

渠道品类拓宽势能增，大众美妆龙头芳华绽

珀莱雅（603605.SH）首次覆盖

证券研究报告

2021年01月03日

● 核心结论

化妆品行业景气度高，对比韩国市场发展空间广阔。品牌、渠道、政策、消费人群等多维度驱动行业快速增长，2014-2019年，中国化妆品市场规模由2,978亿元增长至4,777亿元，CAGR+10%。2019年韩国CR10化妆品公司市占率达到60.4%，本土化公司占到44.2%，中国CR10化妆品公司中，本土化公司市占率仅有6.6%。复盘韩国化妆品行业发展，我们预计未来20年中国化妆品市场规模复合增速有望达到+9.03%，空间较大。

品牌矩阵快速拓展，高水平研发赋能产品力提升。近年来，公司通过自主孵化、合伙、境外代理的方式快速拓展品牌矩阵，覆盖护肤、彩妆、护理等品类，与主品牌珀莱雅在品牌定位和产品品类上差异化布局，印彩巴哈、彩棠等新锐品牌初露头角。公司研发费用率保持2-3%，处于国内领先水平，同时公司积极与外部机构合作，推动产品迭代打造大单品，有效成分和作用功效与国际大牌逐渐接轨，产品力稳定提升。2020年“双11”天猫旗舰店明星单品红宝石精华/双抗精华GMV占比旗舰店接近30%。

把握渠道营销红利，精细化运营释放增长潜力。线上，公司较早布局电商平台，先发优势明显；上市后组建年轻化运营团队，对旗下不同定位品牌分事业群精细化运营，成功打造泡泡面膜等爆款产品，19年线上渗透率53%，17-19年CAGR+60.4%。线下，公司对网点持续优化，积极布局新零售。推进单品牌店模式，线下体验，线上购买，合力打造智慧门店。

投资建议：公司是国内大众护肤市场龙头，产品力、渠道力、营销力持续提升，预计2020-2022年EPS分别为2.38/3.19/4.07元/股，当前价格对应PE分别为74.8/55.8/43.8倍。参考行业可比公司估值，基于公司渠道、品牌、品类端优势，公司估值理应享受一定溢价，给予2021年67xPE，对应目标价214.18元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：行业竞争加剧，疫情影响超预期，新品牌孵化不及预期。

● 核心数据

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	2,361	3,124	3,847	4,896	6,076
增长率	32.4%	32.3%	23.2%	27.3%	24.1%
归母净利润（百万元）	287	393	479	642	818
增长率	43.0%	36.7%	21.9%	34.1%	27.4%
每股收益（EPS）	1.43	1.95	2.38	3.19	4.07
市盈率（P/E）	124.7	91.2	74.8	55.8	43.8
市净率（P/B）	21.2	17.7	14.2	11.3	9.0

数据来源：公司财务报表，西部证券研发中心

公司评级

买入

股票代码

603605

前次评级

评级变动

首次

当前价格

178.00

近一年股价走势



分析师



许光辉 S0800518080001



021-38584237



xuguanghui@research.xbmail.com.cn

相关研究

索引

内容目录

投资要点	6
关键假设	6
区别于市场的观点	6
股价上涨催化剂	6
估值与目标价	6
珀莱雅核心指标概览	7
一、珀莱雅：全渠道多品牌布局，大众护肤市场优质企业	8
1.1 十余载深耕，打造中国美妆第一股	8
1.2 全渠道多品牌布局，业绩增速维持高位	9
1.3 股权结构集中，股权激励彰显发展信心	11
1.3.1 公司系家族企业，股权结构集中	11
1.3.2 连续两年完成股权激励考核，疫情影响下调标准	11
1.4 管理层战略眼光独到，多次把握渠道红利	12
二、化妆品赛道景气度高，未来可期	12
2.1 四十载风雨，中国化妆品市场渠道营销数次更迭	12
2.2 市场体系日益成熟，国产品牌发展动力充足	14
2.2.1 细分赛道景色各异，国产品牌精耕大众市场	14
2.2.2 产业链品牌端话语权强，渠道更迭+产品需求升级助推行业发展	16
2.3 他山之石：韩国化妆品市场	18
2.3.1 韩国化妆品行业起步较早，成熟市场孕育国货巨头	18
2.3.2 以韩为镜，中国市场国货美妆前景广阔	20
三、产品研发能力出众，营销渠道全面升级	24
3.1 品牌矩阵拓展扩大品类覆盖，研发驱动产品迭代	24
3.1.1 全面推动品牌矩阵拓展，挖掘潜力品牌扩大品类覆盖	24
3.1.2 高投入持续提升自研水平，外部合作开拓国际化视野	25
3.1.3 打破部门职能壁垒，研发模式全面升级	27
3.1.4 洞察市场热点，品类拓新初见成效	27
3.2 线上线下全渠道综合布局，新媒体营销拥抱年轻客群	30
3.2.1 传统线下渠道稳扎稳打，单品牌店+电商转型华丽转身	30
3.2.2 线上布局早享先发优势，自建团队捕捉平台红利	33
3.2.3 大数据助力贯通线上线下客群，数字化转型助推运营管理能力	35
3.3 整合产业链上下游，自有环节提高综合竞争力	36
3.4 新媒体营销塑造年轻品牌形象，爆品+大单品战略沉淀流量	37
3.4.1 多维营销覆盖全平台，积极拥抱年轻客群	37

3.4.2 短期爆品引流品牌形象出圈，中长期大单品积淀提升品牌力	39
四、财务指标	42
五、盈利预测与估值	44
5.1 盈利预测	44
核心假设:	44
5.2 估值与投资建议	46
5.2.1 相对估值	46
5.2.2 绝对估值	47
六、风险提示	47

图表目录

图 1: 珀莱雅核心指标概览图	7
图 2: 珀莱雅发展历程	8
图 3: 公司历史业绩复盘	9
图 4: 营业收入及增速	9
图 5: 归母净利润及增速	9
图 6: 营业收入分品类	10
图 7: 毛利率分品类	10
图 8: 珀莱雅分渠道营业收入	10
图 9: 其他品牌营收增逐年提高	11
图 10: 其他品牌营收占比不断提升 (%)	11
图 11: 公司股权结构图	11
图 12: 中国化妆品市场历程	13
图 13: 近年化妆品零售总额增速高于限额以上企业商品	14
图 14: 2020 年 1-11 月化妆品类零售额累计增速位居第二	14
图 15: 护肤品市场规模大	14
图 16: 彩妆品类 14-19 年 CAGR 居各品类第一	14
图 17: 大众化妆品市场规模及增速	15
图 18: 高端化妆品市场规模及增速	15
图 19: 国际企业领跑化妆品市场 (2019 年)	15
图 20: 本土龙头企业市占率持续改善	15
图 21: 大众/高端市场市占率 top20 品牌分布	16
图 22: 中国化妆品行业产业链	17
图 23: 2010 年以来线上渠道实现高增长	17
图 24: 电商渠道占比超越传统线下渠道	17
图 25: 24 岁以下群体占比同比提高 3.5pct	18
图 26: 三线及以下城市占比超 56%	18
图 27: 韩国化妆品生产及进出口情况	19

图 28: 韩国化妆品市场规模及增速	19
图 29: 韩国化妆品各品类生产情况	20
图 30: 中韩人均 GDP 及增速对比	20
图 31: 中国人均化妆品消费金额提升空间大	21
图 32: 韩国化妆品法律法规不断完善	23
图 33: 公司落地首个天猫新品牌孵化基地	25
图 34: 公司研发费用率处于国产品牌领先地位	26
图 35: 国产龙头化妆品公司应用/技术专利情况	26
图 36: 产品有效成分升级	26
图 37: 公司积极合作外部机构研发	27
图 38: 公司研发模式转变	27
图 39: 天猫平台国产及海外彩妆品牌 GMV	28
图 40: 公司多维助力新锐品牌	29
图 41: 彩棠品牌迅速成长	29
图 42: 公司产品单价提高	30
图 43: 公司销售渠道体系	30
图 44: 珀莱雅品牌线下专柜网点区域分布 (单位: 家)	31
图 45: 珀莱雅品牌线下专柜网点市级分布 (单位: 家)	31
图 46: 优资莱品牌店门店	33
图 47: 优资莱品牌店以加盟模式为主 (单位: 家)	33
图 48: 把握平台红利实现快速增长	34
图 49: 线上渠道营收超线下渠道	35
图 50: 线上渠道直营占比提高	35
图 51: CRM 信息管理系统对接 SAP 财务系统	36
图 52: 公司自主生产流程	37
图 53: 珀莱雅 logo 升级	38
图 54: 珀莱雅店面升级	38
图 55: 人气偶像代言人+KOL/KOC 矩阵投放+创意营销方式	39
图 56: 上市以来公司营销投入逐步提升	39
图 57: 内容平台互动表现居国产品牌前列	39
图 58: 爆品泡泡面膜获天猫金妆奖年度 top 单品	40
图 59: 珀莱雅天猫旗舰店泡泡面膜销售情况	40
图 60: 抖音为主投放社交媒体	40
图 61: 抖音平台 KOL 矩阵打法引导种草	41
图 62: 投放抖音 KOL 类型以种草为主	41
图 63: 大单品营销质量更高	41
图 64: 珀莱雅天猫旗舰店红宝石精华/双抗精华销售情况	41
图 65: 主要化妆品上市公司营业收入 (亿元)	42
图 66: 主要化妆品上市公司归母净利润 (亿元)	42

图 67: 主要化妆品上市公司营业收入增速 (%)	42
图 68: 主要化妆品上市公司归母净利润增速 (%)	42
图 69: 主要化妆品上市公司存货周转天数 (天)	43
图 70: 主要化妆品上市公司应收账款周转天数 (天)	43
图 71: 主要化妆品上市公司毛利率 (%)	43
图 72: 主要化妆品上市公司净利率 (%)	43
图 73: 主要化妆品上市公司销售费用率 (%)	44
图 74: 主要化妆品上市公司管理费用率 (%)	44
图 75: 主要化妆品上市公司财务费用率 (%)	44
图 76: 主要化妆品上市公司净资产回报率 (%)	44
表 1: 股权激励覆盖对象	12
表 2: 2020 年调整股权激励公司层面考核标准	12
表 3: 韩国化妆品市场集中度高 (%)	19
表 4: 世界银行人均国民收入分组 (美元)	20
表 5: 2019 年韩国护肤品牌消费者触及指数排名	21
表 6: 2019 年韩国彩妆品牌消费者触及指数排名	21
表 7: 2020 年中国护肤品牌消费者触及指数排名	22
表 8: 2020 年中国彩妆品牌消费者触及指数排名	22
表 9: 我国化妆品行业近年相关政策	23
表 10: 珀莱雅品牌矩阵	24
表 11: 珀莱雅新品与国际品牌相较更具性价比	28
表 12: 公司线下渠道网点	31
表 13: 珀莱雅与丸美线下商超及日化网点对比	31
表 14: 商超及日化单店收入与丸美处于同一水平	32
表 15: 优资莱单品店加盟政策	33
表 16: 公司投资 MCN 公司情况	37
表 17: 公司盈利预测 (百万元)	45
表 18: 珀莱雅可比公司估值 (截至 2020 年 12 月 31)	46
表 19: 绝对估值法下公司每股价值为 217.08 元	47
表 20: 绝对估值敏感性分析	47

投资要点

关键假设

1、化妆品线上渠道景气度高，公司线上精细化运营能力强，公司未来线上渠道通过主品牌稳中有升，新锐品牌提量，增速仍有望保持较高的水平。我们预计 2020-2022 年公司线上营收同比分别+54.58%/+30.98%/+28.82%。

2、线下渠道受新冠疫情影响较大，公司增速 20 年上半年略有承压，Q3 增速已恢复至正增长。后疫情时代，我们认为线下渠道有望实现逐步复苏。我们预计 2020-2022 年公司线下营收同比分别-12.39%/+19.84%/+13.83%。

3、由于低毛利面膜引流促销，叠加新业务跨境品牌代理初期毛利较低，且 2020 年收入准则调整运费至主营业务成本，公司整体毛利率水平略有下降，我们预计 2020-2022 年公司整体毛利率分别为 62.80%/63.55%/64.14%。随着公司精华、彩妆、眼霜精品路线的逐步实施，以及跨境品牌代理运营的逐步成熟，未来公司毛利率仍有提升空间。

区别于市场的观点

市场普遍认为化妆品市场主要由海外知名国际品牌主导，国产化妆品公司发展空间有限。我们认为站在消费升级新的机点上，新审美、新连接、新服务，给予珀莱雅为代表的国货美妆机遇，品牌、产品将实现 0-1 质的蜕变。**1) 新审美：**不仅仅是大众护肤，公司通过自主孵化、合伙、境外代理布局彩妆、护理等新品牌、新品类。目前彩妆品牌彩棠、印彩巴哈目前已初露头角；**2) 新连接：**电商渠道打破线下渠道壁垒，公司顺势电商渠道崛起，基于公司在客群方面与海外化妆品公司形成差异化竞争，二三线城市的小镇青年、Z 世代将成为公司客群的两大增长点；**3) 新服务：**公司借助抖音和小红书等新平台打造公司爆款，主打用户实际体验，不断优化自己与用户对话的渠道，用最顺畅的方式触达消费者，完成快速建立连接品牌的消费方式。服务升级加强消费者忠诚度，品牌力提升逐步筑造龙头护城河。

股价上涨催化剂

行业层面：目前行业景气度高，新需求下品类拓展，借鉴韩国化妆品发展经验，我国化妆品市场空间广阔，预计未来 20 年间复合增速可达到 9.03%。

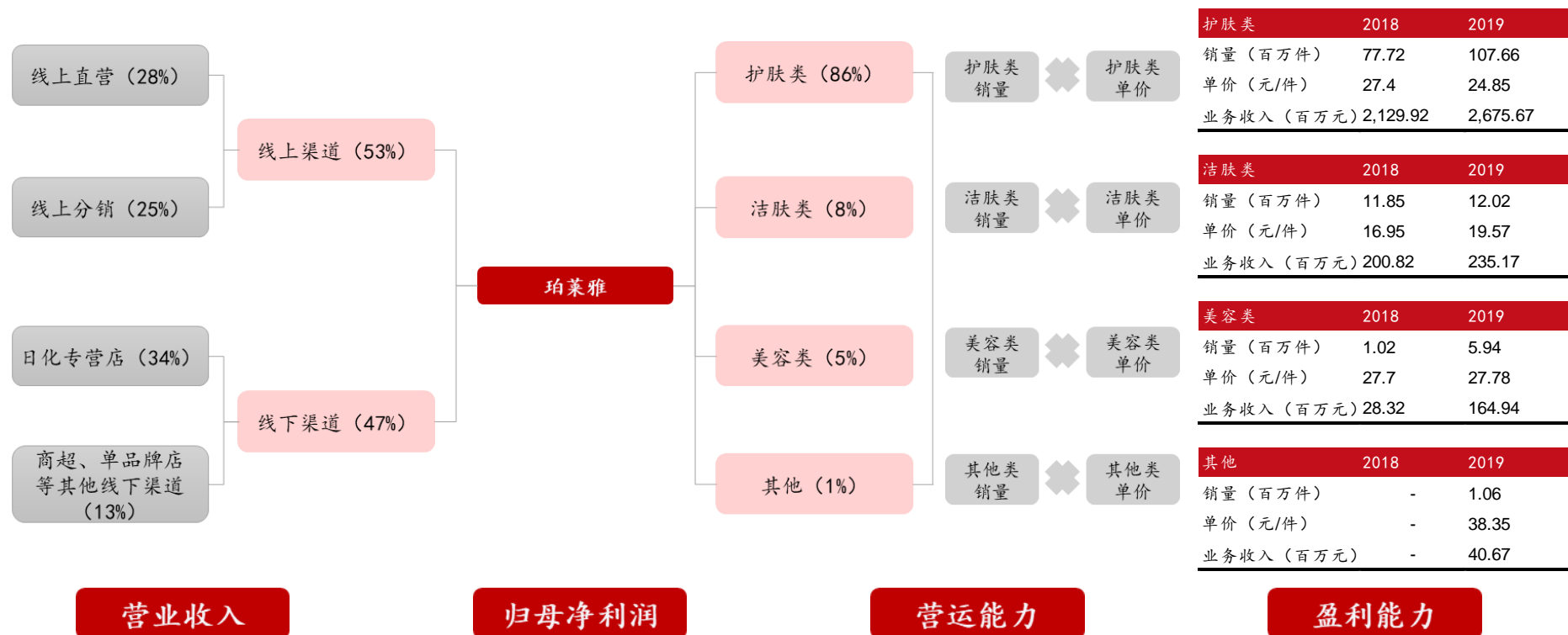
公司层面：多品牌矩阵落地，销售渠道和产品品类持续拓展，高研发水平下产品迭代推新，自建年轻化电商运营团队加码内容营销，社交平台多维投放全面覆盖年轻客群，收入、销量呈现增长趋势。

估值与目标价

我们预计公司 2020-2022 总营业收入分别为 38.47/48.96/60.76 亿元，分别同比+23.16%/+27.26%/+24.11%，归母净利润分别为 4.79/6.42/8.18 亿元，分别同比+21.89%/+34.08%/+27.42%，对应 EPS 分别为 2.38/3.19/4.07 元/股，当前价格对应 PE 分别为 74.8/55.8/43.8 倍。考虑到化妆品行业景气度高，公司处于大众护肤细分赛道龙头地位，兼具产品产研及渠道布局优势，品类拓新能力强；高端化精华、眼霜品类精细化运营下，销量逐步提升；依托成熟电商团队，多品牌矩阵下渠道红利持续释放，品牌彩棠持续放量，有望打造头部彩妆新锐品牌；线下日化专营 CS 明年有望迎来稳步复苏，产品端、品牌端、渠道端在业内优势明显，我们认为公司估值理应享受向上浮动 20%的溢价，给予公司 2021 年 67xPE，对应目标价 214.18 元，首次覆盖给予“买入”评级。

珀莱雅核心指标概览

图 1：珀莱雅核心指标概览图



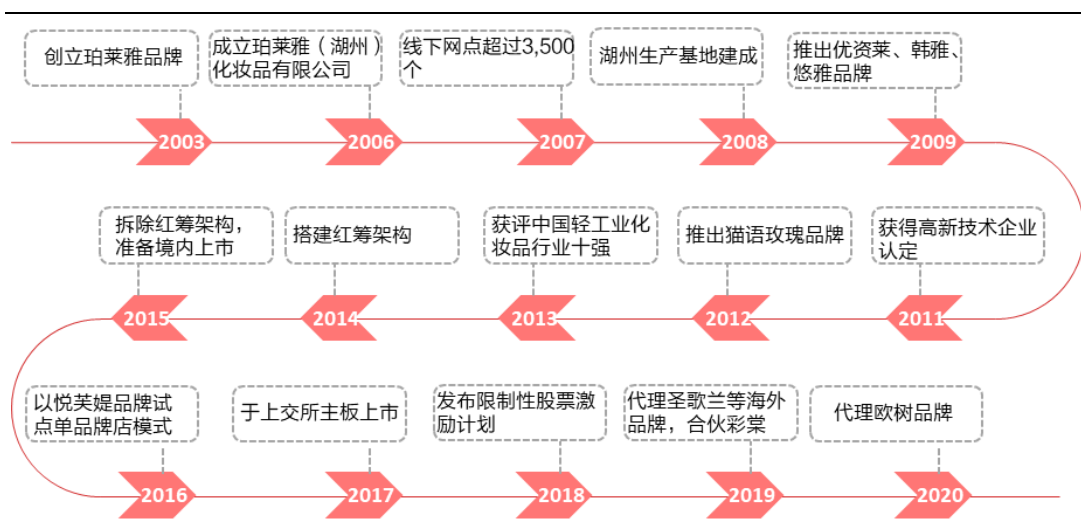
资料来源：公司官网，西部证券研发中心

一、珀莱雅：全渠道多品牌布局，大众护肤市场优质企业

1.1 十余载深耕，打造中国美妆第一股

十余载耕耘积淀，品牌矩阵覆盖逐步扩大。公司主品牌珀莱雅成立于2003年，定位大众护肤市场；2006年，高宇、叶财福共同出资成立珀莱雅（湖州）化妆品有限公司；2009年，公司推进自建产能，启动多品牌发展战略，通过自主孵化、控股、代理等途径拓展小品牌，扩大对不同年龄段和品类的覆盖范围；2017年，公司于上交所主板上市，是首家上市的美妆公司。

