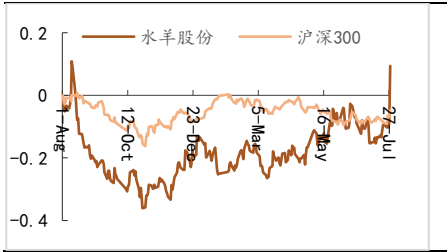


评级： 买入

于那  
首席分析师  
SAC 执证编号：S0110522070001  
yuna3@sczq.com.cn  
电话：021-58820297

市场指数走势（最近 1 年）



资料来源：聚源数据

公司基本数据

|              |             |
|--------------|-------------|
| 最新收盘价（元）     | 18.97       |
| 一年内最高/最低价（元） | 19.92/10.82 |
| 市盈率（当前）      | 40.06       |
| 市净率（当前）      | 4.01        |
| 总股本（亿股）      | 3.89        |
| 总市值（亿元）      | 73.88       |

资料来源：聚源数据

相关研究

- 22H1 中报业绩点评：疫情影响业绩承压，进军高端美护提升盈利能力
- 
- 

核心观点

- **事件：**公司发布 2023 中报业绩。2023H1 公司实现营收 22.89 亿元，同比+4.00%，归母净利润 1.42 亿元，同比+72.02%。23Q2 单季度公司实现营收 12.43 亿元，同比+7.58%；实现归母净利润 0.90 亿元，同比+119.05%。2023H1 受益于公司多层次品牌矩阵完善，产品结构持续优化，成本费用控制有效，公司营业收入恢复增长，净利润增长超预期。
- **23Q2 业绩超预期增长，自主品牌盈利能力改善。**公司自有品牌形成 2+2+n 矩阵，自主品牌高速增长盈利能力持续改善。其中，第一梯队品牌御泥坊持续完善产品布局，以面膜为核心、高价精华、面霜、护肤套装等多品类发展，打造大单品梯队，4 月上市的新品第八代氨基酸泥膜含自主研发成分水飞泥浆精华，在达人张凯毅视频上线 24 小时销量即超百万；收购的日法高奢护肤品牌 EDB 陆续打造了超级面膜、抗光老精华防晒、胶原精粹水及超级 CP 等多个核心产品，持续完善高端百货、高奢酒店、机场杂志等渠道布局，并通过抖音防晒季专场、品牌艺术沙龙会等活动进一步渗透高端客群。此外，第二梯队品牌大水滴、小迷糊品牌建设持续推进；新锐品牌中 VAA 上半年高速增长、进一步减亏。代理品牌方面，已形成 1+5+n 层次结构，合作强生集团，覆盖护肤、彩妆、个护、香水、健康食品等 5 大品类，形成全品类、多品牌布局，业绩稳步增长。
- **线上抖音渠道布局显成效，线下加快高端百货拓展。**分渠道来看，2023H1 线上收入 20.15 亿元，收入占比 87.97%，其中第三方平台（自营+经销+代销）收入 18.29 亿元，收入占比 79.84%，同比-4.56%。抖音平台（自营）上半年收入 4.97 亿元，同比+137.43%；淘系（自营+经销+代销）上半年收入 7.57 亿元，同比-12.62%。线下 EDB 入驻 SKP、丝芙兰，深化国内高端百货渠道布局。分品类来看，2023H1 面膜/水乳霜膏收入分别为 4.54/17.16 亿元，同比-0.51%/+4.53%，其中各品类在抖音+淘系渠道销售占比分别为 31.76%/64.60%，公司加强产品结构优化。
- **销售费用下降，成本控制有效，毛利率显著提升。**2023H1 销售/管理/研发/财务费用率分别为 40.48%/5.02%/2.01%/0.81%，较去年同期分别-2.60/+0.54/+0.05/+0.18pct，销售费率减少主要因为职工薪酬及线下推广服务费用降低，整体费用使用效率提升。2023H1 毛利率为 56.92%，同增 1.92pct，主要产品贴式面膜/水乳膏毛利率分别为 68.86%/51.62%，同比+5.46/+1.39pct，自主品牌盈利情况改善，整体盈利能力提升显著。
- **发布股权激励草案，彰显长期发展信心。**公司公告拟向公司高管及核心成员共 342 人以 7.87 元/股价格授予 326.8875 万股限制性股票。公司股权激励计划有望对公司管理人员及其他核心成员实现有效绑定，合理设定 2023/2024 年业绩考核目标净利润分别不低于 3.00/4.00 亿元，管理层及核心成员以利润为考核目标，有望保持公司利润高增。预计激励成本

合计 2602.44 万元，2023-2025 年分别摊销 649.48/1516.96/436.01 万元。

- **投资建议：**看好下半年化妆品消费的持续复苏，公司“四双战略”持续发力，多品牌全渠道布局，预期公司自有品牌将呈良好增长态势，代理品牌稳步发展，盈利能力有望持续提升。预计 23/24/25 年归母净利 3/4/5 亿元，EPS 为 0.78/1.04/1.30 元，对应 PE 为 25/18/15 倍，上调公司至“买入”评级。
- **风险提示：**品牌及新品推广不及预期；代理业务发展不及预期；市场竞争加剧；需求恢复不及预期。

#### 盈利预测

|           | 2022  | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 营收(亿元)    | 47.22 | 52.79 | 59.68 | 68.53 |
| 同比增速(%)   | -5.7  | 11.8  | 13.0  | 14.8  |
| 归母净利润(亿元) | 1.25  | 3.02  | 4.05  | 5.06  |
| 同比增速(%)   | -47.2 | 142.0 | 34.1  | 24.9  |
| EPS(元/股)  | 0.32  | 0.78  | 1.04  | 1.30  |
| PE(倍)     | 59.2  | 24.5  | 18.2  | 14.6  |

资料来源：Wind，首创证券

## 财务报表和主要财务比率

| 资产负债表 (百万元)      |             |              |              |              | 现金流量表 (百万元)   |             |              |              |              |
|------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|---------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
|                  | 2022        | 2023E        | 2024E        | 2025E        |               | 2022        | 2023E        | 2024E        | 2025E        |
| 流动资产             | 1870        | 4128         | 4618         | 5280         | 经营活动现金流       | 4           | 361          | 627          | 549          |
| 现金               | 346         | 2640         | 2984         | 3426         | 净利润           | 123         | 298          | 400          | 500          |
| 应收账款             | 325         | 322          | 364          | 418          | 折旧摊销          | 37          | 93           | 97           | 95           |
| 其它应收款            | 44          | 46           | 52           | 60           | 财务费用          | 38          | 92           | 130          | 128          |
| 预付账款             | 76          | 112          | 127          | 146          | 投资损失          | 3           | 0            | 0            | 0            |
| 存货               | 899         | 831          | 905          | 1030         | 营运资金变动        | -175        | -124         | -2           | -175         |
| 其他               | 180         | 177          | 187          | 200          | 其它            | -22         | 2            | 2            | 2            |
| 非流动资产            | 1779        | 1686         | 1589         | 1494         | 投资活动现金流       | -646        | -2           | -2           | -2           |
| 长期投资             | 20          | 20           | 20           | 20           | 资本支出          | 280         | 0            | 0            | 0            |
| 固定资产             | 651         | 667          | 679          | 687          | 长期投资          | -353        | 0            | 0            | 0            |
| 无形资产             | 256         | 213          | 170          | 128          | 其他            | -573        | -2           | -2           | -2           |
| 其他               | 852         | 786          | 720          | 659          | 筹资活动现金流       | 528         | 1934         | -281         | -105         |
| 资产总计             | 3649        | 5814         | 6208         | 6774         | 短期借款          | 185         | 2058         | -108         | 75           |
| 流动负债             | 1441        | 3339         | 3374         | 3493         | 长期借款          | 313         | 0            | 0            | 0            |
| 短期借款             | 708         | 2766         | 2657         | 2733         | 其他            | 30          | -124         | -172         | -181         |
| 应付账款             | 361         | 259          | 337          | 350          | 现金净增加额        | -104        | 2293         | 344          | 443          |
| 其他               | 371         | 314          | 380          | 411          |               |             |              |              |              |
| 非流动负债            | 470         | 470          | 470          | 470          | <b>主要财务比率</b> | <b>2022</b> | <b>2023E</b> | <b>2024E</b> | <b>2025E</b> |
| 长期借款             | 455         | 455          | 455          | 455          | 成长能力          |             |              |              |              |
| 其他               | 14          | 14           | 14           | 14           | 营业收入          | -5.7%       | 11.8%        | 13.0%        | 14.8%        |
| 负债合计             | 1910        | 3809         | 3844         | 3963         | 营业利润          | -47.7%      | 140.0%       | 34.1%        | 24.9%        |
| 少数股东权益           | -6          | -9           | -14          | -20          | 归属母公司净利润      | -47.2%      | 142.0%       | 34.1%        | 24.9%        |
| 归属母公司股东权益        | 1744        | 2015         | 2378         | 2831         | 获利能力          |             |              |              |              |
| 负债和股东权益          | 3649        | 5814         | 6208         | 6774         | 毛利率           | 53.1%       | 56.2%        | 57.8%        | 58.2%        |
|                  |             |              |              |              | 净利率           | 2.6%        | 5.7%         | 6.8%         | 7.4%         |
|                  |             |              |              |              | ROE           | 7.2%        | 15.0%        | 17.0%        | 17.9%        |
|                  |             |              |              |              | ROIC          | 6.4%        | 13.9%        | 10.2%        | 11.5%        |
| <b>利润表 (百万元)</b> | <b>2022</b> | <b>2023E</b> | <b>2024E</b> | <b>2025E</b> | 偿债能力          |             |              |              |              |
| 营业收入             | 4722        | 5279         | 5968         | 6853         | 资产负债率         | 52.4%       | 65.5%        | 61.9%        | 58.5%        |
| 营业成本             | 2214        | 2315         | 2518         | 2866         | 净负债比率         | 47.0%       | 29.0%        | 5.5%         | -8.5%        |
| 营业税金及附加          | 24          | 24           | 27           | 31           | 流动比率          | 1.3         | 1.2          | 1.4          | 1.5          |
| 营业费用             | 2033        | 2158         | 2446         | 2815         | 速动比率          | 0.6         | 0.9          | 1.0          | 1.1          |
| 研发费用             | 194         | 240          | 258          | 290          | 营运能力          |             |              |              |              |
| 管理费用             | 89          | 92           | 108          | 121          | 总资产周转率        | 1.3         | 0.9          | 1.0          | 1.0          |
| 财务费用             | 38          | 92           | 130          | 128          | 应收账款周转率       | 14.6        | 16.4         | 16.4         | 16.4         |
| 资产减值损失           | -16         | -12          | -14          | -16          | 应付账款周转率       | 6.7         | 10.9         | 8.6          | 9.7          |
| 公允价值变动收益         | 25          | 0            | 0            | 0            | 每股指标(元)       |             |              |              |              |
| 投资净收益            | -3          | 0            | 0            | 0            | 每股收益          | 0.3         | 0.8          | 1.0          | 1.3          |
| 营业利润             | 146         | 350          | 469          | 586          | 每股经营现金        | 0.0         | 0.9          | 1.6          | 1.4          |
| 营业外收入            | 0           | 1            | 1            | 1            | 每股净资产         | 4.5         | 5.2          | 6.1          | 7.3          |
| 营业外支出            | 2           | 1            | 1            | 1            | 估值比率          |             |              |              |              |
| 利润总额             | 144         | 350          | 469          | 586          | P/E           | 59.2        | 24.5         | 18.2         | 14.6         |
| 所得税              | 21          | 51           | 69           | 86           | P/B           | 4.2         | 3.7          | 3.1          | 2.6          |
| 净利润              | 123         | 298          | 400          | 500          |               |             |              |              |              |
| 少数股东损益           | -2          | -4           | -5           | -6           |               |             |              |              |              |
| 归属母公司净利润         | 125         | 302          | 405          | 506          |               |             |              |              |              |
| EBITDA           | 220         | 535          | 696          | 809          |               |             |              |              |              |
| EPS (元)          | 0.32        | 0.78         | 1.04         | 1.30         |               |             |              |              |              |

## 分析师简介

于那，社服行业首席分析师。毕业于剑桥大学金融与经济学，曾就职于方正证券、东方财富证券、德邦证券等，曾获 2017-2018 年新财富第 4/2 名，2017-2019 年水晶球第 4/3/5（公募）名。

## 分析师声明

本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者将对报告的内容和观点负责。

## 免责声明

本报告由首创证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。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财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，首创证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

首创证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。首创证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。首创证券的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的意见或建议不一致的投资决策。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

## 评级说明

|   | 评级     | 说明                        |
|---|--------|---------------------------|
| 1. 投资建议的比较标准<br>投资评级分为股票评级和行业评级<br><br>以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准 | 股票投资评级 | 买入 相对沪深 300 指数涨幅 15%以上    |
|   |        | 增持 相对沪深 300 指数涨幅 5%-15%之间 |
|   |        | 中性 相对沪深 300 指数涨幅 -5%-5%之间 |
|   |        | 减持 相对沪深 300 指数跌幅 5%以上     |
| 2. 投资建议的评级标准<br>报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准  | 行业投资评级 | 看好 行业超越整体市场表现             |
|   |        | 中性 行业与整体市场表现基本持平          |
|   |        | 看淡 行业弱于整体市场表现             |