

H1 业绩靓丽，拟推股权激励计划彰显未来信心

珀莱雅(603605)

事件概述

公司发布 2022 年半年报，2022 年 H1 公司实现营收 26.26 亿元，同比增长 36.93%；归母净利润 2.97 亿元，同比增长 31.33%；扣非后归母净利为 2.81 亿元，同比增长 27.52%。现金流方面，经营活动产生的现金流量净额为 7.14 亿元，比去年同期增长了 168.16%，主要原因是“销售商品、提供劳务收到的现金”同比增加 7.74 亿元。单季度看，2022 年 Q1/Q2 分别实现营收 12.54/13.72 亿元，同比增长 38.53%/35.5%；分别实现归母净利润 1.58/1.39 亿元，同比增长 44.16%/19.2%。

分析判断：

► 收入端：线上渠道高速增长

公司 2022 年 H1 主营业务收入 26.16 亿元，同比增长 36.87%。其中护肤类产品（含洁肤）实现营收 22.64 亿元，同比增长 38.91%，Q2 产品平均售价同比增长 41.56%；美容彩妆类产品实现营收 3.52 亿元，同比增长 30.03%，Q2 产品平均售价同比增长 67.65%。分渠道来看，公司线上渠道实现营收 23.09 亿元，同比增长 49.49%，占比 88.27%。线下渠道实现营收 3.07 亿元，同比下滑 16.31%，占比 11.73%。分品牌来看，珀莱雅品牌实现营收 21.28 亿元，同比增长 43.12%，占比 81.36%。彩棠品牌实现收入 2.32 亿元，同比提升 110.57%，占比 8.87%。

► 利润端：利润率同比提升

盈利能力方面，公司 2022 年 H1 毛利率同比提升了 4.39pct 至 68.12%，净利率同比提升了 0.87pct 至 11.75%。单季度看，2022 年 Q2 公司毛利率同比提升了 5.51pct 至 68.63%，净利率同比提升了 0.09pct 至 10.15%。公司毛利率的提升主要是由于线上营收占比提升以及公司主推大单品策略卓有成效。费用方面，2022 年 H1 公司费用率为 49.14%，同比下滑了 0.55pct。其中销售费用率为 42.53%，同比提升了 0.44pct。销售费用率的增加主要系公司营收增长销售费用的相应增长。管理费用率为 4.84%，同比下滑了 1.22pct。财务费用率为 -0.56%，同比下滑了 0.47pct，主要系利息收入同比增加所致。公司研发费用率同比提升了 0.69pct 至 2.33%，主要系公司加大了研发投入，研发人工费用、直接投入及委外费用等有所增加。

► 其他重要财务指标

2022 年 H1，公司应收账款周转率为 49.4 次/年，同比增长 195.63%，主要系：（1）2022 年半年度营收同比增长 36.93%；（2）2022 年半年度末应收账款较年初减少了 6,462 万元，

评级及分析师信息

评级：	买入
上次评级：	买入
目标价格：	
最新收盘价：	162.8
股票代码：	603605
52 周最高价/最低价：	224.43/145.63
总市值(亿)	458.15
自由流通市值(亿)	458.15
自由流通股数(百万)	281.42



分析师：徐林锋

邮箱：xulf@hx168.com.cn
SAC NO：S1120519080002

分析师：戚志圣

邮箱：qizs@hx168.com.cn
SAC NO：S1120519100001

分析师：杨维维

邮箱：yangww@hx168.com.cn
SAC NO：S1120520080001

相关研究

- 1.【华西轻工】珀莱雅（603605.SH）2021 年年报 & 2022 年一季报点评：Q1 逆势大增，大单品策略卓有成效
2022.04.21
- 2.【华西轻工】珀莱雅（603605）2021 年三季报点评：Q3 利润增速加快，可转债获批助力未来发展
2021.10.27
- 3.【华西轻工】珀莱雅（603605.SH）2021 年中报点评：线上高增长，拟发行可转债强研发扩产能
2021.08.24

下降了 46.62%；以上两项因素共同提高了应收账款周转率。

► **2022 年限制性股票激励计划彰显未来信心**

2022 年 7 月 8 日，公司公告了 2022 年限制性股票激励计划（草案），拟向 101 位激励对象授予的限制性股票数量为 210 万股，占公司总股本 0.75%，授予价格为 78.56 元/股。本次计划的激励对象包括公司财务负责人兼董秘王莉（0.06%）、副总经理金衍华（0.05%）以及中层管理人员和核心骨干共 99 人。公司层面业绩考核要求，将以 2021 年的营收及归母净利润为基准，2022-2024 年的增速不低于 25%/53.75%/87.58%。我们认为，本次股权激励计划有望进一步建立、健全公司长效激励机制，吸引和留住优秀人才，充分调动公司高级管理人员、中层管理人员及核心骨干的积极性，彰显公司对未来发展的信心。

