

珀莱雅 (603605.SH)

业绩增速接近指引上限，品牌势能持续释放

核心观点：

- 事件：**公司 2022 年前三季度实现营业收入 39.6 亿元，同比+31.5%，归母净利润 5.0 亿元，同比+36.0%，扣非归母净利润 4.8 亿元，同比+33.8%。其中 Q3 单季实现收入 13.4 亿元，同比+22.1%，归母净利润 2.0 亿元，同比+43.6%，扣非归母净利润 1.96 亿元，同比+44.1%，Q3 单季归母净利率提升 2.22pp 至 14.85%，主要是线上直营占比和精华品类占比提升推动毛利率提升，以及彩棠、悦芙媞等子品牌盈利。
- 毛利率提升，期间费用率提升。**(1) 前三季度毛利率同比+4.84pp 至 69.43%，其中 Q3 单季毛利率同比+5.89pp 至 71.99%，主要在于线上直营占比提升和精华占比提升；(2) 前三季度期间费用率同比+1.44pp 至 50.47%，其中销售费用率同比+1.03pp 至 42.93%，管理费用率同比+0.46pp 至 5.95%，研发费用率同比+0.67pp 至 2.41%，财务费用率同比-0.71pp 至 0.81%；22Q3 单季度销售费用率同比+2.15pp 至 43.71%，主要是双 11 投放部分提前，管理费用率同比+3.62pp 至 8.13%，主要是股权激励费用，研发费用率同比+0.64pp 至 2.57%。
- 线上延续高增长，珀莱雅、彩棠均取得较好表现。**(1) 分品牌看，前三季度主品牌珀莱雅营收超过 31.7 亿元，同比增长 30%+，占比 80%+，彩棠营收超过 3.4 亿元，同比增长 110%+，盈利良好；(2) 分渠道看，前三季度线上营收 34.8 亿元，同比+41.5%，线下营收 4.7 亿元，同比-14.3%，线上线下分别占比 88%和 12%；我们估算公司 Q3 单季度线上营收约 11.7 亿元，同比+28%，线下营收约 1.6 亿元，同比-10%。
- 盈利预测和投资建议：**公司各项能力优秀，预计公司 22-24 年归母净利润分别为 7.7、9.6、11.9 亿元，维持公司合理价值 202.18 元/股的观点不变，对应 23 年 PE 为 60 倍，维持“买入”评级。
- 风险提示：**行业景气度下降；电商增速放缓；新品孵化不及预期。

盈利预测：

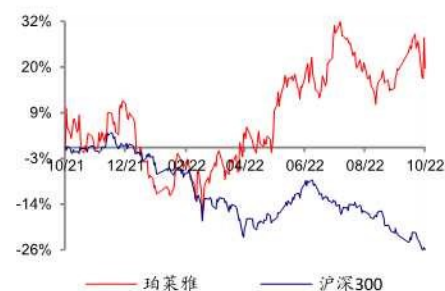
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	3,752	4,633	6,055	7,591	9,410
增长率(%)	20.1	23.5	30.7	25.4	24.0
EBITDA(百万元)	666	829	1,146	1,387	1,763
归母净利润(百万元)	476	576	765	957	1,189
增长率(%)	21.2	21.0	32.7	25.1	24.3
EPS (元/股)	2.37	2.87	2.70	3.37	4.19
市盈率 (P/E)	75.21	72.68	60.65	48.46	38.99
ROE (%)	19.9	20.0	21.5	21.2	20.9
EV/EBITDA	52.06	48.70	39.12	32.15	24.96

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

当前价格	163.54 元
合理价值	202.18 元
前次评级	买入
报告日期	2022-10-28

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：

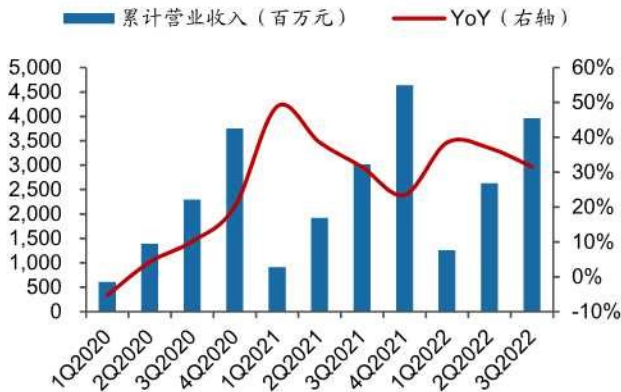
珀莱雅 (603605.SH) : 利润增速亮眼，增长势能持续 2022-10-17

