

2021年08月04日

珀莱雅 (603605.SH)

珀莱雅：渠道与品牌再度升级，中长期确定性提升

■回顾珀莱雅成长历程，我们看到珀莱雅屡次踩准渠道变迁把握红利机遇，同时产品不断迭代进化，品牌形象持续升级。当前节点，珀莱雅再度把握抖音红利，大单品策略得到阶段性数据验证、新品牌彩棠等逐步站稳，已经实现渠道与品牌的再度升级，公司组织管理能力再度证实，中长期确定性明显提升。

■珀莱雅已通过前瞻布局，在抖音渠道实现较大规模且各项经营指标向好，正在充分抢占崛起的抖音渠道的红利机遇。①2019年9月我们曾发布报告《聚散之间，看化妆品营销新纪元——写在社交营销序幕拉开的关键时期》，提出1980年以来，流量入口已经历了三轮切换，目前正在经历最新一轮变革，流量入口从央视——卫视——淘宝——社交平台依次切换，流量入口每次切换均带来的挑战和机遇均造成了行业格局的重塑；当前阶段，我们看到随着社交平台的充分发展，其变现能力空前提升，抖音电商成为正在迅速崛起的红利渠道：2020年1-12月，抖音电商总体GMV增长11.3倍，抖店作为在抖音电商生意经营的入口，2021年1月的交易额较去年同期增长超50倍。2020年1-11月，抖音电商新增开店商家数量增长17.3倍，且已入驻的品牌GMV普遍增长显著。②根据飞瓜数据，珀莱雅在抖音美妆品类2-7月累计销售额（飞瓜预估）排名位列第一，6个月累计预估销售额接近4亿元；在2021年2-7月期间，月度销售额呈现稳定提升、且月度环比增速向上的趋势，2021年6月，单月销售额超过7000万元，2021年7月，单月销售额超过9000万元，可见“618”大促结束后，仍保持良好势头。珀莱雅抖音粉丝数约176万远超自然堂，飞瓜指数较高为610（意味着趋势向好），近30天内，场均人数峰值9373人、场均观看人次83万人规模较大，平均停留时长较长达1'40"，护肤品均价较高为181元（保证利润空间）。

■发力大单品策略，红宝石精华、双抗精华表现亮眼且趋势向好，防晒新品上市后即放量增长，均有成为核心大单品潜力；大单品的确立有望提升公司中长期稳健确定性。①红宝石精华：红宝石精华上市以来，平均客单价基本稳定在240元以上，2021年5月提价后，客单价提升至329元；2021年月销稳定在13000件以上。大促期间销量更佳，2020年11月（包含“双十一”活动期）销量达77002件，客单价反向提升至约260元，2021年6月（包含“618”活动期）销量达55881件，且客单价仍维持329元。2020年2月上市，2021年5月即实现产品升级，推出红宝石精华2.0，产品更加温和兼高效，全面提升抗皱力。目前已推出红宝面膜、面霜、活肤水等放大单品效用。②双抗精华：珀莱雅双抗精华上市以来平均客单价基本稳定在220-296元之间；2021年月销稳定在17000件以上。大促期间销量更佳，2020年11月（包含“双十一”活动期）销量逾10万件，客单价约为222元；2021年6月（包含“618”活动期）销量达87722件，且客单价没有降低，约为269元。已推出双抗精华2.0版本，针对全链抗氧、多维抗糖，在抗氧、抗糖、功效、肤感四方面进行了升级。已推出双抗小夜灯眼霜、双抗水乳、双抗面

公司深度分析

证券研究报告

日用化学品

投资评级 **买入-A**
维持评级

6个月目标价：**228元**
股价（2021-08-03）**177.30元**

交易数据

| | |
|-----------|----------------|
| 总市值(百万元) | 33,556.36 |
| 流通市值(百万元) | 33,556.36 |
| 总股本(百万股) | 201.12 |
| 流通股本(百万股) | 200.66 |
| 12个月价格区间 | 135.87/217.46元 |

刘文正

分析师

SAC 执业证书编号：S1450519010001
liuwz@essence.com.cn
021-35082109

杜一帆

分析师

SAC 执业证书编号：S1450518080002
duyf1@essence.com.cn
021-35082088

相关报告

| | |
|---|------------|
| 珀莱雅：珀莱雅2020&21Q1点评：业绩稳增长符合预期，持续推进大单品战略，新兴渠道快速增长/刘文正 | 2021-04-23 |
| 珀莱雅：业绩好于预期，彩妆、精华放量，转型突破之路稳步前行/刘文正 | 2020-10-27 |
| 珀莱雅：拟发行可转债为研发生产添薪加柴，继续推荐/刘文正 | 2020-10-14 |
| 珀莱雅：品牌升级+彩妆大增，已入转型突破之年/刘文正 | 2020-08-26 |

膜等放大单品效用。③**防晒新品**：2021年1月，珀莱雅抗蓝光羽感防晒新品发布，4月的销售增长幅度超过60倍，4、5、6月的销售额均过千万；6月即成为天猫旗舰店销售额第二品类。2021年6月，羽感防晒的天猫旗舰店销售额为2822万元，超过发布以来的最高月销售额的两倍，可见“618”期间，羽感防晒销售靓丽。

■**彩棠跨赛道趋势向好，梯度品牌矩阵逐步成型**。①2020年下半年开始，珀莱雅开始发力彩妆品牌彩棠，当年即实现营收1.2亿元。随着营销的持续推进，彩棠三色修容盘已成为网红爆款产品。彩棠品牌的持续向好，预示着珀莱雅在新品牌以及跨赛道运营上的成功可能，公司有望从单一品牌走向平台型公司，提升中长期增长确定性。②**珀莱雅已形成具有梯度的品牌矩阵**：其中珀莱雅为主品牌，彩棠及悦芙媞为潜力品牌可接力成长，同时有较多孵化期品牌如科瑞肤、INS.BAHA等，更多品牌有望蓄力长期增长。

■**投资建议：渠道与品牌再度升级，中长期确定性提升**。根据截止2021/8/3数据，行业可比公司（贝泰妮、华熙生物、丸美股份、上海家化）估值对应2021年为PE估值中位数为94x，PS估值中位数为16倍。目前珀莱雅市值对应2021年为60xPE、7.7xPS，估值均处于较低水平。预计珀莱雅2021-2023年净利润水平为5.96/7.22/8.68亿元，给与2021年77倍估值，目标价228元。

■**风险提示：新冠疫情持续恶化，经销商管理风险，渠道结构风险，新项目孵化风险**

| (百万元) | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 主营业务收入 | 3,123.5 | 3,752.4 | 4,626.8 | 5,493.9 | 6,475.7 |
| 净利润 | 392.7 | 476.0 | 595.8 | 722.2 | 868.2 |
| 每股收益(元) | 1.95 | 2.37 | 2.96 | 3.59 | 4.32 |
| 每股净资产(元) | 10.09 | 11.89 | 14.32 | 17.31 | 21.10 |

| 盈利和估值 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|--------|-------|-------|-------|--------|-------|
| 市盈率(倍) | 99.1 | 81.7 | 65.3 | 53.9 | 44.8 |
| 市净率(倍) | 19.2 | 16.3 | 13.5 | 11.2 | 9.2 |
| 净利率 | 12.6% | 12.7% | 12.9% | 13.1% | 13.4% |
| 净资产收益率 | 19.3% | 19.9% | 20.7% | 20.7% | 20.5% |
| 股息收益率 | 0.3% | 0.0% | 0.3% | 0.3% | 0.3% |
| ROIC | 71.2% | 54.1% | 51.7% | 194.6% | 75.3% |

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

内容目录

| | |
|--|-----------|
| 1. 抖音渠道崛起，珀莱雅正在充分抢占红利 | 6 |
| 1.1. 抖音“断外链”，逐步建立完备闭环 | 6 |
| 1.1.1. 2020 年，抖音进行一系列“段外链”调整 | 6 |
| 1.1.2. 自建闭环体系：四大平台解决方案+“FACT”经营矩阵 | 7 |
| 1.1.3. 商家可自行选择多种营销投放方式 | 8 |
| 1.2. 抖音渠道崛起，美妆赛道表现亮眼 | 9 |
| 1.3. 珀莱雅，正在充分抢占崛起的抖音渠道红利 | 10 |
| 2. 大单品策略进展顺利，多款潜力单品数据亮眼 | 12 |
| 2.1. 什么是大单品，如何判断是否是大单品？ | 12 |
| 2.1.1. 维度一：稳定的销售量及稳定的价格 | 13 |
| 2.1.2. 维度二：产品持续迭代 | 15 |
| 2.1.3. 维度三：带动周边产品能力 | 16 |
| 2.2. 潜力大单品——红宝石精华 | 17 |
| 2.2.1. 红宝石精华：定位大众化抗衰市场 | 17 |
| 2.2.2. 销售量价稳定向上，产品迭代升级，周边产品已上线 | 18 |
| 2.3. 潜力大单品——双抗精华 | 20 |
| 2.3.1. 双抗精华：抗糖抗氧二合一 | 20 |
| 2.3.2. 销售量价稳定向上，产品迭代升级，周边产品已上线 | 21 |
| 2.4. 潜力大单品——羽感防晒 | 24 |
| 2.4.1. 羽感防晒：防晒+抗蓝光+美白多重功效 | 24 |
| 2.4.2. 火爆销售中，预计“618”表现非凡 | 25 |
| 3. 彩棠跨赛道趋势向好，公司平台化推进中 | 25 |
| 3.1. 彩棠——与明星彩妆大师唐毅合作品牌 | 26 |
| 3.2. 社媒平台全覆盖，淘宝直播放量销售，主要合作腰部 KOL | 26 |
| 3.3. 三色修容已成爆款，天猫旗舰店整体月销过千万 | 28 |
| 4. 梯度品牌矩阵成型，更多品牌蓄力持续增长 | 29 |
| 4.1. 潜力品牌——悦芙媞：差异化定位年轻群体，品牌重塑后销售靓丽 | 31 |
| 4.2. 孵化期品牌——Correctors-科瑞肤：定位功能性护肤品，主打“针对护肤” | 33 |
| 4.3. 拓展新赛道—Off&Relax：主打日本温泉水头皮养护 | 34 |
| 5. 投资建议 | 35 |
| 6. 风险提示 | 36 |

图表目录

| | |
|---|----|
| 图 1：中国化妆品营销历经三个完整阶段，正在经历第四次革命性变化 | 6 |
| 图 2：抖音四大平台解决方案 | 7 |
| 图 3：抖音“FACT”四大经营矩阵实现生意长效增长 | 8 |
| 图 4：抖音购物节促销 GMV | 9 |
| 图 5：2020 年度抖音电商 Top30 潜力品类分布 | 10 |
| 图 6：抖音美妆品类 2-5 月累计销售额（飞瓜预估）前 20 名（单位：亿元人民币） | 10 |
| 图 7：抖音美妆品类 2-7 月累计销售额（飞瓜预估）前 20 名（单位：亿元人民币） | 11 |

| | |
|--|----|
| 图 8: 珀莱雅 2021 年 2-7 月度销售额 (飞瓜预估) 及月度环比增速 (单位: 万元) | 11 |
| 图 9: 如何判断大单品 | 13 |
| 图 10: 雅诗兰黛天猫旗舰店雅诗兰黛小棕瓶眼霜销售量价图 (2020 年 7 月至 2021 年 7 月) | 14 |
| 图 11: 兰蔻天猫旗舰店兰蔻小黑瓶精华销售量价图 (2020.07-2021.07) | 14 |
| 图 12: 薇诺娜旗舰店薇诺娜舒敏保湿特护霜销售量价图 (2020 年 5 月至 2021 年 7 月) | 15 |
| 图 13: 小棕瓶配方更新历史 | 15 |
| 图 14: 小黑瓶精华更新历史 | 16 |
| 图 15: 雅诗兰黛小棕瓶周边产品 | 16 |
| 图 16: 兰蔻小黑瓶周边产品 | 17 |
| 图 17: 薇诺娜舒敏保湿系列 | 17 |
| 图 18: 珀莱雅天猫旗舰店红宝石精华量价图 | 18 |
| 图 19: 红宝石精华更新历史 | 19 |
| 图 20: 红宝石活肤水 | 19 |
| 图 21: 双抗精华抗氧主成分 | 20 |
| 图 22: 双抗精华抗糖主成分 | 20 |
| 图 23: 肌肤抗糖化的过程 | 21 |
| 图 24: 双抗精华保鲜仓 | 21 |
| 图 25: 珀莱雅天猫旗舰店双抗精华量价图 (2020 年 5 月-2021 年 7 月) | 22 |
| 图 26: 双抗精华 2.0 在抗氧、抗糖、功效、肤感四方面升级 | 23 |
| 图 27: 双抗精华 2.0 主打抗糖、抗氧功效 | 23 |
| 图 28: 珀莱雅双抗系列产品 | 24 |
| 图 29: 物化结合反射+吸收紫外线 | 25 |
| 图 30: 羽感防晒美白防晒双持证 | 25 |
| 图 31: 珀莱雅羽感防晒量价图 (2021 年 1 月-7 月) | 25 |
| 图 32: 彩棠股权结构 | 26 |
| 图 33: 彩棠彩妆产品上新及营销活动 | 27 |
| 图 34: 彩棠品牌社媒平台投放情况 | 27 |
| 图 35: 彩棠品牌 KOL 投放情况 | 28 |
| 图 36: 彩棠天猫旗舰店销售额 (万元) 及三色修容销售占比 (2020.06-2021.07) | 29 |
| 图 37: 珀莱雅品牌矩阵 | 30 |
| 图 38: 珀莱雅 6“N”战略 | 30 |
| 图 39: 防晒霜隔离乳喷雾 | 31 |
| 图 40: 小紫罐面膜 | 31 |
| 图 41: 悦芙媞成交类目占比 (按销量, 近 12 个月) | 32 |
| 图 42: 悦芙媞销量 (件) 及销售额 (万元) | 32 |
| 图 43: 悦芙媞粉丝画像 | 33 |
| 图 44: Correctors 产品 | 34 |
| 图 45: Off&Relax 产品图 | 35 |
| | |
| 表 1: 抖音广告产品矩阵 | 8 |
| 表 2: 抖音销量前列品牌最大抖音号核心数据对比 | 12 |
| 表 3: 含乙酰基六肽-8 产品对比 | 18 |
| 表 4: 含麦角硫因产品对比 | 20 |

