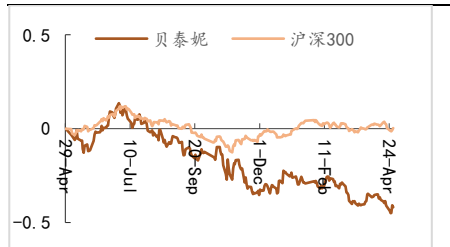


评级： 买入

于那
首席分析师
SAC 执证编号：S0110522070001
yuna3@sczq.com.cn
电话：021-58820297

市场指数走势（最近 1 年）



资料来源：聚源数据

公司基本数据

| | |
|---------------|---------------|
| 最新收盘价 (元) | 114.03 |
| 一年内最高/最低价 (元) | 227.00/106.78 |
| 市盈率 (当前) | 45.42 |
| 市净率 (当前) | 8.46 |
| 总股本 (亿股) | 4.24 |
| 总市值 (亿元) | 483.03 |

资料来源：聚源数据

相关研究

- 贝泰妮：深耕黄金赛道，敏感肌龙头破圈成长
- 22Q3 季报点评：多渠道布局推进，发力双“11”旺季迎提速
- 22H1 中报点评：疫情下多渠道高增，新品牌蓄力增长

核心观点

- **事件**：公司发布 2023 年一季报，23Q1 实现营收 8.63 亿元，同比+6.78%；归母净利润 1.58 亿元，同比+8.41%；扣非归母 1.27 亿元，同比+1.72%。
- **23Q1 业绩增长稳健，毛利率同比小幅下滑**。23Q1 化妆品行业线上 GMV 销售整体持平，我们预计公司 Q1 的线下销售表现好于线上。4 月公司新品薇诺娜屏障特护霜正式上线，同时公司携手腾讯加强私域渠道建设，有望进一步提升流量运营能力、增强品牌粘性，Q2 业绩有望环比加快改善。23Q1 毛利率/净利率分别为 76.11%/17.96%，同比-1.71/-0.03pcts，主要系 23Q1 毛利率较低的面膜品类占比提升，目前公司已通过成本控制等方式提高冻干面膜毛利率，并且随着大促来临，高毛利霜类产品占比提升，公司整体毛利率有望回升。23Q1 销售/管理/研发费用率为 47.6%/7.7%/3.9%，同比-0.4/+0.1/+0.1pcts，费用控制良好。
- **股权激励提振市场信心，自主生产规模提升**。公司 3 月底发布股权激励计划，拟以 62.10 元/股授予 3 名核心高管及 295 名核心管理人员及核心技术（业务）人员限制性股票 635.40 万股，约占当前总股本的 1.50%。激励目标以 2022 年为基数，1) 23-25 年营收同比增长 28%/26%/24%，CAGR25%。2) 23-25 年净利润同比增长 28%/26%/24%，CAGR25%。公司激励目标绑定核心成员利益，未来发展动力充足。新中央工厂于 23 年 3 月 13 日举行竣工投产仪式，年产值达 50 亿元，集化妆品及医疗器械生产于一体。新生产线投产后，将提升自有产能及自产比例，利于提高生产的连续性、稳定性，且能够有效保证产品质量，另一方面也将促进降本增效。
- **主品牌薇诺娜持续领跑，深化多品牌矩阵布局**。薇诺娜深耕敏感肌护肤领域，始终保持标杆品牌的形象，2022 年双 11 薇诺娜实现天猫美妆类目排名第 6，是唯一连续 5 年“双 11”上榜天猫美容护肤类目 TOP10 的国货品牌。2023 年天猫 38 节促销中，薇诺娜居天猫护肤 TOP 榜单第 12 名。薇诺娜宝贝在 2022 年天猫双 11 婴童护肤行业排名 TOP4。此外，定位高端市场品牌 AOXMED 线下渠道也在稳步推进，蓄力新成长曲线。
- **投资建议**：我们预计公司 2023-2025 年 EPS 为 3.2/4.0/5.0 元，当前价格对应 PE 为 36/28/23 倍，**维持公司“买入”评级**。
- **风险提示**：行业竞争加剧；市场需求不及预期；新品推广不及预期；产品质量风险；上市公司治理风险；股东减持抛压。

