

公司深度

珀莱雅 (603605.SH)

美容护理 | 化妆品

穿越周期，国货美妆龙头变中成长

2024年07月03日

评级 **买入**
 评级变动 维持

交易数据	
当前价格(元)	105.37
52周价格区间(元)	78.24-116.22
总市值(百万)	41806.33
流通市值(百万)	41600.12
总股本(万股)	39675.80
流通股(万股)	39480.10

涨跌幅比较



%	1M	3M	12M
珀莱雅	-2.42	10.73	-5.17
化妆品	-8.03	-9.02	-24.85

张曦月 分析师

执业证书编号:S0530522020001
 zhangxiyue@hncasing.com

相关报告

- 1 珀莱雅 (603605.SH) 2023 年年报及 2024 年一季报点评: 业绩增长亮眼, 品牌势能有望持续向上 2024-04-23
- 2 珀莱雅 (603605.SH) 2023 年半年报点评: 主品牌强者恒强, 子品牌增长势能强劲 2023-09-07

预测指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入(亿元)	63.85	89.05	113.37	137.19	160.24
归母净利润(亿元)	8.17	11.94	15.83	18.99	22.34
每股收益(元)	2.06	3.01	3.99	4.79	5.63
每股净资产(元)	8.75	10.83	13.46	16.60	20.30
P/E	49.61	33.96	25.61	21.35	18.15
P/B	11.67	9.43	7.59	6.16	5.03

资料来源: iFinD, 财信证券

投资要点:

- **公司概况:**作为国货美妆龙头,珀莱雅致力于构建新国货化妆品产品平台,主要从事于化妆品产品的研发、生产和销售。目前,公司已形成了包括“珀莱雅”、“彩棠”、“Off&Relax”、“悦芙媞”、“CORRECTORS”、“INSBAHA 原色波塔”、“优资莱”、“韩雅”、“惊时”等在内的多品牌矩阵,不仅涵盖了大众精致护肤、彩妆、洗护、高功效护肤等多个美妆领域,还覆盖了宽年龄段、宽收入区间,多层次的客户群。经营模式方面,公司采用线上渠道为主,线下渠道并行的销售模式,以及自主生产为主, OEM 为辅的生产模式。
- **公司未来看点:产品端:大单品持续迭代夯实规模基本盘,多元布局打开成长上限。**1)参考海外国际大单品超 10 年以上的生命周期,珀莱雅品牌核心大单品自推出至今均不到 5 年,再叠加产品持续进行纵向迭代升级和横向衍生,珀莱雅品牌成长空间广阔。目前,珀莱雅红宝石、双抗、源力、能量四大系列均延伸出了水、乳、眼霜、面霜等多个细分品类,大单品的带动效应进一步放大,量增趋势显著。2)相较于单一品牌在市场波动或竞争加剧所面临的风险,多品牌发展的模式不仅能分散风险,还能提高企业的稳定性。公司搭建了珀莱雅为主,彩棠、off&relax、悦芙媞等品牌在内的多品牌矩阵,进一步提升了抗风险能力。其中,子品牌彩棠 2023 年营收为 10.01 亿元,同比增长 75%,营收占比提升至 11.21%,已成为公司第二增长极。此外,其他品牌增长势头也较为强劲。营销端:以消费者为核心,成功运营方法论有望持续复制。在珀莱雅二十周年战略发布会上,总经理方玉友再次强调了“6*N”的长期战略。其中,区别于之前“话题性产品+头部 KOL 炒作+不断圈层扩张”的营销模式,新策略一切以消费者为核心进行业务规划,并事先针对消费者需求进行产品开发和研发体系搭建。而红宝石面霜推广的大获成功也就非常好的验证这个策略的成功。此外,珀莱雅现在目标客群为一线、新一线及二线城市的新锐白领和 Z 世代为主。公司也更注重提升品牌在年轻消费者群体中的曝光度和影响力。整体而言,我们认为随着年轻人群成为国内护肤品消费的主体,消费行为不断改变,年轻化的品牌定位,以及已被验证可行运营方法论或将为品牌抢占先发优势,从而为品牌持续增长打下坚实基础。

- **盈利预测与投资建议:**维持公司“买入”评级。预计公司2024-2026年营业收入分别为113.37/137.19/160.24亿元（增速分别为27%/21%/17%），归母净利润分别为15.83/18.99/22.34亿元（增速分别为33%/20%/18%），EPS分别为3.99/4.79/5.63元，当前市值对应PE分别为26x/22x/19x。考虑到：1）2024年，公司营收增速预计在20%以上，利润增速预计在30%以上；2）根据iFind一致预期，截止2024年7月3日，可比公司贝泰妮、丸美股份、上海家化2024年业绩对应的PE分别为21.4、37.73、18.41倍，PE平均值为25.85倍；作为国货美妆龙头，珀莱雅战略规划清晰且具有前瞻性，多元化业务布局优势凸显、渠道和营销模式也更为成熟，我们给予公司2024年27-33倍PE估值，目标市值为427.43-506.58亿元，对应目标价为107.73-127.68元。维持公司“买入”评级。
- **风险提示:**宏观经济波动风险；行业政策变化风险；市场竞争加剧风险；产品研发和注册风险；产品质量风险等。

内容目录

1 公司概况：顺势而为，国货美妆龙头乘风而起	5
1.1 发展进程：穿越周期，变中成长	5
1.2 股权结构：股权结构清晰稳定且相对集中	7
1.3 组织架构：核心管理层深耕行业多年，管理经验丰富	7
1.4 经营分析：品牌势能逐级向上，公司营收、净利润延续高增	9
2 业务情况：多元化业务布局优势凸显，成长空间广阔	11
2.1 产品：大单品策略持续践行，多品牌矩阵共驱成长	12
2.1.1 主品牌：“早C晚A”品牌心智深入人心，产品迭代升级驱动增长	12
2.1.2 子品牌：第二增长极初现，多品牌增长强劲	14
2.2 渠道：重点聚焦线上渠道，多平台持续发力增长	16
2.3 研发：持续引入高端研发人才，夯实全球化研发布局	17
3 化妆品行业：短期表现疲软，但中长期需求向好	19
3.1 市场竞争进一步加剧，头部品牌增长强劲	19
3.2 文化自信+理性消费崛起，国货品牌加速突围	20
3.3 人均化妆品消费量处于相对低位，行业空间发展广阔	21
3.4 外资品牌在华失速，进一步释放市场空间	21
4 公司未来看点	22
4.1 产品端：大单品持续迭代夯实规模基本盘，多元布局打开成长上限	22
4.2 营销端：以消费者为核心成功运营方法论有望持续复制	24
5 盈利预测和估值	24
5.1 盈利预测	24
5.2 估值分析	25
6 风险提示	25

图表目录

图 1：珀莱雅构建的多品牌矩阵	5
图 2：2023 年珀莱雅品牌梯队	5
图 3：公司发展历程	6
图 4：公司股权结构	7
图 5：2017 年垂直型组织架构	8
图 6：2023 年网状型组织架构	8
图 7：各公司研发人员学历结构	9
图 8：各公司研发人员年龄结构	9
图 9：公司主营业务收入及同比增速	9
图 10：公司归母净利润及同比增速	9
图 11：公司旗下各品牌营收情况（亿元）	10
图 12：公司旗下各品类营收及占比（亿元）	10
图 13：公司旗下各渠道营收及占比情况（亿元）	10
图 14：公司线上业务结构（亿元）	10
图 15：公司历年净利率、毛利率情况	11
图 16：公司期间费用率情况（%）	11
图 17：公司多元化品牌矩阵	11
图 18：珀莱雅品牌产品矩阵	13

图 19: 红宝石精华 3.0 情况.....	13
图 20: 双抗精华 3.0 情况.....	13
图 21: 彩棠 2024 年 618 大促情况.....	15
图 22: Off&Relax 2024 年 618 大促情况.....	15
图 23: 2024 年珀莱雅 618 战报.....	15
图 24: 2024 年彩棠 618 战报.....	15
图 25: 2024 年悦芙媞 618 战报.....	16
图 26: 2024 年 Off&Relax 618 战报.....	16
图 27: 惊时品牌介绍.....	16
图 28: 珀莱雅历年营收增速.....	17
图 29: 珀莱雅线上、线下渠道营收占比.....	17
图 30: 珀莱雅抖音直播账号矩阵.....	17
图 31: 珀莱雅线上营销情况.....	17
图 32: 化妆品类商品累计零售情况 (亿元, %).....	19
图 33: 限额以上单位消费品零售额月度同比增速 (%).....	19
图 34: 2024 年 1-5 月线上渠道 TOP20 品牌同比增速.....	20
图 35: 2023 年中国及外资品牌化妆品市占情况.....	21
图 36: 2023 年中国及外资品牌化妆品销售情况.....	21
图 37: 中国化妆品行业市场规模 (亿元).....	21
图 38: 各国化妆品行业国货及国际品牌零售额占比.....	21
图 39: 珀莱雅精华纵向迭代情况.....	23
表 1: 珀莱雅核心高管人员情况.....	8
表 2: 珀莱雅产品线升级情况.....	12
表 3: 珀莱雅自有品牌.....	12
表 4: 悦芙媞产品矩阵.....	15
表 5: 珀莱雅专利、学术研究及行业制定标准情况.....	18
表 6: 珀莱雅研发高管介绍.....	18
表 7: 线上渠道美妆类目 TOP10 品牌榜.....	20
表 8: 国际头部品牌大单品.....	23
表 9: 同行估值对比分析.....	25

1 公司概况：顺势而为，国货美妆龙头乘风而起

作为国货美妆龙头，珀莱雅致力于构建新国货化妆品产品平台，主要从事于化妆品产品的研发、生产和销售。目前，公司已形成了包括“珀莱雅”、“彩棠”、“Off&Relax”、“悦芙媄”、“CORRECTORS”、“INSBAHA 原色波塔”、“优资莱”、“韩雅”、“惊时”等在内的多品牌矩阵，不仅涵盖了大众精致护肤、彩妆、洗护、高功效护肤等多个美妆领域，还覆盖了宽年龄段、宽收入区间，多层次的客户群。经营模式方面，公司采用线上渠道为主，线下渠道并行的销售模式，以及自主生产为主，OEM 为辅的生产模式。

