

珀莱雅(603605)

报告日期: 2023年04月20日

行业如逆水行舟，龙头典范彰显业绩韧性

——珀莱雅 22 年年报及 23Q1 季报点评

投资要点

业绩: 22 年/23Q1 归母净利润同增 42%/ 31%，符合市场预期上限。

23Q1 化妆品行业竞争加剧背景下，增速符合市场预期上限，彰显龙头韧性。收入 16.22 亿 (+29%)，归母净利 2.1 亿 (+31%)，扣非归母 1.98 亿 (+35%)、经营性现金流 4.1 亿 (+20%)，收入和扣非净利增速符合预期上限。

22 年与业绩预告一致。收入/归母净利 63.9/8.2 亿 (+38%/42%)，经营活动现金流净额 11.1 亿 (+34%)

22 年收入拆分: 线上占比超 9 成，彩棠翻倍增长极为亮眼，看好彩妆爆发力。

1) 按渠道，线上增速 > 线下增速。线上占 91%+线上占 9%，线上/线下收入 57.9/5.7 亿元、同比+48%/-18%。

2) 按品牌，彩棠爆发式翻倍增长。珀莱雅占 83%+彩棠占 9%，彩棠翻倍。珀莱雅/彩棠收入 52.6/5.7 亿元，同增 37%/132%。

3) 按品类: 护肤占 86%+彩妆 12%，护肤收入 54.8 亿 (+39%)，彩妆收入 7.5 亿 (+22%)。

盈利: 大单品+线上直营高增拉升毛利率，多品牌孵化挑战下盈利仍稳中有升。

22 年毛利率提升，费用率略上行，净利率略提升: 毛利率/净利率 69.7%/13.0%，同比+3.2pp/+1.0pp; 销售/管理/研发费用率 43.6%/5.1%/2.0%，同比+0.7pp/+0.01pp/0.35pp。

23Q1 延续上述趋势，盈利能力稳中有升。毛利率/净利率 70.0%/13.7%，同比+2.5pp/+0.2pp; 销售/管理/研发费用率 43.2%/5.9%/3.2%，同比+0.9pp/+0.7pp/+0.8pp。

展望: 23Q1 逆势增长彰显韧性，全年多因素共振确定性强。

今年 38 大促，珀莱雅超越一众国际大牌登顶榜首，对于国货崛起主路径具有里程碑意义。展望未来，产品更符合国人诉求、营销更贴国人心智、品牌更具有中国特色的国货品牌有望加速成长。

电商红利趋顶+缺少流量洼地，新品牌孵化难度空前，意味着化妆品格局初定。38 节天猫美妆细分类目普遍下滑。在此背景下珀莱雅依旧逆势增长登顶美妆榜首，品牌力沉淀，未来消费者强心智优势下有望进一步成长为美妆龙头。

驱动力: 以大单品策略为核心，把握渠道变革、打造多品牌美妆集团。

1) 大单品策略战略以点带面拓客群，产品矩阵势能仍待充分释放。大单品策略成功，延长产品生命周期，显著提升消费客单价。

拓品类+拓功效圈，覆盖更广客群。以早 C 晚 A 为代表的大单品孵化成功，看好双抗 3.0、红宝石面霜、早 C 晚 A 套装、双抗面膜、源力精华、红宝石面膜等核心大单品。从品类来看，20-21 年公司以红宝石、双抗精华类大单品为主→22 年开始围绕“早 C 晚 A”大单品，拓展同系列面霜、眼霜和面膜等。天猫官旗显示，红宝石面霜近一个月销已达 3 万。从功效来看，公司在深耕初抗衰的基础上，从抗衰向敏感肌修复（源力系列）、美白（双白瓶）、熟龄肌抗衰（精华油）拓展。

2) 渠道转型成果斐然，已由规模发展步入精细化、高效运营阶段。公司 22 年电商占比超 90%，天猫品牌自播占比进一步提升+紧抓抖音/快手等新渠道风口。20/21/22 年公司线上直营同增 80%/76%/60%，未来线上将精细运营天猫、加码品牌自播、抖快、京东等新渠道。线下来看，公司 22 年加大百货渠道调整力度、优化日化渠道网点、收缩超市渠道。

投资评级: 增持(维持)

分析师: 马莉
执业证书号: S1230520070002
mali@stocke.com.cn

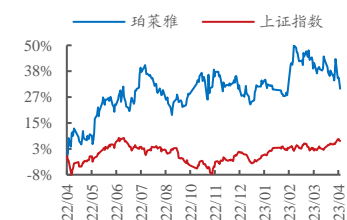
分析师: 汤秀洁
执业证书号: S1230522070001
tangxiujie@stocke.com.cn

分析师: 王长龙
执业证书号: S1230521020001
wangchanglong@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 166.14
总市值(百万元)	47,104.06
总股本(百万股)	283.52

股票走势图



相关报告

- 《珀莱雅: 大浪淘沙始见金》 2023.02.18
- 《紧贴业绩预告上限，双 11 预售表现优异——珀莱雅 2022 年三季报点评报告》 2022.10.29
- 《多点开花: 主品牌升级，老品牌重塑，新品牌扭亏——珀莱雅 2022 年中报点评》 2022.09.05

3) 品牌: 主品牌 38 大促首登天猫美妆榜首, 子品牌孵化加速, “小欧莱雅”美妆集团格局初现。当前护肤美妆客群细分, 价格带功效等诉求不一, 单品牌天花板有限。公司多品牌发展打开发展天花板, 已搭建中端护肤(珀莱雅 200-400 元)+大众护肤(悦芙媞 50-100 元)+彩妆(彩棠 150-200 元)+洗护(OR 150-200 元)+高功效护肤(CORRECTORS 260-600 元)等丰富产品矩阵。

