

2024年05月26日

珀莱雅 (603605.SH)

——大单品多品牌势头强劲 强营销多渠道持续发力

买入 (首次覆盖)

投资要点:

证券分析师

丁一
S1350524040003
dingyi@huayuanstock.com

研究支持

联系人

丁一
S1350524040003
dingyi@huayuanstock.com

市场表现:



相关研究

- 公司定位为**国货化妆品龙头，迈入高质量增长阶段**。公司深耕行业二十余载，由日化专营店的大众品牌成长为国货化妆品龙头，公司通过内生孵化+投资合作构造多品牌矩阵，全面覆盖护肤、美妆、洗护等多个细分领域，旗下品牌矩阵包括珀莱雅、彩棠、悦芙媞、优资莱、CORRECTORS、Off&Relax等。2017-2023年公司营收/归母净利润 CAGR 均维持在 30%以上，24Q1 实现营收 21.82 亿，同比+34.56%，归母净利润为 3.03 亿，同比+45.58%，收入及利润均超预期，三八大促期间，主品牌珀莱雅在天猫力压一众外资品牌登顶美妆类目 TOP1。
- 产品端：品牌策略因势而变，大单品策略效果显著**。早期公司主推平价套盒产品，彼时布局二三线城市渠道；2018 年公司成功推出爆品“泡泡面膜”，在打开品牌知名度的同时奠定转型年轻化的坚实基础，但爆品策略依靠强营销驱动短期高速增长，生命周期较短且易被其他品牌效仿及分流；2020 公司将渠道驱动转型至产品驱动，深耕大单品策略，陆续推出红宝石精华、双抗精华、源力精华等大单品，且围绕大单品进行迭代升级及套系销售。具体而言，一方面横向延伸大单品产品矩阵，由精华类单品扩展至水乳、面霜等，产品力得到验证后更易吸引复购，另一方面围绕现有大单品进行成分、包装、功效等维度进行持续纵向迭代升级，在产品功效迭代的同时拓宽品牌价格带。
- 渠道端：精准把握历次渠道变迁红利，抖音渠道表现亮眼**。当前渠道模式为线上为主+线下并行。早期公司借线下 CS 渠道成功建立扎实渠道网络，随着传统线下渠道增速放缓，公司精准把握线上红利，线上渠道营收占比从 2018 年的 44%快速攀升至 2023 年的 93%，公司一方面凭借强运营能力仍在天猫渠道维持高于平台的增速，另一方面逐步将营销投放倾斜至抖音、小红书、微信、微博及垂直兴趣平台等。其中抖音策略为品牌自播为主+达播为辅，公司早期探索抖音平台以达人直播为起点，后逐步提升自播占比，主因系达播通常要求高价坑位费及低于市场折扣力度，自播虽在拓新效果上弱于达播，但自播粉丝粘性较强且可控制成本，在品牌调整营销战略时，自播也可快速做出反应。根据蝉魔方，抖音直播中达播及自播的比例由 2021 年 5:5 调整至 2023 年 10 月的 4:6，自播占比逐渐提升，驱动品牌长线健康发展。
- 研发端：夯实研发实力，构筑核心竞争壁垒**。公司研发模式为以自主研发为主+产学研相结合为辅，在基础研究、配方开发、原料、功效及安全性评估等多个领域保持行业领先。2021 年公司成立国际科学研究院，通过战略合作+产学研融合方式提升技术水平，具体而言，在产学研相结合领域，公司与中国科学院微生物研究所、浙江湃肽生物股份有限公司等签订战略合作协议；在战略合作领域，公司深度整合全球研发力量，与多个全球科技实验室达成合作，公司与前端科研机构及顶级原料供应商强强联合，持续完善从原料端到成品端关键步骤的研发技术，通过不断地研发创新构筑自身高竞争壁垒。
- 盈利预测与估值**：预计公司 2024-2026 年实现营业收入 114.3/139.3/166.5 亿元，同比增速分别为 28.4%/21.9%/19.5%，实现归母净利润 15.1/18.5/22.3 亿元，同比增速分别为 26.3%/22.4%/20.7%，我们选取丸美股份、贝泰妮及华熙生物作为可比公司，2024 年平均 PE 为 29 倍，公司大单品策略成效显著，持续提升品牌价值，主品牌珀莱雅成长路径清晰，彩棠处于高速增长阶段，强运营能力驱动多渠道发力，管理层组织效率及管理能力较为优异，公司成长逻辑清晰，业绩增长确定性较高，首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示**：化妆品行业竞争加剧风险；电商渠道竞争加剧风险；新品孵化风险。

股票数据: 2024年5月24日

收盘价(元)	108.43
一年内最高/最低(元)	173.84/75.01
总市值(亿元)	430.20
基础数据: 2024年3月31日	
总股本(亿股)	3.97
总资产(亿元)	77.48
净资产(亿元)	45.58
每股净资产(元)	11.20
市净率PB	10.08

盈利预测与估值

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	6385.5	8904.6	11430.0	13933.3	16650.6
同比增长率(%)	37.8	39.5	28.4	21.9	19.5
归母净利润(百万元)	817.4	1193.9	1508.3	1845.7	2227.4
同比增长率(%)	41.9	46.1	26.3	22.4	20.7
每股收益(元/股)	2.06	3.01	3.80	4.65	5.61
毛利率(%)	69.70	69.93	70.32	70.61	70.79
ROE(%)	23.19	27.45	27.46	26.79	25.97
市盈率	52.63	36.03	28.52	23.31	19.31

投资案件

投资评级与估值

我们预计公司 2024-2026 年实现营业收入 114.3/139.3/166.5 亿元，同比增速分别为 28.4%/21.9%/19.5%，实现归母净利润 15.1/18.5/22.3 亿元，同比增速分别为 26.3%/22.4%/20.7%，当前股价对应 PE 分别为 29/23/19 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

关键假设

1) 收入端：线上来看，公司线上运营能力强劲，虽淘天渠道增长放缓，但公司依靠优质的品牌韧性仍能实现优于行业大盘的增速，且公司作为最先入驻抖音平台的国货品牌之一，先发优势明显且营销能力优质，抖音渠道或将持续放量，预计 2024-2026 年线上收入增速分别为 30.3%/22.9%/20.2%；线下来看，日化渠道一方面利用品牌势能稳固渠道存量，另一方面持续探索网点增量机会，百货渠道计划在全国多家购物中心开设线下店铺并升级线下快闪店，优化线下渠道运营效率，预计 2024-2026 年线下收入增速分别为 5.2%/5.2%/5.3%。

