠道迭代：早期玩家造浪，后进入者逐浪，流量成本攀升



资料来源：平安证券研究所

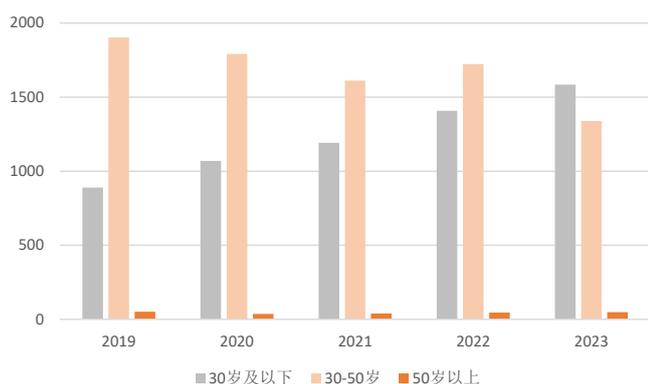
随着流量成本攀升，流量或流量方式不断迁移或变化，各渠道中表现最优者创造了自己的品牌（线下传统品牌、淘品牌、微信品牌、小红书品牌、超头品牌和抖品牌等），但能够响应渠道变化、自身不断更新的品牌才得常青。

公司在如此快速变化的市场环境下不断向上突破，除了大单品策略奠定的产品基石，也得益于公司灵魂人物敏锐的嗅觉、公司组织敏捷的响应、以及与消费者深度共鸣。

3.1 员工年轻化，组织扁平化，快速响应需求及变化

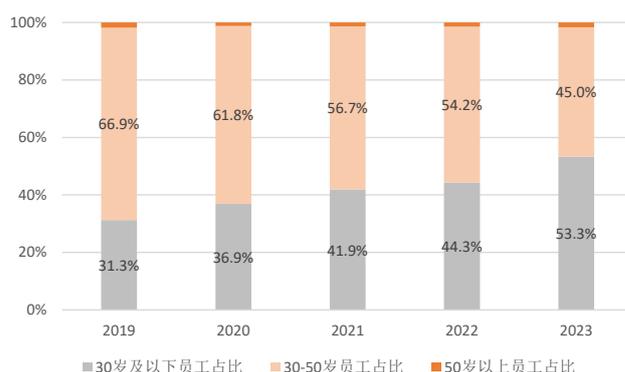
2019 年到 2023 年公司总人数从 2844 人缓慢上升至 2971 人（2022 年曾增至 3177 人），但员工结构有明显变化：2019 年公司 30 岁及以下员工占比仅 3 成，而 2023 年这一比例提升至 53.3%，而 30-50 岁员工比例则从接近 7 成降至 45%。硕士及以上学历员工比例提升。

图表31 员工年轻化：总人数小幅增长，30岁及以下员工大幅增加（人）



资料来源：公司 2021、2023 年 ESG 报告，平安证券研究所

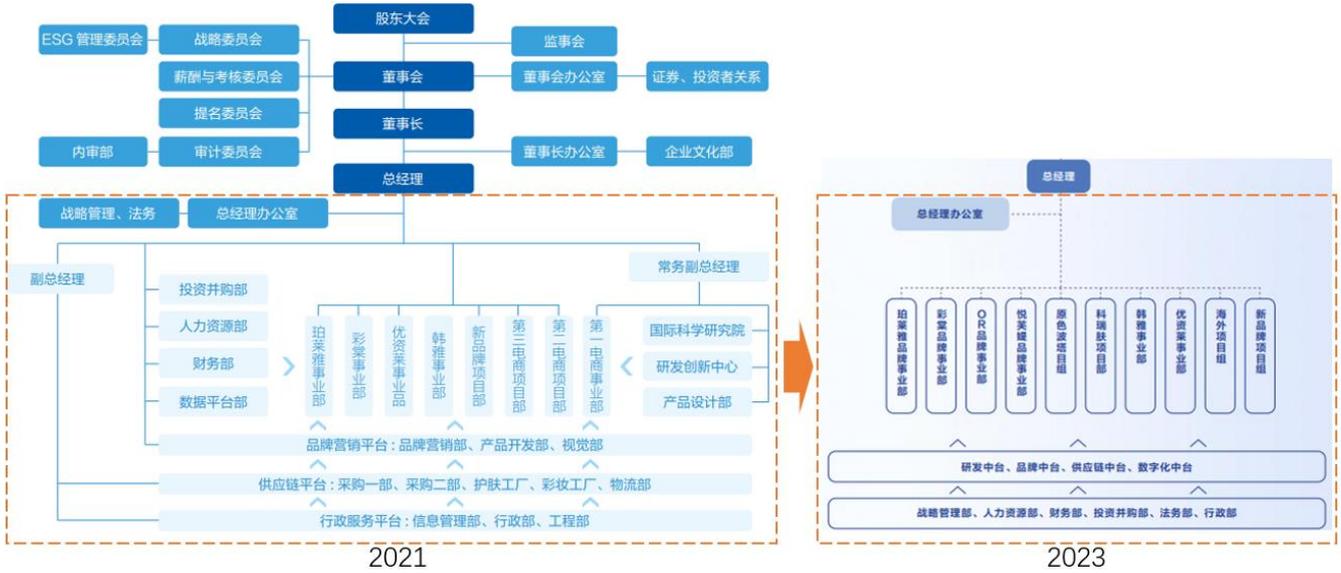
图表32 员工年轻化：30岁及以下员工占比超一半，30-50岁员工比例降至45%



