

25Q1 利润维持亮眼增长，上新美白和油皮产品线

——珀莱雅（603605）点评报告

增持(维持)

2025 年 04 月 28 日

投资要点:

25Q1 归母净利润维持亮眼增长。2024 年，公司实现营收 107.78 亿元（同比+21.04%），归母净利润 15.52 亿元（同比+30.00%），扣非归母净利润 15.22 亿元（同比+29.60%），业绩维持亮眼增长，其中，2024Q4 实现营收/归母净利润同比分别+4.28%/+23.42%。2024 年，公司经营活动产生的现金流净额为 11.07 亿元（同比-24.63%），同比下滑主因应收账款占收入比例增加以及应付账款减少。2025Q1，公司实现营收同比+8.13%，归母净利润同比+28.87%，扣非归母净利润同比+29.76%，利润维持亮眼增长。

主品牌珀莱雅推出油皮和美白新产品线，多个子品牌体量提升。（1）**珀莱雅：**主品牌珀莱雅持续夯实“大单品策略”，全方位升级核心大单品。源力面霜 2.0 首次应用全球独创成分“XVII 型重组胶原蛋白”，聚焦抗初老，源力精华 3.0 升级，加入全球独家成分“XVII 型重组胶原蛋白”；红宝石精华 3.0 将中国美妆领域首款专利环肽新原料与专研双 A（A 醇+HPR）组合结合，引领行业在肽 A 领域的应用变革。同时，公司推出全新油皮产品线“净源系列”和美白产品线“光学系列”。2024 年，主品牌珀莱雅收入 85.81 亿元（同比+19.55%），占主营业务收入比例为 79.69%。珀莱雅品牌 2024 年在天猫平台表现优异，精华品类、面霜品类均排名第 1，贴片面膜排名第 2，面部护理套装排名第 2，眼霜排名第 5。（2）**彩棠：**在面部彩妆大单品持续发力基础上，不断向底妆类目扩张。24 年，彩棠收入 11.91 亿元（同比+19.04%），占主营业务收入比例 11.07%。（3）**OR：**OR 持续深化品牌“亚洲头皮健康养护专家”心智，同步提升大单品和核心品类的市占率。2024 年，“OR 蓬松洗发水 2.0”和第二单品“OR 育发液”排名前列，OR 实现收入 3.68 亿元（同比+71.14%），占主营业务收入比例提升至 3.42%。（4）**悦芙媞：**持续深化“油皮护肤专家”品牌认知，推出多款新品，全面完善品牌产品矩阵，打造 all-in-one 护肤解决方案。2024 年，悦芙媞实现收入 3.32 亿元（同比+9.41%），占主营业务收入比例 3.08%。

线上渠道延续快速增长，线下持续优化门店结构。（1）**线上：**2024 年，

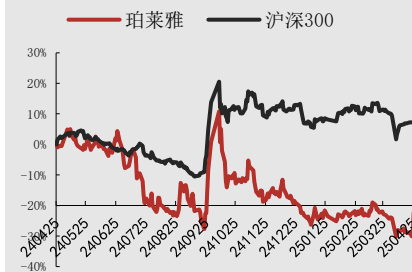
	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	10778.41	12418.79	14232.37	16334.39
增长率(%)	21.04	15.22	14.60	14.77
归母净利润(百万元)	1552.00	1853.26	2171.49	2516.16
增长率(%)	30.00	19.41	17.17	15.87
每股收益(元)	3.92	4.68	5.48	6.35
市盈率(倍)	21.63	18.11	15.46	13.34
市净率(倍)	6.21	5.08	4.19	3.48

数据来源：携宁科技云估值，万联证券研究所

基础数据

总股本(百万股)	396.25
流通A股(百万股)	395.41
收盘价(元)	84.71
总市值(亿元)	335.66
流通A股市值(亿元)	334.95

个股相对沪深 300 指数表现



数据来源：聚源，万联证券研究所

相关研究

美妆国货龙头表现稳健，Q3 业绩维持较快增长

业绩延续亮眼增长，核心大单品持续升级
业绩增长再超预期，核心大单品全方位升级

分析师:

李滢

执业证书编号: S0270522030002

电话: 15521202580

邮箱: liying1@wlzq.com.cn

公司线上渠道实现收入 102.34 亿元（同比+23.68%），延续高速增长，占主营业务收入比例提升至 95.06%。其中，线上直营/分销渠道分别同比+20.35%/38.40%至 81.22 亿元/21.12 亿元。2024 年，珀莱雅天猫旗舰店成交额首次在天猫美妆排名第 1，珀莱雅品牌成交额在抖音、京东美妆分别排名第 2、第 5。（2）线下：2024 年，公司持续优化门店结构，推进头部系统向直营模式的转变。持续开拓新型商城集合店合作，升级消费体验。公司线下渠道营收 5.32 亿元（同比-13.63%），占主营业务比例为 4.94%。

盈利能力同比提升，形象宣传推广费增加拉升销售费用率。2024 年，公司毛利率同比提升 1.46 个 pct 至 71.39%，主因运费费率下降和客单价同比提升；净利率同比提升 0.89 个 pct 至 14.71%。费用率方面，公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 47.88%/3.39%/1.95%/-0.33%，同比分别+3.27/-1.72/+0.00/+0.33 个 pct。其中，销售费用率同比提升主因形象宣传推广费增加，管理费用率降低主因股份支付费用减少。2025Q1，公司毛利率/净利率分别同比+2.67/+2.75 个 pct 至 72.78%/17.19%。