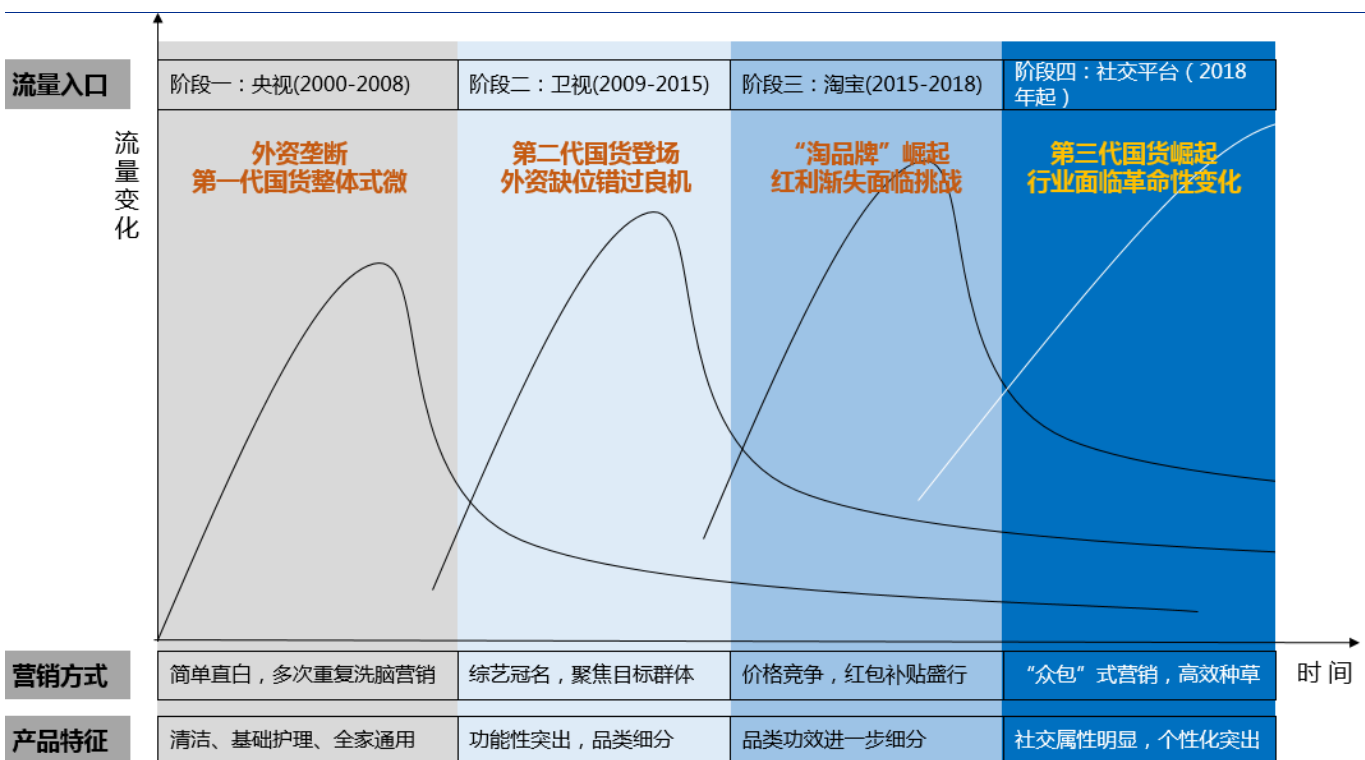
| | |
|-----------------------------------|----|
| 表 5: 彩棠直播电商销量 Top30 品类分布..... | 28 |
| 表 6: 2021 年 7 月彩棠抖音直播主要产品销售额..... | 29 |
| 表 7: 悦芙媞官方抖音账号数据..... | 33 |
| 表 8: 可比公司估值表 (截止 2021/8/3) | 36 |

1. 抖音渠道崛起，珀莱雅正在充分抢占红利

2019年9月我们曾发布报告《聚散之间，看化妆品营销新纪元——写在社交营销序幕拉开的关键时期》，提出流量入口几度变迁，每次切换均带来的挑战和机遇均造成了行业格局的重塑。报告系统梳理了中国化妆品行业的营销历程特征：1980年以来，流量入口已经历了三轮切换，目前正在经历新一轮变革，流量入口从央视——卫视——淘宝——社交平台依次切换；随着淘宝流量费用持续增长、电商平台获客成本持续提升，传统电商行业竞争日益激烈，而短视频行业经过迅猛发展，已积累大量用户、进入精耕细作的发展阶段，基于内容营销对销售显著的促进作用，社交内容营销流量入口迅速崛起。

当前阶段，我们看到随着社交平台的充分发展，其变现能力空前提升，抖音电商成为正在迅速崛起的红利渠道。

图1：中国化妆品营销历经三个完整阶段，正在经历第四次革命性变化



资料来源：安信证券研究中心

1.1. 抖音“断外链”，逐步建立完备闭环

1.1.1. 2020年，抖音进行一系列“断外链”调整

抖音小店早已于2018年5月上线，随着其用户数及活跃度的不断攀升，2020年起，抖音进行了一系列“断外链”调整。

- **2020年6月，“抖店”上线。**根据亿邦动力网，2020年6月，抖音小店上线了独立APP——“抖店”，开通抖音小店的商家可以在移动端操作商家后台系统。“抖店”APP被官方定义为抖音小店商家端的移动工作台。今年6月2日，抖音小店PC端商家后台发布了《移动工作台商家手册》，对移动工作台的功能设置和操作流程进行了详细介绍。

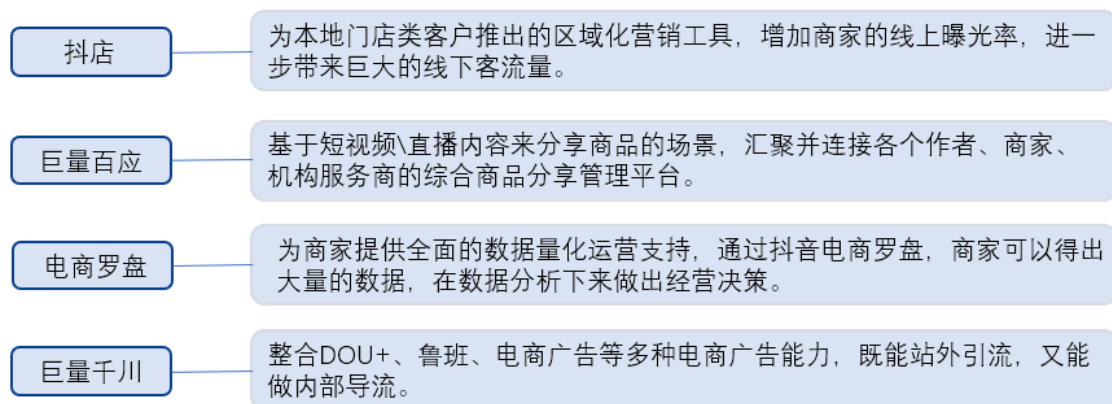
- **2020年7月15日，推出“种子计划”，此后历经多次更新和升级。**7月15日起至8月31日，新入驻小店的商家可获得满100减100元dou+优惠券。此外，平台热度值表现优异的商家还有机会额外获得dou+优惠券和人气卡等奖励。同时，商家在8月31日前新开通小店的，可继续享受0粉丝绑定抖音账号、0粉丝申请“商品橱窗/购物车”等扶持权益，并在新店30天内专享低至1%技术服务费优惠。
- **2020年7月底，巨量星图首次公布直播带货对于小店和第三方渠道商品的差异化管控。**明确表态加强美妆品类内容管控：如果商品来源为小店，直播间挂车链路保持原有方式；如果商品来源为第三方平台，商品链接需商家通过巨量星图发送任务单后进入直播间购物车。星图将收取达人直播报价的5%作为平台服务费。
- **2020年8月初，抖音公布美妆个护品类新规。**要求非抖音小店链接的美妆商品，必须通过巨量星图发送任务单，才能挂在直播间购物车，而抖音小店链接则可直接挂上。
- **2020年8月17日，公告直播将“断外链”。**巨量星图发布公告，自8月20日起，对源于第三方电商平台的商品链接，平台会对直播带货任务收取20%的服务费，抖音小店的链接则仅收5%。自10月9日起，抖音将不再支持第三方商品直播带货。

1.1.2. 自建闭环体系：四大平台解决方案+“FACT”经营矩阵

抖音电商负责人康泽宇在2021年4月8日抖音电商生态大会上，提出2023年TAM高达9万亿元的“兴趣电商”概念，并提出三大扶持目标：未来一年，将帮助1000个商家实现年销破亿元，其中100个新锐品牌年销破亿元；帮助10万个优质达人实现年销10万元，其中1万个达人年销破千万元；帮助100款优质商品年销破亿元。

四大平台解决方案抖店、巨量百应、电商罗盘、巨量千川落实四大运营思路，打通内容阵地与经营阵地、连接内容生产和商品供给、融合内容数据和交易数据、提升商家和达人的用户营销能力，将商家、内容创作者、用户需求和平台数据相结合，实现兴趣与消费的高效连接转化。

图2：抖音四大平台解决方案

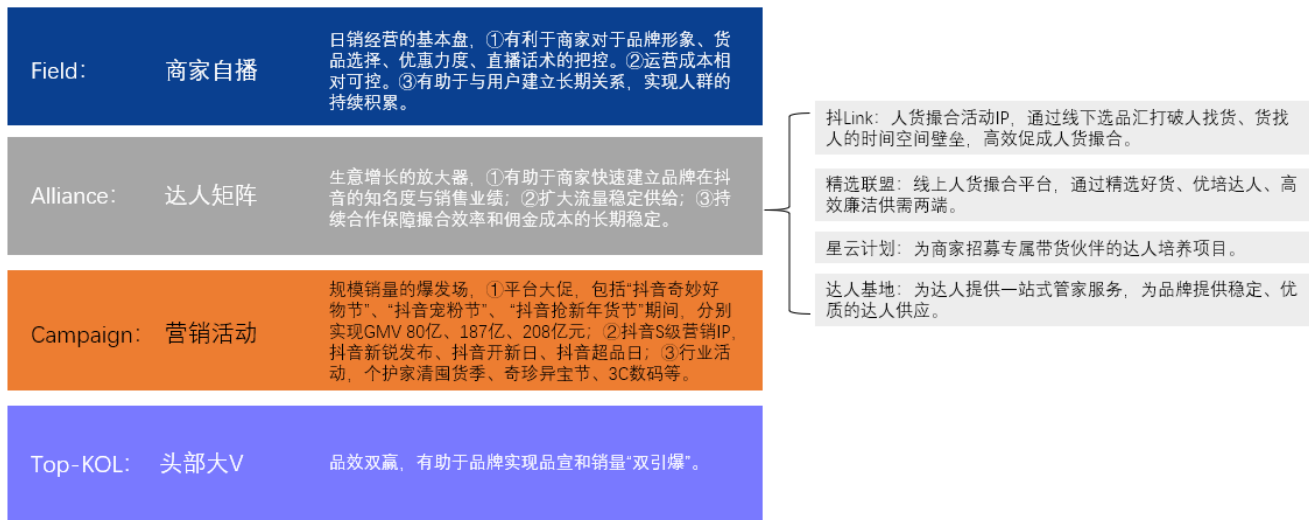


资料来源：知乎飞瓜数据官方账号、巨量千川、巨量百应官网，安信证券研究中心

“FACT”经营矩阵，为商家创造消费过程全链路的长久增长机会。以内容激发消费者对商品的消费兴趣是抖音电商的核心价值，建设以内容为中心的电商经营模式和团队结构，可以

实现商家在抖音电商的经营效率增长和业绩的长效增长。为了实现这一理念，抖音电商推出了由商家自播 (Field)、达人矩阵 (Alliance)、平台活动 (Campaign)、头部达人 (Top-KOL) 组成的 FACT 经营矩阵，帮助商家搭建起“短视频+直播”的内容体系，形成“自播+达人”的组合经营模式，再加上抖音电商的平台活动，可以迅速聚拢特定受众，为商家创造从“种草到拔草”的 GMV 持续增长全链路。

图 3: 抖音“FACT”四大经营矩阵实现生意长效增长



资料来源: 巨量算数, 安信证券研究中心

1.1.3. 商家可自行选择多种营销投放方式

售卖方式分为 CPT、CPM 和 CPV 三种, 分别适合不同类型的品牌广告需求。抖音 CPT 广告是指按照投放时间购买收费, 即广告主可以选择一天的任意时间段投放广告, 而用户也只能在此时间段看到广告, 在这一时间内无论广告展示多少次都不会收取广告费用; CPM 指按展示付费的广告, 一般是每千次收费, 因此仅当广告真实的被感兴趣的点击才扣费, 可以提高广告费的投资转化率, 削减广告成本; CPV 按照有效观看时长来计费, 能够有效避免广告被误点时所产生的无效曝光。

开屏、信息流、Topview 三大广告产品。①开屏产品又分为全国轮播 CPT、地域轮播 CPT 以及 CPM, 具有全国高效投放或者某地域的精准投放, 以及开屏 CPM 的定向、买量灵活、门槛低的优势。②信息流产品种类繁多, 包括全天、分时、分地域手刷以及智能优选和 DTV 保 5 秒有效播放信息流, 具有可见性高、多方定向的优势。③Topview 是抖音独家首创的超级曝光产品, 被视为超级首位广告, 融合开屏广告以及信息流广告的优势, 通过霸屏展示、10-60s 试听沉浸式体验、一键互动等方式实现品牌营销诉求, 显著提升品牌各项营销指标。

表 1: 抖音广告产品矩阵

| 位置 | 广告产品 | 售卖方式 | 前端样式 | 投放类型 | 直达链接应用吊起 | 直达链接内部跳转 |
|------|-----------------------|------|-------------------------|-------------|--|--------------------------------|
| 启动画面 | 轮播 CPT | CPT | 静态 3s 动态 4s 视频 5s | 纯展示 落地页 | 开屏区域吊起 (仅支持静态半开屏开展素材支持, 区域吊起白名单内的 app 吊起) | 抖音站内跳转 (挑战赛详情页、个人主页、直播页面、音乐页等) |
| | 开展 GD | CPM | | | 开屏全屏吊起 (支持吊起全屏吊起白名单内的 app) 落地页二跳吊起 (支持任意 app) | |
| 推荐频道 | 全天首刷 分时首刷 分地域首刷 | CPT | 5-60 秒视频 | 落地页 主播主页 | 支持落地页点击调起 (IOS 需要客户端白名单) 对于已开通直达链接权限的广告主, 支持直达链接调起 | 抖音站内页面跳转 (视频播放页面、 |

分时段分地域首刷

| | | | |
|-----|---------|-----|------|
| | 智能优选 | CPM | 落地页 |
| | DTV | CPV | 主播主页 |
| | 保 5s 播放 | CPV | 应用下载 |
| 详情页 | 话题页信息流 | CPT | 落地页 |
| | 首刷 CPT | CPT | 落地页 |
| 启动画 | 轮播 CPT | CPT | 落地页 |
| 面+推 | -GD | CPM | 抖音主页 |
| 流荐 | -DTV | CPV | |

挑战赛详情页、个人主页、音乐页等)

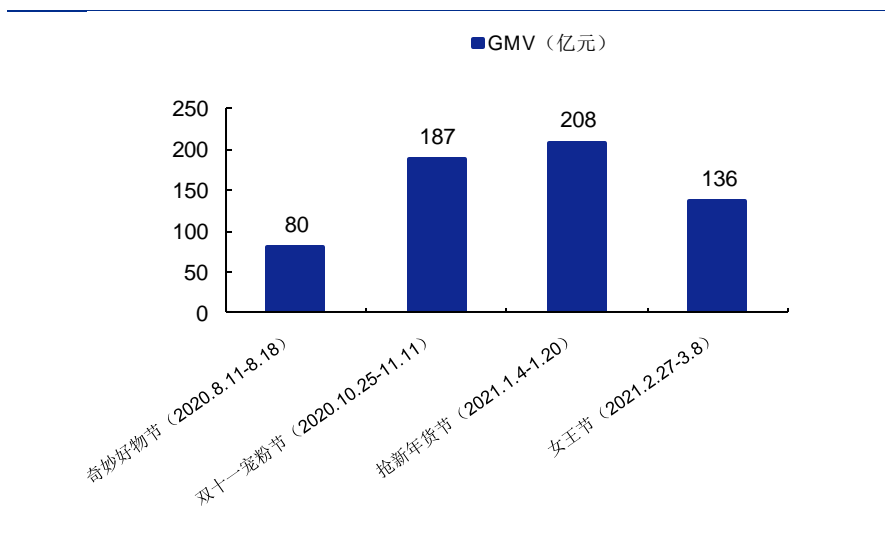
前 3 秒，仅支持开通开屏全屏吊起权限的 app 进行吊起视频播放 3s 后，支持已开通信息流吊起白名单的 app 进行吊起

资料来源：巨量大学广告学院，安信证券研究中心

1.2. 抖音渠道崛起，美妆赛道表现亮眼

“断外链”效果显著，抖音渠道强势崛起。2020 年 1-12 月，抖音电商总体 GMV 增长 11.3 倍，抖店作为在抖音电商生意经营的入口，2021 年 1 月的交易额较去年同期增长超 50 倍。2020 年 1-11 月，抖音电商新增开店商家数量增长 17.3 倍，且已入驻的品牌 GMV 普遍增长显著。

