

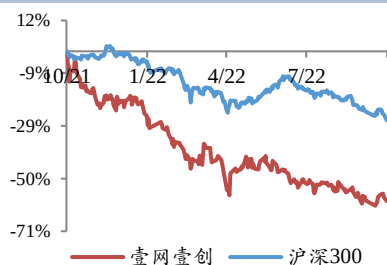
营收高增，营销增加致利润短期下滑

投资评级：买入（维持）

报告日期：2022-10-25

收盘价（元）	24.93
近 12 个月最高/最低（元）	60.36/23.83
总股本（百万股）	239
流通股本（百万股）	202
流通股比例（%）	84.51
总市值（亿元）	60
流通市值（亿元）	50

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

联系人：梁瑞

执业证书号：S0010121110043

邮箱：liangrui@hazq.com

相关报告

1. 增量品牌助力营收增长，投入增加拖累业绩 2022-08-29
2. 【华安新消费】壹网壹创 (300792.SZ)：多维拓展引擎全开，激发品牌全新动力 2021-11-17

主要观点：

● 事件

公司发布三季度报告，实现营收 10.15 亿元 (+39.23%)，归母净利润 1.47 亿元 (-27.83%)，基本每股收益 0.62 元。其中 Q3 单季度，公司实现营收 3.83 亿元 (+57.69%)，归母净利润 0.42 亿元 (-45.58%)。

● 天猫平台稳健增长，宠物、食品、珠宝等新品类 GMV 较快增长

1、从渠道来看，天猫平台仍是主要阵地，公司深度合作品牌 OLAY、欧珀莱、毛戈平等在天猫平台保持稳健增长，也带动了公司淘系渠道的增长。存量客户毛戈平、艾杜纱、欧珀莱拓展快手、拼多多等淘外渠道，实现较快增长。2、从主要品类表现来看，个护 GMV 保持稳健增长；2021 年新增的食品、宠物、珠宝品类 GMV 呈现较快增长；美妆、家电、潮玩品类由于疫情及政策层面的影响，GMV 呈现一定程度下滑。

● 品牌营销投入大幅增加，盈利能力下降

公司 Q3 毛利率为 35.4% (yoy-13.05pct)，净利率为 15.8% (yoy-14.65pct)，公司盈利能力呈现较大幅度下降。毛利率下降主要有两个原因：1、在疫情及消费疲软的影响下，达到与同期一样或更好的表现，需要加大对代理品牌的营销投入。即公司品牌线上管理服务及营销服务成本增加，从而影响销售毛利率；2、公司为提高经营质量，清理部分品牌库存，降价促销等方式对毛利率产生影响。此外，公司期间费用率为 17.1% (+2.67pct)，其中销售费用率为 10.16% (+3.86pct)，管理费用率为 6.60% (-1.08pct)，研发费用率为 2.86% (-0.02pct)。

● 投资建议

随着互联网、通信和电商的相关技术不断发展，叠加消费者可支配收入提升及消费习惯的转变，供需两端协同共振催化成交规模不断扩大，线上渠道已成为商家“必争之地”。公司经过多年发展，在业务端已具备全链路运营能力，形成“精准的产品设计策划+一站式线上数据分析与应用+定制化会员服务+精细化营销的仓储信息”等特色服务。公司未来将沿着“加品牌、扩品类、拓渠道”的发展方向，品牌效力有望得到进一步加持。我们预计公司 2021~2023 年 EPS 分别为 0.97、1.25、1.54 元/股，对应当前股价 PE 分别为 28、22、18 倍。维持“买入”评级。

● 风险提示

行业竞争加剧，新增品牌培育周期不确定，渠道拓展不利等。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1135	1479	1807	2177
收入同比 (%)	-12.6%	30.3%	22.2%	20.5%
归属母公司净利润	327	324	416	514
净利润同比 (%)	5.4%	-0.8%	28.2%	23.7%
毛利率 (%)	47.6%	44.0%	45.9%	46.7%
ROE (%)	12.3%	10.9%	12.3%	13.2%
每股收益 (元)	1.45	0.97	1.25	1.54
P/E	33.79	27.94	21.79	17.62
P/B	4.41	3.05	2.67	2.32
EV/EBITDA	29.93	22.09	16.61	13.07

