

珀莱雅 (603605.SH)

线上直营高速增长，多品牌矩阵建设顺利推进

核心观点：

- **事件：**公司披露 2022 半年报，22H1 实现营收 26.26 亿元，同比+36.9%；归母净利润 2.97 亿元，同比+31.3%；扣非后归母净利润 2.81 亿元，同比+27.5%，归母净利率同比-0.48pp 至 11.31%。其中 Q2 单季实现营收 13.7 亿元，同比+35.5%；归母净利润 1.39 亿元，同比+19.2%，符合此前预告，羽感防晒退货及计提减值对净利润影响约 5500 万元。
- **毛利率同比提升，期间费用率略降。**公司 22H1 毛利率 68.12%，同比+4.39pp，主要是线上营收占比提升以及大单品占比提升。单 Q2 毛利率 68.63%，同比+5.51pp。22H1 期间费用率 49.14%，同比-0.55pp。其中销售费用率 42.53%，同比+0.44pp，保持稳定。管理费用率 4.84%，同比-1.22pp，主要是本期无股份支付费用。研发费用率 2.33%，同比+0.69pp，公司不断加强自主研发能力、整合全球研发资源。22H1 经营性现金流量净额 7.1 亿元，同比+168.2%。
- **线上直营高增，彩棠快速发展。分渠道看，**22H1 线上营收 23.1 亿元，同比+49.5%，占主营业务收入比重 88.3%，其中线上直营 17.5 亿元，同比+60%；线上分销 5.6 亿元，同比+24.2%；线下营收 3.1 亿元，同比-16.3%。**分品牌看，**22H1 主品牌珀莱雅营收 21.3 亿元，同比+43.1%；彩棠 2.3 亿元，同比+110.6%，占主营业务收入比重达到 8.9%；其他自有品牌 2.1 亿元，同比+19.7%；代理品牌营收 5000 万元，同比-14.9%。**分品类看，**22H1 护肤类(含洁肤)营收 22.6 亿元，同比+38.9%；美容彩妆类 3.5 亿元，同比+30%。
- **盈利预测与投资建议：**公司各项能力优秀，预计公司 22-24 年归母净利润分别为 7.5、9.5、11.9 亿元，维持公司合理价值 180.65 元/股的观点不变，对应 22 年 PE 为 68 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示。**行业景气度下降；电商增速放缓；新品拓展不及预期。

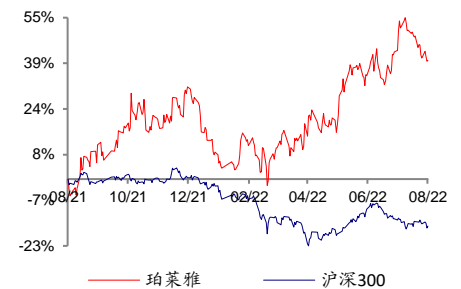
盈利预测：

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	3,752	4,633	5,985	7,605	9,516
增长率(%)	20.1	23.5	29.2	27.1	25.1
EBITDA(百万元)	666	829	1,002	1,251	1,648
归母净利润(百万元)	476	576	748	948	1,193
增长率(%)	21.2	21.0	29.8	26.8	25.8
EPS(元/股)	2.37	2.87	2.66	3.37	4.24
市盈率(P/E)	75.21	72.68	61.28	48.31	38.40
ROE(%)	19.9	20.0	21.0	20.9	20.8
EV/EBITDA	52.06	48.70	44.26	35.23	26.37

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级	买入
当前价格	162.80 元
合理价值	180.65 元
前次评级	买入
报告日期	2022-08-26

