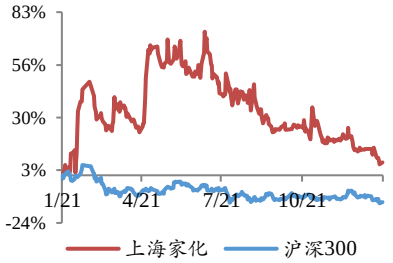
战略调整成果凸显，业绩预增超预期

投资评级：买入（维持）

报告日期： 2022-01-17

收盘价（元）	37.91
近 12 个月最高/最低（元）	61.75/35.61
总股本（百万股）	680
流通股本（百万股）	671
流通股比例（%）	98.77
总市值（亿元）	258
流通市值（亿元）	254

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：王洪岩

执业证书号：S0010521010001

邮箱：wanghy@hazq.com

主要观点：

● 事件

公司发布 2021 年年度业绩预增公告，预计 2021 年度实现营收约 76.6 亿元（+9%）；实现归母净利润约 6.55 亿元（+52%）；实现扣非归母净利润约 6.88 亿元（+74%）。2021Q4 单季度实现营收约 18.3 亿元（+9.8%）；实现归母净利润约 2.35 亿元（+99%）；实现扣非归母净利润约 2.14 亿元（+79%）。

● 业绩增长超预期，盈利能力改善

公司围绕"以消费者为中心，品牌创新，渠道进阶"的 123 战略方针，**提升公司的数字化运营能力，实现降本提效，2021 年业绩增长超预期。护肤品类作为公司定位的高毛利快速发展品类，表现抢眼**。2021 年公司净利率预计为 8.55%（yoy+2.43pct）；Q4 单季度净利率预计为 12.84%（yoy+5.77pct），**公司盈利能力明显改善**。

● 聚焦护肤品类，头部品牌实现破圈

公司通过对旗下品牌的梳理，确定了差异化的品牌发展策略，聚焦快速发展的护肤品类。其中，玉泽和佰草集品牌表现突出。**玉泽品牌主打功效护肤**，抓住社媒与直播流量红利，充分巩固屏障修护力强的品牌形象，2021 年双十一玉泽销售额进入淘系护肤 top20，有望持续增长。**佰草集采用前沿中草药护肤，与国际品牌差异化竞争**。创新的营销方式促进了其知名度的提升和年轻化转变，2021 年双十一公司抖音直播间创新型的采用宫斗的剧情，延禧宫正传开播第 5 天直播间在线人数突破 5 万，增强品牌复苏的信心。

● 线上推动多平台布局，线下拓展新零售

线上，公司电商渠道以精细化运营推动多平台布局，天猫平台布局店铺自播。同时京东、拼多多及抖音等兴趣电商均呈现增长态势。其中，抖音小店多店 GMV 迅速爬坡，2021 年第三季度累计 GMV 破 2000 万元。**线下，公司对传统渠道进行优化调整，积极拓展新零售业务。**其中，百货渠道通过柜台优化以及四季 SPA 线上化成功改善盈利能力；CS（化妆品专营店）渠道在传统 CS 业务、屈臣氏业务均取得快速增长。2021 年前三季度公司新零售业务同比实现 100%+的增长，占国内线下业务比例超 10%。

● 投资建议

公司对于品牌的塑造，正由"多品牌"向"优品牌"转变，通过"优胜劣汰"将资源倾斜至具备大单品及爆款特质的产品，实现天然引流和业绩增长的双赢效果。与天猫创新中心合作，数字化赋能有助于公司对消费趋势边际变化的把握，洞察市场新机遇。**线上、线下齐发力，打造私域流量、增强客户粘性**。我们预计公司 2021~2023 年 EPS 分别为 0.97、1.22、1.52 元/股，对应当前股价 PE 分别为 42、33、27 倍。维持"买入"评级。

● 风险提示

新品推广不及预期；线上渠道拓展进展不及预期；行业竞争加剧；疫情反复等。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	7032	7667	9212	10918
收入同比（%）	-7.4%	9.0%	20.1%	18.5%
归属母公司净利润	430	655	826	1028
净利润同比（%）	-22.8%	52.2%	26.2%	24.4%
毛利率（%）	60.0%	60.9%	62.4%	63.5%
ROE（%）	6.6%	9.2%	10.4%	11.4%
每股收益（元）	0.64	0.97	1.22	1.52
P/E	54.27	41.84	33.15	26.65

