

**证券研究报告**
**公司研究**
**公司点评报告**
**珀莱雅 (603605)**

投资评级 买入

上次评级 买入

刘嘉仁 社零&amp;美护首席分析师

执业编号: S1500522110002

联系电话: 15000310173

邮箱: liujiaren@cindasc.com

周子莘 美护分析师

执业编号: S1500522110001

联系电话: 13276656366

邮箱: zhouzixin@cindasc.com

**相关研究**

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

# 珀莱雅 (603605.SZ) 2023 年中报点评: 中报再超预期, 大单品策略推动净利率持续上行

2023 年 08 月 31 日

**事件: 公司发布 2023 年半年度业绩:** 公司 23H1 实现营业收入 36.27 亿元/yoy+38.12%, 归母净利润 4.99 亿元/yoy+68.21%, 毛利率/净利率分别为 70.51%/14.56%, 同比分别+2.39/+2.81pct; 单 Q2 来看, 实现营收 20.05 亿元/yoy+46.22%, 实现归母净利润 2.91 亿元/yoy+110.41%, 毛利率/净利率分别为 70.90%/15.26%, 同比分别+2.27/+5.12pct。

- **分品牌看: 主品牌大单品带动增速达 36%, 子品牌高双位数增长。(1) 珀莱雅:** 实现收入 28.92 亿元/yoy+35.86%。夯实“大单品策略”, 聚焦双抗、红宝石、源力三大家族系列。天猫平台中, 品牌 23H1 精华/面霜/面膜/眼霜品类分别排名第 1/2/2/5, 于天猫旗舰店/抖音/京东渠道的美妆品类分别排名 4/3/7, 国货品牌均排名第 1。(2) 彩棠: 实现收入 4.14 亿元/yoy+78.65%, 不断拓宽赛道, 完善品类布局。在原有优势品类上, 保持核心大单品高光、修容、遮瑕、妆前及定妆喷雾类目的领先地位, 不断拉升市场份额。主打产品“三色腮红盘”(天猫腮红类目 NO.2) 带动争青系列新品表现亮眼。618 期间, 推新产品表现良好。(3) Off&Relax: 实现收入 0.97 亿元/yoy+94.17%, 持续深化品牌头皮健康专家心智。(4) 悦芙媞: 实现收入 1.32 亿元/yoy+64.80%, 提升悦芙媞“油皮护肤专家”的定位认知, 重推控油家族核心产品。
- **分渠道看: 线上渠道占比进一步提升。(1) 线上:** 实现收入 33.30 亿元/yoy+44.23%/占比 92.03%, 其中直营/分销分别实现收入 26.59/6.71 亿元, 同比分别增长 52.36%/19.04%, 全年线上收入有望实现 30%+ 增长; (2) 线下: 实现收入 2.89 亿元/yoy-5.81%/占比 7.97%, 其中日化渠道同增 5.64%, 预估全年线下收入小个位数下滑, 值得关注的是公司在加强百货商场专柜建设的同时, 也强化了线上线下特定商圈联动。
- **看好大单品&多品牌策略带动盈利能力继续优化。** 大单品占比提升/子品牌毛利率提升推升 23H1 毛利率+2.39pct/净利率+2.81pct; 23Q2 净利率+5.12pct, 主要源于: ① 毛利率提升; ② 22 年羽感防晒导致的资产减值损失在今年消除。23H1 研发/销售/管理/财务费用率同比分别+0.20/+1.03/+0.46/-0.27pct, 销售费率中形象宣传推广费率+3.08pct, 主要源于新品牌孵化、线下渠道及海外渠道探索增加形象宣传推广费用, 管理费率提升主要源于限制性股票股权激励费用影响。
- **盈利预测与投资评级:** 公司逆势高增, 除主品牌兑现高成长外, 多个子品牌发力也再次展示公司较强的运营能力, 细拆来看, 公司运营可精细化至单品、渠道自播间表现, 及时发现问题、调整打法, 以快速恢复高增。下半年主品牌重点开启拓圈, 可关注公司销量和新客获取情况, 看好公司长期发展, 我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 11.2/13.9/16.7 亿元, 同比分别增长 37.5%/23.4%/20.1%, 对应 PE 分别为 38/31/26X, 维持“买入”评级。
- **风险因素:** 公司产品推进不及预期, 公司消费者破圈不及预期。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	4,633	6,385	8,202	10,279	12,342
增长率 YoY %	23.5%	37.8%	28.4%	25.3%	20.1%
归属母公司净利润(百万元)	576	817	1,124	1,387	1,666
增长率 YoY %	21.0%	41.9%	37.5%	23.4%	20.1%
毛利率%	66.5%	69.7%	70.1%	70.2%	70.4%
净资产收益率ROE%	20.0%	23.2%	25.3%	24.9%	24.0%
EPS(摊薄)(元)	1.45	2.06	2.83	3.49	4.20
市盈率 P/E(倍)	74.00	52.15	37.93	30.74	25.60
市净率 P/B(倍)	14.82	12.10	9.60	7.64	6.15

