

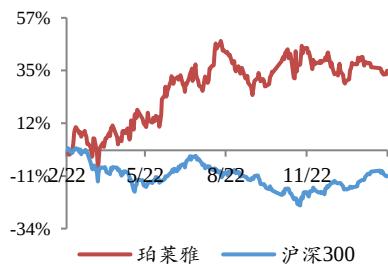
“平销”角度看珀莱雅坚持变革的强劲动力

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-02-08

收盘价（元）	164.00
近 12 个月最高/最低（元）	48.89/185.34
总股本（百万股）	284
流通股本（百万股）	281
流通股比例（%）	99.26
总市值（亿元）	465
流通市值（亿元）	462

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：王洪岩

执业证书号：S0010521010001

邮箱：wanghy@hazq.com

联系人：梁瑞

执业证书号：S0010121110043

邮箱：liangrui@hazq.com

相关报告

1. 业绩稳定增长，双十一表现亮眼 2022-10-27
2. 业绩预增超预期，盈利能力明显提升 2022-10-18
3. 业绩稳增，第二增长曲线彩妆表现出色 2022-08-26

主要观点：

● 自播提升品牌对直播间的控制力，剔除大促因素全年 GMV 波动更平缓

我们关注品牌的平销情况，以月度 GMV 的标准差来衡量波动性。从天猫官旗月度 GMV 的标准差看，销售规模和大促明显影响全年月度 GMV 的波动性。珀莱雅的大促占比较同规模的品牌低的情况下，在剔除大促影响后，标准差下降更多。说明除大促之外的月度 GMV 的波动程度较同规模的其他品牌更小，总体 GMV 的月度分布更为均匀。主要可能是由于（1）公司在大促中会上头部主播的直播间，折扣较日常直播更大；（2）公司较国际品牌更看重淘内工具的使用和撬动，并在大促会放大对于流量的挖掘，如在大促前直通车、品销宝会加大投入；（3）老客户倾向于在大促期间囤货，使得品牌 GMV 产生较大波动；（4）公司重视自播团队建设，抖音自播占比达到 60%，日常 GMV 受超头及头部达人影响小。

● 自播为主、达播为辅，提高运营效率

618 和双十一大促能够带来 GMV 的高增，是品牌端进行品牌推广和新品促销的重要时机。但是由于大促期间往往需要给予一定的折扣，对于公司产品整体的盈利能力和品牌塑造会产生较大的影响。同时由于发货和生产需要集中在大促前后的一个月，大量的存货也会产生较多的资金占用。因此，倾向于加大自播团队的建设及中腰部主播的投入，实现 GMV 更为平稳的波动。因此珀莱雅也持续加强抖音自播的建设，珀莱雅通过多账号的自播间实现“日不落+平播”，降低直播间的费用，同时品牌方下场带货，在产品质量、售后等服务方面增加消费者的信任感，提升购买意愿和用户粘性。达播方面，合作 KOL 既有骆王宇、搭搭夫妇、潘雨润等抖音头部美妆达人，又有贾乃亮、曹颖等知名度较高的演员艺人。明星与达人的双重引流，实现了不同圈层的曝光，更好的放大品牌的声量。

● 产品持续迭代增强客户粘性，大促价格降幅小提供平播基础

珀莱雅在量方面：通过“早 C 晚 A”的概念将主打产品捆绑销售。同时持续推出系列面霜、眼霜及其他品类，进行同一系列的品类拓展。互补功效系列产品拓展+品类拓展实现产品连带，单次购买数量增加。此外，拓展彩妆等细分赛道，进一步提高增长的确定性。价方面：新系列产品价格提升+原有大单品的成分升级及产品提价。通过大单品矩阵的打造和产品的升级迭代公司已经拥有了一定的人群资产的积累消费，所以消费者在复购时会更倾向于选择自播间。我们统计了 2022 年双十一李佳琦直播间上市公司品牌的折扣情况。珀莱雅进入直播间的产品除双抗面膜降幅达到 64% 外，其他产品的降幅均低于 30%。公司大促价格较日常自播的价差小，因此对平销的冲击较小。此外，达播更多是对于产品销量的提升，而自播更能传达品牌的价值，更易进行新品牌的形象塑造。公司持续打造多品牌矩阵，也为其自播提供了强动力。2022 年彩妆以自播为主，打造原生中国妆的品牌形象，上半年实现营收 2.3 亿元，接近去年全年的 2.5 亿元。

● 投资建议

公司已经形成了较强的自播能力，产品持续迭代更新增强客户粘性，大促与自播价差小为平播提供了基础。预计 2022~2024 年公司归母净利润增速分别为 29.8%/26.5%/25.3%，每股收益为 2.64/3.33/4.18，对应 PE 为 62/49/39，维持“买入”评级。

● 风险提示

市场竞争加剧、新品推广不及预期、宏观经济波动等。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	4633	5943	7455	9269
收入同比 (%)	23.5%	28.3%	25.4%	24.3%
归属母公司净利润	576	748	945	1185
净利润同比 (%)	21.0%	29.8%	26.5%	25.3%
毛利率 (%)	66.5%	66.6%	66.9%	67.3%
ROE (%)	20.0%	21.7%	21.5%	21.2%
每股收益 (元)	2.87	2.64	3.33	4.18
P/E	72.58	62.19	49.18	39.24
P/B	14.55	13.47	10.57	8.33
EV/EBITDA	51.64	45.82	36.50	29.25

资料来源：wind，华安证券研究所

正文目录

1 关注平销，珀莱雅表现强劲	6
2 公司运营效率高，自播为主提高自主性	9
2.1 线上成主要渠道，抖音成流量新入口	9
2.2 精细化运营，提高抖音投流效率	12
3 大单品粘性强，多品牌增强自播动能	14
3.1 强功效+高性价比，品类连带实现价量齐升	15
3.2 持续升级迭代，产品力增强客户粘性	19
3.3 彩妆第二增长曲线清晰，多品牌矩阵增强平销动能	23
盈利预测	26
投资建议	26
风险提示:	27
财务报表与盈利预测	28

图表目录

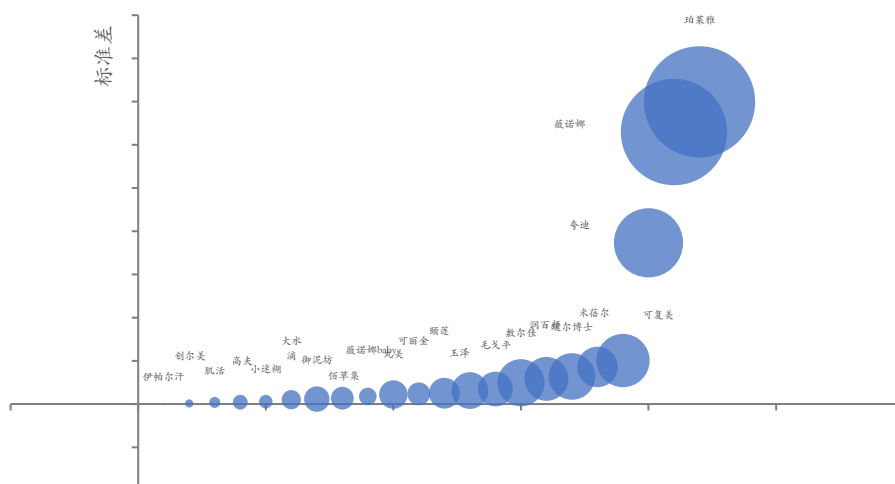
图表 1 上市公司主要品牌官旗 GMV 标准差情况.....	6
图表 2 双十一 GMV 排名前十的品牌官旗 GMV 标准差情况.....	6
图表 3 主要品牌剔除大促影响后的标准差.....	7
图表 4 双十一 GMV 前十品牌剔除大促影响后的标准差及降幅.....	7
图表 5 主要国货品牌大促 GMV 占比与标准差降幅的关系.....	8
图表 6 双十一 GMV 前十品牌大促 GMV 占比与标准差降幅的关系.....	8
图表 7 公司线上线下渠道占比.....	9
图表 8 2022H1 公司各渠道占比.....	9
图表 9 2022 双十一各平台 GMV.....	9
图表 10 中国移动互联网细分用户使用总时长占比.....	10
图表 11 抖音平台运营模式.....	10
图表 12 公司 6*N 战略.....	11
图表 13 公司原组织架构.....	12
图表 14 公司调整后组织架构.....	12
图表 15 公司管理费用率.....	12
图表 16 主要直播方式比较.....	13
图表 17 珀莱雅和润百颜抖音直播销售构成 (2022.1-2022.10).....	13
图表 18 珀莱雅主要直播间产品.....	14
图表 19 公司战略变化.....	15
图表 20 公司营收及增速.....	15
图表 21 大单品营收占比变化.....	15
图表 22 2020 年选择护肤品主要考虑因素.....	16
图表 23 主要 A 醇护肤品含量.....	16
图表 24 全球抗衰老市场规模及增速.....	17
图表 25 珀莱雅和雅诗兰黛客群年龄分布.....	17
图表 26 2022 消费者开始关注抗衰老的年龄.....	17
图表 27 2022 中国消费者使用抗衰老护肤品的质地.....	17
图表 28 公司大单品矩阵拓展.....	18
图表 29 产品品类拓展.....	18
图表 30 护肤 ABC 公式.....	19
图表 31 2022 年中国消费者选择护肤品注重的功效.....	19
图表 32 红宝石精华升级.....	19
图表 33 双抗精华升级.....	19
图表 34 2022 年双十一李佳琦直播间折扣情况.....	20
图表 35 抖音直播间较天猫官旗价格变化 (2023.2.6).....	21
图表 36 公司研发费用率.....	21
图表 37 公司主要原料合作情况.....	21

图表 38 CSO 简介	22
图表 39 公司股权激励目标	23
图表 40 欧莱雅主要品牌	23
图表 41 公司主要品牌	24
图表 42 2021 年国内彩妆市场竞争格局	24
图表 43 2021 年中国彩妆市场细分品类规模 (亿元)	24
图表 44 高光/修容品类增长情况	25
图表 45 盈利预测	26