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					单位:百万元				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	2283	2300	2471	2758	营业收入	1135	1479	1807	2177
现金	1526	1577	1546	1626	营业成本	595	828	977	1160
应收账款	315	312	404	497	营业税金及附加	29	13	16	20
其他应收款	179	145	197	247	销售费用	86	141	173	208
预付账款	43	47	59	71	管理费用	82	122	149	179
存货	181	180	225	277	财务费用	-28	0	0	0
其他流动资产	39	39	39	39	资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	1138	1460	1789	2095	公允价值变动收益	33	0	0	0
长期投资	148	201	255	303	投资净收益	62	80	98	118
固定资产	99	111	114	118	营业利润	445	430	559	691
无形资产	31	41	51	58	营业外收入	0	6	4	4
其他非流动资产	860	1107	1370	1616	营业外支出	1	1	1	1
资产总计	3422	3760	4260	4853	利润总额	444	435	562	694
流动负债	594	580	625	655	所得税	84	83	107	132
短期借款	84	35	-75	-180	净利润	360	352	455	562
应付账款	137	145	182	221	少数股东损益	33	28	40	48
其他流动负债	373	399	517	615	归属母公司净利润	327	324	416	514
非流动负债	96	96	96	96	EBITDA	343	341	449	556
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.45	0.97	1.25	1.54
其他非流动负债	96	96	96	96					
负债合计	690	676	720	751					
少数股东权益	82	111	150	199					
股本	239	333	333	333					
资本公积	1463	1369	1369	1369					
留存收益	948	1272	1687	2202					
归属母公司股东权益	2649	2974	3389	3903					
负债和股东权益	3422	3760	4260	4853					

现金流量表				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	28	350	322	387
净利润	327	324	416	514
折旧摊销	22	14	16	16
财务费用	1	0	0	0
投资损失	-62	-80	-98	-118
营运资金变动	-280	69	-47	-70
其他经营现金流	626	278	500	629
投资活动现金流	-65	-250	-243	-201
资本支出	-127	-278	-287	-271
长期投资	-186	-53	-54	-48
其他投资现金流	248	80	98	118
筹资活动现金流	928	-49	-110	-105
短期借款	76	-49	-110	-105
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	94	94	0	0
资本公积增加	793	-94	0	0
其他筹资现金流	-35	0	0	0
现金净增加额	889	51	-31	81

主要财务比率				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营业收入	-12.6%	30.3%	22.2%	20.5%
营业利润	3.0%	-3.4%	30.1%	23.7%
归属于母公司净利润	5.4%	-0.8%	28.2%	23.7%
获利能力				
毛利率 (%)	47.6%	44.0%	45.9%	46.7%
净利率 (%)	28.8%	21.9%	23.0%	23.6%
ROE (%)	12.3%	10.9%	12.3%	13.2%
ROIC (%)	9.2%	8.4%	10.1%	11.1%
偿债能力				
资产负债率 (%)	20.2%	18.0%	16.9%	15.5%
净负债比率 (%)	25.3%	21.9%	20.4%	18.3%
流动比率	3.84	3.97	3.96	4.21
速动比率	3.47	3.57	3.50	3.68
营运能力				
总资产周转率	0.33	0.39	0.42	0.45
应收账款周转率	3.61	4.74	4.47	4.38
应付账款周转率	4.34	5.70	5.36	5.26
每股指标 (元)				
每股收益	1.45	0.97	1.25	1.54
每股经营现金流	0.12	1.05	0.97	1.16
每股净资产	11.10	8.93	10.17	11.72
估值比率				
P/E	33.79	27.94	21.79	17.62
P/B	4.41	3.05	2.67	2.32
EV/EBITDA	29.93	22.09	16.61	13.07

资料来源：公司公告，华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：王洪岩

联系人：梁瑞

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 15%；
- 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。