

珀莱雅 (603605)

国货美妆龙头地位稳固，看好平台化矩阵化发展

国货美妆龙头地位，高质量发展静待修复

珀莱雅作为国货美妆龙头品牌，双十一期间的靓丽表现表明公司多品牌矩阵+大单品策略优势凸显，自主品牌高质量升级，多平台销量领先，子品牌在彩妆、高端头皮洗护等细分领域推出多款热门大单品。公司整体维持稳健增长态势，但考虑到基数较高，且公司于2024H2进行管理层换届调整，仍处于新增长周期的蓄力阶段，我们小幅下调盈利预测，预计2024-2026年营收同比增长22.6%/15.0%/14.0%至109.16/125.57/143.15亿元（前值为116.03/145.27/174.46亿元），归母净利润同比增长27.5%/18.5%/16.2%至15.22/18.03/20.96亿元（前值为15.52/19.23/23.16亿元），对应PE分别为23X/19X/16X。综合短期销量表现和中长期品牌矩阵规划，我们看好珀莱雅增长持续性，当前股价对应2024年23XPE，位于历史估值相对低位，维持“买入”评级。

自主品牌多渠道登顶，大品牌均衡发力

珀莱雅2024年第四季度销量多平台表现亮眼，其中天猫GMV达到29.47亿，同比增长6.19%。根据公司官方战报，2024年双十一期间，珀莱雅品牌继续领跑国货美妆，成交额稳居天猫美妆品牌、抖音美妆品牌和京东国货美妆品牌TOP1，在三个平台分别同比增长10%+/60%+/30%+。分品类看，珀莱雅已形成红宝石、双抗、源力、能量四大系列，其中红宝石系列的水乳、面霜单品在双十一期间抖音GMV均突破1亿元，随着大单品拉动销量，珀莱雅有望维持稳定增长。

品牌矩阵持续完善，看好未来增长动能

除自主品牌珀莱雅外，公司旗下彩棠、Off&Relax、悦芙媞等品牌已覆盖护肤、彩妆、洗护等多条赛道，针对不同消费者群体，满足多细分市场需求，未来有望贡献更多销量。

1) 彩棠：专为中国面孔定制的彩妆品牌，凭借中式美学设计受到消费者喜爱，24年双十一期间荣获天猫彩妆品牌和京东国货彩妆品牌TOP2，三色修容盘、三色遮瑕盘等多个大单品斩获品类榜首。

2) Off&Relax：以“亚洲头皮健康专家”为定位的洗护品牌，打造了多款爆款单品，其中OR蓬松洗发水双十一期间天猫销量达到40万+，位列个护超级必买榜第二名。

3) 悅芙媞：专为油皮研制的护肤品牌，主打高效、安全的护肤理念，销售额保持高速增长，双十一期间天猫、京东、拼多多GMV分别同比增长20%+/80%+/100%+。

风险提示：宏观经济波动风险、新品推广不及预期、市场竞争加剧风险等

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	6,385.45	8,904.57	10,916.03	12,556.71	14,314.65
增长率(%)	37.82	39.45	22.59	15.03	14.00
EBITDA(百万元)	1,510.30	1,881.03	2,189.67	2,566.09	2,940.74
归属母公司净利润(百万元)	817.40	1,193.87	1,521.88	1,803.41	2,095.54
增长率(%)	41.88	46.06	27.47	18.50	16.20
EPS(元/股)	2.06	3.01	3.84	4.55	5.29
市盈率(P/E)	41.97	28.74	22.54	19.02	16.37
市净率(P/B)	9.73	7.89	6.31	5.24	4.37
市销率(P/S)	5.37	3.85	3.14	2.73	2.40
EV/EBITDA	29.77	19.17	13.83	11.16	9.52

资料来源：wind, 天风证券研究所

证券研究报告
2025年01月17日

投资评级

行业	美容护理/化妆品
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	83.58元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	396.25
流通A股股本(百万股)	395.41
A股总市值(百万元)	33,118.37
流通A股市值(百万元)	33,047.95
每股净资产(元)	12.08
资产负债率(%)	34.24
一年内最高/最低(元)	121.10/75.01

作者

何富丽	分析师
SAC执业证书编号：S1110521120003	
hefuli@tfzq.com	
耿荣晨	分析师
SAC执业证书编号：S1110524120006	
gengrongchen@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《珀莱雅-季报点评:24Q3 归母净利 yoy+21%，毛销差迅速恢复，稳扎稳打符合预期》 2024-10-30
- 《珀莱雅-半年报点评:24Q2 归母净利 yoy+37%，继续超预期》 2024-09-06
- 《珀莱雅-年报点评报告:24Q1 归母净利 yoy+45.6%，超市场预期》 2024-04-21

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	3,161.00	4,011.09	4,847.07	6,574.04	7,263.05	营业收入	6,385.45	8,904.57	10,916.03	12,556.71	14,314.65
应收票据及应收账款	102.16	344.57	307.79	310.16	515.10	营业成本	1,934.85	2,677.45	3,275.90	3,641.45	4,093.99
预付账款	91.48	202.87	100.95	239.10	141.11	营业税金及附加	56.39	90.66	101.13	118.35	137.76
存货	669.05	797.22	1,075.18	984.06	1,314.99	销售费用	2,785.84	3,972.20	4,796.54	5,532.35	6,305.97
其他	123.30	189.11	232.50	182.14	268.31	管理费用	327.30	455.44	556.72	640.39	744.36
流动资产合计	4,147.00	5,544.85	6,563.48	8,289.50	9,502.56	研发费用	128.01	173.57	212.86	244.86	300.61
长期股权投资	138.53	113.57	113.57	113.57	113.57	财务费用	(41.00)	(59.08)	(35.85)	(45.31)	(46.75)
固定资产	570.38	827.35	835.60	869.27	930.93	资产/信用减值损失	(169.94)	(118.49)	(122.26)	(118.46)	(119.74)
在建工程	207.38	52.04	52.04	52.04	52.04	公允价值变动收益	0.00	0.00	21.00	(14.00)	2.33
无形资产	420.32	404.69	386.52	368.36	350.19	投资净收益	(5.66)	(17.39)	(10.13)	(11.06)	(12.86)
其他	294.47	380.58	339.10	326.56	316.74	其他	312.07	227.45	35.85	45.31	46.75
非流动资产合计	1,631.08	1,778.23	1,726.83	1,729.79	1,763.47	营业利润	1,057.59	1,502.78	1,861.49	2,235.79	2,601.70
资产总计	5,778.07	7,323.08	8,290.31	10,019.30	11,266.03	营业外收入	1.18	4.17	1.87	2.40	2.81
短期借款	200.20	200.16	400.50	410.00	420.00	营业外支出	4.61	11.62	6.68	7.64	8.65
应付票据及应付账款	545.05	1,055.48	924.88	1,179.56	1,273.56	利润总额	1,054.15	1,495.32	1,856.68	2,230.56	2,595.86
其他	508.08	563.58	698.14	1,005.60	816.64	所得税	222.87	264.52	328.44	390.35	457.56
流动负债合计	1,253.33	1,819.22	2,023.51	2,595.16	2,510.20	净利润	831.28	1,230.80	1,528.24	1,840.21	2,138.30
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	13.88	36.94	6.36	36.80	42.77
应付债券	724.49	753.12	724.40	734.00	737.17	归属于母公司净利润	817.40	1,193.87	1,521.88	1,803.41	2,095.54
其他	88.42	49.42	54.49	64.11	56.01	每股收益(元)	2.06	3.01	3.84	4.55	5.29
非流动负债合计	812.91	802.54	778.89	798.11	793.18						
负债合计	2,240.85	2,922.77	2,802.41	3,393.28	3,303.38						
少数股东权益	12.73	50.77	54.94	78.60	105.30						
股本	283.52	396.76	396.25	396.25	396.25						
资本公积	914.82	864.15	872.15	866.82	867.71						
留存收益	2,442.14	3,238.56	4,238.50	5,397.64	6,705.78						
其他	(115.99)	(149.92)	(73.94)	(113.28)	(112.38)						
股东权益合计	3,537.22	4,400.31	5,487.91	6,626.02	7,962.65						
负债和股东权益总计	5,778.07	7,323.08	8,290.31	10,019.30	11,266.03						
现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E						
净利润	831.28	1,230.80	1,521.88	1,803.41	2,095.54	偿债能力					
折旧摊销	87.52	91.78	97.08	103.01	110.72	资产负债率	38.78%	39.91%	33.80%	33.87%	29.32%
财务费用	13.02	13.07	(35.85)	(45.31)	(46.75)	净负债率	-63.15%	-69.40%	-67.79%	-81.91%	-76.64%
投资损失	5.66	17.39	10.13	11.06	12.86	流动比率	2.90	2.62	3.24	3.19	3.79
营运资金变动	75.14	(31.65)	(408.36)	569.19	(614.85)	速动比率	2.44	2.24	2.71	2.82	3.26
其它	98.52	147.40	27.36	22.80	45.10	营运能力					
经营活动现金流	1,111.14	1,468.79	1,212.24	2,464.16	1,602.62	应收账款周转率	53.04	39.87	33.47	40.64	34.69
资本支出	109.06	181.55	82.09	108.89	162.32	存货周转率	11.43	12.15	11.66	12.20	12.45
长期投资	(31.43)	(24.96)	0.00	0.00	0.00	总资产周转率	1.23	1.36	1.40	1.37	1.35
其他	(375.85)	(632.42)	(223.38)	(209.13)	(334.28)	每股指标(元)					
投资活动现金流	(298.22)	(475.83)	(141.29)	(100.24)	(171.97)	每股经营现金流	2.80	3.71	3.06	6.22	4.04
债权融资	72.40	89.09	205.68	65.14	60.03	每股净资产	8.89	10.98	13.71	16.52	19.83
股权融资	(243.68)	(481.19)	(440.65)	(702.10)	(801.68)	估值比率					
其他	106.04	(68.18)	0.00	0.00	0.00	市盈率	41.97	28.74	22.54	19.02	16.37
筹资活动现金流	(65.25)	(460.28)	(234.97)	(636.96)	(741.64)	市净率	9.73	7.89	6.31	5.24	4.37
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBITDA	29.77	19.17	13.83	11.16	9.52
现金净增加额	747.67	532.68	835.98	1,726.97	689.01	EV/EBIT	31.22	20.04	14.48	11.62	9.89

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com