

珀莱雅 (603605.SH)

优于大市

上半年归母净利润同比增长 40%，进一步夯实国货美妆龙头地位

核心观点

上半年业绩持续表现优异，国货龙头地位夯实。上半年公司实现营业收入 50.01 亿元，同比增长 37.90%；归母净利润 7.02 亿元，同比增长 40.48%；单 Q2 实现营收 28.20 亿元，同比+40.59%；实现归母净利 3.99 亿元，同比+36.84%；扣非归母净利润 3.87 亿元，同比增长 37.76%。

分品牌来看，主品牌珀莱雅 2024 上半年实现营收 39.81 亿/yoy+37.67%，营收占比 79.71%，保持稳健增长态势。其中天猫/抖音/京东分别占珀莱雅品牌线上比重 45%/20%/10%+，同时品牌在天猫和抖音平台复购率和客单价均有所提升。目前大单品系列仍是珀莱雅品牌的核心发力点，营收占比超 57%，上半年双抗/红宝石/源力系列分别销售同比-5%/82%/70%，双抗系列由于产品原因目前处于调整期，预计明年上半年完成升级。彩棠品牌上半年实现收入 5.82 亿/yoy+40.57%，营收占比 11.66%。下半年彩棠有望将推出气垫、粉底等重磅新品，带动业绩持续增长。OR 品牌上半年实现收入 1.38 亿/yoy+41.91%，品牌调整成效初显；悦芙媞实现收入 1.61 亿/yoy+22.35%。

分渠道来看，上半年线上实现收入 46.80 亿/yoy+40.52%，占比 93.69%；其中直销仍是线上收入主要来源，占比 74.56%。线下收入 3.14 亿/yoy+8.85%。

促销力度加大致毛利率下降，经营性现金流净额受到支付账期影响下滑。2024Q2 毛利率/净利率分别同比-1.30/-0.76pct，毛利率由于 618 促销力度增大而有所下降。销售/管理/研发费用率分别同比+2.90/-2.01/-0.29pct。抖音平台竞争加剧投产比有所下降，同时达播占比提升，导致销售费用率上行，管理费用率由于股权激励费用减少而降低。上半年存货周转天数 95 天，同比减少 23 天；应收账款周转天数 13 天，同比增加 7 天。2024Q2 经营性现金流净额 2.31 亿/yoy-70.03%，主要由于销售费用增加和 618 费用支付提前。

风险提示：宏观环境风险，新产品推出不及预期，行业竞争加剧。

投资建议：公司作为国货美妆头部集团，近年来持续推进大单品策略，并依托多元化渠道布局，推动业绩延续靓丽表现。未来公司主品牌在多个产品方向仍有进一步迭代推新空间，同时渠道端通过精细化运营布局有望推动经营效率的优化；同时新品牌在集团成熟的品牌运营方法论赋能下，有望为公司后续增长接力。从进一步夯实公司国货美妆龙头地位。考虑公司主品牌大单品持续增长迭代，同时新品牌逐步孵化成熟，我们上调公司 2024-2026 年归母净利润至 15.79/19.78/23.64（原值为 14.96/18.12/21.37）亿元，对应 PE 分别为 21/17/14x，维持“优大于市”评级。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	6,385	8,905	11,656	14,341	16,954
(+/-%)	37.8%	39.5%	30.9%	23.0%	18.2%
净利润(百万元)	817	1194	1579	1978	2364
(+/-%)	41.9%	46.1%	32.2%	25.3%	19.5%
每股收益(元)	2.88	3.01	3.98	4.98	5.96
EBIT Margin	18.1%	17.2%	16.3%	16.6%	16.7%
净资产收益率 (ROE)	23.2%	27.4%	28.7%	28.4%	27.2%
市盈率 (PE)	29.4	28.1	21.3	17.0	14.2
EV/EBITDA	21.5	22.6	18.4	15.1	13.0
市净率 (PB)	6.81	7.72	6.10	4.82	3.86

