

2022 年经营承压，23Q1 盈利表现超预期

核心观点

- 公司发布 2022 年报/23Q1 季报：2022 年公司实现营业收入 71.06 亿元（-7.06%），归母净利润 4.72 亿元（-27.3%），其中 Q4 收入和利润增速分别为-3.5%和-30.6%。23Q1 公司实现收入 19.8 亿元（-6.5%），归母净利润 2.3 亿元（+15.6%）。
- **2022 年护肤品类受疫情影响较大，个护家清品类增长稳健。**1) 分品类看，2022 年护肤/个护家清/母婴/合作品牌分别实现收入 19.8/26.7/21.4/3.1 亿元，同比分别-26.8%/+10.9%/-0.75%/-16.7%，护肤品类受疫情影响较大。2) 分渠道看，线上/线下分别实现收入 27.9/43.1 亿元，同比分别-13.2%/-2.6%，线上下滑主要是受超头停播影响；线下商超略微增长，CS/百货预计分别下滑约 20%/30%。3) 公司毛利率为 57.12%（-1.61pct），主要是高毛利率的护肤品类销售比重下降所致。销售/管理/研发费用率分别-1.22/-1.5/+0.12pct，公司费用管控能力较强，全年净利率为 6.64%（-1.85pct）。
- **23Q1 盈利表现略超预期，兴趣电商表现亮眼。**1) 分品类看，23Q1 护肤/个护家清/母婴/合作品牌分别实现收入 4.1/10.7/4.4/5.9 亿元，同比分别-8.6%/基本持平/-10.5%/-16.8%，护肤品类中玉泽-13%、佰草集-18%（百货渠道-40%压力较大，电商渠道已经连续两个季度增速超 35%），典萃+7%、高夫-11%、美加净-9%，个护家清中六神基本持平，家安有两位数增长。2) 分渠道看，Q1 线上约下降 2.9%，其中国内电商下降 5.5%（但兴趣电商增速超 130%，占国内电商比例提升到 19%），特渠恢复正增长；线下整体下降约 8%，CS 实现正增长，百货渠道消化库存下滑。3) 23Q1 公司毛利率为 61.2%（-1.46pct），销售/管理/研发费用率分别+0.9/-0.6/+0.2pct，公司净利率为 11.64%（+2.2pct）。
- 整体看，2022 年在疫情等外部不利背景下，公司整体经营承压；展望 2023 年，随着疫情、特渠、超头影响的消退，公司达播体系逐渐成型，未来公司经营有望持续呈现边际好转。分品类看，我们预计 2022 年受损最大的护肤品类有望呈现恢复性增长，带动毛利率上行；分渠道看，重点关注电商、特渠、CS 渠道，商超有望保持稳健。近期 618 销售旺季来临，公司预计主动加大费用投入，积极推进超头合作的同时，加大超级单品的推广，我们对公司全年完成股权激励目标保持期待。

盈利预测与投资建议

- 我们调整 2023-2024 年并引入 2025 年盈利预测，预计 23-25 年每股收益为 1.18/1.36/1.52 元（原 2023-2024 年为 1.10 和 1.35 元），DCF 目标估值 37.49 元，维持“增持”评级。

风险提示：行业竞争加剧、终端消费需求减弱、新产品推广不及预期

公司主要财务信息

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	7,646	7,106	8,602	9,582	10,485
同比增长(%)	8.7%	-7.1%	21.0%	11.4%	9.4%
营业利润(百万元)	752	544	931	1,072	1,204
同比增长(%)	40.9%	-27.8%	71.3%	15.1%	12.4%
归属母公司净利润(百万元)	649	472	800	920	1,033
同比增长(%)	50.9%	-27.3%	69.6%	14.9%	12.3%
每股收益(元)	0.96	0.70	1.18	1.36	1.52
毛利率(%)	58.7%	57.1%	58.4%	59.1%	59.5%
净利率(%)	8.5%	6.6%	9.3%	9.6%	9.9%
净资产收益率(%)	9.6%	6.6%	10.4%	10.7%	11.0%
市盈率	30.0	41.3	24.3	21.2	18.9
市净率	2.8	2.7	2.4	2.2	2.0

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级 增持（维持）

股价（2023年04月27日）	28.7 元
目标价格	37.49 元
52 周最高价/最低价	43.16/26.83 元
总股本/流通 A 股（万股）	67,887/67,319
A 股市值（百万元）	19,484
国家/地区	中国
行业	纺织服装
报告发布日期	2023 年 04 月 27 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	0.6	-3.95	-7.39	-7.04
相对表现	3.63	-3.35	-2.77	-9.42
沪深 300	-3.03	-0.6	-4.62	2.38



证券分析师

施红梅	021-63325888*6076 shihongmei@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860511010001
朱炎	021-63325888*6107 zhuyan3@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860521070006 香港证监会牌照：BSW044
杨妍	yangyan3@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860523030001

相关报告

Q3 业绩环比改善，六神品牌表现强势	2022-10-27
受疫情影响上半年业绩承压，静待下半年复苏	2022-08-22
护肤品类快速增长 盈利能力显著提升	2022-03-19

我们调整 2023-2024 年并引入 2025 年盈利预测（根据最新年报及一季报上调了毛利率、销售费用率，下调了管理费用率），预计 23-25 年每股收益为 1.18/1.36/1.52 元（原 2023-2024 年为 1.10 和 1.35 元），DCF 目标估值 37.49 元，维持“增持”评级。

表 1：目标价敏感性分析

		永续增长率 $G_n(\%)$				
		-1.00%	0.00%	1.00%	2.00%	3.00%
WACC (%)	6.96%	42.90	45.64	49.30	54.40	62.05
	7.46%	40.37	42.66	45.65	49.72	55.59
	7.96%	38.14	40.06	42.53	45.82	50.42
	8.46%	36.15	37.78	39.84	42.53	46.20
	8.96%	34.37	35.76	37.49	39.72	42.69
	9.46%	32.77	33.96	35.43	37.29	39.72
	9.96%	31.32	32.35	33.60	35.17	37.18
	10.46%	30.01	30.90	31.98	33.30	34.98
	10.96%	28.82	29.59	30.52	31.65	33.07

数据来源：wind，东方证券研究所

表 2：估值参数假设

假设科目	结果	假设科目	结果
所得税税率 T	25%	债务比率 $D/(D+E)$	10%
永续增长率 $G_n(\%)$	1%	权益比率 $E/(D+E)$	90%
无风险利率 R_f	2.83%	债务利率 rd	4.30%
无杠杆影响的 β 系数	0.87	WACC	9.02%
市场收益率 R_m	10.05%		
股权投资成本 (Ke)	9.66%		

数据来源：wind，东方证券研究所

风险提示：行业竞争加剧、终端消费需求减弱、新产品推广不及预期

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。