



珀莱雅 (603605.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

Q2 归母净利润同增 82%+、超预期，强者恒强

业绩简评

- 公司 7 月 12 日公告 1H23 归母净利润 4.6-4.9 亿元、同增 55%-65%，扣非归母净利润 4.35-4.65 亿元、同增 55%-66%，以此推算 2Q23 归母净利润 2.52-2.82 亿、同增 82%-104%，扣非归母净利润 2.37-2.67 亿，同增 77%-99%。业绩表现超预期主要系“618”电商增长靓丽，珀莱雅/彩棠增速及排名均亮眼、大单品全面开花+悦芙媞/OR 势能加速向上；去年受羽感防晒影响有低基数、预计利润增速高于收入增速；若 2Q22 加回羽感防晒退货及计提减值影响 5500 万元、2Q23 归母净利润同增 30.2%-45.7%。

经营分析

- 大单品引领主品牌珀莱雅优质增长。根据第三方爬虫平台，Q2 主品牌珀莱雅猫旗+抖音（取中值、下同）GMV 同增 57%，其中猫旗 GMV 同增 54%（销量同增 33%、ASP 同增 16%至 292 元）、抖音 GMV 同增 64%。产品结构来看，5-6M23 猫旗双抗/红宝石/源力系列 GMV 占比 29%+/39%+/9%+，同比+45%以上/+90%以上/+55%以上。
- 彩棠第二增长曲线雏形已现，OR/悦芙媞崭露头角。1) 彩棠：根据战报，“618”天猫彩妆国货第二、同增 50%+，抖音彩妆第 4、同增 70%+，三色修容盘/双拼高光天猫高光类目第一/第二，三色遮瑕盘天猫遮瑕类目第一，大师妆前乳天猫隔离/妆前类目第二，新品三色腮红天猫腮红类目第二；23 年聚焦强化底妆优势（上新气垫等）、发力色彩类产品，看好成长性。2) OR：“618”天猫双店总销售额同增 300%+，抖音头发护理类目 TOP 16、GMV 同增 60%+，持续加强专业头皮健康护理心智。3) 悦芙媞：“618”天猫/抖音旗舰店 GMV 同增 30%+/130%+，继续优化产品功效，舒敏线+控油线打造油敏修护 cp 组合。

盈利预测、估值与评级

- 持续引领行业变革的本土美妆集团，成长性&业绩兑现能力强，当前估值处于历史低位。预计 23-25 年归母净利润 10.32/12.88/16.15 亿元，同比+26%/+25%/+25%，对应 23-25 年 PE 分别为 41/32/26 倍，维持“买入”评级。

风险提示

- 新品孵化/渠道拓展/营销投放不及预期。

商贸零售组

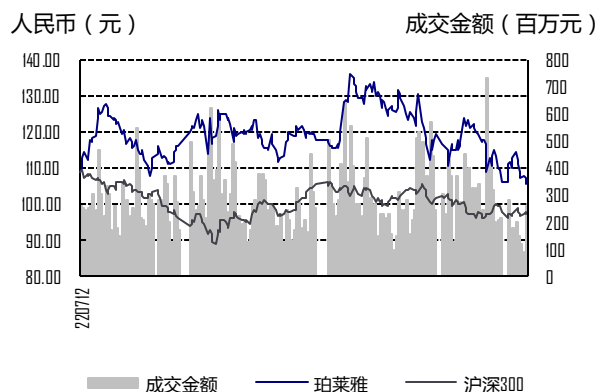
分析师：罗晓婷（执业 S1130520120001）

luoxiaoting@gjzq.com.cn

市价（人民币）：105.35 元

相关报告：

- 1.《珀莱雅点评：4 月淡季天猫/抖音延续靓丽增长，看好“618”大促爆发能力》，2023.5.22
- 2.《珀莱雅公司点评：1Q23 业绩延续亮眼表现，主品牌势能持续向上...》，2023.4.20
- 3.《珀莱雅 22 年业绩快报点评：4Q22 营收/归母净利润同比+50...》，2023.4.12



