

2025 年 04 月 25 日

珀莱雅(603605.SH)

投资评级：买入（维持）

——24 年及 25Q1 利润表现超预期

证券分析师

丁一

SAC: S1350524040003

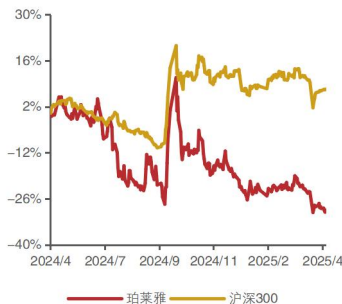
dingyi@huayuanstock.com

联系人

王悦

wangyue03@huayuanstock.com

市场表现：



基本数据 2025 年 04 月 24 日

收盘价（元）	77.01
一年内最高/最低（元）	121.10/73.73
总市值（百万元）	30,515.03
流通市值（百万元）	30,450.15
总股本（百万股）	396.25
资产负债率（%）	28.15
每股净资产（元/股）	14.50

资料来源：聚源数据

投资要点：

- **事件：**公司公布 24 年及 25Q1 业绩，24 年公司实现总营收 107.78 亿元，同比+21.04%；利润总额 18.89 亿元，同比+26.34%；实现归母净利润 15.52 亿元，同比+30%；25Q1 公司实现总营收 23.59 亿元，同比+8.13%；利润总额 4.93 亿元，同比+24.41%；实现归母净利润 3.90 亿元，同比+28.87%。
- **持续升级核心大单品，多品类矩阵驱动稳健增长。**分品类来看，24 年护肤类/美容彩妆类分别贡献营收 90.19/13.61 亿元，同比+19.31%/+21.96%，对应毛利率分别为 71.56%/71.46%，分别同比+1.28/1.99pct。**具体来看：1）主品牌珀莱雅：**持续夯实大单品策略，全方位升级核心大单品，并推出两个全新产品线（净源系列及光学系列），构筑独家成分壁垒，优化产品功效及使用体验。2024 年珀莱雅于天猫的精华品类及面霜品类均位居首位；贴片面膜位居第二，眼霜位居第五，核心品类凸显较强竞争优势；**2）彩棠：**面彩大单品稳健发展，持续扩张底妆类目。大单品“高光修容盘”升级 3.0 版本，并扩充新品腮红膏、遮瑕液等，且基于小圆管粉底液的高遮瑕优势，创新性推出首款自带遮瑕膏的“小圆管气垫”，“1+1”双效协同，24 年双 11 在天猫平台的气垫类目位居第五。
- **传统渠道规模稳步提升，新兴渠道拓展增量。**24 年公司线上渠道贡献营收 102.34 亿元，同比+23.68%，占主营业务收入的 95.06%，其中，线上直营渠道实现营收 81.22 亿元，同比+20.35%，线上分销渠道实现营收 21.12 亿元，同比+38.40%。24 年淘宝/抖音/京东成交金额分别位居天猫美妆首位/抖音美妆第二/京东美妆第五，我们认为公司通过多渠道布局且加强自播场地建设，有效提升品牌曝光度及用户互动率，推动线上渠道销售的快速增长。
- **24 年及 25Q1 净利率表现亮眼。**24 年公司毛利率同比+1.46pct 至 71.39%，主要系运费率下滑，其中销售费用率/管理费用率/研发费用率分别同比+3.27pct/-1.72pct/不变至 47.88%/3.39%/1.95%，销售费用率提升主因系加大形象宣传推广费，管理费用率下降系股份支付费用减少。净利率方面，24 年公司归母净利率同比+0.99pct 至 14.40%，其提升原因系毛利率增长叠加管理费用下降，25Q1 归母净利率同比+2.66pct 至 16.54%，其提升原因系销售费用率下降，公司盈利能力显著改善。
- **盈利预测与评级：**我们预计公司 2025–2027 年实现归母净利润 18.2/21.0/23.8 亿元，同比增速分别为 17%/16%/13%，当前股价对应的 PE 分别为 17/15/13 倍。我们看好公司大单品策略成效显著，持续提升品牌价值，主品牌珀莱雅成长路径清晰，彩棠处于高速增长阶段，强运营能力驱动多渠道发力，管理层组织效率及管理能力较为优异，公司成长逻辑清晰，业绩增长确定性较高，维持“买入”评级。
- **风险提示。**化妆品行业竞争加剧风险；电商渠道竞争加剧风险；新品孵化风险。

