

买入

珀莱雅 (603605.SH)

2023 年 1-2 月净利增长 33%，国货美妆龙头持续进化

◆ 公司研究 · 公司快评

◆ 美容护理 · 化妆品

◆ 投资评级：买入（维持评级）

证券分析师：张峻豪 021-60933168
 联系人：孙乔容若

zhangjh@guosen.com.cn
 sunqiaorongruo@guosen.com.cn

执证编码：S0980517070001

事项：

公司公告 2023 年 1 至 2 月主要经营数据情况，经初步核算，2023 年 1 至 2 月，公司实现营业总收入 7.9 亿元左右，同比增长 25%左右；实现归属于上市公司股东的净利润 0.8 亿元左右，同比增长 33%左右。同时，今年三八节活动期间，主品牌珀莱雅成交金额（GMV）天猫美妆排名第一。

国信零售观点：

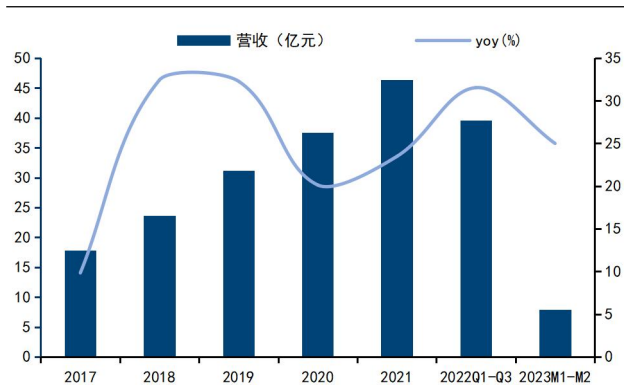
去年以来，在行业整体持续承压的背景下，公司仍逆势实现高增长：一方面公司继续践行大单品策略，依托不断提升的研发实力，以持续的品类迭代和新品推广，实现品牌量价齐升；另一方面通过全渠道多元化的平台投放和精细运营，深度触达消费者心智，巩固和提升品牌力。此外，公司积极内生外延，构建了完善的多品牌矩阵，并将成功的品牌运营方法论在新品牌中复制，从而为未来长期持续成长打下坚实基础。考虑公司大促期间的优异表现，以及新品牌孵化成熟下利润率的有效提升，我们上调公司 2022-2024 年归母净利润预测为 7.83/9.82/11.92 亿元（原值为 7.32/9.01/10.94 亿元），对应 PE 分别为 66/52/43x，维持“买入”评级。

评论：

◆ 公司业绩实现持续稳健高增长

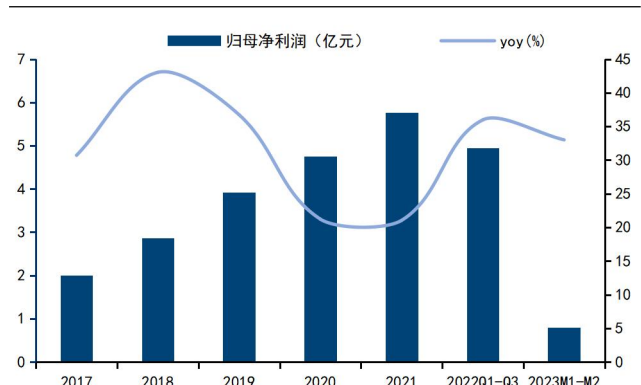
2023 年 1 至 2 月期间，珀莱雅整体销售势头向好，业绩增长稳健。经初步核算，2023 年 1 至 2 月，公司实现营业总收入 7.9 亿元左右，同比增长 25%左右；实现归属于上市公司股东的净利润 0.8 亿元左右，同比增长 33%左右。2022 年以来，受到疫情等多方面因素影响，美妆行业整体震荡下行，但公司仍然以优秀的产品力以及灵活的全渠道策略实现了稳健增长，并不断夯实国货龙头地位。

图1：公司营业收入及增速



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司归母净利润及增速



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

◆ “三八”大促发力品宣，不断夯实国货龙头地位

“三八”大促表现优异，主品牌珀莱雅天猫 GMV 荣登美妆榜首。今年“三八”大促期间公司继续加码在天猫和抖音渠道的活动力度，与超头李佳琦加强进行合作，直播间折扣力度与双 11 几近持平。优秀的产品力加上全渠道的推广运营助力珀莱雅在天猫平台上的 GMV 力压欧莱雅、雅诗兰黛等国际一线大牌荣登美妆排名第一。根据聚美丽数据，珀莱雅在 38 大促七天时间实现销售额 2.74 亿，同比高增 56%；同时根据用户说数据显示，珀莱雅在 2 月淘宝护肤品牌榜中位列第五，成为前十唯一国货品牌。此外公司彩妆品牌彩棠同样表现优异，妆前乳在超头直播间实现销售量 4w+，预计 GMV 达到 630 万元。

