



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

Q1 业绩延续高增，多品牌势头强劲

买入（维持）

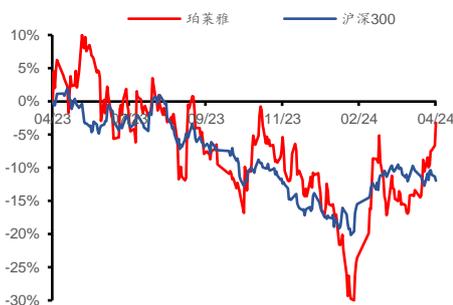
行业：美容护理
日期：2024年04月25日

分析师：梁瑞
Tel: 021-53686409
E-mail: liangrui@shzq.com
SAC 编号: S0870523110001

基本数据

最新收盘价（元）	108.25
12mth A 股价格区间（元）	78.24-173.86
总股本（百万股）	396.76
无限售 A 股/总股本	99.51%
流通市值（亿元）	427.37

最近一年股票与沪深 300 比较



相关报告：

《双十一大促表现亮眼，多品牌矩阵引领增长》

——2023年11月06日

《Q3 业绩符合预期，期待双十一大促表现》

——2023年10月24日

《净利率持续提升，多品牌矩阵引领增长》

——2023年09月01日

■ 投资摘要

事件概述

公司发布23年报及24年第一季度报告。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%。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%。

分析与判断

线上保持快速增长，线下积极调整。分渠道看，23年线上营收为82.74亿元，同比+42.96%。（1）天猫渠道继续深化大单品矩阵战略，优化货品结构，提升核心品类以及核心大单品排名；全面布局各价格段产品，并加强礼遇心智，进一步提高品牌客单价以及市场渗透率；加强精细化运营，优化投放结构，降本增效，加强站内外人群的深度联动；依托用户运营体系，提高用户多频次购买，实现复购增长。（2）强化抖音全域运营，自播完成账号的转型、提效，以产品线区分账号，实现人群细分；达播敏锐洞察市场，拓展更多达人合作，同时挖掘潜力新达人，根据达人属性&粉丝特点，定制化匹配商品和机制，最大化提升爆发系数和UV价值；商卡借势平台重点发力，协同自播拿更多流量，进一步提升销售占比；精细人群运营，优化投放结构，提升效率。线下营收6.16亿元，同比+7.35%。（1）优化百货渠道门店结构，汰换低产低潜力的店铺，并推动头部系统转为直营模式。同时，持续加强内部管理，进一步完善对专柜顾问的培训体系，提高零售管理技巧，以提升专柜平均销售额。（2）日化渠道稳固渠道存量，提升大客户合作密度。同时积极寻求市场增量，拓展新型商城集合店合作。在2023年上、下半年分别主推高端抗老蕴能系列及中端抗老弹润系列，助力零售门店实现客单价的增长及用户拓新。

主品牌持续升级优化，子品牌陆续放量。分品牌看，23年主品牌珀莱雅营收71.77亿元，同比+36.36%，持续夯实“大单品策略”，针对“双抗系列”和“红宝石系列”的核心大单品进行全方位升级，2023年下半年发布中国美妆首款备案通过的专利环肽新原料，并将其应用于“红宝石面霜 3.0”中。彩棠营收10.01亿元，同比+75.06%，持续夯实面部彩妆品类大单品矩阵，23上半年新开拓色彩品类，并在下半年重点发力底妆赛道。OR营收2.15亿元，同比+71.17%，持续提升核心爆品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。悦芙媞营收3.03亿元，同比+61.82%，持续完善消费者对悦芙媞品牌“油皮护肤专家”的认知。

■ 投资建议

我们预计24-26年营收110.76/135.10/163.16亿元，同比+24.39%/+21.97%/+20.77%；归母净利润15.31/18.77/22.76亿元，同比+28.20%/+22.64%/+21.23%。对应EPS分别为3.86/4.73/5.74元/股；对应PE为28/23/19倍，维持“买入”评级。

■ 风险提示

行业竞争风险；第三方数据统计口径差异；新品推出不及预期风险；产品质量问题风险；核心人才与技术流失风险。

■ 数据预测与估值

单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	8905	11076	13510	16316
年增长率	39.5%	24.4%	22.0%	20.8%
归母净利润	1194	1531	1877	2276
年增长率	46.1%	28.2%	22.6%	21.2%
每股收益（元）	3.01	3.86	4.73	5.74
市盈率（X）	35.97	28.06	22.88	18.87
市净率（X）	9.87	8.22	6.57	5.28

