



# 珀莱雅 (603605): 大单品策略持续发力, 彩棠品牌增势强劲

**事件:** 珀莱雅发布 2022 年半年报, 公司上半年实现营业收入 26.26 亿元, 同比+36.93%, 归母净利润 2.97 亿元, 同比+31.33%。其中 Q2 实现营收 13.72 亿元, 同比+35.5%, 归母净利润 1.39 亿元, 同比+19.2%。

**大单品策略成效显著, 拉动核心品牌营收高增。**分品牌看, 公司深化大单品策略, 将红宝石眼霜和小夜灯眼霜升级至 2.0 版本, 巩固红宝石和双抗系列市场地位。22 年 H1 主品牌珀莱雅大单品销售占比超 35%, 其中天猫和抖音平台占比分别达 65% 和 50%, 拉动品牌营收同比+43.12% 至 21.28 亿元。彩棠品牌在推广修容盘、高管盘等经典单品的同时, 在遮瑕和定妆喷雾等类目打造新品, 上半年实现营收 2.32 亿元, 同比+110.57%, 增长加速。其他子品牌仍处于孵化早期, 营收同比+19.7% 至 2.06 亿元。大单品策略下核心品牌的市场竞争力持续增强, 拉动营收逆势高增。分渠道看, 22 年 H1 线上渠道同比+49.5%, 占比提升至 88.3%, 仍为营收增长的主要拉动, 下半年受高基数及超头不确定性影响增速或环比放缓, 但仍有望维持 20-30% 增长。线下渠道受疫情影响较大, 营收同比-16.3%, 预计下半年仍不会显著恢复。

**防晒事件短期影响利润表现, 但毛利率的提升和费用率的稳定拉动利润率整体向好。**防晒产品退回及计提资产减值损失影响净利润约 5500 万, 若剔除该因素影响, 22 年 H1 净利润同比约+55%。大单品策略下毛利率高达 78% 的精华品类占比提升, 珀莱雅和彩棠毛利率持续提高至 70%+, 叠加毛利率较高的线上渠道占比提升, 公司上半年毛利率同比+4.39pct. 至 68.12%。销售和管理费用率分别同比+0.44 pct 和-0.52pct., 基本保持稳定, 公司费用管控较好。未来大单品策略下品牌力的增强将持续拉动毛利率提升, 子品牌的利润表现也逐渐好转, 在费用率基本稳定的情况下, 公司利润表现长期向好。

**大单品仍为未来增长的核心驱动, 新品推出、产品升级以及研发加持下增长可期。**短期看, 珀莱雅品牌发力源力修护系列, 6 月份新推出源力修护面霜和面膜, 并于 7 月份推出“双白瓶”精华进入美白赛道, 均有望于下半年放量。同时下半年或有保龄球安瓶精华和面膜等新品推出以及双抗精华和源力精华的升级, 打造新增长点。长期看, 22 年为公司实施大单品策略的第三年, 珀莱雅品牌目前仍处于大单品 S 型增长曲线的前半段, 增量空间广阔。彩棠品牌围绕底妆赛道持续突围, 并嫁接珀莱雅的成功经验, 有望实现加速放量打造第二增长曲线。与此同时, 公司持续加强研发投入, 22 年 H1 研发费用率同比+0.69pct. 至 2.33%, 更加注重核心原料开发、皮肤科学研究和配方开发等, 有望为大单品开发和品牌力的提升持续赋能。

**正确战略指引公司前进道路, 强大的战略执行力提供保障。**公司作为国货龙头 20 年提出“6\*N 战略”和“大单品”策略后, 不断推进战略调整优化, 并通过灵活的组织架构和强大执行力保证战略执行。带来了销售表现、品牌形象和市场地位的全面提升。公司已建立了短、中、长期多元化业务激励体系, 并于 22 年 7 月推出新一期股权激励计划, 为战略的执行提供了保障, 也反映了战略指引下公司对未来长期发展的信心。

**盈利预测:** “大单品”策略效果显现, 多品牌销售表现亮眼。防晒事件短期影响利润表现, 但随着毛利率提高和子品牌利润改善, 盈利能力长期向好。我们认为在正确战略指引及较强的执行力加持下, 公司有望实现较快发展。预

2022 年 8 月 28 日

推荐/维持

珀莱雅

公司报告

## 公司简介:

公司是一家美妆企业, 专注于化妆品的研发、生产和销售。目前旗下拥有“珀莱雅”、“优资莱”、“韩雅”、“悠雅”、“猫语玫瑰”等品牌, 产品覆盖护肤品、彩妆、清洁洗护、香薰等化妆品领域, 满足不同年龄、偏好的消费者需求。

