

2023年01月04日

- 先前股价的波动来自市场担忧公司 2022 年全年的业绩完成情况以及未来公司增长的可持续性，但我们认为公司处于成长型赛道，人群的渗透率的提升空间、线下获客渠道的复苏将为公司成长提供持续动力支持；同时公司较同业具备更强的研发竞争力，未来可通过改善运营能力“短板”进一步提升公司成长为龙头化妆品集团的确定性。
- 公司位于β型赛道，人群渗透率提升为核心驱动。不同于其他的大众型护肤品牌，公司所在的敏感肌护肤赛道依然具备高成长性，根据欧睿数据，皮肤学级化妆品 2017-2021 年复合增速达 33.4%，2021 年中国皮肤学级化妆品占护肤品比重仅 9.63%，较美国的 18.43%/法国的 47.63%还有较大提升空间；根据沙利文数据，未来 5 年（2022-2027 年）功能性护肤品中植物活性成分赛道依然保持 30.4%的复合增速，行业β的推动作用明显，当前行业和其中品牌增长的核心驱动力为通过强化敏感肌消费者使用皮肤学级护肤品的意识提升人群渗透率，短期内“量”的推动力或较“价”更明显。
- 量：注重线下渠道开拓，未来线下消费场景回暖或可打开公司获客空间。由于有更严重敏感问题的人群可能更倾向于去线下医院或 OTC 药房寻求可以缓解症状的产品，因此公司在顺应行业趋势发展线上渠道的同时，也在线下借助专业药房渠道进行品宣，相较于线上的公域流量渠道获客，通过线下医疗渠道触达的潜在客户或因为敏感的症状更明显，因此对品牌、产品或具备更高信任与消费粘性。在实现首次购买后，消费者复购预计仍然会在线上进行，因此未来线上增长驱动力部分或亦将来源于线下新客复购。
- 价：大单品稳步发展，客单价提升空间充足。由于品牌定位敏感肌人群，公司在新品营销方面更为谨慎，具备功效性的“舒敏 plus”新品若未经过消费者的检验便倾资源推广，可能造成使用后出现过敏反应，影响消费者的品牌信任度，因此公司推出新品后，会通过积累自然流量的购买反馈、统计第三方平台消费者不良反应数据推进产品后续的技改，确保产品负面评价较小时再引入公域流量进行推广，公司塑造爆品的时间周期一般为 2-3 年、较其他“大众型”护肤品牌打磨产品的更长，清透防晒乳和特护精华均为经过不断技改后才推广成为复购率较高的明星单品，光透皙白淡斑精华也在 9-10 月出现逐渐放量的迹象，“舒敏 plus”产品矩阵逐步完善或将持续提升品牌客单价。
- 弃旧图新强化公关，提升消费者好感势在必行。双十一期间公司遭遇了冻干面膜、高保湿面霜的舆论风波，由于公司选择了先确认产品质量再进行回应，导致品牌舆情回应稍显滞后，进而引发了市场对于公司公关运营能力的担忧；我们认为公司崛起基于研发能力优势，双十一舆情提升了公司对于运营能力的重视程度。在 22 年年末薇诺娜选择了部分“薇粉”派送“薇诺娜新年幸运礼盒”，礼盒中包含公司众多明星单品，收到礼盒的消费者在社媒平台的反馈较为积极正面，可以进一步提升消费者的好感度与忠诚度。本次礼盒派送初步展现出公司运营能力的提升，改善逻辑持续强化。
- 延续主品牌崛起经历，高端抗衰新品牌从医美机构开启布局。延续主品牌“通过医生背书提升消费者认可度”的核心发展逻辑之一，公司高端抗衰新品牌 AOXMED 通过布局医美机构渠道实现“从 0 到 1”起步，功能性护肤品可通过与项目搭配形成联合方案，在医美医生的推荐和背书下更易提升消费者对于新品牌的接受度，在院线级产品得到一定认可后，价格稍低的居家线也可通过电商渠道继续推广，考虑到公司在三甲医院渠道的成功布局，我们认为在医美机构“另辟蹊径”的布局或能为 AOXMED 的品牌成长提供积淀。
- 盈利预测与投资评级：不同于其他大众护肤品牌，薇诺娜所处的敏感肌

