

经营短期承压，积极布局新兴渠道

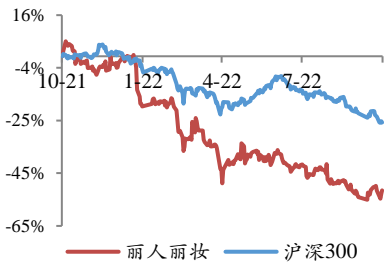
投资评级：买入（维持）

报告日期： 2022-10-28

主要观点：

收盘价 (元)	12.02
近 12 个月最高/最低 (元)	26.08/11.14
总股本 (百万股)	402
流通股本 (百万股)	196
流通股比例 (%)	48.80
总市值 (亿元)	48
流通市值 (亿元)	24

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

● 事件

公司发布 2022 年三季报，前三季度实现营收 20.98 亿元 (-16.10%)，归母净利润-0.39 亿元 (-114.80%)，扣非后归母净利润-0.58 亿元 (-128.56%)；2022Q3 实现营收 5.41 亿元 (-16.15%)，归母净利润-0.45 亿元 (-179.80%)，扣非后归母净利润-0.44 亿元 (-206.82%)。

● 疫情影响下经营承压，存货减值拖累业绩

2022Q3 营收下滑主要是因为受到整体宏观经济增速放缓及疫情反复影响，消费者对于化妆品的需求有所下。2022Q3 毛利率为 25.17% (-15.65pct)，主要因为公司加大了销售折扣力度。分业务来看，2022Q3 电商零售业务实现营收 4.92 亿元 (-17.65%)，毛利率为 25.59% (-11.55pct)；品牌营销业务实现营收 0.21 亿元 (-35.18%)，毛利率为 46.83% (-31.61pct)，其他业务营收 0.29 亿元 (+77.25%)，毛利率为 1.96% (-10.31pct)。

2022Q3 销售费用率为 29.4% (-3.4pct)，管理费用率为 7.7% (+3.9pct)，主要因为取消 2021 年限制性股票激励计划尚未解锁部分对应的一次性摊销金额计入了费用，资产减值损失占收入比重为 3.7% (+3.1pct)，主要因为公司计提的存货跌价准备同比增加 363.65%，2022Q3 净利率为-8.60% (-17.28pct)。

● 积极拓展新兴平台，打造新的增长点

公司主要以天猫平台运营为主，2022Q3 天猫平台新增 5 家经销店铺，3 家代销店铺，关闭 1 家经销店铺。随着内容电商、直播电商兴起，公司持续加大对小红书、快手、拼多多等新兴平台投入，2022Q3 公司新增 1 家抖音店铺，5 家快手等其他平台店铺。2022Q3 天猫国内营收 4.25 亿元 (-19.75%)，天猫国际营收 0.15 亿元 (-47.84%)，天猫平台营收占比合计 81.3% (-5.2pct)，其他平台营收 1.01 亿元 (+16.31%)，收入占比为 18.7% (+5.2pct)。

● 投资建议

短期来看，2022 年疫情反复导致公司供应链、物流受阻，经营承压。公司运营实力扎实，疫情好转后，业绩修复可期；中长期来看，公司积极拓展抖音、小红书等新兴平台，打造自有品牌，拓展食品、服务等品类，有望实现稳定增长。我们预计公司 2022~2024 年 EPS 分别为 0.39、0.87、1.04 元/股，对应当前股价 PE 分别为 31、14、12 倍，维持“买入”评级。

● 风险提示

品类拓展不及预期；行业竞争加剧。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	4155	3653	4105	4526

收入同比 (%)	-9.7%	-12.1%	12.4%	10.3%
归属母公司净利润	411	156	351	416
净利润同比 (%)	21.0%	-61.9%	124.1%	18.7%
毛利率 (%)	36.5%	30.3%	35.2%	35.8%
ROE (%)	15.3%	5.7%	11.3%	11.8%
每股收益 (元)	1.03	0.39	0.87	1.04
P/E	23.64	30.87	13.78	11.61