1 关注平销，珀莱雅表现强劲

为了摆脱对超头的依赖，拥有更多的自主权，实现日常现金流的平稳增长，化妆品品牌端开始加大对于平销的关注。根据炼丹炉数据，2022 年天猫官旗中 GMV 规模较大的上市公司品牌中夸迪、薇诺娜和珀莱雅的月度 GMV 波动较大。我们认为主要是由于规模差距的影响，2022 年双十一 GMV 前十的品牌中，雅诗兰黛、欧莱雅等规模更大的品牌的波动较珀莱雅更大。

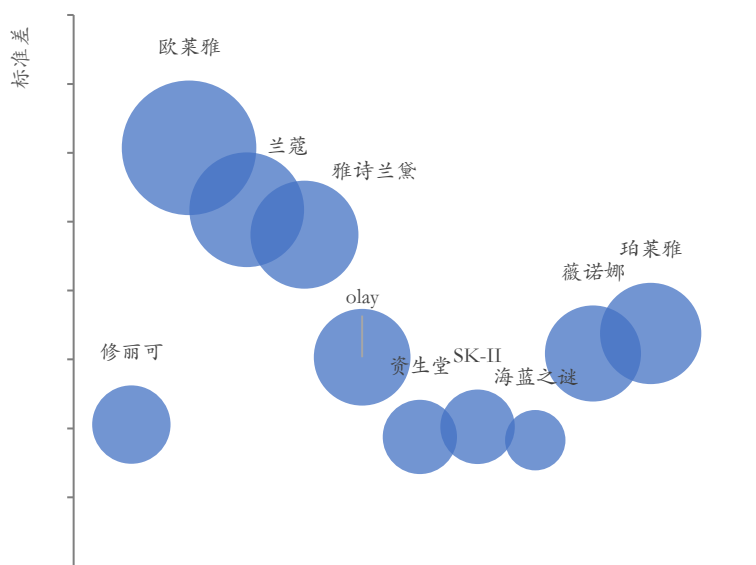
图表 1 上市公司主要品牌官旗 GMV 标准差情况



资料来源：炼丹炉，华安证券研究所

备注：气泡大小代表 2022 年天猫官旗 GMV 大小

图表 2 双十一 GMV 排名前十的品牌官旗 GMV 标准差情况

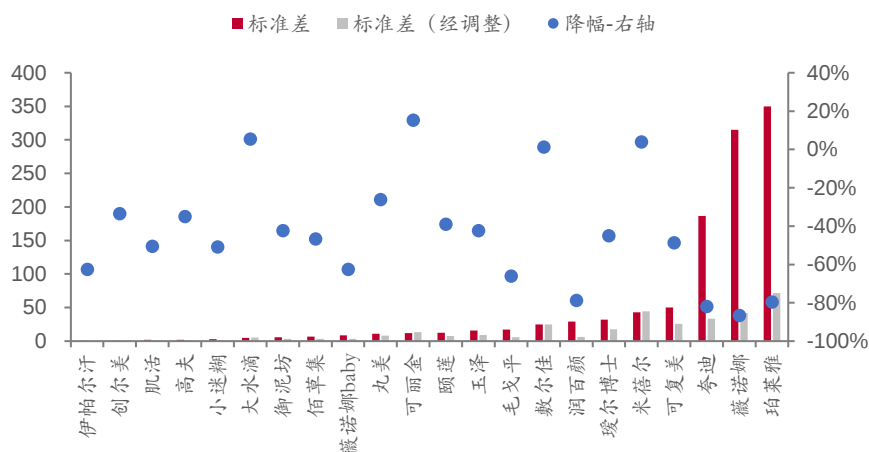


资料来源：炼丹炉，华安证券研究所

备注：气泡大小代表 2022 年天猫官旗 GMV 大小

由于 2022 年双十一从 10.20 开始,付尾款时间在 10.31 晚 8 点开始,所以预售的消费者大多在 10.31 晚付尾款,导致 2022 年 10 月的 GMV 偏高。所以我们剔除了 6 月、10 月、11 月的 GMV 数据,消除 618 和双十一的影响后,看品牌的平销情况。可以看到品牌标准差明显变小,全年月度 GMV 波动更为平缓。其中珀莱雅剔除大促影响后,标准差下降了 80%,仅次于夸迪 (-82%) 和薇诺娜 (-87%)。但与国际品牌相比,珀莱雅降幅更大,受大促影响更为明显。

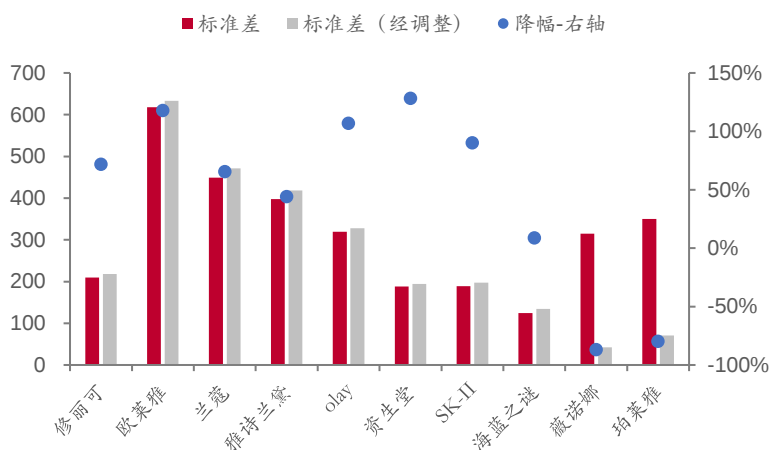
图表 3 主要品牌剔除大促影响后的标准差



资料来源:炼丹炉, 华安证券研究所

备注: 剔除 6 月、10 月和 11 月数据

图表 4 双十一 GMV 前十品牌剔除大促影响后的标准差及降幅

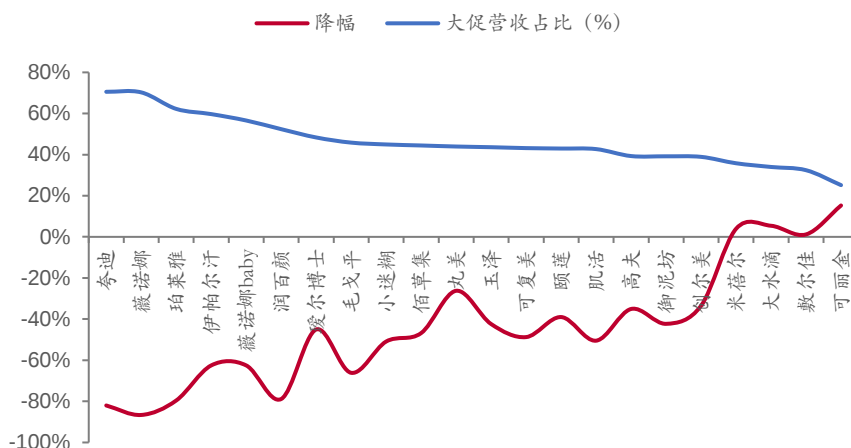


资料来源:炼丹炉, 华安证券研究所

备注: 剔除 6 月、10 月和 11 月数据

品牌的标准差受大促影响较大,可以看到薇诺娜的大促 GMV 占比达到 70%,珀莱雅的占比在 62%,而其标准差的降幅分别为 87%和 80%。2022 双十一 GMV 排名前 10 的国际品牌中,欧莱雅和 OLAY 的大促占比较高达到 67%和 66%,而标准差降幅为 63%和 78%。

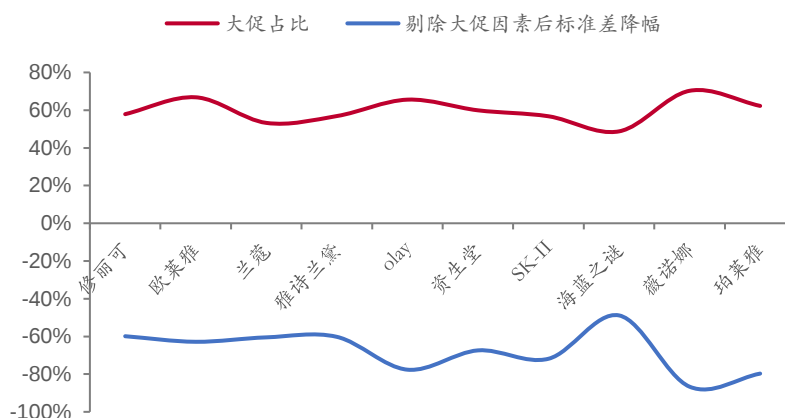
图表 5 主要国货品牌大促 GMV 占比与标准差降幅的关系



资料来源：炼丹炉，华安证券研究所

备注：618 和双十一占比以 6 月、10 月和 11 月数据占全年的 GMV 比重表示

图表 6 双十一 GMV 前十品牌大促 GMV 占比与标准差降幅的关系



资料来源：炼丹炉，华安证券研究所

备注：618 和双十一占比以 6 月、10 月和 11 月数据占全年的 GMV 比重表示

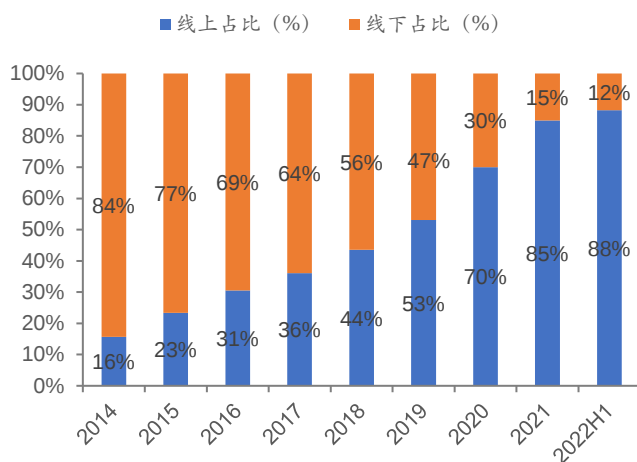
618 和双十一大促能够带来 GMV 的高增，是品牌端进行品牌推广和新品促销的重要时机。但是由于大促期间往往需要给予一定的折扣，对于公司品牌整体的盈利能力和品牌塑造会产生较大的影响。同时由于发货和生产需要集中在大促前后的一个月，大量的存货也会产生较多的资金占用。因此，怎样做好平销逐渐受到品牌的关注，珀莱雅的大促占比欧莱雅、雅诗兰黛、薇诺娜等品牌低的情况下，在剔除大促影响后，标准差下降更多。说明除大促之外的月度 GMV 的波动程度较同规模的其他品牌更小，总体 GMV 的月度分布更为均匀。主要的原因可能是由于（1）公司在大促中会上头部主播的直播间，折扣较日常直播更大；（2）公司较国际品牌更看重淘内工具的使用和撬动，并在大促会放大对于流量的挖掘，如在大促前直通车、品销宝会加大投入；（3）老客户倾向于在大促期间囤货，使得品牌 GMV 产生较大波动。主要受大促期间折扣力度、品牌加大淘内流量挖掘等影响；（4）公司重视自播团队建设，抖音自播占比达到 60%，日常 GMV 受超头及头部达人影响小。

2 公司运营效率高，自播为主提高自主性

2.1 线上成主要渠道，抖音成流量新入口

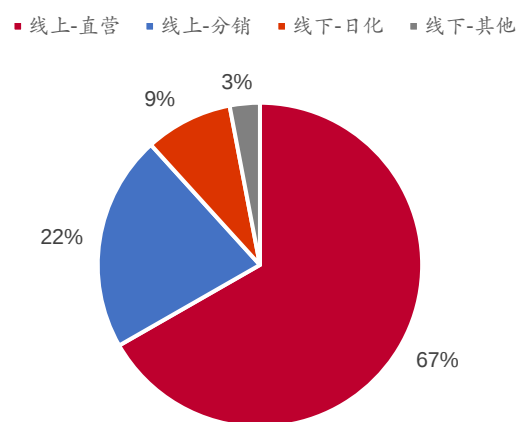
公司以线下经销渠道起家，随着淘宝等线上平台的不断发展，公司顺应流量变迁趋势，逐渐由线下转线上。2019 年线上渠道占比达到 53%，超过线下占比。截至 2022H1，公司线上占比达到 88%，其中直营占比达到 67%。公司较早开始布局抖音渠道，2018 年公司泡泡面膜在李佳琦、陈采尼、莓子哥哥等众多达人的强势带货下，在抖音收获了大量的曝光和口碑。其独特的功效和使用体验，受到了消费者的热烈讨论，泡泡面膜也成为公司当年的主打产品。但是随着消费者经过最初的视觉冲击，开始质疑其清洁能力及起泡原理的质疑，泡泡面膜销量也逐渐下行。

图表 7 公司线上线下渠道占比



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 8 2022H1 公司各渠道占比



资料来源：公司公告，华安证券研究所

2022 双十一期间全网 GMV 为 11154 亿元 (+13.7%)。其中综合电商 GMV 为 9340 亿元 (+2.9%)，直播电商为 1814 亿元 (+146.1%)。以抖音、点淘、快手为主的直播电商实现高增。

图表 9 2022 双十一各平台 GMV

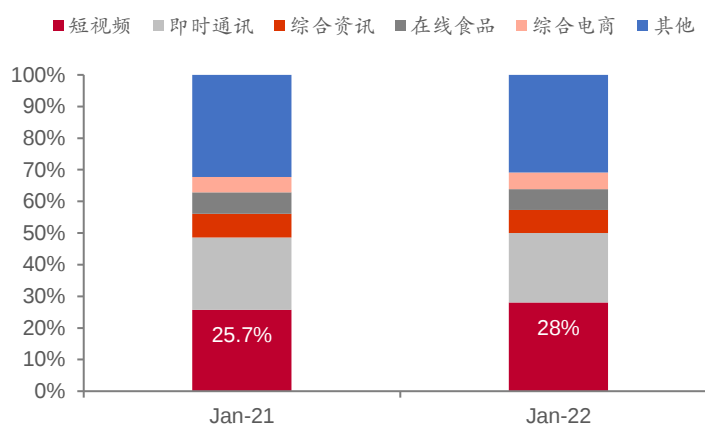
	2022 双十一(亿元)	yoy (%)
全网	11154	13.70%
综合电商 (天猫、京东、拼多多)	9340	2.90%
直播电商 (抖音、点淘、快手)	1814	146.10%
新零售	218	10.80%
社区团购	135	1.10%

资料来源：星图数据，华安证券研究所

流量由淘到抖变迁，优质内容是持续增长的关键：相较于传统货架电商，抖音重构了人与货的关系，用优质视频内容引起并激发消费者的购物需求。并且品牌在抖音的短视频宣传和直播等方式也塑造了品牌的形象。2022 年 6 月较去年同期，短视频平台的使用总时长占比较去年同期的 25.7%增长至 28%。目前抖音逐渐建

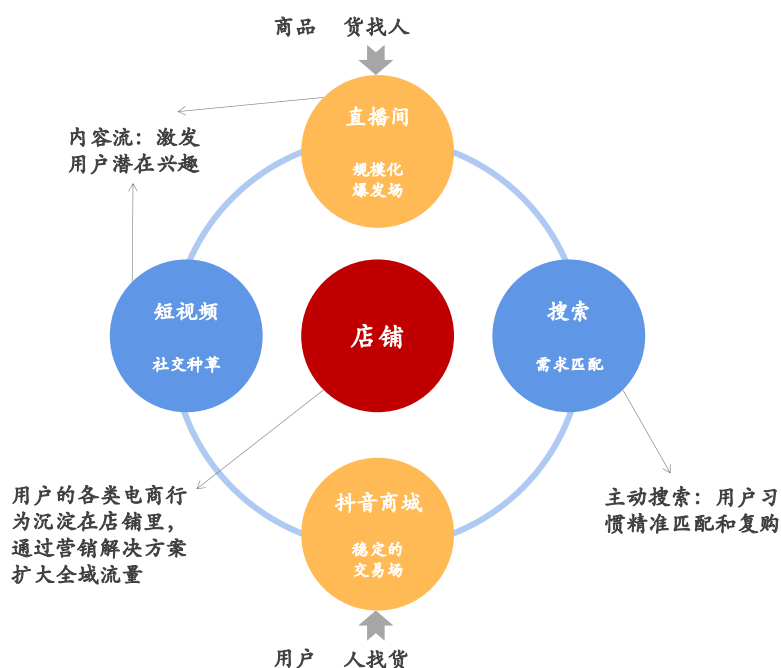
立起了商城、搜索场景，方便精准购买和重复购买，解决兴趣电商存在的供应链等问题，发展成为全域兴趣电商。“兴趣线+电商线”全面覆盖，通过达人评论区置顶链接、搜索吸顶词等多触点高效引导用户至货架场景，助力品牌进一步对趋势赛道流量进行承接与转化，2023 年抖音电商预计将持续增长。抖音已经基本完成了初始的流量积累，如何进行高效的流量转化和流量留存是下一步增长的主要问题。而优质内容创作、保证视频质量是流量转化和留存的主要手段。从生活、工作、情感、社交等层面出发，发起#性别不是边界线，偏见才是#、#敢爱，也敢不爱#、#谢谢你#等主题活动，关注人文和社会责任。通过不断输出优质内容，形成具象的情感营销，引起消费者共鸣。随着体验递进，消费者对于品牌的价值观的认识逐渐深入，实现从“路人”到“粉丝”的转化。

图表 10 中国移动互联网细分用户使用总时长占比



资料来源：QuestMobile，星图数据，华安证券研究所

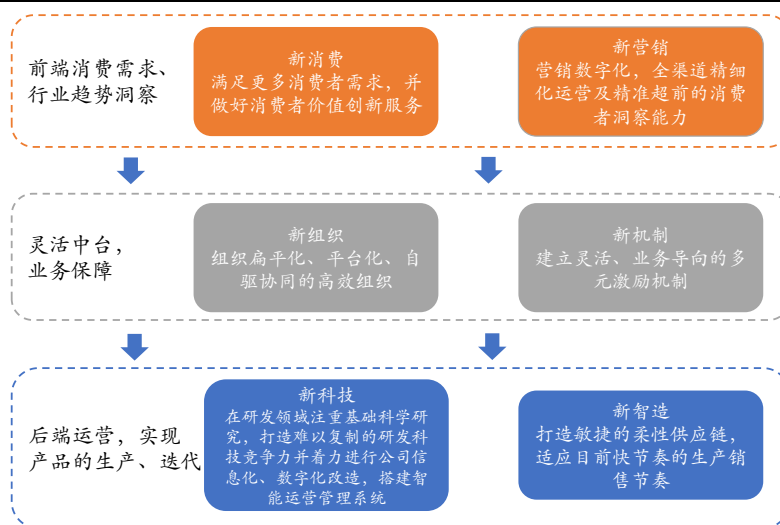
图表 11 抖音平台运营模式



资料来源：星图数据，华安证券研究所

2018 年直播电商及抖快、小红书等社媒逐渐兴起，营销能力强的新品牌涌现，行业竞争加剧。同时产品端对于成分的关注度提高，成分党开始出现。随着公司开始进行线上转型，将更多的资源投入到线上渠道的运营，公司也借鉴互联网思维进行组织结构的优化，以应对更加复杂多变的市场环境。2019 年珀莱雅提出生态化、平台化、国际化、年轻化、数据化的战略，并不断进化到 2021 年公司的“6*N”战略。其中 6 指新消费、新营销、新组织、新机制、新科技、新智造，“N”指打造 N 个品牌。公司战略覆盖产品、营销、运营各个链路，正确的战略指引叠加较强的战略执行力引领公司持续增长。

