

丽人丽妆 (605136. SH)

精细化运营降本增效，关注新品牌及新平台拓展

买入

核心观点

业绩情况：利润同比增长稳健，降本增效成效进一步显现。21年实现营收41.55亿元，同比-9.67%，归母净利润4.11亿元，同比+20.99%，归母净利润连续8年实现双位数增长，收入下降主要系部分合作品牌从经销模式转变为代运营模式导致收入确认方式发生变化。分季度来看，21年Q4实现营收16.54亿元，同比-22.56%，归母净利润1.48亿元，同比+0.96%。

营收分拆：新兴平台快速增长，电商零售业务毛利率提升。公司营收分拆情况：1) 分行业：21年天猫国内/天猫国际/其他营收占比分别为89.27%/3.95%/6.78%，营收同比分别为-14.78%/1.43%/228.51%，公司依然在天猫平台运营为主，其他业务中抖音平台业务增长明显；2) 分产品：美妆洗护/其他品类分别占比97.50%/2.50%；3) 分地区：境内/境外营收占比分别为95.32%/4.68%；4) 分销售模式：电商零售业务/品牌营销运营业务/其他分别占比93.19%/5.22%/1.60%，营收分别同比-11.25%/8.85%/73.06%，结构调整主要系部分品牌从电商零售业务模式转变为品牌营销服务模式。

盈利营运：毛利率净利率双升，持续降本增效。21年毛利率36.46%，同比+6.10pct，主要系部分合作品牌业务模式转变带来毛利率提高（经销模式变为代运营模式，切换为高毛利服务费模式）；净利率提升2.52pct至9.86%；销售费率同比+3.53pct至20.12%，提升主要系会计政策追溯调整所致。营运能力方面，21年存货周转天数+60.43天至143.60天，主要系品牌业务扩展加大备货所致；经营性现金流量净额-1.34亿元，同比-176.39%，主要系业务扩大备货压力加大所致。

风险提示：疫情反复影响需求；部分合作品牌终止或改变合作方式。

投资建议：持续降本增效，关注新品牌及新平台拓展，维持“买入”评级。

预计2022-2024年归母净利润4.94/5.80/6.47亿元，同比增速20/18/12%；摊薄EPS=1.23/1.40/1.56元，当前股价对应PE=17/14/13x。公司作为头部美妆代运营商，具备深厚多品牌和多渠道运营能力，具体来看：1) 品牌合作：通过自主品牌孵化及外部投资持续扩大品牌矩阵，品牌孵化进展迅速，现已成功孵化多个自有品牌；2) 平台运营：对抖音等新兴平台持续投入并实现快速增长。在21年互联网行业加大治理力度以及流量增速放缓下，通过全品类消费者洞察、多年数据模型助力平台多元化发展以及降本增效，实现业绩的稳健成长；中长期看，公司有望在维护现有合作品牌业务基础上，加大对新品牌和新品种的拓展、抖音等平台发力获得新的利润增长点，带动业绩持续提升。维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	4,599.80	4,154.85	4,362.60	4,720.33	4,923.30
(+/-%)	18.72%	-9.67%	5.00%	8.20%	4.30%
净利润(百万元)	339.48	410.74	493.61	580.05	647.21
(+/-%)	18.70%	20.99%	20.18%	17.51%	11.58%
每股收益(元)	0.85	1.02	1.23	1.44	1.61
EBIT Margin	11.14%	13.20%	12.92%	14.20%	15.21%
净资产收益率(ROE)	14.51%	15.26%	15.51%	15.42%	14.69%
市盈率(PE)	24.19	20.09	16.72	14.23	12.75
EV/EBITDA	17.42	16.26	15.74	13.34	11.99
市净率(PB)	3.51	3.07	2.59	2.19	1.87

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

商贸零售·互联网电商

证券分析师：张峻豪 联系人：王畅
021-60933168 021-61761019
zhangjh@guosen.com.cn wangchang@guosen.com.cn
S0980517070001

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	不适用
收盘价	20.17元
总市值/流通市值	8108/3953百万元
52周最高价/最低价	40.99/19.73元
近3个月日均成交额	49.54百万元

