

珀莱雅 (603605 CH)

3 季度收入/净利润增长 21%/24%；期待双十一发力

3 季度业绩一致于市场预期，收入/净利润增长 21%/24%。电话会上，管理层维持全年指导，预计全年收入增长将实现高于 23% 的目标。进入 4 季度，我们认为珀莱雅将依靠 **双十一** 着重发力，并取得亮眼的表现。天猫在 10 月 24 日晚上 8 时的李佳琦预售首播中将有珀莱雅主品牌 16 个链接，链接数量相较于往期翻倍。投发力度加大并不等同于营销支出翻倍。据公司管理层介绍，日本部分品牌的双十一直播参与度大幅下降，且珀莱雅产品口碑获得头部主播认可。尽管整体趋势呈现流量成本上升，对于公司来说，部分合作成本呈现平均下降趋势。如管理层在电话会议中所说，我们认为双十一大促的宣传及促销将使 4 季度净利率相较于前 3 季度承压，但有望录得同比持平。我们维持公司买入评级。

■ **各品牌表现。**珀莱雅主品牌的口碑单品持续升级策略成效显著，红宝石面霜 3.0 推出带动红宝石系列年初至今增速高于双抗系列增速。除延续升级策略之外，主品牌的产品矩阵会进一步完善，公司计划明推出 4 款防晒产品以及 1 款美白产品，叠加年内已新推出的抗衰型能量系列，标榜明确的功效性产品有望助品牌进一步提升市占率。子品牌中，Off&Relax 和悦芙媿目前的增速均位于 50-100% 区间，预计高增速可维持至全年。受日本污水排放事件影响，Off&Relax 的增速自 8 月有所放缓，主播直播间投放大幅减少，但品牌自播间日常销量正常。

■ **盈利水平。**3 季度毛利率环比提升 1.8 个百分点至 72.7%，主要由于：1) 公司预判三季度居民消费能力走弱，提前暂停与达人合作以及促销活动，且 3 季度不是促销旺季，自播占比较高的同时，销售赠品派送量相对克制。2) 费用率方面，公司作为头部品牌，面对流量成本上升有一定优势，比如，今年的双十一期间，有部分合作成本呈现下降。3) 消费者端，依靠高口碑，定价能力得以保障。4) 公司目标持续提升转化及连带销售能力，稳步提升客单价。展望 4 季度，公司认为毛利率上升趋势不会延续，预计 4 季度毛利率将回落至与去年同期持平。

■ **渠道运营方面。**线下收入增长已经转正，主要由于正在提升门店的运营效率，未来目标单店月销量提升至 3 倍达到 20 万。CS 渠道拓展较为谨慎，主要是由于公司目前仍有价格把控考量，利润率较高的精华类产品并没有向这部分店面大量投放。线上方面，预计未来唯一实现高增速的平台依旧是抖音。主品牌在抖音平台已经开设 5 个直播间，其中 3 间的日销已达到公司预期，近日的双十大促预售直播中已经可以做到 800-1,000 万预售额。“源力”产品和面膜产品直播间还未达到成熟水平。

■ **盈利预测：**我们维持 2023-25 年度盈利预测。

■ **估值：**目标价基于平均估值 47.0 倍（前值 48.5 倍）2024E 年中 EPS。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
销售收入(百万人民币)	4,633	6,385	7,976	9,830	12,035
同比增长 (%)	23.5	37.8	24.9	23.2	22.4
净利润(百万人民币)	576.1	817.4	1,045.0	1,290.8	1,585.2
同比增长 (%)	21.0	41.9	27.8	23.5	22.8
每股收益(人民币)	1.46	2.06	2.63	3.25	3.99
市场平均预估每股收益(人民币)	na	na	2.88	3.60	4.46
市盈率(倍)	63.6	52.6	35.3	28.6	23.3
市净率(倍)	12.7	12.2	8.6	7.0	5.8
股息 (%)	0.5	0.6	0.8	1.0	1.3
股本回报率 (%)	21.9	25.5	26.7	27.0	27.1
净负债比率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

资料来源：公司、彭博及招银国际环球市场预测

买入（维持）

目标价	人民币 138.3
(此前目标价)	人民币 142.7)
潜在升幅	48.7%
当前股价	人民币 93.0

必需消费行业

黄铭谦

(852) 3900 0838

josephwong@cmbi.com.hk

李昀嘉

(852) 3757 6202

bellali@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万人民币)	26,367.4
3 月平均流通量(百万人民币)	217.6
52 周内股价高/低(百万人民币)	136.49/93.00
总股本(百万)	283.5

