

Q2 业绩快速增长，战略改革逐步发挥成效

核心观点

- **公司二季度收入快速增长，毛利率同比大幅提升，带动中报业绩超出市场之前的估计。**公司二季度收入和盈利同比分别增长 25%和 367%，毛利率同比提升 5 个百分点左右。收入的快速增长主要来自线上业务的拉动，中报显示 Q2 公司国内线上渠道同比增长 35%左右。我们判断毛利率的大幅改善主要来自于老品有效控制价盘、新品比重提升、线上比重提升、美妆业务收入比重提升以及供应效率提升等因素。
- **上半年公司新品亮点纷呈，取得了良好的市场反馈。**上半年公司聚焦核心品牌在细分领域积极突破创新，六神发力户外市场、新推出便携式驱蚊蛋和高端香氛沐浴露，玉泽新推出专研修护面霜、大分子防晒霜等均取得良好的市场反馈，也反映了公司改革进程取得积极成效。
- **中报显示公司经营质量也在持续改善。**上半年存货周转天数同比下降 17 天，应收账款周转天数下降 21 天，经营活动净现金同比增长 40%。Q2 在收入快速增长的情况下，期间费用控制良好，也反映出公司团队组织能力的提升和渠道运营体系的提升。
- **中报显示，海外业务仍有一定挑战。**上半年公司境外业务实现收入 7.03 亿，报告期亏损 3279 万元，我们判断主要是二季度受贸易摩擦影响北美订单所致。我们预计，随着关税问题的逐步缓解，以及海外公司后续在产品、营销和供应链方面的优化，下半年有望逐步改善。
- **我们看好公司目前聚焦线上、聚焦细分领域发力大单品的策略，预计将持续推动公司销售增长和盈利能力的提升。**我们预计，随着下半年销售旺季的来临，佰草集、美加净等有望陆续推出新品，而六神、玉泽等上半年推出的新品在下半年还将持续发力。下半年预计公司也会进一步加大品牌相关的投入，为中期发展蓄力。

盈利预测与投资建议

- 根据中报，我们上调公司盈利预测，预计公司 2025-2027 年每股收益分别为 0.50、0.72 和 0.94 元（原预测为 0.48、0.69 和 0.89 元），DCF 目标估值 27.07 元，维持“增持”评级。

风险提示

行业竞争加剧、新品拓展不及预期、海外业务低于预期可能引发商誉减值等

公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	6,598	5,679	6,302	6,886	7,484
同比增长(%)	-7.2%	-13.9%	11.0%	9.3%	8.7%
营业利润(百万元)	556	(860)	380	554	728
同比增长(%)	2.3%	-254.6%	144.2%	45.8%	31.3%
归属母公司净利润(百万元)	500	(833)	333	483	632
同比增长(%)	5.9%	-266.6%	140.0%	45.0%	30.9%
每股收益(元)	0.74	(1.24)	0.50	0.72	0.94
毛利率(%)	59.0%	57.6%	62.8%	63.7%	64.2%
净利率(%)	7.6%	-14.7%	5.3%	7.0%	8.4%
净资产收益率(%)	6.7%	-11.6%	4.9%	6.7%	8.3%
市盈率	31.5	(18.9)	47.2	32.6	24.9
市净率	2.0	2.4	2.2	2.1	2.0

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

增持（维持）

股价（2025年08月21日）	23.4元
目标价格	27.07元
52周最高价/最低价	26.87/13.64元
总股本/流通A股（万股）	67,223/67,223
A股市值（百万元）	15,730
国家/地区	中国
行业	纺织服装
报告发布日期	2025年08月22日

股价表现

	1周	1月	3月	12月
绝对表现%	8.28	6.07	-11.16	40.63
相对表现%	5.53	1.11	-20.65	11.53
沪深300%	2.75	4.96	9.49	29.1



证券分析师

施红梅 021-63325888*6076
shihongmei@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860511010001

相关报告

发布股权激励计划，2025年重新起航	2025-05-14
23年业绩承压，期待后续战略改革后的效果	2024-03-18
三季度业绩承压 期待组织架构优化的后期效果	2023-10-29

根据中报和对公司未来发展的判断，我们上调公司盈利预测（主要上调了美妆业务的收入增速，上调了个护、美妆和创新业务的毛利率，同时调升了销售费用率、管理费用率和研发费用比率），预计公司 2025-2027 年每股收益分别为 0.50、0.72 和 0.94 元（原预测为 0.48、0.69 和 0.89 元），DCF 目标估值 27.07 元，维持“增持”评级。

表 1：目标价敏感性分析

		永续增长率 Gn(%)				
		0.00%	1.00%	2.00%	3.00%	4.00%
WACC(%)	7.56%	30.85	33.03	35.99	40.25	46.90
	8.06%	28.99	30.80	33.20	36.55	41.54
	8.56%	27.36	28.87	30.84	33.52	37.37
	9.06%	25.91	27.19	28.82	30.99	34.02
	9.56%	24.62	25.71	27.07	28.86	31.28
	10.06%	23.47	24.39	25.55	27.03	28.99
	10.56%	22.43	23.23	24.21	25.44	27.06
	11.06%	21.49	22.18	23.02	24.06	25.40
	11.56%	20.64	21.24	21.96	22.84	23.97

