

中报展现多品牌韧性 拟发行 H 股拉开国际化新篇章

核心观点

- **中报符合预期，展现了公司作为多品牌集团的经营韧性。**上半年公司在美妆行业竞争日趋激烈、自身经营规模相对较大的基础上，公司仍取得了营收和净利润同比分别增长的 7% 和 14% 的成绩，充分展现了多品牌集团的经营韧性。分品牌看，主品牌收入同比基本持平，彩妆品牌彩棠同比增长 21%，洗护品牌 OR 取得了 103% 的高增长，小品牌原色波塔同比快速增长 80%，共同推动了公司的稳健成长。
- **中报显示公司盈利水平维持良好的上升态势。**上半年公司毛利率同比提升了 3.56 个百分点，我们判断主要是公司对上游原材料采购议价能力的提升和运费费率下降等所致。在报告期销售费用同比大幅增长（加大形象宣传推广等）的情况下，公司归母净利润率仍实现了同比的稳步提升。
- **上半年公司盈利质量保持优良水平，并转换为更好的现金分红回报投资者。**报告期经营活动净现金同比增长 95%，中期存货周转天数同比下降 14 天左右。基于良好的业绩和现金流，公司中报计划每股分红 0.8 元，充分展现了对股东回报的重视。
- **目前市场主要担心的是主品牌后续增速问题，我们认为在新研发团队和体系逐步磨合后主品牌有望重拾增长态势。**公司目前在杭州、上海和欧洲设有三大研发中心，新研发团队成立后更加注重深入原料端的开发、自研专利申请+对外合作以及研发体系的数智化等。除了原有的明星大单品红宝石系列和双抗系列还在持续升级以外，新推的防晒系列、源力系列和能量系列等都将成为后续接棒增长的动力。
- **伴随本次中报，公司公告拟发行 H 股将拉开国际化发展的新篇章。**我们认为未来在香港上市有利于进一步推动公司品牌出海、海外并购投资的推进和全球化影响力的提升，我们看好公司国际化发展的中长期空间。

盈利预测与投资建议

- 根据中报，我们小幅调整公司盈利预测，预计公司 2025-2027 年每股收益分别为 4.44、5.13 和 5.88 元（原预测分别为 4.56、5.36 和 6.06 元），DCF 目标估值 112.65 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	11,784	12,926	14,156
同比增长(%)	39.5%	21.0%	9.3%	9.7%	9.5%
营业利润(百万元)	1,503	1,890	2,141	2,475	2,837
同比增长(%)	42.1%	25.8%	13.3%	15.6%	14.6%
归属母公司净利润(百万元)	1,194	1,552	1,758	2,032	2,330
同比增长(%)	46.1%	30.0%	13.3%	15.6%	14.6%
每股收益(元)	3.01	3.92	4.44	5.13	5.88
毛利率(%)	69.9%	71.4%	73.2%	73.3%	73.6%
净利率(%)	13.4%	14.4%	14.9%	15.7%	16.5%
净资产收益率(%)	30.3%	31.8%	27.5%	24.1%	22.0%
市盈率	30.5	23.5	20.7	17.9	15.6
市净率	8.4	6.7	4.9	3.9	3.1

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08月26日）	91.99元
目标价格	112.65元
52周最高价/最低价	119.38/72.68元
总股本/流通A股（万股）	39,601/39,541
A股市值（百万元）	36,429
国家/地区	中国
行业	纺织服装
报告发布日期	2025年08月27日

股价表现

	1周	1月	3月	12月
绝对表现%	9.63	9.24	2.04	11.72
相对表现%	4.2	1.35	-13.31	-22.22
沪深300%	5.43	7.89	15.35	33.94



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

站在新发展阶段的多品牌美妆龙头	2025-06-11
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

根据中报，我们小幅调整公司盈利预测（下调了未来三年珀莱雅主品牌的收入增速、上调了彩棠和 OR 的收入增速，上调了珀莱雅主品牌的毛利率，上调了销售费用率），预计公司 2025-2027 年每股收益分别为 4.44、5.13 和 5.88 元（原预测分别为 4.56、5.36 和 6.06 元），DCF 目标估值 112.65 元，维持“买入”评级。

表 1：目标价敏感性分析

		永续增长率 Gn(%)				
		1.00%	2.00%	3.00%	4.00%	5.00%
WACC(%)	8.00%	125.77	138.28	155.79	182.04	225.77
	8.50%	117.47	127.87	142.04	162.50	194.64
	9.00%	110.23	118.96	130.60	146.88	171.30
	9.50%	103.85	111.25	120.93	134.11	153.16
	10.00%	98.20	104.52	112.65	123.48	138.64
	10.50%	93.16	98.60	105.49	114.49	126.77
	11.00%	88.63	93.34	99.23	106.80	116.89
	11.50%	84.55	88.65	93.72	100.14	108.53
	12.00%	80.84	84.44	88.83	94.31	101.37

