

旗下品牌矩阵多元化，大单品表现亮眼

——珀莱雅(603605)深度报告

投资要点

➤ 旗下品牌产品矩阵丰富，满足不同消费者需求

珀莱雅于2003年成立，2017年A股上市，经过多年经营，成长为国货美妆龙头公司，旗下拥有“珀莱雅”、“彩棠”、“Off&Relax”、“悦芙媿”、“CORRECTORS”、“INSBAHA 原色波塔”、“优资莱”、“韩雅”等品牌，产品覆盖大众精致护肤、彩妆、洗护、高功效护肤等领域，公司致力于向不同年龄段、不同收入区间、不同肌肤类型的客户提供符合她们需求的产品，提升市场竞争力。

➤ 公司表现持续超预期，营业收入&归母净利润均呈双位数增长

公司2023&2024一季度业绩均超预期，公司线上销售规模不断扩大，带动总营业收入增长，其中，线上直营渠道增长显著。公司营业收入从2019年的31.24亿元增长至2023年的88.90亿元，复合增长率为29.94%。公司归母净利润从2019年的3.93亿元增长至2023年的11.94亿元，复合增长率为32.05%。2024Q1公司分别实现营业收入、归母净利润21.82/3.03亿元，同比增长34.56%/45.58%，公司仍然处于高速增长状态。

➤ 公司持续夯实大单品策略，彩棠销售收入初具规模

2020年2月，珀莱雅推出首款大单品——红宝石精华，内涵双效六胜肽-1、超分子维A醇，能有效对抗皱纹，是兼具功能和性价比的产品。2020年4月，公司推出第二款大单品——双抗精华，含有肌肤氧化防护盾LIPOCHROMAN-6、抗氧永动机EUK-134、珍稀天然抗氧化剂麦角硫因等成分，起到抗初老的作用。红宝石精华+双抗精华，形成了早C晚A的组合。

2023年，旗下彩妆品牌——彩棠营业收入突破10亿大关，同比增长75%，成为珀莱雅旗下第二大品牌。预计彩棠营收规模将继续在2024年保持高速增长。

➤ 投资建议

我们预计公司2024-2026年公司总营业收入为112.61/137.45/161.91亿元，同比增长26.47%/22.06%/17.79%；公司归母净利润为15.79/18.22/20.79亿元，同比增长32.30%/19.13%/14.53%。采用PE估值法，对标行业内可比公司，我们给予公司2024年30xPE的估值，目标价119.14元/股，首次覆盖给予“买入”评级。

➤ 风险提示

消费复苏不及预期风险；大单品销量不及预期风险；产品研发不及预期风险；管理层变动风险；新品推广不及预期风险；销售渠道受政策影响风险。

投资评级： 买入(首次)

分析师：史伟龙

执业登记编号：A0190523050007

shiweilong@yd.com.cn

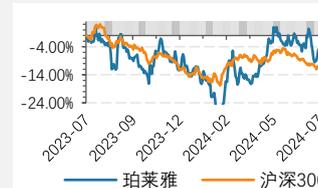
基本数据 (2024/07/17)

市场价：97.58元

总股本：3.97亿

总市值：387亿

珀莱雅与沪深300指数近一年走势对比



资料来源：Wind，源达信息证券研究所

公司基本情况	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(亿元)	63.62	88.90	112.61	137.45	161.91
增长率(%)	37.69%	39.47%	26.47%	22.06%	17.79%
归属母公司股东净利润(亿元)	8.17	11.94	15.79	18.22	20.79
增长率(%)	41.88%	46.06%	32.30%	19.13%	14.53%
每股收益EPS(元)	2.06	3.01	3.98	4.74	5.43
市盈率(P/E)	49.6	34.0	24.5	20.6	18.0
市净率(P/B)	11.67	9.43	6.50	4.93	3.87

资料来源：公司公告，源达信息证券研究所；日期截至2024年7月17日

目录

一、珀莱雅：国货美妆龙头公司，基本面发展向好	4
1.公司概况	4
2.股权架构及核心管理层	6
3.公司发展战略	7
二、业务多元化：多品类、多品牌矩阵建设	8
1.珀莱雅：持续践行大单品策略，产品深入人心	8
2.彩棠：营收体量增长迅速，第二大品牌初显	10
3. Off&Relax：亚洲头皮健康护理专家，产品发展潜力可观	11
4.悦芙媞：为年轻肌肤定制，兼顾性价比	12
三、销售模式：线上销售为主，线下销售并行	13
四、盈利预测	16
五、投资建议	17
六、风险提示	18

图表目录

图 1：珀莱雅发展历程	4
图 2：珀莱雅产品品牌梯队	5
图 3：2019-2024Q1 珀莱雅营业收入及增速	5
图 4：2019-2024Q1 珀莱雅归母净利润及增速	5
图 5：2019-2024Q1 珀莱雅毛利率及净利率（%）	6
图 6：公司股权结构	6
图 7：2019-2023 珀莱雅品牌营业收入及增速	8
图 8：珀莱雅四大系列	9
图 9：珀莱雅部分产品价格	10
图 10：彩棠底妆星品图鉴	10
图 11：2020-2023 彩棠品牌营业收入及增速	11
图 12：Off&Relax 产品系列	11
图 13：Off&Relax 部分产品价格	12
图 14：悦芙媞爆款单品	12
图 15：2020-2023 珀莱雅线上、线下营业收入	13
图 16：2019-2023 珀莱雅销售费用率（%）	14
图 17：2019-2023 珀莱雅形象宣传推广费率（%）	14
图 18：天猫、抖音平台珀莱雅自播	14
图 19：珀莱雅与李佳琦合作	15
图 20：2024 年 618 珀莱雅战报	15

