

## Q2 业绩亮眼，品牌势能领先

### 珀莱雅(603605)

评级:	买入	股票代码:	603605
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	195.35/96.8
目标价格:		总市值(亿)	394.05
最新收盘价:	99.3	自由流通市值(亿)	391.23
		自由流通股数(百万)	393.99

#### 事件概述:

公司发布 2023 年半年报。2023H1 公司实现营收 32.67 亿元，同比+38.12%，归母净利润 4.99 亿元，同比+68.21%，高于此前预告上限（4.60~4.90 亿元），扣非归母净利润 4.79 亿元，同比+70.49%。单季度来看，2023Q2 实现营收 20.05 亿元，同比+46.22%，归母净利润 2.91 亿元，同比+110.41%。现金流方面，2023H1 经营活动产生的现金流量净额为 11.81 亿元，比去年同期+65.49%，主要系报告期内营业收入同比增加，销售商品收到的现金增加、支付的贷款减少、支付的形象宣传推广费增加所致。

此外，公司拟每 10 股派发现金红利 3.80 元（含税），积极与广大投资者共享发展成果。

#### 分析判断:

##### ► 收入端：产品持续升级、线上渠道表现优异、彩棠加速放量

报告期内，公司不断提升产品品质，核心大单品双抗精华升级至 3.0，红宝石面膜和红宝石冰陀螺眼霜也相继推出 2.0 系列，明星产品的持续升级进一步强化了产品心智和“高性价比”属性；此外，公司线上多平台渠道表现优异，2023 年上半年，珀莱雅天猫旗舰店成交额获天猫美妆排名第 4，国货排名第 1；珀莱雅品牌成交额获抖音美妆排名第 3，国货排名第 1；珀莱雅品牌成交额获京东美妆排名第 7，国货排名第 1。与此同时，报告期内，公司彩棠加速放量，2023H1 彩棠品牌实现收入 4.14 亿元，同比+78.65%，占总营收比提升至 11.45%，第二成长曲线渐显。具体细分来看：1) 分渠道拆分：线上渠道实现收入 33.30 亿元，同比 44.23%，占营收比 92.03%（其中直营同比+52.36%，分销同比+19.04%）；线下渠道实现收入 2.89 亿元，同比-5.81%，占营收比 7.97%（其中日化同比+5.64%，其他同比-39.15%）。2) 自由品牌中珀莱雅、彩棠、OR、悦芙媞分别实现收入 28.92、4.14、0.97、1.32 亿元，分别同比+35.86%、+78.65%、+94.17%、64.80%，占营收比分别为 79.87%、11.45%、2.69%、3.64%。

##### ► 利润端：盈利能力提升明显，期间费用率小幅提升

2023H1 公司毛利率、净利率分别为 70.51%、14.56%，同比分别+2.39pct、+2.81pct。其中，Q2 单季度毛利率、净利率分别为 70.90%、15.26%，同比分别+2.27pct、+5.12pct，我们预计公司盈利能力提升明显主要系：1) 毛利率较高的线上渠道收入占比进一步提升；2) 各子品牌毛利率有所增长；3) 资产减值损失计提减少。期间费用率方面，2023H1 公司期间费用率为 50.55%，同比+1.41pct，其中销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为 43.56%、5.30%、2.52%、-0.84%，同比分别+1.03pct、+0.46pct、+0.20pct、-0.27pct。销售费用率的提升主要系报告期内形象宣传推广费同比+50.34%（新品牌孵化、线下渠道及海外渠道探索）；管理费用率的增加主要系限制性股票股权激励费用同比增加所致。

#### 投资建议

作为国产美妆龙头之一，公司综合实力突出，具备强硬的战略、产品、渠道和营销力。大单品矩阵不断完善叠加第二增长曲线彩棠的持续放量下，我们认为公司具备长期投资价值属性，看好公司的后续发展，考虑到公司 2023H1 业绩的超预期表现，我们调整此前的盈利预测，2023-2025 年公司营收分别由 83.47/105.21/132.97 亿元调整至 84.65/105.90/131.00 亿元，EPS 分别为 2.73/3.59/4.66 元调整至 2.85/3.55/4.26 元，对应 2023 年 8 月 29 日 99.30 元/股收盘价，PE 分别为 35/28/23 倍，维持公司“买入”评级。

