珀莱雅（603605.SH）

并表带动三季度收入增长，费用投入增加拖累短期利润

优于大市

核心观点

并表花知晓带动Q3收入增长，扣非归母利润进一步下滑。2026Q3公司实现收入22.53亿元/yoy+29.76%，归母净利润0.88亿元/yoy-61.18%，扣非归母净利润0.79亿元/yoy-65.20%。前三季度实现收入76.27亿元/yoy+7.46%，归母净利润12.56亿元/yoy+22.46%，扣非归母净利润7.43亿元/yoy-25.50%。Q3收入增速提升则主要受益于花知晓并表。

分品牌看，预计Q3珀莱雅主品牌收入同比下降个位数，红宝石面霜4.0升级上新，双十一预售销量超过100万瓶；彩棠收入降幅收窄至个位数，费用投放进一步聚焦重点底妆产品及“一季一妆”；原色波塔收入同比翻倍以上增长，产品由染眉膏、眼线胶笔向遮瑕、提亮及粉底液拓展；OR及惊时保持较快增长，洗护业务持续贡献收入增量。花知晓自Q3起纳入合并范围，集团持股51%，进一步补充彩妆品牌布局，但品牌仍处发展投入期。

分渠道看，前三季度线上收入同比中个位数增长，线下收入同比高双位数增长，线上占主营业务收入比重较上半年有所下降，Q3单季线下占比进一步提升。主品牌前三季度抖音、天猫收入占比分别为30%/25%以上，天猫复购率40%以上。

毛利率下降叠加销售费用率提升，单季盈利下滑。Q3公司毛利率69.78%/yoy-4.90pct，主要系花知晓毛利率低于集团其他品牌，叠加线下渠道占比提升及品牌品类结构变化。销售费用率53.44%/yoy+3.53pct，主要系红宝石面霜4.0推广、成长品牌培育及新品上市投入增加，同时抖音投放增加、平台流量成本上升形成影响。管理/研发费用率分别为6.47%/2.26%，同比-0.02/-0.44pct。

风险提示：新品推出不及预期，行业竞争加剧，股东减持风险。

投资建议：虽然主品牌调整、新品推广及成长品牌投入增加使公司短期盈利承压，但彩棠收入降幅收窄，OR及原色波塔延续增长，红宝石面霜4.0双11预售反馈较好。预计随着主品牌大单品销售及复购提升、OR线下与海外渠道拓展，公司收入有望逐步改善。考虑到平台流量成本上升、中小品牌仍处投入期，短期利润释放仍受费用约束，我们下调2026-2028年归母净利至16.63/13.70/14.94（原值为19.56/17.45/19.05）亿，对应PE为12/14/13x，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	10,778	10,597	11,962	13,810	14,409
（+/-%）	21.0%	-1.7%	12.9%	15.4%	4.3%
净利润（百万元）	1552	1498	1663	1370	1494
（+/-%）	30.0%	-3.5%	11.0%	-17.6%	9.1%
每股收益（元）	3.92	3.78	4.19	3.45	3.77
EBIT Margin	17.4%	16.9%	13.2%	13.5%	14.0%
净资产收益率（ROE）	28.7%	24.4%	23.3%	17.2%	16.9%
市盈率（PE）	12.6	13.0	11.8	14.3	13.1
EV/EBITDA	11.0	11.5	13.7	11.9	11.0
市净率（PB）	3.62	3.18	2.74	2.46	2.21

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测　　注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

美容护理·化妆品

证券分析师：张峻豪
021-60933168
zhangjh@guosen.com.cn
S0980517070001

证券分析师：孙乔容若
021-60375463
sunqiaorongruo@guosen.com.cn
S0980523090004

证券分析师：柳旭
0755-81981311
liuxu1@guosen.com.cn
S0980522120001

基础数据

投资评级	优于大市（维持）
合理估值	
收盘价	49.31元
总市值/流通市值	19526/19526百万元
52周最高价/最低价	76.99/48.86元
近3个月日均成交额	308.37百万元

