

# 珀莱雅 (603605)

## 从 1 到 N，国货美妆龙头进入击球区

买入 (维持)

2024 年 09 月 24 日

证券分析师 吴劲草

执业证书: S0600520090006

wujc@dwzq.com.cn

证券分析师 张家璇

执业证书: S0600520120002

zhangjx@dwzq.com.cn

证券分析师 郝越

执业证书: S0600524080008

xiy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	6385	8905	11349	13923	16925
同比 (%)	37.82	39.45	27.45	22.68	21.57
归母净利润 (百万元)	817.40	1,193.87	1,535.49	1,921.43	2,355.53
同比 (%)	41.88	46.06	28.61	25.13	22.59
EPS-最新摊薄 (元/股)	2.06	3.01	3.87	4.84	5.94
P/E (现价&最新摊薄)	38.35	26.25	20.41	16.31	13.31

### 投资要点

**美妆龙头持续进攻，问鼎国内 TOP1。**公司成立于 2003 年，旗下拥有“珀莱雅”“彩棠”“Off&Relax”“悦芙媿”等自有品牌，定位大众、打造多品牌矩阵。2023 年珀莱雅主品牌贡献超 80% 营收，线上销售为主、2023 年线上销售占比为 93%，其中天猫占据主导，抖音占比逐年提升。2023 年公司营收 89 亿元、归母净利 12 亿元，为国货化妆品公司销售规模 TOP1，2024 年 618 大促跃升线上国货+海外品牌销售 No.1，领跑行业。

**从 0 到 1，不可复制的品牌积累为核心壁垒。**近十年来我国化妆品行业品牌溢价累积红利期主要有两波，分别是【线上化塑造品牌形象】和【成分塑造大单品】，珀莱雅精准把握两次行业红利期，完成从 0 到 1 全部品牌积分的转化，不可复制的行业历史机遇下，珀莱雅品牌成功积累的品牌认知同样也不可复制：**①渠道红利下强势崛起：**2014-2020 年化妆品行业线上化率由 16% 提升 38%。珀莱雅是传统国货品牌中拥抱电商和社媒最坚决的公司，扁平组织架构、多元激励、团队年轻化保障电商快速发展，2014-2020 年线上渠道收入占比从 16% 大幅提升至 70%，顺应行业趋势线上占比大幅提升，树立品牌形象，充分把握化妆品行业线上化率提升红利；**②原料红利下持续进攻：**当前成分为国内美妆品牌打造品牌形象的重要抓手，亦是第二波行业红利，珀莱雅从早期爆品泡泡面膜战略正确切换至大单品策略，原料端更新迭代核心成分，功效对标一线国际品牌，依靠不断成功大单品系列强化消费者对品牌的认知。

**从 1 到 N，美妆龙头进入击球区。**2023 年珀莱雅已成为国货化妆品品牌中营收规模最大的公司、2024 年有望成为首个营收超百亿的国产化妆品企业，同时 2024 年 618 大促超过欧莱雅等海外大牌问鼎美妆排行榜首位，我们认为当前从品牌力、产品力到运营能力珀莱雅均首屈一指，成为国内美妆行业 No.1，未来大单品战略+品类扩张下连带率提升，客单价持续增长，珀莱雅品牌仍有望维持较强成长性。对标美日韩及中国龙一市占率，我们测算珀莱雅中期空间品牌营收有望达 130-168 亿元，较 2023 年营收 72 亿元仍有翻倍空间；同时公司打造多品牌矩阵，有望贡献业绩新增量。子品牌全方位覆盖护肤+彩妆+洗护等多领域，彩棠、悦芙媿、洗护品牌 OR&惊时等均定位高景气细分赛道，后续有望接力成长。更远期看全球化布局东南亚地区，有望进一步打开公司成长天花板。

**盈利预测与投资评级：**珀莱雅作为国内美妆龙头公司，精准把握两次行业红利快速发展，在行业电商渠道快速发展中树立品牌形象，大单品潮流下重原料研发，成功打造“早 C 晚 A”等大单品系列，成就从 0 到 1 的强品牌力积累。当前从 1 到 N 进入击球区，长期发展空间仍广阔。我们维持公司 2024-2026 年归母净利润预测 15.4/19.2/23.6 亿元，同比 +28.6%/+25.1%/+22.6%，对应 PE 分别为 20/16/13X，维持“买入”评级。

**风险提示：**下游需求疲软、行业竞争加剧、管理层变动风险、大单品销售不及预期等。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	79.00
一年最低/最高价	75.01/117.50
市净率(倍)	6.98
流通 A 股市值(百万元)	31,189.23
总市值(百万元)	31,343.84

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	11.32
资产负债率(% ,LF)	37.32
总股本(百万股)	396.76
流通 A 股(百万股)	394.80

### 相关研究

《珀莱雅(603605): 2024 年半年报点评: 国货龙头增长势能强劲, 大单品持续迭代升级》

2024-08-28

《珀莱雅(603605): 2023 年报及 2024Q1 业绩点评: 业绩超预期, 多品牌增长势能强劲》

2024-04-19

## 内容目录

<b>1. 美妆龙头持续进击，问鼎国内 TOP1</b>	<b>5</b>
1.1. 公司简介：国产美妆龙头，线上销售为主	5
1.2. 财务数据：表现靓丽，618 大促位居 TOP1 领跑全行业	6
1.3. 发展历程：精准把握行业红利，国货龙头品牌力深筑	8
<b>2. 深度复盘珀莱雅成功因素：从 0 到 1，不可复制的品牌积累为核心壁垒</b>	<b>10</b>
2.1. 渠道红利下强势崛起：踏准线上化率提升的时代旋律，树立品牌形象	11
2.2. 原料红利下持续进击：成分塑造大单品，从爆品泡泡面膜升级至大单品策略	14
<b>3. 未来发展：从 1 到 N，美妆龙头进入击球区</b>	<b>17</b>
3.1. 大单品策略推进、多品牌矩阵布局，国内市占率提升空间广阔	17
3.1.1. 主品牌：位居国内美妆行业 No.1，大单品战略下有望维持高增	17
3.1.2. 矩阵：持续打造多品牌矩阵，贡献业绩新增量	23
3.1.3. 市占率角度看公司国内仍有翻倍以上空间	26
3.2. 布局东南亚开启全球化发展，打开成长天花板	27
<b>4. 盈利预测与投资建议</b>	<b>29</b>
4.1. 盈利预测	29
4.2. 投资建议	31
<b>5. 风险提示</b>	<b>32</b>

## 图表目录

图 1:	珀莱雅发展逐渐由线上渠道及大单品带动	5
图 2:	公司打造多品牌矩阵、覆盖美妆多领域	5
图 3:	子品牌营收占比不断提升	5
图 4:	公司线上渠道营收占比 93% (2023 年)	6
图 5:	天猫平台占线上渠道近半数 (2023 年)	6
图 6:	18 年以来公司营收维持高增	6
图 7:	18 年以来公司利润维持高增	6
图 8:	公司盈利能力持续增强	7
图 9:	期间费用率中销售费用率占比较大	7
图 10:	公司 ROE 维持较高水平	7
图 11:	公司现金流表现较好	7
图 12:	珀莱雅各品牌 24 年 618 战报	8
图 13:	珀莱雅及彩棠 21-24 年 618 天猫排名持续提升	8
图 14:	珀莱雅上市以来战略规划及变化	9
图 15:	珀莱雅发展由下沉渠道→爆品营销→大单品战略	10
图 16:	东吴商社-“品牌计分板”理论	11
图 17:	2009-2023 年中国化妆品及个护用品主要销售渠道占比变化	11
图 18:	2010-2020 年各渠道化妆品规模 CAGR	12
图 19:	2020-2023 年抖音美妆 GMV 增速超 50%	12
图 20:	化妆品行业电商销售占比	12
图 21:	珀莱雅线上销售占比顺应行业趋势提升	12
图 22:	珀莱雅是国内及海外品牌中最早布局线上渠道的公司之一	13
图 23:	珀莱雅组织架构较为扁平	14
图 24:	消费者愿意购买的国货美妆类型 (2024 年)	14
图 25:	消费者购买国货美妆主要原因 (2024 年)	14
图 26:	珀莱雅泡泡面膜累积销量突破 300 万盒	15
图 27:	泡泡面膜成为面膜断货王	15
图 28:	珀莱雅研发费用持续投放	16
图 29:	珀莱雅研发人员数量及占比逐年提升	16
图 30:	珀莱雅四大单品系列	16
图 31:	珀莱雅大单品不断横向延伸	19
图 32:	珀莱雅大单品不断纵向延伸	20
图 33:	珀莱雅抖音自播比例较高 (2023/8/1-2024/8/1)	20
图 34:	珀莱雅天猫旗舰店 GMV 增速持续高于行业大盘	21
图 35:	珀莱雅代言人类别选择多样化、年轻化	22
图 36:	公司组织架构中台赋能子品牌打造	23
图 37:	彩棠创始人——中国明星彩妆大师唐毅先生	24
图 38:	彩棠品牌持续高增	24
图 39:	彩棠大单品销售 618 表现靓丽	24
图 40:	悦芙媿产品矩阵	25
图 41:	Off&Relax 2024 年 618 大促情况	25
图 42:	惊时产品系列长效控油	25

图 43:	珀莱雅品牌国内市占率不断提升.....	26
图 44:	美日韩及中国 23 年美妆龙一品牌市占率情况.....	26
图 45:	2017-2025 年中国跨境电商出口行业增速较高.....	28
图 46:	2022 年跨境 B2C 电商品类销售额占比.....	28
图 47:	东南亚跨境购物频率较高.....	28
图 48:	线上是构建东南亚消费者品牌认知重要来源.....	28
图 49:	东南亚国家中青年人群占比较高 (2023 年).....	29
图 50:	东南亚国家经济增速较高.....	29
图 51:	东南亚主要国家消费风格及偏好.....	29
图 52:	珀莱雅线上渠道占比逐年提升.....	30
图 53:	珀莱雅线上渠道增速显著高于线下.....	30
图 54:	珀莱雅历史估值 PE-TTM.....	31
表 1:	2024 年 618 天猫、抖音美妆品牌排行榜.....	8
表 2:	珀莱雅对比一线国际品牌功效相似、核心配方独立、极具性价比.....	17
表 3:	2023 年分季度天猫 TOP10 商品销售占比情况.....	18
表 4:	2022 年珀莱雅营销事件.....	21
表 5:	2023 年珀莱雅营销事件.....	22
表 6:	基于长期市占率测算珀莱雅营收空间.....	27
表 7:	2024-2026 年珀莱雅盈利预测.....	30
表 8:	珀莱雅与可比公司估值比较.....	32

# 1. 美妆龙头持续进击，问鼎国内 TOP1

## 1.1. 公司简介：国产美妆龙头，线上销售为主

公司定位大众、打造多品牌矩阵，问鼎国内 TOP1。公司成立于 2003 年，致力于构建新国货化妆品产业平台，旗下拥有“珀莱雅”“彩棠”“Off&Relax”“悦芙媿”等自有品牌，覆盖大众精致护肤、彩妆、洗护等美妆领域。2020 年以来，公司持续推进大单品战略，成功缔造红宝石精华、双抗精华等大单品，营销上引领“早 C 晚 A”护肤理念破圈。2023 年公司营收 89 亿元，为国货化妆品公司销售规模 TOP1，2024 年 618 大促跃升线上国货+海外品牌销售 No.1，领跑行业。

图1：珀莱雅发展逐渐由线上渠道及大单品带动



数据来源：公司官网、官方公众号，东吴证券研究所

珀莱雅主品牌贡献超 80% 营收，子品牌占比持续提升。公司 23 年实现营收 89.1 亿元、归母净利 11.9 亿元，通过打造多品牌矩阵覆盖多美妆领域。23 年珀莱雅主品牌营收占比为 81%，彩棠/悦芙媿/OR 营收占比分别为 11%/3%/2%，珀莱雅品牌仍贡献主要营收，子品牌基数较小但增速迅猛，营收占比逐年提升。

图2：公司打造多品牌矩阵、覆盖美妆多领域

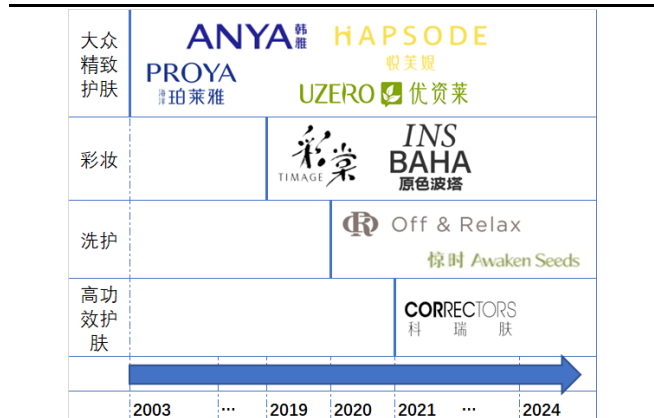
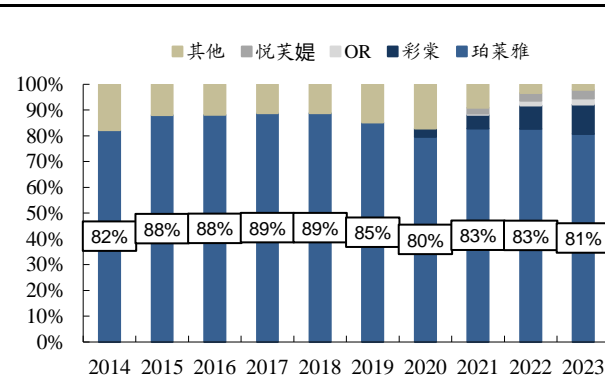


