

➤ **事件：珀莱雅披露 23 年及 24Q1 业绩。**23 年，公司实现营收 89.05 亿元，同比+39.45%；归母净利润 11.94 亿元，同比+46.06%；扣非归母净利 11.74 亿元，同比+48.91%；24Q1，公司实现营收 21.82 亿元，同比+34.56%；归母净利润 3.03 亿元，同比+45.58%；扣非归母净利 2.92 亿元，同比+47.50%。

➤ **公司旗下自有品牌全线增长，珀莱雅主品牌稳健增长，彩棠、OR、悦芙媞起量明显。**23 年公司实现营收 89.05 亿元，yoy+39.45%，分品牌来看：**1) 主品牌珀莱雅：**23 年营收 71.77 亿元，yoy+36.36%；23 年，品牌持续夯实“大单品”策略，利用环肽、高浓度麦角硫因等新成分，全方位升级“双抗系列”、“红宝石系列”、“源力系列”三大核心产品线，推出红宝石水乳 2.0 (23 年 2 月)，双抗精华 3.0 (23 年 4 月)、红宝石眼霜 2.0 (23 年 5 月)、源力面膜 2.0 (23 年 7 月)，红宝石面霜 3.0 (23 年 9 月)；同时上线首个品牌高端产品线“能量系列”，利用独家能量焕活科技 Cellergy，提供熟龄肌新的抗老解决方案。24Q1，品牌进一步优化产品配方，源力面霜 2.0 (24 年 2 月推出) 搭配 XVII 型重组胶原蛋白，红宝石精华 3.0 搭配环肽-161 (24 年 4 月推出)，产品竞争力持续提升；此外，品牌于 24 年 3 月推出新品盾护防晒，产品矩阵持续扩充，增添品牌销售增长动力。**2) 彩棠：**23 年营收 10.01 亿元，yoy+75.06%，23H1 彩棠品牌重点开拓新的色彩品类，3 月全新发布“争青系列”，推出“三色腮红盘”、“综合眉部盘”及“哑雾口红”3 款新品；23H2 重点发力底妆赛道，新推“蜜粉饼 (干皮)”，对原有“蜜粉饼 (油皮)”产品进行补充，满足更多肤质群体需求，同时储备该产品为定妆类大单品，为 24 年底妆业务增长蓄势。**3) 其他自有品牌：①OR：**23 年收入 2.15 亿元，yoy+71.17%；品牌围绕“亚洲头皮健康专家”的品牌心智，持续提升核心产品“OR 清爽蓬松洗发水”和“OR 轻盈发膜”的市场渗透率和单品声量，同时推出进阶控油系列和防脱系列，丰富品牌产品矩阵。**②悦芙媞：**23 年收入 3.03 亿元，yoy+61.82%，23H1 品牌升级重点单品“洁颜蜜 2.0”、“多酸泥膜 2.0”，继续夯实清洁线产品力；23H2 围绕油皮面部氧化暗沉问题，上新“聚光面膜”及“聚光精华”，完善油皮护理流程。**③其它品牌：**23 年收入 1.94 亿元，yoy+18.86%。

➤ **盈利能力稳步提升，23 年/24Q1 归母净利率同比+0.61pct/1.05pct。****1) 毛利率：**23 年，公司毛利率为 69.93%，同比+0.23pct；24Q1 毛利率为 70.11%，同比+0.07pct。**2) 费用率：**23 年，公司销售费用率为 44.61%，同比+0.98pct，主要系新品牌孵化、线下渠道及海外渠道探索致形象宣传推广费增加；管理费用率为 5.11%，同比-0.01pct；研发费用率为 1.95%，同比-0.06pct；24Q1，公司销售费用率为 46.84%，同比+3.62pct；管理费用率为 4.46%，同比-1.41pct；研发费用率为 2.15%，同比-1.05pct。**3) 净利率：**23 年，公司实现归母净利润 11.94 亿元，对应归母净利率 13.41%，同比+0.61pct；实现扣非归母净利 11.74 亿元，对应扣非归母净利率 13.19%，同比+0.84pct；24Q1，公司实现归母净利润 3.03 亿元，对应归母净利率 13.88%，同比+1.05pct；实现扣非归母净利 2.92 亿元，对应扣非归母净利率 13.38%，同比+1.17pct。

➤ **投资建议：**公司为国内大众化妆品龙头，短期看好“618”大促对公司销售增长的促进作用；中长期来看，在“6*N 战略”和大单品品牌发展战略的指引下，公司有望维持珀莱雅主品牌稳健增长态势，打造彩棠、OR、悦芙媞等品牌为新增长极，我们预计 24-26 年归母净利润为 15.15/18.77/22.59 亿元，同比增速 +26.9%/+23.9%/+20.3%，当前股价对应 24-26 年 PE 分别为 27x、22x、18x，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**行业竞争加剧；新品研发进度不及预期；消费者需求变化。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	8,905	11,185	13,529	16,011
增长率 (%)	39.5	25.6	21.0	18.4
归属母公司股东净利润 (百万元)	1,194	1,515	1,877	2,259
增长率 (%)	46.1	26.9	23.9	20.3
每股收益 (元)	3.01	3.82	4.73	5.69
PE	34	27	22	18
PB	9.5	7.9	6.4	5.2

