

珀莱雅（603605）

2025 年三季报点评：调整期业绩承压，多品牌长期成长可期

买入（维持）

2025 年 10 月 31 日

证券分析师 吴劲草

执业证书：S0600520090006

wujc@dwzq.com.cn

证券分析师 郝越

执业证书：S0600524080008

xiy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	8,905	10,778	12,093	13,737	15,454
同比（%）	39.45	21.04	12.19	13.60	12.50
归母净利润（百万元）	1,194	1,552	1,613	1,775	2,029
同比（%）	46.06	30.00	3.96	10.02	14.31
EPS-最新摊薄（元/股）	3.01	3.92	4.07	4.48	5.12
P/E（现价&最新摊薄）	25.31	19.47	18.73	17.02	14.89

投资要点

■ **公司公布 2025 年三季报：**2025Q1-Q3 公司实现营收 71.0 亿元，同比+1.9%，实现归母净利 10.3 亿元，同比+2.7%，实现扣非归母净利 10.0 亿元，同比+2.7%。单拆 2025Q3，公司实现营收 17.4 亿元，同比-11.6%，实现归母净利 2.3 亿元，同比-23.6%，实现扣非归母净利 2.3 亿元，同比-22.3%。

■ **25Q3 毛利率同比+4.0pct，费用前置等因素影响净利率：**①**毛利率：**2025Q1-Q3 为 73.7%，同比+3.6pct，2025Q3 毛利率为 74.7%，同比+4.0pct，主因销售品类结构优化及降本增效成效显著；②**期间费用率：**2025Q1-Q3 为 55.3%，同比+3.6pct，其中销售费用率同比+3.3pct，2025Q3 期间费用率为 58.8%，同比+6.8pct，其中销售/管理费用率分别同比+4.5pct/+1.6pct，费用率提升主要系双十一大促等相关费用前置。③**销售净利率：**2025Q1-Q3 为 14.9%，同比+0.2pct，2025Q3 销售净利率为 13.2%，同比-2.0pct。

■ **2025 年以来品牌产品矩阵持续推新升级：**①**珀莱雅主品牌“科学护肤”**定位下大单品系列持续升级，25 年 4 月上新美白特证版双抗系列，25H1 主推“超膜银管”沁柔防晒产品，25Q3 推出“能量系列 2.0”、“红宝石面膜 3.0”、“全新红宝石次抛”等多款新升级产品；②**彩棠品牌持续夯实“专业化妆师”**定位，上新“小圆管粉底液”油皮版、“双生气垫”等产品；③**OR 品牌**上新产品系列持续深化“亚洲头皮健康养护专家”形象，并推出香氛洗护系列等差异化产品；④**悦芙媞品牌**定位“年轻肌功效专研”，产品线设计由基础清洁向修红修护的功效进阶，推出“修红精华 2.0”、“修红面膜”、“养肤级卸妆膏”等新品。

■ **2025 年双十一销售表现亮眼：**2025 年双十一期间，珀莱雅于天猫、抖音等多平台销售表现亮眼。根据天猫官方数据，珀莱雅品牌位居天猫美妆双 11 现货 4 小时成交榜 No.1，OR 品牌位居天猫个护双 11 现货 4 小时成交榜 No.5；根据抖音官方数据，双十一第一阶段（10.9-10.19 期间）珀莱雅位居抖音商城双 11 美妆护肤高光品牌榜 No.2。

■ **盈利预测与投资评级：**公司是国内组织灵活、效率领先的化妆品龙头，拟在港交所主板挂牌上市，推进国际化战略及增强境外融资能力，未来国货美妆龙头有望晋升为全球化妆品龙头。盈利能力方面公司不断优化，降本增效成效显著。考虑到 2025 年为公司调整期，调整初期费用投放较大，我们将公司 2025-2027 年归母净利润预测由 18.0/20.5/23.2 亿元下调至 16.1/17.8/20.3，分别同比+4%/+10%/+14%，2025-2027 年 PE 对应最新收盘价分别为 19/17/15X，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**行业竞争加剧、新品推广不及预期等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	76.29
一年最低/最高价	73.73/105.19
市净率(倍)	5.38
流通 A 股市值(百万元)	30,209.01
总市值(百万元)	30,211.24

