

主品牌抖音龙头地位稳固 多品牌多品类布局日益完善

核心观点

- **主品牌韩束在抖音美妆领域的龙头位置日益稳固，在其他电商平台也增长迅速。**根据青眼情报最新数据显示，8月抖音美妆排名中国货品牌依然保持强劲势头，其中公司的主品牌韩束稳坐第一的位置。继2023年和2024年连续两年登顶抖音美妆TOP1之后，韩束今年前8月每个月都保持着这个排名。在今年一季度公司对达播和自播模式进行主动调整、同时行业竞争日趋激烈的当下，充分体现了韩束品牌的竞争力。除了抖音主阵地，韩束上半年在天猫、唯品会、拼多多、快手等多平台GMV均实现20%以上的快速增长，呈现出良好的多平台协同发展态势。我们认为这一成绩来自于公司对主品牌定位的充分清晰——定位大众高性价比品牌、采用极度扩展的方式覆盖多品类以满足消费者多样化的需求，以及背后高效的执行力。
- **主品牌以外的第二增长曲线已经形成，增长势头超出之前我们的预期。**近期公司公布的中报显示，中高端婴童品牌一蓓上半年收入同比高增147%，收入占比提升至9.6%，已经成为公司的第二增长曲线。伴随一蓓从从婴童护肤扩展到0-18岁全年龄段功效护肤，我们认为其未来的发展空间将进一步扩大，我们预计其未来三年收入复合增速有望达到60%左右。
- **8月中公司正式推出彩妆品牌NAN beauty，为多品牌矩阵再添重彩。**8月中旬公司携手明星化妆师春楠和前天猫美妆总经理携手推出中高端专业彩妆品牌Nan beauty，“顶级彩妆师+顶级电商操盘手+美妆上市公司”为新品牌从产品、渠道和供应链赋能等多个角度打下了良好基础。我们认为这样的商业模式充分体现了公司对新品牌孵化的科学开放态度，也对新品牌的发展抱有积极期待。
- **近年公司多品牌多品类布局日益完善，我们看好其中长期增长动能。**除了以上品牌外，公司目前还有不少新品牌、新品类在孕育之中。我们认为公司做好多品牌的核心是良好的激励和管理机制——内部充分授权和结果导向，对外开放的合作心态。这也是保障公司中长期可持续发展的核心逻辑。

盈利预测与投资建议

- 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2.78、3.55和4.37元（原测为2.71、3.42和4.19元），参考可比公司，给予2025年34倍PE，目标价为103.21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，新品牌、新品类推广不及预期等

公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	4,191	6,793	8,475	10,395	12,411
同比增长(%)	56.6%	62.1%	24.8%	22.7%	19.4%
营业利润(百万元)	414	695	1,090	1,467	1,820
同比增长(%)	308.5%	67.8%	56.8%	34.6%	24.1%
归属母公司净利润(百万元)	461	781	1,109	1,414	1,740
同比增长(%)	213.5%	69.4%	41.9%	27.5%	23.1%
每股收益(元)	1.16	1.96	2.78	3.55	4.37
毛利率(%)	72.1%	75.2%	75.1%	75.1%	75.4%
净利率(%)	11.0%	11.5%	13.1%	13.6%	14.0%
净资产收益率(%)	23.0%	35.7%	30.9%	29.2%	27.1%
市盈率(倍)	72.9	43.1	30.3	23.8	19.3
市净率(倍)	16.7	15.3	9.4	7.0	5.2

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09月03日）	92.25 港元
目标价格	103.21 港元
52周最高价/最低价	99.95/28.84 港元
总股本/流通H股（万股）	39,807/20,632
H股市值（百万港币）	36,722
国家/地区	中国
行业	纺织服装
报告发布日期	2025年09月04日

股价表现

	1周	1月	3月	12月
绝对表现%	-0.7	21.94	38.62	160.29
相对表现%	-1.26	18.53	30.83	116.71
恒生指数%	0.56	3.41	7.79	43.58



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

上半年业绩增长靓丽 坚定看好公司多品牌发展战略	2025-08-07
业绩符合预期，“多品牌+多品类”布局逐步成熟	2025-03-24
韩束品牌继续高增，一蓓品牌增长潜力开始释放	2024-08-27

根据近期披露的中报同时结合行业形势，我们小幅调整公司盈利预测（上调未来3年一页品牌收入，下调一叶子和红色小象收入、下调销售费用比率），预计公司2025-2027年每股收益分别为2.78、3.55和4.37元（原测为2.71、3.42和4.19元），参考可比公司，给予2025年34倍PE，目标价为103.21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 9 月 3 日）

