

若羽臣

003010

审慎增持 (首次)

2021 及 22Q1 点评:
收入持续增长, 拓展自有品牌 21 年业绩承压

2022 年 04 月 24 日

市场数据

市场数据日期	2022/4/22
收盘价(元)	15.43
总股本(百万股)	121.70
流通股本(百万股)	73.03
总市值(百万元)	1,877.83
流通市值(百万元)	782.10
净资产(百万元)	1,068.95
总资产(百万元)	1,237.36
每股净资产(元)	8.80

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

主要财务指标

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1288	1485	1703	1909
同比增长	13.4%	15.2%	14.7%	12.1%
归母净利润(百万元)	29	51	77	89
同比增长	-67.0%	75.6%	50.2%	15.7%
毛利率	31.6%	31.9%	32.8%	33.0%
净利率	2.3%	3.5%	4.5%	4.7%
净资产收益率	2.7%	4.6%	6.4%	6.9%
每股收益(元)	0.24	0.42	0.63	0.73
每股经营现金流(元)	-0.77	0.14	-0.09	0.20

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

投资要点

- **事件:** 1) 2021 年实现营业收入 12.88 亿元, 同比增长 13.44%; 实现归母净利、扣非后归母净利 0.29、0.19 亿元, 分别同比下滑 67.02%、76.20%。2) 21Q4 实现营业收入 4.04 亿元/同比+14.24%、归母净利润-0.17 亿元/同比-172.27%、扣非归母净利润-0.17 亿元/同比-182.21%; 3) 22Q1 实现营收 2.84 亿元/同比+5.63%、归母净利润 0.04 亿元/同比-81.21%、扣非归母净利润 0.03 亿元/同比-68.85%。
- **业绩同比下滑, 主要由于:** 1) 自有品牌处于前期孵化、市场开拓阶段, 公司在市场推广、产品研发、人员招募等方面投入力度较大, 对公司盈利能力造成一定负面影响; 2) 公司加大上海总部中心建设力度, 导致员工薪酬、市场推广费用、培训费用同比增幅较大, 导致净利润下降幅度较大。
- **分业务来看,** 2021 年零售业务、运营服务、渠道分销、品牌策划业务分别实现收入 6.55、1.47、3.98、0.88 亿元, 同比+31.33%、-0.89%、-2.64%、10.76%。报告期内公司在各电商平台实现销售额合计 12.00 亿元。1) 根据平台渠道划分, 天猫商城、天猫国际是最主要销售渠道, 占比分别为 42.59%、21.08%, 分别实现销售额 5.11、2.53 亿元; 2) 根据品类划分, 美妆个护、母婴、保健品为三大主要品类, 分别实现销售额 5.52、2.71、2.31 亿元, 占比分别为 45.98%、22.54%、19.28%。
- **财务分析:** 2021 年公司毛利率为 31.60%, 同比下滑 3.03pct, 主要由于毛利率较低的渠道分销业务占比提升所致; 净利率 2.23%, 同比下滑 5.53pct。销售、管理、财务、研发费率分别为 21.36%、7.91%、1.00%、2.19%, 其中销售费率由于员工薪酬、市场推广费增加, 提升 3.61pct。
- **公司是国内领先的电商代运营商, 积极拓展自有品牌。**我们预计 2022-2024 年公司归母净利润分别为 0.51、0.77、0.89 亿元, EPS 分别为 0.42、0.63、0.73 元/股, 对应 2022 年 4 月 22 日收盘价的 PE 为 36.64、24.39、21.08 倍, 首次覆盖给予“审慎增持”评级。

风险提示: 市场竞争加剧; 自有品牌收益不达预期; 合作品牌拓展及管理不及预期; 疫情相关风险等。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明



分析师:

刘嘉仁

liujr@xyzq.com.cn
S0190518080001

代凯燕

daiky@xyzq.com.cn
S0190519050001

研究助理:

涂佳妮

tujiani@xyzq.com.cn

报告正文

1、事件

事件 1: 2021 年实现营业收入 12.88 亿元, 同比增长 13.44%; 实现归母净利、扣非后归母净利 0.29、0.19 亿元, 分别同比下滑 67.02%、76.20%; 实现毛利率 31.60%/同比-3.03pct, 净利率 2.23%/同比-5.53pct。

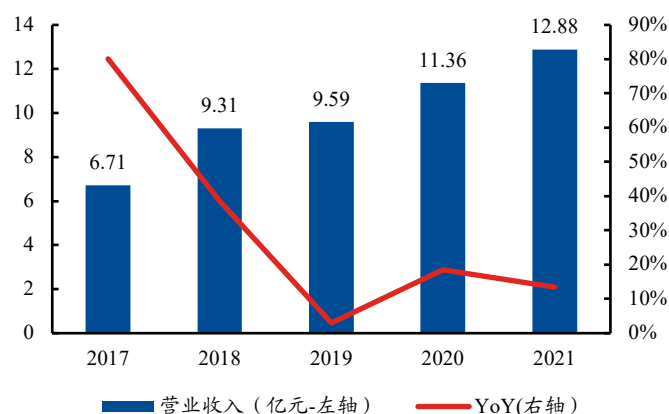
事件 2: 2021Q4 实现营业收入 4.04 亿元/同比+14.24%、归母净利润-0.17 亿元/同比-172.27%、扣非归母净利润-0.17 亿元/同比-182.21; 实现毛利率 25.16%/同比-13.78pct, 净利率-4.37%/同比-10.89pct。

事件 3: 22Q1 实现营收 2.84 亿元/同比+5.63%、归母净利润 0.04 亿元/同比-81.21%、扣非归母净利润 0.03 亿元/同比-68.85%。实现毛利率 28.40%/同比-0.65pct, 净利率 1.23%/同比-5.75pct。

2、点评

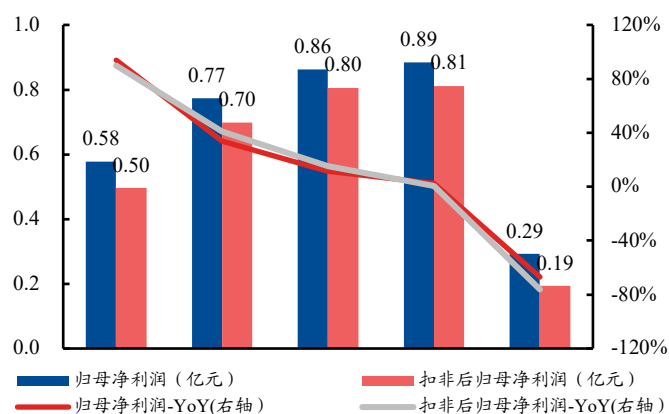
- **业绩同比下滑**, 主要由于: 1) 自有品牌处于前期孵化、市场开拓阶段, 公司在市场推广、产品研发、人员招募等方面投入力度较大, 对公司盈利能力造成一定负面影响; 2) 公司加大上海总部中心建设力度, 导致员工薪酬、市场推广费用、培训费用同比增幅较大, 导致净利润下降幅度较大。
- **分业务来看**, 2021 年零售业务、运营服务、渠道分销、品牌策划业务分别实现收入 6.55、1.47、3.98、0.88 亿元, 同比+31.33%、-0.89%、-2.64%、10.76%。报告期内公司在各电商平台实现销售额合计 12.00 亿元。1) 根据平台渠道划分, 天猫商城、天猫国际是最主要销售渠道, 占比分别为 42.59%、21.08%, 分别实现销售额 5.11、2.53 亿元; 2) 根据品类划分, 美妆个护、母婴、保健品为三大主要品类, 分别实现销售额 5.52、2.71、2.31 亿元, 占比分别为 45.98%、22.54%、19.28%。
- **财务分析**: 2021 年公司毛利率为 31.60%, 同比下滑 3.03pct, 主要由于毛利率较低的渠道分销业务占比提升所致; 净利率 2.23%, 同比下滑 5.53pct。销售、管理、财务、研发费率分别为 21.36%、7.91%、1.00%、2.19%, 其中销售费率由于员工薪酬、市场推广费增加, 提升 3.61pct。
- **风险提示**: 市场竞争加剧; 自有品牌收益不达预期; 合作品牌拓展及管理风险; 疫情相关风险等

