

# 业绩靓丽，持续深化大单品战略

## 珀莱雅(603605)

### 事件概述

公司发布2022年年报与2023年一季报，2022年公司实现营业收入63.85亿元，同比增长37.82%，主要系线上渠道增速较快；归母净利润8.17亿元，同比增长41.88%；扣非后净利润为7.89亿元，同比增长38.80%。现金流方面，经营活动产生的现金流量净额为11.11亿元，比去年同期增长了33.92%。单季度看，2022年Q4公司实现营业收入24.23亿元，同比增长49.51%；实现归母净利润3.22亿元，同比增长52.05%；扣非后净利润分别3.12亿元，同比增长47.15%。2023年Q1公司实现营业收入16.22亿元，同比上升29.27%；归母净利润2.08亿元，同比上升31.32%；扣非后净利润1.98亿元，同比增长34.93%。

### 分析判断：

#### ► 收入端：线上渠道增速较快，各品牌稳健增长

公司2022年全年主营业务收入63.62亿元，同比增长37.69%。其中护肤类产品（含洁肤）实现营业收入54.84亿，同比增长38.56%；洗护类产品实现营业收入1.26亿，同比增长509.93%。2022年Q4公司主要产品价格大幅上升，其中护肤类（含洁肤）产品价格同比上升33.60%。分渠道来看，2022年公司线上渠道实现营业收入57.88亿元，同比增长47.50%，占比90.98%。线下渠道实现营业收入5.74亿元，同比下滑17.62%，占比9.02%。分品牌来看，2022年珀莱雅品牌实现营业收入52.64亿元，同比增长37.46%，占比82.74%；彩棠品牌实现收入5.72亿元，同比提升132.04%，占比8.99%；OR品牌实现收入1.26亿元，同比提升509.93%，占比1.98%；悦芙媞品牌实现收入1.87亿元，同比提升188.27%。2023年Q1，公司营收实现稳步增长，同比提升29.27%。

#### ► 利润端：盈利能力表现优异

2022年全年公司毛利率为69.70%，同比提升了3.24pct，净利率为13.02%，同比上升了1.00pct。毛利率的提升主要是由于毛利率较高的线上渠道营收占比持续提升，同时公司主推的大单品策略取得了较好效果。公司2023年Q1毛利率同比增长了2.46pct至70.03%；净利率同比提升了0.20pct至13.70%。费用方面，2022年全年，公司期间费用率为50.12%，同比提升了0.53pct。其中销售费用率增长了0.64pct至43.63%。主要是由于公司新品牌孵化（如彩棠、OR）与品牌重塑（如悦芙媞）等，增加形象宣传推广费投入所致。公司2023年Q1期间费用率为51.44%，同比上升了2.01pct。其中销售费用率为43.23%，同比上升了0.85pct。

### 评级及分析师信息

评级：	买入
上次评级：	买入
目标价格：	
最新收盘价：	166.14
股票代码：	603605
52周最高价/最低价：	210.5/145.63
总市值(亿)	471.04
自由流通市值(亿)	467.55
自由流通股数(百万)	281.42



分析师：徐林锋

邮箱：xulf@hx168.com.cn

SAC NO：S1120519080002

分析师：戚志圣

邮箱：qizs@hx168.com.cn

SAC NO：S1120519100001

研究助理：宋妹旺

邮箱：songsw@hx168.com.cn

### ► 其他重要财务指标

2022 年，公司应收账款周转率次数为 53.04 次，较 2021 年 21.88 次大幅提升，主要系 2022 年营业收入同比增加以及应收账款平均余额下降；公司存货周转率为 3.46，相较于 2021 年的 3.39 次略有上升；公司其他权益工具投资同比增加 159.97%，主要系公司 2022 年新增对杭州高浪控股股份有限公司股权投资 9,000 万元；公司预计负债同比上升 448.30%，主要系线下渠道调整，公司加大百货渠道调整力度，优化日化渠道网点和收缩超市渠道。2023 年 Q1，公司经营活动产生的现金流量净额同比净流量增加 0.68 亿元，主要系公司销售回款同比增加 5.03 亿元。

