

## 业绩延续亮眼增长，核心大单品持续升级

增持(维持)

——珀莱雅(603605)点评报告

2024年08月28日

## 投资要点:

公司业绩维持亮眼增长，24H1 归母净利润同比+40.48%。2024H1，公司实现营收 50.01 亿元(同比+37.90%)，归母净利润 7.02 亿元(同比+40.48%)，扣非归母净利润 6.79 亿元(同比+41.78%)，业绩维持亮眼增长。分季度看，Q1/Q2 公司分别实现营收同比+34.56%/+40.59%，归母净利润同比+45.58%/+36.84%，扣非归母净利润同比+47.50%/+37.76%。2024H1，公司经营活动产生的现金流净额为 6.62 亿元(同比-43.95%)，同比下滑主因销售费用同比增加以及支付货款周期变动影响。

主品牌珀莱雅持续升级核心大单品，多个子品牌体量提升。(1)珀莱雅：主品牌珀莱雅坚持深耕“大单品策略”，升级“红宝石系列”和“源力系列”核心大单品。“源力面霜 2.0”首次应用全球独创成分“XVII 型重组胶原蛋白”，聚焦抗初老；“红宝石精华 3.0”将采用独家胶原自启科技，实现进阶抗皱。同时，公司推出针对油皮肌肤的“净源系列”全新产品线，上新“光学系列”和全新盾护防晒。24H1，主品牌珀莱雅收入 39.81 亿元(同比+37.67%)，占主营业务收入比例为 79.71%。珀莱雅品牌 2024 上半年在天猫平台表现优异，精华品类、面霜品类均排名第 1，贴片面膜排名第 2，面部护理套装排名第 2，眼霜排名第 4。

(2)彩棠：持续夯实面部彩妆品类大单品矩阵，2024 上半年核心单品“三色修容盘”、“双色高光盘”、“三色遮瑕盘”、“大师妆前乳”、“三色腮红盘”均在各类目排名前列。24H1，彩棠收入 5.82 亿元(同比+40.57%)，占主营业务收入比例提升至 11.66%。(3)OR：OR 持续深化品牌“亚洲头皮健康养护专家”心智，持续提升大单品市占率。2024 上半年，“OR 净养控油头皮凝露”和第二单品“OR 育发液”排名前列，24H1，OR 实现收入 1.38 亿元(同比+41.91%)，占主营业务收入比例为 2.76%。(4)悦芙媞：持续深化“油皮护肤专家”品牌认知，联名 IP Loopy，新推清洁线 Loopy 限定款和相关主题活动。24H1，悦芙媞实现收入 1.61 亿元(同比+22.35%)，占主营业务收入比例提升至 3.22%。

线上渠道持续高速增长，线下持续优化门店结构。(1)线上：24H1，公司线上渠道实现收入 46.80 亿元(同比+40.52%)，延续高速增长，占主

## 基础数据

总股本(百万股)	396.76
流通A股(百万股)	394.80
收盘价(元)	84.65
总市值(亿元)	335.86
流通A股市值(亿元)	334.20

## 个股相对沪深 300 指数表现



数据来源：聚源，万联证券研究所

## 相关研究

业绩增长再超预期，核心大单品全方位升级  
Q3 业绩延续快速增长，盈利水平持续提升  
业绩增长超预期，盈利能力持续提升

分析师：陈雯

执业证书编号：S0270519060001

电话：02032255207

邮箱：chenwen@wlzq.com.cn

分析师：李滢

执业证书编号：S0270522030002

电话：15521202580

邮箱：liyling1@wlzq.com.cn

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	8904.57	11434.38	14182.31	17205.03
增长率(%)	39.45	28.41	24.03	21.31
归母净利润(百万元)	1193.87	1598.70	1970.10	2406.87
增长率(%)	46.06	33.91	23.23	22.17
每股收益(元)	3.01	4.03	4.97	6.07
市盈率(倍)	28.13	21.01	17.05	13.95
市净率(倍)	7.72	6.34	5.12	4.16

数据来源：携宁科技云估值，万联证券研究所

营业务收入比例提升至 93.69%。其中，线上直营/分销渠道分别同比+40.01%/42.52%至 37.24 亿元/9.56 亿元。2024 年上半年，珀莱雅天猫旗舰店成交额首次在天猫美妆排名第 1，珀莱雅品牌成交额在抖音、京东美妆分别排名第 2、第 5。(2) 线下：2024 年，公司持续优化门店结构，推进头部系统向直营模式的转变。持续开拓新型商城集合店合作，升级消费体验。公司线下渠道营收 3.14 亿元(同比+8.85%)，占主营业务收入比例为 6.31%。

**净利率小幅下降，形象宣传推广费增加拉升销售费用率。**24H1，公司毛利率同比降低 0.69 个 pct 至 69.82%，主因线上直营渠道毛利率下降，618 促销力度加大；净利率同比小幅降低 0.09 个 pct 至 14.47%。费用率方面，24H1，公司销售/管理/研发费用率分别为 46.78%/3.54%/1.89%，同比分别+3.22/-1.76/-0.63 个 pct。其中，销售费用率同比提升主因形象宣传推广费增加，管理费用率降低主因股份支付费用减少。

**盈利预测与投资建议：**公司是国货化妆品龙头企业，近年来持续夯实大单品策略，主品牌珀莱雅稳健增长，子品牌彩棠、OR、悦芙媞等收入体量快速提升。我们维持此前的盈利预测不变，预计公司 2024-2026 年的归母净利润分别为 15.99/19.70/24.07 亿元，对应 2024 年 8 月 27 日收盘价的 PE 分别为 21/17/14 倍，维持“增持”评级。

