

业绩稳健，积极求变拥抱新趋势

——丸美股份 (603983) 2019 年报点评

买入|维持
事件：

公司发布 2019 年年报。

点评：

● 收入增长稳健，盈利能力提升

2019 年公司实现营业收入 18.01 亿元，同比增长 14.28%，实现归母净利润 5.15 亿元，同比增长 23.99%，归母扣非后净利润 4.51 亿元，同比增长 25.95%，其中非经常性损益主要包括政府补助 4025 万元。公司延续优秀盈利能力，销售费用率下降 3.92pct 至 30.01%，管理费用率因上市中介费微增 0.43pct 至 5.03%，推动归母净利率提升 2.24pct. 至 28.59%。

● 品牌方面，自主品牌表现出色，持续巩固高端化+抗衰+眼霜定位

自主品牌丸美实现收入 16.59 亿元，同比增长 18.08%，占比提升 2.92pct 至 92.17%。报告期内，丸美顺应市场高端化需求，丰富 MARUBI TOKYO 产品线，日本花与日本酒两大系列合计实现收入 1.2 亿元，占比约达 7%。同时，公司三大抗衰老系列收入占比达到 40%，进一步凸显品牌在高端抗衰老领域的竞争力。品类方面，公司深耕眼部护理，品类占比达到 30%，2020 年 4 月公司联合天猫小黑盒推出针对年轻群体的“美容仪+护肤品”融合产品小红笔眼霜，并辅以粉丝经济与社交媒体营销打法，在推进品牌年轻化的同时，持续夯实品牌眼部护理优势。

● 渠道方面，下半年起重点发力电商渠道，线下渠道增速趋缓

公司 2019 年下半年起重点布局直营电商渠道，2019 年线上渠道营业收入 8.08 亿元，同比增长 22.89%，其中线上直营增速达 40.12%；线下渠道实现 9.92 亿元营业收入，同比稳步增长 8.2%，我们预计其中 CS、百货、美容院渠道分别增长约 5%+、12%+与 18%+。

● 投资建议与盈利预测

公司是少数自主品牌定位于中高端的国产化妆品公司，差异化的主打眼霜和抗衰符合行业消费升级高端化的大趋势。2019 年下半年起公司积极求变，陆续设立社交媒体中心、数据中心等部门，同时丸美旗舰店更换 TP，有望发力电商渠道。2020 年新冠对线下渠道产生冲击，我们测算疫情对公司全年收入影响程度在 10% 左右，预计 2020-2022 年 EPS 为 1.41/1.70/1.98 元/股，对应 PE 52.22/43.41/37.16x，维持“买入”评级。

● 风险提示

品牌市场竞争加剧，新品牌孵化不达预期，新冠疫情对影响的不确定性

附表：盈利预测

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1575.76	1800.86	1965.82	2540.05	2974.48
收入同比 (%)	16.52	14.28	9.16	29.21	17.10
归母净利润(百万元)	415.28	514.89	566.30	681.34	795.90
归母净利润同比(%)	33.14	23.99	9.99	20.31	16.81
ROE (%)	30.20	19.28	17.50	17.39	16.89
每股收益 (元)	1.04	1.28	1.41	1.70	1.98
市盈率(P/E)	71.21	57.44	52.22	43.41	37.16

