

珀莱雅

站在新一轮高质量成长的起点

公司研究 · 深度报告

投资评级：优于大市（维持）

证券分析师：张峻豪

021-60933168

zhangjh@guosen.com.cn

执证编码：S0980517070001

证券分析师：孙乔容若

021-60375463

sunqiaorongruo@guosen.com.cn

执证编码：S0980523090004

证券分析师：柳旭

0755-81981311

liuxu1@guosen.com.cn

执证编码：S0980522120001

- **珀莱雅：珀莱雅自上市以来，精准把握行业红利，历经多轮重大战略演进，包括1) 线下转线上：电商占比从2018年的36%升至2025年的95%；2) 大单品策略：打造出红宝石/双抗两大“早C晚A”产品系列；3) 多品牌发展：彩棠、OR、悦芙媿、原色波塔等新品牌，25年主品牌以外品牌占比达到27%。成为首家收入规模破百亿的国货美妆上市公司。但在主品牌规模基础不断扩大，线上流量红利趋于平缓，以及自身管理层变动下，25年也阶段性出现下滑，25年公司营收105.97亿元，同比-1.68%，归母净利润14.98亿元，同比-3.5%；26Q1营收及归母净利润继续分别下滑2.29%及6.05%，但单季度环比下滑幅度有所收窄。整体来看，公司龙头地位依旧稳固，一方面坚守产品升级路径，同时强化多品牌生态驱动，随着新管理层渐入佳境，未来有望朝着矩阵化、国际化、数字化的综合美妆集团方向，迈入新一轮高质量发展阶段。**
- **管理层平稳交接，中台赋能体系逐步成型。**公司管理体系已步入“2.0时代”，由“创二代”侯亚孟接棒出任总经理，并伴随高管团队全面换血，引入了多位具备外资大厂背景的专业管理人才。组织架构方面，正式确立了“品牌事业部制+四大中台（研发、品牌、供应链、数字化）”的三级治理模式，呈现出“前台灵活化、中台专业化、后台集约化”的高效平台运作特征，以适配百亿规模与全球化布局的需要。
- **主品牌基本盘稳固：大单品持续迭代，品类与客群多维延伸。**主品牌虽然规模基数已经较高，成长性放缓，但其品牌势能持续强化，公司毛利率2025年逆势提升1.9pct至73.3%。其核心基本盘为“红宝石”与“双抗”两大系列，2025年线上GMV占比达69.5%，26年1-4月亦达到65.9%。公司凭借对两大系列的持续升级（现已迭代至3.0/4.0版本），成功拉长了产品生命周期，复购率更是高达45%+，26年红宝石系列仍将继续迭代。同时，也正加速布局多条产品线：防晒线打造全场景产品矩阵、高端抗老能量系列卡位400元以上高价格带、Light系列布局大众市场主打抖音渠道、依托源力MED械字号产品进军线下OTC渠道，以及男士、彩妆等系列均帮助主品牌不断拓宽目标受众圈层。
- **多品牌矩阵发力：新增长曲线确立，内生外延助力长期发展。**公司已成功验证了“大单品策略”在不同细分赛道的可复制性，构建了覆盖全品类全价格带品牌矩阵：1) 彩棠作为专业化妆师品牌，是公司孵化的第一个10亿量级品牌，凭借底妆核心爆品成功卡位中高端赛道；2) Off&Relax锚定高端头皮护理蓝海，25年营收增速高增达102.19%，且洗护产品创新空间依旧广阔。3) 花知晓于近期实现51%控股并表，以“少女心”视觉美学构建壁垒，25年17亿元收入，16%净利率领跑同业，且该品牌有望成为公司出海增量逻辑的核心抓手。同时其他子品牌均以卡位各细分赛道精准覆盖客群。与此同时，公司正积极推进港股发行，未来出海外延均有持续看点。
- **投资建议：整体来看，珀莱雅虽然近年来经历了管理层更迭，品牌增长驱动切换，行业红利消退等不利因素，但其作为国货头部品牌的基本盘地位依旧稳固，也是为数不多真正具备集团化均衡布局能力的国货美妆公司。随着公司当前组织管理更加职业化，新品及新品牌加速放量下新的增长势能正在蓄力释放，以及未来内生外延持续开拓新增曲线，公司有望逐渐步入新的高质量成长节点，而当前估值以及股价已经处于历史和板块的较低位置，综合绝对及相对估值，我们给予公司2026年PE为17-19x，对应市值为294.5-329.1亿元，股价为74.2-82.9元/股。**
- **风险提示：宏观经济波动反复影响终端需求，品牌新品推出不及预期，竞争加剧影响企业盈利能力等。**

- [01] 珀莱雅复盘：穿越市场扰动，龙头地位稳固
- [02] 行业复盘：公司变革背后的行业变迁
- [03] 公司分析一：主品牌贡献公司稳定“现金牛”
- [04] 公司分析二：多品牌矩阵—集团化美妆龙头持续推进
- [05] 盈利预测与估值

一、珀莱雅复盘：穿越市场扰动，龙头地位稳固

1.1 珀莱雅股价复盘

图1：珀莱雅历史股价复盘



资料来源: wind、公司公告、国信证券经济研究所整理

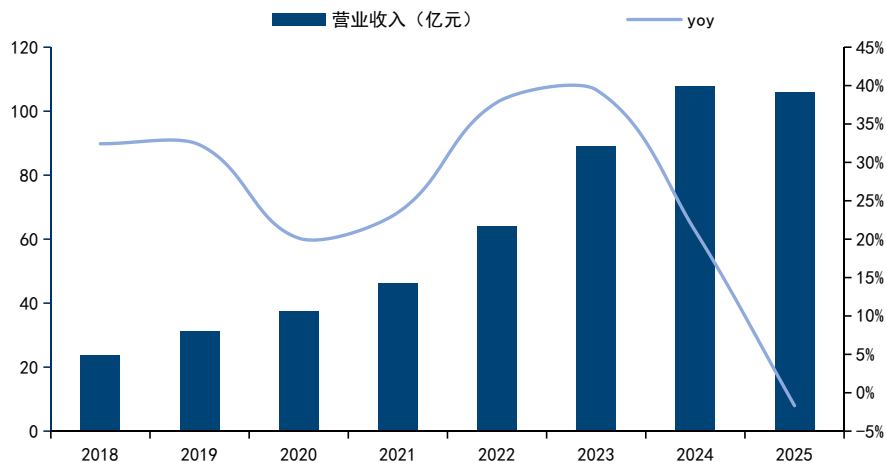
1.2 珀莱雅业绩复盘

■ 从财务表现来看，如上图所示，珀莱雅自上市以来，在经历了渠道、产品、品牌进阶型变革后，整体业绩也随之发生明显变化：

自公司2018年开始转向线上渠道运营后，叠加后续大单品策略和多品牌矩阵的成功实施，整体营收和利润经历了几年的快速增长，2024年营收突破百亿元大关，2018-2024年营收和归母净利润的CAGR分别为28.8%/32.5%。其中2022-2023年大单品策略带动的量价齐升促使期间业绩增速相对最快，2021-2023年营收和归母净利CAGR分别为38.6%/44.0%。

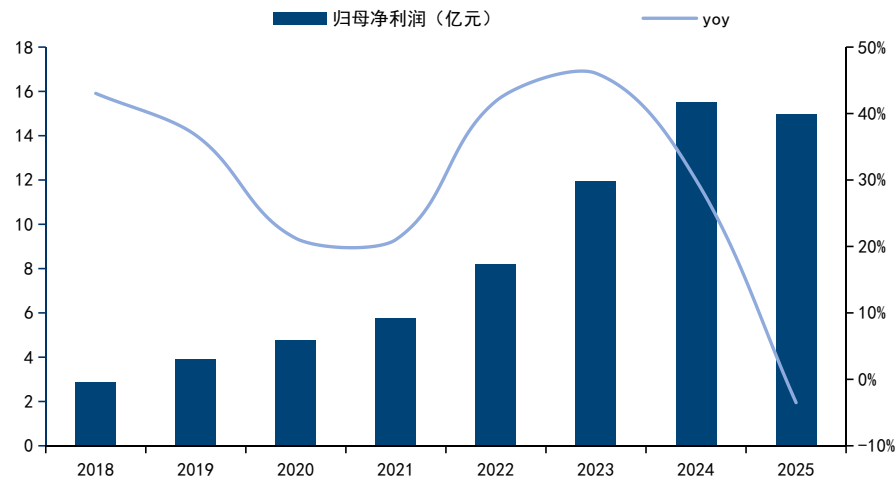
而自去年开始，随着公司主品牌营收达到一定体量后，叠加公司管理层进行换届，2025年公司业绩增长有所乏力，2025年收入和归母净利润分别实现增速-1.7%/-3.5%。26Q1继续有所承压，营收和归母净利润增速分别为-2.3%/-6.0%。

图2：公司上市以来历年营收及增速



资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

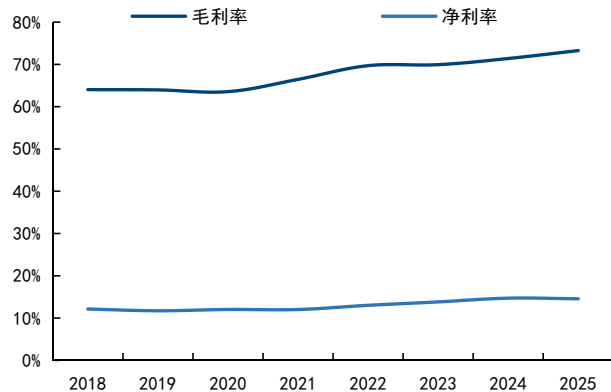
图3：公司上市以来历年归母净利润及增速



资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

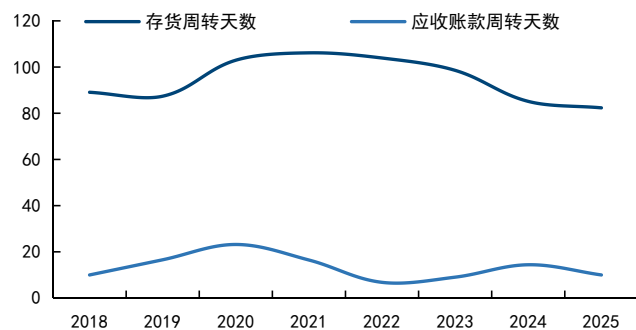
1.2 珀莱雅业绩复盘

图4：公司毛利率和净利率



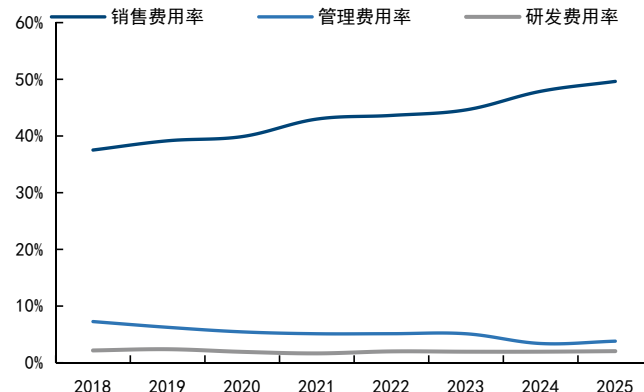
资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

图6：公司周转情况



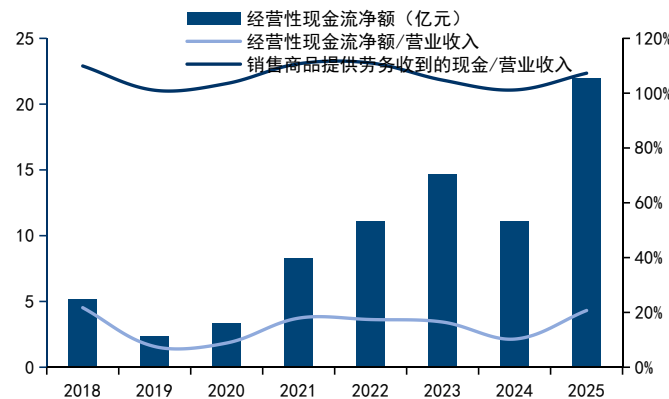
资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

图5：公司费用率



资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

图7：公司现金流



资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

- 盈利水平方面，公司毛利率自上市以来除2020年疫情原因外，每年都处于稳步提升态势，其中2018年（线下转线上）、2021、2022年（大单品策略）提升较多。2024、2025年毛利率提升更多的来自于供应链端的降本增效。2025年毛利率达73.3%/yoy+1.9pct。
- 费用率方面，随着公司线上占比持续提升，以及线上流量成本持续走高，公司销售费用率持续增加，2025年为49.6%；同时规模效应带动管理费用率持续走低，研发费用率基本维持稳态，2025年分别为3.8%/2.1%。
- 存货周转和现金流方面，公司无论应收还是存货周转水平均处于健康水平之中，同时现金流水平也持续向好。

1.3 珀莱雅经营复盘

■ 具体来看，作为国货美妆龙头公司，珀莱雅自2003年成立，直至成为首个收入规模破百亿的美妆上市公司的过程中，经历过多轮行业迭代发展，并紧抓行业渠道和产品红利，具体可分为四个阶段：

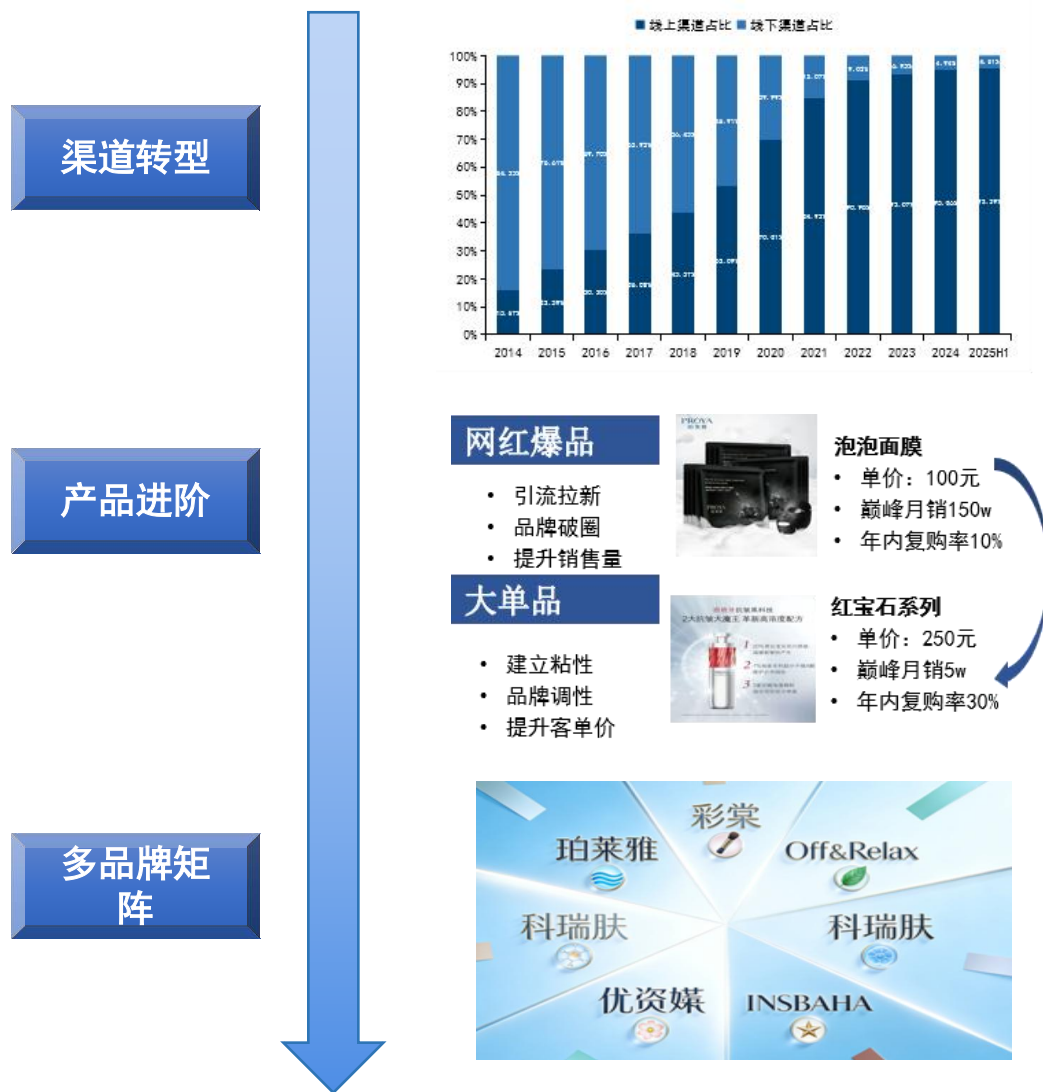
1) 2018年转向线上渠道：公司前期以线下CS渠道起家，后续随着电商渠道快速崛起，18-20年线上渠道营收增速均在60%左右，且其中以天猫直营店渠道为主要推动力，20年线上营收占比已超过70%；

2) 2019年打造流量爆品：2019年8月公司推出泡泡面膜爆品位列淘系全网销量第1，带动珀莱雅品牌年轻化，实现消费客群破圈。

3) 2020年启动大单品策略：通过前期短平快的爆品矩阵实现爆发式的增长后，开始打造代表品牌高度的大单品，通过早C晚A推出双抗和红宝石精华，后续不断完善发展成大单品系列，带动公司量价齐升。

4) 2023年多品牌矩阵式发展：珀莱雅在2020-2022年期间通过收购、内部孵化不断完善多品牌矩阵，2023年起如彩棠、Off&Relax开始不断为公司贡献业绩增量，不断实现集团化发展。

图8：公司经营发展变迁



资料来源：公司官网、公司公告、国信证券经济研究所整理

1.4.1 珀莱雅管理层复盘

- **管理层1.0时期：**该时期以创始人班底为核心，依托“铁三角”侯军呈（董事长），方玉友（总经理）、曹良国（常务副总）全面主导公司战略方向与经营决策，该架构从上市之初一直延续至2024年。他们分工明确，各司其职，且从业经验丰富，历经国产品牌20余年发展历程，具备较强的渠道管理和运营能力，敏锐抓住每波市场红利。
- **管理层2.0时期：**2024年9月12日，联合创始人方玉友卸任董事兼总经理，由其外甥、创始人侯军呈之子侯亚孟(36岁)正式接任总经理。珀莱雅进入“创二代”接班时代，同时伴随一场全面的高管团队换血以及组织架构变动。新任管理层从研发、品牌、财务、支持类等均有所涉及，目前基本均落定。管理层背景主要来自于海内外知名美妆时尚类品牌企业，并有着丰富的经营经验。

表1：新任管理层背景履历

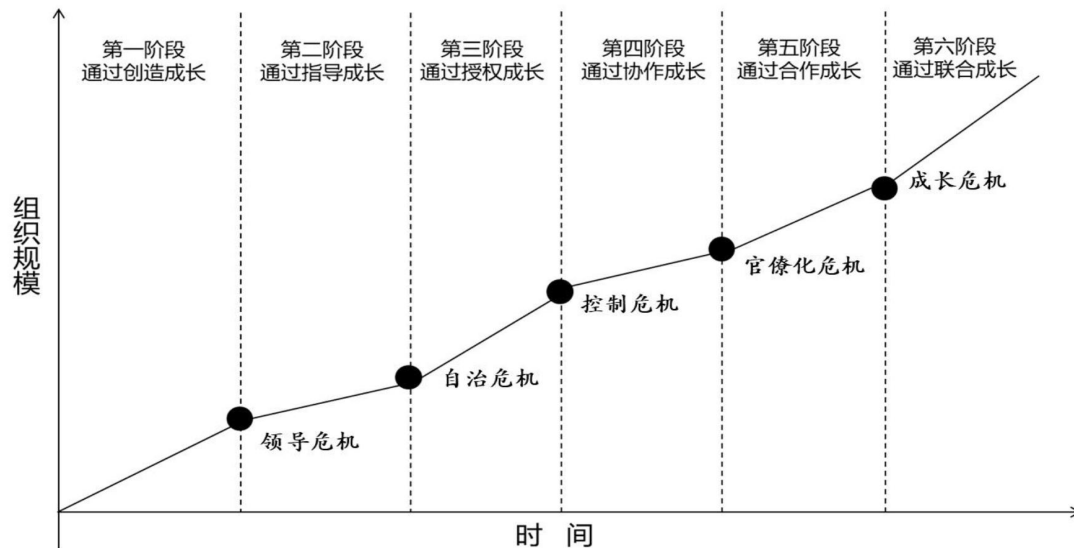
方向	姓名	职务	入职时间	负责领域	主要履历
研发类	黄虎	首席科学官(GSO)	2024.11	负责基础研究、原料开发及临床功效研究	宝洁全球首席科学家(27年)；宝洁全球开放性创新平台奠基人；2021-2024.11任上美股份CTO兼全球首席科学家
	孙培文	首席研发创新官(CRIO)	2025.2	负责配方开发与功效测试	宝洁20年；曾任宝洁大中华区开放式创新研发总监；负责宝洁日本、北京、新加坡三大护肤创新中心；主导Olay、SK-II研发；2015-2022任上美全球研发总监；2022-2025任PMPM首席科研官
	LieveDeclercq	首席科学顾问、欧洲科创中心副总裁	2025.4	负责欧洲研发网络建设与国际学术合作	雅诗兰黛前基础科学研究副总裁(欧亚洲)
	常晓维	上海研发中心负责人	2025.4	负责头皮头发健康领域技术研究	曾在联合利华、汉高负责数百个产品研发
品牌类	汪奕峰	产品开发负责人兼孵化品牌副总经理	2025.6	负责产品开发与多品牌战略实施	曾在欧莱雅、拜尔斯道夫、高露洁、强生、爱茉莉太平洋等任中国区总经理或CMO
	果小	首席营销官(CMO)	2025.9	负责品牌升级与全球化营销，擅长私域运营与IP打造	消费领域10+年经验；曾任阿芙精油市场负责人；2018-2023任泡泡玛特CMO；2023-2025任蕉下CMO；
	金昶	财务负责人(CFO)	2025.1	负责财务战略与港股上市筹备	曾任欧尚超市集团中国区内部审计经理；阿克苏诺贝尔整合剂事业部全球财务总监；2015-2025任欧莱雅中国财务发展总监/活性健康化妆品事业部财务总监；2025年任觅光母公司宗匠科技合伙人兼CFO
支持类	薛霞	董事会秘书	2025.8	负责资本市场和港股上市	2010年起任红蜻蜓证券事务代表，2016-2019年升任董事会秘书。2020年3月-2025年担任罗莱生活(002293.SZ)董事会秘书。
	胡宁波	首席数字官(CDO)	2025.4	负责数字化战略、AI应用与数据治理，建立ROI导向的数字化评估体系	20+年数字化经验；曾任LVMH时装部北亚区CIO(10年)；Lagardere中国区IT负责人

资料来源：公司官网、公司公告、聚美丽、国信证券经济研究所整理

1.4.1 珀莱雅管理层复盘

- 结合企业生命周期理论（格雷纳成长曲线）与海外美妆巨头发展史，企业在不同扩张阶段所适配的管理模式截然不同。行业早期市场呈粗放式发展，高度依赖创始人“敏锐且集权”的商业直觉与极速决策，以实现从0到1的突破。然而，随着企业规模壮大、SKU呈指数级膨胀，管理核心从“抓机会”向“不犯错”演进。这一阶段，系统化的业务流程、严密的财务风控与体系化的品牌资产管理成为刚需，建立高度职业化的经理人治理体系，是保障集团平稳跨越周期的关键。以欧莱雅集团为例，在创始人欧仁·舒莱尔之后，公司全面交由职业经理人团队掌舵。面对复杂的“多品牌+多区域”跨国矩阵架构，全球层面的资源协同已非个人直觉所能驾驭，必须高度依赖成熟的SOP（标准作业程序）体系。

图9：格雷纳组织发展模型

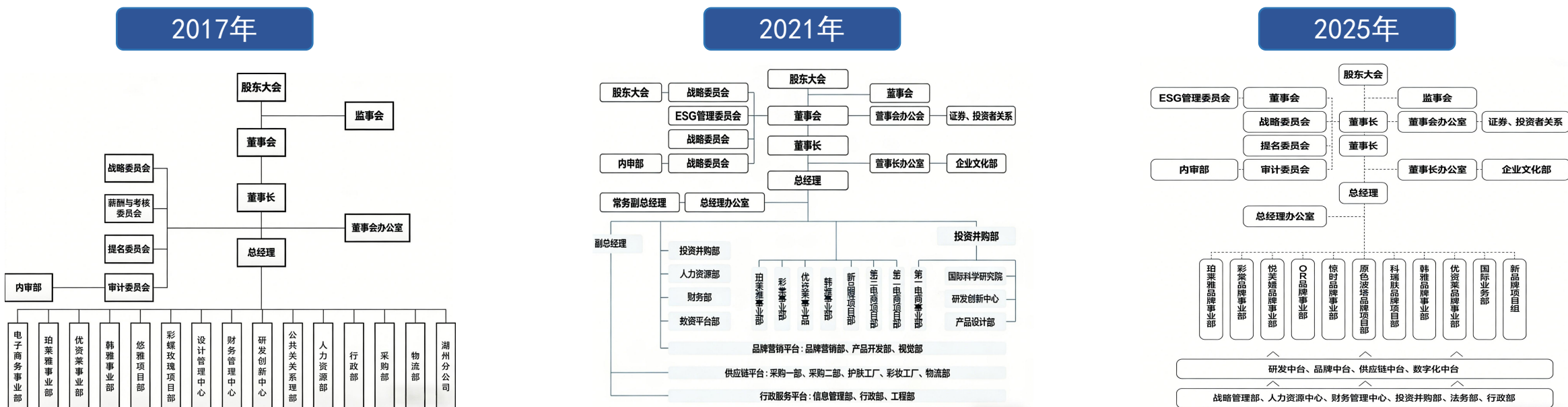


资料来源：《企业生命解码》、国信证券经济研究所整理

1.4.2 珀莱雅组织架构复盘

- 珀莱雅的组织架构始终围绕战略升级迭代，从上市初期的直线职能制垂直架构，逐步升级为品牌事业部制+四大中台赋能的平台化架构，最终沉淀为适配百亿规模与全球化布局的三级治理架构，核心呈现“前台灵活化、中台专业化、后台集约化”的演变趋势。
- 2025年4月，公司董事会正式通过《关于调整公司组织结构图的议案》，以官方文件形式固化前中后台三级架构，进一步明确研发、品牌、供应链、数字化四大中台的权责边界，强化中台对前台业务的赋能效率；同时优化品牌事业部权责，将产品创新、品牌孵化的核心权责上移至集团层面，由专门的品牌创新团队统筹，打通“市场需求-研发-产品-市场”全链条，避免各品牌事业部重复投入、同质化竞争，提升集团整体资源利用效率。

图10：珀莱雅组织机构变化

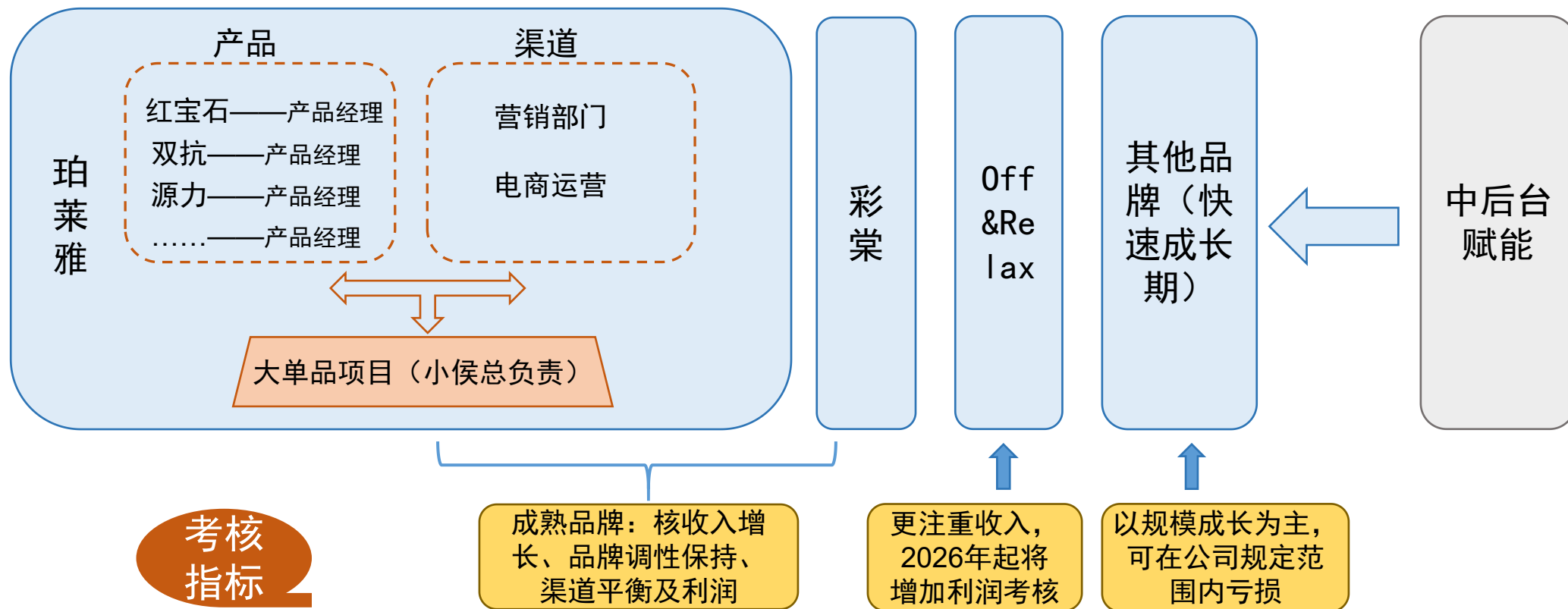


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

1.4.2 珀莱雅组织架构复盘

- 从目前公司内部品牌架构来看，珀莱雅主品牌因规模较大，每个系列有独立产品经理；彩棠、OR为独立运营个体，品牌主理人拥有独立运营决策权，其他未达到一定规模的小品牌在成长阶段需借用公司中台研发或渠道能力，达到规模后可独立运营。
- 主品牌珀莱雅内部以渠道划分为主，主要分成营销部门和电商部门，运营和营销总监直接向小侯总进行汇报。同时设置大单品项目组，由小侯总本人担任项目负责人，会以周为单位召开大单品会议，讨论研发、卖点、消费者反馈及后续营销方向，产品和渠道人员均需参与。

