

公司研究

短期业绩调整，多品牌多品类平台化战略推进

——珀莱雅（603605.SH）2025 年年报及 2026 年一季报点评

买入（维持）

当前价：60.35 元

作者

分析师：姜浩

执业证书编号：S0930522010001
021-52523680
jianghao@ebscn.com

分析师：孙未未

执业证书编号：S0930517080001
021-52523672
sunww@ebscn.com

分析师：朱洁宇

执业证书编号：S0930523070004
021-52523842
zhujiayu@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	3.96
总市值(亿元):	238.97
一年最低/最高(元):	58.91/98.85
近3月换手率:	58.06%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-10.58	-17.02	-46.39
绝对	-2.66	-16.06	-20.41

资料来源：Wind

相关研报

Q3 业绩环比转为下滑，护肤承压、洗护表现亮眼——珀莱雅（603605.SH）2025 年三季报点评（2025-10-31）

头部地位稳固，短期费用投入加大——珀莱雅（603605.SH）2025 年中报点评（2025-08-27）

24 年业绩高质量增长，多品牌继续协同发展——珀莱雅（603605.SH）2024 年年报及 2025 年一季报点评（2025-04-26）

要点

事件：

珀莱雅发布 2025 年年报。公司 2025 年实现营业收入 106 亿元，同比下降 1.7%，归母净利润 15 亿元，同比下降 3.5%，扣非归母净利润 14.7 亿元，同比下降 3.2%，EPS（基本）为 3.81 元。公司拟每股派发现金红利 1.2 元（含税），加上中期已派息每股 0.8 元，对应全年合计派息比例为 52.6%。

分季度来看，25Q1~Q4 公司单季度收入分别为 23.6/30/17.4/35 亿元，分别同比 +8.1%/+6.5%/-11.6%/-8.2%，归母净利润分别为 3.9/4.1/2.3/4.7 亿元，分别同比 +28.9%/+2.4%/-23.6%/-14.6%

同时，**公司发布 2026 年一季报**，26Q1 实现营业收入 23.1 亿元，同比下降 2.3%，归母净利润 3.7 亿元，同比下降 6%，扣非归母净利润 3.4 亿元，同比下降 10%。

点评：

25 年珀莱雅主品牌收入承压，小品牌 OR、原色波塔高速增长，品牌结构更加多元

分渠道来看：25 年线上/线下收入分别为 101.2/4.7 亿元，线上占比（占主营业务收入比例，下同）为 95.6%，占比同比提升 0.5PCT，线上/线下收入分别同比 -1.1%/-12.0%。其中，线上直营/分销收入占比分别为 77.4%/18.2%，收入分别同比 +0.9%/-8.8%；线下日化/其他收入占比分别为 2.7%/1.8%，收入分别同比 -22.7%/+11.1%。

分品牌来看：公司主品牌珀莱雅 25 年实现收入 76.9 亿元，收入占比为 72.6%，收入同比下降 10.4%；彩妆品牌彩棠实现收入 12.6 亿元，收入占比为 11.9%，收入同比增长 5.4%；其他小品牌方面，Off&Relax（以下简称 OR）/悦芙媞/原色波塔/惊时收入分别为 7.4/3.7/2.6/1 亿元，收入占比分别为 7%/3.5%/2.4%/0.9%，收入分别同比增长 102.2%/11.8%/125.4%/441.7%。

分品类来看：护肤类（含洁肤）/美容彩妆类/洗护类 25 年收入占比分别为 77.3%/14.8%/7.9%，收入分别同比 -9.3%/+14.9%/+117.9%；26Q1 护肤类（含洁肤）/美容彩妆类/洗护类收入分别同比 -10.6%/+5.7%/+108.6%。

25 年、26Q1 毛利率和费用率同向提升，各品类 25 年毛利率均同比有所提升

毛利率：25 年毛利率同比提升 1.9PCT 至 73.3%，主要为降本贡献。分品类来看，25 年护肤类（含洁肤）/美容彩妆类/洗护类毛利率分别为 73.4%/73.5%/72.5%，分别同比 +1.8/+2/+4.7PCT；分渠道来看，25 年线上/线下毛利率分别为 73.8%/62.3%，分别同比 +1.8/+2.4PCT。分季度来看，25Q1~26Q1 单季度毛利率分别同比 +2.7/+4.3/+4/-1.4/+1.7PCT 至 72.8%/73.8%/74.7%/72.4%/74.5%。

