

# 珀莱雅 (603605.SH)

公司点评  
证券研究报告

## 业绩继续超预期，大单品+品牌矩阵 引领高质增长

### 业绩简评

■ 公司8月27日公告2024营收/归母净利润/扣非净利润28.2/3.99/3.87亿元、同比+40.6%/+36.8%/+37.8%，收入增速仍环比提升、利润保持快增。1H24经营性净现金流同比-44%，主要系618活动周期提前致贷款+销售费用支付提前。

### 经营分析

■ 经营质量保持优异，流量成本上升、行业竞争加剧下Q2收入快速增长的同时盈利能力稳定。2024毛利率69.6%、同比-1.3PCT、环比-0.5PCT，主要系618折扣力度加大、达播占比提升；销售费用同比+2.9PCT至46.7%（系达播占比提升且抗位费上升+抖音投入产出比略下降）、环比-0.1%；管理费用率同比-2PCT至2.8%（系股权激励费用减少）；归母净利润率14.1%、同比-0.4PCT、环比+0.3PCT。

✓ 主品牌珀莱雅/彩棠/OR延续靓丽增长，悦芙媞增长稳健。1H24珀莱雅营收39.8亿、同比+38%，大单品矩阵势能持续释放，套组+大单品连带拉动客单价进一步提升，红宝石/源力系列延续高增，双抗系列同比个位数下降、期待升级后恢复亮眼增长；彩棠营收5.82亿元、同比+41%，核心单品（修容盘、高光盘等）均稳居各类目TOP排名；OR营收1.38亿元、同比+42%，持续强化品牌“亚洲头皮健康养护专家”心智；悦芙媞营收1.6亿元、同比+22%。线上直营继续靓丽、分销提速，线下平稳增长。1H24线上直营/分销营收37/9.6亿元、同比+40%/+43%，线下营收3.1亿元、同比+9%。

■ 大单品打造和把握能力领先，看好现有大单品矩阵+新品持续发力、拉动公司收入再上一台阶。珀莱雅聚焦抗衰、焕亮、修护三大功效，源力+红宝石+能量+双抗系列保持良好更新升级节奏、光学系列上新；彩棠重兵底妆赛道（粉霜、小圆管气垫、遮瑕液等8月上新），望拉高品牌成长天花板；期待悦芙媞产品、形象等全面升级落地后增长提速。

### 盈利预测、估值与评级

■ 持续引领行业变革的本土美妆集团，成长性&业绩兑现能力强，考虑Q2业绩超预期，上调盈利预测，预计24-26年归母净利润15.6/19.2/23.1亿元，同比+31%/+23%/+21%，对应PE分别为22/18/15倍，维持“买入”评级。

### 风险提示

新品孵化/渠道拓展/营销投放不及预期，管理层变动风险

国金证券研究所

分析师：罗晓婷（执业S1130520120001）

luoxiaoting@gjzq.com.cn

分析师：赵中平（执业S1130524050003）

zhaozhongping@gjzq.com.cn

市价（人民币）：84.65元

相关报告：

- 《珀莱雅点评：4Q23&1Q24业绩双超预期、增长高质，组织势能持续释放》，2024.4.19
- 《珀莱雅3Q23：淡季表现好于行业，看好双“11”靓丽增长》，2023.10.23
- 《珀莱雅上新点评：大单品家族再增一员，400元+能量系列上新》，2023.9.6



### 公司基本情况（人民币）

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	6,385	8,905	11,674	14,391	17,296
营业收入增长率	37.82%	39.45%	31.11%	23.27%	20.18%
归母净利润(百万元)	817	1,194	1,560	1,917	2,314
归母净利润增长率	41.88%	46.06%	30.69%	22.84%	20.73%
摊薄每股收益(元)	2.883	3.009	3.932	4.830	5.832
每股经营性现金流净额	3.92	3.70	4.55	5.68	6.76
ROE(归属母公司)(摊薄)	23.19%	27.45%	29.52%	29.78%	29.57%
P/E	58.09	33.03	21.53	17.52	14.52
P/B	13.47	9.07	6.35	5.22	4.29