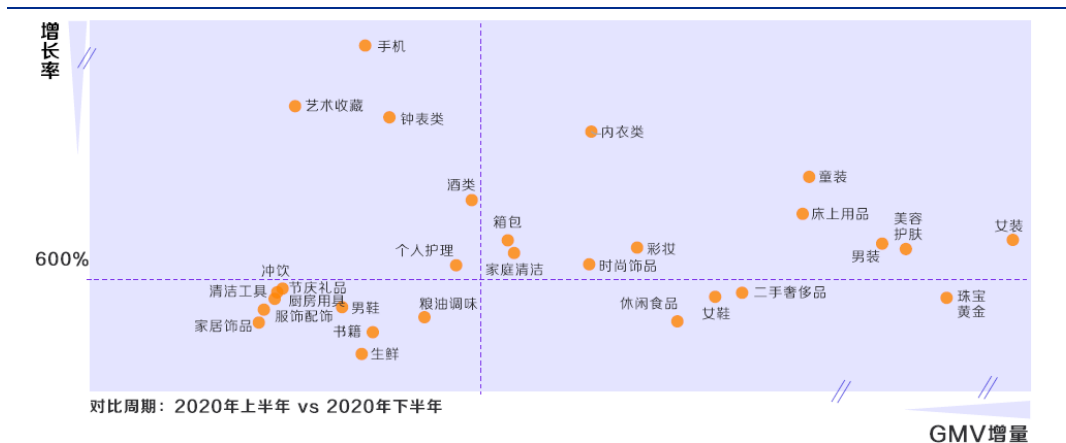
图 4：抖音购物节促销 GMV



资料来源：抖音官微，安信证券研究中心

根据巨量算数《电商行业 2021 抖音电商生态发展报告》，2020 年下半年与上半年相比，彩妆、美容护肤品类均实现愈 600% 增长，且美容护肤类 GMV 增量超越绝大部分品类。

图 5：2020 年度抖音电商 Top30 潜力品类分布



资料来源：巨量算数《电商行业2021 抖音电商生态发展报告》，安信证券研究中心

注：//表示缩放处理，女装、珠宝黄金、美容护肤、男装、手机类目均为缩放处理

1.3. 珀莱雅，正在充分抢占崛起的抖音渠道红利

随着线上电商的发展带来的巨大机遇，各个行业纷纷转战线上寻求渠道增长。从 2021 年行业数据大盘来看，各品类抖音销量均保持较快的月度环比增长。其中，2021 年 4 月，护肤占比达 7.30%，彩妆占比 2.27%（相较于 2021 年 1 月占比明显提升），美妆板块整体占比接近 10%。

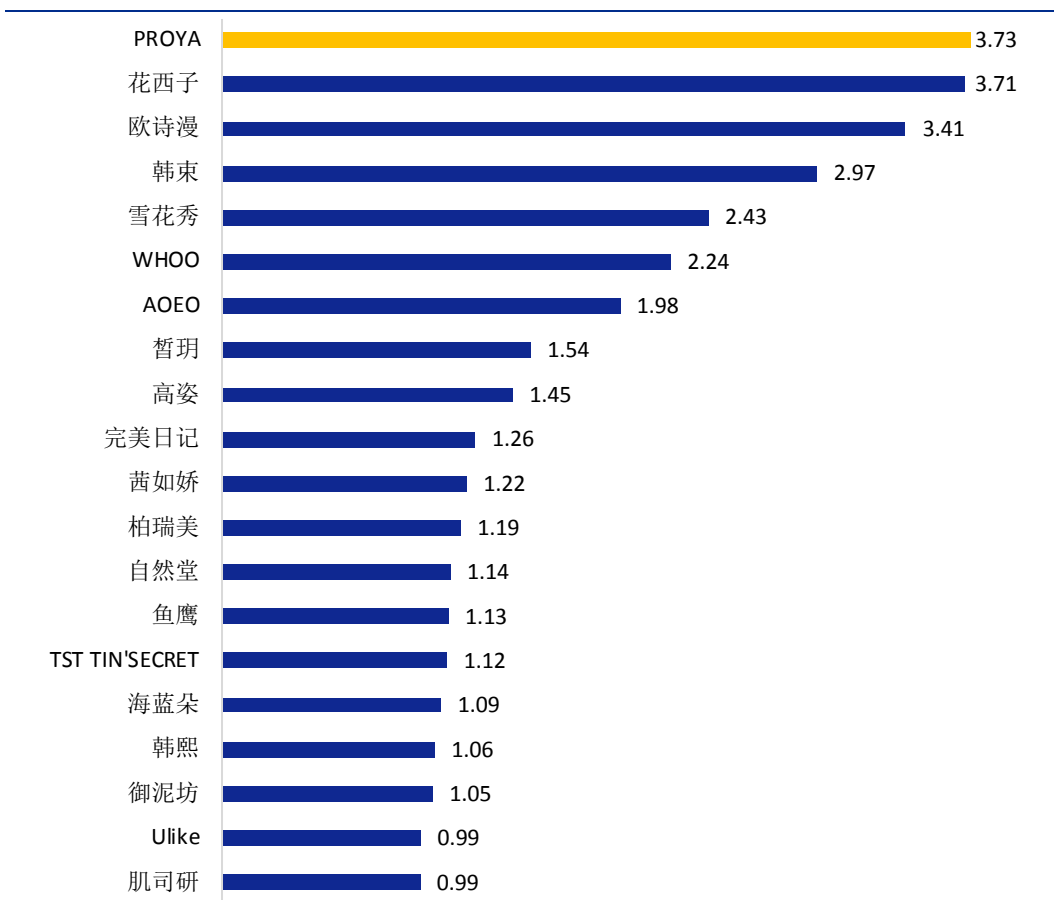
图 6：抖音美妆品类 2-5 月累计销售额（飞瓜预估）前 20 名（单位：亿元人民币）



资料来源：飞瓜数据，安信证券研究中心

从美妆板块来看，抖音美妆品类 2-7 月累计销售额（飞瓜预估）前 20 名排序如下图，其中珀莱雅、花西子、欧诗漫位列前三，6 个月累计预估销售额均超亿元。

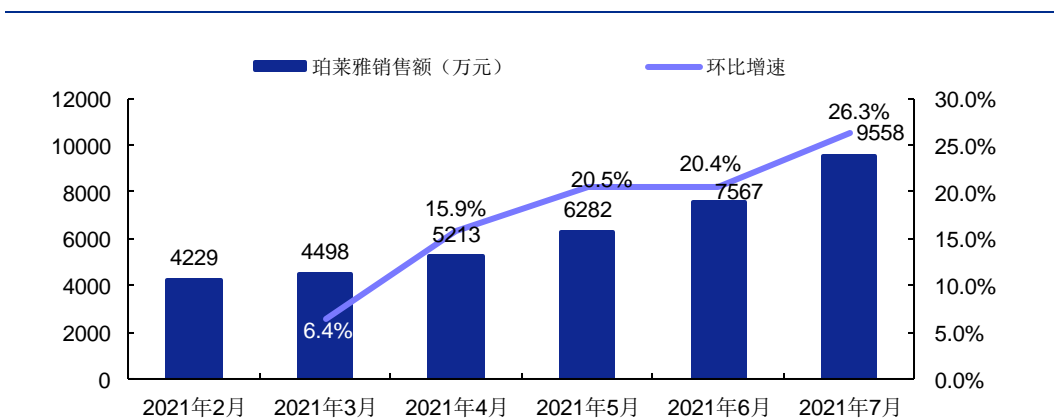
图 7：抖音美妆品类 2-7 月累计销售额（飞瓜预估）前 20 名（单位：亿元人民币）



资料来源：飞瓜数据，安信证券研究中心

根据飞瓜数据，珀莱雅品牌在 2021 年 2-7 月期间，月度销售额呈现稳定提升、月度环比增速呈现向上趋势，在 2021 年 6 月出现小幅度下降，2021 年 7 月，单月销售额超过 9000 万元。

图 8：珀莱雅 2021 年 2-7 月月度销售额（飞瓜预估）及月度环比增速（单位：万元）



资料来源：飞瓜数据，安信证券研究中心

我们选取 2021 年 2-7 月抖音累计销售额（飞瓜预估）排名前十的品牌以及与珀莱雅对比性

较强的自然堂品牌，选择其品牌旗下粉丝数最大的抖音号为代表（数据口径：取截止8月2号前90天数据），分析其抖音号运营情况。我们看到珀莱雅抖音粉丝数约176万远超自然堂，飞瓜指数较高为610（意味着趋势向好），场均人数峰值9373人、场均观看人次83万人规模较大，平均停留时长较长达1'40"（理论上停留时长越长越容易发生购物转化），护肤品均价较高为181元（保证利润空间）。总体而言，我们认为，珀莱雅已通过前瞻布局，在抖音渠道实现较大规模且各项经营指标向好，正在充分抢占崛起的抖音渠道的红利机遇。

表 2：抖音销量前列品牌最大抖音号核心数据对比

| 品牌名称 | PROYA | 花西子 | 欧诗漫 | 韩束 | 雪花秀 | WHOO | AOEO | 皙玥 | 高姿 | 完美日记 | 自然堂 | |
|---------------------|------------|--------------|----------|------------|----------------|------------------|-----------|-----------|----------|-----------|-----------|----------|
| 抖音号 | 珀莱雅官方旗舰店 | 花西子 Florasis | 欧诗漫·OS M | Kans 韩束旗舰店 | 雪花秀 Sulwha soo | The history of 后 | AOEO | 厂长化妆品-皙玥 | COG I高姿 | 完美日记 | 自然堂 | |
| 抖音粉丝数 (单位: 万人) | 176.1 | 307.4 | 15.7 | 21.4 | 15.7 | 5.5 | 28.5 | 183.3 | 33.7 | 464.7 | 54 | |
| 飞瓜指数 | 610 | 739 | 402.9 | 437.2 | 412.2 | 295.3 | 608.4 | 707.6 | 563.4 | 699.6 | 576.8 | |
| 带货口碑 | 4.78 | 4.96 | 4.69 | 4.91 | 4.78 | 4.52 | 5 | 4.95 | 4.8 | 5 | 4.93 | |
| 天猫官方旗舰店粉丝数 (单位: 万人) | 1285.3 | 1020.4 | 910.8 | 699 | 469.9 | 600.2 | 93.7 | | 439 | 1719 | 2009 | |
| 直播销售额 (单位: 万元) | 11000 | 13000 | 780.5 | 2703.5 | 980.2 | | 3452.7 | 9350.3 | 2422.8 | 3602.7 | 3727.8 | |
| 直播场次 | 186 | 93 | 217 | 115 | 109 | | 111 | 105 | 105 | 104 | 150 | |
| 场均人数峰值 | 7107 | 2024 | 161 | 736 | 160 | | 337 | 5129 | 325 | 1449 | 875 | |
| 场均观看人数 (单位: 万人) | 59.9 | 39.8 | 2.1 | 6.5 | 4 | | 7.7 | 25 | 4.5 | 26.4 | 10.5 | |
| 平均停留时长 | 1'37" | 1'40" | 46" | 1'16" | 41" | | 49" | 2'36" | 1'0" | 56" | 1' | |
| 带货 | 护肤品类均价 | 172.09 | 146.09 | 132.93 | 161.17 | 701.28 | | 221.38 | 223.15 | 112.41 | 187.29 | |
| 粉丝分析 | 排名第一的省市及占比 | 四川 9.28% | 广东 9.56% | 河南 8.90% | 河南 10.04% | 广东 11.55% | 河南 10.04% | 广东 15.67% | 广东 8.78% | 福建 11.48% | 广东 10.75% | 上海 2.44% |
| | 排名第二的省市及占比 | 广东 6.44% | 江苏 7.46% | 广东 8.37% | 山东 8.36% | 河南 7.63% | 山东 8.8% | 河南 8.41% | 河南 8.21% | 广东 11.18% | 河南 7.18% | 重庆 2.30% |
| | 排名第三的省市及占比 | 贵州 5.47% | 山东 7.00% | 江苏 7.00% | 广东 7.22% | 四川 5.63% | 江西 8.1% | 江苏 6.26% | 江苏 8.07% | 河南 8.46% | 江苏 6.78% | 北京 2.06% |

资料来源：飞瓜数据，安信证券研究中心

品牌：取2021年2-7月累计销售额排名前十的品牌以及与珀莱雅对比性较强的自然堂；

抖音号：取各品牌对应抖音号中粉丝量最大的抖音号；

飞瓜指数：由账户近期的粉丝总量、粉丝增量、作品点赞等互动数据等维度加权计算获得，数值越大账号综合价值越高；

数据口径：取截止8月2号前90天数据。

注：whoo品牌主要依靠大主播直播带货，品牌旗下抖音号90天内无直播

2. 大单品策略进展顺利，多款潜力单品数据亮眼

2020年起，珀莱雅发力大单品策略，红宝石精华、双抗精华上市后均有不俗表现且趋势向好，防晒新品上市后即放量增长，我们认为以上几款产品均有成为核心大单品潜力，而核心大单品的确立，有望提升公司中长期稳健确定性。

2.1. 什么是大单品，如何判断是否是大单品？

根据迪智成咨询团队所著《这样打造大单品》，对大单品进行了以下六个维度的定义：

➤ 品牌标杆性产品：单品销量大，不仅是企业内部的旗舰性产品，成为其品牌的代言，更

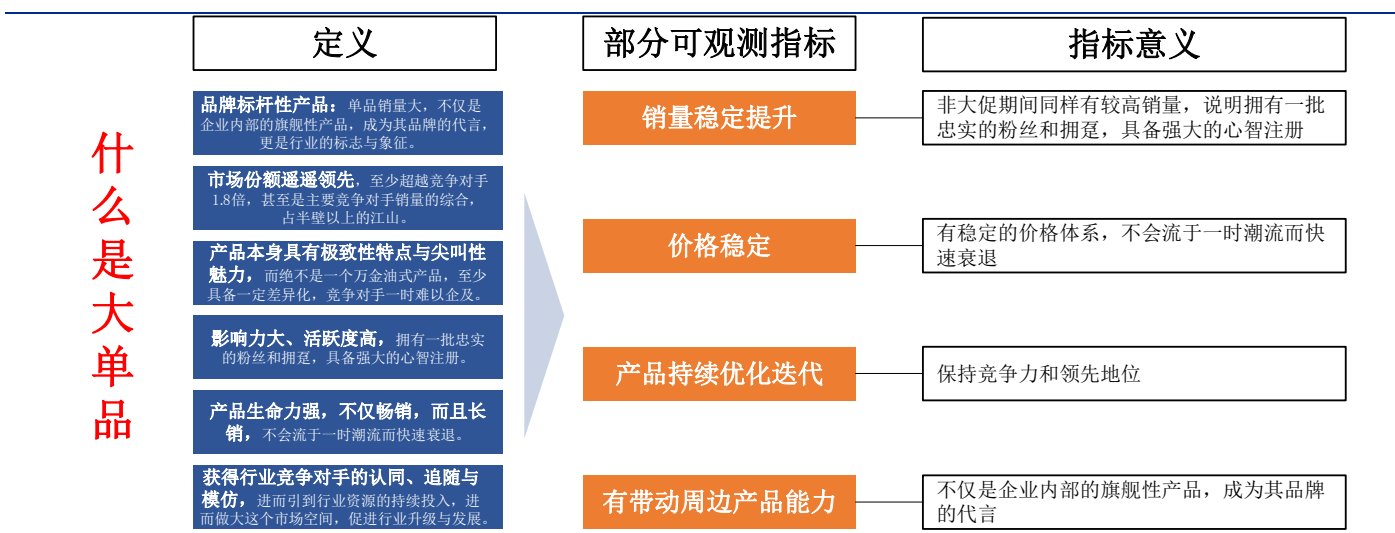
是行业的标志与象征。

- 市场份额遥遥领先：至少超越竞争对手 1.8 倍，甚至是主要竞争对手销量的综合，占半壁以上的江山。
- 产品本身具有极致性特点与尖叫性魅力，而绝不是一个面面俱到的万金油式产品，至少具备一定差异化，竞争对手一时难以企及。
- 影响力大、活跃度高，拥有一批忠实的粉丝和拥趸，具备强大的心智注册。
- 产品生命力强，不仅畅销，而且长销，不会流于一时潮流而快速衰退。
- 大单品的品类的创造者与引领者，获得行业竞争对手的认同、追随与模仿，进而引到行业资源的持续投入，进而做大这个市场空间，促进行业升级与发展。

我们从中提炼出几个可观测角度，希望对是否为大单品，进行判断：

- 销量稳定提升——非大促期间同样有较高销量，说明拥有一批忠实的粉丝和拥趸，具备强大的心智注册
- 价格稳定——有稳定的价格体系，不会流于一时潮流而快速衰退
- 产品持续优化迭代——保持竞争力和领先地位。
- 有带动周边产品能力——不仅是企业内部的旗舰性产品，成为其品牌的代言

图 9：如何判断大单品

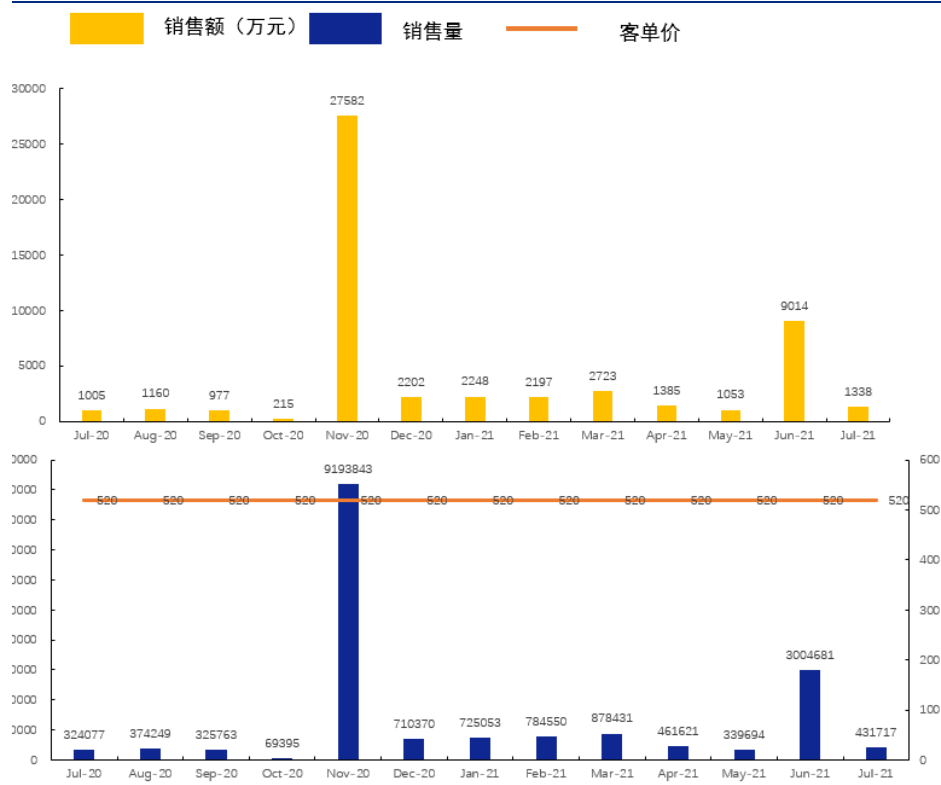


资料来源：《这样打造大单品》，安信证券研究中心

2.1.1. 维度一：稳定的销售量及稳定的价格

- 雅诗兰黛小棕瓶眼霜：平均客单价稳定在 500-650 之间，非大促期间销售稳定，2021 年月销量稳定在 15000 件以上（除 2 月春节期间）。

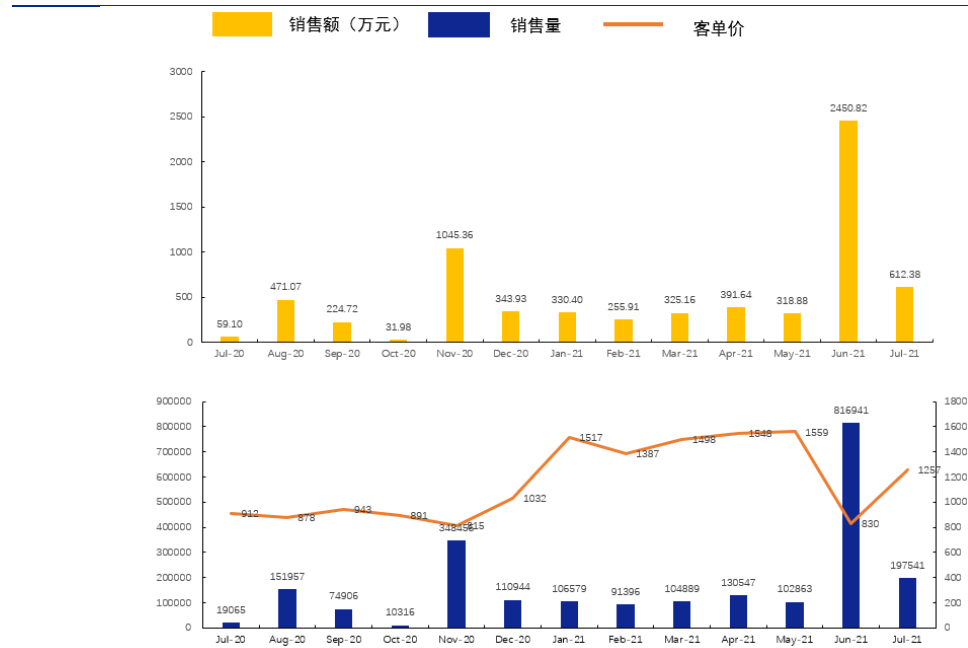
图 10: 雅诗兰黛天猫旗舰店雅诗兰黛小棕瓶眼霜销售量价图 (2020 年 7 月至 2021 年 7 月)



资料来源: 淘数据, 安信证券研究中心

➤ **兰蔻小黑瓶精华:** 平均客单价稳定在 850-1200 之间, 非大促期间销售稳定, 2021 年月销量基本稳定在 7000 件以上。

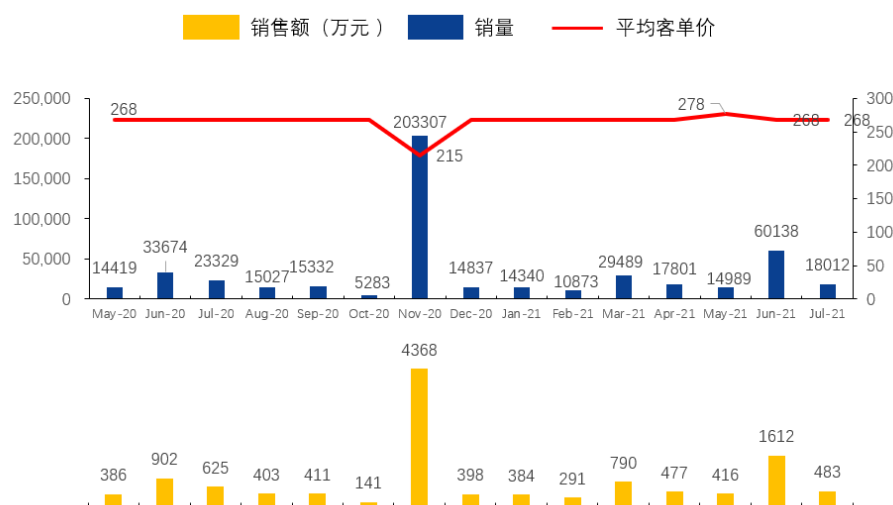
图 11: 兰蔻天猫旗舰店兰蔻小黑瓶精华销售量价图 (2020.07-2021.07)



资料来源: 淘数据, 安信证券研究中心

➤ **薇诺娜舒敏保湿特护霜:** 平均客单价稳定在 268 元上下, 非大促期间销售稳定, 2021 年月销量基本在 10000 件以上。

图 12: 薇诺娜旗舰店薇诺娜舒敏保湿特护霜销售量价图 (2020 年 5 月至 2021 年 7 月)



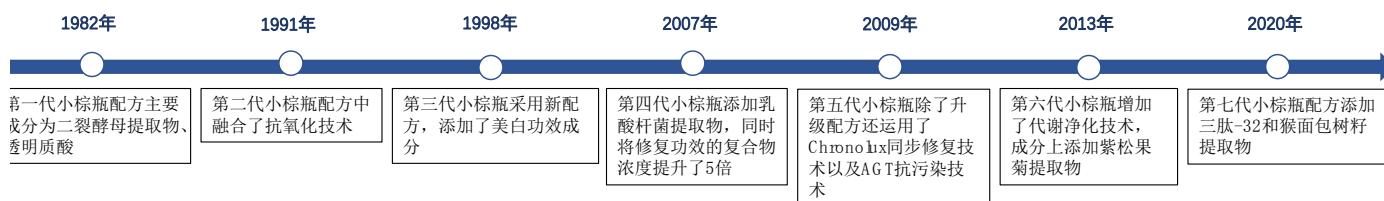
资料来源: 淘数据, 安信证券研究中心

2.1.2. 维度二: 产品持续迭代

➤ 雅诗兰黛始于 1982 年经 39 年七次迭代升华。

1946 年雅诗·兰黛夫人以其姓名创建了雅诗兰黛公司, 1982 年护肤历史上的第一瓶精华液面世-第一代小棕瓶, 添加二裂酵母提取物, 主打夜间修复及细胞修复; 1991 年研发出了第二代小棕瓶, 在第一代小棕瓶的基础上融合了抗氧化技术, 能够有效修复老化的肌肤; 1998 年第三代启用新配方添加具有美白功效的成分专注于美白修复; 2007 年第四代小棕瓶将具有复功效的复合物浓度提升了 5 倍, 提高了修复能力, 同时还添加了乳酸杆菌提取物; 2009 年雅诗兰黛公司研发的第五代小棕瓶上市, 此代小棕瓶采用了 Chronodux 修复技术以及 AGT 抗污染技术; 2013 年第六代小棕瓶面世, 其增加了代谢净化技术可以净化面部代谢的垃圾和毒素, 成分还上添加了紫松果菊提取物; 2020 年距上一代小棕瓶上市 7 年后, 第七代小棕瓶主打守护细胞昼夜节律, 成分上添加了三肽-32 和猴面包树籽提取物。

图 13: 小棕瓶配方更新历史



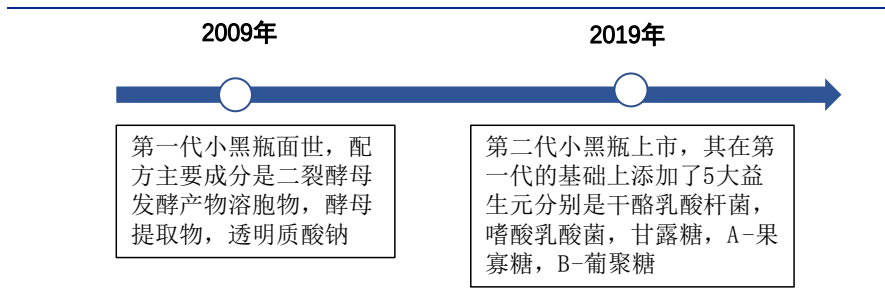
资料来源: 美丽修行, 安信证券研究中心

兰蔻小黑瓶十年两度迭代。

2009 年第一代小黑瓶上市; 相隔 10 年小黑瓶二代于 2019 年上市, 其与第一代小黑瓶相比

成分上添加了 5 大益生元，在保留第一代功效的基础上，增加了平衡肌肤微生态的新技术。

图 14：小黑瓶精华更新历史



资料来源：玩转全球免税 Globuy，安信证券研究中心

2.1.3. 维度三：带动周边产品能力

小棕瓶系列产品受欢迎，2020 年 11 月小棕瓶精华液销量达 24 万多件。雅诗兰黛公司的小棕瓶系列产品除了有小棕瓶眼霜，还有小棕瓶精华液和小棕瓶双层面膜，小棕瓶精华液的销售量远远高于小棕瓶双层面膜，2020 年凭借“双十一”两者 11 月销售额分别为 247998 件和 5702 件。

图 15：雅诗兰黛小棕瓶周边产品



资料来源：雅诗兰黛官网，安信证券研究中心

兰蔻小黑瓶系列产品种类多，涉及全面。兰蔻集团小黑瓶系列产品除精华液外还包括面膜、眼霜、大眼精华、安瓶，在四类小黑瓶产品中，眼霜和大眼精华最为畅销，在 20 年 11 月销量分别为 7421 件和 3801 件。

图 16: 兰蔻小黑瓶周边产品



资料来源: 天猫, 安信证券研究中心

“舒敏系列”为公司的畅销系列产品，2019 年销售收入占主营业务收入比重为 38.11%。薇诺娜舒敏特护霜衍生出众多护肤搭配方案，包括精华、水乳、防晒、洗面奶、面膜、喷雾等，覆盖所有的护肤需求，搭配使用的舒敏抗炎效果更显著。

图 17: 薇诺娜舒敏保湿系列



资料来源: 天猫, 安信证券研究中心

2.2. 潜力大单品——红宝石精华

2.2.1. 红宝石精华：定位大众化抗衰老市场

2020 年 2 月 18 日，珀莱雅在发布 2020 年的第一款新品——红宝石精华：产品主要含有 20% 六胜肽、1% 独家专利超分子维 A 醇、3 重珍稀海藻精粹三种核心成分，是与西班牙实力原料企业 Lipotrue 合作后的首个重磅产品；产品首发定价为 249 元/30ml（原价）。2021 年 5 月，红宝石精华升级为 2.0 版本，配方更新，价格提升为 329 元/30ml（原价）。

珀莱雅主品牌营销年轻化、定价大众化的定位极为清晰，在以高价产品为主的抗衰老领域推出成分硬核的大众化产品，有望迅速抢占高端抗衰老产品平民化的蓝海市场。我们搜索了市面上可见的含乙酰基六肽-8 的产品，目前该成分多见于国际大牌，定价均较高；纽西之谜是线上新锐品牌，其原价高于珀莱雅红宝石精华，且目前折后价格 7.5 元/ml 高于珀莱雅红宝石精华券后价 7.3 元/ml；素姬为知名度较小的国货品牌，其单价高于珀莱雅红宝石精华。

表 3: 含乙酰基六肽-8 产品对比

| 品牌 | 产品名称 | 产品类别 | 毫升 (ml) | 定价 (元) | 每毫升定价 (元/ml) | 主打成分 |
|---------|----------------|------|---------|--------|--------------|---|
| DARPHIN | DARPHIN 朵梵深海精华 | 精华 | 30 | 1930 | 64.3 | 乙酰基六肽-8, 单孢菌发酵提取物, 深海醣蛋白 |
| La mer | La mer 精华乳霜 | 面霜 | 15 | 760 | 50.7 | 乙酰基六肽-8, 藻类提取物, 透明质酸钠 |
| 雅诗兰黛 | 雅诗兰黛纤维精华 | 精华 | 36 | 680 | 18.9 | 乙酰基六肽-8 |
| 雅诗兰黛 | 雅诗兰黛多效智妍黄金面霜 | 面霜 | 50 | 830 | 16.6 | 乙酰基六肽-8, 辣木籽精华, 仙人掌果精粹 |
| 纽西之谜 | 纽西之谜安瓶 | 精华 | 10.5 | 158 | 15 | 肌肽, 乙酰基六肽-8, 棕榈酰五肽-4, 棕榈酰三肽-5, 棕榈酰四肽-7, 鱼子酱, 烟酰胺, 积雪草 |
| 倩碧 | 倩碧鲜活多效面霜 | 面霜 | 50 | 710 | 14.2 | 乙酰基六肽-8, 乙酰基八肽-3, 棕榈酰四肽-7, 棕榈酰三肽-1, 三重玻尿酸 |
| 素姬 | 素姬六胜肽抚纹眼霜 | 眼霜 | 18 | 168 | 9.3 | 乙酰基六肽-8, 寡肽-6, 透明质酸 |
| 珀莱雅 | 珀莱雅红宝石精华液 | 精华 | 30 | 329 | 11.0 | 20%六胜肽, 1%维 A 醇 |

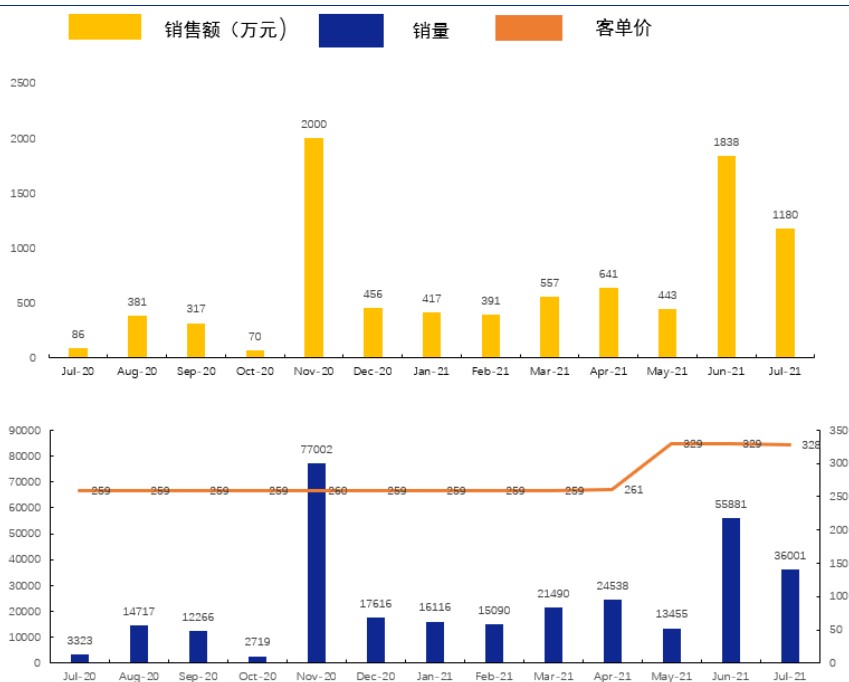
资料来源: 淘宝, 小红书, 安信证券研究中心

2.2.2. 销售量价稳定向上, 产品迭代升级, 周边产品已上线

➤ 价格稳定且趋势向上, 2021 年月度销量非大促期间仍稳定在 13000 件以上。

红宝石精华上市以来, 平均客单价基本稳定在 250 元以上, 2021 年 5 月提价后, 客单价提升至 329 元; 2021 年月销稳定在 13000 件以上。大促期间销量更佳, 2020 年 11 月 (包含“双十一”活动期) 销量达 77002 件, 客单价反向提升至约 260 元, 2021 年 7 月销量达 36001 件, 且客单价为 328 元。

图 18: 珀莱雅天猫旗舰店红宝石精华量价图



资料来源: 淘数据, 安信证券研究中心

➤ 产品已实现迭代, 更加温和兼高效。

2020 年 2 月, 珀莱雅发布红宝石系列的第一款产品红宝石精华成分上拥有 1%超分子维 A

醇和 20%的超高浓度六胜肽，具有显著改善细纹，养出强韧肌底功效；2021 年 5 月，珀莱雅对产品进行了升级，推出了红宝石精华 2.0 将原有配方更新为 20%进阶双效“类肉毒”六胜肽和 1%超分子维 A 醇 PRO，能够达到直击动态纹，对抗静态纹效果，产品更加温和兼高效，全面提升抗皱力。

图 19：红宝石精华更新历史



资料来源：天猫，安信证券研究中心

➤ 推出红宝石系列产品，放大单品带动效应。

2020 年 2 月，珀莱雅发布红宝石系列的第一款产品红宝石精华，2020 年 12 月推出了红宝石面霜，现红宝石系列共有精华、面膜、面霜、活肤水。

图 20：红宝石活肤水



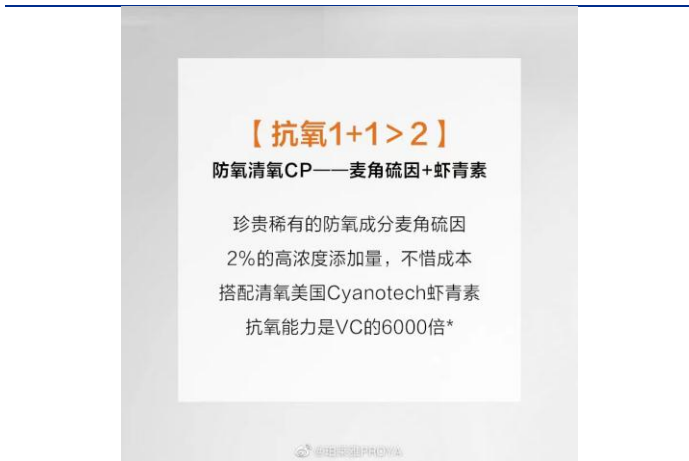
资料来源：珀莱雅官方旗舰店，安信证券研究中心

2.3. 潜力大单品——双抗精华

2.3.1. 双抗精华：抗糖抗氧二合一

2020年4月，珀莱雅发布双抗精华，科学复配4大前沿成分，卓效抗氧组合——与法国尖端海洋研究机构 Codif 联合研发的麦角硫因协同虾青素，高效抗糖组合——肌肤协同全球化工巨头巴斯夫的专利组合成分 collrepair。产品定价为 269 元/30ml，平均 8.97 元/ml。

图 21：双抗精华抗氧主成分



资料来源：珀莱雅官方微博，安信证券研究中心

图 22：双抗精华抗糖主成分



资料来源：珀莱雅官方微博，安信证券研究中心

麦角硫因协同虾青素抗氧化。皮肤的氧化是因为自由基过多，自由基攻击皮肤细胞，引起机体老化、肌肤衰老以及免疫力下降等问题，因此抗氧化的直接办法是抑制自由基的生成，单一成分无法解决多重自由基，不同成分协作形成综合抗压网络才能更大限度减少氧化损伤。抗氧化的主要成分之一是麦角硫因，是雅诗兰黛集团的品牌和爱用的成分，但是价格很高，很多品牌只在贵价产品中添加该成分，比如雅诗兰黛的高能小棕瓶就是在普通小棕瓶的基础上少量添加了麦角硫因作为核心起效成分。另一抗氧的有效成分是虾青素，另外一个抗氧化成分是虾青素，其在清除单线态氧方面能力超强，是 VC 的 6000 倍，与麦角硫因搭档有协同作用，近两年国内有很多护肤品添加虾青素成分。

表 4：含麦角硫因产品对比

| 品牌 | 产品名称 | 产品类别 | 规格 (ml/g) | 定价 | 每毫升定价 (元/ml) | 主打成分 |
|---------------|------------------|------|-----------|-----|--------------|---------------------------------------|
| 珀莱雅 | 弹润透亮青春精华液 (双抗精华) | 精华 | 30 | 269 | 8.97 | 虾青素、生育酚乙酸酯、甘油、麦角硫因、千日菊提取物、脱羧肌肽 HC1 |
| 悦木之源 | 灵芝焕能好底子精华水 | 化妆水 | 200 | 330 | 1.7 | 麦角硫因、姜黄根提取物、积雪草叶提取物、生罗勒叶提取物 |
| MedRepair 米蓓尔 | 轻龄紧致焕亮丝绒霜 | 面霜 | 55 | 358 | 6.5 | 透明质酸钠、白藜芦醇、卵磷脂、芍药根提取物、棕榈酰五肽-4、肌肽、麦角硫因 |
| 伊丽莎白雅顿 | 新铂粹御肤精华液 | 精华 | 30 | 870 | 29.0 | 棕榈酰四肽-7、棕榈酰四肽-1、麦角硫因、透明质酸钠、芍药根提取物 |
| 雅诗兰黛 | 特润密集修护浓缩精华素 | 精华 | 20 | 690 | 34.5 | 麦角硫因、白藜芦醇、水杨酸、猴面包树籽提取物 |

资料来源：美丽修行，安信证券研究中心

肌肽协同 collrepair 抗糖化。肌肽是两个氨基酸组成的结构，有一种衰老相关现象叫做蛋白质的非酶糖基化，最优先被糖基化的位点是靠近咪唑的氨基基团和羰基基团，而肌肽正好拥

有这些基团，因此肌肤的加入导致其被反应的优先级最高，提前代替蛋白质被糖基化，所以起到抗糖的效果。双抗精华 2.0 中新升级为 1% 的脱羧肌肤，该成分与肌肤结构类似，具有抗氧化功能，抗糖化功能，但不会被体内的酶所识别而损失活性，所以具有更好的稳定性。另一个抗糖成分，是德国的化工巨头 BASF 的 Collrepair，这是 BASF 的专利组合物，里面是一个组合：烟酸和丹参叶，是市面上罕见的宣称可以清除 AGEs 的原料：它能打破糖化蛋白质之间建立的分子链接，即打破因糖化已交联的蛋白质。产品的逻辑是利用肌肤从根源干预糖化过程的发生，利用 Collrepair 打破因糖化已交联的蛋白质，解除已有的糖化终产物 (AGEs)。

图 23: 肌肤抗糖化的过程



资料来源：真魅博客，安信证券研究中心

品牌科技研发的另一亮点——Double Lock 双重锁鲜：微脂囊包裹技术，经过亚微米脂质粒技术包裹的虾青素更稳定；活性舱包装技术，隔绝氧气，保存抗氧化成分，高效锁住成分活性，分舱保存。

图 24: 双抗精华保鲜仓



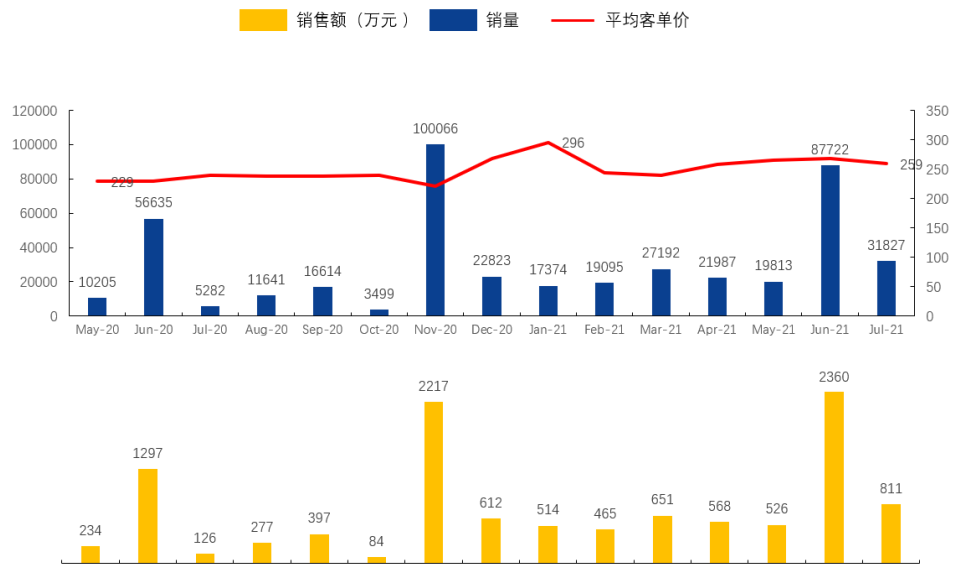
资料来源：珀莱雅官方微博，安信证券研究中心

2.3.2. 销售量价稳定向上，产品迭代升级，周边产品已上线

➤ 价格稳定，2021 年月度销量非大促期间仍稳定在 17000 件以上。

珀莱雅双抗精华上市以来平均客单价基本稳定在 220-296 元之间；2021 年月销稳定在 17000 件以上。大促期间销量更佳，2020 年 11 月（包含“双十一”活动期）销量愈 10 万件，客单价约为 222 元；2021 年 6 月（包含“618”活动期）销量达 87722 件，且客单价没有降低，约为 269 元。

图 25：珀莱雅天猫旗舰店双抗精华量价图（2020 年 5 月-2021 年 7 月）



资料来源：淘数据，安信证券研究中心

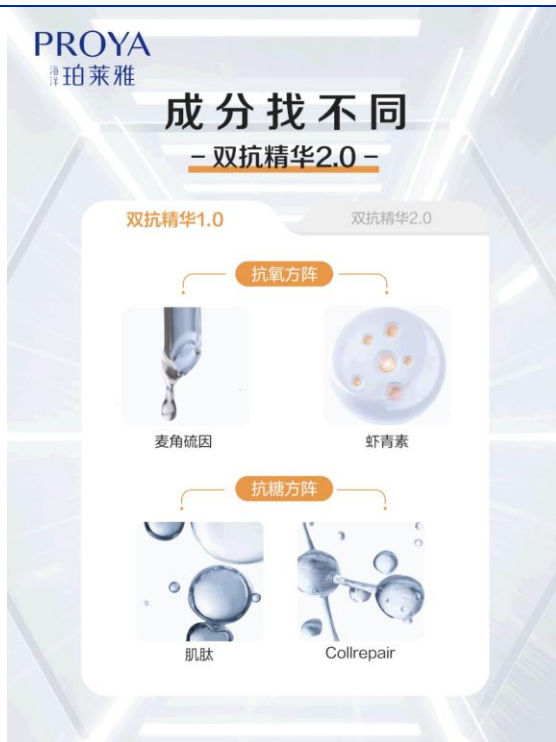
➤ 双抗精华 2.0 全链抗氧、多维抗糖，在抗氧、抗糖、功效、肤感四方面进行了升级。

2%麦角硫因+EUK134+LC-6+虾青素豪华抗氧化天团，脱羧肌肽+Collrepair 高效抗糖化。

- ① 双抗 2.0 肤感相对清爽，对油皮更加友好，硫代牛磺酸可以抑制脂质过氧化，在白天减缓脸部“暗沉”，吡哆素 HCl (B6) 疏通皮脂腺，另复配尿囊素可以软化角质。
- ② 提亮方面除了沿袭原来的麦角硫因、虾青素、水解红藻提取物、Hepes、千日菊提取物外，还复配传明酸、乙酰壳糖胺、EUK-134 (乙基双亚氨基甲基愈创木酚锰氯化物)、泛酰巯基乙胺磺酸钙在针对黑素上下游通路、应对多种自由基方面全面覆盖。但依然秉承温和的调性，敏感肌也适用，没有刺激性相对强功效成分。
- ③ 保鲜舱中添加的二甲基甲氧基苯并二氢吡喃醇可以增强虾青素应对单线态氧能力，虾青素本身在应对 ROS 方面较为单一，二甲基甲氧基苯并二氢吡喃醇可以应对多种 ROS 自由基，并且对于氮自由基也具有较好的清除能力，这样的设计在一定程度上加强了虾青素效能。
- ④ 保湿修护方面，双抗采用甘油葡糖苷和海星枝管藻提取物双向夹击，通过海星枝管藻提取物轻薄成膜保湿，其次甘油葡糖苷起到一定的修护保湿能力，肤感整体不厚重。
- ⑤ 新增加舒缓通路以及抗 UV 损伤的通路设计，配方中依克多因 (四氢甲基嘧啶羧酸)、油橄榄叶提取物可以在白天使用时减少皮肤因为光照产生的泛红等不适症状。

