

珀莱雅 (603605.SH)

24Q1 净利润增速 46%，强品牌势能持续释放

买入 (维持评级)

当前价格: 103.46 元
目标价格: 134.56 元

➤ 23 年及 24Q1 业绩延续高增。23 年度合计分红率 46%。

23 年: 营收 89 亿元/ yoy +39%，归母净利润 12 亿元/ yoy +46%，毛利率 69.9%/ yoy +0.2pct，归母净利率 13.4%/ yoy +0.6pct。营收端的强劲增长主要系全线品牌规模继续高增，利润率的优化主要系线上渠道占比提高推升毛利率以及所得税费用率下降。

23Q4: 营收 37 亿元/ yoy +51%，归母净利润 4 亿元/ yoy +39%，毛利率 68.1%/ yoy -2.0pct，我们判断主要系 23 年双 11 大促期间达人端毛利率下降，归母净利率 12.3%/ yoy -1.0pct。

24Q1: 营收 22 亿元/ yoy +35%，归母净利润 3 亿元/ yoy +46%，毛利率 70.1%/ yoy +0.1pct，归母净利率 13.9%/ yoy +1.1pct，主要系管理和研发费用率的进一步摊薄。

➤ 品牌势能强劲，多品牌全品类支撑增长。分品牌看，23 年珀莱雅主品牌营收 72 亿元/ yoy+36%/ 占比 81%，双抗、红宝石、源力大单品继续升级维持高增的延续性，新推高端产品线能量系列提升价格带，精华和面霜品类在天猫平台 23 年排名居于首位，主品牌客群维持高粘性，天猫/抖音复购率分别为 38%/ 25%。彩棠营收 10 亿元/ yoy+75%/ 占比 11%，高光、遮瑕、腮红产品在天猫平台类目夺得 23 年类目排名第一，天猫/抖音复购率 15%/ 20%+。悦芙媿营收 3 亿元/ yoy+62%/ 占比 3.4%，夯实清洁线产品力。OR 营收 2 亿元/ yoy+71%/ 占比 2.4%，推出控油和防脱系列扩充品类。23 年彩棠、悦芙媿均实现盈利，子品牌打造成效显现，集团化增长可期。

➤ 线上占比持续提升，优化整体毛利率。分渠道看，23 年线上/线下营收 83/6.2 亿元，yoy+43%/ +7%，占比 93%/ 7%；其中线上直营/线上分销同比分别增长 51%/ 16%，占比分别为 76%/ 17%，。23 年珀莱雅品牌天猫/抖音 ROI 分别为 3.2/ 3，彩棠天猫/抖音 ROI 分别为 2.5/ 3，投放效率维持高水平。

➤ 销售费用率良性增长，以探索多元增长路径。23 年销售/管理/研发费用率 44.6%/ 5.1%/ 1.95%，yoy +1.0/ 持平/ -0.1pct，销售费用率提升主要系形象宣传推广费率增加 1.8pct 至 39.7%；23Q4 销售/管理/研发费用率 46.5%/ 4.6%/ 1.2%，yoy +1.8/ +0.8/ -0.1pct；24Q1 销售/管理/研发费用率 46.8%/ 4.5%/ 2.15%，yoy +3.6/ -1.4/ -1.0pct，其中形象宣传推广费率增加 3.8pct 至 41.4%。形象宣传推广费主要用于新品牌孵化、线下渠道及海外渠道探索，以保障集团长期多元增长。

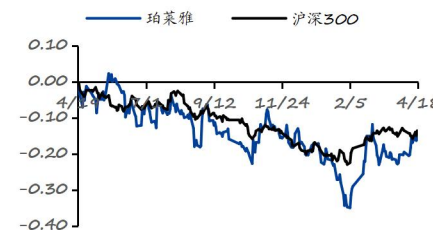
➤ 盈利预测与投资建议：公司大单品策略持续提升品牌价值，强运营能力保障多渠道高增，管理能力和组织效率先进。基于 24 年收入利润超出此前预期，上调 24-25 年盈利预测，预计 24-26 年营收 111/ 138/ 168 亿元(24-25 年前值 107/ 133 亿元)，预计 24-26 年归母净利润为 15.3/ 19.0/ 23.1 亿元 (24-25 年前值 14.9/ 18.9 亿元)。给予 24 年 35 倍目标 PE，对应目标价 134.56 元，维持“买入”评级。

➤ 风险提示：新品和新品牌不及预期，营销费用侵蚀利润，竞争加剧。

基本数据

总股本/流通股(百万股)	396.76/394.80
流通 A 股市值(百万元)	40,846.04
每股净资产(元)	11.20
资产负债率(%)	41.17
一年内最高/最低价(元)	174.19/75.01

一年内股价相对走势



团队成员

分析师: 来舒楠(S0210523040002)
LSN3916@hfzq.com.cn

相关报告

- 1、珀莱雅 23Q3 点评: Q3 毛利率新高，期待大促表现——2023.10.24
- 2、珀莱雅 23H1 点评: 业绩高增彰显优异品牌力——2023.08.30
- 3、珀莱雅业绩预告点评: 23Q2 归母净利润预计同增 82%-104%，品牌势能持续释放——2023.07.13

财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	6,385	8,905	11,146	13,783	16,776
增长率	38%	39%	25%	24%	22%
净利润(百万元)	817	1,194	1,525	1,898	2,306
增长率	42%	46%	28%	24%	21%
EPS(元/股)	2.06	3.01	3.84	4.78	5.81
市盈率(P/E)	50.2	34.4	26.9	21.6	17.8
市净率(P/B)	11.6	9.4	7.4	5.6	4.3

数据来源: 公司公告、华福证券研究所



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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

一般声明

华福证券有限责任公司（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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfjys@hfzq.com.cn