仅供内部参考，请勿外传

珀莱雅（603605.SH）

2026 年 09 月 30 日

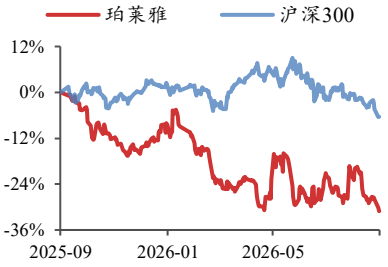
大单品拾阶致高阶，并表花知晓开启多品牌新章

——公司深度报告

投资评级：买入（维持）

日期	2026/9/29
当前股价(元)	53.98
一年最高最低(元)	81.81/53.87
总市值(亿元)	213.75
流通市值(亿元)	213.75
总股本(亿股)	3.96
流通股本(亿股)	3.96
近 3 个月换手率(%)	86.74

股价走势图



数据来源：聚源

黄泽鹏（分析师）
huangzepeng@kysec.cn
证书编号：S0790519110001

李昕恬（分析师）
lixintian@kysec.cn
证书编号：S0790526030002

● **渠道筑基、大单品立势，多品牌矩阵持续兑现，买维持 评级**

珀莱雅为国货美妆龙头公司，历经线上化转型与大单品战略期，已进入品牌心智深化与新增长探索阶段。主品牌大单品持续迭代、高价系列拓宽价格带，多品牌矩阵持续兑现，花知晓并表补强年轻彩妆版图；叠加渠道端自播替代达播带来的利润回补，公司成长空间有望进一步打开。我们维持盈利预测不变，预计公司 2026-2028 年归母净利润为 19.20/18.04/20.15 亿元，对应 EPS 为 4.85/4.56/5.09 元，当前股价对应 PE 为 11.1/11.8/10.6 倍，维持“买入”评级。

● **高端化拓展价格带，大单品复利提升效率，主品牌增长“拾阶而上”**

主品牌进入成熟阶段，公司围绕价格带与经营效率双向“拾阶”：高端系列上探价格带、提升单客价值，大单品迭代夯实产品力和用户基础，增长重心由流量扩张转向效率提升。**（1）高端化：**能量、蕴白等系列带动价格带上行，承接老客升级并拓展高线客群，高客单价产品占比提升为毛利及投放留出空间；**（2）大单品：**红宝石、源力等成熟大单品进入新一轮迭代，延续既有功效心智和用户基础，减少重新教育和拉新投。两条路径协同有望推动主品牌增长提质。

● **多品牌核心在集团能力复用，花知晓打开外延增长路径**

彩棠、Off&Relax 已验证“子品牌专精细分赛道、集团补齐商业化能力”的路径，公司研发、供应链、数字化及渠道能力可跨品牌共享，降低新品类试错成本并缩短成长周期。花知晓自 2026 年 6 月并表后，多品牌模式进一步从内生孵化走向“内生+并购”，若集团资源协同逐步落地，有望持续贡献第二增长曲线。

● **自播提效叠加货架复购，渠道结构优化有望回补盈利**

抖音流量红利趋弱、达人流量成本上升，公司提高自播占比、降低达播依赖，自播 ROI 明显高于达播，有助于节约佣金并降低获客成本；同时天猫等货架电商依托会员与复购支撑日销，推动流量经营由外采向自营、由一次性转化向用户沉淀转变。自播提效与货架复购优化渠道结构，有望对冲投放通胀、增强盈利韧性。

● **风险提示：**消费意愿下行、新品推出不及预期、市场竞争加剧。

财务摘要和估值指标

指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	10,778	10,597	12,107	14,383	15,587
YOY(%)	21.0	-1.7	14.2	18.8	8.4
归母净利润(百万元)	1,552	1,498	1,920	1,804	2,015
YOY(%)	30.0	-3.5	28.2	-6.0	11.7
毛利率(%)	71.4	73.3	74.5	74.8	75.1
净利率(%)	14.7	14.6	16.6	14.0	14.5
ROE(%)	28.9	24.6	25.8	21.6	20.3
EPS(摊薄/元)	3.92	3.78	4.85	4.56	5.09
P/E(倍)	13.8	14.3	11.1	11.8	10.6
P/B(倍)	4.0	3.5	2.8	2.4	2.1

数据来源：聚源、开源证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

目　录

1、 珀莱雅：渠道筑基、大单品立势，集团化重构开启新程 4
2、 价格带向上跃迁：突破国货中低价格带红海 5
2.1、 外资高端战略持续深化，珀莱雅切入中高端空白 5
2.2、 高端产品矩阵持续扩容，价格带上探强化品牌势能与经营效率 6
3、 大单品复利迭代：降低边际营销成本的底层机制 8
3.1、 国际品牌旗下大单品的生命周期延长案例 8
3.2、 从概念到后续迭代功效闭环，公司实现大单品资产化 9
4、 组织能力复制：从“单一”向“多品牌矩阵”的兑现 12
4.1、 彩棠与 Off&Relax 的非偶然性成功验证多品牌经营路径 12
4.2、 研发、供应链与数智化中台集团化共享，构成多品牌的底层支撑 14
4.3、 新收购控股花知晓带动利润进一步提升 16
5、 渠道结构优化：传统货架电商与品牌自播的利润回补 18
6、 盈利预测与投资建议 20
7、 风险提示 20
附：财务预测摘要 21

图表目录

图 1： 珀莱雅已进入集团化深化与组织重构期 4
图 2： 外资品牌价格带分布较全 5
图 3： 珀莱雅构建全价格带矩阵 6
图 4： 珀莱雅能量系列 2.0 全新升级双通路逆龄方案 6
图 5： 蕴白面霜/精华单品定价均超过 500 元 7
图 6： 珀莱雅申请多枚商标进军械字号 7
图 7： 雅诗兰黛小棕瓶系列单品围绕“夜间修复”功能迭代升级 8
图 8： 第三代小黑瓶瞄准抗衰需求实现概念迭代 8
图 9： 2024 年兰蔻占据中国高端护肤品市场份额首位 8
图 10： 2023 年珀莱雅举办“早 C 晚 A”8 城酒咖快闪 9
图 11： 2021 年珀莱雅品牌复购率实现回升 9
图 12： 珀莱雅四大系列单品均实现迭代 10
图 13： 2026 年 618 珀莱雅在淘天护肤品牌榜排名第一 10
图 14： 2026H1 珀莱雅线上 GMV 稳居国货第一 10
图 15： 红宝石面霜 4.0 于 2026 年 8 月 25 日发布 11
图 16： 红宝石面霜 4.0 披露功效成分增加 15 种 11
图 17： 2023 年后公司 ROI 呈持续下降趋势 11
图 18： 2025 彩棠占比超 10%，持续多品牌矩阵策略 12
图 19： 彩棠和 OR 营收占比呈持续上升趋势 12
图 20： 彩棠产品包装持续升级，品牌“中式美学”表达进一步强化 12
图 21： 唐毅老师现场演示产品使用方法 13
图 22： Off&Relax 独创愈生体系 13
图 23： 珀莱雅杭州龙坞研发中心 14
图 24： 珀莱雅荣获“IFSCC 2025 十大基础研究奖” 14
图 25： 珀莱雅研发能力强拥有较多专利 14

仅供内部参考，请勿外传

图 26：惊时推出精准去屑系列 14
图 27：珀莱雅湖州生产基地为首个全面部署 4.0 的项目 15
图 28：珀莱雅智能工厂的拆垛机器人 15
图 29：珀莱雅与蚂蚁集团合作推进智能客服项目 15
图 30：珀莱雅收购控股花知晓 16
图 31：2026H1 花知晓位列线上彩妆香水品牌第 5 名 16
图 32：花知晓产品风格聚焦“少女心”美学 16
图 33：花知晓推出“邦尼花园”系列原创主题 16
图 34：花知晓入驻美国最大的高端美妆零售商 ULTA 17
图 35：花知晓海外市场成熟已进入 20+个国家和地区 17
图 36：彩棠、原色波塔与花知晓构成彩妆梯队 17
图 37：收购后珀莱雅持有花知晓 51%股权 17
图 38：2026Q1 珀莱雅品牌自营提升、达人推广占比下降 18
图 39：抖音中小达播成交额占比超 85% 18
图 40：珀莱雅以多账号矩阵持续加密抖音自播布局 18
图 41：珀莱雅刷新中国美妆企业荣获天猫金妆奖的纪录 19
图 42：毛利率连续四年上行，净利率抬升至 14%以上 19
图 43：销售费用率小幅上行，其余费率相对平稳 19

