

珀莱雅 (603605)

聚焦大众美妆市场，加速冲击一线品牌地位

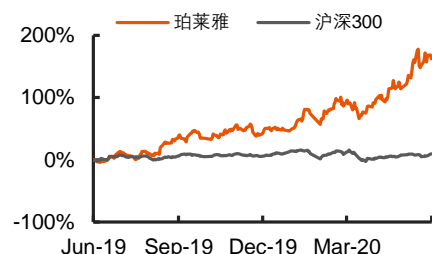
推荐（首次）

现价：157.23 元

主要数据

行业	商贸零售
公司网址	www.proya-group.com
大股东/持股	侯军呈/36.09%
实际控制人	侯军呈
总股本(百万股)	201
流通 A 股(百万股)	62
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值(亿元)	316.46
流通 A 股市值(亿元)	98.21
每股净资产(元)	10.47
资产负债率(%)	22.2

行情走势图



证券分析师

刘彪 投资咨询资格编号
S1060518070002
0755-33547353
LIUBIAO018@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

平安观点：

- **摘要：**化妆品是近年来少数加速成长的消费行业之一，其中珀莱雅以高性价比的产品打开“国产替代”的空间，并在上市后加速成长。目前公司产品力、产品力、渠道力均已拉近与龙头品牌的差距，而较强的产品营销能力也将推动公司营收、业绩维持稳健高速增长。
- **A 股美妆首家上市公司，上市后业绩加速提升。**珀莱雅是知名国货化妆品品牌，也是 A 股美妆首家上市公司。公司董事长、CEO 等为行业经销商出身，从业经验丰富。2017 年末上市后，公司营收、净利增速均加速提升，2018、2019 年公司营收、净利增速均回升至 30% 以上。
- **行业规模加速扩大，国货初具竞争能力。**公司所属的化妆品行业是近年来少数加速成长的消费行业之一。在经济发展、消费升级的推动下，我国化妆品的人均消费水平也有望继续向国际高水平靠拢，而下沉市场与新一代的消费者也将成为行业未来的重要增量来源。分渠道看，电商、专业美妆店正在并有望继续取代其他渠道的市场份额。分品牌看，外资品牌先发优势明显，但国货品牌因爆款打造能力也具备一定的竞争力。
- **高性价比产品获认同，营销创新+渠道转型促成长。**面对外资在高端市场、渠道、品牌和产品上的明显优势，珀莱雅以定位大众市场的高性价比产品打开了“国产替代”的空间。公司也通过研发生产和营销手段的持续创新，获得了如泡泡面膜等优质爆款产品的打造能力，并已形成一套成熟的产品打造和推广体系。电商崛起后，公司坚持渠道转型，目前电商占比已过 50%，这也成为公司业绩增速快速回升的主因。
- **品牌、产品矩阵继续扩张，加码营销以强化竞争力。**展望未来，珀莱雅正努力向差异化的多品牌方向发展，形成更为合理的品牌矩阵。公司通过内生研发和外延并购，持续储备子品牌，推动主品牌外的其他品牌占比提升。公司产品线也往全品类扩张，旗下彩妆和精华品类发展顺畅，有望打造新的增长点。此外，公司近年来进一步加码互联网营销，强化社交营销特别是直播带货的能力，以更好地吸引下沉市场和新一代的消费群体。

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2361	3124	3971	5191	6808
YoY(%)	32.4	32.3	27.1	30.7	31.1
净利润(百万元)	287	393	487	635	832
YoY(%)	43.0	36.7	23.9	30.5	31.0
毛利率(%)	64.0	64.0	64.1	64.2	64.4
净利率(%)	12.2	12.6	12.3	12.2	12.2
ROE(%)	16.9	17.7	18.9	20.8	22.6
EPS(摊薄/元)	1.43	1.95	2.42	3.16	4.13
P/E(倍)	110.2	80.6	65.0	49.8	38.0
P/B(倍)	18.7	15.6	13.2	11.0	9.0

- **持续向龙头品牌靠拢，公司有望维持稳健高速增长：** 综上，我们认为珀莱雅品牌力、产品力、渠道力均开始拉近与龙头品牌的差距，而较强的营销能力将助力公司继续打造爆款产品与明星单品，推动公司营收、业绩维持稳健高速增长。我们预计公司 2020–2022 年营收将达 39.71、51.91、68.08 亿元，分别同比+27.1%、30.7%、31.1%；归母净利 4.87、6.35、8.32 亿元，分别同比+23.9%、30.5%、31.0%，对应 EPS 2.42、3.16、4.13 元、PE 65、50、38 倍，首次覆盖给予“推荐”评级。
- **风险提示：** 1) 消费能力下滑的风险：新冠病毒疫情对国内外经济形势造成了严重冲击，居民消费能力的增长并不乐观，化妆品可选消费属性较强，行业景气度或受消费能力下滑的影响。2) 行业竞争加剧的风险：化妆品行业进入壁垒不高，市场竞争充分，但过多的参与方可能恶化竞争形势，推动行业整体成本上升。3) 线上渠道增速放缓的风险：线上电商已成公司第一大渠道，但近年来电商招新成本不断上升、渗透率日趋饱和，若线上增速放缓，公司增速或也将受冲击。4) 新项目孵化的风险：新品牌、产品项目所需的营销投入大，若后续业绩不达预期，存在拉低公司整体业绩表现的风险。

正文目录

一、 A 股美妆首家上市公司，上市后业绩加速提升	6
1.1 A 股美妆首家上市公司，公司高层从业经验丰富	6
1.2 主打海洋护肤概念，上市后业绩加速提升	7
二、 行业规模加速扩大，国货初具竞争能力	7
2.1 行业规模加速扩大，人均消费持续提升	7
2.2 新增消费群体巨大，行业有望维持高增	8
2.3 电商、专业美妆店或将继续取代其他渠道份额	9
2.4 外资品牌先发优势明显，国货以爆款打造竞争力	11
三、 高性价比产品获认同，营销创新+渠道转型促成长	12
3.1 外资品牌优势明显，“国产替代”提供机遇	12
3.2 生产研发持续革新，营销创新打造爆款	14
3.3 行业电商渠道增速迅猛，公司转型线上基本达成	16
四、 品牌、产品矩阵继续扩张，加码营销以强化竞争力	17
4.1 品牌储备持续增加，矩阵有望日益完善	17
4.2 产品线往全品类扩张，彩妆+精华打造新增长点	18
4.3 进一步加码互联网营销，强化吸引新消费群能力	19
五、 持续向龙头品牌靠拢，公司有望维持稳健高增长	20
六、 风险提示	21

图表目录

图表 1	珀莱雅重要历程.....	6
图表 2	珀莱雅十大股东（1Q20）.....	6
图表 3	珀莱雅产品结构（2019 年）.....	7
图表 4	珀莱雅旗下子品牌.....	7
图表 5	珀莱雅营收、同比增速.....	7
图表 6	珀莱雅归母净利、同比增速.....	7
图表 7	护肤品市场规模、同比增速.....	8
图表 8	彩妆产品市场规模、同比增速.....	8
图表 9	人均消费额（USD，2019 年）远未触及天花板.....	8
图表 10	高低线城市小康、中产家庭数量增速.....	9
图表 11	2019 双十一新增用户城市等级分布.....	9
图表 12	年轻女性对化妆品销售的贡献度更高.....	9
图表 13	95 后男性消费者对化妆品接受度更高.....	9
图表 14	护肤品销售渠道分布（2019 年）.....	10
图表 15	彩妆销售渠道分布（2019 年）.....	10
图表 16	丝芙兰重视化妆品的现场体验与服务.....	11
图表 17	李佳琦直播的高知名度起步于口红品类.....	11
图表 18	国货主要在中低端市场竞争.....	11
图表 19	外资品牌主要分布在中高端市场.....	11
图表 20	外资化妆品公司.....	12
图表 21	国货化妆品公司.....	12
图表 22	高端市场增速已拉开与大众市场的差距.....	13
图表 23	天猫+淘宝双十一化妆品热度 Top10 品牌.....	13
图表 24	国货 vs 外资.....	13
图表 25	珀莱雅 vs 欧莱雅.....	14
图表 26	珀莱雅湖州自建工厂.....	14
图表 27	人工及制造费用率持续降低.....	14
图表 28	珀莱雅研发从流程式开发转变为设计式开发.....	15
图表 29	珀莱雅制造爆款产品的组合拳.....	15
图表 30	泡泡面膜快速成为抖音热门话题.....	15
图表 31	护肤品电商渠道增速远高于全渠道增速.....	16
图表 32	电商渠道占比变化.....	16
图表 33	公司渠道分布.....	17
图表 34	电商、日化专营店渠道营收同比增速.....	17
图表 35	欧莱雅历年并购品牌、总规模.....	17
图表 36	欧莱雅品牌矩阵.....	17

