

业绩符合预期，“多品牌+多品类”布局逐步成熟

核心观点

- 公司 2024 年实现营业收入 67.9 亿，同比增长 62%，实现归母净利润 7.8 亿，同比增长 69.4%，其中 24H2 收入和归母净利润分别同比增长 26.4%和 6%，拟分红率为 76%。
- **韩束品牌：24H2 环比增速放缓，产品持续升级。**2024 年收入同比增长 80.9%，其中 24H2 同比增长 29.2%，环比增长放缓。2024 年，韩束线上渠道 GMV 位列美妆国货品牌第二；增速位列头部美妆品牌增速第一，其中抖音渠道增长迅猛。产品方面，公司将红蛮腰系列升级 2.0 版本，添加了品牌备案新原料环六肽-9，使产品具有更强的抗皱、紧致效果；推出了单品“赋活丰盈紧塑轻润霜”，双十一期间取得了超过 4,000 万的销售额。此外，公司还推出了韩束男士精华，韩束闪充棒，及新品类韩束彩妆系列。
- **一页品牌：第二成长曲线初步形成。**2024 年收入为 3.76 亿，同比增长 146.3%，其中 24H2 同比增长 129%。分渠道来看，线上大单品一页婴童安心霜在天猫婴童面霜榜单中多次位列第一；线下继续拓宽合作渠道，并达成战略合作。产品方面，公司开始布局分龄产品线，上线“newpage 612”和“newpage1218”系列，以婴童护肤的标准，分别为 6-12 岁学龄肌、12-18 青少年肌提供更具针对性的护肤解决方案。
- 渠道方面，2024 年收入占比 78.2%的线上自营渠道，同比增长 82.6%，主要是由于韩束品牌势能增强，在线自营能力提升。
- 未来十年，公司将业务拓展至“大众护肤、洗护个护、母婴用品、皮肤医疗美容、彩妆、高端护肤+仪器”六大板块，希望在 2030 年冲刺 300 亿元营收目标。我们认为，公司“多品牌+多品类”的发展模式日益成熟，叠加其灵活高效的组织和激励机制以及扎实的国际化研发基础，是未来持续增长的有力保障。

盈利预测与投资建议

- 根据业绩公告，我们调整盈利预测，预计公司 2024-2026 年每股收益分别为 1.96、2.48 和 3.14 元（原 2.26、2.92 和 3.65 元），参考可比公司，给予 2025 年 23 倍 PE 估值，目标价为 61.03 港币（1 人民币=1.07 港币），维持“买入”评级。

风险提示：行业竞争加剧，新品牌、新品类推广不及预期等。

公司主要财务信息

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2,675	4,191	6,793	8,338	10,197
同比增长(%)	-26.1%	56.6%	62.1%	22.8%	22.3%
营业利润(百万元)	101	414	695	1,002	1,281
同比增长(%)	-71.6%	308.5%	67.8%	44.2%	27.8%
归属母公司净利润(百万元)	147	461	781	989	1,250
同比增长(%)	-56.6%	213.5%	69.4%	26.6%	26.4%
每股收益(元)	0.37	1.16	1.96	2.48	3.14
毛利率(%)	63.5%	72.1%	75.2%	75.9%	76.3%
净利率(%)	5.5%	11.0%	11.5%	11.9%	12.3%
净资产收益率(%)	8.6%	23.0%	35.7%	28.5%	27.4%
市盈率(倍)	111.4	35.5	21.0	16.6	13.1
市净率(倍)	9.6	8.2	7.5	4.7	3.6

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

投资评级	买入（维持）
股价（2025年03月21日）	44.05 港元
目标价格	61.03 港元
52 周最高价/最低价	54.99/29.2 港元
总股本/流通 H 股（万股）	39,802/20,627
H 股市值（百万港币）	17,533
国家/地区	中国
行业	纺织服装
报告发布日期	2025 年 03 月 24 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	-6.87	23.22	24.26	-5.44
相对表现%	-5.74	22.32	4.13	-45.92
恒生指数%	-1.13	0.9	20.13	40.48



证券分析师

施红梅	021-63325888*6076 shihongmei@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860511010001
朱炎	021-63325888*6107 zhuyan3@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860521070006 香港证监会牌照：BSW044

根据业绩公告，我们调整盈利预测（下调了收入和毛利率），预计公司 2024-2026 年每股收益分别为 1.96、2.48 和 3.14 元（原 2.26、2.92 和 3.65 元），参考可比公司，给予 2025 年 23 倍 PE 估值，目标价为 61.03 港币（1 人民币=1.07 港币），维持“买入”评级。

