

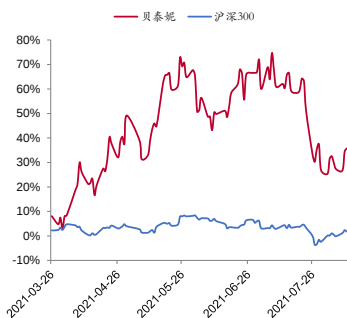
销售表现亮眼，业绩增长超预期

投资评级：买入（维持）

报告日期：2021-08-11

收盘价（元） 221.01
近 12 个月最高/最低（元） 284.50/162.55
总股本（百万股） 424
流通股本（百万股） 54
流通股比例（%） 12.69
总市值（亿元） 936
流通市值（亿元） 119

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：王洪岩

执业证书号：S0010521010001

邮箱：wanghy@hazq.com

主要观点：

● 事件

公司发布 2021 年半年度报告，实现归母净利润 2.65 亿元，同比增长 65.28%；实现营业收入 14.12 亿元，同比增长 49.94%；基本每股收益 0.68 元。

● 巩固品牌效力，线下渠道增速亮眼

品牌塑造方面：公司成功举办“中国第二届敏感性皮肤高峰论坛”，并颁布《敏感肌肤精准防护指南》，邀请近 200 位皮肤界泰斗级专家见证“薇诺娜”年度新品发布。2021 年“6·18”年中大促活动中，**公司旗下“薇诺娜”产品蝉联天猫美妆国货新锐 No.1，并且是天猫美妆类目 TOP10 中唯一国货品牌。**无论是榜单排名，亦或是专业论坛，均为公司在敏感肌护肤赛道上的品牌搭建添砖加瓦。

分渠道看，上半年积极拥抱抖音流量，线上渠道保持强劲增长，2021 年上半年营收 11.00 亿元 (+41.22%)，公司自建平台销售额 1.29 亿元 (+36.66%)，第三方平台销售额 9.72 亿元 (+41.85%)，上半年前 5 大线上自营店铺日均订单数量 2.7 万次，日均消费频次 1.62 次；同时随着疫情的逐渐好转，线下销售渠道快速恢复，**2021 年上半年线下渠道营收为 3.02 亿元 (+91.53%)。**公司已经形成了线上+线下全渠道销售模式，**线上积极调整营销方式紧抓各平台流量红利，积极建设私域流量降低获客成本，线下进驻屈臣氏超 4000 家，各渠道有望保持快速增长。**

● 业绩增长超预期，研发投入持续增加

收入方面：护肤品营收贡献稳定，上半年营收占比为 89%，公司上半年护肤品销售额为 12.57 亿元 (+49.88%)；医疗器械销售额为 1.23 亿元 (+56.91%)，彩妆销售额 0.22 亿元 (+20.63%)。**2021 年上半年公司毛利率为 77.19%，按上年同期统计口径，实现销售毛利率约为 81.62%，同比保持稳定（上年同期 81.96%），净利率为 18.78%，提升 1.77PCT。**主要因为公司精准营销和精细化运营能力增强，并且随着公司规模和品牌声量持续扩大，销售和管理效率提高。期间，销售费用率下降 5.31PCT，管理费用率下降 2.14PCT。

报告期内，公司研发投入为 0.47 亿元 (+85.24%)。一方面，受疫情影响，去年同期部分研发活动无法正常开展；另一方面，源自公司重视产品的创新。

● 投资建议

目前，我国敏感肌护肤市场具备“空间大+渗透低+高复购+重成分”等特点，处于高成长阶段。公司经过多年发展已成为国内敏感肌护肤赛道的龙头企业，品牌影响力和企业规模效应开始体现。2021 年上半年业绩增长超预期。预计公司 2021~2023 年 EPS 分别为 1.85、2.59、3.49 元/股，对应当前股价 PE 分别为 119、85、63 倍，维持“买入”评级。