费用率：25 年期间费用率同比提升 2.3PCT 至 55.2%，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 49.6%/3.8%/2%/-0.3%，分别同比 +1.7/+0.4/+0.1/+0.1PCT。25Q1~26Q1 单季度期间费用率分别同比 -1.8/+5.9/+6.8/0/+6.4PCT，波动主要为销售费用率影响，单季度销售费用率分别同比 -1.2/+6/+4.5/-1.1/+5.2PCT。

其他财务指标：1) 存货 25 年末同比减少 4%至 6.3 亿元，26 年 3 月末同比减少 5.7%至 6.8 亿元、较年初增加 6.8%，存货周转天数 25 年/26Q1 分别为 82/101 天，同比 -3/+4 天。

2) **应收账款** 25 年末同比减少 86.5%至 0.7 亿元，26 年 3 月末同比减少 17.2%至 3.2 亿元、较年初增加 349.5%，25 年/26Q1 应收账款周转天数分别为 10/8 天，同比-4/-10 天。

3) **资产减值损失** 25 年为 7658 万元，同比减少 20.1%。26Q1 为 1095 万元，同比减少 54.1%。

4) **经营活动净现金流** 25 年为 21.9 亿元，同比增加 98.1%，26Q1 为 1.1 亿元，同比减少 84.2%。

短期业绩调整，推出员工持股计划、持续推进多品牌多品类平台化战略

公司 25 年收入和利润出现同比小幅下滑，主要为占主导的珀莱雅品牌收入同比下降所致，但公司多品牌多品类布局更为完善，彩妆类品牌原色波塔、洗护类品牌 OR/惊时实现了三位数的收入增长，为公司集团化发展贡献多个增长极。我们期待公司主品牌珀莱雅夯实头部国产化妆品品牌地位、产品上推陈出新，品牌回归平稳发展，同时多品牌战略持续推进、小品牌增长发力，做强彩棠/OR 等第二梯队品牌、培育悦芙媞/原色波塔/惊时/科瑞肤等第三梯队品牌，促公司实现更为均衡和健康的长期增长。

同时，公司发布 26 年员工持股计划，总额不超过 7000 万元，业绩考核目标为 26 年营业收入或归母净利润较 25 年增长率不低于 5%。

我们期待公司在历经业绩阶段性调整后，多品牌战略持续扎实推进，业绩回归长期健康增长。考虑到短期需求和线上流量趋势仍有不确定性，我们下调公司 26~27 年、新增 28 年归母净利润预测为 15.8/17.3/18.9 亿元（较前次预测下调 12%/16%），按最新股本计、对应 26~28 年 EPS 为 4/4.36/4.77 元，PE 为 15/14/13 倍，估值已处于较低水平，继续看好公司的头部国货化妆品品牌地位和多品牌战略发力，维持“买入”。

风险提示：国内消费疲软；电商流量增长见顶；渠道拓展、营销投放效果、新品推出效果、小品牌培育效果不及预期；对行业趋势变化把握不当；费用控制不当。

表 1：公司盈利预测与估值简表

指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	10,778	10,597	11,212	12,117	13,052
营业收入增长率	21.0%	-1.7%	5.8%	8.1%	7.7%
归母净利润（百万元）	1,552	1,498	1,582	1,727	1,887
归母净利润增长率	30.0%	-3.5%	5.6%	9.2%	9.3%
EPS（元）	3.92	3.78	4.00	4.36	4.77
ROE（归属母公司）（摊薄）	28.7%	24.4%	22.8%	22.1%	21.4%
P/E	15	16	15	14	13
P/B	4.4	3.9	3.4	3.1	2.7

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2026-04-21，按最新股本计算

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	10778	10597	11212	12117	13052
营业成本	3084	2833	2988	3226	3470
折旧和摊销	94	103	104	111	119
税金及附加	84	93	98	106	114
销售费用	5161	5259	5584	6034	6487
管理费用	366	404	381	406	431
研发费用	210	217	219	236	255
财务费用	-36	-29	-36	-41	-46
投资收益	-2	44	0	0	0
营业利润	1890	1876	1956	2132	2326
利润总额	1889	1871	1955	2131	2325
所得税	304	328	343	374	408
净利润	1585	1543	1612	1757	1917
少数股东损益	33	45	30	30	30
归属母公司净利润	1552	1498	1582	1727	1887
EPS(元)	3.92	3.78	4.00	4.36	4.77

