



国货化妆品龙头，突破百亿营收大关

投资要点

- **推荐逻辑:** 1) 国货龙头地位稳固，业绩增长稳定。公司作为本土化妆品公司龙头，24年营收首破百亿，品牌力强、渗透率高，长期增长确定性强。2) 国内化妆品市场空间仍大，国货替代逻辑持续演绎。据艾媒咨询数据，我国化妆品市场22-25年CAGR预计为6.2%，25年有望达到5791亿元，仍在持续增长上升区间。另一方面本土品牌对于国际大牌的替代效应加强，24年双11珀莱雅在天猫和抖音双渠道力压欧莱雅登顶。3) 彩棠贡献第二增长曲线，彩妆领域表现亮眼。公司彩妆品牌彩棠沿用珀莱雅大单品策略，快速增长，21-24年收入CAGR为77.5%，25年连续4个月上榜天猫美妆GMV前十，领先一众国货彩妆品牌。
- **品牌力强劲，大单品持续升级。**公司已摆脱过去本土品牌只能打造爆款产品的劣势，成功通过多种营销方式推出核心大单品，并验证确实可行。不同于持续周期短暂的爆款，大单品消费者粘性高、复购率高，并且能够持续迭代升级，目前红宝石精华已退出3.0，双抗精华已推出第四代。在核心系列之外，公司还持续拓展产品系列，覆盖更高价格带和消费人群，品牌力强劲，在与国际大牌的竞争中仍表现出较强竞争力。
- **市场空间仍大，本土品牌弯道超车。**我国化妆品市场空间仍在持续增长区间，据艾媒咨询数据，22-25年的CAGR预计为6.2%，25年有望接近5800亿元。从海关数据来看，我国化妆品进口数量和金额却已出现连续三年下滑，24年进口数量和金额分别下降9%和8%，由此可见本土品牌正快速抢占市场份额。据青眼情报数据，23年国产化妆品销售额同比增长超20%，而以往占据主要市场份额的欧美、日韩等国家进口品牌销售额均下滑。国货替代逻辑正持续演绎。
- **营销基因强大，彩妆领域表现同样亮眼。**公司2019年收购化妆师彩妆品牌彩棠，沿用珀莱雅大单品策略，推出修容盘、腮红盘等核心产品，搭配国风设计的包装，快速受到消费者青睐，24年彩棠营收超10亿元。据青眼数据，彩棠始终位列天猫彩妆品牌GMV前十，以仅国际品牌1/3价格的高性价比和更贴合中国消费者肤质和色号的优势在彩妆领域快速发展，已跃居本土彩妆品牌前列。营销方面，公司推出社会热点公益短片、联名非遗设计包装、流量明星代言等等，多管齐下保证品牌露出和消费者触达。
- **盈利预测与投资建议:** 公司作为国货化妆品行业龙头，品牌力产品力强劲，护肤彩妆两大业务齐头并进，长期发展动力充足。我们预计未来三年公司归母净利润复合增长率为17.2%，给予2025年25倍PE，对应目标价115.75元，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示:** 市场竞争加剧的风险、宏观经济环境波动的风险、消费者需求变化的风险。

指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	10778.41	12615.61	14583.53	16582.56
增长率	21.04%	17.05%	15.60%	13.71%
归属母公司净利润(百万元)	1552.00	1836.44	2162.07	2497.51
增长率	30.00%	18.33%	17.73%	15.51%
每股收益EPS(元)	3.92	4.63	5.46	6.30
净资产收益率ROE	28.90%	26.47%	24.74%	23.10%
PE	25	21	18	15
PB	7.04	5.46	4.34	3.52

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究院

分析师: 陈柯伊
执业证号: S1250524100003
电话: 19112628819
邮箱: ckyf@swsc.com.cn

分析师: 谭陈渝
执业证号: S1250523030003
电话: 17782333081
邮箱: tchy@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	3.96
流通A股(亿股)	3.95
52周内股价区间(元)	76.25-121.1
总市值(亿元)	361.77
总资产(亿元)	82.02
每股净资产(元)	14.50

相关研究

目 录

1 国货美妆龙头，突破百亿营收大关	1
1.1 发展历程.....	1
1.2 营收业绩持续高增，盈利能力稳健提升	1
1.3 股权结构.....	3
2 国货美妆强势崛起，国内市场空间仍广阔.....	5
2.1 国内化妆品市场增速放缓，本土品牌弯道超车.....	5
2.2 全面拥抱线上，营收占比超 90%.....	7
3 主品牌跃居国货龙头，彩妆品牌快速崛起.....	9
3.1 品牌矩阵丰富，主品牌已成国货美妆龙头.....	9
3.2 开创性大单品策略，营销方式多管齐下	12
3.3 彩棠补齐第二增长曲线，本土彩妆品牌快速崛起	13
4 盈利预测与估值.....	15
4.1 盈利预测.....	15
4.2 相对估值.....	16
5 风险提示	16

图 目 录

图 1: 公司发展历程.....	1
图 2: 公司营业收入及增速	2
图 3: 公司归母净利润及增速.....	2
图 4: 公司分渠道营业收入及增速.....	2
图 5: 公司分渠道营收占比	2
图 6: 公司分品牌营业收入及增速	3
图 7: 公司分品牌营收占比	3
图 8: 公司毛利率&净利率.....	3
图 9: 公司各项费用率	3
图 10: 公司股权结构	4
图 11: 公司 2017 年以前垂直型组织架构.....	4
图 12: 公司现在采用矩阵型组织架构	4
图 13: 社零总额&化妆品零售额当月同比.....	5
图 14: 社零总额&化妆品零售额累计同比.....	5
图 15: 中国化妆品市场规模及预测.....	5
图 16: 中国消费者化妆品月均消费.....	5
图 17: 中国护肤品市场规模及预测.....	6
图 18: 中国彩妆市场规模及预测	6
图 19: 2023 年国产和进口化妆品销售情况.....	6
图 20: 2024 年双 11 品牌 GMV 排行	6
图 21: 我国化妆品进口数量及增速.....	7
图 22: 我国化妆品进口金额及增速.....	7
图 23: 我国化妆品分渠道交易规模.....	7
图 24: 国货美妆公司分渠道营收占比	7
图 25: 2024 年双 11 线上各渠道 GMV 占比.....	8
图 26: 2024 年双 11 线上各渠道 GMV 增速.....	8
图 27: 多样化的营销方式.....	9
图 28: 珀莱雅产品矩阵.....	11
图 29: 珀莱雅大单品升级路线.....	12
图 30: 我国消费者化妆品使用诉求.....	12
图 31: 早 C 晚 A 大单品组合.....	12
图 32: 珀莱雅近期代言人.....	13
图 33: 彩棠营收及增速.....	14
图 34: 彩棠占总营收比例.....	14

表 目 录

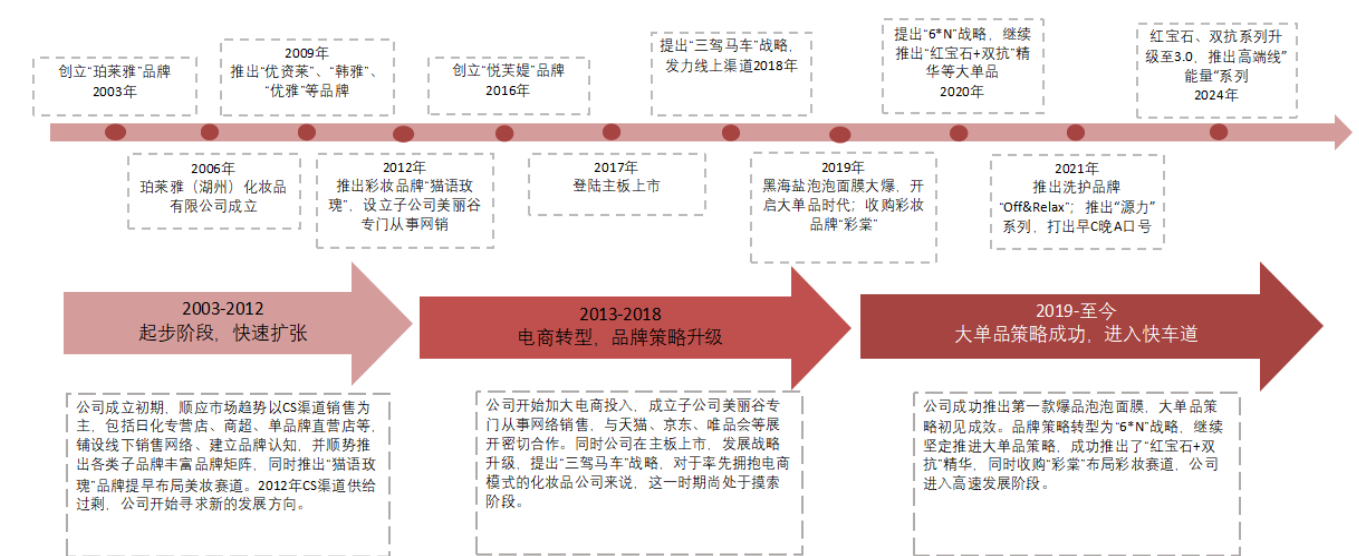
表 1：2025 年 38 节大促品牌 GMV 排行.....	8
表 2：公司主要品牌.....	9
表 3：2025 年 1-4 月天猫美容护肤品牌 GMV 排行	10
表 4：近一年品牌特别策划的主题活动.....	13
表 5：彩棠热销产品.....	14
表 6：2025 年 1-4 月天猫彩妆品牌 GMV 排行	15
表 7：分业务收入及毛利率	15
表 8：可比公司估值.....	16
附表：财务预测与估值	17

1 国货美妆龙头，突破百亿营收大关

1.1 发展历程

积极拥抱渠道变革，把握市场风向。公司成立于 2006 年，于 2015 年整体变更为股份有限公司，并于 2017 年登陆主板上市。公司自成立起就主要从事化妆品的研发、生产和销售等，旗下拥有珀莱雅、彩棠、悦芙媿、OR 等品牌，产品覆盖护肤品、彩妆、清洁洗护、香薰等化妆品领域。经过多年发展，公司已成为国货化妆品龙头企业，爆款系列“红宝石+双抗”产品长年高居国货销售额榜首，并以为核心形成了完备产品矩阵，推出了源力、能量等新系列，市场份额逐渐提升。24 年公司营收迈入百亿大关，是国货美妆企业中首家突破百亿规模的公司。

图 1：公司发展历程

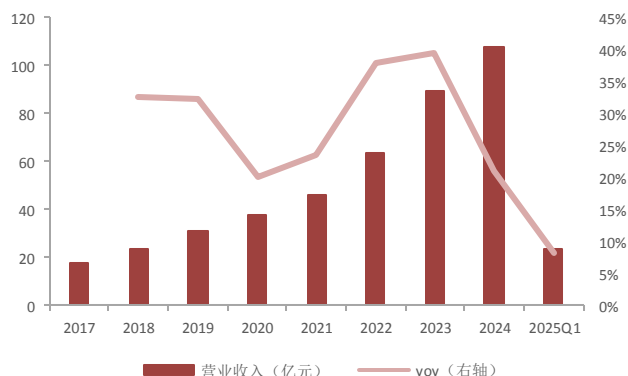


数据来源：公司官网，西南证券整理

1.2 营收业绩持续高增，盈利能力稳健提升

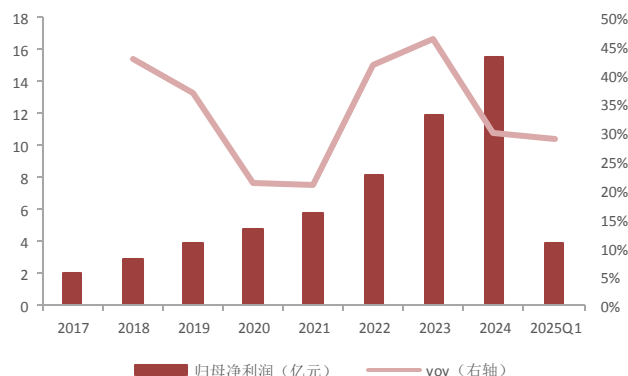
营收业绩维持多年高增速。自 2017 年上市以来，公司每年营收始终维持在 20% 以上增速，即使在众多美妆公司深受疫情影响的 2020-2021 年公司也保持着良好的增长趋势。2017-2024 年营收增速 CAGR 为 29.3%，2024 年公司营收 107.8 亿元，首次突破百亿大关，是国内第一家营收规模超百亿的美妆公司；2025Q1 营收 23.6 亿元（+8.1%）。利润方面公司同样保持着优秀的增长趋势，2017-2024 年归母净利润 CAGR 为 33.9%，2024 年归母净利润达到 15.5 亿元，2025Q1 归母净利润 3.9 亿元（+28.9%）。

图 2：公司营业收入及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

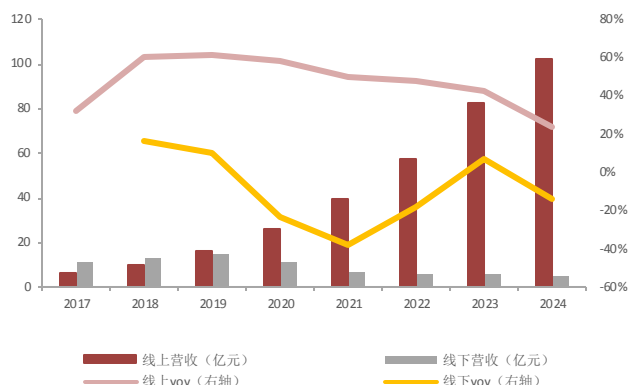
图 3：公司归母净利润及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

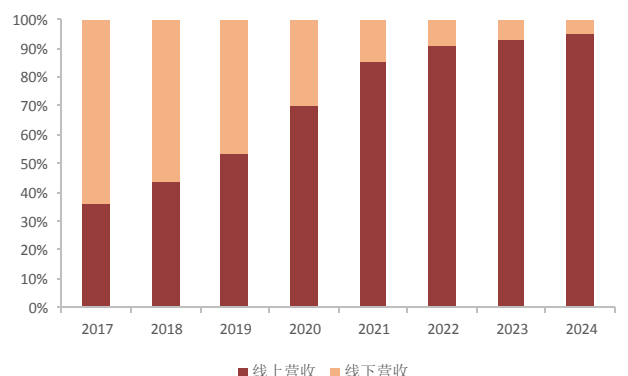
积极拥抱渠道变革，线上营收快速增长。分渠道来看，公司早期主要依靠线下渠道，2017年占比 63.9%。随着电商的快速发展，公司也积极拥抱电商渠道，将重心从线下日化商超等传统渠道转移至淘宝京东等新兴电商，开始全力进军线上渠道，线上营收快速增长，自 2017 年 6.4 亿元增长至 2024 年 102.3 亿元，CAGR 为 48.5%，占比也从 2017 年 36.1% 提升至 2024 年 95.1%，已成为公司最主要的营收贡献来源。

