

2025 年 4 月 25 日

顾向君

H70420@capitalcom.tw

目标价(元)

92

产业别	化工
A 股价(2025/4/24)	77.01
上证指数(2025/4/24)	3297.29
股价 12 个月高/低	121.1/73.73
总发行股数(百万)	396.25
A 股数(百万)	395.41
A 市值(亿元)	304.50
主要股东	侯军呈(34.51%)
每股净值(元)	14.50
股价/账面净值	5.31
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	-8.4 -10.0 -28.3

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2024-10-25	99.00	买进
2024-08-28	84.65	买进
2024-06-24	107.11	区间操作
2024-04-19	103.46	买进
2024-03-12	99.30	买进

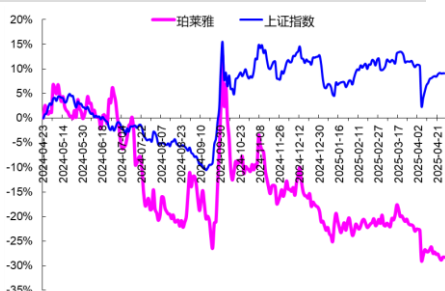
产品组合

护肤类	83.78%
美容类	12.64%
洗护类	3.58%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	9.3%
一般法人	8.4%

股价相对大盘走势



珀莱雅(603605.SH)

BUY 买进

龙头地位稳固，低估值配置价值凸显

结论与建议:

业绩概要:

公告 2024 年实现营收 107.8 亿，同比增 21%，实现归母净利润 15.5 亿，同比增 30%；24Q4 实现营收 38.1 亿，同比增 4.3%，实现净利润 5.5 亿，同比增 23.4%，业绩符合预期。

公告 2025Q1 实现营收 23.6 亿，同比增 8.1%，实现归母净利润 3.9 亿，同比增 28.9%，超预期。

分红方案：每 10 股派发现金股利 11.9 元

点评:

- 2024 年公司业绩表现靓丽，618、双 11 等电商大促期间旗下各品牌均有强劲表现。以品牌来看，主品牌珀莱雅继续夯实“大单品策略”，源力、红宝石、能量系列均有核心单品升级/上市，并新推出净源、光学两大新系列，全年实现营收 85.8 亿，同比增 19.6%；第二品牌彩棠实现营收 11.9 亿，同比增 19%，底妆类目持续扩张；洗护品牌 OR 全面打造“亚洲头皮健康养护专家”心智，市场渗透率提升，实现营收 3.7 亿，同比增 71.1%；悦芙媞推进品牌升级，深化“年轻油护肤专家”认知，实现营收 3.3 亿，同比增 9.4%；原色波塔定位“眼部彩妆专家”，实现营收 1.14 亿，同比增 138.4%。
- 宣传费推高期间费率，折扣收窄提振毛利。2024 年，公司毛利率同比提升 1.5pcts 至 71.4%，主要受益公司品牌力提升及运费率下降；24Q4 毛利率同比提升 5.7pcts 至 73.8%，主要由于大促季公司折扣率较 23 年同期收窄。全年费用率保持高位，同比增 1.89pcts 至 52.9%，主要由于形象宣传推广费增加导致销售费用率同比增加 3.27pcts，股份支付费用减少导致管理费用率同比下降 1.72pcts，部分抵消销售费用率上升；24Q4 费率同比提升 2.98pcts，主要由于销售费用率增加。
- 25Q1 公司业绩在高基数下保持强劲增长。收入看，护肤类产品实现营收 18.7 亿，同比增 2.5%，美容彩妆类产品实现收入 3.8 亿，同比增 21.6%，洗护产品实现收入 1.1 亿，同比增 138.6%。利润增长强劲主要受益以下两方面：1) 25Q1 毛利率同比提升 2.7pcts 至 72.8%，主要受益生产成本同比下降以及产品折扣率收窄；2) 期间费用率同比下降 1.81pcts 至 51.2%，其中销售费用率同比下降 1.21pcts，研发费用率同比下降 0.32pct，管理费用率同比下降 0.24pct。
- 全年来看，我们预计公司在“6*N”战略下将继续巩固竞争优势，对各渠道采取针对性措施以进一步转化流量，提升消费者忠诚度，同时，维持研发力度，持续推动大单品升级，改善用户体验。

