

2025 年 11 月 02 日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

费投前置扰动利润，多品牌势能强劲

—珀莱雅（603605.SH）公司事件点评报告

买入（首次）

事件

分析师：孙山山 S1050521110005

sunss@cfsc.com.cn

联系人：张倩 S1050124070037

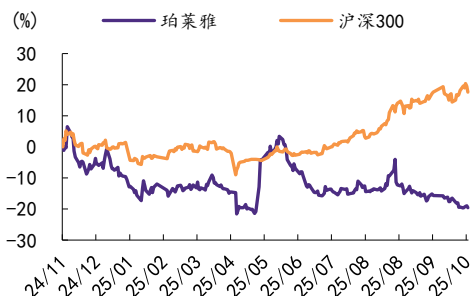
zhangqian@cfsc.com.cn

基本数据

2025-10-31

当前股价（元）	73.84
总市值（亿元）	292
总股本（百万股）	396
流通股本（百万股）	396
52 周价格范围（元）	73.84-103.54
日均成交额（百万元）	474.27

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

2025 年 10 月 30 日，珀莱雅发布 2025 年三季报。2025Q1-Q3 总营收 70.98 亿元（同增 2%），归母净利润 10.26 亿元（同增 3%），扣非净利润 9.98 亿元（同增 3%）；其中 2025Q3 总营收 17.36 亿元（同减 12%），归母净利润 2.27 亿元（同减 24%），扣非净利润 2.27 亿元（同减 22%）。

投资要点

■ 淡季销售略有承压，费投前置扰动利润

2025Q3 公司毛利率同增 4pct 至 74.68%，销售费用率同增 5pct 至 49.91%，管理费用率同增 2pct 至 6.49%，净利率同减 2pct 至 13.19%，费投增加主要系今年双 11 大促节奏提前，公司跟进布局使种草投流费投同步前置所致，并对净利造成短期扰动。公司加速国际化战略布局，自去年以来持续引入资深管理人才，目前核心团队搭建基本完成，并已于 2025 年 10 月 30 日向港交所递交 H 股上市申请，持续关注后续流程推进。

■ 洗护业务快速发展，结构变化压低均价

分业务来看，2025Q3 公司护肤/美妆/洗护营收分别同比-20%/+1%/+138%至 13.16/2.36/1.79 亿元，洗护业务迅速发展，有望成为公司新增长引擎。拆分量价来看，2025Q3 公司护肤/美妆/洗护产品均价分别同减 22%/11%/1%，销量分别同增 2%/13%/139%，护肤、美妆均价下降主要系防晒、原色波塔产品销售占比增加所致，业务整体呈现量升价跌态势。

■ 核心品牌持续领跑，新锐品牌快速放量

分品牌来看，双 11 期间公司主品牌珀莱雅持续领跑行业，截至 10 月 21 日零点，品牌稳居天猫美妆双 11 现货 4 小时成交榜第一；新锐品牌 OR 定位差异化升级“亚洲头皮整全愈养专家”，位列天猫个护双 11 现货 4 小时成交榜第五；彩棠深耕中式美学理念，品牌势能稳健，并加速底妆、眼部、唇部品类拓展；原色波塔天猫首日 GMV 同比翻倍增长，开售 5 日即超去年双十一全周期营收。整体来看，公司大单品战略深化，多品类拓展完善产品矩阵，双十一表现远超预期，未来业绩有望持续向好。

■ 盈利预测

公司是中国本土领先的多品牌美妆集团，核心业务聚焦化妆品研产销，品牌优势显著，随着老品迭代与新品拓展，品牌势能持续释放。根据 2025 年三季报，我们预计 2025-2027 年 EPS 分别为 4.17/4.73/5.29 元，当前股价对应 PE 分别为 18/16/14 倍，首次覆盖，给予“买入”投资评级。

■ 风险提示

宏观经济下行风险，行业竞争加剧风险，渠道拓展不及预期，新品推广不及预期等。

预测指标	2024A	2025E	2026E	2027E
主营收入（百万元）	10,778	11,257	12,572	13,757
增长率（%）	21.0%	4.4%	11.7%	9.4%
归母净利润（百万元）	1,552	1,653	1,875	2,096
增长率（%）	30.0%	6.5%	13.4%	11.8%
摊薄每股收益（元）	3.92	4.17	4.73	5.29
ROE（%）	28.3%	25.5%	24.5%	23.5%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测（百万元）

