

➤ **事件：珀莱雅发布《关于第四届董事会第一次会议决议的公告》。**经董事会会议审议，同意选举创始人侯军呈先生任公司董事长，侯亚孟先生任公司总经理，金行华先生任副总经理，王莉女士任副总经理、董事会秘书、财务负责人，王小燕女士任证券事务代表。

➤ **董事会顺利换届，为下一个周期增长蓄力。**24年9月12日，公司第四届董事会成员确认，创始人侯军呈先生任公司董事长；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，未来以公司联合创始人兼董事会顾问的身份，辅助公司战略规划及经营管理支持，公司总经理职位由原公司副总经理侯亚孟先生（侯军呈先生之子）接任。公司人事变革早有预期，落地之后减轻部分市场对换届的忧虑，新一届管理层已进入珀莱雅集团较长时间，如侯亚孟先生2014年起就职于公司电商部，2021年9月至今任公司董事、副总经理；金行华在珀莱雅供应链业务深耕多年，2007年至今先后担任珀莱雅及前身在湖州工厂的总经理、珀莱雅供应链管理中心总经、公司副总经理，同时兼任宁波彩棠化妆品有限公司董事长、宁波惊蛰化妆品有限公司执行董事兼总经理，对公司和行业均有较深了解，期待公司在年轻一代管理层的带领下坚持走高质量发展和国际化之路，成为世界一流的美妆企业。

➤ **源力精华升级 3.0，添加 XVII 型重组胶原蛋白等新原料，进一步打开修复宽度。**24年8月，源力系列推出源力精华 3.0 升级版，官方定价 419 元/50ml（源力精华 3.0/15ml*2+源力面膜 2.0/1 片+源力盈润霜 2.0/5g）；成分与功效方面，源力精华 3.0 版 1) 新添加全球独家 17 型重组胶原蛋白，在基底膜实现胶原直补，同时显著促生 I 型、III 型、IV 型、VII 型、XVII 型、弹性蛋白；2) 新增前沿成分消褪素，实现内外源同步褪红；3) 采用羟脯氨酸衍生物和 ProECM 弹力肽，进阶促生胶原，提升抗皱修护功效；4) 采用超长链神经酰胺 AC60，满足脆弱肌的修复需求。源力作为 24 年重点规划系列产品，继 24 年 2 月升级源力面霜 2.0，7 月推出源力冻干面膜，源力精华 3.0 的推出将进一步巩固品牌在基底膜修护抗初老领域的专业性，期待后续源力系列发力推动品牌势能提升。

➤ **彩棠成立十周年发布新品，产品矩阵持续扩充。**彩棠品牌成立于 2014 年，成立至今坚持在中式美学传承和产品研发上不断突破，先后推出彩妆系列“平衡之美”、“青瓷”、“苏绣”、“青瓷海棠”、“观颐”等系列产品；24 年 9 月，彩棠举办“彩棠踏浪十周年”主题发布会，推出新品「踏浪」系列，包含双色眼影盘、五色眼影盘等产品，不断丰富品牌中式美学内核；23 年/24H1，彩棠营收分别同比增长 75.06%/40.57%，占珀莱雅总营收的 11.26%/11.66%，品牌增长势能强劲；期待后续产品矩阵完善和品牌市场认知度提升持续驱动品牌增长。

➤ **投资建议：**公司为国内大众化妆品龙头，短期看好“双 11”大促对公司销售增长的促进作用；中长期来看，在“6*N 战略”和大单品品牌发展战略的指引下，公司有望维持珀莱雅主品牌稳健增长态势，打造彩棠、OR、悦芙媞等品牌为新增增长极，我们预计 24-26 年归母净利润为 15.60/19.22/23.62 亿元，同比增速 +30.7%/+23.2%/+22.9%，当前股价对应 24-26 年 PE 分别为 22x、18x、14x，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**行业竞争加剧；新品研发进度不及预期；消费者需求变化。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	8,905	11,754	14,396	17,286
增长率 (%)	39.5	32.0	22.5	20.1
归属母公司股东净利润 (百万元)	1,194	1,560	1,922	2,362
增长率 (%)	46.1	30.7	23.2	22.9
每股收益 (元)	3.01	3.93	4.84	5.95
PE	28	22	18	14
PB	7.8	6.5	5.2	4.2

