

## 珀莱雅(603605.SH)

## H1经营稳健，管理层换届

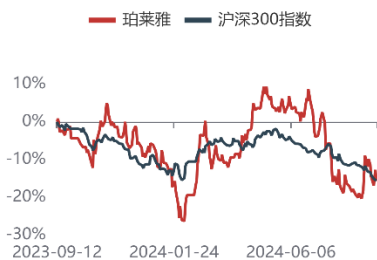
## 推荐（维持）

股价：88.45元

## 主要数据

行业	社会服务
公司网址	www.proya-group.com
大股东/持股	侯军呈/34.46%
实际控制人	侯军呈,方爱琴
总股本(百万股)	397
流通A股(百万股)	395
流通B/H股(百万股)	
总市值(亿元)	351
流通A股市值(亿元)	349
每股净资产(元)	11.32
资产负债率(%)	37.3

## 行情走势图



## 相关研究报告

【平安证券】珀莱雅(603605.SH)\*首次覆盖报告\*大单品奠基，敏锐洞察+敏捷执行，持续突破\*\*推荐20240518

## 证券分析师

胡琼方

投资咨询资格编号  
S1060524010002  
HUQIONGFANG722@pingan.com.cn



## 事项：

公司2024H1营收50.01亿元(+37.9%)，归母净利润同比+40.48%至7.02亿元。扣除非经常性损益后为6.79亿元(+41.78%)。eps(基本)=1.78元。毛利率为69.82%(-0.69pct)，净利率为14.47%(-0.09pct)，销售费用同比(下同)+48.08%至23.4亿元，销售费用率46.78%，+3.22pct。单二季度营收同比增长40.59%至28.2亿元，归母净利润同比增长36.84%至3.99亿元。单季度毛利率-1.3pct至69.6%，净利率-0.76pct至14.5%，单季度销售费用率增长2.9pct至46.73%。上半年公司经营性现金流量净额为6.62亿元(相较上年同期-43.95%)。鉴于公司第三届董事会任期届满，8月26日公司董事会提名侯军呈、侯亚孟、金衍华先生为第四届董事会非独立董事候选人(原为侯军呈、方玉友、侯亚孟先生)，任期三年；9月12日股东大会正式通过。

## 平安观点：

■ 2024H1公司持续坚定6\*N战略，实现营收50.01亿元，主营业务收入49.94亿元，其中：线上销售46.80亿元(其中直营业务37.24亿元，分销9.56亿元，分别同比增长40.01%和42.52%)，同比增长40.52%，线下渠道收入3.14亿元，同比增长8.85%(其中日化渠道仍然同比-7.66%，包含百货+新零售的其他线下渠道收入增长显著，已达到0.91亿元)。上半年公司主品牌珀莱雅收入39.81亿元，同比增长37.67%，占主营业务收入比例为79.71%；彩棠品牌收入同比增长40.57%至5.82亿元，悦芙媞和OR收入分别同比增长22.35%和41.91%至1.61和1.38亿元，其他品牌合计为1.32亿元。公司持续丰富产品线。

■ 单Q2和上半年毛销差【毛利率-销售费用率】有所收窄，我们预计主要是618期间公司促销力度有所加大，销售成效也较为显著，根据公司中报：①2024年38活动、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，且618活动期间首次获得天猫快速消费品排名第1；2024H1珀莱雅天猫旗舰店成交金额首次在天猫美妆排名第1。②618活动期间，珀莱雅品牌成交金额获抖音美妆排名第1，国货排名第1；获京东美妆排

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	6,385	8,905	11,645	14,050	16,713
YOY(%)	37.8	39.5	30.8	20.7	19.0
净利润(百万元)	817	1,194	1,552	1,903	2,309
YOY(%)	41.9	46.1	30.0	22.6	21.3
毛利率(%)	69.7	69.9	70.1	70.4	70.6
净利率(%)	12.8	13.4	13.3	13.5	13.8
ROE(%)	23.2	27.4	28.9	28.8	28.4
EPS(摊薄/元)	2.06	3.01	3.91	4.80	5.82
P/E(倍)	42.9	29.4	22.6	18.4	15.2
P/B(倍)	10.1	8.2	6.6	5.3	4.3

