

# Q2 业绩稳健增长，筹划 H 股上市加快全球化布局

## 珀莱雅(603605)

评级:	买入	股票代码:	603605
上次评级:	买入	52 周最高价/最低价:	121.1/73.73
目标价格:		总市值(亿)	336.64
最新收盘价:	85.01	自由流通市值(亿)	336.13
		自由流通股数(百万)	395.41

### 事件概述

公司发布 2025 半年报，2025H1 公司实现营收 53.62 亿元，同比增长 7.21%；归母净利润 7.99 亿元，同比增长 13.80%；扣非后净利为 7.71 亿元，同比增长 13.49%。单季度看，2025Q2 公司实现营收为 30.03 亿元，同比增长 6.49%；实现归母净利润为 4.08 亿元，同比增长 2.36%；扣非后归母净利润为 3.92 亿元，同比增长 1.21%。2025H1 分红，拟每股派发现金红利（含税）0.8 元，分红率达 39.48%。

另公司发布关于筹划发行 H 股股票并在港交所上市的提示性公告，为加快公司的国家化战略和海外业务发展，增强公司的境外融资能力，进一步提高公司的综合竞争力，公司拟发行 H 股筹划在港交所挂牌上市。

### 分析判断：

#### ► 收入端：洗护/彩妆增速亮眼，护肤类 ASP 环比提升

分品类看彩妆、洗护类延续高增长。2025Q2 公司护肤类产品（含洁肤）实现营收 41.99 亿元（+0.2%）；美容彩妆/洗护类产品分别实现营收 8.37/3.20 亿元，分别同比增长 25.79%/131.25%。ASP 变动看，2025Q2 公司护肤类产品均价 75.70 元/支，同比-1.37%，环比+2.83%，护肤类（含洁肤）产品均价环比提升系大促期间单价较高的大单品（精华、面霜类）销售占比变动所致。美容彩妆类均价 90.69 元/支，同比-8.14%，环比-3.14%，美容彩妆产品均价下降系美容彩妆类品牌原色波塔销售占比增加，其售价低于美容彩妆类产品平均售价；洗护类均价 113.16 元/支，同比+5.72%，环比+20.70%，洗护类产品均价同环比均上升系单价较高的大单品（精华、精油类）销售占比变动所致。

分品牌看，2025H1 珀莱雅/彩棠/OR/悦芙媞/原色波塔/其他品牌分别实现收入 39.79/7.05/2.79/1.66/0.97/1.30 亿元，分别同比-0.08%/+21.11%/+102.52%/+3.31%/+80.18%/+65.97%。分渠道看，线上/线下分别实现收入 51.09/2.47 亿元，分别同比+9.17%/-21.49%。2025H1 公司坚定 6\*N 战略，持续提升公司大单品产品力，打造与优化核心大单品矩阵，强化品牌张力，提升品牌生命力，形成以护肤、彩妆、个护领域为雏形的品牌矩阵。2025 年 618 期间珀莱雅天猫旗舰店成交金额获天猫美妆排名第一，抖音平台上珀莱雅品牌成交额获抖音美妆排名第二，京东平台上珀莱雅品牌成交额获京东美妆排名第五，国货排名第一。

#### ► 利润端：毛利率同比提升明显，品牌建设费用投放增加致净利率下降

2025Q2 公司毛利率为 73.85%（同比+4.25pct，环比+1.07pct），我们预计系产品均价提升叠加降本增效带来毛利率提升。期间费率 56.62%（同比+5.90pct，环比+5.41pct），具体管理费率 2.60%（同比-0.23pct，环比-1.62pct）、销售费率 52.70%（同比+5.97pct，环比+7.07pct）（销售费率提升系形象宣传推广费增加）、财务费率-0.41%（同比+0.12pct，环比+0.06pct），研发费率 1.73%（同比+0.04pct，环比-0.10pct）。综合作用下 2025Q2 净利率达到 14.01%（同比-0.5pct，环比-3.18pct）。

### 投资建议

公司大单品战略持续推进有效，对红宝石系列、源力系列等明星产品进行升级，新品稳步推进，我们维持此前

盈利预测，预计 2025-2027 年公司收入为 123.95/141.30/158.26 亿元，归母净利润为 18.49/21.28/24.36 亿元，EPS 4.67/5.37/6.15 元。对应 2025 年 8 月 27 日 85.01 元/股收盘价，PE 分别为 18/16/14 倍，维持公司“买入”评级。

