

2023年04月21日

顾向君

H70420@capital.com.tw

目标价(元)

195

公司基本资讯

产业别	消费		
A 股价(2023/4/20)	166.14		
上证指数(2023/4/20)	3367.03		
股价 12 个月高/低	195.35/126.62		
总发行股数(百万)	283.52		
A 股数(百万)	281.42		
A 市值(亿元)	467.55		
主要股东	侯军呈(34.45%)		
每股净值(元)	13.09		
股价/账面净值	12.70		
	一个月	三个月	一年
股价涨跌(%)	-6.8	0.5	28.8

近期评等

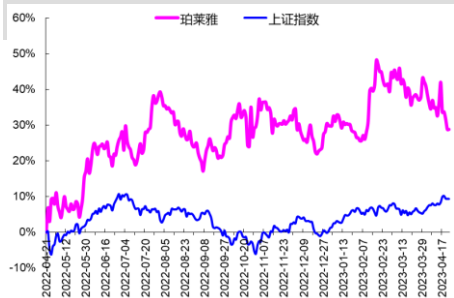
出刊日期	前日收盘	评等
------	------	----

产品组合

护肤类	85.88%
美容类	11.78%
洗护类	1.97%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	9.3%
一般法人	8.4%

股价相对大盘走势

珀莱雅(603605.SH)
BUY 买进
大单品持续释放红利，新品牌快速崛起
结论与建议：
业绩概要：

- 公告 2022 全年实现收入 63.9 亿，同比增 37.8%，录得净利润 8.2 亿，同比增 41.9%，毛利率同比上升 3.2 个百分点至 69.7%；4Q 实现收入 24.2 亿，同比增 49.5%，录得净利润 3.2 亿，同比增 52%，毛利率同比上升 0.2 个百分点至 70.1%。业绩与快报一致。
- 公告 2023Q1 实现营收 16.2 亿，同比增 29.3%，录得净利润 2.1 亿，同比增 31.3%，毛利率同比增 2.4 个百分点至 70%。业绩符合预期。

分红方案：每 10 股派发现金股利 8.7 元，每 10 股以资本公积转增 4 股

点评：

- 大单品持续释放红利，各品牌增长强劲：1) 2022 年全年主品牌珀莱雅实现收入 52.6 亿，同比增 37.5%，期内对双抗、红宝石、源力三大系列进行产品迭代，核心大单品竞争力及功效进一步提升。在大单品战略指导下，报告期护肤品类（含洁肤类）产品收入量稳价升，产品结构进一步优化，毛利率同比上升 2.1 个百分点至 70.5%。2) 彩棠实现收入 5.72 亿，同比增 132%，“三色修容盘”及“双拼高光盘”继续引领高光类优势，此外，期内进一步延伸彩妆面部产品线品类布局，产品矩阵更加完善，彩棠高增长驱动公司美容类产品毛利率同比上升 9.2 个百分点至 66.6%。3) 新品牌中，Off&Relax 及悦芙媿围绕头皮健康、油皮护肤专家定位展开营销，持续渗透目标客群，品牌形象逐渐确立，分别实现收入 1.26 亿和 1.87 亿，同比增 509.9%和 188.3%。23Q1 在大单品战略推动下，公司业绩保持快速增长，结合此前公布的 1-2 月经营数据（收入 yoy+25%，净利润 yoy+33%），3 月公司实现收入 8.3 亿，同比增 33%，录得净利润 1.3 亿，同比增 30%，大促期间销售依旧表现强势，利润增速慢于收入预计主要受促销折扣力度大影响。
- 线上增长保持强势，线下静待场景修复。渠道看，2022 年线上实现收入 57.9 亿，同比增 47.5%，其中线上自营实现收入 44.8 亿，同比增 60%，自营收入占比达 77.4%，同比上升 6 个百分点，有力推动毛利率上行；线下受新冠疫情影响，收入同比下降 17.6%至 5.7 亿。随着线下消费场景逐步修复，线下销售有望回暖。
- 品牌孵化及重塑堆高费用，多极发展可期。2022 年期间费用率同比上升 0.53 个百分点至 50.12%，其中，销售费用率同比上升 0.65 个百分点至 43.63%，主要由于新品牌孵化（彩棠、OR）及品牌重塑（悦芙媿）使形象宣传推广费投入增加，期内该费率同比上升 1.78 个百分点至 37.9%；研发投入加大使研发费用率总上升 0.35 个百分点至 2%；利息收入增加使财务费用率同比减少 0.48 个百分点。2023Q1 公司维系品牌孵化及重塑力度，且研发投入加大，使期间费用率同比上升 2 个百分点至

