



买入 (维持)

所属行业: 美容护理/化妆品  
当前价格(元): 85.90

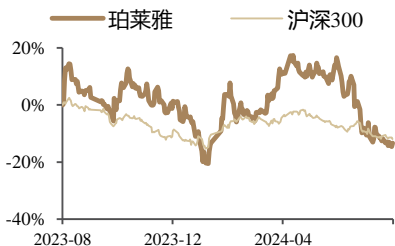
证券分析师

易丁依

资格编号: S0120523070004

邮箱: yidy@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-5.76	-24.83	-24.01
相对涨幅(%)	-2.71	-20.52	-14.92

资料来源: 德邦研究所, 聚源数据

相关研究

- 《珀莱雅: 23&24Q1 业绩超预期, 全面绽放、开启新征程》, 2024.4.19
- 《珀莱雅: Q3 收入、利润双 20%+, 看好双十一大促表现》, 2023.10.24
- 《珀莱雅: 大单品+多品牌逆势高增, 品牌势能持续释放》, 2023.8.30
- 《珀莱雅 (603605.SH): 淡季不淡, 23Q1 表现略超预期》, 2023.4.21

# 珀莱雅: 24H1 收入、利润均超预期, 主品牌势能持续

投资要点

- **珀莱雅 24H1 业绩超预期, 经营质量持续向好。**1) 24H1: 实现营业收入 50.01 亿元/+37.90%, 主要由线上渠道推动, 毛利率 69.82%/-0.69pcts, 归母净利润 7.02 亿元/+40.48%, 主要系营业收入上升与管理费用下降。销售费用率 46.78%/+3.22pcts, 主要系形象宣传推广费增加所致; 2) 24Q2: 实现营业收入 28.20 亿元/+40.59%, 归母净利润 3.99 亿元/+36.84%。
- **爆款单品+渠道裂变, 看好主品牌迈向百亿规模。**24H1 年珀莱雅品牌营收 39.81 亿元/+37.67%, (1) **分产品看:** 24H1 针对红宝石系列及源力系列进行升级, 推出红宝石精华 3.0、源力面霜 2.0, 保证大单品系列的产品丰富度; 推新方面, 针对油皮问题推出“净源系列”, “光学系列”和盾护防晒扩展提亮、防晒领域布局, 坚守“大单品战略”并取得了天猫平台精华品类和面霜品类双料第一。(2) **分渠道看:** 天猫渠道为基本盘, 持续提升品牌大单品渗透, 加大套装投放力度, 天猫旗舰店于 618 期间获得美妆第 1 和快消第 1, 在 24H1 获得美妆类目第 1; 抖音渠道进一步完善品牌矩阵账号搭建、完成多品分布策略, 深度合作垂类达人, 完成种草与销售品效合一, 24H1 获得美妆第 1、国货第 1; 公司积极探索百货渠道, 持续优化门店结构、升级柜台品牌形象, 随着百货渠道逐步开拓可夯实品牌力。
- **优秀单品+多梯次产品矩阵, 多个子品牌全面开花。**(1) **彩棠:** 24H1 实现营收 5.82 亿元/+40.57%, 夯实面部彩妆大单品矩阵的同时发力底妆赛道, 新推透明蜜粉饼、匀衡柔光气垫 (混合肌)、干皮粉霜、争青唇冻等新品, 618 期间, 小圆管粉底液位列粉底类美国货第 1, 透明蜜粉饼获粉饼类第 8; (2) **悦芙媞:** 24H1 营收 1.61 亿元/+22.35%, 修红精华高增速, 24H1 陆续推出点痘精华、豆乳卸妆膏、雪糕防晒 (升级) 等多款新品, 与知名 IP LOPPY 联动推出限定款, 适配年轻群体情绪消费需求, 泥膜限定款于 38 活动期间获得天猫涂抹面膜好评榜、涂抹面膜回购榜第 1; (3) **OR:** 24H1 营收 1.38 亿元/+41.91%, OR 清爽蓬松洗发水大单品持续提高渗透, 补充第二梯队的控油洗发水、修护洗发水等新品, “OR 净养控油头皮凝露”获天猫头皮预洗类目排名第 1、天猫头皮预洗类目前市占率超 10%。
- **投资建议:** 爆款单品+多品牌矩阵巩固+全渠营销实现业绩跃升, 品牌国货龙头地位进一步夯实; 珀莱雅不断推新完善大单品矩阵, 运营能力和品牌战略逐步完善, 子品牌新品抓住色彩类彩妆、高端头皮洗护等细分领域高质量上新; 公司在短期销售数据, 中期品牌矩阵和长期竞争力多维度表现优秀。预计 24-26 年营收为 118.30 亿/142.78 亿/165.69 亿, 归母净利润为 15.49 亿/18.69 亿/21.69 亿, 对应 PE 为 22.01X/18.24X/15.71X, 看好组织、管理效能持续释放, 维持“买入”评级!
- **风险提示:** 核心管理层变动、化妆品行业景气度下降风险、化妆品竞争加剧风险、子品牌孵化不及预期、新产品推广情况不及预期。

股票数据

总股本(百万股):	396.76
流通 A 股(百万股):	394.80
52 周内股价区间(元):	77.61-114.67
总市值(百万元):	33,585.52
总资产(百万元):	7,362.86
每股净资产(元):	11.45

