

珀莱雅 (603605)

梳理到位再出发，双十战略启新程

买入 (维持)

2026年07月02日

证券分析师 吴劲草

执业证书: S0600520090006

wujc@dwzq.com.cn

证券分析师 郝越

执业证书: S0600524080008

xiy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入 (百万元)	10,778	10,597	11,668	12,991	14,273
同比 (%)	21.04	(1.68)	10.10	11.34	9.87
归母净利润 (百万元)	1,552	1,498	1,670	1,830	1,994
同比 (%)	30.00	(3.50)	11.52	9.56	8.97
EPS-最新摊薄 (元/股)	3.92	3.78	4.22	4.62	5.04
P/E (现价&最新摊薄)	14.71	15.24	13.67	12.48	11.45

股价走势



投资要点

- **国货美妆龙头组织焕新，调整期已过，2026 年有望重启成长。**珀莱雅是首个营收破百亿的国货美妆龙头，2017-2024 年营收/归母净利 CAGR 分别高达 29.31%/33.93%。2025 年受行业竞争加剧及团队、组织调整影响，营收/归母净利同比-1.68%/-3.50%，但净利率仍稳定在 14%以上。2025 年公司完成核心团队焕新，引入黄虎、孙培文、金昶、胡宁波等多位具国际美妆/快消背景的高管，组织升级为“品牌事业部+四大中台+职能中心”架构，并提出“双十战略”剑指十年内全球美妆前十。我们认为 2026 年组织梳理到位、人才储备充足，平台化与多品牌战略开始兑现。
- **主品牌大单品持续迭代+渠道高端化，叠加市占率提升，长期空间广阔。**产品端，红宝石、双抗、源力、能量四大核心系列 2023 年合计占品牌营收超 55%，均以自研成分构建差异化壁垒，2024H2 以来密集迭代并横向拓展防晒、男士、美白底妆，高客单套组带动客单价上行。渠道端，公司线上化率达 95%+，天猫稳居美妆第一、抖音主动向中腰部达人与自营货架迁移，渠道结构更健康。空间上，2025 年珀莱雅中国市占率 2.5%，对标美/日/韩 TOP1 品牌 2.6-3.6%份额，假设年均提升 0.05-0.1pct，2030 年主品牌报表营收有望达 110-120 亿元，增长空间广阔。
- **内生多品牌矩阵高增，第二增长曲线加速成型。**2025 年子品牌合计收入占比由 2024 年约 20%升至 27.4%，彩棠、OR、悦芙媿、原色波塔、惊时多点开花，其中 OR 同比+102%、原色波塔+125%、惊时+442%。各品牌共享研发平台、供应链与数字化能力，降低试错成本、加快孵化周期，多品牌矩阵正成为继主品牌之后的核心增长引擎。
- **外延并购花知晓，打开全球化彩妆新增长极。**公司 2025 年以 4.28 亿元收购花知晓 38.45%股权、2026 年 5 月拟再收购 12.55%实现控股 51%并表；花知晓 2025 年营收 17.26 亿元、净利率 16.2%，2023-2025 营收和净利连续三年增速超 50%。其差异化的洛可可童话+东方审美定位海外破圈，已入驻 Ulta、Urban Outfitters 等渠道，对标雅诗兰黛旗下 Too Faced (2025 美国市占率 2.3%)，仅美国单一市场中长期终端销售额有望超 30 亿元，叠加日韩、东南亚、欧洲市场，全球化空间广阔。
- **盈利预测与投资评级：**珀莱雅作为国内美妆龙头公司，主品牌 2026 年有望在新品驱动和渠道优化下实现恢复性增长。内生品牌仍有较大成长空间，外延上花知晓并入后有望贡献海外增量。考虑到主品牌回暖、内生多品牌增长，我们将公司 2026-2028 年归母净利润预期由 15.8/17.3/19.6 亿元上调至 16.7/18.3/19.9 亿元，对应 2026/6/29 收盘价 PE 分别为 14/12/11X，估值底部区间维持“买入”评级。
- **风险提示：**下游需求疲软；行业竞争加剧；管理层变动风险；大单品销售不及预期；公司并购、并表进展不及预期。

市场数据

收盘价(元)	60.24
一年最低/最高价	54.30/92.00
市净率(倍)	3.75
流通 A 股市值(百万元)	23,853.60
总市值(百万元)	23,853.60

基础数据

每股净资产(元,LF)	16.05
资产负债率(%,LF)	26.52
总股本(百万股)	395.98
流通 A 股(百万股)	395.98

相关研究

《珀莱雅(603605): 2025 年及 2026 一季报点评: 多品牌多品类持续发展, 推出新一轮员工持股计划》

2026-04-22

《珀莱雅(603605): 2025 年三季报点评: 调整期业绩承压, 多品牌长期成长可期》

2025-10-31

内容目录

1. 梳理到位：国货龙头组织焕新，战略升级再出发	5
2. 主品牌：国货龙头焕新，大单品持续迭代	8
2.1. 产品：向上巩固价格带，横向拓展新品类	8
2.1.1. 红宝石&双抗系列：持续更新迭代，基本盘稳固	10
2.1.2. 源力系列：定位屏障修复，拓展医美术后市场	11
2.1.3. 能量系列：高举高打，蕴白系列或为潜在爆品	11
2.2. 渠道：天猫推新稳中求进，抖音放量带动增长	12
2.2.1. 天猫：位居美妆第一，高端化驱动客单价上行	13
2.2.2. 抖音：降低达人依赖，自营货架放量带动增长	14
2.3. 空间展望：市占率角度分析，主品牌仍有成长空间	17
3. 多品牌矩阵：第二增长曲线加速成型	18
3.1. 复盘欧莱雅，多品牌矩阵是美妆集团必然选择	18
3.2. 内生孵化矩阵成型，洗护赛道领跑高增	19
4. 外延并购：花知晓——全球化彩妆新引擎	21
4.1. 国内：差异化定位卡位少女彩妆	23
4.2. 海外：日本起步，欧美快速发展，全球扩张	25
5. 盈利预测与投资建议	30
6. 风险提示	32

图表目录

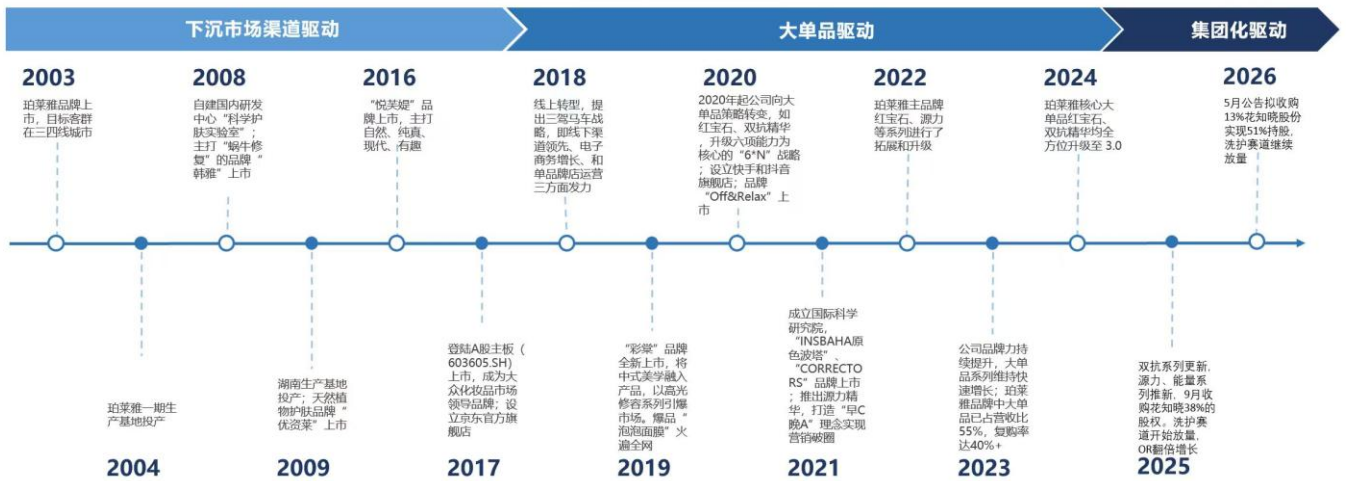
图 1:	珀莱雅发展历程.....	5
图 2:	珀莱雅历年收入及增速.....	6
图 3:	珀莱雅历年归母净利及增速.....	6
图 4:	珀莱雅组织架构呈现品牌事业部制+中台全赋能.....	7
图 5:	珀莱雅主品牌营收占比较高.....	8
图 6:	珀莱雅 26 年 618 全平台排名均较高.....	8
图 7:	珀莱雅当前四大产品系列——红宝石/双抗/能量/源力.....	9
图 8:	珀莱雅 24 年下半年以来进行多系列大单品密集推新.....	10
图 9:	能量系列产品及卖点.....	12
图 10:	珀莱雅营收线上渠道占比变化.....	13
图 11:	珀莱雅 2025 年线上渠道占比情况.....	13
图 12:	2025-2026 年珀莱雅 618 狂欢节排行榜位居第一.....	13
图 13:	2025-2026 年部分月份珀莱雅天猫官旗热销产品情况.....	14
图 14:	抖音渠道是珀莱雅核心增量渠道.....	15
图 15:	多数主流品牌抖音渠道开始降低达人占比.....	15
图 16:	珀莱雅 2026 年 H1 抖音渠道占比情况.....	15
图 17:	珀莱雅 2025 年 vs 2026H1 抖音渠道产品结构变化.....	16
图 18:	欧莱雅发展历程复盘.....	18
图 19:	欧莱雅品牌矩阵较为丰富.....	19
图 20:	欧莱雅品牌矩阵较为丰富.....	19
图 21:	彩棠历年收入及增速.....	20
图 22:	2025 年双十一彩棠表现较好.....	20
图 23:	OR 历年收入及增速.....	21
图 24:	OR 搭建行业内完整的分龄防脱精准护理体系.....	21
图 25:	花知晓新品迭代较快.....	22
图 26:	花知晓国内彩妆市占率持续提升.....	23
图 27:	花知晓销售结构分地区.....	23
图 28:	花知晓 2024、2025 年主推的系列产品风格一览.....	24
图 29:	花知晓 2025 年及 2026Q1 分渠道销售情况.....	25
图 30:	花知晓海外市场模特.....	25
图 31:	花知晓亚洲品牌大使宫脇咲良.....	25
图 32:	美国彩妆市场规模及增速.....	26
图 33:	美国彩妆销售渠道分布情况.....	28
图 34:	珀莱雅 PE-TTM 周估值处于底部（截至 2026/6/26 收盘）.....	32
表 1:	2024 年底-2026 年至今珀莱雅新引入较多业内人才.....	6
表 2:	珀莱雅四大核心系列定位、成分与价格带一览.....	9
表 3:	源力系列产品推新情况.....	11
表 4:	珀莱雅 2025 年 vs 2026H1 抖音合作达人变化.....	16
表 5:	基于长期市占率测算珀莱雅营收空间.....	17
表 6:	美国头部彩妆品牌 2025 年市占率统计表.....	27

