

珀莱雅（603605.SH）

三季度业绩有所承压，战略调整蓄力长期成长

优于大市

核心观点

三季度淡季业绩略有承压。公司 2025 年前三季度实现营收 70.98 亿/yoy+1.89%，归母净利润 10.26 亿/yoy+2.65%，扣非归母净利润 9.98 亿/yoy+2.72%。单 Q3 实现营收 17.36 亿/yoy-11.63%，归母净利润 2.27 亿/yoy-23.64%，扣非归母净利润 2.27 亿/yoy-22.30%。单三季度业绩承压预计与今年双 11 大促前置导致 Q3 加大种草蓄水费用前置影响有关，目前在天猫美妆双 11 现货 4 小时成交榜中，公司主品牌珀莱雅蝉联 TOP1。

同时公司已于 2025 年 10 月 30 日向香港联交所递交了发行 H 股股票并在香港联交所主板挂牌上市申请。

分品牌看，前三季度主品牌珀莱雅营收同比中个位数下降，在天猫和抖音平台 ROI 分别为 3.2/2.5，退货率为 38%/35%+；彩棠营收同比双位数上升，天猫/抖音 ROI 分别为 2/1.7；OR 营收同比超翻倍；悦芙媿营收同比个位数增长；原色波塔营收接近翻倍增长。分渠道来看，前三季度营收线上同比增长低个位数，占总收入比与 H1 基本持平；线下营收同比高双位数下降。

加大投放导致毛销差收窄。2025Q3 毛利率/净利率分别为 74.68%/13.19%，分别同比+3.96/-2.01pct，毛利率上涨主要系品类结构优化（大单品占比提升、防晒毛利率提升）和降本增效影响（①运费费率下降；②赠品机制调整；③采购议价能力提升）。费用率方面，销售/管理/研发费用率分别同比+4.50/+1.62/+0.27pct，“双 11”大促节奏提前，种草投放前置，形象宣传推广费用增加，Q3 毛销差同比收窄 0.54pct。营运能力方面，2025Q1-Q3 存货周转天数为 119 天，同比减少 10 天，应收账款周转天数为 16 天，同比增加 4 天，公司持续优化库存管理带动存货周转天数减少。现金流方面，2025Q3 经营性现金流净额为-0.95 亿/yoy+63.25%。

风险提示：宏观环境风险，新产品推出不及预期，行业竞争加剧。

投资建议：三季度处于行业淡季叠加前期投放费用抬升，业绩阶段性有所承压，长期来看主品牌通过核心系列迭代巩固头部地位，多品牌矩阵中部分新锐品牌实现差异化突破，且持续的研发投入构筑了长期产品竞争壁垒。考虑到整体线上费用率上行，叠加新品牌孵化费用提升，预计相关营销投放增加，我们略下调 2025-2027 年归母净利至 16.44/17.51/18.35（原值为 17.66/19.33/20.65）亿，对应 PE 为 18/17/17x，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	8,905	10,778	11,296	11,766	12,174
(+/-%)	39.5%	21.0%	4.8%	4.2%	3.5%
净利润(百万元)	1194	1552	1644	1751	1835
(+/-%)	46.1%	30.0%	5.9%	6.5%	4.8%
每股收益(元)	3.01	3.92	4.14	4.41	4.63
EBIT Margin	17.2%	17.4%	17.3%	17.5%	17.6%
净资产收益率(ROE)	27.4%	28.7%	25.7%	23.5%	21.5%
市盈率(PE)	25.4	19.5	18.4	17.3	16.5
EV/EBITDA	20.5	16.4	16.2	15.4	14.8
市净率(PB)	6.96	5.60	4.74	4.07	3.54

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

美容护理·化妆品

证券分析师：张峻豪

021-60933168

zhangjh@guosen.com.cn

S0980517070001

证券分析师：柳旭

0755-81981311

liuxu1@guosen.com.cn

S0980522120001

证券分析师：孙乔容若

021-60375463

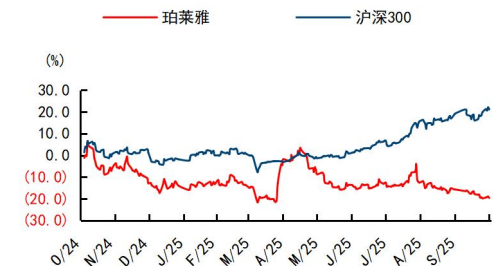
sunqiaorongruo@guosen.com.cn

S0980523090004

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	76.29 元
总市值/流通市值	30211/30209 百万元
52 周最高价/最低价	105.19/73.73 元
近 3 个月日均成交额	512.61 百万元

市场走势

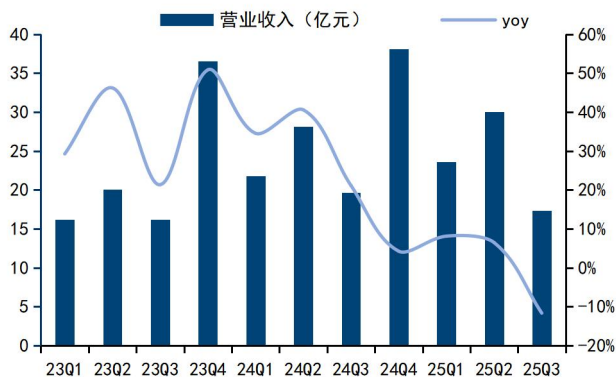


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

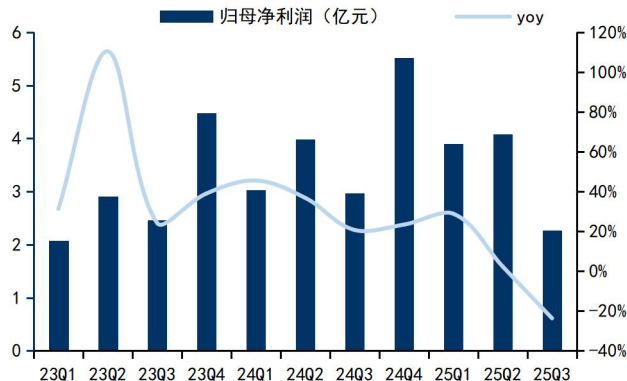
- 《珀莱雅（603605.SH）-二季度业绩稳健增长，多品牌矩阵协同发力》——2025-08-27
- 《珀莱雅（603605.SH）-一季度归母净利润同比增长 29%，毛销差持续提升彰显经营质量》——2025-04-28
- 《珀莱雅（603605.SH）-三季度归母净利润同比增长 21%，美妆集团化之路稳步推进》——2024-10-25
- 《珀莱雅（603605.SH）-上半年归母净利润同比增长 40%，进一步夯实国货美妆龙头地位》——2024-08-28
- 《珀莱雅（603605.SH）-一季度归母净利润同比增长 46%，全品类多品牌布局日趋成熟》——2024-04-19

图1: 公司营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



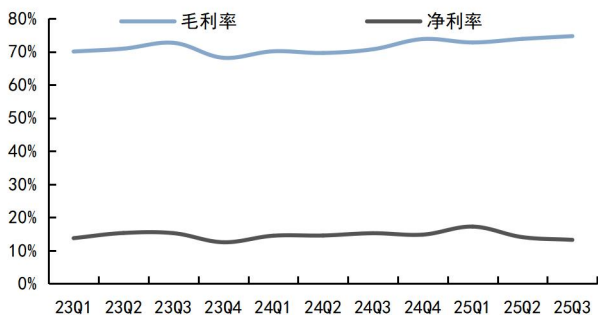
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 公司归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



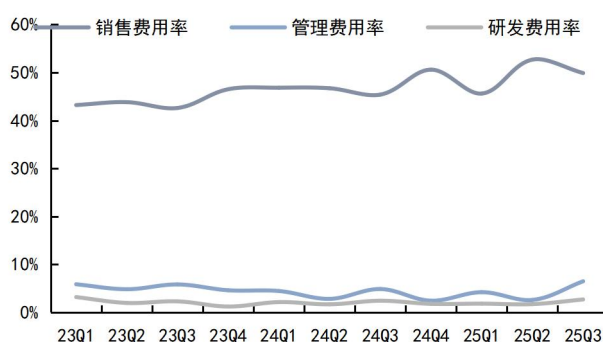
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 公司毛利率及净利率情况



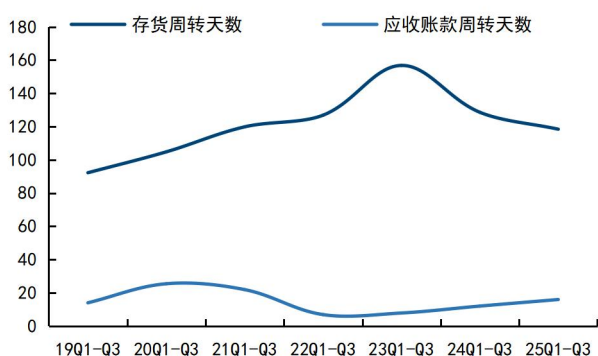
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 公司费用率情况



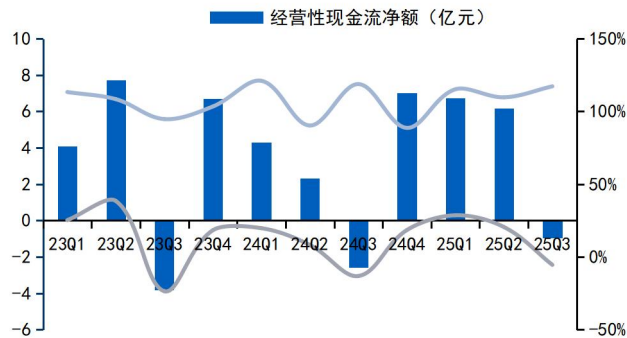
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 公司存货周转天数及应收账款周转天数



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 公司现金流情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

表1: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价 (2025-08-26)	总市值 亿元	EPS				PE			ROE (%)	PEG	投资评级	
				24A	25E	26E	27E	24A	25E	26E	27E	(24A)		(25E)
603605.SH	珀莱雅	76.29	302	3.92	4.14	4.41	4.63	21.63	18.42	17.29	16.49	28.73	3.20	优于大市
600315.SH	上海家化	24.78	167	-1.24	0.64	0.75	0.86	-13.64	38.45	33.04	28.67	-12.45	0.25	优于大市

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	4011	4082	5719	6619	7585	营业收入	8905	10778	11296	11766	12174
应收款项	427	528	464	484	500	营业成本	2677	3084	2948	3036	3129
存货净额	797	661	886	909	935	营业税金及附加	91	84	99	104	107
其他流动资产	310	342	791	824	852	销售费用	3972	5161	5659	5930	6148
流动资产合计	5545	5613	7860	8836	9872	管理费用	455	366	423	425	431
固定资产	879	982	1070	1151	1219	研发费用	174	210	215	214	219
无形资产及其他	405	429	413	397	381	财务费用	(59)	(36)	(92)	(120)	(143)
投资性房地产	381	395	395	395	395	投资收益	(17)	(2)	3	3	3
长期股权投资	114	111	231	351	471	资产减值及公允价值变动	(108)	(96)	10	10	10
资产总计	7323	7530	9969	11129	12338	其他收入	(140)	(131)	(215)	(214)	(219)
短期借款及交易性金融负债	204	3	200	200	200	营业利润	1503	1890	2056	2190	2296
应付款项	1055	676	1087	1116	1147	营业外净收支	(7)	(1)	0	0	0
其他流动负债	861	533	1351	1403	1449	利润总额	1495	1889	2056	2190	2296
流动负债合计	2120	1213	2638	2719	2796	所得税费用	265	304	376	401	420
长期借款及应付债券	753	780	780	780	780	少数股东损益	37	33	36	39	40
其他长期负债	49	51	51	51	51	归属于母公司净利润	1194	1552	1644	1751	1835
长期负债合计	803	831	831	831	831	现金流量表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	2923	2044	3469	3550	3628	净利润	1194	1552	1644	1751	1835
少数股东权益	51	84	111	140	171	资产减值准备	(51)	(23)	14	7	7
股东权益	4350	5402	6388	7439	8540	折旧摊销	81	94	126	140	152
负债和股东权益总计	7323	7530	9969	11129	12338	公允价值变动损失	108	96	(10)	(10)	(10)
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	财务费用	(59)	(36)	(92)	(120)	(143)
每股收益	3.01	3.92	4.14	4.41	4.63	营运资本变动	(33)	(739)	633	12	13
每股红利	1.03	0.94	1.66	1.76	1.85	其它	76	48	14	22	24
每股净资产	10.96	13.63	16.10	18.75	21.52	经营活动现金流	1374	1028	2419	1921	2021
ROIC	27.74%	28.38%	33%	44%	46%	资本开支	0	(59)	(201)	(201)	(201)
ROE	27.45%	28.73%	26%	24%	21%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	70%	71%	74%	74%	74%	投资活动现金流	25	(57)	(321)	(321)	(321)
EBIT Margin	17%	17%	17%	17%	18%	权益性融资	1	0	0	0	0
EBITDA Margin	18%	18%	18%	19%	19%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	39%	21%	5%	4%	3%	支付股利、利息	(407)	(371)	(657)	(700)	(734)
净利润增长率	46%	30%	6%	7%	5%	其它融资现金流	264	(159)	197	0	0
资产负债率	41%	28%	36%	33%	31%	融资活动现金流	(549)	(901)	(461)	(700)	(734)
股息率	1.3%	1.2%	2.2%	2.3%	2.4%	现金净变动	850	71	1637	900	966
P/E	25.4	19.5	18.4	17.3	16.5	货币资金的期初余额	3161	4011	4082	5719	6619
P/B	7.0	5.6	4.7	4.1	3.5	货币资金的期末余额	4011	4082	5719	6619	7585
EV/EBITDA	20.5	16.4	16.2	15.4	14.8	企业自由现金流	0	868	2152	1631	1713
						权益自由现金流	0	709	2423	1729	1830

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 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（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。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所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032