### 投资建议

公司持续推进大单品发展战略，打造了珀莱雅“源力面霜”、彩棠“三色修容盘”、“OR 温泉清爽蓬松洗发水”、悦芙媞“洁颜蜜”等明星单品，产品矩阵涵盖护肤、彩妆、头部护理等行业；同时，公司在 2022 年社零化妆品类总额同比下滑 4.5% 的不利大环境下各品牌均实现超预期收益，我们看好公司的后续发展，上调此前的盈利预测，2023-2024 年公司的收入由 71.91/87.35 亿元上调至 83.47/105.21 亿元，EPS 由 3.27/4.09 元上调至 3.82/5.02 元。预计 2025 年公司实现营收 132.97 亿元，EPS 为 6.53 元。对应 2023 年 4 月 20 日 166.14 元/股收盘价，PE 分别为 43.45/33.08/25.45 倍，**维持公司“买入”评级。**

### 风险提示

- 1) 宏观经济景气度不及预期。
- 2) 行业竞争加剧。
- 3) 新产品推广不及预期。

### 盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	4,633	6,385	8,347	10,521	13,297
YoY (%)	23.5%	37.8%	30.7%	26.0%	26.4%
归母净利润(百万元)	576	817	1,084	1,424	1,851
YoY (%)	21.0%	41.9%	32.6%	31.4%	30.0%
毛利率 (%)	66.5%	69.7%	72.0%	72.1%	73.0%
每股收益 (元)	2.87	2.90	3.82	5.02	6.53
ROE	20.0%	23.2%	24.8%	25.8%	26.5%
市盈率	57.89	57.29	43.45	33.08	25.45

资料来源：wind, 华西证券研究所

## 正文目录

1. 事件概述.....	4
2. 收入端：线上渠道增速较快，各品牌稳健增长.....	4
3. 利润端：盈利能力表现优异.....	5
4. 其他重要财务指标.....	6
5. 投资建议.....	6
6. 风险提示.....	7

## 图表目录

图 1 公司营业收入.....	5
图 2 公司单季度营业收入.....	5
图 3 公司归母净利润.....	6
图 4 公司单季度归母净利润.....	6
图 5 公司毛利率/净利率.....	6
图 6 公司销售/管理/研发/财务费用率.....	6

## 1. 事件概述

公司发布 2022 年年报与 2023 年一季报，2022 年公司实现营收 63.85 亿元，同比增长 37.82%，主要系线上渠道增速较快；归母净利润 8.17 亿元，同比增长 41.88%；扣非后净利为 7.89 亿元，同比增长 38.80%。现金流方面，经营活动产生的现金流量净额为 11.11 亿元，比去年同期增长了 33.92%。单季度看，2022 年 Q4 公司实现营收 24.23 亿元，同比增长 49.51%；实现归母净利润 3.22 亿元，同比增长 52.05%；扣非后净利润分别 3.12 亿元，同比增长 47.15%。2023 年 Q1 公司实现营收 16.22 亿元，同比上升 29.27%；归母净利润 2.08 亿元，同比上升 31.32%；扣非后净利润 1.98 亿元，同比增长 34.93%。

单季度看，2022 年 Q1/Q2/Q3/Q4 分别实现营收 12.54/13.72/13.36/24.23 亿元，同比 +38.53%/+35.50%/+22.07%/+49.51%；分别实现归母净利润 1.58/1.39/1.98/3.22 亿元，同比+44.16%/+19.20%/+43.55%/52.05%。

## 2. 收入端：线上渠道增速较快，各品牌稳健增长

公司 2022 年全年主营业务收入 63.62 亿元，同比增长 37.69%。

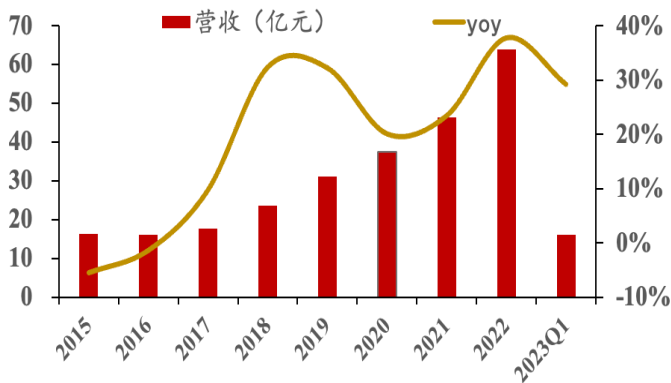
分品类看，报告期内护肤类产品（含洁肤）实现营收 54.84 亿，同比增长 38.56%；洗护类产品实现营收 1.26 亿，同比增长 509.93%。2022 年 Q4 公司主要产品价格大幅上升，其中护肤类（含洁肤）产品价格同比上升 33.60%。

