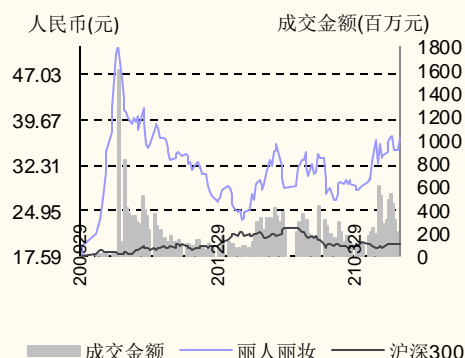


市场价格 (人民币): 36.59 元

1Q21 扣非净利增 18%，继续稳健增长

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	4.02
已上市流通 A 股(亿股)	0.40
总市值(亿元)	146.96
年内股价最高最低(元)	51.51/17.61
沪深 300 指数	5091
上证指数	3443



公司基本情况(人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	3,874	4,600	4,784	4,927	5,026
营业收入增长率	7.18%	18.72%	4.00%	3.00%	2.00%
归母净利润(百万元)	286	339	416	477	536
归母净利润增长率	13.36%	18.70%	22.42%	14.86%	12.34%
摊薄每股收益(元)	0.71	0.85	1.03	1.19	1.34
每股经营性现金流净额	0.41	-0.03	1.08	1.05	1.25
ROE(归属母公司)(摊薄)	18.05%	14.51%	15.91%	16.47%	16.66%
P/E	0.00	33.45	35.36	30.79	27.40
P/B	0.00	4.83	5.63	5.07	4.56

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- **业务发展稳健, 1Q21 营收/扣非净利同增 16%/18%**。4月27日公告 1Q21 营收 7.55 亿元、同增 15.51%，归母净利润 0.45 亿元、同增 5.01%，扣非净利 0.44 亿元、同增 18.06%，EPS 0.11 元。扣非净利增速与收入增速相当，净利增速低于扣非净利主要因非经常性损益同比减少。

经营分析

- **分模式看, 以电商零售为主、发展稳健**。1Q21 电商零售收入 6.99 亿元、同增 17%，占比 93% (+0.83PCT)；品牌营销运营服务收入 0.29 亿元、同降 44%；其他业务收入 0.27 亿元、同增 1317.02%，占比 3.62%。
- **分平台看, 天猫国内增个位数, 天猫国际/抖音/拼多多等新渠道高增**。1Q21 天猫国内收入同增 5%，占比 88% (-9PCT)；新渠道高速增长，天猫国际营收同增 131%、新开 6 家店铺，抖音、拼多多及跨境电商等其他平台同增 535%，其中抖音、拼多多分别新开 3/3 家店铺。
- **客户拓展方面, 已合作韩国前三大化妆品集团**。在“后”的基础上，1Q21 公司继续拓展韩国第二大化妆品集团 LG 生活与健康旗下“菲诗小铺”抖小店运营；拓展韩国第三大化妆品集团 ABLE C&C 旗下主品牌谜尚代运营，开通其天猫国际店、快手店、京东店以及唯品会店，截止目前公司已合作韩国前三大化妆品集团。
- **毛利率与费用率提升、资产减值损失增多, 存货及应收账款改善**。1Q21 毛利率提升幅度超过期间费用率；资产减值损失为 3989 万元、较上一年增加 1098 万元拖累净利表现；存货增长幅度小于收入、预计存货压力有所改善；服务收入回款、应收账款减少。

投资建议

- **投资建议**：公司为本土专业美妆品牌运营商，手握优质国际美妆品牌，近年主流美妆品牌已先后入驻天猫渠道、未来增量预计有限，为此公司提出保净利、稳增长的目标，同时尝试拓展新渠道，预计未来业绩维持稳健增长。维持 21~23 年 EPS 为 1.03 /1.19/1.34 元，对应 21~23 年 PE 分别为 35/31/27 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示**：存货减值损失、国际品牌大客户流失、营销投放不及预期等。

相关报告

- 1.《丽人丽妆 20 年报点评：大客户流失影响逐步消除，20 年业绩回升》，2021.3.19
- 2.《丽人丽妆 (605136.SH) 股权激励公告点评-股权激励指引...》，2021.1.11
- 3.《——丽人丽妆 (605136.SH) 深度报告-资深化妆品代运营...》，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

1、业绩点评

业务发展稳健，1Q21 营收/扣非净利同增 16%/18%。公司 4 月 27 日公告 1Q21 营收 7.55 亿元、同增 15.51%，归母净利 0.45 亿元、同增 5.01%，扣非净利 0.44 亿元、同增 18.06%，EPS 0.11 元。扣非净利增速与收入增速相当，净利增速低于扣非净利增速主要因非经常性损益同比减少。

分季度看，2Q20~1Q21 收入增速分别为 17.86%、12.09%、31.13%、15.51%，净利增速分别为-2.41%、-6.21%、63.08%、5.01%。公司淡旺季销售明显，其中 Q1/Q3 为淡季、Q2/Q4 为旺季。4Q20 净利增速显著高于收入增速主要为雪花秀、后等双十一业绩表现靓丽、同时拉低销售费用率所致。1Q21 增速环比 20Q4 放缓，主要为淡旺季销售表现差异。

2、经营分析

- **模式以电商零售为主、发展稳健，天猫国内增个位数，天猫国际/抖音/拼多多等新渠道高增**

分业务模式看，1Q21 电商零售业务收入 6.99 亿元、同增 16.55%，占比 92.50%、较上一年同期上升 0.83PCT；品牌营销运营服务收入 0.29 亿元、同降 44.17%，占比 3.88%、较上一年同期下降 4.15PCT；其他业务收入 0.27 亿元、同增 1317.02%，占比 3.62%、较上一年同期上升 3.32PCT。

盈利能力来看，电商零售业务毛利率 43.08%、较上一年同期上升 5.46PCT，品牌营销运营服务毛利率 73.57%、较上一年同期下降 2.22PCT。

分合作平台情况看，1Q21 天猫国内收入 6.62 亿元、同增 4.79%，占比 87.68%、较上一年同期下降 8.97PCT；天猫国际收入 0.26 亿元、同增 131.27%，占比 3.48%、较上一年同期上升 1.74PCT；抖音、拼多多及跨境电商等其他平台收入 0.66 亿元、同增 534.97%，占比 8.84%、较上一年同期上升 7.23PCT。

盈利能力来看，天猫国内毛利率 44.97%、较上一年同期上升 4.54PCT，天猫国际毛利率 39.98%、较上一年同期上升 6.52PCT，其他平台毛利率 20.59%、较上一年同期下降 39.65PCT。

- **毛利率与销售费用率提升、资产减值损失增多，存货及应收账款周转改善**

1Q21 毛利率为 42.64%、较上一年同期提升 2.01PCT，主要为：1) 天猫国内、天猫国际平台毛利率同比均有提升；2) 占比 90%以上的电商零售业务毛利率提升较明显；3) 境内业务整体毛利率有所提升。

1Q21 期间费用率为 29.93%（较上一年上升 1.59PCT），其中销售费用率 26.09%（+0.59PCT）；管理费用率 3.90%（+1.06PCT），主要为人力成本和行政费用增加所致；研发费用率 0.43%（+0.12PCT），主要为研发人员人力成本上升所致。

20Q1 资产减值损失为 3989 万元、较上一年增加 1098 万元、同增 37.98%、占同期收入比重为 5.29%、较上一年同期提升 3.40PCT，对净利率形成拖累。

1Q21 存货 8.91 亿元、较年初增 5.54%、增速低于收入增长。1Q21 应收账款 0.81 亿元、较年初下降 42.48%，主要为收回 20 年末服务收入产生的应收账款所致，应收账款周转天数为 13.29 天、较 20 全年上升 4.49 天。

经营活动现金流量净额为-2.77 亿元、同降 11.14%，主要系支付货款、兑付银行承兑汇票所致。

3、投资建议

截至 1Q21 末，公司运营店铺共计 103 家、较年初净增加 13 家（其中新增运营 29 家、终止运营店铺 16 家），其中天猫 44 家（较年初净减 6 家）、天猫魔猫国际 14 家（净增 6 家）、抖音 11 家（净增 3 家）、拼多多 4 家（净增 3 家）、Lazada&Shopee 8 家、其他平台 22 家（净增 10 家）。