图 4：公司分渠道营业收入及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

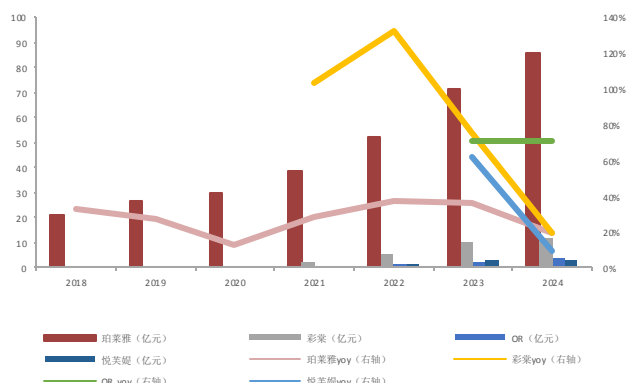
图 5：公司分渠道营收占比



数据来源：公司公告，西南证券整理

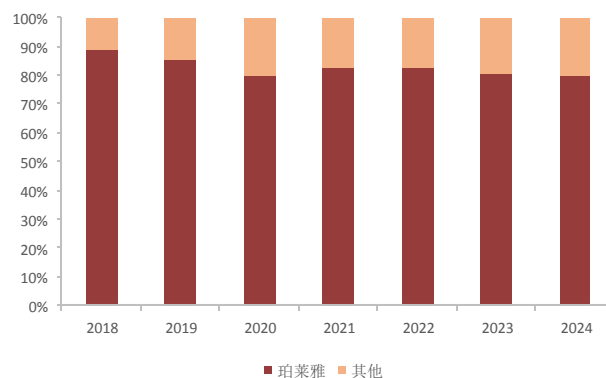
主品牌珀莱雅贡献主要营收，彩妆和洗护品牌快速发展。分品牌来看，公司主品牌珀莱雅贡献主要营收，从 2018 年 20.9 亿元增长至 2024 年 85.8 亿元，CAGR 为 26.5%，占比从 2018 年 88.7% 下降至 2024 年 79.6%，受到了来自其他子品牌快速崛起的影响。彩妆品牌彩棠作为第二成长曲线增速亮眼，从 2021 年 2.5 亿元增长至 2024 年 11.9 亿元，CAGR 为 69.2%，2024 年占总营收比例为 11.1%；洗护品牌 OR 同样发展迅速，从 2022 年 1.3 亿元增长至 2024 年 3.7 亿元，CAGR 为 70.9%，2024 年占比 3.4%。公司其他销售过亿品牌还包括悦芙媿和原色波塔，多品牌矩阵已趋于成熟，多品牌策略正实现回报。

图 6：公司分品牌营业收入及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

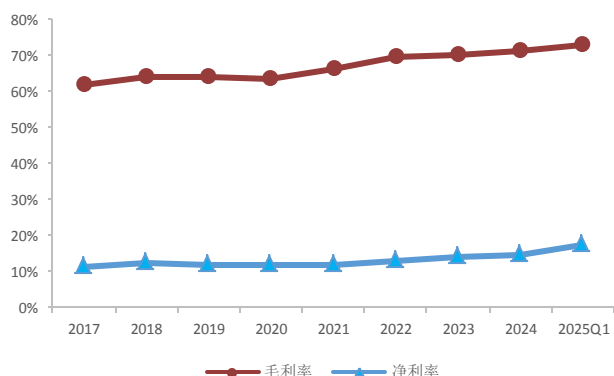
图 7：公司分品牌营收占比



数据来源：公司公告，西南证券整理

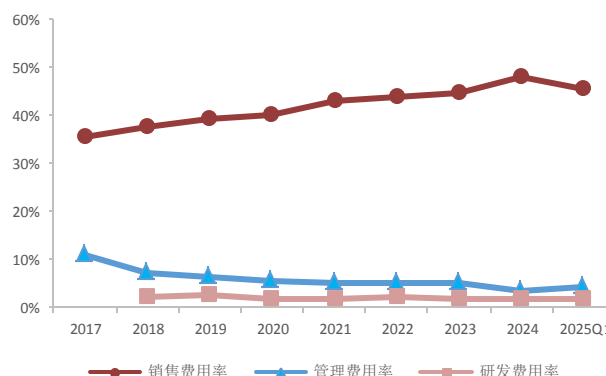
盈利能力持续提升，销售费用投入较大。公司自上市以来盈利能力持续提升，毛利率从 2017 年 61.7% 提升至 2024 年 71.4%，净利率从 2017 年 11.3% 提升至 2024 年 14.7%，2025Q1 毛利率和净利率分别为 72.8% 和 17.2%。费用率方面，公司销售费用率提升较快，从 2017 年 35.7% 上升至 2024 年 47.9%，主要因为美妆行业品牌和产品更新迭代频率较高，需要持续不断的内容营销和产品露出，且在电商高度发达的销售模式下营销投入显得越发重要。另外公司管理费用率和研发费用率维持在稳定水平，2024 年分别为 3.4% 和 2%。

图 8：公司毛利率&净利率



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 9：公司各项费用率

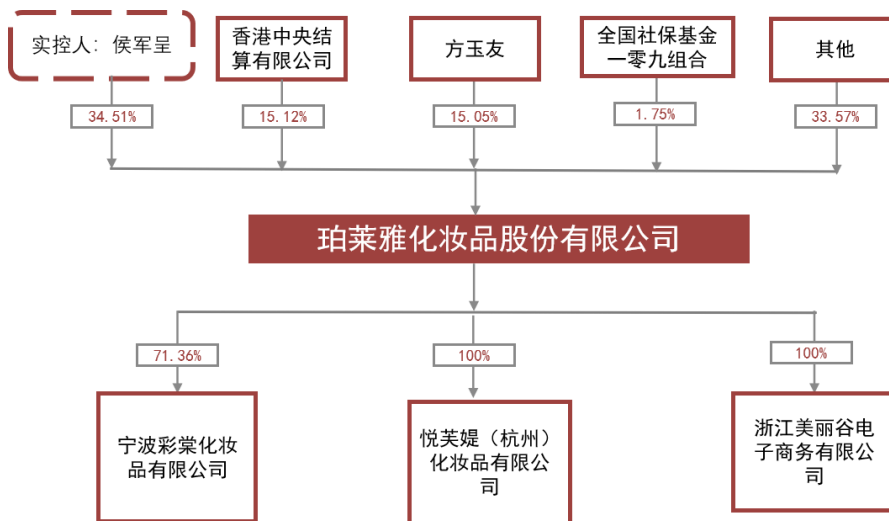


数据来源：公司公告，西南证券整理

1.3 股权结构

公司实控人为董事长侯军呈，持股比例约 34.5%。公司实际控制人为公司董事长侯军呈先生，同时也为公司创始人，直接持股比例为 34.5%。原联合创始人、总经理方玉友持股 15.1%，于 2024 年 9 月卸任，未来仍将以公司联合创始人兼董事会顾问的身份辅助公司战略规划及经营管理支持。新任总理由侯亚孟接任，为侯军呈之子，曾担任公司董事、副总经理。公司股权结构集中，换届平稳过渡，运营体系成熟、完善，有望开启新篇章。

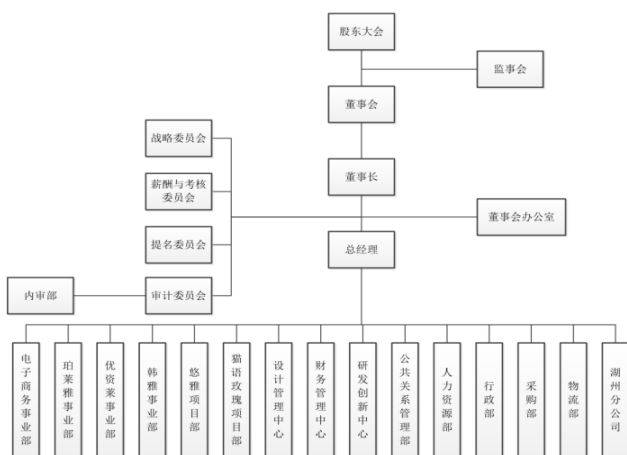
图 10：公司股权结构



数据来源: Wind, 西南证券整理

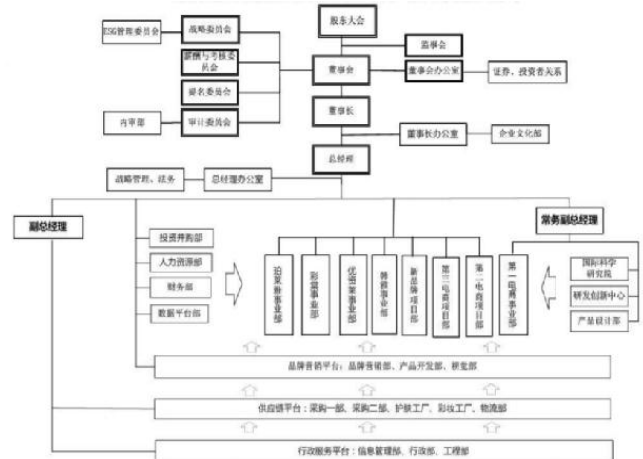
矩阵型组织架构，高效快速扁平化。2017 年以前公司采取垂直型管理体系，事业部彼此分离，决策制定和执行之间的传达流程呈金字塔型，效率和周期难以适应快速变化的美妆市场。2017 年之后公司调整为矩阵型组织架构，将研发、产品、营销、内容等团队进行串联，由金字塔型转变为网状结构，在扁平化、平台化、自驱协同的高效组织下兼顾成熟品牌的高效运转和赋能孵化品牌快速成长。

图 11：公司 2017 年以前垂直型组织架构



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 12：公司现在采用矩阵型组织架构



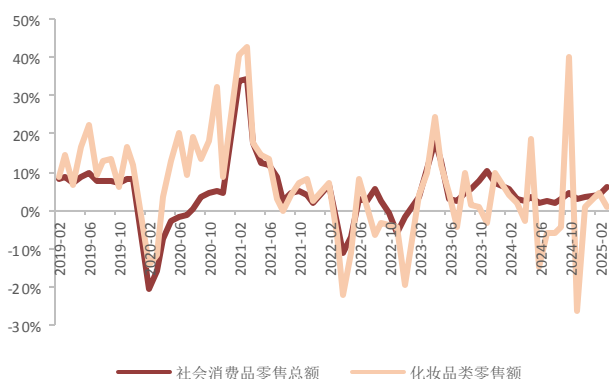
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

2 国货美妆强势崛起，国内市场空间仍广阔

2.1 国内化妆品市场增速放缓，本土品牌弯道超车

化妆品零售额增速低于社零总额，且波动较大。从统计局数据来看，2022 年以前化妆品零售额增速始终高于社零总额，但之后受宏观环境以及经济形势影响，可选属性较强的化妆品类增速开始回落，21 年累计同比增长 12.5%，22-24 年累计增速分别为 -0.2%/+7.2%/+3.5%，在较多月份中低于社零总额。另一方面，化妆品销售额增速波动性显著大于社零总额，作为可选消费受宏观环境影响更大。

图 13：社零总额&化妆品零售额当月同比



数据来源：国家统计局，西南证券整理

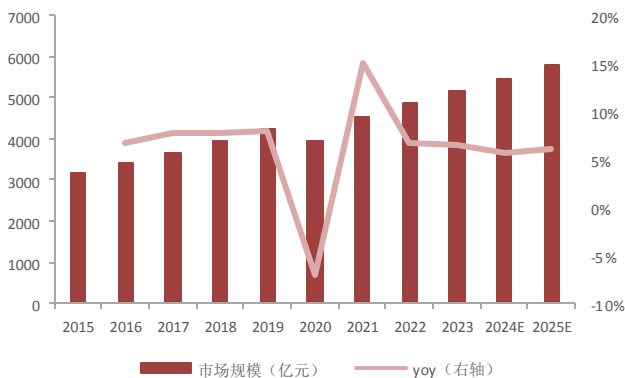
图 14：社零总额&化妆品零售额累计同比



数据来源：国家统计局，西南证券整理

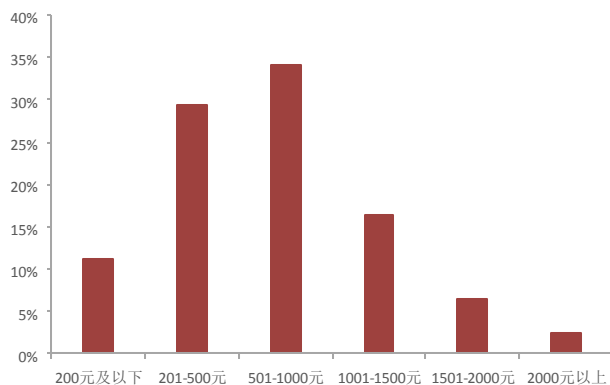
市场规模稳定增长，人均消费有较大提升空间。据艾媒咨询数据统计，我国化妆品市场在经历 2020 年多重因素冲击之后将回归上升趋势，预测市场规模将持续稳定增长，预计 2025 年达到 5791 亿元，2022-2025 年 CAGR 为 6.2%。另一方面从人均角度来看，我国消费者化妆品月均消费主要集中在 1000 元以下，其中 501-1000 元区间人群比例最高为 34.2%，201-500 元区间人群次之为 29.3%，而 1000 元以上人群仅为 25.3%，月均消费仍有较大提升空间。

图 15：中国化妆品市场规模及预测



数据来源：艾媒咨询，西南证券整理

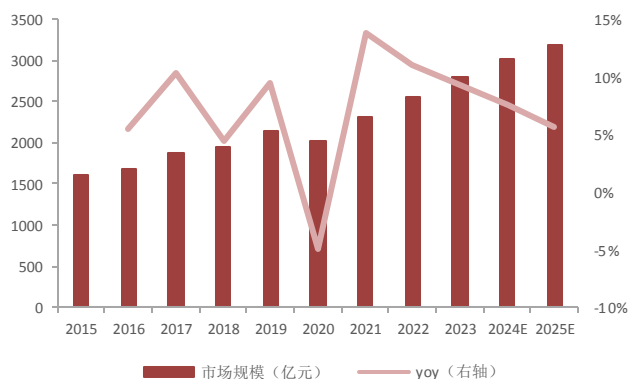
图 16：中国消费者化妆品月均消费



数据来源：艾媒咨询，西南证券整理

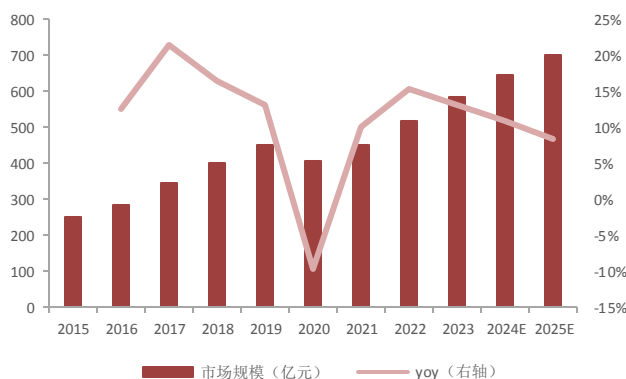
护肤市场规模庞大，彩妆市场增速更快。化妆品分为护肤和彩妆两个品类。据艾媒咨询数据统计,我国护肤品市场规模 2023 年为 2804 亿元,预计 2025 年将达到 3186 亿元,21-25 年 CAGR 为 9.4%,基本恢复至疫情前增速水平。彩妆市场规模相对较小,2023 年为 585 亿元,但增速较快,预计 2025 年达到 703 亿元,21-25 年 CAGR 为 11.5%,预测未来仍将以 10%以上增速持续增长。

