

珀莱雅 (603605.SH)  
化妆品

证券研究报告/公司点评报告

2024 年 11 月 06 日

评级： 买入 (维持)

分析师：郑澄怀

执业证书编号：S0740524040004

Email: zhengch@zts.com.cn

分析师：张前

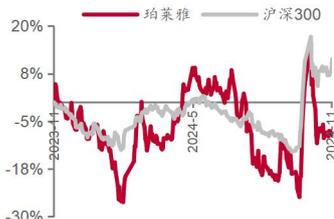
执业证书编号：S0740524080002

Email: zhangqian08@zts.com.cn

### 基本状况

总股本(百万股)	396.25
流通股本(百万股)	395.41
市价(元)	97.24
市值(百万元)	38,531.11
流通市值(百万元)	38,449.18

### 股价与行业-市场走势对比



### 相关报告

1、《24H1 业绩超预期，强品牌驱动持续高增长》2024-09-09

### 公司盈利预测及估值

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	6,385	8,905	11,675	14,445	17,052
增长率 yoy%	38%	39%	31%	24%	18%
归母净利润(百万元)	817	1,194	1,569	1,921	2,272
增长率 yoy%	42%	46%	31%	22%	18%
每股收益(元)	2.06	3.01	3.96	4.85	5.73
每股现金流量	2.80	3.71	4.77	5.40	6.18
净资产收益率	23%	27%	26%	24%	23%
P/E	47.1	32.3	24.6	20.1	17.0
P/B	10.9	8.9	6.5	5.0	3.9

备注：股价截止自2024 年 11 月 05 日收盘价，每股指标按照最新股本数全面摊薄

### 报告摘要

- 公司发布 24Q3 业绩报告：1) 24Q3 公司收入 19.7 亿/YOY+21%；归母净利润 2.98 亿/YOY+20.7%；扣非归母净利润 2.9 亿/YOY+18%。业绩继续取得稳健增长。2) 24Q1-Q3，实现收入 70 亿，YOY+32.7%；归母净利润 10 亿，同比+34%；扣非归母净利润 9.7 亿，YOY+33.8%。3) Q1-Q3 经营性现金流净额 4 亿，同比下滑 49%，主要系销售费用增加、大促节点提前、支付货款增加所致。
- 护肤类产品同比增长 21%，大单品占比提升抬高平均售价。24Q3，以珀莱雅品牌为代表的护肤类产品营收 16.5 亿元，YOY+21%；以彩棠品牌为代表的美容彩妆类产品营收 2.3 亿元，YOY+19%；洗护类产品实现营收 0.75 亿元，YOY+47%。其中护肤类产品 24Q3 的平均售价同比提升 24.6%，主要为大单品占比提升。
- 毛销差环比扩大，盈利能力维持稳定态势。24Q3 公司毛利率 70.7%，同比-2pct，环比 Q2+1.1pct。销售费用率 45.4%，同比+2.8pct，环比下滑 1.3pct；管理费用率 4.87%，同比下滑 1pct；研发费用率 2.43%，同比+0.13pct。归母净利率 15.15%，同比持平，环比提升 1pct。Q3 毛销差同比收窄 4.7pct，环比扩大 2.4pct，我们认为主要系 Q3 费用投放效率提升，同时公司降本增效；后续随大单品占比持续提升、公司主动降本增效、以及价格机制的稳定，预期后续毛利率仍会维持稳中向好态势。
- 深耕大单品策略，未来增长可期。①大单品源力面霜 2.0 首次将 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，实现进阶抗皱。②针对油皮上新“净源系列”产品线。③上新沁柔双证防晒，光学瓶正式获批美白特征，进一步拓展品牌在提亮和防晒领域的产品布局。
- 盈利预测、估值及投资评级：预计 24-26 年归母净利润为 15.7/19.2/22.7 亿元，维持“买入”评级。
- 风险提示：商务消费恢复不及预期，竞争加剧，产品推新效果不及预期。

