

若羽臣(003010)/化妆品

## Q3 毛利率提升，盈利改善

——2020 三季度报点评

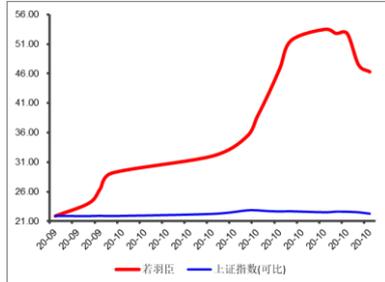
**评级：买入（维持）**
**分析师：邓欣**
**执业证书编号：S0740518070004**

Email: dengxin@r.qlzq.com.cn

### 基本状况

总股本(百万股)	121.70
流通股本(百万股)	30.43
市价(元)	46.31
市值(百万元)	5635.92
流通市值(百万元)	1409.21

### 股价与行业-市场走势对比



### 相关报告

公司深度：《若羽臣：母婴美妆五星 TP，受益品类线上化》2020.10.15

### 公司盈利预测及估值

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	931	959	1.163	1.372	1.590
营业收入增速	38.76%	3.00%	21.31%	17.99%	15.84%
归属于母公司的净利润	77	86	103	123	145
净利润增长率	33.85%	11.67%	18.75%	19.81%	18.02%
摊薄每股收益(元)	0.64	0.71	0.84	1.01	1.19
P/E	72.91	65.29	54.98	45.89	38.88
P/B	12.32	10.37	8.15	6.42	5.51

### 投资要点

**公司披露 2020 三季度报：收入、归母、扣非净利 7.82 亿、0.65 亿、0.6 亿，同比+24.6%、+29.2%、+33.7%；**

**对应 2020Q3：收入、归母、扣非净利 2.27 亿、0.22 亿、0.22 亿，同比+23%、+54.4%、+99.9%。利润端表现超预期，主因 Q3 毛利率提升带动净利率改善。**

#### 一、收入利润分析

1、收入：公司前三季度实现营收 7.82 亿，同比+24.6%，预计因线上母婴保健消费景气，原有品牌 GMV 持续增长叠加新接品牌放量；2020H1/单 Q3 营收同比+25.3%/23%，淡季增速环比略降，期待 Q4 旺季表现。

原有品牌方面，根据淘宝数据，钙尔奇、善存、哈罗闪等表现较优，9 月 GMV 同比+354%、171%、96%；品牌拓展方面，截至 2020 年 4 月，公司新增合作特仑苏、念慈庵、佳贝艾特等大健康领域共 21 个合作品牌，持续强化细分品类 TP 龙头形象。

2、归母：前三季度归母净利 0.65 亿，同比+29.2%；单 Q3 归母净利 0.22 亿元，同比+54.4%，主因 Q3 毛利率带动净利率提升以及库存优化导致资产减值损失减少。

3、扣非：前三季度扣非净利 0.6 亿，同比+33.7%；单 Q3 扣非净利 0.22 亿元，同比+99.9%，扣非增速高于归母净利增速，预计受到去年 Q3 计入 300 万元左右政府补助影响。

#### 二、盈利分析

1、毛利率方面：公司前三季度整体毛利率 32.69%，同比+0.3pct，Q3 单季度毛利率 37.83%，同比+3.43pct，预计因低毛利率的分销业务占比下降。

2、费用率方面：前三季度期间费用率 23.44%，同比-0.2pct，因管理费用率下降；单 Q3 期间费用率 27.62%，同比+1.35pct。

前三季度销售费用率 16.23%，同比+0.4pct，单 Q3 销售费用率 19.17%，同比+1.27pct，预计因营销投入加大；

管理费用率 4.72%，同比-0.5pct，估计受疫情影响差旅办公等费用下降；

研发费用率 2.37%，同比-0.4pct；

财务费用率 0.12%，同比+0.2pct，主因外汇变动。

**3、净利率方面：**前三季度净利率 8.27%，同比+0.3pct，主因投资收益同比增加，抵消毛利率费用率变动；受毛利率提升带动，单 Q3 净利率 9.93%，同比+2.08pct。

### ■ 三、现金流分析

公司 2020Q1-3 经营现金流量净额-0.38 亿，同比转负，主因公司为电商大型促销活动双 11 备货：存货 2.45 亿，yoy+30.5%，存货周转天数 107 天，环比上升。

### ■ 投资建议

疫情催化代运营行业景气，公司为母婴美妆 TP 龙头，重点服务代运营需求最为旺盛的国际品牌梯队，品牌挖掘及策划能力强、全链路/渠道优势明显，未来持续受益垂直品类线上渗透率提升。

预计公司 2020-2022 实现营收 11.63、13.72、15.9 亿元，同比+21%、18%、16%；归母净利 1.03、1.23、1.45 亿元，同比+19%、20%、18%，对应 2020、2021、2022PE55、46、39x，维持“买入”评级。

