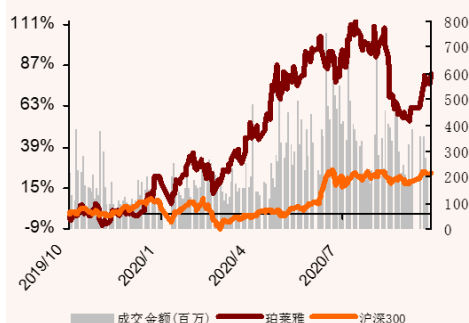


首席分析师： 芦冠宇
执业证书编号： S1220520100001
E-mail luguanyu@foundersc.com

历史表现：



数据来源：wind 方正证券研究所

相关研究

《化妆品重磅深度一：营销、渠道更迭今昔何处？三十载沉浮寻流量方向》2020.10.18

请务必阅读最后特别声明与免责条款

珀莱雅：国货美妆龙头的穿越周期之旅

珀莱雅(603605)

公司研究

休闲服务行业

公司深度报告

2020.10.21/推荐(首次)

摘要：公司深耕大众美妆，以多品牌、多品类、多渠道作为发展方向，扁平式架构驱动进化，构建覆盖上下游的强大生态圈。

投资要点：

1、化妆品赛道景气度高，但竞争激烈，市场变化快。2009-2019年，中国化妆品市场由1845亿元激增至4777亿元，CAGR 10%，行业景气度高。对标日本/韩国，从人均化妆品消费来看，行业仍有6倍以上空间。与此同时，化妆品赛道涛怒湍急，从线下转战线上、电广营销到社媒崛起、草本护肤到烟酰胺/视黄醇备受追捧，渠道、营销、产品不断变化。胜出者唯有具备狼性，能够不断学习进化，培育出穿越周期的能力。

2、更灵活的组织架构与更多元的品牌产品矩阵，培育公司穿越周期的能力。公司将赛马机制与扁平式架构相结合，同类部门竞争开发项目，互补的部门相联动，项目组就地成立，结项后原地解散。灵活且狼性的组织架构帮助公司快速捕捉行业变化，驱动公司成立电商团队积极拥抱线上，入股MCN机构融入社媒营销潮流，构建涵盖珀莱雅、优资莱、彩棠等众多品牌、包括精华液、眼霜、口红等上千种SKU的多品牌、多品类矩阵，为公司高速增长提供强劲动力。

3、爆品、渠道、品牌做加法，公司成长确定性强。短期来看，公司生态布局完善，拥有爆品打造体系，能够通过爆品实现消费客群破圈，提高现有品牌在更高层级客群中的认知度。中期来看，公司按照全渠道布局，是行业内少有的线上/线下健康发展的本土企业，强大的渠道能力帮助公司覆盖更多的下沉市场，抓住行业空间红利。长期来看，公司内部孵化+外延布局，赋能化妆品生态链，组建多元化品牌矩阵，不断扩大自身规模边界，有望实现长期的、持续的增长。

投资建议：结合股权激励和经营现状，预计公司20-22年实现营业收入37.59/46.78/56.82亿元，归母净利润4.85/6.07/7.48亿元，对应EPS为2.41/3.02/3.72元，对应P/E为67.20/53.70/43.58x。首次覆盖给予公司“推荐”评级。

风险提示：消费恢复不及预期；新品牌孵化不及预期；线上渠道增速持续时间不及预期。

盈利预测:

单位/百万	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	3123.52	3759.16	4678.45	5682.42
(+/-) (%)	32.28	20.35	24.45	21.46
净利润	392.68	485.15	607.18	748.10
(+/-) (%)	36.73	23.55	25.15	23.21
EPS (元)	1.95	2.41	3.02	3.72
P/E	44.95	67.20	53.70	43.58

数据来源: wind 方正证券研究所

目录

1. 公司概况：大众市场佼佼者，营收持续高增长	6
1.1 大众市场佼佼者，市占率逐步提升	6
1.2 业绩表现再上层楼，财务质量优	7
1.3 创始人持股比例高，核心骨干激励持股	8
2. 行业分析：景气度高、变化快，本土品牌聚焦大众市场	9
2.1 行业空间：市场规模大，彩妆增速明显	9
2.2 行业格局：行业节奏变化快，本土品牌趋势上升	11
2.3 行业趋势：目标客群细分，品牌矩阵是大趋势	14
3. 组织架构：赛马机制+扁平式架构，底层驱动进化	14
3.1 扁平式架构+赛马机制，培育狼性文化	14
3.2 外延拓展持续进化，布局产业链生态	15
4. 营销：营销突进，入股 MCN 复制年轻品牌打法	16
4.1 聚焦营销软实力，公司加码营销投入	16
4.2 入股内容运营 MCN，抓住年轻消费客群	17
5. 产品：产品为锚，守正出奇打造多品牌矩阵	18
5.1 内生孵化+代理，构建多品牌矩阵	18
5.2 爆品+大单品，守正出奇探索产品矩阵	19
6. 渠道：线下为盾、线上为矛，把握渠道红利	22
6.1 线下渠道：线下为盾，结构优化实现稳中有升	23
6.2 线上渠道：电商为矛，精细化运营驱动高增长	24
7. 研发：研发贴近需求，数字化驱动精细管理	25
7.1 研发投入大，专业团队打造痛点产品	25
7.2 自建优质产能，数字化驱动智能制造	26
8. 爆品、渠道、品牌做加法，培育穿越周期能力	28
8.1 产业链布局完善，拥有打造爆款的能力	28
8.2 全渠道布局，渠道高增长仍可期	29
8.3 内部孵化+外延布局，建设品牌矩阵	29
9. 盈利预测和估值	30

图表目录

图表 1:	公司市占率居国产前列	6
图表 2:	公司发展历程	7
图表 3:	公司历年营业收入及增速	7
图表 4:	公司历年归母净利润及增速	7
图表 5:	护肤类是公司收入主要来源 (亿元)	8
图表 6:	公司毛/净利率相对稳定	8
图表 7:	公司存货/应收周转处于行业健康水平	8
图表 8:	公司净资产收益率持续改善	8
图表 9:	公司股权集中在创始人侯军呈家族	9
图表 10:	2019 年限制性股权激励计划解锁情况	9
图表 11:	国内美妆护理市场持续高增长	10
图表 12:	2018 年中国是全球第二大化妆品市场	10
图表 13:	中国化妆品市场零售额 (亿元)	10
图表 14:	我国人均化妆品消费水平低 (美元)	10
图表 15:	近年来彩妆市场增速明显 (亿元)	11
图表 16:	国货彩妆品牌线上销量领先	11
图表 17:	2010-2018 年线上渠道快速发展	12
图表 18:	2010-2019 年化妆品集团市占率变化	12
图表 19:	2010-2019 年化妆品品牌市占率变化	12
图表 20:	线上/CS 渠道接力高速增长 (百万元)	13
图表 21:	本土品牌市占率逐步提升	13
图表 22:	大众市场 TOP10 品牌市占率	14
图表 23:	大众市场 TOP10 公司市占率	14
图表 24:	化妆品市场品牌集中度下降	14
图表 25:	2018 年中国化妆品品牌集中度低	14
图表 26:	扁平化架构推动公司高效管理	15
图表 27:	公司利用生态链为子品牌进行赋能	16
图表 28:	公司与国家地理展开跨界 IP 合作	17
图表 29:	公司推广宣传费用高速增长	17
图表 30:	公司内容营销平台切换	17
图表 31:	公司联合影视平台推出“发现影像”	18
图表 32:	公司代言人向年轻 Idol 迭代	18
图表 33:	公司旗下子品牌矩阵	18
图表 34:	主打东方美的彩棠眼影盘	19
图表 35:	巴哈马风格的印彩巴哈系列	19
图表 36:	护肤类是公司主要产品, 彩妆类增长迅速	20
图表 37:	泡泡面膜使用效果夸张, 极具传播力	20
图表 38:	泡泡面膜火爆期间公司线上市占率创新高	21
图表 39:	泡泡面膜火爆期间带动公司线上高增长	21
图表 40:	多胺及维 A 醇主要功效及产品	22
图表 41:	公司红宝石系列产品	22
图表 42:	蔡徐坤同款双抗系列	22
图表 43:	2019 年分渠道营收占比	23
图表 44:	线上高速增长, 线下逐步回升	23
图表 45:	公司经销模式与大型 B2C 平台返利率	23

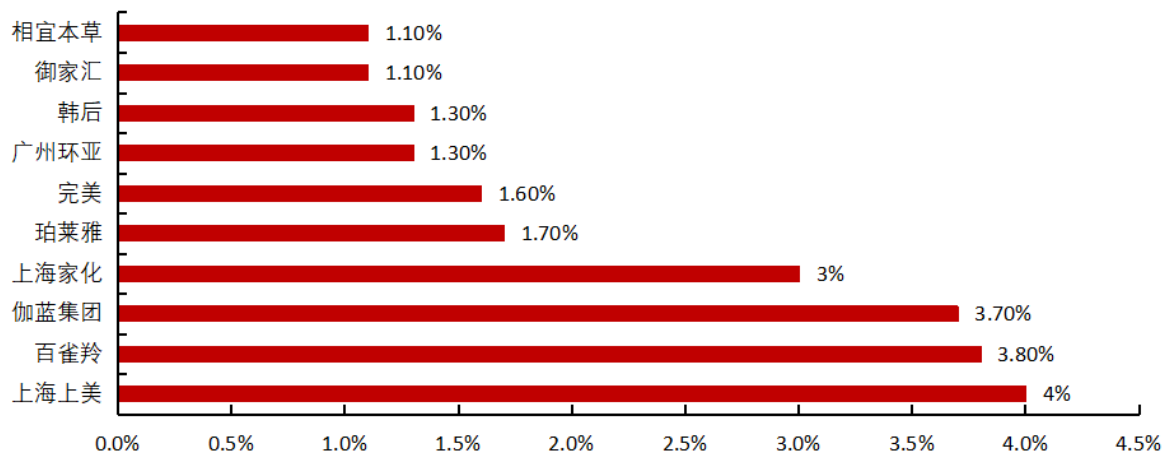
图表 46:	线下渠道营收稳中有升	24
图表 47:	公司与天猫/京东/唯品会展开合作	25
图表 48:	公司线上渠道营收高速增长	25
图表 49:	电商团队细分为三大事业群	25
图表 50:	公司研发费用投入大	26
图表 51:	护肤类产品的研发流程	26
图表 52:	公司医药级标准生产车间	27
图表 53:	公司近年管理费用率下降	28
图表 54:	湖州工厂自动化面膜生产线	28
图表 55:	美妆种草转化工业流程	29
图表 56:	公司爆款流水线初具规模	29
图表 57:	社零、化妆品零售同比增速回暖	29
图表 58:	公司的品牌矩阵仍在不断建设中	30
图表 59:	公司分业务盈利预测	30
图表 60:	相关上市公司盈利预测与估值	31

1. 公司概况：大众市场佼佼者，营收持续高增长

1.1 大众市场佼佼者，市占率逐步提升

公司专注于化妆品的研发、生产和销售，定位大众市场，旗下拥有“珀莱雅”、“优资莱”、“韩雅”、“悦芙媿”等品牌。产品以护肤类为主，覆盖护肤品、彩妆、清洁洗护、香薰等化妆品领域，能够满足不同年龄、偏好的消费者需求。公司自创立以来借助 CS 渠道差异化竞争，渗透低线城市，近年来借助线上渠道实现快速增长，构建了覆盖日化专营店、百货商场、超市、电子商务和单品牌直营店的多渠道销售网络。根据智研咨询数据，2018 年公司在国内大众市场位居第 13 名，国产品牌第 5 名，市占率 1.7%，相比 2012 年提升 0.3pct。

