下载日志已记录，仅供内部参考



广发研究 GF RESEARCH

公司评级

买入

当前价格 55.59 元

合理价值 71.37 元

前次评级 买入

# 珀莱雅（603605.SH）

## 国货美妆龙头破局，剑指全球前十

**国货美妆龙头，整装迈向"双十"新征程。**公司是国内领先的百亿化妆品集团，17-24 年收入/归母净利润 CAGR 分别达 29.3%/33.9%。面对管理过渡与竞争升级，公司强化四大中台及职能部门对品牌事业部的赋能并完成组织架构扁平化调整。新任管理层于 2025 年正式提出未来十年成为全球化妆品行业前十的"双十"战略蓝图，核心管理团队磨合阵痛期后向心力显著回升，2026 年 618 大促面对海外大牌强势竞争主品牌仍获天猫美妆全周期榜单第 3 名，展现穿越周期的成长韧性。

**成长驱动一：大单品迭代+多品类拓展+渠道优化延续生命力。**产品端，依托强科研持续迭代，四大系列占主品牌核心电商 GMV 超 80%，红宝石/双抗升至 4.0 版本，源力系列 26 年新增 Med 械字线，能量系列衍生高端蕴白线。叠加防晒、男士及底妆品类的延伸，主品牌实现全场景用户覆盖。渠道端，结构优化持续推进，天猫侧重心智建设，销售结构向多品类、套组化与高端化延展；抖音聚焦高性价比套组，带货结构加速向自播、中腰部达播转型，2024-26H1 主品牌自播占比提升 17.6pct 至 54.1%。

**成长驱动二：多品牌战略持续兑现，并购花知晓打开出海空间。**公司持续发力多品牌建设，旗下子品牌正加速成长，26H1 营收占比达 31.2%，其中 OR、原色波塔、惊时凭借卓越产品力有望延续高增。此外，公司增持花知晓股权至 51%，作为国内稀缺的少女心彩妆品牌，近年来营收/净利润增速达 50%+。拥有国内近千万粉丝的基础上，正通过独立站、电商及线下连锁加速海外布局，目前已进入美国、日韩、东南亚、欧洲等多个市场，Tiktok+Instagram 粉丝量超 550 万，后续有望成为公司国际化战略落地的重要一环。同时，公司正积极推进港股上市，以资本化赋能双十战略持续深化。

**盈利预测与投资建议。**公司经历管理过渡与品牌打磨进入低基数区间，主品牌势能修复+多品牌战略兑现驱动业绩进入反转阶段，叠加花知晓并表有望显著补齐品类短板。预计公司 2026-2028 年间实现归母净利润 19.9、18.8、20.3 亿元，参考可比同业，公司正迈出走向国际化美妆集团的关键一步，估值修复可期，给予公司 27 年 15 倍 PE 估值，对应合理价值 71.37 元/股，给予"买入"评级。

**风险提示。**竞争加剧风险、品牌孵化培育风险、品牌并购整合风险。

### 盈利预测

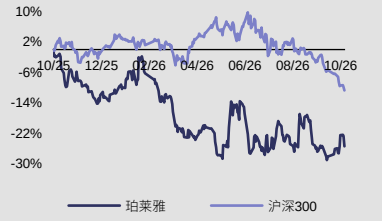
| 单位:人民币百万元 | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|---|
| 营业收入 | 10,778 | 10,597 | **11,642** | 13,716 | 14,877 |
| 增长率（%） | 21.0% | -1.7% | **9.9%** | 17.8% | 8.5% |
| EBITDA | 2,078 | 2,028 | **2,088** | 2,579 | 2,794 |
| 归母净利润 | 1,552 | 1,498 | **1,985** | 1,884 | 2,035 |
| 增长率（%） | 30.0% | -3.5% | **32.5%** | -5.1% | 8.0% |
| EPS（元/股） | **3.92** | **3.78** | **5.01** | **4.76** | **5.14** |
| 市盈率（P/E） | 21.6 | 18.1 | **11.5** | 12.2 | 11.3 |
| ROE（%） | 28.7% | 24.4% | **27.1%** | 22.3% | 20.8% |
| EV/EBITDA | 14.6 | 11.3 | **8.6** | 6.6 | 5.7 |

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

### 基本数据

| | |
|---|---|
| 总股本/流通股本(百万股) | 395.98/395.98 |
| 总市值/流通市值(百万元) | 22012.32/22012.32 |
| 一年内最高/最低(元) | 76.87/53.98 |
| 30 日日均成交量/成交额(百万) | 4.87/273.76 |
| 近 3 个月/6 个月涨跌幅(%) | -2.96/-5.26 |

### 相对市场表现




**嵇文欣**

SAC 执证号：S0260520050001
SFC CE No. BUA982
jiwenxin@gf.com.cn

**张望**

SAC 执证号：S0260525100001
gfzhangwang@gf.com.cn

请注意，张望并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

### 相关研究

| | |
|---|---|
| 珀莱雅（603605.SH）:多品牌矩阵持续兑现，看好主品牌上新与出海战略 | 2026-08-26 |
| 珀莱雅（603605.SH）:落地员工持股计划，持续推进多品牌发展 | 2026-04-24 |
| 珀莱雅（603605.SH）:业绩表现平稳，期待多品牌版图搭建 | 2025-11-02 |

下载日志已记录，仅供内部参考



目录索引

一、营收破百亿，看国货美妆龙头来时路 ..... 5
（一）珀莱雅：龙头地位稳固，战略变中求破 ..... 5
（二）财务分析：经营韧性强劲，趋势拐点向上 ..... 7
二、成长驱动一：主品牌大单品迭代+多品类拓展+渠道优化延续生命力 ..... 9
（一）产品端：大单品战略持续迭代，品类拓展贡献营收增量 ..... 9
（二）渠道端：天猫侧重心智建设，抖音发力增量拓展 ..... 18
（三）组织端：团队换届平稳落地，凝聚力量迈向“双十”战略蓝图 ..... 21
三、成长驱动二：多品牌战略持续兑现，并购花知晓打开出海空间 ..... 24
四、盈利预测和投资建议 ..... 35
（一）业务拆分及收入预测 ..... 35
（二）估值分析与投资建议 ..... 37
五、 风险提示 ..... 38

下载日志已记录，仅供内部参考



图表索引

图 1 ： 公司旗下品牌矩阵一览 ..... 5
图 2 ： 公司历史关键发展战略 ..... 6
图 3 ： 战略转变与营收发展 ..... 6
图 4 ： 珀莱雅营收及增速 ..... 8
图 5 ： 珀莱雅归母净利润及增速 ..... 8
图 6 ： 珀莱雅分渠道营收 ..... 8
图 7 ： 珀莱雅分渠道收入占比 ..... 8
图 8 ： 珀莱雅分品牌营收 ..... 8
图 9 ： 珀莱雅分品牌收入占比 ..... 8
图 10 ： 公司毛利率、归母净利率 ..... 9
图 11 ： 公司各项费用率 ..... 9
图 12 ： 2025 年抗衰抗皱市场各品类销售额及增速 ..... 12
图 13 ： 珀莱雅积极拓展防晒、男士、彩妆品类，打造护肤外第二增长点 ..... 18
图 14 ： 珀莱雅品牌三大电商 GMV 情况 ..... 18
图 15 ： 珀莱雅品牌三大电商 GMV 占比变动情况 ..... 18
图 16 ： 珀莱雅抖音带货结构 ..... 20
图 17 ： 头部美妆品牌抖音自播占比变动情况 ..... 20
图 18 ： 股权结构相对集中（截至 26M9） ..... 22
图 19 ： 公司组织架构调整过程梳理 ..... 23
图 20 ： 欧莱雅多品牌矩阵（截止至 2025 年末） ..... 25
图 21 ： 欧莱雅 2025 年收入拆分 ..... 25
图 22 ： 公司分品牌收入占比情况 ..... 25
图 23 ： 彩棠收入及同比增速 ..... 26
图 24 ： 彩棠 618 大单品销售情况 ..... 26
图 25 ： 悦芙媞收入及同比增速 ..... 26
图 26 ： 悦芙媞核心产品一览 ..... 26
图 27 ： Off&Relax 收入及同比增速 ..... 27
图 28 ： Off&Relax 618 大单品销售情况 ..... 27
图 29 ： 原色波塔收入及同比增速 ..... 27
图 30 ： 原色波塔核心产品一览 ..... 27
图 31 ： 惊时旗下核心产品线 ..... 28
图 32 ： 花知晓产品上新情况 ..... 31
图 33 ： 花知晓在国内主流电商平台粉丝数量 ..... 31
图 34 ： 花知晓在小红书、抖音平台拥有大量 UGC 内容 ..... 31
图 35 ： 小红书平台内花知晓相关笔记创作主体 ..... 32

下载日志已记录，仅供内部参考



图 36 ： 抖音带货达人画像及贡献 GMV 情况（截至 26H1） ....32
图 37 ： 花知晓分渠道收入拆分 ....32
图 38 ： 花知晓分地区收入拆分 ....32
图 39 ： 花知晓线上 GMV 情况 ....33
图 40 ： 花知晓新品入驻 Wow Color 线下渠道 ....33
图 41 ： 花知晓首家全球品牌旗舰店落地 ....33
图 42 ： 花知晓受打雷姐 Instagram 自发推荐 ....35
图 43 ： 花知晓美国官网 VS 国内天猫旗舰店溢价率 ....35

表 1 ： 珀莱雅 19 年及以前主要产品 ....10
表 2 ： 珀莱雅分产品线 GMV 占比 ....11
表 3 ： 珀莱雅分产品线均价一览（元） ....11
表 4 ： 珀莱雅核心系列梳理 ....11
表 5 ： 维 C 类精华产品横向对比 ....12
表 6 ： A 醇类精华产品横向对比 ....13
表 7 ： 红宝石系列迭代时间线梳理 ....14
表 8 ： 双抗系列迭代时间线梳理 ....15
表 9 ： 源力系列迭代时间线梳理 ....16
表 10 ： 能量系列迭代时间线梳理 ....17
表 11 ： 天猫全周期美妆大促榜单排名 ....19
表 12 ： 珀莱雅天猫产品结构一览 ....19
表 13 ： 抖音产品结构一览 ....20
表 14 ： 珀莱雅抖音带货达人结构 ....21
表 15 ： 珀莱雅 2024 年换届后广纳贤士、壮大核心领导团队 ....24
表 16 ： 可比公司近年来交易案例 ....29
表 17 ： 花知晓核心产品矩阵梳理（截止至 26 年 7 月） ....30
表 18 ： 花知晓出海关键事件梳理 ....34
表 19 ： 核心假设与盈利预测 ....36
表 20 ： 可比公司估值表（截止至 2026 年 10 月 21 日） ....38

下载日志已记录，仅供内部参考

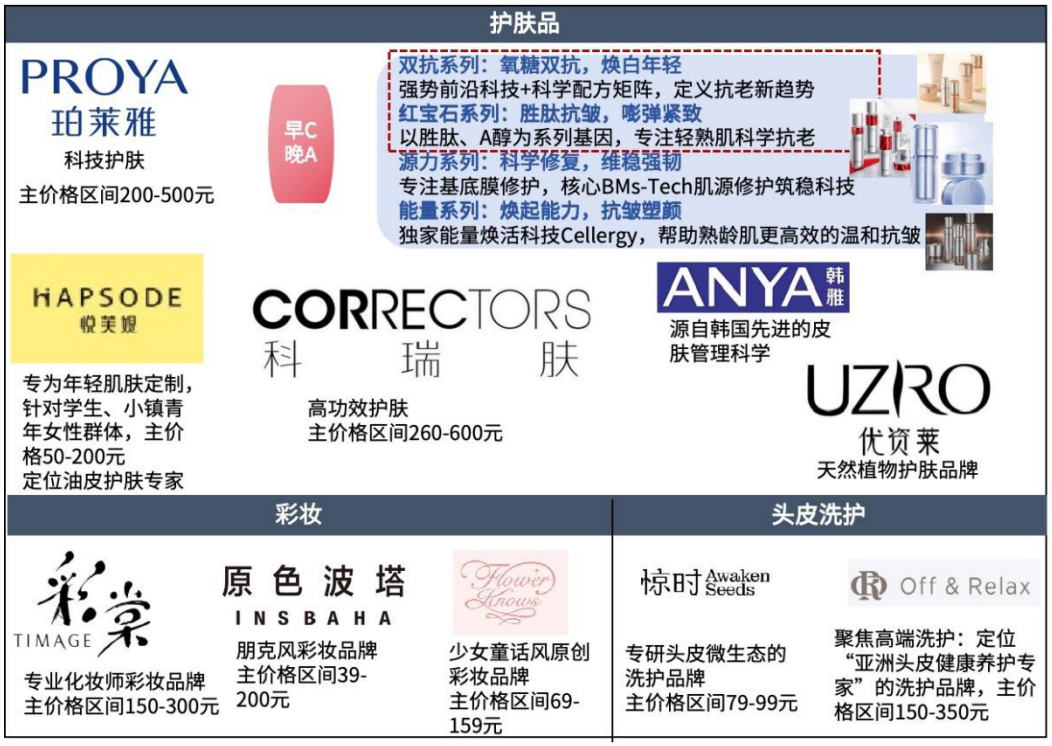


# 一、营收破百亿，看国货美妆龙头来时路

## （一）珀莱雅：龙头地位稳固，战略变中求破

**百亿美妆集团，问鼎国货美妆龙头。**公司成立于 2006 年，并于 2017 年登陆上交所上市，长期深耕化妆品类产品的研发、生产与销售，旗下拥有“珀莱雅”、“彩棠”、“Off&Relax”、“悦芙媞”、“INSBAHA 原色波塔”、“惊时”等品牌，覆盖大众护肤、功效护肤、彩妆、洗护等多元赛道。据弗若斯特沙利文，公司是当前中国化妆品市场前五大集团中唯一的中国企业；2020 年率先提出并推广“早 C 晚 A”科学护肤理念，成功打造红宝石、双抗等十亿级大单品。同时，公司前瞻性把握淘系及抖音电商红利，2019-2024 年线上收入复合增速达 44%，自 2024 年超越头部外资护肤品牌，并蝉联中国线上护肤品销售额第一。凭借卓越的产品创新、渠道运营与多品牌孵化能力，公司成功穿越多轮行业周期，2017-2024 年收入/归母净利润 CAGR 分别达 29.3%/33.9%，2025 年营收达 106.0 亿元，连续五年稳居国货美妆第一。

**图 1：公司旗下品牌矩阵一览**



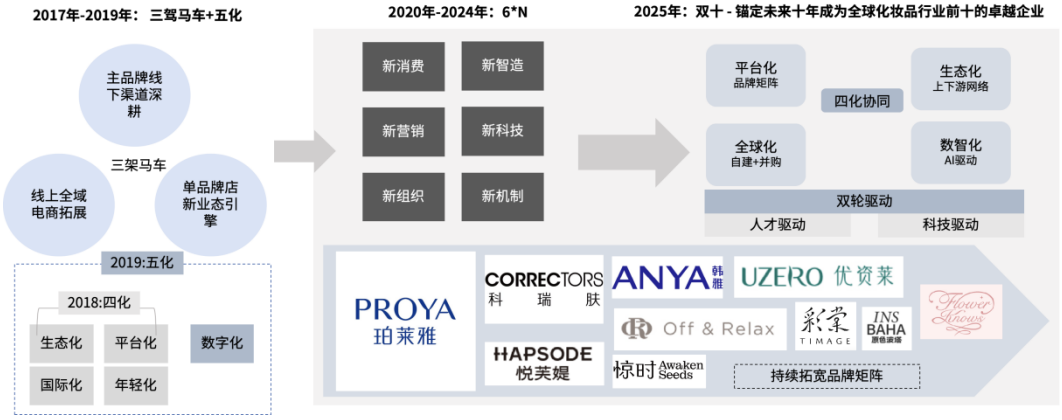

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

**积极应对行业变化，动态优化战略方针。**公司管理团队改革与学习意识突出，执行和成长能力优秀，能迅速捕捉渠道与产品的变革机遇，灵活调整自身发展模式。2017 年，顺应互联网电商崛起浪潮，公司改组电商团队并制定“三驾马车”战略，围绕线下渠道领先、电子商务增长、单品牌店运营三大维度驱动增长；2018 年，提出“生态化、平台化、年轻化、国际化”四化方向，并于 2019 年新增“数字化”升级为五化战略；2020 年，推出“6×N”战略，在聚焦六大核心能力提升的同时，推动主品牌珀莱雅稳健发展，并逐步完善多品牌矩阵，筑牢长期增长基石；2025 年，提出未来十年跻身全球化妆品行业前十的“双十”战略愿景，以“双轮驱动”夯实战略根基、“四化协同”构建增长框架，稳步迈向全球知名美妆集团目标。

下载日志已记录，仅供内部参考



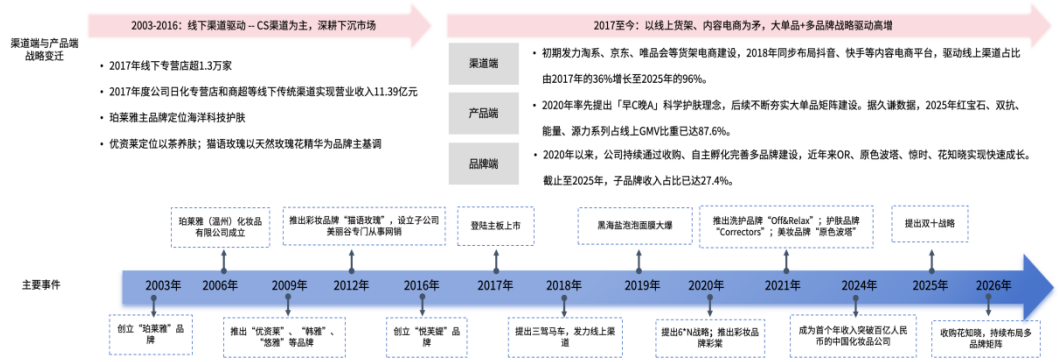
图 2：公司历史关键发展战略




数据来源：公司财报、珀莱雅官方微信公众号、广发证券发展研究中心

**公司发展经历了从线下为主至以线上驱动为核、大单品+多品牌战略共振的两大阶段。**2016 年以前，公司主要依托日化专营店与商超等传统线下经销渠道进行市场拓展与品牌渗透；2017-2024 年，公司重组电商团队，步入线上驱动阶段，在发力天猫、京东等货架电商建设同时，积极捕捉内容电商成长机遇，为国内较早布局短视频种草、达人合作、入驻抖音小店并成功打造爆品的国货美妆品牌。飞瓜数据显示，2023-26H1 公司在抖音个护家清大类中稳居行业前三。2025 年以来，伴随线上流量红利减弱及投流成本抬升，我们认为公司前期大单品战略所积累的深厚心智以及多品牌孵化成果有望陆续收获，成为公司在激烈竞争中实现高质量增长的重要支撑点。

图 3：战略转变与营收发展




数据来源：公司财报、iFind、公司官网、广发证券发展研究中心

**计划港股上市，国际化战略再进一步。**2025 年 8 月 25 日，公司董事会审议通过 H 股发行上市议案，明确将此次上市作为增强境外融资能力、加速国际化战略落地、推动海外业务发展及提升综合竞争力的关键举措。根据招股书披露，本次募集资金将主要投向以下四大核心方向：

