

珀莱雅 (603605.SH)

渠道&产品&组织共振，珀莱雅行稳致远

财务指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入 (百万元)	10,778	10,597	11,614	12,574	13,441
增长率 yoy (%)	21.0	-1.7	9.6	8.3	6.9
归母净利润 (百万元)	1,552	1,498	1,642	1,813	1,972
增长率 yoy (%)	30.0	-3.5	9.7	10.4	8.8
ROE (%)	28.9	24.6	22.6	21.0	19.5
EPS 最新摊薄 (元)	3.92	3.78	4.15	4.58	4.98
P/E (倍)	14.2	14.7	13.4	12.2	11.2
P/B (倍)	4.1	3.6	3.0	2.6	2.2

资料来源：聚源数据，公司财报，长城证券产业金融研究院

珀莱雅：与“美”共生，引领国货化妆品。公司始终专注于化妆品的生产与销售，拥有护肤品牌“珀莱雅”、“悦芙媞”，彩妆品牌“彩棠”、“原色波塔”，以及个人护理品牌“Off&Relax”，2021-2025 年连续五年为中国最大的本土化妆品集团。2025 年公司营业收入 105.97 亿元，2017-2025 年复合增长 24.96%；归母净利润为 14.98 亿元，2017-2025 年年均复合增长 28.55%。

悦己消费崛起，化妆品行业进入温和扩张&结构深化阶段。2025 年我国化妆品行业总市场规模（零售额计）9533 亿元，同比+2.00%。化妆品行业集中度相对分散，从趋势来看，国货品牌已反超。2025 年零售额计，我国化妆品企业 CR5 为 21.10%，品牌 CR5 仅为 8.60%；国货化妆品品牌份额 57.0%，实现反超。

珀莱雅看点 1：无惧渠道变迁，把握货架&内容电商双机遇。公司线上渠道收入占比从 2017 年的 36.08%逐年提升至 2025 年的 95.58%。公司布局电商的节点显著领先于行业。2010 年公司抓住电商渠道变革机遇，成立电商部门，进军天猫、京东等货架电商渠道，正是我国电商零售刚开始加速发展的阶段；2018 年战略进入小红书、抖音等内容电商渠道，亦是我国直播电商刚开始发力的阶段。旗舰品牌珀莱雅于 2025 年超越外资品牌成为线上渠道第一护肤品牌。

珀莱雅看点 2：战略逐层递进，布局产品多元化&品牌矩阵化。**1) 大单品策略，高效突破。**珀莱雅公司是唯一拥有 4 个超 10 亿元零售额超级大单品的本土化妆品集团。最为典型的便是创新性提出“早 C 晚 A”护肤理念，产品包含双抗精华+红宝石精华，主打日间抗氧化防护、夜间抗衰老修护，2021-2025 年珀莱雅均为中国“早 C 晚 A”产品第一护肤品牌（零售额计）。**2) 多元化布局，基业长青。**多品类、多品牌业务布局基石已经成型，海外拓展、投资并购加速推进中。2025 年公司护肤、彩妆、个人护理收入占比为 77.20%、14.75%、7.93%。品牌矩阵服务于多样化的客群，例如护肤品牌中“珀莱雅”定位于大众精致护肤品牌，针对年轻白领女性，主价格区间 200-500 元，而“悦芙媞”主要针对 18-24 岁 Z 世代，主价格区间 50-200 元，“CORRECTORS”则是定位于高功效护肤品牌，主价格区间 260-600 元。

珀莱雅看点 3：组织架构持续优化迭代，珀莱雅夯实发展根基。构建契合实际经营需求的组织架构，从机制上，保障了企业能够快速响应市场需求、高效解决问题。珀莱雅重视架构的灵活调整，例如，2020 年单独成立电商事业部，是公司自 2018

买入 (维持评级)

股票信息

行业	基础化工
2026 年 08 月 19 日收盘价(元)	55.64
总市值 (百万元)	22,032.11
流通市值 (百万元)	22,032.11
总股本 (百万股)	395.98
流通股本 (百万股)	395.98
近 3 月日均成交额(百万元)	352.45

作者



分析师 郭庆龙

SAC: S1070525120002

邮箱: guoqinglong@cgws.com



分析师 吕科佳

SAC: S1070526010001

邮箱: lvkejia@cgws.com

相关研究

- 1、《美容彩妆类&洗护类表现亮眼，拟推进员工持股》2026-04-27
- 2、《2025H1 保持稳健经营，彩棠品牌及 OR 品牌保持快速增长》2025-09-04

年起布局内容电商后的一大重要举措，保证了公司在内容电商快速发展阶段的资源投放。当前公司进入新一轮“双十战略”的宏伟蓝图。人才储备方面，2024 年 9 月侯亚孟先生正式出任公司总经理一职，2025 年更是有众多在数字化建设、研发、产品、营销、资本市场、财务等多种维度深耕多年的行业优秀人才加入公司。

盈利预测及投资建议：我们认为，珀莱雅公司作为国货美妆龙头企业，多品类+多品牌+多区域的发展齐头并进，精准把握行业机遇，当前组织架构进一步优化调整，为后续的实际经营夯实基础，我们看好公司业绩的长期成长性。我们选取主要产品为美妆产品及其上下游、主业为美妆品牌运营及销售的上市公司作为可比公司，包括港股的巨子生物、毛戈平、上美股份、林清轩，参考 ifind 一致预测，对应 2026 年可比公司 PE 估值均值为 11.0X；以及 A 股的上海家化、贝泰妮、水羊股份、福瑞达、丸美生物、华熙生物，参考 ifind 一致预测，对应 2026 年可比公司 PE 估值均值为 31.0X。我们看好公司的发展，预测公司 2026-2028 年实现归母净利润 16.42 亿元、18.13 亿元、19.72 亿元，当前股价对应 PE 分别为 13.4X、12.2X、11.2X，维持“买入”评级。

风险提示：行业竞争加剧的风险，人才流失的风险，营销策略失效的风险，第三方平台合作不及预期，新品推广不及预期，原材料价格大幅波动，大单品经营不及预期的风险，海外战略布局不确定性风险。



内容目录

1.珀莱雅：与“美”共生，引领国货化妆品.....	5
2.悦己消费崛起，化妆品行业进入温和扩张&结构深化阶段	8
3.无惧渠道变迁，把握货架&内容电商双机遇.....	14
4.战略逐层递进，布局产品多元化&品牌矩阵化.....	16
4.1.大单品策略，高效突破.....	16
4.2.多元化布局，基业长青.....	19
5.组织架构持续优化迭代，珀莱雅夯实发展根基	23
6.盈利预测及投资建议	28
7.风险提示.....	30

图表目录

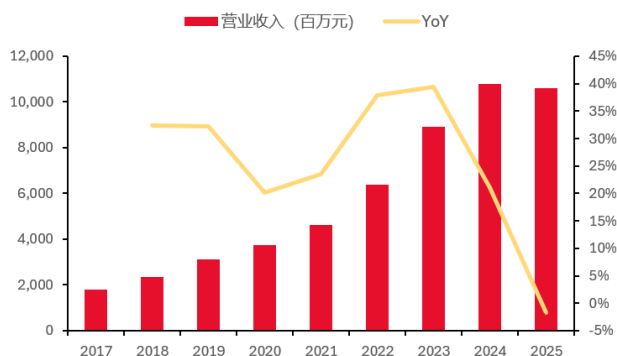
图表 1： 珀莱雅公司营业收入及同比增速.....	5
图表 2： 珀莱雅公司归母净利润及同比增速.....	5
图表 3： 珀莱雅公司在中国市场排名情况（以零售额计）	5
图表 4： 珀莱雅公司旗下品牌及上市年份.....	6
图表 5： 珀莱雅公司分业务收入及同比增速.....	6
图表 6： 珀莱雅公司分品牌收入（百万元）及同比增速	7
图表 7： 珀莱雅 2025 年营业收入渠道拆分情况.....	7
图表 8： 中国化妆品行业以零售额计的总市场规模.....	8
图表 9： 中国护肤品行业市场规模（零售额计）	8
图表 10： 中国洗护行业市场规模（零售额计）	8
图表 11： 中国彩妆行业市场规模（零售额计）	8
图表 12： 我国化妆品原料备案信息数量	9
图表 13： 我国零售电商发展阶段.....	10
图表 14： 我国网络零售行业交易规模	10
图表 15： 我国直播电商市场规模.....	10
图表 16： 我国消费者网购化妆品交易额	11
图表 17： 中国护肤品行业市场规模-分渠道（亿元）	12
图表 18： 中国彩妆品行业市场规模-分渠道（亿元）	12
图表 19： 我国美妆行业产业链.....	12
图表 20： 我国化妆品企业集中度.....	13
图表 21： 我国化妆品品牌集中度.....	13
图表 22： 我国国产及外资化妆品品牌份额.....	13
图表 23： 珀莱雅线上渠道收入及增速	14
图表 24： 珀莱雅线上渠道收入占主营业务总收入的比例	15
图表 25： 不同化妆品企业线上收入占比	15
图表 26： 珀莱雅线下渠道收入及增速	16

图表 27: 珀莱雅品牌“早 C 晚 A”产品组合 (双抗精华+红宝石精华)	17
图表 28: 珀莱雅双抗精华	17
图表 29: 珀莱雅红宝石精华	17
图表 30: 珀莱雅双抗精华代际升级过程	18
图表 31: 珀莱雅红宝石精华代际升级过程	18
图表 32: 珀莱雅毛利率、销售费用率及毛销差	19
图表 33: 珀莱雅公司分品类业务收入占比	20
图表 34: 珀莱雅公司分品类业务毛利率	20
图表 35: 珀莱雅公司旗下品牌矩阵	21
图表 36: 珀莱雅公司分品牌业务收入占比	21
图表 37: 珀莱雅品牌与马来西亚 Guardian 达成战略合作	22
图表 38: 珀莱雅品牌*Guardian 活动现场	22
图表 39: 花知晓旗下部分系列产品	23
图表 40: 珀莱雅 2015-2025 年组织架构特征或核心变化	24
图表 41: 珀莱雅公司内部组织架构 (截至 2017 年)	24
图表 42: 珀莱雅公司内部组织架构 (截至 2020 年珀莱雅第二届董事会第十二次会议拟通过的版本)	25
图表 43: 珀莱雅公司内部组织架构 (截至 2024 年珀莱雅第三届董事会第十八次会议拟通过的版本)	25
图表 44: 珀莱雅公司“四化协同、双轮驱动”两大核心发展战略	26
图表 45: 珀莱雅公司核心管理层变动 (截至 2026 年 8 月)	27
图表 46: 珀莱雅 2026 年员工持股计划涉及的员工	28
图表 47: 珀莱雅公司收入拆分及盈利预测	29
图表 48: 可比公司估值情况	30

1. 珀莱雅：与“美”共生，引领国货化妆品

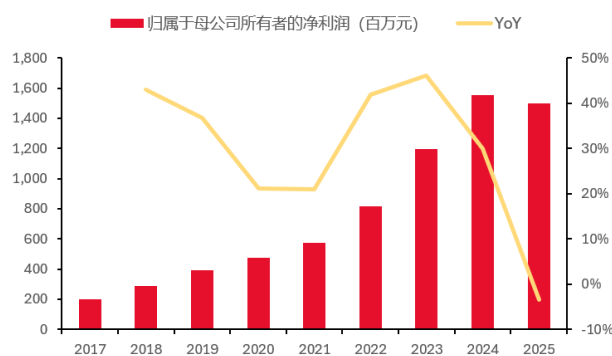
致力于构建新国货化妆品产业平台，珀莱雅积淀多年。根据珀莱雅申请版本（第一次呈交）（全文档）文件，2006 年公司成立并以“珀莱雅”品牌开展业务，2017 年于上交所主板上市，公司始终专注于化妆品的生产与销售，致力于构建一个全球领先的美妆集团。根据珀莱雅申请版本（第一次呈交）（全文档）、弗若斯特沙利文、公开资料信息，以零售额计，在中国化妆品行业前五大集团中，2025 年珀莱雅公司位列第五，是唯一——家中国本土化妆品集团，2021-2025 年连续五年为中国最大的本土化妆品集团，堪称国货化妆品领导者。2025 年公司实现营业收入 105.97 亿元，同比减少 1.68%，2017-2025 年年均复合增速 24.96%；归母净利润为 14.98 亿元，同比减少 3.50%，2017-2025 年年均复合增速 28.55%。

图表1：珀莱雅公司营业收入及同比增速



资料来源：ifind，珀莱雅 2017-2025 年年报，长城证券产业金融研究院

图表2：珀莱雅公司归母净利润及同比增速



资料来源：ifind，珀莱雅 2017-2025 年年报，长城证券产业金融研究院

图表3：珀莱雅公司在中国市场排名情况（以零售额计）

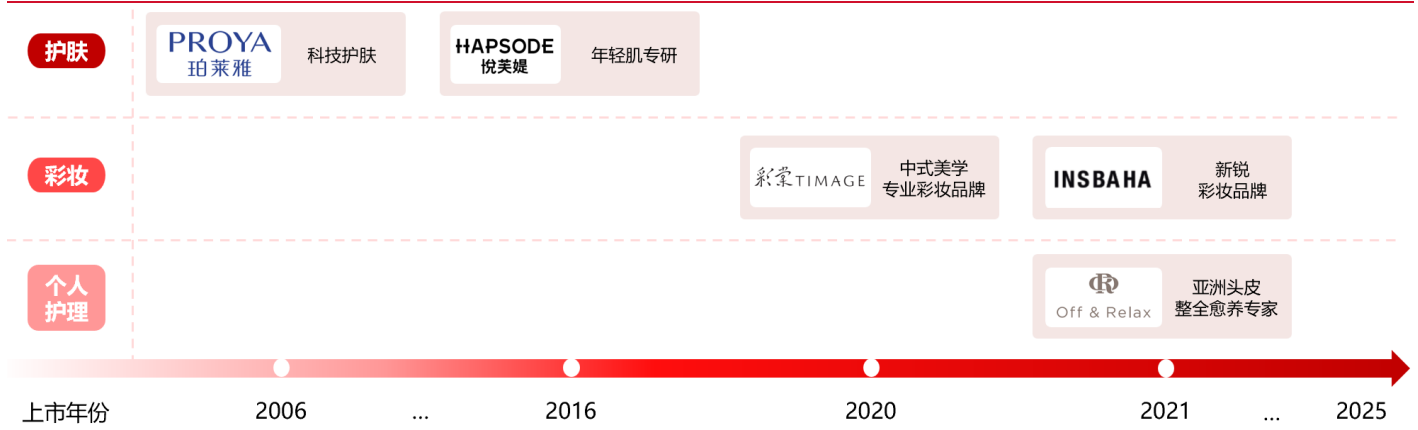
RANK	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
1							
2							
3							
4							
5						PROYA	PROYA
6					PROYA		
7							
8				PROYA			
9							
10			PROYA				
11							
12							
13		PROYA					
14							
15	PROYA						

 欧美及日韩化妆品集团
 本土化妆品集团
 PROYA PROYA

资料来源：珀莱雅化妆品股份有限公司：申请版本（第一次呈交）（全文档），长城证券产业金融研究院

回溯公司的发展历程，公司经历多年发展，已经从单一品牌扩张成为多品类、多品牌的龙头美护企业。根据珀莱雅申请版本（第一次呈交）（全文档案），公司陆续推出了多个品牌，包括护肤品牌“珀莱雅”、“悦芙媞”，彩妆品牌“彩棠”、“原色波塔”，以及个人护理品牌“Off&Relax”等。分品类来看，护肤类（含洁肤）是公司收入的核心来源，美容彩妆类、洗护类贡献较为亮眼的成长性。根据珀莱雅 2025 年年度报告，2025 年公司护肤类（含洁肤）、美容彩妆类、洗护类收入分别为 81.82 亿元、15.63 亿元、8.4 亿元，分别同比增长-9.28%、14.86%、117.85%，分别占公司收入的 77.29%、14.77%、7.94%。

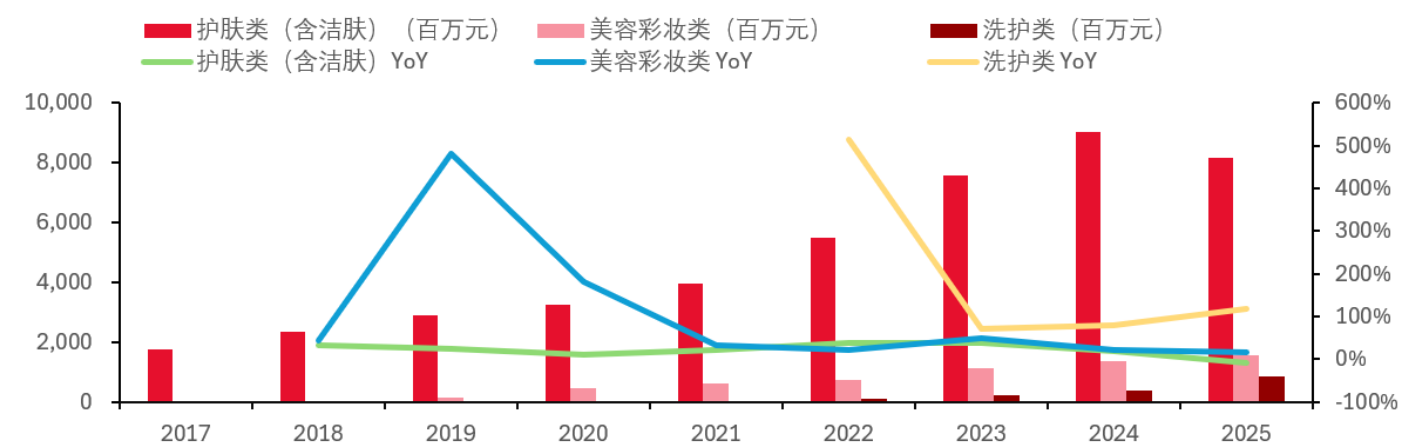
图表4：珀莱雅公司旗下品牌及上市年份



资料来源：珀莱雅化妆品股份有限公司：申请版本（第一次呈交）（全文档案），长城证券产业金融研究院

注：上市年份指品牌在公司运营下首次产生销售收入的年份

图表5：珀莱雅公司分业务收入及同比增速



资料来源：珀莱雅 2017-2025 年年报，长城证券产业金融研究院

图表6：珀莱雅公司分品牌收入（百万元）及同比增速

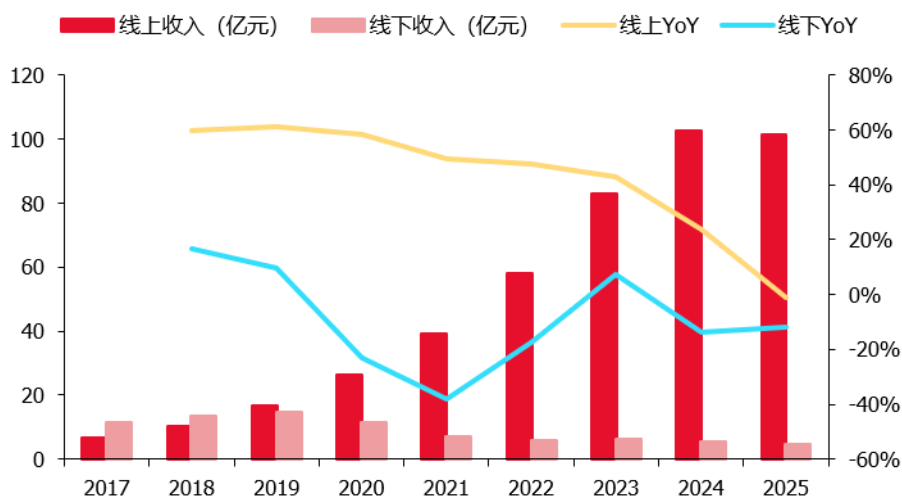
百万元	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
珀莱雅	1582	2094	2656	2986	3829	5264	7177	8581	7689
YoY		32.37%	26.84%	12.42%	28.23%	37.48%	36.34%	19.56%	-10.40%
占比	88.72%	88.68%	85.03%	79.58%	82.64%	82.44%	80.60%	79.61%	72.56%
彩棠					246	572	1001	1191	1255
YoY						132.52%	75.00%	18.98%	5.37%
占比					5.31%	8.96%	11.24%	11.05%	11.84%
OR						126	215	368	744
YoY							70.63%	71.16%	102.17%
占比						1.97%	2.41%	3.41%	7.02%
悦芙媞						187	303	332	371
YoY							62.03%	9.57%	11.75%
占比						2.93%	3.40%	3.08%	3.50%
原色波塔								114	256
YoY									124.56%
占比								1.06%	2.42%
惊时									96
YoY									
占比									0.91%

资料来源：珀莱雅 2017-2025 年年度报告，长城证券产业金融研究院

注：2020 年及以前年度，洗护类并入护肤类（含洁肤），2021 年起洗护类单独列示

渠道策略来看，珀莱雅已构建起以线上为主、线下并行的全渠道销售模式。珀莱雅是最早战略性布局线上渠道的化妆品集团之一。公司于 2010 年成立电商部门，率先进入天猫、京东等货架电商渠道；2018 年又战略性地切入小红书、抖音等内容电商渠道，积累了显著的先发优势和线上综合运营和营销能力。根据珀莱雅 2025 年年度报告，2025 年线上渠道营业收入 101.17 亿元，占公司主营业务总收入的 95.58%；线下渠道营业收入 4.68 亿元，占公司主营业务总收入的 4.42%。

图表7：珀莱雅 2025 年营业收入渠道拆分情况



资料来源：珀莱雅 2017-2025 年年度报告，长城证券产业金融研究院

2.悦己消费崛起，化妆品行业进入温和扩张&结构深化阶段

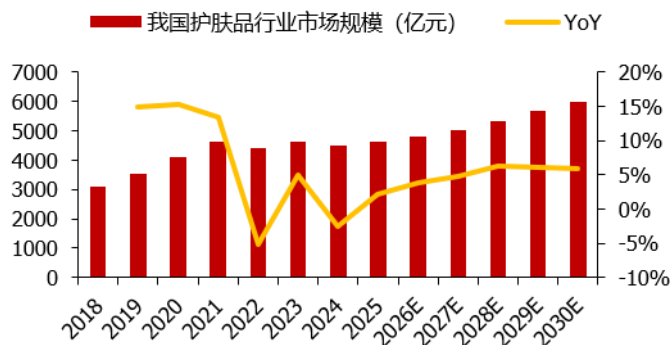
自 2020 年以来，我国化妆品市场已经进入了温和扩张的阶段。根据珀莱雅港股上市申请文件援引的弗若斯特沙利文资料，化妆品行业包括护肤品、洗护用品、彩妆品及其他。根据珀莱雅申请版本（第一次呈交）（全文档案）、毛戈平全球发售文件、国家统计局、弗若斯特沙利文、共研网数据，2025 年我国化妆品行业总市场规模（零售额计）已经达到 9533 亿元，同比增长 2.00%；细分市场来看，护肤品、洗护、彩妆行业市场规模（零售额计）分别为 4615 亿元、2671 亿元、1171 亿元，分别同比+2.24%、+0.98%、+2.00%，我们认为，当前我国化妆品行业整体进入了温和扩张的阶段，从未来长期趋势来看，随着化妆品产品的持续升级优化、触达消费者的渠道持续完善等因素的带动，我国人均化妆品支出、消费群体扩张仍有望带动行业持续扩张。根据珀莱雅申请版本（第一次呈交）（全文档案）、弗若斯特沙利文数据，2025 年中国人均化妆品支出约为 679 元，仅为日本、韩国等亚洲发达国家人均化妆品支出的约五分之一，后续随着精致护肤理念的进一步普及、消费群体扩张及消费需求的多元化发展，预计 2025-2030 年我国化妆品市场将保持 5.1%的复合增速。

图表8：中国化妆品行业以零售额计的总市场规模



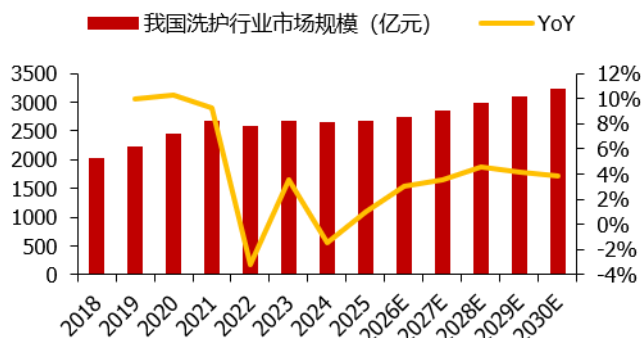
资料来源：珀莱雅化妆品股份有限公司：申请版本（第一次呈交）（全文档案），国家统计局，弗若斯特沙利文，长城证券产业金融研究院

图表9：中国护肤品行业市场规模（零售额计）



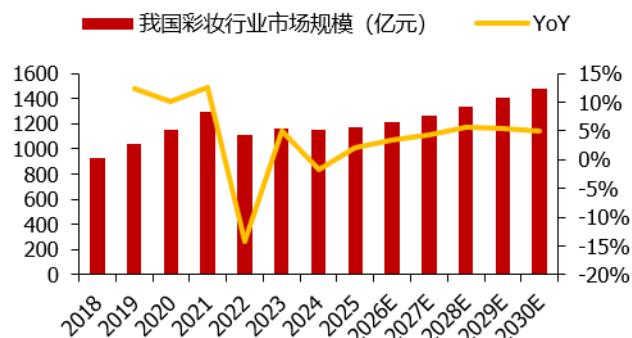
资料来源：珀莱雅化妆品股份有限公司：申请版本（第一次呈交）（全文档案），毛戈平全球发售文件，国家统计局，弗若斯特沙利文，长城证券产业金融研究院

图表10：中国洗护行业市场规模（零售额计）



资料来源：珀莱雅化妆品股份有限公司：申请版本（第一次呈交）（全文档案），国家统计局，弗若斯特沙利文，共研网，长城证券产业金融研究院

图表11：中国彩妆行业市场规模（零售额计）



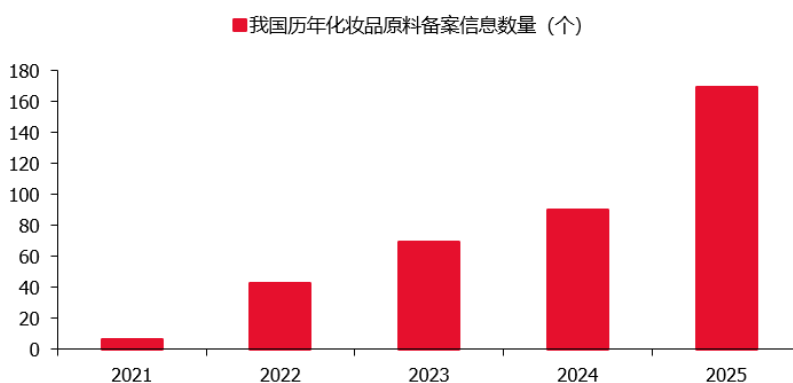
资料来源：珀莱雅化妆品股份有限公司：申请版本（第一次呈交）（全文档案），毛戈平全球发售文件，国家统计局，弗若斯特沙利文，长城证券产业金融研究院

产品创新与渠道扩容，是支撑我国化妆品持续发展的重要因素。

1) 在产品创新层面，原料的创新是推动化妆品产品升级最为核心的驱动。

我们认为，化妆品作为功效为主的产品，其成分、配方是最为核心的因素，并且当前消费者愈发理性，不再盲从营销噱头，更为注重产品本身的实测功效、安全标准。中国质量新闻网、中国质量报援引艾媒咨询的数据显示，2024 年中国消费者在购买化妆品时，最关注的因素是产品成分（58.8%）和产品功效（41.4%），超三成的消费者认为化妆品存在的主要问题是产品说明模糊和化妆品功效持续时间短。为了应对市场需求，我国化妆品及其产业链上下游企业积极投入研发，已经成功研发出了多种原料及成分。根据界面新闻、国家药监局公开信息显示，化妆品新原料备案数量从 2021 年的 6 个激增至 2025 年的 169 个。并且，已有多种原料可以满足消费者特定的功效需求，可根据自身偏好进行挑选、搭配。根据盖德化工网发布的化妆品原料排行，2025 年美白祛斑热门原料前三名分别为烟酰胺、积雪草、虎杖，舒缓抗敏排行前三名的原料分别是尿囊素、黄芩、甘草酸二钾，除此之外还有抗氧化剂、保湿剂、防晒剂、柔润剂、成膜剂、抗炎剂等多种功效的核心原料矩阵。此外，从国家政策来看，我国鼓励化妆品原料创新，促进化妆品产业高质量发展。根据国家药品监督管理局信息，国家药监局组织制定了《支持化妆品原料创新若干规定》，于 2025 年 1 月 26 日发布并施行。我们认为，相关政策的出台进一步从制度上完善了化妆品监督管理的体系，并且有助于帮扶、鼓励相关企业进一步投入到化妆品的原料创新中，带动相关原料及产品的持续的迭代升级。

图表12：我国化妆品原料备案信息数量



资料来源：国家药品监督管理局，长城证券产业金融研究院

2) 在渠道层面，近年来线下渠道规模趋于稳定、增幅放缓，线上渠道市场规模整体呈稳步上升趋势，有效扩容了消费者对化妆品的触达及购买方式。我们认为，从我国的零售业发展阶段来看，电商化是 2010 年以来渠道变迁的重要趋势，并且在这过程中，不同阶段孕育了不同类型电商平台的机会，而持续把握住不同阶段渠道变化趋势的化妆品品牌，才能够有效穿越周期，实现自身规模的持续扩张。

电商零售的兴起与结构性变化：我们认为，我国电商零售市场经历了快速成长的阶段，极为迅速的扩张速度也促进了多种电商运营模式的诞生，给行业带来了多样化的发展机

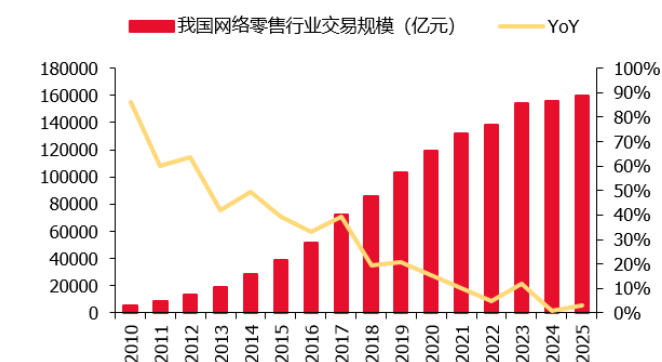
遇。根据网经社、电数宝信息，2025 年我国网络零售行业交易规模已经高达 15.97 万亿元，同比增长 2.89%，并且从 2010-2025 年期间持续保持规模扩张的态势，复合增速达到 25.98%。从发展阶段来看，主要可以分为三个阶段，第一阶段是货架电商兴起的时期，1999 年起诞生了多个电商网站，并且在 2003 年之后蓬勃发展，逐渐从电脑端发展至移动端；第二阶段则是内容电商的出现，图文、直播、短视频、短剧等崭露头角，例如 2014 年小红书布局电商、2016 年淘宝发展直播、2018 年起抖音电商&快手电商迅速崛起；第三阶段则是私域电商快速发展，尤其是 2020-2023 年为爆发期。在此期间，电商平台的结构也产生了相应的变化，差异化的电商平台、细分电商销售模式等催生了一定的新机遇。例如，直播电商快速兴起，根据网经社、电数宝的信息，2025 年我国直播电商市场规模为 6.95 万亿元，同比增长 30.42%，在我国零售电商市场规模中的占比由 2017 年的不足 1%提升至 2025 年的 43.49%。

图表13：我国零售电商发展阶段



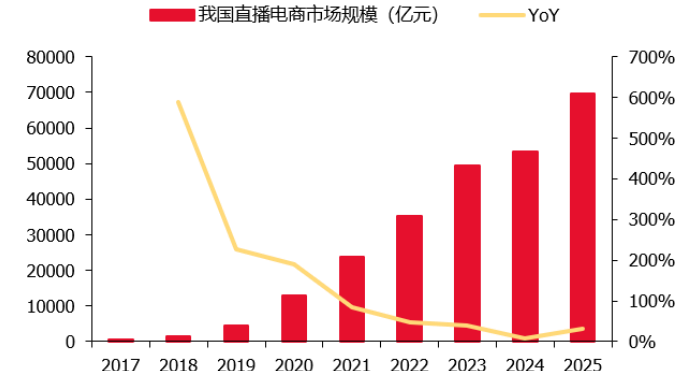
资料来源：网经社，长城证券产业金融研究院

图表14：我国网络零售行业交易规模



资料来源：网经社，电数宝，长城证券产业金融研究院

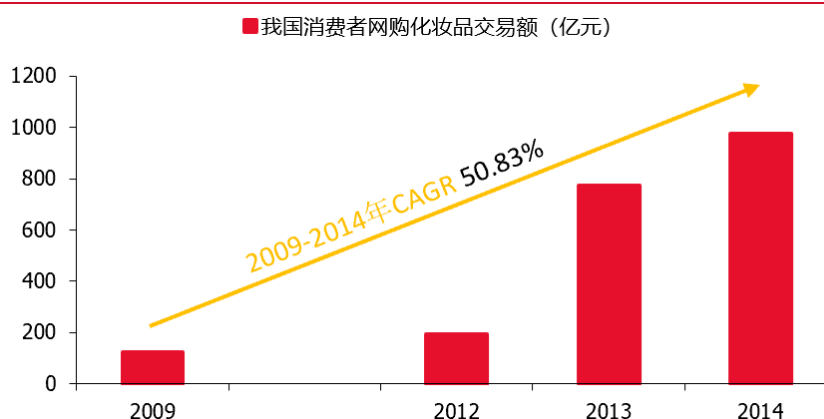
图表15：我国直播电商市场规模



资料来源：网经社，电数宝，长城证券产业金融研究院

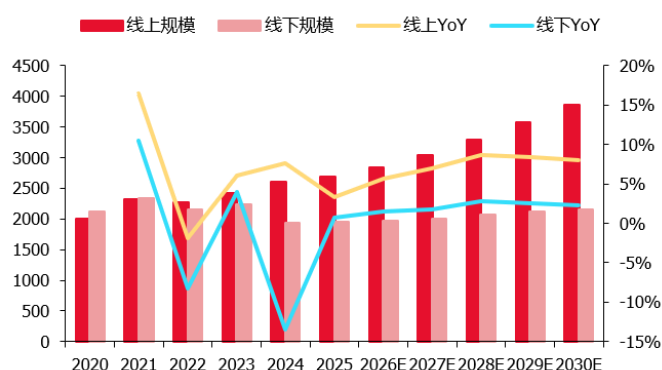
化妆品行业顺应电商化发展：我们认为，对于化妆品行业而言，传统化妆品线下实体渠道受地域限制、价格限制、购物便捷限制、产品功效信息有限等因素的制约，线上渠道则是通过更为透明的价格体系及优惠活动、更为有效的客服及主播互动、更为便捷的物流配送服务等，提升化妆品消费体验，有效带动行业扩容。根据珀莱雅首次公开发行股票招股说明书，2010 年以前，化妆品销售以实体渠道流通为主，国际高端品牌和国内品牌市场拓展均受到一定程度的限制。国际高端品牌占据一、二线城市绝对优势，但受限于开店成本与宣传成本高、品牌受众，渠道下沉难以推进，性价比较高的国内品牌市场主要集中于三四线城市及乡镇市场，品牌影响力和企业实力有限；但是通过电商平台，国际品牌可以以相对低的成本开发低线城市，而国内品牌则有机会获取核心城市消费市场，尤其是，与国际大牌相比，长期以来国内品牌在营销实力上处于弱势，而线上无边界宣传的特性将会降低国内品牌的营销成本，同时借用线上社群特性打造国内品牌口碑。根据珀莱雅首次公开发行股票招股说明书援引的 Euromonitor 数据，2016 年我国化妆品电商渠道销售额占比从 2011 年的 5.2% 上升到 2016 年的 20.6%。后续来看，随着电商零售业的迅猛发展，线上渠道在化妆品消费场景中的重要性持续提升，但同时，线下渠道也仍然在发挥重要作用，主要依赖于现场产品试用体验、满足消费者即时需求、美容顾问提供的专业个性化服务等。根据珀莱雅申请版本（第一次呈交）（全文档案）、国家统计局、弗若斯特沙利文数据，以零售额计，2025 年我国线上护肤品、彩妆品行业市场规模为 2677 亿元、793 亿元，2020-2025 年复合增速分别为 6.1%、3.3%，占整体销售规模的比例分别为 58.01%、67.72%。

图表16：我国消费者网购化妆品交易额



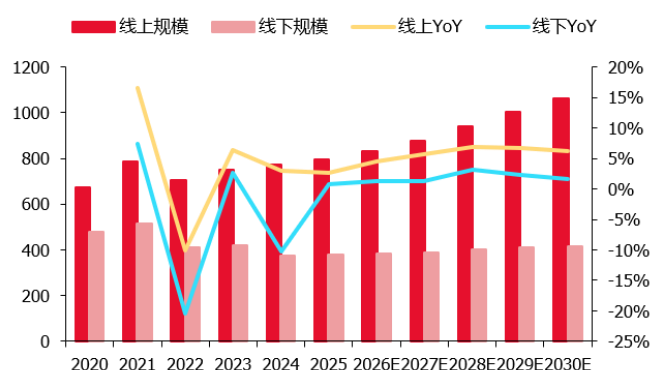
资料来源：珀莱雅首次公开发行股票招股说明书，前瞻产业研究院，长城证券产业金融研究院

图表17：中国护肤品行业市场规模-分渠道（亿元）



资料来源：珀莱雅化妆品股份有限公司：申请版本（第一次呈交）（全文档案），国家统计局，弗若斯特沙利文，长城证券产业金融研究院

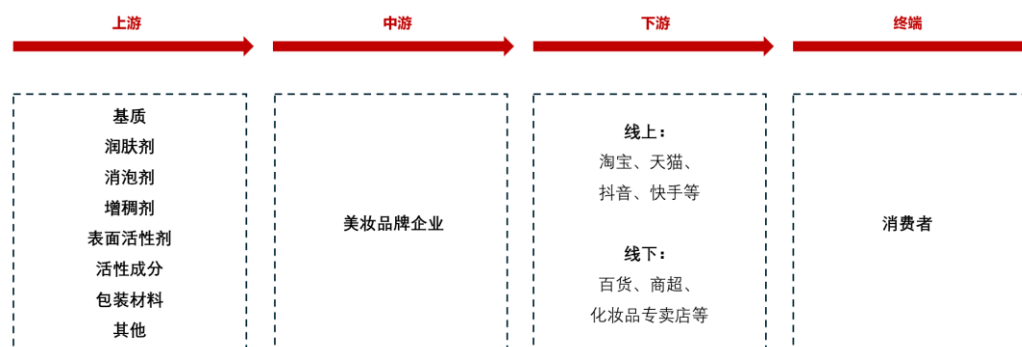
图表18：中国彩妆品行业市场规模-分渠道（亿元）



资料来源：珀莱雅化妆品股份有限公司：申请版本（第一次呈交）（全文档案），国家统计局，弗若斯特沙利文，长城证券产业金融研究院

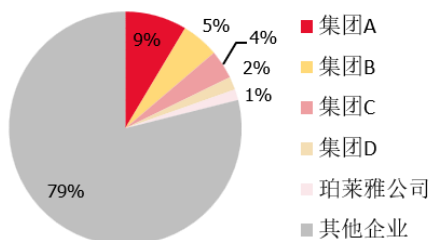
化妆品行业竞争主要集中在品牌端，行业集中度相对分散。中国化妆品行业产业链可分为上、中、下游三个环节，涵盖了从原料供应、生产制造、品牌运营营销到销售等多个环节。我们认为，中游美妆企业仍然是行业竞争较为激烈的环节，主要是因为消费者对化妆品的需求越发呈现多元化、精细化的特点，对产品的功效、成分、气味等不同方面的需求都更加细分，为了应对消费者需求、扩大消费者覆盖，企业倾向于针对特定消费者需求开发及推出不同品牌、不同系列的产品，并且针对细分市场的消费者进行精准营销，导致中游环节的化妆品产品竞争激烈，也导致行业格局相对分散。根据珀莱雅申请版本（第一次呈交）（全文档案）、弗若斯特沙利文数据，按照 2025 年零售额计算，我国化妆品企业 CR5 为 21.10%，但是品牌 CR5 仅为 8.60%，我们认为，企业及品牌竞争激烈，进一步佐证化妆品企业需要通过多品牌覆盖更多消费客群，以实现自身规模的扩张。

图表19：我国美妆行业产业链



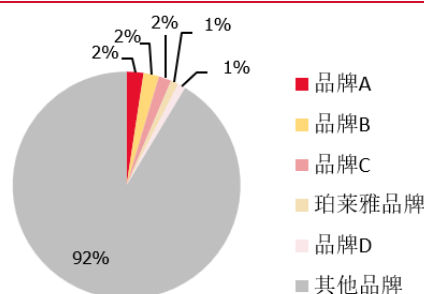
资料来源：智研咨询，长城证券产业金融研究院

图表20：我国化妆品企业集中度



资料来源：珀莱雅化妆品股份有限公司：申请版本（第一次呈交）（全文档案），弗若斯特沙利文，长城证券产业金融研究院

图表21：我国化妆品品牌集中度

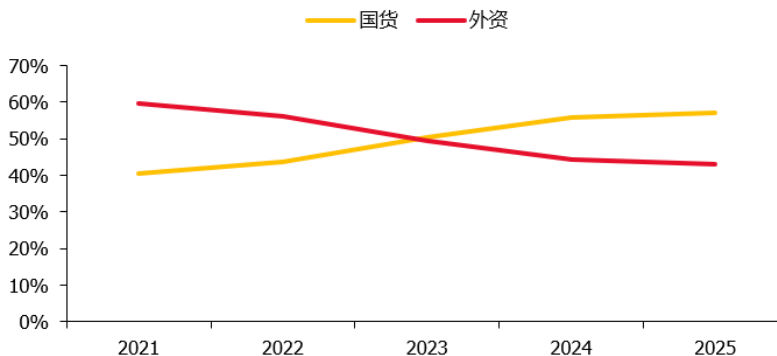


资料来源：珀莱雅化妆品股份有限公司：申请版本（第一次呈交）（全文档案），弗若斯特沙利文，长城证券产业金融研究院

国货品牌份额已经实现反超，我们认为，主要得益于国货品牌紧跟、甚至引领市场变化。

根据青眼情报微信公众号援引的《2026 中国化妆品专业品牌洞察报告》，2025 年国货化妆品品牌占比达到 57.0%，较 2024 年提高 1.3pct；自 2023 年起国货化妆品品牌已连续三年市场份额超过外资品牌，甚至 2025 年增长速度达到外资品牌的 1.8 倍。我们认为，国货品牌能够实现弯道超车，得益于渠道、产品等多维度高度贴合市场变化，甚至通过创新进一步引领市场变化。首先，渠道方面，国货品牌对于电商渠道的布局更为及时，尤其是以抖音为代表的注重内容互动与性价比的平台上，国货产品同步凭借产品迭代、灵活的营销策略、亲民的价格，实现销售的快速突破。例如，根据中国化妆品杂志官方微信公众号信息，短视频叙事、直播转化、情绪共鸣交织的内容生态下，国产品牌取得了亮眼的成绩，根据《中国化妆品》杂志援引的蝉妈妈数据，国货品牌主导了 2025 年抖音护肤与彩妆香水类目的销售额 TOP10 榜单。其次，产品方面，国货品牌多通过爆款大单品快速崛起，能够在短期内聚焦资源、极致打磨产品，配合精准的达人营销和内容种草，可以实现产品在细分赛道的快速增长，再进一步做产品系列、品牌矩阵等多元化的布局。例如，根据珀莱雅申请版本（第一次呈交）（全文档案），珀莱雅也是通过建立品牌培育和大单品孵化能力，来持续提升竞争护城河。后续来看，我们认为，国际品牌仍然积累了多年的品牌、技术、高端体验壁垒，国货品牌的持续突围，仍需要持续深化产品研发与布局、从依赖渠道流量转化为品牌自身声量的提升、提升客户体验等。

图表22：我国国产及外资化妆品品牌份额



资料来源：青眼情报微信公众号，《2026 中国化妆品专业品牌洞察报告》，《2025 年中国化妆品年鉴》，长城证券产业金融研究院

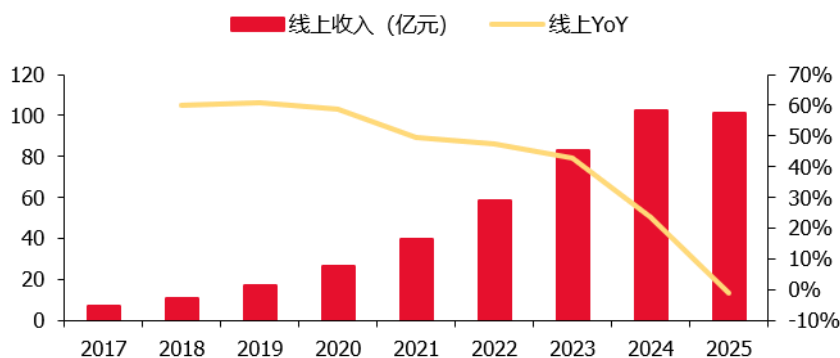
注：统计范围为淘天、京东、快手、抖音、拼多多、视频号、化妆品集合店、百货、商超等；零售额指的是本统计范围下退后销售额。

3.无惧渠道变迁，把握货架&内容电商双机遇

我们认为，对于美护品牌而言，把握渠道变迁是紧贴市场的核心要点之一，其底层是机制的有效性，得益于组织架构的持续完善。我们认为，美妆护肤及洗护产品，作为快消产品中的一种细分类目，其消费行为往往带有消耗使用、相对高频复购、受众广泛的特征，一定程度上，消费者的产品切换成本相对较低，甚至部分产品可以叠加使用，消费者忠诚度相对较低。因此，化妆品品牌对消费者的种草、触达具有必要性。然而关于渠道决策的背后，是组织对于变化的快速感知、快速决策、快速应对等环节的多重叠加，考验企业运行机制的高效性。

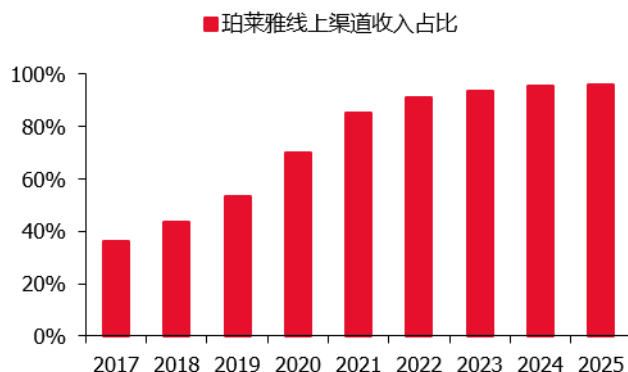
珀莱雅把握渠道变迁，线上渠道收入占比持续提升。根据珀莱雅 2017-2025 年年度报告，2025 年线上渠道营业收入分别为 101.17 亿元，线上渠道收入占比已经从 2017 年的 36.08%逐年提升至 2025 年的 95.58%；其中，直营模式构成了线上收入的主要来源，分销模式则作为重要补充，2025 年营收分别为 81.92 亿元、19.25 亿元，分别占公司主营业务收入的 77.39%、18.19%。回溯公司线上渠道的发展历程，珀莱雅有效把握了我国电商零售渠道变化的核心节奏。根据珀莱雅申请版本（第一次呈交）（全文档），2010 年以前，中国美妆市场吸引外资品牌持续进入，但珀莱雅差异化定位大众美妆市场，构建品牌资产，抓住线下渠道快速发展的契机。2010 年起，公司抓住我国电商渠道变革机遇、锚定大众市场对高质量美妆产品的需求，于 2010 年成立电商部门，进军天猫、京东等货架电商渠道。2018 年战略进入小红书、抖音等内容电商渠道，公司布局电商的节点显著领先于行业，并且根据上文有关行业的讨论来看，相关布局时点使得公司充分把握了零售电商的高速发展阶段。在对于渠道变化精准判断、有效运营的背景下，公司旗下旗舰品牌珀莱雅于 2025 年超越外资品牌成为线上渠道第一护肤品牌，公司旗下彩妆品牌彩棠于 2025 年成为线上渠道第四国货彩妆品牌。

图表23：珀莱雅线上渠道收入及增速



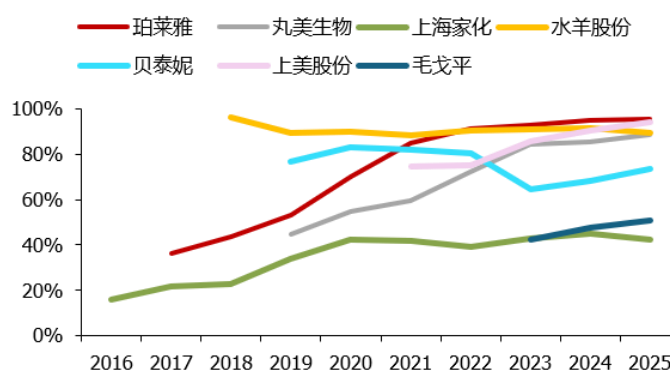
资料来源：珀莱雅 2017-2025 年年报，长城证券产业金融研究院

图表24：珀莱雅线上渠道收入占主营业务总收入的比例



资料来源：珀莱雅 2017-2025 年年报，长城证券产业金融研究院

图表25：不同化妆品企业线上收入占比

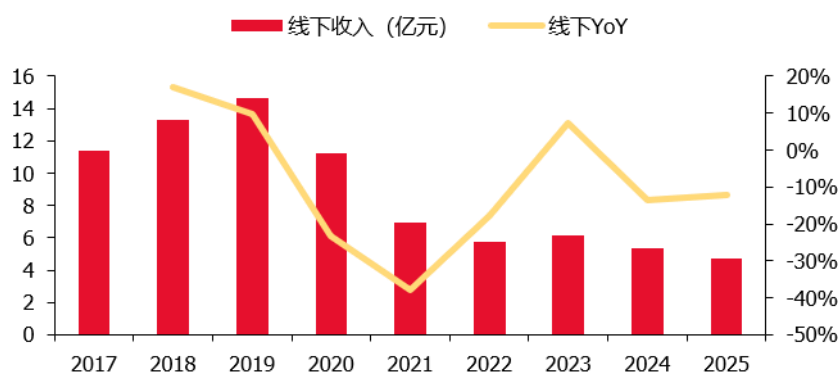


资料来源：ifind, 珀莱雅 2017-2025 年年报, 上海家化 2016-2025 年年报, 水羊股份 2018-2025 年年报, 贝泰妮 2020-2025 年年报, 丸美生物 2019-2025 年年报, 上美股份 2022-2025 年年报, 毛戈平 2024-2025 年年报, 长城证券产业金融研究院

同时，公司线下渠道仍在进一步发展，触达更广泛消费群体。根据珀莱雅 2025 年年度报告，2025 年线下渠道营业收入分别为 4.68 亿元，占主营业务总收入的 4.42%。公司线下渠道主要通过经销商模式运营，终端渠道主要包括化妆品专营店、百货、美妆集合店等。根据珀莱雅申请版本（第一次呈交）（全文档），截至 2025 年公司旗下产品已进入约 6200 家化妆品专营店。我们认为，公司经历了中国美妆线下渠道变迁，拥有多年深耕线下渠道的能力积淀，并且仍在积极探索、主动挖掘新兴渠道。例如，根据珀莱雅申请版本（第一次呈交）（全文档），公司将修复、敏感肌护肤的械字号产品在 OTC 渠道销售，截至 2026 年 4 月 23 日相关产品进入约 4190 家 OTC 药房。

根据珀莱雅投资者关系微信公众号，公司为 OTC 医研线制定了清晰的阶段性蓝图：1) 短期内，聚焦渠道与产品的双落地，深耕核心连锁药房网，打造标杆合作门店，设立“珀莱雅医研护肤专区”，并逐步迭代械字号与药房专供妆字号产品，强化“术后修护+日常维稳”的双场景覆盖；2) 中期阶段，珀莱雅将深化“产学研医”协同，与皮肤科医生、药房药师共创 OTC 护肤指南，将临床经验转化为终端服务标准，并在核心门店探索“科技体验中心”模式，提供皮肤检测与定制化护肤建议，拓展药房服务边界；3) 长期来看，希望在行业层面推动国货美妆在 OTC 渠道的功效实证与合规标准建设，在品牌层面确立“国货 OTC 功效护肤第一品牌”的心智认知，并通过线上医研科普与线下药房体验的联动，构建覆盖全链路的科学护肤生态。我们认为，珀莱雅推动相关的 OTC 渠道布局，创新性地为国货美妆品牌在 OTC 渠道的合规运营、专业服务提供了建设性的尝试，也有助于公司突破现有渠道、产品、消费群体限制，打开新的增长空间，一定程度上，随着当前线下及时零售等渠道的进一步迭代，“线上+线下”并重的模式有利于公司持续巩固自身的渠道壁垒。

图表26：珀莱雅线下渠道收入及增速



资料来源：珀莱雅 2017-2025 年年报，长城证券产业金融研究院

4.战略逐层递进，布局产品多元化&品牌矩阵化

4.1.大单品策略，高效突破

大单品策略，落实公司产品驱动策略的布局。根据珀莱雅 2020 年年报，2020 年公司正式提出由渠道驱动策略快速升级为产品驱动策略。在此背景下，公司推行大单品策略，旨在打造具备品牌心智、代表性的明星单品，从而提升客单价和复购率，以增强品牌粘性。根据珀莱雅申请版本（第一次呈交）（全文档案），以 2024 年零售额计，珀莱雅公司是唯一拥有多达 4 个超 10 亿元零售额超级大单品的本土化妆品集团，旗舰品牌珀莱雅是中国唯一单品牌旗下有 2 个精华产品超过 10 亿元的品牌。

领先预见、塑造和倡导“早 C 晚 A”护肤理念及产品组合，珀莱雅大单品策略有效落地、获得成功。回顾公司成功推出的大单品，包括红宝石精华、双抗精华、彩棠修容盘等多种产品，尤其是以珀莱雅品牌的“双抗精华+红宝石精华”两大核心产品组成的“早 C 晚 A”黄金护肤组合。根据珀莱雅申请版本（第一次呈交）（全文档案）、天猫珀莱雅官方旗舰店、珀莱雅官网、珀莱雅 2022 年年报信息，基于皮肤呈现的昼夜周期特征，公司于 2020 年率先于国内提出并推广“早 C 晚 A”的科学护肤概念。弗若斯特沙利文调研显示，珀莱雅“早 C 晚 A”系列护肤产品的消费者推荐和复购意愿在中国所有受访护肤品牌的同概念系列产品中排名第一，珀莱雅自 2021 年至 2025 年连续五年按零售额计为中国“早 C 晚 A”产品第一护肤品牌。

1) “C”代表维生素 C 等抗氧化成分，主打日间抗氧化防护。公司旗下对应的产品是珀莱雅双抗精华，主打抗氧、抗糖，皮肤能够更加透光焕亮、去黄美白，其具体成分来看，虾青素、麦角硫因等成分主打抗氧化，脱羧肌肽、Collrepair 等成分主打抗糖化。

2) “A”代表视黄醇，主导夜间抗衰老修护。公司旗下对应的产品是红宝石精华，添加珀莱雅专利成分的超分子 A 醇以实现抗皱，通过添加乙酰基六肽-1 缓解动态纹。

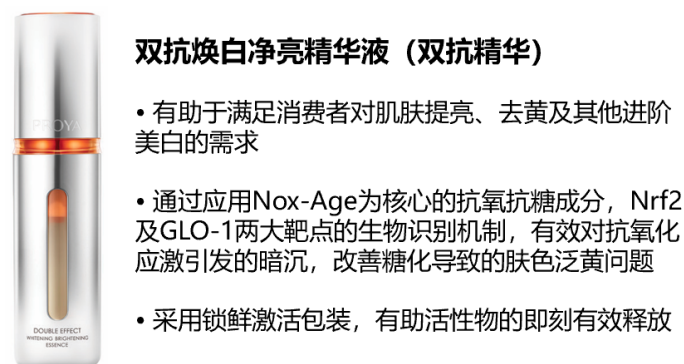
我们认为，公司能够成功推出相关大单品，得益于深度贴近消费者需求，从而洞察到消费者对于抗老、抗糖、抗氧化成分护肤的主要需求，进而研发并推广契合市场需求的产品。

图表27: 珀莱雅品牌“早C晚A”产品组合 (双抗精华+红宝石精华)



资料来源: 天猫珀莱雅官方旗舰店, 长城证券产业金融研究院

图表28: 珀莱雅双抗精华

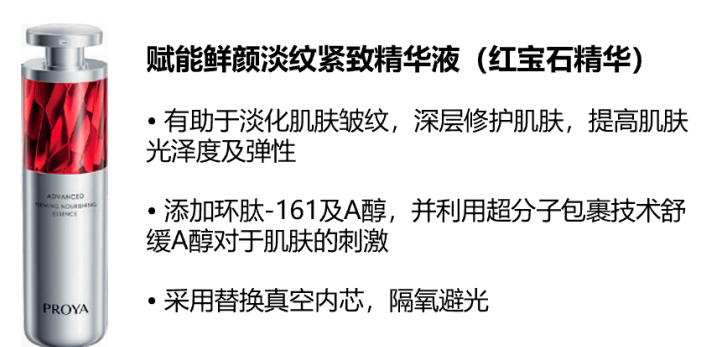


双抗焕白净亮精华液 (双抗精华)

- 有助于满足消费者对肌肤提亮、去黄及其他进阶美白的需求
- 通过应用Nox-Age为核心的抗氧抗糖成分, Nrf2及GLO-1两大靶点的生物识别机制, 有效对抗氧化应激引发的暗沉, 改善糖化导致的肤色泛黄问题
- 采用锁鲜激活包装, 有助活性物的即刻有效释放

资料来源: 珀莱雅申请版本 (第一次呈交) (全文档案), 长城证券产业金融研究院

图表29: 珀莱雅红宝石精华



赋能鲜颜淡纹紧致精华液 (红宝石精华)

- 有助于淡化肌肤皱纹, 深层修护肌肤, 提高肌肤光泽度及弹性
- 添加环肽-161及A醇, 并利用超分子包裹技术舒缓A醇对于肌肤的刺激
- 采用替换真空内芯, 隔氧避光

资料来源: 珀莱雅申请版本 (第一次呈交) (全文档案), 长城证券产业金融研究院

持续迭代、延展, 保障大单品的持续竞争力。我们认为, 化妆品的消费者粘性相对较弱、行业格局相对分散, 大单品若能够持续获得消费者的青睐, 离不开产品的不断精进, 珀莱雅则是通过创新成分与先进技术, 持续将消费者的趋势性需求融入大单品升级中。

例如, 根据我们跟踪, 2020-2025 年珀莱雅双抗精华已经推出四代产品。根据珀莱雅 PROYA 微信公众号, 双抗精华 1.0 产品中便已经主打“抗糖+抗氧”的双功效, 实现抗初老的效果, 并且使用了浓度高达 2%的麦角硫因+天然成分虾青素实现抗氧的效果, 抗糖方面, 则是由 SYMRISE 肌肽+复配 BASF 专利成分 Collrepair 共同作用; 双抗精华 2.0 则是全面升级抗氧、抗糖、功效、肤感, 抗氧成分方面, 除了保留麦角硫因、虾青素, 还新增了 EUK 134 和 LC-6, 抗糖成分保留了 Collrepair, 并将肌肽升级为脱羧肌肽; 双抗 3.0 产品探索了更轻薄、更好吸收的质地, 添加了独家成分 Nox-Age, 并且同步推出了双抗系列的水/乳/霜, 给不同肤质需求的消费者提供更多种选择、搭配; 根据珀莱雅申请版本 (第一次呈交) (全文档案), 双抗精华美白特证版增加氧糖肽, 可以实现内外双驱动, 升级为国家药监局认证的美白产品, 能够满足消费者去黄提亮、美白的进阶需

求。红宝石精华也不例外，2020-2026 年公司已经推出了四代红宝石精华，红宝石精华 1.0 至 3.0 系列持续优化添加的胜肽及 A 醇，全面升级产品的抗皱功效，红宝石微珠进化则采用了“水油微珠”作为载体，并同步优化产品成分。

图表30：珀莱雅双抗精华代际升级过程

产品	上市年份	效果	核心成分
双抗精华1.0	2020年	抗糖+抗氧 抗初老	麦角硫因、虾青素；肌肽、Collrepair。
双抗精华2.0	2021年	抗氧升级 抗糖升级 功效升级 肤感升级	高浓麦角硫因、雨生红球藻虾青素，新增EUK134、LIPOCHROMAN-6，形成四大抗氧成分；沿用Collrepair，将肌肽升级为更强大的1%脱羧肌肽。 配方中额外新增海星枝管藻（持久保湿&莹润滋养）、依克多因（强化抗氧防护力）、油橄榄叶（舒缓&修护&维稳）、CELLDETOX2（促进自噬&提升自净力）。
双抗精华3.0	2023年	更轻薄 更好吸收 推出不同产品 适用于不同肤质	延续麦角硫因+脱羧肌肽方案，添加独家成分Nox-Age，额外推出水/乳/双产品，形成双抗套系产品。 双抗水添加HEPES、烟酰胺，依克多因； 双抗乳添加lipochro-man molecule、Pro-renew； 双抗霜添加类神经酰胺、二葡萄糖基格酸。
双抗精华 美白特证版	2025年	减黄提亮 美白透亮 紧致嘭弹 (抗氧力、抗糖力提升) 适用于多种肤质	生育酚葡萄糖苷、专研柚皮苷、麦角硫因MAX、烟酰胺、传明酸；突破再发现2大核心靶点，新增Nrf2-净氧因子、GLO-1-净糖因子。

资料来源：珀莱雅 PROYA 微信公众号，珀莱雅京东自营旗舰店，长城证券产业金融研究院

图表31：珀莱雅红宝石精华代际升级过程

产品	上市年份	效果	核心成分、材质
红宝石精华1.0	2020年	高效抗皱、 细腻毛孔、控油	西班牙六胜肽、超分子维A醇
红宝石精华2.0	2021年	成分 功效 肤感 包材 全面升级	将六胜肽-8更换为六胜肽-1，其抗皱效率接近六胜肽-8的10+倍；采用独家超分子包裹缓释技术来降低A醇刺激度提高稳定性外，还首次加入维A醇Booster。 复配了多种抗老和舒缓成分，包括SEPIILFT DPHP（提升弹性）、紧致四肽（紧致轮廓）、蛋白聚糖（充盈肌底）； 利用4D透明质酸联手天然海藻糖，解决拔干问题； 采用新升级的AirFree真空包装，解决瓶底积液困扰，防光防氧以最大程度保证了成分活性。
红宝石精华3.0	2024年	功效 配方 温和度 肤感 全面升级 覆盖多龄段抗皱需求	采用独家专利环肽单一环肽的“环肽-161”（中国美妆首款合成环肽），可敌多重胜肽；以A醇+HPR的精研双A组合代替单A醇；协同功效放大器水飞蓟素，针对性激活胶原生成的核心通路TGF-β，打开人体的胶原开关，促进胶原。 搭配专利超分子包裹缓释技术以及安肤组合，提升了温和度； 采用了更清爽、不挑肤的丝缎质地。
红宝石 微珠精华	2026年	紧致、弹嫩、光采	“水油微珠”为载体，采用三重植萃油：海茴香、灵芝孢子油、黄金海棠果籽油； 添加独家双环肽，独家“亚麻籽环肽”+专利“环肽-161”； 添加俄罗斯三文鱼直供的PDRN； 添加乙酰化透明质酸钠。

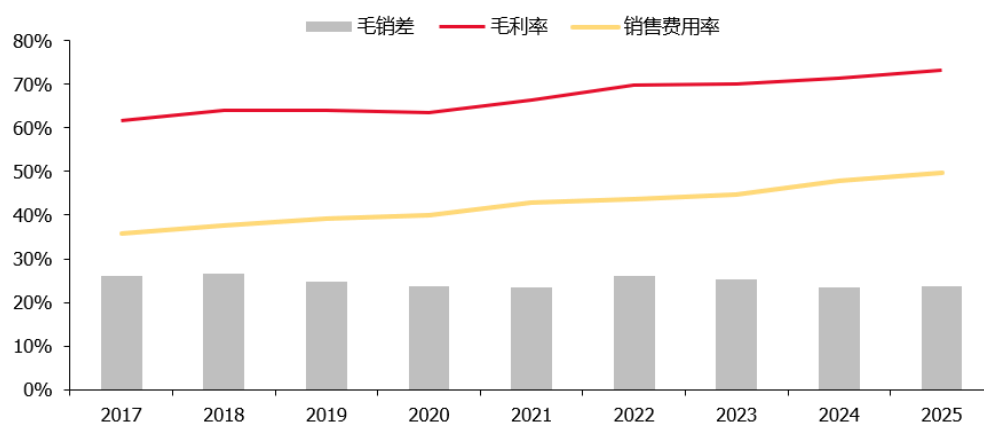
资料来源：珀莱雅 PROYA 微信公众号，长城证券产业金融研究院

公司同步发力营销端，注重营销方式驱动销售转化。我们认为，从体系化的建设来看，公司已经逐步建立了较为成熟的营销策略，反映出强大的消费者互动、认可度及商业影响力。1) 数字和社交媒体营销方面，我们认为，作为公司的重要营销媒介，公司采用多维度的营销覆盖。根据珀莱雅申请版本（第一次呈交）（全文档案），一方面，公司通过

平台种草吸引消费者，消费者分享个人体验和产品评论，推动信任和购买，同时与各种 KOL/KOC 建立合作伙伴关系，根据特定特征制定各种营销方法，这些专业的 KOL 与消费者反馈也可以形成有效互补，有效地传达产品价值，并提供可在多平台分发扩散的结构化内容。另一方面，公司创作优质的短片形式内容，包括短视频、短剧及微电影，在抖音等主要平台推出，传达品牌价值；同时，结合内部直播工作室和 KOL 合作来增强消费者互动，也借助明星代言与目标消费者建立联系，与部分 IP 联名使得产品与众不同、强化文化共鸣。2) 线下营销方面，我们认为公司更为注重体验互动，加深情感链接。线下营销创造了实体的消费者触点，公司则部署体验式活动，包括店内产品展示、户外广告、快闪店及新品发布会等。例如，针对“早 C 晚 A”产品组合，2022 年 11 月公司就通过全国 8 城 9 店系列快闪，强势占领“早 C 晚 A”心智，进一步通过明星产品与年轻人的热门生活方式“早咖夜酒”有效结合，以更贴近消费者生活的方式去传递品牌年轻感。

费用投入来看，2017-2025 年公司销售费用率持续提升。2017-2025 年，公司销售费用率从 35.66%逐年提升至 49.63%。我们认为，珀莱雅持续投入相关销售费用，有助于相关品牌及产品快速触达消费者、提升消费者对于品牌及产品的了解度，进而有望带动终端销售落地；尤其是，在推广大单品的阶段，集中性的资源投放，更容易打造出相关爆品。进而形成良性循环，收入规模扩张的背景下，规模效应逐步释放，同时产品部门可以根据市场反馈持续优化产品，带动毛利率优化。因此，2017-2025 年珀莱雅的毛利率趋势向上、略有波动，2017 年毛利率为 61.73%，2025 年毛利率已经达到 73.26%；毛销差指标则保持相对稳定，2017-2025 年在 23%-27%的区间内略有波动。

图表32：珀莱雅毛利率、销售费用率及毛销差



资料来源：ifind，珀莱雅 2017-2025 年年报，长城证券产业金融研究院

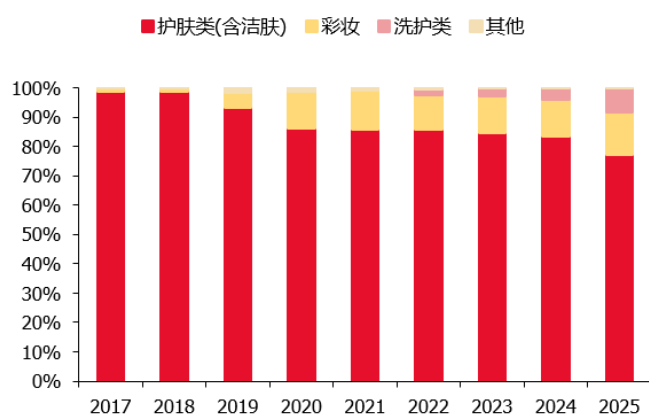
4.2.多元化布局，基业长青

多品类、多品牌业务布局基石已经成型，多区域布局、投资并购加速推进中，我们认为，珀莱雅公司已经具备了成为全球化化妆品平台型头部企业的基础。

公司旗下品类布局已经涉及护肤、彩妆、个人护理等领域，布局完善，且相关板块均具有较为出色的毛利率水平，能够支撑公司相关的研发、销售等投入。根据 ifind、珀莱雅

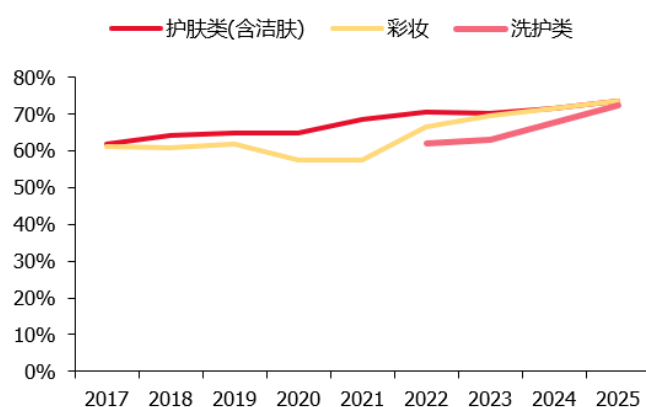
2017-2025 年年报数据，2025 年公司护肤（含洁肤）、彩妆、个人护理收入占比分别为 77.20%、14.75%、7.93%，然而 2017 年护肤（含洁肤）收入占比仍高达 98.81%，2017-2025 年该比例持续下滑。我们认为，公司在品类多元化布局上已经取得有效成效；并且随着新业务规模的持续放量，彩妆、个人护理业务的毛利率整体呈现出上升趋势，甚至在 2025 年反超护肤业务，为公司整体毛利率作出正贡献。根据 ifind、珀莱雅 2017-2025 年数据，2025 年公司护肤（含洁肤）、彩妆、个人护理业务毛利率分别为 73.37%、73.45%、72.46%，彩妆及个人护理业务毛利里反超护肤（含洁肤）。2022-2025 年彩妆、个人护理业务毛利率持续提升，期间彩妆业务收入年均复合增速为 27.59%，彩妆毛业务利率从 66.55%提升至 73.45%；个人护理业务收入年均复合增速为 88.43%，个人护理业务毛利率从 62.05%提升至 72.46%。

图表33：珀莱雅公司分品类业务收入占比



资料来源：ifind，珀莱雅 2017-2025 年年报，长城证券产业金融研究院

图表34：珀莱雅公司分品类业务毛利率



资料来源：ifind，珀莱雅 2017-2025 年年报，长城证券产业金融研究院

分品牌来看，截至 2025 年末，珀莱雅已经构建了多元化的品牌梯队。我们认为，当前公司已构建起覆盖大众精致护肤、彩妆、洗护、高功效护肤等多领域的多品牌矩阵，通过不同的品牌定位、产品性能定位、价格定位，服务于多样化的客群，有助于公司拉高增长空间、提升市场份额。

1) 护肤：根据珀莱雅 2025 年年度报告，公司主品牌“珀莱雅”专注科技护肤，针对年轻白领女性群体，产品核心价格带为 200-500 元，归属于大众精致护肤品牌类别，2017-2025 年“珀莱雅”营收占比维持在 70%以上，是公司营收的主要来源。“悦芙媞”主要针对 18-24 岁的 Z 世代群体，核心价格带为 50-200 元，进一步扩大了消费群体的覆盖面。“CORRECTORS”则是定位于高功效护肤品牌，主打提供“实验室”级别的专业护肤，主价格区间也进一步提升至 260-600 元。

2) 彩妆：“彩棠”以中式美学为核心卖点，锚定底妆赛道，重点切入底妆类目细分需求，主价格区间为 150-300 元。“原色波塔”则以“自我”为核心打造针对 Z 世代年轻人群的新锐彩妆品牌，产品也更具性价比，主价格区间为 39-200 元。

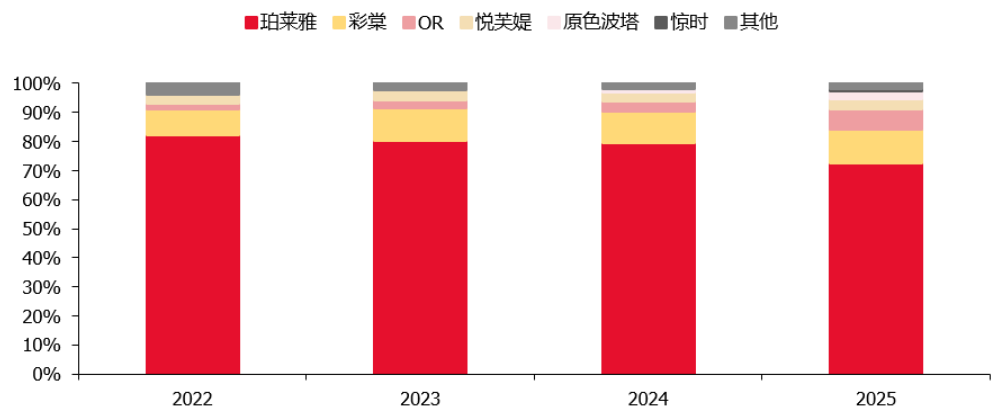
3) 洗护：“Off&Relax”定位“亚洲头皮整全愈养专家”，旨在提供综合的养护体验，主价格区间为 150-350 元。“惊时”专研头皮微生态，走科技功效路线，满足消费者对于头皮健康的需求，主价格区间为 79-99 元。

图表35：珀莱雅公司旗下品牌矩阵

品类	品牌	定位	核心价格带	主要销售模式
大众精致护肤品牌	珀莱雅	专注科技护肤，针对年轻白领女性群体	200-500元	线上线下全渠道协同销售
	悦芙媞	“年轻肌专研”，针对18-24岁的Z世代年轻群体	50-200元	以线上为主要销售渠道
彩妆品牌	彩棠	以“中国妆，原生美”为理念的中式美学专业彩妆品牌	150-300元	以线上为主要销售渠道
	原色波塔	以“自我”为核心打造的新锐彩妆品牌，针对Z世代年轻人群	39-200元	以线上为主要销售渠道
洗护品牌	Off&Relax	“亚洲头皮整全愈养专家”的洗护品牌	150-350元	以线上为主要销售渠道
	惊时	专研头皮微生态的功效洗护品牌	79-99元	以线上为主要销售渠道
高功效护肤品牌	CORRECTORS	“实验室”级专业护肤品牌	260-600元	以线上为主要销售渠道

资料来源：珀莱雅 2025 年年度报告，长城证券产业金融研究院

图表36：珀莱雅公司分品牌业务收入占比



资料来源：珀莱雅 2017-2025 年年报，长城证券产业金融研究院

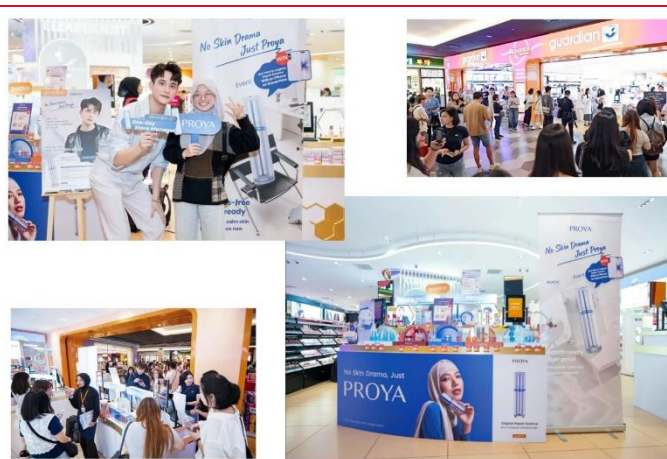
多区域布局帷幕已经打开，第一步迈向东南亚市场。根据珀莱雅申请版本（第一次呈交）（全文档），公司计划抓住中国品牌出海的机遇，开展海外业务的探索，尤其是海外市场的本土化经营模式。区域来看，公司计划逐步布局东南亚、日韩、中东及欧美等国际市场的本土化经营模式。并且优先聚焦有高增长潜力的新兴市场，例如东南亚。我们认为，公司加速海外市场布局，依托于专业团队、产品力及国内成功运营多年所积累的渠道拓展经验，叠加本土化经营模式的可落地性，公司相关海外拓张前景可期。目前来看已经有部分成效，例如，根据珀莱雅投资者关系公众号，2026 年“五一”国际劳动节期间，主品牌珀莱雅在马来西亚健康、美容和个人护理零售巨头 Guardian 亚洲最大旗舰店举办主题为“No Skin Drama, Just PROYA”的系列活动，甚至凭借珀莱雅品牌旗下的源力系列产品的热销，成为该旗舰店有史以来单日产品销量最高的中国美妆品牌。

图表37: 珀莱雅品牌与马来西亚 Guardian 达成战略合作



资料来源: 珀莱雅股份微信公众号, 长城证券产业金融研究院

图表38: 珀莱雅品牌*Guardian 活动现场



资料来源: 珀莱雅股份微信公众号, 长城证券产业金融研究院

获取花知晓公司 51%股权，投资并购加速公司版图扩张。根据珀莱雅关于收购深圳花知晓电子商务有限公司部分股权的公告，珀莱雅公司旗下全资子公司珀莱雅（海南）于2026年5月21日与自然人杨子枫先生签订了股权转让协议，珀莱雅（海南）拟以自有资金、支付现金的方式受让杨子枫先生持有的花知晓公司12.5479%的股权，总交易金额为3.51亿元。叠加此次交易前珀莱雅（海南）持有的花知晓公司38.4521%的股权，相关股权成功转让后，珀莱雅将通过全资子公司珀莱雅（海南）持有花知晓公司51%的股权，实现并表。我们认为，公司进一步增持花知晓公司并实现并表，有助于公司整体战略发展，进一步加强公司多品牌、多品类、多区域的战略布局，尤其是丰富公司的彩妆品类矩阵。

花知晓公司旗下拥有知名的彩妆品牌花知晓，2016年成立至今，花知晓品牌已经推出了超过25个原创主题的彩妆系列产品，该品牌注重用少女心设计作为语言，面向全球消费者讲述幻想故事，因此在彩妆品类中具有差异化定位的优势，可以进一步完善珀莱雅的彩妆业务布局；同时，花知晓在海外市场已经被验证，一定程度上，能够为公司品牌出海提供经验，助力公司国际化战略的落地。2025年花知晓公司实现营业收入17.26亿元，净利润2.80亿元（营业收入及净利润未经审计）；2026Q1花知晓公司实现营业收入6.75亿元，净利润1.55亿元（营业收入及净利润未经审计）。

图表39：花知晓旗下部分系列产品



资料来源：花知晓官网，长城证券产业金融研究院

5.组织架构持续优化迭代，珀莱雅夯实发展根基

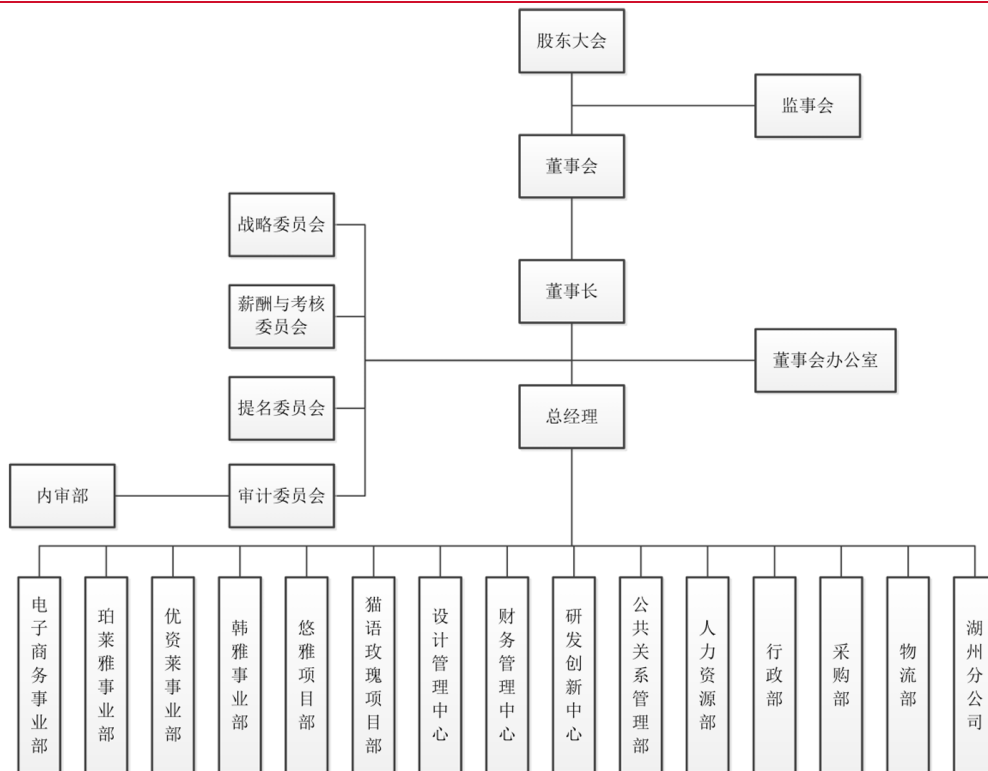
我们认为，组织架构的有效性，一定程度上保证了公司渠道变革、产品策略的准确性。我们认为，若要实现公司内部的高效管理，仅依赖个人决策的稳定性及正确性往往难以为继，而构建契合实际经营需求的组织架构，将有效地保障企业能够从机制上快速响应市场需求、高效解决问题。根据珀莱雅首次公开发行股票招股说明书、历年多届董事会多次会议决议公告，我们梳理了2015-2025年公司内部组织架构的主要特征及核心变化，其组织架构具有显著变化的节点包括：1) 2015年，去中心制变事业部制等方式将组织架构转向扁平化；2) 2020年，总经理下设副总经理层级进行分管，搭建品牌事业部、电商事业部，并配备各中台部门支持各事业部，尤其是产品中台深化大单品、爆品策略；3) 2024年，调整总经理统管品牌事业部、海外项目组等，裁撤单独的电商事业部，另外辅以四大中台、六大职能中心。我们判断，从架构变化趋势来看，公司重视架构的灵活调整，以达到与市场变化、实际经营情况需求高度匹配的效果。例如，2020年单独成立电商事业部，是公司自2018年起布局内容电商后的一大重要举措，一定程度上保障了内部战略目标上电商渠道的重要性，保证了公司在内容电商快速发展阶段的资源投放，奠定了电商渠道亮眼成绩的基础；2024年则是在公司品牌矩阵化发展重要性更为突出的阶段，注重品牌事业部的重要性，不再将品牌事业部与电商事业部作为并行部门。

图表40：珀莱雅 2015-2025 年组织架构特征或核心变化

时间	架构特征或核心变化
2015年末	通过去中心制变事业部制、撤销驻外办事处等方式将组织架构转向扁平化，将部分管理人员充实到销售队伍，加大对销售方面人力资源的投入力度
2017年	各品牌事业部与中台事业部平行，总经理统管模式
2018年	总体架构与2017年保持一致，新增悦芙媞事业部、企业文化部，裁撤悠雅项目部
2020年	总经理下设副总经理层级进行分管，搭建品牌事业部、电商事业部，并配备供应链平台、管理服务平台、其他中台部门（如研发创新中信、产品创新部、设计管理部等）支持各事业部
2021年	总体架构与2020年保持一致，主要变化为事业部中新增投资并购部、新护肤项目部
2024年	调整总经理统管品牌事业部、海外项目组等，裁撤单独的电商事业部，另外辅以四大中台、六大职能中心
2025年	总体架构与2024年保持一致，新增惊时品牌项目部，并新增首席数字官（CDO），推动全链路数字化布局

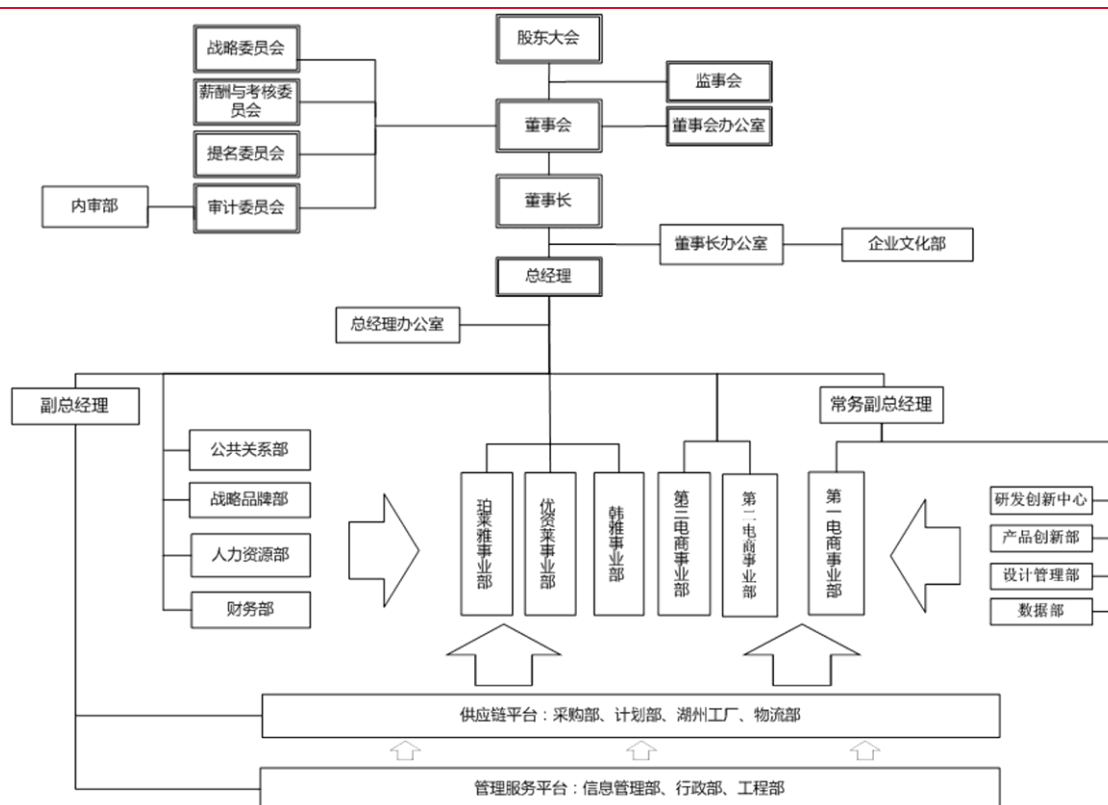
资料来源：珀莱雅首次公开发行股票招股说明书，珀莱雅关于第一届董事会第二十次会议决议的公告，珀莱雅关于第二届董事会第十二次会议决议的公告，珀莱雅化妆品股份有限公司关于第二届董事会第十九次会议决议的公告，珀莱雅化妆品股份有限公司关于第三届董事会第十八次会议决议的公告，珀莱雅化妆品股份有限公司关于第四届董事会第三次会议决议的公告，珀莱雅化妆品股份有限公司 2025 年度可持续发展报告，长城证券产业金融研究院

图表41：珀莱雅公司内部组织架构（截至 2017 年）



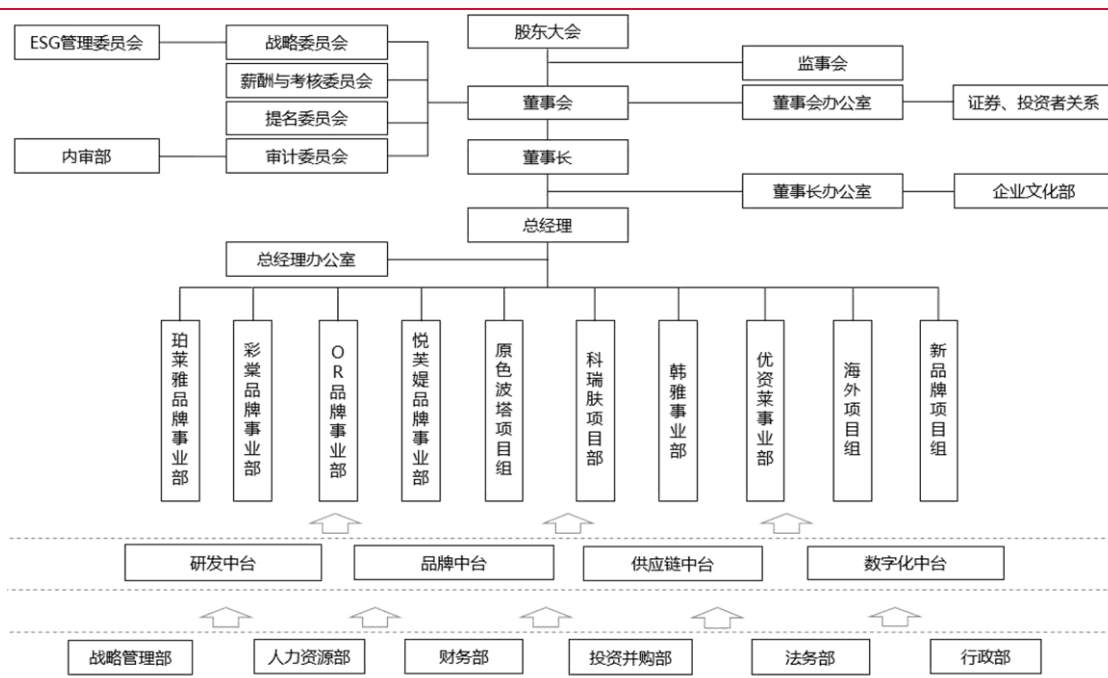
资料来源：珀莱雅首次公开发行股票招股说明书，长城证券产业金融研究院

图表42：珀莱雅公司内部组织架构（截至2020年珀莱雅第二届董事会第十二次会议拟通过的版本）



资料来源：珀莱雅关于第二届董事会第十二次会议决议的公告，长城证券产业金融研究院

图表43：珀莱雅公司内部组织架构（截至2024年珀莱雅第三届董事会第十八次会议拟通过的版本）



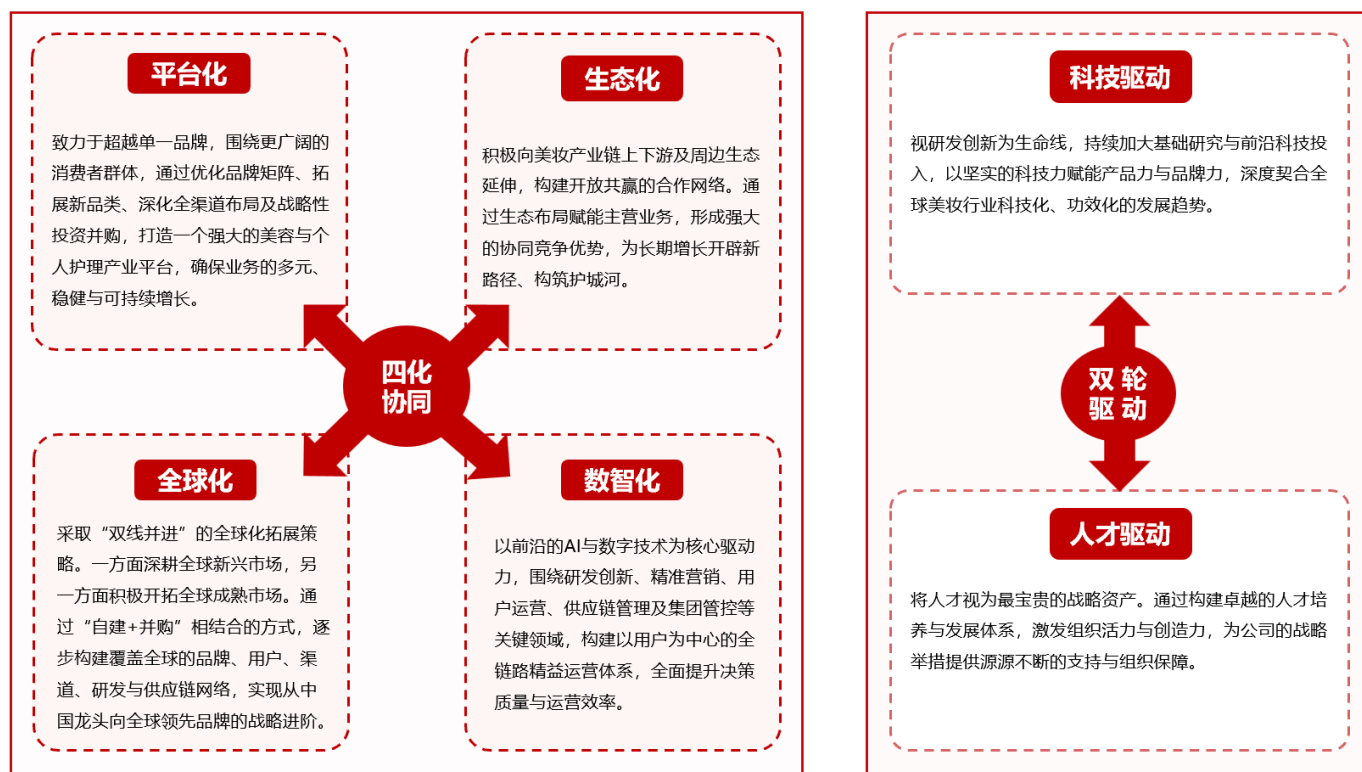
资料来源：珀莱雅化妆品股份有限公司关于第三届董事会第十八次会议决议的公告，长城证券产业金融研究院

从后续的战略来看，公司仍坚持组织战略的顶层作用，持续强化自身优势。我们判断，通过“四化协同”、“双轮驱动”两大发展战略，公司有望进一步强化自身的组织架构、高效管理与运营优势。根据珀莱雅2025年年报，公司立足于“双十战略”的宏伟蓝图，

锚定未来十年成为全球化妆品行业前十的卓越企业。为了实现这一蓝图，公司构建了“平台化、生态化、全球化、数智化”的“四化协同”战略，以及“科技驱动”、“人才驱动”的“双轮驱动”战略。我们认为，其中“平台化、生态化、全球化”注重业务的布局与外扩，以打造美容与个人护理产业平台，并且通过生态布局赋能主营业务，争取实现从中国龙头向全球领先品牌的战略进阶；“数智化”、“科技驱动”则重视前沿技术对于产品研发创新、运营体系精益的助力；“人才驱动”则是抓住公司长期发展的本质，旨在通过构建卓越的人才培养与发展体系，以激发组织活力与创造力，为战略落地提供支持 with 组织保障。

从人才储备方面来看，2024-2025 年众多具有资深行业经验的优秀人才加入公司或担任要职，为后续发展奠定了坚实基础。近年来公司进行了核心管理层的重要梳理，例如 2024 年 9 月，侯亚孟先生正式出任公司总经理一职，正式接棒。2025 年更是有众多在数字化建设、研发、产品、营销、资本市场、财务等多种维度深耕多年的行业资深人士加入公司，其履历不乏在头部快消品企业从业、头部科研院校就读的经历。

图表44：珀莱雅公司“四化协同、双轮驱动”两大核心发展战略



资料来源：珀莱雅 2025 年年度报告，长城证券产业金融研究院

图表45：珀莱雅公司核心管理层变动（截至2026年8月）

官宣时间	姓名	职位	具体职能	履历	照片
2024年9月	侯亚孟	总经理	-	曾就职于珀莱雅化妆品股份有限公司电商部，2021年9月至2024年9月任珀莱雅副总经理，2021年9月至今任珀莱雅董事，2024年9月起担任珀莱雅公司总经理	
2025年4月	胡宁波	首席数字官（首位）	统筹技术、数据及业务等多个核心要素，围绕三大核心维度，为珀莱雅打造可持续发展的数字竞争力	拥有逾20年数字化信息化建设经验，职业履历覆盖民企、美资咨询公司、法资零售企业及奢侈品集团LVMH时装部北亚区CIO等重要岗位，曾主导完成多个跨国企业的数字化系统搭建与业务流程重构	
2025年4月	孙培文	首席研发创新官	主导配方和工艺开发，功效测试，产品合规性审核、备案和注册支持及科学传播等全流程的产品研发工作，整合上下游资源高效孵化明星产品，并建立前瞻性技术储备库	拥有美国普渡大学药理学博士学位及MBA学位，拥有近30年的消费品行业从业经历，曾担任宝洁大中华区开放式创新研发总监，在国内著名化妆品和乳品企业担任研发总经理/首席科研官等核心高级职位	
2025年4月	黄虎	首席科学官	重点负责基础研究、原料开发及临床功效研究领域，助力珀莱雅打造产学研医协同创新生态，建立开放式研发模式，加速科研成果向市场转化	曾任清华大学化学系教授、美国宝洁总部全球首席科学家，服务宝洁27年。与清华大学共同建立国内首家产学研医合作的开放式创新平台，建立宝洁北京研发中心，也是宝洁全球开放式创新平台及可转移性技术平台的重要奠基人之一	
2025年4月	Lieve Declercq	首席科学顾问；欧洲科创中心副总裁	致力于推动珀莱雅的全球研发体系与欧洲传统学术研究、尖端科研资源、设计美学理念及品质匠心精神的深度融合，加速企业国际化发展进程	博士毕业于比利时顶尖学府鲁汶天主教大学，获生物化学与分子生物学博士学位。1999年进入全球知名美妆公司雅诗兰黛集团，2011年7月担任雅诗兰黛基础科学研究副总裁（欧洲及亚洲市场）。2018年创立Skin-Dlite，为全球美妆行业初创企业提供战略咨询服务	
2025年4月	常晓维	上海研发中心负责人	全面统筹头皮头发健康领域的技术研发与产品创新，为珀莱雅洗护产品的功效性与安全性奠定技术基础和科学支撑	毕业于复旦大学有机化学专业，拥有理学博士学位，深耕日化领域17年，曾服务于联合利华、汉高等多家国内外化妆品头部企业，先后从事个人护理品基础研究、洗护发和染烫相关的产品开发和功效评价等领域的工作	
2025年6月	汪奕峰	产品开发负责人 孵化品牌副总经理	推动产品开发创新的同时，她还将带领团队深化消费者洞察，并以此为导向持续升级主品牌、挖掘孵化品牌的增长点	拥有美国西北大学凯洛格商学院MBA及纽约州立石溪大学信息管理硕士学位，职业经历覆盖欧莱雅、拜尔斯道夫、高露洁、强生、爱茉莉太平洋、伊利等全球百强及国内领军企业，曾担任国际头部品牌中国区总经理及集团营销总经理/CMO等核心管理岗位	
2025年8月	薛霞	董事会秘书	以丰富的资本市场运作与跨国企业管理经验，为珀莱雅推进港股上市注入关键动能	毕业于西安交通大学管理学院。历任IBM/联想国际信息产品(深圳)有限公司大中华区财务中心财务管理，埃克森美孚(中国)投资有限公司亚太业务中心专家分析师，浙江红蜻蜓鞋业股份有限公司董事会秘书，罗莱生活科技股份有限公司董事会秘书	
2025年8月	果小	首席营销官	在消费者洞察、品牌升级、市场趋势研判与营销方式创新、海外市场拓展规划等方面带来更多创新思路与实战方案，加强公司营销体系与全球化战略的深度适配	深耕消费领域10余年，作为资深品牌战略及市场营销操盘手，曾任阿芙精油市场负责人、泡泡玛特CMO、蕉下CMO。在企业战略转型、品牌升级、产品创新、私域运营等方面积累了丰富的实战经验	
2025年10月	金昶	财务负责人	-	曾任毕马威会计师事务所(KPMG)高级审计师、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、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、深圳市宗匠科技有限公司首席财务官	-

资料来源：珀莱雅 2025 年年度报告，珀莱雅投资者关系官方微信公众号，长城证券产业金融研究院

除了组织架构及人员储备以外，公司注重长期发展，拟发布员工持股计划激发员工积极性。根据珀莱雅化妆品股份有限公司 2026 年员工持股计划（草案），计划该员工持股计划覆盖对象总人数不超过 124 人，包括董事兼副总经理金衍华、财务负责人金昶及董事会秘书薛霞 3 名董高人员、不超过 121 名核心骨干；另有部分预留份额。此次员工持股计划拟授予的股本数量不超过 114.90 万股，占公告日公司总股本的 0.290%。持股计划的股票受让价格定为 60.90 元/股。在考核指标方面，此次计划拟要求，以 2025 年营业收入或归母净利润为基数，2026 年增长率不低于 5%，并且相关考核主要针对公司董事、

高级管理人员，其他持有人原则上可不受此业绩考核指标限制。我们认为，此次员工持股计划有望建立和完善员工与股东之间的利益共享机制，改善公司治理水平，提高职工凝聚力与公司竞争力，进而调动员工积极性和创造性，促进公司长期、持续、健康发展。

图表46：珀莱雅 2026 年员工持股计划涉及的员工

持有人类别	姓名	职务	持有一股数上限 (万股)	持有份数上限 (万份)	占员工持股计 划的比例	占公司当前总 股本的比例
一类持有人	金衍华	董事、副总经理	3.40	210.00	3.00%	0.009%
	金昶	财务负责人	2.00	120.00	1.71%	0.005%
	薛霞	董事会秘书	1.70	105.00	1.50%	0.004%
二类持有人	核心骨干员工		84.80	5,165.00	73.79%	0.214%
	预留份额		23.00	1,400.00	20.00%	0.058%
	合计		114.90	7,000.00	100.00%	0.290%

资料来源：珀莱雅 2026 年员工持股计划（草案），长城证券产业金融研究院

6.盈利预测及投资建议

收入及毛利率：1) 护肤（含洁肤）：护肤品类作为公司的核心业务，大单品持续升级迭代、保持市场竞争力，品牌效应突出的背景下，市场份额仍有望进一步提升，同时公司开拓防晒、高端抗老、专业修复等产品线，有望贡献增量，但是考虑到基数效应，我们假设护肤品收入保持温和扩张，假设 2026-2028 年收入同比增速分别为 5.00%、4.00%、3.00%；毛利率方面，随着大单品占比的提升、规模效应的释放等，我们假设毛利率略有提升，假设 2026-2028 年护肤业务毛利率分别为 73.50%、73.55%、73.60%。2) 彩妆：公司注重全品类的布局，其中彩妆是一项重要业务，公司或将围绕品牌升级、强化底妆、稳盘色彩、突破渠道进行全面推进，保持一定的高频上新节奏，我们假设 2026-2028 年收入增速分别为 12.00%、10.00%、9.00%；毛利率方面，我们假设随着新品推出带动产品结构升级、规模效应释放仍有所提升，假设 2026-2028 年毛利率分别为 74.00%、74.50%、74.60%。3) 个人护理：2025 年该业务显著发力，后续来看，公司仍有计划推出新品以巩固市场低位，线下渠道、海外市场也将进一步开拓，我们假设个人洗护业务增速较为亮眼，假设 2026-2028 年收入同比增速为 50.00%、35.00%、25.00%；毛利率方面，我们假设 2026-2028 年分别为 73.50%、74.00%、74.50%。

费用率：由于公司收入规模快速扩张，能够对部分费用形成摊薄效应，但同时部分品类品牌仍在投入期，我们假设 2026-2028 年公司销售费用率、研发费用率维持相对稳定，销售费用率均为 50.00%，研发费用率均为 2.00%，管理费用率则有一定的摊薄，2026-2028 年分别为 4.00%、3.95%、3.90%。

图表47：珀莱雅公司收入拆分及盈利预测

	2025A	2026E	2027E	2028E
护肤(含洁肤)				
收入 (百万元人民币)	8182	8591	8934	9202
YoY	-9.28%	5.00%	4.00%	3.00%
毛利率	73.37%	73.50%	73.55%	73.60%
彩妆				
收入 (百万元人民币)	1563	1750	1926	2099
YoY	14.86%	12.00%	10.00%	9.00%
毛利率	73.45%	74.00%	74.50%	74.60%
个人洗护				
收入 (百万元人民币)	841	1261	1702	2128
YoY	117.85%	50.00%	35.00%	25.00%
毛利率	72.46%	73.50%	74.00%	74.50%
其他				
收入 (百万元人民币)	12	12	12	12
YoY	-5.75%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	36.69%	36.69%	36.69%	36.69%
营业收入				
收入 (百万元人民币)	10597	11614	12574	13441
YoY	-1.68%	9.60%	8.27%	6.89%
毛利率	73.26%	73.54%	73.72%	73.87%
销售费用率	49.63%	50.00%	50.00%	50.00%
管理费用率	3.81%	4.00%	3.95%	3.90%
研发费用率	2.05%	2.00%	2.00%	2.00%

资料来源：珀莱雅 2025 年年报，长城证券产业金融研究院

我们认为,珀莱雅公司作为国货美妆龙头企业,多品类+多品牌+多区域的发展齐头并进,精准把握行业机遇,当前组织架构进一步优化调整,为后续的实际经营夯实基础,我们看好公司业绩的长期成长性。我们选取主要产品为美妆产品及其上下游、主业为美妆品牌运营及销售的上市公司作为可比公司,包括港股的巨子生物、毛戈平、上美股份、林清轩,参考 ifind 一致预测,对应 2026 年可比公司 PE 估值均值为 11.0X; 以及 A 股的上海家化、贝泰妮、水羊股份、福瑞达、丸美生物、华熙生物,参考 ifind 一致预测,对应 2026 年可比公司 PE 估值均值为 31.0X。我们看好公司的发展,预测公司 2026-2028 年实现归母净利润 16.42 亿元、18.13 亿元、19.72 亿元,当前股价对应 PE 分别为 13.4X、12.2X、11.2X,维持“买入”评级。

图表48：可比公司估值情况

所属市场	股票代码	股票简称	市值 (亿港元)	归母净利润 (亿元人民币)			PE (倍)		
				2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
港股	2367.HK	巨子生物	302	19.6	22.0	24.7	13.3	11.9	10.6
	1318.HK	毛戈平	242	15.8	20.0	25.0	13.3	10.4	8.4
	2145.HK	上美股份	94	13.5	16.5	19.8	6.0	4.9	4.1
	2657.HK	林清轩	75	5.6	7.7	10.0	11.6	8.5	6.5
	平均值						11.0	8.9	7.4
所属市场	股票代码	股票简称	市值 (亿元人民币)	归母净利润 (亿元人民币)			PE (倍)		
				2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
A股	600315.SH	上海家化	116	3.9	5.0	6.0	29.4	23.1	19.3
	300957.SZ	贝泰妮	131	6.5	7.6	8.6	20.1	17.2	15.2
	300740.SZ	水羊股份	87	2.2	2.8	3.3	39.8	30.9	26.5
	600223.SH	福瑞达	55	2.5	3.0	3.6	22.3	18.4	15.5
	603983.SH	丸美生物	108	3.3	4.1	4.7	32.6	26.6	22.8
	688363.SH	华熙生物	172	4.1	5.0	5.8	42.0	34.6	29.4
	平均值						31.0	25.1	21.4
603605.SH 珀莱雅			220	16.4	18.1	19.7	13.4	12.2	11.2

资料来源：ifind，长城证券产业金融研究院

注：市值取 2026 年 8 月 19 日数值，汇率取 1 港元=0.86502 元人民币；2026-2028 年归母净利润预测值均为 ifind 一致预测

7.风险提示

行业竞争加剧的风险。公司所处的化妆品行业竞争激烈且发展迅速，且行业格局较为分散，仍有竞争对手、新入行者进一步发力，在化妆品行业消费者粘性相对较低的情况下，行业竞争加剧或对公司经营造成压力。

人才流失的风险。化妆品行业的产品迭代、渠道变迁相对较快，需要团队较强的感知、应对能力，因此优质人才仍然是化妆品行业的重要一环，具有较强能力的职业经理人或受到多方青睐，若相关人才流失，或造成公司经营稳定性的风险。

营销策略失效的风险。消费者对于信息的接触触点愈发分散，单一营销触点的转化效果或减弱，若公司未能及时把握营销策略的升级，或造成品牌宣传、产品推广效果不及预期。

第三方平台合作不及预期。化妆品行业来看，电商渠道占比持续提升，并且电商平台往往在曝光及推荐中具有相对较强的话语权，若公司与第三方平台的合作不及预期，或影响产品的推广、消费者触达、销售转化。

新品推广不及预期。从公司规划来看，新品类、新品牌仍处在加速发展期，不能完全排除部分新品未能有效满足当下消费者诉求，导致新品上市后销售不及预期的情况，或影响公司业绩。

原材料价格大幅波动。尽管公司建立了一定的供应商管理体系，但部分原材料价格仍受大宗商品价格波动的影响，且无法完全排除原材料缺货、运输中断等偶发性事件的影响，仍存在一定的风险。

大单品经营不及预期的风险。当前消费者需求更加分化，同时随着新材料、新技术的不断出现及升级，若公司旗下大单品未能保持有效的迭代升级推新频率，导致未能契合消

费者的需求变化，或造成经营不及预期。

海外战略布局不确定性风险。公司推动海外多地业务布局，考虑到海外市场与国内市场在法律法规、文化、自然环境、渠道模式、消费者偏好等多种因素存在差异性，且不同海外市场之间也会存在差异性，相关战略布局以及其有效性、持续性仍存在风险。

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	5613	6136	7206	8171	9450
现金	4082	5061	5324	6942	7366
应收票据及应收账款	518	70	648	101	709
其他应收款	10	31	24	31	29
预付账款	224	169	271	202	305
存货	661	635	787	736	885
其他流动资产	118	170	153	159	157
非流动资产	1917	2351	2605	2861	3110
长期股权投资	111	441	661	917	1161
固定资产	907	893	951	988	1007
无形资产	429	444	449	441	432
其他非流动资产	469	573	545	514	510
资产总计	7530	8487	9811	11032	12560
流动负债	1213	1374	1628	1626	1764
短期借款	0	80	53	62	59
应付票据及应付账款	676	798	841	907	957
其他流动负债	536	496	733	656	748
非流动负债	831	847	705	539	376
长期借款	780	804	660	494	332
其他非流动负债	51	42	45	44	45
负债合计	2044	2221	2333	2164	2140
少数股东权益	84	125	170	221	275
股本	396	396	396	396	396
资本公积	847	825	825	825	825
留存收益	4432	5128	6280	7552	8936
归属母公司股东权益	5402	6141	7308	8647	10145
负债和股东权益	7530	8487	9811	11032	12560

现金流量表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	1107	2193	1013	2505	1253
净利润	1585	1543	1687	1863	2027
折旧摊销	114	160	137	153	132
财务费用	-36	-29	-122	-156	-192
投资损失	2	-44	-0	-0	-0
营运资金变动	-675	454	-761	563	-801
其他经营现金流	116	109	74	81	87
投资活动现金流	-1265	-238	-387	-411	-382
资本支出	300	169	169	154	137
长期投资	0	-338	-219	-256	-244
其他投资现金流	-966	269	2	-2	-1
筹资活动现金流	-758	-763	-364	-475	-447
短期借款	-200	80	-27	9	-3
长期借款	27	24	-145	-165	-162
普通股增加	-1	-0	0	0	0
资本公积增加	-18	-21	0	0	0
其他筹资现金流	-567	-846	-193	-319	-282
现金净增加额	-917	1192	263	1618	424

资料来源：聚源数据，公司财报，长城证券产业金融研究院

利润表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	10778	10597	11614	12574	13441
营业成本	3084	2833	3074	3304	3513
营业税金及附加	84	93	102	110	118
销售费用	5161	5259	5807	6287	6721
管理费用	366	404	465	497	524
研发费用	210	217	232	251	269
财务费用	-36	-29	-122	-156	-192
资产和信用减值损失	-101	-57	-78	-79	-86
其他收益	86	70	60	55	50
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-2	44	0	0	0
资产处置收益	-1	-1	-1	-1	-1
营业利润	1890	1876	2039	2256	2452
营业外收入	3	2	2	2	2
营业外支出	4	7	7	7	7
利润总额	1889	1871	2034	2251	2447
所得税	304	328	347	387	420
净利润	1585	1543	1687	1863	2027
少数股东损益	33	45	44	51	55
归属母公司净利润	1552	1498	1642	1813	1972
EBITDA	1962	2009	2044	2244	2383
EPS (元/股)	3.92	3.78	4.15	4.58	4.98

主要财务比率

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入 (%)	21.0	-1.7	9.6	8.3	6.9
营业利润 (%)	25.8	-0.8	8.7	10.7	8.7
归属母公司净利润 (%)	30.0	-3.5	9.7	10.4	8.8
获利能力					
毛利率 (%)	71.4	73.3	73.5	73.7	73.9
净利率 (%)	14.7	14.6	14.5	14.8	15.1
ROE (%)	28.9	24.6	22.6	21.0	19.5
ROIC (%)	25.0	21.6	19.3	18.4	17.4
偿债能力					
资产负债率 (%)	27.1	26.2	23.8	19.6	17.0
净负债比率 (%)	-59.8	-66.2	-59.2	-69.9	-65.1
流动比率	4.6	4.5	4.4	5.0	5.4
速动比率	3.8	3.8	3.7	4.4	4.6
营运能力					
总资产周转率	1.5	1.3	1.3	1.2	1.1
应收账款周转率	25.0	36.0	32.4	33.6	33.2
应付账款周转率	3.6	3.8	3.8	3.8	3.8
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	3.92	3.78	4.15	4.58	4.98
每股经营现金流 (最新摊薄)	2.80	5.54	2.56	6.33	3.16
每股净资产 (最新摊薄)	13.51	15.38	18.33	21.71	25.49
估值比率					
P/E	14.2	14.7	13.4	12.2	11.2
P/B	4.1	3.6	3.0	2.6	2.2
EV/EBITDA	9.6	9.0	8.7	7.2	6.5

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。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他人作出邀请。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。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。长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。长城证券版权所有并保留一切权利。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上	强于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场
增持	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间	中性	预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间	弱于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上		
行业指中信一级行业，市场指沪深 300 指数			

长城证券产业金融研究院

深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层
 邮编：518033
 传真：86-755-83516207

上海

地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层
 邮编：200126
 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>

北京

地址：北京市宣武门西大街 129 号金隅大厦 B 座 27 层
 邮编：100031
 传真：86-10-88366686