现金流量表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	1107	2193	1675	1888	2049
净利润	1552	1498	1582	1727	1887
折旧摊销	94	103	104	111	119
净营运资金增加	1566	-616	287	355	370
其他	-2106	1208	-297	-305	-326
投资活动产生现金流	-1265	-238	-210	-225	-200
净资本支出	-292	-166	-210	-200	-200
长期投资变化	111	441	0	0	0
其他资产变化	-1084	-513	0	-25	0
融资活动现金流	-758	-763	-831	-797	-867
股本变化	-1	0	0	0	0
债务净变化	-174	109	-80	0	0
无息负债变化	-705	68	47	88	90
净现金流	-917	1192	634	866	982

主要指标

盈利能力 (%)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
毛利率	71.4%	73.3%	73.4%	73.4%	73.4%
EBITDA 率	20.9%	19.8%	19.7%	19.7%	19.9%
EBIT 率	19.8%	18.3%	18.8%	18.8%	19.0%
税前净利润率	17.5%	17.7%	17.4%	17.6%	17.8%
归母净利润率	14.4%	14.1%	14.1%	14.3%	14.5%
ROA	21.1%	18.2%	17.4%	17.1%	16.8%
ROE (摊薄)	28.7%	24.4%	22.8%	22.1%	21.4%
经营性 ROIC	24.9%	26.1%	25.6%	26.0%	26.6%

偿债能力	2024	2025	2026E	2027E	2028E
资产负债率	27.1%	26.2%	23.6%	22.1%	20.8%
流动比率	4.63	4.47	5.09	5.40	5.74
速动比率	4.08	4.00	4.60	4.94	5.31
归母权益/有息债务	6.89	6.88	8.54	9.63	10.83
有形资产/有息债务	8.76	8.72	10.51	11.71	13.01

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
总资产	7530	8487	9279	10285	11379
货币资金	4082	5061	5695	6561	7543
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	518	70	93	101	108
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	10	31	33	35	37
存货	661	635	651	654	660
其他流动资产	342	340	349	364	378
流动资产合计	5613	6136	6822	7714	8727
其他权益工具	71	79	79	79	79
长期股权投资	111	441	441	441	441
固定资产	907	893	894	899	905
在建工程	75	128	180	214	239
无形资产	429	444	482	519	556
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	323	366	380	419	433
非流动资产合计	1917	2351	2457	2571	2652
总负债	2044	2221	2188	2276	2366
短期借款	0	80	0	0	0
应付账款	676	798	837	903	972
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	536	495	504	526	547
流动负债合计	1213	1374	1341	1429	1519
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	780	804	804	804	804
其他非流动负债	51	42	42	42	42
非流动负债合计	831	847	847	847	847
股东权益	5486	6267	7091	8010	9013
股本	396	396	396	396	396
公积金	1045	1024	1024	1024	1024
未分配利润	4233	4930	5724	6613	7586
归属母公司权益	5402	6141	6936	7824	8798
少数股东权益	84	125	155	185	215

费用率	2024	2025	2026E	2027E	2028E
销售费用率	47.9%	49.6%	49.8%	49.8%	49.7%
管理费用率	3.4%	3.8%	3.4%	3.4%	3.3%
财务费用率	-0.3%	-0.3%	-0.3%	-0.3%	-0.4%
研发费用率	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
所得税率	16.1%	17.5%	17.5%	17.5%	17.5%

每股指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股红利	1.19	1.99	2.12	2.31	2.52
每股经营现金流	2.80	5.54	4.23	4.77	5.18
每股净资产	13.64	15.51	17.52	19.76	22.22
每股销售收入	27.22	26.76	28.31	30.60	32.96

估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
PE	15	16	15	14	13
PB	4.4	3.9	3.4	3.1	2.7
EV/EBITDA	11.5	11.9	10.8	9.8	8.9
股息率	2.0%	3.3%	3.5%	3.8%	4.2%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

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、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区复兴门外大街 6 号
光大大厦 17 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港湾仔告士打道 108 号光大中心 33 楼