表 1：小棕瓶和小黑瓶销售数据表现长青 9
表 2：珀莱雅短期看业绩稳健增长，中长期看多品牌矩阵进一步拓展，当前估值具备性价比 20

仅供内部参考，请勿外传

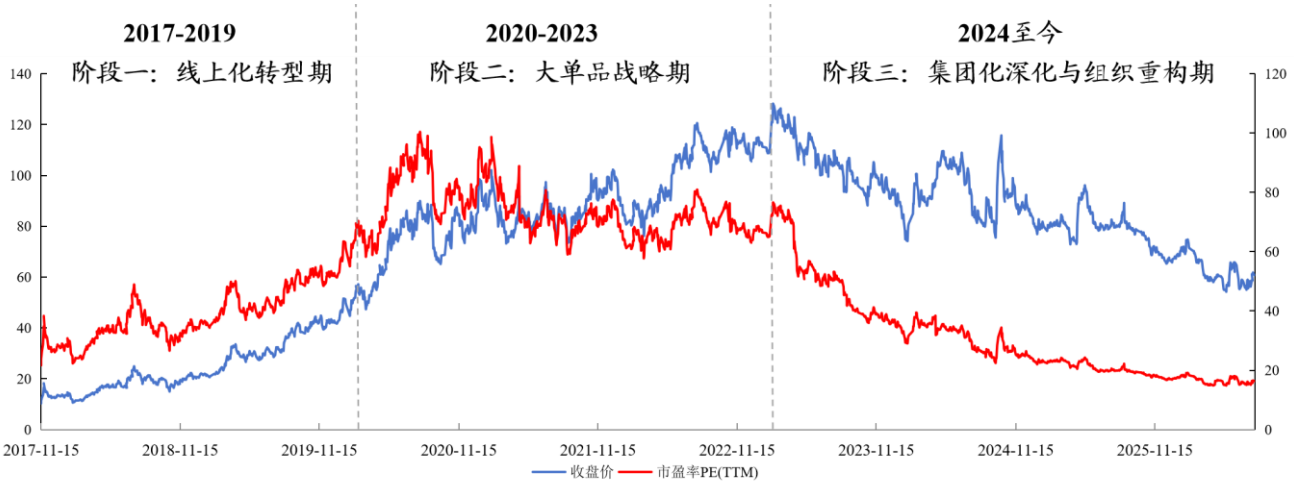
1、 珀莱雅：渠道筑基、大单品立势，集团化重构开启新程

股价复盘：以 CS 渠道起家，上市以来战略重心沿渠道、产品、品牌逐级递进。公司发展经历三个关键阶段：**（1）线上化转型期（2017—2019 年）**：公司以三四线城市 CS 渠道起家，2014 年起国际大牌下沉、电商分流，渠道增长见顶。2017 年上市后，公司将渠道重心全面转至线上：2018 年的“三驾马车”战略强调提升电商渠道销售增长率；2019 年泡泡面膜借助短视频种草走红、登顶抖音护肤榜第一，全年线上营收占比正式超越线下。市场随之将其从传统日化企业重新定位为电商成长股，股价持续上行。

（2）大单品战略期（2020—2023 年）：泡泡面膜热度回落，使公司确认流量爆品持续性较弱。2020 年起，公司切入“成分党”赛道，推出高含量功效成分、高性价比、配方可升级的两大明星单品红宝石、双抗精华，并首倡“早 C 晚 A”，大单品战略同年写入年报。这一模式把化妆品从流量生意变为留存生意，可升级配方支撑单品逐年迭代、价格带上移，使公司增长逻辑从渠道驱动切换为产品驱动。大单品矩阵持续放量，推动主品牌 2022 年成为首个突破 50 亿元的本土美妆品牌，2023 年双 11 登顶天猫、京东、抖音三平台榜首。同期公司并行培育第二品牌梯队，彩棠 2022Q3 扭亏，Off&Relax、悦芙媞、原色波塔全面铺开，股价于 2023 年初创历史新高。

（3）集团化深化与组织重构期（2024 至今）：主品牌增速逐渐下滑，2025 年出现上市以来首次营收利润双降；子品牌持续放量但体量尚小，仅靠内生孵化难以支撑持续增长。公司从两个层面重构：组织上，侯亚孟接任总经理，重构了一支国际化高管团队，并以数字化转型提升运营效率；战略上，确立“未来十年跻身全球化妆品行业前十”的双十战略，增长路径转向“内生+并购”双轮，收购花知晓率先落地。新路径有效性尚待业绩验证，股价总体下行；但估值已处历史低位，花知晓自 2026 年 6 月并表，公司持续完善团队及经营调整，后续关注并表增量释放及经营改善进展。

图1：珀莱雅已进入集团化深化与组织重构期



数据来源：公司公告、公司港股招股书、虎嗅 APP 公众号、化妆品报公众号、开源证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

2、 价格带向上跃迁：突破国货中低价格带红海

2.1、 外资高端战略持续深化，珀莱雅切入中高端空白

外资高端阵地稳固，价格带持续上探。外资护肤品牌长期凭借完善的品牌矩阵，牢牢把控从 300-600 元中高端至千元以上轻奢的各价格带。高端市场（600 元以上）中，600-1000 元主力为兰蔻及雅诗兰黛，而轻奢价格带由海蓝之谜、赫莲娜、SK-II 等品牌牢牢占据。根据林清轩招股书，2024 年外资占中国高端护肤品市场份额 64.7%以上，处于绝对优势。伴随近期中国美妆市场回暖，莱珀妮、法尔曼、THE WHOO、CPB 等奢华护肤品牌开启新一轮涨价，其中莱珀妮部分面霜价格上涨近千元，法尔曼除水润系列全线大涨 10%，价格带持续向上巩固。而中高端市场（300-600 元）中，外资品牌布局有限，主要由科颜氏、OLAY 等少数品牌参与竞争。由于周期性单品迭代，外资价格带整体呈上行趋势，逐渐为国货留出 400-600 元间的空白。以雅诗兰黛小棕瓶为例，第七代定价由第六代的 590 元上升至 730 元，价格带发生跃变。

图2：外资品牌价格带分布较全



数据来源：各品牌天猫官方旗舰店、开源证券研究所

珀莱雅通过持续产品线上探逐步构建起全价格带矩阵，抢占中高端市场份额。出于对决策成本和消费环境的考虑，国货大多布局于 300 元以下的大众红海，利用规模化效应以价换量已成品牌惯性思维。但在中高端市场，国货规模化效应不如外资品牌；并且中高价格带产品销量受投流影响更弱，国货认知度难以与营销多年的外资抗衡。面对近年来外资经典单品迭代放缓在 400-600 元区间留下的替代窗口，珀莱雅率先实现了战略性的跨越，其主力定价由早期的 200 元基础护肤，依托“双抗”、“红宝石”等大单品成功跃升至 200-400 元；近期进一步以定价 400-700 元的“能量系列”、单品价格 500 元以上的“蕴白系列”切入中高端市场进行卡位。借由高端线的战略性落子，公司已实质性补齐了对标外资的全价格带版图，使其具备了承接老客升级需求与高线新客群的能力，进而有望抢占外资的市场份额，打开利润与估值的双重空间。

仅供内部参考，请勿外传

图3：珀莱雅构建全价格带矩阵



数据来源：珀莱雅天猫官方旗舰店、开源证券研究所

2.2、 高端产品矩阵持续扩容，价格带上探强化品牌势能与经营效率

能量系列定位高端抗衰，引领国货品牌进入抗衰新阶段。研发层面，珀莱雅品牌借助成像观测线粒体受损并获得修护后的变化，发现细胞能量强弱与线粒体本身的自噬能力直接相关。基于此，珀莱雅筛选能够增强线粒体功能的化合物应用于产品研发，同时加入诺奖认证成分檀能因，有效改善皮肤老化问题。珀莱雅官方数据显示，能量系列使顽固法令纹淡化 20.0%、顽固抬头纹淡化 49.6%、顽固川字纹淡化 30.0%，在淡纹抗衰方面效果突出。从销售表现来看，能量面霜上市后滚动 90 天销售额达 2445 万元，表现较为亮眼。同时，能量系列注重情绪价值，用特调东方木质香使消费者的愉悦感增加 82%，实现功效与情绪双驱动。

图4：珀莱雅能量系列 2.0 全新升级双通路逆龄方案



资料来源：珀莱雅 PROYA 公众号

能量蕴白系列为熟龄肌肤美白淡斑提供解决方案，再度加码中高端市场。该系列命名上延续了能量系列心智，在营销叙事上依旧聚焦于“线粒体护肤”概念，功效方面，通过对熟龄肌“衰老黑”机制的深入研究，进一步将线粒体护肤的功效逻辑拓展至美白领域。具体成分上，产品搭载了珀莱雅与浙江大学共研的专利成分 RevMelan™，能够激活线粒体酶 NNT，使 NNT 含量恢复至年轻态的 72%。NNT 调控皮肤色素生成的通路机制，从源头实现美白淡斑。同时产品复配紫檀木精粹，促进胶原新生，实现紧致轮廓的功效。蕴白系列一次性全线推出精华水、精华乳、精华液、面霜和眼霜五款单品，单品定价首度超过 500 元，实现了加码中高端市场的又一重要突破。

