

大单品策略爆发增长动力，线上渠道优化盈利

投资要点

- **事件:** 公司发布 2022 年半年报, 2022 年上半年实现营业收入 26.3 亿元, 同比增长 36.9%; 实现归母净利润 3 亿元, 同比增长 31.3%; 实现扣非归母净利润 2.8 亿元, 同比增长 27.5%。Q2 单季度实现营收 13.7 亿元, 同比增长 35.5%; 实现归母净利润 1.4 亿元, 同比增长 19.2%。
- **H1 线上渠道发力, 带动营收逆势高增。** 2022 年上半年, 公司增长动力主要来自线上渠道, 线上/线下分别实现营收 23.1/3.1 亿元, 同比+49.5%/-16.3%, 占比 88.3%/11.7%; 分品牌来看, 珀莱雅/彩棠分别实现营收 21.2/2.3 亿元, 同比+43.1%/+110.6%, 占比 81.4%/8.9%, 彩棠占总营收比例同比提升 3.1pp; 分品类来看, 护肤类/美容彩妆类分别实现营收 22.6/3.5 亿元, 同比+38.9%/+30%, 占比 86.5%/13.5%。
- **线上占比提高带动盈利能力提升。** 毛利率方面, 2022 年 H1 毛利率同比提升 4.4pp 至 68.1%, 主要因为线上占比提升叠加持续推进高毛利大单品策略, 同时线上自营平台占比提升 10.7pp 至 66.7%, 也有助于毛利率提升。销售费用率为 42.5%, 同比微升 0.4pp; 管理费用率为 4.8%, 同比下滑 1.2pp; 财务费用率为 -0.6%, 同比下滑了 0.5pp; 研发费用率同比提升 0.7pp 至 2.3%, 主要因为公司扩大研发人员规模, 加大了核心功效原料的自主研发。销售净利率同比提升 0.9pp 至 11.8%。
- **加大研发投入深化大单品战略, 彩棠走出第二增长曲线。** 公司 618 期间各品牌销售取得较快增长, 其中主品牌珀莱雅持续深化“大单品策略”, “双抗”及“红宝石”产品表现亮眼, GMV 天猫、抖音、京东美妆国货均排名第一; 彩棠品牌深耕彩妆领域, 增速表现亮眼, 占比持续提升, 已逐渐成为公司第二增长曲线。高研发投入叠加大单品策略, 能够有力维持营收高增速; 同时渠道持续线上化, 盈利能力也有望继续优化。
- **股权激励目标完成希望较大。** 2022 年 7 月 8 日, 公司公告了 2022 年限制性股票激励计划(草案), 拟以 78.6 元/股的价格向 101 位激励对象授予限制性股票数量 210 万股, 占公司总股本 0.75%。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%/53.8%/87.6%。本次股权激励计划凸显公司发展信心, 按 H1 业绩来看完成难度适中, 可以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, 预计 H2 将继续按激励计划走出高增表现。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司 2022-2024 年 EPS 分别为 2.72 元、3.42 元、4.20 元, 未来三年归母净利润将保持 27.1%的复合增长率。考虑到公司大单品策略见效显著, 主品牌国货龙头地位稳固, 维持“持有”评级。
- **风险提示:** 国内市场竞争加剧、新品表现不及预期、行业消费需求不及预期。

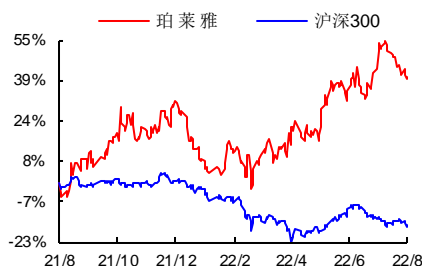
| 指标/年度 | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|---------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元) | 4633.15 | 5842.67 | 7422.44 | 9160.06 |
| 增长率 | 23.47% | 26.11% | 27.04% | 23.41% |
| 归属母公司净利润(百万元) | 576.12 | 765.25 | 962.80 | 1183.31 |
| 增长率 | 21.03% | 32.83% | 25.81% | 22.90% |
| 每股收益 EPS(元) | 2.05 | 2.72 | 3.42 | 4.20 |
| 净资产收益率 ROE | 19.30% | 21.37% | 21.96% | 22.04% |
| PE | 80 | 60 | 48 | 39 |
| PB | 15.92 | 13.18 | 10.69 | 8.68 |

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 龚梦涵
执业证号: S1250518090001
电话: 023-63786049
邮箱: gmh@swsc.com.cn
联系人: 谭陈渝
电话: 17782333081
邮箱: tchy@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

| | |
|--------------|---------------|
| 总股本(亿股) | 2.81 |
| 流通 A 股(亿股) | 2.81 |
| 52 周内股价区间(元) | 150.33-214.24 |
| 总市值(亿元) | 458.15 |
| 总资产(亿元) | 48.46 |
| 每股净资产(元) | 14.64 |

相关研究

1. 珀莱雅 (603605): 营收利润稳定增长, 坚定大单品+多品牌策略 (2022-04-22)

