

2020年09月04日

证券分析师 汤军

执业证号: S0600517050001

021-60199793

tangj@dwzq.com.cn

研究助理 樊荣

fanr@dwzq.com.cn

年轻化新品强势赋能，线上稳健增长，研发布局未来

增持（维持）

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	1,801	1,970	2,328	2,745
同比（%）	14.3%	9.4%	18.2%	17.9%
归母净利润（百万元）	515	596	711	844
同比（%）	24.0%	15.8%	19.2%	18.7%
每股收益（元/股）	1.28	1.49	1.77	2.10
P/E（倍）	58.14	50.20	42.11	35.48

事件：公司发布2020年半年度报告，实现营收7.94亿元(-2.59%)，毛利率67.55%(-0.87pct)，归母净利2.68亿(+4.6%)，扣非归母净利2.19亿(+0.59%)。分季度看，20Q1实现营收3.7亿(+1.53%)，归母净利1.19亿(-1.14%)；Q2实现营收4.23亿(-5.93%)，归母净利1.49亿(+9.66%)。

投资要点

■ 新品表现靓丽，拉动眼部产品量价齐升。

- **眼部类产品：**20H1实现营收2.58亿(+17.9%)，占比32.5%(+5.6pct)；销量335.3万支(+8.4%)，其中超8%来自4月推出的新品“小红笔”眼霜，产销率达到108.1%，(+8.8pct)，环比增长26.6pct；Q2直营渠道眼霜类产品占比提升拉动眼部类产品Q2单价达到93.22元/支(+30.9%)，上半年单价77.05元/支(+8.8%)。
- **洁肤类产品：**实现营收0.9亿(-13.3%)，占比11.5%(-1.4pct)；销量269.6万支(-23.5%)，产销率达102.6%(+3.4pct)，得益于Q1平均售价较高的丸美品牌洁肤产品销量占比提升，上半年洁肤类产品单价33.9元/支(+13.3%)。
- **护肤类产品：**实现营收4.36亿(-8.8%)，占比54.9%，环比提升2.6pct；销量1137.1万支(-3.2%)，产销率102.4%(+5.3pct)，Q1低单价面膜类产品销售占比提升致上半年单价降5.8%至38.35元/支。
- **彩妆类产品：**实现营收0.08亿(-36%)，环比大幅下降45.2%，占比1%(-0.5pct)。主要受Q1营收跌至0.03亿拖累，Q2回升至0.05亿。

■ 线上快速恢复，积极拥抱渠道变革。

- **线上渠道恢复良好，实现高增长，**20H1营收4.26亿(+27.4%)，占比53.7%(+12.6pct)，其中直营电商收入增长46%。3月起，六星美妆TP壹网壹创接手丸美天猫旗舰店代运营权，同时公司内部将丸美电商团队转至新媒体运营部门，改革传统营销方式，拉动线上渠道加速。新品小红笔上市及社交媒体加大投放，助推丸美天猫旗舰店实现68%的增长。上半年发力线上促使销售费用率升至30.3%(+1.1pct)。
- **线下渠道受疫情冲击明显，实现营收3.67亿(-23.47%)，占比46.25%(-12.6pct)。**3月初公司快速组建专职直播团队为线下赋能，随疫情恢复线下有望逐步改善。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	74.65
一年最低/最高价	47.33/92.89
市净率(倍)	10.76
流通A股市值(百万元)	5748.05