表 1: 珀莱雅部分核心管理层信息	7
表 2: 珀莱雅收入预测.....	16
表 3: 可比公司估值(截至 2024 年 7 月 17 日)	17
表 4: 预测报表摘要 (亿)	19

一、珀莱雅：国货美妆龙头公司，基本面发展向好

1. 公司概况

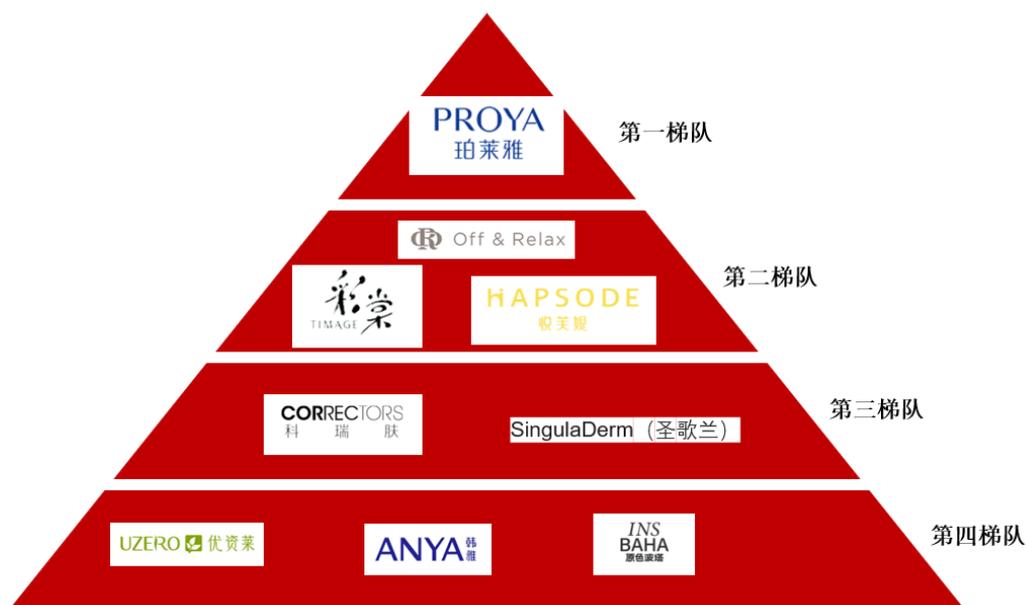
珀莱雅为国货美妆龙头企业，旗下品牌矩阵丰富。珀莱雅于 2003 年成立，起初主要布局中国三、四线城市，2012 年成立浙江美丽谷电子商务有限公司，布局线上销售渠道，2017 年于 A 股主板上市，2019 年收购彩棠，同年打响爆款“泡泡面膜”，2020 年公司推行大单品策略。经过多年经营，珀莱雅成为国货美妆龙头公司，产品覆盖大众精致护肤、彩妆、洗护、高功效护肤等美妆领域，旗下拥有“珀莱雅”、“彩棠”、“Off&Relax”、“悦芙媿”、“CORRECTORS”、“INSBAHA 原色波塔”、“优资莱”、“韩雅”等品牌。

图 1：珀莱雅发展历程



资料来源：珀莱雅官网，源达信息证券研究所

图 2：珀莱雅产品品牌梯队



资料来源：公司公告，珀莱雅官网，源达信息证券研究所

公司营业收入和归母净利润每年均保持双位数增长。2019-2024Q1，珀莱雅公司线上销售渠道营业收入逐步规模化，带动公司总体营收高速增长，而线上直营销售占比的增加，促使销售毛利率和净利率增长。

图 3：2019-2024Q1 珀莱雅营业收入及增速

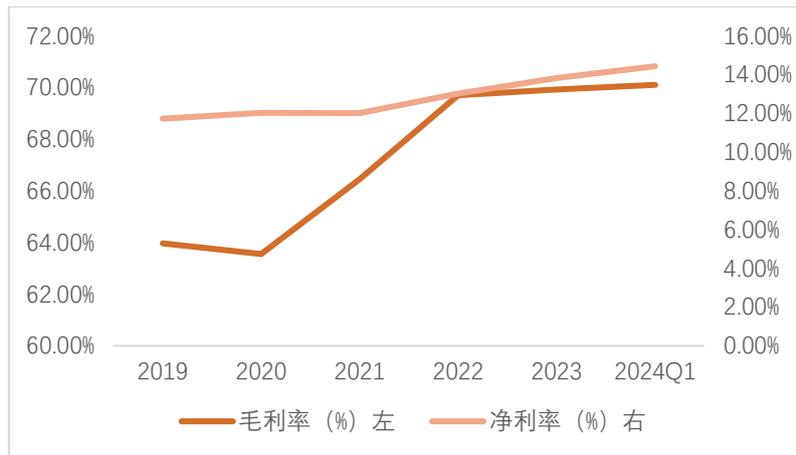
图 4：2019-2024Q1 珀莱雅归母净利润及增速



资料来源：Wind，源达信息证券研究所

资料来源：Wind，源达信息证券研究所

图 5：2019-2024Q1 珀莱雅毛利率及净利率 (%)

