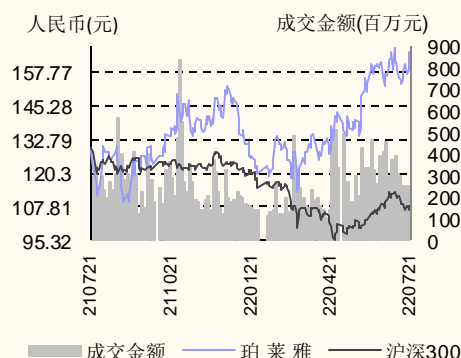


市场价格 (人民币): 165.04 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	2.81
已上市流通 A 股(亿股)	2.81
总市值(亿元)	464.45
年内股价最高最低(元)	167.42/109.32
沪深 300 指数	4236
上证指数	3272



相关报告

- 1.《拟股权激励核心人才，业绩目标继续快增-珀莱雅事件点评》，2022.7.9
- 2.《22Q1 增长靓丽，多品牌矩阵成形-珀莱雅 21 年报及 1Q22 业绩点评》，2022.4.22
- 3.《多品牌大促销售靓丽，1Q22 净利增 35~45%-珀莱雅 22Q1 业绩预告点评》，2022.3.27

罗晓婷 分析师 SAC 执业编号: S1130520120001
luoxiaoting@gjzq.com.cn

蔡昕好 联系人
caixin@gjzq.com.cn

疫情下收入快增、防晒减值略拖累业绩表现

公司基本情况 (人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	3,752	4,633	6,058	7,706	9,548
营业收入增长率	20.13%	23.47%	30.76%	27.20%	23.90%
归母净利润(百万元)	476	576	749	952	1,168
归母净利润增长率	21.22%	21.03%	30.00%	27.12%	22.71%
摊薄每股收益(元)	2.37	2.87	2.66	3.38	4.15
每股经营性现金流净额	1.65	4.13	4.16	5.63	6.92
ROE(归属母公司)(摊薄)	19.90%	20.03%	22.83%	24.72%	25.66%
P/E	75.21	72.68	62.01	48.78	39.75
P/B	14.97	14.55	14.16	12.06	10.20

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

■ 公司 7.21 预告 22Q2 营收 12.7~13.7 亿元、同增 25%~35% (22Q1 增速 38.53%)，归母净利 1.3~1.4 亿元、同增 15%~22% (22Q1 增速 44.16%)，净利率 9.49%~11.02% (22Q1 为 12.63%、21Q2 为 11.48%)。

■ 净利增速低于收入增速预计主要为 Q2 防晒产品计提减值，若不考虑减值因素，我们预计净利增速高于收入增速。

经营分析

- 大单品持续升级下主品牌高质增长，彩棠第二增长曲线提速、快速放量。“618”大促期间主品牌多平台表现靓丽，珀莱雅 GMV 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。电商跟踪数据来看，Q2 珀莱雅&彩棠淘系+抖音+京东 GMV 同增 80%。分品牌看，Q2 珀莱雅淘系+抖音+京东 GMV 同增 72%、增速较 Q1 的 54%提升，其中淘系同增 73.4%、抖音同增 75%、京东同增 60%；大单品矩阵持续发力、精华占比及客单价显著提升，22Q2 珀莱雅淘系均价升至 230 元、同增 60.9%，22H1 面部精华销售额同增 320%、占比提升至 41.5% (同比+25PCT)。彩棠 Q2 淘系+抖音+京东 GMV 同增 176%，其中淘系同增 93%、抖音同增 882%。
- 股权激励绑定核心人才；“双白瓶”发力美白赛道。拟向 101 名激励对象以 78.56 元/股授予 210 万股限制性股票，占总股本的 0.75%；“双白瓶”靓白晶钻光透精华液上市，定位全脸美白抑黑、局部精准淡印，协同“红宝石+双抗+源力”形成覆盖美白、抗衰、修护等需求的精华品类布局。
- 防晒产品计提减值短期影响净利增速，2H22 盈利能力提升趋势不变。渠道端，天猫基本盘仍维持快速增长，抖音平台先发优势明显、排名稳定/销售额继续高增；品牌端，主品牌大单品矩阵助力毛利率/客单价继续提升，彩棠接力增长 (22Q1 已扭亏为盈)、22H2 利润贡献有望逐步加大。