表 7: Too Faced&花知晓对比.....	28
表 8: 花知晓部分财务数据预测.....	29
表 9: 珀莱雅盈利预测及主要假设拆分（分品牌划分）.....	31
表 10: 珀莱雅及可比美妆赛道上市公司盈利预测与估值（截至 2026/6/29 收盘价）.....	31

1. 梳理到位：国货龙头组织焕新，战略升级再出发

珀莱雅成立于 2003 年，经过二十余年发展已成为国内化妆品行业龙头。公司旗下拥有珀莱雅、彩棠、Off&Relax、悦芙媞、原色波塔、惊时等多个自有品牌，覆盖护肤、彩妆、洗护等美妆全领域。2025 年 9 月公司收购花知晓 38% 股份，2026 年 5 月公告拟收购 12.55% 花知晓股份，共持股 51% 将实现并表，形成以珀莱雅主品牌为压舱石、多品牌协同发展的矩阵格局。公司 2017-2024 年营收 CAGR 高达 29.31%，归母净利 CAGR 达 33.93%，2025 年营收 105.97 亿元，归母净利润 14.98 亿元，渠道运营、产品研发及品牌塑造能力均位居国货美妆前列，据欧睿数据珀莱雅品牌 2025 年在中国护肤市场市占率为 3.8%，23-25 年连续几年为国货 TOP1。

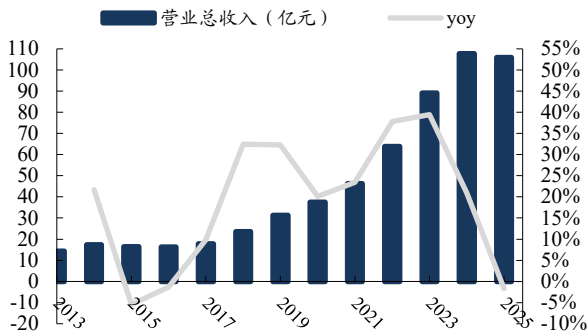
图1：珀莱雅发展历程



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

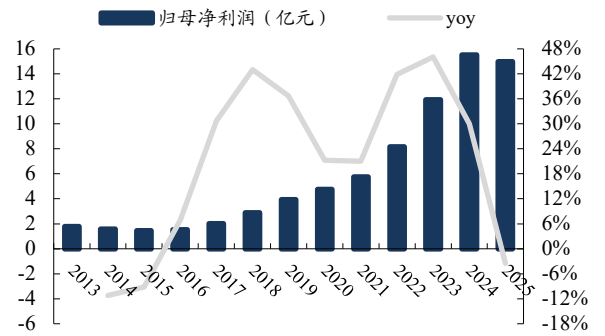
2025 年业绩短期回调，团队变更、组织机构调整完毕后有望重启成长。简单复盘珀莱雅历史业绩，2017 年以来，珀莱雅通过打造大单品、发力线上渠道、孵化多元品牌三大核心策略，进入高速成长阶段，2017-2024 年公司营收 CAGR 高达 29.31%，归母净利 CAGR 达 33.93%，增速在国内美妆行业中处于领先水平。2024 年公司营收为 107.8 亿，成为国内首家营收突破 100 亿元的国货美妆公司。2025 年受行业竞争加剧以及管理团队、组织架构调整影响，公司业绩有所调整，营收同比为-1.68%，归母净利同比为-3.50%，但整体盈利能力仍保持稳健，净利率维持在 14% 以上。

图2: 珀莱雅历年收入及增速



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图3: 珀莱雅历年归母净利润及增速



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2025 年公司经历重要的管理团队调整与升级。新任核心管理层具备国际化背景、专业品牌经验及多元人才结构。具体来看，研发端引入前宝洁研发高管黄虎、孙培文分别担任首席科学官和首席研发创新官，前雅诗兰黛欧洲及亚洲基础科学研究副总裁 Lieve Declercq 出任首席科学顾问，联合利华前研发负责人常晓维任上海研发中心负责人，形成国际化研发豪华阵容；财务端聘任前毕马威高级审计师、欧莱雅中国财务总监金昶为财务负责人；数字化端新设首席数字官，由前 LVMH 集团时装部北亚区 CIO 胡宁波出任；增长端首次设立首席增长官，由深耕美妆零售二十余年、曾主导自然堂电商业务从 0 到 1 搭建的吴梦出任，统筹全域增长与多品牌协同；产品端由汪奕峰担任产品开发负责人，打通“市场需求-研发-产品-市场”全链条。

表1: 2024 年底-2026 年至今珀莱雅新引入较多业内人才

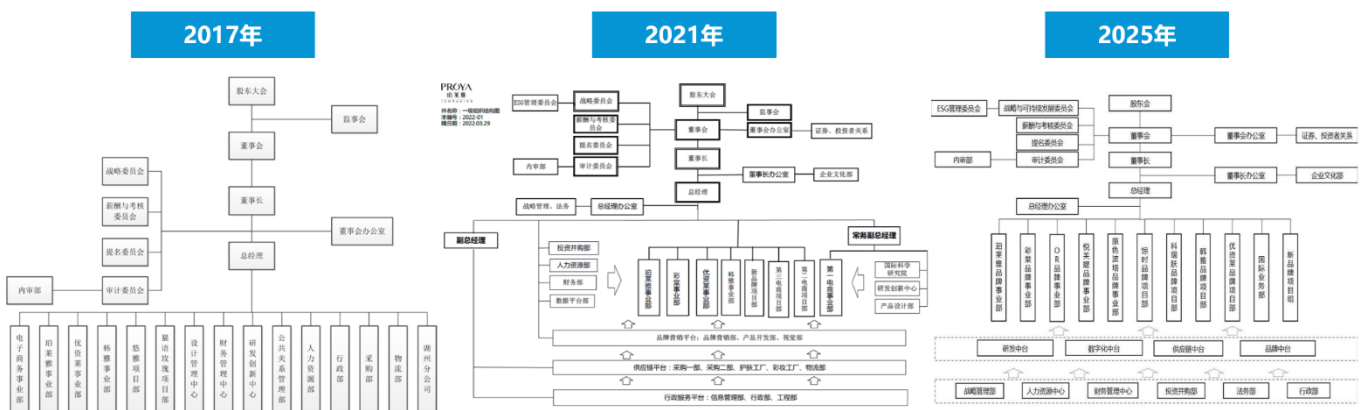
姓名	职务	官宣时间	负责领域	主要履历
黄虎	首席科学官	2025.4	负责基础研究、原料开发及临床功效研究	宝洁全球首席科学家；宝洁开放式创新平台奠基人；2021-2024 任上美 CTO 兼全球首席科学家
孙培文	首席研发创新官	2025.4	负责配方开发与功效测试	宝洁大中华区开放式创新研发总监；负责全球 SK-II 研发；2015-2022 上美全球研发总监
Lieve Declercq	首席科学顾问、欧洲科创中心副总裁	2025.4	负责欧洲研发网络建设与国际学术合作	雅诗兰黛前基础科学研究副总裁(欧亚洲)
常晓维	上海研发中心负责人	2025.4	负责头皮头发健康领域技术研究	联合利华、汉高，负责数百个产品研发
汪奕峰	产品开发负责人兼孵化品牌副总经理	2025.6	负责产品开发与多品牌战略赋能	欧莱雅、拜尔斯道夫、高露洁、强生、爱茉莉太平洋等任中国区总经理/CMO

果小	首席营销官	2025.8	负责品牌升级与全球化营销，擅长私域运营，深耕消费领域 10+年	阿芙精油市场负责人；泡玛特以及蕉下的首席营销官
金昶	财务负责人	2025.10	负责财务战略与港股上市筹备工作	毕马威审计 10 年；历任多家上市公司 CFO
薛霞	董事会秘书	2025.8	负责资本市场和港股上市	曾任多家上市公司董秘；资深资本市场管理经验
胡宁波	首席数字官	2025.4	负责数字化战略、AI 应用与数据治理，建立 ROI 导向的数字化评估体系	20+年信息化数字化工作经验，Lagardere 中国区 IT 部门负责人，LVMH 时装部北亚区 CIO

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

从组织架构演变看，珀莱雅经历了从传统职能制向中台化、全球化组织的三次跃迁。2017 年公司采用经典事业部制，由总经理直管电商、渠道、品牌营销等各事业部，组织层级简洁但职能间协同有限。2021 年在总经理下设副总经理层级并搭建品牌营销平台、供应链平台、行政服务平台三大中台雏形，组织复杂度随多品牌扩张同步提升。2025 年公司进行全面组织重构，经营层取消副总经理统管模式，改为总经理直轄研发中台、品牌营销中台、供应链中台、数字化中台四大业务中台及战略管理部、人力资源中心、财务管理中心等职能中心，同时新设首席研发创新官、首席数字官、首席增长官等岗位。新架构以【品牌事业部+中台赋能平台+后台职能中心】为骨架，打通研产销全链路协同，为双十战略下的多品牌运营与全球化拓展提供组织保障。

图4：珀莱雅组织架构呈现品牌事业部制+中台全赋能



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

25 年公司提出“双十战略”，即未来十年跻身全球美妆行业前十，推动珀莱雅从国货龙头向全球化美妆集团迈进。围绕这一目标，公司确立科研创新、全球化突破、数智

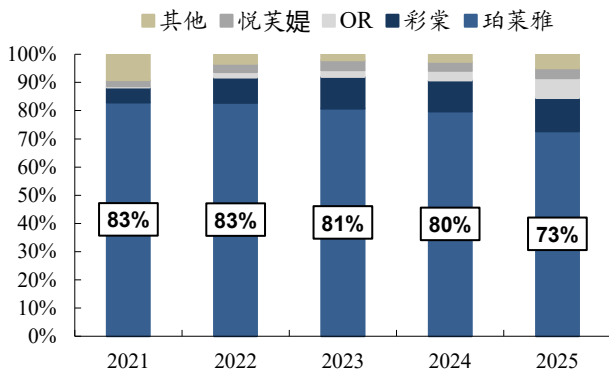
化转型三大引擎，规划六大路径：①大单品策略持续迭代；②依托杭州、上海、巴黎三大研发中心强化全球协作研发；③湖州 5G 智能工厂驱动敏捷供应链；④AI 赋能研产销全链路数字化；⑤布局东南亚、日韩、中东及欧美的国际化本土经营；⑥深化用户运营提升复购。资本端公司推进港交所 H 股上市构建 A+H 双平台，投资花知晓拓展彩妆出海版图。

我们认为，2026 年公司组织梳理完毕，人才储备充足，平台化、多品牌战略开始落地。投资逻辑上，主品牌趋势企稳回升，2026 年产品角度布局完善，四大系列及防晒、男士等均有新品推出，渠道端思路清晰，天猫提升品牌调性，抖音放量驱动成长；同时平台化赋能多品牌矩阵，内生 OR、彩棠有望接班成长，外延并购花知晓打开出海等更多成长空间！

