

## 线上渠道改善、费用率下降，促业绩增长提速

### ——丸美股份(603983.SH) 2019年三季度报点评

公司简报

#### 增持(维持)

当前价: 71.83元

#### 分析师

李婕(执业证书编号: S0930511010001)

021-52523339

[lijie\\_yjs@ebscn.com](mailto:lijie_yjs@ebscn.com)

罗晓婷(执业证书编号: S0930519010001)

021-52523673

[luoxt@ebscn.com](mailto:luoxt@ebscn.com)

#### 市场数据

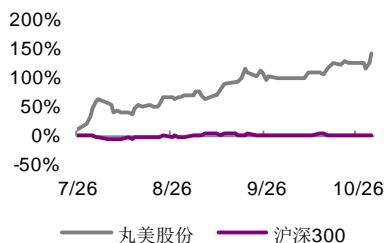
总股本(亿股): 4.01

总市值(亿元): 288

一年最低/最高(元): 29.58/71.83

近3月换手率: 793.44%

#### 股价表现



#### 收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	19.23	142	-
绝对	21.23	142	-

资料来源: Wind

#### 相关研报

中高端眼部护理领导品牌, 线下增长提速、期待线上改善——丸美股份(603983.SH) 2019年中报点评

..... 2019-08-30

中高端眼部护理龙头, 高端化、精细化趋势下望优先获益——丸美股份(603983.SH) 新股定价报告

..... 2019-07-24

#### ◆19Q1~Q3 收入增 14.77%、净利增 52.26%, Q3 收入增长提速、净利大增

公司 2019 年前三季度营业收入 12.12 亿元、同比增 14.77%，归母净利润 3.59 亿元、同比增 52.26%，扣非净利润 3.09 亿元，同比增 40.24%，EPS 0.97 元。净利增幅较大主要为公司加强费用管控、费用率下降以及政府补助、公允价值变动净收益增加等。

分季度看，19Q1~19Q3 单季度收入分别同比增长 8.88%、14.38%、21.28%。19Q3 收入增速有所上升，主要为电商、美容院渠道销售增长提速贡献；归母净利润分别同比增 25.27%、37.67%、150.62%，19Q3 净利大增主要为去年同期受投放节奏影响致销售费用率高基数以及政府补助、公允价值变动净收益增加等。

#### ◆Q3 电商渠道增速环比改善，线下 CS、百货增长稳健，美容院获益新品提速增长

分渠道来看：19Q1~3 电商渠道同比增 20%、较 19H1 同比增约 10%提速；CS 店同比增约 10%、与 19H1 相当；百货同比增约 25%，仍保持较快速增速、但较上半年有所放缓；美容院进一步提速至 30%左右，主要获益新增口服液产品线。

分品牌来看：主品牌丸美销售占比持续提升，中档护肤品牌春纪及彩妆品牌恋火等小品牌仍处于调整期。

#### ◆19Q1~Q3 毛利率持平、费用率降幅较大，销售旺季备货致存货增多

毛利率：19Q1~3 毛利率同比下降 0.25PCT 至 67.95%，总体持平。

分季度来看，19Q1~19Q3 毛利率分别为 66.40% (+0.10PCT)、70.06% (-0.84PCT)、66.98% (+0.07PCT)。

费用率：19Q1~3 期间费用率同比下降 5.63PCT 至 36.20%，其中销售+管理+研发、财务费用率分别为 30.18% (-4.82PCT)、7.47% (+0.20PCT)、-1.46% (-1.01%)，销售费用率下降主要为公司加强控费，财务费用率下降主要为本期银行存款利息收入增加。

分季度来看，19Q1~19Q3 销售费用率分别为 20.52% (-2.91PCT)、36.27% (+0.56PCT)、32.16% (-13.84PCT)，19Q3 销售费用率同比大幅下降主要为投放节奏影响及公司加强费用管控；管理费用率分别为 6.58% (+0.30PCT)、6.84% (-1.16PCT)、9.02% (+1.59PCT)；财务费用率分别为 -0.66% (-0.45PCT)、-1.60% (-1.43PCT)、-2.04% (-0.99PCT)。