资料来源：公司 2023 年 ESG 报告，平安证券研究所

搭建研发、品牌、供应链和数字化大中台，总经理下直接设置各品牌事业部和海外、新品牌项目组，组织结构扁平化，加强运营效率。

图表33 组织结构简化、扁平化



资料来源：公司 2021、2023 年 ESG 报告，平安证券研究所

在此组织下公司能够快速响应消费者意见和建议。产品上市后公司根据消费者反馈迭代更新产品，以提升产品使用体验。

图表34 客服快速响应，根据消费者意见建议迭代产品

消费者服务

秉承“用心服务、以诚待人”的理念，珀莱雅致力于为消费者提供优质的服务体验。我们搭建了畅通的线上线下消费者服务渠道，为消费者提供售前、售中、售后全链路的查询、咨询和投诉服务。公司定期开展营销体系人员的培训工作，持续提升其专业能力和服务能力，并定期开展消费者满意度调查，收集消费者意见建议，以优化消费者服务体验。

在消费者沟通方面，公司搭建多元消费者反馈渠道、听取消费者意见建议，为消费者产品使用答疑解惑及提供售后服务，并进行消费者售后追踪。公司也主动开展消费者沟通，通过评价回访、电话满意度调研等方式收集消费者对于产品、服务、运营活动等多方面的真实反馈，输出改善建议。

消费者沟通渠道

对于消费者投诉，公司建立了完善的投诉处理渠道，联动产品销售、研发、客户服务等多部门，及时处理消费者在使用感受、售后服务、产品优化建议等多方面反馈和疑问。

资料来源：公司 2023 年 ESG 报告，平安证券研究所

根据公司 2023 年 ESG 报告，公司每月汇总天猫客户之声模块的消费者评价，举办消费者服务月会，联动产品销售、研发、工厂、客服等多部门，跟进消费者在使用感受、客户服务、产品优化、物流服务建议等多方面的反馈和提问，及时优化处理，完善内部管理机制。公司也主动跟踪交易链路的各个环节，预判消费者可能遇到的问题并主动提醒或跟进，在各个阶段持续优化消费者的消费体验。

