

丸美股份 (603983)

证券研究报告

2019年11月02日

营收业绩环比提速，全渠道稳扎稳打良性发展

摘要：公司 2019 Q1-Q3 实现营业收入 12.12 亿元，同比增长 14.77%；归母净利润为 3.59 亿元，同比增长 52.26%。其中，2019Q3 营收为 3.97 亿元，同比增长 21.28%；归母净利润为 1.03 亿元，同比增长 150.62%。

收入端：2019Q1-Q3 实现营业收入 12.12 亿元，同比增长 14.77%。其中 2019Q1/Q2/Q3 营收为 3.65/4.50/3.97 亿元，同比分别增长 8.88%/14.38%/21.28%，收入环比提速。

盈利端：公司毛利率一直稳定保持在 66%-70%的较高水平。公司 2019Q1-Q3 毛利率为 67.95%，同比减 0.25pct，其中 2019Q3 毛利率达 66.98%，同比增 0.07pct。公司严控费用合理支出，2019Q1-Q3 公司期间费用率（含研发费用）36.20%，同比减 5.63pct；其中销售费用率 30.18%，同比减 4.82pct；管理费用率 5.17%，同比增 0.26pct；财务费用率-1.46%，同比减 1.01pct，主要系本期银行存款利息收入增加。

经营端：公司 2019Q1-Q3 经营活动产生的现金流量净额 2.84 亿元，同比增长 10.84%，主要系收入增长以及收到银行存款利息所致，投资活动产生的现金流量净额-8.05 亿元。公司货币资金充沛，2019 年 9 月末货币资金 18.33 亿元，较 2018 年末上升 17.24%。

未来看点：TP 公司协同，促使天猫平台加速增长；新品牌 Marubi Tokyo 提升品牌调性，布局更高端化；眼霜/抗衰赛道持续增长。我们预计公司 19-21 年净利润分别为 4.94/5.93/7.12 亿元，对应 PE 分别为 60/50/42X，维持买入评级。

风险提示：渠道布局效果不达预期，单品牌店拓展不及预期，市场竞争激烈

投资评级

行业	化工/化学制品
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	74.21 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	401.00
流通 A 股股本(百万股)	41.00
A 股总市值(百万元)	29,758.21
流通 A 股市值(百万元)	3,042.61
每股净资产(元)	6.27
资产负债率(%)	22.25
一年内最高/最低(元)	74.42/29.58

作者

刘章明 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516060001
liuzhangming@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《丸美股份-首次覆盖报告:精准卡位抗衰赛道，眼部护肤龙头强势启航》 2019-09-17
- 《丸美股份-新股报告:眼部护理龙头，丸美的减法与加法》 2019-07-08

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1,352.32	1,575.76	1,900.58	2,314.55	2,840.85
增长率(%)	11.94	16.52	20.61	21.78	22.74
EBITDA(百万元)	391.37	485.55	577.36	694.23	828.07
净利润(百万元)	311.92	415.28	494.24	593.44	712.09
增长率(%)	34.34	33.14	19.01	20.07	19.99
EPS(元/股)	0.78	1.04	1.23	1.48	1.78
市盈率(P/E)	95.40	71.66	60.21	50.14	41.79
市净率(P/B)	31.00	21.64	15.58	11.88	9.25
市销率(P/S)	22.01	18.88	15.66	12.86	10.48
EV/EBITDA	0.00	0.00	47.65	38.80	31.30

资料来源：wind，天风证券研究所

1. 事件

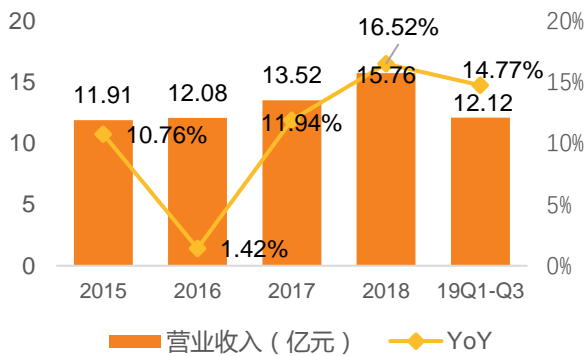
公司公告，公司 2019 Q1-Q3 实现营业收入 12.12 亿元，同比增长 14.77%；归母净利润为 3.59 亿元，同比增长 52.26%。其中，2019Q3 营收为 3.97 亿元，同比增长 21.28%；归母净利润为 1.03 亿元，同比增长 150.62%。