资料来源：Wind,国元证券研究中心

当前价： 73.75 元

基本数据

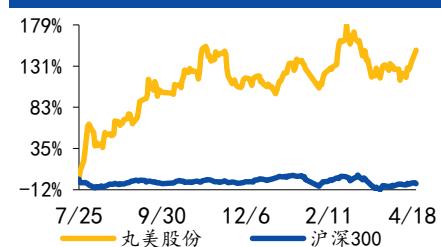
52 周最高/最低价 (元): 82.4 / 29.58

A 股流通股 (百万股): 41.00

A 股总股本 (百万股): 401.00

流通市值 (百万元): 3023.75

总市值 (百万元): 29573.75

过去一年股价走势


资料来源：Wind

相关研究报告

《国元证券公司研究-丸美股份 (603983) 2019 三季报点评：单季度收入及利润增长提速，电商渠道改善》

2019.10.30

《国元证券-公司研究-丸美股份 (603983) 2019 半年报点评——自主品牌持续发力，高效控费提升盈利能力》

2019.08.29

报告作者

分析师 李典

执业证书编号 S0020516080001

电话 021-51097188-1866

邮箱 lidian@gyzq.com.cn

联系人 杨柳

邮箱 yangliu@gyzq.com.cn

目 录

1. 财务与业务分析.....	3
2. 投资建议.....	6
3. 风险提示.....	6

图表目录

图 1：丸美股份营业收入及增速.....	3
图 2：丸美股份归母净利润及增速.....	3
图 3：丸美股份毛利率与净利率情况.....	3
图 4：丸美股份期间费用率情况.....	3
图 5：丸美股份存货周转天数（单位：天）.....	4
图 6：丸美股份应收账款周转天数（单位：天）.....	4
图 7：丸美股份现金流量情况.....	4
图 8：丸美股份期末账面现金（单位：亿元）.....	4
图 9：2019 年公司分品类收入及增速.....	5
图 10：2018、2019 年公司分品类毛利率情况.....	5
图 11：2019 年丸美股份分渠道营收及增速.....	6
图 12：2019 年丸美股份渠道占比.....	6

1. 财务与业务分析

收入增速略低于预期，盈利能力持续提升。2019年公司实现营业收入18.01亿元，同比增长14.28%，实现归母净利润5.15亿元，同比增长23.99%，归母扣非后净利润4.51亿元，同比增长25.95%，其中非经常性损益主要包括政府补助4025万元，盈利能力保持强劲。

图1：九美股份营业收入及增速



图2：九美股份归母净利润及增速



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

资料来源：公司公告，国元证券研究中心

毛利率维持稳定，高效控费提升净利率。2019年公司毛利率68.16%，与2018年基本持平。期间费用方面，销售费用率同比大幅下降3.92pct至30.01%，主要系广告宣传类费用同比下降4.55%；管理费用率因上市中介费微增0.43pct至5.03%；研发费用率提升0.34pct至2.49%，整体推动归母净利率提升2.24pct至28.59%。

图3：九美股份毛利率与净利率情况

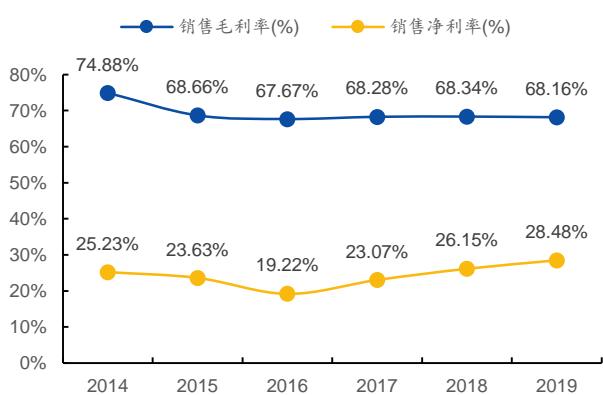
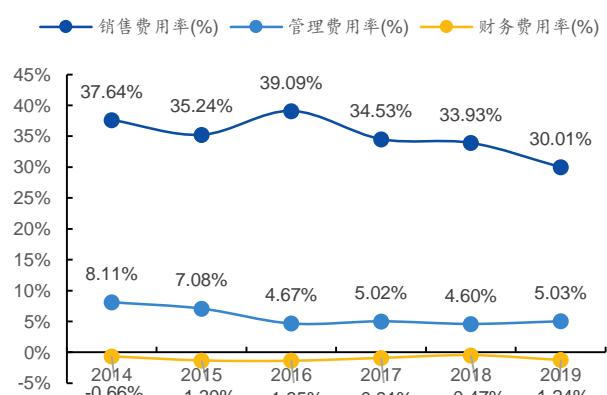


