



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

买入 (维持)

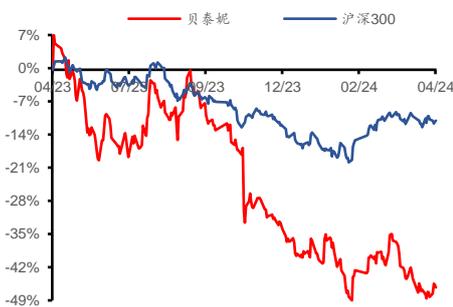
行业: 美容护理
日期: 2024年04月26日

分析师: 梁瑞
Tel: 021-53686409
E-mail: liangrui@shzq.com
SAC 编号: S0870523110001

基本数据

最新收盘价 (元)	57.51
12mth A 股价格区间 (元)	54.58-116.00
总股本 (百万股)	423.60
无限售 A 股/总股本	100.00%
流通市值 (亿元)	243.61

最近一年股票与沪深 300 比较



相关报告:

《Q3 扣非归母净利润 yoy40%超预期, 努力达成全年业绩目标》

——2023年10月30日

《拟收购悦江投资, 有望增强品牌矩阵和运营能力》

——2023年10月06日

《Q2 业绩环比提速, 择高立向宽行》

——2023年08月29日

拓宽敏感边界, 期待薇诺娜 2.0 时代

■ 投资摘要

事件概述

公司发布2023年报及2024年一季度报。2023年公司实现营收55.22亿元, 同比+10.14%; 归母净利润7.57亿元, 同比-28.02%; 扣非归母净利润6.18亿元, 同比-35.20%。2024Q1公司实现营收10.97亿元, 同比+27.06%; 归母净利润1.77亿元, 同比+11.74%; 扣非归母净利润1.54亿元, 同比+21.94%。

分析与判断

主品牌薇诺娜推出“修白瓶”系列新品, 进阶“敏感plus”不断拓圈。基于“四位一体美白淡斑机制”, “薇诺娜”品牌在第25届世界皮肤病学大会期间发布了皮肤学级淡斑产品“薇诺娜修白瓶”。品牌抓住“敏肌美白”新赛道爆发机会, 多次登顶美容护肤类目品牌榜TOP1。薇诺娜品牌从大单品到多明星产品矩阵不断扩大, 实现从敏感肌修护进阶到了“敏感肌PLUS”, 进一步拓宽敏感功效护理的边界。

自主孵化+投资并购, 持续拓展皮肤大健康生态版图。(1) 薇诺娜宝贝: 婴幼儿肌肤健康的专业皮肤学级护肤品牌, 公司不断丰富“薇诺娜宝贝 (Winona Baby)”品牌的产品系列, 满足婴幼儿洗浴、润肤、防晒等多种需求。(2) 瓊科纓: 公司内部孵化的国货首个高端专业抗老科技品牌, 通过以与医美及生美机构的战略合作为专业背书, 以线上渠道广域触达纳新, 并投资国内头部百货的高端陈列和价值服务, 持续打造具有硬核功效、专业品质及高端形象的医美级全程抗老品牌。(3) 贝芙汀: 依托植物科技和产学研医, 利用云南自然植物资源优势, 从云南特色的高原植物中提取核心功效成分运用于“贝芙汀 (Beforteen)”产品中, 并将人工智能技术与痤疮诊疗相结合, 深入提出了“分级定制, 精准抗痘”的模式和理念。(4) 公司成功并购了悦江投资, 获得了姬芮 (Za) 和“泊美 PURE&MILD两个品牌, 补齐了公司大众线护肤及彩妆版图。

线上平台阿里系销售承压, 线下OTC渠道高增。分渠道看, 2023年公司线上营收为35.52亿元, 同比-0.37%。其中阿里系营收17.62亿元, 同比-14.46%; 抖音系营收6.31亿元, 同比+47.14%; 唯品会营收3.07亿元, 同比+1.61%; 京东系营收3.74亿元, 同比+5%。线下渠道营收为14.27亿元, 同比+48.87%, 占主营收入的比重为25.93%, 同比+6.75pcts。其中OTC 分销渠道销售模式实现营收8.16亿元, 同比+66.08%。

盈利能力短期承压。2023年公司实现销售毛利率73.90%, 同比-1.31pcts; 实现归母净利率13.71%, 同比-7.26pcts。费用端, 销售费用率为47.26%, 同比+6.42pcts; 管理费用率7.48%, 同比+0.64pcts; 研发费用率5.41%, 同比+0.33pcts。主要由于(1) 公司产品配方、生产工艺以及外包装升级导致毛利率略有下降; (2) 中央工厂新基地项目建成投产, 公司长期资产折旧摊销成本、费用增加; (3) 美妆行业2023年“双11”等线上大促活动销售普遍不如预期,