图3：子品牌营收占比不断提升



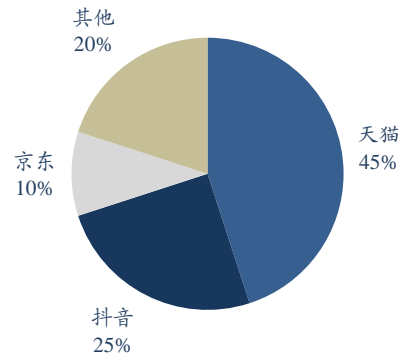
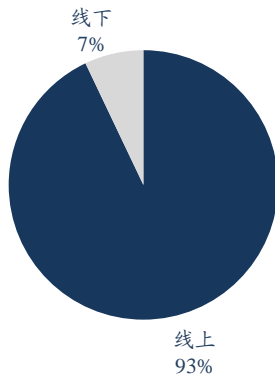
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**线上销售为主，其中天猫平台占主导。**公司渠道模式上以线上销售为主，2023 年线上销售占比为 93%，其中天猫/抖音/京东/其他占比分别为 45%/25%/10%/20%。线上渠道率先布局叠加品牌势能持续向上，2024 年珀莱雅品牌 618 大促期间跃升为天猫&抖音平台美妆品牌成交额 TOP1。

图4：公司线上渠道营收占比 93%（2023 年）

图5：天猫平台占线上渠道近半数（2023 年）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

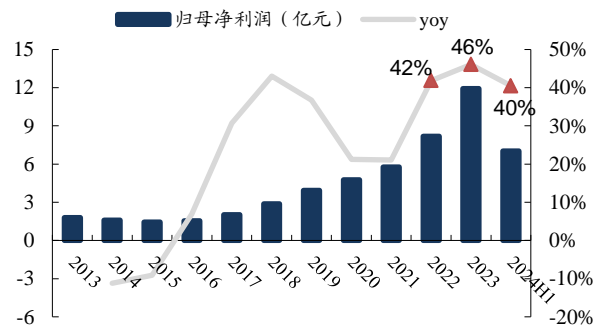
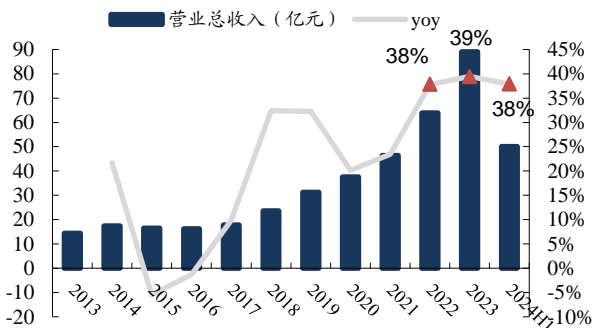
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

## 1.2. 财务数据：表现靓丽，618 大促位居 TOP1 领跑全行业

**2018 年以来公司营收利润维持高速增长。**2003-2014 年公司成立初期专注于基础类护肤产品，通过 CS 渠道接触年轻消费群体，营收快速扩张并在 14 年突破 14 亿元。2015-2017 年业务调整时期增速放缓，营收、归母净利润 CAGR 分别为 0.82%、8.27%。2017-2023 年以来通过打造大单品、发力线上渠道、孵化多元品牌，公司进入高速增长阶段，尽管中间受疫情影响，公司营收、归母净利润 CAGR 仍分别达 30.40%、32.97%，至 2023 年实现营收 89.1 亿元、归母净利润 11.9 亿元。2024H1 营收、归母净利润分别为同比+37.90%、+40.48%，维持高增。

图6：18 年以来公司营收维持高增

图7：18 年以来公司利润维持高增

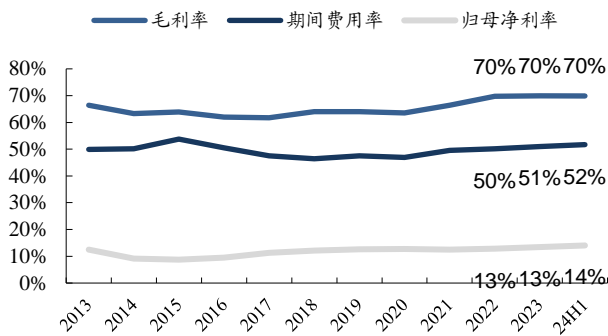


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

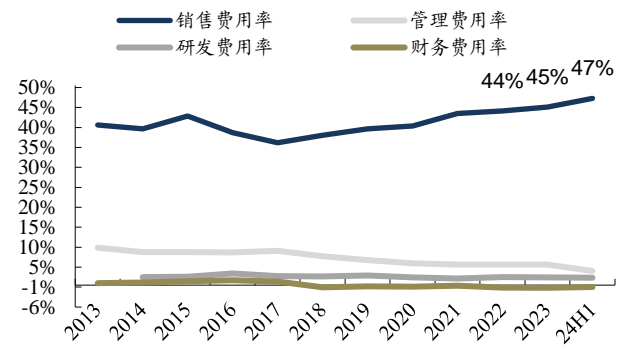
**大单品策略下毛利率逐年提升，盈利能力持续增强。**①**毛利率**：2018年后打造大单品系列，双抗、红宝石、源力、能量等大单品持续高增，同时线上渠道占比提升带动整体毛利率提升，公司毛利率呈上升趋势，目前基本稳定于70%水平。②**期间费用率**：18-23年公司期间费用率从46.42%升至51.01%，其中管理费用率有所优化，由7.26%降低至5.11%，财务、研发费用率较稳定，销售费用占比较大。销售费用率由37.52%上涨为44.61%，主因线上占比提升所致。③**归母净利率**：大单品带动下2018年后归母净利率快速增长，至2024H1归母净利率达14.04%。

图8：公司盈利能力持续增强



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

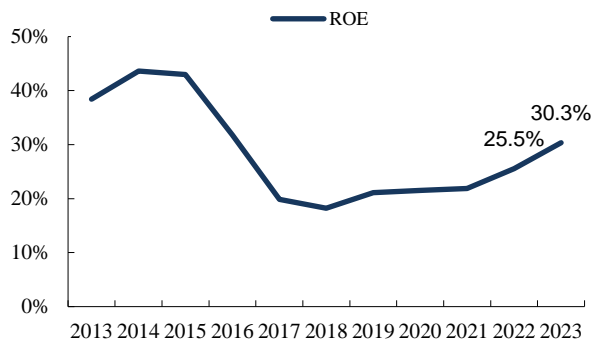
图9：期间费用率中销售费用率占比较大



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

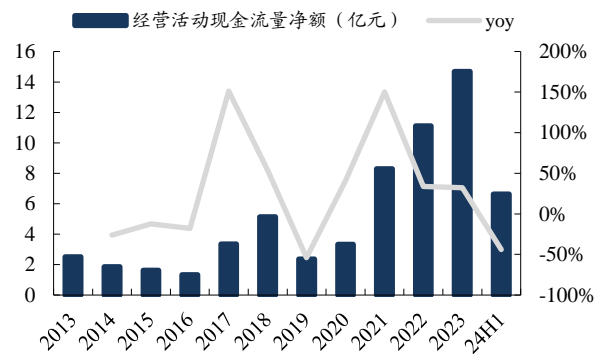
**ROE 维持较高水平，现金流表现较好。**2018年以来公司 ROE 从 18.2% 上升至 2023 年的 30.3%，仍处于行业较高水平。2017-2023 年经营活动现金净额维持在 2 亿元以上，2023 年经营性现金流净额 14.7 亿元，同比+24.4%，现金流表现较好。截至 2024H1 货币资金 40.5 亿元，可支配现金充裕。

图10：公司 ROE 维持较高水平



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图11：公司现金流表现较好



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**珀莱雅 24 年天猫 618 美妆品牌跃升 TOP1，增速领跑行业，验证公司出众品牌力。**珀莱雅主品牌 24 年 618 期间在天猫/抖音/拼多多/京东国货/唯品会/国货美妆品类中均斩获第一，GMV 同比增速分别超 70%/110%/60%/80%/30%，彩棠 618 期间在天猫/抖音彩妆品类排名分别为第 1/第 10，GMV 同比增速分别超 80%/持平，off&relax、悦芙媞等子

品牌表现亦较为亮眼。从天猫行业排名看，受益于品牌力不断累积，珀莱雅及彩棠品牌 618 行业排名逐年上升，珀莱雅由 21 年 618 天猫美妆行业 TOP8 不断向上冲刺，至 24 年 618 斩获天猫美妆行业 TOP1；彩棠品牌由 21 年未进入前十梯队，飞速提升至 24 年 618 斩获天猫彩妆行业首位。

表1: 2024 年 618 天猫、抖音美妆品牌排行榜

排名	天猫			抖音	
	美妆品牌	美容护肤	彩妆	护肤	彩妆
1	<b>珀莱雅</b>	<b>珀莱雅</b>	<b>彩棠</b>	韩束	花西子
2	巴黎欧莱雅	兰蔻	肌肤之钥	<b>珀莱雅</b>	圣罗兰
3	兰蔻	巴黎欧莱雅	雅诗兰黛	赫莲娜	方里
4	雅诗兰黛	雅诗兰黛	圣罗兰	雅诗兰黛	柏瑞美
5	海蓝之谜	海蓝之谜	三熹玉	后	卡姿兰
6	修丽可	修丽可	娜斯	兰蔻	<b>橘朵</b>
7	赫莲娜	赫莲娜	<b>花西子</b>	欧莱雅	<b>恋火</b>
8	SK-II	SK-II	<b>毛戈平</b>	<b>可复美</b>	AKF
9	玉兰油	玉兰油	巴黎欧莱雅	海蓝之谜	PUCO
10	<b>薇诺娜</b>	<b>薇诺娜</b>	卡姿兰	玉兰油	<b>毛戈平</b>

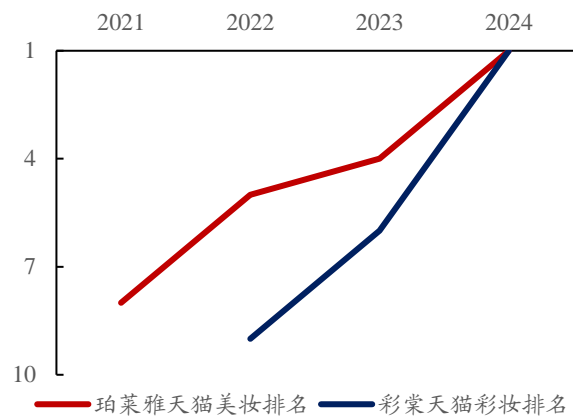
数据来源：天猫大美妆，蝉魔方，东吴证券研究所

图12: 珀莱雅各品牌 24 年 618 战报



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

图13: 珀莱雅及彩棠 21-24 年 618 天猫排名持续提升



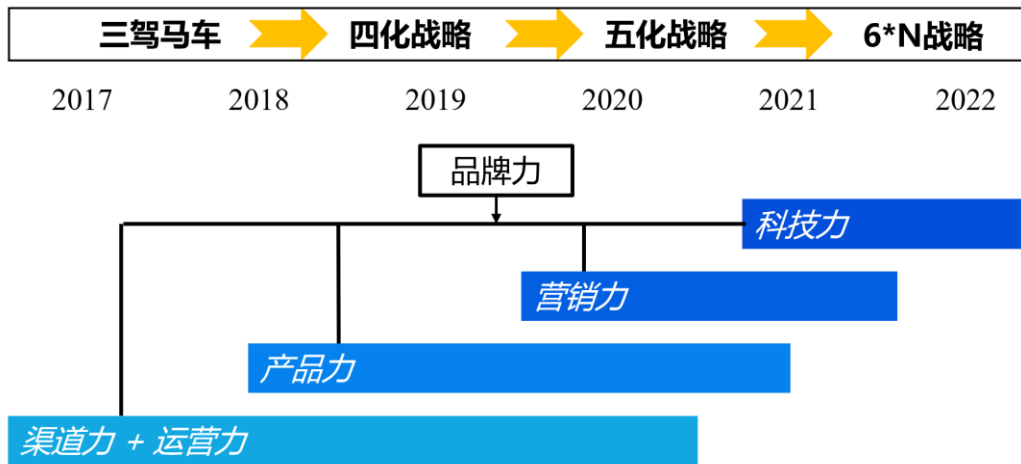
数据来源：公司官网，东吴证券研究所

### 1.3. 发展历程：精准把握行业红利，国货龙头品牌力深筑

以用户思维切实解决痛点，坚持难而正确的事。2017-2023 年珀莱雅营收复合增速为+31%，持续高于同期国内化妆品规模复合增速（据欧睿 2017-2023 年我国化妆品行业零售额 CAGR 为+9%），公司自身  $\alpha$  超越行业得到充分验证。我们认为珀莱雅成功背后主要因素为公司精准把握住两波行业红利，在渠道力、产品力、营销力、研发力等多重

因素多年累积下成功铸造卓越的品牌力。

图14: 珀莱雅上市以来战略规划及变化



数据来源: 方玉友《穿越周期的战略组织变革》, 东吴证券研究所

结合化妆品行业发展阶段以及公司战略变化, 珀莱雅近十年发展历程可大致分为三个阶段: 行业性下沉渠道驱动(2013-2017年)、线上红利+爆品营销战略(2018-2020年)、大单品战略(2021-至今)。

