

➤ **事件：珀莱雅发布 2024 年年报及 2025 年一季报。**24 年，公司实现营收 107.78 亿元，yoy+21.04%；归母净利润 15.52 亿元，yoy+30.00%；扣非归母净利 15.22 亿元，yoy+29.60%。25Q1，公司实现营收 23.59 亿元，yoy+8.13%；归母净利润 3.90 亿元，yoy+28.87%；扣非归母净利 3.79 亿元，yoy+29.76%。

➤ **珀莱雅主品牌发力美白赛道，修复线源力系列亦值得期待。**分品牌来看：**1) 主品牌珀莱雅：**24 年实现营收 85.81 亿元，yoy+19.55%。公司发力布局美白赛道，24 年，全新美白产品线“光学系列”上线，首款单品“光学瓶”精华携专研独家成分“光学 335”上市（美白特证版），官方定价 269 元/30ml；25 年 4 月推出「美白特证版」双抗精华，官方定价 239 元/30ml。24 年 2 月源力面霜 2.0 升级，首次应用全球独家创新成分“XVII 型重组胶原蛋白”，进一步巩固品牌在基底膜修护抗初老领域的专业性和科技力。**2) 彩棠：**24 年实现营收 11.91 亿元，同比+19.04%，彩棠品牌在面部彩妆大单品持续发力基础上积极拓展底妆品类；**3) 其他自有品牌：**①**OR：**定位“亚洲头皮健康养护专家”，24 年营收 3.68 亿元，同比+71.14%，大单品“OR 蓬松洗发水 2.0”升级，借助平台 IP&明星进行曝光破圈，持续提升市场渗透率，双 11 活动期间在天猫洗发水类目排名第 7、蓬松洗发水类目排名第 2。②**悦芙媿：**定位“油皮护肤专家”，24 年实现营收 3.32 亿元，同比+9.41%。③**原色波塔：**持续深化品牌“眼部彩妆专家”心智，24 年实现营收 1.14 亿元，同比+138.36%。④**其他品牌：**24 年实现营收 1.80 亿元，同比+23.18%，

➤ **费用结构优化，盈利能力持续增强。****1) 毛利率方面，**24 年/24Q4/25Q1，公司毛利率为 71.39%/73.80%/72.78%，同比+1.46/+5.65/+2.67pct，主要系运费率下降。**2) 费用率方面，**24 年/24Q4/25Q1，公司销售费用率为 47.88%/50.61%/45.63%，同比+3.27/+4.08/-1.21pct，主要系形象宣传推广费增加；管理费用率为 3.39%/2.44%/4.22%，同比-1.72/-2.18/-0.24pct，主要系股份支付费用减少；研发费用率为 1.95%/1.78%/1.83%，同比+0.00/+0.56/-0.32pct。**3) 净利率方面，**24 年/24Q4/25Q1，公司归母净利率分别为 14.40%/14.50%/16.54%，同比+0.99/+2.25/+2.66pct；扣非归母净利率分别为 14.12%/14.44%/16.06%，同比+0.93/+2.18/+2.68pct。

➤ **投资建议：**珀莱雅是国货美妆龙头，业务布局涵盖护肤、彩妆、洗护等品类，积极持续推进多品牌多品类发展战略推进公司业务稳健长期增长，我们预计公司 25-27 年公司归母净利润为 18.5/21.8/26.1 亿元，同比增速 +18.9%/+18.0%/+19.9%，当前股价对应 25-27 年 PE 分别为 20x、17x、14x，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**行业竞争加剧；品牌策略不及预期；费用管控不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	10,778	12,507	14,521	16,630
增长率 (%)	21.0	16.0	16.1	14.5
归属母公司股东净利润 (百万元)	1,552	1,845	2,177	2,610
增长率 (%)	30.0	18.9	18.0	19.9
每股收益 (元)	3.92	4.66	5.49	6.59
PE	24	20	17	14
PB	6.8	5.4	4.4	3.6

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 4 月 28 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

