



公司评级 增持（维持）

报告日期 2026 年 05 月 11 日

基础数据

05 月 08 日收盘价（元）	61.42
总市值（亿元）	243.21
总股本（亿股）	3.96

来源：聚源，兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

【兴证社服&美护&零售】珀莱雅 2025Q3 财报点评：业绩阶段性承压，H 股上市申请开启全球化新篇章-2025.11.17

分析师：陆焱

S0190525070011  
luyan23@xyzq.com.cn

分析师：代凯燕

S0190519050001  
daiky@xyzq.com.cn

珀莱雅(603605.SH)

多品牌矩阵势能良好，全渠道深耕筑牢壁垒

投资要点：

- 公司公告：2025 年全年营收 105.97 亿元/-1.68%；归母净利润 14.98 亿元/-3.50%；扣非归母净利润 14.73 亿元/-3.23%；毛利率 73.26%，同比+1.88pct；归母净利率 14.13%，同比-0.27pct；销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别为+49.63%/+3.81%/+2.05%/-0.27%，分别同比+1.75pct/+0.41pct/+0.09pct/+0.06pct。其中 2025Q4 公司实现营收 35.00 亿元，同比-8.21%；归母净利润 4.72 亿元，同比-14.61%，26Q1 表现较 Q4 有所改善，2026Q1 公司实现营收 23.05 亿元，同比-2.29%；归母净利润 3.67 亿元，同比-6.05%。
- 多品牌矩阵分化增长，主品牌调整、新品牌爆发。按品牌划分：1) 珀莱雅主品牌：实现营收 76.89 亿元，同比-10.39%，占比 72.64%，主要系品牌主动优化结构、聚焦大单品与高端化升级，短期营收承压。2) 彩棠：实现营收 12.55 亿元，同比+5.37%，占比 11.86%，底妆大单品持续放量，中式彩妆壁垒巩固，稳健增长。3) Off&Relax：实现营收 7.44 亿元，同比+102.19%，占比 7.03%，头皮护理赛道爆发，成为第二增长曲线核心。4) 悦芙媞：实现营收 3.71 亿元，同比+11.80%，占比 3.50%，年轻肌修护赛道稳步扩张。5) 原色波塔：实现营收 2.56 亿元，同比+125.38%，占比 2.42%，新锐彩妆快速起量。6) 惊时：实现营收 0.96 亿元，同比+441.66%，占比 0.91%，头皮微生态洗护新品类爆发。7) 其他品牌：实现营收 1.74 亿元，同比+6.77%，占比 1.64%。
- 线上占比超 95% 扛大梁，线下优化收缩：1) 线上渠道：实现营收 101.17 亿元，同比-1.14%，占比 95.58%。其中线上直营共 81.92 亿元，同比+0.87%，抖音、天猫精细化运营，自播与内容电商提效；线上分销共 19.25 亿元，同比-8.84%，公司主动优化分销结构，聚焦高质渠道。2) 线下渠道：实现营收 4.68 亿元，同比-12.04%，占比 4.42%。其中线下日化，线下其他分别实现营收 2.82/1.86 亿元，同比分别-22.70%/+11.10%，美妆集合店、即时零售等新业态小幅增长。
- 营销投放扩张带动整体费用率上行，净利率同比-0.27pct，细分来看，销售费用率同比+1.75pct，系战略增加形象宣传推广费用，聚焦核心品牌与大单品建设；管理费用率同比+0.41pct，源于职工薪酬及劳务费增加以匹配组织升级与运营提效；研发费用率同比+0.09pct，系强化医研共创、加码合成生物布局及新增专利、新原料备案带动投入增长；财务费用率同比+0.06pct，整体保持平稳。
- 高比例分红激励：2025 年公司每 10 股派 12 元（含税），全年现金分红占净利润 52.58%；2026 年推出员工持股计划，覆盖核心人员，存续 36 个月、持股不超过总股本 10%。
- 投资建议：26Q1 新品推出较多，仍需关注 618 等大促珀莱雅的表现。2026 年公司将聚焦主品牌大单品升级、抖音渠道增量提效、OR 等成长品牌高速扩张，短期需跟踪大促表现与渠道调整成效，中长期看好多品类、全渠道协同下的品牌矩阵拓展。我们预计珀莱雅 2026-2028 年归母净利润分别为 16.52/17.82/18.73 亿元，同比分别+10.3%/+7.9%/+5.1%，对应 5 月 8 日 PE 为 14.7/13.6/13.0x。
- 风险提示：线上流量成本抬升、行业竞争加剧、新品推广不达预期、营销投放不及预期等风险。

主要财务指标

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入（百万元）	10597	11590	12328	12874
同比增长	-1.7%	9.4%	6.4%	4.4%
归母净利润（百万元）	1498	1652	1782	1873
同比增长	-3.5%	10.3%	7.9%	5.1%
毛利率	73.3%	73.4%	73.5%	73.6%
ROE	24.4%	24.2%	23.2%	21.9%
每股收益（元）	3.78	4.17	4.50	4.73
市盈率	16.2	14.7	13.6	13.0