基础数据

每股净资产(元)	6.94
资产负债率(%)	21.76
总股本(百万股)	401.00
流通A股(百万股)	77.00

相关研究

1、《丸美股份(603983)：疫情压力下Q1收入利润持平，线上渠道支撑下的稳健表现》

2020-04-28

2、《丸美股份(603983)：年报亮丽，主品牌增长强劲同时盈利能力进一步提升》2020-04-22

3、《丸美股份：眼霜龙头Q3加速增长，继续享受行业红利》2019-10-30

- 上半年开通小红书、抖音、微信有赞小程序等直营店铺，扩大电商及社交媒体配置，新兴社群营销运营实现突破。公司充分运用小红书、抖音、B 站等社交平台属性，结合跨界 IP 行销方式，在 B 站联手当红国漫 IP 打造“九美东方国漫眼”大赛，新品小红笔在年轻化群体中实现高曝光。
- 小红笔首发具里程碑意义，稳步推进品牌高端化、年轻化
- 4月21日，卡位年轻群体的小红笔眼霜在天猫小黑盒线上首发，邀请流量明星朱正廷作为代言人，策划“最美东方眼”专题，精准“东方眼部护理专家”的品牌定位。截止6月30日，小红笔线上线下销量合计超28万支，表现亮眼。
- 持续加速推出多品牌差异化新品。九美品牌方面，MARUBI TOKYO 日本臻皙奢养系列、小红笔“多重胜肽紧致淡纹眼霜”，线上专供“白色之恋光透精华露”、美容院多款产品及套盒陆续发布；春纪品牌推出“大麻深修护焕肤系列”、芝芝莓莓奶盖卸妆洁面泡沫、黑白摩登系列新品，颇受年轻消费者喜爱。
- 4月公司与方圆金鼎成立化妆品产业基金，投资梵之荣6%股权，梵之荣拥有新锐国货品牌“谷雨”，涵盖直播电商业务，有助于公司完善化妆品布局，夯实线上运营能力。
- 研发为本，构筑产品核心竞争力。
- 坚持加大研发投入，20H1 研发费用率 3% (+0.8pct) ,新增发明专利 9 项，受理 11 项，申报国外专利 4 项。稳步推进自主原料研发及转化实施，5 款自主研发原料进入中试、试产阶段，10 个优选项目有序开展。
- 继续与暨南大学、基因工程药物国家工程研究中心、广东工业大学等机构和高校开展技术合作，从多个领域深化产学研，扩展产品功能功效。为积极应对疫情冲击下营销环境的加速变化，公司设计了十项直播展示模型和九种直播演示实验，助力前端直播营销活动顺利开展。
- 盈利预测与投资评级：

公司在眼部护理及抗衰老领域具有先发优势，品牌定位明确，20 年进一步推进品牌高端化、年轻化；线上渠道发展势头良好，抗风险能力强，新品有望持续发力；伴随疫情恢复，线下美容院、日化、百货渠道将逐步恢复增长，线下新品铺设进一步加速复苏。预计公司 20-22 年总营收 19.7、23.3、27.5 亿元，同比增速分别为 9.4%、18.2%、17.9%；预计公司 20-22 年归母净利润为 5.96、7.11、8.44 亿元，同比增速分别为 15.8%、19.2%、18.7%，对应动态 PE 为 50、42、35 倍，维持“增持”评级。

- 风险提示：疫情反复风险；新品开发进度及销售不及预期；市场竞争加剧。

表 1：收入分部预测（单位：百万元）

	2019	2020E	2021E	2022E
	眼部类			
收入	552.29	643.73	811.10	1021.98
YOY	3.81%	16.56%	26.00%	26.00%
占比	30.67%	32.67%	34.83%	37.24%
销量(支)	7,747,238	8,046,602	9,655,923	11,587,107
YOY		3.86%	20.00%	20.00%
单价(元/支)	71.29	80.00	84.00	88.20

YOY		12.22%	5.00%	5.00%
洁肤类				
收入	228.52	223.21	269.53	311.31
YOY	16.14%	-2.32%	20.75%	15.50%
占比	12.69%	11.33%	11.58%	11.34%
销量(支)	6,940,740	6,200,342	7,130,394	7,843,433
YOY		-10.67%	15.00%	10.00%
单价(元/支)	32.92	36.00	37.80	39.69
YOY		9.36%	5.00%	5.00%
护肤类				
收入	993.29	1075.68	1218.74	1380.84
YOY	21.43%	8.29%	13.30%	13.30%
占比	55.16%	54.60%	52.34%	50.31%
销量(支)	23,725,003	25,015,760	27,517,336	30,269,070
YOY		5.44%	10.00%	10.00%
单价(元/支)	41.87	43.00	44.29	45.62
YOY		2.70%	3.00%	3.00%
彩妆及其他类				
收入	25.90	27.65	29.03	30.49
YOY	-2.89%	6.76%	5.00%	5.00%
占比	1.44%	1.40%	1.25%	1.11%

