

站在新发展阶段的多品牌美妆龙头

核心观点

- **公司两大主力品牌目前保持良好的行业竞争力。**各大平台的 618 活动，正在火热进行，阶段性数据显示，公司主品牌珀莱雅在天猫美妆 618 第一阶段（5/16-5/26 日）中稳居全行业第 1 名，在抖音 5 月美容护肤品牌榜中排第 3 名。公司彩妆品牌彩棠在 5 月抖音彩妆领域排名第 5 名，相比去年同期的第 16 名明显提升。
- **公司目前是所有国货美妆中多品牌布局最为完善的集团之一。**目前旗下拥有珀莱雅、彩棠、OR、悦芙媿、科瑞肤、原色波塔、惊时共 7 大差异化品牌，覆盖护肤、彩妆、洗护等多个赛道。公司也是国货美妆中首个破百亿收入的公司，从 2017 年上市以来经过了多年时间的验证。
- **目前市场对公司的担心主要集中于二代接班后的短期磨合和经营前景（接班人力、管理层的短期变动等），但没有认识到二代接班后的变革对公司长期发展的正面影响。**今年以来公司层面积极的变化正在发生（1）产品推新的节奏明显加快，比如 3 月新推的夜气垫、超膜粉管、4 月新推的精修瓶、5 月新推的全新能力蕴白系列等（2）持续加码研发投入——4 月全球研发团队正式官宣、5 月公告与恩和生物达成战略合作，双方将聚焦合成生物学与 AI 技术的融合应用（3）加快数字化建设——4 月首次设立首席数字官，5 月与蚂蚁集团数字蚂蚁达成战略合作，后者将在 AI 智能云客服、智能巡检和全链用户体验等方面助力公司提升消费者体验。我们认可以上变革，也对新接班人领导下的专业化、国际化和数字化策略持较大期待。
- 我们认为，对一家具有较长发展历史、较大规模体量、同时已经有良好的多品牌矩阵布局和研发储备的公司而言，它的未来并不会因为几个人的离开而发生本质的变化，更多是取决于公司本身的产业基础、内部的运营体系和机制等。
- 我们认为公司未来的发展壮大，除了做好现有的多品牌多品类基础外，中国文化自信下的出海和并购也是必经之路之一。在 5 月举行的年度股东大会上公司也表示，正考虑通过巴黎分公司实施海外并购，以进军婴童、香水及男士护肤等新领域。我们看好公司的长期发展空间。

盈利预测与投资建议

- 我们维持对公司的盈利预测，预计公司 2025-2027 年每股收益分别为 4.56、5.36 和 6.06 元，DCF 目标估值 112.78 元，维持“买入”评级。

风险提示：行业竞争加剧、终端消费需求减弱、新品拓展不及预期等

公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	8,905	10,778	12,339	14,072	15,577
同比增长(%)	39.5%	21.0%	14.5%	14.0%	10.7%
营业利润(百万元)	1,503	1,890	2,200	2,584	2,923
同比增长(%)	42.1%	25.8%	16.4%	17.5%	13.1%
归属母公司净利润(百万元)	1,194	1,552	1,806	2,122	2,401
同比增长(%)	46.1%	30.0%	16.4%	17.5%	13.1%
每股收益(元)	3.01	3.92	4.56	5.36	6.06
毛利率(%)	69.9%	71.4%	72.5%	72.7%	73.0%
净利率(%)	13.4%	14.4%	14.6%	15.1%	15.4%
净资产收益率(%)	30.3%	31.8%	28.1%	24.9%	22.3%
市盈率	28.3	21.7	18.7	15.9	14.1
市净率	7.8	6.2	4.5	3.5	2.8

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。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级 买入（维持）

股价（2025 年 06 月 11 日）	85.18 元
目标价格	112.78 元
52 周最高价/最低价	121.1/73.73 元
总股本/流通 A 股（万股）	39,625/39,541
A 股市值（百万元）	33,752
国家/地区	中国
行业	纺织服装
报告发布日期	2025 年 06 月 11 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	-4.72	-11.7	-0.35	-21.92
相对表现%	-5.39	-12.96	0.84	-31.85
沪深 300%	0.67	1.26	-1.19	9.93



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

相关报告

一季度盈利超预期，新兴品牌快速增长	2025-05-05
Q3 保持较快增长，毛销差同比收窄	2024-10-27
业绩超预期，各品牌增长齐头并进	2024-09-02

我们维持对公司的盈利预测，预计公司 2025-2027 年每股收益分别为 4.56、5.36 和 6.06 元，DCF 目标估值 112.78 元，维持“买入”评级。

表 1：目标价敏感性分析

		永续增长率 $G_n(\%)$				
		1.00%	2.00%	3.00%	4.00%	5.00%
WACC(%)	7.89%	126.28	139.09	157.15	184.51	230.82
	8.39%	117.78	128.39	142.94	164.13	197.82
	8.89%	110.38	119.26	131.16	147.93	173.33
	9.39%	103.89	111.39	121.24	134.76	154.43
	9.89%	98.14	104.53	112.78	123.83	139.41
	10.39%	93.02	98.50	105.48	114.63	127.19
	10.89%	88.43	93.17	99.11	106.78	117.06
	11.39%	84.29	88.41	93.51	100.00	108.51
	11.89%	80.55	84.15	88.56	94.09	101.22

