

2024 年 12 月 04 日

上美股份 (02145. HK)

投资评级：买入（首次）

——多品牌优质国货，主品牌韩束业绩亮眼

证券分析师

丁一
SAC: S1350524040003
dingyi@huayuanstock.com

联系人

王悦
wangyue03@huayuanstock.com

市场表现：



基本数据 2024 年 12 月 03 日

收盘价 (港元)	33.40
一年内最高/最低 (港元)	56.95/18.80
总市值 (百万港元)	13,294.03
流通市值 (百万港元)	6,889.50
资产负债率 (%)	38.69

资料来源：聚源数据

投资要点：

- **深耕化妆品行业二十载，多品牌战略突出重围。**公司成立于 2002 年，专注于护肤品及母婴护理产品的研发、生产及销售。基于多品牌运营战略，公司成功打造韩束、一叶子及红色小象等多个品牌，22 年底公司在战略层面进行调整，主品牌韩束业绩大幅增长，根据公司年报，23 年全年韩束在抖音渠道完成 GMV33.4 亿，较 22 年增长 374%，24H1 韩束在抖音平台 GMV 达 34.4 亿，并取得“抖音电商护肤品牌总榜 H1” 第一的靓丽成绩。
- **“产品+营销+渠道”三重驱动，助力主品牌抖音实现亮眼高增。**1) **产品：大单品红蛮腰定位极致性价比的抗初老套盒，与竞品比较价格优势明显。**从抖音官旗看，韩束红蛮腰“水+乳+精华+霜+洁面”套盒定价为 399 元/套，与竞品相比，单品配置完备且价格优势明显，同时大促时赠送原装赠品力度较强。从韩束抖音用户画像来看，18-35 岁消费者占比达 75%，并形成了位居行业第一的高复购率，与抖音主要客群为下沉市场的特征高度契合，我们认为在理性消费趋势下，“高品质+低价格”的组合拳打造极具质价比的套盒组合市场空间有望继续扩容；2) **营销：前瞻性布局短剧植入，为品牌带来现象级曝光。**2023 年 3 月以来，公司与达人开始合作短剧，其结合剧情适时软植入产品，我们分析公司差异化布局短剧并获得成功的原因一方面短剧带来的自然流量受众基础较大，曝光效率更高，能为品牌带来增量新客群，另一方面短剧用户粘性高且制作周期短，品牌反复植入不影响播放并灵活进行内容定制。公司作为早期投入抖音达人短剧的品牌，在享受先发优势的同时稳定输出高质量、高热度短剧，维持释放品牌声量的持续性，直接为韩束带来现象级曝光及巨量种草，为后续产品留存及成交奠定坚实基础；3) **渠道：自建直播矩阵+调整达播结构，承接短剧流量转化，成功实现全域流量闭环营销。**随着短剧引流效果逐步显现，7 月以来被短剧承接的消费力在自营账号的直播间得到相应承接与转化，当前品牌以韩束官旗为核心，拥有 30 余个细分自播账号，24H 不间断直播打造“日不落直播间”，主推商品各有侧重。达播方面，随着品牌声量初具规模后，23 年公司逐步降低与头部达人合作深度，提升与腰部达人合作深度，一方面系其内容创作能力较强且深谙抖音运营规则，另一方面合作费用较头部达人性价比显著。整体而言，公司在植入短剧完成目标客群的积累后，以自播+达播形式将流量精准引至细分直播间的主推大单品，实现全域流量闭环营销，成功完成品牌势能与销量的双高增。
- **盈利预测与评级：**我们预计公司 24-26 年实现营收 71.3/91.1/106.2 亿元，同比增速分别为 69.1%/27.9%/16.5%，实现归母净利润 8.2/11.5/14.2 亿元，同比增速分别为 77.4%/40.4%/23.6%，当前股价对应 PE 分别为 15/11/9 倍。我们选取同为港股上市的巨子生物及 A 股上市同具备多品牌及强营销的珀莱雅及丸美股份作为可比公司，根据 wind 一致预期，可比公司 2024 年 PE 均值为 27 倍，公司作为多品牌国货优质美妆龙头之一，主品牌韩束势能强劲，在抖音渠道已成功塑造极强品牌势能，其余品牌有望复制其成功模式，进一步贡献业绩增量，看好公司未来业绩端或实现较快增长，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**化妆品行业竞争加剧风险；渠道竞争加剧风险；新品孵化风险。

盈利预测与估值 (人民币)

