

# 珀莱雅化妆品股份有限公司

## 2024 年跟踪评级报告

联合资信评估股份有限公司  
China Lianhe Credit Rating Co.,Ltd.

专业 | 尽责 | 真诚 | 服务

# 信用评级公告

联合〔2024〕4224号

联合资信评估股份有限公司通过对珀莱雅化妆品股份有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持珀莱雅化妆品股份有限公司主体长期信用等级为AA，维持“珀莱转债”信用等级为AA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：

二〇二四年六月十三日

# 声 明

一、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。鉴于信用评级工作特性及受客观条件影响，本报告在资料信息获取、评级方法与模型、未来事项预测评估等方面存在局限性。

二、本报告系联合资信接受珀莱雅化妆品股份有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、本报告引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

四、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

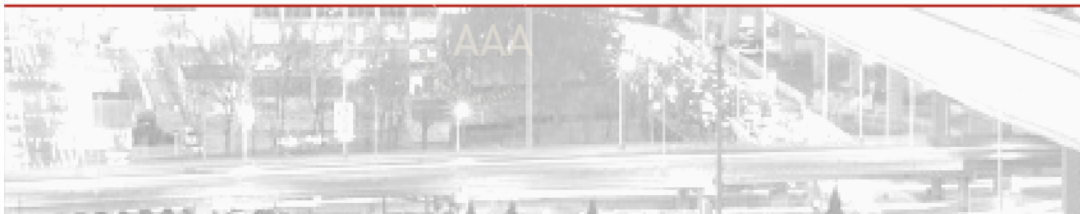
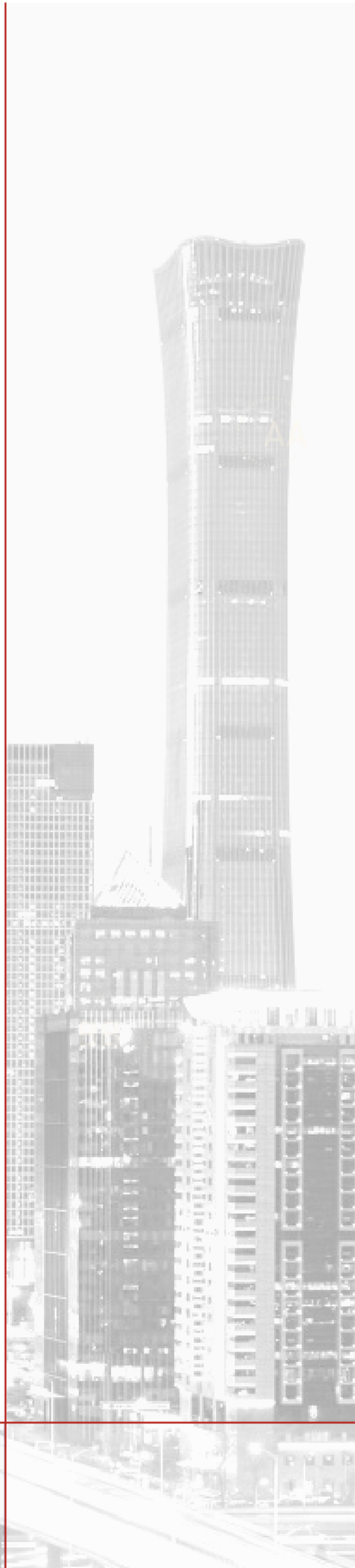
五、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

六、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

七、本报告所列示的主体评级及相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。

八、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

九、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。



# 珀莱雅化妆品股份有限公司

## 2024 年跟踪评级报告

项 目	本次评级结果	上次评级结果	本次评级时间
珀莱雅化妆品股份有限公司	AA/稳定	AA/稳定	2024/06/13
珀莱转债	AA/稳定	AA/稳定	

### 评级观点

珀莱雅化妆品股份有限公司（以下简称“公司”）主要从事化妆品的研发、生产和销售，跟踪期内，公司在技术水平与销售渠道方面保持了一定的竞争优势。2023 年，依托“大单品策略”的成功和线上销售的持续发力，公司营业总收入与利润总额同比均实现较快增长，整体经营情况良好，现金类资产充裕，盈利能力强，债务负担较轻。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到化妆品制造行业竞争激烈、销售费用同比增长、期间费用对利润形成一定侵蚀等因素可能对公司信用水平带来的不利影响。

2023 年，公司经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额和 EBITDA 对“珀莱转债”及长期债务的保障程度强。“珀莱转债”设置了转股价格修正条款、有条件赎回条款等，有利于促进债券持有人转股。考虑到未来转股因素，公司的债务负担可能下降，公司对“珀莱转债”的保障能力或将增强。

**个体调整：**无

**外部支持调整：**无

### 评级展望

未来，随着品牌矩阵不断完善、研发实力不断增强，公司业绩有望进一步提升，联合资信对公司的评级展望为稳定。

**可能引致评级上调的敏感性因素：**公司化妆品产品销售量大幅提升；公司研发水平、品牌地位和产品竞争力明显提升且对公司发展产生正面影响；渠道拓展导致盈利和经营获现能力显著提高。

**可能引致评级下调的敏感性因素：**化妆品行业竞争激烈，珀莱雅品牌地位面临挑战，公司业绩大幅下降；产品出现质量问题导致市场竞争力下降，盈利能力显著弱化；债务规模大幅攀升，偿债能力明显下降；公司实际控制人及核心管理层发生重大变动，对公司经营造成重大不利影响。

### 优势

- **公司在技术水平与销售渠道方面保持了一定的竞争优势。**截至 2023 年底，公司拥有国家授权发明专利 122 项、实用新型专利 22 项、外观设计专利 112 项，合计 256 项；公司累计主导或参与制定国家标准 17 项，轻工行业标准 4 项，团体标准 26 项。2023 年下半年，公司发布中国美妆首款备案通过的专利环肽新原料，并将其应用于“红宝石面霜 3.0”中，进一步加强品牌在胜肽领域的专业性和科技力。公司销售网络覆盖电子商务、日化专营店、百货等渠道，形成了较为完善和稳健的渠道网络。
- **“大单品策略”持续取得成功，线上销售持续发力，整体经营情况良好。**2023 年，公司针对“双抗系列”和“红宝石系列”的核心大单品进行升级；线上销售持续发力，强化多平台运营。2023 年，珀莱雅天猫旗舰店成交金额获天猫美妆排名第二，国货排名第一；珀莱雅品牌成交金额获抖音美妆国货排名第二，京东美妆国货排名第一；公司营业总收入同比增长 39.45%至 89.05 亿元，利润总额同比增长 41.85%至 14.95 亿元。
- **公司现金类资产充裕，盈利能力强，债务负担较轻。**截至 2023 年底，公司现金类资产为 40.18 亿元，现金类资产充裕；公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 39.91%、18.58%和 14.78%，债务负担较轻。2023 年，公司营业利润率为 68.91%。