相对市场表现



分析师：洪涛



SAC 执证号：S0260514050005

SFC CE No. BNV287



021-38003654



hongtao@gf.com.cn

分析师：嵇文欣



SAC 执证号：S0260520050001



021-38003653



jiwenxin@gf.com.cn

请注意，嵇文欣并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

珀莱雅 (603605.SH) :温故 2022-07-14

而知新，多维实力共筑品牌价值

珀莱雅 (603605.SH) :发布 2022-07-09

限制性股票激励计划，绑定更多核心骨干

珀莱雅 (603605.SH) :业绩 2022-04-22

表现亮眼，6*N 战略驱动长期发展

联系人：王薇 021-38003648

gzwangw@gf.com.cn

一、22H1 收入同比增长 36.9%，线上直营高速发展

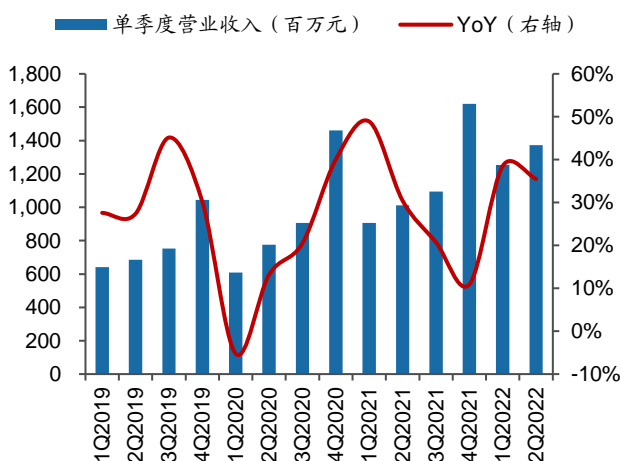
公司披露2022中报，22H1实现营收26.26亿元，同比+36.9%；归母净利润2.97亿元，同比+31.3%；扣非后归母净利润2.81亿元，同比+27.5%，归母净利率同比-0.48pp至11.31%。其中Q2单季实现营收13.7亿元，同比+35.5%；归母净利润1.39亿元，同比+19.2%，符合此前预告，羽感防晒退货对净利润影响约5500万元，剔除该影响后Q2归母净利润同比约+67.2%。

分渠道看，22H1线上实现营收23.09亿元，同比+49.5%，占主营收入比重88.3%，其中线上直营17.46亿元，同比+60%，天猫、抖音均取得优异表现；线上分销5.63亿元，同比+24.2%；线下实现营收3.07亿元，同比-16.3%，其中日化2.28亿元，同比-14.8%，线下其他0.79亿元，同比-20.5%，主要在于疫情影响，店铺客流减少，消费者消费习惯变化以及公司主动调整优化线下终端网点结构。

分品牌看，22H1主品牌珀莱雅营收21.28亿元，同比+43.1%，占主营收入比重为81.4%，比2021年下降1.51pp；彩棠2.32亿元，同比+110.6%，占比8.9%，预计全年营收超过5亿；其他自有品牌2.06亿元，同比+19.7%；代理品牌营收5000万元，同比-14.9%。

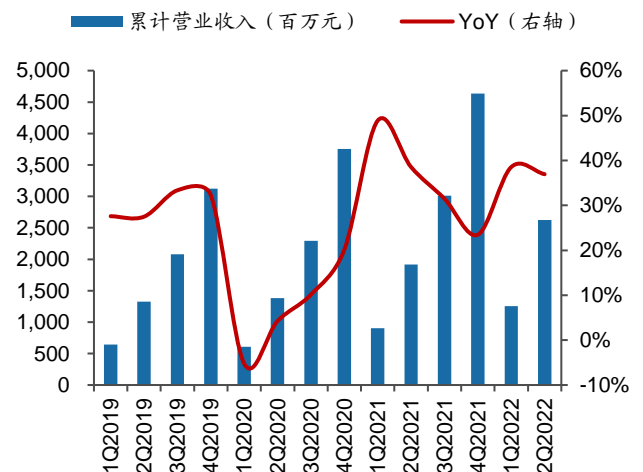
分品类看，22H1护肤类（含洁肤）实现营收22.64亿元，同比+38.9%，占主营收入比重为86.5%；美容彩妆类3.52亿元，同比+30%，占主营收入比重为13.5%，比2021年提升0.08pp。

图 1：单季度营业收入及增速



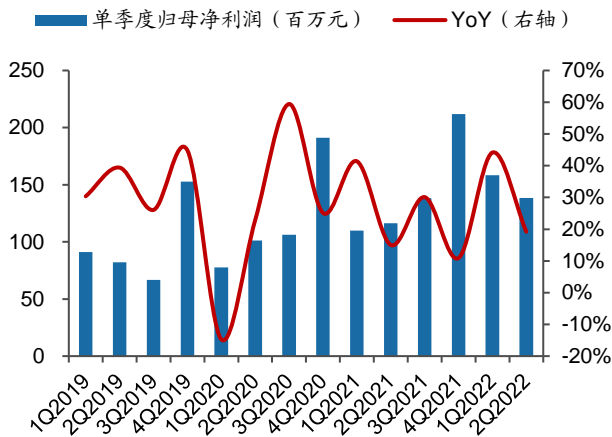
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 2：累计营业收入及增速



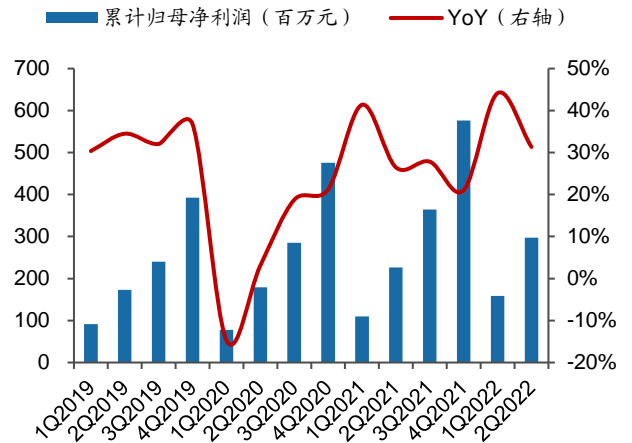
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 3: 单季度归母净利润及增速



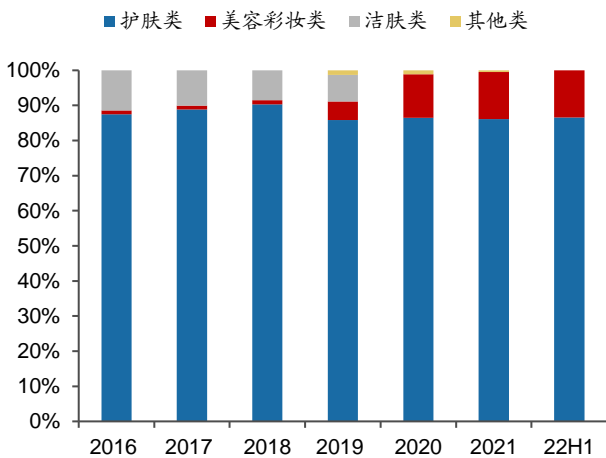
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 4: 累计归母净利润及增速



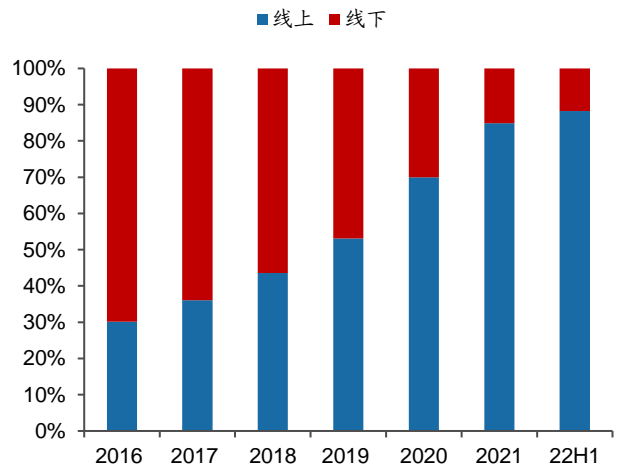
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 5: 分产品收入占比



