

2025 年 08 月 28 日

投资评级： 买入（维持）

证券分析师

丁一

SAC: S1350524040003

dingyi@huayuanstock.com

联系人

王悦

wangyue03@huayuanstock.com

市场表现：

基本数据	2025 年 08 月 27 日
收盘价（元）	85.01
一年内最高/最低（元）	121.10/73.73
总市值（百万元）	33,664.40
流通市值（百万元）	33,613.39
总股本（百万股）	396.01
资产负债率（%）	29.55
每股净资产（元/股）	14.32
资料来源：聚源数据	

珀莱雅(603605.SH)

——25H1 归母净利润增长 13.8% OR 品牌增势亮眼

投资要点：

- **事件：**25H1 公司实现总营业收入 53.62 亿元，同比增长 7.21%；利润总额达到 9.98 亿元，同比增长 11.43%；实现归母净利润 7.99 亿元，同比增长 13.8%。
- **持续打造核心大单品矩阵，形成以护肤、彩妆、个护领域为雏形的品牌矩阵。**拆分品牌来看，25H1 珀莱雅收入 39.79 亿(yoy-0.08%)，占比 74.3%；彩棠收入 7.05 亿(yoy+21.1%)，占比 13.2%；OR 收入 2.79 亿(yoy+102.5%)，悦芙媞收入 1.66 亿(yoy+3.3%)，原色波塔收入 0.97 亿(yoy+80.2%)，其他品牌收入 1.30 亿(yoy+66.0%)。主品牌方面，珀莱雅开发紧密围绕“深度贴近消费者需求”的核心策略，在“科学护肤”定位下持续创新，聚焦复合型需求、高增长需求、医美趋势融合及护肤型底妆突破四大方向，推动产品矩阵升级。此外，OR 品牌销售增势表现较好，25H1 持续深化“亚洲头皮健康养护专家”形象，通过扩张多维产品上新矩阵，提升品牌专业心智，强化产品海内外市场渗透；同步以“季节限定香氛洗护系列”逐步构建品牌的香氛疗愈心智，提升品牌的差异化竞争力。2025H1OR 天猫双店成交金额获天猫美护发行业(剔除染烫造型)排名第 6，国货位居第 2，成交金额同比大增 130%+。
- **25H1 盈利能力有所改善，销售费用率小幅增长。**25H1 公司毛利率同比+3.6pct 至 73.4%，主要系公司降本增效,其中销售费用率/管理费用率/研发费用率分别同比+2.8pct/-0.2pct/-0.1pct 至 49.6%/3.3%/1.8%，销售费用率提升主因系加大形象宣传推广费。净利率方面，25H1 归母净利率同比+0.9pct 至 14.9%，其提升原因系毛利率有所提升，公司盈利能力有所改善。
- **盈利预测与评级：**我们预计公司 2025–2027 年实现归母净利润 17.9/19.9/21.8 亿元，同比增速分别为 16%/11%/9%，当前股价对应的 PE 分别为 19/17/15 倍。我们看好公司大单品策略成效显著，持续提升品牌价值，主品牌珀莱雅成长路径清晰，子品牌增势良好，强运营能力驱动多渠道发力，管理层组织效率及管理能力较为优异，公司成长逻辑清晰，业绩增长空间较大，维持“买入”评级。
- **风险提示。**化妆品行业竞争加剧风险；电商渠道竞争加剧风险；新品孵化风险。

盈利预测与估值（人民币）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	8,905	10,778	12,328	13,762	15,108
同比增长率（%）	39.45%	21.04%	14.37%	11.63%	9.79%
归母净利润（百万元）	1,194	1,552	1,793	1,994	2,183
同比增长率（%）	46.06%	30.00%	15.54%	11.17%	9.48%
每股收益（元/股）	3.01	3.92	4.53	5.03	5.51
ROE（%）	27.45%	28.73%	27.69%	25.99%	24.31%
市盈率（P/E）	28.20	21.69	18.77	16.89	15.42