仅供内部参考，请勿外传

图5：蕴白面霜/精华单品定价均超过 500 元



资料来源：新美学科学传播公众号

源力系列延伸布局 PROYA MED 产品线，实现 PDRN 成分落地。珀莱雅源力系列聚焦日常修护，品牌在此基础上升级为 PROYA MED 源力科研修护系列，正式进军械字号。械字号以重组胶原蛋白技术为核心，依托医研共创体系切入高专业度修护场景，达成精准修护。PROYA MED 将 PDRN、龙胆精萃、环肽 161 等创新成分应用于产品研发，持续实现配方创新。同时与 COSMAX 携手，完成 PDRN 成分在自有产品中的首次应用，成功进入 PDRN 赛道。珀莱雅也凭借械字号正式进入 OTC 赛道，抢占赛道蓝海，验证了“妆械结合”模式的可行性。

图6：珀莱雅申请多枚商标进军械字号



资料来源：妆械美学公众号

品牌价格带提升战略成效显著。总体上销售数据具备韧性，结构上高端产品贡献增量。2026H1 珀莱雅 GMV 达 42.22 亿元，位列国货第一。据天猫官方旗舰店数据，400 元以上价格带以套装化、大规格产品以及定位高端的能量和蕴白系列为主；2026Q2 能量系列销售额同增亮眼，红宝石系列作为销售主力大致稳健持平。2026 年 618 大促首日，蕴白精华（直播间 519 元/30ml）在李佳琦直播间 3 万件库存 5 秒内售罄，而蕴白套组（直播间 999 元/套）成为首个预售周期加至 30 天的爆品。高端产品快增推动高价格带占比提升，市场接受度良好。

高价格带带动毛利率提升、高客单价释放营销预算，流量竞争下抗风险能力更强。美妆行业面临流量成本的系统性上涨。2020-2025 年，电商行业获客成本从人均 80 元飙升至 210 元，涨幅达 162.5%。据中国香妆协会数据，2021-2025 年化妆品品牌企业平均营销费用率从 33.36%攀升至 45.53%，扣非利润率却从 17.56%下滑至 11.34%。从产品角度看，相比大众产品，高端产品线对投流的依赖性更弱，主要依靠品牌信任度和实际功效支撑购买，提价并非受迫于生产成本抬高而是品质，因此高端产品毛利率往往更高，拉高整体毛利率。从运营效率的角度，在营收不变的情况下，更高的客单价减少了获客需求、摊薄了获客成本，有利于改善品牌 ROI，释放出更宽裕的营销预算空间。因此，公司在流量竞争中具备更强的竞价能力和抗风险能力。

仅供内部参考，请勿外传

3、 大单品复利迭代：降低边际营销成本的底层机制

3.1、 国际品牌旗下大单品的生命周期延长案例

雅诗兰黛“小棕瓶”紧扣“夜间修护”，核心客群代际留存与价格带温和上移同步进行。从 1982 年至今，雅诗兰黛旗下大单品“小棕瓶”历经 7 次核心成分升级，从未盲目跟风市场流行成分，而是紧扣“夜间修护”定位，在经典成分二裂酵母溶胞物基础上调整浓度或成分，比如第五代小棕瓶眼霜中 ChronoluxCB™ 专利技术，实际上依赖二裂酵母溶胞物与三肽-32 的组合实现，维系了客群因前代产品形成的品牌心智和复购意愿。在保留核心成分的基础上，雅诗兰黛将功效升级作为维持客群新鲜感的途径。同时功效升级使单品定价上涨合理化，小棕瓶迭代伴随价格带上移，第七代小棕瓶精华、第五代小棕瓶眼霜相比前代产品，价格年均复合增长率分别约为 3.1%、2.1%。

图7：雅诗兰黛小棕瓶系列单品围绕“夜间修复”功能迭代升级



数据来源：雅诗兰黛官网、美修大数据、RONGBEAUTY 容海生物公众号等、开源证券研究所

兰蔻“小黑瓶”围绕全新概念迭代升级，成功锁定高端市场份额。2009 年“小黑瓶”作为新品类“肌底液”面世，通过差异化定位避免和小棕瓶直接竞争市场份额。2019 年兰蔻推出第二代小黑瓶，为其引入全新的“微生态护肤”概念，将 7 种维稳微生态系统的益生元作为核心卖点；2024 年小黑瓶瞄准抗衰需求再度升级，而定位从“肌底打底”转向“屏障修护+精准抗老”，从独特概念切入，持续赋予迭代产品消费理由。价格方面，小黑瓶初始定价达到 780 元/30ml，在中国上架后三个月内销量突破 10 万瓶，两次迭代后的价格分别为 760 元和 790 元，均稳居高端价格带，高端品牌形象深入人心，2024 年兰蔻在中国高端护肤市场市占率达到 12.9%，位列第一。

图8：第三代小黑瓶瞄准抗衰需求实现概念迭代



资料来源：兰蔻 LANCOME 公众号、兰蔻天猫旗舰店

图9：2024 年兰蔻占据中国高端护肤品市场份额首位

排名	品牌	市占率
1	兰蔻	12.9%
2	雅诗兰黛	9.0%
3	SK-II	7.0%
4	海蓝之谜	6.6%
5	赫莲娜	6.1%

数据来源：化妆品观察、开源证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

国际案例印证了大单品“不需要重做，只需要重构”的理论。单品迭代有效拉动销量和利润增速，同时庞大的老客基盘能够降低拉新成本，提高利润率。FY2010 第五代小棕瓶精华（2009 年上市）全球共售出 393 万瓶，2012 年全球销量超 470 万瓶，年均复合增长率约 15%，推动雅诗兰黛集团营收同比增速从 FY2009 的-7.4%恢复至 FY2010 的 6.4%，同时 FY2010 净利润实现 119%的高正增，净利率从 2.98%提升至 6.14%。兰蔻小黑瓶截至 2025 年销量已突破 1 亿瓶，2.0 版本仅单年线上销售额就达 9.7 亿元，销售热度经久不衰，成为品牌长青的现金牛。

表1：小棕瓶和小黑瓶销售数据表现长青

大单品	迭代数	销售数据
雅诗兰黛小棕瓶精华	第五代	2010 财年全球售出 393 万瓶，2012 年全球销量超过 470 万瓶，年复合增长率约 15%
	第六代	2016 年销售占比达雅诗兰黛品牌营收的 20%
雅诗兰黛小棕瓶眼霜	第四代	2020 年双十一销售突破 100 万件，成为全网销量最高的眼霜
	第五代	截至 2023 年 8 月淘天月均销售额 0.29 亿元，京东月均销售额 0.23 亿元；24 年 5 月京东月销 0.31 亿元，位居眼霜类目第一
兰蔻小黑瓶肌底液	第一代	2009 年行业预估全球零售额 1 亿美元
	第二代	2021 年小黑瓶全年线上的销售额约 9.7 亿元
	第三代	2025 年累计销量突破 1 亿瓶，位列当年精华类目销量第一

数据来源：聚美丽公众号、i 美妆头条公众号女装WWD、开源证券研究所

3.2、 从概念到后续迭代功效闭环，公司实现大单品资产化

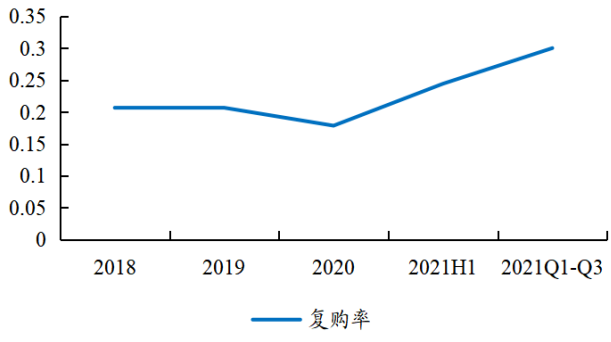
公司大单品代际升级延续功效认知，保留原有消费者基本盘。以 2020 年上新的双抗精华为例，双抗精华通过和红宝石精华组合，捆绑“早 C 晚 A”概念，赋予护肤品成分及功效具体可感的场景，抓住了消费者期望一次性实现“美白、抗氧、抗衰”的心理，成功出圈。后续 2.0/3.0 均保持初始定位，留住已初步建立品牌认知的老客，同时加深与“早 C 晚 A”“抗氧抗糖”标签捆绑。其中双抗精华 2.0 于 2021Q2 上市，当年季度复购率回升并超越 2018-2020 年水平。在原有抗氧成分基础上新增 EUK134 和 LC-6，抗糖成分由肌肽替换为成本更高、功效更强的脱羧肌肽。另一方面，3.0 针对泵头的改进也收获了众多好评反馈，从使用体验的角度提高了产品力，提升顾客的单品复购意愿。

