

渠道转型业绩承压，彩妆恋火大有可为

——九美股份（603983）点评报告

增持(上调)

2022年08月29日

报告关键要素：

2022年8月26日，公司发布2022年半年度报告。报告显示，公司2022H1实现营业收入8.17亿元（YoY-6.48%），实现归母净利润1.17亿元（YoY-38.11%），扣非归母净利润1.01亿元（YoY-36.57%）。其中，Q2实现营业收入4.35亿元（YoY-7.49%），实现归母净利润0.52亿元（YoY-42.04%），扣非归母净利润0.43亿元（YoY-31.03%）。

投资要点：

渠道转型致使业绩短期承压，营收盈利同比下滑。2022H1营业收入、归属于上市公司股东的净利润及扣除非经常性损益的净利润同比下滑。主要由于上半年公司持续推进线上线下渠道业务的发展，强化业务精细化管理与运营，努力克服疫情对物流、供应链、线上线下销售的影响，营业收入同比下滑。同时公司坚持长期主义为战略指导方向，为保障品牌影响力和发展的可持续，持续进行了必要的品牌宣传和广告推广等投入，导致利润受到影响。

彩妆业务开启新增长曲线，PL恋火品牌发展如火如荼。公司2022H1实现护肤类、眼部类、洁肤类、彩妆及其他类产品营业收入分别为4.11/1.94/1.07/1.03亿元，YoY分别为-22.29%/-23.37% /+38.98% /+767.63%，护肤类、眼部类营收同比均下降，洁肤类产品表现较好，彩妆实现大幅增长态势。主品牌九美实现营业收入6.92亿元，占比84.88%，九美品牌持续推进线上转型和渠道进阶，虽然收入不达预期，但上半年较好地进行了产品结构的梳理和销售机制的优化，对品牌和新品分阶段进行种草和心智强化，为下半年销售打下基础；PL恋火品牌实现收入0.99亿元，占比12.08%，上半年收入已达到去年全年收入的150%，PL恋火保持较好的运营节奏，通过SKU的丰富和销售渠道的拓展，在彩妆市场白热化竞争态势下实现突围，较好地完成了既定目标。

公司整体毛利率上升，销售费用率大幅提升。2022H1公司积极调整产品结构、有序推行降本增效，严控促销和配赠力度，同时通过优化供

基础数据

总股本(百万股)	401.44
流通A股(百万股)	401.00
收盘价(元)	25.67
总市值(亿元)	103.05
流通A股市值(亿元)	102.94

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:	李莹
执业证书编号:	S0270522030002
电话:	15521202580
邮箱:	liying1@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)	41.57	46.39	39.13	34.26
市净率(倍)	3.34	3.12	2.89	2.66

数据来源：携宁科技云估值，万联证券研究所

链流程，较好地抵御了原材料上涨及人工成本上升的冲击，有效提升了毛利率。2022H1 实现毛利率 69.21%，同比增加 5.15pcts；实现净利率 13.91%，同比减少 7.34pcts。2022H1 公司销售/管理/研发费用率分别为 44.1%/6.33%/3.02%，同比+8.01pct/+1.5pct/+0.2pct。销售费用率提升主因增加了必要的品牌宣传和广告推广等投入。管理费用率提升主因本期新增控股子公司及业务发展，职能部门人员增加导致职工薪酬、办公费用增加。

大力提升研发水平，持续加强品牌建设。公司持续夯实研发实力，积极布局国际技术领域，加强公司的专利导航建设，2022H1 公司新增申请专利 34 项，其中发明专利 31 项，实用新型专利 3 项；新增获得专利授权 39 项，其中发明专利 35 项（包含国际专利 1 项）、实用新型专利 4 项。此外，公司聚焦头部，优化长尾，大力发展具有核心科技的大单品。公司对产品 SKU 信息进行了全面梳理和完善，精减 SKU 120 个，同时公司坚决推进分渠分品策略，线上线下配置不同的系列矩阵，线上各平台间采用不同的侧重构成，辅以特渠专供、平台专供，以保障线上线下多渠道多平台协同均衡发展。同时公司成立联合打品小组，分别以小金针、小紫弹、小红笔、蝴蝶眼膜在线上推进联合爆品计划。线上坚决推进零售转型，公司抖音快手的自播占比超过了 50%，天猫直播渗透率有了明显提升。

盈利预测与投资建议：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。我们维持公司盈利预测，预计 2022-2024 年公司归母净利润为 2.22/2.63/3.01 亿元，对应增速分别为-10%/19%/14%，EPS 为 0.55/0.66/0.75 元，8 月 26 日收盘价对应 PE 分别为 46/39/34 倍，上调至“增持”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	8.24	8.89	9.64
PE	41.57	46.39	39.13	34.26
PEG	—	—	2.11	2.41
PB	3.34	3.12	2.89	2.66
EV/EBITDA	45.92	43.61	35.14	31.66
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受到任何形式的补偿。

免责条款

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