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					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	3121	3166	3501	4045	营业收入	4155	3653	4105	4526
现金	1160	1766	1951	2754	营业成本	2640	2547	2658	2907
应收账款	141	102	126	76	营业税金及附加	7	11	13	12
其他应收款	370	278	512	344	销售费用	836	811	891	978
预付账款	158	127	118	149	管理费用	123	128	135	145
存货	1261	861	763	691	财务费用	-8	-6	-11	-12
其他流动资产	31	31	31	31	资产减值损失	-60	0	0	0
非流动资产	312	342	379	419	公允价值变动收益	6	0	0	0
长期投资	13	15	21	26	投资净收益	1	2	2	2
固定资产	34	45	56	63	营业利润	544	204	458	544
无形资产	1	2	2	2	营业外收入	0	0	0	0
其他非流动资产	264	280	300	328	营业外支出	4	0	0	0
资产总计	3434	3508	3880	4463	利润总额	541	204	458	544
流动负债	709	714	736	905	所得税	131	48	109	130
短期借款	32	48	64	81	净利润	410	156	349	415
应付账款	164	387	112	436	少数股东损益	-1	-1	-1	-1
其他流动负债	513	279	560	389	归属母公司净利润	411	156	351	416
非流动负债	35	35	35	35	EBITDA	543	203	455	541
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.03	0.39	0.87	1.04
其他非流动负债	35	35	35	35					
负债合计	744	749	771	940					
少数股东权益	-1	-2	-3	-5					
股本	402	402	402	402					
资本公积	759	757	757	757					
留存收益	1530	1602	1952	2369					
归属母公司股东权	2691	2761	3112	3528					
负债和股东权益	3434	3508	3880	4463					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2021	2022	2023	2024
经营活动现金流	-134	715	217	838
净利润	410	156	349	415
折旧摊销	14	8	9	10
财务费用	6	3	4	4
投资损失	-1	-2	-2	-2
营运资金变动	-604	551	-143	411
其他经营现金流	1056	-395	493	4
投资活动现金流	-147	-36	-44	-48
资本支出	-14	-36	-40	-45
长期投资	-136	-3	-5	-6
其他投资现金流	3	2	2	2
筹资活动现金流	-31	-74	12	13
短期借款	19	16	16	17
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	2	0	0	0
资本公积增加	41	-2	0	0
其他筹资现金流	-92	-87	-4	-4
现金净增加额	-313	606	186	803

主要财务比率				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营业收入	-9.7%	-12.1%	12.4%	10.3%
营业利润	22.5%	-62.6%	125.2%	18.8%
归属母公司净利润	21.0%	-61.9%	124.1%	18.7%
获利能力				
毛利率 (%)	36.5%	30.3%	35.2%	35.8%
净利率 (%)	9.9%	4.3%	8.5%	9.2%
ROE (%)	15.3%	5.7%	11.3%	11.8%
ROIC (%)	14.5%	5.2%	10.6%	11.1%
偿债能力				
资产负债率 (%)	21.7%	21.3%	19.9%	21.1%
净负债比率 (%)	27.7%	27.1%	24.8%	26.7%
流动比率	4.40	4.44	4.76	4.47
速动比率	2.36	3.01	3.52	3.51
营运能力				
总资产周转率	1.27	1.05	1.11	1.08
应收账款周转率	29.38	30.00	36.00	45.00
应付账款周转率	12.39	9.25	10.64	10.61
每股指标 (元)				
每股收益	1.03	0.39	0.87	1.04
每股经营现金流	-0.33	1.78	0.54	2.09
每股净资产	6.69	6.87	7.74	8.78
估值比率				
P/E	23.64	30.87	13.78	11.61
P/B	3.64	1.75	1.55	1.37
EV/EBITDA	16.05	15.55	6.57	4.07

资料来源:公司公告, 华泰证券研究所

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。