数据来源：wind，东方证券研究所

表 2：估值参数假设

假设科目	结果	假设科目	结果
所得税税率 T	25%	债务比率 $D/(D+E)$	15%
永续增长率 $G_n(\%)$	3%	权益比率 $E/(D+E)$	85%
无风险利率 R_f	1.66%	债务利率 r_d	3.5%
无杠杆影响的 β 系数	1.21	WACC	9.89%
市场收益率 R_m	8.6%		
股权投资成本 (K_e)	11.17%		

数据来源：wind，东方证券研究所

风险提示：行业竞争加剧、终端消费需求减弱、新品拓展不及预期等

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	4,011	4,082	5,939	7,888	10,151
应收票据、账款及款项融资	352	518	593	676	749
预付账款	203	224	256	292	324
存货	797	661	728	823	903
其他	182	128	129	131	132
流动资产合计	5,545	5,613	7,646	9,811	12,258
长期股权投资	114	111	111	111	111
固定资产	827	907	1,024	1,133	1,230
在建工程	52	75	87	94	97
无形资产	405	429	460	489	516
其他	381	395	375	356	336
非流动资产合计	1,778	1,917	2,058	2,182	2,291
资产总计	7,323	7,530	9,704	11,994	14,549
短期借款	200	0	0	0	0
应付票据及应付账款	1,055	676	745	842	924
其他	865	536	558	583	605
流动负债合计	2,120	1,213	1,303	1,425	1,528
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	753	780	780	780	780
其他	49	51	51	51	51
非流动负债合计	803	831	831	831	831
负债合计	2,923	2,044	2,135	2,257	2,360
少数股东权益	51	84	123	168	220
实收资本（或股本）	397	396	396	396	396
资本公积	717	608	847	847	847
留存收益	3,239	4,432	6,238	8,360	10,761
其他	(3)	(34)	(34)	(34)	(34)
股东权益合计	4,400	5,486	7,569	9,737	12,189
负债和股东权益总计	7,323	7,530	9,704	11,994	14,549

现金流量表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	1,231	1,585	1,845	2,168	2,452
折旧摊销	77	96	110	126	142
财务费用	(59)	(36)	(14)	(33)	(54)
投资损失	17	2	2	2	2
营运资金变动	80	(601)	(85)	(94)	(82)
其它	122	60	(1)	0	0
经营活动现金流	1,469	1,107	1,857	2,169	2,461
资本支出	(184)	(188)	(250)	(250)	(250)
长期投资	27	5	0	0	0
其他	(319)	(1,083)	(2)	(2)	(2)
投资活动现金流	(476)	(1,265)	(252)	(252)	(252)
债权融资	30	26	0	0	0
股权融资	81	(109)	238	0	0
其他	(571)	(675)	14	33	54
筹资活动现金流	(460)	(758)	252	33	54
汇率变动影响	1	(0)	-0	-0	-0
现金净增加额	534	(917)	1,857	1,949	2,262

利润表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	8,905	10,778	12,339	14,072	15,577
营业成本	2,677	3,084	3,395	3,839	4,211
销售费用	3,972	5,161	5,948	6,754	7,477
管理费用	455	366	419	478	529
研发费用	174	210	241	275	304
财务费用	(59)	(36)	(14)	(33)	(54)
资产、信用减值损失	118	101	101	101	101
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	(17)	(2)	(2)	(2)	(2)
其他	(46)	1	(47)	(71)	(83)
营业利润	1,503	1,890	2,200	2,584	2,923
营业外收入	4	3	3	3	3
营业外支出	12	4	4	4	4
利润总额	1,495	1,889	2,199	2,583	2,922
所得税	265	304	354	416	470
净利润	1,231	1,585	1,845	2,168	2,452
少数股东损益	37	33	39	46	51
归属于母公司净利润	1,194	1,552	1,806	2,122	2,401
每股收益（元）	3.01	3.92	4.56	5.36	6.06

主要财务比率					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	39.5%	21.0%	14.5%	14.0%	10.7%
营业利润	42.1%	25.8%	16.4%	17.5%	13.1%
归属于母公司净利润	46.1%	30.0%	16.4%	17.5%	13.1%
获利能力					
毛利率	69.9%	71.4%	72.5%	72.7%	73.0%
净利率	13.4%	14.4%	14.6%	15.1%	15.4%
ROE	30.3%	31.8%	28.1%	24.9%	22.3%
ROIC	24.2%	26.8%	25.1%	22.7%	20.5%
偿债能力					
资产负债率	39.9%	27.1%	22.0%	18.8%	16.2%
净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	2.62	4.63	5.87	6.88	8.02
速动比率	2.19	4.08	5.31	6.31	7.43
营运能力					
应收账款周转率	39.9	25.0	22.2	22.2	21.9
存货周转率	3.3	3.9	4.9	4.9	4.9
总资产周转率	1.4	1.5	1.4	1.3	1.2
每股指标（元）					
每股收益	3.01	3.92	4.56	5.36	6.06
每股经营现金流	3.70	2.79	4.69	5.47	6.21
每股净资产	10.98	13.63	18.79	24.15	30.21
估值比率					
市盈率	28.3	21.7	18.7	15.9	14.1
市净率	7.8	6.2	4.5	3.5	2.8
EV/EBITDA	19.6	15.3	13.0	11.1	9.9
EV/EBIT	20.6	16.0	13.6	11.7	10.4

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。