附表：财务预测与估值

| 利润表 (百万元) | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E | 现金流量表 (百万元) | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 营业收入 | 4633.15 | 5842.67 | 7422.44 | 9160.06 | 净利润 | 557.05 | 739.93 | 930.93 | 1144.15 |
| 营业成本 | 1554.16 | 1921.09 | 2374.60 | 2888.09 | 折旧与摊销 | 95.95 | 88.81 | 88.81 | 88.81 |
| 营业税金及附加 | 40.68 | 51.43 | 65.25 | 80.54 | 财务费用 | -7.48 | 13.69 | 17.39 | 21.46 |
| 销售费用 | 1991.53 | 2541.56 | 3302.98 | 4122.03 | 资产减值损失 | -53.51 | -14.00 | -14.00 | -14.00 |
| 管理费用 | 236.99 | 438.20 | 556.68 | 687.00 | 经营营运资本变动 | 171.54 | -147.24 | -27.01 | -36.12 |
| 财务费用 | -7.48 | 13.69 | 17.39 | 21.46 | 其他 | 66.12 | 11.44 | -11.87 | 24.86 |
| 资产减值损失 | -53.51 | -14.00 | -14.00 | -14.00 | 经营活动现金流净额 | 829.67 | 692.63 | 984.26 | 1229.16 |
| 投资收益 | -7.34 | 1.50 | 1.50 | 1.50 | 资本支出 | -24.75 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 公允价值变动损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 其他 | -317.07 | 1.50 | 1.50 | 1.50 |
| 其他经营损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 投资活动现金流净额 | -341.82 | 1.50 | 1.50 | 1.50 |
| 营业利润 | 671.35 | 892.20 | 1121.03 | 1376.44 | 短期借款 | -99.03 | -200.25 | 0.00 | 0.00 |
| 其他非经营损益 | -3.55 | -5.17 | -5.02 | -4.82 | 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 利润总额 | 667.80 | 887.03 | 1116.01 | 1371.62 | 股权融资 | -2.87 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 所得税 | 110.75 | 147.10 | 185.08 | 227.47 | 支付股利 | -144.80 | -115.22 | -153.05 | -192.56 |
| 净利润 | 557.05 | 739.93 | 930.93 | 1144.15 | 其他 | 736.32 | -63.39 | -17.39 | -21.46 |
| 少数股东损益 | -19.07 | -25.32 | -31.86 | -39.16 | 筹资活动现金流净额 | 489.62 | -378.87 | -170.44 | -214.02 |
| 归属母公司股东净利润 | 576.12 | 765.25 | 962.80 | 1183.31 | 现金流量净额 | 976.48 | 315.26 | 815.32 | 1016.65 |
| | | | | | | | | | |
| 资产负债表 (百万元) | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E | 财务分析指标 | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
| 货币资金 | 2391.05 | 2706.31 | 3521.63 | 4538.28 | 成长能力 | | | | |
| 应收和预付款项 | 263.08 | 455.69 | 554.89 | 665.75 | 销售收入增长率 | 23.47% | 26.11% | 27.04% | 23.41% |
| 存货 | 447.94 | 561.24 | 724.32 | 869.02 | 营业利润增长率 | 20.95% | 32.90% | 25.65% | 22.78% |
| 其他流动资产 | 56.78 | 67.51 | 85.76 | 105.84 | 净利润增长率 | 23.35% | 32.83% | 25.81% | 22.90% |
| 长期股权投资 | 169.96 | 169.96 | 169.96 | 169.96 | EBITDA 增长率 | 20.75% | 30.91% | 23.38% | 21.14% |
| 投资性房地产 | 70.32 | 70.32 | 70.32 | 70.32 | 获利能力 | | | | |
| 固定资产和在建工程 | 667.66 | 630.27 | 592.87 | 555.48 | 毛利率 | 66.46% | 67.12% | 68.01% | 68.47% |
| 无形资产和开发支出 | 397.15 | 348.70 | 300.26 | 251.82 | 三费率 | 47.94% | 51.23% | 52.23% | 52.73% |
| 其他非流动资产 | 169.12 | 166.15 | 163.17 | 160.20 | 净利率 | 12.02% | 12.66% | 12.54% | 12.49% |
| 资产总计 | 4633.05 | 5176.14 | 6183.18 | 7386.65 | ROE | 19.30% | 21.37% | 21.96% | 22.04% |
| 短期借款 | 200.25 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | ROA | 12.02% | 14.29% | 15.06% | 15.49% |
| 应付和预收款项 | 661.90 | 904.47 | 1112.71 | 1340.91 | ROIC | 37.80% | 48.22% | 55.20% | 63.44% |
| 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | EBITDA/销售收入 | 16.40% | 17.02% | 16.53% | 16.23% |
| 其他负债 | 884.06 | 809.83 | 830.75 | 854.43 | 营运能力 | | | | |
| 负债合计 | 1746.21 | 1714.31 | 1943.46 | 2195.34 | 总资产周转率 | 1.12 | 1.19 | 1.31 | 1.35 |
| 股本 | 201.01 | 281.42 | 281.42 | 281.42 | 固定资产周转率 | 8.24 | 10.81 | 14.76 | 19.68 |
| 资本公积 | 834.27 | 753.87 | 753.87 | 753.87 | 应收账款周转率 | 21.88 | 26.82 | 22.71 | 23.56 |
| 留存收益 | 1797.61 | 2447.64 | 3257.39 | 4248.14 | 存货周转率 | 3.21 | 3.61 | 3.61 | 3.59 |
| 归属母公司股东权益 | 2876.98 | 3477.30 | 4287.04 | 5277.79 | 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 110.73% | — | — | — |
| 少数股东权益 | 9.86 | -15.46 | -47.32 | -86.48 | 资本结构 | | | | |
| 股东权益合计 | 2886.84 | 3461.84 | 4239.72 | 5191.31 | 资产负债率 | 37.69% | 33.12% | 31.43% | 29.72% |
| 负债和股东权益合计 | 4633.05 | 5176.14 | 6183.18 | 7386.65 | 带息债务/总负债 | 51.30% | 40.58% | 35.79% | 31.68% |
| | | | | | 流动比率 | 3.08 | 3.82 | 4.00 | 4.19 |
| | | | | | 速动比率 | 2.64 | 3.25 | 3.41 | 3.60 |
| | | | | | 股利支付率 | 25.13% | 15.06% | 15.90% | 16.27% |
| | | | | | 每股指标 | | | | |
| | | | | | 每股收益 | 2.05 | 2.72 | 3.42 | 4.20 |
| | | | | | 每股净资产 | 10.22 | 12.36 | 15.23 | 18.75 |
| | | | | | 每股经营现金 | 2.95 | 2.46 | 3.50 | 4.37 |
| | | | | | 每股股利 | 0.51 | 0.41 | 0.54 | 0.68 |
| 业绩和估值指标 | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E | | | | | |
| EBITDA | 759.82 | 994.70 | 1227.23 | 1486.71 | | | | | |
| PE | 79.52 | 59.87 | 47.58 | 38.72 | | | | | |
| PB | 15.92 | 13.18 | 10.69 | 8.68 | | | | | |
| PS | 9.89 | 7.84 | 6.17 | 5.00 | | | | | |
| EV/EBITDA | 40.64 | 43.69 | 34.74 | 28.00 | | | | | |
| 股息率 | 0.32% | 0.25% | 0.33% | 0.42% | | | | | |

