



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

23M4 销售亮眼，期待“618”表现

买入（维持）

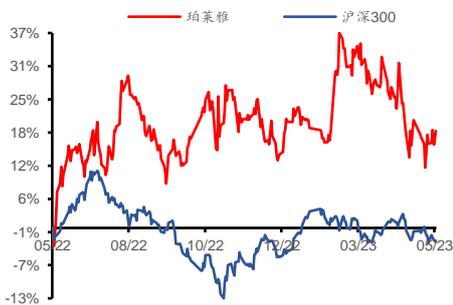
行业：美容护理
日期：2023年05月22日

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） | 165.00 |
| 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） | 464.34 |

最近一年股票与沪深 300 比较



相关报告：

《主品牌迈入更高阶势能，二三曲线高增》

——2023年04月21日

《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

■ 投资摘要

事件概述

5月21日，公司发布23年4月经营数据，主品牌珀莱雅天猫旗舰店GMV约2.28亿元，同增约57%；抖音平台GMV约1.35亿元左右，同增约40%。彩棠品牌天猫旗舰店GMV约0.45亿元，同增约95%；抖音平台GMV约0.29亿元，同增约69%。

分析与判断

23M4 主品牌珀莱雅、彩棠 GMV 高增，延续放量势头。据公司公布的4月经营数据，主品牌珀莱雅天猫旗舰店 GMV 约 2.28 亿元，同增约 57%；抖音平台 GMV 约 1.35 亿元左右，同增约 40%，主品牌延续增长。彩棠品牌天猫旗舰店 GMV 约 0.45 亿元，同增约 95%；抖音平台 GMV 约 0.29 亿元，同增约 69%，彩棠天猫高增，抖音保持较快增长。

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、专利技术等具有强劲优势，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。

推出全新循环系列，丰富“珀莱雅家族”矩阵。继红宝石系列、双抗系列、源力系列后，5月8日珀莱雅循环系列官宣上线，推出水乳霜三个单品，主打保湿锁水，处于相对中等价格带，水乳霜价格带位于 200 元左右。公司大单品策略趋于成熟，在对原有大单品持续进行迭代和升级背景下，推出第四个全新系列，共同打造“珀莱雅家族”产品矩阵。**在大单品迭代方面**，4月28日珀莱雅针对双抗系列推出升级版双抗精华 3.0。截至 23 年 5 月 21 日，双抗精华 3.0 在其天猫官旗月销超 4 万+，荣登天猫液态精华回购榜第一名。另外，公司在原有三大家族精华系列产品线外，补充其他单品，例如红宝石系列中推出水乳套装、红宝石面膜，双抗系列中推出双抗水乳，进一步巩固家族系列产品矩阵。公司通过不断迭代大单品，提供更多样性的选择，持续夯实产品力、品牌力，赋能业绩持续高增。

■ 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，新品牌彩妆彩棠、洗护 OR 等培育进展顺利，期待珀莱雅“618”大促节点表现，预计 2023-2025 年营业收入 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 /6.02 元/股；对应 PE 为 43/34/27 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 | 6.02 |
| 市盈率（X） | 57.23 | 43.35 | 33.69 | 27.43 |
| 市净率（X） | 13.27 | 10.10 | 7.77 | 6.05 |

