

2024年03月12日

顾向君

H70420@capital.com.tw

目标价(元)

117

## 珀莱雅(603605.SH)

BUY 买进

### 38 销售亮眼，大单品战略持续推进

#### 结论与建议：

##### 事件概要：

据青眼情报及天猫大美妆，38 大促期间（3.1-3.8），公司旗下珀莱雅、彩棠两个品牌天猫平台 GMV 合计超 5 亿，其中珀莱雅 GMV 为 4.95 亿，居护肤类目首位，彩棠 GMV4071.7 万，位列彩妆类目 TOP5；抖音平台珀莱雅 GMV1.89 亿，同比增 52.4%，位列 TOP3。

##### 点评：

- 开年迄今销售表现优异，1Q 增长可期。38 大促期间公司在天猫、抖音双平台 GMV 表现出彩，珀莱雅双平台 GMV 近 7 亿，彩棠亦有亮眼表现。大促之外，1-2 月两大品牌表现不俗，据青眼情报，1-2 月天猫珀莱雅 GMV 总计约 5.42 亿，其中 2 月 GMV 居护肤类目首位，彩棠 1-2 月 GMV 约 1.32 亿；2 月抖音平台珀莱雅 GMV 超 2.76 亿，同比增 85.1%。我们认为，在自播和头部主播流量支持下，开年迄今的销售数据表明珀莱雅、彩棠两大品牌影响力稳步提升，24Q1 有望在此基础上保持较快增长（2023 年前三季度营收 16.2 亿，净利润 2.1 亿）。
- 大单品战略推进，产品组合持续完善。2 月初珀莱雅品牌上新源力面霜 2.0，重点新增独家核心成分 XVII 型重组胶原蛋白，强调基底膜修复。源力面霜 2.0 的推出意味着公司进军胶原蛋白赛道，在产品功能性方面实现进一步提升。此外，公司与国家级重点实验室共研，在 3 月初推出旗舰级防晒产品“盾护”，具有快速均匀成膜、超韧贴合、抗摩擦、不惧汗水等特点，进一步完善主品牌产品矩阵。
- 公司发展战略清晰，展望 2024 年，大单品战略有望持续推进，主品牌珀莱雅以外，彩棠作为第二成长曲线正在崛起，此外，OR、悦芙媞等定位明确，阶梯划分清晰，长期发展实力不断巩固。渠道看，我们预计今年线上自营仍将为营收主力，抖音等新进平台自播能力将继续加强；线下方面，精品商场入驻预计为线下工作重点，调整到位以后线下销售将逐步修复。
- 预计 2023-2025 年将分别实现净利润 11.3 亿、14.1 亿和 17.4 亿，分别同比增 38%、25.2%和 23%，EPS 分别为 2.84 元、3.56 元和 4.38 元，当前股价对应 PE 分别为 35 倍、28 倍和 23 倍，维持“买进”。

■ 风险提示：新品牌孵化不及预期，线上增长不及预期，费用增长超预期  
..... 接续下页 .....

产业别	消费
A 股价(2024/3/12)	99.30
上证指数(2024/3/12)	3055.94
股价 12 个月高/低	131.07/75.01
总发行股数(百万)	396.76
A 股数(百万)	394.80
A 市值(亿元)	392.04
主要股东	侯军呈(34.46%)
每股净值(元)	9.80
股价/账面净值	10.13
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	26.5 -4.1 -25.5

#### 近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2023-10-24	93.00	买进
2023-08-30	99.30	买进
2023-07-13	105.35	买进
2023-06-26	105.93	买进

