

# 珀莱雅 PROYA COSMETICS (603605 CH)

## 首次覆盖：新品周期与多品牌收获期共振，“双十战略”锚定跨越式成长

### Product Launches and Multi-Brand Harvest Drive Growth, Guided by the 'Double Ten Strategy': Initiation

观点聚焦 Investment Focus

#### 首次覆盖优于大市 Initiate with OUTPERFORM

评级	优于大市 OUTPERFORM
现价	Rmb72.90
目标价	Rmb85.90
HTI ESG	4.4-4.5-4.0
E-S-G: 0-5, (Please refer to the Appendix for ESG comments)	

市值	Rmb28.87bn / US\$4.18bn
日交易额 (3 个月均值)	US\$48.62mn
发行股票数目	395.98mn
自由流通股 (%)	50%
1 年股价最高最低值	Rmb100.57-Rmb66.68

注：现价 Rmb72.90 为 2026 年 02 月 13 日收盘价



资料来源: Factset

	1mth	3mth	12mth
绝对值	3.7%	-1.0%	-10.8%
绝对值 (美元)	4.8%	2.0%	-5.6%
相对 MSCI China	7.0%	4.1%	-31.0%

Rmb mn	Dec-24A	Dec-25E	Dec-26E	Dec-27E
Revenue	10,778	10,742	11,898	13,197
Revenue (+/-)	21%	0%	11%	11%
Net profit	1,552	1,547	1,705	1,882
Net profit (+/-)	30%	0%	10%	10%
Diluted EPS (Rmb)	3.92	3.91	4.32	4.77
GPM	71.4%	73.7%	73.6%	73.4%
ROE	31.4%	25.7%	23.9%	22.8%
P/E	19	19	17	15

资料来源: 公司信息, HTI

(Please see APPENDIX 1 for English summary)

珀莱雅正处于战略执行与管理层迭代的关键交汇点，“双十”目标锚定长期方向，新一代管理团队已就位，2026 年将重回稳健增长通道。公司经历 2024-2025 年组织架构深度调整，核心岗位（研发负责人、CFO、CDO、CMO）引入具备国际化视野的专业人才，团队磨合渐入佳境。当前公司战略重心从“组织建设”转向“业务发力”，我们认为市场对公司治理能力的信心有望逐步修复，2026 年将是验证新团队执行力的重要年份。

2026 年公司进入新品周期与多品牌收获期，收入增速有望修复至低双位数。2025 年为主动调整年，主品牌受产品迭代节奏影响增速放缓。以侯亚孟为核心的管理团队全面接手后，推动研发体系整合与品牌主理人制度深化，2026 年起自主研发成果将集中落地。珀莱雅主品牌进入新品密集期：已落地重组胶原蛋白（能量系列等）、PDRN（源力系列）等自研成分，械字号拓展 OTC 渠道，男士系列同步上市；红宝石系列下半年完成核心升级。我们预计主品牌 2026 年恢复单位数正增长。子品牌全面推行主理人制，我们预计第二梯队彩棠将达到中双位数增长，Off&Relax 将首次突破 10 亿元，悦芙媿、原色波塔等维持翻倍高增。

“双十战略”锚定十年进入全球前十，内生提效是当前重心，外延扩张将是必经之路。在 2024 年度业绩说明会上，总经理侯亚孟首次公开提出“双十”战略目标：未来十年内进入全球化妆品行业前十，从百亿级向数百亿级规模跨越。2025 年新任 CFO 金昶（前欧莱雅中国财务发展总监）、CDO 胡宁波（前 LVMH 时装部北亚区 CIO）、CMO 果小（前泡泡玛特 CMO）先后到任，数字化运营与品牌营销体系有望实现系统性提效。我们认为，CFO 主导的费效精细化管理、CDO 驱动的全域数据洞察、CMO 统筹的品牌资产沉淀，将在低双位数收入增长中枢下共同支撑利润率平稳。展望中长期，仅靠内生积累难以支撑数百亿体量的增长。我们判断，收购将是公司完善品牌矩阵、切入高端及海外市场的必由之路，亦是“双十”战略从愿景走向落地的核心看点。

2026 年化妆品行业竞争依旧激烈，和消费者契合的质价比产品才能脱颖而出。近年化妆品赛道消费降级尤其明显，价格带向下迁移，大众市场竞争加剧，线上线下市场营销费用上涨，挤压中小品牌和白牌的生存空间。国货品牌市占率已达到 50%，上升趋势减弱，国际高端品牌通过买赠销售和 content 电商布局，份额已企稳，我们预期 26 年国际高端品牌的份额仍有机会回归；国货品牌应落地与消费者契合的质价比产品，在垂类市场深耕实际需求。珀莱雅主品牌主打“早 C 晚 A”的大众抗老定位，同时通过能量系列向上突破高端价格带、重启男士系列拓展增量人群；彩棠、OR、悦芙媿等子品牌则在主理人制下分别卡位专业彩妆、头皮养护、油皮护理等细分赛道，与主品牌形成接力。

我们首次覆盖珀莱雅，给予“优于大市”评级，设定目标价 85.9 元。我们预计 2025 年收入略微下滑 0.3%，2026-2027 年收入 CAGR 为 10.8%；净利润增速与收入基本同步，2025-2027E 归母净利率稳定在 14%-15% 区间。参考可比公司，考虑到公司作为国货美妆龙头，组织调整落地后新品周期明确、多品牌矩阵进入收获期，长期“双十战略”目标清晰，我们给予一定估值溢价，给予 2027 年 18x PE，对应目标价 85.9 元（17.9% 上行空间），首次覆盖给予“优于大市”评级。

风险提示：行业竞争超预期加剧、新品培育不及预期、渠道流量成本快速攀升以及核心原材料价格波动、公司核心人员变动、“双十”目标不及预期、负面舆情。

寇媛媛 Yuanyuan Kou  
yy.kou@htisec.com

吴颖婕 Mindy Wu  
mindy.yj.wu@htisec.com

## 一、珀莱雅：线下起家成功转型线上，2020年起实行大单品策略

### 1. 同名主品牌珀莱雅超 20 年历史，2020 年起推行大单品策略

珀莱雅是中国大众美妆市场领先的多品牌集团，以主品牌为核心，依托研发与多渠道运营能力实现稳健增长。公司自 2003 年成立以来，已从单一护肤品牌成功转型为覆盖护肤、彩妆、洗护等多品类的美妆平台。主品牌“珀莱雅”凭借“早 C 晚 A”等明星系列占据大众抗衰市场重要心智，同时通过孵化（如悦芙媿）与投资（如彩棠）构建品牌矩阵，覆盖差异化价格带与客群。产品涵盖护肤、彩妆、洗护等品类，是中国化妆品行业的领军企业之一。珀莱雅凭借其丰富的产品矩阵、多元化的品牌布局以及强大的营销能力，在国内化妆品市场占据重要地位。

图1 珀莱雅旗下品牌



资料来源：公司官网，海通国际整理

公司自线下起家并成功向线上转型，2020 年起推行的大单品策略是驱动近年增长的核心引擎。公司于 2003 年创立同名主品牌“珀莱雅”，早期以线下专营店渠道为主，并于 2012 年前瞻性布局电商。2019 年，专业彩妆品牌“彩棠”作为公司第二品牌上市；2020 年，公司明确转向大单品策略，成功打造“早 C 晚 A”等明星系列，同年洗护品牌“Off&Relax”作为第三品牌上市。大单品策略推动主品牌从大众化产品向具备科技感与强心智的溢价单品升级，实现了品牌价值与盈利能力的双重跃升。这一战略不仅巩固了其在大众抗衰市场的领导地位，也为多品牌矩阵的孵化与运营奠定了方法论基础。

图2 珀莱雅发展历程

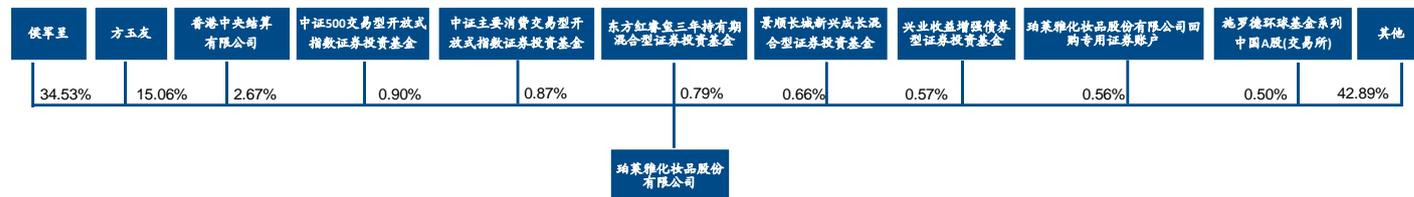


资料来源：公司官网，海通国际整理

2. 创始人侯军呈及其妻弟拥有近半数股份，二代侯亚孟上任后高管频繁变动

创始人深耕化妆品行业，公司股权结构清晰。公司创始人侯军呈深耕化妆品行业，从化妆品代理起家，到化妆品公司创业，拥有至少 20 年相关从业经验及丰富运营经验，90 年代初相继获得小护士、羽西、大宝、兰贵人等著名化妆品品牌代理权，营业额达到义乌前三。公司股权结构集中，截至 2025 年 12 月 30 日，董事长侯军呈、总经理方玉友（侯军呈妻弟）分别持有 34.53%、15.06% 股份，二者合计持股比例达 49.59%，对公司拥有较强控制力。

图3 珀莱雅股权结构（2025 年 12 月 30 日）



资料来源：Wind，海通国际整理

公司管理层权力正过渡到年轻二代，2024 年 9 月董事长之子侯亚孟接替舅舅方玉友总经理职位。董事长侯军呈之子侯亚孟于 2013 年就职珀莱雅电商部，从基层出发；曾任珀莱雅副总经理，目前为董事和总经理。原联合创始人、总经理方玉友未来仍将以公司联合创始人兼董事会顾问的身份辅助公司战略规划及经营管理支持。此外，董事长侯军呈之妻方爱琴担任公司采购高级顾问。

表 1 珀莱雅核心管理层及离职高管

姓名	年龄	职位	加入公司时间	人员简介
侯军呈	61	董事长	2007 年	曾就职于义乌市燎原日化有限公司、杭州珀莱雅化妆品有限公司、杭州珀莱雅控股股份有限公司。2007 年至今在公司及前身就职，2007 年 9 月起担任公司执行董事，2012 年 8 月至今任公司及其前身董事长。
侯亚孟	38	董事、总经理	2013 年	曾就职于珀莱雅化妆品股份有限公司电商部，2021 年 9 月至 2024 年 9 月任公司副总经理，2021 年 9 月至今任公司董事，2024 年至今任公司总经理。 <b>侯亚孟先生系公司控股股东、实际控制人侯军呈先生、方爱琴女士的儿子。</b>
方玉友	57	董事、总经理	2007 年 (2024 年已离任)	曾就职于石家庄燎原化妆品有限公司、杭州珀莱雅化妆品有限公司、杭州珀莱雅控股股份有限公司。2007 年至今在公司及其前身就职，2012 年 8 月至 2024 年 9 月任公司及其前身董事、总经理，2024 年 9 月至今任公司董事会顾问。
金衍华	63	董事、副总经理	2007 年	曾就职于浙江三门化肥厂、浙江英博雁荡山啤酒有限公司、浙江英博金华啤酒有限公司、杭州珀莱雅化妆品有限公司、杭州珀莱雅控股股份有限公司。2007 年至 2012 年 8 月在公司及前身担任湖州工厂总经理。2012 年 8 月至今担任公司供应链管理中心总经理；2018 年 4 月至今担任公司副总经理，2024 年 9 月至今担任公司董事。
王莉	48	财务负责人、副总经理、董事会秘书	2018 年 (2025 年已离职)	曾任广州鹰泰数码动力科技有限公司财务负责人，美国 CELLSTAR(蜂星电讯)财务代表，上海锐力体育有限公司财务经理，维格娜丝时装股份有限公司财务总监，卓尚服饰(杭州)有限公司财务总监，南京日托光伏科技股份有限公司财务总监。2023 年 4 月至今任浙江华正新材料股份有限公司独立董事。曾任珀莱雅化妆品股份有限公司副总经理、董事会秘书、财务负责人，于 2025 年 5 月离职。
金昶	51	财务负责人	2025 年	复旦大学经济学学士，复旦大学-华盛顿大学奥林商学院工商管理硕士(EMBA)，注册会计师非执业会员(CPA)。曾任毕马威会计师事务所(KPMG)高级审计师、欧尚超市集团中国区内部审计经理、阿克苏诺贝尔整合剂事业部全球财务总监、欧莱雅中国财务发展总监/活性健康化妆品事业部财务总监、深圳市宗匠科技有限公司首席财务官。
薛霞	43	董事会秘书	2025 年	历任 IBM/联想国际信息产品(深圳)有限公司大中华区财务中心财务管理，埃克森美孚(中国)投资有限公司亚太业务中心专家分析师，浙江红蜻蜓鞋业股份有限公司董事会秘书，罗莱生活科技股份有限公司董事会秘书。
马冬明	56	独立董事	2021 年	曾任中国证监会浙江证监局副处长、处长，中国证监会上海专员办处长，永安期货股份有限公司副总经理、董事会秘书。2021 年 5 月至今任公司独立董事。兼任星环信息科技(上海)股份有限公司独立董事、每日互动股份有限公司独立董事。
葛伟军	51	独立董事	2021 年	曾就职于浙江星韵律师事务所、星韵律师事务所上海分所。2006 年 2 月至 2021 年 12 月在上海财经大学法学院任教，担任教授、博士生导师、校法律顾问。2022 年 1 月至今任复旦大学法学院专职教师(教授)，2021 年 9 月至今任公司独立董事，兼任中国国际经济贸易仲裁委员会仲裁员、上海国际经济贸易仲裁委员会仲裁员、上海仲裁委员会仲裁员、深圳国际仲裁院仲裁员等。
范明曦	48	独立董事	2025 年	中国香港籍，硕士学历。2003 年 7 月至 2008 年 10 月先后任德意志银行香港分行环球市场部门分析师、副经理、副总裁；2008 年 10 月至 2024 年 3 月先后任瑞士银行香港分行董事、执行董事、董事总经理，2025 年 6 月起兼任豪威集成电路(集团)股份有限公司独立董事。
侯露婷	37	监事	2014 年	2013 年 7 月至 2014 年 1 月在中汇会计师事务所担任外派财务专员，2014 年 2 月至 2017 年 6 月担任公司采购部包材采购专员；2017 年 6 月至 2019 年 4 月担任公司采购部原料采购专员，2019 年 4 月至 2021 年 3 月担任原料评价工程师，2021 年 3 月至 2022 年 12 月担任价格评审副经理，2022 年 12 月至 2023 年 12 月担任价格评审经理，2023 年 12 月至今担任高级价格评审经理。2018 年 5 月至今担任公司监事。
方琴	36	监事	2008 年	2008 年 11 月至 2018 年 1 月在公司及其前身担任计划部主管，2018 年 1 月至 2022 年 7 月，在公司担任计划策略经理，2022 年 7 月至今担任公司计划策略高级经理，2018 年 5 月至今担任公司监事。
王顺国	40	职工董事	2009 年	2009 年 6 月至 2015 年 10 月在公司从事行政事务，2015 年 10 月至 2019 年 3 月担任公司工程总经理助理，2019 年 3 月至今担任公司采购一部包装开发工程师，2024 年 9 月至今担任公司监事。

资料来源：珀莱雅年报，珀莱雅公告，海通国际整理

公司完成二代交接后，高管团队经历显著重组。2021 年侯亚孟担任副总经理至今，包括原研发总监蒋丽刚、原首席营销官叶伟、原首席科学官魏晓岚等核心技术人员与管理层人员相继离职。2024 年侯亚孟出任总经理后，副总经理兼财务负责人王莉在任期未满足情况下提前离任，标志着上市初期管理团队的基本完成迭代。

表 2 侯亚孟上任以来珀莱雅离职高管

姓名	曾任珀莱雅职位	离职时间	加入公司年份	人员简介
蒋丽刚	研发总监	2022 年 8 月	2008 年	毕业于浙江大学高分子化学专业，作为业内资深的技术人物，曾在玫琳凯和雅诗兰黛先后工作近 10 年，后在珀莱雅服务长达 14 年，为珀莱雅打造出了泡泡面膜以及红宝石系列等爆品。
叶伟	首席营销官	2024 年 1 月	2018 年	曾就职于宝洁，将欧莱雅、雅诗兰黛等国际公司经典营销方法“大单品”策略运用到珀莱雅；任职珀莱雅首席营销官期间，“早 C 晚 A”的护肤概念开始爆火，珀莱雅品牌又顺势推出了“红宝石”系列产品。自 2018 年叶伟入职以来，珀莱雅快速发展，2018-2023 年前三季度，珀莱雅营收分别增长 32.43%、32.28%、20.13%、23.47%、37.82%、32.47%。尤其是在疫情三年，其他国产美妆品牌业绩放缓或下滑之际，珀莱雅一直都保持不错的增长。
魏晓岚	首席科学官	2024 年 7 月	2022 年	作为蒋丽刚离职后的继任者，2022 年 9 月加入珀莱雅；曾在全球知名香水和化妆品巨头科蒂集团任职，担任亚太区研发 VP(副总裁)一职，其在全球化妆品领域有近 20 年的研发工作经验。此前魏晓岚的加入被视为珀莱雅释放研发体系要进一步朝国际美妆看齐，打造全球化研发团队的信号。
王莉	财务负责人、副总经理、董事会秘书	2025 年 5 月	2018 年	曾任广州鹰泰数码动力科技有限公司财务负责人，美国 CELLSTAR(蜂星电讯)财务代表，上海锐力体育有限公司财务经理，维格娜丝时装股份有限公司财务总监，卓尚服饰(杭州)有限公司财务总监，南京日托光伏科技股份有限公司财务总监。2023 年 4 月至今任浙江华正新材料股份有限公司独立董事。现任珀莱雅化妆品股份有限公司副总经理、董事会秘书、财务负责人。