投资建议

- 本土优质化妆品龙头，产品力&多平台运营&营销等综合能力突出，品牌矩阵逐步成型，看好后续市场份额及盈利能力进一步提升。Q2 防晒产品计提减值对全年业绩影响有限、维持盈利预测，预计 22-24 年归母净利润为 7.49/9.52/11.68 亿元，对应 22-24 年 PE 分别为 62/49/40 倍，维持“买入”评级。

风险提示

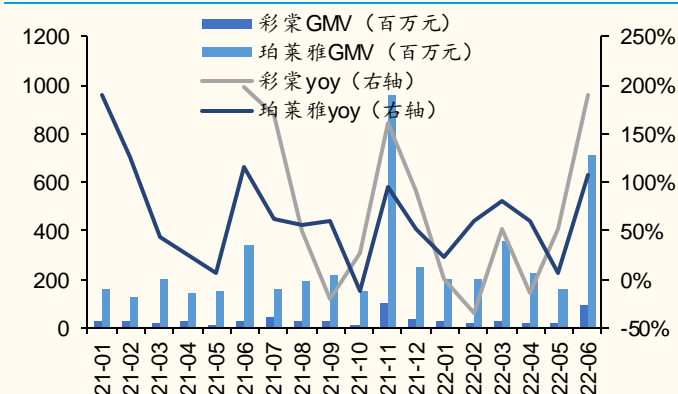
- 新品+渠道销售/营销投放等不及预期

图表 1: 珀莱雅/彩棠各平台销售额同比增速

品牌	平台	22-01	22-02	22-03	22-04	22-05	22-06	22Q1	22Q2
珀莱雅	淘系	23%	59%	80%	60%	7%	108%	56%	73%
	抖音	24%	76%	130%	91%	87%	54%	79%	75%
	京东	17%	20%	35%	41%	38%	102%	24%	60%
	淘系+抖音+京东	22%	55%	80%	64%	30%	99%	54%	72%
彩棠	淘系	1%	-34%	51%	-13%	51%	190%	-1%	93%
	抖音	312%	893%	601%	402%	1721%	882%	548%	882%
	京东	20%	-49%	-88%	-68%	-52%	-17%	-67%	-48%
	淘系+抖音+京东	24%	-3%	113%	37%	271%	247%	37%	176%
彩棠+珀莱雅	淘系	20%	40%	78%	49%	10%	116%	48%	75%
	抖音	40%	98%	162%	112%	144%	88%	102%	112%
	京东	17%	19%	29%	39%	37%	101%	22%	59%
	淘系+抖音+京东	23%	47%	83%	61%	44%	110%	52%	80%

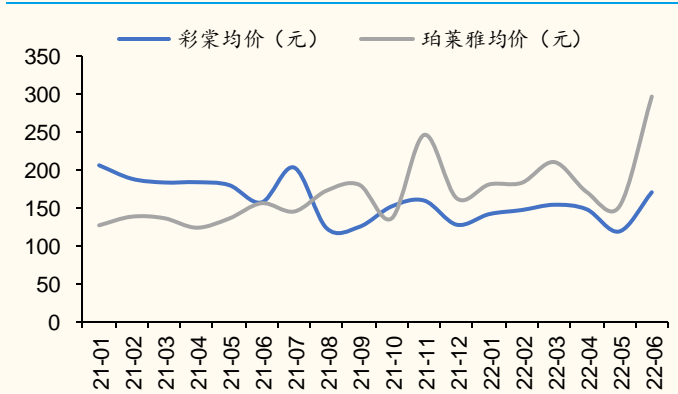
来源: 魔镜数据, 飞瓜数据, 国金证券研究所

图表 2: 珀莱雅/彩棠淘系月度 GMV 及同比增速



来源: 魔镜数据, 国金证券研究所

图表 3: 珀莱雅/彩棠淘系月度均价



来源: 魔镜数据, 国金证券研究所

图表 4: 珀莱雅/彩棠 6 月明星产品销售额占比 (淘系)