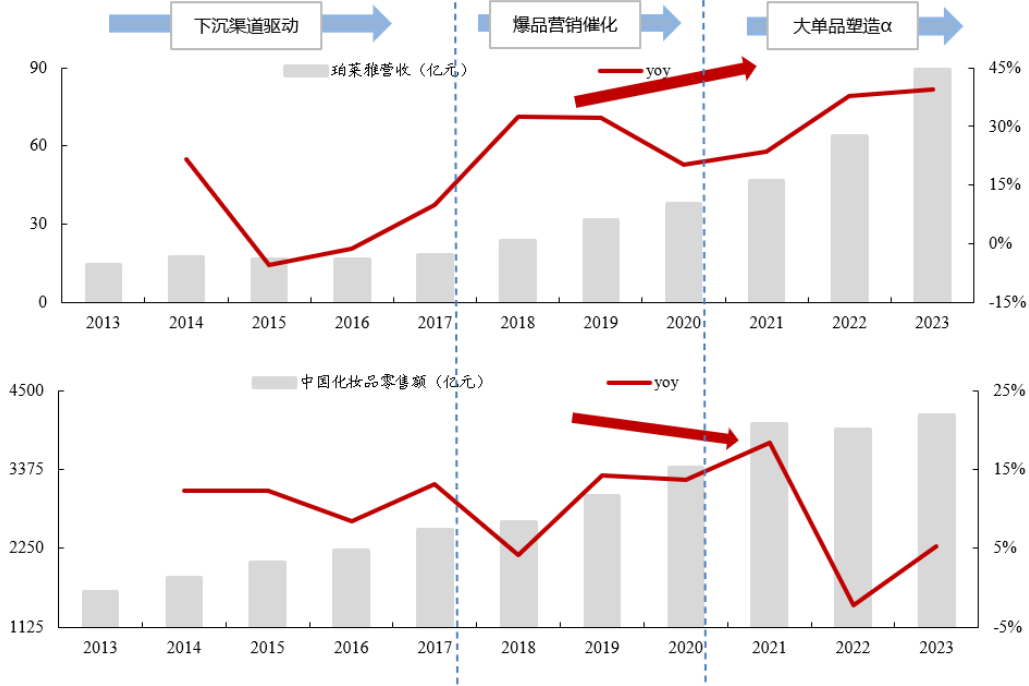
**1) 下沉渠道消费升级带动品牌力初期塑造(2013-2017年):** 2013-17年中国化妆品行业市场规模 CAGR 12%, 处于快速发展期。国际品牌因顾及品牌形象和投入性价比, 重点布局一二线城市; 国产品牌在发展早期抓住机遇, 随着中国经济快速发展, 下沉市场涌现更多机遇, 珀莱雅抢占先机, 抓住下沉渠道消费升级契机, 初期以商超、日化专营店为主要渠道模式, 占据低线城市市场份额, 打造品牌力, 高峰期 toB 模式覆盖了国内县城超过3万家店铺。2012年, 公司创设美丽谷电商运营子公司, 前瞻性布局线上电商, 奠定未来线上渠道快速发展的基础。

**2) 第一波红利期: 线上化红利中持续加强品牌力(2018-2020年)。** 化妆品线上消费持续高增, 且线上成为美妆品牌塑造品牌形象最重要的渠道。根据欧睿数据, 2017-2020年, 中国美妆线上占比由16%提升至38%。电商作为中国特色强烈的商业文化, 中国品牌有着更强把控电商品牌塑造和营销节奏的能力。在线上化的过程中, 珀莱雅打造高效化、年轻化的大规模线上自营团队。公司2017年上市募集资金约68%用于营销网络建设项目, 在渠道变革的流量红利中, 精准把控线上化渠道快速发展, 持续加强品牌力, 并于2018年提出“三驾马车”战略, 即线下渠道领先、电子商务增长、单品牌店运营板块。借助流量红利, 公司以线上多角度塑造珀莱雅品牌力, 如打造爆品“黑海盐泡泡面膜”, 19年一经推出迅速蹿红, 超过天猫单月面膜销售记录, 并登上“抖音美容护肤榜”第1名, 抖音等新兴渠道取得快速发展。

**3) 第二波红利期: 大单品战略深化品牌形象(2020年-至今)。** 泡泡面膜爆火后, 公司并不执著继续打造爆品, 而是着眼于打造具有长期品牌认知力的大单品系列, 而在大单品塑造过程中, 原料的研发和应用是核心之一。珀莱雅19年底与西班牙抗衰集团

PRIMA-DERM 设立合资公司，布局六胜肽等核心抗衰原料。2020 年 2 月，珀莱雅推出大单品红宝石精华，同年 4 月推出大单品双抗精华，至今形成以红宝石、双抗、源力和能量等四大系列为支撑的主基调，24H1 四大系列占珀莱雅品牌营收超 55%，客单价 2017 年不足 200 元由提升至 24H1 客单价超 400 元，迈入中高端品牌行列。

图15: 珀莱雅发展由下沉渠道→爆品营销→大单品战略

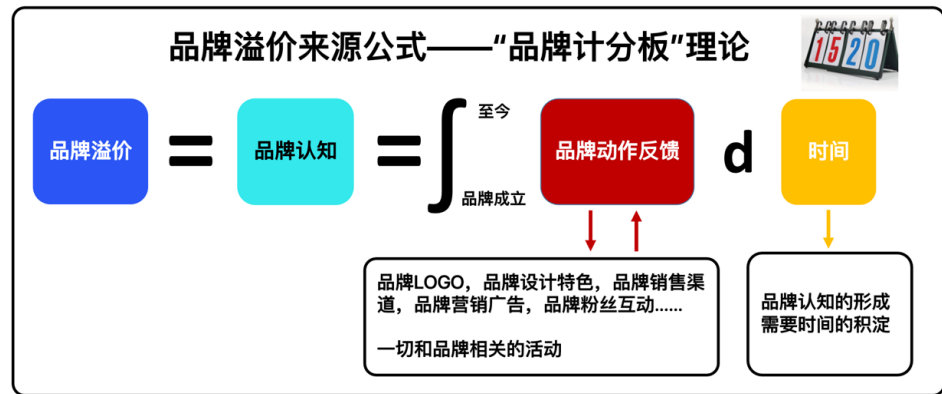


数据来源: Wind, 公司公告, 东吴证券研究所

## 2. 深度复盘珀莱雅成功因素：从 0 到 1，不可复制的品牌积累为核心壁垒

品牌的溢价来自于品牌动作反馈在时间上的积分，稳定溢价的品牌需要通过长期品牌动作反馈积累。我们认为，品牌的溢价来自于品牌动作反馈在时间上的积分，渠道与产品都是不断形成品牌认知的一些交互方式。我们在 2021 年提出“品牌计分板”理论，即品牌的溢价，是来自于品牌的认知的堆积，而品牌的认知，是品牌所有动作反馈（LOGO、设计、营销、售后等）在时间上的积分。一个具有稳定溢价的品牌需要通过长期品牌动作反馈积累，渠道和产品等是品牌计分积累的方式。

图16: 东吴商社-“品牌计分板”理论



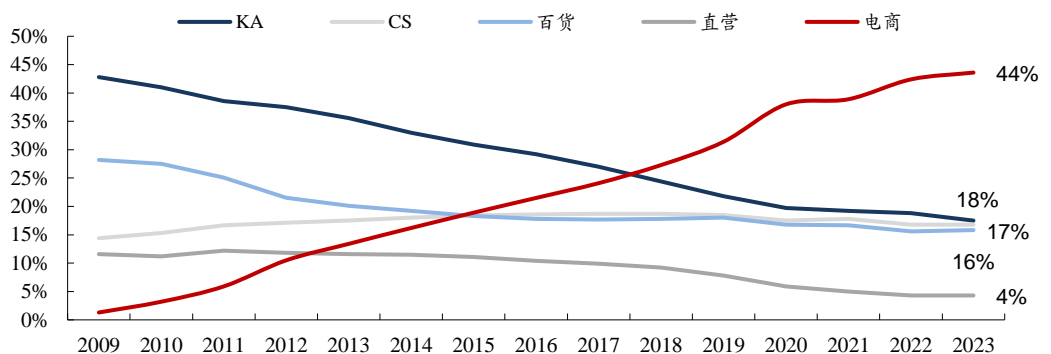
数据来源：东吴证券研究所绘制

**珀莱雅精准把握化妆品行业两次发展红利，完成品牌溢价转化。**近十年来我国化妆品行业品牌溢价累积红利期主要有两波，分别是【线上化塑造品牌形象】和【成分塑造大单品】，珀莱雅精准把握两次行业红利期：在行业电商渠道快速发展中树立品牌形象，大单品潮流下重原料研发，成功打造“早C晚A”等大单品系列，在行业红利期中完成了全部品牌积分的转化。我们本章深度复盘珀莱雅从0到1的成功之路，如何在两波行业红利期中积累品牌溢价，一步步成为国内化妆品品牌 No.1。

### 2.1. 渠道红利下强势崛起：踏准线上化率提升的时代旋律，树立品牌形象

**国内化妆品行业发展大背景：2010年后电商快速发展。**纵观中国化妆品渠道变迁，主流渠道几经更迭，2010年以前主要以实体渠道流通为主，KA（大型商超）及百货渠道相对强势，据欧睿统计 KA+百货渠道占国内渠道超 70%。2010年后，电商渠道飞速发展，2018年超越KA成为第一大销售渠道，而线下渠道中KA、百货等传统渠道景气度下滑较大。

图17: 2009-2023年中国化妆品及个护用品主要销售渠道占比变化

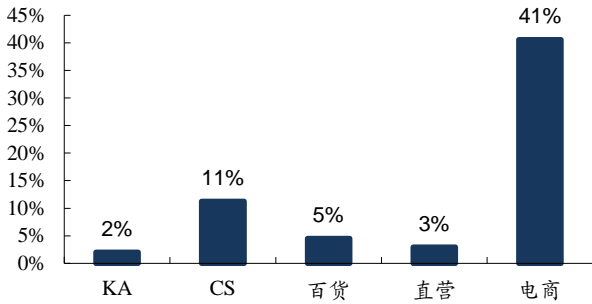


数据来源：欧睿，东吴证券研究所

**电商为国内美妆行业渠道变迁的巨大变量，为国产品牌崛起提供机遇。**中国新的主力消费群体成长于互联网爆发之际，化妆品电商销售占比已上升至2023年超40%，同

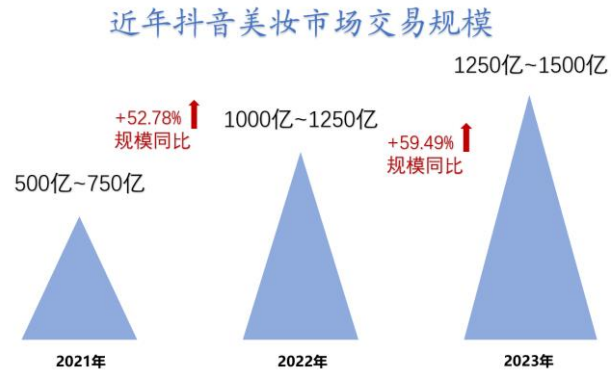
时国内的电商渠道不仅仅是销售渠道，凭借更加丰富的产品、便捷的消费体验，吸引大量流量聚集，成为品牌宣传、占据消费者心智的重要平台。因此把握住 2010 年后国内线上化发展大趋势为化妆品品牌成败的关键，渠道变革机会同样给国产化妆品突围之路。2020 年后天猫等货架型电商增速逐渐放缓，内容化成为发展趋势，抖音等新兴内容型电商快速崛起，贡献新增量市场。

图18: 2010-2020 年各渠道化妆品规模 CAGR



数据来源: 欧睿, 东吴证券研究所

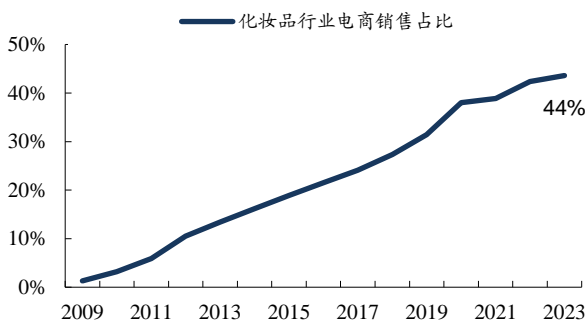
图19: 2020-2023 年抖音美妆 GMV 增速超 50%



数据来源: 《2024 年中国化妆品行业发展趋势报告》, 东吴证券研究所

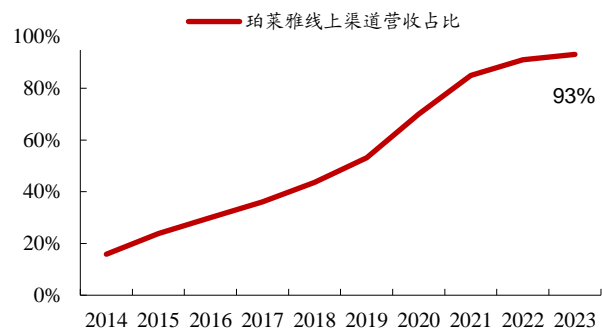
**加大线上渠道布局, 珀莱雅线上占比顺应行业趋势提升。**2017 年珀莱雅 IPO 上市后, 募投项目中将投入 4.75 亿元用于营销网络建设项目, 自 2017 年开始大力推进线上转型, 经营战略也正式由“线上线下结合”转变为“线上渠道为主, 线下渠道并行”, 公司线上销售占比随化妆品行业线上化率提升而快速提升。据欧睿统计, 2014 年化妆品线上化率约为 16%, 至 2020 年线上化率达 38%。珀莱雅 2014 年线上渠道销售占比同样为 16%, 公司加大线上渠道布局后, 至 2020 年线上销售占比达 70%, 顺应行业趋势线上占比大幅提升, 充分把握化妆品行业线上化率提升红利。

图20: 化妆品行业电商销售占比



数据来源: 欧睿, 东吴证券研究所

图21: 珀莱雅线上销售占比顺应行业趋势提升



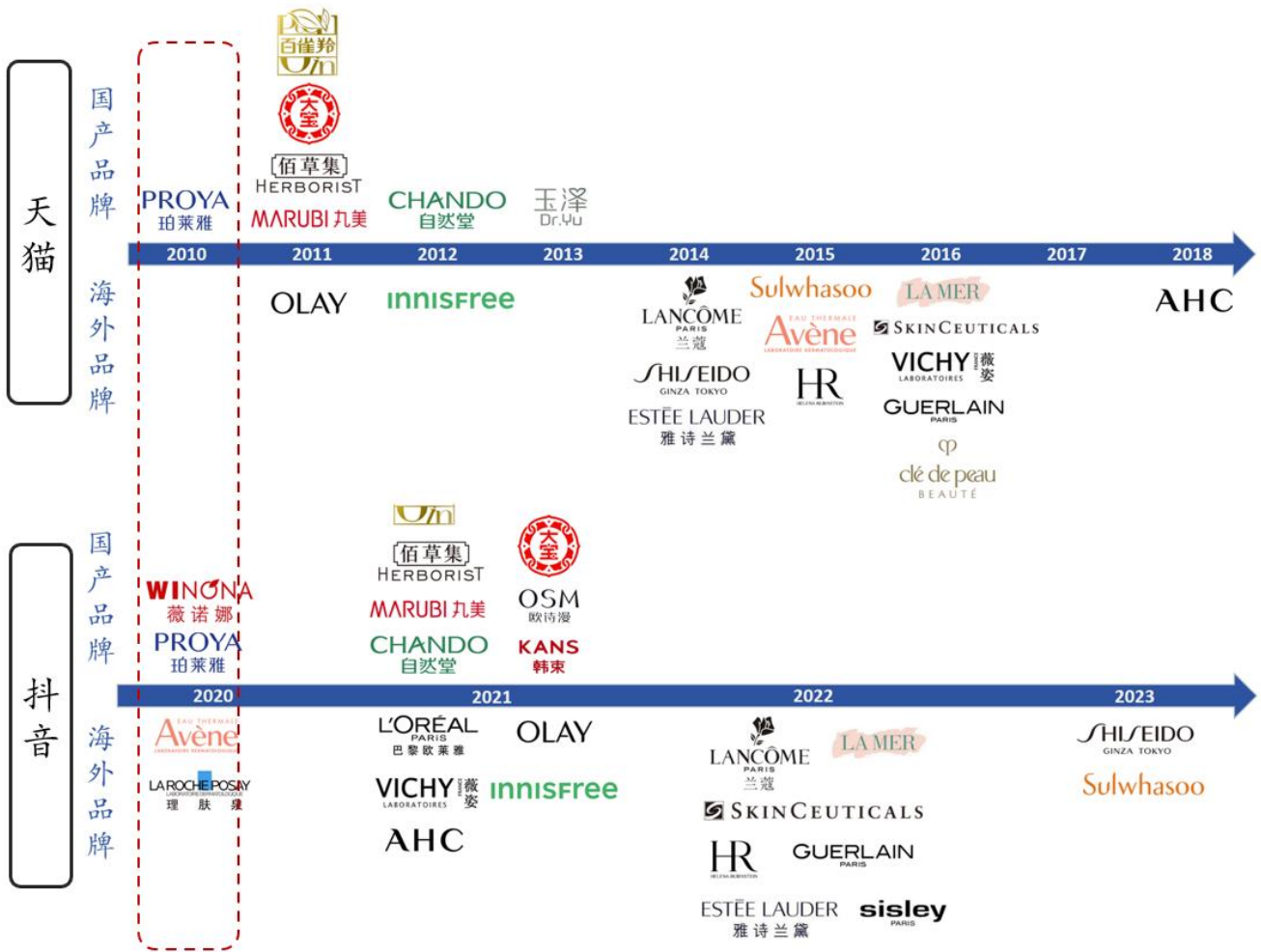
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

多数国际品牌入驻电商渠道较晚, 且主要通过代运营方式, 错过线上品牌宣传红利期。由于化妆品线上运营与线下渠道相差较大, 以及对线上电商平台玩法及新兴营销方

式缺乏认知，早期很多美妆品牌选择能够提供全方案服务的代运营商来最大程度降低成本。根据艾瑞咨询数据显示，2019年80%-90%的国际品牌选择与代运营合作，宝洁、欧莱雅、花王、爱茉莉太平洋等化妆品集团旗下品牌均选择代运营，而在国产品牌中这一比例为20-30%。

珀莱雅最早期即成立电商部门，是传统国货品牌中拥抱电商和社媒最坚决的公司。珀莱雅2010年最早期即成立电商部门，布局天猫平台，敏锐捕捉未来电商发展大趋势。2020年抖音快速发展瓜分线上流量，公司率先布局抖音，吃足化妆品线上化红利。在线上渠道带动业绩高速发展同时，公司抓住媒体流量红利期成功塑造年轻化品牌形象。

图22: 珀莱雅是国内及海外品牌中最早布局线上渠道的公司之一

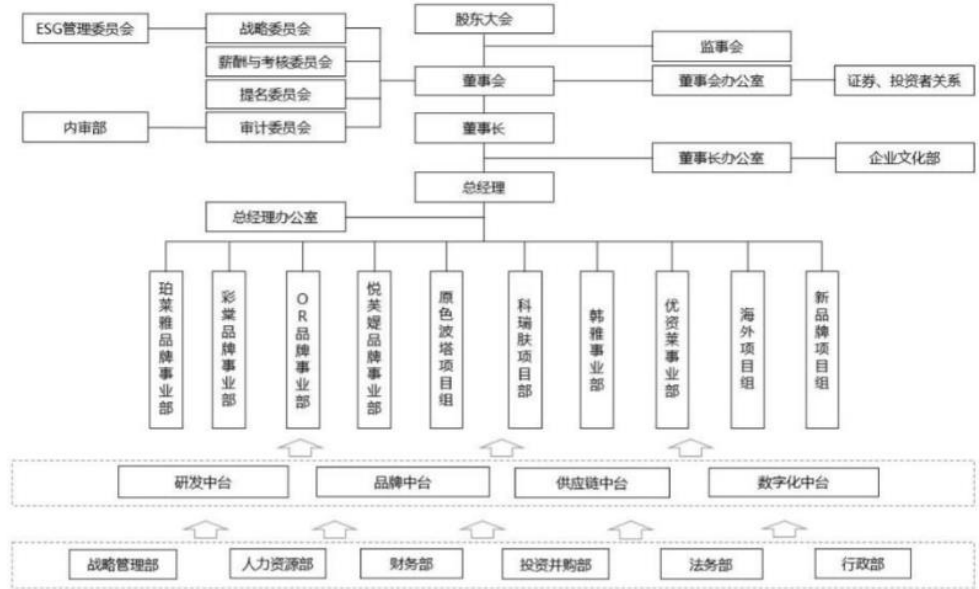


数据来源：各公司官网，东吴证券研究所

公司扁平组织架构、多元激励、团队年轻化保障线上快速反应。珀莱雅采取事业部制，具有浓厚的合伙人文化，上市以来相继推出多元化激励机制，快速跟上市场趋势，把握线上消费者动态。同时年轻化团队为源源不断的创新保驾护航，确保创意的高效交流。

对外投资专业 MCN 机构，深入一线电商运营。珀莱雅持续投资多个 MCN 机构，一方面推动珀莱雅品牌焕新，另一方面通过 MCN 机构的专业内容传播能力，为品牌持续年轻化转型和抖音建立自播团队奠定较好基础。

图23: 珀莱雅组织架构较为扁平



资料来源：公司官微，东吴证券研究所

## 2.2. 原料红利下持续进击：成分塑造大单品，从爆品泡泡面膜升级至大单品策略

原料、成分优秀的品牌更受消费者欢迎，成分打造大单品成为化妆品行业第二波品牌力积累的红利期。原料成为推动国货美妆吸引消费者关注和增强品牌认可度的关键驱动力，据《2024 中国美妆行业白皮书》统计，超 60%消费者愿意购买具有创新科技或原料的国货美妆产品，以满足自身提升美貌、养护肌肤的实用性需求。超 80%消费者钟情国货美妆的核心原因更加贴合国人的需求，“更懂中国人”也是国货美妆快速发展的重要因素。

图24: 消费者愿意购买的国货美妆类型（2024 年）

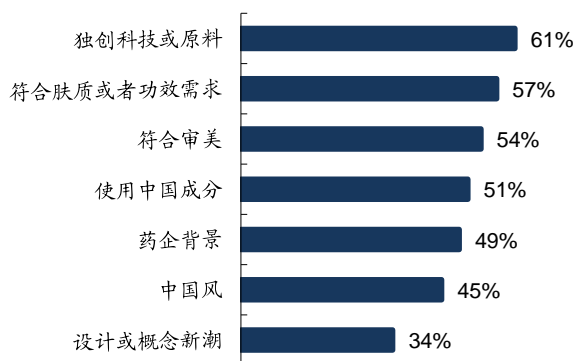
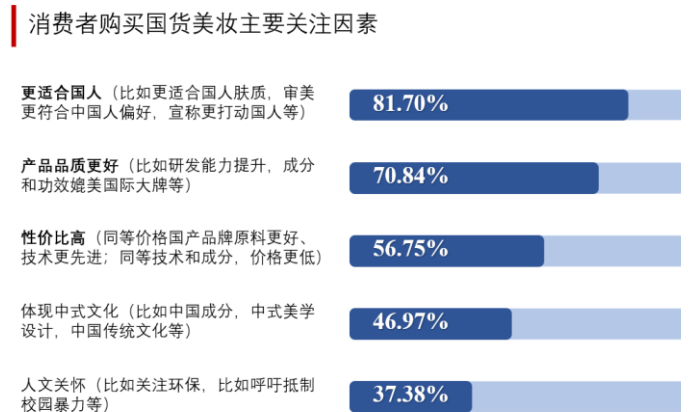


图25: 消费者购买国货美妆主要原因（2024 年）



数据来源：小红书，青眼情报《2024 中国美妆行业白皮书》，东吴证券研究所

数据来源：小红书，青眼情报《2024 中国美妆行业白皮书》，东吴证券研究所

2019 年公司最早通过爆款泡泡面膜出圈。2017-2019 年间，珀莱雅重点推出了 8 款产品，包括冻干粉、精华素等，但单品月销售额基本只能达到 20 万元。2019 年珀莱雅成功出圈，7 月“黑海盐泡泡面膜”一经推出迅速走红，仅仅一个月时间，珀莱雅泡泡面膜销量就突破了 100 万盒，单品三个月合计销售额超过 3 亿元，带动珀莱雅品牌 19 年 7 月 GMV 近十倍增长，甚至一度超过淘宝单月面膜销售记录，珀莱雅品牌新用户新增 140 万。另外，泡泡面膜登上“抖音美容护肤榜”第 1 名，成为当时的“断货王”。

图26: 珀莱雅泡泡面膜累积销量突破 300 万盒



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

图27: 泡泡面膜成为面膜断货王



数据来源：淘宝，东吴证券研究所

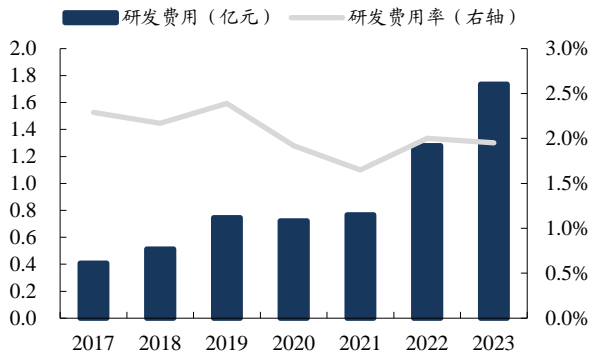
复盘珀莱雅“黑海盐泡泡面膜”爆火，通过捕捉消费者需求+精准营销打造爆品。爆品泡泡面膜成功出圈与公司市场洞察能力以及基于线上渠道的营销爆发力密不可分：①抓准消费者的消费喜好和需求，定位“泡泡”热搜概念，主推起泡效果和清洁功能；②以抖音为主阵地进行投放和推广，与李佳琦、薇娅合作，并抓住抖音和快手的红利期，通过 KOL 和明星以短视频带货，精准瞄准一二线城市的年轻群体投放具有可视化和喜剧视频。

总结泡泡面膜走红案例，体现公司对消费趋势精准把握+营销推广能力优秀，但面膜品类更新迭代较快，不能长期成长成为大单品。横向对比国际品牌，精华类因其功效性强往往具有高用户粘性，容易成为大单品，如雅诗兰黛小棕瓶、兰蔻小黑瓶等，对品牌力的支撑效果也尤为明显。而珀莱雅通过泡泡面膜出圈之后，利用好品牌势能，进一步专注原料研发创新，着力于打造大单品。由爆品转向大单品战略，公司表态：“不执著一个爆品，而是不停推出创新单品，引领市场，依靠不断成功的单品扩大消费者对品牌的认知。”