资料来源：FactSet

股东结构

侯军呈	34.7%
香港中央结算有限公司(陆股通)	23.6%

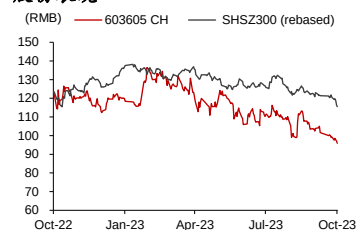
资料来源：上交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1 - 月	-7.3%	-1.3%
3 - 月	-13.8%	-4.2%
6 - 月	-19.1%	-6.7%

资料来源：彭博

股份表现



资料来源：彭博

相关报告：

1. CTGDF (601888 CH) – 3Q prelim rev/np +28%/93%: estimates unchanged – Oct 10, 2023
2. Samsonite (1910 HK) – 3Q Preview: rev/adj EBITDA +20%/36% – Oct 4, 2023
3. Prada SpA (1913 HK) – 3Q preview: Embracing a normalised quarter – Sep 29, 2023

图 1: 盈利预测调整

RMB mn	New			Old			Diff (%)		
	FY23E	FY24E	FY25E	FY23E	FY24E	FY25E	FY23E	FY24E	FY25E
Revenue	7,976	9,830	12,035	7,976	9,830	12,035	0.0%	0.0%	0.0%
Gross Profit	5,641	6,999	8,635	5,641	6,999	8,635	0.0%	0.0%	0.0%
EBIT	1,391	1,712	2,102	1,391	1,712	2,102	0.0%	0.0%	0.0%
Net profit	1,045	1,291	1,585	1,045	1,291	1,585	0.0%	0.0%	0.0%
Gross Margin	70.7%	71.2%	71.7%	70.7%	71.2%	71.7%	0ppt	0ppt	0ppt
EBIT Margin	17.4%	17.4%	17.5%	17.4%	17.4%	17.5%	0ppt	0ppt	0ppt
Net Margin	13.1%	13.1%	13.2%	13.1%	13.1%	13.2%	0ppt	0ppt	0ppt

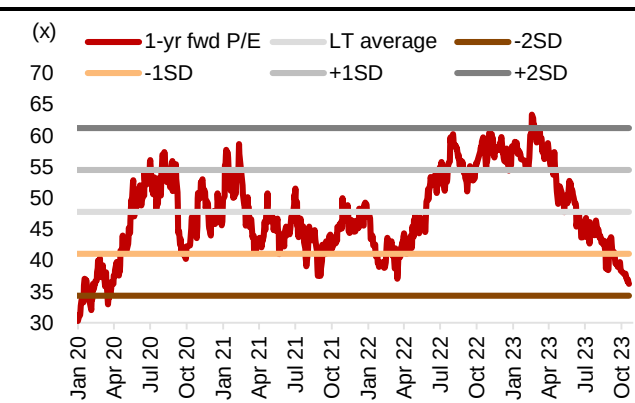
资料来源：招银国际环球市场预测

图 2: 招银国际预测对比市场平均预测

RMB mn	CMBIGM			Consensus			Diff (%)		
	FY23E	FY24E	FY25E	FY23E	FY24E	FY25E	FY23E	FY24E	FY25E
Revenue	7,976	9,830	12,035	8,314	10,354	12,660	-4.1%	-5.1%	-4.9%
Gross Profit	5,641	6,999	8,635	5,841	7,300	8,968	-3.4%	-4.1%	-3.7%
EBIT	1,391	1,712	2,102	1,396	1,758	2,178	-0.4%	-2.6%	-3.5%
Net profit	1,045	1,291	1,585	1,111	1,398	1,730	-5.9%	-7.7%	-8.4%
Gross Margin	70.7%	71.2%	71.7%	70.3%	70.5%	70.8%	0.5ppt	0.7ppt	0.9ppt
EBIT Margin	17.4%	17.4%	17.5%	16.8%	17.0%	17.2%	0.6ppt	0.4ppt	0.3ppt
Net Margin	13.1%	13.1%	13.2%	13.4%	13.5%	13.7%	-0.3ppt	-0.4ppt	-0.5ppt