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	2707.0	4212.8	7125.0	9111.2	10618.8
同比增长率 (%)	-25.4	55.6	69.1	27.9	16.5
归母净利润 (百万元)	147.1	461.1	817.9	1148.3	1419.4
同比增长率 (%)	-56.6	213.5	77.4	40.4	23.6
每股收益 (元/股)	0.4	1.2	2.1	2.9	3.6
ROE (%)	8.6	23.0	36.8	34.1	29.7
市盈率 (P/E)	76.7	20.7	15.0	10.7	8.7

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

投资案件

投资评级与估值

我们预计公司 24-26 年实现营收 71.3/91.1/106.2 亿元，同比增速分别为 69.1%/27.9%/16.5%，实现归母净利润 8.2/11.5/14.2 亿元，同比增速分别为 77.4%/40.4%/23.6%，当前股价对应 PE 分别为 15/11/9 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

关键假设

分品牌来看：

1) **韩束**：作为核心主品牌，凭借极致性价比大单品套盒与强营销能力在抖音渠道取得亮眼成绩，品牌势能积累深厚，未来一方面复制大单品“红蛮腰套装”成功路径，积极拓新，另一方面维持优势渠道抖音的行业领先地位的同时外溢流量至淘天，主品牌增长空间广阔，2024-2026 年韩束营收同比增速分别为 95%/30%/16%；

2) **一叶子**：当前品牌仍处于转型调整阶段，后续随着品牌逐步完成全方位调整升级叠加发力洗护品类，品牌营收下跌幅度有望收窄，我们预计 2024-2026 年一叶子营收同比增速分别为-30%/5%/10%；

3) **红色小象**：作为母婴护理赛道头部国货品牌之一，基于精细化育儿背景下，红色小象有望依托自身较强品牌力进一步提升市占率，我们预计 2024-2026 年红色小象品牌营收同比增速分别为-8%/5%/10%。

投资逻辑要点

公司作为多品牌国货优质美妆龙头之一，主品牌韩束势能强劲，在抖音渠道已成功塑造极强品牌势能，其余品牌有望复制其成功模式，进一步贡献业绩增量，看好公司未来业绩端或实现较快增长。

核心风险提示

化妆品行业竞争加剧风险；渠道竞争加剧风险；新品孵化风险。

内容目录

1. 多品牌优质国货，23 年业绩强势复苏	5
2. “产品+营销+渠道”三重驱动，助力主品牌抖音实现亮眼高增	7
3. 盈利预测与评级	10
3.1. 盈利预测	10
3.2. 相对估值	11
4. 风险提示	11

