

# 丸美股份 (603983)

证券研究报告

2020 年 01 月 07 日

## MARUBI TOKYO 再添新品丰富高端矩阵，线上发力高增长可期

丸美东京推出第三个高端产品系列，进一步丰富丸美高端品牌线。2019 年 12 月底，MARUBI TOKYO 发布第三个高端产品系列——日本珠臻皙奢养系列，共包含洁颜霜、精粹露、眼部霜、精华液等 8 个 SKU，进一步丰富丸美高端品牌线。2018 年年初，丸美东京针对 30+ 肌肤五条年轻线逐渐变形的困扰，推出日本酒御龄冰肌系列；2019 年年初，针对 25+ 肌肤弹性娇嫩度逐渐缺失困扰，推出日本花弹润娇嫩系列；此次依据丸美东京最新衰老洞察：35+ 的女性皱纹、暗沉、色斑汹涌而来，丸美从而推出专注 35+ 肌肤美白抗衰的日本珠臻皙奢养系列。未来 2021、2022 年会陆续推出以茶和泉为灵感的抗衰新品，满足新消费人群更加精细化的抗衰需求。前两个丸美东京高端系列上市后表现不俗，2019 年销售额在 CS 渠道的销售占比为 10% 左右，在百货渠道占比为 20% 左右。根据公司规划，丸美东京 5 个系列都上齐后，销售额或将占丸美 CS 渠道 25-30%，百货渠道 50%。

加大营销力度，签约中国国家游泳队助力东京奥运会，开启大 IP 营销浪潮，植入多部热播剧成功造势。丸美进一步完善营销策略，签约了中国国家游泳队为品牌代言人，助力东京奥运会，并将借此机会加大对 MARUBI TOKYO 的推广。此外，丸美加大营销力度，植入多部热播剧，如口碑与收视率双赢的《庆余年》、延禧攻略原班人马打造的《皓镧传》等。

品牌矩阵逐步完善，春纪定位新锐品牌焕新，恋火定位轻奢彩妆蓄力。春纪定位新锐品牌，主打天然食材养肤，推出多款亮眼新品，如防蓝光抗糖化的春纪蓝光水、多效修护的蛋黄精华油。彩妆方面，2019 年 7 月，丸美已将韩国彩妆品牌恋火剩余的 30% 股份买下，实现 100% 控股。公司对恋火全新的品牌定位是“来自韩国的底妆家族”，恋火即将在 2020 年 1 月推出新品精华粉底棒，含有保湿、抗皱功效，兼具养肤和底妆功能。恋火的定价将在 200 元左右，定位 90 后彩妆轻奢，未来 10 年立志打造成为陪伴 90 后消费者成长的 10 亿级轻奢彩妆品牌。

2019 年丸美线上增速可观，2020 年电商渠道尤其天猫旗舰店有望迎来高增。公司将 2019 视为电商元年，公司天猫旗舰店自 19 年下半年以来增速可观，2019 年 9 月-12 月增速分别为 113%/76%/54%/278%，2019 年双十一期间弹力蛋白眼霜实现 3.98 万瓶的销售业绩。公司的电商渠道中唯品会收入贡献占比最大，而天猫是美妆销售市占率最高、流量最为集中的渠道，丸美在天猫旗舰店仍有较大的增长空间。2020 年公司将加大电商投入，使用更多适合年轻人营销的玩法，让线上和线下共振，电商渠道尤其天猫旗舰店有望迎来高增。

未来看点：公司将加大电商投入，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；品牌矩阵逐步完善，新锐品牌春纪和彩妆品牌恋火发力在即。据此，我们将公司 19-21 年净利润从 4.94/5.94/7.12 提升至 5.31/6.94/8.33 亿元，对应 PE 分别为 50/38/32X，维持买入评级。

风险提示：行业竞争激烈，新品销售不及预期

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	1,812.99	2,176.07	2,616.49
增长率(%)	11.94	16.52	15.05	20.03	20.24
EBITDA(百万元)	391.37	485.55	618.41	793.71	949.97
净利润(百万元)	311.92	415.28	530.92	693.84	833.01
增长率(%)	34.34	33.14	27.85	30.69	20.06
EPS(元/股)	0.78	1.04	1.32	1.73	2.08
市盈率(P/E)	84.75	63.65	49.79	38.10	31.73
市净率(P/B)	27.54	19.22	13.58	10.01	7.61
市销率(P/S)	19.55	16.78	14.58	12.15	10.10
EV/EBITDA	0.00	0.00	39.13	29.63	23.63

