

投资评级 优于大市 维持

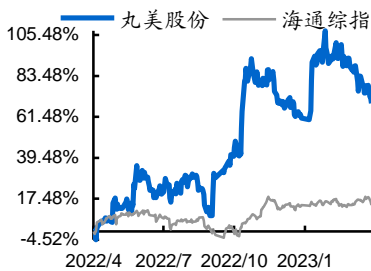
恋火&线上自营高增，转型成效渐显

股票数据

04月28日收盘价(元)	36.24
52周股价波动(元)	20.62-42.13
总股本/流通A股(百万股)	401/401
总市值/流通市值(百万元)	14548/14532

相关研究

《加速转型调整，线上拓展与研发投入并重》
 2022.04.30

市场表现


沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-11.6	-15.0	4.9
相对涨幅(%)	-12.8	-12.3	8.5

资料来源：海通证券研究所

分析师:汪立亭

Tel:(021)23219399

Email:wanglt@haitong.com

证书:S0850511040005

分析师:李宏科

Tel:(021)23154125

Email:lhk11523@haitong.com

证书:S0850517040002

分析师:高瑜

Tel:(021)23219415

Email:gy12362@haitong.com

证书:S0850519080003

联系人:李艺冰

Email:lyb15410@haitong.com

投资要点:

公司发布 2022 年报。2022 全年实现收入 17.3 亿元，同比下降 3.1%；归母净利润 1.7 亿元，同比降低 29.7%，扣非归母净利润 1.4 亿元，同比降低 24.0%。摊薄 EPS 为 0.4 元；加权平均净资产收益率 5.6%，经营性现金流净额 0.5 亿元。拟向全体股东每 10 股派发现金红利 2.5 元（含税）。

公司发布 2023 年一季报。一季度实现营业收入 4.8 亿元，同比增长 24.6%；归母净利润 0.8 亿元，同比增长 20.2%；扣非净利润 0.7 亿元，同比增长 29.0%；基本 EPS 0.2 元。加权平均净资产收益率 2.4%，经营性现金流净额为 -0.5 亿元。

简评及投资建议。

1、聚焦头部优化长尾，盈利环比改善。公司 2022 年收入 17.32 亿元，同比下降 3.10%，归母净利润 1.74 亿元，同比下降 29.74%，归母扣非净利润 1.36 亿元，同比下降 24.03%，毛利率上升 4.37pct 至 68.40%。单 4Q 收入 5.88 亿元，同比下降 9.44%。归母利润 0.54 亿元，同比下降 48.85%。毛利率上升 2.52pct 至 69.21%

1Q23 收入 4.77 亿元，同比增长 24.58%，归母净利润 0.79 亿元，同比上升 20.15%，毛利率上升 1.97pct 至 68.68%。

(A) 分产品，2022 年眼部类产品收入 4.35 亿元，同比下降 16.73%，毛利率增加 6.46pct 至 68.74%。洁肤类产品收入为 2.07 亿元，同比增加 29.81%，毛利率增加 6.24pct 至 65.82%；护肤类收入为 7.94 亿元，同比下降 17.80%，毛利率增加 2.44pct 至 68.13%；美容及其他类收入为 2.94 亿元，同比增加 276.16%，毛利率增加 4.10pct 至 70.73%。

1Q23 眼部类产品收入 0.95 亿元，平均单价 81.87 元/支，同比下降 9.69%；护肤类产品收入 2.00 亿元，平均单价 60.99 元/支，同比上升 39.76%，主因为本期单价较高的精华类产品收入占比大以及本期加大价格管控力度；洁肤类产品收入 0.41 亿元，平均单价 46.34 元/支，同比上升 3.32%；美容类产品收入 1.32 亿元，平均单价 68.23 元/支，同比上升 27.22%，主因为本期新品收入占比大且平均售价较高。

(B) 分渠道，2022 年公司持续推进线上线下多渠道协同策略，线上收入 12.44 亿元同比增长 21.06%，线下收入 4.86 亿元同比下降 30.49%

(C) 分地区，2022 年华南地区收入同比增长 31.45%至 8.24 亿元，毛利率增加 5.75pct 至 72.11%，增速在各地区较为领先；华东地区收入同比下降 34.85%至 1.68 亿元，毛利率下降 0.96pct 至 62.09%；此外华北地区收入同比增长 3.99%至 4.48 亿元，毛利率增加 3.55pct 至 66.92%，华中/东北/西南/西北地区收入分别同比下降 29.50%/37.00%/32.43%/22.03%。