资料来源：珀莱雅公告，青眼，雪球，海通国际整理

公司已启动系统性人才引进，新管理团队具备突出的国际化与专业化背景，以支撑其长远战略。在新引入的 7 位高层管理人员中，有 6 位曾任职于宝洁、欧莱雅等跨国化妆品集团，团队国际化特征显著。研发体系方面，公司于 2025 年 4 月官宣了由首席研发创新官孙培文博士、首席科学官黄虎博士、首席科学顾问兼欧洲科创中心副总裁 Lieve Declercq 博士及上海研发中心负责人常晓维博士领衔的全球化研发团队，旨在强化基础研究与创新能力和运营层面，公司设立了首席数字官等职位，并于 2025 年完成了董事会秘书（薛霞，此前该岗位空缺 3 个月）、首席营销官（果小，此前该岗位空缺 19 个月）、财务负责人（金昶，此前该岗位空缺 5 个月）等关键岗位的任命，重塑了管理架构。

表 3 侯亚孟上任以来珀莱雅新任高管

姓名	任珀莱雅职位	加入公司时间	人员简介
黄虎	首席科学官	2024 年 11 月	此前曾担宝洁美国总部全球首席科学家、上美股份 CTO 兼全球首席科学。
胡宁波	首席数字官 CDO	2025 年 1 月	此前曾担免税零售企业 Lagardere 中国区 IT 部门负责人，LVMH 时装部北亚区 CIO。
孙培文	首席研发创新官	2025 年 2 月	此前曾担宝洁公司大中华区开放式创新研发总监、上美股份全球研发总监、PMPM 首席科研官。
汪奕峰	产品开发负责人兼孵化品牌副总经理	2025 年 6 月	此前曾担欧莱雅品牌总监、伊利高级品牌总监、拜尔斯道夫护肤市场部总经理/CMO、高露洁大中华区市场部总经理、爱茉莉太平洋旗下兰芝(中国)品牌总经理。
薛霞	董事会秘书	2025 年 8 月	此前曾担 IBM/联想国际信息产品大中华区财务中心财务管理，埃克森美孚(中国)亚太业务中心专家分析师，浙江红蜻蜓董事会秘书，罗莱生活董事会秘书。
果小	首席营销官 CMO	2025 年 8 月	拥有超过 10 年的品牌战略与市场营销经验，曾先后担任阿芙精油市场负责人、泡泡玛特 CMO 及蕉下 CMO。
金昶	财务负责人	2025 年 10 月	拥有复旦大学经济学学士、复旦大学-华盛顿大学奥林商学院工商管理硕士(EMBA)学历，为注册会计师非执业会员(CPA)。先后担任毕马威会计师事务所(KPMG)高级审计师、欧尚超市集团中国区内部审计经理、阿克苏诺贝尔整合剂事业部全球财务总监、欧莱雅中国财务发展总监/活性健康化妆品事业部财务总监、觅光品牌母公司深圳市宗匠科技有限公司首席财务官。

资料来源：珀莱雅股份公众号，南方都市报，化妆品报，36 氪，新浪财经，雪球，海通国际整理

此次组织变革与公司新提出的“双十”战略目标形成直接呼应，旨在支撑其未来十年进入全球行业前十的雄心。在 2024 年度业绩说明会上，总经理侯亚孟首次公开“双十”战略，即未来十年内进入全球化妆品行业前十，这意味着公司需实现从百亿级向数百亿级规模的跨越。为实现此目标，公司资源配置将聚焦三大方向：在研发创新上，计划将研发投入提升至国际一线水平，并持续引进国际化研发人才；在国际布局上，正筹建海外团队并探索并购机会；在数字化建设上，致力于构建全域营销数据分析平台，其 2025-2027 年三年规划已明确覆盖营销、研发至供应链的全场景数字化蓝图。

图4 珀莱雅官宣高管，与公司新提出的“双十”战略形成明确呼应

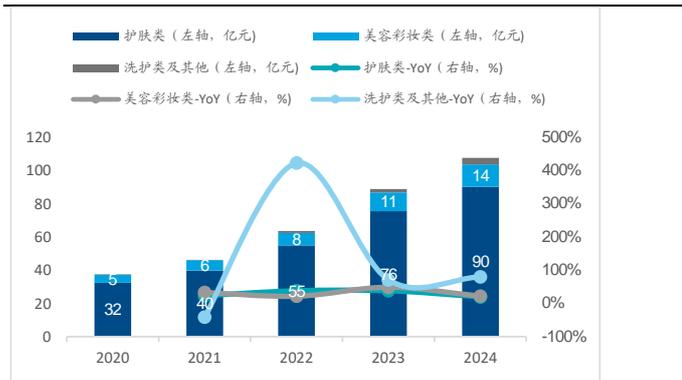


资料来源：珀莱雅股份，海通国际整理

3. 多品牌卫星运营，Top2 品牌珀莱雅、彩棠营收占比分别近 80%、约 10%

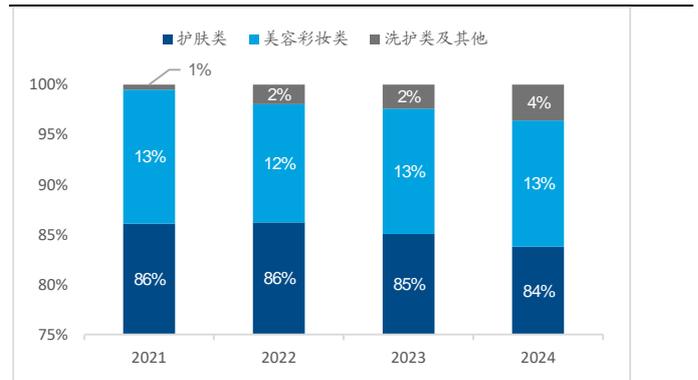
公司业务以构建新国货化妆品产业平台为核心，护肤品类贡献逾八成营收，构成绝对收入支柱。公司专注于化妆品研发、生产与销售，其收入主要来源于三大经营品类：护肤类、美容彩妆类和洗护类及其他。2024 年，三大品类分别实现营收 90.19 亿元、13.61 亿元和 3.86 亿元，占总营收的比重分别为 84%、13%和 4%。护肤类产品的绝对主导地位，凸显了公司在护肤赛道的深厚积累与核心竞争力。

图1 珀莱雅营收及增速：按品类划分



资料来源：珀莱雅年报，海通国际整理

图2 珀莱雅营收占比：按品类划分



资料来源：珀莱雅年报，海通国际整理

旗下品牌矩阵覆盖大众护肤、彩妆、洗护及高功效护肤等多元细分市场，定位清晰。主品牌“珀莱雅”主打科技护肤，聚焦年轻白领女性；“悦芙媞”定位油皮护肤专家，核心客群为学生群体；“彩棠”为专业化妆师彩妆品牌；“原色波塔”聚焦眼部彩妆，吸引Z世代消费者；“Off&Relax”致力于头皮健康养护；“科瑞肤”则满足进阶高功效护肤需求。完善的品牌组合使公司能够精准触达不同价格带与客群，构建了宽广的护城河。

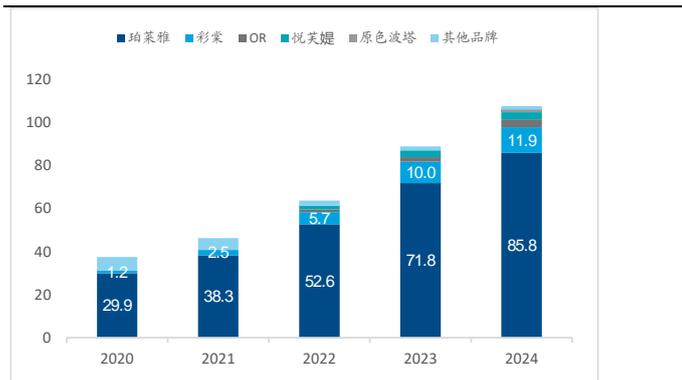
表 4 珀莱雅旗下各品牌

品牌类型	品牌	品牌 logo	定位	目标客户群	主要价格区间	销售渠道
大众精致护肤品牌	珀莱雅	PROYA 珀莱雅	专注科技护肤，“年轻感”、“科技感”	年轻白领女性群体	200-500 元	线上+线下
	悦芙媿	HAPSODE	“油皮护肤专家”	大学生等年轻女性群体	50-200 元	主要线上
	优资莱	UZERO 优资莱	以茶护肤，茶养美肌；坚持科技创新，运用高科技研究提取茶中精粹	-	50-200 元	主要线上
彩妆品牌	彩棠	TIMAGE 彩棠	专为中国面孔定制的专业化妆师品牌	-	150-300 元	主要线上
	原色波塔	INS BAHA 原色波塔	眼部彩妆专家	对 Z 世代年轻人	40-130 元	主要线上
洗护品牌	Off&Relax	Off & Relax	亚洲头皮健康养护专家”的洗护品牌	-	150-200 元	主要线上
	惊时	惊时 Awaken Seeds	专研头皮微生态的功效洗护品牌	-	40-100 元	主要线上
高功效护肤品牌	科瑞肤 CORRECTORS	CORRECTORS 科瑞肤	高功效型护肤品牌	-	260-600 元	线上
	韩雅	ANYA 韩雅	专研中国女性肌肤的高功能护肤品牌	-	60-300 元	线上+线下

资料来源：珀莱雅年报，珀莱雅公告，海通国际整理

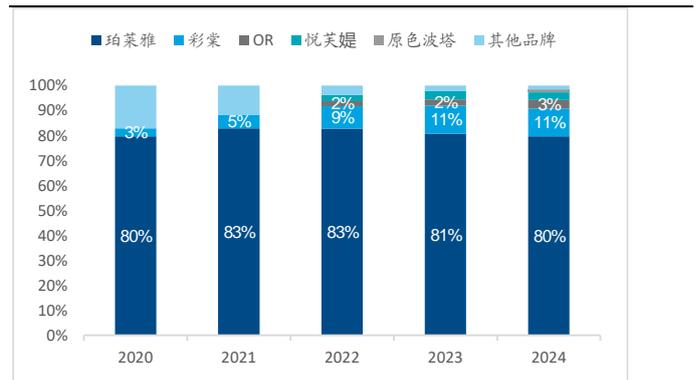
收入呈现“一超多强”格局，主品牌贡献近八成营收，孵化品牌展现高速增长潜力。2024 年，主品牌“珀莱雅”营收占比高达 79.69%，是公司业绩的压舱石。第二大品牌“彩棠”营收占比为 11.07%，已成长为重要增长极。其余孵化品牌虽规模尚小，但增速亮眼：Off&Relax 与原色波塔营收同比分别大幅增长 71.14%和 138.36%，悦芙媿等品牌亦贡献增量，共同验证了公司多品牌孵化与运营的能力。

图 3 珀莱雅营收：按品牌拆分（亿元）



资料来源：珀莱雅年报，海通国际整理

图 4 珀莱雅营收占比：按品牌拆分

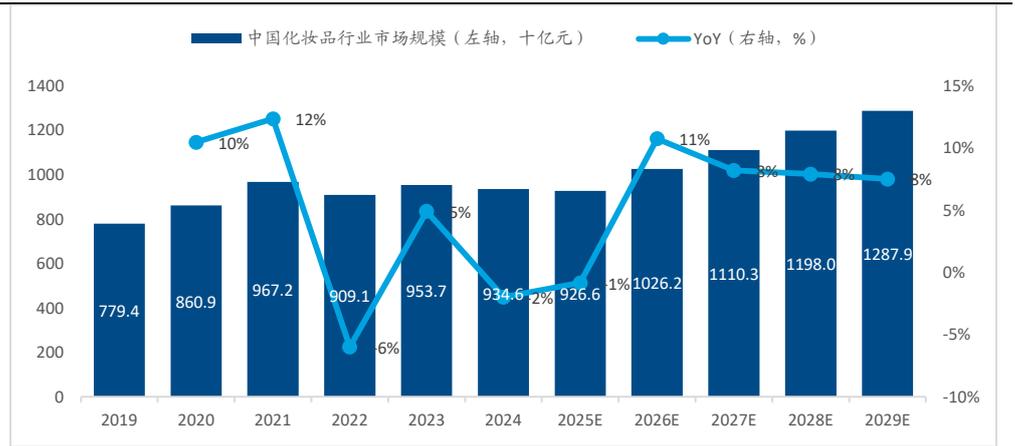


资料来源：珀莱雅年报，海通国际整理

## 二、24-25 年中国化妆品市场负增长，大众市场竞争激烈

中国化妆品市场已告别高增长，进入总量承压、结构分化的存量竞争阶段。根据弗若斯特沙利文数据，行业零售额规模从 2019 年的 7,794 亿元增长至 2024 年的 9,346 亿元，期间复合年增长率仅为 3.7%。根据弗若斯特沙利文数据，市场在 2023 年短暂复苏后，于 2024 年同比收缩 2%，且预计 2025 年将继续下滑 1%，呈现连续两年的负增长。这一疲软主要源于大众市场竞争白热化与价格战加剧，而高端市场的结构性回暖难以完全对冲。中长期看，行业增长中枢已系统性下移，弗若斯特沙利文预计 2024-2029 年复合增长率将修复至 6.6%。

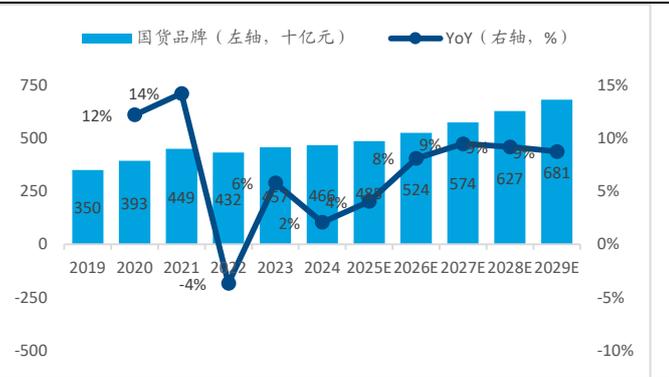
图5 中国化妆品行业 2019-2029 年市场规模（以零售额计）及同比增速



资料来源：国家统计局，弗若斯特沙利文，海通国际整理

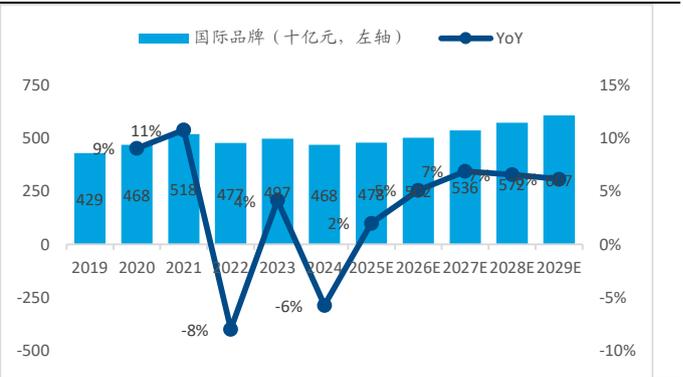
国货品牌凭借灵活运营持续抢占市场份额，但其增速预计将随竞争深化而放缓。国货化妆品市场规模从 2019 年的 3,502 亿元增长至 2024 年的 4,664 亿元，复合年增长率为 5.9%，显著优于国际品牌的 1.8%，2024 年市占率已达 49.9%（同比提升约 200 个基点）。这得益于国货品牌对新营销模式的高效采用及快速的产品研发响应。展望未来，国货市场我们预计在 2024-2029 年以 7.9% 的复合年增长率继续扩张，但份额增速预计将放缓至每年 40-60 个基点，竞争将从渗透转向深耕。

图6 国货品牌市场规模（以零售额计）及同比增速



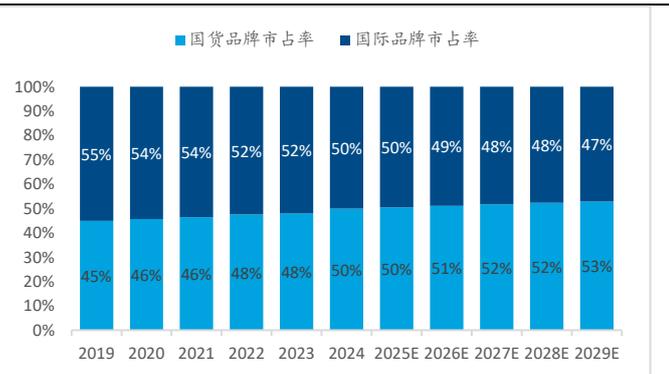
资料来源：国家统计局，弗若斯特沙利文，海通国际整理

图7 国际品牌市场规模（以零售额计）及同比增速



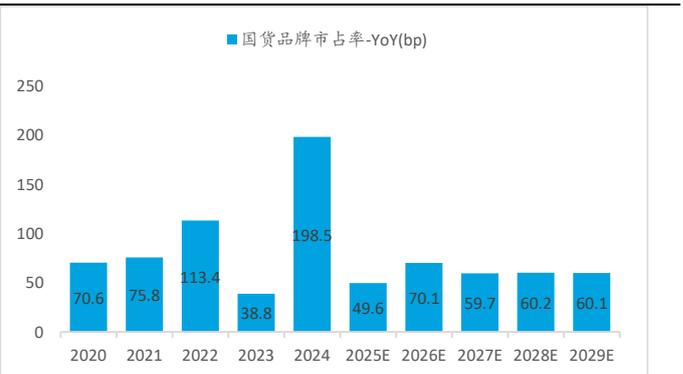
资料来源：国家统计局，弗若斯特沙利文，海通国际整理

图8 中国化妆品行业市场份额



资料来源：国家统计局，弗若斯特沙利文，海通国际整理

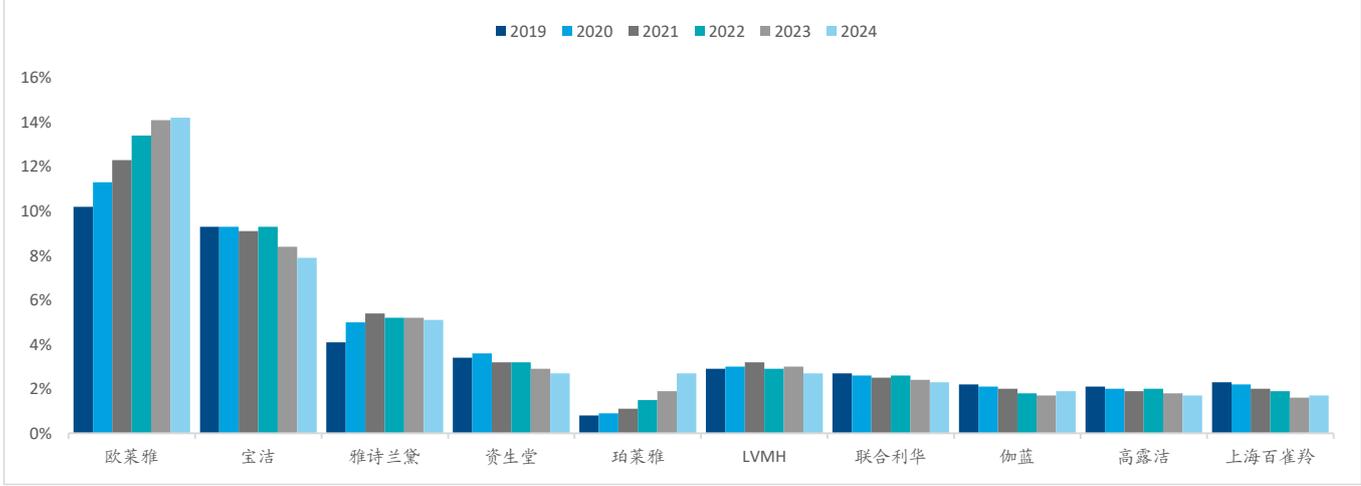
图9 中国化妆品行业：国货品牌市占率同比增长 (bp)