93.18 元

分析师 解慧新

执业证书：S0100522100001

邮箱：xiehuixin@mszq.com

相关研究

1.珀莱雅 (603605.SH) 2024 年三季报点评：护肤线持续高增，洗护线释放潜力，龙头业绩稳健增长-2024/10/27

2.珀莱雅 (603605.SH) 事件点评：管理层顺利换届，源力系列与彩棠持续推新-2024/09/13

3.珀莱雅 (603605.SH) 2024 年半年报点评：主品牌持续增长，彩棠等二梯队品牌接力成长，龙头地位稳固-2024/08/28

4.珀莱雅 (603605.SH) 2023 年年报及 2024 年一季报点评：公司自有品牌全线增长，盈利能力持续提升，高质量经营延续-2024/04/19

5.珀莱雅 (603605.SH) 2023 年三季报点评：Q3 业绩延续增长态势，期待 Q4 “双 11”表现-2023/10/24

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	10,778	12,507	14,521	16,630
营业成本	3,084	3,453	4,003	4,581
营业税金及附加	84	125	145	166
销售费用	5,161	5,816	6,752	7,733
管理费用	366	525	610	698
研发费用	210	263	305	366
EBIT	1,858	2,345	2,733	3,152
财务费用	-36	-25	-42	-60
资产减值损失	-96	-92	-89	0
投资收益	-2	-5	-5	0
营业利润	1,890	2,272	2,680	3,211
营业外收支	-1	-4	-4	-3
利润总额	1,889	2,268	2,676	3,208
所得税	304	386	455	545
净利润	1,585	1,883	2,221	2,663
归属于母公司净利润	1,552	1,845	2,177	2,610
EBITDA	1,977	2,470	2,870	3,302

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	4,082	5,493	6,960	8,846
应收账款及票据	518	495	575	693
预付款项	224	207	240	275
存货	661	675	801	1,018
其他流动资产	128	279	289	302
流动资产合计	5,613	7,150	8,865	11,134
长期股权投资	111	111	111	111
固定资产	907	982	1,089	1,160
无形资产	429	459	489	489
非流动资产合计	1,917	2,121	2,316	2,310
资产合计	7,530	9,271	11,181	13,444
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	676	796	923	1,056
其他流动负债	536	752	871	996
流动负债合计	1,213	1,548	1,794	2,052
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	831	823	823	823
非流动负债合计	831	823	823	823
负债合计	2,044	2,371	2,617	2,875
股本	396	396	396	396
少数股东权益	84	122	166	220
股东权益合计	5,486	6,900	8,564	10,569
负债和股东权益合计	7,530	9,271	11,181	13,444

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	21.04	16.04	16.10	14.53
EBIT 增长率	26.99	26.20	16.55	15.34
净利润增长率	30.00	18.89	17.97	19.88
盈利能力 (%)				
毛利率	71.39	72.40	72.43	72.46
净利润率	14.40	14.75	14.99	15.69
总资产收益率 ROA	20.61	19.90	19.47	19.41
净资产收益率 ROE	28.73	27.22	25.92	25.22
偿债能力				
流动比率	4.63	4.62	4.94	5.43
速动比率	3.80	3.97	4.29	4.73
现金比率	3.37	3.55	3.88	4.31
资产负债率 (%)	27.14	25.57	23.41	21.39
经营效率				
应收账款周转天数	14.40	14.58	13.26	13.72
存货周转天数	85.14	69.68	66.36	71.46
总资产周转率	1.45	1.49	1.42	1.35
每股指标 (元)				
每股收益	3.92	4.66	5.49	6.59
每股净资产	13.63	17.11	21.19	26.12
每股经营现金流	2.79	5.67	6.03	6.85
每股股利	1.19	1.41	1.66	1.99
估值分析				
PE	24	20	17	14
PB	6.8	5.4	4.4	3.6
EV/EBITDA	16.68	13.36	11.49	9.99
股息收益率 (%)	1.28	1.51	1.78	2.14

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	1,585	1,883	2,221	2,663
折旧和摊销	119	125	137	150
营运资金变动	-665	92	-121	-125
经营活动现金流	1,107	2,248	2,390	2,715
资本开支	-292	-301	-331	-142
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	-1,265	-329	-336	-142
股权募资	0	0	0	0
债务募资	-200	0	0	0
筹资活动现金流	-758	-508	-587	-687
现金净流量	-917	1,411	1,467	1,886

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（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。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、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，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048