2. 主品牌：国货龙头焕新，大单品持续迭代

珀莱雅主品牌是公司的核心基本盘。2025 年珀莱雅品牌实现收入 76.89 亿元，占公司总营收的 72.6%，虽然调整期收入同比下降 10.39%，但经历调整期后国货龙头地位依然稳固，2026 年有望重启成长，从 2026 年 618 大促结果看，珀莱雅位列天猫美妆排名第一，抖音美妆排名第四，用户资产规模行业领先，核心大单品复购率优于行业平均水平，拥有全品类完善矩阵，品牌根基扎实。

图5：珀莱雅主品牌营收占比较高



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图6：珀莱雅 26 年 618 全平台排名均较高



数据来源：星图数据，东吴证券研究所

2.1. 产品：向上巩固价格带，横向拓展新品类

珀莱雅主品牌产品端主要以系列化大单品驱动，当前构建了红宝石、双抗、源力、能量四大核心系列矩阵，2023 年大单品合计占品牌营收超 55%。红宝石系列主打抗皱紧致，以自研肽 A 矩阵、A 醇为核心成分，是体量最大的王牌系列；双抗系列聚焦抗糖抗氧，VC 搭载独家 Nox-Age 抗糖抗氧包，心智深入人心；源力系列定位屏障修护，依托全球独家 XVII 型重组胶原蛋白技术，并延伸出 MED 专业线进入医美修护赛道；能量系列定位高端抗衰，以自研 Cellergy 线粒体赋能成分为壁垒，承担向上拓展价格带的战略任务。四大系列均以公司自研成分构建差异化护城河，形成功效到价格带的全覆盖矩阵。

图7：珀莱雅当前四大产品系列——红宝石/双抗/能量/源力



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

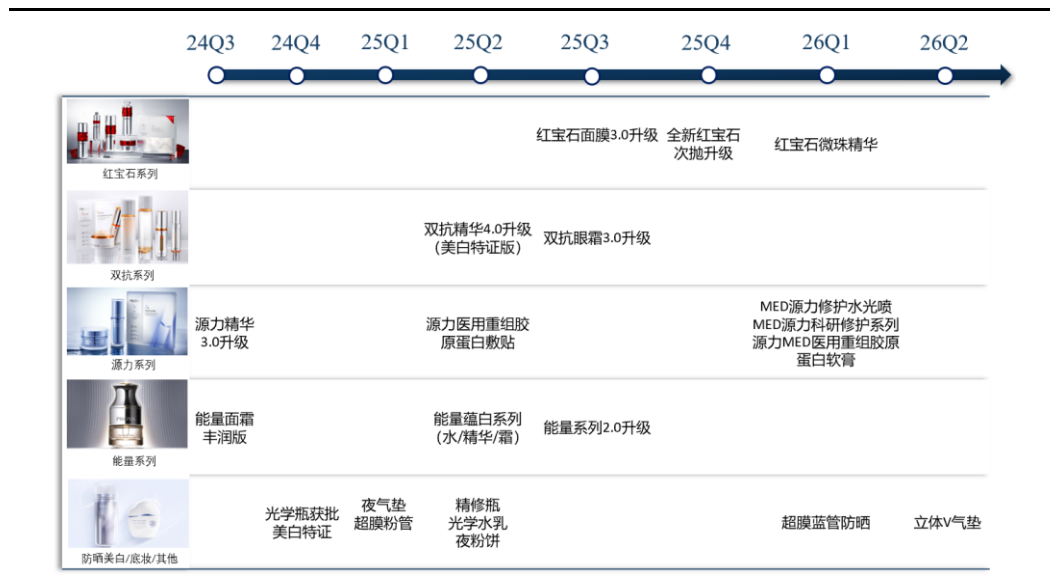
表2：珀莱雅四大核心系列定位、成分与价格带一览

系列	定位	核心成分	价格带（以精华为例）	上市/迭代	代表单品
红宝石	抗皱紧致	双 A（A 醇+HPR）+双环肽+水飞蓟素	¥329/30ml	2020 上市，2024.4 升级精华 3.0	红宝石精华/面霜 3.0
双抗	抗糖抗氧	Nox-Age 抗糖抗氧包+麦角硫因+柚皮苷	¥189/30ml	2020 上市，2025.4 升级精华 4.0(美白特征)	双抗焕白净亮精华 4.0
源力	屏障修护	全球独家 XVII 型重组胶原蛋白+ProECM 弹力肽	¥305/30ml	2021 上市，2024.8 升级精华 3.0	源力精华 3.0+MED 专业线
能量	高端抗衰	Cellergy pro™线粒体抗衰(IFSCC2025 获奖)	¥588/30g	2023 上市，2025.9 升级系列 2.0	能量 2.0/蕴白

数据来源：公司官网，天猫官方旗舰店，东吴证券研究所

产品迭代方面，2024年下半年以来珀莱雅开启了密集推新周期。新品围绕三大方向布局：夯实抗老核心阵地（红宝石、双抗、能量系列），加速修护赛道升级（源力及MED专业线），拓展防晒、男士、护肤底妆等高潜品类。红宝石系列推出面膜3.0和微珠精华，双抗系列升级精华至4.0版本并取得美白特证、眼霜升至3.0，源力系列迭代精华3.0并推出MED修护水光喷及医用重组胶原蛋白软膏，能量系列推出面霜丰润版和蕴白系列。与此同时，防晒、美白、底妆品类亦同步扩容，光学瓶取得美白特证，夜气垫和超膜银管防晒相继更新上市。横向来看，公司正从护肤向底妆、防晒全品类延伸，纵向上则以年度为节奏对核心单品进行代际升级，保持研发和产品端的竞争力。

图8：珀莱雅24年下半年以来进行多系列大单品密集推新



数据来源：官方公众号，东吴证券研究所

2.1.1. 红宝石&双抗系列：持续更新迭代，基本盘稳固

红宝石、双抗系列组成的【早C晚A】构成珀莱雅最稳固的业绩基本盘，2020年4月，珀莱雅大单品红宝石精华、双抗精华上市；同年5月，珀莱雅在国内提出并践行“早C晚A”科学护肤概念，满足年轻消费者的综合护肤需求，顺应皮肤的昼夜周期特性，引领“早C晚A”概念出圈。通过强绑定“早C晚A”概念，营销方面精准结合美白与抗老两大护肤需求，2023年“3.8”大促和“618”大促中珀莱雅占据80%以上的国内“早C晚A”护肤市场份额。

➤ 红宝石系列定位抗皱紧致，我们预计26年有望更新迭代。2024年升级的红宝石精华3.0采用双A（A醇+HPR）与双环肽（环肽-161+亚麻籽环肽）联合水飞蓟素的核心配方，经历2年储备后，我们预计红宝石系列后续有望更新迭代。

- **双抗系列定位抗糖抗氧，2025 年取得美白特证。**2025 年 4 月，公司推出双抗精华美白特证版 4.0，标志双抗从抗糖抗氧正式延伸至美白赛道。4.0 版本搭载全新双抗净白科技，新增专研柚皮苷并复配烟酰胺、传明酸实现双通路美白。

2.1.2. 源力系列：定位屏障修复，拓展医美术后市场

源力系列定位屏障修护，进一步医美术后、械字号领域延伸。2024 年 8 月上市的源力精华 3.0，核心成分为全球独家 XVII 型重组胶原蛋白，配方复配 ProECM 弹力肽、羧脯氨酸衍生物和穿心莲内酯，并首次将炎症消退素等制药前沿靶点应用于护肤品，实现 15 分钟快速褪红，3.0 升级后进一步向 MED 专业线延伸，推出修护水光喷与医用重组胶原蛋白敷贴/软膏，切入医美术后修护赛道，打开第二增长空间。

表3：源力系列产品推新情况

产品名称	产品类型	推出时间	核心成分	价格
源力精华 3.0	妆字号	2024.08	重组 XVII 型胶原蛋白	¥423/50ml
医用重组胶原蛋白敷贴	械字号	2025.05	重组胶原蛋白	¥229/5 片
修护水光喷	妆字号	2026.01	专研双重 PDRN+专研重组 XVII 型胶原	¥223/50ml; ¥352/100ml
医用重组胶原蛋白液体敷料	械字号	2026.01	重组 XVII 型胶原+重组 III 型胶原	¥389/30 支*1g
医用重组胶原蛋白软膏	械字号	2026.03	重组胶原蛋白	¥230/50g

数据来源：公司官网，天猫官方旗舰店，东吴证券研究所

2.1.3. 能量系列：高举高打，蕴白系列或为潜在爆品

能量系列定位高端抗衰，是珀莱雅价格带最高、承担品牌向上突破任务的系列。2025 年 9 月升级的能量系列 2.0 搭载升级版 Cellergy pro™配方，由海量天然产物中高效筛选线粒体抗衰活性化合物开发而成。能量系列 2.0 涵盖精华水、修护乳、面霜三大单品，对标国际高端抗衰产品，是珀莱雅向上突破价格带的战略支点。

能量蕴白系列是珀莱雅 2026 年布局美白赛道的高端新品，成为 2026 年 618 黑马。蕴白系列瞄准对美白有进阶需求、注重成分科技与品质体验的 25-40 岁中高消费力女性人群，以【线粒体美白】、【科技美白】为核心卖点。成分上，蕴白系列延续珀莱雅自研美白体系，主打稀有抗氧化氨基酸麦角硫因（兼具亮白与抗氧功效）并复配 VC 衍生物等经典美白成分。价格上，蕴白以套组形式锚定中高价格带，定位高客单美白解决方案，2026 年 618 期间套组（999 元）在李佳琦直播间上播 5 秒售罄、销量超 3 万件，据炼丹

炉数据显示，1-5月天猫销售额已近3000万元。

图9：能量系列产品及卖点

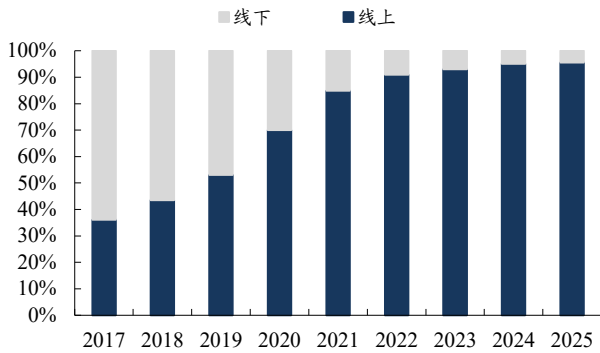
<p>能量系列 2.0</p>		<p>能量蕴白系列</p>	
<p>核心科技：独家 Cellergy 细胞能量焕活科技</p> <ul style="list-style-type: none"> 线粒体抗衰：7大活性物组合修护线粒体、提升细胞ATP能量，紫檀木精粹促进线粒体自噬 		<p>核心科技：线粒体NNTX美白</p> <ul style="list-style-type: none"> 专研科技成分RevMelan，直击衰老靶点，激活线粒体美白加速器，解决美白难见效、易反黑痛点。 	