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

## 交易数据

52 周股价区间 (元)	179.7-153.68
总市值 (亿元)	465.74
流通市值 (亿元)	465.74
总股本/流通 A 股 (万股)	28,142/28,142
流通 B 股/H 股 (万股)	-/-
52 周日均换手率	1.19

## 52 周股价走势图



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

## 分析师: 刘田田

010-66554038 liutt@dxzq.net.cn

执业证书编号: S1480521010001

## 研究助理: 魏宇萌

010-66555446 weiym@dxzq.net.cn

执业证书编号: S1480120070031

## 研究助理: 刘雪晴

010-66554026 liuxq@dxzq.net.cn

执业证书编号: S1480120080007

计公司22-24年归母净利润为7.4、9.8和12.7亿元，同比增长28%、33%和30%，EPS为2.62、3.49和4.53元。对应22-24年PE为63、47和37倍。维持“推荐”评级。

**风险提示：**“大单品”市场表现不及预期，彩棠等新品牌表现不及预期，行业新规和政策变化，市场竞争加剧风险。

## 财务指标预测

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2,342.42	4,633.15	5,985.04	7,594.33	9,475.36
增长率(%)	20.13%	23.47%	29.18%	26.89%	24.77%
归母净利润(百万元)	476.01	576.12	736.23	981.38	1,274.79
增长率(%)	21.22%	21.03%	27.79%	33.30%	29.90%
净资产收益率(%)	19.90%	20.03%	21.39%	23.65%	25.15%
每股收益(元)	2.37	2.87	2.62	3.49	4.53
PE	69.83	57.67	63.26	47.46	36.54
PB	13.92	11.56	13.53	11.22	9.19

