

消费行业研究组

分析师：张婧

执业证书编号：S1410525010001

联系人：黄燕芝

执业证书编号：S1410123120005

投资评级： 增持（下调）

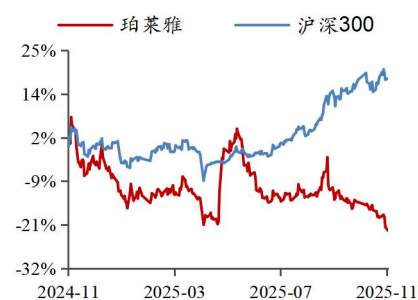
当前价格： 72.95元

市场数据

总股本(百万股)	396.01
A 股股本(百万股)	396.01
B/H 股股本(百万股)	-/-
A 股流通比例(%)	99.99
12 个月最高/最低(元)	105.19/71.90
第一大股东	侯军呈
第一大股东持股比例(%)	34.53
上证综指/沪深 300	3976.52/4653.40

数据来源：聚源 注：2025 年 11 月 3 日数据

近十二个月股价表现



%	1 个月	3 个月	12 个月
相对收益	-9.07	-25.13	-42.75
绝对收益	-8.79	-10.37	-23.13

数据来源：聚源 注：相对收益与沪深 300 相比

相关研究报告

- 江海证券-公司点评报告-珀莱雅-603605：2024 年三季度点评：公司业绩稳健增长 - 2024.10.30
- 公司点评报告-珀莱雅-603605：2024 年中报点评：业绩表现亮眼，持续深耕大单品策略 - 2024.09.27

珀莱雅 603605.SH

美容护理行业

2025 年三季报点评：公司业绩阶段性承压，“双 11”销售数据表现亮眼

事件：

公司发布 2025 年三季度业绩报告。报告显示，2025 年前三季度公司实现营业收入 70.98 亿元，同比+1.89%，归母净利润 10.26 亿元，同比+2.65%，扣非归母净利润 9.98 亿元，同比+2.72%。拆分单季度来看，2025Q3 实现营业收入 17.36 亿元，同比/环比分别-11.63%/-42.18%，归母净利润 2.27 亿元，同比/环比分别-23.64%/-44.35%，扣非归母净利润 2.27 亿元，同比/环比分别-22.30%/-42.02%。

投资要点：

- ◆公司“双 11”多个品牌在多个平台排名靠前。截至 10 月 30 日，主品牌珀莱雅的排名稳居天猫美妆榜首、抖音美妆第一、京东国货护肤第一；彩棠排名天猫彩妆第六、国货第二，抖音彩妆第三、国货第二，京东国货第一；OR 排名天猫洗护第五、抖音洗护第六。
- ◆公司持续保持“新品拓增量，大单品固基本”的节奏，不断优化产品。今年珀莱雅银管防晒增速显著，源力次抛和源力水乳三季度表现较为突出，在线上各平台销售数据亮眼。此外，核心大单品仍保持较强的市场竞争力，早 C 晚 A 精华持续领跑天猫各个榜单。同时，公司的高端产品线能量系列在天猫平台亦取得了不错的增长。
- ◆彩妆行业竞争加剧，公司彩棠底妆成为核心增长引擎。彩棠今年销售情况呈现多平台领跑、从单点爆款到全品类均衡增长的状态，公司在巩固面部彩妆大单品和品类的同时，将持续强化底妆产品线，稳固现有爆款单品（妆前乳、修容盘等），并持续扩充新品（粉膏、蜜粉饼等）。
- ◆2025 年前三季度公司毛利率 73.69%，同比+3.62pct，净利率 14.86%，同比+0.18pct。2025 年前三季度公司销售费用率/管理费用率/研发费用率为 49.67%/4.09%/2.00%，同比+3.28pct/+0.18pct/-0.04pct。公司销售费用率提升，主要系公司加大了品牌投入，持续种草和发掘新客户群。
- ◆估值和投资建议：公司为护肤品龙头企业，多个品牌在多个平台排名前列。我们预计 2025-2027 年公司营业收入分别为 120.02/134.27/150.81 亿元，同比增长 11.36%/11.87%/12.32%；2025-2027 年公司归母净利润分别为 16.43/17.83/19.86 亿元，同比增长 5.87%/8.53%/11.38%。当前市值对应 2025-2027 年 PE 分别为 17.6/16.2/14.6 倍，下调至“增持”评级。。
- ◆风险提示：宏观经济波动风险，行业竞争风险，投资风险。

财务预测	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万 元）	8,904.57	10,778.41	12,002.42	13,427.18	15,081.36
增长率（%）	39.45%	21.04%	11.36%	11.87%	12.32%
归母净利润（百万 元）	1,193.87	1,552.00	1,643.12	1,783.24	1,986.10
增长率（%）	46.06%	30.00%	5.87%	8.53%	11.38%
ROE（%）	27.97%	28.90%	24.84%	22.41%	20.78%

EPS 最新摊薄 (元/股)	3.01	3.92	4.15	4.50	5.02
P/E (倍)	24.20	18.61	17.58	16.20	14.55
P/B (倍)	6.72	5.40	4.43	3.64	3.03