投资建议

针对市场的变化，公司加大研发投入，不断推出新品适应市场。公司经过多年的发展，形成了自己的研发、设计、产品开发、渠道物流运营机制。我们维持公司的盈利不变，2022-2024 年公司的收入为 58.11/71.91/87.35 亿元，EPS 为 3.66/4.61/5.76 元。对应 2022 年 8 月 25 日 162.8 元/股收盘价，PE 分别为 44.5/35.31/28.27 倍，维持公司“买入”评级。

风险提示

1) 宏观经济景气度不及预期。2) 行业竞争加剧。3) 新产品推广不及预期。

盈利预测与估值

财务摘要	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	3,752	4,633	5,811	7,191	8,735
YoY (%)	20.1%	23.5%	25.4%	23.8%	21.5%
归母净利润(百万元)	476	576	735	927	1,157
YoY (%)	21.2%	21.0%	27.6%	26.0%	24.9%
毛利率 (%)	63.6%	66.5%	66.7%	66.7%	66.8%
每股收益 (元)	2.37	2.87	3.66	4.61	5.76
ROE	19.9%	20.0%	20.4%	20.4%	20.3%
市盈率	68.69	56.72	44.50	35.31	28.27

资料来源：wind, 华西证券研究所

正文目录

1. 事件概述.....	4
2. 收入端：线上渠道高速增长.....	4
3. 利润端：利润率同比提升.....	5
4. 其他重要财务指标.....	6
5. 2022 年限制性股票激励计划彰显未来信心.....	6
6. 投资建议.....	7
7. 风险提示.....	7

图表目录

图 1 公司营业收入.....	5
图 2 公司单季度营业收入.....	5
图 3 公司归母净利润.....	6
图 4 公司单季度归母净利润.....	6
图 5 公司毛利率/净利率.....	6
图 6 公司销售/管理/研发/财务费用率.....	6

1. 事件概述

公司发布 2022 年半年报，2022 年 H1 公司实现营收 26.26 亿元，同比增长 36.93%；归母净利润 2.97 亿元，同比增长 31.33%；扣非后归母净利润为 2.81 亿元，同比增长 27.52%。现金流方面，经营活动产生的现金流量净额为 7.14 亿元，比去年同期增长了 168.16%，主要原因是“销售商品、提供劳务收到的现金”同比增加 7.74 亿元。

单季度看，2022 年 Q1/Q2 分别实现营收 12.54/13.72 亿元，同比增长 38.53%/35.5%；分别实现归母净利润 1.58/1.39 亿元，同比增长 44.16%/19.2%。

2. 收入端：线上渠道高速增长

公司 2021 年全年主营业务收入 26.16 亿元，同比增长 36.87%。其它业务实现收入 1002 万元。

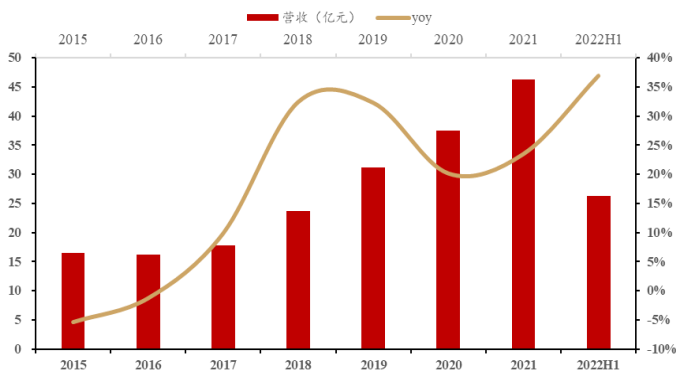
分品类来看，报告期内公司护肤类产品（含洁肤）实现营收 22.64 亿元，同比增长 38.91%；美容彩妆类产品实现营收 3.52 亿元，同比增长 30.03%。

2022 年 Q2，公司护肤类（含洁肤）产品共生产约 3812 万支，销售约 2996 万支，平均售价为 39.07 元，同比增长 41.56%；公司美容彩妆类产品共生产约 341 万支，销售约 307 万支，平均售价为 63.54 元，同比增长 67.65%。护肤类（含洁肤）产品平均售价同比上升的原因主要系单价较高的大单品（精华、面霜类）同比销量增加，收入占比上升。美容彩妆类产品平均售价同比上升的原因主要系美容彩妆类产品中平均售价较高的彩棠品牌较上年同期收入占比上升。

分渠道来看，公司线上渠道实现营收 23.09 亿元，同比增长 49.49%，占比 88.27%（2021 年占比 84.93%）。其中直营营收 17.46 亿元，同比增长 60%，占比 66.73%；分销营收 5.63 亿元，同比增长 24.21%，占比 21.54%。公司线下渠道实现营收 3.07 亿元，同比下滑 16.31%，占比 11.73%。其中日化渠道营收 2.28 亿元，同比下滑 14.79%，占比 8.73%；其他线下渠道营收 0.79 亿元，同比下滑 20.45%，占比 3%。

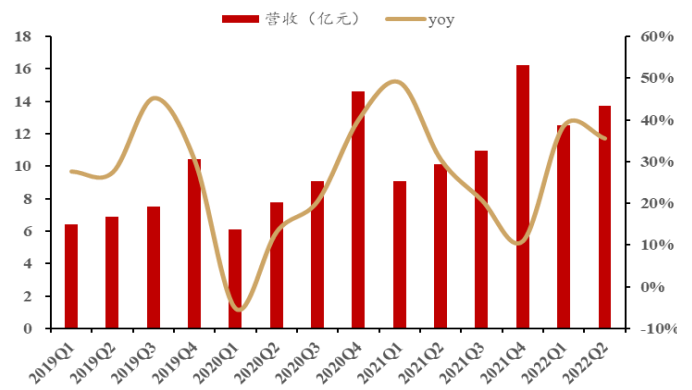
分品牌来看，珀莱雅品牌依然是公司营收的主要来源，实现营收 21.28 亿元，同比增长 43.12%，占比 81.36%。彩棠品牌实现收入 2.32 亿元，同比提升 110.57%，占比 8.87%。其他品牌实现营收 2.06 亿元，同比增长 19.7%，占比 7.87%。跨境代理品牌实现营收 0.5 亿元，同比下滑 14.89%。2022 年 618 活动期间，公司各品牌销售取得较快增长，其中，主品牌珀莱雅成交金额（GMV）天猫美妆国货排名第一、抖音美妆国货排名第一、京东美妆国货排名第一。

图 1 公司营业收入



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 2 公司单季度营业收入



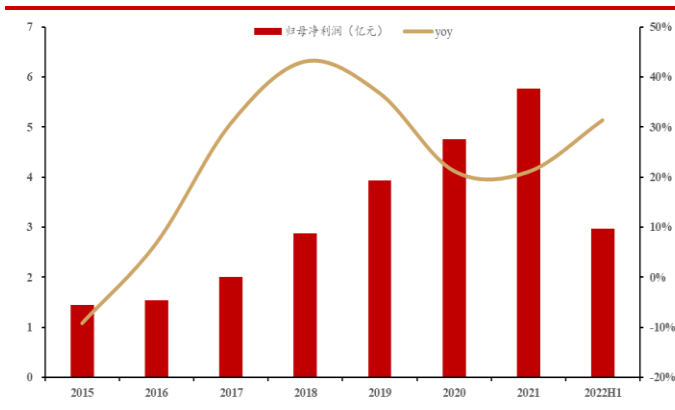
资料来源: Wind, 华西证券研究所

3. 利润端：利润率同比提升

盈利能力方面，公司 2022 年 H1 毛利率同比提升了 4.39pct 至 68.12%，净利率同比提升了 0.87pct 至 11.75%。单季度看，2022 年 Q2 公司毛利率同比提升了 5.51pct 至 68.63%，净利率同比提升了 0.09pct 至 10.15%。公司毛利率的提升主要是由于线上营收占比提升以及公司主推大单品策略卓有成效。

