仅供内部参考，请勿外传

珀莱雅（603605）深度研究

从国货龙头迈向全球领先，花知晓并购完善双十战略拼图

2026 年 10 月 21 日

【投资要点】

- **珀莱雅集团已成长为多品类、多品牌布局的国货美妆龙头，继续向全球领先企业迈进。**过去集团前瞻性抓住渠道红利以及功效性成分趋势机会，基于大单品战略将珀莱雅品牌培育为大众美妆赛道中兼具品牌影响力、常青产品矩阵的国货 TOP1 品牌，25 年珀莱雅品牌收入达 76.9 亿元。在主品牌成长的同时，集团针对行业、渠道变化以及品牌发展需求持续优化组织架构、完善人才储备，加强集团运营能力，向平台型企业发展，进一步赋能多品类布局：公司 19 年起先后布局彩妆、洗护赛道，25 年彩妆/洗护品类收入分别为 15.6/8.4 亿元，占比分别为 14.8%/7.9%，已经成为集团增长的核心引擎。25 年公司提出“双十战略”，开始探索在内生增长之外，通过收并购驱动集团规模进一步提升的路径，花知晓收购落地或为公司双十阶段增长的重要一步。

- **内生增长：1）主品牌：把握渠道差异与成分趋势，大单品矩阵进一步丰富、迭代有望驱动增长。**根据久谦数据，主品牌基于早 C 晚 A 精华组合，以及红宝石面霜 3.0 的成功打造，22-24 年天猫、抖音销售规模持续攀升，25 年红宝石系列或受到核心品未迭代影响，销售规模有所收缩。26 年公司针对不同渠道（抖音/OTC 等）、结合机会成分（PDRN）推出红宝石微珠精华、源力 med 系列、珀莱雅 light 系列等创新单品，叠加 26Q3 重磅单品红宝石面霜升级至 4.0，有望驱动品牌回归增长。

  2）多品类：洗护基于大单品思路快速成长，持续探索彩妆多元增长机会。在主品牌积累的功效大单品打造思路、经验可进一步复用至其他品类，如洗护品牌 Off&Relax 聚焦“蓬松、修复、防脱”功效打造系列大单品，26H1 收入达 4.8 亿/yoy+70.8%；和潮流变化更相关的彩妆板块，公司亦在探索大单品思路外的增长机会，如原色波塔以更加“极致先锋”的品牌风格驱动增长，26H1 收入达 3.1 亿/yoy+222%，为集团增长提供可观增量。在多品类快速增长之下，非护肤品品类 26H1 占比已达到 27%。

- **外延并购：花知晓，从小众风格中生长出十亿级国货彩妆品牌。**花知晓成立于 2016 年，为当前彩妆赛道中为数不多兼具强烈品牌风格、百元以下性价比定位的品牌，早年品牌通过和 Lolita 品牌联名探索出了极繁少女心风格+全开模包装设计的产品打造思路，通过一年推新 3-4 个产品系列（每个系列数十个 SKU），卖完即止的模式保持消费者新鲜感、推动品牌破圈，25 年/26H1 品牌收入分别为 17/13 亿，品牌规模已排名国货彩妆前列。

  盈利结构：相对其他国货彩妆，花知晓为低毛利率、低费用率模式。由于花知晓每个系列产品均单独开模、工艺复杂，成本较高，但定价多在百元以下，因此品牌毛利率相较于其他彩妆品牌偏低，花知晓 25

东方财富证券 Eastmoney Securities

挖掘价值 投资成长

增持（维持）

东方财富证券研究所

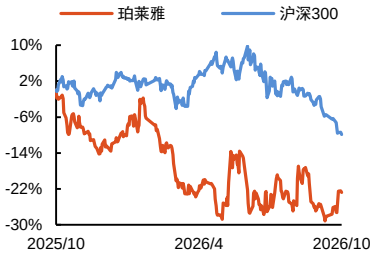
证券分析师：刘嘉仁

证书编号：S1160524090001

证券分析师：李汶静

证书编号：S1160525020001

相对指数表现



基本数据

总市值（百万元）	22,808.23
流通市值（百万元）	22,808.23
52 周最高/最低（元）	76.87/53.98
52 周最高/最低（PE）	20.18/14.17
52 周最高/最低（PB）	5.00/3.51
52 周涨幅（%）	6.71
52 周换手率（%）	33.99

注：数据更新日期截止 2026 年 10 月 20 日

相关研究

《Q2 收入回归增长，H2 核心单品升级+花知晓并表或提供增量》

2026.09.08

仅供内部参考，请勿外传

年毛利率 59.7%；同时因为产品包装精致，消费者或自发在社媒平台宣传晒图宣传，帮助花知晓实现较友商更低的销售费率，最终实现较好的净利率表现。

成长空间：1）海外：以内容输出、精准洞察目标人群成功实现欧美出海，参考类似风格品牌，欧美市场或可展望 15-20 亿元规模。自 22 年开设独立站推动欧美出海以来，品牌通过差异化社群营销找准目标人群，以内容输出驱动品牌在欧美市场知名度快速提升，25 年花知晓海外收入 2 亿元/占比 11.6%，其中超 60%来自美国市场贡献，若参考类似风格品牌 Too Faced，其 2016 年被雅诗兰黛收购前的收入为 2.7 亿美元，推算类似品牌在欧美市场中可展望 15-20 亿元人民币规模。**2）国内：以潮玩人群/国货彩妆粉丝数类比，品牌人群破圈仍有数倍空间。**考虑到花知晓性价比+情绪价值驱动的模式与潮玩类似，若以潮玩人群对标进行测算，以及对比花知晓和其他国货彩妆品牌的粉丝数规模，花知晓消费者至少有 1.3-1.5X 以上的破圈空间，后续新系列发布、线下渠道拓展均为潜在催化。

【投资建议】

◆ 盈利预测与评级：公司过去基于对渠道、成分趋势机会的把握驱动主品牌珀莱雅成长为美妆国货 TOP1 品牌，并陆续完善了彩妆、个护品类布局；在 25 年公司明确“双十战略”后，逐步开启内生增长+外延并购的双轮驱动思路，随着 26H2 红宝石面霜等重磅单品迭代上市有望驱动主品牌增速回暖，外延花知晓并购落地并表，持续进行渠道/区域扩张，有望帮助集团向“双十”目标迈进，我们预计公司 26-28 年归母净利润分别为 19.2/17.5/18.7 亿元，同比分别+27.9%/-8.8%/+7.1%，按 10 月 14 日收盘价计算，对应 PE 分别为 11/13/12X，维持“增持”评级。

盈利预测

项目\年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	10597.43	12432.08	14416.70	15220.15
增长率(%)	-1.68%	17.31%	15.96%	5.57%
归属母公司净利润（百万元）	1497.75	1915.85	1746.44	1870.82
增长率(%)	-3.50%	27.92%	-8.84%	7.12%
EPS(元/股)	3.81	4.84	4.41	4.72
市盈率（P/E）	17.97	11.44	12.55	11.72
市净率（P/B）	4.42	3.10	2.73	2.42

资料来源：Choice，东方财富证券研究所 注：数据截至 10 月 14 日

【风险提示】

◆ 新品表现不及预期、线上流量成本提升、细分赛道竞争加剧

仅供内部参考，请勿外传

正文目录

写在前面 5
1. 珀莱雅：国货美护多品类龙头企业 5
1.1. 财务情况：收入突破百亿后进入优化调整阶段 7
1.2. 公司治理：股权结构稳定，管理层经验丰富 8
2. 内生增长：把握渠道、产品机遇成就国货美妆龙头 10
2.1. 渠道维度：从 CS 到平台、兴趣电商，把握渠道变化的增长机遇 10
2.2. 乘消费趋势促产品变革：主品牌从爆品切换至功效性大单品思路 12
2.3. 从品牌经验到集团能力：人才储备和组织优化沉淀强运营能力 16
2.4. 经验复用：拓展多品类品牌矩阵，探索更多元增长驱动 18
2.4.1. 个护品牌延续大单品思路快速增长 18
2.4.2. 彩妆品牌探索个性化思路 19
3. 外延并购：少女心风格彩妆品牌花知晓提供增量 21
3.1. 从“小众风格”生长出的十亿级彩妆品牌 21
3.2. 通过对产品审美和情绪价值的持续投资打造品牌辨识度 23
3.3. 以内容输出实现欧美地区出海 27
3.4. 拆解花知晓未来增长空间 29
3.4.1. 国内市场：人群破圈的潜力依然可观 29
3.4.2. 海外市场：以海外相似风格品牌规模为参考，成长空间可观 31
3.4.3. 创始人持股+公司给予充分运营自主权有助于品牌长期增长 31
4. 盈利预测与投资建议 33
4.1. 盈利预测 33
4.2. 可比公司与投资建议 34
5. 风险提示 35

图表目录

图表 1： 25 年全球美妆公司第十名销售额规模约 280 亿元 5
图表 2： 珀莱雅集团已经布局护肤、彩妆、洗护多品类 5
图表 3： 复盘集团发展，延续多品牌、多品类、多渠道的发展思路 7
图表 4： 20-25 年收入/归母净利润 CAGR 分别为 23.1%/25.8% 7
图表 5： 26H1 受益于花知晓股权增值带来的投资收益，净利率显著提升 7
图表 6： 19 年起公司线上收入开始超越线下 8
图表 7： 近年公司线上渠道占比维持在较高水平 8
图表 8： 护肤品类为公司贡献收入基本盘 8
图表 9： 彩妆/洗护品类的收入贡献度逐步提升 8
图表 10： 公司股权结构稳定 9
图表 11： 公司核心管理层具备丰富的消费品行业工作经验 9
图表 12： 电商渠道为公司增长的核心驱动 10
图表 13： 快速跟进抖音短剧运营机会，驱动人群破圈 11
图表 14： 珀莱雅进入东南亚核心线下渠道 12
图表 15： 合作 ulta beauty 布局北美市场 12
图表 16： 珀莱雅泡泡面膜借助抖音影响快速成为天猫面膜月销 TOP1 12
图表 17： 珀莱雅构建四大核心系列 13
图表 18： 2020 年以来公司保持核心系列每年稳定迭代、推新 14
图表 19： 核心品类增长承压影响珀莱雅品牌核心渠道表现 14
图表 20： 红宝石面霜作为核心大单品，4.0 系列升级间隔较长（单位：月） 15
图表 21： 26 年 2 月推出红宝石微珠精华 15
图表 22： 26 年 1 月推出源力 MED 修护水光喷 15

仅供内部参考，请勿外传

图表 23： 红宝石面霜升级至 4.0 版本 16
图表 24： 源力系列产品已经于 7 月完成备案 16
图表 25： 公司持续保持较高的年轻员工占比 16
图表 26： 18 年以来公司持续更新优化组织架构以适应行业以及发展策略变化 17
图表 27： 公司搭建大中台部门赋能前台运营（2024 年组织架构图） 17
图表 28： 25 年以来，公司密集引入内外资头部消费品集团人才 18
图表 29： OR 收入保持快速增长，惊时或成为洗护品类第二成长曲线 19
图表 30： 彩棠增长放缓，原色波塔接续增长 19
图表 31： 原色波塔从过去主要聚焦包装平面设计，已经逐步融入契合系列主题的立体设计 19
图表 32： 反骨系列不同产品融入不同骨骼元素 20
图表 33： 暗夜集会系列产品设计结合魔法元素 20
图表 34： 花知晓为国货彩妆中稀缺的强风格、性价比定位的品牌 21
图表 35： 花知晓抖音渠道核心消费者为 18-30 岁人群 22
图表 36： 花知晓抖音渠道消费者 GENZ 占比接近 65% 22
图表 37： 花知晓 25 年/26H1 收入分别达 17/13 亿 22
图表 38： 25 年花知晓海外收入占比约 11.6% 22
图表 39： 花知晓过去 3 年毛利率位于 60%左右 23
图表 40： 公司测算的永续期花知晓品牌盈利结构 23
图表 41： 花知晓成长复盘：完成品牌风格探索后持续深耕、拓展渠道，迈向数十亿规模 23
图表 42： 花知晓通过与 Lolita 品牌联名确立品牌风格方向 24
图表 43： 延续“少女心”设计风格，品牌保持一年 3-4 个系列的上新节奏 25
图表 44： 花知晓赠品能够在二手市场稳定交易 25
图表 45： 不同于其他大促驱动型的品牌，花知晓的 GMV 波动和系列上新更为相关 26
图表 46： 花知晓合作的代工厂逐步切换至国内/国际龙头企业 26
图表 47： 品牌在发展中基于消费者反馈积累了部分常青单品 27
图表 48： 25 年花知晓天猫渠道大单品占比约 28% 27
图表 49： 仲夏夜提亮遮瑕液&甜心小熊系列产品 25 年表现亮眼 27
图表 50： 花知晓在全球的搜索热度随着美国地区关注度的提升而显著向上 28
图表 51： 欧美独立站上新复购率达到 40%+ 29
图表 52： Lana Del Rey 在 ins 上发布花知晓产品 29
图表 53： 针对海外多元肤色推出显色度更高的 SKU 29
图表 54： 骑士独角兽系列中，品牌针对海外市场推出色彩浓烈的眼影盘 29
图表 55： 花知晓的天猫、抖音粉丝数相较于其他平价国货彩妆依然有增长空间 30
图表 56： 测算 25 年花知晓国内消费者体量约 489 万人 30
图表 57： 测算花知晓潜在目标消费人群超 2000 万 30
图表 58： 亚马逊渠道来看，花知晓品牌销售的品类持续丰富（单位：万美元） 31
图表 59： 亚马逊渠道来看，花知晓部分国内“赠品”也能够贡献部分销售额（单位：万美元） 31
图表 60： 收购完成后珀莱雅持股花知晓 51%、两位创始人持股 49% 32
图表 61： 公司明确提及会保持花知晓品牌前端运营的自主权 32
图表 62： 分品牌：主品牌增速有望修复、小品牌贡献核心增量 33
图表 63： 分品类：内生业务来看，增长主要来自洗护、彩妆品类驱动 34
图表 64： 可比公司估值表 34

仅供内部参考，请勿外传

写在前面

珀莱雅集团作为中国美妆行业的龙头，通过把握电商渠道红利、推进大单品策略、建设品牌文化形象等先人一步的增长路径驱动主品牌珀莱雅快速增长，沉淀出大众美妆赛道中兼具品牌影响力和系列经典产品矩阵的国货美妆 TOP1 品牌。在主品牌之外，公司同时前瞻性布局彩妆、洗护赛道，抓住国货崛起机会实现多品类布局，集团实现百亿规模的突破。在 25 年管理层换届后，公司提出“双十规划”，即：10 年时间做到全球前 10 的化妆品集团，并开始探索在内生增长之外，通过收并购驱动集团规模进一步提升的路径，花知晓收购或为公司下阶段增长的第一步。

图表 1：25 年全球美妆公司第十名销售额规模约 280 亿元

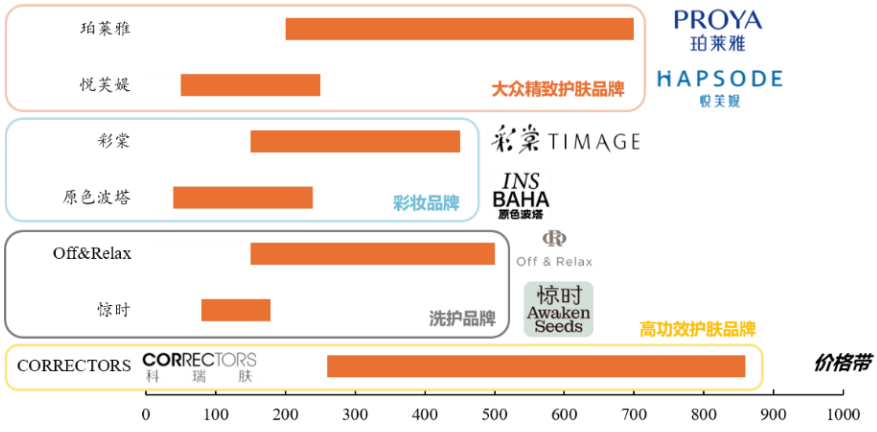


资料来源：化妆品财经在线公众号，东方财富证券研究所

1.珀莱雅：国货美护多品类龙头企业

珀莱雅为中国国货美妆集团龙头，具备护肤、彩妆、洗护多品类布局。珀莱雅成立于 2003 年，创始人侯军呈、方玉友早期以化妆品代理业务起家，后逐步拓展至品牌业务，旗下拥有主品牌“珀莱雅”，以及彩妆品牌“彩棠”、大众护肤品牌“悦芙媞”、洗护品牌“OR”等多元品牌矩阵，品类覆盖护肤、彩妆、洗护等美妆全品类。

