

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

珀莱雅(603605)

投资评级 买入

上次评级 买入

刘嘉仁 社零&美护行业首席分析师

执业编号: S1500522110002

联系电话: 15000310173

邮箱: liujiaren@cindasc.com

周子莘 美护行业分析师

执业编号: S1500522110001

联系电话: 13276656366

邮箱: zhouzixin@cindasc.com

李文静 美护行业研究助理

联系电话: 17380152149

邮箱: liwenjing@cindasc.com

相关研究

珀莱雅(603605.SZ)2023年三季度点评: 行业压力凸显公司 α , 期待双十一延续优异表现

珀莱雅(603605.SZ)2023年中报点评: 中报再超预期, 大单品策略推动净利率持续上行

珀莱雅(603605.SH): 盈利能力继续增强推动Q2归母净利润实现翻倍增长

珀莱雅(603605.SZ): 23年&24Q1继续优异表现, 丰富新品&升级储备助力品牌延续高增

2024年04月20日

事件: 公司发布23年年报和24年一季度报, 公司23年实现营收89.05亿元/yoy+39.45%, 归母净利润11.94亿元/yoy+46.06%; 23Q4实现营收36.56亿元/yoy+50.86%, 归母净利润4.48亿元/yoy+39.06%; 24Q1实现营收21.82亿元/yoy+34.56%, 归母净利润3.03亿元/yoy+45.58%。

➢ **分品牌看: 核心品牌延续优异增长, 新品&升级储备丰富。(1) 珀莱雅品牌:** 23年实现收入71.77亿元/yoy+36.36%; 品牌大单品接受度&消费粘性进一步增强。24年维度来看, 1) 已有大单品线中红宝石&源力为发力核心: ① 红宝石系列: 红宝石面霜3.0升级后预计维持较好增长, 红宝石精华3.0于4月18日升级发布, 有望推升增速。② 源力系列: 源力面霜2.0升级后得到消费者认可、增速优异, 源力精华亦有望于H2进行升级。2) 防晒矩阵持续完善: 24Q1已上新线上1款(盾护防晒)+线下2款防晒, 并通过免费赠送正装、联动音乐节等形式增强盾护防晒认知度, 或可期待后续618大促放量。(2) 彩棠: 23年实现收入10.01亿元/yoy+75.06%。24年维度来看, 我们预计Q2有望上新底妆类产品, H2在新品加持下或可实现更优增长。(3) 悦芙媞: 23年实现收入3.03亿元/yoy+61.82%。定位“油皮护肤专家”, 针对大学生等年轻女性群体, 在消费者追求“质价比”的趋势下, 有望通过定位拓展获得更多增量。(4) OR: 23年实现收入2.15亿元/yoy+71.17%, 持续强化“亚洲头皮健康专家”心智。(5) 其他品牌: 23年实现收入1.94亿元/yoy+18.86%。

➢ **分渠道看: 线上占比进一步提升。(1) 线上:** 23年实现收入82.74亿元/yoy+42.96%/占比93.07%, 其中直营/分销分别实现收入67.48/15.26亿元, 同比分别增长50.70%/16.49%; (2) 线下: 23年实现收入6.16亿元/yoy+7.35%/占比6.93%, 其中日化/其他渠道同比分别+11.59%/-6.98%。

➢ **拆分量价来看:** 23Q4护肤&洁肤均价/销量分别同比+35%/+10%, 主要源于单价较高的大单品(精华、面霜类)占比提升; 美容彩妆均价/销量分别同比+46%/+21%, 主要源于均价较高的彩棠品牌收入占比提升。24Q1护肤&洁肤均价/销量分别同比+51%/-13%, 美容彩妆均价/销量分别同比+23%/+27%, 大单品持续赋能品牌良性增长。

➢ **盈利能力来看: 高毛利线上直营占比提升推动毛利率继续向上。** 23年公司毛利率/期间费用率/净利率分别为69.93%/51.01%/13.82%, 同比分别+0.23/+0.89/+0.80pct, 毛利率受高毛利线上直营占比提升影响结构性提升; 费用端来看, 销售/管理/财务/研发费用率分别为44.61%/5.11%/-0.66%/1.95%, 同比分别+0.98/-0.01/-0.02/-0.06pct, 销售费率提升主要受形象宣传推广费率提升1.79pct至39.69%影响, 主要源于新品牌孵化、线下&海外渠道探索。24Q1毛利率/期间费用率/净利率分别为70.11%/50.86%/14.44%, 同比分别+0.07/+2.62/+0.73pct, 费用端来看, 销售/管理/财务/研发费用率分别+3.62/-0.36/+0.42/-1.05pct, 期间费率提升核心源自销售费率增长, 其他收益增长和资产减值损失同比明显缩窄对于净利率提升产生一定推动作用。

➢ **盈利预测与投资评级:** 公司继续兑现优异增长, 24年来看, 珀莱雅品牌&彩棠大单品升级/新品储备充足, 成长品牌悦芙媞、OR调整后有望继续高增, 叠加公司在渠道运营方面具备前瞻性战略布局, 有望推动品牌持续实现优于行业增速。我们预计公司2024-2026年归母净利润分别为15.4/19.3/23.6亿元, 同比分别增长29.2%/25.0%/22.1%, 对应PE分别为27/21/17X, 维持“买入”评级。

