

珀莱雅 (603605.SH)

2022年、2023Q1 逆势增长，国货美妆龙头地位稳固

2023年04月21日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

黄泽鹏（分析师）

杨柏炜（联系人）

huangzepeng@kysec.cn

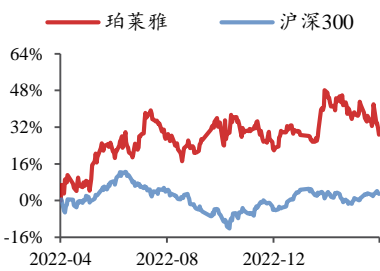
yangbowei@kysec.cn

证书编号：S0790519110001

证书编号：S0790122040052

日期	2023/4/20
当前股价(元)	166.14
一年最高最低(元)	210.50/145.63
总市值(亿元)	471.04
流通市值(亿元)	467.55
总股本(亿股)	2.84
流通股本(亿股)	2.81
近3个月换手率(%)	32.77

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《2022Q3 归母净利润增长亮眼，毛利率创历史新高——公司信息更新报告》
-2022.10.27

《预计2022Q3 营收稳步增长、盈利能力显著提升——公司信息更新报告》
-2022.10.18

《2022Q2 业绩符合预期，发力第二梯队品牌成效显著——公司信息更新报告》
-2022.8.26

● 2022年、2023年一季度均逆势增长，经营表现亮眼

公司发布2022年报及2023年一季报：2022年实现营收63.85亿元（+37.8%）、归母净利润8.17亿元（+41.9%）；2023Q1实现营收16.22亿元（+29.3%）、归母净利润2.08亿元（+31.3%），行业整体承压背景下依旧实现亮眼增长。考虑公司旗下品牌处于势能上升期，我们上调2023-2024年并新增2025年盈利预测，预计公司2023-2025年归母净利润为10.60（+1.24）/13.59（+1.91）/17.38亿元，对应EPS为3.74（+0.44）/4.79（+0.67）/6.13元，当前股价对应PE为44.4/34.7/27.1倍，估值合理，维持“买入”评级。

● 第二梯队品牌增长亮眼，渠道结构优化及大单品策略带动盈利能力提升

分渠道看，2022年公司线上/线下渠道分别实现营收57.88亿元（+47.5%）/5.74亿元（-17.6%），线上增长亮眼，收入占比已达91%，线下则预计受到网点调整和疫情影响。**分品牌看**，2022年主品牌珀莱雅营收达52.64亿元（+37.5%）突破50亿大关；彩棠、OR、悦芙媿分别实现营收5.72亿元（+132.0%）/1.26亿元（+509.9%）/1.87亿元（+188.3%），第二梯队品牌实现亮眼增长。**盈利能力方面**，2022年/2023Q1综合毛利率分别为69.7%（+3.2pct）/70.0%（+2.5pct），受益于线上直营占比提升及大单品策略成功，毛利率较快提升。**费用方面**，2022年公司销售/管理/研发费用率同比分别+0.6pct/+0.0pct/+0.4pct，受新品牌孵化及部分品牌重塑影响销售费用率有所增长。

● “产品+渠道+品牌”多维发力，国货美妆龙头地位稳固

产品：一方面坚定大单品策略持续迭代升级，截至4月20日双抗精华3.0在天猫官旗月销已达10万+；另一方面围绕成功单品打造矩阵迈向系列化，如红宝石面霜、双抗面膜等；**品牌**：主品牌在现有大单品矩阵加持下，有望稳健增长；第二梯队品牌已进入势能上升期，预计维持亮眼增速；第三梯队品牌科瑞肤、圣歌兰等经历调整后有望迎来增长。**渠道**：继续深耕抖音，占比有望进一步提升。

● 风险提示：终端产品推广不及预期、核心人员流失风险、行业竞争加剧。

财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	4,633	6,385	8,199	10,291	12,775
YOY(%)	23.5	37.8	28.4	25.5	24.1
归母净利润(百万元)	576	817	1,060	1,359	1,738
YOY(%)	21.0	41.9	29.7	28.2	27.9
毛利率(%)	66.5	69.7	70.0	70.0	70.0
净利率(%)	12.0	13.0	13.1	13.4	13.8
ROE(%)	19.3	23.5	23.4	23.0	22.8
EPS(摊薄/元)	2.03	2.88	3.74	4.79	6.13
P/E(倍)	81.8	57.6	44.4	34.7	27.1
P/B(倍)	16.7	13.6	10.4	8.0	6.2

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	3159	4147	5275	6615	8174
现金	2391	3161	4059	5094	6324
应收票据及应收账款	139	102	207	181	301
其他应收款	66	74	106	119	160
预付账款	58	91	101	141	159
存货	448	669	753	1029	1180
其他流动资产	57	50	50	50	50
非流动资产	1474	1631	1805	1996	2222
长期投资	170	139	139	139	139
固定资产	559	570	746	933	1142
无形资产	397	420	418	421	426
其他非流动资产	348	502	503	504	515
资产总计	4633	5778	7080	8611	10396
流动负债	1025	1428	1797	2091	2252
短期借款	200	200	286	299	242
应付票据及应付账款	483	545	764	877	1157
其他流动负债	342	683	747	915	854
非流动负债	721	813	668	523	378
长期借款	696	724	580	435	290
其他非流动负债	26	88	88	88	88
负债合计	1746	2241	2465	2614	2631
少数股东权益	10	13	31	54	83
股本	201	284	284	284	284
资本公积	834	915	915	915	915
留存收益	1798	2442	3276	4371	5814
归属母公司股东权益	2877	3524	4584	5943	7682
负债和股东权益	4633	5778	7080	8611	10396

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	830	1111	1055	1425	1738
净利润	557	831	1078	1382	1768
折旧摊销	96	88	76	76	91
财务费用	-7	-41	-10	-10	-10
投资损失	7	6	0	0	0
营运资金变动	75	-28	-70	-3	-91
其他经营现金流	102	256	-20	-20	-20
投资活动现金流	-342	-298	-251	-267	-316
资本支出	194	171	251	267	316
长期投资	-70	-131	0	0	0
其他投资现金流	-78	4	0	0	0
筹资活动现金流	490	-65	7	-135	-135
短期借款	-99	-0	86	13	-57
长期借款	696	29	-145	-145	-145
普通股增加	-0	83	0	0	0
资本公积增加	-3	81	0	0	0
其他筹资现金流	-104	-257	66	-3	67
现金净增加额	976	747	811	1023	1287

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	4633	6385	8199	10291	12775
营业成本	1554	1935	2463	3087	3828
营业税金及附加	41	56	72	91	113
营业费用	1992	2786	3575	4487	5570
管理费用	237	327	492	566	652
研发费用	77	128	262	360	447
财务费用	-7	-41	-10	-10	-10
资产减值损失	-54	-165	-50	-50	-50
其他收益	16	39	45	50	55
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-7	-6	0	0	0
资产处置收益	-0	0	0	0	0
营业利润	671	1058	1320	1690	2161
营业外收入	0	1	0	0	0
营业外支出	4	5	5	5	5
利润总额	668	1054	1315	1685	2156
所得税	111	223	237	303	388
净利润	557	831	1078	1382	1768
少数股东损益	-19	14	18	23	30
归属母公司净利润	576	817	1060	1359	1738
EBITDA	750	1107	1320	1659	2105
EPS(元)	2.03	2.88	3.74	4.79	6.13

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	23.5	37.8	28.4	25.5	24.1
营业利润(%)	20.9	57.5	24.8	28.1	27.9
归属于母公司净利润(%)	21.0	41.9	29.7	28.2	27.9
获利能力					
毛利率(%)	66.5	69.7	70.0	70.0	70.0
净利率(%)	12.0	13.0	13.1	13.4	13.8
ROE(%)	19.3	23.5	23.4	23.0	22.8
ROIC(%)	49.4	74.1	76.6	85.3	90.3
偿债能力					
资产负债率(%)	37.7	38.8	34.8	30.4	25.3
净负债比率(%)	-51.6	-63.0	-65.9	-70.2	-72.7
流动比率	3.1	2.9	2.9	3.2	3.6
速动比率	2.5	2.3	2.4	2.6	3.0
营运能力					
总资产周转率	1.1	1.2	1.3	1.3	1.3
应收账款周转率	21.9	53.0	53.0	53.0	53.0
应付账款周转率	3.4	4.4	4.4	4.4	4.4
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	2.03	2.88	3.74	4.79	6.13
每股经营现金流(最新摊薄)	2.93	3.92	3.72	5.03	6.13
每股净资产(最新摊薄)	9.97	12.25	15.99	20.78	26.91
估值比率					
P/E	81.8	57.6	44.4	34.7	27.1
P/B	16.7	13.6	10.4	8.0	6.2
EV/EBITDA	60.8	40.6	33.4	25.9	19.7

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn