

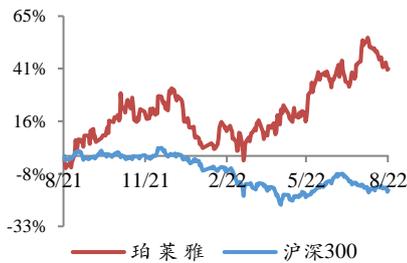
业绩稳增，第二增长曲线彩棠表现出色

投资评级：买入（维持）

报告日期：2022-08-25

收盘价(元)	162.80
近12个月最高/最低(元)	52.40/150.33
总股本(百万股)	281
流通股本(百万股)	281
流通股比例(%)	100.00
总市值(亿元)	458
流通市值(亿元)	458

公司价格与沪深300走势比较



分析师：王洪岩

执业证书号：S0010521010001

邮箱：wanghy@hazq.com

联系人：梁瑞

执业证书号：S0010121110043

邮箱：liangrui@hazq.com

相关报告

1. 珀莱雅 (603605.SH) 中报业绩预告点评：践行大单品策略、品牌矩阵成型，业绩稳增符合预期 2022-07-26
2. 珀莱雅 (603605.SH) 2021 业绩点评：业绩符合预期，大单品战略成效显著 2022-04-22

主要观点：

● 事件

公司公布 2022 年半年度报告，实现营收 26.26 亿元 (+36.93%)，归母净利润 2.97 亿元 (+31.33%)，基本每股收益 1.06 元。

● 主品牌珀莱雅深化大单品战略，子品牌彩棠营收实现高增

主品牌珀莱雅实现营收 21.28 亿元 (+43.12%)，占比达到 81.36%。珀莱雅持续深化大单品战略，不断对现有产品进行升级迭代并推出新的大单品。公司在成分、配方及包材上对红宝石面霜和小夜灯眼霜进行升级，推出 2.0 版本。此外着力打造保龄球 VC 橘瓶、源力面霜、源力面膜等全新大单品，不断完善品牌护肤矩阵。彩棠营收达到 2.32 亿元

(+110.57%)，占比达到 8.87%，公司第二产品曲线打造成果已经显现。彩棠在三色修容盘和双拼高光盘引领品类增长的基础上，推出彩棠三色遮瑕盘和定妆喷雾，深化“专业”的品牌心智。同时彩棠强化唐毅老师个人 IP，提升消费者对于产品的专业度认知。

● 线上延续增长，线下受疫情影响仍然收缩

分渠道看，公司线上增长 49.49%，占比达到 66.73%。其中直营渠道增长 60%、分销渠道增长 24.21%。2022 年 618 活动期间，根据魔镜数据，主品牌珀莱雅成交金额 (GMV) 达到 5.7 亿元，同比+84%，在天猫、抖音和京东都是美妆国货排名第一。2022H1 公司天猫、抖音、京东占线上营收比重分别达到 45%+、15%+、10%+。线下渠道下降 16.31%，占比为 11.73%，其中日化渠道下降 14.79%，其他渠道下降 20.45%。主要是由于受疫情影响，线下客流减少。并且公司对线下终端网点结构进行了调整和优化。

● 研发费用率增长，盈利能力有所提升

公司毛利率为 68.12% (+4.39pct)，主要是由于公司天猫直营渠道占比提升、主品牌珀莱雅和彩棠毛利率提升及精华等高毛利的产品占比提高。公司销售费用率为 43.53% (+0.44pct) 主要是由于新品牌 OR、彩棠等孵化及悦芙媞等进行品牌重塑；管理费用率为 4.84% (-1.22pct) 主要是由于公司运营效率提升；研发费用率为 2.33% (+0.69%) 主要是由于公司进一步增强核心功效原料的自主开发能力，逐步建成发酵、植物提取、有机合成等实验室；同时珀莱雅杭州龙坞研发中心目前正在建设中。公司净利率为 11.75% (+0.87pct)，盈利能力有所提升。

● 投资建议

得益于强大的研发支持，公司主品牌不断升级叠加新品牌陆续放量，带动业绩高增、品类拓展及矩阵完善。借力线上运营能力的不断夯实，爆品迅速破圈，流量水到渠成，强化品牌建设。线上为主线下并行的销售模式，享受电商红利的同时，注重流量结构的边际变化，由传统电商过渡到短视频新兴平台，先发优势凸显。我们预计公司 2022~2024 年 EPS 分别为 2.58、3.26、4.13 元，对应当前股价 PE 分别为 63、50、39 倍。

维持“买入”评级。

● **风险提示**

行业竞争加剧；渠道拓展不及预期；营销效果不及预期等。

● **重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	4633	5826	7346	9308
收入同比 (%)	23.5%	25.7%	26.1%	26.7%
归属母公司净利润	576	725	917	1164
净利润同比 (%)	21.0%	25.9%	26.4%	26.9%
毛利率 (%)	66.5%	66.6%	67.9%	69.3%
ROE (%)	20.0%	19.7%	19.9%	20.2%
每股收益 (元)	2.87	2.58	3.26	4.13
P/E	72.58	63.17	49.96	39.38
P/B	14.55	12.44	9.96	7.95

资料来源：wind，华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	3159	3978	4994	6299	营业收入	4633	5826	7346	9308
现金	2391	2871	3642	4664	营业成本	1554	1945	2359	2861
应收账款	139	296	353	428	营业税金及附加	41	51	65	83
其他应收款	66	71	96	121	销售费用	1992	2492	3229	4113
预付账款	58	91	109	128	管理费用	237	350	457	652
存货	448	571	698	841	财务费用	-7	29	26	26
其他流动资产	57	77	97	117	资产减值损失	-54	-22	-23	-24
非流动资产	1474	1606	1609	1608	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	170	243	324	407	投资净收益	-7	-3	-5	-7
固定资产	559	513	354	179	营业利润	671	845	1066	1351
无形资产	397	489	559	639	营业外收入	0	0	0	0
其他非流动资产	348	362	372	382	营业外支出	4	7	6	5
资产总计	4633	5584	6604	7907	利润总额	668	839	1060	1346
流动负债	1025	1203	1344	1532	所得税	111	146	182	231
短期借款	200	94	9	-83	净利润	557	693	878	1115
应付账款	404	597	715	850	少数股东损益	-19	-33	-39	-48
其他流动负债	421	511	620	765	归属母公司净利润	576	725	917	1164
非流动负债	721	721	721	721	EBITDA	782	1139	1413	1734
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	2.87	2.58	3.26	4.13
其他非流动负债	721	721	721	721					
负债合计	1746	1924	2065	2254					
少数股东权益	10	-23	-61	-110	主要财务比率				
股本	201	281	281	281	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
资本公积	834	834	834	834	成长能力				
留存收益	1842	2567	3484	4648	营业收入	23.5%	25.7%	26.1%	26.7%
归属母公司股东权益	2877	3683	4600	5763	营业利润	20.9%	25.9%	26.1%	26.7%
负债和股东权益	4633	5584	6604	7907	归属于母公司净利润	21.0%	25.9%	26.4%	26.9%
					获利能力				
					毛利率 (%)	66.5%	66.6%	67.9%	69.3%
					净利率 (%)	12.4%	12.4%	12.5%	12.5%
					ROE (%)	20.0%	19.7%	19.9%	20.2%
					ROIC (%)	15.1%	16.7%	17.8%	18.8%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	37.7%	34.5%	31.3%	28.5%
					净负债比率 (%)	60.5%	52.6%	45.5%	39.9%
					流动比率	3.08	3.31	3.72	4.11
					速动比率	2.59	2.76	3.12	3.48
					营运能力				
					总资产周转率	1.00	1.04	1.11	1.18
					应收账款周转率	33.42	19.66	20.81	21.76
					应付账款周转率	3.85	3.26	3.30	3.36
					每股指标 (元)				
					每股收益	2.87	2.58	3.26	4.13
					每股经营现金流薄)	4.13	3.29	4.25	5.23
					每股净资产	14.31	13.09	16.34	20.48
					估值比率				
					P/E	72.58	63.17	49.96	39.38
					P/B	14.55	12.44	9.96	7.95
					EV/EBITDA	51.64	38.40	30.34	24.08

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，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，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或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、本公司员工或者关联机构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，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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，未经华安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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。