

中报增长彰显品牌韧性 下半年销售有望提速

核心观点

- 中期业绩实现较快增长，显示了较强的品牌韧性和内部管理能力。在经历了二季度的产品风波（正好在 618 大促期间）之后，公司交出了一份还不错的中报，上半年收入和归母净利润同比分别增长了 22.5%和 20.2%，毛利率和归母净利率分别保持在 82%和 38%左右的高水平，显示了公司较强的品牌韧性和优良的管理能力。也在一定程度上缓解了市场之前的担心。
- 分渠道看，面向电商平台的在线直销（比如京东）和线下直销的快速增长是公司营收的主要拉动力。中报显示，直销是公司收入的大头，占公司收入的 75%。其中上半年对京东为首的电商平台的在线直销和线下直销收入同比分别增长 134%和 74%，成为推动公司整体营收保持较快增长的主要动力。
- 公司中报中最大的亮点是销售费用的控制超出市场预期，也为下半年营销投放留出了充足空间。中报公司销售费用率同比下降了 0.86 个百分点，我们判断部分与二季度产品风波事件影响引发的达播减少有关，部分还是与公司在各渠道间均衡发展带来的投放效率提升。上半年销售费用的良好控制也为公司下半年迎接双十一等旺季留有充足的投放空间，我们预计随着短期事件影响的消退、与头部达人合作的逐步恢复，再加上投入的增加和新品的放量，公司下半年收入有望环比提速。
- 我们认可公司长期在胶原蛋白等领域的科学研究和商业化工作，建议重点关注公司未来的双十一销售和医美三类械的拿证推进。

盈利预测与投资建议

- 根据中报，我们小幅调整公司 25-26 年盈利预测（下调了可复美销售增速），同时引入 27 年盈利预测，考虑股本变动，预计 2025-2027 年每股收益分别为 2.33、2.85 和 3.50 元（原预测 25-26 年分别为 2.45 和 3.03 元），参照可比公司估值，给予 2025 年 32 倍 PE 估值，对应目标价 81.46 港币（1 人民币=1.09 港币），维持“买入”评级。

风险提示

行业竞争加剧，与头部达人合作的恢复不及预期、新品销售低于预期等

公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	3,524	5,539	6,923	8,632	10,742
同比增长(%)	49.0%	57.2%	25.0%	24.7%	24.4%
营业利润(百万元)	1,745	2,458	2,973	3,640	4,461
同比增长(%)	48.1%	40.8%	21.0%	22.4%	22.6%
归属母公司净利润(百万元)	1,452	2,062	2,495	3,054	3,743
同比增长(%)	44.9%	42.1%	21.0%	22.4%	22.6%
每股收益(元)	1.36	1.93	2.33	2.85	3.50
毛利率(%)	83.6%	82.1%	80.9%	80.6%	80.4%
净利率(%)	41.2%	37.2%	36.0%	35.4%	34.8%
净资产收益率(%)	33.2%	29.0%	30.8%	31.6%	31.4%
市盈率(倍)	36.4	25.6	21.2	17.3	14.1
市净率(倍)	12.1	7.4	6.5	5.5	4.4

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08月29日）	53.95 港元
目标价格	81.46 港元
52 周最高价/最低价	85.14/34.21 港元
总股本/流通 H 股（万股）	107,090/107,090
H 股市值（百万港币）	57,775
国家/地区	中国
行业	纺织服装
报告发布日期	2025 年 08 月 31 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	-2.88	-6.17	-18.89	38.68
相对表现%	-1.85	-4.42	-25.27	-2.31
恒生指数%	-1.03	-1.75	6.38	40.99



证券分析师

施红梅	021-63325888*6076 shihongmei@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860511010001
李雪君	021-63325888*6069 lixuejun@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860517020001 香港证监会牌照：BSW124

相关报告

业绩高增略超预期，期待后续可持续增长	2025-03-30
业绩超预期，可复美品牌势能持续提升	2024-08-22
业绩超预期，可复美明星单品表现强劲	2024-03-28

根据中报，我们小幅调整公司 25-26 年盈利预测（下调了可复美销售增速），同时引入 27 年盈利预测，考虑股本变动，预计 2025-2027 年每股收益分别为 2.33、2.85 和 3.50 元（原预测 25-26 年分别为 2.45 和 3.03 元），参照可比公司估值，给予 2025 年 32 倍 PE 估值，对应目标价 81.46 港币（1 人民币=1.09 港币），维持“买入”评级。

表 1：行业可比公司估值（截至 2025 年 8 月 29 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	83.83	3.01	3.92	4.57	5.27	28	21	18	16
华熙生物	688363	57.20	1.23	0.36	0.95	1.29	46	159	60	44
贝泰妮	300957	47.30	1.79	1.19	1.63	1.95	26	40	29	24
丸美股份	603983	40.75	0.65	0.85	1.08	1.38	63	48	38	30
爱美客	300896	193.98	6.14	6.47	7.64	8.85	32	30	25	22
毛戈平	1318.HK	90.24	1.35	1.80	2.42	3.13	67	50	37	29
调整后平均								42	32	26

