

## 老牌国货焕发新生，彩妆贡献新增量

### 投资要点

- 推荐逻辑:** 1) 主品牌九美升级调整完成, 聚焦头部、优化长尾, 精简 SKU 超 200 个, 重组胶原蛋白系列表现亮眼, 小红笔+小金针 2023 年 GMV 有望破 5 亿; 2) 恋火持续高速增长, 深耕底妆赛道建立优势壁垒, 多次登顶天猫底妆细分类目榜首, 预计未来 2-3 时间内仍保持每年翻倍增速, 已成为公司第二增长曲线; 3) 电商运营提效, 渠道结构调整, 公司重新组建了新的电商运营团队之后加大线上营销投放力度, 抖音等新兴电商平台提效显著, 23H1 线上渠道增速超 50%, 有望继续延续。
- 自主品牌九美调整大单品策略, 研发优势明显。**自主品牌九美深耕眼部护理和抗衰主线, 聚焦如小金针、小红笔、小紫弹等强调品牌理念的大单品, 精简长尾 SKU。另外公司自主研发的全人源重组双胶原蛋白赋能新系列, 拓展胜肽、A 醇之外的第三大抗衰成分, 爆款单品小金针销售额破亿, 有望成为九美品牌又一核心产品系列。目前重组胶原蛋白技术壁垒较高, 终端产品应用尚处于发展初期, 公司布局较早, 研发优势明显, 目前已成为公司 TOP3 单品, 具备高附加值的该系列未来将是重点打造对象。
- 彩妆品牌恋火打造第二成长曲线。**彩妆品牌恋火专注底妆赛道, 针对消费者痛点分别推出油皮和干皮适用的两大产品系列, 全面发力线上渠道, 与李佳琦共合产品“看不见”粉底液等, 全网 GMV 破亿, 登上天猫底妆品类热销榜等多项榜单第一。国内底妆市场较为分散, 国货市占率在持续提升, 恋火品牌增长势能强劲, 23H1 营收超 22 年, 有望继续保持高速增长态势, 打造公司第二成长曲线。
- 电商运营进入新阶段, 提效成果显著。**公司自 2021 年开始发力线上渠道, 自播 + 达播结合、跨界 IP 合作、多平台 KOL 推广、电影广告植入等等, 公司主攻抖音平台, 同时与头部主播李佳琦共同推出合作系列产品, 全面进入线上营销新阶段, 23H1 线上营收增速超 50%, 以抖音为主的线上直营同比增长接近 120%。全方位的渠道运营和营销投放将公司形象打造为核心科技+爆款产品傍身的研发型国货美妆品牌, 预计未来抖音等内容电商进一步放量, 天猫等平台电商维持稳健增长, 盈利能力有望得到持续改善。
- 盈利预测与投资建议:**预计 2023-2025 年 EPS 分别为 0.72、0.91、1.13 元, 对应 PE 分别为 37、30、24 倍。公司作为老牌国货品牌力强、消费者粘性高, 多措并举焕发新生, 彩妆提供新增长曲线, 首次覆盖给予“持有”评级。
- 风险提示:** 美妆消费需求恢复不及预期、新品推出不及预期、国内市场竞争加剧等风险。

指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	1731.72	2207.55	2736.62	3237.47
增长率	-3.10%	27.48%	23.97%	18.30%
归属母公司净利润 (百万元)	174.18	288.50	364.31	453.90
增长率	-29.74%	65.63%	26.28%	24.59%
每股收益 EPS (元)	0.43	0.72	0.91	1.13
净资产收益率 ROE	5.15%	7.93%	9.24%	10.51%
PE	62	37	30	24
PB	3.38	3.13	2.88	2.61

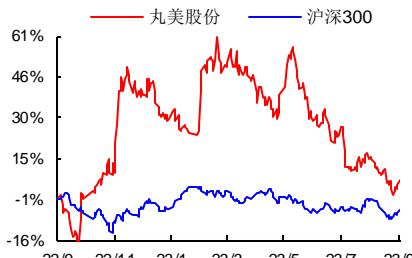
数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 龚梦泓  
执业证号: S1250518090001  
电话: 023-63786049  
邮箱: gmh@swsc.com.cn

分析师: 谭陈渝  
执业证号: S1250523030003  
电话: 17782333081  
邮箱: tchy@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	4.01
流通 A 股(亿股)	4.01
52 周内股价区间(元)	21.89-41.96
总市值(亿元)	107.83
总资产(亿元)	42.44
每股净资产(元)	8.02

### 相关研究

## 目 录

<b>1 二十年深耕细作，成就眼部抗衰领军品牌.....</b>	<b>1</b>
1.1 专注眼部抗衰，持续推进产品迭代 .....	1
1.2 股权结构.....	4
<b>2 国货美妆品牌抢占市场，功效护肤风头正盛.....</b>	<b>5</b>
2.1 本土品牌不再是平替，高端化大势所趋 .....	5
2.2 功效护肤进入原料竞争时代，重组胶原蛋白异军突起 .....	7
2.3 国际大牌退场，国货彩妆强势崛起 .....	9
<b>3 眼部抗衰头部品牌，开拓彩妆业务打造第二成长曲线.....</b>	<b>11</b>
3.1 “丸美”专注抗衰领域，推出重组胶原蛋白系列 .....	11
3.2 “恋火”发力底妆赛道，线上渠道爆发式增长 .....	15
3.3 线上渠道进入运营新阶段，电商平台提效明显.....	17
<b>4 盈利预测与估值.....</b>	<b>18</b>
4.1 盈利预测.....	18
4.2 相对估值.....	19
<b>5 风险提示 .....</b>	<b>20</b>

## 图 目 录

图 1: 公司发展历程.....	1
图 2: 公司营业收入及增速.....	2
图 3: 公司归母净利润及增速.....	2
图 4: 公司分品类营收占比.....	2
图 5: 公司分品牌营收占比.....	2
图 6: 公司分渠道营收占比.....	3
图 7: 公司分渠道营收增速.....	3
图 8: 分品类毛利率.....	3
图 9: 分渠道毛利率.....	3
图 10: 公司费用率.....	4
图 11: 公司毛利率&净利率.....	4
图 12: 公司股权结构 .....	4
图 13: 我国化妆品市场规模及预测.....	5
图 14: 2021年全球主要化妆品消费国家.....	5
图 15: 2021年各国化妆品人均消费 (美元) .....	6
图 16: 我国中高端&大众化妆品占比.....	6
图 17: 2021年护肤品消费者关注点.....	7
图 18: 专业皮肤护理市场规模及增速.....	7
图 19: 化妆品新原料注册备案流程.....	7
图 20: 以重组胶原蛋白&玻尿酸为核心成分的护肤品市场规模.....	9
图 21: 我国彩妆市场规模及增速.....	10
图 22: 彩妆品类关注度 .....	10
图 23: 我国彩妆市场品牌市占率.....	11
图 24: 各国彩妆品牌在中国市占率情况.....	11
图 25: 1~5 代弹力蛋白眼霜 .....	11
图 26: 重组胶原蛋白各应用场景市场规模及预测 (亿元) .....	14
图 27: 丸美重组胶原蛋白预测结构图 .....	14
图 28: 双胶原系列产品 .....	14
图 29: 恋火营收及增速 .....	15
图 30: 分品牌营收占比 .....	15
图 31: 2021 年彩妆产品市场规模 (亿元) .....	15
图 32: 抖音彩妆视频热门主题 .....	15
图 33: 线上&线下营收及增速 .....	17
图 34: 线上&线下营收占比 .....	17
图 35: 公司营销投放 .....	17
图 36: 线下营销活动 .....	18
图 37: 恋火实体店 .....	18

## 表 目 录

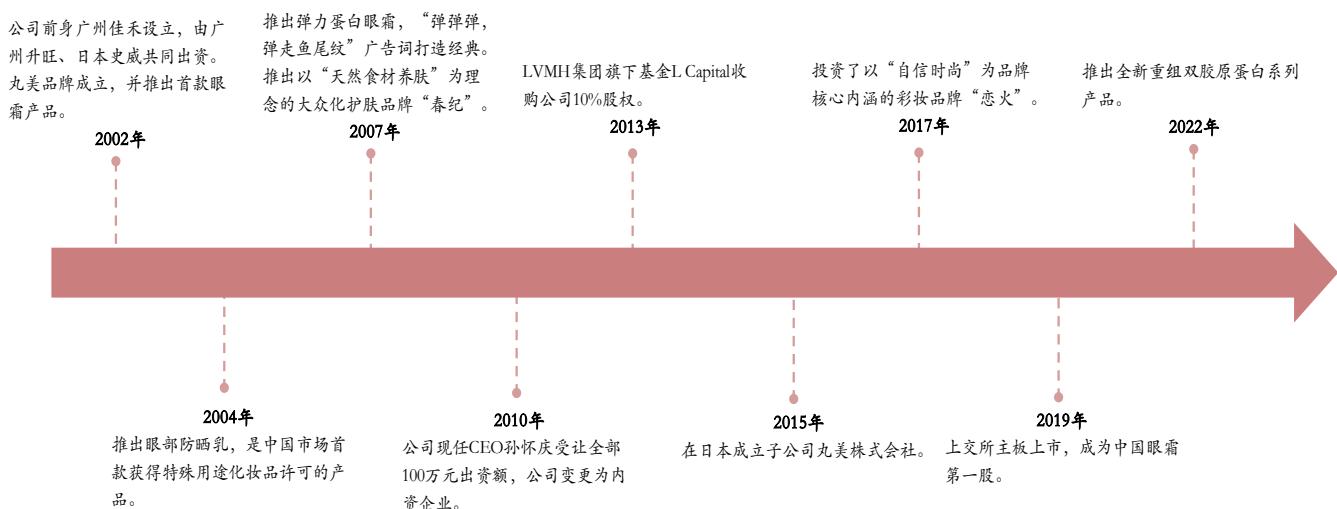
表 1：中高端国货化妆品 .....	6
表 2：四种化妆品原料制备方法对比 .....	8
表 3：各生物活性成分对比 .....	8
表 4：闭店撤柜或退出中国市场的国际彩妆品牌 .....	10
表 5：丸美品牌旗下产品系列 .....	12
表 6：四大重要抗衰老成分对比 .....	13
表 7：恋火产品系列 .....	16
表 8：抖音 2022 年 11 月粉底液/膏热卖品牌榜单 .....	16
表 9：分业务收入及毛利率 .....	19
表 10：可比公司估值 .....	19
附表：财务预测与估值 .....	21

# 1 二十年深耕细作，成就眼部抗衰领军品牌

## 1.1 专注眼部抗衰，持续推进产品迭代

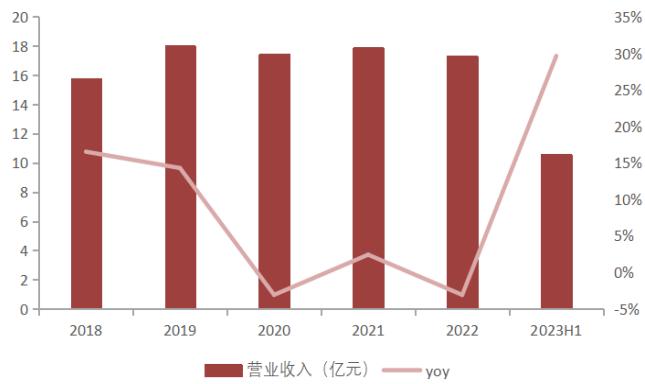
公司成立于 2002 年，前身是由广州升旺和日本史威共同出资 100 万元设立的中外合资企业，同年成立“丸美”品牌，并推出了首款眼霜产品。2007 年公司推出第一代弹力蛋白眼霜，经典广告词“弹弹弹，弹走鱼尾纹”一时风靡全国，奠定公司国内眼霜赛道领先地位。2010 年公司现任 CEO 孙怀庆受让全部出资额，公司变更为内资企业，2013 年获得 LVMH 集团旗下基金战略投资，并于 2019 年成功 A 股上市。公司主打核心品牌“丸美”，之后陆续推出了大众护肤品牌“春纪”、高端进口系列“丸美东京”、彩妆品牌“恋火”，是国内眼部护理及抗衰领域领军企业。

图 1：公司发展历程



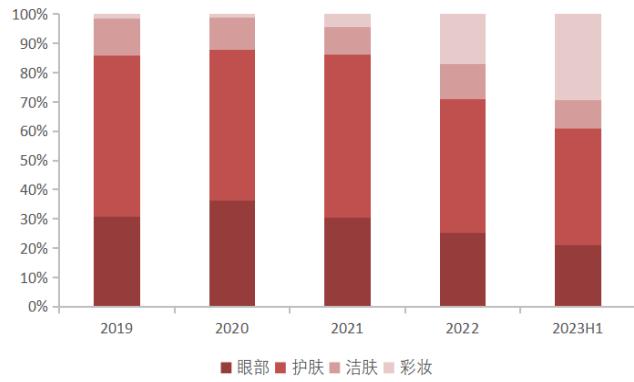
数据来源：公司公告，公司官网，西南证券整理

**营收利润均恢复快速增长态势。**2018-2019 年公司营收增速保持在 15% 左右，利润增速则超过 20%，2020-2022 年受宏观因素影响，营收业绩承压明显，均出现大幅下滑，2022 年营收下滑 3.1%，利润下滑 15.5%。2023 上半年，随着外部不利影响因素逐渐消退，同时公司积极进行渠道结构调整，加大了线上投放，主要品牌均开始回归经营正轨，收获期将近，23H1 营收 10.6 亿元，同比增长 29.6%，归母净利润 1.3 亿元，同比增长 11.6%，恢复正常增长且增速大幅回升。

**图 2：公司营业收入及增速**


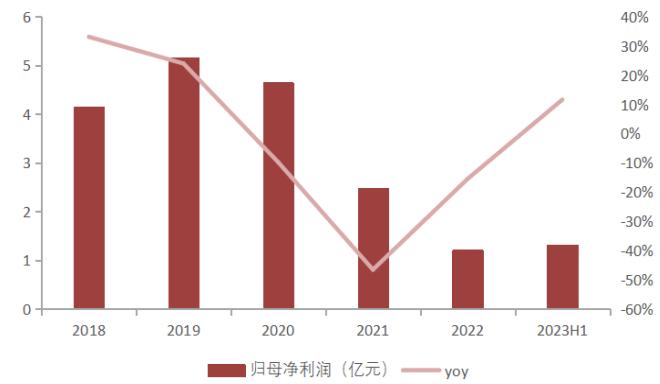
数据来源: Wind, 西南证券整理

**彩妆占比快速提升，恋火贡献第二增长曲线。**分品类来看，眼部和护肤两大类为公司最主要产品，合计占比一度超过 85%，主要为主品牌丸美。彩妆类产品主要是恋火品牌，自 2021 年开始快速起量，2021 年占比仅 4%，至 2022 年占比达到 16.5%，2023H1 进一步提升至 29%，占总营收比例大幅提升，已成为公司第二成长曲线。

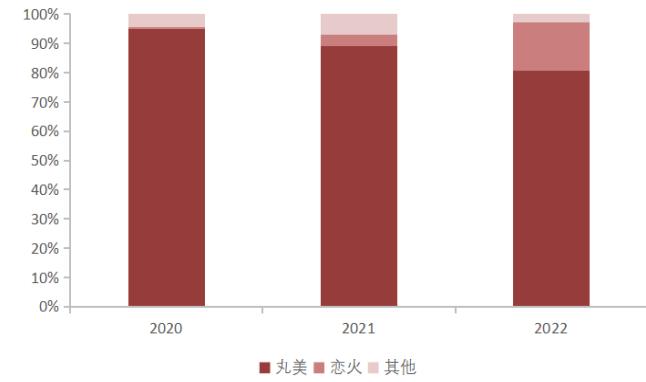
**图 4：公司分品类营收占比**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

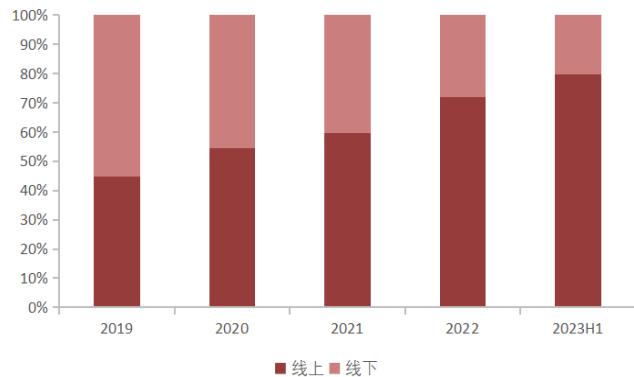
**线上渠道快速增长，线下持续承压。**公司积极推进渠道结构调整，着重发力线上电商渠道，线上营收持续增长且占比逐年上升，自 2019-2022 年线上营收复合增速为 17.3%，占比自 45% 提升至 72%，已成为最主要的渠道来源。而线下渠道自 2020 年开始出现持续下滑，营收自 2019 年接近 10 亿元下滑至 2022 年仅不到 5 亿元。2023H1 线上渠道进一步增长，同比增长 59%，占比接近 80%；而线下持续受到实体美妆消费不景气和外部环境影响等，进一步下滑 24.6%。

**图 3：公司归母净利润及增速**


数据来源: Wind, 西南证券整理

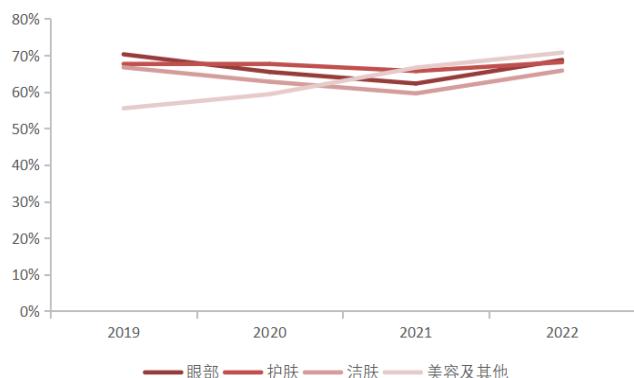
**图 5：公司分品牌营收占比**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

**图 6：公司分渠道营收占比**


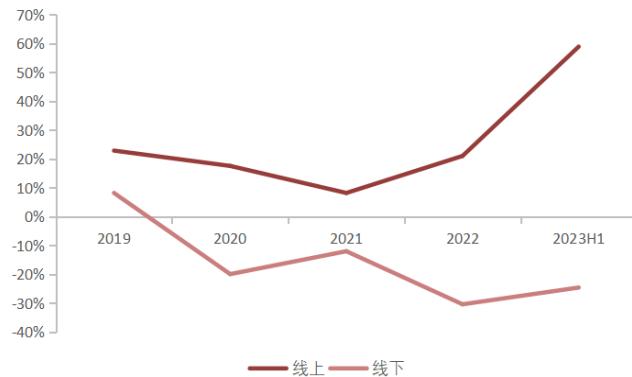
数据来源：公司公告，西南证券整理

**彩妆毛利率持续上扬，线上毛利率逐渐提升。**分品类来看，彩妆毛利率快速提升，自 2019 年 55.5% 提升至 2022 年 70.7%，已成为毛利率最高的品类；眼部和护肤品类毛利率较为接近，均为 68% 左右；洁肤类毛利率为 65% 左右。分渠道来看，线上毛利率高于线下且差距持续扩大，2022 年线上毛利率 70.4%，线下毛利率 63.5%。