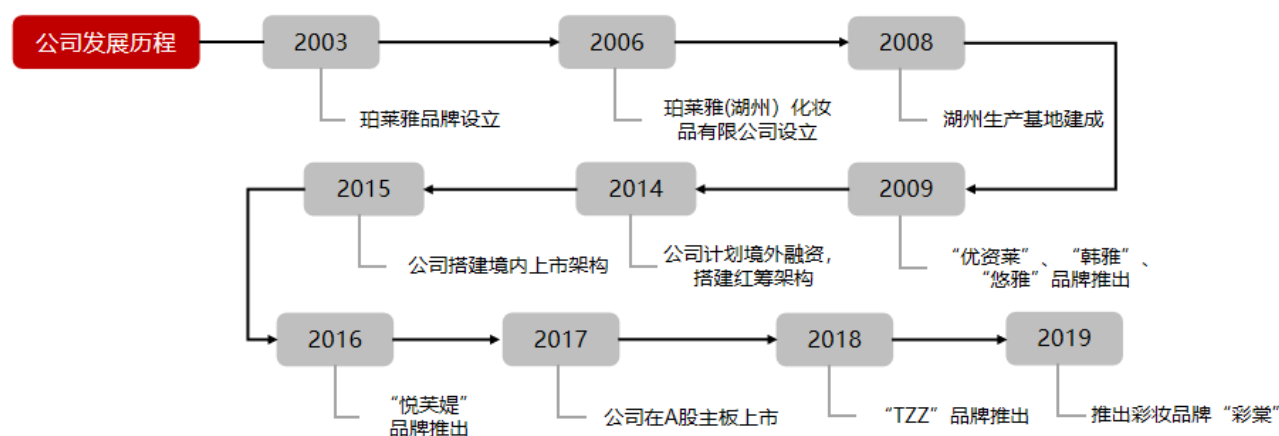
图表1： 公司市占率居国产前列



资料来源：中国产业信息网，方正证券研究所

十七年品牌历久弥新，A 股上市美妆第一家。2003 年，创始人侯军呈设立品牌珀莱雅；2006 年，公司前身珀莱雅（湖州）化妆品有限公司设立；2008 年，公司湖州生产基地建成；2009 年，公司推出“优资莱”、“韩雅”、“悠雅”品牌；2014 年，公司计划境外融资，搭建红筹架构；2015 年，公司决定终止境外融资计划，重新搭建境内上市架构；2016 年，公司推出“悦芙媿”品牌；2017 年，公司在 A 股主板上市，成为 A 股首家上市美妆公司。

图表2： 公司发展历程

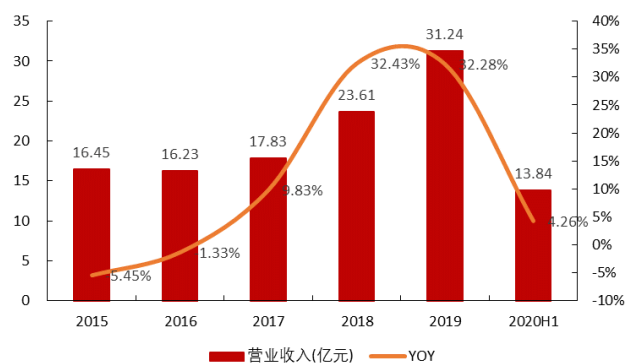


资料来源：公司公告，方正证券研究所

1.2 业绩表现再上层楼，财务质量优

发力电商渠道实现快速增长，2020年Q1受疫情冲击业绩略有下滑。自2017年11月上市以来，受益于行业景气和电商渠道发力，公司营收实现高速增长。2017-2019年，公司营收17.83/23.61/31.24亿元，CAGR 32.37%，同期归母净利润为2.01/2.87/3.93亿元，CAGR 39.83%。2020年H1在疫情冲击下，营收和归母净利润为13.84/1.79亿元，同比增加4.26%/3.10%。

图表3： 公司历年营业收入及增速



资料来源：公司公告，方正证券研究所

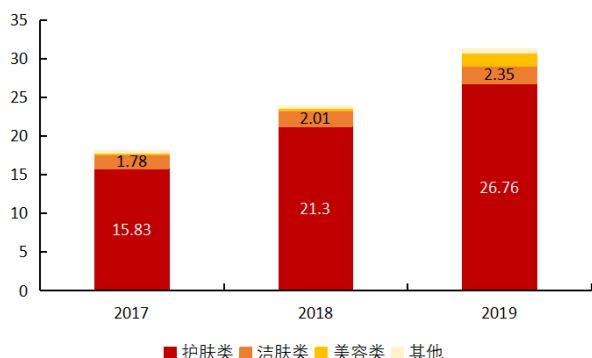
图表4： 公司历年归母净利润及增速



资料来源：公司公告，方正证券研究所

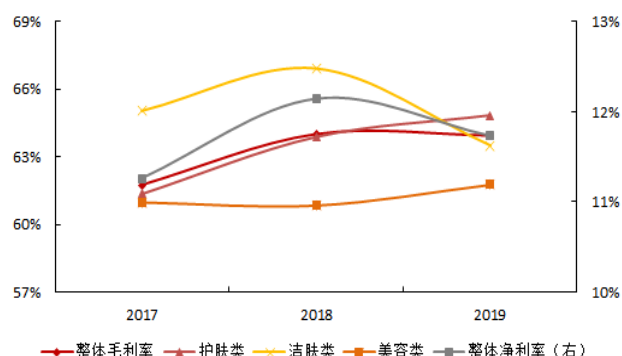
护肤类产品贡献主要收入，公司净利率维持稳定。护肤类产品是公司核心业务，2019年收入26.76亿元，营收占比85.66%。洁肤类、美容类和其他业务收入贡献不到15%，但与往年相比有所上升。2017年至2019年，公司净利率为11.26%/12.14%/11.73%，盈利能力相对稳定。其中，受益于成本更低的线上渠道占比提升，公司整体毛利率出现一定增长，2017年至2019年分别为61.73%/64.03%/63.96%（2019年上海家化、丸美整体毛利率61.88%/68.16%）。

图表5: 护肤类是公司收入主要来源(亿元)



资料来源:公司公告, 方正证券研究所

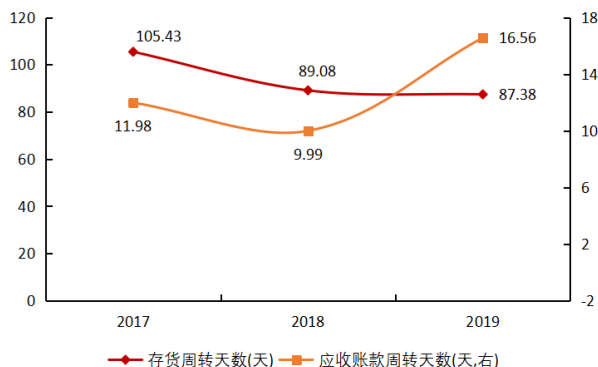
图表6: 公司毛/净利率相对稳定



资料来源:公司公告, 方正证券研究所

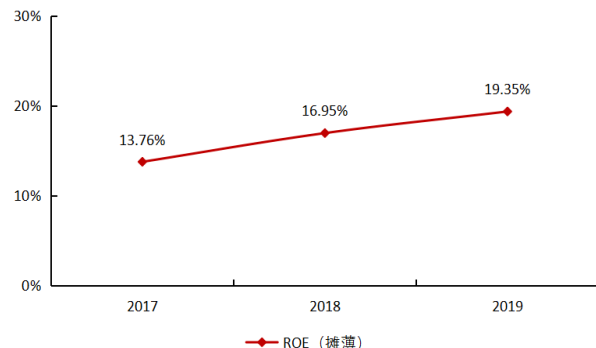
渠道优化带动周转率改善, 投资回报率稳步抬升。受益于电商渠道的高速增长和CS渠道的不断优化, 公司存货周转天数持续改善, 2017-2019年分别为105/89/87天(2019年上海家化、丸美存货周转天数112/99天)。2019年公司应收账款周转天数相比2017年上升4.58天, 系回款较慢的跨境品牌代理业务增长及公司主要电商渠道京东商城有2-3个月账期, 但公司应收账款周转天数目前仍处于行业健康水平。在周转率改善、经营效率提升的情况下, 公司ROE持续提升, 2017-2019年分别为13.76%/16.95%/19.35%。

图表7: 公司存货/应收周转处于行业健康水平



资料来源:公司公告, 方正证券研究所

图表8: 公司净资产收益率持续改善

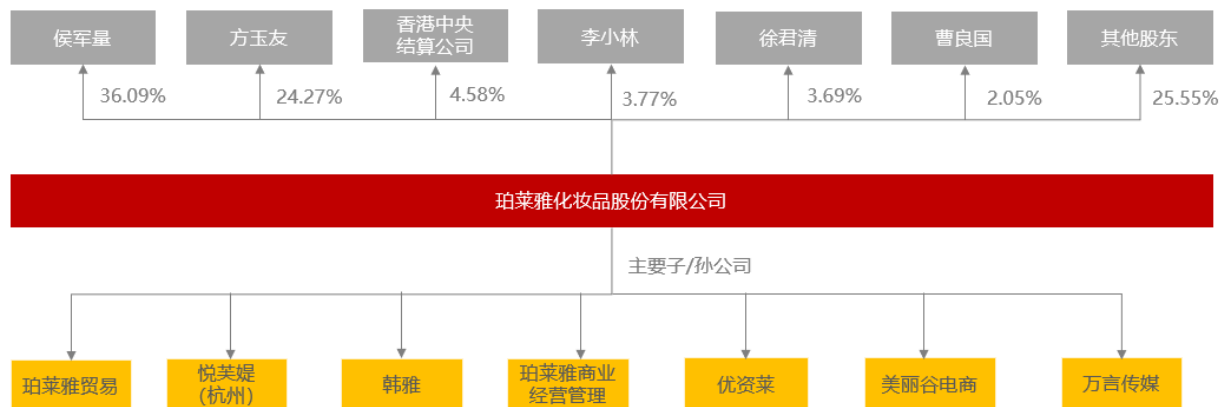


资料来源:公司公告, 方正证券研究所

1.3 创始人持股比例高, 核心骨干激励持股

股权结构集中, 管理层深耕行业多年。截至2020年Q1, 公司股权集中, 其中最大股东为侯军呈(董事长, 持股36.09%), 其次方玉友(侯军呈妻弟, 总经理, 持股24.27%)。经验丰富的领导层在产品研发上市、渠道布局的过程中发挥巨大作用。侯军呈自20世纪90年代起从事化妆品渠道经销, 曾任小护士、大宝、兰贵人等知名品牌的代理商, 具有丰富的线下经销经验, 在公司建立CS优势渠道过程中发挥了重要作用。性格干练、行业洞察敏锐的总经理方玉友, 持续学习不断进化, 是公司线上业务快速增长的首要功臣。

图表9： 公司股权集中在创始人侯军呈家族



资料来源：公司公告，Wind，方正证券研究所

股权激励绑定核心骨干，业绩增速确定性更强。公司薪酬体系按底薪+奖金的形式覆盖全体员工，薪资待遇在同行业具有竞争力。此外，公司于2018年公告实施限制性股权激励计划，激励对象共32人，包括公司任职的高级管理人员、中层管理人员及核心骨干，授予限制性股票数量不超过146.72万股，预留授予价格为每股17.95元，分三期进行解锁，以2017年业绩为基数，要求2018至2020年的营收增速30.8%/74.24%/110.22%，CAGR 29.76%（2020年营收的解锁条件经董事会审议修改，原条件为132.61%）；2018至2020年的净利润增速30.1%/71.21%/131.99%，CAGR 32.4%。股权激励充分绑定核心骨干利益，行权条件保证业绩增速的稳定性。

图表10： 2019年限制性股权激励计划解锁情况

姓名	职务	获授的限制性股票数量 (万股)	2019年可解除限售数量 (万股)	2019年未能解除限售数量 (万股)	2019年解除限售占比
张叶峰	副总经理, 董秘	4.86	1.38	0.083	28.29%
金衍华	副总经理	9.83	2.87	0.082	29.17%
王莉	财务负责人	5.89	1.77	0	30.00%
中层管理人员及核心骨干 (35人)		108	30.94	1.459	28.65%
合计		128.58	36.95	1.624	28.74%

资料来源：公司公告，方正证券研究所

2. 行业分析：景气度高、变化快，本土品牌聚焦大众市场

2.1 行业空间：市场规模大，彩妆增速明显

国内化妆品行业景气度高，体量大且增速快。随着国内经济稳定增长和人民消费水平的持续提升，化妆品行业经历了高速发展。据Euromonitor数据，2009-2019年间，中国美容及个人护理市场规模增长2.6倍，由1845亿元激增至2019年的4777亿元，CAGR 10%，2018年中国占全球份额12.7%。据智研咨询数据，2009-2018年中国化妆品市场CAGR 9.9%，超过第二名印度1.2pct，高出全球平均增速7.4pct。受益