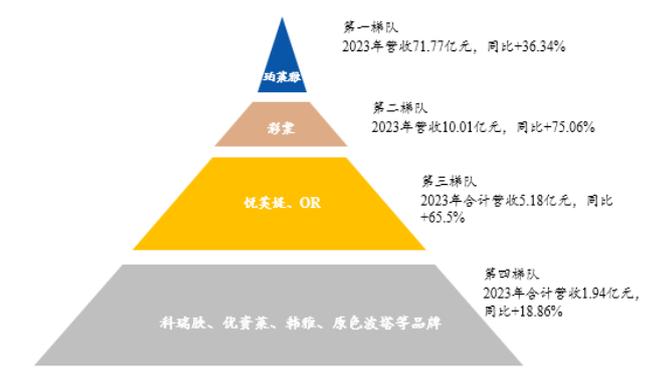
在外部市场环境快速变化的情况下，公司坚定 6*N 战略的引领与实施，夯实、深化以“研发、产品、内容、运营”为主线的精细化运营管理体系，辅以“文化—战略—机制—人才”的自驱型组织构建，灵活应对市场发展变化，积极布局与投入新兴渠道，抓住中国品牌出海机遇，以更大的市场规模与更快的响应速度带动企业发展。据公司年报披露，2023 年度，珀莱雅实现营业收入 89.05 亿元，同比增长 39.45%，成为“首个进入 80 亿俱乐部”的国货美妆；实现归母净利润 11.94 亿元，同比增长 46.06%，连续 7 年保持双位数增长。

图 1：珀莱雅构建的多品牌矩阵



资料来源：珀莱雅 2023 年年报，iFind，财信证券

图 2：2023 年珀莱雅品牌梯队

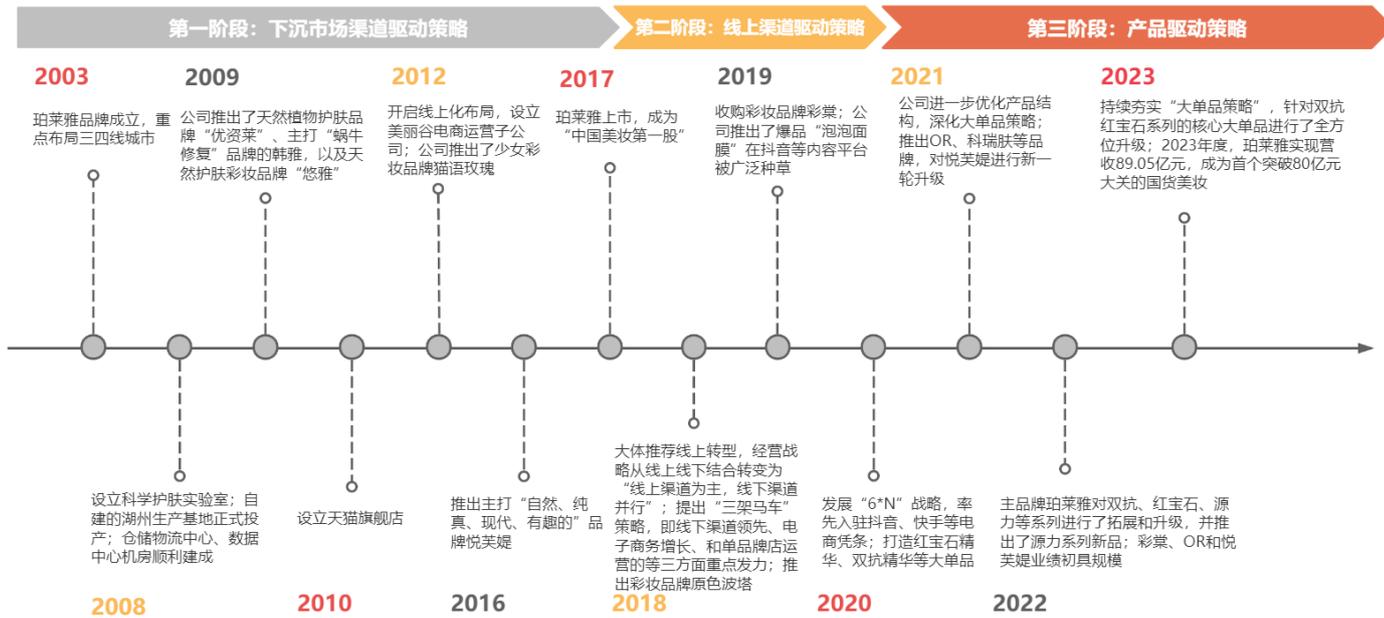


资料来源：珀莱雅 2023 年年报，iFind，财信证券

1.1 发展进程：穿越周期，变中成长

21 世纪以来，我国化妆品行业发展经历了国货雏形初现的批发时代、国货品牌凭借线下 CS 红利崛起的渠道时代、以及依托线上平台逆势突围的新品牌时代的历次变革，市场竞争格局不断改变。其中，珀莱雅自 2003 年成立以来，通过精准市场定位、科研投入和多元渠道布局，跨越了一个又一个的生命周期，实现了逆袭增长。我们根据公司转型时间点以及转型的主要驱动力将公司发展分成三个阶段分别进行复盘。

图 3：公司发展历程



资料来源：珀莱雅历年年报，财信证券

第一阶段(2003年-2016年)下沉市场渠道驱动阶段。当时国内化妆品市场基本被外资品牌垄断，外资品牌不仅收购了小护士、羽西、大宝等中国本土品牌，还对一二线城市以“商超”为主的渠道进行了强势占领。但随着中国经济发展，国民可支配收入的快速增长，下沉市场出现新品牌创业的黄金窗口期。成立于2003年的品牌珀莱雅果断抢抓先机，重点布局了国内三四线城市，并根据产品品牌市场定位、特点建立了以日化专营店、电商渠道和商超渠道为主的营销网络。凭借强大的下沉市场建设能力，珀莱雅在3-4年的时间里迎来了高速发展，最多时期覆盖了中国县城超3万店铺，自身规模基本盘得到了极大的夯实。此外，公司还紧跟市场趋势，积极拥抱变化。2009年，随着大众传媒电视兴起，公司率先加大电视广告投放力度，先后与央视、浙江卫视和湖南卫视等头部卫视签约，极大地提升了品牌知名度。2012年，电商流量的逐步崛起，公司又抢先设立了美丽谷电商运营子公司，开启了线上化电商布局，由经销为主的toB模式转变为toC电商直营模式，线上渠道营收迎来向上拐点。

第二阶段(2017-2019年)线上渠道&爆品策略驱动阶段。随着线下市场区域饱和和线上电商流量兴起，珀莱雅自2017年开始大力推进线上转型。2018年，公司提出了“三架马车”的战略，并将经营战略由“线上线下结合”转变为“线上渠道为主，线下渠道并行”。另一方面，公司还抓住了电商以及社媒内容投放的流量红利，通过与头部主播、明星合作带货的方式，成功打造了第一款爆品“泡泡面膜”。线上渠道的流量红利，再配合线上营销的爆品策略，珀莱雅品牌力得到快速提升。2017-2019年期间，公司三年复合增速高达24.38%，公司2019年末营收较2017年初同比增长近八成。

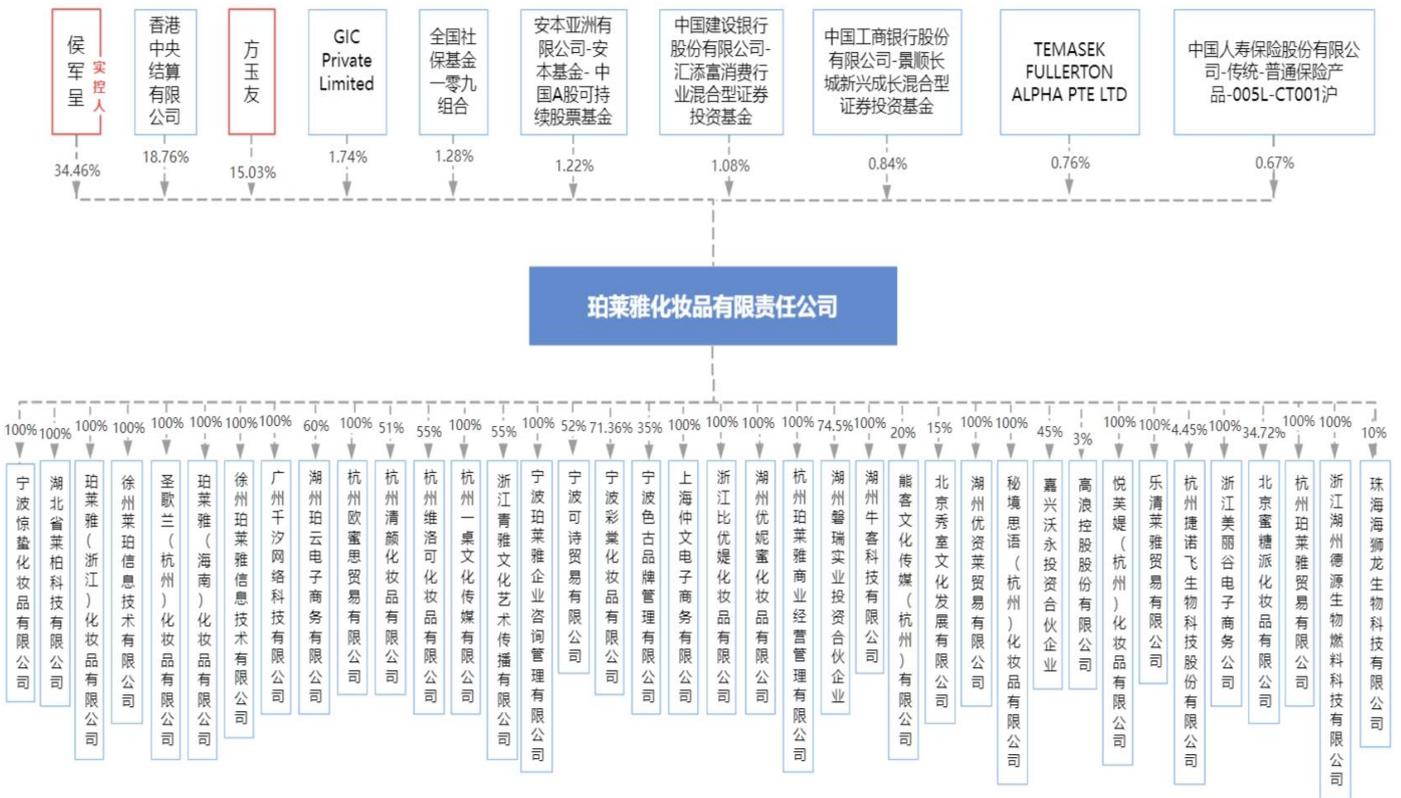
第三阶段(2020年至今)大单品策略&品牌力共同驱动阶段。2020年，面对人口年龄结构变化、消费需求升级等新趋势，珀莱雅开启了第三次转型。公司提出了6*N战略，将原来渠道驱动策略转变为产品驱动策略，并提出要以科研能力为基础，通过大单品体系的升级持续对“品牌产能的功能价值和情绪价值”进行赋能。截至目前，公司已深度绑

定了“早C晚A”概念，打造出了红宝石精华、双抗精华等核心大单品。此外，公司已经形成了以红宝石、双抗、源力和能量等四大系列为支撑的产品矩阵，公司产品力和品牌力持续向上。

