

珀莱雅（603605.SH）

二季度业绩稳健增长，多品牌矩阵协同发力

优于大市

核心观点

二季度业绩稳健增长。公司 2025H1 实现营收 53.62 亿/yoy+7.21%，归母净利润 7.99 亿/yoy+13.80%；单 Q2 实现营收 30.03 亿/yoy+6.49%，归母净利润 4.08 亿/yoy+2.36%。同时公司拟每 10 股派发现金红利 8.00 元（含税），分红率接近 40%，是公司历史上最高水平。同时公司同步发布筹划发行 H 股提示性公告，主要加快海外业务发展，提升公司品牌国际知名度。

分品牌看，2025H1 主品牌珀莱雅实现营收 39.79 亿/yoy-0.08%，天猫/抖音 ROI 分别为 3.2/2.5，抖音自播/达播/其他分别占比 5.5/3.5/1，品牌持续推新夯实大单品策略，稳固龙头地位。彩棠品牌实现收入 7.05 亿/yoy+21.11%，延续高增态势，天猫/抖音 ROI 分别为 2/1.8，抖音自播/达播/其他分别占比 2/6.5/1.5，有望于明年进行全方位升级。Off&Relax、原色波塔等新兴品牌表现亮眼，分别实现收入 2.79 亿/yoy+102.52%、0.97 亿/yoy+80.18%，收入占比分别提升至 5.22%/1.81%。目前彩棠、OR 均盈利，悦芙媿略亏。分渠道看，2025H1 线上渠道实现营收 51.09 亿/yoy+9.17%，收入占比提升至 95.39%。线下渠道实现营收 2.47 亿/yoy-21.49%，占比持续下降至 4.61%。单 Q2 线上收入 28.8 亿/yoy+6.61%，线下 1.19 亿/yoy+4.15%，均保持稳健增长。

毛利率和销售费用率均有所提升。2025Q2 毛利率/净利率分别为 73.85%/14.01%，分别同比+4.25/-0.50pct，毛利率提高主要由于：1）运费费率下降；2）赠品由小样转为中样，生产环节减少灌装次数，节约包材；3）公司原料、包材采购议价能力提升。费用率方面，销售/管理/研发费用率分别同比+5.97/-0.23/0.04pct，线上投入持续加大带动销售费用率上行。营运能力方面，2025H1 存货周转天数为 82 天，同比减少 14 天；公司持续优化库存管理带动存货周转天数减少。现金流方面，2025Q2 经营性现金流净额为 6.18 亿/yoy+167.2%。公司应收增多应付减少导致经营性现金流下滑。

风险提示：宏观环境风险，新产品推出不及预期，行业竞争加剧。

投资建议：公司二季度保持稳健增长，主品牌珀莱雅保持平稳发展，通过持续推出新品巩固市场地位和线上渠道领先优势，彩棠品牌持续深耕底妆市场，成为公司第二增长曲线，新兴品牌如 Off&Relax 和原色波塔亦实现高增速并贡献显著增量，推动公司向多品牌美妆集团持续进军。考虑到公司加大主品牌产品推新力度，以及未来新品牌持续孵化下，相关营销投放预计有所提升，我们略下调 2025-2027 年归母净利润至 17.66/19.33/20.65（原值为 18.69/21.44/23.88）亿，对应 PE 为 21/19/18x，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	8,905	10,778	11,873	12,769	13,450
(+/-%)	39.5%	21.0%	10.2%	7.6%	5.3%
净利润(百万元)	1194	1552	1766	1933	2065
(+/-%)	46.1%	30.0%	13.8%	9.5%	6.8%
每股收益(元)	3.01	3.92	4.45	4.87	5.20
EBIT Margin	17.2%	17.4%	17.7%	17.9%	18.0%
净资产收益率 (ROE)	27.4%	28.7%	27.3%	25.4%	23.3%
市盈率 (PE)	30.6	23.5	20.7	18.9	17.7
EV/EBITDA	24.4	19.6	18.0	16.6	15.7
市净率 (PB)	8.39	6.75	5.65	4.79	4.12

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

美容护理·化妆品

证券分析师：张峻豪

021-60933168

zhangjh@guosen.com.cn

S0980517070001

证券分析师：柳旭

0755-81981311

liuxu1@guosen.com.cn

S0980522120001

证券分析师：孙乔容若

021-60375463

sunqiaorongruo@guosen.com.cn

S0980523090004

基础数据

投资评级

优于大市(维持)