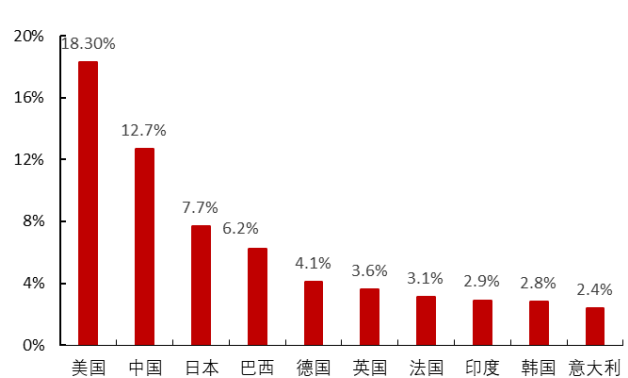
于渠道下沉+新媒体下消费者教育，资生堂预测化妆品核心人群有望从 2015 年 2 亿扩容到 2020 年 4 亿人口；此外，对标日韩，2018 年我国人均化妆品消费金额为 44.5 美元，而文化、肤质类似的日韩同期人均化妆品消费为 297/261 美元，绝对数量上行业仍有 6 倍空间；短期剔除收入增长因素，从人均化妆品消费/人均可支配收入来看，日韩分别是我国的 1.66/1.87 倍，化妆品行业仍具备 1.7 倍以上空间。

图表11：国内美妆护理市场持续高增长



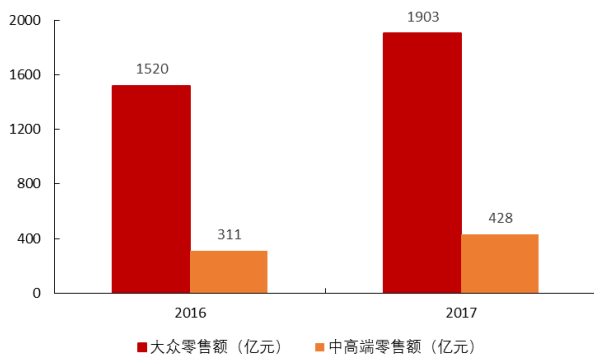
资料来源：Euromonitor，方正证券研究所

图表12：2018年中国是全球第二大化妆品市场



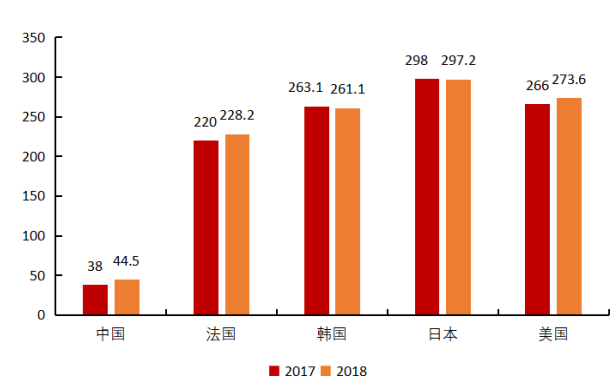
资料来源：Euromonitor，方正证券研究所

图表13：中国化妆品市场零售额 (亿元)



资料来源：Euromonitor，方正证券研究所

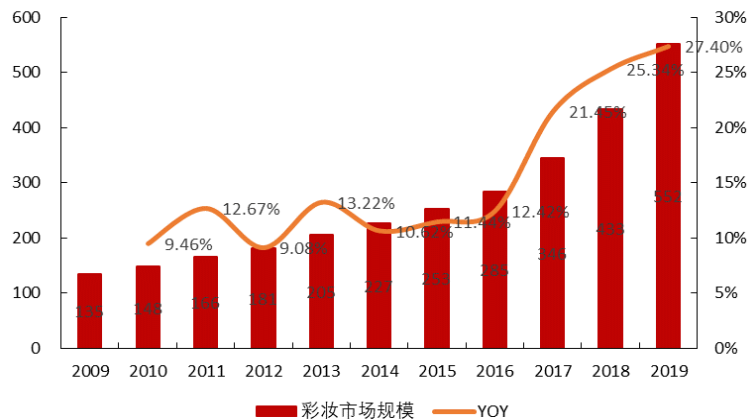
图表14：我国人均化妆品消费水平低 (美元)



资料来源：Euromonitor，方正证券研究所

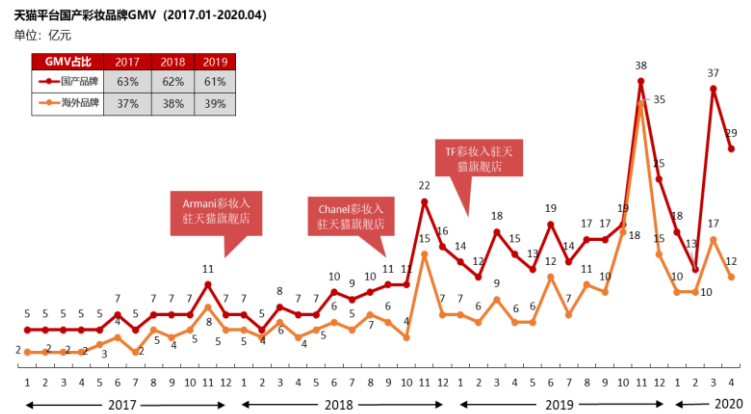
彩妆异军突起，增速全品类最高。近年来，社交新媒体的崛起强化消费者教育，国人对消费品追求过渡到品质化、个性化的阶段，彩妆单价低但极具个性化，受到消费者的热捧；同时，线上渠道孕育了众多新兴及小众彩妆品牌，丰富的彩妆 SKU 提供更多选择。据 Euromonitor 数据，2009-2019 年间，彩妆市场由 135 亿元增长至 552 亿元，CAGR 15.14%，其中 2017-2019 年 CAGR 26.36%，表现出极高的景气度。此外，依托国内强大的供应链体系，国货彩妆品牌推新快且单价低，加之进入线上渠道时间更早，一直以来是彩妆市场线上渠道主力军。据德勤大数据研究院数据，2019 年天猫平台国产彩妆 GMV 占比达 61%，超出海外品牌 22pct。未来，在消费者低线化、年轻化以及彩妆品类多样化的趋势下，彩妆行业整体的渗透率还将得到进一步快速提升。

图表15: 近年来彩妆市场增速明显(亿元)



资料来源: Euromonitor, 方正证券研究所

图表16: 国货彩妆品牌线上销量领先

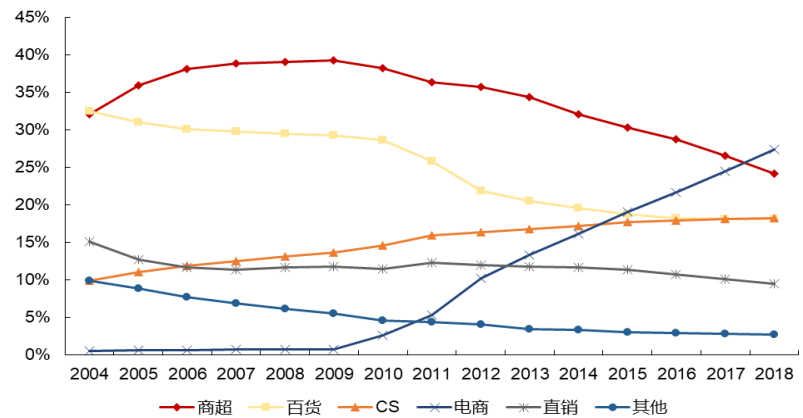


资料来源: 199it, 方正证券研究所

2.2 行业格局: 行业节奏变化快, 本土品牌趋势上升

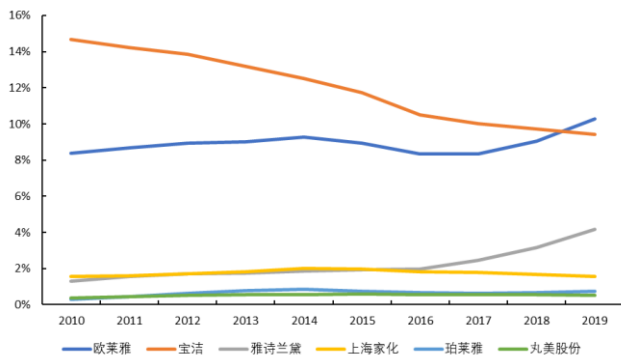
营销、渠道、产品更迭, 加速行业持续洗牌。对于化妆品而言, 最重要的三要素是营销、渠道和产品, 近 10 年化妆品行业的三要素都在发生巨大的变革: 1) 营销传媒去中心化, 以往化妆品营销集中于纸媒、电视等传统媒体, 但 2015 年以后, 受益于移动互联网的继续下沉, 能够垂直化营销的社交新媒体逐步占据主导。2) 渠道往效率更高的方向更迭, 据 Euromonitor 数据, 覆盖最广、中间环节最少的线上渠道占比从 2010 年的 2.6% 增长到 2018 年的 27.4%, 而中间利益环节较多的 KA 渠道从 38.2% 下降到 24.1%、百货渠道从 28.6% 下降到 18.1%。3) 主流产品不断变化, 以往草本精华等天然提取物备受追捧, 2017 年以来随着成分党的崛起, 烟酰胺、视黄醇等成分占据主流, 其中烟酰胺的百度搜索指数从 2013 年初的 340 上升到 2020 年 8 月的 4500。营销、渠道、产品迅速变化, 加速了行业的洗牌。据 Euromonitor 数据, 宝洁公司市场份额从 2010 年的 14.7% 下降到 2019 年的 9.4%。

图表17： 2010-2018 年线上渠道快速发展



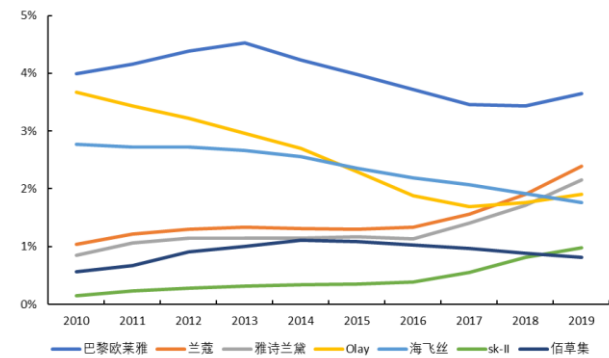
资料来源：Euromonitor，方正证券研究所

图表18： 2010-2019 年化妆品集团市占率变化



资料来源：Euromonitor，方正证券研究所

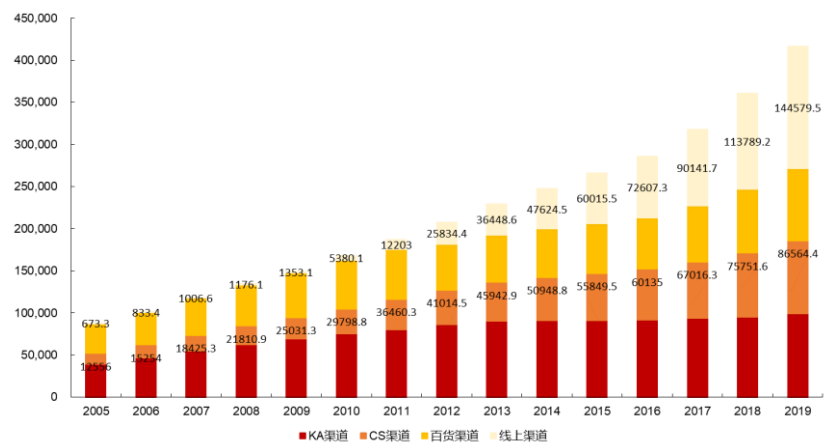
图表19： 2010-2019 年化妆品品牌市占率变化



资料来源：Euromonitor，方正证券研究所

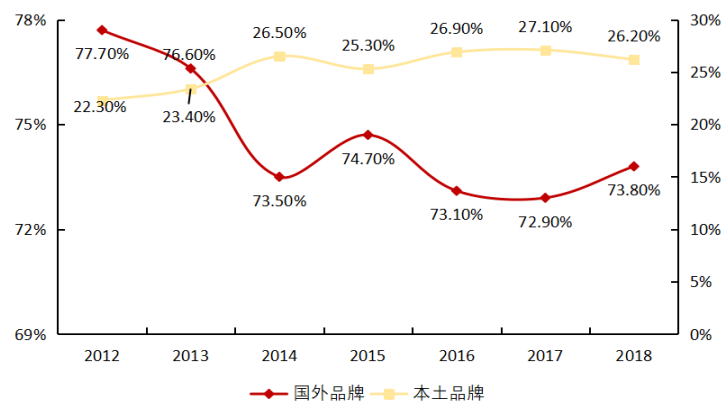
品牌格局呈现渠道差异化，本土品牌趋势上升。2012 年以前，化妆品市场由百货商超渠道贡献主要销量。由于百货商超渠道进入难度大、收取费用高，而本土品牌在产品线、品牌形象、管理架构和盈利能力方面偏弱，国外品牌占据大多数市场份额。与此同时，CS 渠道凭借资本投入低、选址灵活、现金流健康账期短、品牌入场壁垒低的特点，成为国产品牌发展的主要渠道。2012 年以后，伴随着淘宝、京东等优质电商平台的崛起，覆盖最广、下沉最深的线上渠道迎来爆发。由于处于发展早期的电商（低价、真假难辨）带来的增量渠道红利不足以弥补其对高端品牌调性和品牌价格体系的损害，化妆品品牌的触网按照国产品牌、国际品牌的次序，其中国产品牌获益最大。截至 2018 年，本土品牌市占率 26.2%，相比 2012 年提高 3.9pct。

图表20： 线上/CS 渠道接力高速增长（百万元）



资料来源：Euromonitor，方正证券研究所

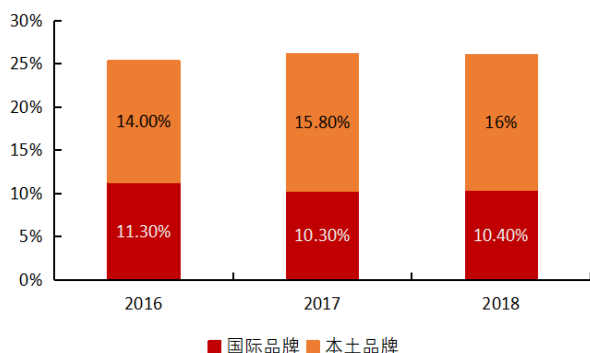
图表21： 本土品牌市占率逐步提升



资料来源：Euromonitor，方正证券研究所

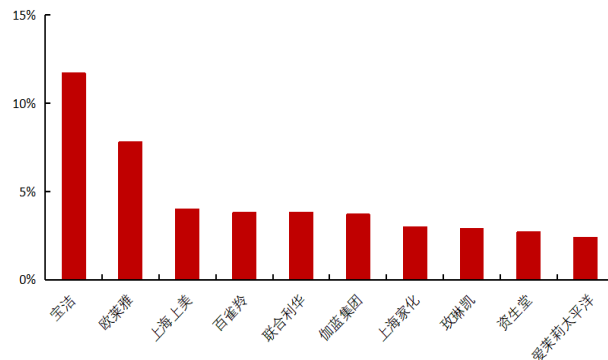
大众市场竞争激烈，本土品牌逐步取得主导地位。大众市场产品定位中低端，价格区间在 40-200 元，以 KA、CS 和线上渠道为主，代表品牌有珀莱雅、自然堂等本土品牌和妮维雅、旁氏等外资品牌。2016-2018 年，大众市场增速均低于 10%，市场规模扩张速度放缓下的竞争激烈。在大众市场，以珀莱雅为代表的本土品牌借助渠道下沉、线上营销、产品创新速度等特点迎合大众消费者的需求。2018 年，大众市场 TOP10 品牌中本土品牌市占率 16%，高出国际品牌 5.6pct。在 TOP10 企业中，本土企业有 4 家进入前十。

图表22: 大众市场 TOP10 品牌市占率



资料来源: Euromonitor, 方正证券研究所

图表23: 大众市场 TOP10 公司市占率

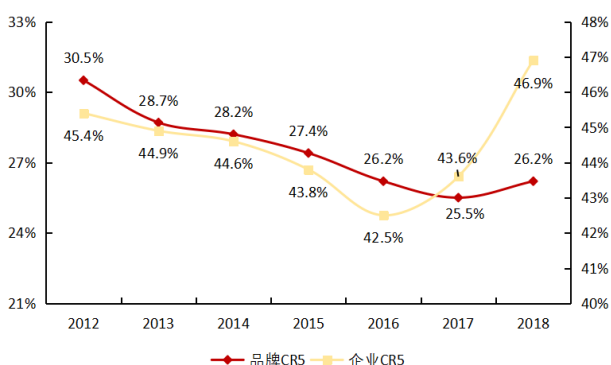


资料来源: 中国产业信息网, 方正证券研究所

2.3 行业趋势: 目标客群细分, 品牌矩阵是大趋势

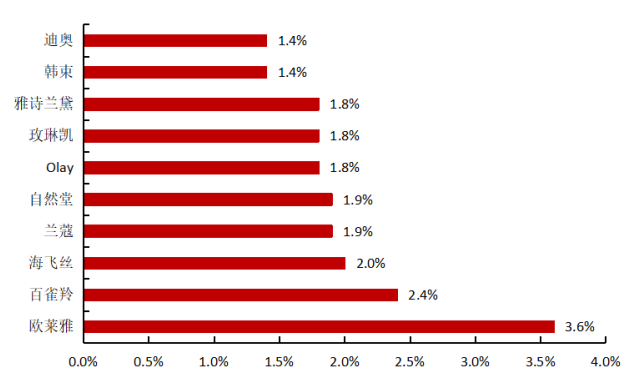
化妆品目标客群细分, 企业通过品牌矩阵扩大规模边界。化妆品由于其产品在价位、适用肤质、功效需求等方面存在差异性, 面对的目标客群不断细分, 导致整体行业集中度低, 2018 年化妆品市场品牌 CR5 仅为 26.2%。从国外市场的格局来看, 单一品牌的市占率最高不超过 15%; 从国际大牌的业绩来看, 大型化妆品公司业绩往往由多个客群定位差异化、消费者忠诚度高的品牌贡献, 如欧莱雅旗下既有欧莱雅等中高端品牌, 也有兰蔻等高端品牌。而国内化妆品公司的进化同样需要在品牌上不断做加法, 每个品牌利用其品牌文化套牢一定范围和数量的目标客群, 再通过自建、收购等模式, 不断将差异化定位的优质品牌纳入到品牌矩阵当中, 扩大客群规模边界。在多元品牌矩阵下, 单一品牌业绩的下滑将不会给整个公司带来过大的波动, 客群扩圈助力公司实现稳定增长。

图表24: 化妆品市场品牌集中度下降



资料来源: 中国产业信息网, 方正证券研究所

图表25: 2018 年中国化妆品品牌集中度低



资料来源: Euromonitor, 方正证券研究所

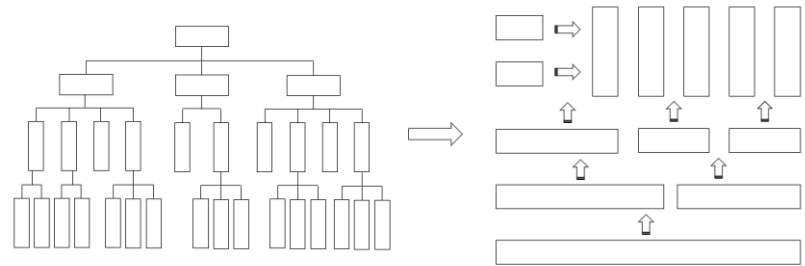
3. 组织架构: 赛马机制+扁平式架构, 底层驱动进化

3.1 扁平式架构+赛马机制, 培育狼性文化

集权与放权并行, 扁平式架构推动公司高效管理。互联网时代瞬息万变, 战略布局和决策都具有时效性, 审批流程较长的传统决策机制略显拖沓, 而决策权下放又容易导致管理混乱。公司在集团化的基础上,

按照“集中政策，分散经营”的原则，将职能部门和各品牌设立为不同事业部。各事业部在遵循平台统筹谋划一体推进的同时，作为独立利润中心，保留战术上的充裕空间，在与其职能或品牌有关的生产、技术、销售、服务等业务活动中具有自主决策权。与此同时，各部门直接向高层领导汇报，部门内部情况和项目组表现直达高层，公司细节管理能力得到有效强化，仅公司 CEO 方玉友，直接管理的部门多达 23 个。

图表26：扁平化架构推动公司高效管理



资料来源：方正证券研究所根据公开资料整理

赛马机制穿插支持，培育公司狼性文化。化妆品赛道涛怒湍急，品牌发展不进则退。惩罚分明的激励机制能够驱动公司不断学习进化，保证在化妆品赛道的激烈竞争中不掉队。公司内部鼓励竞争，产品开发部下设五个研发部门，五个部门均可开发珀莱雅、彩棠等品牌的产品，而市场部门从抖音、小红书投放到寻找 KOL 同样允许内部竞争。此外，在具体项目的建设运营上，研发端与市场前端等互补的事业部穿插合作，成立专门的项目组，共同推进项目的进程，从而实现资源有效整合和高效利用。项目组就地成立，结项后原地解散，组内员工的绩效表现直达高层，优秀员工能够得到晋升而落后员工直接被淘汰。狼性文化驱动下，公司不断学习进化，敏锐洞察市场前沿趋势，成功完成传统线下品牌商到线上的华丽转身。近年来，公司成立电商子公司把握线上红利、入股 MCN 机构发力社媒营销，研发团队深入市场开发爆款产品，构建了涵盖珀莱雅、优资莱、彩棠等众多品牌，包括精华液、眼霜、口红等上千种 SKU 的产品矩阵。

3.2 外延拓展持续进化，布局产业链生态

设立投资基金，外延能力拓展寻求进化。历史经验来看，企业发展到一定程度后，受渠道以及客群等方面限制，业绩增速往往会不断放缓。从化妆品行业来看，拓展新品牌、布局生态链系统布局、走向集团化是国际大牌的标配。2018 年，公司出资人民币 4470 万元，与磐缔资本（上海家化前 CEO 王茁成立的早期投资机构）合作设立湖州磐瑞实业投资，公司作为有限合伙人占比 74.5%。2019 年，公司自筹资金 1.35 亿元，与新沃投资、乐清乐盈贸易合作设立嘉兴沃永投资，公司作为有限合伙人，占比 45%。两次设立投资基金，公司旨在借助合作方的专业投资管理经验和完善的风险控制，投资国内外细分市场的小众化妆品品牌，同时也布局化妆品生态赋能系统，寻求更多的机遇和支持，帮助公司获取新的利润增长点。

横向拓展品牌，纵向布局产业链，集团平台为生态赋能。从 TZZ、YNM 到彩棠，公司通过收购、代理国外品等方式进行横向多品牌拓展，在保留原品牌的同时，将公司资源通过总部平台支持各成熟品牌独立运营，孵化新品牌、新品类，并提高运营效率，降低管理成本。纵向来，从电商运营到内容营销，公司先后成立和入股美丽谷、熊客电商和万言传媒、宁波色古，公司通过能力投资支持生态增长，整合完善研发、生产、供应、人力、财务、营销等内部服务平台资源，参股或控股外部策略服务公司，最大化资源共享。

图表27： 公司利用生态链为子品牌进行赋能



资料来源：方正证券研究所根据公开资料整理

4.营销：营销突进，入股 MCN 复制年轻品牌打法

4.1 聚焦营销软实力，公司加码营销投入

聚焦营销软实力，公司加码营销投入。化妆品是消费者对“美”的追求体现，是由精神消费主导的物质消费。消费者购买化妆品的同时是在享受更全面、更高品质的带有自我色彩的服务。化妆品品牌的竞争，很大程度上是对消费者心智的竞争，营销软实力尤显重要。面对多变的零售环境，公司适时求变，通过与国家地理、航海王漫画、山海经等 IP 跨界合作，并和法国海洋生物技术研究机构（CODIF）及法国国家海藻研究机构（CEVA）展开战略合作，全力聚焦海洋科研领域，持续强化品牌海洋基因，打造独具辨识度的“蔚蓝”特色，为品牌力的提升打下基础。上市以来，公司品牌形象推广宣传费用逐年提升，2017-2019 年，公司投入形象推广宣传费用 3.57/5.00/8.39 亿元，CAGR 53.30%。