分渠道来看，2022 年公司线上渠道实现营收 57.88 亿元，同比增长 47.50%，占比 90.98%。线下渠道实现营收 5.74 亿元，同比下滑 17.62%，占比 9.02%。

分品牌来看，2022 年珀莱雅品牌实现营收 52.64 亿元，同比增长 37.46%，占比 82.74%；彩棠品牌实现收入 5.72 亿元，同比提升 132.04%，占比 8.99%；OR 品牌实现收入 1.26 亿元，同比提升 509.93%，占比 1.98%；悦芙媞品牌实现收入 1.87 亿元，同比提升 188.27%。

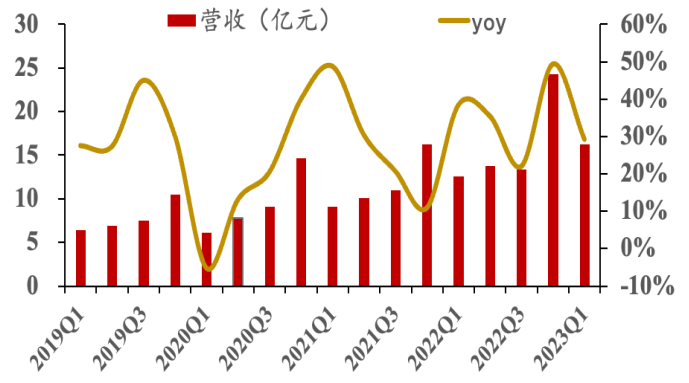
2023 年 Q1，公司营收实现稳步增长，同比提升 29.27%。主要是由于公司品牌力保持稳定向上，持续获得市场较大认可。2023 年 Q1，公司护肤类（含洁肤）产品共生产约 2245 万支，销售约 2854 万支，实现营收 13.85 亿元，平均售价为 48.53 元，同比增长 21.69%；公司美容彩妆类产品共生产约 180 万支，销售约 245 万支，实现营收 1.98 亿元，平均售价为 80.71 元，同比增长 23.28%。公司洗护类产品共生产约 95 万支，销售约 50 万支，实现营收 0.33 亿元，平均售价为 65.91 元，同比增长 36.81%。受益于单价较高的大单品（精华、面霜类）同比销量增加，收入占比上升，公司护肤类（含洁肤）产品平均单价有所上升；公司美容彩妆类产品平均售价同比、环比上升的原因是品类中平均售价较高的彩棠品牌收入占比有所上升；而公司洗护类产品平均售价同比、环比上升的原因是其线上直营销售占比增加。

图 1 公司营业收入



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 2 公司单季度营业收入



资料来源：公司公告，华西证券研究所

### 3. 利润端：盈利能力表现优异

**盈利能力方面**，公司 2022 年全年毛利率为 69.70%，同比提升了 3.24pct，净利率为 13.02%，同比上升了 1.00pct。毛利率的提升主要是由于毛利率较高的线上渠道营收占比持续提升，同时公司主推的大单品策略取得了较好效果。公司 2023 年 Q1 毛利率同比增长了 2.46pct 至 70.03%；净利率同比提升了 0.20pct 至 13.70%。

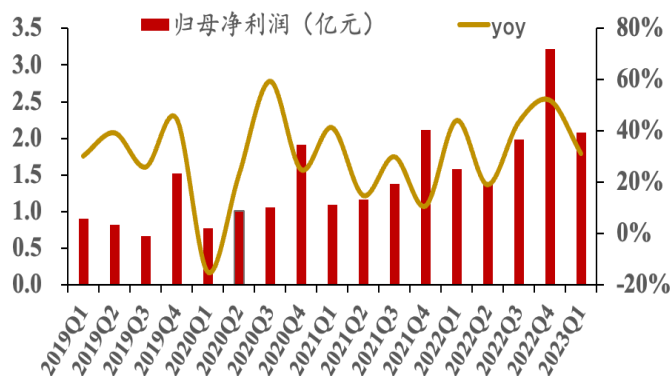
**费用方面**，2022 年全年，公司期间费用率为 50.12%，同比提升了 0.53pct。其中销售费用率增长了 0.64pct 至 43.63%。主要是由于公司新品牌孵化（如彩棠、OR）与品牌重塑（如悦芙媿）等，增加形象宣传推广费投入所致，公司 2022 年管理/财务/研发费用率为 5.13%/-0.64%/2.00%，分别同比+0.01/-0.48/+0.35pct。公司 2023 年 Q1 期间费用率为 51.44%，同比上升了 2.01pct。其中销售费用率为 43.23%，同比上升了 0.85pct；管理/财务/研发费用率为 5.87%/-0.86%/3.20%，分别同比+0.71/-0.36/+0.81pct。