图 17: 中国护肤品市场规模及预测



数据来源: 艾媒咨询, 西南证券整理

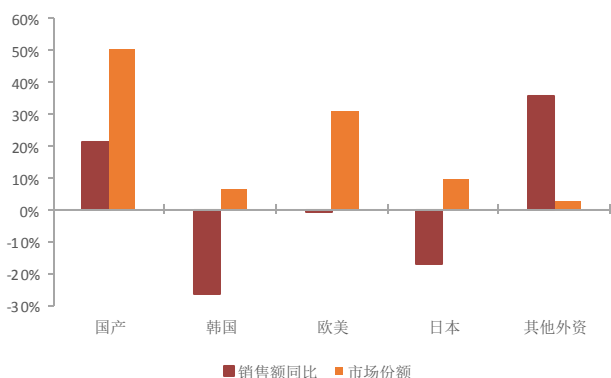
图 18: 中国彩妆市场规模及预测



数据来源: 艾媒咨询, 西南证券整理

国货品牌持续赶超，已占据大促榜首。长期以来国内化妆品市场都由国际大牌主导，背靠大集团、发展时间长、消费者粘性高的国际品牌很长一段时间都牢牢把握着国内化妆品行业风向。但随着一批本土品牌持续投入研发、精准洞悉消费者需求、顺应消费渠道变革，以珀莱雅、薇诺娜、可复美等为主的一系列国产品牌开始掌握市场话语权。据青眼情报数据,2023 年国产品牌市场份额已来到 50%,销售额同比增长超 20%;而以往火热的韩妆、日妆销售额则出现较大幅下滑,分别下降 26%、17%;欧美品牌仍有较高市占率 31%,但销售额同样小幅下降。2024 年双 11 大促期间,天猫有 2 个国货品牌进入前十,抖音有 5 个,而珀莱雅更是占据双渠道的榜首。

图 19: 2023 年国产和进口化妆品销售情况



数据来源: 青眼情报, 西南证券整理

图 20: 2024 年双 11 品牌 GMV 排行

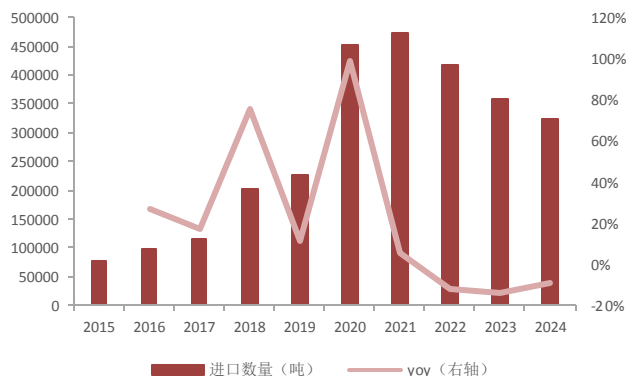
排名	天猫	抖音
1	珀莱雅	珀莱雅
2	欧莱雅	韩束
3	兰蔻	欧莱雅
4	雅诗兰黛	可复美
5	海蓝之谜	雅诗兰黛
6	赫莲娜	赫莲娜
7	修丽可	海蓝之谜
8	SK-II	自然堂
9	OLAY	薇诺娜
10	薇诺娜	兰蔻

数据来源: 青眼情报, 西南证券整理

我国化妆品进口数量与金额双降。据我国海关总署数据,我国进口化妆品数量已连续三年出现负增长,22-24 年分别下降 11.8%、14.2%、9.4%,从 22 年进口 41.8 万吨下降至 24 年 32.5 万吨。进口金额同样出现连续三年下滑,从 22 年进口金额 1494 亿元下降至 24 年

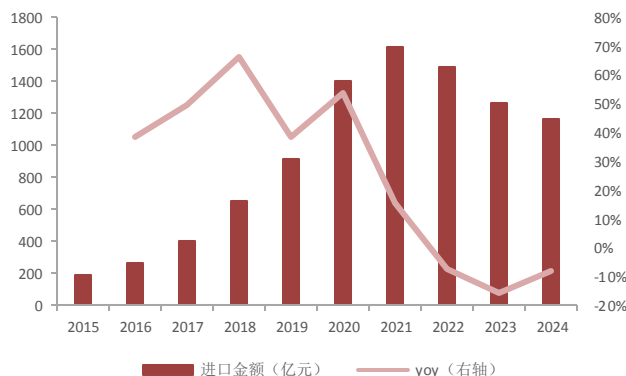
1161 亿元。进口数量和金额的双降与持续增长的市场规模显示出本土品牌正持续替代国际品牌，国货市占率正持续不断提升。

图 21：我国化妆品进口数量及增速



数据来源：海关总署，西南证券整理

图 22：我国化妆品进口金额及增速

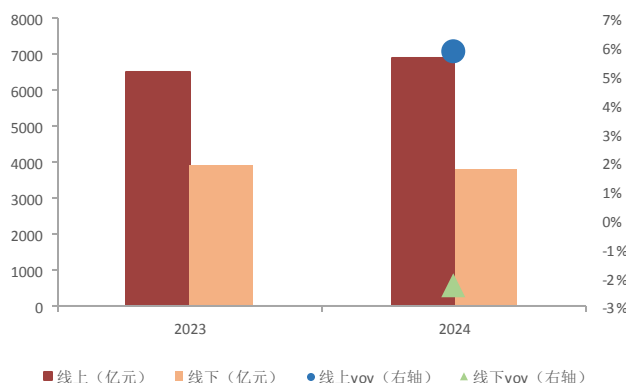


数据来源：海关总署，西南证券整理

2.2 全面拥抱线上，营收占比超 90%

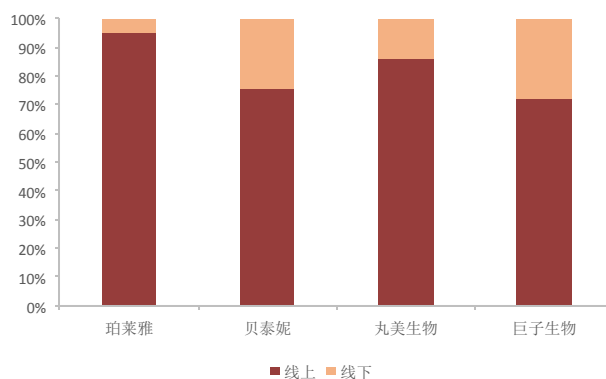
线上为主要销售渠道，头部公司大力投入。分渠道来看，我国化妆品销售渠道以线上为主，2024 年线上交易规模 6910 亿元，同比+5.9%；线下交易规模 3828 亿元，同比-2.3%。随着我国电商的快速兴起和发展，主要的头部美妆公司都开始大力投入线上销售渠道建设，并且均以线上销售收入为主。其中珀莱雅和丸美生物线上销售收入占比分别为 95%和 86%，贝泰妮和巨子生物线上销售收入占比分别为 75%和 72%，后两者因为产品矩阵中包含医用敷料和皮肤学类产品，因此在线下药房渠道仍有较高份额，而主营普通护肤品和彩妆的公司则基本全力投入线上渠道。

图 23：我国化妆品分渠道交易规模



数据来源：FBeauty，中国香妆协会，西南证券整理

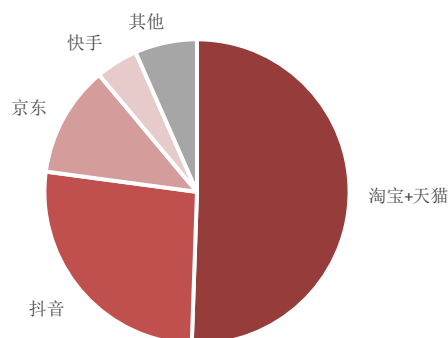
图 24：国货美妆公司分渠道营收占比



数据来源：各公司公告，西南证券整理

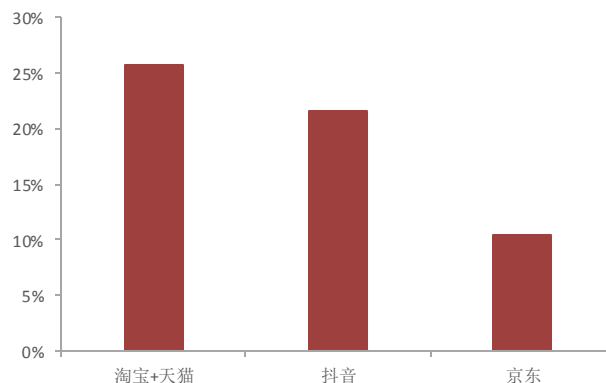
淘系占比过半，抖音紧随其后。线上前三大渠道分别为淘系（淘宝+天猫）、抖音、京东，其中淘系为最大的美妆销售渠道，2024 年双 11 销售额占线上所有渠道总和的 50.6%，抖音次之占比 26.6%，京东占比 11.8%。淘系同样在前三大渠道中增速最快，24 年双 11 销售额同比增长 25.8%，抖音紧随其后同比增长 21.6%，京东同比增长 10.5%。淘系在经历短暂降温之后重回高增速，而抖音依然维持快速增长趋势。

