



2019年11月1日

# Q3 收入加速增长，控费显成效助力盈利显著提升

## 丸美股份(603983)

### 事件概述 (详见正文分析):

丸美股份发布 2019 年三季报，前三季度公司实现营收 12.1 亿元，同比增长 14.8%；归母净利润 3.6 亿元，同比增长 52.3%；扣非后净利为 3.1 亿元，同比增长 40.2%。分季度看，19Q1/Q2/Q3 营收同比增速分别为 8.9%/14.4%/21.3%，归母净利润增速分别为 25.3%/37.7%/150.3%。

### 收入端：营收增速逐季提升，护肤类产品均价明显上涨。

19Q1/Q2/Q3 公司营收同比增速分别为 8.9%/14.4%/21.3%，增速逐季提升，其中 Q3 高增速我们预计主要是线上的贡献。分品类看，2019Q3 眼部类收入 1.4 亿元，销量 185.7 万支，均价 77.06 元/支 (同比+0.3%)；护肤类收入 1.9 亿元，销量 467.7 万支，均价 40.87 元/支 (同比减少-4.6%)；洁肤类收入 5535 万元，销量 155.2 万支，均价 35.67 元/支 (同比+24.1%)，系丸美品牌销售占比上升所致。

**净利率明显提升受益销售费用率大幅下降。**前三季度公司毛利率、净利率分别-0.25pct、+7.38pct 至 67.95%、29.47%，净利率大幅提升主要受益销售费用大幅下降。公司控费效果显著，预计全年利润端能保持较快增速。

**投资建议：**丸美股份作为眼部护肤领域的龙头企业，主品牌“丸美”具备较强影响力。公司一方面推进产品多样化，开拓大众类护肤和彩妆市场，另一方面保持经销渠道优势，大力发展电商渠道，抓住电商和市场下沉机遇。公司 19 年控费显成效，我们将 19-21 年 eps 由 1.24/1.44/1.72 元上调至 1.33/1.61/1.91 元，维持收入预测及 50 倍估值不变，对应目标价由 72.00 元上调至 80.50 元，维持“买入”评级。

**风险提示：**行业竞争加剧、产品销售不及预期

### 盈利预测与估值

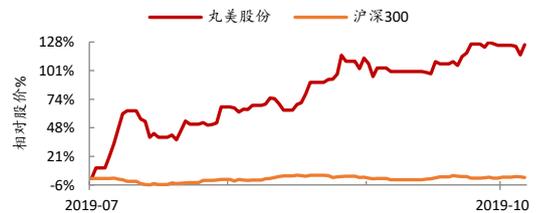
财务摘要	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1352.32	1575.76	1873.76	2247.25	2675.36
YoY (%)	11.94%	16.52%	18.91%	19.93%	19.05%
归母净利润(百万元)	311.92	415.28	535.11	644.65	765.21
YoY (%)	34.34%	33.14%	28.85%	20.47%	18.70%
毛利率 (%)	68.28%	68.34%	68.59%	69.92%	71.00%
每股收益 (元)	0.78	1.04	1.33	1.61	1.91
ROE	32.49%	30.20%	28.01%	25.23%	23.05%
市盈率	85.75	64.41	49.98	41.49	34.95

资料来源: Wind, 华西证券研究所

### 评级及分析师信息

评级: 买入  
上次评级: 买入  
目标价格: 80.50  
最新收盘价: 74.21

股票代码: 603983  
52 周最高价/最低价: 74.42/29.58  
总市值(亿) 298  
自由流通市值(亿) 30.43  
自由流通股数(百万) 41.00



分析师: 徐林锋  
邮箱: xulf@hx168.com.cn  
SAC NO: S1120519080002  
联系电话: 17701086910

分析师: 戚志圣  
邮箱: qizs@hx168.com.cn  
SAC NO: S1120519100001  
联系电话: 13651997419

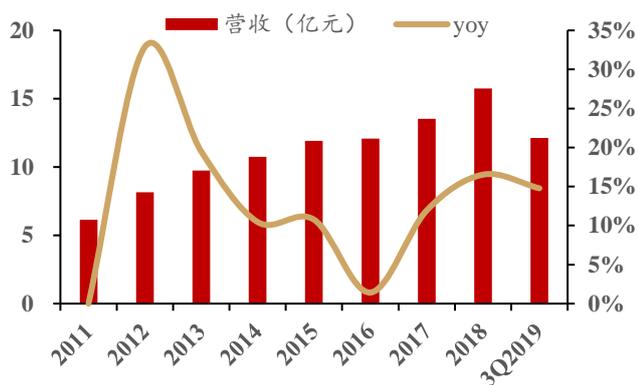
### 相关研究

1. 化妆品: 颜值经济向上, 国货龙头崛起  
2019.9.22

### 1. 事件：丸美股份发布 2019 年三季度报

丸美股份发布 2019 年三季度报，前三季度公司实现营收 12.1 亿元，同比增长 14.8%；归母净利润 3.6 亿元，同比增长 52.3%；扣非后净利为 3.1 亿元，同比增长 40.2%。分季度看，19Q1/Q2/Q3 营收同比增速分别为 8.9%/14.4%/21.3%，归母净利润增速分别为 25.3%/37.7%/150.3%。公司利润增速高于营收增速，主因去年为加强品牌推广，大量投放网络广告，而今年相关投入减少带动销售费用率显著下降；归母净利润增速高于扣非增速，主因前三季度公司获得政府补贴 3614 万元以及投资收益 2195 万元。