图 1、公司年度营收规模情况 (亿元)



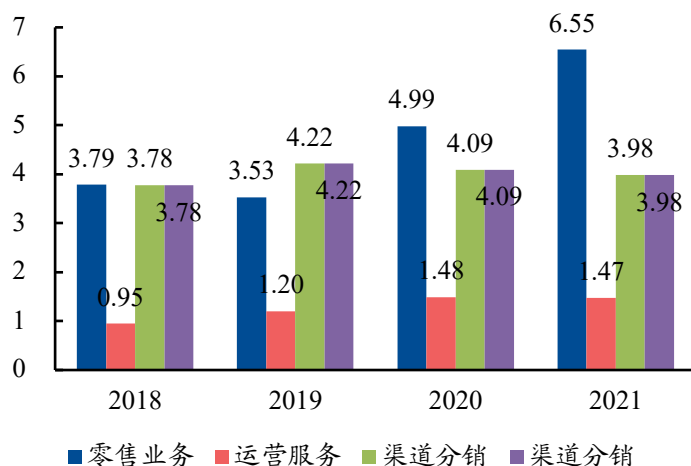
数据来源：公司公告、兴业证券经济与金融研究院整理

图 2、公司年度利润规模及增速 (亿元)



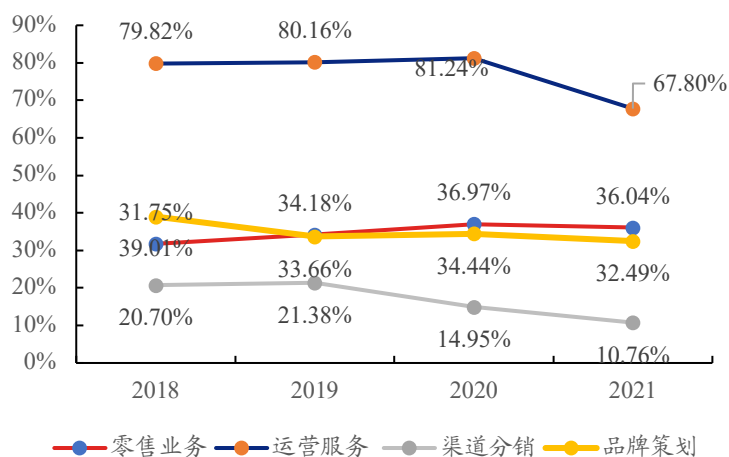
数据来源：公司公告、兴业证券经济与金融研究院整理

图 3、公司年度分板块营业收入 (亿元)



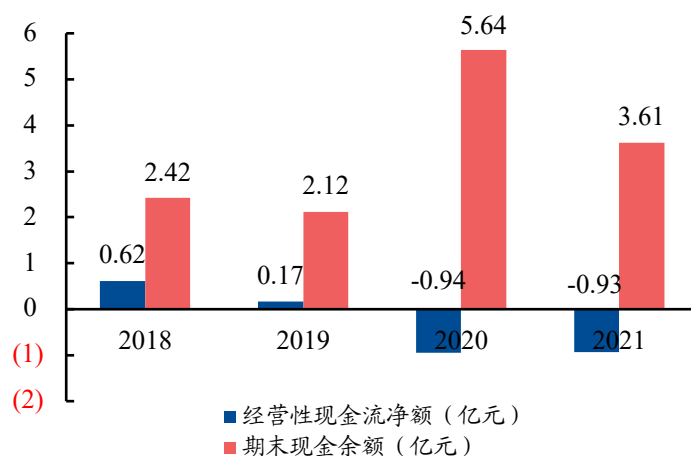
数据来源：公司公告、兴业证券经济与金融研究院整理

图 4、公司分产品毛利率



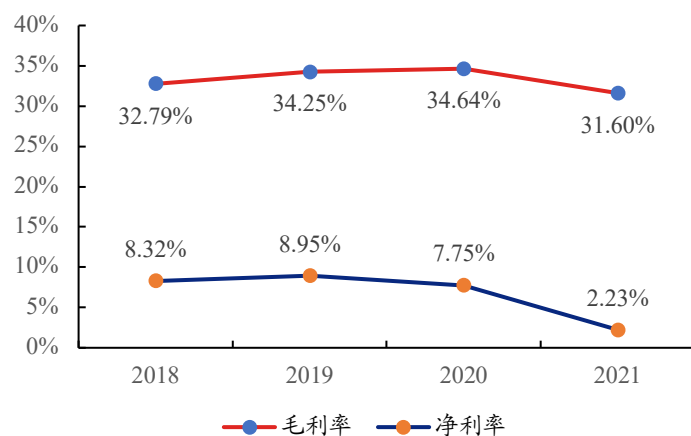
数据来源：公司公告、兴业证券经济与金融研究院整理

图 5、公司年度现金流情况 (亿元)



数据来源：公司公告、兴业证券经济与金融研究院整理

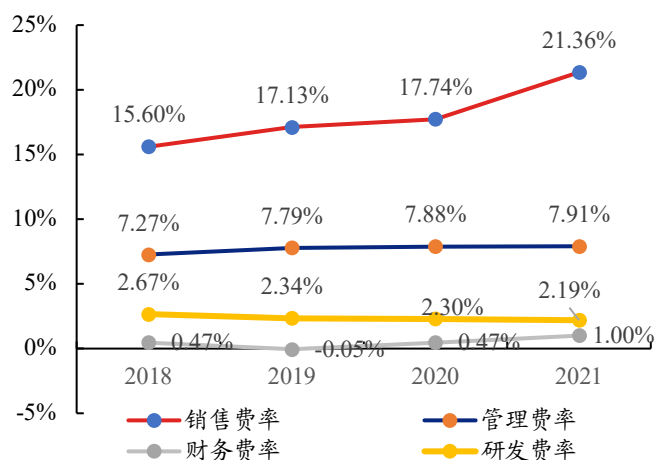
图 6、公司年度毛利率、净利率



数据来源：公司公告、兴业证券经济与金融研究院整理

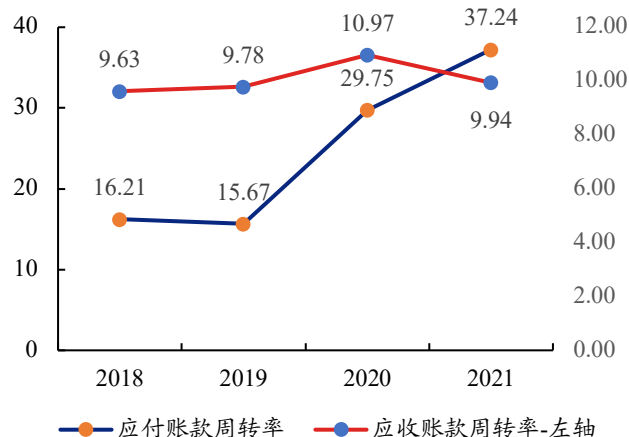
请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

