



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

股权激励彰显信心，破圈敏肌赛道进阶 多品牌矩阵

买入（维持）

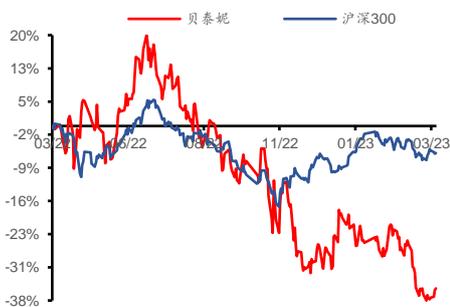
行业：美容护理
日期：2023年03月30日

分析师：王盼
Tel: 021-53686243
E-mail: wangpan@shzq.com
SAC 编号: S0870523030001
分析师：彭毅
Tel: 021-53686136
E-mail: pengyi@shzq.com
SAC 编号: S0870521100001

基本数据

最新收盘价（元）	120.60
12mth A 股价格区间（元）	115.70-222.83
总股本（百万股）	423.60
无限售 A 股/总股本	51.32%
流通市值（亿元）	262.18

最近一年股票与沪深 300 比较



相关报告：

《Q3 淡季增速放缓，看好中长期发展潜力》

——2022 年 10 月 26 日

《业绩延续高增，品牌矩阵多点开花》

——2022 年 08 月 29 日

《22Q1 业绩亮眼，多品牌矩阵加速成长》

——2022 年 04 月 28 日

■ 投资摘要

事件

3 月 29 日，公司发布 2022 年业绩报告，22 年公司实现营收 50.14 亿元，同比+24.65%；实现归母净利润 10.51 亿元，同比+21.82%；扣非后归母净利润 9.51 亿元，同比+17%。其中，22Q4 实现营收 21.18 亿元，同比+10.93%，归母净利润 5.34 亿元，同比+5.17%。此外，公司发布 23 年股权激励计划，绑定核心高管 3 名及 295 名核心管理人员及核心技术（业务）人员。假设每年符合业绩考核最低要求，激励目标为：以 2022 年为基数，1) 23-25 年营收同比增长 28%/26%/24%，CAGR25%。2) 23-25 年净利润同比增长 28%/26%/24%，CAGR25%。

简评

业绩保持稳健，线下渠道高增。从渠道上看，22 年线上、线下产品销售额分别为 40.28、9.7 亿元，占比分别为 80.3%/19.4%，同比+22.06%、+37.04%，2020-2022 年 CAGR 分别为 36.18%、46.98%，线上、线下相互渗透，协同发展，实现较为稳健增长。其中，薇诺娜天猫官旗收入 18.5 亿元，占线上渠道 46%，两年复购率 31%；抖音薇诺娜旗舰店 3.9 亿，占线上 10%，两年复购率 13%。线下专柜及 OTC 渠道接近 43000 家终端店铺，线下获客有望带动全渠道增长。从品类来看，护肤品类收入 45.57 亿元，收入占比 90.89%；医疗器械类收入 3.87 亿元，收入占比 7.73%；彩妆类收入 5314.59 万元，收入占比 1.06%。

盈利能力稳定，研发持续加码，产能建设稳步推进。22 年毛利率 75.21%，同比微降 0.80 pcts；净利润率约 20.97%，保持稳定。公司销售/管理/研发费用率分别为 40.84%/11.92%/5.08%，同比-0.95/+3/+2.27pcts。高水平研发队伍不断扩充，22 年公司研发人员 391 人，占比总员工 12.81%，两年新增 287 人；发明成果高产出高转化，22 年专利 133 个，两年新增 83 个。累计完成 63 家医院皮肤科临床研究及效果观察等，产品开发及相关基础研究、工艺技术研究方向累计被收录到 SCI、核心期刊论文 184 篇。此外，公司化妆品活性原料储备充足，功效性化妆品植物原料自主研发累计 40 项，申报化妆品原料 3 项。公司高壁垒产品储备充足，拥有 262 个普通化妆品备案凭证，23 个特殊化妆品注册证，3 个 2 类医疗器械注册证，3 款 3 类械临床研究接近完成。活性原料、高壁垒产品（如三类械）储备丰富，产学研结合成果突出，研发持续加码，打造长期竞争力。产能方面，3 月 13 日，新中央工厂投产年产值可达 50 亿元，集化妆品及医疗器械生产为一体，具备高度自动化水平，新中央工厂的投产将极大提高公司生产的稳定性。