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

美容护理·化妆品

证券分析师：张峻豪

021-60933168

zhangjh@guosen.com.cn

S0980517070001

证券分析师：孙乔容若

021-60375463

sunqiaorongruo@guosen.com.cn

S0980523090004

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	84.65 元
总市值/流通市值	33586/33420 百万元
52 周最高价/最低价	117.50/75.01 元
近 3 个月日均成交额	204.83 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《珀莱雅 (603605.SH) 一季度归母净利润同比增长 46%，全品类多品牌布局日趋成熟》——2024-04-19
- 《珀莱雅 (603605.SH) 三季度淡季实现稳定增长，期待双 11 大促积极发力》——2023-10-24
- 《珀莱雅 (603605.SH) 二季度归母净利润同比增长 110%，品牌势能不断释放》——2023-08-30
- 《珀莱雅 (603605.SH) 上半年归母净利润同比增加 55%至 65%，国货美妆龙头地位稳固》——2023-07-13
- 《珀莱雅 (603605.SH) 4 月线上 GMV 增长依旧强劲，积极备战“618”大促》——2023-05-22

公司业绩持续表现优异。上半年公司实现营业收入 50.01 亿元，同比增长 37.90%；归母净利润 7.02 亿元，同比增长 40.48%；单 Q2 实现营收 28.20 亿元，同比+40.59%；实现归母净利 3.99 亿元，同比+36.84%；扣非归母净利润 3.87 亿元，同比增长 37.76%。受益于公司大单品策略的成功践行，以及线上渠道的持续稳健增长，公司在高基数下始终实现优异业绩，夯实自身美妆国货龙头地位。

分品牌来看，主品牌珀莱雅 2024 上半年实现营收 39.81 亿，同比增长 37.67%，营收占比 79.71%，保持稳健增长态势。其中天猫/抖音/京东分别占珀莱雅品牌线上比重 45%/20%/10%+。上半年珀莱雅品牌在天猫/抖音平台复购率分别为 40%/30%+，较 23 年底 38%/25%均有提升；客单价也从 23 年底的 350/300+元均提升至 400+元。同时抖音渠道目前自播/达人播/其他占比分别为 3.5/4.5/2，达播占比较 23 年底提高 10pct，同时 ROI 由 3.0 降至 2.8。

目前大单品仍是珀莱雅品牌的核心发力点，整体大单品系列营收占比超 57%，复购率为 45%+，在天猫/抖音/京东线上主流平台上占比分别为 75%/70%/60%+，今年上半年双抗/红宝石/源力系列分别销售同比-5%/82%/70%，双抗系列由于产品本身原因销售有所承压，目前处于调整期，预计明年上半年完成升级。

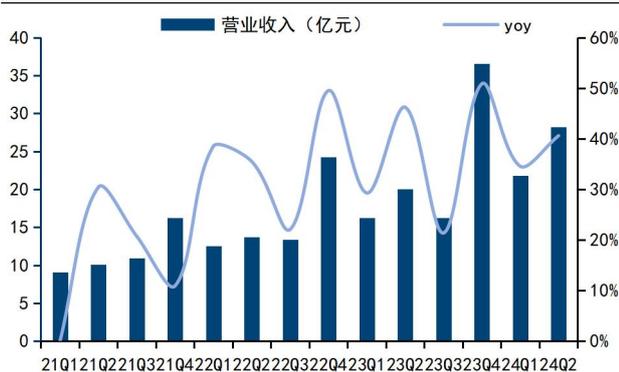
彩妆：2024 上半年实现收入 5.82 亿元，同比增长 40.57%，营收占比 11.66%。品牌在天猫平台客单价为 250 元+，复购率 25%+，抖音平台客单价 280 元+，复购率为 20%左右。下半年彩妆将推出气垫、粉底等重磅新品，有望带动业绩持续增长。