- 我们预计 2025-2027 年将分别实现净利润 18.7 亿、22 亿和 25.8 亿，分别同比增 20.6%、18%和 17%，EPS 分别为 4.72 元、5.57 元和 6.51 元，当前股价对应 PE 分别为 16 倍、14 倍和 12 倍，估值配置性价比凸显，维持“买进”的投资建议。
- 风险提示：新品牌孵化不及预期，线上增长不及预期，费用增长超预期

-----接续下页-----

年度截止 12 月 31 日		2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	817	1194	1552	1872	2206	2578
同比增减	%	41.88	46.06	30.00	20.61	17.86	16.86
每股盈余 (EPS)	RMB 元	2.90	3.01	3.93	4.72	5.57	6.51
同比增减	%	1.05	3.79	30.56	20.20	17.86	16.86
市盈率(P/E)	X	27	26	20	16	14	12
股利 (DPS)	RMB 元	0.87	1.29	1.19	1.42	1.67	1.95
股息率 (Yield)	%	1.13	1.68	1.55	1.84	2.17	2.53

【投资评等说明】

评等	定义
强力买进 (Strong Buy)	潜在上涨空间 $\geq 35\%$
买进 (Buy)	$15\% \leq \text{潜在上涨空间} < 35\%$
区间操作 (Trading Buy)	$5\% \leq \text{潜在上涨空间} < 15\%$
中立 (Neutral)	无法由基本面给予投资评等 预期近期股价将处于盘整 建议降低持股

附一：合并损益表

百万元	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
营业收入	6385	8905	10778	12776	14885	16899
经营成本	1935	2677	3084	3631	4215	4768
营业税金及附加	56	91	84	105	122	139
销售费用	2786	3972	5161	6052	7008	7897
管理费用	327	455	366	421	490	550
财务费用	-41	-59	-36	-42	-49	-55
资产减值损失	-165	-108	-96	-118	-122	-111
投资收益	-6	-17	-2	-7	-8	-9
营业利润	1058	1503	1890	2319	2750	3218
营业外收入	1	4	3	2	2	2
营业外支出	5	12	4	10	24	32
利润总额	1054	1495	1889	2311	2728	3187
所得税	223	265	304	399	475	555
少数股东损益	14	37	33	40	47	54
归属于母公司所有者的净利润	817	1194	1552	1872	2206	2578

附二：合并资产负债表

百万元	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
货币资金	3161	4011	4082	3827	4124	4631
应收账款	102	345	518	725	943	1084
存货	669	797	661	728	786	833
流动资产合计	4147	5545	5613	5782	6476	7447
长期股权投资	139	114	111	112	113	114
固定资产	570	827	907	1043	1179	1297
在建工程	207	52	75	90	98	104
非流动资产合计	1631	1778	1917	2204	2645	3174
资产总计	5778	7323	7530	7986	9121	10621
流动负债合计	1428	2120	1213	783	668	663
非流动负债合计	813	803	831	499	424	382
负债合计	2241	2923	2044	1282	1092	1045
少数股东权益	13	51	84	85	86	87
股东权益合计	3524	4350	5402	6619	7942	9489
负债及股东权益合计	5778	7323	7530	7986	9121	10621

附三：合并现金流量表

百万元	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
经营活动产生的现金流量净额	1111	1469	1107	1661	2084	2535
投资活动产生的现金流量净额	-298	-476	-1265	-1022	-744	-845
筹资活动产生的现金流量净额	-65	-460	-758	-894	-1042	-1183
现金及现金等价物净增加额	747	534	-917	-256	298	507

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司，不对此报告之准确性及完整性作任何保证，或代表或作出任何书面保证，而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料及意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证；@持意见或立场，或会买入，沽出或提供销售或出此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证；@。此份报告不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。