公司基本情况（人民币）

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	4,633	6,385	8,127	10,078	12,304
营业收入增长率	23.47%	37.82%	27.28%	24.00%	22.09%
归母净利润(百万元)	576	817	1,032	1,288	1,615
归母净利润增长率	21.03%	41.88%	26.25%	24.82%	25.36%
摊薄每股收益(元)	2.866	2.883	2.600	3.245	4.068
每股经营性现金流净额	4.13	3.92	2.73	3.91	4.67
ROE(归属母公司)(摊薄)	20.03%	23.19%	24.23%	25.60%	26.91%
P/E	72.68	58.09	40.52	32.46	25.90
P/B	14.55	13.47	9.82	8.31	6.97

来源：公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	3,752	4,633	6,385	8,127	10,078	12,304
增长率		23.5%	37.8%	27.3%	24.0%	22.1%
主营业务成本	-1,368	-1,554	-1,935	-2,556	-3,157	-3,844
%销售收入	36.4%	33.5%	30.3%	31.5%	31.3%	31.2%
毛利	2,385	3,079	4,451	5,571	6,921	8,460
%销售收入	63.6%	66.5%	69.7%	68.5%	68.7%	68.8%
营业税金及附加	-33	-41	-56	-73	-111	-135
%销售收入	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	1.1%	1.1%
销售费用	-1,497	-1,992	-2,786	-3,535	-4,384	-5,334
%销售收入	39.9%	43.0%	43.6%	43.5%	43.5%	43.4%
管理费用	-204	-237	-327	-406	-544	-640
%销售收入	5.4%	5.1%	5.1%	5.0%	5.4%	5.2%
研发费用	-72	-77	-128	-179	-242	-320
%销售收入	1.9%	1.7%	2.0%	2.2%	2.4%	2.6%
息税前利润 (EBIT)	578	733	1,153	1,377	1,640	2,031
%销售收入	15.4%	15.8%	18.1%	16.9%	16.3%	16.5%
财务费用	14	7	41	24	34	46
%销售收入	-0.4%	-0.2%	-0.6%	-0.3%	-0.3%	-0.4%
资产减值损失	-52	-78	-170	-114	-22	-29
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	2	-7	-6	-7	-2	-1
%税前利润	0.3%	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
营业利润	555	671	1,058	1,280	1,650	2,047
营业利润率	14.8%	14.5%	16.6%	15.8%	16.4%	16.6%
营业外收支	-7	-4	-3	0	0	0
税前利润	548	668	1,054	1,280	1,650	2,047
利润率	14.6%	14.4%	16.5%	15.8%	16.4%	16.6%
所得税	-96	-111	-223	-243	-346	-409
所得税率	17.5%	16.6%	21.1%	19.0%	21.0%	20.0%
净利润	452	557	831	1,037	1,303	1,638
少数股东损益	-24	-19	14	5	15	23
归属于母公司的净利润	476	576	817	1,032	1,288	1,615
净利率	12.7%	12.4%	12.8%	12.7%	12.8%	13.1%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	452	557	831	1,037	1,303	1,638
少数股东损益	-24	-19	14	5	15	23
非现金支出	140	174	259	186	100	113
非经营收益	6	23	2	84	57	64
营运资金变动	-266	75	19	-222	93	38
经营活动现金净流	332	830	1,111	1,085	1,553	1,853
资本开支	-184	-194	-167	-169	-175	-175
投资	131	-70	-131	0	0	0
其他	67	-78	0	-7	-2	-1
投资活动现金净流	15	-342	-298	-176	-177	-176
股权募资	2	1	166	116	0	0
债权募资	85	648	0	83	177	74
其他	-130	-159	-231	-461	-570	-709
筹资活动现金净流	-43	490	-65	-262	-393	-636
现金净流量	303	976	747	647	983	1,041