数据来源：珀莱雅官方公众号，东吴证券研究所

2.2. 渠道：天猫推新稳中求进，抖音放量带动增长

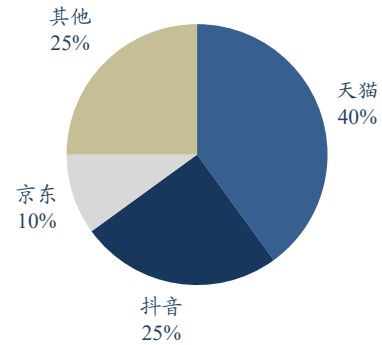
公司营收线上占比 96%，天猫占据半壁江山，抖音起量较快。2017 年上市时公司线上营收占比仅 36%，珀莱雅 IPO 上市后，募投项目主要用于营销网络建设项目，自 2017 年开始大力推进线上转型，踏准线上化率提升、抖音等兴趣电商兴起的时代旋律。2025 年营收线上占比再升至 95.58%，线下渠道占比已收缩至 5%以内。具体到线上结构，公司形成天猫、抖音双平台格局：天猫是淘系传统基本盘，承担品牌沉淀与核心经营；抖音自 2020 年成为核心增量引擎。

图10: 珀莱雅营收线上渠道占比变化



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图11: 珀莱雅 2025 年线上渠道占比情况



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

2.2.1. 天猫: 位居美妆第一, 高端化驱动客单价上行

天猫是珀莱雅的品牌基本盘, 公司以高端化、精细化运营稳居美妆品类第一。天猫渠道方面, 珀莱雅主品牌 2026 年 618 稳居天猫美妆品牌第一, 国货龙头地位持续巩固。2026 年 618 大促中, 即使外资品牌回暖、大促参与较高、竞争有所加剧, 公司在天猫平台仍较为明确通过大单品迭代、高端化布局、投放精细化、运营效率提升稳住并优化核心阵地, 坚守核心基本盘, 通过精细化运营、大单品迭代、高端化推进实现高质量增长。

图12: 2025-2026 年珀莱雅 618 狂欢节排行榜位居第一



数据来源: 天猫大美妆, 东吴证券研究所

从销售数据表现看，红宝石、双抗系列构筑核心销售额基本盘，高客单档占比近翻倍验证价格带向上策略成效。单品结构上，2026年1-5月珀莱雅天猫官旗热销榜中，红宝石面霜3.0以10.27%的占比稳居单品第一，红宝石套装(6.68%)、双抗面膜(4.50%)、能量套装(4.61%)、源力精华3.0及双抗系列多款单品紧随其后，红宝石与双抗两大系列合计贡献过半销售额，基本盘依然稳固。价格带结构上，对比2025年M4-M12与2026年M1-M5两期销售占比，成交均价≥800元的高客单档占比明显上移。2026年纯新增的蕴白套组仅1-5月即做到2740万元、占比1.23%，新品起量顺利。套组化与高端化趋势共同推动价格带上移，验证了公司向上巩固价格带的策略成效。

图13: 2025-2026年部分月份珀莱雅天猫官旗热销产品情况

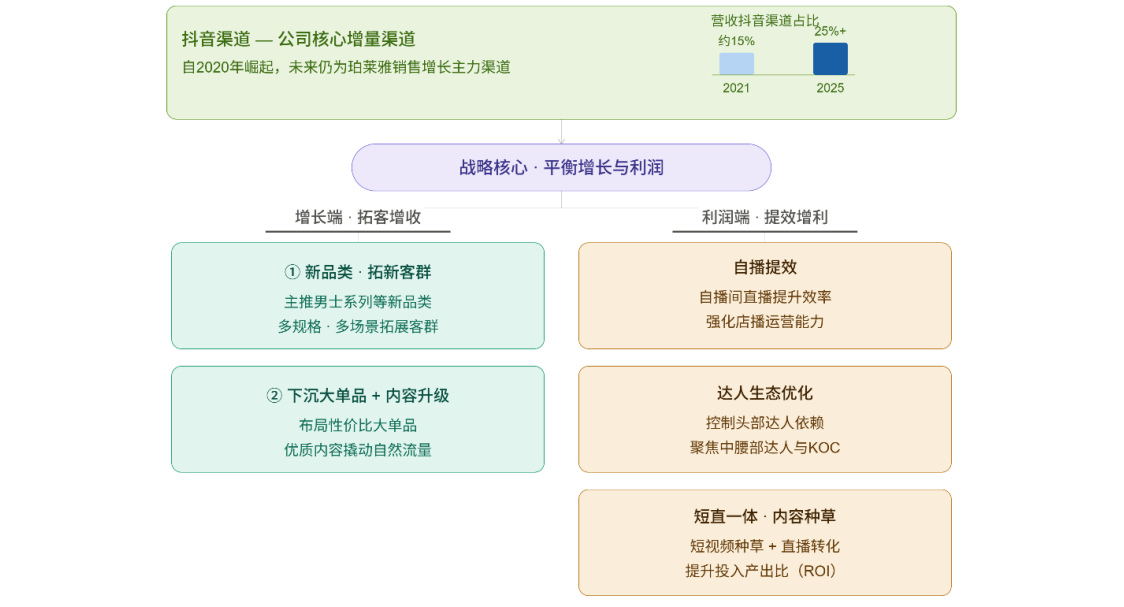
2026M1-5天猫珀莱雅官旗销售TOP产品			2025M4-12天猫珀莱雅官旗销售TOP产品		
产品名称	标价(元)	销售额占比	产品名称	标价(元)	销售额占比
红宝石面霜3.0	400	10.27%	红宝石面霜3.0	400	10.00%
红宝石套装(水/乳/霜/精华/洁面/眼霜)	650	6.68%	双抗面膜	320	5.67%
双抗面膜	280	4.50%	源力精华3.0	440	4.00%
源力精华3.0	360	3.07%	早C晚A红宝石双抗精华	545	3.54%
能量套装(水/乳/精华/眼霜/面霜)	1660	2.86%	双抗精华/次抛	420/490	5.01%
早C晚A红宝石双抗精华+红宝石水乳/霜	1250	2.68%	红宝石套装(水/乳/霜/精华/洁面/眼霜)	650	4.25%
双抗精华套装(水乳/面霜/精华)	750	2.26%	能量套装(水/乳/精华/眼霜/面霜)	2150	3.70%
双抗精华/次抛	380/490	3.61%	红宝石套装(水乳/霜/精华)	480	2.16%
能量五件套(水+乳+精华+眼霜+面霜)	2150	1.75%	双抗精华套装(水乳/面霜/精华)	750	2.23%
早C晚A红宝石双抗精华	610	1.60%	早C晚A红宝石双抗精华+红宝石水乳	1250	1.77%
紧致肌密水乳套装	240	1.30%	双抗套装(水乳/精华)	360	1.22%
蕴白套组	900	1.23%	盾护防晒霜	500	1.00%

数据来源: 天猫大美妆, 东吴证券研究所

2.2.2. 抖音: 降低达人依赖, 自营货架放量带动增长

抖音渠道是公司核心增量渠道。抖音赛道自2020年崛起以来, 营收占比由2021年约15%快速提升至2025年25%以上, 我们预计未来仍为珀莱雅品牌销售增长的主要渠道, 同时公司战略上平衡增长与利润, 增长端通过①针对抖音年轻用户主推男士系列等新品类, 通过不同规格、场景的产品拓展新客群, ②布局下沉性价比大单品, 升级短视频内容, 紧跟平台内容场方向, 用优质内容撬动自然流量, 利润端通过自播间直播提效, 达人生态优化, 控制对头部达人的依赖, 聚焦中腰部达人和KOC, 推行短直一体, 内容种草模式, 提升投入产出比。

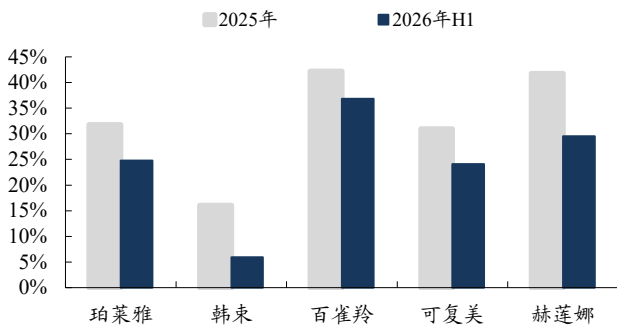
图14: 抖音渠道是珀莱雅核心增量渠道



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所绘制

从带货渠道结构看, 抖音销售向自营与货架场迁移。2026年多数主流美妆品牌均开始选择降低抖音达人销售占比, 我们统计韩束、百雀羚、可复美、赫莲娜 2026年初至6月26日(下称26H1, 全文口径统一)对比25年达人占比分别下降10、5、7、12pct。珀莱雅26H1品牌自营号销售额占比稳定在50.24%(2025年49.81%), 是渠道压舱石; 达人号占比由31.78%回落至24.78%, 而商品卡(货架电商)占比则由14.13%大幅提升至22.06%。

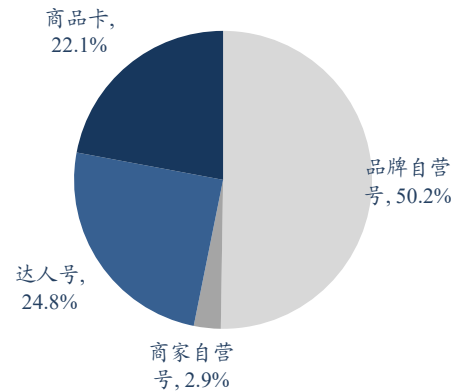
图15: 多数主流品牌抖音渠道开始降低达人占比



数据来源: 蝉妈妈, 东吴证券研究所

注: 26H1统计周期为2026.01.01至2026.06.26

图16: 珀莱雅2026年H1抖音渠道占比情况



数据来源: 蝉妈妈, 东吴证券研究所

注: 26H1统计周期为2026.01.01至2026.06.26

从达人结构看，珀莱雅正主动降低对头部达人的依赖、向中腰部及 KOC 下沉。由于品牌声量渐强，自播建设完善，同时出于费用率优化的综合考虑，珀莱雅品牌逐渐降低头部达人合作，达人侧加大中腰部达人合作力度。据蝉妈妈统计，珀莱雅品牌合作的头部达人（粉丝>500 万）销售额占比由 2025 年的 50.49% 降至 2026 年 H1 的 36.41%，合作头部达人数由 119 位精简至 49 位；与此同时，腰部达人（10 万-100 万粉丝）占比由 18.40% 升至 22.87%，小达人（1 万-10 万粉丝）占比由 6.63% 翻倍至 13.57%。

