



**上海证券**  
SHANGHAI SECURITIES

## Q2 业绩环比提速，择高立向宽行

### 买入（维持）

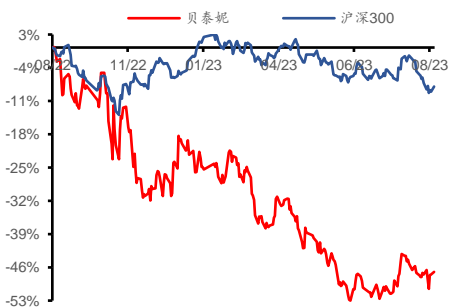
行业：美容护理  
日期：2023年08月29日

分析师：王盼  
Tel: 021-53686243  
E-mail: wangpan@shzq.com  
SAC 编号: S0870523030001  
联系人：梁瑞  
Tel: 021-53686409  
E-mail: liangrui@shzq.com  
SAC 编号: S0870123050017

#### 基本数据

最新收盘价（元）	97.72
12mth A 股价格区间（元）	86.50-187.20
总股本（百万股）	423.60
无限售 A 股/总股本	51.32%
流通市值（亿元）	212.44

#### 最近一年股票与沪深 300 比较



#### 相关报告：

- 《23Q1 业绩超预期，关注新品培育进度》  
——2023 年 04 月 27 日
- 《股权激励彰显信心，破圈敏肌赛道进阶多品牌矩阵》  
——2023 年 03 月 30 日
- 《Q3 淡季增速放缓，看好中长期发展潜力》  
——2022 年 10 月 26 日

#### ■ 投资摘要

##### 事件概述

8月28日，公司发布23年半年报。公司23H1实现营收23.7亿元（yoy+15.5%），归母净利润4.5亿元（yoy+13.9%），扣非归母净利润3.7亿元（yoy+5.1%）；23Q2营收15.0亿元（yoy+21.2%），归母净利润2.9亿元（yoy+17.1%），扣非归母净利润2.5亿元（yoy+7.0%）。

##### 分析与判断

保持较高盈利能力。23H1毛利率75.4%（yoy-1.5pcts），净利率18.6%（yoy-0.6pcts）；23Q2毛利率75.0%（yoy-1.3pcts），净利率19.0%（yoy-1.1pcts）。销售和研发费用率提升，23H1销售费用率46.3%（yoy+0.9pcts），管理费用率6.43%（yoy+0.04pcts），研发费用率4.6%（yoy+0.6pcts）；23Q2销售费用率45.6%（yoy+1.8pcts），管理费用率5.7%（yoy+0.1pcts），研发费用率5.0%（yoy+0.9pcts）。

专注皮肤大健康，向多品牌迈进。(1) 主品牌薇诺娜升级为敏感肌 plus，深耕敏感心智。618期间，公司全渠道销售额超9亿元；明星大单品“舒敏保湿特护霜”全渠道销售62万支，“清透防晒乳”、“舒缓冻干面膜”全渠道销售110万支和1200万片。(2) 薇诺娜宝贝匠心构筑“宝宝脆弱肌专业护理”理念，618天猫婴童护肤top4；(3) 瓊科缙聚焦多维年轻化科技，精准抗老，已入驻北京汉光百货、西安赛格国际购物中心；(4) 贝芙汀顶级医研结合+AI人工智能分级定制，精准抗痘。

线上腾讯智慧零售赋能私域运营，线下OTC加快放量。23H1线上营收17.4亿元（yoy+7.2%），其中，阿里销售额7.9亿元（yoy-3.4%），占主营业务的比重为33.5%（yoy-6.6pcts）；抖音销售额为2.7亿元（yoy+32.5%），占主营业务的比重为11.3%（yoy+1.4pcts）；携手腾讯智慧零售，加速私域运营升级，薇诺娜专柜平台销售额1.6亿元（yoy+15%），占主营业务的比为6.7%（yoy-0.04pcts）；京东1.3亿元（yoy-4.9%），占主营业务的比重为5.7%（yoy-1.2pcts）。线下营收6.1亿元（yoy+48.6%），自营收入0.14亿元（yoy+515.5%），新开线下直营店35家，关店1家；线下OTC连锁药店营收3亿元（yoy+60.1%）。