护肤赛道依然具备β成长性，公司积极布局线下 OTC 渠道在未来线下消费复苏的背景下或有助于公司触达更多具备敏感问题（因此产品消费更加高粘性）的客群，人群渗透率提升将成为公司未来成长的核心动力，“舒敏 plus”系列的明星单品的打磨推出也将打开客单提价空间，量价两方面驱动公司业绩增长。我们预测公司 2022-2024 年归母净利润分别为 11.2/15.0/20.1 亿元，同比分别增长 30.2%/33.7%/33.7%，EPS 分别为 2.65/3.55/4.74 元，对应 PE 分别为 56/42/31X，给予“买入”评级。

- **风险因素：**宏观消费影响化妆品行业消费、疫情反复短期影响线下消费、新品牌或新产品表现不及预期、舆情影响消散慢于预期。

重要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	2,636	4,022	5,272	7,023	9,233
增长率 YoY %	35.6%	52.6%	31.1%	33.2%	31.5%
归属母公司净利润(百万元)	544	863	1,123	1,502	2,007
增长率 YoY%	31.9%	58.8%	30.2%	33.7%	33.7%
毛利率%	76.3%	76.0%	76.3%	76.5%	76.8%
净资产收益率ROE%	45.3%	18.1%	20.0%	22.1%	24.0%
EPS(摊薄)(元)	1.28	2.04	2.65	3.55	4.74
市盈率 P/E(倍)	115.01	72.44	55.65	41.62	31.14
市净率 P/B(倍)	52.14	13.15	11.11	9.21	7.47

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2023 年 01 月 03 日收盘价

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	<b>1,391</b>	<b>5,225</b>	<b>6,237</b>	<b>7,795</b>	<b>9,717</b>
货币资金	752	2,035	2,456	3,357	3,809
应收票据	0	0	0	0	0
应收账款	187	247	421	349	667
预付账款	29	46	54	69	86
存货	254	463	636	674	976
其他	169	2,433	2,669	3,347	4,179
<b>非流动资产</b>	<b>211</b>	<b>587</b>	<b>633</b>	<b>629</b>	<b>608</b>
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产(合计)	69	113	138	154	161
无形资产	55	65	74	83	92
其他	87	410	420	392	355
<b>资产总计</b>	<b>1,602</b>	<b>5,812</b>	<b>6,869</b>	<b>8,425</b>	<b>10,325</b>
<b>流动负债</b>	<b>391</b>	<b>900</b>	<b>1,096</b>	<b>1,499</b>	<b>1,821</b>
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据	18	65	66	117	122
应付账款	117	296	328	452	502
其他	256	538	702	930	1,197
<b>非流动负债</b>	<b>9</b>	<b>134</b>	<b>124</b>	<b>114</b>	<b>104</b>
长期借款	0	0	0	0	0
其他	9	134	124	114	104
<b>负债合计</b>	<b>400</b>	<b>1,034</b>	<b>1,220</b>	<b>1,613</b>	<b>1,925</b>
少数股东权益	3	23	25	25	26
归属母公司股东权益	1,199	4,755	5,624	6,786	8,374
<b>负债和股东权益</b>	<b>1,602</b>	<b>5,812</b>	<b>6,869</b>	<b>8,425</b>	<b>10,325</b>

