

珀莱雅（603605）

2025 年半年报点评：稳中有进，大单品持续推新升级，筹划港交所主板上市

买入（维持）

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	8,905	10,778	12,407	14,095	15,856
同比（%）	39.45	21.04	15.11	13.60	12.50
归母净利润（百万元）	1,194	1,552	1,795	2,049	2,321
同比（%）	46.06	30.00	15.67	14.16	13.28
EPS-最新摊薄（元/股）	3.01	3.92	4.53	5.17	5.86
P/E（现价&最新摊薄）	30.51	23.47	20.29	17.78	15.69

投资要点

- **公司公布 2025H1 业绩：**25H1 公司实现营收 53.6 亿元，同比增长 7.2%，实现归母净利润 8.0 亿元，同比增长 13.8%，实现扣非后归母净利 7.7 亿元，同比增长 13.5%。25Q2 实现营收 30.0 亿元，同比增长 6.5%，实现归母净利润 4.1 亿元，同比增长 2.4%，实现扣非后归母净利 3.9 亿元，同比增长 1.2%，高基数下 25Q2 增速有所放缓。
- **主品牌较为稳健，OR 品牌实现高增：**分品牌看，25H1 珀莱雅/彩棠/OR/悦芙媞分别实现营收 39.8/7.1/2.8/1.7 亿元，同比分别 -0.1%/+21.1%/+102.5%/+3.3%，占比分别为 74.3%/13.2%/5.2%/3.1%。分渠道看，25H1 公司线上/线下分别实现营收 51.1/2.5 亿元，同比分别 +9.2%/-21.5%，占比分别为 95.4%/4.6%。
- **25H1 毛利率同比+3.6pct，降本增效成效显著：**①**毛利率：**25H1 为 73.4%，同比+3.6pct，25Q2 毛利率为 73.8%，同比+4.3pct；②**期间费用率：**25H1 为 54.2%，同比+2.5pct，主要系形象宣传推广费增加导致销售费用率同比+2.8pct，25Q2 期间费用率为 56.6%，同比+5.9pct，主要系销售费用率同比+6.0pct。③**归母净利率：**25H1 为 14.9%，同比+0.9pct，25Q2 归母净利率为 13.6%，同比-0.5pct。
- **品牌产品矩阵推新升级：**①**珀莱雅主品牌“科学护肤”**定位下大单品系列持续升级，25 年 4 月上新美白特证版双抗系列，25H1 主推“超膜银管”沁柔防晒产品；②**彩棠品牌持续夯实“专业化妆师”**定位，上新“小圆管粉底液”油皮版、“双生气垫”等产品；③**OR 品牌**上新产品系列持续深化“亚洲头皮健康养护专家”形象，并推出香氛洗护系列等差异化产品；④**悦芙媞品牌**定位“年轻肌功效专研”，产品线设计由基础清洁向修红修护的功效进阶，推出“修红精华 2.0”、“修红面膜”等新品。
- **2025 年 618 期间排名领先，OR 品牌表现亮眼：**2025 年 618 大促期间，珀莱雅天猫旗舰店 GMV 获天猫美妆排名第 1、品牌抖音 GMV 获抖音美妆排名第 2；彩棠天猫旗舰店 GMV 获天猫彩妆排名第 2；OR 天猫双店 GMV 获天猫美护发行业排名第 6、国货排名第 1，GMV 同比增长 110%+，品牌声量显著提升。
- **盈利预测与投资评级：**公司是国内组织灵活、效率领先的化妆品龙头，拟在港交所主板挂牌上市，推进国际化战略及增强境外融资能力，未来国货美妆龙头有望晋升为全球化妆品龙头。盈利能力方面公司不断优化，降本增效成效显著。考虑到公司大单品推新及新品牌破圈初期费用投放较大，我们将公司 2025-2027 年归母净利润预测由 18.6/21.6/24.8 亿元下调至 18.0/20.5/23.2 亿元，分别同比+15.7%/+14.2%/+13.3%，2025-2027 年 PE 对应最新收盘价分别为 20/18/16X，维持“买入”评级
- **风险提示：**行业竞争加剧、新品推广不及预期等

2025 年 08 月 26 日

证券分析师 吴劲草

执业证书：S0600520090006

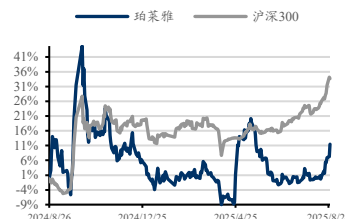
wujc@dwzq.com.cn

证券分析师 郝越

执业证书：S0600524080008

xiy@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	91.99
一年最低/最高价	73.73/121.10
市净率(倍)	6.42
流通 A 股市值(百万元)	36,373.32
总市值(百万元)	36,428.52

基础数据

每股净资产(元,LF)	14.32
资产负债率(%，LF)	29.55
总股本(百万股)	396.01
流通 A 股(百万股)	395.41

相关研究

《珀莱雅(603605)：2024 年报及 2025 年一季报点评：业绩增长超预期，彰显龙头底色》

2025-04-28

《珀莱雅(603605)：2024 年三季报点评：Q3 业绩稳定增长，国货美妆龙头地位稳固》

2024-10-25

珀莱雅三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	5,613	7,613	9,788	12,219	营业总收入	10,778	12,407	14,095	15,856
货币资金及交易性金融资产	4,082	5,907	7,861	10,068	营业成本(含金融类)	3,084	3,397	3,791	4,186
经营性应收款项	742	843	953	1,066	税金及附加	84	97	110	124
存货	661	709	793	878	销售费用	5,161	6,061	6,970	7,912
合同资产	0	0	0	0	管理费用	366	422	465	523
其他流动资产	128	154	181	208	研发费用	210	236	282	333
非流动资产	1,917	1,940	1,967	1,998	财务费用	(36)	(22)	(49)	(78)
长期股权投资	111	111	111	111	加:其他收益	86	13	13	13
固定资产及使用权资产	922	890	857	823	投资净收益	(2)	0	0	0
在建工程	75	135	195	255	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	429	434	439	444	减值损失	(101)	(44)	(44)	(44)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	(1)	0	0	0
长期待摊费用	70	70	70	70	营业利润	1,890	2,186	2,495	2,826
其他非流动资产	310	300	295	295	营业外净收支	(1)	(3)	(3)	(3)
资产总计	7,530	9,554	11,755	14,217	利润总额	1,889	2,183	2,492	2,823
流动负债	1,213	1,444	1,616	1,789	减:所得税	304	349	399	452
短期借款及一年内到期的非流动负债	3	3	3	3	净利润	1,585	1,834	2,093	2,371
经营性应付款项	677	745	832	918	减:少数股东损益	33	38	44	50
合同负债	154	169	189	209	归属母公司净利润	1,552	1,795	2,049	2,321
其他流动负债	379	526	592	659	每股收益-最新股本摊薄(元)	3.92	4.53	5.17	5.86
非流动负债	831	835	838	841	EBIT	1,858	2,195	2,476	2,778
长期借款	0	4	7	10	EBITDA	1,977	2,286	2,564	2,862
应付债券	780	780	780	780	毛利率(%)	71.39	72.62	73.10	73.60
租赁负债	11	11	11	11	归母净利率(%)	14.40	14.47	14.54	14.64
其他非流动负债	40	40	40	40	收入增长率(%)	21.04	15.11	13.60	12.50
负债合计	2,044	2,280	2,454	2,630	归母净利润增长率(%)	30.00	15.67	14.16	13.28
归属母公司股东权益	5,402	7,151	9,135	11,370					
少数股东权益	84	123	167	216					
所有者权益合计	5,486	7,274	9,301	11,586					
负债和股东权益	7,530	9,554	11,755	14,217					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1,107	2,049	2,198	2,471	每股净资产(元)	13.50	17.92	22.92	28.57
投资活动现金流	(1,265)	(118)	(118)	(118)	最新发行在外股份(百万股)	396	396	396	396
筹资活动现金流	(758)	(105)	(126)	(146)	ROIC(%)	26.77	25.69	22.89	20.75
现金净增加额	(917)	1,825	1,954	2,206	ROE-摊薄(%)	28.73	25.10	22.43	20.42
折旧和摊销	119	92	88	85	资产负债率(%)	27.14	23.86	20.88	18.50
资本开支	(292)	(118)	(118)	(118)	P/E (现价&最新股本摊薄)	23.47	20.29	17.78	15.69
营运资本变动	(665)	37	(69)	(71)	P/B (现价)	6.81	5.13	4.01	3.22

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>