盈利预测与估值（人民币）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	8,905	10,778	12,850	14,848	16,742
同比增长率（%）	39.45%	21.04%	19.22%	15.55%	12.75%
归母净利润（百万元）	1,194	1,552	1,817	2,102	2,377
同比增长率（%）	46.06%	30.00%	17.06%	15.71%	13.07%
每股收益（元/股）	3.01	3.92	4.58	5.31	6.00
ROE（%）	27.45%	28.73%	27.99%	27.12%	25.91%
市盈率（P/E）	25.56	19.66	16.80	14.52	12.84

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

附录：财务预测摘要

资产负债表（百万元）					利润表（百万元）				
会计年度	2024	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	4,082	5,165	6,304	7,591	营业收入	10,778	12,850	14,848	16,742
应收票据及账款	518	528	570	596	营业成本	3,084	3,612	4,138	4,628
预付账款	224	264	285	312	税金及附加	84	115	133	150
其他应收款	10	18	41	92	销售费用	5,161	6,039	7,023	7,969
存货	661	643	680	697	管理费用	366	488	549	603
其他流动资产	118	128	148	167	研发费用	210	257	297	335
流动资产总计	5,613	6,747	8,028	9,455	财务费用	-36	17	15	14
长期股权投资	111	125	139	153	资产减值损失	-96	-128	-148	-167
固定资产	922	917	955	1,034	信用减值损失	-5	-13	-12	-5
在建工程	75	150	175	150	其他经营损益	0	0	0	0
无形资产	429	474	581	747	投资收益	-2	-6	-6	-6
长期待摊费用	70	60	48	33	公允价值变动损益	0	0	0	0
其他非流动资产	310	395	476	487	资产处置收益	-1	-1	-1	-1
非流动资产合计	1,917	2,121	2,374	2,605	其他收益	86	50	50	50
资产总计	7,530	8,868	10,401	12,060	营业利润	1,890	2,223	2,575	2,914
短期借款	0	60	120	180	营业外收入	3	23	23	23
应付票据及账款	676	742	828	888	营业外支出	4	7	7	7
其他流动负债	536	618	684	746	其他非经营损益	0	0	0	0
流动负债合计	1,213	1,420	1,631	1,813	利润总额	1,889	2,239	2,591	2,930
长期借款	791	788	799	791	所得税	304	381	441	498
其他非流动负债	40	42	46	51	净利润	1,585	1,859	2,151	2,432
非流动负债合计	831	830	845	842	少数股东损益	33	42	49	55
负债合计	2,044	2,251	2,476	2,655	归属母公司股东净利润	1,552	1,817	2,102	2,377
股本	396	396	396	396	EPS(元)	3.92	4.58	5.31	6.00
资本公积	847	847	847	847	主要财务比率				
留存收益	4,159	5,248	6,508	7,932	会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
归属母公司权益	5,402	6,491	7,751	9,175	成长能力				
少数股东权益	84	126	175	230	营收增长率	21.04%	19.22%	15.55%	12.75%
股东权益合计	5,486	6,617	7,925	9,405	营业利润增长率	25.78%	17.63%	15.82%	13.15%
负债和股东权益合计	7,530	8,868	10,401	12,060	归母净利润增长率	30.00%	17.06%	15.71%	13.07%
现金流量表（百万元）					经营现金流增长率	-24.63%	90.13%	10.49%	11.79%
会计年度	2024	2025E	2026E	2027E	盈利能力				
税后经营利润	1,585	1,810	2,102	2,383	毛利率	71.39%	71.89%	72.13%	72.35%
折旧与摊销	119	135	151	173	净利率	14.71%	14.46%	14.48%	14.53%
财务费用	-36	17	15	14	ROE	28.73%	27.99%	27.12%	25.91%
投资损失	2	6	6	6	ROA	20.61%	20.49%	20.21%	19.71%
营运资金变动	-675	98	9	-19	估值倍数				
其他经营现金流	110	40	42	43	P/E	19.66	16.80	14.52	12.84
经营性现金净流量	1,107	2,105	2,326	2,600	P/S	2.83	2.37	2.06	1.82
投资性现金净流量	-1,265	-334	-399	-399	P/B	5.70	4.74	3.96	3.34
筹资性现金净流量	-758	-687	-787	-914	股息率	0.00%	2.39%	2.76%	3.12%
现金流量净额	-917	1,083	1,139	1,287	EV/EBITDA	17	13	11	10

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，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本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司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。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/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。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的 6 个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在 20% 以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在 5% ~ 20% 之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在 -5% ~ +5% 之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于 -5% 及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的 6 个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A 股市场（北交所除外）基准为沪深 300 指数，北交所市场基准为北证 50 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。