

双十一 GMV 同增 40%+, 股权激励+智能工厂未来可期 增持（维持）

2020 年 11 月 12 日

证券分析师 汤军

执业证号：S0600517050001

021-60199793

tangji@dwzq.com.cn

证券分析师 吴劲草

执业证号：S0600520090006

wujc@dwzq.com.cn

研究助理 樊荣

fanr@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	1,801	1,753	2,082	2,470
同比（%）	14.3%	-2.7%	18.8%	18.6%
归母净利润（百万元）	515	532	613	709
同比（%）	24.0%	3.3%	15.3%	15.6%
每股收益（元/股）	1.28	1.33	1.53	1.77
P/E（倍）	47.78	46.27	40.13	34.71

事件：双十一落幕，参考公司双十一战报，20 年双十一全网 GMV 超 2.7 亿元（+41%）。同日，公司发布限制性股票激励计划（草案），拟向 67 名董事、高管、中层管理人员和核心骨干授予限制性股票数量 102.26 万股，占总股本的 0.26%，授予价格为 32.53 元/股。

投资要点

■ **双十一：全网 GMV 超 2.7 亿元，同比增长约 41%。**2020 年双十一落幕，公司延续眼部护理品类的优势，小红笔眼霜累计销售超 75,000 支，首发新品樱花水全网售罄，并在天猫、唯品会和京东三个平台均位列国货眼部护理类别第一，保持了公司的强大品牌力和竞争优势。

■ **股权激励出炉，广泛覆盖绑定核心团队，激发企业活力。**公司此次股权激励中首次授予 82.26 万股（占总股本 0.22%），共涉及 67 人，其实包括中层管理人员 15 人和核心骨干 50 人。若参考 2019 年末员工总人数 884 人，本次激励覆盖达 7.6%，覆盖比例高于可比公司。

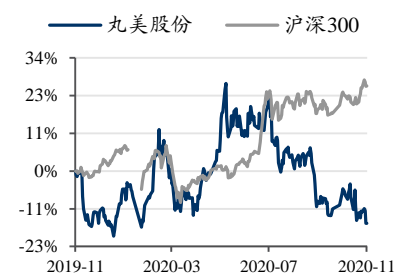
从授予比例来看，2 位董事/高管授予比例 6%，65 位中层管理及核心骨干授予比例达 78.35%，预留部分 15.65%。人均来看，对于中层及核心骨干，人均授予 1.23 万股，按授予价格 32.53 元/股，对应股份价值为 40.1 万元/人。通过本次广泛覆盖中层及核心骨干的股权激励，公司将与核心团队的利益形成深度绑定，从而进一步激发企业活力，为长期稳健发展打下扎实根基。

■ **设定多层次业绩目标，充分调动核心员工业务和管理双向积极性。**

➤ **时间维度：**本次股权激励的限售期分别为首次授予的限制性股票登记完成之日起 15 个月/27 个月/39 个月，分别将解锁 30%/30%/40%。

➤ **多层次业绩目标：**本次股权激励的业绩目标分为三个层次，分别为公司层面、业务单元层面和个人层面。（1）**公司层面：**21-23 年营收目标为三年分别不低于 21.6 亿元/25.2 亿元/28.8 亿元，对应同比增速分别为 19.94%（相对于 19 年营收）/16.67%/14.29%；且累计归母净利润目标（剔除股权激励费用）分别为 5.4 亿元/11.7 亿元/18.9 亿元。（2）**业务单元层面：**业务单元业绩目标分为基准指标和目标指标。当公司目标达标时，员工所属业务单元还需达到基准指标方可解锁，并根据和目标指标间的比例决定最终的解锁比例 X。（3）**个人层面：**公司对个人绩效考核分为 A/B/C 三档，对应的解锁系数 Y 分别为 100%/80%/0%。因此，完成公司层面业绩目标的基础上，激励对象个人各期实际解除额度 = 个人各期额度 × 业务单元层面标准系数（X）× 个人层面标准系数（Y）。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	61.35
一年最低/最高价	57.00/92.89
市净率(倍)	8.63
流通 A 股市值(百万元)	4723.95

