

研发夯实+投资加快 看好公司未来的发展空间

核心观点

- **基础研究持续推进并获得行业高度肯定，为中长期可持续发展奠定扎实基础。**近日享有“化妆品科技界奥林匹克”美誉的第35届IFSCC2025国际化妆品科学大会在法国戛纳举办；作为IFSCC金级战略合作伙伴，公司携14项科研成果重磅亮相，更凭借一项具有突破意义的线粒体抗衰研究，成功摘得“IFSCC2025十大基础研究奖”，成为本年度唯一获此奖项的中国化妆品企业，也是至今中国企业在世界化妆品比赛中取得的最好成绩。我们认为此次获奖是对公司长期致力于化妆品研发积淀的充分肯定。目前市场的部分观点认为研发对公司经营是慢变量（短期不能很快体现在业绩之中），而我们认为随着行业流量和营销红利的逐步衰减，研发在国内化妆品行业竞争中的重要性将更加突出，并最终转变为可持续的竞争力。
- **近期公司对外投资的节奏有所加快，未来全球化投资布局将成为公司迈向行业巨头的重要抓手。**（1）9月初公司出手投资国货少女彩妆品牌花知晓，通过旗下珀莱雅（海南）投资有限公司以38.45%的持股比例成为花知晓第二大股东。我们认为通过投资花知晓，将强化公司对Z世代消费主力的洞察以及对海外市场的认知，同时进一步丰富公司在化妆品行业的生态化布局。（2）近日根据青眼信息，公司在欧洲创新中心已经设立高级投资经理岗位，并已聘用具有Rothschild & Co、Michel Dyens & Co等知名投行工作背景的专业投资并购人士。结合公司之前在股东大会等多次表达对未来并购的一些设想，我们推测公司的海外并购正在进入积极的推进阶段。作为国内首个破百亿收入的多品牌美妆集团，参考海外巨头的成长历史，我们认为全球化并购投资是公司未来迈向行业真正巨头的重要抓手之一，我们也看好之前公司国际化人才布局对未来可能开展相关事项的积极保障。
- **我们认为公司目前走在正确的战略道路上，而目前市场估值建立在短期经营的悲观假设之上，因此我们提示对公司的左侧布局机会。**无论是新管理团队的组建，还是研发的持续投入、对外投资的加快还是H股的启动，我们认为公司经营都走在正确的战略轨道中，我们对公司中期保持可持续较快增长抱有信心。

盈利预测与投资建议

- 我们对公司维持2025-2027年每股收益分别为4.44、5.13和5.88元的预测，DCF目标估值116.85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	27.0	20.8	18.3	15.8	13.8
市净率	7.4	6.0	4.4	3.4	2.7

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

股价（2025年09月26日）	81.33元
目标价格	116.85元
52周最高价/最低价	119.38/72.68元
总股本/流通A股（万股）	39,601/39,598
A股市值（百万元）	32,207
国家/地区	中国
行业	纺织服装
报告发布日期	2025年09月27日

股价表现

	1周	1月	3月	12月
绝对表现%	0.09	-11.59	-1.3	-10.99
相对表现%	-0.98	-13.78	-16.61	-39.33
沪深300%	1.07	2.19	15.31	28.34



证券分析师

施红梅 执业证书编号：S0860511010001
shihongmei@orientsec.com.cn
021-63326320

相关报告

中报展现多品牌韧性 拟发行H股拉开国际化新篇章	2025-08-27
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

我们维持对公司 2025-2027 年每股收益分别为 4.44、5.13 和 5.88 元的预测，DCF 目标估值 116.85 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(%)	7.77%	130.48	144.26	163.82	193.75	245.28
	8.27%	121.60	132.99	148.71	171.79	208.97
	8.77%	113.88	123.41	136.23	154.44	182.30
	9.27%	107.11	115.15	125.76	140.40	161.89
	9.77%	101.13	107.98	116.85	128.80	145.76
	10.27%	95.80	101.68	109.18	119.06	132.70
	10.77%	91.03	96.11	102.50	110.77	121.91
	11.27%	86.74	91.16	96.64	103.63	112.84
	11.77%	82.86	86.72	91.46	97.41	105.13

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	1.88%	债务利率 r _d	3.5%
无杠杆影响的 β 系数	1.16	WACC	9.77%
市场收益率R _m	8.82%		
股权投资成本 (Ke)	11.03%		

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	27.0	20.8	18.3	15.8	13.8
其他	(571)	(675)	14	32	53	市净率	7.4	6.0	4.4	3.4	2.7
筹资活动现金流	(460)	(758)	252	32	53	EV/EBITDA	18.5	14.5	12.6	11.0	9.6
汇率变动影响	1	(0)	-0	-0	-0	EV/EBIT	19.5	15.2	13.3	11.5	10.1
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。