

业绩增长良好，新品牌、新渠道稳步拓展

增持|维持

——丽人丽妆(605136) 2021 半年报点评

事件：

公司发布 2021 半年报。

报告要点：

● 受品牌合作模式切换影响，收入增速放缓，利润增长良好

2021 年上半年公司收入 18.56 亿元，同比增长 2.83%，归母净利润 2.05 亿元，同比增长 36.64%，扣非归母净利润 1.61 亿元，同比增长 30.31%。利润增速快于收入增速，主要由于旁氏、凡士林品牌合作由经销转为服务模式。上半年公司毛利率 41.56%，同比提升 3.26pct，销售/管理/研发/财务费用率分别为 24.57%/3.01%/0.31%/-0.27%，同比变动-1.20/+1.71/-0.10/-0.07pct，净利率 11.04%，同比上升 2.84pct。分业务看，上半年公司电商零售/品牌营销服务业务收入分别为 17.14/1.02 亿，同比增长 0.22%/18.59%，毛利率 40.17%/83.37%，同比上升 3.44/10.65pct。

● 新品牌、新品类、新渠道稳步拓展

公司核心品牌合作稳定，增长势头良好。618 期间，公司合作品牌后、雪花秀、芙丽芳丝等销售过亿，馥绿德雅、谜尚等 15 个品牌成交额大幅增长。据爬虫数据，上半年公司头部客户雪花秀、雅漾、芙丽芳丝、后等品牌天猫旗舰店 GMV 同比均实现两位数以上增长，其中芙丽芳丝增速接近 50%、后增速接近 68%。新品牌方面，公司持续强化美妆领域优势，并逐步向母婴等新品类拓展。上半年公司新签男士护肤品牌锐度、新锐个护品牌怪力浴室以及奶粉品牌多美滋等，8 月份与科蒂集团达成战略合作，合作多个奢侈美妆品牌，包括 Philosophy、Burberry、Marc Jacobs 等。同时，公司积极把握抖音等高成长性渠道，上半年公司与老客户佳丽宝、皮尔法伯、LG 集团等美妆品牌方拓展合作范围，开始为芙丽芳丝、雅漾、Kate 等品牌运营抖音小店，并开拓了城野医生、三谷等新品牌，继续丰富品牌矩阵。截止 6 月底，公司在抖音平台运营小店数量共 24 家，其中 22 家为经销模式。

● 投资建议与盈利预测

公司是国内美妆垂类头部代运营商，电商运营能力强。2021 年公司继续巩固美妆领域头部地位，积极拓品类、拓品牌、拓渠道，并尝试孵化自有美妆工具品牌 momoup、植物护肤品牌美壹堂等。我们预计公司 2021/2022/2023 年归母净利润 4.11/4.63/5.17 亿，EPS 分别为 1.03/1.16/1.29 元/股，对应 PE 分别为 25/22/20x，维持“增持”评级。

● 风险提示

行业增速趋缓、竞争加剧、头部品牌收回代运营权风险。

附表：盈利预测

财务数据和估值	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	3874.47	4599.80	4995.61	5511.72	6082.15
收入同比(%)	7.18	18.72	8.60	10.33	10.35
归母净利润(百万元)	285.99	339.48	410.79	463.19	516.65
归母净利润同比(%)	13.36	18.70	21.01	12.76	11.54
ROE(%)	18.05	14.51	15.34	15.02	14.66
每股收益(元)	0.71	0.85	1.03	1.16	1.29
市盈率(P/E)	35.99	30.32	25.05	22.22	19.92