资料来源：公司财报、东兴证券研究所



## 附表：公司盈利预测表

资产负债表					利润表					单位:百万元				
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E			
<b>流动资产合计</b>	2342	3159	4252	5226	6573	<b>营业收入</b>	3752	4633	5985	7594	9475			
货币资金	1417	2391	3089	3919	4890	<b>营业成本</b>	1368	1554	1923	2344	2867			
应收账款	285	139	317	315	447	营业税金及附加	33	41	53	67	83			
其他应收款	49	66	85	108	135	营业费用	1497	1992	2633	3417	4264			
预付款项	83	58	58	40	29	管理费用	204	237	311	395	493			
存货	469	448	607	707	885	财务费用	-14	-7	12	37	36			
其他流动资产	35	54	93	133	184	研发费用	72	77	100	129	168			
<b>非流动资产合计</b>	1294	1474	1421	1369	1322	<b>资产减值损失</b>	-28.23	-53.51	-80.87	-40.87	-47.19			
长期股权投资	58	170	170	170	170	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00			
固定资产	566	559	514	470	425	投资净收益	1.77	-7.34	0.00	0.00	0.00			
无形资产	315	397	389	381	374	加: 其他收益	13.49	16.46	16.46	16.46	16.46			
其他非流动资产	87	44	0	0	0	<b>营业利润</b>	555	671	888	1181	1533			
<b>资产总计</b>	3637	4633	5672	6594	7894	营业外收入	1.54	0.25	0.90	0.57	0.73			
<b>流动负债合计</b>	1129	1025	2163	2378	2758	营业外支出	9.04	3.80	6.42	5.11	5.77			
短期借款	299	200	1129	1257	1421	<b>利润总额</b>	548	668	883	1176	1528			
应付账款	516	404	604	669	859	所得税	96	111	146	195	253			
预收款项	0	0	0	0	0	<b>净利润</b>	452	557	736	981	1275			
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	0	少数股东损益	-24	-19	0	0	0			
<b>非流动负债合计</b>	26	721	6	6	6	归属母公司净利润	476	576	736	981	1275			
长期借款	0	0	0	0	0	<b>主要财务比率</b>								
应付债券	0	696	0	0	0		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E			
<b>负债合计</b>	1155	1746	2169	2384	2765	<b>成长能力</b>								
少数股东权益	90	10	10	10	10	营业收入增长	20.13%	23.47%	29.18%	26.89%	24.77%			
实收资本(或股本)	201	201	281	281	281	营业利润增长	20.25%	20.95%	32.29%	32.98%	29.82%			
资本公积	837	834	834	834	834	归属于母公司净利润增长	21.22%	21.03%	27.79%	33.30%	29.90%			
未分配利润	1266	1697	2228	2936	3856	<b>获利能力</b>								
归属母公司股东权益合计	2392	2877	3442	4150	5068	毛利率(%)	63.55%	66.46%	67.87%	69.14%	69.74%			
<b>负债和所有者权益</b>	3637	4633	5672	6594	7894	净利率(%)	12.04%	12.02%	12.30%	12.92%	13.45%			
<b>现金流量表</b>					<b>单位:百万元</b>	<b>总资产净利润(%)</b>	13.09%	12.43%	12.98%	14.88%	16.15%			
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	<b>ROE(%)</b>	19.90%	20.03%	21.39%	23.65%	25.15%			
<b>经营活动现金流</b>	332	830	537	993	1173	<b>偿债能力</b>								
净利润	452	557	736	981	1275	资产负债率(%)	32%	38%	38%	36%	35%			
折旧摊销	55.87	-35.12	52.66	44.72	44.72	流动比率	2.07	3.08	1.97	2.20	2.38			
财务费用	-14	-7	12	37	36	速动比率	1.66	2.64	1.69	1.90	2.06			
应收账款减少	0	0	-178	2	-132	<b>营运能力</b>								
预收款项增加	0	0	0	0	0	总资产周转率	1.13	1.12	1.16	1.24	1.31			
<b>投资活动现金流</b>	15	-342	70	19	25	应收账款周转率	16	22	26	24	25			
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	8.69	10.07	11.87	11.93	12.40			
长期投资减少	0	0	0	0	0	<b>每股指标(元)</b>								
投资收益	2	-7	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	2.37	2.87	2.62	3.49	4.53			
<b>筹资活动现金流</b>	-43	490	91	-181	-228	每股净现金流(最新摊薄)	1.51	4.86	2.48	2.95	3.45			
应付债券增加	0	0	-696	0	0	每股净资产(最新摊薄)	11.89	14.31	12.23	14.75	18.01			
长期借款增加	0	0	0	0	0	<b>估值比率</b>								
普通股增加	0	0	80	0	0	P/E	69.83	57.67	63.26	47.46	36.54			
资本公积增加	2	-3	0	0	0	P/B	13.92	11.56	13.53	11.22	9.19			
<b>现金净增加额</b>	303	977	698	831	971	EV/EBITDA	35.82	28.66	46.80	34.58	26.58			

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

## 相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司普通报告	珀莱雅 (603605) : 大单品策略成效显著, 短期利润扰动不改长期向好预期	2022-07-22
公司普通报告	珀莱雅 (603605) : 推出新一期股权激励计划, 多元化激励机制持续落实	2022-07-12
公司深度报告	珀莱雅 (603605) : 正确战略指引国货美妆龙头一往无前	2022-07-07
公司普通报告	珀莱雅 (603605) : 大单品策略成效显著, 品牌矩阵持续构建	2022-04-23
行业深度报告	基础化工行业: 行业高景气有望持续, 竞争格局将进入新阶段	2022-05-19
行业普通报告	农药产业“十四五”规划出炉, 引导行业高质量发展	2022-02-23

资料来源：东兴证券研究所

## 分析师简介

### 刘田田

对外经济贸易大学金融硕士，2019年1月加入东兴证券研究所，现任大消费组组长、纺服&轻工行业首席分析师。2年买方经验，覆盖大消费行业研究，具备买方研究思维。

## 研究助理简介

### 魏宇萌

中国人民大学经济学学士，金融硕士。2020年7月加入东兴证券研究所，商贸零售与社会服务行业研究助理，主要负责化妆品、免税、电商、传统零售、珠宝等研究方向。

### 刘雪晴

中央财经大学经济学硕士。2020年8月加入东兴证券研究所，商贸零售与社会服务行业研究助理，主要负责旅游酒店、餐饮、教育人服、本地生活、医美等研究方向。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级 (A股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数):

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (A股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数):

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看高：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

## 东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层  
邮编：100033  
电话：010-66554070  
传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层  
邮编：200082  
电话：021-25102800  
传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F  
邮编：518038  
电话：0755-83239601  
传真：0755-23824526