### 关注

- **行业竞争激烈。**化妆品制造行业的技术壁垒较低，目前中国化妆品市场竞争激烈，市场集中度低。
- **销售费用同比有所增长，期间费用对利润形成一定侵蚀。**2023 年，公司销售费用为 39.72 亿元，同比增长 42.59%；公司期间费用率为 51.01%，对利润形成一定侵蚀。

## 本次评级使用的评级方法、模型

评级方法 一般工商企业信用评级方法 V4.0.202208

评级模型 一般工商企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

## 本次评级打分表及结果

评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	C	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	4
			企业管理	3
财务风险	F1	现金流	资产质量	1
			盈利能力	1
			现金流量	1
		资本结构	3	
		偿债能力	1	
指示评级				aa
个体调整因素：--				--
个体信用等级				aa
外部支持调整因素：--				--
评级结果				AA

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1—F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

## 主要财务数据

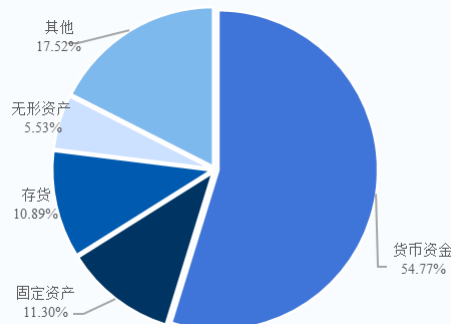
合并口径				
项目	2022 年	2023 年	2024 年 3 月	
现金类资产（亿元）	31.61	40.18	42.15	
资产总额（亿元）	57.78	73.23	77.48	
所有者权益（亿元）	35.37	44.00	45.58	
短期债务（亿元）	2.72	2.41	2.04	
长期债务（亿元）	7.28	7.63	7.71	
全部债务（亿元）	10.01	10.04	9.75	
营业总收入（亿元）	63.85	89.05	21.82	
利润总额（亿元）	10.54	14.95	3.96	
EBITDA（亿元）	11.56	16.10	--	
经营性净现金流（亿元）	11.11	14.69	4.31	
营业利润率（%）	68.82	68.91	69.21	
净资产收益率（%）	23.50	27.97	--	
资产负债率（%）	38.78	39.91	41.17	
全部债务资本化比率（%）	22.05	18.58	17.62	
流动比率（%）	290.42	261.52	248.35	
经营现金流动负债比（%）	77.81	69.28	--	
现金短期债务比（倍）	11.61	16.67	20.70	
EBITDA 利息倍数（倍）	36.99	47.01	--	
全部债务/EBITDA（倍）	0.87	0.62	--	

公司本部口径				
项目	2022 年	2023 年	2024 年 3 月	
资产总额（亿元）	48.83	60.05	/	
所有者权益（亿元）	32.77	37.80	/	
全部债务（亿元）	10.00	10.04	/	
营业总收入（亿元）	30.81	42.44	/	
利润总额（亿元）	7.87	10.17	/	
资产负债率（%）	32.89	37.05	/	
全部债务资本化比率（%）	23.38	20.98	/	
流动比率（%）	366.63	282.34	/	
经营现金流动负债比（%）	209.92	87.74	/	

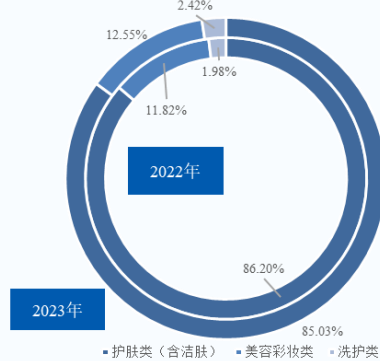
注：1. 公司 2024 年一季度财务报表未经审计，公司未披露 2024 年一季度公司本部财务数据；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 本报告 2022—2023 年数据使用相应年度报告期末数据；4. “--”表示指标不适用，“/”表示未获取

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

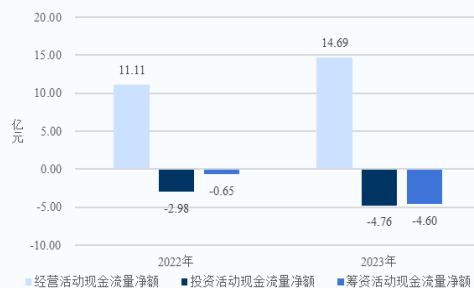
2023 年底公司资产构成



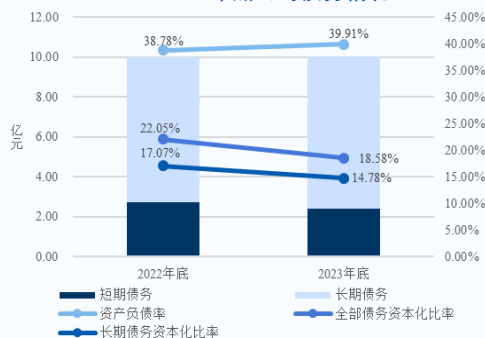
2022—2023 年公司收入构成



2022—2023 年公司现金流情况



2022—2023 年底公司债务情况



## 跟踪评级债项概况

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日	特殊条款
珀莱转债	7.52 亿元	7.51 亿元	2027/12/08	转股价格修正条款、有条件赎回条款等

注：上述债券仅包括由联合资信评级且截至评级时点尚处于存续期的债券  
 资料来源：联合资信整理

## 评级历史

债项简称	债项评级结果	主体评级结果	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
珀莱转债	AA/稳定	AA/稳定	2023/06/16	杨恒 王煜彤	<a href="#">一般工商企业信用评级方法 V4.0.202208</a> <a href="#">一般工商企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208</a>	<a href="#">阅读全文</a>
珀莱转债	AA/稳定	AA/稳定	2021/06/10	高佳悦 罗屹	<a href="#">一般工商企业信用评级方法/模型 V3.0.201907</a>	<a href="#">阅读全文</a>

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅  
 资料来源：联合资信整理

## 评级项目组

项目负责人：杨 恒 [yangheng@lhratings.com](mailto:yangheng@lhratings.com)

项目组成员：王煜彤 [wangyt@lhratings.com](mailto:wangyt@lhratings.com)

公司邮箱：[lianhe@lhratings.com](mailto:lianhe@lhratings.com) 网址：[www.lhratings.com](http://www.lhratings.com)

电话：010-85679696 传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号中国人保财险大厦 17 层（100022）



## 一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于珀莱雅化妆品股份有限公司（以下简称“公司”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

## 二、企业基本情况

公司成立于 2006 年 5 月，前身为珀莱雅（湖州）化妆品有限公司。2015 年 7 月，公司整体变更为股份公司并更为现名。2017 年 11 月，公司于上海证券交易所上市，股票简称“珀莱雅”，股票代码为“603605.SH”，发行总股本 5000.00 万股。历经股权激励授予、回购等活动，截至 2024 年 3 月底，公司注册资本和股本均为 3.97 亿元。侯军呈持有公司股份数占总股本的 34.46%，为公司第一大股东。侯军呈、方爱琴夫妇为公司实际控制人。截至 2024 年 3 月底，公司第一大股东与实际控制人所持公司股份不存在股权质押情况。

公司主要从事化妆品的研发、生产和销售。公司旗下拥有“珀莱雅”“彩棠”“Off&Relax”（以下简称“OR”）“悦芙媞”“CORRECTORS”等品牌。按照联合资信行业分类标准划分为一般工商行业。

截至 2023 年底，公司内部设珀莱雅品牌事业部、彩棠品牌事业部、OR 品牌事业部、悦芙媞品牌事业部、战略管理部、人力资源部、财务部等职能部门；在职员工合计 2971 人。截至 2023 年底，公司合并范围内子公司合计 46 家，较 2022 年底新设 4 家，减少 5 家。截至 2024 年 3 月底，公司合并范围内子公司合计 47 家，较 2023 年底新设 2 家，减少 1 家。

截至 2023 年底，公司合并资产总额 73.23 亿元，所有者权益 44.00 亿元（含少数股东权益 0.51 亿元）；2023 年，公司实现营业总收入 89.05 亿元，利润总额 14.95 亿元。截至 2024 年 3 月底，公司合并资产总额 77.48 亿元，所有者权益 45.58 亿元（含少数股东权益 0.63 亿元）；2024 年 1—3 月，公司实现营业总收入 21.82 亿元，利润总额 3.96 亿元。

公司注册地址：浙江省杭州市西湖区留下街道西溪路 588 号；法定代表人：侯军呈。

## 三、债券概况及募集资金使用情况

截至 2024 年 3 月底，公司由联合资信评级的存续债券见下表，截至 2023 年底累计投入 5.82 亿元，募集资金均按指定用途使用。2023 年 12 月 18 日“珀莱转债”转股价格调整为 98.25 元/股。截至 2024 年 3 月底，“珀莱转债”累计已有 93.60 万元转换为公司 A 股股票，占“珀莱转债”发行总量的 0.12%，并在付息日正常付息。

图表 1 · 截至 2024 年 3 月底公司由联合资信评级的存续债券概况

债券简称	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	起息日	期限
珀莱转债	7.52	7.51	2021/12/08	6 年

资料来源：Wind

## 四、宏观经济和政策环境分析

2024 年一季度，外部形势仍然复杂严峻，地缘政治冲突难以结束，不确定性、动荡性依旧高企。国内正处在结构调整转型的关键阶段。宏观政策认真落实中央经济工作会议和全国两会精神，聚焦积极财政政策和稳健货币政策靠前发力，加快落实大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案，提振信心，推动经济持续回升。

2024 年一季度，中国经济开局良好。一季度 GDP 同比增长 5.3%，上年四季度同比增长 5.2%，一季度 GDP 增速稳中有升；满足全年经济增长 5%左右的目标要求，提振了企业和居民信心。信用环境方面，一季度社融规模增长更趋均衡，融资结构不断优化，债券融资保持合理规模。市场流动性合理充裕，实体经济融资成本稳中有降。下一步，需加强对资金空转的监测，完善管理考核机制，降准或适时落地，释放长期流动性资金，配合国债的集中供应。随着经济恢复向好，预期改善，资产荒状况将逐步改善，在流动性供需平衡下，长期利率将逐步平稳。

展望二、三季度，宏观政策将坚持乘势而上，避免前紧后松，加快落实超长期特别国债的发行和使用，因地制宜发展新质生产力，做好大规模设备更新和消费品以旧换新行动，靠前发力、以进促稳。预计中央财政将加快出台超长期特别国债的具体使用方案，提振市场信心；货币政策将配合房地产调控措施的整体放宽，进一步为供需双方提供流动性支持。完整版宏观经济与政策环境分析详见《[宏观经济信用观察（2024 年一季度报）](#)》。





跟踪期内，侯军呈持有公司总股本的 34.46%，为公司第一大股东。公司实际控制人无变化，仍为侯军呈、方爱琴夫妇。截至 2024 年 3 月底，公司第一大股东与实际控制人所持公司股份不存在股权质押情况。

公司是集自主研发、生产和销售为一体的大型化妆品公司，其自有品牌已覆盖大众精致护肤、彩妆、洗护、高功效护肤等美妆领域，主品牌“珀莱雅”在中国拥有较高的认可度。公司拥有经验丰富的专业运营队伍，销售网络覆盖电子商务、日化专营店、百货等渠道，形成了较为完善和稳健的渠道网络。公司持续推进“大单品策略”，强化多平台运营。2023 年，珀莱雅天猫旗舰店成交金额获天猫美妆排名第二，国货排名第一；珀莱雅品牌成交金额获抖音美妆国货排名第二，京东美妆国货排名第一。

技术水平方面，2023 年，公司杭州龙坞研发中心和上海研发中心已正式投入使用，持续专注皮肤肌理研究、活性物设计及功效验证，以及护肤、彩妆、洗护新品的研究和开发。2023 年，公司新获 15 项国家授权发明专利、9 项实用新型专利、17 项外观设计专利。截至 2023 年底，公司拥有国家授权发明专利 122 项、实用新型专利 22 项、外观设计专利 112 项，合计 256 项；公司累计主导或参与制定国家标准 17 项，轻工行业标准 4 项，团体标准 26 项。2023 年下半年，公司发布中国美妆首款备案通过的专利环肽新原料，并将其应用于“红宝石面霜 3.0”中，进一步加强品牌在胜肽领域的专业性和科技力。2023 年，公司研发投入合计 1.74 亿元，同比增长 35.59%。

2023 年，公司品牌矩阵进一步完善，子品牌涉及护肤、彩妆、洗护和高功效护肤等美妆领域，覆盖低、中、中高端客户群体。其中，中高端洗护类品牌 OR 依托亚洲领先技术研发优势，建立了一定产品技术壁垒。

图表 3 · 公司品牌定位

品牌简称	品牌定位	主价格区间	主要销售渠道
珀莱雅	专注科技护肤	200~500 元	线上、线下
悦芙媞	油皮护肤专家	50~200 元	线上
彩棠	专为中国面孔定制的专业化妆师品牌	150~300 元	线上
OR	亚洲头皮健康专家	150~200 元	线上
CORRECTORS	高功效型护肤品牌	260~600 元	线上

资料来源：联合资信根据公司年报整理

根据中国人民银行企业信用报告（统一社会信用代码：91330100789665033F），截至 2024 年 4 月 22 日，公司本部无已结清/未结清的不良/关注类信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

“珀莱转债”系公司首次公开市场发行的债务融资工具，公司不存在逾期或违约记录。

截至本报告出具日，联合资信未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

## （二）管理水平

跟踪期内，公司董事、监事和高级管理人员无变动。公司修订部分管理制度及规则，对公司经营无重大影响。

2023 年，公司董事、监事和高级管理人员无变动。

2023 年，为进一步落实独立董事制度改革要求，公司修订了《公司章程》《公司董事会议事规则》《公司独立董事工作制度》《公司董事会专门委员会议事规则》《公司董事会审计委员会工作细则》等制度、规则。同时，修订了《公司内部审计管理制度》《公司对外投资经营决策管理制度》《公司关联交易决策制度》《公司对外担保决策管理制度》《公司募集资金管理制度》等制度；制定了《公司委托理财管理制度》《公司会计师事务所选聘制度》等制度，并严格按照制度规定及公司实际情况执行。以上制度变化对公司经营无重大影响。

## （三）经营方面

### 1 业务经营分析

2023 年，得益于“大单品策略”的成功和线上销售的持续发力，公司营业总收入和利润总额同比均增长较快；受低价产品销量下降影响，公司主要产品产量及主要原材料采购量均同比下降。2024 年一季度，公司营业总收入和利润总额仍保持较快增长。

2023 年，公司仍从事化妆品的研发、生产和销售，持续实施“大单品策略”，通过提高单品触达范围推广品牌；针对“双抗系列”和“红宝石系列”的核心大单品进行升级，同时上线首个品牌高端产品线“能量系列”，对公司提高客单价与复购率具有促进作用，进而推动品牌升级。

2023年，得益于“大单品策略”的成功和线上销售的持续发力，公司营业总收入同比增长39.45%至89.05亿元，利润总额同比增长41.85%至14.95亿元；综合毛利率同比变化不大。按渠道分类，2023年，公司线上销售收入为82.74亿元，同比增长42.96%，主要系线上销售平台如天猫、抖音、京东等销售增速较快所致；线下销售收入为6.16亿元，同比增长7.35%。按品牌分类，2023年，“珀莱雅品牌”销售收入为71.77亿元，同比增长36.36%；“彩棠品牌”销售收入10.01亿元，同比增长75.06%；“OR品牌”销售收入2.15亿元，同比增长71.17%；“悦芙媞品牌”销售收入3.03亿元，同比增长61.82%，品牌孵化效果较好。按产品种类分类，2023年，公司护肤类（含洁肤）、美容彩妆类和洗护类收入同比均有所增长，占总收入比重变化不大。

2024年一季度，公司实现营业总收入21.82亿元，同比增长34.56%；实现利润总额3.96亿元，同比增长41.40%。

图表4 • 2022—2023年公司主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元）

业务板块	2022年			2023年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
护肤类（含洁肤）	54.84	86.20%	70.51%	75.59	85.03%	70.28%
美容彩妆类	7.52	11.82%	66.55%	11.16	12.55%	69.47%
洗护类	1.26	1.98%	62.05%	2.15	2.42%	62.86%
<b>合计</b>	<b>63.62</b>	<b>100.00%</b>	<b>69.88%</b>	<b>88.90</b>	<b>100.00%</b>	<b>70.00%</b>

资料来源：公司提供

原材料方面，2023年，公司原材料采购模式变化不大，仍以竞争性采购为主，大部分为收到货物并验收合格且收到发票后付款，付款方式主要为银行转账；受低价产品（售价较低的水乳、面膜等）销量下降影响，公司主要产品产量同比下降，主要原材料采购量同比亦有所下降。2023年，保湿剂采购均价同比有所下降，活性物和油脂蜡采购均价同比有所上升，其中，活性物采购均价大幅增长主要系活性物由稀释溶剂更换为高价的高浓度溶剂或纯粉所致。主要原材料价格变动对公司业务毛利率影响不大。

采购集中度方面，2023年，公司向前五大供应商采购额占采购总额的比重为22.31%，采购集中度低。

图表5 • 公司主要原材料采购情况

原材料	项目	2022年	2023年
保湿剂	采购量（吨）	2051.85	1814.82
	采购均价（万元/吨）	4.27	4.12
	采购金额（亿元）	0.88	0.75
活性物	采购量（吨）	754.36	596.55
	采购均价（万元/吨）	47.84	82.98
	采购金额（亿元）	3.61	4.95
油脂蜡	采购量（吨）	850.81	743.83
	采购均价（万元/吨）	8.88	9.20
	采购金额（亿元）	0.76	0.68
包装物	采购量（亿件）	15.69	18.77
	采购金额（亿元）	8.59	10.54
其他	采购金额（亿元）	1.35	1.60
<b>合计</b>	<b>采购金额（亿元）</b>	<b>15.18</b>	<b>18.52</b>

注：包装物包括产品中小样  
资料来源：公司提供

生产及销售方面，公司仍主要采取“以销定产”的产销模式，生产上以自主生产为主，OEM为辅。2023年，公司湖州护肤工厂新增产能8000万支/年，产能利用率同比下降4.47个百分点，主要系护肤类（含洁肤）产品产量减少所致；公司涉及彩妆品类较多，公司根据不同品类的工艺优势选择自产或外协加工，因此，湖州彩妆工厂产能利用率处于较低水平。2023年，受低价产品（售价较低的水乳、面膜等）销量下降影响，公司护肤类（含洁肤）和洗护类产品产销量同比均有所下降，但高价产品销售占比提升拉动收入均呈增长态势；美容（彩妆）类产品产量同比下降，销量和产销率同比均有所增长。