图 3 公司归母净利润



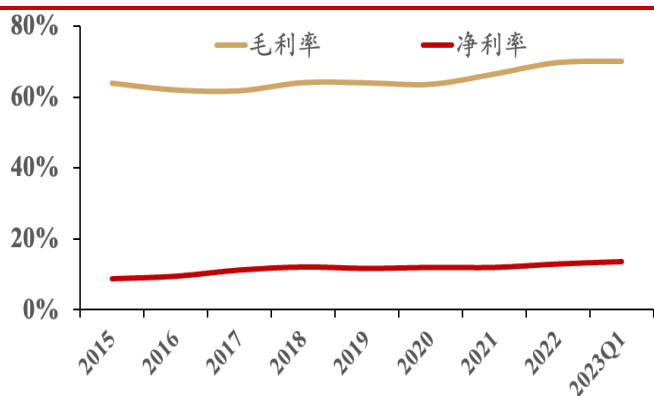
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 4 公司单季度归母净利润



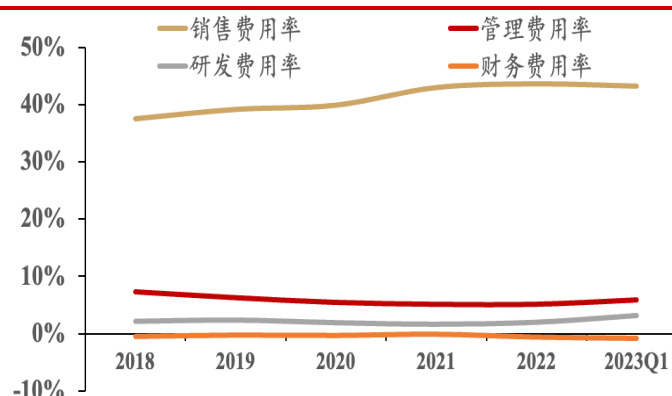
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 5 公司毛利率/净利率



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 6 公司销售/管理/研发/财务费用率



资料来源：公司公告，华西证券研究所

## 4. 其他重要财务指标

2022 年，公司应收账款周转率次数为 53.04 次，较 2021 年 21.88 次大幅提升，主要系 2022 年营业收入同比增加以及应收账款平均余额下降；公司存货周转率为 3.46，相较于 2021 年的 3.39 次略有上升；公司其他权益工具投资同比增加 159.97%，主要系公司 2022 年新增对杭州高浪控股股份有限公司股权投资 9,000 万元；公司预计负债同比上升 448.30%，主要系线下渠道调整，公司加大百货渠道调整力度，优化日化渠道网点和收缩超市渠道。2023 年 Q1，公司经营活动产生的现金流量净额同比净流量增加 0.68 亿元，主要系公司销售回款同比增加 5.03 亿元。

## 5. 投资建议

公司持续推进大单品发展战略，打造了珀莱雅“源力面霜”、彩棠“三色修容盘”、“OR 温泉清爽蓬松洗发水”、悦芙媿“洁颜蜜”等明星单品，产品矩阵涵盖护肤、彩妆、头部护理等行业；同时，公司在 2022 年社零化妆品类总额同比下滑 4.5% 的不利大环境下各品牌均实现超预期收益，我们看好公司的后续发展，上调此前的盈利预测，2023-2024 年公司的收入由 71.91/87.35 亿元上调至 83.47/105.21 亿元，EPS 由 3.27/4.09 元上调至 3.82/5.02 元。预计 2025 年公司实现营收 132.97 亿元，

EPS 为 6.53 元。对应 2023 年 4 月 20 日 166.14 元/股收盘价，PE 分别为 43.45/33.08/25.45 倍，维持公司“买入”评级。