主品牌天猫为基持续增长，沉淀私域打造高品牌忠诚度。主品牌薇诺娜定位敏感肌护肤赛道，坚持以“舒敏”为基点，“敏感 PLUS”延伸的产品策略。22 年双 11 荣登天猫美妆类目第 6，是唯一一个连续 5 年双 11 上榜天猫美容护肤类目 TOP10 的国货品牌。核心大单品强势依旧，“面霜乳液+防晒”双产品矩阵表现稳定。“舒敏保湿特护霜”产品蝉联天

猫“双 11”舒敏类面霜 TOP1；清透防晒乳系列产品布局多应用场景，代言人+线下硬广推动防晒系列产品声量、销量双赢。年度黑马“冻干面膜”系列产品销售依旧保持强劲增长，并持续强化高端定位，位列冻干面膜赛道第一。公司累计注册会员数 2330 万人，全网复购率 37%，展现较高的品牌忠诚度。

子品牌破圈敏肌赛道，进阶多功效矩阵。1) **薇诺娜宝贝**：荣获 2022 年度天猫“双 11”婴童护肤行业排名 TOP4，其中品牌核心大单品“舒润霜”、“温和倍护防晒乳”获得天猫多个类目 TOP1，彰显公司强大的产品研发能力以及品牌运营能力。2) **瓊科纓 (AOXMED)**：聚焦皮肤多维年轻化，推出“专妍”、“美妍”以及“萃妍”三个系列，水、乳、精华以及功能性食品的产品矩阵初显雏形。22 年 7 月品牌官网已正式上线，线下打造多元销售渠道，布局美丽田园美容院门店，再进一步布局快闪店及其他医美终端专业机构。未来将积极拓展丰富产品线，线上“美妍”+线下“专妍”，持续抢占高端护肤市场份额。3) **贝芙汀 (Befortein)**：以中国皮肤疾病大数据为研究基础，通过顶级医研结合+AI 人工智能深度学习自主研发，独创整合性精准治痘解决方案的专业祛痘品牌。多品牌市场定位差异化区隔较为明显，覆盖多元消费群体，品牌矩阵及梯队已初步构建，品牌声量势能正逐步显现。

股权激励彰显公司发展信心。股权激励计划拟向激励对象授予的限制性股票总量不超过 635.4 万股，约占总股本的 1.5%，计划授予价格为 62.1 元/股。激励对象总人数共计 298 人，包括负责电商业务的副总经理张梅（10 万股）、CFO 兼董秘王龙（10 万股）等以及 295 名核心管理人员及核心技术（业务）人员。假设每年符合业绩考核最低要求，考核目标以 2022 年营业收入/净利润为基数，23-25 年增长率均不低于 28%/61.28%/100%；即 23-25 年营收及净利润增速同比分别为 28%/26%/24%，23-25 年营收及净利润 CAGR 均不低于 25%。股权激励彰显公司深度绑定核心人才、实现长期可持续发展信心。

■ 投资建议

敏感肌龙头基本盘稳定，线下客户基础稳固，线上放量品牌忠诚度较高，新品功效进阶，客单价及人群覆盖广度拓宽，股权激励略超预期，前期股价回调幅度较大，当下估值反应此前悲观预期。我们预计 2023-2025 年公司营收分别为 64.18、80.87、100.29 亿元，同比分别为 +28%、+26%、+24%；归母净利润分别为 13.47、16.95、21.02 亿元，同比分别为 +28.1%、+25.9%、+24.0% 对应 EPS 分别为 3.18、4.00、4.96 元，对应 PE 分别为 38、30、24 倍，维持“买入”评级。

■ 风险提示

行业景气度下行风险；竞争加剧风险；产品质量事故风险；新品推广不及预期风险。

■ 数据预测与估值

单位: 百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	5014	6418	8087	10029
年增长率	24.6%	28.0%	26.0%	24.0%
归母净利润	1051	1347	1695	2102
年增长率	21.8%	28.1%	25.9%	24.0%
每股收益 (元)	2.48	3.18	4.00	4.96
市盈率 (X)	48.60	37.93	30.13	24.30
市净率 (X)	9.20	7.40	5.94	4.78