市场走势



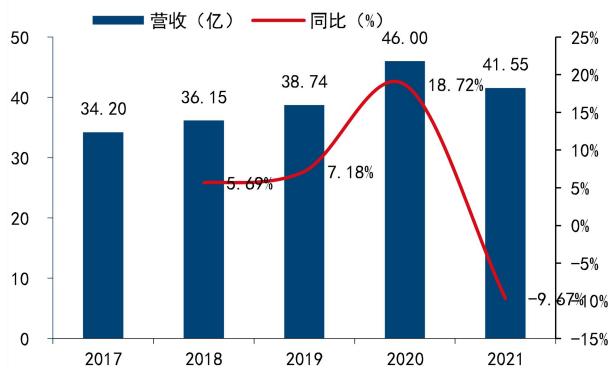
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《丽人丽妆-605136-2021年三季报点评：业绩保持稳健增长，扩品牌及多平台布局持续加速》——2021-10-30
《丽人丽妆-605136-2020年三季报点评：利润表现符合预期，Q4电商旺季增长可期》——2020-11-02
《丽人丽妆-605136-深度报告：美妆代运营龙头，规模为本效率为先》——2020-10-14

业绩情况：利润同比增长稳健，降本增效成效进一步显现。公司2021年实现营收41.55亿元，同比-9.67%，实现归母净利润4.11亿元，同比+20.99%，实现扣非净利润3.63亿元，同比+17.32%，归母净利润连续8年实现双位数增长，经营效益突出，具备持续性增长动能。21年收入的下降主要系在部分合作品牌从经销模式转变为代运营模式收入下降所致；利润的成长主要受益于毛利率的提升。分季度来看，21年Q4实现营收16.54亿元，同比-22.56%，归母净利润1.48亿元，同比+63.08%。

图1：丽人丽妆营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：丽人丽妆单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



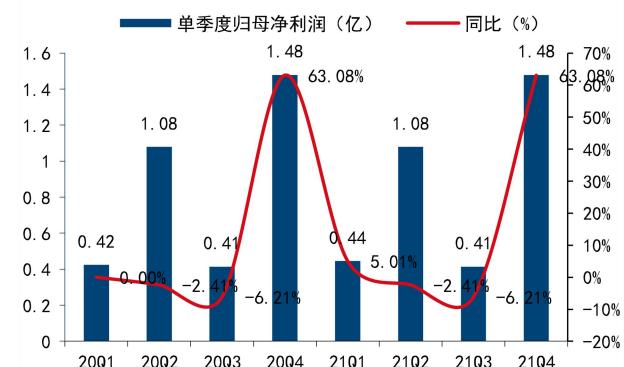
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：丽人丽妆归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：丽人丽妆单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

营收分拆：新兴平台快速增长，电商零售业务毛利率提升

具体来看公司营收分拆情况：

1) 分行业：21年天猫国内/天猫国际/其他营收占比分别为89.27%/3.95%/6.78%，营收同比分别为-14.78%/1.43%/228.51%，公司依然在天猫平台运营为主，其他平台主要包括以抖音为代表的新兴社交媒体平台，21年在新兴社交媒体平台业务增长较快；

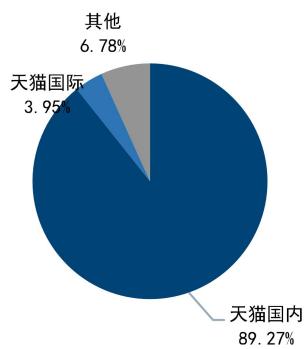
2) 分产品：美妆洗护/其他品类分别占比97.50%/2.50%，营收同比分别为-9.25%/-23.63%，依旧以美妆洗护类目的运营为主；

3) 分地区：境内/境外营收占比分别为95.32%/4.68%，分别同比-10.41%/8.44%，

境内销售规模较大，天猫国际及 Lazada 等平台销售较为平稳；

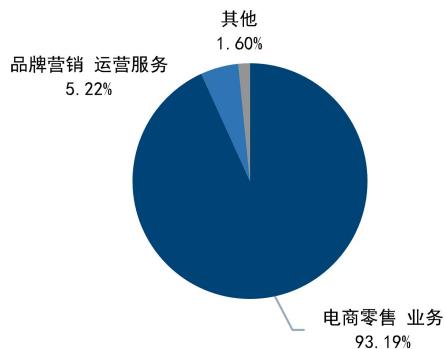
4) 分销售模式：电商零售业务/品牌营销运营服务/其他分别占比 93.19%/5.22%/1.60%，营收分别同比-11.25%/8.85%/73.06%-9.76%；公司电商零售业务下降、品牌营销运营服务的上升主要系公司存在着部分合作品牌旁氏、凡士林等从电商零售业务模式转变为品牌营销服务模式，电商零售业务毛利率相比 2020 年上升 6.04 个百分点，主要系公司合作品牌如 KATE、Clio（珂莱欧）等在报告期内合作条款发生变更，公司采用较低折扣采购货物并承担营销费用。

图5: 丽人丽妆分行业营收拆分 (单位: %)



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 丽人丽妆分销售模式营收拆分 (单位: %)



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

店铺运营情况来看：截至 2021 年 12 月 31 日，公司运营店铺 149 家，较 2020 年底增加 59 家店铺。2021 年主要新增店铺为：

1) 天猫平台/天猫国际平台：锐度天猫官方旗舰店、怪力浴室天猫官方旗舰店、吕天猫超市店、多美滋官方旗舰店等；**2) 抖音小店：**芙丽芳丝、Allie 魔丽、施华蔻、珂莱欧、KATE、蜜丝佛陀等；**3) 其他：**其他合作平台主要为快手、小红书、京东、Lazada、Shopee 等境内外主流电商购物平台及社交电商平台。

表1: 截至 2021 年 12 月 31 日公司在运营店铺数量

平台	业务模式	2020 年年末店铺数	2021 年度新增店铺	2021 年度减少店铺	2021 年 12 月 31 日店铺数
天猫国内/天猫国际	经销模式	49	23	19	53
	代销模式	13	10	9	14
拼多多		1	3	2	2
抖音小店	经销模式	7	25	0	32
	代销模式	0	5	4	1
Lazada&Shopee		8	5	1	12
其他		12	32	9	35
合计		90	103	44	149

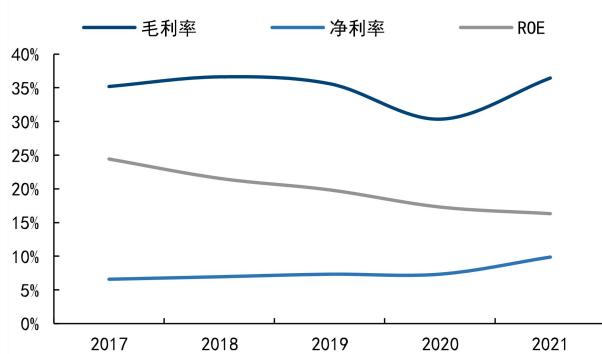
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

盈利营运：毛利率净利率双升，持续降本增效

公司 21 年毛利率 36.46%，同比+6.10pct，主要系部分合作品牌业务模式从经销模式变为代运营模式一定程度带来毛利率提升；净利率提升 2.52pct 至 9.86%；费用率方面，销售费率同比+3.53pct 至 20.12%，提升主要系会计政策追溯调整所致，管理费率同比-0.15pct 至 3.22%，持续降本增效中。

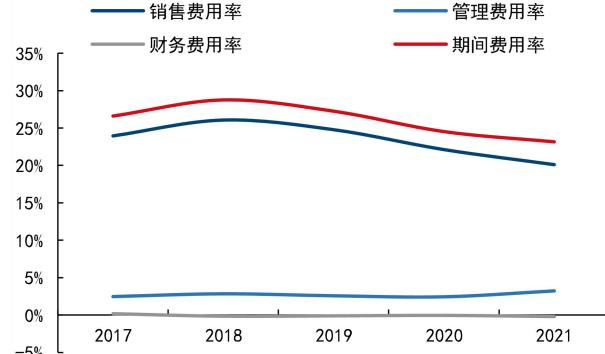
盈利能力的提升来源于多个方面：1) 持续精细化运营，技术赋能优质供应链，提升整体效率：公司以 OMS 订单管理系统、MS 库存管理系统、WMS 仓库管理系统等自研的 IT 系统为依托，持续强化供应链的精细化运营管理；2021 年双 11 大促期间，公司订单最高峰处理量约 300 万单/小时，双 11 大促期间整体订单处理量超 1,440 万单；2) 技术赋能营销推广，实现精准营销：公司品牌营销模型知识库已积累数十年，通过结合消费者舆情分析、各平台特点以及广告投放等数据分析能力，实现精准营销，提升销售转化力，降低流量与营销成本，进一步提升利润空间。2021 年，公司荣获了包括“天猫六星服务商”、“阿里妈妈六星服务商”、“阿里妈妈金牌全域生态伙伴”等多项荣誉称号，多个合作品牌获得 Aky 大快消服务红榜、天猫 TOP 品牌力等专业榜单。