**风险因素：**宏观经济下行风险、市场竞争加剧风险、品牌孵化不及预期风险。

利润表 (百万元)

	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>8905</b>	<b>11434</b>	<b>14182</b>	<b>17205</b>
同比增速 (%)	39.45	28.41	24.03	21.31
营业成本	2677	3432	4245	5138
毛利	6227	8002	9938	12067
营业收入 (%)	69.93	69.98	70.07	70.14
税金及附加	91	114	142	172
营业收入 (%)	1.02	1.00	1.00	1.00
销售费用	3972	5123	6382	7777
营业收入 (%)	44.61	44.80	45.00	45.20
管理费用	455	583	723	877
营业收入 (%)	5.11	5.10	5.10	5.10
研发费用	174	229	291	361
营业收入 (%)	1.95	2.00	2.05	2.10
财务费用	-59	-101	-113	-144
营业收入 (%)	-0.66	-0.89	-0.79	-0.84
资产减值损失	-108	-101	-96	-91
信用减值损失	-10	-10	-10	-10
其他收益	45	56	76	88
投资收益	-17	-17	-20	-28
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
资产处置收益	-1	0	0	-1
<b>营业利润</b>	<b>1503</b>	<b>1983</b>	<b>2462</b>	<b>2982</b>
营业收入 (%)	16.88	17.34	17.36	17.33
营业外收支	-7	-2	-2	-2
<b>利润总额</b>	<b>1495</b>	<b>1981</b>	<b>2460</b>	<b>2980</b>
营业收入 (%)	16.79	17.32	17.34	17.32
所得税费用	265	366	470	549
净利润	1231	1615	1990	2431
营业收入 (%)	13.82	14.12	14.03	14.13
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>1194</b>	<b>1599</b>	<b>1970</b>	<b>2407</b>
同比增速 (%)	46.06	33.91	23.23	22.17
少数股东损益	37	16	20	24
EPS (元/股)	3.01	4.03	4.97	6.07

基本指标

	2023A	2024E	2025E	2026E
EPS	3.01	4.03	4.97	6.07
BVPS	10.96	13.35	16.55	20.35
PE	28.13	21.01	17.05	13.95
PEG	0.61	0.62	0.73	0.63
PB	7.72	6.34	5.12	4.16
EV/EBITDA	23.34	13.93	10.77	8.61
ROE	27.45%	30.19%	30.01%	29.82%
ROIC	22.44%	26.01%	26.39%	26.54%

资产负债表 (百万元)

	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	4011	4830	6412	7707
交易性金融资产	0	0	0	0
应收票据及应收账款	345	217	472	368
存货	797	1010	1153	1516
预付款项	203	257	318	385
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	189	230	249	283
流动资产合计	5545	6545	8605	10260
长期股权投资	114	109	94	80
固定资产	827	922	1028	1131
在建工程	52	32	37	37
无形资产	405	392	379	366
商誉	0	0	0	0
递延所得税资产	108	108	108	108
其他非流动资产	272	281	280	290
<b>资产总计</b>	<b>7323</b>	<b>8390</b>	<b>10531</b>	<b>12272</b>
短期借款	200	200	200	200
应付票据及应付账款	1055	985	1562	1492
预收账款	0	0	0	0
合同负债	301	330	427	519
应付职工薪酬	166	210	263	317
应交税费	223	275	346	420
其他流动负债	374	425	478	538
流动负债合计	2120	2225	3076	3286
长期借款	0	0	0	0
应付债券	753	753	753	753
递延所得税负债	0	0	0	0
其他非流动负债	49	49	49	49
<b>负债合计</b>	<b>2923</b>	<b>3027</b>	<b>3878</b>	<b>4089</b>
归属于母公司的所有者权益	4350	5295	6565	8072
少数股东权益	51	67	87	111
<b>股东权益</b>	<b>4400</b>	<b>5362</b>	<b>6652</b>	<b>8183</b>
<b>负债及股东权益</b>	<b>7323</b>	<b>8390</b>	<b>10531</b>	<b>12272</b>

现金流量表 (百万元)

	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流净额</b>	<b>1469</b>	<b>1688</b>	<b>2528</b>	<b>2467</b>
投资	-10	-9	12	-1
资本性支出	-179	-175	-224	-229
其他	-286	-17	-20	-28
<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-476</b>	<b>-201</b>	<b>-233</b>	<b>-258</b>
债权融资	0	0	0	0
股权融资	0	-153	0	0
银行贷款增加 (减少)	0	0	0	0
筹资成本	-407	-514	-714	-914
其他	-53	0	0	0
<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-460</b>	<b>-667</b>	<b>-714</b>	<b>-914</b>
<b>现金净流量</b>	<b>534</b>	<b>819</b>	<b>1582</b>	<b>1295</b>

数据来源: 携宁科技云估值, 万联证券研究所

## 行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

## 公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

## 风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 免责声明

万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司认为可靠且已公开的信息撰写，本公司力求但不保证这些信息的准确性及完整性，也不保证文中的观点或陈述不会发生任何变更。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。分析师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。

本报告的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、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的引起法律后果和造成我公司经济损失的概由对方承担，我公司保留追究的权利。

## 万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳福田区深南大道2007号金地中心

广州天河区珠江东路11号高德置地广场