



股票投资评级

买入 | 维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	84.71
总股本/流通股本(亿股)	3.96 / 3.95
总市值/流通市值(亿元)	336 / 335
52周内最高/最低价	121.10 / 76.25
资产负债率(%)	27.1%
市盈率	21.55
第一大股东	侯军呈

研究所

分析师:李媛媛
SAC 登记编号:S1340523020001
Email:liyuan@cnpsc.com

珀莱雅(603605)

净利率优化，业绩超预期

● 事件回顾

公司公布 2024 年年报，24 年实现营收 108 亿元，同比+21.0%，归母净利润 15.5 亿元，同比+30%，扣非后净利润 15.22 亿元，同比+29.6%；其中 24Q4 营收/归母净利润分别 38.1/5.5/5.5 亿元，分别同比增长 4.3%/23.4%/22.7%。25Q1 营收/归母净利润/扣非净利润 23.59/3.90/3.79 亿元，分别同比+8.1%/+28.9%/+29.8%。24Q4/25Q1 业绩超预期。

● 事件点评

小品牌表现靓丽，线上高增长。分品牌，2024 年珀莱雅品牌收入 85.8 亿，同比+19.6%；彩棠品牌收入 11.9 亿，同比+19.0%；OR 品牌收入 3.7 亿，同比+71.1%；悦芙媞品牌收入 3.3 亿，同比+9.4%；原色波塔品牌收入 1.1 亿，同比+138.4%；其他品牌收入 1.80 亿同比+23.18%，小品牌表现更突出，助力跨越周期。分渠道，24 年线上、线下分别营收 102/5.3 亿元，分别同比+23.7%/-13.6%，其中线上直营收入 81.2 亿，同比+20.4%，线上分销收入 21.1 亿，同比+38.4%、线下日化收入 3.6 亿，同比-26.3%，线下其他收入 1.7 亿元，同比+37.7%。

毛利率提升，管理费率优化，净利率提升。24 年公司毛利率+1.46pct 至 71.4%，系运费费率下降+客单价提升，24 年销售费用率/管理费用率分别+3.3pct/-1.7pct 至 47.9%/3.4%，主要系广告推广费用率上升以及股份支付费用下降，综合归母净利率+0.99pct 至 14.4%。25Q1 毛利率同比提升 2.67pct 至 72.8%，主要系公司议价能力提升带来材料成本下降；销售费用率/管理费用率分别-1.2pct/-0.2pct 至 45.6%/4.2%，主要系小品牌经营改善以及珀莱雅品牌达播占比下降，综合归母净利率提升 2.7pct 至 16.5%。

● 盈利预测及投资建议

公司主品牌稳健发展，多品牌发力，盈利能力持续提升，我们看好公司长期发展，预计公司 25 年-27 年归母净利润分别为 18.4 亿元/22.0 亿元/26.0 亿元，对应 PE 分别为 18 倍/15 倍/13 倍，维持“买入”评级。

● 风险提示：

终端景气度不及预期风险；毛销差恶化；新品推广不及预期。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	10778	12714	15024	17785
增长率(%)	21.04	17.96	18.17	18.37
EBITDA（百万元）	1977.39	2307.91	2690.63	3152.28
归属母公司净利润（百万元）	1552.00	1844.09	2199.14	2602.54
增长率(%)	30.00	18.82	19.25	18.34
EPS（元/股）	3.92	4.65	5.55	6.57
市盈率（P/E）	21.63	18.20	15.26	12.90
市净率（P/B）	6.21	4.63	3.55	2.79
EV/EBITDA	15.31	12.00	9.71	7.18

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
利润表					成长能力				
营业收入	10778	12714	15024	17785	营业收入	21.0%	18.0%	18.2%	18.4%
营业成本	3084	3623	4282	5069	营业利润	25.8%	18.5%	19.3%	18.3%
税金及附加	84	102	120	142	归属于母公司净利润	30.0%	18.8%	19.3%	18.3%
销售费用	5161	6192	7324	8670	获利能力				
管理费用	366	431	509	603	毛利率	71.4%	71.5%	71.5%	71.5%
研发费用	210	242	285	338	净利率	14.4%	14.5%	14.6%	14.6%
财务费用	-36	-82	-133	-165	ROE	28.7%	25.4%	23.3%	21.6%
资产减值损失	-96	-50	-50	-50	ROIC	24.8%	22.8%	21.0%	19.7%
营业利润	1890	2240	2671	3161	偿债能力				
营业外收入	3	1	1	1	资产负债率	27.1%	27.9%	21.5%	22.4%
营业外支出	4	1	1	1	流动比率	4.63	4.10	5.68	5.07
利润总额	1889	2240	2671	3161	营运能力				
所得税	304	358	427	506	应收账款周转率	24.99	40.32	40.54	52.18
净利润	1585	1882	2244	2656	存货周转率	4.23	4.36	4.45	4.41
归母净利润	1552	1844	2199	2603	总资产周转率	1.45	1.43	1.34	1.27
每股收益(元)	3.92	4.65	5.55	6.57	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	3.92	4.65	5.55	6.57
货币资金	4082	6662	8231	11732	每股净资产	13.63	18.29	23.84	30.40
交易性金融资产	0	0	0	0	估值比率				
应收票据及应收账款	518	113	628	53	PE	21.63	18.20	15.26	12.90
预付款项	224	254	300	355	PB	6.21	4.63	3.55	2.79
存货	661	1002	923	1375	现金流量表				
流动资产合计	5613	8245	10229	13751	净利润	1585	1882	2244	2656
固定资产	907	895	879	861	折旧和摊销	119	89	92	95
在建工程	75	95	115	135	营运资本变动	-665	693	-682	834
无形资产	429	452	475	498	其他	67	55	55	55
非流动资产合计	1917	1967	2015	2060	经营活动现金流净额	1107	2720	1709	3641
资产总计	7530	10212	12244	15811	资本开支	-292	-120	-120	-120
短期借款	0	0	0	0	其他	-973	-20	-20	-20
应付票据及应付账款	676	1377	1050	1823	投资活动现金流净额	-1265	-140	-140	-140
其他流动负债	536	636	751	889	股权融资	0	0	0	0
流动负债合计	1213	2013	1801	2712	债务融资	-200	0	0	0
其他	831	831	831	831	其他	-558	0	0	0
非流动负债合计	831	831	831	831	筹资活动现金流净额	-758	0	0	0
负债合计	2044	2844	2632	3543	现金及现金等价物净增加额	-917	2580	1569	3501
股本	396	396	396	396					
资本公积金	847	847	847	847					
未分配利润	4233	5801	7670	9882					
少数股东权益	84	122	167	220					
其他	-74	203	533	923					
所有者权益合计	5486	7368	9612	12268					
负债和所有者权益总计	7530	10212	12244	15811					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048