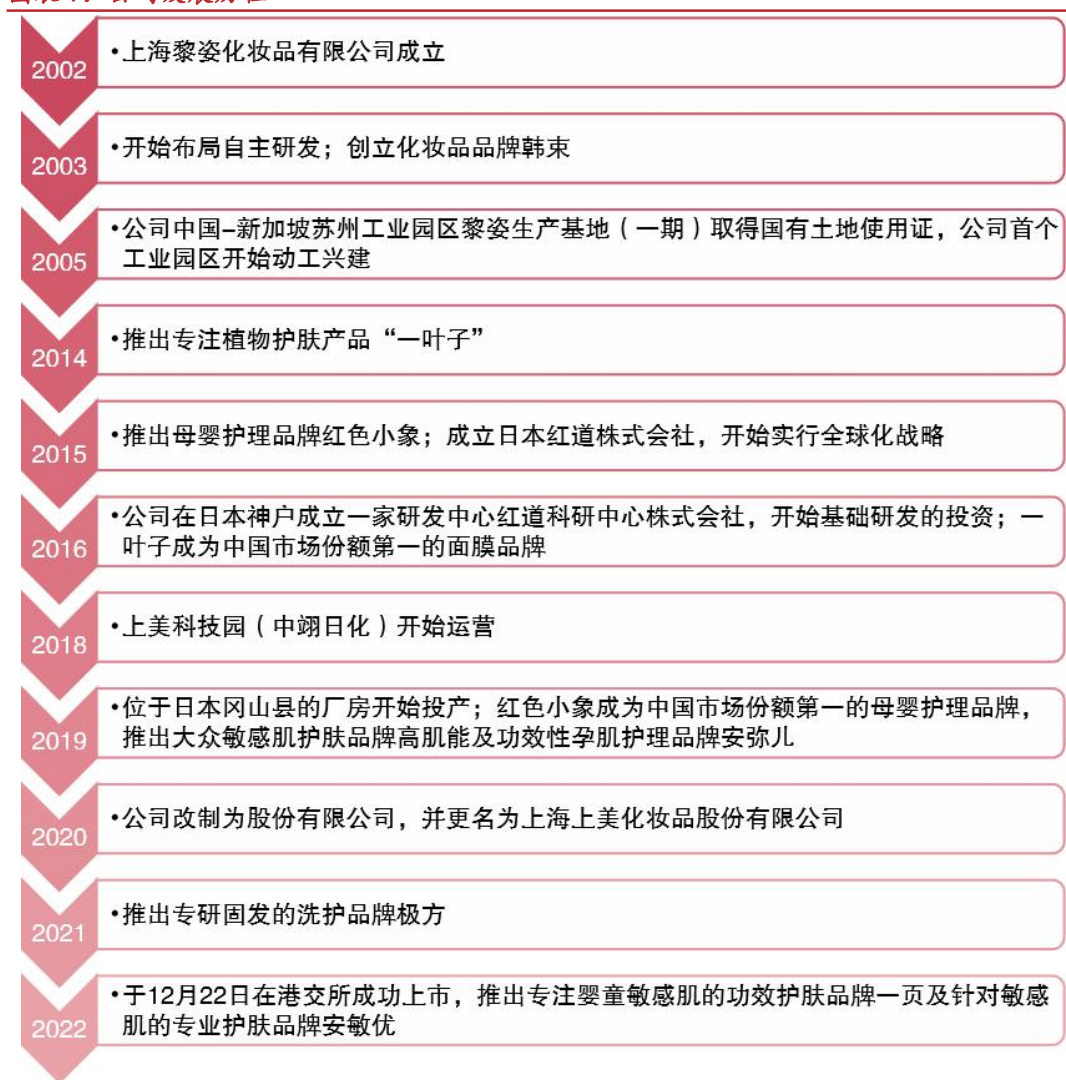
图表目录

图表 1: 公司发展历程.....	5
图表 2: 公司品牌矩阵.....	6
图表 3: 2019-2024H1 公司营收 (亿元) 及 yoy.....	6
图表 4: 2019-2024H1 公司净利润 (亿元) 及 yoy.....	6
图表 5: 2019-2024H1 公司毛利率及净利率情况.....	7
图表 6: 2019-2024H1 公司期间费用率情况.....	7
图表 7: 抖音护肤类目 top10 品牌榜单.....	8
图表 8: 韩束红蛮腰套装及竞品套装价格对比.....	8
图表 9: 韩束在抖音客群年龄分布情况.....	8
图表 10: 韩束与达人合作部分短剧.....	9
图表 11: 2023 年抖音电商韩束主要品牌自营带货账号主推产品情况.....	9
图表 12: 2023 年韩束抖音电商动销达人合作次数变化.....	10
图表 13: 2023 年韩束抖音电商带货力 TOP10.....	10
图表 14: 分品牌拆分公司营收预测 (百万元).....	10
图表 15: 可比公司估值表.....	11

1. 多品牌优质国货，23 年业绩强势复苏

深耕化妆品行业二十载，多品牌战略突出重围。公司成立于 2002 年，专注于护肤品及母婴护理产品的研发、生产及销售。基于多品牌运营战略，公司成功打造韩束、一叶子及红色小象等多个品牌，产品矩阵覆盖护肤、母婴护理、洗护等领域，及时把握市场先机，成为国货化妆品行业领军者。根据弗若斯特沙利文，以零售额口径计，2015–2021 年公司位列国货化妆品公司前五名，2021 年公司为唯一拥有两个护肤品牌年零售额均超过 15 亿元的国货公司，公司市占率占国货美妆规模比重为 1.7%，位居行业第四位。

图表 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，公司招股说明书，华源证券研究所

图表 2：公司品牌矩阵

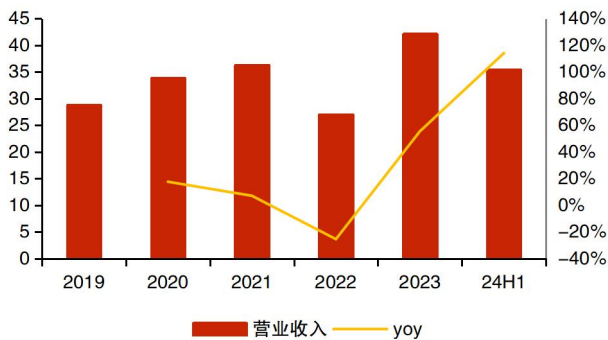
	skin care 护肤	maternity and childcare 母婴护理	toiletries 洗护
luxury 高端	TAZU ▲		
mid-to-high 中高端	安敏优 ARMIYO	asnami NEW PA 一页	KYOCA 2032 AVENUE ▲
mass 大众	KANS 韩束 ONE LEAF 一叶子	Baby Elephant 红色小象	韩束洗护 一叶子洗护

▲ 待推出品牌 ◆ 参股品牌

资料来源：公司年报，华源证券研究所

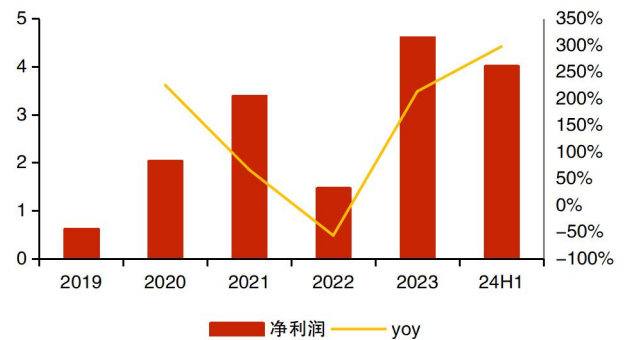
23 年业绩强势复苏，主品牌韩束成功发力抖音渠道。2019–2021 年公司营收/净利润 CAGR 分别为 12.3%/132.7%，整体增长态势较为稳健，22 年公司营收下滑 25.4%至 27.1 亿元，净利润下滑 56.6%至 1.5 亿元，主因系一方面疫情致使 22 年上半年供应链短期未能满足部分下游客户交付需求，另一方面公司研发费用下降影响新品开发及产品升级。22 年底公司在战略层面进行调整，通过聚焦韩束品牌、聚焦韩束红、聚焦韩束红礼盒、聚焦抖音渠道等规划实现主品牌韩束业绩大幅增长，根据公司年报，23 年全年韩束在抖音渠道完成 GMV33.4 亿，较 22 年增长 374.4%，24H1 韩束继续保持抖音渠道美妆领先地位，24H1 韩束在抖音平台 GMV 达 34.4 亿，已超过去年全年 GMV 体量，并取得“抖音电商护肤品牌总榜 H1”第一的靓丽成绩。

图表 3：2019–2024H1 公司营收（亿元）及 yoy



资料来源：公司公告，华源证券研究所

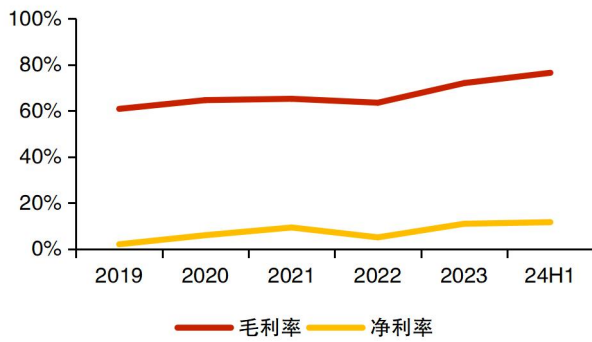
图表 4：2019–2024H1 公司净利润（亿元）及 yoy



资料来源：公司公告，华源证券研究所

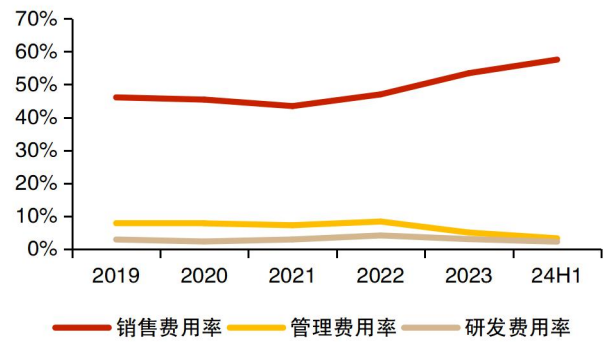
盈利水平稳步提升，销售费用投入占比逐步增长。24H1 公司毛利率为 76.5%，同比大幅提升 7.5pct，主因受高毛利的韩束营收贡献拉动。24H1 公司净利率为 11.7%，同比增长 5.6pct，主因系成本控制叠加产品结构优化影响，24H1 销售费用率为 57.6%，同比增长 4.0pct，公司近年来主要在抖音渠道发力导致营销成本提升。

图表 5：2019-2024H1 公司毛利率及净利率情况



资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 6：2019-2024H1 公司期间费用率情况



资料来源：公司公告，华源证券研究所

2. “产品+营销+渠道”三重驱动，助力主品牌抖音实现亮眼高增

韩束品牌转型定位科学抗衰，在抖音渠道实现高增。韩束创立于 2003 年，彼时定位大众抗衰赛道，2008 年后逐步入驻电视购物频道，同时参与一线卫视的剧场及综艺的合作冠名，成功建立品牌国民认知度。近年来，线上渠道势能渐起，成为各家化妆品公司的主流销售渠道，公司开始调整品牌战略，以抓住线上高速发展红利期，2022 年公司对韩束进行年轻化、高端化的品牌升级，并大力发展抖音渠道，布局短剧赛道，红蛮腰套装成功打造为现象级大单品。根据青眼数据，除 23 年 10 月、24 年 6 月及 24 年 10 月以外，韩束均位列抖音护肤品牌榜首位。