图11：珀莱雅目前内部架构



1.4.3 珀莱雅后续发展战略

■ 珀莱雅未来将践行“双十”战略（未来十年内跻身全球美妆行业前十），具体行动路径如下：

- 坚定贯彻大单品策略：以高辨识度的大单品系列（如红宝石、双抗等）夯实“品牌-产品-功效”的强关联，并将其孵化经验沉淀为体系化能力。
- 强化全球协作研发体系：依托杭州、上海、巴黎三大研发中心，深化“自主研发+产学研医合作+国际化协同”的三核驱动体系。
- 优化智能化与敏捷供应链：持续提升自主生产能力，打造湖州等5G智能工厂，实现全链路敏捷响应和绿色生产。
- 全方位业务数字化：推动AI在配方设计、成分筛选等关键业务场景的落地，驱动业务全面数字化转型。
- 探索国际化本土经营：重点布局东南亚、日韩、中东及欧美等市场，打造兼具本土认知与国际视野的专业团队。
- 深化以用户为中心的营销：针对多品牌矩阵定制化营销计划，强化会员运营，通过多渠道触达提升老客复购频率。

■ 港股上市募集资金预计主要用于：

1. 研发与产品创新：1) 完善全球研发体系，包括发展国内外研发中心，增设前沿原料及技术研究实验室，招募国际化研发人才。2) 推动产品品类扩展，如男士护肤、身体护理、香氛等，以及大单品的迭代创新。3) 加强AI与数字化技术在研发全流程的应用，提升配方设计和原料筛选效率。
2. 品牌建设与销售渠道拓展：1) 加强品牌建设和营销推广，包括与KOLs/KOCs深度合作、明星代言及优质内容创作。2) 深耕全渠道，加强新零售和OTC销售渠道布局，升级线下形象店与体验店。3) 在海外市场打造品牌形象并完善销售网络，提升品牌国际知名度。
3. 智能制造及运营数字化升级：1) 升级智慧工厂（如湖州生产基地）及仓储设施，购置先进智能生产设备和质量检测仪器。2) 构建数字化运营体系，包括升级WMS、S&OP、QMS等系统，提升供应链管理效率。
4. 潜在投资并购与战略合作：投资或并购国内外具有协同效应的品牌、原料或创新技术企业，扩大品牌矩阵。

二、行业复盘：公司变革背后的行业变迁

2.1 化妆品行业复盘

- 纵观中国化妆品市场商业化发展历史，我们认为总共可以分为六个推动阶段，对于国产品牌而言前四个阶段的驱动主要来自于渠道切换下红利释放，以渠道作为驱动力时，解决的问题是如何更有效率的去实现最大范围的消费者触达，本质上是帮助行业发展前期实现渗透率的快速提升。而在21年之后主要为产品驱动阶段，随着消费者越发成熟，行业需要更优质的产品和更丰富的服务，去满足其升级需求。
- 但从去年开始，无论是渠道端的流量红利，还是产品端的新品开发，都进入到了阶段性的瓶颈期，单一品牌体系下的增长天花板逐步显现，而消费者的需求变得越来越多元化和个性化，需要以不同定位的品牌去满足不同人群的不同细分需求，因而国内化妆品行业的发展也将进入到类似国际品牌一样的多品牌矩阵驱动阶段。

图12：化妆品行业发展历程



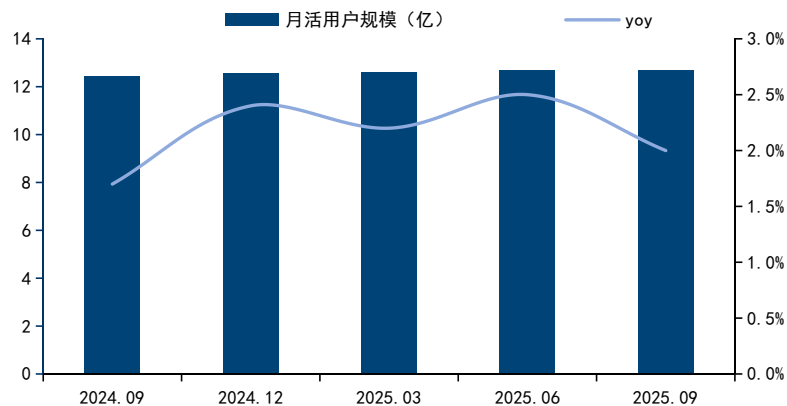
资料来源：青眼、国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

2.2.1 渠道端：存量竞争市场带来新逻辑驱动

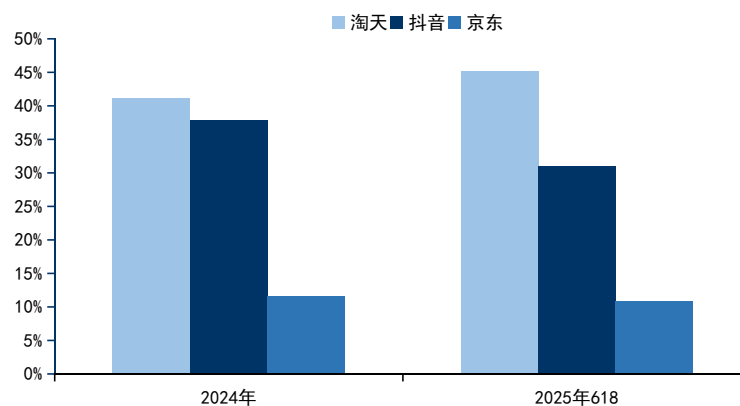
- 具体来看，渠道层面目前我国互联网与零售市场已进入存量时代。从用户规模来看，QuestMobile数据显示，截至2025年12月，中国移动互联网整体月度活跃用户规模已达到12.76亿。在存量深耕的背景下，全网用户月人均单日使用时长及次数分别达到7.96小时和112.9次，较去年同期分别提升6.0%和2.1%，整体用户黏性持续深化。同时，线上购物用户渗透率已达较高水平，2025年网红电商行业的核心用户群体规模达10.8亿人，几乎所有具备线上消费能力的用户均已被现有渠道覆盖，整体线上渠道缺乏足够的增量用户基础来形成红利。
- 淘天/抖音/京东为美妆线上市场主要渠道来源，且短期较难存在新兴渠道红利进行颠覆目前渠道结构。根据青眼数据，2024年线上化妆品市场淘天占41.1%、抖音37.8%、京东11.6%，而2025年618表现来看，淘天/抖音/京东在美妆线上市场GMV份额分别为45.1%/30.9%/10.8%，位列前三。因此这三大平台合计在线上美妆占据90%左右市场份额，且相对保持稳定。当前市场中所谓的“新兴渠道”（如小红书、视频号等）目前均未形成颠覆性的流量红利，一方面由于新平台主要聚焦特定品类和用户群体，无法形成全品类、全用户的流量红利；另一方面现有头部渠道已构建起深厚的竞争壁垒：淘天、京东拥有成熟的供应链体系和商家生态，抖音拥有强大的算法推荐能力和内容生态，三大平台均投入大量资源进行技术研发（如AI选品、智能物流）和用户运营，新渠道在供应链、技术、用户粘性等方面均难以在短期内实现超越。

图13：我国月活用户规模及增速



资料来源：QuestMobile、国信证券经济研究所整理

图14：美妆线上渠道稳定

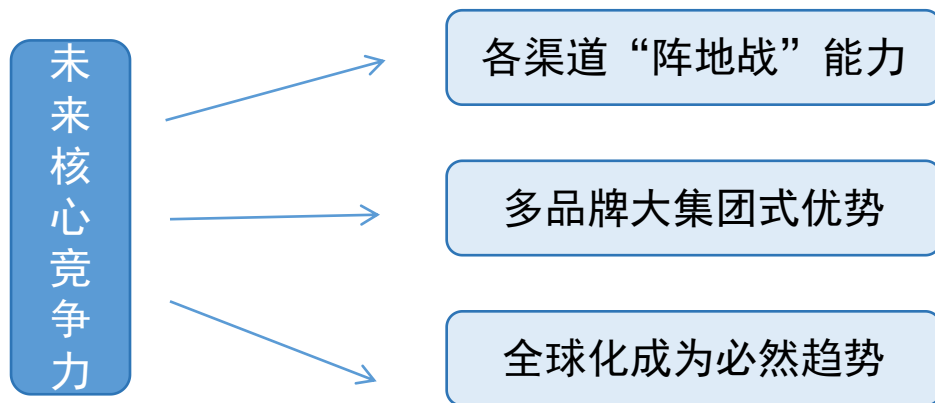


资料来源：青眼数据、国信证券经济研究所整理

2.2.2 渠道端：存量竞争市场带来流量布局新思路

- 化妆品作为渠道敏锐度极高的消费品类，过去每一次渠道的变迁都会诞生一个新王。在渠道从线下CS渠道→淘宝商城→天猫旗舰店→直播带货→抖音自播/短剧的过程中，国货品牌为了追逐流量，被迫不断迁移阵地，一定程度上导致行业的用户留存率较低，难以沉淀为品牌资产。而每一代旧王的衰落，往往也是没能及时从旧红利渠道平滑过渡到新渠道的结果。
- 基于“渠道结构已成型”这一判断，未来的竞争逻辑将发生根本性变化：
 - 1) 通过“阵地战”能力深耕不同渠道运营：在目前的存量各渠道均进行精细化运营，如在天猫深耕会员LTV，在抖音精细化控制ROI，在线下做好柜台服务等。
 - 2) 大集团优势进一步放大：当流量变成一种标价明确的昂贵资源时，只有资金雄厚、多品牌分摊成本的大集团才能承担起，中小品牌将在高昂的流量成本和固化的渠道格局中被挤出市场。同时大集团多品牌多品类打法能够使公司在快速迭代的时代更少受市场扰动。
 - 3) 出海成为必然趋势：在国内美妆市场开始存量竞争同时极度内卷下，进行出海打开新增市场空间成为必然趋势。而我们认为，从目前国内美妆头部企业的已有布局体系来看，珀莱雅是最具备符合上述未来行业发展趋势的判断的美妆龙头。

图21：未来存量竞争市场核心竞争力



资料来源：青眼、国信证券经济研究所整理

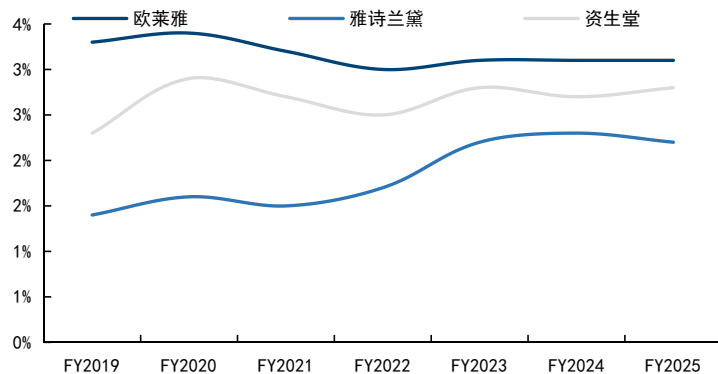
请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

2.3.1 产品端：化妆品新功效及新原料开发步入阶段性瓶颈期

■ 当前，全球化妆品研发已告别“颠覆式分子突破”红利期，步入以配方优化、浓度堆叠为主的结构性创新期，时代呼唤基础创新升级：

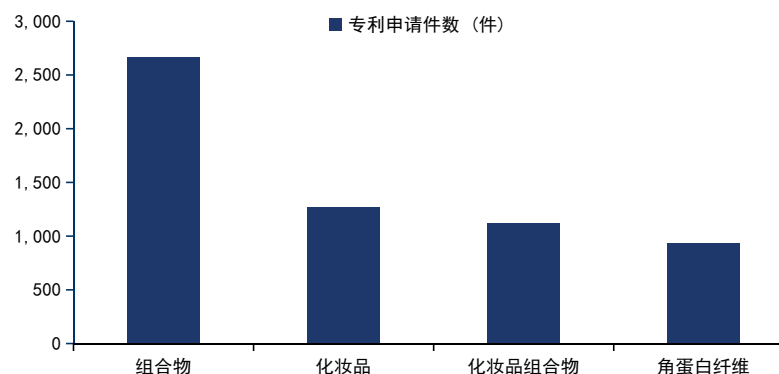
- 1) 底层分子研发陷入长周期断档。以欧莱雅为例，从上一代扛鼎成分“玻色因”于2006年进入商业化，到新一代核心分子“Melasyll”（2024年推出），历经长达18年，而其目前市面超七成高端抗衰新品仍依赖传统经典成分循环复配。
- 2) 浓度内卷凸显边际效用递减，底层新靶点匮乏导致品牌走向无效的物理参数竞争。以烟酰胺为例，临床证实其最佳起效浓度在2%-5%，超过5%后不仅功效收益断崖式递减，屏障受损风险更呈指数上升。然而，市面仍大量涌现宣称10%甚至15%极高浓度的同质化产品，这种透支成分耐受极限的配方，实质上掩盖了研发端在寻找新靶点与开辟新通路上的无力。
- 3) 技术天花板导致应用型专利占比高。头部巨头研发费用率长期停滞在1.5%-3.5%，同时根据《中国医药报》发布的《专利质量折射我国化妆品产业发展面临新挑战》一文对全球化妆品龙头专利的拆解分析，国际巨头的核心专利绝大多数高度集中在组合物（即现有成分的配方复配与工艺优化）领域。例如，欧莱雅专利布局排名第一的领域即为组合物（高达2670件）。

图15：全球化妆品龙头研发费用率



资料来源：彭博、公司公告、国信证券经济研究所整理

图16：2015-2019年欧莱雅专利情况



资料来源：《专利质量折射我国化妆品产业发展面临新挑战》、国信证券经济研究所整理

2.3.2 产品端：稳住现有产品系列，探索情绪价值附着

- 虽然现阶段对于美妆行业整体而言意味着创新机会的减少，但对于已经打造出成熟大单品体系的龙头品牌，则可以更加从容的推进自身产品系列的完善和基础研究相关建设。今年以来，我们看到各大国内美妆品牌的新品主要为原有系列的升级和品线完善，这将有助于其已有大单品系列的消费心智强化和量价提升，且相较于不断推出全新产品的市场教育，其财务角度的费用投放压力也相对较小。
- 同时，我们也认为当前消费品的实用价值，虽然受限于技术阶段性瓶颈而难有质的突破，但居民社会的进步使得消费行为的属性越发丰富，当前情绪价值已经成为能为品牌带来定价权的新方式，只是这也对品牌有着极高的用户洞察力的要求。

图17：今年以来的部分品牌加强了原有产品系列的完善和迭代

品牌	产品名称	核心成分	产品特点
薇诺娜	311屏障系列2.0	极地PDRN、311再生元、丝心蛋白、青刺果油	屏障系列升级
	青刺果舒敏保湿特护冻干面膜	青刺果、马齿苋、透明质酸钠	面膜品类完善
丸美生物	新升级胶原小金针精华	纳米粒胶原、I/III/IV/VII型四重胶原	小金针产品升级
	S肽小红笔眼霜	S肽（订书肽）、全碳骨架改造抗衰老肽	小红笔系列完善
珀莱雅	红宝石微珠精华	双环肽、高纯度PDRN、乙酰化透明质酸钠	红宝石系列完善
	源力MED水光喷	乳酸菌酵素、神经酰胺、BMs-Tech科技	源力系列完善
	超模蓝管防晒	物化结合防晒剂、修护养肤成分	防晒系列完善
可复美	超透棒·三体胶原次抛	重组胶原、脂质体、促渗因子、角鲨烷	胶原新品
	胶原水乳2.0	天然IV型重组胶原、三维动态仿生体系	胶原系列升级

资料来源：公司官网、公司公告、国信证券经济研究所整理

图18：花知晓品牌用户吸引力反而在于其丰富多彩的包装而非产品本身

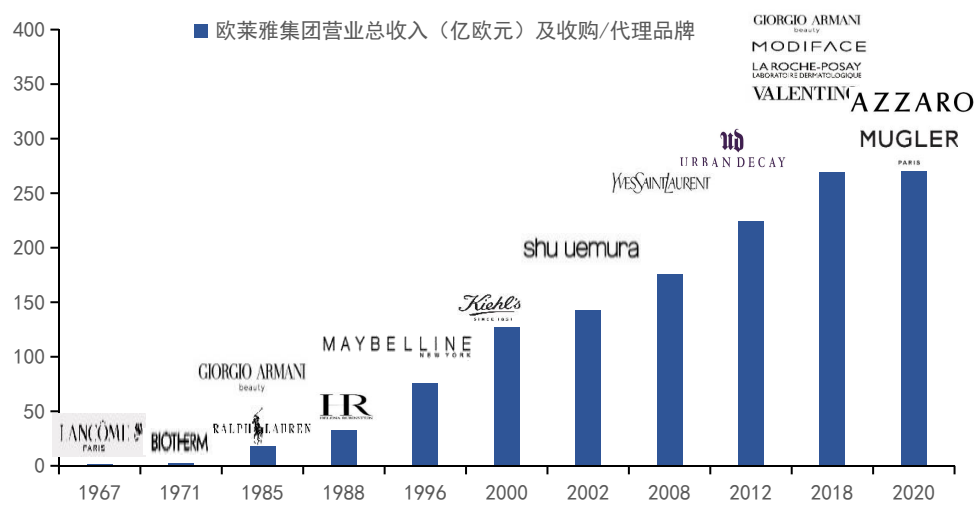


资料来源：数说雷达品牌监测、国信证券经济研究所整理

2.4.1 多品牌矩阵搭建形成集团式发展已经成为必经之路

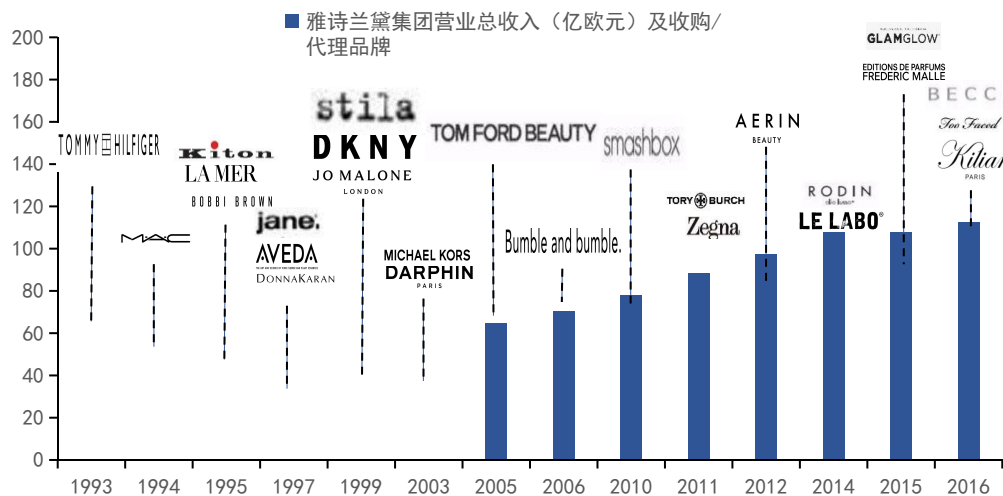
- 化妆品作为可选消费品，其单一品牌定位、定价、风格有一定的局限性，这就会导致渠道辐射范围、受众人群、购买频次存在上限，规模存在天花板。同时流行趋势的改变也会导致单一品牌业绩波动性较大。从海外经验我们发现，单一品牌集中度比较低，根据欧睿数据，2021年日本/西欧/美国品牌CR5分别为17%/27%/26%，但如果按集团的市占率统计，欧美日CR5均为60%左右。
- 尤其在行业进入渠道及产品红利期的低谷，采用品牌组合的方式进行协同发展能够使得整个集团覆盖更多的消费人群，在存量市场中创造更大的销售价值。以欧莱雅和雅诗兰黛为例，这两大集团在主品牌发展到一定程度后持续通过收购搭建完善的品牌矩阵，而国货品牌整体仍处于多品牌发展的早期。

图19：欧莱雅集团收购/代理品牌历程



资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

图20：雅诗兰黛集团收购/代理品牌历程

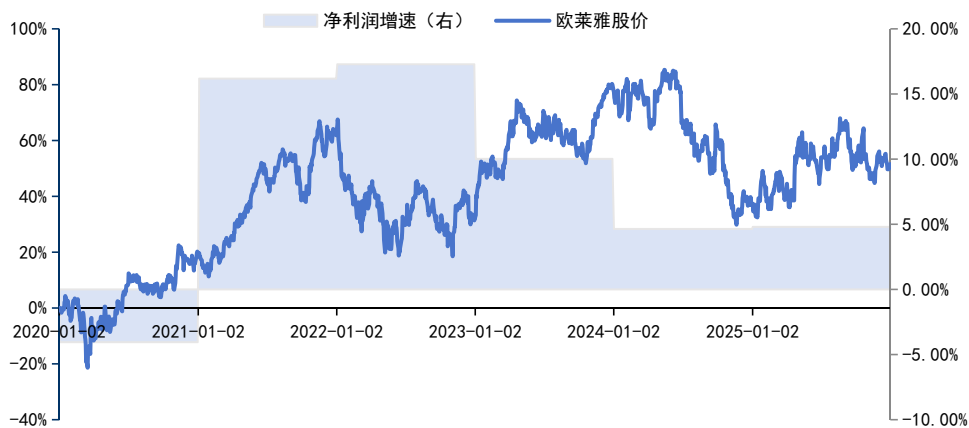


资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

2.4.2 国际品牌基本面和股价的分化也是其业务模式区别的体现

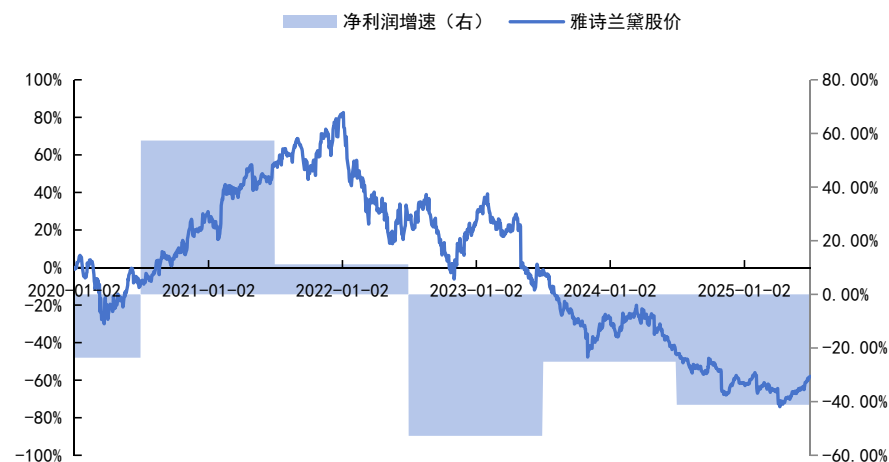
- 以国际品牌为例，欧莱雅在面对近三年美妆行业整体疲软的情况下，其股价展现极强抗跌性。这归功于其大众、高档与皮肤科美容均衡的金字塔矩阵及区域布局能力。“品类+地域”的双重分散平滑了单一板块波动，托住利润底盘，维持了长期的确定性溢价。反观雅诗兰黛在2020-2021年虽然依靠奢美品牌与旅游零售渠道红利实现高增，但2022年后受免税去库存等宏观逆风重创，过度依赖单一高线品牌与单一渠道致其业绩以及股价单边下行，市值较高点最大回撤超70%，遭遇极端的“戴维斯双杀”。
- 在存量博弈与消费分化的时代，“全品类、多价格带、全渠道均衡”的平台型矩阵公司如欧莱雅，其业绩容错率与抗风险能力已得到验证以及市场的认可，而高度依赖单一爆品与渠道杠杆的高端单轨公司遭遇了现实困境。这也为国货美妆龙头未来的多品牌孵化与多渠道市场布局提供了最直观的终局对标参照。

图21：欧莱雅股价和利润走势



资料来源：公司公告、彭博、国信证券经济研究所整理

图22：雅诗兰黛股价和利润走势








资料来源：公司公告、彭博、国信证券经济研究所整理，注：由于雅诗兰黛财年为6月30日，所以日期截至2025/6/30

三、公司分析一：主品牌贡献公司稳定“现金牛”

3.1 主品牌珀莱雅系列较为完善

- 从主品牌珀莱雅来看，目前已经形成了较为完善的产品系列矩阵，涵盖抗衰、抗糖、修护、防晒、高端线等细分系列。
- 公司在过去三款大单品系列推出过程中，均首先将精华作为主打品类，主要考虑精华作为富含多种功效成分且浓度较高的品类，是展示品牌核心技术和创新成分的窗口。而在精华品类取得成功的基础上，公司趁热打铁，快速推出了面霜、眼霜、面膜等品类，满足所积累用户群体的多元化护肤需求，进而实现产品系列的持续量价增长。以此打造产品家族系列，延展产品生命周期。

表2：主品牌珀莱雅主要的产品系列

系列名称	图示	核心定位	价格带（元）	核心成分/卖点	2025年线上占比	2026年1-4月线上占比
红宝石系列		抗皱、紧致、淡纹（晚A核心）	280-450元	六胜肽-1+环肽-161+超分子A醇	41.0%	42.8%
双抗系列		抗氧化、抗糖化、提亮（早C核心）	200-400元	麦角硫因(Max)+虾青素+脱羧肌肽	22.3%	18.0%
源力系列		屏障修护、维稳、敏感肌（修护/打底）	200-400元	XVII型重组胶原蛋白+拳参根提取物	10.6%	7.2%
防晒系列		全方位防晒+修护，覆盖多场景防晒需求，兼顾护肤功效	150-250元	/	4.1%	5.6%
能量系列		高端抗老，细胞级能量焕活，针对熟龄肌松弛下垂问题	400-800元	线粒体抗衰	5.0%	4.3%

资料来源：公司官网、久谦、国信证券经济研究所整理

3.2 主品牌珀莱雅渠道结构：天猫为基本盘，抖音为增长抓手

- 如前文所述，截至2025年公司线上渠道营收占比已经高达95%+，线上直销占比也提升至77%，已经达到较高水平，虽然公司也开始尝试重新线下布局，但短期来看，由于消费者购买习惯的确立和线下盈利模型仍需探索，线上的比例后续仍将有所维持。
- 线上分平台来看，目前天猫平台仍是品牌基本盘，但占比有所降低，主要是由于25年以来抖音渠道占比快速提升，京东则保持稳定水平。据久谦数据，2025年抖音GMV占比线上约25%+，2026年1-4月更是提升至30%左右。而在抖音渠道内部，由于2024年抖音规则达播效率更高，因此该年公司加大达播投放，但考虑到ROI以及费用率，2025年以来主动调整自播结构，目前已经恢复到自播为主达播为辅的正常水平。

表3：主品牌珀莱雅线上渠道结构

时间维度	天猫平台占比	抖音平台占比	京东平台占比
2022年	45%+	15%+	10%+
2023H1	45%+	20%+	10%+
2024H1	45%左右	20%+	10%+
2025年	40%左右	25%左右	10%+
2026年1-4月	35%+	30%左右	10%+

资料来源：公司公告、久谦、国信证券经济研究所整理，注2025-2026年为通过久谦预估

表4：主品牌珀莱雅抖音结构

时间	自播:达人播:其他/商城	备注说明
2022年	6:3:5:0.5	此时商城业务占比极小。
2023年上半年	6:3:1	维持高比例自播以保证利润率。
2023年1-9月	6:3:1	策略保持稳定。
2023年全年	5:3:5:1.5	年底随着商城业务发展，自播占比略有下调。
2024年上半年	3:5:4:5:2	达播占比首次超过自播，主因618大促力度加大，利用达播拉新。
2024年1-9月	4:5:4:2:1:3	自播比例开始回升，平衡流量成本。
2024年全年	4:3:4:5:1:2	达播全年整体占比略高于自播。
2025年上半年	5:5:3:5:1	回归高效运营，自播占比重新成为绝对主导。
2025年1-9月	6:3:1	持续优化投放效率，自播占比回升至60%
2025年全年	5:4:3:6:1	维持自播高占比，同时通过达播扩大品牌影响力

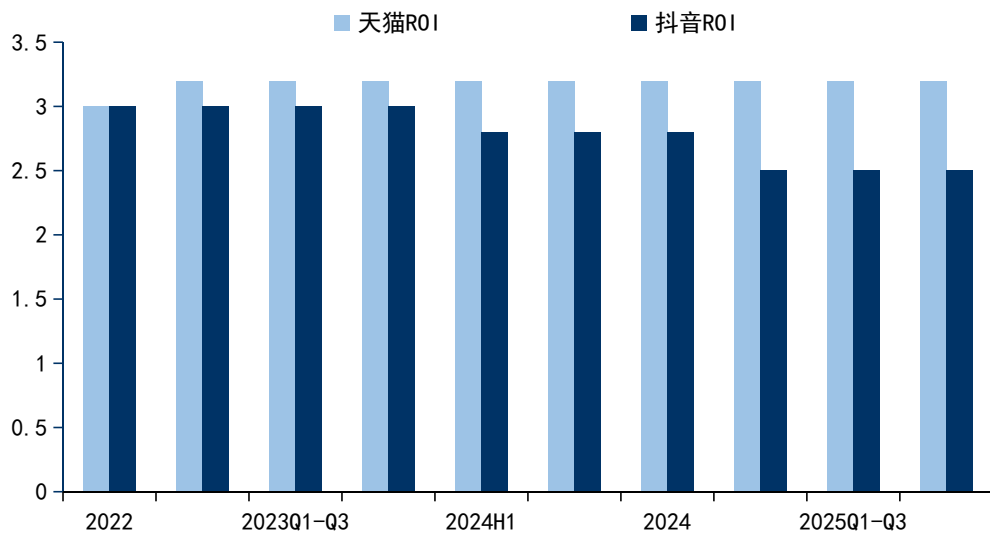
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

3.3 主品牌珀莱雅渠道经营效率较高

■ 从两大主要线上平台天猫和抖音来看：

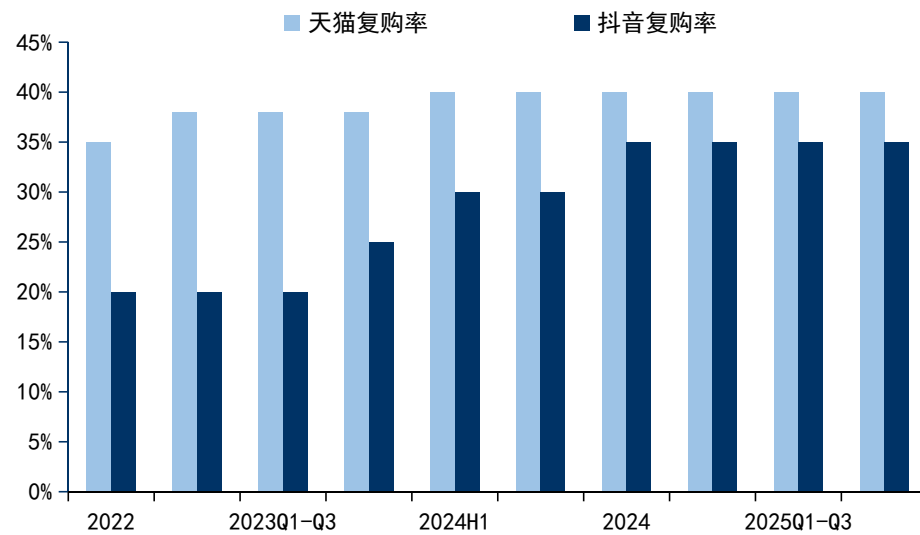
- **复购率**：自2022年以来，天猫和抖音复购率均稳中有升，目前已处于较为稳定状态，分别为40%/35%，其中大单品复购率更是高达45%+，在行业内均处于较高水平。
- **ROI**：天猫平台目前已有2年多时间ROI维持平稳，3.2左右；抖音平台由于平台算法的变化流量成本加高，ROI不断下滑，但目前亦达到2.5，这远高于目前抖音渠道仅能维持盈亏平衡的大部分品牌，略高于外资同价位品牌如巴黎欧莱雅。

图23：主品牌天猫和抖音渠道复购率



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图24：主品牌天猫和抖音渠道ROI

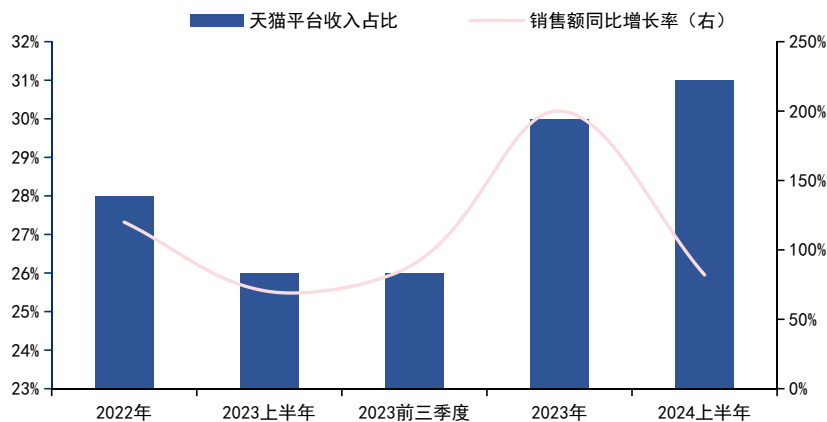


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

3.4.1 主品牌增长驱动一：红宝石&双抗系列仍是基本盘

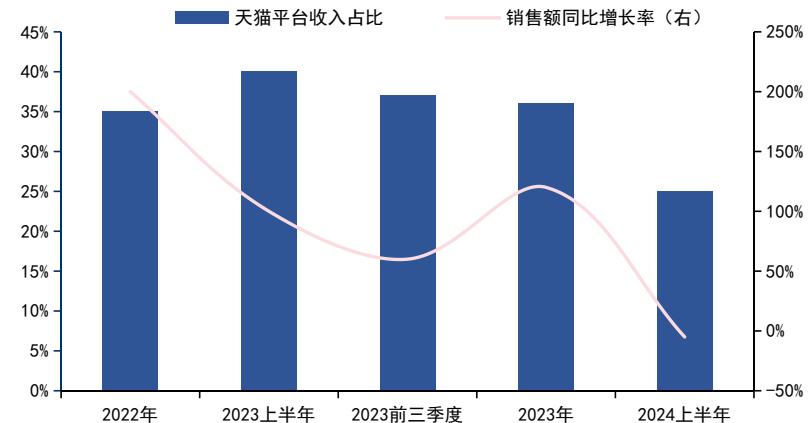
- 目前来看，红宝石和双抗系列仍是主品牌珀莱雅的核心基本盘。根据久谦数据，2025 年两大系列线上 GMV 占比达 69.5%，2026 年 1-4 月亦达到 65.9%；虽因防晒、能量等系列占比提升有所回落，但仍是主品牌业绩核心基本盘。据公司公告，除 2024 年上半年因双抗系列尚未升级、表现偏弱导致占比下滑外，此前红宝石 + 双抗在天猫渠道占比长期处于 60%-70% 区间。2026 年随着各系列正常升级迭代，占比已恢复至历史同期水平。
- 从核心两大系列来看，目前红宝石和双抗的产品矩阵已较为完善，涵盖精华、面霜、水乳、面膜等品类；但从季度销售表现看，销量会随季节波动与公司产品迭代节奏呈现波动，例如双抗水乳与精华在2025Q2销售显著增长，主要得益于双抗4.0版本升级落地。

图25：红宝石系列天猫渠道表现



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图26：双抗系列天猫渠道表现



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

3.4.2 核心大单品系列仍具备市场竞争力

- 以两大系列核心大单品红宝石面霜和双抗精华为例：
 - 红宝石面霜在大众抗老面霜赛道，无论销售额还是小红书热度均领先同业；其市场热度与外资高端产品修丽可AGE面霜相近，凭借销量规模优势，在大众价位段中销售额表现突出。
 - 双抗系列主打“抗糖 + 抗氧”多维提亮，在同类定位中具备鲜明差异化。行业内多数产品或侧重美白淡斑、或侧重抗氧抗衰，同时兼顾抗糖与抗氧的高性价比产品相对稀缺，凭借功效与性价比优势，双抗精华在同价位段中销量表现领先。

表3：核心大单品及竞品对比

竞品	核心成分	核心功效	单价(元)	销售额(亿)			销量(万件)			近一年小红书热度(万)
				2023	2024	2025年	2023	2024	2025年	
珀莱雅红宝石面霜	双环肽	抗衰	5.3	8.56	14.14	10.07	311.5	525.2	360.8	1.66
olay超红瓶	超导肉毒肽	抗衰	6.7	1.38	3.85	6.19	39.3	109.0	195.5	0.88
修丽可AGE面霜	玻色因	抗糖抗衰	37.1	6.56	8.50	11.60	37.3	51.8	75.9	1.60
欧莱雅小蜜罐	玻色因PRO	抗衰	5.0	4.28	5.63	5.37	442.7	202.6	233.3	0.81
双抗精华	麦角硫因+EUK-134+ 虾青素	抗糖抗氧美白	6.5	12.73	13.47	6.45	374.3	345.7	197.9	2.20
娇韵诗双萃	姜黄酮+植物A醇	抗氧修护	21.6	10.94	16.64	13.0	112.7	173.0	151.8	5.29
自然堂小紫瓶	虾青素+烟酰胺	抗氧抗衰	4.86	1.53	2.14	2.08	66.8	88.3	112.2	1.47

资料来源：久谦、千瓜、天猫官方旗舰店、国信证券经济研究所整理

3.4.3 核心系列持续迭代升级稳定基本盘

表4：红宝石和双抗系列往年推新情况

年份	月份	产品名称	所属系列
2020年	2月	红宝石精华1.0	红宝石
	4月	双抗精华1.0	双抗
	4月	双抗面膜1.0	双抗
	6月	双抗小夜灯眼霜1.0	双抗
	9月	红宝石面膜1.0	红宝石
	11月	红宝石面霜1.0	红宝石
2021年	1月	红宝石水乳1.0	红宝石
	4月	双抗精华2.0	双抗
	5月	红宝石精华2.0	红宝石
	8月	红宝石眼霜1.0	红宝石
	8月	双抗面膜2.0	双抗
2022年	5月	红宝石面霜2.0	红宝石
	7月	双抗小夜灯眼霜2.0	双抗
2023年	1月	红宝石面膜2.0	红宝石
	2月	红宝石水乳2.0	红宝石
	4月	双抗精华3.0	双抗
	5月	红宝石眼霜2.0	红宝石
	10月	红宝石面霜3.0	红宝石
2024年	4月	红宝石精华3.0	红宝石
	5月	净源油皮水	红宝石
2025年	4月	双抗精华4.0系列（精华水乳霜）	双抗
	9月	双抗眼霜3.0	双抗
	9月	红宝石面膜3.0	红宝石
	9月	红宝石次抛	红宝石

资料来源：公司官网、官方微博、官方微信公众号、国信证券经济研究所整理

- 如左表所示，公司会对于双抗和红宝石系列两年一次大升级，而对于当年升级后的产品销售额会有明显提升。
- 而26年为红宝石系列4.0升级（上次升级在2024年3.0），作为公司目前占比最高的系列，在更新迭代后有望保持一定增速。从美丽修行大数据上来看，公司目前已经备案4.0系列相关产品，包括水乳、面霜、眼霜、精华、颈霜。预计有望于今年Q3推出。同时红宝石系列刚于2月推出新品红宝石微珠精华，以水油微珠为载体，添加PDRN+独家双环肽+3D胶原，修护和抗老功效同时满足。

图27：红宝石和双抗系列近期新品



资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

3.5.1 主品牌增长驱动二：医研赋能，拓局线下OTC修护市场

- **源力MED系列专注医美术后修复。**以科研共创，妆械双轨为基石，深度协同三甲医院皮肤科，专注医美术后严重脆敏肌肤，精准覆盖特修/特皮/创面严苛修护场景，实现全周期分阶段修护。截至2026年5月源力MED系列已有5款新品推出，分别为胶原蛋白敷贴、修护水光喷雾（添加专研双重PDRN和专研重组十七型胶原蛋白）、医用重组胶原蛋白液体敷料、医用重组胶原蛋白软膏和医用胶原蛋白喷雾。
- 后续有望通过线上以及线下OTC渠道展开产品铺设。公司已于去年底至今年初组建了新的OTC团队负责渠道开拓，且线上妆字号产品与线下械字号产品完全区隔。同时今年1月珀莱雅官宣与一心堂合作，正式进驻线下OTC渠道，后续双方将以“医研赋能、妆械协同”为核心，共建专业护肤服务体系，让消费者在药房场景中即可获得更安心、精准的功效护肤解决方案。

表5：源力MED系列产品情况（截至2026年5月底）

产品名称	产品图例	产品类型	推出时间	核心成分	价格
医用重组胶原蛋白敷贴		械字号	2025.05	重组胶原蛋白	229r/5片
修护水光喷		妆字号	2026.01	专研双重PDRN+专研重组XVII型胶原	189r/50ml; 299r/100ml
医用重组胶原蛋白液体敷料		械字号	2026.01	重组XVII型胶原+重组III型胶原	389r/30支*1ml
医用重组胶原蛋白修护软膏		械字号	2026.01	重组胶原蛋白	230r/50g
医用重组胶原蛋白修护喷雾		械字号	2026.03	重组胶原蛋白	220r/100ml

资料来源：公司官网、天猫官方旗舰店、国信证券经济研究所整理

图28：珀莱雅与一心堂官宣合作




资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

3.5.2 主品牌增长驱动三：防晒赛道有望成为新增长引擎

- 近两年来，公司在防晒赛道持续深耕，依托深厚的研发底蕴，成功搭建起覆盖“全场景、全人群”的专利防晒产品矩阵。
- 品牌以“通勤保护”与“硬核户外”两大核心高频场景的爆品为破局抓手，精准锚定消费者的“科学防晒”心智。从行业大盘的竞争格局来看，据久谦数据，在防晒品类下珀莱雅的排名呈现逐步上升趋势，目前已位于第6名，但仍具有充足的上升水位。随着防晒矩阵的进一步丰富、高费效比营销的持续赋能，防晒板块有望突破现有体量，逐步跃升为驱动公司营收规模稳健增长的强劲新引擎。
- 2025年下半年，随着新任CMO果小的履新，团队精准踩中“军训季”这一细分时间窗口，在抖音等核心流量场域迅速打出营销组合拳，成功以极低的营销费用撬动了极具爆发力的销售转化。展望2026年，“蓝管防晒”作为兼具高强防晒与温和修护属性的重磅单品，有望与源力系列形成强烈的套系协同，迎来业绩的集中爆发。

表6：目前防晒产品矩阵

产品名称	产品图例	推出时间	功效	状态
轻享阳光羽感清透防晒(羽感防晒)		2021.5	摇摇乐质地，主打油皮友好	已退市
轻享阳光倍护养肤物理防晒液(云朵防晒)		2023.3	纯物理防晒，专为敏感肌、孕妇群体打造，透明氧化锌配方无泛白、不拔干，复配舒缓修护成分，兼顾日常防护与屏障养护，适配全肤质日常通勤	在售
轻享阳光盾护防晒液(盾护防晒)		2024.3	户外高倍防护标杆款，搭载独家Air超膜防护科技，实现16h防晒膜零断裂，防水防汗抗摩擦，物化结合配方体系，适配军训、海边、登山等高强度紫外线场景	在售
轻享阳光沁柔防晒精华乳(超膜蓝管防晒)		2025.2	搭载中国发明专利点阵击光超膜科技，防晒力增效60%，精简防晒剂体系实现高防护低负担，适配全肤质日常通勤	在售
轻享阳光修颜隔离防晒乳(超膜粉管防晒)		2025.2	兼顾高倍防晒、隔离润色、妆前打底三重功效，无假白、不卡粉，适配素颜通勤场景	在售
轻享阳光舒缓特护防晒乳(超膜蓝管防晒)		2025.8	医美术后/重度敏感肌专属款，联合三甲公立医院皮肤科实测认证，专研敏肌成膜科技，复配强韧舒缓体系，边防晒边修护，预防项目后反黑，温和无刺激	在售