其他财务指标：1) 19 年 9 月末存货较年初增加 34.53%至 1.74 亿元，主要由于为销售旺季备货，库存商品，包装材料增加。存货周转率为 2.57。

2) 应收账款较年初较少 44.41%至 161.13 万元，主要由于本期收回客户货款。应收账款周转率为 537.32。

3)2019年前三季度公司经营性现金流量净额同增10.84%至2.84亿元，现金流量状况良好。

◆知名本土中高端眼部护理品牌，品牌形象出色助力全渠道销售

我们认为：1)公司主品牌为知名本土中高端眼部护理品牌，进入19年双十一预售首日眼部护理榜单前十，公司起家于CS渠道，优质的品牌形象使得公司CS店增速总体高于行业平均；近年加码电商渠道、贡献重要增长动力，19Q3提速增长、提升发展信心；近年推出高端日本进口系列，进一步提升品牌形象，在线下百货等渠道销售良好、在百货渠道总体承压背景下公司百货渠道销售仍保持较快增速；美容院渠道为公司特色渠道，近年来持续提速增长、发展态势良好。

2)公司春纪、恋火等小品牌与公司定位/品类存差异，目前仍处调整中。

3)近年公司毛利率总体平稳、未来加大电商直营拓展有望带来毛利率提升。

4)公司营销效率提升，逐步转型新型营销方式，减少电视广告投放，预计19年销售费用率有所下降。

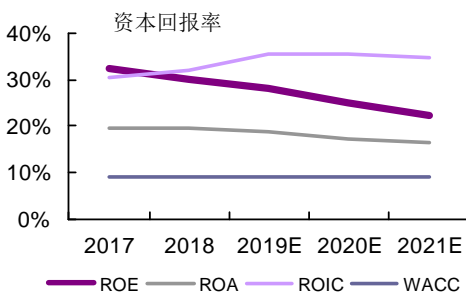
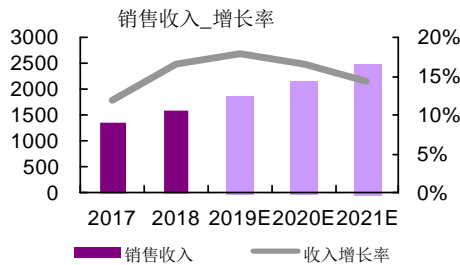
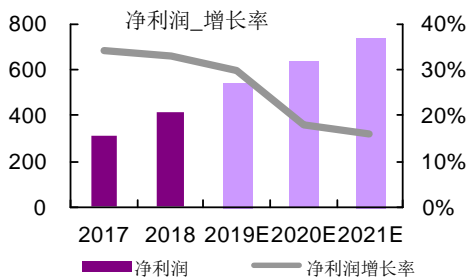
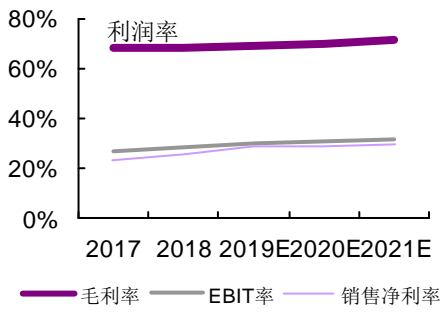
我们看好公司在中高端眼部护理领域建立的品牌口碑，未来加强拓展高端进口日本酒系列及口服液系列、符合中高端品牌形象定位、有望助力各渠道良好发展。因电商渠道增长、费用下降超预期，我们上调公司19~21年原EPS1.26/1.50/1.77至1.34/1.58/1.83元，未来三年净利复合增速为21%，对应19年PE53倍，维持“增持”评级。

◆风险提示：终端零售疲软；高端产品力不及预期；营销投入效果不及预期；电商直营拓展不及预期；次新股股价波动风险。

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1,352.32	1,575.76	1,858.38	2,166.95	2,475.95
营业收入增长率	11.94%	16.52%	17.94%	16.60%	14.26%
净利润(百万元)	311.92	415.28	538.91	635.34	735.66
净利润增长率	34.34%	33.14%	29.77%	17.89%	15.79%
EPS(元)	0.78	1.04	1.34	1.58	1.83
ROE(归属母公司)(摊薄)	32.49%	30.20%	28.15%	24.92%	22.39%
P/E	92	69	53	45	39
P/B	30	21	15	11	9