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 6: 分渠道收入占比



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

二、毛利率同比提升, 期间费用率同比略降

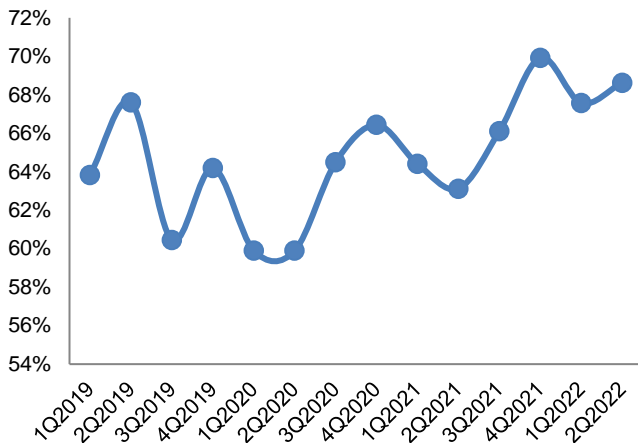
公司22H1毛利率68.12%, 同比+4.39pp, 主要是线上营收占比提升以及大单品占比提升。22H1大单品占主品牌营收提升至35%+, 天猫客单价提升至261元、抖音客单价提升至257元。单Q2毛利率68.63%, 同比+5.51pp。

公司22H1期间费用率49.14%, 同比-0.55pp。其中销售费用率42.53%, 同比+0.44pp, 保持稳定。管理费用率4.84%, 同比-1.22pp, 主要是本期无股份支付费用。研发费用率2.33%, 同比+0.69pp, 公司持续加大研发投入。单Q2销售费用率同比

+0.25pp至42.68%，管理费用率同比-1.76pp至4.55%，研发费用率同比+0.92pp至2.27%。

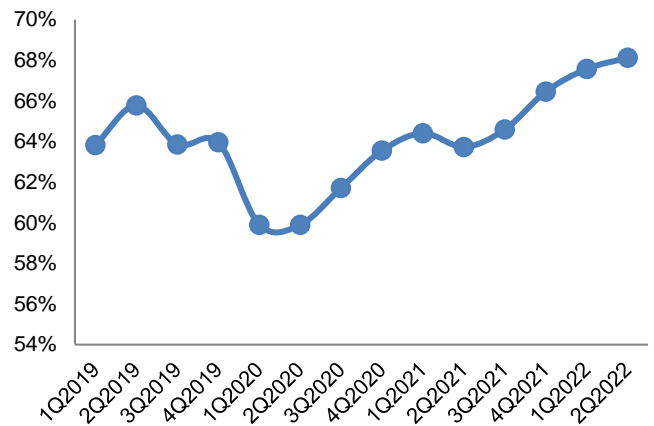
从现金流量和营运能力来看，公司22H1经营性现金流量净额7.14亿元，同比+168.2%，主要在于营收快速增长，尤其是线上直营收入同比增长60%。公司22H1存货周转天数105.6天，同比降低1.3天；应收账款周转天数7.3天，同比降低14.3天，主要在于公司对线下经销商按正常账期结算，进一步减少信用支持，以及羽感防晒退货综合导致应收账款余额减少。

图 7：单季度毛利率



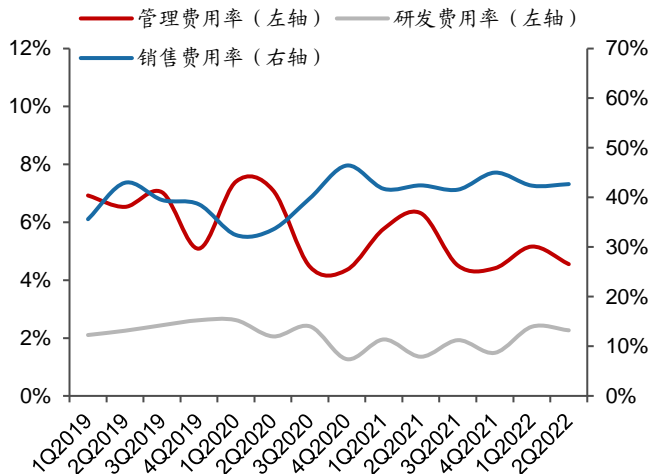
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 8：累计毛利率