盈利预测

| | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------|-------|-------|-------|--------|
| 营收 (亿元) | 50.14 | 64.47 | 80.92 | 100.49 |
| 同比增速 (%) | 24.6 | 28.6 | 25.5 | 24.2 |
| 归母净利润 (亿元) | 10.51 | 13.56 | 17.11 | 21.33 |
| 同比增速 (%) | 21.8 | 29.0 | 26.2 | 24.7 |
| EPS (元/股) | 2.48 | 3.20 | 4.04 | 5.04 |
| PE (倍) | 45.9 | 35.6 | 28.2 | 22.6 |

资料来源：Wind，首创证券

财务报表和主要财务比率

| 资产负债表 (百万元) | | | | | 现金流量表 (百万元) | | | | |
|------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|---------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E | | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
| 流动资产 | 5715 | 7239 | 8798 | 10865 | 经营活动现金流 | 713 | 842 | 1411 | 1729 |
| 现金 | 2514 | 3224 | 4135 | 5432 | 净利润 | 1050 | 1356 | 1711 | 2134 |
| 应收账款 | 509 | 660 | 828 | 1028 | 折旧摊销 | 61 | 71 | 75 | 45 |
| 其它应收款 | 20 | 23 | 29 | 37 | 财务费用 | -14 | -5 | -8 | -16 |
| 预付账款 | 42 | 67 | 84 | 104 | 投资损失 | -81 | -34 | -34 | -34 |
| 存货 | 671 | 757 | 941 | 1157 | 营运资金变动 | -317 | -558 | -345 | -411 |
| 其他 | 1960 | 2508 | 2782 | 3108 | 其它 | 14 | 12 | 12 | 12 |
| 非流动资产 | 1004 | 933 | 860 | 815 | 投资活动现金流 | -18 | 22 | 22 | 22 |
| 长期投资 | 83 | 84 | 84 | 85 | 资本支出 | 337 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 316 | 351 | 382 | 409 | 长期投资 | 254 | 0 | 0 | 0 |
| 无形资产 | 78 | 65 | 52 | 39 | 其他 | -610 | 22 | 22 | 22 |
| 其他 | 527 | 434 | 341 | 282 | 筹资活动现金流 | -320 | -154 | -521 | -454 |
| 资产总计 | 6719 | 8172 | 9658 | 11681 | 短期借款 | 0 | 147 | -147 | 0 |
| 流动负债 | 992 | 1395 | 1551 | 1910 | 长期借款 | -25 | -15 | -14 | -11 |
| 短期借款 | 0 | 147 | 0 | 0 | 其他 | -294 | -287 | -360 | -443 |
| 应付账款 | 372 | 473 | 587 | 722 | 现金净增加额 | 375 | 709 | 911 | 1297 |
| 其他 | 619 | 775 | 964 | 1188 | | | | | |
| 非流动负债 | 125 | 111 | 97 | 86 | 主要财务比率 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
| 长期借款 | 51 | 36 | 23 | 11 | 成长能力 | | | | |
| 其他 | 74 | 74 | 74 | 74 | 营业收入 | 24.6% | 28.6% | 25.5% | 24.2% |
| 负债合计 | 1117 | 1506 | 1648 | 1996 | 营业利润 | 19.3% | 31.4% | 26.2% | 24.7% |
| 少数股东权益 | 50 | 50 | 51 | 51 | 归属母公司净利润 | 21.8% | 29.0% | 26.2% | 24.7% |
| 归属母公司股东权益 | 5552 | 6617 | 7959 | 9634 | 获利能力 | | | | |
| 负债和股东权益 | 6719 | 8172 | 9658 | 11681 | 毛利率 | 75.2% | 75.3% | 75.5% | 75.8% |
| | | | | | 净利率 | 21.0% | 21.0% | 21.1% | 21.2% |
| 利润表 (百万元) | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E | ROE | 18.9% | 20.5% | 21.5% | 22.1% |
| 营业收入 | 5014 | 6447 | 8092 | 10049 | ROIC | 25.7% | 32.1% | 31.5% | 32.6% |
| 营业成本 | 1243 | 1595 | 1981 | 2436 | 偿债能力 | | | | |
| 营业税金及附加 | 56 | 89 | 112 | 139 | 资产负债率 | 16.6% | 18.4% | 17.1% | 17.1% |
| 营业费用 | 2048 | 2588 | 3240 | 4024 | 净负债比率 | -44.0% | -45.6% | -51.3% | -56.0% |
| 研发费用 | 343 | 416 | 522 | 648 | 流动比率 | 5.8 | 5.2 | 5.7 | 5.7 |
| 管理费用 | 255 | 221 | 278 | 345 | 速动比率 | 4.5 | 3.8 | 4.1 | 4.2 |
| 财务费用 | -14 | -5 | -8 | -16 | 营运能力 | | | | |
| 资产减值损失 | -19 | -22 | -28 | -34 | 总资产周转率 | 0.7 | 0.8 | 0.8 | 0.9 |
| 公允价值变动收益 | -6 | 0 | 0 | 0 | 应收账款周转率 | 9.9 | 9.8 | 9.8 | 9.8 |
| 投资净收益 | 81 | 34 | 34 | 34 | 应付账款周转率 | 4.0 | 4.0 | 4.0 | 4.0 |
| 营业利润 | 1212 | 1593 | 2010 | 2506 | 每股指标(元) | | | | |
| 营业外收入 | 9 | 7 | 7 | 7 | 每股收益 | 2.5 | 3.2 | 4.0 | 5.0 |
| 营业外支出 | 7 | 6 | 6 | 6 | 每股经营现金 | 1.7 | 2.0 | 3.3 | 4.1 |
| 利润总额 | 1214 | 1594 | 2010 | 2507 | 每股净资产 | 13.1 | 15.6 | 18.8 | 22.7 |
| 所得税 | 163 | 237 | 299 | 373 | 估值比率 | | | | |
| 净利润 | 1050 | 1356 | 1711 | 2134 | P/E | 45.9 | 35.6 | 28.2 | 22.6 |
| 少数股东损益 | -1 | 0 | 1 | 1 | P/B | 8.7 | 7.3 | 6.1 | 5.0 |
| 归属母公司净利润 | 1051 | 1356 | 1711 | 2133 | | | | | |
| EBITDA | 1260 | 1660 | 2077 | 2536 | | | | | |
| EPS (元) | 2.48 | 3.20 | 4.04 | 5.04 | | | | | |