品牌	产品	销售额 (万元)	销售额占比	品牌	产品	销售额 (万元)	销售额占比
珀莱雅	双抗精华 2.0	12251	17.2%	彩棠	大师高光修容盘 2.0	2823	29.8%
	红宝石精华	18952	26.7%		三色遮瑕盘	2626	27.8%
	红宝石面霜	3782	5.3%		妆前乳	1755	18.5%
	双抗精华面膜	8832	12.4%		双拼高光	732	7.7%
	源力精华	2869	4.0%		小圆管持妆粉底液	346	3.7%
合计			65.7%		合计		

来源: 魔镜数据, 飞瓜数据, 国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	3,124	3,752	4,633	6,058	7,706	9,548	货币资金	1,247	1,417	2,391	2,628	3,022	3,734
增长率		20.1%	23.5%	30.8%	27.2%	23.9%	应收款项	216	339	208	383	487	603
主营业务成本	-1,126	-1,368	-1,554	-1,945	-2,368	-2,915	存货	314	469	448	560	681	839
%销售收入	36.0%	36.4%	33.5%	32.1%	30.7%	30.5%	其他流动资产	136	118	112	139	159	184
毛利	1,998	2,385	3,079	4,113	5,338	6,633	流动资产	1,913	2,342	3,159	3,710	4,349	5,360
%销售收入	64.0%	63.6%	66.5%	67.9%	69.3%	69.5%	%总资产	64.2%	64.4%	68.2%	68.2%	68.0%	69.6%
营业税金及附加	-28	-33	-41	-30	-39	-48	长期投资	86	151	297	297	297	297
%销售收入	0.9%	0.9%	0.9%	0.5%	0.5%	0.5%	固定资产	582	613	668	972	1,252	1,505
销售费用	-1,223	-1,497	-1,992	-2,623	-3,314	-4,106	%总资产	19.5%	16.9%	14.4%	17.9%	19.6%	19.6%
%销售收入	39.2%	39.9%	43.0%	43.3%	43.0%	43.0%	无形资产	355	396	427	464	500	535
管理费用	-195	-204	-237	-364	-462	-573	非流动资产	1,066	1,294	1,474	1,733	2,048	2,337
%销售收入	6.3%	5.4%	5.1%	6.0%	6.0%	6.0%	%总资产	35.8%	35.6%	31.8%	31.8%	32.0%	30.4%
研发费用	-75	-72	-77	-121	-162	-201	资产总计	2,979	3,637	4,633	5,443	6,397	7,697
%销售收入	2.4%	1.9%	1.7%	2.0%	2.1%	2.1%	短期借款	214	299	200	389	522	815
息税前利润 (EBIT)	477	578	733	975	1,362	1,706	应付款项	481	656	545	756	923	1,137
%销售收入	15.3%	15.4%	15.8%	16.1%	17.7%	17.9%	其他流动负债	179	174	279	299	378	467
财务费用	9	14	7	-69	-211	-294	流动负债	874	1,129	1,025	1,444	1,824	2,419
%销售收入	-0.3%	-0.4%	-0.2%	1.1%	2.7%	3.1%	长期贷款	0	0	0	0	0	0
资产减值损失	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	35	26	721	708	711	715
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	负债	909	1,155	1,746	2,152	2,535	3,134
投资收益	2	2	-7	1	1	1	普通股股东权益	2,030	2,392	2,877	3,281	3,852	4,553
%税前利润	0.5%	0.3%	n.a	0.1%	0.1%	0.1%	其中：股本	201	201	201	201	201	201
营业利润	462	555	671	907	1,152	1,413	未分配利润	908	1,266	1,697	2,146	2,718	3,419
营业利润率	14.8%	14.8%	14.5%	15.0%	14.9%	14.8%	少数股东权益	40	90	10	10	10	10
营业外收支	-5	-7	-4	-5	-5	-5	负债股东权益合计	2,979	3,637	4,633	5,443	6,397	7,697
税前利润	456	548	668	902	1,147	1,408	比率分析						
利润率	14.6%	14.6%	14.4%	14.9%	14.9%	14.7%		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
所得税	-90	-96	-111	-153	-195	-239	每股指标						