图表28: 公司与国家地理展开跨界 IP 合作



资料来源: 品观网, 方正证券研究所

图表29: 公司推广宣传费用高速增长

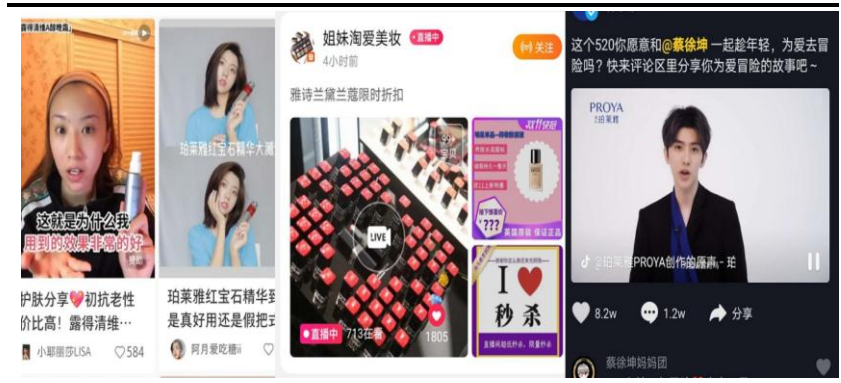


资料来源: 公司公告, 方正证券研究所

4.2 入股内容运营 MCN, 抓住年轻消费客群

春江水暖鸭先知, 入股 MCN 机构提升市场把握力。随着社交新媒体的发展, 简单的流量争夺时代已经结束, 品牌对消费者的沟通方式, 从强力显性, 变为专业隐性, 化妆品营销进入内容营销时代。传统的电商思维是流量思维, 而内容电商的核心是用户思维, 从用户的角度来思考如何给用户自我认同价值和更大的商品附加值。公司在内容电商上进行多方位布局, 早在 2018 年 9 月, 公司便战略投资定位于全内容价值产业链的 MCN 公司熊客电商。此后公司又入股以新媒体整合营销为核心的万言传媒和宁波色古, 在流量引入、内容运营、KOL/KOC 获取、流量变现等环节服务公司品牌。从早期的小红书种草, 到淘宝直播, 再到抖音/快手的切换, 公司对社交新媒体切换的把握力领先市场。

图表30: 公司内容营销平台切换



资料来源: 方正证券研究所根据公开资料整理

复制年轻品牌打法, 明星+网红 KOL 吸引流量。公司目标客群年龄在 18-35 岁之间, 以小镇青年为主力。在营销策略上, 公司迎合年轻客群, 复制新锐品牌打法, 采用明星代言+网红 KOL 种草的方式, 覆盖主流社交媒体的用户人群。在明星代言上, 从最早的大 S 徐熙媛、章子怡、唐嫣, 到后来的李易峰、罗云熙, 再到今年的孙俪和蔡徐坤, 代言人的更替背后体现公司客群逻辑的变化——抓住年轻客群。据艾漫数据, 蔡徐坤的活跃粉丝中 88% 以上为女性, 其中年龄在 18-34 岁之间的占比 88.24%。与此同时, 公司将营销费用向社交新媒体平台倾

斜，除与已成名的抖音、快手、淘直播 KOL 展开合作，公司通过举办淘宝冠军大赛等方式投资和培养网红，在增强线上美妆体验感的同时扩大覆盖下沉市场。

图表31： 公司联合影视平台推出“发现影像”



资料来源：品观网，方正证券研究所

图表32： 公司代言人向年轻 Idol 迭代



资料来源：方正证券研究所根据公开资料整理

5. 产品：产品为锚，守正出奇打造多品牌矩阵

5.1 内生孵化+代理，构建多品牌矩阵

自建+代理/合作，打造多品牌矩阵。化妆品行业的细分属性决定了单一品牌存在明显的天花板，企业要实现可持续增长必须开拓新品牌。公司采用自建/代理及投资的方式建立多品牌矩阵，旗下拥有“珀莱雅”、“韩雅”、“优资莱”、“印彩巴哈”、“彩棠”等子品牌。主品牌“珀莱雅”是公司的基本盘，专注于海洋护肤研究，包括水漾芯肌、赋能鲜颜等系列，定位大众市场，单品价格在 50-200 之间。2009 年，公司推出定位高功能护肤的“韩雅”子品牌，主打“蜗牛修复系列”，单品价格集中在 50-300 元。“悦芙媞”和“优资莱”作为公司主打单品牌店的品牌，定位中低端市场，产品针对年轻客群。近年来，消费市场从大众时代走向小众时代，有功效和有个性的品牌越加受到年轻消费者的推崇。公司内生孵化设计师彩妆品牌“彩棠”，外延引入“SingulaDerm”、“Boiron”等品牌，丰富产品矩阵。

图表33： 公司旗下子品牌矩阵

品牌	产品定位	客群定位	价格区间（元）
珀莱雅	专注于海洋护肤研究	大众	50-200
韩雅	高功能护肤，提供针对性的肌肤解决方案	中高端	50-300
悦芙媞	专为年轻肌肤定制	平价	20-170
优资莱	茶养护肤，提供有效能的茶元素护肤产品	平价	30-300
猫语玫瑰	甜美恋爱系自然彩妆	平价	30-70
YNM	韩系新锐平价美妆	平价	40-80
彩棠	兼具东方韵味与当代时尚的专业彩妆	大众	60-200

资料来源：公司官网，天猫，方正证券研究所

彩妆品牌迎来发展机遇，彩妆工厂落地恰逢其时。近年来，彩妆赛道蓬勃发展，2017-2019 年复合增速是行业整体增速的近 3 倍。彩妆单

价低、使用效果明显，属于冲动型化妆品；同时，由于彩妆技术门槛低、用于肌肤表面、不需要强大的品牌力去背书，进入门槛相对较低。公司适时抓住机会，旗下控股品牌“彩棠”、自主品牌“印彩巴哈”以及跨境代理的“WYCON”等海外小众品牌迎来发展机遇。其中，彩棠在天猫旗舰店单月销售额 3677.79 万元(淘数据, 2020 年 9 月数据), 将成为年销售额过亿的新生人气品牌。此外, 印彩巴哈同样表现不俗, 公司将开设其独立的天猫旗舰店, 以爆品彩妆打造为导向, 用于探索未来的发展方向。与此同时, 公司彩妆工厂已处于试生产阶段, 未来, 彩妆工厂能够满足公司所有彩妆品牌的产能需求, 同时富足的产能将接受外协代工。彩妆工厂的落地能够增强公司彩妆产品独特性, 更快响应市场新需求, 并推动公司业绩增速进一步提高, 预计彩妆营收占比可进一步提升至 5-10%。

图表34： 主打东方美的彩棠眼影盘



资料来源：彩棠天猫旗舰店，方正证券研究所

图表35： 巴哈马风格的印彩巴哈系列

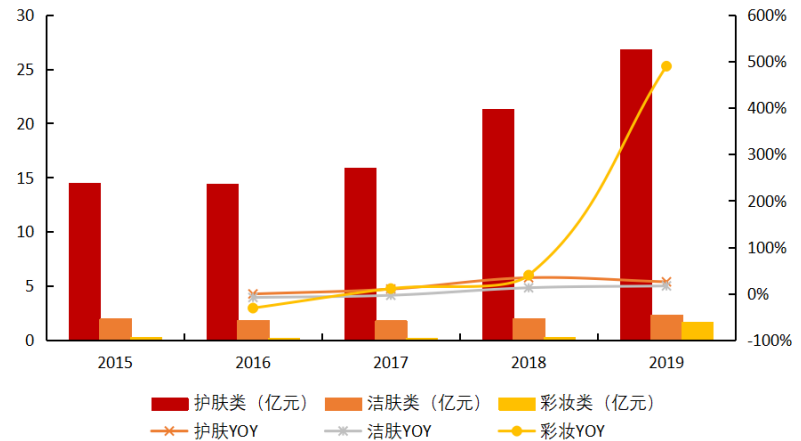


资料来源：珀莱雅天猫旗舰店，方正证券研究所

5.2 爆品+大单品，守正出奇探索产品矩阵

公司产品以护肤品为主，构建全品类矩阵。相较彩妆、洗护类产品，护肤类产品毛利高、单价高、市场空间大，是化妆品市场竞争的关键一环，国际知名化妆品集团大多以护肤品牌为核心。公司自创立以来，聚焦护肤品赛道，涵盖包括乳液、精华液、面霜等产品，其为公司贡献主要营收，2017-2019 年营收 15.83/21.3/26.76 亿元，CAGR 30.02%。与此同时，借助彩妆行业的蓬勃发展，公司适时扩大产品矩阵，彩妆类实现高速增长，2019 年公司彩妆类产品营收 1.65 亿元，营收占比 5.3%，2017-2019 年 CAGR 187.23%。此外，2020 年 H1 疫情期间，彩妆为公司贡献主要增量，当期营收 1.37 亿元，同比增速 251.8%，营收占比提升至 9.9%。

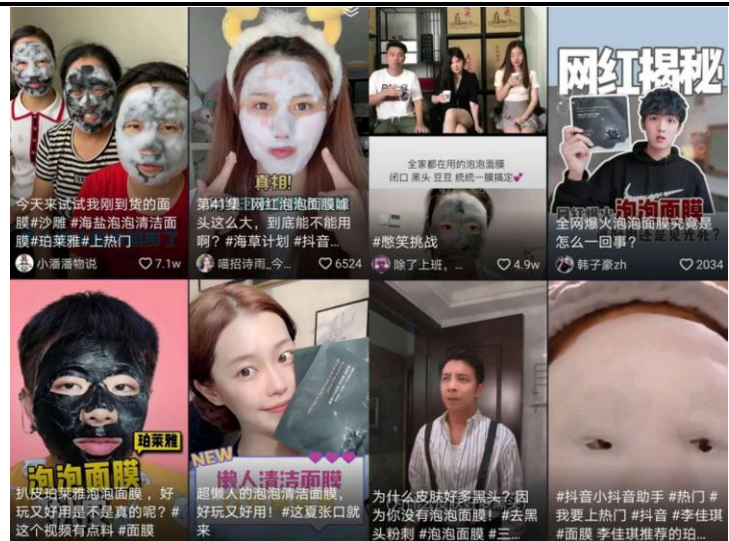
图表36：护肤类是公司主要产品，彩妆类增长迅速



资料来源：公司公告，方正证券研究所

泡泡面膜，成功的爆品打造示范。爆品的特点是在高性价比的同时具有社交属性，能够提高品牌曝光度，实现拉新破圈。公司在爆品打造上具备优势：1）顺应时代的营销模式，公司拥有抖音+小红书+KOL带货一整套成熟的社媒营销模式。2）消费者需求洞察，公司研发人员即是产品经理，深入前端市场把握消费者需求。3）研究的沉淀，公司研发团队拥有蒋丽刚等资深专家，产品具备强大的产品力。2019年7月，公司适时推出单品泡泡面膜（每单10片，定价99元），一经推出便在抖音、小红书上被广泛种草，成为最高月销130万的面膜爆品，获得“抖音美容护肤榜”和“天猫面膜销量排行榜”第一名。泡泡面膜推广成功有两方面原因：1）产品有特色，通过添加易挥发的成分，使用时会在皮肤上迅速产生大量泡沫，效果可视化。2）在效果可视化的基础上，采用与抖音KOL合作进行全网推广，且多采用男性KOL，夸张的效果极具传播力。

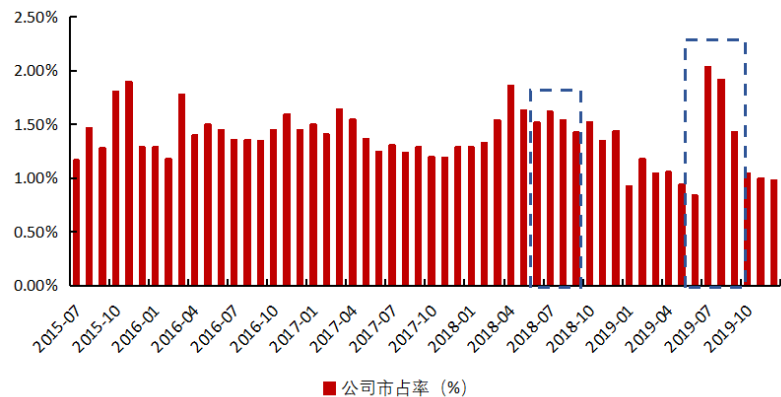
图表37：泡泡面膜使用效果夸张，极具传播力



资料来源：抖音，方正证券研究所

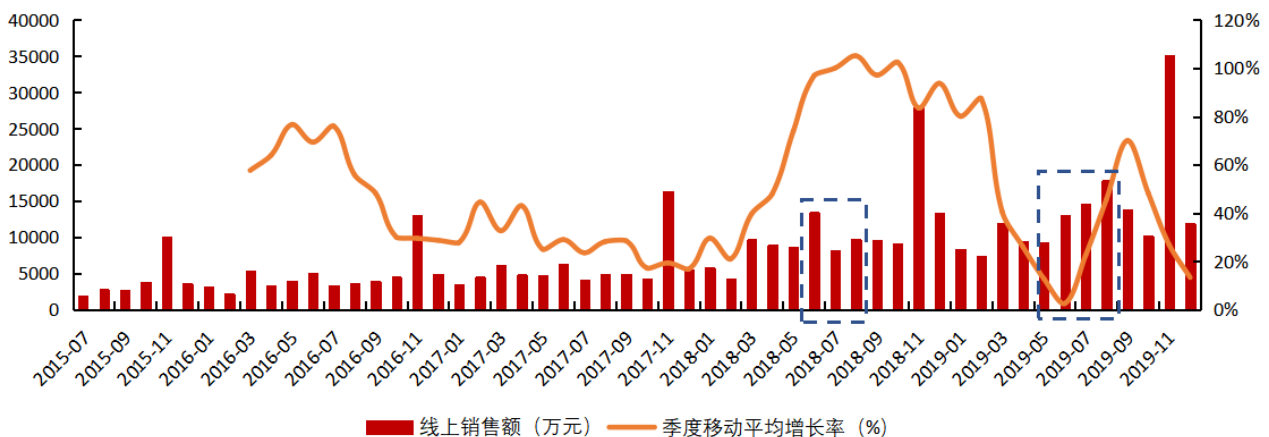
爆品效应，泡泡面膜拉新破圈，公司整体业绩明显提升。泡泡面膜尽管毛利率较低，但其出现极大提高了公司品牌曝光率，带动其他品类的销量，实现拉新破圈的效果。从市占率上来看，在泡泡面膜推出的2019年7-8月期间，公司线上市占率达1.97%/1.82%，较6月0.77%实现大幅提升，较2018年同期显著增长0.42%/0.41%，并创下公司线上市占率新高。从具体营收上来看，受“618电商节”促销影响，公司往年7-8月线上营收较6月明显下降，但泡泡面膜推出当年7-8月公司线上营收分别为1.46/1.78亿元，较6月1.30亿元呈现明显的逆势增长。

