



业绩高增，多品牌多渠道发力

买入 (维持)

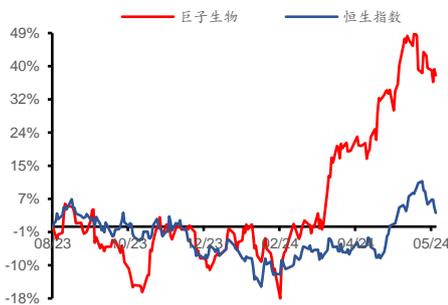
行业：美容护理
日期：2024年08月20日

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 (港元)	49.35
12mth 港股价格区间 (港元)	29.30-53.15
总股本 (百万股)	1,028.22
流通股/总股本	0.00%
流通市值 (亿港元)	507.43

最近一年股票与恒生指数比较



相关报告:

《业绩超预期，品牌、运营、渠道迈向纵深化》

——2023年09月01日

■ 投资摘要

事件概述

公司发布2024年半年报，上半年实现营收25.40亿元，同比增长58.2%；归母净利润9.83亿元，同比增长47.4%，经调整净利润10.27亿元，同比增长51.8%。

分析与判断

公司盈利能力有所下降。24H1 公司毛利率为 82.4%，同比下降 1.7pcts，主要由于产品类型扩充及销售成本增加。其中，销售费用率为 35.11%，同比增长 0.54pcts，主要由于线上直销渠道快速扩张；管理费用率为 2.58%，同比下降 0.37pcts；研发费用率为 1.92%，同比-0.20pcts。公司归母净利率为 38.70%，同比下降 2.83pcts。

品牌端，可复美品牌实现收入**20.71亿元，同比增长68.6%**，品牌进一步拓展系列矩阵，重磅推出全新「焦点系列」，聚焦皮肤亚健康人群。2024年4月可复美焦点面霜上市，在2024年618大中，焦点面霜位列天猫面霜新品榜TOP1和抖音品牌胶原蛋白霜人气榜TOP1，体现出绝对过硬的产品品质、精准敏锐的人群场景定位、初见成效的推新运营。为单品、系列乃至品牌的中长期增长打下基础。此后焦点精华、焦点面膜、焦点涂抹面膜等陆续上市，产品矩阵初现，致力于为消费者提供全方位的修护解决方案。2024年6月可复美秩序系列上新可复美秩序点痘棒，618大促中，秩序点痘棒位列天猫修复精华新品榜TOP1。**可丽金品牌实现收入人民币3.96亿元，同比增长23.6%**。24H1品牌上新蕴活系列，可丽金胶卷眼霜、面霜、眼膜等主要单品陆续上市。同时公司持续加强对公域渠道建设和投入力度，优化渠道结构，提升品牌知名度。

渠道端，继续坚持在线+线下，专业+大众的全局渠道布局。24H1线下直销收入为人民币**0.68亿元，同比增长82.2%**，占总收益的**2.7%**。线下，通过直销和经销途径进入中国约1500家公立医院，约2,700家私立医院和诊所，约650个连锁药房品牌和约6000家CS/KA门店。此外，自2023年底可复美品牌首家线下标准店开业以来，公司逐步探索延展线下商业布局，截至24H1可复美已在西安、重庆、成都等重点城市的购物中心开设约十家线下店。**线上渠道**，24H1通过DTC店铺的线上直销收入为人民币16.03亿元，同比增长64.1%，占总收益的63.1%；面向电商平台的线上直销收入1.67亿元，同比增长143.3%，占总收益的6.6%。线上，公司通过天猫、抖音、京东、小红书、快手等在线电商平台和社交媒体平台进行销售和宣传。在天猫重点打造战略新品；在抖音，一方面公司调整达播策略，控制稳定客单价拉新，不断为品牌积累新客；另一方面优化直播间运营结构，回归内容创新，通过差异化的组品逻辑持续提升转化效率。24H1主要电商渠道均实现较快增长，可复美和可丽金的在线全渠道GMV增速在2024年618大促期间分别超过60%和100%。

■ 投资建议

预计公司 24-26 年营业收入分别为 49.44/62.85/76.70 亿元，同比分别为 40.28%/27.13%/22.04%；归母净利润分别为 18.73/23.18/28.08 亿元，同比分别为 29.05%/23.71%/21.16%。2024 年 08 月 19 日收盘价对应 PE 为 22/18/15 倍，维持“买入”评级。