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	2,636	4,022	5,272	7,023	9,233
同比(%)	35.6%	52.6%	31.1%	33.2%	31.5%
归属母公司净利润	544	863	1,123	1,502	2,007
同比(%)	31.9%	58.8%	30.2%	33.7%	33.7%
毛利率(%)	76.3%	76.0%	76.3%	76.5%	76.8%
ROE%	45.3%	18.1%	20.0%	22.1%	24.0%
EPS(摊薄)(元)	1.28	2.04	2.65	3.55	4.74
P/E	115.01	72.44	55.65	41.62	31.14
P/B	52.14	13.15	11.11	9.21	7.47
EV/EBITDA	-1.12	75.83	44.73	33.14	24.55

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业总收入</b>	<b>2,636</b>	<b>4,022</b>	<b>5,272</b>	<b>7,023</b>	<b>9,233</b>
营业成本	626	965	1,248	1,650	2,146
营业税金及附加	46	52	79	113	146
销售费用	1,107	1,681	2,209	2,929	3,827
管理费用	169	245	306	407	528
研发费用	63	113	200	270	342
财务费用	-1	-10	-17	-31	-22
减值损失合计	-9	-12	-10	-10	-10
投资净收益	3	19	80	90	100
其他	30	33	15	17	15
<b>营业利润</b>	<b>650</b>	<b>1,016</b>	<b>1,332</b>	<b>1,781</b>	<b>2,371</b>
营业外收支	-2	2	-1	-1	2
<b>利润总额</b>	<b>648</b>	<b>1,018</b>	<b>1,331</b>	<b>1,780</b>	<b>2,373</b>
所得税	104	154	206	277	365
<b>净利润</b>	<b>544</b>	<b>864</b>	<b>1,125</b>	<b>1,503</b>	<b>2,008</b>
少数股东损益	0	1	1	1	1
<b>归属母公司净利润</b>	<b>544</b>	<b>863</b>	<b>1,123</b>	<b>1,502</b>	<b>2,007</b>
EBITDA	671	1,049	1,345	1,788	2,395
EPS(当年)(元)	1.51	2.12	2.65	3.55	4.74

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	<b>431</b>	<b>1,153</b>	<b>1,200</b>	<b>1,923</b>	<b>1,690</b>
净利润	544	864	1,125	1,503	2,008
折旧摊销	25	73	90	108	126
财务费用	1	4	8	7	6
投资损失	-3	-3	-19	-80	-90
营运资金变动	-148	224	42	379	-362
其它	12	6	16	16	12
<b>投资活动现金流</b>	<b>-86</b>	<b>-2,558</b>	<b>-506</b>	<b>-666</b>	<b>-802</b>
资本支出	-89	-270	-116	-86	-82
长期投资	0	-2,307	-450	-650	-800
其他	3	19	60	70	80
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-121</b>	<b>2,664</b>	<b>-272</b>	<b>-357</b>	<b>-436</b>
吸收投资	0	2,925	0	0	0
借款	37	0	0	0	0
支付利息或股息	-104	-191	-262	-347	-426
<b>现金流净增加额</b>	<b>224</b>	<b>1,258</b>	<b>422</b>	<b>900</b>	<b>452</b>



## 研究团队简介

**刘嘉仁**，社零&美护首席分析师。曾供职于第一金证券、凯基证券、兴业证券。2016年加入兴业证券社会服务团队，2019年担任社会服务首席分析师，2020年接管商贸零售团队，2021年任现代服务业研究中心总经理。2022年加入信达证券，任研究开发中心副总经理。2021年获新财富批零与社服第2名、水晶球社服第1名/零售第1名、新浪财经金麒麟最佳分析师医美第1名/零售第2名/社服第3名、上证报最佳分析师批零社服第3名，2022年获新浪财经金麒麟最佳分析师医美第2名/社服第2名/零售第2名、医美行业白金分析师。

**王越**，上海交通大学金融学硕士，南京大学经济学学士，2018年7月研究生毕业后加入兴业证券社会服务小组，2022年11月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美、社会服务行业。