**盈利预测表**

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	4,011	5,564	7,558	9,863	营业收入	8,905	11,675	14,445	17,052
应收票据	0	0	0	0	营业成本	2,677	3,539	4,348	5,132
应收账款	345	346	326	342	税金及附加	91	117	144	188
预付账款	203	53	65	77	销售费用	3,972	5,429	6,789	8,014
存货	797	1,091	1,346	1,605	管理费用	455	444	506	580
合同资产	0	0	0	0	研发费用	174	173	214	239
其他流动资产	189	126	156	185	财务费用	-59	-58	-61	-66
流动资产合计	5,545	7,181	9,451	12,071	信用减值损失	-10	-12	-14	-17
其他长期投资	66	66	66	66	资产减值损失	-108	-120	-144	-144
长期股权投资	114	114	114	114	公允价值变动收益	0	0	0	0
固定资产	827	823	918	1,025	投资收益	-17	0	0	0
在建工程	52	112	142	132	其他收益	45	50	58	40
无形资产	405	412	401	388	<b>营业利润</b>	<b>1,503</b>	<b>1,951</b>	<b>2,405</b>	<b>2,844</b>
其他非流动资产	314	275	285	297	营业外收入	4	5	-1	0
非流动资产合计	1,778	1,802	1,926	2,022	营业外支出	12	10	14	17
<b>资产合计</b>	<b>7,323</b>	<b>8,982</b>	<b>11,378</b>	<b>14,094</b>	<b>利润总额</b>	<b>1,495</b>	<b>1,946</b>	<b>2,390</b>	<b>2,827</b>
短期借款	200	97	226	335	所得税	264	345	430	509
应付票据	37	131	150	156	<b>净利润</b>	<b>1,231</b>	<b>1,601</b>	<b>1,960</b>	<b>2,318</b>
应付账款	1,019	1,062	1,317	1,571	少数股东损益	37	32	39	46
预收款项	0	0	1	1	<b>归属母公司净利润</b>	<b>1,194</b>	<b>1,569</b>	<b>1,921</b>	<b>2,272</b>
合同负债	301	350	433	512	NOPLAT	1,182	1,554	1,910	2,264
其他应付款	155	155	155	155	EPS (摊薄)	3.01	3.96	4.85	5.73
一年内到期的非流动负债	4	4	4	4					
其他流动负债	404	405	432	463					
流动负债合计	2,120	2,204	2,718	3,196	<b>主要财务比率</b>				
长期借款	0	0	0	0	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
应付债券	753	753	753	753	<b>成长能力</b>				
其他非流动负债	49	49	49	49	营业收入增长率	39.5%	31.1%	23.7%	18.0%
非流动负债合计	803	803	803	803	EBIT 增长率	41.8%	31.4%	23.3%	18.5%
<b>负债合计</b>	<b>2,923</b>	<b>3,006</b>	<b>3,521</b>	<b>3,998</b>	归母公司净利润增长率	46.1%	31.4%	22.4%	18.3%
归属母公司所有者权益	4,350	5,893	7,735	9,927	<b>获利能力</b>				
少数股东权益	51	83	122	168	毛利率	69.9%	69.7%	69.9%	69.9%
<b>所有者权益合计</b>	<b>4,400</b>	<b>5,976</b>	<b>7,857</b>	<b>10,095</b>	净利率	13.8%	13.7%	13.6%	13.6%
<b>负债和股东权益</b>	<b>7,323</b>	<b>8,982</b>	<b>11,378</b>	<b>14,094</b>	ROE	27.1%	26.3%	24.4%	22.5%
					ROIC	29.0%	29.1%	27.5%	25.6%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	39.9%	33.5%	30.9%	28.4%
					债务权益比	22.9%	15.1%	13.1%	11.3%
					流动比率	2.6	3.3	3.5	3.8
					速动比率	2.2	2.8	3.0	3.3
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	1.2	1.3	1.3	1.2
					应收账款周转天数	9	11	8	7
					应付账款周转天数	100	106	98	101
					存货周转天数	99	96	101	104
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益	3.01	3.96	4.85	5.73
					每股经营现金流	3.71	4.77	5.40	6.18
					每股净资产	10.98	14.87	19.52	25.05
					<b>估值比率</b>				
					P/E	32	25	20	17
					P/B	9	7	5	4
					EV/EBITDA	21	16	13	11

来源: WIND, 中泰证券研究所

**投资评级说明**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15% 以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15% 之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 -10%~+5% 之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10% 以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10% 以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 -10%~+10% 之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10% 以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

**重要声明**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，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，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。