资料来源：wind，天风证券研究所

### 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	65.92 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)	26,433.92
流通 A 股市值(百万元)	2,702.72
每股净资产(元)	6.27
资产负债率(%)	22.25
一年内最高/最低(元)	75.57/29.58

### 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

- 1 《丸美股份-季报点评:营收业绩环比提速，全渠道稳扎稳打良性发展》 2019-11-02
- 2 《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
- 3 《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



丸美东京推出第三个高端产品系列，进一步丰富丸美高端品牌线。2019 年 12 月底，MARUBI TOKYO 发布第三个高端产品系列——日本珠臻皙奢养系列，共包含洁颜霜、精粹露、眼部霜、精华液等 8 个 SKU，进一步丰富丸美高端品牌线。2018 年年初，丸美东京针对 30+ 肌肤五条年轻线逐渐变形的困扰，推出日本酒御龄冰肌系列；2019 年年初，针对 25+ 肌肤弹性娇嫩度逐渐缺失困扰，推出日本花弹润娇嫩系列；此次依据丸美东京最新衰老洞察：35+ 的女性皱纹、暗沉、色斑汹涌而来，丸美从而推出专注 35+ 肌肤美白抗衰的日本珠臻皙奢养系列。未来 2021、2022 年会陆续推出以茶和泉为灵感的抗衰新品，满足新消费人群更加精细化的抗衰需求。前两个丸美东京高端系列上市后表现不俗，2019 年销售额在 CS 渠道的销售占比为 10% 左右，在百货渠道占比为 20% 左右。根据公司规划，丸美东京 5 个系列都上齐后，销售额或将占丸美 CS 渠道 25-30%，百货渠道 50%。

图 1：丸美日本三大产品系列

	名称	上市时间	针对问题	眼霜价格
	日本酒御龄冰肌	2018年初	30岁+肌肤五条年轻线逐渐变形	¥888/23ml
	日本花弹润娇嫩	2019年初	25岁+肌肤弹性娇嫩度逐渐缺失	¥848/23ml
	日本珠臻皙奢养	2019年底	35岁+肌肤皱纹、暗沉、色斑	

资料来源：腾讯网，聚美丽，天风证券研究所

加大营销力度，签约中国国家游泳队助力东京奥运会，开启大 IP 营销浪潮，植入多部热播剧成功造势。丸美进一步完善营销策略，签约了中国国家游泳队为品牌代言人，助力东京奥运会，并将借此机会加大对 MARUBI TOKYO 的推广。此外，丸美加大营销力度，植入多部热播剧，如口碑与收视率双赢的《庆余年》、延禧攻略原班人马打造的《皓镧传》等。

品牌矩阵逐步完善，春纪定位新锐品牌焕新，恋火定位轻奢彩妆蓄力。春纪定位新锐品牌，主打天然食材养肤，推出多款亮眼新品，如防蓝光抗糖化的春纪蓝光水、多效修护的蛋黄精华油。彩妆方面，2019 年 7 月，丸美已将韩国彩妆品牌恋火剩余的 30% 股份买下，实现 100% 控股。公司对恋火全新的品牌定位是“来自韩国的底妆家族”，恋火即将在 2020 年 1 月推出新品精华粉底棒，含有保湿、抗皱功效，兼具养肤和底妆功能。恋火的定价将在 200 元左右，定位 90 后彩妆轻奢，未来 10 年立志打造成为陪伴 90 后消费者成长的 10 亿级轻奢彩妆品牌。

