化妆品组

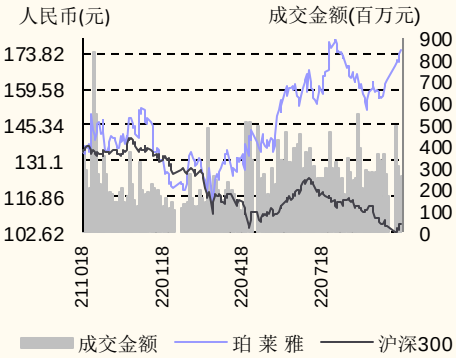
珀莱雅 (603605.SH) 买入（维持评级）

公司点评

市场价格（人民币）: 175.37 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	2.84
已上市流通 A 股(亿股)	2.81
总市值(亿元)	497.21
年内股价最高最低(元)	179.70/113.46
沪深 300 指数	3846
上证指数	3085



相关报告

1.《业绩亮点颇多，多品牌齐头并进-珀莱雅 1H22 中报点评》，2022.8.26

2.《疫情下收入快增、防晒减值略拖累业绩表现-珀莱雅 22Q2 经营数据点评》，2022.7.22

3.《拟股权激励核心人才，业绩目标继续快增-珀莱雅事件点评》，2022.7.9

4.《22Q1 增长靓丽，多品牌矩阵成形-珀莱雅 21 年报及 1Q21 业绩》，2022.4.22

5.《多品牌大促销售靓丽，1Q22 净利增 35~45%》，2022.3.27

罗晓婷 分析师 SAC 执业编号：S1130520120001
luoxiaoting@gjzq.com.cn

caixy@gjzq.com.cn

淡季利润超预期增长，大单品护航稳健前行

公司基本情况(人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	3,752	4,633	6,058	7,706	9,655
营业收入增长率	20.13%	23.47%	30.76%	27.20%	25.29%
归母净利润(百万元)	476	576	749	958	1,168
归母净利润增长率	21.22%	21.03%	30.07%	27.89%	21.89%
摊薄每股收益(元)	2.367	2.866	2.643	3.380	4.120
每股经营性现金流净额	1.65	4.13	3.35	4.29	4.94
ROE(归属母公司)(摊薄)	19.90%	20.03%	22.83%	24.84%	25.63%
P/E	75.21	72.68	66.35	51.88	42.56
P/B	14.97	14.55	15.15	12.89	10.91

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

■ 公司 10.17 公告 3Q22 营收 12.5-13.5 亿元、同增 14.2%-23.34%，归母净利 1.8-2 亿元、同增 30.25%-44.72%、超预期；归母净利率 13.33%-16%（同比+0.71-3.37PCT）、高于 Q1/Q2（分别为 12.63%、10.1%）。利润增速高于收入增速预计系 1）淡季促销减少、费用率同比持平/下降；2）受益大单品策略、主品牌毛利率同比提升；3）彩棠盈利水平进一步提升。

经营分析

■ **高瞻远瞩提前布局抖音渠道、先发优势明显、淡季贡献线上主要增长，Q3 线下收入降幅收窄。**电商跟踪数据来看，珀莱雅&彩棠 Q3 淘系+抖音+京东 GMV 同增 12%-28%。分品牌/平台看，Q3 珀莱雅淘系+抖音+京东 GMV 同增 8%-24%，其中淘系同降 0.8%、抖音同增 35%-97%（高基数下增长仍靓丽）、京东同降 1%；彩棠 Q3 淘系+抖音+京东 GMV 同增 49%-71%，其中淘系同增 3%，抖音同增 445%-661%，京东同降 45%。

■ **上新+升级迭代双向发力，大单品策略持续深化。**7 月上新“双白瓶”精华、发力美白赛道，定位全脸美白抑黑、局部精准淡印，协同“红宝石+双抗+源力”形成覆盖美白、抗衰、修护等需求的精华品类矩阵；9 月从肤感、成分、包装全面升级大单品源力精华推出 2.0 版本。3Q22 双抗精华/红宝石面霜/源力精华淘系销售额 6239/3346/2491 万元、同比-3%/+70%/+8%，占珀莱雅品牌淘系总销售额的比例为 11%/5.9%/4.4%。**更详细分析见周专题《从大单品打造能力看珀莱雅》。**

■ **强势大单品“保驾护航”+超头流量加持，“双 11”有望实现强势爆发。**红宝石精华/面霜、双抗精华、早 C 晚 A 套装等多款大单品已确定参加超头主播 10.24“双 11”超级美妆节，折扣力度同比去年持平/加大。