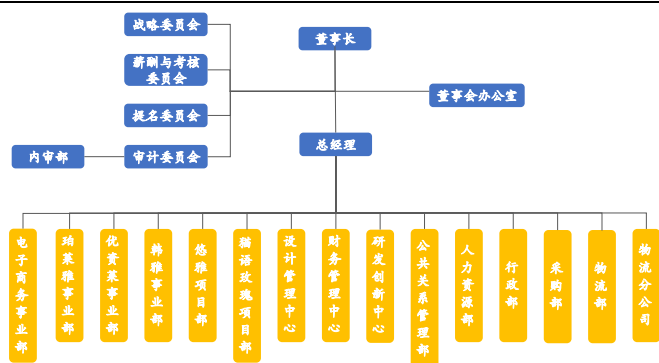
图表 12 公司 6*N 战略



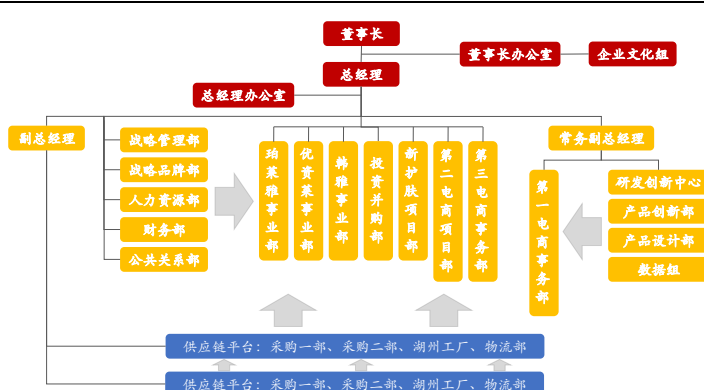
资料来源：公司公告，华安证券研究所

调整组织结构，学习互联网的垂直型管理结构，实现组织结构的扁平化，降低各部门的沟通成本。即在新组织架构中，公司采用事业部制，开发产品时，运营、内容、研发会形成一个项目组；在后期，“内容、运营、投放”也会组合在一起，形成一个三角形关系。不同人员共创机制的建立，让珀莱雅能更加精准的洞察行业和产品的发展趋势，紧跟流量的变迁，让珀莱雅能更快适应不同时代的发展需求。同时公司采用数字化中台赋能前台，深化大单品策略；投放中台精准提升 ROI 策略，采用研发、产品、投放、运营虚拟项目组织形式，打通端到端的全链路运营，建立高效的自驱型流程组织。2019 年以来管理费用率的降低，也体现了珀莱雅组织架构调整后降本增效的成果。

图表 13 公司原组织架构



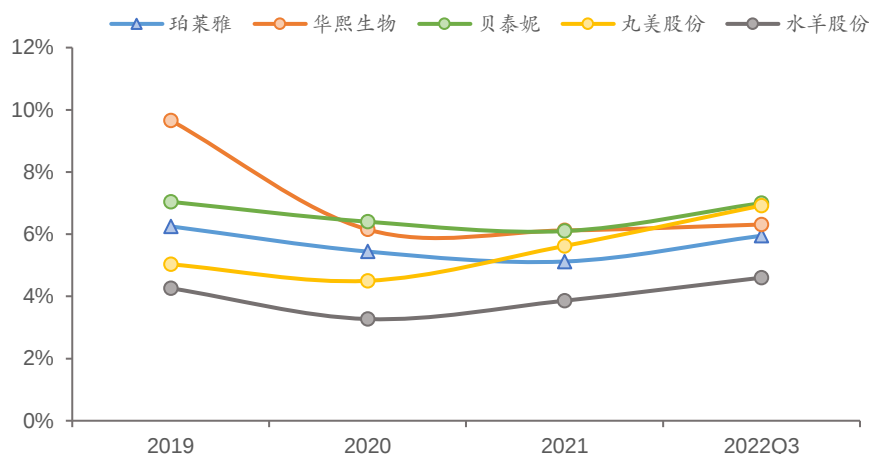
图表 14 公司调整后组织架构



资料来源：公司招股书，华安证券研究所

资料来源：公司可转债说明书，华安证券研究所

图表 15 公司管理费用率



资料来源：公司公告，华安证券研究所

公司洞察流量变迁趋势，抖音的 GMV 高增：2020 年珀莱雅就抓住短视频和直播风口，加快布局快手、抖音等平台。公司在 2021 加大抖音直播的投入，开启大单品矩阵账号，实现抖音销售的提升。2022 年双十一珀莱雅位列抖音国货美妆 GMV 第一，同比增长 120%+。2022 前三季度，抖音营收占比超过 15%，逐渐成为继天猫之外的第二大平台。

2.2 精细化运营，提高抖音投流效率

主要直播方式中，品牌自播能实现时长的自有控制，并且由于不采用能力型主播，无需高昂的费用。同时品牌方下场带货，在产品质量、售后等服务方面增加消费者的信任感，提升购买意愿。因此品牌方逐渐开始重视自播的团队建设以及日常的中腰部主播的合作，将超头主播更多作为大促时的品牌宣传作用。

图表 16 主要直播方式比较

品牌自播

品牌产商或第三方代理在平台运营的账号，注册小店以品牌旗舰店、品牌专卖店为渠道来源，通常搭建品牌账号矩阵。大部分直播间玩法：
日不落+平播。不采用能力型主播，**无需高昂费用**，循环话术推1-3个链接。

用户粘性=优质商品供给+灵活开播时间

腰尾部达人

腰尾部达人一般是指100w粉丝以下的达人，垂类或者小众达人。粉丝画像会**更精确**，圈层影响力高。并且腰尾部达人的**合作价格相对合理**，这也是一个重要因素。

长线拓量=多维人群+合理预算分配



明星、头部达人

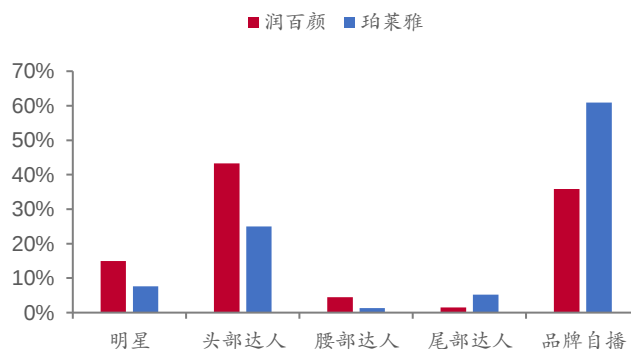
明星或现象级头部网红组建的专属团队，分为垂类or选品类，账号IP具有**较高的流量价值**，直播间以拼场/品牌专场形式，以“人”账号核心达到**平台级的影响力和产品背书**的能力。

互利双赢=爆品潜力+头部影响力

资料来源：果集，华安证券研究所

打造品牌自播矩阵，增强客户粘性：为了摆脱对超头的依赖，拥有更多的自主权，实现日常现金流的平稳，公司持续强化抖音渠道品牌自播。目前拥有 9 个蓝 V 账号、2 个官方旗舰店，主要运营“珀莱雅官方旗舰店”。一方面，多账号有利于获取更多自然流量；另一方面，多账号可以帮助品牌寻找更适合的内容分类或推荐分类，帮助品牌更大可能获取流量。此外，公司采取“错峰全天候开播”的策略，如珀莱雅时光秘密和珀莱雅品牌直播账号集中在早上 6 点开播，珀莱雅官方旗舰店则在 7 点、19 点开播，官方福利社从 8 点开播，提高客户停留时间。2022.1-2022.10，珀莱雅抖音销售构成中，61%来自品牌自播，远高于润百颜的 36%。

图表 17 珀莱雅和润百颜抖音直播销售构成 (2022.1-2022.10)



资料来源：果集，华安证券研究所

明星+达人双重引流，扩大人群覆盖力：2022 年 2 月，公司官宣 95 后新生代小花章若楠为珀莱雅品牌大使。并在抖音品牌日中，带出#亮相即炸场#抖音互动话题，同时联合王乃迎、一栗小莎子等头部主播翻拍传播。通过品牌大使+头部达人的原创内容，符合抖音的传播调性，促进活动影响力的进一步提升。达播方面，合作 KOL 既有骆王宇、搭搭夫妇、潘雨润等抖音头部美妆达人，又有贾乃亮、曹颖等知名度较高的演员艺人。明星与达人的双重引流，实现了不同圈层的定点曝光，更好的放大品牌的声量。此外，铺量腰部达人，实现大范围推送平台用户，补充更多空白人群。同时，由于有官方和头部达人陆续发声后，品牌自带的流量可以为腰部达人输入新鲜血液，腰部达人与品牌互相成就，降低营销投入。

优化货品结构，由大单品到大单品组合，满足人群多重需求：珀莱雅大单品账号最初是以双抗精华 2.0 作为主推产品，实现账号的粉丝积累。之后加入红宝石精华，主打逐渐变为“早 C 晚 A 精华套装”，满足消费者早晚护肤的多重需求，实现了品牌客单价的提升。我们认为主要是由于一方面抖音用户持续增长，一线和新一线的用户占比提升；另一方面，公司双抗精华已经实现一定的客户积累和产品知名度，叠加公司高效的运营能力，成功打造公司大单品直播间。

图表 18 珀莱雅主要直播间产品

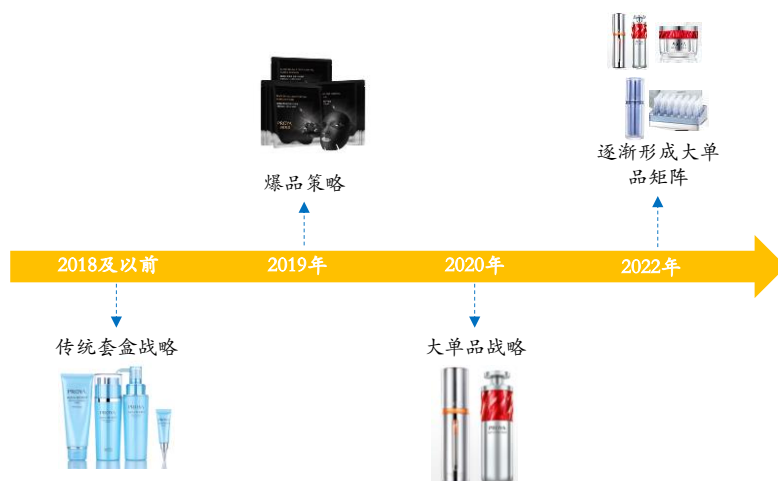
直播间	珀莱雅官方旗舰店	珀莱雅旗舰店	珀莱雅时光秘密	珀莱雅官方福利社
销售额（亿元）	3.41	1.9	0.13	0.1
平均直播时长	5 小时 5 分 24 秒	4 小时 59 分 27 秒	7 小时 24 分 20 秒	4 小时 2 分 27 秒
产品销售 top1	紧致肌密水乳套装	双抗精华 2.0	紧致肌密水乳套装	小球藻补水保湿修护面膜
产品销售 top2	双抗水乳套装	早 C 晚 A 精华套装	水动力洁面水乳套装	烟酰胺修护保湿面膜
平均客单价	273.26	410.5	207.97	74.56
产品类型	旧品转双抗衍生品	双抗精华/套装	旧品	新品面膜

