

线上渠道建设成效显著，彩妆恋火表现优异

增持(维持)

——九美股份(603983)点评报告

2023年05月08日

报告关键要素:

4月28日,公司发布2022年年度报告及2023年第一季度报告。

投资要点:

2022年公司业绩承压,2023Q1业绩实现正增长。2022年,受到疫情导致的化妆品行业线下消费低迷影响,公司实现营业收入17.32亿元,同比减少3.1%;实现归母净利润1.74亿元,同比减少29.74%;实现归母扣非净利润1.36元,同比减少24.03%。**2023年Q1**,国内消费复态势明显,线下客流逐步回温,公司业绩开门红,实现营业收入4.77亿元,同比增长24.58%;实现归母净利润0.79亿元,同比增长20.15%;实现归母扣非净利润0.74亿元,同比增长29.03%。此外,公司拟每10股派送现金红利人民币2.5元(含税)。

毛利率持续提升,销售费用率增幅较大。由于公司优化了销售策略及成本管控,整体提升了正常品的销售价格并减少了活动品促销品的占比,公司毛利率持续提升,2022年和2023Q1公司毛利率分别为68.40%/68.68%,同比+4.38pcts/+1.97pcts;2022年和2023Q1公司净利率分别为9.67%/16.54%,同比-3.83pcts/-0.23pcts,主要系公司积极推进线上渠道转型,扩大线上自营业务发展各项费用增长所致。费用端,2022年2023Q1公司销售费用率增幅较大,分别为48.86%/42.52%,同比+7.38pcts/+5.03pcts,主要系线上推广费用增加所致。研发费用率变动不大,2022年和2023Q1分别为3.06%/2.80%,同比+0.23pcts/-0.65pcts。2023Q1公司管理费用小幅下降,为4.35%,同比-2.11pcts。**彩妆恋火实现高增长,美容及其他产品表现突出。**分品牌看,2022年主品牌九美实现营业收入13.98亿元,同比下降12.32%,营收占比80.81%;2022年恋火品牌稳字为先、大步迈进,实现营业收入2.86亿元,同比增长331.91%,营收占比16.52%,在流量成本日趋高涨的外部环境下,恋火仍保持了较好的盈利。**分产品看**,2022年眼部类/护肤类/洁肤类/美容及其他类营收分别为4.35亿元/7.94亿元/2.07亿元/2.94亿元,同比-16.73%/-17.8%/+29.81%/+276.16%,美容及其他产品发展迅速。

多渠道协同发展,持续加强线上渠道建设。2022年,公司线上渠道实

基础数据

总股本(百万股)	401.44
流通A股(百万股)	401.00
收盘价(元)	40.16
总市值(亿元)	161.22
流通A股市值(亿元)	161.04

个股相对沪深300指数表现



数据来源:聚源,万联证券研究所

相关研究

渠道转型业绩承压,彩妆恋火大有可为
渠道转型仍待显效,彩妆恋火初露锋芒
疫情冲击叠加渠道转型尚未显效,致业绩承压

分析师:

陈雯

执业证书编号: S0270519060001

电话: 18665372087

邮箱: chenwen@wlzq.com.cn

分析师:

李滢

执业证书编号: S0270522030002

电话: 15521202580

邮箱: liying1@wlzq.com.cn

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1731.72	2129.15	2471.11	2815.54
增长比率(%)	-3	23	16	14
净利润(百万元)	174.18	292.65	371.39	433.43
增长比率(%)	-30	68	27	17
每股收益(元)	0.43	0.73	0.93	1.08
市盈率(倍)	92.56	55.09	43.41	37.20
市净率(倍)	5.06	4.64	4.20	3.78

数据来源:携宁科技云估值,万联证券研究所

现营业收入 12.44 亿元，同比增长 21.06%，营收占比 71.93%，主要系抖音快手自播及恋火品牌快速发展而增长。线上销售毛利率为 70.42%，同比+6.19pcts。公司积极推动线上转型，2022 年全年抖音快手自播实现营收 1.89 亿元，同比增长 4.9 倍，抖音快手自播全年占比超过达播；天猫逐季优化，Q4 恢复正增长，天猫直播渗透率有了明显提升，线上消费人群呈现年轻化趋势。公司 2022 年线下渠道实现营业收入 4.86 亿元，同比下滑 30.49%，营收占比 28.07%，在大环境冲击下仍有压力。线下销售毛利率为 63.4%，同比-0.6pcts。公司维稳大盘，与经销商和门店携手共同应对大环境冲击，2022 年公司举行线下沙龙会和私享会共 12,012 场，覆盖 329,092 名会员。此外，公司筹划并开展“红人计划”，激励每位销售人员都是 KOL，实现高质量内容发布近 4000 篇，达到新品快速种草及声量传播。在双胶原新品的助推上，通过新品体验纳新、付邮试用等形式，拉新近 1.5 万人，从而实现双胶原系列新会员贡献达至 26%。

