



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

主品牌迈入更高阶势能，二三曲线高增

买入（维持）

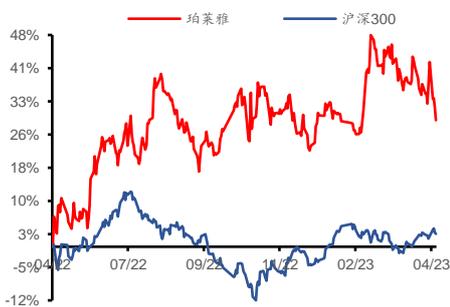
行业：美容护理
日期：2023年04月21日

分析师：王盼
Tel: 021-53686243
E-mail: wangpan@shzq.com
SAC 编号: S0870523030001

基本数据

最新收盘价（元）	166.14
12mth A 股价格区间（元）	150.33-209.31
总股本（百万股）	283.52
无限售 A 股/总股本	99.26%
流通市值（亿元）	467.55

最近一年股票与沪深 300 比较



相关报告：

《大单品策略驱动业绩高增，国货龙头强者恒强》

——2023年04月13日

《23M1-2 净利润同比+33%，国货龙头强者恒强》

——2023年03月14日

《多品牌发力，增长势能延续》

——2022年10月27日

■ 投资摘要

事件概述

4月20日，公司发布22年年报及23年一季报，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%；扣非归母净利润7.89亿元，同增38.80%；基本每股收益2.90元。其中，22Q4营收为24.23亿元，同增49.51%；归母净利润为3.22亿，同增52.05%。23Q1营收16.22亿元，同增29.27%；归母净利润2.08亿元，同增31.32%；扣非归母净利润1.98亿元，同增34.93%。

分析与判断

盈利能力持续提升，研发加码营销驱动。1) 利润端，22年公司毛利率/净利率分别 69.70%/13.02%，同增 3.24pcts/1pcts。分品类看，22年护肤/彩妆/洗护类分别实现营收 54.84/7.52/1.26 亿元，同增 38.56%/21.70%/509.93%，毛利率为 70.51%/66.55%/62.05%，三大产品品类毛利率均实现不同程度提升。分渠道看，线上/线下毛利率分别实现 70.90%/59.53%，同增 2.63pcts/2.6pcts。线上直营占比增加以及大单品策略成效显著，推高毛利率，盈利能力实现突破。2) 费用端，22年销售/管理/研发费用率分别 43.63%/7.13%/2.00%，公司积极推动彩棠、OR 等新品孵化及悦芙媿品牌重塑，广告营销费用有所增加。23Q1 销售/管理/研发费用率分别为 43.23%/9.07%/3.20%，公司提升运营效率同时持续加码产品研发，销售费用率得以优化，研发费用率进一步提升。

量价提升，拉动业绩增长。23Q1 护肤/彩妆/洗护类分别实现营收 13.85/1.98/0.33 亿元，护肤/彩妆同增 26.70%/26.02%。从平均售价方面，三大产品品类均实现较大增长，同比变动比率分别 21.69%/23.28%/36.81%。护肤品类中精华、面霜类同比销量增加，收入占比上升，拉动均价增长，彩妆品类中彩棠定位中高端，主价格区间 150-300 元，品牌收入提升拉动品类均价持续增长，洗护品类均价提升受益于线上直营占比增加。从销量来看，护肤/彩妆类 23Q1 销量均实现增长，护肤类产品销量同比增长 121.11 万支至 2854.95 万支；彩妆类产品同比增长 5.35 万支至 244.88 万支。公司产品在独家成分、专研技术等方面具有强劲优势，有望形成差异化竞争优势，助推产品量价双升，赋能业绩增长。

深化“大单品策略”，推动品类和功效拓展升级。22年珀莱雅品牌营收52.64亿元，同增37.46%，营收贡献超8成。围绕产品全生命周期数字化管理，重点对双抗、红宝石、源力三大家族系列的产品品类和功效进行了拓展和升级，推出源力面霜、源力面膜等新品，并对双抗小夜灯眼霜、红宝石面霜和源力精华升级，相继推出 2.0 版本，进一步夯实了三大家族系列的心智；同时持续探索高端线品类，推出启时精华油。推出全新云朵防晒，克服弊端改良工艺，推动产品更迭。两年沉淀打磨升级全新双抗精华3.0，公司通过不断迭代大单品，提供更多样性的选择和更优质的产品体验，持续夯实产品力、品牌力，赋能业绩持续高增。22年珀莱雅品牌在天猫平台，精华品类排名第1，面膜