图4：九美股份期间费用率情况



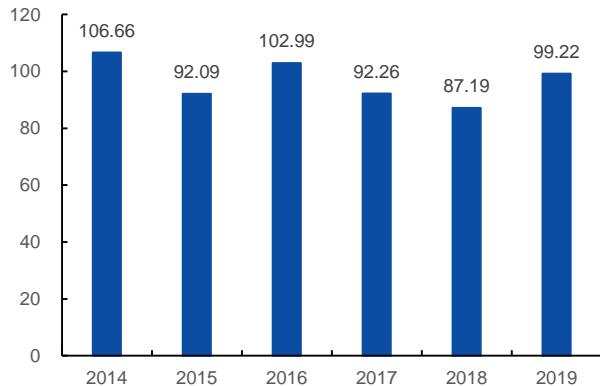
资料来源：公司公告，国元证券研究中心

资料来源：公司公告，国元证券研究中心

存货周期显著上升，应收账款周转天数持续下降。2019年公司存货周转天数为99.22天，同比上升12.03天，主要由于1) 随销售增长备货增加；2) 库存商品、包装物库存增加所致。应收账款周转天数下降至0.47天，主要由于公司经销模式严格贯彻

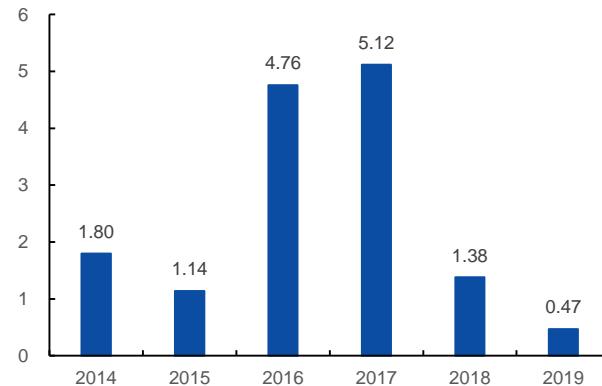
先款后货政策，几乎不存在应收账款，期内恋火旗舰店余额及时提现，应收账款进一步减少。

图 5：九美股份存货周转天数（单位：天）



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

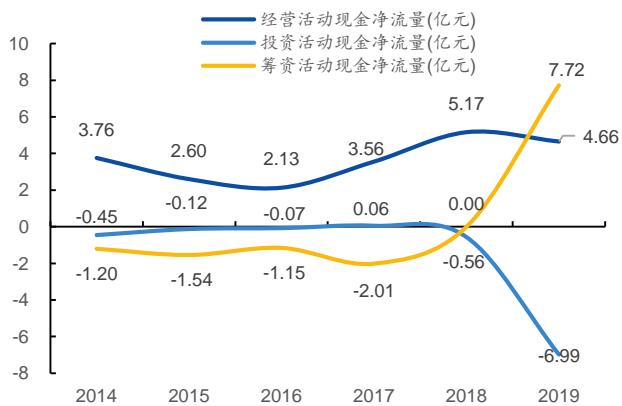
图 6：九美股份应收账款周转天数（单位：天）



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

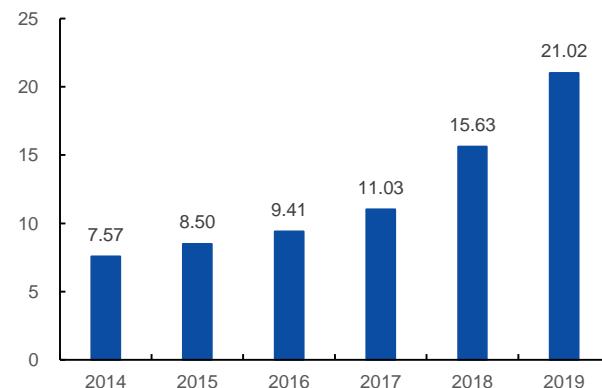
经营性现金净流量略有下滑，但公司账上现金充足，抗风险能力强。报告期内，公司经营活动现金净流量为 4.66 亿元，同比下降-9.90%，主要由于支付上年应付营销费用及当年管理与研发费用合计增加 1.97 亿元；投资活动现金净流量为-6.99 亿元，主要系本期银行理财产品增加；筹资活动现金净流量为 7.72 亿元，主要系 A 股上市收到筹集资金。报告期末公司账上现金 21.02 亿元，现金储备充足，具备较强的抗风险能力。

图 7：九美股份现金流量情况



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

图 8：九美股份期末账面现金（单位：亿元）



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

品牌方面，主品牌表现出色，持续巩固高端化+抗衰老定位。2019 年主品牌九美实现收入 16.59 亿元，同比增长 18.08%，占比提升 2.92pct 至 92.17%。报告期内，九美顺应市场高端化需求，丰富 MARUBI TOKYO 产品线，日本花与日本酒两大系列合计实现收入 1.2 亿元，占比约达 7%。同时，公司三大抗衰老系列：弹力蛋白紧致、巧克力青春丝滑、弹力蛋白系列合计收入占比达到 40%，进一步凸显品牌在