2. 点评

2.1. 营业收入：收入环比提速，19Q3 营收+21.28%yoy

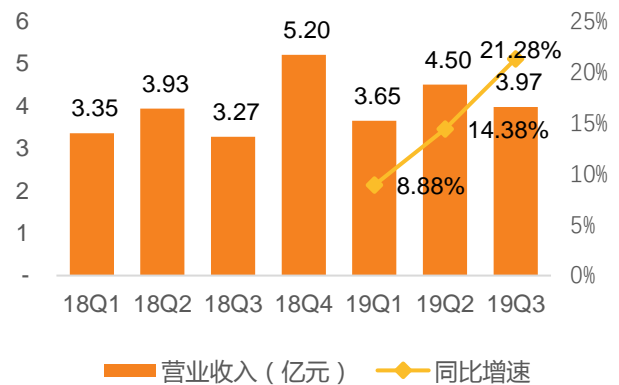
2019Q1-Q3 实现营业收入 12.12 亿元，同比增长 14.77%。其中 2019Q1/Q2/Q3 营收为 3.65/4.50/3.97 亿元，同比分别增长 8.88%/14.38%/21.28%，收入环比提速。我们预计子品牌春纪和恋火 Q1-Q3 营收仍为负增长，主品牌丸美增长 15-20%，预估其中 CS 渠道双位数增长，百货渠道增速 20-25%，电商增速 15-25%，新品带动美容院渠道 30%左右增长。

图 1：公司 2019Q1-Q3 营业收入同比增长 14.77%



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 2：公司单季度营收及增速



资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司营收构成中，眼部类/护肤类/洁肤类营收分别为 1.43/1.91/ 0.55 亿元，占比分别为 36.72%/49.07%/14.21%，平均售价变动比率分别为 0.34%/-4.55%/24.11%。

表 1：2019Q3 公司主要产品的产量、销量及收入实现情况

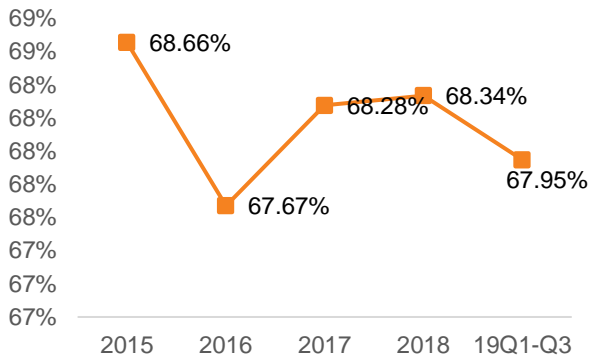
主要产品	产量(支)	销量(支)	营业收入(元)	平均售价(元/支)	变动比率
眼部类	2,631,926	1,856,578	143,070,176	77.06	0.34%
护肤类	4,740,978	4,677,374	191,180,156	40.87	-4.55%
洁肤类	1,613,485	1,551,566	55,349,477	35.67	24.11%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.2. 毛利率：稳定维持高水平，19Q3 毛利率达 66.98%

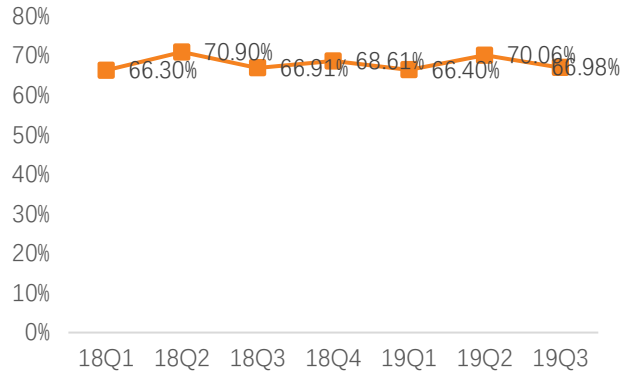
公司毛利率一直稳定保持在 66%-70%的较高水平。公司 2019Q1-Q3 毛利率为 67.95%，同比减 0.25pct，其中 2019Q3 毛利率达 66.98%，同比增 0.07pct。