表4: 珀莱雅 2025 年 vs 2026H1 抖音合作达人变化

粉丝量级	粉丝区间	25 年达人数	25 年销售额占比	26 年 H1 达人数	26 年 H1 销售额占比	销售额占比变化
头部	>500 万	119	50.49%	49	36.41%	-14.08pct
肩部	100-500 万	383	22.52%	202	24.06%	1.54pct
腰部	10-100 万	1231	18.40%	833	22.87%	4.47pct
小达人	1-10 万	3638	6.63%	3164	13.57%	6.94pct
尾部	<1 万	4522	1.96%	2950	3.09%	1.13pct

数据来源：蝉妈妈，东吴证券研究所

从产品结构看，抖音端持续加大性价比套组的投放，下沉大单品排名明显提升。据蝉妈妈数据，对比抖音渠道 25 年全年及 26 年 H1 热销 TOP10 单品，相对性价比的套组销售排名提升，如紧致肌密 3.0 水乳霜套装由上期第 7 位升至第 3 位、水动力套装由第 6 位升至第 4 位，弹润芯肌水乳霜套装则新进热销榜 TOP10。区别于天猫端的高客单、高端化运营，公司在抖音端依托不同规格与场景的产品组合，主打面向年轻及下沉人群的高性价比套组，以高质价比承接平台自然流量、拓展新客群。

图17: 珀莱雅 2025 年 vs 2026H1 抖音渠道产品结构变化

2026年H1		2025年	
产品名称	销售额排名	产品名称	销售额排名
红宝石水乳精华礼盒	1	红宝石水乳霜套装	1
早C晚A双抗精华红宝石礼盒	2	红宝石精华面霜水乳套装	2
紧致肌密3.0水乳霜套装	3	早C晚A双抗红宝石精华组合	3
水动力套装	4	红宝石水乳套装	4
红宝石面霜3.0	5	双抗水乳套装	5
双抗水乳套装	6	水动力套装	6
红宝石水乳套装	7	紧致肌密3.0水乳霜套装	7
红宝石水乳霜套组	8	红宝石面霜3.0	8
盾护防晒霜	9	盾护防晒霜	9
弹润芯肌水乳霜套装	10	红宝石水乳精华礼盒	10

数据来源：蝉妈妈，东吴证券研究所绘制

2.3. 空间展望：市占率角度分析，主品牌仍有成长空间

站在长期市占率视角，测算珀莱雅主品牌仍有较大成长空间。据欧睿，2025年中国美妆及个护行业市场总规模约为5528亿元。

- 假设1：参考欧睿预测数据，2025-2030年中国美妆及个护市场规模将由5528亿元增长至约6529亿元，对应CAGR约3.4%；
- 假设2：2025年珀莱雅公司在中国美妆及个护市场市占率为2.5%（欧睿口径），参考美国/日本/韩国美妆TOP1品牌（多芬/碧柔/雪花秀）本土市占率分别为3.3%/2.6%/3.6%，并结合中国美护TOP1公司欧莱雅集团市占率达14.5%，珀莱雅市占率提升空间充足，我们保守假设2025-2030年珀莱雅国内美妆市占率年均提升0.05-0.1pct，至2030年市占率约达2.75%-3.0%。

测算得2030年珀莱雅品牌欧睿口径销售额可达180-196亿元，叠加23-25年公司报表口径营收/欧睿口径销售额均值约为62%（23/24/25年分别为65%/64%/57%），预计2030年珀莱雅主品牌报表口径营收达110-120亿元，较2025年珀莱雅品牌营收76.89亿元有望稳步提升，主品牌增长空间依然广阔。

表5：基于长期市占率测算珀莱雅营收空间

项目	2025	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E
中国美妆市场规模(亿元)	5,528	5,712	5,919	6,130	6,338	6,529	6,750	6,978	7,214	7,457
YOY		3%	4%	4%	3%	3%	3%	3%	3%	3%
假设珀莱雅市占率年均提升0.05PCT										
珀莱雅市占率	2.50%	2.55%	2.60%	2.65%	2.70%	2.75%	2.80%	2.85%	2.90%	2.95%
珀莱雅销售额(亿元)	138	146	154	162	171	180	189	199	209	220
报表营收(亿元)	77	90	95	100	105	110	116	122	129	135
假设珀莱雅市占率年均提升0.1PCT										
珀莱雅市占率	2.50%	2.60%	2.70%	2.80%	2.90%	3.00%	3.10%	3.20%	3.30%	3.40%
珀莱雅销售额(亿元)	138	149	160	172	184	196	209	223	238	254
报表营收(亿元)	77	91	98	106	113	120	129	137	146	156

数据来源：欧睿，Wind，东吴证券研究所

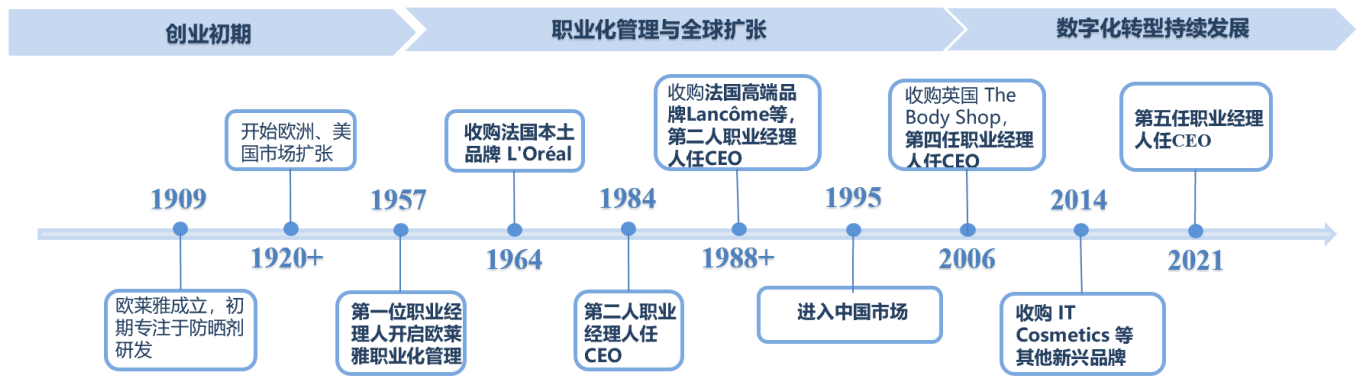
3. 多品牌矩阵：第二增长曲线加速成型

3.1. 复盘欧莱雅，多品牌矩阵是美妆集团必然选择

多品牌矩阵是美妆集团穿越单一品牌天花板的必然选择，珀莱雅有望复刻欧莱雅的成长路径。我们参考欧莱雅的发展路径，由于单一品牌存在流量边际受益递减，风格、受众群体通常具有上限等原因，多品牌矩阵是成就全球美妆帝国的必然选择：

- **创业初期(1909年 - 1957年, CEO: 欧仁·舒勒)**: 1909年欧仁·舒勒创立欧莱雅，初期只是一个小实验室，主要聚焦法国市场，逐步扩展至欧洲其他国家。
- **职业化管理与全球扩张(1958年 - 2005年, CEO: 弗朗索瓦·达勒等)**: 期间欧莱雅由家族控制转向职业化管理，全球化扩张成为核心战略，重点拓展美国和亚洲市场，开始进行品牌收购（如 Lancôme 等），补充高端品牌。
- **数字化转型持续发展(2006年 - 至今, CEO: 让·保罗·安巩等)**: 开始注重线上运营，并深化数字化转型，继续收购多个创新型品牌。

图18: 欧莱雅发展历程复盘



数据来源：公司公告，东吴证券研究所绘制

加速品牌多元化，实现快速成长。通过多个职业经理人不断努力，欧莱雅的品牌矩阵覆盖从高端奢侈品牌到大众消费品牌的广泛产品线，高档化妆品部专注于奢华护肤、彩妆和香水；大众化妆品部，提供性价比较高的高质量护肤、彩妆及染发产品；专业品牌主要集中在发型、美容院产品以及皮肤科医美产品；同时通过收购或自主研发推出了多款医药及皮肤护理产品，服务于敏感肌肤或有专业护肤需求的群体。

图19: 欧莱雅品牌矩阵较为丰富

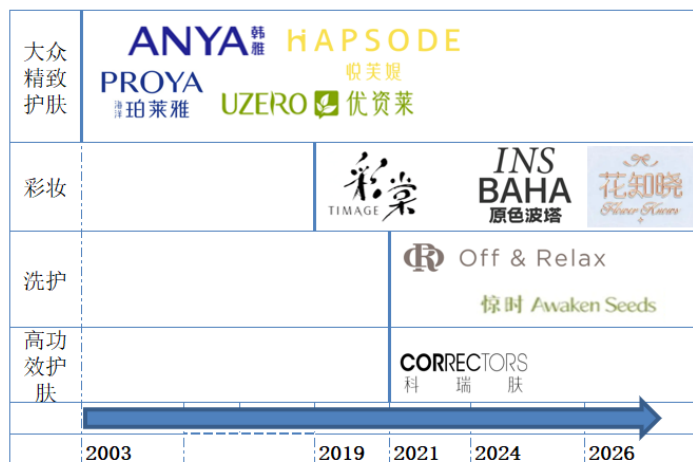


数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

3.2. 内生孵化矩阵成型, 洗护赛道领跑高增

珀莱雅多品牌多品类布局是中长期战略核心, 2025 年以来子品牌高增。2025 年多品牌表现亮眼: 彩棠实现收入 12.55 亿元(同比+5.37%, 若无说明, 以下均为同比), OR 7.44 亿元(+102.19%), 悦芙媞 3.71 亿元(+11.80%), 原色波塔 2.56 亿元(+125.38%), 惊时 0.96 亿元(+441.66%)。子品牌合计收入占比从 2024 年的约 20% 提升至 2025 年的 27.4%, 多品牌第二增长曲线正在加速成型。

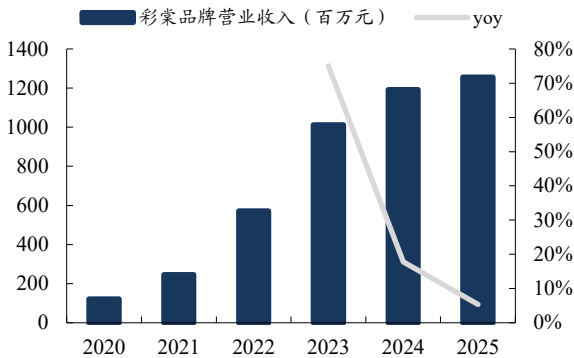
图20: 欧莱雅品牌矩阵较为丰富



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

彩棠：专业彩妆品牌，贯彻大单品战略，修容高光奠定市场地位。彩棠是中国明星彩妆大师唐毅先生以中国美学为基础，结合国际彩妆风尚，专为中国面孔定制的彩妆品牌，以“匠心定制、化繁为简、妆人合一”为品牌理念，打造实用性与艺术性兼具的彩妆产品。2025 彩棠品牌营收 12.55 亿元，同比增长 5.37%，占比 11.86%。彩棠三色修容盘、大师妆前乳、三色遮瑕盘已成为品牌的核心大单品。

