



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

净利率持续提升，多品牌矩阵引领增长

买入（维持）

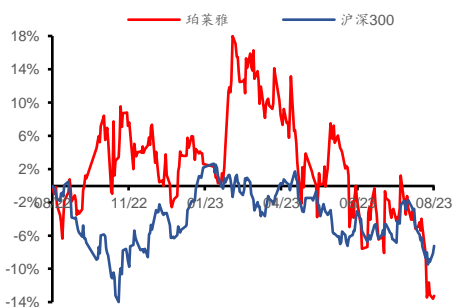
行业：美容护理
日期：2023年09月01日

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）	99.30
12mth A 股价格区间（元）	98.91-191.09
总股本（百万股）	396.82
无限售 A 股/总股本	99.29%
流通市值（亿元）	391.23

最近一年股票与沪深 300 比较



相关报告：

- 《23H1 业绩高增，品牌势能强劲》
——2023 年 08 月 03 日
- 《Q2 业绩亮眼，期待品牌持续升级》
——2023 年 07 月 13 日
- 《23M4 销售亮眼，期待“618”表现》
——2023 年 05 月 22 日

■ 投资摘要

事件概述

8月29日，公司发布2023年半年报，23H1公司营收36.27亿元，同增38.12%；归母净利润4.99亿元，同增68.21%；扣非后归母净利润4.79亿元，同增70.49%。23Q2营收20.05亿元，同增46.22%；归母净利润2.91亿元，同增110.41%；扣非后归母净利润2.81亿元，同增109.37%。

分析与判断

Q2业绩高增，运营指标优异。23Q2归母净利润同增110.41%；扣非归母净利润同增109.37%，业绩实现三位数亮眼增速。**利润端**，公司毛利率/净利率分别同比+2.39/+2.81pcts。受益于线上直营占比增加，大单品策略持续深化，毛利率水平显著提升。**费用端**，23H1销售/管理/研发费用率分别43.56%/5.30%/2.52%，同比+1.03/+0.46/+0.19pcts。23H1研发费用为0.92亿元，同增49.87%，公司持续推进国际科学研究院建设，新增多项研发专利，积极参与行业标准起草，持续深化新品研发策略。

“大单品策略”持续深化，多品牌矩阵引领增长。分品牌看，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，同增 35.86%/78.65%/94.17%/64.80%。彩妆、洗护品牌表现亮眼。

其中，**主品牌珀莱雅**不断升级明星单品并加强大单品可持续属性，强化产品心智。23H1 在天猫平台，精华品类排名第 1，面霜、面膜品类排名第 2，眼霜品类排名第 5。**彩棠**持续推新上市，23H1 天猫网红类目排名第 2，新品市场反馈良好，不断拓宽赛道，提升市场份额。**洗护品牌 OR**持续深化品牌头皮健康专家心智，618 期间分别获天猫国际进口洗发水热卖榜排名第 2、护理发膜热卖榜排名第 1。**悦芙媞**聚焦品类搭建，全新升级大单品，有效提升消费者对于品牌定位的认知。公司持续推进“6*N”战略，进一步深化“多品牌、多品类、多渠道”策略，继续夯实“大单品策略”，旗下各品牌销售势头向好，看好国货龙头持续领跑。

产品均价稳步提升，彩妆洗护销售亮眼。分品类看，护肤/彩妆/洗护类分别实现收入 30.56/4.66/0.97 亿元，同增 38.06%/32.30%/94.17%，占比 84.44%/12.87%/2.69%，洗护类产品实现高速增长。**均价方面**，护肤/彩妆/洗护类产品 2023Q2 均价分别 55.66/92.73/87.96 元，同增 43.54%/45.94%/61.96%，环增 14.70%/14.89%/33.47%。公司通过产品更新迭代，推动产品价格上升，均价较高的产品销量增长拉动整体均价上升。另外，随着洗护类产品线上直营销售占比增加，产品均价将持续提升。

■ 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，彩妆、防晒、洗护新品培育进展顺利，公司“618”等大促节点表现亮眼，期待品牌拾级而上不断超越自我。预

计 23-25 年 营收 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 2.72/3.50/4.30 元/股；对应 PE 为 37/28/23 倍，维持“买入”评级。

■ 风险提示

行业竞争加剧风险；消费不及预期风险；新品推出不及预期风险；产品质量问题风险；流量分散导致营销成本增加，利润受影响风险；核心人才与技术流失等风险。

■ 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）	2.06	2.72	3.50	4.30
市盈率（X）	48.21	36.52	28.38	23.11
市净率（X）	11.18	9.06	6.86	5.29

资料来源：Wind，上海证券研究所（2023 年 08 月 29 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	3812	5044	6635
应收票据及应收账款	102	448	143	546
存货	669	677	976	1023
其他流动资产	215	249	316	338
流动资产合计	4147	5186	6479	8542
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	273	350	426
无形资产	420	457	497	533
其他非流动资产	226	224	220	218
非流动资产合计	1631	1756	1882	1999
资产总计	5778	6942	8362	10541
短期借款	200	167	134	107
应付票据及应付账款	545	925	849	1240
合同负债	175	164	220	265
其他流动负债	508	522	666	805
流动负债合计	1428	1778	1869	2417
长期借款	0	0	0	0
应付债券	724	724	724	724
其他非流动负债	88	88	88	88
非流动负债合计	813	813	813	813
负债合计	2241	2591	2682	3230
股本	284	397	397	397
资本公积	915	796	796	796
留存收益	2442	3275	4665	6371
归属母公司股东权益	3524	4351	5742	7447
少数股东权益	13	0	-62	-136
股东权益合计	3537	4351	5679	7311
负债和股东权益合计	5778	6942	8362	10541

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	1151	1488	1836
净利润	831	1066	1326	1632
折旧摊销	89	80	84	87
营运资金变动	19	-80	13	44
其他	172	85	64	73
投资活动现金流量	-298	-215	-223	-218
资本支出	-167	-172	-185	-185
投资变动	-131	-36	-30	-23
其他	0	-6	-8	-10
筹资活动现金流量	-65	-286	-33	-28
债权融资	0	-33	-33	-28
股权融资	166	-6	0	0
其他	-231	-247	0	0
现金净流量	747	651	1232	1591

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	3622	4539	5423
管理费用	327	430	604	724
研发费用	128	230	300	300
财务费用	-41	0	0	0
资产减值损失	-165	-48	-24	-27
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	1297	1610	1996
营业外收支净额	-3	-3	-4	-4
利润总额	1054	1294	1606	1992
所得税	223	227	280	361
净利润	831	1066	1326	1632
少数股东损益	14	-13	-62	-73
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%	24.8%	24.2%	22.9%
资产回报率	14.1%	15.5%	16.6%	16.2%
投资回报率	19.3%	22.1%	21.4%	21.1%
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%	28.6%	20.9%	23.5%
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	2.06	2.72	3.50	4.30
每股净资产	8.88	10.96	14.47	18.77
每股经营现金流	2.80	2.90	3.75	4.63
每股股利	1	0	0	0
营运能力指标				
总资产周转率	1.11	1.17	1.21	1.15
应收账款周转率	62.51	18.08	70.99	22.17
存货周转率	2.89	3.55	3.04	3.46
偿债能力指标				
资产负债率	38.8%	37.3%	32.1%	30.6%
流动比率	2.90	2.92	3.47	3.53
速动比率	2.34	2.45	2.85	3.02
估值指标				
P/E	48.21	36.52	28.38	23.11
P/B	11.18	9.06	6.86	5.29
EV/EBITDA	38.32	24.57	19.76	15.38

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

本报告仅供上海证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。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