所得税率	19.7%	17.5%	16.6%	17.0%	17.0%	17.0%	每股收益	1.951	2.367	2.866	2.661	3.383	4.152
净利润	366	452	557	749	952	1,168	每股净资产	10.084	11.891	14.313	11.659	13.689	16.180
少数股东损益	-26	-24	-19	0	0	0	每股经营现金净流	1.172	1.649	4.128	4.156	5.628	6.919
归属于母公司的净利润	393	476	576	749	952	1,168	每股股利	0.000	0.000	0.000	1.490	1.895	2.325
净利率	12.6%	12.7%	12.4%	12.4%	12.4%	12.2%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	19.35%	19.90%	20.03%	22.83%	24.72%	25.66%
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	总资产收益率	13.18%	13.09%	12.43%	13.76%	14.88%	15.18%
净利润	366	452	557	749	952	1,168	投入资本收益率	16.74%	17.11%	16.13%	18.50%	22.25%	23.31%
少数股东损益	-26	-24	-19	0	0	0	增长率						
非现金支出	111	140	174	83	110	136	主营业务收入增长率	32.28%	20.13%	23.47%	30.76%	27.20%	23.90%
非经营收益	3	6	23	85	65	79	EBIT增长率	26.44%	21.19%	26.78%	32.99%	39.67%	25.26%
营运资金变动	-245	-266	75	-82	4	7	净利润增长率	36.73%	21.22%	21.03%	30.00%	27.12%	22.71%
经营活动现金净流	236	332	830	835	1,131	1,391	总资产增长率	4.17%	22.07%	27.39%	17.48%	17.53%	20.32%
资本开支	-164	-184	-194	-386	-430	-430	资产管理能力						
投资	104	131	-70	0	0	0	应收账款周转天数	16.8	23.5	16.7	16.0	16.0	16.0
其他	5	67	-78	1	1	1	存货周转天数	88.6	104.4	107.6	105.0	105.0	105.0
投资活动现金净流	-55	15	-342	-385	-429	-429	应付账款周转天数	116.2	115.2	108.0	108.0	108.0	108.0
股权募资	21	2	1	-45	0	0	固定资产周转天数	64.3	55.0	44.0	48.1	48.0	45.9
债权募资	-131	85	648	182	134	293	偿债能力						
其他	-99	-130	-159	-350	-442	-543	净负债/股东权益	-53.33%	-45.02%	-51.79%	-46.91%	-46.71%	-48.72%
筹资活动现金净流	-209	-43	490	-213	-309	-249	EBIT利息保障倍数	-50.3	-42.5	-98.0	14.2	6.5	5.8
现金净流量	-28	303	976	237	394	712	资产负债率	30.52%	31.76%	37.69%	39.54%	39.63%	40.71%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	7	53	85	153	232
增持	1	12	16	33	1
中性	0	0	0	1	1
减持	0	0	0	0	0
评分	1.13	1.18	1.16	1.19	1.01

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

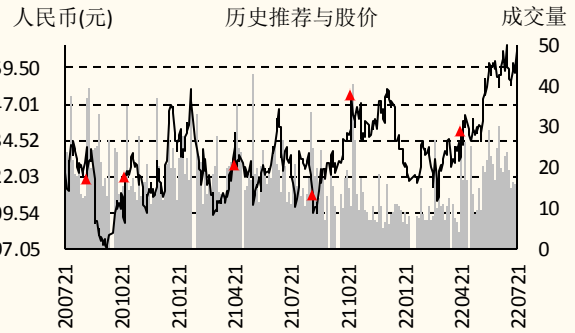
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2020-08-26	买入	186.68	242.00 ~ 242.00
2	2020-10-28	买入	156.50	N/A
3	2021-04-23	买入	193.40	N/A
4	2021-08-25	买入	170.00	N/A
5	2021-10-28	买入	191.50	N/A
6	2022-03-27	买入	180.52	N/A
7	2022-04-22	买入	181.36	N/A
8	2022-07-09	买入	156.00	N/A

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%；
 中性：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%；
 减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应对本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402