公司线上销售主要包括直营与分销，直营以天猫、抖音、京东、快手、拼多多等平台为主，分销包括淘宝、京东、唯品会等平台；线下销售主要通过经销商模式运营，主要包括化妆品专营店、百货等。2023年，公司线上销售占主营业务收入比为93.07%，线上直销销售占主营业务收入比为75.91%。线上销售中，天猫、抖音和京东的营业收入分别约占45.00%、25.00%和10.00%。2023年，公司向前五客户销售金额占销售总额比重为12.57%，销售集中度低。价格方面，公司产品种类繁多，价格区间较大，产品销售均价变化情况不具有可比性。

图表6·公司日化产品产能及利用率情况

工厂	项目	2022年	2023年
湖州护肤工厂	产能（万支/年）	30000.00	38000.00
	产能利用率（%）	86.67	82.20
湖州彩妆工厂	产能（万支/年）	4000.00	4000.00
	产能利用率（%）	25.06	20.75

资料来源：公司提供

图表7·公司主要产品产销情况

产品种类	项目	2022年	2023年
护肤类（含洁肤）	产量（万支）	13266.76	12769.89
	销量（万支）	12077.64	11957.20
	产销率（%）	91.04	93.64
	平均售价（元/支）	45.40	63.22
美容（彩妆）类	产量（万支）	1370.37	1299.75
	销量（万支）	1146.07	1217.69
	产销率（%）	83.63	93.69
	平均售价（元/支）	65.66	91.59
洗护类	产量（万支）	502.85	439.06
	销量（万支）	235.29	232.24
	产销率（%）	46.79	52.89
	平均售价（元/支）	53.41	92.62

注：上表数量包括自产和 OEM 的产品，不包括跨境品牌代理等产品相应的数量

资料来源：公司提供

经营效率方面，2023年，公司总资产周转率和存货周转率同比均有所上升；应收账款周转率同比有所下降，主要系北京京东世纪贸易有限公司（以下简称“京东”）应收账款规模增长所致。与其他同行业上市公司相比，公司盈利能力和经营效率指标均高于行业中位数水平。

图表8·2023年部分化妆品行业上市公司财务指标

证券简称	营业总收入 （亿元）	销售毛利率 （%）	总资产报酬率 （%）	净资产收益率 （%）	总资产周转率 （次）	存货周转率 （次）	应收账款周转 率（次）
贝泰妮	55.22	73.90	11.64	12.62	0.78	1.83	13.28
华熙生物	60.76	73.32	8.36	8.34	0.71	1.41	13.57
上海家化	65.98	58.97	5.38	6.50	0.55	3.17	5.29
水羊股份	44.93	58.44	9.83	14.40	1.16	2.21	12.34
<b>中位数</b>	<b>57.99</b>	<b>66.15</b>	<b>9.10</b>	<b>10.48</b>	<b>0.75</b>	<b>2.02</b>	<b>12.81</b>
珀莱雅	89.05	69.93	20.67	27.97	1.36	3.65	39.87

注：数据均采用Wind计算值

资料来源：Wind

## 2 在建项目

截至2023年底，公司在建项目主要用于产能、研发能力与经营效率的提升，所需资金投入规模较小，未来融资压力较小。

“湖州扩建生产基地建设项目（一期）”主要用于扩大公司现有产能。该项目预计建设期为2年，预计税后内部收益率为19.47%，税

后静态投资回收期（含建设期）为 7.71 年。

“龙坞研发中心建设项目”主要用于提升公司的研发能力、吸引行业内高端技术人才。该项目建设周期为 2 年。

“信息化系统升级建设项目”主要用于对公司现有信息化系统进行全面升级，降低运营成本，为经营决策提供更好的服务。该项目建设周期为 3 年。

公司在建项目未来所需投入资金规模较小，未来融资压力较小。

图表 9 · 截至 2023 年底公司重要在建项目情况

项目名称	预算数（亿元）	工程进度（%）	未来投资计划（亿元）	预计完工时间
湖州扩建生产基地建设项目（一期）	4.17	61.15	1.12	2024 年 12 月
龙坞研发中心建设项目	1.29	96.37	0.06	2024 年 6 月
信息化系统升级建设项目	1.12	13.55	0.59	2024 年 12 月
<b>合计</b>	<b>6.58</b>	<b>--</b>	<b>1.78</b>	<b>--</b>

注：尾数存在差异，系四舍五入造成  
资料来源：公司提供

### 3 未来发展

公司将持续多品牌矩阵建设、增加研发投入、加强渠道精细化运营深度，并对各类产品配方和功效进行迭代升级。随着品牌矩阵不断完善、研发实力不断增强，公司业绩有望进一步提升。

品牌、产品及渠道方面，2024 年，公司将坚持“6\*N”战略，加强多品类、多品牌矩阵建设，通过新形象、新产品和新科技力持续进行品牌升级，对各类产品的配方和功效进行迭代升级；加强线上渠道精细化运营深度，拉升成熟大单品渗透，加强平台资源 IP 合作，提升店铺精准流量等；计划在全国多家购物中心开设线下店铺，持续升级优化线下快闪店。

研发方面，2024 年，公司将持续基于国际化战略，完善升级研发体系；继续推进新技术和新原料开发管线规划及应用，持续启用计算生物学、基因组学、蛋白组学等跨行业先进技术赋能；持续进行产品的临床研究和验证；拓宽、加深与高校及研究机构的深度合作。

未来，随着品牌矩阵不断完善、研发实力不断增强，公司业绩有望进一步提升。

## （四）财务方面

公司提供了 2023 年财务报告，天健会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告进行了审计，出具了标准无保留意见的审计结论；公司提供的 2024 年一季度财务报表未经审计。公司执行财政部颁布的最新企业会计准则。

截至 2023 年底，公司合并范围内子公司合计 46 家，较 2022 年底新设 4 家，减少 5 家。截至 2024 年 3 月底，公司合并范围内子公司合计 47 家，较 2023 年底新设 2 家，减少 1 家。公司财务数据可比性较强。