图 25：2024 年双 11 线上各渠道 GMV 占比



数据来源：青眼情报，西南证券整理

图 26：2024 年双 11 线上各渠道 GMV 增速



数据来源：青眼情报，西南证券整理

抖音相对天猫价格带更低，国货品牌份额更高。天猫和抖音两大渠道有较为显著的差异，从 25 年 38 大促期间品牌 GMV 排行来看，可以看到天猫排行前十的品牌中仅珀莱雅和可复美两个国货品牌上榜，而抖音不管是护肤还是彩妆均有多个国货品牌上榜，尤其是彩妆前十中有 7 个是本土品牌。另一方面可以看出，天猫 GMV 排行靠前的大多是兰蔻、修丽可、海蓝之谜等中高价格带品牌，产品定价在 1000 元左右，而抖音 GMV 排行靠前的品牌如自然堂、恋火、方里、卡姿兰等，均属中低价格带的品牌，产品定价在 100-300 元。抖音渠道美妆类目相对天猫偏中低端，天猫仍是国际大牌的主场。

表 1：2025 年 38 节大促品牌 GMV 排行

排名	天猫（护肤+彩妆）	抖音（护肤）	抖音（彩妆）
1	珀莱雅	韩束	毛戈平
2	欧莱雅	珀莱雅	YSL
3	兰蔻	赫莲娜	修可芙
4	雅诗兰黛	自然堂	恋火
5	修丽可	雅诗兰黛	CPB
6	海蓝之谜	欧莱雅	ELL
7	CPB	丸美	方里
8	可复美	后	卡姿兰
9	YSL	兰蔻	花西子
10	娇韵诗	海蓝之谜	纪梵希

数据来源：青眼情报，西南证券整理

内容电商快速兴起，带货方式多样化。在传统货架电商之外，以抖音为主的内容电商平台快速兴起，在内容输出的同时植入购买渠道，能够提高消费频次和拉新效率。目前，直播带货仍然是美妆产品非常重要的露出和销售方式，不管是转化效率更高的头部主播还是 24 小时不间断的品牌自播，直播都是所有品牌不能忽视的渠道。营销方式更是多样化，在内容电商高热度的当下品牌可以选择与网红合作拍短剧植入广告，或者自创社会热点公益视频，总之能够吸引更多热度的方式都值得品牌方进行尝试。

图 27：多样化的营销方式



数据来源：点淘、抖音，西南证券整理

3 主品牌跃居国货龙头，彩妆品牌快速崛起

3.1 品牌矩阵丰富，主品牌已成国货美妆龙头

品牌矩阵丰富，涵盖护肤、彩妆、洗护。公司旗下品牌矩阵较为丰富，除了主品牌珀莱雅主要为大众护肤类产品外，还有化妆师级彩妆品牌彩棠、源自日本的洗护品牌 Off&Relax、定位中低端的护肤品牌悦芙媿、主打创意色彩的中低价格带彩妆品牌原色巴哈。公司各品牌在类别上涵盖护肤、彩妆、洗护，在价格带上覆盖中低端和中高端，产品矩阵丰富。

表 2：公司主要品牌

类别	品牌	定价	拳头产品
护肤	PROYA 珀莱雅	100-500 元	 红宝石系列  双抗系列  源力系列
彩妆	彩棠 TIMAGE	50-200 元	 修容  腮红  妆前乳

类别	品牌	定价	拳头产品
洗护		100-200 元	   蓬松洗发水 护发精油 控油洗发水
护肤	 HAPSODE 悦芙媞	50-200 元	   洁颜蜜 泥膜 防晒
彩妆		30-100 元	   眉笔 睫毛膏 唇釉

数据来源：天猫旗舰店，西南证券整理

珀莱雅正面竞争国际大牌，本土龙头优势凸显。中国化妆品行业因起步较晚，市场长期被国际大牌占据，近年来本土品牌逐渐崛起，其中珀莱雅快速发展，已成为能够和欧莱雅、兰蔻等国际大牌正面竞争的国货龙头。据青眼情报数据，2025 年 1-4 月天猫美容护肤品牌 GMV 排名中珀莱雅一直牢牢占据前二席位，更是在 4 月力压欧莱雅登顶，且是多个月中唯一上榜前十的本土品牌。珀莱雅已尽显国货龙头优势。

表 3：2025 年 1-4 月天猫美容护肤品牌 GMV 排行

排名	2025 年 1 月	2025 年 2 月	2025 年 3 月	2025 年 4 月
1	欧莱雅	欧莱雅	欧莱雅	珀莱雅
2	珀莱雅	珀莱雅	珀莱雅	欧莱雅
3	兰蔻	SK-II	兰蔻	SK-II
4	SK-II	兰蔻	雅诗兰黛	海蓝之谜
5	雅诗兰黛	赫莲娜	娇韵诗	薇诺娜
6	海蓝之谜	OLAY	修丽可	兰蔻
7	娇韵诗	雅诗兰黛	OLAY	雅诗兰黛
8	OLAY	海蓝之谜	海蓝之谜	娇兰
9	科颜氏	科颜氏	SK-II	OLAY
10	后	娇兰	赫莲娜	科颜氏

数据来源：青眼情报，西南证券整理

珀莱雅产品完善，满足大众日常护肤全部需求。珀莱雅品牌的产品矩阵十分丰富，从最初的王牌大单品红宝石精华和双抗精华开始拓展，逐渐形成红宝石系列和双抗系列，包含水乳、面霜、面膜等，红宝石精华和双抗精华也升级到 3.0。在这两大王牌系列之外，品牌持续拓展，推出了主打修护功效的源力系列和价格定位高端的能量系列，补齐产品矩阵空缺和目标人群。在大众所需的水乳精华类产品之外，珀莱雅还布局防晒领域，分别推出了化学防晒和物理防晒产品，同样受到广泛关注。在强大的产品力之下丰富的产品矩阵帮助珀莱雅在与大型美妆集团的竞争中更添竞争力。

图 28：珀莱雅产品矩阵



数据来源：品牌官网、天猫旗舰店，西南证券整理

大单品持续升级，产品力优势地位稳固。公司两大王牌产品红宝石精华和双抗精华均已从 1.0 升级到 3.0，且双抗精华还推出美白特征版，新增了通过认证的美白退黑功效。这两大单品一经推出便受到消费者追捧，早 C 晚 A 的护肤理念深入人心，搭配产品中具有多项专利的独家成分和配方，成为了精华类产品中的明显产品。在兼备功效和口碑的情况下，公司持续投入研发，将产品进行不断地改良和升级，产品力的优势地位越来越稳固。

图 29：珀莱雅大单品升级路线

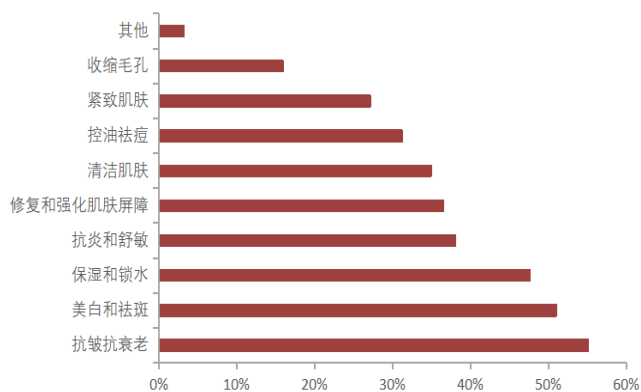


数据来源：品牌官网，西南证券整理

3.2 开创性大单品策略，营销方式多管齐下

大单品策略的成功奠定了长期发展动力。公司在 2020 年首次推出了红宝石精华和双抗精华，同时成功营销出圈“早 C 晚 A”护肤理念，对应消费者诉求最大的抗皱抗衰老功效，深度绑定产品组合，将产品融入一种护肤习惯之后大大提高消费者粘性。另外产品与宣传理念融合之后能够让产品完成从爆品向大单品的转变，爆品多为短期不可持续的现象级产品，而大单品则具备更长生命周期、能够持续迭代升级。