珀莱雅 (603605.SH) : 线上直营高速增长，多品牌矩阵建设顺利推进 2022-08-26

珀莱雅 (603605.SH) : 温故而知新，多维实力共筑品牌价值 2022-07-14

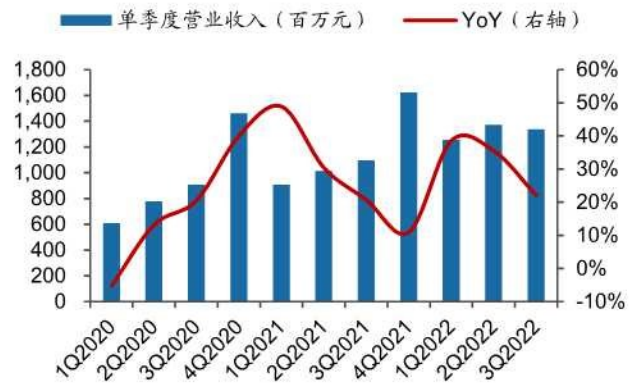
联系人：王薇 021-38003648
gzwangw@gf.com.cn

图 1：公司累计营收及增速情况



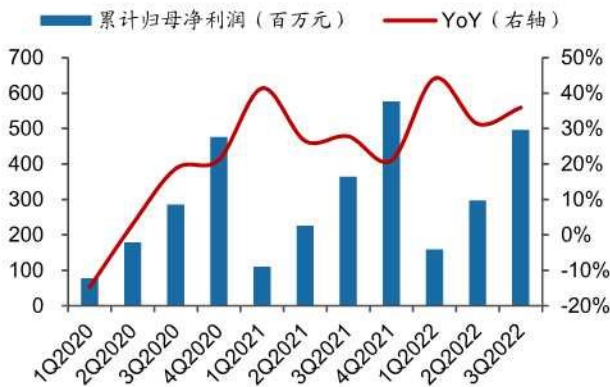
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 2：公司单季度营业收入及增速情况



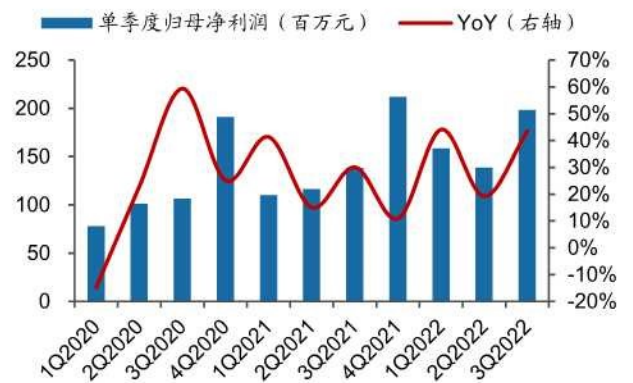
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 3：公司累计归母净利润及增速情况



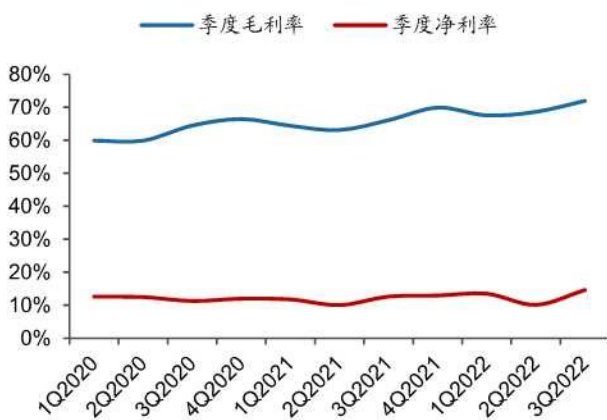
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 4：公司单季度归母净利润及增速情况



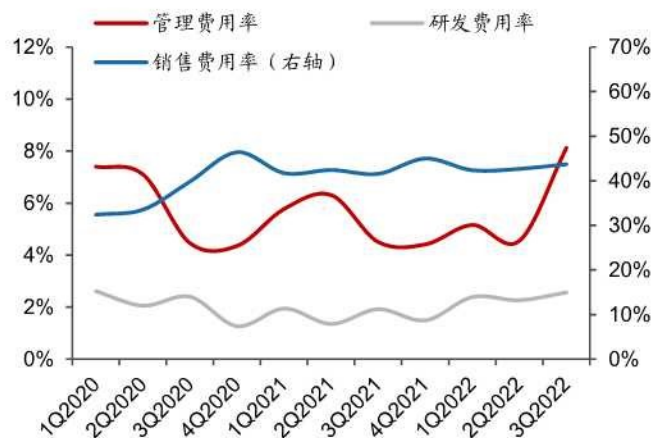
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 5：公司季度毛利率净利率情况



