

珀莱雅 (603605.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

25H1 盈利能力稳健，多品牌矩阵优

势凸显

业绩简评

公司 8 月 26 日发布 25 年半年度报告，25H1 实现营收 53.62 亿元、同比+7.21%，归母净利润 7.99 亿元、同比+13.80%。其中 25Q2 收入/归母净利润 30.03/4.08 亿元，同比 +6.4%/+2.36%。

经营分析

毛利率显著提升，盈利能力保持稳健。25H1 毛利率 73.38%，同比 +3.56pct，主要系运费费率下降、买赠机制优化及原料包材采购议价能力提升等降本增效措施显现成效。25H1 销售费用率 49.59%，同比+2.81pct，主要系 618 期间新品推广及新代言人宣传投入加大。受益于毛利率提升，归母净利率达 14.80%，同比提升 1.22pct。珀莱雅业绩平稳，彩棠增长稳健，OR、原色波塔高速增长，多品牌矩阵优势凸显。

(1) 分品牌：25H1 珀莱雅收入 39.79 亿元，同比-0.08%，占比 74.27%，经典大单品红宝石、双抗系列进入平稳期，但通过产品迭代（如双抗精华 4.0 升级为美白特证版）和新品类拓展（如防晒、护肤型底妆）维持品牌势能；彩棠收入 7.05 亿元、同比+21.11%，持续巩固“专业化妆师”品牌定位，底妆品类（小圆管粉底液、妆前乳）表现优异，位居天猫国货第一；OR 收入 0.97 亿元，同比 +102.52%，深化“亚洲头皮健康养护专家”形象，防脱育发系列成为第二增长曲线，618 期间天猫成交额同比增长 110% 以上；原色波塔收入 0.97 亿元，同比 +80.18%，从“眼部专家”向“均衡型潮流彩妆品牌”转型，底妆线与色彩线实现快速增长；悦芙媞收入 1.66 亿元，同比+3.31%，定位“年轻肌功效专研”，产品线向“修红修护”功效进阶。

(2) 分品类：25H1 护肤类/彩妆类/洗护类收入 41.99/8.37/3.2 亿，同比 +0.20%/+25.79%/+131.25%。

盈利预测、估值与评级

国货美妆龙头地位稳固，H 股上市计划开启本土品牌全球化进程。我们预计公司 25-27 年收入 124.1/140.9/158.5 亿元，同比 +15.2%/+13.5%/+12.5%，归母净利润 18.66/21.95/25.30 亿元，同比 +20.23%/+17.65%/+15.24%，维持“买入”评级。

风险提示

新品孵化/渠道拓展/营销投放不及预期，行业竞争加剧

国金证券研究所

分析师：杨欣（执业 S1130522080010）

yangxin1@gjzq.com.cn

分析师：赵中平（执业 S1130524050003）

zhaozhongping@gjzq.com.cn

分析师：杨雨钦（执业 S1130524110005）

yangyuqin@gjzq.com.cn

市价（人民币）：91.99 元

相关报告：

1. 《珀莱雅业绩点评：1Q25 盈利表现超预期，多品牌、多品类战略持...》，2025.4.26
2. 《珀莱雅点评：淡季业绩稳健增长、符合预期，发力多品牌、多品类》，2024.10.26
3. 《珀莱雅 2Q24 点评：业绩继续超预期，大单品+品牌矩阵引领高质...》，2024.8.28



公司基本情况（人民币）

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	8,905	10,778	12,414	14,088	15,852
营业收入增长率	39.45%	21.04%	15.17%	13.49%	12.52%
归母净利润(百万元)	1,194	1,552	1,866	2,195	2,530
归母净利润增长率	46.06%	30.00%	20.23%	17.65%	15.24%
摊薄每股收益(元)	3.009	3.917	4.712	5.544	6.389
每股经营性现金流净额	3.70	2.79	6.43	6.16	6.99
ROE(归属母公司)(摊薄)	27.45%	28.73%	28.61%	28.01%	27.04%
P/E	33.03	21.63	19.52	16.59	14.40
P/B	9.07	6.21	5.59	4.65	3.89

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	6,385	8,905	10,778	12,414	14,088	15,852
增长率		39.5%	21.0%	15.2%	13.5%	12.5%
主营业务成本	-1,935	-2,677	-3,084	-3,377	-3,776	-4,217
%销售收入	30.3%	30.1%	28.6%	27.2%	26.8%	26.6%
毛利	4,451	6,227	7,695	9,037	10,312	11,635
%销售收入	69.7%	69.9%	71.4%	72.8%	73.2%	73.4%
营业税金及附加	-56	-91	-84	-99	-113	-127
%销售收入	0.9%	1.0%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
销售费用	-2,786	-3,972	-5,161	-6,021	-6,818	-7,672
%销售收入	43.6%	44.6%	47.9%	48.5%	48.4%	48.4%
管理费用	-327	-455	-366	-422	-465	-507
%销售收入	5.1%	5.1%	3.4%	3.4%	3.3%	3.2%
研发费用	-128	-174	-210	-248	-282	-317
%销售收入	2.0%	1.9%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
息税前利润 (EBIT)	1,153	1,535	1,873	2,247	2,634	3,012
%销售收入	18.1%	17.2%	17.4%	18.1%	18.7%	19.0%
财务费用	41	59	36	65	95	125
%销售收入	-0.6%	-0.7%	-0.3%	-0.5%	-0.7%	-0.8%
资产减值损失	-170	-118	-101	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	-6	-17	-2	-5	-16	-10
%税前利润	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
营业利润	1,058	1,503	1,890	2,347	2,754	3,167
%营业收入	16.6%	16.9%	17.5%	18.9%	19.5%	20.0%
营业外收支	-3	-7	-1	0	0	0
税前利润	1,054	1,495	1,889	2,347	2,754	3,167
利润率	16.5%	16.8%	17.5%	18.9%	19.5%	20.0%
所得税	-223	-265	-304	-446	-523	-602
所得税率	21.1%	17.7%	16.1%	19.0%	19.0%	19.0%
净利润	831	1,231	1,585	1,901	2,230	2,565
少数股东损益	14	37	33	35	35	35
归属于母公司的净利润	817	1,194	1,552	1,866	2,195	2,530
净利率	12.8%	13.4%	14.4%	15.0%	15.6%	16.0%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	831	1,231	1,585	1,901	2,230	2,565
少数股东损益	14	37	33	35	35	35
非现金支出	259	215	220	112	114	117
非经营收益	2	-42	-34	41	51	45
营运资金变动	19	65	-665	495	45	43
经营活动现金净流	1,111	1,469	1,107	2,549	2,440	2,770
资本开支	-167	-179	-292	-185	-185	-185
投资	-131	-10	0	0	0	0
其他	0	-286	-973	-5	-16	-10
投资活动现金净流	-298	-476	-1,265	-190	-201	-195
股权募资	166	0	0	0	0	0
债权募资	0	0	-200	0	0	0
其他	-231	-460	-558	-782	-914	-1,047
筹资活动现金净流	-65	-460	-758	-782	-914	-1,047
现金净流量	747	534	-917	1,577	1,326	1,528