具体品牌来看，20Q1 天猫渠道新增男士运动护肤新锐品牌锐度、细分个护品牌怪力浴室等；此外，公司与韩国第二大化妆品集团 LG 生活与健康在合作高端品牌“后”的基础上，1Q21 继续拓展其旗下大众品牌“菲诗小铺”抖小店；1Q21 还拓展韩国第三大化妆品集团 ABLE C&C 旗下主品牌谜尚代运营，开通其天猫国际店、快手店、京东店以及唯品会店，截止目前公司已合作韩国前三大化妆品集团。

公司为本土专业美妆品牌运营商，手握优质国际美妆品牌，近年主流美妆品牌已先后入驻天猫渠道、未来增量预计有限，为此公司提出保净利的目标（21 年目标收入增 4%、净利增 22%），同时尝试拓展新渠道，预计未来业绩维持稳健增长。维持 21~23 年 EPS 为 1.03 /1.19/1.34 元，对应 21~23 年 PE 分别为 35/31/27 倍，维持“买入”评级。

4、风险提示

存货减值损失；国际品牌大客户流失；营销投放不及预期。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	3,615	3,874	4,600	4,784	4,927	5,026	货币资金	679	872	1,479	1,841	2,070	2,355
增长率		7.2%	18.7%	4.0%	3.0%	2.0%	应收账款	642	565	593	655	675	688
主营业务成本	-2,291	-2,495	-2,948	-3,112	-3,236	-3,312	存货	580	517	845	659	741	800
%销售收入	63.4%	64.4%	64.1%	65.0%	65.7%	65.9%	其他流动资产	138	184	94	144	149	152
毛利	1,324	1,380	1,651	1,672	1,691	1,714	流动资产	2,039	2,138	3,012	3,300	3,635	3,996
%销售收入	36.6%	35.6%	35.9%	35.0%	34.3%	34.1%	%总资产	96.9%	96.1%	96.7%	97.9%	98.1%	98.3%
营业税金及附加	-9	-10	-21	-24	-25	-25	长期投资	7	22	35	35	35	35
%销售收入	0.2%	0.3%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	固定资产	5	4	31	31	30	30
销售费用	-943	-961	-1,018	-1,052	-995	-950	%总资产	0.2%	0.2%	1.0%	0.9%	0.8%	0.7%
%销售收入	26.1%	24.8%	22.1%	22.0%	20.2%	18.9%	无形资产	8	5	3	4	4	4
管理费用	-80	-88	-100	-104	-99	-90	非流动资产	65	87	104	70	69	69
%销售收入	2.2%	2.3%	2.2%	2.2%	2.0%	1.8%	%总资产	3.1%	3.9%	3.3%	2.1%	1.9%	1.7%
研发费用	-22	-11	-12	-11	-25	-25	资产总计	2,103	2,225	3,115	3,370	3,705	4,065
%销售收入	0.6%	0.3%	0.3%	0.2%	0.5%	0.5%	短期借款	18	0	13	0	0	0
息税前利润 (EBIT)	270	309	500	481	548	623	应付款项	578	458	510	508	528	539
%销售收入	7.5%	8.0%	10.9%	10.0%	11.1%	12.4%	其他流动负债	212	186	258	255	284	310
财务费用	5	4	2	33	40	46	流动负债	808	644	781	763	811	850
%销售收入	-0.2%	-0.1%	0.0%	-0.7%	-0.8%	-0.9%	长期贷款	0	0	0	0	0	0
资产减值损失	24	33	100	26	31	28	其他长期负债	0	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	14	0	0	0	0	负债	808	644	781	763	811	850
投资收益	80	6	1	0	0	0	普通股股东权益	1,298	1,584	2,339	2,612	2,898	3,220
%税前利润	23.2%	1.6%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%	其中：股本	360	360	400	402	402	402
营业利润	345	367	444	540	620	696	未分配利润	558	830	1,157	1,407	1,693	2,015
营业利润率	9.6%	9.5%	9.7%	11.3%	12.6%	13.9%	少数股东权益	-3	-3	-5	-5	-5	-5