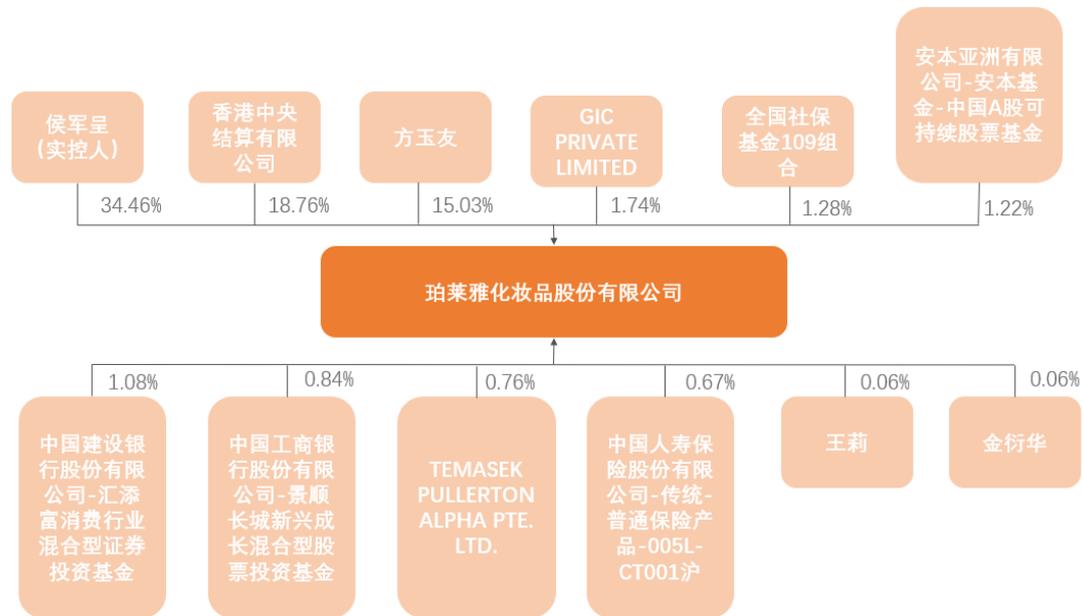


资料来源：Wind，源达信息证券研究所

2. 股权架构及核心管理层

珀莱雅股权集中,控制权稳定。公司实控人为侯军呈与方爱琴夫妇,侯军呈担任公司董事长、方爱琴担任公司采购高级顾问,其中,侯军呈持股 34.46%,联合创始人兼总经理方玉友是侯军呈妻弟,持股 15.03%,二人合计持股 49.49%。

图 6：公司股权结构



资料来源：Wind，源达信息证券研究所

公司核心管理团队人员稳定,均已加入公司多年。实控人侯军呈与总经理方玉友在化妆品领域深耕多年,对行业发展趋势、消费者需求、销售渠道等方面有着独特见解。

表 1：珀莱雅部分核心管理层信息

姓名	职位	主要工作经历
侯军呈	董事长	曾就职于义乌市燎原日化有限公司、杭州珀莱雅化妆品有限公司、杭州珀莱雅控股股份有限公司。2007 年至今在公司及前身就职，2007 年 9 月起担任公司执行董事，2012 年 8 月至今任公司及其前身董事长。
方玉友	董事 总经理	曾就职于石家庄燎原化妆品有限公司、杭州珀莱雅化妆品有限公司、杭州珀莱雅控股股份有限公司。2007 年至今在公司及其前身就职，2012 年 8 月至今任公司及其前身董事、总经理。
侯亚孟	董事 副总经理	曾就职于珀莱雅化妆品股份有限公司电商部，2021 年 9 月至今任公司董事、副总经理。
金衍华	副总经理	曾就职于浙江三门化肥厂、浙江英博雁荡山啤酒有限公司、浙江英博金华啤酒有限公司、杭州珀莱雅化妆品有限公司、杭州珀莱雅控股股份有限公司。2007 年至 2012 年 8 月在公司及前身担任湖州工厂总经理。2012 年 8 月至今担任公司供应链管理中心总经理；2018 年 4 月至今担任公司副总经理。
王莉	副总经理 财务负责人 董秘	曾任广州鹰泰数码动力科技有限公司财务负责人，美国 CELLSTAR(蜂星电讯)财务代表，上海锐力体育有限公司财务经理，维格娜丝时装股份有限公司财务总监，卓尚服饰（杭州）有限公司财务总监，南京日托光伏科技股份有限公司财务总监。2023 年 4 月至今任浙江华正新材料股份有限公司独立董事。现任珀莱雅化妆品股份有限公司副总经理、董事会秘书、财务负责人。

资料来源：公司公告，源达信息证券研究所

3.公司发展战略

珀莱雅坚持长期主义，实施“6*N”战略，以丰富品牌矩阵，提升企业核心能力。“6”指新消费、新营销、新组织、新机制、新科技、新智造，“N”指打造 N 个品牌，以起到用不同的品牌满足不同消费者需求的作用。

