

珀莱雅 (603605.SH)

25Q2 业绩表现平稳，多品牌矩阵效果显现

25Q2 公司营业收入 30.03 亿元，同比+6.49%；归母净利润 4.08 亿元，同比+2.36%。主品牌珀莱雅上半年收入持平致公司整体收入增速较慢，同时降本增效带来毛利率提升、费用投放增加带来费用率提升，Q2 净利率略有下降。预计公司 2025 年-2027 年归母净利润分别为 17.31 亿元、19.58 亿元、21.63 亿元，同比增速分别为 12%、13%、10%，对应 25PE19.2X，维持“强烈推荐”评级。

□公司发布 2025 半年报，Q2 利润增速环比下滑。2025H1 公司实现营业收入 53.62 亿元，同比+7.21%；归母净利润 7.99 亿元，同比+13.80%；扣非归母净利润 7.71 亿元，同比+13.49%。单 25Q2，公司实现营业收入 30.03 亿元，同比+6.49%；归母净利润 4.08 亿元，同比+2.36%；扣非归母净利润 3.92 亿元，同比+1.21%。公司同时公告，计划申请港交所上市，以加快国际化战略和海外业务发展。

□25H1 线上渠道增长稳健，OR/原色波塔表现亮眼。收入拆分来看，1)分品牌：主品牌维持稳定，OR/原色波塔高增长，彩棠增速稳健。25H1 珀莱雅品牌收入 39.79 亿元，同比-0.08%；彩棠 7.05 亿元 (+21.11%)，OR 收入 2.79 亿元 (+102.52%)，悦芙媞 1.66 亿元 (+3.31%)，原色波塔 0.97 亿元 (+80.18%)。2)分渠道：25H1 线上渠道收入 51.09 亿元 (+9.17%)，其中直营 39.05 亿元 (+4.87%)，分销 12.04 亿元 (+25.91%)；线下渠道收入 2.47 亿元 (-21.49%)，其中日化渠道 1.70 亿元 (-23.54%)，其他线下渠道 0.77 亿元 (-16.50%)。

□降本增效带来毛利率明显提升，但费用投放增幅较大。1) 25H1 公司整体毛利率为 73.38%，同比+3.56pct。费用率方面，25H1 销售费用率为 49.59%，同比+2.81pct，主要系形象宣传推广费同比增长 13.64%；管理费用率 3.31%，同比-0.23pct，运营效率持续优化。综合影响下，25H1 公司净利率 15.41%，同比+0.93pct。2) 25Q2 毛利率 73.85%，同比+4.25pct。销售费用率 52.70%，同比+5.97pct；管理费用率 2.60%，同比-0.23pct。25Q2 净利率 14.01%，同比-0.50pct。

□盈利预测及投资建议：公司坚定多品类、多品牌矩阵建设，完善研发体系与产品创新，新品储备丰富，深耕渠道拓展，当前收入体量进入百亿级别增速有所下降，但具备较强的利润及费用管控能力，业绩有望继续稳健增长。由于公司费用投放增加明显，我们下调利润预测，预计公司 2025 年-2027 年归母净利润分别为 17.31 亿元、19.58 亿元、21.63 亿元，同比增速分别为 12%、13%、10%，对应 25PE19.2X，维持“强烈推荐”评级。

□风险提示：新品销售不及预期的风险，新品营销投放致费用率提升的风险，出海效果不及预期的风险，主品牌增速持续放缓的风险，H 股发行致股价波动的风险。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
------	------	------	-------	-------	-------

强烈推荐 (维持)

消费品/轻工纺服

目标估值：NA

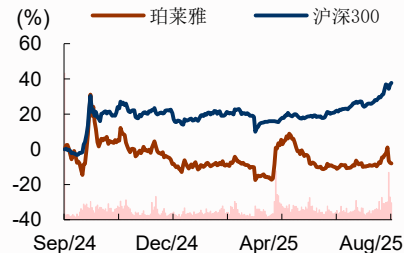
当前股价：83.83 元

基础数据

总股本 (百万股)	396
已上市流通股 (百万股)	395
总市值 (十亿元)	33.2
流通市值 (十亿元)	33.1
每股净资产 (MRQ)	14.5
ROE (TTM)	28.8
资产负债率	29.5%
主要股东	侯军呈
主要股东持股比例	34.51%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	1	-0	-1
相对表现	-8	-16	-38



相关报告

- 1、《珀莱雅 (603605) — 24 年&25Q1 利润表现超预期，期待新品贡献收入增量》2025-04-28
- 2、《珀莱雅 (603605) — 24Q3 业绩稳健增长，国货龙头具备强韧性》2024-10-25
- 3、《珀莱雅 (603605) — 多品牌齐头并进，24H1 业绩延续高增》2024-08-28

刘丽 S1090517080006

✉ liuli14@cmschina.com.cn

王雪玉 S1090525070005

✉ wangxueyu@cmschina.com.cn

营业总收入(百万元)	8905	10778	11610	12886	14102
同比增长	39%	21%	8%	11%	9%
营业利润(百万元)	1503	1890	2109	2385	2635
同比增长	42%	26%	12%	13%	10%
归母净利润(百万元)	1194	1552	1731	1958	2163
同比增长	46%	30%	12%	13%	10%
每股收益(元)	3.01	3.92	4.37	4.95	5.46
PE	27.8	21.4	19.2	17.0	15.3
PB	7.6	6.1	5.0	4.1	3.4

资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	5545	5613	7132	8689	10182
现金	4011	4082	5534	6917	8245
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	345	518	537	596	653
其它应收款	82	10	11	12	13
存货	797	661	688	761	832
其他	310	342	363	402	440
非流动资产	1778	1917	1935	1954	1973
长期股权投资	114	111	111	111	111
固定资产	827	907	982	1051	1114
无形资产商誉	405	429	386	348	313
其他	433	469	455	444	435
资产总计	7323	7530	9067	10643	12155
流动负债	2120	1213	1453	1547	1438
短期借款	200	0	200	200	0
应付账款	1055	676	712	788	861
预收账款	301	154	162	179	196
其他	564	382	379	380	380
长期负债	803	831	831	831	831
长期借款	0	0	0	0	0
其他	803	831	831	831	831
负债合计	2923	2044	2284	2379	2269
股本	397	396	396	396	396
资本公积金	768	659	659	659	659
留存收益	3185	4347	5606	7045	8621
少数股东权益	51	84	121	163	210
归属于母公司所有者权益	4350	5402	6662	8101	9676
负债及权益合计	7323	7530	9067	10643	12155

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1469	1107	1802	1982	2178
净利润	1231	1585	1768	2000	2210
折旧摊销	92	114	135	135	135
财务费用	13	12	(25)	(30)	(47)
投资收益	17	2	(55)	(45)	(45)
营运资金变动	189	(557)	(24)	(82)	(78)
其它	(73)	(50)	2	4	4
投资活动现金流	(476)	(1265)	(100)	(110)	(110)
资本支出	(180)	(300)	(155)	(155)	(155)
其他投资	(296)	(966)	55	45	45
筹资活动现金流	(460)	(758)	(250)	(489)	(741)
借款变动	(211)	(202)	197	0	(200)
普通股增加	113	(1)	0	0	0
资本公积增加	(33)	(109)	0	0	0
股利分配	(397)	(512)	(472)	(519)	(587)
其他	68	65	25	30	47
现金净增加额	533	(917)	1452	1383	1328

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	8905	10778	11610	12886	14102
营业成本	2677	3084	3245	3594	3927
营业税金及附加	91	84	91	101	110
营业费用	3972	5161	5466	6041	6611
管理费用	455	366	452	489	535
研发费用	174	210	227	252	275
财务费用	(59)	(36)	(25)	(30)	(47)
资产减值损失	(119)	(102)	(100)	(100)	(100)
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	45	86	60	50	50
投资收益	(17)	(2)	(5)	(5)	(5)
营业利润	1503	1890	2109	2385	2635
营业外收入	4	3	3	3	3
营业外支出	12	4	4	4	4
利润总额	1495	1889	2108	2384	2634
所得税	265	304	339	384	424
少数股东损益	37	33	37	42	46
归属于母公司净利润	1194	1552	1731	1958	2163

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	39%	21%	8%	11%	9%
营业利润	42%	26%	12%	13%	10%
归母净利润	46%	30%	12%	13%	10%
获利能力					
毛利率	69.9%	71.4%	72.0%	72.1%	72.2%
净利率	13.4%	14.4%	14.9%	15.2%	15.3%
ROE	30.3%	31.8%	28.7%	26.5%	24.3%
ROIC	28.6%	30.8%	28.1%	25.6%	23.7%
偿债能力					
资产负债率	39.9%	27.1%	25.2%	22.3%	18.7%
净负债比率	2.8%	0.0%	2.2%	1.9%	0.0%
流动比率	2.6	4.6	4.9	5.6	7.1
速动比率	2.2	4.1	4.4	5.1	6.5
营运能力					
总资产周转率	1.4	1.5	1.4	1.3	1.2
存货周转率	3.7	4.2	4.8	5.0	4.9
应收账款周转率	39.9	25.0	22.0	22.7	22.6
应付账款周转率	3.3	3.6	4.7	4.8	4.8
每股资料(元)					
EPS	3.01	3.92	4.37	4.95	5.46
每股经营净现金	3.71	2.80	4.55	5.01	5.50
每股净资产	10.98	13.64	16.82	20.46	24.44
每股股利	1.29	1.19	1.31	1.48	1.64
估值比率					
PE	27.8	21.4	19.2	17.0	15.3
PB	7.6	6.1	5.0	4.1	3.4
EV/EBITDA	20.0	15.6	13.6	12.1	11.1

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。