图表 7：抖音护肤类目 top10 品牌榜单

排名	2023 08	2023 09	2023 10	2023 11	2023 12	2024 01	2024 02	2024 03	2024 04	2024 05	2024 06	2024 07	2024 08	2024 09	2024 10
1	韩束	韩束	珀莱雅	韩束	韩束	韩束	韩束	韩束	韩束	韩束	赫莲娜	韩束	韩束	韩束	珀莱雅
2	欧莱雅	娇润泉	韩束	雅诗兰黛	娇润泉	娇润泉	珀莱雅	雅诗兰黛	后	珀莱雅	雅诗兰黛	欧诗漫	欧莱雅	雅诗兰黛	韩束
3	SK-II	珀莱雅	欧莱雅	海蓝之谜	珀莱雅	珀莱雅	谷雨	珀莱雅	娇润泉	欧莱雅	海蓝之谜	娇润泉	欧诗漫	欧莱雅	欧莱雅
4	珀莱雅	雅诗兰黛	娇润泉	赫莲娜	海蓝之谜	欧莱雅	欧莱雅	欧莱雅	欧莱雅	赫莲娜	后	珀莱雅	珀莱雅	谷雨	可复美
5	娇润泉	欧莱雅	雅诗兰黛	兰蔻	欧莱雅	雅诗兰黛	温博士	兰蔻	欧诗漫	兰蔻	兰蔻	自然堂	海蓝之谜	珀莱雅	后
6	海蓝之谜	谷雨	海蓝之谜	后	后	谷雨	娇润泉	海蓝之谜	谷雨	雅诗兰黛	韩束	蜜丝婷	娇润泉	极萌	赫莲娜
7	赫莲娜	仁和匠心	薇诺娜	珀莱雅	赫莲娜	后	后	后	珀莱雅	海蓝之谜	SK-II	谷雨	赫莲娜	海蓝之谜	雅诗兰黛
8	欧诗漫	欧诗漫	谷雨	欧莱雅	谷雨	海蓝之谜	雅诗兰黛	自然堂	蜜丝婷	自然堂	珀莱雅	澳容	雅诗兰黛	九美	SK-II
9	奥伦纳素	可复美	HBN	可复美	雅诗兰黛	欧诗漫	海蓝之谜	赫莲娜	自然堂	可复美	欧莱雅	雅诗兰黛	SK-II	兰蔻	海蓝之谜
10	兰蔻	海蓝之谜	SK-II	SK-II	兰蔻	赫莲娜	赫莲娜	谷雨	温博士	娇韵诗	玉兰油	海蓝之谜	谷雨	花西子	娇韵诗

资料来源：青眼数据，华源证券研究所

我们分析韩束在抖音渠道大获成功的主要因素包括极致性价比红蛮腰套盒、达人短剧撬动流量杠杆及自建直播矩阵承接流量转化。具体拆解分析：

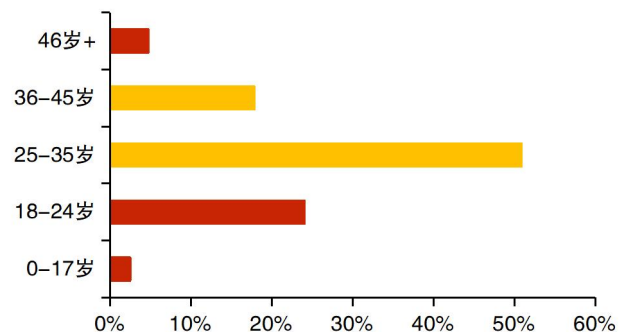
产品：大单品红蛮腰定位极致性价比的抗初老套盒，与竞品比较价格优势明显。从抖音官旗看，韩束红蛮腰“水+乳+精华+霜+洁面”套盒定价为 399 元/套，与竞品相比，单品配置完备且价格优势明显，同时大促时赠送原装赠品力度较强。从韩束抖音用户画像来看，18-35 岁消费者占比达 75%，并形成了位居行业第一的高复购率，与抖音主要客群为下沉市场的特征高度契合，我们认为在理性消费趋势下，“高品质+低价格”的组合拳打造极具质价比的套盒组合市场空间有望继续扩容。