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 9 月 13 日收盘价）

推荐

维持评级
当前价格：
85.39 元

分析师 刘文正

执业证书：S0100521100009

邮箱：liuwenzheng@mszq.com

分析师 解慧新

执业证书：S0100522100001

邮箱：xiehuixin@mszq.com

研究助理 杨颖

执业证书：S0100123070030

邮箱：yangying@mszq.com

相关研究

- 1.珀莱雅 (603605.SH) 2024 年半年报点评：主品牌持续增长，彩棠等二梯队品牌接力成长，龙头地位稳固-2024/08/28
- 2.珀莱雅 (603605.SH) 2023 年年报及 2024 年一季报点评：公司自有品牌全线增长，盈利能力持续提升，高质量经营延续-2024/04/19
- 3.珀莱雅 (603605.SH) 2023 年三季报点评：Q3 业绩持续增长态势，期待 Q4 “双 11”表现-2023/10/24
- 4.珀莱雅 (603605.SH) 2023 年半年报点评：23H1 多品牌全线高增，盈利能力持续提升，品牌势能凸显-2023/08/30
- 5.珀莱雅 (603605.SH) 2022 年年报及 2023 年一季报点评：大单品战略持续深化，业绩表现持续亮眼-2023/04/21

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	8,905	11,754	14,396	17,286
营业成本	2,677	3,497	4,263	5,047
营业税金及附加	91	118	144	173
销售费用	3,972	5,301	6,521	7,882
管理费用	455	602	737	885
研发费用	174	235	295	363
EBIT	1,463	2,033	2,476	2,991
财务费用	-59	-18	-29	-46
资产减值损失	-108	-126	-135	-126
投资收益	-17	-5	-5	-5
营业利润	1,503	1,920	2,364	2,905
营业外收支	-7	-5	-5	-6
利润总额	1,495	1,915	2,359	2,899
所得税	265	339	417	513
净利润	1,231	1,576	1,942	2,386
归属于母公司净利润	1,194	1,560	1,922	2,362
EBITDA	1,559	2,133	2,582	3,106

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	4,011	4,909	6,320	7,559
应收账款及票据	345	202	228	274
预付款项	203	245	256	278
存货	797	845	990	1,136
其他流动资产	189	255	283	299
流动资产合计	5,545	6,456	8,076	9,545
长期股权投资	114	114	114	114
固定资产	827	885	973	1,088
无形资产	405	435	465	495
非流动资产合计	1,778	1,928	2,107	2,306
资产合计	7,323	8,385	10,183	11,852
短期借款	200	200	200	200
应付账款及票据	1,055	1,008	1,219	1,416
其他流动负债	865	1,062	1,375	1,281
流动负债合计	2,120	2,270	2,794	2,897
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	803	800	800	800
非流动负债合计	803	800	800	800
负债合计	2,923	3,071	3,595	3,698
股本	397	397	397	397
少数股东权益	51	67	86	110
股东权益合计	4,400	5,314	6,589	8,154
负债和股东权益合计	7,323	8,385	10,183	11,852

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	39.45	32.00	22.47	20.08
EBIT 增长率	33.93	38.98	21.75	20.81
净利润增长率	46.06	30.71	23.18	22.90
盈利能力 (%)				
毛利率	69.93	70.25	70.39	70.80
净利润率	13.41	13.28	13.35	13.67
总资产收益率 ROA	16.30	18.61	18.88	19.93
净资产收益率 ROE	27.45	29.74	29.56	29.37
偿债能力				
流动比率	2.62	2.84	2.89	3.29
速动比率	2.09	2.32	2.41	2.77
现金比率	1.89	2.16	2.26	2.61
资产负债率 (%)	39.91	36.63	35.30	31.20
经营效率				
应收账款周转天数	9.03	8.36	5.37	5.22
存货周转天数	98.57	84.53	77.49	75.80
总资产周转率	1.36	1.50	1.55	1.57
每股指标 (元)				
每股收益	3.01	3.93	4.84	5.95
每股净资产	10.96	13.22	16.39	20.27
每股经营现金流	3.70	4.69	6.06	6.09
每股股利	1.29	1.68	2.07	2.54
估值分析				
PE	28	22	18	14
PB	7.8	6.5	5.2	4.2
EV/EBITDA	19.76	14.45	11.93	9.92
股息收益率 (%)	1.51	1.97	2.42	2.98

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	1,231	1,576	1,942	2,386
折旧和摊销	96	99	106	115
营运资金变动	65	0	167	-268
经营活动现金流	1,469	1,861	2,403	2,416
资本开支	-179	-249	-287	-317
投资	-10	0	0	0
投资活动现金流	-476	-263	-292	-322
股权募资	0	0	0	0
债务募资	0	0	0	0
筹资活动现金流	-460	-700	-701	-855
现金净流量	534	898	1,410	1,239

分析师承诺

本报告署名分析师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注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026