## 风险提示

1) 宏观经济景气度不及预期。2) 行业竞争加剧。3) 新产品推广不及预期。

## 盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	4,633	6,385	8,465	10,590	13,100
YoY (%)	23.5%	37.8%	32.6%	25.1%	23.7%
归母净利润(百万元)	576	817	1,130	1,407	1,692
YoY (%)	21.0%	41.9%	38.3%	24.5%	20.2%
毛利率 (%)	66.5%	69.7%	70.6%	70.9%	71.0%
每股收益 (元)	2.87	2.90	2.85	3.55	4.26
ROE	20.0%	23.2%	25.6%	25.4%	24.7%
市盈率	34.60	34.24	34.87	28.01	23.29

资料来源: wind, 华西证券研究所

分析师: 徐林锋

邮箱: xulf@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519080002

联系电话:

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	6,385	8,465	10,590	13,100	净利润	831	1,153	1,436	1,726
YoY (%)	37.8%	32.6%	25.1%	23.7%	折旧和摊销	89	91	94	98
营业成本	1,935	2,486	3,086	3,805	营运资金变动	19	127	140	116
营业税金及附加	56	74	93	115	经营活动现金流	1,111	1,462	1,763	2,010
销售费用	2,786	3,809	4,766	6,026	资本开支	-167	-163	-183	-183
管理费用	327	434	541	668	投资	-131	-35	-45	-45
财务费用	-41	-53	-73	-98	投资活动现金流	-298	-196	-229	-204
研发费用	128	169	222	288	股权募资	166	-6	0	0
资产减值损失	-165	-50	-50	-50	债务募资	0	0	0	0
投资收益	-6	-8	-11	13	筹资活动现金流	-65	-266	-310	-410
营业利润	1,058	1,501	1,917	2,304	现金净流量	747	999	1,224	1,395
营业外收支	-3	-3	-3	-3					
利润总额	1,054	1,498	1,914	2,302	<b>主要财务指标</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
所得税	223	344	479	575	<b>成长能力 (%)</b>				
净利润	831	1,153	1,436	1,726	营业收入增长率	37.8%	32.6%	25.1%	23.7%
归属于母公司净利润	817	1,130	1,407	1,692	净利润增长率	41.9%	38.3%	24.5%	20.2%
YoY (%)	41.9%	38.3%	24.5%	20.2%	<b>盈利能力 (%)</b>				
每股收益	2.90	2.85	3.55	4.26	毛利率	69.7%	70.6%	70.9%	71.0%
					净利率	12.8%	13.3%	13.3%	12.9%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	总资产收益率 ROA	14.1%	16.0%	16.4%	16.4%
货币资金	3,161	4,160	5,384	6,779	净资产收益率 ROE	23.2%	25.6%	25.4%	24.7%
预付款项	91	112	123	152	<b>偿债能力 (%)</b>				
存货	669	703	945	1,069	流动比率	2.90	2.95	3.13	3.26
其他流动资产	225	378	276	373	速动比率	<b>2.34</b>	<b>2.47</b>	<b>2.60</b>	<b>2.76</b>
流动资产合计	4,147	5,353	6,729	8,373	现金比率	2.21	2.30	2.50	2.64
长期股权投资	139	139	139	139	资产负债率	38.8%	37.1%	34.6%	32.7%
固定资产	570	567	559	548	<b>经营效率 (%)</b>				
无形资产	420	453	496	549	总资产周转率	1.23	1.32	1.35	1.39
非流动资产合计	1,631	1,726	1,846	1,963	<b>每股指标 (元)</b>				
资产合计	5,778	7,079	8,575	10,336	每股收益	2.90	2.85	3.55	4.26
短期借款	200	200	200	200	每股净资产	12.43	11.13	13.97	17.28
应付账款及票据	545	739	855	1,111	每股经营现金流	3.92	3.68	4.44	5.07
其他流动负债	683	872	1,098	1,257	每股股利	0.87	0.38	0.00	0.00
流动负债合计	1,428	1,812	2,153	2,568	<b>估值分析</b>				
长期借款	0	0	0	0	PE	34.24	34.87	28.01	23.29
其他长期负债	813	813	813	813	PB	13.47	8.92	7.11	5.75
非流动负债合计	813	813	813	813					
负债合计	2,241	2,625	2,966	3,381					
股本	284	397	397	397					
少数股东权益	13	36	65	99					
股东权益合计	3,537	4,454	5,609	6,955					
负债和股东权益合计	5,778	7,079	8,575	10,336					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

### 分析师与研究助理简介

徐林锋：轻工行业首席分析师。2019年7月加盟华西证券，9年从业经验。浙江大学金融学硕士，南开大学管理学学士。曾就职于中金公司等券商研究所，所在团队获2015年新财富第5名。

### 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但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。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均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而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有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、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。