名第 3，国货第 1。2024H1 珀莱雅品牌成交金额获抖音美妆排名第 2，京东美妆排名第 5，国货第 1。经营活动现金流量净额同比减少较多，主要是购买商品、接受劳务支付现金和支付给其他与经营活动有关的现金有较大幅度增加，我们预计主要是 618 活动付款周期因活动时间调整有所变动，以及春节时间扰动对付款节奏有所影响。

9 月 12 日公司管理层换届，新一届董事会成员为侯军呈先生、侯亚孟先生、金衍华先生。同时董事会聘任侯亚孟先生为公司总经理，金衍华先生为副总经理，王莉女士为副总经理、董事会秘书、财务负责人，王小燕女士为证券事务代表，任期三年。侯亚孟先生于 2014 年起就职于珀莱雅公司电商部，2021 年 9 月至今任公司董事、副总经理，深入公司一线，在品牌、产品、营销等方面积累了丰富的实践经验。根据公司投资者关系公众号，原珀莱雅公司联合创始人、董事兼总经理方玉友先生因个人原因不再续任公司董事、总经理，未来仍为公司联合创始人兼董事会顾问，辅助公司战略规划及经营管理支持。

- **投资建议：**根据国家统计局，社零中化妆品类上半年增速为 1.0%至 2168 亿元，1-7 月增速仅 0.3%至 2410 亿元，行业增速放缓同时竞争激烈，头部品牌积极投放抢占市场份额。考虑上半年经营业绩，我们略微上调对公司 2024-2026 年的业绩预测，对应归母净利润分别为 15.52、19.03、23.09 亿元（原预测为 15.17、18.47、22.27 亿元），对应当前市值（2024-9-12 市值）分别约 22.6、18.4 和 15.2 倍 PE。公司作为国货龙头，近年来形成了系统化、规范化、标准化的运营体系，日益参与到与国际美妆集团的竞争中，欧莱雅、雅诗兰黛、资生堂三大国际美妆集团中报交流中更加强调对快速增长的新兴市场的重视，公司为代表的国货龙头有望进一步获取更大的大众美妆市场份额。目前公司估值水平处在历史偏低位区间，结合当前估值水平及市场环境情况，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**1.宏观经济波动。宏观经济对美妆在内的可选消费有一定影响，若经济环境波动则影响消费意愿，进而进一步对公司业绩造成不利影响。2.管理层变动对组织带来一定扰动。公司董事会换届，管理层变动，若磨合、过渡进程不及预期，则可能影响正常运营。3.新产品推广不及预期、新品牌孵化不及预期，新渠道拓展不力等。行业变化相对较快，如相关新渠道拓展或适应不及预期、新产品、新品牌发展不力则影响公司成长。

## 资产负债表

单位:百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	5,545	6,738	8,347	10,257
现金	4,011	4,955	6,207	7,724
应收票据及应收账款	352	334	403	480
其他应收款	82	136	164	195
预付账款	203	193	233	277
存货	797	1,002	1,197	1,411
其他流动资产	100	119	143	170
<b>非流动资产</b>	1,778	1,592	1,387	1,204
长期投资	114	104	94	84
固定资产	841	737	644	559
无形资产	405	337	270	202
其他非流动资产	419	414	380	359
<b>资产总计</b>	<b>7,323</b>	<b>8,330</b>	<b>9,734</b>	<b>11,461</b>
<b>流动负债</b>	2,120	2,347	2,749	3,193
短期借款	200	150	120	90
应付票据及应付账款	1,055	1,145	1,369	1,614
其他流动负债	865	1,051	1,260	1,490
<b>非流动负债</b>	803	556	300	56
长期借款	763	517	261	17
其他非流动负债	39	39	39	39
<b>负债合计</b>	2,923	2,903	3,049	3,249
少数股东权益	51	57	65	75
股本	397	397	397	397
资本公积	864	864	864	864
留存收益	3,089	4,109	5,359	6,876
<b>归属母公司股东权益</b>	4,350	5,370	6,620	8,137
<b>负债和股东权益</b>	<b>7,323</b>	<b>8,330</b>	<b>9,734</b>	<b>11,461</b>

