

# 珀莱雅 (603605.SH)

买入 (维持评级)

公司点评  
证券研究报告

## 4Q22 营收/归母净利润同比

**+50%/+52%，双双超预期**

### 业绩简评

- 公司4月12日发布22年业绩快报，22年营收63.85亿元、同增37.82%，归母净利润8.17亿元、同增41.88%，净利率12.8%（同比+0.4PCT）。以此推算，4Q22营收24.23亿元、同增49.5%，归母净利润3.22亿元、同增52%，净利率13.3%（同比+0.2PCT）。
- 4Q22收入/利润均超预期，预计主要系彩棠增长靓丽+大单品策略持续深化&超头流量加持下主品牌22年双“11”表现亮眼。

### 经营分析

- **Q1 电商数据亮眼望继续拉动业绩端靓丽增长。**根据魔镜+飞瓜数据，Q1主品牌&彩棠淘系+抖音销售额同增26%-73%。主品牌淘+抖同增10%~55%，其中淘系同增4%，抖音同增29%+、1-3月排名第2/第1/第2；彩棠同增154%~214%，其中淘系同增201%，抖音同增69%+、1-3月排名第15/第15/第11。
- **大单品策略引领优质增长，看好主品牌势能持续向上。**双抗/红宝石/源力系列差异化定位，核心大单品升级迭代（双抗精华3.0已于4月6日上新、目前天猫旗舰店预定销量9w+）、再以点到面带动同系列产品。成熟大单品保持良好增长（红宝石精华3.0预计后续推出）+二线大单品发力（源力系列）+新品蓄力（防晒/美白精华/精华油），主品牌势能持续释放。
- **彩棠第二增长曲线提速，多品牌矩阵逐步成型。**1Q22彩棠已扭亏为盈、未来有望贡献更多利润增量，23年聚焦强化底妆优势（升级老产品+上新气垫）、发力色彩类产品（上新腮红/口红/眉部盘），预计22年收入体量突破5亿元（翻倍增长）、23年延续高增。其他子品牌悦芙媿/off&relax分别卡位油痘肌大众护肤/中高端洗护细分赛道、趋势向好。

### 盈利预测、估值与评级

- 持续引领行业变革的本土美妆集团，成长性&业绩兑现能力强，上调盈利预测。预计22-24年归母净利润8.17/10.28/12.67亿元，同比+42%/+26%/+23%，对应22-24年PE分别为59/47/38倍，维持“买入”评级。

### 风险提示

- 新品孵化/渠道拓展/营销投放不及预期。

商贸零售组

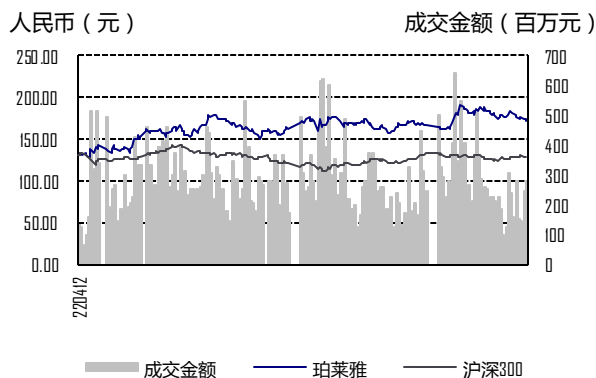
分析师：罗晓婷（执业S1130520120001）

luoxiaoting@gjzq.com.cn

市价（人民币）：170.98元

相关报告：

- 1.《珀莱雅深度更新：持续引领行业变革的本土美妆集团》，2023.2.27
- 2.《主品牌引领优质增长，子品牌多点开花-珀莱雅3Q22业绩点评》，2022.10.28
- 3.《淡季利润超预期增长，大单品护航稳健前行-珀莱雅3Q22经营数据点评》，2022.10.18



### 公司基本情况（人民币）

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	3,752	4,633	6,385	8,079	10,025
营业收入增长率	20.13%	23.47%	37.82%	26.52%	24.09%
归母净利润(百万元)	476	576	817	1,028	1,267
归母净利润增长率	21.22%	21.03%	41.77%	25.92%	23.22%
摊薄每股收益(元)	2.367	2.866	2.881	3.628	4.470
每股经营性现金流净额	1.65	4.13	3.64	4.55	5.31
ROE(归属母公司)(摊薄)	19.90%	20.03%	24.58%	26.10%	26.96%
P/E	75.21	72.68	59.35	47.13	38.25
P/B	14.97	14.55	14.59	12.30	10.31