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,417	2,391	3,161	3,807	4,789	5,830
应收款项	339	208	176	278	345	421
存货	469	448	669	647	772	935
其他流动资产	118	112	141	165	192	223
流动资产	2,342	3,159	4,147	4,898	6,098	7,409
%总资产	64.4%	68.2%	71.8%	74.7%	77.7%	80.1%
长期投资	151	297	354	328	328	328
固定资产	613	668	778	842	902	958
%总资产	16.9%	14.4%	13.5%	12.9%	11.5%	10.4%
无形资产	396	427	439	479	516	552
非流动资产	1,294	1,474	1,631	1,655	1,752	1,843
%总资产	35.6%	31.8%	28.2%	25.3%	22.3%	19.9%
资产总计	3,637	4,633	5,778	6,552	7,850	9,252
短期借款	299	200	203	253	431	505
应付款项	656	545	761	818	1,011	1,231
其他流动负债	174	279	464	422	557	670
流动负债	1,129	1,025	1,428	1,493	2,000	2,406
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	26	721	813	782	785	789
负债	1,155	1,746	2,241	2,275	2,785	3,195
普通股股东权益	2,392	2,877	3,524	4,259	5,032	6,001
其中：股本	201	201	284	397	397	397
未分配利润	1,266	1,697	2,300	2,920	3,692	4,661
少数股东权益	90	10	13	18	33	56
负债股东权益合计	3,637	4,633	5,778	6,552	7,850	9,252

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	2.367	2.866	2.883	2.600	3.245	4.068
每股净资产	11.891	14.313	12.431	10.731	12.678	15.119
每股经营现金净流	1.649	4.128	3.919	2.734	3.912	4.668
每股股利	0.720	0.860	0.870	1.040	1.298	1.627
回报率						
净资产收益率	19.90%	20.03%	23.19%	24.23%	25.60%	26.91%
总资产收益率	13.09%	12.43%	14.15%	15.75%	16.41%	17.45%
投入资本收益率	17.11%	16.13%	20.28%	21.23%	20.83%	22.30%
增长率						
主营业务收入增长率	20.13%	23.47%	37.82%	27.28%	24.00%	22.09%
EBIT 增长率	21.19%	26.78%	57.26%	19.43%	19.08%	23.86%
净利润增长率	21.22%	21.03%	41.88%	26.25%	24.82%	25.36%
总资产增长率	22.07%	27.39%	24.71%	13.40%	19.81%	17.86%
资产管理能力						
应收账款周转天数	23.5	16.7	6.9	8.0	8.0	8.0
存货周转天数	104.4	107.6	105.4	105.0	102.0	102.0
应付账款周转天数	115.2	108.0	83.0	85.0	85.0	85.0
固定资产周转天数	55.0	44.0	32.6	25.6	20.5	16.5
偿债能力						
净负债/股东权益	-45.02%	-51.79%	-63.15%	-66.15%	-71.74%	-75.96%
EBIT 利息保障倍数	-42.5	-98.0	-28.1	-56.5	-48.6	-43.7
资产负债率	31.76%	37.69%	38.78%	34.72%	35.48%	34.53%

来源：公司年报、国金证券研究所



市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
----	-----	-----	-----	-----	-----

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-07-22	买入	165.04	N/A
2	2022-08-26	买入	162.80	N/A
3	2022-10-18	买入	175.37	N/A
4	2022-10-28	买入	163.54	N/A
5	2023-02-27	买入	182.00	209.19
6	2023-04-12	买入	174.00	N/A
7	2023-04-20	买入	169.90	N/A
8	2023-05-22	买入	165.00	N/A

来源：国金证券研究所

投资评级的说明：

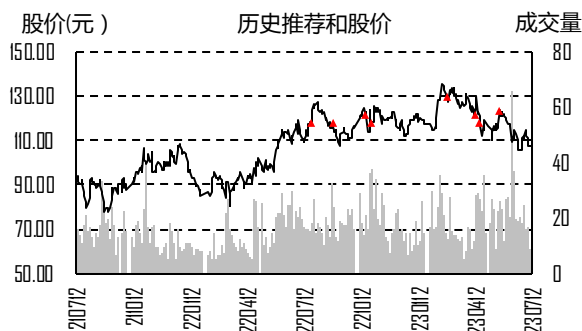
买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持





特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心
紫竹国际大厦 7 楼		18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究