

渠道转型仍待显效，彩妆恋火初露锋芒

——九美股份（603983）点评报告

观望（维持）

2022 年 05 月 05 日

报告关键要素：

2022 年 4 月 29 日，公司发布 2021 年年报和 2022 年一季报。2021 年，公司实现营业总收入 17.87 亿元（YoY+2.41%），实现归母净利润 2.48 亿元（YoY-46.61%），扣非归母净利润 1.79 亿元（YoY-55.70%）。2022Q1，公司实现营业总收入 3.83 亿元（YoY-5.31%），实现归母净利润 0.65 亿元（YoY-34.61%），扣非归母净利润 0.57 亿元（YoY-40.20%），整体业绩表现符合市场预期。

投资要点：

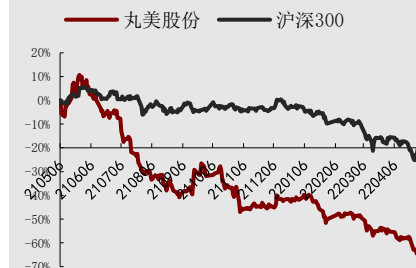
渠道转型仍待显效，营收保稳盈利下滑：拆分 2021 全年业绩，上半年营收保持稳定增长，利润有所下滑。2021H1 营收 8.74 亿元（YoY+10.09%）、归母净利润 1.89 亿元（YoY-29.46%）。而自 2021Q3 以来，受疫情冲击较大，线下日化专营店渠道恢复未达预期，叠加公司自建团队运作“九美天猫旗舰店”、大力布局抖音、快手等新兴直播渠道，转型线上业务投入成本大幅增加而仍待显效，公司转型未如预期顺利，导致 Q3 单季度首次收入下降，归母净利润为上市以来首次单季度亏损。Q4 受“双十一”等大型销售活动影响，拉动 2021 业绩边际改善。渠道收入来看，2021 线上/线下营收分别贡献 10.28/6.99 亿元，分别占比 59.54%/40.46%。2022Q1 公司实现营业总收入 3.83 亿元（YoY-5.31%），实现归母净利润 0.65 亿元（YoY-34.61%），营收同比略微下降，收入已恢复至 2019 年疫前水平。然而随着公司自营业务持续推进改革，各项费用同比增长，叠加疫情压力未减，2022Q1 归母净利润水平仅恢复至 2019 年的 54%。

彩妆领跑打造 21 年业务新增长曲线，眼部产品量减价增拖累 Q1 业绩：公司 2021 实现眼部类、护肤类、洁肤类、彩妆及其他类产品营业收入分别为 5.23/9.67/1.59/0.78 亿元，YoY 分别为-17.12%/7.22%/-15.97%/247.85%，眼部类、洁肤类营收同比均下降，护肤类产品表现较好，彩妆实现大幅增长态势。主因彩妆品牌恋火完成品牌焕新，半年时间 GMV 销量 60 万支，实现收入 6617.46 万元，增幅 463.49%，有望打开公司第二业务增长曲线。2022Q1 眼部类、护肤类、洁肤类产品营业

基础数据

总股本（百万股）	401.82
流通A股（百万股）	77.00
收盘价（元）	20.78
总市值（亿元）	83.50
流通A股市值（亿元）	16.00

个股相对沪深 300 指数表现



数据来源：聚源，万联证券研究所

相关研究

分析师：

陈雯

执业证书编号：S0270519060001

电话：18665372087

邮箱：chenwen@wlzq.com.cn

分析师：

李滢

执业证书编号：S0270522030002

电话：15521202580

邮箱：liyingl@wlzq.com.cn

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1787.03	1799.07	1921.11	2071.77
增长比率(%)	2	1	7	8
净利润(百万元)	247.92	222.12	263.38	300.75
增长比率(%)	-47	-10	19	14
每股收益(元)	0.62	0.55	0.66	0.75
市盈率(倍)	33.68	37.59	31.70	27.76
市净率(倍)	2.71	2.53	2.34	2.16

数据来源：携宁科技云估值，万联证券研究所

收入分别为 0.80/2.03/0.45 亿元，YoY 分别为 -24.54%/-20.90%/32.44%。眼部类/洁肤类产品量减价增，销量分别同比下降 42.14%/14.04%，单价同比上升 30.41%/54.07%，主要系上年同期眼部套盒、眼膜及洁肤产品销售量大，拉低了平均单价所致，另 2022Q1 洁肤新品售价较高且销售占比大，带动 Q1 洁肤产品营收正增长。

净利率下滑，渠道转型致销售费用大幅提升：2021 年公司毛利率 64.02%，同比略有下滑（-2.19pcts），主要系生产成本及运输成本略有上升所致，其中彩妆及其他类产品贡献亮眼营收基础上，毛利率同比增加 7.27pcts。21 年净利率 13.50%，同比下降 13.06pcts，主要系公司积极布局新渠道、拓展新业务致各项费用增长所致。2021 期间费用率 47.92%，同比增加 11.50pcts，有显著增加。其中销售费用率 41.48%（+9.16pcts），主要系推广费用、职工薪酬及办公费用增长所致；研发费用率 2.83%（-0.05pct）；管理费用率 5.62%（+1.11pcts），主要由于公司业务发展，职能部门职工薪酬增加、办公费用增长；财务费用率 -2.00%（+1.28pct）。22Q1 公司净利率为 16.77%，（-7.70pcts），销售/管理/研发/财务费用率分别为 37.49%/6.46%/3.45%/-0.81%，分别同比+8.35/+1.23/+0.55/+1.95pcts，主因本期收入同比略微下降及扩大自营业务，造成各项费用同比增长所致。

