

**公司点评**
**珀莱雅 (603605.SH)**
**美容护理 | 化妆品**
**大单品方法论体系成熟，多品牌矩阵日臻完善**

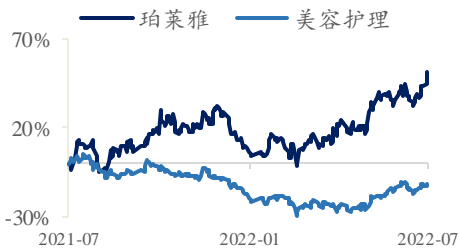
2022年07月26日

**评级 买入**

评级变动 维持

**目标区间 184.86-193.23 元**
**交易数据**

当前价格 (元)	174.37
52周价格区间 (元)	145.63-224.43
总市值 (百万)	49071.21
流通市值 (百万)	49071.21
总股本 (万股)	281.42
流通股 (万股)	281.42

**涨跌幅比较**


%	1M	3M	12M
珀莱雅	8.95	23.44	50.76
美容护理	1.22	17.08	-11.37

**邹建军**
**分析师**

 执业证书编号: S0530521080001  
 zoujianjun@hncasing.com

0731-84403452

**陈诗璐**
**研究助理**

chenshilu@hncasing.com

0731-89955711

- 《珀莱雅 (603605.SH) 公司点评: 拟推出股权激励计划, 充分调动员工积极性》 2022-07-11
- 《珀莱雅 (603605.SH) 2021 年年报及 2022 年一季报点评: 一季度业绩超预期, 化妆品集团雏形渐现》 2022-04-26
- 《珀莱雅 (603605.SH) 公司点评: 拟发行可转债, 募资投向生产研发, 保障高质量成长》 2021-12-07

预测指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (亿元)	37.52	46.33	59.10	74.94	92.24
归母净利润 (亿元)	4.76	5.76	7.45	9.54	11.67
每股收益 (元)	1.69	2.05	2.65	3.39	4.15
每股净资产 (元)	8.50	10.04	12.05	14.63	17.78
P/E	103.18	85.06	65.80	51.44	42.02
P/B	20.51	17.37	14.47	11.92	9.81

资料来源: Wind、财信证券

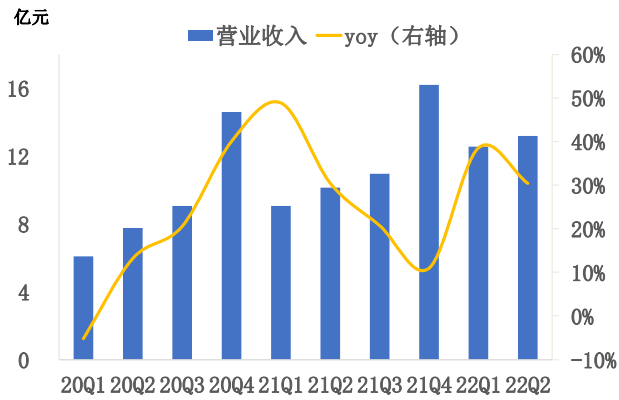
**投资要点:**

- 经营数据:** 公司于早期发布 2022 年二季度主要经营数据公告, 疫情影响行业整体增速, 但公司业绩取得逆势增长。公司 2022Q2 预计实现营收 12.7 亿元-13.7 亿元, 同比增长 25%-35%, 预计实现归母净利润 1.3 亿元-1.4 亿元, 同比增长 15%-22%; 结合一季报数据, 公司 2022H1 预计实现营收 25.2 亿元-26.3 亿元, 同比增长 31.6%-37.3%, 预计实现归母净利润 2.9 亿元-3.0 亿元, 同比增长 27.4%-31.9%。
- 品牌情况:** 主品牌珀莱雅势能强劲, 彩棠预计今年翻倍增长, Off&Relax 近期销售超预期, 悦芙媞 2022H1 未亏损。1) 主品牌珀莱雅创新+迭代双轮驱动, 持续贯彻大单品战略: 根据魔镜数据 (转引自通联数据), 2022H1 珀莱雅天猫 GMV 为 19.20 亿元, 同比增长 55%; 根据抖音数据 (转引自通联数据), 2022H1 珀莱雅抖音 GMV 为 4.38 亿元。推新方面, 7 月推出新品“双白瓶”, 兼具肌肤提亮及局部淡化痘印功效, 在当下防晒需求盛行的背景下及时抢占美白功效赛道, 产品具备爆发潜力; 迭代升级方面, 预计四季度末公司将推出双抗精华 3.0 版本以及源力精华 2.0 版本, 有望提升产品单价。2) 彩妆品牌彩棠正复制主品牌成功的大单品方法论, 今年已经实现盈利: 彩棠大单品双色修容盘份额已超 10%, 遮瑕、定妆喷雾、妆前乳等产品具备大单品潜力, 目前天猫渠道日销约 70-80 万, 抖音渠道日销 50-60 万。鉴于彩棠销售模式为 DTC+赠品较少+包装简约, 利润水平较高, 品牌现已实现盈利, 2022H1 天猫+抖音渠道 GMV 合计约 3.20 亿元, 今年销售额预计有望翻倍增长至 5 亿+水平。3) 中高端洗护品牌 Off&Relax 培养周期较长, 后续爆发力强: OR 定价 130 元, 2022Q1 销售表现佳、Q2 表现更优, 目前品牌销售超预期。有望逐步复用护肤品的产品开发、渠道构建、营销手段等, 后续品牌爆发力较强。4) 护肤品牌悦芙媞及时洞察肤质护肤消费风潮, 精准定位油性皮肤客群: 目前悦芙媞旗下已孵化出洁颜蜜、多酸泥膜、防晒霜等爆款产品, 且通过油皮护肤概念加持, 2022H1 天猫+抖音渠道 GMV 近 9000 万且品牌未亏损。
- 渠道构建:** 当前线下布局相对谨慎, 线上重点发力建设抖音渠道。线下面, 化妆品标品性质价格易受线上冲击, 叠加线下终端零售渠道