图表 2：珀莱雅集团已经布局护肤、彩妆、洗护多品类



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所绘制

仅供内部参考，请勿外传

复盘公司发展历程，踩中渠道、功效风口+大单品思路驱动主品牌快速成长，持续布局多品类品牌拓展增长点：

2003-2009：CS 渠道代理起家，逐步开始品牌布局。公司管理层凭借多年线下渠道运营经验，聚焦三四线城市、以高性价比套盒策略切入市场，借势 CS 渠道高速增长迅速完成客群积累。

2010-2019：敏锐把握电商渠道机会，前瞻性培育电商运营能力。2010 年品牌即入驻天猫，体现了公司对于渠道机会的敏锐洞察力；2012 年设立全资电商子公司浙江美丽谷，开始建设线上运营能力；2018 年前瞻性提出“根据各电商平台特征精准策略、精细化运营”，推动团队年轻化、储备内容人才，2019 年爆品思路下，“泡泡面膜”借势抖音渠道营销，单品单月销售额超 6000 万元，验证了通过电商渠道以单品实现销售快速爆发的可能。2019 年公司线上收入占比超越线下，提升至 50%+。

2020-2024：功效护肤趋势叠加大单品策略驱动主品牌“出圈”，同步拓展多品类布局。

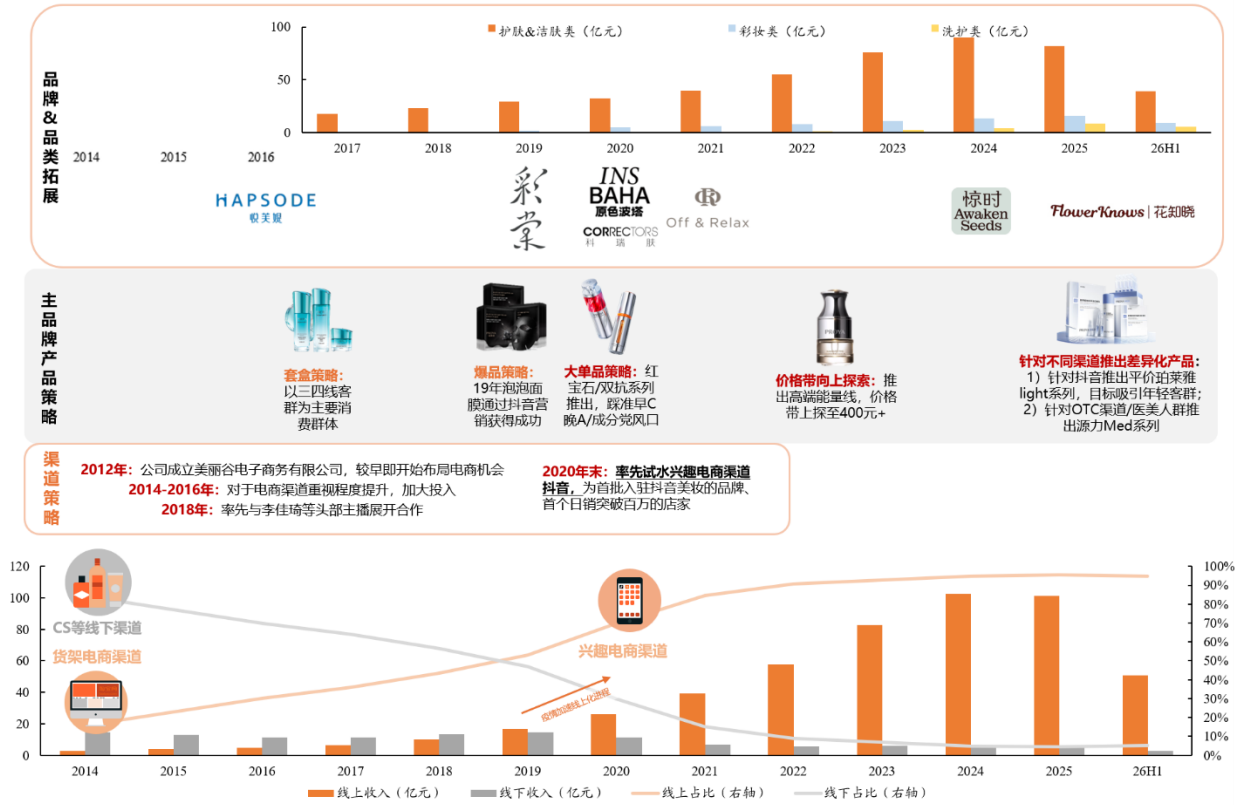
主品牌：在快速意识到“爆品”策略可持续性较弱后，2020 年起，公司思路从“爆品驱动”转向“大单品驱动”，先后推出双抗、红宝石、源力精华大单品，并从精华逐渐延伸至面霜、眼霜、面膜等大单品系列，在成分党崛起、小红书“早 C 晚 A”护肤的潮流下，珀莱雅基于其核心大单品实现快速破圈。除大单品外，品牌 2021 年起持续深耕品牌文化建设，围绕女性力量、未成年心理健康等议题输出内容，形成品牌认同感。

品牌矩阵：在主品牌逐步锚定大单品策略的过程中，开始同步进行彩妆和洗护品牌拓展，先后布局彩棠、Off&Relax、原色波塔、惊时等品牌，向多品类集团迈进。2024 年，公司成为首个营收突破百亿的国货美妆企业。

2025-至今：锚定“双十”战略，内生外延共促增长。2025 年公司进入主动调整期，受行业等因素影响收入端有所波动；公司确立“双十”战略，明确以内生+外延双维度增长驱动“十年内实现全球前十美妆集团”的愿景，2026 年花知晓并购落地进一步提升，将为公司收入业绩带来明确增量。

仅供内部参考，请勿外传

图表 3：复盘集团发展，延续多品牌、多品类、多渠道的发展思路

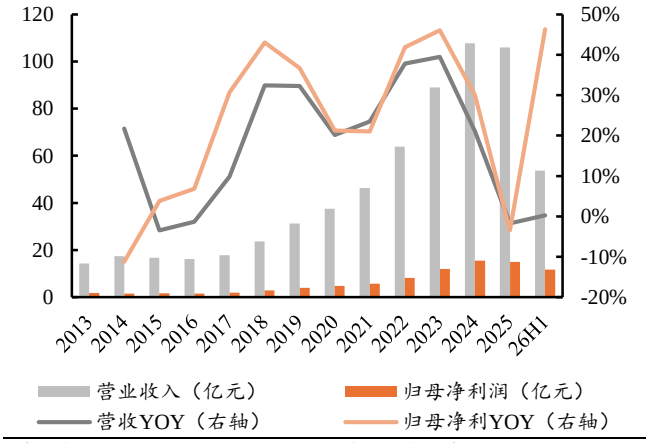


资料来源：Choice 深度资料，公司公告，珀莱雅官方公众号等，东方财富证券研究所

1.1.财务情况：收入突破百亿后进入优化调整阶段

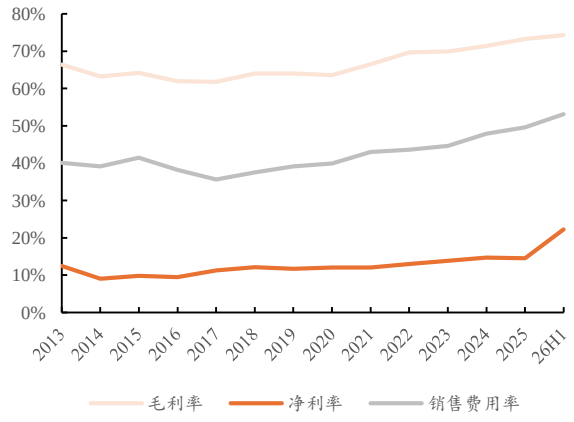
营收规模突破百亿，增速优于美妆行业平均水平。受行业增速放缓及主品牌渠道调整影响，25 年实现营业收入 105.97 亿元/yoy-1.68%，实现归母净利润 14.98 亿元/yoy-3.50%。26H1 实现收入 53.7 亿元/yoy+0.2%，归母净利 11.7 亿元/yoy+46.3%，扣非归母 6.6 亿元/yoy-13.8%，归母净利润增速较快主要源于并购花知晓股权增值带来投资收益 4.5 亿直接增厚利润。

图表 4：20-25 年收入/归母净利润 CAGR 分别为 23.1%/25.8%



资料来源：Choice 股票数据浏览器，东方财富证券研究所

图表 5：26H1 受益于花知晓股权增值带来的投资收益，净利率显著提升

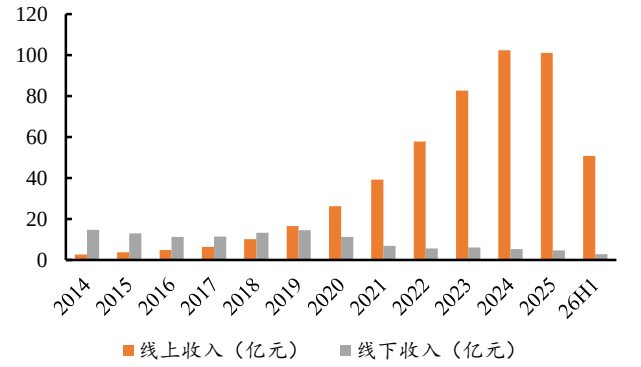


资料来源：Choice 股票数据浏览器，东方财富证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

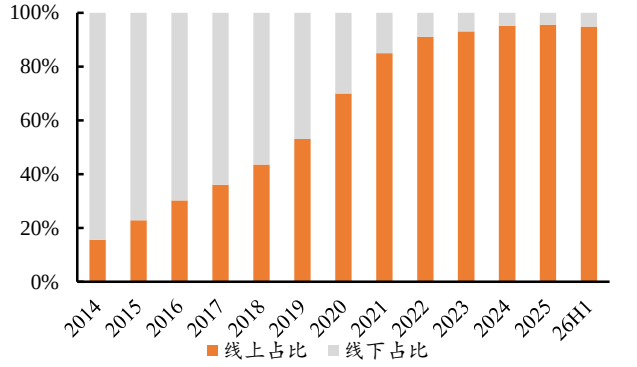
渠道：线上渠道为增长核心，逐步开始探索线下运营新形式。在公司发力电商的策略之下，线下渠道占比持续收缩，2019 年线上占比 53%超越线下，25 年线上占比达到 95.6%，为增长核心渠道。同时，公司也开始探索线下渠道新的增长模式，如珀莱雅品牌开设百货直营店、OR 品牌以线下快闪店探索运营模式。

图表 6：19 年起公司线上收入开始超越线下



资料来源：Choice 深度资料，公司公告，东方财富证券研究所

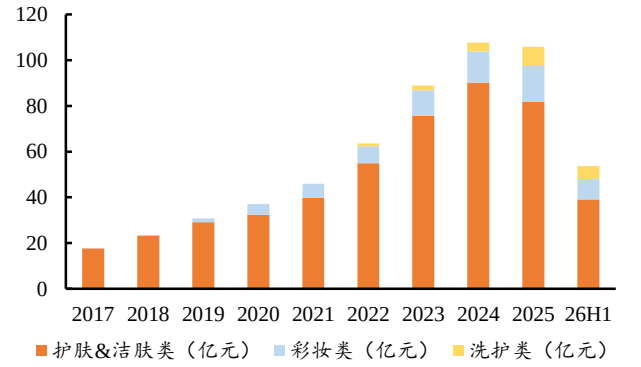
图表 7：近年公司线上渠道占比维持在较高水平



资料来源：Choice 深度资料，公司公告，东方财富证券研究所

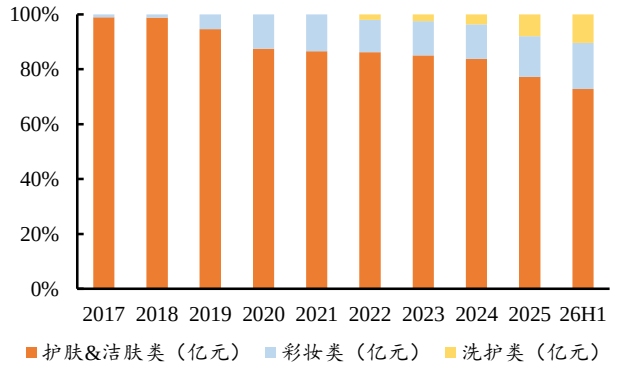
品类：护肤为收入基本盘，彩妆、洗护品类贡献度稳步提升。公司核心品类仍为以珀莱雅品牌为主的护肤类目，25 年护肤&洁肤类目收入 81.8 亿元，占比 77.3%。彩妆、洗护类目的贡献度则处于稳步提升阶段，2025 年彩妆/洗护类目收入分别为 15.6/8.4 亿元，占比分别为 14.8%/7.9%，26H1 彩妆/洗护类目占比进一步提升至 16.7%/10.4%，已经成为公司收入增长的核心贡献来源。

图表 8：护肤品类为公司贡献收入基本盘



资料来源：Choice 深度资料，公司公告，东方财富证券研究所

图表 9：彩妆/洗护品类的收入贡献度逐步提升



资料来源：Choice 深度资料，公司公告，东方财富证券研究所

1.2.公司治理：股权结构稳定，管理层经验丰富

股权结构集中，创始人及管理层为核心决策力量。截至 2026 年 9 月 16 日，实际控制人侯军呈直接持有公司 34.53%的股份，联合创始人方玉友持有 15.06%，二人合计持股约 49.59%，股权结构稳定。

仅供内部参考，请勿外传

图表 10：公司股权结构稳定



资料来源：Choice 深度资料，东方财富证券研究所

核心管理层深耕行业多年，兼具战略前瞻性与执行落地能力。创始人侯军呈、联合创始人方玉友均拥有数十年化妆品行业经验，对渠道变迁、消费趋势和竞争格局保持着敏锐的感知，在多次行业变革中均实现了前瞻性布局。在此基础上，2024 年公司顺利完成管理层代际交接，“85 后”侯亚孟接任总经理，此前已经从电商部开始在公司各部门积累了多年经验。

图表 11：公司核心管理层具备丰富的消费品行业工作经验

姓名	职位	年龄	主要工作经历
侯军呈	董事长	62 岁	曾就职于义乌市燎原日化有限公司、杭州珀莱雅化妆品有限公司、杭州珀莱雅控股股份有限公司。2007 年至今在公司及前身就职，2007 年 9 月起担任公司执行董事，2012 年 8 月至今任公司及其前身董事长。
侯亚孟	董事、总经理	38 岁	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 月任公司副总经理，2021 年 9 月至今任公司董事，2024 年 9 月至今任公司总经理。
金衍华	董事、副总经理	64 岁	曾就职于浙江三门化肥厂、浙江英博雁荡山啤酒有限公司、浙江英博金华啤酒有限公司、杭州珀莱雅化妆品有限公司、杭州珀莱雅控股股份有限公司。2007 年至 2012 年 8 月在公司及前身担任湖州工厂总经理。2012 年 8 月至今担任公司供应链管理中心总经理;2018 年 4 月至今担任公司副总经理，2024 年 9 月至今担任公司董事。
金昶	财务负责人	51 岁	复旦大学经济学学士，复旦大学-华盛顿大学奥林商学院工商管理硕士（EMBA），注册会计师。曾任毕马威会计师事务所高级审计师、欧尚超市集团中国区内部审计经理、阿克苏诺贝尔螯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。
薛霞	董事会秘书	43 岁	毕业于西安交通大学管理学院，本科学历。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。

资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

通过员工持股计划激励员工陪伴公司长期发展。2026 年公司发布新一期股权激励，涉及股票规模不超过 114.90 万股，占股本总额的 0.290%。覆盖的高管以及核心员工 124 人，包括 3 位董事/高管（金衍华、金昶、薛霞）以及 121 位核心骨干员工，考核目标为以 2025 年营收、归母净利润为基数，2026 年营收或归母净利润增速不低于 5%；员工持股计划所获标的股票解锁时点为自公司公告首次/预留授予最后一笔标的股票过户至本员工持股计划名下之日起满 12 个月，锁定期满后一次性解锁，或有助于激励核心员工长期陪伴公司发展。