图表38： 泡泡面膜火爆期间公司线上市占率创新高



资料来源：Wind，方正证券研究所

图表39： 泡泡面膜火爆期间带动公司线上高增长



资料来源：Wind，方正证券研究所

大单品培育，维护品牌壁垒。大单品是终端销售额高、用户粘性强、生命周期较长、具有市场普适性、定位中高端市场的产品，能够树立一个深入人心的品牌形象。从整个行业来看，国际大牌往往拥有生命周期极长的大单品，并以优良的口碑征服不同肤质和体验感的消费者，形成自身品牌护城河。“洁面+水+乳+小样”是大众市场组合式销售的不二法门，而大单品强调专款专用，具有高溢价、高形象、高功效的特点。公司从精华水、乳液、肌底液等受众广且功能定位高端的

护肤品入手，对标国际大牌的入门款，推出抗衰老系列单品，价格在200-300元区间，逐步开启高端单品系列。

“成分党”极致堆料，红宝石系列尝鲜大单品。抗衰老产品对成分配比要求高，是国际品牌大单品云集的领域。公司借助沉淀时间最长、客群最多的主品牌珀莱雅进行探索，并于2020年2月推出红宝石系列。红宝石定位平价抗衰老，在原料配比上极致“堆料”：1) 六胜肽具有平抚动态纹、静态纹作用，国际大牌最多添加10%左右，红宝石添加浓度高达20%；2) 超分子维A醇对平抚静态纹效果极佳，在化妆品中起效添加量为0.05%，红宝石添加量为1%。红宝石精华在成分及功效上对比竞品形成明显的竞争力，一经推出便取得单日1.5万份的销售成绩，单月累计销量在5万份以上。红宝石系列相对大牌性价比更高，有成长为经久不衰的大单品的潜力。此外，公司于4月、5月陆续推出双抗精华、时光鱼子精华系列单品，目前双抗精华是公司天猫旗舰店精华销量第一名，月销量5万+（2020年6月数据）。

图表40：多胺及维A醇主要功效及产品

	多胺	维A醇
主要功效	刺激细胞胶原蛋白产生，具有平抚动态纹、静态纹作用	激发I型和II型前胶原合成，填补皱纹和松弛皮肤
产品	雅诗兰黛面部精华（980元/50ml） 兰蔻大眼精华（958元/100ml）	露得清维A醇晚霜（219.9元/29ml） 旁氏A醇保湿面霜（139元/50ml） HBN维A醇精华乳（169元/120ml）

资料来源：百度百科，天猫，方正证券研究所

图表41：公司红宝石系列产品



资料来源：天猫，方正证券研究所

图表42：蔡徐坤同款双抗系列



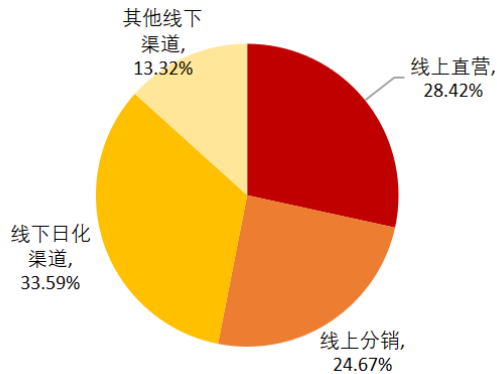
资料来源：天猫，方正证券研究所

6.渠道：线下为盾、线上为矛，把握渠道红利

线上为矛、线下为盾，把握渠道红利。渠道作为消费者购买化妆品的通道，将品牌与终端消费者相链接，是化妆品三要素中的硬实力之一，渠道布局的好坏直接影响品牌业绩。相比其他品牌，公司更注重线上/线下均衡发展，按照全渠道进行布局，构建了覆盖线上和线下的全渠道销售网络。其中，线下渠道是公司基本盘，公司自创立以来借助CS渠道得以快速发展，2017年以来通过产品升级、经销商结构优化、精细化管理等方式，CS渠道营收重返正增长；线上渠道增速较高，是公

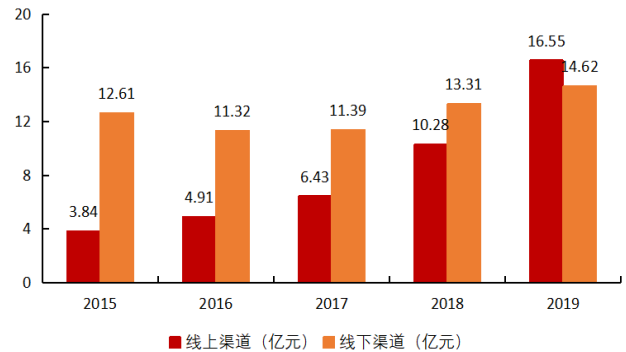
司近年的主要增长点，公司专门成立电商子公司运营线上，为公司在化妆品市场攻城略地，提升市场占有率。2019 年，公司线上渠道营收 16.55 亿元，占比 53.09%；线下渠道营收 14.62 亿元，占比 46.91%。其中：CS 渠道营收 10.47 亿元，百货商超等其他线下渠道营收 4.15 亿元。

图表43： 2019 年分渠道营收占比



资料来源：公司公告，方正证券研究所

图表44： 线上高速增长，线下逐步回升

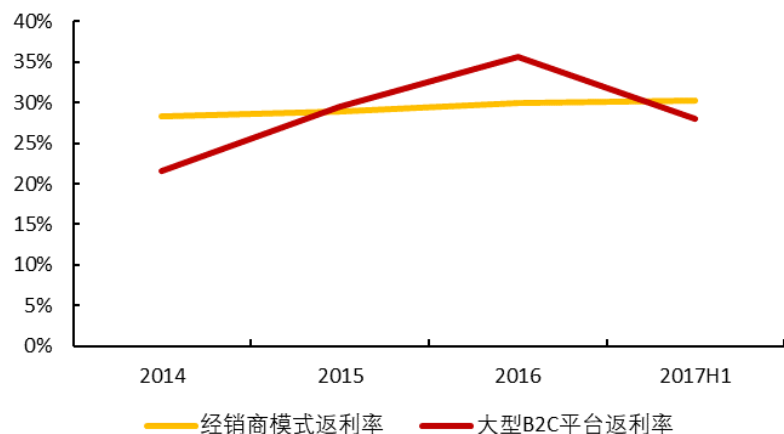


资料来源：公司公告，方正证券研究所

6.1 线下渠道：线下为盾，结构优化实现稳中有升

公司以 CS 渠道起家，绑定优质经销商。公司董事长侯军呈、总经理方玉友从事化妆品经销多年，拥有丰富的 CS 渠道资源与经验。公司借助 CS 渠道逐步扩大，销售网络覆盖了全国 4 个直辖市、293 个地级市（含省会城市）、368 个县级市，主品牌珀莱雅的线下经销商数量为 120 余家，线下日化专营店销售终端网点达 13000 余家。经销商方面，公司经销商多为高层的江浙同乡，自珀莱雅诞生之初伴随公司成长，忠诚度高且运营经验丰富。同时，公司给予经销商 3.5 折低价拿货并有返点支持，绑定优质经销商利益，单店单柜平均回款可达 10 万元。在发展多元化渠道时，公司严格按照折扣把控 CS 渠道价格，制定专攻线下的产品，防止窜货对价格体系产生冲击。

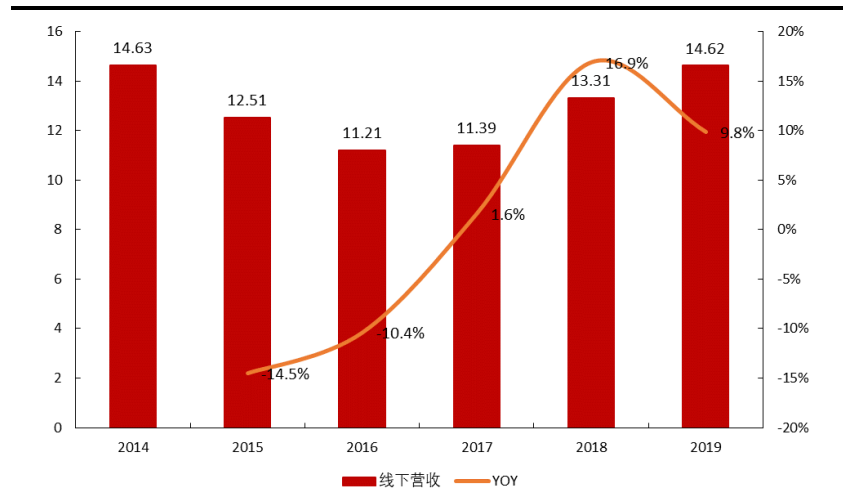
图表45： 公司经销模式与大型 B2C 平台返利率



资料来源：公司招股说明书，方正证券研究所

线下渠道优化调整，营收稳中有升。化妆品电商渠道近年来经历了爆发式增长，但线上渠道竞争大，品牌消费忠诚度相对不高，单纯依靠线上渠道的快速增长来支撑企业未来发展存在不确定性。公司坚持线下渠道为防守型基本盘，在发展线上的同时给予线下大力度的支持。一方面，公司战略布局以“优资莱”、“悦芙媿”为核心的单品牌店，强化在 B2B 模式下与商超渠道的合作。另一方面，公司对整个 CS 渠道进行优化调整：1) 部分小门店调整成大门店；2) 门店品类优化，推出个护产品；3) 整合线上营销工具，通过空中美客等方式，引导顾客进店。在渠道优化作用下，2018 年 CS 渠道营收重返正增长。2017-2019 年，公司线下渠道营收分别为 11.39/13.31/14.62 亿元，CAGR 13.29%。

图表46： 线下渠道营收稳中有升



资料来源：公司公告，方正证券研究所

6.2 线上渠道：电商为矛，精细化运营驱动高增长

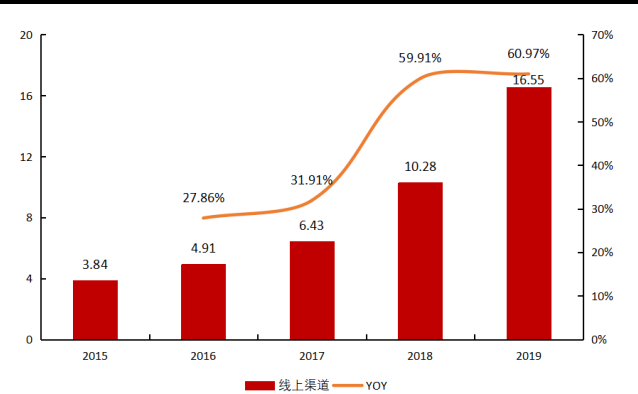
战略布局电商环节，尽享线上红利。效率决定渠道趋势，渠道效率更高的电商是近年来行业主要增长点。电商的核心竞争力是运营数据，吃透运营数据就是掌握用户需求，自建电商渠道将给公司带来极强的竞争力。2012 年，公司成立电商运营子公司美丽谷，负责公司旗下品牌在淘宝、天猫、京东等电商平台的销售。2018 年以来，公司重组电商团队，团队成员不断扩充至近 300 人规模，电商团队成员以年轻人为主，准确把握年轻消费客群市场动态，并以股权激励计划绑定团队利益。同时，公司积极与各大电商平台展开深入合作，参与天猫“全明星计划”、京东“一日一大牌”、唯品会“亿飞冲天”等活动，推广和巩固线上流量。2017-2019 年，公司线上渠道营收 6.43/10.28/ 16.55 亿元，CAGR 60.43%；截至 2019 年，公司线上渠道占比 53.09%，成为公司营收最主要来源。

图47: 公司与天猫/京东/唯品会展开合作



资料来源: 方正证券研究所根据公开资料整理

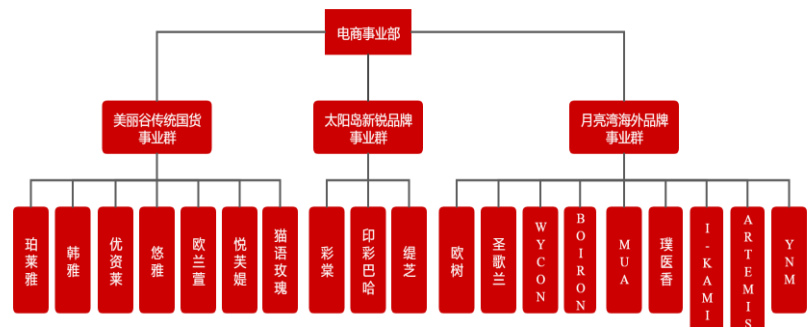
图48: 公司线上渠道营收高速增长



资料来源: 公司公告, 方正证券研究所

继续深耕电商渠道, 运营团队进一步精细化。2020年, 公司进一步优化调整电商团队, 团队成员扩充到300+人, 并将电商运营团队划分为3个事业群运营: 美丽谷传统国货事业群(珀莱雅等)、太阳岛新锐品牌事业群(彩棠、印彩巴哈等)、月亮湾海外品牌事业群(欧树、WYCON等), 三大电商团队分别运营珀莱雅、彩棠、印彩巴哈等品牌各自的天猫旗舰店及其他线上渠道。不同品牌调性不同, 需要的运营能力不同, 优化细分后的电商团队能够让不同运营能力的人最大程度的发挥优势, 进一步强化品牌调性。2020年上半年, 通过对品牌会员招募拉新、精细化运营, 珀莱雅主品牌天猫旗舰店粉丝数突破1,000万。此外, 2020年5月, 公司联合天猫打造的孵化基地项目正式开启招募, 用于挖掘和培育新锐品牌, 协助公司向平台型企业进一步迈进。

图49: 电商团队细分为三大事业群



资料来源: 公司公告, 方正证券研究所

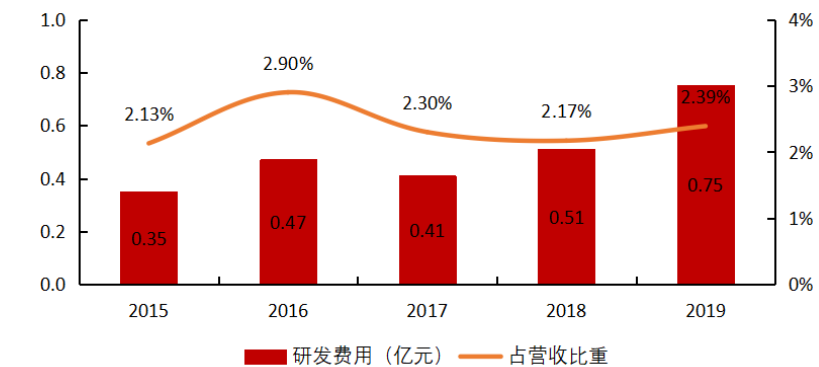
7. 研发: 研发贴近需求, 数字化驱动精细管理

7.1 研发投入大, 专业团队打造痛点产品

公司自主研发投入大, 加强与专业机构深入合作。功效是产品力的重要组成, 作为产品竞争的核心因素之一, 满足消费者对化妆品的核心基础需求。高明的营销手法可以吸引新客, 而产品力则是品牌留客、提高声誉度的关键手段。公司注重产品研发投入, 技术研发处于公司

核心地位。截至 2020 年 6 月，公司申请各类国家授权发明专利共 272 项。2017-2019 年平均研发费用率 2.28%，与丸美 2.23%、上海家化 2.41%，御家汇 2.04% 相当。2017-2019 年，公司研发投入 0.41/0.51/0.75 亿元，CAGR 35.25%。近年来，公司积极寻求外部专业机构合作，进行海洋护肤以及抗衰老领域的研究，并与浙江科技学院、上海香料香精及化妆品研究中心、法国海洋生物技术研究机构（CODIF）、法国国家海藻研究机构（CEVA）、西班牙 PRIMA-DERM,S.L 实验室等达成合作意向。

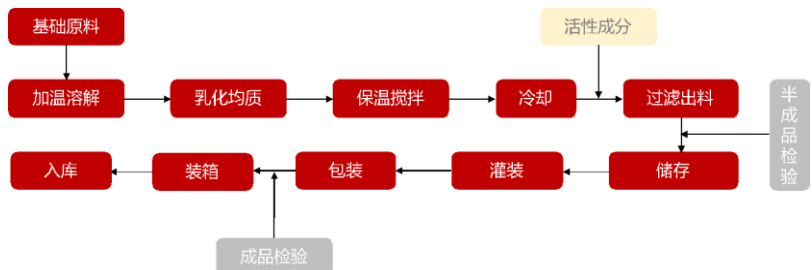
图表50： 公司研发费用投入大



资料来源：公司公告，方正证券研究所

研发团队既是行业专家，也是“产品经理”，建立公司核心竞争力。化妆品的本质是在人体肌肤上做化学成分的加减法，既有皮肤学、生态学等基础研究，也有化学原料配比的应用研究。公司科研团队由皮肤科学、医学、生物化学、材料科学等领域的专家组成，核心骨干蒋丽刚、申奉受等均曾任职于国际知名大牌。化妆品体现人们对“美”的追求，如何去塑造产品的精神消费是化妆品的竞争力所在。公司强调研发与市场的协作，研发中心与市场及销售部门结合，按照不同的产品线结合成项目组，要求市场及销售部门协助研发专家深入观察市场趋势和消费者的需求，从产品经理的角度出发，研发贴近市场的产品。

图表51： 护肤类产品的研发流程



资料来源：公司招股说明书，方正证券研究所

7.2 自建优质产能，数字化驱动智能制造

自主生产为主，代工为辅，提高生产抗风险能力。化妆品行业主流生产方式包括自建产能、ODM 和 OEM 三种。受益于国内强大的代工体

系，新锐品牌多采用 ODM 和 OEM 两种轻资产模式；对于国际大牌而言，对产品研发和质量把控更强的自建模式更受青睐。公司除“悦芙媿”等少数品牌委托代工外，坚持以自建产能生产为主。公司从原料采购、库存仓储、物流、成本核算等出发建立上下游一体化供应链，并在生产工艺控制和产品质量检测等环节按照 GMP 医药企业标准严格把控，旗下主要品牌“珀莱雅”、“韩雅”、“优资莱”等均采用自主生产的方式。自主生产模式下，公司能够根据市场消费者数据并结合自身品牌研发设计最合适的产品，并根据市场反馈即时灵活调整生产计划，避免热销产品因断货而导致损失。此外，在新冠肺炎疫情对制造业产生巨大冲击背景下，公司自建工厂较以代工为主的同行更早恢复产能，凸显价值。

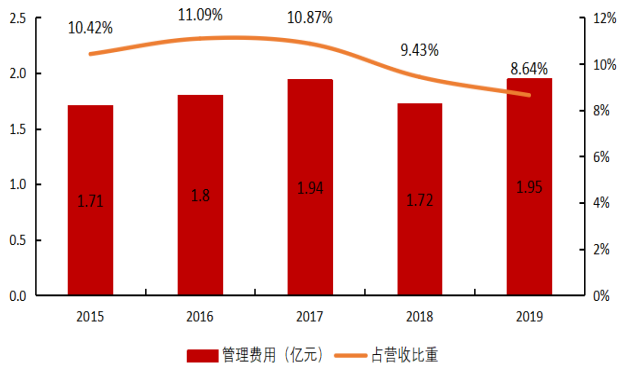
图表52： 公司医药级标准生产车间



资料来源：公司官网，方正证券研究所

持续推行精细化管理，打造数字化驱动供应链。相对于营销、渠道和产品，供应链的优势更为隐性，一方面能够提高产品质量、降低成本，另一方面能够有效提高公司资金周转率、降低存货库存周期。公司持续优化供应链体系，推行精细化管理。在信息化建设上，公司先后上线 ERP 系统、SRM 系统，覆盖从生产到流通、零售等领域所有环节，为管理人员提供详细的原料和库存等信息，减少产品库存积，促进库存周转率提升，并简化管理体系。受益于强大的供应链团队，公司存货周转天数处于行业较低水平，而管理费用在需要摊销股权激励费用情况下未出现大幅增长，2017-2019 年分别为 1.94/1.72/1.95 亿元，CAGR 0.26%。此外，公司力求向智能制造转型。在占地 11.6 万 m² 的湖州生产基地，公司不断引进升级生产线，包括全自动玻璃瓶清洗烘干线、全自动洗护类灌装线、全自动水乳灌装线等，并将 5G 信息技术引入生产基地。2018 年，公司获得湖州市政府质量奖，被评为 2018 年湖州市上云标杆企业。

图表53： 公司近年管理费用率下降



资料来源：公司公告，方正证券研究所

图表54： 湖州工厂自动化面膜生产线



资料来源：方正证券研究所根据公开资料整理

8. 爆品、渠道、品牌做加法，培育穿越周期能力

爆品、渠道、品牌做加法，培育穿越周期的能力。化妆品行业景气度高，但充满变化，从用户、流量、产品、营销到渠道的红利都在迅速更迭，这要求公司具备穿越周期的能力。短期来看，公司产业链布局完善，拥有一套经过验证的爆品流水线体系，能够通过爆品实现消费客群破圈，提高现有品牌在更高层级客群中的认知度。中期来看，公司按照全渠道布局，是行业内少有的线上/线下健康发展的本土企业，强大的渠道能力帮助公司覆盖更多的下沉市场，抓住行业空间红利。长期来看，公司内部孵化+外延布局，赋能化妆品生态链，组建多元化品牌矩阵，不断扩大自身规模边界，有望实现长期的、持续的增长。

8.1 产业链布局完善，拥有打造爆款的能力

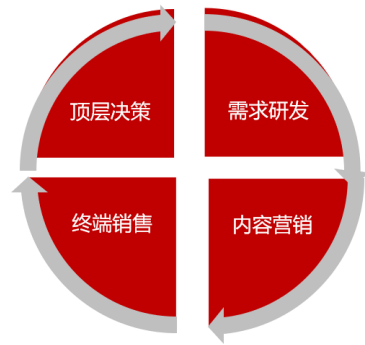
高效决策+研发贴近市场+专业 MCN 机构操刀+自有电商运营，打造爆品流水线。公司从顶层机制到生态链布局自成体系，一整套爆品打造流水线趋于完善：1) 企业领导者侯军呈、方玉友等高层浸淫化妆品行业多年，经验丰富且行业洞察力强，在决策时可不经过繁杂的审议过程，敏锐抓住市场风向。2) 贴近市场的研发，公司的研发人员，既是行业专家，也是贴近市场的产品经理，能够从用户的痛点出发去研发贴合需求的产品。3) 入股专业的内容运营 MCN 机构万言传媒、熊客电商和宁波色古，在内容运营、营销策划、产品孵化上专业性十足，大大提高打造爆品的可能性。4) 公司三大电商运营团队在终端进行专业化运营，从产品销售到用户大数据分析，深入了解客户。2019年，公司成功打造最高销量 130 万的爆品泡泡面膜，是偶然也是必然的结果，验证了从高层决策、研发抓需求、专业 MCN 操刀到电商子公司做运营的爆品流水线模式的可行性。