持续研发投入，大单品储备原料及成分，与多家实验室及原料生产商合作。2019 年底珀莱雅开始蓄力储备原料端科技，与西班牙抗衰集团 PRIMA-DERM 设立合资公司，布局六胜肽等核心抗衰原料，为品牌持续研发打下坚实基础，同时与 Lipoture、巴斯夫达成合作协议，确保高质量原料供应。据珀莱雅官网显示，与珀莱雅达成合作的科技实

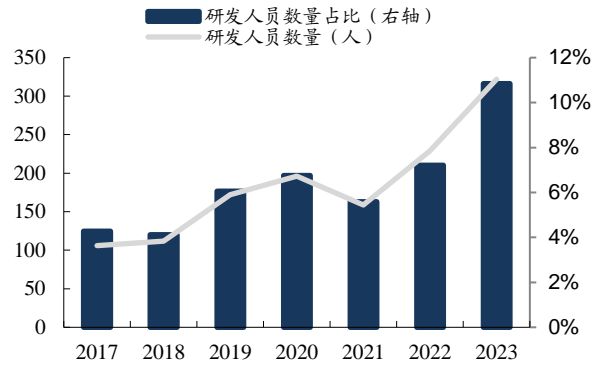
实验室和原料生产商覆盖了美国、欧洲等多个地区。公司对于研发重视程度较高，2023 年全年研发费用达 1.74 亿元，同增 36%，占全年总营收 1.95%；研发人员人数不断增长，数量占比稳步提升。

图28：珀莱雅研发费用持续投放



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图29：珀莱雅研发人员数量及占比逐年提升



数据来源：Wind，东吴证券研究所

**2020 年成功打造大单品“早 C 晚 A”，正式展开大单品策略。**凭借对“抗氧、抗糖、抗老”等大众护肤市场需求的敏锐把握及公司前瞻性的原料创新储备，珀莱雅 2020 年推出红宝石精华和双抗精华两款大单品，绑定超级明星单品——“早 C 晚 A”组合，也是公司从爆品到大单品战略的重要转折点，在具有差异化配方的同时还极具性价比。此后，珀莱雅每年对大单品进行迭代，2021 年上市“源力”修护系列精华，2023 年推出高端定位的“能量”紧致抗衰系列。

图30：珀莱雅四大单品系列



资料来源：公司官微，东吴证券研究所

**原料成分对标一线国际品牌，配方差异化且极具性价比。**对标国际大牌，大单品成分配方均具有独立性，如雅诗兰黛小棕瓶的二裂酵母、资生堂红腰子的草本植物成分（发酵玫瑰茄、鱼腥草提取物）等。珀莱雅产品在抗老紧致等功效相似，具有差异化配方的同时极具性价比，同规格下国际一线品牌精华售价通常达红宝石精华/双抗精华 2 倍。

表2: 珀莱雅对比一线国际品牌功效相似、核心配方独立、极具性价比

品牌名	珀莱雅		资生堂	雅诗兰黛	兰蔻	赫莲娜
大单品	红宝石精华 3.0	双抗精华 3.0	红腰子精华三代	小棕瓶精华七代	小黑瓶精华二代	绿宝瓶
价格	¥459/50ml	¥379/50ml	¥860/50ml	¥990/50ml	¥1100/50ml	¥1760/50ml
产品外观						
主要成分	神经环肽-161、超分子维 A 醇、高浓度的六胜肽-8	EUK134、2%高浓度麦角硫因、LIPOCHROMA N-6、雨生红球藻虾青	发酵玫瑰茄、鱼腥草提取物、灵芝精粹和香根鸢尾根提取物	二裂酵母、律波肽、玻尿酸	高浓度二裂酵母及益生元精粹、乳酸杆菌提取物	海洋堇细胞精粹、益生元复合因子
功效	抗皱、紧致、滋养	氧糖双抗、抗初老	补水、保湿、舒缓	促生胶原、强韧屏障、长效抗氧	祛痘、保湿、除皱、紧致	细胞焕新、屏障重塑

数据来源：天猫，东吴证券研究所

公司大单品战略成效显著，成功把握行业原料塑造大单品红利。2020年4月，珀莱雅大单品双抗精华、红宝石精华上市；同年5月，珀莱雅在国内提出并践行“早C晚A”科学护肤概念，满足年轻消费者的综合护肤需求，顺应皮肤的昼夜周期特性，引领“早C晚A”概念出圈，小红书中与“早C晚A”相关的笔记数量超过35万条，抖音“早C晚A”相关话题话题25.6亿次播放。通过强绑定“早C晚A”概念，营销方面精准结合美白与抗老两大护肤需求，2023年“3.8”大促和“618”大促中珀莱雅占据80%以上的国内“早C晚A”护肤市场份额。

### 3. 未来发展：从1到N，美妆龙头进入击球区

#### 3.1. 大单品策略推进、多品牌矩阵布局，国内市占率提升空间广阔

##### 3.1.1. 主品牌：位居国内美妆行业 No.1，大单品战略下有望维持高增

珀莱雅品牌力历史积累不可复制，成为当前国内美妆行业首屈一指的龙头。我们认为化妆品行业经历的线上化率提升、成分塑造大单品的历史机遇是不可复制的，因此珀莱雅在历史期间内成功积累的品牌认知同样也不可复制。珀莱雅2023年成为国货化妆品品牌中营收规模最大的公司、2024年有望成为首个营收超百亿的国产化妆品企业，同时2024年618大促超过欧莱雅等海外大牌问鼎美妆排行榜首位，我们认为当前从品牌力、产品力到运营能力珀莱雅均首屈一指。

产品端：大单品贡献较高、复购率高，理性消费趋势下有望维持较好成长性。

大单品贡献较高、生命周期长、复购率高，更新迭代后仍维持较强成长性。公司不断推动大单品战略成效显著，至 2023 年大单品系列（双抗/红宝石/源力/能量）占珀莱雅品牌销售额超 55%，其中占天猫平台销售额超 75%，占抖音平台销售额超 55%，复购率超 40%。大单品生命周期较长，更新迭代后仍能保持较高成长性，珀莱雅品牌 2023 年双抗及红宝石大单品更新迭代 3.0 后，双抗系列销售额同比增长 120%+，红宝石系列销售额同比增长 200%+，红宝石、双抗、源力、能量四大大单品系列销售额占比超 55%，大单品复购率达 40%。同时不断向多领域多品类扩张，据炼丹炉，2024 年推出的珀莱雅盾护防晒跃升为 7 月官方旗舰店 TOP2 单品。

表3：2023 年分季度天猫 TOP10 商品销售占比情况

排名	23Q1		23Q2		23Q3		23Q4	
	商品	销售额占比	商品	销售额占比	商品	销售额占比	商品	销售额占比
Top1	红宝石面霜 3.0	7%	双抗精华 3.0	9%	双抗精华 3.0	16%	红宝石面霜 3.0	18%
Top2	双抗精华 3.0	6%	早 C 晚 A 套装(自播)	8%	红宝石面霜 3.0	14%	早 C 晚 A 套装	13%
Top3	源力精华 2.0	4%	双抗面膜 2.0	6%	源力精华 2.0	9%	源力精华 2.0	6%
Top4	早 C 晚 A 套装	3%	红宝石面霜 3.0(自播)	6%	早 C 晚 A 套装	9%	双抗面膜 2.0	4%
Top5	紧致肌密 2.0 套装	3%	红宝石面霜 3.0	5%	双抗精华面膜 2.0	8%	双抗精华 3.0	4%
Top6	红宝石精华 2.0	2%	双抗精华 3.0(自播)	5%	紧致肌密 2.0 套装	7%	双抗精华水乳套装	4%
Top7	双抗精华面膜 2.0	2%	早 C 晚 A 套装	4%	红宝石面霜 3.0(自播)	6%	红宝石水乳套装	4%
Top8	红宝石水乳套装	2%	源力精华 2.0	3%	红宝石水乳套装	5%	双抗精华 3.0(达播)	3%
Top9	源力精华 2.0	1%	双抗精华面膜 2.0	3%	双抗精华水乳套装	5%	红宝石眼霜 2.0	2%
Top10	红宝石精华 3.0	1%	紧致肌密 2.0 套装	2%	双抗眼霜 2.0	5%	红宝石面霜 3.0(自播)	2%
<b>TOP10 总销售额占比</b>		<b>32%</b>		<b>51%</b>		<b>82%</b>		<b>61%</b>

数据来源：炼丹炉，东吴证券研究所

横向衍生方面，珀莱雅四大系列大单品产品矩阵系列由点及面扩充，带动连带率提升。自打造核心大单品红宝石精华、双抗精华、能量系列及源力系列后，公司大单品不断扩展衍生，目前已从精华扩展至眼霜、面膜、面霜等各个品类，品类丰富后有望带动连带率稳步提升。同时横向拓展大单品继续增厚品牌一致性，不断向消费者传递品牌调性。未来随着珀莱雅品牌继续向彩妆等领域不断拓展，连带率有望进一步提升。

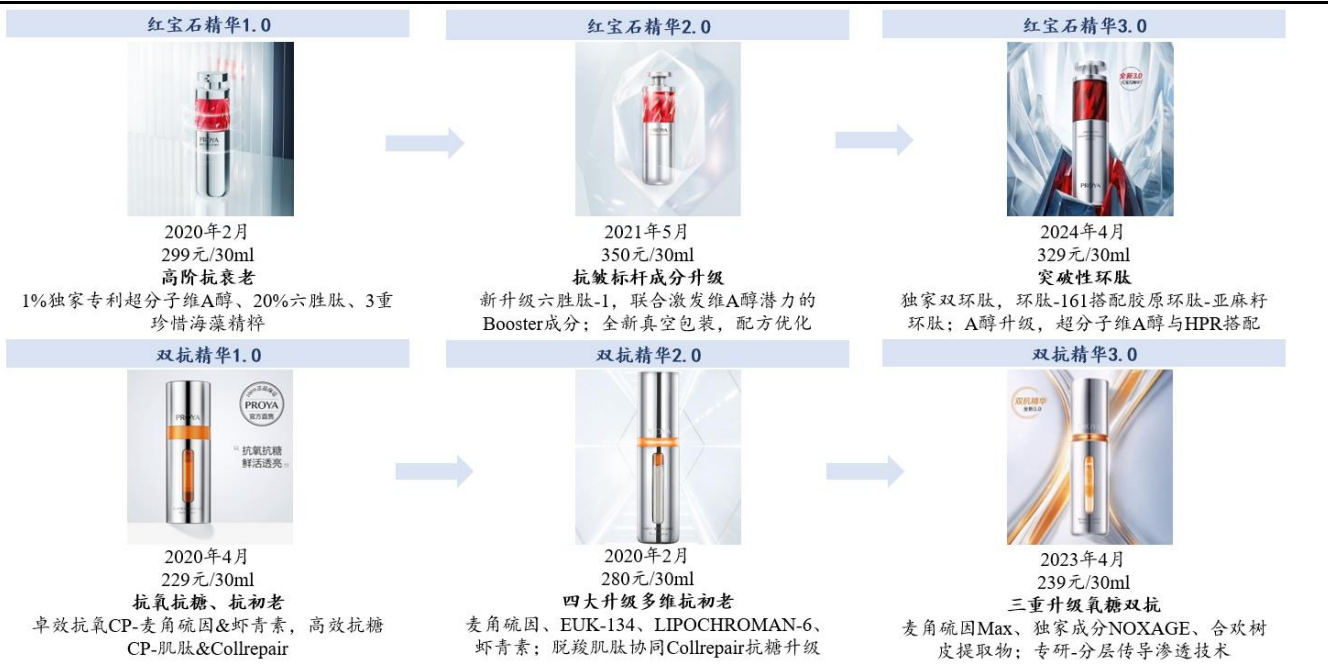
图31: 珀莱雅大单品不断横向延伸

<p><b>红宝石面霜3.0</b></p>  <p>2023年9月 289元/50g 抗皱、紧致、饱满 双环肽、五重信号肽、水飞蓟素</p>	<p><b>能量精华</b></p>  <p>2023年12月 489元/30ml 解决肌肤松垮、皱纹等老化问题 专研CELLERGY、紫檀木精粹</p>	<p><b>源力面霜2.0</b></p>  <p>2024年2月 244元/50g 高能修护抗皱、修护舒缓、增强耐受 XVII型重组胶原、专研神经酰胺AC60、豌豆多肽×Phytofirm ProECM</p>	<p><b>盾护防晒霜</b></p>  <p>2024年3月 169元/50ml 更贴合、强防护、防水抗汗 软膜×球形微粒、AI超膜防护科技、循环真空乳科技</p>
<p><b>红宝石精华3.0</b></p>  <p>2024年4月 279元/30ml 抗皱、淡纹、焕肤 神经环肽-161、A醇+HPR、水飞蓟素</p>	<p><b>光学瓶精华</b></p>  <p>2024年6月 254元/30ml 焕亮、降解暗沉 独家开创成分335、传明酸</p>	<p><b>能量面霜</b></p>  <p>2024年7月 459元/60g 抗皱、补水、淡纹、紧致 专研促渗技术、专研能量包[CELLERGY™]、紫檀精粹</p>	<p><b>源力精华3.0</b></p>  <p>2024年8月 259元/30ml 基底膜抗老、抗皱修复、褪红 独家专研XVII型重组胶原蛋白、羟脯氨酸衍生物X ProECM弹力肽</p>