新消费：指满足更多消费者需求，并做好消费者价值创新服务；

新营销：指营销数字化、全渠道精细化运营及精准超前的消费者洞察能力。关注新领域内存在的营销未来可能性，提前做好布局准备；

新组织：指组织扁平化、平台化、自驱协同的高效组织；

新机制：指建立灵活、业务导向的多元化激励机制；

新科技：指注重基础科学研究，布局新原料，新研发技术，并开发更多的不同领域的研发合作伙伴资源，形成全球化研发布局，为针对性提升产品力提供科技保障，打造持续的且难以复制的研发科技竞争力；同时，为了提升业务与组织中运营精细化与管理效率，进一步完善

智能运营管理系统，进行有针对性地数智化与信息化改造，实现过程透明化与决策精准度提升；

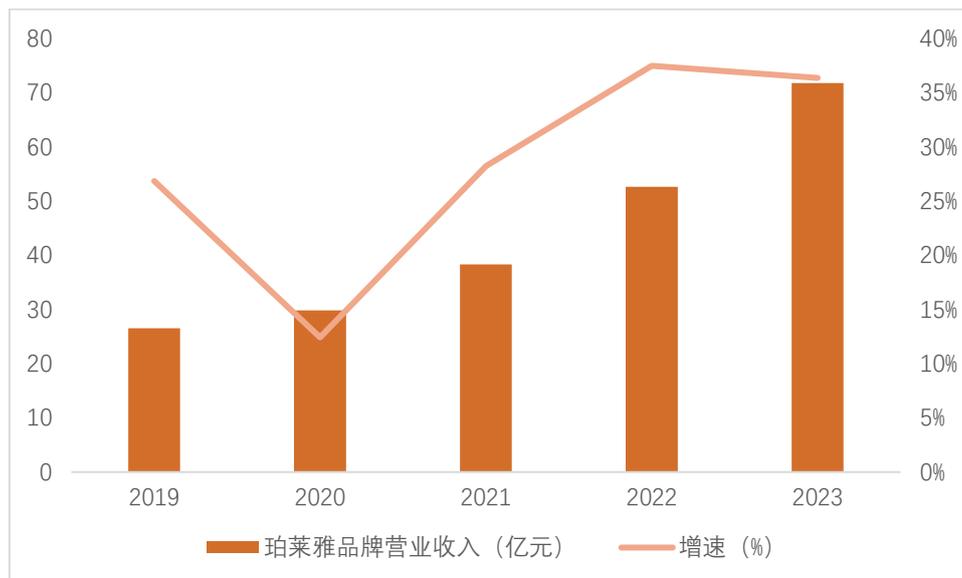
新智造：指打造服务大单品矩阵的敏捷柔性供应链，应用数字化管理体系，提高生产品质，加强供应链监管，保障产品品质。

二、业务多元化：多品类、多品牌矩阵建设

1. 珀莱雅：持续践行大单品策略，产品深入人心

珀莱雅品牌是公司的主品牌，专注科技护肤，针对年轻白领女性群体。珀莱雅品牌是公司的最主要业务，产品主价格区间 200-500 元，2023 年珀莱雅品牌占公司总营收的 80.73%。2020 年公司推行大单品策略，发展到 2024 年，珀莱雅品牌形成了四大主要产品系列——红宝石系列、双抗系列、源力系列和能量系列。

图 7：2019-2023 珀莱雅品牌营业收入及增速



资料来源：公司公告，源达信息证券研究所

图 8：珀莱雅四大系列



资料来源：珀莱雅小红书账号，源达信息证券研究所

公司推出四大产品系列以满足消费者不同需求。2017年，珀莱雅推出红宝石系列，消费者主要是有抗老需求的人群，主要产品有红宝石水、红宝石乳、红宝石精华、红宝石面膜等。2020年，珀莱雅推出双抗系列，产品定位于25岁以上有抗初老需求的人群，主要产品有双抗水、双抗乳、双抗精华、双抗面膜等。2021年，珀莱雅推出源力系列，产品针对敏感肌人群，主打皮肤维稳修复，主要产品有源力轻盈霜、源力精华、源力面膜等。2023年，珀莱雅推出其高端产品——能量系列，针对熟龄肌肤，主要产品有能量水、能量乳、能量精华水、能量霜等，能量系列还推出高端礼盒，包含水、面霜、眼霜、精华油，中免日上小程序售价1297元/套，叠加优惠券预计到手价1177元/套。

公司持续夯实大单品战略。2020年2月，珀莱雅推出首款大单品——红宝石精华，内涵双效六胜肽-1、超分子维A醇，能有效对抗皱纹，是兼具功能和性价比的产品。2020年4月，公司推出第二款大单品——双抗精华，含有肌肤氧化防护盾LIPOCHROMAN-6、抗氧永动机EUK-134、珍稀天然抗氧化剂麦角硫因等成分，起到抗初老的作用。公司相继推出红宝石精华和双抗精华，形成了早C晚A的组合，中免日上小程序早C晚A套装售价538元/套，叠加优惠券，预计到手价485元/套。

