



珀莱雅 (603605.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

调整期短期承压，第二曲线高速成长

业绩简评

2026年4月21日公司披露2025年报及2026年一季报，公司2025年实现营收105.97亿元（同比-1.68%），归母净利润14.98亿元（同比-3.50%）。26Q1实现营收23.05亿元（同比-2.29%），归母净利润3.67亿元（同比-6.05%），扣非净利润3.41亿元（同比-9.97%）。

经营分析

第二曲线品牌高速放量，多品牌矩阵价值凸显。

- ① 珀莱雅主品牌调整蓄力，科技护肤定位深化。2025年主品牌实现营收76.89亿元（同比-10.39%），主要受天猫直营渠道收入承压影响。报告期内，核心大单品双抗、能量系列迭代升级，升级源力系列为PROYA MED，切入专业医研修护赛道。
- ② 彩棠稳健增长，OR爆发式增长，第二增长曲线成型。彩棠品牌实现营收12.55亿元（同比+5.37%），OR品牌实现营收7.44亿元（同比+102.19%），增长势头强劲。
- ③ 新锐品牌高速放量，集团孵化能力持续验证。原色波塔实现营收2.56亿元（同比+125.38%）；惊时实现营收0.96亿元（同比+441.66%）。

渠道结构持续优化，线上直营坚韧，线下新零售迎拐点。26Q1线上直营收入实现16.95亿元（+3.70%），主动加强对分销渠道的管控，分销收入同比下降25.68%，虽短期影响收入，但长期有利于稳定价格体系，维护品牌价值。线下通过积极拓展新兴零售渠道，26Q1线下主营业务收入实现1.64亿元，同比增长28.69%，新零售的增量首次超过传统CS渠道的收缩，线下业务重回增长轨道。**毛利率持续提升但费用端有所提升，盈利能力短期承压。**全年归母净利率为14.13%，同比微降0.27pct。主要因销售费用率提升1.75pct至49.63%，系形象宣传推广费增加及OR、惊时等成长期品牌费率较高所致。公司毛利率逆势提升1.87pct至73.26%，主要得益于大单品结构优化、供应链降本增效等。

发布员工持股计划，设立业绩增长目标。公司公告2026年员工持股计划（草案），覆盖董事、高管及核心骨干员工，存续期36个月，目标2026年营收或归母净利润的增长率不低于5%。

盈利预测、估值与评级

公司多品牌矩阵价值凸显，第二曲线及新锐品牌高速成长，主品牌调整蓄力，新品周期有望开启。预计26-28年公司归母净利润分别为15.88/17.19/18.97亿元，同比+4.06%/+10.31%/+10.36%，对应PE为16/14/13倍，维持“买入”评级。

风险提示

行业竞争加剧风险；新品推广不及预期风险。

国金证券研究所

分析师：杨欣（执业 S1130522080010）

yangxin1@gjzq.com.cn

分析师：杨雨钦（执业 S1130524110005）

yangyuqin@gjzq.com.cn

分析师：赵中平（执业 S1130524050003）

zhaozhongping@gjzq.com.cn

市价（人民币）：60.35元

相关报告：

1. 《珀莱雅公司点评：25H1 盈利能力稳健，多品牌矩阵优势凸显》，2025.8.27
2. 《珀莱雅业绩点评：1Q25 盈利表现超预期，多品牌、多品类战略持...》，2025.4.26



公司基本情况 (人民币)

项目	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	10,778	10,597	11,286	12,433	13,638
营业收入增长率	21.04%	-1.68%	6.50%	10.16%	9.69%
归母净利润(百万元)	1,552	1,498	1,558	1,719	1,897
归母净利润增长率	30.00%	-3.50%	4.06%	10.31%	10.36%
摊薄每股收益(元)	3.917	3.782	3.936	4.342	4.792
每股经营性现金流净额	2.79	5.54	4.11	5.11	5.49
ROE(归属母公司)(摊薄)	28.73%	24.39%	22.02%	21.20%	20.52%
P/E	21.63	18.10	15.54	14.09	12.77
P/B	6.21	4.42	3.42	2.99	2.62

来源：公司年报、国金证券研究所


附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
主营业务收入	8,905	10,778	10,597	11,286	12,433	13,638
增长率	21.0%	21.0%	-1.7%	6.5%	10.2%	9.7%
主营业务成本	-2,677	-3,084	-2,833	-2,970	-3,280	-3,609
%销售收入	30.1%	28.6%	26.7%	26.3%	26.4%	26.5%
毛利	6,227	7,695	7,764	8,316	9,154	10,029
%销售收入	69.9%	71.4%	73.3%	73.7%	73.6%	73.5%
营业税金及附加	-91	-84	-93	-102	-112	-123
%销售收入	1.0%	0.8%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
销售费用	-3,972	-5,161	-5,259	-5,621	-6,192	-6,819
%销售收入	44.6%	47.9%	49.6%	49.8%	49.8%	50.0%
管理费用	-455	-366	-404	-429	-472	-518
%销售收入	5.1%	3.4%	3.8%	3.8%	3.8%	3.8%
研发费用	-174	-210	-217	-226	-249	-273
%销售收入	1.9%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
息税前利润 (EBIT)	1,535	1,873	1,791	1,940	2,129	2,296
%销售收入	17.2%	17.4%	16.9%	17.2%	17.1%	16.8%
财务费用	59	36	29	71	92	116
%销售收入	-0.7%	-0.3%	-0.3%	-0.6%	-0.7%	-0.9%
资产减值损失	-118	-101	-57	-68	-82	-56
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	-17	-2	44	0	0	0
%税前利润	n.a	n.a	2.4%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	1,503	1,890	1,876	1,943	2,139	2,357
营业利润率	16.9%	17.5%	17.7%	17.2%	17.2%	17.3%
营业外收支	-7	-1	-5	0	0	0
税前利润	1,495	1,889	1,871	1,943	2,139	2,357
利润率	16.8%	17.5%	17.7%	17.2%	17.2%	17.3%
所得税	-265	-304	-328	-350	-385	-424
所得税率	17.7%	16.1%	17.5%	18.0%	18.0%	18.0%
净利润	1,231	1,585	1,543	1,593	1,754	1,932
少数股东损益	37	33	45	35	35	35
归属于母公司的净利润	1,194	1,552	1,498	1,558	1,719	1,897
净利率	13.4%	14.4%	14.1%	13.8%	13.8%	13.9%