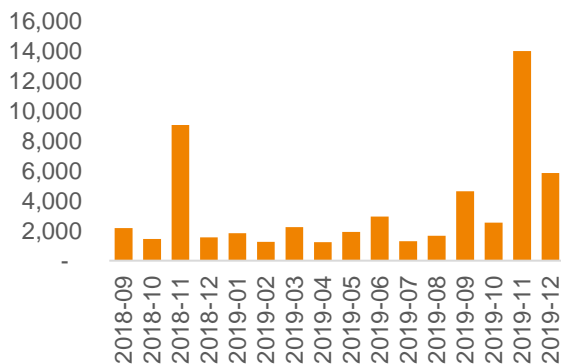
图 2：品牌矩阵逐步完善



资料来源：公司公告，公司官网，天风证券研究所

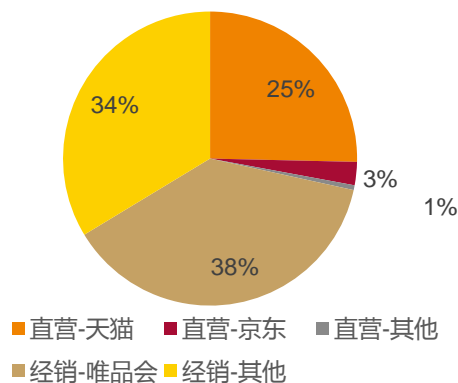
2019 年丸美线上增速可观，2020 年电商渠道尤其天猫旗舰店有望迎来高增。公司将 2019 视为电商元年，公司天猫旗舰店自 19 年下半年以来增速可观，2019 年 9 月-12 月增速分别为 113%/76%/54%/278%，2019 年双十一期间弹力蛋白眼霜实现 3.98 万瓶的销售业绩。公司的电商渠道中唯品会收入贡献占比最大，而天猫是美妆销售市占率最高、流量最为集中的渠道，丸美在天猫旗舰店仍有较大的增长空间。2020 年公司将加大电商投入，使用更多适合年轻人营销的玩法，让线上和线下共振，电商渠道尤其天猫旗舰店有望迎来高增。

图 3：公司天猫旗舰店销售额（万元）



资料来源：天猫淘宝，天风证券研究所

图 4：2018 年丸美电商渠道分平台收入占比估算



资料来源：公司公告，天风证券研究所

未来看点：公司将加大电商投入，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/抗衰老赛道持续增长；品牌矩阵逐步完善，新锐品牌春纪和彩妆品牌恋火发力在即。据此，我们将公司 19-21 年净利润从 4.94/5.94/7.12 提升至 5.31/6.94/8.33 亿元，对应 PE 分别为 50/38/32X，维持买入评级。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	1,103.00	1,563.45	2,213.45	2,899.48	3,962.61
应收票据及应收账款	9.17	2.90	62.20	1.07	62.28
预付账款	13.67	17.16	15.81	23.45	23.83
存货	112.62	129.08	163.96	166.83	240.99
其他	62.35	78.07	82.57	68.65	102.99
<b>流动资产合计</b>	<b>1,300.80</b>	<b>1,790.66</b>	<b>2,537.99</b>	<b>3,159.47</b>	<b>4,392.70</b>
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	262.54	260.10	269.85	299.64	328.46
在建工程	1.35	0.19	36.11	69.67	71.80
无形资产	17.78	27.64	25.19	22.74	20.29
其他	20.49	38.29	24.31	19.38	20.44
<b>非流动资产合计</b>	<b>302.15</b>	<b>326.22</b>	<b>355.46</b>	<b>411.44</b>	<b>441.00</b>
<b>资产总计</b>	<b>1,602.96</b>	<b>2,116.89</b>	<b>2,893.45</b>	<b>3,570.91</b>	<b>4,833.70</b>
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	215.95	273.36	251.90	375.29	377.65
其他	403.54	436.02	668.34	528.42	959.78
<b>流动负债合计</b>	<b>619.49</b>	<b>709.39</b>	<b>920.23</b>	<b>903.71</b>	<b>1,337.43</b>
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	23.51	25.64	20.74	23.30	23.22
<b>非流动负债合计</b>	<b>23.51</b>	<b>25.64</b>	<b>20.74</b>	<b>23.30</b>	<b>23.22</b>
<b>负债合计</b>	<b>643.00</b>	<b>735.02</b>	<b>940.97</b>	<b>927.01</b>	<b>1,360.66</b>
少数股东权益	0.00	6.63	5.25	2.84	(1.02)
股本	360.00	360.00	401.00	401.00	401.00
资本公积	15.67	15.67	15.67	15.67	15.67
留存收益	600.03	1,015.30	1,546.22	2,240.06	3,073.07
其他	(15.74)	(15.75)	(15.67)	(15.67)	(15.67)
<b>股东权益合计</b>	<b>959.96</b>	<b>1,381.86</b>	<b>1,952.47</b>	<b>2,643.90</b>	<b>3,473.05</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>1,602.96</b>	<b>2,116.89</b>	<b>2,893.45</b>	<b>3,570.91</b>	<b>4,833.70</b>

