

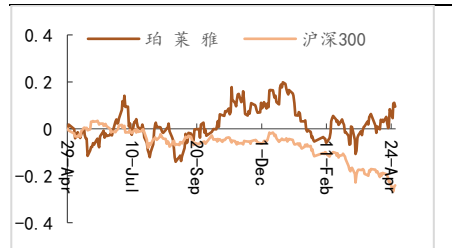
评级： 买入

核心观点

陈梦
首席分析师
SAC 执证编号: S0110521070002
chenmeng@sczq.com.cn
电话: 010-81152649

郭琦
研究助理
guoqi@sczq.com.cn
电话: 010-81152647

市场指数走势（最近 1 年）



资料来源：聚源数据

公司基本数据

最新收盘价（元）	195.67
一年内最高/最低价（元）	224.43/150.00
市盈率（当前）	62.97
市净率（当前）	13.37
总股本（亿股）	2.01
总市值（亿元）	393.32

资料来源：聚源数据

相关研究

- **事件：**公司发布 2021 年年报及 2022 年一季报，全年实现营业收入 46.33 亿元，同比+23.47%；实现归母净利润 5.76 亿元，同比+21.03%；拟每 10 股派发现金红利 8.6 元。22Q1 公司实现营业收入 12.54 亿元，同比+38.53%；实现归母净利润 1.58 亿元，同比+44.16%。

点评：

- **线上直营驱动全年收入高增，22Q1 经营表现靓丽。**分渠道看，2021 年公司线上实现营收 39.24 亿元，同比+49.5%，销售占比提升 14.9pcts 至 84.9%，其中线上直营/分销分别实现收入 28/11.2 亿元，分别同比增长 76.2%/8.6%，主要由于大单品策略持续取得成效，会员拉新及复购运营升级驱动线上店铺人群质量及客单价提升；线下实现营收 6.96 亿元，同比-38%，主要由于公司主动对现有网点进行调整升级。单季度来看，21Q4 公司实现营收 16.21 亿元，同比+10.9%；实现归母净利润 2.1 亿元，同比+10.9%。22Q1 在去年高基数以及疫情影响下业绩表现靓丽，主要受线上直营渠道快速增长以及公司盈利能力进一步优化驱动。
- **渠道及产品结构优化驱动毛利率提升。**2021 年公司毛利率+2.9pcts 至 66.5%，主要由于毛利率更高的线上渠道及精华面霜等大单品营收占比提升，同时自播占比提升优化线上盈利能力。销售/管理/研发/财务费用率分别+3.1/-0.3/-0.3/+0.2pct 至 43%/5.1%/1.7%/-0.2%，销售费用率上升主要由于公司孵化新品牌（彩棠、CORRECTORS）、重塑悦芙媿品牌，加大品宣及推广投入。综合影响下，净利率同比持平。22Q1 毛利率+3.2pcts 至 67.6%，期间费用率-0.2pct 至 49.4%，净利率+1.7pcts 至 13.5%。
- **大单品策略成效显著，彩妆品牌表现靓丽。**分品牌看，2021 年珀莱雅/彩棠分别实现营收 38.3/2.5 亿元，同比增长 28.3%/103.5%。主品牌大单品策略成效显著，公司升级传统优势单品红宝石精华和双抗精华，并新推源力精华、羽感防晒等全新单品，提升客单价及复购率；彩棠品牌加强重点类目，持续与 KOL 合作，传递产品差异化属性，销售增长靓丽。
- **投资建议：**大单品策略下，公司品牌形象及盈利能力不断提升，新品牌孵化成效初显，未来有望持续拓展增长空间。我们预计公司 22/23/24 年归母净利润为 7.3/9.3/11.7 亿元，对应当前市值 PE 分别为 54/42/34 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**疫情影响消费，行业竞争加剧，新品市场接受度不及预期。

盈利预测

	2021A	2022E	2023E	2024E
营收（亿元）	46.33	58.83	72.77	88.65
同比增速（%）	23.5%	27.0%	23.7%	21.8%
归母净利润（亿元）	5.76	7.33	9.28	11.67
同比增速（%）	21.0%	27.3%	26.5%	25.8%
EPS（元/股）	2.87	3.65	4.61	5.81
PE（倍）	68	54	42	34