图2：珀莱雅发展历程

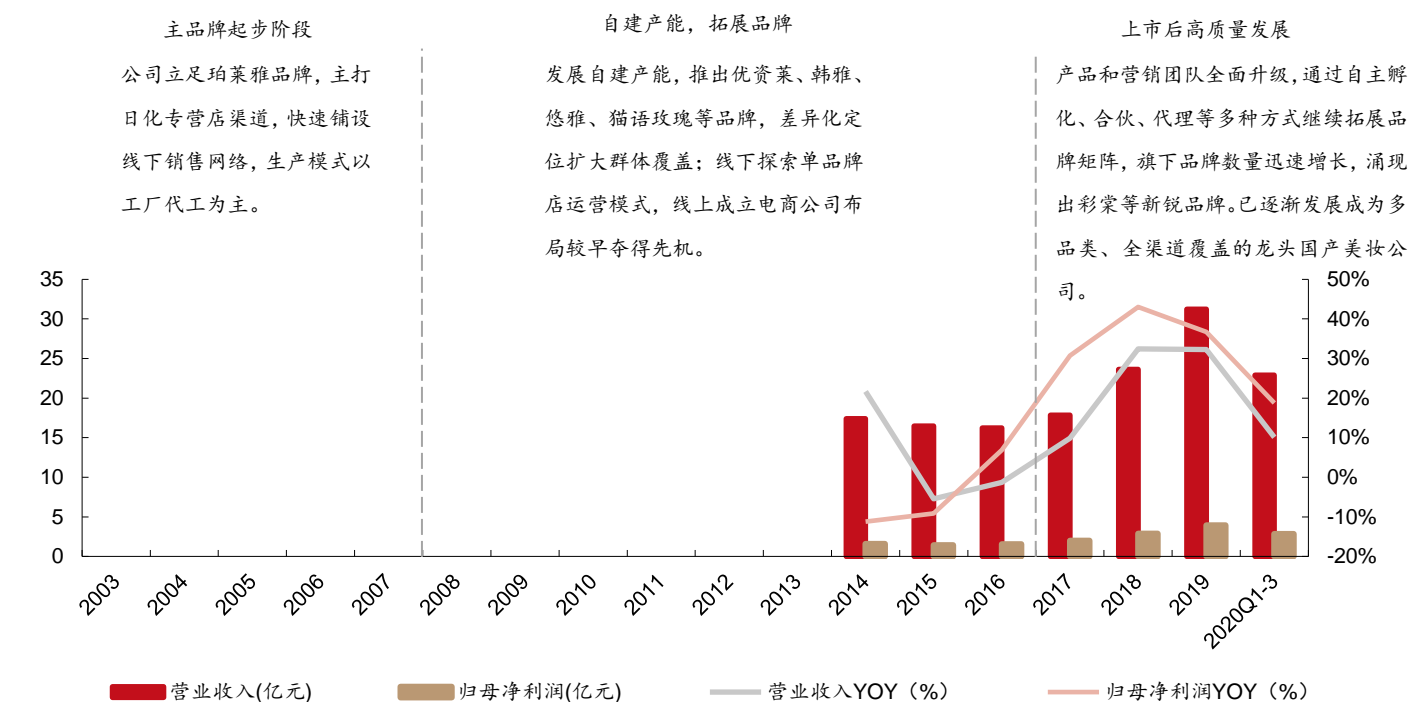


资料来源：公司公告，西部证券研发中心

公司发展可分为三个阶段：

- **2003-2007年：主品牌起步阶段。**立足珀莱雅主品牌，拓展日化专营店渠道，生产模式以工厂代工为主，截至2007年，公司线下网点超过3,500个。
- **2008-2016年：自建产能，拓展品牌阶段。**建设湖州生产基地，推出优资莱、韩雅等品牌，与主品牌珀莱雅差异化运营，积极开拓电商渠道和单品牌店渠道，公司规模持续增长。
- **2017年至今：上市后高质量发展阶段。**上市以来，得益于线上渠道景气度高和彩妆品类市场需求提升，公司业绩保持高质量爆发式增长。通过自主孵化、合伙、代理等多种方式继续拓展品牌矩阵，旗下品牌数量迅速增长，涌现出彩棠等新锐品牌。已逐渐发展成为多品类、全渠道覆盖的龙头国产美妆公司。

图3：公司历史业绩复盘

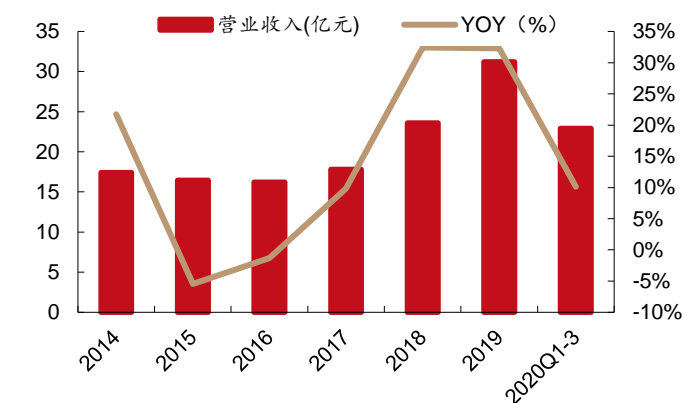


资料来源：公司公告，西部证券研发中心

1.2 全渠道多品牌布局，业绩增速维持高位

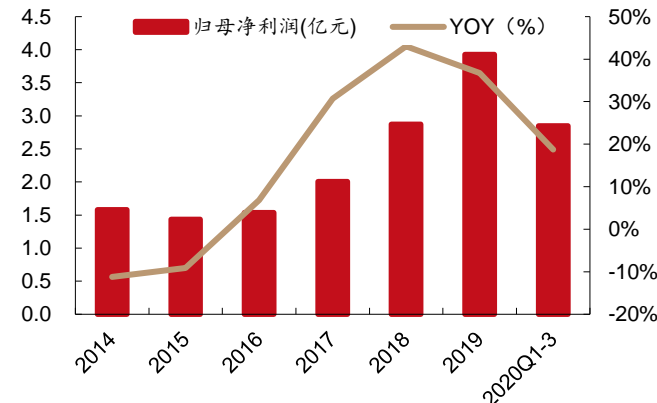
上市以来业绩重回高增长。2017年上市以来，公司优化线下渠道布局，积极开拓线上渠道，业绩重回增长轨道，公司2018-2019年营收分别同比+32.43%/+32.28%。2020年前三季度，受益线上规模快速增长和彩妆品类高景气度，公司实现营收22.91亿元，归母净利润2.85亿元，分别同比增长10.14%和18.74%，增速较2020H1分别同比提升5.88/15.64pct，新冠疫情影响逐渐减弱。

图4：营业收入及增速



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

图5：归母净利润及增速

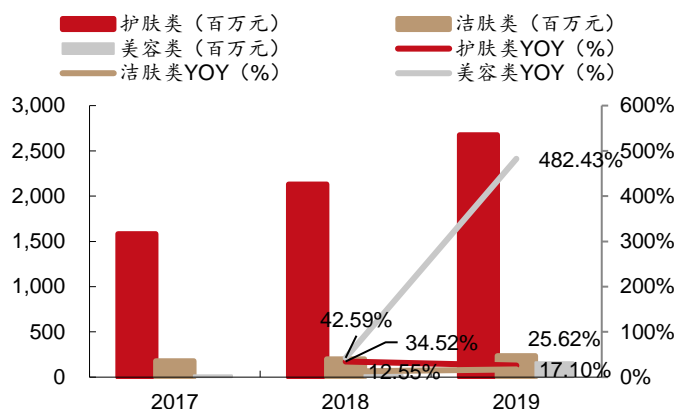


资料来源：公司公告，西部证券研发中心

主打护肤类产品，美容类增速亮眼。营业收入分品类来看，2019年，护肤类营收26.76亿元，同比增长25.62%，2017年来营收占比连续三年高于85%，为公司主要收入来源；洁肤类营收2.35亿元，同比增长17.10%，占比7.65%，较2017年下降2.37pct；美容

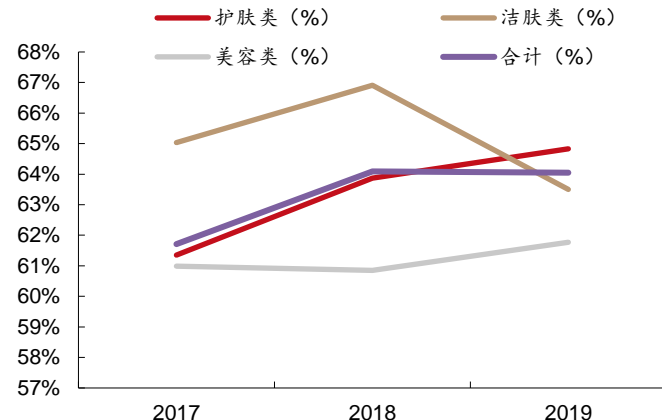
类营收 1.65 亿元，同比增长 482.43%，彩妆业务实现快速增长。从品类毛利率来看，2019 年护肤类/美容类产品分别同比提高 0.96pct/0.92pct 至 64.83%/61.77%，洁肤类产品同比下降.41pct 至 63.50%，毛利率整体水平保持 64.05%。

图 6：营业收入分品类



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

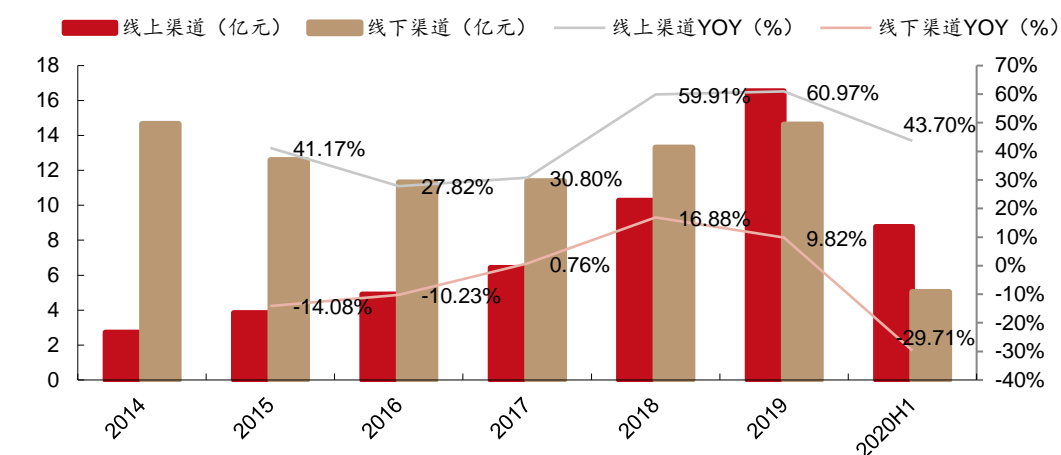
图 7：毛利率分品类



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

线上线下渠道全布局，线上渠道高增长。作为传统国货化妆品品牌，公司线下渠道布局较早，且日化专营店、商超运营较为成熟，近年来公司对线下渠道持续优化，推进单品牌店模式，开设智慧门店布局新零售；公司线上渠道营收随电商崛起实现迅速增长。2019 年，公司线上/线下渠道营收 16.55/14.62 亿元，线上首次超过线下渠道，2020 年 H1，线下渠道受新冠疫情影响较大，线下营收同比下降 29.71%，线上渠道增长维持高位，营收同比增长 43.70%。

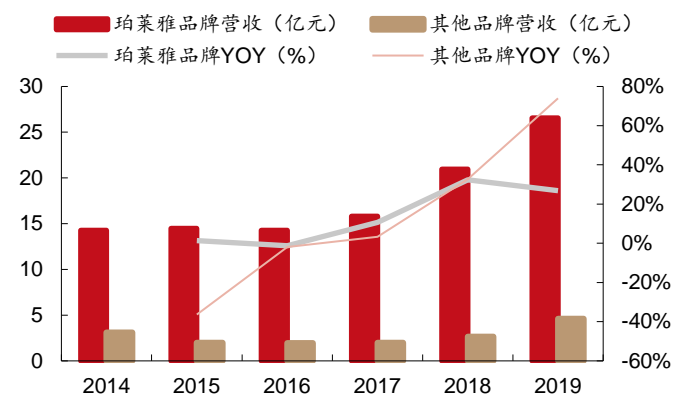
图 8：珀莱雅分渠道营业收入



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

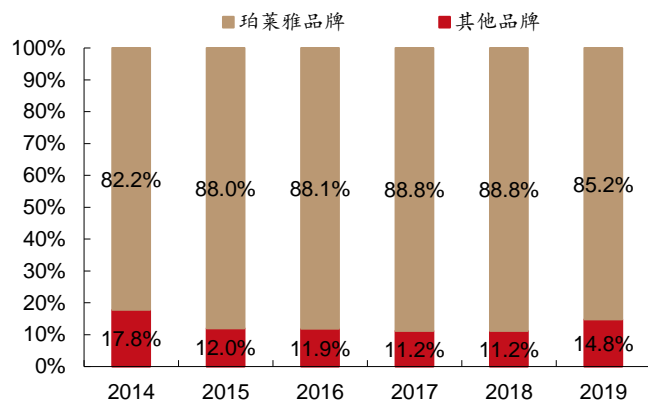
品牌矩阵初具规模，小品牌增长潜力大。从各品牌营收来看，公司小品牌拓展节奏快，2019 年主品牌珀莱雅外，其他品牌实现营收 4.61 亿元，同比增长 73.95%，营收占比较 2018 年同期提升 3.56pct 至 14.79%，增长潜力较大。

图 9：其他品牌营收增逐年提高



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

图 10：其他品牌营收占比不断提升 (%)



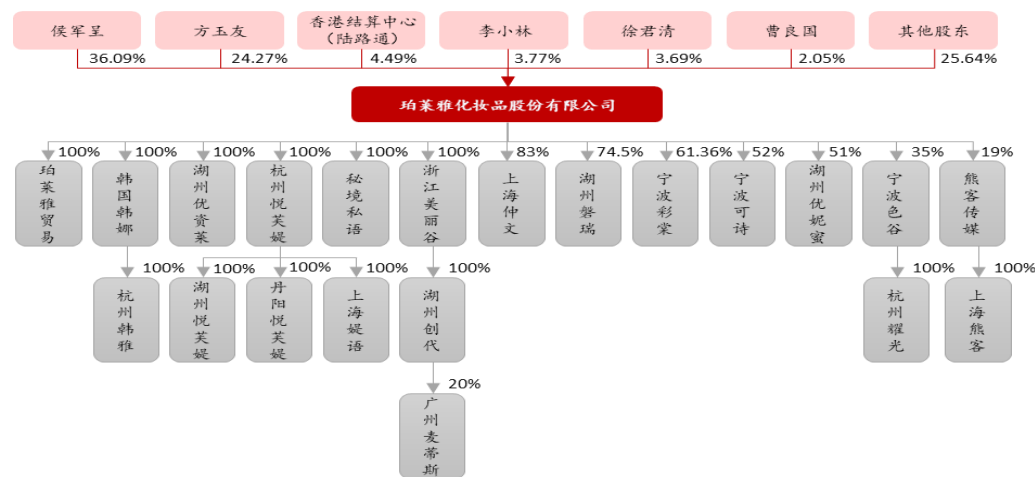
资料来源：公司公告，西部证券研发中心

1.3 股权结构集中，股权激励彰显发展信心

1.3.1 公司系家族企业，股权结构集中

董事长侯军呈及亲属持股超 60%，系家族企业。公司股权相对集中，公司董事长侯军呈、总经理方玉友合计持股比例超过 60%，股权结构上属于家族企业。公司实际控制人为侯军持有公司股份的 36.09%，方玉友为侯军呈妻弟，持有公司股份的 24.27%。

图 11：公司股权结构图



资料来源：企查查，西部证券研发中心

1.3.2 连续两年完成股权激励考核，疫情影响下调标准

股权激励计划激发员工积极性，连续两年完成业绩考核指标。2018 年 6 月，公司推出股权激励计划，对副总经理、董秘等 32 名公司中高层管理人员授予 146.72 万股限制性股票，首次授予价格 17.95 元，从公司、业务、个人绩效三个层面进行综合考核。2018、2019 年，公司均完成营业收入和净利润业绩上的考核指标，2020 年，受新冠疫情影响，公司线下渠道销售受到一定冲击，6 月公司对业绩考核指标进行调整，将营业收入指标调整为以 2017 年营业收入为基数，2020 年营业收入增长率不低于 110.22%（即同比 2019 年增长率不低于 20%），考核指标更加合理，进一步激励中高层员工，降低新冠疫情对公司的

不利影响。

表 1：股权激励覆盖对象

序号	姓名	职务	获授的限制性股票数量 (万股)	占拟授予限制性股票总 数的比例	占本激励计划公告日股 本总额的比例
1	张叶峰	副总经理，董秘	4.86	3.31%	0.02%
2	金衍华	副总经理	9.83	6.70%	0.05%
中层管理人员及核心骨干（30人）			105.42	71.85%	0.53%
预留			26.61	18.14%	0.13%
合计			146.72	100.00%	0.73%

资料来源：公司公告，西部证券研发中心

表 2：2020 年调整股权激励公司层面考核标准

解除限售期	调整前业绩考核目标	实际完成情况	拟调整后业绩考核目标
第一个解除限售期 (2018 年)	以 2017 年营业收入为基数， 2018 年营业收入增长率不低于 2018 年，营业收入较 2017 年 30.8%；以 2017 年净利润为基 增长 32.43%；净利润较 2017 数，2018 年净利润增长率不低 年增长 43.03%。 于 30.1%。		——
第二个解除限售期 (2019 年)	以 2017 年营业收入为基数， 2019 年营业收入增长率不低于 2019 年，营业收入较 2017 年 74.24%；以 2017 年净利润为基 增长 75.18%；净利润较 2017 数，2019 年净利润增长率不低 年增长 95.57%。 于 71.21%。		——
第三个解除限售期 (2020)	以 2017 年营业收入为基数， 2020 年营业收入增长率不低于 132.61%；以 2017 年净利润为 基数，2020 年净利润增长率不 低于 131.99%。	——	以 2017 年营业收入为基数， 2020 年营业收入增长率不低于 110.22%；以 2017 年净利润为 基数，2020 年净利润增长率不 低于 131.99%。

资料来源：公司公告，西部证券研发中心

1.4 管理层战略眼光独到，多次把握渠道红利

公司管理层从业多年，经验深厚。公司创始人侯军呈、方玉友分别于 1996 年、1998 年成
立义乌燎原日化有限公司和石家庄燎原化妆品有限公司，从事羽西、兰贵人、丁家宜、艾
丽碧丝等化妆品品牌代理销售，在化妆品渠道销售上有深厚的经验。两人后于 2003 年筹
划创立珀莱雅品牌，公司创始初期销售渠道迅速扩张，十余年来，公司经历了日化渠道、
电商渠道兴起等多次行业变迁，管理层均能敏锐把握风口推动公司不断发展。

二、化妆品赛道景气度高，未来可期

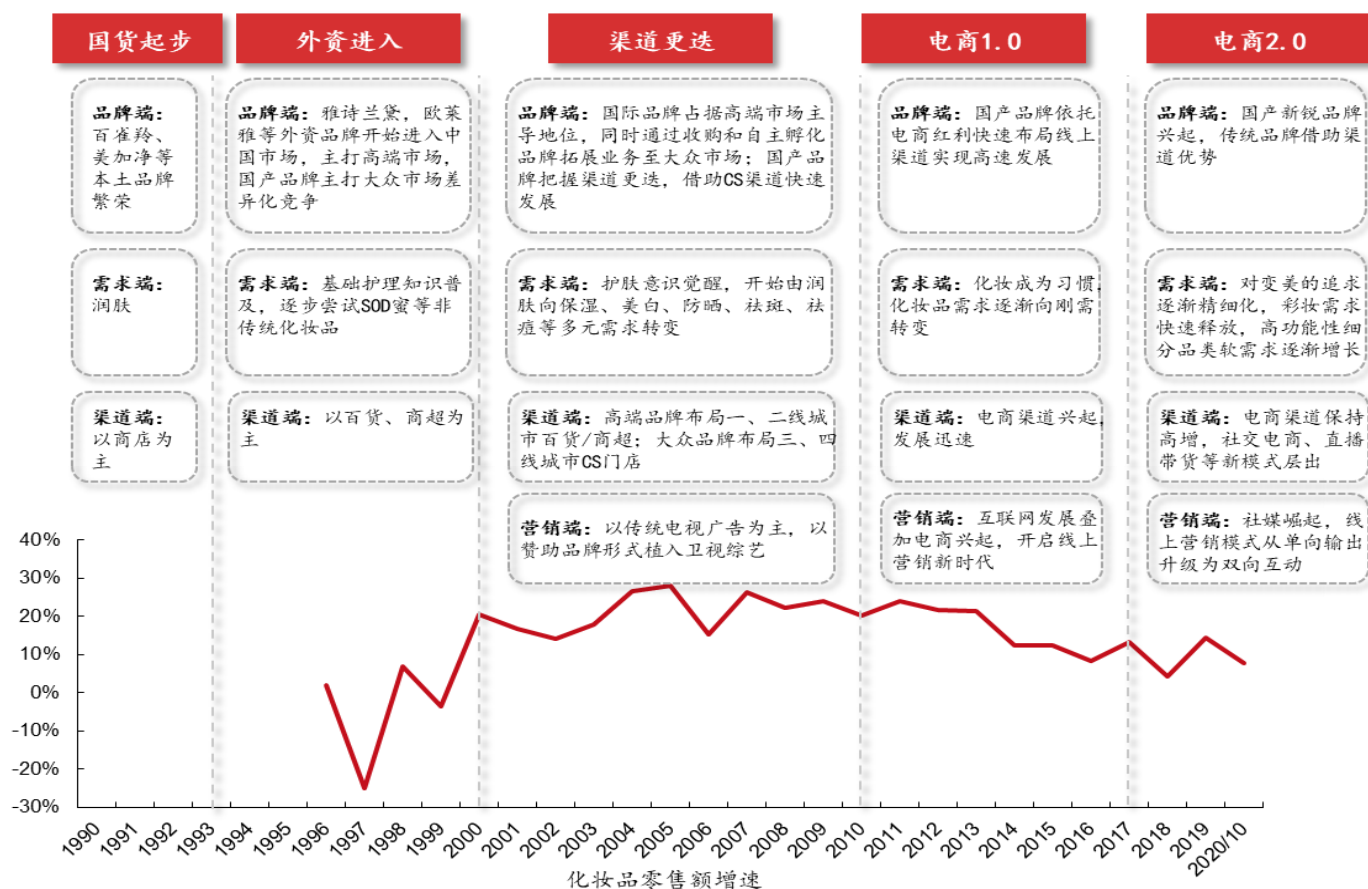
2.1 四十载风雨，中国化妆品市场渠道营销数次更迭

80 年代起步，渠道数次更迭。我国化妆品行业起步于上世纪 80 年代，根据品牌端、需求

端、渠道端可大致分为五个阶段。

- 1980-1992 年为国货起步阶段，这一阶段本土品牌发展繁荣，随着改革开放以来中国经济发展，国民消费水平的提升，浮现出百雀羚、美加净等品牌，产品主要以润肤功能为主，销售渠道以百货商场为主；
- 1993-1999 年，雅诗兰黛、欧莱雅等外资品牌进入中国市场，拓展高端化妆品市场，销售渠道也拓展至超市、化妆品专卖店、个护美容会所等，带动了市场消费和品牌运营的观念进化；
- 2000-2009 年，随着消费者护肤意识的觉醒，化妆品市场迎来高速发展期，高端市场仍由国际品牌占据主导地位，国产大众品牌依托线下 CS 渠道风口，同样实现快速发展，这一阶段化妆品的营销主要依靠电视媒体，通过广告投放和综艺植入推广；
- 2010-2016 年，电商渠道兴起，国产品牌迅速布局线上渠道，通过把握电商红利来提高对大众护肤市场的渗透率，中高端国际品牌随后跟进，借助电商平台实现渠道下沉，线上营销重要性逐渐提升；
- 2017 年至今，彩妆品类增速景气，电商社媒进一步发展，在销售渠道和品牌营销上不断更迭演变，国产化化妆品细分品类多样化，国潮风助力国产品牌实现新一轮增长，国产美妆有望凭借其线上布局的优势和优秀的市场敏锐度实现弯道超车。