基础数据

每股净资产(元)	7.11
资产负债率(%)	18.96
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）：Q3 单季业绩承压，百货直营业务增长，年轻化趋势不减，静待复苏》2020-10-29

2、《丸美股份（603983）：年轻化新品强势赋能，线上稳健增长，研发布局未来》2020-09-07

3、《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

- **科学而合理的多层次目标体系下，预期激励效果显著。**本次股权激励业绩目标首先在公司层面将营收和归母净利相结合，在驱动规模扩张同时兼顾业绩的平衡发展。而本次的业绩目标设定相对稳健合理，有较大的实现概率，激励对象有充分动力完成目标。其次，在公司大目标下结合对业务单元和个人的考核。一来，可以大幅减少有员工仅依赖公司发展的“搭便车”的情况出现；二来，也避免了公司目标完成后的消极怠工；三来，在调动员工自身业务积极性的同时，由于也涉及到业务单元目标，也将调动员工在管理上传导自身的主动性和创造性，从而构建整体公司的积极文化。
- **股权激励费用可控，高效运营可期。**根据草案披露，首次授予的 86.26 万股限制性股票预计需摊销总费用约 2,486.01 万元，20-25 年预计分别增加成本费用 102.84/ 1,234.08/ 736.88/ 361.22/ 51 万元，分别约占 19 年公司总成本费用（营业成本+三费）的 0.08%/ 1.01%/ 0.60%/ 0.29%/ 0.04%，因此对整体的利润率不构成显著影响，同时在股权激励和业绩目标的带动下，激励对象积极性的传导作用有望带动公司运营效率提升。
- **建设“化妆品智能工厂”，继续专注护肤品，打开增长空间。**公司发布公告计划将原“彩妆产品生产建设项目”变更为“化妆品智能制造工厂项目”，新项目建设周期为 24 个月，投资金额自 25,026.35 万元增加至 27,565.34 万元。智能工厂预计新增护肤品产能 3,382.5 吨、彩妆产能 200 吨；完全达产情况下，年产值约 5.96 亿元。从产能布局预计，新智能工厂建设下未来公司仍将专注于护肤品的拓展，并通过新增产能进一步打开增长的空间。
- **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，“东方眼部护理专家”的定位明确，持续推进品牌高端化、年轻化。股权激励有望激活公司组织活力，同时新建智能工厂将有效打开未来增长空间。维持公司 20-22 年总营收 17.5、20.8、24.7 亿元的盈利预测，同比增速分别为-2.7%、18.8%、18.6%；预计公司 20-22 年归母净利润为 5.32、6.13、7.09 亿元，同比增速分别为 3.3%、15.3%、15.6%，对应动态 PE 为 46、40、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	680.00	856.80	1079.57
YOY	3.81%	23.12%	26.00%	26.00%
占比	30.67%	38.80%	41.15%	43.71%
洁肤类				
收入	228.52	165.00	199.24	230.12
YOY	16.14%	-27.80%	20.75%	15.50%
占比	12.69%	9.41%	9.57%	9.32%
护肤类				
收入	993.29	880.00	997.04	1129.65
YOY	21.43%	-11.41%	13.30%	13.30%
占比	55.16%	50.21%	47.89%	45.74%

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%	1.58%	1.39%	1.23%

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	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	20Q2	20Q3	2017	2018	2019
利润表拆分										
营业收入	364.79	450.07	396.73	589.27	370.36	423.36	343.57	1,352.32	1,575.76	1,800.86
yoy	8.9%	14.4%	21.3%	13.3%	1.5%	-5.9%	-13.4%	11.9%	16.5%	14.3%
营业成本	122.59	134.73	131.02	185.12	127.73	129.82	112.71	429.01	498.96	573.46
毛利	242.20	315.33	265.71	404.15	242.63	293.54	230.87	923.31	1,076.80	1,227.40
yoy	9.0%	13.0%	21.4%	13.3%	0.2%	-6.9%	-13.1%	12.9%	16.6%	14.0%
毛利率	66.4%	70.1%	67.0%	68.6%	65.5%	69.3%	67.2%	68.3%	68.3%	68.2%
销售费用	74.87	163.22	127.59	174.76	87.23	153.55	134.96	466.95	534.59	540.45
/总收入	20.5%	36.3%	32.2%	29.7%	23.6%	36.3%	39.3%	34.5%	33.9%	30.0%
管理费用	45.76	64.47	77.76	83.91	44.54	45.86	72.32	67.88	72.54	90.63
/总收入	12.5%	14.3%	19.6%	14.2%	12.0%	10.8%	21.0%	5.0%	4.6%	5.0%
财务费用	-2.40	-7.19	-8.11	-4.67	-5.51	-24.82	-13.63	-12.29	-7.43	-22.37
/总收入	-0.7%	-1.6%	-2.0%	-0.8%	-1.5%	-5.9%	-4.0%	-0.9%	-0.5%	-1.2%
研发费用	8.74	9.29	9.85	16.99	9.96	13.80	11.46	28.30	33.82	44.87
/总收入	2.4%	2.1%	2.5%	2.9%	2.7%	3.3%	3.3%	2.1%	2.1%	2.5%
营业利润	142.57	165.67	119.04	185.37	149.17	176.71	87.98	366.05	484.17	612.65
yoy	22.3%	41.7%	166.9%	-10.1%	4.6%	6.7%	-26.1%	40.6%	32.3%	26.5%
利润总额	142.42	165.29	120.97	185.35	144.06	176.70	88.11	366.64	486.30	614.02
yoy	22.1%	40.2%	164.6%	-10.1%	1.2%	6.9%	-27.2%	34.1%	32.6%	26.3%
所得税	22.45	30.54	18.65	29.55	25.22	27.42	18.31	54.73	74.26	101.20
所得税率	15.8%	18.5%	15.4%	15.9%	17.5%	15.5%	20.8%	14.9%	15.3%	16.5%
净利润	119.96	134.74	102.32	155.79	118.84	149.28	69.80	311.92	412.04	512.82
yoy	25.0%	36.3%	166.7%	-12.9%	-0.9%	10.8%	-31.8%	34.3%	32.1%	24.5%
归母净利润	120.21	136.14	102.75	155.79	118.84	149.28	69.84	311.92	415.28	514.89
yoy	25.3%	37.7%	150.6%	-13.2%	-1.1%	9.7%	-32.0%	34.3%	33.1%	24.0%
归母净利率	33.0%	30.2%	25.9%	26.4%	32.1%	35.3%	20.3%	23.1%	26.4%	28.6%
资产负债表拆分										
现金及现金等价物	1,100.13	1,766.52	1,832.71	2,101.53	1,318.73	2,504.96	2,114.79	1,103.00	1,563.45	2,101.53