2) 毛利率：因公司持续推行大单品策略叠加高毛利线上直营占比提升，预计 2024-2026 年公司综合毛利率持续提升，分别为 70.3%/70.6%/70.8%。

投资逻辑要点

作为国货化妆品龙头，公司大单品策略成效显著，持续提升品牌价值，主品牌珀莱雅成长路径清晰，彩妆处于高速增长阶段，强运营能力驱动多渠道发力，管理层组织效率及管理能力较为优异，公司成长逻辑清晰，业绩增长确定性较高。

核心风险提示

化妆品行业竞争加剧风险；电商渠道竞争加剧风险；新品孵化风险。

目录

1. 深耕行业二十余载，国货化妆品龙头.....	5
2. “产品+渠道+研发”竞争优势显著，打造核心竞争力.....	8
2.1 产品端：品牌策略因势而变，大单品策略效果显著.....	8
2.2 渠道端：精准把握历次渠道变迁红利，抖音渠道表现亮眼.....	11
2.3 研发端：夯实研发实力，构筑核心竞争壁垒.....	13
3. 盈利预测及估值.....	14
4. 风险提示.....	16

图表目录

图 1：公司发展历程梳理	5
图 2：2013-2024Q1 公司营收及归母净利润情况（亿元）	6
图 3：2013-2024Q1 公司毛利率及净利率变化情况	6
图 4：公司 2018-2024 各品牌营收情况（亿元）	7
图 5：公司 2018-2024 各品牌营收占比情况	7
图 6：2022 年 11 月-2023 年 10 月“早 C 晚 A”概念在主流电商平台市场份额 TOP5 品牌及其对应声量份额	9
图 7：公司大单品横向延伸及纵向扩展情况	10
图 8：公司 2018-2024 各渠道营收情况（亿元）	11
图 9：公司 2018-2024 各渠道营收占比情况	11
图 10：公司 2013-2024Q1 销售费用及销售费用率（亿元）	12
图 11：公司站内站外投流分布情况	12
图 12：公司 2021-2023 年 10 月在抖音客单价情况（元）	12
图 13：公司在抖音平台的消费者价格段偏好变化	12
图 14：公司与同业研发费用率对比	14
图 15：公司与同业研发人员占比对比	14
表 1：珀莱雅品牌矩阵	7
表 2：公司产品策略梳理情况	8
表 3：公司抖音账号矩阵梳理情况	13
表 4：公司与前端科研机构及顶级原料供应商合作情况	13
表 5：公司按渠道拆分收入预测情况（亿元）	15
表 6：公司盈利预测（亿元）	15
表 7：可比公司估值情况	16

1. 深耕行业二十余载，国货化妆品龙头

公司定位为**国货化妆品龙头，迈入高质量增长阶段**。公司成立于2003年，深耕行业二十载，由日化专营店的大众品牌成长为国货化妆品龙头，其主营为化妆品研发、生产及销售，公司旗下品牌矩阵包括珀莱雅、彩棠、悦芙媞、优资莱、CORRECTORS、Off&Relax等，产品覆盖大众精致护肤、彩妆、洗护、高功效护肤等各细分美妆领域。**按照其渠道拓展及品牌布局可将公司发展划分为三个阶段：**

1) 主品牌积累阶段 (2003-2008年)：主品牌珀莱雅于2003年面世，公司抓住CS渠道红利期，迅速渗透商超、日化等二三线线下渠道以占领大众市场；

2) 品牌与渠道培育阶段 (2009-2016年)：公司陆续推出优资莱、韩雅、悠雅等品牌，逐步打造差异化品牌矩阵，在国内化妆品专营店中建立第一补水品牌的优势地位，2012年公司成立浙江美丽谷电子商务有限公司，开始积极布局线上电商渠道；

3) 高质量发展阶段 (2017年-至今)：公司于2017年上市后积极推动改革升级，一方面通过自主孵化及外延并购持续扩充品牌矩阵，2019年收购彩妆品牌彩棠，2021年推出洗护品牌Off&Relax，另一方面，2020年公司提出“6*N”战略，包括产品端推出大单品策略，渠道端精准发力抖音渠道，品牌端向平台化转型升级，持续推动公司业绩实现高质量增长。

图 1：公司发展历程梳理



资料来源：公司年报，华源证券研究

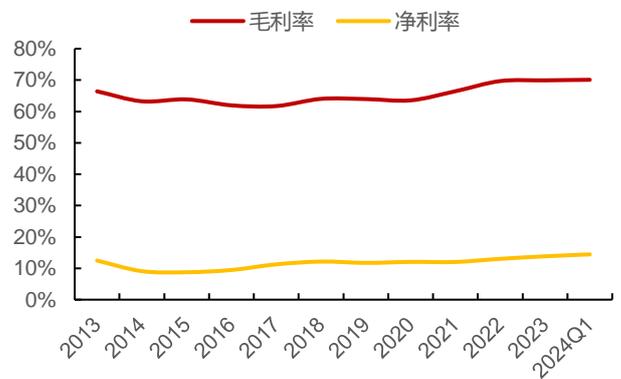
近六年营收及利润 CAGR 均超 30%。2017-2023 年公司营收/归母净利润 CAGR 分别达 30.74%/34.58%，2020 年受疫情影响致使公司业绩增速略微放缓，自 2021 年以来，基于疫情逐步缓解叠加抖音渠道快速放量，公司业绩增速维持在 30%以上，此外，毛利率从 2017 年的 61.73%增至 2024Q1 的 70.11%，主因系线上直营销售占比提升叠加推行大单品策略。2023 年营收/归母净利润分别实现 89.05/11.94 亿，分别同比 +39.47%/+46.14%，毛利率为 69.93%，同比+0.23pcts，主要系高毛利率线上直营占比提升驱动，销售费率为 44.61%，同比+0.98pcts，主因系新品孵化、海外渠道探索及线下渠道影响。24Q1 实现营收 21.82 亿，同比+34.56%，归母净利润为 3.03 亿，同比+45.58%，收入及利润均超预期，三八大促期间，主品牌珀莱雅在天猫力压一众外资品牌登顶美妆类目 TOP1。

图 2：2013-2024Q1 公司营收及归母净利润情况（亿元）



资料来源：公司年报，华源证券研究

图 3：2013-2024Q1 公司毛利率及净利率变化情况



资料来源：公司年报，华源证券研究

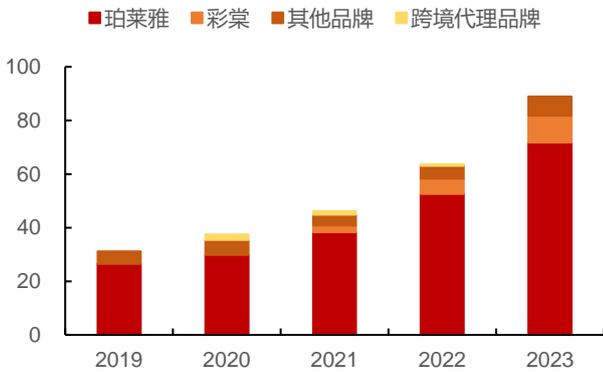
公司通过内生孵化+投资合作构造多品牌矩阵，全面覆盖护肤、美妆、洗护等多个细分领域。自主品牌方面，主品牌珀莱雅专注科技护肤，主要针对年轻白领女性群体，定价大众护肤价格带，悦芙媞则定位“油皮护肤专家”，主要针对大学生等年轻女性群体，定价相对具有性价比，科瑞肤定位高功效护肤领域；投资合作方面，公司联合专业化妆师唐毅老师打造新国风专业化妆师品牌彩棠，OFF&RELAX 则为日本研发，定位于“亚洲头皮健康专家”的洗护品牌。其中，主品牌珀莱雅为公司营收基本盘，2019-2023 年占比均保持在 80%左右，彩妆品牌彩棠则构成除护肤品类外的第二增长极，2023 年彩棠营收实现 10.01 亿元，同比大幅增长 75%，占主营业务营收比重达 11%，增速表现亮眼。公司品牌储备丰富，且持续扩容，或将持续推动公司业绩高速增长。

表 1：珀莱雅品牌矩阵

分类	品牌	推出时间	定位	价位	核心单品	销售渠道
大众精致护肤品牌	珀莱雅	2003 年	专注科技护肤，针对年轻白领女性群体	200-500 元	红宝石系列、双抗系列、源力系列、能量系列	线上线下全渠道协同销售
	悦芙媿	2006 年	定位“油皮护肤专家”，针对大学生等年轻女性群体	50-200 元	氨基酸洁颜蜜、多酸泥膜、修红精华	以线上为主要销售渠道
彩妆品牌	彩棠	2019 年	定位新国风专业化彩妆师品牌	150-300 元	柔影沁纱双拼高光盘、大师多效妆前乳、釉瓷无暇粉底液、	以线上为主要销售渠道
洗护品牌	Off&Relax	2021 年	定位“亚洲头皮健康专家”的洗护品牌	150-200 元	温泉净澈洗发水、温泉柔顺滋养护发素、水感亮泽护发精油	以线上为主要销售渠道
高功效护肤品牌	CORRECTORS	2021 年	定位高功效护肤品品牌	260-600 元	毛孔调理精华液、屏障修护精华液	线上渠道销售

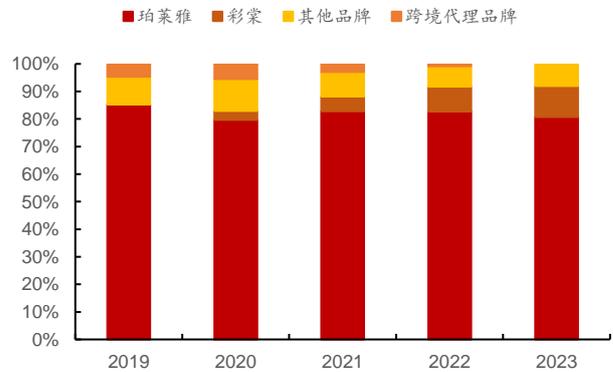
资料来源：公司年报，华源证券研究

图 4：公司 2019-2024 各品牌营收情况（亿元）



资料来源：公司年报，华源证券研究

图 5：公司 2019-2024 各品牌营收占比情况



资料来源：公司年报，华源证券研究

2. “产品+渠道+研发”竞争优势显著，打造核心竞争力

2.1 产品端：品牌策略因势而变，大单品策略效果显著

产品策略因势而变，大单品策略效果显著。通过复盘公司产品策略发展路径，可分为三个阶段：

1) 基础套装策略（成立-2016年）：早期公司产品定位大众护肤赛道，且渠道以布局CS渠道为主，公司主推平价水乳个护套装，如海洋清透保湿套盒、水漾系列套盒等，2007年公司首次调整品牌定位，彼时市场祛痘、美白产品竞争较为激烈，公司差异化切入暂无领军品牌的补水赛道，品牌定位为“深层补水专家”；

2) 单一爆品策略（2017-2019年）：2017年美妆消费主力军切换至年轻用户，公司开始转型至年轻化，品牌定位升级为“海洋文化护肤”，2018年11月推出爆款黑海盐泡泡面膜，以“贴上出泡泡”、“脸越脏泡泡越多”等作为趣味性卖点，全面展示产品功效，依靠强营销驱动品牌短期高速增长，根据公司年报，2019年黑海盐泡泡面膜实现天猫旗舰店突破月销100万盒，获“抖音美容护肤榜”、“天猫面膜月销量”第1名，在打开品牌知名度的同时奠定转型年轻化的坚实基础，同时其他品牌也开始纷纷效仿热点概念，导致珀莱雅部分流量被蚕食；

3) 大单品策略（2020年-至今）：2020年，消费升级驱动消费者追求品质且重视护肤成分，公司因势而变，一方面确立“科技护肤”的品牌定位，另一方面快速将渠道驱动转型至产品驱动，深耕大单品策略，陆续推出红宝石精华、双抗精华、源力精华等大单品，且围绕大单品进行迭代升级及套系销售，其内在逻辑为一方面塑造品牌营销热点，维持短期声量，另一方面持续提高产品壁垒及延长品牌生命周期，维持长线经营。

表 2：公司产品策略梳理情况

产品系列	基础套装		爆品系列		大单品系列	
时间	2016年以前	2017-2018年	2019年	2020年	2021年-至今	
特点	基础护肤，产品附加值较低	基础护肤，产品附加值较低	依靠强营销驱动，产品生命周期较短	中高端精华，产品附加值较高	各个系列持续升级迭代，提升产品客单价，延长产品生命周期	
产品	海洋水动力系列，靓白肌密系列等	赋能鲜颜系列，靓白芯肌系列，印彩巴哈彩妆系列，海洋香氛洗护系列等	泡泡面膜，insbaha粉底液等	红宝石精华，双抗精华等	源力精华，双白瓶精华等	
核心品类	水乳	水乳	面膜	精华	精华，面霜	
功效	基础补水	基础补水+个护	清洁	抗初老	抗初老+修护	
价格	100-200元	100-200元	100元	100-300元	200-400元	
消费者定位	大众	大众	大众	中高端	中高端	