资产负债表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	3,161	4,011	4,082	5,656	6,979	8,505
应收款项	176	434	528	514	579	651
存货	669	797	661	786	879	982
其他流动资产	141	303	342	286	314	345
流动资产	4,147	5,545	5,613	7,242	8,752	10,484
%总资产	71.8%	75.7%	74.5%	78.4%	80.9%	83.1%
长期投资	354	287	246	246	246	246
固定资产	778	879	982	1,032	1,077	1,117
%总资产	13.5%	12.0%	13.0%	11.2%	10.0%	8.9%
无形资产	439	472	500	523	550	578
非流动资产	1,631	1,778	1,917	1,990	2,061	2,129
%总资产	28.2%	24.3%	25.5%	21.6%	19.1%	16.9%
资产总计	5,778	7,323	7,530	9,232	10,813	12,613
短期借款	203	204	3	3	3	3
应付款项	761	1,211	768	1,123	1,257	1,405
其他流动负债	464	705	441	636	729	827
流动负债	1,428	2,120	1,213	1,762	1,990	2,235
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	813	803	831	829	829	831
负债	2,241	2,923	2,044	2,591	2,819	3,067
普通股股东权益	3,524	4,350	5,402	6,522	7,839	9,357
其中：股本	284	397	396	396	396	396
未分配利润	2,300	3,040	4,233	5,353	6,670	8,188
少数股东权益	13	51	84	119	154	189
负债股东权益合计	5,778	7,323	7,530	9,232	10,813	12,613

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	2.883	3.009	3.917	4.712	5.544	6.389
每股净资产	12.431	10.963	13.633	16.469	19.795	23.628
每股经营现金净流	3.919	3.702	2.794	6.432	6.159	6.991
每股股利	0.860	0.870	1.290	1.884	2.216	2.554
回报率						
净资产收益率	23.19%	27.45%	28.73%	28.61%	28.01%	27.04%
总资产收益率	14.15%	16.30%	20.61%	20.21%	20.30%	20.06%
投入资本收益率	20.28%	23.59%	25.07%	24.51%	24.31%	23.62%
增长率						
主营业务收入增长率	37.82%	39.45%	21.04%	15.17%	13.49%	12.52%
EBIT 增长率	57.26%	33.15%	22.01%	19.95%	17.25%	14.33%
净利润增长率	41.88%	46.06%	30.00%	20.23%	17.65%	15.24%
总资产增长率	24.71%	26.74%	2.83%	22.60%	17.12%	16.65%
资产管理能力						
应收账款周转天数	6.9	9.2	14.6	14.6	14.5	14.5
存货周转天数	105.4	99.9	86.3	85.0	85.0	85.0
应付账款周转天数	83.0	101.8	100.3	100.0	100.0	100.0
固定资产周转天数	32.6	33.9	30.7	26.2	22.6	19.5
偿债能力						
净负债/股东权益	-63.15%	-69.40%	-60.13%	-73.37%	-77.51%	-80.89%
EBIT 利息保障倍数	-28.1	-26.0	-52.3	-34.6	-27.7	-24.1
资产负债率	38.78%	39.91%	27.14%	28.07%	26.08%	24.31%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	5	16	31	86
增持	0	0	1	3	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.06	1.09	1.00

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2023-08-30	买入	99.30	N/A
2	2023-09-06	买入	113.12	N/A
3	2023-10-23	买入	95.99	N/A
4	2024-04-19	买入	103.46	N/A
5	2024-08-28	买入	84.65	N/A
6	2024-10-26	买入	95.27	N/A
7	2025-04-26	买入	84.71	N/A

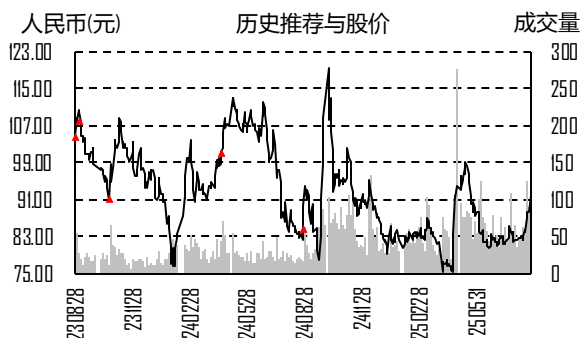
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806