投资建议

■ 本土优质化妆品龙头，产品力&多平台运营&营销等综合能力突出，品牌矩阵逐步成型，看好后续市场份额及盈利能力进一步提升。维持盈利预测，预计 22-24 年归母净利为 7.49/9.58/11.68 亿元，对应 22-24 年 PE 分别为 66/52/43 倍，维持“买入”评级。

风险提示

■ 新品+渠道销售/营销投放等不及预期；数据跟踪误差。

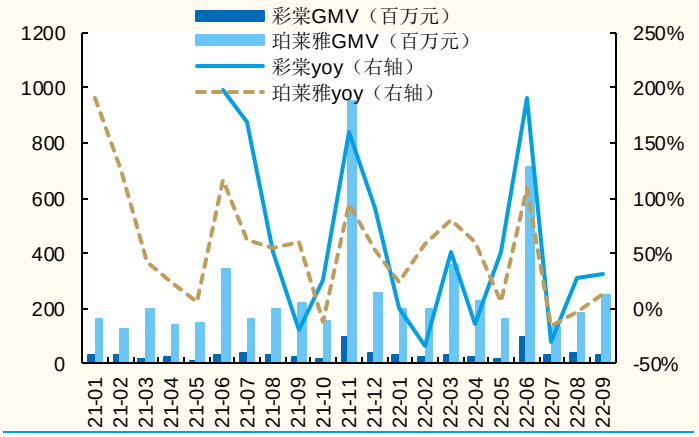
敬请参阅最后一页特别声明

图表 1：珀莱雅&彩棠各电商平台 GMV 同比增速

品牌	平台	22-04	22-05	22-06	22-07	22-08	22-09 下限	22-09 上限	22Q3下限	22Q3上限	22Q1	22Q2
珀莱雅	淘系	60%	7%	108%	-17%	-4%	14%		-0.8%		56%	73%
	抖音	91%	87%	54%	23%	39%	44%	259%	35%	97%	79%	75%
	京东	41%	38%	102%	-36%	19%	28%		-1.0%		24%	60%
	淘系+抖音+京东	64%	30%	99%	-9%	10%	22%	67%	8%	24%	54%	72%
彩棠	淘系	-13%	51%	190%	-31%	27%	30%		3%		-1%	93%
	抖音	402%	1721%	882%	302%	367%	781%	1662%	445%	661%	548%	882%
	京东	-68%	-52%	-17%	-51%	-48%	-29%		-45%		-67%	-48%
	淘系+抖音+京东	37%	271%	247%	-1%	70%	101%	185%	49%	71%	37%	176%
彩棠+珀莱雅	淘系	49%	10%	116%	-20%	0%	15%		0%		48%	75%
	抖音	112%	144%	88%	36%	56%	73%	314%	53%	122%	102%	112%
	京东	39%	37%	101%	-36%	18%	28%		-2%		22%	59%
	淘系+抖音+京东	61%	44%	110%	-8%	16%	28%	77%	12%	28%	52%	80%

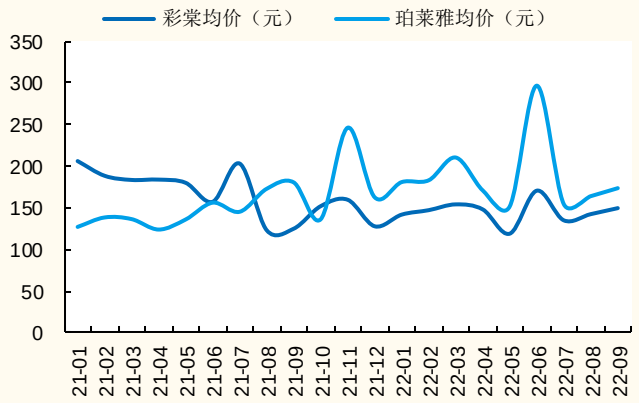
来源：魔镜数据，飞瓜数据，国金证券研究所

图表 2：珀莱雅|彩棠淘系月度GMV 及同比增速



来源：魔镜数据，国金证券研究所

图表 3：珀莱雅|彩棠淘系月度均价



来源：魔镜数据，国金证券研究所

图表 4：珀莱雅|彩棠7-9 月明星产品销售额占比及同比增速（淘系）

品牌	9M22				8M22				7M22			
	产品	销售额（万元）	占比	同比增速	产品	销售额（万元）	占比	同比增速	产品	销售额（万元）	占比	同比增速
珀莱雅	双抗精华	3668	14.8%	30%	双抗精华2.0	1636	8.8%	33%	双抗精华2.0	1648	12.3%	-6%
	红宝石面霜	2364	9.5%	148%	红宝石精华	1158	6.2%	129%	红宝石精华	1403	10.5%	-25%
	早C晚A组合	1431	5.8%	-45%	肌密水乳	959	5.1%	35%	肌密水乳	660	4.9%	44%
	源力	1319	5.3%	25%	红宝石面霜2.0	880	4.7%	63%	源力修护精华	516	3.9%	-2%
	肌密水乳套装	1135	4.6%	94%	源动力精华	857	4.6%	9.4%	双抗精华面膜	454	3.4%	-
合计			40.0%	-	合计		29.4%	-	合计		35.0%	-