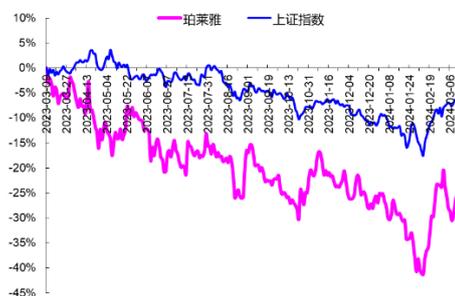
#### 产品组合

护肤类	84.52%
美容类	12.65%
洗护类	2.83%

#### 机构投资者占流通 A 股比例

基金	9.3%
一般法人	8.4%

#### 股价相对大盘走势



年度截止 12 月 31 日		2020	2021	2022	2023F	2024F	2025F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	476	576	817	1129	1414	1739
同比增减	%	21.22	21.03	41.88	38.11	25.21	23.04
每股盈余 (EPS)	RMB 元	2.37	2.87	2.90	2.84	3.56	4.38
同比增减	%	20.92	21.10	1.05	-1.92	25.21	23.04
市盈率(P/E)	X	41.90	34.60	34.24	34.91	27.88	22.66
股利 (DPS)	RMB 元	0.72	0.86	0.87	0.85	1.07	1.31
股息率 (Yield)	%	0.73	0.87	0.88	0.86	1.08	1.32

**【投资评等说明】**

**评等定义**

强力买进 (Strong Buy)	潜在上涨空间 $\geq 35\%$
买进 (Buy)	$15\% \leq$ 潜在上涨空间 $< 35\%$
区间操作 (Trading Buy)	$5\% \leq$ 潜在上涨空间 $< 15\%$
中立 (Neutral)	无法由基本面给予投资评等 预期近期股价将处于盘整 建议降低持股

**附一：合并损益表**

百万元	2020	2021	2022	2023F	2024F	2025F
营业收入	3752	4633	6385	8125	10129	12295
经营成本	1368	1554	1935	2374	2933	3538
营业税金及附加	33	41	56	75	94	114
销售费用	1497	1992	2786	3596	4490	5432
管理费用	204	237	327	442	551	666
财务费用	-14	-7	-41	-54	-67	-82
资产减值损失	-28	-54	-165	-52	-15	-10
投资收益	2	-7	-6	-1	10	10
营业利润	555	671	1058	1513	1918	2359
营业外收入	2	0	1	2	2	2
营业外支出	9	4	5	3	8	16
利润总额	548	668	1054	1512	1912	2345
所得税	96	111	223	351	459	557
少数股东损益	-24	-19	14	32	40	49
归属于母公司所有者的净利润	476	576	817	1129	1414	1739

**附二：合并资产负债表**

百万元	2020	2021	2022	2023F	2024F	2025F
货币资金	1417	2391	3161	3974	5037	6267
应收账款	285	139	102	112	121	129
存货	469	448	669	769	846	889
流动资产合计	2342	3159	4147	5142	6325	7685
长期股权投资	58	170	139	140	141	143
固定资产	566	559	570	582	640	755
在建工程	47	109	207	311	218	174
非流动资产合计	1294	1474	1631	1762	1867	1942
资产总计	3637	4633	5778	6904	8192	9627
流动负债合计	1129	1025	1428	1695	1922	2081
非流动负债合计	26	721	813	894	966	1024
负债合计	1155	1746	2241	2589	2888	3105
少数股东权益	90	10	13	13	13	13
股东权益合计	2392	2877	3524	4315	5304	6522
负债及股东权益合计	3637	4633	5778	6904	8192	9627

**附三：合并现金流量表**

百万元	2020	2021	2022	2023F	2024F	2025F
经营活动产生的现金流量净额	332	830	1111	1463	1823	2213
投资活动产生的现金流量净额	15	-342	-298	-406	-506	-615
筹资活动产生的现金流量净额	-43	490	-65	-244	-253	-369
现金及现金等价物净增加额	303	976	747	813	1064	1229

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写,群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务,不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠,但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司,不在此报告之准确性及完整性作任何保证,或代表或作出任何书面保证,而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司,及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料及意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证@持意见或立场,或会买入,沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口,或代他人之户口买卖此份报告内描述之证@。此份报告,不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。