图 1 前三季度收入同比增长 14.8%



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 2 前三季度归母净利润同比增长 52.3%



资料来源：Wind，华西证券研究所

### 2. 收入端：营收增速逐季提升，洁肤类产品均价明显上涨

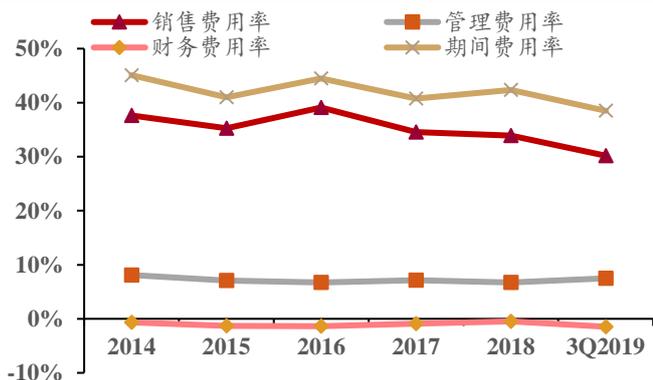
19Q1/Q2/Q3 公司营收同比增速分别为 8.9%/14.4%/21.3%，增速逐季提升，其中 Q3 高增速我们预计主要是线上的贡献。分品类看，2019Q3 眼部类收入 1.4 亿元，销量 185.7 万支，均价 77.06 元/支（同比+0.3%）；护肤类收入 1.9 亿元，销量 467.7 万支，均价 40.87 元/支（同比减少-4.6%）；洁肤类收入 5535 万元，销量 155.2 万支，均价 35.67 元/支（同比+24.1%），系丸美品牌销售占比上升所致。

### 3. 费用及盈利水平：净利率明显提升受益销售费用率大幅下降

**费用方面**，Q1-Q3 期间费用率整体同比下降 5.63pct 至 36.20%，单三季度期间费用率同比下降 11.24pct 至 39.13%，主要受益销售费用率大幅下降。前三季度公司销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别同比-4.82pct、+0.25pct、-0.06pct、-1.01pct 至 30.18%、5.17%、2.30%、-1.46%，单三季度销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别同比-13.84pct、+1.55pct、+0.04pct、-0.99pct 至 32.16%、6.53%、2.48%、-2.04%。18Q3 销售费用率达 46%，我们预计是因为公司 18 年大力投放网络视频广告，如《如懿传》、《现在就告白》、《天盛长歌》等节目广告，网络广告费用从 2017 年的 3392 万元增至 1.33 亿元，付款节奏原因导致 18Q3 销售费用率高企，今年合理控费后销售费用率已明显回落。

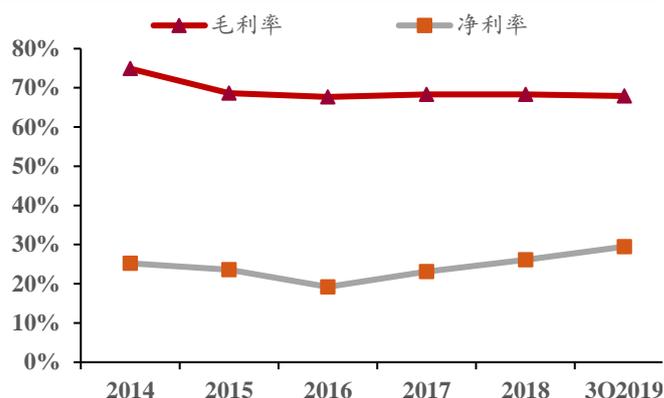
**盈利能力方面**，前三季度公司毛利率、净利率分别-0.25pct、+7.38pct 至 67.95%、29.47%，其中单三季度毛利率、净利率分别为 66.97%、25.79%，环比分别-0.09pct、-4.15pct，同比分别+0.07pct、+14.06。公司净利率明显提升主要受益销售费用率大幅下降。

图3 前三季度期间费用率同比下降 5.63pct



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图4 前三季度毛利净利均同比改善



资料来源: Wind, 华西证券研究所

#### 4、其他重要财务指标

**应收账款+应收票据:** 前三季度应收账款 161.1 万元, 同比下降 44%, 系本期收回客户货款。

**其他收益:** 本期发生额 3616.4 万元, 同比增长 815%, 系收到政府补助增加。

**存货:** 三季度末公司存货 1.74 亿元, 环比二季度末上升 35%, 预计与四季度电商备货有关。

**现金流:** 前三季度经营活动产生的现金流量净额 2.84 亿元, 同比增长 11%。

**预收账款:** 三季度末公司预收账款 1.97 亿元, 环比二季度末上升 14%。

**应付账款:** 三季度末公司应付账款 2.67 亿元, 环比二季度末上升 16%。

#### 5、投资建议

丸美股份作为眼部护肤领域的龙头企业, 主品牌“丸美”具备较强影响力。公司一方面推进产品多样化, 开拓大众类护肤和彩妆市场, 另一方面保持经销渠道优势, 大力发展电商渠道, 抓住电商和市场下沉机遇。公司 19 年控费显成效, 我们将 19-21 年 eps 由 1.24/1.44/1.72 元上调至 1.33/1.61/1.91 元, 维持收入预测及 50 倍估值不变, 对应目标价由 72.00 元上调至 80.50 元, 维持“买入”评级。

#### 6、风险提示

行业竞争加剧、产品销售不及预期

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	1575.76	1873.76	2247.25	2675.36	净利润	412.04	535.11	644.65	765.21
YoY(%)	16.52%	18.91%	19.93%	19.05%	折旧和摊销	22.66	0.00	0.00	0.00
营业成本	498.96	588.46	676.00	775.74	营运资金变动	109.47	38.58	103.02	118.06
营业税金及附加	20.90	24.36	29.21	34.78	经营活动现金流	516.69	537.69	727.67	863.27
销售费用	534.59	562.13	674.18	829.36	资本开支	-11.34	0.35	0.55	0.59
管理费用	72.54	74.95	94.38	115.04	投资	-70.00	0.00	0.00	0.00
财务费用	-7.43	-9.15	-12.29	-16.18	投资活动现金流	-56.24	36.35	20.55	20.59
资产减值损失	3.12	0.00	0.00	0.00	股权募资	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	25.12	36.00	20.00	20.00	债务募资	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	484.17	631.54	760.83	903.12	筹资活动现金流	0.00	0.07	0.00	0.00
营业外收支	2.13	0.00	0.00	0.00	现金净流量	460.45	574.11	748.22	883.86
利润总额	486.30	631.54	760.83	903.12	<b>主要财务指标</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
所得税	74.26	96.44	116.18	137.90	<b>成长能力 (%)</b>				
净利润	412.04	535.11	644.65	765.21	营业收入增长率	16.52%	18.91%	19.93%	19.05%
归属于母公司净利润	415.28	535.11	644.65	765.21	净利润增长率	33.14%	28.85%	20.47%	18.70%
YoY(%)	33.14%	28.85%	20.47%	18.70%	<b>盈利能力 (%)</b>				
每股收益	1.04	1.33	1.61	1.91	毛利率	68.34%	68.59%	69.92%	71.00%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	净利率率	26.15%	28.56%	28.69%	28.60%
货币资金	1563.45	2137.56	2885.78	3769.64	总资产收益率 ROA	19.62%	19.55%	18.33%	17.25%
预付款项	17.16	20.24	23.25	26.68	净资产收益率 ROE	30.20%	28.01%	25.23%	23.05%
存货	129.08	142.53	163.73	187.89	<b>偿债能力 (%)</b>				
其他流动资产	80.97	111.14	118.07	126.02	流动比率	2.52	3.03	3.44	3.80
流动资产合计	1790.66	2411.46	3190.83	4110.22	速动比率	2.32	2.83	3.23	3.60
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	现金比率	2.20	2.69	3.11	3.48
固定资产	260.10	260.10	260.10	260.10	资产负债率	34.72%	29.97%	27.14%	24.98%
无形资产	27.64	27.64	27.64	27.64	<b>经营效率 (%)</b>				
非流动资产合计	326.22	325.87	325.32	324.73	总资产周转率	0.85	0.77	0.72	0.67
资产合计	2116.89	2737.34	3516.15	4434.96	<b>每股指标 (元)</b>				
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益	1.04	1.33	1.61	1.91
应付账款及票据	273.36	288.54	331.46	380.37	每股净资产	3.43	4.76	6.37	8.28
其他流动负债	436.02	506.12	597.36	702.05	每股经营现金流	1.29	1.34	1.81	2.15
流动负债合计	709.39	794.66	928.82	1082.42	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>估值分析</b>				
其他长期负债	25.64	25.64	25.64	25.64	PE	64.41	49.98	41.49	34.95
非流动负债合计	25.64	25.64	25.64	25.64	PB	18.11	13.03	9.75	7.50
负债合计	735.02	820.29	954.46	1108.05					
股本	360.00	360.00	360.00	360.00					
少数股东权益	6.63	6.63	6.63	6.63					
股东权益合计	1381.86	1917.04	2561.69	3326.90					
负债和股东权益合计	2116.89	2737.34	3516.15	4434.96					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

### 分析师与研究助理简介

徐林锋：轻工行业首席分析师。2019年7月加盟华西证券，7年从业经验。浙江大学金融学硕士，南开大学管理学学士。曾就职于中金公司，所在团队获2015年新财富第5名。

戚志圣：轻工行业分析师。2019年9月加盟华西证券，4年从业经验。英国克兰菲尔德大学金融学硕士。曾就职于东海证券、太平洋证券。

### 分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区阜成门外大街22号外经贸大厦9层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但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。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均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而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属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。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，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，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。