1.2 股权结构：股权结构清晰稳定且相对集中

截至 2023 年 12 月 31 日，侯军呈、方爱琴夫妇仍为公司实际控制人。其中，创始人兼董事长侯军呈持有公司 34.46% 的股份，联合创始人兼总经理方玉友（侯军呈妻弟）持股比例为 15.03%，两人合计持有珀莱雅 49.49% 的股份，股权结构相对集中。此外，侯军呈作为第一大股东，持股比例一直保持在较高水平，反映出公司控制权相对稳定，利于公司长期战略决策、实施的连贯性和一致性。

图 4：公司股权结构



资料来源：iFind，财信证券（截至 2023 年 12 月 31 日）

1.3 组织架构：核心管理层深耕行业多年，管理经验丰富

公司创始人侯军呈、方玉友先生专注化妆品行业近 30 年，早年更是通过化妆品经销起家，代理过羽西、丁家宜、小护士等多个国内本土品牌，对化妆品的运营模式、销售渠道、以及市场趋势有着深刻理解。此外，绝大多数核心管理层在公司任职时间较长，熟悉公司各板块业务，总经理方玉友至今仍直接管理着公司 23 个部门，躬身入局常年冲在市场一线。

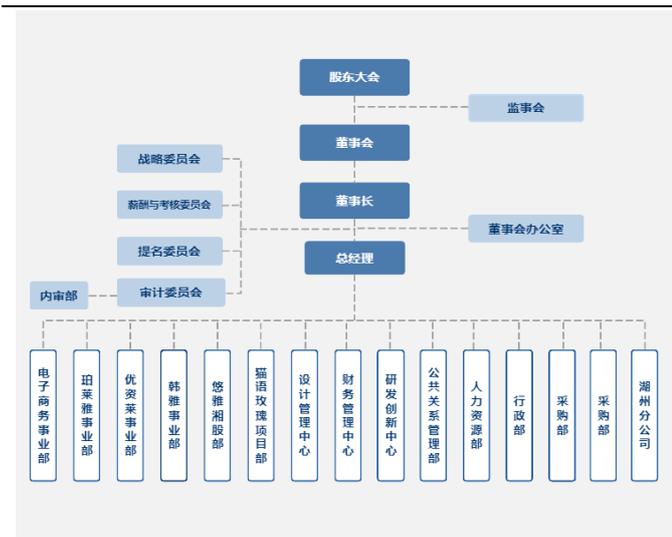
表 1：珀莱雅核心高管人员情况

姓名	职务	性别	年龄	最新持股数 (万股)	最新薪酬 (万元)	简介
侯军呈	董事长	男	60	13673.90	331.59	曾就职于义乌市燎原日化有限公司、杭州珀莱雅化妆品有限公司、杭州珀莱雅控股股份有限公司。2012年8月至今任公司董事长
方玉友	董事 总经理	男	55	5962.53	329.45	曾就职于石家庄燎原化妆品有限公司、杭州珀莱雅化妆品有限公司、杭州珀莱雅控股股份有限公司。2012年8月至今任公司董事、总经理
侯亚孟	董事 副总经理	男	36	0	82.63	曾就职于珀莱雅化妆品股份有限公司电商部，2021年9月至今任公司董事、副总经理
金衍华	副总经理	男	62	30.38	255.61	曾就职于浙江三门化肥厂、杭州珀莱雅化妆品有限公司、杭州珀莱雅控股股份有限公司等；2007年至2012年在公司任湖州工厂总经理；2012年8月至今担任公司供应链管理中心总经理；2018年4月至今担任公司副总经理
王莉	副总经理 财务负责人 董事会秘书	女	46	31.55	252.57	正高级会计师、美国注册管理会计师、香港注册会计师、澳大利亚资深公共会计师、英国资深注册会计师；曾任广州鹰泰数码动力、美国蜂星电讯、南京日托光伏科技等公司财务负责人，2018年加入珀莱雅

资料来源：珀莱雅 2023 年年报，iFind，财信证券

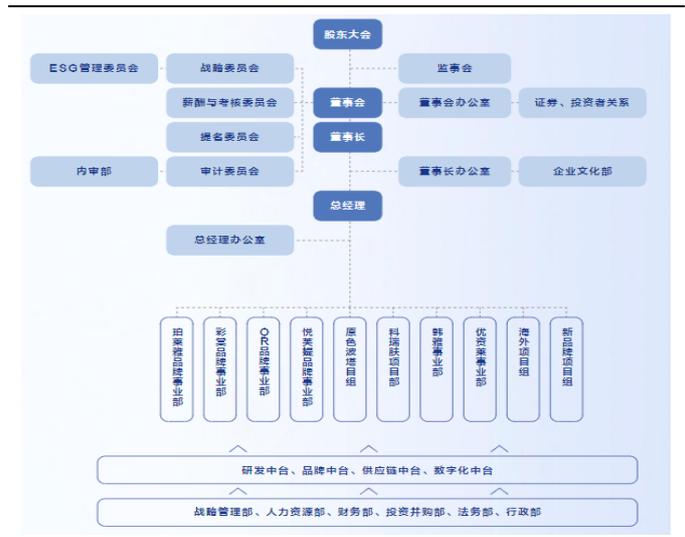
扁平化组织架构灵活高效，能快速响应市场。公司立足“6*N”战略，逐步由专注渠道发展的垂直型组织架构逐步迭代为专注消费者的矩阵型组织架构，组织结构持续优化。矩阵型组织架构不仅搭建了完善的前、中、后台配合模式，还构建了灵活高效的组织运转机制，在实现组织扁平化、平台化、自驱协同的同时，兼顾支撑成熟品牌高效运转，赋能孵化品牌快速成长。

图 5：2017 年垂直型组织架构



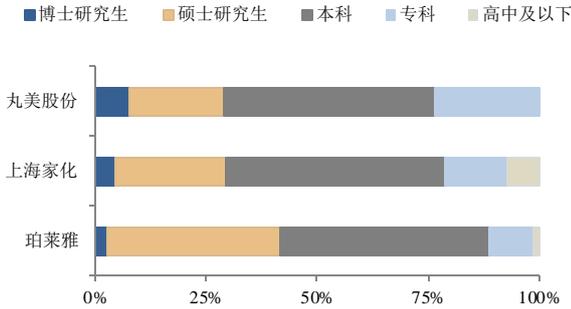
资料来源：珀莱雅方玉友《穿越周期的战略组织变革》，财信证券

图 6：2023 年网状型组织架构



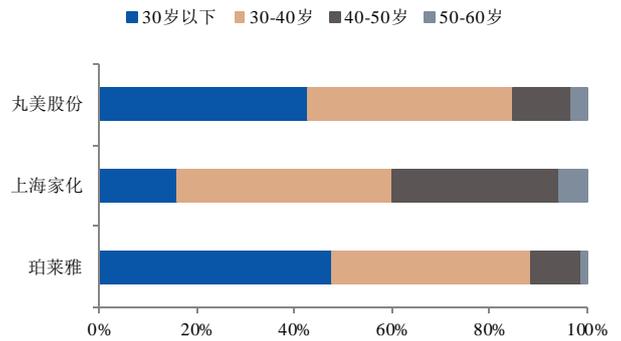
资料来源：珀莱雅 2023 年度 ESG 报告，财信证券

图 7：各公司研发人员学历结构



资料来源：iFind，财信证券

图 8：各公司研发人员年龄结构



资料来源：iFind，财信证券

团队年轻化趋势显著，晋升路径明确清晰。公司始终坚持国际化、年轻化的人才策略，引进与培育研发人才、设计人才、品牌人才，打造活力、自驱、有创造力的年轻化团队。双通道晋升管理机制为专业型人才、管理型人才提供完善的成长通路，提升组织活力及人才储备厚度。据公司 2023 年年报显示，公司研发团队中，硕士研究生及以上学历人员占比为 41.61%，本科及其以上学历人员占比高达 88.82%；公司 30 岁以下员工占比为 47.83%，40 岁以下员工占比更是高达 88.51%，高于行业平均水平。

1.4 经营分析：品牌势能逐级向上，公司营收、净利润延续高增

2019-2023 年，公司营业收入从 23.61 亿元增长到 89.05 亿元，5 年 CAGR 为 30.41%，业绩增长动能强劲；公司归母净利润由 2.87 亿元增长至 11.94 亿元，5 年 CAGR 为 32.97%。2024 年单 Q1 季度，公司实现营收 21.82 亿元，同比增长 34.56%；归母净利润 3.03 亿元，同比增长 45.58%。后续来看，随着国内消费持续复苏，消费者补库需求增长，以及品牌势能持续向上等各方面因素影响，公司业绩大概率延续高增。

图 9：公司主营业务收入及同比增速



资料来源：iFind，财信证券

图 10：公司归母净利润及同比增速

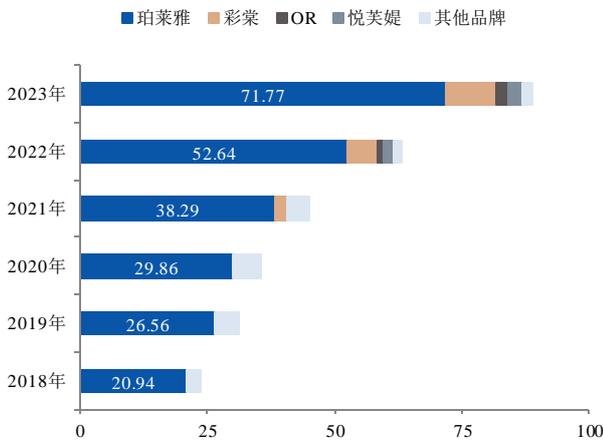


资料来源：iFind，财信证券

从具体业务来看，1)品牌端，主品牌珀莱雅贡献了公司超八成营收，子品牌彩棠已成为公司第二增长极。2019-2023 年，主品牌珀莱雅营业收入从 20.94 亿元增长至 71.77 亿元，年复合增速为 27.94%，近五年营收占比均为 80% 左右；子品牌彩棠营业收入由 2021

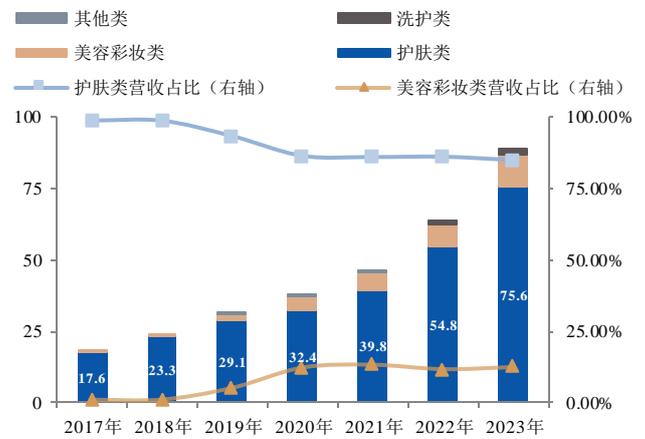
年的 2.46 亿元增长至 10.01 亿元，年复合增速为 101.72%，营收占比由 2021 年的 5.29% 提升至 2023 年的 11.21%，增长动能强劲且未来可期；悦芙媿/OR/其他品牌 2023 年营收分别为 3.03/2.15/1.94 亿元，同比分别增长 62.03%/70.63%/19.02%；**2) 品类端：护肤类营收占比最高，但呈逐年下滑趋势。**2019-2023 年，护肤类产品营业收入由 23.31 亿元增长至 75.59 亿元，年复合增速为 26.53%，但营收占比由 2019 年初的 98.81% 下滑至 85.03%；美容彩妆类产品营收由 0.28 亿元增长至 11.16 亿元，年复合增速为 108.98%，营收占比也由 2019 年初的 1.19% 提升至 12.55%；**3) 渠道端：线上渠道持续发力，营收占比已超九成。**2019-2023 年，线上渠道营收从 10.28 亿元增长至 82.74 亿元，年复合增速为 51.76%，营收占比由 2019 年初的 43.54% 增长至 92.92%。其中，线上直营渠道在线上渠道中的营收占比也是自 2019 年起逐年提升。