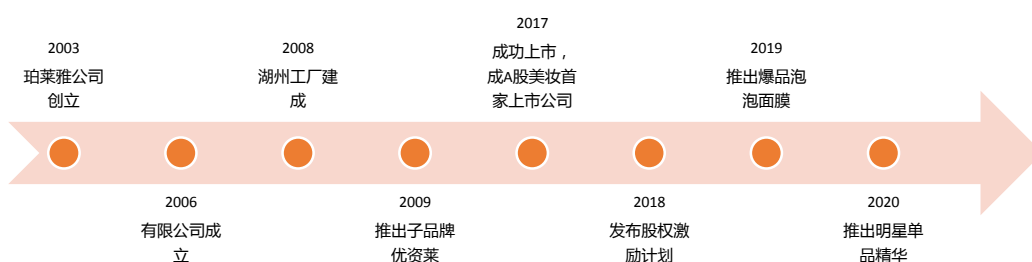
图表 37	欧莱雅各系列、品牌营收占比较均衡（2019）	18
图表 38	珀莱雅主品牌营收占比较高（2019）	18
图表 39	完整的护肤和美妆步骤需组合使用多种化妆品	18
图表 40	彩妆行业规模增速远高于护肤品增速	19
图表 41	珀莱雅彩妆（美容）类营收、同比增速	19
图表 42	珀莱雅精华系列功效、单价、销量、外观设计均不逊于欧莱雅同类产品	19
图表 43	珀莱雅及其子公司积极参股互联网营销机构	20
图表 44	低线城市直播用户数更高	20
图表 45	年轻人群对直播的接受度更高	20
图表 46	公司主要品类营收预测（百万元）	20
图表 47	可比公司比较	21

一、A 股美妆首家上市公司，上市后业绩加速提升

1.1 A 股美妆首家上市公司，公司高层从业经验丰富

知名国货化妆品，A 股美妆首家上市公司。珀莱雅品牌创立于 2003 年，公司化妆品工厂于 2008 年建成。多年来公司一直从事化妆品的研发、生产与销售，已成知名国货化妆品品牌。公司于 2017 年上市，成为 A 股中的美妆首家上市公司。近年来公司品牌、产品矩阵不断扩张，打造出多款知名产品，如爆款产品泡泡面膜与明星单品红宝石精华、双抗精华等。

图表1 珀莱雅重要历程



资料来源：平安证券研究所

董事长家族对公司掌控力较强，公司高层从业经验丰富。公司十大股东中，董事长兼实控人侯军呈总拥有约 36.1%的股权，其妻弟、总经理方玉友总拥有 24.3%的股份，两者股份合计超 60%，对公司控制力较强。在创立珀莱雅品牌以前，侯总与方总曾为化妆品经销商，在行业中已有数十年的运营经验，深入了解行业情况，同时也见证了第一代国货化妆品品牌的兴衰。我们认为，公司高层对行业的深入了解与长期经营经验，是公司在外资品牌的冲击下屹立不倒的主因，并成功为公司的快速崛起保驾护航。

图表2 珀莱雅十大股东（1Q20）

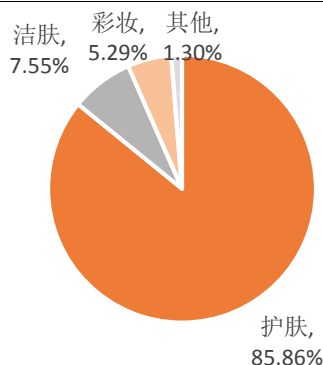
排名	股东名称	持股数量(股)	占总股本比例(%)
1	侯军呈	72,640,500	36.09
2	方玉友	48,858,000	24.27
3	李小林	7,589,400	3.77
4	徐君清	7,419,900	3.69
5	香港中央结算有限公司(陆股通)	5,432,022	2.70
6	曹良国	4,124,938	2.05
7	银华富裕主题混合型证券投资基金	2,739,848	1.36
8	全国社保基金四一四组合	1,480,317	0.74
9	阿布达比投资局	1,139,909	0.57
10	曹荣杰	1,016,120	0.50
	合 计	152,440,954	75.74

资料来源：Wind，平安证券研究所

1.2 主打海洋护肤概念，上市后业绩加速提升

护肤品占比高，主品牌主打海洋科技护肤概念。从产品结构上看，公司护肤品占比达 86%，占比较高。从品牌矩阵看，公司主品牌“珀莱雅”主打“海洋科技护肤”概念，其余主要品牌如优资莱、悦芙媞等大多在大众或平价市场竞争，并覆盖各年龄段消费者。公司近年来同时着力打造明星单品（热度可持续 3-5 年）与爆款产品（迎合消费者阶段性需求），推动旗下各个子品牌发展。

图表3 珀莱雅产品结构（2019 年）



资料来源：公司公告，平安证券研究所

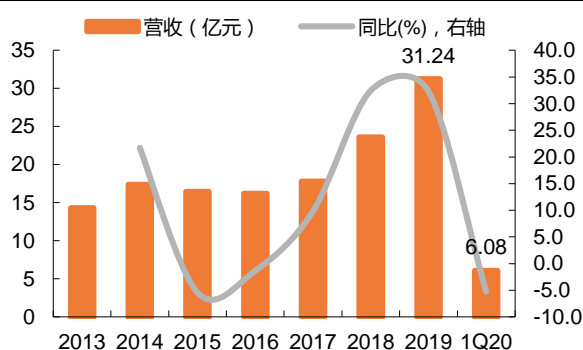
图表4 珀莱雅旗下子品牌

	定位	价格
珀莱雅	海洋科技护肤	大众
优资莱	茶元素护肤	平价
悦芙媞	轻松快乐的美妆方式	平价
韩雅	高功能性护肤	大众
猫语玫瑰	甜美恋爱系自然彩妆	平价
YNM	韩系新锐平价美妆	平价
彩棠	东方韵味+当代时尚的美妆	大众

资料来源：公司公告，平安证券研究所

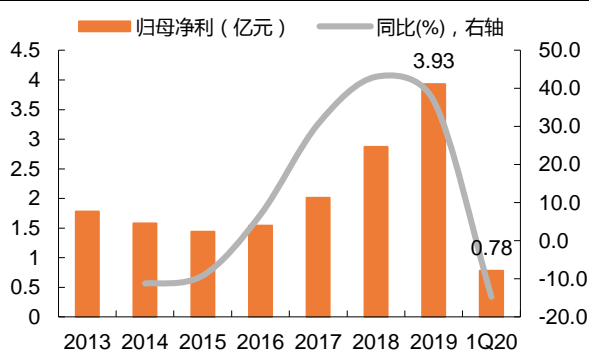
上市后业绩加速提升，1Q20 受疫情冲击明显。2017 年上市以来，珀莱雅营收、净利增速均快速提升，2017-2019 年间，公司营收增速分别为 9.8%、32.4%、32.3%，归母净利增速分别为 30.7%、43.0%、36.7%。2019 年，公司营收 31.24 亿元，归母净利 3.93 亿元。受新冠病毒疫情的影响，1Q20 公司营收 6.08 亿元、同比-5.3%，归母净利 0.78 亿元、同比-14.7%。

图表5 珀莱雅营收、同比增速



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表6 珀莱雅归母净利、同比增速



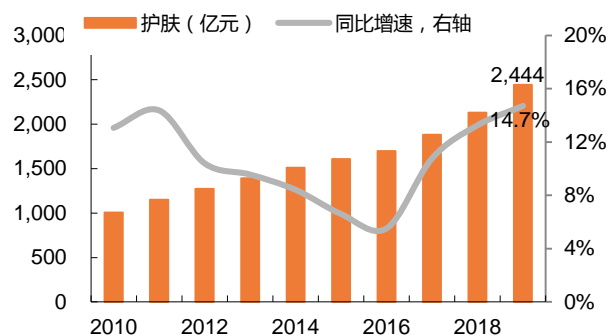
资料来源：公司公告，平安证券研究所

二、 行业规模加速扩大，国货初具竞争能力

2.1 行业规模加速扩大，人均消费持续提升

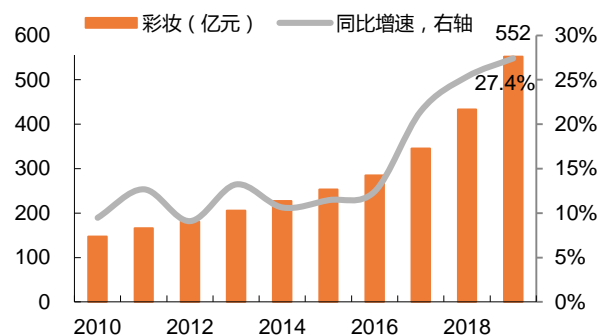
2019 年护肤品规模达 2,444 亿、同比+14.7%，彩妆规模达 552 亿、同比+27.4%。化妆品是近年来少数加速成长的消费行业之一，受电商购物节、直播带货等积极因素的带动，2016 年以来化妆品行业影响力、受众加速扩大。根据欧睿数据的统计，护肤品与彩妆的市场规模均有加速提升的趋势。其中，护肤品市场较大但仍维持高增速，2019 年规模达 2,444 亿、同比+14.7%。彩妆市场较小但发展更为迅猛，2019 年规模达 552 亿、同比+27.4%。

