

## 珀莱雅 (603605.SH)

买入(维持评级)

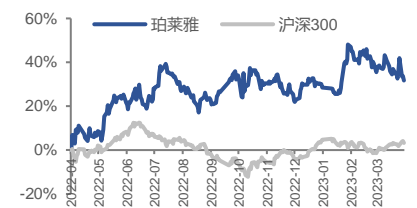
### 23Q1 归母净利润同增 31%，品牌力持续提升

当前价格: 166.14 元  
目标价格: 212.48 元

#### 基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	284/281
总市值/流通市值 (百万元)	47104/46755
每股净资产 (元)	13.09
资产负债率 (%)	38.78
一年内最高/最低 (元)	191.09/127.58

#### 一年内股价相对走势



事件: 公司发布2022年报及2023年一季度报, 22年实现营收63.85亿元, yoy+37.82%; 归母净利润8.17亿元, yoy+41.88%; 扣非归母净利润7.89亿元, yoy+38.80%。23年Q1实现营收16.22亿元, yoy+29.27%; 归母净利润2.08亿元, yoy+31.32%; 扣非归母净利润1.98亿元, yoy+34.93%, 超预期, 且保持净利润快于营收的增速。每10股转增4.0股派8.7元。

渠道结构继续优化。22年线上直销/线上分销/线下日化/线下其他营收44.78/13.10/4.43/1.31亿元, yoy+59.8%/+16.8%/-12.0%/-32.3%; 占比70.4%/20.6%/7.0%/2.1%, yoy+9.74/-3.69/-3.92/-2.13pct; 线上/线下毛利率70.9%/59.5%。在22年和23年Q1化妆品行业整体承压的背景下, 公司依然高增且渠道结构进一步优化。22年珀莱雅品牌天猫/抖音/京东占比45%/15%/10%+; 天猫/抖音平台复购率分别35%/20%, 客单价280元/300元, ROI均超过3, 抖音自播占比60%, 多渠道高效运营。彩棠22年天猫/抖音复购率均超过10%, 客单价超过200元, 抖音自播占比45%。

主品牌三大系列高增, 彩棠增长130%, 子品牌盈利。自有品牌中, 2022年珀莱雅/彩棠/OR/悦芙媞营收52.64/5.72/1.26/1.87亿元, yoy+37.5%/+132.0%/+509.9%/+188.3%; 占比82.7%/9.0%/2.0%/2.9%, 其中珀莱雅/彩棠占比yoy-0.13/+3.66pct。主品牌中, 22年天猫平台精华/面膜/眼霜/面霜分别排名第1/4/4/9, 大单品占品牌整体/天猫/抖音/京东分别45%/75%/50%/40%; 双抗/红宝石/源力yoy分别增长超过200%/120%/260%, 占天猫分别35%/28%/10%; 大单品复购率30%, ROI超过2.5。第二品牌彩棠增速明显, 占比迅速提升。子品牌彩棠、悦芙媞、OR均盈利。

盈利能力提升, 23Q1毛利率70%。22年毛利率69.7%, yoy+3.24pct, 受益于线上直营和精华等大单品占比提升; 归母净利率12.8%, yoy+0.37pct 稳中有升。23年Q1毛利率70.0%, yoy+2.46pct; 归母净利率12.8%, yoy+0.2pct。22年销售/管理/研发费用率43.6%/5.1%/2.0%, yoy+0.65/+0.01/+0.35pct; 23年Q1销售/管理/研发费用率43.2%/5.9%/3.2%, yoy+0.86/+0.71/+0.81pct。销售费用率提升主要系投入彩棠、OR新品牌孵化和悦芙媞品牌重塑, 22年形象宣传推广费率37.9%, yoy+1.78pct。

盈利预测与投资建议: 公司大单品策略持续提升品牌价值, 强运营能力保障多渠道高增, 管理能力和组织效率先进。基于公司一季报的优异表现, 我们上调营收和归母净利润的预测, 预计23-25年公司营业收入为83/106/132亿元(23-24前值75/93亿元), 归母净利润为10.8/14.1/17.7亿元(23-24前值9.6/12.1亿元), 上调目标价至212元, 维持“买入”评级。

风险提示: 新品和新品牌不及预期, 营销费用侵蚀利润, 竞争加剧。

#### 团队成员

分析师 陈照林  
执业证书编号: S0210522050006  
邮箱: czl3792@hfzq.com.cn

分析师 来舒楠  
执业证书编号: S0210523040002  
邮箱: lsl3916@hfzq.com.cn

分析师 高兴  
执业证书编号: S0210522110002  
邮箱: gx3970@hfzq.com.cn

#### 相关报告

《珀莱雅(603605.SH) 22Q3 点评: Q3 归母净利润+44%, 盈利能力进一步优化》—2022.10.27

《珀莱雅(603605.SH) 深度: 大单品重塑品牌价值, 强运营驾驭多元渠道》—2022.10.26

财务数据和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	4,633	6,385	8,313	10,637	13,218
增长率	23%	38%	30%	28%	24%
净利润(百万元)	576	817	1,076	1,407	1,774
增长率	21%	42%	32%	31%	26%
EPS(元/股)	2.03	2.88	3.79	4.96	6.26
市盈率(P/E)	81.8	57.6	43.8	33.5	26.5
市净率(P/B)	16.4	13.4	10.8	8.3	6.4

数据来源: 公司公告、华福证券研究所



## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

## 一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

## 联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn