

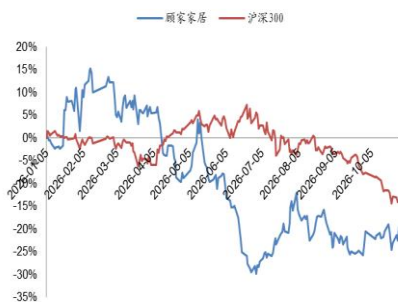
26Q3 业绩承压，持续加大研发投入

投资评级：买入（维持）

报告日期：2026-10-28

收盘价（元）	24.10
近 12 个月最高/最低（元）	28.86/22.06
总股本（百万股）	926
流通股本（百万股）	816
流通股比例（%）	88.13
总市值（亿元）	223
流通市值（亿元）	197

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：徐偲

执业证书号：S0010523120001

邮箱：xucai@hazq.com

分析师：余倩莹

执业证书号：S0010524040004

邮箱：yuqianying@hazq.com

相关报告

1.26H1 收入稳定，外贸业务逆势增长
2026-08-30

2.26Q1 收入稳增，汇兑影响短期利润
2026-05-01

3.25Q3 业绩稳健增长，持续推进国际化战略
2025-10-28

主要观点：

● 事件：公司发布 2026 年第三季度报告

公司发布 2026 年第三季度报告，2026 年前三季度实现营业收入 147.28 亿元，同比下降 1.89%；实现归母净利润 13.87 亿元，同比下降 9.87%。单季度来看，2026 年第三季度实现营业收入 48.53 亿元，同比下降 6.87%；实现归母净利润 4.61 亿元，同比下降 10.98%。在行业内外双重压力下，公司依托已搭建的内外贸业务并重、多品牌多品类全渠道布局、全球化战略底盘，多元化的业务结构布局有效对冲了单一市场、单一品类波动的风险，营业收入整体保持基本稳定，但受行业环境、汇率波动及业务结构调整等因素影响，公司盈利水平阶段性承压。

● 持续加大研发投入，汇兑损益影响财务费用率

2026 年前三季度公司毛利率为 32.44%，同比+0.06pct；销售/管理/研发/财务费用率为 16.46%/1.54%/2.71%/0.87%，同比+0.82/-0.05/+0.63/+1.01pct；归母净利率为 9.41%，同比-0.83pct。2026 年第三季度公司毛利率为 32.33%，同比+0.92pct；销售/管理/研发/财务费用率为 15.12%/1.34%/3.34%/0.65%，同比+1.3/-0.08/+1.13/+0.59pct；归母净利率为 9.5%，同比-0.44pct。研发费用率提升主要系加大研发投入所致，研发资源重点投向功能与智能一体化垂直价值链；财务费用率提升主要系汇兑损益变动所致。

● 召开 2026 年度战略年会，明晰经营原则

10 月 6 日至 10 月 8 日，公司召开 2026 年度战略年会，这是公司连续第十三年举办战略年会，也是新形势下公司对战略体系的新一轮迭代与校准。大会清晰了公司业务发展的总体原则——要坚定落实增长、提升盈利，内贸坚持零售转型不动摇，在做大做强用户资产与价值的前提之下，去获得边界内的市场第一；外贸坚持以 ToC 思维做 ToB，在本地化深化运营的前提下，进一步巩固并扩大战略性国家市场与战略型品类的市场份额。大会也明确了公司 2027 年经营原则——当前公司整体处于调整、转型、进攻的关键时期，2027 年要坚定战略方向，贯彻“质量经营、结构增长、能力致胜”的经营关键词，追求有效的规模及高质量的增长，并建立好面向存量时期的竞争优势。

● 投资建议

品类方面，公司全品类矩阵持续丰富，传统品类稳健增长，三大高潜品类成长可期。渠道方面，公司持续推进 1+N+X 渠道战略和区域零售中心改革，并及时调整渠道组织架构，增强渠道发展活力。供应链方面，公司积极推进海外产能布局，深化全球市场发展。基于公司三季报承压，我们预计公司 2026-2028 年营收分别为 203.4/212.94/222.61 亿元（前值为 213.26/224.9/236.77 亿元），分别同比增长 1.4%/4.7%/4.5%；归母净利润分别为 17.06/18.87/20.23 亿元（前值为 19.76/21.84/23.71 亿元），分别同比变化-4.7%/+10.6%/+7.2%；EPS 分别为 1.84/2.04/2.19

元，对应 PE 分别为 13.07/11.82/11.03 倍。维持“买入”评级。

● 风险提示

宏观经济与市场波动风险，市场竞争加剧的风险，原材料价格波动风险，经销网络管理风险，国际需求变化风险，汇率波动风险。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	20056	20340	21294	22261
收入同比（%）	8.5%	1.4%	4.7%	4.5%
归属母公司净利润	1790	1706	1887	2023
净利润同比（%）	26.4%	-4.7%	10.6%	7.2%
毛利率（%）	32.8%	32.6%	32.7%	32.7%
ROE（%）	16.9%	13.1%	13.8%	14.0%
每股收益（元）	2.20	1.84	2.04	2.19
P/E	13.97	13.07	11.82	11.03
P/B	2.39	1.71	1.63	1.54
EV/EBITDA	8.16	6.80	6.10	5.48