高端抗衰老领域的竞争力。子品牌春纪与恋火在 2019 年均进入调整期，2020 年春纪计划以互联网新锐品牌的定位重新起航，尝试通过蛋黄精华油、春纪奶盖洁面泡沫、春纪净痘精华素等多款趣味单品打开市场；恋火将坚持轻奢彩妆定位，推出妆养合一的恋火时光美肌胶原蛋白气垫霜等多款单品，线下线上双线布局。

品类方面，公司眼部护理品类优势仍然显著，护肤品类增长较突出。2019 年丸美品牌主打的眼部护理产品收入 5.52 亿元，占比达到 30.65%，同比增长 3.81%；护肤品类收入 9.93 亿元，占比 55.14%，同比增长 21.43%；洁肤类收入 2.29 亿元，占比约 12.71%，同比增长 16.13%；彩妆品类报告期发展不佳，仅实现收入 0.26 亿元，占比 1.44%，同比下滑 5.80%。报告期内，眼部护肤类毛利率下滑 2.76pct，主要由于公司线上销售的中小样产品增多，拉低整体毛利率；护肤与洁肤品类毛利率均有所提升，主要由于定位中高端的丸美品牌占比显著提升，大众化定位的春纪品牌出现下滑，致使产品结构调整，拉高整体毛利率。

图 9：2019 年公司分品类收入及增速

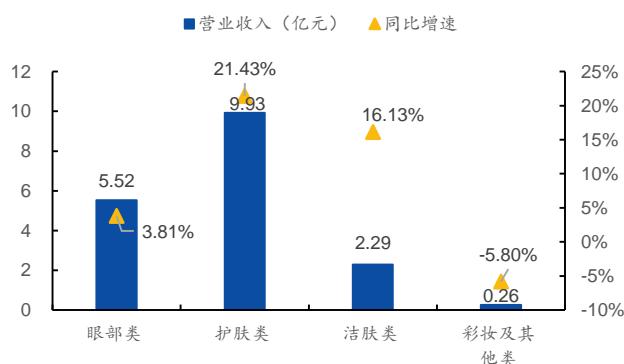
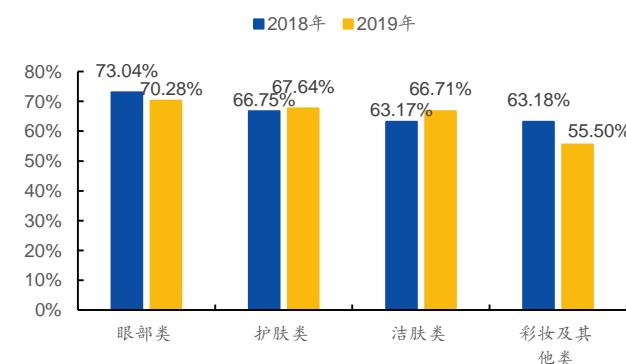


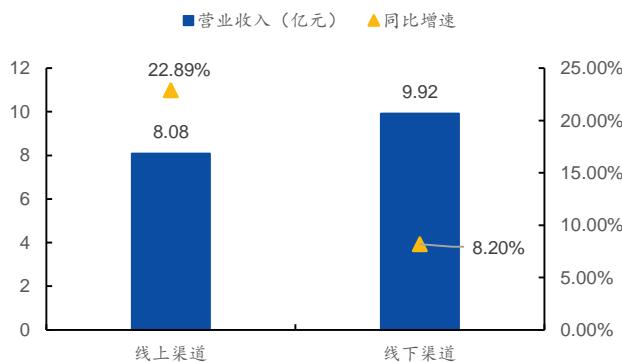
图 10：2018、2019 年公司分品类毛利率情况



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

资料来源：公司公告，国元证券研究中心

渠道方面，2019 年下半年起发力电商渠道，线下渠道增速趋缓。公司 2019 年下半年起重点布局直营电商渠道，2019 年线上渠道实现营业收入 8.08 亿元，占比 44.89%，同比增长 22.89%，其中线上直营增速达 40.12%，唯品会渠道增速约 20%；线下渠道实现 9.92 亿元营业收入，占比 55.11%，同比稳步增长 8.2%，我们预计其中 CS、百货、美容院渠道分别增长约 5%+、12%+与 18%+。