其他品牌：OR 品牌 2024 上半年实现收入 1.38 亿元，同比增长 41.91%；悦芙媞品牌实现收入 1.61 亿元，同比增长 22.35%。

分渠道来看：公司线上 2024 上半年实现收入 46.80 亿元，同比+40.52%，占比 93.69%；其中，直销业务是线上渠道的主要来源，占比达 74.56%。2024 上半年线下收入 3.14 亿元，同比+8.85%，占比 6.31%。

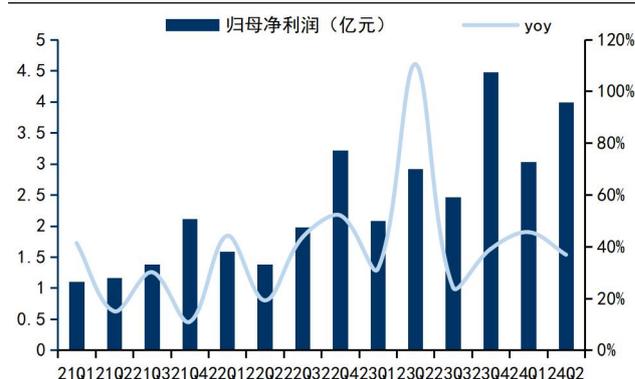
分品类看：公司 2024 上半年护肤类收入为 41.91 亿元，同比增长 37.12%，占比 83.91%；美容彩妆类收入为 6.65 亿元，同比增长 42.84%，占比 13.32%。洗护类收入为 1.38 亿元，同比增长 42.26%，占比为 2.77%，彩妆和洗护类占比上升。

图1：公司单季度营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

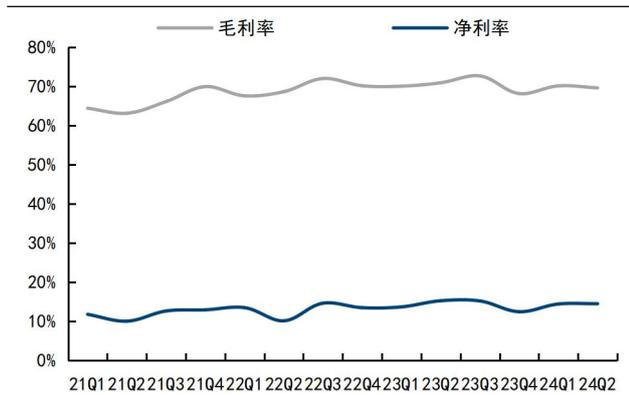
图2：公司单季度归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

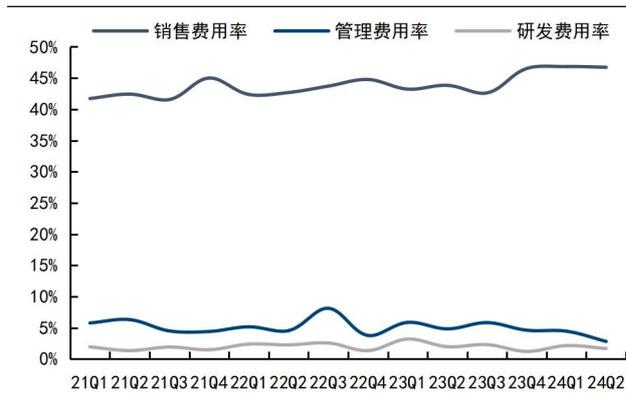
盈利能力方面，2024Q2 实现毛利率/净利率 69.60%/14.50%，分别同比-1.30pct/-0.76pct，由于 618 促销力度增大，叠加抖音渠道达播占比提升，导致毛利率下降。销售/管理/研发费用率分别为 46.73%/2.82%/1.69%，同比+2.90pct/-2.01pct/-0.29pct。抖音平台投入产出比有所下降，同时抖音达播占比提升，带动销售费用率上行，而管理费用率由于股权激励费用减少而降低。

