

珀莱雅 (603605.SH)

2025H1 业绩稳健增长，稳步打造多品牌矩阵

业绩稳健增长，盈利能力进一步提升。公司 2025H1 实现收入 53.6 亿元 (yoy+7.2%)，归母净利润 8.0 亿元 (yoy+13.8%)，经营性现金流 12.9 亿元 (yoy+95.34%)。2025Q2 实现收入 30.0 亿元 (同比+6.5%，环比+27.3%)；归母净利润 4.1 亿 (同比+2.4%，环比+4.6%)；扣非归母净利润 3.9 亿 (同比+1.2%，环比+3.4%)。盈利能力方面，2025H1 毛利率为 73.4% (+3.6pcts)，毛利率上涨主要系降本增效显著：①客单价进一步提升；②运费费率下降，买赠机制优化；③采购议价能力提升。费用率方面，销售/管理/研发费用率 49.6%/3.3%/1.8% (同比+2.8/-0.2/-0.1pcts)，综合带动公司归母净利率同增 0.9pcts 至 14.9%。

主品牌稳步提升品牌力，子品牌聚焦细分赛道贡献增量。2025 上半年分品牌来看：1) 主品牌珀莱雅：收入 39.79 亿元 (yoy-0.08%)，占比 74.3%。品牌聚焦复合型需求、高增长需求、医美融合及护肤型底妆四大方向升级产品矩阵，如 4 月上新美白特证的双抗系列产品，防晒“超膜银管”聚焦防晒+修护功效，结合代言人宣传实现高曝光，稳步提升品牌力；2) 彩棠：收入 7.05 亿元 (yoy+21.11%)，聚焦中式美学，强化底妆产品线，稳固现有爆款单品 (如妆前乳、修容盘、彩妆系列)，并扩充新品 (如粉膏、蜜粉饼等)，对新锐白领人群，二线城市高消费人群等持续扩展渗透；3) OR：收入 2.79 亿元 (yoy+102.52%)，加大洗发线大单品渗透并重点布局防脱精华，天猫/抖音渠道上半年均实现亮眼增长；4) 其他：悦芙媞收入 1.66 亿元 (yoy+3.31%)；原色波塔收入 0.97 亿元 (yoy+80.18%)。

线上加强精细化运营，线下协同提升品牌形象。2025 上半年分渠道来看：1) 线上：实现收入 51.09 亿元 (yoy+9.17%)，其中直营 39.05 亿元 (yoy+4.87%)，分销 12.04 亿元 (yoy+25.91%)。优化货品策略，天猫渠道加强会员运营管理，抖音平台通过差异化的内容矩阵带动销售，优化达播结构，合作更多肩腰部达人；2) 线下：实现收入 2.47 亿元 (yoy-21.49%)，其中日化渠道 1.7 亿元 (yoy-23.54%)，拓展优质百货渠道，聚焦高端产品线，加强与新型商场集合店的战略合作，协同提升品牌形象。

盈利预测与投资建议。公司稳步进行品牌升级，多品牌矩阵卡位多个赛道打造高成长天花板，有望打造新一代平台型化妆品集团。基于上半年经营表现，我们调整预计公司 2025-2027 年营收分别为 117.4/128.0/140.0 亿元，同增分别为 8.9%/9.0%/9.4%，归母净利润分别为 17.5/19.5/21.5 亿元，同增分别为 12.8%/11.3%/10.5%，公司当前市值对应 2026 年 PE 为 17.1 倍，维持“买入”评级。

风险提示：行业竞争加剧；新品推广/子品牌孵化不达预期；产品质量管理风险。

| 财务指标 | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 (百万元) | 8,905 | 10,778 | 11,741 | 12,800 | 14,003 |
| 增长率 yoy (%) | 39.5 | 21.0 | 8.9 | 9.0 | 9.4 |
| 归母净利润 (百万元) | 1,194 | 1,552 | 1,751 | 1,948 | 2,152 |
| 增长率 yoy (%) | 46.1 | 30.0 | 12.8 | 11.3 | 10.5 |
| EPS 最新摊薄 (元/股) | 3.01 | 3.92 | 4.42 | 4.92 | 5.43 |
| 净资产收益率 (%) | 27.4 | 28.7 | 25.7 | 23.1 | 21.1 |
| P/E (倍) | 27.9 | 21.5 | 19.0 | 17.1 | 15.5 |
| P/B (倍) | 7.7 | 6.2 | 4.9 | 4.0 | 3.3 |