品牌定位

深层补水专家

海洋文化护肤

科技护肤

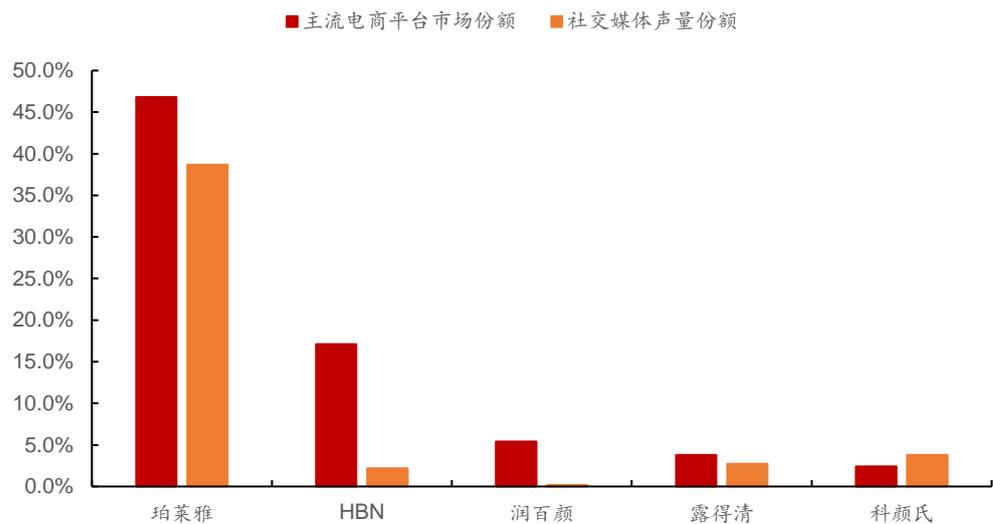
资料来源：公司年报，公司公告，华源证券研究

公司初期主打极致性价比切入精华赛道，成功塑造品牌口碑后横向延伸大单品产品矩阵及纵向迭代升级扩充产品矩阵，大单品战略成效显著。主要分为：

1) 横向延伸：横向延伸大单品产品矩阵，由精华类单品扩展至水乳、面霜等，产品力得到验证后更易吸引复购。公司首款大单品选择切入精华赛道，从供给端考虑，彼时国货中面霜、水乳赛道竞争激烈，可选产品较丰富，而面部精华具备高客单、高效、高粘性的特征，且进入壁垒相对较高；从需求端考虑，彼时消费者正处于消费升级阶段，对护肤产品的功效产生要求变高，待红宝石精华及双抗精华声量起势后横向不断拓展产品带，驱动全系列产品量价齐增及消费者心智的快速提升。

具体来看，红宝石精华衍生活肤水乳、面霜、冰陀螺眼霜、面膜等品类，双抗精华衍生水乳、眼霜、面膜等品类，甚至扩充至底妆领域（如粉底液）。红宝石系列主打抗老抗皱、双抗系列主打抗氧抗糖、源力系列主打修护舒缓，红宝石精华与双抗精华打造“早 C 晚 A”抗初老组合，红宝石精华、双抗精华与源力精华形成 ABC 组合。根据魔镜数据，2022 年 11 月-2023 年 10 月，珀莱雅“早 C 晚 A”概念在主流电商平台市场的品牌声量/市场份额均位居第一，其品牌声量高达 106.3 万，品牌声量份额达 31%，其中红宝石精华及双抗精华热度最高，同期市场份额占比高达 46.8%。

