

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

若羽臣 (003010.SZ)

投资评级

——

上次评级

——

刘嘉仁 社零&美护首席分析师

执业编号: S1500522110002

联系电话: 15000310173

邮箱: liujiaren@cindasc.com

周子莘 美护分析师

执业编号: S1500522110001

联系电话: 13276656366

邮箱: zhouzixin@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

若羽臣 (003010.SZ) 2023 年中报点评: 盈利表现显著向好, 运营能力优势赋能自有品牌推动业务结构优化

2023 年 08 月 27 日

事件: 公司发布 2023 年中期报告: 公司 23H1 实现营收 5.92 亿元/yoy+10.55%, 实现归母净利润 0.23 亿元/yoy+147.61%, 毛利率/净利率分别为 39.68%/3.82%, 同比分别+9.54/+2.11pct, 单 Q2 来看, 实现营收 3.09 亿元/yoy+23.19%, 实现归母净利润 0.16 亿元/yoy+181.25%, 毛利率/净利率分别为 44.23%/5.08%, 同比分别+12.12/+2.84pct。

- **代运营业务稳定发展, 运营能力优势赋能自有品牌业务实现高速增长。**
23H1 (代运营) 零售/运营服务/品牌策划分别实现营收 2.66/0.77/0.21 亿元, 同比分别+8.87%/+6.46%/-52.84%, 销售占比分别为 45%/13%/3%。渠道分销业务实现收入 2.27 亿元/yoy+30.48%/占比 38%。公司代运营客户资源持续丰富, 23H1 新引进 Attenir/艾天然、康王、SHEVEU 赛逸、健美生等国际知名品牌; 多渠道经营能力不断增强, 淘系外营收占比提升至 47.85%, 其中抖音平台收入同比增长 138%推动销售占比提升 6.67pct 至 13.05%。除代运营业务外, 公司继续深化自有品牌建设, 布局家用清洁、香氛、个人护理等赛道, 基于公司较强的品牌以及渠道运营能力赋能自有品牌实现高速增长, 23H1 实现营业收入 1.1 亿元/yoy+92%/占比 18%, 自有品牌绽家在各个渠道继续亮眼表现, 天猫旗舰店营收 yoy+28%/占比 39%、抖音营收同比增速超 100%/占比 33%, 小红书、京东等多个渠道保持双位数增长。
- **毛利率提升带动盈利能力向好。** 23H1 公司整体毛利率为 39.68%/yoy+9.54pct, 主要源于公司持续进行降本增效, 各项业务的毛利率均有不同程度提升: 23H1 (代运营) 零售/运营服务/品牌策划/毛利率分别为 42.67%/72.86%/32.10%/24.11%, 同比分别+10.13/+12.58/+9.40/+8.03pct。费用率方面, 23H1 期间费用率为 35.58%/yoy+6.64%, 其中销售/管理/财务/研发费用率分别为 27.30%/7.13%/-1.11%/2.26%, 同比分别+8.06/-0.12/-0.53/-0.78pct, 零售业务增加对应市场推广费用增多推动销售费用率提升, 并且在“控风险、降成本、提人效、强前端”的经营方针之下, 除销售费用率外的其他费率均呈现下降趋势。23H1 净利率为 3.82%/yoy+2.11pct, 在毛利率提升的带动作用之下盈利能力显著优化。
- **存货压力减小, 周转天数较同期显著优化。** 公司存货同比减少 13.83%, 存货水平大幅降低, 存货周转天数自 22H1 的 134 天降至 23H1 的 91 天, 为后续持续经营减少压力。
- **投资建议:** 公司持续优化品牌矩阵、提升多渠道运营能力以推动代运营业务稳步增长, 自有业务高速发展为收入提供增长动力补充, 建议关注公司盈利能力优化趋势。我们预测公司 2023-2025 年归母净利润分别为 0.48/0.56/0.65 亿元, 同比分别增长 43%/17%/15%, 对应 PE 分别为 48/40/36X。
- **风险因素:** 消费力恢复不及预期, 自有品牌发展不及预期, 代运营客户流失风险、电商平台流量红利减退。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	1,288	1,217	1,390	1,554	1,720
增长率 YoY %	13.4%	-5.5%	14.2%	11.8%	10.7%
归属母公司净利润(百万元)	29	34	48	56	65
增长率 YoY%	-67.0%	15.6%	42.6%	17.1%	15.1%
毛利率%	31.6%	33.6%	37.1%	37.6%	37.7%
净资产收益率ROE%	2.7%	3.1%	4.4%	4.9%	5.3%
EPS(摊薄)(元)	0.24	0.28	0.40	0.46	0.53
市盈率 P/E(倍)	79.74	68.97	48.35	41.31	35.90
市净率 P/B(倍)	2.18	2.16	2.12	2.02	1.91