图表35 2023年公司消费者体验优化措施及进展、成果

消费者体验优化措施		消费者体验优化进展及成果			
<p>针对消费者反馈意见，公司每月汇总天猫客户之声模块的消费者评价，举办消费者服务月会，联动产品销售、研发、工厂、客户服务等部门，跟进消费者在使用感受、客服服务、产品优化、物流服务建议等多方面反馈和疑问，及时优化处理、完善内部管理机制。</p> <p>在消费者体验优化方面，我们关注消费者的购买与使用感受，主动跟踪交易链路中的各个环节，预判消费者可能遇到的问题并主动提醒或主动跟进，在各个阶段持续优化消费者的消费体验。</p> <p>消费过程体验提升</p> <ul style="list-style-type: none"> 坚持“黄金回复30秒”原则，快速响应消费者问题 对售后问题采取统一工单登记、闭环管理措施，确保售后问题100%处理 对电商平台的消费者服务预警、告警进行跟进，及时修复消费者体验 降低客服机器人使用比例，实现全24小时人工在线客服服务，提升消费者互动体验 <p>产品使用体验提升</p> <ul style="list-style-type: none"> 产品上市后根据消费者反馈进行产品迭代更新，以提升产品本身的使用体验 <p>在消费者服务能力提升方面，公司通过人才培养、业务创新的方式，致力于建设专业高效的消费者服务团队。在消费者满意度调查方面，公司相关事业部每年向消费者开展消费者满意度调查，从产品、物流及服务等多个方面收集消费者意见，双向收集、了解消费者需求。此外，公司积极开展线下产品沙龙、经销商产品与服务培训，提高线下服务体验。2023年，珀莱雅品牌、彩棠品牌进一步实现售前售后服务一体化管理，帮助客户服务团队快速处理顾客问题，减少顾客等待时间。</p>		<p>工作</p> <p>消费者沟通</p> <ul style="list-style-type: none"> 珀莱雅 <ul style="list-style-type: none"> 制定《渠道管理机制》《售前及售后处理标准》《质检管理标准》等客户服务管理制度，完善客服服务流程 彩棠 <ul style="list-style-type: none"> 搭建主动服务组，实现从咨询到履约及售后过程全链路主动服务 提供完善的多元解决方案，帮助消费者客户快速选择 提供专属特快售后服务，首单售后快速通道 圣歌兰 <ul style="list-style-type: none"> 开展产品满意度调研¹，涵盖触感、效果、包装、价格等维度，了解消费者使用体验，并反馈给相关部门，提高消费者的整体满意度 <p>消费者体验提升</p> <ul style="list-style-type: none"> 珀莱雅 <ul style="list-style-type: none"> 为消费者提供产品线下体验 向导购人员、经销商开展，同步产品信息，提升其对产品的认识，更好地服务客户 彩棠 <ul style="list-style-type: none"> 优化仓库作业流程，提高仓库作业效率 优化物流服务商配比，提高物流普及度 持续优化包装方案和物流操作标准 <p>客服服务能力提升</p> <ul style="list-style-type: none"> 韩雅、优资莱 <ul style="list-style-type: none"> 开展店长培训，内容涵盖品牌产品知识、皮肤知识和服务技能等 珀莱雅 <ul style="list-style-type: none"> 开展现场客户服务质量检查，通过客户反馈与对应客服人员开展点对点沟通、复盘分析，帮助其提高客户服务能力 		<p>成果</p> <ul style="list-style-type: none"> 2023年，客户问题一次性解决率达80.38% (相较2022年，提升1.35%) 2023年，客户问题一次性解决率达73.08% (相较2022年，提升10.30%) 圣歌兰满意度得到8.7分、SOS精华7.5分、小蓝胶9.8分 开展2,233场消费者产品沙龙 开展187场产品培训会 24小时揽收及时率从86.53%提升至99.21% 到货时长较2022年缩短24.65小时 降低错发率低至0.003%内 为逾300名店长提供培训，提升服务水平 线上PCA在线学院学员超800人，课程86门，共计学时423小时，考试场次134场，线上考试参加考生人数5,547人 	

¹ 圣歌兰针对自有产品开展满意度调研，满分为10分

资料来源：公司2023年ESG报告，平安证券研究所

此外，多年来公司倾心打造了一系列围绕核心公益主题的品牌营销活动，持续聚焦“性别平等”、“爱与亲密关系”、“青春与成长”、“心理健康”四大主题，该等倡导与公益实践不仅是公司品牌文化的重要组成部分，更是公司与消费者和社会大众建立深度连接的情感纽带。

图表36 公司品牌宣传片：关注性别平等、爱与亲密关系、青春与成长、心理健康等几大主题



资料来源：公司微信视频号、微博平台，2023年ESG报告，平安证券研究所

快速响应更让公司得以把握渠道变迁。根据欧睿口径，2016 到 2022 年我国美妆领域电商渗透率几乎翻了一番（从 20.9% 提升至 42.3%），公司正是在此期间实现了线上业务特别是线上直营业务的高速发展（上文已提及）；作为第一批尝试抖音渠道而且不断适应抖音变化的品牌获得抖音渠道的红利，根据公司 2023H1 交流，当期抖音业务收入占到线上销售的 20% 以上（即 2023 年上半年公司 36.19 亿元主营业务中，约 7 亿左右在抖音渠道实现，当期约 15 亿元在天猫实现）。公司持续以敏锐的嗅觉和敏捷的响应抓住国货品牌崛起的黄金窗口期，也为美妆国货品牌得到消费者喜爱增添助力。

3.2 长中短期高效激励机制，激活人才价值

公司上市以来开展了两期股权激励，2018-2023 年各年公司层间业绩指标均顺利达成。

第一期在 2018 年中，公司向 32 名高管、中层管理人员和核心骨干授予限制性股票不超过 146.72 万股（首次授予 120.11 万股，预留 26.61 万股授予给之后确定的 11 人。实际实施过程中因部分激励对象自愿放弃全部或部分限制性股票等原因首次授予数量调整为 109.62 万股，首次授予对象从 32 人调至 29 人；2019-2021 年公司回购部分不符合条件、业绩考核未达标的限制性股票），授予价格为 17.95 元/股（公告发布前一日成交均价 35.89 元/股的 50%）。解锁条件为以 2017 年为基数，2018-2020 年营收增长率不低于 30.80%、74.24%、132.61%，扣非净利润增长率不低于 30.1%、71.21%、131.99%，以此目标及 2018 年实际营收和利润计算 2019、2020 年对应营收同比增速为 31.57%、33.50%，对应扣非归母净利润需同比增长 14.12% 和 35.5%。2020 年因疫情影响，公司调整了 2020 年公司层面业绩考核指标，见下表。