图 30：我国消费者化妆品使用诉求



数据来源：艾媒咨询，西南证券整理

图 31：早 C 晚 A 大单品组合



数据来源：品牌官网，西南证券整理

紧跟社会热点和大促节点，营销内容深入人心。公司紧跟社会热点，不定期推出针对热点新闻的相关创意短片或视频，尤其是贴近女性生活和女性力量的主题，比如母亲节、38 妇女节等，涉及内容包括女性在职场受到的区别对待、性别议题在社会上的讨论等。除此之外，还为弱势群体发声，包括呼吁关注家暴、校园暴力等，引发社会关注和讨论，同时增强品牌曝光度，拉近消费者好感，发挥本土品牌优势对国内消费者需求变化和行业变动趋势及时响应和调整。

表 4：近一年品牌特别策划的主题活动

节点	热点	策划	内容
25 年 5 月	母亲节	心意成花，送给妈妈	上线母亲节特别礼盒
25 年 3 月	38 妇女节	她感受，她在场	对话几位各自领域中的杰出女性，探讨女性处境和突破性别边界
24 年 12 月	冬季的温暖	谢谢你升温了 2024	回顾一年中的温暖时刻和每一个为生活升温的人
24 年 10 月	情绪发泄	回声计划	以真实情绪故事为灵感，与参与者一起互动、感受并留下故事

数据来源：公司官网，西南证券整理

明星代言加持，粉丝效应显现。在自研创意内容以及关注热点事件之外，公司还寻找多位明星进行代言合作，且选择的明星都是流量高、粉丝基础庞大、形象正面优良，且粉丝画像与化妆类产品消费者高度重合。明星代言在带动直接粉丝购买力之外，还能够帮助品牌实现进一步的破圈，触达更多潜在消费群体，扩大品牌声量。

图 32：珀莱雅近期代言人

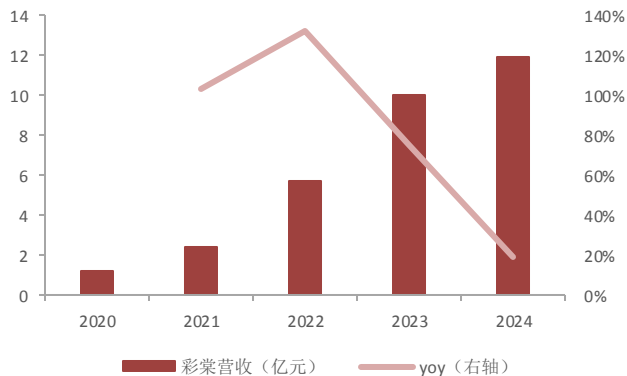


数据来源：品牌官网，西南证券整理

3.3 彩棠补齐第二增长曲线，本土彩妆品牌快速崛起

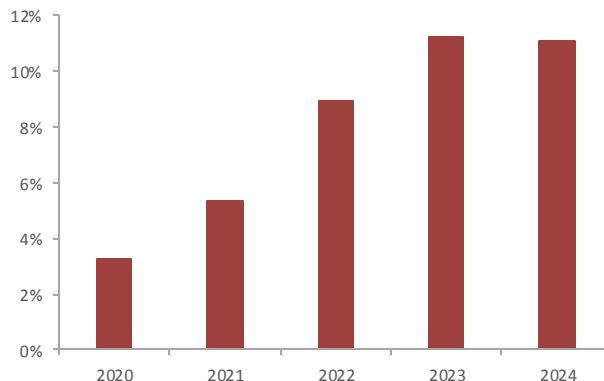
第二成长曲线已成，彩妆领域同样快速发展。彩棠由专业明星化妆师唐毅于 2014 年创立，专为中国面孔打造，是充满国风的本土彩妆品牌。2019 年珀莱雅收购彩棠，补齐了护肤版图之外彩妆领域。收购之后，珀莱雅将成熟的运营模式如大单品策略和营销方式套用在彩棠品牌上，帮助彩棠快速起量，营收从 2020 年 1.2 亿元增长至 2024 年 11.9 亿元，CAGR 为 77.5%，占总营收比例从 2020 年 3.2% 提升至 2024 年 11.1%，已成为主品牌珀莱雅之外第二增长曲线。

图 33：彩棠营收及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 34：彩棠占总营收比例



数据来源：公司公告，西南证券整理

大单品策略同样适用，爆款产品支撑品牌销售。彩棠沿用了珀莱雅的大单品策略，着重打造几款爆款产品，包括具有国风属性的各种修容盘、遮瑕盘、腮红盘，在色号、包装、外形上都更贴合中国消费者喜好，另外 150 元左右的价格相对国际大牌动辄 300-500 元的价格也更具性价比，在彩妆行业平替趋势盛兴的时候承接住巨大的流量，成为消费者在国际大牌之外寻找“平替”的有力竞争者。目前彩棠多款产品登顶天猫细分类目热卖榜榜首，热销数十万件。

表 5：彩棠热销产品

爆款产品	产品名称	价格	天猫销售情况
	三色高光修容盘	179 元	入选天猫彩妆必买榜单第 12 已售 30 万+
	大师妆前乳	169 元	天猫妆前乳回购榜第 4 已售 30 万+
	三色遮瑕盘	169 元	天猫遮瑕盘热卖榜第 1 已售 30 万+
	三色腮红盘	149 元	天猫腮红热卖榜第 1 已售 20 万+

数据来源：品牌天猫旗舰店，西南证券整理

正面竞争国际大牌，彩棠已成国货彩妆龙头。据青眼情报数据，2025 年 1-4 月彩妆品牌 GMV 排行中，彩棠连续 4 个月进入前十，并且多次位列本土品牌第一，仅次于 YSL、香奈儿等国际大牌，而其价格仅为大牌的 1/3。彩棠凭借优秀的性价比和对国内消费者需求的准确洞悉，短短几年内一跃成为国货彩妆品牌的龙头，长期发展潜力十足。

表 6：2025 年 1-4 月天猫彩妆品牌 GMV 排行

排名	2025 年 1 月	2025 年 2 月	2025 年 3 月	2025 年 4 月
1	YSL	YSL	YSL	YSL
2	花西子	香奈儿	彩棠	香奈儿
3	香奈儿	迪奥	CPB	彩棠
4	毛戈平	3CE	花西子	卡姿兰
5	彩棠	彩棠	毛戈平	毛戈平
6	卡姿兰	卡姿兰	NARS	汤姆福特
7	迪奥	毛戈平	香奈儿	花西子
8	CPB	花西子	雅诗兰黛	雅诗兰黛
9	阿玛尼	NARS	3CE	迪奥
10	橘朵	CPB	卡姿兰	NARS

数据来源：青眼情报，西南证券整理

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

关键假设：

假设 1: 未来几年公司护肤品销售维持增长趋势, 但随着市场渗透率提升增速有所放缓, 预计 2025-2027 年护肤品销售收入增速分别为 14%、12%、10%, 毛利率分别为 72%、72.5%、72.9%。

假设 2: 美容彩妆类市场国货发展空间仍大, 公司在彩妆领域渗透率仍有较大提升空间, 预计 2025-2027 年美容彩妆类收入增速分别为 21%、18%、15%, 毛利率分别为 72%、72.5%、72.6%。