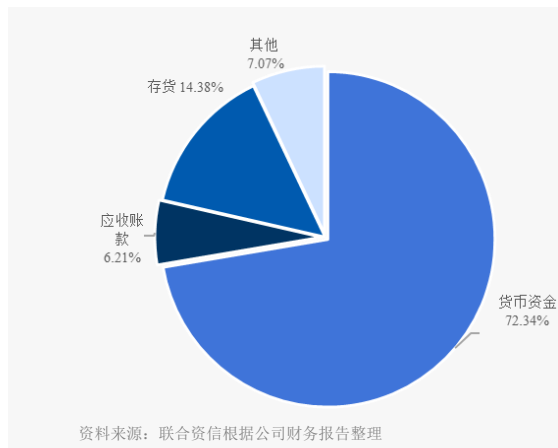
### 1 主要财务数据变化

截至 2023 年底，公司资产总额有所增长，现金类资产充裕，流动性强，整体资产质量高；所有者权益规模有所增长，权益结构稳定性较弱；债务负担较轻。2023 年，公司营业总收入及利润总额均增长较快，盈利能力强，期间费用对利润形成一定侵蚀；公司经营活动现金净流入和投资活动现金净流出规模均有所增长，筹资活动前现金流充裕，对外部融资需求一般。

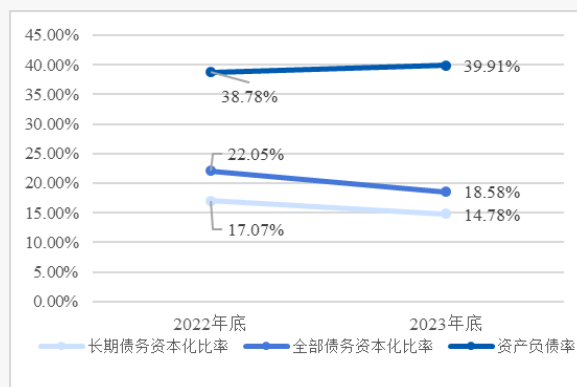
截至 2023 年底，公司合并资产总额较上年底增长 26.74%至 73.23 亿元，主要系货币资金增长所致，资产构成仍以流动资产为主。截至 2023 年底，受益于公司经营活动产生的现金净流入增加，货币资金较上年底增长 26.89%至 40.11 亿元；货币资金中受限资金 3.52 亿元（占比 8.77%），主要为定期存款（不能随时支取）、信用证保证金和拼多多保证金等。截至 2023 年底，公司应收账款较上年底大幅增长 237.29%至 3.45 亿元（1 年以内占 99.61%），主要系京东应收账款期末余额增加所致（京东应收账款占比 84.82%）；累计计提坏账准备 0.31 亿元，计提比例为 8.23%。截至 2023 年底，公司存货较上年底增长 19.16%至 7.97 亿元，主要系备货量增加所致；存货主要由库存商品（占 79.97%）构成，累计计提跌价准备 1.04 亿元。截至 2023 年底，公司固定资产较上年底增长 45.05%至 8.27 亿元，主要系湖州扩建生产基地建设项目（一期）和龙坞研发中心建设项目完工部分转固所致，累计计提折旧 3.68 亿元；固定资产成新率 66.97%，成新率一般。截至 2023 年底，公司受限资产全部为受限资金，占总资产比重较低。截至 2024 年 3 月底，受存货增加影响，公司资产规模较上年底增长 5.80%至 77.48 亿元，资产结构较上年底变化不大。

截至 2023 年底，公司所有者权益较上年底增长 24.40%至 44.00 亿元，主要系未分配利润增加所致，所有者权益结构较上年底变化不大，其中未分配利润占比为 69.09%，所有者权益结构稳定性较弱。截至 2024 年 3 月底，受益于未分配利润增长，公司所有者权益较上年底增长 3.59%至 45.58 亿元，所有者权益规模与结构较上年底变化不大。

图表 10 • 2023 年底公司流动资产构成



图表 11 • 2022—2023 年底公司债务指标情况



截至 2023 年底，公司负债总额较上年底增长 30.43%至 29.23 亿元，主要系应付账款及合同负债增长所致；负债结构仍以流动负债为主；非流动负债较上年底变化不大，主要为应付债券。其中，应付账款较上年底增长 114.23%至 10.19 亿元，主要系应付货款和应付费用增加所致；合同负债较上年底增长 72.40%至 3.01 亿元，主要系会员人数增加导致积分兑换率提升，以及公司尚未发放已销售产品尚未兑换的赠品所致。截至 2024 年 3 月底，受应付账款增加影响，公司负债总额较上年底增长 9.15%至 31.90 亿元，负债结构较上年底变化不大。

截至 2023 年底，公司全部债务规模与结构较上年底均变化不大，仍以长期债务为主。从债务指标来看，截至 2023 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 39.91%、18.58%和 14.78%，较上年底分别增长 1.13 个百分点、减少 3.47 个百分点和 2.29 个百分点，债务负担较轻。截至 2024 年 3 月底，公司全部债务规模与结构较上年底变化不大。

2023 年，公司营业总收入及利润总额分析详见本报告“六、跟踪期主要变化（三）经营方面”。从期间费用看，2023 年，公司费用总额 45.42 亿元，同比增长 41.94%，主要系销售费用增长所致。其中，销售费用（占 87.45%）同比增长 42.59%至 39.72 亿元，主要系 2023 年公司形象宣传推广费用同比增加 11.14 亿元所致；管理费用（占 10.03%）同比增长 39.15%至 4.55 亿元，主要系职工薪酬及劳务费以及限制性股票股权激励费用增加所致。2023 年，公司期间费用率为 51.01%，对利润形成一定侵蚀；非经常性损益对利润影响不大。盈利指标方面，2023 年，公司营业利润率、总资本收益率和净资产收益率分别为 68.91%、23.11%和 27.97%，同比分别增长 0.09 个百分点、4.51 个百分点和 4.47 个百分点，盈利能力有所提升。2024 年 1—3 月，公司营业总收入同比增长 34.56%至 21.82 亿元，利润总额同比增长 41.40%至 3.96 亿元。

2023 年，公司经营现金流入量与流出量随销售收入有所增长；经营活动现金净流入同比增长 32.19%至 14.69 亿元；现金收入比同比下降 6.25 个百分点，收入实现质量仍保持较高水平。2023 年，公司投资活动现金流入量同比增加 0.18 亿元至 0.22 亿元，主要系收到工程建设保证金增加所致；投资活动现金流出量同比增长 65.02%至 4.98 亿元，主要系购买定期存款增加所致；公司投资活动现金净流出同比增长 59.56%至 4.76 亿元；筹资活动前现金流充裕。2023 年，公司筹资活动现金流入量同比下降 35.58%至 3.00 亿元，主要系上期收到限制性股票股权激励款 1.65 亿元，本期无该事项所致；筹资活动现金流出量同比增长 43.20%至 7.60 亿元，主要系分配股利、利润或偿付利息支付的现金增加所致；公司筹资活动现金净流出同比大幅增长。2024 年 1—3 月，公司实现经营活动现金净流入 4.31 亿元，投资活动现金净流出 0.80 亿元，筹资活动现金净流出 1.55 亿元。

