



买入（维持）

所属行业：商业贸易
当前价格(元)：165.04

证券分析师

郑澄怀

资格编号：S0120521050001

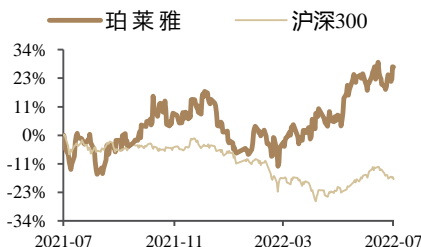
邮箱：dengch@tebon.com.cn

研究助理

易丁依

邮箱：yidy@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	5.41	17.81	29.36
相对涨幅(%)	7.59	13.92	25.30

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

- 《珀莱雅(603605.SH)：拟推出22年激励计划，看好业绩增长》，2022.7.10
- 《珀莱雅(603605.SH)：业绩表现亮眼，大单品战略持续兑现》，2022.4.22
- 《珀莱雅(603605.SH)：产品矩阵持续扩容，第二曲线有望高增》，2022.2.18
- 《珀莱雅(603605.SH)：战略升维、产品重塑，看珀莱雅涅槃增长》，2021.12.28

股票数据

总股本(百万股)：	281.42
流通A股(百万股)：	281.42
52周内股价区间(元)：	109.32-167.42
总市值(百万元)：	46,444.92
总资产(百万元)：	4,845.56
每股净资产(元)：	14.64

资料来源：公司公告

珀莱雅(603605.SH)：22Q2业绩表现亮眼，国货品牌成长加速

投资要点

- **公司发布2022Q2经营数据公告，业绩表现亮眼。**经公司初步核算，22Q2实现营业收入12.7-13.7亿元，同比增长25%-35%，归母净利润1.3-1.4亿元，同比增长15%-22%。结合Q1表现，22H1合计实现营业收入25.2-26.2亿元，同比增长32%-37%，归母净利润2.9-3.0亿元，同比增长28%-32%，上半年业绩表现亮眼。
- **大单品战略+子品牌赋能+渠道加持，618多平台荣登国货榜首。**1) **渠道端因势利导多渠道布局：**以天猫为公司线上渠道基本盘，并基于品牌先发优势重点发力抖音，兼顾多平台布局，618期间以珀莱雅为例，品牌GMV位居天猫美妆国货排名第一、抖音美妆国货排名第一、京东美妆国货排名第一，于多平台荣登国货榜首。2) **产品端深化大单品策略：**以大单品产品力、概念教育影响力支撑定价体系与销售占比，618大促期间红宝石精华、双抗精华、“早C晚A”仍为主打卖点，佐以产品规格提升+组套形式销售，实现客单价提升；与此同时，研发赋能22H1产品升级推新，1月源力面霜三重修护首发，3月上新保龄球橘瓶次抛，4月重磅升级小夜灯眼霜，5月红宝石面霜升级2.0版，6月源力家族再添一员推出舒缓面膜、7月特证产品双白瓶上新，全脸美白+局部淡印双泵协同焕白，优化升级延长大单品系列产品生命周期的同时，持续拓宽并完善抗衰、修护、美白等多功效、多品类产品矩阵。3) **品牌端彩棠助力第二曲线增长：**经2021年沉淀与多平台的持续营销发力，22年修容、遮瑕、定妆喷雾等部分储备产品陆续上市助力品牌增长，618期间天猫渠道彩棠实现GMV 0.8亿元/yoy+229.6%，主品牌珀莱雅实现GMV 5.4亿元/yoy+73.0%，疫情反复下贡献业绩增长第二曲线。
- **拟推激励计划，中长期看好公司业绩增长。**22年7月公司发布2022年限制性股票激励计划草案，拟授予101位中高层管理人员与核心骨干210万股（占比0.75%），拟定收入、利润双考核机制，以2021年营收及归母净利润为基础，2022-2024年双指标增长率均不低于25%/53.75%/87.58%，较上一年对应同比增速分别为25%/23%/22%，以期以股权激励维持高增长业绩目标。
- **投资建议：**中长期角度功效护肤浪潮犹在，抖音渠道发展+化妆品新规提高进入门槛+流量成本上行，推动公司运营能力升级。珀莱雅管理升级+产品重塑+把握渠道红利+营销持续输出，推动公司从渠道到产品再到品牌升级，整体高质量发展，我们预计公司2022-2024年归母净利润分别为7.4亿/9.3亿/11.6亿，对应增速28.0%/26.4%/24.1%，对应PE分别为63.0X/49.8X/40.2X，维持“买入”评级。
- **风险提示：**化妆品行业景气度下降风险、化妆品竞争加剧风险、子品牌孵化不及预期风险、新产品推广情况不及预期。

主要财务数据及预测

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	3,752	4,633	5,819	7,277	8,958
(+/-)YOY(%)	20.1%	23.5%	25.6%	25.1%	23.1%
净利润(百万元)	476	576	738	932	1,157
(+/-)YOY(%)	21.2%	21.0%	28.0%	26.4%	24.1%
全面摊薄EPS(元)	2.37	2.87	2.62	3.31	4.11
毛利率(%)	63.6%	66.5%	67.7%	68.0%	68.3%
净资产收益率(%)	19.9%	20.0%	21.2%	22.6%	23.6%