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 6：公司季度期间费用率情况



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

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	3,533	4,048	4,914	经营活动现金流	332	830	979	1,080	1,483
货币资金	1,417	2,391	2,585	2,776	3,360	净利润	452	557	780	976	1,213
应收及预付	368	197	253	415	518	折旧摊销	88	96	93	103	165
存货	469	448	565	701	857	营运资金变动	-266	75	-79	-175	-93
其他流动资产	90	123	131	156	179	其它	58	101	185	176	197
非流动资产	1,294	1,474	2,151	2,841	3,458	投资活动现金流	15	-342	-784	-815	-825
长期股权投资	58	170	170	170	170	资本支出	-184	-194	-272	-300	-292
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	-33
无形资产	315	397	407	417	427	筹资活动现金流	-43	490	-2	-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	5,684	6,889	8,372	股权融资	2	1	83	0	0
流动负债	1,129	1,025	1,286	1,515	1,784	其他	-345	-458	-224	-54	-53
短期借款	299	200	240	220	200	现金净增加额	303	976	194	191	584
应付及预收	580	483	670	815	992	期初现金余额	1,099	1,402	2,391	2,585	2,776
其他流动负债	250	341	376	480	592	期末现金余额	1,402	2,378	2,585	2,776	3,360
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	2,108	2,336	2,605						
股本	201	201	284	284	284						
资本公积	837	834	834	834	834						
留存收益	1,366	1,798	2,389	3,346	4,535						
归属母公司股东权益	2,392	2,877	3,551	4,508	5,697						
少数股东权益	90	10	25	45	69						
负债和股东权益	3,637	4,633	5,684	6,889	8,372						

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	6,055	7,591	9,410
营业成本	1,368	1,554	1,853	2,294	2,833
营业税金及附加	33	41	54	83	104
销售费用	1,497	1,992	2,598	3,260	4,046
管理费用	204	237	351	478	583
研发费用	72	77	145	190	245
财务费用	-14	-7	4	3	-6
资产减值损失	-28	-54	-120	-100	-100
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	2	-7	-12	-15	-33
营业利润	555	671	952	1,196	1,486
营业外收支	-7	-4	-1	-5	-6
利润总额	548	668	951	1,191	1,480
所得税	96	111	171	214	266
净利润	452	557	780	976	1,213
少数股东损益	-24	-19	16	20	24
归属母公司净利润	476	576	765	957	1,189
EBITDA	666	829	1,146	1,387	1,763
EPS (元)	2.37	2.87	2.70	3.37	4.19

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%	30.7%	25.4%	24.0%
营业利润增长	20.2%	20.9%	41.9%	25.5%	24.3%
归母净利润增长	21.2%	21.0%	32.7%	25.1%	24.3%
获利能力					
毛利率	63.6%	66.5%	69.4%	69.8%	69.9%
净利率	12.0%	12.0%	12.9%	12.9%	12.9%
ROE	19.9%	20.0%	21.5%	21.2%	20.9%
ROIC	17.2%	16.2%	18.7%	18.9%	19.4%
偿债能力					
资产负债率	31.8%	37.7%	37.1%	33.9%	31.1%
净负债比率	46.5%	60.5%	58.9%	51.3%	45.2%
流动比率	2.07	3.08	2.75	2.67	2.75
速动比率	1.59	2.59	2.24	2.14	2.20
营运能力					
总资产周转率	1.03	1.00	1.07	1.10	1.12
应收账款周转率	13.17	33.42	36.50	24.55	24.09
存货周转率	8.01	10.34	10.72	10.83	10.98
每股指标 (元)					
每股收益	2.37	2.87	2.70	3.37	4.19
每股经营现金流	1.65	4.13	3.45	3.81	5.23
每股净资产	11.89	14.31	12.53	15.90	20.09
估值比率					
P/E	75.21	72.68	60.65	48.46	38.99
P/B	14.97	14.55	13.06	10.29	8.14
EV/EBITDA	52.06	48.70	39.12	32.15	24.96

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。