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1787	1732	2212	2743	3293
(+/-)YoY(%)	2.4%	-3.1%	27.7%	24.0%	20.0%
净利润(百万元)	248	174	329	413	500
(+/-)YoY(%)	-46.6%	-29.7%	88.7%	25.5%	21.2%
全面摊薄 EPS(元)	0.62	0.43	0.82	1.03	1.25
毛利率(%)	64.0%	68.4%	71.4%	72.2%	72.7%
净资产收益率(%)	8.0%	5.5%	9.4%	10.6%	11.4%

资料来源：公司年报（2021-2022），海通证券研究所
 备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

2、2022 年期间费用率增长 9.7pct，线上发力逐步控本提效。2022 年期间费用率增长 9.69pct 至 57.61%，单 4Q 增长 14.01pct 至 60.33%。公司全年销售费用率同比增长 7.38pct 至 48.86%，主要系本期线上推广费用增加所致，单 4Q 提高 13.27pct 至 52.97%；全年管理费用率同比增长 0.81pct 至 6.43%，单 4Q 提高 0.65pct 至 5.46%；全年研发费用率同比下降 0.23pct 至 3.06%，单 4Q 上升 0.78pct 至 2.66%。

1Q23 毛利率 68.68%，同比下降 1.97pct；销售费用率 42.52%，同比上升 5.02pct；管理费用率 4.35%，同比下降 2.11pct；研发费用率 2.80%，同比下降 0.65pct。

3、1Q23 利润同比增速转正，转型成效渐显。2022 年公允价值变动净收益 529 万元，投资净收益增加 286 万元至 2752 万元，其他经营收益合计 2415 万元。此外，有效税率下降 3.15pct 至 18.95%，少数股东损益为-675 万元，最终 2022 年归母净利润减少 29.74%至 1.74 亿元，扣非归母净利润减少 24.03%至 1.36 亿元。

1Q23 营业利润同比增长 21.9%，扣非归母净利润同比增长 29.0%。1Q23 公允价值变动净收益 4 万元，投资净收益增长 70 万元至 788 万元，其他经营收益合计 153 万元。此外，有效税率下降 1.03pct 至 18.02%，少数股东损益为 21 万元，最终 1Q23 归母净利润增长 20.15%至 7867 万元，扣非归母净利润增长 29.03%至 7407 万元。

4、经营回顾：（1）抗衰专知赋能基础研究，科技延展强化底层竞争力：①重组双胶原商业化落地，嵌合 I 型+III 型胶原蛋白更加稳定安全；②坚持基础研究，报告期发表国际期刊《RSC Advances》，新增专利申请 77 项，新增授权 69 项，其中发明专利 55 项；③累计主导及参与标准起草 39 项，其中国家标准 8 项，行业标准 2 项，团体标准 29 项；④投资 III 类注射再生材料企业摩漾生物，推进美与健康领域产业生态布局。

（2）品牌&品类多元矩阵初显，大单品稳步渗透：①优化调整货品结构，精减 SKU 超 200 个；②围绕眼霜强化抗衰心智，与明星代言人合作，实现 130 城、60 万点位、百亿曝光；③PL 恋火丰富底妆 SKU，新增 PL 看不见粉饼、PL 蹭不掉粉底液；全年增 330% 表现亮眼，看不见粉底液销量超百万、收入近亿元；推进天猫、抖音自播、线下零售拓展，实现销售渠道多元化。

（3）组织变革配合渠道赋能，4Q22 天猫转正抖音放量：①主流产品全线覆盖，坚持不同渠道不同货盘，维护价格体系稳定，保障多渠道多平台协调均衡发展；②线上转型成效显现，公司深刻理解电商逻辑，根据不同平台属性，用零售思维对货盘调整优化、对团队打散重组、对机制拆解细化，打破沟通障碍；优化直播流程与机制，加强主播培训学习，线上消费人群呈现年轻化趋势；抖音快手自播实现营收 1.89 亿同比增长 490%；抖音快手自播全年占比超过达播；抖音 4Q 开始放量；天猫逐季优化，4Q 恢复正增长；③线下与经销商和门店携手应对大环境冲击，双胶原护理直冲站有效赋能线下门店运销，克服困难举办沙龙会和私享会共 1.2w 场，覆盖近 33 万名会员；④新品体验等活动拉新近 1.5 万，实现双胶原系列新会员贡献达 26%。