图 3：公司 2019Q1-Q3 综合毛利率为 67.95%



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 4：公司分季度毛利率

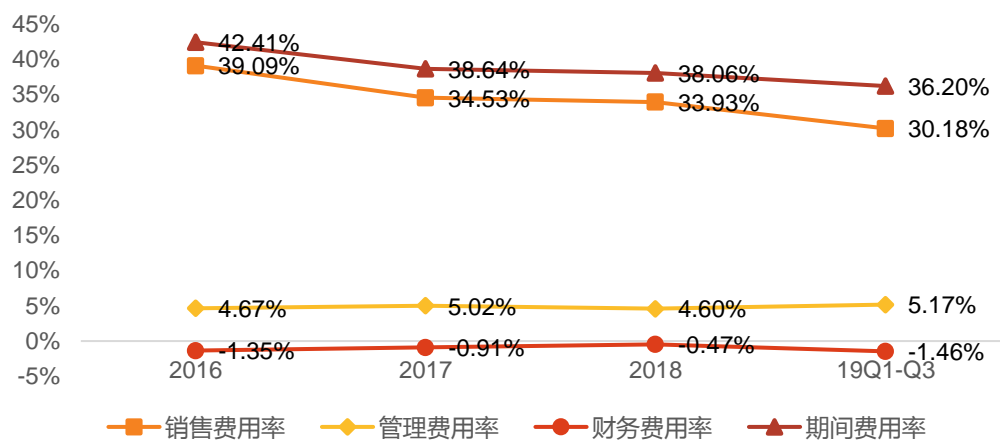


资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.3. 期间费用：严控费用合理支出，销售&财务费用率双降

公司严控费用合理支出,2019Q1-Q3 公司期间费用率(含研发费用)36.20%,同比减 5.63pct;其中销售费用率 30.18%,同比减 4.82pct;管理费用率 5.17%,同比增 0.26pct;财务费用率 -1.46%,同比减 1.01pct,主要系本期银行存款利息收入增加。其中,2019Q3 公司期间费用率(含研发费用)39.13%,同比减 13.24pct,我们认为主要系营销投放季节错位导致 Q3 销售费率降幅 13.84pct,预计全年销售费用正常投放;管理费用率 6.53%,同比增 1.55pct;财务费用率-2.04%,同比减 0.99pct。

图 5：公司 2019Q1-Q3 期间费用率 36.20%，同比减 5.63pct



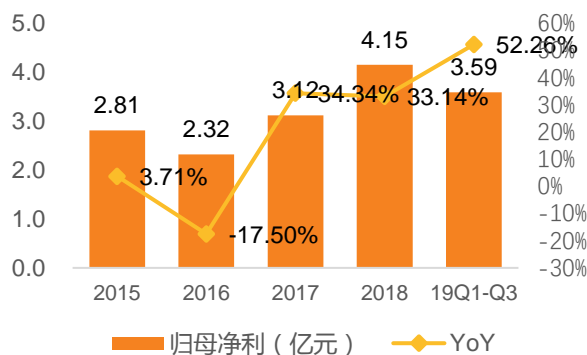
资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.4. 净利润：营收提速&严控费用助 Q3 归母净利润+151%yoy，净利率持续优化明显

公司 2019Q1-Q3 归母净利润 3.59 亿元,同比增加 52.26%。公司 2019Q1/Q2/Q3 归母净利润分别为 1.20/1.36/1.03 亿元,同比增长 25.27%/37.67%/150.62%,归母净利润提速来自于收入增速提升和对费用的严控。2019 前三季度公司非经常性损益中计入的政府补助为 3616 万元,其中 2019Q3 政府补助为 309 万元。

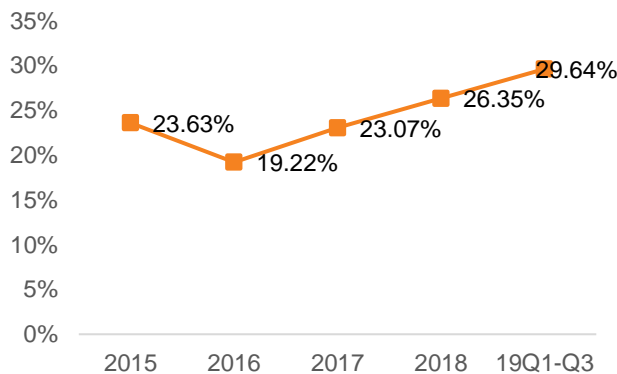
公司 2019Q1-Q3 净利率 29.64%,同比增 7.30pct。其中公司 2019Q1/Q2/Q3 净利率分别为 32.95%/30.25%/25.90%,同比提升 4.31/5.12/13.37pct。

图 6：公司 2019Q1-Q3 归母净利同比增长 52.26%



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 7：公司 2019 Q1-Q3 净利率同比增 7.30pct 至 29.64%