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Gn(%)	3%	权益比率 E/(D+E)	85%
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	1.21	WACC	10.00%
市场收益率R _m	8.72%		
股权投资成本 (Ke)	11.31%		

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						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	4,011	4,082	5,919	7,809	10,013	营业收入	8,905	10,778	11,784	12,926	14,156
应收票据、账款及款项融资	352	518	566	621	680	营业成本	2,677	3,084	3,164	3,448	3,743
预付账款	203	224	245	268	294	销售费用	3,972	5,161	5,727	6,204	6,738
存货	797	661	679	739	803	管理费用	455	366	389	414	439
其他	182	128	129	130	131	研发费用	174	210	230	252	276
流动资产合计	5,545	5,613	7,538	9,568	11,922	财务费用	(59)	(36)	(14)	(32)	(53)
长期股权投资	114	111	111	111	111	资产、信用减值损失	118	101	101	101	101
固定资产	827	907	1,024	1,133	1,230	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	52	75	87	94	97	投资净收益	(17)	(2)	(2)	(2)	(2)
无形资产	405	429	460	489	516	其他	(46)	1	(43)	(62)	(72)
其他	381	395	375	356	336	营业利润	1,503	1,890	2,141	2,475	2,837
非流动资产合计	1,778	1,917	2,058	2,182	2,291	营业外收入	4	3	3	3	3
资产总计	7,323	7,530	9,596	11,750	14,212	营业外支出	12	4	4	4	4
短期借款	200	0	0	0	0	利润总额	1,495	1,889	2,140	2,474	2,836
应付票据及应付账款	1,055	676	694	756	821	所得税	265	304	344	398	456
其他	865	536	551	567	584	净利润	1,231	1,585	1,796	2,076	2,380
流动负债合计	2,120	1,213	1,244	1,323	1,405	少数股东损益	37	33	38	44	50
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	1,194	1,552	1,758	2,032	2,330
应付债券	753	780	780	780	780	每股收益(元)	3.01	3.92	4.44	5.13	5.88
其他	49	51	51	51	51						
非流动负债合计	803	831	831	831	831	主要财务比率					
负债合计	2,923	2,044	2,076	2,154	2,237		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	51	84	122	165	215	成长能力					
实收资本(或股本)	397	396	396	396	396	营业收入	39.5%	21.0%	9.3%	9.7%	9.5%
资本公积	717	608	847	847	847	营业利润	42.1%	25.8%	13.3%	15.6%	14.6%
留存收益	3,239	4,432	6,190	8,222	10,551	归属于母公司净利润	46.1%	30.0%	13.3%	15.6%	14.6%
其他	(3)	(34)	(34)	(34)	(34)	获利能力					
股东权益合计	4,400	5,486	7,520	9,596	11,976	毛利率	69.9%	71.4%	73.2%	73.3%	73.6%
负债和股东权益总计	7,323	7,530	9,596	11,750	14,212	净利率	13.4%	14.4%	14.9%	15.7%	16.5%
						ROE	30.3%	31.8%	27.5%	24.1%	22.0%
						ROIC	24.2%	26.8%	24.5%	21.9%	20.2%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	资产负债率	39.9%	27.1%	21.6%	18.3%	15.7%
净利润	1,231	1,585	1,796	2,076	2,380	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	77	96	110	126	142	流动比率	2.62	4.63	6.06	7.23	8.48
财务费用	(59)	(36)	(14)	(32)	(53)	速动比率	2.19	4.08	5.51	6.67	7.91
投资损失	17	2	2	2	2	营运能力					
营运资金变动	80	(601)	(55)	(62)	(67)	应收账款周转率	39.9	25.0	21.7	21.8	21.8
其它	122	60	(1)	0	0	存货周转率	3.3	3.9	4.7	4.9	4.9
经营活动现金流	1,469	1,107	1,838	2,110	2,404	总资产周转率	1.4	1.5	1.4	1.2	1.1
资本支出	(184)	(188)	(250)	(250)	(250)	每股指标(元)					
长期投资	27	5	0	0	0	每股收益	3.01	3.92	4.44	5.13	5.88
其他	(319)	(1,083)	(2)	(2)	(2)	每股经营现金流	3.70	2.79	4.64	5.32	6.07
投资活动现金流	(476)	(1,265)	(252)	(252)	(252)	每股净资产	10.98	13.64	18.68	23.81	29.70
债权融资	30	26	0	0	0	估值比率					
股权融资	81	(109)	238	0	0	市盈率	30.5	23.5	20.7	17.9	15.6
其他	(571)	(675)	14	32	53	市净率	8.4	6.7	4.9	3.9	3.1
筹资活动现金流	(460)	(758)	252	32	53	EV/EBITDA	21.3	16.6	14.5	12.6	11.1
汇率变动影响	1	(0)	-0	-0	-0	EV/EBIT	22.5	17.5	15.2	13.3	11.6
现金净增加额	534	(917)	1,837	1,889	2,205						

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。