仅供内部参考，请勿外传

2.内生增长：把握渠道、产品机遇成就国货美妆龙头

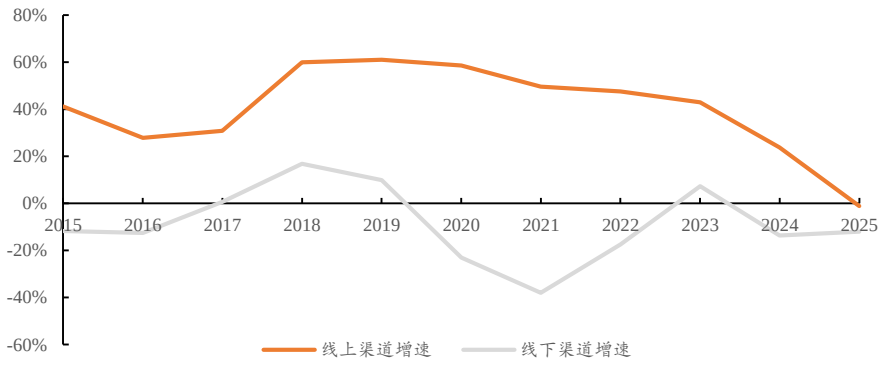
复盘珀莱雅集团过去的发展历程，公司基于其敏锐的洞察准确把握了从线下向线上渠道转移、从平台电商为主到平台+兴趣电商并行的渠道切换机会，同时在成分党崛起、功效护肤的趋势下，率先打造出系列国货大单品矩阵，搭配超头达人营销，快速帮助主品牌做到天猫渠道销售 TOP1 的领先位置。

2.1.渠道维度：从 CS 到平台、兴趣电商，把握渠道变化的增长机遇

公司发展初期选择 CS 渠道作为起盘阵地，借助渠道快速渗透红利完成了从 0 到 1 的积累。2003 年公司创立前，创始人基于多年化妆品代理经验，对于化妆品渠道机会认知深刻，在外资品牌核心布局高线城市百货等渠道的情况下，公司选择三四线城市、CS 渠道作为主要销售渠道，形成明确的错位竞争。

把握电商渠道红利，完成从线下到线上的渠道重心转移，针对不同平台形成差异化运营模式。在 2010 年入驻天猫后，公司陆续布局唯品会、京东等平台，至 2017 年上市时电商销售占比达 36%。2018 年起，公司明确提出“根据各电商平台特征精准策略、精细化运营”，各平台开始承担差异化角色。2019 年线上渠道收入达 16.55 亿元/yoy+61%，线上渠道占比首次超过线下。

图表 12：电商渠道为公司增长的核心驱动



资料来源：Choice 深度资料，公司公告，东方财富证券研究所

把握天猫渠道的高线城市年轻女性消费群体，塑造品牌认知度。天猫渠道核心美妆用户以一二线城市 18-35 岁女性为主，对护肤品成分和功效有较高认知，愿意尝试功效明确、性价比高的国货产品作为“平替”。公司主品牌大单品定价在 200-400 元区间，精准卡位国际大牌（500 元以上）与大众国货（100 元以下）之间的价格空白带，大单品的强功效、质价比概念更能够促进消费决策，首先通过大单品建立品牌认知，逐步替代掉此前消费者心目中的低价套盒印象。

深度合作天猫超头达人李佳琦，同步进行消费者教育和破圈。主品牌的高速成长离不开深度合作李佳琦带来的消费者破圈：18 年珀莱雅品牌即开始合作李佳琦，公司的核心大单品具备功效性成分背书，借助达人能够高效推动消费者教育和破圈；并且相较于其他经典国货品牌，珀莱雅品牌形象更为年轻化，消费转化率或更高，达人带货意愿强，合作头部达人能够实现 1+1>2 的效果。24 年天猫旗舰店成交金额首次跃居天猫美妆第 1，在天猫平台完成了从美妆国货头部到美妆全品牌头部的跨越。

仅供内部参考，请勿外传

泡泡面膜成功验证抖音电商潜力，公司较早即开始布局抖音电商并持续优化运营策略。或源于此前泡泡面膜成功借助抖音营销取得成功，在 20 年抖音关闭外链实现电商自闭环后，20 年末珀莱雅品牌即入驻抖音电商，成为首批入驻抖音电商的美妆品牌。不同于相对稳定的平台电商，抖音作为新兴渠道，平台规则变化较快，品牌亦针对规则、流量变化持续调整运营策略——21 年公司强调品牌自播，自播销售超过达播，产品维度优化产品结构提高大单品占比；22 年提到多矩阵账号运营思路，随后 23 年进一步细化至按产品线分类账号；25 年更为重视将内容营销，并在产品维度提到“大单品和下沉品双矩阵”，及时针对平台、行业变化调整运营策略。

及时跟进平台短剧营销机会，把握红利期驱动品牌继续增长。24 年韩束凭借抖音短剧营销迅速拓展 A3 人群，实现销售规模的高速增长，虽然公司最初考虑珀莱雅以大单品模式为主、和主推套盒的短剧适配度不高因而并未积极布局，但随后在韩束基于短剧营销实现快速增长后，迅速跟进布局，通过不同的剧集故事针对性营销不同的大单品系列，如年轻人职场故事宣传双抗系列、年轻妈妈故事主推红宝石系列，继续推动品牌破圈。

图表 13：快速跟进抖音短剧运营机会，驱动人群破圈



资料来源：抖音，东方财富证券研究所

随着国内竞争日趋激烈，珀莱雅主品牌在国内市场收入规模达到较高水平，品牌出海势在必行。不同于高度电商化的国内美妆市场，海外市场由于基础设施建设等因素，线下为品牌成长的重要渠道，在东南亚地区，珀莱雅品牌布局了线下两大核心渠道 Guardian 和屈臣氏，并寻找到了尚有供给缺口的皮肤修护品类，推广源力系列实现增长；26 年 8 月公司官宣珀莱雅品牌与美国最大的专业美容零售商 Ulta Beauty 正式达成全面合作伙伴关系，计划于 11 月在 Ulta Beauty 的 400 家美国核心门店及其线上平台 Ulta.com 发售红宝石和源力系列的核心产品，进入成熟市场或可进一步检验产品力。

仅供内部参考，请勿外传

图表 14：珀莱雅进入东南亚核心线下渠道



资料来源：珀莱雅股份公众号，东方财富证券研究所

图表 15：合作 ulta beauty 布局北美市场



资料来源：珀莱雅股份公众号，东方财富证券研究所

2.2.乘消费趋势促产品变革：主品牌从爆品切换至功效性大单品思路

泡泡面膜的快速爆发和回落使公司意识到大单品策略的必要性。过去珀莱雅品牌以面膜、套盒等平价品类为主，基于渠道拓展实现增长。2019 年公司推出的泡泡面膜通过抖音现象级营销实现单品单月销售额超 6000 万元，但公司发现虽然爆品短期能够拉动较多销售，但这类爆品风口变化较快、友商或很快开始跟进模仿，难以形成壁垒，可持续性较弱，反而在次年带来高基数的压力，因此公司开始学习已经被外资美妆品牌验证的大单品思路——强产品力、消费者持续复购、能够带来稳定现金流。

图表 16：珀莱雅泡泡面膜借助抖音影响快速成为天猫面膜月销 TOP1

排序	商品名称	销售额(万元)	销售量（万件）	均价（元）	店铺
1	珀莱雅黑海盐泡泡清洁面膜贴	7148	90.5	79	珀莱雅官方旗舰店
2	WIS 水润面膜	2788	31.0	89.9	WIS 旗舰店
3	WIS 玻尿酸极润面膜 24 片	2646	19.6	134.8	WIS 旗舰店
4	佰草世家面膜	1704	37.1	46	佰草世家旗舰店
5	自然堂喜马拉雅补水面膜 21 片	1216	14.5	84	自然堂旗舰店

资料来源：化妆品报，东方财富证券研究所

大单品思路以精华类目为核心，围绕去黄提亮、抗衰这两个核心需求展开。2020 年公司正式确立大单品战略，先后于 2020 年 2 月推出主打 A 醇初抗老的红宝石精华、4 月上市定位抗氧化&抗糖、去黄提亮效果的双抗精华。公司选择精华类目作为大单品主要考虑到：1）海外众多成功的大单品多为精华形式（如雅诗兰黛小棕瓶精华、兰蔻小黑瓶精华等），精华产品可叠用且价值感更高；2）公司和天猫交流后发现平价精华赛道仍有未满足的需求。后续逐步开始以精华产品为核心推出全系列产品，丰富产品矩阵。

“成分党”崛起、小红书的“早 C 晚 A”热潮进一步驱动珀莱雅大单品成长。随着社媒渗透率持续提升，关注产品成分、功效的“成分党”逐步增多，这部分消费者更为关注产品的核心功效性成分，一定程度上抹平了国货与外资品牌之间的品牌力差异，让消费者更聚焦于产品本身。此外，在小红书平台兴起的“早 C 晚 A”护肤思路之下，虽然双抗并不完全符合“早 C”即添加 VC 成分的概念，但通过社媒营销，将双抗精华抗氧抗糖提亮的效果作为 VC 美白

仅供内部参考，请勿外传

抗氧化效果的替代，将双抗+红宝石精华打造为该护肤思路的平价产品选择，进一步拓宽了系列的目标消费者，不局限于年轻/熟龄肌消费者，而是不同年龄段均可以使用这一组合达到更好的护肤效果。

围绕核心功效，从点到面、从单品到矩阵打造品牌多维增长极。在红宝石精华、双抗精华发布后，公司在 2020 年 7 月、12 月先后上市了双抗小夜灯眼霜、红宝石面霜产品，围绕核心功效丰富 SKU。2021 年 2 月品牌上线主打修复概念的源力精华、2022 年 12 月上线主打高端抗衰的能量精华油，以功效为点，产品矩阵为面，逐步形成四大核心系列产品矩阵。

图表 17：珀莱雅构建四大核心系列



资料来源：珀莱雅官网，东方财富证券研究所

2020 年以来公司基本保持核心系列每年稳定升级或推新。自 2020 年公司开始打造大单品系列以来，每年均会针对核心大单品系列旗下的产品进行升级、根据市场趋势推出新 SKU，在同类产品频繁上新、不断通过新的概念抢占消费者目光的背景下，大单品升级在优化产品的同时也兼具产品营销作用，如源力迭代升级后系列添加市场关注度较高的重组胶原蛋白成分、红宝石面霜 3.0 通过添加“环肽”成分实现销售快速爆发。

仅供内部参考，请勿外传

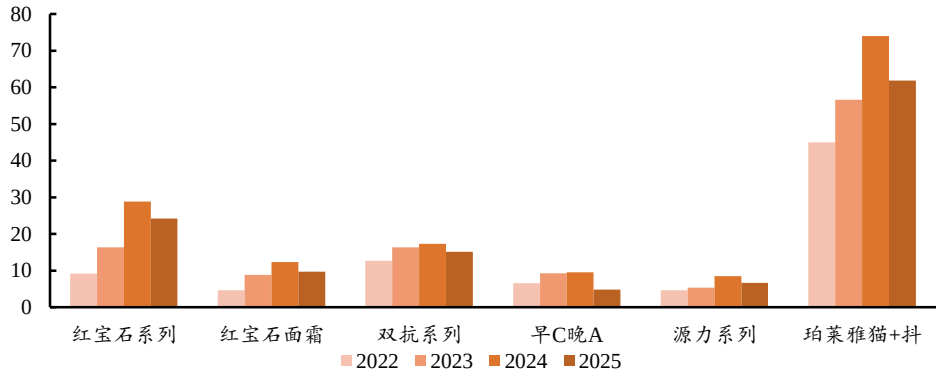
图表 18：2020 年以来公司保持核心系列每年稳定迭代、推新

推出时间	产品	推出时间	产品
2020 年 2 月	红宝石精华	2023 年 1 月	红宝石面膜 2.0
2020 年 4 月	双抗精华	2023 年 2 月	红宝石水乳 2.0
2020 年 7 月	双抗小夜灯眼霜	2023 年 4 月	双抗精华 3.0
2020 年 12 月	红宝石面霜	2023 年 5 月	红宝石眼霜 2.0
2021 年 2 月	源力精华	2023 年 7 月	源力面膜 2.0
2021 年 4 月	双抗精华 2.0	2023 年 9 月	红宝石面霜 3.0
2021 年 5 月	红宝石精华 2.0	2023 年 12 月	能量精华
2021 年 6 月	红宝石眼霜	2024 年 2 月	源力面霜 2.0
2021 年 8 月	双抗面膜 2.0	2024 年 4 月	红宝石精华 3.0
2022 年 1 月	源力面霜	2024 年 7 月	源力冻干面膜
2022 年 4 月	双抗眼霜 2.0	2024 年 7 月	能量面膜
2022 年 5 月	红宝石面霜 2.0	2024 年 8 月	源力精华 3.0
2022 年 8 月	源力面膜	2025 年 4 月	双抗精华 4.0 美白特证版
2022 年 9 月	源力精华 2.0	2025 年 5 月	能量蕴白系列
2022 年 12 月	能量精华油	2025 年 9 月	双抗眼霜 3.0
		2025 年 9 月	红宝石面膜 3.0
		2025 年 9 月	能量系列 2.0
		2025 年 10 月	红宝石次抛
		2026 年 1 月	源力 MED 修护水光喷
		2026 年 2 月	红宝石微珠精华
		2026 年 8 月	红宝石面霜 4.0
		2026 年 H2 E	源力系列（药监局已备案）

资料来源：珀莱雅公众号，化妆品报公众号，FBeauty 未来迹公众号，国家药监局，东方财富证券研究所

通过红宝石面霜 3.0 的成功，红宝石系列在核心电商平台规模超越双抗系列。根据久谦数据，从珀莱雅品牌天猫、抖音渠道的分产品数据来看，22-23 年双抗为第一大产品系列，23Q4 红宝石面霜 3.0 发布后，红宝石面霜进入快速增长阶段，且红宝石面霜的成功进一步带动红宝石系列产品的声量提升，消费者产生连带消费需求，从抖音数据来看，2024-2025 年珀莱雅 TOP2 销售链接均为红宝石水乳霜/精华+水乳霜套组，均价超 600 元。但随着美妆市场更多品牌发力“环肽”成分、红宝石面霜在未进行迭代的情况下，2025 年红宝石系列、红宝石面霜规模均有所下降，叠加“早 C 晚 A”概念降温，珀莱雅品牌天猫&抖音渠道增长承压。

图表 19：核心品类增长承压影响珀莱雅品牌核心渠道表现



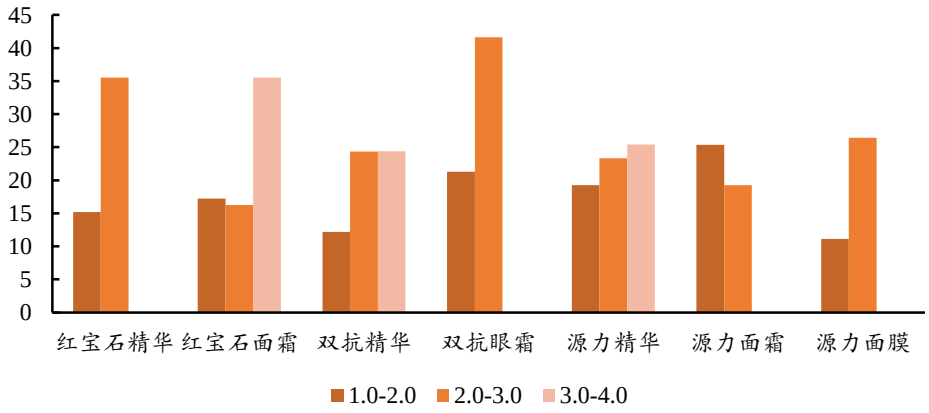
资料来源：久谦，东方财富证券研究所
注 1：表内数据统计品牌天猫、抖音渠道各个系列、产品年度销售数据；由于抖音渠道部分链接为红宝石水乳霜套组链接，未计入红宝石面霜单 SKU 销售，故 24 年红宝石面霜数据相对偏低
注 2：各个系列数据来自平台年度 TOP500 链接加总计算得出，存在与实际系列规模存在偏差的可能性

行业竞争趋于激烈之下，核心单品需要保持稳定升级频率以维持生意规模。

仅供内部参考，请勿外传

在竞争加剧的趋势下，若核心单品未持续迭代升级可能导致产品规模收缩，如何稳定迭代频率、做到有效迭代是品牌需要关注的重点，如红宝石面霜作为公司重点大单品，在 23 年 9 月发布 3.0 版本后，时隔 3 年在 26 年 8 月末发布 4.0 版本，升级的时间间隔长于品牌平均 2 年一迭代的周期，核心单品的声量走弱或导致品牌整体增速放缓。