⑥

图 26：双抗精华 2.0 在抗氧、抗糖、功效、肤感四方面升级



资料来源：珀莱雅官方微博，安信证券研究中心

图 27：双抗精华 2.0 主打抗糖、抗氧功效



资料来源：珀莱雅官方微博，安信证券研究中心

➤ 周边产品推出进度

双抗小夜灯眼霜主打淡黑眼圈、消浮肿、抚眼三大功效，全链路阻击眼周问题。携手西班牙 LipoTrue 实验室专研全新成分淡化 3 类黑眼圈,6%Meview 芽孢杆菌提取物;添加 Rovisome 复合咖啡因,3 重复配加速晨间消肿;添加珀莱雅王牌双抗配方,麦角硫因×虾青素+99% 高纯肌肤×Collrepair,淡化细纹。小夜灯霜体采用 Moist-MicroPatch 保湿微贴片科技,肤感清爽,精华也可快速被吸收。

双抗水乳霜套装,凝聚王牌双抗配方,卓效抗氧清除自由基、高校抗糖维稳胶原蛋白。水乳霜套装除添加双抗精华四大主打成分外,还加入 3 重珍惜精粹,①高浓深海植萃,淡纹、补充胶原蛋白;②高浓二裂酵母,舒缓维稳,增强肌肤抵御力;③天然维生素 B5,细嫩肌肤。全套搭配使用的效果更佳。

据天猫旗舰店宣传,双抗面膜以“1 片畅饮 1 整瓶双抗精华”为理念,“15 分钟稳住年轻状态”为产品定位。面膜包装采用膜液分离的形式,最大程度“保鲜”,独立包装的精华液约等于 1 整瓶双抗精华,天猫旗舰店以“膜布采用天然海藻纤维膜布,具有 10 倍自身重量的吸收力以及加乘精华渗透能力”为宣传定位。精华液成分依旧采用王牌双抗配方,打造双抗精华&双抗面膜 1+1>2 的效果。

图 28: 珀莱雅双抗系列产品



资料来源: 天猫旗舰店, 安信证券研究中心

2.4. 潜力大单品——羽感防晒

2.4.1. 羽感防晒: 防晒+抗蓝光+美白多重功效

2021年1月, 珀莱雅抗蓝光羽感防晒新品发布, 具有美白防晒双特征, 添加 99%精纯烟酰胺, 预防日晒斑, 全方位抵御光老化。新品定价 139 元/50ml。

羽感防晒从五大角度出发抵御光老化, ①广谱防晒, 2重物理防晒+7重化学防晒, 物理防晒依靠二氧化钛+氧化锌, 采用日本信越 SPD-T5 分散浆技术, 有更佳的肤感以及更强的单设 UV 效果, 化学防晒依靠德国 BASF 特油成分+UVB 吸收剂, 广谱覆盖, 具有优异光稳定性, 防护效果更稳定持久; ②创新专研蓝光租借科技, 使用法国海岸松, 具有抗氧化效果, 采用叶黄素吸收蓝光, 以及 Smartvector UV 微囊防护技术, 自动感应 UV 强度, UV 越强微胶囊释放光保护成分的速度越快; ③特添 3 大养肤植萃, 翼籽辣木籽提取物低于城市污染, 德之馨王牌成分 SymCalmin 德敏舒, 舒缓晒后泛红, 雨生红球藻富含天然虾青素, 高效清理自由基; ④99%精纯烟酰胺预防日晒斑, 拥有美白防晒双特征; ⑤高倍防晒, 防晒指数 SPF50+PA++++, 抵御 UVA/UVB, 防晒黑、晒伤长达 12.5h。

图 29：物化结合反射+吸收紫外线



资料来源：天猫旗舰店，安信证券研究中心

图 30：羽感防晒美白防晒双持证

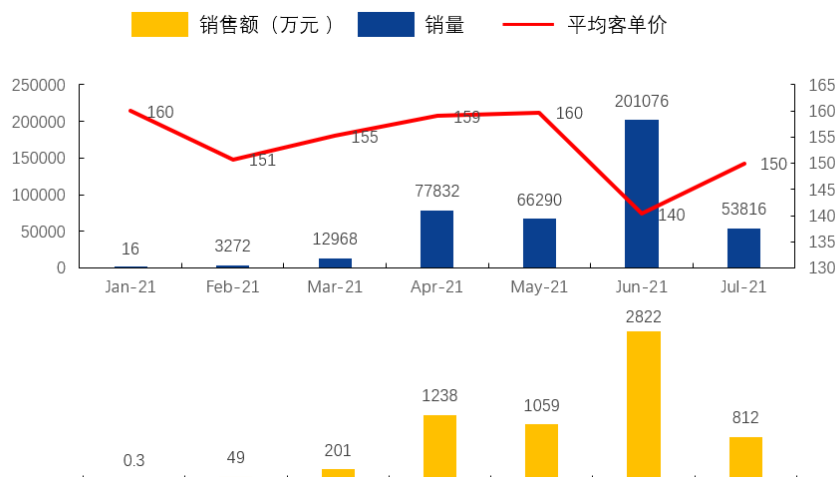


资料来源：珀莱雅官方微博，安信证券研究中心

2.4.2. 火爆销售中，预计“618”表现非凡

2021年6月，羽感防晒天猫旗舰店销售额达到店内第二。羽感防晒自2021年1月份发布以来，基本保持增长，4月的销售增长幅度超过60倍，4、5、6月的销售额均过千万。6月销售额达2822万元，超过同等价位的欧莱雅小金瓶防晒的2073万元，与安热沙小金瓶2883万元持平，“618”大促期间羽感防晒的销售靓丽。

图 31：珀莱雅羽感防晒量价图（2021年1月-7月）



资料来源：淘数据，安信证券研究中心

3. 彩棠跨赛道趋势向好，公司平台化推进中

2020年下半年开始，珀莱雅开始发力彩妆品牌彩棠，当年即实现营收1.2亿元。随着营销的持续推进，彩棠三色修容盘已成为网红爆款产品。彩棠品牌的持续向好，预示着珀莱雅在新

品牌以及跨赛道运营上的成功可能，公司有望从单一品牌走向平台型公司，提升中长期增长确定性。

3.1. 彩棠——与明星彩妆大师唐毅合作品牌

彩棠 **TIMAGE** 是由中国十大化妆师唐毅创立，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。唐毅是中国时尚化妆的领军人物，曾担任巴黎欧莱雅的彩妆总监，数次参加国际时装周、电影节以及电影的时装造型工作，与多位国内一线女星，包括章子怡、李冰冰、赵薇、巩俐等合作彩妆造型，是国内彩妆界极具影响力的人物。

唐毅目前活跃于主要社交平台，发布化妆方法视频，对个人影响力的提升及带动品牌销售有重要作用。

“彩妆专家红人+线上爆品营销”打造专业彩妆品牌。2019年，彩棠通过海量媒体宣传、邀请明星试妆、多类型文案宣传等方式在该品牌的营销发力，此外，彩棠的创始人唐毅凭借其专业优势，通过个人美妆课程、KOL合作、综艺合作等形式推广“留白式”中国妆概念，并运用明星资源进行宣传，通过电商促销、直播带货促进用户转化，品牌获得了较高的市场认可度。2020年11月，珀莱雅增持彩棠至61.36%。

图 32：彩棠股权结构



资料来源：天眼查，安信证券研究中心

3.2. 社媒平台全覆盖，淘宝直播放量销售，主要合作腰部 KOL

走爆品彩妆路线，精简品牌 SKU。彩棠的产品主要包括底妆、眉笔、口红和卸妆产品，主价格区间 150-200 元，通过线上渠道销售，因为彩妆适合推爆品，所以品牌的 sku 精简为不超过 30 款。底妆产品为彩棠的优势，包括三色修容盘、大师妆前乳、粉底液、柔焦蜜粉、遮瑕等。三色修容盘是彩棠的爆款产品，在淘宝直播、抖音、快手上均为品牌销量前三。

图 33: 彩棠彩妆产品上新及营销活动

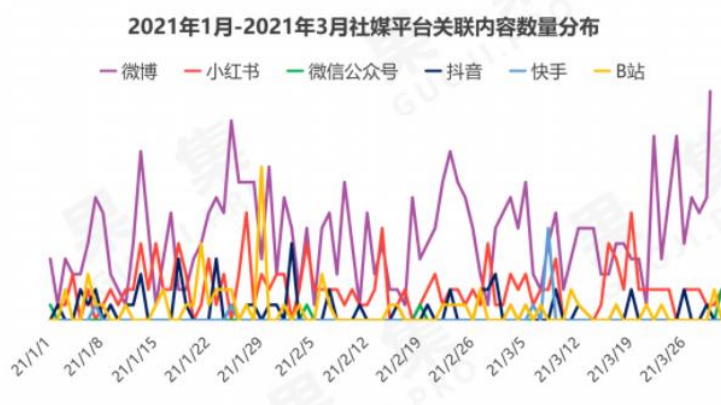


资料来源: 果集数据, 彩棠官微, 安信证券研究中心

➤ 社媒平台投放重点布局微博、小红书、抖音、B站，重点推广底妆类产品。

根据果集数据统计,2021年1-3月,从彩棠社媒平台关联内容数量来看,彩棠重点布局微博、小红书、抖音、B站,从各平台热门关联内容数量占比来看,彩棠重点推广产品为①彩棠三色修容盘,推广渠道占比为微博:抖音:B站=82:15:3,②彩棠遮瑕粉底液,推广渠道占比为微博:B站:小红书:抖音=63:18:14:5,③彩棠妆前乳,推广渠道占比为抖音:微博:小红书:B站=4:3:2:1。

图 34: 彩棠品牌社媒平台投放情况



资料来源: 果集数据, 安信证券研究中心

注: 热门关联内容统计标准: ①微博, 采集单条博文点赞数>500 的链接; ②B站: 采集单条博文点赞数>5000 的链接; ③小红书: 采集单条博文点赞数>500 的链接; ④抖音/快手: 采集单条博文点赞数>10000 的链接; ⑤B站: 采集单条视频点赞数>500 的链接。

➤ 直播电商重点布局淘宝直播、抖音平台，淘宝直播贡献直播电商 99%的销量，修容盘、粉底液直播中占比最大。

表 5: 彩棠直播电商销量 Top30 品类分布

| 平台 | 产品品类 | 直播销量 | 产品页面价值 (元) |
|------|---------|---------|--------------------------|
| 淘宝直播 | 三色修容盘 | 1917677 | 149/169/189 |
| | 遮瑕粉底液 | 24828 | 179/199 (青瓷版) |
| | 彩妆礼盒 | 15153 | 388/399/399.9 |
| | 眼影腮红一体盘 | 9517 | 169/179/189/209 |
| | 隔离/妆前乳 | 202 | 179 |
| 抖音 | 三色修容盘 | 8490 | 189 |
| | 遮瑕粉底液 | 4268 | 179/199 (青瓷版) /209 (苏绣版) |
| | 蜜粉/散粉 | 2627 | 199 |
| | 隔离/妆前乳 | 864 | 179 |
| | 眉笔 | 532 | 69.9 |
| 快手 | 三色修容盘 | 315 | 169/189 |
| | 遮瑕粉底液 | 11 | 199 (青瓷版) |

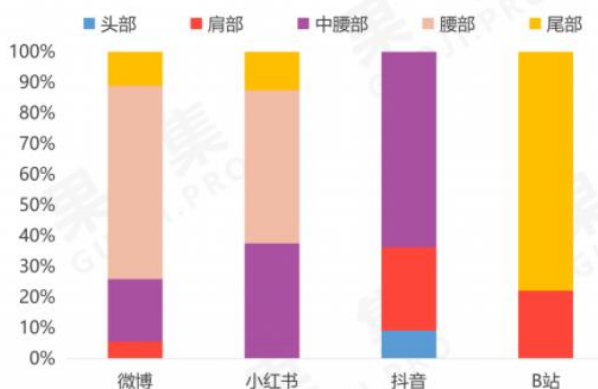
资料来源: 果集数据, 安信证券研究中心

- KOL 合作布局以与腰部红人合作为主, 抖音有头部红人的合作, 以中腰部红人合作为主, B 站红人的投入较少, 以尾部博主为主。



图 35: 彩棠品牌 KOL 投放情况

2021年1月-3月社媒平台关联热门内容博主等级分布

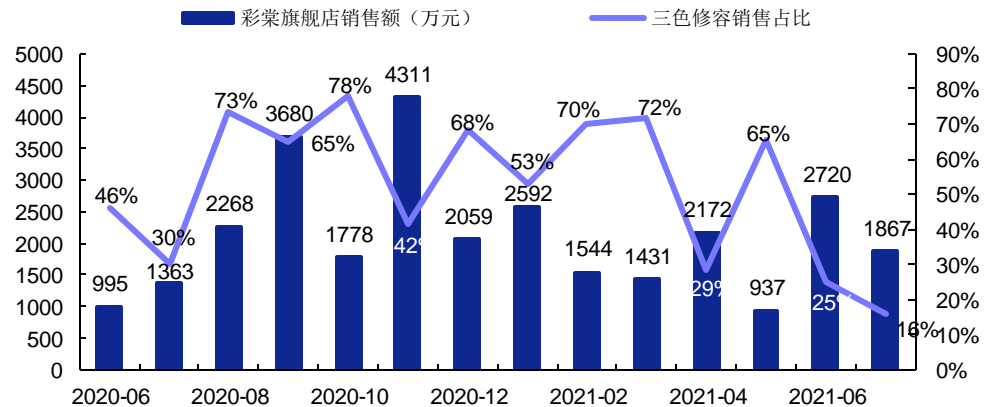


资料来源: 果集数据, 安信证券研究中心

3.3. 三色修容已成爆款, 天猫旗舰店整体月销过千万

三色修容为旗舰店的热销产品, 月均销售额超千万。妆前乳自 2020 年 12 月上市以来, 销售额保持在百万以上, 在三八节促销期间销售额达到 764 万元。粉底液的销售稳定, 在“618”、“双 11”等大促期间均有显著的增长。

图 36: 彩棠天猫旗舰店销售额 (万元) 及三色修容销售占比 (2020.06-2021.07)



资料来源: 淘数据, 安信证券研究中心

7 月份抖音小店销售额前三的产品贡献了抖音小店 87.5% 的销售额, 整店的平均客单价为 134.22 元, 转化率为 4.59%。其中, 大师妆前乳的销售额位居榜首, 但直播场次低于三色修容和粉底液, 转化率最高。

表 6: 2021 年 7 月彩棠抖音直播主要产品销售额

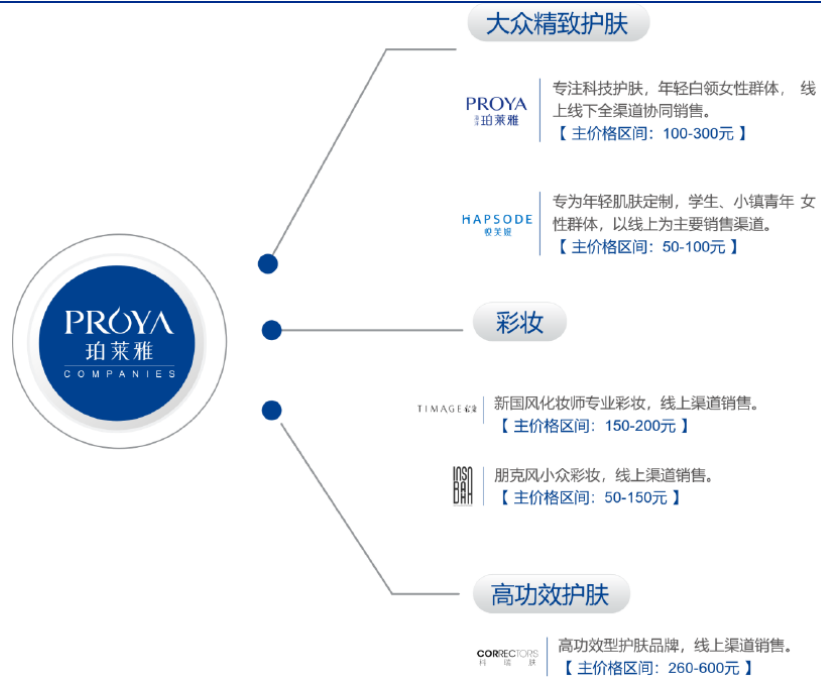
| 产品 | 预估销售额 (万元) | 预估销量 (件) | 关联直播 | 价格 |
|----------|------------|----------|------|---------|
| 大师妆前乳 | 262.7 | 16387 | 472 | 139-169 |
| 三色修容 | 96.4 | 5766 | 593 | 149-179 |
| 粉底液遮瑕二合一 | 15.8 | 894 | 286 | 159-189 |
| 抖音小店总计 | 428.6 | 30545 | 3083 | 39-399 |

资料来源: 飞瓜数据, 安信证券研究中心

4. 梯度品牌矩阵成型, 更多品牌蓄力持续增长

珀莱雅已形成具有梯度的品牌矩阵: 其中珀莱雅为主品牌, 彩棠及悦芙媞为潜力品牌可接力成长, 同时有较多孵化期品牌如科瑞肤、INS.BAHA 等。

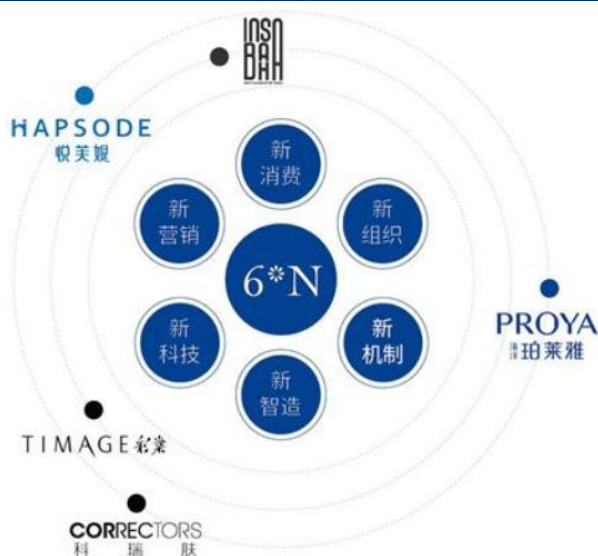
图 37: 珀莱雅品牌矩阵



资料来源：公司公开交流资料，安信证券研究中心

2020年，公司发布6“N”发展战略，基于六项能力打造，赋能、孵化出满足“不同”消费者“不同”需求的“不同”品牌。“6”指代新消费、新营销、新组织、新机制、新科技、新智造，“N”指代打造N个品牌。①新消费：满足更多消费者需求，并做好消费者价值创新服务；②新营销：营销数字化、全渠道精细化运营及精准超前的消费者洞察能力；③新组织：指组织扁平化、平台化、自驱协同的高效组织；④新机制：建立灵活、业务导向的多元化激励机制；⑤新科技：在研发领域注重基础科学研究，打造难以复制的研发科技竞争力；并着力进行公司信息化、数字化改造，搭建智能运营管理系统；⑥新智造：打造敏捷的柔性供应链，适应目前快节奏的生产销售节奏。

图 38: 珀莱雅 6“N”战略



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

合作知名上游原料商，布局功能性护肤市场。公司以自主研发为主、产学研相结合为辅的研发模式，据公司年报，公司与巴斯夫中国、亚什兰中国、西班牙 LIPOTRUE S.L. 公司等全球行业领先的原料供应商保持研发合作关系。2020 年 3 月公司推出的爆品“双抗精华”中，抗糖化成分 collrepair 便是巴斯夫专利，产品上市后得到很多消费者的肯定，2021 年月度销量稳定在 17000 件以上，与巴斯夫的合作让公司能在国内独占或率先运用巴斯夫化妆品活性物研究中心的多项首创技术。同年 6 月，双抗精华的同系列产品双抗小夜灯重磅上市，公司再次与西班牙尖端生物科技实验室 LipoTrue 强强联合，采用全新专利成分 6% Meiview 芽孢杆菌提取物。2021 年 1 月，公司与亚什兰签订战略合作协议，未来亚什兰将为公司提供定制独家功效性成分的帮助，并在功效评价方面深度合作。公司与上游原料商的合作将为未来功能性护肤市场的布局带来更多优势。

4.1. 潜力品牌——悦芙媞：差异化定位年轻群体，品牌重塑后销售靓丽

悦芙媞（杭州）化妆品有限公司成立于 2015 是珀莱雅集团的全资子公司，2020 年进行了品牌重塑。悦芙媞致力于找寻大自然中安全有效的纯净成分并融合科学的健康智慧，让肌肤体验到的幸福感。悦芙媞品牌提出“Be light 年轻即越”的理念，专为年轻人定制的快乐美妆。

图 39：防晒霜隔离乳喷雾



资料来源：天猫，安信证券研究中心

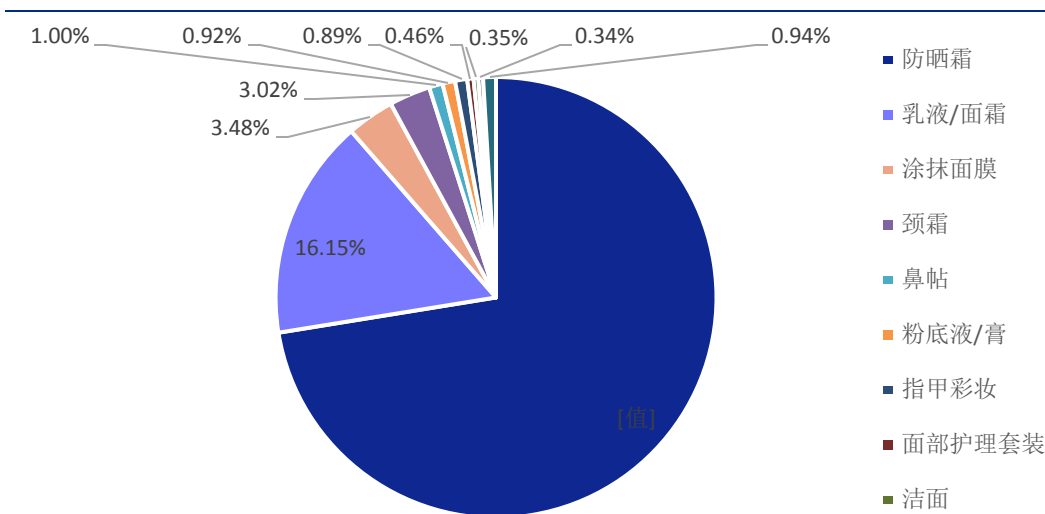
图 40：小紫罐面膜



资料来源：天猫，安信证券研究中心

防晒霜为目前悦芙媞品牌主打类目。近 12 个月内在悦芙媞成交类目中，防晒霜销量占比高达 72.43%，远高于占比第二的乳液/面霜，公司防晒产品主打 12.5h 全天对抗紫外线，产品不黏腻、不闷痘、不搓泥，提出安心防晒“六无添加”-无酒精、无矿物油、无人工色素、无激素、无致痘防腐剂、无荧光剂。

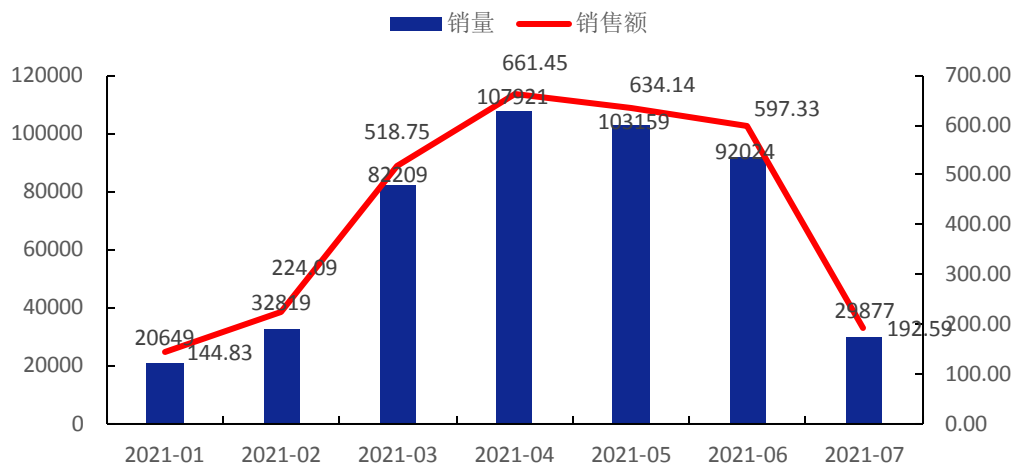
图 41: 悦芙媞成交类目占比 (按销量, 近 12 个月)



资料来源: 淘数据, 安信证券研究中心

品牌重塑后, 悦芙媞销量及销售额显著提升。2021 年 1 月到 6 月悦芙媞销量从 20649 件到 92024 件, 销售额幅度从 144.83 万元提升到 597.33 万元, “618” 大促过后, 销售额有一定的回落。

图 42: 悦芙媞销量 (件) 及销售额 (万元)



资料来源: 淘数据, 安信证券研究中心

悦芙媞抖音账号多项指标较好。悦芙媞官方抖音账号的带货口碑为 4.7 相对较高, 直播数据的平均停留时长达 2 分 4 秒, 表现相当优秀, 说明观众对其直播比较感兴趣, 带货平均转换概率为 15.02%, 粉丝中广东省占比最大, 达 19.23%。

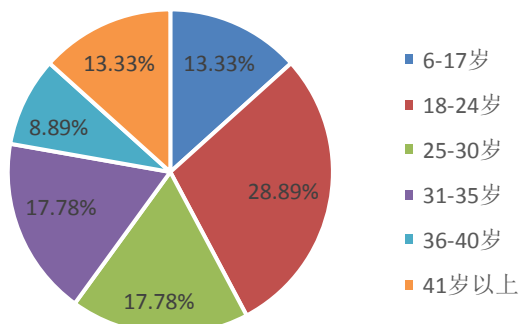
表 7: 悦芙媿官方抖音账号数据

| | | |
|------|---------------------|-----------|
| 基础数据 | 抖音粉丝数 (单位: 万人) | 0.7 |
| | 天猫官方旗舰店粉丝数 (单位: 万人) | 87.9 |
| | 飞瓜指数 | 214.2 |
| 直播数据 | 带货口碑 | 4.7 |
| | 直播销售额 (单位: 万元) | 35.5 |
| | 直播场次 | 47 |
| | 场均人数峰值 (单位: 人) | 39 |
| | 场均观看人数 (单位: 万人) | 0.35 |
| 带货 | 平均停留时长 | 2 分 4 秒 |
| | 护肤品类均价 | 62 |
| 粉丝分析 | 平均转化率 | 15.02% |
| | 排名第一省市及占比 | 广东 19.23% |
| | 排名第二省市及占比 | 河南 8.65% |
| | 排名第三省市及占比 | 浙江 8.65% |

资料来源: 飞瓜数据, 安信证券研究中心

悦芙媿抖音粉丝集中度高, 青、中年年龄段占比达 64.45%。据飞瓜数据显示, 悦芙媿抖音粉丝占比最高的年龄段是 18-24 岁, 高达 28.89%, 占比第二高的年龄段是 25-30 岁与 31-35 岁, 占比为 17.78%, 前三名既 18-35 岁合计占比达 64.45%, 说明悦芙媿粉丝主要为青、中年群体。

图 43: 悦芙媿粉丝画像



资料来源: 飞瓜数据, 安信证券研究中心

4.2. 孵化期品牌——Correctors-科瑞肤: 定位功能性护肤品, 主打“针对护肤”

珀莱雅推出新子品牌 Correctors-科瑞肤主打高功效护肤, 率先提出“针对护肤”概念。品牌名 CORRECTORS 是取修正精华液, 修正每一处肌肤瑕疵之意, 科瑞肤提出护肤不能一概而论, 每一寸肌肤都应该被“特殊对待”, 针对面部不同的部位, 采用不同的配方, 达到针对性解决肌肤问题。

专注面部不同部位护理, 品类齐全。目前推出产品包括: 保湿基底乳、屏障修护精华液、眼周提亮精华乳、眼周淡纹精华乳、毛孔调理精华液、黑头调理精华液、保湿深透面膜、提亮精华乳、淡纹精华液、控油基底乳、祛痘精华凝胶。

图 44: Correctors 产品



资料来源：天猫，安信证券研究中心

4.3. 拓展新赛道—Off&Relax：主打日本温泉水头皮养护

珀莱雅与头皮护理行业内顶级专家杨建中合作，共同开发创立品牌 **Off&Relax**。Off&Relax 主打日本温泉水头皮养护下的慢生活方式，品牌名中 **off** 代表洗掉头皮脏污，卸下生活压力，**relax** 代表放松自己，找到与自我对话的间隙。这一理念来自亚洲头皮健康研究中心理事长—杨建中，他在头皮洗护领域深耕 26 年，在全球拥有 50 多项专利，走过了洗护发 1.0 到 3.0 时代，也是 Off&Relax 的创立者。杨建中自 1994 年加入宝洁之后，一直在宝洁国际美发护发研究中心任职，是宝洁的研发首席科学家，之后也主导了滋源无硅油的洗护改革。off&relax 所有产品线均在日本完成，珀莱雅负责中国市场，杨建中及其团队负责日本本土及国际市场。

Off&Relax 的销量常年占据乐天综合实力排行榜第一名，6 月 28 日正式登陆大陆市场。Off&Relax 在日本入驻超过 4500 家个人护理、医药门店，是日本女性洗护发用品心仪之选。6 月 28 日，off&relax 正式登陆大陆市场，目前其天猫官方店铺“off&relax 海外旗舰店”共有 5 款 SKU，基本售价在 109-289 元。

图 45: Off&Relax 产品图



资料来源：天猫旗舰店，安信证券研究中心

5. 投资建议

回顾珀莱雅成长历程，我们看到珀莱雅踩准渠道变迁把握红利机遇，同时产品不断迭代进化，品牌形象持续年轻化。当前节点，珀莱雅再度把握抖音红利机遇，大单品策略得到阶段性数据验证、新品牌彩棠等逐步站稳，已经实现渠道与品牌的再度升级，公司组织管理能力再度证实，中长期确定性明显提升。

珀莱雅已通过前瞻布局，在抖音渠道实现较大规模且各项经营指标向好，正在充分抢占崛起的抖音渠道的红利机遇。①2019年9月我们曾发布报告《聚散之间，看化妆品营销新纪元——写在社交营销序幕拉开的关键时期》，提出1980年以来，流量入口已经历了三轮切换，目前正在经历最新一轮变革，流量入口从央视——卫视——淘宝——社交平台依次切换，流量入口每次切换均带来的挑战和机遇均造成了行业格局的重塑；当前阶段，我们看到随着社交平台的充分发展，其变现能力空前提升，抖音电商成为正在迅速崛起的红利渠道：2020年1-12月，抖音电商总体GMV增长11.3倍，抖店作为在抖音电商生意经营的入口，2021年1月的交易额较去年同期增长超50倍。2020年1-11月，抖音电商新增开店商家数量增长17.3倍，且已入驻的品牌GMV普遍增长显著。②根据飞瓜数据，2-7月累计销售额（飞瓜预估）排名位列第一，6个月累计预估销售额接近4亿元；在2021年2-7月期间，月度销售额呈现稳定提升、且月度环比增速向上的趋势，2021年6月，单月销售额超过7000万元，2021年7月，单月销售额超过9000万元，可见“618”大促结束后，仍保持良好势头。珀莱雅抖音粉丝数约176万远超自然堂，飞瓜指数较高为610（意味着趋势向好），近30天内，场均人数峰值9373人、场均观看人次83万人规模较大，平均停留时长较长达1'40''，护肤品均价较高为181元（保证利润空间）。