/总收入	301.6%	392.5%	462.0%	356.6%	356.1%	591.7%	615.5%	81.6%	99.2%	116.7%
应收账款	4.90	3.42	1.61	1.81	3.20	8.69	6.90	9.17	2.90	1.81
yoy				-37.7%	-34.7%	153.9%	328.1%	-68.7%	-68.4%	-37.7%
应收账款周转率	93.6	164.2	279.6	228.3	148.1	151.2	261.3	70.4	261.2	765.7
流动资产合计	1,835.33	1,999.07	2,917.02	3,128.41	3,084.98	3,238.14	3,177.10	1,300.80	1,790.66	3,128.41
yoy						62.0%	8.9%	13.6%	37.7%	74.7%
固定资产		254.02	251.67	249.27	247.21	248.32	245.94	262.54	260.10	249.27
yoy						-2.2%	-2.3%	-5.8%	-0.9%	-4.2%
固定资产周转率	1.41	1.76	1.57	2.34	1.49	1.70	2.89	5.0	6.0	7.1
无形资产	26.95	27.51	27.00	17.74	17.27	16.92	16.69	17.78	27.64	17.74
yoy						-38.5%	-38.2%	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	322.79	317.63	316.36	307.91	327.64	317.34	349.43	302.15	326.22	307.91
资产总计	2,158.11	2,316.70	3,233.39	3,436.32	3,412.61	3,555.48	3,526.53	1,602.96	2,116.89	3,436.32
yoy				62.3%	58.1%	53.5%	9.1%	8.6%	32.1%	62.3%
总资产周转率	0.17	0.20	0.09	0.20	0.11	0.12	0.21	0.9	0.8	0.6
短期借款						57.20	97.28	0.00	0.00	0.00
应付账款		230.18	267.26	289.80	196.72	217.77	177.54	215.95	273.36	289.80
yoy				6.0%		-5.4%	-33.6%	9.3%	26.6%	6.0%
应付账款周转率		1.02	1.44	2.04	0.53	1.01	1.58	2.1	2.0	2.0
流动负债合计	629.87	652.91	690.84	740.04	598.13	746.62	639.52	619.49	709.39	740.04
非流动负债合计	26.44	27.25	28.58	26.37	25.48	26.95	29.15	23.51	25.64	26.37
负债总计	656.30	680.16	719.42	766.40	623.61	773.56	668.67	643.00	735.02	766.40
所有者权益合计	1,501.81	1,636.54	2,513.97	2,669.92	2,789.00	2,781.92	2,857.87	959.96	1,381.86	2,669.92
现金流量表拆分										
经营性现金流量										
净额	46.99	146.30	90.79	181.45	-18.28	84.79	79.23	356.20	516.69	465.53
yoy	-43.4%	126.8%	-16.5%	-30.3%	-138.9%	-42.0%	-12.7%	67.0%	45.1%	-9.9%
投资性现金流量										
净额	-510.29	520.10	-814.68	105.42	-764.75	1,040.38	-363.19	5.98	-56.24	-699.45
筹资性现金流量										
净额	0.00	0.00	789.97	-17.98	0.00	41.21	-93.92	-200.60	0.00	771.98
现金及现金等价物净增加额	-463.32	666.39	66.19	268.82	-782.80	1,166.40	-378.14	161.53	460.45	538.08

数据来源: wind, 东吴证券研究所

表 3: 公司收入拆分

单位: 百万元	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	20Q2	20Q3	2017	2018	2019
按产品拆分										
营业收入			143.07	190.15	101.22	157.10	146.60	429.43	532.02	552.29
yoy							2.5%	28.7%	23.9%	3.8%
占收入比			36.1%	32.3%	27.3%	37.1%	42.7%	31.8%	33.8%	30.7%
产量 (支) *			2,631,926	3,081,868	1,408,804	1,692,059	1,738,908	242.55	288.40	8,828,857
yoy							-33.9%	45.4%	18.9%	
销量 (支) *			1,856,578	2,797,997	1,667,590	1,685,161	1,913,764	234	289	7,747,238
yoy							3.1%	34.0%	23.6%	
产销率			70.5%	90.8%	118.4%	99.6%	110.1%	96.4%	100.2%	87.7%
单价 (元/支)	78.09	71.20	77.06	67.96	60.70	93.22	76.60	183.71	184.19	71.29
*										
yoy					-22.3%	30.9%	-0.6%	-4.0%	0.3%	
成本							-0.18	114.74	143.43	164.13
毛利			143.07	190.15	101.22	157.10	146.60	314.69	388.59	388.16
yoy							2.5%	27.0%	23.5%	-0.1%
毛利率			36.1%	32.3%	27.3%	37.1%	42.7%	73.3%	73.0%	70.3%
洁肤类										
营业收入			55.35	67.76	47.96	43.43	32.18	186.61	196.77	228.52
yoy							-41.9%	-2.4%	5.4%	16.1%
占收入比			14.0%	11.5%	12.9%	10.3%	9.4%	13.8%	12.5%	12.7%
产量 (支) *			1,613,485	2,119,862	1,407,879	1,219,542	685,524	1,053.72	1,130.32	7,285,301
yoy							-57.5%	0.6%	7.3%	
销量 (支) *			1,551,566	1,865,055	1,478,647	1,217,154	1,012,423	1,077.41	1,112.10	6,940,740
yoy							-34.7%	4.9%	3.2%	
产销率			96.2%	88.0%	105.0%	99.8%	147.7%	102.2%	98.4%	95.3%
单价 (元/支)	26.47	33.73	35.67	36.33	32.43	35.69	31.78	17.32	17.69	32.92
*										
yoy					22.5%	5.8%	-10.9%	-6.9%	2.2%	
成本								66.99	72.47	76.08
毛利								119.62	124.30	152.44
yoy								-2.8%	3.9%	22.6%
毛利率								64.1%	63.2%	66.7%
护肤类										
营业收入			191.18	324.06	218.46	217.66	157.78	733.65	817.98	993.29