### 风险提示

1) 宏观经济景气度不及预期，2) 行业竞争加剧，3) 新产品推广不及预期，4) 筹划 H 股上市尚未完成，存在不确定性。

### 盈利预测与估值

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	8,905	10,778	12,395	14,130	15,826
YoY (%)	39.5%	21.0%	15.0%	14.0%	12.0%
归母净利润(百万元)	1,194	1,552	1,849	2,128	2,436
YoY (%)	46.1%	30.0%	19.2%	15.1%	14.5%
毛利率 (%)	69.9%	71.4%	71.3%	71.3%	71.4%
每股收益 (元)	3.01	3.93	4.67	5.37	6.15
ROE	27.4%	28.7%	25.4%	22.6%	20.5%
市盈率	28.24	21.63	18.22	15.83	13.83

资料来源：wind, 华西证券研究所

分析师：刘文正

邮箱：liuwz1@hx168.com.cn

SAC NO: S1120524120007

联系电话：

分析师：徐林锋

邮箱：xulf@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519080002

联系电话：

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	10,778	12,395	14,130	15,826	净利润	1,585	1,907	2,194	2,511
YoY (%)	21.0%	15.0%	14.0%	12.0%	折旧和摊销	119	126	139	137
营业成本	3,084	3,560	4,054	4,528	营运资金变动	-665	1,055	-196	-133
营业税金及附加	84	99	113	127	经营活动现金流	1,107	3,179	2,236	2,587
销售费用	5,161	5,702	6,486	7,248	资本开支	-292	-288	-324	-171
管理费用	366	521	593	665	投资	0	-5	-5	-5
财务费用	-36	0	0	0	投资活动现金流	-1,265	-340	-356	-176
研发费用	210	223	259	293	股权募资	0	4	0	0
资产减值损失	-96	-50	-50	-50	债务募资	-200	-1	0	0
投资收益	-2	-24	-28	0	筹资活动现金流	-758	-5	0	0
营业利润	1,890	2,271	2,613	2,991	现金净流量	-917	2,835	1,880	2,410
营业外收支	-1	-1	-1	-1					
利润总额	1,889	2,270	2,611	2,989	<b>主要财务指标</b>	<b>2024A</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>
所得税	304	363	418	478	<b>成长能力 (%)</b>				
净利润	1,585	1,907	2,194	2,511	营业收入增长率	21.0%	15.0%	14.0%	12.0%
归属于母公司净利润	1,552	1,849	2,128	2,436	净利润增长率	30.0%	19.2%	15.1%	14.5%
YoY (%)	30.0%	19.2%	15.1%	14.5%	<b>盈利能力 (%)</b>				
每股收益	3.93	4.67	5.37	6.15	毛利率	71.4%	71.3%	71.3%	71.4%
					净利率	14.4%	14.9%	15.1%	15.4%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2024A</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	总资产收益率 ROA	20.6%	17.6%	16.3%	15.5%
货币资金	4,082	6,917	8,797	11,207	净资产收益率 ROE	28.7%	25.4%	22.6%	20.5%
预付款项	224	210	254	285	<b>偿债能力 (%)</b>				
存货	661	714	1,035	1,073	流动比率	4.63	3.71	4.10	4.95
其他流动资产	646	554	701	780	速动比率	3.80	3.25	3.57	4.40
流动资产合计	5,613	8,394	10,787	13,344	现金比率	3.37	3.06	3.34	4.16
长期股权投资	111	111	111	111	资产负债率	27.1%	29.4%	26.4%	22.4%
固定资产	907	978	1,071	1,014	<b>经营效率 (%)</b>				
无形资产	429	469	519	569	总资产周转率	1.45	1.37	1.20	1.10
非流动资产合计	1,917	2,109	2,297	2,335	<b>每股指标 (元)</b>				
资产合计	7,530	10,503	13,084	15,680	每股收益	3.93	4.67	5.37	6.15
短期借款	0	0	0	0	每股净资产	13.63	18.36	23.78	29.98
应付账款及票据	676	1,118	1,342	1,281	每股经营现金流	2.79	8.02	5.64	6.53
其他流动负债	536	1,145	1,288	1,413	每股股利	1.19	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	1,213	2,263	2,630	2,695	<b>估值分析</b>				
长期借款	0	0	0	0	PE	21.63	18.22	15.83	13.83
其他长期负债	831	823	823	823	PB	6.21	4.61	3.56	2.83
非流动负债合计	831	823	823	823					
负债合计	2,044	3,086	3,453	3,518					
股本	396	396	396	396					
少数股东权益	84	141	207	283					
股东权益合计	5,486	7,417	9,631	12,162					
负债和股东权益合计	7,530	10,503	13,084	15,680					

资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

### 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。