资料来源: Wind, 上海证券研究所 (2023 年 03 月 29 日收盘价)

公司财务报表数据预测汇总
资产负债表 (单位: 百万元)

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	2514	3725	4990	6852
应收票据及应收账款	270	413	441	617
存货	671	638	1038	1051
其他流动资产	2260	2294	2384	2491
流动资产合计	5715	7070	8854	11011
长期股权投资	83	124	172	224
投资性房地产	9	14	20	26
固定资产	206	242	272	290
在建工程	349	475	615	752
无形资产	78	89	101	113
其他非流动资产	278	312	345	371
非流动资产合计	1004	1257	1525	1776
资产总计	6719	8327	10379	12787
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	372	463	626	723
合同负债	58	92	113	137
其他流动负债	561	698	871	1056
流动负债合计	992	1253	1610	1915
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	125	125	125	125
非流动负债合计	125	125	125	125
负债合计	1117	1378	1735	2041
股本	424	424	424	424
资本公积	2846	2846	2846	2846
留存收益	2283	3629	5325	7427
归属母公司股东权益	5552	6899	8595	10697
少数股东权益	50	50	50	50
股东权益合计	5602	6949	8644	10746
负债和股东权益合计	6719	8327	10379	12787

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流量	769	1492	1553	2121
净利润	1050	1347	1695	2102
折旧摊销	118	91	110	123
营运资金变动	-318	117	-162	11
其他	-81	-63	-90	-115
投资活动现金流量	-18	-281	-289	-259
资本支出	-353	-298	-324	-316
投资变动	254	-46	-54	-58
其他	81	63	89	115
筹资活动现金流量	-320	0	0	0
债权融资	0	0	0	0
股权融资	0	0	0	0
其他	-320	0	0	0
现金净流量	431	1211	1265	1862

利润表 (单位: 百万元)

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	5014	6418	8087	10029
营业成本	1243	1588	1995	2467
营业税金及附加	56	82	99	123
销售费用	2048	2643	3337	4141
管理费用	343	419	530	665
研发费用	255	249	332	420
财务费用	-14	0	0	0
资产减值损失	-19	0	0	0
投资收益	81	63	89	115
公允价值变动损益	-6	0	0	0
营业利润	1212	1574	1977	2449
营业外收支净额	2	0	0	0
利润总额	1214	1574	1977	2449
所得税	163	227	281	347
净利润	1050	1347	1695	2102
少数股东损益	-1	0	0	0
归属母公司股东净利润	1051	1347	1695	2102

主要指标

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
盈利能力指标				
毛利率	75.2%	75.3%	75.3%	75.4%
净利率	21.0%	21.0%	21.0%	21.0%
净资产收益率	18.9%	19.5%	19.7%	19.7%
资产回报率	15.6%	16.2%	16.3%	16.4%
投资回报率	17.3%	18.3%	18.5%	18.4%
成长能力指标				
营业收入增长率	24.6%	28.0%	26.0%	24.0%
EBIT 增长率	16.9%	32.5%	24.9%	23.7%
归母净利润增长率	21.8%	28.1%	25.9%	24.0%
每股指标 (元)				
每股收益	2.48	3.18	4.00	4.96
每股净资产	13.11	16.29	20.29	25.25
每股经营现金流	1.82	3.52	3.67	5.01
每股股利	0	0	0	0
营运能力指标				
总资产周转率	0.75	0.77	0.78	0.78
应收账款周转率	18.56	15.53	18.34	16.25
存货周转率	1.85	2.49	1.92	2.35
偿债能力指标				
资产负债率	16.6%	16.6%	16.7%	16.0%
流动比率	5.76	5.64	5.50	5.75
速动比率	4.51	4.66	4.48	4.88
估值指标				
P/E	48.60	37.93	30.13	24.30
P/B	9.20	7.40	5.94	4.78
EV/EBITDA	48.35	29.63	23.14	18.05

资料来源: Wind, 上海证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
无评级	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(以下简称“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客户。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断