## 6. 风险提示

1) 宏观经济景气度不及预期。2) 行业竞争加剧。3) 新产品推广不及预期。

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	6,385	8,347	10,521	13,297	净利润	831	1,106	1,453	1,889
YoY (%)	37.8%	30.7%	26.0%	26.4%	折旧和摊销	89	91	94	98
营业成本	1,935	2,339	2,937	3,591	营运资金变动	19	107	120	-25
营业税金及附加	56	73	93	117	经营活动现金流	1,111	1,395	1,761	2,058
销售费用	2,786	3,756	4,734	6,116	资本开支	-167	-163	-183	-183
管理费用	327	428	538	678	投资	-131	-35	-45	-45
财务费用	-41	-53	-72	-96	投资活动现金流	-298	-196	-229	-231
研发费用	128	167	221	293	股权募资	166	0	0	0
资产减值损失	-165	-50	-50	-50	债务募资	0	0	0	0
投资收益	-6	-8	-11	-13	筹资活动现金流	-65	-260	-310	-410
营业利润	1,058	1,583	2,021	2,555	现金净流量	747	939	1,222	1,417
营业外收支	-3	-3	-3	-3					
利润总额	1,054	1,580	2,018	2,552	<b>主要财务指标</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
所得税	223	474	565	664	<b>成长能力 (%)</b>				
净利润	831	1,106	1,453	1,889	营业收入增长率	37.8%	30.7%	26.0%	26.4%
归属于母公司净利润	817	1,084	1,424	1,851	净利润增长率	41.9%	32.6%	31.4%	30.0%
YoY (%)	41.9%	32.6%	31.4%	30.0%	<b>盈利能力 (%)</b>				
每股收益	2.90	3.82	5.02	6.53	毛利率	69.7%	72.0%	72.1%	73.0%
					净利率	12.8%	13.0%	13.5%	13.9%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	总资产收益率 ROA	14.1%	15.7%	16.7%	17.9%
货币资金	3,161	4,100	5,322	6,739	净资产收益率 ROE	23.2%	24.8%	25.8%	26.5%
预付款项	91	105	117	144	<b>偿债能力 (%)</b>				
存货	669	619	945	950	流动比率	2.90	3.07	3.16	3.47
其他流动资产	225	371	280	525	速动比率	<b>2.34</b>	<b>2.60</b>	<b>2.62</b>	<b>2.98</b>
流动资产合计	4,147	5,196	6,664	8,357	现金比率	2.21	2.42	2.52	2.79
长期股权投资	139	139	139	139	资产负债率	38.8%	36.2%	34.4%	31.2%
固定资产	570	567	559	548	<b>经营效率 (%)</b>				
无形资产	420	453	496	549	总资产周转率	1.23	1.31	1.36	1.41
非流动资产合计	1,631	1,726	1,846	1,963	<b>每股指标 (元)</b>				
资产合计	5,778	6,921	8,510	10,320	每股收益	2.90	3.82	5.02	6.53
短期借款	200	200	200	200	每股净资产	12.43	15.44	19.48	24.67
应付账款及票据	545	663	854	1,001	每股经营现金流	3.92	4.92	6.21	7.26
其他流动负债	683	831	1,057	1,211	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	1,428	1,695	2,111	2,412	<b>估值分析</b>				
长期借款	0	0	0	0	PE	57.29	43.45	33.08	25.45
其他长期负债	813	813	813	813	PB	13.47	10.76	8.53	6.74
非流动负债合计	813	813	813	813					
负债合计	2,241	2,508	2,924	3,225					
股本	284	284	284	284					
少数股东权益	13	35	64	102					
股东权益合计	3,537	4,413	5,586	7,095					
负债和股东权益合计	5,778	6,921	8,510	10,320					

资料来源：公司公告，华西证券研究所



### 分析师与研究助理简介

徐林锋：轻工行业首席分析师。2019年7月加盟华西证券，10年从业经验。浙江大学金融学硕士，南开大学管理学学士。曾就职于中金公司等券商研究所，所在团队获2015年新财富第5名。

戚志圣：轻工行业分析师。2019年9月加盟华西证券，8年从业经验。英国克兰菲尔德大学金融学硕士。曾就职于东海证券、太平洋证券。

宋姝旺：轻工行业助理分析师。2021年7月加入华西证券，悉尼大学金融学硕士，阿德莱德大学会计学学士。

### 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均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而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。