品牌	9M22				8M22				7M22			
	产品	销售额（万元）	占比	同比增速	产品	销售额（万元）	占比	同比增速	产品	销售额（万元）	占比	同比增速
彩棠	三色修容盘	1084	31.5%	36%	三色一体盘	857	22.8%	42%	三色修容盘	674	23.7%	82%
	妆前乳隔离	719	20.9%	87%	三色遮瑕盘	477	12.7%	-13%	三色遮瑕盘	541	19.0%	-
	三色遮瑕盘	527	15.3%	-	妆前乳	424	11.3%		妆前乳	439	15.4%	-18%
	双拼修容盘	417	12.1%	1691%	双拼修容盘	402	10.7%	-	双拼修容盘	316	11.1%	-
	三色修容盘遮瑕盘套装	177	5.2%	-	定妆喷雾	193	5.2%	-	小圆管粉底液	124	4.4%	-
合计			84.9%	-	合计		62.8%	-	合计		73.6%	-

来源：魔镜数据，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）

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	**3,124**	**3,752**	**4,633**	**6,058**	**7,706**	**9,655**
增长率		20.1%	23.5%	30.8%	27.2%	25.3%
主营业务成本	-1,126	-1,368	-1,554	-1,945	-2,415	-3,001
%销售收入	36.0%	36.4%	33.5%	32.1%	31.3%	31.1%
毛利	1,998	2,385	3,079	4,113	5,291	6,654
%销售收入	64.0%	63.6%	66.5%	67.9%	68.7%	68.9%
营业税金及附加	-28	-33	-41	-61	-85	-106
%销售收入	0.9%	0.9%	0.9%	1.0%	1.1%	1.1%
销售费用	-1,223	-1,497	-1,992	-2,599	-3,352	-4,224
%销售收入	39.2%	39.9%	43.0%	42.9%	43.5%	43.8%
管理费用	-195	-204	-237	-303	-432	-541
%销售收入	6.3%	5.4%	5.1%	5.0%	5.6%	5.6%
研发费用	-75	-72	-77	-145	-200	-290
%销售收入	2.4%	1.9%	1.7%	2.4%	2.6%	3.0%
息税前利润（EBIT）	477	578	733	1,005	1,222	1,494
%销售收入	15.3%	15.4%	15.8%	16.6%	15.9%	15.5%
财务费用	9	14	7	10	17	19
%销售收入	-0.3%	-0.4%	-0.2%	-0.2%	-0.2%	-0.2%
资产减值损失	-36	-52	-78	-93	-17	-25
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	2	2	-7	-8	-5	1
%税前利润	0.5%	0.3%	n.a	n.a	n.a	0.1%
营业利润	462	555	671	914	1,217	1,489
营业利润率	14.8%	14.8%	14.5%	15.1%	15.8%	15.4%
营业外收支	-5	-7	-4	0	0	0
税前利润	456	548	668	914	1,217	1,489
利润率	14.6%	14.6%	14.4%	15.1%	15.8%	15.4%
所得税	-90	-96	-111	-160	-243	-298
所得税率	19.7%	17.5%	16.6%	17.5%	20.0%	20.0%
净利润	366	452	557	754	973	1,191
少数股东损益	-26	-24	-19	5	15	23
归属于母公司的净利润	**393**	**476**	**576**	**749**	**958**	**1,168**
净利率	12.6%	12.7%	12.4%	12.4%	12.4%	12.1%

现金流量表（人民币百万元）

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	366	452	557	754	973	1,191
少数股东损益	-26	-24	-19	5	15	23
非现金支出	111	140	174	166	95	108
非经营收益	3	6	23	82	56	66
营运资金变动	-245	-266	75	-51	91	35
经营活动现金净流	**236**	**332**	**830**	**951**	**1,216**	**1,400**
资本开支	-164	-184	-194	-131	-175	-175
投资	104	131	-70	0	0	0
其他	5	67	-78	-8	-5	1
投资活动现金净流	**-55**	**15**	**-342**	**-139**	**-180**	**-174**
股权募资	21	2	1	-44	0	0
债权募资	-131	85	648	11	228	258
其他	-99	-130	-159	-344	-434	-534
筹资活动现金净流	**-209**	**-43**	**490**	**-376**	**-206**	**-276**
现金净流量	**-28**	**303**	**976**	**436**	**830**	**950**