图表 20：红宝石面霜作为核心大单品，4.0 系列升级间隔较长（单位：月）



资料来源：珀莱雅公众号，东方财富证券研究所 注：图中为不同产品升级不同代际间隔的月份数

26 年以来，品牌围绕核心系列、挖掘新消费场景继续产品创新。26Q1 品牌在红宝石、源力系列均有推新动作，核心围绕医美院线相关成分以及术后护理场景进行创新：如红宝石微珠精华、源力 MED 修护水光喷雾均添加医美同源成分 PDRN，结合差异化的产品形式：红宝石的水包油微珠、能够实现远喷精华雾、近喷精华乳效果的水光喷，或有助于进一步拓展潜在消费者。

图表 21：26 年 2 月推出红宝石微珠精华



资料来源：珀莱雅公众号，东方财富证券研究所

图表 22：26 年 1 月推出源力 MED 修护水光喷



资料来源：珀莱雅公众号，东方财富证券研究所

红宝石面霜 4.0 以及源力系列升级或有助于带动珀莱雅品牌整体增速回暖。红宝石面霜 4.0 已经于 26 年 8 月上新，为历时 3 年以来的首次升级，除了成分更新之外，品牌同步官宣代言人拉动新品声量，并针对此前曾经购买红宝石面霜 1-3 代产品的消费者免费寄送红宝石面霜 4.0 正装、发送感谢信，有助于进一步提升老客忠诚度，后续关注品牌前期种草完成后，核心单品在双十一的放量情况。除红宝石面霜的升级迭代外，公司在 26 年 7 月也已经完成了源力系列精华、面霜、面膜产品的备案，亦有可能在 26H2 发布，多款重磅单品的升级迭代有望驱动珀莱雅为多位于速回暖。

仅供内部参考，请勿外传

图表 23：红宝石面霜升级至 4.0 版本



资料来源：珀莱雅公众号，东方财富证券研究所

图表 24：源力系列产品已经于 7 月完成备案



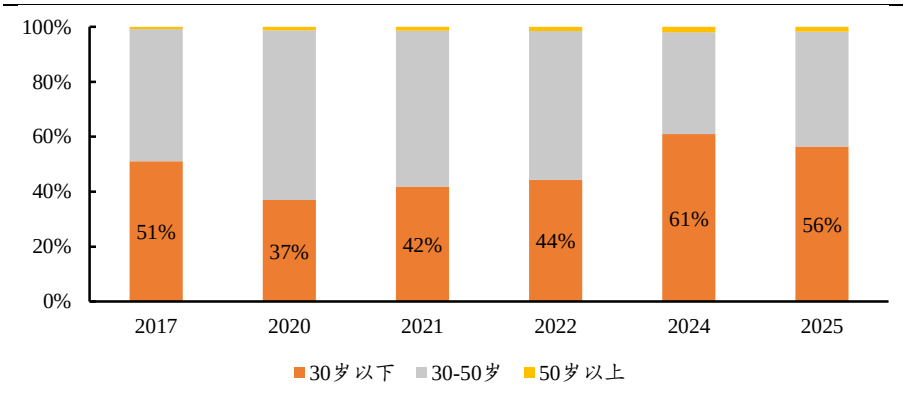
资料来源：国家药监局，东方财富证券研究所

2.3.从品牌经验到集团能力：人才储备和组织优化沉淀强运营能力

在主品牌发展的过程中，随着品牌规模提升、核心大单品、覆盖的渠道增加，对于集团的组织运行效率、人才储备均提出了更高要求，公司在品牌成长的过程中持续进行人才的引入以及组织架构优化，并逐步将品牌发展经验沉淀为集团运营能力，进一步赋能多品类、多品牌集团的发展。

渠道转型阶段，公司持续引入年轻人才帮助品牌完成线下到线上的经营转型。公司于 18 年提出“根据各电商平台特征精准策略、精细化运营”，具体举措包括：推动团队年轻化，启用大量 80 后、85 后员工进入管理层；储备电商运营人员，引进产品、内容领域人才，提升电商运营能力、增强团队活力，为后续发力线上渠道和品牌建设奠定组织基础，从公司员工年龄比例来看，30 岁以下员工保持在 30%以上占比。

图表 25：公司持续保持较高的年轻员工占比



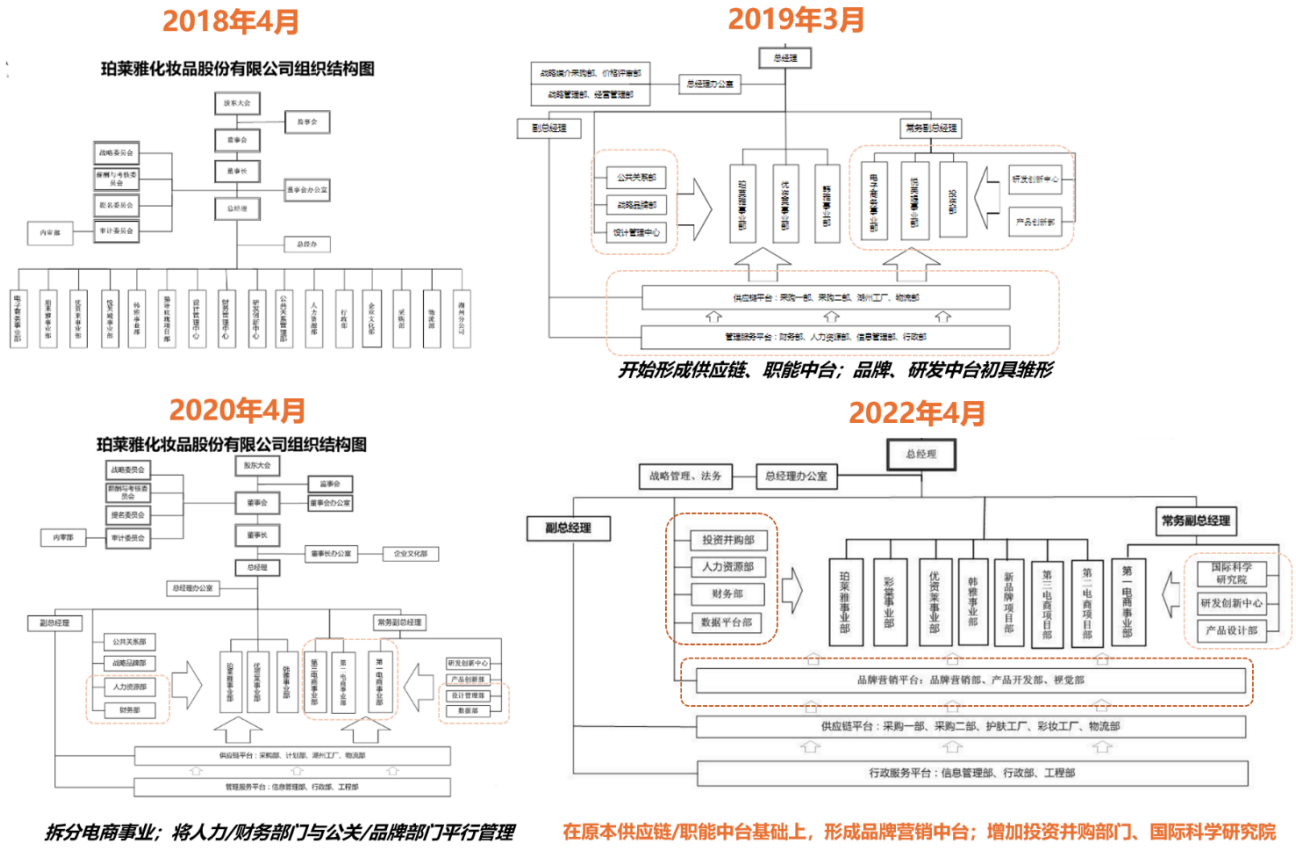
资料来源：珀莱雅招股说明书，公司公告，东方财富证券研究所

组织架构扁平化帮助品牌提升运营效率。公司较早即意识到组织架构优化对于公司长期成长的重要性，18 年以来公司持续调整组织架构，19 年开始在原本扁平的树状组织架构基础上，形成供应链、职能部门中台，并初步形成了

仅供内部参考，请勿外传

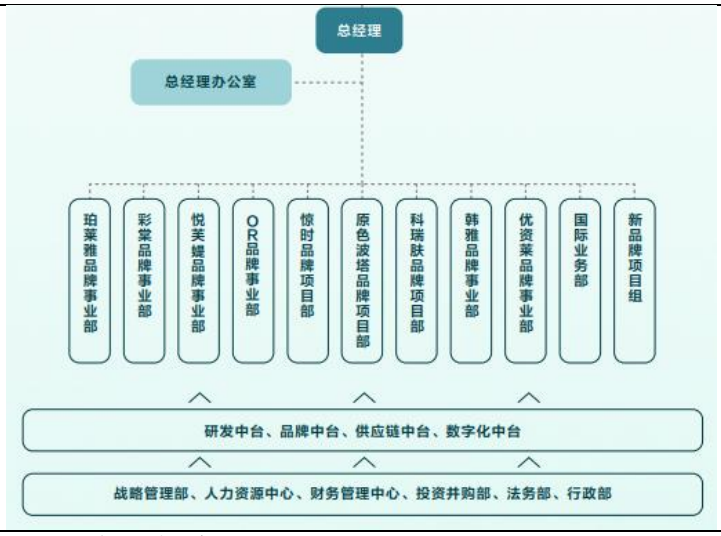
品牌、研发中台雏形。后续经过 20/22 年两次调整后，在供应链、职能中台的基础上，补充品牌营销平台，整合品牌营销、产品开发、视觉设计，并新增了投资并购部、国际科学研究院，进一步向国际化集团迈进。24 年形成研发、品牌、供应链、数字化中台+职能中台支持前台品牌业务发展的组织架构，实现对于前台产品业务的高效赋能，应对外部变化的快速反馈。

图表 26：18 年以来公司持续更新优化组织架构以适应行业以及发展策略变化



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

图表 27：公司搭建大中台部门赋能前台运营（2024 年组织架构图）



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

国货中为数不多快速回复、高效化解舆情的品牌。近年来多家内外资美妆

仅供内部参考，请勿外传

集团、品牌都曾遇到舆情风波，品牌销售表现亦不同程度受到影响，恢复周期也有所不同。珀莱雅 22 年曾遇到羽感防晒的质量舆情问题，但公司通过 24 小时内快速回应、下架产品、退货退款，展现积极的回应态度，并未导致消费者因单一产品问题产生对于品牌整体的质疑，反而部分消费者因为品牌的回应态度而产生好感，亦侧面证明了公司组织的高效反馈应对能力。

持续引入内外资头部消费品公司人才，沉淀全球集团所需的组织能力。25 年以来公司加快多方面的人才引进：在研发端引入具备宝洁、雅诗兰黛、联合利华等国际美妆集团背景的创新研发负责人，产品、品牌维度聘任具备多家外资美妆背景的产品开发负责人汪奕峰，以及曾任多家头部消费品公司 CMO 的果小任职首席营销官，26 年公司聘任在自然堂工作 10 余年的吴梦作为首席增长官。公司希望通过引入全球化人才，学习公司在新阶段需要具备的专业能力，并进一步将这些能力系统化沉淀在组织内部，从过去的以人为驱动的模式切换至“数据+系统”驱动思路，进一步帮助集团向“双十”目标迈进。

图表 28：25 年以来，公司密集引入内外资头部消费品集团人才

时间	姓名	职务	主要背景/前职
25 年 4 月	黄虎	首席科学官（CSO）	曾任宝洁美国总部全球首席科学家
25 年 4 月	孙培文	首席研发创新官	曾任宝洁大中华区开放式创新研发总监、上美全球研发总监、PMPM 首席科研官
25 年 4 月	Lieve Declercq	首席科学顾问、欧洲科创中心副总裁	曾任雅诗兰黛基础科学研究副总裁
25 年 4 月	常晓维	上海研发中心负责人	曾服务于联合利华、汉高等国内外化妆品头部企业
25 年 4 月	胡宁波	首席数字官（CDO）	曾任 LVMH 时装部北亚区 CIO
25 年 6 月	汪奕峰	产品开发负责人兼孵化品牌副总经理	曾任欧莱雅、拜尔斯道夫、高露洁、强生等核心岗位
25 年 8 月	薛霞	董事会秘书	曾任红蜻蜓、罗莱生活董秘，具备跨国企业财务背景
25 年 8 月	果小	首席营销官（CMO）	曾任阿芙精油市场负责人、泡泡玛特 CMO、蕉下 CMO
25 年 10 月	金昶	财务负责人（CFO）	曾任毕马威高级审计师、欧莱雅中国财务发展总监/财务总监、宗匠科技 CFO
26 年 5 月	吴梦	首席增长官（CGO）	曾任自然堂电商总经理、营销副总裁、零售总裁等

资料来源：聚美丽公众号，青眼公众号，东方财富证券研究所

2.4.经验复用：拓展多品类品牌矩阵，探索更多元增长驱动

2.4.1.个护品牌延续大单品思路快速增长

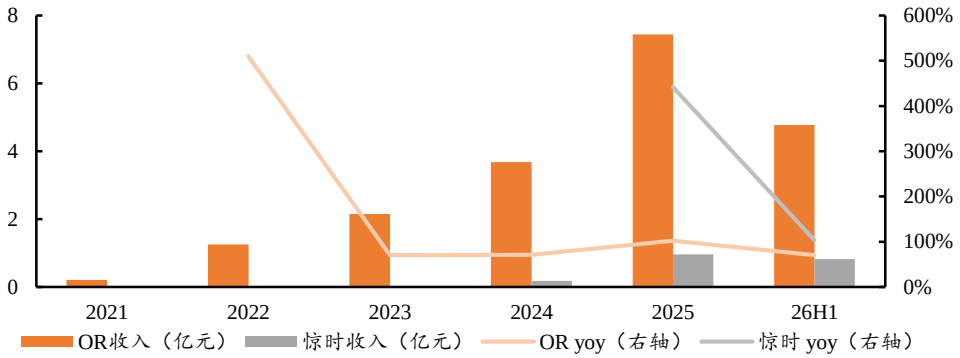
延续主品牌功效性大单品运营思路，Off&Relax 基于“蓬松”功效树立品牌认知。Off&Relax 品牌创立以“温泉水”护发概念起步，针对性解决消费者存在的“细软塌”痛点，实现“高颅顶”的洗后效果，此前该功效的平价洗护单品供给有所缺乏，相对外资 200-300 元价位带的类似单品，OR 推出“蓬松瓶”，较好填补该功效的 100-200 元中等价格带供给，实现快速放量。

围绕蓬松、修复、防脱三大核心功效，Off&Relax 进一步丰富产品矩阵。23 年以来品牌针对消费者需求陆续丰富产品线布局，围绕“蓬松、修复、防脱”三大核心功效，陆续推出净彻控油洗发水、夜间修护/星缎修护系列、防脱育发液，24 年升级原本的蓬松洗发水为 2.0 版本，25 年发布具备防脱注册证的系列新品，产品矩阵趋于完善，进一步驱动品牌收入规模成长。

多品牌同步成长或验证个护品类培育能力。公司 24 年推出专研头皮微生态的洗护品牌惊时，相较于 Off&Relax，惊时价格带下探至 70-100 元，提供更具性价比的产品供给，Off&Relax、惊时品牌均处于快速成长阶段，驱动集团洗护品类占比持续提升至 26H1 的 16.7%，进一步验证公司的个护品类培育能力。