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为 2023 年 08 月 30 日收盘价

## 图目录

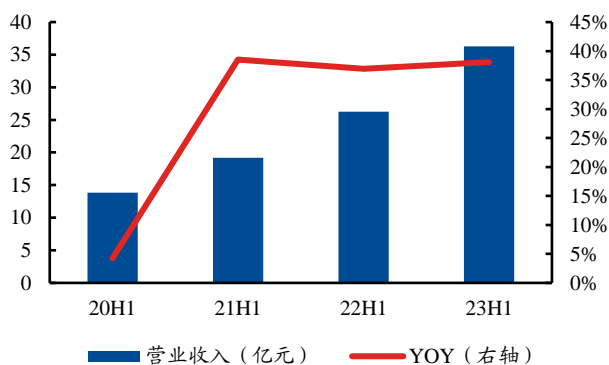
图 1: 23H1 实现营业收入 36.27 亿元/yoy+38.12% .....	3
图 2: 23Q2 实现营业收入 20.05 亿元/yoy+46.22% .....	3
图 3: 23H1 实现归母净利润 4.99 亿元/yoy+68.21% .....	3
图 4: 23Q2 实现归母净利润 2.91 亿元/yoy+110.41%.....	3
图 5: 大单品策略推动公司毛利率稳定提升 .....	4
图 6: 短期来看费用率基本稳定 .....	4
图 7: 23Q2 净利率提升明显 .....	4
图 8: 23Q2 销售费用率略有提升 .....	4

**事件：公司发布 2023 年半年度业绩：**23H1 实现营业收入 36.27 亿元/yoy+38.12%，归母净利润 4.99 亿元/yoy+68.21%，毛利率/净利率分别为 70.51%/14.56%，同比分别+2.39/+2.81pct；23Q2 总营收 20.05 亿元/yoy+46.22%，归母净利润 2.91 亿元/yoy+110.41%，毛利率/净利率分别为 70.90%/15.26%，同比分别+2.27/+5.12pct。

**分品牌看：主品牌大单品带动增速达 36%，子品牌高双位数增长。**

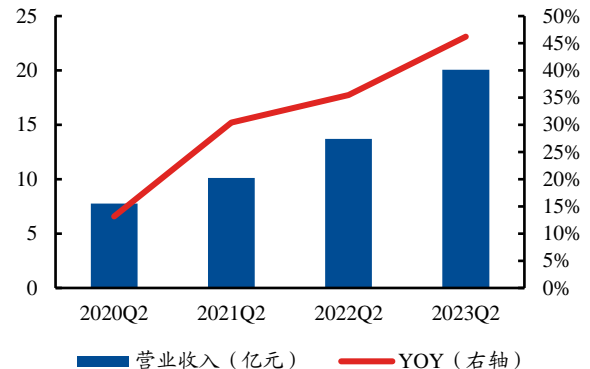
- ✓ **珀莱雅：**实现收入 28.92 亿元/yoy+35.86%，夯实“大单品策略”，聚焦双抗、红宝石、源力三大家族系列。品牌单品双抗精华、双抗系列水乳霜持续升级，红宝石面膜、冰陀螺眼霜、红宝石水乳相继调整，满足客户多维度需求，同时推出敏感肌友好防晒新品，完善品牌矩阵。天猫平台中，23H1 珀莱雅品牌精华/面霜/面膜/眼霜品类分别排名第 1/2/2/5；天猫旗舰店/抖音/京东渠道的美妆品类分别排名 4/3/7，国货品牌均排名第 1。
- ✓ **彩棠：**实现收入 4.14 亿元/yoy+78.65%，不断拓宽赛道，完善品类布局。在原有优势品类上，保持核心大单品高光、修容、遮瑕、妆前及定妆喷雾类目的领先地位，不断拉升市场份额。主打产品“三色腮红盘”（天猫腮红类目 NO.2）带动争青系列新品表现亮眼。618 期间，推新产品表现良好。
- ✓ **Off&Relax：**实现收入 0.97 亿元/yoy+94.17%，持续深化品牌头皮健康专家心智。
- ✓ **悦芙媞：**实现收入 1.32 亿元/yoy+64.80%，提升悦芙媞“油皮护肤专家”的定位认知。推进产品升级，重推控油家族核心产品。