来源：公司年报、国金证券研究所（注：股价更新至2024年8月27日）

**附录：三张报表预测摘要**
**损益表 (人民币百万元)**

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>主营业务收入</b>	<b>4,633</b>	<b>6,385</b>	<b>8,905</b>	<b>11,674</b>	<b>14,391</b>	<b>17,296</b>
增长率	23.5%	37.8%	39.5%	31.1%	23.3%	20.2%
主营业务成本	-1,554	-1,935	-2,677	-3,535	-4,345	-5,210
%销售收入	33.5%	30.3%	30.1%	30.3%	30.2%	30.1%
毛利	3,079	4,451	6,227	8,139	10,047	12,086
%销售收入	66.5%	69.7%	69.9%	69.7%	69.8%	69.9%
营业税金及附加	-41	-56	-91	-117	-144	-173
%销售收入	0.9%	0.9%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
销售费用	-1,992	-2,786	-3,972	-5,475	-6,778	-8,146
%销售收入	43.0%	43.6%	44.6%	46.9%	47.1%	47.1%
管理费用	-237	-327	-455	-409	-489	-579
%销售收入	5.1%	5.1%	5.1%	3.5%	3.4%	3.4%
研发费用	-77	-128	-174	-222	-273	-337
%销售收入	1.7%	2.0%	1.9%	1.9%	1.9%	2.0%
息税前利润 (EBIT)	733	1,153	1,535	1,917	2,362	2,850
%销售收入	15.8%	18.1%	17.2%	16.4%	16.4%	16.5%
财务费用	7	41	59	45	68	96
%销售收入	-0.2%	-0.6%	-0.7%	-0.4%	-0.5%	-0.6%
资产减值损失	-78	-170	-118	-26	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	-7	-6	-17	-18	-16	-10
%税前利润	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
营业利润	671	1,058	1,503	1,988	2,433	2,936
营业利润率	14.5%	16.6%	16.9%	17.0%	16.9%	17.0%
营业外收支	-4	-3	-7	0	0	0
税前利润	668	1,054	1,495	1,988	2,433	2,936
利润率	14.4%	16.5%	16.8%	17.0%	16.9%	17.0%
所得税	-111	-223	-265	-398	-487	-587
所得税率	16.6%	21.1%	17.7%	20.0%	20.0%	20.0%
净利润	557	831	1,231	1,590	1,947	2,349
少数股东损益	-19	14	37	30	30	35
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>576</b>	<b>817</b>	<b>1,194</b>	<b>1,560</b>	<b>1,917</b>	<b>2,314</b>
净利率	12.4%	12.8%	13.4%	13.4%	13.3%	13.4%

**现金流量表 (人民币百万元)**

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	557	831	1,231	1,590	1,947	2,349
少数股东损益	-19	14	37	30	30	35
非现金支出	174	259	215	130	106	110
非经营收益	23	2	-42	66	64	57
营运资金变动	75	19	65	21	139	167
<b>经营活动现金净流</b>	<b>830</b>	<b>1,111</b>	<b>1,469</b>	<b>1,807</b>	<b>2,255</b>	<b>2,683</b>
资本开支	-194	-167	-179	-185	-185	-185
投资	-70	-131	-10	0	0	0
其他	-78	0	-286	-18	-16	-10
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-342</b>	<b>-298</b>	<b>-476</b>	<b>-203</b>	<b>-201</b>	<b>-195</b>
股权募资	1	166	0	0	0	0
债权募资	648	0	0	0	0	0
其他	-159	-231	-460	-672	-814	-973
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>490</b>	<b>-65</b>	<b>-460</b>	<b>-671</b>	<b>-814</b>	<b>-973</b>
<b>现金净流量</b>	<b>976</b>	<b>747</b>	<b>534</b>	<b>933</b>	<b>1,240</b>	<b>1,515</b>