（4）全方位搭建数字中台，优化产销协同&供应链效率：①全面完成数字化 1.0 建设，实现研发、采购、生产、供应、市场、销售六位一体的产品生命周期管理拉通；②实现重点货品 45 天交期，计划准确度大幅提升，库存降至历史低位；③打造学习型组织，设立丸美研修院线上综合学习平台；④针对高层、中层、基层分别设立培训体系，支持公司战略实施、业务发展和人力资本增值。

维持对公司的判断。公司坚持“科技+品牌+数智”运营，积极拥抱变革、推进渠道进阶、发力营销创新，冲破固有方法论，在新用户、新市场、新营销、新渠道中积极探索和洞察，持续沉淀经验、深化认知，为后续稳健发展奠定坚实基础。

更新盈利预测。我们预计公司 2023-2025 年收入各 22.12、27.43、32.93 亿元，同比增长 27.7%、24.0%、20.0%；归母净利润 3.29、4.13、5.00 亿元，同比增长 88.7%、25.5%、21.2%，EPS 各 0.82、1.03、1.25 元。考虑到公司定位国内同业更高端，抗初老领域产品优势领先，拥有完善线下经销网络的同时，线上电商渠道快速发展，第二增长曲线确立，给予公司 2023 年 45-50 倍 PE，对应合理市值区间 148-164 亿元，对应合理价值区间 36.85-40.95 元，维持“优于大市”投资评级。

风险提示：国内外品牌竞争加剧，线上引流成本上升，核心人才和技术流失。

表 1 公司 2022 分产品收入及毛利率

	营业收入 (亿元)	毛利率 (%)	营业收入比上年增减 (%)	毛利率比上年增减 (百分比)
眼部类	4.35	68.74	-16.73	6.46
护肤类	7.94	68.13	-17.80	2.44
洁肤类	2.07	65.82	29.81	6.24
彩妆及其他类	2.94	70.73	276.16	4.10
总计	17.30	68.45	0.20	4.31

资料来源: 公司 2022 年报, 海通证券研究所

表 2 公司 2022 分地区收入及毛利率

	营业收入 (亿元)	毛利率 (%)	营业收入比上年增减 (%)	毛利率比上年增减 (百分比)
华东	1.68	62.09	-34.85	-0.96
华南	8.24	72.11	31.45	5.75
华北	4.48	66.92	3.99	3.55
华中	1.43	62.93	-29.50	2.20
东北	0.21	63.24	-37.00	0.52
西南	0.68	63.37	-32.43	-0.14
西北	0.57	68.15	-22.03	3.72
总计	17.30	68.45	0.20	4.31

资料来源: 公司 2022 年报, 海通证券研究所

表 3 丸美股份单季度合并损益表分析 (2Q2021-1Q2023)