图1：23H1 实现营业收入 36.27 亿元/yoy+38.12%



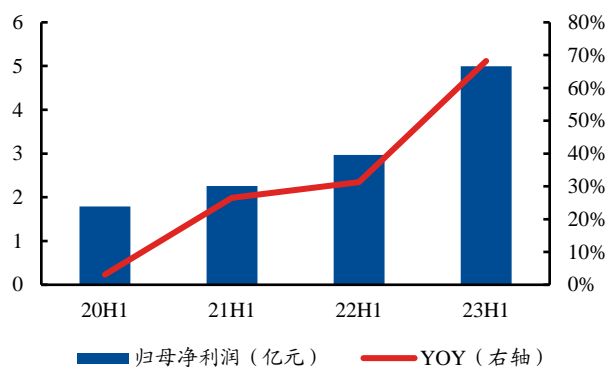
资料来源：wind，信达证券研发中心

图2：23Q2 实现营业收入 20.05 亿元/yoy+46.22%



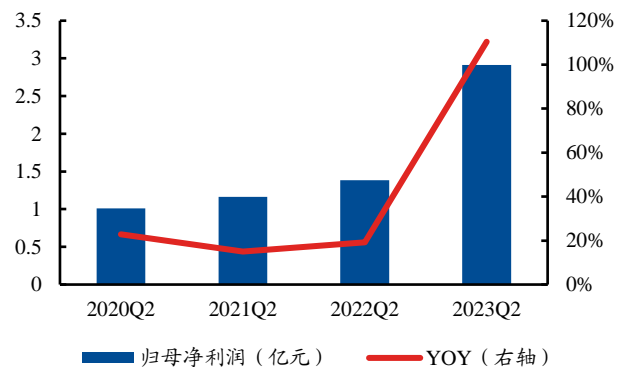
资料来源：wind，信达证券研发中心

图3：23H1 实现归母净利润 4.99 亿元/yoy+68.21%



资料来源：wind，信达证券研发中心

图4：23Q2 实现归母净利润 2.91 亿元/yoy+110.41%



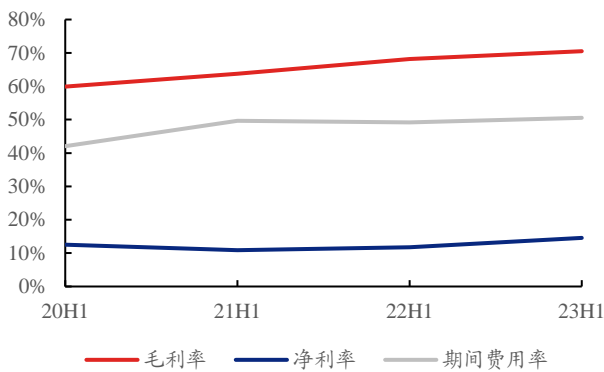
资料来源：wind，信达证券研发中心

分渠道来看：线上渠道占比进一步提升。

- ✓ **线上**：实现收入 33.30 亿元/yoy+44.23%/占比 92.03%，其中直营/分销分别实现收入 26.59/6.71 亿元，同比分别增长 52.36%/19.04%，全年线上收入有望实现 30%+增长。
- ✓ **线下**：实现收入 2.89 亿元/yoy-5.81%/占比 7.97%，其中日化渠道同增 5.64%，预估全年线下收入小个位数下滑。值得关注的是，公司在加强百货商场专柜建设的同时，也强化了线上线下一特定商圈联动。

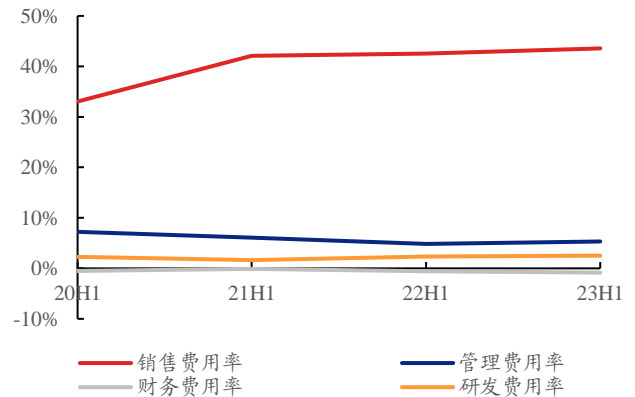
**看好大单品&多品牌策略带动盈利能力继续优化。**23H1 公司毛利率/期间费用率/净利率分别为 70.51%/50.55%/14.56%，同比分别+2.39/+1.41/+2.81pct，大单品占比提升/子品牌毛利率提升推动 23H1 毛利率/净利率增长；23Q2 毛利率/期间费用率/净利率分别为 70.90%/47.85%/15.26%，同比分别+2.27/+1.24/+5.12pct，23Q2 净利率显著提升主要源于：①毛利率提升；②22 年同期羽感防晒导致的资产减值损失在今年消除。