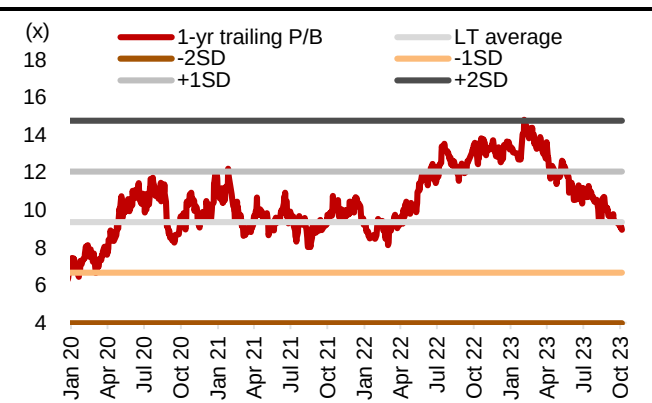
资料来源：彭博、招银国际环球市场预测

图 3: 12 个月市盈率走势图



资料来源：彭博，招银国际环球市场预测

图 4: 12 个月市净率走势图



资料来源：彭博，招银国际环球市场预测

财务分析

损益表	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
年结 12 月 31 日 (百万人民币)						
销售收入	3,752	4,633	6,385	7,976	9,830	12,035
销售成本	(1,368)	(1,554)	(1,935)	(2,335)	(2,831)	(3,400)
毛利润	2,385	3,079	4,451	5,641	6,999	8,635
运营费用	(1,806)	(2,346)	(3,298)	(4,250)	(5,287)	(6,533)
销售费用	(1,497)	(1,992)	(2,786)	(3,589)	(4,472)	(5,536)
行政费用	(204)	(237)	(327)	(423)	(521)	(638)
研发费用	(72)	(77)	(128)	(167)	(206)	(253)
其他	(33)	(41)	(56)	(70)	(87)	(106)
EBITDA	666	829	1,223	1,463	1,801	2,211
折旧	42	47	53	54	69	87
其他摊销	46	49	17	18	20	22
EBIT	578	733	1,153	1,391	1,712	2,102
净利息收入(支出)	14	7	41	57	57	57
其他收入/支出	(44)	(73)	(140)	(100)	(104)	(115)
税前利润	548	668	1,054	1,348	1,665	2,044
所得税	(96)	(111)	(223)	(285)	(352)	(432)
非控股权益	(24)	(19)	14	18	22	27
净利润	476	576	817	1,045	1,291	1,585
总股息	145	173	247	314	387	476

资产负债表	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
年结 12 月 31 日 (百万人民币)						
流动资产	2,342	3,159	4,147	4,757	5,629	6,685
现金与现金等价物	1,417	2,391	3,161	3,628	3,765	4,445
应收账款	285	139	102	84	619	758
存货	469	448	669	795	956	1,148
预付款项	83	58	91	112	135	162
其他流动资产	90	123	123	138	154	172
非流动资产	1,294	1,474	1,631	1,823	2,060	2,351
物业及厂房及设备 (净额)	566	559	570	730	925	1,160
合资及联营公司投资	58	170	139	139	139	139
无形资产	315	397	420	453	495	550
商誉	31	0	0	0	0	0
其他非流动资产	325	348	502	502	502	502
总资产	3,637	4,633	5,778	6,580	7,690	9,036
流动负债	1,129	1,025	1,428	1,465	1,634	1,826
短期债务	299	200	200	150	150	150
应付账款	580	483	545	576	698	838
应付税款	71	90	153	153	153	153
其他流动负债	178	252	530	586	633	685
非流动负债	26	721	813	813	813	813
长期债务	0	0	0	0	0	0
递延收入	8	6	6	6	6	6
其他非流动负债	17	715	807	807	807	807
总负债	1,155	1,746	2,241	2,278	2,447	2,639
股本	1,139	1,187	1,391	1,391	1,391	1,391
留存收益	1,266	1,697	2,300	3,083	4,045	5,226
其他储备	(13)	(7)	(167)	(167)	(167)	(167)
股东权益总额	2,392	2,877	3,524	4,307	5,270	6,450
少数股东权益	90	10	13	(5)	(27)	(54)
总负债和股东权益	3,637	4,633	5,778	6,580	7,690	9,036

