

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

珀莱雅 (603605. SZ)

投资评级 买入

上次评级 买入

蔡昕妤 商贸零售分析师

执业编号: S1500523060001

联系电话: 13921189535

邮箱: caixinyu@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦
B座

邮编: 100031

珀莱雅 (603605. SZ) 24H1 点评：业绩超预期，多品牌延续亮眼表现

2024年8月29日

事件：公司发布 24H1 业绩，实现营收 50.01 亿元/+37.90%，实现归母净利润 7.02 亿元/+40.48%，扣非归母净利润 6.79 亿元/+41.78%。24Q1/24Q2 分别实现营收 21.82/28.20 亿元，同比+34.56%/+40.59%，归母净利润 3.03/3.99 亿元，同比+45.58%/+36.84%，扣非归母净利润 2.92/3.87 亿元，同比+47.50%/+37.76%。

点评：

核心品牌延续优异增长，新品&升级储备丰富。分品牌看：（1）**珀莱雅品牌：**24H1 实现收入 39.81 亿元/yoy+37.67%，公司于 24H1 针对红宝石系列、源力系列的核心大单品进行升级，“源力面霜 2.0”首次将全球独家创新成分“XVII 型重组胶原蛋白”应用其中，进一步巩固了品牌在基底膜修护抗初老领域的专业性；“红宝石精华 3.0”将中国美妆领域首款专利环肽新原料与专研双 A 组合结合，采用独家胶原自启科技，实现进阶抗皱。品牌大单品接受度&消费粘性进一步增强，24H1 珀莱雅品牌在天猫平台，精华品类、面霜品类均排名第 1，保持领先地位；贴片面膜排名第 2，面部护理套装排名第 2，眼霜排名第 4，核心品类市场份额均显著提升。（2）**彩棠：**24H1 实现收入 5.82 亿元/yoy+40.57%。彩棠进一步发力底妆赛道，核心单品位居天猫榜单前列。“小圆管粉底液”全渠道持续保持高增速，618 活动期间，位居天猫粉底类目国货第 1，粉底类目第 3。“透明蜜粉饼”冲到天猫粉饼类目第 8。（3）**OR：**24H1 实现收入 1.35 亿元/yoy+41.91%，深化品牌“亚洲头皮健康养护专家”心智，持续提升大单品“OR 清爽蓬松洗发水”消费者渗透率，24H1OR 净养控油头皮凝露”获天猫头皮预洗类目排名第 1、天猫头皮预洗类目市占率超 10%。（4）**悦芙媞：**24H1 实现收入 1.61 亿元/yoy+22.35%。持续深化“油皮护肤专家”的品牌认知，联名知名 IP Loopy。（5）**其他品牌：**24H1 实现收入 1.32 亿元/yoy+56.29%。

分渠道看：线上占比进一步提升。（1）**线上：**24H1 实现收入 46.8 亿元/yoy+40.52%/占比 93.69%，其中直营/分销分别实现收入 37.24/9.56 亿元，同比分别增长 40.01%/42.52%，天猫平台：38、618 活动期间，珀莱雅天猫旗舰店成交金额均获天猫美妆排名第 1，24H1 珀莱雅天猫旗舰店首次登顶天猫美妆第 1；抖音平台：618 活动期间，成交金额获抖音美妆排名第 1，国货排名第 1，24H1 珀莱雅成交金额获抖音美妆排名第 2；京东平台：618 活动期间，成交金额获京东美妆排名第 3，国货排名第 1，24H1 珀莱雅成交金额获京东美妆排名第 5，国货排名第 1；（2）**线下：**24H1 实现收入 3.14 亿元/yoy+8.85%/占比 6.31%，其中日化/其他渠道同比分别-7.66%/+92.29%。

分品类看：护肤洁肤类贡献绝大部分收入。护肤类收入 41.91 亿元 /yoy+37.12%/占比 83.91%，美容彩妆/洗护品类收入分别 6.65/1.38 亿元，同比+42.84/+42.26%。

盈利能力来看：高毛利线上直营占比提升推动毛利率继续向上。24H1 公司毛利率/期间费用率/净利率分别为 69.82%/51.72%/14.47%，同比分别-0.11/+1.17/+0.65pct。费用端来看，销售/管理/财务/研发费用率分别为 46.78%/3.54%/-0.49%/1.89%，同比分别+3.22/-1.76/+0.34/-0.63pct。其中销售费率的提升主要来自形象宣传推广费率提升至 41.25%，主要源于新品牌孵化、线下&海外渠道探索；管理费用率下降受股份支付费用减少影响，财务费用增加主要是利息支出同比增加。

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2024-2026 年归母净利润 15.42/19.25/23.49 亿元，同比增长 29%/25%/22%，对应 8 月 29 日收盘价 PE 分别为 23/19/15X。24H1 公司业绩表现持续亮眼，多个核心品牌共同驱动业绩高增，看好国货美妆龙头的长期成长性，维持“买入”评级。

风险因素：核心大单品迭代升级效果&销售不及预期，新产品&新品牌孵化不及预期，消费者破圈效果不及预期，管理层变动。

重要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	6,385	8,905	11,310	14,000	16,800
增长率 YoY %	37.8%	39.5%	27.0%	23.8%	20.0%
归属母公司净利润 (百万元)	817	1,194	1,542	1,925	2,349
增长率 YoY%	41.9%	46.1%	29.2%	24.8%	22.1%
毛利率%	69.7%	69.9%	70.1%	70.3%	70.5%
净资产收益率ROE%	23.2%	27.4%	28.1%	27.6%	26.7%
EPS(摊薄)(元)	2.06	3.01	3.89	4.85	5.92
市盈率 P/E(倍)	44.03	30.15	23.34	18.70	15.32
市净率 P/B(倍)	10.21	8.28	6.55	5.17	4.09