图21：彩棠历年收入及增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

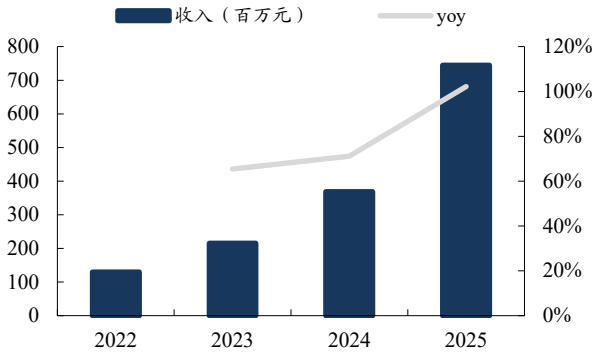
图22：2025 年双十一彩棠表现较好



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

Off&Relax (OR)：洗护赛道黑马，2025 年收入同比翻倍增长。品牌定位为“亚洲头皮整全育养专家”，2026 年产品布局丰富：2 月上市的芯焕修护系列；防脱系列通过国产+进口双家族形式升级；蓬松家族推出新品，控油洗发水迎来 2.0 升级。聚焦 35 岁+且伴有头皮衰老/受损的脱发人群，Off&Relax 先于今年 4 月推出 Ultra 防脱系列首款单品“OR 防脱超导精华”，5 月推出 Ultra 防脱系列，从头皮生态全局出发、针对性打造适配熟龄人群的高阶方案。OR 超活喷雾新品聚焦 25 岁+脱发人群发缝、额角等局部露白问题，将专业防脱护理延伸至碎片化与局部精修场景。线下已覆盖山姆、盒马、屈臣氏、KKV 等渠道，上海愚园路品牌快闪店试点 SPA+零售模式。

图23: OR 历年收入及增速



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图24: OR 搭建行业内完整的分龄防脱精准护理体系



数据来源: 聚美丽, 东吴证券研究所

惊时: 功效驱动的年轻大众洗护品牌, 与 OR 形成上下价位带互补, 2025 年收入同比增长超 4 倍。专研头皮微生态的功效洗护品牌, 主价格区间 79-99 元, 攻克微生态三大问题——油屑敏, 2024 年推出控油线, 2025 年补齐去屑线和舒敏线。2025 年营收同比大涨 441.66%至 0.96 亿元。惊时全系列产品均添加了琥珀酸作为控油去角质成分, 其 2.0 版本已升级为“超分子琥珀酸”, 显著提升沉积性与渗透力。

公司其他内生品牌储备较为丰富, 如原色波塔、悦芙媞等。原色波塔定位年轻个性彩妆, 2025 年收入同比增长 125.38%至 2.6 亿, 2026 年我们预计更新推出原色、波浪、野焰、跃夏四大核心系列单品。悦芙媞创立于 2015 年, 为珀莱雅打造的首个专为年轻肌肤定制的美妆品牌, 产品定位主要为“油皮护肤专家”, 关注年轻油皮核心问题, 针对性解决油皮护肤困扰、强化品牌锐度, 2025 年悦芙媞收入同比增长 12%至 3.7 亿。

4. 外延并购: 花知晓——全球化彩妆新引擎

公司以外延并购落子花知晓, 控股并表后将直接增厚营收利润、补强彩妆与出海版图。2025 年 8 月, 珀莱雅通过旗下全资子公司珀莱雅(海南)投资有限公司以 4.28 亿元投资获得花知晓 38.45%股权; 2026 年 5 月, 公司公告拟以自有资金 3.51 亿元进一步收购花知晓 12.55%股权, 交易完成后持股比例将升至 51%, 实现绝对控股并将花知晓纳入合并报表范围, 花知晓纳入合并报表后将直接增厚公司营收规模与归母净利润。

花知晓是国内稀缺的高成长少女彩妆品牌，凭原创主题设计实现高效扩张。花知晓成立于2016年，由二次元爱好者创立，定位专注少女心的彩妆品牌，已推出超过25个原创主题彩妆系列，包括邦尼花园、甜心小熊、贝壳珍珠、草莓丘比特、蝴蝶云肩、仲夏夜、水晶独角兽等经典系列。品牌主要针对15-25岁年轻女性用户群体，主价格区间69-159元，平均客单价180-300元。花知晓采取轻资产OEM/ODM运营模式，将核心资源集中于产品主题设计、外观视觉、品牌传播及渠道运营。

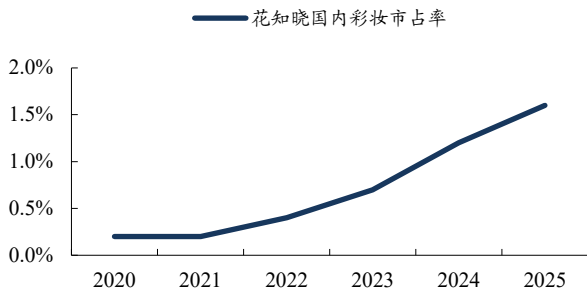
图25：花知晓新品迭代较快



数据来源：京东，天猫，东吴证券研究所

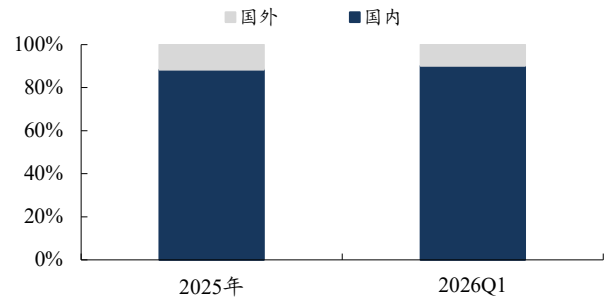
花知晓财务表现亮眼，2023-2025年营业收入和净利润每年均保持50%以上增速。2025年实现营业收入17.26亿元、净利润2.80亿元（净利率16.2%）；2026年一季度实现营业收入6.75亿元、净利润1.55亿元（净利率23.0%），盈利能力持续提升。毛利率保持稳定：2023年60.57%、2024年58.81%、2025年59.68%、2026Q1达61.66%。品牌在天猫和抖音两大主流电商平台彩妆类目排名从2025年第12位快速提升至2026年一季度第5位，市场份额加速提升。从地域结构看，2025年国内收入占比88.41%（15.26亿元），海外占比11.59%（2.00亿元）。

图26: 花知晓国内彩妆市占率持续提升



数据来源: 欧睿, 东吴证券研究所

图27: 花知晓销售结构分地区

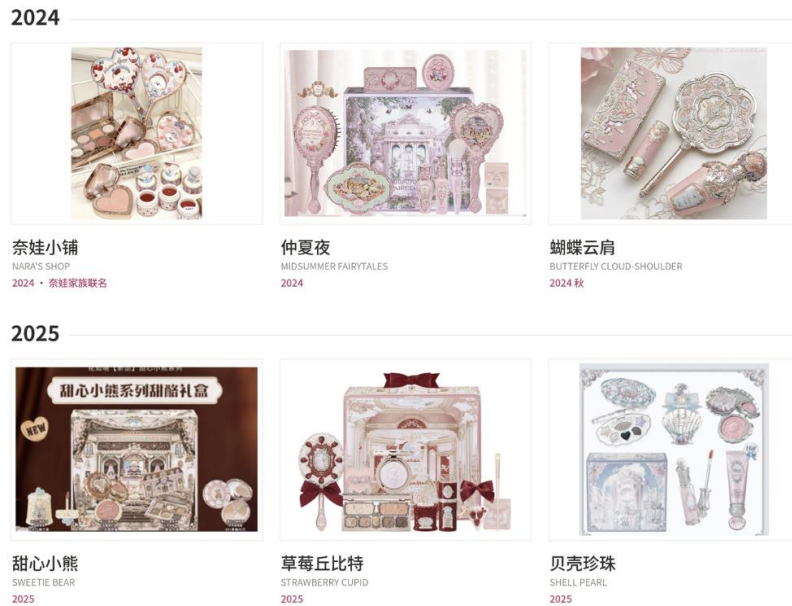


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

4.1. 国内: 差异化定位卡位少女彩妆

花知晓以差异化的浮雕包装与主题色彩体系卡位少女彩妆细分赛道, 构建鲜明品牌认知。花知晓在国内市场以差异化定位切入少女彩妆细分赛道, 核心产品涵盖眼影、腮红、唇部、底妆等全品类彩妆, 以精致的浮雕印花包装、异形包材和梦幻色彩体系为核心卖点。品牌以“花神系列”、“小天使系列”等命名, 外包装整体偏粉色调, 产品外壳多采用雕花元素, 兼具凡尔赛和卡哇伊风格, 在年轻女性消费者中形成鲜明的品牌认知。产品兼具彩妆使用属性、外观展示属性和收藏属性, 能够提升消费者连带购买、礼盒购买和复购意愿。品牌保持每年3-4个系列的较高上新频率, 通过统一主题、视觉元素和色彩体系实现系列化运营。

图28：花知晓 2024、2025 年主推的系列产品风格一览



数据来源：京东，天猫，东吴证券研究所

渠道端，花知晓以线上直营为核心、线下集合店为补充，全平台广覆盖且客户集中度风险可控。渠道方面，花知晓销售以线上直营为主导，2025 年线上直营业收入占比 83.87%，线上分销占 1.51%，线下分销占 14.62%。线上直营以天猫旗舰店和抖音旗舰店为核心，两大店铺合计占比超 70%，此外覆盖京东、唯品会、快手、拼多多、小红书、得物等全平台。线下方面，根据珀莱雅 26 年 6 月 13 日发布的公告显示，花知晓已入驻国内超 2,000 家彩妆集合店柜台，包括 WOW COLOUR、三福、喜燃等主流新零售渠道。同期国内主流平台粉丝关注度超 800 万，其中天猫旗舰店约 443 万、抖音旗舰店约 372 万、小红书约 71 万。

图29：花知晓 2025 年及 2026Q1 分渠道销售情况

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：公司公告，东吴证券研究所

4.2. 海外：日本起步，欧美快速发展，全球扩张

花知晓的海外布局是其最大亮点之一，美国市场占据 60-70%。品牌出海第一站选择日本，2019 年通过线下代理商进入近千家美妆店和药妆店。由于其二次元风格与日本消费者的文化认知高度契合，花知晓在日本线下渠道上市后迅速引发关注。线上方面，2021 年花知晓邀请日本知名艺人宫脇咲良担任亚洲品牌大使，泰迪熊口红系列曾连续一周霸榜亚马逊口红销售日榜。在东南亚市场，花知晓借助电商平台力量打响品牌声量。2023 年花知晓进入美国市场，花知晓通过粉丝经济策略快速破圈，2024 年 1 月与拥有 1550 万 Instagram 粉丝的美国知名女歌手 Lana Del Rey 合作，一条动态获得超 334 万点赞、1.7 万条评论。

图30：花知晓海外市场模特



数据来源：封面故事，东吴证券研究所

图31：花知晓亚洲品牌大使宫脇咲良

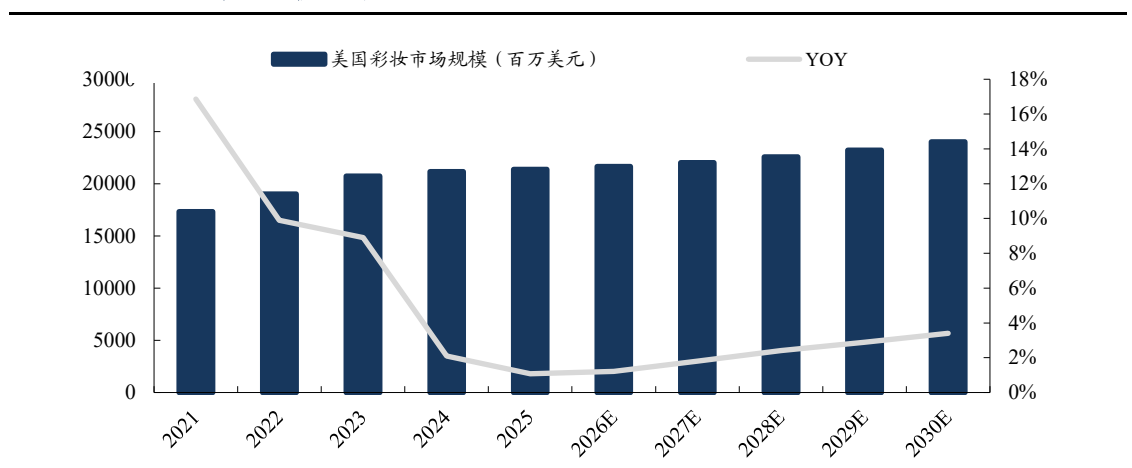


数据来源：封面故事，东吴证券研究所

花知晓已搭建线上多平台+线下大型连锁的全球化渠道网络，社媒粉丝基础雄厚。目前花知晓海外业务已布局美国、日韩、东南亚、欧洲等多个国家和地区。海外线上覆盖独立站、亚马逊、TikTok、Shopee、速卖通、Lazada 等平台；海外线下已入驻美国知名美妆零售渠道 Ulta Beauty、英国 Boots Beauty、美国 Urban Outfitters 等多个大型连锁渠道。根据珀莱雅 26 年 6 月 13 日发布的公告显示，海外核心社媒平台粉丝量超 550 万，其中 Instagram 约 220 万、TikTok 约 330 万。童话、少女、复古的产品设计风格具有较强跨文化传播属性，与海外社媒平台传播方式高度匹配。纳入珀莱雅集团体系后，花知晓有望借助集团的研发平台、供应链能力和资金实力加速全球化进程，成为集团出海战略的重要支点。

美国彩妆市场规模超千亿且长期扩容，是花知晓出海的核心战略市场。美国彩妆行业整体长期保持扩容态势，截至最新的 2025 年，该品类市场规模已达 21371.20 百万美元（约合 1453.24 亿元人民币，美元汇率为 2026 年 6 月 26 日的 6.80），2011-2025 年整体 CAGR 达 2.8%。从分阶段的增长表现来看，过去十年（2016-2025 年）行业复合年均增速为 5.1%。根据欧睿预测，未来 2026-2030 年美国彩妆行业将进入平稳增长阶段，复合年均增速预计达 2.62%，2030 年美国彩妆市场规模预计达到 23992.50 百万美元（约合 1631.49 亿元人民币）。

图32：美国彩妆市场规模及增速



数据来源：欧睿，东吴证券研究所

美国彩妆市场由头部集团主导，小众品牌特色叙事+精准定位满足消费者差异化需求。从 2016-2025 年头部品牌市占数据来看，美国彩妆市场呈现集团主导、品类细分百花齐放格局：欧莱雅、雅诗兰黛、LVMH、科蒂等美妆巨头旗下品牌稳居行业前列，美

宝莲常年市占 7%以上、MAC 等大众/专业彩妆品牌份额 3.8%-5.5%区间，头部大众、专业彩妆赛道格局较为稳定。但美国消费者对个性化表达及细分风格同样具有较强的需求，比如定位前卫叛逆的 Urban Decay，以及少女创意主题彩妆的 TooFaced、Benefit 两大品牌，2025 年市占率分别为 3.5%、2.3%、1.7%，凭借特色叙事和精准定位实现稳定销售体量，证明颜值驱动的童话少女彩妆在美国具备成熟消费圈层。

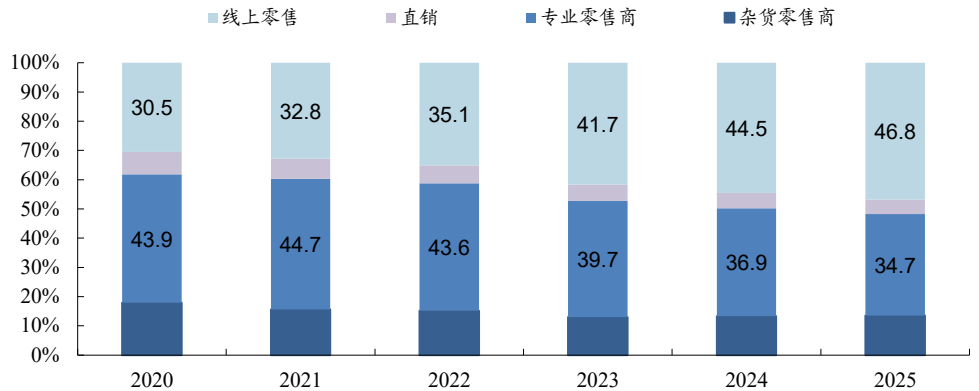
表6: 美国头部彩妆品牌 2025 年市占率统计表

美国彩妆市占率排名	品牌名称	所属集团	2025 年市占率(%)	品牌风格定位
1	MaybellineNew York 美宝莲	欧莱雅集团	7.2	平价潮流
2	L'Or é alParis	欧莱雅集团	5.5	大众轻奢
3	MAC	雅诗兰黛	4.6	专业艺术
4	FentyBeauty	LVMH	4.6	包容多元
5	Clinique	雅诗兰黛	3.8	科学护肤
6	e.l.f.	Elf Beauty	3.7	平价纯素
7	Tarte	高丝	3.6	天然清洁
8	CoverGirl	科蒂	3.5	大众亲民
9	Urban Decay	欧莱雅	3.5	前卫叛逆
10	NYX	欧莱雅	3.3	平价专业
11	Chanel	香奈儿	2.7	高奢经典
12	Lancôme	欧莱雅	2.6	法式高端
13	MaryKay	玫琳凯	2.4	社交直销
14	ITCosmetics	欧莱雅	2.3	科技护肤
15	TooFaced	雅诗兰黛	2.3	甜美俏皮
16	AnastasiaBeverly Hills	独立品牌	1.8	专业眉妆
17	Benefit	LVMH	1.7	俏皮趣味
18	Est é eLauder	雅诗兰黛	1.6	高端经典
19	bareMinerals	Orveon	1.6	矿物天然
20	IlMakiage	OddityTech	1.5	科技精准

数据来源：欧睿，东吴证券研究所整理

美国渠道较为均衡，花知晓已落地线上独立站+线下美妆集合店。从美国彩妆渠道结构数据看，2025 年美国彩妆线下渠道占比 53.2%、线上电商渠道占比 46.8%，渠道格局趋于均衡：线下以美妆集合专营店（Beauty Specialists，占比 12.9%）、商超百货、药店渠道为核心；线上电商近十年来占比由 14.7%持续攀升至 46.8%，线上成为彩妆增量主力渠道。当前花知晓已陆续落地美国线上独立站+线下美妆集合店，2025 年底进入美国最大的彩妆连锁之一 Ulta Beauty，渠道模式契合本土主流销售结构，覆盖美国核心消费场景。

图33: 美国彩妆销售渠道分布情况



数据来源: 欧睿, 东吴证券研究所

对标少女风格 Too Faced (雅诗兰黛集团, 2025 市占率 2.3%, 排名 15), 花知晓美国市场空间超 30 亿 (人民币口径, 若无说明, 以下花知晓市场测算均为人民币口径)。 Too Faced 品牌定位美式甜系创意彩妆, 以甜品、童话为产品设计内核, 全系列采用主题成套开发模式, 系列主题成套上新, 标志性大单品为桃子系列彩妆盘、巧克力眼影盘, 异形浮雕包装盒是产品核心卖点, 品牌定位为“面向年轻消费者的趣味彩妆品牌”, 靠高颜值外观吸引 Z 世代少女群体。Too Faced 以美式美食为设计灵感、配方显色偏向欧美妆, 花知晓依托洛可可童话+东方软萌审美打造产品。参考其 2.3% 的稳定市占体量, 该细分赛道优质品牌可实现终端销售额超 30 亿体量。

表7: Too Faced&花知晓对比

品牌	TooFaced	花知晓
所属集团	雅诗兰黛	珀莱雅集团 (现持股 38%, 拟增持至 51% 实现控股, 当前交易未落地)
美国市占率 (2025)	2.3%	—
价格区间	约 27-42 美元	国内百元以内; 出海 8-45 美元
核心风格	美式甜品甜味+童话创意	欧式洛可可+奇幻童话
核心大单品	蜜桃眼影盘、巧克力造型彩妆盘	独角兽/人鱼系列彩妆盒、浮雕腮红
产品模式	全系列主题成套上新、异形私模包装	全品类主题套组、重工浮雕外壳
美国渠道特征	ULTA、丝芙兰	UrbanOutfitters、ULTA
目标客群	Z 世代颜值少女、平价彩妆爱好者	洛丽塔/二次元、Z 世代少女

数据来源: 欧睿, 公司官网, 东吴证券研究所

以阶梯情景测算，花知晓美国单一市场中长期终端销售额有望达 30 亿元以上。具体测算花知晓的美国市场空间：2025 年美国彩妆市场规模达 213.71 亿美元（约合 1453.2 亿元人民币），按 26 年 6 月 26 日美元汇率，对应 Too Faced 2.3% 的市占率，其终端销售额约合 33.4 亿元；据欧睿预测，2030 年美国彩妆市场规模将增至 239.93 亿美元（约合 1631.5 亿元人民币），2.3% 市占率对应终端销售额约 37.5 亿元。考虑花知晓作为后来者仍处渗透爬坡阶段，我们以阶梯情景测算其美国市场空间：若花知晓美国市占率达到 1.5%/2.0%/2.3%，对应 2025 年终端销售额分别约为 21.8/29.1/33.4 亿元，2030 年分别约为 24.5/32.6/37.5 亿元。综合来看，对标 Too Faced 在美式甜系少女彩妆赛道的稳定份额，花知晓凭借差异化的洛可可童话+东方审美定位，在美国单一市场的中长期终端销售额有望达到 30 亿元以上体量，叠加日韩、东南亚、欧洲等其他海外市场，全球化空间广阔。