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为 2023 年 08 月 25 日收盘价

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	1,067	896	931	1,002	1,082
货币资金	364	375	398	423	457
应收票据	0	0	0	0	0
应收账款	134	119	125	132	137
预付账款	197	136	157	175	193
存货	306	194	194	215	237
其他	66	72	57	58	58
非流动资产	171	307	292	285	278
长期股权投资	0	28	28	28	28
固定资产(合计)	8	184	177	169	162
无形资产	8	7	9	10	11
其他	155	88	78	78	78
资产总计	1,237	1,203	1,223	1,287	1,360
流动负债	164	116	122	130	138
短期借款	98	46	61	66	71
应付票据	0	0	0	0	0
应付账款	27	16	17	16	15
其他	39	54	43	47	51
非流动负债	4	9	3	3	3
长期借款	0	0	0	0	0
其他	4	9	3	3	3
负债合计	168	124	125	133	141
少数股东权益	1	0	0	0	0
归属母公司股东权	1,068	1,079	1,098	1,154	1,219
负债和股东权益	1,237	1,203	1,223	1,287	1,360

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	1,288	1,217	1,390	1,554	1,720
同比(%)	13.4%	-5.5%	14.2%	11.8%	10.7%
归属母公司净利润	29	34	48	56	65
同比(%)	-67.0%	15.6%	42.6%	17.1%	15.1%
毛利率(%)	31.6%	33.6%	37.1%	37.6%	37.7%
ROE%	2.7%	3.1%	4.4%	4.9%	5.3%
EPS(摊薄)(元)	0.24	0.28	0.40	0.46	0.53
P/E	79.74	68.97	48.35	41.31	35.90
P/B	2.18	2.16	2.12	2.02	1.91
EV/EBITDA	56.01	61.11	30.98	26.09	22.43

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	1,288	1,217	1,390	1,554	1,720
营业成本	881	808	875	970	1,073
营业税金及附加	2	4	4	5	5
销售费用	275	276	348	392	434
管理费用	74	90	90	96	103
研发费用	28	28	31	34	40
财务费用	13	-10	-5	-5	-5
减值损失合计	-2	-1	-1	-1	-1
投资净收益	2	0	0	0	1
其他	3	5	5	6	6
营业利润	18	24	52	67	78
营业外收支	4	-1	0	0	0
利润总额	23	23	52	67	78
所得税	-6	-10	4	11	13
净利润	29	34	48	56	65
少数股东损益	-1	0	0	0	0
归属母公司净利润	29	34	48	56	65
EBITDA	44	32	65	76	87
EPS(当年)(元)	0.24	0.28	0.40	0.46	0.53

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	-93	227	37	30	38
净利润	29	34	48	56	65
折旧摊销	15	17	17	13	14
财务费用	13	-10	2	3	3
投资损失		-2	0	0	0
营运资金变动	-150	194	-30	-42	-42
其它	1	-9	0	-1	-1
投资活动现金流	-121	-140	11	-7	-6
资本支出	-131	-67	-1	-7	-7
长期投资	8	-74	10	0	0
其他	2	1	1	0	1
筹资活动现金流	20	-92	-31	2	2
吸收投资	0	0	-4	0	0
借款	157	88	15	5	5
支付利息或股息	-13	-27	-33	-3	-3
现金流净增加额	-202	7	23	25	34

研究团队简介

刘嘉仁，社零&美护首席分析师。曾供职于第一金证券、凯基证券、兴业证券。2016年加入兴业证券社会服务团队，2019年担任社会服务首席分析师，2020年接管商贸零售团队，2021年任现代服务业研究中心总经理。2022年加入信达证券，任研究开发中心副总经理。2021年获新财富批零与社服第2名、水晶球社服第1名/零售第1名、新浪财经金麒麟最佳分析师医美第1名/零售第2名/社服第3名、上证报最佳分析师批零社服第3名，2022年获新浪财经金麒麟最佳分析师医美第2名/社服第2名/零售第2名、医美行业白金分析师。

王越，美护&社服高级分析师。上海交通大学金融学硕士，南京大学经济学学士，2018年7月研究生毕业后加入兴业证券社会服务小组，2022年11月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美、社会服务行业。

周子莘，美护分析师。南京大学经济学硕士，华中科技大学经济学学士，曾任兴业证券社会服务行业美护分析师，2022年11月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美。

涂佳妮，社服&零售分析师。新加坡南洋理工大学金融硕士，中国科学技术大学工学学士，曾任兴业证券社服&零售行业分析师，2022年11月加入信达新消费团队，主要覆盖免税、眼视光、隐形正畸、宠物、零售等行业。

李汶静，伊利诺伊大学香槟分校理学硕士，西南财经大学经济学学士，2022年11月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美。

林凌，厦门大学经济学院金融硕士，2023年1月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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、意见及推测仅供参考，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做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券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并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。