## 2 偿债指标变化

公司长、短期偿债能力指标表现良好，整体偿债能力很强。公司间接融资渠道畅通，具备直接融资渠道。

图表 12 • 公司偿债指标

项目	指标	2022 年	2023 年
短期偿债指标	流动比率 (%)	290.42	261.52
	速动比率 (%)	243.56	223.92
	经营现金/流动负债 (%)	77.81	69.28
	经营现金/短期债务 (倍)	4.08	6.09
	现金类资产/短期债务 (倍)	11.61	16.67
长期偿债指标	EBITDA (亿元)	11.56	16.10
	全部债务/EBITDA (倍)	0.87	0.62
	经营现金/全部债务 (倍)	1.11	1.46
	EBITDA/利息支出 (倍)	36.99	47.01
	经营现金/利息支出 (倍)	35.56	42.89

注：经营现金指经营活动现金流量净额，下同  
 资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至 2023 年底，受流动负债规模增加影响，公司流动比率和速动比率均有所下降，但仍保持在很高水平。2023 年，公司经营活动现金流量净额对流动负债的保障程度有所下降；经营活动现金流量净额及现金类资产对短期债务的保障程度有所提升。整体看，公司短期偿债能力指标表现良好。

2023 年，公司 EBITDA 有所增长，主要由利润总额（占 92.88%）构成；受 EBITDA 增长影响，EBITDA 对全部债务和利息支出的覆盖程度均有所提升；经营活动现金流量净额对全部债务和利息支出的覆盖程度亦有所提升。整体看，公司长期偿债能力指标表现良好。

对外担保方面，截至 2024 年 3 月底，公司无对合并范围外的担保事项。

未决诉讼方面，截至 2024 年 3 月底，公司无重大未决诉讼、仲裁事项。

融资渠道方面，截至 2024 年 3 月底，公司共计获得银行授信额度 28.90 亿元，剩余授信额度 26.90 亿元，间接融资渠道畅通；公司为 A 股上市公司，具有直接融资渠道。

### 3 公司本部主要变化情况

公司本部主要生产主品牌产品，公司本部营业总收入主要体现为产品出厂价，与终端对外销售价差别较大，因此公司本部与合并报表收入差别较大，但利润总额较接近。公司本部资产质量和资本结构与合并报表相差不大，债务负担较轻。

图表 13 • 2023 年合并报表与公司本部财务数据比较（单位：亿元）

科目	合并报表	公司本部
资产总额	73.23	60.05
所有者权益	44.00	37.80
全部债务	10.04	10.04
营业总收入	89.05	42.44
利润总额	14.95	10.17
经营性净现金流	14.69	12.77

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

## 七、债券偿还能力分析

截至 2024 年 3 月底，公司发行的“珀莱转债”余额为 7.51 亿元。2023 年，公司经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额和 EBITDA 对“珀莱转债”及长期债务的保障程度强。

“珀莱转债”设置了转股价格修正条款、有条件赎回等条款，有利于促进债券持有人转股。考虑到未来转股因素，公司的债务负担有下降的可能，公司对“珀莱转债”的保障能力或将增强。

图表 14 • 公司债券偿还能力指标

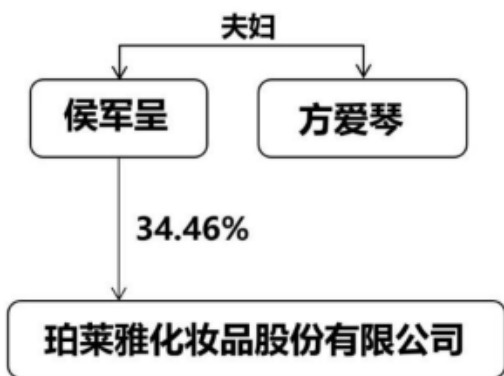
项目	2023 年
长期债务* (亿元)	7.63
经营现金流入/长期债务 (倍)	12.39
经营现金/长期债务 (倍)	1.92
长期债务/EBITDA (倍)	0.47

注：1. 上表中的长期债务为将可转换公司债券计入后的金额，经营现金指经营活动现金流量净额；2. 经营现金、经营现金流入、EBITDA 均采用上年度数据  
 资料来源：联合资信根据公司财务报告及公开资料整理

## 八、跟踪评级结论

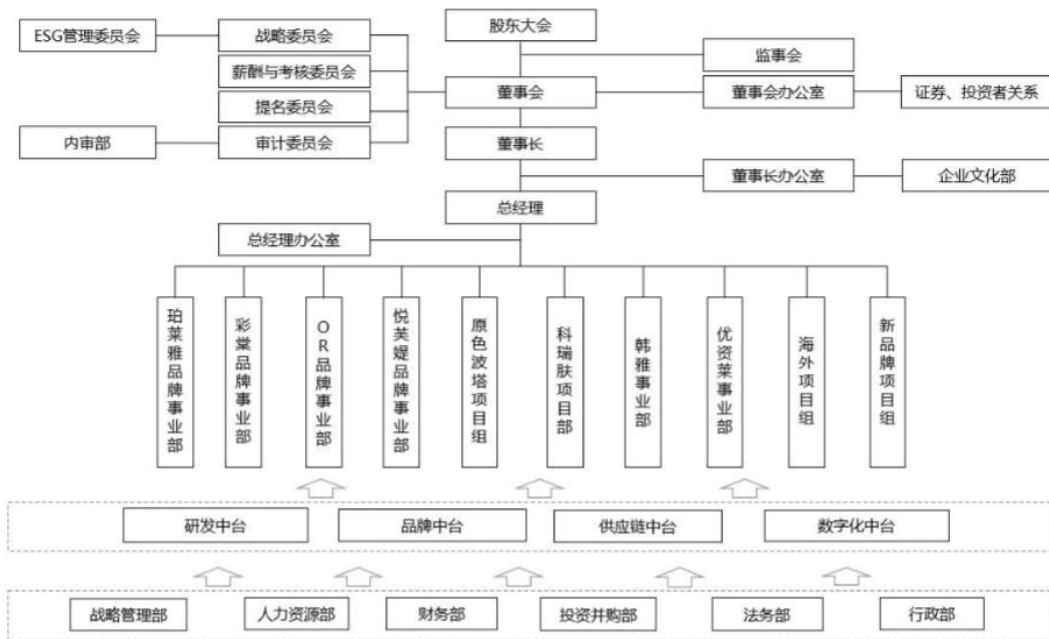
基于对公司经营风险、财务风险及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，维持“珀莱转债”的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图（截至 2024 年 3 月底）