**（1）研发创新与产品迭代。**持续完善全球研发体系，落地巴黎新研发中心，补强欧洲抗衰研究、活性成分创新及功效转化能力；扩充海内外高端研发人才，深化产学研医协同合作，布局线粒体抗衰、皮肤科学等前沿领域；同时推进多品类产品迭代，拓展男士护肤、身体护理、香氛等新品类，并落地 AI 数字化研发体系，提升新品研发效率与精准度，持续夯实技术壁垒。

下载日志已记录，仅供内部参考



**（2）品牌建设与全渠道拓展。**持续加码品牌营销推广，通过平台内容种草、达人合作、IP 联名、线下品牌活动等多元方式提升品牌影响力与用户心智；深化新零售、OTC 等国内渠道布局，升级线下专柜与品牌体验店；同步推进海外市场建设，搭建海外传播体系与本地化销售网络，助力品牌全球化扩张。

**（3）智能制造与数字化运营升级。**推进智慧工厂与仓储体系升级，扩充智能生产、质量检测设备，提升多品类自主生产能力与品控水平，实现降本增效；全面落地供应链、仓储、运营数字化系统，打通全业务数据链路，搭建智能化运营与物流体系，提升集团整体精细化管理效率，支撑多品牌规模化发展。

**（4）产业投资并购与战略合作。**围绕美妆产业链开展海内外优质品牌、创新技术、原料供应链相关标的的投资与并购，重点筛选营收规模稳定、合规体系完善的优质企业，补齐品牌矩阵、细分赛道与技术短板，强化多品牌平台化布局，进一步巩固行业龙头地位。

**展望未来，我们看好公司“双十”战略落地，核心原因在于**：（1）组织与人才升级：新任管理层兼具行业积淀与变革锐度，改革意愿强、学习迭代快、执行韧性足，叠加自上而下构建的扁平化、敏捷型组织架构，有望提升公司对多元市场需求的响应效率与创新容错能力；（2）主品牌压舱石效应凸显：主品牌珀莱雅基本盘稳健，持续贡献稳定现金流与利润，其在营销方法论、全渠道运营、大单品开发及供应链等方面已形成具备较强标准化、可复制的能力体系，为新品牌孵化提供坚实底座；（3）多品牌矩阵进入收获期：OR、原色波塔、惊时等子品牌已迈入高增长通道，近期增持花知晓进一步强化全球化布局抓手，有望成为国际化战略关键支点；中长期看，“自主孵化+精准并购”双轮驱动模式有望持续为集团注入增长动能；（4）资本赋能提速：公司正积极推进港股上市进程，有望借力资本市场优化治理结构、拓宽融资渠道，为长期发展打开向上空间。

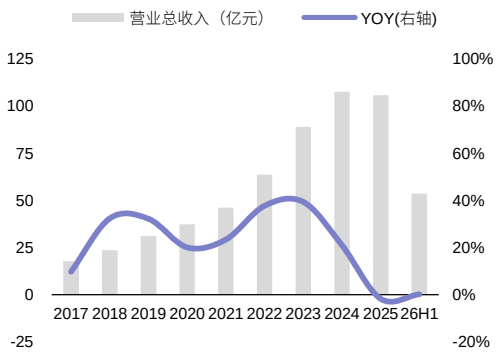
### （二）财务分析：经营韧性强劲，趋势拐点向上

**强经营韧性支撑公司穿越多个行业周期。**公司管理团队活力充沛，依托快速学习、敏捷调整能力塑造强经营韧性，支撑公司穿越多个行业周期。2017 年以来，公司通过打造大单品、发力线上渠道及构建多品牌矩阵等措施实现营收高速增长，在疫情及后续电商增速放缓的背景下，仍展现出优于行业的穿越周期能力。2017-2024 年，公司收入 CAGR 达 29.3%，2024 年实现收入 107.8 亿元，成为国内首家营收规模突破百亿的美妆企业。利润方面，受益于收入高增、产品结构优化、精细化运营及经营杠杆释放，2017-2024 年公司归母净利润 CAGR 达 33.9%。2025 年，受短期竞争加剧与管理层过渡影响，公司业绩阶段性回调，对应收入/归母净利润同比分别下滑 1.7%/3.5%。26H1，受分步合并花知晓所带来的投资收益影响，公司实现归母净利润 11.7 亿元，同比增长 46.3%，扣非归母净利润 6.6 亿元，同比下滑 13.8%。

下载日志已记录，仅供内部参考

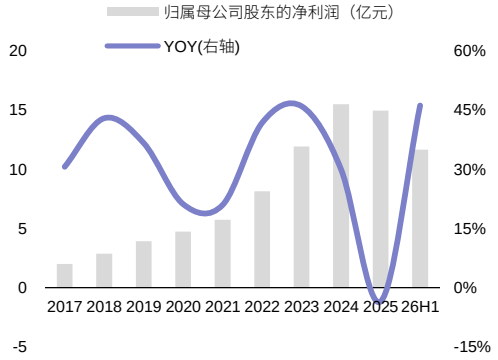


图 4：珀莱雅营收及增速




数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

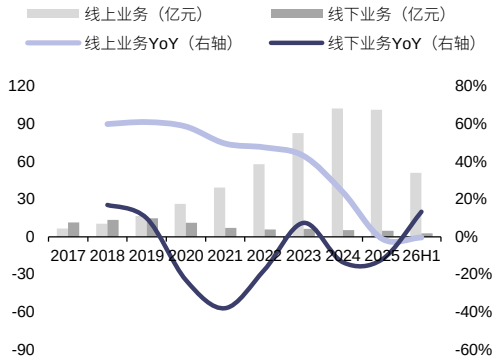
图 5：珀莱雅归母净利润及增速




数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

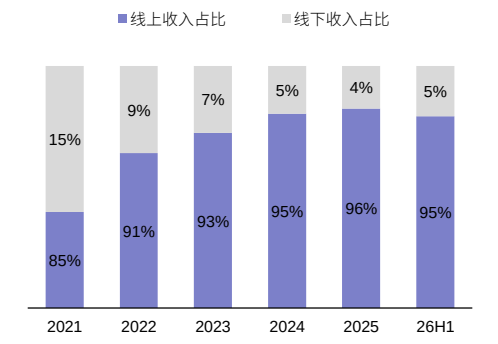
**线上贡献核心营收 95%+，子品牌加速构建第二增长曲线。**分渠道来看，近年来公司线上化水平持续提升，2017-2025 年线上收入由 6.4 亿元增至 101.2 亿元，CAGR 达 41.1%，增速显著高于线下，线上收入占比亦由 36%增至 95.6%。分品牌来看，主品牌珀莱雅贡献核心营收，但营收占比近年持续下降，我们认为主因公司持续发力多品牌建设，借助集团卓越的品牌孵化、渠道管理及产品打造能力，赋能多个子品牌茁壮成长。当前，除主品牌珀莱雅与彩棠外，OR、原色波塔、惊时等子品牌均已步入高增通道；叠加近期公司成功收购强势品牌花知晓，进一步丰富多元矩阵，预计后续子品牌作为第二增长曲线的营收占比将持续提升。

图 6：珀莱雅分渠道营收



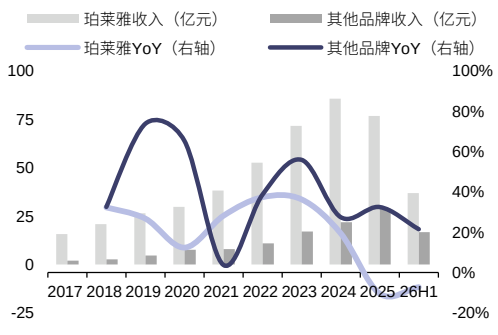

数据来源：公司财报、iFind、广发证券发展研究中心

图 7：珀莱雅分渠道收入占比



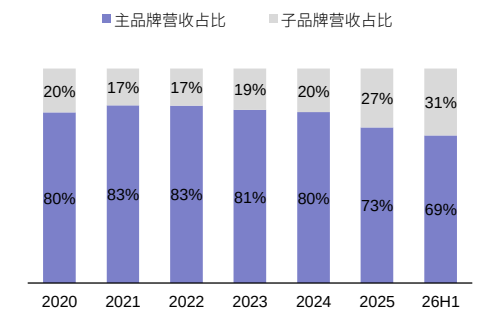

数据来源：公司财报、iFind、广发证券发展研究中心

图 8：珀莱雅分品牌营收




数据来源：公司财报，iFind，广发证券发展研究中心

图 9：珀莱雅分品牌收入占比



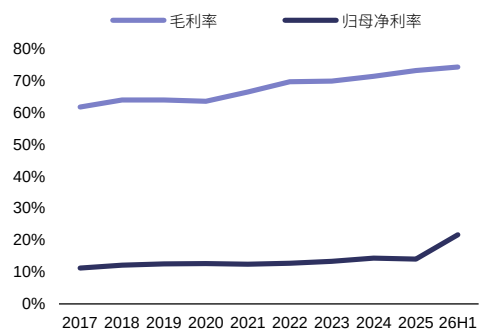

数据来源：公司财报，iFind，广发证券发展研究中心

下载日志已记录，仅供内部参考



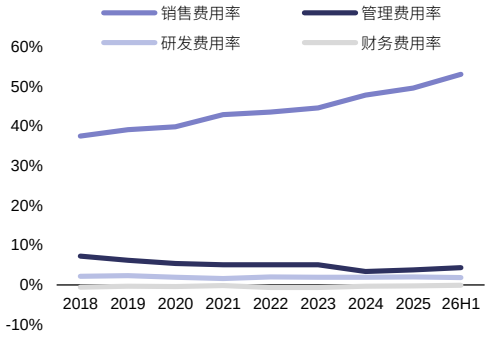
**盈利能力持续提升，销售费率受品牌孵化影响有所提升。**公司持续通过降本增效与产品结构优化增强盈利质量，对应毛利率从 2017 年 61.7%提升至 26H1 的 74.3%，归母净利率从 2017 年 11.3%提升至 26H1 的 21.7%（含花知晓并购一次性投资收益），扣非归母净利率由 2017 年的 10.4%增至 26H1 的 12.4%。费用率方面，规模效应叠加降本增效助力下，管理费率持续优化，由 2018 年的 7.3%下降 2.9pct 至 26H1 的 4.4%；销售费率近年来有所提升，由 2018 年的 37.5%增至 26H1 的 53.1%，主因美妆行业产品更新迭代快，且新品牌孵化前期需大量营销投放及内容露出，预计随着品牌知名度提升并逐步进入成熟期，ROI 持续改善有望驱动销售费率不断优化；研发费用率近年来相对稳定，基本保持在 2%左右。

**图 10：公司毛利率、归母净利率**




数据来源：公司财报，iFind，广发证券发展研究中心

**图 11：公司各项费用率**




数据来源：公司财报，iFind，广发证券发展研究中心

## 二、成长驱动一：主品牌大单品迭代+多品类拓展+渠道优化延续生命力

### （一）产品端：大单品战略持续迭代，品类拓展贡献营收增量

**早期主售传统套组产品，辅以爆品策略拉动短期增长。**2018 年及之前，珀莱雅以售卖传统套系产品为主，产品主打“海洋护肤”理念，先后推出“早晚水漾”、“肌密”、“深海致臻”、“水漾芯肌”等系列。2019 年，公司成功打造爆品“黑海盐泡泡面膜”，以“皮肤越脏，泡沫越多”的可视化卖点切入市场，联合李佳琦等头部 KOL 及海量 KOC 进行密集种草，并通过天猫旗舰店、抖音等电商平台联动销售，取得天猫旗舰店月销超 100 万盒、登顶抖音美容护肤榜榜首的优异成绩。

下载日志已记录，仅供内部参考



**表 1：珀莱雅 19 年及以前主要产品**

| 产品/系列名称 | 发布时间 | 图片 | 功效 |
|---|---|---|---|
| 靓白肌密系列 | 2009.12 |  | 采用五大海洋精华成分，达到嫩肤、透亮、白净肤色的效果 |
| 早晚水漾系列 | 2014.7 |  | 晨醒水：抵御粉尘、紫外线、干燥，日间锁水防护，改善出油暗沉；夜养水：修护日间损伤，加速细胞新生，舒缓干燥细纹 |
| 深海致臻·蕴活新肌系列 | 2015.7 |  | 促进细胞新生，帮助调节皮肤新陈代谢，深度保湿和滋养效果 |
| 水漾芯肌系列 | 2016.8 |  | 包含多种海洋高保湿精萃，帮助肌肤强化保湿屏障，增强锁水功效 |
| 黑海盐泡泡SPA面膜 | 2018 |  | 减少油光、浮尘、老废角质；清洁同步保湿提亮，收缩毛孔 |

数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

**从短期流量爆品升级为长青大单品，蓄力长期成长性。**我们认为，爆品策略取得成功，主因“起泡泡”的新奇体验与深度清洁功效，但由于研发壁垒低、可复制性强等问题，未能建立起垂类心智，在被同业模仿后热度下滑较快。同时，随着消费群体圈层化、个性化需求凸显，单一爆品难以覆盖多元细分市场；缺乏品类组合又易导致资源分散、利润空间受限。为此，公司转向探索生命周期更长的大单品，逐步构建起主品牌珀莱雅稳定高速增长的基石，不断突破品牌成长天花板。

**横向看产品线，四大系列占比近 9 成，功效、客群、价格带区分清晰。**据久谦数据，截至 2025 年底，红宝石、双抗、源力、能量四大核心系列在天猫、抖音、京东三大平台 GMV 合计占比达 87.6%。分系列看，产品矩阵功效定位、客群分层与价格梯度清晰，形成完整护肤闭环。红宝石系列均价 300-400 元，以自研双 A 双肽为核心主打紧致抗皱，2025 年 GMV 占比 44.6%，为品牌王牌产品线；双抗系列均价 200-300 元，依托独家 Nox-Age 专利复配麦角硫因等成分聚焦抗氧抗糖，GMV 占比 21.2%，其与红宝石系列协同打造的“早 C 晚 A”组合，已建立较为深厚的市场心智；源力系列均价 200-300 元，专注屏障修护、退红维稳的修护赛道，GMV 占比 10.9%；能量系列作为高端产品线，均价 500-600 元，聚焦细胞级修护抗老，GMV 占比 4.3%。

下载日志已记录，仅供内部参考



表 2：珀莱雅分产品线 GMV 占比

| 产品线 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 |
|---|---|---|---|---|
| 红宝石 | 23.4% | 34.3% | 42.4% | 44.6% |
| 双抗 | 27.4% | 28.8% | 24.9% | 21.2% |
| 早C晚A组合 | 14.5% | 12.6% | 10.9% | 6.7% |
| 早C晚A相关合计 | 65.2% | 75.7% | 78.3% | 72.5% |
| 源力 | 9.4% | 9.6% | 9.9% | 10.9% |
| 能量 | 0.0% | 0.9% | 2.7% | 4.3% |
| 紧致肌密 | 10.3% | 6.0% | 2.8% | 2.7% |
| 水动力 | 2.2% | 2.2% | 2.3% | 2.0% |
| 其他 | 12.9% | 5.5% | 4.0% | 7.7% |
| 合计 | 100.0% | 100.0% | 100.0% | 100.0% |

数据来源：久谦数据，广发证券发展研究中心

表 3：珀莱雅分产品线均价一览（元）

| 产品线 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 |
|---|---|---|---|---|
| 红宝石 | 328 | 319 | 397 | 403 |
| 双抗 | 279 | 245 | 272 | 276 |
| 早C晚A组合 | 568 | 519 | 541 | 551 |
| 源力 | 246 | 264 | 268 | 287 |
| 能量 | - | 600 | 547 | 619 |
| 紧致肌密 | 286 | 279 | 287 | 319 |
| 水动力 | 121 | 147 | 175 | 148 |
| 其他 | 109 | 91 | 143 | 192 |
| 合计 | 247 | 261 | 321 | 326 |

数据来源：久谦数据，广发证券发展研究中心

表 4：珀莱雅核心系列梳理

| 系列 | | 红宝石 | 双抗 | 源力 | 能量 | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | | | 能量 | 能量蕴白 |
| 定位 | | 抗皱、淡纹、紧致 | 抗糖抗氧、提亮美白 | 屏障修复 | 高端抗衰 | |
| 价格带 | | 250-400元 | 200-350元 | 200-400元 | 400-800元 | |
| 单品 | 精华 | 红宝石精华3.0<br>红宝石微珠精华<br>红宝石次抛 | 双抗精华特证版<br>双抗双仓次抛 | 源力精华3.0<br>源力速修次抛<br>源力MED特修水光次抛 | 能量精华2.0 | 蕴白精华 |
| | 面霜 | 红宝石面霜4.0 | 双抗面霜特证版 | 面霜：源力面霜2.0 | 能量面霜2.0 | 蕴白精粹霜 |
| | 面膜 | 红宝石面膜3.0 | 双抗面膜特证版 | 源力面膜2.0<br>源力冻干面膜 | 能量面膜 | - |
| | 爽肤水 | 红宝石水2.0 | 双抗水特证版 | 爽肤水：源力水 | 能量精粹水2.0 | 蕴白精粹水 |
| | 眼霜 | 红宝石眼霜2.0 | 双抗眼霜3.0 | - | 能量眼霜2.0 | 蕴白眼霜 |
| | 乳液 | 红宝石乳2.0 | 双抗乳特证版 | 源力乳<br>源力MED特修水光喷 | 能量精粹乳2.0 | 蕴白精粹乳 |

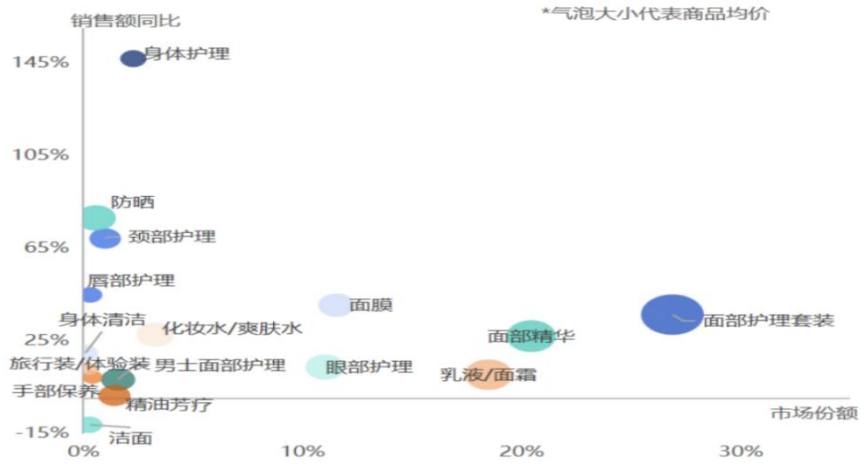
数据来源：珀莱雅天猫旗舰店，广发证券发展研究中心

下载日志已记录，仅供内部参考



**纵向看产品线，从精华扩展至其他品类，实现功效护肤全场景覆盖。**根据魔镜洞察，2025 年中国美妆护肤线上市场规模达 4541.8 亿元，同比增长 9.7%。其中抗衰抗皱市场规模达 1298.3 亿元，同比增长 26.3%，增速领跑护肤各功效，占美妆护肤大盘约 28.6%。分品类来看，面部抗老产品占主导地位，其中面部护理套装、面部精华及乳液/面霜在销售额占比与均价水平上显著优于其他品类。主品牌珀莱雅红宝石、能量系列精准卡位抗衰抗皱赛道，以相对高销售额、高均价的面部精华为起点打造大单品，并已实现对前述头部品类的全覆盖，未来有望持续受益于抗衰市场扩容。

**图 12：2025 年抗衰抗皱市场各品类销售额及增速**




数据来源：魔镜洞察，广发证券发展研究中心

**精华类大单品性价比突出，功效方面媲美国际大牌。**2020 年，伴随红宝石、双抗精华上市，公司率先在国内提出“早 C 晚 A”科学护肤理念，凭借新颖话题度与对年轻群体焕亮抗衰复合需求的精准契合，快速实现声量破圈并建立牢固市场心智。产品力层面，两款精华皆搭载品牌自研技术，且据美丽修行 APP，其在抗氧化、保湿、美白等核心功效维度媲美同类国际大牌。同时，依托本土供应链、渠道运营、品牌定位及税收等方面的综合成本优势，具备较高的产品性价比。

**表 5：维 C 类精华产品横向对比**

| 维C类精华对比 | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 品牌 | 珀莱雅 | 修丽可 | 欧邦琪 | 仙丽施 | 娇韵诗 | 科颜氏 |
| 产品名称 | 双抗焕白净亮精华 | 维生素CE复合焕颜精华 | VC臻亮精华 | 高效金瓶VC精华 | 焕白VC安瓶精华 | 安白瓶淡斑精华 |
| 产品展示 |  |  |  |  |  |  |
| 核心功效 | 美白、抗皱、保湿 | 抗皱、保湿 | 美白、抗皱 | 抗氧焕亮、紧致淡纹 | 祛斑美白、保湿 | 祛斑美白 |
| 核心成分 | NOX-AGE、EUK-134、麦角硫因、虾青素、脱羧肌肽、烟酰胺、生育酚（维E） | 抗坏血酸（维C）<br>生育酚（维E）<br>阿魏酸 | 抗坏血酸（维C） | 抗坏血酸（维C）<br>乙酰酪氨酸<br>硫酸锌 | 原型VC+VC衍生物<br>桃金娘<br>皱波角叉菜 | 透明VC<br>生育酚（维E）<br>玻色因 |
| 成分功效 | 抗氧化：13种<br>保湿：11种<br>祛斑美白：8种<br>皮肤调理：2种<br>去角质：1种 | 保湿：3种<br>祛斑美白：2种<br>抗氧化：1种 | 保湿：1种<br>抗氧化：1种 | 抗氧化：3种<br>保湿：1种<br>抗衰：1种<br>皮肤调理：1种 | 保湿：5种<br>祛斑美白：2种<br>抗氧化：2种<br>皮肤调理：1种 | 保湿：6种<br>抗氧化：5种<br>舒缓：2种<br>去角质：1种<br>控油：1种<br>抗衰：1种 |
| 核心技术 | 全新双抗净白科技：突破再发现2大核心靶点Nrf2+GLO-1，内外双驱动，超速清氧糖 | 左旋维C满足杜克黄金参数，优效透皮吸收；维C+维E+阿魏酸复合配方拥有8倍抗氧力 | 拥有3项稳定性技术、2项温和性技术、2项透皮技术专利；精简配方，敏肌友好 | 水解离子技术：无油配方，水质地，清爽易渗透 | 双舱锁鲜，即用即混；复配桃金娘精萃和针叶樱桃籽，提升细胞抓氧力 | 透明VC渗透率高、稳定温和，抑制酪氨酸酶活性；玻色因强化真表皮连接，增加胶原蛋白 |
| 产品价格 | 282元/30ml | 1720元/30ml | 838元/30ml | 1459元/30ml | 990元/32ml | 595元/30ml |

数据来源：美丽修行 app，广发证券发展研究中心

下载日志已记录，仅供内部参考



表 6：A 醇类精华产品横向对比

| A醇类精华对比 | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 品牌 | 珀莱雅 | 伊丽莎白雅顿 | 露得清 | 倩碧 | MURAD | 科颜氏 |
| 产品名称 | 红宝石精华 | 时空焕活淡纹紧致胶囊精华 | 维A醇抗皱修护赋活精华 | 肽A紫光瓶淡纹精华 | 视黄醇青春焕颜弹嫩精华 | A醇精华 |
| 产品展示 |  |  |  |  |  |  |
| 核心功效 | 抗皱 | 抗皱、紧致、保湿 | 抗皱、紧致、淡纹 | 抗皱、紧致、修护 | 抗皱、紧致、保湿 | 抗皱 |
| 核心成分 | 环肽-161、视黄醇、羟基频哪酮视黄酸酯、水飞蓟素、乙酰壳糖胺、D-泛醇、积雪草 | 视黄醇、羟基频哪酮视黄酸酯、信号肽、弹力肽、神经酰胺NP、红没药醇 | 视黄醇、肌肽、卵磷脂、酵母提取物、马齿苋 | 羟基频哪酮视黄酸酯、类肉毒肽、信号肽、咖啡因 | 羟基频哪酮视黄酸酯、视黄醇、小球藻、视黄醇亚油酸酯、胶原因子、四重玻尿酸 | 视黄醇、烟酰胺、弹力多肽、4-叔丁基环己醇、神经酰胺 |
| 成分功效 | 抗氧化：15种<br>保湿：13种<br>抗衰：5种<br>舒缓：4种<br>抗糖化：1种<br>皮肤调理：1种<br>修护：1种 | 保湿：6种<br>抗氧化：5种<br>抗衰：2种<br>舒缓：1种<br>去角质：1种<br>皮肤调理：1种<br>修护：1种 | 保湿：9种<br>抗氧化：6种<br>舒缓：2种<br>抗衰：2种<br>皮肤调理：1种<br>修护：1种 | 保湿：11种<br>抗氧化：9种<br>皮肤调理：2种<br>修护：2种<br>抗衰：1种<br>抗糖化：1种 | 保湿：20种<br>抗氧化：9种<br>抗衰：3种<br>摩擦剂：1种 | 保湿：7种<br>抗氧化：4种<br>抗衰：3种<br>舒缓：2种<br>修护：2种<br>抗糖化：1种 |
| 核心技术 | 胶原自启科技：双A双肽，双机制激活TGF-β | 超A醇+真A醇双A组合锁活胶原泵；独立胶囊保鲜 | 微囊包裹技术：亲肤卵磷脂，A醇更快渗透 | 黄金肽三角卓效淡纹，分层抗老 | 超升抗老科技：四重维A+胶原因子，7天改善5区纹路 | 配方稳定技术+全真空气囊包装，高度活性锁鲜 |
| 产品价格 | 329元/30ml | 790元/28ml | 389元/30ml | 580元/30ml | 868元/30ml | 890/50ml |

数据来源：美丽修行 app，广发证券发展研究中心

**核心系列持续迭代，创新科技延续产品生命周期。**依托集团深厚的研发积淀，主品牌珀莱雅持续推进核心产品矩阵的优化升级，在维持原有价格带稳定的前提下，实现产品功效、肤感与安全性的全面提升。

**红宝石系列：锚定王牌胜肽成分持续升级，下半年迎来重大更新。**胜肽作为抗衰领域关键活性物，兼具抑制动态纹、促胶原再生与屏障修护多重功效，是红宝石系列历次升级的重要抓手。以 2026 年 8 月推出的红宝石面霜 4.0 为例，其配方从 3.0 版本的双环肽+5 胜肽进阶为首创双环肽 Pro+2 大紧塑肽，并新增燕窝酸与院线级双蛋白，构建起 754 百肽矩阵。同时，产品促渗技术由液晶渗透升级为超渗导入技术，实现 4h 直达真皮的优异功效。作为红宝石系列的核心大单品，红宝石面霜 4.0 有望为下半年及双十一大促注入强势增长动能。

下载日志已记录，仅供内部参考



**表 7：红宝石系列迭代时间线梳理**

| 名称 | 上市时间 | 定价（元/规格） | 核心成分 | 迭代情况 |
|---|---|---|---|---|
| 面霜1.0 | 2020 | - | 五重胜肽（四重信号肽+六胜肽-1） | - |
| 面霜2.0 | 2022.5 | - | 六重胜肽（五重信号肽+六胜肽-1Pro）、山金车花提取物 | -成分升级：信号肽体系由四重升级至五重，六胜肽-1迭代为Pro版本，并添加山金车花提取物以强化深层抗老功效；<br>-肤感升级：同步推出滋润版与轻薄版 |
| 面霜3.0 | 2023.10 | 340/50g | 环肽-161、亚麻籽环肽、5重信号肽、重组III型胶原蛋白、水飞蓟素 | -成分升级：六重胜肽升级为创新双环肽+五重胜肽，新增胶原锚点助推科技；<br>-包装升级：添加替换芯设计，采用氮充储存工艺，加强肌肤内外轮廓紧塑功效<br>-肤感升级：推出轻盈霜、轻润霜、滋润霜三种质地 |
| 面霜4.0 | 2026.8 | 340/50g | 双环肽Pro+2大紧塑肽，新增燕窝酸与院线级双蛋白，构建754百肽矩阵 | -成分升级：首创双环肽Pro+2大紧塑肽，新增燕窝酸与院线级双蛋白，构建754百肽矩阵；<br>-功效升级：实现皮骨双修，7天紧塑，2周饱满淡纹；<br>-技术升级：由液晶渗透技术升级为超渗导入技术，4h直达真皮；<br>-质地升级：新增量肤定制科技&成分； |
| 精华1.0 | 2020.2 | - | 六胜肽-8、超分子维A醇、37种舒缓功效成份 | - |
| 精华2.0 | 2021.5 | - | 六胜肽-1、超分子维A醇、维A醇Booster、SEPILFT DPHP、蛋白聚糖、透明质酸、天然海藻糖 | -成分升级：20%进阶双效六胜肽溶液，针对动态纹；超分子维A醇+booster，针对静态纹<br>-包装升级：推出AirFree真空包装，隔绝污染<br>-肤感升级：透明质酸+海藻糖解决产品拔干问题 |
| 精华3.0 | 2024.4 | 329/30ml | 环肽-161、创新双肽、超分子维A醇、HPR、水飞蓟素 | -成分升级：六胜肽升级为环肽+双肽，单一A醇加入HPR，协同水飞蓟素促进胶原再生<br>-包装升级：推出可替换真空内芯<br>-肤感升级：推出低脂乳化配方+8种修护成分 |
| 眼霜1.0 | 2021.7 | - | 六胜肽-1、超分子维A醇、Eyeliss、Pinoxide | - |
| 眼霜2.0 | 2023.5 | 364/20g | 六重胜肽（六肽1-PRO+4D紧致肽）、专研眼周维A醇、维A醇Booster | -成分升级：升级为眼部专研六重胜肽和维A醇<br>-质地升级：调整产品比例，新版更加滋润 |
| 水乳1.0 | 2020 | - | 水：五重胜肽、4D玻尿酸<br>乳：五重胜态、肌肽 | - |
| 水乳2.0 | 2023.4 | 504/120ml水+120ml乳 | 水：六重胜肽、甘油前糖苷、透明质酸钠、聚谷氨酸钠<br>乳：六重胜肽、九肽-1、泛醇、麦角硫因 | -成分升级：将五重胜肽升级为六重胜肽（水+乳）；新增泛醇+九肽等保湿成分（乳）<br>-质地升级：质地更加轻盈易吸收和轻薄（水+乳）； |
| 面膜1.0 | 2020.8 | - | 六重胜肽、超分子维A醇 | - |
| 面膜2.0 | 2023.1 | - | 六重胜肽（四重信号肽+六胜肽-1+玻尿酸胜肽）、莳萝提取物、红茶发酵物 | -成分升级：添加六重胜肽+双重精粹(莳萝提取物、红茶发酵物);<br>-体验升级：升级为先涂精华后敷面膜 |
| 面膜3.0 | 2025.9 | 316/10片 | 环肽-161、亚麻籽环肽、5重胜肽、类微电流肽 | -成分升级：添加独家双环肽+复配五重胜肽<br>-功效升级：创新类微电流肽，主要为收紧胶原蛋白<br>-体验升级：使用专利蛋白绒膜布+全新乳霜质地 |
| 次抛 | 2025.10 | 458/30支 | 无花果蛋白酶萃、活性SOD酶、复配类微电流肽、双环肽、双重胶原肽、依克多因、蜀葵花提取物、白薇花提取物 | - |
| 微珠精华 | 2026.2 | 352/30ml | 150kDA小分子99%浓度院线级PDRN、亚麻籽环肽、环肽-161、透明质酸钠、海茴香、灵芝孢子油、黄金海棠果籽油 | - |

数据来源：珀莱雅天猫旗舰店，珀莱雅苏宁旗舰店，珀莱雅官方微信公众号，美丽修行 APP，广发证券发展研究中心

**双抗系列：立足抗糖抗氧核心优势，功效矩阵拓至美白赛道。**2025 年 4 月，双抗精华从 3.0 迭代至 4.0 美白特证版，打破以往去黄提亮或单点抗老的功效边界，将抗初老与美白深度融合。产品搭载品牌全新双抗净白科技，创新应用 Nrf2（净氧因子）与 Glo-1（净糖因子）双靶点机制，精准调控 ROS 与 AGEs 两大氧化糖化元凶，叠加传统抗氧抗糖成分矩阵的进阶革新，构建“外抗氧糖、内启自净”的综合功效体系。据珀莱雅天猫旗舰店，4.0 美白特证版较 3.0 版本抗氧力提升 24.24%、抗糖力提升 68.79%。

下载日志已记录，仅供内部参考



**表 8：双抗系列迭代时间线梳理**

| 名称 | 上市时间 | 定价（元/规格） | 核心成分 | 迭代情况 |
|---|---|---|---|---|
| 精华1.0 | 2020.04 | - | 虾青素、麦角硫因、HEPES、肌肽 、Collrepair、水解红藻提取物 | - |
| 精华2.0 | 2021.04 | - | 虾青素、麦角硫因、LIPOCHROMAN-6、EUK-134 、脱羧肌肽、Collrepair、依克多因、海星枝管藻、油橄榄液提取物、CELLDETOX2 | -成分升级：抗糖将肌肽升级为脱羧肌肽、抗氧额外添加LIPOCHROMAN-6、EUK-134<br>-质地升级：减少黏腻肤感，升级为轻盈质地<br>-包装升级：由塑料更换为铝材料 |
| 精华3.0 | 2023.04 | - | 虾青素、麦角硫因、LIPOCHROMAN-6、EUK-134 、脱羧肌肽 、Collrepair、合欢树皮提取物、Nox Age | -成分升级：首发 NOX-AGE，氧糖内自净科技正式落地<br>-包装升级：为减少碳排放推出替换芯<br>-质地升级：升级为水感质地，适配更多肤质 |
| 精华4.0（美白特证版） | 2025.04 | 282/30ml | 虾青素、麦角硫因、LIPOCHROMAN-6、EUK-134 、Nox Age、生育酚葡糖苷、脱羧肌肽 、Collrepair 、合欢树皮提取物、传明酸、烟酰胺 | -成分升级：采用首个医护级抗疲态模型，获得药监局美白证，拓宽先前抗糖抗氧边界<br>-科技升级：首发Nrf2+GLO-1 双靶点体系激活针对抗氧抗糖不同链路 |
| 面膜1.0 | 2020.10 | - | 虾青素、泛醇、肌肽、麦角硫因、烟酰胺 | - |
| 面膜2.0 | 2023.03 | - | 麦角硫因、EUK-134囊泡、硫代牛磺酸、LIPOCHROMAN-6、脱羧肌肽、柑橘果提取物、油橄榄叶提取物 | -成分升级：添加舒缓成分改善泛红，提高耐受<br>-体验升级：膜布升级，添加舒缓成分优化使用感 |
| 面膜3.0（美白特证版） | 2025.04 | 265/10片 | Nox-AGE、柚皮苷、脱羧肌肽、麦角硫因 MAX、虾青素、传明酸、烟酰胺、超分子油橄榄、悦肤宁 、神经酰胺、泛醇 | -功效升级：先前版本主要针对抗糖抗氧，现加入美白、褪红修护、锁水补水等功能<br>-科技升级：首发Nrf2+GLO-1 双靶点体系激活针对抗氧抗糖不同链路<br>-成分升级：加入独家专利成分Nox-Age；传明酸、烟酰胺等美白成分<br>-体验升级：使用专利羽感膜布 |
| 眼霜1.0 | 2020.06 | - | Meiview芽孢杆菌、Rovisome复合咖啡因、麦角硫因、虾青素、肌肽、Collepair | - |
| 眼霜2.0 | 2022.04 | - | Meiview芽孢杆菌、Rovisome复合咖啡因、麦角硫因、虾青素、肌肽、Collepair、NOX-AGE、齿叶乳香脂质体 | -成分升级：加入独家专利成分Nox Age、齿叶乳香脂质体更高效解决黑眼圈问题<br>-质地升级：优化肤感减少刺激性成分<br>-包装升级：全铝材质外壳 |
| 眼霜3.0 | 2025.09 | 305/20ml | Nox-Age、脱羧肌肽、麦角硫因、微囊咖啡因、甘薯根精粹、黑洛西、类肉毒肽、类蛇毒肽 | -成分升级：加入Nox Age、微循环焕亮因子微囊咖啡因 +、甘薯根精粹 +、黑洛西<br>-功效升级：双淡纹肽体系强化，适用范围更广<br>-科技升级：首发Nrf2+GLO-1 双靶点体系激活针对抗氧抗糖双链路 |
| 水乳1.0 | 2020.11 | - | 水：虾青素、脱羧肌肽、麦角硫因、EUK134、薰衣草花提取物、尿囊素<br>乳：麦角硫因、脱羧肌肽、LIPOCHROMAN-6、烟酰胺、传明酸 | - |
| 水乳2.0 | 2023.08 | - | 水：麦角硫因、HEPES、烟酰胺、脱羧肌肽、依克多因<br>乳：NoxAge、麦角硫因、脱羧肌肽、烟酰胺 | -成分升级：加入升级为独家专利成分NoxAge，加入烟酰胺 |
| 水乳3.0（特证版） | 2025.04 | 386/水160ml+乳120ml | 水：Nox Age、麦角硫因、脱羧肌肽 、烟酰胺、HEPES、甘油葡萄苷<br>乳：Nox Age、麦角硫因、脱羧肌肽 、烟酰胺、传明酸、HEPES、甘油葡萄苷、尿囊素、红没药醇、白池花籽油 | -成分升级：双抗矩阵之外添加美白成分传明酸等经典美白成分，适合更多肤质和肌肤问题<br>-产品升级：升级为美白特证版，美白祛斑功效获更权威认证 |
| 面霜（特证版） | 2025.04 | 235/50g | Nox Age、麦角硫因、脱羧肌肽 、烟酰胺、二葡糖基棓酸、类神经酰胺 | - |

数据来源：珀莱雅天猫旗舰店，珀莱雅苏宁旗舰店，珀莱雅官方微信公众号，美丽修行 APP，广发证券发展研究中心

**源力系列：专研基底膜修护，新增 MED 线拓展医美术后市场。**针对日常敏肌人群，2024 年 8 月升级的源力精华 3.0 新增专研重组 XVII 型胶原蛋白，复配白柳树皮、番茄果、穿心莲等植物褪红素组合，具有 15 分钟即刻褪红、14 天肌肤充盈饱满的实证功效。2026 年 3 月，品牌进一步拓展医美修护边界，推出源力科研修护系列（MED 线），以科研共创与妆械双轨为基石，布局次抛、水光喷、面膜、软膏、敷料等新品类，覆盖特修、特皮、创面等专业修护场景，满足医美人群围术期全周期护理需求。

下载日志已记录，仅供内部参考



表 9：源力系列迭代时间线梳理

| 名称 | 上市时间 | 定价（元/规格） | 核心成分 | 迭代情况 |
|---|---|---|---|---|
| 精华1.0 | 2021.02 | - | BMs-TECH肌源修护科技（Seadermium芽孢杆菌发酵产物、拳参根提取物）、二裂酵母、海茴香原生细胞、神经酰胺、红没药醇 | - |
| 精华2.0 | 2022.09 | - | BMs-TechPro肌源锁扣科技（芽孢杆菌发酵产物、拳参根提取物、六肽-9）、ProECM、3重神经酰胺脂质体、异槲皮素、L19乳酸菌酵素、乳清蛋白 | -科技升级：BMs-Tech升级为BMs-TechPro肌源锁扣科技<br>-成分升级：添加独家成分ProECM<br>-质地升级：复配后神经酰胺稳定性提升，修护力更强、质地更轻薄 |
| 精华3.0 | 2024.08 | 30ml/305 | 独家XVII型重组胶原蛋白、ProECM、消退素、羟脯氨酸衍生物、超长链神经酰胺AC60、番茄果提取物、白柳树皮提取物 | -成分升级：新增重组胶原蛋白等多个植物提取物，多维度加强修护效果<br>-功效升级；新增褪红思路，添加抗皱级修护技术<br>-肤感升级：质地更轻薄，易吸收 |
| 面霜 | 2022.01 | - | ProECM、乳清蛋白、芯源修护科技NOVECM、3重神经酰胺脂质体、BMs-Tech肌源修护筑稳科技、油橄榄提取物、德敏舒、悦肤宁、牛油果树果脂、川谷籽油 | - |
| 面霜2.0 | 2024.02 | 282/50g | ProECM、独家XVII型重组胶原蛋白、超长链神经酰胺AC60、卡瓦胡椒精粹、神经二肽、豌豆多肽、ProECM | -成分升级：添加独家XVII型重组胶原蛋白，能够促生多重胶原蛋白<br>-技术升级：搭载双重跨领域筛选技术，直补胶原蛋白，横跨表皮层、真皮层、基底膜<br>-质地升级：新增适应不同肤质的多个版本 |
| 面膜 | 2022.06 | - | 神经舒缓肽、鼠李糖舒缓剂、悦肤宁、SymrebootL19 | - |
| 面膜2.0 | 2023.07 | 265/10片 | 南五味子提取物、重组纤连蛋白、GPI舒缓成分、神经酰胺 | -体验升级：升级为一涂二敷+凉感膜布；<br>-成分升级：添加独家重组纤连蛋白，修护维度从表皮层延伸至真皮基层，复配2重舒缓成分解决泛红干燥问题 |
| 水乳 | 2025 | 422/120ml水<br>120ml乳 | 水：重组XVII型胶原、律修素、神经二肽、β-葡聚糖、尿囊素<br>乳：重组XVII型胶原、律修素、神经二肽、超长链神经酰胺AC60、麦冬多糖、乳木果油+燕麦仁油、β-葡聚糖、尿囊素 | - |
| 次抛（MED-妆字号） | 2026.03 | 435/30支 | 修护PDRN（三文鱼来源）、舒缓PDRN（植萃来源）、超能净红素、重组XVII型胶原、重组Ⅳ型盾护胶原、超长链神经酰胺AC60 | MED系列妆字号产品线，以PDRN为核心，适合光电项目后修红舒敏 |
| 水光喷（MED-妆字号） | 2026.01 | 223/50g | 修护PDRN（三文鱼来源）、舒缓PDRN（植萃来源）、重组Ⅳ型胶原、超长链神经酰胺AC60、白柳树皮+番茄果提取物、杜仲树皮、龙胆精萃 | |
| 面膜（MED-械字号） | 2026.03 | 229/5片 | 专利重组XVII型胶原蛋白、透明质酸钠、黄原胶、甘油 | MED系列械字号产品线，以重组胶原蛋白为核心覆盖术后创面护理需求，配方和研发生产全流程符合医疗器械管理规范 |
| 软膏（MED-械字号） | 2026.03 | 230/50g | 重组胶原蛋白（毕赤酵母发酵来源）、甘油三酯、丁二醇、己二醇、卡波姆、二甲基硅油、甘油 | |
| 次抛（MED-械字号） | 2026.03 | 389/30支 | 专利重组XVII型胶原、专利重组III型胶原、透明质酸钠、戊二醇、苯氧乙醇、磷酸盐缓冲液 | |
| 胶原蛋白喷雾（MED-械字号） | 2026.04 | 220/100ml | 专利重组XVII型胶原蛋白、甘油、戊二醇、苯氧乙醇、磷酸盐缓冲液 | |

数据来源：珀莱雅天猫旗舰店，珀莱雅官方微信公众号，美丽修行 APP，广发证券发展研究中心

**能量系列：聚焦高效抗老需求，新增蕴白系列拓宽高端美白产品线。**2025 年 9 月，能量系列迭代至 2.0 版本，涵盖水、乳、面霜、眼霜四大核心品类，配方从 1.0 单一 Cellergy 升级为 Cellergy pro，并添加珍贵紫檀木精粹，实现 14 天紧塑充盈、润养嘭弹水光的实证功效，同时以植萃香气提供情绪价值，强化高端护肤体验。同年推出的能量蕴白系列，以细胞级美白抗皱为核心卖点，搭载浙大博导共研专利成分 RevMelan，高效激活细胞 NNT 及促生 ATP，在原有紧致抗皱基础上新增美白祛斑功效，填补品牌高端美白线空缺。据青眼，蕴白精华为 26 年 618 大促的爆款系列，李佳琦直播间首日开播后 5 秒即售罄，销售件数达 3 万，成为当晚首个将预售周期加至 30 天的爆款产品。

下载日志已记录，仅供内部参考



**表 10：能量系列迭代时间线梳理**

| 名称 | 上市时间 | 定价（元/规格） | 核心成分 | 迭代情况 |
|---|---|---|---|---|
| 面霜 | 2023 | - | DPHP、Cellergy（三盐酸亚精胺、红毛丹果皮提取物、麦角硫因、迷迭香叶提取物、欧洲越桔果提取物、凝拟香桃木果） | - |
| 面霜2.0 | 2025.09 | 576/45g | Cellergy PRO复配成分（GeoBiom植物亚精胺、槲皮素、疑拟香桃木果、红毛丹果皮、麦角硫因、迷迭香叶、欧洲越桔果提取物、五羟黄酮复合粉末、紫茉莉提取物、维生素K2、腺苷）、紫檀木精粹、DPHP、岩蔷薇精华、乳清蛋白 | -成分升级：基础Cellergy升级为Cellergy PRO，搭配高浓度紫檀木复配成檀能因；<br>-质地升级：推出适配不同肤质的多个版本，干润版额外添加35%天然油脂 |
| 面膜 | 2024.07 | 424/60g | Cellergy、紫檀精粹、专利轻质榛果油、蔓越莓籽油、VC-IP、姜根提取物+红没药醇 | - |
| 水乳 | 2023 | - | 水：槲皮素、松树提取物、海藻糖、甘草酸二钾、甘油葡糖苷<br>乳：Cellergy、DPHP、角鲨烷、牛油果树果脂、神经酰胺、胆甾醇、乳清蛋白 | - |
| 水乳2.0 | 2025.08 | 857/120ml水+120ml乳 | 水：紫檀木精粹、植物亚精胺、甘草酸二钾、甘油葡糖苷<br>乳：Cellergy Pro复配成分、紫檀木精粹、胆甾醇、2重神经酰胺 | -成分升级：基础Celllergy升级为CELLERGYPRO<br>-体验升级：定制三层木质香，增加使用时愉悦感 |
| 精华油 | 2022.12 | 493/20ml | 替普瑞酮、凝练乳香树脂、千日菊、VC-IP、楔基海带、水飞蓟籽油、大果越桔籽油、霍霍巴籽油、白池花籽油、全缘叶澳洲坚果籽油、燕麦仁油、芝麻籽油、向日葵籽油、深海两节荠籽油、发酵榛果油 | - |
| 精华液 | 2023.12 | 588/30g | Cellergy、紫檀精粹、乳清蛋白、芍药根提取物 | - |
| 眼霜 | 2023 | - | CELLERGY、类肉毒素肽、长心卡帕藻 | - |
| 眼霜2.0 | 2025.09 | 588/20g | CELLERGYPro复配成分、紫檀木精粹、双重信号肽 | -成分升级：基础Cellergy升级为Cellergy PRO<br>-体验升级：定制三层木质调香加强情绪增益 |
| 蕴白精华 | 2025.05 | 658/30ml | RevMelan（紫檀木精粹、VC-IP、北美乔松树皮提取物）、槲皮素、南五味子提取物 | 能量蕴白系列在原有线粒体赋能基础上，新增激活NNT酶通路，以线粒体为载体打通内源美白机制，叠加透白、淡化色斑功效，实现美白淡斑+抗老匿龄双重作用，是能量系列的美白衍生版本。 |
| 蕴白水乳 | 2025.05 | 952/120ml水+120ml乳 | 水：RevMelan、柑橘提取物、光滑果榆绿木提取物、欧蓍草提取物<br>乳：RevMelan、长叶车前提取物、南五味子提取物、光滑果榆绿木提取物、羟脯氨酸、神经酰胺 | |
| 蕴白面霜 | 2025.05 | 646/45g | RevMelan、槲皮素、光滑果榆绿木树皮提取物、南五味子提取物、长叶车前提取物、紫茉莉提取物、神经酰胺 | |
| 蕴白眼霜 | 2025.05 | 623/20g | RevMelan、己基间苯二酚、咖啡因、二葡糖基棓酸、槲皮素、千日菊提取物、泛醇、燕麦β-葡聚糖 | |

数据来源：珀莱雅天猫旗舰店，珀莱雅官方微信公众号，美丽修行 APP，广发证券发展研究中心

**公司积极拓展防晒、男士及底妆品类，打造护肤线外第二增长点。**防晒领域，旗舰款盾护防晒液聚焦户外硬核暴晒场景，截止至 26 年 7 月，以 30 万+销量位居珀莱雅天猫旗舰店防晒类目榜首，超膜银管、粉管、蓝管分别侧重美白、润肤及修护功效，满足通勤跟妆、日常修饰至术后修复等多元场景，配合代言人刘亦菲推广有望成为夏日爆款系列；男士护理方面，2026 年 1 月推出钛银家族系列，涵盖洁面乳、精华、精华乳三大品类，精准对接男士控油、保湿、紧致需求，未来有望依托主品牌科技加持持续拓展功效边界；彩妆方面，现有产品线以气垫、粉饼等底妆为主，2026 年 5 月新品立体 V 气垫添加双抗系列王牌成分 Nox-Age，护肤+底妆的双重功效融合有望成为后续彩妆线拓展方向。

下载日志已记录，仅供内部参考



图 13：珀莱雅积极拓展防晒、男士、彩妆品类，打造护肤外第二增长点

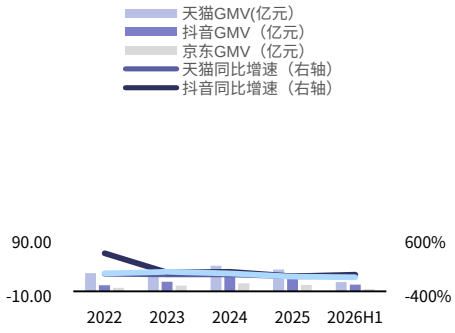



数据来源：珀莱雅天猫旗舰店，广发证券发展研究中心

### （二）渠道端：天猫侧重心智建设，抖音发力增量拓展

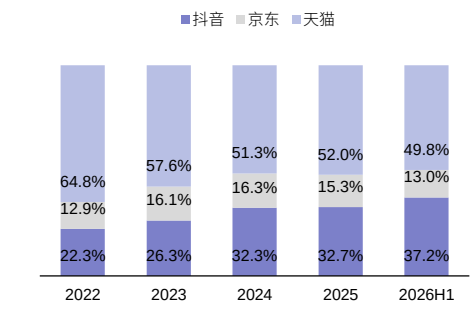
**以线上渠道为核心，打造天猫+抖音双轮驱动格局。**据公司财报，2017 年，公司线上收入占比约 36%，此后通过团队重组、IPO 募资赋力等方式，将线上化转型提升至战略高度，同时积极把握内容电商崛起红利，推动 2019 年线上收入占比首超线下，至 2025 年线上占比已达 96%。分平台来看，天猫聚焦品牌心智建设与会员复购沉淀，抖音则依托内容生态与庞大流量池，承担用户拉新与增量拓展职能。据久谦数据，2022-2025 年，珀莱雅品牌天猫 GMV 由 34.3 亿元增至 40.5 亿元。抖音 GMV 由 11.8 亿元增至 25.5 亿元，CAGR 达 29.3%，26H1 同比增长 14.5%至 13.0 亿元。从结构来看，天猫近年来占比有所下滑，但仍贡献近 5 成 GMV，抖音占比由 22 年的 22.3%增至 26H1 的 37.2%，京东占比基本稳定在 15%左右。

图 14：珀莱雅品牌三大电商 GMV 情况




数据来源：久谦数据，广发证券发展研究中心

图 15：珀莱雅品牌三大电商 GMV 占比变动情况




数据来源：久谦数据，广发证券发展研究中心

**天猫大促排位领先，头部美妆心智壁垒稳固。**作为品牌线上核心基本盘，珀莱雅凭借精细化运营、大单品策略与深厚会员沉淀，持续夯实淘系美妆大促龙头地位：2023 年超越巴黎欧莱雅、兰蔻等国际品牌，登顶天猫美妆行业双 11 全周期品牌成绩单 TOP1，打破外资品牌多年对大促榜首的垄断；2024、2025 年连续蝉联 618、双 11 天猫美妆全周期榜首；2026 年面对外资品牌大促参与度提升、平台流量倾斜调整的激烈竞争环境，仍稳

下载日志已记录，仅供内部参考



居 618 天猫美护狂欢节第一、全周期第三，成为 TOP10 中唯一国货品牌，持续领跑国内美妆行业。

**表 11：天猫全周期美妆大促榜单排名**

| | 2023 | | 2024 | | 2025 | | 2026 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 排名 | 618 | 双11 | 618 | 双11 | 618 | 双11 | 618 |
| 1 | 巴黎欧莱雅 | 珀莱雅 | 珀莱雅 | 珀莱雅 | 珀莱雅 | 珀莱雅 | 修丽可 |
| 2 | 兰蔻 | 巴黎欧莱雅 | 巴黎欧莱雅 | 巴黎欧莱雅 | 兰蔻 | 雅诗兰黛 | 雅诗兰黛 |
| 3 | 雅诗兰黛 | 兰蔻 | 兰蔻 | 兰蔻 | 巴黎欧莱雅 | 兰蔻 | 珀莱雅 |
| 4 | 珀莱雅 | 雅诗兰黛 | 雅诗兰黛 | 雅诗兰黛 | 雅诗兰黛 | 巴黎欧莱雅 | 兰蔻 |
| 5 | OLAY | 薇诺娜 | 海蓝之谜 | 海蓝之谜 | 海蓝之谜 | 修丽可 | SK-II |
| 6 | 海蓝之谜 | 海蓝之谜 | 修丽可 | 赫莲娜 | 修丽可 | 海蓝之谜 | 巴黎欧莱雅 |
| 7 | 赫莲娜 | OLAY | 赫莲娜 | 修丽可 | SK-II | SK-II | 海蓝之谜 |
| 8 | SK-II | 修丽可 | SK-II | SK-II | 赫莲娜 | 薇诺娜 | 娇韵诗 |
| 9 | 修丽可 | 赫莲娜 | OLAY | 薇诺娜 | 肌肤之钥 | OLAY | 赫莲娜 |
| 10 | 薇诺娜 | 娇兰 | 薇诺娜 | OLAY | 娇韵诗 | 肌肤之钥 | 肌肤之钥 |

数据来源：天猫大美妆，广发证券发展研究中心

**产品结构围绕大单品，持续推动跨品类、套组化与高端化布局。**据久谦数据，2024-26H1 珀莱雅天猫销售中仍以红宝石、双抗、能量、源力四大核心系列为主，但结构上呈现三大趋势性亮点：（1）跨品类：26H1 盾护防晒升至第 6，占比 5.34%，淡斑防晒霜首次进入 Top15，占比 1.4%，除核心功效护肤产品外，品牌第二增长曲线正加速成形；（2）套组化：26H1 红宝石护肤套装占比跃升至第 1，占比 14.8%，双抗、能量护肤套装均进入 Top5，Top15 中套装类产品占比由 2024 年的 23.1%增至 34.0%，拉动价格带中枢上移同时，彰显品牌全功效护肤心智培育成效；（3）高端化：高端线能量护肤套装占比由 2025 年的 4.2%增至 26H1 的 5.7%，新增能量蕴白套组凭借 611 元的高均价，上市半年 GMV 超 2300 万元，未来贡献度有望持续提升。

**表 12：珀莱雅天猫产品结构一览**

| 2024 | | | 2025 | | | 2026H1 | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 品名 | 销售额占比 | 均价（元） | 品名 | 销售额占比 | 均价（元） | 品名 | 销售额占比 | 均价（元） |
| 红宝石面霜 | 17.23% | 292 | 红宝石面霜 | 14.86% | 260 | 红宝石护肤套装 | 14.77% | 523 |
| 双抗面膜 | 10.61% | 243 | 红宝石护肤套装 | 11.91% | 532 | 红宝石面霜 | 14.69% | 247 |
| 红宝石护肤套装 | 9.15% | 470 | 双抗面膜 | 8.31% | 177 | 双抗护肤套装 | 6.82% | 360 |
| 双抗精华 | 7.40% | 289 | 双抗护肤套装 | 7.84% | 381 | 能量护肤套装 | 5.71% | 704 |
| 早C晚A精华 | 7.10% | 446 | 双抗精华 | 5.46% | 222 | 双抗面膜 | 5.41% | 177 |
| 源力精华 | 6.56% | 294 | 源力面霜 | 4.48% | 250 | 盾护防晒霜 | 5.34% | 204 |
| 双抗护肤套装 | 5.71% | 438 | 能量护肤套装 | 4.16% | 638 | 双抗精华 | 5.21% | 224 |
| 源力面霜 | 3.77% | 225 | 源力精华 | 4.02% | 159 | 肌密护肤套装 | 3.67% | 260 |
| 早C晚A护肤套装 | 3.06% | 615 | 早C晚A护肤套装 | 3.30% | 563 | 源力精华 | 3.59% | 256 |
| 能量护肤套装 | 2.92% | 669 | 盾护防晒霜 | 2.95% | 175 | 早C晚A护肤套装 | 3.05% | 591 |
| 肌密护肤套装 | 2.21% | 294 | 肌密护肤套装 | 2.54% | 295 | 源力面霜 | 2.70% | 259 |
| 双抗眼霜 | 2.02% | 203 | 红宝石精华 | 2.50% | 317 | 红宝石精华 | 2.24% | 314 |
| 红宝石精华 | 1.98% | 355 | 双抗眼霜 | 1.46% | 187 | 红宝石爽肤水 | 1.95% | 231 |
| 红宝石眼霜 | 1.95% | 352 | 红宝石眼霜 | 1.40% | 319 | 双抗眼霜 | 1.62% | 278 |
| 源力面膜 | 1.35% | 224 | 红宝石面膜 | 1.29% | 163 | 淡斑防晒霜 | 1.40% | 196 |
| TOP5合计占比 | 51.49% | | TOP5合计占比 | 48.38% | | TOP5合计占比 | 47.40% | |
| TOP15合计占比 | 83.02% | | TOP15合计占比 | 76.48% | | TOP15合计占比 | 78.17% | |
| 套装合计占比 | 23.05% | | 套装合计占比 | 30% | | 套装合计占比 | 34% | |

