

# 珀莱雅（603605）：大单品策略加速放量，全年业绩表现超市场预期

2023年4月21日

推荐/维持

珀莱雅

公司报告

**事件：**珀莱雅发布 2022 年财报和 2023 一季报，公司 2022 年全年实现营业收入 63.85 亿元，同比+37.82%，归母净利润 8.17 亿元，同比+41.88%。其中 Q4 实现营收 24.23 亿元，同比+49.51%，归母净利润 3.22 亿元，同比+52.05%。2023 年 Q1 实现营收 16.22 亿元，同比+29.27%，归母净利润 2.08 亿元，同比+31.32%。

**主品牌大单品加速放量，子品牌孵化完成快速增长，共同拉动营收逆势高增。**分品牌看，主品牌珀莱雅 22 年全年营收 52.64 亿元，同比+37.46%，收入占比超 80%，品牌持续深化大单品策略，推出源力面霜、面膜等新品，并对双抗小夜灯眼霜、红宝石面霜和源力精华等单品升级，持续巩固大单品竞争力。2022 年为品牌执行大单品策略的第三年，处于加速放量阶段，大单品收入占比持续提升，拉动品牌营收高增。彩棠 22 年全年营收 5.72 亿元，同比+132.04%，欧睿数据显示品牌在我国彩妆市场的市占率提升至了 1.3%，市场地位不断增强。品牌持续巩固在修容、高光赛道的地位，同时补充底妆类目，产品矩阵持续完善。OR 和悦芙媿 22 年全年营收 1.26 和 1.87 亿元，分别同比+509.9%和 188.3%，子品牌孵化完成效果开始显现。主品牌加速放量，子品牌逐步孵化完成，公司 22 年全年营收表现超市场预期。23 年 Q1 仍延续高增态势，主品牌 3.8 大促 GMV 天猫美妆第一，市场地位持续巩固。

**毛利率大幅提升叠加费用率的较好管控拉动利润率提升。**品类方面，大单品策略下毛利率较高的精华等品类毛利率提升且占比提高；渠道方面，毛利率较高的线上直营渠道占比提高，2022 年占比提升了 9.74pct.至 70.4%；品牌方面，彩棠、悦芙媿等子品牌经营持续向好毛利率提升，共同拉动公司 22 年毛利率同比+3.24pct.至 69.7%。销售、管理和研发费用率分别同比+0.65、+0.01 和+0.35pct.至 43.63%、5.13%和 2%，销售费用的提高主要源于形象宣传推广费的增加，公司更加重视品牌形象建设，费用率同比+1.78pct.。在毛利率大幅提高、费用管控相对较好以及彩棠、悦芙媿等子品牌运营逐渐成熟实现盈利的情况下，公司 22 年净利率同比+1pct.至 13.02%，业绩表现超预期。未来在大单品策略效果持续显现、主品牌力不断增强，以及子品牌盈利模型持续完善的拉动下，公司毛利率和净利率仍有望持续提升。

**大单品仍为未来增长的核心驱动，新品推出、产品升级以及研发加持下增长可期。**短期看，主品牌大单品升级推进不断，23 年 1-4 月相继推出了红宝石面膜 2.0、云朵防晒、红宝石水乳 2.0 和双抗精华 3.0，增长动力十足。中长期看，23 年为公司实施大单品策略的第四年，珀莱雅品牌目前仍处于大单品 S 型增长曲线的前半段，增量空间广阔。彩棠品牌围绕底妆赛道持续突围，深化新国风专业彩妆品牌的定位，并嫁接珀莱雅的成功经验，有望实现加速放量打造第二增长曲线，公司正向平台化美妆集团迈进。与此同时，公司更加注重核心原料开发、皮肤科学研究和配方开发等，新研发总监魏晓岚于 22 年 9 月份上任，其在全球化妆品领域有近 20 年的研发经验，研发实力的增强有望为大单品开发和品牌力的提升持续赋能。

**正确战略指引公司前进道路，强大的战略执行力提供保障。**公司作为国货龙头 20 年提出“6\*N 战略”和“大单品”策略后，不断推进战略调整优化，并通过灵活的组织架构和强大执行力保证战略执行。带来了销售表现、品牌形

## 公司简介：

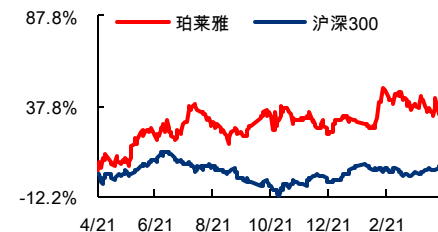
公司是一家美妆企业，专注于化妆品的研发、生产和销售。目前旗下拥有“珀莱雅”、“优资莱”、“韩雅”、“悠雅”、“猫语玫瑰”等品牌，产品覆盖护肤品、彩妆、清洁洗护、香薰等化妆品领域，满足不同年龄、偏好的消费者需求。