图10：2023 年珀莱雅举办“早 C 晚 A”8 城酒咖快闪



资料来源：珀莱雅官网

图11：2021 年珀莱雅品牌复购率实现回升

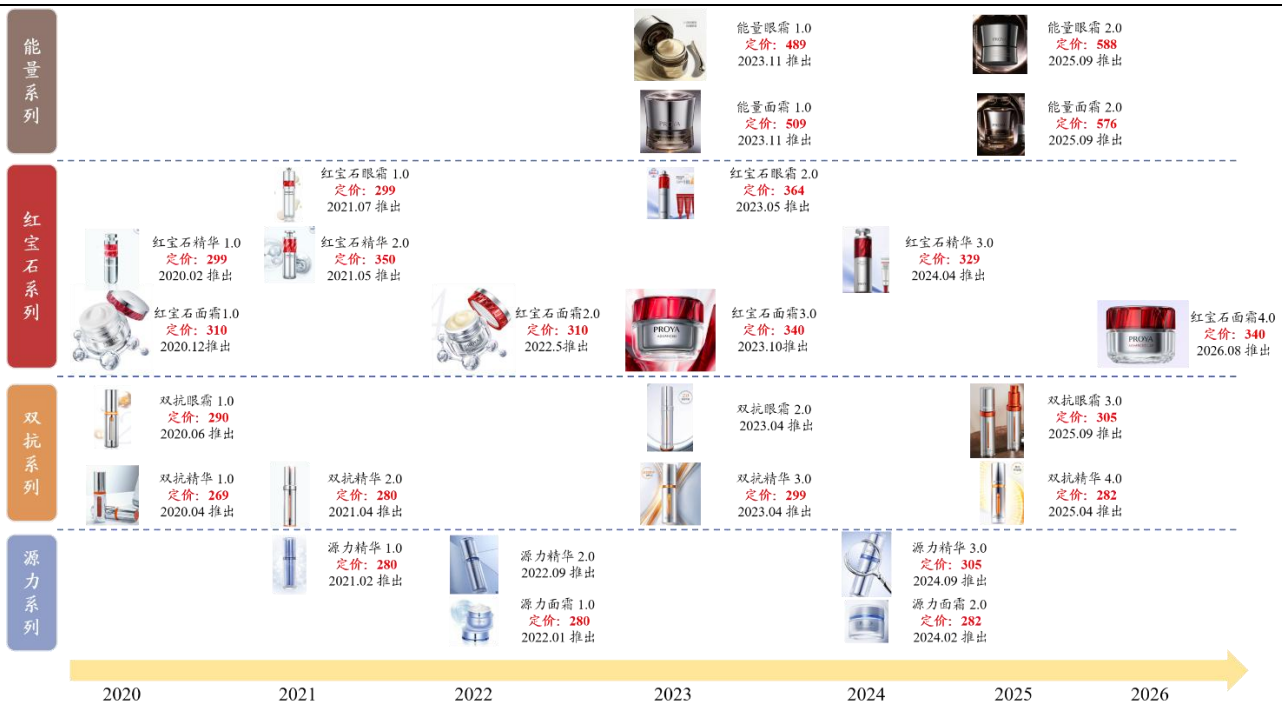


数据来源：公司公告、开源证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

通过成分升级、容量调整或包装优化，每次迭代伴随 5%-10%的客单价平稳提升。红宝石面霜 3.0 引入双环肽+经典五重信号肽，在成分大幅升级的背景下，定价上调 30 元/50g。双抗精华 2.0 抗糖成分替换为脱羧肌肽、包装由塑料更换为铝材，价格上涨约 4.1%，3.0 定价进一步提高 6.8%，其他升级点包括更换泵头、推出替换芯，同时上架了 50ml 正装搭配 50ml 替换芯的产品规格。该规格下总价更高，但单位价格下降，对顾客而言购买可替换组合的性价比相较于两瓶正装更高，购买大容量规格的意愿更强，从而提升整体客单价。根据官方公布数据，截至 2024Q3，珀莱雅品牌天猫、抖音客单价均超 400 元，每次大单品迭代伴随 5%-10%的客单价平稳提升。

图12：珀莱雅四大系列单品均实现迭代



数据来源：珀莱雅官网、珀莱雅 PROYA 公众号、天猫官方旗舰店、开源证券研究所

资产化大单品销量刚性，叠加定价上移实现长线增长。珀莱雅资产化大单品的销量呈现出极强的刚性，其核心在于高复购率与高营收占比筑稳基本盘。步入成熟期的“红宝石”与“双抗”两大主力系列，占 2025 年 1-10 月线上 GMV 约 62%，2026Q2 占比 60%左右。据青眼情报数据，2026 年珀莱雅在 618 淘天护肤榜中力压一众国际大牌占据榜首；在核心单品 1 年内未迭代的情况下，销售额达 7.69 亿元，同比增长 41.28%。基于销量刚性，定价上移有序推进，构成珀莱雅穿越周期的长线动力。2026H1 珀莱雅线上 GMV 稳居国货第一，并且是前 10 名中除欧莱雅外同比变化最小的。

图13：2026 年 618 珀莱雅在淘天护肤品牌榜排名第一



数据来源：青眼情报公众号

图14：2026H1 珀莱雅线上 GMV 稳居国货第一



数据来源：化妆品观察公众号

仅供内部参考，请勿外传

红宝石面霜 4.0 和源力精华 4.0 发布，预计带动下半年护肤类 GMV 增长。红宝石 4.0 于 8 月 25 日上市，多种功效成分升级，强调抗老提拉功效；包装增加肽环标识，强化科学护肤印象；同时备案中功效试验受试者新增男性，是珀莱雅覆盖男性护肤市场的又一落子。根据历次迭代，新品预计为下半年护肤类 GMV 带来亮眼增长。一方面新环肽具备屏障修护功能、作用时间更长，瞄准愿意为功效付费的成分党；另一方面红宝石系列距上次升级已经近三年，焕新升级既召回老客，又以重磅宣发和口碑积累吸引新客。此外，珀莱雅于 2026 创新科技大会上发布了源力精华 4.0，精华新增抗衰胶原蛋白成分，对医美消费客群更更具吸引力。

图15：红宝石面霜 4.0 于 2026 年 8 月 25 日发布



资料来源：珀莱雅天猫旗舰店

图16：红宝石面霜 4.0 披露功效成分增加 15 种



【基本信息】

产品名称：	珀莱雅赋能鲜颜淡纹紧致轻盈霜	备案编号：	浙G妆网备字2023024367
功效评价结论：	1、通过31名健康女性受试者，在正常情况下，连续56天使用“珀莱雅赋能鲜颜淡纹紧致轻盈霜”产品，通过人体功效评价试验，认为“珀莱雅赋能鲜颜淡纹紧致轻盈霜”具有保湿、紧致、抗皱、修护、营养、控油的功效，以及温和（无刺激）。2、通过33例敏感皮肤的中国健康受试者，连续使用“珀莱雅赋能鲜颜淡纹紧致轻盈霜”2周，通过消费者使用测试，认为“珀莱雅赋能鲜颜淡纹紧致轻盈霜”适用敏感皮肤。3、水飞蓟素具有抗皱功效。		

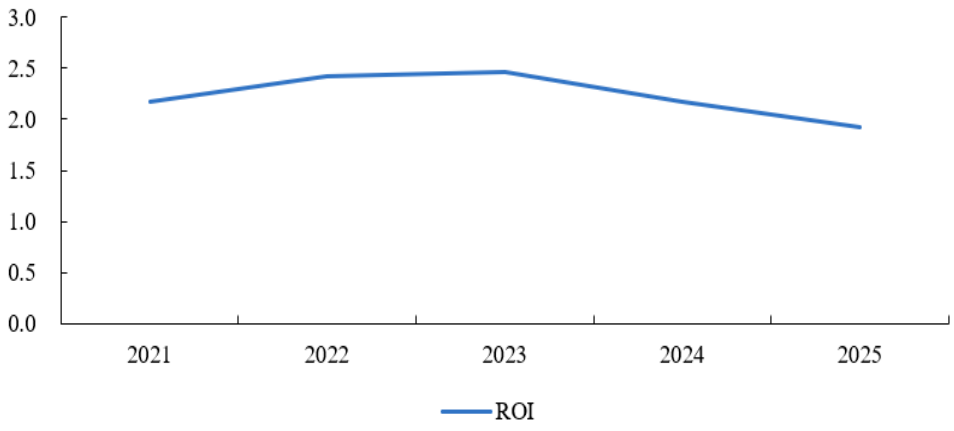
【基本信息】

产品名称：	珀莱雅赋能鲜颜紧塑淡纹轻盈霜	备案编号：	浙G妆网备字2026008093
功效评价结论：	1、通过31名敏感皮肤的中国健康男性和女性受试者，在正常情况下，连续28天使用“珀莱雅赋能鲜颜紧塑淡纹轻盈霜”样品，通过人体功效评价试验，认为“珀莱雅赋能鲜颜紧塑淡纹轻盈霜”具有保湿、修护、舒缓、营养、抗皱、紧致、淡纹、去角质的功效。2、样品温和（无刺激）。3、通过消费者使用测试，认为“珀莱雅赋能鲜颜紧塑淡纹轻盈霜”具有舒缓功效。4、通过31名敏感皮肤的中国健康男性和女性受试者，在正常情况下，单次使用“珀莱雅赋能鲜颜紧塑淡纹轻盈霜”样品，通过人体功效评价试验，认为“珀莱雅赋能鲜颜紧塑淡纹轻盈霜”具有30分钟保湿的功效。3、双环八肽-68具有保湿功效。4、三肽-10瓜氨酸复配物具有抗皱功效。5、三肽-10瓜氨酸复配物具有紧致功效。6、乙酰基四肽-2复配物具有抗皱功效。7、乙酰基四肽-2复配物具有紧致功效。8、N-乙酰神经氨酸具有抗皱功效。9、弹性蛋白具有抗皱功效。10、弹性蛋白具有紧致功效。11、纤连蛋白复配物具有抗皱功效。12、纤连蛋白复配物具有紧致功效。13、雪莲花（SAUSSUREA INVOLUCRATA）提取物复配物具有修护功效。14、棕榈酰四肽-10复配物具有保湿功效。15、无花果（FICUS CARICA）果提取物复配物具有去角质功效。16、样品酰基-PG 羟乙基磺酸酸具有修护功效。17、燕窝酸+双蛋白具有紧致功效。18、燕窝酸+双蛋白具有抗皱功效。19、双蛋白具有紧致功效。20、双蛋白具有抗皱功效。21、双蛋白具有抗皱功效。22、白肽组合物具有抗皱功效。23、乙酰化透明质酸钠+透明质酸钠具有保湿功效。24、胜肽复配组合具有紧致功效。25、胜肽复配组合具有抗皱功效。		