盈利预测与投资建议：疫后消费复苏态势明显，公司渠道建设和产品结构不断完善，有望实现市场规模扩张。根据最新数据更新盈利预测，预计公司 2023-2025 年归母净利润为 2.93/3.71/4.33 亿元（更新前为 2023-2024 年归母净利润为 2.63/3.01 亿元），同比增长 68%/27%/17%，对应 EPS 为 0.73/0.93/1.08 元/股，5 月 8 日股价对应 PE 为 55/43/37 倍，维持“增持”评级。

风险因素：线上增速不达预期风险、产品推新不达预期风险、市场竞争加剧风险。

利润表 (百万元)

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1732	2129	2471	2816
%同比增速	-3%	23%	16%	14%
营业成本	547	675	753	856
毛利	1184	1454	1718	1960
%营业收入	68%	68%	70%	70%
税金及附加	25	27	33	38
%营业收入	1%	1%	1%	1%
销售费用	846	979	1112	1267
%营业收入	49%	46%	45%	45%
管理费用	111	117	145	167
%营业收入	6%	6%	6%	6%
研发费用	53	62	72	84
%营业收入	3%	3%	3%	3%
财务费用	-13	2	4	5
%营业收入	-1%	0%	0%	0%
资产减值损失	-10	10	14	20
信用减值损失	-2	8	12	15
其他收益	24	36	36	43
投资收益	28	36	38	45
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	5	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0
营业利润	207	357	452	523
%营业收入	12%	17%	18%	19%
营业外收支	-1	0	0	0
利润总额	207	357	452	523
%营业收入	12%	17%	18%	19%
所得税费用	39	71	92	103
净利润	167	286	360	420
%营业收入	10%	13%	15%	15%
归属于母公司的净利润	174	293	371	433
%同比增速	-30%	68%	27%	17%
少数股东损益	-7	-7	-11	-13
EPS (元/股)	0.43	0.73	0.93	1.08

基本指标

	2022A	2023E	2024E	2025E
EPS	0.43	0.73	0.93	1.08
BVPS	7.94	8.66	9.57	10.62
PE	92.56	55.09	43.41	37.20
PEG	-3.11	0.81	1.61	2.23
PB	5.06	4.64	4.20	3.78
EV/EBITDA	64.06	44.60	35.40	30.91
ROE	5%	8%	10%	10%
ROIC	4%	6%	7%	7%

资产负债表 (百万元)

	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1073	942	1017	1200
交易性金融资产	438	438	438	438
应收票据及应收账款	74	59	131	75
存货	152	178	215	224
预付款项	19	30	30	36
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	482	483	486	485
流动资产合计	2237	2130	2316	2457
长期股权投资	74	86	91	100
固定资产	249	351	454	553
在建工程	253	265	277	283
无形资产	749	1114	1288	1558
商誉	0	0	0	0
递延所得税资产	42	42	42	42
其他非流动资产	487	495	498	503
资产总计	4091	4483	4967	5497
短期借款	100	97	145	167
应付票据及应付账款	230	271	303	341
预收账款	0	0	0	0
合同负债	95	134	140	164
应付职工薪酬	22	26	30	33
应交税费	61	75	88	100
其他流动负债	261	272	349	391
流动负债合计	668	779	909	1030
长期借款	148	148	148	148
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	5	5	5	5
其他非流动负债	17	17	17	17
负债合计	839	949	1080	1200
归属于母公司的所有者权益	3188	3476	3840	4264
少数股东权益	65	58	47	34
股东权益	3253	3534	3887	4297
负债及股东权益	4091	4483	4967	5497

现金流量表 (百万元)

	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流净额	48	398	354	581
投资	314	-10	-4	-7
资本性支出	-111	-539	-349	-444
其他	-133	36	38	45
投资活动现金流净额	70	-513	-315	-406
债权融资	0	0	0	0
股权融资	0	0	0	0
银行贷款增加(减少)	150	-3	48	22
筹资成本	-77	-12	-13	-15
其他	72	0	0	0
筹资活动现金流净额	145	-16	35	8
现金净流量	263	-131	74	183

数据来源: 携宁科技云估值, 万联证券研究所

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

免责声明

万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

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客户。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。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司认为可靠且已公开的信息撰写，本公司力求但不保证这些信息的准确性及完整性，也不保证文中的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报告。分析师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。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的引起法律后果和造成我公司经济损失的概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳福田区深南大道2007号金地中心

广州天河区珠江东路11号高德置地广场