

多品牌发力迈入百亿规模， 盈利能力优化显著

核心观点

24Q4 公司营收 38.1 亿元/+4.28%，归母净利润 5.5 亿元/+23.42%，25Q1 营收 23.6 亿元/+8.13%，归母净利润 3.9 亿元/+28.9%，一季度净利润超预期。24Q4 及 25Q1 公司毛销差分别为 23.2%/27.1%，同比提升 1.6/3.9pct，公司自 23Q4 毛销差走弱后快速对成本和推广效率进行调整，至 24Q3 已环比回升，Q4 起同比转正，反映了强大的组织变革效率。2024 全年线上实现营收 102.34 亿元，占比已达 95.06%。珀莱雅/彩棠/OR/悦芙媞/原色波塔 24 年增速分别为 19.55%/19.04% /+71.14%/9.41%/138.36%，公司多品牌矩阵逐步完善，第二、三梯队品牌展现出较强增长潜力。2024 年公司完成管理层换届，逐步对部门进行精简和管理人员调整，核心岗位人才引进持续进行，Q2 叠加新品及前期的营销布局，收入端有望提速。

事件

公司披露 2024 年年报及 2025 年一季报：24 年全年公司实现营收 107.8 亿元，+21.04%，归母净利润 15.5 亿元，+30.0%；24Q4 营收 38.1 亿元，+4.28%，归母净利润 5.5 亿元，+23.42%，扣非净利润 5.5 亿元，+22.79%。

25Q1 营收 23.6 亿元，+8.13%，归母净利润 3.9 亿元，+28.9%，扣非净利润 3.8 亿元，+29.8%。

公司计划每 10 股派发 11.90 元现金红利（含税），预计合计派发现金红利 468,903,708.70 元（含税），2024 年度公司分红（现金分红+回购金额）占 2024 年归母净利润的 40.07%。

简评

利润率提升超预期，毛销差优化显著

24Q4 公司毛利率 73.8%，大幅+5.65pct，25Q1 毛利率 72.78%，+2.67pct，24Q3 公司毛利率同比有一定下滑，Q4 强势提升创历史新高，大促期在折扣上控制能力突出。24Q4 销售费用率 50.61%/+4.08pct，25Q1 销售费用率 45.63%/-1.22pct，对应毛销差分别为 23.2%/27.1%，同比提升 1.6/3.9pct。公司毛销差自 23Q4 起走弱后快速对成本和推广进行调整，至 24Q3 已环比回升，Q4 起同比转正，反映了强大的组织变革效率。24Q4 管理费用率为 2.44%/-2.17pct，25Q1 管理费用率为 4.22%/-0.24pct，激励费用降低&总部降费进一步带动利润率提升。

珀莱雅 (603605.SH)

维持

买入

于佳琪

yujiaqibj@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521110003

刘乐文

liulewen@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521080003

SFC 编号:BPC301

发布日期：2025 年 04 月 28 日

当前股价：76.38 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-9.96/-7.93	-7.86/-10.44	-26.84/-35.11
12 月最高/最低价 (元)		121.10/76.25
总股本 (万股)		39,624.76
流通 A 股 (万股)		39,540.51
总市值 (亿元)		302.65
流通市值 (亿元)		302.01
近 3 月日均成交量 (万)		433.41
主要股东		
侯军呈		34.46%

单击此处输入文字。

相关研究报告

24.10.27	【中信建投社服商贸】珀莱雅(603605): 毛销差边际改善, 大促严控机制下双平台依然强劲
24.08.28	【中信建投社服商贸】珀莱雅(603605): 大促强势表现带动收入, 达播比例提升费用率有所上行

线上占比进一步提升，多品牌矩阵带来多个增长点

2024 年全年线上实现营收 102.34 亿元，同比增长 23.68%，占主营业务收入比重达 95.06%。其中，线上直营收入 81.22 亿元（+20.35%），线上分销收入 21.12 亿元（+38.40%）；线下渠道收入 5.32 亿元，同比下降 13.63%。24Q4 线上+4%，线下+11%增速回正，全年维度线上线下毛利率均有 1pct+提升，下半年在控价及降本上效果突出。分品牌看，主品牌珀莱雅实现营收 85.81 亿元，同比增长 19.55%，占主营业务收入比重 79.69%，稳健增长。彩棠品牌实现营收 11.91 亿元，同比增长 19.04%，占比 11.07%。OR 品牌表现亮眼，实现营收 3.68 亿元/+71.14%，已成为公司第 3 大品牌，悦芙媿同比增长 9.41%至 3.32 亿元，原色波塔大幅增长 138.36%至 1.14 亿元，首次破亿。公司多品牌矩阵逐步完善，第二、三梯队品牌展现出较强增长潜力。公司多品牌、护肤+彩妆+洗护的矩阵已较为成型，洗护毛利率年度+4.91pct 已向盈利良性迈进。