图表7 护肤品市场规模、同比增速



资料来源: Euromonitor, 平安证券研究所

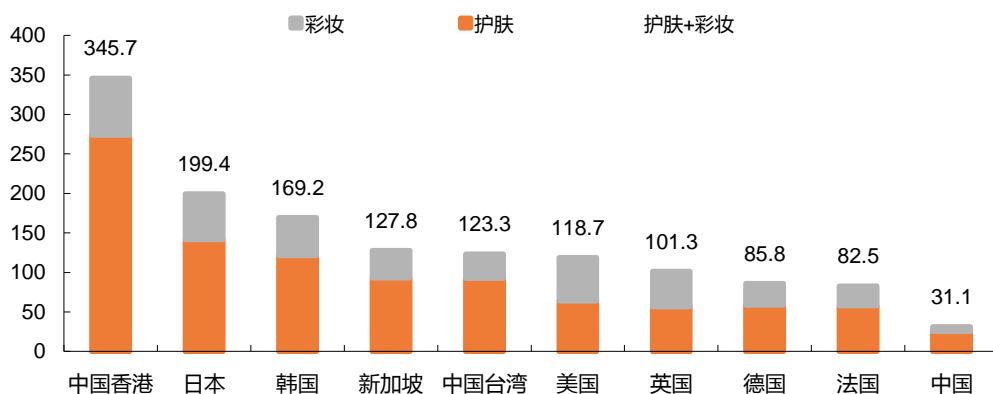
图表8 彩妆产品市场规模、同比增速



资料来源: Euromonitor, 平安证券研究所

人均消费水平向美日韩等靠拢。从化妆品（护肤品+彩妆）的人均消费水平上看，2019 年我国人均消费额仅为 31.1 美元/年，仅为美国的约 1/4，更是远低于文化相似的日韩地区（分别为 199.4、169.2 美元）。化妆品消费是经济发展到一定阶段，人们开始追求美丽和享受而逐渐产生的需求。我国目前距全面建成小康社会仅一步之遥，预计各线城市、各年龄段的消费者对化妆品的需求日益增加。而收入水平提升下消费也将持续升级，我国化妆品的人均消费水平有望继续向美日韩靠拢。

图表9 人均消费额 (USD, 2019 年) 远未触及天花板



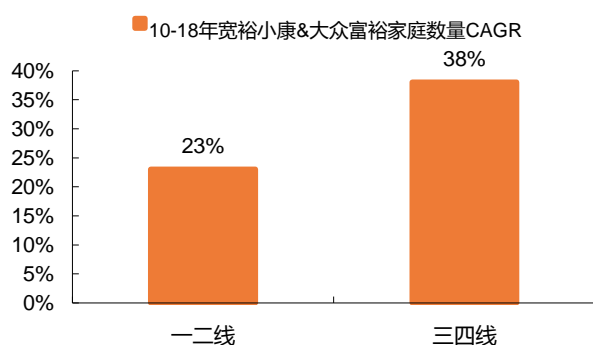
资料来源: Euromonitor, 平安证券研究所

2.2 新增消费群体巨大，行业有望维持高增

1Q20 的新冠病毒疫情对行业造成了短期冲击，但行业恢复的潜力十足。对照欧美等发达国家历史，在经济增速下行周期，化妆品消费也能因“廉价的奢侈品”属性而表现稳健。从长期看，行业发展的核心动力或来源于下沉市场与新一代消费者的贡献。

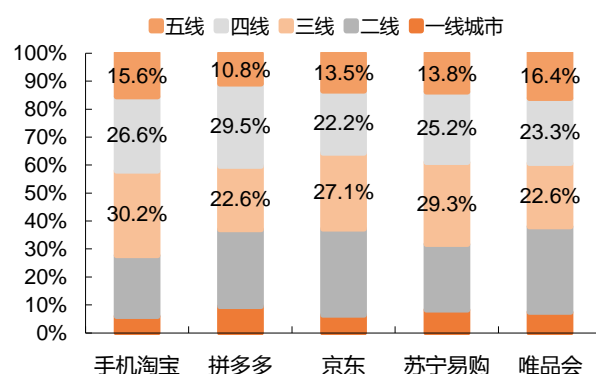
下沉市场规模持续扩大，线上增量消费者的主要来源。随着低线城市小康、中产家庭数量快速提升，下沉市场已成所有消费行业的必争之地。低线城市消费者消费能力的提升，有望持续推动消费升级，刺激化妆品消费进一步向下渗透。若聚焦到化妆品的主力消费者：25-34 岁女性的身上，则低线城市的消费者在化妆品的消费上更为活跃，是推动行业规模扩大的一大助力。此外，从线上零售市场看，下沉市场是增量消费者的主要来源。即便是“五环外”起家的拼多多，超 60% 的双十一新增用户来源于三四五线城市。对天猫淘宝而言，低线城市新用户占比更是超过 70%。因此，下沉市场对化妆品全渠道销售均具有重要意义，是培育新增用户的主战场之一。

图表10 高低线城市小康、中产家庭数量增速



资料来源：麦肯锡，平安证券研究所

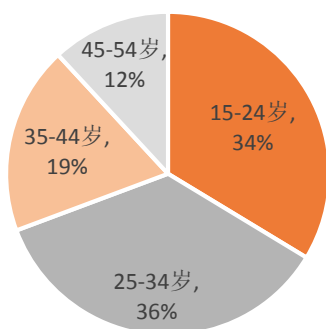
图表11 2019 双十一新增用户城市等级分布



资料来源：Mob 研究院，平安证券研究所

年轻群体为化妆品消费主力，渗透率也有望持续提升。除下沉市场外，年轻消费者也是行业增长的主要动力之一。女性消费者方面，15-24 岁消费者对化妆品销售的贡献达 34%，24-35 岁贡献达 36%，合计约 70%。男性方面，新一代消费者对化妆品的接受度有所提升，95 后男性对化妆品的接受度较 95 前高 7 个百分点，有望推动化妆品在男性群体中的渗透率持续提升。

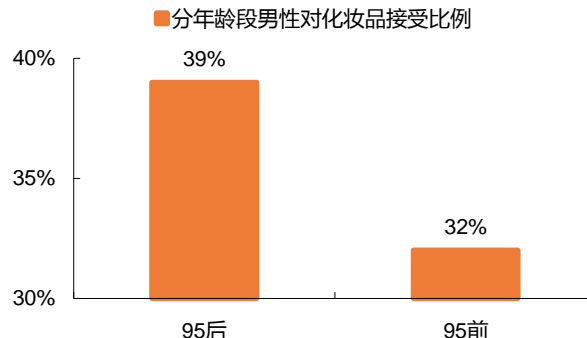
图表12 年轻女性对化妆品销售的贡献度更高



注：各年龄段女性消费者对化妆品销售的贡献率

资料来源：Kantar，平安证券研究所

图表13 95 后男性消费者对化妆品接受度更高

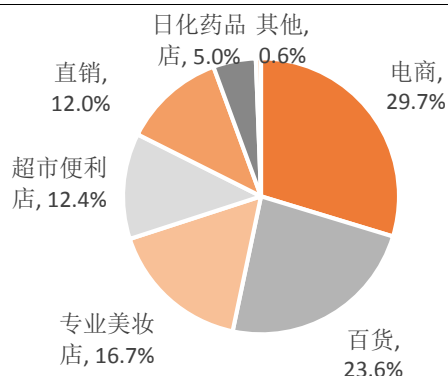


资料来源：CBNdata，平安证券研究所

2.3 电商、专业美妆店或将继续取代其他渠道份额

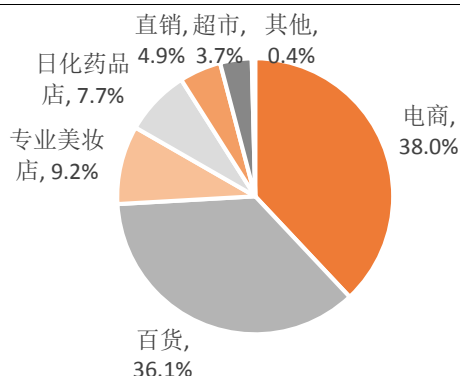
分渠道看，线上电商已成化妆品销售的第一大渠道，电商渠道在护肤品销售中占比近 30%，在彩妆销售中更是达到 38%。百货、专业美妆店为第二、第三大渠道，其余重要渠道包括超市、便利店、日化药品店（如屈臣氏等）、直销渠道等。