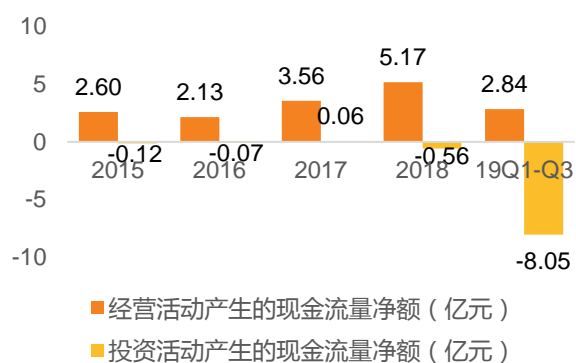


资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.5. 现金流：现金流充沛，经营活动现金流净额+10.84%yoy

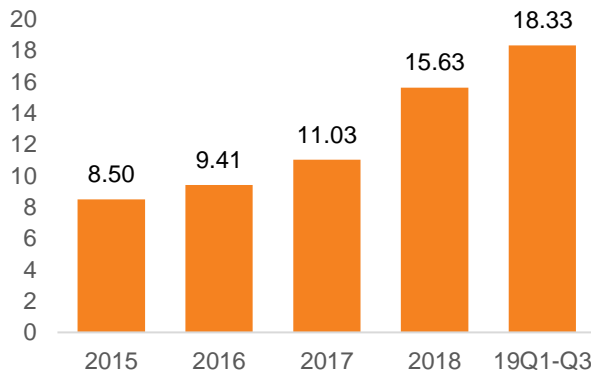
公司 2019Q1-Q3 经营活动产生的现金流量净额 2.84 亿元，同比增长 10.84%，主要系收入增长以及收到银行存款利息所致，投资活动产生的现金流量净额-8.05 亿元。公司货币资金充沛，2019 年 9 月末货币资金 18.33 亿元，较 2018 年末上升 17.24%。

图 8：公司现金流持续向好



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 9：公司货币资金充沛（亿元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

3. 投资建议

卡位抗衰赛道，市场仍为蓝海。公司主打抗衰产品，行业 16-18 年增速分别为 4.5%/13.3%/17.0%不断加速，同时伴随整体化妆品渗透率提升，抗衰/抗初老年龄段不断下沉，仍有较大的市场空间。

高毛利率/高净利率/高 ROE 财务数据亮眼。2015-2018 年，公司毛利率基本维持在 68% 左右，高于行业竞品；公司净利率常年维持在 20% 以上，远高于业内外资/国产公司（雅诗兰黛 12%/资生堂 6%/欧莱雅 14%）。

先款后货政策保障现金流稳定和公司议价权。公司经销收入占比 87%，对经销商先款后货，保障公司运转良好，也保障公司能够维持稳定持续增长。

未来看点：TP 公司协同，促使天猫平台加速增长；新品牌 Marubi Tokyo 提升品牌调性，布局更高端化；眼霜/抗衰赛道持续增长。我们预计公司 19-21 年净利润分别为 4.94/5.93/7.12 亿元，对应 PE 分别为 60/50/42X，维持买入评级。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	1,103.00	1,563.45	2,229.12	2,808.29	3,815.93	营业收入	1,352.32	1,575.76	1,900.58	2,314.55	2,840.85
应收票据及应收账款	9.17	2.90	65.34	1.95	66.83	营业成本	429.01	498.96	588.89	716.05	878.17
预付账款	13.67	17.16	17.50	25.56	27.35	营业税金及附加	17.27	20.90	25.21	30.70	37.68
存货	112.62	129.08	178.93	183.87	272.58	营业费用	466.95	534.59	626.24	763.80	954.52
其他	62.35	78.07	84.64	70.69	107.13	管理费用	67.88	72.54	85.53	106.47	130.96
流动资产合计	1,300.80	1,790.66	2,575.53	3,090.35	4,289.82	研发费用	28.30	33.82	38.01	46.29	56.82
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	(12.29)	(7.43)	(11.22)	(14.90)	(19.59)
固定资产	262.54	260.10	269.85	299.64	328.46	资产减值损失	6.90	3.12	3.12	3.12	3.12
在建工程	1.35	0.19	36.11	69.67	71.80	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	17.78	27.64	25.19	22.74	20.29	投资净收益	12.37	25.12	27.00	27.00	27.00
其他	20.49	38.29	24.31	19.38	20.44	其他	(30.13)	(90.03)	(54.00)	(54.00)	(54.00)
非流动资产合计	302.15	326.22	355.46	411.44	441.00	营业利润	366.05	484.17	571.80	690.03	826.17
资产总计	1,602.96	2,116.89	2,930.99	3,501.79	4,730.82	营业外收入	0.83	2.38	8.00	6.00	8.00
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业外支出	0.24	0.26	0.37	0.29	0.30
应付票据及应付账款	215.95	273.36	278.74	409.15	433.56	利润总额	366.64	486.30	579.44	695.74	833.87
其他	403.54	436.02	715.62	562.08	1,057.98	所得税	54.73	74.26	86.49	104.36	125.08
流动负债合计	619.49	709.39	994.35	971.22	1,491.54	净利润	311.92	412.04	492.95	591.38	708.79
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	0.00	(3.24)	(1.29)	(2.06)	(3.30)
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	311.92	415.28	494.24	593.44	712.09
其他	23.51	25.64	20.74	23.30	23.22	每股收益(元)	0.78	1.04	1.23	1.48	1.78
非流动负债合计	23.51	25.64	20.74	23.30	23.22						
负债合计	643.00	735.02	1,015.10	994.52	1,514.76	主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
少数股东权益	0.00	6.63	5.34	3.28	(0.02)	成长能力					
股本	360.00	360.00	401.00	401.00	401.00	营业收入	11.94%	16.52%	20.61%	21.78%	22.74%
资本公积	15.67	15.67	15.67	15.67	15.67	营业利润	40.62%	32.27%	18.10%	20.68%	19.73%
留存收益	600.03	1,015.30	1,509.55	2,102.99	2,815.08	归属于母公司净利润	34.34%	33.14%	19.01%	20.07%	19.99%
其他	(15.74)	(15.75)	(15.67)	(15.67)	(15.67)	获利能力					
股东权益合计	959.96	1,381.86	1,915.89	2,507.27	3,216.06	毛利率	68.28%	68.34%	69.02%	69.06%	69.09%
负债和股东权益总	1,602.96	2,116.89	2,930.99	3,501.79	4,730.82	净利率	23.07%	26.35%	26.00%	25.64%	25.07%
						ROE	32.49%	30.20%	25.87%	23.70%	22.14%
						ROIC	-238.63%	-247.00%	-216.90%	-170.01%	-213.98%
						偿债能力					
						资产负债率	40.11%	34.72%	34.63%	28.40%	32.02%
						净负债率	-114.90%	-113.14%	-116.35%	-112.01%	-118.65%
						流动比率	2.10	2.52	2.59	3.18	2.88
						速动比率	1.92	2.34	2.41	2.99	2.69
						营运能力					
						应收账款周转率	45.82	261.16	55.70	68.79	82.61
						存货周转率	12.30	13.04	12.34	12.76	12.45
						总资产周转率	0.88	0.85	0.75	0.72	0.69
						每股指标(元)					
						每股收益	0.78	1.04	1.23	1.48	1.78
						每股经营现金流	0.89	1.29	1.61	1.54	2.52
						每股净资产	2.39	3.43	4.76	6.24	8.02
						估值比率					
						市盈率	95.40	71.66	60.21	50.14	41.79
						市净率	31.00	21.64	15.58	11.88	9.25
						EV/EBITDA	0.00	0.00	47.65	38.80	31.30
						EV/EBIT	0.00	0.00	49.07	39.85	32.01

现金流量表(百万元)					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	311.92	412.04	494.24	593.44	712.09
折旧摊销	25.95	22.66	16.78	19.10	21.50
财务费用	0.00	0.00	(11.22)	(14.90)	(19.59)
投资损失	(12.37)	(25.12)	(27.00)	(27.00)	(27.00)
营运资金变动	50.62	85.49	174.86	48.68	327.36
其它	(19.91)	21.62	(1.29)	(2.06)	(3.30)
经营活动现金流	356.20	516.69	646.38	617.26	1,011.05
资本支出	(11.50)	18.92	64.90	77.45	50.07
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	17.48	(75.16)	(97.90)	(130.45)	(73.07)
投资活动现金流	5.98	(56.24)	(33.00)	(53.00)	(23.00)
债权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	12.23	7.43	52.29	14.90	19.59
其他	(212.83)	(7.43)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	(200.60)	0.00	52.29	14.90	19.59
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	161.58	460.45	665.67	611.84	1,079.84

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com