来源：公司年报、国金证券研究所

**附录：三张报表预测摘要**
**损益表 (人民币百万元)**

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>主营业务收入</b>	<b>3,124</b>	<b>3,752</b>	<b>4,633</b>	<b>6,385</b>	<b>8,079</b>	<b>10,025</b>
增长率	20.1%	23.5%	37.8%	26.5%	24.1%	
主营业务成本	-1,126	-1,368	-1,554	-2,057	-2,544	-3,145
%销售收入	36.0%	36.4%	33.5%	32.2%	31.5%	31.4%
毛利	1,998	2,385	3,079	4,329	5,535	6,880
%销售收入	64.0%	63.6%	66.5%	67.8%	68.5%	68.6%
营业税金及附加	-28	-33	-41	-64	-89	-110
%销售收入	0.9%	0.9%	0.9%	1.0%	1.1%	1.1%
销售费用	-1,223	-1,497	-1,992	-2,707	-3,494	-4,311
%销售收入	39.2%	39.9%	43.0%	42.4%	43.3%	43.0%
管理费用	-195	-204	-237	-313	-420	-521
%销售收入	6.3%	5.4%	5.1%	4.9%	5.2%	5.2%
研发费用	-75	-72	-77	-153	-226	-321
%销售收入	2.4%	1.9%	1.7%	2.4%	2.8%	3.2%
息税前利润 (EBIT)	477	578	733	1,091	1,306	1,617
%销售收入	15.3%	15.4%	15.8%	17.1%	16.2%	16.1%
财务费用	9	14	7	9	14	20
%销售收入	-0.3%	-0.4%	-0.2%	-0.1%	-0.2%	-0.2%
资产减值损失	-36	-52	-78	-97	-18	-25
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	2	2	-7	-7	2	1
%税前利润	0.5%	0.3%	n.a	n.a	0.2%	0.1%
营业利润	462	555	671	996	1,304	1,613
%营业收入	14.8%	14.8%	14.5%	15.6%	16.1%	16.1%
营业外收支	-5	-7	-4	0	0	0
税前利润	456	548	668	996	1,304	1,613
利润率	14.6%	14.6%	14.4%	15.6%	16.1%	16.1%
所得税	-90	-96	-111	-174	-261	-323
所得税率	19.7%	17.5%	16.6%	17.5%	20.0%	20.0%
净利润	366	452	557	822	1,043	1,290
少数股东损益	-26	-24	-19	5	15	23
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>393</b>	<b>476</b>	<b>576</b>	<b>817</b>	<b>1,028</b>	<b>1,267</b>
净利率	12.6%	12.7%	12.4%	12.8%	12.7%	12.6%

**现金流量表 (人民币百万元)**

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	366	452	557	822	1,043	1,290
少数股东损益	-26	-24	-19	5	15	23
非现金支出	111	140	174	170	96	109
非经营收益	3	6	23	84	54	67
营运资金变动	-245	-266	75	-44	96	40
<b>经营活动现金净流</b>	<b>236</b>	<b>332</b>	<b>830</b>	<b>1,031</b>	<b>1,289</b>	<b>1,506</b>
资本开支	-164	-184	-194	-131	-175	-175
投资	104	131	-70	0	0	0
其他	5	67	-78	-7	2	1
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-55</b>	<b>15</b>	<b>-342</b>	<b>-138</b>	<b>-173</b>	<b>-174</b>
股权募资	21	2	1	-44	0	0
债权募资	-131	85	648	101	209	173
其他	-99	-130	-159	-373	-467	-575
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-209</b>	<b>-43</b>	<b>490</b>	<b>-317</b>	<b>-258</b>	<b>-402</b>
<b>现金净流量</b>	<b>-28</b>	<b>303</b>	<b>976</b>	<b>577</b>	<b>858</b>	<b>930</b>