图表14 护肤品销售渠道分布（2019 年）



资料来源：Euromonitor，平安证券研究所

图表15 彩妆销售渠道分布（2019 年）



资料来源：Euromonitor，平安证券研究所

线上渗透率 10 年翻 10 倍，社交营销刺激线上渠道继续高增。线上电商是化妆品销售增长最明显的渠道，化妆品的线上渗透率从 2010 年的小个位数上升至 2019 年的 30-40%，10 年间渗透率翻了 10 倍。2013 年后微博、小红书等线上媒介培育了一大批美妆 KOL，图文“种草”开始成为化妆品营销的主要途径之一，各企业在明星代言、纸媒电视广告等方向的投入日益谨慎。2018 年以来，线上平台拉新费用不断上升，但与此同时直播带货的浪潮开始兴起，化妆品行业再度踩在了浪尖上，如李佳琦早期是欧莱雅店员，公司的 BA 网红化项目是其成为行业知名 KOL 与主播的第一步。新冠病毒疫情发生以来，线上直播受众进一步增加，吸引行业进一步加码直播，推动化妆品线上景气度进一步上升。我们认为，在直播带货等社交营销的带动下，线上渠道仍将延续高速增长。

重视现场体验、服务，专业美妆店难被取代。专业美妆门店配备了专业的美妆导购，并提供现场试用区域，在产品体验与服务上力求完美。此外，丝芙兰等零售商同时销售多个品牌，从各品牌中选择适合自己的产品组合成套，消费者可进行一站式的试用与购买，降低买错的几率。在下沉市场，面积足够的美妆门店会提供部分美容 SPA 的服务，打造“美妆美容馆”，进一步加码消费者服务。因此，相比其他线下业态，专业美妆店凭借良好、专业的服务打造差异化优势，在电商的冲击下逆势扩张。在中美两国，专业美妆店销售额占比均明显提升，欧睿数据统计 2010-2019 年间在护肤品领域，中国美妆店占比从 12.6%提升至 16.7%，美国美妆店占比从 14.1%提升至 17.1%，均是除电商外唯一占比有明显提升的渠道。对比电商渠道，微博、小红书的种草或直播带货虽能代替线下“店员推荐”这一环节，但仍难以取代“现场试用体验”环节。我们认为，专业美妆店有望与电商一道，继续取代其他线下渠道的份额。

图表16 丝芙兰重视化妆品的现场体验与服务



资料来源：百度图片，平安证券研究所

图表17 李佳琦直播的高知名度起步于口红品类



资料来源：百度图片，平安证券研究所

2.4 外资品牌先发优势明显，国货以爆款打造竞争力

国货主要在中低端竞争，外资品牌分布更为广泛。国内化妆品行业的参与者可分为国货与外资公司两大类，国货公司旗下的品牌多在中低端（大众）市场竞争，仅有佰草集等少数品牌定位在高端市场（单品价格 500 元以上）。外资公司旗下子品牌的分布更为多元化，从中端至超高端（单品价格 1,000 元以上）均有分布。

图表18 国货主要在中低端市场竞争



资料来源：平安证券研究所

图表19 外资品牌主要分布在中高端市场



资料来源：平安证券研究所

先发优势明显，外资产品力、品牌力强。外资化妆品公司普遍历史悠久，也较早进军国内市场，对国内市场情况较为熟悉，如欧莱雅创立已达百年、进入国内市场的历史也超 20 年。外资公司品牌、产品矩阵也较完善、研发实力雄厚，旗下子品牌数量多达数十个，对应不同群体、档次、用途的化妆品需求。各知名子品牌下的大单品也经久不衰，如雅诗兰黛小棕瓶的生命力长达数十年。作为先行者的外资品牌，在品牌力和产品力上均形成了较明显的优势，在国内市场的市占率排名靠前。

图表20 外资化妆品公司

	欧莱雅	雅诗兰黛	资生堂
创立时间	1907	1946	1872
进入国内时间	1996	1993	1981
旗下子品牌数量	36	30+	20+
高端子品牌代表	赫莲娜、兰蔻	海蓝之谜、雅诗兰黛	资生堂
大众子品牌代表	欧莱雅、美宝莲	倩碧	悠莱、泊美
19年护肤品市占率排名	1	2	4
19年彩妆市占率排名	1	3	6
知名大单品	小黑瓶	小棕瓶	红腰子精华

资料来源：Euromonitor，品牌官网，平安证券研究所

擅长打造爆款产品，国货具备竞争能力。除百雀羚等有限几个品牌外，国货品牌大多成立于 2000 年前后，旗下子品牌、产品数量均不算丰富，其中立足高端市场的品牌或产品更加屈指可数，旗下也缺乏生命力长盛的明星大单品。但相比于海外品牌，国货更擅长在短时间内打造出爆款产品，如珀莱雅的泡泡面膜等，在国内市场的竞争中也占有一席之地。

图表21 国货化妆品公司

	百雀羚	伽蓝	上海家化	珀莱雅
创立时间	1931	2001	1996	2006
主要子品牌数量	<5	6	10	7
高端子品牌/系列	水能量系列	美素	佰草集	-
大众子品牌代表	百雀羚	自然堂	玉泽	珀莱雅
护肤品市占率排名	5	6	12	16
爆款产品	润肤系列	小紫瓶精华	皮肤修护系列	泡泡面膜

资料来源：品牌官网，平安证券研究所

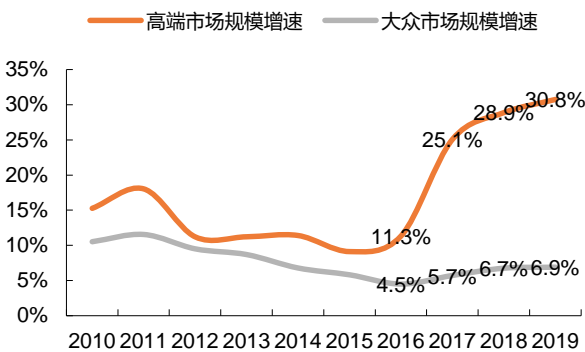
三、高性价比产品获认同，营销创新+渠道转型促成长

3.1 外资品牌优势明显，“国产替代”提供机遇

外资在高端市场、渠道、品牌和产品上的优势明显，珀莱雅等新潮国货品牌的崛起着实不易。

- **高端市场优势：**近年来高端市场的增速节节攀升，已大幅拉开与大众市场增速的差距，两个市场的规模差距进一步缩小。而外资品牌在高端市场优势较明显。
- **线上渠道优势：**线上渠道已是行业第一大渠道，其规模增速也远高于线下。外资品牌在双十一、618 上领先优势明显，并积极与头部主播合作带货，在线上的领先地位仍较牢固。
- **品牌、产品力优势：**整体看，外资品牌创立历史、在国内经营时间均长于国货，消费者对欧莱雅、雅诗兰黛、玉兰油、资生堂等外资大牌的熟悉度、认同度高。国货在产品矩阵宽度和深度、产品效果、科研能力等方面的积累也仍有所不及。

图表22 高端市场增速已拉开与大众市场的差距



资料来源：Euromonitor，平安证券研究所

图表23 天猫+淘宝双十一化妆品热度 Top10 品牌

2016	2017	2018	2019
百雀羚	百雀羚	玉兰油	欧莱雅
欧莱雅	自然堂	兰蔻	兰蔻
SK-II	SK-II	欧莱雅	雅诗兰黛
一叶子	玉兰油	SK-II	玉兰油
自然堂	雅诗兰黛	雅诗兰黛	SK-II
雅诗兰黛	兰蔻	百雀羚	百雀羚
韩束	欧莱雅	自然堂	后
佰草集	一叶子	HFP	自然堂
玉兰油	资生堂	资生堂	资生堂
兰蔻	膜法世家	薇诺娜	薇诺娜

