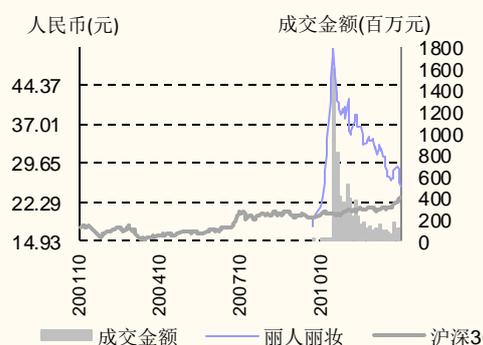


市场价格 (人民币): 25.27 元

## 股权激励指引未来稳健增长

## 市场数据(人民币)

总股本(亿股)	4.00
已上市流通 A 股(亿股)	.40
总市值(亿元)	101.08
年内股价最高最低(元)	51.51/17.61
沪深 300 指数	5495
上证指数	3570



## 公司基本情况(人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3,615	3,874	4,453	5,331	6,381
营业收入增长率	5.69%	7.18%	14.94%	19.70%	19.69%
归母净利润(百万元)	252	286	325	388	466
归母净利润增长率	11.04%	13.36%	13.81%	19.34%	19.94%
摊薄每股收益(元)	0.70	0.79	0.81	0.97	1.16
每股经营性现金流净额	-0.52	0.41	0.70	0.35	0.49
ROE(归属母公司)(摊薄)	19.44%	18.05%	14.39%	15.57%	16.79%
P/E	-	-	31.06	26.02	21.70
P/B	-	-	4.47	4.05	3.64

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 事件

- 公司1月10日公告限制性股权激励方案, 拟向93名激励对象授予限制性股票203万股, 占公司当前总股本的0.51%, 其中首次授予163.30万股、授予价格为14.55元/股; 分三期解锁, 解锁比例分别为30%、30%、40%。业绩考核指标为21~22年净利增速分别不低于20%、12.50%、11.11%。
- 其中董秘、财务总监以及其他91名中层管理人员、核心技术人员首次授予的限制性股票数量分别为8、8、147.30万股。

## 经营分析

- **手握优质国际品牌资源:** 公司合作60+品牌客户, 其中以国际品牌为主, 客户资源优质。据国金研究所数据中心, 2020年其代运营的雪花秀、后、芙丽芳丝、兰芝等品牌天猫旗舰店销售额分别同比增18.38%、84.19%、61.31%、-9.86%, 其中雪花秀、后均进入2020年双11天猫美妆前十榜单。
- **充分获益国内高端化趋势:** 近年我国化妆品高端化趋势加速, 2017、2018、2019年高端化妆品市场规模增速分别为25.10%、28.90%、30.77%, 高于2006~2016年其年均复合增速14.81%, 2019年高端化妆品市场占比由2006年的16.18%提升至2019年的35.40%, 参考欧美日韩等发达国家经验, 我国化妆品高端化趋势将延续。目前我国高端化妆品市场国际品牌竞争力较强。公司代运营客户以国际品牌为主, 其中不乏高端品牌。
- **资深美妆代运营商, 先发优势占据头部客户资源分享其成长、小品牌贡献增量:** 公司成立于2010年, 具有多年的美妆代运营经验, 为天猫六星级服务商(2020年上半年共计12家, GMV超过10亿元可被列为六星级服务商)。代运营行业中美妆头部品牌基本被瓜分殆尽, 公司手握优质国际品牌、地位较难撼动, 未来小品牌争相入局、龙头代运营商有望优先获益。

## 盈利预测与投资建议

- 公司占据先发优势, 积累规模及经验优势, 分享头部客户成长, 未来电商仍高速增长, 小品牌争相入局贡献增量。18~20年公司大客户合作关系调整致业绩波动, 预计21年恢复快速增长, 维持20~22年EPS为0.81/0.97/1.17元, 对应21年26倍PE, 当前估值较低, 维持“买入”评级。

风险提示: 品牌终止合作; 营销不及预期。

## 相关报告

1. 《丽人丽妆(605136.SH)深度报告: 资深化妆品代运营商》, 2020.12.23

李婕 分析师 SAC 执业编号: S1130520110003  
lijie6@gjzq.com.cn

罗晓婷 分析师 SAC 执业编号: S1130520120001  
luoxiaoting@gjzq.com.cn

**附录：三张报表预测摘要**

**损益表 (人民币百万元)**

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>主营业务收入</b>	<b>3,420</b>	<b>3,615</b>	<b>3,874</b>	<b>4,453</b>	<b>5,331</b>	<b>6,381</b>
增长率	5.7%	7.2%	14.9%	19.7%	19.7%	
<b>主营业务成本</b>	<b>-2,216</b>	<b>-2,291</b>	<b>-2,495</b>	<b>-2,721</b>	<b>-3,257</b>	<b>-3,903</b>
%销售收入	64.8%	63.4%	64.4%	61.1%	61.1%	61.2%
<b>毛利</b>	<b>1,204</b>	<b>1,324</b>	<b>1,380</b>	<b>1,732</b>	<b>2,074</b>	<b>2,478</b>
%销售收入	35.2%	36.6%	35.6%	38.9%	38.9%	38.8%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-23</b>	<b>-9</b>	<b>-10</b>	<b>-22</b>	<b>-27</b>	<b>-32</b>
%销售收入	0.7%	0.2%	0.3%	0.5%	0.5%	0.5%
<b>销售费用</b>	<b>-820</b>	<b>-943</b>	<b>-961</b>	<b>-1,182</b>	<b>-1,402</b>	<b>-1,665</b>
%销售收入	24.0%	26.1%	24.8%	26.6%	26.3%	26.1%
<b>管理费用</b>	<b>-64</b>	<b>-80</b>	<b>-88</b>	<b>-118</b>	<b>-145</b>	<b>-174</b>
%销售收入	1.9%	2.2%	2.3%	2.7%	2.7%	2.7%
<b>研发费用</b>	<b>-20</b>	<b>-22</b>	<b>-11</b>	<b>-11</b>	<b>-27</b>	<b>-32</b>
%销售收入	0.6%	0.6%	0.3%	0.2%	0.5%	0.5%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>278</b>	<b>270</b>	<b>309</b>	<b>398</b>	<b>474</b>	<b>575</b>
%销售收入	8.1%	7.5%	8.0%	8.9%	8.9%	9.0%
<b>财务费用</b>	<b>-6</b>	<b>5</b>	<b>4</b>	<b>24</b>	<b>31</b>	<b>30</b>
%销售收入	0.2%	-0.2%	-0.1%	-0.5%	-0.6%	-0.5%
<b>资产减值损失</b>	<b>26</b>	<b>24</b>	<b>33</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>公允价值变动收益</b>	<b>4</b>	<b>0</b>	<b>14</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>投资收益</b>	<b>30</b>	<b>80</b>	<b>6</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
%税前利润	10.3%	23.2%	1.6%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>营业利润</b>	<b>291</b>	<b>345</b>	<b>367</b>	<b>423</b>	<b>504</b>	<b>605</b>
%营业收入	8.5%	9.6%	9.5%	9.5%	9.5%	9.5%
<b>营业外收支</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>税前利润</b>	<b>292</b>	<b>347</b>	<b>367</b>	<b>423</b>	<b>504</b>	<b>605</b>
利润率	8.5%	9.6%	9.5%	9.5%	9.5%	9.5%
<b>所得税</b>	<b>-66</b>	<b>-96</b>	<b>-82</b>	<b>-97</b>	<b>-116</b>	<b>-139</b>
所得税率	22.7%	27.5%	22.4%	23.0%	23.0%	23.0%
<b>净利润</b>	<b>226</b>	<b>252</b>	<b>284</b>	<b>325</b>	<b>388</b>	<b>466</b>
<b>少数股东损益</b>	<b>-2</b>	<b>-1</b>	<b>-2</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>227</b>	<b>252</b>	<b>286</b>	<b>325</b>	<b>388</b>	<b>466</b>
净利率	6.6%	7.0%	7.4%	7.3%	7.3%	7.3%

