

主品牌调整，新品牌发力

珀莱雅 2025 年报及 26Q1 点评

核心观点

- **收入利润短期承压，主品牌调整拖累整体，新品牌保持较快增长。** 1) 公司 2025 年实现营收 105.97 亿元/-1.68%，归母净利 14.98 亿元/-3.50%，扣非归母净利 14.73 亿元/-3.23%；26Q1 营收 23.05 亿元/-2.29%，归母净利 3.67 亿元/-6.05%，扣非归母净利 3.41 亿元/-10.0%。2) 分品牌看，2025 年主品牌珀莱雅实现收入 76.89 亿元，同比-10.39%，其中 25H2 红宝石、双抗核心单品升级，源力系列升级并上新；彩棠 25 年收入 12.55 亿，同比+5.37%；新锐品牌高增，其中 OR/原色波塔/惊时分别实现收入 7.44/2.56/0.96 亿元，同比+102.19%/+125.38%/+441.66%。3) 分渠道看，2025 年线上直营/线上分销实现收入 81.92/19.25 亿元，同比+0.87%/-8.84%；线下日化/其他分别实现收入 2.82/1.86 亿元，同比-22.70%/+11.10%，线上直营保持韧性，线下日化及线上分销仍在调整。
- **毛利率继续提升，费用投放增加压制净利率。** 1) 公司 2025 年毛利率 73.26%，同比+1.87pct，主要受原材料价格下降和产品结构优化带动；净利率 14.56%，同比-0.15pct，毛利率改善未完全传导至净利率。费用端看，2025 年销售/管理/研发费用率分别为 49.63%/3.81%/2.05%，同比+1.75%/+0.41%/+0.09pct，其中销售费用率提升主要系形象宣传推广费增加。2) 26Q1 毛利率 74.53%，较上年同期继+1.75pct，销售费用率 50.83%，同比+5.21pct；26Q1 净利率 16.64%，同比-0.55pct，。
- **展望 2026 年，公司继续围绕“主品牌大单品升级+多品牌矩阵扩张”推进增长。** 1) 珀莱雅品牌持续深化“科学护肤”定位，双抗、能量、红宝石、源力 PROYA MED 等系列覆盖抗初老、美白、修护及医美术后场景，进一步巩固科技护肤心智；彩棠继续聚焦底妆和彩妆专业化路线，小圆管粉底液、双生气垫、修容等大单品强化中式美学彩妆定位；OR、悦芙媿、原色波塔、惊时分别卡位洗护、年轻肌功效护肤、新锐彩妆和头皮微生态赛道，多品牌共同补充公司第二增长曲线。

盈利预测与投资建议

- 随着公司主品牌持续推新，多品牌矩阵加大发力，有望持续推动公司收入利润不断向上，基于公司 25 年报及 26Q1 表现，我们对公司盈利预测进行调整并引入 28 年盈利预测数据，预测 2026-28 年归母净利分别 15.99/17.19/18.56 亿元（此前预测 2026-27 年归母净利分别 20.32/23.30 亿元），基于 DCF 模型，对应当得到目标价 85.92 元，维持“买入评级”。
- **风险提示：**行业竞争加剧、终端消费需求持续减弱、新品上市及销售不及预期。

公司主要财务信息

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	10,778	10,597	11,628	12,722	13,775
同比增长(%)	21.0%	-1.7%	9.7%	9.4%	8.3%
营业利润(百万元)	1,890	1,876	1,967	2,115	2,284
同比增长(%)	25.8%	-0.8%	4.9%	7.5%	8.0%
归属母公司净利润(百万元)	1,552	1,498	1,599	1,719	1,856
同比增长(%)	30.0%	-3.5%	6.7%	7.5%	8.0%
每股收益(元)	3.92	3.78	4.04	4.34	4.69
毛利率(%)	71.4%	73.3%	75.0%	75.0%	75.3%
净利率(%)	14.4%	14.1%	13.7%	13.5%	13.5%
净资产收益率(%)	31.8%	26.0%	22.7%	19.6%	17.5%
市盈率	14.8	15.4	14.4	13.4	12.4
市净率	4.3	3.8	2.9	2.4	2.0

