

珀莱雅 (603605.SH)

24Q3 业绩稳健增长，国货龙头具备强韧性

24Q3 公司营收+21.15%、归母净利润+20.72%；前三季度累计营收+32.72%、归母净利润+33.95%。期内公司多品牌稳健增长，盈利能力保持稳定。公司在产品力打造/营销创新/渠道控制/等多方面具有前瞻性战略布局视角，当前新一届管理层换届落地，有望带领公司向多品牌国际化发展持续迈进。预计公司 2024 年-2025 年归母净利润同比增速分别为 32%、24%，对应 24PE25X、25PE20X，维持“强烈推荐”投资评级。

□ 24Q3 营收利润稳健增长。24Q3 实现营业收入 19.65 亿元，同比+21.15%；归母净利润 2.98 亿元，同比+20.72%；扣非归母净利润 2.92 亿元，同比+18.33%。24 年前三季度公司实现营业收入 69.66 亿元，同比+32.72%；归母净利润 9.99 亿元，同比+33.95%；扣非归母净利润 9.71 亿元，同比+33.81%。

□ 主品牌珀莱雅维持较快增速，洗护品类增长亮眼。收入拆分来看：

1) 分品类：单 24Q3 护肤类（含洁肤）收入 16.54 亿元，同比+20.68%；美容彩妆类收入 2.33 亿元，同比+18.71%；洗护类收入 0.75 亿元，同比+47.18%。

2) 分品牌：24 年前三季度主品牌珀莱雅收入预计同比增长约 30%+，彩棠营收同比增长约 30%+，OR 营收同比增长约 40%，悦芙媞同比增长约 15%。

3) 分渠道：24 年前三季度线上渠道收入+38.48%，线下渠道收入-18.08%，线下短期承压。

□ 毛利率略有下滑，降本增效下费用率管控较好，净利率相对稳定。

1) 24Q3 公司毛利率为 70.71% (-1.95pct)，略有下滑。费用率方面 24Q3 销售费用率 45.40% (+2.78pct)，管理费用率 4.87% (-0.96pct)，研发费用率 2.43% (+0.13pct)。综合影响下，24Q3 净利率为 15.19% (-0.02pct)，盈利能力保持稳定。

2) 2024 年前三季度公司整体毛利率为 70.07% (-1.11pct)。费用率方面，前三季度公司销售费用率 46.39% (+3.12pct)，管理费用率 3.91% (-1.55pct)，研发费用率 2.04% (-0.42pct)。综合影响下，2024 年前三季度净利率为 14.68% (-0.08pct)。

□ 24Q3 经营性现金净额转正，存货周转速度加快。24 年前三季度公司经营活动现金流净额 4.04 亿元（转正），应收账款周转次数 44.81 次 (-13.52 次)，存货周转次数 2.86 次 (+0.34 次)，存货周转速度加快。

□ 盈利预测及投资建议。公司贯彻大单品策略，坚定多品类、多品牌矩阵建设，完善研发体系与产品创新，深耕渠道拓展、精细化运营及多样化营销。公司新一届管理层换届落地，仍延续多维前瞻性战略布局视角，向多品牌国际化发展持续迈进，业绩有望持续稳健增长。预计公司 2024 年-2026 年归母净利润分别为 15.74 亿元、19.56 亿元、23.17 亿元，同比增速分别为 32%、24%、18%，对应 24PE25X、25PE20X，维持“强烈推荐”评级。

□ 风险提示：终端消费疲软、化妆品需求增速放缓的风险，新品销售不及预期的风险，小品牌推广效果不及预期的风险，组织架构调整效果不及预期的风险等。

强烈推荐（维持）

消费品/轻工纺服
目标估值：NA
当前股价：99.0 元

基础数据

总股本（百万股）	396
已上市流通股（百万股）	395
总市值（十亿元）	39.2
流通市值（十亿元）	39.1
每股净资产（MRQ）	12.2
ROE（TTM）	29.9
资产负债率	34.2%
主要股东	侯军呈
主要股东持股比例	34.46%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	20	-6	3
相对表现	-4	-19	-11



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 《珀莱雅 (603605) — 多品牌齐头并进，24H1 业绩延续高增》2024-08-28
- 《珀莱雅 (603605) — 2023 年报 & 2024 年一季报点评-业绩增长亮眼，盈利能力稳中有升》2024-04-19
- 《珀莱雅 (603605) — 23Q3 稳健增长，盈利能力持续提升》2023-10-24