图 6：2022 年 11 月-2023 年 10 月“早 C 晚 A”概念在主流电商平台市场份额 TOP5 品牌及其对应声量份额

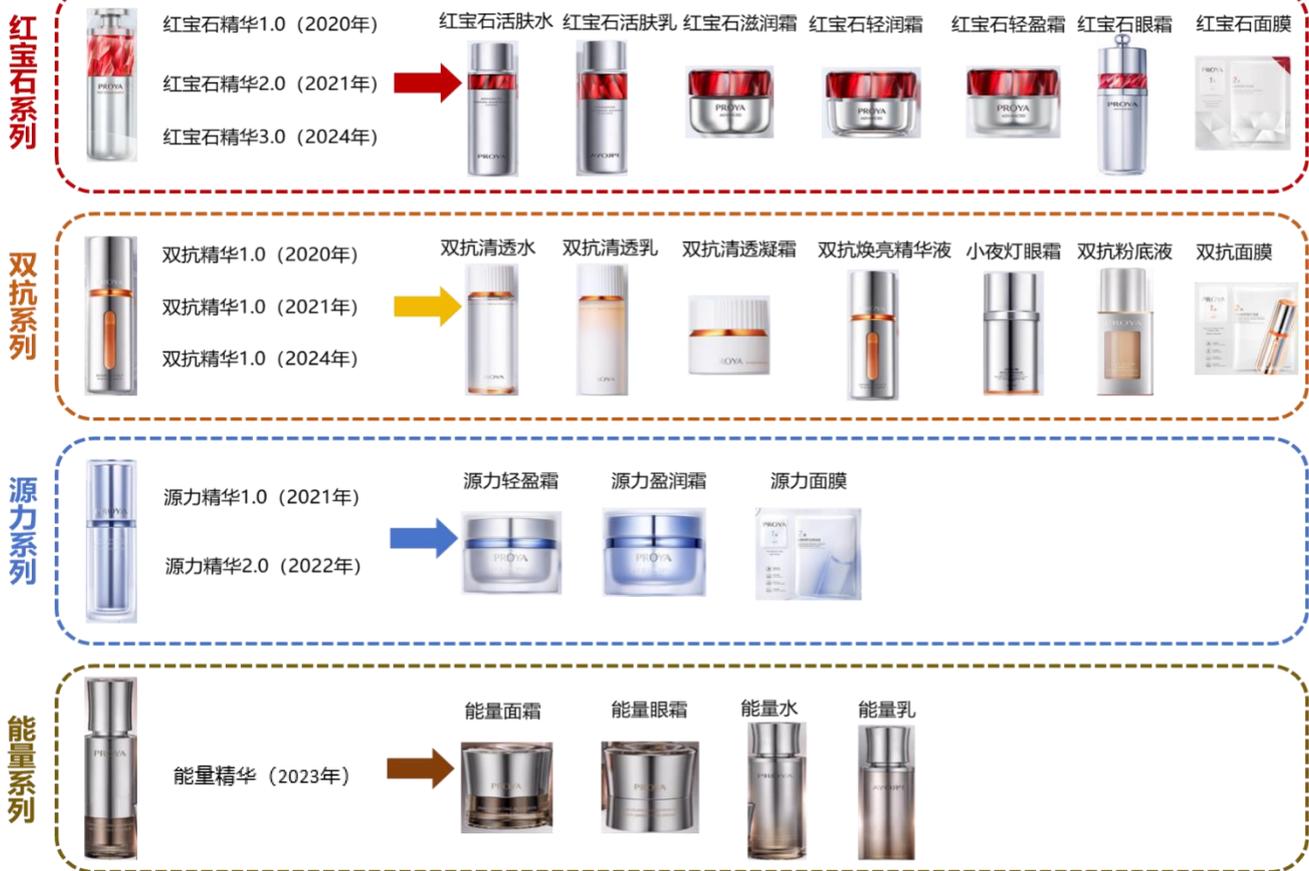


资料来源：魔镜，华源证券研究

2) 纵向迭代：围绕现有大单品进行成分、包装、功效等维度进行持续纵向迭代升级，在产品功效迭代的同时拓宽品牌价格带。当前公司拥有红宝石、双抗、源力及能量四大系列，每 1-2 年可完成一次产品迭代升级，当前销售排名 TOP2 的双抗精华及红宝石面霜均升级至 3.0 版本，源力精华完成第二代产品升级，此外，能量系列定位中高端，其单品单价 400 元+，较其他三个系列提升 100 元，拓宽品牌价格带，抢占高端客群护肤市场。

具体来看，红宝石精华 3.0 核心成分含量为外资品牌两倍，但价格约为外资大牌的一半。红宝石精华 3.0 定位为抗衰精华，其核心成分为 20% 的六胜肽及超分子维 A 醇包裹技术（公司独有专利技术），其中六胜肽可快速淡化动态纹，刺激胶原蛋白新生，以起提拉紧致作用，已被部分外资大牌加入产品中，因此存在一定消费者教育基础。具体来看，含量方面，雅诗兰黛线雕精华六胜肽浓度为 10%，较红宝石精华 3.0 浓度少 1/2，定价方面，红宝石精华 3.0 版本定价 279 元/50ml，价格约为外资竞品的 1/2，差异化竞争优势明显。

图 7：公司大单品横向延伸及纵向扩展情况

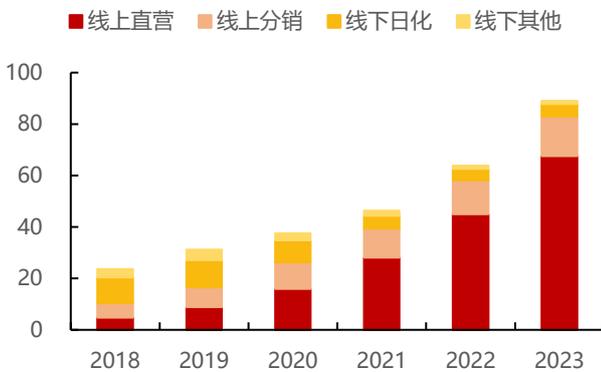


资料来源：淘宝，公司官网，华源证券研究

2.2 渠道端：精准把握历次渠道变迁红利，抖音渠道表现亮眼

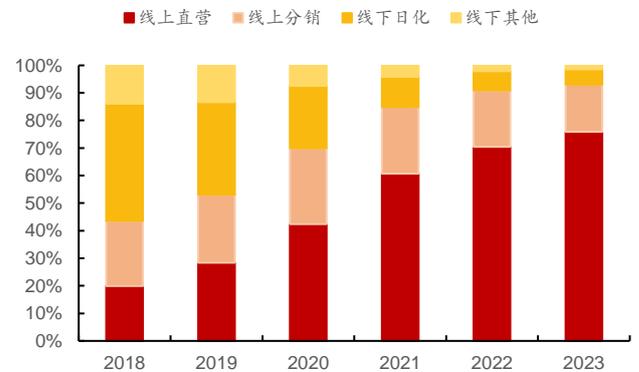
精准把握历次渠道变迁红利，当前渠道模式为线上为主 + 线下并行。公司早期借线下CS渠道成功建立扎实的渠道网络，迅速奠定较强品牌力，随着传统线下渠道增速放缓，公司渠道嗅觉敏锐度高，精准把握线上渠道红利布局电子商务渠道，2021年成立浙江美丽谷电子商务有限公司，2018年推出“三架马车”战略，以加速电子商务发展。当前公司渠道模式为线上为主 + 线下并行，线上渠道营收占比从2018年的44%快速攀升至2023年的93%，具体来看，线上直营/分销分别占比82%/18%。

图8：公司2018-2024各渠道营收情况（亿元）



资料来源：公司年报，华源证券研究

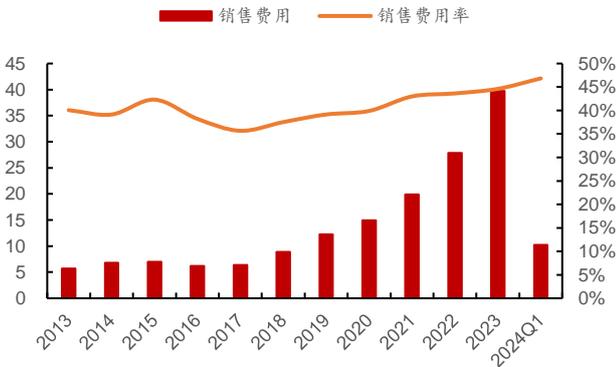
图9：公司2018-2024各渠道营收占比情况



资料来源：公司年报，华源证券研究

逐步将营销投放由站内倾斜至站外，敏锐抓取新兴渠道红利。近年来由于各类兴趣电商及社媒崛起分流部分淘系流量，公司在站内投流的ROI受到较大冲击，公司一方面凭借强运营能力仍在天猫渠道维持高于平台的增速，另一方面公司逐步将营销投放倾斜至抖音、小红书、微信、微博及垂直兴趣平台等。自2017年开始公司销售费用率逐步增加，2024Q1销售费用率为47%，公司站内投放占比25-35%，站外投放占比60-70%，线下经近几年收缩后占比逐步收缩，拆分来看，抖音快手占比50%，小红书占比20-30%，微信及微博各占5-10%。

图 10: 公司 2013-2024Q1 销售费用及销售费用率(亿元)