图表 37 2018 年股权激励计划各期均顺利完成（亿元，%）

年份	收入测算	收入增速(2017 年为基准)	yoy	净利润测算	净利润增(2017 年为基准)	yoy
2018E/A	23.32/ 23.61¹	30.80%/ 32.43%	30.10%/ 32.43%	2.41/ 2.87	30.10%/ 43.03%	30.10%/ 43.03%
2019E/A	31.07/ 31.24	74.24%/ 75.18%	31.60%/ 32.28%	3.17/ 3.93	71.21%/ 95.57%	14.12%/ 36.73%
2020E/A	(原指标对应 41.48)2020 年调整后为 37.48/ 37.52	(原指标 132.61%) 2020 年调整后指标为 110.22%，即同比 2019 年增速不低于 32.78% 调整为不低于 20%/ 110.45%	(原指标对应 33.50%)2020 年调整后对应 2019 年实际收入同比为 20%/ 20.13%	4.29(2020 年未调整)/ 4.76	131.99% (2020 年未调整) / 137.07%	35.50%/ 21.22%
CAGR		(原指标 32.50%)2020 年调整后为 28.10%/ 28.15%			32.38%/ 33.34%	

资料来源：公司公告，平安证券研究所 注：¹此格式为实际业绩

2022 年中，公司推出了第二次股权激励计划，拟向 101 名激励对象授予 210 万股限制性股票，授予价格 78.56 元/股（激励计划公告前 1 个交易日公司股票交易均价的 50%）。最终公司 2022、2023 年收入相较 2021 年分别增长 37.82% 和 92.19% 至 63.85 和 89.05 亿元，归母净利润分别增长 41.88% 和 107.23% 至 8.17 和 11.94 亿元，公司层面均超额完成业绩考核指标（甚至 2023 年已经达成 2024 年考核指标）。

图表 38 2022 年公司第二期股权激励计划考核目标

解除限售期	业绩考核目标
第一个解除限售期	以 2021 年营业收入为基数，2022 年营业收入增长率不低于 25%；以 2021 年净利润为基数，2022 年净利润增长率不低于 25%。
第二个解除限售期	以 2021 年营业收入为基数，2023 年营业收入增长率不低于 53.75%；以 2021 年净利润为基数，2023 年净利润增长率不低于 53.75%。
第三个解除限售期	以 2021 年营业收入为基数，2024 年营业收入增长率不低于 87.58%；以 2021 年净利润为基数，2024 年净利润增长率不低于 87.58%。

资料来源：公司公告，平安证券研究所

根据公司 2020 年可持续发展报告，公司员工有明确的晋升体系，根据岗位任职资格准备度确定序列间的晋升，根据工作经历、技能熟练程度和绩效表现划分序列内等级并区分薪酬，实现公平公正、透明公开的多渠道晋升通道与激励。

图表 39 公司明确的晋升体系

管理	专业	操作	专业头衔命名规则
M5-CEO			
M4-执行副总裁	P7-首席科学家		
M3-中心总经理	P6-科学家		
M5-总监	P5-学科带头人		岗位名称+对应头衔称呼（总监）
M7-经理	P4-研究员		岗位名称+对应头衔称呼（经理）
	P3-专家	O4-高级技工	岗位名称+对应头衔称呼（主管）
	P2-专员	O3-技工	岗位名称+对应头衔称呼（专员）
	P1-助理	O2-高级操作工	
		O1-操作工	