资料来源：国家统计局，弗若斯特沙利文，海通国际整理

中国化妆品行业集中度低，珀莱雅作为国货龙头份额领先，但绝对市场规模仍有巨大提升空间。根据欧睿数据，中国前五大化妆品集团合计市场份额仅为 32.6%，市场格局相当分散。珀莱雅在 2024 年整体市场中排名第五，以 2.7% 的份额位列国货集团之首，但较国际龙头欧莱雅（14.2%）、宝洁（7.9%）等仍有显著差距。这既反映了国货品牌面临的激烈竞争，也预示了龙头公司通过整合实现份额提升的长期潜力。

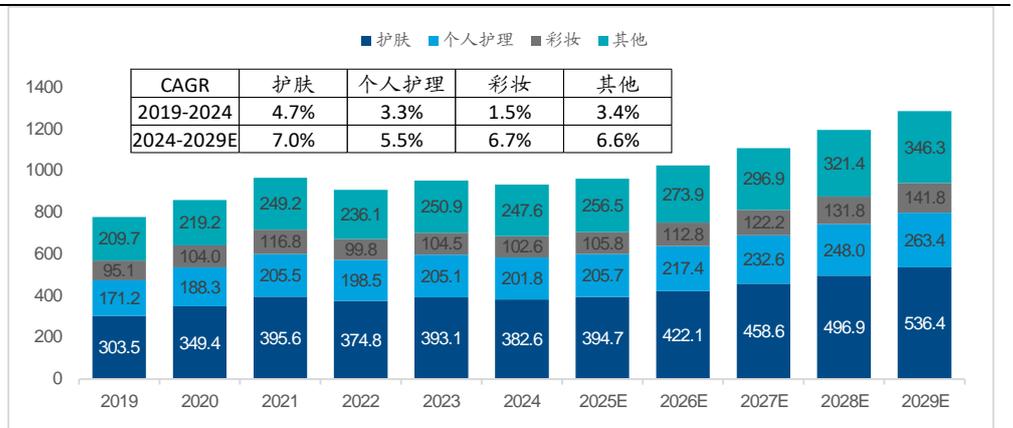
图10 中国美妆市场：头部公司市场份额



资料来源：欧睿国际，海通国际整理

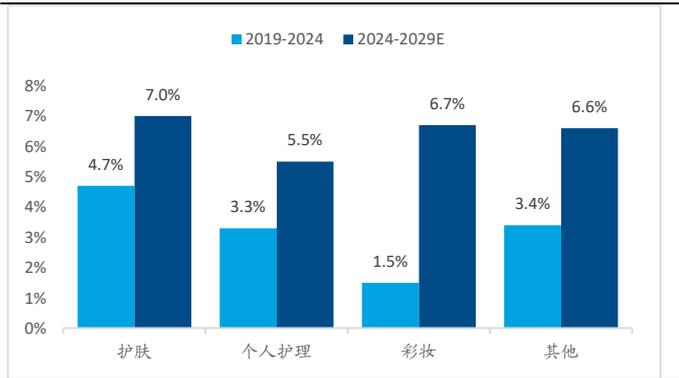
尽管总量增长乏力，但护肤品类的高端化、功能化及线上渠道的结构性变迁仍蕴藏机遇。一方面，护肤作为最大品类（2024 年占比 40.9%），其增长动力已从基础保湿转向高端抗衰、功能性修护等高价细分赛道。另一方面，线上渠道（2024 年占比 57.4%）虽增速放缓，但抖音等新兴内容电商仍在重构流量分配。然而，这些机会更多惠及具备品牌溢价或流量运营能力的玩家。相反，大众价格带（200-500 元）作为国货主战场，因产品同质化严重、营销费用高企，正面临最大的增长压力和盈利挑战。近期大促（如 618、双十一）中，高端外资品牌通过加大折扣强势回归，进一步挤压了大众市场的利润空间。

图11 中国化妆品行业 2019-2029 年市场规模：按照产品品类划分（以零售额计，十亿元）



资料来源：国家统计局，弗若斯特沙利文，海通国际整理

图12 中国化妆品行业各产品品类 CAGR



资料来源：国家统计局，弗若斯特沙利文，海通国际整理

图13 中国化妆品行市场规模占比：按照产品品类划分



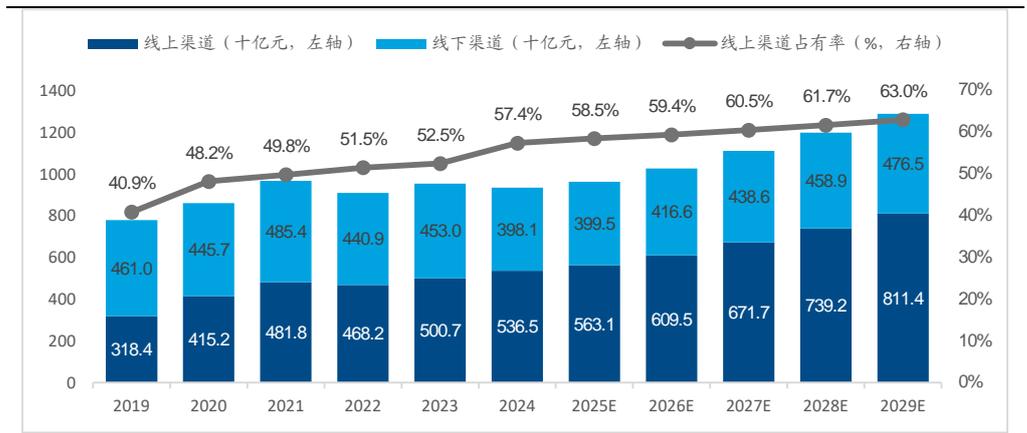
资料来源：国家统计局，弗若斯特沙利文，海通国际整理

近期大促数据揭示渠道资源正重新向国际高端品牌倾斜，加剧了大众市场的竞争压力。主要电商平台通过降低费用、倾斜高价值用户流量等方式，积极吸引国际高端品牌加大投入。后者则采取“以价换量”策略，通过加大买赠力度变相降价，成功吸引了中高端消费群体回归。这一趋势导致大众价格带面临双重挤压：既要应对国货内部的内卷竞争，又需承受来自“降价后”国际品牌的下沉压力。行业正从“流量驱动”向“品牌驱动”深刻过渡，对国货品牌的长期品牌建设与盈利能力提出了更高要求。

### 三、线下渠道起家，成功转型线上渠道；坚持自主研发、自主生产

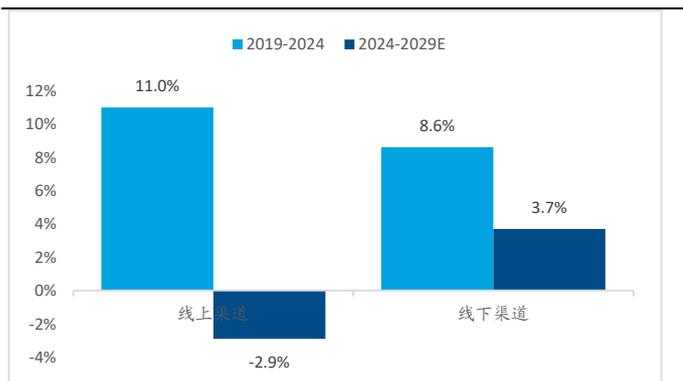
美妆行业线上渠道已成竞争主战场，珀莱雅凭借成功的全渠道转型占据了结构性优势。行业渠道已完成根本性重塑，2024 年线上渠道零售额占比高达 57.4%，2019-2024 年复合增长率达 11.0%，而同期线下渠道则为负增长。这一结构性变迁为国货品牌提供了跨越式发展机遇，珀莱雅的崛起正源于其敏锐把握并坚决执行了线上化战略。

图14 中国化妆品行业 2019-2029 年市场规模：按照销售渠道划分（以零售额计，十亿元）



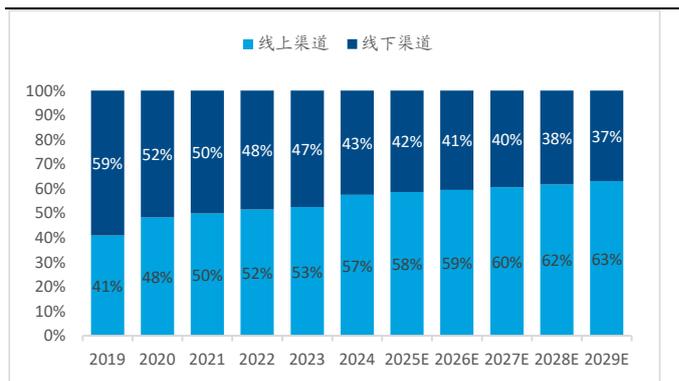
资料来源：国家统计局，弗若斯特沙利文，海通国际整理

图15 中国化妆品行业各销售渠道规模 CAGR



资料来源：国家统计局，弗若斯特沙利文，海通国际整理

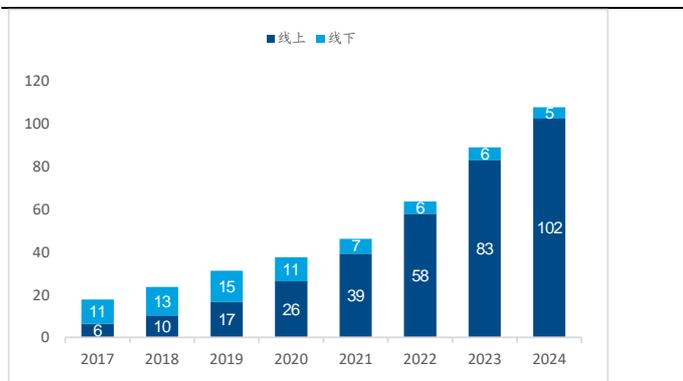
图16 中国化妆品行市场规模占比：按照销售渠道划分



资料来源：国家统计局，弗若斯特沙利文，海通国际整理

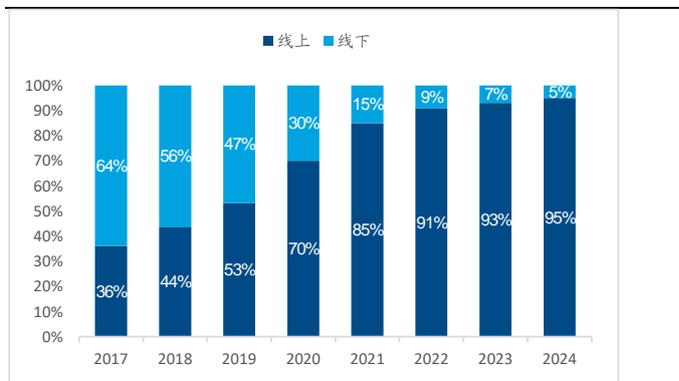
公司线上转型成效显著，渠道结构已从线下主导彻底转向线上绝对主导。公司自2012年布局电商，线上收入占比从2017年的36%迅猛提升至2024年的95%，期间年复合增长率高达48.5%，充分享受了渠道迁移红利。目前，其线上运营已形成成熟格局：以直营（天猫、抖音等平台）为核心，2024年贡献了75%的营收；线上分销为辅，占比20%。这一深度线上化的渠道结构是公司近年高速增长的核心驱动。

图17 珀莱雅营收及增速：按渠道拆分（亿元）



资料来源：珀莱雅年报，海通国际整理

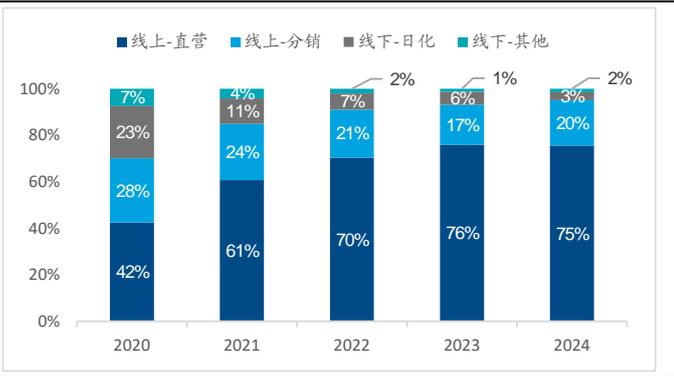
图18 珀莱雅营收占比：按渠道拆分



资料来源：珀莱雅年报，海通国际整理

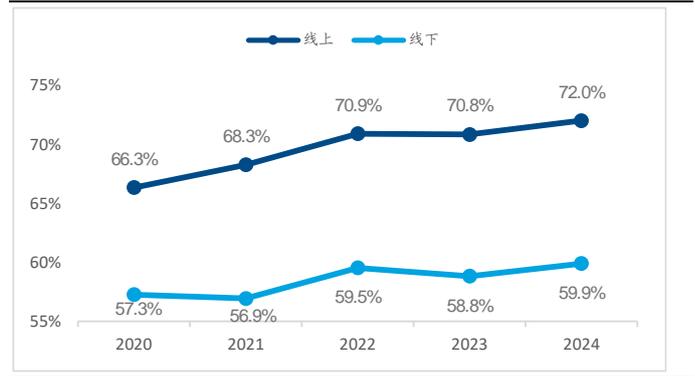
线上渠道不仅贡献了核心营收，其更高的毛利率亦显著优化了公司的整体盈利结构。2024年，珀莱雅线上渠道毛利率达72.01%，同比提升1.18个百分点，显著高于线下渠道59.89%的毛利率水平。更高的线上毛利率主要得益于直营模式对终端价格的强控制力、品牌溢价以及高效的营销投放。尽管线上流量成本攀升已成为行业普遍挑战，但公司凭借成熟的数字化运营和规模效应，仍保持了线上盈利能力的稳步提升。相比之下，线下渠道（占比约5%）营收同比减少13.6%，持续进行战略性优化。

图19 珀莱雅营收占比：按渠道拆分



资料来源：珀莱雅年报，海通国际整理

图20 珀莱雅毛利率：按渠道拆分



资料来源：珀莱雅年报，海通国际整理

公司坚持“自主生产为主、OEM 为辅”的供应链模式，以保障核心产品的品质、效率与供应安全。在生产环节，公司对护肤品类主要依靠自主生产，以确保配方机密与品控；对品类迭代更快的彩妆则采用自主生产与 OEM 相结合的方式，以灵活应对市场变化。公司拥有自建的护肤与彩妆工厂，2024 年护肤品与彩妆的自主产能分别为 3.7 亿支和 1.2 亿支，形成了稳定高效的供应链基础。

图21 珀莱雅工厂 2024 年产能

工厂	设计产能	产能利用率	在建产能	在建产能已投资额	在建产能预计完工时间
湖州护肤工厂	40118万支	74.85%	40000万支	2548.17万元	2026年12月
湖州彩妆工厂	4000万支	32.77%	-	-	-

资料来源：珀莱雅年报，海通国际整理

研发层面，公司构建了以自主研发为核心、产学研深度结合的开放式创新体系。公司持续加大研发投入，与浙江大学、上海交通大学等国内高校，以及巴斯夫、帝斯曼等国际原料巨头建立了长期合作关系，并在法国设立了欧洲科创中心。2024 年，公司新申请专利 64 项，其中发明专利 35 项；截至年末累计拥有专利 229 项。这一体系支撑了从基础研究到产品应用的快速转化，是大单品策略成功背后的技术保障，也是应对未来激烈技术竞争的关键壁垒。

#### 四、珀莱雅早 C 晚 A 奠定品牌基调，彩棠/其他品牌 XXXX

##### 1. 同名主品牌珀莱雅：2020 年转变核心策略为大单品策略，主推注重研发的高壁垒产品

同名主品牌“珀莱雅”的“大单品策略”是其近年实现品牌跃迁的核心。2020 年，品牌将战略重心从水乳基础线转向精华品类，并围绕“早 C 晚 A”护肤理念，成功推出红宝石系列与双抗系列两大王牌，奠定了其在功效护肤市场的领导地位。该策略成效显著：2024 年主品牌营收达 85.81 亿元，同比增长 19.55%，贡献集团近 80% 收入。更重要的是，此举成功将品牌心智从“大众护肤品”重塑为“科技抗衰专家”，实现了客单价与品牌势能的双重提升。

图22 2020年珀莱雅转变核心策略为“大单品策略”，推出“早C晚A”系列等



资料来源：海通国际整理

“早C晚A”系列的成功是品牌在产品、研发与营销上系统化能力的集中体现。尽管该护肤理念的科学内核源于皮肤科既有的日间抗氧化、夜间细胞再生的理论，但珀莱雅的卓越之处在于，它通过强大的市场教育和产品力，将这一专业方案转化为一个颇具传播力的大众护肤符号。2020年7月，品牌精准地以“红宝石精华”与“双抗精华”组成王牌套组正式切入市场，此举迅速引爆消费热潮，产品上市仅一个月便强势登顶精华类目销量榜首，标志着其策略初战告捷。