图 9：珀莱雅部分产品价格

 <p>珀莱雅 PROYA</p> <p>【上新】【新日夜兼修 3.0】早C晚A套装 双</p> <p>¥ 538</p> <p>夏日放肆嗨 ¥ 485预估到手</p>	 <p>珀莱雅 PROYA</p> <p>【上新】红宝石水乳礼盒 (新包装2.0水乳)</p> <p>¥ 448</p> <p>夏日放肆嗨 ¥ 404预估到手</p>	 <p>珀莱雅 PROYA</p> <p>【上新】双抗焕亮精华液 3.0 50ml</p> <p>¥ 379</p> <p>夏日放肆嗨 ¥ 333预估到手</p>	 <p>珀莱雅 PROYA</p> <p>【上新】双抗焕亮精华面膜二盒装 10片 (5片/盒)</p> <p>¥ 235</p> <p>夏日放肆嗨 ¥ 203预估到手</p>	 <p>珀莱雅 PROYA</p> <p>【上新】能量紧塑霜 启时集致紧塑霜 45g</p> <p>¥ 489</p> <p>夏日放肆嗨 ¥ 432预估到手</p>
 <p>珀莱雅 PROYA</p> <p>源力面膜-肌源修护优效面膜 10片 (5片/盒)</p> <p>¥ 235</p> <p>夏日放肆嗨 ¥ 203预估到手</p>	 <p>珀莱雅 PROYA</p> <p>源力精华 肌源修护优效精华露 50ml</p> <p>¥ 379</p> <p>夏日放肆嗨 ¥ 333预估到手</p>	 <p>珀莱雅 PROYA</p> <p>【上新】红宝石赋能鲜颜优效面膜 10片 (5片/盒)</p> <p>¥ 278</p> <p>夏日放肆嗨 ¥ 242预估到手</p>	 <p>珀莱雅 PROYA</p> <p>【上新】红宝石轻润霜3.0 赋能鲜颜淡纹紧致致轻</p> <p>¥ 309</p> <p>夏日放肆嗨 ¥ 261预估到手</p>	 <p>珀莱雅 PROYA</p> <p>【送礼必备】能量礼盒-启时集致至臻礼盒</p> <p>¥ 1297</p> <p>夏日放肆嗨 ¥ 1177预估到手</p>

资料来源：中免日上小程序，源达信息证券研究所

2.彩棠：营收体量增长迅速，第二大品牌初显

彩棠是由明星化妆师专为中国面孔定制的彩妆品牌。中国明星彩妆大师唐毅先生以中国美学为基础，结合国际彩妆风尚，创立彩棠品牌，专注表达中国女性的灵动之美。2019年，珀莱雅收购彩棠，以“中国妆原生美”作为品牌表达，重点入局大底妆类目，重点突破粉底、气垫、粉饼 3 大品类，完善底妆布局，产品主价格区间 150-300 元。

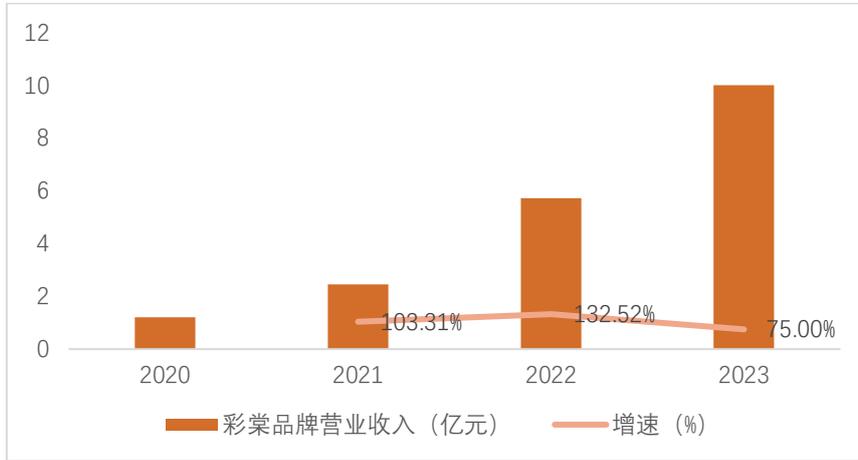
图 10：彩棠底妆星品图鉴



资料来源：彩棠微信小程序，源达信息证券研究所

彩棠营收体量增长迅速,已经发展为珀莱雅公司的第二大品牌。2023 年实现营业收入 10.01 亿元, 占总营业收入的 11.26%。今年 618, 彩棠 GMV 在天猫彩妆行业排名第一, GMV 同比增长 80%+。

图 11: 2020-2023 彩棠品牌营业收入及增速



资料来源: 公司公告, 源达信息证券研究所

3. Off&Relax: 亚洲头皮健康护理专家, 产品发展潜力可观

Off&Relax 是源于温泉的头皮护理品牌, 致力于为亚洲人定制不同的头皮养护方案。产品主价格区间 150-200 元, 其产品分为六大系列——蓬松系列、滋润系列、控油系列、修护系列、防脱系列、护发系列。

图 12: Off&Relax 产品系列



资料来源: Off&Relax 官网, 源达信息证券研究所

Off&Relax 占公司总营业收入的比重仍较小，但随着消费者对头发护理愈发重视，产品未来增长潜力可观。2023 年，Off&Relax 实现营业收入 2.15 亿元，同比增长 71.17%。