图 11：公司旗下各品牌营收情况（亿元）



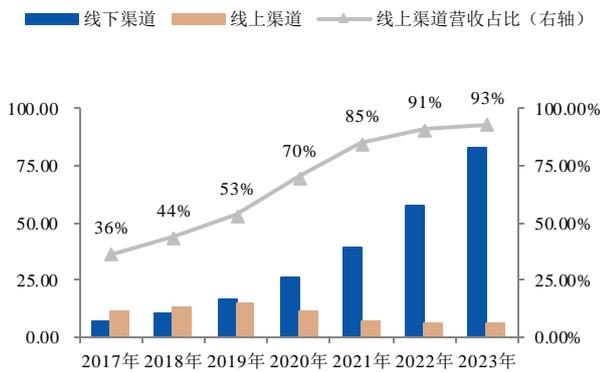
资料来源：iFind，财信证券

图 12：公司旗下各品类营收及占比（亿元）



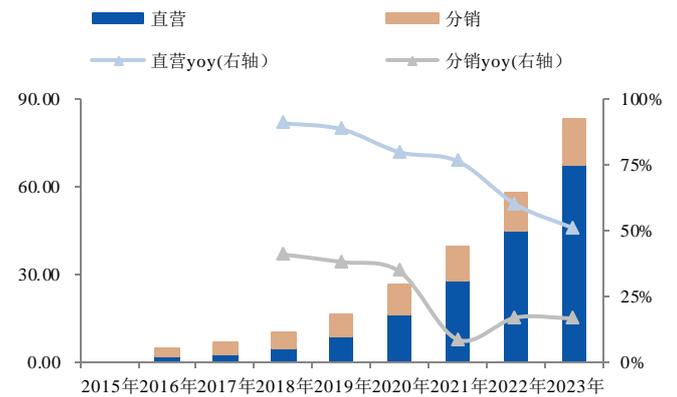
资料来源：iFind，财信证券

图 13：公司旗下各渠道营收及占比情况（亿元）



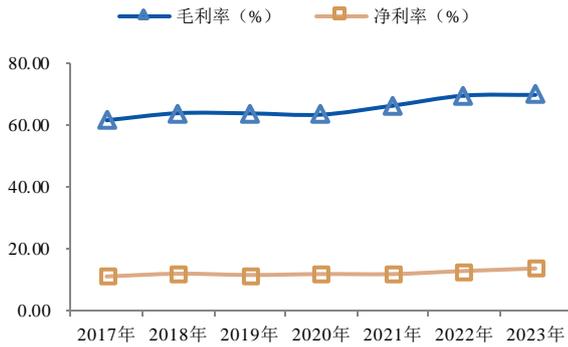
资料来源：iFind，财信证券

图 14：公司线上业务结构（亿元）



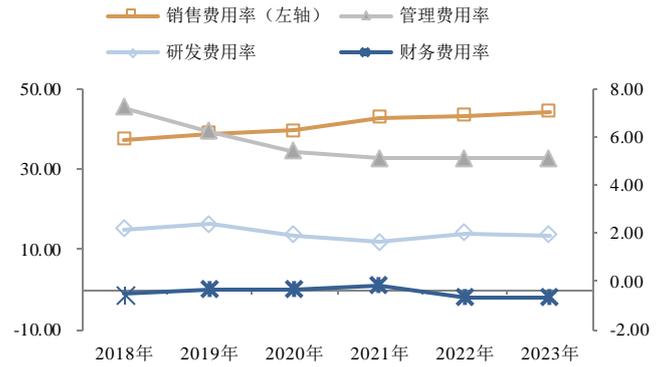
资料来源：iFind，财信证券

图 15: 公司历年净利率、毛利率情况



资料来源: iFind, 财信证券

图 16: 公司期间费用率情况 (%)



资料来源: iFind, 财信证券

从盈利能力来看,受益于大单品以及多品牌战略不断推进,公司盈利持续优化。2019-2023年,虽然公司期间费用率由2019年年初的46.42%提升至51.01%,但受益于公司大单品战略以及多品牌矩阵形成,公司盈利持续改善,运营效率不断提高,公司同期的销售毛利率由64.03%提升至69.93%,净利率由12.14%提升至13.82%。此外,除销售费用率受线上流量成本高企等因素影响不断攀升以外,管理费用率和研发费用率均相对稳定,分别维持在5%和2%水平左右。

2 业务情况: 多元化业务布局优势凸显, 成长空间广阔

作为老牌国货品牌,珀莱雅不仅经历了从线下到线上的转型,还经历了从渠道驱动逻辑到产品驱动逻辑的转换。目前,公司已形成了以珀莱雅为主,彩棠、OR、悦芙媞等多品牌同驱动增长的矩阵,品牌势能不断向上。

图 17: 公司多元化品牌矩阵



资料来源: 珀莱雅 2023 年年报, 天猫, 财信证券

2.1 产品：大单品策略持续践行，多品牌矩阵共驱成长

2.1.1 主品牌：“早 C 晚 A” 品牌心智深入人心，产品迭代升级驱动增长

主品牌珀莱雅从专注于下沉市场的低客单水乳套装、到依托线上流量红利打造的低壁垒核心单品面膜，再过渡至具备高壁垒的早 C 晚 A 大单品，珀莱雅品牌势能逐步攀升，营收也不断增长。目前，珀莱雅品牌当前定位为针对大学生等年轻群体的科技护肤品牌，价格区间带在 200-500 元之间。据公司年报披露，2023 年度，珀莱雅品牌在天猫平台美妆多个类目排名均位于前列。今年 618 大促期间，珀莱雅更是位列淘宝、抖音、京东、拼多多等多个平台美妆品类第一。

表 2：珀莱雅产品线升级情况

时间线	2017 年之前	2017-2019 年	2020 年至今
阶段特点	低客单、水乳套装； 以推销模式为主	以面膜为核心的低壁垒单品 战略单品运营模式	高壁垒核心大单品 大单品战略逐步形成
主要功效	基础护肤	保湿清洁	抗衰、抗糖
主打产品	水漾芯肌、靓白芯肌、弹润芯肌、 赋能鲜颜系列等	黑海盐泡泡面膜	红宝石、双抗、源力、 能量精华等
对应产品			

资料来源：珀莱雅招股说明书，天猫，财信证券

表 3：珀莱雅自有品牌

品牌	定位	产品价格区间	2023 年营收	2023 年营收占比
珀莱雅	专注科技护肤	200-500 元	71.77 亿元	80.73%
彩棠	专为中国面孔定制的专业化妆师品牌	150-300 元	10.01 亿元	11.26%
悦芙媞	油皮护肤专家	50-200 元	3.03 亿元	3.41%
Off&Relax	亚洲头皮健康专家	150-200 元	2.15 亿元	2.42%
其他品牌	-	-	1.94 亿元	2.18%

资料来源：珀莱雅 2023 年年报，财信证券

具体分产品来看，珀莱雅已形成了以红宝石、双抗、源力、能量系列四大产品系列。其中，作为珀莱雅推出的首款大单品，红宝石精华添加了超分子维 A 醇和高浓度的六胜肽-8，能起到淡化纹路、改善动静态纹的作用，具备超高性价比。2021 年 4 月，公司推出了另一款大单品-双抗精华，该产品添加了浓度高达 2% 的麦角硫因（雅诗兰黛经典大单品-小棕瓶同款原料），主打抗氧抗糖。两款产品组合推出后相互补充形成了早 C 晚 A 组合，品牌心智深入人心。之后，品牌陆续又推出了强人修护的源力系列和紧致抗衰的能量系列。其中，作为珀莱雅推出的首个高端产品线，能量系列主要聚焦熟龄肌，利用前沿的肌肤能量提升技术和独家能量焕活科技 Cellergy，能带给熟龄肌肤更高效的温和抗皱修护，主要发力 400 元+价格带。

图 18：珀莱雅品牌产品矩阵

红宝石系列	抗皱、修护焕亮 【环肽+双A双肽】 红宝石精华3.0 309元/30ml 红宝石面霜3.0 309元/50g 红宝石眼霜2.0 339元/20g 红宝石面膜2.0 149元/5片 红宝石活肤水 209元/120g 红宝石活肤乳2.0 239元/120ml
双抗系列	抗氧抗糖，紧致 【麦角硫因Max, Lipochroman molecule, EUK-134、虾青素等】 双抗精华3.0 309元/30ml 双抗眼霜2.0 259元/20g 双抗精华面膜2.0 235元/10片 双抗弹润透亮活力水 179元/160g 双抗乳液 199元/120ml
源力系列	修护强韧，维稳抗皱 【Pro ECM协同乳清蛋白、神经酰胺脂质体、异维A酸等】 源力精华2.0 239元/30ml 源力面霜2.0 239元/50g 源力面膜2.0 235元/10片
能量系列	速修焕亮，抗纹紧致 【CELLERGY、紫檀木、生物糖胶、乳清蛋白等】 能量精华 499元/30ml 能量面霜 489元/45g 能量眼霜 469元/20ml 能量精华油 419元/20ml 能量精粹水 359元/120ml 能量乳液 379元/120g
其他	盾护防晒 169元/50ml 光感策略水乳套装 319元/四件 水动力控油水乳套装 179元/三件 紧致肌密2.0水乳套装 209元/三件 循环补水面膜 99元/10片

资料来源：珀莱雅官网，珀莱雅天猫旗舰店，财信证券

图 19：红宝石精华 3.0 情况

突破性环肽
自启胶原* 8周法令纹淡化41.12%

红宝石精华3.0 全新升级

全新3.0 (红宝石精华)