资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2025 年 08 月 28 日收盘价

买入 (维持)

股票信息

| | |
|------------------|-----------|
| 行业 | 化妆品 |
| 前次评级 | 买入 |
| 08 月 28 日收盘价 (元) | 84.12 |
| 总市值 (百万元) | 33,311.96 |
| 总股本 (百万股) | 396.01 |
| 其中自由流通股 (%) | 99.85 |
| 30 日日均成交量 (百万股) | 7.21 |

股价走势



作者

分析师 萧灵
执业证书编号：S0680523060002
邮箱：xiaoling@gszq.com

相关研究

- 《珀莱雅 (603605.SH)：上半年业绩稳健，董事会换届落地蓄力后续发展》 2024-09-18
- 《珀莱雅 (603605.SH)：业绩增长超预期，多品牌矩阵焕发活力》 2024-04-19
- 《珀莱雅 (603605.SH)：业绩在淡季中维持良好增长，大促有望取得亮眼表现》 2023-10-26

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

| 会计年度 | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 流动资产 | 5545 | 5613 | 7592 | 9459 | 11369 |
| 现金 | 4011 | 4082 | 5882 | 7588 | 9385 |
| 应收票据及应收账款 | 345 | 518 | 402 | 516 | 572 |
| 其他应收款 | 82 | 10 | 85 | 74 | 65 |
| 预付账款 | 203 | 224 | 205 | 244 | 263 |
| 存货 | 797 | 661 | 897 | 913 | 963 |
| 其他流动资产 | 107 | 118 | 121 | 123 | 121 |
| 非流动资产 | 1778 | 1917 | 2071 | 1960 | 1855 |
| 长期投资 | 114 | 111 | 111 | 111 | 111 |
| 固定资产 | 827 | 907 | 823 | 739 | 656 |
| 无形资产 | 405 | 429 | 409 | 389 | 368 |
| 其他非流动资产 | 433 | 469 | 727 | 720 | 720 |
| 资产总计 | 7323 | 7530 | 9663 | 11418 | 13225 |
| 流动负债 | 2120 | 1213 | 1874 | 1982 | 1974 |
| 短期借款 | 200 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付票据及应付账款 | 1055 | 676 | 936 | 1044 | 1033 |
| 其他流动负债 | 865 | 536 | 937 | 939 | 941 |
| 非流动负债 | 803 | 831 | 838 | 838 | 838 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他非流动负债 | 803 | 831 | 838 | 838 | 838 |
| 负债合计 | 2923 | 2044 | 2712 | 2821 | 2812 |
| 少数股东权益 | 51 | 84 | 125 | 174 | 224 |
| 股本 | 397 | 396 | 396 | 396 | 396 |
| 资本公积 | 864 | 847 | 847 | 847 | 847 |
| 留存收益 | 3239 | 4432 | 5868 | 7466 | 9231 |
| 归属母公司股东权益 | 4350 | 5402 | 6826 | 8424 | 10189 |
| 负债和股东权益 | 7323 | 7530 | 9663 | 11418 | 13225 |

现金流量表 (百万元)

| 会计年度 | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流 | 1469 | 1107 | 2388 | 2075 | 2199 |
| 净利润 | 1231 | 1585 | 1791 | 1997 | 2202 |
| 折旧摊销 | 96 | 119 | 112 | 111 | 104 |
| 财务费用 | 13 | 12 | 0 | 0 | 0 |
| 投资损失 | 17 | 2 | 12 | 14 | 11 |
| 营运资金变动 | 65 | -665 | 481 | -52 | -122 |
| 其他经营现金流 | 46 | 52 | -9 | 5 | 4 |
| 投资活动现金流 | -476 | -1265 | -269 | -19 | -15 |
| 资本支出 | -179 | -292 | -5 | -5 | -4 |
| 长期投资 | -10 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他投资现金流 | -286 | -973 | -264 | -14 | -11 |
| 筹资活动现金流 | -460 | -758 | -319 | -351 | -387 |
| 短期借款 | 0 | -200 | 0 | 0 | 0 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 普通股增加 | 113 | -1 | 0 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | -51 | -18 | 0 | 0 | 0 |
| 其他筹资现金流 | -523 | -540 | -319 | -351 | -387 |
| 现金净增加额 | 534 | -917 | 1800 | 1706 | 1797 |

