

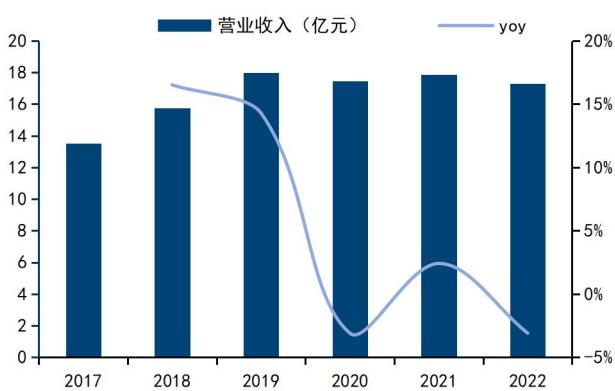
2022年公司转型期业绩有所承压，23年Q1已实现恢复性增长。公司2022年实现营收17.32亿元，同比-3.1%；归母净利润为1.74亿元，同比-29.74%。22年疫情等外部环境因素以及公司自身推进线上渠道转型，导致业绩有所承压。23Q1公司实现收入4.77亿元，同比+24.58%，归母净利润0.79亿元，同比+20.15%。公司未来通过强化大单品聚焦核心价值人群，夯实自主品牌丸美眼部护理专家+抗衰老大师品牌心智，并积极推动新品牌恋火发展，推进全年实现复苏、健康增长。

分品牌来看：2022年自主品牌丸美实现收入13.98亿元，同比-12.32%，仍是第一大品牌，收入占比超80%，毛利率68.74%，同比提高6.46pct，其中眼部产品4.35亿元。公司不断调整产品结构，精减SKU超200个，并坚定推进分渠分品策略，聚焦小红笔眼霜等核心大单品，夯实丸美眼霜心智，同时逐步渗透重组胶原蛋白小金针次抛精华，发展第二大核心抗衰精华品类，2022年公司重组双胶原蛋白系列实现营业收入2.05亿元，占比公司整体收入11.84%。

恋火品牌2022年实现收入2.86亿元，同比+331.91%，占比提升至16.52%。2022年“看不见”粉底液收入近1亿元，同时新增“看不见”粉饼、“蹭不掉”粉底液，加大对不同肤质底妆需求的覆盖；双11期间“看不见”粉底液在天猫粉底液品类热销榜、加购榜、好评榜、回购榜均为第一。

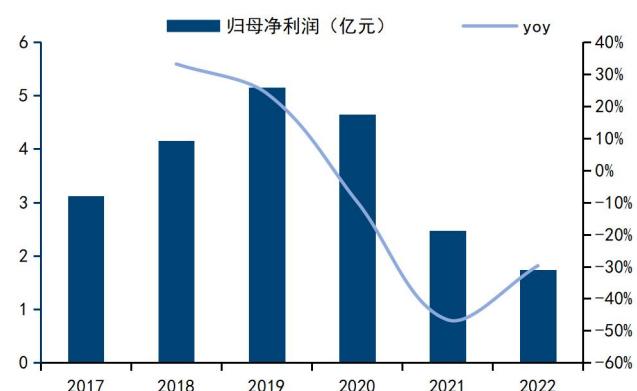
分渠道来看：2022年公司线上渠道实现收入12.44亿元，占比达71.93%，同比增长21.06%，毛利率也提升6.19pct至70.42%。受益于抖音快手自播及恋火品牌快速发展而增长。具体来看，抖音快手自播实现营收1.89亿元，同比增长4.9倍，自播占比超过达播，抖音于2022年Q4开始放量；天猫平台逐季优化，22Q4开始恢复正增长，直播渗透率提升显著。线下渠道实现4.86亿元，同比下滑30.49%，主要受到疫情影响冲击较大，毛利率减少0.6pct至63.4%。

图1：公司营业收入及增速（单位：亿元、%）

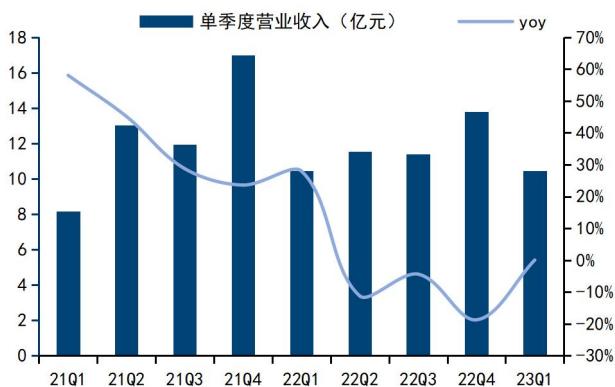


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

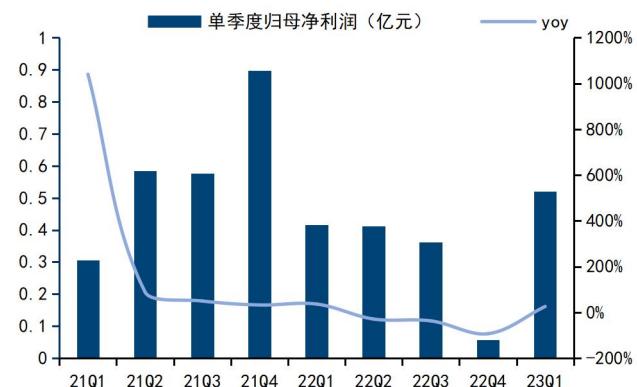
图2：公司归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