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 4 月 19 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

103.60 元



分析师 刘文正

执业证书：S0100521100009

邮箱：liuwenzheng@mszq.com

分析师 解慧新

执业证书：S0100522100001

邮箱：xiehuixin@mszq.com

研究助理 杨颖

执业证书：S0100123070030

邮箱：yangying@mszq.com

相关研究

- 1.珀莱雅 (603605.SH) 2023 年三季报点评：Q3 业绩延续增长态势，期待 Q4 “双 11” 表现-2023/10/24
- 2.珀莱雅 (603605.SH) 2023 年半年报点评：23H1 多品牌全线高增，盈利能力持续提升，品牌势能凸显-2023/08/30
- 3.珀莱雅 (603605.SH) 2022 年年报及 2023 年一季报点评：大单品战略持续深化，业绩表现持续亮眼-2023/04/21
- 4.珀莱雅 (603605.SH) 2022 年三季报点评：收入利润均达预告上限，盈利能力持续提升-2022/10/28
- 5.珀莱雅 (603605.SH) 动态报告：持续进击的国货美妆龙头-2022/10/11

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	8,905	11,185	13,529	16,011
营业成本	2,677	3,262	3,865	4,484
营业税金及附加	91	112	135	160
销售费用	3,972	5,089	6,223	7,461
管理费用	455	559	663	785
研发费用	174	224	271	320
EBIT	1,463	1,969	2,409	2,852
财务费用	-59	-18	-28	-44
资产减值损失	-108	-118	-122	-112
投资收益	-17	-5	-5	-5
营业利润	1,503	1,864	2,309	2,778
营业外收支	-7	-5	-5	-6
利润总额	1,495	1,859	2,304	2,772
所得税	265	329	408	490
净利润	1,231	1,530	1,896	2,282
归属于母公司净利润	1,194	1,515	1,877	2,259
EBITDA	1,559	2,068	2,516	2,967

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	4,011	4,831	6,196	7,327
应收账款及票据	345	192	214	254
预付款项	203	228	232	247
存货	797	788	898	1,009
其他流动资产	189	248	272	285
流动资产合计	5,545	6,288	7,811	9,121
长期股权投资	114	114	114	114
固定资产	827	885	973	1,088
无形资产	405	435	465	495
非流动资产合计	1,778	1,939	2,118	2,317
资产合计	7,323	8,227	9,929	11,438
短期借款	200	200	200	200
应付账款及票据	1,055	941	1,105	1,258
其他流动负债	865	1,022	1,310	1,186
流动负债合计	2,120	2,163	2,616	2,644
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	803	797	797	797
非流动负债合计	803	797	797	797
负债合计	2,923	2,959	3,412	3,441
股本	397	397	397	397
少数股东权益	51	66	85	108
股东权益合计	4,400	5,267	6,517	7,997
负债和股东权益合计	7,323	8,227	9,929	11,438

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	39.45	25.61	20.95	18.35
EBIT 增长率	33.93	34.56	22.37	18.38
净利润增长率	46.06	26.88	23.94	20.33
盈利能力 (%)				
毛利率	69.93	70.83	71.43	72.00
净利润率	13.41	13.54	13.88	14.11
总资产收益率 ROA	16.30	18.41	18.91	19.75
净资产收益率 ROE	27.45	29.12	29.19	28.64
偿债能力				
流动比率	2.62	2.91	2.99	3.45
速动比率	2.09	2.39	2.51	2.93
现金比率	1.89	2.23	2.37	2.77
资产负债率 (%)	39.91	35.97	34.37	30.08
经营效率				
应收账款周转天数	9.03	8.63	5.40	5.26
存货周转天数	98.57	87.49	78.52	76.53
总资产周转率	1.36	1.44	1.49	1.50
每股指标 (元)				
每股收益	3.01	3.82	4.73	5.69
每股净资产	10.96	13.11	16.21	19.88
每股经营现金流	3.70	4.46	5.89	5.77
每股股利	1.29	1.63	2.02	2.43
估值分析				
PE	34	27	22	18
PB	9.5	7.9	6.4	5.2
EV/EBITDA	24.29	18.31	15.06	12.76
股息收益率 (%)	1.25	1.57	1.95	2.35

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	1,231	1,530	1,896	2,282
折旧和摊销	96	99	106	115
营运资金变动	65	-8	160	-275
经营活动现金流	1,469	1,769	2,337	2,290
资本开支	-179	-249	-287	-317
投资	-10	0	0	0
投资活动现金流	-476	-246	-292	-322
股权募资	0	0	0	0
债务募资	0	0	0	0
筹资活动现金流	-460	-703	-681	-836
现金净流量	534	820	1,364	1,132

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，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，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026