仅供内部参考，请勿外传

图表 29：OR 收入保持快速增长，惊时或成为洗护品类第二成长曲线

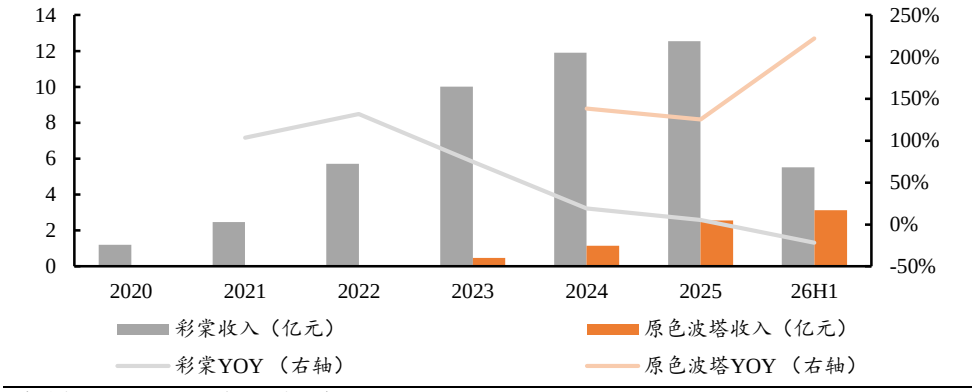


资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

2.4.2.彩妆品牌探索个性化思路

针对更受潮流影响的彩妆品类，公司持续探索更多的增长可能性。公司彩妆板块的增长趋势则和洗护有所差异，彩棠以大单品思路快速成长至超 10 亿规模，后增长有所放缓，公司亦开始思考彩妆品牌更多的增长可能，根据晚点公众号，公司总经理侯亚孟接受采访时提到“*比如彩妆品牌原色波塔，我给的建议是，它可以走向更极致的先锋*”“*有些财务指标可以先放一放，…可以理解为公司提供了一笔费用支撑他们去尝试新东西，等跑出结果了再把这笔钱还给集团*”，不同于彩棠“中国妆、原生美”，更加国风温和的品牌风格，26 年可明显看到原色波塔产品设计风格思路更加敢于突破常规，提供差异化产品。

图表 30：彩棠增长放缓，原色波塔接续增长



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

图表 31：原色波塔从过去主要聚焦包装平面设计，已经逐步融入契合系列主题的立体设计

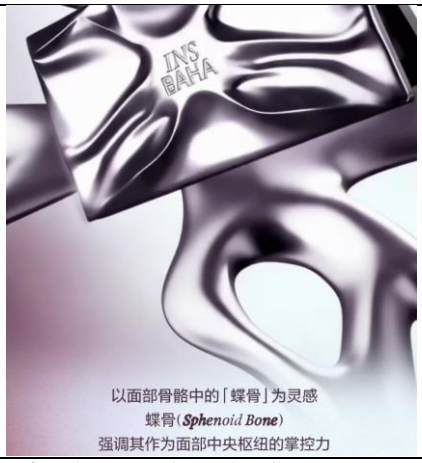


资料来源：原色波塔公众号，东方财富证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

26 年原色波塔限定系列融入更多设计细节，推动品牌风格“更加先锋”。以 26 年原色波塔推出的两个限定系列为例，限定产品均不再局限于平面设计的调整，而是基于系列主题推出一套具备差异化立体包装的产品，如 26 年 7 月推出的“反骨系列”，每个单品均融入了不同部位骨骼的立体设计，使各个产品包装兼具细节的差异化以及风格的一致性；26 年 9 月上新的暗夜集会系列则更多体现魔法、神秘主题，品牌将眼影盘设计为魔法书的样式、将散粉打造为粉球形式，配赠刷柄魔杖外形的散粉刷，营造水晶球+魔杖的视觉体验，以上设计细节无不显示出品牌在“更加先锋”风格的探索尝试，或可期待品牌基于差异化的产品设计思路延续较好增长。

图表 32：反骨系列不同产品融入不同骨骼元素



资料来源：原色波塔公众号，东方财富证券研究所

图表 33：暗夜集会系列产品设计结合魔法元素



资料来源：原色波塔公众号，东方财富证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

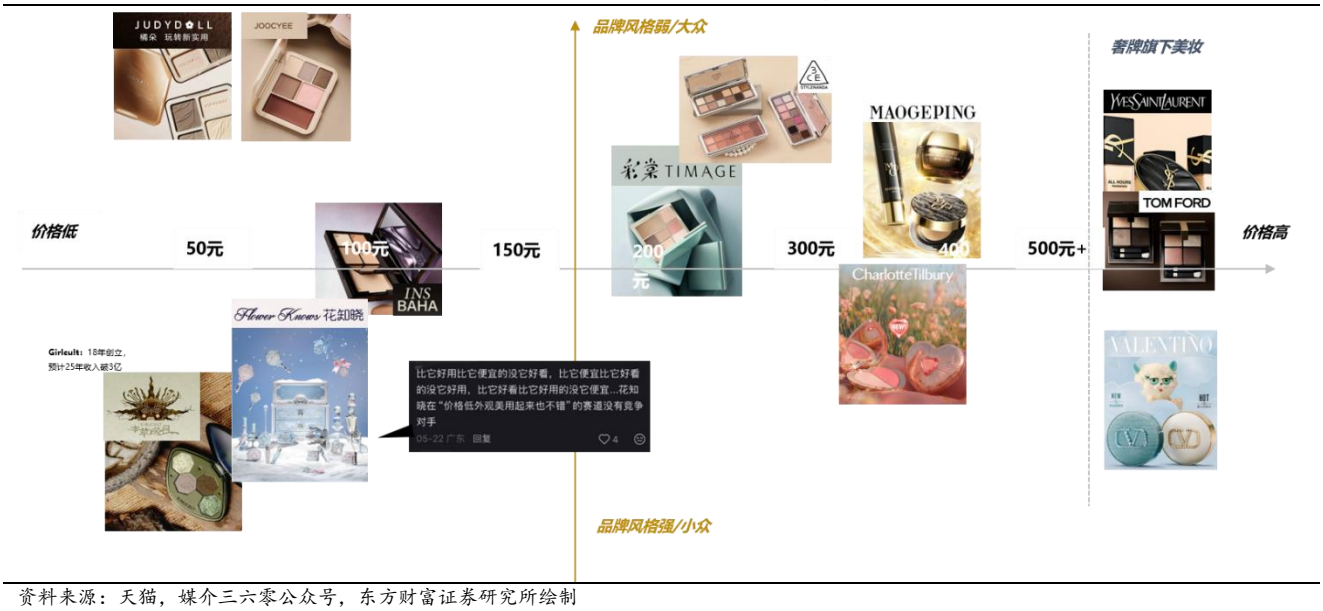
3.外延并购：少女心风格彩妆品牌花知晓提供增量

珀莱雅集团分两次收购花知晓股权，目前合计持股 51%。25 年 8 月，珀莱雅集团以 4.28 亿元收购花知晓 38.45%股权；26 年 5 月以 3.51 亿元收购花知晓 12.55%股权，持股比例提升至 51%，预计将于 26Q3 并表。两次收购的估值分别为 11/28 亿元，对应 PE 均约为 10X。

3.1.从“小众风格”生长出的十亿级彩妆品牌

花知晓是具备差异化设计语言的少女心彩妆品牌。国货彩妆品牌的思路多围绕两个方向展开：平价定位的产品多以简约设计为主，如橘朵、酵色、卡姿兰；中高端品牌则有以国风设计为主的花西子、以彩妆师 IP 为核心的毛戈平、彩棠，包装设计风格往往相对温和，更加强调大单品策略、着重宣传使用感和上妆效果，产品功能性>包装情绪价值。花知晓则代表另一种产品打造思路：1）包装设计&产品压花具备个性化的极繁设计风格，提供充足的情绪价值；2）其次产品定价多在几十元价位，具备性价比，能够覆盖更多潜在人群，且消费者不会对于产品使用感受过多苛责，包装情绪价值≥产品功能性。

图表 34：花知晓为国货彩妆中稀缺的强风格、性价比定位的品牌

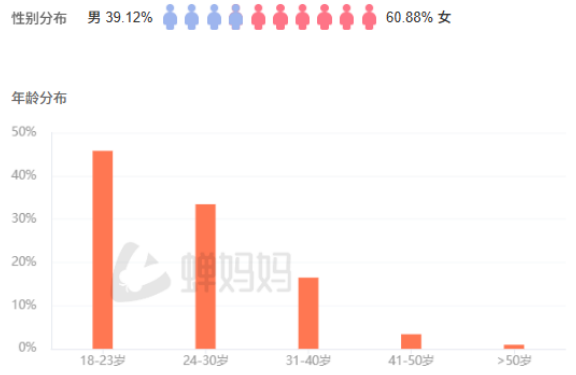


资料来源：天猫，媒介三六零公众号，东方财富证券研究所绘制

从抖音渠道来看，花知晓消费者画像和品牌定位契合，30 岁以下消费者占比约 79%。根据蝉妈妈数据，花知晓品牌近 30 天成交的消费者画像来看，消费者多为 18-30 岁的年轻消费人群，其中 18-23 岁占比 45.8%/24-30 岁占比 33.4%，合计占比 79%，Z 世代消费者占比接近 65%，与品牌相对平价、且具备情绪价值的属性相匹配。此外成交画像中，女性消费者占比 61%，观众画像中，女性消费者占比 80%+，我们认为以上差异或源于花知晓产品（尤其是套盒）具备一定礼赠属性。

仅供内部参考，请勿外传

图表 35：花知晓抖音渠道核心消费者为 18-30 岁人群



资料来源：蝉妈妈，东方财富证券研究所
注：数据为抖音渠道近 30 天成交消费者画像

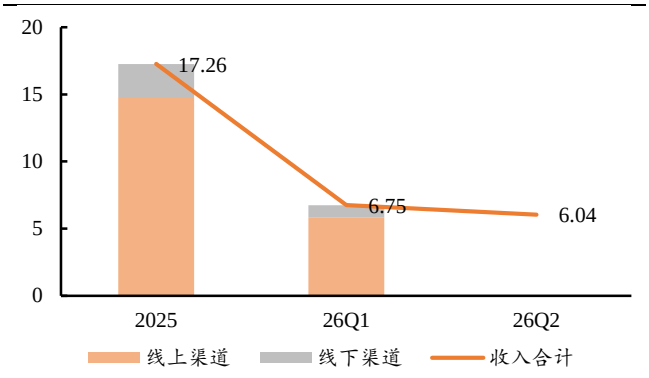
图表 36：花知晓抖音渠道消费者 GENZ 占比接近 65%



资料来源：蝉妈妈，东方财富证券研究所
注：数据为抖音渠道近 30 天成交消费者画像

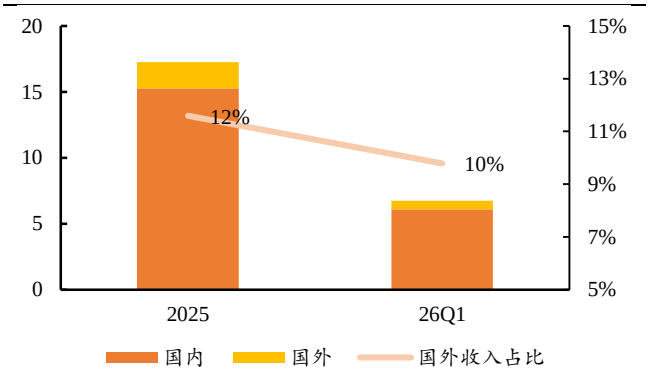
从“小众风格”生长出全球布局的十亿规模彩妆品牌。花知晓的品牌设计风格强烈，辨识度强，看似小众的风格并未局限其规模天花板，25 年花知晓收入达 17.3 亿元，收入规模超越部分上市公司旗下彩妆品牌（彩棠、恋火等），虽然相较于 25 年毛戈平彩妆收入 30 亿元/25 年橘朵全球零售额 30 亿+，仍有向上增长空间，但规模已经排名国货前列。同时，花知晓并未局限于国内市场，而是较早即开始推动出海布局，25 年公司海外收入占比达 12%，在一众国货美妆品牌中或具备一定领先优势。

图表 37：花知晓 25 年/26H1 收入分别达 17/13 亿



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

图表 38：25 年花知晓海外收入占比约 11.6%

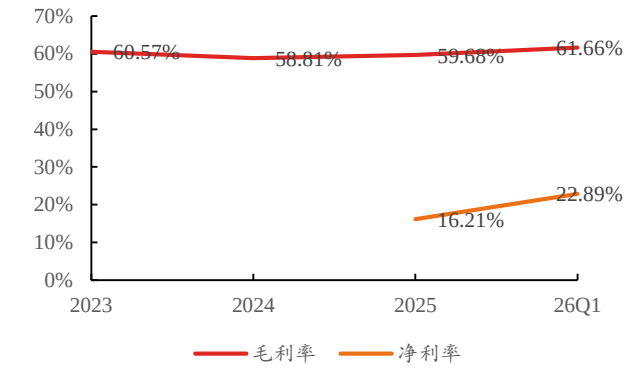


资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

强烈品牌风格、极繁精致包装设计叠加性价比定价，花知晓保持相对低毛利率、低费用率思路以维持较好盈利水平。花知晓每个产品系列单独开模，成本较高，且大部分 SKU（除香水、气垫外）定价均在 100 元以下，性价比高，因此毛利率相较于其他彩妆品牌偏低，花知晓 25 年毛利率 59.7%，低于 25 年毛戈平彩妆 83.3%、珀莱雅彩妆类目 73.45%的毛利率。但由于品牌包装极具差异化，消费者或自发在社媒平台宣传晒图，很多消费者会成套购买 all-in 套盒（价格 1500-2000 左右），因此品牌营销费用较低，参考公司对于花知晓品牌未来的销售费率假设趋势，我们预计 25 年花知晓销售费率位于 35-40%区间，相较于其他品牌接近 50%的销售费率明显更低，最终实现较好的净利率表现。

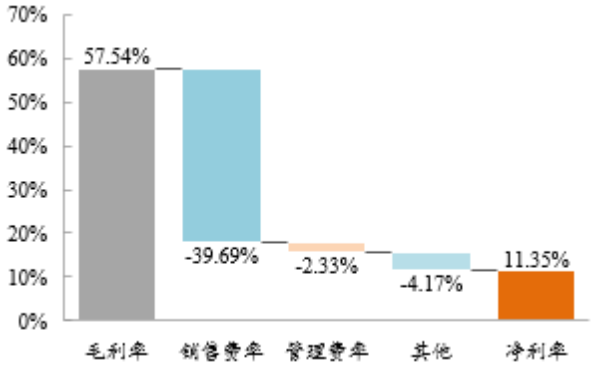
仅供内部参考，请勿外传

图表 39：花知晓过去 3 年毛利率位于 60%左右



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

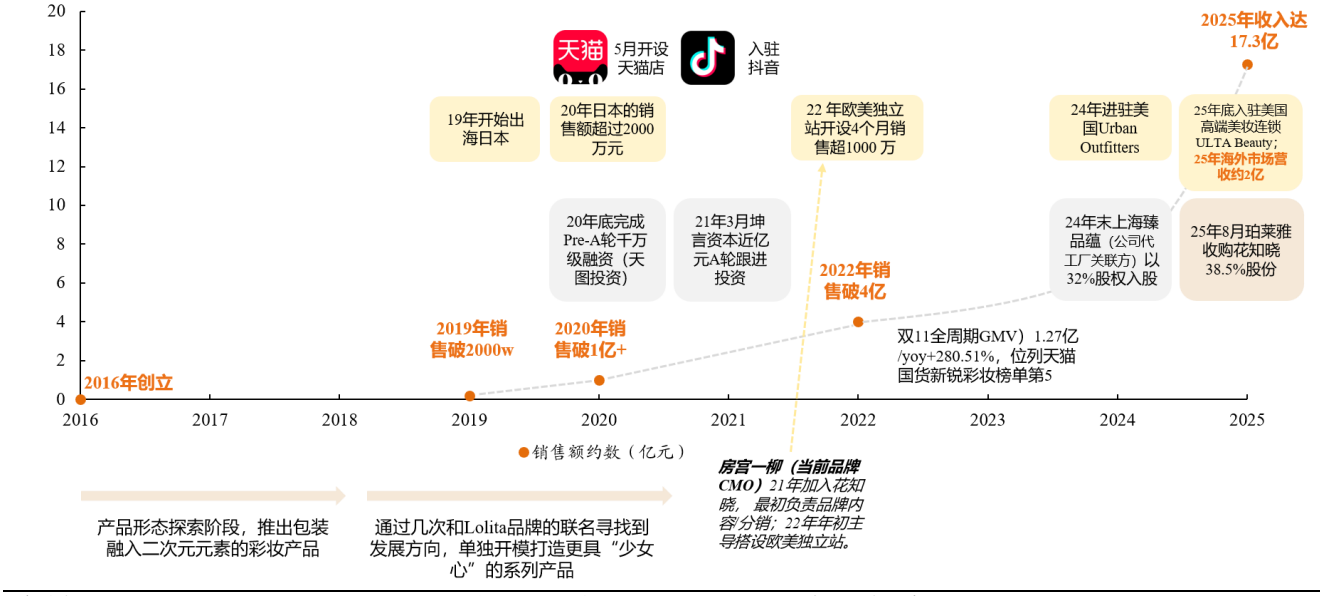
图表 40：公司测算的永续期花知晓品牌盈利结构



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

复盘花知晓的发展历程，我们认为其中两个重要节点包括：1）2019-2020 年正式确立品牌的少女心风格、开始每个系列单独开模实现产品差异化，并在确立了产品风格后开始进入更多核心电商渠道；2）2022 年开始布局欧美独立站，为推动品牌出海的重要一步。