再次致敬“她力量”，营销持续破圈。珀莱雅第三年延续“性别不是边界线 偏见才是”主题，通过发布主题 TVC、性别教育绘本、联合千千律师事务所进行公益法律帮助、独家冠名杨澜女性主题访谈综艺、线下 7 城 10 店布局快闪店等多种形式，以内容为基础打出营销组合，不断强化消费者的品牌心智。

图3：珀莱雅 2 月淘宝护肤品牌榜中位列第五



图4：珀莱雅主题 TVC《女帅男兵》



资料来源：用户说，国信证券经济研究所整理

资料来源：珀莱雅官方微博，国信证券经济研究所整理

◆ 新品迭出保证产品竞争力，推动品牌实现持续量价齐升

主品牌珀莱雅不断进行产品迭代和新品推出。公司去年 12 月和今年 2 月分别对红宝石面膜和红宝石水乳进行了升级，实现了 2.0 版本的进阶。根据炼丹炉数据，截至 3 月 11 日两款产品分别实现销售 300 万元、755 万元；同时推出了重磅新品：启时滋养精华油和云朵防晒。根据炼丹炉数据，自上架以来精华油和云朵防晒分别实现销售额 105 万元、277 万元，其中云朵防晒在 38 大促期间实现 GMV179 万元。

表1：珀莱雅新品情况介绍

品牌	新品	推出日期	功效	核心成分	价格/元
珀莱雅	红宝石活肤水 2.0	2023.2	充盈补水、紧致提升、减淡纹路	6 重胜肽、甘油葡糖苷、全谱透明质酸、聚谷氨酸钠	240/120g
	红宝石活肤乳 2.0	2023.2	实力淡纹、盈润紧致、饱满弹润	6 重胜肽、水解胶原蛋白、麦角硫因、泛醇、九肽-1	279/120ml
	云朵防晒	2023.2	纯物理防晒、高倍防晒、双重舒缓成分温和养护	微囊包裹技术、矢车菊花提取物+生物糖胶-1、SOD+依克多因、Euk-134	209/50ml
	红宝石面膜 2.0	2023.1	一片细腻·饱满·提亮	膜布升级、6 重胜肽添加、2 步感受密集滋养	179/5 片
	启时滋养精华油	2022.12	一滴抹去肌肤干、老痕迹	发酵榛果油、楔基海带*替普瑞酮、千日菊*乳香树脂	449/20ml
	红宝石眼膜	2022.12	淡眼纹、紧眼廓、亮眼周	六胜肽+A 醇、专利眼袋救星肽 eyeliss、眼周焕亮加速器 pinoxide	318/5 片
	柔润淡纹唇膜	2022.12	深润保湿、软化角质、淡化唇纹	乳木果油、白地花籽油、角鲨烷、泛醇、玻尿酸填充微球、三重胜肽	149/6g
彩棠	争青流玉综合眉部盘	2023.3	生动着色 轻盈立体	/	189
	争青流玉哑雾口红	2023.1	高遮盖力 低负重感 哑雾不干	/	159
	争青流玉三色腮红盘	2023.1	和谐色彩明暗叠加	/	189

数据来源：珀莱雅天猫官方旗舰店、彩棠天猫官方旗舰店、国信证券经济研究所整理

彩棠争青系列上市，新品持续定位中国妆。3月2日下午彩棠在杭州举办争青系列新品发布会，此次新品系列仍聚焦亚洲女性面部特色，从古代妆容汲取灵感，持续践行中国妆特色。“争青”系列目前包含3个单品：争青流玉三色胭脂盘、争青流玉综合眉部盘、争青流玉哑雾口红，共14个sku，着重突出面部色彩表现，与前粉底妆产品相结合，实现妆容一体化打造。

◆ 投资建议：

去年以来，在行业整体持续承压的背景下，公司仍逆势实现高增长：一方面公司继续践行大单品策略，依托不断提升的研发实力，以持续的品类迭代和新品推广，实现品牌量价齐升；另一方面通过全渠道多元化的平台投放和精细运营，深度触达消费者心智，巩固和提升品牌力。此外，公司积极内生外延，构建了完善的多品牌矩阵，并将成功的品牌运营方法论在新品牌中复制，从而为未来长期持续成长打下坚实基础。考虑公司大促期间的优异表现，以及新品牌孵化成熟下利润率的有效提升，我们上调公司2022-2024年归母净利润预测为7.83/9.82/11.92亿元（原值为7.32/9.01/10.94亿元），对应PE分别为66/52/43x，维持“买入”评级。

◆ 风险提示

宏观经济下行导致居民消费支出水平承压的风险，疫情反弹导致消费需求压制的风险，新进入者竞争加剧等市场风险。

表2：可比公司盈利预测及估值

公司	公司	投资	收盘价	EPS					PE	总市值（亿元）
代码	名称	评级	2023/3/13	2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E	2023/3/13
603605	珀莱雅	买入	182.65	2.87	2.78	3.49	72.68	65.62	52.35	518
300957	贝泰妮	买入	120.95	2.04	2.81	3.80	94.39	43.04	31.83	512
688363	华熙生物	增持	111.70	1.63	2.02	2.70	95.28	55.30	41.37	537