客流承压，线下渠道销售表现不稳定，公司目前重点在于积累品牌势能而非逆势扩线下渠道，待疫情稳定后方才考虑布局百货岛柜。线上方面，因抖音流量分发机制较为均衡，抖音渠道中单个账号或存在天花板上限问题，公司未来或将考虑继续孵化新账号，目前抖音渠道销量只有天猫渠道的40%，仍具备成长空间。

- **公司短期看点：1) 大单品战略成功，主品牌升级，盈利有望持续优化。** 2020年起主品牌珀莱雅践行大单品策略，拥有以红宝石、双抗精华为核心的大单品矩阵，后续通过品类延伸，现已逐渐形成红宝石、双抗、源力三大核心系列，主品牌升级确定性强。2021年以来，大单品在公司各大主力渠道上占比显著提升，天猫渠道大单品占比现已接近60%，京东渠道大单品占比超过20%，此外今年2月抖音渠道开设专卖大单品的新账号，目前日销区间在60万元左右，今年抖音渠道大单品占比提升预期强，我们预计公司今年整体毛利率或将有一定上升空间；2) **底妆产品的类护肤逻辑匹配公司经验，子品牌高速增长，第二成长极已显。** 第二品牌彩棠明确以底妆为发展重点，2022年爆品储备较多，成长潜力大，有望一定程度上为公司贡献业绩增速。
- **公司中长期看点：1) 组织架构高效灵活，市场化思维赋能研发。** 研发+多部门协同，打通研发、市场、运营、营销等多部门间的职能壁垒，高效洞察终端市场，逐渐顺利地挖掘消费者痛点并结合公司研发优势，确定产品的核心功效与“卖点”，在研发过程中同步考虑销售推广方式，并将产品功效测试、安全性及满意度测试等过程向下游销售团队输出，产品开发过程中的商业化能力强，有望长期顺利推进大单品战略；2) **中台进行统一赋能，多品牌运营管理能力提升。** 此前公司各品牌事业部之间独立分散，存在内部资源倾斜问题，近年来公司注重中台部门的集约化管理，以统一赋能公司多品牌矩阵搭建，例如产品开发中台部门之下能力较强的员工可在各品牌组之间灵活调配，内容开发中台部门在对外投放上以公司为主体，加强KOL与公司层面合作而非与公司体内单个品牌合作，为大流量与小品牌合作创造潜在机会。2021年以来，公司旗下新锐品牌及其他小品牌亏损逐步收窄，并于2022Q1全部扭亏为盈，公司当下的ROI维持在1:3的较高水平，我们认为公司的品牌运营管理能力日渐提升，有望优化其远期盈利能力。
- **投资建议与盈利预测：品牌升级、产品优化、精细化渠道管理之下，公司业绩增长确定性高，维持公司“买入”评级。** 我们预测公司2022-2024年营收分别为59.10/74.94/92.24亿元（同比增速分别为28%/27%/23%），归母净利润分别为7.45/9.54/11.70亿元（同比增速分别为30%/28%/22%），EPS分别为2.65/3.39/4.15元，当前市值对应PE分别为66x/51x/42x。考虑到短期内彩妆及精华品类将同步发力，打开公司量价齐升的空间，长期公司将打造多品牌矩阵、在大众赛道上进行多品类全域发展，公司已初具化妆品集团雏形，我们给予公司2023年1.9-2xPEG，未来两年公司业绩复合增速为28.70%，对应目标价格区间在184.86—193.23元，维持公司“买入”评级。
- **风险提示：行业景气度下降；市场竞争度加剧；新品孵化不及预期；宏观经济下行风险。**

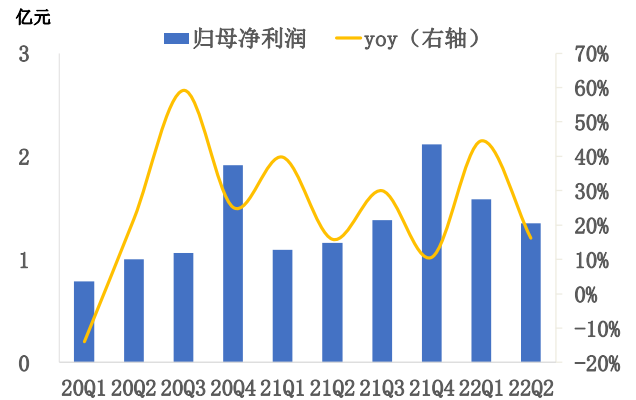
图 1：公司单季度营收情况及同比增速



资料来源：Wind、财信证券

注：2022Q2 数据采用公告数据中值

图 2：公司单季度归母净利润情况及同比增速



资料来源：Wind、财信证券

注：2022Q2 数据采用公告数据中值

## 投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	买入	投资收益率超越沪深 300 指数 15%以上
	增持	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	持有	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为-10%—5%
	卖出	投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5%以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为-5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5%以上

## 免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财信证券股份有限公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司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。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

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惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财信证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

## 财信证券研究发展中心

网址：stock.hnchasing.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438