图表 41：花知晓成长复盘：完成品牌风格探索后持续深耕、拓展渠道，迈向数十亿规模



资料来源：36 氪，时代财经 APP 公众号，潮新闻，杭州网，上南北 Brand Club 公众号，东方财富证券研究所绘制

后续我们希望通过发展复盘解答关于品牌的两个问题：1）花知晓如何从大众认知中的“小众风格”一路成长至数十亿规模？2）花知晓如何做到成功出海相对成熟的欧美市场？

3.2.通过对产品审美和情绪价值的持续投资打造品牌辨识度

Lolita 联名帮助品牌确立“全开模”模式+少女心极繁风格。受到两位创始人的个人经历影响，2016 年品牌创立后，最初的设计思路更偏向于动漫、二次元风格，多为纸质包材的平面设计，彩妆的配色也相对浓烈、适合玩妆，创始

仅供内部参考，请勿外传

人通过社媒、线下漫展等方式进行宣发。2019 年开始品牌连续 4 次和 Lolita 品牌进行联名——与“榛果可可花束”品牌联名泰迪熊系列（19 年 9 月），与“PrettyRockBaby”品牌联名独角兽（20 年 3 月）、小天使（20 年 12 月）、花神系列（21 年 4 月），并在 20 年 3 月的独角兽系列中首次尝试了全开模定制包装（即每款产品的包装、内料压纹均为全新设计、独家定制模具，不同于市面上使用统一公共模具的产品）的产品打造模式，推测该尝试获得了较好市场反馈——一方面花知晓在独角兽系列后和“PrettyRockBaby”品牌继续以全开模设计模式合作了 2 个系列，另一方面花知晓品牌销售额从 19 年的 2000 万+增长至 20 年的 1 亿+，或侧面验证了该模式的成功性。

图表 42：花知晓通过与 Lolita 品牌联名确立品牌风格方向

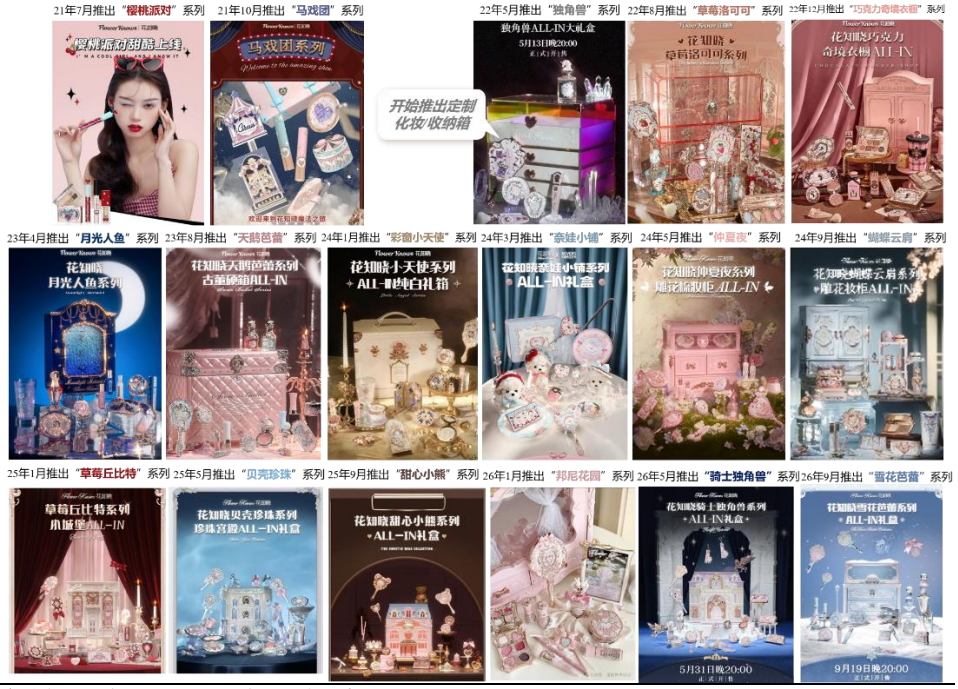


资料来源：果集行研公众号，品牌声呐公众号、顶尖包装公众号、i 美妆头条公众号，美妆网公众号，东方财富证券研究所整理

花知晓在确立风格后保持一年 3-4 个系列的上新节奏，沉淀出差异化的设计语言。花知晓在确定了少女心、极繁的设计风格后，后续保持了一年 3-4 个系列的上新节奏，大部分产品在 1 年左右周期售罄后不再补货，具备“收藏价值”。22 年 5 月的独角兽 2.0 系列开始主推 all-in 大礼盒并赠送定制的化妆箱/收纳箱，进一步打开了系列套组式消费的路径，并沉淀出差异化的设计语言，做到“消费者看到包装就能够认出产品属于花知晓”。

仅供内部参考，请勿外传

图表 43：延续“少女心”设计风格，品牌保持一年 3-4 个系列的上新节奏



资料来源：花知晓公众号，东方财富证券研究所整理

类比于潮玩，花知晓的产品、赠品可在二级市场进行交易。花知晓的产品具备情绪价值，品牌在销售时附赠的非卖品，如手持镜、化妆箱、挂件等均能够在闲鱼等二手市场上进行交易，且定价相对稳定；此外部分系列已经售罄不再销售的产品虽然已经临期，但消费者依然会在二手市场购买后作为收藏，可见从一定程度上来看，花知晓产品的情绪价值>使用价值。

图表 44：花知晓赠品能够在二手市场稳定交易

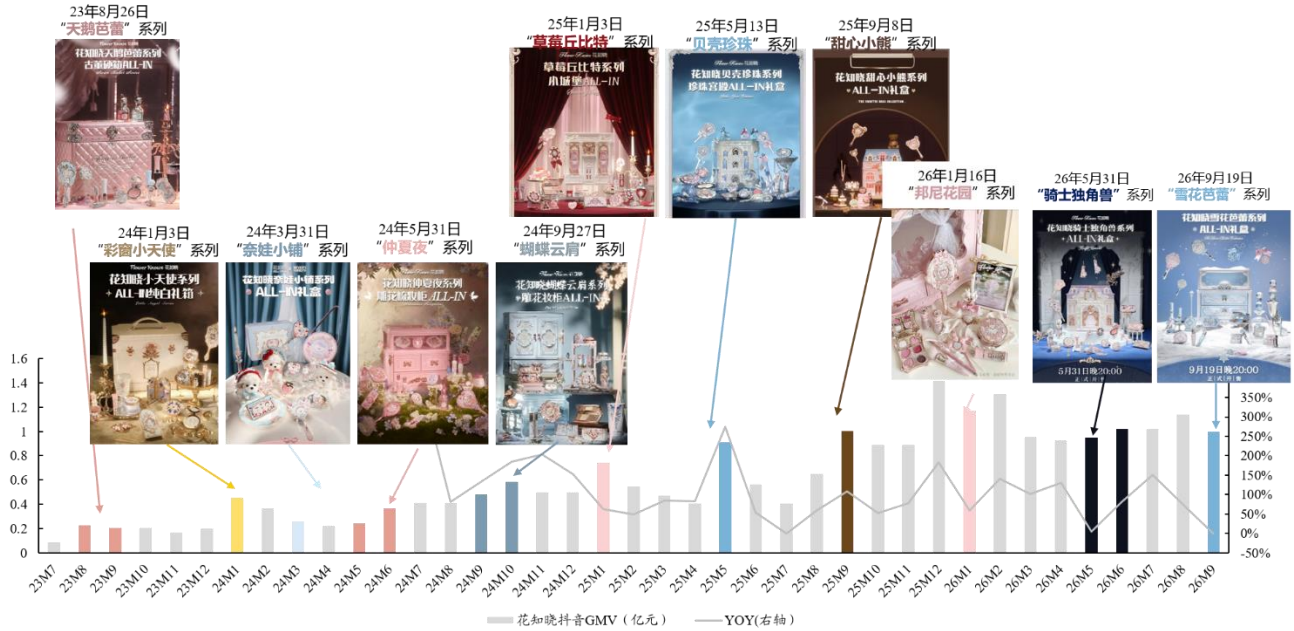


资料来源：闲鱼，东方财富证券研究所

花知晓的销售波动和系列上新高度相关。不同于多数品牌在大促集中放量的模式，花知晓由于其平价定位，大促阶段并不会相较于日常有非常大的折扣力度，价格体系相对稳定，系列上新对于销售的催化效果更为明显。且从花知晓抖音渠道历史上新月份的销售表现来看（如月末上新则看当月和次月销售），往往会出现短期峰值，并且以 23 年中以来的上新月份销售表现来看，整体呈现环比向上趋势，或侧面说明历史每次的品牌上新均有助于实现人群破圈和消费者沉淀。

仅供内部参考，请勿外传

图表 45：不同于其他大促驱动型的品牌，花知晓的 GMV 波动和系列上新更为相关



资料来源：蝉妈妈，东方财富证券研究所绘制，注：数据根据蝉妈妈页面数据测算得出，不完全等同于实际销售额

供应链优化驱动品牌从情绪价值>实用价值到情绪价值+实用价值。过去消费者对于花知晓的刻板认知是“买包装”，且前文亦有提到，由于其非常精致且差异化的包材设计，以及几十元的价格，消费者往往不会对于其实用性给予过高的期待和要求。但随着品牌规模扩张，合作的代工厂切换至行业头部企业，在包装为消费者提供情绪价值的基础上，内料的改进或能够让消费者在包装设计的惊喜感之上再超预期，进一步提升消费者粘性。此外，公司已开始进行自有供应链储备，26Q2 淮安花知晓正式获得位于淮安市洪泽区的一宗工业用地，用于建设“年分装 1.5 亿件彩妆项目”，建设周期预计从 26Q4 持续至 29Q1，后续自有工厂建成或有助于进一步优化产品质量以及成本结构。

图表 46：花知晓合作的代工厂逐步切换至国内/国际龙头企业

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2025-2026
核心代工厂				臻臣/臻信	臻臣/臻信	臻臣/臻信	臻臣/臻信
				科玛	科玛	科玛	科玛
		三好科技	三好科技	三好科技		科丝美诗	科丝美诗
	娇时日化	上海宜侬	上海宜侬			莹特丽	
							丽鑫生技
							宁波爱诗

资料来源：美丽修行大数据，东方财富证券研究所

基于消费者口碑沉淀多个大单品，保持经典大单品+季度推新的销售模式。品牌的产品销售配置逻辑为：除了每个季度推出的新系列外，品牌亦保留了过去系列中反馈非常好的爆品逐步沉淀为大单品，如 22 年 5 月推出的水晶独角兽系列中的“雪霜珍珠”色号腮红，产品上妆在面中后能够实现膨胀效果、“填补”面中凹陷，消费者反馈较好；24 年 5 月推出的仲夏夜系列中，品牌和小红书 KOL 联合开发提亮遮瑕液，产品质地介于液体/固体遮瑕之间，一定程度上解决了液体遮瑕遮盖力不足、固体遮瑕难推开/易卡纹的痛点，天猫渠道近一年销售量超 60 万、排名天猫遮瑕品类热销/好评/回购榜 TOP1；根据蝉妈妈数据，25 年花知晓抖音渠道提亮遮瑕液销售 GMV 占品牌整体 GMV 比重超 10%，单

仅供内部参考，请勿外传

品贡献度较为可观。

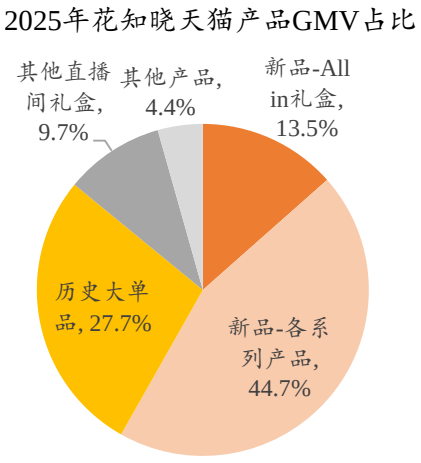
图表 47：品牌在发展中基于消费者反馈积累了部分常青单品



资料来源：天猫，花知晓公众号，氢消费公众号，东方财富证券研究所

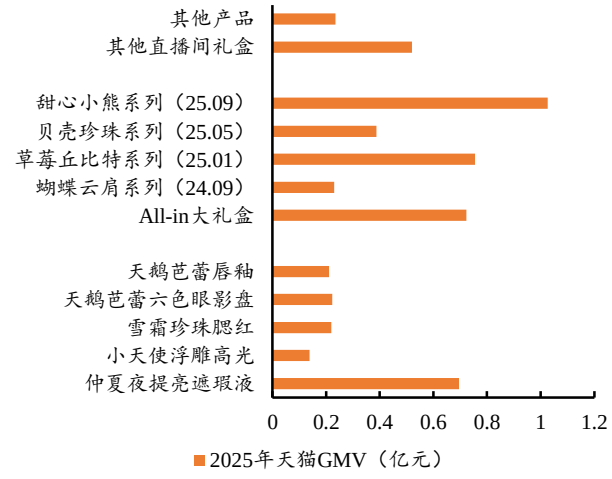
参考天猫渠道产品结构，25 年花知晓大单品 GMV 占比约 28%。从 25 年花知晓天猫的产品结构来看，新系列占比约 58%，其中 All in 礼盒占比 13.5%，其他不含 All in 礼盒的系列单品/小套组占比 44.7%；此外，部分历史大单品合计占比 28%，其中仲夏夜提亮遮瑕液（24.05）占比 13.0%、天鹅芭蕾唇釉&眼影盘合计（23.08）占比 8.1%，雪霜珍珠腮红（22.05）占比 4.1%、小天使高光（24.01）占比 2.6%，历史核心大单品的贡献度依然可观，并非完全依靠新系列带动。

图表 48：25 年花知晓天猫渠道大单品占比约 28%



资料来源：久谦，东方财富证券研究所

图表 49：仲夏夜提亮遮瑕液&甜心小熊系列产品 25 年表现亮眼



资料来源：久谦，东方财富证券研究所

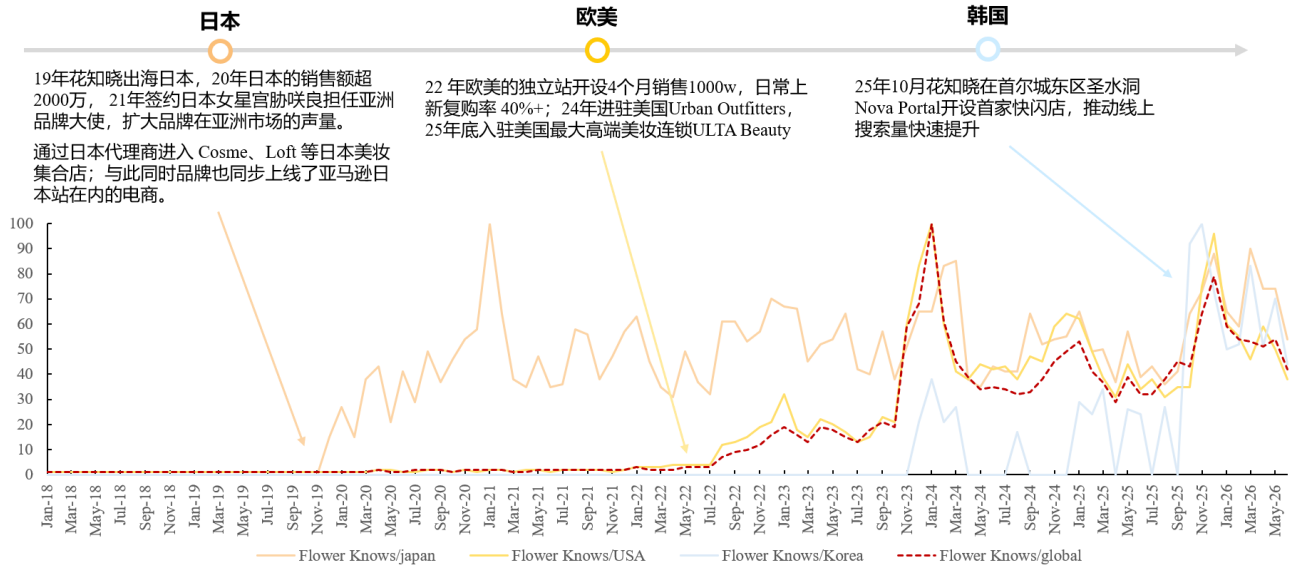
3.3.以内容输出实现欧美地区出海

复盘花知晓的出海历程，品牌在 19 年已出海日本，通过日本代理商进入

仅供内部参考，请勿外传

Cosme、Loft 等日本美妆集合店，同步上线了亚马逊日本等电商渠道，20 年日本销售额超 2000 万，但从 google trends 趋势来看，出海日本并未显著提升品牌全球知名度，而 22 年开始出海欧美后，花知晓品牌的全球搜索量开始有显著提升。