图5：大单品策略推动公司毛利率稳定提升



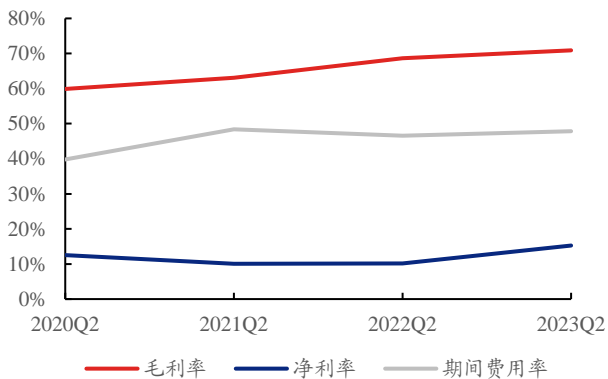
资料来源：wind，信达证券研发中心

图6：短期来看费用率基本稳定



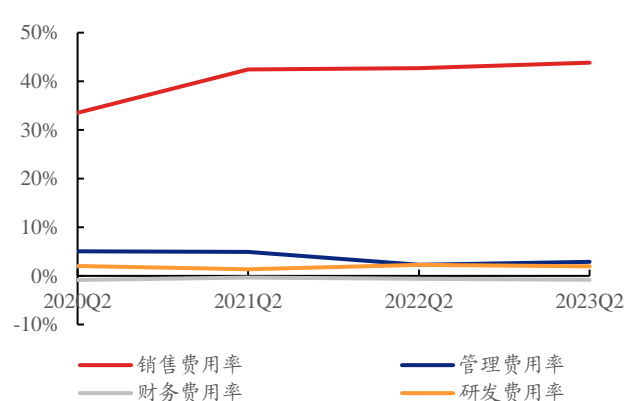
资料来源：wind，信达证券研发中心

图7：23Q2 净利率提升明显



资料来源：wind，信达证券研发中心

图8：23Q2 销售费用率略有提升



资料来源：wind，信达证券研发中心

**23H1 整体费用率略有上升，其中：**

- (1) 研发费用率 2.52%/同比+0.20pct，主要源于公司研发人工费和委外研发费增长；
- (2) 销售费用率 43.56%/同比+1.03pct，其中形象宣传推广费率 37.92%/yoy+3.08pct，主要源于新品牌孵化、线下渠道及海外渠道探索增加形象宣传推广费用；

(3) 管理费用率 5.30%/同比+0.46pct, 主要源于 23H1 增加限制性股票股权激励费用;

(4) 财务费用率-0.84%/同比-0.27pct, 主要源于利息收入减少以及汇兑损益综合影响。

**盈利预测与投资评级:** 公司逆势高增, 除主品牌兑现高成长外, 多个子品牌发力也再次展示公司较强的运营能力, 细拆来看, 公司运营可精细化至单品、渠道自播间表现, 及时发现问题、调整打法, 以快速恢复高增。下半年主品牌重点开启拓圈, 可关注公司销量和新客获取情况, 看好公司长期发展。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 11.2/13.9/16.7 亿元, 同比分别增长 37.5%/23.4%/20.1%, 对应 PE 分别为 38/31/26X, 维持“买入”评级

