



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

22 年业绩承压，关注 23 年改善弹性

买入（维持）

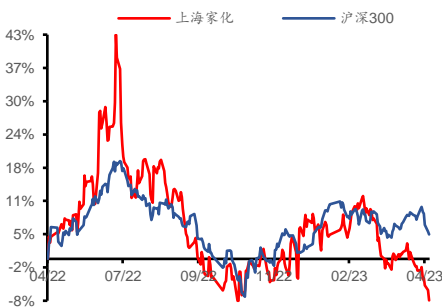
行业：美容护理
日期：2023年04月27日

分析师：王盼
Tel: 021-53686243
E-mail: wangpan@shzq.com
SAC 编号: S0870523030001

基本数据

最新收盘价（元）	27.25
12mth A 股价格区间（元）	27.23-42.75
总股本（百万股）	678.87
无限售 A 股/总股本	99.16%
流通市值（亿元）	183.45

最近一年股票与沪深 300 比较



相关报告：

《匠心百年，日新月异》

——2023 年 04 月 06 日

■ 投资摘要

事件概述

4月25日，公司发布22年年报及23年一季报。22年公司实现营收71.06亿元，同降7.06%，归母净利润4.72元，同降27.29%；扣非归母净利润5.41亿元，同降20.01%。其中，22Q4实现营收17.52亿元，同降3.49%，归母净利润1.59亿元，同降30.58%。23Q1实现营收19.80亿元，同降6.49%，归母净利润2.30亿元，同增15.59%，扣非归母净利润2.27亿元，同增7.08%。

分析与判断

多重不利因素影响下，22年业绩承压。22年营收同降7.06%，归母净利润同降27.29%，毛利率/净利率分别57.12%/6.64%，分别同降1.61pcts/1.85pcts。21H2以来公司经历大股东改革带来特渠业务调整、部分超头缺失下电商业务调整，22Q2工厂及物流基地停摆，以及受原材料成本上升等外部环境影响，经营业绩有所下降，盈利能力承压。费用端，销售/管理/研发费用26.52/6.28/1.60亿元，分别同降9.98%/20.56%/1.98%；费用率方面，销售/管理费用率均不同程度下降，研发费用率同增0.12pcts，公司持续推动8大创新基础研究平台和开放式研发合作，首次融合国内领先的AI算法能力与国人肤质体质研发理念，推出AI定制化和美容仪器平台等。

23Q1净利润同比修复，护肤品均价同比上升逾50%。23Q1营收仍旧承压，净利润实现回升，同增15.59%。分品类看，23Q1公司护肤/个护家清/母婴/合作品牌分别实现营收4.09/10.67/4.41/0.59亿元，同比-8.64%/-3.32%/-10.48%/-16.83%。在销量方面，四大品类销量分别为0.13/1.14/0.29/0.03亿支，同比22Q1销量分别存在不同程度下降。在均价方面，除个护家清品类均价同降3.27%，其他三大产品品类均价均不同程度上升，其中护肤品类增长最大，同增50.42%至32.33元/支。公司紧抓行业高端化趋势，推出了更具科技感的新品拉动产品均价上行。

22年个护家清增速较好，护肤品类复购率持续提升。分品类看，22年公司护肤/个护家清/母婴/合作品牌分别实现营收19.75/26.72/21.42/3.11亿元，同比-26.78%/+10.88%/-0.75%/-16.69%，以六神为代表的个护家清品类实现较好增长，其他品类营收不同程度下降。分品牌看，公司持续推动品牌高端化、年轻化、专业化进阶。佰草集成功实现产品线清理和品牌定位的重新塑造，4大功能线全面布局。截至22年末，太极系列、七白系列、双石斛系列等主要产品线已经占据品牌52%。佰草集品牌天猫及百货渠道复购率46.10%，同增4.49pcts。六神推动年轻化、高端化和全季化，通过创新IP、与平台合作大牌日营销、联合明星代言的整合营销活动，成功将菁萃系列沐浴露打造成天猫旗舰店第一产品系列，菁萃系列沐浴露在全电商平台22年同增87%，市场份额不断提升。22年六神沐浴露线上/线下份额为1.7%/5.7%，分别同增0.2pcts/0.1pcts。玉泽持续夯实品牌“医研共创”、“皮肤屏障自修护”差异化定位，产品实现优化升级，并进一步扩展和定位油敏肌人群需求，品牌天猫旗舰店复购率同

增 4.45pcts 至 47.03%，同时不断建立品牌心智，积极参与皮肤年会及发布白皮书等建立专业品牌形象。

持续品牌创新，渠道进阶。公司从基础研究、应用创新以及产品价值塑造三个维度实现科技赋能，用匠心打造致美的产品和服务。截至 22 年，共获得 427 项授权有效专利，其中国家发明专利 96 项，涉外专利授权 22 项，拓展全球化技术的领先布局。22 年内公司共提交 99 项专利申请，其中国内发明专利申请 43 项，PCT11 项，实用新型 4 项，外观设计 40 项等。在基础研究和应用创新方面分别取得良好进展。**在基础研究方面**，继续围绕 8 大基础平台，打造技术壁垒，通过产学研医的外部开放合作平台的打造加速技术转化；不断深入推进，从机理研究、靶向成分、合作转化再到功效验证，全链路加速基础研究及落地；同时布局美妆科技，以更智能、更年轻、更时尚的产品语言与消费者沟通。**在应用创新方面**，上新玉泽防晒乳、启初特护霜、佰草集双石斛修护高保湿系列等，科技赋能新品，从原料、配方、工艺、包装进行创新升级。

在渠道方面，线上多平台布局、精细化运营。线下特渠零售化转型，优化效率。22 年加速超头合作与拓展，多品牌与李佳琦、辛巴等超头和达人建立了稳定的长期合作，以实现种草心智和电商带货的双丰收，并通过头部主播的示范作用不断拓展公司的达人矩阵版图。**电商渠道**剔除天猫超头缺失影响，整体同增约 4%，其中抖音、快手增速超 200%，兴趣电商占国内电商业务比例约 9%，抖音小店同增 160%，快手小店同增 4788%，静待布局优化下 23 年业务持续增长。**线下渠道**智慧零售持续转型，20-22 年 CAGR 为 57%，其中屈臣氏 O2O 渠道增长 147%，社区团购业务增长 137%，商超 O2O 到家业务增长 76%。全域 CRM 的搭建体系完成，逐步优化私域闭环。累计家化会员已超 1600 万，同增 26%；已沉淀超过 220 万私域社群人数；私域的粘性和连带效能正稳步显现。线上线下渠道进阶背景下，为未来进一步发展打下坚实基础。

■ 投资建议

公司拥有百年历史，是国货美妆集团中稀有的在护肤、个护家清、母婴等多维赛道均有品牌声量的老字号企业。坚持“123”方针，推进品牌高端化、年轻化、专业化，驱动品牌价值提升，精简产品 SKU、顺应“产品为王”消费趋势、清晰化品牌定位，持续优化运营模式、推动渠道变革，在多重不利影响因素退却后，经营有望迎来边际改善。预计 2023-2025 年营业收入分别为 85.31、94.51、100.89 亿元，对应增速分别+20.1%、+10.8%、+6.8%；归母净利润分别为 7.31、8.83、10.19 亿元，同比分别+54.8%、+20.8%、+15.4%；预计 2023-2025 年 EPS 分别为 1.08、1.30、1.50 元/股，对应 PE 为 25、21、18 倍，给予“买入”评级。

■ 风险提示

行业竞争风险；疫情反复风险；第三方数据统计误差风险；新品推出不及预期风险；战略调整不及预期风险。

■ 数据预测与估值

单位: 百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	7106	8531	9451	10089
年增长率	-7.1%	20.1%	10.8%	6.8%
归母净利润	472	731	883	1019
年增长率	-27.3%	54.8%	20.8%	15.4%
每股收益 (元)	0.70	1.08	1.30	1.50
市盈率 (X)	39.19	25.32	20.95	18.15
市净率 (X)	2.55	2.32	2.09	1.87

资料来源: Wind, 上海证券研究所 (2023 年 04 月 25 日收盘价)

公司财务报表数据预测汇总
资产负债表 (单位: 百万元)

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1685	2411	3709	4618
应收票据及应收账款	1324	1423	1630	1658
存货	929	1135	1126	1278
其他流动资产	2617	2767	2692	2802
流动资产合计	6555	7737	9156	10355
长期股权投资	415	405	387	372
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	863	773	681	585
在建工程	28	29	30	32
无形资产	790	794	803	814
其他非流动资产	3619	3631	3647	3655
非流动资产合计	5715	5632	5549	5459
资产总计	12269	13369	14706	15814
短期借款	5	8	11	14
应付票据及应付账款	915	888	1095	1022
合同负债	74	104	110	116
其他流动负债	2539	2902	3139	3293
流动负债合计	3533	3902	4356	4445
长期借款	751	751	751	751
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	736	736	736	736
非流动负债合计	1487	1487	1487	1487
负债合计	5020	5389	5843	5932
股本	679	679	679	679
资本公积	1071	1071	1071	1071
留存收益	5761	6492	7375	8394
归属母公司股东权益	7249	7980	8863	9882
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	7249	7980	8863	9882
负债和股东权益合计	12269	13369	14706	15814

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流量	665	676	1268	882
净利润	472	731	883	1019
折旧摊销	234	183	193	204
营运资金变动	-168	-90	329	-204
其他	127	-148	-137	-137
投资活动现金流量	-155	48	26	24
资本支出	-113	-99	-130	-130
投资变动	-251	9	18	15
其他	209	138	138	138
筹资活动现金流量	-384	3	3	3
债权融资	-95	3	3	3
股权融资	12	0	0	0
其他	-301	0	0	0
现金净流量	88	726	1297	909

利润表 (单位: 百万元)

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	7106	8531	9451	10089
营业成本	3048	3588	3922	4154
营业税金及附加	48	62	68	72
销售费用	2652	3317	3656	3859
管理费用	628	759	802	848
研发费用	160	186	204	205
财务费用	-11	0	0	0
资产减值损失	-29	-2	-1	-1
投资收益	43	138	138	138
公允价值变动损益	-103	0	0	0
营业利润	544	848	1036	1195
营业外收支净额	5	13	0	0
利润总额	549	861	1036	1195
所得税	77	130	153	176
净利润	472	731	883	1019
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司股东净利润	472	731	883	1019

主要指标

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
盈利能力指标				
毛利率	57.1%	57.9%	58.5%	58.8%
净利率	6.6%	8.6%	9.3%	10.1%
净资产收益率	6.5%	9.2%	10.0%	10.3%
资产回报率	3.8%	5.5%	6.0%	6.4%
投资回报率	6.0%	6.5%	7.5%	8.1%
成长能力指标				
营业收入增长率	-7.1%	20.1%	10.8%	6.8%
EBIT 增长率	-1.6%	20.4%	26.1%	17.8%
归母净利润增长率	-27.3%	54.8%	20.8%	15.4%
每股指标 (元)				
每股收益	0.70	1.08	1.30	1.50
每股净资产	10.68	11.75	13.06	14.56
每股经营现金流	0.98	1.00	1.87	1.30
每股股利	0	0	0	0
营运能力指标				
总资产周转率	0.58	0.64	0.64	0.64
应收账款周转率	5.37	6.00	5.80	6.08
存货周转率	3.28	3.16	3.48	3.25
偿债能力指标				
资产负债率	40.9%	40.3%	39.7%	37.5%
流动比率	1.86	1.98	2.10	2.33
速动比率	1.47	1.58	1.74	1.94
估值指标				
P/E	39.19	25.32	20.95	18.15
P/B	2.55	2.32	2.09	1.87
EV/EBITDA	25.68	19.41	14.74	12.03

资料来源: Wind, 上海证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
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
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(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。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和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、价值或投资收入可升可跌。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、意见或推测不一致的报告。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。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断