**现金流量表 (人民币百万元)**

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>净利润</b>	<b>226</b>	<b>252</b>	<b>284</b>	<b>325</b>	<b>388</b>	<b>466</b>
<b>少数股东损益</b>	<b>-2</b>	<b>-1</b>	<b>-2</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>非现金支出</b>	<b>-21</b>	<b>-18</b>	<b>-32</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>3</b>
<b>非经营收益</b>	<b>-39</b>	<b>-98</b>	<b>-11</b>	<b>18</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>营运资金变动</b>	<b>111</b>	<b>-323</b>	<b>-93</b>	<b>-67</b>	<b>-251</b>	<b>-274</b>
<b>经营活动现金净流</b>	<b>277</b>	<b>-187</b>	<b>149</b>	<b>278</b>	<b>140</b>	<b>195</b>
<b>资本开支</b>	<b>-4</b>	<b>-7</b>	<b>-27</b>	<b>-17</b>	<b>-7</b>	<b>-7</b>
<b>投资</b>	<b>87</b>	<b>228</b>	<b>50</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>其他</b>	<b>9</b>	<b>8</b>	<b>7</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>投资活动现金净流</b>	<b>93</b>	<b>229</b>	<b>30</b>	<b>-17</b>	<b>-7</b>	<b>-7</b>
<b>股权募资</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>483</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>债权募资</b>	<b>-25</b>	<b>18</b>	<b>-18</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>其他</b>	<b>35</b>	<b>-28</b>	<b>21</b>	<b>-130</b>	<b>-155</b>	<b>-186</b>
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>10</b>	<b>-11</b>	<b>4</b>	<b>352</b>	<b>-155</b>	<b>-186</b>
<b>现金净流量</b>	<b>380</b>	<b>31</b>	<b>182</b>	<b>614</b>	<b>-22</b>	<b>2</b>

来源：公司年报、国金证券研究所

**资产负债表 (人民币百万元)**

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>货币资金</b>	<b>531</b>	<b>679</b>	<b>872</b>	<b>1,485</b>	<b>1,463</b>	<b>1,465</b>
<b>应收款项</b>	<b>368</b>	<b>642</b>	<b>565</b>	<b>681</b>	<b>816</b>	<b>976</b>
<b>存货</b>	<b>365</b>	<b>580</b>	<b>517</b>	<b>596</b>	<b>758</b>	<b>962</b>
<b>其他流动资产</b>	<b>142</b>	<b>138</b>	<b>184</b>	<b>92</b>	<b>108</b>	<b>127</b>
<b>流动资产</b>	<b>1,407</b>	<b>2,039</b>	<b>2,138</b>	<b>2,855</b>	<b>3,145</b>	<b>3,530</b>
%总资产	84.8%	96.9%	96.1%	97.1%	97.3%	97.4%
<b>长期投资</b>	<b>211</b>	<b>7</b>	<b>22</b>	<b>22</b>	<b>22</b>	<b>22</b>
<b>固定资产</b>	<b>5</b>	<b>5</b>	<b>4</b>	<b>27</b>	<b>27</b>	<b>26</b>
%总资产	0.3%	0.2%	0.2%	0.9%	0.8%	0.7%
<b>无形资产</b>	<b>7</b>	<b>8</b>	<b>5</b>	<b>5</b>	<b>5</b>	<b>5</b>
<b>非流动资产</b>	<b>253</b>	<b>65</b>	<b>87</b>	<b>84</b>	<b>88</b>	<b>92</b>
%总资产	15.2%	3.1%	3.9%	2.9%	2.7%	2.6%
<b>资产总计</b>	<b>1,660</b>	<b>2,103</b>	<b>2,225</b>	<b>2,939</b>	<b>3,233</b>	<b>3,623</b>
<b>短期借款</b>	<b>0</b>	<b>18</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>应付款项</b>	<b>326</b>	<b>578</b>	<b>458</b>	<b>447</b>	<b>491</b>	<b>535</b>
<b>其他流动负债</b>	<b>291</b>	<b>212</b>	<b>186</b>	<b>233</b>	<b>251</b>	<b>317</b>
<b>流动负债</b>	<b>617</b>	<b>808</b>	<b>644</b>	<b>681</b>	<b>742</b>	<b>852</b>
<b>长期贷款</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>其他长期负债</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>负债</b>	<b>618</b>	<b>808</b>	<b>644</b>	<b>681</b>	<b>742</b>	<b>852</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>1,044</b>	<b>1,298</b>	<b>1,584</b>	<b>2,262</b>	<b>2,495</b>	<b>2,775</b>
其中：股本	<b>360</b>	<b>360</b>	<b>360</b>	<b>400</b>	<b>400</b>	<b>400</b>
未分配利润	<b>325</b>	<b>558</b>	<b>830</b>	<b>1,026</b>	<b>1,259</b>	<b>1,538</b>
<b>少数股东权益</b>	<b>-2</b>	<b>-3</b>	<b>-3</b>	<b>-3</b>	<b>-3</b>	<b>-3</b>
<b>负债股东权益合计</b>	<b>1,660</b>	<b>2,103</b>	<b>2,225</b>	<b>2,939</b>	<b>3,233</b>	<b>3,623</b>