资料来源：公司年报(2020-2021)，德邦研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

财务报表分析和预测

主要财务指标	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标(元)				
每股收益	2.87	2.62	3.31	4.11
每股净资产	14.31	12.35	14.63	17.39
每股经营现金流	2.95	2.87	3.44	4.34
每股股利	0.86	0.78	1.03	1.35
价值评估(倍)				
P/E	72.58	62.98	49.84	40.16
P/B	14.55	13.37	11.28	9.49
P/S	7.16	7.98	6.38	5.18
EV/EBITDA	52.08	45.15	35.53	28.57
股息率%	0.4%	0.5%	0.6%	0.8%
盈利能力指标(%)				
毛利率	66.5%	67.7%	68.0%	68.3%
净利润率	12.4%	12.7%	12.8%	12.9%
净资产收益率	20.0%	21.2%	22.6%	23.6%
资产回报率	12.4%	13.1%	14.5%	15.6%
投资回报率	15.0%	17.1%	18.9%	20.3%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	23.5%	25.6%	25.1%	23.1%
EBIT 增长率	21.7%	32.5%	25.6%	23.7%
净利润增长率	21.0%	28.0%	26.4%	24.1%
偿债能力指标				
资产负债率	37.7%	38.4%	36.4%	34.8%
流动比率	3.1	2.8	2.7	2.8
速动比率	2.6	2.3	2.2	2.2
现金比率	2.3	1.9	1.8	1.8
经营效率指标				
应收帐款周转天数	10.9	24.0	24.0	24.0
存货周转天数	105.2	110.0	110.0	110.0
总资产周转率	1.0	1.0	1.1	1.2
固定资产周转率	8.3	10.8	9.4	9.6

现金流量表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	576	738	932	1,157
少数股东损益	-19	-21	-27	-34
非现金支出	174	88	120	143
非经营收益	23	49	53	57
营运资金变动	75	-46	-110	-101
经营活动现金流	830	807	968	1,222
资产	-194	-123	-425	-366
投资	-70	-150	-25	-25
其他	-78	-6	-7	-9
投资活动现金流	-342	-279	-457	-400
债权募资	648	0	0	0
股权募资	1	80	0	0
其他	-159	-260	-330	-420
融资活动现金流	490	-179	-330	-420
现金净流量	976	350	181	402

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为7月21日
 资料来源：公司年报（2020-2021），德邦研究所

利润表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	4,633	5,819	7,277	8,958
营业成本	1,554	1,882	2,326	2,839
毛利率%	66.5%	67.7%	68.0%	68.3%
营业税金及附加	41	52	65	81
营业税金率%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
营业费用	1,992	2,589	3,224	3,968
营业费用率%	43.0%	44.5%	44.3%	44.3%
管理费用	237	303	400	496
管理费用率%	5.1%	5.2%	5.5%	5.5%
研发费用	77	128	175	228
研发费用率%	1.7%	2.2%	2.4%	2.5%
EBIT	679	900	1,130	1,398
财务费用	-7	16	13	11
财务费用率%	-0.2%	0.3%	0.2%	0.1%
资产减值损失	-54	0	0	0
投资收益	-7	-6	-7	-9
营业利润	671	867	1,096	1,362
营业外收支	-4	-4	-6	-9
利润总额	668	863	1,090	1,353
EBITDA	775	988	1,250	1,540
所得税	111	147	185	230
有效所得税率%	16.6%	17.0%	17.0%	17.0%
少数股东损益	-19	-21	-27	-34
归属母公司所有者净利润	576	738	932	1,157

资产负债表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	2,391	2,741	2,922	3,324
应收账款及应收票据	139	383	478	589
存货	448	567	701	856
其它流动资产	181	279	336	405
流动资产合计	3,159	3,969	4,437	5,174
长期股权投资	170	320	345	370
固定资产	559	538	773	937
在建工程	109	169	243	303
无形资产	397	390	381	373
非流动资产合计	1,474	1,655	1,979	2,219
资产总计	4,633	5,624	6,416	7,393
短期借款	200	200	200	200
应付票据及应付账款	483	928	1,094	1,275
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	341	311	322	375
流动负债合计	1,025	1,440	1,617	1,851
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	721	721	721	721
非流动负债合计	721	721	721	721
负债总计	1,746	2,161	2,338	2,572
实收资本	201	281	281	281
普通股股东权益	2,877	3,475	4,117	4,893
少数股东权益	10	-12	-39	-72
负债和所有者权益合计	4,633	5,624	6,416	7,393

信息披露

分析师与研究助理简介

郑澄怀，德邦证券研究所商贸零售&社会服务首席分析师，伦敦政治经济学院金融学，杜伦大学计算机学双硕士，曾任安信证券商社团队高级分析师。2020年新财富商社第六名&最具潜力奖核心成员，第二届新浪金麒麟新锐分析师第一名核心成员。2021年加入德邦证券研究所。擅长消费产业趋势分析及公司和行业的深度基本面研究，核心覆盖：免税、医美、化妆品、植发、月子中心、酒店、人力资源、餐饮、茶饮、旅游、零售等多个板块。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 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6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	类别	评级	说明
股票投资评级	买入		相对强于市场表现 20%以上；
	增持		相对强于市场表现 5%~20%；
	中性		相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持		相对弱于市场表现 5%以下。
行业投资评级	优于大市		预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
	中性		预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
	弱于大市		预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。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。在任何情况下，本公司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。

本报告所载的资料、意见及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、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，德邦证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。