NEW 新升级

1 功效升级：更强抗皱力，更温和，更修护
2 成分升级：突破性环肽*，协同胶原自白科技*
3 体验升级：质地更清爽，全新可替换芯

资料来源：珀莱雅天猫官方旗舰店，财信证券

图 20：双抗精华 3.0 情况

开启全新双抗3.0时代

功效感知 大有不同

亮出通透光泽

更鲜更透更亮

第三代氧糖双抗 重磅升级

100% 受试者 先认，同 即刻变亮*

100% 受试者 先认，同 暗黄改善*

97% 受试者 先认，同 水润通透*

资料来源：珀莱雅天猫官方旗舰店，财信证券

整体而言，纵向迭代方面，珀莱雅核心大单品红宝石、双抗精华均全方位升级至 3.0 版本，源力精华升级至 2.0 版本。其中，红宝石精华 3.0 添加了中国美妆首款专利环肽新原料“环肽-161”。升级后的肽 A 体系协同功效放大器水飞蓟素，能直接激活促生胶原的关键信号通路 TGF-β，深入真皮层抗老，精准攻克顽固深纹。据珀莱雅天猫旗舰店显示，经权威第三方机构 SGS 检测，红宝石精华 3.0 可以做到四周淡化八大纹路。相较于双抗 2.0 采用以麦角硫因、EUK-134、Lipochroman-6 脱羧肌肽、Collrepair 为主要成分的氧糖双抗配方矩阵，双抗精华 3.0 特别添加了独家氧糖双抗新成分 Nox-Age，不仅能提升 143.52%

自身抗氧化力，还能减少 82.47% 的蛋白质氧化损伤(抗羰基化)，从而使肌肤问题得到快速修复。另外，据陕西博溪通用检测科技有限公司检测报告显示，高纯度的麦角硫因 Max 能达到 1 小时渗透肌肤，实现高能抗氧。横向衍生方面，珀莱雅四大系列产品矩阵系列由点及面，不断扩展衍生，目前已从精华扩展至眼霜、面膜、面霜、水等各个品类。

2.1.2 子品牌：第二增长极初现，多品牌增长强劲

除主品牌珀莱雅以外，公司还构建了多品牌矩阵，囊括了以悦芙媿、韩雅 ANYA 韩雅、优资莱为主的大众精致护肤品牌，以彩棠、INSBAHA 为主的彩妆品牌，以科瑞肤、SINGULADERM 为主的高端功效护肤品牌，和以 Off&Relax、惊时为主的洗护品牌。其中，彩棠、悦芙媿、Off&Relax 品牌增长最为强劲。

大单品战略延续，产品矩阵丰富。彩棠创立于 2014 年，由专业明星化妆师唐毅先生创立。品牌意在以现代视角传递中国美学，秉持着中国妆、原生美的品牌理念，助力每一位女性以妆容表达自我，展现自身独一无二的灵动与光彩。2019 年，品牌被珀莱雅收购。目前，彩棠品牌已推出了青瓷、苏绣、青瓷海棠、争青等多个系列，涵盖了修容、遮瑕、高光、腮红、妆前乳等多个细分品类，主要发力 150-300 元价格区间。其中，三色修容盘、双色高光盘、大师妆前乳、三色遮瑕盘已成为品牌的核心大单品，稳居细分品类前列。2023 年度，彩棠品牌营收突破 10 亿元，营收占比为 11.21%，已成为公司第二增长极。此外，2024 年 618 大促期间，彩棠品牌获得天猫平台彩妆类目第一，同比增长 80%+；抖音平台彩妆类目第九。未来，彩棠还将重点发力底妆赛道，为品牌增长持续蓄能。

锚定油皮护理，持续填补大众中端护肤。悦芙媿创立于 2015 年，为珀莱雅与韩国团队联手打造的首个专为年轻肌肤定制的快乐美妆品牌，产品定位主要为“油皮护肤专家”。目前，品牌已形成了涵盖洁面、面膜、精华、防晒等多个品类的产品矩阵，主要发力 50-200 元价格区间。此外，在今年 618 大促期间，悦芙媿在天猫、京东、拼多多等平台增速亮眼，GMV 同比分别增长 20%、50%+、140%+。据公司年报显示，2023 年悦芙媿品牌实现营收 3.03 亿元，同比增长 61.82%，营收占比提升至 3.41%，后续有望持续提升。

率先布局洗护赛道，差异化定位头皮护理。Off&Relax 是由曾经在宝洁美国和日本研发中心担任潘婷、滋源、海飞丝等产品首席研发的杨建中博士于 2020 年创立。品牌以“治愈头发、疗愈情绪”为初衷，净化从发肤直至身心，致力于为亚洲人定制不同的头皮养护方案。2021 年 6 月，品牌被珀莱雅收购，并在中国大陆正式上市。秉承珀莱雅公司的大单品战略，Off&Relax 自上市以来，成功打造了“清爽蓬松洗发水”和“轻盈发膜”等明星产品。目前，品牌产品线丰富，推出了头皮预洗产品、洗发水、护发素、发膜、头皮精华和护发精油等多个细分品类，价格区间为 150-200 元。据公司年报显示，2023 年，Off&Relax 实现营收 2.15 亿元，同比增长 71.17%，营收占比提升至 2.42%。此外，今年 5 月，公司还推出了专研头皮微生态的功效洗护品牌-惊时 AwakenSeeds，与 Off&Relax 形成了差异化的市场定位和产品特色，有助于满足不同消费群体的需求。综合而言，惊时品牌的推出，进一步丰富了珀莱雅的洗护多品牌、多品类的发展布局。

图 21：彩棠 2024 年 618 大促情况



资料来源：珀莱雅投资者关系官方微信公众号，财信证券

图 22：Off&Relax 2024 年 618 大促情况



资料来源：珀莱雅投资者关系官方微信公众号，财信证券

表 4：悦芙媿产品矩阵

产品	毛孔净澈清 肤泥膜	净澈水感晶透 洁颜蜜	云感特护清透 防晒乳	油橄榄面膜	净澈沁润慕斯 洁面液	舒缓特护精华 液
核心功效	清洁 保湿 去角质	清洁 卸妆 控 油	防晒	保湿	清洁 控油	祛痘 舒缓 修 护
价格	89 元/100g	89 元/120ml	94 元/50g	104 元/12 片	89 元/150ml	189 元/30ml
销量	90 万+	90 万+	80 万+	10 万+	10 万+	6 万+
图片						

资料来源：悦芙媿天猫旗舰店、财信证券

注：数据截至 2024 年 6 月 30 日

图 23：2024 年珀莱雅 618 战报



资料来源：珀莱雅投资者关系官方微信公众号，财信证券

图 24：2024 年彩棠 618 战报



资料来源：珀莱雅投资者关系官方微信公众号，财信证券

图 25：2024 年悦芙媿 618 战报



资料来源：珀莱雅投资者关系官方微信公众号，财信证券

图 26：2024 年 Off&Relax 618 战报



资料来源：珀莱雅投资者关系官方微信公众号，财信证券

图 27：惊时品牌介绍

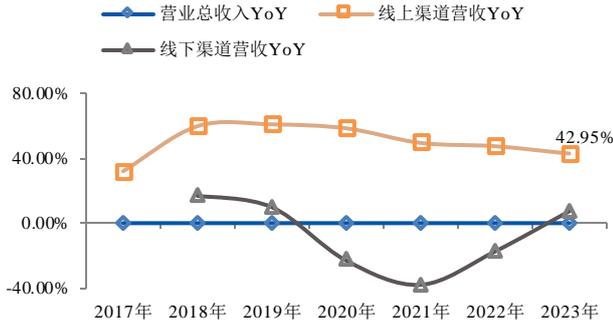


资料来源：惊时天猫官方旗舰店，财信证券

2.2 渠道：重点聚焦线上渠道，多平台持续发力增长

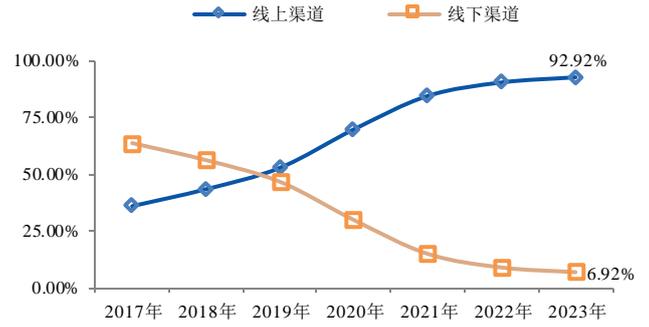
2019 年以前，珀莱雅主要以线下日化、商超、单品牌店模式为主。2017-2018 年线下日化渠道营收占比超 50%。后续随着线上新兴渠道崛起，珀莱雅为抢占先机，开始大力发展线上渠道。2017 年，公司将“线上线下结合”的经营战略调整为“线上渠道为主，线下渠道并行”。2019 年，珀莱雅品牌线上渠道营收占比首次超过线下，线上渠道营收持续攀升。2023 年，公司线上营收占比高达 92.92%，成为众多国货品牌中线上营收占比唯一超九成的品牌。据珀莱雅年报显示，2023 年，公司线上渠道营收突破 80 亿元，连续 6 年保持 40% 以上增长，珀莱雅品牌逆势崛起。

图 28：珀莱雅历年营收增速



资料来源：iFind，财信证券

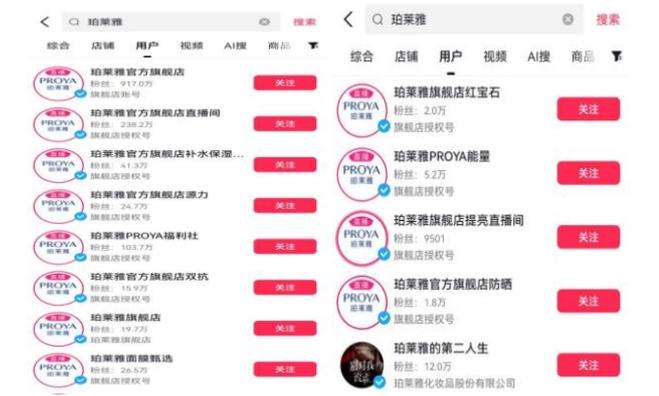
图 29：珀莱雅线上、线下渠道营收占比



资料来源：iFind，财信证券

线上渠道分拆来看，珀莱雅的线上渠道主要分为直营和分销两种模式运营。其中，直营以天猫、抖音、京东、快手、拼多多等平台为主，分销则包括了淘宝、京东、唯品会等平台。天猫端：2018年珀莱雅重组了天猫电商团队，布局了以天猫为主导的直营渠道，营收占比相对较高且相对稳定。2023年，公司持续深化大单品矩阵战略，优化货品和投放结构，核心品类排名及精细化运营效率不断提升。抖音端，珀莱雅通过抖音广告投放、设立抖音小店等方式迅速积累了知名度和曝光量。2019年，公司凭借“KOL种草+主播带货”的打法，成功打造了爆品“黑海盐泡泡面膜”。2020年，珀莱雅重点拓展抖音渠道电商业务，使得抖音渠道成为拉动品牌高速增长的重要引擎。2023年，公司通过在短剧《全职主妇培养计划》中设计了闭环链路实现流量变现。截至2024年6月末，珀莱雅建立了13个品牌直营账号，每个账号侧重的推广不同，其中，红宝石系列、双抗系列、源力系列、能量系列，以及防晒系列均开设了单独账号，其余账号则针对全品类产品推广，公司投放结构进一步得到优化，效率不断提升。

图 30：珀莱雅抖音直播账号矩阵



资料来源：抖音，财信证券

图 31：珀莱雅线上营销情况



资料来源：李佳琦直播间、《全职主妇培养计划》短剧，财信证券

2.3 研发：持续引入高端研发人才，夯实全球化研发布局

公司以自主研发为主、产学研相结合为辅的研发模式，并持续完善基础研究、配方开发、原料等多个环节的研发布局。战略合作上，公司对内与浙江大学、浙江工业大学、杭州电子科技大学、江南大学、北京工商大学等前端研究机构积极开展产学研融合项目；对

外与巴斯夫中国、亚什兰中国、帝斯曼上海、西班牙 LIPOTRUE,S.L.、禾大中国等优秀原料供应商达成了战略合作。据珀莱雅官方账号显示，与珀莱雅达成合作的国际优质原料供应商已涵盖了欧美、日本等 20 多个国家和地区的 100 多个品牌；**研发团队建设上**，公司通过博士后研究站、国家级人才引进等方式打造了专业的研发团队。2022 年，曾任职科蒂集团亚太研发总监魏晓岚女士也加入了珀莱雅研发团队。据公司 2023 年年报显示，公司研发团队已超过 300 人，研发人员占比为 10.84%，远超行业平均水平。其中，硕士研究生及以上学历为 134 人，占研发团队 41.61%，居行业前列。此外，继科学护肤研究室、国际科学研究院和珀莱雅检测中心后，公司杭州龙坞研发中心和上海研发中心也于 2023 年已正式投入使用，后续将持续专注皮肤肌理研究、活性物设计及功效验证等各个方面的研究和开发；**研发策略上**，公司已构建了以消费者需求为核心迭代的研发闭环，使产品为营销服务，在产品概念设计和策划阶段，就为未来营销植入“话题性”和“营销思路”，有助于在更好贴合消费者需求的同时进行营销推广。

表 5：珀莱雅专利、学术研究及行业制定标准情况

类型	具体内容
专利	累计获国家授权专利数 256 项 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
标准发布	累计参与制定了国家标准 17 项、轻工行业标准 4 项，团体标准 26 项
奖项与成果	获省药品监督管理局颁发的“2020-2022 年浙江省化妆品安全科普宣传周活动优胜参与奖”；中国轻工业化妆品行业十强企业年度评奖总排名第一；浙江省化妆品标准化技术委员会秘书处 2023 年度化妆品标准化工作先进单位等奖项；关于红宝石核心技术研究成果的论文发表在英国皮肤学会的《Skin Health and Disease》（皮肤健康与疾病）期刊；《结晶型氨基酸洁面膏的制备及性能研究》论文发表在《日用化学品科学》期刊；《通过珠磨氧化锌及二氧化钛工艺提升防晒力》论文发表在《Frontiers in Materials》期刊；在 IFSCC2023 国际化妆品科学大会上，公司持续携多项科研成果亮相

资料来源：珀莱雅 2023 年年报，财信证券

表 6：珀莱雅研发高管介绍

时间	姓名	背景
2012.08-2022.08	蒋丽刚	1974 年出生，本科学历，中级质量工程师； 曾任玫琳凯（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； 2012 年 8 月加入珀莱雅任研发创新中心配方开发部总监、研发总监； 代表作有《海洋源化妆品探究》，《化妆品配方科学与工艺技术》等
2022.09 至今	魏晓岚	毕业于北京大学化学与分子工程学院，并拥有美国纽约大学斯特恩商学院工商管理硕士学位和美国宾夕法尼亚大学化学博士学位； 2018 年加入全球知名香水和化妆品巨头科蒂集团，任职亚太区研发副总裁； 2022 年 9 月加入珀莱雅任首席科学官。深耕化妆品及消费品行业，在化妆品原料、化学材料、配方开发和香水设计等多领域拓展，先后在全球知名学术期刊发表论文 10 余篇，专利研究 20 余项，涵盖化合物合成、高分子材料、配方以及功效原料等方面；

资料来源：iFind，财信证券

3 化妆品行业：短期表现疲软，但中长期需求向好

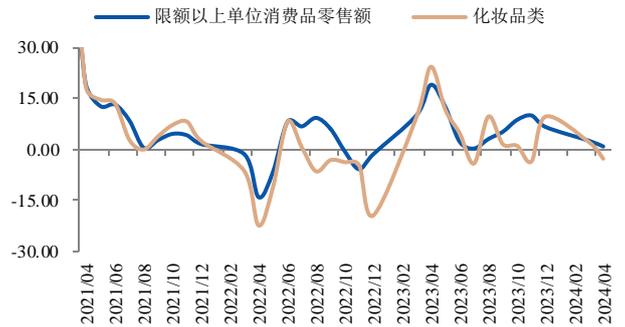
2024年以来化妆品大盘表现略弱于行业整体,行业正处于复苏阶段。2024年1-4月,化妆品类商品零售同比增长2.1%,表现低于同期社零大盘增速,我们猜测主要为三方面原因,一是受消费复苏放缓影响,作为可选消费的化妆品类受到一定程度抑制,整体表现不佳;二是2022年在疫情影响和企业竞争降价背景下,消费者手头库存积累较多,导致消费者当前依旧处于去库存阶段,购买力相对偏弱;三是受线上流量红利见顶,以及新营销模式兴起影响,单一渠道依赖较重,转型较慢的品牌暂时性承压。

图 32：化妆品类商品累计零售情况（亿元，%）



资料来源：iFind，财信证券

图 33：限额以上单位消费品零售额月度同比增速（%）



资料来源：iFind，财信证券

3.1 市场竞争进一步加剧，头部品牌增长强劲

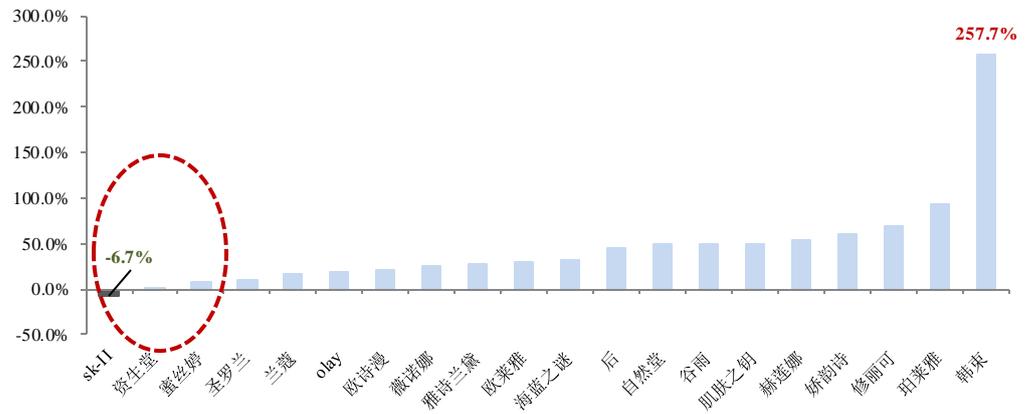
据青眼情报统计,2024年1-5月TOP10品牌集中度为13.5%,相较于2023年和2022年分别下滑2.6pct和4.8pct,市场竞争进一步加剧。从品牌增速来看,头部增长势头强劲,但分化有所加剧。TOP20品牌GMV同比增长38.9%,高于线上美妆市场整体增速。TOP20品牌中绝大多数均取得双位数的增长,韩束更是以257.7%的增速成为TOP20品牌中同比涨幅最大的品牌,仅有SK-II、资生堂为代表的日系品牌表现相对不佳,SK-II甚至出现了同比负增长,资生堂仅同比增长0.7%。

表 7：线上渠道美妆类目 TOP10 品牌榜

排名	2024 年 1-5 月 品牌榜	GMV (亿元)	2023 年 品牌榜	GMV (亿元)
1	欧莱雅	51.98	欧莱雅	113.39
2	珀莱雅	46.37	兰蔻	98.5
3	韩束	37.91	珀莱雅	95.6
4	兰蔻	37.64	雅诗兰黛	93.71
5	雅诗兰黛	37.35	OLAY	60.65
6	海蓝之谜	23.32	SK-II	60.73
7	OLAY	20.84	海蓝之谜	56.1
8	SK-II	20.83	赫莲娜	46.68
9	赫莲娜	18.72	韩束	45.38
10	圣罗兰	18.17	薇诺娜	45.31

资料来源：青眼情报，财信证券

图 34：2024 年 1-5 月线上渠道 TOP20 品牌同比增速

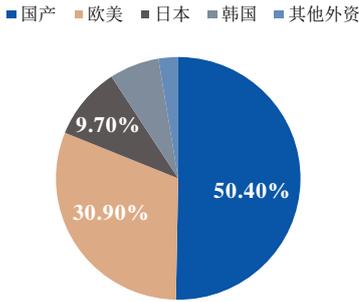


资料来源：青眼情报，财信证券

3.2 文化自信+理性消费崛起，国货品牌加速突围

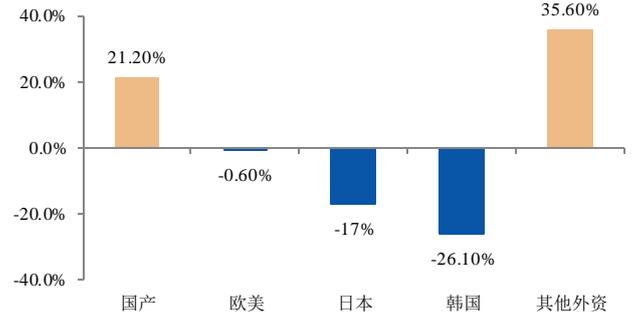
据青眼情报《2023 年中国化妆品年鉴》统计，2023 年，中国市场国产品牌化妆品市场规模已明显超过外资品牌。其中，国货品牌以 50.4% 的市场份额，稳居国内化妆品市场的半壁江山，其次分别为欧美、日本、韩国和其他外资品牌。此外，据青眼资讯发布的 1-5 月线上渠道美妆类目 TOP20 品牌榜单来看，共有 6 个国产品牌入围，分别为珀莱雅、韩束、谷雨、自然堂、薇诺娜和欧诗漫，入围品牌个数与 2023 年持平。其中，珀莱雅、韩束位居榜单第二、第三位，分别较 2023 年上升 1 位和 6 位、同比增速为 93.4% 和 257.7%，增长势头十分强劲。我们猜测主要是在文化自信和理性消费崛起背景下，国货品牌势能持续向上，再叠加产品本身所具备的高性价比，以及线上流量红利，国货品牌快速突围。

