

若羽臣年报点评：业绩基本符合预期，深耕母婴美妆个护赛道

■全年业绩基本符合预期，毛利率同比提升。2020全年若羽臣实现营业收入11.36亿元/+18.45%；实现利润总额1.00亿元/+0.39%；全年归母净利润8,851.04万元/+2.53%；归母扣非净利润为8,106.96万元/+0.72%；毛利率34.64%/+0.39pct。基本每股收益0.9元/-5.26%。公司拟以1.22亿为基数，向全体股东每10股派发现金红利0.8元(含税)，送红股0股(含税)，不以公积金转增股本。

■深耕母婴美妆个护赛道，线上代运营与品牌策划双轮驱动。公司销售品类包括母婴、美妆、个护、保健品、食品、文具以及其他，分别占比销售额的31.58%/21.04%/20.53%/17.33%/7.72%/0.29%/1.51%。2020年公司线上代运营（零售+运营服务）以及品牌销售策划业务有所上升，渠道分销略有下降。零售/运营服务/渠道分销/品牌策划业务收入贡献占比分别为43.89%/13.06%/36.03%/7.01%，其中零售收入4.99亿/+41.12%，运营服务收入1.48亿/+23.98%；渠道分销收入4.09亿/-3.01%；品牌策划收入0.80亿/+24.47%。线上代运营业务毛利率47.12%/+1.30pct，其中零售毛利率+36.97%/+2.78pct，运营服务毛利率81.24%/+1.08pct；渠道分销毛利率14.95%/-6.43pct；品牌策划毛利率34.44%/+0.78pct。

■继续拓增优势品类，渠道布局多元化，以数字化驱动新零售：公司发展主业的同时，紧跟行业环境市场格局变化，围绕企业未来发展战略计划经营，有望从以下多个方面实现成长：①品类上，继续拓增优势品类，紧跟市场拓展新品类；②渠道上，多元化渠道布局，以数字化驱动新零售；③服务能力上，紧密跟随市场变化，实现能力迭代和叠加；④信息化建设上，持续加强信息化建设，为公司业务发展保驾护航；⑤团队上，完善团队建设，打造高效团队。

■盈利能力同比下降，期间费用率微升：2020全年，若羽臣毛利率34.64%/+0.39pct，由于期间费用率微升，实现净利率7.75%/-1.2pcts。2020年公司销售费用和管理费用略有上升，销售费用率提升0.62pcts至17.75%，主要系职工薪酬、推广费、仓储物流费增加所致；管理费用率提升0.13pcts至5.58%，系职工薪酬、场地使用费及中介机构费增加所致；研发费用率下降0.04pcts至2.30%；财务费用率上升0.52pcts至0.47%，主要系因汇兑损益增加所致。总体上看，公司费用管控良好，与去年基本持平。截止2020年12月31日，公司存货为2.63亿元/+54.41%，存货减值规模较大；公司应收账款为1.27亿元/+70.18%；应付账款为2.03亿/-31.33%。

■投资建议：买入-A投资评级。我们基于未来公司电商零售业务将保

投资评级 买入-A
维持评级

股价 (2021-03-30) 30.31元

交易数据

总市值(百万元)	3,688.72
流通市值(百万元)	922.33
总股本(百万股)	121.70
流通股本(百万股)	30.43
12个月价格区间	21.89/53.50元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-2.1	1.88	-31.03
绝对收益	-5.37	0.13	

刘文正 分析师
SAC 执业证书编号：S1450519010001
liuwz@essence.com.cn
021-35082109

王朔 报告联系人
wangshuo2@essence.com.cn

相关报告

- 若羽臣：【安信商社】若羽臣 2020Q3 点评：业绩符合预期，品牌结构持续优化，毛利率同比改善/刘文正 2020-10-26
- 若羽臣：【安信商社】若羽臣：母婴强赛道筑护城河，轻资产模式加速成长/刘文正 2020-10-22

持较快增长的运营假设下,预计公司 2021-2023 年营收为 14.2/17.4/20.8 亿元,对应增速+24.6%/+22.8%/19.7%;对应整净利润为 1.09/1.34/1.58 亿元,对应增速+23.1%/+22.2%/+17.8%,给予公司买入-A 投资评级。

■风险提示:假设与实际不相符风险、品牌续约或拓展不及预期、返利政策变化、存货跌价风险、国际贸易环境风险。

(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营收入	958.9	1,135.8	1,415.8	1,738.5	2,080.5
净利润	86.3	88.5	109.0	134.2	158.1
每股收益(元)	0.95	0.90	0.90	1.10	1.30
每股净资产(元)	4.47	8.63	9.54	10.63	11.93

盈利和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
市盈率(倍)	42.7	33.7	33.8	27.5	23.3
市净率(倍)	6.8	3.5	3.2	2.9	2.5
净利润率	9.0%	7.8%	7.7%	7.7%	7.6%
净资产收益率	15.9%	8.4%	9.4%	10.4%	10.9%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	32.0%	26.7%	20.3%	33.5%	20.2%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E	(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	958.9	1,135.8	1,415.8	1,738.5	2,080.5	成长性					
减:营业成本	630.4	742.4	921.5	1,129.5	1,355.2	营业收入增长率	3.0%	18.5%	24.6%	22.8%	19.7%
营业税费	2.2	3.2	3.4	4.4	5.4	营业利润增长率	9.2%	-2.2%	29.9%	22.9%	17.7%
销售费用	164.2	201.6	254.8	312.9	374.5	净利润增长率	11.7%	2.5%	23.1%	23.2%	17.8%
管理费用	52.3	63.4	73.8	94.2	112.5	EBITDA 增长率	-4.3%	15.1%	27.7%	22.8%	17.6%
研发费用	22.4	26.1	34.5	41.0	49.2	EBIT 增长率	-3.6%	16.9%	26.8%	22.9%	17.7%
财务费用	-0.5	5.3	-	-	-	NOPLAT 增长率	5.5%	5.9%	19.2%	22.9%	17.7%
资产减值损失	2.4	-0.0	1.9	1.4	1.1	投资资本增长率	27.1%	56.4%	-25.3%	95.2%	-16.8%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	20.4%	90.9%	10.6%	11.3%	12.2%
投资和汇兑收益	0.8	1.0	1.1	1.0	1.0						
营业利润	100.0	97.8	127.0	156.1	183.7	利润率					
加:营业外净收支	-0.1	2.5	0.8	1.0	1.4	毛利率	34.3%	34.6%	34.9%	35.0%	34.9%
利润总额	99.8	100.2	127.8	157.2	185.2	营业利润率	10.4%	8.6%	9.0%	9.0%	8.8%
减:所得税	14.0	12.2	19.2	23.6	27.8	净利润率	9.0%	7.8%	7.7%	7.7%	7.6%
净利润	86.3	88.5	109.0	134.2	158.1	EBITDA/营业收入	9.1%	8.8%	9.0%	9.0%	8.9%
						EBIT/营业收入	8.9%	8.8%	9.0%	9.0%	8.8%
						运营效率					
资产负债表						固定资产周转天数	1	2	2	1	1
	2019	2020	2021E	2022E	2023E	流动资产周转天数	109	130	111	115	118
货币资金	214.6	565.9	754.9	510.9	798.0	流动资产周转天数	228	275	303	268	250
交易性金融资产	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	37	33	36	35	35
应收帐款	81.4	125.7	154.9	184.1	215.0	存货周转天数	61	69	60	63	64
应收票据	-	-	-	-	-	总资产周转天数	239	288	314	277	257
预付帐款	96.5	125.7	82.9	199.3	151.0	投资资本周转天数	114	138	118	121	123
存货	173.2	262.9	209.0	398.0	341.5						
其他流动资产	41.7	50.5	48.2	46.8	48.5	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	3.4	1.1	1.5	ROE	15.9%	8.4%	9.4%	10.4%	10.9%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	13.4%	7.5%	8.4%	9.7%	9.9%
长期股权投资	7.3	7.9	7.9	7.9	7.9	ROIC	32.0%	26.7%	20.3%	33.5%	20.2%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	2.6	6.9	6.8	6.6	6.4	销售费用率	17.1%	17.7%	18.0%	18.0%	18.0%
在建工程	-	-	-	-	-	管理费用率	5.5%	5.6%	5.2%	5.4%	5.4%
无形资产	7.5	7.7	6.9	6.1	5.4	研发费用率	2.3%	2.3%	2.4%	2.4%	2.4%
其他非流动资产	16.9	20.1	18.3	18.5	18.7	财务费用率	0.0%	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%
资产总额	641.7	1,173.3	1,293.2	1,379.4	1,593.9	四费/营业收入	24.9%	26.1%	25.6%	25.8%	25.8%
短期债务	10.0	55.0	-	-	-	偿债能力					
应付帐款	29.6	23.5	78.1	37.4	89.7	资产负债率	14.2%	10.4%	10.1%	6.2%	8.9%
应付票据	-	-	-	-	-	负债权益比	16.6%	11.6%	11.3%	6.6%	9.8%
其他流动负债	48.2	38.4	48.7	43.9	48.1	流动比率	6.92	9.67	9.86	16.47	11.28
长期借款	-	-	-	-	-	速动比率	4.95	7.42	8.21	11.57	8.80
其他非流动负债	3.5	5.5	4.0	4.3	4.6	利息保障倍数	-188.57	18.79			
负债总额	91.2	122.4	130.8	85.6	142.4	分红指标					
少数股东权益	6.8	1.2	0.9	0.2	-0.4	DPS(元)	-	-	-	-	-
股本	91.3	122.4	121.7	121.7	121.7	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	452.4	927.5	1,039.8	1,171.8	1,330.3	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	550.5	1,050.9	1,162.4	1,293.8	1,451.5						
						业绩和估值指标					
现金流量表						EPS(元)	0.95	0.90	0.90	1.10	1.30
	2019	2020	2021E	2022E	2023E	BVPS(元)	4.47	8.63	9.54	10.63	11.93
净利润	85.8	88.5	109.0	134.2	158.1	PE(X)	42.7	33.7	33.8	27.5	23.3
加:折旧和摊销	1.7	-	0.9	0.9	0.9	PB(X)	6.8	3.5	3.2	2.9	2.5
资产减值准备	-5.0	-	-	-	-	P/FCF	-78.5	-63.9	19.6	-15.2	12.8
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/S	3.8	3.2	2.6	2.1	1.8
财务费用	-0.7	-	-	-	-	EV/EBITDA	-	33.6	22.9	20.2	15.6
投资损失	-0.8	-	-1.1	-1.0	-1.0	CAGR(%)	15.9%	21.4%	12.0%	15.9%	21.4%
少数股东损益	-0.5	-0.5	-0.4	-0.6	-0.7	PEG	2.7	1.6	2.8	1.7	1.1
营运资金的变动	-57.4	-13.0	134.9	-378.5	128.8	ROIC/WACC					
经营活动产生现金流量	17.1	-94.4	243.4	-245.0	286.0	REP					
投资活动产生现金流量	7.6	-7.7	-2.3	3.3	0.7						
融资活动产生现金流量	-55.4	457.8	-52.1	-2.3	0.4						

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 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沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

刘文正声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。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, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	潘艳	上海区域销售负责人	18930060852	panyan@essence.com.cn
	侯海霞	上海区域销售总监	13391113930	houhx@essence.com.cn
	朱贤	上海区域销售总监	13901836709	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	上海区域高级销售副总监	13917882257	lidong1@essence.com.cn
	刘恭懿	上海区域销售副总监	13916816630	liugy@essence.com.cn
	苏梦	上海区域销售经理	13162829753	sumeng@essence.com.cn
	秦紫涵	上海区域销售经理	15801869965	qinzh1@essence.com.cn
	陈盈怡	上海区域销售经理	13817674050	chenyy6@essence.com.cn
	徐逸岑	上海区域销售经理	18019221980	xuyc@essence.com.cn
北京联系人	张莹	北京区域销售负责人	13901255777	zhangying1@essence.com.cn
	张杨	北京区域销售副总监	15801879050	zhangyang4@essence.com.cn
	温鹏	北京区域销售副总监	13811978042	wenpeng@essence.com.cn
	刘晓萱	北京区域销售副总监	18511841987	liuwx1@essence.com.cn
	王帅	北京区域销售经理	13581778515	wangshuai1@essence.com.cn
	游倬源	北京区域销售经理	010-83321501	youzy1@essence.com.cn
	侯宇彤	北京区域销售经理	18210869281	houyt1@essence.com.cn
深圳联系人	张秀红	深圳基金组销售负责人	0755-82798036	zhangxh1@essence.com.cn
	胡珍	深圳基金组高级销售副总监	13631620111	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	深圳基金组销售副总监	18926033448	fanhq@essence.com.cn
	聂欣	深圳基金组销售经理	13540211209	niexin1@essence.com.cn
	杨萍	深圳基金组销售经理	0755-82544825	yangping1@essence.com.cn
	黄秋琪	深圳基金组销售经理	13699750501	huangqq@essence.com.cn
	喻聪	深圳基金组销售经理	18503038620	yucong@essence.com.cn
	马田田	深圳基金组销售经理	18318054097	matt@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034