资料来源：国家药监局

后续大单品销售费用率下行有望释放利润弹性。大单品心智成熟后，品牌无需为维持老客复购率持续支付高额买量成本，只需将预算集中于大单品迭代宣发。这一机制将导致大单品线整体的边际销售费用率出现向下拐点，有助于释放净利润弹性。从 ROI 变化角度来看，2023 年后，公司 ROI 持续下滑，拉新成本变相提高。2025 年 ROI 已降至 2 以下，增长逻辑遭遇瓶颈，导致全年营收小幅下滑。双抗精华 4.0 迭代时季度销售费用率同比仅增加 6%，而首次迭代增长 9%。这一差异印证了大单品资产化后，品牌不再刚需高强度投放即可维持销售基数，销售费用率具备下行空间。

图17：2023 年后公司 ROI 呈持续下降趋势



数据来源：化妆品观察公众号、公司公告等、开源证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

4、 组织能力复制：从“单一”向“多品牌矩阵”的兑现

4.1、 彩棠与 Off&Relax 的非偶然性成功验证多品牌经营路径

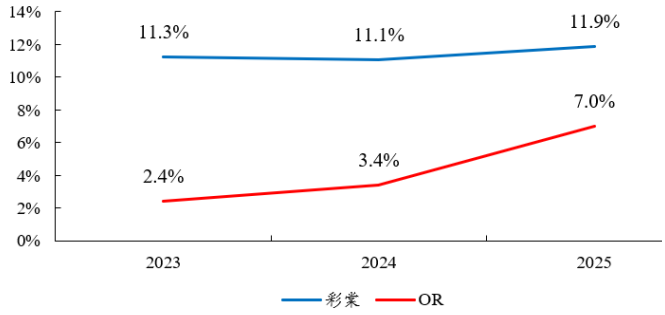
彩棠与 OR 的成长，为珀莱雅从主品牌驱动走向多品牌经营提供了清晰验证。2025 年，彩棠与 OR 分别实现收入 12.55 亿元、7.44 亿元，占集团主营业务收入的 11.9%、7.0%，合计贡献约 18.9%；其中 OR 同比增长 102.2%，成为重要增量来源。珀莱雅打造两个品牌的过程相似：前端选择需求明确、仍有升级空间的细分场景，中端集中打造代表性大单品，后端共享珀莱雅的研发和数字化营销能力。子品牌专精细分赛道，集团负责补齐商业化环节，由此形成具有复制基础的品牌打造模式。

图18：2025 彩棠占比超 10%，持续多品牌矩阵策略



数据来源：珀莱雅投资者关系公众号

图19：彩棠和 OR 营收占比呈持续上升趋势



数据来源：公司公告、开源证券研究所

彩棠的增长起点是通过大单品策略完成品牌心智的集中塑造。彩棠纳入珀莱雅控股体系后，唐毅负责产品理念、妆容方法和专业内容，集团则承担电商运营与品牌营销。彩棠以大师高光修容盘建立品牌入口，并通过工具搭配与妆容教学降低专业修容的使用门槛。高光修容盘获得市场验证后，品牌陆续推出妆前乳、三色遮瑕、三色修容和腮红等产品，核心单品共同强化“同源、原生美”的品牌主张，强化品牌心智。彩棠在纳入体系后的首个完整经营阶段收入达到 1.21 亿元，2020—2022 年连续实现翻倍式增长，2022 年收入增至 5.72 亿元，2025 年进一步达到 12.55 亿元，逐步成长为具有底妆与面部彩妆矩阵的第二增长曲线。

图20：彩棠产品包装持续升级，品牌“中式美学”表达进一步强化



资料来源：美业颜究院公众号

仅供内部参考，请勿外传

精准大促投放进一步把彩棠的产品心智转化为可重复的交易结果。大促前，品牌通过唐毅及美妆达人输出修容教学，完成内容蓄水；进入增长期后，再对已种草用户和站外兴趣人群进行分层追投，由淘系承接转化、抖音扩大触达。2022 年双 11，彩棠天猫 GMV 同比增长超过 80%；2023 年 618 期间，天猫与抖音 GMV 分别增长超过 50%和 70%；2025 年 618 相关短视频种草引导 GMV 同比增长超过 200%，投放 ROI 达到 6.5，新客成交占比超过 60%。

图21：唐毅老师现场演示产品使用方法



资料来源：青眼公众号

OR 拓宽了珀莱雅多品牌布局的品类边界。品牌围绕亚洲消费者头皮易出油、发丝细软易塌等特征开发产品，价格带在 150-200 元，并用“居家头皮 SPA”和香氛体验提升价值。功能端覆盖控油蓬松、屏障修护和防脱等需求，内容端把浴发塑造成都市人群的日常放松场景，专业功效与情绪体验共同支撑中高端定位。OR 于 2025 年收入增至 7.44 亿元、同比增长 102.2%，已获得收入规模验证。对集团而言 OR 既补充了洗护品类，也为集团验证了一套不同于面部护肤和彩妆的产品评价与消费沟通方式。

图22：Off&Relax 独创愈生体系



资料来源：FBeauty 未来迹公众号

OR 的运营集中在核心单品和关键销售节点上。品牌早期先以发膜试水，验证头皮护理需求后，将投放和货盘逐步转向市场容量更大的蓬松洗发水，并围绕零压瓶蓬松洗发水和轻盈发膜积累用户认知。新品上市前，品牌通常先在小红书进行内容铺垫，再借助淘系 618、双 11 等节点集中放量，抖音则用于测试内容和产品卖点，延续了珀莱雅成功的营销方式。

仅供内部参考，请勿外传

4.2、 研发、供应链与数智化中台集团化共享，构成多品牌的底层支撑

珀莱雅以三大研发中心构筑多品牌共享的技术底座。杭州龙坞研发中心侧重基础研究、皮肤机理与新原料开发，上海研发中心专注头皮微生态研究与应用，支撑 OR、惊时两大洗护品牌的产品创新，欧洲科创中心负责链接全球前沿科研资源，三大中心功能互补、成果统一沉淀于集团层面。2025 年公司研发费用 2.17 亿元，占营业收入比例 2.1%，截至 2025 年末，公司累计拥有国家授权专利 303 项、独家原料 24 个，线粒体抗衰研究摘得 IFSCC 2025 十大基础研究奖，成为历史上唯一获该奖项的中国化妆品企业。研发体系由集团统一建设，子品牌可调用集团从基础机理到产品应用的全链路研发能力，试错成本大幅降低。

图23：珀莱雅杭州龙坞研发中心



资料来源：新京报公众号

图24：珀莱雅荣获“IFSCC 2025 十大基础研究奖”



资料来源：新京报公众号

自研原料的跨品牌复用与集中采购的议价优势，从源头降低子品牌的开发与生产成本。成分端，原料成果持续跨品牌输出，木蝴蝶籽提取物与悦肤清应用于悦芙媞多款产品，高纯度卡瓦胡椒根提取物导入悦芙媞及惊时，藜麦酶解液将应用于彩棠，AM-124、Poly-AD 两种净屑成分应用于 OR 净屑系列。采购端，公司采用集中化、质量为先的采购策略，以集团体量换取议价能力，2025 年主要原材料采购价格下降，带动毛利率由 71.4%提升至 73.3%。研发成果共享免去子品牌底层技术的重复投入，集中采购让子品牌享受集团的原料成本优势，成本由此双重压缩。

