

2024年04月19日

顾向君

H70420@capitalcom.tw

目标价(元)

119

产业别	化工
A 股价(2024/4/18)	103.46
上证指数(2024/4/18)	3074.22
股价 12 个月高/低	124.95/75.01
总发行股数(百万)	396.76
A 股数(百万)	394.80
A 市值(亿元)	408.46
主要股东	侯军呈(34.46%)
每股净值(元)	11.20
股价/账面净值	9.24

	一个月	三个月	一年
股价涨跌(%)	7.0	12.0	-15.2

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2024-03-12	99.30	买进
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
2023-04-21	118.06	买进

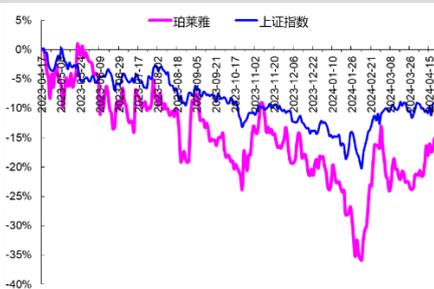
产品组合

护肤类	85.04%
美容类	12.54%
洗护类	2.42%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	7.2%
一般法人	21.4%

股价相对大盘走势



珀莱雅(603605.SH)

BUY 买进

业绩亮眼，坚持长期主义稳步向前

结论与建议：

业绩概要：

2023 年全年实现营收 89 亿，同比增 39.5%，录得净利润 11.9 亿，同比增 46.1%，扣非后净利润 11.7 亿，同比增 48.9%；4Q 实现营收 36.6 亿，同比增 51%，录得净利润 4.5 亿，同比增 39%，扣非后净利润 4.5 亿，同比增 43.9%。

24Q1 实现营收 21.8 亿，同比增 34.6%，录得净利润 3 亿，同比增 45.6%，扣非后净利润 2.9 亿，同比增 47.5%。

分红方案：每 10 股派发现金股利 9.1 元

点评：

- 在 6*N 战略引导下，2023 年公司推进各大系列配方升级并完善产品矩阵，受益平日销售及大促的出色表现，全年收入增长强劲，成为净利润提升的最大动力。**品牌看**，珀莱雅品牌实现营收 71.8 亿，同比增 36.4%，彩棠实现营收 10 亿，同比增 75%，第二曲线特征更加明显，OR 和悦芙媿锋芒初现，在细分定位市场表现优异，分别实现营收 2.2 亿/yoy+71%和 3 亿/yoy+61.8%。**品类看**，护肤类（含洁肤）产品实现收入 75.6 亿，同比增 37.9%，美容彩妆类产品收入 11.2 亿，同比增 48.3%，洗护类产品实现收入 2.2 亿，同比增 71.2%。**渠道看**，线上实现收入 82.7 亿，同比增 43%，其中自营收入 67.5 亿，同比增 51%，占线上收入比重提升 4.2pcts；线下合计实现收入 6.2 亿，同比增 7.4%。
- 实际税率下降冲抵费用增长影响。全年来看，受益高单价的大单品占比、及线上自营占比持续提升，2023 年毛利率同比提升 0.2pcts 至 69.9%；期间费用率同比上升 0.89pcts 至 51.01%，主要系销售费用受新品牌孵化、线下渠道及海外渠道探索等因素作用同比增加 42.6%（销售费用率同比上升 0.98pcts）所致。此外，全年实际所得税率为 17.7%，同比下降 3.4pcts，为盈利带来正面影响。4Q 收入增速快于利润，主要受双 11 大促影响，折扣力度及营销宣传力度加大，导致毛利率同比下降 2pcts 至 68.1%，期间费用率同比上升 2.43pcts 至 51.96%。
- 24Q1 收入端延续强劲增长态势，38 大促期间天猫、抖音双平台 GMV 表现出彩，珀莱雅、彩棠双 GMV 合计超 5 亿；整个一季度来看，护肤类、美容类及洗护类产品收入分别同比增 31.6%、56%和 41%。成本费用方面，受益大单品占比持续提升，毛利率小幅提升 0.1pcts；受大促和渠道探索等因素影响，期间费用率同比上升 1.57pcts。

..... 接续下页

- 公司战略明确，综合性美妆集团已有雏形，旗下品牌实力在大促和平日销售中得到多次验证。展望全年，6*N 战略将继续深入推进，进一步提升品牌形象、推动配方升级、丰富产品矩阵（近几月已陆续推出源力面霜 2.0、防晒产品盾护、红宝石精华 3.0）。渠道看，线上自营仍将为营收主力，抖音等新晋平台自播能力将继续加强；线下方面，23H2 已恢复正增长，线下渠道格局将进一步优化。
- 预计 2024-2026 年将分别实现净利润 15.5 亿、19.3 亿和 23.7 亿，分别同比增 29.6%、24.7%和 22.7%，EPS 分别为 3.90 元、4.86 元和 5.97 元，当前股价对应 PE 分别为 27 倍、21 倍和 17 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

年度截止 12 月 31 日		2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	576	817	1194	1547	1929	2367
同比增减	%	21.03	41.88	46.06	29.58	24.68	22.69
每股盈余 (EPS)	RMB 元	2.87	2.90	3.01	3.90	4.86	5.96
同比增减	%	21.10	1.05	3.79	29.54	24.68	22.69
市盈率(P/E)	X	36.05	35.68	34	27	21	17
股利 (DPS)	RMB 元	0.86	0.87	1.29	1.56	1.94	2.39
股息率 (Yield)	%	0.83	0.84	1.25	1.51	1.88	2.31

【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	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
营业收入	4633	6385	8905	11311	13980	16789
经营成本	1554	1935	2677	3365	4135	4940
营业税金及附加	41	56	91	111	137	164
销售费用	1992	2786	3972	5126	6306	7535
管理费用	237	327	455	549	660	793
财务费用	-7	-41	-59	-67	-82	-99
资产减值损失	-54	-165	-108	-79	-101	-113
投资收益	-7	-6	-17	-6	-9	-10
营业利润	671	1058	1503	1999	2492	3059
营业外收入	0	1	4	4	4	4
营业外支出	4	5	12	5	16	24
利润总额	668	1054	1495	1998	2481	3039
所得税	111	223	265	411	503	612
少数股东损益	-19	14	37	40	49	60
归属于母公司所有者的净利润	576	817	1194	1547	1929	2367

附二：合并资产负债表

百万元	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
货币资金	2391	3161	4011	4916	6006	7266
应收账款	139	102	345	241	265	287
存货	448	669	797	917	1008	1089
流动资产合计	3159	4147	5545	6654	8051	9500
长期股权投资	170	139	114	115	116	117
固定资产	559	570	827	993	1142	1256
在建工程	109	207	52	36	29	26
非流动资产合计	1474	1631	1778	1920	2055	2178
资产总计	4633	5778	7323	8574	10106	11679
流动负债合计	1025	1428	2120	2363	2692	2937
非流动负债合计	721	813	803	883	927	834
负债合计	1746	2241	2923	3245	3619	3771
少数股东权益	10	13	51	51	52	52
股东权益合计	2877	3524	4350	5278	6435	7855
负债及股东权益合计	4633	5778	7323	8574	10106	11679

附三：合并现金流量表

百万元	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
经营活动产生的现金流量净额	830	1111	1469	1923	2419	2938
投资活动产生的现金流量净额	-342	-298	-476	-566	-699	-839
筹资活动产生的现金流量净额	490	-65	-460	-452	-629	-839
现金及现金等价物净增加额	976	747	534	905	1090	1259

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使用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①持意见或立场，或买入，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②。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。