图3：公司单季度毛利率及净利率情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

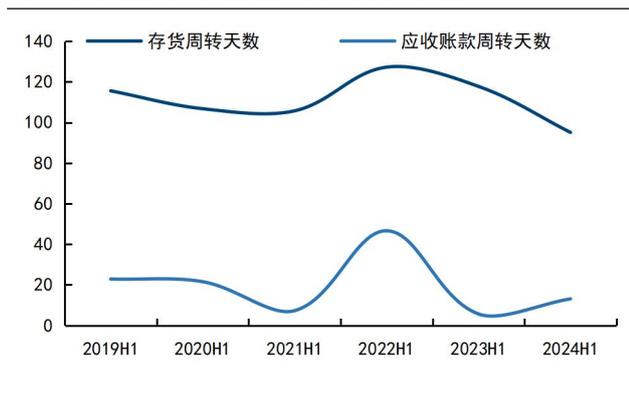
图4：公司单季度费用率情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

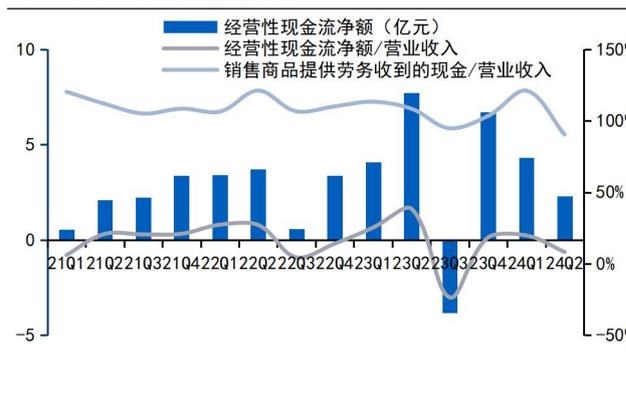
营运能力及现金流方面，公司 2024 上半年存货周转天数 95 天，同比减少 23 天；应收账款周转天数 13 天，同比增加 7 天。2024Q2 公司经营性现金流净额 2.31 亿元，同比减少 70.03%。主要原因为销售费用的增加和 618 达播费用支付账期提前。

图5：公司存货周转天数及应收账款周转天数



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：公司单季度现金流情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议

公司作为国货美妆头部集团，近年来持续推进大单品策略，并依托多元化渠道布局，推动业绩延续靓丽表现。未来公司主品牌在多个产品方向仍有进一步迭代推新空间，同时渠道端通过精细化运营布局有望推动经营效率的优化；同时新品牌在集团成熟的品牌运营方法论赋能下，有望为公司后续增长接力。从进一步夯实公司国货美妆龙头地位。考虑公司主品牌大单品持续增长迭代，同时新品牌逐步孵化成熟，我们上调公司 2024-2026 年归母净利至 15.79/19.78/23.64（原值为 14.96/18.12/21.37）亿元，对应 PE 分别为 21/17/14x，维持“优大于市”评级。

表1：盈利预测主要调整项

	现值	2024 原值	现值	2025 原值	原因
营业收入	30.90%	23.7%	23.03%	19.6%	公司整体品牌竞争力强劲，同时叠加大单品占比持续提升，后续新品迭出，有望带动收入增长。
管理费用率	3.56%	4.92%	3.49%	4.87%	受到公司持续精细化管控费用，同时股权激励费用减少，管理费用率预计持续下行

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

表2: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价 (2024-08-27)	总市值 亿元	EPS				PE				ROE (%)	PEG	投资评级
				23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E	(23A)	(24E)	
603605.SH	珀莱雅	84.65	336	3.01	3.98	4.98	5.96	33.03	21.28	16.98	14.21	27.45	0.66	优大于市
300740.SZ	水羊股份	10.02	39	0.75	0.78	0.92	1.01	22.08	12.79	10.88	9.94	22.08	3.38	优大于市
603983.SH	丸美股份	20.59	83	0.65	0.92	1.15	1.39	39.06	22.43	17.88	14.83	7.75	0.53	优大于市