□ **23 年推新展望: 大单品升级迭代+新品类横向拓展。**

1) 主品牌: 红宝石面膜 2.0、红宝石水乳 2.0、双抗精华 3.0 等多款明星产品迭代焕新, 现有矩阵进一步夯实; 近期上新云朵防晒, 夏日防晒需求释放+22 年同期羽感防晒退货冲击背景下, 有望在 Q2 贡献确定性增量。有望复刻此前“大单品增长持续+新品亮眼超预期客单价提升+营收增长”成长路径, 业绩确定性强。

2) 彩棠: 持续以“中国妆, 原生美”为品牌核心布局大底妆类目, 并于底妆主品类外新推“争青”系列, 叠加疫后出行彩妆需求高增, 看好子品牌高增速。

□ **盈利预测及估值**

公司持续推进大单品策略且效果显著, 叠加电商渠道拓展, 丰富强势主品牌和孵化自有品牌, 拓展品牌矩阵, 有望推动业绩持续增长。预计 23-25 年公司归母净利润分别为 10.5/13.2/16.6 亿元, 同比增长 28%/26%/26%, 对应 PE 57、45、36 倍, 维持增持评级。

□ **风险提示**

疫情影响化妆品行业增速不达预期; 下游品牌竞争激烈、公司竞争压力加大等。

财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	6385	8002	9967	12314
(+/-) (%)	38%	25%	25%	24%
归母净利润	817	1050	1324	1664
(+/-) (%)	42%	28%	26%	26%
每股收益(元)	2.87	2.88	3.64	4.57
P/E	73	57	45	36

资料来源: 浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	4147	5045	6350	7922
现金	3161	3832	4786	5959
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	102	224	429	667
其它应收款	0	73	78	69
预付账款	91	117	133	173
存货	669	725	839	960
其他	123	74	85	94
非流动资产	1631	1659	1753	1826
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	139	122	144	135
固定资产	570	600	632	664
无形资产	420	454	486	519
在建工程	207	230	255	272
其他	294	253	236	237
资产总计	5778	6703	8102	9749
流动负债	1428	1582	1797	2176
短期借款	200	233	211	215
应付款项	545	819	931	1146
预收账款	0	0	0	1
其他	682	529	655	814
非流动负债	813	533	702	693
长期借款	0	0	0	0
其他	813	533	702	693
负债合计	2241	2116	2499	2869
少数股东权益	13	31	53	81
归属母公司股东权益	3524	4557	5550	6798
负债和股东权益	5778	6703	8102	9749

现金流量表

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1111	1228	1481	1894
净利润	831	1067	1347	1692
折旧摊销	88	81	84	87
财务费用	(41)	3	(11)	(28)
投资损失	6	4	6	5
营运资金变动	452	81	204	350
其它	(224)	(9)	(149)	(212)
投资活动现金流	(298)	(316)	(344)	(315)
资本支出	(110)	(90)	(99)	(95)
长期投资	33	15	(21)	9
其他	(221)	(240)	(224)	(229)
筹资活动现金流	(65)	(240)	(184)	(406)
短期借款	(0)	33	(22)	4
长期借款	0	0	0	0
其他	(65)	(273)	(162)	(409)
现金净增加额	748	671	953	1173

利润表

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	6385	8002	9967	12314
营业成本	1935	2417	2998	3693
营业税金及附加	56	70	88	108
营业费用	2786	3641	4535	5603
管理费用	327	432	528	640
研发费用	128	208	259	320
财务费用	(41)	3	(11)	(28)
资产减值损失	(165)	(160)	(199)	(246)
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	(6)	(4)	(6)	(5)
其他经营收益	39	23	12	12
营业利润	1058	1410	1776	2230
营业外收支	(3)	(5)	(4)	(4)
利润总额	1054	1405	1772	2226
所得税	223	337	425	534
净利润	831	1067	1347	1692
少数股东损益	14	18	22	28
归属母公司净利润	817	1050	1324	1664
EBITDA	1104	1474	1831	2270
EPS (最新摊薄)	2.87	2.88	3.64	4.57

主要财务比率

	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	37.82%	25.32%	24.56%	23.55%
营业利润	129.11%	33.29%	25.98%	25.60%
归属母公司净利润	41.88%	28.42%	26.16%	25.63%
获利能力				
毛利率	69.70%	69.80%	69.93%	70.01%
净利率	13.02%	13.34%	13.51%	13.74%
ROE	25.45%	25.84%	25.99%	26.66%
ROIC	21.49%	22.09%	23.02%	23.65%
偿债能力				
资产负债率	38.78%	31.56%	30.84%	29.43%
净负债比率	9.05%	11.06%	8.50%	7.54%
流动比率	2.90	3.19	3.53	3.64
速动比率	2.44	2.73	3.07	3.20
营运能力				
总资产周转率	1.23	1.28	1.35	1.38
应收账款周转率	53.04	96.31	149.00	187.51
应付账款周转率	4.40	4.07	3.97	4.12
每股指标(元)				
每股收益	2.87	2.88	3.64	4.57
每股经营现金	3.05	3.37	4.07	5.20
每股净资产	12.43	12.52	15.25	18.68
估值比率				
P/E	72.68	56.86	45.07	35.87
P/B	13.19	13.10	10.75	8.78
EV/EBITDA	40.34	38.07	30.14	23.80

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本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、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>