基础数据

每股净资产(元,LF)	14.19
资产负债率(%，LF)	32.61
总股本(百万股)	396.01
流通 A 股(百万股)	395.98

相关研究

《珀莱雅(603605)：2025 年半年报点评：稳中有进，大单品持续推新升级，筹划港交所主板上市》

2025-08-26

《珀莱雅(603605)：2024 年报及 2025 年一季报点评：业绩增长超预期，彰显龙头底色》

2025-04-28

珀莱雅三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	5,613	7,392	9,282	11,409	营业总收入	10,778	12,093	13,737	15,454
货币资金及交易性金融资产	4,082	5,725	7,400	9,308	营业成本(含金融类)	3,084	3,313	3,695	4,080
经营性应收款项	742	822	928	1,039	税金及附加	84	94	107	121
存货	661	691	773	855	销售费用	5,161	5,986	6,951	7,882
合同资产	0	0	0	0	管理费用	366	484	549	618
其他流动资产	128	154	181	207	研发费用	210	242	288	325
非流动资产	1,917	1,940	1,967	1,998	财务费用	(36)	(22)	(47)	(72)
长期股权投资	111	111	111	111	加:其他收益	86	13	13	13
固定资产及使用权资产	922	890	857	823	投资净收益	(2)	0	0	0
在建工程	75	135	195	255	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	429	434	439	444	减值损失	(101)	(44)	(44)	(44)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	(1)	0	0	0
长期待摊费用	70	70	70	70	营业利润	1,890	1,965	2,162	2,470
其他非流动资产	310	300	295	295	营业外净收支	(1)	(3)	(3)	(3)
资产总计	7,530	9,332	11,249	13,407	利润总额	1,889	1,962	2,159	2,467
流动负债	1,213	1,409	1,575	1,744	减:所得税	304	314	345	395
短期借款及一年内到期的非流动负债	3	3	3	3	净利润	1,585	1,648	1,813	2,073
经营性应付款项	677	727	811	895	减:少数股东损益	33	35	38	44
合同负债	154	165	184	203	归属母公司净利润	1,552	1,613	1,775	2,029
其他流动负债	379	513	577	642	每股收益-最新股本摊薄(元)	3.92	4.07	4.48	5.12
非流动负债	831	835	838	841	EBIT	1,858	1,974	2,146	2,429
长期借款	0	4	7	10	EBITDA	1,977	2,065	2,234	2,514
应付债券	780	780	780	780	毛利率(%)	71.39	72.60	73.10	73.60
租赁负债	11	11	11	11	归母净利率(%)	14.40	13.34	12.92	13.13
其他非流动负债	40	40	40	40	收入增长率(%)	21.04	12.19	13.60	12.50
负债合计	2,044	2,244	2,413	2,585	归母净利润增长率(%)	30.00	3.96	10.02	14.31
归属母公司股东权益	5,402	6,969	8,679	10,622					
少数股东权益	84	119	157	200					
所有者权益合计	5,486	7,088	8,835	10,822					
负债和股东权益	7,530	9,332	11,249	13,407					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1,107	1,867	1,919	2,173	每股净资产(元)	13.50	17.46	21.77	26.68
投资活动现金流	(1,265)	(118)	(118)	(118)	最新发行在外股份(百万股)	396	396	396	396
筹资活动现金流	(758)	(105)	(126)	(146)	ROIC(%)	26.77	23.40	20.57	19.19
现金净增加额	(917)	1,643	1,674	1,908	ROE-摊薄(%)	28.73	23.15	20.45	19.10
折旧和摊销	119	92	88	85	资产负债率(%)	27.14	24.05	21.45	19.28
资本开支	(292)	(118)	(118)	(118)	P/E (现价&最新股本摊薄)	19.47	18.73	17.02	14.89
营运资本变动	(665)	41	(69)	(71)	P/B (现价)	5.65	4.37	3.50	2.86

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>