



拳头产品深耕眼部护理细分领域，营收规模加速扩张，予以推荐评级

核心观点：

1. 事件摘要

2019 年前三季度公司实现营业收入 12.11 亿元，同比增长 14.77%；实现归属于上市公司股东的净利润 3.59 亿元，同比增长 52.26%；实现归属扣非净利润 3.08 亿元，较上年同期增长 40.24%。经营现金流量净额 2.84 亿元，较上年同期增长 10.84%。

2. 我们的分析与判断

(一) Q3 营收规模加速扩张，眼部类产品销售额贡献占比逐步提升

2019 年前三季度公司实现营业收入 12.11 亿元，较上年同期增长 1.56 亿元。分季度来看，公司 Q1/Q2/Q3 分别实现营收 3.65/4.50/3.97 亿元，对应营收增量为 0.30/0.57/0.70 亿元，YOY 8.88%/214.38%/21.28%，增量部分环比出现提升，改善效果明显；其中第二季度为公司前九个月中的销售旺季，2018/2019 年分别贡献 37.27%/37.15% 的营收份额，表现相对稳定；2019Q3 单季贡献了年初至今 32.74% 的营收以及 44.64% 的营收增量，较去年同期表现向好。

分产品品类来看，眼部类/护肤类/洁肤类产品三季度分别实现营业收入 1.43/1.91/0.55 亿元，对应分别贡献 36.72%/49.07%/14.21% 的营收份额。与 2019H1 对比可知，公司眼部类产品的销售额贡献占比逐步提升（较 2019H1 提升 9.42 个百分点），洁肤类下浮提升 1.07 个百分点，对应护肤产品份额出现下滑，但依旧贡献主要营收。从单季度销量情况来看，眼部类/护肤类/洁肤类产品三季度销量分别为 185.66/467.74/155.16 万支，对应数量占比分别为 22.96%/57.85%/19.19%；眼部类商品销量贡献占比相对较小但营收规模份额偏大，主要源于产品售价偏高，2019Q3 同比上升 0.34%（0.26 元）至 77.06 元/支，与同期护肤类/洁肤类产品均价相比分别存在 88.55%/116.04% 的溢价；其中，护肤类商品较去年同期均价下滑 4.55%（1.95 元），而洁肤类产品受益于九美品牌的销售额比重上升因此提价明显，均价同比上浮 24.11%（6.93 元）。

前三季度公司实现归属于上市公司股东的净利润 3.59 亿元，较上年同期增长 1.23 亿元；实现归属扣非净利润 3.08 亿元，较上年同期增长 0.88 亿元。非经常性损益主要包含 0.36 亿元政府补助以及金融性资产投资收益 0.22 亿元。

丸美股份 (603983.SH)

推荐 首次评级

分析师

李昂

■：(8610) 83574538

✉：liang_zb@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130517040001

特此鸣谢：

甄唯萱

■：(8610) 83574089

✉：zhenweixuan_yj@chinastock.com.cn

章鹏

■：(8610) 86359172

✉：zhangpeng_yj@chinastock.com.cn

行业数据时间 2019.10.30



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

相关研究

【中国银河研究院_李昂团队】行业深度_零售行业_如何看待高速成长中的中国化妆品业_20190513

(二) 综合毛利率降低 0.25pct, 期间费用率大幅缩减 5.63pct

公司 2019 年前三季度综合毛利率为 67.95%，较去年同期减少 0.25 个百分点。前三季度营业成本同比增长 15.69%，涨幅超过对应的营收增速，其中 Q1/Q2/Q3 的营业成本对比去年同期分别增长 8.56%/17.67%/21.03%；营业成本上涨拖累公司累计的毛利率较半年报下滑 0.47 个百分点。公司生产所需的原材料中仅有添加剂 (-15%) 和液体油脂 (-12%) 出现了单季采购均价的同比下滑；水溶保湿剂 (+10%)、乳化剂 (+13%) 和表面活性剂 (+6%) 均由于所购买原材料的结构性调整或是进口汇率因素而导致单季采购均价较去年同期上浮。包装原材料中纸包装受上游纸价影响较大，纸盒类价格同比上涨 20%，瓶子类和盖子类对应分别上升 8%/10%。

公司期间综合费用率为 36.20%，相比上年同期下降 5.63 个百分点，销售/管理（不含研发）/财务/研发费用率分别为 30.18%/5.17%/-1.46%/2.30%，较去年同期分别变动 -4.82/+0.26/-1.01/-0.06 个百分点。在前三季度销售规模保持增长的同时，公司实际发生的销售费用逆向出现下跌，较去年同期减少 0.04 亿元，同比下降 1.03%，其中三季度单季减少 0.23 亿元。

(三) 强化研发提升产品品质，发展多品牌满足多样化消费需求

日本首席研发工程师带领公司的研发团队，旗下广州日本东京双核研发中心与暨南大学等知名高校通力协作，将护肤技术与中国特质的护肤需求对接，应用国际前沿科技技术，挖掘源自天然的更加珍稀的抗衰精萃。报告期内公司继续加强产品及配方的研发储备，提升研发质量、提高研发效率。同时，公司与原料商进行战略合作，对功效性原料进行全面评价，安全应用于产品中。

同时公司坚持完善丸美自主品牌+春纪+恋火的品牌布局。其中丸美品牌注重加强品牌建设，顺应高端化趋势，通过丸美东京系列进一步夯实丸美在高端抗衰老领域的竞争力。精华是近年成长迅猛的品类之一，公司在稳固眼霜王牌地位和现有热销系列精华的同时，加大精华品类投入。针对春纪品牌，主要持续食材养肤理念年轻化；而恋火品牌通过“妆养合一”的理念在彩妆领域不断发力。

(四) 积极营销增强品牌曝光度，搭配全渠道建设链接消费者

公司推行代言人+黄金单品+稳健广告投放的营销策略。丸美品牌依靠周迅、彭于晏强强联合，春纪则是通过吴谨言人气助推。丸美品牌的弹力蛋白眼霜一直是公司的明星产品，自 2007 年上市起颇受消费者喜爱和好评；2019 年公司主推弹力眼霜第五代产品丸美弹力蛋白眼精华素。目前公司广告营销的主要渠道是机场登机牌等基础投放，线上视频网站大剧和网综的植入（爱奇艺《皓镧传》、《妻子的浪漫旅行 2》、《极限挑战 5》等）、明星大头贴（袁姗姗、沈梦辰、郭碧婷等明星种草团）、广告贴片的投放，同时推进社交平台应用（微信、小红书、抖音等），多维度发力。

此外，公司继续推行线上线下相融合，渠道和品牌相匹配的全渠道策略，加大渠道创新和支持力度，推广优秀店铺运作模式。2019 年正式成立零售学院，对线下渠道丸美优质连锁店进行零售服务和培训教育体系建设专项支持，坚守会员、导购、门店、产品四大阵地，建设以用户为中心的全流程体验，同时加强产品促销、陈列设计、地面推广、培训等的专属团队支持，确保营销政策落地执行。线上电商渠道，通过与优秀的第三方合作，继续在主流电商平台上运营。

3. 投资建议

我们认为公司品牌布局与产品结构不断优化，拳头产品专注于眼部护理的细分领域，眼霜/精华类产品销售额表现在国产眼部护理板块中位列前茅；同时丸美、春纪、恋火三个品牌定位不同的消费需求，帮助公司尽可能多的锁定更广阔的潜在消费市场。此外，公司注重产品的研发升级，搭配积极有效的营销推广策略，通过线上线下相结合的全渠道方式稳步推进销售额的提升。

考虑到公司目前推行的战略规划有效，控费成果显著，营收与净利规模均实现健康增长，我们预测公司 2019 / 2020 / 2021 年将分别实现营收 18.70/21.85/25.92 亿元，净利润 5.03/5.47/6.52 亿元，对应 PS 为 14.30/12.24/10.32 倍，对应 PE 为 53/49/41 倍，首次给予“推荐评级”。

4. 风险提示

化妆品行业竞争加剧的风险，产品营销效果不及预期的风险。

附：1. 盈利预测和估值对比

表 1：盈利预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（单位：百万元）	1,352.32	1,575.76	1,869.89	2,184.62	2,591.96
增长率(%)	11.94%	16.52%	18.67%	16.83%	18.65%
归属母公司股东净利润(单位:百万元)	311.87	415.27	503.31	547.19	651.79
增长率(%)	34.32%	33.16%	21.20%	8.72%	19.12%
EPS (元/股)	0.87	1.15	1.26	1.36	1.63
销售毛利率	68.28%	68.34%	68.60%	68.74%	68.67%
净资产收益率(ROE)	32.49%	30.20%	26.79%	26.43%	28.36%
市盈率(P/E)	-	-	53	49	41
市净率(P/B)	-	-	14.24	12.92	11.64
市销率(P/S)	-	-	14.30	12.24	10.32

资料来源：公司财务报表，中国银河证券研究院整理及预测（股价为2019年10月30日收盘价）

表 2：可比公司最新估值情况

境内可比公司						
	青岛金王	拉芳家化	御家汇	上海家化	珀莱雅	均值
PE	13	33	30	35	57	34
PB	1.08	1.76	3.21	3.71	8.76	3.70
PS	0.64	3.11	1.73	3.12	6.17	2.95
境外可比公司						
	雅诗兰黛	欧莱雅	宝洁公司	联合利华	资生堂	均值
PE	37	36	86	7	121	57
PB	14.44	5.22	6.73	5.45	6.5	7.67
PS	4.55	5.22	4.6	1.24	2.74	3.67
					中位数	
						33
						3.21
						3.11
						37
						6.5
						4.55

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

2. 公司整体经营运行状况跟踪

图 1：2014-2019Q3 营业收入(亿元)及同比增长率

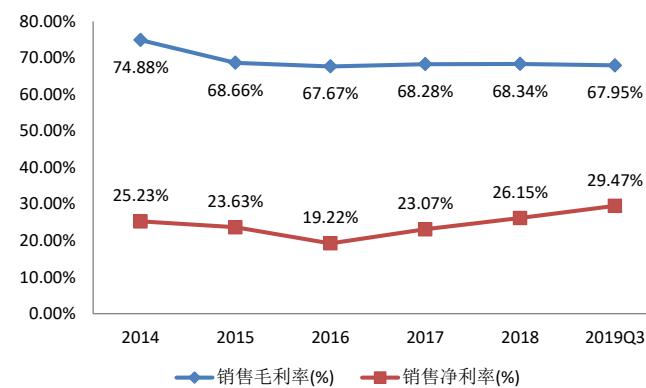


资料来源：公司公告，招股说明书，中国银河证券研究院整理

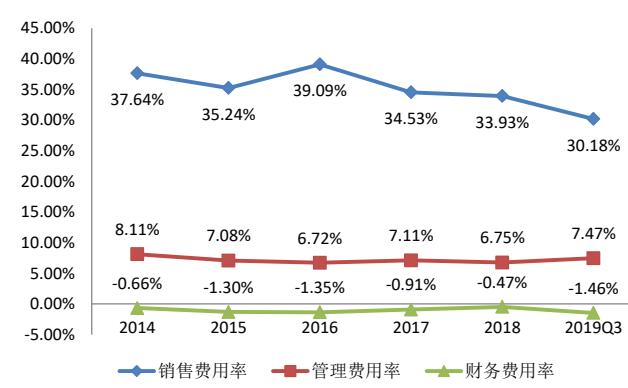
图 2:2014-2019Q3 归母净利润(亿元)及同比增长率



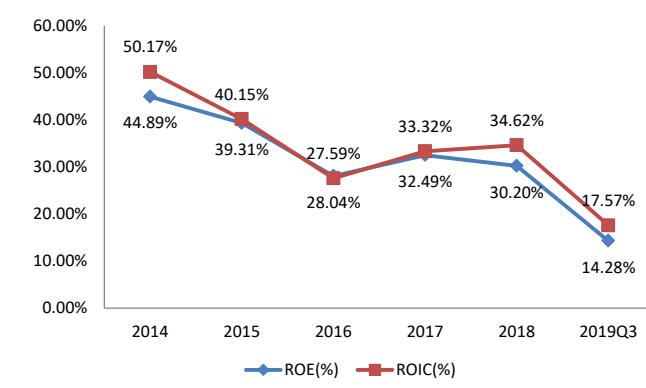
资料来源：公司公告，招股说明书，中国银河证券研究院整理

图 3: 2014-2019Q3 毛利率和净利率变动情况


资料来源：公司公告，招股说明书，中国银河证券研究院整理

图 4: 2014-2019Q3 期间费用率变动情况


资料来源：公司公告，招股说明书，中国银河证券研究院整理

图 5: 2014-2019Q3ROE 及 ROIC 变动情况


资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

表 3: 2019 年三季度主要产品的产销量及收入实现情况

主要产品	产量(支)	销量(支)	营业收入(元)
眼部类	2,631,926	1,856,578	143,070,176
护肤类	4,740,978	4,677,374	191,180,156
洁肤类	1,613,485	1,551,566	55,349,477

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

表 4: 2019 年三季度主要产品价格变动情况

主要产品	2018 年三季度平均售价 (元/支)	2019 年三季度平均售价 (元/支)	变动比率%
眼部类	76.8	77.06	0.34%
护肤类	42.82	40.87	-4.55%
洁肤类	28.74	35.67	24.11%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

3. 重大事项进展跟踪

公司发布半年报至今（2019 年 10 月 30 日）暂无重大事项公告。

4. 公司前十大股东情况跟踪

表 6：丸美前十大股东情况（更新自 2019 年三季报）

排名	股东名称	方向	期末持股数量 (万股)	报告期内持股数 量变动(万股)	占总股本 比例 (%)	持股比例 变动 (%)	股本性质
1	孙怀庆		29,160.00		72.72%	-8.28%	境内自然人
2	L Capital Guangzhou Beauty Ltd.		3,600.00		8.98%	-1.02%	境外法人
3	王晓蒲		3,240.00		8.08%	-0.92%	境内自然人
4	全国社保基金一一一组合	新增	271.62	271.62	0.68%	0.68%	未知
5	中国农业银行股份有限公司—宝盈策略增长混合型证券投资基金	新增	264.61	264.61	0.66%	0.66%	未知
6	太平人寿保险有限公司	新增	131.58	131.58	0.33%	0.33%	未知
7	全国社保基金六零二组合	新增	113.31	113.31	0.28%	0.28%	未知
8	中国建设银行股份有限公司—银华富裕主题混合型证券投资基金	新增	109.99	109.99	0.27%	0.27%	未知
9	太平人寿保险有限公司—分红—团险分红	新增	74.99	74.99	0.19%	0.19%	未知
10	中国建设银行—华夏红利混合型开放式证券投资基金	新增	70.11	70.11	0.17%	0.17%	未知
合计			37,036.21		92.36%		

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来6—12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来6—12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来6—12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%—20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来6—12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来6—12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

李昂，商贸零售行业分析师。2014年7月加盟银河证券研究院从事社会服务行业研究工作，2016年7月转型商贸零售行业研究。英国埃塞克斯大学学士，英国伯明翰大学硕士。本人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，承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。除银河证券官方网站外，银河证券并未授权任何公众媒体及其他机构刊载或者转发公司发布的证券研究报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612hetingting@chinastock.com.cn

北京地区：耿尤繇 010-66568479gengyouyou@chinastock.com.cn