**资产负债表 (人民币百万元)**

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,247	1,417	2,391	2,968	3,826	4,756
应收款项	216	339	208	376	454	563
存货	314	469	448	521	622	765
其他流动资产	136	118	112	143	164	192
流动资产	1,913	2,342	3,159	4,007	5,066	6,275
%总资产	64.2%	64.4%	68.2%	73.2%	76.4%	79.1%
长期投资	86	151	297	271	271	271
固定资产	582	613	668	733	794	851
%总资产	19.5%	16.9%	14.4%	13.4%	12.0%	10.7%
无形资产	355	396	427	464	500	535
非流动资产	1,066	1,294	1,474	1,467	1,564	1,656
%总资产	35.8%	35.6%	31.8%	26.8%	23.6%	20.9%
<b>资产总计</b>	<b>2,979</b>	<b>3,637</b>	<b>4,633</b>	<b>5,474</b>	<b>6,630</b>	<b>7,931</b>
短期借款	214	299	200	269	478	651
应付款项	481	656	545	797	990	1,225
其他流动负债	179	174	279	324	442	548
流动负债	874	1,129	1,025	1,389	1,910	2,424
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	35	26	721	747	751	754
负债	909	1,155	1,746	2,137	2,661	3,178
<b>普通股股东权益</b>	<b>2,030</b>	<b>2,392</b>	<b>2,877</b>	<b>3,323</b>	<b>3,940</b>	<b>4,700</b>
其中：股本	201	201	201	284	284	284
未分配利润	908	1,266	1,697	2,187	2,804	3,565
少数股东权益	40	90	10	15	30	53
<b>负债股东权益合计</b>	<b>2,979</b>	<b>3,637</b>	<b>4,633</b>	<b>5,474</b>	<b>6,630</b>	<b>7,931</b>

**比率分析**

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>每股指标</b>						
每股收益	1.951	2.367	2.866	2.881	3.628	4.470
每股净资产	10.084	11.891	14.313	11.720	13.897	16.579
每股经营现金净流	1.172	1.649	4.128	3.637	4.547	5.312
每股股利	0.590	0.720	0.860	1.152	1.451	1.788
<b>回报率</b>						
净资产收益率	19.35%	19.90%	20.03%	24.58%	26.10%	26.96%
总资产收益率	13.18%	13.09%	12.43%	14.92%	15.51%	15.98%
投入资本收益率	16.74%	17.11%	16.13%	20.93%	20.31%	21.20%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	32.28%	20.13%	23.47%	37.82%	26.52%	24.09%
EBIT增长率	26.44%	21.19%	26.78%	48.85%	19.64%	23.83%
净利润增长率	36.73%	21.22%	21.03%	41.77%	25.92%	23.22%
总资产增长率	4.17%	22.07%	27.39%	18.16%	21.12%	19.62%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	16.8	23.5	16.7	17.0	16.0	16.0
存货周转天数	88.6	104.4	107.6	105.0	102.0	102.0
应付账款周转天数	116.2	115.2	108.0	108.0	108.0	108.0
固定资产周转天数	64.3	55.0	44.0	32.0	25.1	19.9
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-53.33%	-45.02%	-51.79%	-60.02%	-66.81%	-71.72%
EBIT利息保障倍数	-50.3	-42.5	-98.0	-124.6	-90.1	-79.1
资产负债率	30.52%	31.76%	37.69%	39.03%	40.13%	40.07%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-03-27	买入	180.52	N/A
2	2022-04-22	买入	181.36	N/A
3	2022-07-09	买入	156.00	N/A
4	2022-07-22	买入	165.04	N/A
5	2022-08-26	买入	162.80	N/A
6	2022-10-18	买入	175.37	N/A
7	2022-10-28	买入	163.54	N/A
8	2023-02-27	买入	182.00	209.19

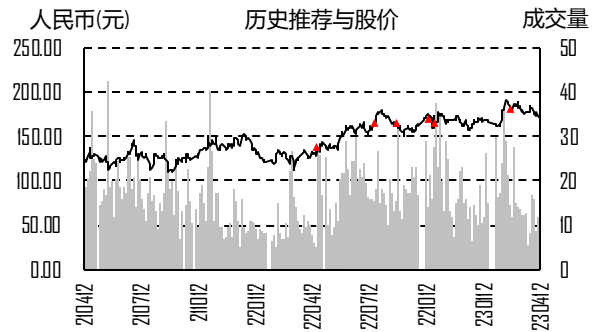
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

**特别声明：**

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402