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

## 交易数据

52 周股价区间（元）	191.09-181.36
总市值（亿元）	471.04
流通市值（亿元）	467.55
总股本/流通 A 股（万股）	28,352/28,352
流通 B 股/H 股（万股）	-/-
52 周日均换手率	1.22

## 52 周股价走势图



资料来源：Wind，东兴证券研究所

## 分析师：刘田田

010-66554038

liutt@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480521010001

## 分析师：魏宇萌

010-66555446

weiy m@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480522090004

## 分析师：刘雪晴

010-66554026

liuxq@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480522090005

象和市场地位的全面提升。公司已建立了短、中、长期多元化业务激励体系，并于 22 年 7 月推出新一期股权激励计划，为战略的执行提供了保障，也反映了战略指引下公司对未来长期发展的信心。

**盈利预测：**“大单品”策略效果显现，多品牌销售表现亮眼，随着毛利率提高和子品牌利润改善，盈利能力长期向好。我们认为在正确战略指引及较强的执行力加持下，公司有望实现较快发展。预计公司 23-25 年归母净利润为 10.6、13.4 和 17.1 亿元，同比增长 29.4%、26.9%和 27.4%，EPS 为 3.76、4.77 和 6.07 元。对应 23-25 年 PE 为 44、35 和 27 倍。维持“推荐”评级。

**风险提示：**“大单品”市场表现不及预期，彩棠等新品牌表现不及预期，行业新规和政策变化，市场竞争加剧风险。

## 财务指标预测

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3,158.84	6,385.45	8,255.91	10,388.24	12,813.45
增长率(%)	23.47%	37.82%	29.29%	25.83%	23.35%
归母净利润(百万元)	576.12	817.40	1,057.61	1,342.06	1,709.07
增长率(%)	21.03%	41.88%	29.39%	26.90%	27.35%
净资产收益率(%)	20.03%	23.19%	23.57%	24.12%	24.63%
每股收益(元)	2.87	2.90	3.76	4.77	6.07
PE	57.89	57.29	44.21	34.84	27.36
PB	11.61	13.36	10.42	8.40	6.74