图表55: 美妆种草转化工业流程



资料来源: 方正证券研究所根据公开资料整理

图表56: 公司爆款流水线初具规模

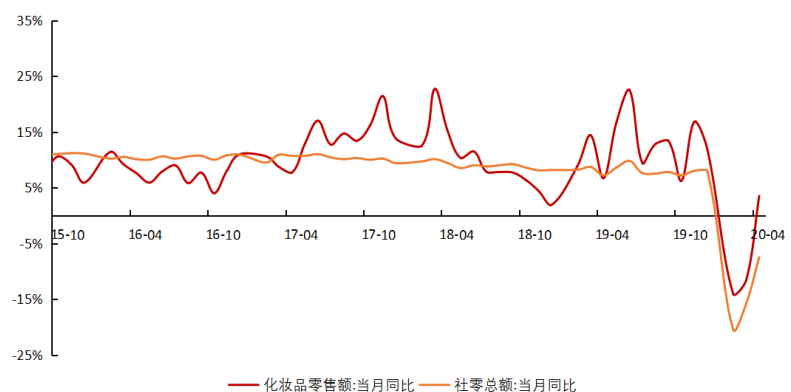


资料来源: 方正证券研究所根据公开资料整理

8.2 全渠道布局, 渠道高增长仍可期

电商持续贡献线上增量, 线下优化升级, 渠道高增长仍可期。2017年来的渠道红利, 实质上是需求的增长与线上社交新媒体共振的结果。2020年开年来的疫情冲击并不改变行业向上的趋势, 2月起化妆品零售便逐渐复苏, 3月起社零消费复苏, 预计下半年全国商品社零同比增速大概率转正, 可选(非必需)消费品将会在下半年加快复苏, 2017年来需求逆周期增长推动的线上红利仍未结束。同时, 公司挖掘私域渠道, 利用微信群、朋友圈等方式展开空中美客业务, 积极探索线下+线上结合的新渠道。线下受线上高增长承压, 业绩增长出现较大压力, 公司迅速对线下渠道调整, 将CS渠道优化升级, 实行精细化管理。同时, 公司积极引进国外小众品牌, 跨境代理业务比重逐步上升, 2020年H1占比接近10%, 未来有望成为公司业务的长期重要组成部分。

图表57: 社零、化妆品零售同比增速回暖



资料来源: Wind, 方正证券研究所

8.3 内部孵化+外延布局, 建设品牌矩阵

内部孵化+外延布局, 探索多元化品牌矩阵。一般而言, 随着消费者年龄、阅历、经济水平等方面发生变化, 对化妆品品牌和类型的选择会随之发生改变, 单一化妆品品牌的销售额易波动且上限存在天花板。公司通过内部孵化+海外代理再收购的方式, 组建多元化品牌矩阵, 再利用其完整的生态链为子品牌进行赋能, 进而进入到强者恒强研究源于数据 29 研究创造价值

的闭环模式。近年来，公司利用上市后充裕的资金，以合资方式孵化新品牌，利用熊客电商、万言传媒、宁波古色等专业的营销团队进行内容营销，利用线上/线下全覆盖的渠道进行铺货销售，利用电商子公司进行专业运营，彩妆设计师品牌“彩棠”已初露潜力，成为天猫销售额破亿的新生人气品牌。此外，公司积极发掘和引进国外小众个性品牌如西班牙“SingulaDerm”、德国“Boiron”、意大利“Wycon”等，设立专门团队运营，导入平台资源扶持，不断丰富产品矩阵。未来，公司有望进一步打通从研发到销售运营的上下游产业链，提升对其他品牌的赋能能力，多元化品牌矩阵未来可期。

图表58： 公司的品牌矩阵仍在不断建设中

品牌	珀莱雅	优资莱	悦芙媞	韩雅	悠雅	猫语玫瑰	TZZ	YNM	彩棠	Singula Derm	I-kami
											
定位	大众	平价	平价	大众	平价	平价	大众	平价	大众	高端	高端
功能	海洋护肤	茶养护肤	年轻护肤	功能护肤	时尚彩妆	甜美彩妆	植物护肤	韩系彩妆	新锐美妆	抗衰护肤	洗护
方式	自建	自建	自建	自建	自建	自建	合资	合资	合资	合资	合资

资料来源：方正证券研究所根据公开资料整理

9. 盈利预测和估值

2020 年开年，尽管受到新冠病毒疫情影响，得益于公司全渠道布局，2020H1 公司营收和归母净利润为 13.84 亿元和 1.79 亿元，同比 4.26%/3.10%，剔除 H1 对外捐赠 1510 万后归母净利润同比 12.20%。公司 7 月 6 日股东大会审议通过股权激励相关议案，将原业绩考核目标由 2020 年营收较 2017 年增长不低于 132.61%，调整为不低于 110.22%，利润目标未做调整。

预计 2020-2022 年公司实现营业收入 37.59/46.78/56.82 亿元，同比增速 20.35%/24.45%/21.46%；归母净利润 4.85/6.07/7.48 亿元，同比增速 23.55%/25.15%/23.21%。对应 2020-2022 年 EPS 为 2.41/3.02/3.72 元，首次覆盖给予公司“推荐”。公司营收主要来自于线上电商、日化专营店、跨境购、商超和单品牌店，其中线上-自有品牌、跨境购在 20 年有望继续高速增长，而线下各渠道受疫情拖累出现不同程度下滑。

图表59： 公司分业务盈利预测

渠道 (亿元)	2019	2020E	2021E	2022E
线上				
线上-直营	8.86	11.87	15.43	20.06
毛利率	71.00%	70.00%	71.00%	71.00%
YOY	89.57%	34%	30%	30%
线上-直营 (代理品牌)	-	2.30	2.50	2.60
毛利率	-	28.50%	29.00%	29.00%
YOY	-	-	8.70%	4.00%
线上-分销	7.69	10.23	13.30	17.28

毛利率	63.20%	62.40%	63.00%	63.00%
YOY	37.17%	33.00%	30.00%	30.00%
线下				
日化专营店	10.47	8.38	9.88	10.38
毛利率	60.00%	58.80%	59.00%	58.00%
YOY	4.39%	-20.00%	18.00%	5.00%
商超	2.24	1.84	2.10	2.31
毛利率	61.00%	59.80%	60.00%	60.00%
YOY	12.80%	-18.00%	14.00%	10.00%
单品牌店	1.64	1.32	1.72	2.24
毛利率	68.00%	65.00%	68.00%	68.00%
YOY	41.00%	-19.00%	30.00%	30.00%
其他渠道（代理品牌）	0.27	1.60	1.80	1.90
毛利率	13.00%	13.00%	13.50%	13.50%
YOY	107.45%	493.30%	12.50%	5.56%

资料来源：方正证券研究所

图表60： 相关上市公司盈利预测与估值

证券代码	证券简称	EPS			P/E		
		2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
603983.SH	丸美股份	1.44	1.73	2.05	52.36	43.53	36.9
600315.SH	上海家化	0.73	0.88	1.03	58.47	48.46	41.63
300740.SZ	御家汇	0.23	0.4	0.53	100.77	59.05	44.11
	中位值	0.80	1.00	1.20	70.53	50.35	40.88
603605.SH	珀莱雅	2.41	3.02	3.72	67.20	53.70	43.58

资料来源：Wind 一致盈利预测，方正证券研究所

附录：公司财务预测表

单位：百万元

资产负债表					利润表				
	2019	2020E	2021E	2022E		2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	1912.87	2189.77	2570.19	3151.17	营业总收入	3123.52	3759.16	4678.45	5682.42
现金	1246.90	1354.29	1597.29	2005.00	营业成本	1125.57	1514.84	1822.02	2175.20
应收账款	198.41	185.38	243.54	311.37	营业税金及附加	27.84	34.64	43.04	52.28
其它应收款	15.27	14.27	17.76	21.57	营业费用	1223.03	1334.50	1731.03	2130.91
预付账款	53.31	75.74	96.57	121.81	管理费用	195.26	270.66	327.49	392.09
存货	338.31	443.72	490.79	573.19	财务费用	-9.49	-51.66	-62.30	-75.98
其他	60.66	116.37	124.24	118.23	资产减值损失	-27.14	-8.62	-6.01	-9.45
非流动资产	1066.50	1111.44	1257.08	1345.12	公允价值变动收益	0.00	-2.17	-2.17	-2.17
长期投资	86.35	99.01	123.67	148.83	投资净收益	2.12	4.00	5.00	6.00
固定资产	582.22	581.71	660.86	645.42	营业利润	461.61	568.78	709.55	872.37
无形资产	354.94	387.73	429.57	507.89	营业外收入	0.78	2.81	2.81	2.81
其他	42.98	42.98	42.98	42.98	营业外支出	6.14	15.10	3.86	3.86
资产总计	2979.37	3304.60	3830.66	4499.68	利润总额	456.24	556.49	697.26	860.08
流动负债	874.33	873.12	972.89	1098.47	所得税	89.87	111.30	140.15	173.74
短期借款	129.05	0.00	0.00	0.00	净利润	366.37	445.19	557.11	686.35
应付账款	347.32	468.98	549.10	625.74	少数股东损益	-26.31	-39.96	-50.06	-61.75
其他	397.97	404.15	423.79	472.73	归属母公司净利润	392.68	485.15	607.18	748.10
非流动负债	34.98	34.98	34.98	34.98	EBITDA	552.38	572.72	701.60	858.78
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EPS (元)	1.95	2.41	3.02	3.72
其他	34.98	34.98	34.98	34.98					
负债合计	909.31	908.10	1007.87	1133.45	主要财务比率	2019	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	40.37	0.41	-49.65	-111.40	成长能力				
股本	201.27	201.27	201.27	201.27	营业收入	0.32	0.20	0.24	0.21
资本公积	835.35	835.35	835.35	835.35	营业利润	0.19	0.23	0.25	0.23
留存收益	1009.05	1375.44	1851.79	2456.99	归属母公司净利润	0.37	0.24	0.25	0.23
归属母公司股东权益	2029.69	2396.09	2872.44	3477.63	获利能力				
负债和股东权益	2979.37	3304.60	3830.66	4499.68	毛利率	0.64	0.60	0.61	0.62
					净利率	0.13	0.13	0.13	0.13
					ROE	0.19	0.20	0.21	0.22
					ROIC	0.43	0.43	0.45	0.51
现金流量表	2019	2020E	2021E	2022E	偿债能力				
经营活动现金流	235.96	473.52	575.21	716.73	资产负债率	0.31	0.27	0.26	0.25
净利润	366.37	445.19	557.11	686.35	净负债比率	0.11	0.04	0.03	0.03
折旧摊销	75.17	54.66	59.02	66.62	流动比率	2.19	2.51	2.64	2.87
财务费用	8.54	3.28	0.00	0.00	速动比率	1.83	2.03	2.17	2.38
投资损失	-2.12	-4.00	-5.00	-6.00	营运能力				
营运资金变动	-244.74	-48.69	-56.40	-54.14	总资产周转率	1.07	1.20	1.31	1.36
其他	32.74	23.08	20.47	23.91	应收账款周转率	21.74	19.59	21.82	20.48
投资活动现金流	-54.60	-115.06	-216.12	-166.12	应付账款周转率	8.71	9.21	9.19	9.67
资本支出	-163.66	-101.23	-192.29	-142.29	每股指标 (元)				
长期投资	104.41	-11.66	-21.66	-21.66	每股收益	1.95	2.41	3.02	3.72
其他	4.65	-2.17	-2.17	-2.17	每股经营现金	1.17	2.35	2.86	3.56
筹资活动现金流	-209.26	-251.08	-116.08	-142.90	每股净资产	10.08	11.90	14.27	17.28
短期借款	0.00	-129.05	0.00	0.00	估值比率				
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	P/E	44.95	67.20	53.70	43.58
普通股增加	21.09	0.00	0.00	0.00	P/B	8.70	13.61	11.35	9.38
资本公积增加	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBITDA	30.08	-2.22	-2.13	-2.22
其他	-230.34	-122.03	-116.08	-142.90					
现金净增加额	-27.89	107.39	243.00	407.71					

数据来源：wind 方正证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业理解, 本报告清晰准确地反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论, 但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

方正证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。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放, 概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料, 本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时, 本公司对本报告所含信息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。

在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 也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, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此, 投资者应注意, 在法律许可的情况下, 本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下, 本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险, 投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“方正证券研究所”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明:

强烈推荐: 分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅;

推荐: 分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅;

中性: 分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动;

减持: 分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

行业投资评级的说明:

推荐: 分析师预测未来半年行业表现强于沪深300指数;

中性: 分析师预测未来半年行业表现与沪深300指数持平;

减持: 分析师预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

	北京	上海	深圳	长沙
地址:	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼(100037)	上海市浦东新区浦东南路360号新上海国际大厦36楼(200120)	深圳市福田区深南大道4013号兴业银行大厦201(418000)	长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼(410015)
网址:	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail:	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com