分析师简介

于那，社服行业首席分析师。毕业于剑桥大学金融与经济学，曾就职于方正证券、东方财富证券、德邦证券等，曾获 2017-2018 年新财富第 4/2 名，2017-2019 年水晶球第 4/3/5（公募）名。

分析师声明

本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者将对报告的内容和观点负责。

免责声明

本报告由首创证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。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。投资者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、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。投资者需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。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，首创证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

首创证券的销售人员、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。首创证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。首创证券的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。

在法律许可的情况下，首创证券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，投资者应当考虑到首创证券及/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。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

评级说明

| | 评级 | 说明 |
|--|---------------|------------------------|
| 1. 投资建议的比较标准 | | |
| 投资评级分为股票评级和行业评级 | 股票投资评级 | 买入 相对沪深 300 指数涨幅 15%以上 |
| 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准 | 增持 | 相对沪深 300 指数涨幅 5%-15%之间 |
| | 中性 | 相对沪深 300 指数涨幅—5%-5%之间 |
| | 减持 | 相对沪深 300 指数跌幅 5%以上 |
| 2. 投资建议的评级标准 | 行业投资评级 | 看好 行业超越整体市场表现 |
| 报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准 | 中性 | 行业与整体市场表现基本持平 |
| | 看淡 | 行业弱于整体市场表现 |