图表 8：韩束红蛮腰套装及竞品套装价格对比

韩束红蛮腰 399元/套 水+乳+精华+洁面+面霜	
珀莱雅红宝石 1019元/套 水+乳+精华+面霜	
雅诗兰黛抗老水乳 1615元/套 水+乳	

资料来源：抖音，天猫，华源证券研究所

图表 9：韩束在抖音客群年龄分布情况



资料来源：公司公告，华源证券研究所（注：数据的统计维度为截至 2024 年 2 月 23 日近 30 天）

营销：前瞻性布局短剧植入，为品牌带来现象级曝光。2023年3月以来，公司与达人开始合作短剧，其结合剧情适时软植入产品，其中公司与达人姜十七合作的短剧流量表现最为亮眼，五部短剧播放量均在6亿以上，最高达12亿，且姜十七拥有3650万粉丝，其粉丝画像与韩束目标客群高度吻合。我们分析公司差异化布局短剧并获得成功的原因一方面短剧带来的自然流量受众基础较大，曝光效率更高，能为品牌带来增量新客群，另一方面短剧用户粘性高且制作周期短，品牌反复植入不影响播放并灵活进行内容定制。公司作为早期投入抖音达人短剧的品牌，在享受先发优势的同时稳定输出高质量、高热度短剧，维持释放品牌声量的持续性，直接为韩束带来现象级曝光及巨量种草，为后续产品留存及成交奠定坚实基础。

图表 10：韩束与达人合作部分短剧

短剧名称	主播	粉丝数（万）	上线时间	主推产品	集数	播放量(亿)
以成长来装束			2023年2月	韩束红蛮腰	15	6.1
心动不止一刻			2023年4月	韩束红蛮腰	15	12.1
一束阳光一束爱	姜十七	3650	2023年5月	韩束红蛮腰	/	/
全是爱与你			2023年7月	韩束红蛮腰	16	10.1
你终将会红			2023年8月	韩束红蛮腰	16	10.2
这一次，恋爱吧	魔女月野	1899	2023年10月	韩束蓝蛮腰	11	1.6
爱的节拍	秦苒	1030	2023年11月	韩束白蛮腰	12	1.4
无法攻略的她	林鸽	555	2023年12月	韩束水胶囊	13	1.0

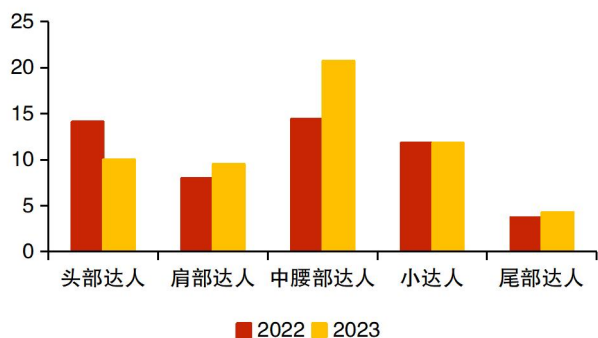
资料来源：抖音，华源证券研究所（数据截至2024年12月3日）

渠道：自建直播矩阵+调整达播结构，承接短剧流量转化，成功实现全域流量闭环营销。品牌早期以达播起号，21年80%以上GMV由达播贡献，随后逐步降低对达播依赖度，22年达播与自播平分秋色，23年3月开始大力发展品牌自播矩阵，随着短剧引流效果逐步显现，7月以来被短剧承接的消费力在自营账号的直播间得到相应承接与转化，当前品牌以韩束官方旗舰店为核心，拥有30余个细分自播账号，24H不间断直播打造“日不落直播间”，主推商品各有侧重，23年GMV排名前五的自播账号主推品占比达88%以上。**达播方面**，根据蝉妈妈，23年韩束抖音带货达人TOP10中，明星达人占比50%，其次为生活类达人。随着品牌声誉初具规模后，23年公司逐步降低与头部达人合作深度，提升与腰部达人合作深度，一方面其内容创作能力较强且深谙抖音运营规则，另一方面合作费用较头部达人性价比显著。整体而言，公司在植入短剧完成目标客群的积累后，以自播+达播形式将流量精准引至细分直播间的主推大单品，实现全域流量闭环营销，成功完成品牌势能与销量的双高增。

