

# 珀莱雅 (603605.SH)

## 落地员工持股计划，持续推进多品牌发展

### 核心观点：

- **业绩表现：**公司发布 2025 年度报告和 2026 年第一季度报，(1) 25 年实现收入 106 亿元，同降 1.7%，归母净利 15 亿元，同降 3.5%，其中 25Q4 单季度收入 35 亿元，同降 8.2%，归母净利 4.7 亿元，同降 14.6%。(2) 26Q1 实现收入 23.1 亿元，同降 2.3%，归母净利 3.7 亿元，同降 6.1%，承压系珀莱雅品牌天猫渠道下滑叠加多品牌孵化费率增加。
- **毛利率提升向好、多品牌孵化投放增加。**25 年以来降本增效+产品结构优化拉动毛利率同增 1.9pct 至 73.3%，至 26Q1 达 74.5%/+1.7pct，期间销售费率受新品牌孵化影响同增 1.7pct 至 49.6% (26Q1 达 50.8%)，管理费率同增 0.4pct 至 3.8% (26Q1 达 5.0%)，带动归母净利率小幅下滑 0.3pct 至 14.1% (26Q1 达 15.9%)。
- **落地员工持股计划、指引 26 年增长不低于 5%。**公司面向 124 名核心员工设立持股计划，共享公司成长红利。持股计划总规模不超过 7000 万元，股票标的不超过 115 万股，占公司总股本的 0.29%。业绩考核以 2025 年营业收入或归母净利润为基数，2026 年增长率不低于 5%。
- **25 年分渠道：**(1) 线上：实现收入 101.2 亿元，同降-1.1%，线上直销/分销分别实现收入 81.9 亿元/19.3 亿元，同比+0.9%/-8.8%。主要受主品牌珀莱雅增速下滑影响，且分销渠道加强管控，但整体直营韧性较强。(2) 线下：实现收入 4.7 亿元/-12.0%，日化/其他渠道分别实现收入 2.8 亿元/1.9 亿元，同比-22.7%/+11.1%，主要系主动收缩传统 CS 渠道，主动拓展山姆等新兴渠道，线下整体跌幅较 25H1 明显收窄。
- **盈利预测与投资建议：**公司短期竞争压力与管理过渡已逐步化解，持续推进双十战略。当前公司落地员工持股计划，彰显长期信心，看好公司于低基数上的业绩修复，预计 26 年归母净利润 16.0 亿元，给予 26 年合理估值 20 倍 PE，对应合理价值 80.79 元/股，维持“买入”评级。
- **风险提示：**终端需求疲软、新品放量受限、流量竞争加剧。

### 盈利预测：

单位:人民币百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	10,778	10,597	11,183	12,371	13,506
增长率 (%)	21.0%	-1.7%	5.5%	10.6%	9.2%
EBITDA	2,078	2,028	2,188	2,460	2,711
归母净利润	1,552	1,498	1,600	1,808	1,992
增长率 (%)	30.0%	-3.5%	6.8%	13.0%	10.2%
EPS (元/股)	3.92	3.78	4.04	4.56	5.03
市盈率 (P/E)	21.6	18.1	15.0	13.3	12.1
ROE (%)	28.7%	24.4%	22.6%	22.1%	21.0%
EV/EBITDA	14.6	11.3	8.8	7.5	6.4

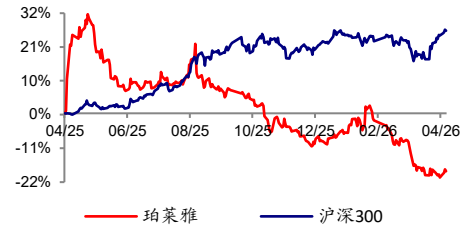
数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

### 公司评级

买入

当前价格	60.76 元
合理价值	80.79 元
前次评级	买入
报告日期	2026-04-24

### 相对市场表现



### 分析师：

嵇文欣



SAC 执证号: S0260520050001

SFC CE No. BUA982



021-38003653



jiwenxin@gf.com.cn

### 分析师：

张望



SAC 执证号: S0260525100001

021-38003676



gfzhangwang@gf.com.cn

请注意，张望并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

### 相关研究：

珀莱雅 (603605.SH) :业绩表现平稳，期待多品牌版图搭建	2025-11-02
珀莱雅 (603605.SH) :25H1 归母净利润同比+13.8%，高基数下业绩平稳	2025-09-04
珀莱雅 (603605.SH) :Q1 利润大超预期，毛销差持续改善	2025-04-30

**资产负债表**

单位:人民币百万元

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>流动资产总额</b>	<b>5,613</b>	<b>6,136</b>	<b>7,050</b>	<b>8,162</b>	<b>9,569</b>
货币资金	4,082	5,061	5,615	6,438	7,511
应收及预付	742	240	519	642	813
存货	661	635	703	833	992
其他	128	201	212	249	253
<b>非流动资产总额</b>	<b>1,917</b>	<b>2,351</b>	<b>2,525</b>	<b>2,653</b>	<b>2,767</b>
长期股权投资	111	441	441	441	441
固定资产	907	893	1,021	1,121	1,216
在建工程	75	128	146	146	141
使用权资产	15	27	27	27	27
无形资产	429	444	457	477	497
其他	380	417	433	440	444
<b>资产总额</b>	<b>7,530</b>	<b>8,487</b>	<b>9,575</b>	<b>10,815</b>	<b>12,335</b>
<b>流动负债总额</b>	<b>1,213</b>	<b>1,374</b>	<b>1,494</b>	<b>1,611</b>	<b>1,789</b>
短期借款	0	80	85	90	100
应付及预收	830	966	1,062	1,134	1,233
其他	382	328	347	387	457
<b>非流动负债总额</b>	<b>831</b>	<b>847</b>	<b>838</b>	<b>838</b>	<b>827</b>
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	780	804	804	804	804
其他	51	42	34	34	23
<b>负债总额</b>	<b>2,044</b>	<b>2,221</b>	<b>2,332</b>	<b>2,449</b>	<b>2,616</b>
股本	396	396	396	396	396
其他	5,006	5,745	6,687	7,772	9,084
归母权益合计	5,402	6,141	7,083	8,168	9,480
少数股东权益	84	125	160	199	239
<b>负债和股东权益</b>	<b>7,530</b>	<b>8,487</b>	<b>9,575</b>	<b>10,815</b>	<b>12,335</b>