持续加固研发护城河。上半年研发投入金额1.09亿元，同比增长33.6%；公司拥有多项核心技术和专利，应用核心技术实现的销售收入占公司主营业务收入的比例持续高于95%。公司的云南特色植物提取实验室获批“天然产物国家标准样品定值实验室”；公司成功申报新原料“水龙”，具有促进皮肤水合、舒缓、抗氧化的功效，实现自研原料再更新；此外，成功主办第四届“中国敏感性皮肤高峰论坛”。

#### ■ 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。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 +28%、+26%、+24%；归母净利润分别为 13.47、16.95、21.02 亿元，同比分别+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 31、24、20 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；消费复苏不及预期风险；渠道流量变革等。

### ■ 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）	39.38	30.74	24.42	19.69
市净率（X）	7.46	6.31	5.01	4.00

资料来源：Wind，上海证券研究所（2023 年 08 月 28 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	3386	4651	6513
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	6731	8515	10672
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
<b>资产总计</b>	<b>6719</b>	<b>7988</b>	<b>10040</b>	<b>12448</b>
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
<b>负债合计</b>	<b>1117</b>	<b>1378</b>	<b>1735</b>	<b>2041</b>
股本	424	424	424	424
资本公积	2846	2846	2846	2846
留存收益	2283	3291	4986	7088
归属母公司股东权益	5552	6560	8256	10358
少数股东权益	50	50	50	50
<b>股东权益合计</b>	<b>5602</b>	<b>6610</b>	<b>8305</b>	<b>10408</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>6719</b>	<b>7988</b>	<b>10040</b>	<b>12448</b>

**现金流量表 (单位: 百万元)**

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流量</b>	<b>769</b>	<b>1492</b>	<b>1553</b>	<b>2121</b>
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
<b>投资活动现金流量</b>	<b>-18</b>	<b>-281</b>	<b>-289</b>	<b>-259</b>
资本支出	-353	-298	-324	-316
投资变动	254	-46	-54	-58
其他	81	63	89	115
<b>筹资活动现金流量</b>	<b>-320</b>	<b>-339</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
债权融资	0	0	0	0
股权融资	0	0	0	0
其他	-320	-339	0	0
<b>现金净流量</b>	<b>431</b>	<b>872</b>	<b>1265</b>	<b>1862</b>

**利润表 (单位: 百万元)**

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	<b>5014</b>	<b>6418</b>	<b>8087</b>	<b>10029</b>
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
<b>营业利润</b>	<b>1212</b>	<b>1574</b>	<b>1977</b>	<b>2449</b>
营业外收支净额	2	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>1214</b>	<b>1574</b>	<b>1977</b>	<b>2449</b>
所得税	163	227	281	347
净利润	1050	1347	1695	2102
少数股东损益	-1	0	0	0
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>1051</b>	<b>1347</b>	<b>1695</b>	<b>2102</b>

**主要指标**

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>盈利能力指标</b>				
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%	20.5%	20.5%	20.3%
资产回报率	15.6%	16.9%	16.9%	16.9%
投资回报率	17.0%	19.2%	19.2%	19.0%
<b>成长能力指标</b>				
营业收入增长率	24.6%	28.0%	26.0%	24.0%
EBIT 增长率	15.1%	34.6%	24.9%	23.7%
归母净利润增长率	21.8%	28.1%	25.9%	24.0%
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	2.48	3.18	4.00	4.96
每股净资产	13.11	15.49	19.49	24.45
每股经营现金流	1.82	3.52	3.67	5.01
每股股利	1	0	0	0
<b>营运能力指标</b>				
总资产周转率	0.75	0.80	0.81	0.81
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
<b>偿债能力指标</b>				
资产负债率	16.6%	17.3%	17.3%	16.4%
流动比率	5.76	5.37	5.29	5.57
速动比率	4.51	4.39	4.27	4.70
<b>估值指标</b>				
P/E	39.38	30.74	24.42	19.69
P/B	7.46	6.31	5.01	4.00
EV/EBITDA	49.03	23.79	18.46	14.24

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

<b>股票投资评级：</b>	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
<b>行业投资评级：</b>	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