假设 3: 洗护类产品体量较小, 仍在高速增长阶段, 预计 2025-2027 年洗护类收入增速分别为 75%、65%、50%, 毛利率分别为 68%、68.5%、69%。

基于以上假设, 我们预测公司 2025-2027 年分业务收入成本如下表:

表 7：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2024A	2025E	2026E	2027E
护肤类	收入	9018.98	10281.6	11515.4	12667.0
	增速	19.3%	14.0%	12.0%	10.0%
	毛利率	71.6%	72.0%	72.5%	72.9%
美容彩妆类	收入	1360.72	1646.5	1942.8	2234.3
	增速	22.0%	21.0%	18.0%	15.0%

单位：百万元		2024A	2025E	2026E	2027E
洗护类	毛利率	71.5%	72.0%	72.5%	72.6%
	收入	385.91	675.3	1114.3	1671.5
	增速	79.4%	75.0%	65.0%	50.0%
	毛利率	67.8%	68.0%	68.5%	69.0%
其他	收入	12.8	12.2	10.9	9.9
	增速	-10.7%	-5.0%	-10.0%	-10.0%
	毛利率	49.6%	25.0%	25.0%	25.0%
合计	收入	10778.4	12615.6	14583.5	16582.6
	增速	21.0%	17.0%	15.6%	13.7%
	毛利率	71.4%	71.7%	72.2%	72.4%

数据来源：Wind，西南证券

4.2 相对估值

我们选取化妆品行业四家主业为销售化妆品的公司作为可比公司，四家公司 2025-2027 年平均 PE 分别为 38、30、25 倍。考虑到公司作为国货化妆品行业龙头，品牌力产品力强，护肤彩妆两大业务齐头并进，长期发展动力充足。我们预计未来三年公司归母净利润复合增长率为 17.2%，给予 2025 年 25 倍 PE，对应目标价 115.75 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 8：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			24A	25E	26E	27E	24A	25E	26E	27E
300957.SZ	贝泰妮	45.87	1.19	1.64	1.95	2.24	35.95	28.01	23.55	20.50
603983.SH	丸美生物	53.45	0.85	1.14	1.45	1.81	37.87	46.93	36.94	29.54
300740.SZ	水羊股份	14.48	0.28	0.65	0.80	0.91	46.69	22.37	18.15	15.87
688363.SH	华熙生物	52.61	0.36	0.95	1.24	1.63	141.08	55.42	42.42	32.12
平均值							65.40	38.18	30.27	24.51

数据来源：Wind（股价为 2025 年 5 月 21 日收盘价），西南证券整理

5 风险提示

市场竞争加剧的风险、宏观经济环境波动的风险、消费者需求变化的风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	10778.41	12615.61	14583.53	16582.56	净利润	1585.28	1875.82	2208.44	2551.07
营业成本	3083.85	3565.10	4060.24	4570.48	折旧与摊销	113.64	128.27	132.81	137.35
营业税金及附加	84.15	110.63	126.64	142.05	财务费用	-35.82	6.12	7.08	8.05
销售费用	5161.01	5929.34	6839.67	7760.64	资产减值损失	-95.86	0.00	0.00	0.00
管理费用	365.86	756.94	904.18	1044.70	经营营运资本变动	-685.65	159.92	-135.46	-108.23
财务费用	-35.82	6.12	7.08	8.05	其他	225.41	29.68	-49.54	65.08
资产减值损失	-95.86	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	1107.00	2199.82	2163.31	2653.31
投资收益	-2.48	-8.47	-10.52	-13.45	资本支出	-105.31	-222.80	-188.00	-205.40
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-1159.98	-8.47	-10.52	-13.45
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-1265.29	-231.27	-198.52	-218.85
营业利润	1890.20	2239.01	2635.19	3043.19	短期借款	-200.16	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-0.98	-3.55	-3.35	-3.02	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	1889.21	2235.46	2631.85	3040.17	股权融资	-18.06	0.00	0.00	0.00
所得税	303.94	359.64	423.41	489.10	支付股利	-359.04	-310.40	-367.29	-432.41
净利润	1585.28	1875.82	2208.44	2551.07	其他	-181.04	24.42	-7.08	-8.05
少数股东损益	33.28	39.38	46.37	53.56	筹资活动现金流净额	-758.29	-285.98	-374.36	-440.46
归属母公司股东净利润	1552.00	1836.44	2162.07	2497.51	现金流量净额	-916.70	1682.57	1590.43	1994.00
资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	财务分析指标	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	4082.13	5764.69	7355.12	9349.13	成长能力				
应收和预付款项	751.70	797.70	954.12	1076.79	销售收入增长率	21.04%	17.05%	15.60%	13.71%
存货	661.41	775.97	974.83	1057.92	营业利润增长率	25.78%	18.45%	17.69%	15.48%
其他流动资产	118.12	138.25	159.82	181.72	净利润增长率	28.80%	18.33%	17.73%	15.51%
长期股权投资	111.09	111.09	111.09	111.09	EBITDA 增长率	28.17%	20.60%	16.92%	14.90%
投资性房地产	63.54	63.54	63.54	63.54	获利能力				
固定资产和在建工程	981.81	1096.83	1177.05	1274.67	毛利率	71.39%	71.74%	72.16%	72.44%
无形资产和开发支出	429.39	415.93	397.92	375.37	三费率	50.94%	53.05%	53.15%	53.15%
其他非流动资产	330.99	323.97	316.95	309.93	净利率	14.71%	14.87%	15.14%	15.38%
资产总计	7530.18	9487.97	11510.44	13800.16	ROE	28.90%	26.47%	24.74%	23.10%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	21.05%	19.77%	19.19%	18.49%
应付和预收款项	958.07	1458.43	1624.12	1779.10	ROIC	67.07%	65.37%	70.13%	72.03%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	18.26%	18.81%	19.03%	19.23%
其他负债	1085.86	943.86	959.48	975.58	营运能力				
负债合计	2043.93	2402.29	2583.60	2754.67	总资产周转率	1.45	1.48	1.39	1.31
股本	396.25	396.25	396.25	396.25	固定资产周转率	12.43	14.38	17.84	21.90
资本公积	846.60	846.60	846.60	846.60	应收账款周转率	23.16	22.96	24.09	23.24
留存收益	4431.52	5957.56	7752.34	9817.44	存货周转率	3.75	4.46	4.43	4.40
归属母公司股东权益	5402.07	6962.13	8756.91	10822.01	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	101.17%	—	—	—
少数股东权益	84.17	123.56	169.92	223.48	资本结构				
股东权益合计	5486.25	7085.69	8926.83	11045.49	资产负债率	27.14%	25.32%	22.45%	19.96%
负债和股东权益合计	7530.18	9487.97	11510.44	13800.16	带息债务/总负债	38.16%	32.47%	30.19%	28.32%
					流动比率	4.63	4.76	5.39	6.07
					速动比率	4.08	4.27	4.83	5.52
					股利支付率	23.13%	16.90%	16.99%	17.31%
					每股指标				
					每股收益	3.92	4.63	5.46	6.30
					每股净资产	13.63	17.57	22.10	27.31
					每股经营现金	2.79	5.55	5.46	6.70
					每股股利	0.91	0.78	0.93	1.09
业绩和估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E					
EBITDA	1968.02	2373.40	2775.08	3188.58					
PE	24.52	20.72	17.60	15.23					
PB	7.04	5.46	4.34	3.52					
PS	3.53	3.02	2.61	2.29					
EV/EBITDA	17.43	13.74	11.18	9.10					
股息率	0.94%	0.82%	0.97%	1.14%					

数据来源: Wind, 西南证券

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注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后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。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。

公司评级	买入：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在20%以上
	持有：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于10%与20%之间
	中性：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与10%之间
	回避：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数5%以上
	跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与5%之间
	弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《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，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，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。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所
须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	资深销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	资深销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	高级销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	杨举	销售经理	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzh@swsc.com.cn