**利润表**

单位:人民币百万元

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>营业收入</b>	<b>10,778</b>	<b>10,597</b>	<b>11,183</b>	<b>12,371</b>	<b>13,506</b>
营业成本	3,084	2,833	2,978	3,280	3,572
营业税金及附加	84	93	89	124	135
销售费用	5,161	5,259	5,525	6,099	6,645
管理费用	366	404	425	470	513
研发费用	210	217	224	247	270
财务费用	-36	-29	-59	-73	-92
资产信用减值损失	-101	-57	-120	-120	-140
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	-2	44	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>1,890</b>	<b>1,876</b>	<b>1,951</b>	<b>2,203</b>	<b>2,423</b>
营业外收支	-1	-5	-4	-3	-3
利润总额	1,889	1,871	1,947	2,200	2,420
所得税费用	304	328	313	354	387
<b>合并净利润</b>	<b>1,585</b>	<b>1,543</b>	<b>1,634</b>	<b>1,846</b>	<b>2,032</b>
少数股东损益	33	45	34	39	41
<b>归母净利润</b>	<b>1,552</b>	<b>1,498</b>	<b>1,600</b>	<b>1,808</b>	<b>1,992</b>
EPS (元/股)	3.92	3.78	4.04	4.56	5.03

**现金流量表**

单位:人民币百万元

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>经营活动现金流净额</b>	<b>1,107</b>	<b>2,193</b>	<b>1,613</b>	<b>1,926</b>	<b>2,155</b>
合并净利润	1,585	1,543	1,634	1,846	2,032
折旧摊销	119	167	176	209	240
营运资金变动	-675	454	-364	-297	-305
其他	0	0	-12	0	0
<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-1,265</b>	<b>-238</b>	<b>776</b>	<b>-337</b>	<b>-354</b>
资本性开支	-292	-166	-275	-250	-250
投资	0	-330	5	3	-4
其他	-973	258	1,047	-90	-100
<b>融资活动现金流净额</b>	<b>-758</b>	<b>-763</b>	<b>-709</b>	<b>-765</b>	<b>-728</b>
股本融资	0	0	0	0	0
债权融资	-200	80	-4	5	-1
股利分配与偿付利息	-371	-799	-687	-770	-745
其他	-188	-44	-18	0	18
<b>现金净增加额</b>	<b>-917</b>	<b>1,192</b>	<b>1,681</b>	<b>823</b>	<b>1,073</b>
<b>期初现金余额</b>	<b>3,659</b>	<b>2,743</b>	<b>3,934</b>	<b>5,615</b>	<b>6,438</b>
<b>期末现金余额</b>	<b>2,743</b>	<b>3,934</b>	<b>5,615</b>	<b>6,438</b>	<b>7,511</b>

**主要财务比率**

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>成长能力</b>					
营业收入增长率	21.0%	-1.7%	5.5%	10.6%	9.2%
营业利润增长率	25.8%	-0.8%	4.0%	12.9%	10.0%
归母净利增长率	30.0%	-3.5%	6.8%	13.0%	10.2%
<b>获利能力</b>					
毛利率	71.4%	73.3%	73.4%	73.5%	73.6%
净利率	14.7%	14.6%	14.6%	14.9%	15.0%
ROE	28.7%	24.4%	22.6%	22.1%	21.0%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	27.1%	26.2%	24.4%	22.6%	21.2%
有息负债率	10.4%	10.4%	9.3%	8.3%	7.3%
流动比率	4.6	4.5	4.7	5.1	5.3
利息保障倍数	63.2	50.8	42.3	47.4	52.1
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	25.0	36.0	36.0	30.0	24.0
存货周转率	4.7	4.5	4.2	3.9	3.6
应付账款周转率	4.6	3.5	3.6	3.7	3.7
<b>每股指标</b>					
每股收益	3.92	3.78	4.04	4.56	5.03
每股净资产	13.63	15.51	17.89	20.63	23.94
每股经营现金流	2.79	5.54	4.07	4.86	5.44
<b>估值比率</b>					
PE	21.6	18.1	15.0	13.3	12.1
PB	6.2	4.4	3.4	2.9	2.5
EV/EBITDA	14.6	11.3	8.8	7.5	6.4

## 广发批零与社会服务行业研究小组

- 嵇文欣：首席分析师，南京大学经济学硕士。曾任职于西南证券。2020年加入广发证券发展研究中心。
- 孟鑫：资深分析师，重庆大学技术经济及管理硕士，曾任职于国盛证券、西南证券，2023年加入广发证券发展研究中心。
- 包晗：资深分析师，英国伦敦玛丽女王大学财富管理硕士，2020年加入广发证券发展研究中心。
- 曹敦鑫：资深分析师，布里斯托大学金融与投资学硕士，曾任职于方正证券、申万宏源证券，2025年加入广发证券发展研究中心。
- 张望：资深分析师，伦敦大学国王学院金融学硕士，曾任职于华福证券，2025年加入广发证券发展研究中心。
- 罗艺：高级研究员，武汉大学经济学硕士，2024年加入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦47 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港湾仔骆克道81号 广发大厦27楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。