营业外收支	2	0	-1	0	0	0	负债股东权益合计	2,103	2,225	3,115	3,370	3,705	4,065
税前利润	347	367	443	540	620	696	比率分析						
利润率	9.6%	9.5%	9.6%	11.3%	12.6%	13.9%		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
所得税	-96	-82	-105	-124	-143	-160	每股指标						
所得税率	27.5%	22.4%	23.7%	23.0%	23.0%	23.0%	每股收益	0.628	0.712	0.845	1.035	1.189	1.335
净利润	252	284	338	416	477	536	每股净资产	3.606	4.400	5.847	6.503	7.216	8.017
少数股东损益	-1	-2	-2	0	0	0	每股经营现金净流	-0.519	0.413	-0.028	1.080	1.049	1.247
归属于母公司的净利润	252	286	339	416	477	536	每股股利	-	-	-	0.414	0.475	0.534
净利率	7.0%	7.4%	7.4%	8.7%	9.7%	10.7%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	19.44%	18.05%	14.51%	15.91%	16.47%	16.66%
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	总资产收益率	12.00%	12.85%	10.90%	12.33%	12.89%	13.19%
净利润	252	284	338	416	477	536	投入资本收益率	14.92%	15.19%	16.26%	14.19%	14.59%	14.92%
少数股东损益	-1	-2	-2	0	0	0	增长率						
非现金支出	-18	-32	-80	-19	-24	-21	主营业务收入增长率	5.69%	7.18%	18.72%	4.00%	3.00%	2.00%
非经营收益	-98	-11	-9	34	0	0	EBIT 增长率	-2.57%	14.39%	61.77%	-3.97%	14.08%	13.63%
营运资金变动	-323	-93	-260	3	-32	-15	净利润增长率	11.04%	13.36%	18.70%	22.42%	14.86%	12.34%
经营活动现金净流	-187	149	-11	434	421	501	总资产增长率	26.73%	5.78%	40.01%	8.18%	9.93%	9.72%
资本开支	-7	-27	-8	-2	-2	-2	资产管理能力						
投资	228	50	-12	0	0	0	应收账款周转天数	10.7	10.2	8.9	10.0	10.0	10.0
其他	8	7	1	0	0	0	存货周转天数	75.3	80.2	84.3	85.0	88.0	90.0
投资活动现金净流	229	30	-19	-2	-2	-2	应付账款周转天数	56.3	55.0	36.9	40.0	40.0	40.0
股权募资	0	0	449	23	0	0	固定资产周转天数	0.5	0.4	2.5	2.3	2.2	2.2
债权募资	18	-18	13	-13	0	0	偿债能力						
其他	-28	21	-81	-167	-191	-215	净负债/股东权益	-51.04%	-55.16%	-62.81%	-70.62%	-71.53%	-73.23%
筹资活动现金净流	-11	4	381	-157	-191	-215	EBIT 利息保障倍数	-49.2	-76.1	-257.6	-14.5	-13.5	-13.6
现金净流量	31	182	351	275	229	285	资产负债率	38.40%	28.95%	25.06%	22.64%	21.90%	20.90%

来源：公司年报、国金证券研究所

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	0	2	3	8
增持	0	0	2	3	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	1.50	1.50	1.00

来源：聚源数据

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
2	2021-01-11	买入	25.27	N/A
3	2021-03-19	买入	29.40	N/A

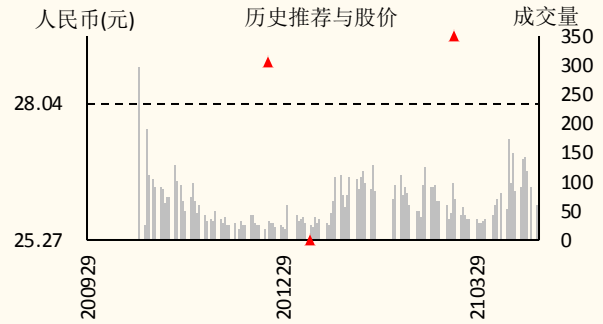
来源：国金证券研究所

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



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