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级 买入（维持）

股价（2026年05月22日）	58.19 元
目标价格	85.92 元
52 周最高价/最低价	91.44/55.02 元
总股本/流通 A 股（万股）	39,598/39,598
A 股市值（百万元）	23,042
国家/地区	中国
行业	美容护理
报告发布日期	2026 年 05 月 24 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	3.69	-4.87	-20.18	-36.02
相对表现%	3.99	-5.82	-24.14	-59.81
沪深 300%	-0.3	0.95	3.96	23.79



证券分析师

陈笑	执业证书编号：S0860525100005 chenxiao2@orientsec.com.cn 021-63326320
郑紫舟	执业证书编号：S0860526050001 zhengzizhou@orientsec.com.cn 021-63326320

相关报告

研发夯实+投资加快 看好公司未来的发展空间	2025-09-27
中报展现多品牌韧性 拟发行 H 股拉开国际化新篇章	2025-08-27
站在新发展阶段的多品牌美妆龙头	2025-06-11

图 1：DCF 主要假设参数及敏感性分析

估值假设主要参数		FCFF目标价敏感性分析					
		永续增长率Gn(%)					
		0.00%	1.00%	2.00%	3.00%	4.00%	
所得税税率T	25.00%	85.92	0.00%	103.55	114.15	129.26	152.50
永续增长率Gn(%)	2.00%	7.71%	95.69	103.55	114.15	129.26	152.50
无风险利率Rf	1.73%	8.21%	90.01	96.62	105.36	117.46	135.30
无杠杆影响的β系数	1.14	8.71%	85.00	90.61	97.90	107.74	121.76
考虑杠杆因素的β系数	1.17	9.21%	80.54	85.35	91.49	99.60	110.83
市场收益率Rm	8.76%	9.71%	76.56	80.70	85.92	92.68	101.82
公司特有风险	0.00%	10.21%	72.98	76.57	81.04	86.74	94.27
股权投资成本 (Ke)	9.97%	10.71%	69.75	72.88	76.73	81.57	87.86
债务比率D/(D+E)	3.77%	11.21%	66.81	69.56	72.89	77.04	82.34
债务利率rd	4.20%	11.71%	64.14	66.55	69.46	73.04	77.54
WACC	9.71%						