图 11：2019 年丸美股份分渠道营收及增速


资料来源：公司公告，国元证券研究中心

图 12：2019 年丸美股份渠道占比


资料来源：公司公告，国元证券研究中心

展望 2020 年，公司积极拥抱电商渠道与社媒营销，着力推动品牌年轻化。品牌端，公司将在维持主品牌丸美中高端定位的基础上，通过创意产品、社媒营销、粉丝经济等方式发力品牌年轻化。2020 年 3 月 27 日，丸美联合天猫小黑盒推出新品“小红笔眼霜”，产品创新性的将“美容仪+护肤品”的概念结合，同时邀请人气偶像朱正廷推广新品小红笔眼霜，并在 B 站合作当红国漫 IP《狐妖小红娘》，吸引 95 后、00 后各圈层年轻消费者。在推广渠道上，公司除投放长视频平台、小红书、微博等互联网平台外，也积极尝试直播电商，合作知名主播薇娅、雪梨等，截至 4 月 21 日小红笔眼霜月销达到 4.2 万+，推广效果良好。副品牌春纪及恋火在 2019 年均进行了定位调整及产品开发，期待 2020 年有新变化。渠道端，公司于 2020 年 3 月更换丸美旗舰店 TP 为壹网壹创，力争在电商布局更进一步。同时，公司积极拥抱行业新趋势，近期成立社媒中心与数据中心，并自建电商团队负责子品牌春纪的运营，希望在践行多品牌战略的同时，培养内生渠道能力与营销能力。此外，2020 年 4 月公司发起设立 10 亿规模的化妆品产业基金，用于产业投资并购，有望加快外延式发展。

2. 投资建议

公司是少数主品牌定位于中高端的国产化妆品公司，差异化的主打眼霜和抗衰符合行业消费升级高端化的大趋势。2019 年下半年起公司积极求变，陆续设立社媒中心、数据中心等部门，同时丸美旗舰店更换 TP，有望发力电商渠道。2020 年新冠对线下渠道产生冲击，我们测算疫情对公司全年收入影响程度在 10% 左右，预计 2020-2022 年 EPS 为 1.41/1.70/1.98 元/股，对应 PE 52.22/43.41/37.16x，维持“买入”评级。

3. 风险提示

品牌市场竞争加剧，新品牌孵化不达预期，新冠疫情的影响的不确定性

财务预测表

资产负债表					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	1790.66	3128.41	3677.52	4424.21	5350.72
现金	1563.45	2101.53	3146.89	3753.20	4503.11
应收账款	2.90	1.81	6.31	5.12	6.17
其他应收款	1.72	3.74	23.75	12.91	19.08
预付账款	17.16	21.18	21.53	28.50	33.65
存货	129.08	187.03	176.79	233.81	283.39
其他流动资产	76.35	813.12	302.26	390.66	505.32
非流动资产	326.22	307.91	389.15	478.80	455.62
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	260.10	249.27	288.00	349.69	369.05
无形资产	27.64	17.74	17.74	17.74	17.74
其他非流动资产	38.48	40.90	83.41	111.37	68.83
资产总计	2116.89	3436.32	4066.67	4903.00	5806.34
流动负债	709.39	740.04	807.84	963.99	1071.54
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	273.36	289.80	324.76	423.81	488.76
其他流动负债	436.02	450.24	483.08	540.19	582.77
非流动负债	25.64	26.37	24.86	25.31	25.21
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	25.64	26.37	24.86	25.31	25.21
负债合计	735.02	766.40	832.70	989.31	1096.75
少数股东权益	6.64	0.00	-2.25	-3.86	-3.86
股本	360.00	401.00	401.00	401.00	401.00
资本公积	15.67	754.25	754.25	754.25	754.25
留存收益	999.63	1514.74	2081.04	2762.38	3558.28
归属母公司股东权益	1375.23	2669.92	3236.22	3917.56	4713.46
负债和股东权益	2116.89	3436.32	4066.67	4903.00	5806.34