图 12：中国化妆品市场历程



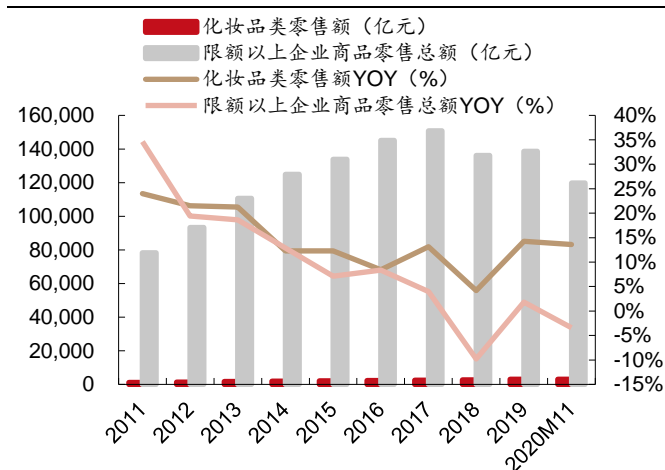
资料来源：WIND，西部证券研发中心

2.2 市场体系日益成熟，国产品牌发展动力充足

2.2.1 细分赛道景色各异，国产品牌精耕大众市场

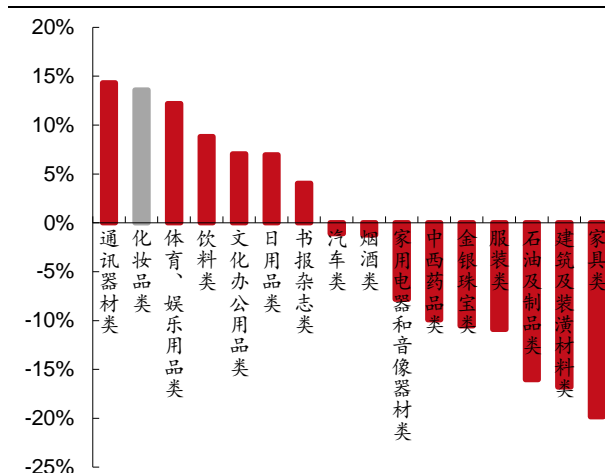
化妆品行业景气，零售总额增速高。随国民经济水平的提高和消费者对变美追求的意识觉醒，化妆品行业保持高景气度。2019年，化妆品类零售总额2,992.2亿元，同比增长14.25%，连续五年增速优于限额以上企业商品零售总额增速，2014年以来CAGR+10.40%，增长稳定。2020年受疫情影响，1-11月全国限额以上商品零售总额119,856.2亿元，同比下降3.43%，期间化妆品累计零售总额3,075.8亿元，同比增长13.59%，增速位居各品类第二，疫情不改化妆品行业高景气度。

图 13：近年化妆品零售总额增速高于限额以上企业商品



资料来源：WIND，西部证券研发中心

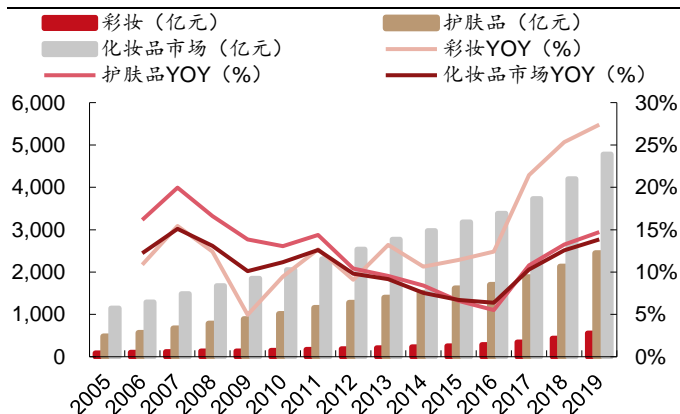
图 14：2020 年 1-11 月化妆品类零售额累计增速位居第二



资料来源：WIND，西部证券研发中心

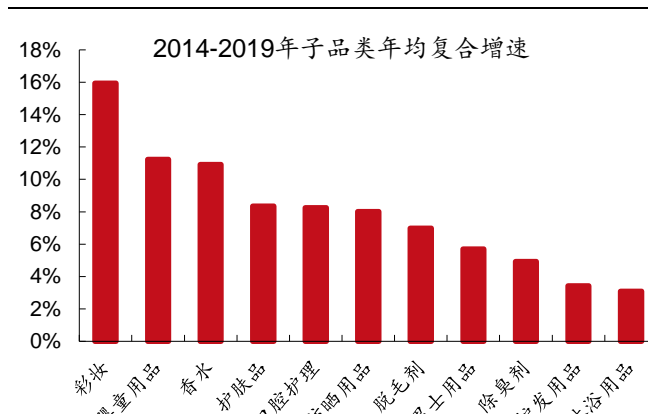
护肤品市场规模大，彩妆品类增速快。颜值经济下消费者对美的追求愈发精致，彩妆类唇釉、眼影、口红等需求被不断释放。分品类来看，据 Euromonitor 数据显示，2019 年护肤品市场 2,444.15 亿元，占比行业整体 49.79%，2014 年-2019 年 CAGR+8.35%，是化妆品市场规模最大的品类；2019 年彩妆市场规模达到 551.89 亿元，2014 年-2019 年 CAGR+15.95%，增速明显高于其他美妆与个护板块子品类，品类景气度高。

图 15：护肤品市场规模大



资料来源：Euromonitor，西部证券研发中心

图 16：彩妆品类 14-19 年 CAGR 居各品类第一

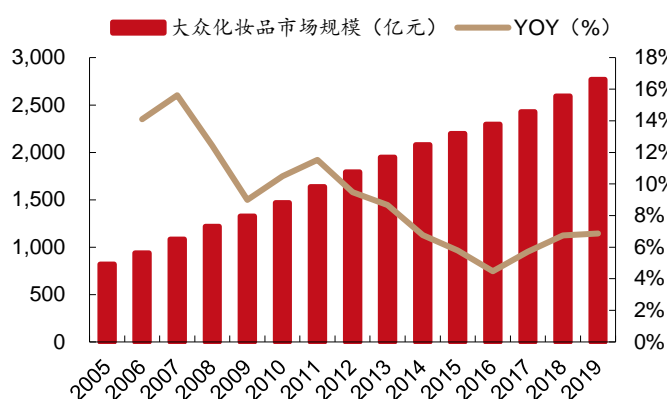


资料来源：Euromonitor，西部证券研发中心

大众市场渗透率高，高端市场快速增长。从品牌定位来看，据 Euromonitor 数据显示，2019

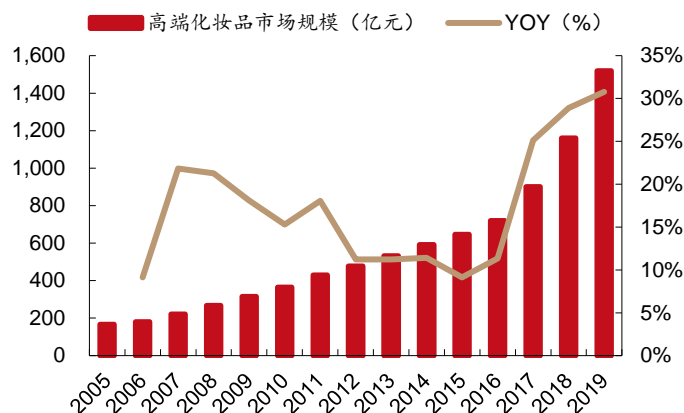
年中国大众市场规模 2,769.8 亿元，占比整体行业 58.0%；高端市场规模 1,517.9 亿元，2014-2019 年 CAGR+17.0%，高于化妆品市场整体增速，成长性优越。

图 17：大众化妆品市场规模及增速



资料来源：Euromonitor，西部证券研发中心

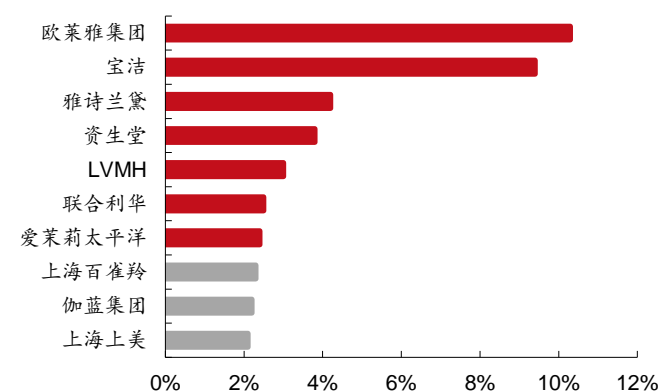
图 18：高端化妆品市场规模及增速



资料来源：Euromonitor，西部证券研发中心

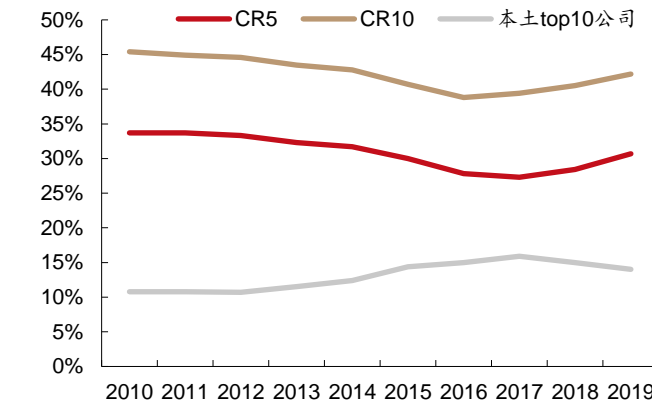
国际企业领跑化妆品市场，本土企业立足大众市场差异化竞争。据 Euromonitor 数据显示，从集中度来看，化妆品公司 CR5 为 30.7%，CR10 为 40.5%，格局相对分散，2019 年，市场份额 top10 企业中，国内企业仅占 3 席，上海百雀羚、伽蓝集团、上海上美分别以 2.3%/2.2%/2.1% 分列 8/9/10 位，其余均为外资企业。本土龙头企业市占率持续改善，2019 年，本土市占率 top10 公司市场份额总计 14.0%。从竞争格局来看，国产品牌发力大众市场，2019 年大众市场品牌 CR20 为 44.0%，其中国际品牌 28.2%，国产品牌 15.8%，百雀羚/自然堂/韩束以 4.0%/3.2%/2.1% 分列第 2/4/7 位；高端市场相对缺乏国产品牌的身影，2019 年高端市场品牌 CR20 为 53.4%，其中国际品牌 48.9%，国产品牌仅有 4.5%。

图 19：国际企业领跑化妆品市场（2019 年）



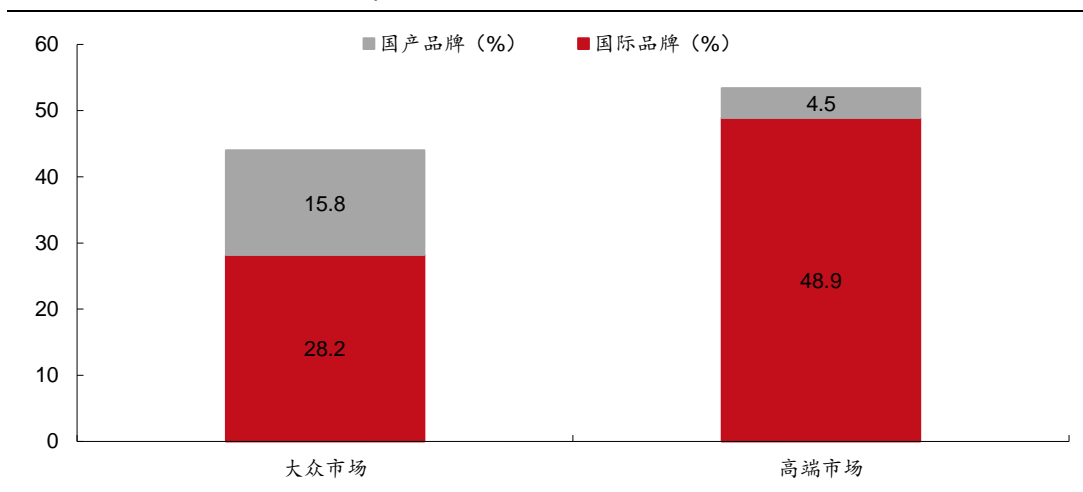
资料来源：Euromonitor，西部证券研发中心

图 20：本土龙头企业市占率持续改善



资料来源：Euromonitor，西部证券研发中心

图 21：大众/高端市场市占率 top20 品牌分布



资料来源：Euromonitor，西部证券研发中心

2.2.2 产业链品牌端话语权强，渠道更迭+产品需求升级助推行业发展

产业链品牌端毛利高，议价能力强。沿产业纵向流通的顺序，中国化妆品行业可拆解为原料端、生产端、品牌端、渠道端、支撑体系几部分，整体分为上中下游和支撑体系四部分。

- 上游包括原料供应商和生产商。原料供应商提供生产原料和包装材料，国外原料商先进工艺技术和生产水平优势明显，整体领先国内原料商，近年来，国内原料商加大研发投入，自主研发/外部技术合作/外购技术多维提升研发实力；生产端代工企业以外资厂商为主，国内规模普遍小而散，上市公司数量较少，盈利能力较弱，主要以 OEM、ODM 模式为品牌代工，部分公司以 OBM 模式打造自有品牌，提升公司综合竞争力；
- 中游品牌商议价能力强，盈利能力强，国际品牌和国产品牌均存在体量较大的行业巨头，上市公司较多，资本化程度较高；
- 下游渠道端分为线下与线上渠道，传统线下商超、CS、KA 等渠道体量巨大，仍是化妆品销售的主要渠道，线上渠道随近年电商迅速发展，演化出垂直电商、社交电商等多种形式，盈利能力处于行业中等水平。
- 支撑体系快速发展，电商与社媒相互促进，在营销、运营、内容输出等方面为市场提供支撑，涌现出了大量新兴电商代运营和 MCN 机构，助推行业线上渠道繁荣。

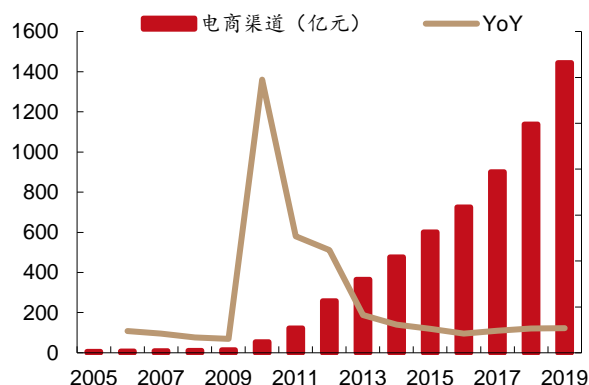
图 22：中国化妆品行业产业链



资料来源：公开资料整理，西部证券研发中心

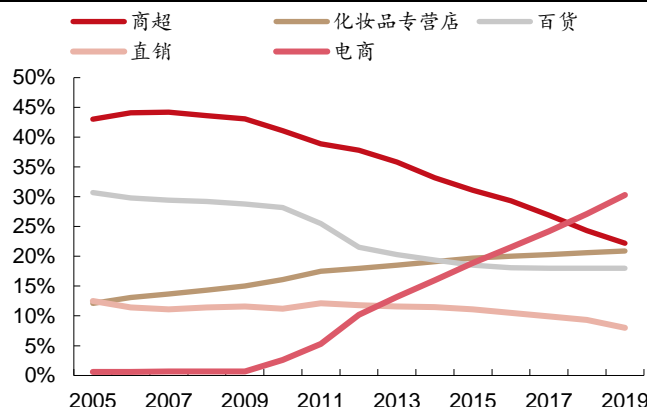
线上渠道高速发展，国产品牌进行线上化转型。渠道端来看，近年来随着互联网的快速发展，电商渠道实现了高增长，化妆品线上收入由2010年的54亿元快速增长至2019年的1,444亿元，CAGR+44.1%。目前电商已超过传统商超和日化专营店跃居第一渠道，2019年占比30.3%。国内龙头化妆品公司纷纷线上化转型，据各上市公司公告，截至2020H1，珀莱雅、丸美股份和御家汇线上收入占比均超过50%。

图 23：2010 年以来线上渠道实现高增长



资料来源：Euromonitor，西部证券研发中心

图 24：电商渠道占比超越传统线下渠道



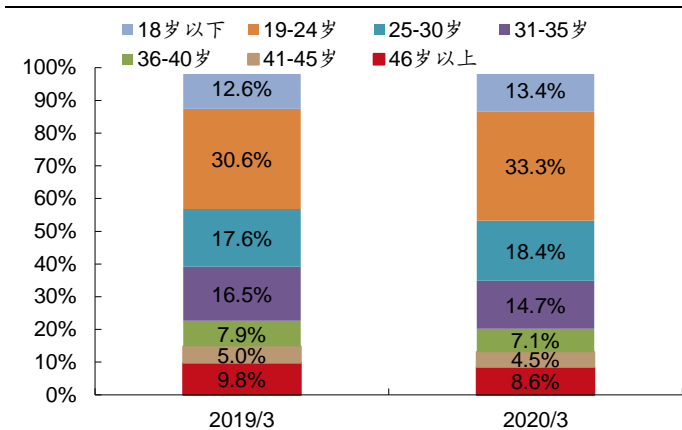
资料来源：Euromonitor，西部证券研发中心

社媒时代开启营销新格局，线上高触达赋能品牌爆品打造。品牌端来看，线上渠道高速发展为品牌营销提供了新的途径，线上社媒营销打破了传统营销中品牌单方面输出的局限，直播和短视频加码提升品牌触达质量，KOL推广和消费者线上分享使用体验实现营销裂变。国产品牌把握机遇，线上推新打造爆品，传统品牌依托产业链深厚积淀，新锐品牌灵活调整市场策略，成功打造泡泡面膜、动物眼影盘、舒敏保湿霜等爆款产品，品牌力进一步提

升。

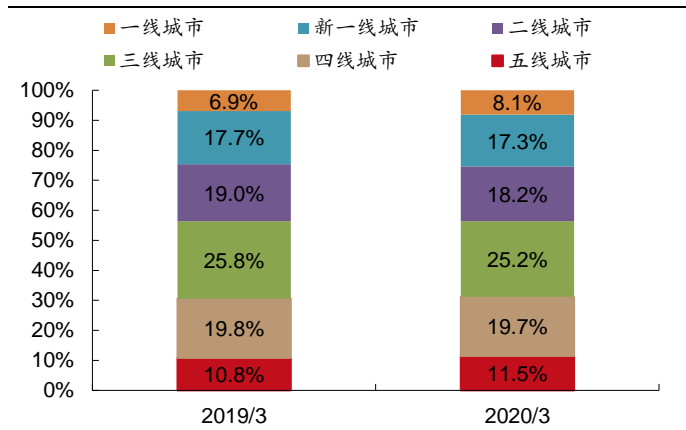
美妆人群年轻化，低线城市消费者占比过半。消费者端来看，据 Questmobile 数据显示，2020 年 3 月，我国美妆人群中 24 岁及以下群体占比 46.7%，同比提高 3.5pct，美妆人群城市三线及以下占比 56.4%，消费者画像整体呈现年轻化，所属城市线级下沉的趋势。

图 25：24 岁以下群体占比同比提高 3.5pct



资料来源：Questmobile，西部证券研发中心

图 26：三线及以下城市占比超 56%



资料来源：Questmobile，西部证券研发中心

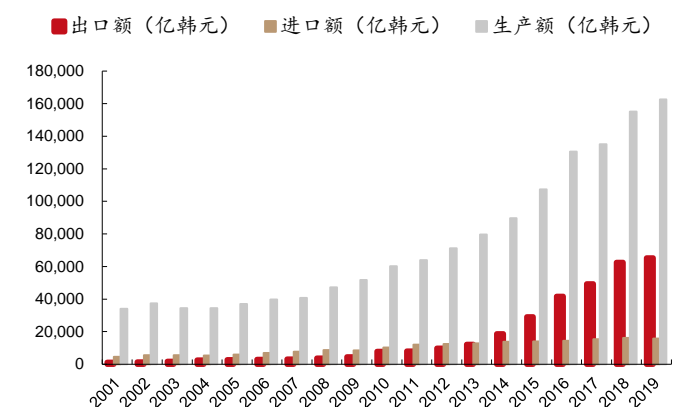
市场两大增长点 Z 世代/小镇青年，话语权增强引领新消费趋势。中国 Z 世代（1995-2009 年间出生的群体）人群约 2.6 亿，总开支达 4 万亿元，占全国家庭总开支约 13%，消费潜力巨大，是未来化妆品行业主要增长点；小镇青年指来自低线城市的青年群体，是未来化妆品市场的另一大增长点。Z 世代消费者消费心理变化较快，缺乏对单一品牌的忠诚度，整体倾向于选择功效较高的产品，对国产品牌和新锐品牌接受度较高；小镇青年生活成本较低，在产品选购上更倾向购买更具性价比的产品，愿意选择品牌溢价程度较低的国际小众品牌和国产品牌，利好性价比较高的国产品牌发展。

2.3 他山之石：韩国化妆品市场

2.3.1 韩国化妆品行业起步较早，成熟市场孕育国货巨头

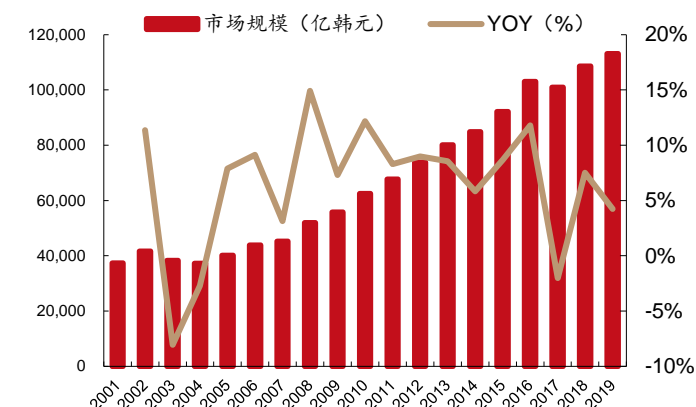
起步较早，孕育众多化妆品巨头。韩国化妆品行业起步于上世纪 40 年代，相较中国起步较早，发展更加成熟。回顾行业发展历程，50 年代迎来小作坊生产大潮；60 年代政府牵头确定化妆品技术规范使得行业得到快速发展；70 年代品牌概念营销；80 年代注重技术，开始研制高安全性、高功能性的产品；90 年代全面开放化妆品进出口，本土品牌投入国际行业竞争；2000 年后政府制定基础工业化改造、行业科技含量提升、品牌全面提升等多项计划，化妆品行业迎来稳定持续增长。2019 年，韩国化妆品行业规模达到 113,196 亿韩元，2001-2019 年行业规模 CAGR+6.10%，在 2008 年经济危机中也体现了较强的抗风险能力，不改稳定增长趋势。诞生了爱茉莉太平洋集团、LG 生活健康，韩佛化妆品株式会社等化妆品巨头，旗下护肤彩妆品牌全面覆盖高端/中端/大众多个价格段，在韩国国际化妆品市场均有较强影响力。

图 27: 韩国化妆品生产及进出口情况



资料来源：韩国化妆品协会，西部证券研发中心

图 28: 韩国化妆品市场规模及增速



资料来源：韩国化妆品协会，西部证券研发中心

行业集中度高，本土龙头表现优异。市场竞争格局来看，韩国化妆品市场集中度高，本土龙头市场份额高。2019年韩国化妆品市场公司CR10为60.4%，其中本土公司市占率为44.2%。爱茉莉太平洋和LG生活健康两家公司合计市占率为39.0%，以多品类、多品牌定位的品牌矩阵占据绝对优势地位。

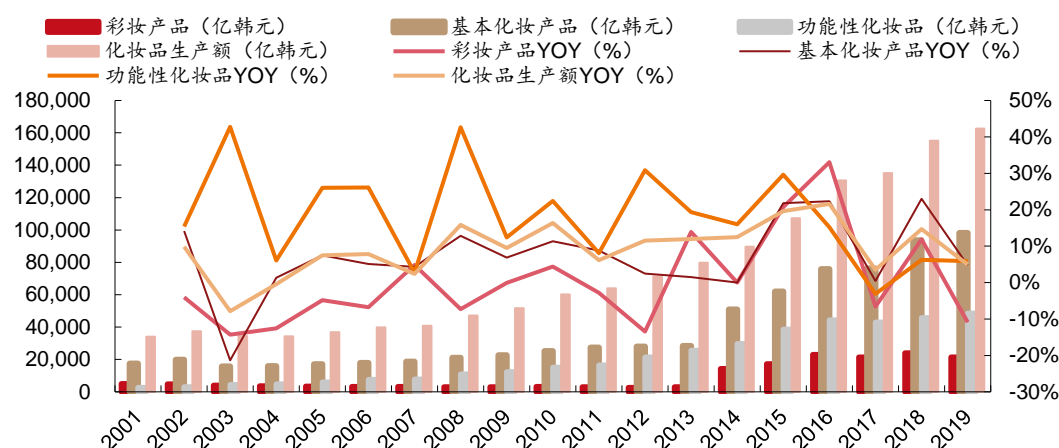
表 3: 韩国化妆品市场集中度高 (%)

	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年
爱茉莉太平洋	25.3%	25.4%	25.8%	26.1%	26.0%	25.6%	25.0%	23.1%	22.3%	20.8%
LG生活健康	19.2%	19.5%	19.1%	19.7%	19.6%	20.7%	20.6%	20.1%	18.8%	18.2%
雅诗兰黛	2.8%	2.9%	2.9%	2.9%	2.7%	2.6%	2.6%	2.6%	2.6%	5.2%
爱敬	2.1%	2.0%	2.0%	2.1%	2.2%	2.3%	2.9%	3.7%	3.7%	3.6%
欧莱雅集团	3.9%	3.9%	3.9%	3.7%	3.6%	3.4%	3.3%	3.1%	2.9%	2.9%
宝洁	4.8%	4.8%	4.4%	4.1%	3.9%	3.6%	3.2%	3.1%	3.0%	2.9%
联合利华	0.6%	0.6%	0.5%	0.4%	0.4%	0.3%	0.3%	2.3%	2.3%	2.4%
Able C&C	2.5%	2.8%	3.0%	3.0%	2.8%	2.4%	2.1%	2.0%	1.8%	1.6%
安利	2.5%	2.4%	2.2%	2.0%	1.8%	1.6%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%
香奈儿	1.0%	1.1%	1.1%	1.2%	1.3%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.3%
年度CR10	66.2%	66.7%	66.2%	66.6%	65.9%	65.5%	64.5%	63.4%	60.9%	60.4%
年度CR10本土公司	50.5%	51.1%	51.3%	52.4%	53.9%	54.3%	52.3%	50.8%	48.6%	44.2%

资料来源：Euromonitor，西部证券研发中心

细分品类功能性化妆品增长迅速。根据韩国化妆品协会分类，韩国化妆品市场产品分为10余个品类，其中基本化妆品，功能性化妆品，彩妆化妆品合计生产占比长期超过70.0%。分品类看，基本化妆品增长稳定，与化妆品总生产额增速相当；功能性化妆品实现持续高速增长，2001年生产功能性化妆品2,709亿韩元，2019年生产额48,458亿韩元，期间CAGR+16.4%，占总生产额比例从7.94%提升至29.8%；彩妆化妆品2013-2018年实现快速增长，消费者需求持续释放。

图 29：韩国化妆品各品类生产情况

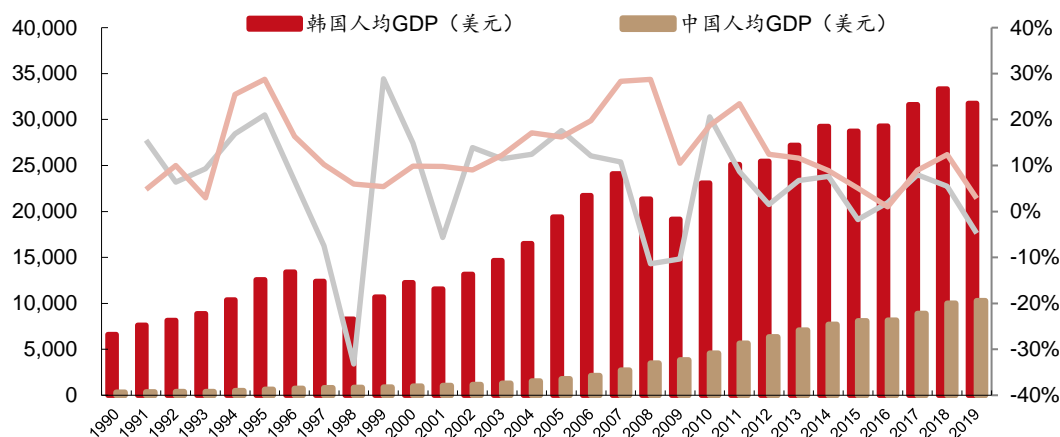


资料来源：韩国化妆品协会，西部证券研发中心（2014年起彩妆产品、基本化妆产品未与功能性化妆品未去重）

2.3.2 以韩为镜，中国市场国货美妆前景广阔

现阶段我国化妆品市场与 21 世纪初韩国具有可比性。韩国与我国消费者在文化背景、肤质特点、产品需求上有一定相似性，消费结构上也都以护肤品为主，结合宏观经济环境和外资品牌布局来看，我国 2019 年人均 GDP 达到 10,262 美元，按世界银行人均国民收入分组属于中等偏上收入国家，我们认为现阶段我国化妆品市场与 20 世纪末韩国化妆品市更具有一定的可比性。

图 30：中韩人均 GDP 及增速对比



资料来源：WIND，西部证券研发中心

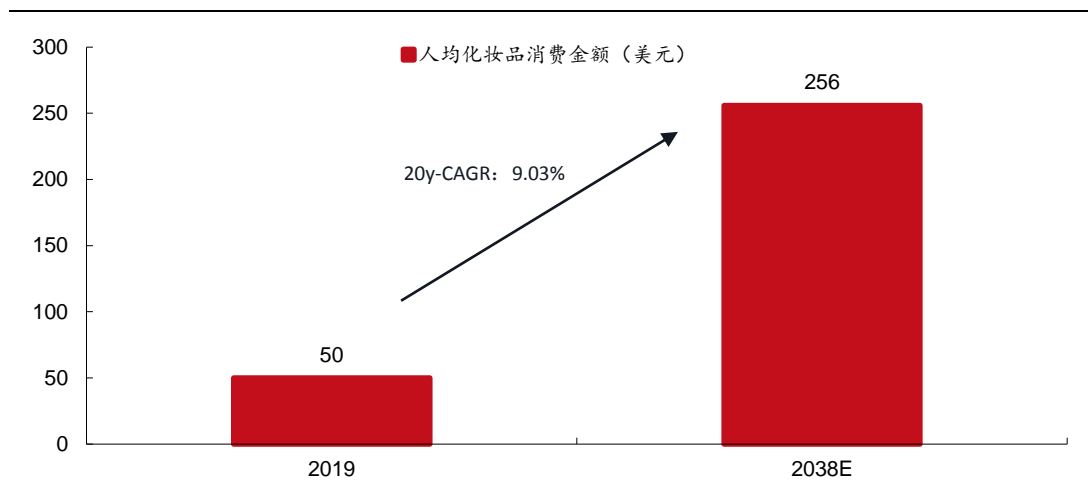
表 4：世界银行人均国民收入分组（美元）

人均国民总收入分组	1990 年标准	2019 年标准
低收入国家	<611	<1,026
中等偏下收入国家	611-2,465	1,026-3,995
中等偏上收入国家	2,466-7,620	3,996-12,375
高收入国家	>7,620	>12,375

资料来源：世界银行，西部证券研发中心

韩国从我国目前人均 GDP 水平提升到当下的 33,340 美元，历经 19 年时间。假设我国复制韩国人均 GDP 增速水平，人均化妆品消费从 50 美元提升到 256 美元，未来 20 年间复合增速可达到 9.03%，我国化妆品市场仍享有较大发展空间。

图 31：中国人均化妆品消费金额提升空间大



资料来源：Euromonitor，西部证券研发中心

韩国市场国产品牌影响力较强。据凯度消费者指数的消费者触及指数（Consumer Reach Point）排名，2019 年韩国护肤品市场、彩妆市场 top10 品牌均为本土品牌。在品牌渗透率和复购次数上，本土大众品牌较国际品牌有明显优势，大众品牌表现良好。

表 5：2019 年韩国护肤品牌消费者触及指数排名

护肤	品牌名称	消费者触及指数	增长率 (%)	单品价格 (元)	定位
1	悦诗风吟	12.2	+5.9	28-430	大众
2	菲诗小铺	8.4	-5.8	23-129	大众
3	雪花秀	5.0	-12.0	210-960	高端
4	谜尚	4.9	-8.2	36-318	大众
5	爱他美	4.6	+9.3	-	-
6	IOPE	3.1	+0.0	160-420	大众
7	赫妍	3.0	-21.5	54-720	中端
8	自然乐园	2.8	-24.1	39-218	大众
9	AHC	2.7	+43.4	69-229	大众
10	托尼魅力	2.5	-15.6	48-128	大众

资料来源：凯度消费者指数，天猫，西部证券研发中心（单品价格区间为天猫旗舰店单品原价）

表 6：2019 年韩国彩妆品牌消费者触及指数排名

彩妆	品牌名称	消费者触及指数	增长率 (%)	单品价格 (元)	定位
1	伊蒂之屋	8.7	-7.4	28-238	大众
2	谜尚	6.6	-12.2	36-318	大众
3	菲诗小铺	6.5	-16.0	23-129	大众
4	悦诗风吟	6.4	-10.6	28-430	大众
5	爱茉莉	5.4	-7.8	-	-
6	赫妍	3.0	-2.4	54-720	中端

7	托尼魅力	2.9	-27.0	48-128	大众
8	MAC	2.6	+19.1	100-460	大众
9	菲丽菲拉	2.6	+108.3	38-138	大众
10	梦妆	2.3	+27.6	60-326	大众

资料来源：凯度消费者指数，天猫，西部证券研发中心（单品价格区间为天猫旗舰店单品原价）

中国市场国产品牌提升空间大。2020 年中国护肤品/彩妆市场消费者触及指数排名 top10 品牌中，护肤品牌中中国品牌占到六个，本土平价大众护肤在一定程度上正在逐渐受到消费者认可。彩妆品牌中仅有完美日记上榜，彩妆市场中高端品牌比例更高，中国本土大众品牌有望通过提升产品科技含量，打造品牌形象，产品力、品牌力进一步提升，随行业规范化发展，提高品牌渗透率和复购次数，增强对国际品牌的竞争力，提高国内市场份额，并在未来出海拓展国际市场。

表 7：2020 年中国护肤品牌消费者触及指数排名

消费者触及指数排名	品牌	单品价格（元）	定位
1	百雀羚	49-524	大众
2	大宝	8.9-269	大众
3	欧莱雅	21-599	大众/中端
4	Olay	115-699	大众/中端
5	妮维雅	19-218	大众
6	相宜本草	29-298	大众
7	自然堂	29-359	大众
8	韩束	69-280	大众
9	一叶子	49-199	大众
10	水密码	25-299	大众

资料来源：凯度消费者指数，天猫，西部证券研发中心（单品价格区间为天猫旗舰店单品原价）

表 8：2020 年中国彩妆品牌消费者触及指数排名

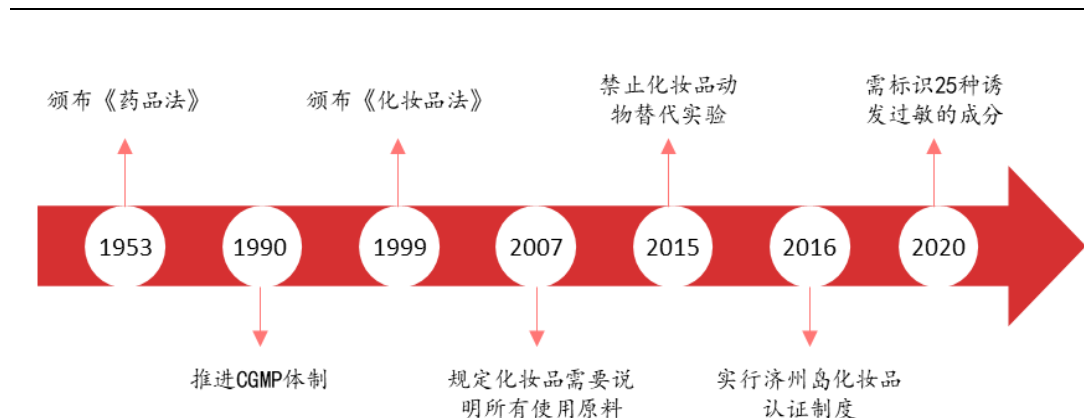
消费者触及指数排名	品牌	单品价格（元）	定位
1	完美日记	25-319	大众
2	美宝莲	49-199	大众
3	MAC	100-460	大众
4	DIOR	150-3,600	中端/高端
5	卡姿兰	25-299	大众
6	YSL	300-1,450	中端/高端
7	欧莱雅	21-599	大众/中端
8	阿玛尼	280-3,200	中端/高端
9	悦诗风吟	28-430	大众
10	雅诗兰黛	200-3,000	中端/高端

资料来源：凯度消费者指数，天猫，西部证券研发中心（单品价格区间为天猫旗舰店单品原价）

法律法规逐渐完善，行业规范化助力优质龙头企业发展。韩国 1953 年出台《药品法》对化妆品行业进行管理，60 年代以来，逐步颁布化妆品行业相关条例规定，1999 年将化妆品管理从药品法中剥离，颁布《化妆品法》，后续对包装原料说明、产品认证制度等不断

完善，逐步规范化妆品生产、管理、进口，杜绝劣质产品不当竞争和虚假宣传，促进本土品牌高品质、高规范发展。以爱茉莉太平洋、LG 生活健康等头部企业为首，韩国国产化品牌通过高研发投入不断提升科研水平，产出成果推动产品质量提高，逐渐扭转国产品牌落后于国际品牌的形势。

图 32：韩国化妆品法律法规不断完善



资料来源：公开资料，西部证券研发中心

近年来，我国相关部门积极发布化妆品行业相关政策，推动化妆品行业规范化，行业实现健康有序发展。2020年6月，国务院颁布《化妆品监督管理条例》，作为化妆品行业“基本法”，对原料产品管理、企业生产经营、行业监督管理、法律责任界定等做出了详细的规定，为中国化妆品行业进一步发展明确了方向。依照韩国化妆品市场历程，监管机制的不断完善和行业标准的不断提高，可以对行业起到规范作用，逐步淘汰品质和技术不过关的劣质产品品牌，利好龙头国产品牌持续发展。

表 9：我国化妆品行业近年相关政策

颁布时间	政策名称	颁布部门	政策内容
2010年11月	《关于加强化妆品标识和宣称日常监管工作的通知》	国家食品药品监督管理总局	对生产、经营在标签、小包装或者说明书上违规标识化妆品的以及违法宣称“药妆”、“医学护肤品”的，要依据《化妆品卫生监督条例》及其实施细则等有关规定予以查处。
2013年12月	《关于调整化妆品注册备案管理有关事宜的公告》	国家食品药品监督管理总局	自2014年6月30日起，国产非特殊用途化妆品生产企业应当在产品上市前，按照《国产非特殊用途化妆品备案要求》，对产品信息进行网上备案。
2015年12月	《关于化妆品生产许可有关事项的公告》	国家食品药品监督管理总局	对化妆品生产企业实行生产许可制度。从事化妆品生产应当取得食品药品监管部门核发的《化妆品生产许可证》。
2016年6月	《关于实施化妆品安全技术规范(2015年版)有关事宜的公告》	国家食品药品监督管理总局	自2016年12月1日起，禁止生产或进口不符合《规范》规定的化妆品，相关产品可销售至其保质期结束。
2017年2月	《关于统一启用<化妆品生产许可证>有关事项的公告》	国家食品药品监督管理总局	自2017年1月1日起，统一启用《化妆品生产许可证》。化妆品生产企业持有的原《全国工业产品生产许可证》和《化妆品生产企业卫生许可证》自动作废。
2018年1月	《关于在全国范围实施进口非特殊用途化妆品备案管理有关事宜的公告》	国家药品监督管理局	自2018年11月10日起，首次进口非特殊用途化妆品由现行审批管理和自贸试验区试点实施备案管理，调整为全国统一备案管理，国家药品监督管理部门不再受理进口非特殊用途化妆品行政许可申请。
2020年6月	《化妆品监督管理条例》	国务院	自2021年1月1日起，按照风险管理理念，对化妆品新原料实行注册与备案结合的管理制度；进一步明确了化妆品相关责任人的条件和权限，建立了化妆品注册人、备案人制度；健全了保障化妆品安全的监管制度体系，并在严守安全底线的基础上，重视对化妆品功效

			的评价；进一步强化企业责任，增加了对部分新兴业态的规定；大力加强对违法违规行为的打击力度。扩充违法事由，增加违法成本。
			对化妆品、原料的注册和备案作出规定，按照风险管理的原则，将化妆品分为特殊化妆品和普通化妆品，分别实行注册和备案管理。提出注册人、备案人概念，确定了化妆品注册人、备案人对化妆品的质量安全和功效宣称负责的主体责任。同时明确了化妆品注册申请人、备案人应当具备的资质要求。
2020年7月	《化妆品注册管理办法(征求意见稿)》	国家药品监督管理局	对化妆品生产许可管理、生产质量管理、经营质量管理、网络经营管理和监督管理提供管
2020年9月	《化妆品生产经营监督管理办法(征求意见稿)》	国家药品监督管理局	理办法，明确化妆品生产违法行为的法律责任。
2020年11月	《化妆品功效宣称评价规范》(征求意见稿)	国家药品监督管理局	对化妆品功效宣称评价进行分类，包括免于公布摘要的情形、未限定功效评价方式的情形、限定功效评价方式的情形、需开展人体功效试验的情形等，并细化对功效评价试验基本原则、方法、机构等规定。

资料来源：公开资料整理，西部证券研发中心

三、产品研发能力出众，营销渠道全面升级

3.1 品牌矩阵拓展扩大品类覆盖，研发驱动产品迭代

3.1.1 全面推动品牌矩阵拓展，挖掘潜力品牌扩大品类覆盖

品牌矩阵持续拓展，逐步推进全品类覆盖。公司主品牌“珀莱雅”定位大众护肤品牌，立足海洋科技护肤概念，营造天然、纯净、生命的品牌形象。2009年以来，公司通过自主孵化、控股、代理等方式拓展品牌矩阵，在品牌定位和产品品类上差异化布局，扩大品类覆盖面，逐步提升在中端护肤品、彩妆、护理市场的竞争力。合伙品牌彩棠成长迅速，有望打造为头部新锐彩妆品牌。2019年以来开展跨境代理业务，代理销售 WYCON、宝弘、璞医香、圣歌兰、MUA、欧树等多个品牌，包括护肤、彩妆、护理等多个品类，业务整体发展迅速，占比公司营收已超过 10%。

表 10：珀莱雅品牌矩阵

品牌名称	获得时间	特点	获得方式	产品范围	定位
珀莱雅/PROYA	2003	海洋科技护肤	自主孵化	护肤/彩妆	大众
优资莱/UZERO	2009	茶养护肤	自主孵化	护肤	平价
悠雅/YOYA	2009	轻彩妆	自主孵化	彩妆/护肤	大众
韩雅/ANYA	2009	高功能护肤	自主孵化	护肤	大众
猫语玫瑰/CATSROSES	2012	少女彩妆	自主孵化	彩妆/护肤	大众
悦芙媞/hapsode	2016	纯真/现代/有趣	自主孵化	彩妆/护肤	平价
INSBAHA/印彩巴哈	2018	少女/时尚/潮流	自主孵化	彩妆	大众
Y.N.M./优妮蜜	2018	多彩个性	合伙	彩妆	平价
彩棠/TIMAGE	2019	为中国面孔定制	合伙	彩妆	大众
WYCON	2019	高性价比	代理销售	彩妆	平价
宝弘/Boiron	2019	婴幼儿/植物	代理销售	护理	大众
璞医香/Puressentiel	2019	药妆/精油/植物	代理销售	护理	大众
圣歌兰/SINGULADERM	2019	中高端/抗衰老	代理销售	护肤	中端
MUA	2019	英系国民平价彩妆	代理销售	彩妆	平价
欧树/NUXE	2020	精油/植物	代理销售	护理	中端

资料来源：品牌官网，公司公告，西部证券研发中心

成立投资公司，挖掘细分小众潜力品牌。2018年9月，公司与磐缔资本合作设立湖州磐瑞实业投资合伙企业，珀莱雅作为有限合伙人拟出资人民币4,470万元，占比74.5%；2019年6月，公司与乐清乐盈成立嘉兴沃永投资合伙企业，珀莱雅作为有限合伙人，出资1.35亿元，占比45%。通过成立投资公司布局风险投资基金和孵化加速器，投资细分小众品牌，寻找优质化妆品品牌进行并购整合，为公司推进多品牌战略孵化，实现企业集团化运营，甚至是整合全产业链，探索新渠道模式，提供了更多便利和可能性。

落地首个天猫新品牌孵化基地。已吸引100多个新品牌报名参与，涵盖护肤、彩妆、母婴、个护等多个化妆品类目，通过竞争将有20个品牌有望进驻基地，获得珀莱雅和天猫双重资源扶持和战略指导。

图 33：公司落地首个天猫新品牌孵化基地

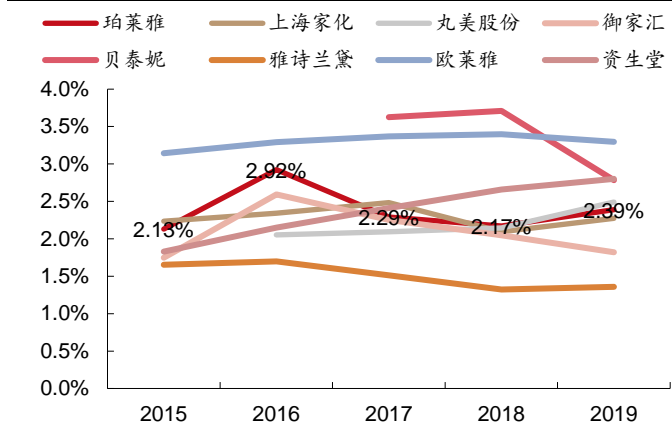


资料来源：天下网商，西部证券研发中心

3.1.2 高投入持续提升自研水平，外部合作开拓国际化视野

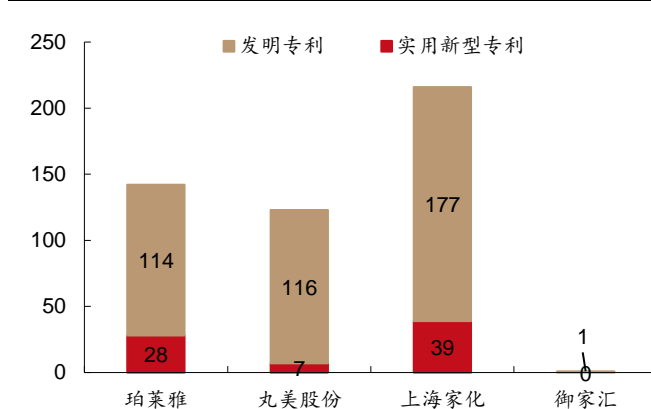
研发费率行业领先，持续产出应用及技术成果。化妆品产品竞争力的核心来源于产品质量，公司在研发费用上持续较高的投入保证了产品的竞争力，研发费用率保持2%-3%之间，处于国产品牌领先水平。在发酵技术、绿色提取技术、微生态技术等方面的研究获得长足突破，产品端有效成分不断升级，产品功能性逐渐提升。持有发明专利144项，国内外核心期刊发表论文40余篇，高新项目《玉米醇溶蛋白制备萝卜硫素皮克林抗污染微乳的技术研究》荣获“浙江省优秀工业新产品新技术三等奖”。公司被认定为国家高新技术企业，浙江省专利示范企业，牵头并参与制定《化妆品影响皮肤弹性测试方法》、《化妆品抗皱功效测试方法》、《化妆品控油功效测试方法》等多项国家级省级行业标准，业内影响力大。

图 34：公司研发费用率处于国产品牌领先地位



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

图 35：国产龙头化妆品公司应用/技术专利情况



资料来源：WIND，西部证券研发中心

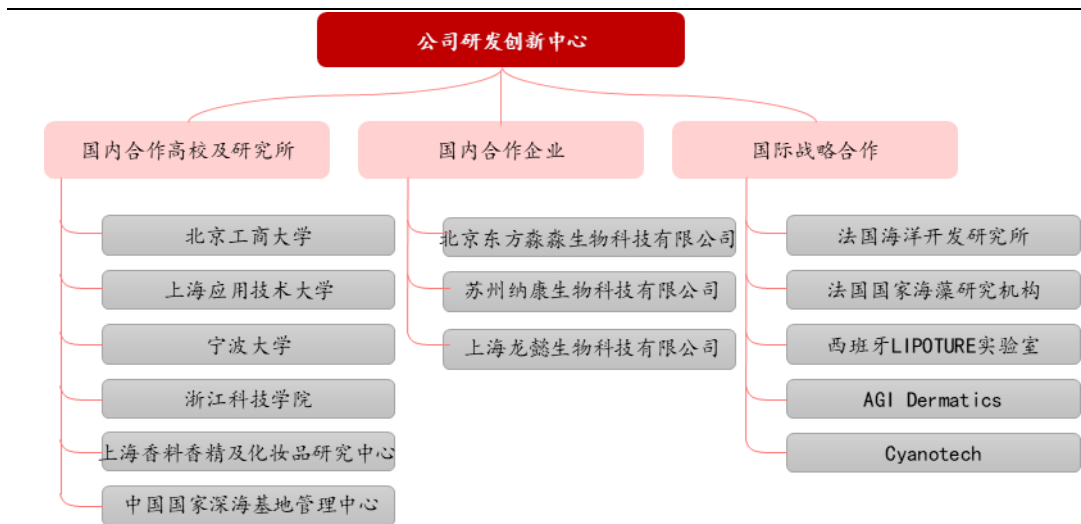
图 36：产品有效成分升级



资料来源：天猫，公司官网，西部证券研发中心

积极合作外部机构，整合全球研发技术。公司与国内高校、科研机构和生物科技公司也积极寻求合作，并在全球广泛开展战略合作，整合外部研发技术。建立浙江省博士后工作站，与上海高校国际化妆品学院签订人才培养和成分研究进行全方位合作，产学研深度结合，全面推动研发能力建设和产品升级。

图 37: 公司积极合作外部机构研发

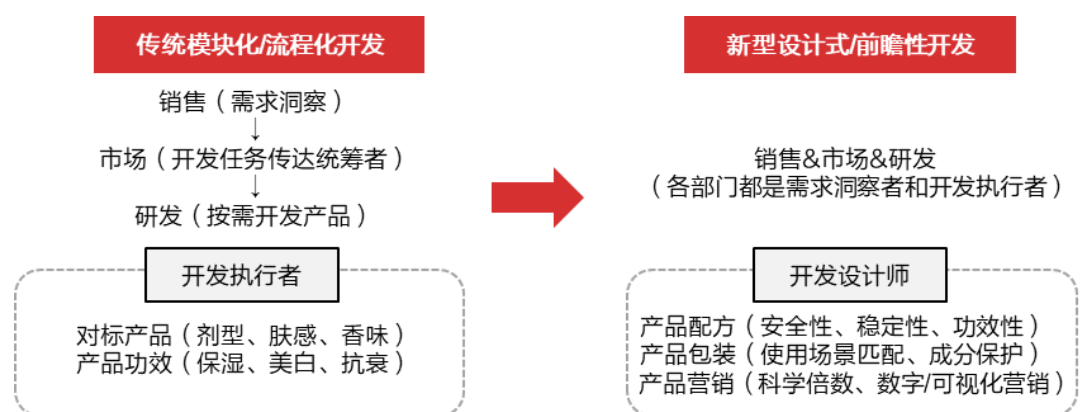


资料来源：公司公告，天猫，西部证券研发中心

3.1.3 打破部门职能壁垒，研发模式全面升级

研发团队角色转变，多部门协同新品定制。公司现行产品开发模式围绕产品设计展开，具有前瞻性的特点。不同于传统模块化流程化开发模式，新模式打破了销售、市场、研发部门间的职能壁垒，各部门穿插合作成立产品项目组，洞察市场需求，共同协定产品配方、包装和营销策略，整体结构更为灵活，产品推新速度快，研发端对市场变化敏锐度高，迎合市场热点，成功打造泡泡面膜、烟酰胺精华液等爆品。

图 38: 公司研发模式转变



资料来源：聚美丽，西部证券研发中心

3.1.4 洞察市场热点，品类拓新初见成效

拓展护肤细分品类，研发推动高功能单品上新。近年来护肤品消费者中“成分党”崛起，对产品有效成分和功效性要求提升。公司对市场热点迅速反应，在公司传统强势品类外，迎合市场需求，推出红宝石精华、双抗小夜灯眼霜等产品，布局精华和眼部护理等化妆可选步骤对应品类。以 2020 年新品红宝石精华为例，结合西班牙 LIPOTRUE 实验室胜肽技术，在六胜肽、维 A 醇等有效成分上进行堆料，比例较国际品牌精华更高，在成分和功效

上全面升级，定价对公司原有产品实现突破，较市面现有产品性价比仍具明显优势，在细分品类上有较强竞争力。

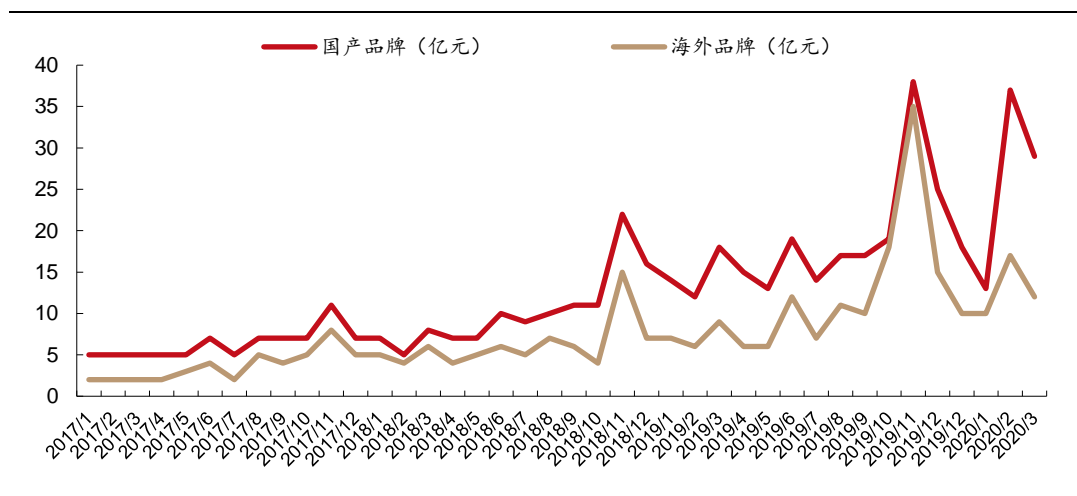
表 11：珀莱雅新品与国际品牌相较更具性价比

产品	上市时间	功能	价格	产品	功能	价格	产品	功能	价格
珀莱雅双抗精华面膜	2020/12	氧糖双抗，匀亮紧致	129元/5片	SK-II 唯白面膜	深入滋养，净白美肌	780元/6片	OLAY 大红瓶面膜	密集滋养，弹润紧致	440元/12片
珀莱雅红宝石面霜	2020/12	抗皱淡纹，细腻盈润	309元/50mL	欧莱雅大红罐面霜	抗皱紧致，紧致轮廓	240元/50mL	OLAY 大红瓶面霜	抗皱紧致，滋润弹嫩	290元/50mL
珀莱雅小夜灯眼霜	2020/8	淡化眼周纹/黑眼圈	290元/20mL	兰蔻发光眼霜	润养眼周，淡化黑眼圈	530元/15mL	雅诗兰黛小棕瓶熬夜眼霜	淡纹抗蓝光，淡化黑眼圈	520元/15mL
珀莱雅双抗粉底液	2020/8	抗糖养肤，持色透亮	199元/30mL	兰蔻新持妆轻透粉底液	持妆透气，遮瑕自然	430元/30mL	雅诗兰黛DW持妆粉底液	持妆遮瑕，抗油抗汗	410元/30mL
珀莱雅帆船防晒乳	2020/3	SPF50+，轻薄养肤防晒	158元/50mL	欧莱雅金致臻颜防晒乳	SPF50+，养肤防晒	320元/30mL	兰蔻轻透水漾防晒乳	SPF50+，轻透防晒	695元/50mL
珀莱雅红宝石精华	2020/2	20%六胜肽+1%维A醇，紧致抗皱	299元/30mL	修丽可 Retinol 1.0	1%维A醇，淡纹淡斑，均匀肤色	528元/30mL	雅诗兰黛线雕精华	10%六胜肽，淡纹抗老，紧致轮廓	680元/30mL

资料来源：天猫，西部证券研发中心（产品价格为品牌天猫旗舰店单品原价）

彩妆赛道国货表现亮眼，公司多品牌布局把握风口。国产彩妆品牌以入门级产品为主，性价比高、推新速度快，年轻客群扩容持续释放品类消费潜力，新锐品牌层出。国产彩妆品牌线上布局较早，一直以来是线上彩妆渠道销售的主力军，2017-2019年，天猫平台彩妆GMV 国产品牌分别占比 63%/62%/61%。公司自主创立印彩巴哈，合伙彩棠、优妮蜜，投资跨境电商代理意大利 WYCON 等，积极拓展彩妆品牌矩阵，布局线上销售快速切入彩妆赛道。同时稳步推进彩妆供应链布局，投资彩妆工厂，已于 2020 年上半年投入试生产，能满足公司彩妆品牌的生产需求，预计未来将对外承接一定生产业务。

图 39：天猫平台国产及海外彩妆品牌 GMV



资料来源：德勤，西部证券研发中心

基于公司平台化优势，多维助力新品牌快速成长。印彩巴哈品牌由公司自主孵化，基于公司护肤赛道沉淀，以粉底液等具有一定护肤效果的彩妆产品为主，切入平价彩妆赛道。精

细化打造爆品，粉底液依托珀莱雅天猫旗舰店持续放量，2020年6月开设印彩巴哈天猫旗舰店推出睫毛膏、眼影盘等产品，产品SKU不断拓新。彩棠由化妆师唐毅创立，2019年获珀莱雅、熊客文化B轮融资，珀莱雅出资55.22万元，持股55.22%，2020年提升至61.36%。基于平台优势，珀莱雅在供应链、产品设计、销售渠道、营销推广等多方面助力彩棠。

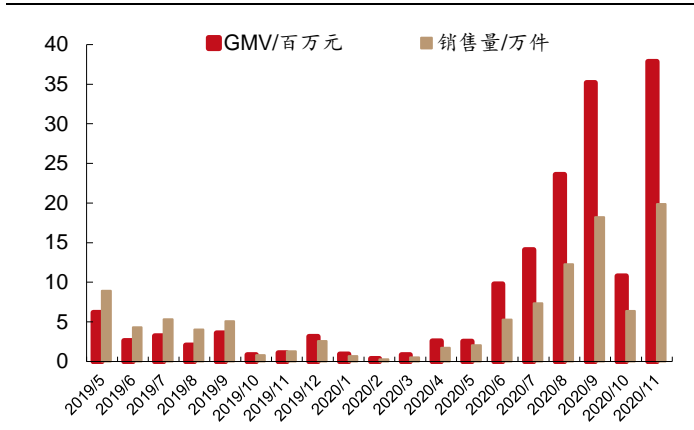
- 优化组织架构，公司人力资源部门从其他品牌挖来公关总监加入彩棠创始合伙人团队；
- 助力产品设计，快速牵线知名设计师团队，为彩棠提供优质彩妆设计资源，开发、定调彩棠整体设计风格；
- 提供供应链支持，产品上新周期从半年缩短到一个月；
- 打通销售渠道，利用主品牌珀莱雅的成熟体系为彩棠组建天猫代运营团队，沟通线上销售策略，并从强生挖来销售总监帮助彩棠销售业务；
- 共享营销资源，借助珀莱雅品牌力，与李佳琦、薇娅等头部KOL合作，为彩棠进行高质量引流。

图 40：公司多维助力新锐品牌



资料来源：品观，搜狐新闻，西部证券研发中心

图 41：彩棠品牌迅速成长

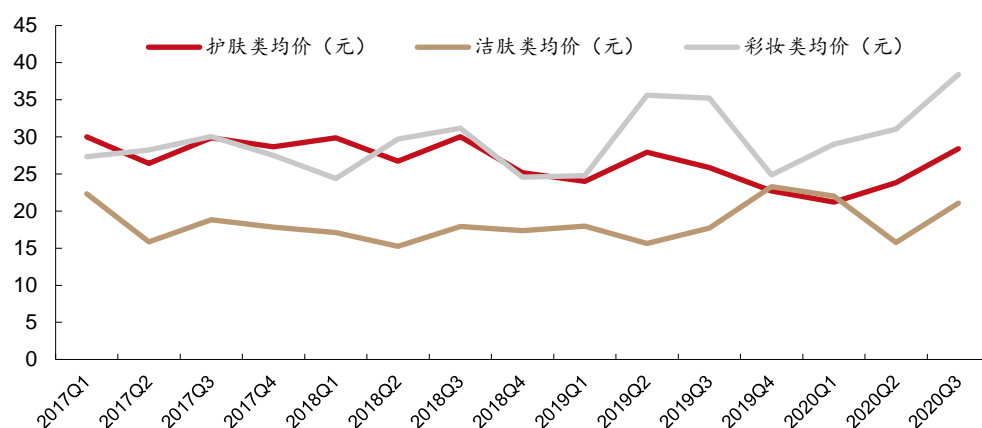


资料来源：西部证券统计数据，西部证券研发中心

品牌孵化初见成效，品类拓展未来可期。公司在品牌孵化上表现出色，成功打造新锐彩妆品牌彩棠，针对年轻客群重新制定品牌战略，结合国风推出青瓷、苏绣系列，销售额迅速提升，2020年1-11月彩棠天猫平台累计GMV破亿。总体来看，公司基于大众护肤领域积淀，打造泡泡面膜等爆品实现品牌形象出圈，积累流量基础，在功能性护肤品、彩妆等赛道积极推新，捕捉增量市场红利，完成流量沉淀，公司新锐品牌，有望复制彩棠成功模式，在各品类实现进一步扩张。

产品单价逐步提升，打造品牌价值护城河。彩妆品牌彩棠卡位中高端彩妆赛道，目前明星单品高光阴影修容盘，单品天猫旗舰店售价达189元左右，定位高于公司旗下悠雅、印彩巴哈等其他彩妆品牌，彩妆品类平均售价逐步提高；护肤品类2020年陆续推出多款精华、眼霜等中高价位的单品，深海蕴活、红宝石、双抗等护肤系列均实现价格小幅突破。2020年Q3公司护肤类/彩妆类产品平均售价28.39元/38.41元，分别同比+9.74%/+9.12%。产品不断升级，提高品牌溢价，逐步打造品牌价值的护城河。

图 42: 公司产品单价提高



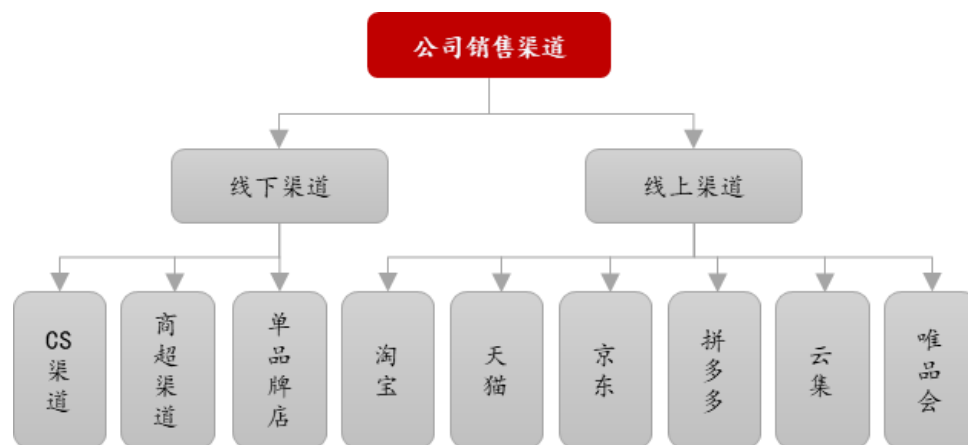
资料来源: 公司公告, 西部证券研发中心

3.2 线上线下全渠道综合布局, 新媒体营销拥抱年轻客群

3.2.1 传统线下渠道稳扎稳打, 单品牌店+电商转型华丽转身

全渠道战略, 线上线下结合。公司采用线上、线下渠道相结合的销售模式。线下渠道主要以经销商的模式运营, 主要渠道有 CS、商超、单品牌店等; 线上渠道直营、分销相结合, 包括淘宝、天猫、京东、拼多多、云集、唯品会等。

图 43: 公司销售渠道体系



资料来源: 公司公告, 西部证券研发中心

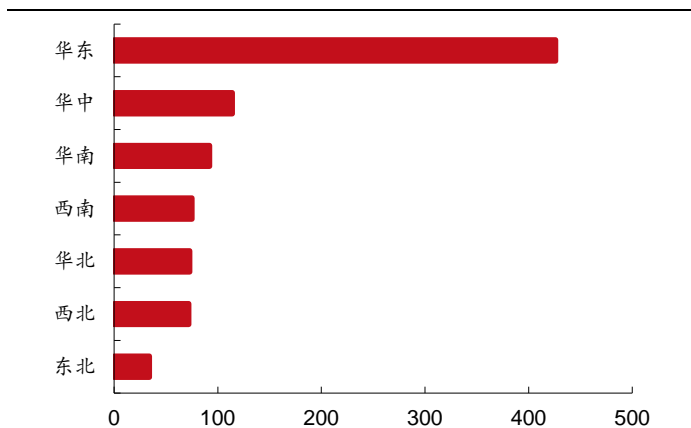
公司线下渠道积淀深厚。公司创始人侯军呈、方玉友创立珀莱雅品牌前已有数年羽西、兰贵人、丁家宜、艾丽碧丝等化妆品品牌代理商经验, 对化妆品渠道有深刻理解。2003 年, 珀莱雅创立初始, 公司大力拓展日化专营店渠道, 4 年内公司线下网点增长至 3,500 余个, 实现快速成长, 截止至 2017 年 6 月 30 日, 公司线下各渠道网点共计 22,190 个, 主要分布在经济相对发达的华中、华东、华南及华北地区, 西南、西北、东北地区销售终端网点数量相对较少, 广泛布局二三四线城市, 对大众护肤品市场进行渗透。

表 12: 公司线下渠道网点

		2014/12/31	2015/12/31	2016/12/31	2017/6/30
日化专营店	分销商数量(家)	284	306	267	230
	网点数量(家)	23,769	20,475	19,569	19,173
商场超市	分销商数量(家)	195	201	214	145
	网点数量(家)	1,614	1,476	2,911	2,803
连锁商超	分销商数量(家)	4	4	3	1
	网点数量(家)	286	164	251	206
单品牌店	分销商数量(家)	-	-	1	7
	网点数量(家)	-	-	2	8

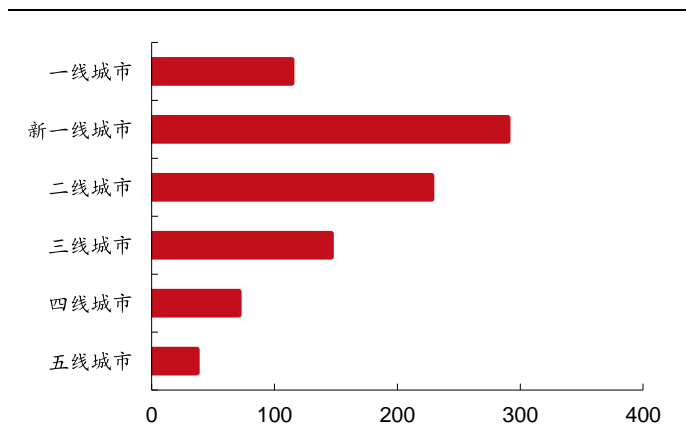
资料来源:公司公告,西部证券研发中心(连锁商超为沃尔玛、屈臣氏等)

图 44: 珀莱雅品牌线下专柜网点区域分布(单位:家)



资料来源:公司官网,西部证券研发中心(截至2020年12月4日)

图 45: 珀莱雅品牌线下专柜网点市级分布(单位:家)



资料来源:公司官网,西部证券研发中心(截至2020年12月4日)

横向对比丸美股份线下网点,珀莱雅规模更大。两公司线下网点都主要分布在经济较发达的华中区、华东区,布局战略上珀莱雅重视华南区,丸美在西南区布局更加广泛。网点单店销售收入来看,公司单店销售情况与丸美处于同一水平,丸美部分百货专柜仅销售定价较高的丸美产品,因此整体略高于珀莱雅。

表 13: 珀莱雅与丸美线下商超及日化网点对比

公司	区域	2016/12/31		2017/6/30		2018/12/31	
		网点数量(家)	占比	网点数量(家)	占比	网点数量(家)	占比
珀莱雅	华中区	6,682	29.72%	6,487	29.52%	-	-
	华东区	3,716	16.53%	3,779	17.20%	-	-
	华南区	3,353	14.92%	3,331	15.16%	-	-
	华北区	2,966	13.19%	2,882	13.11%	-	-
	西南区	2,782	12.38%	2,699	12.28%	-	-
	西北区	1,584	7.05%	1,562	7.11%	-	-
	东北区	1,397	6.21%	1,236	5.62%	-	-
	合计	22,480	100.00%	21,976	100.00%	-	-
公司	区域	2016/12/31		2017/12/31		2018/12/31	
		网点数量(家)	占比	网点数量(家)	占比	网点数量(家)	占比

丸美	华中区	3,378	22.10%	3,321	22.68%	4,067	24.57%
	华东区	3,792	24.81%	3,342	22.82%	3,834	23.16%
	西南区	2,176	14.24%	2,116	14.45%	2,604	15.73%
	华北区	2,087	13.66%	1,985	13.56%	2,006	12.12%
	西北区	1,340	8.77%	1,378	9.41%	1,577	9.53%
	华南区	1,218	7.97%	1,184	8.09%	1,376	8.31%
	东北区	1,291	8.45%	1,317	8.99%	1,091	6.59%
	合计	15,282	100.00%	14,643	100.00%	16,555	100.00%

资料来源：公司公告，丸美招股说明书，西部证券研发中心

表 14：商超及日化单店收入与丸美处于同一水平

公司	项目	2016	2017H1	2018
珀莱雅	期末网点数量（家）	22,480	21,976	-
	对应经销收入（万元）	109,782.21	54,754.66	-
	单店对应的品牌方销售收入（万元/家）	4.88	4.98	-
公司	项目	2016	2017	2018
丸美	期末网点数量（家）	15,282	14,643	16,555
	对应经销收入（万元）	81,596.06	82,136.85	90,930.91
	单店对应的品牌方销售收入（万元/家）	5.34	5.61	5.49

资料来源：公司公告，丸美招股说明书，西部证券研发中心

推广单品牌店，服务升级探寻新零售模式。电商渠道的崛起对化妆品线下渠道产生了一定的冲击，公司及时调整线下渠道战略，与销售情况不佳的经销商中止合作，关停部分效益较差的门店。同时在悦芙媞、优资莱品牌试点单品牌店模式，直营加盟相结合，不断探寻线下新零售的方式。在护肤、彩妆等日化品类外，优资莱单品牌店还横跨大健康品类，店内SKU约400个，店铺具备基础店、超市内店中店、专卖店（超外店、街边店、Shopping Mall店、社区店）、百货店中店等样板形式，可复制性强，单品牌店门店毛利率超过60%。

优资莱单品牌店自推出以来，从最初的基础版经历了两轮升级。2018年10月，公司上线健与美智慧门店1.0版，增加皮肤诊断、彩妆魔镜、中医亚健康诊断、食疗方案，以及线上线下交互的新零售服务；2019年5月上线2.0版，推出语音交互、智能导购等服务。

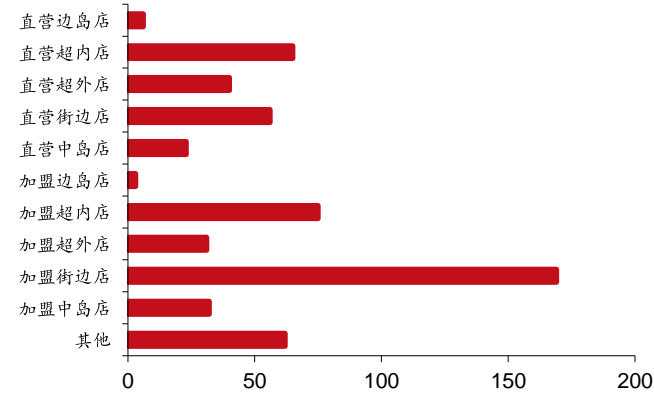
公司在单品牌店上给予了加盟商各种扶持政策，如无需加盟费、品牌使用费、管理服务费、核销首年房租、提供配套培训、通过提供等额货品核销门店货柜物流、促销推广费等，2019年H1优资莱亏损2,559.7万元，悦芙媞亏损2,481.0万元，单店模式仍处于前期推广扩张阶段，截止至2020年11月全国共设优资莱单品牌店562家，预计形成一定规模后将逐渐实现盈利。

图 46：优资菜单品牌店门店



资料来源：公司官网，西部证券研发中心

图 47：优资菜单品牌店以加盟模式为主（单位：家）



资料来源：公司官网，西部证券研发中心

表 15：优资菜单品店加盟政策

项目	政策
首年房租核销	招商会现场签约，在签约三个月内开出门店，首年房租等额核销，（进价任选正价货品），开业满一个月可按月核销
门店基础土建费用核销	主要含天花板、地板、墙壁、水电、门头、监控、空调等核销（进价任选正价货品），营业满 1 个月核销 50%，营业满 12 个月核销 25%，营业满 24 个月核销 25%
门店货柜及装饰物料保障金核销	门店开业前，按照货柜及装饰物料保证金预算款的 70%给予核销（此项费用限于用于支持新店开业标准陈列货品，由公司首配）；公司按照实际门店货柜及装饰物料保证金结算单金额进行最终费用结算，在门店开满 12 个月后，给予核销剩余未核销的款项
门店货柜物流费用核销	门店货柜物流费用（到门店所在地物流站），公司全额核销
开样试用装（开样清单范围内核销）	加盟商直接用门店货品开样，公司凭空瓶按门店真实要求，在代理商处每季度 1 次 100%销毁性核销
促销推广活动费用营销	真实费用公司 100%核销，如宣传费用、演出节目费用、场地费、赠品、物料及道具等费用；大促销销售人员（含临促、代理商销售人员，不含店长店员）按照真实费用（每次大促核销≤7 天，核销费用上限≤300/元/人/天）核销
临期商品全部核销	产品保质期不足 6 个月的，代理商年度回收，经公司核实后，在代理商处 100%销毁性核销
消费者广告费用核销	真实广告投放费用公司 100%核销，以门店为中心 3 公里半径内，实行消费者无缝覆盖（如公交、路牌、车体、外墙等）
会员积分兑换和季度返店礼品费用核销	真实费用公司 100%核销
动销会议费用核销	真实费用公司 100%核销，如大型招商说明会（会议标准：四星级及以上酒店，不少于 100 人参会）、小型招商座谈会、加盟交流会、店长店员培训会、沙龙等往返路费、食宿、场地费、奖品等

资料来源：优资莱人公众号，西部证券研发中心

3.2.2 线上布局早享先发优势，自建团队捕捉平台红利

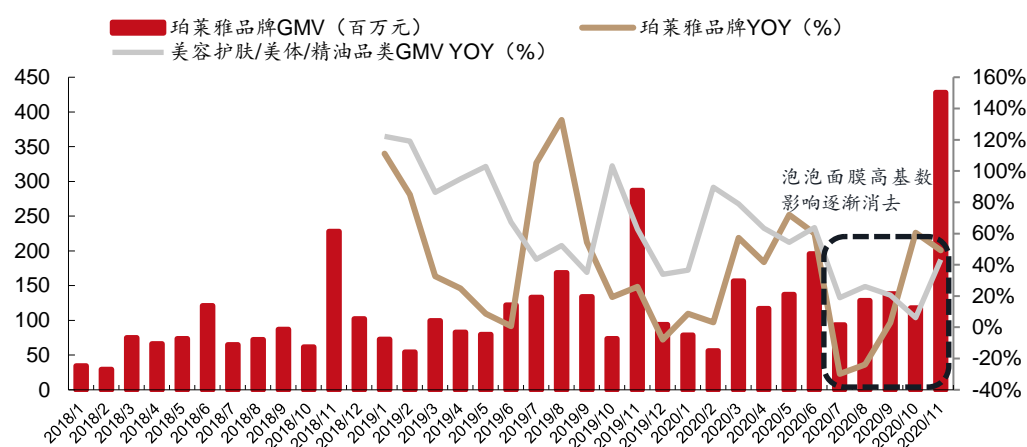
公司对线上渠道布局较早，享有先发优势。2010 年，公司开设天猫旗舰店；2012 年，成立美丽谷，全力拓展电子商务销售渠道，与唯品会、京东、聚美优品等大型 B2C 电商平

台建立了稳定的长期合作关系；2017年，珀莱雅与云集微店达成战略合作，拓展社交电商渠道，为产品高效触达消费者开辟了新的途径。

电商团队年轻化，提高精细化运营能力。2017年上市以来，公司停用传统电商团队，组建年轻化电商团队，规模逐步扩大至近300人，其中90%以上为90后，新吸收的大量成员来自电商代运营公司，具有丰富的从业经验，在洞察年轻消费者群体的喜好和针对性制定策略上有天然优势。2020年，公司将电商划分为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），根据旗下品牌特点，加强精细化运营。

线上美妆蓬勃发展，携手平台伙伴把握发展契机。近年来，电商平台美妆品类实现爆发式增长，2018年，天猫平台美容护肤增速超过60%，美妆成为阿里增速最快的行业，阿里提出“打造美妆10亿俱乐部”，同时开始大力扶持国内品牌，提供流量支持；2019年，天猫提出扶持1,000个美妆品牌在天猫开店，批量孵化超过50个年销售额过亿元的单品。公司与平台进行积极合作，携手阿里分析公司线下会员体系样本，在阿里市场部协作下，将分析结果对电商平台百万级人群进行匹配，综合确定产品研发思路、推广链路及销售策略，敏锐把握线上发展契机。受益天猫平台美容护肤品类高景气度，珀莱雅品牌天猫平台GMV快速增长。2019年打造爆款泡泡面膜，线上渠道收入同比+60.97%，2020年高基数下稳定增长，20年前三季度线上渠道收入同比+40%。目前泡泡面膜高基数影响正逐渐消去，10/11月珀莱雅品牌天猫平台GMV分别同比+60.4%/+49.2%。

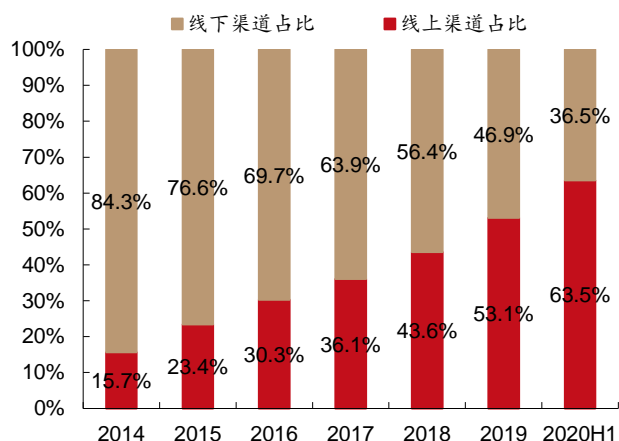
图 48：把握平台红利实现快速增长



资料来源：西部证券统计数据，西部证券研发中心

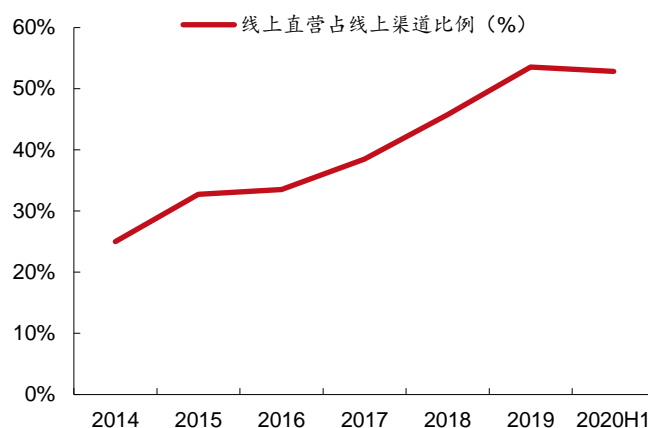
公司线上渠道增速居高位，直营比例持续提升。总体来看，线上渠道销售增长迅速，营收占比从2014年15.67%提升至2019年53.09%，首次超越线下渠道，2020H1受新冠疫情影响，公司销售进一步向线上渠道转移，线上营收占比已达到63.55%。公司线上直营销售模式发展迅速，2019年线上渠道营收，直营占比53.55%，拉升公司线上销售毛利率。同时公司对线上渠道销售产品的容量、产品组合上进行差异化设计，降低线上线下消费者的重叠度，保证全渠道健康发展。

图 49：线上渠道营收超线下渠道



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

图 50：线上渠道直营占比提高



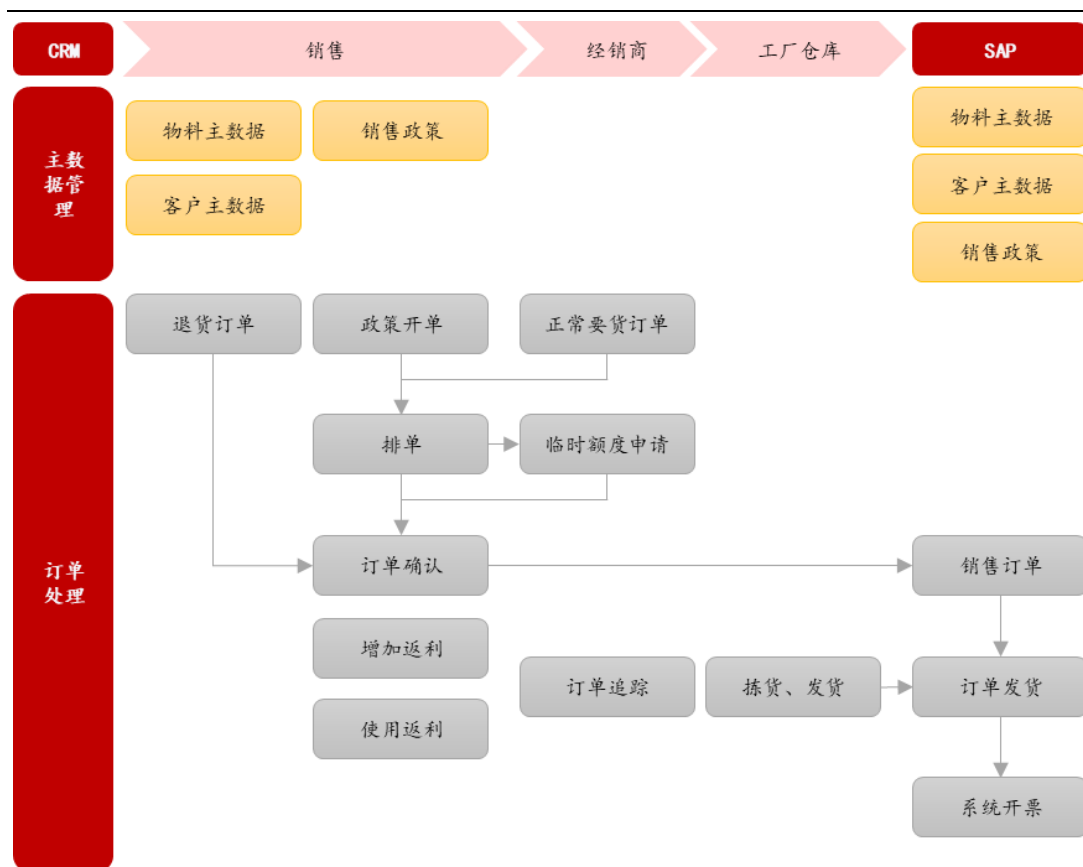
资料来源：公司公告，西部证券研发中心

3.2.3 大数据助力贯通线上线下客群，数字化转型助提运营管理能力

借能大数据，打通线上线下客群。公司 2018 年开始布局大数据，提出“智能硬件”+“智能软件”的门店双引擎战略，试点单品店，通过数据抓取、AI 计算量身打造 AI 拍照测肤和专业图像测肤，结合远程巡店，导购分佣，线上平台推动线下门店拓展。即在一个智慧门店框架中，引入“皮肤测试仪、机器人导购、智能魔镜、自动贩售机、RFID”等各类硬件，打造内容营销、分享和社群运营等智能化创新体验；在软件方面，接入阿里和腾讯两大流量系统，打通线下 CRM 会员系统和 POS 系统，建立线上购买、线下自提和快递模式，打通线上线下客户群体，实现全面数据化管理。

数字化转型赋能运营管理能力。公司着力推进数字化转型，先后经历了布局渠道、提升品牌、管理提升和平台创新四个阶段，从 ERP 初级阶段进阶为 ERP 整合提升期，覆盖生产到流通领域所有环节，涉及全产业链。搭建 CRM 系统对经销商进行统一管理，包括人员管理、客户管理、订单管理、柜台管理和基础数据几大模块，通过 CRM 系统报送库存数据以及销售终端网点情况，及时了解经销商的库存情况和销售终端网点的变化情况，与公司财务 SAP 系统进行对接，提升线上数字化运营管理能力。

图 51: CRM 信息管理系统对接 SAP 财务系统



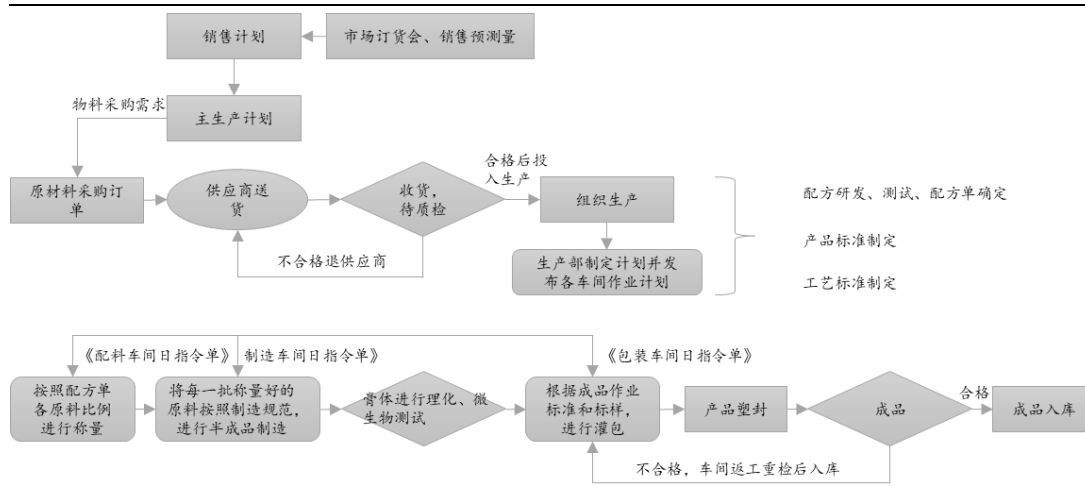
资料来源：公司公告，西部证券研发中心

3.3 整合产业链上下游，自有环节提高综合竞争力

全产业链布局，自有环节提高综合竞争力。作为化妆品品牌商，公司通过投资、控股等方式整合产业上下游资源，生产端自建产能和研发团队、品牌端设立基金发掘新锐品牌、渠道端自建电商运营团队、营销端入股 MCN 和传媒公司，打造全产业链布局，有效提升了公司的综合竞争力。

自建产能保证产品质量稳定，敏锐捕捉市场热点。公司自建湖州生产总部，是中国最大的化妆品生产基地。基地生产系统以“全而精”为特色，主要包括配料车间、制造车间、袋包车间、CIP 在线清洗系统、自动化车间、包装车间、品控系统等，大量引进来自韩国、日本、瑞士、德国等世界先进设备供应商设备，目前拥有 14 套乳化设备、35 条灌包装生产线，每天可制造 40 吨膏体，灌包装 80 万支产品。公司以自主生产为主，OEM 为辅，90% 以上的产品实现自产，对市场需求和趋势反应速度更快。以 2019 年珀莱雅泡泡面膜为例，公司依托自建产能满足爆品短期大量的需求，销售最火爆期间日均生产超 100 万片，在产品质量保障和快速应对能力上显著优于传统 OEM 模式。

图 52：公司自主生产流程



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

投资 MCN 公司，提升内容营销能力。社媒崛起开启营销新时代，品牌触达消费者的途径从传统的大型媒体结合现场活动，逐渐向线上转移。公司通过投资 MCN 公司，加码内容营销，提高线上营销能力，完善公司产业链。2018 年，投资熊客文化传媒，借力熊客内容电商全产业链服务。2019 年，投资杭州万言、宁波色古、广州麦蒂斯深化布局，赋能品牌社媒推广和爆款打造。

表 16：公司投资 MCN 公司情况

公司名称	投资时间	投资金额	控股情况
熊客文化传媒（杭州）有限公司	2018 年	300 万元	20%
杭州万言文化传媒有限公司	2019 年	350 万元	80%
宁波色古品牌管理有限公司	2019 年	300 万元	35%
麦蒂斯信息科技（广州）有限公司	2019 年	550 万元	20%

资料来源：公司公告，西部证券研发中心

3.4 新媒体营销塑造年轻品牌形象，爆品+大单品战略沉淀流量

3.4.1 多维营销覆盖全平台，积极拥抱年轻客群

深度捆绑“海洋”概念，塑造年轻品牌形象。公司主品牌珀莱雅定位“海洋科技护肤”，公司与海洋开发研究机构合作，深度捆绑“海洋”概念，塑造年轻的品牌形象，2018 年，珀莱雅在 15 周年品牌发布会上推出全新 logo“海洋珀莱雅”，强化品牌“海洋”DNA，同时对线下店面进行形象升级，全面提升品牌的时尚感和高级感，提高在年轻消费者群体心目中好感。

图 53: 珀莱雅 logo 升级



资料来源：百度图片，西部证券研发中心

图 54: 珀莱雅店面升级

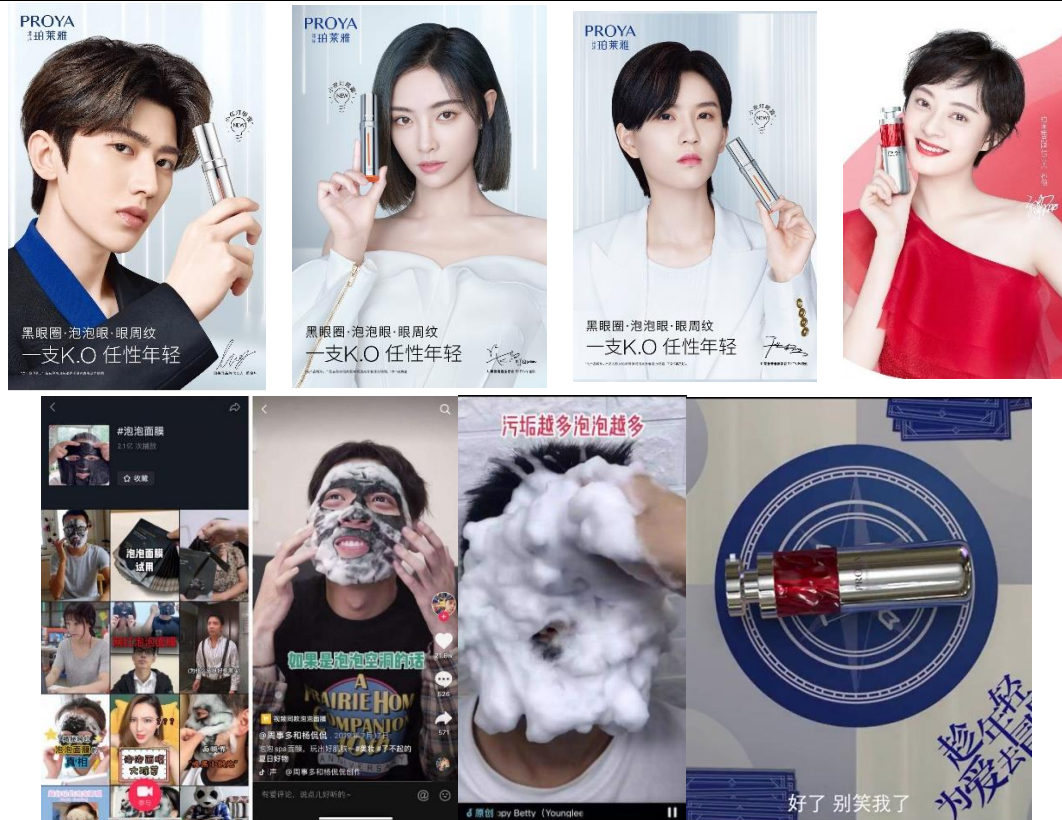


资料来源：百度图片，西部证券研发中心

线上多维营销，覆盖年轻群体生活全平台。以 90、00 后为主的美妆消费年轻群体，成长环境中大面积接触互联网与社交媒体。公司采取多维年轻化营销策略，包括明星代言、热门影视植入、综艺冠名赞助、内容平台 KOL 种草等，覆盖年轻群体生活社交全平台。代言明星除传统大牌明星外，签约选秀综艺节目人气偶像，扩大品牌在年轻群体中影响；推广形式多元化，除传统视频、平面广告外，采用插画动画、微电影、跨界 IP 合作等创意营销方式，更符合年轻客群兴趣爱好。

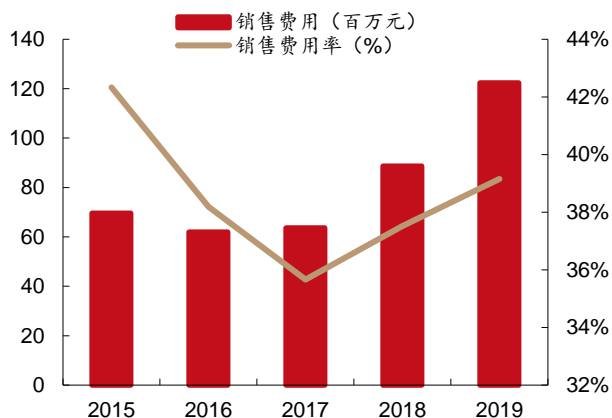
公司与 KOL 及 KOC 深度合作，搭建线上营销闭环。首先在微信、抖音、小红书等社媒平台投放高质量内容，用富有趣味性的笔记、短视频介绍产品功效，吸引平台用户种草，其次通过直播带货推广，激发消费者的消费冲动，并最终在电商平台或线下完成拔草，拔草用户在社媒分享真实使用体验，吸引更多用户关注产品，实现营销的社交裂变。随着公司营销投放逐渐增加，销售费用率从 2017 年 35.7% 提升至 2019 年 39.2%，社媒平台内容互动表现突出，据 Questmobile 数据，2020 年 11 月珀莱雅内容平台总互动占比居国产美妆品牌第一。

图 55: 人气偶像代言人+KOL/KOC 矩阵投放+创意营销方式



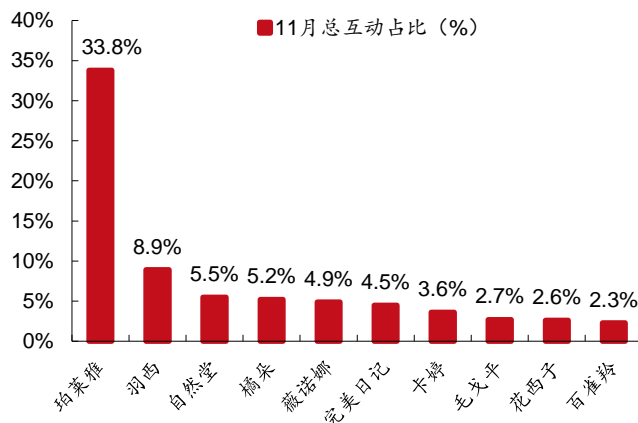
资料来源: 珀莱雅官微, 抖音, 腾讯视频, 西部证券研发中心

图 56: 上市以来公司营销投入逐步提升



资料来源: 公司公告, 西部证券研发中心

图 57: 内容平台互动表现居国产品牌前列



资料来源: Questmobile, 西部证券研发中心

注: 总互动占比, 指内容平台当月发稿的某指定品牌内容的总互动数 (点赞+评论+转发), 占当月国货美妆总互动数的比例

3.4.2 短期爆品引流品牌形象出圈, 中长期大单品积淀提升品牌力

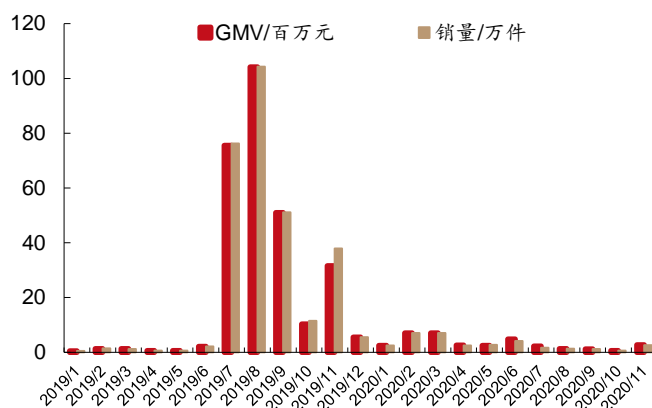
打造爆品大量引流, 短期快速提高品牌知名度。线上营销流量为王, 一款爆品能同时为产品和品牌吸引大量流量, 产品拉新的同时, 迅速提高品牌知名度。珀莱雅海盐泡泡面膜是公司爆品营销的成功案例, 单月销售额破亿, 夺得天猫金妆奖年度 TOP 单品。

图 58：爆品泡泡面膜获天猫金妆奖年度 top 单品



资料来源：天猫，西部证券研发中心

图 59：珀莱雅天猫旗舰店泡泡面膜销售情况



资料来源：西部证券统计数据，西部证券研发中心

抖音为主抢占公域流量，KOL 矩阵打法引导大面积种草。社媒平台迅速发展带来大量流量，公司借助抖音、小红书、微博等社交媒体营销，引导消费者种草，其中抖音日活用户截止至 2020 年 1 月已超过 4 亿人次，其 15-39 岁的主流用户群体与美妆消费人群高度契合。2019 年 7 月起，公司以抖音平台为主抢占公域流量推广泡泡面膜，搭建 KOL 矩阵引导消费者种草，前期头部 KOL 负责初期引爆，中期头腰尾组合拳，后期头腰维持品牌声量，投放 KOL 类型上以种草为主，反复提醒消费者下单，推广效果良好，成功打造爆品，产品毛利相对较低，高销量下实现对品牌的反复曝光，整体营销效率高，以 2019 年 7 月为例，估算泡泡面膜抖音平台营销投入 1,600 万元，带来直接销售 6,000 万元，站外 ROI 在 4 左右，并通过站内操作撬动淘宝销售 4,000 万元。

图 60：抖音为主投放社交媒体



资料来源：云锐，西部证券研发中心

复盘营销策略，打造爆品的关键有如下几点：（1）买点可视化，泡泡面膜起泡效果良好，使用效果立竿见影的特点能通过社媒短视频、直播等可视化营销的手段充分展现，让消费者更清晰地了解产品的特点；（2）定价策略符合市场下沉趋势，推广价格低于 100 元，尝鲜成本低，适合大面积推广；（3）多渠道综合推广，与 15 个头部网红、190 个腰部主播、917 个微博 KOL 和 2,088 个 KOC 合作，通过抖音达人抖、小红书笔记、微信达人种草、淘宝直播等多平台进行产品推广，针对不同推广阶段采取相应红人矩阵，最大化利用多渠

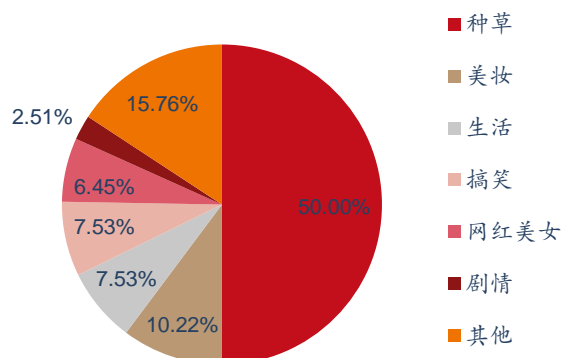
道优势营销产品。

图 61：抖音平台 KOL 矩阵打法引导种草



资料来源：云锐，西部证券研发中心

图 62：投放抖音 KOL 类型以种草为主



资料来源：黄博营销专栏，西部证券研发中心

注：KOL 类型数据 2019/8/11-2019/9/11

大单品沉淀流量，赋能长期品牌力建设。相较爆品短平快的引流效果，中长期来看，打造功能性强，性价比高的产品在树立品牌形象，深化品牌调性等方面有着更积极的意义。例如欧莱雅黑精华，雅诗兰黛小黑瓶，资生堂红腰子精华等，在维持消费者品牌忠诚度上作用明显，是品牌能长期维持良好口碑的重要原因。

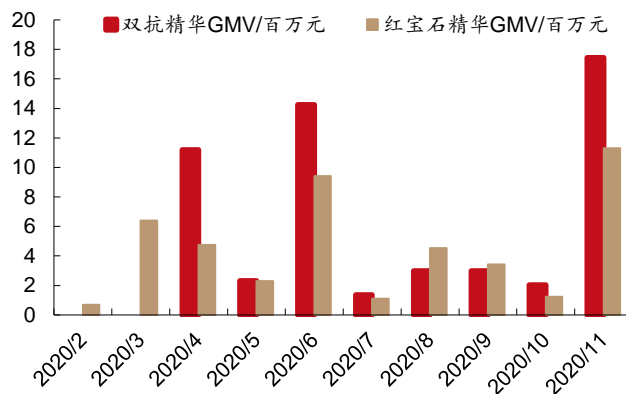
公司在大单品营销上采取了不同的战略，相对泡泡面膜立足亲民形象大面积采用中腰尾部 KOL 的走量营销，2020 年新推出的红宝石精华和双抗精华在营销中更侧重高质量，签下孙俪、蔡徐坤分别为两款产品代言，在上海举办“发现年轻科技力 PROYA TIME LAB”发布会，推出蔡徐坤粉丝款双抗精华天猫精彩盒，针对流量明星粉丝与美妆消费人群高度重合的特点进行营销，同时与头部 KOL 李佳琦/薇娅合作，设定较高于品牌以往产品的单价，是国产护肤头部品牌对 200 元以上单品的一次试水，红宝石精华和双抗精华自登陆天猫旗舰店以来，月均 GMV 分别为 451 万元/682 万元，销售情况良好。

图 63：大单品营销质量更高



资料来源：小红书，西部证券研发中心

图 64：珀莱雅天猫旗舰店红宝石精华/双抗精华销售情况

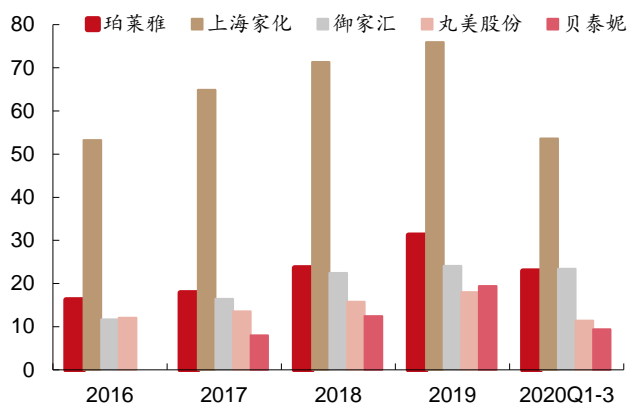


资料来源：西部证券统计数据，西部证券研发中心

四、财务指标

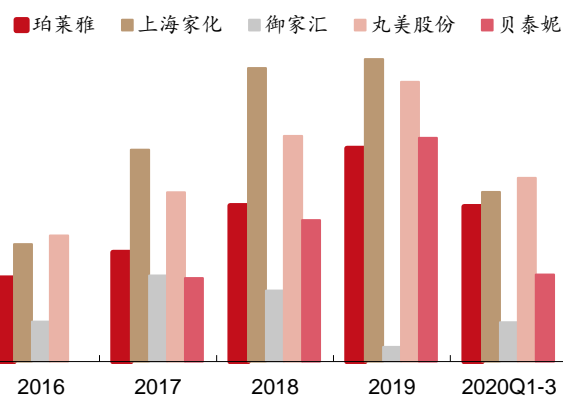
业务规模持续增长，营业收入和净利润均保持较高增速。2016-2019年，公司营业收入及净利润 CAGR 为+24.38%/+36.73%，分别仅次于御家汇/上海家化。2020Q1-3 线下销售渠道受疫情影响较大，但公司整体显示出较强韧性，营业收入和净利润同比 10.14%/+18.74%，仅次于线下布局有限的御家汇。

图 65：主要化妆品上市公司营业收入（亿元）



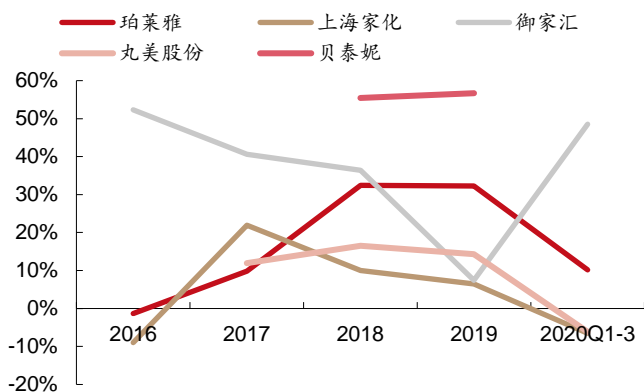
资料来源：公司公告，西部证券研发中心（2020Q1-3 处贝泰妮为 2020H1 数据）

图 66：主要化妆品上市公司归母净利润（亿元）



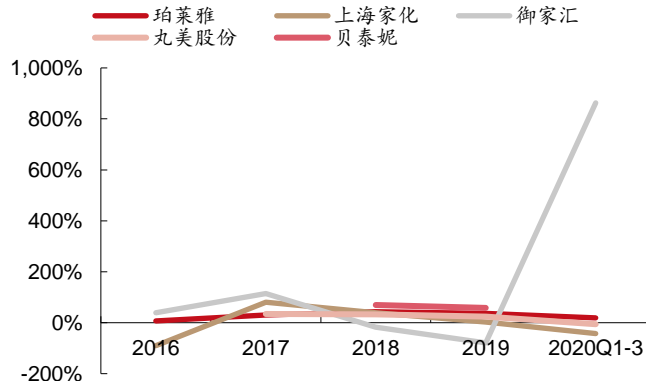
资料来源：公司公告，西部证券研发中心（2020Q1-3 处贝泰妮为 2020H1 数据）

图 67：主要化妆品上市公司营业收入增速（%）



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

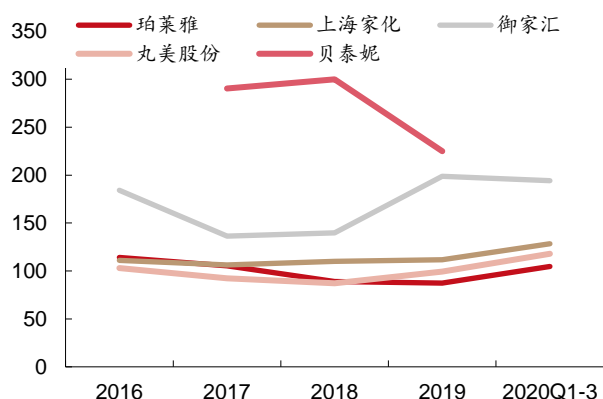
图 68：主要化妆品上市公司归母净利润增速（%）



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

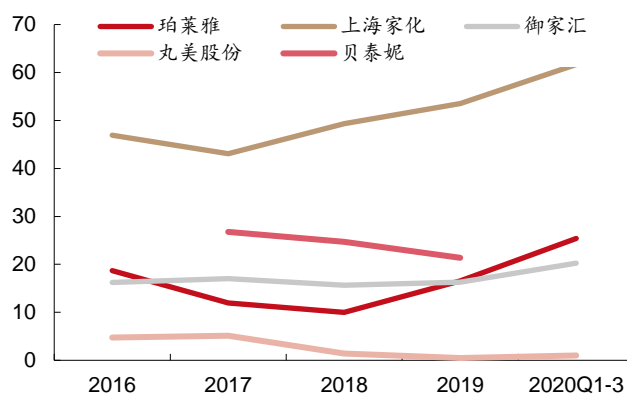
公司营运能力突出，公司推进物流仓储智能化，爆品战略迭代优化供应链体系，存货周转效率领先同行，2019/2020Q1-3 存货周转天数 87.36/104.77 天；御家汇存货周转效率处于行业较低水平，2019 年存货周转天数提升受代运营国际品牌影响，代理品牌产品大量位于境外，且存货规模较大，2019/2020Q1-3 应收账款周转天数 16.56/25.40 天，近年因跨境代理业务比例提升，应收账款周转天数一定程度提升，处于行业中游水平；丸美股份通过终止与屈臣氏、大润发代销合作，与其他经销商采用先款后货模式，应收账款周转天数小于 1 天，上海家化线下渠道比例较高，主要以 KA 渠道为主，应收账款周转率处于行业较低水平。

图 69: 主要化妆品上市公司存货周转天数 (天)



资料来源: WIND, 西部证券研发中心

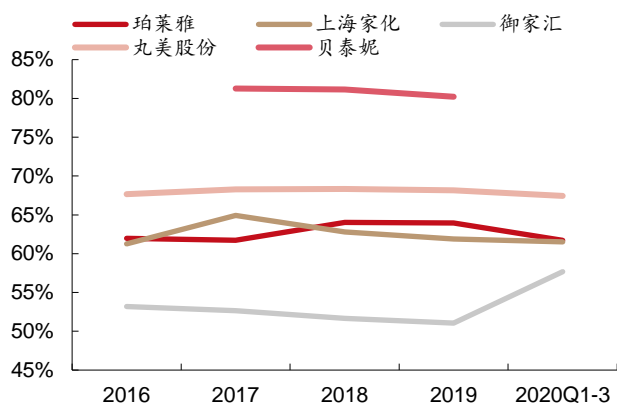
图 70: 主要化妆品上市公司应收账款周转天数 (天)



资料来源: WIND, 西部证券研发中心

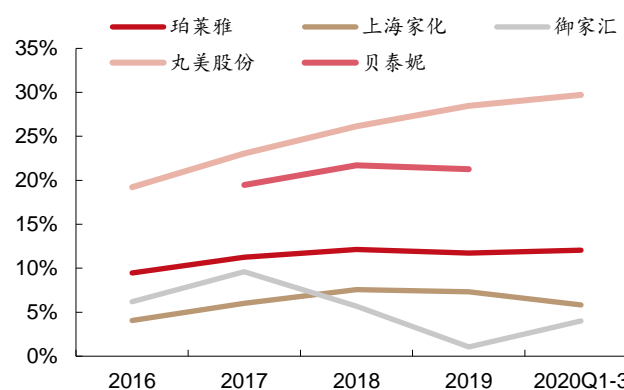
盈利水平稳定, 处于行业中上游水平。公司整体盈利水平稳定, 2019 年毛利率 63.96%, 2015 年以来始终保持 60% 以上, 2020 年根据新收入准则调整运费至主营业务成本, 且代理境外品牌业务毛利较低, 毛利水平略有下降, 公司 2020 年 Q1-3 毛利率为 61.72%, 同比下降 2.13pct; 2019 年净利率 11.73%, 受益于销售费用率和管理费用率相对较低, 净利率大幅高于上海家化和御家汇, 低于主营产品溢价较大的丸美股份。2019 年 ROE 21.09%, 自 2017 年上市以来 ROE 稳中有升, 2020Q1-3 受疫情影响回落至 13.47%, 预计疫情影响逐渐褪去后将重回增长态势。

图 71: 主要化妆品上市公司毛利率 (%)



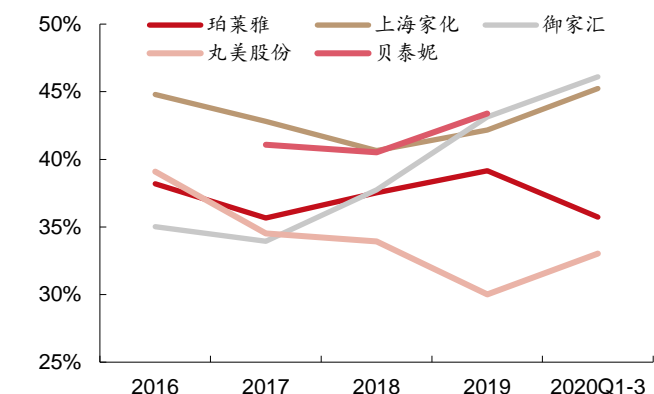
资料来源: 公司公告, 西部证券研发中心

图 72: 主要化妆品上市公司净利率 (%)



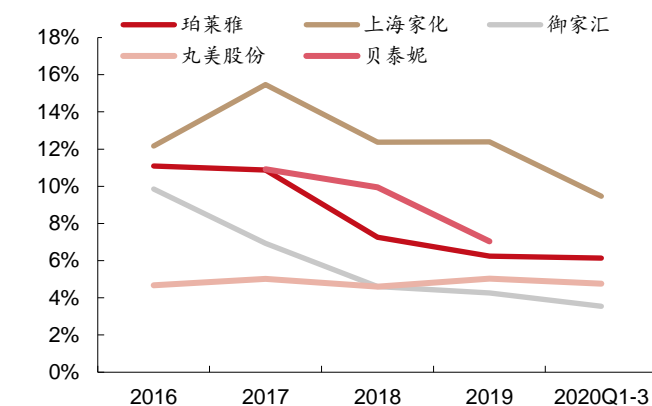
资料来源: 公司公告, 西部证券研发中心

图 73：主要化妆品上市公司企业销售费用率（%）



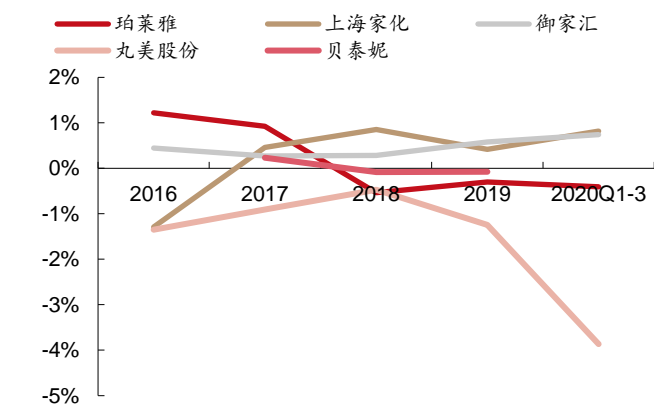
资料来源：公司公告，西部证券研发中心

图 74：主要化妆品上市公司企业管理费用率（%）



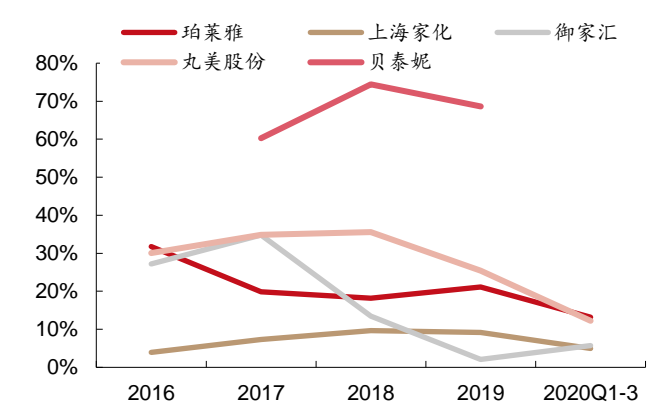
资料来源：公司公告，西部证券研发中心

图 75：主要化妆品上市公司企业财务费用率（%）



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

图 76：主要化妆品上市公司企业净资产回报率（%）



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

五、盈利预测与估值

5.1 盈利预测

从渠道来拆分，公司渠道可分为线上和线下，线上渠道包括天猫旗舰店等店铺直营、跨境品牌代理直营、大型 B2C 平台分销和线上经销商；线下渠道包括日化专营店、与经销商、沃尔玛、屈臣氏合作的商超、单品牌直营店及其他。

核心假设：

1、化妆品线上渠道高景气度，公司线上精细化运营能力强，预计未来线上渠道增速持续加码。我们预计 2020-2022 年公司线上营收分别同比+54.58%/+30.98%/+28.82%。其中天猫旗舰店等直营店铺分别同比+40.60%/+27.65%/+27.28%；大型 B2C 平台分销分别同比+54.58%/+33.89%/+32.35%；线上经销商分别同比+53.27%/+28.46%/+21.71%；代理跨境品牌直营为公司新业务，预计 2021-2022 年分别同比+48.23%/+31.86%。

2、线下渠道受新冠疫情影响较大，公司增速 20 年上半年略有承压，Q3 增速已恢复至正增长，随着疫情影响逐渐消退，线下渠道有望实现逐步复苏。我们预计 2020-2022 年公司线下营收分别同比 -12.39%/+19.84%/+13.83%。其中日化专营店分别同比

-18.89%/+13.64%/+11.57%；商超分别同比-13.82%/+16.60%/+13.60%；单品牌直营店同比分别-18.89%/+13.64%/+9.54%；线下跨境品牌代理 19 年 Q4 开始试水，预计 2021-2022 年同比分别+97.63%/+29.68%。

3、低毛利面膜引流促销，叠加新业务跨境品牌代理毛利较低，且 2020 年收入准则调整运费至主营业务成本，整体毛利率水平略有下降，我们预计 2020-2022 年公司整体毛利率分别为 62.80%/63.55%/64.14%。随着公司精华、彩妆、眼霜精品路线的逐步实施，以及跨境品牌代理运营的逐步成熟，未来公司毛利率仍有提升空间。

表 17：公司盈利预测（百万元）

	2018*	2019*	2020E	2021E	2022E	备注
线上渠道	1,027.85	1,654.55	2,557.56	3,349.96	4,315.42	
增长率	59.91%	60.97%	54.58%	30.98%	28.82%	
毛利率	66.63%	67.20%	66.52%	67.38%	67.71%	
占比	43.57%	53.09%	66.63%	68.58%	71.18%	
线上直营-天猫旗舰店等	470.49	886.00	1,245.72	1,590.18	2,023.97	多品牌矩阵落地，自建电商团
增长率	90.19%	88.31%	40.60%	27.65%	27.28%	队精细化运营,大单品战略，精
毛利率	71.30%	71.00%	72.30%	73.54%	73.98%	华、彩妆、眼霜进一步提升品
占比	19.94%	28.43%	32.46%	32.55%	33.38%	牌价值且有望带动毛利率提升
线上直营-跨境品牌代理	-	-	125.43	185.92	245.15	代理护肤/彩妆/个护等多品类
增长率	-	-	-	48.23%	31.86%	品牌，参照丽人丽妆电商零售
毛利率	-	-	35.91%	36.49%	36.75%	业务平均毛利率 35.27%左右，
占比	-	-	3.27%	3.81%	4.04%	预计线上毛利率高于线下
线上分销-大型 B2C 平台	376.95	593.7	917.74	1,228.72	1,626.23	
增长率	41.88%	57.50%	54.58%	33.89%	32.35%	“双 11”京东平台美容护理品
毛利率	63.50%	63.30%	64.15%	65.24%	65.65%	类增速+41.3%，B2C 平台有望
占比	15.98%	19.05%	23.91%	25.15%	26.82%	进一步贡献增量
线上分销-与经销商合作	180.41	175.3	268.67	345.14	420.08	
增长率	39.10%	-2.84%	53.27%	28.46%	21.71%	
毛利率	61.00%	61.00%	62.11%	63.22%	63.56%	
占比	7.65%	5.62%	7.00%	7.07%	6.93%	
线下渠道	1,331.21	1,461.93	1,280.72	1,534.82	1,747.13	
增长率	16.88%	9.82%	-12.39%	19.84%	13.83%	受新冠疫情影响，线下门店受
毛利率	60.87%	60.64%	55.37%	55.19%	55.32%	到一定冲击，Q3 已恢复至正增
占比	56.43%	46.91%	33.37%	31.42%	28.82%	长
线下分销-日化专营店	1,004.32	1,047.00	849.23	965.06	1,076.71	
增长率	7.45%	4.25%	-18.89%	13.64%	11.57%	
毛利率	60.00%	60.00%	58.04%	61.12%	62.52%	
占比	42.57%	33.60%	22.13%	19.76%	17.76%	
线下分销-商超	199.34	223.45	192.57	224.54	255.08	
增长率	24.66%	12.09%	-13.82%	16.60%	13.60%	
毛利率	63.00%	62.00%	61.10%	62.15%	62.52%	
占比	8.45%	7.17%	5.02%	4.60%	4.21%	
线下-跨境品牌代理	-	-	83.62	165.26	214.31	
增长率	-	-	-	97.63%	29.68%	

毛利率	-	-	13.24%	13.91%	14.07%	
占比	-	-	2.18%	3.38%	3.54%	
线下直营-单品牌店	115.59	174.21	141.3	160.58	175.9	优资莱单品牌店展店，线下体
增长率	491.56%	50.71%	-18.89%	13.64%	9.54%	验，线上购买，打通线上线下
毛利率	65.00%	63.00%	64.15%	66.27%	67.74%	客群，智慧门店接轨新零售
占比	4.90%	5.59%	3.68%	3.29%	2.90%	
其他	11.96	17.27	14.01	19.38	25.13	
增长率	-51.74%	44.38%	-18.89%	38.34%	29.68%	
毛利率	58.00%	58.00%	57.02%	58.03%	58.35%	
占比	0.51%	0.55%	0.36%	0.40%	0.41%	
主营业务收入	2,359.07	3,116.45	3,838.28	4,884.78	6,062.55	
毛利率	64.09%	64.05%	62.80%	63.55%	64.14%	
增长率	32.41%	32.11%	23.16%	27.26%	24.11%	

资料来源：公司公告，西部证券研发中心

注：2018、2019 年部分细分渠道和毛利率为估测值

基于以上核心假设，我们预计公司 2020-2022 总营业收入分别为 38.47/48.96/60.76 亿元，分别同比+23.16%/+27.26%/+24.11%，归母净利润分别为 4.79/6.42/8.18 亿元，分别同比+21.89%/+34.08%/+27.42%，对应 EPS 分别为 2.38/3.19/4.07 元/股，当前价格对应 PE 分别为 74.8/55.8/43.8 倍。

5.2 估值与投资建议

5.2.1 相对估值

横向对比来看，我们选择上海家化、丸美股份、御家汇作为可比公司，对应 2020/2021/2022 年 PE 均值分别为 54.05/40.63/30.75X。考虑到化妆品行业景气度高，公司处于大众护肤细分赛道龙头地位，兼具产品产研及渠道布局优势，品类拓新能力强；高端化精华、眼霜品类精细化运营下，销量逐步提升；依托成熟电商团队，多品牌矩阵下渠道红利持续释放，品牌彩棠持续放量，有望打造头部彩妆新锐品牌；线下日化专营 CS 明年有望迎来稳步复苏，产品端、品牌端、渠道端在业内优势明显，我们认为公司估值理应享受上下浮动 20% 的溢价，给予公司 2021 年 67xPE，对应目标价 214.18 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 18：珀莱雅可比公司估值（截至 2020 年 12 月 31）

证券代码	公司名称	市值 (亿元)	股价 (元)	EPS (元/股)			PE		
				2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
600315.SH	上海家化	235	34.73	0.56	0.74	1.07	62.02	46.93	32.46
603983.SH	丸美股份	209	52.21	1.29	1.55	1.81	40.47	33.68	28.85
300740.SZ	御家汇	74	18.10	0.27	0.45	0.59	67.04	40.22	30.68
平均值							54.05	40.63	30.75
603605.SH	珀莱雅	358	178.00	2.38	3.19	4.07	74.79	55.80	43.73

资料来源：WIND，西部证券研发中心

股价为 2020/12/31 收盘价；除珀莱雅、丸美股份外，其余公司 2020-2022 年 EPS 均取自 WIND 一致预期。

5.2.2 绝对估值

根据 FCFF 估值模型，我们对公司每股价值进行相应测算，假设 WACC=5.94%，永续增长率为 3.0%，得出每股股价为 217.08 元。

表 19：绝对估值法下公司每股价值为 217.08 元

项目	数值	项目	数值
永续增长率 g	3.00%	有效税率 Tx (%)	19.70%
加权平均资本成本 WACC	5.94%	贝塔值 (β)	0.80
股权资本成本 Ke	6.20%	股权价值 (亿元)	436.57
债务资本成本 Kd	4.14%	总股本 (亿股)	2.01
无风险利率 Rf (%)	3.00%	每股价值 (元)	217.08
市场预期收益率 Rm (%)	7.00%		

资料来源：WIND，西部证券研发中心

表 20：绝对估值敏感性分析

g	1.86%	2.05%	2.25%	2.48%	2.73%	3.00%	3.30%	3.63%	3.99%	4.39%	4.83%
WACC											
3.69%	338.41	373.47	422.56	495.80	616.07	848.60	1,482.56	9,841.28	-1,810.64	-768.04	-461.66
4.06%	285.60	309.32	341.08	385.55	451.89	560.85	771.48	1,345.77	8,917.68	-1,637.44	-692.97
4.46%	244.80	261.39	282.87	311.63	351.91	411.98	510.65	701.39	1,221.44	8,078.27	-1,480.04
4.91%	212.46	224.36	239.38	258.83	284.86	321.31	375.70	465.01	637.68	1,108.44	7,315.41
5.40%	186.30	195.01	205.77	219.36	236.96	260.52	293.50	342.71	423.53	579.76	1,005.74
5.94%	164.79	171.26	179.13	188.87	201.16	217.08	238.38	268.22	312.72	385.82	527.13
6.53%	146.85	151.72	157.57	164.69	173.49	184.61	198.99	218.26	245.23	285.46	351.54
7.19%	131.73	135.44	139.84	145.12	151.56	159.51	169.55	182.55	199.95	224.32	260.68
7.90%	118.85	121.70	125.05	129.03	133.80	139.61	146.79	155.85	167.59	183.31	205.32
8.69%	107.80	110.01	112.57	115.60	119.18	123.49	128.73	135.22	143.40	153.99	168.18
9.56%	98.25	99.96	101.95	104.27	106.99	110.23	114.11	118.84	124.69	132.07	141.62

资料来源：WIND，西部证券研发中心

六、风险提示

1、行业竞争加剧。化妆品行业国内外众多品牌进入市场，在品牌端、产品端的竞争将日益激烈。公司存在在产品质量、渠道布局、营销策略等方面不能适应市场竞争的风险，可能对公司业绩造成影响。

2、疫情影响超预期。目前世界疫情尚未得到完全控制，国内疫情存在反复，疫情影响延续可能对公司跨境代理业务和线下渠道的恢复有较大影响。

3、新品牌孵化不及预期。公司通过自创、合伙、境外代理，大力推进品牌孵化，可能存在产品销售不佳，国际化管理经验不足，业绩不达预期等风险。

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	利润表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	1,464	1,247	1,847	1,500	1,839	营业收入	2,361	3,124	3,847	4,896	6,076
应收款项	118	267	250	341	300	营业成本	849	1,126	1,431	1,785	2,179
存货净额	233	314	384	465	548	营业税金及附加	26	28	34	44	54
其他流动资产	8	85	85	1,514	1,514	销售费用	886	1,223	1,500	1,885	2,339
流动资产合计	1,823	1,913	2,567	3,820	4,201	管理费用	223	270	331	419	523
固定资产及在建工程	632	582	636	720	762	财务费用	(13)	(9)	(9)	3	1
长期股权投资	7	15	7	10	11	其他费用/(-收入)	2	25	(2)	10	25
无形资产	328	329	307	287	269	营业利润	388	462	561	751	956
其他非流动资产	70	141	123	108	94	营业外净收支	0	(5)	(5)	(5)	(5)
非流动资产合计	1,037	1,066	1,073	1,125	1,136	利润总额	388	456	556	746	950
资产总计	2,860	2,979	3,640	4,946	5,337	所得税费用	101	90	110	147	187
短期借款	225	129	213	732	177	净利润	287	366	447	599	763
应付款项	809	745	855	1,055	1,271	少数股东损益	(1)	(26)	(32)	(43)	(55)
其他流动负债	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	287	393	479	642	818
流动负债合计	1,035	874	1,067	1,788	1,448						
长期借款及应付债券	85	0	0	(12)	(44)	财务指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
其他长期负债	42	35	41	38	38	盈利能力					
长期负债合计	127	35	41	27	(6)	ROE	18.2%	21.1%	21.0%	22.6%	22.9%
负债合计	1,162	909	1,108	1,815	1,443	毛利率	64.0%	64.0%	62.8%	63.5%	64.1%
股本	201	201	201	201	201	营业利润率	16.4%	14.8%	14.6%	15.3%	15.7%
股东权益	1,698	2,070	2,532	3,131	3,894	销售净利率	12.1%	11.7%	11.6%	12.2%	12.6%
负债和股东权益总计	2,860	2,979	3,640	4,946	5,337	成长能力					
						营业收入增长率	32.4%	32.3%	23.2%	27.3%	24.1%
现金流量表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	营业利润增长率	62.0%	19.0%	21.6%	33.8%	27.2%
净利润	287	366	447	599	763	归母净利润增长率	43.0%	36.7%	21.9%	34.1%	27.4%
折旧摊销	39	83	96	99	105	偿债能力					
营运资金变动	(13)	(9)	(9)	3	1	资产负债率	40.6%	30.5%	30.4%	36.7%	27.0%
其他	199	(204)	104	11	166	流动比	1.76	2.41	2.41	2.14	2.90
经营活动现金流	513	236	637	712	1,035	速动比	1.54	1.83	2.05	1.88	2.52
资本支出	(224)	10	(110)	(148)	(115)						
其他	(227)	(64)	10	(1,429)	1	每股指标与估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
投资活动现金流	(451)	(55)	(100)	(1,577)	(113)	每股指标					
债务融资	39	(121)	48	518	(583)	EPS	1.43	1.95	2.38	3.19	4.07
权益融资	(76)	(90)	16	0	0	BVPS	8.42	10.09	12.55	15.74	19.81
其它	17	2	0	0	0	估值					
筹资活动现金流	(20)	(209)	64	518	(583)	P/E	124.7	91.2	74.8	55.8	43.8
汇率变动						P/B	21.2	17.7	14.2	11.3	9.0
现金净增加额	42	(28)	601	(347)	339	P/S	15.2	11.5	9.3	7.3	5.9

数据来源：公司财务报表，西部证券研发中心

西部证券—公司投资评级说明

买入：公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 20% 以上
增持：公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 到 20% 之间
中性：公司未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数变动幅度相差 -5% 到 5%
卖出：公司未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数大于 5%

联系我们

联系地址：上海市浦东新区浦东南路 500 号国家开发银行大厦 21 层
北京市西城区月坛南街 59 号新华大厦 303
深圳市福田区深南大道 6008 号深圳特区报业大厦 10C

联系电话：021-38584209

免责声明

本报告由西部证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供西部证券股份有限公司（以下简称“本公司”）机构客户使用。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非收件人（或收到的电子邮件含错误信息），请立即通知发件人，及时删除该邮件及所附报告并予以保密。发送本报告的电子邮件可能含有保密信息、版权专有信息或私人信息，未经授权者请勿针对邮件内容进行任何更改或以任何方式传播、复制、转发或以其他任何形式使用，发件人保留与该邮件相关的一切权利。同时本公司无法保证互联网传递本报告的及时、安全、无遗漏、无错误或无病毒，敬请谅解。

本报告基于已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测在出具日外无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。客户不应以本报告取代其独立判断或根据本报告做出决策。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

在法律许可的情况下，本公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“西部证券研究发展中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经西部证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权力。

所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91610000719782242D。