➢ **风险因素:** 公司新品表现不及预期, 消费者破圈效果不及预期。

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

重要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	6,385	8,905	11,310	14,000	16,800
增长率 YoY %	37.8%	39.5%	27.0%	23.8%	20.0%
归属母公司净利润(百万元)	817	1,194	1,542	1,928	2,355
增长率 YoY%	41.9%	46.1%	29.2%	25.0%	22.1%
毛利率%	69.7%	69.9%	70.1%	70.3%	70.5%
净资产收益率ROE%	23.2%	27.4%	28.1%	27.7%	26.7%
EPS(摊薄)(元)	2.06	3.01	3.89	4.86	5.93
市盈率 P/E(倍)	50.29	34.43	26.65	21.32	17.46
市净率 P/B(倍)	11.66	9.45	7.48	5.90	4.67

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测; 股价为2024年4月19日收盘价

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	4,147	5,545	6,855	8,691	10,949
货币资金	3,161	4,011	5,234	6,945	8,727
应收票据	0	0	0	0	0
应收账款	102	345	211	236	304
预付账款	91	203	186	208	223
存货	669	797	1,022	1,053	1,442
其他	123	189	202	249	252
非流动资产	1,631	1,778	1,800	1,739	1,678
长期股权投资	139	114	114	114	114
固定资产(合计)	570	827	775	720	665
无形资产	420	405	405	405	405
其他	502	433	507	500	495
资产总计	5,778	7,323	8,655	10,429	12,627
流动负债	1,428	2,120	2,279	2,547	2,873
短期借款	200	200	200	200	200
应付票据	70	37	57	82	84
应付账款	475	1,019	1,237	1,305	1,448
其他	683	865	785	959	1,142
非流动负债	813	803	803	803	803
长期借款	0	0	0	0	0
其他	813	803	803	803	803
负债合计	2,241	2,923	3,082	3,349	3,676
少数股东权益	13	51	81	110	146
归属母公司股东权益	3,524	4,350	5,492	6,970	8,805
负债和股东权益	5,778	7,323	8,655	10,429	12,627

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	6,385	8,905	11,310	14,000	16,800
同比(%)	37.8%	39.5%	27.0%	23.8%	20.0%
归属母公司净利润	817	1,194	1,542	1,928	2,355
同比(%)	41.9%	46.1%	29.2%	25.0%	22.1%
毛利率(%)	69.7%	69.9%	70.1%	70.3%	70.5%
ROE%	23.2%	27.4%	28.1%	27.7%	26.7%
EPS(摊薄)(元)	2.06	3.01	3.89	4.86	5.93
P/E	50.29	34.43	26.65	21.32	17.46
P/B	11.66	9.45	7.48	5.90	4.67
EV/EBITDA	38.32	23.34	18.01	14.05	11.09

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	6,385	8,905	11,310	14,000	16,800
营业成本	1,935	2,677	3,383	4,160	4,955
营业税金及附加	56	91	100	123	148
销售费用	2,786	3,972	5,055	6,265	7,526
管理费用	327	455	594	735	882
研发费用	128	174	249	315	386
财务费用	-41	-59	-46	-67	-97
减值损失合计	-165	-108	-60	-60	-60
投资净收益	-6	-17	-17	-21	-25
其他	34	34	35	18	24
营业利润	1,058	1,503	1,933	2,406	2,937
营业外收支	-3	-7	-4	-4	-4
利润总额	1,054	1,495	1,929	2,402	2,933
所得税	223	265	357	444	543
净利润	831	1,231	1,572	1,958	2,391
少数股东损益	14	37	30	29	36
归属母公司净利润	817	1,194	1,542	1,928	2,355
EBITDA	1,181	1,559	2,045	2,501	3,006
EPS(当年)(元)	2.07	3.01	3.89	4.86	5.93

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1,111	1,469	1,750	2,210	2,357
净利润	831	1,231	1,572	1,958	2,391
折旧摊销	89	96	61	61	61
财务费用	13	13	24	24	24
投资损失	6	6	17	17	21
营运资金变动	19	65	-396	252	-286
其它	153	46	74	74	74
投资活动现金流	-298	-476	-103	-25	-29
资本支出	-167	-179	-4	-4	-4
长期投资	-131	-10	-90	0	0
其他	0	-286	-9	-21	-25
筹资活动现金流	-65	-460	-377	-274	-334
吸收投资	166	0	-153	0	0
借款	300	300	0	0	0
支付利息或股息	-183	-407	-224	-274	-334
现金流净增加额	747	534	1,223	1,710	1,783

研究团队简介

刘嘉仁，社零&美护首席分析师。曾供职于第一金证券、凯基证券、兴业证券。2016年加入兴业证券社会服务团队，2019年担任社会服务首席分析师，2020年接管商贸零售团队，2021年任现代服务业研究中心总经理。2022年加入信达证券，任研究开发中心副总经理。2021年获新财富批零与社服第2名、水晶球社服第1名/零售第1名、新浪财经金麒麟最佳分析师医美第1名/零售第2名/社服第3名、上证报最佳分析师批零社服第3名，2022年获新浪财经金麒麟最佳分析师医美第2名/社服第2名/零售第2名、医美行业白金分析师。

王越，美护&社服高级分析师。上海交通大学金融学硕士，南京大学经济学学士，2018年7月研究生毕业后加入兴业证券社会服务小组，2022年11月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美、社会服务行业。

周子莘，美护分析师。南京大学经济学硕士，华中科技大学经济学学士，曾任兴业证券社会服务行业美护分析师，2022年11月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美。

涂佳妮，社服&零售分析师。新加坡南洋理工大学金融硕士，中国科学技术大学工学学士，曾任兴业证券社服&零售行业分析师，2022年11月加入信达新消费团队，主要覆盖免税、眼视光、隐形正畸、宠物、零售等行业。

李汶静，伊利诺伊大学香槟分校理学硕士，西南财经大学经济学学士，2022年11月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美。

林凌，厦门大学经济学院金融硕士，2023年1月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 15% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在 ±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。