现金流量表	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
年结 12 月 31 日 (百万人民币)						
经营现金流						
税前利润	548	668	1,054	1,348	1,665	2,044
折旧摊销	88	96	70	72	89	109
税款	(96)	(111)	(223)	(285)	(352)	(432)
营运资金变化	(50)	70	(123)	(77)	(574)	(191)
其他	(158)	107	333	16	(1)	(7)
净经营现金流	332	830	1,111	1,074	826	1,523
投资现金流						
资本开支	(184)	(194)	(171)	(214)	(263)	(322)
收购与投资	(82)	(70)	(131)	(51)	(63)	(77)
其他	281	(78)	0	0	0	0
净投资现金流	15	(342)	(302)	(264)	(326)	(399)
融资现金流						
已支付股息	(128)	(154)	(183)	(280)	(350)	(431)
净借贷	85	648	0	(63)	(13)	(13)
其他	(0)	(4)	117	0	0	0
净融资现金流	(43)	490	(65)	(343)	(363)	(444)
净现金流变动						
年初现金	1,247	1,417	2,391	3,161	3,628	3,765
汇率变动	0	(1)	(1)	0	0	0
其他	(133)	(2)	27	0	0	0
年末现金	1,417	2,391	3,161	3,628	3,765	4,445
增长率	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
年结 12 月 31 日						
销售收入	20.1%	23.5%	37.8%	24.9%	23.2%	22.4%
毛利润	19.4%	29.1%	44.5%	26.7%	24.1%	23.4%
EBITDA	20.6%	24.5%	47.5%	19.6%	23.1%	22.8%
EBIT	21.2%	26.8%	57.3%	20.6%	23.1%	22.8%
净利润	21.2%	21.0%	41.9%	27.8%	23.5%	22.8%
调整后净利润	23.5%	22.0%	51.8%	9.9%	23.5%	22.8%
盈利能力比率	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
年结 12 月 31 日						
毛利率	63.6%	66.5%	69.7%	70.7%	71.2%	71.7%
利息折旧及摊销前利润	17.8%	17.9%	19.2%	18.3%	18.3%	18.4%
调整后净利润率	13.7%	13.5%	14.9%	13.1%	13.1%	13.2%
股本回报率	21.5%	21.9%	25.5%	26.7%	27.0%	27.1%
资产负债比率	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
年结 12 月 31 日						
净负债/股东权益比率 (倍)	(0.5)	(0.8)	(0.8)	(0.8)	(0.7)	(0.7)
流动比率 (倍)	2.1	3.1	2.9	3.2	3.4	3.7
应收账款周转天数	27.7	10.9	5.8	3.8	23.0	23.0
存货周转天数	125.1	105.2	126.2	124.2	123.2	123.2
应付账款周转天数	154.9	113.5	102.8	90.0	90.0	90.0
估值指标	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
年结 12 月 31 日						
市盈率	62.5	63.6	52.6	35.3	28.6	23.3
市盈率 (摊薄)	62.5	63.6	52.6	35.3	28.6	23.3
市帐率	12.0	12.7	12.2	8.6	7.0	5.8
市现率	na	na	na	na	na	na
股息 (%)	0.5	0.5	0.6	0.8	1.0	1.3
企业价值	na	na	na	na	na	na
企业价值 / 销售额	na	na	na	na	na	na
企业价值 / EBIT	na	na	na	na	na	na
企业价值 / EBITDA	na	na	na	na	na	na

资料来源：公司及招银国际环球市场。预测注释：现金净额计算包括金融资产。

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际环球市场投资评级

买入：股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有：股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出：股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级：招银国际证券并未给予投资评级

招银国际环球市场行业投资评级

优于大市：行业股价于未来 12 个月预期表现跑赢大市指标
同步大市：行业股价于未来 12 个月预期表现与大市指标相若
落后大市：行业股价于未来 12 个月预期表现跑输大市指标

招银国际环球市场有限公司

地址：香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 楼

电话：(852) 3900 0888

传真：(852) 3900 0800

招银国际环球市场有限公司（“招银国际环球市场”）为招银国际金融有限公司之全资附属公司（招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司）

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际环球市场不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际环球市场建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银国际环球市场编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律或赔偿责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际环球市场可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国 2000 年金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际环球市场书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

招银国际环球市场不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际环球市场不受美国就有关研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关 FINRA 规则的限制。本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法(经修订) 规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由 CMBI (Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号 201731928D) 在新加坡分发。CMBISG 是在《财务顾问法案》(新加坡法例第 110 章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG 可根据《财务顾问条例》第 32C 条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构编制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第 289 章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则 CMBISG 仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电 (+65 6350 4400) 联系 CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。