图表 50：花知晓在全球的搜索热度随着美国地区关注度的提升而显著向上



注：google trends 中数字代表一段时间内搜索量的相对变化（100即为该时间范围内搜索量最高点），不同地区搜索量绝对值不可比

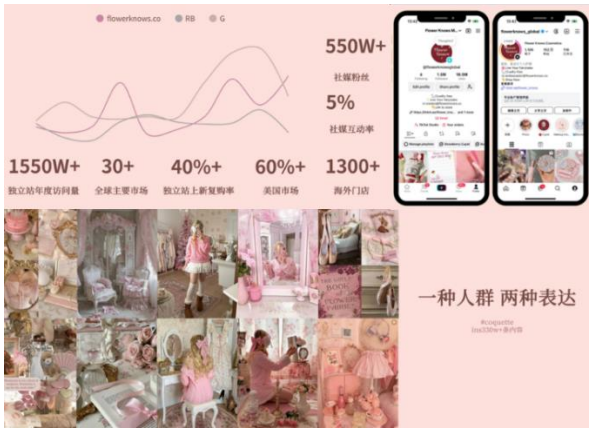
资料来源：google trends，创业最前线公众号，AJU 视界，东方财富证券研究所

2025 年，美国市场已经占据花知晓海外 60%+收入比例，其快速增长离不开：**1）营销维度：**从内容、细分人群出发，针对性拓展欧美市场；**2）产品维度：**针对海外多元肤色、不同于亚洲的审美需求，进行产品更新。

以内容输出、精准洞察目标人群驱动欧美出海第一步。22 年在房宫一柳（现任公司 CMO）的主导下，品牌开设欧美独立站，当年销售破千万。我们认为品牌能够在欧美市场实现快速增长的核心原因或为品牌通过内容输出+社群营销精准找到了品牌的核心受众，实现 0-1 的增长。品牌在进入欧美市场后，发现一部分细分消费者“Coquette”——即偏好粉色系穿搭，喜欢蝴蝶结、蕾丝和泡泡裙元素的女生，与花知晓的品牌调性、设计风格天然契合，品牌首先触达这部分消费者介绍花知晓产品，得到了这部分细分人群的认可后，她们往往会自发在社群、社媒中发布花知晓产品的介绍，帮助品牌在海外人群实现 0-1 的破圈。后续品牌通过触达欧美明星/KOL 等方式加速破圈，24 年 1 月欧美著名歌手 Lana Del Rey 在 ins 上发布花知晓产品图片，推动当月花知晓的全球/美国 google 搜索指数快速达到峰值，花知晓海外知名度进一步提升。

仅供内部参考，请勿外传

图表 51：欧美独立站上新复购率达到 40%+



资料来源：品牌星球 Brandstar 公众号，东方财富证券研究所

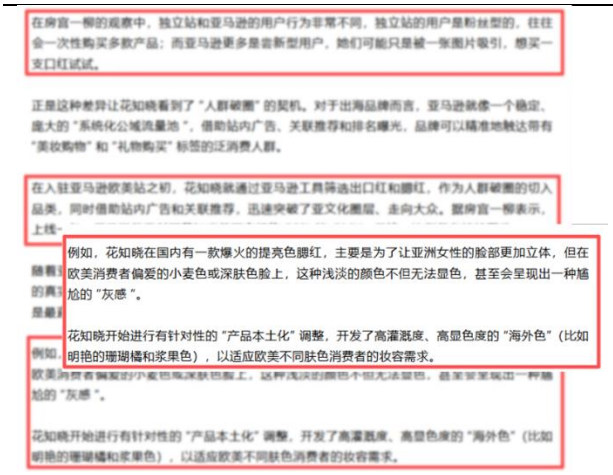
图表 52：Lana Del Rey 在 ins 上发布花知晓产品



资料来源：刀姐 doris 公众号，东方财富证券研究所

针对海外市场需求进行产品优化。由于欧美市场消费者的肤色更为多元、且审美也和亚洲市场有一定差异，适合国内消费者的产品色号若完全复制到海外市场中，可能无法满足部分较深肤色消费者的需求，因此品牌有针对性的进行“产品本地化”，推出色彩更为浓烈、显色度更高的产品色号，体现出品牌对于消费者需求的充分洞察。

图表 53：针对海外多元肤色推出显色度更高的 SKU


在肯宣一柳的观察中，独立站和亚马逊的用户行为非常不同，独立站的用户是粉丝型的，往往会一次性购买多款产品；而亚马逊更多是尝新型用户，她们可能只是被一张图片吸引，想买一支口红试试。

正是这种差异让花知晓看到了“人群破圈”的契机。对于出海品牌而言，亚马逊就像一个稳定、庞大的“系统化公域流量池”，借助站内广告、关联推荐和排名曝光，品牌可以精准地触达带有“美妆购物”和“礼物购买”标签的泛消费人群。

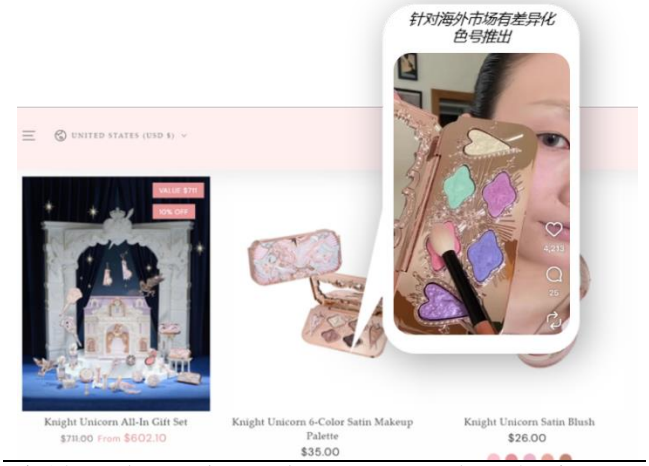
在入驻亚马逊欧美站之初，花知晓就通过亚马逊工具筛选出口红和腮红，作为人群破圈的切入品类，同时借助站内广告和关联推荐，迅速突破了亚文化圈层，走向大众。肯宣一柳表示，上线

例如，花知晓在国内有一款爆火的提亮色腮红，主要是为了让亚洲女性的脸部更加立体，但在欧美消费者偏爱的小麦色或深肤色脸上，这种浅淡的颜色不但无法显色，甚至会呈现出一种尴尬的“灰感”。

花知晓开始进行有针对性的“产品本土化”调整，开发了高灌溉度、高显色度的“海外色”（比如明艳的珊瑚橘和浆果色），以适应欧美不同肤色消费者的妆容需求。

资料来源：晚点 LatePost 公众号，东方财富证券研究所

图表 54：骑士独角兽系列中，品牌针对海外市场推出色彩浓烈的眼影盘



资料来源：花知晓海外官网，花知晓 Instagram，东方财富证券研究所

花知晓海外定价较国内更高，美国相较国内价差约 2-2.5 倍。从海外定价来看，花知晓海外官网中骑士独角兽系列的定价为眼影盘 35 美元、腮红 26 美元、口红 20 美元，为国内定价的 2-2.5 倍；参考其他外资美妆品牌海外定价，fenty beauty/NARS 腮红约 28/36 美元相对接近，可见花知晓在欧美的定价水平、品牌定位相较于国内有所提升。

3.4.拆解花知晓未来增长空间

3.4.1.国内市场：人群破圈的潜力依然可观

仅供内部参考，请勿外传

测算思路一：对比其他国货美妆品牌，花知晓人群破圈依然有空间。虽然花知晓天猫、抖音旗舰店粉丝数明显少于其他国货头部彩妆，但小红书平台（以及海外 ins）粉丝数高于大部分头部友商，可见品牌具备较强的内容运营能力，从粉丝数破圈角度来看，花知晓相较于价位带相对类似的彩棠、橘朵依然有 1.3-1.5X 的人群空间。

图表 55：花知晓的天猫、抖音粉丝数相较于其他平价国货彩妆依然有增长空间

粉丝数（万人）	花知晓	橘朵	彩棠	花西子	毛戈平
天猫	468	930	813	1387	891
抖音	418	440	360	1313	596
猫抖合计	**886**	**1371**	**1173**	**2699**	**1487**
小红书	77	58	23	24	105
Instagram	204	22	2	53	0.3

资料来源：天猫，抖音，小红书，Instagram，东方财富证券研究所；数据统计截止 2026 年 9 月 24 日

测算思路二：类比潮玩的用户群体，测算关注情绪价值的潜在消费者

考虑到花知晓：1）消费者从最初喜爱二次元、Lolita 的人群持续破圈至普适的年轻 Z 世代消费者；2）花知晓产品相较于其他彩妆品牌，情绪价值更为明确，消费者有收藏需求而非单纯使用需求；3）单品定价多位于 60-100 元，类比而言花知晓和潮玩的消费群体具备一定重叠度，因此我们以泡泡玛特的国内注册会员数为参考测算花知晓目标人群：

图表 56：测算 25 年花知晓国内消费者体量约 489 万人

	国内	海外	核心假设
25 年收入（亿元）	15.3	2	
客单价（元）	240	360	平均客单价 180~300，国内客单价取中值，考虑海外价格更高，海外客单价假设为国内 1.5x
复购率假设	30%+	35%	海外人群更加精准、CMO 提到欧美独立站复购率 40%+，预计海外复购高于国内
消费者体量（万人）	490	41	

资料来源：公司公告，品牌星球 Brandstar 公众号，汤臣战略研究院公众号，东方财富证券研究所测算
风险提示：消费者人数测算仅供参考，存在因客单价/复购率变化导致测算结果波动的可能性

图表 57：测算花知晓潜在目标消费人群超 2000 万

	泡泡玛特核心消费群体
泡泡玛特 24 年末国内注册会员数（万人）	4608
23H1 18-23 岁消费者占比	33%
23H1 女性消费者占比	65%
18-23 岁女性目标人群体量（万人）	988
假设花知晓 18-24 岁消费者占比 50%、女性消费者占比 90%	
测算花知晓目标客群（万人）	2196.5

资料来源：泡泡玛特公司公告，科特勒营销战略公众号，汤臣战略研究院公众号，东方财富证券研究所
注 1：泡泡玛特消费者年龄&性别比例来自巨量算数数据；注 2：假设泡泡玛特年龄、性别结构相对稳定；考虑到 25 年 Labubu 破圈吸引较多此前非潮玩用户群体，保守选择 24 年会员数计算
风险提示：目标客群测算结果仅供参考，存在因假设条件变化、市场潮流变化而导致变化的可能性

考虑到 25 年 Labubu 破圈带动泡泡玛特国内注册会员数快速提升，破圈部分此前非潮玩用户的消费者，因此保守按照 24 年泡泡玛特国内注册会员数测算，参考：1）根据巨量算数数据，23H1 泡泡玛特女性消费者占比 65%、18-23 岁消费者占比 33%，假设 24 年依然稳定在该占比，计算得 18-23 岁女性目

仅供内部参考，请勿外传

标消费者约 988 万人；2）根据汤臣战略研究院数据，花知晓 18-24 岁消费者占比约 50%、女性消费者占比超 90%，按照目前依然延续该占比结构计算，对应花知晓潜在目标客群体量约 2196 万人，相较于目前国内市场约 490 万人，依然有充足提升空间。

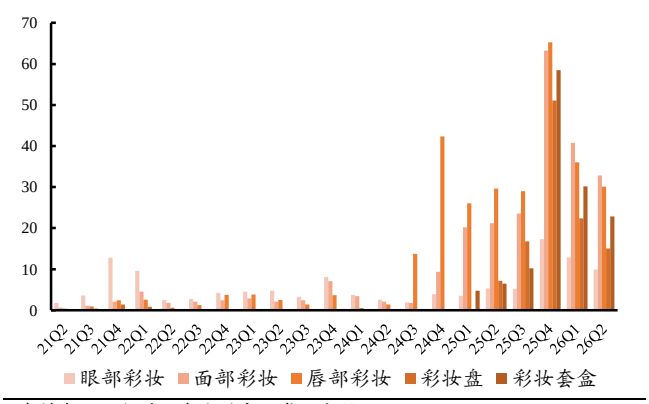
3.4.2.海外市场：以海外相似风格品牌规模为参考，成长空间可观

海外市场可对标被雅诗兰黛收购的少女风格品牌 Too Faced。Too Faced 为风格明确、主打少女甜美风格的美国小众品牌，由前雅诗兰黛柜员 Jerrod Blandino 与 Jeremy Johnson 共同创立于 1998 年，品牌定期推出不同主题的产品系列，2016 年被雅诗兰黛收购 100%股权时处于高速增长阶段，收入规模预计达到 2.7 亿美元，被收购前三年收入增速 CAGR 达 60%，品牌收购价格为 14.5 亿美元，对应约 5.4X PS，若参考 Too Faced 品牌被收购时的规模计算，类似风格的美妆品牌在美国市场可展望 15-20 亿元人民币规模。

渠道：花知晓持续推动多国家/地区出海布局。1）美国：花知晓在美国市场继续推进渠道扩张，24 年入驻 Urban Outfitters，25 年底正式入驻美国最大美妆连锁零售商 Ulta Beauty；**2）韩国：**在首尔潮流地标圣水洞开设自营快闪店，推动当月的 google 搜索量快速达到区间峰值，随后花知晓在新世界百货旗下的美妆集合店 Chicor 入驻专柜，入驻韩国最大的时尚电商平台 Musinsa，为其首次引入的中国美妆品牌。

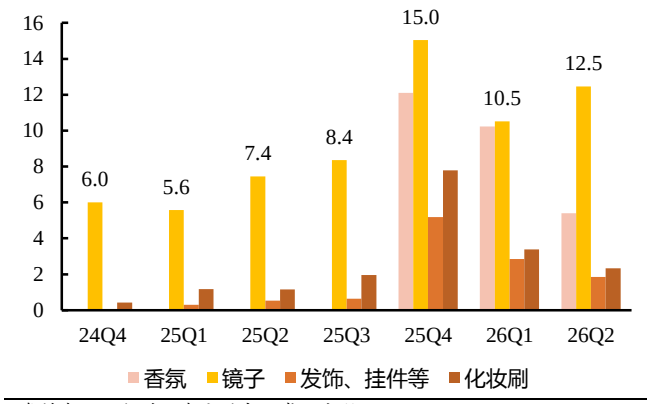
品类：随着花知晓海外渠道拓展，品类布局逐步趋于丰富。从亚马逊销售数据来看，根据久谦数据，25 年花知晓在亚马逊平台销售额达 531 万美元/yoy+470%，26H1 销售额达 304 万美元/yoy+116%，保持快速增长。从品类布局来看，在亚马逊销售的品类从 25 年以来出现明显丰富趋势，除了核心的眼部、面部、唇部彩妆产品类目趋于丰富外，25 年开始销售套盒、香氛等产品，且部分在国内免费赠送的产品（手持镜、发夹、挂件等）在海外则会进行销售。