资料来源：Wind，信达证券研发中心预测；股价为 2024 年 8 月 29 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
流动资产	4,147	5,545	6,855	8,687	10,940	
货币资金	3,161	4,011	4,975	6,555	8,283	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	102	345	399	514	586	
预付账款	91	203	257	316	377	
存货	669	797	1,022	1,053	1,442	
其他	123	189	202	249	252	
非流动资产	1,631	1,778	1,800	1,739	1,678	
长期股权投资	139	114	114	114	114	
固定资产	570	827	775	720	665	
无形资产	420	405	405	405	405	
其他	502	433	507	500	495	
资产总计	5,778	7,323	8,655	10,426	12,617	
流动负债	1,428	2,120	2,279	2,547	2,873	
短期借款	200	200	200	200	200	
应付票据	70	37	57	82	84	
应付账款	475	1,019	1,237	1,305	1,448	
其他	683	865	785	959	1,142	
非流动负债	813	803	803	803	803	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他	813	803	803	803	803	
负债合计	2,241	2,923	3,082	3,349	3,676	
少数股东权益	13	51	81	110	146	
归属母公司股东权益	3,524	4,350	5,492	6,967	8,796	
负债和股东权益	5,778	7,323	8,655	10,426	12,617	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业总收入	6,385	8,905	11,310	14,000	16,800	
同比 (%)	37.8%	39.5%	27.0%	23.8%	20.0%	
归属母公司净利润	817	1,194	1,542	1,925	2,349	
同比	41.9%	46.1%	29.2%	24.8%	22.1%	
毛利率 (%)	69.7%	69.9%	70.1%	70.3%	70.5%	
ROE%	23.2%	27.4%	28.1%	27.6%	26.7%	
EPS (摊薄)(元)	2.06	3.01	3.89	4.85	5.92	
P/E	44.03	30.15	23.34	18.70	15.32	
P/B	10.21	8.28	6.55	5.17	4.09	
EV/EBITDA	38.32	23.34	15.64	12.16	9.54	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业总收入	6,385	8,905	11,310	14,000	16,800	
营业成本	1,935	2,677	3,383	4,160	4,955	
营业税金及附加	56	91	100	123	148	
销售费用	2,786	3,972	5,055	6,265	7,526	
管理费用	327	455	594	735	882	
研发费用	128	174	249	315	386	
财务费用	-41	-59	-46	-63	-90	
减值损失合计	-165	-108	-60	-60	-60	
投资净收益	-6	-17	-17	-21	-25	
其他	34	34	35	18	24	
营业利润	1,058	1,503	1,933	2,402	2,931	
营业外收支	-3	-7	-4	-4	-4	
利润总额	1,054	1,495	1,929	2,397	2,926	
所得税	223	265	357	444	541	
净利润	831	1,231	1,572	1,954	2,385	
少数股东损益	14	37	30	29	36	
归属母公司净利润	817	1,194	1,542	1,925	2,349	
EBITDA	1,181	1,559	2,045	2,501	3,006	
EPS (当年)(元)	2.07	3.01	3.89	4.85	5.92	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
经营活动现金流	1,111	1,469	1,491	2,079	2,302	
净利润	831	1,231	1,572	1,954	2,385	
折旧摊销	89	96	61	61	61	
财务费用	13	13	24	24	24	
投资损失	6	17	17	21	25	
营运资金变动	19	65	-257	-55	-268	
其它	153	46	74	74	74	
投资活动现金流	-298	-476	-103	-25	-29	
资本支出	-167	-179	-4	-4	-4	
长期投资	-131	-10	-90	0	0	
其他	0	-286	-9	-21	-25	
筹资活动现金流	-65	-460	-424	-474	-544	
吸收投资	166	0	0	0	0	
借款	0	0	0	0	0	
支付利息或股息	-183	-407	-424	-474	-544	
现金流净增加额	747	534	963	1,580	1,728	

研究团队简介

涂佳妮，社服&零售分析师。新加坡南洋理工大学金融硕士，中国科学技术大学工学学士，曾任兴业证券社服&零售行业分析师，2022年11月加入信达新消费团队，主要覆盖免税、眼视光、隐形正畸、宠物、零售等行业。

蔡昕妤，商贸零售分析师。圣路易斯华盛顿大学金融硕士，曾任国金证券商贸零售研究员，2023年3月加入信达新消费团队，主要覆盖黄金珠宝、零售、潮玩板块。

宿一赫，社服行业研究助理。南安普顿大学金融硕士，同济大学工学学士，CFA三级，曾任西南证券交运与社服行业分析师，2022年12月加入信达新消费团队，覆盖出行链、酒旅餐饮、博彩等行业。

李汶静，伊利诺伊大学香槟分校理学硕士，西南财经大学经济学学士，2022年11月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美。

张洪滨，复旦大学金融学院硕士，复旦大学经济学院学士，2023年7月加入信达新消费团队，主要覆盖酒店、景区、免税。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 15% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。