资料来源：果集，华安证券研究所

3 大单品粘性强，多品牌增强自播动能

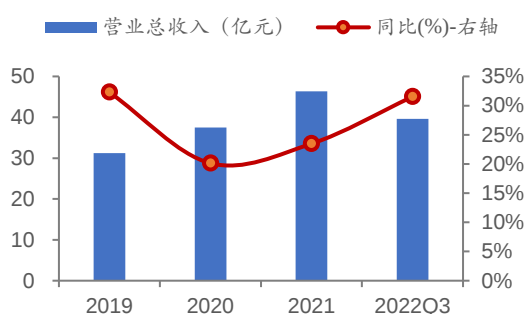
积极调整产品策略，大单品驱动增长。2018 年之前，国产化妆品行业主要是以渠道为王，各品牌以线下 CS、百货、商超等渠道销售为主。因此公司主要销售以传统水乳套盒产品为主，主要是在线下 CS 渠道进行销售。2018 年之后随着线上渠道的销售占比超过 CS 渠道，成为化妆品销售的主要渠道。国内众多新锐品牌涌现，化妆品行业竞争加剧，产品力成为成功突围的关键。2019 年公司成功打造了泡泡面膜，但主要是作为短期的流量大单品进行打造，生命周期较短。2020 年公司开启大单品战略，不同于短期的流量单品，大单品要承载更高的复购、创造更高毛利率。因此公司以高客单的抗衰精华品类为主，先后推出红宝石精华、双抗精华等大单品。2020 年和 2021 年公司营收实现快速增长，毛利率明显提升，主要是由于大单品销售占比快速提升，2020-2022H1 占珀莱雅营收比重和天猫 GMV 比重分别达到 10%/25%/35%+和 20%/60%/65%+。2022 年以来，公司持续推出更多的大单品，有望形成大单品矩阵，促进公司营收的进一步增长。

图表 19 公司战略变化



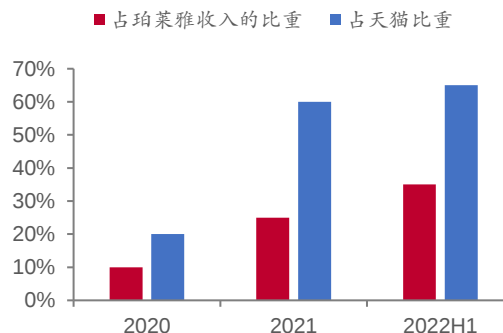
资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 20 公司营收及增速



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 21 大单品营收占比变化

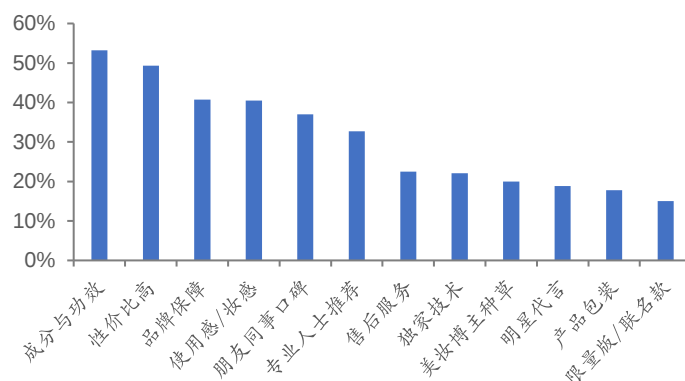


资料来源：公司公告，华安证券研究所

3.1 强功效+高性价比，品类连带实现价量齐升

抓住“早C晚A”概念，核心成分含量高功效强，产品高性价比：2020年成分党逐渐成为护肤消费者的重要组成部分，根据艾瑞咨询53%的消费者在选择护肤品时，会考虑到成分与功效。因此珀莱雅也在2020年推出了红宝石精华和双抗精华，并以“早C晚A”概念出圈。所谓“早C晚A”即早上使用维C类产品来抗氧化，晚上使用维A类产品来抗衰老。公司的红宝石精华含有六胜肽和维A醇，能够有效实现抗老；双抗精华含有麦角硫因和虾青素有效进行抗氧化，并且含有脱羧肌肽等成分使肌肤源力抗糖危机。以红宝石精华为例，产品含有1%超分子维A醇，较伊丽莎白雅顿、修丽可、欧莱雅等精华产品的含量更高。从价格看，红宝石精华的单价为9元/ml，而其他含有A醇类的精华产品单价在12元/ml以上。所以我们认为，公司早C晚A精华成功的主要原因在于，1、抓住成分党心态，产品具有高含量功效成分，有效实现抗糖抗氧抗初老。2、较国际品牌同类精华产品具有高性价比，实现价格的差异化定位。

图表 22 2020 年选择护肤品主要考虑因素



资料来源：艾瑞咨询，华安证券研究所

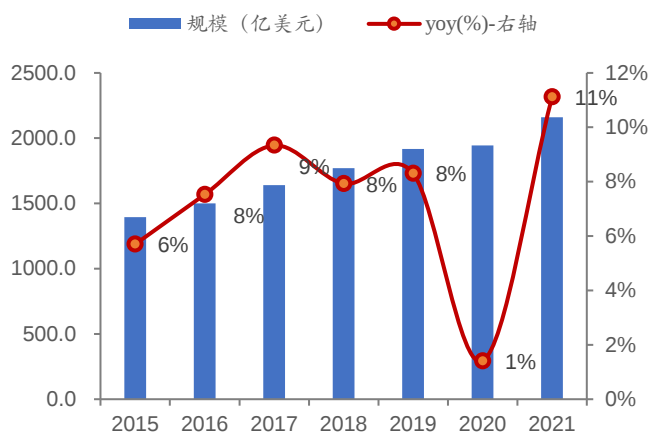
图表 23 主要 A 醇护肤品含量

品牌	产品	核心成分含量	定价	单价 (元/ml)
珀莱雅	红宝石精华	1%超分子维 A 醇	279	9
伊丽莎白雅顿	粉胶次抛精华	0.1%A 醇	790	28
修丽可	0.3%A 醇精华	0.3%A 醇	680	23
科颜氏	A 醇精华	0.1%A 醇	560	19
欧莱雅	夜精华 A 醇	0.25%原型 A 醇	379	13
露得清	A 醇精华	4%高活 A 醇	370	12
欧莱雅	逆时精华	0.1%A 醇 pro	349	12

资料来源：天猫，华安证券研究所

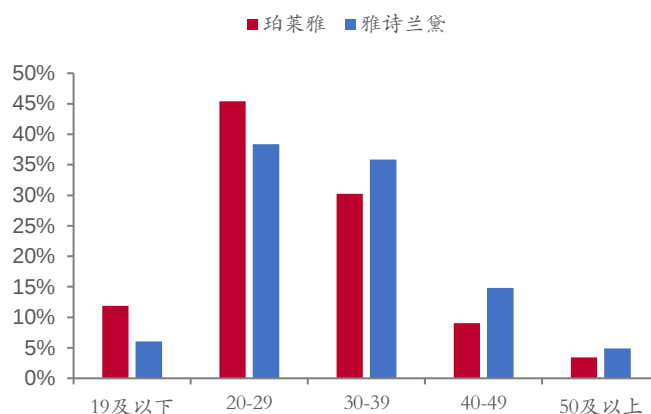
差异定位抗初老细分功效，符合抖音用户画像：2021 年全球抗衰老市场规模达到 2160 亿美元，增速为 11%。预计随着抗衰老理念的渗透，消费者认知程度加深，“熟龄肌”的抗衰老人群持续扩大，并且客单价有望继续提升。同时更多年轻消费者开始抗衰老，提高抗衰老的产品使用周期延长，总体抗衰老市场规模有望持续增长。其中精华液是消费者抗衰老的最优选。因此，多个国内化妆品品牌布局抗衰老赛道，其中贝泰妮推出高端抗衰老品牌 AOXMED、水羊收购抗衰老品牌伊菲丹。而珀莱雅以抗初老精华的形式推出大单品，差异化定位抗初老赛道，与雅诗兰黛相比，公司主要用户更加年轻化。珀莱雅通过洞察护肤市场的发展趋势，与国际抗衰老品牌差异化定位，拓展年轻抗衰老人群。而具有抗初老需求的年轻人群与抖音主要用户相对一致，因此更易被公司抖音自播吸引。

图表 24 全球抗衰老市场规模及增速



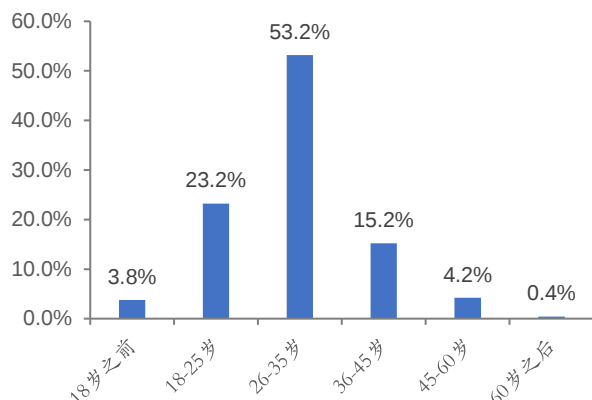
资料来源：艾瑞咨询，华安证券研究所

图表 25 珀莱雅和雅诗兰黛客群年龄分布



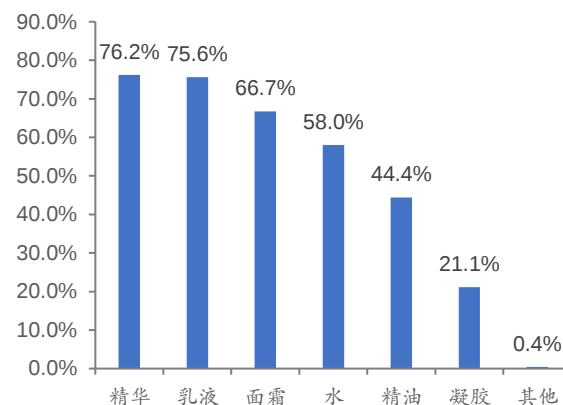
资料来源：百度指数，解数咨询，华安证券研究所

图表 26 2022 消费者开始关注抗衰老的年龄



资料来源：艾媒咨询，华安证券研究所

图表 27 2022 中国消费者使用抗衰老护肤品的质地



资料来源：艾媒咨询，华安证券研究所

通过连带实现客单价及销量提升，推新能力强：公司在红宝石精华、双抗精华大单品之外，持续培育新的大单品。2021 年以来公司陆续推出了源力精华、红宝石冰陀螺眼霜、保龄球精华、双白瓶等产品，逐渐形成大单品矩阵。通过大单品矩阵的打造公司已经拥有了一定的人群资产的积累消费，所以消费者在复购时会更倾向于选择自播间。

1、品类拓展，做系列化产品：公司最初以红宝石精华和双抗精华打开市场知名度，随后持续拓展产品品类，现在已经形成精华+面霜+眼霜等品类的红宝石家族和双抗家族。因此消费者在对红宝石精华形成使用习惯后，可能会选择功效和品类更全、价格更优的红宝石套装产品，提升单次购买的客单价和产品数量。

图表 28 公司大单品矩阵拓展

	源力修护精华	早C晚A套组	红宝石冰陀螺眼霜	保龄球蓝瓶精华	源力面霜	双白瓶精华
2021年以来大单品拓展情况						
	2021年2月	2021年6月	2021年9月	2021年9月	2022年1月	2022年7月
主要成分	SymReboot L19、三重神经酰胺、BMs-Tech肌源修护筑稳科技	王牌双抗配方，维A醇×六胜肽-1；温和易耐受	肽A改善动静纹路，10%双效六胜肽-1溶液，0.4%浓度超分子维A醇，3%Eyeliss，1%Pinoxide	全谱玻尿酸、紫苏籽油、芬兰黄金燕麦油	三重神经酰胺脂质体、肌源修护筑稳科技、芯源修护筑稳科技 NOVECM	五重成分预防黑色素；低水活性配方体系搭载乙基VC+APPS抑制黑色素；三重积雪草精粹、皮傲宁抑痘
功效	平衡内稳态，提升耐受抵御力	抗氧抗糖 抗老修护	A醇紧致抗皱 淡化细纹眼袋	修护受损屏障 重建健康肌肤	修护、保湿、舒缓	预防并抑制色素堆积

资料来源：公司公告，天猫，华安证券研究所

图表 29 产品品类拓展



资料来源：天猫，华安证券研究所

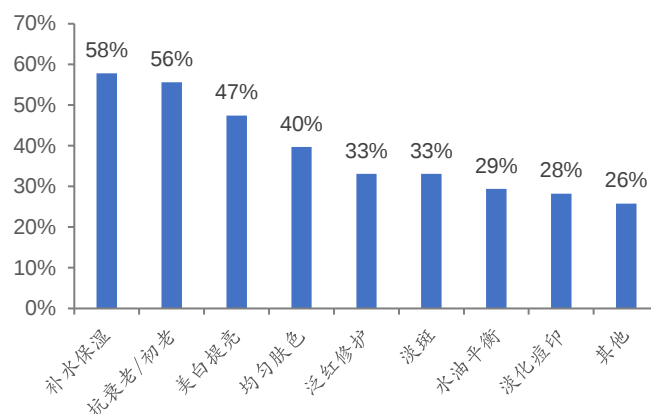
2、消费者对于护肤的逐渐从“成分党”向“功效党”转变，消费者从迷信成分转变为关注产品功效，更加在意产品使用之后的实际效果。即产品能否真正解决皮肤问题不再仅仅追求单一成分含量，对于产品整体能达到的功效更为关注。因此公司也在持续进行功效拓展，在“早C晚A”的基础上，推出ABC的护肤公式。在抗糖抗氧化的功效之外附加修护的源力精华，将新系列产品与原有大单品组合绑定，降低新品推广的难度，使源力系列逐渐成为公司又一大单品。2022年公司推出了双白瓶、启时精华油两个重磅新品，目标客群进一步拓展至美白、干皮抗老等人群。2022年中国消费者选择护肤品注重的功效前三分别为补水保湿、抗衰老/初老、美白提亮，启时精华油主打抗皱和滋润修护，期待新品上市后的销售表现。

图表 30 护肤 ABC 公式



资料来源：珀莱雅官博，华安证券研究所

图表 31 2022 年中国消费者选择护肤品注重的功效



资料来源：艾媒咨询，华安证券研究所

3.2 持续升级迭代，产品力增强客户粘性

大单品升级迭代能力强，提升客户体验增强客户粘性及单品价格：大单品的销售并不是一劳永逸的，需要根据市场变化持续进行成分和功效的升级，如雅诗兰黛小棕瓶自上市以来已经升级至第 7 代。因此，珀莱雅对核心的大单品也持续进行升级优化，如 2021 年升级推出红宝石精华 2.0 和双抗精华 2.0。2021 年升级了双抗小夜灯眼霜和红宝石面霜等产品。公司通过大单品的升级一方面升级原有成分+添加新的成分，产品功效进一步提升，同时改进产品使用过程中存在的问题。有望使产品逐渐从“早 C 晚 A”的概念升级至新的概念，减弱产品因市场热点转移的影响，提高复购率。同时另一方面升级后的 2.0 产品，价格较原有产品有一定的提升，其中红宝石精华升级后价格提升约 32%，双抗精华提升约 13%。因此产品升级有助于提升品牌价格带。

图表 32 红宝石精华升级



资料来源：公司公告，天猫，华安证券研究所

图表 33 双抗精华升级



资料来源：公司公告，天猫，华安证券研究所

价控能力强，为平销打下基础：我们统计了 2022 年双十一李佳琦直播间上市公司品牌的折扣情况。珀莱雅进入直播间的产品除双抗面膜降幅达到 64%外，其他产

品的降幅均低于 30%。而薇诺娜和夸迪品牌的产品降幅则都高于 30%。可以看出，公司在大促期间的降价幅度相对其他品牌小，日常直播降幅在 15% 以下，大促价格较日常自播的价差小，因此对平销的冲击较小。

图表 34 2022 年双十一李佳琦直播间折扣情况

品牌	产品	规格	优惠价 (元)	降幅 (%)
薇诺娜	保湿特护霜 50g*5	50g*5	560	-58%
	保湿特护霜 50g*2+15g*1	50g*2+15g*1	262	-58%
	舒缓保湿特护精华液 30ml*2	30ml*2	264	-60%
	护肤三件套	特护霜 50g+洁面 150ml+ 保湿润肤水 120ml	257	-51%
	舒缓修护冻干面膜+溶媒液 36 片	36 片	299	-66%
	清透防晒乳 50g*2	50g*2	168	-55%
	光透皙白淡斑面膜 6 片/盒*4	6 片/盒*4	351	-66%
	保湿丝滑面膜 6 片/盒*5	6 片/盒*5	420	-50%
	宝贝舒润霜 200g*2	200g*2	258	-50%
	宝贝倍护高保湿霜 50g*2	50g*2	228	-50%
	高保湿修护面霜 50g*2	50g*2	268	-54%
夸迪	焕颜次抛精华液 30ml	30ml	398	-37%
	焕颜次抛精华液 30ml*2	30ml*2	786	-37%
	战痘次抛精华液 30ml	30ml	288	-30%
	战痘次抛精华液 30ml*2	30ml*2	576	-30%
	焕采菁萃鲜注面膜 (4 片/盒)	4 片/盒	249	-34%
	5D 动能支撑面霜 50g	50g	398	-46%
	熬夜弹嫩盈透面膜 50g*2	50g*2	228	-72%
	悬油次抛 30ml	30ml	368	-41%
	悬油次抛 30ml*2 盒	30ml*2 盒	736	-41%
米蓓尔	乳液面膜 组合 1: 含 3 盒蓝色+2 盒 粉色	5 片/盒	158	-66%
	乳液面膜 组合 2: 含 5 盒蓝色+5 盒 粉色	5 片/盒	308	-65%
	粉水 2.0 300ml	300ml	240	-25%
	蓝绷带涂抹面膜 110g*2	110g*2	236	-25%
珀莱雅	早 C 晚 A 精华套装	双抗精华 30ml+红宝石精 华 30ml	463	-30%
	双抗精华 2.0 50ml	50ml	319	-29%
	红宝石面霜 2.0 50g(滋润版/轻盈版)	50g	279	-26%
	红宝石精华 2.0 50ml	50ml	389	-29%
	红宝石水乳	水 120ml+乳 120ml	408	-27%
	双抗面膜 2.0 5 片装*8 盒	5 片装*8 盒	396	-64%
	源力精华 2.0 50ml	50ml	319	-29%
	双抗小夜灯眼霜 2.0 20ml	20ml	249	-14%

资料来源：李佳琦直播间，华安证券研究所

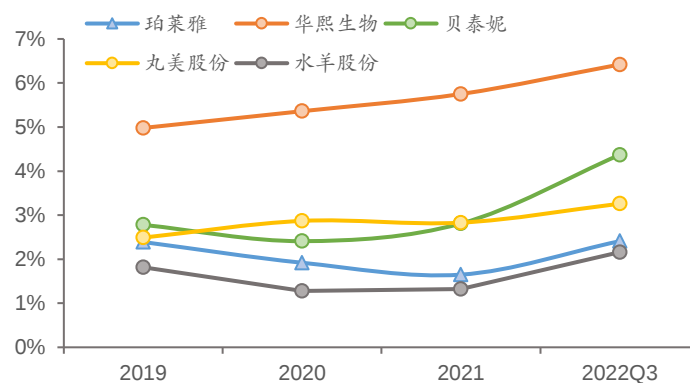
图表 35 抖音直播间较天猫官旗价格变化 (2023.2.6)

	抖音官旗 (元)	天猫官旗 (元)	价格降幅
红宝石面霜 2.0	289	339	-15%
双抗小夜灯眼霜	259	279	-7%
红宝石水乳套装	759	769	-1%
红宝石眼霜	309	359	-14%

资料来源：天猫官旗，抖音直播间，华安证券研究所

外部战略合作+内部人才引进，提升产品的科技力，增强品牌内生增长动力：由于化妆品新规的实施，原料重要性更加凸显，国内化妆品企业均加大研发投入。公司以自主研发为主、产学研相结合为辅的研发模式。与中国科学院微生物研究所、浙江工业大学、巴斯夫中国、亚什兰中国、帝斯曼上海、西班牙 LIPOTRUE S.L.、深圳中科欣扬等前端研究机构及优秀原料供应商保持研发合作关系。2022 年前三季度公司研发费用率有较大的提升，主要是由于公司制定新研发策略，加强基础研究。在原有研发创新中心基础上，成立国际科学研究院，加强基础研究，重点覆盖细胞、皮肤和原料开发，强化功效性原料研究。截至 2022H1，珀莱雅化妆品国际科学研究院逐步建成发酵、植物提取、有机合成等实验室，进一步增强核心功效原料的自主开发能力，同时积极发展皮肤基础研究，进行体外评价方法学的开发，验证以及运用；珀莱雅杭州龙坞研发中心目前正在建设中，未来该中心将聚焦核心原料开发，皮肤科学研究和化妆品配方开发，产品功效评价。

图表 36 公司研发费用率



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 37 公司主要原料合作情况

合作时间	合作公司	合作情况	核心原料	联合研发产单品
2019 年	LIPOTRUE S.L. (西班牙)	西班牙国际 胜肽 世家，在原料采购和技术共享上都享有绝对 优先权 。	六胜肽	红宝石精华
2019 年	CEVA (法国)	“法国国家 海藻 研究机构”，共同开发护肤原料。	目前正尝试从无污染海域的 海藻中提取抗皱原料	-
2019 年	CODIF (法国)	“法国 海洋生物 技术专家”，联合研制 海藻 护肤成分。	目前 针对 不同 护肤功效点 ，正合作生产	-

			多种核心成分原料	
2021 年	Ashland 亚什兰 (美国)	全球领先 特种材料 公司,按照珀莱雅的独特需求,独家专供帮助抗氧化、抗初老肌的全新专供成分。	-	-
2021 年	BASF 巴斯夫 (德国)	全球最大的化工企业和化妆品原料生产商	抗糖化成分 Collrepair(烟酸和丹参叶)	双抗精华
2021 年	DSM 帝斯曼(荷兰)	荷兰知名 烟酰胺 生产商,不断开发为满足当下护肤市场和消费者需求的成分,包括 维生素 , 合成多肽 、 有机来源 的植物提取物和其他天然活性物。	99%精纯浓度烟酰胺	珀莱雅烟酰胺精华液

资料来源:公司公告,华安证券研究所

继续推动人才年轻化、国际化的与业务匹配的人才供应链机制,精准选人,快速识别,高效用人,通过以战代练的方式逐步搭建一支有活力、有战斗力,自驱型的年轻化团队。并且公司秉持成为精英人才的汇聚和行业优秀人才的培训之地的目标,始终把员工学习与成长作为首要任务,持续创新与优化培训调研、培训课题、培训形式、培训实施、培训评估与改善、师资管理等。在学习形式上,通过提供线下面授、线上平台的学习与分享充分提升员工的参与度,从而使员工更有针对性的自主学习。年轻化的团队是珀莱雅抓住年轻消费者的需求,产品和品牌持续年轻化的主要因素。以研发人员为例,2021 年 30 岁以下的员工占比达到 40%,对比行业平均的 50%左右,仍有优化空间。2022 年 Q3 公司迎来新任研发负责人魏晓岚博士,其在全球化妆品领域拥有近 20 年的研发工作经验,在化妆品原料、化学材料、配方开发和香水设计等多领域拓展。新的研发负责人和新研发策略,有望进一步增强公司对于产品的投入,提升产品功效,增强内生增长能力。

图表 38 CSO 简介

姓名	现任职务	履历	照片
魏晓岚	珀莱雅CSO首席科学官	魏晓岚,女,毕业于北京大学化学与分子工程学院,拥有美国纽约大学斯特恩商学院工商管理硕士学位和美国宾夕法尼亚大学化学博士学位,在全球化妆品领域有近20年研发工作经验。 2018年,加入全球知名香水和化妆品巨头科蒂集团,任职亚太区研发副总裁。期间助力科蒂搭建了完整的本地研发中心,以及前端产品洞察、配方设计、包装工程、工艺、功效测试、毒理和法规部门的组织闭环。 多年来,魏晓岚博士深耕化妆品及消费品行业,在化妆品原料、化学材料、配方开发和香水设计等多领域拓展,先后在全球知名学术期刊发表论文10余篇,专利研究20余项,涵盖化合物合成、高分子材料、配方以及功效原料等方面。	

资料来源:公司公告,华安证券研究所

倡导“高投入、高绩效、高回报”的“三高”绩效文化,建立“定目标、盯过程、拿结果”的绩效管理体系;围绕业务战略,全力构建短(季度绩效、项目激励)、中(年度超

额分红)、长期(股权激励、合伙人)的多元化业务激励体系。2022 年 7 月公司推出限制性股票激励计划,拟授予的激励对象为公司的高级管理人员、中层管理人员及核心骨干,共计 101 人。2022~2024 年收入和归母净利润考核目标都是以 2021 年为基数,增速不低于 25%/53.75%/87.58%,对应 2022~2024 年归母净利润需高于 7.20/8.86/10.80 亿元, CAGR 达 23%,体现了公司对于优秀人才的激励及长期增长信心。

图表 39 公司股权激励目标

	2021	2022	2023	2024
营业收入	46.33	57.91	71.23	86.91
yoy		25%	23%	22%
净利润	5.76	7.20	8.86	10.80
yoy		25%	23%	22%

资料来源:公司公告,华安证券研究所

3.3 彩妆第二增长曲线清晰,多品牌矩阵增强平销动能

打造多品牌矩阵:参考国际化妆品集团的成长路径,品牌矩阵建设是增强长期抗风险能力,走向国际化的重要过程。如欧莱雅集团旗下拥有大众化妆品、高档化妆品、专业美发产品和活性健康化妆品四大类共数十个品牌。公司目前大众精致护肤的珀莱雅+悦芙媞、洗护品牌 Off&Relax、彩妆品牌彩棠、高功效护肤品牌 CORRECTORS 的多品牌矩阵布局的雏形已经显现。可以看到,公司打造大单品的经验丰富,珀莱雅大单品的成功经验可以复制到其他品牌中,公司多品牌矩阵有望成功打造。新品牌打造初期如果采用超头及达人直播虽然能快速实现销量,但是需要大量的成本投入也不利于品牌形象的打造,因此自播也是新品牌打造的重要路径。

图表 40 欧莱雅主要品牌

大众化妆品			高档化妆品		
L'ORÉAL PARIS 巴黎欧莱雅	GARNIER 卡尼尔	MAYBELLINE NEW YORK 美宝莲	LANCÔME 兰蔻	Kiehl's 科颜氏	GIORGIO ARMANI 阿玛尼
NYX NYX	3CE 3CE	essie essie	BIOHERM 碧欧泉	HR 赫莲娜	shu uemura 植村秀
Dark & Lovely Dark & Lovely	Niely Niely	me 即刻蜕变 MG 美即面膜	URBAN DECAY 衰败城市	MUGLER 穆勒	RALPH LAUREN 拉夫·劳伦
			VALENTINO 华伦天奴	AZZARO 阿莎罗	DIESEL 迪塞尔
			PRADA 普拉达	cacharel 卡夏尔	YUESAI 羽西
专业美发产品			活性健康化妆品		
L'ORÉAL PARIS 巴黎欧莱雅沙龙	REDKEN 丽得康	KÉRASTASE 巴黎卡诗	LA ROCHE-POSAY 理肤泉	CeraVe 适乐肤	SKIN CRITICALS 修丽可
MATRIX 美奇丝	PUREOLOGY pureology		VICHY 薇姿	DECIÉOR 法国蒂可丽	

资料来源:欧莱雅 2021 财报,华安证券研究所

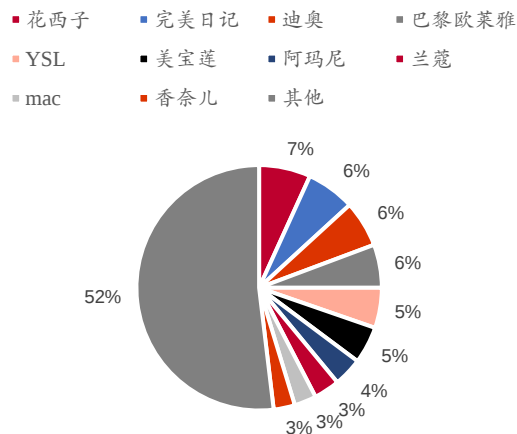
图表 41 公司主要品牌

品类	品牌	定位	价位 (元)	渠道
大众精致护肤	珀莱雅	专注科技护肤, 针对年轻白领女性群体	200~400	线上线下全渠道
	悦芙媿	专为年轻肌肤定制, 针对大学生等年轻女性群体	50~100	以线上为主
洗护品牌	Off&Relax	日本研发生产, 专注头皮养护的洗护品	150~200	线上渠道
彩妆品牌	彩棠	新国风化妆师专业彩妆	150~200	线上渠道
高功效护肤品牌	CORRECTORS	高功效型护肤品牌	260~600	线上渠道

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

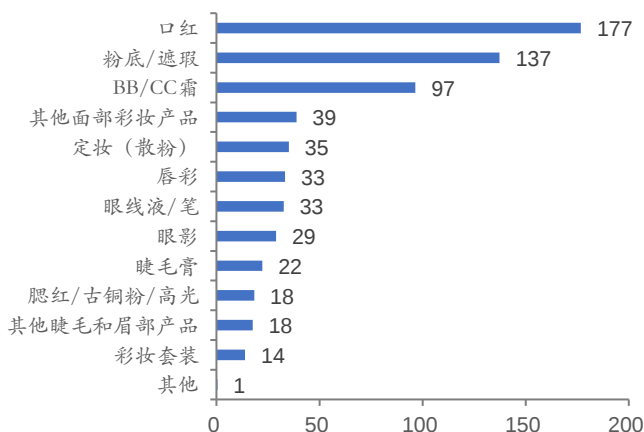
国内彩妆市场格局分散, 卡位底妆类产品增强复购: 由于彩妆子品类繁多, 每个品类中 SKU 多, 复购率低, 所以国内彩妆市场极为分散。2021 位列国内彩妆市场的前两名的花西子和完美日记市场占比分别为 7% 和 6%。从细分品类看, 口红市场规模最大, 粉底/遮瑕位列第二。相比于完美日记, 彩棠在市场卡位上错开了口红等需要出新快、单价低的品类, 精简 SKU、聚焦单价及复购率更高的底妆和遮瑕类产品, 提高产品的毛利率。未来公司继续加大底妆的研发投入, 有望打造更多的彩妆大单品。

图表 42 2021 年国内彩妆市场竞争格局



资料来源: 华经产业研究院, 华安证券研究所

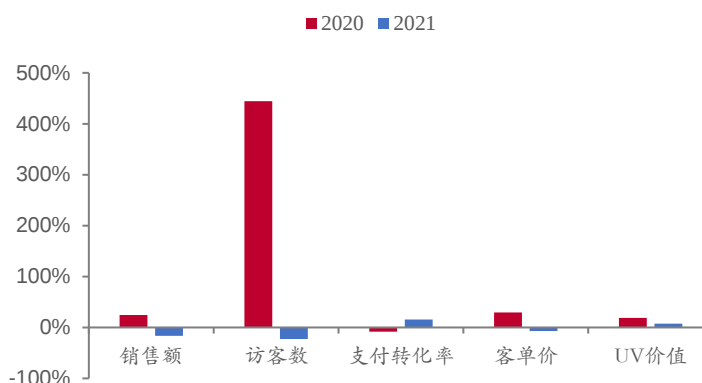
图表 43 2021 年中国彩妆市场细分品类规模 (亿元)



资料来源: 华经产业研究院, 华安证券研究所

消费者对于面部修容/高光品类认知持续加强: 根据解数咨询, 从 2019 到 2020 年, 高光增速达 24% 以上, 并且客单价和 UV 价值 (单个进店客人产生的价值) 都呈现快速增长。2021 年, 受疫情对于彩妆的影响, 非刚需的高光增速出现下滑趋势, 但是支付转化率和 UV 价值仍然增长。用户对于该品类的认知逐步加强的, 因此公司以三色遮瑕、三色修容等产品作为主打大单品, 进入彩妆市场。

图表 44 高光/修容品类增长情况



资料来源：解数咨询，华安证券研究所

彩棠是化妆师唐毅的个人品牌，珀莱雅入股后在运营方面做了调整和赋能：重新搭建组织架构，唐毅老师主要负责产品的研发，其他工作由专业人员负责；调整产品开发设计，给予供应链资源支持，缩短上新周期；组建天猫代运营团队，强化线上销售；共享珀莱雅的营销推广资源，助力彩棠的营销。

(1) 彩棠延续采用大单品战略，以唐毅老师个人IP打造彩妆品牌的专业形象，双十一中三色修容盘获得天猫高光类目排名 No.1，大师妆前乳获得天猫妆前类目 NO.2，三色遮瑕盘获得天猫遮瑕类目 NO.2。

(2) 在渠道上，彩棠最初与超头进行合作，2021 年彩棠全年营收达到 2.5 亿元，但是总体品牌塑造成效并不明显。2022 年公司开始进行自播，消费者更多的了解到品牌的理念，“中国妆原生美”的概念逐渐受到消费者的认可。彩棠 2022 上半年营收达到 2.3 亿元，营收占比达到 9%，在 2022 双十一中天猫和抖音 GMV 同比增长分别为 80%+和 380%+，已经成长为公司第二增长曲线。

盈利预测

(1) 线上：公司线上渠道分为直营和分销，直营以天猫、抖音、京东、快手、拼多多等平台为主，分销包括淘宝、京东、唯品会等平台。2022 上半年线上增长 49%，营收占比达到 88%。随着公司加大抖音渠道投入及精细化运营，预计更多的抖音用户将成公司的消费者，并且自播产品组合不断优化，有望逐渐提升客单价。随着珀莱雅更多的大单品的升级及新品推出、彩棠等品牌逐渐放量，预计天猫、京东等传统电商渠道仍将保持较快增长。

(2) 线下：线下渠道主要通过经销商模式运营。渠道包括化妆品专营店、商超、单品牌店等。受疫情影响，线下渠道人流减少，公司进行了线下门店的收缩调整。疫情放开后，线下门店的亏损将逐渐修复。

图表 45 盈利预测

	2021	2022E	2023E	2024E
总营业收入	46.20	59.43	74.55	92.69
yoy	23.28%	28.62%	25.44%	24.33%
总营业成本	15.45	19.85	24.70	30.29
yoy	13.32%	28.50%	24.43%	22.60%
毛利率	66.56%	66.59%	66.86%	67.32%
线上				
营业收入	39.24	53.8	68.8	86.7
yoy	49.54%	36.99%	27.97%	26.02%
占比	84.93%	90.45%	92.27%	93.53%
线下				
营业收入	6.96	5.7	5.8	6.0
yoy	-38.03%	-18.49%	1.45%	4.19%
占比	15.07%	9.55%	7.73%	6.47%

资料来源：公司公告，华安证券研究所

投资建议

公司已经形成了较强的自播能力，产品持续迭代更新增强客户粘性，大促与自播价差小为平播提供了基础。预计 2022~2024 年公司归母净利润增速分别为 29.8%/26.5%/25.3%，每股收益为 2.64/3.33/4.18，对应 PE 为 62/49/39，维持“买入”评级。

风险提示：

市场竞争加剧：行业内国内外玩家进入速度过快，导致价格战竞争加剧，影响行业内公司的营收增速以及利润水平。

新品推广不及预期：新品上市后推广受到产品功效、推广力度及推广方式等多种因素影响，若推广不及预期将对整体销售产生影响。

宏观经济波动：疫情反复等影响总体经济增长。

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	3159	4030	4757	6284	营业收入	4633	5943	7455	9269
现金	2391	2724	3488	4401	营业成本	1554	1985	2470	3029
应收账款	139	459	275	629	营业税金及附加	41	52	66	82
其他应收款	66	43	108	81	销售费用	1992	2609	3305	4159
预付账款	58	79	74	91	管理费用	237	322	397	493
存货	448	647	714	966	财务费用	-7	-38	-44	-60
其他流动资产	57	77	97	116	资产减值损失	-54	-30	-30	-30
非流动资产	1474	1661	1854	2049	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	170	242	322	405	投资净收益	-7	-3	-5	-7
固定资产	559	562	557	549	营业利润	671	869	1097	1375
无形资产	397	434	477	525	营业外收入	0	0	0	0
其他非流动资产	348	424	498	570	营业外支出	4	4	4	4
资产总计	4633	5691	6610	8333	利润总额	668	865	1093	1371
流动负债	1025	1542	1556	2143	所得税	111	151	188	235
短期借款	200	207	206	192	净利润	557	714	906	1136
应付账款	404	812	692	1147	少数股东损益	-19	-34	-40	-49
其他流动负债	421	522	657	804	归属母公司净利润	576	748	945	1185
非流动负债	721	721	721	721	EBITDA	782	975	1203	1469
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	2.87	2.64	3.33	4.18
其他非流动负债	721	721	721	721					
负债合计	1746	2263	2277	2864					
少数股东权益	10	-24	-64	-113					
股本	201	284	284	284					
资本公积	834	751	751	751					
留存收益	1842	2416	3362	4547					
归属母公司股东权益	2877	3452	4397	5582					
负债和股东权益	4633	5691	6610	8333					

现金流量表				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	830	774	1052	1222
净利润	557	714	906	1136
折旧摊销	96	71	75	77
财务费用	10	10	10	10
投资损失	7	3	5	7
营运资金变动	75	-79	2	-63
其他经营现金流	566	846	957	1252
投资活动现金流	-342	-265	-276	-284
资本支出	-194	-138	-144	-146
长期投资	-70	-124	-127	-131
其他投资现金流	-78	-3	-5	-7
筹资活动现金流	490	-176	-11	-25
短期借款	-99	7	-1	-15
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	83	0	0
资本公积增加	-3	-83	0	0
其他筹资现金流	592	-183	-10	-10
现金净增加额	976	333	764	913

主要财务比率				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营业收入	23.5%	28.3%	25.4%	24.3%
营业利润	20.9%	29.4%	26.3%	25.3%
归属于母公司净利润	21.0%	29.8%	26.5%	25.3%
获利能力				
毛利率 (%)	66.5%	66.6%	66.9%	67.3%
净利率 (%)	12.4%	12.6%	12.7%	12.8%
ROE (%)	20.0%	21.7%	21.5%	21.2%
ROIC (%)	15.1%	17.2%	17.9%	18.1%
偿债能力				
资产负债率 (%)	37.7%	39.8%	34.4%	34.4%
净负债比率 (%)	60.5%	66.0%	52.5%	52.4%
流动比率	3.08	2.61	3.06	2.93
速动比率	2.54	2.10	2.49	2.39
营运能力				
总资产周转率	1.12	1.15	1.21	1.24
应收账款周转率	21.88	19.24	19.25	19.64
应付账款周转率	3.38	3.27	3.29	3.29
每股指标 (元)				
每股收益	2.87	2.64	3.33	4.18
每股经营现金流 (摊)	2.93	2.73	3.71	4.31
每股净资产	14.31	12.17	15.51	19.69
估值比率				
P/E	72.58	62.19	49.18	39.24
P/B	14.55	13.47	10.57	8.33
EV/EBITDA	51.64	45.82	36.50	29.25

资料来源：公司公告，华安证券研究所

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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。本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。