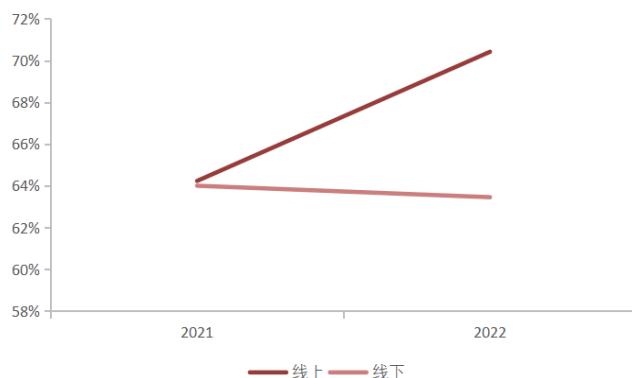
**图 8：分品类毛利率**


数据来源：公司公告，西南证券整理

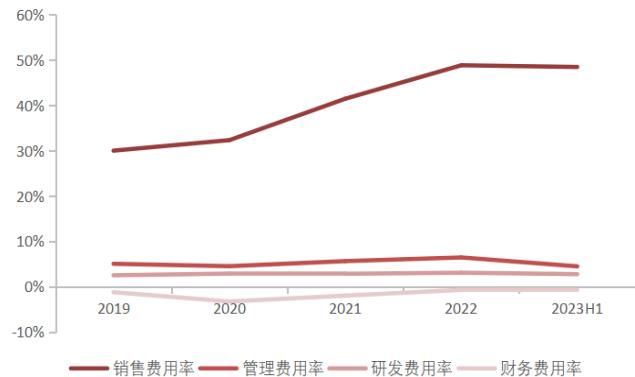
**销售费用大幅增长，净利率相应下滑。**公司销售费用投放近年来有显著提升，销售费用率自 2019 年 30% 提升至 2023 上半年 48.5%，主要用于线上渠道和电商平台营销投放和广告宣传，符合美妆行业发展趋势。毛利率稳中有升，自 2019 年 68.2% 提升至 2023 上半年 70.1%，但净利率随销售费用率提升相应出现下滑，自 2019 年 28.5% 下降至 2023 上半年 12.4%，预计已进入稳定区间。

**图 7：公司分渠道营收增速**


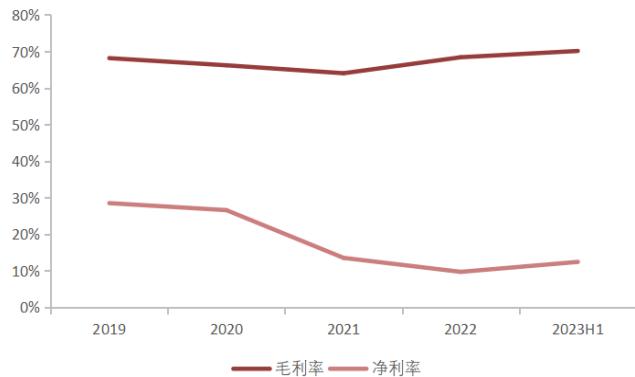
数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 9：分渠道毛利率**


数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 10：公司费用率**


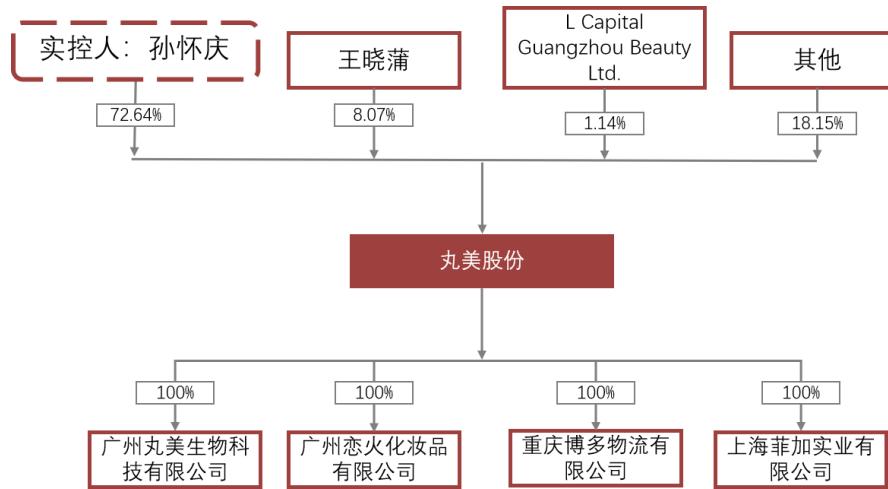
数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 11：公司毛利率&净利率**


数据来源：公司公告，西南证券整理

## 1.2 股权结构

**实控人掌舵公司发展方向。**公司现任 CEO 孙怀庆先生即为公司实控人，持股 72.64%，与第二大股东王晓蒲女士为夫妻关系，王晓蒲持股 8.07%。国际奢侈品巨头 LVMH 集团旗下战投基金 2013 年收购公司部分股权，目前持股 1.14%。

**图 12：公司股权结构**


数据来源：公司公告，西南证券整理

## 2 国货美妆品牌抢占市场，功效护肤风头正盛

### 2.1 本土品牌不再是平替，高端化大势所趋

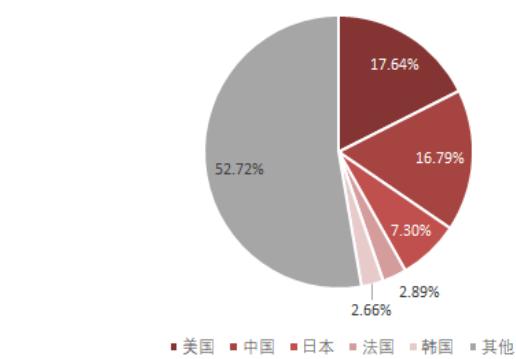
我国化妆品市场稳健增长，已成为全球第二大消费国。据艾媒咨询数据，我国化妆品市场规模呈持续增长态势，自 2015 年 3180 亿元增长至 2019 年 4256 亿元，复合增速为 7.6%；2020 年受疫情影响出现较大幅度下滑，但 2021 年重回高增趋势，同比增长 15%，2022 年市场规模达到 4858 亿元。另据艾媒咨询统计的市场规模预测，未来我国化妆品市场将继续保持 6-7% 的增速持续增长。另据青松股份公告，2021 年中国是世界第二大化妆品消费国，零售额占比达 16.8%，已非常接近排名第一的美国（17.6%），预计在 2026 年之前超过美国成为全球最大消费国。

图 13：我国化妆品市场规模及预测



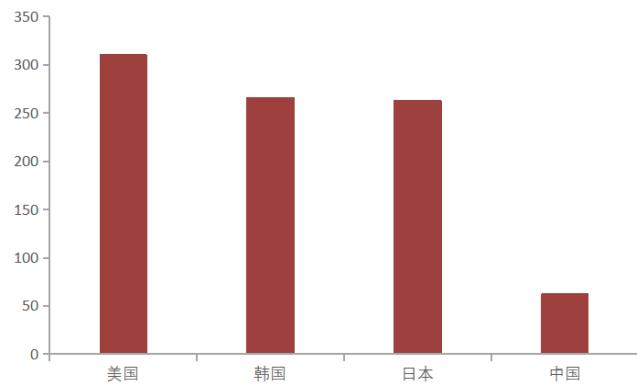
数据来源：艾媒咨询，西南证券整理

图 14：2021 年全球主要化妆品消费国家

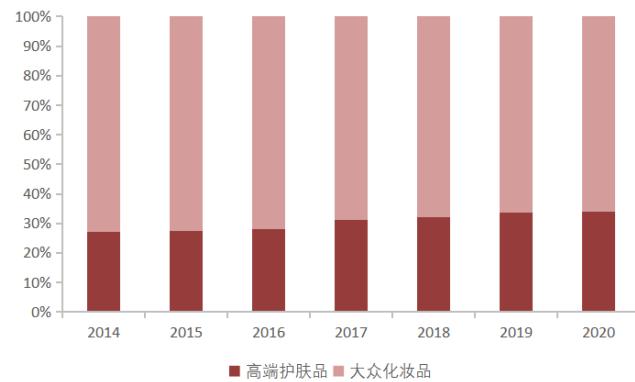


数据来源：青松股份公告，西南证券整理

**人均消费提升空间较大，高端化大势所趋。**与庞大的消费市场形成巨大反差的则是中国远低于其他主要消费国的人均消费水平，据 Euromonitor 数据和《2022 美妆原料与产品洞察报告》，2021 年中国化妆品人均消费仅为 62 美元，而美国 310 美元、韩国 266 美元、日本 263 美元，中国化妆品市场的人均消费水平还有非常大的提升空间。随着人均消费的提升，化妆品高端化同样也是大势所趋，据 Euromonitor 和前瞻产业研究院，中高端化妆品占比自 2014 年 27.2% 提升至 2020 年 34%。2021 年欧莱雅高档化妆品部营收规模首次超越了大众化妆品部，成为欧莱雅中国体量最大的事业部，欧莱雅指出，预计到 2030 年将有 3.7 亿中国人成为新中产，高档化妆品还有很大增长空间。