数据来源：公司年报，东吴证券研究所

表2：公司核心数据

单位：百万元	19H1	19H2	20H1	2016	2017	2018	2019
利润表拆分							
营业收入	814.86	986.00	793.72	1,208.13	1,352.32	1,575.76	1,800.86
_{yoY}			-2.6%		11.9%	16.5%	14.3%
营业成本	257.32	316.14	257.55	390.58	429.01	498.96	573.46
毛利	557.54	669.86	536.17	817.54	923.31	1,076.80	1,227.40
_{yoY}			-3.8%		12.9%	16.6%	14.0%
毛利率	68.4%	67.9%	67.6%	67.7%	68.3%	68.3%	68.2%
销售费用	238.10	302.35	240.78	472.28	466.95	534.59	540.45
_{/总收入}	29.2%	30.7%	30.3%	39.1%	34.5%	33.9%	30.0%
管理费用	36.74	53.89	30.13	56.45	67.88	72.54	90.63
_{/总收入}	4.5%	5.5%	3.8%	4.7%	5.0%	4.6%	5.0%
财务费用	-9.59	-12.78	-30.33	-16.35	-12.29	-7.43	-22.37

/总收入	-1.2%	-1.3%	-3.8%	-1.4%	-0.9%	-0.5%	-1.2%
研发费用	18.03	26.84	23.77	24.80	28.30	33.82	44.87
/总收入	2.2%	2.7%	3.0%	2.1%	2.1%	2.1%	2.5%
营业利润	308.24	304.41	325.88	260.31	366.05	484.17	612.65
yoy			5.7%		40.6%	32.3%	26.5%
利润总额	307.70	306.32	320.76	273.51	366.64	486.30	614.02
yoy			4.2%		34.1%	32.6%	26.3%
所得税	52.99	48.21	52.63	41.32	54.73	74.26	101.20
所得税率	17.2%	15.7%	16.4%	15.1%	14.9%	15.3%	16.5%
净利润	254.71	258.11	268.13	232.19	311.92	412.04	512.82
yoy			5.3%		34.3%	32.1%	24.5%
归母净利润	256.35	258.54	268.13	232.19	311.92	415.28	514.89
yoy			4.6%		34.3%	33.1%	24.0%
归母净利率	31.5%	26.2%	33.8%	19.2%	23.1%	26.4%	28.6%

资产负债表拆分							
现金及现金等价物	1,766.52	2,101.53	2,504.96	941.47	1,103.00	1,563.45	2,101.53
/总收入	216.8%	213.1%	315.6%	77.9%	81.6%	99.2%	116.7%
应收账款	3.42	1.81	8.69	29.26	9.17	2.90	1.81
yoy			153.9%		-68.7%	-68.4%	-37.7%
应收账款周转率		754.16	302.36		70.4	261.2	765.7
流动资产合计	1,999.07	3,128.41	3,238.14	1,145.13	1,300.80	1,790.66	3,128.41
yoy			62.0%		13.6%	37.7%	74.7%
固定资产	254.02	249.27	248.32	278.66	262.54	260.10	249.27
yoy			-2.2%		-5.8%	-0.9%	-4.2%
固定资产周转率		7.8	6.4		5.0	6.0	7.1
无形资产	27.51	17.74	16.92	17.44	17.78	27.64	17.74
yoy			-38.5%		1.9%	55.5%	-35.8%
无形资产周转率		87.2	91.6		76.8	69.4	79.4
非流动资产合计	317.63	307.91	317.34	330.75	302.15	326.22	307.91
资产总计	2,316.70	3,436.32	3,555.48	1,475.88	1,602.96	2,116.89	3,436.32
yoy			53.5%		8.6%	32.1%	62.3%
总资产周转率		0.7	0.5		0.9	0.8	0.6
短期借款	0.00	0.00	57.20	20.60	0.00	0.00	0.00
应付账款	230.18	289.80	217.77	197.54	215.95	273.36	289.80
yoy			-5.4%		9.3%	26.6%	6.0%
应付账款周转率		1.2	1.0		2.1	2.0	2.0
流动负债合计	652.91	740.04	746.62	634.71	619.49	709.39	740.04

非流动负债合计	27.25	26.37	26.95	13.08	23.51	25.64	26.37
负债总计	680.16	766.40	773.56	647.79	643.00	735.02	766.40
所有者权益合计	1,636.54	2,669.92	2,781.92	828.09	959.96	1,381.86	2,669.92
现金流量表拆分							
经营性现金流量净额	193.29	272.24	66.51	213.33	356.20	516.69	465.53
_{yoy}			34.4%		67.0%	45.1%	-9.9%
投资性现金流量净额	9.81	-709.26	275.63	-6.61	5.98	-56.24	-699.45
筹资性现金流量净额	0.00	771.98	41.21	-115.00	-200.60	0.00	771.98
现金及现金等价物净增加额	-75.01	613.09	10.70	91.64	161.53	460.45	538.08

数据来源：wind，东吴证券研究所

表3：收入拆分

单位：百万元	19H1	19H2	20H1	2016	2017	2018	2019
按产品拆分							
眼部类							
营业收入	219.07	333.22	258.31	333.73	429.43	532.02	552.29
_{yoy}			17.9%		28.7%	23.9%	3.8%
占收入比	26.9%	33.8%	32.5%	27.6%	31.8%	33.8%	30.7%
产量（支）*	3,115,063	5,713,794	3,100,863	166.85	242.55	288.40	8,828,857
_{yoy}			-0.5%		45.4%	18.9%	
销量（支）*	3,092,663	4,654,575	3,352,751	174	234	289	7,747,238
_{yoy}			8.4%		34.0%	23.6%	
产销率	99.3%	81.5%	108.1%	104.5%	96.4%	100.2%	87.7%
单价（元/支）*	70.83	71.59	77.05	191.33	183.71	184.19	71.29
_{yoy}			8.8%		-4.0%	0.3%	
成本				86.00	114.74	143.43	164.13
毛利				247.73	314.69	388.59	388.16
_{yoy}					27.0%	23.5%	-0.1%
毛利率				74.2%	73.3%	73.0%	70.3%
洁肤类							
营业收入	105.41	123.11	91.39	191.16	186.61	196.77	228.52
_{yoy}			-13.3%		-2.4%	5.4%	16.1%
占收入比	12.9%	12.5%	11.5%	15.8%	13.8%	12.5%	12.7%
产量（支）*	3,551,954	3,733,347	2,627,421	1,047.47	1,053.72	1,130.32	7,285,301
_{yoy}			-26.0%		0.6%	7.3%	

销量(支)*	3,524,119	3,416,621	2,695,801	1,027.56	1,077.41	1,112.10	6,940,740
yoy			-23.5%		4.9%	3.2%	
产销率	99.2%	91.5%	102.6%	98.1%	102.2%	98.4%	95.3%
单价(元/支)*	29.91	36.03	33.90	18.60	17.32	17.69	32.92
yoy			13.3%		-6.9%	2.2%	
成本				68.09	66.99	72.47	76.08
毛利				123.07	119.62	124.30	152.44
yoy					-2.8%	3.9%	22.6%
毛利率				64.4%	64.1%	63.2%	66.7%
护肤类							
营业收入	478.05	515.24	436.12	682.13	733.65	817.98	993.29
yoy			-8.8%		7.6%	11.5%	21.4%
占收入比	58.7%	52.3%	54.9%	56.5%	54.3%	51.9%	55.2%
产量(支)*	12,093,096	12,587,039	11,100,226	1,913.47	2,181.46	2,288.66	24,680,135
yoy			-8.2%		14.0%	4.9%	
销量(支)*	11,740,965	11,984,038	11,370,800	1,899.45	2,150.35	2,327.04	23,725,003
yoy			-3.2%		13.2%	8.2%	
产销率	97.1%	95.2%	102.4%	99.3%	98.6%	101.7%	96.1%
单价(元/支)*	40.72	42.99	38.35	35.91	34.12	35.15	41.87
yoy			-5.8%		-5.0%	3.0%	19.1%
成本				235.71	246.07	272.02	321.41
毛利				446.42	487.58	545.96	671.88
yoy					9.2%	12.0%	23.1%
毛利率				65.4%	66.5%	66.7%	67.6%
彩妆及其他类							
营业收入	12.34	14.43	7.90	1.62	26.67	25.90	
yoy			-36.0%		1546.3%	-2.9%	
占收入比	1.5%	1.5%	1.0%	0.1%	1.7%	1.4%	
销量(支)*				1.68	22.23		
yoy					1223.2%		
单价(元/支)*				96.43	119.97		
yoy					24.4%		
成本				1.21	16.22	16.66	
毛利				0.41	10.45	9.24	
yoy					2431.5%	-11.6%	
毛利率				25.5%	39.2%	35.7%	
按渠道拆分							

