

新品加速&渠道调整，业绩有望改善

丸美股份(603983)

评级:	买入	股票代码:	603983
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	92.89/44.6
目标价格:		总市值(亿)	224.42
最新收盘价:	55.85	自由流通市值(亿)	43.00
		自由流通股数(百万)	77.00

事件概述

丸美股份发布 2020 年年报，全年实现营收 17.45 亿元，同比-3.10%；归母净利润 4.64 亿元，同比-9.81%；扣非后归母净利润 4.04 亿元，同比-10.50%。其中，Q4 单季度营业收入 6.08 亿元，同比+3.13%；归母净利润 1.26 亿元，同比-18.84%；扣非后归母净利润 1.31 亿元，同比-8.34%。四季度收入端恢复正增长，利润端有所下滑。此外，公司拟每 10 股派发现金红利 3.5 元（含税）。

分析判断:

► 收入端：眼部类产品销售额同比增长，护肤及洁肤类产品同比有所下滑

分产品看，2020 年公司眼部类、护肤类、洁肤类、彩妆及其他类产品销售额分别为 6.31、9.01、1.89、0.22 亿元，同比分别+14.18%、-9.25%、-17.10%、-13.40%。分季度看，2020Q4 单季度眼部类、护肤类、洁肤类产品销售额分别为 2.26、3.08、0.66 亿元，同比分别+18.61%、-5.01%、-2.88%；销售量分别为 266.74、671.19、199.96 万支，同比分别-4.67%、-8.14%、+7.21%；平均单价分别为 84.56、45.86、32.91 元/支，同比分别+24.43%、+3.40%、-9.41%，眼部类产品销售同比增长，主要得益于高端化、年轻化战略的持续推进，眼部类新品售价相对较高，带来产品销售均价的提升；护肤类产品销售额有所下滑，主要为销售量的下滑，而公司通过优化产品结构、减少直播等促销活动带来销售均价的提升，降低销量下降对销售额的影响；洁肤类产品销售额略有下滑，主要为公司加大促销力度，套盒及促销引流品占比的上升带来销售均价下降，而销售量的提升一定程度上抵销影响。分渠道看，2020 年公司线上、线下渠道销售额分别为 9.50、7.94 亿元，同比分别+17.59%、-19.98%，线下百货、日化渠道受疫情影响相对明显，而线上渠道公司进行结构优化和组织调整，构建并逐步完善公司直播矩阵，线上渠道加快发展，未来有望成为公司重要增长点之一。

► 利润端：销售费用率提升，盈利能力有所下降

2020 年公司毛利率、净利率分别为 66.20%、26.56%，同比分别-1.96pct、-1.92pct；其中 Q4 单季度毛利率、净利率分别为 63.88%、20.65%，同比分别-4.71pct、-5.79pct。毛利率下降主要为采用新收入准则，与收入相关的运输物流费记入营业成本以及公司促销等活动带来产品毛利率的下降，分产品看，2020 年公司眼部类、护肤类、洁肤类、彩妆及其他类产品毛利率分别为 65.44%、67.63%、62.77%、59.36%，同比分别-4.85pct、-0.01pct、-3.94pct、+3.86pct。净利率下降主要为费用率的提升。2020 年公司期间费用率为 36.42%，同比+0.13pct，其中销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为 32.33%、4.50%、2.87%、-3.29%，同比+2.32pct、-0.53pct、+0.38pct、-2.05pct；Q4 单季度公司期间费用率为 35.26%，同比-1.24pct，其中销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为 30.99%、4.01%、2.46%、-2.20%，同比+1.33pct、-0.74pct、-0.42pct、-1.41pct，销售费用率提升明显，主要为公司加大对品牌高端化和年轻化战略推进，产品品宣、代言人等广告宣传类费用相应增加。

► 新品加速&渠道调整，夯实基础

2020 年公司围绕高端化和年轻化战略加大产品推新力度，推出近百款新品，推出后颇受消费者欢迎，新品收入占比近 20%，有效夯实公司“眼部护理大师”品牌定位，且通过高研发投入，持续性将“生物技术”成果应用于抗衰老护肤领域，为品牌建设奠定了坚实基础。渠道方面，线上线下渠道协同推进，线上渠道方面，公司组建四个线上电商子渠道：包括天猫、唯品会、京东等平台电商；抖音、快手、小红书等内容电商；微信小程序