表 1：行业可比公司估值（截至 2025 年 3 月 21 日）

公司名称	公司代码	股价 (元)	每股收益 (元)				市盈率			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
珀莱雅	603605.SH	84.83	3.01	3.91	4.83	5.83	28	22	18	15
华熙生物	688363.SH	50.18	1.23	0.34	1.30	1.61	41	148	38	31
贝泰妮	300957.SZ	45.51	1.79	1.72	2.26	2.67	25	26	20	17
丸美股份	603983.SH	36.36	0.65	0.90	1.16	1.44	56	40	31	25
水羊股份	300740.SZ	12.47	0.76	0.49	0.75	0.93	16	25	17	13
调整后平均								31	23	19

数据来源：wind，东方证券研究所

风险提示：行业竞争加剧，新品牌、新品类推广不及预期等

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,148	698	459	1,798	2,814	营业收入	2,675	4,191	6,793	8,338	10,197
存货	518	511	691	798	1,325	营业成本	-976	-1,171	-1,683	-2,011	-2,417
应收账款	374	321	426	628	769	毛利	1,700	3,019	5,109	6,327	7,780
预付款项	201	332	651	530	778	销售费用	-1,258	-2,240	-3,947	-4,753	-5,812
其他	12	-	-	-	-	管理费用	-223	-210	-243	-292	-357
流动资产合计	2,252	2,078	2,471	3,998	5,931	研发费用	-110	-126	-180	-221	-270
固定资产	601	594	674	670	737	其他收入	123	156	251	130	130
有使用权资产	144	131	126	105	91	其他支出	-43	-34	-49	-64	-64
无形资产	19	17	14	23	26	财务成本净额	-20	-16	-6	22	45
商誉	-	-	-	-	-	应占联营公司损益	-1	-6	-2	-2	-2
其他	128	308	313	268	283	除税前溢利	154	559	927	1,141	1,443
非流动资产合计	894	1,051	1,126	1,065	1,136	所得税	-17	-98	-124	-152	-192
资产总计	3,146	3,129	3,597	5,064	7,067	净利润(含少数股东权益)	137	462	803	989	1,250
短期借款	590	100	60	-	-	净利润(不含少数股东权益)	147	461	781	989	1,250
应付账款	424	519	638	866	1,428	少数股东损益	-10	1	22	-	-
租赁负债	27	30	42	39	43	综合收益总额	136	458	796	983	1,244
应付税项	37	136	129	129	129	综合收益总额(母公司)	146	457	774	961	1,222
其他	236	267	472	453	777	综合收益总额(少数股东)	-10	1	22	22	22
流动负债合计	1,314	1,051	1,342	1,488	2,378	每股收益	0.37	1.16	1.96	2.48	3.14
递延所得税负债	-	-	-	-	-						
长期借款	60	-	-	-	-						
其他	65	48	20	68	88						
非流动负债合计	125	48	20	68	88						
负债合计	1,439	1,100	1,362	1,555	2,466						
股本	397	398	398	400	401						
储备	1,308	1,611	1,793	3,065	4,157						
少数股东权益	2	20	43	43	43						
股东权益合计	1,707	2,029	2,235	3,508	4,601						
负债和股东权益总计	3,146	3,129	3,597	5,064	7,067						

现金流量表					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
归母净利润	147	461	781	989	1,250
折旧摊销	94	64	65	71	78
营运资金变动	-233	125	-365	111	-20
财务费用	20	16	6	-22	-45
其它	8	-	-	-	-
经营活动现金流	37	746	488	1,149	1,264
资本支出	-44	-46	-90	-113	-141
于联营公司之权益	-0	-166	58	-	-
其他	-23	60	-	-	-
投资活动现金流	-67	-457	-32	-113	-141
股本	37	1	0	2	1
借款	460	-550	-40	-60	-
其他	612	-150	-576	310	-107
筹资活动现金流	1,028	-737	-644	252	-106
现金净增加额	998	-449	-188	1,288	1,016

主要财务比率					
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	-26.1%	56.6%	62.1%	22.8%	22.3%
营业利润	-71.6%	308.5%	67.8%	44.2%	27.8%
归属于母公司净利润	-56.6%	213.5%	69.4%	26.6%	26.4%
获利能力					
毛利率	63.5%	72.1%	75.2%	75.9%	76.3%
归母净利率	5.5%	11.0%	11.5%	11.9%	12.3%
ROE	8.6%	23.0%	35.7%	28.5%	27.4%
偿债能力					
资产负债率	45.7%	35.1%	37.9%	30.7%	34.9%
流动比率	1.71	1.98	1.84	2.69	2.49
速动比率	1.32	1.49	1.33	2.15	1.94
营运能力					
应收账款周转率	7.14	12.06	18.25	15.87	14.60
存货周转率	1.71	2.28	2.28	2.28	2.28
总资产周转率	0.99	1.34	2.02	1.93	1.68
每股指标 (元)					
每股收益	0.37	1.16	1.96	2.48	3.14
每股经营现金流	0.09	1.87	1.23	2.89	3.17
每股净资产	4.28	5.05	5.51	8.71	11.45
估值比率					
市盈率	111.38	35.53	20.97	16.57	13.11
市净率	9.61	8.16	7.48	4.73	3.59

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（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）；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。