■ 风险提示

胶原蛋白渗透率不及预期风险；新产品开发不及预期风险；行业政策变化影响风险等。

■ 数据预测与估值

单位/百万	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	3524	4944	6285	7670
(+/-) (%)	49%	40%	27%	22%
归母净利润	1452	1873	2318	2808
(+/-) (%)	45%	29%	24%	21%
EPS	1.49	1.82	2.25	2.73
P/E	23.89	22.15	17.90	14.77

资料来源：Wind，上海证券研究所（2024 年 08 月 19 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）

资产负债表	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	4,135	5,192	6,698	8,474
现金	2,504	2,482	3,189	4,036
应收账款及票据	102	141	175	210
存货	200	280	356	430
其他	1,329	2,290	2,979	3,799
非流动资产	838	819	819	819
固定资产	663	663	663	663
无形资产	10	10	10	10
其他	165	146	146	146
资产总计	4,973	6,011	7,517	9,293
流动负债	531	630	717	883
短期借款	2	2	2	2
应付账款及票据	133	93	93	117
其他	396	535	622	764
非流动负债	71	50	50	50
长期债务	0	0	0	0
其他	71	50	50	50
负债合计	602	680	767	933
普通股股本	0	0	0	0
储备	4,362	5,320	6,738	8,346
归属母公司股东权益	4,362	5,320	6,738	8,346
少数股东权益	9	10	12	14
股东权益合计	4,371	5,331	6,750	8,360
负债和股东权益	4,973	6,011	7,517	9,293
现金流量表	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1,647	1,634	2,285	2,775
净利润	1,452	1,873	2,318	2,808
少数股东权益	-4	1	2	2
折旧摊销	34	0	0	0
营运资金变动及其他	165	-241	-34	-35
投资活动现金流	-527	-741	-679	-728
资本支出	-228	0	0	0
其他投资	-299	-741	-679	-728
筹资活动现金流	52	-915	-900	-1,200
借款增加	-1	0	0	0
普通股增加	44	0	0	0
已付股利	0	-915	-900	-1,200
其他	9	0	0	0
现金净增加额	1,173	-22	707	847

利润表（单位：百万元）

利润表	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	3,524	4,944	6,285	7,670
其他收入	2	2	2	2
营业成本	577	839	1,116	1,406
销售费用	1,164	1,681	1,855	2,224
管理费用	97	124	361	448
研发费用	75	129	169	221
财务费用	-47	-50	-25	-32
除税前溢利	1,745	2,232	2,818	3,413
所得税	297	357	498	603
净利润	1,448	1,875	2,319	2,810
少数股东损益	-4	1	2	2
归属母公司净利润	1,452	1,873	2,318	2,808
EBIT	1,698	2,182	2,793	3,381
EBITDA	1,732	2,182	2,793	3,381
EPS（元）	1.49	1.82	2.25	2.73
主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入	49.05%	40.28%	27.13%	22.04%
归属母公司净利润	44.88%	29.05%	23.71%	21.16%
获利能力				
毛利率	83.63%	83.03%	82.25%	81.67%
销售净利率	41.19%	37.90%	36.88%	36.61%
ROE	33.28%	35.21%	34.40%	33.64%
ROIC	32.22%	34.37%	34.05%	33.29%
偿债能力				
资产负债率	12.11%	11.32%	10.20%	10.04%
净负债比率	-57.25%	-46.53%	-47.21%	48.26%
流动比率	7.79	8.24	9.34	9.60
速动比率	7.42	7.80	8.85	9.11
营运能力				
总资产周转率	0.87	0.90	0.93	0.91
应收账款周转率	41.11	40.72	39.86	39.88
应付账款周转率	6.15	7.41	11.99	13.38
每股指标（元）				
每股收益	1.49	1.82	2.25	2.73
每股经营现金流	1.66	1.59	2.22	2.70
每股净资产	4.38	5.17	6.55	8.12
估值比率				
P/E	23.89	22.15	17.90	14.77
P/B	8.12	7.80	6.16	4.97
EV/EBITDA	19.01	17.88	13.71	11.08

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