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2019年10月31日



利润表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	1,352	1,576	1,858	2,167	2,476
营业成本	429	499	574	645	710
折旧和摊销	26	23	20	21	24
营业税费	17	21	19	22	25
销售费用	467	535	563	661	768
管理费用	68	73	138	163	188
财务费用	(12)	-7	-8	-18	-28
公允价值变动损益	0	0	8	8	8
投资收益	12	25	20	20	20
营业利润	366	484	598	719	838
利润总额	367	486	635	748	867
少数股东损益	0	(3)	0	0	0
归属母公司净利润	312	415	539	635	736

资产负债表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总资产	1,603	2,117	2,879	3,652	4,493
流动资产	1,301	1,791	2,531	3,279	4,094
货币资金	1,103	1,563	2,184	2,809	3,503
交易型金融资产	0	0	0	8	16
应收帐款	9	3	13	16	21
应收票据	0	0	11	16	15
其他应收款	45	2	11	14	17
存货	113	129	159	179	193
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	263	260	283	306	328
无形资产	18	28	25	22	20
总负债	643	735	958	1,096	1,201
无息负债	643	735	958	1,096	1,201
有息负债	0	0	0	0	0
股东权益	960	1,382	1,921	2,556	3,292
股本	360	360	401	401	401
公积金	147	184	175	175	175
未分配利润	453	832	1,338	1,973	2,709
少数股东权益	0	7	7	7	7

现金流量表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	356	517	572	574	619
净利润	312	415	539	635	736
折旧摊销	26	23	20	21	24
净营运资金增加	113	132	188	307	351
其他	-95	-53	-175	-390	-491
投资活动产生现金流	6	-56	-8	-30	-30
净资本支出	-6	-11	-50	-50	-50
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	12	-45	42	20	20
融资活动现金流	-201	0	56	81	104
股本变化	0	0	41	0	0
债务净变化	-21	0	0	0	0
无息负债变化	16	92	223	137	105
净现金流	162	460	621	625	693

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力 (%YoY)</b>					
收入增长率	11.94%	16.52%	17.94%	16.60%	14.26%
净利润增长率	34.34%	33.14%	29.77%	17.89%	15.79%
EBITDA 增长率	32.92%	20.00%	24.20%	19.53%	15.85%
EBIT 增长率	35.52%	22.33%	26.14%	19.86%	16.05%
<b>估值指标</b>					
PE	92	69	53	45	39
PB	30	21	15	11	9
EV/EBITDA	66	55	49	40	34
EV/EBIT	71	58	50	41	35
EV/NOPLAT	84	68	59	49	41
EV/Sales	19	16	15	13	11
EV/IC	25	22	21	17	14
<b>盈利能力 (%)</b>					
毛利率	68.28%	68.34%	69.12%	70.23%	71.34%
EBITDA 率	28.86%	29.72%	31.30%	32.09%	32.53%
EBIT 率	26.94%	28.28%	30.25%	31.09%	31.58%
税前净利润率	27.11%	30.86%	34.16%	34.53%	35.02%
税后净利润率 (归属母公司)	23.07%	26.35%	29.00%	29.32%	29.71%
ROA	19.46%	19.46%	18.72%	17.40%	16.37%
ROE (归属母公司) (摊薄)	32.49%	30.20%	28.15%	24.92%	22.39%
经营性 ROIC	30.45%	32.21%	35.63%	35.59%	34.77%
<b>偿债能力</b>					
流动比率	2.10	2.52	2.86	3.42	4.15
速动比率	1.92	2.34	2.68	3.24	3.95
归属母公司权益/有息债务	-	-	-	-	-
有形资产/有息债务	-	-	-	-	-
<b>每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)</b>					
EPS	0.78	1.04	1.34	1.58	1.83
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	0.89	1.29	1.43	1.43	1.54
每股自由现金流(FCFF)	0.56	0.65	0.65	0.60	0.72
每股净资产	2.39	3.43	4.77	6.36	8.19
每股销售收入	3.37	3.93	4.63	5.40	6.17

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

## 行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准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市场基准指数 5% 至 15%;
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;
无评级	因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, 致使无法给出明确的投资评级。

**基准指数说明:** A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师, 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证, 本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与, 不与, 也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 特别声明

光大证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 创建于 1996 年, 系由中国光大 (集团) 总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所 (以下简称“光大证券研究所”) 编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意見或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失, 本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

## 联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