

主品牌承压营收微降，新品牌矩阵爆发增长

珀莱雅 (603605.SH)

核心观点

2025 年受功效护肤行业增速放缓、主品牌珀莱雅渠道调整影响，公司护肤品类收入同比下降，致使全年实现营收 105.97 亿元，同比-1.7%，实现归属股东净利润 14.98 亿元，同比-3.5%；扣非净利润 14.73 亿元，同比-3.2%。但新品牌矩阵爆发增长，OR 品牌、原色波塔、惊时均实现翻倍以上增长，洗护品类营收规模迅速扩张。公司推行“双十战略”锚定全球化妆品行业前十，“四化协同”战略框架清晰，落地员工持股计划优化激励机制，营收有望重回增长轨道。

事件

公司披露 2025 年报及 2026 年一季报：

2025 年全年公司实现营业收入 105.97 亿元，同比-1.7%，其中 Q4 实现营业收入 34.99 亿元，同比-8.2%。2025 年全年公司实现归母净利润 14.98 亿元，同比-3.5%；扣非净利润 14.73 亿元，同比-3.2%。其中，2025 年 Q4 归母净利润 4.72 亿元，同比-14.7%。2026 年 Q1 公司实现营业收入 23.05 亿元，同比-2.3%；归母净利润 3.67 亿元，同比-6.05%；扣非净利润 3.41 亿元，同比-10.0%。

简评

渠道调整主品牌承压，新品牌矩阵爆发增长

分产品来看，护肤类（含洁肤）全年营收 81.82 亿元，同比-9.3%，毛利率 73.4%/+1.8pct；美容彩妆类全年营收 15.63 亿元，同比+14.9%，毛利率 73.5%/+2.0pct，全年保持双位数增长；洗护类全年营收 8.41 亿元，同比+117.9%，毛利率 72.5%/+4.7pct，呈爆发式增长态势。

分品牌来看，主品牌珀莱雅营收 76.89 亿元/-10.4%，面临渠道调整和行业增速放缓压力；但新品牌矩阵多点开花，OR 品牌 7.44 亿元/+102.2%，原色波塔 2.56 亿元/+125.4%，惊时 0.96 亿元/+441.7%。

分渠道来看，线上渠道 101.17 亿元/-1.1%，其中直营 81.92 亿元/+0.9%保持稳健，分销 19.25 亿元/-8.8%；线下渠道 4.68 亿元/-12.0%，其中日化渠道 2.82 亿元/-22.7%受渠道调整影响较大。

维持

买入

刘乐文

liulewen@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521080003

SFC 编号:BPC301

石旖璿

shiyixuan@csc.com.cn

SAC 编号:S1440526040001

发布日期：2026 年 05 月 07 日

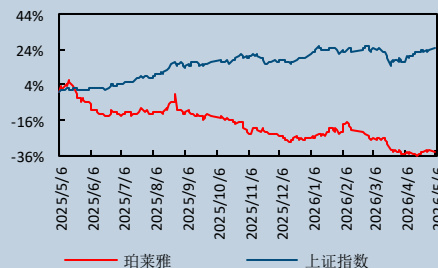
当前股价：61.53 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
	2.84/-4.38	-19.20/-21.27	-35.57/-62.44
12 月最高/最低价 (元)			100.57/59.24
总股本 (万股)			39,597.60
流通 A 股 (万股)			39,597.60
总市值 (亿元)			243.64
流通市值 (亿元)			243.64
近 3 月日均成交量 (万)			330.29
主要股东			
侯军呈			34.53%

股价表现



相关研究报告

- 25.08.30 【中信建投社服商贸】珀莱雅(603605): 新品梯队渐成，出海战略浮现
- 25.04.28 【中信建投社服商贸】珀莱雅(603605): 多品牌发力迈入百亿规模，盈利能力优化显著

毛利率提升，毛销差相对稳定

2025 年毛利率 73.3%，同比+1.9pct，净利率 14.1%，同比-0.3pct。毛利率提升主要受益于原材料价格下降（活性物同比-29.3%、保湿剂-13.3%）及产品结构优化。费用端，销售费用 52.59 亿元/+1.9%，销售费用率 49.6%/+1.8pct，Q4 销售费用率高达 54.9%/+4.3pct，主要系双十一大促加大投放；管理费用 4.04 亿元/+10.3%，费用率 3.8%/+0.4pct；研发费用 2.17 亿元/+3.1%，费用率 2.1%/+0.1pct。2025 年毛销差 23.61%，与去年同期相比提升 0.1pct。

"双十战略"引领，“四化协同”战略框架清晰

公司以"双十战略"为蓝图，锚定未来十年成为全球化妆品行业前十。"四化协同"战略框架清晰：平台化优化品牌矩阵与全渠道布局，生态化向产业链上下游延伸，全球化"自建+并购"双线并进，数智化以 AI 驱动全链路运营。在多品牌、多品类矩阵建设完整的基础上，重视科技和人才驱动，落地 2026 年员工持股计划，对应公司业绩考核指标为 2026 年营收或归母净利润相比 2025 年增长不低于 5%。

盈利预测与投资建议：2025 年为公司调整年，主品牌承压致营收微降，但新品牌矩阵爆发增长、毛利率持续提升，孕育新动能。公司推行"双十战略"推进全球化布局，珀莱雅品牌科技引领升级、新品牌矩阵持续放量，有望带动营收重回增长轨道。我们预测 2026-2028 年实现归母净利润 15.95/17.58/18.81 亿元，对应 PE 为 15/14/13 倍，维持“买入”评级。

重要财务指标

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	10,778.41	10,597.43	11,134.12	12,006.71	12,952.73
YoY(%)	21.04	-1.68	5.06	7.84	7.88
净利润(百万元)	1,552.00	1,497.75	1,594.66	1,758.43	1,881.24
YoY(%)	30.00	-3.50	6.47	10.27	6.98
毛利率(%)	71.39	73.26	74.20	74.50	74.70
净利率(%)	14.40	14.13	14.32	14.65	14.52
ROE(%)	28.73	24.39	21.51	19.93	18.22
EPS(摊薄/元)	3.92	3.78	4.03	4.44	4.75
P/E(倍)	15.70	16.27	15.28	13.86	12.95
P/B(倍)	4.55	4.00	3.31	2.78	2.37

资料来源：iFinD，中信建投证券

风险分析

1. 行业竞争加剧的风险：功效护肤行业入局品牌不断增加，营销投放竞争加剧，获客成本提升可能影响公司盈利能力；同时行业竞争加剧可能使公司品牌策略、渠道策略不达预期。
2. 新品牌孵化与新品类培育不达预期的风险：新品牌营销投入大但业绩转化存在不确定性；不同品类运营模式差异大，团队经验不足可能导致业绩不达预期。
3. 消费复苏不达预期的风险：消费者边际消费倾向可能下降，尽管经济处于复苏过程中，但消费复苏不及预期可能对公司业绩产生负面影响。

分析师介绍

刘乐文

社服商贸行业首席分析师。本科毕业于西安交通大学，研究生毕业于美国约翰霍普金斯大学，从事商社行业研究数年，对于美容护理、珠宝时尚、餐饮酒店、零售贸易等行业拥有深度研究见解和丰富行业积累，曾获得水晶球社会服务行业最佳分析师第一名，新财富最佳海外研究第五名，新浪最佳分析师等评选。

石旖璿

中信建投社服商贸行业分析师，厦门大学数学与应用数学学士、美国辛辛那提大学金融学硕士。研究美妆/医美/高端消费/社服等板块，多年买方经验视角。2023-2025 水晶球/上证报/WIND 批零社服行业最佳/金牌分析师上榜团队成员，2022-2025 新财富批零社服行业最佳分析师入围团队成员。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）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，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，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证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内 容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
 电话：（8610）56135088
 联系人：李祉瑶
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室
 电话：（8621）6882-1600
 联系人：翁起帆
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心 35 楼
 电话：（86755）8252-1369
 联系人：曹莹
 邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
 中环交易广场 2 期 18 楼
 电话：（852）3465-5600
 联系人：刘泓麟
 邮箱：charleneliu@csci.hk