**资产负债表 (人民币百万元)**

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	2,391	3,161	4,011	4,941	6,179	7,693
应收款项	208	176	434	438	532	640
存货	448	669	797	969	1,167	1,356
其他流动资产	112	141	303	209	246	284
流动资产	3,159	4,147	5,545	6,557	8,124	9,973
%总资产	68.2%	71.8%	75.7%	78.1%	80.9%	83.4%
长期投资	297	354	287	261	261	261
固定资产	668	778	879	936	987	1,034
%总资产	14.4%	13.5%	12.0%	11.2%	9.8%	8.6%
无形资产	427	439	472	497	525	554
非流动资产	1,474	1,631	1,778	1,833	1,912	1,987
%总资产	31.8%	28.2%	24.3%	21.9%	19.1%	16.6%
<b>资产总计</b>	<b>4,633</b>	<b>5,778</b>	<b>7,323</b>	<b>8,390</b>	<b>10,036</b>	<b>11,960</b>
短期借款	200	203	204	205	205	205
应付款项	545	761	1,211	1,371	1,686	2,022
其他流动负债	279	464	705	658	805	966
流动负债	1,025	1,428	2,120	2,233	2,696	3,193
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	721	813	803	790	794	798
负债	1,746	2,241	2,923	3,024	3,489	3,991
<b>普通股股东权益</b>	<b>2,877</b>	<b>3,524</b>	<b>4,350</b>	<b>5,286</b>	<b>6,436</b>	<b>7,824</b>
其中：股本	201	284	397	397	397	397
未分配利润	1,697	2,300	3,040	3,976	5,126	6,514
少数股东权益	10	13	51	81	111	146
<b>负债股东权益合计</b>	<b>4,633</b>	<b>5,778</b>	<b>7,323</b>	<b>8,390</b>	<b>10,036</b>	<b>11,960</b>

**比率分析**

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>每股指标</b>						
每股收益	2.866	2.883	3.009	3.932	4.830	5.832
每股净资产	14.313	12.431	10.963	13.322	16.220	19.720
每股经营现金净流	4.128	3.919	3.702	4.554	5.683	6.762
每股股利	0.860	0.870	1.290	1.573	1.932	2.333
<b>回报率</b>						
净资产收益率	20.03%	23.19%	27.45%	29.52%	29.78%	29.57%
总资产收益率	12.43%	14.15%	16.30%	18.60%	19.10%	19.35%
投入资本收益率	16.13%	20.28%	23.59%	24.25%	25.18%	25.54%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	23.47%	37.82%	39.45%	31.11%	23.27%	20.18%
EBIT增长率	26.78%	57.26%	33.15%	24.86%	23.20%	20.67%
净利润增长率	21.03%	41.88%	46.06%	30.69%	22.84%	20.73%
总资产增长率	27.39%	24.71%	26.74%	14.57%	19.61%	19.18%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	16.7	6.9	9.2	9.2	9.0	9.0
存货周转天数	107.6	105.4	99.9	100.0	98.0	95.0
应付账款周转天数	108.0	83.0	101.8	120.0	120.0	120.0
固定资产周转天数	44.0	32.6	33.9	25.6	20.4	16.6
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-51.79%	-63.15%	-69.40%	-74.22%	-79.75%	-84.50%
EBIT利息保障倍数	-98.0	-28.1	-26.0	-42.6	-34.9	-29.6
资产负债率	37.69%	38.78%	39.91%	36.04%	34.77%	33.37%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	3	13	33	50	130
增持	0	3	7	11	1
中性	0	0	0	1	1
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.19	1.18	1.21	1.02

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2023-04-12	买入	174.00	N/A
2	2023-04-20	买入	169.90	N/A
3	2023-05-22	买入	165.00	N/A
4	2023-07-13	买入	105.35	N/A
5	2023-08-30	买入	99.30	N/A
6	2023-09-06	买入	113.12	N/A
7	2023-10-23	买入	95.99	N/A
8	2024-04-19	买入	103.46	N/A

来源：国金证券研究所

投资评级的说明：

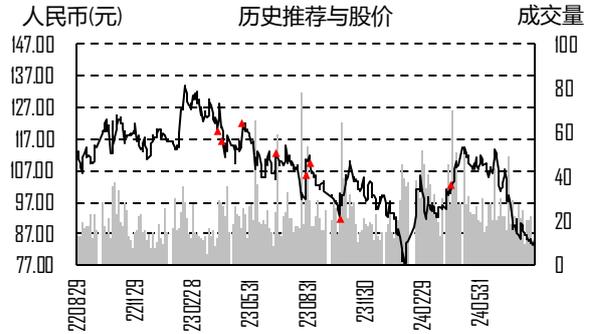
- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持



**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806