

大单品势头强劲，多品牌高增，龙头优势显著

■ 证券研究报告

★ 投资评级:买入(维持)

基本数据	2024-08-28
收盘价(元)	85.90
流通股本(亿股)	3.95
每股净资产(元)	11.32
总股本(亿股)	3.97

最近12月市场表现



分析师 刘洋

SAC证书编号: S0160521120001

liuyang01@ctsec.com

相关报告

- 《业绩高增超预期，大单品矩阵持续迭代》 2024-04-19
- 《源力面霜2.0进军胶原赛道，长期发展持续向好》 2024-02-19
- 《双11多平台美妆第一，龙头地位持续进阶》 2023-11-06

核心观点

- ❖ **事件：公司发布2024年半年报：**2024H1公司实现收入50.01亿元，同比+37.90%；实现归母净利润7.02亿元，同比+40.48%，实现扣非净利润6.79亿元，同比+41.78%。单Q2来看，实现收入28.20亿元，同比+40.59%；实现归母净利润3.99亿元，同比+36.84%；实现扣非净利润3.87亿元，同比+37.76%。
- ❖ **业绩分析：全品牌收入同步高增，期间费用率提升盈利能力略降。**1) **收入端：**分品牌，珀莱雅/彩棠/OR/悦芙媞/其他品牌分别营收39.81/5.82/1.38/1.61/1.32亿元，同比+37.67%/+40.57%/+41.91%/+22.35%/+56.29%；分渠道，线上/线下分别营收46.80/3.14亿元，同比+40.52%/+8.85%。2) **利润端：**2024H1毛利率69.82%，同比-0.7pct，净利率14.47%，同比-0.1pct。费用端来看，2024H1销售/管理/研发费用率分别为46.78%/3.54%/1.89%，同比+3.22/-1.76/-0.63pct。毛利率下降主要系618大促力度加大，销售费用率提升主要系平台投入加大&达播占比提升。
- ❖ **品牌经营亮点：主品牌保持领先地位，持续高质量推新升级。**1) **珀莱雅：**坚持深耕大单品策略，升级迭代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XVII型重组胶原蛋白，红宝石精华3.0应用专利环肽，同时推出净源系列全新产品线、光学系列和盾护防晒，进一步拓展了品牌在提亮和防晒领域的产品布局。2) **彩棠/OR/悦芙媞：**彩棠持续夯实面部彩妆品类大单品矩阵，进一步发力底妆赛道；OR深化品牌专业心智，持续提升大单品渗透率，补充第二梯队控油洗发水、修护洗发水，共同提升核心品类的市场占有率；悦芙媞持续深化“油皮护肤专家”的品牌认知，修红精华实现高增速，帮助品牌打造功效口碑。第二品牌梯队已成雏形，接棒增长可期。
- ❖ **渠道建设亮点：线上渠道持续领跑，线下渠道稳健增长。**1) **线上：**618活动期间主品牌获天猫/抖音/京东美妆排名第1/第1/第3，首次获得天猫快速消费品排名第1，三大平台同步推进，2024H1珀莱雅天猫旗舰店成交金额首次在天猫美妆排名第1；2) **线下：**日化优化门店结构，推动头部系统转为直营，日化进一步开拓新型商城集合店的深度合作，升级品牌体验区，持续开拓市场增量。
- ❖ **投资建议：**主品牌稳定贡献增长基本盘+彩棠第二曲线表现亮眼+悦芙媞、OR品牌展现成长潜能，预计公司2024-2026年实现收入116.80/141.43/170.71亿元，归母净利润15.54/19.25/23.90亿元，对应PE 22/18/14倍。维持“买入”评级。
- ❖ **风险提示：**美妆行业消费需求不足，新品推广不及预期，行业竞争加剧

盈利预测：

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	6385	8905	11680	14143	17071
收入增长率(%)	37.82	39.45	31.17	21.08	20.71
归母净利润(百万元)	817	1194	1554	1925	2390
净利润增长率(%)	41.88	46.06	30.18	23.86	24.14
EPS(元/股)	2.07	3.01	3.92	4.85	6.02
PE	80.91	33.02	21.93	17.71	14.26
ROE(%)	23.19	27.45	28.77	28.62	28.40
PB	13.47	9.07	6.31	5.07	4.05