电商渠道						
营业收入	334.62	426.31	350.20	501.90	657.55	808.08
yoy		27.4%		43.3%	31.0%	22.9%
占收入比	41.1%	53.7%	29.0%	37.1%	41.7%	44.9%
成本			126.60	175.37	216.37	
毛利			223.60	326.53	441.18	
yoy				46.0%	35.1%	
毛利率			63.8%	65.1%	67.1%	
其中：直营电商						
营业收入			103.33	153.61	187.02	262.05
yoy		46.0%		48.7%	21.7%	40.1%
成本			26.50	40.25		
毛利			76.83	113.36		
yoy				47.6%		
毛利率			74.4%	73.8%		
其中：经销电商						
营业收入			246.87	348.29	470.53	546.03
yoy				41.1%	35.1%	16.0%
成本				135.97	167.37	
毛利				212.32	303.16	
yoy					42.8%	
毛利率				61.0%	64.4%	
线下渠道						
营业收入	479.68	367.10	857.76	849.62	916.71	991.92
yoy		-23.5%		-0.9%	7.9%	8.2%
占比	58.9%	46.3%	71.0%	62.8%	58.2%	55.1%

数据来源：公司年报，东吴证券研究所

注*: 19年之前产量、销量单位为吨，单价单位为元/百克

九美股份三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	3,128	3,602	4,403	5,039	营业收入	1,801	1,970	2,328	2,745
现金	2,102	2,585	3,349	3,982	减: 营业成本	573	609	705	819
应收账款	2	8	5	10	营业税金及附加	20	24	28	33
存货	187	171	210	210	营业费用	540	611	722	851
其他流动资产	838	838	839	836	管理费用	91	79	93	110
非流动资产	308	322	346	323	财务费用	-22	-70	-89	-110
长期股权投资	0	0	0	0	资产减值损失	-14	6	6	7
固定资产	249	230	211	191	加: 投资净收益	27	25	25	25
在建工程	0	0	0	0	其他收益	40	10	10	10
无形资产	18	63	106	103	营业利润	613	694	830	988
其他非流动资产	41	29	30	29	加: 营业外收支	1	9	11	13
资产总计	3,436	3,924	4,750	5,362	利润总额	614	704	842	1,001
流动负债	740	790	1,087	1,073	减: 所得税费用	101	110	133	160
短期借款	0	0	0	0	少数股东损益	-2	-2	-2	-2
应付账款	290	319	386	433	归属母公司净利润	515	596	711	844
其他流动负债	450	471	701	640	EBIT	551	634	753	891
非流动负债	26	26	26	26	EBITDA	576	655	771	910
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	26	26	26	26	重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	766	816	1,114	1,099	每股收益(元)	1.28	1.49	1.77	2.10
少数股东权益	0	-2	-4	-6	每股净资产(元)	6.66	7.76	9.08	10.65
归属母公司股东权益	2,670	3,110	3,640	4,269	发行在外股份(百万股)	401	401	401	401
负债和股东权益	3,436	3,924	4,750	5,362	ROIC(%)	17.1%	17.1%	17.3%	17.4%
					ROE(%)	19.2%	19.1%	19.5%	19.7%
现金流量表 (百万元)					毛利率(%)	68.2%	69.1%	69.7%	70.2%
	2019A	2020E	2021E	2022E	销售净利率(%)	28.6%	30.3%	30.5%	30.7%
经营活动现金流	466	583	873	709	资产负债率(%)	22.3%	20.8%	23.4%	20.5%
投资活动现金流	-699	-14	-17	30	收入增长率(%)	14.3%	9.4%	18.2%	17.9%
筹资活动现金流	772	-86	-92	-105	净利润增长率(%)	24.0%	15.8%	19.2%	18.7%
现金净增加额	538	483	765	633	P/E	58.14	50.20	42.11	35.48
折旧和摊销	25	22	19	18	P/B	11.21	9.63	8.22	7.01
资本开支	6	20	23	-24	EV/EBITDA	46.99	40.55	33.46	27.67
营运资本变动	-45	60	260	-17					

数据来源：贝格数据，东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推測不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出自为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15%与 -5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：(0512) 62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>