数据来源：久谦数据，广发证券发展研究中心

**抖音渠道快速成长，已成为公司线上核心增量。**珀莱雅自 2018 年布局抖音生态，2019 年凭借爆款“泡泡面膜”实现声量跃升，2020 年积极响应平台号召入驻抖音小店；2021 年以来，公司紧抓短视频与直播风口，持续强化品牌自播与多矩阵账号运营，叠加大单品战略落地与达播矩阵持续拓宽，整体销售额快速增长。公司财报显示，2022-2025 年，品牌在抖音美妆成交排名分别为第 3、3、2、2 名，其中 2023、2024 年双十一成功登顶

下载日志已记录，仅供内部参考



抖音美妆成交榜第一，稳居抖音美妆头部阵营。

**产品结构以性价比套装为主，均价水平相对下沉。**据久谦数据，抖音渠道销售以套装为主，26H1 Top15 榜单中套装类产品占比达 46.6%，高于同期天猫的 34.0%。同时，非核心、高性价比的入门级套组占比较高且呈逐年提升态势，如 26H1 弹润芯肌、水动力、肌密护肤套装合计占比达 21.9%，对比 25 年增长 8.6pct。从价格水平来看，抖音核心套组定价多低于天猫，且均价水平也相对下沉，更加契合抖音用户的整体消费习惯，也能相应获得平台更多政策与流量倾斜。以 26H1 天猫 Top15 榜单为例，其中均价 704 元的高端能量系列占比达 5.7%，而抖音 Top15 中并无产品均价超过 500 元。

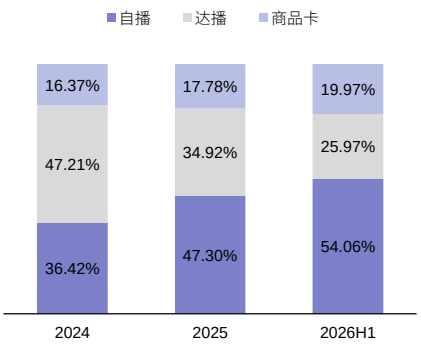
**表 13：抖音产品结构一览**

| 2024 | | | 2025 | | | 2026H1 | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 品名 | 销售额占比 | 均价（元） | 品名 | 销售额占比 | 均价（元） | 品名 | 销售额占比 | 均价（元） |
| 红宝石护肤套装 | 27.24% | 583 | 红宝石护肤套装 | 31.51% | 553 | 早C晚A精华 | 15.81% | 480 |
| 红宝石面霜 | 16.80% | 292 | 双抗护肤套装 | 11.75% | 246 | 红宝石护肤套装 | 11.15% | 408 |
| 早C晚A精华 | 10.00% | 518 | 早C晚A精华 | 8.58% | 514 | 弹润芯肌护肤套装 | 10.03% | 359 |
| 双抗护肤套装 | 8.81% | 268 | 红宝石面霜 | 6.61% | 239 | 双抗护肤套装 | 9.21% | 268 |
| 双抗面膜 | 5.51% | 243 | 水动力护肤套装 | 6.29% | 164 | 水动力护肤套装 | 8.49% | 165 |
| 早C晚A护肤套装 | 5.04% | 592 | 弹润芯肌护肤套装 | 5.81% | 339 | 红宝石面霜 | 7.23% | 259 |
| 水动力护肤套装 | 4.40% | 173 | 盾护防晒霜 | 3.42% | 120 | 红宝石精华 | 6.99% | 455 |
| 双抗精华 | 2.94% | 286 | 红宝石精华 | 2.77% | 360 | 肌密护肤套装 | 3.33% | 155 |
| 愉悦舒活弹力倍润套盒护肤套装 | 2.34% | 304 | 双抗精华 | 2.76% | 239 | 盾护防晒霜 | 3.20% | 65 |
| 源力精华 | 2.15% | 219 | 双抗面膜 | 2.47% | 171 | 双抗精华 | 2.56% | 223 |
| 肌密护肤套装 | 2.12% | 241 | 愉悦舒活弹力倍润套盒护肤套装 | 2.27% | 302 | 源力护肤套装 | 2.44% | 245 |
| 源力面霜 | 1.93% | 222 | 源力护肤套装 | 1.75% | 223 | 早C晚A面霜 | 2.40% | 496 |
| 早C晚A面霜 | 1.22% | 930 | 源力面霜 | 1.66% | 161 | 愉悦舒活弹力倍润套盒护肤套装 | 1.93% | 244 |
| 源力护肤套装 | 1.21% | 255 | 早C晚A护肤套装 | 1.48% | 839 | 能量面霜 | 1.79% | 265 |
| 红宝石眼霜 | 1.05% | 219 | 肌密护肤套装 | 1.11% | 116 | 源力面霜 | 1.76% | 124 |
| TOP 5合计占比 | 68.36% | | TOP 5合计占比 | 64.74% | | TOP 5合计占比 | 54.69% | |
| Top 15合计占比 | 92.76% | | Top 15合计占比 | 90.24% | | Top 15合计占比 | 88.32% | |

数据来源：久谦数据，广发证券发展研究中心

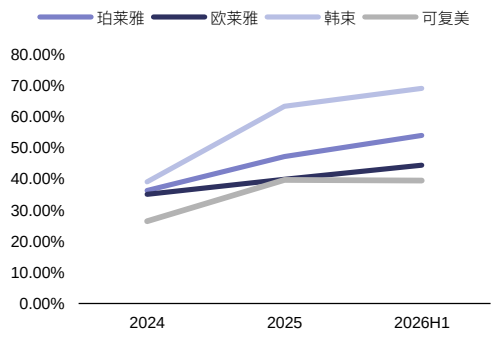
**重视内生能力培育，自播与商品卡占比持续提升。**据市场监管总局与中国社科院，2025 年直播电商生态中头部主播带动 GMV 占比已降至 10.66%，中小主播提升至 89.34%，店播 GMV 已超过 50%。在抖音增速放缓、平台流量分配机制向鼓励品牌自主经营转变，叠加达播带货效率持续下滑的背景下，品牌方更倾向发力“内功修炼”，通过提升品牌自播与商品卡占比来实现成本控制与盈利质量优化。据飞瓜数据，2024-26H1 欧莱雅、韩束、可复美自播占比分别提升 9.4pcts、30.0pcts、13.1pcts 至 44.5%、69.2%、39.6%。珀莱雅品牌自播占比亦从 2024 年的 36.4%提升至 26H1 的 54.1%，同期商品卡占比提升 3.6pct 至 19.97%。

**图 16：珀莱雅抖音带货结构**




数据来源：飞瓜数据，广发证券发展研究中心

**图 17：头部美妆品牌抖音自播占比变动情况**




数据来源：飞瓜数据，广发证券发展研究中心

**达播结构持续优化，逐步降低头部达人依赖程度。**据飞瓜数据，珀莱雅达人带货结构中，头部（粉丝≥500 万）、

下载日志已记录，仅供内部参考



肩部（100 万-500 万粉丝）及腰部（粉丝数量介于 10 万-100 万）达人数量及占比呈下滑趋势，2024-26H1 头部/肩部/腰部达人合计数量占比由 7.5%下降至 4.0%，合计贡献销售额占比由 96.9%降至 85.2%，对比来看，小达人（1 万-10 万粉丝）、潜力达人（粉丝<1 万）的数量及销售额贡献较 2024 年均实现显著提升。公司积极践行达播健康生意模式，逐步降低头部达播占比，优化投流结构同时带动抖音渠道盈利能力稳步提升。

**表 14：珀莱雅抖音带货达人结构**

| 达人层级 | 粉丝量级 | 达人数 | 达人数占比 | 销售额占比 | 销量占比 |
|---|---|---|---|---|---|
| 2024 | | | | | |
| 头部 | ≥500万 | 92 | 0.93% | 61.43% | 52.53% |
| 肩部 | 100万-500万 | 159 | 1.62% | 21.27% | 18.53% |
| 腰部达人 | 10万-100万 | 488 | 4.95% | 14.16% | 19.47% |
| 小达人 | 1万-10万 | 2641 | 26.83% | 2.45% | 6.43% |
| 潜力达人 | <1万 | 6464 | 65.66% | 0.69% | 3.04% |
| 2025 | | | | | |
| 头部 | ≥500万 | 92 | 0.56% | 51.30% | 36.01% |
| 肩部 | 100万-500万 | 206 | 1.26% | 21.63% | 19.57% |
| 腰部 | 10万-100万 | 658 | 4.01% | 18.66% | 24.68% |
| 小达人 | 1万-10万 | 4816 | 29.41% | 6.43% | 14.42% |
| 潜力达人 | <1万 | 1.1w | 64.76% | 1.98% | 5.33% |
| 26H1 | | | | | |
| 头部 | ≥500万 | 44 | 0.30% | 39.25% | 23.47% |
| 肩部 | 100万-500万 | 129 | 0.87% | 24.12% | 17.79% |
| 腰部 | 10万-100万 | 419 | 2.82% | 21.83% | 25.18% |
| 小达人 | 1万-10万 | 4090 | 27.61% | 12.21% | 26.84% |
| 潜力达人 | <1万 | 1.0w | 68.39% | 2.59% | 6.73% |

数据来源：飞瓜数据，广发证券发展研究中心

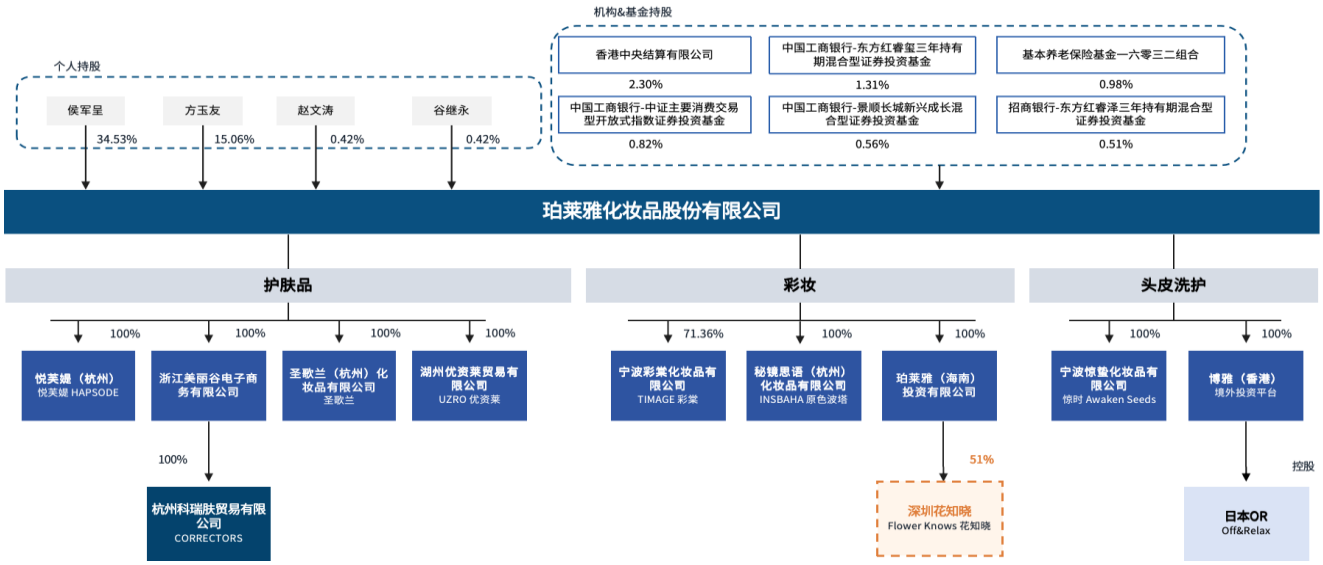
### （三）组织端：团队换届平稳落地，凝聚力量迈向“双十”战略蓝图

**创始人持股集中，股权结构较为稳定。**截至 26M9，创始人侯军呈持股比例 34.53%，联合创始人方玉友（侯军呈妻方爱琴之弟）持股比例 15.06%，二人合计持股约 49.59%，股权结构较为集中。创始人持股比例较高，有助于保障公司长期战略的连续性和稳定性。前十大股东中，北向资金、公募基金、基本养老保险基金等机构合计持股约 6.48%。

下载日志已记录，仅供内部参考



图 18：股权结构相对集中（截至 26M9）



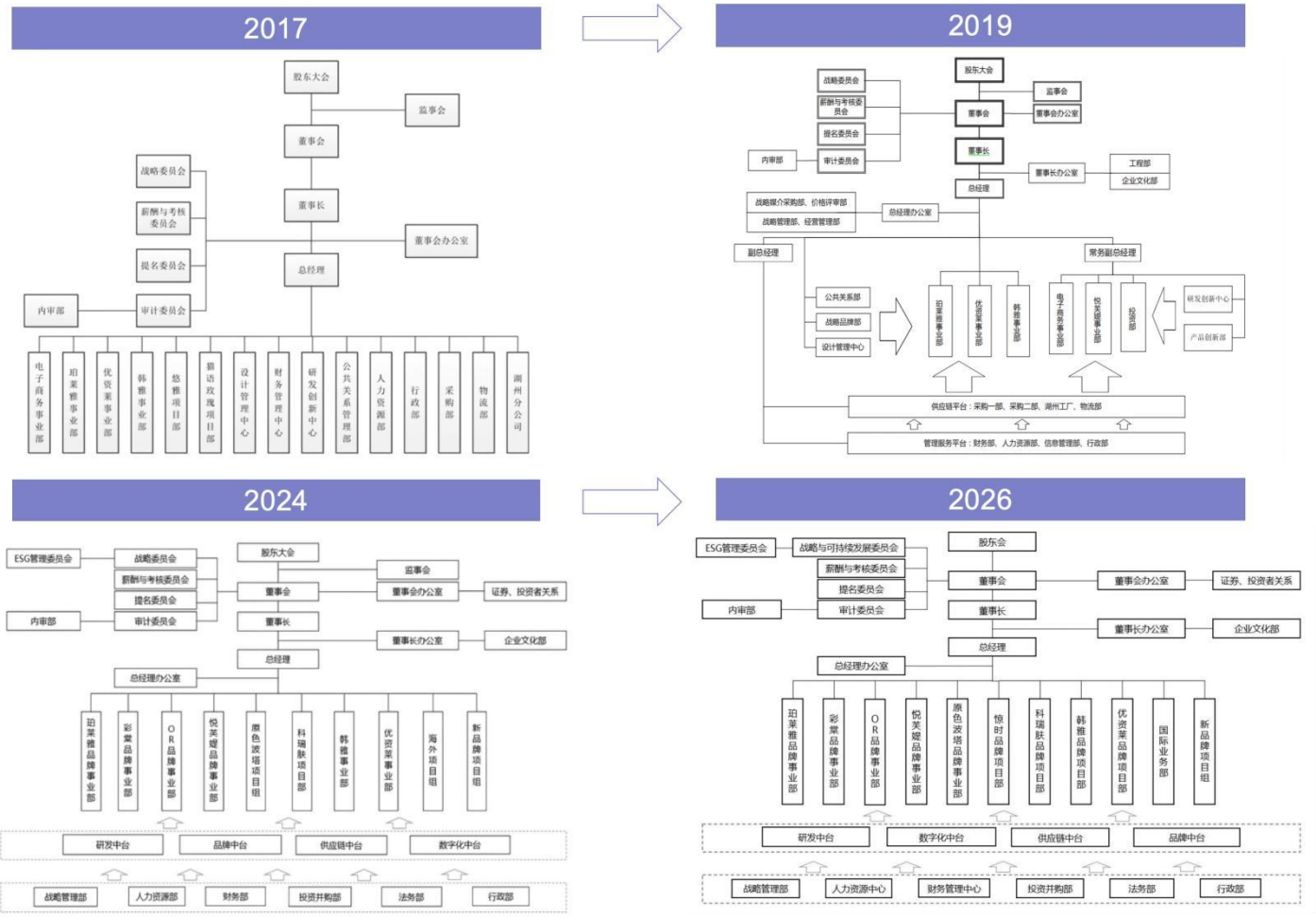

数据来源：iFind，公司财报，公司收购花知晓公告，广发证券发展研究中心

**组织架构持续革新，赋能双十战略稳步推进。**2017 年，公司进行上市以来首次组织架构调整，拆分电子商务事业部，并由总经理直管各品牌及中后台部门；2019 年，公司增设副总经理与常务副总经理岗位，前者统筹供应链、管理服务，后者直辖电商、悦芙媞及投资事业部，总经理则聚焦三大核心品牌运营，初步构建起中后台赋能品牌事业部的架构雏形；2024 年以来，伴随领导班子调整及“双十”战略提出，公司进一步取消副总经理层级，增设首席研发官、首席数字官等关键岗位，强化四大中台及职能部门对品牌事业部的赋能作用。品牌运营层面，各子品牌均配备职业经理人，且在产品研发、品牌运营等核心环节享有较高自主权。我们认为，扁平简洁的组织架构有助于保障市场响应速度及旗下各平台间的对接效率，为公司向全球性美妆集团迈进奠定坚实的组织基础。

下载日志已记录，仅供内部参考



**图 19：公司组织架构调整过程梳理**




数据来源：公司招股书，公司董事会决议公告，广发证券发展研究中心

**高管换届实现平稳过渡，广纳贤才加速向国际化美妆集团迈进。**2024 年 9 月，创始人侯军呈之子侯亚孟正式接任公司总经理，原总经理方玉友转任公司董事会顾问提供战略支持；侯亚孟深耕一线多年，就任后围绕“双十战略”愿景推动核心团队升级：研发端引入前上美集团全球首席科学家黄虎及宝洁大中华区前创新研发总监孙培文；数字化端新设首席数字官胡宁波，加速集团全链路数字化转型，产品与品牌端聘任具备国际头部集团经验的汪奕峰，推动主品牌升级及子品牌孵化；增长端首设首席增长官，由曾推动自然堂电商从 0 到 1 孵化的吴梦担任。此外，新任董秘薛霞、财务负责人金昶等核心高管在各自领域均具备丰富的垂直管理经验。我们认为，随着核心负责人调整到位，公司团队活力及向心力正稳步提升，集团整体势能有望持续释放。

下载日志已记录，仅供内部参考



表 15：珀莱雅 2024 年换届后广纳贤士、壮大核心领导团队

| 姓名 | 任职/官宣时间 | 任职岗位 | 过往履历 |
|---|---|---|---|
| 侯亚孟 | 2024.9 | 董事、总经理 | 2014 年加入公司电商部，2015—2021 年历任项目经理、首席新闻官、电商负责人，2021 年 9 月起任董事、副总经理，2024 年 9 月任总经理；兼任杭州彩棠执行董事兼总经理、深圳花知晓董事长。 |
| Lieve Declercq | 2025.4 | 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（欧洲及亚洲市场），拥有超过 25 年研发经验；比利时鲁汶天主教大学生物化学与分子生物学博士。 |
| 黄虎 | 2025.4 | 首席科学官 | 曾任清华大学化学系教授、美国宝洁总部全球首席科学家，拥有 27 年宝洁全球研发经验、500 余项国际专利；加入珀莱雅前曾任上美股份 CTO 兼全球首席科学家。 |
| 孙培文 | 2025.4 | 首席研发创新官 | 美国普渡大学药理学毒理学博士及 MBA，近 30 年行业经验；曾任宝洁大中华区开放式创新研发总监，引领宝洁亚太区日本/北京/新加坡三大护肤创新研发中心关键平台的搭建，为宝洁护肤前端创新技术平台首位华人科学家。 |
| 胡宁波 | 2025.4 | 首席数字官（CDO） | 曾任 LVMH 集团时装部北亚区首席信息官（CIO），拥有 20 余年信息化与数字化建设经验，兼具全球化视野与本土化落地能力。 |
| 常晓维 | 2025.4 | 珀莱雅上海研发中心负责人 | 复旦大学有机化学专业理学博士，深耕日化领域 17 年，曾服务于联合利华、汉高等头部企业，负责过数百个国内外上市产品的研发。 |
| 汪奕峰 | 2025.6 | 产品开发负责人兼孵化品牌副总经理 | 拥有逾 20 年行业经验，美国西北大学凯洛格商学院 MBA，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。 |
| 薛霞 | 2025.8 | 董事会秘书 | 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、浙江红蜻蜓鞋业董事会秘书、罗莱生活科技股份有限公司董事会秘书。 |
| 果小 | 2025.8 | 首席营销官（CMO） | 深耕消费领域 10 余年；曾任阿芙精油市场负责人、泡泡玛特 CMO、蕉下 CMO，打造"泡泡玛特—中国潮玩第一品牌""蕉下—轻量化户外"等标杆案例。 |
| 金昶 | 2025.10 | 财务负责人 | 曾任毕马威高级审计师、欧尚超市集团中国区内部审计经理、阿克苏诺贝尔鳌合剂事业部全球财务总监、欧莱雅中国财务发展总监及活性健康化妆品事业部财务总监、深圳市宗匠科技 CFO。 |
| 吴梦 | 2026.5 | 首席增长官（CGO） | 深耕美妆零售 20 余年，曾任伽蓝集团（自然堂）电商总经理、营销副总裁、零售总裁及春夏品牌事业部负责人；曾任丸美生物联席 CEO。 |

数据来源：iFind，公司官网，公司董事会决议公告，广发证券发展研究中心

**持续落地员工激励，26 年锚定 5%业绩增长目标。**从历史维度来看，公司上市以来共实施两次限制性股票激励计划，对应公司层面考核目标均顺利完成：2018 年 7 月，正值线上化转型关键窗口期，公司推出首次限制性股票激励计划（草案），拟向 32 名高管、中层及核心骨干授予 146.72 万股，绑定团队把握线上渠道发展机遇；2022 年 7 月，伴随“6*N”战略落地，公司正处于从单一品牌向多品牌转型的重要节点，推出第二期限制性股票激励计划，向 101 名核心人员授予 210 万股，支撑集团规模扩张。2026 年，为完善核心人员利益共享机制、支撑跻身全球前十美妆集团的中长期愿景，公司推出员工持股计划，面向核心高管及骨干员工不超过 124 人，持股计划总规模不超过 7000 万元，业绩考核目标以 2025 年营业收入或归母净利润为基数，要求 2026 年增长率不低于 5%。

## 三、成长驱动二：多品牌战略持续兑现，并购花知晓打开出海空间

**单品牌有天花板，矩阵运营无上限。**相较于单品牌生命周期的局限性，矩阵运营能够通过用户触达最大化与风险分散化构建立体增长模型，是美妆企业迈向国际化集团的必经之路。以欧莱雅为例，其持续通过自主孵化与外延并购打造多元品类矩阵，降低单一品牌波动对于集团经营所带来的潜在风险。截至 2025 年底，集团共拥有 40 个品牌，覆盖大众化妆品、高档化妆品、皮肤科学美容、专业美发四大领域。复盘其发展历程，除成功孵化巴黎欧莱雅、卡诗两大自有品牌外，各领域标杆收购案例包括 1964 年收购高端化妆品品牌兰蔻、1989 年收购皮肤学级护肤品牌理肤泉、1993 年收购纽约专业美发品牌列德肯及 1996 年收购大众彩妆品牌美宝莲等。得益于丰富的矩阵布局，2025 年欧莱雅集团销售额达 440.5 亿欧元，同比增长 1.3%，在行业承压背景下仍保持穿越周期的稳健增势。

下载日志已记录，仅供内部参考

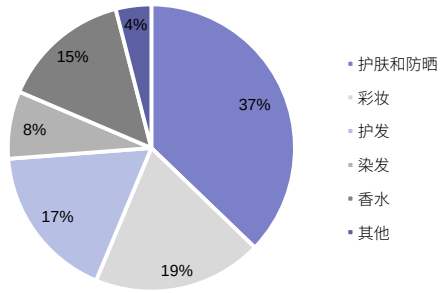


图 20：欧莱雅多品牌矩阵（截止至 2025 年末）




数据来源：欧莱雅年报，广发证券发展研究中心

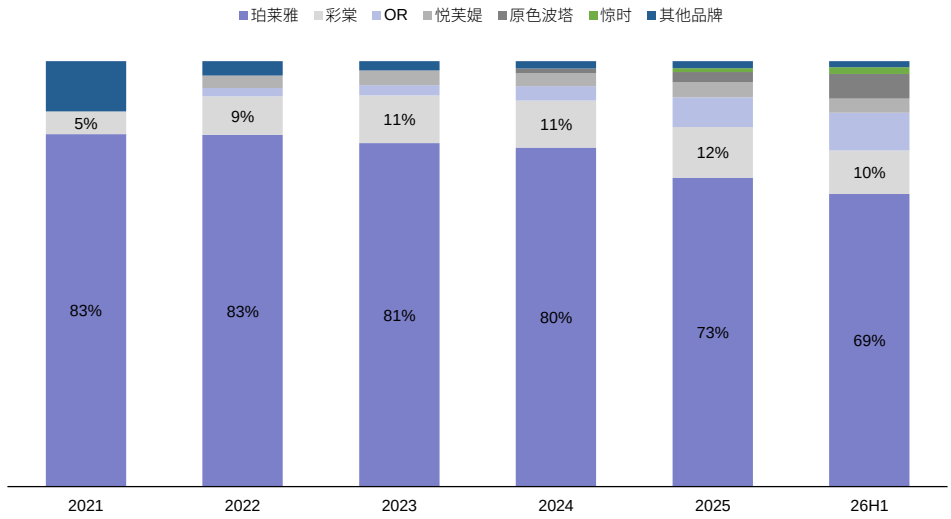
图 21：欧莱雅 2025 年收入拆分




数据来源：公司招股书，公司财报，广发证券发展研究中心

**内生矩阵逐渐成形，子品牌 26H1 占比已达 31%。**公司积极通过内生孵化与外延并购丰富品牌矩阵，补全品类短板。2017 年上市初期，公司以主品牌为核心，子品牌规模届时尚小；2020 年，公司收购的新国风专业彩妆品牌彩棠上市，2021 年并购日本头皮养护品牌 Off&Relax，相继完成彩妆与洗护赛道的品类卡位，搭建起护肤、彩妆、洗护三大基础框架；2022 年起自主孵化的悦芙媞、原色波塔等品牌加速成长，持续拓宽细分人群覆盖；2026 年，公司实现对少女彩妆品牌花知晓 51%的绝对控股，进一步补全彩妆版图。伴随品牌矩阵不断完善，子品牌营收占比快速提升，其中 OR、原色波塔、惊时近年来增长迅速，叠加后续花知晓并表，公司第二增长曲线正逐步显现。

图 22：公司分品牌收入占比情况




数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

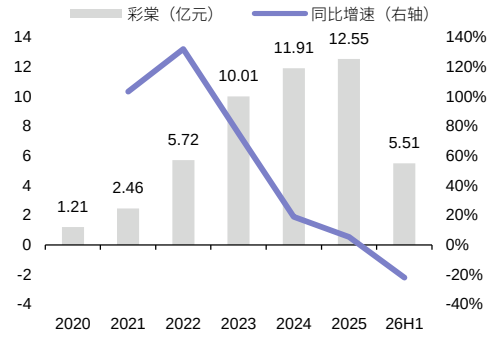
**彩棠：以东方留白美学，画出中国人的原生好皮。**由明星彩妆大师唐毅于 2014 年创立，以“水墨留白”理念为引、“中国妆、原生美”为核心，定位专为中国面孔定制的专业化妆师品牌；上市以来坚持贯彻大单品策略，2025 年共培育出 4 个亿元级大单品，旗下大师妆前乳、三色修容盘、三色遮瑕盘、小圆管粉底液、大师腮红盘、气韵面综盘于 26 年 618 期间位列多个核心电商细分榜单 Top3，助力品牌取得天猫国货彩妆 No.2、京东国货彩妆 No.4 的优异表现。展望未来，核心看点在于：（1）以大底妆为基本盘，立足中式色彩表达，通过配方与妆

下载日志已记录，仅供内部参考



效迭代升级现有粉底液、气垫等核心品类，延长产品生命周期；（2）新品发力妆养一体，融合彩妆修饰与护肤养护属性，拓展使用场景并实现心智沉淀与品牌溢价的升级。

**图 23：彩棠收入及同比增速**




数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

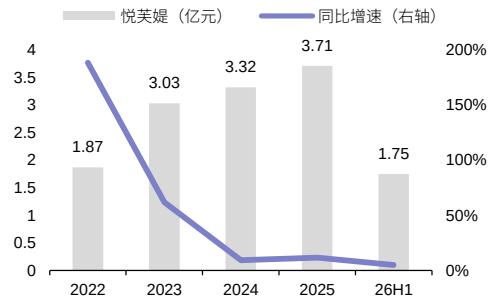
**图 24：彩棠 618 大单品销售情况**




数据来源：珀莱雅微信公众号，广发证券发展研究中心

**悦芙媞：年轻肌肤护理专家，品牌心智持续深化。**品牌于 2016 年上市，依托 98%高纯度卡瓦精萃、木蝴蝶精粹、超分子蜂巢水杨酸等独家成分矩阵，精准聚焦 18-24 岁 Z 世代群体面临的油敏、油黑、油痘等肌肤困扰，为其提供专业的护肤解决方案。品牌产品矩阵以精华液、面膜、洗面奶为主，价格带切入 50-200 元的大众性价比区间。2022-2025 年，悦芙媞销售收入从 1.9 亿元增至 3.7 亿元，CAGR 达 25.7%。26 年 618 期间，品牌核心单品洁颜蜜 3.0 跻身天猫卸妆洁面二合一洗面奶热卖榜 Top2，渠道端抖音自营同比增长 83%、天猫达播渠道同比增长 82%、小红书渠道同比增长 833%。

**图 25：悦芙媞收入及同比增速**




数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

**图 26：悦芙媞核心产品一览**



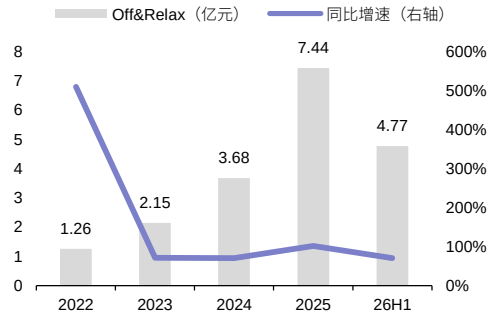
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

**Off&Relax：定位亚洲头皮整全愈养专家，以新锐之姿实现亮眼增速。**品牌 2020 年成立、2021 年上市，依托首席研发官杨建中博士背书，围绕全通路防脱生态和院线级奢养构建整全愈养体系，2022-2025 年收入由 1.3 亿元增至 7.4 亿元，CAGR 达 80.7%；产品端以防脱、蓬松、修护三大系列构建生意引擎，26 年 618 期间线上全渠道同增 50%，大单品防脱洗发水、防脱育发精华液、星缎修护发膜位列天猫细分赛道 Top1，助力品牌登顶天猫头皮护理榜单 No.1。据青眼，2025 年品牌首次提出“整全愈养”理念，将头皮护理从单一清洁养护升级至身心一体的疗愈体验，未来适用场景有望延伸至高端酒店、民宿、书店等，或联合专业医疗机构，打造除 C 端产品销售外的全新商业模式。

下载日志已记录，仅供内部参考



图 27：Off&Relax 收入及同比增速




数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

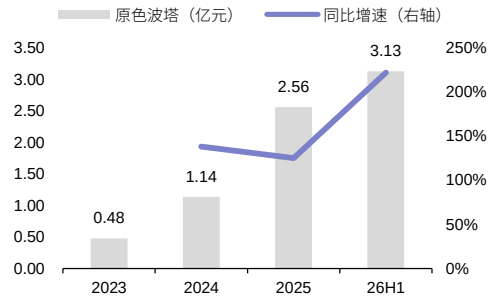
图 28：Off&Relax 618 大单品销售情况




数据来源：珀莱雅微信公众号，广发证券发展研究中心

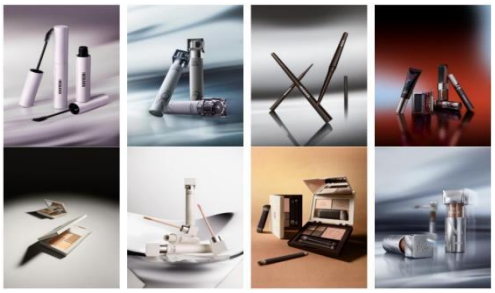
**原色波塔：以“自我”为核心，针对 Z 世代打造的新锐彩妆品牌。**品牌形象时尚，聚焦“眼部彩妆专家”构建核心竞争力。近年来持续细化眉、眼、睫毛等功能性彩妆单品，打造高辨识度眼部爆款产品；同时紧跟流行趋势与季节节奏，迭代眼唇色彩产品线，丰富妆效与剂型选择。在稳固优势品类基础上，逐步切入底妆赛道，推出轻量化、多功能的小而美底妆产品补齐品类短板，并联动年轻化 IP 联名营销，贴合新生代审美与消费偏好，提升品牌活力与市场渗透率。2023-2025 年，品牌收入由 0.48 亿元增至 2.56 亿元，CAGR 达 131.4%，26 年 618 期间线上全渠道同增超 170%，位列天猫品牌国货彩妆排名 No.10。

图 29：原色波塔收入及同比增速




数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 30：原色波塔核心产品一览



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

**惊时：专研头皮微生态的功效洗护品牌。**以“专研头皮微生态”为核心定位，主攻油、屑、敏三大头皮问题，围绕控油与去屑两大核心系列，借助 79-99 元大众价位与公司旗下 Off&Relax 形成价格带互补。产品布局上，品牌于 2024 年推出控油线，2025 年补齐去屑线与舒敏线；业绩方面，26H1 实现收入 0.82 亿元，同比增长 103.5%，25 年双十一期间天猫 GMV 同比增长 118%，位列天猫快消个护新品牌双 11 全周期成交榜第 10 名；26 年 618 期间线上全渠道增长 77%，其中抖音、天猫分别同增 187%、53%。

下载日志已记录，仅供内部参考



图 31：惊时旗下核心产品线




数据来源：公司官网、广发证券发展研究中心

**并购控股花知晓公司，多品牌战略再落一子。**2025 年，公司旗下子公司珀莱雅（海南）以 4.28 亿元获得花知晓公司 38.45%股权；2026 年 5 月，公司公告拟以 3.51 亿自有资金并通过支付现金的方式受让杨子枫先生持有的 12.55%的股权，交割完成后公司合计持股花知晓公司比例达 51%，实现对其绝对控股并纳入上市公司合并报表范围。根据公司收购公告，2025 年花知晓公司实现收入 17.3 亿元，净利润 2.8 亿元，对应净利率达 16.2%，26Q1 实现收入 6.75 亿元，净利润 1.55 亿元，净利率增至 23%，增长势能强劲。毛利率相对稳定，2023-26Q1 年分别为 60.57%、58.81%、59.68%、61.66%。此外，本次交易花知晓公司估值约 28 亿元，对应 25 年 PE 仅 10 倍，对比美护行业近年来多起并购案例，交易性价比突出。

下载日志已记录，仅供内部参考



**表 16：可比公司近年来交易案例**

| 上市公司 | 收购标的 | 主要营业范围 | 交易股权比例 | 实际收购金额（万元） | 100%股权作价（万元） | 交易上一年净利润（万元） | 市盈率（倍） |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 若羽臣 | Bespoke Holding Corporation、Erno Laszlo Group Ltd | 旗下拥有品牌奥伦纳素，以“科技护肤”为定位，为消费者提供肌肤健康方面的支持。 | 100% | 29,900.00 | - | - | - |
| 爱美客 | 韩国 REGEN Biotech,Inc. 公司 | 韩国领先的医美产品公司，产品主要包括：AestheFill与PowerFill | 85% | 138,600.00 | 163,058.82 | 5,015.14 | 32.51 |
| 豪悦护理 | 湖北丝宝护理用品有限公司 | 公司拥有“洁婷”、“全因爱”、“美月见”等品牌护理产品 | 100% | 26,000.00 | 26,000.00 | 1,377.16 | 18.88 |
| 贝泰妮 | 悦江（广州）投资有限公司 | 多品牌的知名化妆品品牌管理公司，旗下拥有“Za 姬芮”、“泊美”两大大众化妆品品牌 | 48.55% | 48,550.00 | 100,000.00 | 1,429.49 | 69.96 |
| 倍加洁 | 薇美姿实业（广东）股份有限公司 | 口腔护理产品提供商 | 16.50% | 47,114.69 | 285,600.70 | 14,225.33 | 20.08 |
| 平均 | | | | | | | 35.36 |

数据来源：公司收购公告，广发证券发展研究中心

备注：若羽臣案例中标的企业净利润为负，故不计算市盈率；倍加洁案例中未披露标的企业 2022 年财务数据，故采用 2022 年 1-9 月财务数据年化计算

**花知晓是国内稀缺的、具有差异化定位与高辨识度的彩妆品牌。**花知晓成立于 2016 年，由杨子枫、周天成等创始人团队打造，定位为少女风二次元彩妆，聚焦童话、洛丽塔、国风等美学元素，面向 15-25 岁 Z 世代年轻客群，通过售卖极具特色的主题系列、礼盒套组与限定款，构建品牌差异化辨识度。截至 2026 年 6 月，花知晓已累计推出超过 25 个原创主题彩妆系列，涵盖邦尼花园、甜心小熊、贝壳珍珠、草莓丘比特、蝴蝶云肩、仲夏夜、水晶独角兽等代表性 IP。

**定位大众少女彩妆品牌，推出套盒周边拉动价格中枢上移。**据公司收购花知晓公告，品牌主价格带位于 69-159 元区间，平均客单价约 180-300 元，精准匹配学生及年轻圈层的消费能力；产品矩阵涵盖眼影、口红、腮红、蜜粉、唇线笔等，同类产品（如口红、眼影）在不同系列中定价大致相同。此外，品牌通过售卖套组礼盒等方式，在满足年轻群体收藏及礼赠需求同时，推动价格带中枢相应提升。以骑士独角兽系列为例，All-in 全套大礼盒价格近 2000 元，上市不到 3 个月即实现超 8000+销量。