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

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并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

| | |
|------|--|
| 公司评级 | 买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上 |
| | 持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间 |
| | 中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间 |
| | 回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间 |
| | 卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下 |
| 行业评级 | 强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上 |
| | 跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间 |
| | 弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下 |

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路166号中国保险大厦20楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街35号国际企业大厦A座8楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道6023号创建大厦4楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路32号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

| 区域 | 姓名 | 职务 | 座机 | 手机 | 邮箱 |
|----|-----|--------------|--------------|-------------|----------------------|
| 上海 | 蒋诗烽 | 总经理助理/销售总监 | 021-68415309 | 18621310081 | jsf@swsc.com.cn |
| | 崔露文 | 高级销售经理 | 15642960315 | 15642960315 | clw@swsc.com.cn |
| | 王昕宇 | 高级销售经理 | 17751018376 | 17751018376 | wangxy@swsc.com.cn |
| | 高宇乐 | 销售经理 | 13263312271 | 13263312271 | gylyf@swsc.com.cn |
| | 薛世宇 | 销售经理 | 18502146429 | 18502146429 | xsy@swsc.com.cn |
| | 岑宇婷 | 销售经理 | 18616243268 | 18616243268 | cyrif@swsc.com.cn |
| | 张玉梅 | 销售经理 | 18957157330 | 18957157330 | zymyf@swsc.com.cn |
| 北京 | 李杨 | 销售总监 | 18601139362 | 18601139362 | yfly@swsc.com.cn |
| | 张岚 | 销售副总监 | 18601241803 | 18601241803 | zhanglan@swsc.com.cn |
| | 杜小双 | 高级销售经理 | 18810922935 | 18810922935 | dxsyf@swsc.com.cn |
| | 来趣儿 | 销售经理 | 15609289380 | 15609289380 | lqe@swsc.com.cn |
| | 王宇飞 | 销售经理 | 18500981866 | 18500981866 | wangyuf@swsc.com |
| 广深 | 郑龔 | 广州销售负责人/销售经理 | 18825189744 | 18825189744 | zhengyan@swsc.com.cn |
| | 杨新意 | 销售经理 | 17628609919 | 17628609919 | xy@swsc.com.cn |
| | 张文锋 | 销售经理 | 13642639789 | 13642639789 | zwf@swsc.com.cn |
| | 陈韵然 | 销售经理 | 18208801355 | 18208801355 | cyrif@swsc.com.cn |
| | 龚之涵 | 销售经理 | 15808001926 | 15808001926 | gongzh@swsc.com.cn |
| | 陈慧玲 | 销售经理 | 18500709330 | 18500709330 | chl@swsc.com.cn |