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)	10%
永续增长率Gn(%)	2%	权益比率 E/(D+E)	90%
无风险利率R _f	1.78%	债务利率 r _d	3.5%
无杠杆影响的β系数	1.14	WACC	9.56%
市场收益率R _m	8.72%		
股权投资成本 (Ke)	10.33%		

数据来源：wind，东方证券研究所

风险提示：行业竞争加剧、新品拓展不及预期、海外业务低于预期可能引发商誉减值风险等。

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	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	940	550	937	1,392	1,952	营业收入	6,598	5,679	6,302	6,886	7,484
应收票据、账款及款项融资	1,172	771	855	935	1,016	营业成本	2,707	2,408	2,344	2,499	2,680
预付账款	83	62	68	75	81	销售费用	2,770	2,652	2,836	3,030	3,218
存货	777	673	655	699	749	管理费用	616	610	662	689	726
其他	2,610	3,206	3,210	3,213	3,217	研发费用	147	151	183	200	217
流动资产合计	5,582	5,262	5,726	6,314	7,015	财务费用	5	31	18	13	8
长期股权投资	388	256	256	256	256	资产、信用减值损失	64	592	22	19	21
固定资产	824	751	607	450	281	公允价值变动收益	111	(84)	50	50	50
在建工程	21	13	63	113	163	投资净收益	85	(51)	60	60	60
无形资产	800	768	723	678	632	其他	70	39	33	9	4
其他	4,116	2,895	2,877	2,868	2,868	营业利润	556	(860)	380	554	728
非流动资产合计	6,148	4,683	4,526	4,365	4,201	营业外收入	13	33	10	10	10
资产总计	11,730	9,944	10,252	10,679	11,216	营业外支出	6	3	3	3	3
短期借款	47	49	49	49	49	利润总额	563	(830)	387	562	735
应付票据及应付账款	751	500	486	518	556	所得税	63	3	54	79	103
其他	2,051	2,134	2,146	2,158	2,171	净利润	500	(833)	333	483	632
流动负债合计	2,848	2,682	2,682	2,726	2,776	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	502	0	0	0	0	归属于母公司净利润	500	(833)	333	483	632
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.74	(1.24)	0.50	0.72	0.94
其他	690	570	570	570	570						
非流动负债合计	1,191	570	570	570	570	主要财务比率					
负债合计	4,040	3,253	3,252	3,296	3,346		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	0	0	0	0	0	成长能力					
实收资本(或股本)	676	672	672	672	672	营业收入	-7.2%	-13.9%	11.0%	9.3%	8.7%
资本公积	876	880	880	880	880	营业利润	2.3%	-254.6%	144.2%	45.8%	31.3%
留存收益	6,122	5,114	5,447	5,830	6,317	归属于母公司净利润	5.9%	-266.6%	140.0%	45.0%	30.9%
其他	16	25	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	7,690	6,692	6,999	7,382	7,870	毛利率	59.0%	57.6%	62.8%	63.7%	64.2%
负债和股东权益总计	11,730	9,944	10,252	10,679	11,216	净利率	7.6%	-14.7%	5.3%	7.0%	8.4%
						ROE	6.7%	-11.6%	4.9%	6.7%	8.3%
						ROIC	5.9%	-10.6%	4.6%	6.3%	7.7%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	资产负债率	34.4%	32.7%	31.7%	30.9%	29.8%
净利润	500	(833)	333	483	632	净负债率	0.0%	0.6%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	180	174	257	261	265	流动比率	1.96	1.96	2.14	2.32	2.53
财务费用	5	31	18	13	8	速动比率	1.64	1.67	1.85	2.01	2.21
投资损失	(85)	51	(60)	(60)	(60)	营运能力					
营运资金变动	(6)	(390)	(101)	(108)	(113)	应收账款周转率	4.8	5.2	6.8	6.7	6.7
其它	(490)	1,241	(53)	(31)	(29)	存货周转率	2.7	2.8	3.0	3.1	3.1
经营活动现金流	103	273	394	559	703	总资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.7	0.7
资本支出	(42)	45	(100)	(100)	(100)	每股指标(元)					
长期投资	27	132	0	0	0	每股收益	0.74	(1.24)	0.50	0.72	0.94
其他	(346)	(284)	110	110	110	每股经营现金流	0.15	0.41	0.59	0.83	1.05
投资活动现金流	(361)	(106)	10	10	10	每股净资产	11.44	9.95	10.41	10.98	11.71
债权融资	(419)	(215)	0	0	0	估值比率					
股权融资	(35)	(0)	0	0	0	市盈率	31.5	-18.9	47.2	32.6	24.9
其他	(46)	(330)	(18)	(113)	(153)	市净率	2.0	2.4	2.2	2.1	2.0
筹资活动现金流	(499)	(545)	(18)	(113)	(153)	EV/EBITDA	16.7	-18.9	18.9	15.0	12.4
汇率变动影响	10	(8)	-0	-0	-0	EV/EBIT	22.1	-15.0	31.2	21.9	16.9
现金净增加额	(747)	(387)	387	455	559						

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。