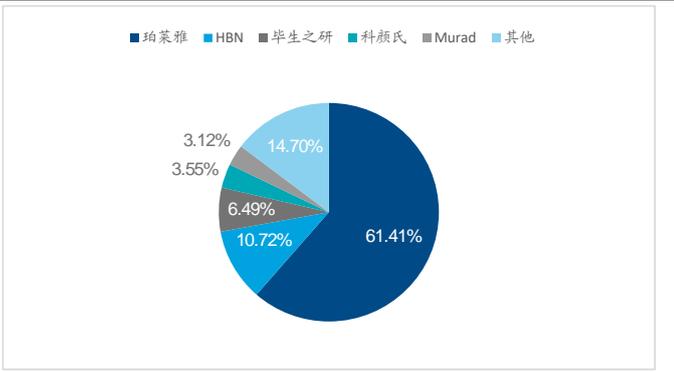
图23 珀莱雅早C晚A成就时间轴



资料来源：化妆品日报，海通国际整理

该系列的市场领导地位在后续关键销售节点得到持续巩固与权威认证。2021年双十一期间，该系列助力品牌天猫旗舰店销售额突破纪录，并使珀莱雅在“早C晚A”细分市场中占据超过60%的份额。根据弗若斯特沙利文认证，品牌在2021-2023年连续三年蝉联该品类销售额第一，确立了不可撼动的市场地位。

图24 2021年珀莱雅“早C晚A”占该细分市场主导地位



资料来源：魔镜增长雷达，海通国际整理

图25 珀莱雅连续三年早C晚A销售额排名第一



资料来源：珀莱雅官网，海通国际整理

这一成就源于公司深度市场教育与全平台整合营销的强大执行力。珀莱雅通过海量美妆 KOL 在抖音、小红书等平台进行内容共创，将复杂的成分科技（如麦角硫因、超分子维 A 醇）转化为易懂的“护肤仪式”，完成了大规模的市场启蒙，成功将“成分护肤”与“科技抗老”的品牌标签深植于消费者心智。

图26 2020年珀莱雅转变核心策略为“大单品策略”，推出“早C晚A”系列等

双抗精华抖音、小红书种草关键词



红宝石精华抖音、小红书种草关键词



资料来源：飞瓜美妆，国际整理

在“早 C 晚 A”大单品策略成功后，珀莱雅通过系统的横向扩展与纵向延伸，构建了持续升级与迭代的产品矩阵，驱动品牌稳健增长。继 2020 年推出双抗与红宝石系列后，公司于 2021 年推出了聚焦基底膜修护的源力系列，并于 2023 年进一步推出了定位高端、定价 400 元以上的能量系列。2024 年，公司对核心系列进行重大升级（如红宝石面霜 3.0），并同步推出针对油性肌肤的净源系列和专注美白的光学系列。2025 年至 2026 年初，公司重启男士护肤业务，推出钛银系列，作为拓展细分人群、布局增量市场的重要举措。这一系列行动使品牌成功覆盖了从抗初老、修护、高端抗皱、油皮护理、美白到男士护肤等更广泛、更细分的需求，实现了人群、功效与价格带的纵深拓展。

表 5 珀莱雅品牌旗下产品系列（部分）

系列名称	产品图	主打系列	系列定位	明星产品	推出时间	产品细节
双抗系列		是	强势前沿科技+科学配方矩阵，定义抗初老新趋势	双抗精华、双抗眼霜 2.0、双抗精华面膜	2020 年	水、乳、面霜（3 种质地可选）、精华、面膜 部分产品额外加入胶原蛋白、胜肽、神经酰胺脂质体
红宝石系列		是	以胜肽、A 醇为系列基因，专注轻熟肌科学抗老	红宝石面霜 3.0、红宝石精华 3.0	2020 年	水、乳、面霜、精华、面膜 部分产品额外加入麦角硫因、脱羧肌肽、烟酰胺和传明酸、尿囊素、红没药醇、HEPES、甘油葡糖苷、类神经酰胺、胶原蛋白
源力系列		是	注基底膜修护，核心 BMs-Tech 肌源修护筑稳科技	源力精华 3.0、源力面霜 2.0、源力面膜 2.0	2021 年	水、乳、面霜、精华、面膜、喷雾 部分产品额外加入 XVII 胶原蛋白、ProECM、PDRN、透明质酸
能量系列		否	前瞻油养科学抗老+黄金油脂复配技术=干老肌肤以好油补油	能量面霜、能量精华油、能量眼霜	2023 年	水、乳、面霜、精华、眼霜、面膜、喷雾 部分产品额外加入突破性添加珍稀成分-紫檀苷，针对性解决熟龄肌暗沉状态。
净源系列		否	源头抗油，以酶换肤	净源油皮水	2024 年	净源系列的全新油皮产品线“净源系列”上线，运用控油黑科技“净源因子 TMSeboPlex”和全新发酵精粹成分，拓展了品牌在油皮护肤领域的布局。
光学系列		否	科学双降解美白	光学瓶精华	2024 年	光学系列的全新美白产品线“光学系列”上线，首款单品“光学瓶”携专研独家成分“光学 335”上市，针对亚洲肌肤肤色暗沉问题，提出行业首个“内外双降解”美白通路。
防晒美白		否	持证上岗，高效兼具温和，敏肌更加友好	超膜盾防护防晒霜、云朵防晒霜	-	唇护防晒上新，革新专利“air 超膜防护科技”，实现高防护力与极致肤感的兼容稳定；“超膜银管”防晒上新，采用独家专利点阵光超膜科技，携防晒祛斑双特征，丰富品牌防晒系列使用场景。
水动力系列		否	保湿护肤产品线，适用于大多数肤质，尤其适合干皮	水动力洗面奶	2011 年	水、乳、面霜、洁面 部分产品额外加入水解三色堇提取物、氨基酸、透明质酸钠。
男士钛银系列		否	专为男士设计，持久控油	男士护肤套装	2026 年	水、乳、精华、洁面 部分产品额外加入棕榈酰四肽、棕榈酰三肽、乙酰基六肽。

资料来源：珀莱雅官网，欧莱雅天猫旗舰店，海通国际整理

这一系列产品策略的有效性在关键销售节点得到了充分验证。在 2025 年 618 大促期间，珀莱雅凭借其完善的产品矩阵和品牌影响力，再次稳居天猫美妆销售额排行榜榜首，其中新推出的能量系列和升级后的红宝石精华 3.0 成为增长主要驱动力。随后的双 11 购物节中，珀莱雅延续强势表现，不仅在全平台销售额实现同比双位数增长，更在双 11 天猫美妆首日预售榜单排名第一。这些战绩充分证明，珀莱雅已成功建立起以大单品为核心、多系列协同发展的品牌生态，为其持续增长奠定了坚实基础。

图27 2025年618活动珀莱雅位居天猫美妆全品类榜首

2025年618天猫美妆全品类TOP10			
	2023年	2024年	2025年
1	欧莱雅	珀莱雅	珀莱雅
2	兰蔻	欧莱雅	兰蔻
3	雅诗兰黛	兰蔻	欧莱雅
4	珀莱雅	雅诗兰黛	雅诗兰黛
5	OLAY	海蓝之谜	海蓝之谜
6	海蓝之谜	修丽可	修丽可
7	赫莲娜	赫莲娜	SK-II
8	SK-II	SK-II	赫莲娜
9	修丽可	OLAY	肌肤之钥
10	薇诺娜	薇诺娜	娇韵诗

资料来源：天猫大美妆，海通国际整理

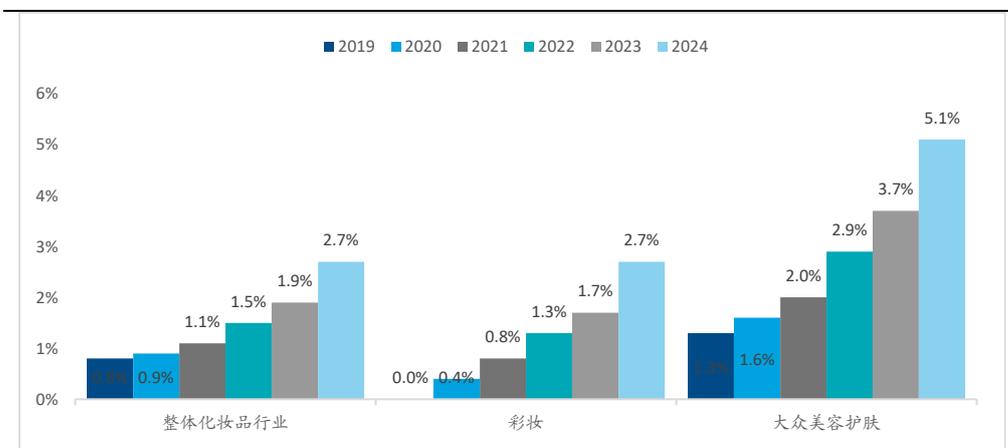
图28 2025年双11活动珀莱雅位居天猫美妆首日预售榜首

天猫美妆双11首日预售榜单		
	2024年10月14日	2025年10月15日
1	珀莱雅	珀莱雅
2	欧莱雅	修丽可
3	修丽可	欧莱雅
4	可复美	SK-II
5	兰蔻	理肤泉
6	娇兰	薇诺娜
7	优时颜	兰蔻
8	雅诗兰黛	雅诗兰黛
9	OLAY	娇韵诗
10	薇诺娜	肌肤之钥

资料来源：天猫，海通国际整理

强劲的产品策略与品牌生态已成功转化为持续攀升的市场份额，确立了其在国内美妆市场，尤其是大众护肤领域的领导地位。根据欧睿国际数据，珀莱雅在中国整体化妆品市场的份额从2019年的0.8%稳步提升至2024年的2.7%，排名升至第五。这一增长主要由于其核心的大众美容护肤业务驱动，该领域份额从1.3%显著扩大至5.1%，显示出其主品牌在大众价格带的强大竞争力与品牌拉力。

图29 珀莱雅公司中国美妆市场市场份额



资料来源：欧睿国际，海通国际整理

产品矩阵的扩展并非简单的品类增加，而是以深入的皮肤科学研究和独家技术壁垒为坚实支撑。每一个核心系列背后都有相应的基础研究作为依托。例如，源力系列所应用的“BMs-Tech PRO 肌源锁扣科技”源自品牌自2019年便开始的基底膜修护研究，旨在将敏感肌修护从简单的屏障维度引入更深的基底膜层面。红宝石面霜 3.0 则应用了品牌里程碑式的抗衰科研成果——中国美妆首款独家专利环肽新原料「环肽-161」。这种“研发先行”的策略，确保了每个大单品都具备扎实的功效和差异化竞争优势。

图30 珀莱雅核心系列背后都有相应的基础研究



资料来源：海通国际整理

在完善护肤矩阵的同时，主品牌珀莱雅正积极探索品类与渠道的边界，寻求新的增长点。品类方面，品牌已延伸至护肤底妆（如超细雾夜粉饼、持妆夜气垫）和械字号产品（如医用重组胶原蛋白敷贴），探索“妆械协同”的新场景。渠道方面，品牌正系统性进驻线下非处方药（OTC）医研渠道，与一心堂等连锁药房合作，通过“医研赋能”的专业场景强化品牌科技护肤的心智，开辟新的线下增长路径。这些动作表明，公司的增长逻辑正从单一依赖线上爆品，向构建涵盖多品类、全渠道的立体化品牌生态演进。

图31 珀莱雅已延伸产品品类至护肤底妆



资料来源：珀莱雅天猫旗舰店，海通国际整理

图32 珀莱雅品牌进驻线下 OTC 医研渠道



资料来源：公司官网，海通国际整理

## 2. 珀莱雅彩妆矩阵：彩棠领军、细分品牌协同，共拓增长空间

### 2.1. 第二增长极确立：彩棠依托大单品与专业定位成功突围

彩棠作为珀莱雅集团旗下定位中式美学与国际风尚结合的专业彩妆品牌，自 2019 年被收购以来已确立其作为集团第二大品牌的地位。根据公司财报数据，彩棠 2024 年上半年实现营收 5.82 亿元，同比增长 40.57%，占集团总营收的 11.66%，展现出稳健的增长态势。该品牌在创始人唐毅先生确立的美学理念基础上，成功实施了与母公司珀莱雅一脉相承的大单品策略。彩棠持续深耕面部彩妆领域，在此细分市场保持领先地位的同时，正积极拓展大底妆类目，完善产品矩阵。

图33 彩棠核心大单品：妆前乳、修容盘、三色遮瑕



资料来源：彩棠官网，海通国际整理

近期市场表现方面，彩棠继续展现出强劲的竞争力。在 2025 年 9 月的淘系美容护肤细分类目品牌榜中，彩棠在面部彩妆品类位列第六；而在 2025 年 10 月 9 日至 10 月 16 日的抖音双十一美妆细分类目品牌榜中，其粉底液产品成功跻身该品类第五名。这一表现延续了彩棠在线上渠道的优势（在 2024 年“双 11”期间，彩棠在天猫彩妆店铺排名第 2、京东国货彩妆排名第 2、抖音国货彩妆排名第 4）。

图34 2025 年 618 活动珀莱雅位居天猫美妆全品类榜首

9月淘系美容护肤细分类目品牌榜			
	面部彩妆	唇部彩妆	眼部彩妆
1	NARS	YSL	三资堂
2	YSL	迪奥	迪奥
3	雅诗兰黛	香奈儿	三熹玉
4	毛戈平	MAC	TOM FORD
5	卡姿兰	兰蔻	橘朵
6	彩棠	汤姆福特	奇士美

资料来源：天猫大美妆，海通国际整理

图35 2025 年双 11 活动珀莱雅位居天猫美妆首日预售榜首

10月9日-10月16日抖音双十一美妆细分类目品牌榜			
	液态精华	粉底液	口红
1	科兰黎	蒂洛薇	MAC
2	谷雨	毛戈平	YSL
3	养生堂	恋火	罗娜女神
4	娇韵诗	雅诗兰黛	兰蔻
5	可复美	彩棠	TOM FORD

资料来源：天猫，海通国际整理

在具体产品布局上，彩棠着力构建完整的底妆体系：粉底液品类主打“轻薄高遮瑕”的技术特色；气垫产品定位“高遮瑕高持妆”的差异化卖点；妆前类目则重点完善调色功能和有色妆前产品线。此外，在色彩类产品方面，品牌紧密跟踪细分市场需求和彩妆流行趋势，持续推出符合其美学理念的新品。值得关注的是，彩棠通过将东方美学元素与现代彩妆技术相结合，在竞争激烈的彩妆市场中成功建立了独特的品牌辨识度。其产品开发策略既保持了面部彩妆核心品类的优势，又通过系统性拓展底妆产品线来寻求新的增长点。这种聚焦核心优势、逐步扩张的策略，使得彩棠在保持品牌调性的同时，实现了可持续的业务增长，为珀莱雅集团在彩妆领域的布局提供了重要支撑。

2.2. 细分赛道孵化：悦芙媿与原色波塔贡献高速增量

悦芙媿品牌定位为“油皮护肤专家”，专注于为年轻油皮肌肤提供具有复合功效且性价比高的产品。2024 年营收为 3.32 亿元，同比增长 9.41%，2024 年营收占比为 3.08%。原色波塔持续深化品牌“眼部彩妆专家”定位，完善产品线，拉动产品线均衡发展。2024 年营收为 1.14 亿元，同比增长 138.36%，2024 年营收占比为 1.06%。SKU 方面，公司持续通过细分市场推出更多眉部和睫毛类产品打造爆品，同时不断拓展色彩线用以完善眼部和唇部的彩妆品类，逐步布局底妆产品线。营销方面配合品牌营销的联名活动，开发更符合 Z 世代和 α 世代喜好的新产品。

图36 悦芙媞核心大单品



资料来源：悦芙媞官网，海通国际整理

图37 原色波塔核心大单品

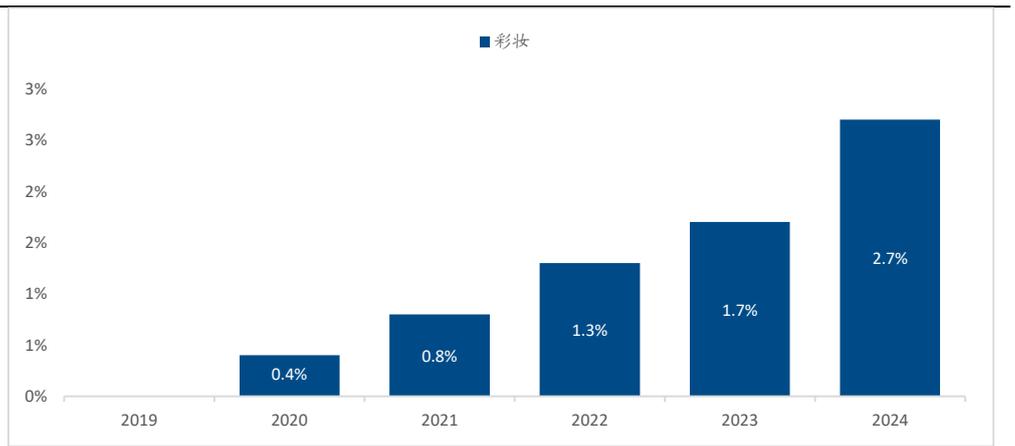


资料来源：原色波塔天猫旗舰店，海通国际整理

2.3. 战略成效验证：彩妆市场份额实现从零到行业前列的跨越

在彩妆领域，公司同样实现了市场份额的显著跃升，主要得益于第二大品牌“彩棠”的快速增长与精准定位。根据欧睿国际数据，珀莱雅在中国彩妆市场的份额从 2019 年的近乎空白 (0.0%)，迅速提升至 2024 年的 2.7%，增长轨迹与集团整体份额提升同步。这一成果直接印证了彩妆品牌“彩棠”作为第二增长曲线的成功，以及其“专业化妆师品牌”定位的有效性。与此同时，孵化品牌如“悦芙媞”与“原色波塔”通过专注油皮护理与眼部彩妆等细分赛道，尽管当前规模较小 (2024 年营收占比合计约 4.1%)，但其高速增长 (尤其是原色波塔 2024 年营收同比大增 138.36%) 为彩妆整体份额的提升贡献了重要的增量，并验证了集团多品牌孵化策略在细分市场的执行潜力。

图38 珀莱雅公司中国彩妆产品市场份额



资料来源：欧睿国际，海通国际整理

3. 珀莱雅洗护新星：Off&Relax 以头皮养护专家定位实现高速增长

Off&Relax (OR) 定位“头皮健康养护专家”，已成为集团第三大品牌，并展现出强劲的增长爆发力。该品牌 2024 年营收达 3.68 亿元，同比大幅增长 71.14%，营收占比为 3.42%。品牌遵循“以养代治”的产品理念，通过深化与中日友好医院等医疗机构的临床合作来验证功效，并推出升级产品“OR 蓬松洗发水 2.0”，该产品在 2024 年双 11 期间位列天猫蓬松洗发水品类第二，显示出强大的市场吸引力。

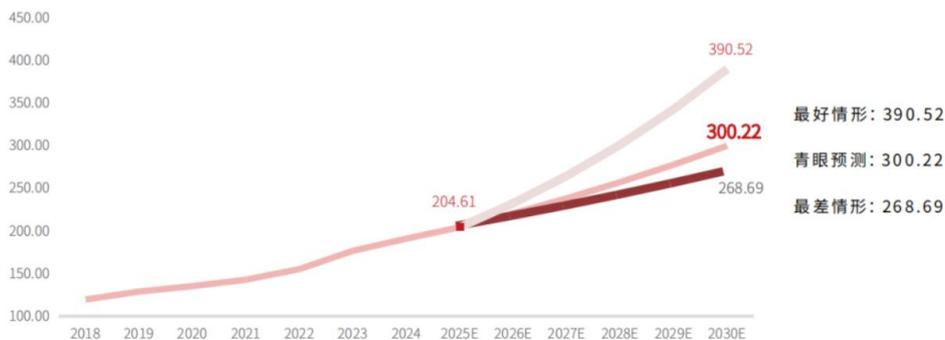
图39 Off&Relax 核心大单品



资料来源：Off&Relax 官网，海通国际整理

中国洗护市场规模庞大且保持增长，其中头发护理是核心，防脱等功效性产品正成为结构性增长机会。市场在 2025 年上半年规模已达 635.8 亿元，其中头发洗护品类占主导，份额为 72.7%。同时，市场呈现结构性分化趋势，以解决脱发问题为核心的防脱洗护产品正成为重要增长点。数据显示我国脱发人群超 2.5 亿且年轻化趋势明显，这推动了防脱市场高速发展，中国市场规模在 2023 年已达 180.5 亿元，预计 2030 年将突破 300 亿元，潜力巨大。

图40 中国防脱洗护发产品市场规模预测（亿元）



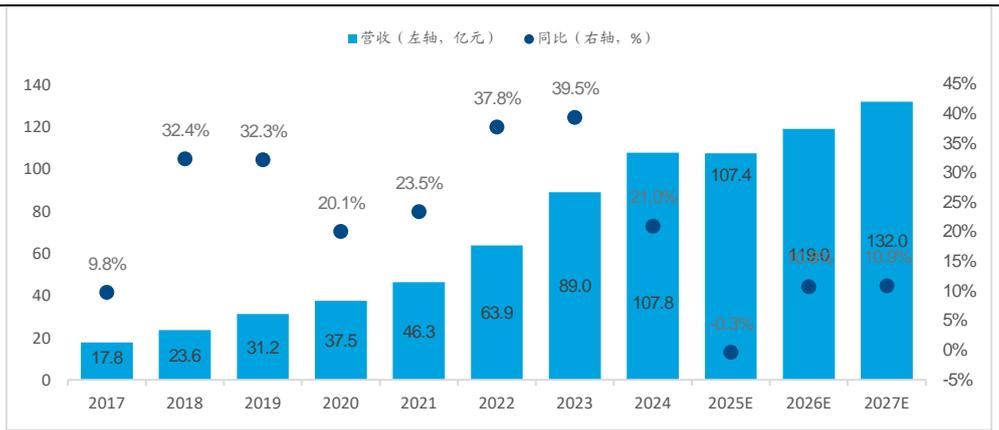
资料来源：青眼情报，海通国际整理

洗护市场竞争格局正经历深刻变化，国际巨头份额松动，为国货头部美妆企业入局并抢占份额提供了战略窗口。长期以来，宝洁、联合利华等国际巨头主导市场，但其份额正被新兴品牌蚕食。继国货美妆成功反超后，以珀莱雅、上美股份为代表的头部美妆企业正积极布局洗护领域，利用其在研发、品牌和渠道上的优势，切入这一增长赛道，有望复制在美妆领域的成功。

### 五、珀莱雅营收、利润连续 8 年增长，毛利率连续 5 年上升

公司营收已实现连续八年稳健增长，且预计将于 2025 年后恢复至双位数增长轨道。公司总营收从 2017 年的 17.8 亿元持续增长至 2024 年的 107.8 亿元，期间年复合增长率达 28.4%。2024 年，公司营收同比增长 21.0%，保持强劲势头。我们预测公司营收在 2025 年将进入阶段性调整（预计同比微降 0.3%），随后重拾增长，预计 2026-2027 年营收将分别达到 119.0 亿元和 132.0 亿元，对应增速分别为 10.8%和 10.9%，增长动力将主要来自自主品牌的持续升级与新锐品牌的规模放量。

图41 珀莱雅营收及增速：2017-2027E



资料来源：珀莱雅年报，海通国际

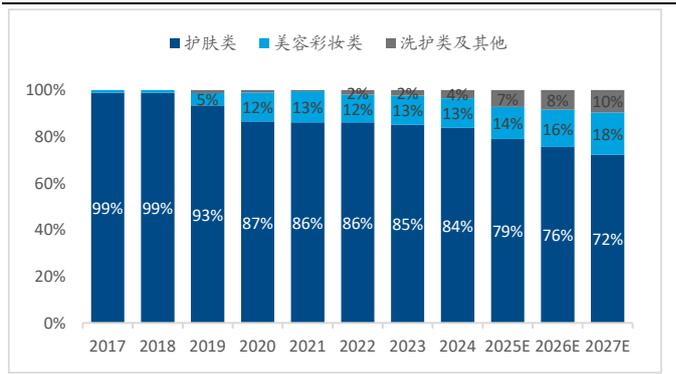
营收结构正经历战略性调整，护肤品类主导地位稳固，彩妆与洗护品类占比逐年提升，共同驱动增长。护肤类作为绝对核心，2024 年营收达 90.2 亿元，占总营收的 83.8%，是公司基本盘。我们预计其占比将随公司多元化战略而温和下降，2027 年预计为 72.2%。美容彩妆类在第二大品牌“彩棠”的强劲带动下，已成为明确的第二增长曲线。该品类营收从 2019 年的 1.6 亿元快速增长至 2024 年的 13.6 亿元，占比从 5.3% 提升至 12.6%。我们预计其占比将在 2027 年进一步提升至 18.1%，成为拉动增长的重要引擎。洗护类及其他品类则展现出最高的增长弹性，主要得益于第三大品牌 Off&Relax 的成功孵化。该品类营收在 2024 年仅为 3.9 亿元（占比 3.6%），但我们预测其将实现高速增长，预计 2027 年营收将达 12.7 亿元，占比接近 10%，是公司完善美妆平台生态、布局新兴赛道的关键一环。

图42 珀莱雅营收 2017-2027E：按品类拆分（亿元）



资料来源：珀莱雅年报，海通国际

图43 珀莱雅营收占比 2017-2027E：按品类拆分



资料来源：珀莱雅年报，海通国际

公司盈利能力持续增强，毛利率连续多年攀升并稳定在行业领先的高位水平。公司毛利率从 2017 年的 61.7% 稳步提升至 2024 年的 71.4%，保持向上趋势，这得益于高毛利的线上直营渠道收入占比提升、大单品策略带来的产品结构优化以及规模效应下的成本控制。我们预测，随着高毛利的彩妆及洗护品类占比进一步扩大，公司整体毛利率将在未来三年维持在 73% 以上的高位，预计 2025-2027 年毛利率分别为 73.7%、73.6% 和 73.4%，体现出强劲且可持续的盈利能力。

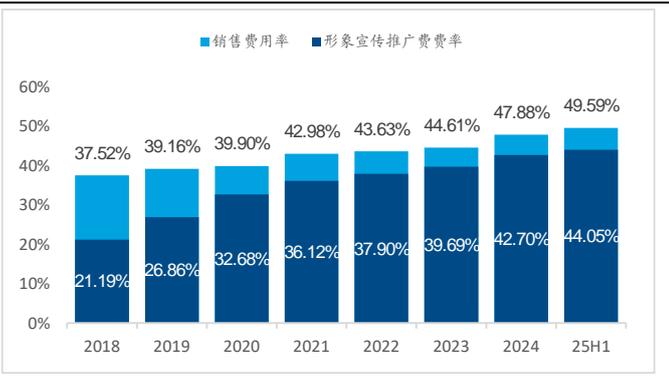
图44 珀莱雅毛利及毛利率：2017-2027E



资料来源：珀莱雅年报，海通国际

在持续攀升的销售费用率与结构优化的管理及研发费用共同作用下，公司形成了典型的“高投入、高增长”美妆龙头财务模型。为支持品牌建设与市场扩张，公司销售费用率从2017年的35.7%显著提升至2024年的47.9%，预计未来三年将稳定在50.2%的高位，这体现了公司维持市场份额和推动新品所需的持续营销投入。与此同时，公司管理效率不断优化，管理费用率从2017年的10.9%大幅下降至2024年的3.4%，预计将维持在3.5%-3.7%的较低水平，显示出良好的规模效应和费用管控能力。公司亦坚定投入研发以构建长期壁垒，研发费用率自2019年起稳定在2.0%左右，预计未来将小幅提升至2.2%，以支撑其“科技护肤”战略及“双十”国际化目标。

图45 珀莱雅销售费用率：2017-2027E



资料来源：珀莱雅年报，海通国际

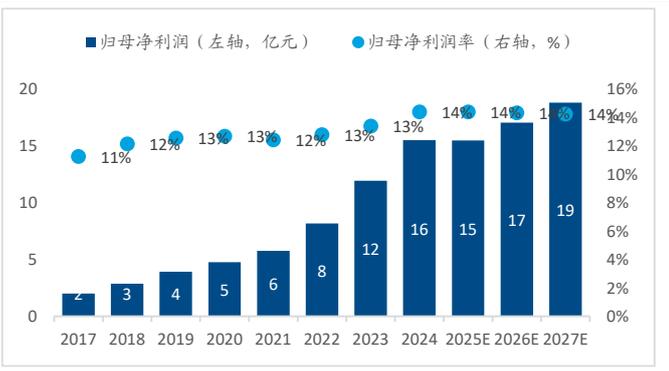
图46 珀莱雅管理费用率及研发费用率：2017-2027E



资料来源：珀莱雅年报，海通国际

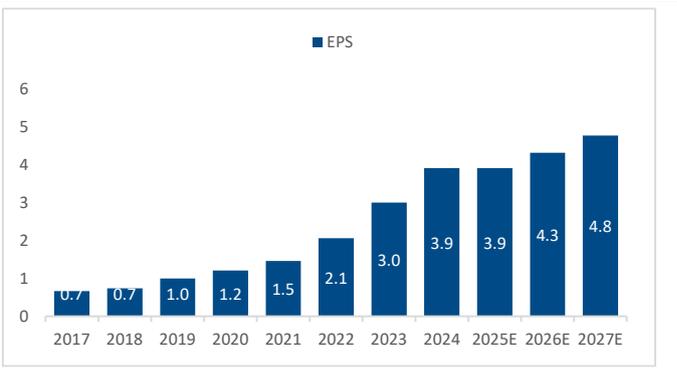
在营收与毛利稳步增长的驱动下，公司归母净利润规模持续扩大，盈利能力与每股收益同步提升。公司归母净利润从2017年的2.0亿元快速增长至2024年的15.5亿元，期间年复合增长率达33.9%；净利润率亦从11.3%稳步提升至14.4%，反映出公司在高营销投入下经营效率的优化。我们预测，2025-2027年归母净利润将分别达15.5亿元/17.0亿元/18.8亿元，净利润率稳定在14.3%-14.4%区间。基本每股收益从2017年的0.7元增至2024年的3.9元，预计2025-2027年EPS将分别为3.9元/4.3元/4.8元，为股东回报与估值提供了坚实基础。

图47 珀莱雅归母净利润及增速：2017-2027E



资料来源：珀莱雅年报，海通国际整理

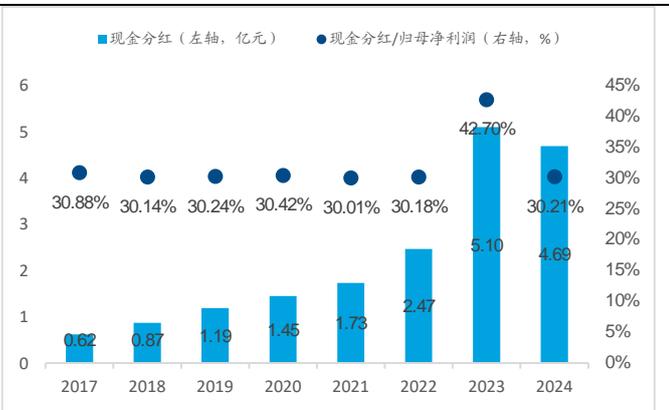
图48 珀莱雅每股收益及增速：2017-2027E



资料来源：珀莱雅年报，海通国际整理

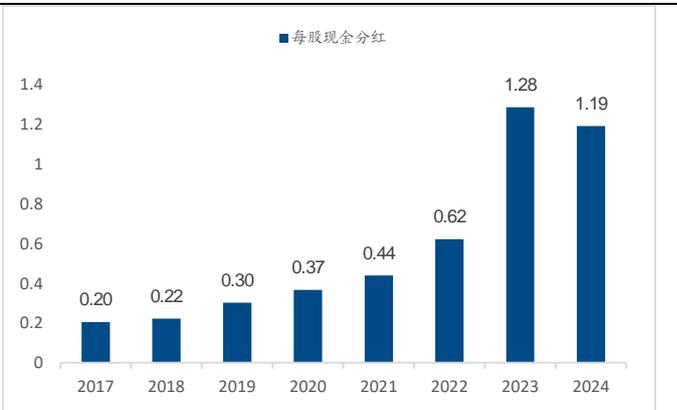
公司现金分红政策除 2023 年外，均维持约在归母净利润的约 30%。2024 年每股派息 1.19 元，共派息 4.69 亿元，占公司 2024 年归母净利润的 30.21%。2023 年，公司正常年度派息每股 0.91 元，共派息 3.59 亿元，占 2023 年归母净利润的 30.07%；除年度正常派息外，公司 2023 年半年度派息每股 0.38 元，共派息 1.51 亿元。公司 2023 年合计现金派息占归母净利润的 43.70%。

图49 珀莱雅现金分红及占归母净利润的比例



资料来源：珀莱雅年报，海通国际整理

图50 珀莱雅每股现金分红（元）



资料来源：珀莱雅年报，海通国际整理

公司的整体资产回报效率与股东回报能力在过去数年间显著提升，并预计将维持在健康水平。ROA 从 2017 年的 11% 持续改善至 2024 年的 21%，反映出公司资产运营效率的优化；我们预测其将在 2025-2027 年保持在 18%-19% 的优良区间。ROE 亦从 2017 年的 20% 攀升至 2024 年的 31%，体现了出色的股东权益盈利能力；随着公司净资产规模扩大，我们预计未来三年 ROE 将温和回归至 23%-26% 的稳健水平。资产周转率从 0.9 倍提升至 1.5 倍，未来预计稳定在 1.3 倍左右，印证了其轻资产运营模式的高效性。

公司的财务结构稳健，短期偿债能力充裕，为战略实施提供了充足的安全边际。流动比率与速动比率自 2021 年起呈显著上升趋势，2024 年分别达到 4.6 倍和 4.1 倍，远超行业安全线。我们预测，至 2027 年这两项指标将进一步提升至 6.6 倍和 6.0 倍，表明公司拥有充沛的现金及类现金资产应对短期债务，财务风险低，这为其持续进行研发投入、品牌孵化及潜在市场并购奠定了坚实的财务基础。

图51 珀莱雅资产周转率、ROA 和 ROE：2017-2027E



资料来源：珀莱雅年报，海通国际

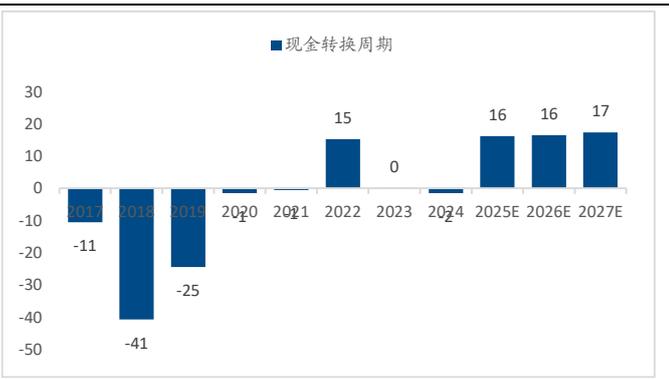
图52 珀莱雅流动比率和速动比率：2017-2027E



资料来源：珀莱雅年报，海通国际

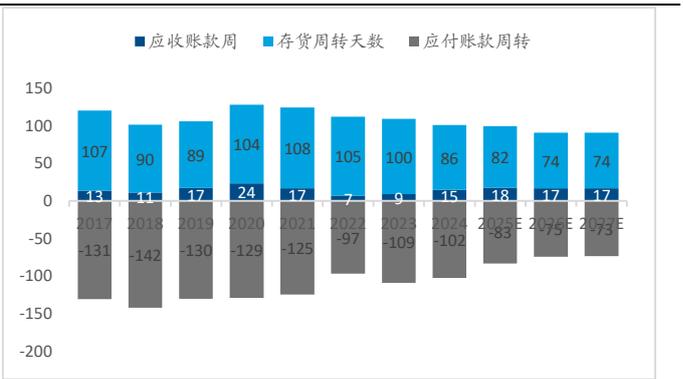
公司在营运资本管理上展现出卓越的效率和强大的产业链话语权，现金转换周期长期保持优异水平。公司存货管理持续优化，存货周转天数从2017年的106.9天显著下降至2024年的86.3天，我们预计未来将进一步提升至74天左右。同时，公司对上游供应商享有显著议价优势，应付账款周转天数长期维持在100天以上的高位（2024年为102.5天），而应收账款周转天数则稳定在较低水平（2024年为14.6天）。这使得公司现金转换周期在多数年份为负值（2024年为-1.6天），意味着其经营过程能形成资金沉淀。我们预测，随着运营进一步精细化，未来现金转换周期将小幅转为正值并稳定在17天左右，这仍是一个相当健康的水平，充分体现了其高效的营运资本管理能力和行业龙头地位。