下载日志已记录，仅供内部参考



表 17：花知晓核心产品矩阵梳理（截止至 26 年 7 月）

| 系列 | 产品 | 价格（元） | 销量（件） |
|---|---|---|---|
| 骑士独角兽系列 | 眼影 | 99 | 4万+ |
| | 口红 | 69 | 2万+ |
| | 腮红 | 79 | 1万+ |
| | 蜜粉 | 119 | 6000+ |
| | 蜜粉粉芯*2 | 109 | 300+ |
| | 唇线笔 | 59 | 4000+ |
| | 香水_50ml | 129 | 3000+ |
| | 坡形点彩刷 | 59 | 700+ |
| | 口红腮红蜜粉星光礼盒 | 356.5 | 5000+ |
| | ALL-IN 彩妆全套大礼盒 | 1821.5 | 8000+ |
| | 腮红高光眼影星夜礼盒 | 335 | 2000+ |
| 邦尼花园系列 | 眼影 | 99 | 5万+ |
| | 唇霜 | 69 | 3万+ |
| | 腮红 | 79 | 9万+ |
| | 气垫粉霜 | 159 | 2万+ |
| | 无壳粉霜气垫替换芯*2 | 159 | 1000+ |
| | 香水_50ml | 129 | 1万+ |
| | 斜头点彩刷 | 59 | 6000+ |
| | 唇霜腮红气垫彩妆花墙礼盒 | 377.5 | 1万+ |
| | ALL-IN彩妆全套大礼盒 | 1884.5 | 1万+ |
| 甜心小熊系列 | 眼影 | 99 | 5万+ |
| | 唇冻 | 69 | 10万+ |
| | 腮红 | 79 | 9万+ |
| | 四色遮瑕 | 109 | 3万+ |
| | 唇釉腮红眼影遮瑕曲奇礼盒 | 356.5 | 4万+ |
| 贝壳珍珠系列 | 眼影 | 99 | 3万+ |
| | 腮红 | 79 | 9万+ |
| | 蜜粉饼 | 109 | 4万+ |
| | 调色妆前乳 | 99 | 1万+ |
| 草莓丘比特系列 | 唇霜 | 69 | 10万+ |
| | 粉饼 | 109 | 4万+ |
| | 面部综合盘 | 109 | 9万+ |
| | 甜心礼盒唇泥腮红液综合盘 | 308.2 | 5万+ |
| 仲夏夜系列 | 提亮遮瑕液 | 69 | 60万+ |
| 小天使系列 | 眼影 | 109 | 6万+ |
| | 高光 | 79 | 40万+ |
| 天鹅芭蕾系列 | 眼影 | 99 | 40万+ |
| | 固体唇釉 | 69 | 20万+ |
| 水晶独角兽系列 | 腮红 | 79 | 20万+ |

数据来源：花知晓天猫旗舰店，广发证券发展研究中心

**产品端：兼具“情绪价值+使用价值”，与一般功效性彩妆形成区隔。**（1）重视“人无我有”，赋能产品情绪价值：品牌精准锚定年轻客群需求，通过统一主题、视觉元素与色彩体系推进系列化运营，强化用户心智，旗下独角兽、小天使、草莓洛可可等系列多围绕“可爱、少女、复古、甜美”的美学风格打造；同时品牌坚持全套私模自主开发，单套模具投入超百万元，创新融合浮雕、贝母、立体雕花及珠光烤漆等精工工艺，使产品兼具实用、展示与收藏三重属性，凭借高情绪价值在功能性彩妆内卷市场中开辟蓝海赛道；（2）快时尚运营节奏、产品迭代迅速：相比护肤品，彩妆用户忠诚度与切换成本相对较低，消费者易产生审美疲劳。品牌保持年均 3-4 个系列的快速上新效率，持续通过新品迭代延长用户生命周期。

下载日志已记录，仅供内部参考



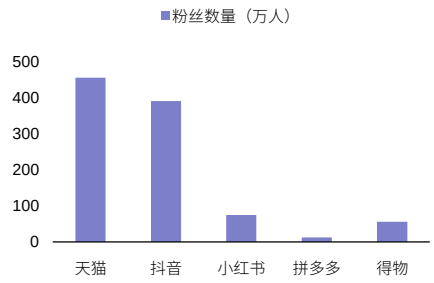
图 32：花知晓产品上新情况




数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

**品牌端：从挖掘圈层情感出发，借自来水实现低成本、广传播。**截至 26 年 7 月，品牌在天猫、抖音、小红书、拼多多及得物等主流平台粉丝合计近千万。庞大的社媒声量得益于品牌强大的全平台运营能力，以及坚持从圈层认同切入、借助社群声量层层突围的策略打法。品牌精准锚定洛丽塔、JK 制服及 Cosplay 群体，以契合的价值主张与高视觉冲击力的产品设计激活用户分享欲，依托笔记、短视频种草等低成本“自来水”实现小红书、抖音等主流平台的社群裂变与圈层扩张。据灰豚数据，26Q1、26Q2 花知晓小红书关联笔记中，路人（粉丝数<300）+素人（粉丝数 300-5K）合计占比分别达 76.5%、83.1%，构成内容创作的核心主体。另据飞瓜数据，截至 26H1，抖音带货达人中，腰部及潜力达人数量占比高达 98.7%，并成功撬动约 69.4%的 GMV。

图 33：花知晓在国内主流电商平台粉丝数量




数据来源：灰豚数据，广发证券发展研究中心

图 34：花知晓在小红书、抖音平台拥有大量 UGC 内容

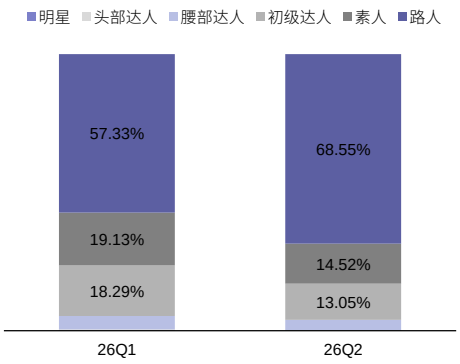


数据来源：小红书，抖音，广发证券发展研究中心

下载日志已记录，仅供内部参考

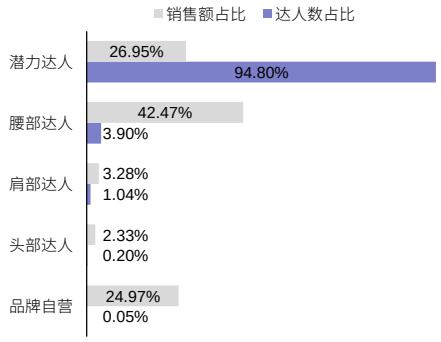


图 35：小红书平台内花知晓相关笔记创作主体




数据来源：灰豚数据，广发证券发展研究中心

图 36：抖音带货达人画像及贡献 GMV 情况（截至 26H1）




数据来源：飞瓜数据，广发证券发展研究中心

**渠道端：线上渠道为主、线下渠道并行、海外渠道协同拓展。**线上渠道以天猫、抖音、快手、得物等直营平台为主，2025/26Q1 分别实现收入 14.48/5.68 亿元，占总营收的 83.87%/84.15%，依托京东、唯品会的分销业务体量尚小，2025/26Q1 收入约 0.26/0.12 亿元，占比为 1.51%/1.78%。线下渠道主要通过分销商模式进驻化妆品专营店、百货及美妆集合店，2025/26Q1 收入约 2.52/0.95 亿元，占比为 14.60%/14.07%。分地区来看，海外渠道主要通过独立站、亚马逊、Tiktok 等跨境平台直营拓展，2025/2026Q1 收入占比为 11.59%/9.78%。

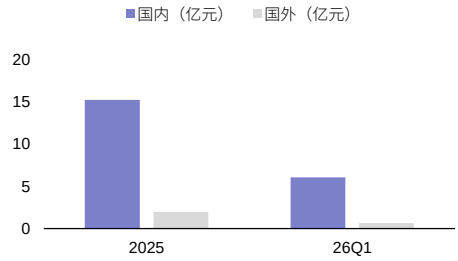
图 37：花知晓分渠道收入拆分

单位：亿元

| 渠道 | | 2026 年 1-3 月 | | 2025 年度 | |
|---|---|---|---|---|---|
| | | 金额 | 占比（%） | 金额 | 占比（%） |
| 线上 | 直营 | 5.68 | 84.15 | 14.48 | 83.87 |
| | 分销 | 0.12 | 1.78 | 0.26 | 1.51 |
| | 小计 | 5.80 | 85.93 | 14.74 | 85.38 |
| 线下 | 分销 | 0.95 | 14.07 | 2.52 | 14.60 |
| | 其他 | | | 0.003 | 0.02 |
| | 小计 | 0.95 | 14.07 | 2.52 | 14.62 |
| 合计 | | 6.75 | 100.00 | 17.26 | 100.00 |

数据来源：公司收购公告，广发证券发展研究中心

图 38：花知晓分地区收入拆分



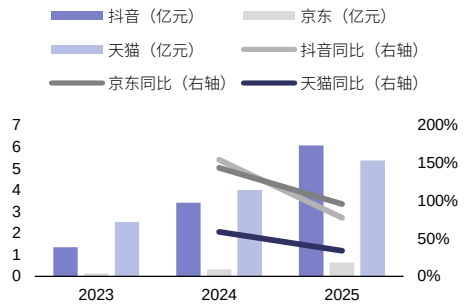

数据来源：公司收购公告，广发证券发展研究中心

**国内：线上渠道高增，线下网点持续加密。**线上方面，天猫与抖音作为品牌核心阵地及流量转化入口，近年来伴随品牌势能提升规模持续扩大；据久谦数据，2023-2025 年品牌天猫平台 GMV 由 2.52 亿元增至 5.36 亿元，CAGR 达 45.8%，同期抖音平台由 1.34 亿元增至 6.06 亿元，CAGR 高达 112.3%。据公司收购花知晓公告显示，品牌于天猫、抖音平台彩妆类目的排名已由 2025 年的第 12 名升至 26Q1 的第 5 名。线下方面，品牌已成功入驻全国超 2000 家彩妆柜台，覆盖 WOW Color、三福、喜燃等美妆集合店，主要落位于年轻女性逛街、聚会及饭后常逛的店铺场景。2026 年 9 月，花知晓官宣首家全球品牌旗舰店，落位于上海淮海中路 520 号，在国庆期间采取完全预约制形式试营业，为品牌成立十周年以来首次以独立旗舰店形式经营线下空间。

下载日志已记录，仅供内部参考



图 39：花知晓线上 GMV 情况




数据来源：久谦数据，广发证券发展研究中心

图 40：花知晓新品入驻 Wow Color 线下渠道




数据来源：Wow Color 公众号，广发证券发展研究中心

图 41：花知晓首家全球品牌旗舰店落地




数据来源：花知晓小红书官方账号，广发证券发展研究中心

**国外：以中国本土原创彩妆身份，树立国货美妆出海标杆。**截至 2026 年 6 月，花知晓海外核心社媒平台粉丝量超 550 万，其中 Instagram、Tiktok 关注量分别为 220 万/330 万。复盘花知晓出海之路，我们认为其走出了一条由难至易、极具品牌特色的扩张之路，对于后续国货出海具有较强借鉴意义。

(1) **文化契合，首战日本：**不同于多数国货美妆首选东南亚等文化相近市场、以平价与流量打开知名度的常规路径，花知晓将出海首站定为彩妆竞争激烈、突围难度极高的日本市场。品牌依托“少女心”与二次元浪漫美学，实现与中日年轻群体的天然文化共鸣。2019 年，通过本地代理商成功入驻多个日本国民级美妆集合店，并同步上线亚马逊日本站，完善全渠道布局；2020 年，日本市场销售额突破 2000 万元。

(2) **深耕东南亚，借电商实现声量扩张：**2021 年，品牌入驻 Shopee、Lazada 等东南亚核心电商平台并持续深耕。据蓝海亿观，2022 年，品牌在 Lazada 6.6 大促期间，销售额较 Lazada“生日大促”首日增长 500%，

下载日志已记录，仅供内部参考



2023 年在 Shopee 双 11 大促中销售额同比增长近 300%，订单量同比增长近 4 倍。

(3) **进军欧美，线上线下双轮驱动：**2022 年，品牌进军欧美初期并未选择竞争内卷的亚马逊，而是通过独立站切入欧美市场，上线 4 个月即实现销售额破 1000 万元，上新复购率达 40%。线下渠道拓展同样高效：2024 年进驻美国 Z 世代核心零售渠道 Urban Outfitters，仅 3 个月便跻身该渠道 5 大畅销美妆品牌；2025 年登陆美国最大高端美妆连锁 Ulta Beauty，成为首个入驻的国货彩妆品牌，在欧美主流市场的品牌影响力持续提升。

(4) **拓展韩英，全球化进程再下里程碑：**2025 年，品牌以快闪店形式首次进入韩国潮流地标圣水洞，一举创下该举办地的排队时长与销售纪录；2026 年正式入驻韩国百亿级电商平台 Musinsa，进入当地年轻世代消费决策核心阵地，与韩妆本土品牌正面竞争。同年，品牌入驻英国健康美容连锁巨头 Boots，进一步触达欧洲主流消费群体。

**表 18：花知晓出海关键事件梳理**

| 时间 | 事件 |
|---|---|
| 2019 | 出海首站落地日本，依托本地成熟代理商，顺利入驻Cosme、Loft等日本国民级美妆集合店，覆盖约1000家药妆店与零售渠道；同步上线亚马逊日本站，实现线上线下多渠道销路覆盖 |
| 2020 | 日本市场销售额突破2000万元，站稳当地市场 |
| 2021 | 签约日韩高人气偶像宫脇咲良担任亚洲大使，进一步提升品牌影响力；入驻Shopee、Lazada平台试水东南亚电商市场 |
| 2022 | 正式开拓欧美市场，上线品牌官方欧美独立站，上线4个月即实现销售额破1000万元，上新复购率达40% |
| 2024 | 入驻美国Z世代核心零售渠道Urban Outfitters，成为首个进驻该渠道的国货彩妆品牌。入驻仅3个月，即跻身五大畅销美妆品牌；同年，美国市场首次超过日本，成为品牌最大的单一海外市场 |
| 2025 | 年底登录美国第一美妆连锁ULTA Beauty，首批上架超60个SKU，正式跻身欧美主流美妆赛道；同年10月，首次进入韩国圣水洞开设快闪店，创造该举办地的排队时长和销售记录 |
| 2026 | 2月正式入驻韩国Musinsa美妆板块，成为首个登录这一平台的中国美妆品牌；3月入驻英国Boots，实现品牌从潮流快闪店到大众刚需渠道的横向拓展 |

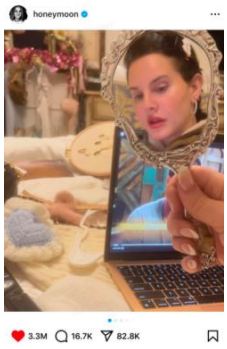
数据来源：品牌出海 BrandGlobal，蓝海亿观，青眼，妆颜社，化妆品品观，广发证券发展研究中心

**花知晓何以立足欧美市场？**（1）定位精准，客群清晰：品牌避开彩妆低价内卷的竞争红海，向内深挖价值内涵，锚定欧美语境下偏好“少女心”美学的“coquette”群体，以契合其审美偏好的产品设计与价值主张持续发声，有效沉淀海外核心客群基石；（2）深耕社群，吸引用户自发种草：品牌深耕垂直圈层，通过合作社区 koc、举办线下活动强化用户粘性，凭借高颜值产品的天然优势在 tiktok、instagram 等平台形成强传播力，获得 lana del rey 等欧美知名艺人的自发推荐，显著提升品牌知名度与口碑；（3）立足优质渠道，保障品牌调性：品牌审慎选择入驻渠道，初进欧美避开流量内卷的亚马逊平台，优先以自主定价权较高的独立站塑造用户心智，待内容运营成熟后再逐步向知名线下渠道延展，以渠道调性保障品牌调性。对比美国官网与天猫旗舰店，品牌多款产品经汇率换算后的溢价率超 100%，充分验证其在当地的品牌溢价能力与市场认可度。

下载日志已记录，仅供内部参考



图 42：花知晓受打雷姐 Instagram 自发推荐




数据来源：青眼，广发证券发展研究中心

图 43：花知晓美国官网 VS 国内天猫旗舰店溢价率

| 产品系列 | 产品名称 | 产品图例 | 美国独立站价格 | 天猫旗舰店价格 | 溢价率（1USD=6.77RMB） |
|---|---|---|---|---|---|
| 骑士独角兽 | 腮红 |  | 26美元 | 79元 | 122.8% |
| 贝壳珍珠 | 六色眼影盘 |  | 40美元 | 109元 | 148.4% |
| 邦尼花园 | 腮红 |  | 26美元 | 79元 | 122.8% |
| 小天使 | 九色眼影盘 |  | 40.5美元 | 109元 | 151.5% |

数据来源：花知晓官网，花知晓天猫旗舰店，广发证券发展研究中心

**如何看待花知晓并表后与母公司的协同效应？**（1）完善彩妆矩阵布局，贡献强劲增长势能：花知晓的少女心定位与专业化品牌彩棠、潮流品牌原色波塔形成有效互补，有效拓宽终端人群覆盖度；同时，品牌具备成熟的独立运营能力，目前国内高增趋势不减，破圈效应持续释放，用户渗透仍有空间；海外营收当前占比偏低，未来依靠营销深化与产品迭代，有望持续拓展向上天花板；（2）出海经验复制，助推国际化战略落地：据珀莱雅股份公众号，主品牌珀莱雅已于 8 月与美国最大专业美妆零售商 Ulta Beauty 正式达成全面合作，计划于 11 月在其 400 家美国核心门店及线上平台发售红宝石与源力系列。作为已在多个海外零售渠道验证过的出海先锋，花知晓能为主品牌及集团旗下子品牌的国际化探索提供宝贵经验，加速公司全球化战略推进节奏；（3）经营层面协同互补，提升增长质量：控股后公司仍保留花知晓原有团队以维持品牌调性与创作活力，未来借助母公司的精细化管理体系、全渠道运营力及高效供应链资源，有望赋能品牌经营转化效率与增长质量提升。

## 四、盈利预测和投资建议

### （一）业务拆分及收入预测

预测公司 26-28 年营业收入分别为 116.4、137.2、148.8 亿元，同比增速分别为 10%、18%、8%，归母净利润分别为 19.9、18.8、20.3 亿元，同比增速分别为+33%、-5%、+8%。

(1) **主品牌珀莱雅：**受人员调整及短期竞争加剧影响，2025 年收入同比下滑 10.4%。2026 年以来，随着管理团队磨合与研发节奏重新梳理，财报数据显示 26H1 主品牌收入跌幅对比 25 全年有所收窄，且 26 年 618 在新品尚未完全上市、核心大单品未进行重大更新、外资品牌复苏下仍取得良好市场表现。展望未来，随着红宝石、源力等核心系列持续升级，叠加新兴品类布局延伸，品牌有望进一步拓宽价格带与人群触达，推动整体营收重回增长通道，预计 26-28 年分别实现收入 72.3、73.7、75.9 亿元，同比-6%、+2%、+3%。

(2) **彩棠：**作为公司第二个营收体量超 10 亿的品牌，彩棠整体基数较大，且当前所处中端价格带受平价及白牌彩妆冲击较为明显，预计 26 年收入下滑 20%至 10.0 亿元，后续有望持续聚焦底妆赛道，通过大单品升级、趋势品类拓展等方式带动营收企稳回升，预计 27、28 年分别实现收入 9.2、10.2 亿元，同比-8%、+10%。