数据来源：wind，东方证券研究所，注：毛戈平股价和每股收益为港币

风险提示：行业竞争加剧，与头部达人合作的恢复不及预期、新品销售低于预期等

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
现金与现金等价物	2,504	4,030	4,068	4,551	5,512
应收账款	102	141	184	239	310
其他应收款和预付账款	54	91	107	123	140
存货	200	311	434	549	694
其他	1,275	1,829	1,829	1,829	1,829
流动资产合计	4,135	6,402	6,621	7,290	8,485
固定资产	663	1,042	1,993	3,121	4,471
有使用权资产	48	51	51	51	51
预付账款	118	525	525	525	525
无形资产	7	6	5	4	4
递延所得税资产	1	12	15	19	24
其他	-	-	-	-	-
非流动资产合计	838	1,636	2,589	3,720	5,075
资产总计	4,973	8,038	9,210	11,011	13,560
短期借款	4	5	6	7	8
应付账款	133	287	181	229	289
其他	394	544	829	1,030	1,278
流动负债合计	531	836	1,016	1,266	1,575
递延收入	71	82	82	82	82
长期借款	-	-	-	-	-
递延税项负债	-	-	-	-	-
非流动负债合计	71	82	82	82	82
负债合计	602	918	1,098	1,348	1,657
少数股东权益	9	12	12	12	12
储备	4,362	7,108	8,100	9,651	11,891
股东权益合计	4,371	7,120	8,112	9,663	11,903
负债和股东权益合计	4,973	8,038	9,210	11,011	13,560

现金流量表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	1,452	2,062	2,495	3,054	3,743
折旧摊销	110	67	89	168	262
财务费用	-	-	-	-	-
处置	-	-	-	-	-
营运资金变动	-14	-440	-287	-139	-173
其它					
经营活动现金流	1,647	1,119	2,313	3,100	3,851
资本支出	-270	-446	-1,038	-1,295	-1,611
合资工资投资	-	-	1	2	3
其他	-257	-0	-2	-3	-4
投资活动现金流	-527	-446	-1,039	-1,295	-1,612
债权融资	-	-	-	-	-
其他	52	-1,332	-1,236	-1,322	-1,277
筹资活动现金流	52	-1,332	-1,236	-1,322	-1,277
现金净增加额	1,172	-660	38	483	966

利润表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	3,524	5,539	6,923	8,632	10,742
营业成本	-577	-992	-1,319	-1,670	-2,110
毛利	2,947	4,547	5,604	6,961	8,632
其他收益净额	103	136	162	180	196
销售费用	-1,164	-2,008	-2,520	-3,151	-3,921
管理费用	-97	-151	-180	-224	-279
研发费用	-75	-106	-138	-173	-215
除税前溢利	1,745	2,458	2,973	3,640	4,461
所得税	-297	-396	-479	-586	-719
净利润（含少数权益）	1,448	2,062	2,494	3,053	3,742
净利润	1,452	2,062	2,495	3,054	3,743
少数股东权益	-4	-1	-1	-1	-1
其他综合收益	-	12	-	-	-
每股收益（元）	1.36	1.93	2.33	2.85	3.50

主要财务比率					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力	49.0%	57.2%	25.0%	24.7%	24.4%
营业收入	48.1%	40.8%	21.0%	22.4%	22.6%
营业利润	44.9%	42.1%	21.0%	22.4%	22.6%
归属于母公司净利润	49.0%	57.2%	25.0%	24.7%	24.4%
获利能力					
毛利率	83.6%	82.1%	80.9%	80.6%	80.4%
净利率	41.2%	37.2%	36.0%	35.4%	34.8%
ROE	33.2%	29.0%	30.8%	31.6%	31.4%

偿债能力					
资产负债率	12.1%	11.4%	11.9%	12.2%	12.2%
净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	7.79	7.66	6.52	5.76	5.39
速动比率	7.42	7.29	6.09	5.33	4.95
营运能力					
应收账款周转率	41.1	45.5	42.6	40.9	39.1
存货周转率	3.0	3.9	3.5	3.4	3.4
总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
每股指标（元）					
每股收益	1.36	1.93	2.33	2.85	3.50
每股经营现金流	1.17	1.04	2.16	2.90	3.60
每股净资产	4.08	6.65	7.57	9.02	11.11
估值比率					
市盈率	36.4	25.6	21.2	17.3	14.1
市净率	12.1	7.4	6.5	5.5	4.4

资料来源：东方证券研究所

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。

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。