公司名称	公司代码	股价 (元)	每股收益（元）				市盈率			
			2023A	2024A	2025E	2026E	2023A	2024A	2025E	2026E
珀莱雅	603605.SH	81.45	3.01	3.92	4.54	5.22	27	21	18	16
华熙生物	688363.SH	55.72	1.23	0.36	0.95	1.28	45	155	59	44
贝泰妮	300957.SZ	45.73	1.79	1.19	1.57	1.89	26	38	29	24
丸美股份	603983.SH	39.98	0.65	0.85	1.08	1.38	62	47	37	29
毛戈平	01318.HK	89.29	1.35	2.18	2.42	3.14	66	41	37	28
水羊股份	300740.SZ	22.10	0.75	0.28	0.66	0.83	29	79	33	27
调整后平均								51	34	27

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	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	698	459	1,839	3,033	4,169	营业收入	4,191	6,793	8,475	10,395	12,411
存货	511	691	885	1,386	1,297	营业成本	-1,171	-1,683	-2,109	-2,585	-3,053
应收账款	321	426	645	779	1,057	毛利	3,019	5,109	6,366	7,811	9,357
预付账款	332	651	548	786	806	销售费用	-2,240	-3,947	-4,695	-5,645	-6,702
其他	-	-	-	-	-	管理费用	-210	-243	-297	-364	-447
流动资产合计	2,078	2,471	4,161	6,228	7,573	研发费用	-126	-180	-224	-275	-329
固定资产	594	674	672	741	831	其他收入	156	251	180	130	130
有使用权资产	131	126	105	91	78	其他支出	-34	-49	-64	-64	-64
无形资产	17	14	23	26	29	财务成本净额	-16	-6	22	48	71
商誉	-	-	-	-	-	应占联营公司损益	-6	-2	-2	-2	-2
其他	308	313	269	283	284	除税前溢利	559	927	1,279	1,632	2,008
非流动资产合计	1,051	1,126	1,068	1,141	1,222	所得税	-98	-124	-171	-218	-268
资产总计	3,129	3,597	5,230	7,369	8,795	净利润（含少数权益）	462	803	1,109	1,414	1,740
短期借款	100	60	-	-	-	净利润（不含少数权益）	461	781	1,109	1,414	1,740
应付账款	519	638	897	1,441	1,351	少数股东损益	1	22	-	-	-
租赁负债	30	42	39	43	48	综合收益总额	458	796	1,102	1,408	1,734
应付税项	136	129	129	129	129	综合收益总额（母公司）	457	774	1,080	1,386	1,712
其他	267	472	470	785	713	综合收益总额少数股东	1	22	22	22	22
流动负债合计	1,051	1,342	1,535	2,399	2,241	每股收益（元）	1.16	1.96	2.78	3.55	4.37
递延所得税负债	-	-	-	-	-	主要财务比率					
长期借款	-	-	-	-	-		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
其他	48	20	69	89	91	成长能力					
非流动负债合计	48	20	69	89	91	营业收入	56.6%	62.1%	24.8%	22.7%	19.4%
负债总计	1,100	1,362	1,604	2,487	2,331	营业利润	308.5%	67.8%	56.8%	34.6%	24.1%
股本	398	398	398	398	398	归属于母公司净利润	213.5%	69.4%	41.9%	27.5%	23.1%
储备	1,611	1,793	3,185	4,440	6,022	获利能力					
少数股东权益	20	43	43	43	43	毛利率	72.1%	75.2%	75.1%	75.1%	75.4%
股东权益合计	2,029	2,235	3,626	4,882	6,464	净利率	11.0%	11.5%	13.1%	13.6%	14.0%
负债和股东权益	3,129	3,597	5,230	7,369	8,795	ROE	23.0%	35.7%	30.9%	29.2%	27.1%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	资产负债率	35.1%	37.9%	30.7%	33.8%	26.5%
归母净利润	461	781	1,109	1,414	1,740	流动比率	1.98	1.84	2.71	2.60	3.38
折旧摊销	64	65	71	79	88	速动比率	1.49	1.33	2.13	2.02	2.80
营运资金变动	125	-365	37	-3	-366	营运能力					
财务费用	16	6	-22	-48	-71	应收账款周转率	12.06	18.25	15.87	14.60	13.52
其他	-	-	-	-	-	存货周转率	2.28	2.28	2.28	2.28	2.28
经营活动现金流	667	488	1,194	1,442	1,391	总资产周转率	1.34	2.02	1.92	1.65	1.54
资本支出	-46	-90	-115	-144	-173	每股指标（元）					
于联营公司之权益	-166	58	-	-	-	每股收益	1.16	1.96	2.78	3.55	4.37
其他	60	-	-	-	-	每股经营现金流	1.68	1.23	3.00	3.62	3.50
投资活动现金流	-152	-32	-115	-144	-173	每股净资产	5.05	5.50	9.00	12.15	16.13
股本	1	0	-	-	-	估值比率					
借款	-550	-40	-60	-	-	市盈率	72.94	43.05	30.34	23.79	19.33
其他	-150	-576	311	-105	-82	市净率	16.74	15.35	9.39	6.95	5.24
筹资活动现金流	-965	-644	251	-105	-82						
现金净增加额	-450	-188	1,330	1,193	1,136						

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。