

新品梯队渐成，出海战略浮现

珀莱雅 (603605.SH)

核心观点

公司跨越百亿销售门槛后并未止步，在珀莱雅主品牌大单品策略成功的基础上，进行横向多品牌矩阵拓展，第二、三梯队品牌展现出较强增长潜力，OR 和原色波塔分别实现 103% 和 80% 增长。公司完成管理层换届，引入研发天团，并逐步补全核心管理人员。公司首次发布中期分红计划并筹划 H 股上市，向国际化发展与加强股东回报更进一步。

事件

2025 年上半年公司实现营业收入 53.62 亿元，同比增长 7.21%，其中第二季度实现营业收入 30.03 亿元，同比增长 6.49%。

2025 年上半年公司实现归属股东净利润 7.99 亿元，同比增长 13.80%；扣非净利润 7.71 亿元，同比增长 13.49%。其中，2025 年第二季度归属股东净利润 4.08 亿元，同比增长 2.36%；扣非净利润 3.92 亿元，同比增长 1.21%。

简评

新品牌表现亮眼

25H1 公司主要品牌珀莱雅、彩棠、OR、悦芙媞、原色波塔分别实现-0.08%、21.11%、102.52%、3.31%、80.18% 的增长。珀莱雅品牌继续聚焦年轻感与科技力，实现 618 天猫美妆第一，抖音第二，继续保持高水平的 ROI 和客单价。彩棠持续优化使用便捷度，丰富底妆品类，实现 618 天猫第二，抖音第八。OR 品牌打造防晒特色效果显著，加码香氛新品，高增长有望延续，在洗护大赛道持续破圈推广。原色波塔单独分列披露，完善均衡产品结构，眼部大单品增量，底妆线占比提高，遮瑕品类 618 活动期间实现排名突破。丰富公司品牌矩阵。

毛销差受益于降本增效带动

25H1 公司毛利率 73.38%，大幅+3.56pct，25Q2 毛利率 73.85%，+4.25pct，主要得益于公司节省包材和罐装成本、降低运费、原料采购议价能力的提升。25H1 销售费用率 49.59%/+2.81pct，25Q2 销售费用率 52.70%/+5.97pct，对应毛销差分别为 23.79%/21.15%，同比提升 0.75/-1.72pct。公司上半年毛销差整体改善得益于品牌精准营销，而 Q2 的 618 对新品加大投放力度，也为后续品牌矩阵和梯队建设做准备。

维持

买入

刘乐文

liulewen@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521080003

SFC 编号:BPC301

发布日期：2025 年 08 月 28 日

当前股价：91.99 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
	9.24/1.59	0.76/-14.77	8.22/-27.30
12 月最高/最低价 (元)			121.10/76.25
总股本 (万股)			39,600.52
流通 A 股 (万股)			39,540.51
总市值 (亿元)			364.29
流通市值 (亿元)			363.73
近 3 月日均成交量 (万)			580.28
主要股东			
侯军呈			34.51%

股价表现



相关研究报告

- 25.04.28 【中信建投社服商贸】珀莱雅(603605): 多品牌发力迈入百亿规模，盈利能力优化显著
- 24.10.27 【中信建投社服商贸】珀莱雅(603605): 毛销差边际改善，大促严控机制下双平台依然强劲
- 24.08.28 【中信建投社服商贸】珀莱雅(603605): 大促强势表现带动收入，达播比例提升费用率有所上行

盈利预测与投资建议：2025 年公司首次宣告中期分红每股 0.8 元，对应 40% 的分红比例，呼应公司积极回馈股东的态度。另外，公司亦公告筹划 H 股发行，为公司后续品牌和供应链出海做准备，也为海外收并购和市场拓展奠定基础。我们更新公司 25-27 年实现归母净利润 17.75/20.63/23.61 亿元，对应 PE 为 19/16/14 倍，维持“买入”评级。

重要财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	8,904.57	10,778.41	11,873.78	13,659.63	15,530.36
YoY(%)	39.45	21.04	10.16	15.04	13.70
净利润(百万元)	1,193.87	1,552.00	1,775.34	2,062.67	2,360.97
YoY(%)	46.06	30.00	14.39	16.18	14.46
毛利率(%)	69.93	71.39	71.69	71.79	71.89
净利率(%)	13.41	14.40	14.95	15.10	15.20
ROE(%)	27.45	28.73	27.45	27.13	26.88
EPS(摊薄/元)	3.01	3.92	4.48	5.21	5.96
P/E(倍)	30.51	23.47	18.96	16.32	14.26
P/B(倍)	8.47	6.81	5.25	4.46	3.86

资料来源：iFinD，中信建投证券

风险分析

1、行业竞争加剧销售额承压：行业各品牌竞争加剧，导致营销投放竞争加剧，数字化、精细化投放费用管控不达预期。

2、新产品及培育品牌推广不及预期：（1）公司目前已初步形成品牌矩阵，包括彩棠、悦芙媞、OR 等品牌仍处在前期快速孵化器，若营销投入大，可能存在影响业绩的情况；（2）公司今年推出多款新品销售优异，若后续新产品销售不及预期，将影响公司后续成长性。

3、新渠道出现公司布局不及预期：淘系红利流量褪去后近期抖音增长快速，公司作为首批入驻抖音的本土品牌具备先发优势，若后续其他渠道异军突起，可能存在布局速度不及预期下对现有渠道产生分流。

分析师介绍

刘乐文

社服商贸行业首席分析师。本科毕业于西安交通大学，研究生毕业于美国约翰霍普金斯大学，从事商社行业研究数年，对于美容护理、珠宝时尚、餐饮酒店、零售贸易等行业拥有深度研究见解和丰富行业积累，曾获得水晶球社会服务行业最佳分析师第一名，新财富最佳海外研究第五名，新浪最佳分析师等评选。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 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 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）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、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内 容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内 容。违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
 电话：（8610）56135088
 联系人：李祉瑶
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室
 电话：（8621）6882-1600
 联系人：翁起帆
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心 35 楼
 电话：（86755）8252-1369
 联系人：曹莹
 邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
 中环交易广场 2 期 18 楼
 电话：（852）3465-5600
 联系人：刘泓麟
 邮箱：charleneliu@csci.hk