资料来源：2020 年可持续发展报告，平安证券研究所

公司董事及高管薪资通过固定薪酬和可变薪酬达到明确激励，其中可变薪酬由年度绩效表现决定，且与可持续发展表现挂钩，推动公司可持续发展。

图表 40 公司董事及高管 2023 年薪酬构成（元）

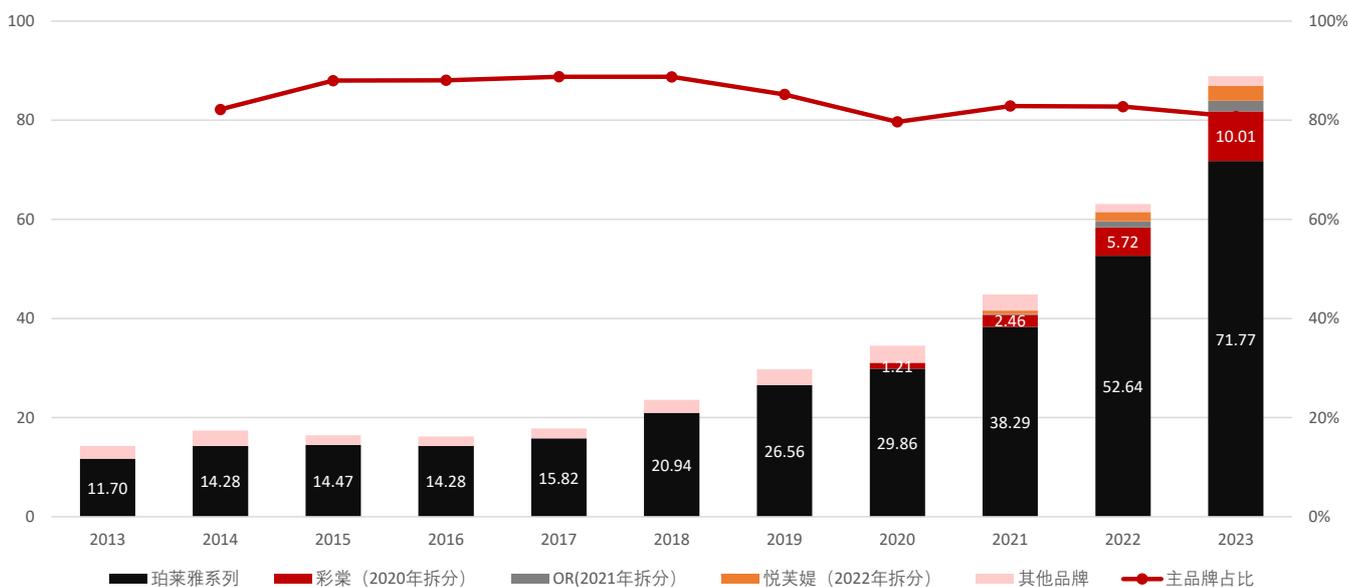
姓名	职务	固定工资			可变薪酬		全年报酬总额	股权激励
		基本工资	岗位工资	津贴及其他报酬	可持续绩效	年度奖金		
侯军呈	董事长	240,000	240,000	672,000	300,000	1,863,873.33	3,315,873.33	0
方玉友	董事 总经理	240,000	240,000	672,000	300,000	1,842,485.00	3,294,485.00	0
侯亚孟	董事 副总经理	86,000	86,000	128,000	70,000	456,261.80	826,261.80	0
金衍华	副总经理	120,000	120,000	264,000	220,000	1,832,090.00	2,556,090.00	0
王莉	副总经理 董秘 兼财务总监	120,000	120,000	480,000	250,000	1,555,658.73	2,525,658.73	0

资料来源：2023 年 ESG 报告，平安证券研究所

四、持续孵化新品牌，提高发展天花板

近年来除珀莱雅主品牌外，公司贯彻 6*N 战略，持续孵化新品牌并取得成效。2023 年彩棠品牌收入已达到 10 亿元，悦芙媞和 OR（即 Off&Relax 品牌）收入分别达到 3.03 和 2.15 亿元。

图表41 公司各品牌收入情况（亿元）



资料来源：公司年报，平安证券研究所 注：2020年前主品牌外其他品牌未单独拆分

彩棠品牌由明星化妆师唐毅创立于2014年，2019年被公司控股（对应主体为宁波彩棠，公司持股55.22%），根据第三方数据当年彩棠品牌收入仅2000万元量级，此后2020、2022年经历两轮增资后，珀莱雅2023年持有宁波彩棠71.36%股权。公司与品牌创始人唐毅共创，秉持“中国妆 原生美”的品牌理念，持续对彩棠品牌进行产品细致打磨、迭代和品牌运营。目前产品包含青瓷系列、青瓷海棠系列、争青系列等，产品类别涵盖修容、腮红、妆前乳、遮瑕、高光、粉底液、凝妆喷雾/膏。根据天猫单品页面，截止2023-12-10明星单品中修容盘累计已销售超过216万件、妆前乳累计销售超138万件、遮瑕盘累计销售超68万件，双拼高光累计销售超63万件，腮红盘累计销售超24万件。彩棠核心单品均稳居天猫各细分类目top排名。公司依然在持续打磨产品、丰富产品品类，在现有产品基础上向底妆类目延伸，为品牌成长积蓄更大势能。

图表42 彩棠争青系列



资料来源：彩棠天猫旗舰店，平安证券研究所

图表43 彩棠当红明星产品



资料来源：彩棠天猫旗舰店，平安证券研究所

悦芙媞品牌经过2020-2021年的摸索与调整后，逐步找准品牌定位，从原来“专为年轻肌肤定制，针对大学生等年轻女性群体”逐步细化至“专为油皮研制”，关注年轻油皮核心问题，针对性解决油皮护肤困扰，强化品牌锐度。2022年重点打造了“洁