公司未达成“双11”预期销售目标，且公司主要线上自营店铺平均获客成本上升。

■ 投资建议

我们预计 2023-2025 年公司营收分别为 71.04、88.40/106.50 亿元，同比分别+28.65%、+24.43%、+20.48%；归母净利润分别为 12.08、15.51、19.17 亿元，同比分别+59.60%、+28.39%、+23.64%，对应 EPS 分别为 2.85、3.66、4.53 元，对应 PE 分别为 20、16、13 倍，维持“买入”评级。

■ 风险提示

行业景气度下行风险；竞争加剧风险；产品质量事故风险；新品推广不及预期风险；消费复苏不及预期风险；渠道流量变革等。

■ 数据预测与估值

单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	5522	7104	8840	10650
年增长率	10.1%	28.7%	24.4%	20.5%
归母净利润	757	1208	1551	1917
年增长率	-28.0%	59.6%	28.4%	23.6%
每股收益（元）	1.79	2.85	3.66	4.53
市盈率（X）	32.19	20.17	15.71	12.71
市净率（X）	4.16	3.79	3.28	2.77

资料来源：Wind，上海证券研究所（2024 年 04 月 25 日收盘价）

公司财务报表数据预测汇总
资产负债表 (单位: 百万元)

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	2091	2769	2317	3986
应收票据及应收账款	586	335	844	601
存货	904	623	1340	1108
其他流动资产	1940	1991	2079	2119
流动资产合计	5523	5718	6581	7814
长期股权投资	212	304	407	511
投资性房地产	9	12	15	17
固定资产	667	814	939	1021
在建工程	40	40	40	40
无形资产	193	257	329	406
其他非流动资产	863	1106	1374	1660
非流动资产合计	1984	2533	3104	3655
资产总计	7507	8251	9685	11469
短期借款	104	156	216	281
应付票据及应付账款	402	473	630	726
合同负债	50	72	84	103
其他流动负债	735	772	966	1186
流动负债合计	1291	1473	1896	2296
长期借款	5	5	5	5
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	195	195	195	195
非流动负债合计	200	200	200	200
负债合计	1491	1673	2096	2496
股本	424	421	421	421
资本公积	2846	2708	2708	2708
留存收益	2701	3402	4410	5790
归属母公司股东权益	5861	6421	7429	8810
少数股东权益	155	157	159	163
股东权益合计	6016	6578	7589	8973
负债和股东权益合计	7507	8251	9685	11469

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流量	610	1927	738	2868
净利润	759	1210	1553	1921
折旧摊销	175	191	247	304
营运资金变动	-186	565	-999	723
其他	-138	-39	-63	-81
投资活动现金流量	-518	-649	-701	-719
资本支出	-271	-618	-686	-722
投资变动	-305	-75	-86	-86
其他	59	45	71	90
筹资活动现金流量	-458	-600	-489	-480
债权融资	81	52	61	65
股权融资	8	-140	0	0
其他	-547	-512	-549	-545
现金净流量	-367	677	-451	1669

利润表 (单位: 百万元)

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	5522	7104	8840	10650
营业成本	1441	1588	1995	2467
营业税金及附加	65	84	103	125
销售费用	2610	3410	4177	4959
管理费用	413	500	632	706
研发费用	299	346	449	540
财务费用	-21	-37	-49	-38
资产减值损失	-20	-20	-20	-20
投资收益	64	85	111	130
公允价值变动损益	-17	-20	-20	-20
营业利润	878	1395	1788	2210
营业外收支净额	-9	0	0	0
利润总额	869	1395	1788	2210
所得税	110	186	234	289
净利润	759	1210	1553	1921
少数股东损益	2	2	3	4
归属母公司股东净利润	757	1208	1551	1917

主要指标

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
盈利能力指标				
毛利率	73.9%	77.7%	77.4%	76.8%
净利率	13.7%	17.0%	17.5%	18.0%
净资产收益率	12.9%	18.8%	20.9%	21.8%
资产回报率	10.1%	14.6%	16.0%	16.7%
投资回报率	11.3%	16.7%	18.3%	19.4%
成长能力指标				
营业收入增长率	10.1%	28.7%	24.4%	20.5%
EBIT 增长率	-28.0%	62.8%	26.9%	24.8%
归母净利润增长率	-28.0%	59.6%	28.4%	23.6%
每股指标 (元)				
每股收益	1.79	2.85	3.66	4.53
每股净资产	13.84	15.16	17.54	20.80
每股经营现金流	1.44	4.55	1.74	6.77
每股股利	0.60	1.20	1.29	1.27
营运能力指标				
总资产周转率	0.74	0.86	0.91	0.93
应收账款周转率	9.83	20.68	10.87	17.66
存货周转率	1.59	2.55	1.49	2.23
偿债能力指标				
资产负债率	19.9%	20.3%	21.6%	21.8%
流动比率	4.28	3.88	3.47	3.40
速动比率	3.18	3.11	2.48	2.68
估值指标				
P/E	32.19	20.17	15.71	12.71
P/B	4.16	3.79	3.28	2.77
EV/EBITDA	27.44	14.50	11.66	8.69

资料来源: Wind, 上海证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
无评级	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和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、价值或投资收入可升可跌。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、意见或推测不一致的报告。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。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断