资料来源：wind，华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表 单位:百万元

会计年度	2020	2021	2022	2023
流动资产	6155	6980	8273	9823
现金	1287	1211	1345	1691
应收账款	1090	1183	1398	1641
其他应收款	87	76	83	93
预付账款	47	47	53	57
存货	867	888	1020	1168
其他流动资产	2778	3576	4374	5173
非流动资产	5140	5060	4981	4904
长期投资	476	560	644	728
固定资产	1019	915	810	705
无形资产	769	718	667	616
其他非流动资产	2877	2867	2860	2855
资产总计	11295	12040	13253	14727
流动负债	2876	3035	3493	4008
短期借款	0	0	0	0
应付账款	718	740	839	955
其他流动负债	2157	2295	2654	3054
非流动负债	1920	1850	1780	1710
长期借款	1062	992	922	852
其他非流动负债	858	858	858	858
负债合计	4796	4886	5273	5719
少数股东权益	0	0	0	0
股本	678	678	678	678
资本公积	978	978	978	978
留存收益	4843	5498	6324	7352
归属母公司股东权	6499	7154	7980	9008
负债和股东权益	11295	12040	13253	14727

现金流量表

会计年度	2020	2021	2022	2023
经营活动现金流	643	669	839	1009
净利润	430	655	826	1028
折旧摊销	236	150	150	151
财务费用	63	0	0	0
投资损失	-171	-205	-246	-292
营运资金变动	38	57	96	110
其他经营现金流	440	609	742	929
投资活动现金流	-671	-674	-635	-593
资本支出	-105	-7	-7	-7
长期投资	-673	-882	-882	-882
其他投资现金流	107	215	254	297
筹资活动现金流	-136	-70	-70	-70
短期借款	0	0	0	0
长期借款	-76	-70	-70	-70
普通股增加	7	0	0	0
资本公积增加	113	0	0	0
其他筹资现金流	-180	0	0	0
现金净增加额	-222	-76	134	346

利润表 单位:百万元

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	7032	7667	9212	10918
营业成本	2816	2995	3463	3988
营业税金及附加	57	50	57	66
销售费用	2924	3239	4018	4827
管理费用	721	768	884	1048
财务费用	43	-19	-18	-20
资产减值损失	-69	-12	-12	-12
公允价值变动收益	28	0	0	0
投资净收益	171	205	246	292
营业利润	534	790	997	1240
营业外收入	4	4	4	4
营业外支出	4	4	4	4
利润总额	534	790	997	1240
所得税	104	135	170	212
净利润	430	655	826	1028
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	430	655	826	1028
EBITDA	579	624	770	943
EPS（元）	0.64	0.97	1.22	1.52

主要财务比率

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入	-7.4%	9.0%	20.1%	18.5%
营业利润	-23.8%	47.9%	26.2%	24.4%
归属于母公司净利	-22.8%	52.2%	26.2%	24.4%
获利能力				
毛利率（%）	60.0%	60.9%	62.4%	63.5%
净利率（%）	6.1%	8.5%	9.0%	9.4%
ROE（%）	6.6%	9.2%	10.4%	11.4%
ROIC（%）	3.7%	4.8%	5.8%	6.7%
偿债能力				
资产负债率（%）	42.5%	40.6%	39.8%	38.8%
净负债比率（%）	73.8%	68.3%	66.1%	63.5%
流动比率	2.14	2.30	2.37	2.45
速动比率	1.82	1.99	2.06	2.14
营运能力				
总资产周转率	0.62	0.64	0.70	0.74
应收账款周转率	6.45	6.48	6.59	6.65
应付账款周转率	3.92	4.05	4.13	4.18
每股指标（元）				
每股收益	0.64	0.97	1.22	1.52
每股经营现金流	0.95	0.99	1.24	1.49
每股净资产	9.59	10.55	11.77	13.29
估值比率				
P/E	54.27	41.84	33.15	26.65
P/B	3.62	3.83	3.43	3.04
EV/EBITDA	40.32	43.58	35.03	28.17

资料来源：公司公告，华安证券研究所

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者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任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；

中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因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，致使无法给出明确的投资评级。