51.4%。短期看，我们预计公司费用率维持较高水平，但从彩棠观察，前期投入对于品牌形象建立至关重要，随着新品牌逐渐成长，公司费效比将改善。

- 产品及营销战略清晰，未来成长路径明确。我们预计 2023 年公司将持续推动多品牌、多品类大单品战略，以 6*N（新消费、新营销、新组织、新机制、新科技、新智造）营销策略持续为品牌赋能，多渠道精细运营以提升消费体验。公司策略规划清晰，执行力强，新一年稳步增长值得期待。
- 预计 2023-2024 年将分别实现净利润 10.8 亿和 13.4 亿，分别同比增 32% 和 24%，EPS 分别为 3.82 元和 4.74 元，当前股价对应 PE 分别为 44 倍和 35 倍，公司发展逻辑清晰，业务综合实力强劲，上调至“买进”投资建议。
- 风险提示：新品牌孵化不及预期，线上增长不及预期，费用增长超预期

..... 继续下页

年度截止 12 月 31 日		2020	2021	2022	2023F	2024F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	476	576	817	1082	1343
同比增减	%	21.22	21.03	41.88	32.35	24.13
每股盈余 (EPS)	RMB 元	2.37	2.87	2.90	3.82	4.74
同比增减	%	20.92	21.10	1.05	31.58	24.13
市盈率(P/E)	X	70.10	57.89	57.29	43.54	35.08
股利 (DPS)	RMB 元	0.72	0.86	0.87	1.14	1.42
股息率 (Yield)	%	0.43	0.52	0.52	0.69	0.86

【投资评等说明】

评等定义

强力买进 (Strong Buy)	潜在上涨空间 $\geq 35\%$
买进 (Buy)	$15\% \leq$ 潜在上涨空间 $< 35\%$
区间操作 (Trading Buy)	$5\% \leq$ 潜在上涨空间 $< 15\%$
中立 (Neutral)	无法由基本面给予投资评等 预期近期股价将处于盘整 建议降低持股

附一：合并损益表

百万元	2020	2021	2022	2023F	2024F
营业收入	3752	4633	6385	8047	9766
经营成本	1368	1554	1935	2410	2878
营业税金及附加	33	41	56	72	87
销售费用	1497	1992	2786	3558	4315
管理费用	204	237	327	432	524
财务费用	-14	-7	-41	-49	-60
资产减值损失				0	0
投资收益	2	-7	-6	-2	0
营业利润	555	671	1058	1448	1798
营业外收入	2	0	1	1	1
营业外支出	9	4	5	2	3
利润总额	548	668	1054	1447	1796
所得税	96	111	223	346	430
少数股东损益	-24	-19	14	19	23
归属于母公司所有者的净利润	476	576	817	1082	1343

附二：合并资产负债表

百万元	2020	2021	2022	2023F	2024F
货币资金	1417	2391	3161	3966	4991
应收账款	285	139	102	112	121
存货	469	448	669	769	846
流动资产合计	2342	3159	4147	5142	6274
长期股权投资	58	170	139	140	141
固定资产	566	559	570	582	640
在建工程	47	109	207	311	218
非流动资产合计	1294	1474	1631	1745	1833
资产总计	3637	4633	5778	6888	8106
流动负债合计	1129	1025	1428	1712	1919
非流动负债合计	26	721	813	894	966
负债合计	1155	1746	2241	2606	2884
少数股东权益	90	10	13	13	13
股东权益合计	2392	2877	3524	4282	5222
负债及股东权益合计	3637	4633	5778	6888	8106

附三：合并现金流量表

百万元	2020	2021	2022	2023F	2024F
经营活动产生的现金流量净额	332	830	1111	1449	1758
投资活动产生的现金流量净额	15	-342	-298	-402	-488
筹资活动产生的现金流量净额	-43	490	-65	-241	-244
现金及现金等价物净增加额	303	976	747	805	1025

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写,群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务,不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠,但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司,不对此报告之准确性及完整性作任何保证,或代表或作出任何书面保证,而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司,及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证j@持意见或立场,或买入,沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口,或代他人之户口买卖此份报告内描述之证j@。此份报告,不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。