数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

纵向延伸方面, 大单品在成分、配方、肤感等方面持续迭代升级。珀莱雅核心大单品红宝石、双抗精华均升级至3.0版本, 每次大单品更新迭代变化较大。以红宝石精华为例, 自红宝石2.0携全新肽A上市后, 公司不断对肽A做进一步的探索, 3.0的更新历经三年, 红宝石精华3.0可以做到在任意年龄段都可以达到消费者的抗皱需求。①**配方**: 不止步于核心成分浓度的简单增加, 而是原料由六胜肽-1升级为环肽, 相比于线性六肽, 更具稳定性, 环肽渗透性是六肽的2倍、神经舒缓率是3倍; ②**成分**: 复配HPR等多种成分、功效更全面, 通过精细配比双A(A醇+HPR), 搭配专利“超分子包裹缓释技术以及超豪华的安肤组合”, 进阶产品温和度; ③**肤感**: 更加追求轻盈质地、涂抹无负担。由于配方改善、成分优化、肤感提升, 升级版本销量更高。

图32: 珀莱雅大单品不断纵向延伸



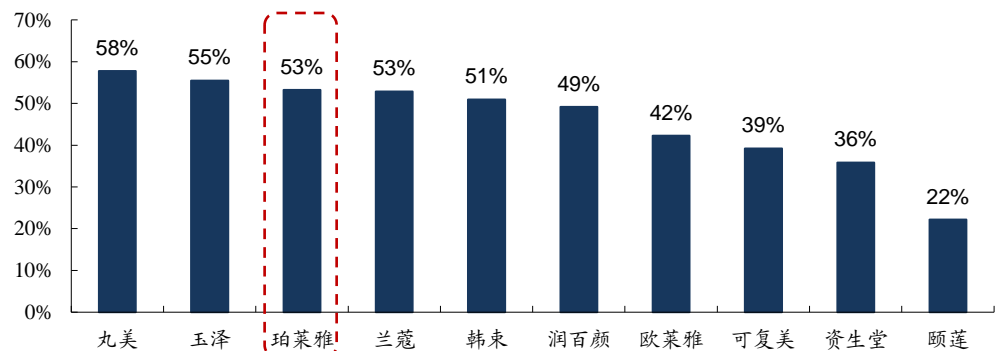
数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

**大单品战略+品类扩张驱动连带率提升, 公司客单价持续增长。** 伴随上文公司对大单品持续升级, 同时产品矩阵系列由点及面扩充, 带动连带率提升, 珀莱雅品牌客单价不断突破, 至2023年珀莱雅主品牌天猫/抖音客单价分为约为350/300元左右, 2024H1珀莱雅主品牌天猫/抖音客单价均提升至超400元。

**渠道端: 抖音增速高企, 天猫市占率不断提升。**

**抖音渠道组建自播团队, 把握流量密码。** 受益于此前MCN投资经验及管理团队快速反应, 公司率先在抖音平台组建自播团队, 相较于传统达人直播, 自播团队代言费用与佣金支出较低, 且有效规避达人流量波动, 通过完全掌控直播内容与节奏赋予品牌更多灵活性与自主权, 精准触达目标受众。根据蝉妈妈统计, 珀莱雅近1年(2023/8/1-2024/8/1)抖音自播比例达55%, 位居抖音美妆主要品牌前列。

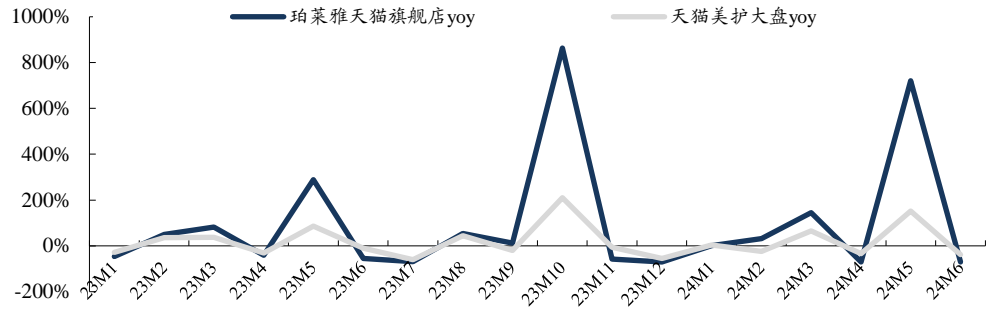
图33: 珀莱雅抖音自播比例较高 (2023/8/1-2024/8/1)



数据来源: 蝉妈妈, 东吴证券研究所

天猫渠道基本盘稳中有升，市占率不断提升。随着盘子不断增大，近年来天猫整体增速逐步放缓，但 GMV 占比仍较高，据星图数据统计 2023 年天猫 GMV 占整体电商份额为 46%，仍占半壁江山。截至 2024H1 珀莱雅天猫渠道占整体线上约 45%，旗下天猫官方旗舰店在天猫增速表现突出，优于天猫美护大盘，市占率稳步提升，至 24 年 618 斩获天猫美妆行业 TOP1。

图34: 珀莱雅天猫旗舰店 GMV 增速持续高于行业大盘



数据来源：炼丹炉，东吴证券研究所

**营销端：输出品牌个性及核心价值观，引发大众共鸣。**

在 2022 年和 2023 年，珀莱雅的营销策略始终围绕着品牌的核心价值——尊重、平等和自我表达。通过聚焦性别平等、爱情观、探索精神和社会责任等议题，成功地与消费者建立情感共鸣，增强品牌的亲和力和认同感。

表4: 2022 年珀莱雅营销事件

节点	议题	营销事件	合作方	行动
“3·8”	性别平等	“性别不是边界线 偏见才是”	中国妇女报	推出主题短片，邀请知名女歌手发声，提升品牌曝光度，推动品牌价值观的传播。
“520”	爱情观	“敢爱，也敢不爱”讨论活动	单向街图书馆、上海译文	通过社交媒体平台和线下活动，输出品牌温暖、治愈的爱情主张，进一步增强了品牌与消费者之间的情感联系
6月	探索精神	“致敬每一个去发现的人”短片		通过短片展示普通人的探索精神，传递了品牌的积极形象
9月开学季	反校园霸凌	“萤火计划—反校园霸凌公益行动”	中国教育电视台	联合壹心理编写《校园霸凌防范指南》，推动校园问题走出阴暗角落，呼吁“在校园霸凌面前，再小的事，也当回事”，引发社会广泛关注
双“11”	双11购物节	双11促销活动	天猫、京东、抖音等电商平台	通过大单品策略和强大的营销活动，实现品牌销量大幅提升

数据来源：小红书，公司官网，东吴证券研究所

表5: 2023 年珀莱雅营销事件

节点	议题	营销事件	合作方	行动
1月	成长	《谢谢参与》故事片	-	以用户刘佳为原型，拍摄了一支故事片《谢谢参与》，并上线微博、小红书、抖音、B站、微信视频号等平台，迅速在各社交媒体引爆，被不少人评为“新年首部最好哭的广告片”。
“3·8”妇女节	性别平等	《女帅男兵》品牌态度片	-	上线品牌态度片《女帅男兵》，鼓励女性不被偏见束缚，勇敢上场。该视频短片全网播放量达到300万。特别制作了全年龄段可读的性别教育绘本《我们都可以》，在继续探讨性别问题的同时反思性别教育的重要性。
“520”	爱情观	“爱像转动生活的风”主题企划	饿了么	邀请九位博主分享自己所经历的与爱相关的时刻，诠释爱如何转动生活。此外，携手饿了么推出「520主题礼盒」。
全年	社会责任	线上线下结合的公益活动	千千律师事务所、中国教育电视台	联合千千律师事务所提供法律帮助，推出“珀莱雅公益服务”小程序，线下开启「早C晚A无限酒咖」，设置主题展区，推动性别平等和反校园霸凌等公益活动。

数据来源：小红书，公司官网，东吴证券研究所

代言人类别选择多样化，拥抱年轻顾客群，迎合主流消费群体偏好。2021年，珀莱雅签约范丞丞作为全球彩妆代言人、青年演员徐璐作为品牌推荐官。2022年，珀莱雅官宣章若楠成为品牌大使，深度契合珀莱雅“趁年轻，去发现”的品牌理念。此外，珀莱雅还邀请了实力女演员孙俪作为品牌代言人，进一步拓宽了品牌的受众基础，迎合女性主流消费群体的审美偏好。通过这些代言合作，珀莱雅成功地将品牌形象与年轻、时尚、专业等元素紧密联系。

图35: 珀莱雅代言人类别选择多样化、年轻化

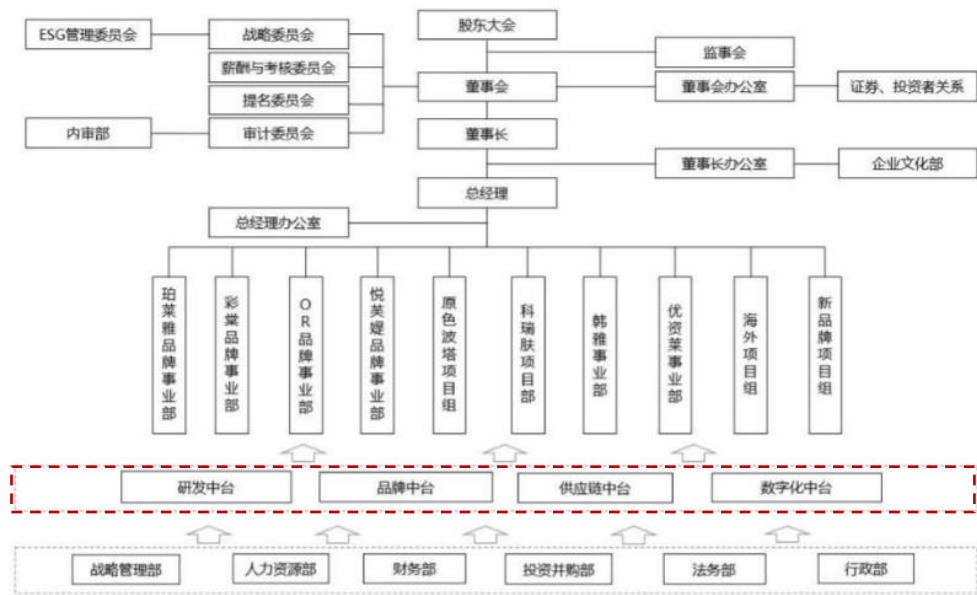


资料来源：公司公告，公司官微

### 3.1.2. 矩阵：持续打造多品牌矩阵，贡献业绩新增量

**强大中台能力，赋能子品牌打造。**伴随珀莱雅主品牌发展逐渐成熟，管理及激励机制逐渐稳定，公司整体在供应链、研发、品牌、数字化等方面中台资源和数据资源储备较为丰富，珀莱雅主品牌中台能力有望复用至其他子品牌，大幅提升子品牌运营能力，且珀莱雅稳定盈利及现金流支持子品牌孵化。由于单一品牌覆盖面相对有限，多品牌矩阵打造有望打开公司长期成长空间，贡献业绩增量。

图36：公司组织架构中台赋能子品牌打造



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**新品牌多点开花，全方位覆盖护肤+彩妆+洗护等多领域。**化妆品单品牌天花板有限，多品牌矩阵大对集团长期发展而言必不可缺，珀莱雅2009年起即开始进行多品牌建设，至今通过内生孵化、外部参股、代理等形式建立起多品牌、多品类的产品矩阵，除主品牌珀莱雅以外，公司还构建了囊括以悦芙媞为主的大众护肤品牌，以彩棠、原色波塔为主的彩妆品牌，和以 Off&Relax、惊时为主的洗护品牌等。目前彩妆子品牌彩棠已经步入快速成长期，2020-2023 年收入 CAGR 达 103%。此外，大众护肤品牌悦芙媞为主、高端洗护品牌 OFF&RELAX 等均定位高景气细分赛道，后续有望接力成长。

#### ➤ 彩棠：创始人 IP 加持，专业彩妆品牌迅速崛起

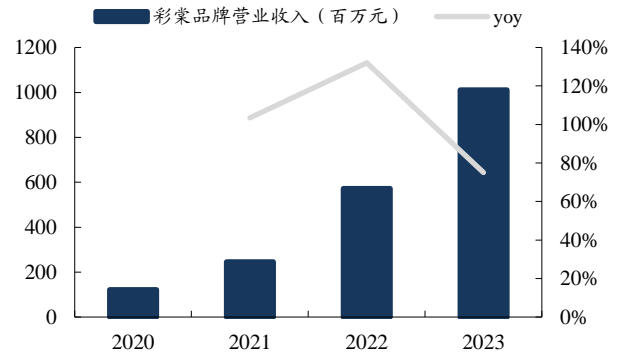
彩棠是中国明星彩妆大师唐毅先生以中国美学为基础，结合国际彩妆风尚，专为中国面孔定制的彩妆品牌，以“匠心定制、化繁为简、妆人合一”为品牌理念，打造实用性与艺术性兼具的彩妆产品。中国美学及专业创始人 IP 赋予彩棠文化底蕴和品牌价值。目前，彩棠品牌已推出了青瓷、苏绣、青瓷海棠、争青等多个系列，涵盖了修容、遮瑕、高光、腮红、妆前乳等多个细分品类。23 年彩棠品牌营收 10.01 亿元，同比增长 75.06%，占比 11.26%，已成为第二成长点。

图37: 彩棠创始人——中国明星彩妆大师唐毅先生



资料来源: 公司官微、东吴证券研究所

图38: 彩棠品牌持续高增



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

**彩棠贯彻大单品战略, 修容高光奠定市场地位, 期待底妆品类突破。**彩棠三色修容盘、双色高光盘、大师妆前乳、三色遮瑕盘已成为品牌的核心大单品, 稳居细分品类前列。2024年618大促期间, 彩棠品牌获得天猫平台彩妆行业排名第一, GMV同比增长80%+, 刷新近3年国货品牌在彩妆市场的最高名次。伴随彩棠逐渐开拓底妆新品类, 底妆作为彩妆赛道中高价格、强产品力的品类, 彩棠底妆品类突破后有望塑造品牌价值感, 突破海外大牌在底妆赛道压制。

图39: 彩棠大单品销售 618 表现靓丽



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

➤ 悦芙媿: 专为油皮研制, 布局年轻化市场

悦芙媿创立于 2015 年，为珀莱雅打造的首个专为年轻肌肤定制的美妆品牌，产品定位主要为“油皮护肤专家”，关注年轻油皮核心问题，针对性解决油皮护肤困扰、强化品牌锐度。目前悦芙媿已形成了涵盖洁面、面膜、精华、防晒等多个品类的产品矩阵，性价比优势突出。2023 年悦芙媿品牌实现营收 3.03 亿元，同比增长 61.82%，营收占比提升至 3.41%。

图40：悦芙媿产品矩阵

多酸泥膜	洁面蜜	防晒乳	油橄榄面膜	洁面慕斯	修红精华
89 元/100g	64元/120ml	59元/50g	84元/12 片	64元/120ml	149 元/30ml
销量40万+	销量40万+	销量4万+	销量5万+	销量9万+	销量5万+
3酸2泥 敷走黑白头	深彻净油光 洗卸二合一	3重植萃，安心防护， 抵御光损威胁	速修红，稳屏障， 15min拯救红脸危机	温和不刺激 敏感肌控油	淡化红痘印 深修护，长维稳

资料来源：悦芙媿天猫旗舰店、东吴证券研究所

➤ **OR&惊时：战略性布局洗护赛道，专研头皮微生态功效洗护**

Off&Relax 品牌研发团队由洗护行业著名专家杨建中博士开发创立，针对亚洲人头皮护理的痛点，长期钻研“洗护养”综合护理解决方案，帮助亚洲消费者还原头皮和发丝的健康状态，现有蓬松、滋润、控油、修护、防脱和护发系列。2023 年 Off&Relax 收入 2.15 亿元，研发基础良好，销售亮眼。

2024 年 5 月，珀莱雅推出的第二个功效洗护品牌——惊时 Awaken Seeds。“惊时”是珀莱雅头部护理研究中心，与上海交通大学系统生物医院研究院战略合作的科研“结晶”，首发“惊时头皮净澈凝露”、“惊时平衡控油头皮精华喷雾”、“惊时控油蓬松洗发水”、“惊时轻润蓬松护发乳”四款产品，主要解决头皮微生态失衡导致的头发头屑、出油、瘙痒、泛红等问题。

图41：Off&Relax 2024 年 618 大促情况



图42：惊时产品系列长效控油



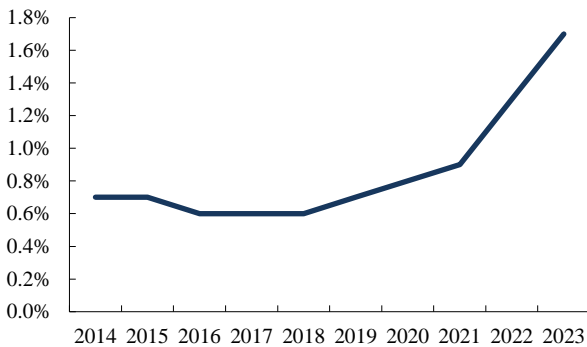
资料来源：珀莱雅官微，东吴证券研究所

资料来源：惊时天猫官方旗舰店，东吴证券研究所

### 3.1.3. 市占率角度看公司国内仍有翻倍以上空间

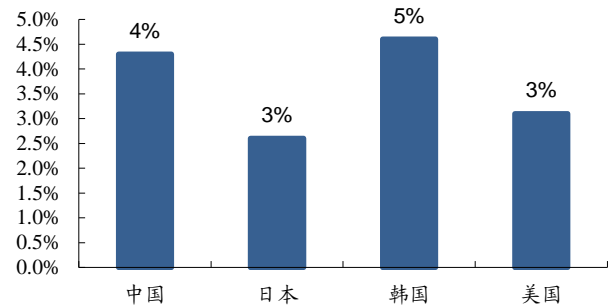
美日韩护肤品赛道龙一均为本土品牌，珀莱雅大单品战略持续推进，有望晋升国内护肤品龙一。我们认为珀莱雅从 0 到 1 品牌积累已完成，根据上述我们对公司从 1 到 N 发展展望看，经过长时间积累主品牌珀莱雅品牌力积累不可复制，产品矩阵搭建完善。纵向参考 2023 年中国龙一巴黎欧莱雅市占率 4.3%，我们认为国内具备市占率提升基础，且横向参考美日韩护肤品赛道竞争格局，由于本土品牌更贴近本土消费者需求、更适应本土销售渠道，龙一均为本国品牌，龙一美妆赛道市占率约在 2.6%-4.6% 之间，珀莱雅 2023 年国内市占率约为 1.7%、逐年提升，品牌势头持续向上，有望成为中国国内护肤品赛道 TOP1，市占率仍有较大提升空间。

图43: 珀莱雅品牌国内市占率不断提升



资料来源：欧睿，东吴证券研究所

图44: 美日韩及中国 23 年美妆龙一品牌市占率情况



资料来源：欧睿，东吴证券研究所

站在长期市占率视角，测算珀莱雅主品牌仍有翻倍空间。据欧睿，2023 年中国美妆及个护行业市场总规模为 5480 亿元。

- 假设 1: 参考欧睿数据，2018-2023 年美妆及个护市场规模 CAGR 约为 5.3%，我们保守假设由于基数提升，2023-2030 年市场规模 CAGR 放缓至约 4%；
- 假设 2: 参考美国/日本/韩国美妆 TOP1 品牌（多芬/碧柔/后）本土市占率分别为 3.1%/2.6%/4.6%，并结合 2023 年中国美妆 TOP1 品牌（巴黎欧莱雅）市占率为 4.3%，我们保守假设 2023-2030 年珀莱雅国内美妆市占率年均提升 0.1-0.2pct，中期视角看市占率约达 2.4%-3.8%。

测算得珀莱雅品牌中期销售额可达 173-224 亿元，叠加公司报表口径营收/欧睿口径销售额约为 75%，预计珀莱雅品牌中期营收达 130-168 亿元，较 2023 年营收 72 亿元仍有翻倍空间，主品牌增长空间依然广阔。

表6: 基于长期市占率测算珀莱雅营收空间

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
中国美妆市场规模 (亿元)	5680	5310	5480	5699	5927	6164	6411	6667	6934	7211
YOY	9%	-7%	3%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%
<b>假设珀莱雅市占率年均提升 0.1PCT</b>										
珀莱雅市占率	0.9%	1.3%	1.7%	1.8%	1.9%	2.0%	2.1%	2.2%	2.3%	2.4%
珀莱雅销售额 (亿元)	51	69	93	103	113	123	135	147	159	173
报表营收(亿元)	38	53	72	77	84	92	101	110	120	130
<b>假设珀莱雅市占率年均提升 0.2PCT</b>										
珀莱雅市占率	0.9%	1.3%	1.7%	1.9%	2.1%	2.3%	2.5%	2.7%	2.9%	3.1%
珀莱雅销售额 (亿元)	51	69	93	108	124	142	160	180	201	224
报表营收(亿元)	38	53	72	81	93	106	120	135	151	168

数据来源: 欧睿, 公司公告, 东吴证券研究所测算

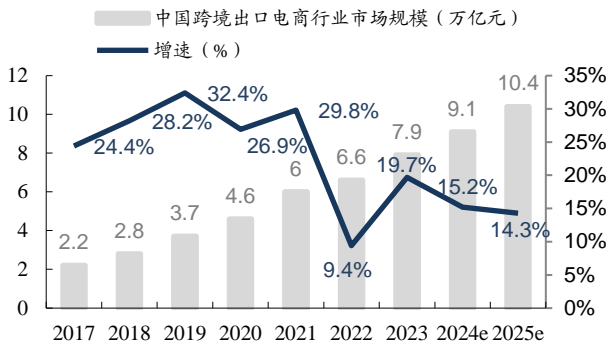
子品牌搭建完善, 贡献更多业绩增量。考虑目前公司多领域子品牌搭建完善, 彩棠已率先开启第二成长曲线, 同时公司在洗护高景气赛道的布局长期也将贡献更多增量业绩。

### 3.2. 布局东南亚开启全球化发展, 打开成长天花板

对标国际大牌, 出海是美妆品牌做大做强的必经之路。全球化战略是国际龙头打开成长天花板的重要举措, 自 20 世纪 60 年代起, 欧莱雅和雅诗兰黛在扩大本土市场领先优势与市场份额, 通过战略品牌并购等方式快速抢占新兴市场, 完成全球市场覆盖, 一方面享受新兴市场增量, 另一方面有效对冲单一地区经济波动风险。2023 年欧莱雅欧洲以外地区营收占比 68%, 雅诗兰黛北美地区以外营收占比达 70%。

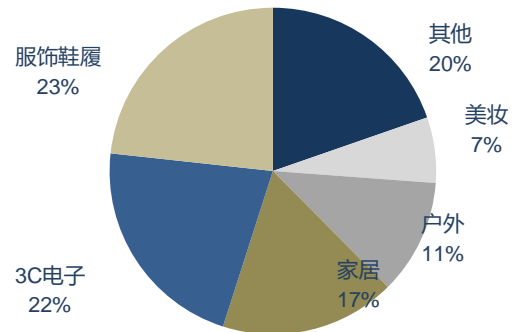
从全球范围看, 跨境电商发展为国产美妆品牌出海做好铺垫。据艾瑞咨询, 2022 年我国跨境出口电商行业规模达 6.6 万亿元, 2017-2022 年我国跨境电商出口规模 CAGR 为 24.5%; 2022~2025 年行业 CAGR 有望达 16.4%, 持续高增。跨境电商发展为国产美妆品牌出海做好销售渠道铺垫, 国产美妆品牌有望依托跨境电商渠道迅速打开海外市场。

图45: 2017-2025年中国跨境电商出口行业增速较高



数据来源:海关总署, 艾瑞咨询, 东吴证券研究所

图46: 2022年跨境 B2C 电商品类销售额占比



数据来源: 艾瑞咨询, 东吴证券研究所

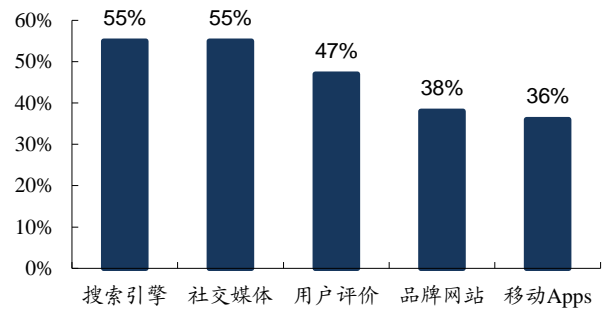
东南亚美妆潜在消费红利明显, 为国内美妆提供发展沃土。以东南亚为代表的新兴市场拥有近 7 亿人口, 且 13-44 岁的中青年人群占比超 50%, 美妆护肤潜在消费人群红利优势明显, 叠加经济增速加快等有利因素, 预计未来五年东南亚将成为美妆护肤市场增速最快的地区。从渠道上看, 据 eMarketer 预计到 2025 年东南亚电商市场规模将从 2021 年的 1200 亿美元增长至 2340 亿美元、CAGR 达 18%, 东南亚成为全球增速最快、潜力最大的电商市场之一, 跨境渠道亦逐渐进入消费者选择, 由于线上信息传递效率较高, 半数消费者通过社交媒体、用户评价等构建对品牌与产品信息认知, 亦有助于国内品牌线上触达、培育目标消费人群。

图47: 东南亚跨境购物频率较高



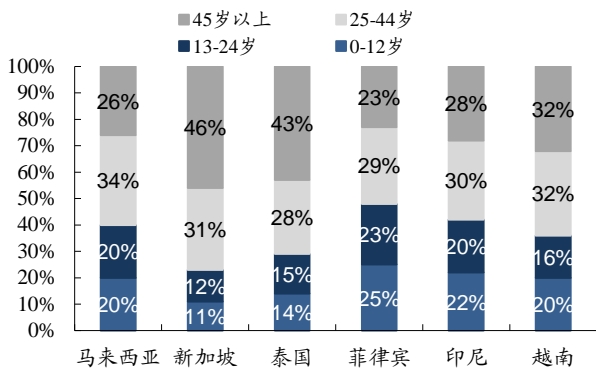
数据来源:Ninja Van Group×DPDGroup, 东吴证券研究所

图48: 线上是构建东南亚消费者品牌认知重要来源



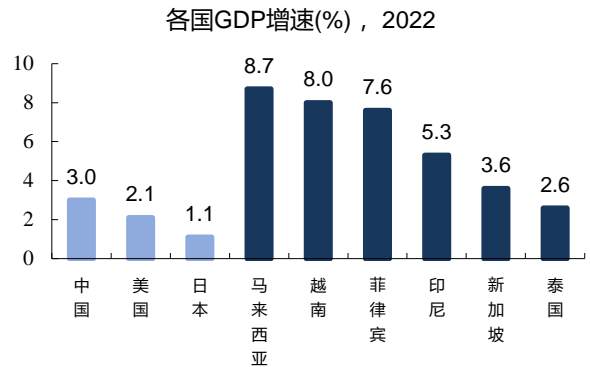
数据来源: 亿邦智库, 东吴证券研究所

图49: 东南亚国家中青年人群占比较高 (2023年)