	2Q2021	3Q2021	4Q2021	1Q2022	2Q2022	3Q2022	4Q2022	1Q2023	2021	2022
营业总收入 (万元)	46968	26391	64932	38267	43450	32652	58802	47675	178703	173172
同比增长 (%)	10.94	-23.19	6.85	-5.31	-7.49	23.72	-9.44	24.58	2.41	-3.10
营业总成本 (万元)	39449	31712	53074	31283	38697	33374	54812	38747	153567	158166
营业成本 (万元)	16817	11274	21629	12740	12424	11461	18104	14933	64304	54729
毛利额 (万元)	30151	15117	43303	25527	31026	21191	40698	32742	114399	118443
毛利率 (%)	64.19	57.28	66.69	66.71	71.41	64.90	69.21	68.68	64.02	68.40
营业税金及附加 (万元)	469	491	830	497	714	482	784	525	2351	2478
营业税金及附加费率 (%)	1.00	1.86	1.28	1.30	1.64	1.48	1.33	1.10	1.32	1.43
销售费用 (万元)	19756	16817	25780	14348	21693	17427	31148	20271	74129	84616
销售费用率 (%)	42.06	63.72	39.70	37.49	49.93	53.37	52.97	42.52	41.48	48.86
管理费用 (万元)	2110	2687	3126	2471	2705	2738	3213	2075	10036	11127
管理费用率 (%)	4.49	10.18	4.81	6.46	6.22	8.39	5.46	4.35	5.62	6.43
研发费用 (万元)	1289	1374	1214	1319	1145	1266	1562	1336	5049	5293
研发费用率 (%)	2.75	5.21	1.87	3.45	2.64	3.88	2.66	2.80	2.83	3.06
财务费用 (万元)	-1347.1	-1074.5	-46.1	-310.5	-258.8	-245.6	-450.0	-392	-3,582	-1,265
财务费用率 (%)	-2.87	-4.07	-0.07	-0.81	-0.60	-0.75	-0.77	-0.82	-2.00	-0.73
期间费用率 (%)	46.43	75.04	46.32	46.59	58.19	64.88	60.33	46.05	47.92	57.61
营业利润 (万元)	9519	-5217	14006	7925	5848	1014	5946	9664	29899	20734
同比增长 (%)	-46.13	-159.29	-11.73	-31.63	-38.56	-119.44	-57.55	21.94	-47.78	-30.65
营业外收入 (万元)	1181	1	38	0	43	1	4	2	1221	49
营业外支出 (万元)	102	45	3	0	54	53	17	45	157	124
利润总额 (万元)	10599	-5260	14040	7925	5838	962	5933	9622	30963	20658
同比增长 (%)	-40.02	-159.70	-11.41	-31.58	-44.92	-118.29	-57.74	21.41	-45.43	-33.28
所得税 (万元)	1919	-368	3595	1510	886	822	698	1734	6843	3915
有效所得税率 (%)	18.10	6.99	25.61	19.05	15.17	85.40	11.77	3.64	22.10	18.95
净利润 (万元)	8680	-4893	10445	6416	4953	140	5235	7888	24119	16743
同比增长 (%)	-41.85	-170.10	-16.75	-35.11	-42.95	-102.87	-49.88	22.94	-47.95	-30.58
净利润率 (%)	18.48	-18.54	16.09	16.77	11.40	0.43	8.90	16.54	13.50	9.67

少数股东损益 (万元)	-222	-178	-147	-132	-207	-154	-183	21	-673	-675
归属于母公司股东净利润 (万元)	8902	-4715	10592	6548	5159	294	5417	7867	24792	17418
同比增长 (%)	-40.37	-167.51	-16.23	-34.61	-42.04	-106.24	-48.85	20.15	-46.61	-29.74
扣非后归属净利润 (万元)	6299	-4769	6766	5740	4344	-1160	4670	7407	17895	13595
同比增长 (%)	-43.25	-187.46	-48.29	-40.20	-31.03	-75.68	-30.98	29.03	-55.70	-24.03

资料来源: Wind, 海通证券研究所

表 4 公司收入预测的主要假设

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
线上					
线上收入 (百万元)	1028	1244	1748	2279	2814
线上收入增速 (%)	8.2%	21.1%	40.5%	30.4%	23.5%
直营收入 (百万元)	575	863	1424	1993	2551
直营收入增速 (%)	66.8%	50.0%	65.0%	40.0%	28.0%
经销收入 (百万元)	453	381	324	285	262
经销收入增速 (%)	-25.2%	-15.7%	-15.0%	-12.0%	-8.0%
线下					
线下收入 (百万元)	699	486	461	461	475
线下收入增速 (%)	-12.0%	-30.5%	-5.0%	0.0%	3.0%
总营业收入 (百万元)	1787	1732	2212	2743	3293
增速 (%)	2.4%	-3.1%	27.7%	24.0%	20.0%

资料来源: Wind, 海通证券研究所

表 5 可比公司估值情况 (20230428)