图 13：Off&Relax 部分产品价格



资料来源：Off&Relax 天猫官方旗舰店，源达信息证券研究所

4. 悦芙媿：为年轻肌肤定制，兼顾性价比

悦芙媿是珀莱雅旗下首个专门为年轻肌肤定制的快乐美妆品牌，关注年轻油皮问题，针对学生群体。悦芙媿持续关注“油皮肤质健康状态”，打造健康油皮更全面、更具针对性的解决方案，精简产品线，为油敏&油痘 2 大肤质护肤场景中的问题提供解决方法，产品价格区间为 50-200 元。

图 14：悦芙媿爆款单品



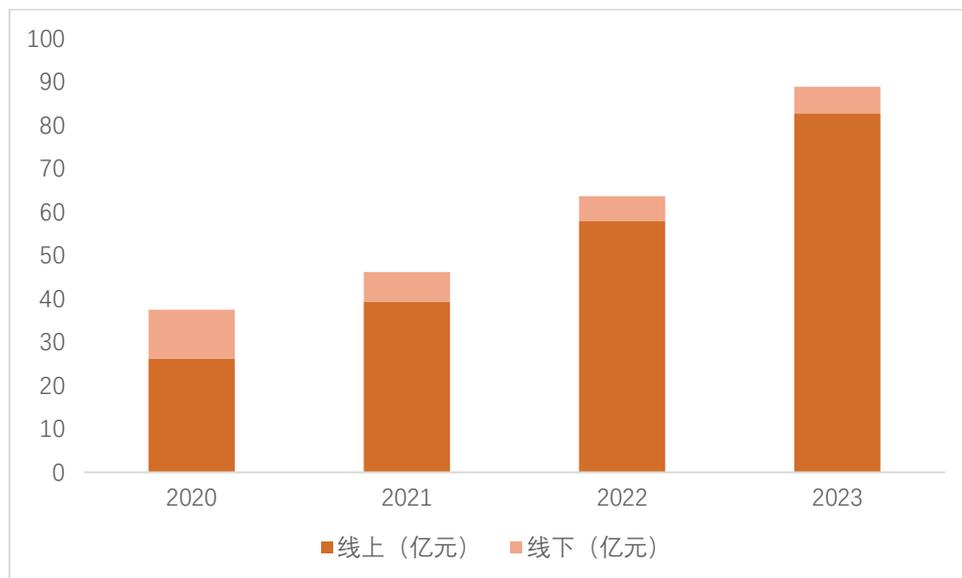
资料来源：悦芙媿官网，源达信息证券研究所

2023 年，悦芙媿品牌实现营业收入 3.03 亿元，同比增长 61.82%。悦芙媿品牌持续和年轻人喜欢的 IP 合作联名、跨界等项目，和年轻群体零距离对话。公司与 loopy 联名合作，定制限定款产品包装，实现与当下 Z 时代年轻人的快速破圈。从销售渠道来看，悦芙媿以抖音为核心增长渠道，同时加强天猫等其他线上渠道的精细化运营。

三、销售模式：线上销售为主，线下销售并行

珀莱雅采用线上渠道为主，线下渠道并行的销售模式。线上渠道主要通过直营、分销模式运营，直营以天猫、抖音、京东、快手、拼多多等平台为主；分销包括淘宝、京东、唯品会等平台。线下渠道主要通过经销商模式运营，渠道包括化妆品专营店、百货等。2023 年，珀莱雅线上营业收入为 82.74 亿元，同比增长 42.96%，占 2023 年总营业收入的 93.07%。

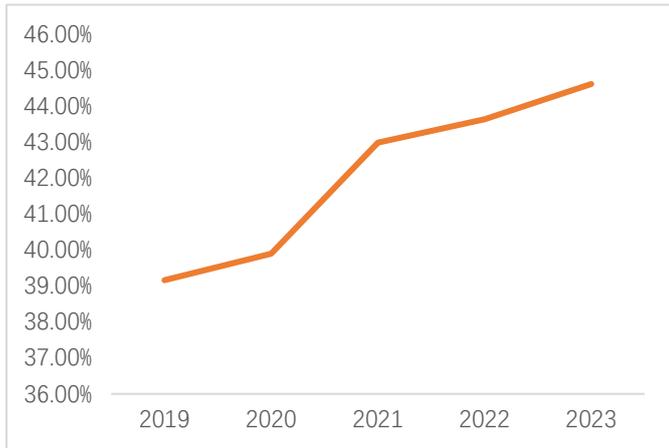
图 15：2020-2023 珀莱雅线上、线下营业收入（亿元）



资料来源：公司公告，源达信息证券研究所

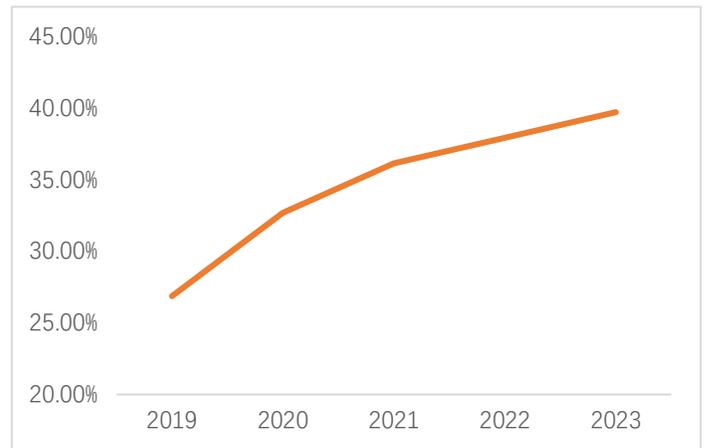
公司善于营销，品牌深入人心。珀莱雅深耕触点流量，抢夺内容红利，加强平台资源 IP 合作，提升内容数量与质量，持续拉升店铺精准流量。同时，公司重视礼遇品牌心智打造，匹配重点货品，丰富礼遇形式，站内外联动营销，扩展品牌核心人群。此外，在带货直播方面，珀莱雅将头部、二梯队、店铺自播有机结合，打造新品、专属货品、品牌福利等多重货品梯队，促进直播爆发。2019-2023 年，由于形象宣传推广费的增长，珀莱雅销售费用率逐年递增。2023 年公司销售费用率为 44.61%，其中，形象宣传推广费率为 39.69%。

图 16: 2019-2023 珀莱雅销售费用率 (%)



资料来源: 公司公告, 源达信息证券研究所

图 17: 2019-2023 珀莱雅形象宣传推广费率 (%)



资料来源: 公司公告, 源达信息证券研究所

公司将头部 KOL 直播和店铺自播有机结合。珀莱雅深度合作头部 KOL, 加强内容种草, 引导口碑传播, 优化运营内容, 调整产品结构, 加强货品与平台人群的匹配度, 做差异化产品结构, 丰富对应细分人群, 提高销量。公司凭借优秀的线上营销体系, 取得了优异的销售成绩。

图 18: 天猫、抖音平台珀莱雅自播



资料来源: 天猫, 抖音, 源达信息证券研究所

图 19：珀莱雅与李佳琦合作



资料来源：淘宝，源达信息证券研究所

今年 618，美妆行业整体表现偏弱，渠道分化明显，但珀莱雅在多个主流平台、多个品类表现显著。据珀莱雅公众号数据显示，618 期间，珀莱雅品牌为天猫、抖音、拼多多美妆成交金额排名第一，GMV 同比增长 70%/+110%/+60%+；为京东、唯品会国货美妆成交金额排名第一，GMV 同比增长 80%/+30%+。公司第二大品牌——彩棠为天猫彩妆行业品牌第一，GMV 同比增长 80%+。

图 20：2024 年 618 珀莱雅战报



资料来源：珀莱雅官方公众号，源达信息证券研究所

四、盈利预测

按品类不同，公司产品可以分为护肤类、美容彩妆类、洗护类，其中，护肤类主要包括珀莱雅品牌和悦芙媞品牌，美容彩妆类主要是彩棠品牌，洗护类主要是 Off&Relax 品牌。

护肤类：2023 年护肤类产品实现营业收入 75.59 亿元，同比增长 37.84%，其中，珀莱雅品牌实现营业收入 71.77 亿元。珀莱雅持续夯实大单品策略，与头部 KOL 紧密合作，我们预计 2024-2026 年公司护肤类产品营业收入为 94.49/113.39/130.39 亿元，增速分别为 25%/20%/15%。

美容彩妆类：2023 年美容彩妆类产品实现营业收入 11.16 亿元，同比增长 48.40%，其中，彩棠品牌实现营业收入 10.01 亿元。彩棠 2023 年营业收入占公司总营业收入的 11.26%，已经成长为公司第二大品牌，我们预计 2024-2026 年公司美容彩妆类产品营业收入为 14.51/18.86/24.52 亿元，增速分别为 30%/30%/30%。

洗护类：2023 年洗护类产品(Off&Relax 品牌)实现营业收入 2.15 亿元，同比增长 70.63%。如今消费者愈发关注头部护理，我们预计 2024-2026 年公司洗护类产品营业收入为 3.61/5.20/7.00 亿元，增速分别为 68%/44%/35%。

综上所述，2024-2026 年公司总营业收入为 112.61/137.45/161.91 亿元，增速分别为 26.47%/22.06%/17.79%。

表 2：珀莱雅收入预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
护肤类营收（亿元）	54.84	75.59	94.49	113.39	130.39
YOY（%）	37.86%	37.84%	25.00%	20.00%	15.00%
毛利率（%）	70.51%	70.28%	70.28%	70.28%	70.28%
毛利（亿元）	38.67	53.12	66.41	79.69	91.64
美容彩妆类营收（亿元）	7.52	11.16	14.51	18.86	24.52
YOY（%）	21.68%	48.40%	30.00%	30.00%	30.00%
毛利率（%）	66.55%	69.47%	69.47%	69.47%	69.47%
毛利（亿元）	5.00	7.75	10.08	13.10	17.03
洗护类营收（亿元）	1.26	2.15	3.61	5.20	7.00
YOY（%）	425.00%	70.63%	68.00%	44.00%	35.00%
毛利率（%）	62.05%	62.86%	62.86%	62.86%	62.86%
毛利（亿元）	0.78	1.35	2.16	3.14	4.23
综合营收（亿元）	63.62	88.90	112.61	137.45	161.91
YOY（%）	37.71%	39.74%	26.47%	22.06%	17.79%
综合毛利率（%）	69.88%	70.00%	70.00%	70.00%	70.00%
综合毛利（亿元）	44.46	62.23	78.76	96.06	113.07

资料来源：公司公告，源达信息证券研究所

五、投资建议

我们预计公司 2024-2026 年公司总营业收入为 112.61/137.45/161.91 亿元，同比增长 26.47%/22.06%/17.79%；公司归母净利润为 15.79/18.22/20.79 亿元，同比增长 32.30%/19.13%/14.53%。

采用 PE 估值法，选取贝泰妮、上海家化、丸美股份 3 家行业内公司作为可比公司，这三家公司 2024 年 PE 分别为 18.7x/19.9x/26.5x，三家公司平均 PE 为 21.7x。珀莱雅作为国货化妆品龙头公司，品牌知名度已经打响，公司品牌矩阵丰富，有能力满足不同消费者的需求，我们给予公司 2024 年 30xPE 的估值，目标价 119.14 元/股，首次覆盖给予“买入”评级。

表 3：可比公司估值(截至 2024 年 7 月 17 日)

代码	简称	市值 (亿元)	净利润 (亿元)			P/E		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
300957.SZ	贝泰妮	201	10.73	13.26	15.83	18.7	15.1	12.7
600315.SH	上海家化	121	6.11	7.16	8.23	19.9	16.9	14.7
603983.SH	丸美股份	100	3.79	4.78	5.85	26.5	21.0	17.1
可比公司平均						21.7	17.7	14.9
603605.SH	珀莱雅	387	15.79	18.82	21.55	24.5	20.6	18.0

资料来源：Wind，源达信息证券研究所

六、风险提示

消费复苏不及预期风险；

大单品销量不及预期风险；

产品研发不及预期风险；

管理层变动风险；

新品推广不及预期风险；

销售渠道受政策影响风险。

表 4：预测报表摘要（亿）

利润表	2023A	2024E	2025E	2026E	资产负债表	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	89.05	112.62	137.46	161.91	货币资金	40.11	52.07	75.31	92.74
减：营业成本	26.77	33.79	41.31	48.74	应收和预付款项	5.47	5.02	8.80	7.48
营业税金及附加	0.91	1.15	1.40	1.65	存货	7.97	11.32	12.27	15.56
营业费用	39.72	50.68	62.54	74.48	其他流动资产	1.00	1.07	1.07	1.07
管理费用	4.55	5.76	7.04	8.29	长期股权投资	1.14	1.14	1.14	1.14
研发费用	1.74	2.20	2.68	3.16	投资性房地产	0.66	0.58	0.50	0.43
财务费用	-0.59	-0.55	-0.67	-0.79	固定资产和在建工程	8.79	6.36	3.91	1.46
减值损失	-1.18	-1.22	-1.82	-1.98	无形资产和开发支出	4.05	3.99	3.94	3.89
营业利润	15.03	19.60	22.56	25.63	其他非流动资产	4.28	1.35	-2.51	-8.39
加：其他非经营损益	-0.07	0.29	0.29	0.29	资产总计	73.23	84.36	109.40	126.24
利润总额	14.95	19.88	22.85	25.92	短期借款	2.00	2.00	2.00	2.00
减：所得税	2.65	2.80	3.33	3.82	应付和预收款项	16.00	16.28	24.43	21.63
净利润	12.31	17.08	19.52	22.10	其他负债	13.23	2.69	2.69	2.69
减：少数股东损益	0.37	0.07	0.08	0.09	负债合计	29.23	26.49	34.65	31.85
归属母公司股东净利润	11.94	15.79	18.22	20.79	股本	3.97	3.97	3.97	3.97
					资本公积	8.64	7.17	7.17	7.17
					留存收益	30.89	48.15	66.97	88.52
					归属母公司股东权益	43.50	59.29	78.11	99.66
					少数股东权益	0.51	0.57	0.65	0.74
					股东权益合计	44.00	59.86	78.76	100.40
					负债和股东权益合计	73.23	86.36	113.41	132.25
					业绩和估值指标	2023A	2024E	2025E	2026E
					EBIT	14.36	18.11	21.56	24.67
					EBITDA	15.28	20.33	23.78	26.55
					NOPLAT	11.90	15.15	18.08	20.72
					净利润	11.94	15.79	18.82	21.55
					EPS	3.01	3.98	4.74	5.43
					PE	33.96	24.40	20.48	17.88
					PB	9.43	6.50	4.93	3.87
					PS	4.55	3.42	2.80	2.38
					PCF	27.69	28.13	15.50	20.36

资料来源：公司公告，源达信息证券研究所

投资评级说明

行业评级	以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，投资建议的评级标准为：
看好：	行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10%以上
中性：	行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10%~ + 10%以上
看淡：	行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10%以下
公司评级	以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，投资建议的评级标准为：
买入：	相对于恒生沪深 300 指数表现 + 20%以上
增持：	相对于沪深 300 指数表现 + 10%~ + 20%
中性：	相对于沪深 300 指数表现 - 10%~ + 10%之间波动
减持：	相对于沪深 300 指数表现 - 10%以下

办公地址

石家庄

河北省石家庄市长安区跃进路 167 号源达办公楼

上海

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 2306C 室

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。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

重要声明

河北源达信息技术股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：911301001043661976。

本报告仅限中国大陆地区发行，仅供河北源达信息技术股份有限公司（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。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估。

本报告仅反映本公司于发布报告当日的判断，在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场。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。

本公司及作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为源达信息证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。