多个新品加速上市，营销多元化发展

公司已重磅上新超膜防晒、持妆夜气垫、光学瓶，近期包含美白特征的双抗 4.0 也已推出。2024 年主品牌珀莱雅源力系列面霜 2.0 及精华 3.0 升级，应用独家“XVII 型重组胶原蛋白”；红宝石系列精华 3.0 升级；推出能量系列精华及涂抹面膜，拓展高端抗老市场；全新油皮产品线净源系列和美白产品线光学系列，“光学瓶”获美白特证。2025 年至今珀莱雅已进一步推出持妆夜气垫、超模粉管、拥有美白特征的双抗 4.0 精华等核心单品。彩棠小圆管粉底液（混油版）及双生气垫也陆续进入宣传推广期，二季度大促期新品储备充足。公司今年以来抖音达播有所控制，同时新增多个代言人打开市场，Q2 叠加新品及前期的营销布局，收入端有望提速。

盈利预测与投资建议：2024 年公司完成管理层换届，公司逐步对部门进行精简和管理人员调整，核心岗位人才引进持续进行，4 月官宣 4 位研发大咖打造全球研发团队，并继续宣布首位 CDO（首席数字官），彩棠品牌核心团队已重组完成，公司坚持国际化、年轻化的人才策略，打造活力、自驱、有创造力的团队。我们预计公司 25-27 年实现归母净利润 18.36/21.46/24.55 亿元，对应 PE 为 18/16/14 倍，维持买入评级。

重要财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	8,904.57	10,778.41	12,700.52	14,650.75	16,659.28
YOY(%)	39.45	21.04	17.83	15.36	13.71
净利润(百万元)	1,193.87	1,552.00	1,835.57	2,146.48	2,454.66
YOY(%)	46.06	30.00	18.27	16.94	14.36
毛利率(%)	69.93	71.39	71.69	71.79	71.89
净利率(%)	13.41	14.40	14.45	14.65	14.73
ROE(%)	27.45	28.73	28.22	27.55	26.50
EPS(摊薄/元)	3.01	3.92	4.63	5.42	6.19
P/E(倍)	28.12	21.63	18.29	15.64	13.67
P/B(倍)	7.81	6.27	5.20	4.34	3.64

资料来源：iFinD，中信建投证券

风险分析

- 1、行业竞争加剧销售额承压：**行业各品牌竞争加剧，导致营销投放竞争加剧，数字化、精细化投放费用管控不达预期。
- 2、新产品及培育品牌推广不及预期：**（1）公司目前已初步形成品牌矩阵，包括彩棠、悦芙媞、OR 等品牌仍处在前期快速孵化器，若营销投入大，可能存在影响业绩的情况；（2）公司今年推出多款新品销售优异，若后续新产品销售不及预期，将影响公司后续成长性。
- 3、新渠道出现公司布局不及预期：**淘系红利流量褪去后近期抖音增长快速，公司作为首批入驻抖音的本土品牌具备先发优势，若后续其他渠道异军突起，可能存在布局速度不及预期下对现有渠道产生分流。

分析师介绍

于佳琪

上海财经大学统计学学士、硕士，现任中信建投社服商贸行业分析师。拥有六年证券研究从业经验，主要覆盖方向有免税、酒店、旅游、化妆品等多个服务类板块。

刘乐文

中信建投证券社服商贸行业首席分析师。本科毕业于西安交通大学，研究生毕业于美国约翰霍普金斯大学，从事社会服务行业研究八年，对于免税、酒店、餐饮、平台经济等行业拥有深度研究见解和丰富行业积累，曾获得水晶球社会服务行业最佳分析师第一名，新浪最佳分析师，新财富最佳海外研究等评选。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）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、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
 电话：（8610）56135088
 联系人：李祉瑶
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室
 电话：（8621）6882-1600
 联系人：翁起帆
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心 35 楼
 电话：（86755）8252-1369
 联系人：曹莹
 邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
 中环交易广场 2 期 18 楼
 电话：（852）3465-5600
 联系人：刘泓麟
 邮箱：charleneliu@csci.hk