盈利预测与投资建议：公司是国货化妆品龙头企业，坚定实施 6*N 战略，能够敏锐洞察市场消费者需求，近年来实现主品牌珀莱雅稳健增长，多个子品牌体量不断提升。我们根据公司最新经营数据，调整此前的盈利预测并新增 2027 年的预测，预计公司 2025-2027 年的归母净利润分别为 18.53/21.71/25.16 亿元（调整前 2025-2026 年归母净分别为 19.70/24.06 亿元），对应 2025 年 4 月 25 日收盘价的 PE 分别为 18/15/13 倍，维持“增持”评级。

风险因素：宏观经济下行风险、市场竞争加剧风险、品牌孵化不及预期风险。

利润表（百万元）

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	10778	12419	14232	16334
同比增速 (%)	21.04	15.22	14.60	14.77
营业成本	3084	3500	3936	4433
毛利	7695	8919	10297	11901
营业收入 (%)	71.39	71.82	72.35	72.86
税金及附加	84	107	119	138
营业收入 (%)	0.78	0.86	0.83	0.84
销售费用	5161	5812	6703	7743
营业收入 (%)	47.88	46.80	47.10	47.40
管理费用	366	497	555	621
营业收入 (%)	3.39	4.00	3.90	3.80
研发费用	210	248	313	392
营业收入 (%)	1.95	2.00	2.20	2.40
财务费用	-36	-45	-65	-85
营业收入 (%)	-0.33	-0.36	-0.46	-0.52
资产减值损失	-96	-90	-95	-100
信用减值损失	-5	-5	-8	-10
其他收益	86	87	104	118
投资收益	-2	-10	-9	-11
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
资产处置收益	-1	-1	-1	-2
营业利润	1890	2281	2662	3088
营业收入 (%)	17.54	18.36	18.71	18.91
营业外收支	-1	-3	-2	-3
利润总额	1889	2277	2660	3085
营业收入 (%)	17.53	18.34	18.69	18.89
所得税费用	304	379	437	509
净利润	1585	1899	2223	2576
营业收入 (%)	14.71	15.29	15.62	15.77
归属于母公司的净利润	1552	1853	2171	2516
同比增速 (%)	30.00	19.41	17.17	15.87
少数股东损益	33	46	51	60
EPS（元/股）	3.92	4.68	5.48	6.35

基本指标

	2024A	2025E	2026E	2027E
EPS	3.92	4.68	5.48	6.35
BVPS	13.63	16.67	20.24	24.36
PE	21.63	18.11	15.46	13.34
PEG	0.72	0.93	0.90	0.84
PB	6.21	5.08	4.19	3.48
EV/EBITDA	15.31	12.10	9.94	8.06
ROE	28.73%	28.05%	27.08%	26.06%
ROIC	24.82%	24.30%	23.43%	22.62%

资产负债表（百万元）

	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	4082	5703	7216	9128
交易性金融资产	0	0	0	0
应收票据及应收账款	518	553	641	722
存货	661	758	732	762
预付款项	224	258	288	325
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	128	196	214	253
流动资产合计	5613	7468	9092	11190
长期股权投资	111	101	94	85
固定资产	907	972	1011	1025
在建工程	75	80	77	75
无形资产	429	438	449	457
商誉	0	0	0	0
递延所得税资产	164	167	167	167
其他非流动资产	231	228	241	253
资产总计	7530	9453	11130	13252
短期借款	0	100	200	300
应付票据及应付账款	676	972	1016	1173
预收账款	0	0	0	0
合同负债	154	258	265	316
应付职工薪酬	156	190	209	237
应交税费	126	200	208	247
其他流动负债	101	243	349	471
流动负债合计	1213	1863	2048	2444
长期借款	0	0	0	0
应付债券	780	807	835	862
递延所得税负债	0	0	0	0
其他非流动负债	51	46	48	50
负债合计	2044	2716	2930	3357
归属于母公司的所有者权益	5402	6607	8018	9654
少数股东权益	84	130	181	241
股东权益	5486	6737	8199	9895
负债及股东权益	7530	9453	11130	13252

现金流量表（百万元）

	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流净额	1107	2386	2388	2901
投资	0	40	-3	-2
资本性支出	-292	-212	-196	-185
其他	-973	-53	-29	-31
投资活动现金流净额	-1265	-225	-227	-218
债权融资	0	30	29	30
股权融资	0	0	0	0
银行贷款增加（减少）	-200	100	100	100
筹资成本	-371	-662	-777	-901
其他	-188	-8	0	0
筹资活动现金流净额	-758	-541	-648	-771
现金净流量	-917	1621	1513	1912

数据来源：携宁科技云估值，万联证券研究所

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人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证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

免责声明

万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司认为可靠且已公开的信息撰写，本公司力求但不保证这些信息的准确性及完整性，也不保证文中的观点或陈述不会发生任何变更。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。分析师任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的引起法律后果和造成我公司经济损失的概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道 1528 号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街 28 号中海国际中心

深圳福田区深南大道 2007 号金地中心

广州天河区珠江东路 11 号高德置地广场