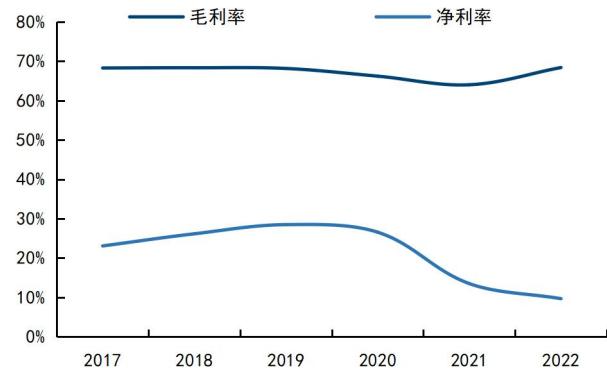
图3：公司营业收入及增速（单位：亿元、%）


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

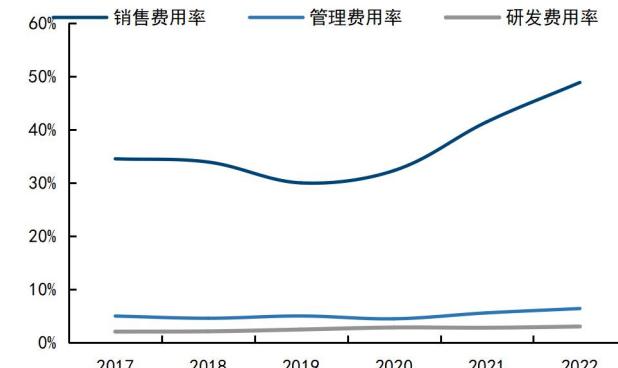
图4：公司归母净利润及增速（单位：亿元、%）


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

盈利能力方面，公司2022年实现毛利率68.40%，同比+4.38pct，公司加强成本管控，并通过提升终端产品价格和减少折扣的方式实现毛利率的提升。23Q1毛利率为68.68%/+1.97pct。**费用率方面**，2022年销售费用率/管理费用率/研发费用率分别为48.86%/6.43%/3.06%，同比+7.38pct/+0.81pct/+0.23pct，23年Q1销售费用率/管理费用率/研发费用率分别同比+5.02pct/-2.11pct/-0.65pct。主要是营销推广费用增加带动销售费用率上行。

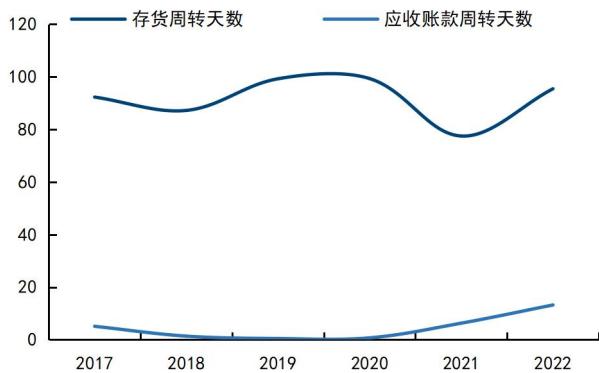
图5：公司毛利率及净利率情况


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

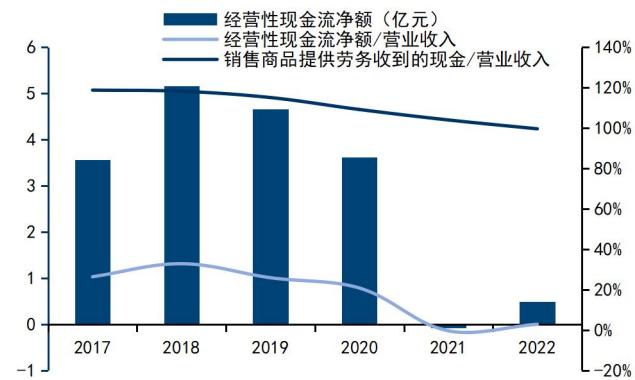
图6：公司费用率情况


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

营运能力及现金流方面，2022年公司存货周转天数96天，同比上升18天；应收账款周转天数14天，同比上升7天；经营性现金流净额为0.48亿元，去年同期为-0.07亿元，主要由于公司付现期间费用同比减少。2023Q1产生经营性现金流净额为-0.46亿元，相较于22年Q1的-0.67亿元，同比已有改善。