资产负债表	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产：					营业收入	10,778	11,257	12,572	13,757
现金及现金等价物	4,082	5,126	5,957	7,086	营业成本	3,084	3,224	3,606	3,944
应收款	528	555	620	678	营业税金及附加	84	90	101	110
存货	661	726	812	889	销售费用	5,161	5,381	5,997	6,542
其他流动资产	342	394	440	481	管理费用	366	450	484	516
流动资产合计	5,613	6,801	7,830	9,135	财务费用	-36	-104	-127	-159
非流动资产：					研发费用	210	225	251	275
金融类资产	0	0	0	0	费用合计	5,701	5,952	6,605	7,174
固定资产	907	877	890	859	资产减值损失	-96	-50	-50	-50
在建工程	75	118	47	19	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	429	408	386	366	投资收益	-2	6	6	6
长期股权投资	111	431	431	431	营业利润	1,890	2,012	2,282	2,550
其他非流动资产	395	395	395	395	加：营业外收入	3	1	1	1
非流动资产合计	1,917	2,229	2,149	2,069	减：营业外支出	4	1	1	1
资产总计	7,530	9,030	9,978	11,204	利润总额	1,889	2,012	2,282	2,550
流动负债：					所得税费用	304	342	388	434
短期借款	0	80	80	80	净利润	1,585	1,670	1,894	2,117
应付账款、票据	676	999	812	777	少数股东损益	33	17	19	21
其他流动负债	382	382	382	382	归母净利润	1,552	1,653	1,875	2,096
流动负债合计	1,213	1,677	1,481	1,428					
非流动负债：					主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
长期借款	780	807	807	807	成长性				
其他非流动负债	51	51	51	51	营业收入增长率	21.0%	4.4%	11.7%	9.4%
非流动负债合计	831	858	858	858	归母净利润增长率	30.0%	6.5%	13.4%	11.8%
负债合计	2,044	2,535	2,340	2,287	盈利能力				
所有者权益					毛利率	71.4%	71.4%	71.3%	71.3%
股本	396	396	396	396	四项费用/营收	52.9%	52.9%	52.5%	52.1%
股东权益	5,486	6,495	7,639	8,917	净利率	14.7%	14.8%	15.1%	15.4%
负债和所有者权益	7,530	9,030	9,978	11,204	ROE	28.3%	25.5%	24.5%	23.5%
					偿债能力				
现金流量表	2024A	2025E	2026E	2027E	资产负债率	27.1%	28.1%	23.4%	20.4%
净利润	1585	1670	1894	2117	营运能力				
少数股东权益	33	17	19	21	总资产周转率	1.4	1.2	1.3	1.2
折旧摊销	94	82	79	79	应收账款周转率	20.4	20.3	20.3	20.3
公允价值变动	0	0	0	0	存货周转率	4.7	4.6	4.6	4.6
营运资金变动	-606	240	-393	-229	每股数据(元/股)				
经营活动现金净流量	1107	2009	1599	1988	EPS	3.92	4.17	4.73	5.29
投资活动现金净流量	-1265	-334	58	59	P/E	18.9	17.7	15.6	14.0
筹资活动现金净流量	1202	-554	-750	-838	P/S	2.7	2.6	2.3	2.1
现金流量净额	1,044	1,121	908	1,209	P/B	5.4	4.6	3.9	3.3

资料来源：Wind、华鑫证券研究

食品饮料组介绍

孙山山：经济学硕士，8 年食品饮料卖方研究经验，全面覆盖食品饮料行业，聚焦饮料子板块，深度研究白酒行业等。曾就职于国信证券、新时代证券、国海证券，于 2021 年 11 月加盟华鑫证券研究所担任食品饮料首席分析师，负责食品饮料行业研究工作。获得 2021 年东方财富百强分析师食品饮料行业第一名、2021 年第九届东方财富行业最佳分析师食品饮料组第一名和 2021 年金麒麟新锐分析师称号，2023 年东方财富行业最佳分析师第六名。注重研究行业和个股基本面，寻求中长期个股机会，擅长把握中短期潜力个股；勤于思考白酒板块，对苏酒有深入市场的思考和深刻见解。

张倩：厦门大学金融学硕士，于 2024 年 7 月加入华鑫证券研究所，研究方向是调味品、速冻品以及休闲食品。

证券分析师承诺

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，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。

证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。