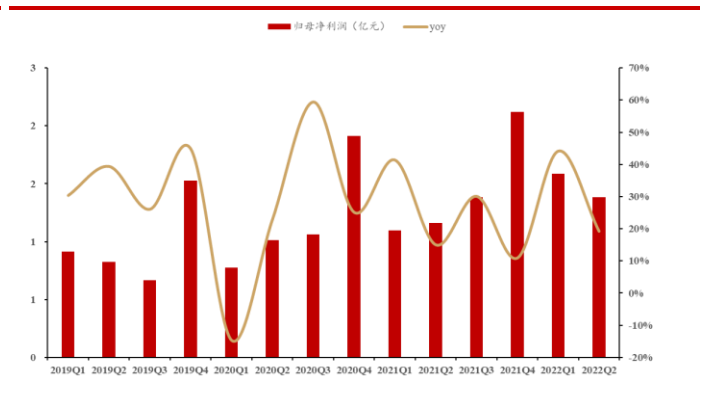
费用方面，2022 年 H1 公司费用率为 49.14%，同比下滑了 0.55pct。其中销售费用率为 42.53%，同比提升了 0.44pct。销售费用率的增加主要系公司营收增长销售费用的相应增长。其中形象宣传推广费同比增加了 2.64 亿元，同比增长 40.52%（主要系新品牌孵化（如彩棠、OR）与品牌重塑（如悦芙媿）等，增加形象宣传推广费投入）。管理费用率为 4.84%，同比下滑了 1.22pct，管理费用率的下滑主要系营收同比增长比率高于管理费用同比增长比率。财务费用率为 -0.56%，同比下滑了 0.47pct，主要系利息收入同比增加所致。公司研发费用率同比提升了 0.69pct 至 2.33%，主要系公司加大了研发投入，研发人工费用、直接投入及委外费用等有所增加。

图 3 公司归母净利润



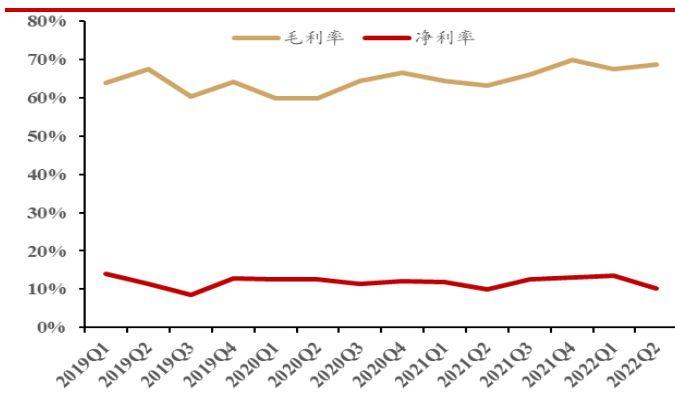
资料来源: wind, 华西证券研究所

图 4 公司单季度归母净利润



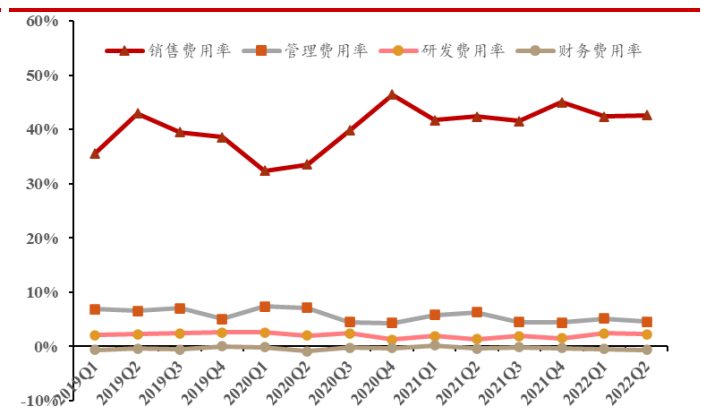
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 5 公司毛利率/净利率



资料来源: wind, 华西证券研究所

图 6 公司销售/管理/研发/财务费用率



资料来源: Wind, 华西证券研究所

4. 其他重要财务指标

2022 年 H1, 公司应收账款周转率为 49.4 次/年, 同比增长 195.63%, 主要系: (1) 2022 年半年度营收同比增长 36.93%; (2) 2022 年半年度末应收账款较年初减少了 6,462 万元, 下降了 46.62%; 以上两项因素共同提高了应收账款周转率。

5. 2022 年限制性股票激励计划彰显未来信心

2022 年 7 月 8 日, 公司公告了 2022 年限制性股票激励计划 (草案), 拟向 101 位激励对象授予的限制性股票数量为 210 万股, 占公司总股本 0.75%, 授予价格为 78.56 元/股。本次计划的激励对象包括公司财务负责人兼董秘王莉 (0.06%)、副总经理金衍华 (0.05%) 以及中层管理人员和核心骨干共 99 人。公司层面业绩考核要求, 将以 2021 年的营收及归母净利润为基准, 2022-2024 年的增速不低于 25%/53.75%/87.58%。我们认为, 本次股权激励计划有望进一步建立、健全公司长效激励机制, 吸引和留住优秀人才, 充分调动公司高级管理人员、中层管理人员及核心骨干的积极性, 彰显公司对未来发展的信心。