**比率分析**

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>每股指标</b>						
每股收益	0.631	0.701	0.794	0.814	0.971	1.165
每股净资产	2.899	3.606	4.400	5.655	6.237	6.936
每股经营现金净流	0.768	-0.519	0.413	0.695	0.349	0.486
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.325	0.388	0.466
<b>回报率</b>						
净资产收益率	21.77%	19.44%	18.05%	14.39%	15.57%	16.79%
总资产收益率	13.69%	12.00%	12.85%	11.07%	12.01%	12.86%
投入资本收益率	20.59%	14.92%	15.19%	13.58%	14.65%	15.97%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	69.67%	5.69%	7.18%	14.94%	19.70%	19.69%
EBIT增长率	198.27%	-2.57%	14.39%	28.75%	18.99%	21.27%
净利润增长率	180.17%	11.04%	13.36%	13.81%	19.34%	19.94%
总资产增长率	30.86%	26.73%	5.78%	32.10%	10.00%	12.06%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	6.4	10.7	10.2	10.0	10.0	10.0
存货周转天数	62.0	75.3	80.2	80.0	85.0	90.0
应付账款周转天数	49.9	56.3	55.0	50.0	45.0	40.0
固定资产周转天数	0.5	0.5	0.4	2.3	1.8	1.5
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-51.01%	-51.04%	-55.16%	-65.77%	-58.72%	-52.86%
EBIT利息保障倍数	45.7	-49.2	-76.1	-16.3	-15.5	-19.0
资产负债率	37.24%	38.40%	28.95%	23.15%	22.93%	23.51%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	1	2	8	8
增持	0	0	3	3	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.60	1.27	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

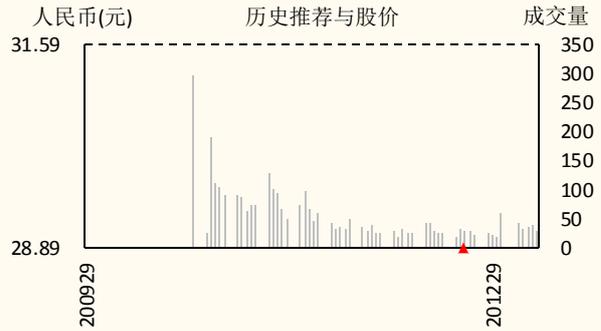
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2020-12-23	买入	28.89	30.00~38.80

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明：**

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402