图表 58：亚马逊渠道来看，花知晓品牌销售的品类持续丰富（单位：万美元）



资料来源：久谦，东方财富证券研究所

图表 59：亚马逊渠道来看，花知晓部分国内“赠品”也能够贡献部分销售额（单位：万美元）



资料来源：久谦，东方财富证券研究所

3.4.3.创始人持股+公司给予充分运营自主权有助于品牌长期增长

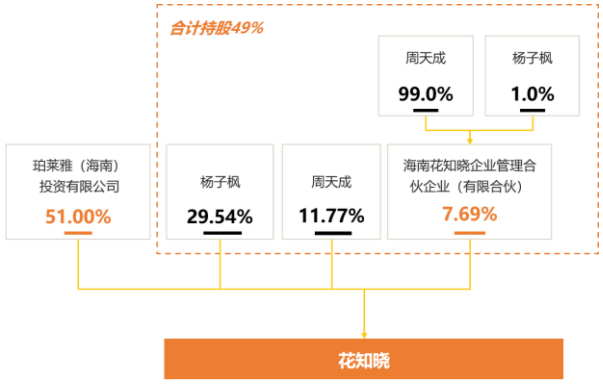
Too Faced 创始人后续离开品牌或源于在无持股的情况下自由度不足。Too Faced 被雅诗兰黛收购后，两位创始人继续负责品牌日常运营，Jeremy Johnson（以及 Eric Hohl）担任 CEO，Jerrod Blandino 担任首席创意官。在疫情影响下品牌表现有所波动，雅诗兰黛集团 20 财年（19 年 6 月 30 日-20 年

仅供内部参考，请勿外传

6 月 30 日）财报中提到彩妆类目下滑主要源于 M·A·C、倩碧、Too Faced、Bobbi Brown 品牌净销售额减少合计约 8.86 亿美元。20 年 Tara Simon 接任 Eric Hohl 担任 Too Faced 的资深副总裁兼全球总经理，原创始人 Jerrod Blandino 和 Jeremy Johnson 于 2022 年 6 月离职，Tara Simon 晋升全球品牌总裁。两位创始人离开雅诗兰黛后开始重新创业，并在采访中提到*“品牌被收购后，雅诗兰黛的流程和他们预想中的不同且更加困难”*，我们认为在个性化品牌出售后，若创始人无法拥有较高话语权（话语权来自持股或集团的主动放权），则品牌或难以维持差异化设计、实现稳定增长。

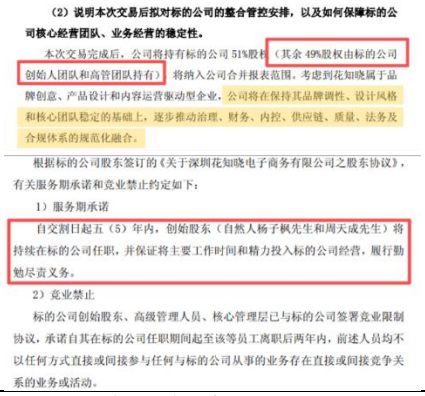
从花知晓本次收购来看，创始人持股 49%、集团给予前端运营自主权之下，品牌增长确定性或更强。公司于 25、26 年分两次合计收购花知晓 51%股权，公司两位创始人杨子枫/周天成仍分别持股 29.6%/19.4%，合计持股 49%，公司规定创始人需在股权交割日起 5 年内继续在花知晓任职，公司会在保持品牌调性、设计风格和核心团队稳定的基础上，主要在中后台职能端（财务、法务、供应链、公司治理等）给予帮助，在花知晓品牌高速成长阶段，头部集团的中后台、组织运营经验或能够辅助其实现可持续增长。

图表 60：收购完成后珀莱雅持股花知晓 51%、两位创始人持股 49%



资料来源：天眼查，东方财富证券研究所

图表 61：公司明确提及会保持花知晓品牌前端运营的自主权



（2）说明本次交易后拟对标的公司的整合管控安排，以及如何保障标的公司核心经营团队、业务经营的稳定性。

本次交易完成后，公司将持有标的公司 51%股权（其余 49%股权由标的公司创始人团队和高管团队持有）将纳入公司合并报表范围，考虑到花知晓属于品牌创意、产品设计和内容运营驱动型企业，公司将在保持其品牌调性、设计风格和核心团队稳定的基础上，逐步推动治理、财务、内控、供应链、质量、法务及合规体系的规范化融合。

根据标的公司股东签订的《关于深圳花知晓电子商务有限公司之股东协议》，有关服务期承诺和竞业禁止约定如下：

1）服务期承诺

自交割日起五（5）年内，创始股东（自然人杨子枫先生和周天成先生）将持续在标的公司任职，并保证将主要工作时间和精力投入标的公司经营，履行勤勉尽责义务。

2）竞业禁止

标的公司创始股东、高级管理人员、核心管理层已与标的公司签署竞业限制协议，承诺自其在标的公司任职期间起至该等员工离职后两年内，前述人员均不以任何方式直接或间接参与任何与标的公司从事的业务存在直接或间接竞争关系的业务或活动。

资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

4.盈利预测与投资建议

4.1.盈利预测

分品牌看，我们预计：1）护肤类：珀莱雅主品牌 26-28 年收入分别同比-2.3%/+0%/+1%，26H2 大单品升级有望推动主品牌增速有所修复，后续保持个位数增长。悦芙媞品牌 26-28 年收入分别同比+8%/+9%/+9%。预计护肤品类 26-28 年毛利率分别为 73.8%/74.0%/74.2%。

2）彩妆类：彩棠预计 26-28 年收入分别同比-15%/+6%/+5%；原色波塔 26-28 年收入分别同比+155%/+20%/+16%，彩棠增长阶段性放缓，原色波塔有望通过差异化品牌设计风格保持较快增长。预计彩妆品类（不含花知晓）26-28 年毛利率分别为 74.5%/74.9%/75.2%。

3）洗护类：Off&Relax 预计 26-28 年收入分别同比+45%/+15%/+13%；惊时 26-28 年收入分别同比+100%/+60%/+50%，洗护品类下核心品牌依然在快速放量阶段。预计洗护品类 26-28 年毛利率分别为 73.8%/74.3%/74.5%。

4）外延并购来看，预计花知晓品牌 26H2 并表，26H2 收入端贡献 13.45 亿元，27-28 年收入分别同比+7%/+5%，26-28 年毛利率分别为 60%/60%/60%。

图表 62：分品牌：主品牌增速有望修复、小品牌贡献核心增量

分品牌（单位：百万元）	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入	10,597	12432	14417	15220
——YOY	-1.7%	*17.3%*	*16.0%*	*5.6%*
珀莱雅主品牌	7689	7513	7513	7588
——YOY	-10.4%	*-2.3%*	*0.0%*	*1.0%*
彩棠（彩妆）	1255	1067	1131	1187
——YOY	5%	*-15%*	*6%*	*5%*
Off&Relax（洗护）	744	1079	1241	1402
——YOY	102%	*45%*	*15%*	*13%*
悦芙媞（护肤）	371	401	437	476
——YOY	12%	*8%*	*9%*	*9%*
原色波塔（彩妆）	256	653	783	909
——YOY	125%	*155%*	*20%*	*16%*
惊时（洗护）	96	192	307	461
——YOY		*100%*	*60%*	*50%*
科瑞肤等其他品牌	174	183	210	263
——YOY	-3%	*5%*	*15%*	*25%*
花知晓	1,726	2,624	2,795	2,934
——YOY		*52%*	*7%*	*5%*

资料来源：公司公告，东方财富证券研究所预测

仅供内部参考，请勿外传

图表 63：分品类：内生业务来看，增长主要来自洗护、彩妆品类驱动

分品类（单位：百万元）	2025	2026E	2027E	2028E
护肤类收入	**8182**	**8097**	**8160**	**8327**
——YOY	-9%	*-1.0%*	*0.8%*	*2.0%*
——毛利率	73.37%	*73.8%*	*74.0%*	*74.2%*
美容彩妆类	**1563**	**1720**	**1914**	**2096**
——YOY	14.8%	*10.0%*	*11.3%*	*9.5%*
——毛利率	73.45%	*74.5%*	*74.9%*	*75.2%*
洗护类	**840**	**1271**	**1548**	**1863**
——YOY	117.6%	*51.3%*	*21.8%*	*20.3%*
——毛利率	72.46%	*73.8%*	*74.3%*	*74.5%*
花知晓	**1,726**	**2,624**	**2,795**	**2,934**
——YOY		*52%*	*7%*	*5%*
——毛利率		*60%*	*60%*	*60%*

资料来源：公司公告，东方财富证券研究所预测

4.2.可比公司与投资建议

我们选取美护板块中具备多品牌、多品类布局的贝泰妮、上海家化、巨子生物作为可比公司，其 26-27 年 PE 平均值为 20/17X，对比珀莱雅 26-27 年 11/13XPE，公司估值仍有上行空间。

图表 64：可比公司估值表

代码	公司简称	总市值（亿元）	EPS（元/股）			PE（倍）			股价（元）	评级
			2025A	2026E	2027E	2025A	2026E	2027E		
603605.SH	珀莱雅	219	3.8	4.8	4.4	15	11	13	55.4	增持
300957.SZ	贝泰妮	135	1.2	1.5	1.8	27	21	18	31.9	增持
600315.SH	上海家化	126	0.4	0.7	0.8	47	27	23	18.7	增持
2367.HK	巨子生物	211	2.1	1.9	2.1	10	11	9	19.8	增持

资料来源：Choice，东方财富证券研究所预测（股价截至 2026 年 10 月 14 日，其中未评级标的数据来自 choice 一致预期，货币单位为标的原始币种）

投资建议：公司过去基于对渠道、成分趋势机会的把握驱动主品牌珀莱雅成长为美妆国货 TOP1 品牌，并陆续完善了彩妆、个护品类布局；在 25 年公司明确“双十战略”后，逐步开启内生增长+外延并购的双轮驱动思路，随着 26H2 红宝石面霜等重磅单品迭代上市有望驱动主品牌增速回暖，外延花知晓并购落地并表，持续进行渠道/区域扩张，有望帮助集团向“双十”目标迈进，我们预计公司 26-28 年归母净利润分别为 19.2/17.5/18.7 亿元，同比分别+27.9%/-8.8%/+7.1%，按 10 月 14 日收盘价计算，对应 PE 分别为 11/13/12X，维持“增持”评级。

仅供内部参考，请勿外传

5.风险提示

新品表现不及预期。若主品牌新品（如红宝石面霜、源力系列等）双十一大促表现不及预期，可能导致主品牌增速承压。

线上流量成本提升。如各个线上电商平台流量成本继续提升，可能导致销售费率进一步上行，影响净利率表现。

细分赛道竞争加剧。如果细分赛道、细分品类竞争加剧，可能导致品牌收入增速承压的同时盈利能力受到负面影响，

仅供内部参考，请勿外传

资产负债表（百万元）

至 12 月 31 日	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	**6136.42**	**6879.06**	**8340.88**	**9759.15**
货币资金	5060.98	4645.45	6163.79	7627.18
应收及预付	239.59	756.59	678.70	705.65
存货	634.72	672.40	687.86	613.39
其他流动资产	201.13	804.62	810.53	812.93
非流动资产	**2351.00**	**3134.51**	**3155.71**	**3144.29**
长期股权投资	441.30	11.30	11.30	11.30
固定资产	893.12	921.88	934.80	914.43
在建工程	128.34	159.09	192.73	228.82
无形资产	443.89	627.55	610.22	591.89
其他长期资产	444.34	1414.68	1406.66	1397.84
资产总计	**8487.42**	**10013.57**	**11496.59**	**12903.43**
流动负债	**1374.11**	**1803.35**	**2064.88**	**2163.22**
短期借款	80.05	80.05	80.05	80.05
应付及预收	798.81	906.59	1030.87	1080.75
其他流动负债	495.25	816.71	953.95	1002.41
非流动负债	**846.78**	**898.96**	**898.96**	**898.96**
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	804.39	804.39	804.39	804.39
其他非流动负债	42.39	94.57	94.57	94.57
负债合计	**2220.89**	**2702.31**	**2963.83**	**3062.18**
实收资本	395.98	395.98	395.98	395.98
资本公积	825.30	825.30	825.30	825.30
留存收益	5128.11	6181.08	7141.62	8170.57
归属母公司股东权益	6141.06	7063.50	8024.04	9052.99
少数股东权益	125.47	247.76	508.72	788.27
负债和股东权益	**8487.42**	**10013.57**	**11496.59**	**12903.43**

利润表（百万元）

至 12 月 31 日	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	**10597.43**	**12432.08**	**14416.70**	**15220.15**
营业成本	2833.24	3430.79	4117.72	4316.93
税金及附加	92.90	109.40	126.87	133.94
销售费用	5259.41	6414.95	7136.27	7579.63
管理费用	403.54	497.28	490.17	487.04
研发费用	216.84	223.78	230.67	243.52
财务费用	-28.60	-44.77	-39.37	-59.11
资产减值损失	-76.58	-90.00	-80.00	-80.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	44.03	646.47	28.83	30.44
资产处置收益	-1.09	6.22	7.21	7.61
其他收益	69.83	99.46	115.33	121.76
营业利润	**1875.94**	**2457.79**	**2420.76**	**2593.00**
营业外收入	1.92	0.80	0.80	0.80
营业外支出	7.31	3.00	3.00	3.00
利润总额	**1870.55**	**2455.59**	**2418.56**	**2590.80**
所得税	328.03	417.45	411.15	440.44
净利润	**1542.52**	**2038.14**	**2007.40**	**2150.37**
少数股东损益	44.77	122.29	260.96	279.55
归属母公司净利润	**1497.75**	**1915.85**	**1746.44**	**1870.82**

现金流量表（百万元）

至 12 月 31 日	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	**2193.15**	**1446.18**	**2497.42**	**2476.44**
净利润	1542.52	2038.14	2007.40	2150.37
折旧摊销	166.82	170.05	184.80	197.42
营运资金变动	446.92	-227.84	233.04	58.48
其它	36.88	-534.17	72.18	70.17
投资活动现金流	**-237.88**	**-850.34**	**-172.16**	**-150.15**
资本支出	-165.86	-1312.98	-188.99	-168.59
投资变动	-330.14	-182.00	-12.00	-12.00
其他	258.12	644.64	28.83	30.44
筹资活动现金流	**-763.28**	**-1010.62**	**-806.92**	**-862.89**
银行借款	80.05	0.00	0.00	0.00
债券融资	24.38	0.00	0.00	0.00
股权融资	0.29	0.00	0.00	0.00
其他	-868.00	-1010.62	-806.92	-862.89
现金净增加额	**1191.67**	**-415.54**	**1518.34**	**1463.40**
期初现金余额	**2742.57**	**3934.24**	**3518.71**	**5037.05**
期末现金余额	**3934.24**	**3518.71**	**5037.05**	**6500.45**

主要财务比率

至 12 月 31 日	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力（%）				
营业收入增长	-1.68%	17.31%	15.96%	5.57%
营业利润增长	-0.75%	31.02%	-1.51%	7.12%
归属母公司净利润增长	-3.50%	27.92%	-8.84%	7.12%
获利能力（%）				
毛利率	73.26%	72.40%	71.44%	71.64%
净利率	14.56%	16.39%	13.92%	14.13%
ROE	24.39%	27.12%	21.77%	20.67%
ROIC	20.76%	24.32%	20.90%	19.53%
偿债能力				
资产负债率（%）	26.17%	26.99%	25.78%	23.73%
净负债比率	-	-	-	-
流动比率	4.47	3.81	4.04	4.51
速动比率	3.76	3.21	3.49	4.01
营运能力				
总资产周转率	1.32	1.34	1.34	1.25
应收账款周转率	36.04	42.64	31.91	38.13
存货周转率	4.37	5.25	6.05	6.64
每股指标（元）				
每股收益	3.81	4.84	4.41	4.72
每股经营现金流	5.54	3.65	6.31	6.25
每股净资产	15.51	17.84	20.26	22.86
估值比率				
P/E	17.97	11.44	12.55	11.72
P/B	4.42	3.10	2.73	2.42

资料来源：Choice，东方财富证券研究所 注：数据截至 10 月 14 日

仅供内部参考，请勿外传

分析师申明

作者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，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，报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。

投资评级说明

报告中所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为以报告发布日后的 3-12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。

股票评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 15%以上；
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%～15%之间；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨跌幅介于-5%～5%之间；
减持：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅介于 15%～5%之间；
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 15%以上。

行业评级

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨跌幅介于-10%～10%之间；
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上。

免责声明

东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。
本报告由本公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。
本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。
本报告信息均来源于公开资料或本公司认为可靠的资料，但本公司对该等信息的真实性、准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及预测仅反映报告出具日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。
本报告所载的盈利预测、评级、估值等观点，均基于特定的假设和前提条件，不构成所述证券买卖的出价或征价，亦不构成对具体证券在具体价位、具体时点、具体市场表现的投资建议。
在任何情况下，本报告的内容不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户需充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司不对任何人因使用本报告所载任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。
在法律允许的情况下，本公司或其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争取提供投资银行、财务顾问等服务。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。
本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。