图表 11：2023年抖音电商韩束主要品牌自营带货账号主推产品情况

账号	主推品	统一零售价	主推品 GMV 占比	粉丝画像
韩束官方旗舰店	红蛮腰礼盒	399	96%	80%为女性，34%为31-40岁
韩束护肤旗舰店	白蛮腰礼盒	399	95%	82%为女性，35%为31-40岁
韩束官方旗舰店控油号	控油细肤礼盒	299	88%	81%为女性，40%为31-40岁
韩束官方旗舰店敏感肌号	蓝蛮腰礼盒	399	93%	80%为女性，29%为31-40岁
韩束官方旗舰店补水直播间	酵母补水礼盒	299	98%	86%为女性，54%为31-40岁
韩束官方旗舰店男士直播间	男士三件套	179	96%	74%为男性，35%为31-40岁
韩束官方旗舰店直播间	红蛮腰水乳	219	84%	79%为女性，37%为31-40岁
韩束官方旗舰店红蛮腰精华	红蛮腰精华	149	59%	79%为女性，46%为31-40岁

资料来源：蝉魔方，华源证券研究所

图表 12：2023 年韩束抖音电商动销达人合作次数变化


资料来源：蝉妈妈，华源证券研究所

图表 13：2023 年韩束抖音电商带货力 TOP10

达人	类型	合作频次
黄宥明	明星	169
贾乃亮	明星	30
幸福一家人	生活	20
董艳丽	生活	24
麦小登	生活	12
赵雅芝	明星	20
国岳	美妆	16
舒畅	明星	15
朱梓骁	明星	89
姜十七	剧情搞笑	14

资料来源：蝉妈妈，华源证券研究所

3. 盈利预测与评级

3.1. 盈利预测

关键假设：

分品牌来看：

1) **韩束**：作为核心主品牌，凭借极致性价比大单品套盒与强营销能力在抖音渠道取得亮眼成绩，品牌势能积累深厚，未来一方面复制大单品“红蛮腰套盒”成功路径，积极拓新，另一方面维持优势渠道抖音的行业领先地位的同时外溢流量至淘天，主品牌增长空间广阔，2024-2026 年韩束营收同比增速分别为 95%/30%/16%；

2) **一叶子**：当前品牌仍处于转型调整阶段，后续随着品牌逐步完成全方位调整升级叠加发力洗护品类，品牌营收下跌幅度有望收窄，我们预计 2024-2026 年一叶子营收同比增速分别为-30%/5%/10%；

3) **红色小象**：作为母婴护理赛道头部国货品牌之一，基于精细化育儿背景下，红色小象有望依托自身较强品牌力进一步提升市占率，我们预计 2024-2026 年红色小象品牌营收同比增速分别为-8%/5%/10%。

图表 14：分品牌拆分公司营收预测（百万元）

	2021	2022	2023	2024	2025	2026
韩束	1631.1	1267.4	3090.4	6026.3	7834.2	9087.6
韩束 yoy		-22.3%	143.8%	95%	30%	16%
一叶子	830.7	529.9	356.5	249.6	262.0	288.2
一叶子 yoy		-36.2%	-32.7%	-30%	5%	10%
红色小象	871.2	655.1	375.7	345.6	362.9	399.2
红色小象 yoy		-24.8%	-42.6%	-8%	5%	10%
其他品牌	285.9	222.9	368.1	478.5	622.1	808.7
其他品牌 yoy		-22.0%	65.1%	30%	30%	30%

资料来源：公司公告，wind，华源证券研究所

盈利预测：我们预计公司 24-26 年实现营收 71.3/91.1/106.2 亿元，同比增速分别为 69.1%/27.9%/16.5%，实现归母净利润 8.2/11.5/14.2 亿元，同比增速分别为 77.4%/40.4%/23.6%，当前股价对应 PE 分别为 15/11/9 倍。

3.2. 相对估值

我们选取同为港股上市的巨子生物及 A 股上市同具备多品牌及强营销的珀莱雅及丸美股份作为可比公司，根据 wind 一致预期，可比公司 2024 年 PE 均值为 27 倍，公司作为多品牌国货优质美妆龙头之一，主品牌韩束势能强劲，在抖音渠道已成功塑造极强品牌势能，其余品牌有望复制其成功模式，进一步贡献业绩增量，看好公司未来业绩端或实现较快增长，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 15：可比公司估值表

股票代码	公司简称	收盘价				EPS			PE		
		2024-12-3	24E	25E	26E	24E	25E	26E	24E	25E	26E
603983.SH	丸美股份	29.9	0.9	1.2	1.4	32.9	25.8	20.9			
603605.SH	珀莱雅	91.9	3.9	4.9	5.9	23.4	18.9	15.6			
2367.HK	巨子生物	45.5	1.9	2.4	3.0	23.9	18.6	15.0			
	平均值					26.7	21.1	17.2			
2145.HK	上美股份	30.9	2.1	2.9	3.6	15.0	10.7	8.7			