盈利预测与投资建议：从 1 季度表现来看，公司渠道转型仍未显效，我们下调公司盈利预测，预计 2022-2024 年公司归母净利润为 2.22/2.63/3.00 亿元（调整前为 2022-2023 年 2.90/3.24 亿元），对应增速分别为 -10%/19%/14%，EPS 为 0.55/0.66/0.75 元，4 月 29 日收盘价对应 PE 分别为 38/32/28 倍。由于各大品牌纷纷大力向线上转型，导致线上竞争急速升温，费用投入加大而仍待显效，公司转型未如预期顺利，线下业务受各地零星疫情持续发酵恢复受阻，业绩承压可能会持续一段时间；但长期来看公司彩妆品牌恋火成功焕新，在探索中找到零售方法论，有望打开公司第二业务增长曲线。加之公司坚持在转型中调整，于变局中开局，创新与科技并举，始终将产品放在第一位，持续研发投入，拓宽技术边界，严守产品品质，保障品效输出；持续夯实品牌，践行品牌年轻化科技化；持续数字化投入，推进云仓建设等，或有机会在新一轮化妆品行业变革中承接发展机遇，维持“观望”评级。

风险因素：线上增速不达预期、产品推新不达预期、市场竞争加剧。

利润表（百万元）

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1787	1799	1921	2072
%同比增速	2%	1%	7%	8%
营业成本	643	646	683	737
毛利	1144	1153	1238	1335
%营业收入	64%	64%	64%	64%
税金及附加	24	21	24	25
%营业收入	1%	1%	1%	1%
销售费用	741	774	788	829
%营业收入	41%	43%	41%	40%
管理费用	100	108	112	122
%营业收入	6%	6%	6%	6%
研发费用	50	51	55	59
%营业收入	3%	3%	3%	3%
财务费用	-36	-10	-7	-3
%营业收入	-2%	-1%	0%	0%
资产减值损失	-11	0	0	0
信用减值损失	-1	0	0	0
其他收益	22	33	30	35
投资收益	25	31	30	34
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	1	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0
营业利润	299	274	327	372
%营业收入	17%	15%	17%	18%
营业外收支	11	0	0	0
利润总额	310	274	327	372
%营业收入	17%	15%	17%	18%
所得税费用	68	55	69	77
净利润	241	219	258	295
%营业收入	13%	12%	13%	14%
归属于母公司的净利润	248	222	263	301
%同比增速	-47%	-10%	19%	14%
少数股东损益	-7	-3	-6	-5
EPS（元/股）	0.62	0.55	0.66	0.75

基本指标

	2021A	2022E	2023E	2024E
EPS	0.62	0.55	0.66	0.75
BVPS	7.68	8.23	8.88	9.63
PE	33.68	37.59	31.70	27.76
PEG	—	—	1.71	1.96
PB	2.71	2.53	2.34	2.16
EV/EBITDA	45.92	34.67	28.26	25.58
ROE	8%	7%	7%	8%
ROIC	6%	5%	6%	6%

资产负债表（百万元）

	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	806	748	307	106
交易性金融资产	738	688	708	722
应收票据及应收账款	63	32	48	44
存货	138	145	150	164
预付款项	36	36	38	41
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	194	193	194	194
流动资产合计	1976	1841	1445	1271
长期股权投资	75	75	75	75
固定资产	247	246	246	246
在建工程	119	178	266	340
无形资产	765	1138	1698	2164
商誉	0	0	0	0
递延所得税资产	22	22	22	22
其他非流动资产	559	560	562	564
资产总计	3762	4059	4315	4682
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	198	238	231	260
预收账款	0	0	0	0
合同负债	145	197	181	210
应付职工薪酬	24	24	25	28
应交税费	63	69	71	78
其他流动负债	147	126	144	148
流动负债合计	577	655	653	724
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	2	2	2	2
其他非流动负债	24	24	24	24
负债合计	603	682	679	751
归属于母公司的所有者权益	3084	3306	3570	3870
少数股东权益	74	71	66	60
股东权益	3158	3377	3635	3931
负债及股东权益	3762	4059	4315	4682

现金流量表（百万元）

	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流净额	-7	313	226	343
投资	59	51	-21	-14
资本性支出	-117	-453	-675	-564
其他	-623	31	30	34
投资活动现金流净额	-681	-372	-666	-544
债权融资	0	0	0	0
股权融资	90	0	0	0
银行贷款增加（减少）	0	0	0	0
筹资成本	-142	0	0	0
其他	-118	0	0	0
筹资活动现金流净额	-170	0	0	0
现金净流量	-858	-58	-441	-201

数据来源：携宁科技云估值，万联证券研究所

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“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。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中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提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员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。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳福田区深南大道2007号金地中心

广州天河区珠江东路11号高德置地广场