**风险提示：**品牌流失风险、市场竞争加剧风险、业绩季节性波动风险。

**盈利预测与估值**
**损益表 (人民币百万元)**

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业总收入</b>	<b>931</b>	<b>959</b>	<b>1,163</b>	<b>1,372</b>	<b>1,590</b>
增长率	38.8%	3.0%	21.3%	18.0%	15.8%
营业成本	-626	-630	-765	-897	-1,031
% 销售收入	67.2%	65.7%	65.8%	65.4%	64.9%
毛利	305	328	398	475	558
% 销售收入	32.8%	34.3%	34.2%	34.6%	35.1%
营业税金及附加	-2	-2	-3	-3	-4
% 销售收入	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
营业费用	-145	-164	-193	-233	-278
% 销售收入	15.6%	17.1%	16.6%	17.0%	17.5%
管理费用	-43	-52	-84	-97	-109
% 销售收入	4.6%	5.5%	7.2%	7.1%	6.8%
息税前利润 (EBIT)	115	110	118	142	168
% 销售收入	12.4%	11.4%	10.2%	10.3%	10.5%
财务费用	-4	0	0	0	0
% 销售收入	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
资产减值损失	3	2	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	2	1	1	1	1
% 税前利润	1.4%	0.7%	0.6%	0.7%	0.6%
营业利润	116	113	119	143	169
营业利润率	12.4%	11.8%	10.3%	10.4%	10.6%
营业外收支	0	0	0	0	0
税前利润	<b>116</b>	<b>113</b>	<b>119</b>	<b>143</b>	<b>169</b>
利润率	12.4%	11.8%	10.3%	10.4%	10.6%
所得税	-14	-14	-17	-20	-24
所得税率	12.3%	12.4%	14.0%	14.0%	14.0%
净利润	77	86	103	123	145
少数股东损益	0	-1	0	0	0
归属于母公司的净利润	<b>77</b>	<b>86</b>	<b>103</b>	<b>123</b>	<b>145</b>
净利率	8.3%	9.0%	8.8%	8.9%	9.1%

**现金流量表 (人民币百万元)**

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	77	86	103	123	145
加: 折旧和摊销	2	2	4	7	10
资产减值准备	3	-5	0	0	0
公允价值变动损失	0	0	0	0	0
财务费用	4	-1	0	0	0
投资收益	-2	-1	-1	-1	-1
少数股东损益	0	-1	0	0	0
营运资金的变动	-31	-57	-12	-104	-12
<b>经营活动现金净流</b>	<b>62</b>	<b>17</b>	<b>93</b>	<b>25</b>	<b>142</b>
固定资本投资	0	-1	-60	-60	-50
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-22</b>	<b>8</b>	<b>-63</b>	<b>-62</b>	<b>-52</b>
股利分配	0	0	0	0	0
其他	113	-55	35	64	0
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>113</b>	<b>-55</b>	<b>35</b>	<b>64</b>	<b>0</b>
<b>现金净流量</b>	<b>152</b>	<b>-31</b>	<b>66</b>	<b>26</b>	<b>89</b>

**资产负债表 (人民币百万元)**

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	244	215	281	307	396
应收款项	115	81	158	125	203
存货	150	173	190	236	253
其他流动资产	97	138	91	163	116
流动资产	606	607	719	831	969
% 总资产	96.3%	94.6%	88.5%	84.7%	83.4%
长期投资	10	7	7	7	7
固定资产	2	3	30	54	77
% 总资产	0.2%	0.4%	3.7%	5.5%	6.6%
无形资产	4	8	10	11	12
非流动资产	23	34	93	150	193
% 总资产	3.7%	5.4%	11.5%	15.3%	16.6%
<b>资产总计</b>	<b>629</b>	<b>642</b>	<b>813</b>	<b>980</b>	<b>1,162</b>
短期借款	71	10	0	0	0
应付款项	51	36	69	49	87
其他流动负债	46	42	42	42	42
流动负债	168	88	111	92	129
长期贷款	0	0	0	0	0
其他长期负债	3	3	3	3	3
<b>负债</b>	<b>171</b>	<b>91</b>	<b>115</b>	<b>95</b>	<b>132</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>457</b>	<b>544</b>	<b>691</b>	<b>878</b>	<b>1,023</b>
少数股东权益	0	7	7	7	7
<b>负债股东权益合计</b>	<b>629</b>	<b>642</b>	<b>813</b>	<b>980</b>	<b>1,162</b>

**比率分析**

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>每股指标</b>					
每股收益 (元)	0.64	0.71	0.84	1.01	1.19
每股净资产 (元)	3.76	4.47	5.68	7.22	8.41
每股经营现金净流 (元)	0.51	0.14	0.77	0.20	1.16
每股股利 (元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>回报率</b>					
净资产收益率	16.90%	15.88%	14.83%	13.99%	14.17%
总资产收益率	12.31%	13.37%	12.61%	12.53%	12.47%
投入资本收益率	35.32%	32.03%	30.22%	29.88%	25.37%
<b>增长率</b>					
营业总收入增长率	38.76%	3.00%	21.31%	17.99%	15.84%
EBIT增长率	45.75%	-4.97%	10.38%	19.81%	18.02%
净利润增长率	33.85%	11.67%	18.75%	19.81%	18.02%
总资产增长率	54.65%	2.05%	26.65%	20.58%	18.59%
<b>资产管理能力</b>					
应收账款周转天数	37.4	36.8	37.1	37.1	37.1
存货周转天数	52.7	60.7	56.2	55.8	55.4
应付账款周转天数	22.2	23.0	22.6	22.6	22.6
固定资产周转天数	0.7	0.8	5.0	11.0	14.8
<b>偿债能力</b>					
净负债/股东权益	-31.39%	-49.17%	-43.98%	-44.80%	-37.99%
EBIT利息保障倍数	25.8	-237.9			
资产负债率	27.27%	14.22%	14.10%	9.71%	11.39%

来源: 中泰证券研究所

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。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客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 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。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。