现金流量表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	1,231	1,585	1,543	1,593	1,754	1,932
少数股东损益	37	33	45	35	35	35
非现金支出	215	220	224	194	224	193
非经营收益	-42	-34	-20	40	37	37
营运资金变动	65	-665	447	-201	9	11
经营活动现金净流	1,469	1,107	2,193	1,627	2,025	2,173
资本开支	-179	-292	-166	-255	-185	-185
投资	-10	0	-330	0	0	0
其他	-286	-973	258	0	0	0
投资活动现金净流	-476	-1,265	-238	-255	-185	-185
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	0	-200	80	-80	0	0
其他	-460	-558	-844	-663	-725	-796
筹资活动现金净流	-460	-758	-763	-743	-725	-796
现金净流量	534	-917	1,192	629	1,115	1,193

资产负债表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	4,011	4,082	5,061	5,684	6,795	7,985
应收款项	434	528	104	387	426	467
存货	797	661	635	608	597	615
其他流动资产	303	342	337	308	330	353
流动资产	5,545	5,613	6,136	6,986	8,147	9,420
%总资产	75.7%	74.5%	72.3%	73.8%	76.4%	78.6%
长期投资	287	246	583	583	583	583
固定资产	879	982	1,021	1,073	1,119	1,161
%总资产	12.0%	13.0%	12.0%	11.3%	10.5%	9.7%
无形资产	472	500	555	633	630	638
非流动资产	1,778	1,917	2,351	2,479	2,522	2,570
%总资产	24.3%	25.5%	27.7%	26.2%	23.6%	21.4%
资产总计	7,323	7,530	8,487	9,465	10,669	11,990
短期借款	204	3	88	8	8	8
应付款项	1,211	768	844	906	1,000	1,101
其他流动负债	705	441	443	451	495	542
流动负债	2,120	1,213	1,374	1,365	1,503	1,651
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	803	831	847	864	862	862
负债	2,923	2,044	2,221	2,229	2,365	2,513
普通股股东权益	4,350	5,402	6,141	7,076	8,108	9,246
其中：股本	397	396	396	396	396	396
未分配利润	3,040	4,233	4,930	5,865	6,896	8,035
少数股东权益	51	84	125	160	195	230
负债股东权益合计	7,323	7,530	8,487	9,465	10,669	11,990

比率分析

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股指标						
每股收益	3.009	3.917	3.782	3.936	4.342	4.792
每股净资产	10.963	13.633	15.509	17.870	20.475	23.350
每股经营现金净流	3.702	2.794	5.539	4.109	5.113	5.489
每股股利	0.860	0.870	1.290	1.574	1.737	1.917
回报率						
净资产收益率	27.45%	28.73%	24.39%	22.02%	21.20%	20.52%
总资产收益率	16.30%	20.61%	17.65%	16.47%	16.11%	15.83%
投入资本收益率	23.59%	25.07%	20.64%	19.76%	19.15%	18.30%
增长率						
主营业务收入增长率	39.45%	21.04%	-1.68%	6.50%	10.16%	9.69%
EBIT 增长率	33.15%	22.01%	-4.36%	8.27%	9.75%	7.87%
净利润增长率	46.06%	30.00%	-3.50%	4.06%	10.31%	10.36%
总资产增长率	26.74%	2.83%	12.71%	11.52%	12.71%	12.38%
资产管理能力						
应收账款周转天数	9.2	14.6	10.1	12.0	12.0	12.0
存货周转天数	99.9	86.3	83.5	83.0	83.0	83.0
应付账款周转天数	101.8	100.3	95.0	100.0	100.0	100.0
固定资产周转天数	33.9	30.7	30.8	28.4	25.3	22.4
偿债能力						
净负债/股东权益	-69.40%	-60.13%	-66.52%	-67.32%	-72.06%	-75.69%
EBIT 利息保障倍数	-26.0	-52.3	-62.6	-27.2	-23.1	-19.8
资产负债率	39.91%	27.14%	26.17%	23.55%	22.17%	20.96%

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	3	5	12	22	63
增持	0	0	0	2	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.00	1.08	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号 紫竹国际大厦5楼	地址：北京市东城区建国内大街26号 新闻大厦8层南侧	地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心 18楼1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究