资料来源：wind，华源证券研究所。注：收盘价及 EPS 单位为人民币，可比公司盈利预测来自 wind 一致预期，其他公司盈利预测来自华源证券研究所

4. 风险提示

- 1) 化妆品行业竞争加剧风险：**化妆品行业竞争日趋激烈，外资及国产品牌纷纷加大营销及研发投入，若公司未能及时推出新品抢占市场份额，或将影响公司业绩；
- 2) 渠道竞争加剧风险：**若公司渠道营销未顺应市场趋势，投放效果不及预期，或对公司业绩产生不利影响；
- 3) 新品孵化风险：**新品营销投入大，若投放后销售业绩不及预期，或将对公司营收增长产生不利影响。

附录：财务预测摘要

损益表					资产负债表				
单位：人民币(百万)					单位：人民币(百万)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	4,191	7,100	9,081	10,584	货币资金	698	775	1,896	3,260
增长率	56.6%	69.4%	27.9%	16.5%	应收款项	653	1,010	1,221	1,366
营业成本	1,171	1,704	2,107	2,413	存货	511	710	849	952
%销售收入	27.9%	24.0%	23.2%	22.8%	其他流动资产	217	237	257	277
毛利	3,019	5,396	6,974	8,171	流动资产	2,078	2,731	4,223	5,854
%销售收入	72.1%	76.0%	76.8%	77.2%	权益性投资	67	87	112	142
其他收入	22	25	30	35	固定资产	594	624	668	727
%销售收入	0.5%	0.4%	0.3%	0.3%	无形资产	79	85	98	114
销售费用	2,240	4,047	5,113	5,927	非流动资产	1,051	1,214	1,321	1,465
%销售收入	53.5%	57.0%	56.3%	56.0%	资产总计	3,129	3,945	5,544	7,319
管理费用	210	284	345	392	应付款项	519	748	895	1,005
%销售收入	5.0%	4.0%	3.8%	3.7%	短期借款	100	200	300	400
研发费用	126	142	200	243	其他流动负债	433	696	863	953
%销售收入	3.0%	2.0%	2.2%	2.3%	流动负债	1,051	1,644	2,058	2,358
财务费用	7	-14	-12	-38	长期债务	0	20	60	120
%销售收入	0.2%	-0.2%	-0.1%	-0.4%	其他长期负债	48	36	36	36
息税前利润 (EBIT)	566	948	1,347	1,644	非流动负债	48	56	96	156
%销售收入	13.5%	13.4%	14.8%	15.5%	负债总计	1,100	1,700	2,154	2,514
投资收益	-6	0	0	0	归属母公司股东权益	2,009	2,226	3,370	4,785
%税前利润	-1.1%	0.0%	0.0%	0.0%	少数股东权益	20	20	20	20
除税前利润	559	962	1,359	1,682	负债股东权益合计	3,129	3,945	5,544	7,319
利润率	13.3%	13.6%	15.0%	15.9%					
所得税	98	144	211	262	比率分析				
%销售收入	17.4%	15.0%	15.5%	15.6%		2023A	2024E	2025E	2026E
净利润(含少数股东损益)	462	818	1,148	1,419	每股指标				
少数股东损益	1	0	0	0	每股收益	1.16	2.06	2.89	3.57
归属于母公司的净利润	461	818	1,148	1,419	每股净资产	5.05	5.59	8.47	12.02
增长率	213.5%	77.4%	40.4%	23.6%	每股经营现金净流	1.87	2.08	2.99	3.63
净利率	11.0%	11.5%	12.6%	13.4%	每股股利	0.95	0.75	0.00	0.00
					回报率				
					净资产收益率	22.95%	36.75%	34.08%	29.67%
					总资产收益率	14.74%	20.73%	20.71%	19.39%
					投入资本收益率	21.95%	32.68%	30.35%	26.05%
					增长率				
					营业收入增长率	56.64%	69.42%	27.90%	16.55%
					EBIT增长率	225.53%	67.47%	42.06%	22.05%
					净利润增长率	213.45%	77.39%	40.39%	23.61%
					总资产增长率	-0.54%	26.10%	40.52%	32.02%
					资产管理能力				
					应收账款周转天数	29.9	21.1	22.7	23.0
					存货周转天数	158.1	129.0	133.2	134.3
					应付账款周转天数	144.9	133.8	140.4	141.8
					固定资产周转天数	51.4	30.9	25.6	23.7
					偿债能力				
					流动比率	1.98	1.66	2.05	2.48
					速动比率	1.49	1.23	1.64	2.08
					净负债/股东权益	-29.45%	-24.70%	-45.32%	-57.02%
					EBIT利息保障倍数	34.9	193.5	148.0	116.6
					资产负债率	35.14%	43.08%	38.85%	34.35%

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数。