资产负债表（人民币百万元）

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,247	1,417	2,391	2,827	3,657	4,607
应收款项	216	339	208	357	433	542
存货	314	469	448	492	591	730
其他流动资产	136	118	112	138	159	185
流动资产	1,913	2,342	3,159	3,814	4,839	6,064
%总资产	64.2%	64.4%	68.2%	72.2%	75.6%	78.5%
长期投资	86	151	297	271	271	271
固定资产	582	613	668	733	794	851
%总资产	19.5%	16.9%	14.4%	13.9%	12.4%	11.0%
无形资产	355	396	427	464	500	535
非流动资产	1,066	1,294	1,474	1,467	1,564	1,656
%总资产	35.8%	35.6%	31.8%	27.8%	24.4%	21.5%
资产总计	**2,979**	**3,637**	**4,633**	**5,281**	**6,404**	**7,720**
短期借款	214	299	200	179	408	665
应付款项	481	656	545	755	941	1,171
其他流动负债	179	174	279	303	418	519
流动负债	874	1,129	1,025	1,237	1,766	2,355
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	35	26	721	747	750	754
负债	**909**	**1,155**	**1,746**	**1,984**	**2,516**	**3,109**
普通股股东权益	**2,030**	**2,392**	**2,877**	**3,283**	**3,858**	**4,558**
其中：股本	201	201	201	284	284	284
未分配利润	908	1,266	1,697	2,147	2,722	3,423
少数股东权益	40	90	10	15	30	53
负债股东权益合计	**2,979**	**3,637**	**4,633**	**5,281**	**6,404**	**7,720**

比率分析

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标						
每股收益	1.951	2.367	2.866	2.643	3.380	4.120
每股净资产	10.084	11.891	14.313	11.578	13.606	16.078
每股经营现金净流	1.172	1.649	4.128	3.355	4.287	4.938
每股股利	0.590	0.720	0.860	1.057	1.352	1.648
回报率						
净资产收益率	19.35%	19.90%	20.03%	22.83%	24.84%	25.63%
总资产收益率	13.18%	13.09%	12.43%	14.19%	14.97%	15.13%
投入资本收益率	16.74%	17.11%	16.13%	19.88%	19.60%	20.01%
增长率						
主营业务收入增长率	32.28%	20.13%	23.47%	30.76%	27.20%	25.29%
EBIT增长率	26.44%	21.19%	26.78%	37.12%	21.59%	22.19%
净利润增长率	36.73%	21.22%	21.03%	30.07%	27.89%	21.89%
总资产增长率	4.17%	22.07%	27.39%	13.99%	21.25%	20.56%
资产管理能力						
应收账款周转天数	16.8	23.5	16.7	17.0	16.0	16.0
存货周转天数	88.6	104.4	107.6	105.0	102.0	102.0
应付账款周转天数	116.2	115.2	108.0	108.0	108.0	108.0
固定资产周转天数	64.3	55.0	44.0	33.7	26.3	20.7
偿债能力						
净负债/股东权益	-53.33%	-45.02%	-51.79%	-59.21%	-65.70%	-70.40%
EBIT利息保障倍数	-50.3	-42.5	-98.0	-98.2	-73.9	-78.7
资产负债率	30.52%	31.76%	37.69%	37.57%	39.29%	40.27%

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
买入	4	14	72	108	265
增持	1	2	17	23	1
中性	0	0	0	0	1
减持	0	0	0	0	0
评分	**1.20**	**1.13**	**1.19**	**1.18**	**1.01**

来源：聚源数据

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。

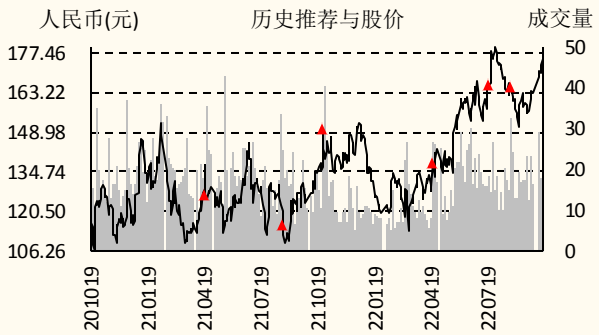
最终评分与平均投资建议对照：

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

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2021-04-23	买入	193.40	N/A
2	2021-08-25	买入	170.00	N/A
3	2021-10-28	买入	191.50	N/A
4	2022-03-27	买入	180.52	N/A
5	2022-04-22	买入	181.36	N/A
6	2022-07-09	买入	156.00	N/A
7	2022-07-22	买入	165.04	N/A
8	2022-08-26	买入	162.80	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。

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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、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

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号嘉里建设广场 T3-2402