● 风险提示

行业竞争加剧；渠道拓展不及预期；营销效果不及预期。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	2636	3819	5211	6835
收入同比 (%)	35.6%	44.9%	36.4%	31.2%
归属母公司净利润	544	784	1099	1480
净利润同比 (%)	31.9%	44.3%	40.2%	34.7%
毛利率 (%)	76.3%	75.8%	75.9%	76.1%
ROE (%)	45.3%	39.5%	35.7%	32.4%
每股收益 (元)	1.51	1.85	2.59	3.49
P/E	172.25	119.38	85.18	63.25

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元									
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	1391	2415	3628	5321	营业收入	2636	3819	5211	6835
现金	752	1409	2406	3758	营业成本	626	926	1254	1635
应收账款	187	262	352	468	营业税金及附加	46	70	93	123
其他应收款	10	17	22	29	销售费用	1107	1444	2032	2734
预付账款	29	42	55	73	管理费用	169	382	443	478
存货	254	519	629	826	财务费用	-1	0	0	0
其他流动资产	160	167	164	167	资产减值损失	-9	0	0	0
非流动资产	211	275	344	410	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	3	3	4	5
固定资产	69	93	118	140	营业利润	650	943	1321	1777
无形资产	55	75	96	114	营业外收入	1	0	0	0
其他非流动资产	87	107	130	155	营业外支出	3	0	0	0
资产总计	1602	2690	3973	5730	利润总额	648	943	1321	1777
流动负债	391	693	874	1149	所得税	104	157	220	294
短期借款	0	0	0	0	净利润	544	786	1101	1483
应付账款	117	200	262	339	少数股东损益	0	2	2	3
其他流动负债	275	492	613	810	归属母公司净利润	544	784	1099	1480
非流动负债	9	9	9	9	EBITDA	650	909	1267	1700
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.51	1.85	2.59	3.49
其他非流动负债	9	9	9	9					
负债合计	400	702	883	1158					
少数股东权益	3	5	7	10					
股本	360	360	360	360					
资本公积	26	26	26	26					
留存收益	813	1598	2697	4177					
归属母公司股东权	1199	1983	3082	4562					
负债和股东权益	1602	2690	3973	5730					

现金流量表					主要财务比率				
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	431	735	1079	1428	成长能力				
净利润	544	784	1099	1480	营业收入	35.6%	44.9%	36.4%	31.2%
折旧摊销	25	16	17	15	营业利润	29.4%	45.2%	40.1%	34.5%
财务费用	1	0	0	0	归属于母公司净利	31.9%	44.3%	40.2%	34.7%
投资损失	-3	-3	-4	-5	获利能力				
营运资金变动	-148	-65	-35	-65	毛利率 (%)	76.3%	75.8%	75.9%	76.1%
其他经营现金流	703	852	1137	1548	净利率 (%)	20.6%	20.5%	21.1%	21.7%
投资活动现金流	-86	-78	-82	-76	ROE (%)	45.3%	39.5%	35.7%	32.4%
资本支出	-89	-80	-86	-81	ROIC (%)	43.7%	37.5%	33.8%	30.7%
长期投资	0	0	0	0	偿债能力				
其他投资现金流	3	3	4	5	资产负债率 (%)	25.0%	26.1%	22.2%	20.2%
筹资活动现金流	-121	0	0	0	净负债比率 (%)	33.3%	35.3%	28.6%	25.3%
短期借款	-15	0	0	0	流动比率	3.56	3.49	4.15	4.63
长期借款	0	0	0	0	速动比率	2.83	2.68	3.37	3.85
普通股增加	0	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	0	0	0	0	总资产周转率	1.65	1.42	1.31	1.19
其他筹资现金流	-106	0	0	0	应收账款周转率	14.11	14.56	14.80	14.60
现金净增加额	224	657	997	1352	应付账款周转率	5.37	4.62	4.79	4.82

每股指标 (元)					估值比率				
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
每股收益	1.51	1.85	2.59	3.49	P/E	172.25	119.38	85.18	63.25
每股经营现金流	1.02	1.73	2.55	3.37	P/B	78.08	47.21	30.37	20.52
每股净资产	2.83	4.68	7.28	10.77	EV/EBITDA	121.24	86.00	60.88	44.60

资料来源：公司公告，华安证券研究所

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者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任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
- 无评级—因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，致使无法给出明确的投资评级。