根据珀莱雅公告预测，花知晓 2026-2030 年营业收入分别为 21.05/24.48/27.18/29.39/31.00 亿元，毛利率从 59.56% 逐步降至 57.54%（考虑市场竞争加剧因素），销售费用率从 37.87% 逐步升至 39.69%（反映达人费比和平台佣金上涨、海外市场投入增加趋势），预计 2026-2030 年息前税后利润分别为 3.0/3.3/3.4/3.5/3.5 亿元。该预测下，花知晓 2026-2030 年收入 CAGR 约 10%、息前税后利润 CAGR 约 4%，考虑到花知晓全球化渠道加速铺设及并入集团后的资源赋能，其实际成长有望超越上述公告口径预测。

表8：花知晓部分财务数据预测

项目	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
营业收入（亿元）	21.05	24.48	27.18	29.39	31.00
收入 YoY	21.94%	16.31%	11.05%	8.11%	5.49%
毛利率	59.56%	59.13%	58.64%	58.08%	57.54%
息前税后利润（亿元）	3.0	3.3	3.4	3.5	3.5
息前税后利润 YoY		9.10%	3.28%	2.83%	-0.14%
息前税后利润率	14.45%	13.55%	12.60%	11.99%	11.35%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

综合国内与海外两个维度，我们认为花知晓中长期销售空间有望突破 55 亿元，叠加日韩、东南亚、欧洲等其他市场，全球化成长空间更为广阔。我们从市占率角度加总花知晓国内和海外的销售，2025 年花知晓国内销售 15.3 亿元，彩妆市占率约 1.6%，从 2020 年 0.2% 快速提升，我们参考假设国内彩妆市场规模维持现状，对标橘朵国内彩妆

市场份额 2.5%，预计国内销售有望突破 25 亿元。花知晓海外市场销售较为广泛，我们上文进行预测，仅美国市场就有望达到 30 亿元的规模体量。同时花知晓(Flower Knows)也在日本、东南亚、加拿大、英国、德国、法国、澳大利亚和中东发售，出海空间更加广阔。

5. 盈利预测与投资建议

我们将公司 2026-2028 年营业收入预测从 114.28/125.97/138.95 亿元上调至 116.68/129.91/142.73 亿元，同比增长 10.10%/11.34%/9.87%；将归母净利润预测从 15.80/17.33/19.64 亿元上调至 16.70/18.30/19.94 亿元，同比增长 11.52%/9.56%/8.97%。

收入端，主品牌珀莱雅经历 2025 年的调整期后，2026 年有望在大单品迭代升级、能量及源力新品放量和新品类拓展（防晒、男士等）驱动下回归增长，618 大促开局表现已验证品牌势能未减，我们预期 2026-2028 年主品牌收入增速分别为 2%/2.8%/3.5%；子品牌中内生品牌 OR 仍有较大成长空间、彩棠底妆升级后有望提速、原色波塔 2026 年我们预计延续高增态势、惊时高速增长，多品牌贡献增量。外延上现阶段由于花知晓并购尚未落地，本次盈利预测未纳入其并表带来的收入贡献，并入落地后有望贡献海外增量。

利润端，毛利率在产品结构优化和高端化推进下有望延续上行趋势（2025 年 73.26%，26Q1 已达 74.53%），2026-2028 年有望抬升至 73.65%/74.56%/75.24%；费用率方面，2025 年为调整期费用投放力度较大，中长期公司持续加码多品牌孵化、品牌心智建设与全域数字化投放布局，预计费用率将随业务扩张温和小幅上行，但净利润率保持相对稳定。公司同步发布员工持股计划绑定核心骨干，考核目标为 2026 年营收或归母净利润增长不低于 5%，彰显管理层信心。

表9：珀莱雅盈利预测及主要假设拆分（分品牌划分）

	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入（百万元）	10597	11668	12991	14273
yoy	-1.68%	10.10%	11.34%	9.87%
毛利率	73.26%	73.65%	74.56%	75.24%
归母净利（百万元）	1498	1670	1830	1994
yoy	-3.50%	11.52%	9.56%	8.97%
分品牌划分				
珀莱雅营收（百万元）	7689	7843	8062	8345
yoy	-10.4%	2.0%	2.8%	3.5%
占比	73%	67%	62%	58%
除珀莱雅外其他品牌营收（百万元）	2908	3826	4929	5928
yoy	44.0%	40.5%	28.8%	20.3%
占比	27%	33%	38%	42%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

考虑到公司美妆行业赛道和龙头地位，我们选择美妆赛道的玻尿酸龙头华熙生物、敏感肌赛道龙头贝泰妮、本土综合日化多品牌龙头上海家化作为可比公司。截至 2026 年 6 月 29 日，可比公司华熙生物、贝泰妮、上海家化 2026 年归母净利润对应 PE 平均值为 31 倍，高于珀莱雅 26 年 PE 估值 14 倍，同时参考公司历史 PE-TTM 估值水平，当前约为历史估值 1.6%分位，我们维持公司“买入”评级。

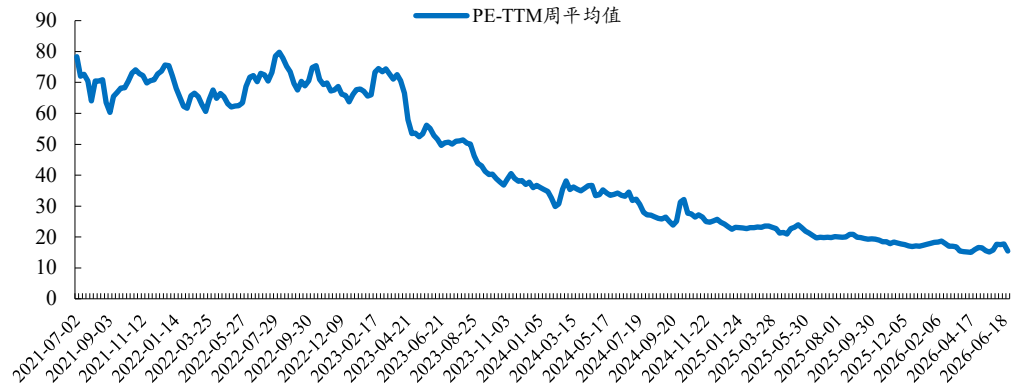
表10：珀莱雅及可比美妆赛道上市公司盈利预测与估值（截至 2026/6/29 收盘价）

股票代码	股票名称	市值（亿元）	归母净利润（亿元）				P/E			
			2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E
603605.SH	珀莱雅	228	15.0	16.7	18.3	19.9	15	14	12	11
可比公司平均估值							43	31	26	23
688363.SH	华熙生物	175	2.9	4.3	5.2	5.8	60	42	34	30
300957.SZ	贝泰妮	134	5.1	6.3	7.2	8.3	26	21	19	16
600315.SH	上海家化	115	2.7	3.6	4.5	5.3	43	31	26	21

数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：华熙生物为 Wind 一致预期（截至 2026/06/29），除华熙生物外均为东吴证券研究所预测。

图34: 珀莱雅 PE-TTM 周估值处于底部 (截至 2026/6/26 收盘)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

6. 风险提示

- 1) **下游需求疲软:** 若国内化妆品消费需求放缓, 行业增速大幅降低, 导致公司业绩增速不及预期。
- 2) **行业竞争加剧:** 若国内化妆品行业竞争者增加, 或其他品牌降价竞争, 可能影响公司业绩。
- 3) **管理层变动风险:** 管理层换届可能会影响公司品牌运营流畅度, 新人才进入可能短期磨合成本。
- 4) **大单品销售不及预期:** 公司推进大单品战略, 若大单品销售不及预期或导致公司业绩不及预期。
- 5) **公司并购、并表进展不及预期:** 外延并购花知晓品牌, 业务整合、财务并表落地进展存在不确定性, 协同释放或滞后, 拖累业绩增长。

珀莱雅三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	6,136	8,043	9,974	12,050	营业总收入	10,597	11,668	12,991	14,273
货币资金及交易性金融资产	5,061	6,883	8,711	10,685	营业成本(含金融类)	2,833	3,074	3,305	3,534
经营性应收款项	242	264	287	309	税金及附加	93	102	114	125
存货	635	669	720	772	销售费用	5,259	5,951	6,755	7,565
合同资产	0	0	0	0	管理费用	404	443	494	542
其他流动资产	199	227	256	284	研发费用	217	210	273	300
非流动资产	2,351	2,372	2,396	2,424	财务费用	(29)	(32)	(59)	(87)
长期股权投资	441	441	441	441	加:其他收益	70	13	13	13
固定资产及使用权资产	920	886	850	813	投资净收益	44	175	182	200
在建工程	128	188	248	308	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	444	449	454	459	减值损失	(57)	(44)	(44)	(44)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	(1)	0	0	0
长期待摊费用	111	111	111	111	营业利润	1,876	2,064	2,261	2,463
其他非流动资产	307	297	292	292	营业外净收支	(5)	(3)	(3)	(3)
资产总计	8,487	10,414	12,370	14,474	利润总额	1,871	2,061	2,258	2,460
流动负债	1,374	1,612	1,734	1,854	减:所得税	328	330	361	394
短期借款及一年内到期的非流动负债	88	88	88	88	净利润	1,543	1,731	1,896	2,067
经营性应付款项	799	866	931	996	减:少数股东损益	45	61	66	72
合同负债	167	182	195	209	归属母公司净利润	1,498	1,670	1,830	1,994
其他流动负债	320	476	520	562	每股收益-最新股本摊薄(元)	3.78	4.22	4.62	5.04
非流动负债	847	851	854	857	EBIT	1,807	1,887	2,050	2,207
长期借款	0	4	7	10	EBITDA	1,974	1,982	2,141	2,295
应付债券	804	804	804	804	毛利率(%)	73.26	73.65	74.56	75.24
租赁负债	20	20	20	20	归母净利率(%)	14.13	14.32	14.09	13.97
其他非流动负债	23	23	23	23	收入增长率(%)	(1.68)	10.10	11.34	9.87
负债合计	2,221	2,463	2,588	2,711	归母净利润增长率(%)	(3.50)	11.52	9.56	8.97
归属母公司股东权益	6,141	7,765	9,529	11,438					
少数股东权益	125	186	252	325					
所有者权益合计	6,267	7,951	9,782	11,762					
负债和股东权益	8,487	10,414	12,370	14,474					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	2,193	1,876	1,895	2,043	每股净资产(元)	15.38	19.48	23.94	28.76
投资活动现金流	(238)	57	64	82	最新发行在外股份(百万股)	396	396	396	396
筹资活动现金流	(763)	(110)	(131)	(151)	ROIC(%)	22.14	19.76	17.60	15.86
现金净增加额	1,192	1,822	1,828	1,974	ROE-摊薄(%)	24.39	21.51	19.20	17.44
折旧和摊销	167	94	91	87	资产负债率(%)	26.17	23.65	20.92	18.73
资本开支	(166)	(118)	(118)	(118)	P/E(现价&最新股本摊薄)	15.24	13.67	12.48	11.45
营运资本变动	447	134	(2)	(2)	P/B(现价)	3.75	2.96	2.41	2.01

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。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。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>