注：加粗字为外资品牌

资料来源：亿邦动力网，平安证券研究所

回顾国货品牌成长历程，我们认为，“国产替代”是国潮崛起的重要原因。国货整体在品牌力、产品力上较外资品牌差距较大，难以在核心品类（科技含量高、功效明显、单价贵）如面霜、精华、眼霜等领域中竞争。但对于面膜、爽肤水、面乳等品类而言，这些入门级的化妆品相对技术简单、生产容易，市面上各个品牌的产品功效大同小异。因此国货品牌在产品力上并无劣势，可凭借高性价比的策略与外资竞争。我们整理了多个知名品牌天猫旗舰店的总销量前三，国货的高销量产品多为高性价比的入门级品类，而外资品牌则多为高价的核心品类。

图表24 国货 vs 外资

各品牌天猫旗舰店销量前三				
	冠军	亚军	季军	
国货	珀莱雅	泡泡面膜	水动力保湿套装	面膜套装
	百雀羚	小雀幸面膜	水嫩倍现爽肤水	洁面乳
	佰草集	平衡洁面乳	新七白面膜	新玉润保湿霜
	相宜本草	去死皮膏	红石榴鲜活亮白套装	四倍蚕丝凝亮套装
	自然堂	喜马拉雅面膜	水润洗面奶	雪润防晒霜
外资	欧莱雅	黑精华	紫烫斗眼霜	三合一卸妆水
	雅诗兰黛	持妆粉底液	特润修护精华眼霜	特润修护肌透精华露
	兰蔻	清滢柔肤水	肌底精华眼霜	菁纯臻颜眼霜

资料来源：天猫，平安证券研究所

珀莱雅提供了大众市场中高性价比的产品。具体至珀莱雅，公司产品同样走高性价比的“国产替代”路线。我们将珀莱雅与同样瞄准大众市场、国内护肤品市占率第一的（巴黎）欧莱雅作对比。2019年珀莱雅与欧莱雅中国区线上收入占比均超 50%，两者对线上渠道的重视程度相似。从天猫旗舰店的情况看，珀莱雅的面膜、面乳面霜虽在功效上基本不含抗衰、抗氧化功效，但在价格上普遍较欧莱雅低一个档次。对学生或新工作人群而言，抗皱抗衰等功能的重要性暂时不高，清洁、补水保湿等基础的养颜功能已经足够，因此珀莱雅的产品可充当高性价比的替代品。从销量上看，珀莱雅泡泡面膜、海月水母面膜、水动力保湿三件套的总销量均过 200 万，远高于欧莱雅相似品类的销量，或也能表明珀莱雅在入门级产品上的优势，而欧莱雅则在更高单价、功效更强的产品如面霜上拥有优势。

图表25 珀莱雅 vs 欧莱雅

	珀莱雅				欧莱雅			
	具体品类	价格	总销量	主要作用	具体品类	价格	总销量	主要作用
面膜（元/片）	海月水母面膜	8	200 万+	补水保湿	葡萄籽面膜	11.9	16 万+	补水抗氧化
	泡泡面膜	9.9	300 万+	清洁肌肤	黑精华面膜	22.5	9 万+	补水抗衰
	极地面膜	13.8	50 万+	保湿修护	安瓶面膜	23.3	50 万+	补水淡纹
乳液面霜（元/份）	水动力保湿三件套	262	200 万+	补水保湿	复颜紧致三件套	600	70 万+	补水抗皱
	水动力盈润乳 100ml	88	8 万+	补水保湿	葡萄籽保湿乳液 110ml	170	80 万+	补水保湿
	靓白芯肌晶采面霜 50g	198	5 万+	补水提亮	零点霜 50ml	280	20 万+	补水抗皱

资料来源：品牌官网，天猫，平安证券研究所

3.2 生产研发持续革新，营销创新打造爆款

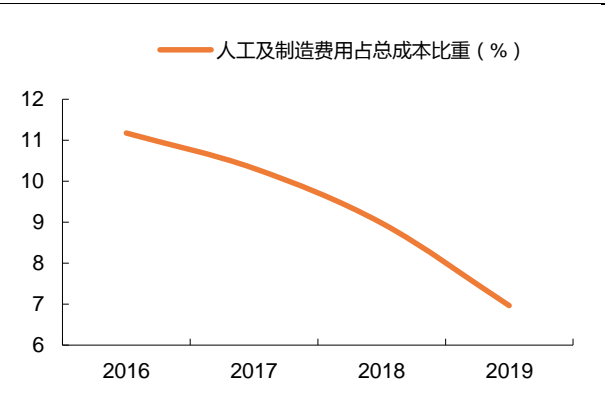
自建工厂持续降本提效。珀莱雅产品的低价并非以低质为代价，公司产品特别是主品牌“珀莱雅”的产品主要由自有的医药级工厂生产，对旗下产品生产的控制监管能力强于代工模式。公司上市后持续对工厂进行升级改造，聚焦自动化设备投入与信息化升级，积极利用 5G 等新技术降本提效。2016 年以来，公司人工及制造费用占总成本的比重不断下滑。

图表26 珀莱雅湖州自建工厂



资料来源：百度图片，平安证券研究所

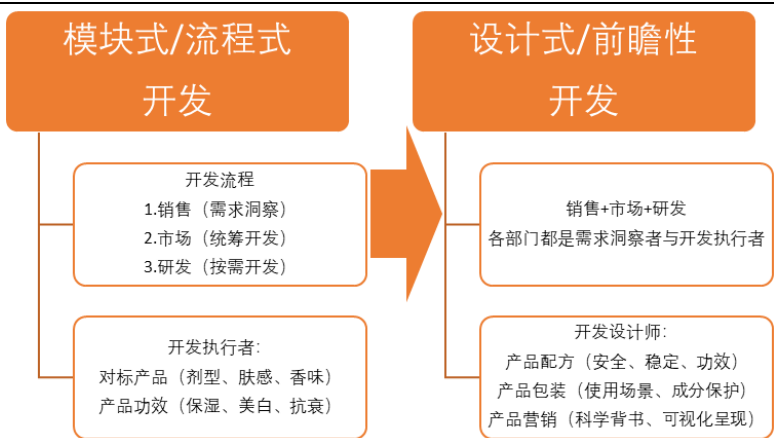
图表27 人工及制造费用率持续降低



资料来源：公司公告，平安证券研究所

研发部门前置，共同洞察消费需求。除生产环节外，公司也对研发环节进行了变革，跳出传统的模式和流程化的工作方式，打破不同部门间的职能壁垒。公司传统的产品开发模式是先由销售人员在市场上观察热销产品，接着联系市场部统筹开发相应产品，市场部再要求研发部参考竞品进行研发，研发部门仅是单纯的执行者，无法了解消费者需求。公司近年来推动研发人员走向前端，听消费者真实的诉求，研发部门与市场部、销售人员一道成为需求洞察者和研发执行者，公司最后通过产品配方、包装、营销的组合设计，前瞻性地研发产品。

图表28 珀莱雅研发从流程式开发转变为设计式开发



资料来源：聚美丽，平安证券研究所

营销模式持续创新，组合拳打造爆款产品。产品营销对于化妆品行业而言至关重要，欧莱雅、雅诗兰黛等品牌的费用率达 50-60%，珀莱雅、丸美股份等销售费用率也达 30%以上。国内化妆品的营销方式最早照搬了外资品牌在海外的打法，一般为国际大明星代言+媒体广告+渠道促销。但外资大牌资源雄厚，在国内也基本垄断了最优质的明星、电视杂志等广告资源。因此国货品牌开始尝试开辟新战场，将营销扩展至综艺冠名和电视剧/电影植入，代言人的选择也转向本土的新生代小鲜肉，尝试以更多维度触达消费者。2010 年以来珀莱雅独家冠名了多款电视剧与综艺节目，代言人也曾包含大 S、章子怡、宋仲基、李易峰等不同类型的艺人，公司的品牌名声开始广为传播。

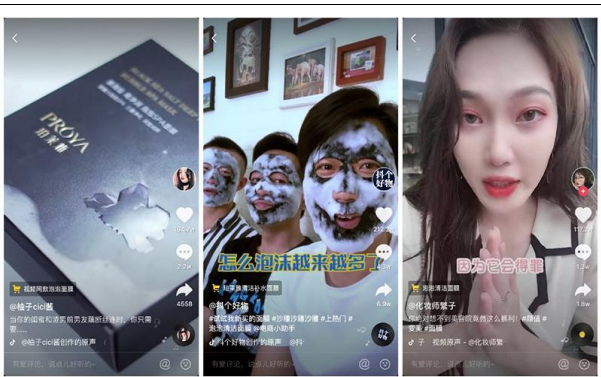
此外，近年来珀莱雅精准抓住了社交营销蓬勃发展的趋势，旗下产品泡泡面膜利用微博、美妆 APP 等媒介反复刷屏，成功打造出“抖音第一面膜”。首先，珀莱雅的这款产品具有独特的话题性：面膜贴上后将冒出泡泡。接着公司将话题投放在能迅速大范围扩散的平台：微博、小红书、抖音等美妆博主、话题集中的平台。后续邀请 KOL 进行宣传，如大量头腰底部的 KOL 在抖音上密集发布试用视频、小鲜肉罗云熙代言并拉动其粉丝宣传。再配合李佳琦直播带货，以活动低价推广新品，并在各电商平台上投放广告。在这一系列的组合拳下，泡泡面膜的知名度和销售额均迅速提高，19 年 7 月公司面膜销售额同比翻数倍，并快速杀入天猫面膜月度销售榜的前三。