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	3161	4011	4987	6377	8074	营业收入	6385	8905	11656	14341	16954
应收款项	102	427	479	589	697	营业成本	1935	2677	3520	4282	5050
存货净额	669	797	1061	1294	1529	营业税金及附加	56	91	103	126	149
其他流动资产	215	310	816	1004	1187	销售费用	2786	3972	5503	6815	8075
流动资产合计	4147	5545	7343	9264	11486	管理费用	327	455	431	517	598
固定资产	778	879	971	1057	1130	研发费用	128	174	195	221	251
无形资产及其他	420	405	390	374	359	财务费用	(41)	(59)	(79)	(109)	(147)
投资性房地产	294	381	381	381	381	投资收益	(6)	(17)	3	3	3
长期股权投资	139	114	234	354	474	资产减值及公允价值变动	(165)	(108)	10	10	10
资产总计	5778	7323	9318	11429	13829	其他收入	(94)	(140)	(195)	(221)	(251)
短期借款及交易性金融负债	203	204	200	200	200	营业利润	1058	1503	1997	2502	2991
应付款项	545	1055	1302	1588	1876	营业外净收支	(3)	(7)	0	0	0
其他流动负债	680	861	1416	1741	2059	利润总额	1054	1495	1997	2502	2991
流动负债合计	1428	2120	2918	3529	4135	所得税费用	223	265	369	462	552
长期借款及应付债券	724	753	753	753	753	少数股东损益	14	37	49	62	74
其他长期负债	88	49	49	49	49	归属于母公司净利润	817	1194	1579	1978	2364
长期负债合计	813	803	803	803	803	现金流量表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
负债合计	2241	2923	3721	4332	4938	净利润	817	1194	1579	1978	2364
少数股东权益	13	51	88	134	190	资产减值准备	116	(51)	16	9	10
股东权益	3524	4350	5510	6964	8701	折旧摊销	70	81	118	131	144
负债和股东权益总计	5778	7323	9318	11429	13829	公允价值变动损失	165	108	(10)	(10)	(10)
						财务费用	(41)	(59)	(79)	(109)	(147)
关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E	营运资本变动	306	(33)	(4)	89	91
每股收益	2.88	3.01	3.98	4.98	5.96	其它	(106)	76	21	37	46
每股红利	0.64	1.03	1.05	1.32	1.58	经营活动现金流	1370	1374	1720	2235	2644
每股净资产	12.43	10.96	13.88	17.55	21.93	资本开支	0	(5)	(201)	(201)	(201)
ROIC	24.07%	27.74%	36%	53%	64%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
ROE	23.19%	27.45%	29%	28%	27%	投资活动现金流	31	20	(321)	(321)	(321)
毛利率	70%	70%	70%	70%	70%	权益性融资	(1)	0	0	0	0
EBIT Margin	18%	17%	16%	17%	17%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	19%	18%	17%	18%	18%	支付股利、利息	(183)	(407)	(418)	(524)	(627)
收入增长	38%	39%	31%	23%	18%	其它融资现金流	(265)	270	(4)	0	0
净利润增长率	42%	46%	32%	25%	20%	融资活动现金流	(631)	(544)	(422)	(524)	(627)
资产负债率	39%	41%	41%	39%	37%	现金净变动	770	850	976	1390	1697
股息率	0.5%	1.2%	1.2%	1.6%	1.9%	货币资金的期初余额	2391	3161	4011	4987	6377
P/E	29.4	28.1	21.3	17.0	14.2	货币资金的期末余额	3161	4011	4987	6377	8074
P/B	6.8	7.7	6.1	4.8	3.9	企业自由现金流	0	1307	1466	1960	2341
EV/EBITDA	21.5	22.6	18.4	15.1	13.0	权益自由现金流	0	1577	1526	2049	2461

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032