资料来源：公司官网、天猫官方旗舰店、国信证券经济研究所整理

表7：防晒市场线上销售品牌排名

	2023	2024	2025	2026年1-4月
TOP1	蜜丝婷	蜜丝婷	蜜丝婷	蜜丝婷
TOP2	安热沙	安热沙	安热沙	安热沙
TOP3	欧莱雅	欧莱雅	欧莱雅	欧莱雅
TOP4	薇诺娜	兰蔻	兰蔻	兰蔻
TOP5	兰蔻	薇诺娜	薇诺娜	美康粉黛
TOP6	美康粉黛	美康粉黛	珀莱雅	珀莱雅
TOP7	花西子	资生堂	修丽可	修丽可
TOP8	资生堂	黛珂	美康粉黛	薇诺娜
TOP9	黛珂	修丽可	资生堂	谷雨
TOP10	玥之秘	花西子	花西子	伊菲丹
TOP11	高姿	理肤泉	柳丝木	羽西
TOP12	修丽可	肌肤之钥	黛珂	资生堂
TOP13	雪贝雅	柳丝木	Babi	韩束
TOP14	悠宜	悠宜	理肤泉	花西子
TOP15	娜丽丝	伊菲丹	雅丽洁	科颜氏
TOP16	安妍科	雅丽洁	肌肤之钥	柳丝木
TOP17	理肤泉	高姿	娜丽丝	雅丽洁
TOP18	碧柔	珀莱雅	羽西	肌肤之钥
TOP19	玉兰油	玥之秘	美肤宝	美肤宝
TOP20	曼秀雷敦	美肤宝	伊菲丹	懿美博士

资料来源：久谦、国信证券经济研究所整理

3.5.3 主品牌增长驱动四：高端线兼顾品牌与盈利增长

- “能量”系列是品牌锚定高端进阶抗老赛道打造的核心战略产品线。公司于2022年12月以启时滋养精华油完成赛道卡位与市场认知铺垫，2023年9月正式推出覆盖水、乳、面霜、眼霜的完整护肤矩阵，成功卡位400元以上高端价格带，并于2025年5月推出能量蕴白系列拓展“抗老+美白”双效细分赛道。2025年8-9月依托斩获IFSCC国际基础研究奖项的线粒体抗衰科研成果，完成全系列2.0版本升级；该系列以“细胞能量抗老”为核心差异化定位，通过Cellergypro™复合配方与独家檀能因复合物实现抗老维度全面进阶。
- 从市场表现来看，当前国内高端美妆消费市场呈现稳步复苏态势，据《2025年度美妆护肤线上市场趋势洞察》显示，2025全年美妆护肤线上销售额同比增长9.7%，其中1000-2000元护肤线上销售额增速达19.6%，远高于大盘整体表现。而能量系列的高端化布局完美契合了当前美护消费市场分级以及高端需求稳步复苏的宏观趋势。
- 对于企业整体发展而言，“能量”系列不仅持续拔高品牌整体定位与市场调性，助力品牌摆脱平价护肤标签、树立高端专业品牌形象；同时高端产品自带高盈利属性，也成为公司营收结构中拉动整体毛利率水平的重要核心支柱。

图29：能量系列产品



资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

3.5.4 主品牌增长驱动五：品类与场景多维延伸

- 同时主品牌正积极通过差异化的品类推新与场景定位，打破原有客群边界，实现主品牌用户画像的全面拓宽。
- **Proya LIGHT**：该系列主要定位轻量级护肤/彩妆方案，强调成分精简、使用步骤快捷、负担感低。覆盖场景聚焦年轻肌（如学生党、初入职场人群）及快节奏妆容需求，并在抖音渠道首发，深度适配短视频与直播生态，以更低的购买门槛抢占抖音渠道出清白牌后的红利市场。
- **男士护肤**：同时公司于26年1月重新推出男士系列，并以“PROYA MEN 蕴能多效系列”命名，产品系列只包含洁面、水、乳三款，通过标注使用顺序解决男士对护肤步骤不敏感的痛点；主打控油和抗衰两大功效；同时产品包装以银色和深蓝色为主，简约大气，也符合现代审美；并采取合理定价，全套售价399元（洁面100g+水150ml+乳120ml）。男士系列主要定位为过节送礼或女士为男士购买的场景化产品，并通过抖音单个直播间的专属打法推广。
- **彩妆**：在护肤基本盘的流量加持下，珀莱雅主品牌顺势将触角延伸至彩妆赛道。策略上，公司避开了色彩类彩妆的激烈内卷，选择以消费者高频刚需、且技术壁垒相对较高的“底妆”品类作为核心切入点。通过提供适配多肤质、多场景的底妆产品，主品牌有效承接了既有护肤客群的溢出需求，实现了从“护肤”到“美颜”的一站式覆盖，进一步提升了单客的生命周期价值与品牌连带率。

图30：珀莱雅旗下去年以来重点推出的其他系列产品



资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

四、公司分析二：多品牌矩阵—集团化美妆龙头 持续推进

4.1 集团目前品牌矩阵已较为完善

- 目前公司旗下品牌矩阵较为完善，从50元的学生洁面（悦芙媿）到400元的抗衰精华（珀莱雅/科瑞肤），再到200元的专业粉底（彩棠），集团精准覆盖了中国化妆品市场消费最主力的大众至中高端人群。同时集团成功验证了“大单品策略”的可复制性。从珀莱雅的“红宝石/双抗”，到彩棠的“三色修容盘”，再到OR的“温泉水洗发水”，核心子品牌都有一款极具统治力的核心爆品带动全盘增长。

表8：公司目前品牌矩阵情况

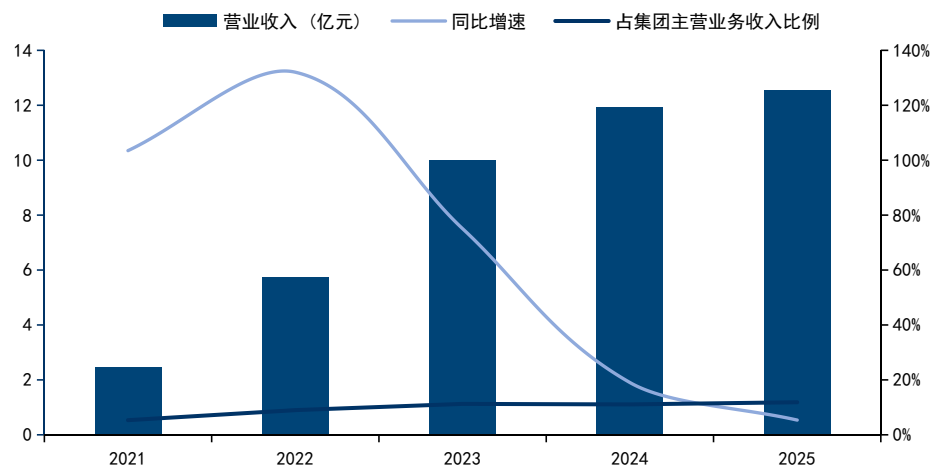
品类	品牌	介绍	价格带(RMB)	2024营收(亿)/增速	2025营收(亿)/增速
护肤	珀莱雅	作为主品牌集团绝对营收支柱(占比<80%)。	200-500元	85.81/yoy+19.55%	76.89/yoy-10.39%
	悦芙媿	平价/油皮亲妈针对大学生、职场新人，主打清洁与多酸。承接年轻入门用户。	50-150元	3.32/yoy+9.41%	3.71/yoy+11.80%
	科瑞肤	高功效/硬核科技针对毛孔管理、顽固痘印等进阶需求，填补集团在“强功效/皮肤学级”赛道的空缺。	260-450元	0.5/yoy+0.4%	0.75/yoy+48.8%
	圣歌兰	补充高端技术背书，主要通过代理模式运营。早年引入圣歌兰是为了学习其母公司(LipoTrue/Prima-Derm)的胜肽技术，为珀莱雅红宝石精华的研发提供技术参考。	300-600元	0.1/yoy+188.1%	0.27/yoy+171.1%
彩妆	彩棠	专业化妆师品牌，打造古风东方美。以底妆成功卡位中高端。	100-300元	11.91/yoy+19.04%	12.55/yoy+5.37%
	原色波塔	潮流色彩/个性多巴胺配色、与IP联名，补充集团在“玩色”领域的空缺。	60-150元	1.14/yoy+138.36%	2.56/yoy+125.38%
	花知晓	少女心/强视觉极繁主义包装，独树一帜。2026年5月公司收购该品牌，持股51%，该品牌在东南亚及日本市场表现极佳，弥补了集团在纯视觉系彩妆以及出海上的短板。	100-200元	/	17.26
洗护	Off&Relax	日系高端头皮护理温泉水概念、防脱、蓬松。成功避开阿道夫等传统国货的价格战，在天猫/抖音的高端洗护榜单前列。	100-180元	3.68/yoy+71.14%	7.44/yoy+102.19%
	惊时	主打控油蓬松洗发系列，规模尚小，主要用于覆盖OR之下的价格带，平价洗护覆盖下沉市场，避免用户向低价位竞品流失。	50-80元	/	0.96/yoy+441.66%

资料来源：公司官网、公司公告、天猫官方旗舰店、国信证券经济研究所整理，注：科瑞肤、圣歌兰收入为久谦线上GMV

4.2.1 彩棠—集团孵化的首个10亿新品牌与国货彩妆标杆

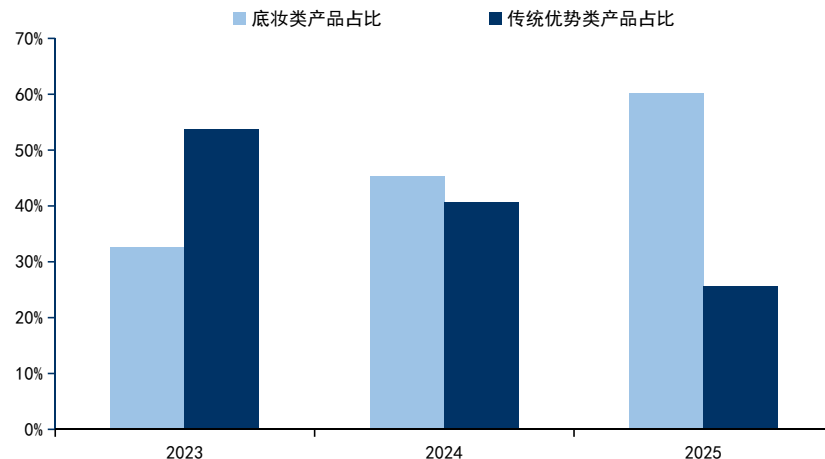
- 彩棠自2019年被公司收购并持续孵化以来，实现从千万级到十亿级的规模跨越。核心源于珀莱雅控股后注入供应链、全域运营资源。品牌锚定中式美学差异化定位，并打造修容、底妆核心爆品。2024年受高基数、彩妆赛道竞争加剧等影响，叠加品牌主动转向精细化运营、优化投放与产品结构，增速阶段性回落。2025年，在历经品牌主理人团队平稳交接后，全年业绩实现稳健的小幅增长，同时目前来看品类结构更趋均衡。据久谦数据，2025年线上彩棠底妆类（小圆管粉底液、双生气垫、修颜乳等）收入占比已达60%，该品类毛利率、复购率、粘性更高；原有优势单品（修容、腮红、遮瑕、高光）虽占比有所下降仍保持行业领先地位。
- 后续来看，预计品牌将持续深化彩妆矩阵。底妆端，即将推出成分与肤感全面迭代的妆前乳2.0，并顺势扩充粉底及气垫产品线；色彩端，强势拓展眼唇品类，以“一季一色”主题按季推新释放增量；创新端，前瞻布局“妆护合一”赛道（如双层气垫），并全面焕新包装器型与视觉体系，精准契合年轻化新审美，构筑品牌新增长引擎。

图31：彩棠收入及增速



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图32：彩棠品类占比

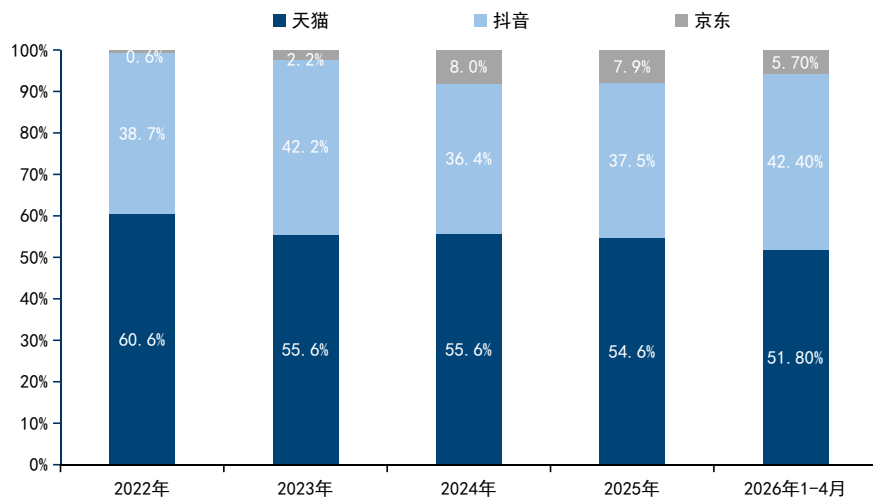


资料来源：久谦、国信证券经济研究所整理

4.2.2 彩棠—集团第二增长曲线的核心构成与国货彩妆标杆

- 目前来说，彩棠品牌在线上仍以天猫渠道为主，据久谦数据，近3年天猫渠道占比均超50%，且保持稳定，但同时抖音渠道占比也在近期持续提升，整体渠道的布局 and 主品牌类似也和公司整体战略具有一致性。
- 但同时，品牌的抖音渠道2025年ROI呈现了一定的下滑态势，一方面由于线上流量成本愈发高企，另一方面，彩棠近年来重点发力粉底液、气垫等“大底妆”类目，需要品牌在前期投入大量的市场教育费用、派样费用以及达人评测背书（如2025H1在抖音平台签约了大量腰部及以下的达人）。这种战略性的品类扩张，在短期内推高了全渠道的营销费用率，也导致整体ROI的下行，不过也是品牌打开品类空间的必要尝试，未来随着公司不断大力发展自播渠道，也有望带动后续长期健康发展。

图33：彩棠线上各渠道占比



资料来源：久谦、国信证券经济研究所整理，注：天猫渠道占比=天猫/天猫+京东+抖音

表9：彩棠抖音结构及天猫和抖音渠道ROI、复购率

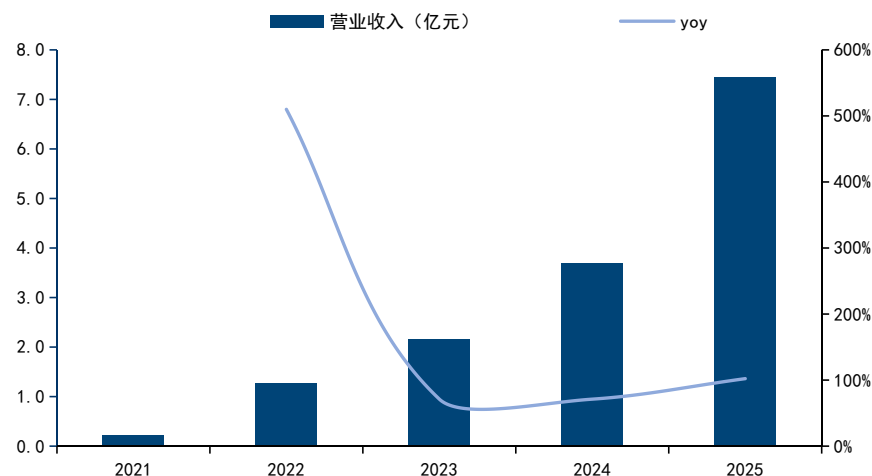
时间	抖音（自播:达人播:其他/商城）	天猫ROI	抖音ROI	天猫复购率	抖音复购率
2022年全年	4.5:3:2.5	3-	3+	10%+	10%+
2023年上半年	5:3:2	3-	3+	10%左右	15%+
2023年1-9月	5:3:2	3-	3+	10%+	15%+
2023年全年	5:4:1	2.5左右	3左右	15%	20%+
2024年上半年	3.5:5.5:1	2左右	2.5	25%+	20%左右
2024年1-9月	3:6:1	2-	2.5	25%+	20%
2024年全年	3.3:5.7:1	2-	2.5	25%+	20%+
2025年上半年	2:6.5:1.5	2	1.8左右	25%+	20%+
2025年1-9月	3:5.5:1.5	2	1.7左右	25%+	25%+
2025年全年	3.8:5:1.2	2+	1.7	25%+	20%+

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

4.3.1 Off&Relax——专研头皮护理，构筑集团洗护增长极

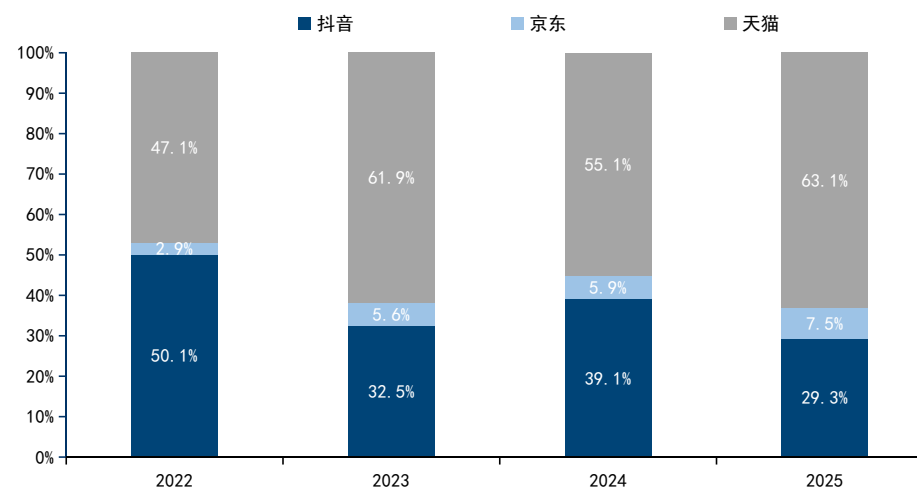
- Off&Relax是2020年诞生于日本的中高端温泉头皮护理品牌，主打亚洲人专属头皮养护，2021年6月珀莱雅完成战略收购并将其正式引入中国市场，成为集团布局个护赛道的核心标的。其业绩呈现清晰的阶梯式高增特征，依托珀莱雅成熟的供应链、全域运营能力与大单品策略，快速打造核心爆品，在当年营收就爆发式增长至1.26亿元，实现从0到1的爆发式增长。2023-2024年持续深耕赛道、深化产品矩阵与渠道精细化运营，连续两年保持71%左右的稳健高增。2025年，2025年品牌持续推新，上线防脱系列，并加大与头部主播的合作力度，增速再次提升至102.19%，实现营收7.44亿。
- 而从渠道结构上来看，和主品牌以及彩棠品牌类似，天猫仍是Off&Relax主阵地，且作为新锐品牌和超头李佳琦合作表现良好。

图34: Off&Relax收入及增速



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图35: Off&Relax线上各渠道占比



资料来源：久谦、国信证券经济研究所整理，注：天猫渠道占比=天猫/天猫+京东+抖音

4.3.2 Off&Relax——专研头皮护理，构筑集团洗护增长极



- **洗护赛道品类扩容升级空间广阔**：Off&Relax持续深耕亚洲头皮微生态，稳步推进产品矩阵的高端化与精细化扩容。品牌从基础洗护起步，相继切入控油、修护、防脱及净屑等细分赛道，并于2026年1月重磅推出“星级奢感修护系列”，精准锚定重度受损人群，进一步拔高品牌奢护调性与价格天花板。在营销端，品牌通过高频礼盒策略强化场景渗透，2025年全年，OR相继推出十余款限定礼盒，不仅精准覆盖“618”、“双11”等核心电商大促，更穿插了季节限定与德寿宫联名等极具情绪价值的产品。“大单品+情绪礼盒”的组合打法，有效拓宽了悦己与送礼消费场景，成为拉动业绩规模与用户粘性持续跃升的强劲动能。

表10：Off&Relax产品系列

系列名称	推出时间	核心单品	定位
温泉核心基础洗护系列	2021年6月28日 (2025年8月上线2.0升级版款)	温泉清爽蓬松洗发水/护发素、 温泉水润保湿洗发水/护发素	品牌国内核心系列，蓬松线适配油性/中性头皮主打48h长效蓬松；滋润线适配干性/中性、轻微受损发质，主打保湿柔顺
护发系列	2021年6月28日	温泉密集滋养热感发膜、沁盈柔亮护发精油、焕亮发乳油	品牌基础修护配套线，与首发洗护系列同步上线，覆盖冲洗型/免洗型护发单品，完善“洗-护-养”全链路布局
控油系列	2023年1月 2024年3月（补齐控油洗发水） 2024年7月（补齐头皮控油精华）	头皮轻盈洁净凝露（预洗泥膜）、净彻控油洗发水、头皮平衡控油精华液	专为油性头皮定制的细分功效线，主打根源控油、头皮微生态与屏障调理，分步骤完成全场景控油矩阵布局
修护系列	2023年7月	夜间修护洗发水、夜间修护护发素、夜间修护深层滋养发膜	主打睡眠间集中修护日间损伤，适配烫染受损干枯毛躁、干敏头皮人群
防脱系列	2024年1月（首发育发液） 2024年9月（上线锁发瓶） 2025年9月（上线焕发安瓶）	防脱育发精华液（育发液）、 防脱锁发瓶洗发水（油皮/干皮定制款）、防脱焕发安瓶	品牌持证功效核心线，获国家药监局国妆特字认证，构建起“日常洗护+精华养护+密集焕活”全周期防脱矩阵
净屑系列	2025年2月	净屑洗发水（油皮/干皮定制款）、净屑头皮精华	专为头屑问题头皮定制，搭载磁能净屑科技，主打去屑不反复、舒缓修护头皮屏障
星级奢感修护系列	2026年1月20日	星级修护洗发水、星级修护发膜、星级焕亮发乳油	品牌最高端奢护线，专为亚洲重度烫染漂受损发质研发，首创“双轴芯”修复系统，锁色固色为附加修护功效

资料来源：公司官网、天猫官方旗舰店、国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

表11：Off&Relax2025年推出限定礼盒情况

礼盒系列	推出时间
林一品牌大使专属 OR 蓬松限定礼盒	2025年2月24日
38 女神节「愈养蓬松」限定礼盒	2025年3月4日
春日花园季节限定系列	2025年4月16日
520「香愈心动」限定礼盒	2025年5月20日
618「蓬松国货」限定礼盒	2025年6月15日
冰荔玫瑰夏季限定系列	2025年7月22日
秋日桂语（秋染落桂）季节限定系列	2025年9月8日
四周年「整全愈养」限定纪念礼盒	2025年9月10日
双11「全场景愈养」限定礼盒	2025年10月20日
Off&Relax× 德寿宫「檀韵新禧」冬季限定系列	2025年12月8日
双12 & 圣诞「四季香愈」限定礼盒	2025年12月20日

资料来源：公司官网、天猫官方旗舰店、国信证券经济研究所整理

4.4.1 花知晓——外延发力补齐彩妆品牌矩阵

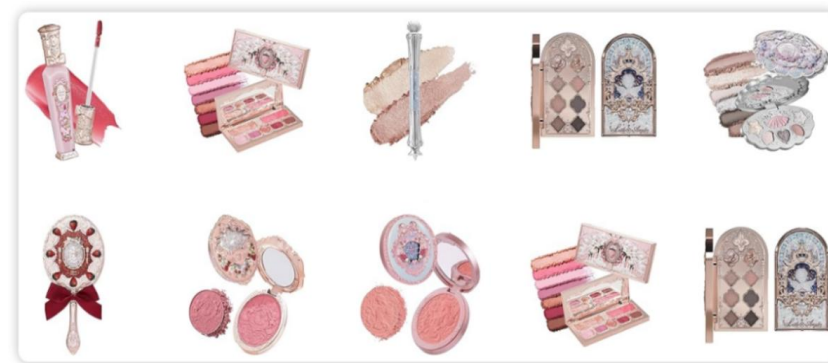
- 2026年5月22日，公司公告全资子公司珀莱雅（海南）拟以自有资金3.51亿现金，收购花知晓12.5479%的股权。本次交易前，珀莱雅已参股持有花知晓38.4521%的股权，交易完成后，公司对花知晓的持股比例将升至51%，实现绝对控股，纳入公司财报合并范围。花知晓2025年实现营收17.26亿，净利润2.8亿，净利率达16.2%；2026Q1实现营收6.75亿/净利润1.55亿，净利率22.9%，盈利水平持续提升。
- 花知晓成立于2016年，系国内“少女心”细分赛道极具代表性的新锐彩妆品牌。凭借精准的客群定位与全渠道营销发力，品牌线上销售动能强劲。根据久谦数据，2026年1-4月花知晓国内线上全渠道GMV同比劲增78.4%，其中抖音渠道增速更是高达124%，展现出较强的业绩爆发力。品牌具备三大核心差异化壁垒：1) **粉丝经济优化盈利模型**：销售峰值集中于新品首发，实现“去大促化”，大幅降低买量依赖与销售费用率，净利率领跑同业。2) **高颜值构筑视觉壁垒**：战略性倾斜包装设计，契合年轻受众“悦己”审美，自带“开箱”社交属性，驱动自然流量与长效复购。3) **全球化扩张加速兑现**：在渠道端，品牌不仅深耕日本市场（成功打入Loft、Plaza等核心线下美妆集合店），更相继攻克了美国Urban Outfitters、ULTA Beauty及英国Boots等欧美主流美妆零售体系，出海增量逻辑正持续兑现。

表12：花知晓财务数据

财务指标	2025年	2026Q1
资产总额（亿元）	6.88	8.45
负债总额（亿元）	2.82	2.84
净资产（亿元）	4.06	5.6
营业收入（亿元）	17.26	6.75
净利润（亿元）	2.8	1.55
扣除非经常性损益后的净利润（亿元）	2.83	1.55

资料来源：Wind、公司公告、国信证券经济研究所整理

图36：花知晓产品



资料来源：花知晓官网、国信证券经济研究所整理

4.4.2 花知晓——粉丝经济粘性强且海外空间广阔

- 作为较早布局出海的国货美妆品牌，花知晓在海外市场已成功跑通“高溢价+跨区域”的盈利模型，具备了极具稀缺性的国际化实战经验与品牌声量。
- 日本市场（从0到1）：2019年，花知晓正式将日本作为出海首站。避开线上买量内卷，品牌直接切入高门槛的线下美妆零售体系。2020年至2021年间，凭借契合本土“少女美学”的差异化视觉，迅速打透并入驻LoFt、Cosme等超300家核心集合店，2020年当年出货量即突破2000万件。依托线下强背书与“本土电商+亚马逊”的交易承接，其日本终端售价达国内1.5至2倍。这成功打破了国货“低价换规模”的路径依赖，成功跑通了高溢价的本土化盈利模型。
- 美国市场（从1到N）：验证产品力后，预计美国现已反超日本成为其最大海外单一市场。线上端，2022年品牌欧美DTC独立站正式上线，开启“独立站+亚马逊”双轨并行，沉淀核心受众并网罗泛流量。线下端迎来里程碑式跨越：2024年，品牌成功入驻美国知名年轻态连锁Urban Outfitters；2025年底，正式打入美国最大高端美妆零售巨头ULTA Beauty。这标志着品牌已从“亚文化圈层”成功跃升为被北美主流商业体系接纳的全球化彩妆。

表13：部分彩妆品牌2025年9-11月美妆独立站数据

品牌	总访问量	直接访问量	自然搜索	付费搜索	社交媒体
colourpop.com	608.4万	47.14%	26.26%	10.19%	13.14%
flowerknows.co	252.2万	45.53%	23.21%	13.43%	13.21%
toofaced.com	90.7万	41.07%	38.62%	8.10%	9.41%
missha.com	22.7万	51.69%	35.18%	0.04%	9.02%
etude.com	4.5万	34.07%	51.12%	2.55%	7.30%

资料来源：蓝海亿观、国信证券经济研究所整理

4.5 其他品牌——多维品牌矩阵夯实全域成长底座

- **悦芙媿**：2025年实现营收3.7亿/yoy+11.8%，近两年均保持稳定增速。锚定18-24岁年轻肌及下沉市场，以“油皮精简护肤”为错位竞争抓手。核心爆品（洁颜蜜、泥膜）具备高频刚需属性，有效补齐了主品牌在大众价格带的生态位。该品牌不仅贡献了稳健的营收底座，更为集团低成本沉淀了高潜力年轻流量池，前置性拉长了单客的全生命周期价值。同时品牌作为集团出海的先行军，依托极致的性价比优势与成熟的社媒内容打法，前瞻性向东南亚等海外高潜市场渗透。
- **原色波塔**：2025年实现营收2.6亿/yoy+125.4%，近两年始终维持较高增速。以未来朋克视觉差异化切入新世代圈层，跳脱传统彩妆内卷红海。该品牌通过极具视觉张力的色彩类单品，与公司内部其他彩妆品牌如主打中式美学的彩棠、少女心彩妆花知晓形成完美的受众互补与战略协同，进一步丰满了集团在彩妆领域的品类厚度，打开了全新的规模增量空间。
- **惊时**：2025年实现营收1.0亿/yoy+441.7%。依托集团本土核心研发体系，以专研科技硬核切入“头皮微生态”赛道。在战略站位上，惊时主打“唤醒生机”的东方植萃与直给功效，与主打“日系专研、情绪疗愈”的高端线OR (Off&Relax) 形成完美的客群互补与价格带错位。这种“一高一低、一感性一硬核”的双品牌协同，全面织密了集团在洗护板块的生态网，稳步夯实第二业绩增长曲线。
- **科瑞肤**：2025年实现营收0.8亿/yoy+48.8%，受益于高端消费回暖，25年增速显著提升。定位先锋实验室级科学护肤，依托集团顶配“产学研”闭环，主攻定制化强功效方案。凭借“毛孔调理精华”等高客单价核心大单品，成功切入高净值“成分进阶党”受众。其强技术壁垒与高溢价属性，将有效拉动集团整体毛利率中枢向上演进，构筑深厚的品牌科研护城河。