资料来源：联合资信根据公司定期报告整理

附件 1-2 公司组织架构图（截至 2024 年 3 月底）



资料来源：公司提供

附件 1-3 公司主要子公司情况（截至 2024 年 3 月底）

子公司名称	注册资本金（万元）	主营业务	持股比例		取得方式
			直接	间接	
杭州珀莱雅贸易有限公司	5000.00	化妆品销售	100.00%	--	设立
浙江美丽谷电子商务有限公司	1000.00	化妆品销售	100.00%	--	设立

资料来源：联合资信根据公司年报整理



**附件 2-1 主要财务数据及指标（公司合并口径）**

项 目	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
<b>财务数据</b>			
现金类资产（亿元）	31.61	40.18	42.15
应收账款（亿元）	1.02	3.45	2.71
其他应收款（亿元）	0.74	0.82	0.81
存货（亿元）	6.69	7.97	10.66
长期股权投资（亿元）	1.39	1.14	1.14
固定资产（亿元）	5.70	8.27	8.30
在建工程（亿元）	2.07	0.52	0.87
资产总额（亿元）	57.78	73.23	77.48
实收资本（亿元）	2.84	3.97	3.97
少数股东权益（亿元）	0.13	0.51	0.63
所有者权益（亿元）	35.37	44.00	45.58
短期债务（亿元）	2.72	2.41	2.04
长期债务（亿元）	7.28	7.63	7.71
全部债务（亿元）	10.01	10.04	9.75
营业总收入（亿元）	63.85	89.05	21.82
营业成本（亿元）	19.35	26.77	6.52
其他收益（亿元）	0.39	0.45	0.39
利润总额（亿元）	10.54	14.95	3.96
EBITDA（亿元）	11.56	16.10	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	70.88	93.29	26.41
经营活动现金流入小计（亿元）	71.88	94.57	26.89
经营活动现金流量净额（亿元）	11.11	14.69	4.31
投资活动现金流量净额（亿元）	-2.98	-4.76	-0.80
筹资活动现金流量净额（亿元）	-0.65	-4.60	-1.55
<b>财务指标</b>			
销售债权周转次数（次）	52.33	39.22	--
存货周转次数（次）	3.46	3.65	--
总资产周转次数（次）	1.23	1.36	--
现金收入比（%）	111.01	104.76	121.06
营业利润率（%）	68.82	68.91	69.21
总资本收益率（%）	18.61	23.11	--
净资产收益率（%）	23.50	27.97	--
长期债务资本化比率（%）	17.07	14.78	14.47
全部债务资本化比率（%）	22.05	18.58	17.62
资产负债率（%）	38.78	39.91	41.17
流动比率（%）	290.42	261.52	248.35
速动比率（%）	243.56	223.92	203.66
经营现金流动负债比（%）	77.81	69.28	--
现金短期债务比（倍）	11.61	16.67	20.70
EBITDA 利息倍数（倍）	36.99	47.01	--
全部债务/EBITDA（倍）	0.87	0.62	--

注：1. 公司 2024 年一季度财务报表未经审计；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 本报告 2022—2023 年数据使用相应年度报告期末数据；4. “--”表示指标不适用

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

**附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部口径）**

项 目	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
<b>财务数据</b>			
现金类资产（亿元）	21.69	28.21	/
应收账款（亿元）	2.90	5.87	/
其他应收款（亿元）	1.42	0.81	/
存货（亿元）	4.58	5.16	/
长期股权投资（亿元）	3.94	4.19	/
固定资产（亿元）	2.78	7.84	/
在建工程（亿元）	2.07	0.52	/
资产总额（亿元）	48.83	60.05	/
实收资本（亿元）	2.84	3.97	/
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00	/
所有者权益（亿元）	32.77	37.80	/
短期债务（亿元）	2.72	2.41	/
长期债务（亿元）	7.28	7.63	/
全部债务（亿元）	10.00	10.04	/
营业总收入（亿元）	30.81	42.44	/
营业成本（亿元）	14.25	19.67	/
其他收益（亿元）	0.16	0.11	/
利润总额（亿元）	7.87	10.17	/
EBITDA（亿元）	--	--	/
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	36.25	46.44	/
经营活动现金流入小计（亿元）	47.59	47.45	/
经营活动现金流量净额（亿元）	17.90	12.77	/
投资活动现金流量净额（亿元）	-13.17	-4.85	/
筹资活动现金流量净额（亿元）	-0.18	-4.59	/
<b>财务指标</b>			
销售债权周转次数（次）	9.52	9.63	/
存货周转次数（次）	3.90	4.04	/
总资产周转次数（次）	0.68	0.78	/
现金收入比（%）	117.66	109.42	/
营业利润率（%）	52.97	52.61	/
总资本收益率（%）	16.00	18.56	/
净资产收益率（%）	20.49	23.00	/
长期债务资本化比率（%）	18.17	16.80	/
全部债务资本化比率（%）	23.38	20.98	/
资产负债率（%）	32.89	37.05	/
流动比率（%）	366.63	282.34	/
速动比率（%）	312.88	246.89	/
经营现金流动负债比（%）	209.92	87.74	/
现金短期债务比（倍）	7.97	11.73	/
EBITDA 利息倍数（倍）	--	--	/
全部债务/EBITDA（倍）	--	--	/

注：公司未披露 2024 年一季度公司本部财务数据；“/”表示未获取  
 资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

### 附件3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
<b>增长指标</b>	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100%
营业总收入年复合增长率	(2) n年数据: 增长率=[(本期/前n年) <sup>1/(n-1)</sup> -1]×100%
利润总额年复合增长率	
<b>经营效率指标</b>	
销售债权周转次数	营业总收入/(平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×100%
<b>盈利指标</b>	
总资产收益率	(净利润+费用化利息支出)/(所有者权益+长期债务+短期债务)×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业总收入-营业成本-税金及附加)/营业总收入×100%
<b>债务结构指标</b>	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/(长期债务+短期债务+所有者权益)×100%
长期债务资本化比率	长期债务/(长期债务+所有者权益)×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
<b>长期偿债能力指标</b>	
EBITDA利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
<b>短期偿债能力指标</b>	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计×100%
经营现金流负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

## 附件 4-1 主体长期信用等级设置及含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除 AAA 级、CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

## 附件 4-2 中长期债券信用等级设置及含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

## 附件 4-3 评级展望设置及含义

评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持