资料来源：公司财报、东兴证券研究所



附表：公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产合计</b>	3159	4147	5290	6618	8112	<b>营业收入</b>	4633	6385	8256	10388	12813
货币资金	2391	3161	4087	5143	6343	<b>营业成本</b>	1554	1935	2466	3039	3699
应收账款	139	102	190	202	272	营业税金及附加	41	56	73	92	113
其他应收款	66	0	0	0	0	营业费用	1992	2786	3633	4571	5638
预付款项	58	91	91	117	133	管理费用	237	327	479	582	705
存货	448	669	782	1007	1199	财务费用	-7	-41	-1	14	0
其他流动资产	54	50	67	75	90	研发费用	77	128	192	288	403
<b>非流动资产合计</b>	1474	1631	1618	1567	1521	资产减值损失	53.51	164.88	109.20	137.04	123.12
长期股权投资	170	139	139	139	139	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	559	570	525	479	433	投资净收益	-7.34	-5.66	0.00	0.00	0.00
无形资产	397	420	412	404	396	加:其他收益	16.46	39.07	39.07	39.07	39.07
其他非流动资产	44	6	0	0	0	<b>营业利润</b>	671	1058	1345	1705	2171
<b>资产总计</b>	4633	5778	6909	8185	9632	营业外收入	0.25	1.18	0.71	0.95	0.83
<b>流动负债合计</b>	1025	1428	2349	2547	2621	营业外支出	3.80	4.61	4.21	4.41	4.31
短期借款	200	200	974	1019	900	<b>利润总额</b>	668	1054	1341	1702	2167
应付账款	404	475	615	747	916	所得税	111	223	284	360	458
预收款项	0	0	0	0	0	<b>净利润</b>	557	831	1058	1342	1709
一年内到期的非流动负债	0	3	3	3	3	少数股东损益	-19	14	0	0	0
<b>非流动负债合计</b>	721	813	10	10	10	归属母公司净利润	576	817	1058	1342	1709
长期借款	0	0	0	0	0	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	696	724	0	0	0		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>负债合计</b>	1746	2241	2359	2558	2631	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	10	13	13	13	13	营业收入增长	23.47%	37.82%	29.29%	25.83%	23.35%
实收资本(或股本)	201	284	281	281	281	营业利润增长	20.95%	57.53%	27.14%	26.82%	27.29%
资本公积	834	915	915	915	915	归属于母公司净利润增长	21.03%	41.88%	29.39%	26.90%	27.35%
未分配利润	1697	2300	3124	4152	5472	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东权益合计	2877	3524	4487	5565	6938	毛利率(%)	66.46%	69.70%	70.13%	70.75%	71.13%
<b>负债和所有者权益</b>	4633	5778	6909	8185	9632	净利率(%)	12.02%	13.02%	12.81%	12.92%	13.34%
<b>现金流量表</b>						总资产净利润(%)	12.43%	14.15%	15.31%	16.40%	17.74%
单位:百万元						ROE(%)	20.03%	23.19%	23.57%	24.12%	24.63%
<b>经营活动现金流</b>	830	1111	1138	1446	1800	<b>偿债能力</b>					
净利润	557	831	1058	1342	1709	资产负债率(%)	38%	39%	34%	31%	27%
折旧摊销	-35.12	29.38	54.04	45.63	45.63	流动比率	3.08	2.90	2.25	2.60	3.09
财务费用	-7	-41	-1	14	0	速动比率	2.64	2.44	1.92	2.20	2.64
应收帐款减少	0	0	-87	-13	-70	<b>营运能力</b>					
预收帐款增加	0	0	0	0	0	总资产周转率	1.12	1.23	1.30	1.38	1.44
<b>投资活动现金流</b>	-342	-298	-158	-159	-145	应收账款周转率	22	53	57	53	54
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	10.07	14.52	15.14	15.25	15.41
长期投资减少	0	0	0	0	0	<b>每股指标(元)</b>					
投资收益	-7	-6	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	2.87	2.90	3.76	4.77	6.07
<b>筹资活动现金流</b>	490	-65	-54	-231	-454	每股净现金流(最新摊薄)	4.86	2.64	3.29	3.75	4.27
应付债券增加	0	0	-724	0	0	每股净资产(最新摊薄)	14.31	12.43	15.94	19.78	24.65
长期借款增加	0	0	0	0	0	<b>估值比率</b>					
普通股增加	0	83	-2	0	0	P/E	57.89	57.29	44.21	34.84	27.36
资本公积增加	-3	81	0	0	0	P/B	11.61	13.36	10.42	8.40	6.74
<b>现金净增加额</b>	977	748	926	1056	1201	EV/EBITDA	28.78	30.13	31.23	24.05	18.57

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

## 相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司普通报告	珀莱雅（603605）：1-2 月经营数据表现亮眼，国货美妆龙头地位巩固	2023-03-14
公司普通报告	珀莱雅（603605）：大单品策略持续发力，Q3 业绩表现超预期	2022-10-28
公司普通报告	珀莱雅（603605）：大单品策略持续发力，彩棠品牌增势强劲	2022-08-28
公司普通报告	珀莱雅（603605）：大单品策略成效显著，短期利润扰动不改长期向好预期	2022-07-22
公司普通报告	珀莱雅（603605）：推出新一期股权激励计划，多元化激励机制持续落实	2022-07-12
公司深度报告	珀莱雅（603605）：正确战略指引国货美妆龙头一往无前	2022-07-07
公司普通报告	珀莱雅（603605）：大单品策略成效显著，品牌矩阵持续构建	2022-04-23
行业深度报告	化工行业 2023 年策略报告：行业景气回落，细分领域迎来机遇期	2022-11-28
行业深度报告	基础化工行业：行业高景气有望持续，竞争格局将进入新阶段	2022-05-19
行业普通报告	农药产业“十四五”规划出炉，引导行业高质量发展	2022-02-23

资料来源：东兴证券研究所

## 分析师简介

### 刘田田

对外经济贸易大学金融硕士, 2019年1月加入东兴证券研究所, 现任大消费组组长、纺服&轻工行业首席分析师。2年买方经验, 覆盖大消费行业研究, 具备买方研究思维。

### 魏宇萌

中国人民大学经济学学士, 金融硕士。2020年7月加入东兴证券研究所, 商贸零售与社会服务行业研究助理, 主要负责化妆品、免税、黄金珠宝、电商、传统零售等研究方向。

### 刘雪晴

中央财经大学经济学硕士。2020年8月加入东兴证券研究所, 商贸零售与社会服务行业研究助理, 主要负责旅游酒店、餐饮、教育人服、本地生活、医美等研究方向。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下, 本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议, 市场有风险, 投资者在决定投资前, 务必要审慎。投资者应自主作出投资决策, 自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内, 与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 我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头寸并进行交易, 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。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

## 行业评级体系

公司投资评级 (A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数, 美国市场基准为标普 500 指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数, 美国市场基准为标普 500 指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

## 东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526