资料来源: 公司年报, 华源证券研究

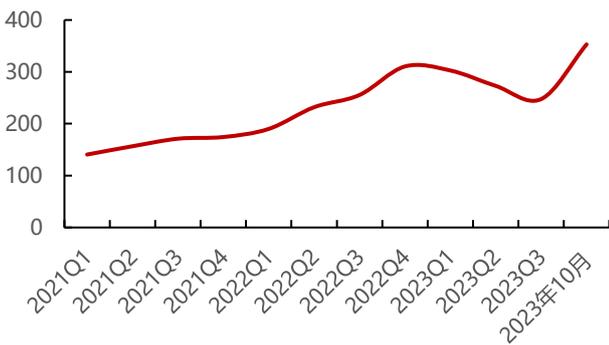
图 11: 公司站内站外投流分布情况



资料来源: 增长黑盒, 华源证券研究

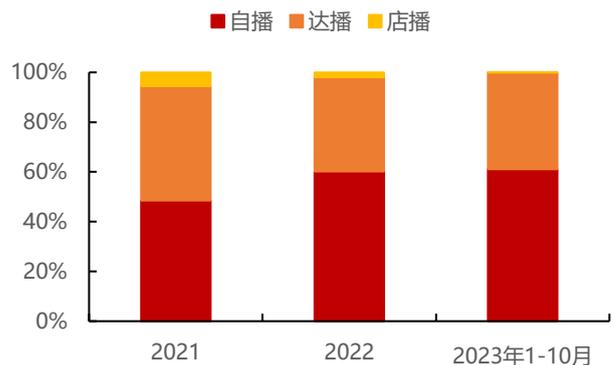
抖音策略为品牌自播为主 + 达播为辅，成功构造“货找对的人→内容找新人→达人破圈人”的电商闭环。公司探索抖音平台以达人直播为起点，后搭建自播间，逐步提升自播占比，主因系达播通常要求高价坑位费及低于市场折扣力度，自播虽在拓新效果上弱于达播，但自播粉丝粘性较强且可控制成本，在品牌调整营销战略时，自播也可快速做出反应。根据蝉魔方，公司抖音直播带货 GMV 中达播及自播的比例由 2021 年 5:5 调整至 2023 年 10 月的 4:6，自播占比逐渐提升，驱动品牌长线健康发展。

图 12: 公司 2021-2023 年 10 月在抖音客单价情况(元)



资料来源: 蝉魔方, 华源证券研究

图 13: 公司在抖音平台渠道占比变化情况



资料来源: 蝉魔方, 华源证券研究

具体来看，公司在抖音拥有 2 家旗舰店及 10 个美妆蓝 V 账号，自播方面，自播账号短视频内容多聚焦科技护肤，且在产品宣传片、直播小剧场、产品使用教程等视频中植入产品信息，以多样化营销形式提升品牌宣传度，以 14h/天的节奏不间断直播，在专业度上

击穿人群进行深度种草，在承接全天流量的同时从产品功效/产品矩阵实行差异化定位；**达播方面**，公司与美妆头部主播深度合作，将消费客群进行货与达人的精准匹配。

表 3：公司抖音账号矩阵梳理情况

抖音	账号名称	首次发布视频时间	粉丝数 (万)	作品数 (个)	店铺好物 (件)
1	珀莱雅官方旗舰店	2021.04	904.0	569	158
2	珀莱雅面膜甄选	2022.01	25.5	155	158
3	珀莱雅官方旗舰店直播间	2022.02	238.0	304	158
4	珀莱雅 PROYA 福利社	2022.04	102.8	189	158
5	珀莱雅官方旗舰店源力	2023.03	23.4	168	158
6	珀莱雅官方旗舰店补水保湿精选	2023.08	36.7	73	158
7	珀莱雅官方旗舰店双抗	2024.03	8.8	29	158
8	珀莱雅旗舰店红宝石	2024.03	1.1	14	68
9	珀莱雅官方旗舰店防晒	2024.03	1.2	10	158
10	珀莱雅旗舰店提亮直播间	2024.03	0.6	45	68
11	珀莱雅 PROYA 能量	2024.01	4.6	19	158
12	珀莱雅旗舰店	2024.03	12.1	21	68

资料来源：抖音，华源证券研究（注：该统计截止 2024 年 5 月 25 日）

2.3 研发端：夯实研发实力，构筑核心竞争壁垒

公司研发模式为以自主研发为主 + 产学研相结合为辅，在基础研究、配方开发、原料、功效及安全性评估等多个领域保持行业领先。研发创新中心为公司创新引擎，经过数年沉淀，研发创新中心已拥有丰富的技术积累，2021 年公司成立国际科学研究院，通过战略合作 + 产学研融合方式提升技术水平，具体来看，**在产学研相结合领域**，公司与中国科学院微生物研究所、浙江拜肽生物股份有限公司等签订战略合作协议；**在战略合作领域**，公司深度整合全球研发力量，与多个全球科技实验室达成合作，并与赢创特种化学（上海）有限公司及禾大化学品（上海）有限公司签订战略合作，公司与前端科研机构及顶级原料供应商强强联合，持续完善从原料端到成品端关键步骤的研发技术，通过不断地研发创新构筑自身高竞争壁垒。

表 4：公司与前端科研机构及顶级原料供应商合作情况

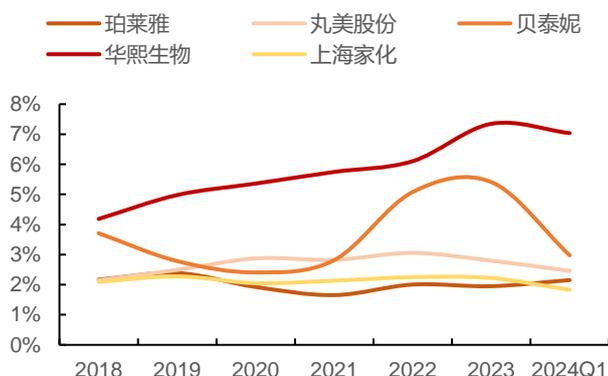
合作对象	时间	内容
西班牙胜肽世家 LIPOTRUE S.L	2019	在原料采购和技术上享有优先权
法国国家海藻研究机构 CEVA	2019	共研护肤原料，尝试从无污染海域的海藻中提取抗皱原料
法国海洋生物科技专家 CODIF	2019	联合研制海藻护肤成分，针对不同护肤功效点合作生产多种核心成分原料
赢创特种化学（上海）有限公司	2021	签订战略合作协议，强化功效性原料研究
禾大化学品（上海）有限公司	2021	签订战略合作协议，产学研合作，加强功效型原料研究

帝斯曼（中国）有限公司	2021	为公司定制全面的抗氧化、抗老活性成分
巴斯夫（中国）有限公司	2021	计划开展科研、市场研究等方面的多项合作，共研独家成分
亚什兰（中国）投资有限公司	2021	签订战略合作协议，共同研发珀莱雅特色鲜明、符合本土消费倾向的独家成分
中国科学院微生物研究所	2021	建立深海微生物资源利用及活性物质开发技术研究中心，开展《深海微生物资源利用及活性物质开发》主题研究
浙江湃肽生物股份有限公司	2022	达成战略合作协议，在创新多肽研发、多肽绿色合成、原料生产供应等多领域合作

资料来源：公司官网，华源证券研究

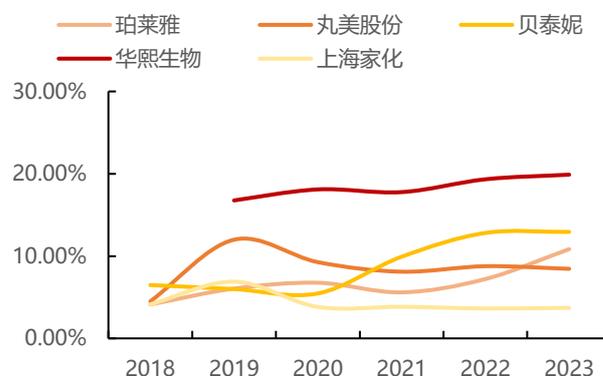
学术成果丰富，研发费用率维持稳定水平。截至 2023 年底，公司拥有国家授权发明专利 122 项、实用新型专利 22 项、外观设计专利 112 项，合计拥有专利 256 项。此外，公司还通过发表相关化妆品科研文献及牵头制定行业标准来提升自身的行业地位和整体竞争门槛，截至 2023 年底，公司主导或牵头制定国家标准 17 项、轻工行业标准 4 项，团体标准 26 项，公司获独家专利超分子维 A 醇的科研成果发表于顶级国际权威期刊 Journal of Cosmetic Dermatology。与同业公司对比，2024Q1 珀莱雅研发费用率为 2.15%，2023 年研发人员占员工比例为 10.84%，在行业内处于中等水平。

图 14：公司与同业研发费用率对比



资料来源：wind，华源证券研究

图 15：公司与同业研发人员占比对比



资料来源：wind，华源证券研究

3. 盈利预测及估值

关键假设：

1) 收入端：线上方面，公司线上运营能力强劲，虽淘天渠道增长放缓，但公司依靠优质的品牌韧性仍能实现优于行业大盘的增速，且公司作为最先入驻抖音平台的国货品牌之一，先发优势明显且营销能力优质，抖音渠道或将持续放量，预计 2024-2026 年线上收入增速分别为 30.3%/22.9%/20.2%；**线下方面**，日化渠道一方面利用品牌势能稳固渠道存量，另一方面持续探索网点增量机会，百货渠道计划在全国多家购物中心开设线下店铺并升级

线下快闪店，优化线下渠道运营效率，预计 2024-2026 年线下收入增速分别为 5.2%/5.2%/5.3%。

2) 利润端：毛利率方面，因公司持续推行大单品策略叠加高毛利线上直营占比提升，预计 2024-2026 年公司综合毛利率持续提升，分别为 70.3%/70.6%/70.8%；**销售费用方面**，一方面，随着主品牌势能持续向上，复购率及客户粘性也随之增长，主品牌珀莱雅的销售费用率或呈稳定态势，另一方面，新品牌仍处在密集营销期，或仍需持续投入营销资源，预计公司销售费用率或维持较高水平。预计 2024-2026 年公司销售费用率分别为 44.8%/45.0%/45.0%；**管理费用方面**，预计 2024-2026 年管理费用率维持稳定，分别为 5.1%/5.2%/5.2%；**研发费用方面**，预计公司持续加码研发投入，2024-2026 年研发费用率分别为 2.1%/2.2%/2.3%。

表 5：公司按渠道拆分收入预测情况（亿元）

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总营业收入						
总营业收入	46.3	63.9	89.0	114.3	139.3	166.5
yoy	23.5%	37.8%	39.5%	28.4%	21.9%	19.5%
综合毛利率	66.4%	69.6%	69.9%	70.3%	70.6%	70.8%
线上渠道						
线上收入	39.2	57.9	82.7	107.8	132.5	159.3
yoy	49.5%	47.5%	43.0%	30.3%	22.9%	20.2%
毛利率	68.3%	70.9%	70.8%	71.0%	71.2%	71.3%
线下渠道						
线下渠道收入	7.0	5.7	6.2	6.5	6.8	7.2
yoy	-38.0%	-17.6%	7.4%	5.2%	5.2%	5.3%
毛利率	56.9%	59.5%	58.8%	59.0%	59.2%	59.4%

资料来源：wind，公司年报，华源证券研究

盈利预测：我们预计公司 2024-2026 年实现营业收入 114.3/139.3/166.5 亿元，同比增速分别为 28.4%/21.9%/19.5%，实现归母净利润 15.1/18.5/22.3 亿元，同比增速分别为 26.3%/22.4%/20.7%，当前股价对应 PE 分别为 29/23/19 倍。

表 6：公司盈利预测（亿元）

时间	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	63.9	89.0	114.3	139.3	166.5
收入同比	37.8%	39.5%	28.4%	21.9%	19.5%
毛利	44.5	62.2	80.4	98.4	117.9
毛利同比	44.5%	40.0%	29.9%	22.4%	18.1%
归母净利润	8.2	11.9	15.1	18.5	22.3
归母净利润同比	41.9%	46.1%	26.3%	22.4%	20.7%

资料来源：wind，公司年报，华源证券研究

公司作为国货化妆品龙头，我们选取丸美股份、贝泰妮及华熙生物作为可比公司，根据 Wind，2024 年化妆品行业可比公司一致预期平均 PE 为 29 倍，我们看好公司大单品策略成效显著，主品牌珀莱雅成长路径清晰，彩妆处于高速增长阶段，管理层组织效率及管理能力较为优异，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 7：可比公司估值情况

证券代码	证券简称	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	PE		
				2024E	2025E	2026E
603983.SH	丸美股份	123.39	30.77	32.52	25.81	21.28
300957.SZ	贝泰妮	233.40	55.10	21.50	17.43	14.85
688363.SH	华熙生物	287.47	59.68	34.28	27.55	23.09
平均				29.43	23.60	19.74

资料来源：wind，华源证券研究（注：采用 Wind 一致预期，基于 2024 年 5 月 24 日收盘价）

4. 风险提示

- (1) **化妆品行业竞争加剧风险**：公司品牌策略及渠道策略投放不及预期；
- (2) **电商渠道竞争加剧风险**：公司渠道营销未顺应市场趋势，投放效果不及预期；
- (3) **新品孵化风险**：新品营销投入大，销售业绩或不达预期。