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理预测

相关研究报告：

- 《珀莱雅（603605.SH）-前三季度归母净利同比增长35.96%，多品牌发展坚定信心》——2022-10-28
- 《珀莱雅（603605.SH）-三季度业绩预告表现亮眼，期待双十一旺季表现》——2022-10-18
- 《珀莱雅（603605.SH）-业绩逆势稳增长，持续践行大单品策略》——2022-08-26
- 《珀莱雅（603605.SH）-业绩逆势稳健增长，渠道及产品共驱健康发展》——2022-07-22
- 《珀莱雅（603605.SH）-推出新一期股权激励计划，坚定中长期发展信心》——2022-07-10

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E	
现金及现金等价物	1417	2391	2897	3435	4133	营业收入	3752	4633	6149	7735	9308
应收款项	334	205	253	318	383	营业成本	1368	1554	1960	2419	2869
存货净额	469	448	588	727	863	营业税金及附加	33	41	61	77	93
其他流动资产	124	115	430	541	652	销售费用	1497	1992	2644	3372	4096
流动资产合计	2342	3159	4169	5022	6032	管理费用	204	237	618	782	937
固定资产	613	668	789	906	1011	财务费用	(14)	(7)	(35)	(48)	(63)
无形资产及其他	315	397	382	367	352	投资收益	2	(7)	3	0	0
投资性房地产	308	239	239	239	239	资产减值及公允价值变动	28	54	10	11	12
长期股权投资	58	170	290	410	530	其他收入	(139)	(192)	0	0	0
资产总计	3637	4633	5870	6945	8164	营业利润	555	671	912	1144	1389
短期借款及交易性金融负债	299	200	200	200	200	营业外净收支	(7)	(4)	0	0	0
应付款项	580	483	722	892	1059	利润总额	548	668	912	1144	1389
其他流动负债	250	342	780	982	1182	所得税费用	96	111	155	194	236
流动负债合计	1129	1025	1702	2074	2441	少数股东损益	(24)	(19)	(26)	(33)	(40)
长期借款及应付债券	0	696	696	696	696	归属于母公司净利润	476	576	783	982	1192
其他长期负债	26	26	26	26	26						
长期负债合计	26	721	721	721	721	现金流量表（百万元）					
负债合计	1155	1746	2423	2796	3163	2020	2021	2022E	2023E	2024E	
少数股东权益	90	10	(10)	(34)	(64)	净利润	476	576	783	982	1192
股东权益	2392	2877	3457	4183	5066	资产减值准备	(12)	30	18	9	10
负债和股东权益总计	3637	4633	5870	6945	8164	折旧摊销	57	65	86	101	114
关键财务与估值指标						公允价值变动损失	(28)	(54)	(10)	(11)	(12)
2020	2021	2022E	2023E	2024E		财务费用	(14)	(7)	(35)	(48)	(63)
每股收益	2.37	2.87	2.78	3.49	4.24	营运资本变动	(350)	251	191	67	66
每股红利	0.64	0.77	0.72	0.91	1.10	其它	(6)	(44)	(38)	(34)	(39)
每股净资产	11.89	14.31	12.28	14.87	18.00	经营活动现金流	137	825	1031	1115	1330
ROIC	22%	22%	20%	26%	31%	资本开支	0	(185)	(201)	(201)	(201)
ROE	20%	20%	23%	23%	24%	其它投资现金流	71	0	0	(1)	(1)
毛利率	64%	66%	68%	69%	69%	投资活动现金流	28	(297)	(321)	(322)	(322)
EBIT Margin	17%	17%	14%	14%	14%	权益性融资	0	1	0	0	0
EBITDA Margin	19%	19%	15%	15%	15%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	20%	23%	33%	26%	20%	支付股利、利息	(128)	(154)	(204)	(255)	(310)
净利润增长率	21%	21%	36%	25%	21%	其它融资现金流	260	754	(0)	0	0
资产负债率	34%	38%	41%	40%	38%	融资活动现金流	5	446	(204)	(255)	(310)
息率	0.3%	0.4%	0.6%	0.7%	0.8%	现金净变动	170	974	506	537	698
P/E	77.2	63.7	65.6	52.3	43.1	货币资金的期初余额	1247	1417	2391	2897	3435
P/B	15.4	12.8	14.9	12.3	10.1	货币资金的期末余额	1417	2391	2897	3435	4133
EV/EBITDA	53.6	44.0	56.6	45.7	38.2	企业自由现金流	0	807	794	867	1069
						权益自由现金流	0	1561	823	907	1121

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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。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口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032