图7：丽人丽妆毛利率、净利率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

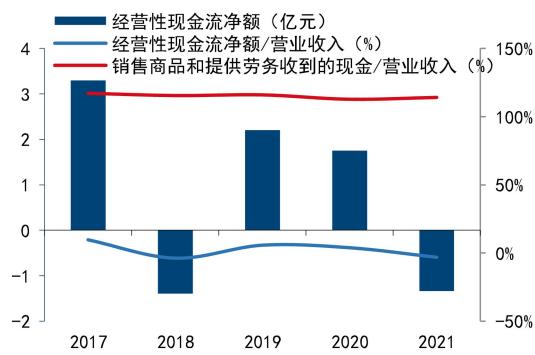
图8：丽人丽妆三项费用率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

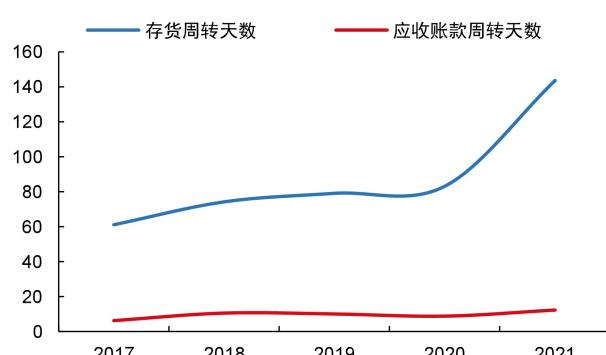
营运能力方面，公司 21 年存货周转天数+60.43 天至 143.60 天，主要系品牌增加业务扩大所致；应收账款周转天数同比+3.45 天至 12.25 天；公司 21 年经营性现金流量净额-1.34 亿元，同比-176.39%，主要系伴随业务扩大购买较多存货所致。

图9：丽人丽妆经营性现金流情况（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10：丽人丽妆存货及应收账款周转天数情况（单位：天）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议：持续拓展新品牌新品类，多元化渠道运营带来新的增长点。维持盈利预测，维持“买入”评级。公司作为头部美妆代运营商，具备深厚的多品牌和多渠道运营能力，具体来看：

1) **品牌合作方面**，公司通过自主品牌孵化以及外部投资持续扩大品牌合作矩阵，公司品牌孵化进展迅速，现已成功孵化多个自有品牌，2021 年先后推出美壹堂、

玉容初等自有品牌，同时投资了身体护理品牌怪力浴室、专柜级彩妆品牌 **Exacting** 等，进一步丰富公司在美妆细分品类的品牌产品阵容。截至 2021 年底持续与雪花秀、后、施华蔻、芙丽芳丝等 60 多个品牌进行合作，合作品牌数量保持稳定，规模优势进一步提升。同时 2021 年公司与科蒂集团达成战略合作，为 **Burberry**、**MacJacobs** 和 **Philosophy** 等奢侈品美妆品牌提供运营服务，另外公司与花王化妆品事业部就苏菲娜品牌天猫旗舰店、抖音及小红书等渠道的合作达成意向；

2) **平台运营方面**，公司对以抖音平台为代表的新兴电商营销平台持续投入，结合多种营销方式实现经营品牌用户群扩大以及品牌资产增长，2021 年，公司子公司上海妆雅化妆品有限公司荣获“抖音电商年度品牌服务商”。在 21 年互联网行业加大治理力度以及流量整体增速放缓背景下，公司仍然通过全品类消费者洞察、多年的数据分析模型、长期多品牌合作关系累积的规模优势应对行业变化，精准获取流量从而降低获客成本与营销费用比；

中长期看，公司未来有望在继续精细化运营维护现有合作品牌业务基础上，加大对新品牌和新品种的拓展、抖音等新兴平台进一步发力获得新的利润增长点，带动公司业绩持续提升。由于短期受抖音等新兴平台发力影响，受费用力度投入增加，我们略下调 22-23 年盈利预测至 4.94/5.80 亿元（原值为 5.02/5.88 亿元），预计 23 年抖音进一步放量，所以我们预计公司 21-23 年摊薄 EPS=1.23/1.40/1.56 元，当前股价对应 PE=17/14/13x，维持“买入”评级。

