

# 珀莱雅 (603605.SH)

公司点评  
证券研究报告

## 淡季业绩稳健增长、符合预期，发力多品牌、多品类

### 业绩简评

■ 公司10月24日公告3Q24营收/归母净利润/扣非净利润19.65/2.98/2.92亿元、同比+21.25%/+20.72%/+18.33%，淡季业绩稳健增长、符合预期。

### 经营分析

- Q3毛销差环比增加，整体盈利能力稳定，Q4将持续降本增效&提高投放效率。3Q24毛利率70.7%、同比-1.9PCT，明年随优化小样（如将成本更高的小样换成中样）&调整达人合作机制、毛利率预计同比提升；销售费用率同比+2.8PCT至45.4%（系抖音投入产出比下降）、环比-1.3%；毛销差同比-4.73%，降本增效&提高投放效率致环比Q2增加2.44%；管理费用率同比-1PCT至4.9%；研发费用率同比+0.13PCT至2.43%，归母净利率15.1%、同比-0.1PCT、环比+1.0PCT。
- ✓ 淡季线上增速靓丽，线下承压。1-3Q24线上营收65.28亿元、同比+38.48%，估算单Q3同比增30%+；1-3Q24线下营收4.29亿元、同比-18.08%、占比进一步下降至6.15%。
- ✓ 主品牌珀莱雅天猫双十一“第一轮”排名靓丽。根据天猫美妆洗护官方号，10.21-10.23累计成交额看，珀莱雅主品牌位列快消、美妆双榜第一。
- 9月董事会换届落地，持续推进大单品&“6\*N”战略，发力多品牌&多品类、迈向新高地。主品牌珀莱雅聚焦“系列品牌化”打法，向上空间充足；OR突出“亚洲头皮健康养护专家”心智，未来望延续高增；彩棠持续发力底妆类大单品，新品小圆管系列双十一表现亮眼，团队调整完成、明年增长提速可期；悦芙媞仍在调整过程中，期待明年产品、形象等全面升级落地后重回增长快车道。

### 盈利预测、估值与评级

■ 持续引领行业变革的本土美妆集团，成长性&业绩兑现能力强，预计24-26年归母净利润15.27/18.95/22.79亿元，同比+28%/+24%/+20%，对应PE分别为26/21/17倍，维持“买入”评级。

### 风险提示

新品孵化/渠道拓展/营销投放不及预期，行业竞争加剧

国金证券研究所

分析师：罗晓婷（执业S1130520120001）

luoxiaoting@gjzq.com.cn

分析师：赵中平（执业S1130524050003）

zhaozhongping@gjzq.com.cn

市价（人民币）：99.00元

相关报告：

1.《珀莱雅2Q24点评：业绩继续超预期，大单品+品牌矩阵引领高质量增长》，2024.8.28

2.《珀莱雅点评：4Q23&1Q24业绩双超预期、增长高质量，组织势能持续释放》，2024.4.19



### 公司基本情况 (人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	6,385	8,905	11,429	14,101	16,957
营业收入增长率	37.82%	39.45%	28.35%	23.38%	20.25%
归母净利润(百万元)	817	1,194	1,527	1,895	2,279
归母净利润增长率	41.88%	46.06%	27.92%	24.10%	20.24%
摊薄每股收益(元)	2.883	3.009	3.854	4.783	5.751
每股经营性现金流净额	3.92	3.70	4.41	5.61	6.65
ROE(归属母公司)(摊薄)	23.19%	27.45%	29.00%	29.60%	29.33%
P/E	58.09	33.03	25.69	20.70	17.21
P/B	13.47	9.07	7.45	6.13	5.05

来源：公司年报、国金证券研究所（注：股价更新至2024年10月24日）

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>主营业务收入</b>	<b>4,633</b>	<b>6,385</b>	<b>8,905</b>	<b>11,429</b>	<b>14,101</b>	<b>16,957</b>	货币资金	2,391	3,161	4,011	4,848	6,056	7,558
增长率	37.8%	39.5%	28.3%	23.4%	20.3%		应收账款	208	176	434	429	522	627
<b>主营业务成本</b>	<b>-1,554</b>	<b>-1,935</b>	<b>-2,677</b>	<b>-3,429</b>	<b>-4,160</b>	<b>-4,985</b>	存货	448	669	797	939	1,117	1,298
%销售收入	33.5%	30.3%	30.1%	30.0%	29.5%	29.4%	其他流动资产	112	141	303	204	237	274
<b>毛利</b>	<b>3,079</b>	<b>4,451</b>	<b>6,227</b>	<b>8,000</b>	<b>9,941</b>	<b>11,972</b>	流动资产	3,159	4,147	5,545	6,421	7,932	9,757
%销售收入	66.5%	69.7%	69.9%	70.0%	70.5%	70.6%	%总资产	68.2%	71.8%	75.7%	77.8%	80.6%	83.1%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-41</b>	<b>-56</b>	<b>-91</b>	<b>-114</b>	<b>-141</b>	<b>-170</b>	长期投资	297	354	287	261	261	261
%销售收入	0.9%	0.9%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	固定资产	668	778	879	936	987	1,034
<b>销售费用</b>	<b>-1,992</b>	<b>-2,786</b>	<b>-3,972</b>	<b>-5,349</b>	<b>-6,642</b>	<b>-8,021</b>	%总资产	14.4%	13.5%	12.0%	11.3%	10.0%	8.8%
%销售收入	43.0%	43.6%	44.6%	46.8%	47.1%	47.3%	无形资产	427	439	472	497	525	554
<b>管理费用</b>	<b>-237</b>	<b>-327</b>	<b>-455</b>	<b>-457</b>	<b>-564</b>	<b>-678</b>	非流动资产	1,474	1,631	1,778	1,833	1,912	1,987
%销售收入	5.1%	5.1%	5.1%	4.0%	4.0%	4.0%	%总资产	31.8%	28.2%	24.3%	22.2%	19.4%	16.9%
<b>研发费用</b>	<b>-77</b>	<b>-128</b>	<b>-174</b>	<b>-229</b>	<b>-282</b>	<b>-339</b>	<b>资产总计</b>	<b>4,633</b>	<b>5,778</b>	<b>7,323</b>	<b>8,254</b>	<b>9,844</b>	<b>11,744</b>
%销售收入	1.7%	2.0%	1.9%	2.0%	2.0%	2.0%	短期借款	200	203	204	141	126	140
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>733</b>	<b>1,153</b>	<b>1,535</b>	<b>1,851</b>	<b>2,313</b>	<b>2,764</b>	应付款项	545	761	1,211	1,332	1,619	1,941
%销售收入	15.8%	18.1%	17.2%	16.2%	16.4%	16.3%	其他流动负债	279	464	705	645	792	950
<b>财务费用</b>	<b>7</b>	<b>41</b>	<b>59</b>	<b>46</b>	<b>70</b>	<b>98</b>	流动负债	1,025	1,428	2,120	2,118	2,537	3,031
%销售收入	-0.2%	-0.6%	-0.7%	-0.4%	-0.5%	-0.6%	长期贷款	0	0	0	0	0	0
<b>资产减值损失</b>	<b>-78</b>	<b>-170</b>	<b>-118</b>	<b>-26</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	其他长期负债	721	813	803	790	793	797
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	负债	1,746	2,241	2,923	2,908	3,330	3,828
<b>投资收益</b>	<b>-7</b>	<b>-6</b>	<b>-17</b>	<b>-5</b>	<b>-16</b>	<b>-10</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>2,877</b>	<b>3,524</b>	<b>4,350</b>	<b>5,266</b>	<b>6,403</b>	<b>7,770</b>
%税前利润	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	其中：股本	201	284	397	397	397	397
<b>营业利润</b>	<b>671</b>	<b>1,058</b>	<b>1,503</b>	<b>1,946</b>	<b>2,407</b>	<b>2,892</b>	未分配利润	1,697	2,300	3,040	3,956	5,094	6,461
%营业收入	14.5%	16.6%	16.9%	17.0%	17.1%	17.1%	少数股东权益	10	13	51	81	111	146
<b>营业外收支</b>	<b>-4</b>	<b>-3</b>	<b>-7</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>4,633</b>	<b>5,778</b>	<b>7,323</b>	<b>8,254</b>	<b>9,844</b>	<b>11,744</b>
<b>税前利润</b>	<b>668</b>	<b>1,054</b>	<b>1,495</b>	<b>1,946</b>	<b>2,407</b>	<b>2,892</b>	<b>比率分析</b>						
利润率	14.4%	16.5%	16.8%	17.0%	17.1%	17.1%		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>所得税</b>	<b>-111</b>	<b>-223</b>	<b>-265</b>	<b>-389</b>	<b>-481</b>	<b>-578</b>	<b>每股指标</b>						
所得税率	16.6%	21.1%	17.7%	20.0%	20.0%	20.0%	每股收益	2.866	2.883	3.009	3.854	4.783	5.751
<b>净利润</b>	<b>557</b>	<b>831</b>	<b>1,231</b>	<b>1,557</b>	<b>1,925</b>	<b>2,314</b>	每股净资产	14.313	12.431	10.963	13.289	16.159	19.610
少数股东损益	-19	14	37	30	30	35	每股经营现金净流	4.128	3.919	3.702	4.409	5.613	6.650
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>576</b>	<b>817</b>	<b>1,194</b>	<b>1,527</b>	<b>1,895</b>	<b>2,279</b>	每股股利	0.860	0.870	1.290	1.540	1.911	2.297
净利率	12.4%	12.8%	13.4%	13.4%	13.4%	13.4%	<b>回报率</b>						
							净资产收益率	20.03%	23.19%	27.45%	29.00%	29.60%	29.33%
							总资产收益率	12.43%	14.15%	16.30%	18.50%	19.25%	19.40%
							投入资本收益率	16.13%	20.28%	23.59%	23.73%	25.02%	25.10%
							<b>增长率</b>						
							主营业务收入增长率	23.47%	37.82%	39.45%	28.35%	23.38%	20.25%
							EBIT增长率	26.78%	57.26%	33.15%	20.60%	24.91%	19.52%
							净利润增长率	21.03%	41.88%	46.06%	27.92%	24.10%	20.24%
							总资产增长率	27.39%	24.71%	26.74%	12.71%	19.26%	19.30%
							<b>资产管理能力</b>						
							应收账款周转天数	16.7	6.9	9.2	9.2	9.0	9.0
							存货周转天数	107.6	105.4	99.9	100.0	98.0	95.0
							应付账款周转天数	108.0	83.0	101.8	120.0	120.0	120.0
							固定资产周转天数	44.0	32.6	33.9	26.1	20.8	16.9
							<b>偿债能力</b>						
							净负债/股东权益	-51.79%	-63.15%	-69.40%	-73.95%	-79.48%	-84.19%
							EBIT利息保障倍数	-98.0	-28.1	-26.0	-40.1	-33.0	-28.1
							资产负债率	37.69%	38.78%	39.91%	35.23%	33.83%	32.60%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	3	9	58	70	129
增持	4	5	16	19	1
中性	0	0	0	0	1
减持	0	0	0	0	0
评分	1.57	1.36	1.22	1.21	1.02

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2023-04-20	买入	169.90	N/A
2	2023-05-22	买入	165.00	N/A
3	2023-07-13	买入	105.35	N/A
4	2023-08-30	买入	99.30	N/A
5	2023-09-06	买入	113.12	N/A
6	2023-10-23	买入	95.99	N/A
7	2024-04-19	买入	103.46	N/A
8	2024-08-28	买入	84.65	N/A

来源：国金证券研究所

投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持



**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806