图表29 珀莱雅制造爆款产品的组合拳

爆款产品	珀莱雅泡泡面膜
制造话题	“贴上出泡泡”的有趣性
话题投放平台	抖音、小红书、微博等
KOL 种草	大量抖音 KOL 同时发力
小鲜肉代言	罗云熙
头部主播带货	李佳琦
广告投放平台	天猫、淘宝、返利网等电商
得到称号	抖音第一面膜
转化成果	当月面膜销售额同比翻数倍

资料来源：公司网站，平安证券研究所

图表30 泡泡面膜快速成为抖音热门话题



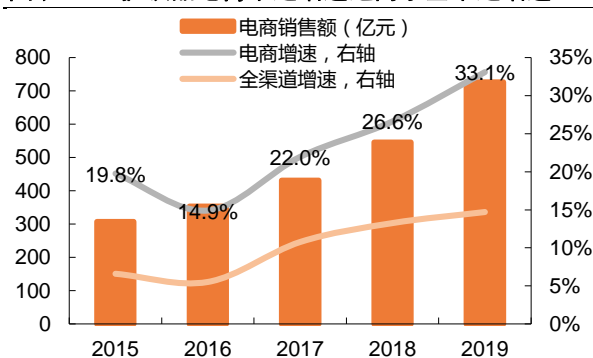
资料来源：百度图片，平安证券研究所

我们认为，珀莱雅在产品的研发、生产、营销上已形成一套成熟的产品打造和推广体系，有能力批量性打造爆款产品，并为培育更长生命周期产品打下基础，尝试培养生命力长达数年甚至数十年的大单品。

3.3 行业电商渠道增速迅猛，公司转型线上基本达成

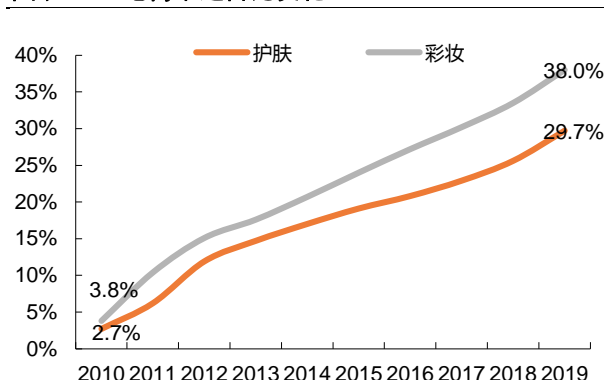
线上销售额高速增长，渗透率 10 年翻 10 倍。在渠道销售上，线上电商是化妆品销售增长最明显的渠道，以护肤品为例，其电商渠道的销售额高速增长，增速远高于全渠道销售额增速。化妆品的线上渗透率也随之大幅抬升，从 2010 年的小个位数上升至 2019 年的 30-40%，10 年间渗透率翻了 10 倍。

图表31 护肤品电商渠道增速远高于全渠道增速



资料来源: Euromonitor, 平安证券研究所

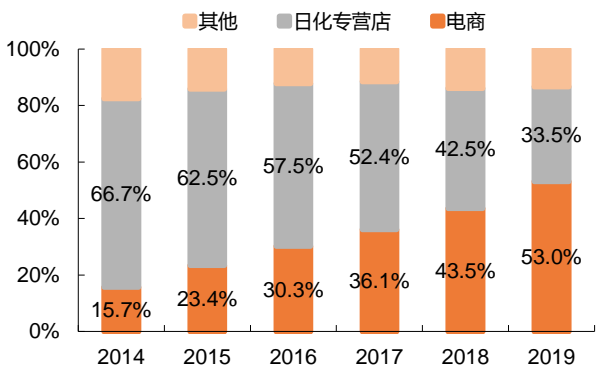
图表32 电商渠道占比变化



资料来源: Euromonitor, 平安证券研究所

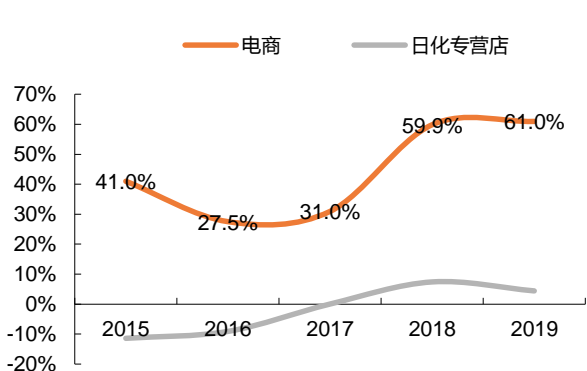
电商占比已然过半，渠道营收加速提升。与大多数新兴国货品牌类似，珀莱雅早期品牌力难以与外资大牌抗衡，叠加公司董事长、CEO 为经销商出身，因此公司曾主攻日化专营店渠道，主打三四线城市市场。电商渠道出现后，珀莱雅天猫旗舰店于 2010 年前后上线，并于 2012 年成立电商子公司，公司也成第一批分享电商红利的品牌之一。上市前后，公司为了把握电子商务渠道迅速崛起的市场机会，开始逐步与京东、唯品会、聚美优品、云集等淘系以外的电商平台开展合作，并根据各电商平台特征精准策略、精细化运营。公司电商渠道营收也因此加速增长，2018、2019 年公司电商渠道营收增速均达 60% 左右。至 2019 年公司电商占比已超 50%，公司渠道转型已基本成功。虽公司传统日化专营店渠道的营收增速仍在低位，但在线上高增速的推动下，公司 2018 年以来营收、净利增速重回 30% 以上。

图表33 公司渠道分布



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表34 电商、日化专营店渠道营收同比增速



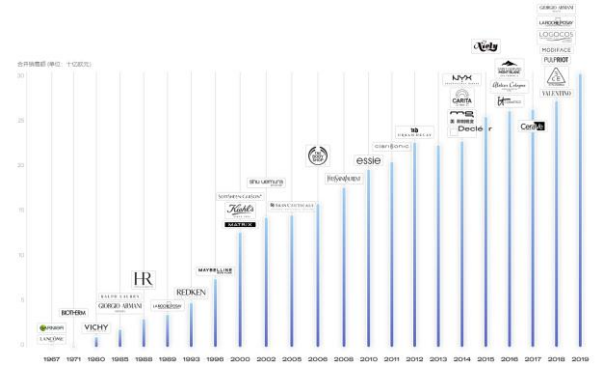
资料来源：公司公告，平安证券研究所

四、品牌、产品矩阵继续扩张，加码营销以强化竞争力

4.1 品牌储备持续增加，矩阵有望日益完善

内生研发+外延并购，公司持续储备子品牌。展望未来，珀莱雅正努力向差异化的多品牌方向发展，形成更为合理的品牌矩阵以提高抗风险能力。品牌矩阵的扩张可由内生研发或外延并购来实现，珀莱雅自主孵化的子品牌包含优资莱、悦芙媿、韩雅、猫语玫瑰等，通过合资公司推出的子品牌包含 YNM、彩棠等。此外，公司通过跨境贸易子公司，代理运营进口品牌，以迎合国内对小众国际品牌需求，并扩展进一步合作的可能性。2019 年公司跨境品牌营收达 1.43 亿，占比不足 5%，2020 年公司计划将电商部一拆为三，分别运营成熟、新兴和跨境品牌，推动代理的跨境品牌占比全年达 10%，以进一步稀释主品牌占比，完善品牌矩阵。参考欧莱雅发展历程，公司并购不断、并购规模持续增大，形成中高低档、各项美妆功能、世界主要市场范围全覆盖的完善品牌矩阵。我们认为，欧莱雅之路或也是所有有志做大做强做久的国货品牌的必经之路。