**风险提示:** 公司产品推进不及预期, 公司消费者破圈不及预期。

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
<b>流动资产</b>	3,159	4,147	5,101	6,596	8,306	
货币资金	2,391	3,161	4,107	5,192	6,829	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	139	102	161	161	230	
预付账款	58	91	110	138	164	
存货	448	669	613	931	936	
其他	123	123	109	174	147	
<b>非流动资产</b>	1,474	1,631	1,666	1,617	1,568	
长期股权投资	170	139	139	139	139	
固定资产(合计)	559	570	554	532	505	
无形资产	397	420	420	420	420	
其他	348	502	553	526	504	
<b>资产总计</b>	4,633	5,778	6,767	8,213	9,873	
<b>流动负债</b>	1,025	1,428	1,477	1,765	2,044	
短期借款	200	200	200	200	200	
应付票据	79	70	94	111	133	
应付账款	404	475	614	749	872	
其他	342	683	569	706	839	
<b>非流动负债</b>	721	813	813	813	813	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他	721	813	813	813	813	
<b>负债合计</b>	1,746	2,241	2,290	2,578	2,857	
少数股东权益	10	13	35	56	81	
归属母公司股东权益	2,877	3,524	4,443	5,579	6,935	
<b>负债和股东权益</b>	4,633	5,778	6,767	8,213	9,873	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	4,633	6,385	8,202	10,279	12,342	
同比(%)	23.5%	37.8%	28.4%	25.3%	20.1%	
归属母公司净利润	576	817	1,124	1,387	1,666	
同比(%)	21.0%	41.9%	37.5%	23.4%	20.1%	
毛利率(%)	66.5%	69.7%	70.1%	70.2%	70.4%	
ROE%	20.0%	23.2%	25.3%	24.9%	24.0%	
EPS(摊薄)(元)	1.45	2.06	2.83	3.49	4.20	
P/E	74.00	52.15	37.93	30.74	25.60	
P/B	14.82	12.10	9.60	7.64	6.15	
EV/EBITDA	51.64	38.32	26.10	20.90	16.96	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
<b>营业总收入</b>	4,633	6,385	8,202	10,279	12,342	
营业成本	1,554	1,935	2,452	3,066	3,647	
营业税金及附加	41	56	72	90	109	
销售费用	1,992	2,786	3,650	4,564	5,517	
管理费用	237	327	427	535	654	
研发费用	77	128	180	247	309	
财务费用	-7	-41	-32	-48	-67	
减值损失合计	-54	-165	-80	-80	-80	
投资净收益	-7	-6	-12	-15	-19	
其他	-8	34	23	-10	-10	
<b>营业利润</b>	671	1,058	1,384	1,720	2,065	
营业外收支	-4	-3	-3	-3	-3	
<b>利润总额</b>	668	1,054	1,380	1,717	2,062	
所得税	111	223	235	309	371	
<b>净利润</b>	557	831	1,146	1,408	1,691	
少数股东损益	-19	14	22	21	25	
<b>归属母公司净利润</b>	576	817	1,124	1,387	1,666	
EBITDA	782	1,181	1,512	1,836	2,166	
EPS(当年)(元)	2.87	2.90	2.83	3.49	4.20	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
<b>经营活动现金流</b>	830	1,111	1,273	1,376	1,993	
净利润	557	831	1,146	1,408	1,691	
折旧摊销	96	89	47	49	50	
财务费用	10	13	24	24	24	
投资损失		7	6	12	15	
营运资金变动	75	19	-49	-212	117	
其它	84	153	93	93	93	
<b>投资活动现金流</b>	-342	-298	-98	-19	-22	
资本支出	-194	-167	-3	-3	-3	
长期投资	-70	-131	-90	0	0	
其他	-78	0	-4	-15	-19	
<b>筹资活动现金流</b>	490	-65	-229	-274	-334	
吸收投资	1	166	-6	0	0	
借款	947	300	0	0	0	
支付利息或股息	-154	-183	-224	-274	-334	
<b>现金流净增加额</b>	976	747	946	1,084	1,637	

## 研究团队简介

**刘嘉仁**，社零&美护首席分析师。曾供职于第一金证券、凯基证券、兴业证券。2016年加入兴业证券社会服务团队，2019年担任社会服务首席分析师，2020年接管商贸零售团队，2021年任现代服务业研究中心总经理。2022年加入信达证券，任研究开发中心副总经理。2021年获新财富批零与社服第2名、水晶球社服第1名/零售第1名、新浪财经金麒麟最佳分析师医美第1名/零售第2名/社服第3名、上证报最佳分析师批零社服第3名，2022年获新浪财经金麒麟最佳分析师医美第2名/社服第2名/零售第2名、医美行业白金分析师。

**王越**，美护&社服高级分析师。上海交通大学金融学硕士，南京大学经济学学士，2018年7月研究生毕业后加入兴业证券社会服务小组，2022年11月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美、社会服务行业。

**周子莘**，美护分析师。南京大学经济学硕士，华中科技大学经济学学士，曾任兴业证券社会服务行业美护分析师，2022年11月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美。

**涂佳妮**，社服&零售分析师。新加坡南洋理工大学金融硕士，中国科学技术大学工学学士，曾任兴业证券社服&零售行业分析师，2022年11月加入信达新消费团队，主要覆盖免税、眼视光、隐形正畸、宠物、零售等行业。

**李文静**，伊利诺伊大学香槟分校理学硕士，西南财经大学经济学学士，2022年11月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美。

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券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并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~20%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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任何责任，投资者需自行承担风险。