

## 美容护理

2025年08月26日

# 珀莱雅 (603605)

——业绩符合预期，多品牌&amp;多品类增长逻辑再强化

报告原因：有业绩公布需要点评

## 买入 (维持)

投资要点：

市场数据： 2025年08月26日	
收盘价(元)	91.99
一年内最高/最低(元)	121.10/73.73
市净率	6.3
股息率%(分红/股价)	1.29
流通A股市值(百万元)	36,373
上证指数/深证成指	3,868.38/12,473.17

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2025年06月30日	
每股净资产(元)	14.33
资产负债率%	29.55
总股本/流通A股(百万)	396/395
流通B股/H股(百万)	-/-

### 一年内股价与大盘对比走势：



### 相关研究

#### 证券分析师

王立平 A0230511040052  
wanglp@swsresearch.com  
王盼 A0230523120001  
wangpan@swsresearch.com  
聂霜 A0230524120002  
nieshuang@swsresearch.com

#### 联系人

王盼  
(8621)23297818x  
wangpan@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

● **业绩符合预期，盈利增速快于营收。** 1) **整体表现：** 25H1 实现营业收入 53.62 亿元 (同比+7.21%)，归母净利润 7.99 亿元 (同比+13.80%)，扣非归母净利润 7.71 亿元 (同比+13.49%)，盈利增速跑赢营收； 2) **单 Q2 表现：** 25Q2 实现营收 30 亿元 (同比+6.49%)，归母净利润 4.08 亿元 (同比+2.4%)，扣非后归母净利 3.92 亿元 (同比+1.2%)； 3) **分红预案：** 每 10 股派 8 元 (含税)，现金分红 3.15 亿元，分红比例 39.5%。

● **盈利能力深化改善，降本增效+费用管控精准发力。** 1) **盈利能力：** 受运费费率下降及原料议价能力提升等驱动，25H1 毛利率 73.4% (yoy+3.6pct)，净利率 15.4% (yoy+0.9pct)； 2) **费用率：** 25H1 销售费用率 49.59% (yoy+2.81pct)，主要系 618 活动宣传及新品投入增加；管理费用率 3.31% (yoy-0.23pct)；研发费用率 1.77% (yoy-0.12pct)。

● **多品牌矩阵分化增长，细分赛道优势凸显。** 1) **主品牌珀莱雅：** 营收 39.79 亿元 (同比-0.08%)，基本盘稳固，双抗精华美白特证版、超膜银管防晒等新品拉动品类竞争力； 2) **成长品牌表现强劲：** 彩棠营收 7.05 亿元 (同比+21.11%)，小圆管粉底液等单品稳居国货 TOP 行列，且实现盈利；Off&Relax (OR) 营收 2.79 亿元 (同比+102.52%)，防脱精华登顶抖音类目 TOP1，成为洗护赛道核心增长极； 3) **新锐品牌逐步起量：** 原色波塔营收 0.97 亿元 (同比+80.18%)，染眉膏双平台销冠；悦芙媿营收 1.66 亿元 (同比+3.31%)，修红系列突破，成长潜力可期。

● **新管理层战略革新成效初显。** 25 年珀莱雅在新管理层带领下加速突破，半年内推 10 余款新品 (含双抗美白特证版、械字号面膜等)，成功拓展美白、医美等新赛道，同时构建明星代言矩阵 (刘亦菲、易烊千玺等)，强化核心品类竞争力，助力 618 蝉联多平台美妆国牌榜首。尽管部分用户对新品认知仍在培育，但新品布局已展现品类扩张潜力，后续随着产品功效持续验证与技术传播深化，有望进一步巩固百亿地位。

● **筹划港股上市，加速国际化发展。** 公司审议通过 H 股发行并在港交所主板上市议案，以加速国际化战略、增强境外融资能力，支撑全球化布局。

● **公司“双十”战略推进，降本增效夯实盈利底座，多品牌矩阵在细分赛道持续突破，线上渠道运营能力与供应链效率双提升。** 下半年随着新品周期延续，叠加成长品牌增长拉动，长期竞争优势有望进一步巩固。根据公司 25H1 业绩情况，我们下调盈利预测，预计 25-27 年归母净利润为 17.6/20.2/22.8 亿元 (原预测为 18.2/21.0/23.6 亿元)，对应 PE 为 21/18/16 倍，维持“买入”评级。

● **风险提示：** 市场需求变动；行业竞争加剧；渠道费用高企；新品牌销售不及预期。

#### 财务数据及盈利预测

	2024	2025H1	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	10,778	5,362	11,854	13,380	15,004
同比增长率 (%)	21.0	7.2	10.0	12.9	12.1
归母净利润 (百万元)	1,552	799	1,756	2,023	2,277
同比增长率 (%)	30.0	13.8	13.1	15.2	12.5
每股收益 (元/股)	3.93	2.02	4.43	5.11	5.75
毛利率 (%)	71.4	73.4	73.5	73.5	73.5
ROE (%)	28.7	13.9	26.3	24.8	22.7
市盈率	23		21	18	16

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

## 财务摘要

百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	8,905	10,778	11,854	13,380	15,004
其中：营业收入	8,905	10,778	11,854	13,380	15,004
减：营业成本	2,677	3,084	3,141	3,546	3,976
减：税金及附加	91	84	93	104	117
主营业务利润	6,137	7,610	8,620	9,730	10,911
减：销售费用	3,972	5,161	5,767	6,543	7,352
减：管理费用	455	366	474	535	600
减：研发费用	174	210	237	268	300
减：财务费用	-59	-36	-59	-78	-110
经营性利润	1,595	1,909	2,201	2,462	2,769
加：信用减值损失（损失以“-”填列）	-10	-5	0	0	0
加：资产减值损失（损失以“-”填列）	-108	-96	-40	0	0
加：投资收益及其他	28	84	8	8	8
营业利润	1,503	1,890	2,169	2,470	2,777
加：营业外净收入	-7	-1	-1	0	0
利润总额	1,495	1,889	2,168	2,470	2,777
减：所得税	265	304	394	426	477
净利润	1,231	1,585	1,774	2,044	2,300
少数股东损益	37	33	18	20	23
归属于母公司所有者的净利润	1,194	1,552	1,756	2,023	2,277

资料来源：公司公告，申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

## 信息披露

### 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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhy.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhy.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhy.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhy.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhy.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhy.com

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

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。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

### 法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。