图 35：2023 年中国及外资品牌化妆品市占情况



资料来源：青眼情报，财信证券

图 36：2023 年中国及外资品牌化妆品销售情况



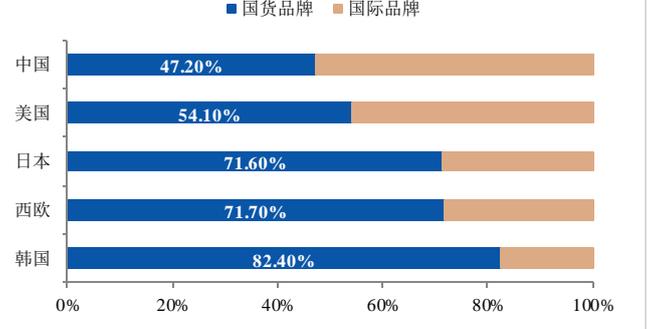
资料来源：青眼情报，财信证券

图 37：中国化妆品行业市场规模（亿元）



资料来源：弗若斯特沙利文，财信证券

图 38：各国化妆品行业国货及国际品牌零售额占比



资料来源：弗若斯特沙利文，财信证券

3.3 人均化妆品消费量处于相对低位，行业空间发展广阔

目前，我国为全球第二大化妆品消费市场，但较发达国家，人均化妆品消费量仍处低位。据 Euromonitor 和《2022 年美妆原料与产品洞察报告》显示，2021 我国人均化妆品消费约为 62 美元，与美国的 310 美元、韩国的 266 美元、日本 263 美元还存在差距。后续随着国民生活水平不断提高，消费结构持续优化，我国化妆品市场规模还有较大的提升空间。据弗若斯特沙利文报告显示，2015-2021 年，我国化妆品市场规模由 4801 亿元增长至 9468 亿元，年复合增长率为 12.6%，远高于全球化妆品市场同期 2.2% 的年复合增长率，市场仍处于快速扩张阶段。据弗若斯特沙利文预测，2026 年我国化妆品市场规模将达到 14822 亿元，2022-2026 年的年复合增长率预计为 9.38%，我国化妆品市场或将继续保持快速增长。

3.4 外资品牌在华失速，进一步释放市场空间

据青眼资讯发布的《2023 年中国化妆品年鉴》统计显示，截至 2023 年年末，外资品牌仍占据了我国化妆品市场近五成的市场份额，远高于法国、美国、日本等国化妆品行业外资企业的市场份额。虽然外资品牌具备先发优势，但近年来外资品牌增长明显乏力。据

青眼情报数据显示，2023 年线上渠道美妆类目 TOP20 品牌增速来看，国货品牌同比为 24%，而外资品牌则同比下滑 0.9%。我们猜测主要为两方面原因，一方面，由于外资品牌产品创新速度慢，“本土化”进展缓慢，再叠加线上线下群渠道运营缺乏敏锐反应度，使得其逐步丧失了先发优势。另一方面则是受地缘政治事件影响。据未来迹统计，2023 年前三季度，资生堂同比增长 3.6%，但受日本排泄核污水事件影响，Q3 出现负增长。LG 生活健康、爱茉莉太平洋亚洲市场 2023 年前三季度业绩同比下滑 14.9% 和 13%。后续来看，随着消费持续复苏，消费意愿进一步回升，具备高性价比的国货品牌或将加速崛起，持续抢占外资品牌释放的市场空间。

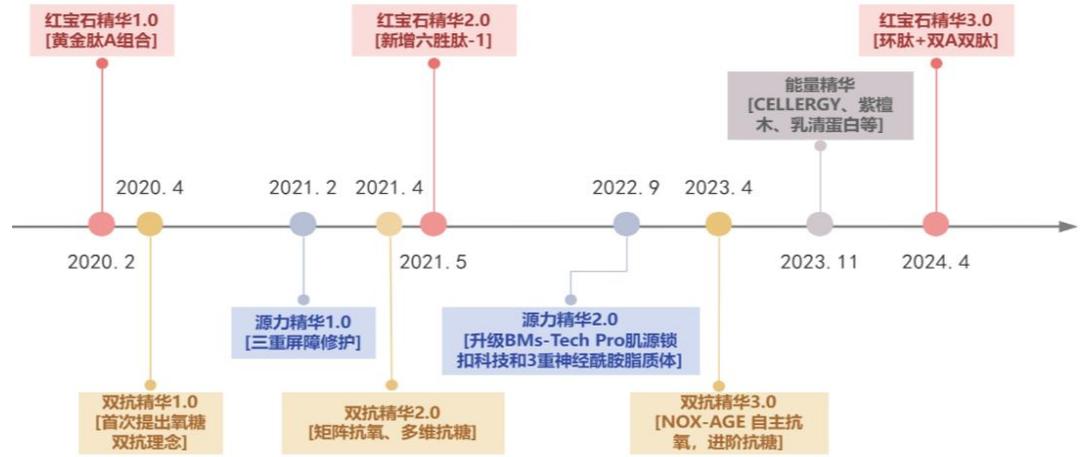
4 公司未来看点

4.1 产品端：大单品持续迭代夯实规模基本盘，多元布局打开成长上限

一方面，纵观国际品牌，打造具备高复购、高毛利的大单品以支撑品牌长期、稳定增长已成为品牌崛起，穿越时间周期的必经之路。而参考成功大单品的经验，可以发现大单品的生命周期基本在 10 年以上，核心大单品甚至达到了几十年。比如，海蓝之谜的神奇面霜至今有将近 60 年的历史，神仙水有 44 年、小棕瓶精华有 42 年、小黑瓶精华有 15 年。而主品牌珀莱雅的核心大单品红宝石精华、双抗精华、源力精华、能量精华分别推出于 2020 年 2 月、2020 年 4 月，2021 年 2 月、2024 年 1 月，至今均不到 5 年，能量精华自推出至今更是不到半年时间。因此，参考海外大单品超 10 年以上的生命周期来看，珀莱雅核心大单品还具有广阔的发展前景。

此外，我们在复盘雅诗兰黛经久不衰的大单品-小棕瓶的成长路径时发现，产品自 1982 推出至今已迭代至第七代，成分配方持续升级，产品生命周期不断延伸、价格中枢也不断上移。珀莱雅的三大核心单品，红宝石精华、双抗精华、源力精华目前已迭代至第三代、第三代和第二代。2023 年 11 月，公司还推出了定位中高端的能量精华，产品价格再度进阶。综上所述，我们认为产品持续迭代升级，不仅能巩固其自身优势，还能根据市场变化优化配方，延长产品的生命周期。与此同时，升级迭代所伴随的价格中枢上移也将进一步支撑品牌长期发展。此外，珀莱雅品牌还通过大单品横向衍生形成产品矩阵，不断打开单一产品天花板。珀莱雅核心大单品红宝石、双抗、源力系列分别延伸出了水、乳、眼霜、面霜等多款产品，进一步放大了大单品带动效应，量增趋势显著。

图 39：珀莱雅精华纵向迭代情况



资料来源：珀莱雅官网，财信证券

表 8：国际头部品牌大单品

	海蓝之谜	SK-II	雅诗兰黛	兰蔻
大单品	神奇面霜	护肤精华露	小棕瓶精华	小黑瓶精华
类型	面霜	精华水	精华	精华
推出时间	1965年	1980年	1982年	2009年
主要功效	愈颜抗老	紧致抗老	夜间修护抗老	深层修护
主要成分	深海巨藻和其他精纯成分发酵萃炼出的神奇活性精萃 MiracleBroth™	蕴含90%以上 PITERA™	二裂酵母、律波肽、 玻尿酸	酵母益生元精粹、深 润玻尿酸、VC ¹² 协 同腺苷
图片				
价格	3160元/60ml	1450元/250ml	960元/50ml	1100元/50ml

资料来源：LAMER 官网，SK-II 官网、雅诗兰黛官网、兰蔻官网，财信证券

另一方面，相较于单一品牌在市场波动或竞争加剧所面临的风险，多品牌发展的模式不仅能分散风险，还能提高企业的稳定性。截至目前，公司已搭建了以珀莱雅为主，彩棠、off&relax、悦芙媞等品牌在内的多品牌矩阵，涵盖了大众精致护肤、彩妆、洗护、高功效护肤等多个美妆领域。据公司2023年年报显示，珀莱雅主品牌实现营收为71.77亿元，营收占比为80.4%；子品牌彩棠营收为10.01亿元，同比增速高达75%，营收占比提升至11.21%，已逐渐成为公司的第二增长极。此外，off&relax、悦芙媞等品牌增长势头也较为强劲。Off&relax、悦芙媞品牌2023年营收同比增速分别高达70.63%和62.03%。2024年5月，公司还推出了全新洗护品牌-惊时，后续也有望为公司贡献新的增长极。

反观其他国货品牌，贝泰妮旗下品牌薇诺娜2023年营收占比为93.99%，而被寄予厚望的薇诺娜baby营收仍不尽人意，营收占比仅为2.72%。而水羊股份虽早早搭建了涵盖御泥坊、大水滴、伊菲丹等、小迷糊等在内多品牌矩阵，但至今仍未形成具备穿越时间周

期的核心品牌。2023 年度，主品牌御泥坊业绩也出现了显著下滑。整体而言，我们认为珀莱雅多品牌战略的成功，一定程度上说明了珀莱雅已具备了打造大单品、打造成功品牌的能力，后续虽然可能会面临着来自市场各方面的挑战，但成功的方法论让珀莱雅占据了先发优势，成长上限进一步被打开。

4.2 营销端：以消费者为核心成功运营方法论有望持续复制

在珀莱雅二十周年战略发布会上，总经理方玉友复盘了围绕线下渠道领先、电子商务、单品牌店运营做增长的“三架马车战略”、以及 2018 年为适应互联网发展而提出的国际化、平台化、生态化、年轻化的四化战略、并再度强调了以消费者需求为核心的“6*N”战略。区别于之前“话题性产品+头部 KOL 炒作+不断圈层扩张”的营销模式，新策略一切以消费者为核心进行业务规划，并事先针对消费者需求进行产品开发和研发体系搭建。也就是常说的营销前置化打法，使产品为营销服务，在产品概念设计和策划阶段，就为未来营销植入“话题性”和“营销思路”。其中，红宝石面霜推广的大获成功也就非常好的验证这个模式。另一方面，相较于之前定位的三、四线 35 岁+女性客群，珀莱雅现在的目标客群为一线、新一线及二线城市的新锐白领和 Z 世代为主。公司也更注重提升品牌在年轻消费者群体中的曝光度和影响力。整体而言，我们认为，随着年轻人群成为国内护肤消费的主体，消费行为不断改变，年轻化的品牌定位，以及已被验证可行运营方法论或将为品牌抢占先发优势，持续增长。

5 盈利预测和估值

5.1 盈利预测

护肤类：2023 年，公司护肤类实现营业收入 75.59 亿元，同比增长 37.85%。作为国内大众化精致护肤品牌，珀莱雅持续打造和优化核心大单品矩阵，强化品牌张力，提升品牌生命力。今年 1 月公司针对熟龄肌抗老客群上线了首个高端产品系列-能量系列，主打温和抗皱修护，发力 400 元+价格带，后续随着高端产品持续放量或将拉动公司整体价格带上移。我们预计 2024-2026 年护肤类营业收入分别为 94.37 亿元、112.13 亿元和 128.95 亿元，预计 2024-2026 年毛利率分别为 70.43%/70.41%/70.37%。