资料来源：Wind, 国元证券研究所

基本数据

52 周最高/最低价(元)：51.51 / 17.61

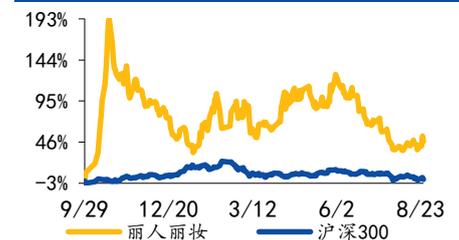
A 股流通股(百万股)：40.01

A 股总股本(百万股)：401.63

流通市值(百万元)：1029.46

总市值(百万元)：10333.94

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

《国元证券行业研究-化妆品行业 2021 年 7 月数据跟踪：大促后消费整体回落，珀莱雅稳健增长》2021.08.09

《国元证券行业研究-化妆品行业 2021 年 6 月数据跟踪：618 带动淘系增速回升，抖音持续增长》2021.07.14

报告作者

分析师 李典

执业证书编号 S0020516080001

电话 021-51097188-1866

邮箱 lidian@gyzq.com.cn

联系人 徐熠雯

邮箱 xuyiwen@gyzq.com.cn

财务预测表

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	2137.61	3011.60	4166.11	4589.78	5062.76
现金	871.84	1479.47	2497.80	2755.86	3041.08
应收账款	83.24	141.65	153.84	169.73	187.30
其他应收款	481.61	451.69	490.21	540.99	596.93
预付账款	164.44	74.74	80.87	89.13	98.24
存货	517.27	845.15	924.49	1015.18	1120.32
其他流动资产	19.22	18.89	18.89	18.89	18.89
非流动资产	87.29	103.51	69.17	55.64	45.81
长期投资	0.00	3.93	3.93	3.93	3.93
固定资产	4.28	31.10	24.37	17.65	10.93
无形资产	1.64	1.35	1.41	1.54	1.64
其他非流动资产	81.37	67.14	39.46	32.52	29.32
资产总计	2224.90	3115.11	4235.28	4645.42	5108.58
流动负债	644.12	780.66	1562.91	1570.19	1595.52
短期借款	0.00	13.22	786.90	736.03	710.47
应付账款	333.63	262.24	283.75	312.71	344.68
其他流动负债	310.50	505.20	492.27	521.45	540.36
非流动负债	0.03	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	0.03	0.00	0.00	0.00	0.00
负债合计	644.15	780.66	1562.91	1570.19	1595.52
少数股东权益	-3.35	-4.58	-6.31	-8.55	-10.96
股本	360.00	400.01	400.01	400.01	400.01
资本公积	338.58	718.70	718.70	718.70	718.70
留存收益	881.69	1221.17	1559.96	1965.07	2405.31
归属母公司股东权益	1584.10	2339.03	2678.67	3083.78	3524.02
负债和股东权益	2224.90	3115.11	4235.28	4645.42	5108.58

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	220.48	175.24	254.92	339.75	341.02
净利润	284.48	337.80	409.07	460.95	514.24
折旧摊销	7.20	6.56	10.66	10.52	10.56
财务费用	-4.07	-1.94	-17.45	-21.87	-39.97
投资损失	-5.84	-1.13	-15.92	-9.31	-10.15
营运资金变动	-93.05	-259.83	-120.65	-114.36	-140.42
其他经营现金流	31.75	93.78	-10.80	13.83	6.75
投资活动现金流	30.04	-19.18	43.44	5.39	6.20
资本支出	26.75	8.79	0.00	0.00	0.00
长期投资	-50.00	11.89	-31.52	0.00	0.00
其他投资现金流	6.79	1.50	11.92	5.39	6.20
筹资活动现金流	4.16	387.06	719.97	-87.08	-62.00
短期借款	-17.55	13.22	773.68	-50.87	-25.56
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	40.01	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	380.11	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	21.71	-46.28	-53.71	-36.22	-36.44
现金净增加额	255.02	537.19	1018.33	258.06	285.22

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	3874.47	4599.80	4995.61	5511.72	6082.15
营业成本	2494.69	2948.45	3190.27	3515.95	3875.40
营业税金及附加	10.41	21.24	23.07	25.45	28.09
营业费用	960.76	1018.20	1150.13	1252.65	1388.29
管理费用	88.23	99.58	110.96	120.87	134.23
研发费用	11.02	11.90	13.36	12.48	12.68
财务费用	-4.07	-1.94	-17.45	-21.87	-39.97
资产减值损失	-38.99	-86.37	-49.67	-58.34	-64.79
公允价值变动收益	13.96	-0.34	0.00	0.00	0.00
投资净收益	5.84	1.13	15.92	9.31	10.15
营业利润	366.57	443.90	536.17	604.15	673.99
营业外收入	0.34	0.50	0.44	0.46	0.46
营业外支出	0.34	1.68	0.50	0.50	0.50
利润总额	366.57	442.71	536.11	604.11	673.95
所得税	82.08	104.91	127.04	143.16	159.71
净利润	284.48	337.80	409.07	460.95	514.24
少数股东损益	-1.51	-1.68	-1.73	-2.24	-2.41
归属母公司净利润	285.99	339.48	410.79	463.19	516.65
EBITDA	369.70	448.52	529.38	592.79	644.58
EPS (元)	0.79	0.85	1.03	1.16	1.29

主要财务比率					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入 (%)	7.18	18.72	8.60	10.33	10.35
营业利润 (%)	6.12	21.09	20.79	12.68	11.56
归属母公司净利润 (%)	13.36	18.70	21.01	12.76	11.54
获利能力					
毛利率 (%)	35.61	35.90	36.14	36.21	36.28
净利率 (%)	7.38	7.38	8.22	8.40	8.49
ROE (%)	18.05	14.51	15.34	15.02	14.66
ROIC (%)	44.40	42.09	43.28	44.14	42.86
偿债能力					
资产负债率 (%)	28.95	25.06	36.90	33.80	31.23
净负债比率 (%)	0.00	1.69	50.35	46.88	44.53
流动比率	3.32	3.86	2.67	2.92	3.17
速动比率	2.47	2.67	2.03	2.22	2.41
营运能力					
总资产周转率	1.79	1.72	1.36	1.24	1.25
应收账款周转率	35.48	40.86	33.77	34.03	34.03
应付账款周转率	6.63	9.90	11.69	11.79	11.79
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.71	0.85	1.03	1.16	1.29
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.55	0.44	0.64	0.85	0.85
每股净资产 (最新摊薄)	3.96	5.85	6.70	7.71	8.81
估值比率					
P/E	35.99	30.32	25.05	22.22	19.92
P/B	6.50	4.40	3.84	3.34	2.92
EV/EBITDA	23.88	19.68	16.68	14.89	13.70

投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内, 行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

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执业资格或相当的专业胜任能力, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力, 本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中国人民共和国内地(香港、澳门、台湾除外)发布, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。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波动。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户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。在法律许可的情况下, 本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责声明

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188