



买入（维持）

所属行业：美容护理/化妆品
当前价格(元)：103.46

证券分析师

赵雅楠

资格编号：S0120523070002

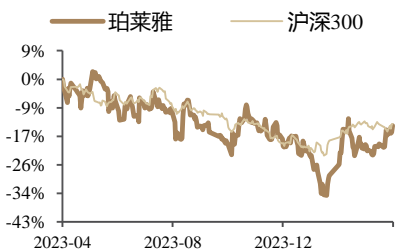
邮箱：zhaoyan@tebon.com.cn

易丁依

资格编号：S0120523070004

邮箱：yidy@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	8.89	21.13	12.05
相对涨幅(%)	9.83	15.04	3.03

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

- 《商社周报 0310：38 大促国货持续崛起，多品牌积极推新》，2024.3.10
- 《商社周报 0303：北美零售库存低位，Temu 平台强势起量》，2024.3.3
- 《商社周报 0223：春节旅游数据火热，《校外培训管理条例（征求意见稿）》发布有望修复 K12 板块估值》，2024.2.25
- 《商社周报 0204：商社板块 23 年疫后恢复性增长，龙头预期内高增长、中小公司表现分化》，2024.2.4

珀莱雅：23&24Q1 业绩超预期，全面绽放、开启新征程

投资要点

- 珀莱雅 23&24Q1 业绩超预期，经营质量持续向好。**（1）2023 年：实现营收 89.05 亿/+39.45%，归母净利润 11.94 亿/yoy+46.06%，收入及利润均超预期；毛利率为 69.93%/+0.23pcts，来自于高毛利率的线上直营占比提升；销售费用为 39.72 亿，销售费率略增 1.02%至 44.61%，主因新品牌孵化、线下渠道及海外渠道探索影响；管理费用和研发费用同营收基本同比例变动，管理费用中员工薪酬及股权激励费用增加。（2）23Q4：营收 36.56 亿/+50.86%，主品牌在天猫双十一超越欧莱雅、兰蔻等品牌登顶美妆类目第一名，但毛利率为 68.15%、略有扰动、超头合作折扣力度大影响，归母净利润为 4.48 亿/+39.06%，归母净利率仍实现 12.25%。（3）24Q1：营收 21.82 亿/+34.56%，归母净利润为 3.03 亿/+45.58%。
- 爆款单品+渠道裂变，看好主品牌迈向百亿规模。**23 年珀莱雅品牌营收 71.77 亿、同比增长 36.36%，（1）分产品看：23 年针对双抗系列及红宝石系列进行升级，发布了首款备案通过的环肽新原料并用于“红宝石面霜 3.0”中，双十一销售亮眼，23 年上新能量系列、24 年升级源力系列并推出防晒新品，坚守“大单品战略”并取得了天猫平台精华品类和面霜品类双料第一。（2）分渠道看：天猫渠道为基本盘，加强礼遇心智，并在 23 年获得美妆类目第 2、国货第 1；抖音渠道完成自播账号的转型、提效，以产品线区分账号，实现人群细分，23 年获得美妆第 3、国货第 2；同时公司积极探索百货渠道，23 年优化门店结构、汰换低产低潜力，随着百货渠道逐步开拓可夯实品牌力。
- 新组织策略下，多个子品牌全面开花。**公司构建完善的前中后台配合模式，坚持国际化、年轻化的人才策略，机制建设及人才发展推动新组织的搭建。（1）彩棠：23 年实现营收 10.01 亿/+75.06%，23H1 开拓色彩品类，发布“争青系列”，其中三色腮红盘位列天猫腮红类第一，23H2 发力底妆赛道，新推蜜粉饼，看好 24 年底彩妆类产品表现。（2）悦芙媞：营收 3.03 亿/+61.82%，夯实油皮护肤专家的认知，23 年陆续推出多款新品，实现从基础单品向功效产品的拓展，同时积极探索海外市场；（3）OR：营收 2.15 亿/+71.17%，洗发水及发膜核心单品持续提高渗透。
- 投资建议：**爆款单品+多品牌矩阵巩固+全渠营销实现业绩跃升，品牌国货龙头地位进一步夯实；珀莱雅不断推新完善大单品矩阵，运营能力和品牌战略逐步完善，子品牌新品抓住色彩彩妆、高端头皮洗护等细分领域高质量上新；公司在短期销售数据，中期品牌矩阵和长期竞争力多维度表现优秀。预计 24-26 年营收为 110.61 亿/134.63 亿/159.21 亿，归母净利润为 15.10 亿/18.83 亿/22.74 亿，对应 PE 为 27X/22X/18X，看好组织、管理效能持续释放，维持“买入”评级！
- 风险提示：**核心管理层变动、化妆品行业景气度下降风险、化妆品竞争加剧风险、子品牌孵化不及预期、新产品推广情况不及预期。

股票数据	主要财务数据及预测						
总股本(百万股):	396.76	2022	2023	2024E	2025E	2026E	
流通 A 股(百万股):	394.80	营业收入(百万元)	6,385	8,905	11,061	13,463	15,921
52 周内股价区间(元):	78.24-123.06	(+/-)YOY(%)	37.8%	39.5%	24.2%	21.7%	18.2%
总市值(百万元):	41,048.52	净利润(百万元)	817	1,194	1,510	1,883	2,274
总资产(百万元):	7,748.17	(+/-)YOY(%)	41.9%	46.1%	26.5%	24.7%	20.7%
每股净资产(元):	11.20	全面摊薄 EPS(元)	2.07	3.01	3.81	4.75	5.73
资料来源：公司公告		毛利率(%)	69.7%	69.9%	70.3%	70.5%	70.8%
		净资产收益率(%)	23.2%	27.4%	28.4%	29.1%	29.0%

