

收入稳健增长，多品牌战略持续推进

2025 年 11 月 01 日

► **事件：珀莱雅发布 25Q3 业绩报告。**25Q3 公司实现营收 17.36 亿元，同比-11.63%，实现归母净利润 2.27 亿元，同比-23.64%，实现扣非归母净利润 2.27 亿元，同比-22.30%。

► **洗护类产品表现亮眼，受双 11 预期影响 Q3 业绩承压，但营收结构进一步优化。**公司主要产品分分类来看：1) 护肤类：25Q3 实现收入 13.16 亿元，yoy-20.41%，占总收入比例为 75.81%，同比-8.36pct，护肤类产品支平均售价为 62.42 元，同比-22.19%，主要系防晒产品销售占比增加；2) 美容彩妆类：25Q3 实现收入 2.36 亿元，yoy+0.89%，占总收入比例为 13.57%，同比+1.68pct，美容彩妆类产品支平均售价为 84.16 元，同比-10.99%，主要系美容彩妆类品牌原色波塔销售占比增加；3) 洗护类：25Q3 实现收入 1.79 亿元，yoy+137.70%，占总收入比例为 10.30%，同比+6.47pct，洗护类产品支平均售价为 95.99 元，同比-0.60%，主要系洗护类品牌分销渠道销售占比从较低基数有所增加。

► **25Q3 毛利率同比+3.97pct，净利率 13.09%。**毛利率方面：25Q3 公司整体毛利率 74.68%，同比+3.97pct。费用率方面：25Q3 公司销售费用率为 49.91%，同比+4.51pct，主要系形象宣传推广费率增加；25Q3 管理费用率为 6.49%，同比+1.62pct；25Q3 研发费用率为 2.70%，同比+0.27pct；25Q3 财务费用率为-0.33%，同比 0.45pct。净利率方面，25Q3 公司实现归母净利率 13.09%，同比-2.06pct，实现扣非归母净利率 13.08%，同比-1.80pct。

► **多品牌矩阵驱动增长，海外拓展助力长期成长。**公司旗下拥有主品牌“珀莱雅”、以“中国妆，原生美”为理念的专业化妆师美妆品牌“彩棠”、定位“亚洲头皮健康养护专家”的洗护品牌“Off&Relax”、以“自我”为核心打造的新锐彩妆品牌“原色波塔”等，覆盖大众精致护肤、彩妆、洗护、高功效护肤等美妆领域，提供长期发展动能。同时，公司明确海外发展策略，积极探索品牌出海机遇，叠加自驱型敏捷组织机制，有望提升多品牌运营效率，打开构筑新的增长曲线。

► **技术生态构建为公司长期成长提供坚实支撑。**研发端，公司与浙江大学、巴斯夫等机构深度合作，重点聚焦高功效护肤领域及原料创新方向，持续强化技术储备，研发合作网络持续扩张，合作广度与深度不断提升，为大单品迭代更新提供有力技术支撑，进一步夯实公司产品竞争力，助力长期稳健发展。

► **投资建议：**珀莱雅作为国货美妆龙头，我们预计 25-27 年公司归母净利润分别为 16.9 亿元、19.0 亿元、21.6 亿元，同比增速分别为 +8.8%/+12.6%/+13.5%，当前股价对应 PE 分别为 17X/15X/14X，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**新品牌孵化不及预期，行业竞争加剧。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	10,778	11,457	12,351	13,154
增长率 (%)	21.0	6.3	7.8	6.5
归属母公司股东净利润 (百万元)	1,552	1,688	1,900	2,157
增长率 (%)	30.0	8.8	12.6	13.5
每股收益 (元)	3.92	4.26	4.80	5.45
PE	19	17	15	14
PB	5.4	4.4	3.6	2.9

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 10 月 31 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

73.84 元

分析师 解慧新

执业证书：S0100522100001

邮箱：xiehuixin@glms.com.cn

相关研究

1.珀莱雅 (603605.SH) 2025 年半年报点评：业绩稳健增长，多品牌矩阵建设完善-2025/09/01

2.珀莱雅 (603605.SH) 2024 年年报及 2025 年一季报点评：25Q1 利润增长亮眼，多品牌多品类战略持续推进-2025/04/29

3.珀莱雅 (603605.SH) 2024 年三季报点评：护肤线持续高增，洗护线释放潜力，龙头业绩稳健增长-2024/10/27

4.珀莱雅 (603605.SH) 事件点评：管理层顺利换届，源力系列与彩棠持续推新-2024/09/13

5.珀莱雅 (603605.SH) 2024 年半年报点评：主品牌持续增长，彩棠等二梯队品牌接力成长，龙头地位稳固-2024/08/28

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	10,778	11,457	12,351	13,154
营业成本	3,084	3,002	3,174	3,315
营业税金及附加	84	115	124	132
销售费用	5,161	5,614	6,052	6,445
管理费用	366	401	432	460
研发费用	210	206	235	263
EBIT	1,858	2,151	2,373	2,591
财务费用	-36	-25	-48	-62
资产减值损失	-96	-95	-79	0
投资收益	-2	-4	-4	0
营业利润	1,890	2,077	2,338	2,653
营业外收支	-1	-5	-6	-6
利润总额	1,889	2,071	2,332	2,647
所得税	304	366	413	469
净利润	1,585	1,705	1,920	2,179
归属于母公司净利润	1,552	1,688	1,900	2,157
EBITDA	1,977	2,276	2,511	2,741

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	4,082	6,021	7,185	8,489
应收账款及票据	518	181	196	0
预付款项	224	180	175	0
存货	661	697	714	0
其他流动资产	128	293	303	126
流动资产合计	5,613	7,372	8,572	8,615
长期股权投资	111	111	111	111
固定资产	907	982	1,089	1,160
无形资产	429	459	489	489
非流动资产合计	1,917	2,164	2,358	2,352
资产合计	7,530	9,536	10,930	10,967
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	676	858	891	0
其他流动负债	536	1,148	905	9
流动负债合计	1,213	2,006	1,796	9
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	831	820	820	820
非流动负债合计	831	820	820	820
负债合计	2,044	2,826	2,616	829
股本	396	396	396	396
少数股东权益	84	101	120	142
股东权益合计	5,486	6,709	8,314	10,138
负债和股东权益合计	7,530	9,536	10,930	10,967

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	21.04	6.30	7.80	6.50
EBIT 增长率	26.99	15.79	10.33	9.18
净利润增长率	30.00	8.76	12.58	13.49
盈利能力 (%)				
毛利率	71.39	73.80	74.30	74.80
净利率	14.40	14.73	15.39	16.40
总资产收益率 ROA	20.61	17.70	17.39	19.67
净资产收益率 ROE	28.73	25.54	23.19	21.58
偿债能力				
流动比率	4.63	3.67	4.77	958.95
速动比率	3.80	3.18	4.21	944.93
现金比率	3.37	3.00	4.00	944.93
资产负债率 (%)	27.14	29.64	23.94	7.56
经营效率				
应收账款周转天数	14.40	10.99	5.49	2.68
存货周转天数	85.14	81.46	80.03	38.78
总资产周转率	1.45	1.34	1.21	1.20
每股指标 (元)				
每股收益	3.92	4.26	4.80	5.45
每股净资产	13.64	16.69	20.69	25.24
每股经营现金流	2.80	7.05	4.66	4.63
每股股利	1.19	0.80	0.90	1.02
估值分析				
PE	19	17	15	14
PB	5.4	4.4	3.6	2.9
EV/EBITDA	12.98	11.27	10.22	9.36
股息收益率 (%)	1.61	1.08	1.21	1.38

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	1,585	1,705	1,920	2,179
折旧和摊销	119	125	137	150
营运资金变动	-665	869	-335	-526
经营活动现金流	1,107	2,791	1,846	1,833
资本开支	-292	-302	-333	-145
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	-1,265	-329	-337	-145
股权募资	0	0	0	0
债务募资	-200	0	0	0
筹资活动现金流	-758	-523	-345	-384
现金净流量	-917	1,938	1,164	1,304

分析师承诺

本报告署名分析师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注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048