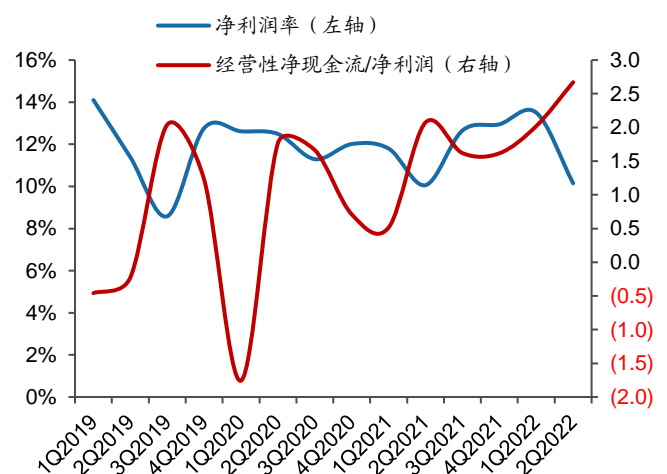
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 9：单季度销售、管理和研发费用率



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 10：单季度净利润率和经营性净现金流/净利润



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

三、坚定推行大单品策略，多品牌矩阵建设顺利推进

公司坚定实施大单品策略，持续加大研发投入，提升产品力和品牌力。珀莱雅化妆品国际科学研究院逐步建成发酵、植物提取、有机合成等实验室，进一步增强核心功效原料的自主开发能力，同时积极发展皮肤基础研究，进行体外评价方法学的开发，验证以及运用；珀莱雅杭州龙坞研发中心目前正在建设中，未来该中心将聚焦核心原料开发，皮肤科学研究和化妆品配方开发，产品功效评价。22H1公司新获12项国家授权发明专利，新提交17项发明专利申请、4项外观专利申请，截止20220630，公司拥有国家授权发明专利104项。22H1公司和浙江湃肽生物股份有限公司签订战略合作协议，合作研发化妆品用多肽，有望开发出更多创新性产品。

产品端：核心大单品持续升级、不断丰富大单品矩阵。珀莱雅主品牌基于日趋成熟的产品全生命周期数字化管理，对现有大单品及相关系列进行不断升级和品类拓展，并推出全新系列大单品。持续夯实红宝石精华、双抗精华、保龄球蓝瓶、双抗面膜、冰陀螺眼霜等核心大单品行业地位；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；着力打造保龄球 VC 橘瓶、源力面霜、源力面膜等全新大单品。通过提升大单品产品力，搭建不同功效护肤矩阵，不断沉淀产品口碑，提升用户粘性和品牌美誉度。彩棠进一步完善彩妆面部产品线品类布局，在面部彩妆大类目基础上，延伸出“轮廓”及“底妆”两个细分领域。在高光类目中，依靠两款大单品：三色修容盘和双拼高光盘，强势引领品牌增长，提高品类渗透率，抢占类目份额；在底妆线“遮瑕”及“定妆喷雾”两大趋势增长类目上布局打造新品，先后推出彩棠三色遮瑕盘和根据不同肤质设计的定妆喷雾。

渠道端：电商加强精细化运营，线下进一步调整。线上方面：（1）天猫：继续夯实大单品矩阵战略，打造全网超级品牌明星单品；对店播实行精细化运营；深度运营店铺会员，大幅提高会员复购率和溢价能力；更加精心运营人群，提升品牌一二线占比及高价值用户比例，在 38 节、618 活动期间，珀莱雅品牌 GMV 获天猫美妆排名第五，天猫美妆国货排名第一。（2）抖音&快手：公司持续强化品牌自播，开启大单品矩阵账号，成功实现抖音渠道大单品转型；与优质主播进行年框合作，以及优质垂类达人深度合作，做到种草和销售品效合一。（3）京东：公司通过全域运营进一步提高大单品销售占比；重建会员体系，提升店铺拉新能力与老客复购；加强各流量渠道如站内搜索、付费推广、自播等精细化运营。**线下方面：**（1）日化渠道：把门店从销量级别和城市级别进行分类，按不同类型的客户赋予不同的服务内容和活动方案，从而使销售更精准。（2）商超渠道：与重点零售系统、重点门店深度合作，挖掘新流量，扩大年轻用户人群，终端形象持续迭代，规范门店体验流程，提供有温度的服务，实现锁客提升复购，最大化解锁线下门店近域流量来源。

营销端：珀莱雅品牌继续围绕“发现精神”进行品牌塑造，聚焦性别平等、心理健康等社会重要议题及亲密关系，在年轻人成长等与目标受众息息相关的议题上，进行品牌长期主义内容打造和大众传播。彩棠围绕“中国妆，原生美”进行品牌认知的全渗透，用彩棠独有的专业性与美学态度，对话中国女性消费者。通过跨界合作、文化名人艺术家、品牌事件等一系列活动，完成阶段性品牌战略，提升品牌形象与具象品牌认知，传递品牌社会责任感。

公司各项能力优秀，主品牌持续升级、子品牌发展趋势良好，预计公司22-24年归母净利润分别为7.5、9.5、11.9亿元，同比增长29.8%、26.8%、25.8%，我们维

持公司合理价值180.65元/股的观点不变，对应22年PE为68倍，维持“买入”评级。

四、风险提示

（一）化妆品行业景气度下降

公司从事化妆品零售业务，近年来借助化妆品行业红利获得快速发展，若经济下滑、消费者需求大幅下降，将对公司经营造成不利影响。

（二）电商增速放缓

公司借助天猫、抖音、京东等平台销售产品，近年来线上渠道销售占比持续提升，如果电商整体增速放缓、流量不足，将对公司业绩产生负面影响。

（三）新品拓展不及预期

化妆品行业竞争激烈，市场潮流和消费偏好更迭速度快，若公司无法持续推出优质产品来满足更多消费者的需求，将不利于公司长期发展。

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	2,342	3,159	3,570	4,073	4,929	经营活动现金流	332	830	909	1,124	1,468
货币资金	1,417	2,391	2,519	2,760	3,335	净利润	452	557	723	921	1,170
应收及预付	368	197	329	421	527	折旧摊销	88	96	83	93	155
存货	469	448	591	736	887	营运资金变动	-266	75	2	-6	8
其他流动资产	90	123	130	156	180	其它	58	101	102	116	136
非流动资产	1,294	1,474	2,141	2,821	3,428	投资活动现金流	15	-342	-778	-809	-820
长期股权投资	58	170	170	170	170	资本支出	-184	-194	-266	-293	-291
固定资产	566	559	667	789	837	投资变动	131	-70	-500	-500	-500
在建工程	47	109	170	231	293	其他	67	-78	-12	-15	-29
无形资产	315	397	397	397	397	筹资活动现金流	-43	490	-4	-74	-73
其他长期资产	308	239	737	1,234	1,731	银行借款	299	947	140	-20	-20
资产总计	3,637	4,633	5,710	6,894	8,357	股权融资	2	1	80	0	0
流动负债	1,129	1,025	1,349	1,585	1,854	其他	-345	-458	-224	-54	-53
短期借款	299	200	240	220	200	现金净增加额	303	976	128	241	575
应付及预收	580	483	700	856	1,026	期初现金余额	1,099	1,402	2,391	2,519	2,760
其他流动负债	250	341	409	510	628	期末现金余额	1,402	2,378	2,519	2,760	3,335
非流动负债	26	721	821	821	821						
长期借款	0	0	100	100	100						
应付债券	0	696	696	696	696						
其他非流动负债	26	26	26	26	26						
负债合计	1,155	1,746	2,170	2,407	2,675						
股本	201	201	281	281	281						
资本公积	837	834	834	834	834						
留存收益	1,366	1,798	2,395	3,371	4,588						
归属母公司股东权益	2,392	2,877	3,555	4,530	5,747						
少数股东权益	90	10	-15	-42	-66						
负债和股东权益	3,637	4,633	5,710	6,894	8,357						