图7：公司存货周转天数及应收账款周转天数


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：公司现金流情况


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议：

2022年公司持续进行产品优化和渠道调整，一方面通过聚焦头部大单品，优化长尾品类，实现产品迭代下的量价提升，另一方面坚定推行线上电商渠道转型，22Q4线上电商运营效能和发展动能已实现阶段性有效突破，为公司长期健康发展打下良好基础。同时彩妆新品牌恋火以大单品策略稳步渗透高质极简的底妆心智，在彩妆市场白热化竞争态势下实现突围，并有望成为驱动公司成长的第二增长曲线。我们维持23年归母净利润不变，并略上调24年，新增2025年归母净利润为2.87/3.57/4.30亿元（原值为2.87/3.48亿元），对应PE为67/51/42x。维持公司“增持”评级。

表1：可比公司估值表

代码	公司简称	股价 (2023-04-28)	总市值 亿元	EPS				PE			ROE (%)		PEG (23E)	投资评级
				22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E	(22A)	(23E)	
603983.SH	丸美股份	36.24	145	0.43	0.71	0.89	1.07	77.76	50.73	40.73	33.81	5.46	0.78	增持
300957.SZ	贝泰妮	114.03	483	2.48	3.03	3.85	4.89	60.14	37.63	29.62	23.32	18.93	1.70	买入
603605.SH	珀莱雅	167.90	476	2.88	3.66	4.55	5.53	58.09	45.85	36.90	30.37	23.19	1.70	买入

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	806	1073	1443	1462	1642	营业收入	1787	1732	2125	2475	2847
应收款项	70	81	54	63	72	营业成本	643	547	654	755	860
存货净额	138	152	153	175	199	营业税金及附加	24	25	25	30	34
其他流动资产	223	211	255	297	342	销售费用	741	846	929	1069	1224
流动资产合计	1976	2237	2626	2717	2976	管理费用	100	111	148	166	185
固定资产	365	502	566	617	660	研发费用	50	53	62	71	81
无形资产及其他	765	749	719	689	659	财务费用	(36)	(13)	(10)	(15)	(24)
投资性房地产	581	530	530	530	530	投资收益	25	28	30	30	30
长期股权投资	75	74	104	134	164	资产减值及公允价值变动	(11)	(4)	(7)	(7)	(7)
资产总计	3762	4091	4544	4686	4988	其他收入	(29)	(31)	(62)	(71)	(81)
短期借款及交易性金融负债	5	111	500	300	200	营业利润	299	207	339	423	510
应付款项	198	230	229	261	298	营业外净收支	11	(1)	1	1	1
其他流动负债	373	328	423	485	554	利润总额	310	207	340	424	511
流动负债合计	577	668	1152	1046	1051	所得税费用	68	39	65	81	97
长期借款及应付债券	0	148	(82)	(82)	(82)	少数股东损益	(7)	(7)	(11)	(14)	(17)
其他长期负债	27	22	27	32	37	归属于母公司净利润	248	174	287	357	430
长期负债合计	27	170	(55)	(50)	(45)	现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	603	839	1097	996	1006	净利润	248	174	287	357	430
少数股东权益	74	65	58	51	42	资产减值准备	6	(2)	3	2	1
股东权益	3084	3188	3389	3639	3940	折旧摊销	20	17	66	81	88
负债和股东权益总计	3762	4091	4544	4686	4988	公允价值变动损失	11	4	7	7	7
						财务费用	(36)	(13)	(10)	(15)	(24)
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	(106)	19	83	28	33
每股收益	0.62	0.43	0.71	0.89	1.07	其它	(8)	(2)	(9)	(9)	(10)
每股红利	0.35	0.19	0.21	0.27	0.32	经营活动现金流	170	210	437	465	550
每股净资产	7.68	7.94	8.44	9.06	9.81	资本开支	0	(143)	(110)	(110)	(110)
ROIC	9.07%	5.31%	10%	13%	16%	其它投资现金流	82	18	0	0	0
ROE	8.04%	5.46%	8%	10%	11%	投资活动现金流	57	(124)	(140)	(140)	(140)
毛利率	64%	68%	69%	70%	70%	权益性融资	(0)	0	0	0	0
EBIT Margin	13%	9%	14%	16%	16%	负债净变化	0	148	(230)	0	0
EBITDA Margin	14%	10%	18%	19%	19%	支付股利、利息	(142)	(77)	(86)	(107)	(129)
收入增长	2%	-3%	23%	16%	15%	其它融资现金流	(807)	38	389	(200)	(100)
净利润增长率	-47%	-30%	65%	25%	20%	融资活动现金流	(1091)	181	73	(307)	(229)
资产负债率	18%	22%	25%	22%	21%	现金净变动	(864)	267	370	18	180
股息率	1.0%	0.5%	0.6%	0.7%	0.9%	货币资金的期初余额	1670	806	1073	1443	1462
P/E	58.7	83.5	50.7	40.7	33.8	货币资金的期末余额	806	1073	1443	1462	1642
P/B	4.7	4.6	4.3	4.0	3.7	企业自由现金流	0	13	288	310	386
EV/EBITDA	61.0	92.8	42.0	33.4	28.2	权益自由现金流	0	200	455	123	306

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 ±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 ±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