数据来源：wind数据，财通证券研究所（以2024年08月28日收盘价计算）

公司财务报表及指标预测

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	6385.45	8904.57	11679.86	14142.51	17071.23	成长性					
减:营业成本	1934.85	2677.45	3499.00	4199.60	5031.48	营业收入增长率	37.8%	39.5%	31.2%	21.1%	20.7%
营业税费	56.39	90.66	116.80	139.52	170.08	营业利润增长率	57.5%	42.1%	32.9%	23.8%	22.5%
销售费用	2785.84	3972.20	5197.54	6265.13	7562.56	净利润增长率	41.9%	46.1%	30.2%	23.9%	24.1%
管理费用	327.30	455.44	525.59	650.56	802.35	EBITDA 增长率	51.0%	32.0%	41.6%	22.5%	20.1%
研发费用	128.01	173.57	245.28	296.99	375.57	EBIT 增长率	59.2%	33.9%	43.2%	23.6%	20.8%
财务费用	-41.00	-59.08	26.33	22.78	17.80	NOPLAT 增长率	50.5%	39.8%	35.7%	23.6%	22.3%
资产减值损失	-164.88	-108.10	-109.50	-128.05	-116.05	投资资本增长率	18.1%	20.1%	20.6%	21.1%	22.1%
加:公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	净资产增长率	22.5%	24.4%	24.0%	24.3%	24.9%
投资和汇兑收益	-5.66	-17.39	-23.36	-28.29	-34.14	利润率					
营业利润	1057.59	1502.78	1996.72	2472.40	3029.49	毛利率	69.7%	69.9%	70.0%	70.3%	70.5%
加:营业外净收支	-3.43	-7.46	-4.15	-4.50	-4.70	营业利润率	16.6%	16.9%	17.1%	17.5%	17.7%
利润总额	1054.15	1495.32	1992.57	2467.90	3024.79	净利润率	13.0%	13.8%	13.3%	13.6%	14.0%
减:所得税	222.87	264.52	438.37	542.94	635.21	EBITDA/营业收入	18.5%	17.5%	18.9%	19.1%	19.0%
净利润	817.40	1193.87	1554.21	1924.96	2389.59	EBIT/营业收入	17.1%	16.4%	17.9%	18.3%	18.3%
资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	运营效率					
货币资金	3161.00	4011.09	5136.76	6527.49	8226.06	固定资产周转天数	33	34	27	23	19
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	流动营业资本周转天数	-14	-16	-16	-16	-15
应收账款	102.16	344.57	346.51	429.92	538.39	流动资产周转天数	237	227	217	225	233
应收票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	应收帐款周转天数	6	14	11	11	12
预付帐款	91.48	202.87	209.62	264.96	322.74	存货周转天数	126	109	114	114	113
存货	669.05	797.22	983.47	1187.08	1445.39	总资产周转天数	330	300	276	276	278
其他流动资产	49.74	99.77	129.77	159.77	189.77	投资资本周转天数	255	220	202	202	205
可供出售金融资产						投资回报率					
持有至到期投资						ROE	23.2%	27.4%	28.8%	28.6%	28.4%
长期股权投资	138.53	113.57	118.95	108.07	100.27	ROA	14.1%	16.3%	17.6%	18.0%	18.4%
投资性房地产	68.65	66.16	65.13	57.62	51.00	ROIC	19.3%	22.4%	25.2%	25.8%	25.8%
固定资产	570.38	827.35	861.59	876.11	896.30	费用率					
在建工程	207.38	52.04	112.04	202.04	292.04	销售费用率	43.6%	44.6%	44.5%	44.3%	44.3%
无形资产	420.32	404.69	380.85	364.87	347.51	管理费用率	5.1%	5.1%	4.5%	4.6%	4.7%
其他非流动资产	5.55	16.97	5.84	6.22	7.32	财务费用率	-0.6%	-0.7%	0.2%	0.2%	0.1%
资产总额	5778.07	7323.08	8818.96	10713.04	13015.65	三费/营业收入	48.1%	49.1%	49.2%	49.1%	49.1%
短期债务	200.20	200.16	210.16	218.16	223.16	偿债能力					
应付帐款	475.43	1018.52	1103.72	1366.86	1666.85	资产负债率	38.8%	39.9%	38.2%	36.7%	34.9%
应付票据	69.63	36.96	95.82	102.02	118.62	负债权益比	63.4%	66.4%	61.7%	58.0%	53.7%
其他流动负债	10.82	15.02	18.02	21.02	24.02	流动比率	2.90	2.62	2.76	2.86	3.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	速动比率	2.37	2.14	2.28	2.38	2.52
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	利息保障倍数	83.91	79.71	45.13	53.41	62.01
负债总额	2240.85	2922.77	3364.45	3933.57	4546.58	分红指标					
少数股东权益	12.73	50.77	52.77	54.57	56.07	DPS(元)	0.87	0.91	1.26	1.51	1.76
股本	283.52	396.76	396.76	396.76	396.76	分红比率					
留存收益	2442.14	3238.56	4290.76	5613.92	7302.01	股息收益率	0.5%	0.9%	1.5%	1.8%	2.1%
股东权益	3537.22	4400.31	5454.52	6779.48	8469.07	业绩和估值指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	EPS(元)	2.07	3.01	3.92	4.85	6.02
净利润	831.28	1230.80	1554.21	1924.96	2389.59	BVPS(元)	12.43	10.96	13.61	16.95	21.20
加:折旧和摊销	88.59	96.24	112.99	115.63	121.52	PE(X)	80.9	33.0	21.9	17.7	14.3
资产减值准备	169.94	118.49	109.50	128.05	116.05	PB(X)	13.5	9.1	6.3	5.1	4.1
公允价值变动损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	P/FCF					
财务费用	13.02	13.07	46.44	48.51	50.46	P/S	7.4	4.4	2.9	2.4	2.0
投资收益	5.66	17.39	23.36	28.29	34.14	EV/EBITDA	38.3	23.3	13.6	10.6	8.3
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	CAGR(%)					
营运资金的变动	19.36	65.28	11.14	4.35	-28.56	PEG	1.9	0.7	0.7	0.7	0.6
经营活动产生现金流量	1111.14	1468.79	1861.79	2254.29	2687.91	ROIC/WACC					
投资活动产生现金流量	-298.22	-475.83	-243.22	-258.05	-278.87	REP					
融资活动产生现金流量	-65.25	-460.28	-492.90	-605.51	-710.46						

资料来源: wind 数据, 财通证券研究所 (以 2024 年 08 月 28 日收盘价计算)

信息披露

● 分析师承诺

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，具备专业胜任能力，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。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也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。

● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

● 公司评级

以报告发布日后 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

● 行业评级

以报告发布日后 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

● 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，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。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，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。