现金流量表					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	516.69	465.53	573.72	746.73	811.49
净利润	412.04	512.82	564.05	679.73	795.90
折旧摊销	22.66	24.95	13.78	17.06	20.01
财务费用	-7.43	-22.37	-19.18	-26.08	-29.45
投资损失	-25.12	-26.91	-26.91	-26.91	-26.91
营运资金变动	130.05	-45.15	35.94	104.01	52.83
其他经营现金流	-15.51	22.19	6.05	-1.08	-0.89
投资活动现金流	-56.24	-699.45	452.46	-166.50	-91.03
资本支出	11.34	6.42	105.00	105.00	0.00
长期投资	70.00	720.00	0.21	-0.05	-0.01
其他投资现金流	25.10	26.97	557.67	-61.55	-91.04
筹资活动现金流	0.00	771.98	19.18	26.08	29.45
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	41.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	738.57	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	0.00	-7.59	19.18	26.08	29.45
现金净增加额	460.45	538.08	1045.36	606.31	749.91

利润表					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	1575.76	1800.86	1965.82	2540.05	2974.48
营业成本	498.96	573.46	625.92	808.75	947.07
营业税金及附加	20.90	20.42	22.30	28.81	33.74
营业费用	534.59	540.45	589.94	800.12	922.09
管理费用	72.54	90.63	98.29	127.00	148.72
研发费用	33.82	44.87	48.95	63.25	74.06
财务费用	-7.43	-22.37	-19.18	-26.08	-29.45
资产减值损失	(3.12)	(13.97)	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	6.14	0.00	0.00	0.00
投资净收益	25.12	26.91	26.91	26.91	26.91
营业利润	484.17	612.65	666.62	805.37	945.33
营业外收入	2.38	2.18	1.80	2.12	2.03
营业外支出	0.26	0.81	0.43	0.50	0.58
利润总额	486.30	614.02	667.99	806.99	946.79
所得税	74.26	101.20	103.93	127.26	150.89
净利润	412.04	512.82	564.05	679.73	795.90
少数股东损益	-3.24	-2.07	-2.25	-1.61	0.00
归属母公司净利润	415.28	514.89	566.30	681.34	795.90
EBITDA	499.40	615.23	661.21	796.35	935.90
EPS (元)	1.15	1.28	1.41	1.70	1.98

主要财务比率					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	0.17	0.14	0.09	0.29	0.17
营业利润(%)	0.32	0.27	0.09	0.21	0.17
归属母公司净利润(%)	0.33	0.24	0.10	0.20	0.17
盈利能力					
毛利率(%)	68.34	68.16	68.16	68.16	68.16
净利率(%)	26.35	28.59	28.81	26.82	26.76
ROE(%)	30.20	19.28	17.50	17.39	16.89
ROIC(%)	-251.14	-216.52	-312.31	-343.87	-287.64
偿债能力					
资产负债率(%)	34.72	22.30	20.48	20.18	18.89
净负债比率(%)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
流动比率	2.52	4.23	4.55	4.59	4.99
速动比率	2.34	3.97	4.33	4.35	4.73
营运能力					
总资产周转率	0.85	0.65	0.52	0.57	0.56
应收账款周转率	261.16	765.65	484.74	444.56	526.66
应付账款周转率	2.04	2.04	2.04	2.16	2.08
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.04	1.28	1.41	1.70	1.98
每股经营现金流(最新摊薄)	1.29	1.16	1.43	1.86	2.02
每股净资产(最新摊薄)	3.43	6.66	8.07	9.77	11.75
估值比率					
P/E	71.21	57.44	52.22	43.41	37.16
P/B	21.50	11.08	9.14	7.55	6.27
EV/EBITDA	53.40	43.35	40.33	33.49	28.49

投资评级说明

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20% 以上	推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10% 以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20% 之间	中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10% 之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5% 之间	回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10% 以上
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5% 以上		

分析师声明

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺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操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000),国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户提供。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址：www.gyzq.com.cn

国元证券研究中心
合肥

地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心
A 座国元证券
邮编：230000
传真：(0551) 62207952

上海

地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼
国元证券
邮编：200135
传真：(021) 68869125
电话：(021) 51097188