资料来源：wind，华安证券研究所（以 2026 年 10 月 28 日收盘价计算）

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E	会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	9100	10231	10928	11876	营业收入	20056	20340	21294	22261
现金	2569	4215	4915	5502	营业成本	13485	13702	14333	14984
应收账款	1870	1413	1420	1546	营业税金及附加	144	142	152	158
其他应收款	271	181	183	198	销售费用	3437	3600	3684	3740
预付账款	152	107	117	122	管理费用	372	382	383	334
存货	2268	2093	2070	2286	财务费用	1	47	-33	-25
其他流动资产	1971	2222	2222	2222	资产减值损失	-157	-24	-31	-41
非流动资产	9931	10267	10585	10706	公允价值变动收益	3	0	0	0
长期投资	46	50	56	61	投资净收益	40	34	26	36
固定资产	5826	6228	6619	6741	营业利润	2130	2020	2287	2585
无形资产	1012	1057	1084	1132	营业外收入	155	170	170	0
其他非流动资产	3048	2931	2825	2773	营业外支出	13	20	20	0
资产总计	19031	20498	21513	22582	利润总额	2272	2170	2437	2585
流动负债	7735	6742	7009	7272	所得税	405	424	495	497
短期借款	558	558	558	558	净利润	1867	1746	1942	2088
应付账款	1886	1863	2008	2085	少数股东损益	77	40	55	65
其他流动负债	5291	4321	4444	4629	归属母公司净利润	1790	1706	1887	2023
非流动负债	400	379	379	379	EBITDA	2881	2789	2996	3230
长期借款	0	0	0	0	EPS（元）	2.20	1.84	2.04	2.19
其他非流动负债	400	379	379	379	主要财务比率				
负债合计	8135	7121	7389	7651	会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
少数股东权益	309	349	404	469	成长能力				
股本	821	926	926	926	营业收入	8.5%	1.4%	4.7%	4.5%
资本公积	3381	5162	5162	5162	营业利润	22.0%	-5.1%	13.2%	13.0%
留存收益	6385	6940	7632	8375	归属于母公司净利润	26.4%	-4.7%	10.6%	7.2%
归属母公司股东权	10587	13028	13720	14462	获利能力				
负债和股东权益	19031	20498	21513	22582	毛利率（%）	32.8%	32.6%	32.7%	32.7%
现金流量表					净利率（%）	8.9%	8.4%	8.9%	9.1%
单位:百万元					ROE（%）	16.9%	13.1%	13.8%	14.0%
会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E	ROIC（%）	15.6%	12.5%	12.8%	13.1%
经营活动现金流	2774	1875	2672	2666	偿债能力				
净利润	1867	1746	1942	2088	资产负债率（%）	42.7%	34.7%	34.3%	33.9%
折旧摊销	650	571	592	669	净负债比率（%）	74.7%	53.2%	52.3%	51.2%
财务费用	48	10	10	0	流动比率	1.18	1.52	1.56	1.63
投资损失	-40	-34	-26	-36	速动比率	0.78	1.06	1.12	1.18
营运资金变动	189	-278	271	-98	营运能力				
其他经营现金流	1738	1885	1555	2230	总资产周转率	1.10	1.03	1.01	1.01
投资活动现金流	-1215	-1002	-767	-799	应收账款周转率	11.99	12.39	15.04	15.01
资本支出	-627	-612	-453	-636	应付账款周转率	7.37	7.31	7.41	7.32
长期投资	49	-318	-340	-199	每股指标（元）				
其他投资现金流	-636	-73	26	36	每股收益	2.20	1.84	2.04	2.19
筹资活动现金流	-2130	830	-1204	-1281	每股经营现金流	3.00	2.03	2.89	2.88
短期借款	-727	0	0	0	每股净资产	12.89	14.07	14.82	15.62
长期借款	0	0	0	0	估值比率				
普通股增加	0	104	0	0	P/E	13.97	13.07	11.82	11.03
资本公积增加	65	1781	0	0	P/B	2.39	1.71	1.63	1.54
其他筹资现金流	-1467	-1055	-1204	-1281	EV/EBITDA	8.16	6.80	6.10	5.48
现金净增加额	-517	1646	701	587					

资料来源：公司公告，华安证券研究所（以 2026 年 10 月 28 日收盘价计算）

分析师与研究助理简介

分析师：徐偲，南洋理工大学工学博士，CFA 持证人。曾在宝洁（中国）任职多年，兼具实体企业和二级市场经验，对消费品行业有着独到的见解。曾就职于中泰证券、国元证券、德邦证券，负责轻工，大消费，中小市值研究。2023 年 10 月加入华安证券。擅长深度产业研究和市场机会挖掘，多空观点鲜明。在快速消费品、新型烟草、跨境电商、造纸、新兴消费方向有丰富的产业资源和深度的研究经验。

分析师：余倩莹，复旦大学金融学硕士、经济学学士。曾先后就职于开源证券、国元证券、德邦证券，研究传媒、轻工、中小市值行业。2024 年 4 月加入华安证券。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。