yoy							-17.5%	7.6%	11.5%	21.4%
占收入比			48.2%	55.0%	59.0%	51.4%	45.9%	54.3%	51.9%	55.2%
产量（支）*			4,740,978	7,846,061	6,155,258	4,944,968	3,240,574	2,181.46	2,288.66	24,680,135
yoy							-31.6%	14.0%	4.9%	
销量（支）*			4,677,374	7,306,664	6,177,681	5,193,119	3,757,000	2,150.35	2,327.04	23,725,003
yoy							-19.7%	13.2%	8.2%	
产销率			98.7%	93.1%	100.4%	105.0%	115.9%	98.6%	101.7%	96.1%
单价（元/支）										
*	40.01	40.95	40.87	44.35	35.36	41.91	42.00	34.12	35.15	41.87
yoy					-11.6%	2.3%	2.8%	-5.0%	3.0%	19.1%
成本								246.07	272.02	321.41
毛利								487.58	545.96	671.88
yoy								9.2%	12.0%	23.1%
毛利率								66.5%	66.7%	67.6%

彩妆及其他类										
营业收入			7.13	7.29	2.72	5.18	7.01	1.62	26.67	25.90
yoy							-1.7%		1546.3%	-2.9%
占收入比			1.8%	1.2%	0.7%	1.2%	2.0%	0.1%	1.7%	1.4%
销量（支）*							0	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%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

丸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	3,414	4,287	4,732	营业收入	1,801	1,753	2,082	2,470
现金	2,102	2,433	3,221	3,698	减:营业成本	573	550	665	805
应收账款	2	7	5	9	营业税金及附加	20	21	25	30
存货	187	137	223	190	营业费用	540	543	645	766
其他流动资产	838	837	838	835	管理费用	91	70	83	99
非流动资产	308	322	346	323	财务费用	-22	-68	-85	-104
长期股权投资	0	0	0	0	资产减值损失	-14	5	7	6
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	619	716	829
其他非流动资产	41	29	30	29	加:营业外净收支	1	8	10	12
资产总计	3,436	3,736	4,633	5,055	利润总额	614	628	726	841
流动负债	740	667	1,113	1,014	减:所得税费用	101	98	114	134
短期借款	0	0	0	0	少数股东损益	-2	-2	-2	-2
应付账款	290	260	405	401	归属母公司净利润	515	532	613	709
其他流动负债	450	406	708	613	EBIT	551	560	641	737
非流动负债	26	26	26	26	EBITDA	576	581	660	756
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	26	26	26	26					
负债合计	766	693	1,139	1,040	重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	0	-2	-4	-5	每股收益(元)	1.28	1.33	1.53	1.77
					每股净资产(元)	6.66	7.59	8.72	10.03
归属母公司股东权益	2,670	3,045	3,497	4,020	发行在外股份(百万 股)	401	401	401	401
负债和股东权益	3,436	3,736	4,633	5,055	ROIC(%)	17.1%	15.4%	15.3%	15.3%
					ROE(%)	19.2%	17.4%	17.5%	17.6%
现金流量表 (百万 元)					毛利率(%)	68.2%	68.6%	68.1%	67.4%
					销售净利率(%)	28.6%	30.3%	29.4%	28.7%
经营活动现金流	466	434	881	529	资产负债率(%)	22.3%	18.5%	24.6%	20.6%
投资活动现金流	-699	-14	-17	30	收入增长率(%)	14.3%	-2.7%	18.8%	18.6%
筹资活动现金流	772	-88	-76	-82	净利润增长率(%)	24.0%	3.3%	15.3%	15.6%
现金净增加额	538	332	788	477	P/E	47.78	46.27	40.13	34.71
折旧和摊销	25	22	19	18	P/B	9.21	8.08	7.03	6.12
资本开支	6	20	23	-24	EV/EBITDA	37.73	36.80	31.23	26.64
营运资本变动	-45	-27	361	-68					

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、意见及推测不一致的报告。

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，并注明出处为东吴证券研究所，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>