市场走势

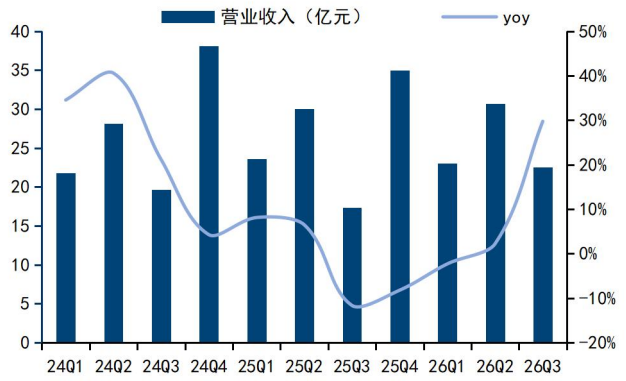


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

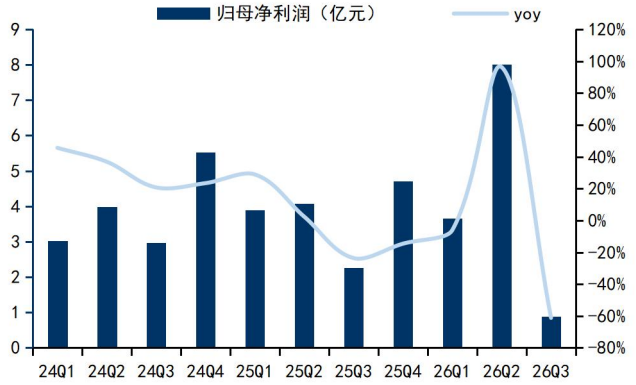
《珀莱雅（603605.SH）-二季度收入恢复正增长，花知晓并表打开多品牌增长空间》——2026-08-26
《珀莱雅（603605.SH）-站在新一轮高质量成长的起点》——2026-06-01
《珀莱雅（603605.SH）-收购花知晓落地，强化品牌矩阵有望实现业绩估值双提振》——2026-05-22
《珀莱雅（603605.SH）-业绩阶段性承压，多品牌与新渠道蓄力复苏》——2026-04-22
《珀莱雅（603605.SH）-三季度业绩有所承压，战略调整蓄力长期成长》——2025-10-31

图1：公司营业收入及增速（单位：亿元、%）



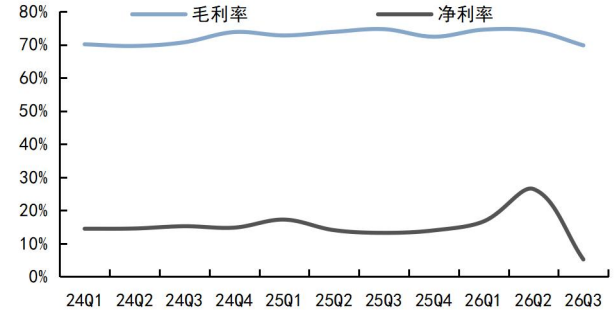
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司归母净利润及增速（单位：亿元、%）



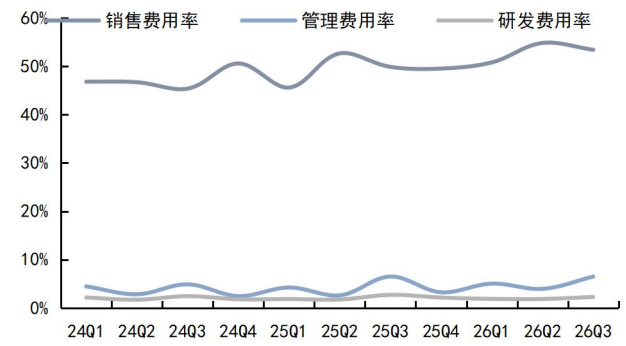
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司毛利率及净利率情况



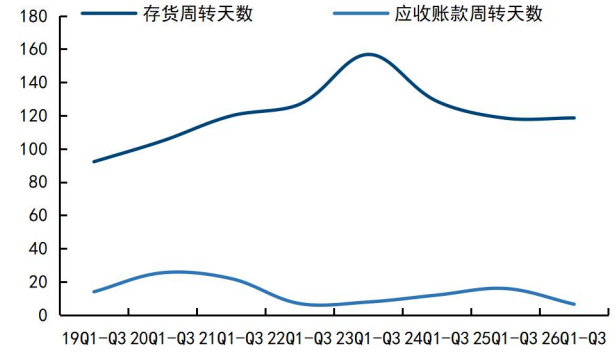
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司费用率情况



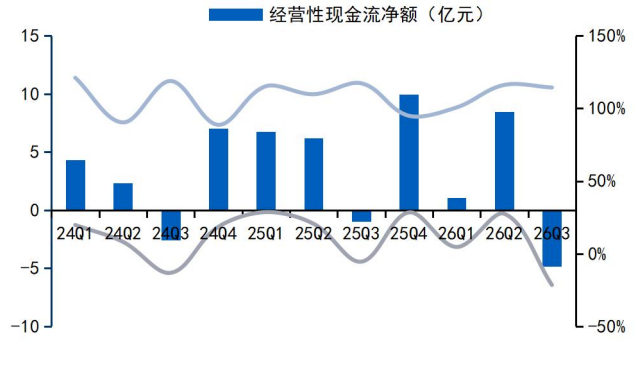
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5：公司存货周转天数及应收账款周转天数



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：公司现金流情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

表1：可比公司估值表

代码	公司简称	股价（2026-10-30）	总市值亿元	EPS				PE				ROE（%）	PEG	投资评级
				25A	26E	27E	28E	25A	26E	27E	28E	（25A）	（26E）	
603605.SH	珀莱雅	49.31	195	3.78	4.19	3.45	3.77	18.10	11.77	14.28	13.09	24.39	1.09	优于大市
600315.SH	上海家化	16.79	113	0.40	1.22	0.72	0.84	56.58	13.78	23.29	19.96	3.88	0.07	优于大市

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

风险提示：新品推出不及预期，行业竞争加剧，股东减持风险。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	4082	5061	5892	6834	7825
应收款项	528	81	492	568	592
存货净额	661	635	1002	1161	1196
其他流动资产	342	360	837	967	1009
流动资产合计	**5613**	**6136**	**8223**	**9529**	**10622**
固定资产	982	1021	1478	1504	1518
无形资产及其他	429	444	427	410	394
投资性房地产	395	444	444	444	444
长期股权投资	111	441	561	681	801
资产总计	**7530**	**8487**	**11134**	**12569**	**13779**
短期借款及交易性金融负债	3	88	200	200	200
应付款项	676	798	1230	1425	1468
其他流动负债	533	488	1503	1734	1799
流动负债合计	**1213**	**1374**	**2933**	**3358**	**3467**
长期借款及应付债券	780	804	804	804	804
其他长期负债	51	42	42	42	42
长期负债合计	**831**	**847**	**847**	**847**	**847**
负债合计	**2044**	**2221**	**3780**	**4205**	**4313**
少数股东权益	84	125	215	403	607
股东权益	5402	6141	7139	7961	8858
负债和股东权益总计	**7530**	**8487**	**11134**	**12569**	**13779**

关键财务与估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股收益	3.92	3.78	4.19	3.45	3.77
每股红利	0.94	2.02	1.68	1.38	1.51
每股净资产	13.63	15.51	17.99	20.06	22.32
ROIC	28.38%	23.59%	21%	24%	25%
ROE	28.73%	24.39%	23%	17%	17%
毛利率	71%	73%	72%	72%	72%
EBIT Margin	17%	17%	13%	13%	14%
EBITDA Margin	18%	18%	14%	15%	15%
收入增长	21%	-2%	13%	15%	4%
净利润增长率	30%	-3%	11%	-18%	9%
资产负债率	28%	28%	36%	37%	36%
股息率	1.9%	4.1%	3.4%	2.8%	3.1%
P/E	12.6	13.0	11.8	14.3	13.1
P/B	3.6	3.2	2.7	2.5	2.2
EV/EBITDA	11.0	11.5	13.7	11.9	11.0

利润表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	**10778**	**10597**	**11962**	**13810**	**14409**
营业成本	3084	2833	3326	3853	3977
营业税金及附加	84	93	105	122	127
销售费用	5161	5259	6280	7250	7565
管理费用	366	404	436	473	479
研发费用	210	217	239	249	245
财务费用	(36)	(29)	(104)	(124)	(148)
投资收益	(2)	44	75	30	30
资产减值及公允价值变动	(96)	(77)	410	(50)	(50)
其他收入	(131)	(128)	(239)	(249)	(245)
营业利润	1890	1876	2164	1967	2145
营业外净收支	(1)	(5)	(3)	(3)	(3)
利润总额	**1889**	**1871**	**2161**	**1964**	**2142**
所得税费用	304	328	378	344	375
少数股东损益	33	45	120	250	273
归属于母公司净利润	**1552**	**1498**	**1663**	**1370**	**1494**

现金流量表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	1552	1498	1663	1370	1494
资产减值准备	(23)	(19)	47	2	1
折旧摊销	94	103	124	140	153
公允价值变动损失	96	77	(410)	50	50
财务费用	(36)	(29)	(104)	(124)	(148)
营运资本变动	(739)	455	238	63	8
其它	48	40	43	186	203
经营活动现金流	**1028**	**2153**	**1705**	**1811**	**1910**
资本开支	0	(25)	(201)	(201)	(201)
其它投资现金流	0	0	0	0	0
投资活动现金流	**2**	**(356)**	**(321)**	**(321)**	**(321)**
权益性融资	(0)	0	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0	0
支付股利、利息	(371)	(799)	(665)	(548)	(598)
其它融资现金流	(218)	779	112	0	0
融资活动现金流	**(960)**	**(819)**	**(553)**	**(548)**	**(598)**
现金净变动	**71**	**979**	**831**	**942**	**991**
货币资金的期初余额	4011	4082	5061	5892	6834
货币资金的期末余额	4082	5061	5892	6834	7825
企业自由现金流	0	2010	1461	1539	1624
权益自由现金流	0	2789	1659	1641	1746

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

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。

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.CSI）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

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

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。

国信证券经济研究所

深圳
深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046　总机：0755-82130833

上海
上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京
北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032