图表35 欧莱雅历年并购品牌、总规模



资料来源：品牌官网，平安证券研究所

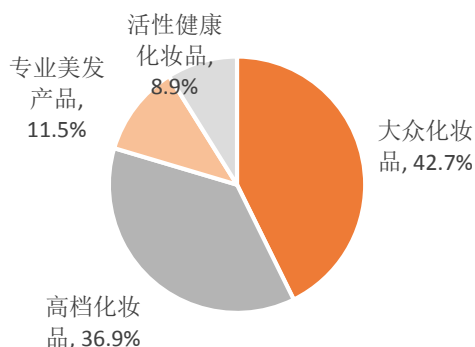
图表36 欧莱雅品牌矩阵



资料来源：百度图片，平安证券研究所

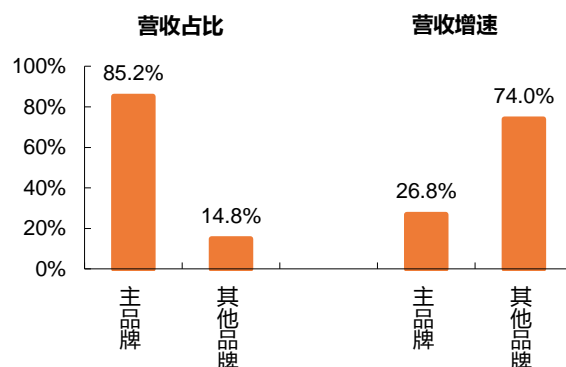
其他品牌增速远高于主品牌，品牌矩阵有望日益完善。参考欧莱雅情况，2019 年主品牌“巴黎欧莱雅”所属的大众化妆品部营收占比约 43%，较高档化妆品部仅高约 7 个百分点，品牌矩阵的布局相对均衡。而珀莱雅发展历程较短，公司主品牌“珀莱雅”营收占比高达 85%，其余品牌占比较低。但在内生研发、外延并购和跨境代理的推动下，其他品牌的营收增速远高于主品牌，营收占比也有望持续提高，推动公司品牌矩阵的日益完善。

图表37 欧莱雅各系列、品牌营收占比较均衡(2019)



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表38 珀莱雅主品牌营收占比较高（2019）



资料来源：公司公告，平安证券研究所

4.2 产品线往全品类扩张，彩妆+精华打造新增长点

产品线往全品类扩张，同时打造爆品和明星单品。完整的化妆步骤需组合使用多种化妆产品，如护肤步骤可从起步的洁面一直延伸至最后的外层防晒，而完整的美妆步骤则更为复杂。因此，对化妆品企业而言，为了留住消费者、提高客单价，扩张产品线以覆盖完整的化妆步骤无疑是明智的选择。在生产与研发能力的支撑下，珀莱雅近年来也着力产品线的扩张，向全品类发展、形成品类矩阵，并主攻高速增长品类如彩妆、精华等。公司也已通过泡泡面膜证明其打造爆款产品的能力，目前正在尝试证明自身打造明星单品的能力，培育自家品牌的“小棕瓶”和“小黑瓶”。

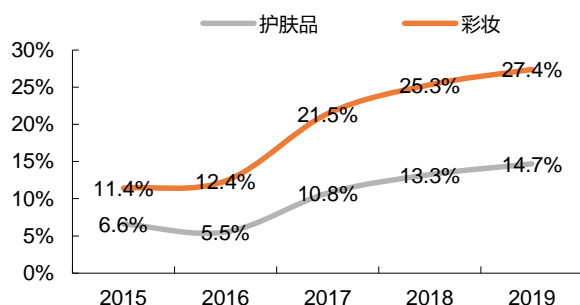
图表39 完整的护肤和美妆步骤需组合使用多种化妆品



资料来源：36kr，平安证券研究所

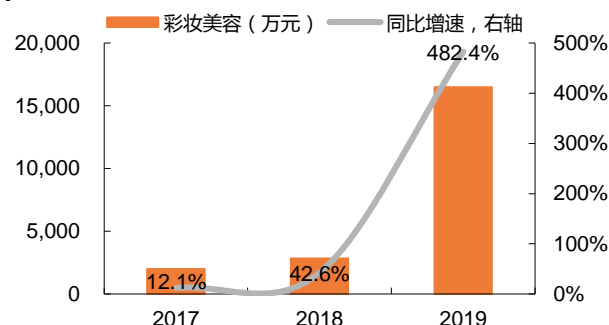
彩妆行业发展迅猛，公司紧抓发展契机。近年来彩妆行业发展迅速，其市场规模增速大幅拉开与护肤品的差距，在新一代消费者的推动下，彩妆消费也远未触及天花板。珀莱雅也关注到了这个趋势，旗下彩妆业务发展迅速，并成功打造小爆品印彩巴哈。2017年以来公司彩妆业务增速不断提升，至2019年，公司彩妆营收已达1.65亿元，占总营收的比重也大幅提升至5.3%。公司已将彩妆列为重点发展品类，并将于2020年建成专业的彩妆工厂，营收占比预计可进一步提升至5-10%，有望进一步丰富产品矩阵，并推动公司业绩增速进一步提高。

图表40 彩妆行业规模增速远高于护肤品增速



资料来源: Euromonitor, 平安证券研究所

图表41 珀莱雅彩妆(美容)类营收、同比增速



资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

1H20 新推两款精华, 有望打造新增长点。除彩妆外, 精华也是公司 2020 年重点发展品类。精华在护肤品中属于核心品类, 主要服务于抗衰、抗氧化、美白等护肤的核心目的, 功效成分更为珍贵, 因而产品单价也远高于面膜、面乳等基础产品。我们前面也提及, 国货品牌一般难以在这个领域与外资大牌进行竞争。而珀莱雅于 1H20 先后推出红宝石精华、双抗精华两款产品, 并分别聘请孙俪、蔡徐坤进行产品代言, 以测试打开抗衰老领域的大众化市场。根据我们的观察, 珀莱雅两款精华产品在产品功能和价格上已接近甚至超出欧莱雅同类产品, 在外观设计上也更具科技感、更符合年轻消费者的审美。而从销量上看, 珀莱雅精华产品的月销量也并不逊色于欧莱雅的精华产品, 仅低于欧莱雅的传统明星单品黑精华。这或体现珀莱雅的品牌力正迅速提升, 在护肤品的核心品类上也已具备竞争能力。2019 年珀莱雅精华类营收占比达 12.5%, 两款明星精华产品的推出有望形成新增长点, 公司客单价也有望得到提升。

图表42 珀莱雅精华系列功效、单价、销量、外观设计均不逊于欧莱雅同类产品

品类	珀莱雅		欧莱雅	
	红宝石精华	双抗精华	三重源白精华液	黑精华肌底液
主要功能	抗皱抗初老	抗老、提亮肤色	淡斑美白	抗老、提亮肤色
单份含量	30ml	30ml	30ml	30ml
非活动单价	299	260	260	280
20.05 月销量	1.5 万+	4 万+	1.5 万+	6 万+
外观设计				

资料来源: 天猫旗舰店, 平安证券研究所

4.3 进一步加码互联网营销, 强化吸引新消费群能力

参股互联网营销机构, 切入社交营销风口。在品牌、产品矩阵持续扩张外, 珀莱雅并未放松对传统强项即营销上的投入。针对社交营销的兴起, 公司近年来加大了对互联网营销的投入, 先后参股了数家机构。2018 年公司战投熊客文化, 以获取在营销内容策划与制作、媒体投放等领域的竞争优势。2019 年公司出资成立孙公司万言文化, 通过设立 MCN 机构来切入社交营销特别是直播带货的风口。

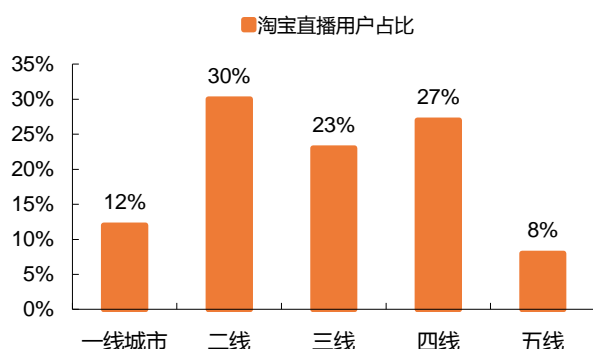
图表43 珀莱雅及其子公司积极参股互联网营销机构

	主营业务	持股比例	参股年份	投资额度
杭州熊客文化传媒	内容策划、制作	20%	2018	数千万
广州麦蒂斯信息科技	互联网整合营销	20%	2018	-
杭州万言文化传媒	MCN 机构、新媒体整合营销	80%	2019	350 万
宁波色古	品牌管理与策划	35%	2019	-