品类排名第4，眼霜品类排名第4，面霜品类排名第9，大单品策略成效显著。

持续推进新品孵化、保持品牌年轻化，3大子品牌三位数高增。22年彩棠实现营收5.72亿元，同增132.04%，OR营收1.26亿元，同增509.93%，悦芙媿营收1.87亿元，同增188.27%，3大子品牌占比营收分别8.99%/1.98%/2.94%，其中彩棠营收占比显著提升，同比提升3.66pcts。公司持续推动彩棠、OR品牌孵化，重塑悦芙媿品牌形象，推动3大子品牌实现高增长。**彩棠品牌**在修容、高光、妆前三个类目的基础上，拓展了粉底液、遮瑕、定妆喷雾，合计六个类目。在保持轮廓线优势的基础上，补充大底妆类目，公司底妆线布局进一步得到扩充。**OR品牌**持续优化产品结构，推动建立品牌基础头皮健康护理体系。以头皮健康作为品牌切入点，抓取痛点快速打造明星单品“OR温泉清爽蓬松洗发水”和“OR温泉轻盈发膜”。**悦芙媿品牌**形象重塑，重点加码清洁类目，快速触达年轻油皮消费人群；同时完善品牌品类线，协同推出功效护肤产品，搭建油皮护肤金字塔，逐步提升消费者对悦芙媿品牌“油皮护肤专家”的认知。3大子品牌定位不同细分赛道，高增长背景下凸显品牌实力。

新渠道方面，22年线上渠道占比9成，营收57.88亿元，同增47.50%。其中直营/分销分别实现44.78/13.10亿元，同增59.79%/16.79%，直营占比提升9.74pcts至70.40%，分销占比下降3.69pcts至20.58%，直营占比显著提升推动毛利率提升。**天猫**持续夯实大单品矩阵战略，打造全网超级明星品牌单品，提高复购率及客单价。**抖音**强化品牌自播及多矩阵账号运营，提高人群运营效率，打通品牌种草和自播销售。**京东**贯彻大单品策略，高质量拉新，加强各流量渠道精细化运营。22年珀莱雅品牌在各大平台美妆排名均位居前列，占据国货第一位置。**线下日化及百货渠道协同发展，占比持续下降。**分别实现营收4.43/1.31亿元，同降11.96%/32.32%。日化及百货渠道占比逐年下降，分别从20年的22.56%/7.43%下降至22年6.96%/2.06%。新渠道打法下，公司从“渠道政策”驱动演化为“动销”驱动，超市渠道进行策略收缩，推进渠道进阶。

重视自主研发创新，推动产学研相结合。22年新申请国家发明专利21项、实用新型专利7项、外观设计专利23项，合计新申请专利51项；新获得15项国家授权发明专利、17项外观设计专利，合计新获得32项专利。另外，上海、龙坞研发中心陆续推进建设，日本研发中心筹备中，持续与各大高校加强产学研合作，推动公司研发实力进阶。

■ 投资建议

公司坚持长期主义，立足“6*N”战略，持续深化“大单品策略”，品类品牌矩阵完善，推新速度快且方法论完备，组织管理效率高效，多维度构建品牌壁垒，新品牌彩妆、防晒、洗护等产品培育进展顺利，期待珀莱雅520、618等大促节点表现，我们预计23-25年营收81.09/101.31/121.05亿元，同比+27.0%/+24.9%/+19.5%；归母净利润10.79/13.88/17.05亿元，同比+32.0%/+28.7%/+22.8%。对应EPS分别为3.81/4.90/6.01元/股；对应PE为44/34/28倍，维持“买入”评级。

■ 风险提示

行业竞争风险；第三方数据统计口径差异；新品推出不及预期风险；产品质量问题风险；核心人才与技术流失风险。

■ 数据预测与估值

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	6385	8109	10131	12105
年增长率	37.8%	27.0%	24.9%	19.5%
归母净利润	817	1079	1388	1705
年增长率	41.9%	32.0%	28.7%	22.8%
每股收益（元）	2.88	3.81	4.90	6.01
市盈率（X）	57.63	43.65	33.93	27.62
市净率（X）	13.36	10.23	7.86	6.12