颜蜜”和“多酸泥膜”两大清洁线单品，快速触达年轻油皮消费人群；2023 年上半年升级重点单品“洁颜蜜 2.0”和“多酸泥膜 2.0”、油敏肌友好的“洁面慕斯 2.0”，继续夯实清洁线产品力，下半年围绕油皮面部氧化暗沉问题，上新“聚光面膜”、“聚光精华”，完善油皮护理流程，持续加强消费者对品牌“油皮护肤专家”的认知。产品包材也搭配以年轻女性更为喜爱的清新、甜美风格。以 2022 年悦芙媿品牌收入及同比增速倒算，2021 年悦芙媿品牌收入仅 0.65 亿元，2023 年上升至 3.03 亿元。2024 年公司上新了点痘精华、豆乳卸妆膏、升级了雪糕防晒。

图表44 油皮不同需求产品组合



资料来源：悦芙媿天猫旗舰店，平安证券研究所

Off&Relax 品牌研发团队由杨建中博士带领，涵盖多位医学、化学、分子及细胞生物学等领域的专家学者，以及拥有数十年香氛研究经验的香氛专家，拥有 50 余项专利，发表 100 余篇学术与技术论文，为品牌的稳健发展提供了不可或缺的支持。杨博士深耕洗护领域 30 年，寻找从根本上解决亚洲人头皮和发丝问题的护理解决方案（2023 年品牌受日本核废水影响，目前品牌弱化日本概念，重新塑造成亚洲品牌，生产也从日本生产调整至国产，上文也已提及 2023 年公司上海研发中心启用，以头皮皮肤肌理、生态和头发洗护保养开展基础、应用和临床功效研究）。针对不同头皮性质和功能需求，目前 Off&Relax 品牌旗下共有蓬松、滋润、控油、修护、防脱和护发系列。2023 年 Off&Relax 收入 2.15 亿元，品牌调整后预计有更好发展，且未来有望出海探索更大发展空间。

图表45 Off&Relax 研发团队核心人员



资料来源：Off&Relax 品牌官网，平安证券研究所

图表46 Off&Relax 旗下系列



资料来源：Off&Relax 品牌官网，平安证券研究所

近期公司又推出了专研头皮微生态的功效洗护品牌“惊时 (AWAKEN SEEDS)”，为公司上海头部护理研发中心出品，预计 5 月 31 日首推控油蓬松系列 (含洗发水、护发乳、头皮净澈凝露、平衡控油头皮精华喷雾)，应对易油头皮日常洗护、周期清洁、周期养护需求。

图表47 “惊时”洗护产品即将上线



资料来源：惊时天猫旗舰店，平安证券研究所

珀莱雅主品牌下产品系列不断丰富之外，目前公司已孵化出上述三个走上稳定发展轨道的品牌，新品牌复制打造能力逐步增强。除此之外公司旗下还在培育科瑞肤、原色波塔等其他品牌，该部分 2023 年收入合计 1.94 亿元，未来有望培育出更多的生长曲线。

五、 投资建议

我们以渠道角度拆分。预计线上直营业务增速依然最快，驱动公司整体增长。

图表48 公司收入及费用预测 (亿元, %)

	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	31.24	37.52	46.33	63.85	89.05	110.76	134.81	160.73
yoy	32.28%	20.10%	23.48%	37.82%	39.47%	24.38%	21.71%	19.23%
线上业务营收	16.55	26.24	39.24	57.88	82.74	104.60	128.65	154.57
yoy	60.97%	58.59%	49.54%	47.50%	42.96%	26.42%	22.99%	20.15%
线上直营	8.86	15.91	28.03	44.78	67.48	87.05	108.82	132.76
yoy	88.27%	79.63%	76.18%	59.76%	50.70%	29.00%	25.00%	22.00%
线上分销	7.69	10.33	11.21	13.10	15.26	17.55	19.83	21.81
yoy	37.93%	34.36%	8.52%	16.86%	16.49%	15.00%	13.00%	10.00%
线下业务营收	14.62	11.24	6.97	5.74	6.16	6.16	6.16	6.16
yoy	9.82%	-23.12%	-37.99%	-17.65%	7.35%	0.00%	0.00%	0.00%
销售费用	12.25	14.97	19.92	27.86	39.72	50.07	61.47	73.78
销售费用率	39.23%	39.90%	42.98%	43.63%	44.61%	45.20%	45.60%	45.90%
形象宣传推广费	8.39	12.26	16.73	24.20	35.34			
形象宣传发推广费/营收	26.86%	32.68%	36.12%	37.90%	39.69%			

资料来源：公司公告，平安证券研究所

公司发展二十载，完成两次关键转型，大单品策略奠定新阶段发展基础，叠加公司管理层敏锐洞察、扁平及年轻化的组织支撑下的敏捷执行力，完成一次又一次的向上突破，2018（对应 2018-2020 年业绩）、2022 年（对应 2022-2024 年业绩）两期股权激励截止目前均顺利完成，2022 年第一次入围国内美容及个护市场 top10 公司，2023 年双十一登顶天猫护肤排行榜。目前除主品牌“珀莱雅”主品牌之外，已经有“彩棠”、“悦芙媿”、“OR”已经或正在走上正轨，销售体量达到 2 亿以上，彩棠更是达到 10 亿量级。我们预计公司 2024-2026 年公司归母净利润分别为 15.17、18.47、22.27 亿元，对应当前市值（对应 2024-5-15 市值）分别约 29.0、23.8 和 19.7 倍 PE。2023 年国内美妆企业表现有所分化，目前行业可比公司估值水平相差较大（PE 在 22-36 倍范围，PEG 水平也有较大差别），公司作为国货美妆企业强者，近年来公司综合能力和企业活力经过市场的不断检验，可享有一定估值溢价，目前估值水平处在历史偏低位区间，结合当前估值水平及市场环境情况，首次覆盖给予“推荐”评级。

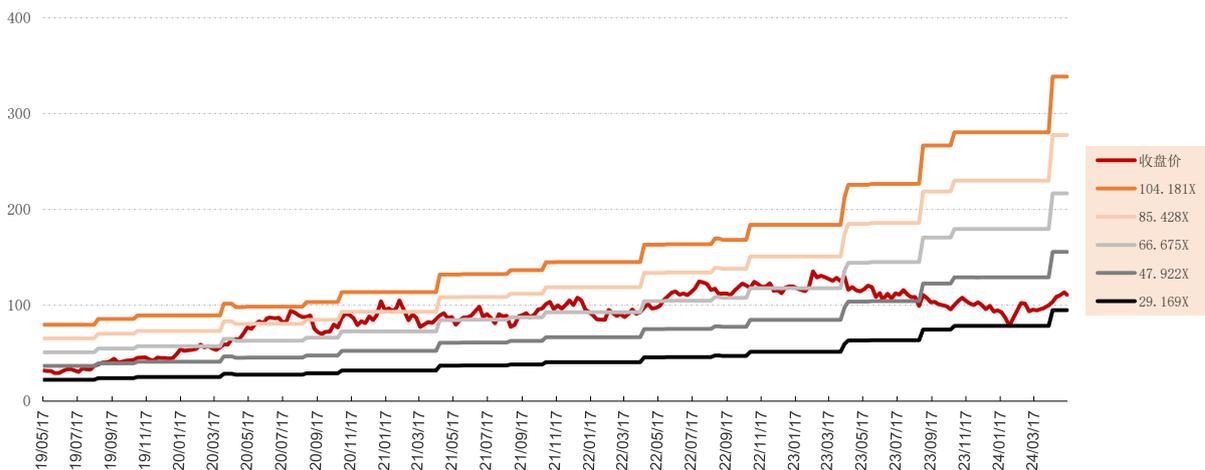
图表 49 可比公司估值比较

代码	可比公司	市值（亿元）	2024 净利润预期（亿元）	2024 净利润预期增速	PE-2024E	PEG (PE-2024/G-2024)	PE-2025E	PE-2026E
300957.SZ	贝泰妮	244	10.88	43.78%	22.42	0.51	18.16	15.49
688363.SH	华熙生物	299	8.39	41.51%	35.67	0.86	28.63	24.00
300896.SZ	爱美客	662	24.90	33.97%	26.60	0.78	20.32	16.27
2145.HK	上美股份	194	8.37	81.62%	23.15	0.28	17.53	13.88
2367.HK	巨子生物	481	17.82	22.74%	27.00	1.19	21.36	17.31
可比公司平均		-	-	-	26.97	0.73	21.20	17.39
603605.SH	珀莱雅	439	15.17	27.07%	28.97	1.07	23.79	19.73

资料来源：公司公告，Wind，平安证券研究所

注：市值指标更新至 20240515（港股部分因 5 月 15 日未开盘，数据更新至 20240514）。除珀莱雅外，可比公司净利润预期来自 wind 一致预测。

图表 50 公司 PE-band（元）



资料来源：wind，平安证券研究所

六、风险提示

1.宏观经济波动：

宏观经济对美妆在内的可选消费有一定影响，若经济环境波动则影响消费意愿，进而进一步对公司业绩造成不利影响。

2.管理层核心人员变动风险：

公司近年来重大战略转型中总经理方总承担重要作用，如未来发生变动、且组织若承接不力或对业绩造成不利影响。

3.新产品推广不及预期、新品牌孵化不及预期，新渠道拓展不力等：

行业变化相对较快，如相关新渠道拓展或适应不及预期、新产品、新品牌发展不力则影响公司成长。

资产负债表

单位: 百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	5,545	6,737	8,473	10,511
现金	4,011	5,036	6,411	8,065
应收票据及应收账款	352	318	387	462
其他应收款	82	129	157	187
预付账款	203	184	223	266
存货	797	957	1,157	1,366
其他流动资产	100	113	137	164
非流动资产	1,778	1,622	1,447	1,294
长期投资	114	134	154	174
固定资产	841	737	644	559
无形资产	405	337	270	202
其他非流动资产	419	414	380	359
资产总计	7,323	8,358	9,920	11,805
流动负债	2,120	2,247	2,658	3,092
短期借款	200	150	120	90
应付票据及应付账款	1,055	1,094	1,323	1,562
其他流动负债	865	1,003	1,215	1,439
非流动负债	803	556	300	56
长期借款	763	517	261	17
其他非流动负债	39	39	39	39
负债合计	2,923	2,803	2,958	3,148
少数股东权益	51	57	65	74
股本	397	397	397	397
资本公积	864	864	864	864
留存收益	3,089	4,237	5,636	7,322
归属母公司股东权益	4,350	5,498	6,897	8,583
负债和股东权益	7,323	8,358	9,920	11,805

现金流量表

单位: 百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1,464	1,689	2,054	2,358
净利润	1,231	1,523	1,855	2,236
折旧摊销	92	247	255	233
财务费用	-59	-86	-133	-188
投资损失	17	-20	-20	-20
营运资金变动	-10	10	80	80
其他经营现金流	194	16	17	17
投资活动现金流	-476	-86	-77	-77
资本支出	225	70	60	60
长期投资	-13	0	0	0
其他投资现金流	-688	-156	-137	-137
筹资活动现金流	-460	-579	-602	-627
短期借款	-0	-50	-30	-30
长期借款	35	-246	-256	-244
其他筹资现金流	-495	-282	-316	-353
现金净增加额	529	1,025	1,375	1,654

利润表

单位: 百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	8,905	11,076	13,481	16,073
营业成本	2,677	3,326	4,022	4,750
税金及附加	91	103	125	149
营业费用	3,972	5,007	6,147	7,378
管理费用	455	558	670	779
研发费用	174	222	270	321
财务费用	-59	-86	-133	-188
资产减值损失	-108	-122	-148	-177
信用减值损失	-10	-27	-33	-39
其他收益	45	60	70	70
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	-17	20	20	20
资产处置收益	-1	0	0	0
营业利润	1,503	1,878	2,288	2,758
营业外收入	4	5	5	5
营业外支出	12	3	3	3
利润总额	1,495	1,880	2,290	2,760
所得税	265	357	435	524
净利润	1,231	1,523	1,855	2,236
少数股东损益	37	6	8	9
归属母公司净利润	1,194	1,517	1,847	2,227
EBITDA	1,528	2,041	2,412	2,805
EPS (元)	3.01	3.82	4.66	5.61

主要财务比率

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入(%)	39.5	24.4	21.7	19.2
营业利润(%)	42.1	25.0	21.8	20.6
归属于母公司净利润(%)	46.1	27.0	21.8	20.5
获利能力				
毛利率(%)	69.9	70.0	70.2	70.4
净利率(%)	13.4	13.7	13.7	13.9
ROE(%)	27.4	27.6	26.8	25.9
ROIC(%)	66.2	68.0	79.9	95.9
偿债能力				
资产负债率(%)	39.9	33.5	29.8	26.7
净负债比率(%)	-69.3	-78.7	-86.6	-91.9
流动比率	2.6	3.0	3.2	3.4
速动比率	2.1	2.4	2.6	2.8
营运能力				
总资产周转率	1.2	1.3	1.4	1.4
应收账款周转率	25.3	34.8	34.8	34.8
应付账款周转率	2.6	3.4	3.4	3.4
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	3.01	3.82	4.66	5.61
每股经营现金流(最新摊薄)	3.69	4.26	5.18	5.94
每股净资产(最新摊薄)	10.83	13.73	17.25	21.50
估值比率				
P/E	36.8	29.0	23.8	19.7
P/B	10.2	8.1	6.4	5.2
EV/EBITDA	24.4	19.9	16.3	13.4

资料来源: 同花顺 iFinD, 平安证券研究所

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在±10% 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在±5% 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责声明：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2024 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼

北京

北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 B 座 25 层