彩妆类：彩妆品牌彩棠已成为公司第二增长极，2023 年营收占比突破 10%。后续，公司将持续夯实大单品策略，维持现有面部彩妆行业 TOP 地位，重点突破粉底、气垫、粉饼 3 大品类，进一步完善底妆布局。营销方面，公司有望继续打透“专为中国面孔定制的专业化妆师品牌”心智，建立彩棠专业的品牌印象并进行心智渗透。我们预计 2024-2026 年彩妆类收入分别为 15.44 亿元、19.96 亿元和 24.35 亿元。2024-2026 年毛利率将稳步提升，预计毛利率分别为 71.95%/73.01%/73.76%。

洗护类：2023 年，Off&Relax 持续提升核心爆品“OR 清爽蓬松洗发水”和“OR 轻盈发膜”的市场渗透率和单品声量。同时，品牌还建立和深化品牌“亚洲头皮健康专家”心智，推出进阶控油系列和防脱系列，控油系列核心单品“OR 净养控油头皮凝露”，核

心产品矩阵进一步拓展。据珀莱雅年报披露，OR 品牌 2023 年实现营收 2.15 亿元，同比增长 71.17%，增长势头强劲。2024 年 5 月，公司还推出了专研头皮微生态的功效洗护品牌-惊时。此外，经过二十年技术沉淀，珀莱雅上海头部护理研发中心及 Off&Relax 上海功效评价中心也已于 2023 年正式投入使用。后续来看，随着公司研发和供应链资源逐渐整合，产品迭代升级有望进一步加快，再叠加中高端护发赛道景气度不断提升，公司洗护类产品有望持续放量。我们预计 2024-2026 年洗护类收入分别为 3.39 亿元、4.90 亿元和 6.70 亿元。2024-2026 年毛利率将稳步提升，预计毛利率分别为 62.45%/62.65%/64.38%。

综上所述，我们预计公司 2024-2026 年收入分别为 113.37/137.19/160.24 亿元，同比增长 27.31%/21.02%/16.80%。公司 2024-2026 年毛利率分别为 70.33%/70.45%/70.54%。

5.2 估值分析

基于上述关键假设，2024-2026 年，预计公司实现净利润 15.83/18.99/22.34 亿元，EPS 分别为 3.99/4.79/5.63 元，当前股价对应的 PE 分别为 25.61/21.35/18.15 倍，考虑到：1) 2024 年，公司营收增速预计在 20% 以上，利润增速预计在 30% 以上；2) 根据 iFind 一致预期，截止 2024 年 7 月 3 日，可比公司贝泰妮、丸美股份、上海家化 2024 年业绩对应的 PE 分别为 21.4、37.73、18.41 倍，PE 平均值为 25.85 倍；作为国货美妆龙头，珀莱雅战略规划清晰且具有前瞻性，多元化业务布局优势凸显、渠道和营销模式也更为成熟，我们给予公司 2024 年 27-33 倍 PE 估值，目标市值为 427.43-506.58 亿元，对应目标价为 107.73-127.68 元。维持公司“买入”评级。

表 9：同行估值对比分析

代码	公司名称	市值 (亿元)	PE (TTM)	2024PE	2025PE	2026PE	收入 CAGR (2024-2026)	利润 CAGR (2024-2026)
300957.SZ	贝泰妮	197.14	25.43	21.4	16.84	13.89	22.53%	24.88%
603983.SH	丸美股份	106.79	36.65	37.73	36.9	30.5	20.21%	11.74%
600315.SH	上海家化	119.83	22.79	18.41	14.15	11.87	11.60%	26.52%
	平均值		28.29	25.85	22.63	18.75	18.11%	21.05%
603605.SH	珀莱雅	405.49	31.47	25.61	21.35	18.15	21.63%	23.22%

资料来源：iFind (除珀莱雅外，其余公司数据采用 iFind 一致预期数据)，财信证券

6 风险提示

宏观经济波动风险；行业政策变化风险；市场竞争加剧风险；产品研发和注册风险；产品质量风险等。

报表预测(单位:百万元)						财务和估值数据摘要					
利润表	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	主要指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	6,385.45	8,904.57	11,336.53	13,719.01	16,023.52	营业收入	6,385.45	8,904.57	11,336.53	13,719.01	16,023.52
减: 营业成本	1,934.85	2,677.45	3,363.70	4,054.65	4,721.27	增长率(%)	37.82	39.45	27.31	21.02	16.80
营业税金及附加	56.39	90.66	105.02	127.10	148.45	归属母公司股东净利润	817.40	1,193.87	1,583.28	1,899.09	2,233.59
营业费用	2,785.84	3,972.20	4,958.60	6,034.99	7,068.14	增长率(%)	41.88	46.06	32.62	19.95	17.61
管理费用	327.30	455.44	580.43	699.67	818.80	每股收益(EPS)	2.06	3.01	3.99	4.79	5.63
研发费用	128.01	173.57	211.99	266.15	307.65	每股股利(DPS)	0.62	1.28	1.37	1.64	1.93
财务费用	-41.00	-59.08	-34.24	-42.00	-67.00	每股经营现金流	2.80	3.69	4.97	5.67	6.33
减值损失	-169.94	-118.49	-217.66	-253.80	-285.22	销售毛利率	0.70	0.70	0.70	0.70	0.71
加: 投资收益	-5.66	-17.39	-11.70	-14.00	-18.35	销售净利率	0.13	0.14	0.14	0.14	0.14
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	净资产收益率(ROE)	0.23	0.27	0.29	0.29	0.28
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	投入资本回报率(ROIC)	0.45	0.66	0.73	0.93	1.13
营业利润	1,057.59	1,502.78	1,954.93	2,343.91	2,755.91	市盈率(P/E)	49.61	33.96	25.61	21.35	18.15
加: 其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	市净率(P/B)	11.67	9.43	7.59	6.16	5.03
利润总额	1,054.15	1,495.32	1,950.11	2,339.10	2,751.10	股息率(分红/股价)	0.01	0.01	0.01	0.02	0.02
减: 所得税	222.87	264.52	360.22	432.07	508.18	主要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	831.28	1,230.80	1,589.89	1,907.03	2,242.92	收益率					
减: 少数股东损益	13.88	36.94	6.62	7.94	9.33	毛利率	69.70%	69.93%	70.33%	70.45%	70.54%
归属母公司股东净利润	817.40	1,193.87	1,583.28	1,899.09	2,233.59	三费/销售收入	49.40%	50.39%	49.16%	49.40%	49.64%
资产负债表	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	EBIT/销售收入	15.87%	16.13%	16.90%	16.74%	16.75%
货币资金	3,161.00	4,011.09	4,925.77	6,255.85	7,789.96	EBITDA/销售收入	17.24%	17.16%	19.04%	18.53%	18.07%
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	销售净利率	13.02%	13.82%	14.02%	13.90%	14.00%
应收和预付款项	193.64	554.82	346.27	432.95	497.77	资产获利率					
其他应收款(合计)	73.56	81.97	132.18	159.96	186.84	ROE	23.19%	27.45%	29.38%	28.61%	27.56%
存货	669.05	797.22	986.81	1,164.52	1,370.59	ROA	14.15%	16.30%	19.70%	20.13%	20.17%
其他流动资产	49.74	99.77	115.43	139.69	163.16	ROIC	44.61%	66.25%	73.39%	92.63%	113.45%
长期股权投资	138.53	113.57	109.02	103.17	97.82	资本结构					
金融资产投资	146.40	107.66	107.66	107.66	107.66	资产负债率	38.78%	39.91%	32.88%	29.93%	27.39%
投资性房地产	68.65	66.16	57.37	48.58	39.79	投资资本/总资产	31.10%	29.16%	25.22%	20.49%	17.10%
固定资产和在建工程	784.17	893.49	760.31	625.76	489.86	带息债务/总负债	41.43%	32.96%	18.16%	7.87%	0.28%
无形资产和开发支出	420.32	404.69	337.24	269.79	202.34	流动比率	2.90	2.62	3.06	3.18	3.35
其他非流动资产	73.00	192.65	159.06	125.47	125.47	速动比率	2.34	2.10	2.46	2.58	2.75
资产总计	5,778.07	7,323.08	8,037.12	9,433.41	11,071.26	股利支付率	30.18%	42.70%	34.30%	34.30%	34.30%
短期借款	200.20	200.16	0.00	0.00	0.00	收益留存率	69.82%	57.30%	65.70%	65.70%	65.70%
交易性金融负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资产管理效率					
应付和预收款项	1,039.77	1,600.07	1,794.99	2,163.71	2,519.44	总资产周转率	1.11	1.22	1.41	1.45	1.45
长期借款	728.21	763.09	479.88	222.03	8.43	固定资产周转率	11.07	10.58	15.81	23.21	34.55
其他负债	272.67	359.45	368.13	437.27	504.11	应收账款周转率	62.51	25.30	71.57	66.73	69.00
负债合计	2,240.85	2,922.77	2,643.00	2,823.02	3,031.98	存货周转率	2.89	3.36	3.41	3.48	3.44
股本	283.52	396.76	396.76	396.76	396.76	估值指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
资本公积	914.82	864.15	864.15	864.15	864.15	EBIT	1,013.15	1,436.24	1,915.87	2,297.10	2,684.10
留存收益	2,326.15	3,088.64	4,128.92	5,376.71	6,844.28	EBITDA	1,100.68	1,528.02	2,158.89	2,541.47	2,896.24
归属母公司股东权益	3,524.49	4,349.55	5,389.83	6,637.62	8,105.19	NOPLAT	802.33	1,190.34	1,567.05	1,877.85	2,193.36
少数股东权益	12.73	50.77	57.38	65.32	74.65	归母净利润	817.40	1,193.87	1,583.28	1,899.09	2,233.59
股东权益合计	3,537.22	4,400.31	5,447.21	6,702.94	8,179.84	EPS	2.06	3.01	3.99	4.79	5.63
负债和股东权益合计	5,778.07	7,323.08	8,090.22	9,525.96	11,211.82	BPS	8.75	10.83	13.46	16.60	20.30
现金流量表	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	PE	49.61	33.96	25.61	21.35	18.15
经营性现金净流量	1,110.06	1,464.33	1,970.39	2,247.75	2,509.86	PEG	1.18	0.74	0.79	1.07	1.03
投资性现金净流量	-298.22	-475.83	-10.50	-11.07	-15.12	PB	11.67	9.43	7.59	6.16	5.03
筹资性现金净流量	-65.25	-460.28	-1,045.21	-906.60	-960.63	PS	6.35	4.55	3.58	2.96	2.53
现金流量净额	745.93	529.47	914.68	1,330.08	1,534.11	PCF	36.53	27.69	20.58	18.04	16.16

资料来源: 财信证券, iFinD

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唯一参考因素，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