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

附录：财务预测摘要
资产负债表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	4,082	5,160	6,238	7,411
应收票据及账款	518	507	528	538
预付账款	224	253	264	281
其他应收款	10	17	38	83
存货	661	617	631	630
其他流动资产	118	123	137	151
流动资产总计	5,613	6,677	7,836	9,094
长期股权投资	111	125	139	153
固定资产	922	917	955	1,034
在建工程	75	150	175	150
无形资产	429	474	581	747
长期待摊费用	70	60	48	33
其他非流动资产	310	395	476	487
非流动资产合计	1,917	2,121	2,374	2,605
资产总计	7,530	8,798	10,209	11,698
短期借款	0	60	120	180
应付票据及账款	676	712	768	802
其他流动负债	536	593	634	673
流动负债合计	1,213	1,365	1,521	1,655
长期借款	791	788	799	791
其他非流动负债	40	42	46	51
非流动负债合计	831	830	845	842
负债合计	2,044	2,196	2,366	2,497
股本	396	396	396	396
资本公积	847	847	847	847
留存收益	4,159	5,234	6,429	7,737
归属母公司权益	5,402	6,477	7,671	8,979
少数股东权益	84	126	172	222
股东权益合计	5,486	6,602	7,843	9,201
负债和股东权益合计	7,530	8,798	10,209	11,698

现金流量表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
税后经营利润	1,585	1,786	1,991	2,184
折旧与摊销	119	135	151	173
财务费用	-36	17	16	14
投资损失	2	6	6	6
营运资金变动	-675	107	16	-12
其他经营现金流	110	40	42	43
经营性现金净流量	1,107	2,090	2,221	2,408
投资性现金净流量	-1,265	-334	-399	-399
筹资性现金净流量	-758	-678	-744	-836
现金流量净额	-917	1,078	1,078	1,173

利润表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	10,778	12,328	13,762	15,108
营业成本	3,084	3,466	3,838	4,180
税金及附加	84	110	123	135
销售费用	5,161	5,794	6,509	7,192
管理费用	366	407	454	499
研发费用	210	247	275	302
财务费用	-36	17	16	14
资产减值损失	-96	-123	-138	-151
信用减值损失	-5	-12	-11	-5
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	-2	-6	-6	-6
公允价值变动损益	0	0	0	0
资产处置收益	-1	-1	-1	-1
其他收益	86	50	50	50
营业利润	1,890	2,194	2,441	2,674
营业外收入	3	23	23	23
营业外支出	4	7	7	7
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	1,889	2,210	2,457	2,690
所得税	304	376	418	457
净利润	1,585	1,835	2,040	2,233
少数股东损益	33	41	46	50
归属母公司股东净利润	1,552	1,793	1,994	2,183
EPS(元)	3.92	4.53	5.03	5.51

主要财务比率

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营收增长率	21.04%	14.37%	11.63%	9.79%
营业利润增长率	25.78%	16.09%	11.26%	9.54%
归母净利润增长率	30.00%	15.54%	11.17%	9.48%
经营现金流增长率	-24.63%	88.78%	6.29%	8.43%
盈利能力				
毛利率	71.39%	71.88%	72.11%	72.33%
净利率	14.71%	14.88%	14.82%	14.78%
ROE	28.73%	27.69%	25.99%	24.31%
ROA	20.61%	20.38%	19.53%	18.66%
估值倍数				
P/E	21.69	18.77	16.89	15.42
P/S	3.12	2.73	2.45	2.23
P/B	6.29	5.24	4.42	3.77
股息率	1.39%	2.13%	2.37%	2.60%
EV/EBITDA	17	15	13	12

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等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或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。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修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的 6 个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在 20% 以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在 5% ~ 20% 之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在 -5% ~ +5% 之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于 -5% 及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的 6 个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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。

本报告采用的基准指数：A 股市场（北交所除外）基准为沪深 300 指数，北交所市场基准为北证 50 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数，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）。