合理估值

收盘价

91.99 元

总市值/流通市值

36429/36373 百万元

52 周最高价/最低价

121.10/73.73 元

近 3 个月日均成交额

491.25 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《珀莱雅（603605.SH）——一季度归母净利润同比增长 29%，毛销差持续提升彰显经营质量》——2025-04-28

《珀莱雅（603605.SH）——三季度归母净利润同比增长 21%，美妆集团化之路稳步推进》——2024-10-25

《珀莱雅（603605.SH）——上半年归母净利润同比增长 40%，进一步夯实国货美妆龙头地位》——2024-08-28

《珀莱雅（603605.SH）——一季度归母净利润同比增长 46%，全品类多品牌布局日趋成熟》——2024-04-19

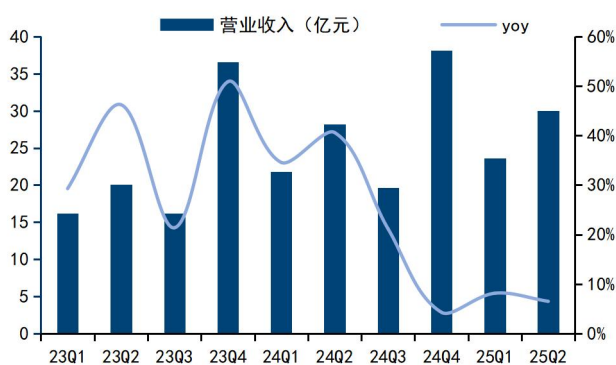
《珀莱雅（603605.SH）——三季度淡季实现稳定增长，期待双 11 大促积极发力》——2023-10-24

公司 2025H1 实现营收 53.62 亿/yoy+7.21%，归母净利润 7.99 亿/yoy+13.80%；单 Q2 实现营收 30.03 亿/yoy+6.49%，归母净利润 4.08 亿/yoy+2.36%。同时公司拟每 10 股派发现金红利 8.00 元（含税），分红率接近 40%，是公司历史上最高水平。同时公司同步发布筹划发行 H 股提示性公告，主要加快海外业务发展，提升公司品牌国际知名度。

分品牌看，2025H1 主品牌珀莱雅实现营收 39.79 亿/yoy-0.08%，天猫/抖音 ROI 分别为 3.2/2.5，抖音自播/达播/其他分别占比 5.5/3.5/1，品牌持续推新夯实大单品策略，稳固龙头地位。彩棠品牌实现收入 7.05 亿/yoy+21.11%，延续高增态势，天猫/抖音 ROI 分别为 2/1.8，抖音自播/达播/其他分别占比 2/6.5/1.5，有望于明年进行全方位升级。Off&Relax、原色波塔等新兴品牌表现亮眼，分别实现收入 2.79 亿/yoy+102.52%、0.97 亿/yoy+80.18%，收入占比分别提升至 5.22%/1.81%，后续 OR 预计后续在稳固洗发水基本盘的同时，加大防脱以及香氛系类的推广。目前彩棠、OR 均盈利，悦芙媞略亏。

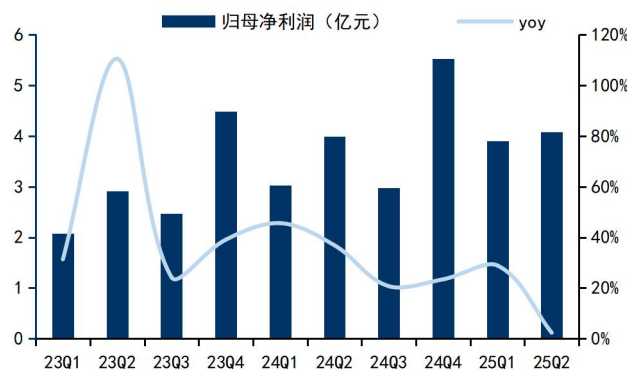
分渠道看，2025H1 线上渠道实现营收 51.09 亿/yoy+9.17%，收入占比提升至 95.39%。线下渠道实现营收 2.47 亿/yoy-21.49%，占比持续下降至 4.61%。单 Q2 线上收入 28.8 亿/yoy+6.61%，线下 1.19 亿/yoy+4.15%，均保持稳健增长。