图 7、公司年度期间费用



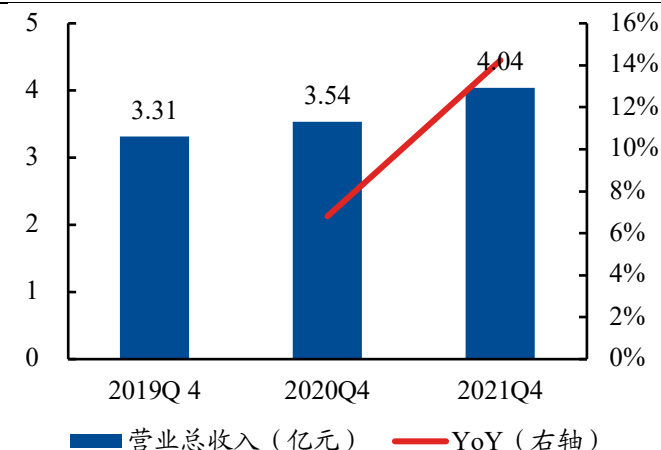
数据来源：公司公告、兴业证券经济与金融研究院整理

图 8、公司营运能力



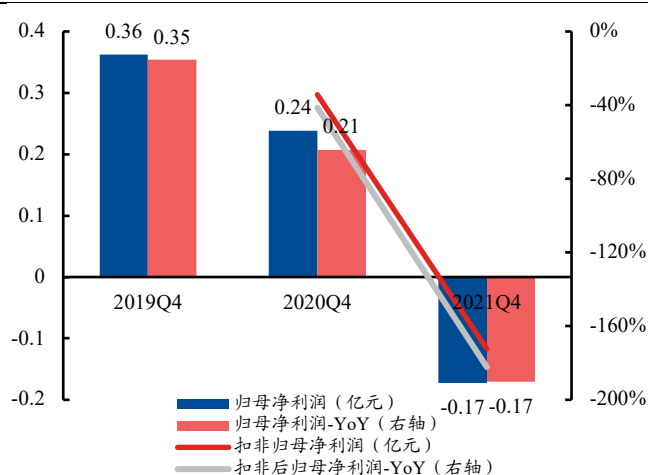
数据来源：公司公告、兴业证券经济与金融研究院整理

图 9、2019-2021 四季度公司营收及增长率 (亿元)



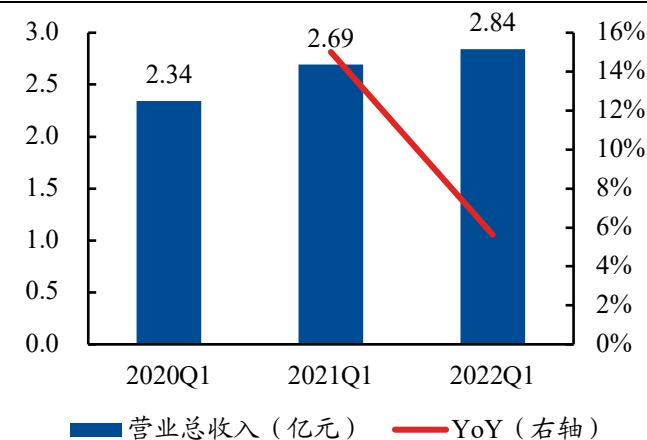
数据来源：公司公告、兴业证券经济与金融研究院整理

图 10、2019-2021 四季度公司净利润及增长率



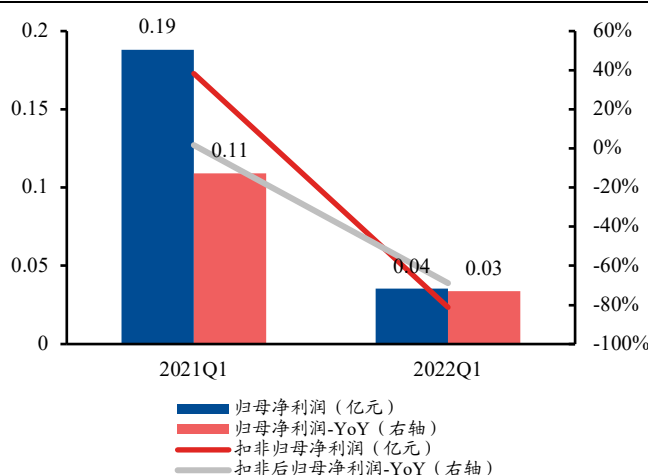
数据来源：公司公告、兴业证券经济与金融研究院整理

图 11、2020-2022 一季度公司营收及增长率 (亿元)