图25：珀莱雅研发能力强拥有较多专利



资料来源：新京报公众号

图26：惊时推出精准去屑系列



资料来源：青眼号外公众号

仅供内部参考，请勿外传

供应链体系为多品牌放量提供产能、效率与品控保障。从产能上来看，湖州生产基地是中国化妆品企业首个全面部署工业 4.0 的项目，设有 66 条生产线，2025 年设计年产能超 4 亿支，公司还在湖州投建新工厂，建成后产能接近翻倍，实现多品牌同步放量的背景下不受产能约束。从效率上来看，工厂的全流程生产实现高度数字化与自动化，SAP、OMS、WMS 等数智系统协同实现供应链全链路敏捷响应，2025 年库存周转率达 4.37，位居中国化妆品行业上市公司中前列。从品控上来看，AI 全景视觉检测可识别 0.3 毫米以上异物，将质量管控嵌入生产全流程，保障多品牌产品质量稳定。统一的产能储备、响应速度与品质标准，使子品牌无需自建供应链即可承接快速增长。

图27：珀莱雅湖州生产基地为首个全面部署 4.0 的项目



资料来源：青眼公众号

图28：珀莱雅智能工厂的拆垛机器人



资料来源：潮新闻

数智化系统构成多品牌共享的效率底座。公司将数智化列为覆盖端到端的战略能力，在集团内部实施全面数字化，推动核心环节间的数据互通。2025 年，公司推进产品全生命周期管理（PLM）与数据中台项目，并首次设立首席数字官。这套体系的成效已在各业务环节兑现：研发上，AI 辅助的预测式研发使活性成分筛选与新品开发周期显著缩短，社媒反馈的实时分析加速用户偏好向产品迭代转化；营销与客服上，图像及视频生成算法承担包装与推广素材制作，智能客服承接大促流量高峰；决策上，商业智能（BI）体系实现从公司整体到单品层级的精细化分析。综上，研发、原料、供应链与数智化能力的集团化共享，有助于提高子品牌成功率，缩短成长周期，构成珀莱雅多品牌矩阵持续兑现的底层支撑。

图29：珀莱雅与蚂蚁集团合作推进智能客服项目



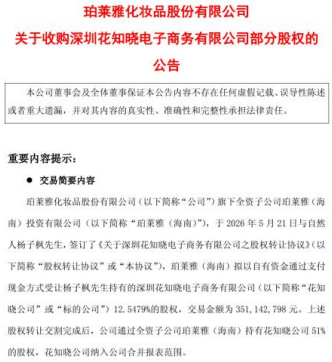
资料来源：财经网公众号

仅供内部参考，请勿外传

4.3、 新收购控股花知晓带动利润进一步提升

花知晓以差异化定位实现高速成长，成为集团彩妆版图的关键拼图。2025 年 8 月，珀莱雅以 4.28 亿元战略入股花知晓 38.45%股权，2026 年 5 月再以 3.51 亿元增持至 51%，将其正式纳入合并报表。近年来，花知晓的业绩表现持续亮眼，2023-2025 年品牌营收与净利润连续三年保持 50%以上增长，2025 年实现营业收入 17.26 亿元、净利润 2.80 亿元；2026 年一季度营收、净利润分别达 6.75 亿元、1.55 亿元，单季利润已超 2025 年全年的一半；青眼情报数据亦显示，2026 年上半年花知晓线上彩妆香水交易额达 11.62 亿元，品牌排名大幅上升 7 位至第 5 名。支撑这一高成长与盈利质量的，是其在品牌资产与出海能力两个层面构筑的差异化壁垒。

图30：珀莱雅收购控股花知晓



珀莱雅化妆品股份有限公司

关于收购深圳花知晓电子商务有限公司部分股权的公告

本公司董事会及全体董事保证本公告内容不存在任何虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏，并对其内容的真实性、准确性和完整性承担法律责任。

重要内容提示：

● 交易简要内容

珀莱雅化妆品股份有限公司（以下简称“公司”）旗下全资子公司珀莱雅（海南）投资有限公司（以下简称“珀莱雅（海南）”），于 2026 年 5 月 21 日与自然人杨子枫先生，签订了《关于深圳花知晓电子商务有限公司之股权转让协议》（以下简称“股权转让协议”或“本协议”），珀莱雅（海南）拟以自有资金通过支付现金方式受让杨子枫先生持有的深圳花知晓电子商务有限公司（以下简称“花知晓公司”或“标的公司”）12.5479%的股权，交易金额为 351,142,798 元。上述股权转让交割完成后，公司通过全资子公司珀莱雅（海南）持有花知晓公司 51%的股权，花知晓公司纳入公司合并报表范围。

资料来源：公司公告

图31：2026H1 花知晓位列线上彩妆香水品牌第 5 名



排序	品牌	交易额（亿元）	排名变化
1	圣罗兰	24.04	-
2	毛戈平	17.85	-
3	卡诗兰	14.03	▲ 1
4	蒂洛薇	13.54	▲ 3
5	花知晓	11.62	▲ 7

数据来源：青眼公众号

品牌层面，极致“少女心”美学沉淀情感品牌资产。花知晓由 90 后杨子枫和周天成于 2016 年在杭州创立，2019 年精准卡位“少女彩妆”赛道，以“守护每一位用户独一无二的少女心”为使命，契合当下“悦己”消费趋势。产品上，品牌以蝴蝶结、蕾丝等标志性元素融合雕花、刺绣等东方工艺，形成独树一帜的“东方少女宫廷风”视觉体系，累计推出甜心小熊、贝壳珍珠、邦尼花园等超过 25 个原创主题系列。品牌内核上，创始人将花知晓定义为“造梦工具”，因此品牌售卖的不只是功效参数，更是情绪体验，用户拆开包装那一刻获得的情感满足才是真正的购买理由，品牌也由此从二次元小众圈层破圈至大众市场。用户资产上，目前花知晓全社媒平台已积聚超过 1350 万粉丝，品牌独特的审美与情感体系已沉淀为高粘性的粉丝基本盘。

图32：花知晓产品风格聚焦“少女心”美学



资料来源：青眼公众号

图33：花知晓推出“邦尼花园”系列原创主题

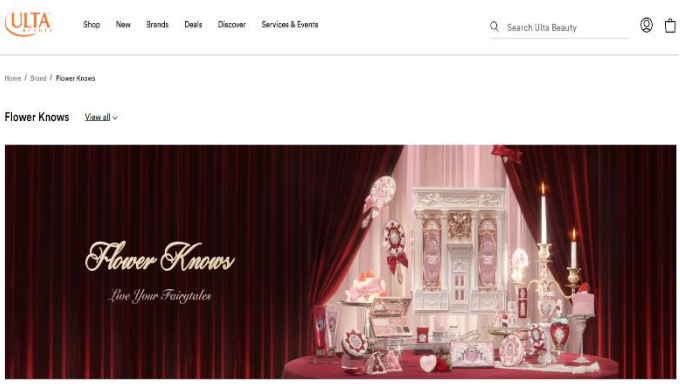


资料来源：珀莱雅官网

仅供内部参考，请勿外传

出海层面，品牌力驱动的成熟市场扩张路径已验证成效。2019 年花知晓以日本为出海首站，其“少女心”美学与当地二次元文化形成审美共鸣，借助本土代理商快速打入约 1000 家药妆店及零售渠道，完成海外初步验证。2021 年起布局东南亚，2022 年切入欧美，将“少女心”转译为“守护内心的童话世界”的本土化叙事，独立站上线四个月即实现千万级销售、上新复购率超 40%。2024 年起，渠道突破开始集中兑现，当年 6 月，品牌进驻美国 Z 世代零售商 Urban Outfitters，三个月即跻身平台五大畅销美妆品牌并进驻其全美 180 家门店，连续两年打破黑五销售纪录；全年海外营收超 1 亿元，美国首次超越日本成为最大海外单一市场。2025 年，品牌进一步进驻美国最大美妆连锁 ULTA Beauty，并以韩国圣水洞快闪店创下当地排队时长与销售纪录。截至目前，品牌已进入全球 22 个以上国家和地区、覆盖五大洲，进驻海外超 1000 家零售终端，海外售价可达国内的 1.5 至 2 倍；2025 年海外营收突破 2 亿元、占比 11.5%，成为被市场验证过的出海先锋，为珀莱雅旗下品牌出海探索提供了有益经验。

图34：花知晓入驻美国最大的高端美妆零售商 ULTA



资料来源：ULTA 官网

图35：花知晓海外市场成熟已进入 20+个国家和地区



资料来源：妆颜社公众号

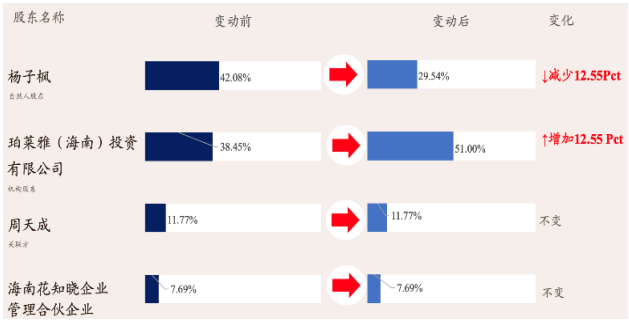
花知晓与彩棠定位互补，并表后有望持续增厚集团利润。定位层面，彩棠主打中式美学与专业妆效，聚焦 150-300 元价格带与 28-35 岁白领客群；原色波塔定位“新锐潮流彩妆”，面向新时代人群；花知晓则精准切入 15-25 岁泛二次元及热爱浪漫美学的年轻圈层，三者在目标客群、视觉风格及价格区间上实现无缝互补。利润层面，花知晓已于 6 月并表，成为集团第二大品牌，且拥有较高的净利率，2025 年及 2026Q1 分别为 16.2%和 22.9%，高于 2025 年集团整体的 14.6%，有望增厚公司营收与利润。治理层面，2026 年 7 月侯亚孟出任花知晓董事长，创始人杨子枫留任董事并保留 29.54%股权，珀莱雅表示将保持花知晓的创意内核与核心团队不变。花知晓作为珀莱雅集团并购的首个成熟品牌，标志着多品牌扩张从自主孵化迈入“孵化+并购”双轮驱动。

图36：彩棠、原色波塔与花知晓构成彩妆梯队



资料来源：聚美丽公众号

图37：收购后珀莱雅持有花知晓 51%股权



数据来源：妆颜社公众号、开源证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

5、 渠道结构优化：传统货架电商与品牌自播的利润回补

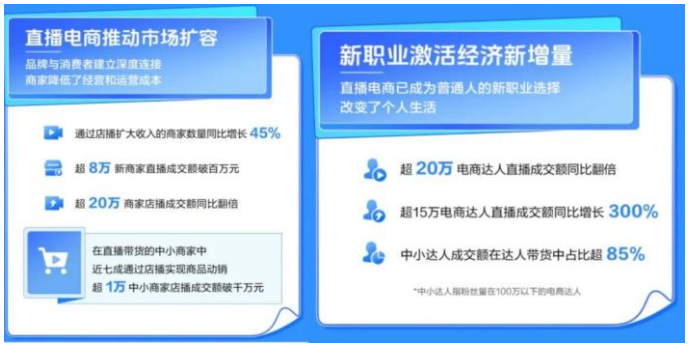
抖音流量红利消退，达人带货量缩价升挤压渠道利润。抖音电商 GMV 增速由 2022 年的 320%、2023 年的 80%、2024 年的 46%回落至 2025 年的 34%，行业由增量竞争转入存量竞争。平台随之将流量向货架电商与品牌店播再分配，2023-2025 年，货架电商 GMV 占比从 30%攀升至 50%左右，2026Q1 品牌自播 GMV 占总盘 68%，成为核心阵地；头部主播 GMV 占总盘比重则从 2021 年的 41%暴跌至 2026 年的 9%，且 2026Q1 美妆 TOP20 品牌中，85%的品牌达人推广占比下降，达播在美妆渠道结构中的权重系统性下移。达人自然曝光被稀释后须加价投流，成本顺势转嫁品牌，佣金率随之水涨船高，巨量千川（抖音广告投放系统）的平均 CPM 已从 2023 年的 80 元上涨到 2026 年的 120 元，涨幅达 50%。外购流量越买越贵，渠道策略从外购转向自营，成为品牌守住利润的必然选择。

图38：2026Q1 珀莱雅品牌自营提升、达人推广占比下降

2026年一季度美妆TOP20品牌		2026年一季度品牌自营/达人推广/商品卡占比		
		品牌自营	达人推广	商品卡
1	KANS/韩束	72.13%↑	5.27%↓	22.6%↑
2	PROYA/珀莱雅	57.26%↑	25.16%↓	17.57%↑
3	L'OREAL /欧莱雅	47.11%↑	31.66%↓	21.23%↑
4	GUYU/谷雨	52.48%↑	26.86%↓	20.66%↑
5	LANCÔME/兰蔻	45.84%	29.55%↓	24.61%↑
6	CHANDO/自然堂	54.27%	28.39%	17.35%
7	ESTEE LAUDER/雅诗兰黛	49.30%	20.42%↓	30.29%↑
8	MGP/毛戈平	22.66%	57.49%↓	19.85%↑
9	Helena Rubinstein/赫莲娜	49.45%↑	25.65%↓	24.9%↑
10	LA MER/海蓝之谜	47.07%	22.09%↓	30.84%↑
11	PECHOIN/百雀羚	44.04%	38.52%↓	17.44%↑
12	Mistine/蜜丝婷	30.83%↑	54.69%	14.48%
13	YSL/圣罗兰	48.76%	14.16%↓	37.08%↑
14	MARUBI/丸美	53.27%↑	36.36%↓	10.37%
15	GALENIC/科兰黎	39.27%↑	48.87%↓	11.87%↑
16	蒂洛薇	46.91%↑	32.59%↓	20.50%
17	forest cabin/林清轩	31.99%↑	54.18%↓	13.83%↑
18	HBN	41.66%↑	41.66%↓	14.28%↑
19	ELL	69.77%↑	11.95%	18.28%
20	造物者	76.75%↑	9.87%↓	13.38%

数据来源：化妆品观察公众号

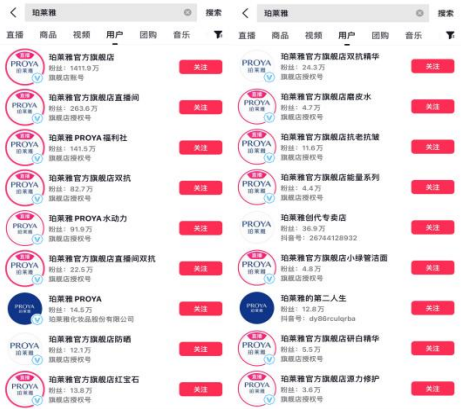
图39：抖音中小达播成交额占比超 85%



数据来源：i 美妆头条公众号

公司在抖音渠道以自播替代达播，压缩流量采购成本。公司 2018 年进入抖音后以多账号矩阵持续布局自播，按产品线区分账号、细分承接人群，并以“大单品+下沉品”双矩阵扩大覆盖，目前账号已有 2600 万粉丝。公司凭借先发优势和深耕实现渠道结构领先。2021 年抖音自播占比已超过达播，头部主播占比仅小个位数，2023 年 9 月自播占比达 71%，领先美护行业一倍有余，2026Q1 自播占比同比增加 4.81%，达播占比相应下降。而在达播端，公司不依赖单一 KOL/KOC，与达人机构的合作期限通常为 3~6 个月。据化妆品观察数据，自播平均 ROI 约 1:4.5，远高于达播的 1:1.2，自播对达播的替代直接转化为佣金支出的节约，获客成本降低，渠道利润沉淀于品牌自身。

图40：珀莱雅以多账号矩阵持续加密抖音自播布局



资料来源：抖音、开源证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

抖音之外，公司以天猫等货架电商的日销优化稳固利润基本盘。货架场景公司沉淀已久，2010 年即成立电商部门进驻天猫、京东，是最早布局线上渠道的化妆品集团之一。日销的底层是会员资产，公司运营线上线下一体的会员体系，以专属权益与积分奖励激励复购，会员按累计消费金额分层定级，天猫店铺的订单积分与等级同品牌公众号互通。会员资产的厚度逐年兑现，天猫旗舰店主要品牌累计注册会员由 2023 年的 3220 万增至 2024 年的 4390 万、2025 年的 6870 万，为公司全销售渠道中会员数最多的渠道，且主要线上渠道注册会员复购率远高于行业平均水平。复购沉淀直接支撑日销放量，2024 年珀莱雅天猫旗舰店成交金额首居天猫美妆年度第一，2025 年 618 与双 11 均居第一，旗下多个品牌同年共斩获 11 项天猫金妆奖，刷新中国美妆企业纪录。货架电商无需外购流量，由此成为渠道端利润率回补的稳定来源。

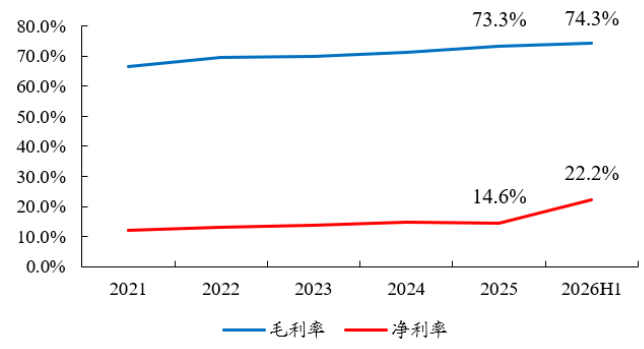
图41：珀莱雅刷新中国美妆企业荣获天猫金妆奖的纪录



资料来源：珀莱雅股份公众号

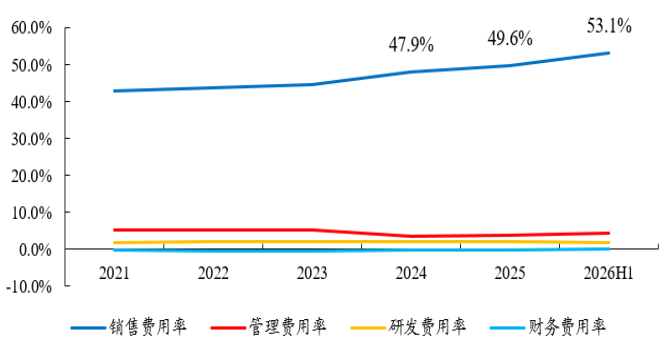
去达人化成效持续显现，毛利端的回补有效消化行业性费用通胀。盈利端看，2021-2025 年、2026H1 公司毛利率分别为 66.5%/69.7%/70.0%/71.4%/73.3%/74.3%，连续四年上行，净利率分别为 12.0%/13.0%/13.8%/14.7%/14.6%/22.2%，稳中有升。费用端看，同期销售费用率分别为 43.0%/43.6%/44.6%/47.9%/49.6%/53.1%。行业性投放通胀之下，销售费用率上行是全行业的共性问题。公司的对冲体现为毛利端的回补跑赢费用端的通胀，毛利率五年累计上行 7.8 个百分点，净利率不降反升。自播与货架电商两端的利润沉淀，共同塑造更健康、更均衡的渠道结构，构成公司穿越平台流量周期、维持盈利韧性的核心支撑。