图1：公司营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

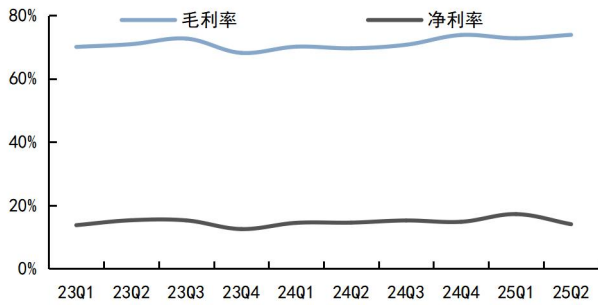
图2：公司归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

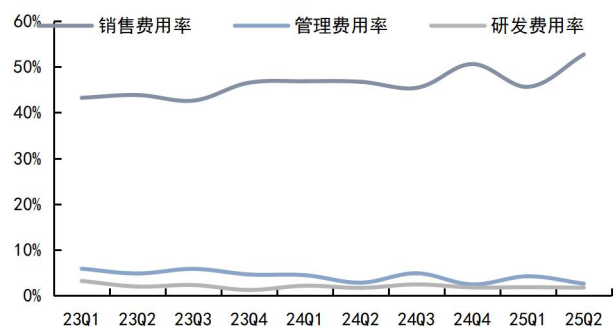
盈利能力方面，2025Q2 毛利率/净利率分别为 73.85%/14.01%，分别同比+4.25/-0.50pct，毛利率提高主要由于：1）运费费率下降；2）受买赠机制影响，赠品由小样转为中样，生产环节减少灌装次数，节约包材；3）公司原料、包材采购议价能力提升。费用率方面，销售/管理/研发费用率分别 52.70%/2.60%/1.73%，分别同比+5.97/-0.23/0.04pct，线上投入持续加大带动销售费用率上行。

图3：公司毛利率及净利率情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

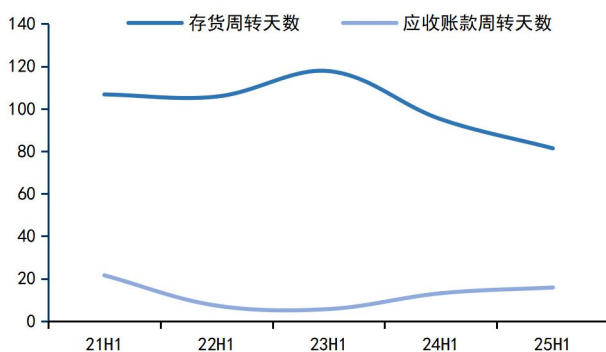
图4：公司费用率情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

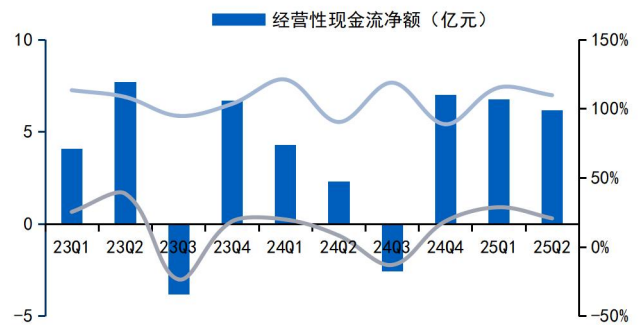
营运能力方面，2025H1 存货周转天数为 82 天，同比减少 14 天；应收账款周转天数为 16 天，同比增加 3 天。公司持续优化库存管理带动存货周转天数减少。**现金流方面**，2025Q2 经营性现金流净额为 6.18 亿/yoy+167.2%。公司应收增多应付减少导致经营性现金流下滑。

图5：公司存货周转天数及应收账款周转天数



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：公司现金流情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议：公司二季度保持稳健增长，主品牌珀莱雅保持平稳发展，通过持续推出新品巩固市场地位和线上渠道领先优势，彩棠品牌持续深耕底妆市场，成为公司第二增长曲线，新兴品牌如 Off&Relax 和原色波塔亦实现高增速并贡献显著增量，推动公司向多品牌美妆集团持续进军。考虑到公司加大主品牌产品推新力度，以及未来新品牌持续孵化下，相关营销投放预计有所提升，我们略下调 2025-2027 年归母净利润至 17.66/19.33/20.65（原值为 18.69/21.44/23.88）亿，对应 PE 分别为 21/19/18x，维持“优于大市”评级。