表2：可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值		EPS				PE				ROE	PEG	投资评级
			亿元		2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E			
605136	丽人丽妆	20.17	81.09	1.02	1.23	1.44	1.61	19.77	16.40	14.01	12.53	15.13%	1.33	买入	
300792	壹网壹创	38.24	91.27	1.69	2.14	2.62	-	22.63	17.87	14.60	-	24.02%	0.61	增持	
603605	珀莱雅	176.38	354.54	2.86	3.47	4.31	-	61.67	50.83	40.92	-	20.74%	3.09	买入	

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理 注：壹网壹创、珀莱雅 2021 年为盈利预测值

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	1479	1160	1689	2343	2769	营业收入	4600	4155	4363	4720	4923
应收款项	593	511	514	517	540	营业成本	2948	2640	2770	2974	3077
存货净额	845	1261	1064	1137	1276	营业税金及附加	21	7	13	14	15
其他流动资产	94	189	346	228	284	销售费用	1018	836	907	954	976
流动资产合计	3012	3121	3613	4225	4869	管理费用	100	123	109	109	106
固定资产	31	34	59	81	103	财务费用	(2)	(8)	(27)	(39)	(50)
无形资产及其他	1	1	1	1	1	投资收益	1	1	6	2	2
投资性房地产	67	264	264	264	264	资产减值及公允价值变动	86	66	60	60	60
长期股权投资	4	13	15	17	27	其他收入	(158)	(80)	0	0	0
资产总计	3115	3434	3952	4589	5264	营业利润	444	544	657	772	861
短期借款及交易性金融负债	13	43	20	20	20	营业外净收支	(1)	(3)	0	0	0
应付款项	443	417	432	459	480	利润总额	443	541	657	772	861
其他流动负债	325	248	274	297	298	所得税费用	105	131	164	193	215
流动负债合计	781	709	726	777	798	少数股东损益	(2)	(1)	(1)	(1)	(1)
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	339	411	494	580	647
其他长期负债	0	35	45	55	65						
长期负债合计	0	35	45	55	65	现金流量表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	781	744	771	832	864	净利润	339	411	494	580	647
少数股东权益	(5)	(1)	(2)	(4)	(5)	资产减值准备	47	(26)	42	40	41
股东权益	2339	2691	3183	3761	4406	折旧摊销	4	5	10	11	12
负债和股东权益总计	3115	3434	3952	4589	5264	公允价值变动损失	(86)	(66)	(60)	(60)	(60)
						财务费用	(2)	(8)	(27)	(39)	(50)
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	营运资本变动	(82)	(719)	130	141	(144)
每股收益	0.85	1.02	1.23	1.44	1.61	其它	(49)	25	(43)	(41)	(42)
每股红利	0.00	0.19	0.00	0.01	0.01	经营活动现金流	174	(371)	573	671	453
每股净资产	5.85	6.69	7.92	9.35	10.96	资本开支	0	(46)	(17)	(13)	(15)
ROIC	20%	16%	16%	20%	22%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
ROE	15%	15%	16%	15%	15%	投资活动现金流	(4)	(55)	(19)	(15)	(25)
毛利率	36%	36%	36%	37%	37%	权益性融资	449	31	0	0	0
EBIT Margin	11%	13%	13%	14%	15%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	11%	13%	13%	14%	15%	支付股利、利息	(1)	(74)	(2)	(2)	(2)
收入增长	19%	-10%	5%	8%	4%	其它融资现金流	(9)	224	(23)	0	0
净利润增长率	19%	21%	20%	18%	12%	融资活动现金流	437	106	(25)	(2)	(2)
资产负债率	25%	22%	19%	18%	16%	现金净变动	608	(320)	529	654	426
息率	0.0%	0.9%	0.0%	0.0%	0.0%	货币资金的期初余额	872	1479	1160	1689	2343
P/E	24.2	20.1	16.7	14.2	12.8	货币资金的期末余额	1479	1160	1689	2343	2769
P/B	3.5	3.1	2.6	2.2	1.9	企业自由现金流	313	(345)	546	641	414
EV/EBITDA	17.4	16.3	15.7	13.3	12.0	权益自由现金流	304	(121)	544	671	452

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证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理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户提供。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本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，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布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。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032