发力大单品策略，红宝石精华、双抗精华表现亮眼且趋势向好，防晒新品上市后即放量增长，均有成为核心大单品潜力；大单品的确立有望提升公司中长期稳健确定性。①红宝石精华：红宝石精华上市以来，平均客单价基本稳定在240元以上，2021年5月提价后，客单价提升至329元；2021年月销稳定在13000件以上。大促期间销量更佳，2020年11月（包含“双十一”活动期）销量达77002件，客单价反向提升至约260元，2021年6月（包含“618”活动期）销量达55881件，且客单价仍维持329元。2020年2月上市，2021年5月即实现产品升级，推出红宝石精华2.0，产品更加温和兼高效，全面提升抗皱力。目前已推出红宝面膜、面霜、活肤水等放大单品效用。②双抗精华：珀莱雅双抗精华上市以来平均客单价

基本稳定在 220-296 元之间；2021 年月销稳定在 17000 件以上。大促期间销量更佳，2020 年 11 月（包含“双十一”活动期）销量愈 10 万件，客单价约为 222 元；2021 年 6 月（包含“618”活动期）销量达 87722 件，且客单价没有降低，约为 269 元。已推出双抗精华 2.0 版本，针对全链抗氧、多维抗糖，在抗氧、抗糖、功效、肤感四方面进行了升级。已推出双抗小夜灯眼霜、双抗水乳、双抗面膜等放大单品效用。③防晒新品：2021 年 1 月，珀莱雅抗蓝光羽感防晒新品发布，4 月的销售增长幅度超过 60 倍，4、5、6 月的销售额均过千万；6 月即成为天猫旗舰店销售额第二品类。2021 年 6 月，羽感防晒的天猫旗舰店销售额为 2822 万元，超过发布以来的最高月销售额的两倍，可见“618”期间，羽感防晒销售靓丽。

彩棠跨赛道趋势向好，梯度品牌矩阵逐步成型。①2020 年下半年开始，珀莱雅开始发力彩妆品牌彩棠，当年即实现营收 1.2 亿元。随着营销的持续推进，彩棠三色修容盘已成为网红爆款产品。彩棠品牌的持续向好，预示着珀莱雅在新品牌以及跨赛道运营上的成功可能，公司有望从单一品牌走向平台型公司，提升中长期增长确定性。②珀莱雅已形成具有梯度的品牌矩阵：其中珀莱雅为主品牌，彩棠及悦芙媿为潜力品牌可接力成长，同时有较多孵化期品牌如科瑞肤、INS.BAHA 等，更多品牌有望蓄力长期增长。

根据截止 2021/8/3 数据，行业可比公司（贝泰妮、华熙生物、丸美股份、上海家化）估值对应 2021 年为 PE 估值中位数为 94x，PS 估值中位数为 16 倍。目前珀莱雅市值对应 2021 年为 60xPE、7.7xPS，估值均处于较低水平。预计珀莱雅 2021-2023 年净利润水平为 5.96/7.22/8.68 亿元，给与 2021 年 77 倍估值，目标价 228 元。

表 8：可比公司估值表（截止 2021/8/3）

| 公司名称 | 最新市值 (亿元) | 收入 (亿元人民币) | | | 归母净利 (亿元人民币) | | | PE | | PS | |
|---------|--------------|------------|--------|--------|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| | | FY20 | FY21/E | FY22/E | FY20 | FY21/E | FY22/E | FY21/E | FY22/E | FY21/E | FY22/E |
| 丸美股份 | 154.98 | 17.45 | 21.69 | 25.93 | 4.64 | 5.50 | 6.47 | 28 | 24 | 7.1 | 6.0 |
| 上海家化 | 349.88 | 70.32 | 83.31 | 94.89 | 4.30 | 4.83 | 8.34 | 72 | 42 | 4.2 | 3.7 |
| 华熙生物 | 1,103.04 | 26.33 | 45.02 | 65.28 | 6.46 | 7.82 | 11.15 | 141 | 99 | 24.5 | 16.9 |
| 贝泰妮 | 906.80 | 26.36 | 37.7 | 51.66 | 5.44 | 7.83 | 10.85 | 116 | 84 | 24.1 | 17.6 |
| 行业估值中位数 | | | | | | | | 94 | 63 | 16 | 11 |
| 珀莱雅 | 356.58 | 37.52 | 46.27 | 54.94 | 4.76 | 5.96 | 7.22 | 60 | 49 | 7.7 | 6.5 |

资料来源：wind，安信证券研究中心

*盈利预测来自安信证券。

6. 风险提示

（1）行业竞争加剧风险

化妆品企业线上渠道竞争越来越激烈，若公司不能及时开发出适应市场需求的新产品或者不能顺应潮流使用恰当的营销手段，公司的经营情况可能会受到不利影响。

（2）品牌集中风险

公司“珀莱雅”品牌的销售收入占主营业务收入的比重较高，如果未来主品牌运营策略失败、遭受重大负面新闻、市场认可度降低，或者发生品牌被盗用、被侵权等情况，都可能导致该品牌产品的销售收入下滑，进而对公司经营业绩产生不利影响。

（3）销售平台风险

公司通过天猫、唯品会、京东、抖音等平台实现销售，如果公司未来出现与上述平台之间的合作关系发生变化、平台流量下滑、平台销售政策及收费标准出现调整等情况，将有可能对公司业务产生重大不利影响。

财务报表预测和估值数据汇总

| 利润表 | | | | | | 财务指标 | | | | | |
|-------------------|---------|---------|---------|---------|---------|----------------|--------|--------|--------|---------|--------|
| (百万元) | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E | (百万元) | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
| 营业收入 | 3,123.5 | 3,752.4 | 4,626.8 | 5,493.9 | 6,475.7 | 成长性 | | | | | |
| 减:营业成本 | 1,125.6 | 1,367.6 | 1,649.7 | 1,933.8 | 2,248.5 | 营业收入增长率 | 32.3% | 20.1% | 23.3% | 18.7% | 17.9% |
| 营业税费 | 27.8 | 32.9 | 44.0 | 49.8 | 77.7 | 营业利润增长率 | 19.0% | 20.2% | 39.3% | 20.0% | 18.7% |
| 销售费用 | 1,223.0 | 1,497.1 | 1,850.7 | 2,197.5 | 2,583.8 | 净利润增长率 | 36.7% | 21.2% | 25.2% | 21.2% | 20.2% |
| 管理费用 | 195.3 | 204.3 | 347.0 | 412.0 | 479.2 | EBITDA 增长率 | 39.4% | 17.0% | 9.2% | 17.6% | 17.4% |
| 财务费用 | -9.5 | -13.6 | -23.8 | -37.1 | -46.2 | EBIT 增长率 | 39.5% | 17.1% | 10.1% | 18.9% | 18.5% |
| 资产减值损失 | -27.1 | -28.2 | 10.0 | 18.0 | 18.0 | NOPLAT 增长率 | 31.0% | 23.0% | 25.8% | 18.9% | 18.5% |
| 加:公允价值变动收益 | - | - | 23.8 | 7.9 | -13.2 | 投资资本增长率 | 61.9% | 31.8% | -68.4% | 206.1% | -58.3% |
| 投资和汇兑收益 | 2.1 | 1.8 | - | - | - | 净资产增长率 | 21.9% | 19.9% | 18.8% | 19.1% | 20.5% |
| 营业利润 | 461.6 | 555.1 | 773.0 | 927.7 | 1,101.4 | 利润率 | | | | | |
| 加:营业外净收支 | -5.4 | -7.5 | -11.0 | -16.0 | - | 毛利率 | 64.0% | 63.6% | 64.3% | 64.8% | 65.3% |
| 利润总额 | 456.2 | 547.6 | 762.0 | 911.7 | 1,101.4 | 营业利润率 | 14.8% | 14.8% | 16.7% | 16.9% | 17.0% |
| 减:所得税 | 89.9 | 96.0 | 190.5 | 227.9 | 275.4 | 净利润率 | 12.6% | 12.7% | 12.9% | 13.1% | 13.4% |
| 净利润 | 392.7 | 476.0 | 595.8 | 722.2 | 868.2 | EBITDA/营业收入 | 20.2% | 19.7% | 17.4% | 17.2% | 17.2% |
| | | | | | | EBIT/营业收入 | 18.6% | 18.1% | 16.2% | 16.2% | 16.3% |
| 资产负债表 | | | | | | 运营效率 | | | | | |
| | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E | 固定资产周转天数 | 60 | 54 | 42 | 33 | 26 |
| 货币资金 | 1,246.9 | 1,416.7 | 2,460.4 | 2,306.0 | 3,621.6 | 流动营业资本周转天数 | -28 | 1 | -19 | -13 | -6 |
| 交易性金融资产 | 71.5 | - | 23.8 | 31.8 | 18.5 | 流动资产周转天数 | 215 | 204 | 210 | 219 | 228 |
| 应收账款 | 213.7 | 333.6 | 138.1 | 496.2 | 287.9 | 应收账款周转天数 | 18 | 26 | 18 | 21 | 22 |
| 应收票据 | - | - | 12.1 | 4.5 | 4.7 | 存货周转天数 | 31 | 38 | 33 | 33 | 34 |
| 预付账款 | 53.3 | 82.7 | 24.3 | 122.0 | 57.9 | 总资产周转天数 | 337 | 317 | 304 | 291 | 287 |
| 存货 | 313.6 | 468.6 | 385.0 | 630.2 | 579.8 | 投资资本周转天数 | 77 | 92 | 56 | 46 | 41 |
| 其他流动资产 | 13.9 | 40.8 | 20.8 | 25.1 | 28.9 | 投资回报率 | | | | | |
| 可供出售金融资产 | - | - | - | - | - | ROE | 19.3% | 19.9% | 20.7% | 20.7% | 20.5% |
| 持有至到期投资 | - | - | - | - | - | ROA | 12.3% | 12.4% | 13.7% | 14.6% | 14.7% |
| 长期股权投资 | 14.7 | 58.2 | 58.2 | 58.2 | 58.2 | ROIC | 71.2% | 54.1% | 51.7% | 194.6% | 75.3% |
| 投资性房地产 | 71.6 | 72.2 | 72.2 | 72.2 | 72.2 | 费用率 | | | | | |
| 固定资产 | 550.3 | 565.9 | 524.5 | 483.1 | 441.8 | 销售费用率 | 39.2% | 39.9% | 40.0% | 40.0% | 39.9% |
| 在建工程 | 31.9 | 47.3 | 47.3 | 47.3 | 47.3 | 管理费用率 | 6.3% | 5.4% | 7.5% | 7.5% | 7.4% |
| 无形资产 | 328.6 | 314.6 | 300.0 | 285.3 | 270.7 | 财务费用率 | -0.3% | -0.4% | -0.5% | -0.7% | -0.7% |
| 其他非流动资产 | 69.4 | 236.2 | 118.8 | 122.8 | 139.1 | 三费/营业收入 | 45.1% | 45.0% | 47.0% | 46.8% | 46.6% |
| 资产总额 | 2,979.4 | 3,636.9 | 4,185.7 | 4,684.8 | 5,628.7 | 偿债能力 | | | | | |
| 短期债务 | 129.0 | 299.3 | - | - | - | 资产负债率 | 30.5% | 31.8% | 29.6% | 25.1% | 24.8% |
| 应付账款 | 438.8 | 591.4 | 756.0 | 774.7 | 995.3 | 负债权益比 | 43.9% | 46.5% | 42.0% | 33.4% | 33.0% |
| 应付票据 | 41.8 | 64.6 | 64.1 | 86.1 | 88.9 | 流动比率 | 2.19 | 2.07 | 2.55 | 3.16 | 3.36 |
| 其他流动负债 | 264.7 | 174.2 | 383.8 | 281.7 | 283.1 | 速动比率 | 1.83 | 1.66 | 2.23 | 2.61 | 2.94 |
| 长期借款 | - | - | - | - | - | 利息保障倍数 | -61.20 | -50.01 | -31.52 | -24.00 | -22.86 |
| 其他非流动负债 | 35.0 | 25.6 | 34.2 | 31.6 | 30.4 | 分红指标 | | | | | |
| 负债总额 | 909.3 | 1,155.0 | 1,238.1 | 1,174.0 | 1,397.7 | DPS(元) | 0.59 | - | 0.60 | 0.60 | 0.53 |
| 少数股东权益 | 40.4 | 90.3 | 67.2 | 29.4 | -11.7 | 分红比率 | 30.2% | 0.0% | 20.1% | 16.8% | 12.3% |
| 股本 | 201.3 | 201.1 | 201.1 | 201.1 | 201.1 | 股息收益率 | 0.3% | 0.0% | 0.3% | 0.3% | 0.3% |
| 留存收益 | 1,844.4 | 2,203.3 | 2,679.2 | 3,280.2 | 4,041.5 | | | | | | |
| 股东权益 | 2,070.1 | 2,481.9 | 2,947.6 | 3,510.8 | 4,230.9 | | | | | | |
| | | | | | | 业绩和估值指标 | | | | | |
| | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E | EPS(元) | 1.95 | 2.37 | 2.96 | 3.59 | 4.32 |
| 现金流量表 | | | | | | BVPS(元) | 10.09 | 11.89 | 14.32 | 17.31 | 21.10 |
| 净利润 | 366.4 | 451.6 | 595.8 | 722.2 | 868.2 | PE(X) | 99.1 | 81.7 | 65.3 | 53.9 | 44.8 |
| 加:折旧和摊销 | 75.2 | 87.8 | 56.0 | 56.0 | 56.0 | PB(X) | 19.2 | 16.3 | 13.5 | 11.2 | 9.2 |
| 资产减值准备 | 35.7 | 23.9 | - | - | - | P/FCF | -729.5 | 130.1 | 36.0 | 2,354.7 | 26.5 |
| 公允价值变动损失 | - | - | 23.8 | 7.9 | -13.2 | P/S | 12.5 | 10.4 | 8.4 | 7.1 | 6.0 |
| 财务费用 | 8.5 | 9.2 | -23.8 | -37.1 | -46.2 | EV/EBITDA | 26.2 | 46.8 | 45.2 | 38.5 | 31.6 |
| 投资损失 | -2.1 | -1.8 | - | - | - | CAGR(%) | 23.1% | 22.3% | 25.9% | 23.1% | 22.3% |
| 少数股东损益 | -26.3 | -24.4 | -24.4 | -38.4 | -42.1 | PEG | 4.3 | 3.7 | 2.5 | 2.3 | 2.0 |
| 营运资金的变动 | -331.9 | -384.7 | 805.2 | -767.5 | 540.6 | ROIC/WACC | 6.8 | 5.2 | 4.9 | 18.5 | 7.2 |
| 经营活动产生现金流量 | 236.0 | 331.6 | 1,432.8 | -56.8 | 1,363.3 | REP | 2.9 | 6.2 | 21.5 | 1.9 | 11.2 |
| 投资活动产生现金流量 | -54.6 | 14.5 | -47.6 | -15.9 | 26.5 | | | | | | |
| 融资活动产生现金流量 | -209.3 | -43.4 | -341.4 | -81.7 | -74.2 | | | | | | |

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 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沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

刘文正、杜一帆声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。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“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

| | | | |
|-------|-----|---------------|---------------------------|
| 上海联系人 | 侯海霞 | 021-68763563 | houhx@essence.com.cn |
| | 许敏 | 021-68762965 | xumin@essence.com.cn |
| | 孟硕丰 | 021-68766287 | mengsf@essence.com.cn |
| | 潘艳 | 021-68766516 | panyan@essence.com.cn |
| | 朱贤 | 021-68765293 | zhuxian@essence.com.cn |
| 北京联系人 | 李倩 | 010-59113575 | liqian1@essence.com.cn |
| | 周蓉 | 010-59113563 | zhourong@essence.com.cn |
| | 温鹏 | 010-59113570 | wenpeng@essence.com.cn |
| | 张莹 | 010-88888888 | zhangying1@essence.com.cn |
| 深圳联系人 | 胡珍 | 0755-82558073 | huzhen@essence.com.cn |
| | 范洪群 | 0755-82558044 | fanhq@essence.com.cn |
| | 孟昊琳 | 0755-82558045 | menghl@essence.com.cn |
| | 张青 | 0755-82821681 | zhangqing2@essence.com.cn |
| | 邓欣 | 0755-82821690 | dengxin@essence.com.cn |

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034