刘丽 S1090517080006

liuli14@cmschina.com.cn

王雪玉 研究助理

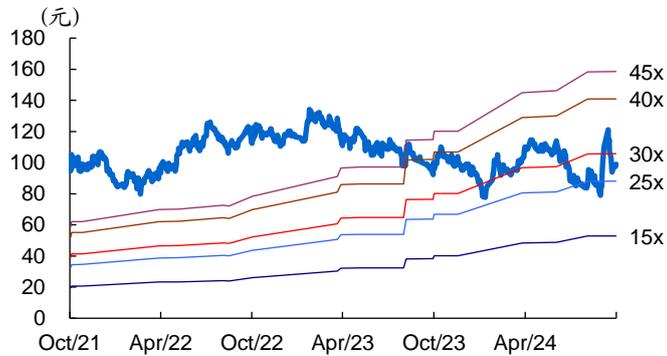
wangxueyu@cmschina.com.cn

财务数据与估值

会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	6385	8905	11654	14350	16917
同比增长	38%	39%	31%	23%	18%
营业利润(百万元)	1058	1503	1976	2452	2904
同比增长	58%	42%	31%	24%	18%
归母净利润(百万元)	817	1194	1574	1956	2317
同比增长	42%	46%	32%	24%	18%
每股收益(元)	2.06	3.01	3.97	4.94	5.85
PE	48.0	32.9	24.9	20.1	16.9
PB	11.1	9.0	7.2	5.7	4.5

资料来源：公司数据、招商证券

图 1: 珀莱雅历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 2: 珀莱雅历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	4147	5545	6882	8660	10696
现金	3161	4011	4914	6242	7846
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	102	345	426	525	619
其它应收款	74	82	107	132	156
存货	669	797	1029	1263	1490
其他	141	310	405	497	586
非流动资产	1631	1778	1965	2138	2297
长期股权投资	139	114	114	114	114
固定资产	570	827	1068	1288	1488
无形资产商誉	420	405	364	328	295
其他	502	433	419	408	400
资产总计	5778	7323	8847	10798	12993
流动负债	1428	2120	2534	2940	3333
短期借款	200	200	200	200	200
应付账款	545	1055	1377	1690	1992
预收账款	175	301	393	482	568
其他	508	564	564	569	573
长期负债	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	2241	2923	3336	3743	4136
股本	284	397	397	397	397
资本公积金	801	768	768	768	768
留存收益	2440	3185	4247	5730	7461
少数股东权益	13	51	99	160	232
归属于母公司所有者权益	3524	4350	5411	6895	8626
负债及权益合计	5778	7323	8847	10798	12993

现金流量表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1111	1469	1653	2040	2428
净利润	831	1231	1622	2016	2389
折旧摊销	88	92	128	143	157
财务费用	13	13	(16)	(25)	(37)
投资收益	6	17	(70)	(55)	(45)
营运资金变动	190	189	(24)	(51)	(47)
其它	(17)	(73)	12	12	12
投资活动现金流	(298)	(476)	(250)	(265)	(275)
资本支出	(171)	(180)	(320)	(320)	(320)
其他投资	(127)	(296)	70	55	45
筹资活动现金流	(65)	(460)	(500)	(447)	(550)
借款变动	(18)	(211)	(4)	0	0
普通股增加	83	113	0	0	0
资本公积增加	(79)	(33)	0	0	0
股利分配	(173)	(397)	(512)	(472)	(587)
其他	122	68	16	25	37
现金净增加额	748	533	903	1328	1603

利润表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	6385	8905	11654	14350	16917
营业成本	1935	2677	3492	4286	5053
营业税金及附加	56	91	119	146	172
营业费用	2786	3972	5490	6789	8037
管理费用	327	455	421	504	578
研发费用	128	174	192	222	245
财务费用	(41)	(59)	(16)	(25)	(37)
资产减值损失	(170)	(119)	(50)	(30)	(10)
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	39	45	80	60	50
投资收益	(6)	(17)	(10)	(5)	(5)
营业利润	1058	1503	1976	2452	2904
营业外收入	1	4	4	4	4
营业外支出	5	12	12	12	12
利润总额	1054	1495	1968	2445	2896
所得税	223	265	346	428	507
少数股东损益	14	37	49	61	72
归属于母公司净利润	817	1194	1574	1956	2317

主要财务比率

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
年成长率					
营业总收入	38%	39%	31%	23%	18%
营业利润	58%	42%	31%	24%	18%
归母净利润	42%	46%	32%	24%	18%
获利能力					
毛利率	69.7%	69.9%	70.0%	70.1%	70.1%
净利率	12.8%	13.4%	13.5%	13.6%	13.7%
ROE	25.5%	30.3%	32.2%	31.8%	29.9%
ROIC	23.5%	28.6%	31.4%	30.9%	29.0%
偿债能力					
资产负债率	38.8%	39.9%	37.7%	34.7%	31.8%
净负债比率	3.5%	2.8%	2.3%	1.9%	1.5%
流动比率	2.9	2.6	2.7	2.9	3.2
速动比率	2.4	2.2	2.3	2.5	2.8
营运能力					
总资产周转率	1.2	1.4	1.4	1.5	1.4
存货周转率	3.5	3.7	3.8	3.7	3.7
应收账款周转率	53.0	39.9	30.2	30.2	29.6
应付账款周转率	3.8	3.3	2.9	2.8	2.7
每股资料(元)					
EPS	2.06	3.01	3.97	4.94	5.85
每股经营净现金	2.80	3.71	4.17	5.15	6.13
每股净资产	8.89	10.98	13.66	17.40	21.77
每股股利	0.62	1.29	1.19	1.48	1.75
估值比率					
PE	48.0	32.9	24.9	20.1	16.9
PB	11.1	9.0	7.2	5.7	4.5
EV/EBITDA	35.4	25.1	18.1	14.7	12.5

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。