数据来源：公司公告、兴业证券经济与金融研究院整理

图 12、2021-2022 一季度公司净利润及增长率



数据来源：公司公告、兴业证券经济与金融研究院整理

3、风险提示

- (1) 市场竞争加剧风险;
- (2) 自有品牌收益不达预期;
- (3) 合作品牌拓展及管理风险;
- (4) 疫情相关风险。

附表

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	1067	1194	1291	1400
货币资金	364	432	409	417
交易性金融资产	0	0	0	0
应收票据及应收账款	134	152	177	197
预付款项	197	196	229	258
存货	306	349	402	448
其他	66	66	74	81
非流动资产	171	153	125	91
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	8	56	58	39
在建工程	124	62	31	15
无形资产	8	8	8	8
商誉	10	10	10	10
长期待摊费用	1	1	1	1
其他	20	15	17	16
资产总计	1237	1348	1416	1491
流动负债	164	223	216	203
短期借款	98	149	139	122
应付票据及应付账款	27	33	35	40
其他	39	41	41	41
非流动负债	4	5	5	5
长期借款	0	0	0	0
其他	4	5	5	5
负债合计	168	228	221	208
股本	122	122	122	122
资本公积	611	611	611	611
未分配利润	319	367	440	525
少数股东权益	1	0	-1	-3
股东权益合计	1069	1120	1196	1283
负债及权益合计	1237	1348	1416	1491

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
归母净利润	29	51	77	89
折旧和摊销	4	13	29	35
资产减值准备	4	-7	2	1
资产处置损失	0	0	0	0
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	13	2	3	2
投资损失	-2	-2	-2	-2
少数股东损益	-1	-1	-1	-2
营运资金的变动	-150	-43	-119	-98
经营活动产生现金流	-93	17	-11	24
投资活动产生现金流	-121	3	1	2
融资活动产生现金流	20	47	-12	-19
现金净变动	-202	67	-22	7
现金的期初余额	564	364	432	409
现金的期末余额	361	432	409	417

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	1288	1485	1703	1909
营业成本	881	1011	1144	1279
税金及附加	2	3	4	4
销售费用	275	289	337	381
管理费用	74	98	105	119
研发费用	28	30	29	29
财务费用	13	2	3	2
其他收益	6	6	6	6
投资收益	2	2	2	2
公允价值变动收益	0	0	0	0
信用减值损失	-2	-2	-2	-2
资产减值损失	-2	-1	-1	-1
资产处置收益	0	0	0	0
营业利润	18	56	86	99
营业外收入	5	4	4	4
营业外支出	1	1	1	1
利润总额	23	59	89	103
所得税	-6	9	13	15
净利润	29	50	76	87
少数股东损益	-1	-1	-1	-2
归属母公司净利润	29	51	77	89
EPS (元)	0.24	0.42	0.63	0.73

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
成长性				
营业收入增长率	13.4%	15.2%	14.7%	12.1%
营业利润增长率	-81.4%	209.0%	52.0%	16.2%
归母净利润增长	-67.0%	75.6%	50.2%	15.7%
盈利能力				
毛利率	31.6%	31.9%	32.8%	33.0%
净利率	2.3%	3.5%	4.5%	4.7%
ROE	2.7%	4.6%	6.4%	6.9%
偿债能力				
资产负债率	13.6%	16.9%	15.6%	13.9%
流动比率	6.50	5.36	5.98	6.89
速动比率	4.64	3.79	4.12	4.69
营运能力				
资产周转率	106.9%	114.9%	123.2%	131.3%
应收账款周转率	941.6%	985.3%	980.8%	965.3%
存货周转率	303.1%	305.3%	304.6%	301.0%
每股资料(元)				
每股收益	0.24	0.42	0.63	0.73
每股经营现金	-0.77	0.14	-0.09	0.20
每股净资产	8.77	9.20	9.83	10.56
估值比率(倍)				
PE	64.3	36.6	24.4	21.1
PB	1.8	1.7	1.6	1.5

分析师声明

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12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。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		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
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn