

## 业绩增长稳健, 筹划 H 股上市加快全球化布局

——珀莱雅 (603605) 点评报告

增持 (维持)

2025 年 09 月 03 日

## 投资要点:

**25H1 业绩增长稳健, 经营性现金流大幅增长。**2025H1, 公司实现营收 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%), 业绩增长稳健。分季度看, 25Q1/Q2 实现营收同比分别+8.13%/+6.49%, 归母净利润同比分别+28.87%/+2.36%。2025H1, 公司经营活动产生的现金流净额为 12.93 亿元, 同比大幅增长 95.34%, 主因应收账款占比下降以及应付账款上涨。

**主品牌珀莱雅推出美白和防晒新产品线, 多个子品牌快速增长。**(1) **珀莱雅:** 主品牌珀莱雅紧密围绕“深度贴近消费者需求”的核心策略, 推动产品矩阵升级。2025H1, 主品牌珀莱雅收入 39.79 亿元 (同比-0.08%), 占主营业务收入比例为 74.27%。2025H1, 珀莱雅天猫旗舰店成交额获天猫美妆排名第 1, 珀莱雅品牌成交额在抖音、京东美妆分别排名第 2、第 5。(2) **彩棠:** 夯实“专业化妆师”品牌定位, 不断向底妆品类扩张。2025H1, 彩棠收入 7.05 亿元 (同比+21.11%), 占主营业务收入比例 13.17%。(3) **OR:** OR 持续深化“亚洲头皮健康养护专家”形象, 提升品牌差异化竞争力。2025H1, OR 实现收入 2.79 亿元 (同比+102.52%), 占主营业务收入比例提升至 5.22%。(4) **悦芙媞:** 以“年轻肌功效专研”为核心定位, 产品线设计由“基础清洁”向“修红修护”的功效进阶, 推出新品“修红精华 2.0”、“修红面膜”, 618 活动期间实现快速增长。2025H1, 悦芙媞实现收入 1.66 亿元 (同比+3.31%), 占主营业务收入比例为 3.11%。

**降本增效成果显著, 25H1 盈利能力同比提升。**2025H1, 公司毛利率同比提升 3.56 个 pct 至 73.38%, 主因降本增效成果显著, 运费费率下降、原料包材采购议价能力提升等; 净利率同比提升 0.94 个 pct 至 15.41%。费用率方面, 公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 49.59%/3.31%/1.77%/-0.44%, 同比分别+2.81/-0.23/-0.12/+0.05 个 pct。其中, 销售费用率同比提升主因形象宣传费用率增加, 包括 618 活动宣传力度和新品投放力度增加。

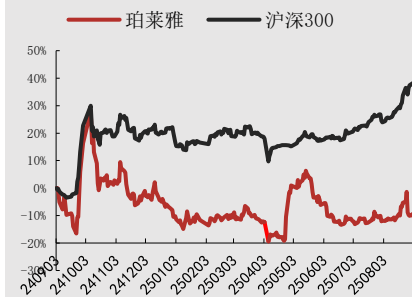
|             | 2024A    | 2025E    | 2026E    | 2027E    |
|-------------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入 (百万元)  | 10778.41 | 12057.80 | 13413.57 | 14955.63 |
| 增长率 (%)     | 21.04    | 11.87    | 11.24    | 11.50    |
| 归母净利润 (百万元) | 1552.00  | 1783.95  | 2029.52  | 2288.16  |
| 增长率 (%)     | 30.00    | 14.95    | 13.77    | 12.74    |
| 每股收益 (元)    | 3.92     | 4.50     | 5.12     | 5.78     |
| 市盈率 (倍)     | 21.27    | 18.50    | 16.27    | 14.43    |
| 市净率 (倍)     | 6.11     | 5.04     | 4.19     | 3.53     |

数据来源: 携宁科技云估值, 万联证券研究所

## 基础数据

|               |        |
|---------------|--------|
| 总股本 (百万股)     | 396.01 |
| 流通 A 股 (百万股)  | 395.41 |
| 收盘价 (元)       | 83.36  |
| 总市值 (亿元)      | 330.11 |
| 流通 A 股市值 (亿元) | 329.61 |

## 个股相对沪深 300 指数表现



数据来源: 聚源, 万联证券研究所

## 相关研究

25Q1 利润维持亮眼增长, 上新美白和油皮产品线

美妆国货龙头表现稳健, Q3 业绩维持较快增长

业绩延续亮眼增长, 核心大单品持续升级

分析师: 李滢

执业证书编号: S0270522030002

电话: 15521202580

邮箱: liying1@wlzq.com.cn

**盈利预测与投资建议：**公司是国货化妆品龙头企业，坚定实施 6\*N 战略，能够敏锐洞察市场消费者需求，不断更新产品矩阵，近年来实现了业绩稳健增长。近期公司筹划 H 股上市，加快国际化布局。根据公司最新经营数据，小幅下调盈利预测，预计公司 2025-2027 年的归母净利润分别为 17.84/20.30/22.88 亿元（调整前 2025-2027 年的归母净利润分别为 18.53/21.71/25.16 亿元），对应 2025 年 9 月 2 日收盘价的 PE 分别为 19/16/14 倍，维持“增持”评级。

**风险因素：**宏观经济下行风险、市场竞争加剧风险、品牌孵化不及预期风险。

利润表（百万元）

|                   | 2024A        | 2025E        | 2026E        | 2027E        |
|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>营业收入</b>       | <b>10778</b> | <b>12058</b> | <b>13414</b> | <b>14956</b> |
| 同比增速 (%)          | 21.04        | 11.87        | 11.24        | 11.50        |
| 营业成本              | 3084         | 3211         | 3495         | 3816         |
| 毛利                | 7695         | 8847         | 9918         | 11140        |
| 营业收入 (%)          | 71.39        | 73.37        | 73.94        | 74.49        |
| 税金及附加             | 84           | 104          | 112          | 126          |
| 营业收入 (%)          | 0.78         | 0.86         | 0.83         | 0.84         |
| 销售费用              | 5161         | 5908         | 6613         | 7418         |
| 营业收入 (%)          | 47.88        | 49.00        | 49.30        | 49.60        |
| 管理费用              | 366          | 422          | 469          | 523          |
| 营业收入 (%)          | 3.39         | 3.50         | 3.50         | 3.50         |
| 研发费用              | 210          | 241          | 282          | 329          |
| 营业收入 (%)          | 1.95         | 2.00         | 2.10         | 2.20         |
| 财务费用              | -36          | -45          | -61          | -79          |
| 营业收入 (%)          | -0.33        | -0.37        | -0.45        | -0.53        |
| 资产减值损失            | -96          | -90          | -95          | -100         |
| 信用减值损失            | -5           | -5           | -8           | -10          |
| 其他收益              | 86           | 84           | 98           | 108          |
| 投资收益              | -2           | -10          | -8           | -10          |
| 净敞口套期收益           | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 公允价值变动收益          | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 资产处置收益            | -1           | -1           | -1           | -1           |
| <b>营业利润</b>       | <b>1890</b>  | <b>2195</b>  | <b>2489</b>  | <b>2809</b>  |
| 营业收入 (%)          | 17.54        | 18.21        | 18.55        | 18.78        |
| 营业外收支             | -1           | -3           | -2           | -3           |
| <b>利润总额</b>       | <b>1889</b>  | <b>2192</b>  | <b>2486</b>  | <b>2806</b>  |
| 营业收入 (%)          | 17.53        | 18.18        | 18.53        | 18.76        |
| 所得税费用             | 304          | 364          | 409          | 463          |
| 净利润               | 1585         | 1828         | 2077         | 2343         |
| 营业收入 (%)          | 14.71        | 15.16        | 15.49        | 15.67        |
| <b>归属于母公司的净利润</b> | <b>1552</b>  | <b>1784</b>  | <b>2030</b>  | <b>2288</b>  |
| 同比增速 (%)          | 30.00        | 14.95        | 13.77        | 12.74        |
| 少数股东损益            | 33           | 44           | 48           | 55           |
| EPS（元/股）          | 3.92         | 4.50         | 5.12         | 5.78         |

基本指标

|           | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|-----------|--------|--------|--------|--------|
| EPS       | 3.92   | 4.50   | 5.12   | 5.78   |
| BVPS      | 13.64  | 16.54  | 19.87  | 23.63  |
| PE        | 21.27  | 18.50  | 16.27  | 14.43  |
| PEG       | 0.71   | 1.24   | 1.18   | 1.13   |
| PB        | 6.11   | 5.04   | 4.19   | 3.53   |
| EV/EBITDA | 15.31  | 12.44  | 10.52  | 8.81   |
| ROE       | 28.73% | 27.24% | 25.79% | 24.46% |
| ROIC      | 24.82% | 23.55% | 22.27% | 21.14% |

资产负债表（百万元）

|                | 2024A       | 2025E       | 2026E        | 2027E        |
|----------------|-------------|-------------|--------------|--------------|
| 货币资金           | 4082        | 5411        | 6834         | 8589         |
| 交易性金融资产        | 0           | 0           | 0            | 0            |
| 应收票据及应收账款      | 518         | 537         | 604          | 659          |
| 存货             | 661         | 688         | 629          | 616          |
| 预付款项           | 224         | 236         | 256          | 280          |
| 合同资产           | 0           | 0           | 0            | 0            |
| 其他流动资产         | 128         | 195         | 212          | 248          |
| 流动资产合计         | 5613        | 7066        | 8536         | 10393        |
| 长期股权投资         | 111         | 101         | 94           | 85           |
| 固定资产           | 907         | 972         | 1011         | 1025         |
| 在建工程           | 75          | 80          | 77           | 75           |
| 无形资产           | 429         | 438         | 449          | 457          |
| 商誉             | 0           | 0           | 0            | 0            |
| 递延所得税资产        | 164         | 177         | 177          | 177          |
| 其他非流动资产        | 231         | 457         | 470          | 482          |
| <b>资产总计</b>    | <b>7530</b> | <b>9291</b> | <b>10813</b> | <b>12694</b> |
| 短期借款           | 0           | 100         | 200          | 300          |
| 应付票据及应付账款      | 676         | 891         | 902          | 1010         |
| 预收账款           | 0           | 0           | 0            | 0            |
| 合同负债           | 154         | 251         | 250          | 289          |
| 应付职工薪酬         | 156         | 175         | 186          | 204          |
| 应交税费           | 126         | 194         | 196          | 226          |
| 其他流动负债         | 101         | 233         | 335          | 450          |
| 流动负债合计         | 1213        | 1744        | 1869         | 2180         |
| 长期借款           | 0           | 0           | 0            | 0            |
| 应付债券           | 780         | 807         | 835          | 862          |
| 递延所得税负债        | 0           | 1           | 1            | 1            |
| 其他非流动负债        | 51          | 61          | 63           | 65           |
| <b>负债合计</b>    | <b>2044</b> | <b>2613</b> | <b>2767</b>  | <b>3107</b>  |
| 归属于母公司的所有者权益   | 5402        | 6550        | 7869         | 9357         |
| 少数股东权益         | 84          | 128         | 176          | 230          |
| <b>股东权益</b>    | <b>5486</b> | <b>6678</b> | <b>8045</b>  | <b>9587</b>  |
| <b>负债及股东权益</b> | <b>7530</b> | <b>9291</b> | <b>10813</b> | <b>12694</b> |

现金流量表（百万元）

|                  | 2024A        | 2025E       | 2026E       | 2027E       |
|------------------|--------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>经营活动现金流净额</b> | <b>1107</b>  | <b>2293</b> | <b>2248</b> | <b>2663</b> |
| 投资               | 0            | 40          | -3          | -2          |
| 资本性支出            | -292         | -212        | -196        | -185        |
| 其他               | -973         | -282        | -28         | -30         |
| <b>投资活动现金流净额</b> | <b>-1265</b> | <b>-454</b> | <b>-227</b> | <b>-217</b> |
| 债权融资             | 0            | 32          | 29          | 30          |
| 股权融资             | 0            | 0           | 0           | 0           |
| 银行贷款增加（减少）       | -200         | 100         | 100         | 100         |
| 筹资成本             | -371         | -638        | -727        | -821        |
| 其他               | -188         | -6          | 0           | 0           |
| <b>筹资活动现金流净额</b> | <b>-758</b>  | <b>-512</b> | <b>-598</b> | <b>-691</b> |
| <b>现金净流量</b>     | <b>-917</b>  | <b>1328</b> | <b>1424</b> | <b>1755</b> |

数据来源：携宁科技云估值，万联证券研究所

## 行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

## 公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

## 风险提示

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。

## 证券分析师承诺

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登记为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

## 免责声明

万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。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。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司认为可靠且已公开的信息撰写，本公司力求但不保证这些信息的准确性及完整性，也不保证文中的观点或陈述不会发生任何变更。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。分析师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。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的引起法律后果和造成我公司经济损失的概由对方承担，我公司保留追究的权利。

## 万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳福田区深南大道2007号金地中心

广州天河区珠江东路11号高德置地广场