利润表 (百万元)

| 会计年度 | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 8905 | 10778 | 11741 | 12800 | 14003 |
| 营业成本 | 2677 | 3084 | 3138 | 3433 | 3770 |
| 营业税金及附加 | 91 | 84 | 105 | 115 | 120 |
| 营业费用 | 3972 | 5161 | 5776 | 6272 | 6861 |
| 管理费用 | 455 | 366 | 376 | 397 | 420 |
| 研发费用 | 174 | 210 | 211 | 230 | 252 |
| 财务费用 | -59 | -36 | 0 | 0 | 0 |
| 资产减值损失 | -108 | -96 | 0 | 0 | 0 |
| 其他收益 | 45 | 86 | 75 | 83 | 97 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资净收益 | -17 | -2 | -12 | -14 | -11 |
| 资产处置收益 | -1 | -1 | -1 | -1 | -1 |
| 营业利润 | 1503 | 1890 | 2197 | 2421 | 2664 |
| 营业外收入 | 4 | 3 | 3 | 3 | 3 |
| 营业外支出 | 12 | 4 | 7 | 7 | 6 |
| 利润总额 | 1495 | 1889 | 2193 | 2417 | 2661 |
| 所得税 | 265 | 304 | 401 | 420 | 459 |
| 净利润 | 1231 | 1585 | 1791 | 1997 | 2202 |
| 少数股东损益 | 37 | 33 | 40 | 49 | 50 |
| 归属母公司净利润 | 1194 | 1552 | 1751 | 1948 | 2152 |
| EBITDA | 1559 | 1977 | 2305 | 2528 | 2765 |
| EPS (元/股) | 3.01 | 3.92 | 4.42 | 4.92 | 5.43 |

主要财务比率

| 会计年度 | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入(%) | 39.5 | 21.0 | 8.9 | 9.0 | 9.4 |
| 营业利润(%) | 42.1 | 25.8 | 16.2 | 10.2 | 10.0 |
| 归属母公司净利润(%) | 46.1 | 30.0 | 12.8 | 11.3 | 10.5 |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率(%) | 69.9 | 71.4 | 73.3 | 73.2 | 73.1 |
| 净利率(%) | 13.4 | 14.4 | 14.9 | 15.2 | 15.4 |
| ROE(%) | 27.4 | 28.7 | 25.7 | 23.1 | 21.1 |
| ROIC(%) | 22.4 | 24.8 | 23.1 | 21.3 | 19.6 |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率(%) | 39.9 | 27.1 | 28.1 | 24.7 | 21.3 |
| 净负债比率(%) | -69.2 | -59.9 | -73.2 | -79.0 | -82.5 |
| 流动比率 | 2.6 | 4.6 | 4.1 | 4.8 | 5.8 |
| 速动比率 | 2.1 | 3.8 | 3.4 | 4.1 | 5.1 |
| 营运能力 | | | | | |
| 总资产周转率 | 1.4 | 1.5 | 1.4 | 1.2 | 1.1 |
| 应收账款周转率 | 39.9 | 25.0 | 25.5 | 27.9 | 25.7 |
| 应付账款周转率 | 3.6 | 3.6 | 4.0 | 3.6 | 3.8 |
| 每股指标 (元) | | | | | |
| 每股收益(最新摊薄) | 3.01 | 3.92 | 4.42 | 4.92 | 5.43 |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | 3.71 | 2.80 | 6.03 | 5.24 | 5.55 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 10.98 | 13.64 | 17.24 | 21.27 | 25.73 |
| 估值比率 | | | | | |
| P/E | 27.9 | 21.5 | 19.0 | 17.1 | 15.5 |
| P/B | 7.7 | 6.2 | 4.9 | 4.0 | 3.3 |
| EV/EBITDA | 23.3 | 15.3 | 12.2 | 10.5 | 8.9 |

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025年08月28日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（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客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

| 投资建议的评级标准 | | 评级 | 说明 |
|---|------|----|-------------------------|
| 评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。 | 股票评级 | 买入 | 相对同期基准指数涨幅在 15%以上 |
| | | 增持 | 相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间 |
| | | 持有 | 相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间 |
| | | 减持 | 相对同期基准指数跌幅在 5%以上 |
| | 行业评级 | 增持 | 相对同期基准指数涨幅在 10%以上 |
| | | 中性 | 相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间 |
| | | 减持 | 相对同期基准指数跌幅在 10%以上 |

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层

邮编：100077

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com