数据来源：Wind，东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	单位:百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	4,082	5,061	6,810	8,493	10,278	营业收入	10,778	10,597	11,628	12,722	13,775
应收票据、账款及款项融资	518	73	77	84	91	营业成本	3,084	2,833	2,901	3,175	3,402
预付账款	224	169	186	203	220	销售费用	5,161	5,259	6,105	6,742	7,383
存货	661	635	650	711	762	管理费用	366	404	407	407	427
其他	128	199	180	181	182	研发费用	210	217	227	248	269
流动资产合计	5,613	6,136	7,902	9,673	11,534	财务费用	(36)	(29)	(18)	(35)	(53)
长期股权投资	111	441	441	441	441	资产、信用减值损失	101	57	30	40	25
固定资产	907	893	1,042	1,168	1,277	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	75	128	114	107	104	投资净收益	(2)	44	44	44	44
无形资产	429	444	474	503	529	其他	1	(24)	(53)	(73)	(82)
其他	395	444	387	334	334	营业利润	1,890	1,876	1,967	2,115	2,284
非流动资产合计	1,917	2,351	2,459	2,553	2,685	营业外收入	3	2	2	2	2
资产总计	7,530	8,487	10,361	12,226	14,218	营业外支出	4	7	7	7	7
短期借款	0	80	80	80	80	利润总额	1,889	1,871	1,962	2,110	2,278
应付票据及应付账款	676	798	818	895	959	所得税	304	328	316	339	367
其他	536	496	512	529	546	净利润	1,585	1,543	1,646	1,770	1,912
流动负债合计	1,213	1,374	1,410	1,504	1,585	少数股东损益	33	45	48	51	55
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	1,552	1,498	1,599	1,719	1,856
应付债券	780	804	804	804	804	每股收益(元)	3.92	3.78	4.04	4.34	4.69
其他	51	42	42	42	42						
非流动负债合计	831	847	847	847	847	主要财务比率					
负债合计	2,044	2,221	2,256	2,351	2,431		2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
少数股东权益	84	125	173	225	280	成长能力					
实收资本(或股本)	396	396	396	396	396	营业收入	21.0%	-1.7%	9.7%	9.4%	8.3%
资本公积	608	633	825	825	825	营业利润	25.8%	-0.8%	4.9%	7.5%	8.0%
留存收益	4,432	5,128	6,727	8,446	10,302	归属于母公司净利润	30.0%	-3.5%	6.7%	7.5%	8.0%
其他	(34)	(16)	(16)	(16)	(16)	获利能力					
股东权益合计	5,486	6,267	8,105	9,875	11,787	毛利率	71.4%	73.3%	75.0%	75.0%	75.3%
负债和股东权益总计	7,530	8,487	10,361	12,226	14,218	净利率	14.4%	14.1%	13.7%	13.5%	13.5%
						ROE	31.8%	26.0%	22.7%	19.6%	17.5%
						ROIC	26.8%	22.7%	20.2%	17.7%	16.0%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	资产负债率	27.1%	26.2%	21.8%	19.2%	17.1%
净利润	1,585	1,543	1,646	1,770	1,912	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	96	148	143	156	118	流动比率	4.63	4.47	5.61	6.43	7.28
财务费用	(36)	(29)	(18)	(35)	(53)	速动比率	4.08	4.00	5.15	5.96	6.80
投资损失	2	(44)	(44)	(44)	(44)	营运能力					
营运资金变动	(601)	553	(2)	7	5	应收账款周转率	25.0	36.0	158.1	157.9	157.1
其它	60	22	(1)	0	0	存货周转率	3.9	4.4	4.5	4.7	4.6
经营活动现金流	1,107	2,193	1,724	1,854	1,938	总资产周转率	1.5	1.3	1.2	1.1	1.0
资本支出	(188)	(164)	(250)	(250)	(250)	每股指标(元)					
长期投资	5	(330)	0	0	0	每股收益	3.92	3.78	4.04	4.34	4.69
其他	(1,083)	256	64	44	44	每股经营现金流	2.79	5.54	4.36	4.68	4.89
投资活动现金流	(1,265)	(238)	(186)	(206)	(206)	每股净资产	13.64	15.51	20.03	24.37	29.06
债权融资	26	29	0	0	0	估值比率					
股权融资	(109)	25	192	0	0	市盈率	14.8	15.4	14.4	13.4	12.4
其他	(675)	(816)	18	35	53	市净率	4.3	3.8	2.9	2.4	2.0
筹资活动现金流	(758)	(763)	210	35	53	EV/EBITDA	9.6	9.4	9.0	8.4	8.0
汇率变动影响	(0)	(0)	-0	-0	-0	EV/EBIT	10.1	10.2	9.6	9.0	8.4
现金净增加额	(917)	1,192	1,749	1,684	1,785						

资料来源：东方证券研究所

信息披露

依据《发布证券研究报告暂行规定》以下条款：

发布对具体股票作出明确估值和投资评级的证券研究报告时，公司持有该股票达到相关上市公司已发行股份1%以上的，应当在证券研究报告中向客户披露本公司持有该股票的情况，

就本证券研究报告中涉及符合上述条件的股票，向客户披露本公司持有该股票的情况如下：

截止本报告发布之日，东证资管、私募业务合计持有珀莱雅(603605，买入) 股票达到相关上市公司已发行股份 1%以上。

提请客户在阅读和使用本研究报告时充分考虑以上披露信息。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。