图53 珀莱雅现金转换周期（天）：2017-2027E



资料来源：珀莱雅年报，海通国际

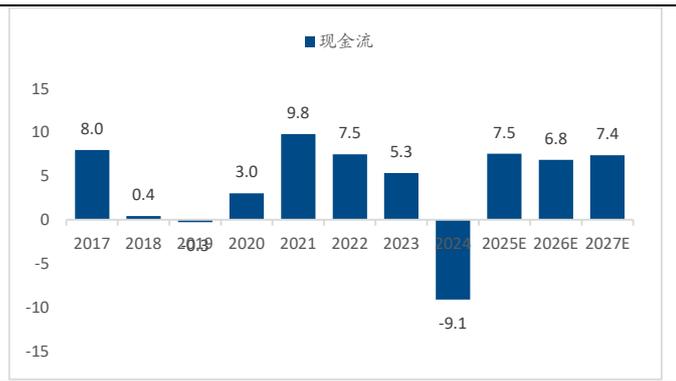
图54 珀莱雅现金转换周期（天）：2017-2027E



资料来源：珀莱雅年报，海通国际

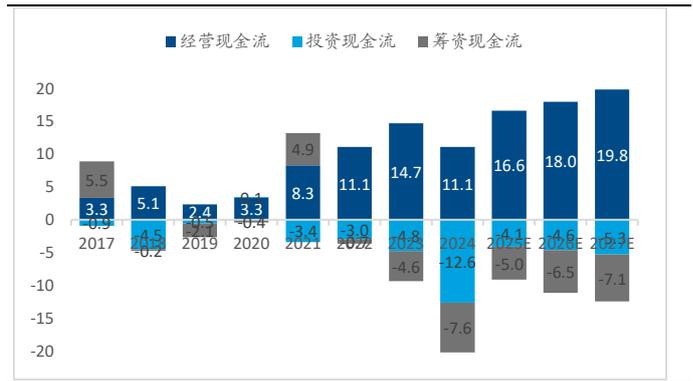
公司经营活动现金流强劲，2024年净现金流为负主要源于支持长期战略的大额资本开支，整体财务基础依然稳固。2024年，经营活动产生的现金流量净额为11.1亿元，虽较2023年的高点有所回落，但依然保持在健康的十亿元级别，主要现金生成能力未受影响。同年，投资活动现金流净额达到-12.6亿元的历史低位，这是由于公司为支持“双十”战略，在研发、产能及国际化布局等方面进行了前瞻性的大额资本投入。筹资活动现金流则因稳定的分红回报股东而持续净流出。这三者共同导致2024年公司净现金流为-9.1亿元，这属于增长型企业在扩张阶段的典型财务特征。展望未来，我们预测随着战略性投入逐步转化为收入，经营现金流将稳步增长至2027年的19.8亿元，足以覆盖未来的投资与分红支出，使年度净现金流自2025年起恢复为正，预计维持在6.8亿至7.5亿元的健康区间，财务结构将持续优化。

图55 珀莱雅现金流 (亿元): 2017-2027E



资料来源: 珀莱雅年报, 海通国际

图56 珀莱雅现金流 (亿元): 2017-2027E



资料来源: 珀莱雅年报, 海通国际

### 六、首次覆盖珀莱雅, 给予“优于大市”评级

基于“主品牌稳健增长、新锐品牌快速放量、平台化运营深化”的核心逻辑, 我们对珀莱雅 2025-2027 年的财务表现进行了预测。关键假设在于: 1) 主品牌“珀莱雅”进入结构性调整期, 增长转为温和, 预计通过产品升级与价格带上探驱动个位数增长; 2) 第二、第三增长曲线 (彩妆与洗护) 成为核心增长引擎, 其中“彩棠”品牌在专业底妆领域持续渗透, “Off&Relax”在高速增长的防脱洗护赛道加速扩张; 3) 高毛利品类占比提升及供应链优化支撑毛利率高位稳定; 4) 为巩固市场地位及孵化新品牌, 销售费用率将维持在历史高位, 同时管理效率优化与研发投入加强支撑长期战略。具体预测摘要如下:

表 6 珀莱雅收入及盈利预期 (2024-2027E)

	2024	2025E	2026E	2027E
收入 (百万美元)	10,778.4	10,742.4	11,898.0	13,196.8
同比增速	21.0%	-0.3%	10.8%	10.9%
收入: 按品类拆分 (百万美元)				
护肤类	9,019.0	8,477.5	8,986.2	9,525.3
同比增速	37.9%	19.3%	-6.0%	6.0%
美容彩妆类	1,361.0	1,481.5	1,896.9	2,385.6
同比增速	48.2%	22.0%	8.9%	28.0%
洗护类及其他	386.0	772.0	1,003.6	1,274.6
同比增速	70.7%	79.6%	100.0%	30.0%
毛利率	71.4%	73.7%	73.6%	73.4%
销售费用率	47.9%	50.2%	50.2%	50.2%
管理费用率	3.4%	3.7%	3.6%	3.5%
研发费用率	2.0%	2.0%	2.2%	2.2%
归母净利润 (百万美元)	1,552.0	1,547.5	1,704.8	1,881.8
归母净利润率	14.4%	14.4%	14.3%	14.3%

资料来源: 海通国际

**核心预测结论：**我们预计公司收入在 2025 年经历短暂调整后，将于 2026-2027 年恢复至约 11% 的复合增速。增长动力将发生显著切换：护肤类作为基本盘占比温和下降，而美容彩妆与洗护类将成为核心增长引擎，两者收入合计占比预计将从 2024 年的 16.2% 提升至 2027 年的 27.7%。尽管为支持多品牌孵化市场费用高企，但得益于高毛利产品结构及卓越的营运效率，公司归母净利润率预计将坚韧地维持在 14.3% 以上的高位，彰显其成熟的盈利模型与平台化运营的效能。

**我们首次覆盖珀莱雅，给予“优于大市”评级，目标价 85.9 元。**我们认为，公司已跨越组织调整与产品空窗期，2026 年起将进入“新品周期+多品牌放量”的新阶段，增长能见度与盈利稳定性均优于多数国货美妆同业。参考可比公司估值，考虑到公司作为国货美妆龙头的份额优势、多品牌矩阵的复制能力以及“双十战略”锚定的长期空间，我们给予 2027 年 18x PE，对应目标价 85.9 元，较当前股价有 17.9% 上行空间，首次覆盖给予“优于大市”评级。

图1 可比公司估值情况（倍，2026 年 2 月 13 日）

公司名称	股票代码	收盘价	市值 亿	EPS (LC)			PE			PEG
		LC		FY25E	FY26E	FY27E	FY25E	FY26E	FY27E	25-27E
丸美生物	603983.SH	31.1	125	1.0	1.3	1.6	31.0	24.7	20.0	1.2
贝泰妮	300957.SZ	46.8	198	1.1	1.4	1.6	40.9	32.9	28.9	-2.6
华熙生物	688363.SH	47.3	228	0.8	1.2	1.4	56.3	40.4	33.1	1.0
上海家化	600315.SH	21.0	141	0.6	0.7	0.9	36.4	28.6	23.6	0.8
敷尔佳	301371.SZ	24.9	129	1.0	1.1	1.1	26.0	23.6	22.3	1.7
水羊股份	300740.SZ	23.6	92	0.5	0.8	1.0	44.2	30.2	24.1	0.7
巨子生物	02367.HK	33.5	359	2.1	2.5	2.9	13.9	11.9	10.1	0.7
<b>行业平均</b>		<b>32.6</b>	<b>181.7</b>	<b>1.0</b>	<b>1.3</b>	<b>1.5</b>	<b>35.5</b>	<b>27.5</b>	<b>23.2</b>	<b>0.5</b>
珀莱雅	603605.SH	72.9	289	4.2	4.8	5.4	17.2	15.2	13.5	1.5

资料来源：Wind，BIBG，海通国际整理

注：丸美生物、贝泰妮、华熙生物、上海家化、敷尔佳、水羊股份、珀莱雅数据来自于 Wind 一致预期；巨子生物数据来自于 BIBG 一致预期

Table 1 珀莱雅财务报表分析及预测

利润表 (百万元)	2024	2025E	2026E	2027E	现金流量表 (百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	10,778	10,742	11,898	13,197	税前利润	1,889	1,884	2,071	2,282
营业成本	-3,084	-2,822	-3,144	-3,513	折旧和摊销	100	105	128	152
毛利润	7,695	7,920	8,754	9,684	缴纳所得税	-304	-303	-333	-367
销售费用	-5,161	-5,388	-5,967	-6,619	其他经营现金流	-578	-24	-71	-87
管理费用 (含研发费用)	-576	-612	-689	-751	<b>经营现金流合计</b>	1,107	1,662	1,795	1,981
<b>EBIT</b>	1,873	1,837	2,005	2,210	购买PPE	-300	-288	-307	-327
折旧与摊销	114	126	150	176	预付租赁土地	0	0	0	0
<b>EBITDA</b>	1,987	1,963	2,155	2,386	其他投资现金流	-960	-120	-154	-202
其他收入及收益	-20	10	14	6	<b>投资现金流合计</b>	-1,259	-408	-461	-530
税前收益	1,889	1,884	2,071	2,282	发行普通股	0	0	0	0
所得税	-304	-303	-333	-367	分配股利、利润或偿付利	-371	-469	-619	-682
<b>净利润</b>	1,585	1,581	1,738	1,915	其他融资现金流	-388	-32	-32	-32
少数股东损益	33	33	33	33	<b>融资现金流合计</b>	-758	-501	-651	-714
<b>归属于母公司股东的净利</b>	1,552	1,547	1,705	1,882	<b>现金及现金等价物净增加</b>	71	753	683	738
<b>资产负债表</b>	<b>2024</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	<b>主要财务指标</b>	<b>2024</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>
货币资金	4,082	4,835	5,518	6,256	<b>每股指标 (美元)</b>				
存货	661	605	674	753	每股摊薄净收益	3.9	3.9	4.3	4.8
应收账款	518	516	572	634	每股股利	1.2	1.6	1.7	1.9
其他流动资产	352	347	368	391	每股经营现金流	2.8	4.2	4.5	5.0
流动资产	5,613	6,304	7,133	8,035	<b>盈利能力</b>				
固定资产	907	1,111	1,313	1,513	EBITDA Margin%	18.4%	18.3%	18.1%	18.1%
无形资产	429	452	477	505	毛利率%	71.4%	73.7%	73.6%	73.4%
使用权资产	15	15	15	15	净利润率%	14.4%	14.4%	14.3%	14.3%
其他非流动资产	566	613	705	839	<b>成本控制能力</b>				
非流动资产	1,917	2,191	2,509	2,872	销售费用率	47.9%	50.2%	50.2%	50.2%
<b>资产总计</b>	7,530	8,495	9,642	10,907	管理费用率	5.3%	5.7%	5.8%	5.7%
应付账款	676	611	672	742	所得税率	16.1%	16.1%	16.1%	16.1%
其他流动负债	536	476	475	470	成长能力				
流动负债	1,213	1,087	1,148	1,212	营业收入yoy%	21.0%	-0.3%	10.8%	10.9%
长期借款	780	780	780	780	营业利润yoy%	22.0%	-1.9%	9.1%	10.3%
其他长期负债	51	50	51	52	毛利润yoy%	23.6%	2.9%	10.5%	10.6%
非流动性负债	831	830	831	832	净利润yoy%	30.0%	-0.3%	10.2%	10.4%
<b>负债合计</b>	2,044	1,917	1,979	2,043	<b>偿债能力</b>				
股本	1,492	1,644	1,798	1,967	资产负债率	27.1%	22.6%	20.5%	18.7%
归属于母公司所有者权益	5,402	6,527	7,646	8,879	流动比率	4.6	5.8	6.2	6.6
少数股东权益	84	51	18	-16	<b>回报能力</b>				
<b>股东权益合计</b>	5,486	6,577	7,663	8,863	ROA	20.9%	19.3%	18.8%	18.3%
<b>负债股东权益总计</b>	7,530	8,495	9,642	10,907	ROE	31.4%	25.7%	23.9%	22.8%

资料来源: 海通国际

## APPENDIX 1

### Summary

**Proya is at a critical juncture where strategy execution meets management transition. The "Double Ten" goals provide long-term direction, and with a new-generation management team in place, the company is poised to return to a stable growth trajectory in 2026.** Following a deep organizational restructuring in 2024-2025, key positions (Head of R&D, CFO, CDO, CMO) have been filled with specialized talents possessing international perspectives. The team is now entering a phase of improved synergy. The company's strategic focus has shifted from "organizational building" to "business execution." We believe market confidence in its corporate governance capabilities is poised for a gradual recovery, with 2026 set to be a pivotal year to validate the new team's execution capabilities.

**In 2026, the company will enter a phase marked by both a new product cycle and the harvest period for its multi-brand portfolio, with revenue growth expected to recover to low-double digits.** 2025 was a year of proactive adjustment, with the flagship brand's growth moderating due to the pace of product iterations. Since the management team led by Hou Yameng fully took over, it has promoted the integration of the R&D system and deepened the brand principal system. From 2026 onwards, independently developed R&D achievements will be launched intensively. The Proya flagship brand is entering a period of intensive product launches: self-developed ingredients like recombinant collagen (e.g., in the Nengliang line) and PDRN (e.g., in the Yuanli line) have been launched; medical-grade products are expanding into OTC channels; and the men's line is being launched simultaneously. The Hongbaoshi line is expected to complete its core upgrade in the second half of the year. We expect the flagship brand to return to positive single-digit growth in 2026. Sub-brands are fully implementing the brand principal system. We expect the second-tier brand, Timage, to achieve mid-double-digit growth, Off&Relax to exceed RMB 1 billion for the first time; and brands like HAPSODE and INSBABA to maintain rapid growth.

**The "Double Ten Strategy" anchors the goal of entering the global top ten within a decade. Currently, the focus is on internal efficiency improvements, while external expansion is an inevitable path forward.** At the 2024 annual results briefing, General Manager Hou Yameng publicly unveiled the "Double Ten" strategic goal for the first time: to enter the global top ten in the cosmetics industry within the next decade, scaling from RMB 10 billion to tens of billions. New appointments in 2025 include CFO Jin Chang (former Financial Development Director, L'Oréal China), CDO Hu Ningbo (former CIO, LVMH Fashion Group North Asia), and CMO Guo Xiao (former CMO, Pop Mart). This is expected to systematically enhance efficiency in digital operations and brand marketing systems. We believe that refined cost-efficiency management led by the CFO, data insights driven by the CDO, and brand equity management coordinated by the CMO will collectively support stable profit margins amidst a low-double-digit revenue growth norm. Looking medium-to-long term, relying solely on internal growth is insufficient to support expansion to the tens-of-billions scale. We judge that M&A will be a necessary path for the company to improve its brand matrix, enter the premium and overseas markets, and is a core aspect of the "Double Ten" strategy transitioning from vision to reality.

**Competition in the cosmetics industry will remain intense in 2026. Only products with a quality-to-price ratio that resonates with consumers can stand out.** In recent years, the cosmetics sector has seen evident consumer downgrading, with price points shifting downward and intensifying competition in the mass market. Rising marketing costs online and offline are squeezing the living space of small and white-label brands. Domestic brands have reached a 50% market share, and the upward trend is moderating. International premium brands have stabilized their share through gift-with-purchase promotions and content e-commerce initiatives. We expect international premium brands' share still has a chance to recover in 2026. Domestic brands should launch quality-to-price products that resonate with consumers and deeply cultivate actual demands in vertical markets. Proya's flagship brand focuses on the mass-market anti-aging positioning of "Vitamin C & Retinol," while also pushing upward into premium price points with the Nengliang line and relaunching the men's line to expand its consumer base. Sub-brands like Timage, Off&Relax, and HAPSODE, under the brand principal system, are positioning themselves in niche segments like professional color cosmetics, scalp care, and oily skin care, respectively, carrying forward the momentum of the flagship brand.

**We initiate coverage on Proya with an "Outperform" rating and set a target price of RMB 85.9.** We estimate 2025 revenue to decline slightly by 0.3%, with a 2026-2027E revenue CAGR of 10.8%. Net profit growth is expected to generally align with revenue, with 2025-2027E net profit margin attributable to parent company stabilizing in the 14%-15% range. With reference to comparable companies, and considering Proya's position as a leading domestic beauty brand, its clear new product cycle post-organizational adjustment, its multi-brand matrix entering a harvest period, and its long-term "Double Ten" strategic goal, we apply a valuation premium. We assign an 18x P/E to 2027E, corresponding to a target price of RMB 85.9 (implying 17.9% upside). We initiate coverage with an "Outperform" rating.

**Risks:** Intensifying industry competition beyond expectations; new product cultivation falling short of expectations; rapid increase in channel traffic costs; fluctuations in prices of core raw materials; changes in core personnel; the "Double Ten" goal not meeting expectations; negative public sentiment.

## APPENDIX 2

### ESG Comments

#### Environmental:

珀莱雅已构建贯穿产品全生命周期的绿色管理体系，获“国家级绿色工厂”认证。2024年清洁能源使用比例达46.66%，单位产品碳排放较2021年下降18.46%。双抗精华3.0等5款核心产品推出环保替换装，年减少塑料使用300吨，绿色循环箱使用125万次，累计节约纸张5吨。湖州工厂通过ISO 50001能源管理体系及RSPO可持续棕榈油供应链认证。

#### Social:

公司积极履行社会责任，提前超额完成2025年公益投入及受益人次目标。女性员工占比69%，女性管理者占比60%，员工培训覆盖率100%。2022-2024年累计投入公益资金1268.45万元，直接受益98万人次。坚守产品质量安全底线，2024年未发生重大产品安全事件。建立完善投资者沟通机制，信息披露工作获上交所A级评价。

#### Governance:

公司入选“2025年A股公司治理(G)维度最佳实践TOP50”，将可持续发展绩效纳入高管考核体系（权重8-10%）。员工商业道德培训与董事反贪污培训覆盖率均达100%，连续五年高质量披露ESG报告。自上市以来累计分红及回购总额23.18亿元，2025年启动新一轮股份回购计划（8000万元至1.5亿元）。标普CSA评分57分（行业均分33分），Wind ESG评级AA级（行业第一），华证ESG评级AAA级（行业第一）。

## 附录 APPENDIX

### 重要信息披露

本研究报告由海通国际分销，海通国际是由海通国际研究有限公司(HTIRL)，Haitong Securities India Private Limited (HSIPL)，Haitong International Japan K.K. (HTIJKK)和海通国际证券有限公司(HTISCL)的证券研究团队所组成的全球品牌，海通国际证券集团(HTISG)各成员分别在其许可的司法管辖区内从事证券活动。

### IMPORTANT DISCLOSURES

This research report is distributed by Haitong International, a global brand name for the equity research teams of Haitong International Research Limited (“HTIRL”), Haitong Securities India Private Limited (“HSIPL”), Haitong International Japan K.K. (“HTIJKK”), Haitong International Securities Company Limited (“HTISCL”), and any other members within the Haitong International Securities Group of Companies (“HTISG”), each authorized to engage in securities activities in its respective jurisdiction.

### HTIRL 分析师认证 Analyst Certification:

我，寇媛媛，在此保证 (i) 本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且 (ii) 我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们（包括我们的家属）在其中均不持有任何财务利益。我和我的家属（我已经告知他们）将不会在本研究报告发布后的 30 个自然日内交易此研究报告所讨论目标公司的证券。I, Yuanyuan Kou, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed. I and my household, whom I have already notified of this, will not deal in or trade any securities in respect of the issuer that I review within 30 calendar days after the research report is published.

我，吴颖婕，在此保证 (i) 本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且 (ii) 我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们（包括我们的家属）在其中均不持有任何财务利益。我和我的家属（我已经告知他们）将不会在本研究报告发布后的 30 个自然日内交易此研究报告所讨论目标公司的证券。I, Mindy Wu, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed. I and my household, whom I have already notified of this, will not deal in or trade any securities in respect of the issuer that I review within 30 calendar days after the research report is published.

### 利益冲突披露 Conflict of Interest Disclosures

海通国际及其某些关联公司可从事投资银行业务和/或对本研究中的特定股票或公司进行做市或持有自营头寸。就本研究报告而言，以下是有关该等关系的披露事项（以下披露不能保证及时无遗漏，如需了解及时全面信息，请发邮件至 ERD-Disclosure@htisec.com）

HTI and some of its affiliates may engage in investment banking and / or serve as a market maker or hold proprietary trading positions of certain stocks or companies in this research report. As far as this research report is concerned, the following are the disclosure matters related to such relationship (As the following disclosure does not ensure timeliness and completeness, please send an email to ERD-Disclosure@htisec.com if timely and comprehensive information is needed).

No Disclosure

### 评级定义（从 2020 年 7 月 1 日开始执行）：

海通国际（以下简称“HTI”）采用相对评级系统来为投资者推荐我们覆盖的公司：优于大市、中性或弱于大市。投资者应仔细阅读 HTI 的评级定义。并且 HTI 发布分析师观点的完整信息，投资者应仔细阅读全文而非仅看评级。在任何情况下，分析师的评级和研究都不能作为投资建议。投资者的买卖股票的决策应基于各自情况（比如投资者的现有持仓）以及其他因素。

### 分析师股票评级

**优于大市**，未来 12-18 个月内预期相对基准指数涨幅在 10%以上，基准定义如下

**中性**，未来 12-18 个月内预期相对基准指数变化不大，基准定义如下。根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们会将中性评级划入持有这一类别。

**弱于大市**，未来 12-18 个月内预期相对基准指数跌幅在 10%以上，基准定义如下

各地股票基准指数：日本 – TOPIX, 韩国 – KOSPI, 台湾 – TAIEX, 印度 – Nifty100, 美国 – SP500; 其他所有中国概念股 – MSCI China.

### Ratings Definitions (from 1 Jul 2020):

Haitong International uses a relative rating system using Outperform, Neutral, or Underperform for recommending the stocks we cover to investors. Investors should carefully read the definitions of all ratings used in Haitong International Research. In addition, since Haitong International Research contains more complete information concerning the analyst's views, investors should carefully read Haitong International Research, in its entirety, and not infer the contents from the rating alone. In any case, ratings (or research) should not be used or relied upon as investment advice. An investor's decision to buy or sell a stock should depend on individual circumstances (such as the investor's existing holdings) and other considerations.

### Analyst Stock Ratings

**Outperform:** The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

**Neutral:** The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

**Underperform:** The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be below the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

**Benchmarks for each stock's listed region are as follows: Japan – TOPIX, Korea – KOSPI, Taiwan – TAIEX, India – Nifty100, US – SP500; for all other China-concept stocks – MSCI China.**

## 截至 2025 年 12 月 31 日海通国际股票研究评级分布

## 截至 2025 年 9 月 30 日海通国际股票研究评级分布

	优于大市	中性 (持有)	弱于大市	优于大市	中性 (持有)	弱于大市
海通国际股票研究覆盖率	93.9%	6.0%	0.1%	92.3%	7.5%	0.2%
投资银行客户*	3.0%	4.0%	0.0%	3.3%	3.9%	0.0%

\*在每个评级类别里投资银行客户所占的百分比。

上述分布中的买入，中性和卖出分别对应我们当前优于大市，中性和落后大市评级。

只有根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们才将中性评级划入持有这一类别。请注意在上表中不包含非评级的股票。

#### 此前的评级系统定义（直至 2020 年 6 月 30 日）：

买入，未来 12-18 个月内预期相对基准指数涨幅在 10%以上，基准定义如下

中性，未来 12-18 个月内预期相对基准指数变化不大，基准定义如下。根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们会将中性评级划入持有这一类别。

卖出，未来 12-18 个月内预期相对基准指数跌幅在 10%以上，基准定义如下

各地股票基准指数：日本 – TOPIX, 韩国 – KOSPI, 台湾 – TAIEX, 印度 – Nifty100; 其他所有中国概念股 – MSCI China.

#### Haitong International Equity Research Ratings Distribution, as of December 31, 2025

#### Haitong International Equity Research Ratings Distribution, as of September 30, 2025

	Outperform	Neutral (hold)	Underperform	Outperform	Neutral (hold)	Underperform
HTI Equity Research Coverage	93.9%	6.0%	0.1%	92.3%	7.5%	0.2%
IB clients*	3.0%	4.0%	0.0%	3.3%	3.9%	0.0%

\*Percentage of investment banking clients in each rating category.

BUY, Neutral, and SELL in the above distribution correspond to our current ratings of Outperform, Neutral, and Underperform.

For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category. Please note that stocks with an NR designation are not included in the table above.

#### Previous rating system definitions (until 30 Jun 2020):

**BUY:** The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

**NEUTRAL:** The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

**SELL:** The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be below the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

**Benchmarks for each stock's listed region are as follows: Japan – TOPIX, Korea – KOSPI, Taiwan – TAIEX, India – Nifty100; for all other China-concept stocks – MSCI China.**

**海通国际非评级研究：**海通国际发布计量、筛选或短篇报告，并在报告中根据估值和其他指标对股票进行排名，或者基于可能的估值倍数提出建议价格。这种排名或建议价格并非为了进行股票评级、提出目标价格或进行基本面估值，而仅供参考使用。

**Haitong International Non-Rated Research:** Haitong International publishes quantitative, screening or short reports which may rank stocks according to valuation and other metrics or may suggest prices based on possible valuation multiples. Such rankings or suggested prices do not purport to be stock ratings or target prices or fundamental values and are for information only.

**海通国际 A 股覆盖：**海通国际可能会就沪港通及深港通的中国 A 股进行覆盖及评级。国泰海通证券（601211.CH），海通国际于上海的母公司，也会于中国发布中国 A 股的研究报告。但是，海通国际使用与国泰海通证券不同的评级系统，所以海通国际与国泰海通证券的中国 A 股评级可能有所不同。

**Haitong International Coverage of A-Shares:** Haitong International may cover and rate A-Shares that are subject to the Hong Kong Stock Connect scheme with Shanghai and Shenzhen. GUOTAI HAITONG SECURITIES (601211 CH), the ultimate parent company of HTISG based in Shanghai, covers and publishes research on these same A-Shares for distribution in mainland China. However, the rating system employed by GTHS differs from that used by HTI and as a result there may be a difference in the HTI and GTHS ratings for the same A-share stocks.

**海通国际优质 100 A 股 (Q100) 指数：**海通国际 Q100 指数是一个包括 100 支由国泰海通证券覆盖的优质中国 A 股的计量产品。这些股票是通过基于质量的筛选过程，并结合对国泰海通证券 A 股团队自下而上的研究。海通国际每季对 Q100 指数成分作出复审。

**Haitong International Quality 100 A-share (Q100) Index:** HTI's Q100 Index is a quant product that consists of 100 of the highest-quality A-shares under coverage at GTHS in Shanghai. These stocks are carefully selected through a quality-based screening process in combination with a review of the GTHS A-share team's bottom-up research. The Q100 constituent companies are reviewed quarterly.

**盟浪义利 (FIN-ESG) 数据免责声明条款：**在使用盟浪义利 (FIN-ESG) 数据之前，请务必仔细阅读本条款并同意本声明：

第一条 义利 (FIN-ESG) 数据系由盟浪可持续数字科技有限责任公司（以下简称“本公司”）基于合法取得的公开信息评估而成，本公司对信息的准确性及完整性不作任何保证。对公司的评估结果仅供参考，并不构成对任何个人或机构投资建议，也不能作为任何个人或机构购买、出售或持有相关金融产品的依据。本公司不对任何个人或机构投资者因使用本数据表述的评估结果造成的任何直接或间接损失负责。

第二条 盟浪并不因此收到此评估数据而将收件人视为客户，收件人使用此数据时应根据自身实际情况作出自我独立判断。本数据所载内容反映的是盟浪在最初发布本数据日期当日的判断，盟浪有权在不发出通知的情况下更新、修订与发出其他与本数据所载内容不一致或有不同结论的数据。除非另行说明，本数据（如财务业绩数据等）仅代表过往表现，过往的业绩表现不作为日后回报的预测。

第三条

改、复制、编译、汇编、再次编辑、改编、删减、缩写、节选、发行、出租、展览、表演、放映、广播、信息网络传播、摄制、增加图标及说明等，否则因此给盟浪或其他第三方造成损失的，由用户承担相应的赔偿责任，盟浪不承担责任。

第四条 如本免责声明未约定，而盟浪网站平台载明的其他协议内容（如《盟浪网站用户注册协议》《盟浪网用户服务（含认证）协议》《盟浪网隐私政策》等）有约定的，则按其他协议的约定执行；若本免责声明与其他协议约定存在冲突或不一致的，则以本免责声明约定为准。

**SusallWave FIN-ESG Data Service Disclaimer:** Please read these terms and conditions below carefully and confirm your agreement and acceptance with these terms before using SusallWave FIN-ESG Data Service.

1. FIN-ESG Data is produced by SusallWave Digital Technology Co., Ltd. (In short, SusallWave)'s assessment based on legal publicly accessible information. SusallWave shall not be responsible for any accuracy and completeness of the information. The assessment result is for reference only. It is not for any investment advice for any individual or institution and not for basis of purchasing, selling or holding any relative financial products. We will not be liable for any direct or indirect loss of any individual or institution as a result of using SusallWave FIN-ESG Data.

2. SusallWave do not consider recipients as customers for receiving these data. When using the data, recipients shall make your own independent judgment according to your practical individual status. The contents of the data reflect the judgment of us only on the release day. We have right to update and amend the data and release other data that contains inconsistent contents or different conclusions without notification. Unless expressly stated, the data (e.g., financial performance data) represents past performance only and the past performance cannot be viewed as the prediction of future return.

3. The copyright of this data belongs to SusallWave, and we reserve all rights in accordance with the law. Without the prior written permission of our company, none of individual or institution can use these data for any profitable purpose. Besides, none of individual or institution can take actions such as amendment, replication, translation, compilation, re-editing, adaption, deletion, abbreviation, excerpts, issuance, rent, exhibition, performance, projection, broadcast, information network transmission, shooting, adding icons and instructions. If any loss of SusallWave or any third-party is caused by those actions, users shall bear the corresponding compensation liability. SusallWave shall not be responsible for any loss.

4. If any term is not contained in this disclaimer but written in other agreements on our website (e.g. *User Registration Protocol of SusallWave Website*, *User Service (including authentication) Agreement of SusallWave Website*, *Privacy Policy of Susallwave Website*), it should be executed according to other agreements. If there is any difference between this disclaimer and other agreements, this disclaimer shall be applied.

#### 重要免责声明：

**非印度证券的研究报告：**本报告由海通国际证券集团有限公司（“HTISGL”）的全资附属公司海通国际研究有限公司（“HTIRL”）发行，该公司是根据香港证券及期货条例（第 571 章）持有第 4 类受规管活动（就证券提供意见）的持牌法团。该研究报告在 HTISGL 的全资附属公司 Haitong International (Japan) K.K.（“HTIJKK”）的协助下发行，HTIJKK 是由日本关东财务局监管为投资顾问。

**印度证券的研究报告：**本报告由从事证券交易、投资银行及证券分析及受 Securities and Exchange Board of India（“SEBI”）监管的 Haitong Securities India Private Limited（“HTSIPL”）所发行，包括制作及发布涵盖 BSE Limited（“BSE”）和 National Stock Exchange of India Limited（“NSE”）上市公司（统称为「印度交易所」）的研究报告。HTSIPL 于 2016 年 12 月 22 日被收购并成为海通国际证券集团有限公司（“HTISG”）的一部分。

所有研究报告均以海通国际为名作为全球品牌，经许可由海通国际证券股份有限公司及/或海通国际证券集团的其他成员在其司法管辖区发布。

本文件所载信息和观点已被编译或源自可靠来源，但 HTIRL、HTISGL 或任何其他属于海通国际证券集团有限公司（“HTISG”）的成员对其准确性、完整性和正确性不做任何明示或暗示的声明或保证。本文件中所有观点均截至本报告日期，如有更改，恕不另行通知。本文件仅供参考使用。文件中提及的任何公司或其股票的说明并非意图展示完整的内容，本文件并非/不应被解释为对证券买卖的明示或暗示地出价或征价。在某些司法管辖区，本文件中提及的证券可能无法进行买卖。如果投资产品以投资者本国货币以外的币种进行计价，则汇率变化可能会对投资产生不利影响。过去的表现并不一定代表将来的结果。某些特定交易，包括设计金融衍生工具的，有产生重大风险的可能性，因此并不适合所有的投资者。您还应认识到本文件中的建议并非为您量身定制。分析师并未考虑到您自身的财务情况，如您的财务状况和风险偏好。因此您必须自行分析并在适用的情况下咨询自己的法律、税收、会计、金融和其他方面的专业顾问，以期在投资之前评估该项建议是否适合于您。若由于使用本文件所载的材料而产生任何直接或间接的损失，HTISG 及其董事、雇员或代理人对此均不承担任何责任。

除对本文内容承担责任的分析师除外，HTISG 及我们的关联公司、高级管理人员、董事和雇员，均可不时作为主事人就本文件所述的任何证券或衍生品持有长仓或短仓以及进行买卖。HTISG 的销售员、交易员和其他专业人士均可向 HTISG 的相关客户和公司提供与本文件所述意见相反的口头或书面市场评论意见或交易策略。HTISG 可做出与本文件所述建议或意见不一致的投资决策。但 HTIRL 没有义务来确保本文件的收件人了解到该等交易决定、思路或建议。

请访问海通国际网站 [www.equities.htisec.com](http://www.equities.htisec.com)，查阅更多有关海通国际为预防和避免利益冲突设立的组织和行政安排的内容信息。

**非美国分析师披露信息：**本项研究首页上列明的海通国际分析师并未在 FINRA 进行注册或者取得相应的资格，并且不受美国 FINRA 有关与本项研究目标公司进行沟通、公开露面和自营证券交易的第 2241 条规则之限制。

#### IMPORTANT DISCLAIMER

**For research reports on non-Indian securities:** The research report is issued by Haitong International Research Limited (“HTIRL”), a wholly owned subsidiary of Haitong International Securities Group Limited (“HTISGL”) and a licensed corporation to carry on Type 4 regulated activity (advising on securities) for the purpose of the Securities and Futures Ordinance (Cap. 571) of Hong Kong, with the assistance of Haitong International (Japan) K.K. (“HTIJKK”), a wholly owned subsidiary of HTISGL and which is regulated as an Investment Adviser by the Kanto Finance Bureau of Japan.

**For research reports on Indian securities:** The research report is issued by Haitong Securities India Private Limited (“HTSIPL”), an Indian company and a Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) registered Stock Broker, Merchant Banker and Research Analyst that, inter alia, produces and distributes research reports covering listed entities on the BSE Limited (“BSE”) and the National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) (collectively referred to as “Indian Exchanges”). HTSIPL was acquired and became part of the Haitong International Securities Group of Companies (“HTISG”) on 22 December 2016.

All the research reports are globally branded under the name Haitong International and approved for distribution by Haitong International Securities Company Limited (“HTISCL”) and/or any other members within HTISG in their respective jurisdictions.

The information and opinions contained in this research report have been compiled or arrived at from sources believed to be reliable and in good faith but no representation or warranty, express or implied, is made by HTIRL, HTISCL, HSIPL, HTIJKK or any other members within HTISG from which this research report may be received, as to their accuracy, completeness or correctness. All opinions expressed herein are as of the date of this research report and are subject to change without notice. This research report is for information purpose only. Descriptions of any companies or their securities mentioned herein are not intended to be complete and this research report is not, and should not be construed expressly or impliedly as, an offer to buy or sell securities. The securities referred to in this research report may not be eligible for purchase or sale in some jurisdictions. If an investment product is denominated in a currency other than an investor's home currency, a change in exchange rates may adversely affect the investment. Past performance is not necessarily indicative of future results. Certain transactions, including those involving derivatives, give rise to substantial risk and are not suitable for all investors. You should also bear in mind that recommendations in this research report are not tailor-made for you. The analyst has not taken into account your unique financial circumstances, such as your financial situation and risk appetite. You must, therefore, analyze and should, where applicable, consult your own legal, tax, accounting, financial and other professional advisers to evaluate whether the recommendations suits you before investment. Neither HTISG nor any of its directors, employees or agents accepts any liability whatsoever for any direct or consequential loss arising from any use of the materials contained in this research report.

HTISG and our affiliates, officers, directors, and employees, excluding the analysts responsible for the content of this document, will from time to time have long or short positions in, act as principal in, and buy or sell, the securities or derivatives, if any, referred to in this research report. Sales, traders, and other professionals of HTISG may provide oral or written market commentary or trading strategies to the relevant clients and the companies within HTISG that reflect opinions that are contrary to the opinions expressed in this research report. HTISG may make investment decisions that are inconsistent with the recommendations or views expressed in this research report. HTI is under no obligation to ensure that such other trading decisions, ideas or recommendations are brought to the attention of any recipient of this research report.

Please refer to HTI's website [www.equities.htisec.com](http://www.equities.htisec.com) for further information on HTI's organizational and administrative arrangements set up for the prevention and avoidance of conflicts of interest with respect to Research.

**Non U.S. Analyst Disclosure:** The HTI analyst(s) listed on the cover of this Research is (are) not registered or qualified as a research analyst with FINRA and are not subject to U.S. FINRA Rule 2241 restrictions on communications with companies that are the subject of the Research; public appearances; and trading securities by a research analyst.

#### 分发和地区通知:

除非下文另有规定, 否则任何希望讨论本报告或者就本项研究中讨论的任何证券进行任何交易的收件人均应联系其所在国家或地区的海通国际销售人员。

**香港投资者的通知事项:** 海通国际证券股份有限公司(“HTISCL”)负责分发该研究报告, HTISCL 是在香港有权实施第 1 类受规管活动(从事证券交易)的持牌公司。该研究报告并不构成《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)(以下简称“SFO”)所界定的要约邀请, 证券要约或公众要约。本研究报告仅提供给 SFO 所界定的“专业投资者”。本研究报告未经过证券及期货事务监察委员会的审查。您不应仅根据本研究报告中所载的信息做出投资决定。本研究报告的收件人就研究报告中产生或与之相关的任何事宜请联系 HTISCL 销售人员。

**美国投资者的通知事项:** 本研究报告由 HTIRL, HSIPL 或 HTIJKK 编写。HTIRL, HSIPL, HTIJKK 以及任何非 HTISG 美国联营公司, 均未在美国注册, 因此不受美国关于研究报告编制和研究分析人员独立性规定的约束。本研究报告提供给依照 1934 年“美国证券交易法”第 15a-6 条规定的豁免注册的「美国主要机构投资者」(“Major U.S. Institutional Investor”)和「机构投资者」(“U.S. Institutional Investors”)。在向美国机构投资者分发研究报告时, Haitong International Securities (USA) Inc. (“HTI USA”)将对报告的内容负责。任何收到本研究报告的美国投资者, 希望根据本研究报告提供的信息进行任何证券或相关金融工具买卖的交易, 只能通过 HTI USA。HTI USA 位于 130 West 42nd Street, FL 18, New York, NY 10036 USA, 电话+1 212-351-6052。HTI USA 是在美国于 U.S. Securities and Exchange Commission (“SEC”)注册的经纪商, 也是 Financial Industry Regulatory Authority, Inc. (“FINRA”)的成员。HTIUSA 不负责编写本研究报告, 也不负责其中包含的分析。在任何情况下, 收到本研究报告的任何美国投资者, 不得直接与分析师直接联系, 也不得通过 HSIPL, HTIRL 或 HTIJKK 直接进行买卖证券或相关金融工具的交易。本研究报告中出现的 HSIPL, HTIRL 或 HTIJKK 分析师没有注册或具备 FINRA 的研究分析师资格, 因此可能不受 FINRA 第 2241 条规定的与目标公司的交流, 公开露面和分析师账户持有的交易证券等限制。投资本研究报告中讨论的任何非美国证券或相关金融工具(包括 ADR)可能存在一定风险。非美国发行的证券可能没有注册, 或不受美国法规的约束。有关非美国证券或相关金融工具的信息可能有限制。外国公司可能不受审计和汇报的标准以及与美国境内生效相符的监管要求。本研究报告中以美元以外的其他货币计价的任何证券或相关金融工具的投资或收益的价值受汇率波动的影响, 可能对该等证券或相关金融工具的价值或收入产生正面或负面影响。美国收件人的所有问询请联系:

Haitong International Securities (USA) Inc.

130 West 42nd Street, FL 18

New York, NY 10036

联系人电话: +1 212-351-6052

#### DISTRIBUTION AND REGIONAL NOTICES

Except as otherwise indicated below, any Recipient wishing to discuss this research report or effect any transaction in any security discussed in HTI's research should contact the Haitong International salesperson in their own country or region.

**Notice to Hong Kong investors:** The research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited (“HTISCL”), which is a licensed corporation to carry on Type 1 regulated activity (dealing in securities) in Hong Kong. This research report does not constitute a solicitation or an offer of securities or an invitation to the public within the meaning of the SFO. This research report is only to be circulated to “Professional Investors” as defined in the SFO. This research report has not been reviewed by the Securities and Futures Commission. You should not make investment decisions solely on the basis of the information contained in this research report. Recipients of this research report are to contact HTISCL salespersons in respect of any matters arising from, or in connection with, the research report.

**Notice to U.S. investors:** As described above, this research report was prepared by HTIRL, HSIPL or HTIJKK. Neither HTIRL, HSIPL, HTIJKK, nor any of the non U.S. HTISG affiliates is registered in the United States and, therefore, is not subject to U.S. rules regarding the preparation of research reports and the independence of research analysts. This research report is provided for distribution to “major U.S. institutional investors” and “U.S. institutional investors” in reliance on the exemption from registration provided by Rule 15a-6 of the U.S. Securities Exchange Act of 1934, as amended. When distributing research reports to “U.S. institutional investors,” HTI USA will accept the responsibilities for the content of the reports. Any U.S. recipient of this research report wishing to effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments based on the information provided in this research report should do so only through Haitong International Securities (USA)

Inc. ("HTI USA"), located at 130 West 42nd Street, FL 18, New York, NY 10036 USA; telephone +1 212-351-6052. HTI USA is a broker-dealer registered in the U.S. with the U.S. Securities and Exchange Commission (the "SEC") and a member of the Financial Industry Regulatory Authority, Inc. ("FINRA"). HTI USA is not responsible for the preparation of this research report nor for the analysis contained therein. Under no circumstances should any U.S. recipient of this research report contact the analyst directly or effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments directly through HSIPL, HTIRL or HTIJKK. The HSIPL, HTIRL or HTIJKK analyst(s) whose name appears in this research report is not registered or qualified as a research analyst with FINRA and, therefore, may not be subject to FINRA Rule 2241 restrictions on communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account. Investing in any non-U.S. securities or related financial instruments (including ADRs) discussed in this research report may present certain risks. The securities of non-U.S. issuers may not be registered with, or be subject to U.S. regulations. Information on such non-U.S. securities or related financial instruments may be limited. Foreign companies may not be subject to audit and reporting standards and regulatory requirements comparable to those in effect within the U.S. The value of any investment or income from any securities or related financial instruments discussed in this research report denominated in a currency other than U.S. dollars is subject to exchange rate fluctuations that may have a positive or adverse effect on the value of or income from such securities or related financial instruments. All inquiries by U.S. recipients should be directed to:

Haitong International Securities (USA) Inc.

130 West 42nd Street, FL 18

New York, NY 10036

Attn: Sales Desk at +1 212-351-6052

**中华人民共和国的通知事项:** 在中华人民共和国(下称“中国”,就本报告目的而言,不包括香港特别行政区、澳门特别行政区和台湾)只有根据适用的中国法律法规而收到该材料的人员方可使用该材料。并且根据相关法律法规,该材料中的信息并不构成“在中国从事生产、经营活动”。本文件在中国并不构成相关证券的公共发售或认购。无论根据法律规定或其他任何规定,在取得中国政府所有的批准或许可之前,任何法人或自然人均不得直接或间接地购买本材料中的任何证券或任何实益权益。接收本文件的人员须遵守上述限制性规定。

**加拿大投资者的通知事项:** 在任何情况下该等材料均不得被解释为在任何加拿大的司法管辖区内出售证券的要约或认购证券的要约邀请。本材料中所述证券在加拿大的任何要约或出售行为均只能在豁免向有关加拿大证券监管机构提交招股说明书的前提下由 Haitong International Securities (USA) Inc. (“HTI USA”) 予以实施,该公司是一家根据 National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations (“NI 31-103”) 的规定得到「国际交易商豁免」(“International Dealer Exemption”) 的交易商,位于艾伯塔省、不列颠哥伦比亚省、安大略省和魁北克省。在加拿大,该等材料在任何情况下均不得被解释为任何证券的招股说明书、发行备忘录、广告或公开发行。加拿大的任何证券委员会或类似的监管机构均未审查或以任何方式批准该等材料,其中所载的信息或所述证券的优点,任何与此相反的声明即属违法。在收到该等材料时,每个加拿大的收件人均将被视为属于 National Instrument 45-106 Prospectus Exemptions 第 1.1 节或者 Securities Act (Ontario) 第 73.3(1) 节所规定的「认可投资者」(“Accredited Investor”), 或者在适用情况下 National Instrument 31-103 第 1.1 节所规定的「许可投资者」(“Permitted Investor”)。

**新加坡投资者的通知事项:** 本研究报告由 Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd (“HTISSPL”) 于新加坡提供。HTISSPL 是符合《财务顾问法》2001 (“FAA”) 定义的豁免财务顾问,可 (a) 提供关于证券,集体投资计划的部分,交易所衍生品合约和场外衍生品合约的建议 (b) 发行或公布有关证券、交易所衍生品合约和场外衍生品合约的研究分析或研究报告。本研究报告仅提供给符合《证券及期货法》2001 第 4A 条项下规定的机构投资者。对于因本研究报告而产生的或与之相关的任何问题,本研究报告的收件人应通过以下信息与 HTISSPL 联系:

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd

10 Collyer Quay, #19-01 - #19-05 Ocean Financial Centre, Singapore 049315

电话:(65) 6713 0473

**日本投资者的通知事项:** 本研究报告由海通国际证券有限公司所发布,旨在分发给从事投资管理的金融服务提供商或注册金融机构(根据日本金融机构和交易法(“FIEL”))第 61 (1) 条,第 17-11 (1) 条的执行及相关条款)。

**英国及欧盟投资者的通知事项:** 本报告由从事投资顾问的 Haitong International Securities Company Limited 所发布,本报告只面向有投资相关经验的专业客户发布。任何投资或与本报告相关的投资行为只面对此类专业客户。没有投资经验或相关投资经验的客户不得依赖本报告。Haitong International Securities Company Limited 的分支机构的净长期或短期金融权益可能超过本研究报告中提及的实体已发行股本总额的 0.5%。特别提醒有些英文报告有可能此前已经通过中文或其它语言完成发布。

**澳大利亚投资者的通知事项:** Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited 和 Haitong International Securities (UK) Limited 分别根据澳大利亚证券和投资委员会(以下简称“ASIC”)公司(废除及过度性)文书第 2016/396 号规章在澳大利亚分发本项研究,该等规章免除了根据 2001 年《公司法》在澳大利亚为批发客户提供金融服务时海通国际需持有澳大利亚金融服务许可的要求。ASIC 的规章副本可在以下网站获取: [www.legislation.gov.au](http://www.legislation.gov.au)。海通国际提供的金融服务受外国法律法规规定的管制,该等法律与在澳大利亚所适用的法律存在差异。

**印度投资者的通知事项:** 本报告由从事证券交易、投资银行及证券分析及受 Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) 监管的 Haitong Securities India Private Limited (“HTSIPL”) 所发布,包括制作及发布涵盖 BSE Limited (“BSE”) 和 National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) (统称为「印度交易所」) 研究报告。

(条款链接: <https://www.htisec.com/sites/all/themes/hitong/files/india/Terms%20and%20Conditions%20for%20Research%20Analyst.pdf>)

研究机构名称: Haitong Securities India Private Limited

SEBI 研究分析师注册号: INH000002590

地址: 1203A, Floor 12A, Tower 2A, One World Center

841 Senapati Bapat Marg, Elphinstone Road, Mumbai 400 013, India

CIN U74140MH2011FTC224070

电话: +91 22 43156800 传真: +91 22 24216327

合规和申诉办公室联系人: Prasanna Chandwaskar; 电话: +91 22 43156803; 电子邮箱: [prasanna.chandwaskar@htisec.com](mailto:prasanna.chandwaskar@htisec.com)

“请注意，SEBI 授予的注册和 NISM 的认证并不保证中介的表现或为投资者提供任何回报保证”。

版权所有：海通国际证券集团有限公司 2019 年。保留所有权利。

**People’s Republic of China (PRC):** In the PRC, the research report is directed for the sole use of those who receive the research report in accordance with the applicable PRC laws and regulations. Further, the information on the research report does not constitute "production and business activities in the PRC" under relevant PRC laws. This research report does not constitute a public offer of the security, whether by sale or subscription, in the PRC. Further, no legal or natural persons of the PRC may directly or indirectly purchase any of the security or any beneficial interest therein without obtaining all prior PRC government approvals or licenses that are required, whether statutorily or otherwise. Persons who come into possession of this research are required to observe these restrictions.

**Notice to Canadian Investors:** Under no circumstances is this research report to be construed as an offer to sell securities or as a solicitation of an offer to buy securities in any jurisdiction of Canada. Any offer or sale of the securities described herein in Canada will be made only under an exemption from the requirements to file a prospectus with the relevant Canadian securities regulators and only by Haitong International Securities (USA) Inc., a dealer relying on the "international dealer exemption" under National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations ("NI 31-103") in Alberta, British Columbia, Ontario and Quebec. This research report is not, and under no circumstances should be construed as, a prospectus, an offering memorandum, an advertisement or a public offering of any securities in Canada. No securities commission or similar regulatory authority in Canada has reviewed or in any way passed upon this research report, the information contained herein or the merits of the securities described herein and any representation to the contrary is an offence. Upon receipt of this research report, each Canadian recipient will be deemed to have represented that the investor is an "accredited investor" as such term is defined in section 1.1 of National Instrument 45-106 Prospectus Exemptions or, in Ontario, in section 73.3(1) of the Securities Act (Ontario), as applicable, and a "permitted client" as such term is defined in section 1.1 of NI 31-103, respectively.

**Notice to Singapore investors:** This research report is provided in Singapore by or through Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd ("HTISSPL"). HTISSPL is an Exempt Financial Adviser under the Financial Advisers Act 2001 ("FAA") to (a) advise on securities, units in a collective investment scheme, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts and (b) issue or promulgate research analyses or research reports on securities, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts. This research report is only provided to institutional investors, within the meaning of Section 4A of the Securities and Futures Act 2001. Recipients of this research report are to contact HTISSPL via the details below in respect of any matters arising from, or in connection with, the research report:

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd.

10 Collyer Quay, #19-01 - #19-05 Ocean Financial Centre, Singapore 049315

Telephone: (65) 6713 0473

**Notice to Japanese investors:** This research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited and intended to be distributed to Financial Services Providers or Registered Financial Institutions engaged in investment management (as defined in the Japan Financial Instruments and Exchange Act ("FIEL") Art. 61(1), Order for Enforcement of FIEL Art. 17-11(1), and related articles).

**Notice to UK and European Union investors:** This research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited. This research is directed at persons having professional experience in matters relating to investments. Any investment or investment activity to which this research relates is available only to such persons or will be engaged in only with such persons. Persons who do not have professional experience in matters relating to investments should not rely on this research. Haitong International Securities Company Limited's affiliates may have a net long or short financial interest in excess of 0.5% of the total issued share capital of the entities mentioned in this research report. Please be aware that any report in English may have been published previously in Chinese or another language.

**Notice to Australian investors:** The research report is distributed in Australia by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong International Securities (UK) Limited in reliance on ASIC Corporations (Repeal and Transitional) Instrument 2016/396, which exempts those HTISG entities from the requirement to hold an Australian financial services license under the Corporations Act 2001 in respect of the financial services it provides to wholesale clients in Australia. A copy of the ASIC Class Orders may be obtained at the following website, [www.legislation.gov.au](http://www.legislation.gov.au). Financial services provided by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong International Securities (UK) Limited are regulated under foreign laws and regulatory requirements, which are different from the laws applying in Australia.

**Notice to Indian investors:** The research report is distributed by Haitong Securities India Private Limited ("HSIPL"), an Indian company and a Securities and Exchange Board of India ("SEBI") registered Stock Broker, Merchant Banker and Research Analyst that, inter alia, produces and distributes research reports covering listed entities on the BSE Limited ("BSE") and the National Stock Exchange of India Limited ("NSE") (collectively referred to as "Indian Exchanges").

(Link to the Terms and Conditions document: <https://www.htisec.com/sites/all/themes/hitong/files/india/Terms%20and%20Conditions%20for%20Research%20Analyst.pdf>)

Name of the entity: Haitong Securities India Private Limited

SEBI Research Analyst Registration Number: INH000002590

Address : 1203A, Floor 12A, Tower 2A, One World Center

841 Senapati Bapat Marg, Elphinstone Road, Mumbai 400 013, India

CIN U74140MH2011FTC224070

Ph: +91 22 43156800

Details of the Compliance Officer and Grievance Officer : Prasanna Chandwaskar : Ph: +91 22 43156803; Email id: [prasanna.chandwaskar@htisec.com](mailto:prasanna.chandwaskar@htisec.com)

“Please note that Registration granted by SEBI and Certification from NISM in no way guarantee performance of the intermediary or provide any assurance of returns to investors”.

Recommendation Chart

## PROYA COSMETICS - 603605 CH



Source: Company data Bloomberg, HTI estimates