资料来源: 公司公告

主要财务数据及预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	6,385	8,905	11,830	14,278	16,569
(+/-)YOY(%)	37.8%	39.5%	32.9%	20.7%	16.0%
净利润(百万元)	817	1,194	1,549	1,869	2,169
(+/-)YOY(%)	41.9%	46.1%	29.7%	20.7%	16.1%
全面摊薄 EPS(元)	2.07	3.01	3.90	4.71	5.47
毛利率(%)	69.7%	69.9%	69.9%	70.2%	70.3%
净资产收益率(%)	23.2%	27.4%	29.2%	29.3%	28.8%

资料来源: 公司年报 (2022-2023), 德邦研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(元)				
每股收益	3.01	3.90	4.71	5.47
每股净资产	10.96	13.35	16.05	18.99
每股经营现金流	3.70	5.70	5.15	6.07
每股股利	0.86	1.51	2.02	2.52
价值评估(倍)				
P/E	33.02	22.01	18.24	15.71
P/B	9.07	6.31	5.21	4.38
P/S	3.83	2.88	2.39	2.06
EV/EBITDA	23.34	14.23	11.52	9.58
股息率%	0.9%	1.8%	2.3%	2.9%
盈利能力指标(%)				
毛利率	69.9%	69.9%	70.2%	70.3%
净利润率	13.4%	13.1%	13.1%	13.1%
净资产收益率	27.4%	29.2%	29.3%	28.8%
资产回报率	16.3%	17.3%	18.1%	18.6%
投资回报率	21.5%	24.5%	24.9%	24.8%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	39.5%	32.9%	20.7%	16.0%
EBIT 增长率	40.0%	39.5%	19.9%	15.7%
净利润增长率	46.1%	29.7%	20.7%	16.1%
偿债能力指标				
资产负债率	39.9%	39.7%	36.5%	33.4%
流动比率	2.6	2.6	2.9	3.2
速动比率	2.1	2.1	2.3	2.7
现金比率	1.9	2.0	2.2	2.5
经营效率指标				
应收帐款周转天数	14.1	5.0	4.8	4.6
存货周转天数	108.7	110.0	110.0	105.0
总资产周转率	1.2	1.3	1.4	1.4
固定资产周转率	10.8	13.6	16.9	20.4

现金流量表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	1,194	1,549	1,869	2,169
少数股东损益	37	56	68	79
非现金支出	215	129	136	143
非经营收益	-42	63	69	78
营运资金变动	65	466	-98	-62
经营活动现金流	1,469	2,262	2,043	2,407
资产	-179	-183	-117	-123
投资	-10	0	0	0
其他	-286	-12	-14	-17
投资活动现金流	-476	-195	-132	-140
债权募资	0	0	0	0
股权募资	0	0	0	0
其他	-460	-643	-843	-1,043
融资活动现金流	-460	-643	-843	-1,043
现金净流量	534	1,425	1,069	1,224

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 8 月 28 日  
 资料来源：公司年报 (2022-2023)，德邦研究所

利润表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	8,905	11,830	14,278	16,569
营业成本	2,677	3,555	4,261	4,915
毛利率%	69.9%	69.9%	70.2%	70.3%
营业税金及附加	91	118	143	166
营业税金率%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
营业费用	3,972	5,501	6,682	7,787
营业费用率%	44.6%	46.5%	46.8%	47.0%
管理费用	455	450	543	630
管理费用率%	5.1%	3.8%	3.8%	3.8%
研发费用	174	237	286	331
研发费用率%	1.9%	2.0%	2.0%	2.0%
EBIT	1,399	1,952	2,341	2,709
财务费用	-59	3	-12	-22
财务费用率%	-0.7%	0.0%	-0.1%	-0.1%
资产减值损失	-108	0	0	0
投资收益	-17	-12	-14	-17
营业利润	1,503	2,014	2,433	2,829
营业外收支	-7	-8	-12	-18
利润总额	1,495	2,006	2,420	2,810
EBITDA	1,559	2,082	2,477	2,852
所得税	265	401	484	562
有效所得税率%	17.7%	20.0%	20.0%	20.0%
少数股东损益	37	56	68	79
归属母公司所有者净利润	1,194	1,549	1,869	2,169

资产负债表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	4,011	5,436	6,504	7,729
应收账款及应收票据	345	162	188	209
存货	797	1,071	1,284	1,414
其它流动资产	392	474	532	581
流动资产合计	5,545	7,143	8,509	9,932
长期股权投资	114	114	114	114
固定资产	827	868	843	812
在建工程	52	66	69	72
无形资产	405	397	389	381
非流动资产合计	1,778	1,824	1,793	1,755
资产总计	7,323	8,967	10,302	11,687
短期借款	200	200	200	200
应付票据及应付账款	1,055	1,510	1,599	1,667
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	865	1,050	1,158	1,228
流动负债合计	2,120	2,759	2,958	3,095
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	803	803	803	803
非流动负债合计	803	803	803	803
负债总计	2,923	3,562	3,760	3,898
实收资本	397	397	397	397
普通股股东权益	4,350	5,298	6,367	7,536
少数股东权益	51	107	175	253
负债和所有者权益合计	7,323	8,967	10,302	11,687

# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

易丁依，上海财经大学金融硕士，21年6月加入德邦证券，负责医美、化妆品领域研究，把握颜值经济行业趋势、分析用户画像、研究终端产品、高频跟踪渠道动销，深挖公司基本面型选手，挖掘胶原蛋白等前沿细分市场。

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准：	类别	评级	说明
以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

## 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。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。在任何情况下，本公司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任何责任。

本报告所载的资料、意见及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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。