资料来源：Wind，上海证券研究所（2023年04月20日收盘价）

公司财务报表数据预测汇总
资产负债表 (单位: 百万元)

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	3161	4064	5297	6887
应收票据及应收账款	102	448	143	546
存货	669	677	976	1023
其他流动资产	215	249	316	338
流动资产合计	4147	5438	6732	8794
长期股权投资	139	167	190	205
投资性房地产	69	67	66	64
固定资产	570	567	560	552
在建工程	207	273	350	426
无形资产	420	457	497	533
其他非流动资产	226	224	220	218
非流动资产合计	1631	1756	1882	1999
资产总计	5778	7194	8614	10793
短期借款	200	167	134	107
应付票据及应付账款	545	925	849	1240
合同负债	175	164	220	265
其他流动负债	508	522	666	805
流动负债合计	1428	1778	1869	2417
长期借款	0	0	0	0
应付债券	724	724	724	724
其他非流动负债	88	88	88	88
非流动负债合计	813	813	813	813
负债合计	2241	2591	2682	3230
股本	284	284	284	284
资本公积	915	915	915	915
留存收益	2442	3521	4912	6617
归属母公司股东权益	3524	4604	5994	7700
少数股东权益	13	0	-62	-136
股东权益合计	3537	4603	5932	7564
负债和股东权益合计	5778	7194	8614	10793

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流量	1111	1151	1488	1836
净利润	831	1066	1326	1632
折旧摊销	89	80	84	87
营运资金变动	19	-80	13	44
其他	172	85	64	73
投资活动现金流量	-298	-215	-223	-218
资本支出	-167	-172	-185	-185
投资变动	-131	-36	-30	-23
其他	0	-6	-8	-10
筹资活动现金流量	-65	-33	-33	-28
债权融资	0	-33	-33	-28
股权融资	166	0	0	0
其他	-231	0	0	0
现金净流量	747	903	1232	1591

利润表 (单位: 百万元)

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	6385	8109	10131	12105
营业成本	1935	2401	2970	3534
营业税金及附加	56	72	90	108
销售费用	2786	3622	4539	5423
管理费用	327	430	604	724
研发费用	128	230	300	300
财务费用	-41	0	0	0
资产减值损失	-165	-48	-24	-27
投资收益	-6	-6	-8	-10
公允价值变动损益	0	0	0	0
营业利润	1058	1297	1610	1996
营业外收支净额	-3	-3	-4	-4
利润总额	1054	1294	1606	1992
所得税	223	227	280	361
净利润	831	1066	1326	1632
少数股东损益	14	-13	-62	-73
归属母公司股东净利润	817	1079	1388	1705

主要指标

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
盈利能力指标				
毛利率	69.7%	70.4%	70.7%	70.8%
净利率	12.8%	13.3%	13.7%	14.1%
净资产收益率	23.2%	23.4%	23.2%	22.1%
资产回报率	14.1%	15.0%	16.1%	15.8%
投资回报率	19.3%	21.0%	20.6%	20.4%
成长能力指标				
营业收入增长率	37.8%	27.0%	24.9%	19.5%
EBIT 增长率	59.2%	28.6%	20.9%	23.5%
归母净利润增长率	41.9%	32.0%	28.7%	22.8%
每股指标 (元)				
每股收益	2.88	3.81	4.90	6.01
每股净资产	12.43	16.24	21.14	27.16
每股经营现金流	3.92	4.06	5.25	6.47
每股股利	0	0	0	0
营运能力指标				
总资产周转率	1.11	1.13	1.18	1.12
应收账款周转率	62.51	18.08	70.99	22.17
存货周转率	2.89	3.55	3.04	3.46
偿债能力指标				
资产负债率	38.8%	36.0%	31.1%	29.9%
流动比率	2.90	3.06	3.60	3.64
速动比率	2.34	2.59	2.98	3.13
估值指标				
P/E	57.63	43.65	33.93	27.62
P/B	13.36	10.23	7.86	6.12
EV/EBITDA	38.32	29.58	23.94	18.79

资料来源: Wind, 上海证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，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。本报告所载的资料、意见和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、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构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中的任何内容所引致的任何损失负责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断