数据来源：携宁，兴业证券经济与金融研究院整理  
注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

**附表**
**资产负债表**

单位：百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>流动资产</b>	<b>6136</b>	<b>6835</b>	<b>7843</b>	<b>8810</b>
货币资金	5061	5743	6722	7675
交易性金融资产	0	0	0	0
应收票据及应收账款	70	97	103	107
预付款项	169	185	196	204
存货	635	611	621	620
其他	201	200	202	203
<b>非流动资产</b>	<b>2351</b>	<b>2333</b>	<b>2277</b>	<b>2224</b>
长期股权投资	441	441	441	441
固定资产	893	869	838	798
在建工程	128	123	118	117
无形资产	444	422	401	379
商誉	0	0	0	0
其他	444	478	479	489
<b>资产总计</b>	<b>8487</b>	<b>9168</b>	<b>10119</b>	<b>11034</b>
<b>流动负债</b>	<b>1374</b>	<b>1343</b>	<b>1418</b>	<b>1415</b>
短期借款	80	80	80	80
应付票据及应付账款	798	685	726	757
其他	496	578	612	578
<b>非流动负债</b>	<b>847</b>	<b>847</b>	<b>848</b>	<b>848</b>
长期借款	0	0	0	0
其他	847	847	848	848
<b>负债合计</b>	<b>2221</b>	<b>2191</b>	<b>2267</b>	<b>2263</b>
股本	396	396	396	396
未分配利润	4930	5465	6042	6650
少数股东权益	125	155	185	215
<b>股东权益合计</b>	<b>6267</b>	<b>6978</b>	<b>7853</b>	<b>8771</b>
<b>负债及权益合计</b>	<b>8487</b>	<b>9168</b>	<b>10119</b>	<b>11034</b>

**现金流量表**

单位：百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
归母净利润	1498	1652	1782	1873
折旧和摊销	167	140	146	138
营运资金的变动	447	-88	26	-28
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>2193</b>	<b>1737</b>	<b>1992</b>	<b>2010</b>
资本支出	-166	-59	-59	-59
长期投资	-330	-20	-10	-5
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-238</b>	<b>-68</b>	<b>-59</b>	<b>-54</b>
债权融资	80	2	1	0
股权融资	0	0	0	0
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>-763</b>	<b>-987</b>	<b>-954</b>	<b>-1003</b>
现金净变动	1192	682	978	953

数据来源：携宁、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

**利润表**

单位：百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>营业总收入</b>	<b>10597</b>	<b>11590</b>	<b>12328</b>	<b>12874</b>
营业成本	2833	3083	3267	3405
税金及附加	93	104	111	116
销售费用	5259	5795	6176	6463
管理费用	404	429	456	463
研发费用	217	232	234	245
财务费用	-29	-31	-33	-35
投资收益	44	30	30	30
公允价值变动收益	0	0	0	0
信用减值损失	20	0	0	0
资产减值损失	-77	-40	-20	-10
<b>营业利润</b>	<b>1876</b>	<b>2038</b>	<b>2197</b>	<b>2307</b>
营业外收支	-5	1	1	1
<b>利润总额</b>	<b>1871</b>	<b>2039</b>	<b>2198</b>	<b>2308</b>
所得税	328	358	385	405
净利润	1543	1682	1812	1903
少数股东损益	45	30	30	30
<b>归属母公司净利润</b>	<b>1498</b>	<b>1652</b>	<b>1782</b>	<b>1873</b>
<b>EPS(元)</b>	<b>3.78</b>	<b>4.17</b>	<b>4.50</b>	<b>4.73</b>

**主要财务比率**

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>成长性</b>				
营业总收入增长率	-1.7%	9.4%	6.4%	4.4%
营业利润增长率	-0.8%	8.7%	7.8%	5.0%
归母净利润增长率	-3.5%	10.3%	7.9%	5.1%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	73.3%	73.4%	73.5%	73.6%
归母净利率	14.1%	14.3%	14.5%	14.5%
ROE	24.4%	24.2%	23.2%	21.9%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	26.2%	23.9%	22.4%	20.5%
流动比率	4.47	5.09	5.53	6.23
速动比率	3.76	4.37	4.84	5.53
<b>营运能力</b>				
资产周转率	132.3%	131.3%	127.8%	121.7%
<b>每股资料(元)</b>				
每股收益	3.78	4.17	4.50	4.73
每股经营现金	5.54	4.39	5.03	5.08
<b>估值比率(倍)</b>				
PE	16.2	14.7	13.6	13.0
PB	4.0	3.6	3.2	2.8

### 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12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。其中：沪深两市以沪深300指数为基准；北交所市场以北证50指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
	无评级	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级	
行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数	
	中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平	
	回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数	

### 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 [www.xyq.com.cn](http://www.xyq.com.cn) 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

### 使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业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。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意

见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者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口头承诺均为无效，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并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相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

### 特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

### 兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京市朝阳区建国门外大街甲6号世界财富大厦32层01-08单元	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱： <a href="mailto:research@xyq.com.cn">research@xyq.com.cn</a>	邮箱： <a href="mailto:research@xyq.com.cn">research@xyq.com.cn</a>	邮箱： <a href="mailto:research@xyq.com.cn">research@xyq.com.cn</a>