资料来源：公司财报，江海证券研究发展部

附录:

资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	5545	5613	7360	8215	10275
现金	4011	4082	5541	6345	8066
应收票据及应收账款	345	518	443	632	575
其他应收款	82	10	92	22	106
预付账款	203	224	251	280	317
存货	797	661	915	817	1093
其他流动资产	107	118	118	118	118
非流动资产	1778	1917	1993	2067	2155
长期股权投资	114	111	103	94	85
固定资产	827	907	991	1077	1168
无形资产	405	429	429	435	429
其他非流动资产	433	469	469	460	473
资产总计	7323	7530	9353	10282	12431
流动负债	2120	1213	1975	1594	2236
短期借款	200	0	0	0	0
应付票据及应付账款	1055	676	1195	862	1407
其他流动负债	865	536	780	732	829
非流动负债	803	831	706	578	447
长期借款	753	780	655	527	396
其他非流动负债	49	51	51	51	51
负债合计	2923	2044	2681	2172	2684
少数股东权益	51	84	98	133	172
股本	397	396	396	396	396
资本公积	864	847	847	847	847
留存收益	3239	4432	5588	6856	8269
归属母公司股东权益	4350	5402	6574	7977	9575
负债和股东权益	7323	7530	9353	10282	12431

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1469	1107	1984	1370	2258
净利润	1231	1585	1657	1818	2026
折旧摊销	92	114	120	135	127
财务费用	-59	-36	-116	-151	-198
投资损失	17	2	8	8	9
营运资金变动	-10	-675	280	-470	270
其他经营现金流	198	116	34	29	23
投资活动现金流	-476	-1265	-205	-218	-225
资本支出	180	300	204	217	225
长期投资	-13	0	8	8	9
其他投资现金流	-283	-966	-9	-9	-10
筹资活动现金流	-460	-758	-321	-347	-312
短期借款	-0	-200	0	0	0
长期借款	29	27	-125	-128	-131
普通股增加	113	-1	0	0	0
资本公积增加	-51	-18	0	0	0
其他筹资现金流	-551	-567	-196	-219	-181
现金净增加额	534	-917	1458	805	1720

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	8905	10778	12002	13427	15081
营业成本	2677	3084	3332	3662	4040
营业税金及附加	91	84	107	120	135
销售费用	3972	5161	6001	6848	7842
管理费用	455	366	420	470	528
研发费用	174	210	240	269	302
财务费用	-59	-36	-116	-151	-198
资产和信用减值损失	-118	-101	-34	-29	-22
其他收益	45	86	47	54	58
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-17	-2	-8	-8	-9
资产处置收益	-1	-1	-0	-1	-1
营业利润	1503	1890	2022	2226	2458
营业外收入	4	3	2	2	3
营业外支出	12	4	6	6	7
利润总额	1495	1889	2018	2222	2454
所得税	265	304	361	404	429
净利润	1231	1585	1657	1818	2026
少数股东损益	37	33	14	35	40
归属母公司净利润	1194	1552	1643	1783	1986
EBITDA	1530	1962	2018	2199	2381
EPS (元)	3.01	3.92	4.15	4.50	5.02

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	39.5	21.0	11.4	11.9	12.3
营业利润(%)	42.1	25.8	6.9	10.1	10.4
归属于母公司净利润(%)	46.1	30.0	5.9	8.5	11.4
获利能力					
毛利率(%)	69.9	71.4	72.2	72.7	73.2
净利率(%)	13.8	14.7	13.8	13.5	13.4
ROE(%)	28.0	28.9	24.8	22.4	20.8
ROIC(%)	22.3	25.0	21.0	19.4	18.3
偿债能力					
资产负债率(%)	39.9	27.1	28.7	21.1	21.6
净负债比率(%)	-69.3	-59.8	-70.6	-69.4	-76.7
流动比率	2.6	4.6	3.7	5.2	4.6
速动比率	2.1	3.8	3.1	4.4	3.9
营运能力					
总资产周转率	1.4	1.5	1.4	1.4	1.3
应收账款周转率	39.9	25.0	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	3.6	3.6	9.9	0.0	0.0
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	3.01	3.92	4.15	4.50	5.02
每股经营现金流(最新摊薄)	3.71	2.80	5.01	3.46	5.70
每股净资产(最新摊薄)	10.86	13.51	16.47	20.02	24.05
估值比率					
P/E	24.2	18.6	17.6	16.2	14.5
P/B	6.7	5.4	4.4	3.6	3.0
EV/EBITDA	16.9	13.1	12.0	10.6	9.1

资料来源: 公司财报, 江海证券研究发展部

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为发布报告日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中沪深市场以沪深 300 为基准；北交所以北证 50 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	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15% 以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5% 到 15% 之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5% 到 5% 之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5% 以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10% 以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10% 到 10% 之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10% 以上

特别声明

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

分析师介绍

姓名：张婧

从业经历：经济学硕士，曾在券商研究部，公募基金和保险资管从事权益研究工作。

分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

江海证券有限公司（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。本研究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。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，江海证券有限公司及其附属机构（包括研发部）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制，刊登，发表，篡改或者引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“江海证券有限公司研究发展部”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。