资料来源：Wind，首创证券

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	3,159	3,310	4,274	5,477	经营活动现金流	830	682	898	1,112
现金	2,391	2,196	2,896	3,782	净利润	576	733	928	1,167
应收账款	139	321	397	465	折旧摊销	96	93	90	88
其它应收款	0	0	0	0	财务费用	10	-11	-11	-11
预付账款	58	94	116	141	投资损失	7	-2	-2	-2
存货	448	590	724	896	营运资金变动	93	-115	-113	-142
其他	123	109	141	193	其它	67	9	36	50
非流动资产	1,474	1,467	1,461	1,458	投资活动现金流	-342	-85	-85	-85
长期投资	170	170	170	170	资本支出	-233	-81	-82	-82
固定资产	559	562	565	567	长期投资	-112	0	0	0
无形资产	397	362	331	303	其他	3	-4	-3	-3
其他	169	174	176	179	筹资活动现金流	490	-792	-113	-141
资产总计	4,633	4,777	5,735	6,935	短期借款	597	-646	50	50
流动负债	1,025	1,377	1,680	2,030	长期借款	0	0	0	0
短期借款	200	250	300	350	其他	46	95	114	156
应付账款	404	613	753	918	现金净增加额	977	-195	700	886
其他	62	62	62	62					
非流动负债	721	26	26	26	主要财务比率	2021	2022E	2023E	2024E
长期借款	0	0	0	0	成长能力				
其他	25	26	26	26	营业收入	23.5%	27.0%	23.7%	21.8%
负债合计	1,746	1,403	1,706	2,056	营业利润	20.9%	28.7%	26.3%	25.7%
少数股东权益	10	-14	-45	-84	归属母公司净利润	21.0%	27.3%	26.5%	25.8%
归属母公司股东权益	2,877	3,388	4,074	4,963	获利能力				
负债和股东权益	4,633	4,777	5,735	6,935	毛利率	66.5%	67.0%	67.2%	67.3%
					净利率	12.0%	12.1%	12.3%	12.7%
利润表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E	ROE	20.0%	21.7%	23.0%	23.9%
营业收入	4,633	5,883	7,277	8,865	ROIC	17.9%	23.7%	24.7%	25.5%
营业成本	1,554	1,944	2,389	2,895	偿债能力				
营业税金及附加	41	55	65	79	资产负债率	37.7%	29.4%	29.7%	29.6%
营业费用	1,992	2,559	3,165	3,838	净负债比率	31.9%	8.2%	8.1%	7.7%
研发费用	77	106	131	160	流动比率	3.1	2.4	2.5	2.7
管理费用	237	306	386	470	速动比率	2.6	2.0	2.1	2.3
财务费用	-7	-11	-11	-11	营运能力				
资产减值损失	-54	-50	-50	-50	总资产周转率	1.0	1.2	1.3	1.3
公允价值变动收益	0	0	0	0	应收账款周转率	21.9	25.6	20.3	20.6
投资净收益	-7	2	2	2	应付账款周转率	3.4	3.8	3.5	3.5
营业利润	671	864	1,092	1,373	每股指标(元)				
营业外收入	1	1	0	0	每股收益	2.87	3.65	4.61	5.81
营业外支出	4	5	5	5	每股经营现金	4.13	3.39	4.47	5.53
利润总额	668	860	1,087	1,368	每股净资产	14.31	16.85	20.27	24.69
所得税	111	151	190	240	估值比率				
净利润	557	709	897	1,128	P/E	68	54	42	34
少数股东损益	-19	-24	-31	-39	P/B	14	12	10	8
归属母公司净利润	576	733	928	1,167					
EBITDA	756	941	1,166	1,445					
EPS (元)	2.87	3.65	4.61	5.81					

分析师简介

陈梦，轻工纺服与家电行业首席分析师，北京大学硕士，曾就职民生证券、华创证券，2021年7月加入首创证券。十三届卖方分析师水晶球入围；十四届卖方分析师水晶球第五名；十八届新财富最佳分析师入围。

郭琦，纺织服装行业研究助理，美国波士顿大学金融数学硕士，2021年6月加入首创证券。

分析师声明

本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者将对报告的内容和观点负责。

免责声明

本报告由首创证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。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财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，首创证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

首创证券的销售人员、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。首创证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。首创证券的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。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

评级说明

1. 投资建议的比较标准	评级	说明
投资评级分为股票评级和行业评级	股票投资评级	买入 相对沪深 300 指数涨幅 15% 以上
以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准	增持	相对沪深 300 指数涨幅 5%-15% 之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅 -5%-5% 之间
	减持	相对沪深 300 指数跌幅 5% 以上
2. 投资建议的评级标准	行业投资评级	看好 行业超越整体市场表现
报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准	中性	行业与整体市场表现基本持平
	看淡	行业弱于整体市场表现