图42：毛利率连续四年上行，净利率抬升至 14%以上



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图43：销售费用率小幅上行，其余费率相对平稳



数据来源：公司公告、开源证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

6、 盈利预测与投资建议

珀莱雅是本土美妆龙头公司，主营业务涵盖护肤、彩妆、洗护三大品类，旗下拥有珀莱雅、彩棠、Off&Relax、花知晓等差异化品牌矩阵。我们认为，公司历经线上化转型与大单品战略期后，当前已进入品牌心智深化与新增长点探索阶段，主品牌珀莱雅通过“双抗”“红宝石”等大单品的持续迭代，实现价格带温和上移与客单价稳步提升，彩棠、Off&Relax 等子品牌高速增长，2026 年收购的花知晓成为彩妆业务重要增长极。多品牌矩阵持续兑现叠加渠道端自播替代达播的利润回补，公司成长空间有望进一步打开。

我们预计公司 2026-2028 年营业收入为 121.07/143.83/155.87 亿元，归母净利润为 19.20/18.04/20.15 亿元，对应 EPS 为 4.85/4.56/5.09 元，当前股价对应 PE 为 11.1/11.8/10.6 倍。我们考虑到公司从事多品牌化妆品业务，故选取贝泰妮、上海家化、巨子生物和上美股份作为可比公司，2026 年可比公司平均估值水平为 PE17.7X，珀莱雅估值水平为 PE11.1X，考虑其竞争壁垒和未来成长性均较高，我们认为当前估值具备性价比。

维持“买入”评级。

表2：珀莱雅短期看业绩稳健增长，中长期看多品牌矩阵进一步拓展，当前估值具备性价比

证券代码	股票简称	评级	总市值（亿元）	收盘价（元）	EPS（元/股）			PE			归母净利润同比增速		
					2026E	2027E	2028E	2026E	2027E		2026E	2027E	2028E
300957.SZ	贝泰妮	买入	137	32.31	1.58	1.82	2.07	20.4	17.8	15.6	32.3%	15.1%	14.0%
600315.SH	上海家化	未评级	119	17.70	0.64	0.78	0.92	27.5	22.8	19.2	61.6%	20.7%	19.0%
2367.HK	巨子生物	买入	217	20.45	1.84	2.06	2.30	11.1	9.9	8.9	2.1%	11.7%	12.0%
2145.HK	上美股份	买入	71	17.92	1.52	2.09	2.54	11.8	8.6	7.1	-44.9%	37.1%	21.8%
平均								**17.7**	**14.8**	**12.7**			
603605.SH	珀莱雅	买入	214	53.98	4.85	4.56	5.09	11.1	11.8	10.6	28.2%	-6.0%	11.7%

数据来源：Wind、开源证券研究所（注 1：收盘价日期和汇率日期为 2026/9/29；注 2：港股收盘价、市值换算取 1 港元=0.86 元；注 3：除上海家化采用 Wind 盈利预测一致预期，其余标的 EPS 均采用开源证券研究所预测数据）

7、 风险提示

消费意愿下行：消费不景气将对行业景气度及公司产品销售产生影响；

市场竞争加剧：各大品牌间抢占市场份额加剧竞争；

新品推出不及预期：公司旗下新品推出进展可能不及预期。

仅供内部参考，请勿外传

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	5613	6136	7625	8709	10212
现金	4082	5061	5782	7166	8133
应收票据及应收账款	518	70	602	196	669
其他应收款	10	31	16	40	20
预付账款	224	169	280	254	325
存货	661	635	776	883	895
其他流动资产	118	170	170	170	170
非流动资产	1917	2351	2967	3086	3110
长期投资	111	441	982	982	982
固定资产	907	893	982	1125	1162
无形资产	429	444	449	441	432
其他非流动资产	469	573	555	538	535
资产总计	7530	8487	10592	11795	13322
流动负债	1213	1374	2073	1856	1765
短期借款	0	80	552	80	80
应付票据及应付账款	676	798	806	1081	943
其他流动负债	536	496	715	695	742
非流动负债	831	847	717	597	426
长期借款	780	804	675	555	383
其他非流动负债	51	42	42	42	42
负债合计	2044	2221	2790	2453	2191
少数股东权益	84	125	216	428	677
股本	396	396	396	396	396
资本公积	847	825	825	825	825
留存收益	4432	5128	6523	7919	9484
归属母公司股东权益	5402	6141	7586	8915	10455
负债和股东权益	7530	8487	10592	11795	13322

现金流量表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	1107	2193	887	2697	1759
净利润	1585	1543	2010	2015	2264
折旧摊销	114	160	138	160	144
财务费用	-36	-29	-20	-20	-20
投资损失	2	-44	-540	0	0
营运资金变动	-675	454	-693	550	-621
其他经营现金流	116	109	-8	-8	-8
投资活动现金流	-1265	-238	-214	-279	-168
资本支出	300	169	214	279	168
长期投资	0	-338	-540	0	0
其他投资现金流	-966	269	540	0	0
筹资活动现金流	-758	-763	-424	-563	-624
短期借款	-200	80	472	-472	0
长期借款	27	24	-130	-120	-171
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	-766	29	-453
现金净增加额	-917	1192	249	1856	968

利润表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	10778	10597	12107	14383	15587
营业成本	3084	2833	3083	3626	3888
营业税金及附加	84	93	106	126	137
营业费用	5161	5259	6295	7321	7871
管理费用	366	404	472	561	608
研发费用	210	217	242	295	327
财务费用	-36	-29	-20	-20	-20
资产减值损失	-96	-77	-80	-80	-80
其他收益	86	70	60	60	60
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-2	44	540	0	0
资产处置收益	-1	-1	0	0	0
营业利润	1890	1876	2440	2446	2748
营业外收入	3	2	3	3	3
营业外支出	4	7	5	5	5
利润总额	1889	1871	2438	2444	2746
所得税	304	328	428	429	482
净利润	1585	1543	2010	2015	2264
少数股东损益	33	45	90	212	249
归属母公司净利润	1552	1498	1920	1804	2015
EBITDA	1932	1937	2458	2450	2682
EPS(元)	3.92	3.78	4.85	4.56	5.09

主要财务比率	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入(%)	21.0	-1.7	14.2	18.8	8.4
营业利润(%)	25.8	-0.8	30.1	0.3	12.3
归属于母公司净利润(%)	30.0	-3.5	28.2	-6.0	11.7
获利能力					
毛利率(%)	71.4	73.3	74.5	74.8	75.1
净利率(%)	14.7	14.6	16.6	14.0	14.5
ROE(%)	28.9	24.6	25.8	21.6	20.3
ROIC(%)	78.9	99.3	88.5	123.7	108.4
偿债能力					
资产负债率(%)	27.1	26.2	26.3	20.8	16.4
净负债比率(%)	-59.8	-66.2	-55.9	-67.7	-67.1
流动比率	4.6	4.5	3.7	4.7	5.8
速动比率	3.8	3.8	3.1	4.0	5.0
营运能力					
总资产周转率	1.5	1.3	1.3	1.3	1.2
应收账款周转率	25.0	36.0	36.0	36.0	36.0
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	4.85	4.56	5.09
每股经营现金流(最新摊薄)	2.80	5.54	2.24	6.81	4.44
每股净资产(最新摊薄)	13.51	15.38	19.03	22.38	26.27
估值比率					
P/E	13.8	14.3	11.1	11.8	10.6
P/B	4.0	3.5	2.8	2.4	2.1
EV/EBITDA	9.4	9.0	7.0	6.3	5.4

数据来源：聚源、开源证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

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）》已正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
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。

分析师承诺

本研究报告的署名人员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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，并对内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了署名人员的研究观点，所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。本报告署名人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

仅供内部参考，请勿外传

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等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金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动，过往的业绩表现不应作为其日后表现的预示。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层

邮编：200120

邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层

邮编：518000

邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层

邮编：100044

邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

邮箱：research@kysec.cn