资料来源：Wind，上海证券研究所（2023 年 05 月 19 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 | 3977 | 5312 | 6939 |
| 应收票据及应收账款 | 102 | 248 | 260 | 311 |
| 存货 | 669 | 783 | 969 | 1164 |
| 其他流动资产 | 215 | 267 | 315 | 366 |
| 流动资产合计 | 4147 | 5276 | 6855 | 8781 |
| 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 | 280 | 359 | 439 |
| 无形资产 | 420 | 457 | 497 | 533 |
| 其他非流动资产 | 226 | 237 | 233 | 231 |
| 非流动资产合计 | 1631 | 1775 | 1905 | 2025 |
| 资产总计 | 5778 | 7051 | 8760 | 10806 |
| 短期借款 | 200 | 196 | 177 | 166 |
| 应付票据及应付账款 | 545 | 757 | 901 | 1073 |
| 合同负债 | 175 | 175 | 235 | 283 |
| 其他流动负债 | 508 | 522 | 666 | 805 |
| 流动负债合计 | 1428 | 1650 | 1979 | 2327 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付债券 | 724 | 724 | 724 | 724 |
| 其他非流动负债 | 88 | 45 | 45 | 45 |
| 非流动负债合计 | 813 | 769 | 769 | 769 |
| 负债合计 | 2241 | 2419 | 2748 | 3096 |
| 股本 | 284 | 284 | 284 | 284 |
| 资本公积 | 915 | 943 | 943 | 943 |
| 留存收益 | 2442 | 3522 | 4910 | 6615 |
| 归属母公司股东权益 | 3524 | 4633 | 6021 | 7726 |
| 少数股东权益 | 13 | 0 | -9 | -16 |
| 股东权益合计 | 3537 | 4632 | 6012 | 7710 |
| 负债和股东权益合计 | 5778 | 7051 | 8760 | 10806 |

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 | 1047 | 1569 | 1850 |
| 净利润 | 831 | 1066 | 1380 | 1698 |
| 折旧摊销 | 89 | 75 | 78 | 81 |
| 营运资金变动 | 19 | -87 | 103 | 61 |
| 其他 | 172 | -7 | 8 | 10 |
| 投资活动现金流量 | -298 | -212 | -216 | -212 |
| 资本支出 | -167 | -176 | -184 | -185 |
| 投资变动 | -131 | -30 | -24 | -17 |
| 其他 | 0 | -6 | -8 | -10 |
| 筹资活动现金流量 | -65 | -20 | -19 | -11 |
| 债权融资 | 0 | -5 | -19 | -11 |
| 股权融资 | 166 | 28 | 0 | 0 |
| 其他 | -231 | -43 | 0 | 0 |
| 现金净流量 | 747 | 816 | 1335 | 1628 |

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 | 3637 | 4494 | 5369 |
| 管理费用 | 327 | 470 | 600 | 724 |
| 研发费用 | 128 | 230 | 300 | 300 |
| 财务费用 | -41 | 0 | 0 | 0 |
| 资产减值损失 | -165 | 0 | 0 | 0 |
| 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 | 1317 | 1710 | 2110 |
| 营业外收支净额 | -3 | 0 | 0 | 0 |
| 利润总额 | 1054 | 1317 | 1710 | 2110 |
| 所得税 | 223 | 250 | 330 | 412 |
| 净利润 | 831 | 1066 | 1380 | 1698 |
| 少数股东损益 | 14 | -13 | -9 | -7 |
| 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% | 23.3% | 23.1% | 22.1% |
| 资产回报率 | 14.1% | 15.3% | 15.9% | 15.8% |
| 投资回报率 | 19.3% | 19.2% | 19.9% | 19.7% |
| 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% | 20.5% | 29.9% | 23.4% |
| 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 | 6.02 |
| 每股净资产 | 12.43 | 16.34 | 21.24 | 27.25 |
| 每股经营现金流 | 3.92 | 3.69 | 5.54 | 6.53 |
| 每股股利 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| 营运能力指标 | | | | |
| 总资产周转率 | 1.23 | 1.26 | 1.28 | 1.24 |
| 应收账款周转率 | 53.04 | 46.27 | 39.88 | 42.42 |
| 存货周转率 | 3.46 | 3.31 | 3.39 | 3.31 |
| 偿债能力指标 | | | | |
| 资产负债率 | 38.8% | 34.3% | 31.4% | 28.6% |
| 流动比率 | 2.90 | 3.20 | 3.46 | 3.77 |
| 速动比率 | 2.34 | 2.63 | 2.88 | 3.18 |
| 估值指标 | | | | |
| P/E | 57.23 | 43.35 | 33.69 | 27.43 |
| P/B | 13.27 | 10.10 | 7.77 | 6.05 |
| EV/EBITDA | 38.32 | 31.43 | 23.69 | 18.59 |

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