**图 15：2021 年各国化妆品人均消费（美元）**


数据来源: Euromonitor, 《2022 美妆原料与产品洞察报告》, 西南证券整理

**图 16：我国中高端&大众化妆品占比**


数据来源: Euromonitor, 前瞻产业研究院, 西南证券整理

**国货品牌突破价格桎梏，单价逼近国际大牌。**随着化妆品高端化趋势加快，国货品牌也快速反应，通过产品迭代升级、添加核心成分等方式提高产品价格带，或直接推出高端产品线，打造全新贵妇化妆品系列。过去国货化妆品主要依托低价优势和快速反应能力实现与国际大牌之间的差异化竞争，但随着国货产品的成分、配方、功效等核心关注点越来越得到市场认可，消费者对于国货和国际大牌的选择倾向不再仅仅局限于性价比时，国货就能够突破价格桎梏，高端化可行性已逐步得到验证。

**表 1：中高端国货化妆品**

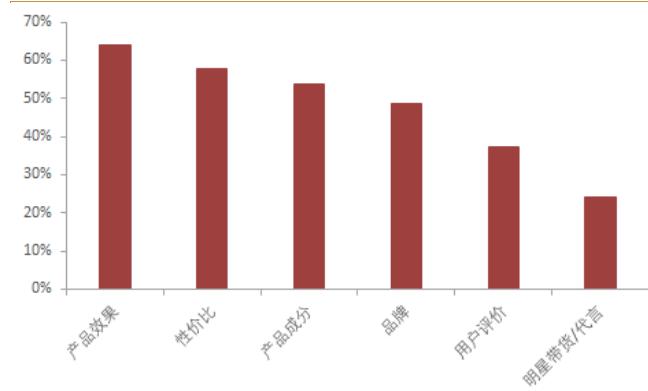
公司	品牌	产品	价格	单价
贝泰妮	AOXMED	 密集赋活精华面霜	1280 元	85.3 元/g
上海家化	双妹	 玉容霜	1080 元	21.6 元/g
丸美股份	丸美	 双胶原眼霜	688 元	34.4 元/g
华熙生物	夸迪	 童颜新肌奢养精华	1040 元	34.7 元/ml

数据来源: 各品牌天猫旗舰店, 西南证券整理

## 2.2 功效护肤进入原料竞争时代，重组胶原蛋白异军突起

功效是护肤品消费主要关注点，问题皮肤催生专业皮肤护理市场。功效始终是护肤品消费者重要的参考因素，从最初仅追求补水保湿，到美白祛斑，再发展到抗衰抗老，甚至带有部分医美效果，护肤品功效一直处于进阶趋势，不断迭代升级，以满足消费者多元化需求。另一方面，在生活节奏加快、工作压力加大、饮食起居不规律等问题比较普遍的情况下，问题肌肤人群与日俱增，中国皮肤性病学杂志指出，我国女性敏感肌皮肤发生率为 36.1%，且随着环境污染与精神压力逐渐升高，因此专业皮肤护理将会是更多消费者的诉求。

图 17：2021 年护肤品消费者关注点



数据来源：艾媒咨询，西南证券整理

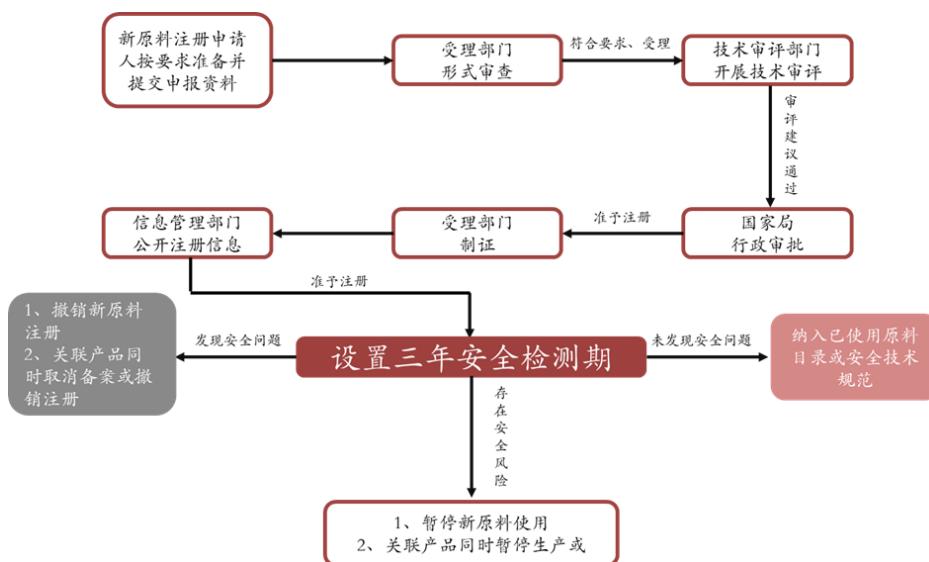
图 18：专业皮肤护理市场规模及增速



数据来源：弗若斯特沙利文，巨子生物招股书，西南证券整理

**原料监管规范化，行业进入有序发展。**国货化妆品经历了渠道和营销竞争、品牌化建设、产品矩阵完善等多阶段发展后，进入成分和原料竞争时代，研发成为重要竞争力。据药监局发布的《已使用化妆品原料目录（2021 年版）》，目前已收录接近 9000 种化妆品原料，同期还发布了《化妆品注册备案管理办法》，规范了化妆品新原料注册与备案工作，自此国货化妆品原料将进入有序的规范化发展阶段。

图 19：化妆品新原料注册备案流程



数据来源：药监局，西南证券整理

**合成生物技术推动原料研发进入新阶段。**化妆品原料提取和制备主要有四种方法：植物提取、化学合成、微生物发酵和合成生物技术。1) 植物提取：主要是以植物为来源，通过物理或化学提取分离方法定向获取植物中的某种或多种有效成分。2) 化学合成：该方法主要是为了制备基质原料，包括溶剂和油脂，将一些无机物或低分子化合物原料通过一系列化学作用后得到性质稳定、具备一定功效的化合物产品。3) 微生物发酵：利用微生物的生理活动使有机物分解，通过该过程制造生物菌体本身或代谢产物。4) 合成生物技术：通过基因编辑改造细胞的基因序列和遗传表达等，获得能满足特定需求的各种生物活性物等产物。

表 2：四种化妆品原料制备方法对比

方法	原理	代表产物	优点	缺点
植物提取法	以植物为原料，按照对提取的最终产品需要，经过物理化学提取分离过程，定向获取和浓集植物中的某一种或多种有效成分	金盏花、青刺果、马齿苋、海藻精华、铁皮石斛等	安全性高，来源广，针对性强	过敏风险，见效慢，不同批次质量不稳定
化学合成法	将无机物、低分子化合物等通过加热、乳化、氧化等一系列化学反应过程制备出各类油脂、高分子化合物、乳化剂等产物	矿脂、多元醇、尿素、玻色因等	纯度高，功效强，产业化稳定	含有添加剂、防腐剂等
微生物发酵法	利用微生物的生理活动使有机物分解的生物化学反应过程，以适宜的环境和培养基为基础，通过微生物的生长代谢和生命活动来制造微生物菌体本身、直接代谢物和次级代谢物等	透明质酸钠、Pitera、二裂酵母等	含有多重功效物质、降低毒副作用、产生新功效	转化率较低，副产物较难控制，
合成生物技术	设计、改造、重建生物分子、生物元件和生物分化过程，通过基因编辑技术对微生物有目的地进行改造，以更高效的制备出特定所需的各种产物	重组胶原蛋白、青蒿素等	定制化，通过对DNA序列进行编辑获得所需的特定成分	技术门槛高，市场化和产业化难度较大

数据来源：《探寻国产创新化妆品成分》，西南证券整理

**重组胶原蛋白兴起，有望复制玻尿酸神话。**随着合成生物技术的发展和日益成熟，越来越多新原料被发现和制备出来，重组胶原蛋白就是其中最受关注的成分之一。胶原蛋白已有多年发展历史，比玻尿酸更早被应用于皮肤护理，但是因为过去动物提取方式导致的自带致病病毒、免疫排斥、过敏等风险，始终没有得到更广泛的应用。直到近年来基因重组技术越来越成熟，通过合成生物技术制备的重组胶原蛋白进入了消费者视野。凭借其补水保湿、抗衰抗老、祛斑美白等多重优良生物特性，重组胶原蛋白开始被广泛应用于各种消费场景，市场空间广阔。据弗若斯特沙利文预测，以重组胶原蛋白为核心成分的护肤品市场规模将以 50% 以上的复合增速增长，并在 2027 年超过玻尿酸，成为市场最大的护肤品成分。

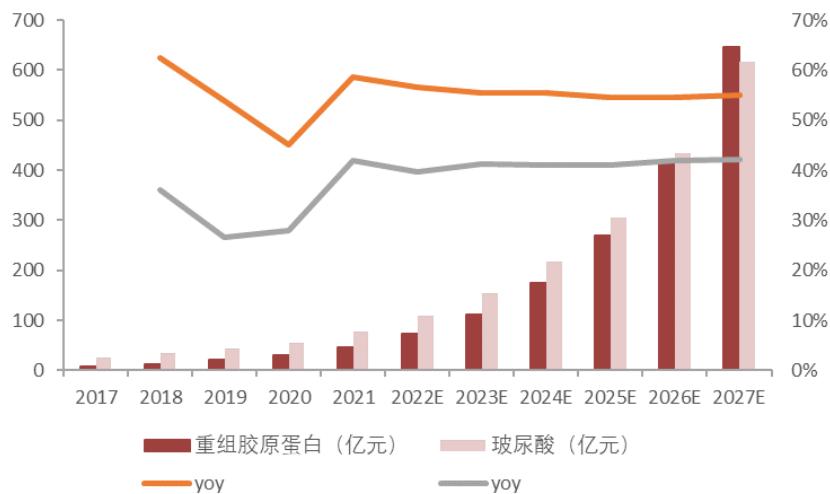
表 3：各生物活性成分对比

	重组胶原蛋白	动物源性胶原蛋白	透明质酸	植物活性成分
特性	提供结构支撑、刺激细胞再生及增殖、修复受损皮肤屏障、无潜在的细胞毒性和排异风险	提供结构支撑、刺激细胞再生及增殖、修复受损皮肤屏障	皮肤润滑和保湿	帮助解决皮肤问题如过敏、炎症及氧化
市场规模 (2021 年)	94 亿元	41 亿元	193 亿元	93 亿元
目标客户	追求具有高生物活性和生物相容性的抗敏感、抗痘、抗衰老、受损	追求抗敏感、抗痘、抗衰老、受损皮肤屏障修复及美白功效的	追求保湿润滑功效的客户	追求抗敏感、抗痘、抗衰老功效的客户

	重组胶原蛋白	动物源性胶原蛋白	透明质酸	植物活性成分
	皮肤屏障修复及美白功效的客户	客户		
主要应用	功效性护肤品、医用敷料、肌肤 焕活、生物医用材料及保健食品	功效性护肤品、医用敷料、肌肤 焕活、生物医用材料及保健食品	功效性护肤品、医用敷料、肌肤 焕活、生物医用材料及保健食品	功效性护肤品、保健 食品
用途限制	无明显使用限制	若应用在肌肤焕活，存在潜在细 胞毒性和排异；运输和储存困难	主要用于润滑和保湿	无明显使用限制
价格区间	90-790 元	150-300 元	40-720 元	60-580 元
保质期	24-36 个月	24-36 个月	24-36 个月	24-36 个月
生产复杂性	高	中	中	中
主要零售渠道	电商；线下 DTC 店铺、超市及化 妆品店；医院、诊所及药店	电商；线下 DTC 店铺、超市及 化妆品店；医院、诊所及药店	电商；线下 DTC 店铺、超市及 化妆品店；医院、诊所及药店	电商；线下 DTC 店 铺、超市及化妆品店

数据来源：弗若斯特沙利文，巨子生物招股书，西南证券整理

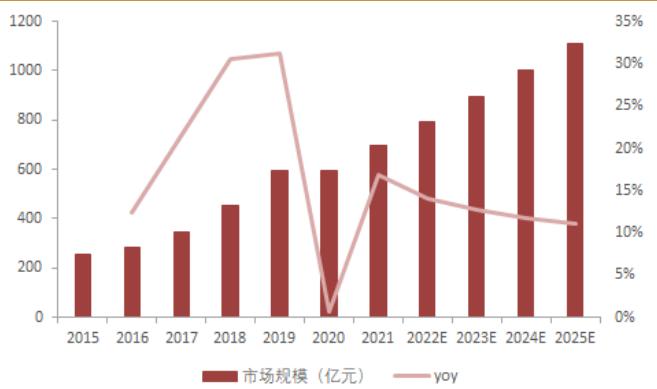
**图 20：以重组胶原蛋白&玻尿酸为核心成分的护肤品市场规模**



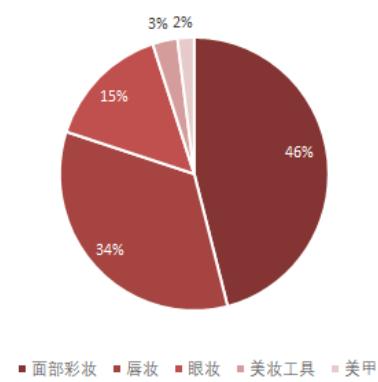
数据来源：弗若斯特沙利文，巨子生物招股书，西南证券整理

## 2.3 国际大牌退场，国货彩妆强势崛起

疫后彩妆消费复苏，面部和唇部产品关注度高。疫情前我国彩妆市场规模呈加速增长趋势，自 2015 年 253 亿元增长至 2019 年 592 亿元，复合增速达到 23.7%，高于化妆品行业整体增速。2020 年受出行习惯改变，加之长期佩戴口罩的影响，彩妆需求大幅消减，增速急剧下滑。预计随着出行场景恢复，彩妆消费需求将会进入回升状态并保持稳定增速，2022-2025 年复合增速为 12.4%。分品类来看，面部产品仍然是关注度最高的品类，占比接近半数，唇部和眼部产品次之，分别占比 34% 和 15%，美妆工具和美甲类产品关注度较低，合计占比 5%。

**图 21：我国彩妆市场规模及增速**


数据来源：华经产业研究，西南证券整理

**图 22：彩妆品类关注度**


数据来源：《2022 百度彩妆行业年报》，西南证券整理

**国际大牌接连退出，国内彩妆市场格局转变。**国内彩妆市场很长一段时间都由国际大牌所主导，据 Euromonitor 和前瞻产业研究院，2021 年欧莱雅在我国彩妆行业市占率为 27% 左右。而近年来，国际彩妆品牌接连退出中国市场，或是关闭官方旗舰店、或是退出线下渠道，红极一时的美宝莲、伊蒂之屋、悦诗风吟等品牌也作出撤店、关停等决定。消费者对国货认可度持续提高，欧美或日韩标签已支撑不起品牌溢价，国际品牌生存空间受到严重挤压，国内彩妆市场格局正经历大转变之中。

**表 4：闭店撤柜或退出中国市场的国际彩妆品牌**

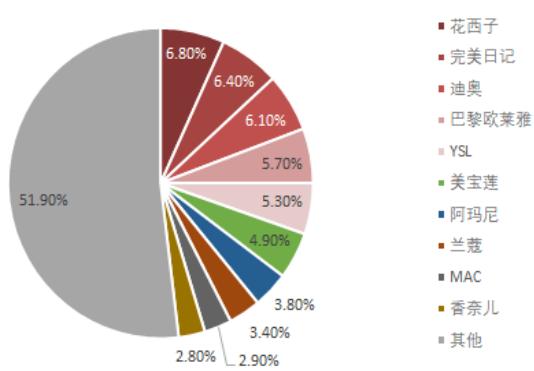
品牌	定位	进入时间	开设店铺	退出时间
美宝莲	美国知名开架彩妆品牌	1995 年	最多时在全国拥有超 12000 个销售网点	关闭线下渠道，转型线上渠道
悦诗风吟	韩国平价化妆品牌 (爱茉莉太平洋集团)	2012 年	最多时超 800 家门店	闭店至仅剩 140 余家
伊蒂之屋	韩国平价化妆品牌 (爱茉莉太平洋集团)	2013 年	最多时 85 家门店 /天猫旗舰店 (已关闭)	2022 年 11 月
e.l.f.	美国平价彩妆品牌	2018 年	天猫旗舰店/唯品会/抖音	2023 年 3 月全部关闭
KKW Fragrance	Kim Kardashian 自创香氛品牌	2019 年 3 月	天猫国际/小红书旗舰店 (已关闭)	-
FLOWER Beauty	好莱坞女性 Drew Barrymore 自创平价美妆品牌	2019 年 5 月	天猫国际 (已关闭)	2020 年
Huda Beauty	国外美妆博主 Huda Kattan 自创网红品牌	2020 年 3 月	天猫国际 (已关闭)	2022 年 10 月
Victoria Beckham Beauty	贝嫂自创彩妆品牌	2020 年 7 月	天猫国际 (已关闭)	2021 年
Jeffree Star Cosmetics	国外知名美妆博主 J姐自创彩妆品牌	2020 年 8 月	天猫国际 (已关闭) /京东国际/支付宝	-

数据来源：青眼，各品牌官方旗舰店，西南证券整理

**更懂消费者，国货彩妆强势崛起。**与国际大牌在中国市场陷入困境的局面截然不同，国货彩妆品牌正高歌猛进，快速抢占市场份额。本土品牌相对国际大牌的优势在于 1) 更懂市场规则，渠道把控能力强，在新兴渠道爆发时能够快速抓住前期红利，第一时间进行布局；2) 下沉市场优势，二三线城市彩妆市场规模增速不容小觑，国货彩妆在下沉市场更具优势；

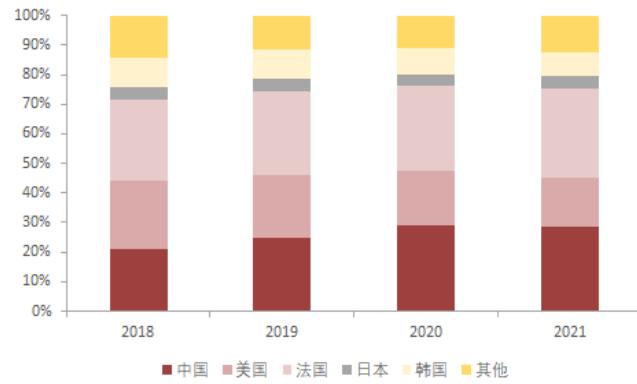
3) 贴近本土消费者，更懂消费者快速变化的不同需求。据华经产业研究院，2021年国内彩妆市占率前二的品牌均为国货品牌花西子（6.8%）和完美日记（6.4%），另外橘朵、彩棠、恋火等国货彩妆也奋起直追，保持着稳定高增态势，中国品牌市占率已从2018年20%提升至2021年30%左右，本土彩妆品牌正快速崛起。

图 23：我国彩妆市场品牌市占率



数据来源：华经产业研究院，西南证券整理

图 24：各国彩妆品牌在中国市占率情况



数据来源：华经产业研究院，西南证券整理

### 3 眼部抗衰头部品牌，开拓彩妆业务打造第二成长曲线

#### 3.1 “丸美”专注抗衰领域，推出重组胶原蛋白系列

**国内眼部护理领军品牌。**公司2002年推出首款眼霜产品后，便专注于眼部护理领域，2007年弹力蛋白眼霜精华问世，“弹弹弹，弹走鱼尾纹”广告词风靡全国；2012年推出“眼部护理大师”系列；2014年发布第四代弹力蛋白凝时紧致眼精华。二十年专注眼部护理的研究，成就了丸美在中国眼部护理市场的领先地位，目前在国内眼部护理细分市场份额第一，眼霜类产品也帮助丸美在欧莱雅、兰蔻等国际大牌在国内市场风头正盛的环境下取得生存突破并发展壮大。

图 25：1~5 代弹力蛋白眼霜



数据来源：丸美股份官网，西南证券整理

**深耕抗衰赛道，产品矩阵完善。**公司在专注眼霜产品的同时，积极进行多方位的产品矩阵拓展，在品类上继续进行面霜、精华、防晒等其他品类的研发，同时由“单品”向“系列”过渡，打造完整的产品线结构，包括“弹力蛋白系列凝时系列”、“多肽蛋白臻颜系列”、“双胶原系列”等等，由点及面，通过打爆大单品的策略带动同系列产品声量提升；通知拓宽产品价格带，既有面向学生等低收入群体的小紫弹系列，也有面向大众消费者的小红笔和弹力蛋白系列，另外中高端赛道也布局了双胶原和丸美京东等系列，各产品系列价格带横跨100-700元，产品矩阵持续完善。

**表 5：丸美品牌旗下产品系列**

系列	产品	核心成分	价格区间	功效
弹力蛋白凝时系列		水解弹性蛋白	200-500 元	提拉紧致、抗皱抗老
小红笔胜肽系列		胜肽	200-500 元	熬夜修复、抗皱保湿
小紫弹 A 醇系列		A 醇	100-200 元	抗初老、淡化细纹
双胶原抗皱系列		重组胶原蛋白	300-600 元	保湿修复、紧致抗老
多肽蛋白系列		多肽+胶原蛋白	200-500 元	补水保湿、抗老淡纹
巧克力丝滑系列		植物提取物	100-300 元	紧致淡纹、抗初老

系列	产品	核心成分	价格区间	功效
晶致赋颜奢宠系列		多肽	400-650 元	密集抗衰
丸美东京系列		活性提取物	400-650 元	保湿维稳、屏障修复

数据来源：天猫旗舰店，公司官网，西南证券整理

**专注抗衰领域，研发优势建立原料壁垒。**胜肽、A 醇、玻色因被称为抗衰成分三巨头，是使用范围最广、频率最高的三种成分，国际大牌掌握核心科技，尖端技术都被国外垄断。而近年来，全人源重组胶原蛋白的出现打造出了全新的抗衰老成分，从功效和原理来看胶原蛋白的抗衰能力和适用度甚至优于其他三种成分，而中国重组胶原蛋白技术正处于世界领先地位。公司专注抗衰领域，2014 年开始连续 7 年获得中国化妆品工商首脑会议抗衰老品类 TOP1，旗下产品系列已使用胜肽、A 醇，并于 2021 年成功开发出重组胶原蛋白技术，至此四种重要的抗衰成分公司已囊括其中三种，国内抗衰领域领先地位稳固。

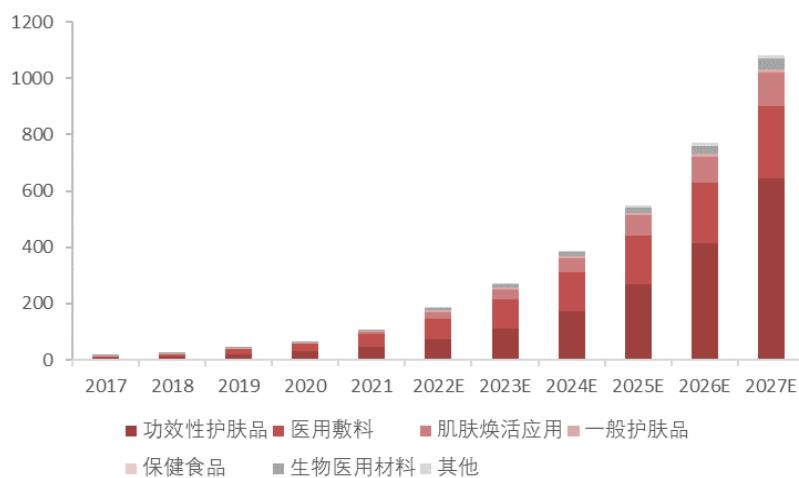
**表 6：四大重要抗衰老成分对比**

成分	作用原理	优势	劣势	中国技术优势
胜肽	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 促进胶原蛋白再生</li> <li>· 局部阻断神经传递肌肉收缩信息</li> <li>· 促进人体细胞的生长</li> </ul>	起效机制明确，抗皱效果相对明显	目前主流采用化学合成，正在向基因工程方向发展；化学合成的胜肽易残留溶剂，难以实现有效溶解，对皮肤有一定风险性。技术门槛高，中国企业不具备优势	中国目前没有技术优势
A 醇	通过刺激皮肤再生过程，达到抗衰老效果	起效机制明确，效果相对明显；能综合性改善皮肤	刺激性强，对敏感肌不友好；成分本身很容易被氧化，导致活性低甚至没有活性；建立耐受的过程很漫长	中国目前没有技术优势
玻色因	通过促进皮肤中糖胺聚糖的合成，增加真皮胶原的产生，达到促进真皮修复、减轻皱纹的效果	起效机制明确，知名度高	化学合成，欧莱雅专利刚到期，市面上的原料质量良莠不齐；起效时间长，抗老不直接	中国目前没有技术优势
全人源重组胶原蛋白	直接补充和人体通序列胶原蛋白，达到抗衰老效果	起效机制明确，效果相对明显。生物来源安全性高；和皮肤的兼容性好，敏感肌适用	量产成本较高，新成分需要一段时间建立消费者认知	中国目前处于领先地位

数据来源：未来迹 Future Beauty，西南证券整理

重组胶原蛋白作为护肤成分新宠，有望突破千亿市场规模。胶原蛋白具备优良的生物特性，具有保湿补水、抗衰抗老、除皱淡纹、祛斑提亮等多重作用，是非常理想的皮肤护理成分。过去胶原蛋白主要通过动物提取，有潜在病毒、免疫排斥和过敏风险，因此应用受到较大限制。近年来重组胶原蛋白技术实现突破，通过基因编辑技术构建的胶原蛋白与人体基因序列高度甚至完全一致，消除了病毒和免疫风险，在护肤应用中具有广阔的市场前景。据弗若斯特沙利文统计，2017-2021年重组胶原蛋白市场规模复合增速达到63%，预计将在2027年超过1000亿元，其中护肤品是最大的应用方向，2021年占比为47%。

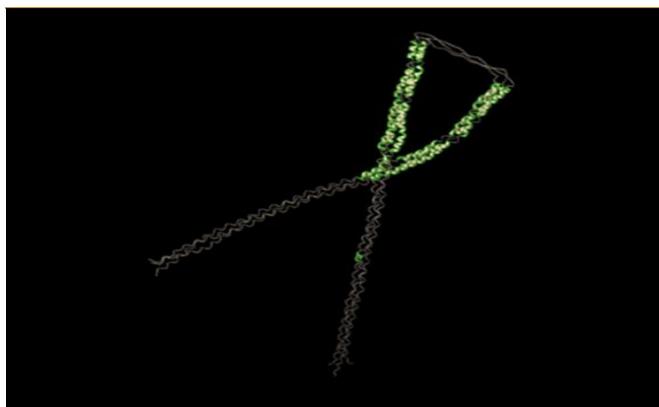
图 26：重组胶原蛋白各应用场景市场规模及预测（亿元）



数据来源：弗若斯特沙利文，巨子生物招股书，西南证券整理

公司重组胶原蛋白技术领先，抢占市场先机。目前重组胶原蛋白技术属于尖端科学技术，中国走在世界前列，国内有巨子生物、华熙生物、锦波生物等公司具备该技术，行业尚处于发展初期。公司在2021年成功研发出具有100%人源重组胶原蛋白，并且通过国家专利的翻译暂停技术实现了三螺旋结构，加上C-Pro扣环技术使其极具稳定性。同年10月，公司正式推出双胶原产品系列，产品添加了I型+III型嵌合型胶原蛋白，具有吸收快、效果好等优点，主打爆品“小金针”次抛精华液推出后次年销售额破亿，双胶原系列破3亿，并逐步由最初推出的10个SKU持续拓展。公司具备重组胶原蛋白技术领先优势，已推出成套系列产品上市并取得良好市场反响，率先布局有望抢占市场先机，快速提升市场份额。

图 27：丸美重组胶原蛋白预测结构图



数据来源：公司公众号，西南证券整理

图 28：双胶原系列产品

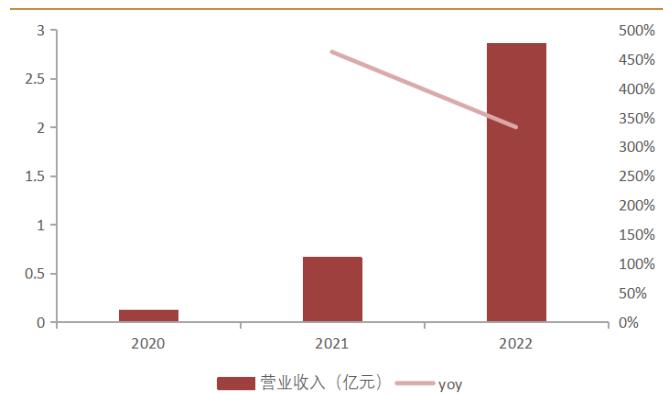


数据来源：公司公众号，西南证券整理

### 3.2 “恋火”发力底妆赛道，线上渠道爆发式增长

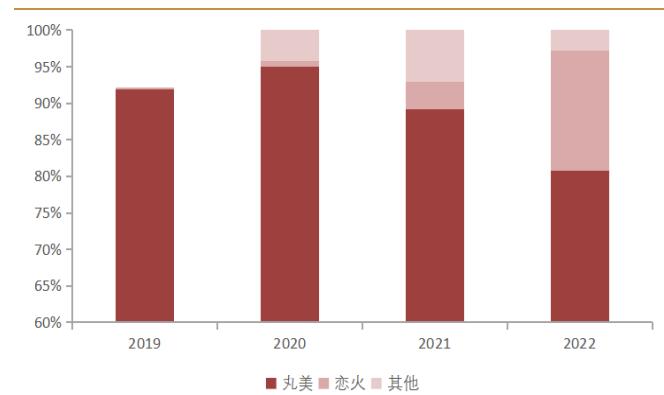
彩妆品牌高增态势不减，第二成长曲线持续发力。恋火是继主品牌丸美之后第二大品牌，营收占比持续增加。2021年恋火实现营收6617万元，同比增长463.5%，占比仅3.7%；2022年实现营收2.9亿元，同比增长331.9%，占比达到16.5%。

图 29：恋火营收及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

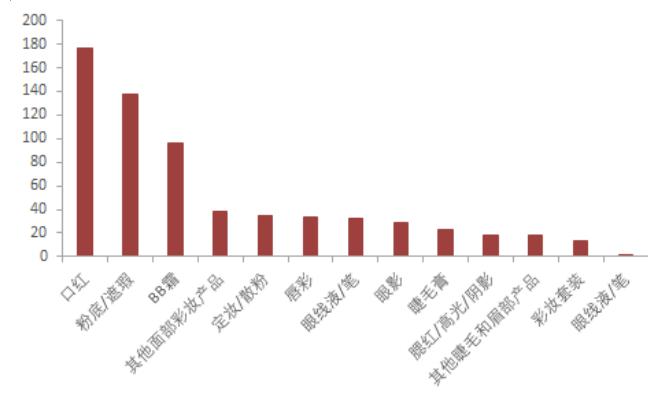
图 30：分品牌营收占比



数据来源：公司公告，西南证券整理

**底妆市场稳定，产品往多重功效进阶。**据华经产业研究院统计，彩妆市场分品类来看，口红类产品市场规模最大，其次分别为粉底/遮瑕、BB霜、定妆散粉和其他面部产品，而这几类产品均可以被视为底妆类产品，底妆产品是化妆步骤的第一步，持妆度、亲肤度、色号等选择都对后续整体妆容的妆感妆效起到关键性作用，因此具有较大市场空间。抖音彩妆热门视频对于妆感、妆容、妆效都有多元需求，另外具有养肤功效的底妆产品、彩妆成分党、纯净彩妆、运动美妆、定制化彩妆等等全新理念的兴起推动底妆类产品快速更新迭代，市场规模有进一步开拓空间，新品类、新赛道的创新型产品有望弯道超车，精准把握消费者需求的产品能够快速打开市场并提升份额。

图 31：2021年彩妆产品市场规模（亿元）



数据来源：华经产业研究院，西南证券整理

图 32：抖音彩妆视频热门主题



数据来源：CBNData，西南证券整理

**专注底妆产品，大单品策略成效显著。**恋火品牌在2021年进行了一次大调整，确定了品牌专注底妆细分赛道的策略，并将重心转移至线上渠道，加大了线上营销投放，与头部主播李佳琦合作推出了“看不见”和“蹭不掉”系列产品，分别针对油皮和干皮人群，定位精准，2022年实现了销售额大爆发，上半年恋火营收已达到21年全年营收的150%，22年全

年更是同比增长超 300%。凭借高度对消费者需求的高度契合和相对国际大牌的性价比优势，加之线上营销的精准投放和大单品策略，恋火实现了大范围破圈和快速起量，第二成长曲线逐步确认。

表 7：恋火产品系列

产品系列	适用人群	爆款产品	价格区间
	干皮	“看不见”粉底液 “看不见”粉霜 “看不见”气垫（李佳琦共创）	100-200 元
	油皮	“蹭不掉”粉底液 “蹭不掉”散粉	150 元左右
	线下专供	晶钻隔离霜 晶钻有色面霜	200-300 元

数据来源：恋火天猫旗舰店，公司官网，西南证券整理

**差异化竞争，发力抖音增长势头强劲。**恋火产品针对干皮和油皮量身定制，精准契合消费者诉求，做到干皮不浮粉、油皮不脱妆的优势效果。价格方面，产品均价在 100-200 元，显著低于国际大牌，凸显国货品牌性价比优势，形成差异化竞争。公司着重发力抖音渠道，内容电商与品牌形象契合，在双十一大促加持下，2022 年双 11 恋火 GMV 跻身抖音粉底液细分榜单 TOP5，以黑马之姿成为底妆赛道的国货代表品牌。

表 8：抖音 2022 年 11 月粉底液/膏热卖品牌榜单

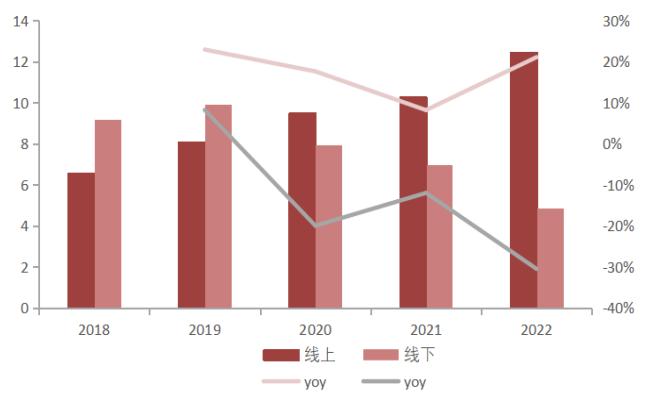
排名	品牌	GMV (万元)
1	雅诗兰黛	1900.39
2	f v	1778.51
3	卡姿兰	1768.74
4	毛戈平	1556.96
5	<b>恋火</b>	<b>932.16</b>
6	圣罗兰	699.27
7	玛丽黛佳	638.31
8	兰蔻	634.84
9	阿玛尼	601.73
10	方里	599.95

数据来源：弦镜，星图数据，西南证券整理

### 3.3 线上渠道进入运营新阶段，电商平台提效明显

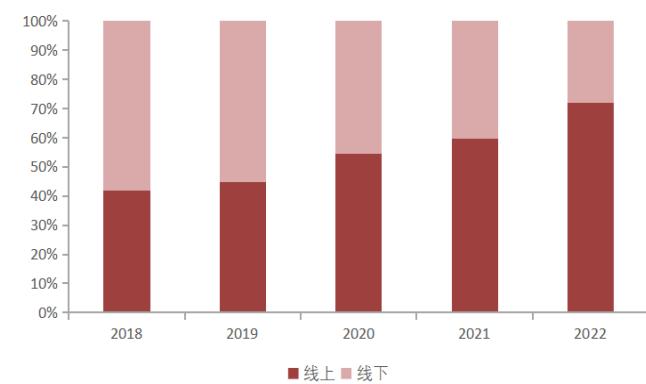
渠道调整持续推进，线上占比加大。公司积极进行渠道结构调整，由线下渠道主导逐渐向线上渠道发力，加之 2019-2021 年受宏观环境和出行消费场景影响，线下百货、日化渠道严重下滑，于是公司开始大力转向电商，21 年线上营收 10.3 亿元 (+8.2%)，22 年线上营收 12.4 亿元 (+21.1%)，占比自 2018 年 42% 提升至 72%，已超过线下成为主要的营收贡献渠道来源。预计未来随着线下 SKU 精简和线上投放持续加码，公司电商渠道营收将进一步提升。

图 33：线上&线下营收及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 34：线上&线下营收占比



数据来源：公司公告，西南证券整理

**直播+跨界合作+广告投放，全方位发力线上渠道。**针对快速兴起的强社交属性的新营销环境，公司快速反应，新设了社交媒体部和新兴渠道部，重点投放从原来的传统媒体转向更碎片化和更加复合多元的社交新媒体，包括小红书、B 站、抖音等。同时公司逐步完善直播达人矩阵，与超头主播李佳琦合作推出的“看不见”气垫和粉饼成功打造为爆款单品，另外积极培育自播团队，形成生态健康的直播矩阵。品牌建设方面，公司实现多元跨界合作，重组双胶原蛋白登上巨量引擎打造的热门 IP “了不起的中国成分”，联合河南卫视推出节目《一眼倾心凤求凰》，广告植入《你好，李焕英》、《唐人街探案 3》、《三十而已》等热门电影电视剧，全方位发力线上营销，品牌声量显著提升。

图 35：公司营销投放



数据来源：李佳琦直播间，丸美抖音旗舰店，时尚芭莎微博，丸美微博，西南证券整理

**引进电商运营高管，进入线上精细化运营时代。**2022年11月23日，公司发布公告聘请王熙雯女士为公司总裁助理兼电商部总经理，全面负责公司电商业务板块工作。王熙雯女士拥有美妆行业十二年工作经验，从商品零售到线上平台均有丰富的美妆业务团队搭建及管理经验，曾在天猫美妆担任运营事务。公司引进电商运营人才，旨在加大力度发展电商业务板块，加快布局天猫、抖音等线上市场，进入精细化运营阶段。

**线下逐步修复，落实消费者触达。**受20-21年大量门店关停、客流大幅下滑影响，公司线下投放计划未能如期进行，线下营收承压明显，仅个别开展了线下活动的门店经营状况维持较好。今年以来公司逐步开始全面推进线下营销活动，包括各种形式会员沙龙、私享会等。2021年丸美品牌线下渠道老会员复购率为55%，其中百货渠道老会员复购率62%，由此看出线下日化专营店、百货专柜、美容院等渠道仍是用户触达前线，具有较高客户粘性，推进线下营销有望支撑线下渠道营收迎来高弹性修复。另外恋火品牌乘上国潮东风，在渠道方面将积极布局调色师、KKV等新式美妆集合店，同时进驻传统百货渠道，线下全面发力，在品牌潜力已得到初步验证的情况下实现进一步扩张。