资料来源：Wind，上海证券研究所（2024年04月23日收盘价）

公司财务报表数据预测汇总
资产负债表 (单位: 百万元)

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	4011	4709	6255	7469
应收票据及应收账款	345	218	401	371
存货	797	1019	1159	1494
其他流动资产	392	415	493	578
流动资产合计	5545	6361	8308	9911
长期股权投资	114	109	94	80
投资性房地产	66	64	62	60
固定资产	827	922	1028	1131
在建工程	52	42	32	22
无形资产	405	418	424	429
其他非流动资产	314	320	327	334
非流动资产合计	1778	1877	1966	2055
资产总计	7323	8238	10274	11966
短期借款	200	200	200	200
应付票据及应付账款	1055	893	1444	1394
合同负债	301	317	403	488
其他流动负债	564	729	896	1059
流动负债合计	2120	2139	2944	3141
长期借款	0	0	0	0
应付债券	753	753	753	753
其他非流动负债	49	49	49	49
非流动负债合计	803	803	803	803
负债合计	2923	2942	3746	3943
股本	397	395	395	395
资本公积	864	713	713	713
留存收益	3239	4264	5580	7173
归属母公司股东权益	4350	5222	6538	8131
少数股东权益	51	74	-10	-108
股东权益合计	4400	5296	6528	8023
负债和股东权益合计	7323	8238	10274	11966

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流量	1469	1589	2348	2153
净利润	1231	1554	1793	2178
折旧摊销	96	115	128	140
营运资金变动	65	-174	353	-251
其他	76	94	74	87
投资活动现金流量	-476	-226	-233	-251
资本支出	-179	-213	-229	-239
投资变动	-10	-4	7	4
其他	-286	-9	-11	-16
筹资活动现金流量	-460	-664	-569	-689
债权融资	0	0	0	0
股权融资	0	-153	0	0
其他	-460	-511	-569	-689
现金净流量	534	698	1546	1214

利润表 (单位: 百万元)

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	8905	11076	13510	16316
营业成本	2677	3302	4011	4829
营业税金及附加	91	99	120	145
销售费用	3972	4909	6080	7424
管理费用	455	587	805	976
研发费用	174	314	400	405
财务费用	-59	-74	-88	-119
资产减值损失	-108	-49	-25	-28
投资收益	-17	-9	-11	-16
公允价值变动损益	0	0	0	0
营业利润	1503	1888	2175	2644
营业外收支净额	-7	-3	-4	-4
利润总额	1495	1885	2171	2640
所得税	265	331	379	463
净利润	1231	1554	1793	2178
少数股东损益	37	23	-84	-98
归属母公司股东净利润	1194	1531	1877	2276

主要指标

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
盈利能力指标				
毛利率	69.9%	70.2%	70.3%	70.4%
净利率	13.4%	13.8%	13.9%	13.9%
净资产收益率	27.4%	29.3%	28.7%	28.0%
资产回报率	16.3%	18.6%	18.3%	19.0%
投资回报率	22.4%	25.3%	24.0%	24.2%
成长能力指标				
营业收入增长率	39.5%	24.4%	22.0%	20.8%
EBIT 增长率	33.9%	31.6%	13.2%	20.9%
归母净利润增长率	46.1%	28.2%	22.6%	21.2%
每股指标 (元)				
每股收益	3.01	3.86	4.73	5.74
每股净资产	10.96	13.16	16.48	20.49
每股经营现金流	3.70	4.00	5.92	5.43
每股股利	1.29	1.28	1.43	1.73
营运能力指标				
总资产周转率	1.22	1.34	1.31	1.36
应收账款周转率	25.84	50.86	33.68	44.00
存货周转率	3.36	3.24	3.46	3.23
偿债能力指标				
资产负债率	39.9%	35.7%	36.5%	33.0%
流动比率	2.62	2.97	2.82	3.16
速动比率	2.10	2.36	2.31	2.55
估值指标				
P/E	35.97	28.06	22.88	18.87
P/B	9.87	8.22	6.57	5.28
EV/EBITDA	23.34	19.21	16.32	13.14

资料来源: Wind, 上海证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(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。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和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、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司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。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断