利润表					
单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	3,752	4,633	5,985	7,605	9,516
营业成本	1,368	1,554	1,938	2,409	2,931
营业税金及附加	33	41	69	91	114
销售费用	1,497	1,992	2,574	3,285	4,139
管理费用	204	237	347	472	580
研发费用	72	77	138	190	257
财务费用	-14	-7	4	4	-6
资产减值损失	-28	-54	-23	-27	-24
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	2	-7	-12	-15	-29
营业利润	555	671	897	1,143	1,456
营业外收支	-7	-4	-15	-20	-30
利润总额	548	668	882	1,123	1,426
所得税	96	111	159	202	257
净利润	452	557	723	921	1,170
少数股东损益	-24	-19	-25	-28	-23
归属母公司净利润	476	576	748	948	1,193
EBITDA	666	829	1,002	1,251	1,648
EPS (元)	2.37	2.87	2.66	3.37	4.24

主要财务比率

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入增长	20.1%	23.5%	29.2%	27.1%	25.1%
营业利润增长	20.2%	20.9%	33.5%	27.5%	27.4%
归母净利润增长	21.2%	21.0%	29.8%	26.8%	25.8%
获利能力					
毛利率	63.6%	66.5%	67.6%	68.3%	69.2%
净利率	12.0%	12.0%	12.1%	12.1%	12.3%
ROE	19.9%	20.0%	21.0%	20.9%	20.8%
ROIC	17.2%	16.2%	16.5%	17.3%	18.3%
偿债能力					
资产负债率	31.8%	37.7%	38.0%	34.9%	32.0%
净负债比率	46.5%	60.5%	61.3%	53.6%	47.1%
流动比率	2.07	3.08	2.65	2.57	2.66
速动比率	1.59	2.59	2.14	2.03	2.11
营运能力					
总资产周转率	1.03	1.00	1.05	1.10	1.14
应收账款周转率	13.17	33.42	25.09	24.55	24.09
存货周转率	8.01	10.34	10.13	10.33	10.73
每股指标 (元)					
每股收益	2.37	2.87	2.66	3.37	4.24
每股经营现金流	1.65	4.13	3.23	3.99	5.22
每股净资产	11.89	14.31	12.63	16.10	20.42
估值比率					
P/E	75.21	72.68	61.28	48.31	38.40
P/B	14.97	14.55	12.89	10.11	7.97
EV/EBITDA	52.06	48.70	44.26	35.23	26.37

广发批零与社会服务行业研究小组

- 洪涛：首席分析师，浙江大学金融学硕士，2010年开始从事商贸零售行业研究，2014年加入广发证券发展研究中心，曾就职于华泰联合证券、平安证券。
- 嵇文欣：资深分析师，南京大学经济学硕士。曾任职于西南证券。2020年加入广发证券发展研究中心。
- 李旭东：高级分析师，复旦大学硕士，2022年加入广发证券发展研究中心。
- 包晗：高级分析师，英国伦敦玛丽女王大学财富管理硕士，2020年加入广发证券发展研究中心。
- 王薇：高级研究员，武汉大学金融硕士，2021年加入广发证券发展研究中心。
- 童嘉伟：研究员，伦敦大学学院计算金融硕士，2022年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港德辅道中189号 李宝椿大厦29及30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。