图 36：线下营销活动



数据来源：公司公众号，西南证券整理

图 37：恋火实体店



数据来源：美篇，西南证券整理

## 4 盈利预测与估值

### 4.1 盈利预测

**关键假设：**

**假设 1：**重组胶原蛋白护肤品市场渗透率持续提升，2023-2025 年以重组胶原蛋白为核心成分的护肤品渗透率分别为 20.3%、22.9%、25.5%；

**假设 2：**彩妆品牌恋火专注底妆赛道，差异化优势明显，维持高增态势，2023-2025 年销售收入增速分别为 120%、70%、40%，同时公司积极开拓新品类，推出更多高客单和高附加值的产品系列，毛利率实现小幅上升，2023-2025 年彩妆业务毛利率分别为 71%、71.2%、71.3%；

**假设 3：**主品牌丸美经过内部组织架构梳理和外部渠道结构调整后，精简长尾 SKU、聚焦眼部护理和抗衰赛道，预计 2023-2025 年眼部类产品销售收入增速分别为 10%、7%、5%，占比护肤类产品比例分别为 55.8%、57.4%、58.5%，占比持续提升，且眼部类产品毛利率高于护肤类产品。

基于以上假设，我们预测公司 2023-2025 年分业务收入成本如下表：

表 9：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2022A	2023E	2024E	2025E
眼部类	收入	435.19	478.70	512.21	537.82
	增速	-16.73%	10.00%	7.00%	5.00%
	毛利率	68.74%	70.00%	70.00%	70.20%
护肤类	收入	794.47	858.03	892.35	919.12
	增速	-17.80%	8.00%	4.00%	3.00%
	毛利率	68.13%	68.50%	68.00%	68.00%
洁肤类	收入	206.65	223.19	234.35	243.72
	增速	29.81%	8.00%	5.00%	4.00%
	毛利率	65.82%	66.00%	66.00%	65.50%
彩妆	收入	293.51	645.72	1097.72	1536.80
	增速	276.16%	120.00%	70.00%	40.00%
	毛利率	70.73%	71.00%	71.20%	71.30%
其他	收入	1.90	1.92	1.94	1.96
	增速	-96.87%	1.00%	1.00%	1.00%
	毛利率	19.70%	30.00%	30.00%	30.00%
合计	收入	1731.72	2207.55	2736.62	3237.47
	增速	-3.10%	27.48%	23.97%	18.30%
	毛利率	68.40%	69.33%	69.49%	69.74%

数据来源：Wind, 西南证券

## 4.2 相对估值

选取珀莱雅、贝泰妮、华熙生物 3 家公司为可比公司，其中珀莱雅主营业务为护肤品牌珀莱雅和彩妆品牌彩棠，和公司业务结构高度相似；贝泰妮定位专业皮肤护理，化妆品业务占比超 95%；华熙生物同样主营功能性护肤品，与公司业务类似。3 家公司 2023-2025 年平均 PE 为 39、31、25 倍，考虑到公司作为老牌国货消费者基础坚实、品牌势能强劲，同时渠道结构调整卓有成效，彩妆品牌贡献第二增长曲线，长期成长动力充足，首次覆盖给予“持有”评级。

表 10：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			22A	22E	23E	24E	22A	23E	24E	25E
603605.SH	珀莱雅	113.20	2.88	2.77	3.49	4.33	58.09	40.81	32.41	26.15
300957.SZ	贝泰妮	106.95	2.48	3.10	3.94	4.93	60.14	34.48	27.16	21.67
688363.SH	华熙生物	93.92	2.02	2.32	2.93	3.59	67.03	40.49	32.08	26.20
平均值							61.75	38.59	30.55	24.67

数据来源：Wind, 西南证券整理（股价截至 2023.09.04）

## 5 风险提示

美妆消费需求恢复不及预期、新品推出不及预期、市场竞争加剧等风险。

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1731.72	2207.55	2736.62	3237.47	净利润	167.43	277.32	350.19	436.31
营业成本	547.29	677.03	835.04	979.54	折旧与摊销	27.35	91.93	91.93	91.93
营业税金及附加	24.78	29.36	37.25	44.11	财务费用	-12.65	7.64	6.71	4.37
销售费用	846.16	1037.55	1286.21	1505.42	资产减值损失	-9.75	-1.00	-1.00	-1.00
管理费用	111.27	154.53	186.09	216.91	经营营运资本变动	-20.76	-106.25	-12.01	-0.13
财务费用	-12.65	7.64	6.71	4.37	其他	-103.18	-37.97	-47.60	-43.15
资产减值损失	-9.75	-1.00	-1.00	-1.00	经营活动现金流净额	48.44	231.68	388.23	488.33
投资收益	27.52	35.00	40.00	45.00	资本支出	-900.57	-160.67	-128.54	-102.83
公允价值变动损益	5.29	2.42	3.08	3.23	其他	970.71	248.05	65.08	98.23
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	70.14	87.38	-63.46	-4.60
<b>营业利润</b>	<b>207.34</b>	<b>339.86</b>	<b>429.40</b>	<b>536.35</b>	短期借款	100.00	0.07	-33.36	-22.24
其他非经营损益	-0.76	2.31	2.67	1.98	长期借款	148.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>206.58</b>	<b>342.16</b>	<b>432.08</b>	<b>538.33</b>	股权融资	-6.00	-0.44	0.00	0.00
所得税	39.15	64.85	81.88	102.02	支付股利	0.00	-34.84	-57.70	-72.86
<b>净利润</b>	<b>167.43</b>	<b>277.32</b>	<b>350.19</b>	<b>436.31</b>	其他	-97.08	-16.91	-6.71	-4.37
少数股东损益	-6.75	-11.18	-14.12	-17.60	筹资活动现金流净额	144.92	-52.12	-97.76	-99.47
归属母公司股东净利润	174.18	288.50	364.31	453.90	<b>现金流量净额</b>	<b>263.46</b>	<b>266.93</b>	<b>227.00</b>	<b>384.26</b>
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>财务分析指标</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
货币资金	1073.01	1339.94	1566.94	1951.21	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	100.03	111.37	144.80	171.51	销售收入增长率	-3.10%	27.48%	23.97%	18.30%
存货	151.70	190.05	242.98	282.03	营业利润增长率	-30.65%	63.92%	26.35%	24.91%
其他流动资产	912.50	754.66	791.34	796.90	净利润增长率	-30.58%	65.63%	26.28%	24.59%
长期股权投资	73.87	73.87	73.87	73.87	EBITDA 增长率	-25.13%	97.91%	20.16%	19.81%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	501.88	646.44	758.87	845.59	毛利率	68.40%	69.33%	69.49%	69.74%
无形资产和开发支出	748.63	673.06	597.49	521.92	三费率	54.56%	54.35%	54.05%	53.33%
其他非流动资产	529.61	529.35	529.09	528.83	净利润率	9.67%	12.56%	12.80%	13.48%
<b>资产总计</b>	<b>4091.22</b>	<b>4318.74</b>	<b>4705.39</b>	<b>5171.87</b>	ROE	5.15%	7.93%	9.24%	10.51%
短期借款	100.00	100.07	66.71	44.48	ROA	4.09%	6.42%	7.44%	8.44%
应付和预收款项	313.21	366.86	451.08	536.76	ROIC	12.92%	20.08%	22.54%	26.55%
长期借款	148.00	148.00	148.00	148.00	EBITDA/销售收入	12.82%	19.91%	19.30%	19.54%
其他负债	277.43	207.69	250.99	290.59	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>838.64</b>	<b>822.62</b>	<b>916.79</b>	<b>1019.82</b>	总资产周转率	0.44	0.52	0.61	0.66
股本	401.44	401.00	401.00	401.00	固定资产周转率	6.99	9.18	12.19	15.54
资本公积	774.49	774.49	774.49	774.49	应收账款周转率	26.36	30.46	32.27	30.31
留存收益	2028.09	2281.76	2588.37	2969.41	存货周转率	3.55	3.77	3.76	3.68
归属母公司股东权益	3188.07	3442.78	3749.40	4130.44	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	99.59%	—	—	—
少数股东权益	64.51	53.33	39.21	21.61	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>3252.58</b>	<b>3496.11</b>	<b>3788.60</b>	<b>4152.05</b>	资产负债率	20.50%	19.05%	19.48%	19.72%
负债和股东权益合计	4091.22	4318.74	4705.39	5171.87	带息债务/总负债	29.57%	30.16%	23.42%	18.87%
<b>业绩和估值指标</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	流动比率	3.35	3.67	3.68	3.77
EBITDA	222.04	439.44	528.04	632.65	速动比率	3.12	3.38	3.35	3.44
PE	61.91	37.38	29.60	23.76	股利支付率	0.00%	12.07%	15.84%	16.05%
PB	3.38	3.13	2.88	2.61	<b>每股指标</b>				
PS	6.23	4.88	3.94	3.33	每股收益	0.43	0.72	0.91	1.13
EV/EBITDA	40.60	19.86	16.03	12.74	每股净资产	7.95	8.59	9.35	10.30
股息率	0.00%	0.32%	0.54%	0.68%	每股经营现金	0.12	0.58	0.97	1.22
					每股股利	0.00	0.09	0.14	0.18

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

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并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 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综合指数或标普 500 指数为基准。

	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
公司评级	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
行业评级	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

### 本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	刘中一	销售经理	19821158911	19821158911	lzhongy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrf@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyyf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旸	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	田婧雯	销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	阚钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	姚航	销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com

	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtyf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
广深	郑龑	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cryrf@swsc.com.cn