(3) **悦芙媞：**受年轻群体护肤赛道拥挤度提升、竞争加剧影响，悦芙媞近年来营收增速有所放缓。为此，品牌积极推进定位重塑升级，由“油皮护肤专家”转型为“年轻肌专研”，品类结构进一步向聚焦油痘肌、油敏肌等细分赛道切入，预计短期竞争压力与品牌定位调整将对营收产生影响，预计 26-28 年实现收入 3.2、2.9、3.1 亿

下载日志已记录，仅供内部参考



元，同比-15%、-8%、+6%。

(4) Off&Relax：据弗若斯特沙利文，头皮护理是中国头部洗护市场中增速最快的细分品类，其中防脱精华为核心类目，20-25 年市场规模复合增速近 20%，预计未来五年将以 13.2%的复合增速快速增长。2025 年 Off&Relax 零售额位居中国防脱精华市场前二，且近年来增长势能持续释放，带动品牌心智持续成熟，预计 26-28 年实现收入 10.4、13.0、15.0 亿元，同比增长 40%、25%、15%。

(5) **花知晓**：公司于 2026 年 6 月取得深圳花知晓电子商务有限公司 51%股权，并将其纳入合并范围。作为彩妆行业稀缺的少女心品牌，花知晓精准锚定 15-25 岁偏爱梦幻美学、高颜值原创设计与主题化系列产品的年轻女性，凭借快速的上新节奏与优质的社媒口碑在国内外迅速破圈，2023-2025 年营收及净利润均保持 50%以上的复合增速。考虑到品牌国内线上仍保持较快增速、海外现有市场仍有深耕空间且新兴国家尚存拓展潜力，预计 26 年实现收入 22.4 亿元（并表约 11.2 亿元），27-28 年实现收入 26.9、31.8 亿元，同比增长 20%、18%。

(6) **其他新锐品牌**：原色波塔以自我为核心理念，以富有未来主义、朋克精神与创新特色的彩妆产品深受年轻群体喜爱，近年来增速亮眼，2026 年 618 超额完成任务，全渠道同比增长超 170%。预计 26-28 年实现收入 5.6、7.0、8.1 亿元，同比增长 120%、25%、15%。惊时切入高景气头皮微生态健康赛道，预计 26-28 年实现收入 1.7、2.2、2.6 亿元，同比增长 80%、30%、15%。

近年来公司主品牌及子品牌毛利率均保持上升趋势，整体盈利能力持续提升。展望后续，公司持续推进降本增效，叠加产品迭代升级、结构优化及高端线产品占比提升有望推动内生毛利率上行，但考虑到毛利率水平相对较低的花知晓并表将对整体毛利产生结构性影响，预计 26-28 年毛利率分别为 72.4%、72.8%、72.6%。

**表 19：核心假设与盈利预测**

| （百万元） | | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|---|
| 营业收入（1）+（2） | | 10597 | 11642 | 13716 | 14877 |
| | YOY | -2% | 10% | 18% | 8% |
| 营业成本 | | 2833 | 3211 | 3731 | 4072 |
| | YOY | -8% | 13% | 16% | 9% |
| 毛利率 | | 73.3% | 72.4% | 72.8% | 72.6% |
| 主营业务收入（1） | | 10585 | 11629 | 13701 | 14861 |
| | YoY | -2% | 10% | 18% | 8% |
| 毛利额 | | 7760 | 8426 | 9979 | 10799 |
| 毛利率 | | 73.3% | 72.5% | 72.8% | 72.7% |
| 主品牌： | | | | | |
| 珀莱雅 | | 7689 | 7228 | 7372 | 7593 |
| | YoY | -10% | -6% | 2% | 3% |
| 毛利额 | | 5653 | 5204 | 5345 | 5467 |
| 毛利率 | | 73.5% | 72.0% | 72.5% | 72.0% |
| 子品牌： | | | | | |
| 彩棠 | | 1255 | 1004 | 924 | 1016 |
| | YoY | 5% | -20% | -8% | 10% |
| OR | | 744 | 1042 | 1302 | 1497 |
| | YoY | 102% | 40% | 25% | 15% |

下载日志已记录，仅供内部参考



| | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|
| 悦芙媞 | | 371 | 315 | 290 | 308 |
| | YoY | 12% | -15% | -8% | 6% |
| 原色波塔 | | 256 | 563 | 704 | 810 |
| | YoY | 125% | 120% | 25% | 15% |
| 惊时 | | 96 | 173 | 225 | 258 |
| | YoY | 442% | 80% | 30% | 15% |
| 花知晓（26H2 并表） | | 1726 | 2244 | 2693 | 3177 |
| | YoY | - | 30% | 20% | 18% |
| 毛利率 | | 59.7% | 60.0% | 61.0% | 62.0% |
| 其他品牌 | | 174 | 183 | 192 | 201 |
| | YoY | - | 5% | 5% | 5% |
| 小计 | | 2896 | 4402 | 6329 | 7267 |
| 毛利额 | | 2107 | 3223 | 4634 | 5331 |
| 毛利率 | | 72.8% | 73.2% | 73.2% | 73.4% |
| 其他收入（2） | | 12 | 13 | 15 | 16 |
| | YoY | -6% | 10% | 10% | 10% |

数据来源：iFind，广发证券发展研究中心

### （二）估值分析与投资建议

珀莱雅是国内领先的本土多品牌美妆集团，长期占据国货美妆头部地位。据弗若斯特沙利文，2025 年公司以 1.5%的市占率位列中国化妆品行业第五，是前五名中唯一一家中国本土化妆品集团。复盘公司发展历史，在完善组织机制保障下，公司多次于行业关键节点做出正确决策，包括前瞻性推进线上化转型、坚定贯彻大单品战略与布局多元品牌矩阵等。2024 年公司管理层实现重要更迭，新任总经理提出未来十年跻身全球化妆品行业前十的“双十”愿景，并于关键岗位引进多名具备欧莱雅、宝洁等国际化妆品集团管理经验的资深人才，推动团队专业化水平迈上全新台阶。我们认为，随着核心管理层磨合渐入佳境，公司有望迎来新一轮高质量增长，后续主品牌在核心系列迭代与新品类拓展下势能有望迎来强势修复；同时 OR、原色波塔、惊时等子品牌加速成长，叠加收购强势少女品牌花知晓，第二增长曲线正加速成形。

珀莱雅正处于向多品牌、多市场国际化平台型企业转型的关键节点，因此在可比公司选择上，我们选取同为国货美妆头部企业的上美股份、毛戈平、上海家化。

（1）**上美股份：**公司以主品牌韩束为核心，逐步向婴童护肤、敏感肌等细分赛道拓展，在多品牌孵化能力及线上渠道运营方面与珀莱雅具有可比性。当前，上美股份正处于主品牌阶段性调整与新品牌前置投入并行的战略蓄力期，受市场对其盈利修复节奏预期及港股流动性因素的综合影响，其 27 年 iFind 一致预期 PE 约 9 倍。

（2）**毛戈平：**作为国内稀缺的高端彩妆集团，公司依托大师 IP、百货专柜及专业化妆服务建立了稳固的高端品牌心智，并逐步由彩妆向护肤、香水等品类延伸，在品牌升级及跨品类拓展方面与珀莱雅具有可比性。但受行业竞争加剧、增速水平放缓及港股流动性等综合因素影响，其 27 年 iFind 一致预期 PE 约 11 倍。

（3）**上海家化**：国内老字号化妆品集团，公司产品覆盖个护、美妆、家清等多元领域。近年来，公司经营重点围绕“聚焦核心品牌、聚焦核心品牌建设、聚焦线上、聚焦效率”展开。核心品牌六神线下经营稳健且品牌

下载日志已记录，仅供内部参考



资产深厚，玉泽、佰草集线上加速放量，同时公司持续收缩竞争力较弱的子品牌，减亏趋势向好。叠加公司账上近 35 亿元的货币资金与交易性金融资产（截至 2026H1），其 27 年 iFind 一致预期约 21 倍。

综上，参考可比公司，我们认为公司主品牌经营韧性较强，叠加多品牌成长空间持续拓展，给予公司 27 年 15 倍 PE 估值，对应合理价值 71.37 元/股，给予“买入”评级。

**表 20：可比公司估值表（截止至 2026 年 10 月 21 日）**

| 公司代码 | 公司简称 | 市值（亿元） | 归母净利润（财报货币 亿元） | | | PE（倍） | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | 2026E | 2027E | 2028E | 2026E | 2027E | 2028E |
| 02145.HK | 上美股份 | 78.2 | 5.5 | 8.7 | 10.7 | 14.3 | 9.0 | 7.3 |
| 01318.HK | 毛戈平 | 193.2 | 14.9 | 18.4 | 22.3 | 12.9 | 10.5 | 8.7 |
| 600315.SH | 上海家化 | 121.5 | 4.8 | 5.7 | 6.5 | 25.4 | 21.1 | 18.7 |
| 平均值 | | | | | | 17.5 | 13.6 | 11.5 |

数据来源：iFind，广发证券发展研究中心

备注：单位均统一为 CNY，参考汇率 1HKD=0.86CNY

## 五、风险提示

### （一）行业竞争加剧风险

美妆行业市场竞争持续加剧，同业品牌不断加码渠道布局与营销投放，若公司品牌、渠道战略落地效果不及预期，叠加投放成本上行、费用管控难度提升，将对公司收入及盈利水平造成压力。

### （二）品牌孵化培育风险

公司持续布局新品牌、新品类拓展矩阵，品牌孵化前期营销投入较高，且不同品类运营逻辑差异较大，若团队运营能力、市场需求匹配度不足，可能出现孵化项目业绩不及预期、投入回报失衡的问题。

### （三）品牌并购整合风险

公司通过股权投资、控股并购方式完善品牌梯队，后续或将面临品牌文化、渠道、团队整合等问题；同时多品牌、多业务线扩张会提升集团整体管理难度，若整合协同效果不佳，存在投资收益波动、业绩不及预期的风险。

下载日志已记录，仅供内部参考



| 资产负债表 | | | | | 单位:人民币百万元 |
|---|---|---|---|---|---|
| | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
| **流动资产总额** | **5,613** | **6,136** | **7,363** | **8,598** | **10,047** |
| 货币资金 | 4,082 | 5,061 | 5,845 | 6,683 | 7,758 |
| 应收及预付 | 742 | 240 | 548 | 718 | 905 |
| 存货 | 661 | 635 | 758 | 947 | 1,131 |
| 其他 | 128 | 201 | 212 | 250 | 253 |
| **非流动资产总额** | **1,917** | **2,351** | **2,525** | **2,653** | **2,767** |
| 长期股权投资 | 111 | 441 | 441 | 441 | 441 |
| 固定资产 | 907 | 893 | 1,021 | 1,121 | 1,216 |
| 在建工程 | 75 | 128 | 146 | 146 | 141 |
| 使用权资产 | 15 | 27 | 27 | 27 | 27 |
| 无形资产 | 429 | 444 | 457 | 477 | 497 |
| 其他 | 380 | 417 | 433 | 440 | 444 |
| **资产总额** | **7,530** | **8,487** | **9,888** | **11,251** | **12,814** |
| **流动负债总额** | **1,213** | **1,374** | **1,568** | **1,760** | **1,951** |
| 短期借款 | 0 | 80 | 85 | 90 | 100 |
| 应付及预收 | 830 | 966 | 1,136 | 1,283 | 1,395 |
| 其他 | 382 | 328 | 347 | 387 | 457 |
| **非流动负债总额** | **831** | **847** | **838** | **838** | **827** |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付债券 | 780 | 804 | 804 | 804 | 804 |
| 其他 | 51 | 42 | 34 | 34 | 23 |
| **负债总额** | **2,044** | **2,221** | **2,406** | **2,598** | **2,779** |
| 股本 | 396 | 396 | 396 | 396 | 396 |
| 其他 | 5,006 | 5,745 | 6,918 | 8,049 | 9,389 |
| 归母权益合计 | 5,402 | 6,141 | 7,314 | 8,445 | 9,785 |
| 少数股东权益 | 84 | 125 | 168 | 208 | 250 |
| **负债和股东权益** | **7,530** | **8,487** | **9,888** | **11,251** | **12,814** |

| 利润表 | | | | | 单位:人民币百万元 |
|---|---|---|---|---|---|
| | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
| **营业收入** | **10,778** | **10,597** | **11,642** | **13,716** | **14,877** |
| 营业成本 | 3,084 | 2,833 | 3,211 | 3,731 | 4,072 |
| 营业税金及附加 | 84 | 93 | 93 | 137 | 149 |
| 销售费用 | 5,161 | 5,259 | 5,821 | 6,762 | 7,319 |
| 管理费用 | 366 | 404 | 454 | 521 | 565 |
| 研发费用 | 210 | 217 | 221 | 274 | 298 |
| 财务费用 | -36 | -29 | -61 | -78 | -97 |
| 资产信用减值损失 | -101 | -57 | -120 | -120 | -140 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | -2 | 44 | 600 | 0 | 0 |
| **营业利润** | **1,890** | **1,876** | **2,453** | **2,327** | **2,510** |
| 营业外收支 | -1 | -5 | -4 | -3 | -3 |
| 利润总额 | 1,889 | 1,871 | 2,449 | 2,324 | 2,507 |
| 所得税费用 | 304 | 328 | 421 | 400 | 431 |
| **合并净利润** | **1,585** | **1,543** | **2,028** | **1,925** | **2,076** |
| 少数股东损益 | 33 | 45 | 43 | 40 | 42 |
| **归母净利润** | **1,552** | **1,498** | **1,985** | **1,884** | **2,035** |
| EPS（元/股） | 3.92 | 3.78 | 5.01 | 4.76 | 5.14 |

| 现金流量表 | | | | | 单位:人民币百万元 |
|---|---|---|---|---|---|
| | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
| **经营活动现金流净额** | **1,107** | **2,193** | **1,397** | **1,971** | **2,172** |
| 合并净利润 | 1,585 | 1,543 | 2,028 | 1,925 | 2,076 |
| 折旧摊销 | 119 | 167 | 176 | 209 | 240 |
| 营运资金变动 | -675 | 454 | -374 | -330 | -332 |
| 其他 | 0 | 0 | -12 | 0 | 0 |
| **投资活动现金流净额** | **-1,265** | **-238** | **1,376** | **-337** | **-354** |
| 资本性开支 | -292 | -166 | -275 | -250 | -250 |
| 投资 | 0 | -330 | 5 | 3 | -4 |
| 其他 | -973 | 258 | 1,647 | -90 | -100 |
| **融资活动现金流净额** | **-758** | **-763** | **-863** | **-796** | **-743** |
| 股本融资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 债权融资 | -200 | 80 | -4 | 5 | -1 |
| 股利分配与偿付利息 | -371 | -799 | -842 | -801 | -760 |
| 其他 | -188 | -44 | -18 | 0 | 18 |
| **现金净增加额** | **-917** | **1,192** | **1,910** | **838** | **1,075** |
| **期初现金余额** | **3,659** | **2,743** | **3,934** | **5,845** | **6,683** |
| **期末现金余额** | **2,743** | **3,934** | **5,845** | **6,683** | **7,758** |

| 主要财务比率 | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|
| | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
| **成长能力** | | | | | |
| 营业收入增长率 | 21.0% | -1.7% | 9.9% | 17.8% | 8.5% |
| 营业利润增长率 | 25.8% | -0.8% | 30.8% | -5.1% | 7.9% |
| 归母净利增长率 | 30.0% | -3.5% | 32.5% | -5.1% | 8.0% |
| **获利能力** | | | | | |
| 毛利率 | 71.4% | 73.3% | 72.4% | 72.8% | 72.6% |
| 净利率 | 14.7% | 14.6% | 17.4% | 14.0% | 14.0% |
| ROE | 28.7% | 24.4% | 27.1% | 22.3% | 20.8% |
| **偿债能力** | | | | | |
| 资产负债率 | 27.1% | 26.2% | 24.3% | 23.1% | 21.7% |
| 有息负债率 | 10.4% | 10.4% | 9.0% | 7.9% | 7.1% |
| 流动比率 | 4.6 | 4.5 | 4.7 | 4.9 | 5.1 |
| 利息保障倍数 | 63.2 | 50.8 | 40.2 | 49.9 | 53.9 |
| **营运能力** | | | | | |
| 应收账款周转率 | 25.0 | 36.0 | 36.0 | 30.0 | 24.0 |
| 存货周转率 | 4.7 | 4.5 | 4.2 | 3.9 | 3.6 |
| 应付账款周转率 | 4.6 | 3.5 | 3.6 | 3.7 | 3.7 |
| **每股指标** | | | | | |
| 每股收益 | 3.92 | 3.78 | 5.01 | 4.76 | 5.14 |
| 每股净资产 | 13.63 | 15.51 | 18.47 | 21.33 | 24.71 |
| 每股经营现金流 | 2.79 | 5.54 | 3.53 | 4.98 | 5.48 |
| **估值比率** | | | | | |
| PE | 21.6 | 18.1 | 11.5 | 12.2 | 11.3 |
| PB | 6.2 | 4.4 | 3.1 | 2.7 | 2.3 |
| EV/EBITDA | 14.6 | 11.3 | 8.6 | 6.6 | 5.7 |

下载日志已记录，仅供内部参考



## 广发批零与社会服务行业研究小组

嵇文欣 ：首席分析师，南京大学经济学硕士。曾任职于西南证券。2020 年加入广发证券发展研究中心。

孟 鑫 ：资深分析师，重庆大学技术经济及管理硕士，曾任职于国盛证券、西南证券，2023 年加入广发证券发展研究中心。

包 晗 ：资深分析师，英国伦敦玛丽女王大学财富管理硕士，2020 年加入广发证券发展研究中心。

曹敦鑫 ：资深分析师，布里斯托大学金融与投资学硕士，曾任职于方正证券、申万宏源证券，2025 年加入广发证券发展研究中心。

张 望 ：资深分析师，伦敦大学国王学院金融学硕士，曾任职于华福证券，2025 年加入广发证券发展研究中心。

罗 艺 ：高级分析师，武汉大学经济学硕士，2024 年加入广发证券发展研究中心。

陈又铭 ：研究员，新加坡国立大学金融学硕士，2026 年加入广发证券发展研究中心，1 年证券行业研究经验。

# 分析师及联系人



嵇文欣

SAC 执证号：S0260520050001
SFC CE No. BUA982
jiwenxin@gf.com.cn



张望

SAC 执证号：S0260525100001
gfzhangwang@gf.com.cn

请注意，张望并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

联系人：
陈又铭 17790080668
chenyouming@gf.com.cn

下载日志已记录，仅供内部参考



**广发证券**
**行业投资评级说明**

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%～+10%。
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

**广发证券**
**公司投资评级说明**

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%～+5%。
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

**联系我们**


| 地址 | 邮政编码 | 客服邮箱 |
| --- | --- | --- |
| 广州市： 广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 47 楼 | 510627 | gfzqyf@gf.com.cn |
| 深圳市： 深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层 | 518026 | |
| 北京市： 北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层 | 100045 | |
| 上海市： 上海市浦东新区南泉北路 429 号泰康保险大厦 37 楼 | 200120 | |
| 香港： 香港湾仔骆克道 81 号广发大厦 27 楼 | - | |


**法律主体声明**

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

**重要声明**

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。

下载日志已记录，仅供内部参考



在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

**权益披露**

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

**版权声明**

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。