简称	上海家化	珀莱雅	贝泰妮	平均
PE (倍, 2023)	25.9	45.7	36.5	36.0
PS (倍, 2023)	2.4	5.9	7.5	5.2

资料来源: Wind 一致预期, 海通证券研究所

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标 (元)					营业总收入	1732	2212	2743	3293
每股收益	0.43	0.82	1.03	1.25	营业成本	547	632	762	898
每股净资产	7.94	8.74	9.72	10.89	毛利率%	68.4%	71.4%	72.2%	72.7%
每股经营现金流	0.12	0.78	1.14	1.30	营业税金及附加	25	29	36	43
每股股利	0.35	0.03	0.05	0.07	营业税金率%	1.4%	1.3%	1.3%	1.3%
价值评估 (倍)					营业费用	846	1081	1340	1609
P/E	83.52	44.25	35.26	29.10	营业费用率%	48.9%	48.9%	48.9%	48.9%
P/B	4.56	4.15	3.73	3.33	管理费用	111	98	121	146
P/S	8.40	6.58	5.30	4.42	管理费用率%	6.4%	4.4%	4.4%	4.4%
EV/EBITDA	68.21	41.45	30.81	23.98	EBIT	149	310	406	504
股息率%	1.0%	0.1%	0.1%	0.2%	财务费用	-13	-18	-20	-27
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	-0.7%	-0.8%	-0.7%	-0.8%
毛利率	68.4%	71.4%	72.2%	72.7%	资产减值损失	10	1	0	1
净利润率	10.1%	14.9%	15.0%	15.2%	投资收益	28	30	30	30
净资产收益率	5.5%	9.4%	10.6%	11.4%	营业利润	207	382	481	585
资产回报率	4.3%	7.4%	8.4%	9.1%	营业外收支	-1	8	8	8
投资回报率	6.0%	12.7%	17.3%	22.1%	利润总额	207	390	489	593
盈利增长 (%)					EBITDA	187	324	421	519
营业收入增长率	-3.1%	27.7%	24.0%	20.0%	所得税	39	74	93	112
EBIT 增长率	-34.6%	107.6%	31.1%	24.1%	有效所得税率%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%
净利润增长率	-29.7%	88.7%	25.5%	21.2%	少数股东损益	-7	-13	-16	-19
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	174	329	413	500
资产负债率	20.5%	19.7%	20.2%	20.1%					
流动比率	3.3	3.5	3.5	3.7	资产负债表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
速动比率	3.1	3.3	3.3	3.4	货币资金	1073	1375	1811	2302
现金比率	1.6	1.9	2.1	2.3	应收账款及应收票据	74	87	108	130
经营效率指标					存货	152	168	202	238
应收账款周转天数	14.4	14.4	14.4	14.4	其它流动资产	939	944	950	957
存货周转天数	96.7	96.7	96.7	96.7	流动资产合计	2237	2573	3072	3627
总资产周转率	0.4	0.5	0.6	0.6	长期股权投资	74	74	74	74
固定资产周转率	7.0	8.9	10.9	13.1	固定资产	249	250	251	251
					在建工程	253	254	254	254
					无形资产	749	749	749	749
					非流动资产合计	1854	1861	1862	1862
现金流量表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E	资产总计	4091	4434	4934	5489
净利润	174	329	413	500	短期借款	100	100	100	100
少数股东损益	-7	-13	-16	-19	应付票据及应付账款	230	230	291	333
非现金支出	49	14	14	16	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	-48	-38	-35	-35	其它流动负债	339	395	477	560
营运资金变动	-120	22	81	59	流动负债合计	668	725	868	993
经营活动现金流	48	314	456	521	长期借款	148	127	107	87
资产	-111	-8	-8	-7	其它长期负债	22	22	22	22
投资	314	-5	0	0	非流动负债合计	170	149	129	109
其他	-133	30	30	30	负债总计	839	874	997	1102
投资活动现金流	70	18	23	23	实收资本	401	401	401	401
债权募资	150	0	0	-20	归属于母公司所有者权益	3188	3508	3901	4371
股权募资	0	0	0	0	少数股东权益	65	52	36	16
其他	-5	-30	-43	-33	负债和所有者权益合计	4091	4434	4934	5489
融资活动现金流	145	-30	-43	-53					
现金净流量	263	302	436	491					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 28 日; (2) 以上各表均为简表
资料来源: 公司年报 (2022), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

汪立亭 批发和零售贸易行业, 社会服务行业
李宏科 批发和零售贸易行业
高瑜 批发和零售贸易行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 以勤勉的职业态度, 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, 本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解, 清晰准确地反映了作者的研究观点, 结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司: 小商品城, 爱美客, 千味央厨, 特海国际, 名创优品, 京东集团-SW, 天目湖, 广州酒家, 东软教育, 首旅酒店, 中教控股, 富森美, 中国东方教育, 华熙生物, 九毛九, 海伦司, 永辉超市, 海底捞, 安克创新, 贝泰妮, 步步高, 重庆百货, 复星旅游文化, 周大生, 百胜中国, 美团-W, 雍禾医疗, 老凤祥, 锦江酒店, 王府井

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅; 2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准; 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。	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10% 以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于 -10% 及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10% 以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平 -10% 与 10% 之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 -10% 以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司 (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。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司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。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考, 不构成投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下, 海通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, 未经海通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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容, 务必联络海通证券研究所并获得许可, 并需注明出处为海通证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。