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	311.92	412.04	530.92	693.84	833.01
折旧摊销	25.95	22.66	16.78	19.10	21.50
财务费用	0.00	0.00	(11.17)	(15.12)	(20.30)
投资损失	(12.37)	(25.12)	(23.00)	(32.00)	(35.00)
营运资金变动	50.62	85.49	122.61	55.50	262.49
其它	(19.91)	21.62	(1.39)	(2.41)	(3.86)
<b>经营活动现金流</b>	<b>356.20</b>	<b>516.69</b>	<b>634.75</b>	<b>718.91</b>	<b>1,057.83</b>
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)	(101.90)	(125.45)	(65.07)
<b>投资活动现金流</b>	<b>5.98</b>	<b>(56.24)</b>	<b>(37.00)</b>	<b>(48.00)</b>	<b>(15.00)</b>
债权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	12.23	7.43	52.25	15.12	20.30
其他	(212.83)	(7.43)	0.00	(0.00)	(0.00)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(200.60)</b>	<b>0.00</b>	<b>52.25</b>	<b>15.12</b>	<b>20.30</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>161.58</b>	<b>460.45</b>	<b>650.00</b>	<b>686.03</b>	<b>1,063.13</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>1,352.32</b>	<b>1,575.76</b>	<b>1,812.99</b>	<b>2,176.07</b>	<b>2,616.49</b>
营业成本	429.01	498.96	560.26	652.86	784.62
营业税金及附加	17.27	20.90	24.05	28.86	34.70
营业费用	466.95	534.59	531.21	620.18	745.70
管理费用	67.88	72.54	81.58	87.04	104.66
研发费用	28.30	33.82	36.26	43.52	52.33
财务费用	(12.29)	(7.43)	(11.17)	(15.12)	(20.30)
资产减值损失	6.90	3.12	1.00	1.00	1.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	12.37	25.12	23.00	32.00	35.00
其他	(30.13)	(90.03)	(46.00)	(64.00)	(70.00)
<b>营业利润</b>	<b>366.05</b>	<b>484.17</b>	<b>612.80</b>	<b>789.73</b>	<b>948.77</b>
营业外收入	0.83	2.38	10.00	24.00	27.00
营业外支出	0.24	0.26	0.37	0.29	0.30
<b>利润总额</b>	<b>366.64</b>	<b>486.30</b>	<b>622.44</b>	<b>813.44</b>	<b>975.47</b>
所得税	54.73	74.26	92.90	122.02	146.32
<b>净利润</b>	<b>311.92</b>	<b>412.04</b>	<b>529.53</b>	<b>691.43</b>	<b>829.15</b>
少数股东损益	0.00	(3.24)	(1.39)	(2.41)	(3.86)
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>311.92</b>	<b>415.28</b>	<b>530.92</b>	<b>693.84</b>	<b>833.01</b>
每股收益（元）	0.78	1.04	1.32	1.73	2.08

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>					
营业收入	11.94%	16.52%	15.05%	20.03%	20.24%
营业利润	40.62%	32.27%	26.57%	28.87%	20.14%
归属于母公司净利润	34.34%	33.14%	27.85%	30.69%	20.06%
<b>获利能力</b>					
毛利率	68.28%	68.34%	69.10%	70.00%	70.01%
净利率	23.07%	26.35%	29.28%	31.88%	31.84%
ROE	32.49%	30.20%	27.27%	26.27%	23.98%
ROIC	-238.63%	-247.00%	-232.78%	-230.80%	-287.02%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	40.11%	34.72%	32.52%	25.96%	28.15%
净负债率	-114.90%	-113.14%	-113.37%	-109.67%	-114.10%
流动比率	2.10	2.52	2.76	3.50	3.28
速动比率	1.92	2.34	2.58	3.31	3.10
<b>营运能力</b>					
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	12.37	13.16	12.83
总资产周转率	0.88	0.85	0.72	0.67	0.62
<b>每股指标（元）</b>					
每股收益	0.78	1.04	1.32	1.73	2.08
每股经营现金流	0.89	1.29	1.58	1.79	2.64
每股净资产	2.39	3.43	4.86	6.59	8.66
<b>估值比率</b>					
市盈率	84.75	63.65	49.79	38.10	31.73
市净率	27.54	19.22	13.58	10.01	7.61
EV/EBITDA	0.00	0.00	39.13	29.63	23.63
EV/EBIT	0.00	0.00	40.23	30.36	24.18



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