五、盈利预测与估值

5.1 盈利预测

■ 收入端，我们分品牌进行拆分预测：

- 1) 主品牌珀莱雅：作为公司营收的基本盘与核心利润来源，近年来凭借“早C晚A”双抗、红宝石及能量系列成功完成了从大众到高端的卡位。预计今年在团队人员磨合跌幅收窄，后续企稳回升，2026E-2028E主品牌实现收入73.89/73.44/74.22亿元，对应增速-4%/-1%/+1%。
- 2) 彩妆板块（花知晓+彩棠）：原生彩妆主力彩棠在经历前期翻倍高增后步入稳健期，2025年实现收入12.55亿元/yoy+5%，预计2026E-2028E将保持10%/7%/5%的稳定增速。花知晓于2026年并表，极大拓展了公司的彩妆受众版图与出海空间。2025年实现17.26亿收入，预计后续仍凭借品牌定位和出海优势持续快速增长，2026E-2028E收入对应增速30%/19%/12%。今年预计并入半年收入，27年开始全年并入公司报表。
- 3) 洗护及其他潜力子品牌：OR依托高端头皮洗护迎来爆发式放量，2025年实现102%翻倍增长至7.44亿元。依托洗护市场的蓝海红利，预计OR在2026E-2028E将实现50%/30%/23%的高增。此外，下沉护肤品牌悦芙媞稳扎稳打，预计未来三年维持约3%-5%增速；新锐细分品牌原色波塔与惊时（2025年yoy分别高达125%和442%）等亦从低基数起步展现出极强的弹性，共同驱动集团生态的多维繁荣。

表14：公司收入拆分

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营收	37.52	46.33	63.85	89.05	107.78	105.97	122.33	145.22	155.74
yoy	20%	23%	38%	39%	21%	-2%	15%	19%	7%
毛利率	63.6%	66.5%	69.7%	69.9%	71.4%	73.3%	74.1%	74.3%	74.5%
珀莱雅	29.86	38.29	52.64	71.77	85.81	76.89	73.89	73.44	74.22
yoy	12%	28%	37%	36%	20%	-10%	-4%	-1%	1%
占比	79.7%	82.9%	82.7%	80.6%	79.6%	72.6%	60.4%	50.6%	47.7%
彩棠	1.21	2.46	5.72	10.01	11.91	12.55	13.81	14.77	15.51
yoy		103%	132%	75%	19%	5%	10%	7%	5%
占比	3.2%	5.3%	9.0%	11.2%	11.0%	11.8%	11.3%	10.2%	10.0%
OR		0.21	1.26	2.15	3.68	7.44	11.16	14.51	17.84
yoy			510%	71%	71%	102%	50%	30%	23%
占比		0.4%	2.0%	2.4%	3.4%	7.0%	9.1%	10.0%	11.5%
悦芙媞		0.65	1.87	3.03	3.32	3.71	3.90	4.01	4.13
yoy			188%	62%	10%	12%	5%	3%	3%
占比		1.4%	2.9%	3.4%	3.1%	3.5%	3.2%	2.8%	2.7%
原色波塔					1.14	2.56	4.61	6.91	8.29
yoy						125%	80%	50%	20%
占比					1.1%	2.4%	3.8%	4.8%	5.3%
惊时						0.96	1.82	2.92	3.85
yoy						442%	90%	60%	32%
占比						0.9%	1.5%	2.0%	2.5%
其他品牌	6.45	4.72	2.36	2.09	1.92	1.86	1.92	1.96	1.98
yoy		-27%	-50%	-12%	-8%	-3%	3%	2%	1%
占比	17.2%	10.2%	3.7%	2.3%	1.8%	1.8%	1.6%	1.3%	1.3%
花知晓						17.26	22.44	26.70	29.91
yoy							30%	19%	12%
占比							18.3%	18.4%	19.2%

数据来源：Wind、国信证券经济研究所预测

5.1 盈利预测

■ 利润端预测：

1) 毛利率方面，如前文所述，得益于公司“大单品”战略的持续兑现以及产品结构的不断优化（如高毛利的产品线占比持续提升），以及自身对于平台促销策略优化，带动毛利率稳步走高，2025年公司整体毛利率已达到73.26%。而未来随着高客单价产品进一步放量及子品牌矩阵的高质量协同，产品结构调整将持续拉动毛利率上行，预计2026-2028年毛利率将分别提升至74.10%、74.30%和74.50%。

2) 费用率方面，销售费用率：考虑到线上流量成本愈发高企，虽然公司启动降本增效但同时考虑到高费用投放的抖音渠道占比的提升，且公司旗下新锐子品牌在拓展期需要投入大量的市场教育与营销投放费用，预计公司整体销售费用率未来三年将延续上行态势，预计2026-2028年销售费用率将分别为50.80%/51.40%/51.80%。随着公司整体业绩规模保持稳健增长，精细化运营下的规模效应逐步显现，预计管理及研发相关费用率将呈现稳中有降的趋势。预计2026-2028年管理费用率将分别逐年下行至3.50%/3.43%/3.40%；同时研发费用率预计将维持在2.00%、1.95%和1.90%的合理区间内。

表15：未来3年盈利预测表

单位（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	10778	10597	12233	14522	15574
营业成本	3084	2833	3168	3732	3971
销售费用	5161	5259	6214	7465	8067
管理费用	366	404	446	516	547
研发费用	210	217	245	283	296
营业利润	1890	1876	2165	2427	2617
利润总额	1889	1871	2162	2424	2614
所得税费用	304	328	378	424	457
归属于母公司净利润	1552	1498	1732	1942	2094

数据来源：Wind、国信证券经济研究所预测

综上，根据以上假设预测，公司2026-2028年分别实现营收122.33/145.22/155.74亿，同比+15.4%/18.7%/7.2%；实现归母净利润17.32/19.42/20.94亿，同比+15.6%/12.1%/7.8%，EPS为4.36/4.89/5.28元/股。

5.2 绝对估值：68.4–85.1元/股

- 我们采用FCFE估值法对公司进行绝对估值，首先分别对公司的盈利预测和资本成本要素进行假设，并进行敏感性分析如下，对应合理估值69.8–85.6元/股，中值为76.7元/股。

表16：公司盈利预测假设条件（%）

	2024	2025	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E
营业收入增长率	21.04%	-1.68%	15.43%	18.72%	7.24%	5.00%	3.00%	2.00%	2.00%	2.00%	1.50%	1.50%
营业成本/营业收入	28.61%	26.74%	25.90%	25.70%	25.50%	25.50%	25.50%	25.50%	25.50%	25.50%	25.50%	25.50%
管理费用/营业收入	3.22%	3.60%	3.50%	3.43%	3.40%	3.40%	3.40%	3.40%	3.40%	3.40%	3.40%	3.40%
研发费用/营业收入	1.95%	2.05%	2.00%	1.95%	1.90%	1.90%	1.90%	1.90%	1.90%	1.90%	1.90%	1.90%
销售费用/销售收入	47.88%	49.63%	50.80%	51.40%	51.80%	51.80%	51.80%	51.80%	51.80%	51.80%	51.80%	51.80%
所得税税率	16.09%	17.54%	17.50%	17.50%	17.50%	17.50%	17.50%	17.50%	17.50%	17.50%	17.50%	17.50%

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

表17：资本成本假设

无杠杆Beta	1	T	17.50%
无风险利率	2.60%	Ka	9.10%
股票风险溢价	6.50%	有杠杆Beta	1.04
公司股价（人民币）	57.75	Ke	9.34%
发行在外股数	397	E/(D+E)	95.80%
股票市值(E)	22917	D/(D+E)	4.20%
债务总额(D)	1004	WACC	9.13%
Kd	5.30%	永续增长率（10年后）	1.5%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所假设，注：股价采用5月25日收盘价

表18：绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析

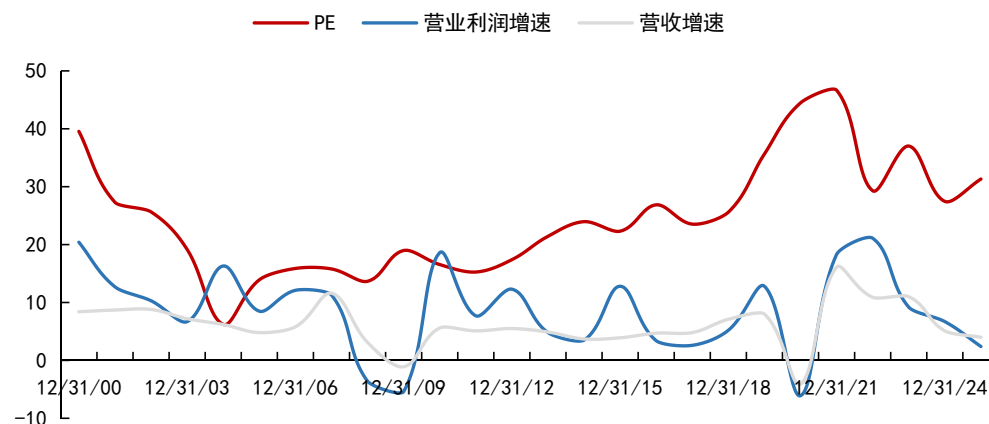
		Ke变化				
		8.3%	8.8%	9.34%	9.8%	10.3%
永续 增 长 率 变 化	2.5%	97.34	89.49	82.80	77.02	71.98
	2.0%	92.56	85.57	79.55	74.30	69.68
	1.5%	88.47	82.19	76.71	71.90	67.64
	1.0%	84.94	79.23	74.22	69.78	65.82
	0.5%	81.86	76.64	72.01	67.89	64.19

资料来源：Wind、国信证券经济研究所分析

5.3 相对估值：74.2-82.9元/股

- 回顾全球日化巨头的发展史，其终局形态多为“平台型公司”，通过多品牌、多市场的矩阵式扩张，实现对多元细分赛道与最广泛消费群体的深度覆盖。近年来，受全球宏观环境扰动、自身战略转型阵痛以及偶发性外部舆情等多重因素影响，部分国际巨头业绩出现较大波动。但若拉长周期，复盘其在1999年至2011年的成熟发展期：宝洁的营收与净利润CAGR分别为6.65%和9.99%；欧莱雅营收与净利润CAGR分别为5.46%和9.82%；花王则分别为2.10%与2.50%。
- 可以看出，这些日化龙头在跨越周期的长跑阶段，其业绩增速虽非爆发式（基本维持在单位数），但其估值中枢却极具韧性，长期稳定在20x（PE）左右。近年来，伴随全球资产流动性溢价及头部企业规模效应加剧，欧莱雅等巨头的估值更是跃升至30x区间。市场之所以愿意给予其长期的估值溢价，除了稳定且较高的分红回报外，核心更在于其“平台型企业”的底层逻辑：始终以消费者洞察为导向，依托强大的研发底座与中台系统支持能力，赋能子品牌不断向多元细分领域破圈，进而构筑起跨品类、跨周期的强劲抗风险护城河。
- 通过这些龙头公司跨市场的考察，我们可以清晰地看到平台型公司有估值溢价。简单地考察下来我们认为成熟的平台型公司有5-10倍的估值溢价。

图37：欧莱雅业绩和估值



资料来源：彭博、国信证券经济研究所整理

5.3 相对估值：74.2-82.9元/股

- 珀莱雅作为国货美妆龙头，核心由“功效护肤大单品+彩妆”双轮驱动，同时目前已经形成多维式品牌矩阵，逐渐向平台型公司进军。基于此，我们选取三大国货美妆龙头和一家全球美妆平台型公司龙头作为可比公司：1) 欧莱雅：全球美妆龙头，其通过内生孵化与外延并购，成功构建了覆盖“大众到顶奢、护肤到皮肤科及彩妆”的金字塔型品牌矩阵，也是公司未来品牌矩阵化发展模式的主要对标企业。2) 贝泰妮：国内皮肤学级护肤龙头。凭借“敏感肌”功效起家，并打造“特护”、“防晒”等大单品系列，与珀莱雅产品发展模式类似。3) 毛戈平：国内高端专业彩妆龙头。依托“专业彩妆+重度线下体验”在高端专柜破局并维持高溢价，为珀莱雅旗下高端品牌提供了核心对标。4) 上美股份：国内大众护肤与多品牌运营龙头，2025年营收规模仅次于公司。

表19：可比公司盈利预测及估值情况

代码	公司简称	股价	EPS				PE			
		2025/5/28	25A	26E	27E	28E	25A	26E	27E	28E
OR.PA	欧莱雅	368.70	12.71	13.68	14.82	15.92	31.32	26.95	24.88	23.16
300957.SZ	贝泰妮	37.00	1.20	1.50	1.74	1.61	33.18	25.21	21.66	23.5
1318.HK	毛戈平	57.40	2.46	3.18	4.00	4.90	30.04	16.11	12.78	10.44
2145.HK	上美股份	36.76	2.77	3.34	4.05	4.81	23.74	9.41	7.76	6.54
	平均值						29.57	19.42	16.77	15.91

资料来源：彭博、wind、国信证券经济研究所整理，注：欧莱雅为欧元，贝泰妮为人民币，毛戈平、上美股份为港元，其中欧莱雅、贝泰妮、毛戈平、上美股份为彭博一致预期

- 考虑到目前珀莱雅仍主要处于国内发展阶段，国际化尚处于起步阶段，因此会比照全球龙头给予一定的折价。并同时考虑国内美妆龙头公司平均估值17x，我们给予公司2026年PE为17-19x，对应市值为294.5-329.1亿元，股价为74.2-82.9元/股。
- **投资建议：**整体来看，珀莱雅虽然近年来经历了管理层更迭，品牌增长驱动切换，行业红利消退等不利因素，但其作为国货头部品牌的基本盘地位依旧稳固，也是为数不多真正具备集团化均衡布局能力的国货美妆公司。随着公司当前组织管理更加职业化，新品及新品牌加速放量下新的增长势能正在蓄力释放，以及未来内生外延持续开拓新增曲线，公司有望逐渐步入新的高质量成长节点，综合绝对及相对估值，我们给予公司2026年PE为17-19x，对应市值为294.5-329.1亿元，股价为74.2-82.9元/股。

一、估值的风险。我们采取了绝对估值和相对估值方法，但该估值是建立在相关假设前提基础上的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、WACC的计算、TV的假定和可比公司估值参数的选定，都融入了很多个人的判断，进而导致估值存在出现偏差的风险。

二、盈利预测的风险。我们预计公司未来3年内主品牌在调整后企稳回升，假设前提是双抗和红宝石系列在稳定的迭代更新下，如果两大系列产品销售不及预期，将对主品牌的收入、利润被高估；同时我们预计除主品牌外其他品牌，但如果某一子品牌在行业或者在自身运营影响下，销售不及预期，对公司整体业绩产生影响。我们预计公司毛利率、净利率未来持续保持较高增长，但若原材料成本大幅上涨、产品结构优化不及预期或行业价格竞争加剧，可能导致盈利水平低于预期。

三、新品推广不及预期的风险。美妆行业竞争加剧及消费者偏好多变，可能导致公司新品在功效、设计上难以契合其需求，面临推广不及预期的风险；

四、销售费用超预期扩大的风险。公司在建立品牌形象、推出新品以及渠道扩张过程中可能导致销售费用高企，如果不能进行良好费用管控，可能对业绩产生负面影响。

五、行业景气度下行的风险。公司所在美护行业可能受宏观经济波动、消费者信心不足或技术替代等因素影响，出现整体景气度下滑，导致市场需求萎缩、价格竞争加剧，对公司经营业绩构成压力。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）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6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到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作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.GSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。