6. 投资建议

针对市场的变化，公司加大研发投入，不断推出新品适应市场。公司经过多年的发展，形成了自己的研发、设计、产品开发、渠道物流运营机制。我们维持公司的盈利不变，2022-2024 年公司的收入为 58.11/71.91/87.35 亿元，EPS 为 3.66/4.61/5.76 元。对应 2022 年 8 月 25 日 162.8 元/股收盘价，PE 分别为 44.5/35.31/28.27 倍，维持公司“买入”评级。

7. 风险提示

1) 宏观经济景气度不及预期。2) 行业竞争加剧。3) 新产品推广不及预期。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	4,633	5,811	7,191	8,735	净利润	557	707	892	1,114
YoY (%)	23.5%	25.4%	23.8%	21.5%	折旧和摊销	96	91	91	91
营业成本	1,554	1,936	2,394	2,904	营运资金变动	75	-77	26	-14
营业税金及附加	41	51	63	77	经营活动现金流	830	749	1,028	1,214
销售费用	1,992	2,557	3,157	3,808	资本开支	-194	-15	-14	-19
管理费用	237	299	374	452	投资	-70	0	0	0
财务费用	-7	-13	-20	-29	投资活动现金流	-342	-21	-13	-17
研发费用	77	139	176	214	股权募资	1	0	0	0
资产减值损失	-54	0	0	0	债务募资	648	0	0	0
投资收益	-7	-6	1	3	筹资活动现金流	490	-17	-18	-22
营业利润	671	856	1,075	1,344	现金净流量	976	710	996	1,175
营业外收支	-4	-6	-3	-5	主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
利润总额	668	850	1,072	1,339	成长能力 (%)				
所得税	111	144	180	225	营业收入增长率	23.5%	25.4%	23.8%	21.5%
净利润	557	707	892	1,114	净利润增长率	21.0%	27.6%	26.0%	24.9%
归属于母公司净利润	576	735	927	1,157	盈利能力 (%)				
YoY (%)	21.0%	27.6%	26.0%	24.9%	毛利率	66.5%	66.7%	66.7%	66.8%
每股收益	2.87	3.66	4.61	5.76	净利率	12.0%	12.2%	12.4%	12.7%
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	总资产收益率 ROA	12.4%	13.1%	13.8%	14.3%
货币资金	2,391	3,101	4,098	5,273	净资产收益率 ROE	20.0%	20.4%	20.4%	20.3%
预付款项	58	88	102	126	偿债能力 (%)				
存货	448	593	719	878	流动比率	3.08	3.28	3.57	3.82
其他流动资产	261	421	486	603	速动比率	2.59	2.75	3.03	3.27
流动资产合计	3,159	4,203	5,404	6,881	现金比率	2.33	2.42	2.71	2.93
长期股权投资	170	170	170	170	资产负债率	37.7%	35.8%	33.2%	31.0%
固定资产	559	513	468	422	经营效率 (%)				
无形资产	397	362	329	299	总资产周转率	1.00	1.04	1.07	1.08
非流动资产合计	1,474	1,394	1,315	1,239	每股指标 (元)				
资产合计	4,633	5,596	6,719	8,120	每股收益	2.87	3.66	4.61	5.76
短期借款	200	200	200	200	每股净资产	14.31	17.97	22.58	28.34
应付账款及票据	483	675	805	988	每股经营现金流	4.13	3.72	5.11	6.04
其他流动负债	342	406	507	611	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	1,025	1,282	1,512	1,799	估值分析				
长期借款	0	0	0	0	PE	56.72	44.50	35.31	28.27
其他长期负债	721	721	721	721	PB	14.55	9.06	7.21	5.74
非流动负债合计	721	721	721	721					
负债合计	1,746	2,003	2,234	2,520					
股本	201	201	201	201					
少数股东权益	10	-19	-53	-97					
股东权益合计	2,887	3,593	4,486	5,599					
负债和股东权益合计	4,633	5,596	6,719	8,120					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

徐林锋：轻工行业首席分析师。2019年7月加盟华西证券，9年从业经验。浙江大学金融学硕士，南开大学管理学学士。曾就职于中金公司等券商研究所，所在团队获2015年新财富第5名。

戚志圣：轻工行业分析师。2019年9月加盟华西证券，5年从业经验。英国克兰菲尔德大学金融学硕士。曾就职于东海证券、太平洋证券。

杨维维：轻工行业分析师。2020年7月加盟华西证券，3年从业经验。厦门大学资产评估硕士，重庆大学管理学学士。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但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。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出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。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均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而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。