## 现金流量表

单位:百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,464</b>	<b>1,775</b>	<b>2,140</b>	<b>2,480</b>
净利润	1,231	1,559	1,911	2,318
折旧摊销	92	247	255	233
财务费用	-59	-85	-129	-180
投资损失	17	10	10	10
营运资金变动	-10	27	75	82
其他经营现金流	194	17	17	17
<b>投资活动现金流</b>	<b>-476</b>	<b>-87</b>	<b>-77</b>	<b>-77</b>
资本支出	225	70	60	60
长期投资	-13	0	0	0
其他投资现金流	-688	-157	-137	-137
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-460</b>	<b>-744</b>	<b>-810</b>	<b>-885</b>
短期借款	-0	-50	-30	-30
长期借款	35	-246	-256	-244
其他筹资现金流	-495	-448	-524	-612
<b>现金净增加额</b>	<b>529</b>	<b>944</b>	<b>1,252</b>	<b>1,517</b>

资料来源:同花顺 iFinD, 平安证券研究所

## 利润表

单位:百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	8,905	11,645	14,050	16,713
营业成本	2,677	3,482	4,161	4,906
税金及附加	91	108	130	155
营业费用	3,972	5,368	6,491	7,738
管理费用	455	547	659	766
研发费用	174	233	281	334
财务费用	-59	-85	-129	-180
资产减值损失	-108	-128	-155	-184
信用减值损失	-10	-28	-34	-41
其他收益	45	100	100	100
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	-17	-10	-10	-10
资产处置收益	-1	0	0	0
<b>营业利润</b>	1,503	1,925	2,358	2,860
营业外收入	4	5	5	5
营业外支出	12	5	3	3
<b>利润总额</b>	1,495	1,925	2,360	2,862
所得税	265	366	448	544
<b>净利润</b>	1,231	1,559	1,911	2,318
少数股东损益	37	6	8	10
<b>归属母公司净利润</b>	1,194	1,552	1,903	2,309
EBITDA	1,528	2,087	2,486	2,914
EPS (元)	3.01	3.91	4.80	5.82

## 主要财务比率

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>				
营业收入(%)	39.5	30.8	20.7	19.0
营业利润(%)	42.1	28.1	22.5	21.3
归属于母公司净利润(%)	46.1	30.0	22.6	21.3
<b>获利能力</b>				
毛利率(%)	69.9	70.1	70.4	70.6
净利率(%)	13.4	13.3	13.5	13.8
ROE(%)	27.4	28.9	28.8	28.4
ROIC(%)	66.2	69.8	82.2	100.7
<b>偿债能力</b>				
资产负债率(%)	39.9	34.9	31.3	28.4
净负债比率(%)	-69.3	-79.0	-87.2	-92.8
流动比率	2.6	2.9	3.0	3.2
速动比率	2.1	2.3	2.5	2.6
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	1.2	1.4	1.4	1.5
应收账款周转率	25.3	34.8	34.8	34.8
应付账款周转率	2.6	3.4	3.4	3.4
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	3.01	3.91	4.80	5.82
每股经营现金流(最新摊薄)	3.69	4.47	5.39	6.25
每股净资产(最新摊薄)	10.83	13.41	16.56	20.38
<b>估值比率</b>				
P/E	29.4	22.6	18.4	15.2
P/B	8.2	6.6	5.3	4.3
EV/EBITDA	24.4	15.3	12.3	10.0

## 平安证券研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

### 行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司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。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2024 版权所有。保留一切权利。

## 平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

上海

北京

深圳市福田区益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼

北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 B 座 25 层