资料来源：公司年报（2022-2023），德邦研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

财务报表分析和预测

主要财务指标	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(元)				
每股收益	3.01	3.81	4.75	5.73
每股净资产	10.96	13.38	16.31	19.78
每股经营现金流	3.70	5.40	5.19	6.35
每股股利	0.86	1.39	1.81	2.27
价值评估(倍)				
P/E	33.02	27.18	21.80	18.05
P/B	9.07	7.59	6.19	5.08
P/S	4.61	3.71	3.05	2.58
EV/EBITDA	23.34	18.04	14.23	11.42
股息率%	0.9%	1.3%	1.8%	2.2%
盈利能力指标(%)				
毛利率	69.9%	70.3%	70.5%	70.8%
净利润率	13.4%	13.7%	14.0%	14.3%
净资产收益率	27.4%	28.4%	29.1%	29.0%
资产回报率	16.3%	17.2%	18.5%	19.2%
投资回报率	21.5%	23.9%	24.8%	25.1%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	39.5%	24.2%	21.7%	18.2%
EBIT 增长率	40.0%	35.9%	24.0%	20.3%
净利润增长率	46.1%	26.5%	24.7%	20.7%
偿债能力指标				
资产负债率	39.9%	38.4%	35.0%	31.7%
流动比率	2.6	2.7	3.0	3.4
速动比率	2.1	2.2	2.5	2.9
现金比率	1.9	2.1	2.4	2.7
经营效率指标				
应收帐款周转天数	14.1	5.0	4.8	4.6
存货周转天数	108.7	110.0	110.0	105.0
总资产周转率	1.2	1.3	1.3	1.3
固定资产周转率	10.8	12.7	16.0	19.6

现金流量表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	1,194	1,510	1,883	2,274
少数股东损益	37	47	58	70
非现金支出	215	129	136	143
非经营收益	-42	62	69	77
营运资金变动	65	395	-86	-46
经营活动现金流	1,469	2,143	2,060	2,518
资产	-179	-183	-117	-123
投资	-10	0	0	0
其他	-286	-11	-13	-16
投资活动现金流	-476	-194	-131	-139
债权募资	0	0	0	0
股权募资	0	0	0	0
其他	-460	-593	-763	-943
融资活动现金流	-460	-593	-763	-943
现金净流量	534	1,356	1,166	1,436

利润表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	8,905	11,061	13,463	15,921
营业成本	2,677	3,286	3,967	4,652
毛利率%	69.9%	70.3%	70.5%	70.8%
营业税金及附加	91	111	135	159
营业税金率%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
营业费用	3,972	4,978	6,059	7,164
营业费用率%	44.6%	45.0%	45.0%	45.0%
管理费用	455	553	660	764
管理费用率%	5.1%	5.0%	4.9%	4.8%
研发费用	174	221	269	318
研发费用率%	1.9%	2.0%	2.0%	2.0%
EBIT	1,399	1,902	2,358	2,837
财务费用	-59	3	-11	-23
财务费用率%	-0.7%	0.0%	-0.1%	-0.1%
资产减值损失	-108	0	0	0
投资收益	-17	-11	-13	-16
营业利润	1,503	1,954	2,439	2,949
营业外收支	-7	-8	-12	-18
利润总额	1,495	1,946	2,427	2,930
EBITDA	1,559	2,031	2,493	2,980
所得税	265	389	485	586
有效所得税率%	17.7%	20.0%	20.0%	20.0%
少数股东损益	37	47	58	70
归属母公司所有者净利润	1,194	1,510	1,883	2,274

资产负债表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	4,011	5,367	6,534	7,970
应收账款及应收票据	345	152	177	201
存货	797	990	1,196	1,338
其它流动资产	392	447	504	558
流动资产合计	5,545	6,956	8,410	10,066
长期股权投资	114	114	114	114
固定资产	827	868	843	812
在建工程	52	66	69	72
无形资产	405	397	389	381
非流动资产合计	1,778	1,824	1,793	1,755
资产总计	7,323	8,780	10,204	11,821
短期借款	200	200	200	200
应付票据及应付账款	1,055	1,396	1,489	1,578
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	865	975	1,083	1,168
流动负债合计	2,120	2,570	2,772	2,946
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	803	803	803	803
非流动负债合计	803	803	803	803
负债总计	2,923	3,373	3,575	3,749
实收资本	397	397	397	397
普通股股东权益	4,350	5,310	6,473	7,847
少数股东权益	51	97	156	226
负债和所有者权益合计	7,323	8,780	10,204	11,821

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 4 月 18 日
 资料来源：公司年报 (2022-2023)，德邦研究所

信息披露

分析师与研究助理简介

赵雅楠，德邦证券研究所商贸零售&社会服务首席分析师，复旦大学金融工程硕士、普林斯顿双学位，复旦大学财务管理学士，6年证券研究经验。2020年、2021年新财富第四团队成员，曾荣获水晶球、金麒麟等多个最佳分析师奖项。擅长公司及行业深度基本面研究和消费产业趋势分析，核心覆盖医美化妆品、珠宝电商、旅游餐饮、免税、人力资源、教育等多个板块。

易丁依，上海财经大学金融硕士，21年6月加入德邦证券，负责医美、化妆品领域研究，把握颜值经济行业趋势、分析用户画像、研究终端产品、高频跟踪渠道动销，深挖公司基本面型选手，挖掘胶原蛋白等前沿细分市场。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。