数据来源: 东盟秘书处, 东吴证券研究所

图50: 东南亚国家经济增速较高



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

东南亚对美妆的国货认可度较高, 珀莱雅出海布局有望进一步打开成长天花板。24年上半年 Lazada 东南 6 国美妆总 GMV 达 6.62 亿元, 同比增长 20.9%。国货品牌凭借其高品质和内含的中国文化底蕴, 在东南亚市场崭露头角, 其中珀莱雅、彩棠等品牌已通过线上渠道成功进入马来西亚、印尼等市场, 成为当地消费者青睐的品牌之一, 品牌国际化进程启动有望进一步打开公司成长天花板。

图51: 东南亚主要国家消费风格及偏好



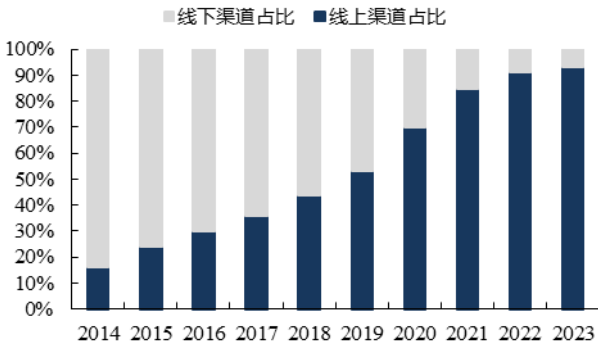
数据来源: Datareportal 2022, Statista 2021, 东吴证券研究所

## 4. 盈利预测与投资建议

### 4.1. 盈利预测

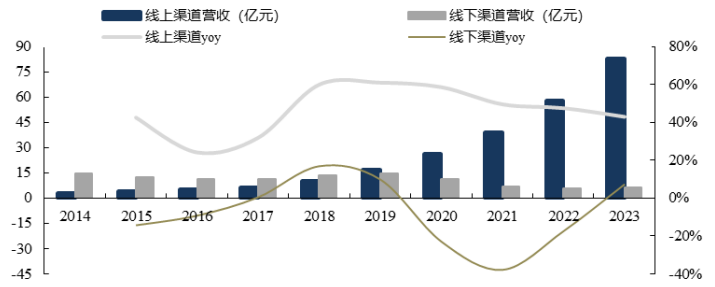
**营收端:** 公司不断丰富细化产品矩阵、持续迭代更新, 主品牌珀莱雅市占率不断提升。此外, 公司子品牌有望接力成长。总体来说, 公司持续深化大单品策略, 各个品牌逐步放量, 在各渠道持续增长。我们以不同销售渠道拆分, 2023年线上营收占比93%, 整体线上平台增速依然快于线下平台, 我们预计2024-2026年线上收入增速分别为29%/24%/22%, 线下收入增速分别为3%/5%/5%。

图52: 珀莱雅线上渠道占比逐年提升



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

图53: 珀莱雅线上渠道增速显著高于线下



数据来源: 淘宝, 东吴证券研究所

**毛利率:** 大单品盈利能力较强, 公司大单品不断横向更新迭代、纵向延伸, 单品占比提升有望拉动公司毛利率。且公司线上直营占比逐年提升, 直营渠道毛利率更高, 因此我们预计公司毛利率有望稳中有升。我们预计公司 2024-2026 年毛利率分别为 69.9%/70.4%/70.4%。

**期间费用率:** 2017-2023 年以来公司期间费用率逐渐提升, 主因线上化率提升+抖音占比提升导致销售费用率提升所致。目前公司线上占比已达较高水平, 随着未来线上渠道及抖音渠道占比提升放缓, 公司期间费用率提升趋势有望放缓甚至持平。我们预计公司 2024-26 年期间费用率分别为 70.1%/70.4%/70.4%。

由于公司品牌力突出, 业绩高增持续兑现, 我们维持公司 2024-26 年营收 113.5/139.2/169.3 亿元, 同比+27.5%/+22.7%/+21.6%; 2024-2026 年归母净利润预测 15.4/19.2/23.6 亿元, 同比+28.6%/+25.1%/+22.6%。

表7: 2024-2026 年珀莱雅盈利预测

	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	8905	11349	13923	16925
yoy	39.45%	27.45%	22.68%	21.57%
毛利率	69.93%	69.90%	70.35%	70.40%
归母净利 (百万元)	1194	1535.49	1921.43	2355.53
yoy	46.06%	28.61%	25.13%	22.59%
主营业务分渠道划分				
线上收入 (万元)	8275	10695	13232	16195
yoy	43%	29%	24%	22%
占比	93%	94%	95%	96%
其中:				
直销	6749	9002	11403	14220
yoy	51%	33%	27%	25%
分销	1526	1693	1829	1975
yoy	16%	11%	8%	8%
线下收入 (万元)	616	637	670	706

	yoy	7%	3%	5%	5%
	占比	7%	6%	5%	4%
其中:					
	日化专营店	494	519	550	583
	yoy	12%	5%	6%	6%
	其他	122	118	121	123
	yoy	-7%	-3%	2%	2%
其他业务		14	17	21	25
增长率 (yoy)		-39%	20%	20%	20%

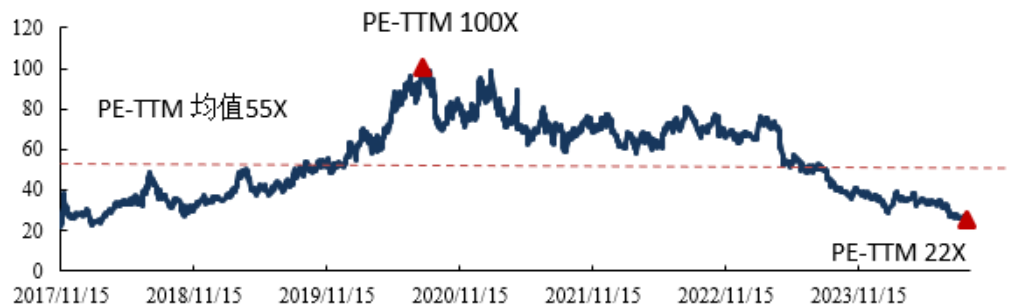
数据来源: Wind, 公司公告, 东吴证券研究所

#### 4.2. 投资建议

珀莱雅作为国内美妆龙头公司, 精准把握两次行业红利期, 在行业电商渠道快速发展中树立品牌形象, 大单品潮流下重原料研发, 成功打造“早 C 晚 A”等大单品系列, 在行业红利期中完成了从 0 到 1 的转变全部品牌积分的转化。未来随着公司大单品策略推进、多品牌矩阵布局, 从 1 到 N 有望成为国内美妆龙头, 国内市占率提升空间仍广阔, 同时布局出海市场或进一步打开成长天花板。

考虑公司美妆行业赛道和龙头地位, 我们选择美妆赛道的玻尿酸龙头华熙生物、敏感肌赛道龙头贝泰妮以及全球美妆龙头欧莱雅、雅诗兰黛、资生堂作为可比公司。截至 2024 年 9 月 23 日, 可比公司贝泰妮、华熙生物、欧莱雅、雅诗兰黛、资生堂 2024 年归母净利润对应 PE 平均值为 33 倍, 高于珀莱雅 24 年 PE 估值 20 倍, 同时参考公司历史 PE-TTM 估值水平, 当前约为历史估值 1%分位, 处于公司历史估值极低水平, 我们维持公司“买入”评级。

图54: 珀莱雅历史估值 PE-TTM



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

表8: 珀莱雅与可比公司估值比较

股票代码	股票名称	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
603605.SH	珀莱雅	313	11.9	15.4	19.2	23.6	26	20	16	13
可比公司平均估值							47	33	23	19
688363.SH	华熙生物	219	5.9	6.5	7.7	9.2	37	34	28	24
300957.SZ	贝泰妮	167	7.6	10	12.8	15.6	22	17	13	11
EL.N	雅诗兰黛	305	3.9	9.77	13.7	15.9	78	31	22	19
4911.T	资生堂	1366	21.8	25.8	64.0	77.1	63	53	21	18
LRLCY.OO	欧莱雅*	2,212	66.9	73.8	80.3	94.4	34	30	28	24

数据来源: Wind, 彭博, 东吴证券研究所预测, 采用 2024/9/23 行情数据。华熙生物、贝泰妮盈利预测来自东吴证券研究所, 欧莱雅、雅诗兰黛、资生堂净利润采取彭博 GAAP 净利润一致预期

注: \*欧莱雅、雅诗兰黛市值单位为亿美元, 资生堂市值及归母净利润单位为十亿日元, 雅诗兰黛业绩分别对应 FY2024/FY2025/FY2026/FY2027。

## 5. 风险提示

- 1) 下游需求疲软:** 若国内化妆品消费需求放缓, 行业增速大幅降低, 导致公司业绩增速不及预期。
- 2) 行业竞争加剧:** 若国内化妆品行业竞争者增加, 或其他品牌降价竞争, 可能影响公司业绩。
- 3) 管理层变动风险:** 管理层换届可能会影响公司品牌运营流畅度, 核心人物离职可能对公司未来发展有一定影响。
- 4) 大单品销售不及预期:** 公司推进大单品战略, 核心大单品 2023 年营收占比约为珀莱雅品牌 55%, 若大单品销售不及预期或导致公司业绩不及预期。

## 珀莱雅三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>5,545</b>	<b>7,523</b>	<b>9,905</b>	<b>12,825</b>	<b>营业总收入</b>	<b>8,905</b>	<b>11,349</b>	<b>13,923</b>	<b>16,925</b>
货币资金及交易性金融资产	4,011	5,604	7,588	10,035	营业成本(含金融类)	2,677	3,416	4,128	5,010
经营性应收款项	555	707	863	1,049	税金及附加	91	116	142	172
存货	797	982	1,175	1,412	销售费用	3,972	5,118	6,293	7,659
合同资产	0	0	0	0	管理费用	455	494	606	724
其他流动资产	182	229	278	331	研发费用	174	216	278	339
<b>非流动资产</b>	<b>1,778</b>	<b>1,809</b>	<b>1,842</b>	<b>1,880</b>	财务费用	(59)	(14)	(37)	(67)
长期股权投资	114	114	114	114	加:其他收益	45	13	13	13
固定资产及使用权资产	841	817	791	763	投资净收益	(17)	0	0	0
在建工程	52	112	172	232	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	405	410	415	420	减值损失	(118)	(59)	(78)	(104)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	(1)	0	0	0
长期待摊费用	67	67	67	67	<b>营业利润</b>	<b>1,503</b>	<b>1,958</b>	<b>2,449</b>	<b>2,998</b>
其他非流动资产	299	289	284	284	营业外净收支	(7)	(3)	(3)	0
<b>资产总计</b>	<b>7,323</b>	<b>9,331</b>	<b>11,747</b>	<b>14,705</b>	<b>利润总额</b>	<b>1,495</b>	<b>1,954</b>	<b>2,446</b>	<b>2,998</b>
<b>流动负债</b>	<b>2,120</b>	<b>2,587</b>	<b>3,085</b>	<b>3,698</b>	减:所得税	265	371	465	570
短期借款及一年内到期的非流动负债	204	204	204	204	<b>净利润</b>	<b>1,231</b>	<b>1,583</b>	<b>1,981</b>	<b>2,428</b>
经营性应付款项	1,056	1,347	1,627	1,975	减:少数股东损益	37	48	59	73
合同负债	301	384	464	563	<b>归属母公司净利润</b>	<b>1,194</b>	<b>1,535</b>	<b>1,921</b>	<b>2,356</b>
其他流动负债	560	653	790	956	每股收益-最新股本摊薄(元)	3.01	3.87	4.84	5.94
非流动负债	803	807	810	813	EBIT	1,463	1,990	2,476	3,022
长期借款	0	4	7	10	EBITDA	1,559	2,074	2,557	3,099
应付债券	753	753	753	753	毛利率(%)	69.93	69.90	70.35	70.40
租赁负债	10	10	10	10	归母净利率(%)	13.41	13.53	13.80	13.92
其他非流动负债	39	39	39	39	收入增长率(%)	39.45	27.45	22.68	21.57
<b>负债合计</b>	<b>2,923</b>	<b>3,394</b>	<b>3,895</b>	<b>4,511</b>	归母净利润增长率(%)	46.06	28.61	25.13	22.59
归属母公司股东权益	4,350	5,839	7,694	9,964					
少数股东权益	51	98	158	231					
<b>所有者权益合计</b>	<b>4,400</b>	<b>5,937</b>	<b>7,852</b>	<b>10,195</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>7,323</b>	<b>9,331</b>	<b>11,747</b>	<b>14,705</b>					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1,469	1,824	2,236	2,715	每股净资产(元)	10.83	14.59	19.27	24.99
投资活动现金流	(476)	(118)	(118)	(115)	最新发行在外股份(百万股)	397	397	397	397
筹资活动现金流	(460)	(113)	(134)	(154)	ROIC(%)	24.49	26.26	25.49	24.48
现金净增加额	534	1,593	1,984	2,446	ROE-摊薄(%)	27.45	26.30	24.97	23.64
折旧和摊销	96	85	81	78	资产负债率(%)	39.91	36.37	33.16	30.67
资本开支	(179)	(118)	(118)	(115)	P/E(现价&最新股本摊薄)	26.25	20.41	16.31	13.31
营运资本变动	65	47	46	58	P/B(现价)	7.29	5.42	4.10	3.16

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021  
传真：（0512）62938527  
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>