资料来源：公司公告，Wind，平安证券研究所

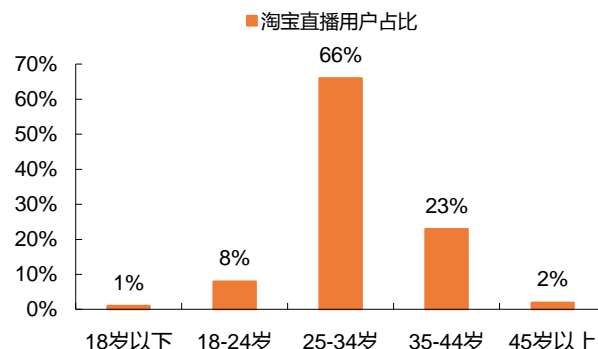
直播带货增强互动性，有望推动公司业绩维持高增。与小红书、微博等图文“种草”的形式相比，新兴的直播带货增强了社交营销的互动性，相当于将线下门店的导购过程整个搬至线上直播间，把线下一对一的导购转化为线上一对多的带货，并配合“全网最低价”等形式积极营销。目前各大品牌纷纷加码与各类主播合作，产品销售、需求洞察和品牌打造三路齐下。此外，直播也是吸引下沉市场与年轻消费者的良好平台，淘宝直播中三线及以下城市用户数占比达 58%，34 岁以下用户数占比高达 75%，直播带货也成打开新消费市场的重要助力。由于下沉市场、新一代消费者是化妆品行业未来最主要的增量来源，因此加码直播有助于珀莱雅触达行业的增量消费者，强化吸引下沉市场、新一代消费者的能力，公司电商渠道的占比也有望继续提高，推动公司业绩维持高增。

图表44 低线城市直播用户数更高



资料来源：Mob 研究院，平安证券研究所

图表45 年轻人群对直播的接受度更高



资料来源：Mob 研究院，平安证券研究所

五、持续向龙头品牌靠拢，公司有望维持稳健高增长

展望 2020 年，虽受新冠病毒疫情的影响 1Q20 营收、净利增速大幅下滑，但彩妆、精华品类的突出表现有望推动公司营收加速回归正常，我们预测全年护肤、洁肤类营收增速将与 2019 年相当，而彩妆将继续维持较高增速。

图表46 公司主要品类营收预测（百万元）

	2019A	2020E	2021E	2022E
护肤类	2,675.7	3,344.6	4,281.1	5,565.4
	26%	25%	28%	30%
洁肤类	235.2	277.5	333.0	399.6

	17%	18%	20%	20%
彩妆（美容）类	164.9	296.9	519.6	779.3
	482%	80%	75%	50%

资料来源：wind，平安证券研究所

回顾珀莱雅发展历程，公司抓住了消费者对高性价比“国产替代”产品的需求，通过创新的营销手段成功打造爆款产品，并大力发展电商渠道，推动公司营收、业绩增速持续提升。目前公司通过内生外延两种方式积极扩展品牌、产品矩阵，并参股互联网营销机构以进一步强化社交营销能力。我们认为，珀莱雅品牌力、产品力、渠道力均开始拉近与龙头品牌的差距，而较强的营销能力将助力公司继续打造爆款产品与明星单品，推动公司营收、业绩维持稳健高速增长。我们预计公司2020-2022年营收将达39.71、51.91、68.08亿元，分别同比+27.1%、30.7%、31.1%；归母净利润4.87、6.35、8.32亿元，分别同比+23.9%、30.5%、31.0%，对应EPS 2.42、3.16、4.13元、PE 65、50、38倍，首次覆盖给予“推荐”评级。

图表47 可比公司比较

证券简称	收盘价 (20.06.02)	总市值 (亿元)	EPS 2019A	EPS 2020E	EPS 2021E	PE 2019	PE 2020	PE 2021
珀莱雅	157.23	316.5	1.95	2.42	3.16	81	65	50
丸美股份	83.11	333.3	1.28	1.45	1.74	65	57	48
上海家化	37.21	249.8	0.83	0.75	0.88	45	50	42
御家汇	14.33	59.1	0.07	0.15	0.21	217	98	67

注：除珀莱雅外，20、21年EPS预测均取自万得一致预期

资料来源：Wind，平安证券研究所

六、风险提示

- **消费能力下滑的风险：**新冠病毒疫情对国内外经济形势造成了严重冲击，居民消费能力的增长并不乐观，化妆品可选消费属性较强，行业景气度或受消费能力下滑的影响。
- **行业竞争加剧的风险：**化妆品行业进入壁垒不高，市场竞争充分，但过多的参与方可能恶化竞争形势，推动行业整体成本上升。
- **线上渠道增速放缓的风险：**线上电商已成公司第一大渠道，但近年来电商招新成本不断上升、渗透率日趋饱和，若线上增速放缓，公司增速或也将受冲击。
- **新项目孵化的风险：**新品牌、产品项目所需的营销投入大，若后续业绩不达预期，存在拉低公司整体业绩表现的风险。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	1913	2421	2720	3530
现金	1247	1733	1694	2369
应收票据及应收账款	198	176	313	328
其他应收款	15	11	23	22
预付账款	53	36	81	73
存货	314	379	523	653
其他流动资产	85	85	85	85
非流动资产	1066	1180	1390	1674
长期投资	15	22	28	35
固定资产	550	673	857	1106
无形资产	329	309	290	271
其他非流动资产	173	176	215	262
资产总计	2979	3601	4109	5203
流动负债	874	1158	1217	1720
短期借款	129	129	129	129
应付票据及应付账款	389	630	697	1033
其他流动负债	356	399	391	558
非流动负债	35	37	42	48
长期借款	0	2	7	13
其他非流动负债	35	35	35	35
负债合计	909	1195	1259	1768
少数股东权益	40	8	-35	-91
股本	201	201	201	201
资本公积	835	835	835	835
留存收益	1009	1326	1739	2281
归属母公司股东权益	2030	2397	2886	3526
负债和股东权益	2979	3601	4109	5203

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	236	866	372	1217
净利润	366	454	593	776
折旧摊销	75	74	67	82
财务费用	-9	-5	-4	-3
投资损失	-2	-4	-4	-4
营运资金变动	-267	347	-281	366
其他经营现金流	73	0	0	0
投资活动现金流	-55	-184	-273	-363
资本支出	164	106	203	278
长期投资	104	-7	-6	-6
其他投资现金流	214	-84	-76	-92
筹资活动现金流	-209	-196	-138	-180
短期借款	-96	0	0	0
长期借款	-85	2	4	6
普通股增加	-0	0	0	0
资本公积增加	21	0	0	0
其他筹资现金流	-48	-198	-142	-187
现金净增加额	-28	487	-39	674

利润表

单位:百万元

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	3124	3971	5191	6808
营业成本	1126	1427	1858	2423
营业税金及附加	28	44	57	71
营业费用	1223	1589	2077	2723
管理费用	195	268	338	451
研发费用	75	91	121	157
财务费用	-9	-5	-4	-3
资产减值损失	-27	0	0	0
其他收益	8	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	2	4	4	4
资产处置收益	0	0	0	0
营业利润	462	562	748	989
营业外收入	1	2	1	2
营业外支出	6	5	5	5
利润总额	456	559	744	986
所得税	90	105	152	210
净利润	366	454	593	776
少数股东损益	-26	-33	-43	-56
归属母公司净利润	393	487	635	832
EBITDA	518	617	791	1043
EPS (元)	1.95	2.42	3.16	4.13

主要财务比率

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力	-	-	-	-
营业收入(%)	32.3	27.1	30.7	31.1
营业利润(%)	19.0	21.7	33.2	32.2
归属于母公司净利润(%)	36.7	23.9	30.5	31.0
获利能力	-	-	-	-
毛利率(%)	64.0	64.1	64.2	64.4
净利率(%)	12.6	12.3	12.2	12.2
ROE(%)	17.7	18.9	20.8	22.6
ROIC(%)	15.7	17.3	18.9	20.5
偿债能力	-	-	-	-
资产负债率(%)	30.5	33.2	30.6	34.0
净负债比率(%)	-48.9	-65.8	-53.9	-64.1
流动比率	2.2	2.1	2.2	2.1
速动比率	1.8	1.7	1.7	1.6
营运能力	-	-	-	-
总资产周转率	1.1	1.2	1.3	1.5
应收账款周转率	21.2	21.2	21.2	21.2
应付账款周转率	2.8	2.8	2.8	2.8
每股指标 (元)	-	-	-	-
每股收益(最新摊薄)	1.95	2.42	3.16	4.13
每股经营现金流(最新摊薄)	0.38	4.30	1.85	6.05
每股净资产(最新摊薄)	10.08	11.91	14.34	17.52
估值比率	-	-	-	-
P/E	80.6	65.0	49.8	38.0
P/B	15.6	13.2	11.0	9.0
EV/EBITDA	59.0	48.6	37.9	28.1

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，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 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。

免责条款：

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 2020 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	上海	北京
深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层 邮编：518033	上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼 邮编：200120 传真：(021) 33830395	北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层 邮编：100033