**周子莘**，南京大学经济学硕士，华中科技大学经济学学士，曾任兴业证券社会服务行业美护分析师，2022年11月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美。

**李文静**，伊利诺伊大学香槟分校理学硕士，西南财经大学经济学学士，2022年11月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美。

## 机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	<a href="mailto:hanqiuyue@cindasc.com">hanqiuyue@cindasc.com</a>
华北区销售总监	陈明真	15601850398	<a href="mailto:chenmingzhen@cindasc.com">chenmingzhen@cindasc.com</a>
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	<a href="mailto:quejiacheng@cindasc.com">quejiacheng@cindasc.com</a>
华北区销售	祁丽媛	13051504933	<a href="mailto:qiliyuan@cindasc.com">qiliyuan@cindasc.com</a>
华北区销售	陆禹舟	17687659919	<a href="mailto:luyuzhou@cindasc.com">luyuzhou@cindasc.com</a>
华北区销售	魏冲	18340820155	<a href="mailto:weichong@cindasc.com">weichong@cindasc.com</a>
华北区销售	樊荣	15501091225	<a href="mailto:fanrong@cindasc.com">fanrong@cindasc.com</a>
华北区销售	秘侨	18513322185	<a href="mailto:miqiao@cindasc.com">miqiao@cindasc.com</a>
华北区销售	李佳	13552992413	<a href="mailto:lijia1@cindasc.com">lijia1@cindasc.com</a>
华东区销售总监	杨兴	13718803208	<a href="mailto:yangxing@cindasc.com">yangxing@cindasc.com</a>
华东区销售副总监	吴国	15800476582	<a href="mailto:wuguo@cindasc.com">wuguo@cindasc.com</a>
华东区销售	国鹏程	15618358383	<a href="mailto:guopengcheng@cindasc.com">guopengcheng@cindasc.com</a>
华东区销售	李若琳	13122616887	<a href="mailto:liruolin@cindasc.com">liruolin@cindasc.com</a>
华东区销售	朱尧	18702173656	<a href="mailto:zhuyao@cindasc.com">zhuyao@cindasc.com</a>
华东区销售	戴剑箫	13524484975	<a href="mailto:daijianxiao@cindasc.com">daijianxiao@cindasc.com</a>
华东区销售	方威	18721118359	<a href="mailto:fangwei@cindasc.com">fangwei@cindasc.com</a>
华东区销售	俞晓	18717938223	<a href="mailto:yuxiao@cindasc.com">yuxiao@cindasc.com</a>
华东区销售	李贤哲	15026867872	<a href="mailto:lixianzhe@cindasc.com">lixianzhe@cindasc.com</a>
华东区销售	孙僮	18610826885	<a href="mailto:suntong@cindasc.com">suntong@cindasc.com</a>
华东区销售	贾力	15957705777	<a href="mailto:jjiali@cindasc.com">jjiali@cindasc.com</a>
华东区销售	石明杰	15261855608	<a href="mailto:shimingjie@cindasc.com">shimingjie@cindasc.com</a>
华东区销售	曹亦兴	13337798928	<a href="mailto:caoyixing@cindasc.com">caoyixing@cindasc.com</a>
华南区销售总监	王留阳	13530830620	<a href="mailto:wangliuyang@cindasc.com">wangliuyang@cindasc.com</a>
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	<a href="mailto:chenchen3@cindasc.com">chenchen3@cindasc.com</a>
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	<a href="mailto:wangyufei@cindasc.com">wangyufei@cindasc.com</a>
华南区销售	刘韵	13620005606	<a href="mailto:liuyun@cindasc.com">liuyun@cindasc.com</a>



华南区销售	胡洁颖	13794480158	<a href="mailto:hujieying@cindasc.com">hujieying@cindasc.com</a>
华南区销售	郑庆庆	13570594204	<a href="mailto:zhengqingqing@cindasc.com">zhengqingqing@cindasc.com</a>
华南区销售	刘莹	15152283256	<a href="mailto:liuying1@cindasc.com">liuying1@cindasc.com</a>

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）；  时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~20%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。