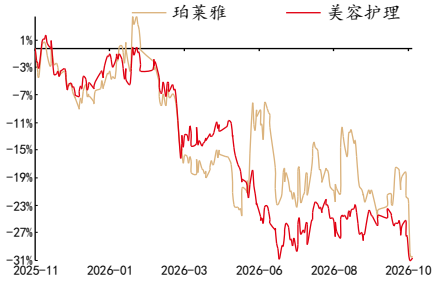
股票投资评级

买入 |首次覆盖

珀莱雅(603605)

并表带动收入高增，费用投放拉低利润

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价（元）	48.90
总股本/流通股本（亿股）	3.96 / 3.96
总市值/流通市值（亿元）	194 / 194
52 周内最高/最低价	76.36 / 48.90
资产负债率(%)	26.2%
市盈率	12.83
第一大股东	侯军呈

研究所

分析师：李鑫鑫
SAC 登记编号：S1340525010006
Email：lixinxin@cnpsec.com

事件

公司发布 26 年三季报，前三季度公司实现营收 76.27 亿元，同比+7.46%；归母净利润 12.56 亿元，同比+22.46%；扣非净利润 7.43 亿元，同比-25.5%。单 Q3 营收 22.53 亿元，同比+29.76%；归母净利润 0.88 亿元，同比-61.18%；扣非净利润 0.79 亿元，同比-65.2%。

投资要点

收入端：花知晓并表带动美妆高增，拆分来看量增价降。前三季度公司实现营收 76.27 亿元，同比+7.46%（其中：Q1：-2.29%；Q2：+2.23%；Q3：+29.76%）。拆分来看：

1）分产品：护肤类产品 Q3 营收 12.07 亿元，同比-8.27%；美容彩妆类产品 Q3 营收 8.21 亿元，同比+248.53%，彩妆高增主要系花知晓并表所致（26 年 5 月下旬并表）；洗护类产品 Q3 营收 2.21 亿元，同比+23.82%。

2）量价拆分：护肤品类产品均价同比-12.16%，销量 22.01 百万支，同比+4.41%；美容彩妆类产品均价同比-40.32%，销量 16.34 百万支，同比+484.02%；洗护类产品均价同比-8.91%，销量 2.53 百万支，同比+35.93%。美妆产品均价下降主要系花知晓、原色波塔品牌销售占比增加所致，业务整体呈现量升价跌状态。

利润分析：低毛利花知晓并表+费用提前投放，利润下滑明显。前三季度公司归母扣非净利润 7.43 亿元，同比-25.5%（Q1：-9.97%；Q2：-17.51%；Q3：-65.20%）。

拆分来看，26Q3 毛利率 69.78%，同比-4.9pct，主要系品牌花知晓毛利率低于其他品牌毛利率、以及线下渠道占比上升所致；销售费用率 53.44%，同比+3.85pct，主要系形象宣传推广费增加所致；管理费用率 6.47%，同比+3.16pct，主要系 26 年实施员工持股计划，职工薪酬较同期增加；研发费用率 2.26%，同比+0.49%；归母净利率 3.92%，同比-10.98pct。毛利率下行+费用增加共同作用下，26Q3 归母扣非净利率 3.51%，同比-9.57pct。

公司展望：聚焦“大单品模式+多品牌协同”，推进品牌矩阵与渠道结构优化。1）品牌端：持续推动主品牌恢复增长，提高营销投放效率；加速成长品牌和新品类发展，推动 OR、花知晓、原色波塔、惊时等品牌持续高增，完善多品牌矩阵。**2）渠道端：**以“稳价盘、保价值”为价格策略，天猫专注会员复购、产品上新与效率提升，抖音投流拓展新客同时优化自播、达播、短视频，推进线上线下协同；重点拓展线下新零售渠道（丝芙兰、山姆、盒马等）和海外渠道（东南亚、日

韩、欧美市场），推动渠道结构持续优化。**3）研发端：**加大研发投入，围绕双环肽 pro 等核心功效原料、产品配方和基础研究持续开展研究，打造核心技术壁垒。**4）资本端：**参股毕生之研，申请本外币跨境资金池，以内生增长为基础，利用投资并购完善品牌矩阵，形成战略协同的能力。

● 投资建议

我们预计公司 26-28 年营业收入增速为 12%、13%、8%，归母净利润增速为 21%、-5%、9%，EPS 分别为 4.58 元/股、4.35 元/股、4.75 元/股，当下股价对应 PE 分别为 11x、12x、11x。首次覆盖给予公司“买入”评级。

● 风险提示：

市场竞争加剧风险；全球局势变化超预期风险；原材料价格波动风险；新产品推出不及预期风险。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	10597	11859	13426	14549
增长率(%)	-1.68	11.90	13.21	8.36
EBITDA（百万元）	1973.64	2257.11	2098.09	2249.18
归属母公司净利润（百万元）	1497.75	1813.21	1722.89	1881.83
增长率(%)	-3.50	21.06	-4.98	9.23
EPS(元/股)	3.78	4.58	4.35	4.75
市盈率（P/E）	13.23	10.93	11.51	10.53
市净率（P/B）	3.23	2.70	2.30	1.98
EV/EBITDA	11.64	6.26	5.99	4.87

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
利润表				
营业收入	10597	11859	13426	14549
营业成本	2833	3217	3589	3829
税金及附加	93	119	134	145
销售费用	5259	6345	7116	7711
管理费用	404	534	537	582
研发费用	217	237	269	291
财务费用	-29	-124	-170	-216
资产减值损失	-77	0	0	0
营业利润	1876	2267	2154	2353
营业外收入	2	0	0	0
营业外支出	7	1	1	1
利润总额	1871	2266	2153	2352
所得税	328	397	377	412
净利润	1543	1869	1776	1940
归母净利润	1498	1813	1723	1882
每股收益（元）	3.78	4.58	4.35	4.75
资产负债表				
货币资金	5061	6599	8160	9782
交易性金融资产	0	0	0	0
应收票据及应收账款	70	66	75	81
预付款项	169	37	0	0
存货	635	715	798	851
流动资产合计	6136	7617	9237	10922
固定资产	893	810	726	643
在建工程	128	128	128	128
无形资产	444	422	400	377
非流动资产合计	2351	2342	2227	2113
资产总计	8487	9959	11464	13035
短期借款	80	80	80	80
应付票据及应付账款	798	894	997	1064
其他流动负债	496	555	620	665
流动负债合计	1374	1529	1697	1809
其他	847	898	898	898
非流动负债合计	847	898	898	898
负债合计	2221	2427	2595	2707
股本	396	396	396	396
资本公积金	825	825	825	825
未分配利润	4930	6007	7032	8151
少数股东权益	125	182	235	293
其他	-10	123	381	663
所有者权益合计	6267	7532	8869	10328
负债和所有者权益总计	8487	9959	11464	13035

主要财务比率	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力				
营业收入	-1.7%	11.9%	13.2%	8.4%
营业利润	-0.8%	20.8%	-5.0%	9.2%
归属于母公司净利润	-3.5%	21.1%	-5.0%	9.2%
获利能力				
毛利率	73.3%	72.9%	73.3%	73.7%
净利率	14.1%	15.3%	12.8%	12.9%
ROE	24.4%	24.7%	20.0%	18.8%
ROIC	20.8%	20.9%	16.7%	15.7%
偿债能力				
资产负债率	26.2%	24.4%	22.6%	20.8%
流动比率	4.47	4.98	5.44	6.04
营运能力				
应收账款周转率	36.04	174.35	191.15	187.23
存货周转率	4.37	4.77	4.75	4.65
总资产周转率	1.32	1.29	1.25	1.19
每股指标（元）				
每股收益	3.78	4.58	4.35	4.75
每股净资产	15.51	18.56	21.80	25.34
估值比率				
PE	13.23	10.93	11.51	10.53
PB	3.23	2.70	2.30	1.98

现金流量表				
净利润	1543	1869	1776	1940
折旧和摊销	167	115	115	114
营运资本变动	447	209	109	49
其他	37	-698	-106	-43
经营活动现金流净额	2193	1495	1894	2060
资本开支	-166	59	68	-1
其他	-72	615	67	73
投资活动现金流净额	-238	673	135	72
股权融资	0	0	0	0
债务融资	80	3	0	0
其他	-844	-632	-468	-509
筹资活动现金流净额	-763	-629	-468	-509
现金及现金等价物净增加额	1192	1538	1560	1623

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准：报告发布日后的6个月内的相对市场表现，即报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；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	预期个股相对同期基准指数涨幅在20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在10%与20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在5%与10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的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者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司于2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，公司注册资本61.68亿元人民币，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司，公司是中邮创业基金管理股份有限公司的第二大股东。

公司经营范围包括:证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问，具备展业的各项资格。截至2025年10月底，公司在全国设有58家分支机构(含29家分公司、29家营业部)，1家资产管理分公司和1家另类投资子公司。

中邮证券紧密依托中国邮政集团有限公司的雄厚实力，通过强化“自营+协同”发展模式，实现快速发展，当前服务的经纪客户已超过260万人。公司始终坚持诚信经营、践行金融为民，为社会大众提供全方位专业化的证券投融资服务，努力成为员工自豪、股东放心、客户信赖、社会尊重的优秀企业，打造契合中国邮政资源禀赋和市场地位的特色精品券商。

中邮证券研究所

北京
邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：北京市丰台区北甲地路2号院6甲1号，玺萌大厦南塔
邮编：100050

上海
邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼
邮编：200000

深圳
邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼
邮编：518048