

珀莱雅 (603605.SH)

强烈推荐 (维持)

子品牌高增缓解主品牌压力，推进员工持股计划

公司 2025 年及 26Q1 营收净利润小幅下滑，护肤主品牌承压，但洗护、彩妆小品牌增长亮眼，多品牌布局延续。公司主动降本增效优化毛利率，但由于费用率同步增加，净利率略有下降。公司同时发布员工持股计划，彰显发展信心。考虑到行业竞争加剧，且主品牌当前体量增长承压、小品牌仍在成长早期，我们下调盈利预测，预计公司 2026 年-2028 年归母净利润分别为 15.76 亿元、17.03 亿元、18.33 亿元，同比增速分别为 5%、8%、8%，对应 26PE15.6X，维持“强烈推荐”评级。

□ 营收净利润小幅下滑，维持稳定分红。公司发布 2025 年报及 2026 一季报，1) 2025 年营收 105.97 亿元，同比-1.68%；归母净利润 14.98 亿元，同比-3.5%；扣非归母净利润 14.73 亿元，同比-3.23%。2) 2025Q4 营收 35 亿元，同比-8.21%；归母净利润 4.72 亿元，同比-14.61%；扣非归母净利润 4.75 亿元，同比-13.73%。3) 2026Q1: 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%。公司 2025 年半年度派发含税现金红利 0.8 元/股，年度拟派发含税现金红利 1.2 元/股，全年合计现金分红占归母净利润的 52.58%。

□ 主品牌珀莱雅承压，洗护、彩妆小品牌高增长。

1) 分品牌：2025 年主品牌珀莱雅营收 76.89 亿元 (同比-10.39%)，悦芙媞 3.71 亿元 (同比+11.80%)；彩棠 12.55 亿元 (同比+5.37%)，原色波塔 2.56 亿元 (同比+125.38%)；Off&Relax 7.44 亿元 (同比+102.19%)。年内主品牌珀莱雅收入阶段性承压，但仍是公司业绩的压舱石；第二梯队及新品牌 Off&Relax、原色波塔、惊时等表现亮眼，高速增长，体现了公司多品牌布局已逐步形成结构性增量贡献。

2) 分渠道：2025 年线上渠道营收 101.17 亿元 (同比-1.14%)，其中线上直营 81.92 亿元 (同比+0.87%)，线上分销 19.25 亿元 (同比-8.84%)；线下渠道 4.68 亿元 (同比-12.04%)，其中日化渠道 2.82 亿元 (同比-22.70%)。公司线上直营在行业承压背景下仍保持韧劲，分销渠道因策略性加强管控短期收入有所影响；线下主动收缩传统日化渠道，同时积极拓展山姆、WOW COLOUR 等新兴零售渠道。

□ 降本增效拉升毛利率，费用率增加致净利率稳中略降。

1) 2025 年，毛利率 73.26% (+1.88pct)，其中护肤类 73.37% (+1.8pct)、美容彩妆类 73.45% (+2pct)、洗护类 72.46% (+4.68pct)，主因降本提效、优化供应链驱动毛利率提升。2025 年销售费用率 49.63% (+1.75pct)，主要系形象宣传推广费率增加，以及 Off&Relax、原色波塔等成长期品牌收入占比提升所致；管理费用率 3.81% (+0.41pct)；研发费用率 2.05% (+0.09pct)。综合影响下，2025 年净利率 14.56% (-0.15pct)。

2) 2026Q1，毛利率 74.53% (+1.75pct)，净利率 16.64% (-0.55pct)；销售费用率 50.83% (+5.21pct)，管理费用率 5.02% (+0.80pct)，研发费用

消费品/轻工纺服

目标估值：NA

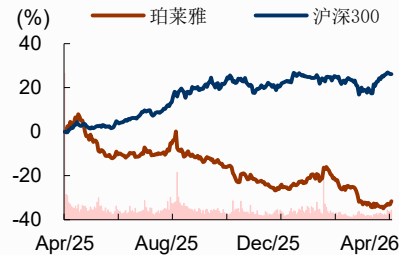
当前股价：62.2 元

基础数据

总股本 (百万股)	396
已上市流通股 (百万股)	396
总市值 (十亿元)	24.6
流通市值 (十亿元)	24.6
每股净资产 (MRQ)	16.2
ROE (TTM)	23.0
资产负债率	26.5%
主要股东	侯军呈
主要股东持股比例	34.53%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-2	-21	-18
相对表现	-8	-23	-44



相关报告

- 《珀莱雅 (603605) — 25Q2 业绩表现平稳，多品牌矩阵效果显现》 2025-09-01
- 《珀莱雅 (603605) — 24 年 & 25Q1 利润表现超预期，期待新品贡献收入增量》 2025-04-28
- 《珀莱雅 (603605) — 24Q3 业绩稳健增长，国货龙头具备强韧性》 2024-10-25

刘丽 S1090517080006

liuli14@cmschina.com.cn

王雪玉 S1090525070005

wangxueyu@cmschina.com.cn

率 1.86% (+0.03pct)。25 年及 26Q1 毛利率提升主要受益于供应链优化、原材料成本改善等降本增效措施。26Q1 销售费用率提升，主要系公司调整促销节奏，将更多资源用于品牌宣传和人群拉新，为后续大促做准备。

□ **公司同时发布员工持股计划，彰显发展信心。** 2026 年 4 月 21 日公司发布员工持股计划，拟授予人数不超过 124 人，包括副总经理/财务负责人/董事会秘书等；计划资金规模不超过 7000 万元，股份数量不超过 114.90 万股。业绩考核指标为：以 2025 年营收或归母净利润为基数，2026 年营收或归母净利润增长率不低于 5%。

□ **盈利预测及投资建议：**公司坚定多品类、多品牌矩阵建设，完善研发体系与产品创新，新品储备丰富，深耕渠道拓展，具备较强的利润及费用管控能力。但考虑到行业竞争加剧，且主品牌当前体量增长承压、小品牌仍在成长早期，我们下调盈利预测，预计公司 2026 年-2028 年归母净利润分别为 15.76 亿元、17.03 亿元、18.33 亿元，同比增速分别为 5%、8%、8%，对应 26PE15.6X，维持“强烈推荐”评级。

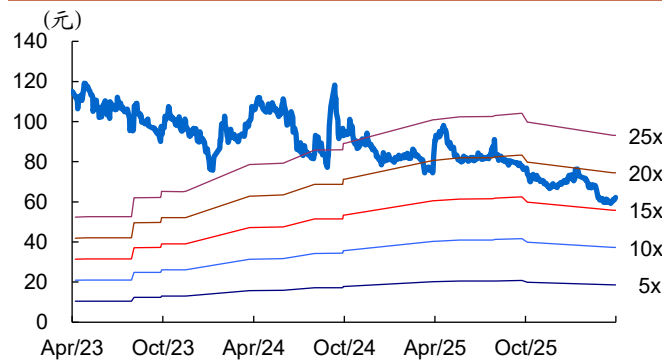
□ **风险提示：**新品销售不及预期的风险，新品营销投放致费用率提升的风险，出海效果不及预期的风险，主品牌增速持续放缓的风险，H 股发行致股价波动的风险。

财务数据与估值

会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	10778	10597	11241	11951	12706
同比增长	21%	-2%	6%	6%	6%
营业利润(百万元)	1890	1876	1979	2142	2304
同比增长	26%	-1%	6%	8%	8%
归母净利润(百万元)	1552	1498	1576	1703	1833
同比增长	30%	-3%	5%	8%	8%
每股收益(元)	3.92	3.78	3.98	4.30	4.63
PE	15.9	16.4	15.6	14.5	13.4
PB	4.6	4.0	3.6	3.0	2.6

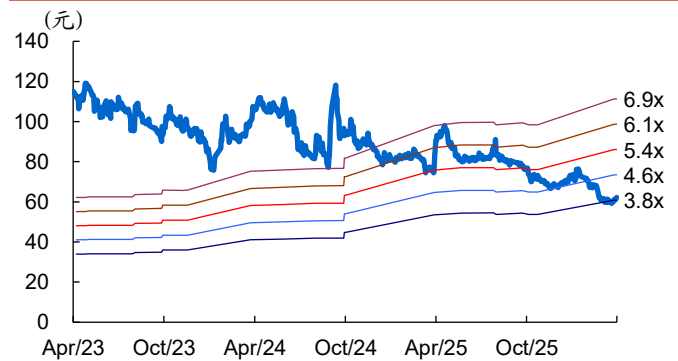
资料来源：公司数据、招商证券

图 1: 珀莱雅历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 2: 珀莱雅历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
流动资产	5613	6136	7229	8460	9982
现金	4082	5061	6105	7255	8690
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	518	70	58	62	66
其它应收款	10	31	33	35	37
存货	661	635	671	722	775
其他	342	340	362	387	414
非流动资产	1917	2351	2271	2202	2140
长期股权投资	111	441	441	441	441
固定资产	907	893	880	868	857
无形资产商誉	429	444	399	360	324
其他	469	573	551	533	519
资产总计	7530	8487	9500	10661	12122
流动负债	1213	1374	1556	1436	1520
短期借款	0	80	200	0	0
应付账款	676	798	855	920	988
预收账款	154	168	180	193	207
其他	382	328	322	323	325
长期负债	831	847	847	847	847
长期借款	0	0	0	0	0
其他	831	847	847	847	847
负债合计	2044	2221	2403	2282	2367
股本	396	396	396	396	396
资本公积金	659	684	684	684	684
留存收益	4347	5061	5845	7076	8397
少数股东权益	84	125	173	223	278
归属于母公司所有者权益	5402	6141	6925	8156	9477
负债及权益合计	7530	8487	9500	10661	12122

现金流量表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	1107	2193	1693	1800	1918
净利润	1585	1543	1623	1754	1887
折旧摊销	114	160	147	137	129
财务费用	12	8	(28)	(39)	(56)
投资收益	2	(44)	(70)	(50)	(40)
营运资金变动	(557)	511	24	(4)	(4)
其它	(50)	15	(3)	1	2
投资活动现金流	(1265)	(238)	3	(17)	(27)
资本支出	(300)	(169)	(67)	(67)	(67)
其他投资	(966)	(69)	70	50	40
筹资活动现金流	(758)	(763)	(652)	(633)	(455)
借款变动	(202)	(44)	112	(200)	0
普通股增加	(1)	(0)	0	0	0
资本公积增加	(109)	25	0	0	0
股利分配	(512)	(788)	(792)	(473)	(511)
其他	65	44	28	39	56
现金净增加额	(917)	1192	1044	1149	1435

利润表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入	10778	10597	11241	11951	12706
营业成本	3084	2833	3034	3263	3505
营业税金及附加	84	93	99	105	111
营业费用	5161	5259	5523	5848	6191
管理费用	366	404	417	431	446
研发费用	210	217	230	233	235
财务费用	(36)	(29)	(28)	(39)	(56)
资产减值损失	(102)	(58)	(58)	(20)	(10)
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	86	70	50	40	30
投资收益	(2)	44	20	10	10
营业利润	1890	1876	1979	2142	2304
营业外收入	3	2	2	2	2
营业外支出	4	7	7	7	7
利润总额	1889	1871	1974	2136	2298
所得税	304	328	351	382	411
少数股东损益	33	45	47	51	55
归属于母公司净利润	1552	1498	1576	1703	1833

主要财务比率

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
年成长率					
营业总收入	21%	-2%	6%	6%	6%
营业利润	26%	-1%	6%	8%	8%
归母净利润	30%	-3%	5%	8%	8%
获利能力					
毛利率	71.4%	73.3%	73.0%	72.7%	72.4%
净利率	14.4%	14.1%	14.0%	14.3%	14.4%
ROE	31.8%	26.0%	24.1%	22.6%	20.8%
ROIC	30.8%	25.6%	23.5%	22.0%	20.3%
偿债能力					
资产负债率	27.1%	26.2%	25.3%	21.4%	19.5%
净负债比率	0.0%	1.0%	2.1%	0.0%	0.0%
流动比率	4.6	4.5	4.6	5.9	6.6
速动比率	4.1	4.0	4.2	5.4	6.1
营运能力					
总资产周转率	1.5	1.3	1.2	1.2	1.1
存货周转率	4.2	4.4	4.6	4.7	4.7
应收账款周转率	25.0	36.0	175.0	200.0	200.0
应付账款周转率	3.6	3.8	3.7	3.7	3.7
每股资料(元)					
EPS	3.92	3.78	3.98	4.30	4.63
每股经营净现金	2.80	5.54	4.28	4.55	4.84
每股净资产	13.64	15.51	17.49	20.60	23.93
每股股利	1.19	2.00	1.19	1.29	1.39
估值比率					
PE	15.9	16.4	15.6	14.5	13.4
PB	4.6	4.0	3.6	3.0	2.6
EV/EBITDA	10.7	10.7	9.8	9.2	8.7

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。