表1：可比公司估值表

代码	公司简称	股价 (2025-08-26)	总市值 亿元	EPS				PE			ROE (%)		PEG	投资评级
				24A	25E	26E	27E	24A	25E	26E	27E	(24A)	(25E)	
603605.SH	珀莱雅	91.99	364	3.92	4.45	4.87	5.20	21.63	20.67	18.89	17.68	28.73	1.52	优于大市
600315.SH	上海家化	26.35	177	-1.24	0.64	0.75	0.86	-13.64	40.89	35.13	30.49	-12.45	0.27	优于大市

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	4011	4082	5803	6828	7942	营业收入	8905	10778	11873	12769	13450
应收款项	427	528	488	525	553	营业成本	2677	3084	3099	3294	3457
存货净额	797	661	933	990	1037	营业税金及附加	91	84	104	112	118
其他流动资产	310	342	831	894	942	销售费用	3972	5161	5948	6436	6792
流动资产合计	5545	5613	8055	9236	10473	管理费用	455	366	392	413	421
固定资产	879	982	1070	1151	1219	研发费用	174	210	226	232	242
无形资产及其他	405	429	413	397	381	财务费用	(59)	(36)	(93)	(124)	(150)
投资性房地产	381	395	395	395	395	投资收益	(17)	(2)	3	3	3
长期股权投资	114	111	231	351	471	资产减值及公允价值变动	(108)	(96)	10	10	10
资产总计	7323	7530	10164	11530	12939	其他收入	(140)	(131)	(226)	(232)	(242)
短期借款及交易性金融负债	204	3	200	200	200	营业利润	1503	1890	2209	2418	2583
应付款项	1055	676	1145	1215	1272	营业外净收支	(7)	(1)	0	0	0
其他流动负债	861	533	1413	1517	1595	利润总额	1495	1889	2209	2418	2583
流动负债合计	2120	1213	2757	2932	3068	所得税费用	265	304	404	443	473
长期借款及应付债券	753	780	780	780	780	少数股东损益	37	33	39	43	46
其他长期负债	49	51	51	51	51	归属于母公司净利润	1194	1552	1766	1933	2065
长期负债合计	803	831	831	831	831	现金流量表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	2923	2044	3589	3764	3899	净利润	1194	1552	1766	1933	2065
少数股东权益	51	84	113	145	179	资产减值准备	(51)	(23)	14	7	7
股东权益	4350	5402	6461	7621	8860	折旧摊销	81	94	126	140	152
负债和股东权益总计	7323	7530	10164	11530	12939	公允价值变动损失	108	96	(10)	(10)	(10)
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	财务费用	(59)	(36)	(93)	(124)	(150)
每股收益	3.01	3.92	4.45	4.87	5.20	营运资本变动	(33)	(739)	642	25	20
每股红利	1.03	0.94	1.78	1.95	2.08	其它	76	48	16	25	27
每股净资产	10.96	13.63	16.28	19.21	22.33	经营活动现金流	1374	1028	2552	2119	2261
ROIC	27.74%	28.38%	35%	49%	52%	资本开支	0	(59)	(201)	(201)	(201)
ROE	27.45%	28.73%	27%	25%	23%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	70%	71%	74%	74%	74%	投资活动现金流	25	(57)	(321)	(321)	(321)
EBIT Margin	17%	17%	18%	18%	18%	权益性融资	1	0	0	0	0
EBITDA Margin	18%	18%	19%	19%	19%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	39%	21%	10%	8%	5%	支付股利、利息	(407)	(371)	(706)	(773)	(826)
净利润增长率	46%	30%	14%	9%	7%	其它融资现金流	264	(159)	197	0	0
资产负债率	41%	28%	36%	34%	32%	融资活动现金流	(549)	(901)	(510)	(773)	(826)
股息率	1.1%	1.0%	1.9%	2.1%	2.3%	现金净变动	850	71	1721	1025	1114
P/E	30.6	23.5	20.7	18.9	17.7	货币资金的期初余额	3161	4011	4082	5803	6828
P/B	8.4	6.7	5.6	4.8	4.1	货币资金的期末余额	4011	4082	5803	6828	7942
EV/EBITDA	24.4	19.6	18.0	16.6	15.7	企业自由现金流	0	868	2284	1827	1948
						权益自由现金流	0	709	2557	1928	2071

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 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。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

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。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。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032