财务报表预测

资产负债表							利润表						
会计年度	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	2391.05	3161.00	4011.09	4902.46	6413.29	8242.78	营业收入	4633.15	6385.45	8904.57	11430.04	13933.28	16650.60
应收票据及账款	141.87	102.16	351.95	328.21	400.09	478.11	营业成本	1554.16	1934.85	2677.45	3392.48	4094.62	4864.14
预付账款	58.41	91.48	202.87	189.42	230.90	275.93	税金及附加	40.68	56.39	90.66	105.89	129.08	154.26
其他应收款	66.04	73.56	81.97	133.27	162.46	194.15	销售费用	1991.53	2785.84	3972.20	5120.66	6269.98	7492.77
存货	447.94	669.05	797.22	1053.66	1271.74	1510.74	管理费用	236.99	327.30	455.44	582.93	724.53	865.83
其他流动资产	53.53	49.74	99.77	116.39	141.88	169.54	研发费用	76.58	128.01	173.57	240.03	306.53	382.96
流动资产总计	3158.84	4147.00	5544.85	6723.41	8620.35	10871.26	财务费用	-7.48	-41.00	-59.08	17.78	-5.91	-24.75
长期股权投资	169.96	138.53	113.57	103.48	93.39	83.30	资产减值损失	-53.51	-164.88	-108.10	-135.16	-164.76	-196.89
固定资产	558.98	576.79	841.46	659.03	475.26	290.12	信用减值损失	-24.83	-5.06	-10.40	-13.35	-16.27	-19.44
在建工程	108.68	207.38	52.04	43.37	34.69	26.02	其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	397.15	420.32	404.69	312.47	220.24	128.02	投资收益	-7.34	-5.66	-17.39	-10.13	-10.13	-10.13
长期待摊费用	29.76	19.14	67.18	33.59	0.00	0.00	公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	209.69	268.92	299.29	288.82	278.35	267.89	资产处置收益	-0.11	0.06	-0.70	-0.25	-0.25	-0.25
非流动资产合计	1474.21	1631.08	1778.23	1440.76	1101.93	795.34	其他收益	16.46	39.07	45.03	33.52	33.52	33.52
资产总计	4633.05	5778.07	7323.08	8164.17	9722.28	11666.60	营业利润	671.35	1057.59	1502.78	1844.90	2256.56	2722.20
短期借款	200.25	200.20	200.16	0.00	0.00	0.00	营业外收入	0.25	1.18	4.17	1.87	1.87	1.87
应付票据及账款	483.18	545.05	1055.48	1115.91	1346.88	1600.00	营业外支出	3.80	4.61	11.62	6.68	6.68	6.68
其他流动负债	341.55	682.69	864.59	1026.20	1242.63	1479.01	其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	1024.99	1427.94	2120.23	2142.12	2589.51	3079.01	利润总额	667.80	1054.15	1495.32	1840.09	2251.74	2717.38
长期借款	695.59	728.21	763.09	433.78	139.06	-102.21	所得税	110.75	222.87	264.52	325.50	398.32	480.69
其他非流动负债	25.64	84.70	39.45	39.45	39.45	39.45	净利润	557.05	831.28	1230.80	1514.58	1853.42	2236.69
非流动负债合计	721.22	812.91	802.54	473.23	178.50	-62.76	少数股东损益	-19.07	13.88	36.94	6.30	7.71	9.31
负债合计	1746.21	2240.85	2922.77	2615.35	2768.01	3016.25	归属母公司股东净利润	576.12	817.40	1193.87	1508.28	1845.71	2227.38
股本	201.01	283.52	396.76	396.76	396.76	396.76	EBITDA	756.27	1101.75	1532.48	2185.24	2574.57	2989.13
资本公积	834.27	914.82	864.15	864.15	864.15	864.15	NOPLAT	550.81	798.95	1182.18	1534.28	1853.62	2221.38
留存收益	1841.69	2326.15	3088.64	4230.84	5628.58	7315.35	EPS(元)	1.45	2.06	3.01	3.80	4.65	5.61
归属母公司权益	2876.98	3524.49	4349.55	5491.75	6889.49	8576.26							
少数股东权益	9.86	12.73	50.77	57.07	64.78	74.09							
股东权益合计	2886.84	3537.22	4400.31	5548.82	6954.27	8650.35							
负债和股东权益合计	4633.05	5778.07	7323.08	8164.17	9722.28	11666.60							

现金流量表						
会计年度	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
税后经营利润	557.05	831.28	1230.80	1499.50	1838.34	2221.61
折旧与摊销	95.95	88.59	96.24	327.38	328.73	296.50
财务费用	-7.48	-41.00	-59.08	17.78	-5.91	-24.75
投资损失	7.34	5.66	17.39	10.13	10.13	10.13
营运资金变动	74.81	-28.00	-10.23	-65.14	61.27	68.08
其他经营现金流	102.00	254.59	193.67	18.57	18.57	18.57
经营性现金净流量	829.67	1111.14	1468.79	1808.22	2251.14	2590.14
资本支出	194.03	111.90	224.91	0.00	0.00	0.00
长期投资	-70.03	-131.00	-13.14	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	-77.77	-55.31	-237.78	-3.53	-3.53	-3.53
投资性现金净流量	-341.82	-298.22	-475.83	-3.53	-3.53	-3.53
短期借款	-99.03	-0.06	-0.04	-200.16	0.00	0.00
长期借款	695.59	32.62	34.88	-329.31	-294.73	-241.27
普通股增加	-0.11	82.51	113.24	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	-2.76	80.54	-50.66	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-104.07	-260.87	-557.69	-383.85	-442.06	-515.85
筹资性现金净流量	489.62	-65.25	-460.28	-913.31	-736.78	-757.12
现金流量净额	976.48	747.00	533.93	891.38	1510.82	1829.49

资料来源: ifind, 华源证券研究

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

本报告是机密文件，仅供华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的签约客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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的邀请或向人作出邀请。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司均不承担任何法律责任。

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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。

销售人员信息

华东区销售代表 李瑞雪 liruixue@huayuanstock.com
华北区销售代表 王梓乔 wangziquiao@huayuanstock.com
华南区销售代表 杨洋 yangyang@huayuanstock.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	: 相对强于市场表现 20%以上;
增持 (Outperform)	: 相对强于市场表现 5% ~ 20%;
中性 (Neutral)	: 相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动;
减持 (Underperform)	: 相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	: 行业超越整体市场表现;
中性 (Neutral)	: 行业与整体市场表现基本持平;
看淡 (Underweight)	: 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数 : 沪深 300 指数