等社群电商；以及逐渐线上常态化的直播电商，且对线上直播渠道等力度有所下降，规范品牌价格体系；线下渠道方面，加大终端培训和动销推进，线下渠道积极迎击。加大产品推新以及渠道调整，不断夯实基础，有助于公司长远健康稳健发展。

投资建议：

丸美股份作为眼部护肤领域的龙头企业，主品牌“丸美”影响力较强，渠道调整有助于长期发展。考虑到公司目前仍处于调整期，调整此前盈利预测，2021-2022 年营收由此前的 23.77、28.55 亿元调整为 21.12、24.67 亿元；归母净利润由此前的 6.83、8.27 亿元调整为 5.50、6.48 亿元，预计 2023 年公司营收、归母净利润分别为 28.43、7.56 亿元，对应 PE 分别为 41 倍、35 倍、30 倍，维持“买入”评级。

风险提示

行业竞争加剧；产品销售不及预期；渠道发展不及预期。

盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,801	1,745	2,112	2,467	2,843
YoY (%)	14.3%	-3.1%	21.0%	16.8%	15.2%
归母净利润(百万元)	515	464	550	648	756
YoY (%)	24.0%	-9.8%	18.5%	17.7%	16.6%
毛利率 (%)	68.2%	66.2%	67.2%	68.1%	68.6%
每股收益 (元)	1.28	1.16	1.37	1.61	1.88
ROE	19.3%	15.6%	15.6%	15.5%	15.3%
市盈率	43.59	48.32	40.77	34.63	29.69

资料来源：Wind，华西证券研究所

分析师：徐林锋

邮箱：xulf@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519080002

分析师：杨维维

邮箱：yangww@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520080001

分析师：戚志圣

邮箱：qizs@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519100001

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	1,745	2,112	2,467	2,843	净利润	463	548	646	753
YoY (%)	-3.1%	21.0%	16.8%	15.2%	折旧和摊销	21	14	14	14
营业成本	590	694	787	893	营运资金变动	-84	173	52	92
营业税金及附加	18	25	28	32	经营活动现金流	362	703	673	812
销售费用	564	684	802	924	资本开支	-749	-7	-7	-7
管理费用	79	95	113	131	投资	-76	0	0	0
财务费用	-57	-19	-19	-20	投资活动现金流	-782	29	37	46
资产减值损失	-6	0	0	0	股权募资	25	1	0	0
投资收益	36	36	44	53	债务募资	107	0	0	0
营业利润	573	658	780	912	筹资活动现金流	-25	-5	-5	-5
营业外收支	-5	0	0	0	现金净流量	-445	728	705	852
利润总额	567	658	780	912	主要财务指标				
所得税	104	110	134	159	成长能力 (%)				
净利润	463	548	646	753	营业收入增长率	-3.1%	21.0%	16.8%	15.2%
归属于母公司净利润	464	550	648	756	净利润增长率	-9.8%	18.5%	17.7%	16.6%
YoY (%)	-9.8%	18.5%	17.7%	16.6%	盈利能力 (%)				
每股收益	1.16	1.37	1.61	1.88	毛利率	66.2%	67.2%	68.1%	68.6%
资产负债表 (百万元)					净利率率	26.6%	25.9%	26.2%	26.5%
货币资金	1,670	2,398	3,103	3,955	总资产收益率 ROA	12.2%	12.1%	12.2%	12.2%
预付款项	32	29	35	42	净资产收益率 ROE	15.6%	15.6%	15.5%	15.3%
存货	138	189	219	234	偿债能力 (%)				
其他流动资产	841	840	842	844	流动比率	3.41	3.43	3.83	4.19
流动资产合计	2,682	3,457	4,199	5,075	速动比率	3.19	3.22	3.60	3.96
长期股权投资	50	50	50	50	现金比率	2.12	2.38	2.83	3.26
固定资产	244	238	232	225	资产负债率	20.9%	22.2%	20.8%	19.8%
无形资产	19	19	19	18	经营效率 (%)				
非流动资产合计	1,113	1,107	1,101	1,095	总资产周转率	0.46	0.46	0.47	0.46
资产合计	3,795	4,564	5,300	6,170	每股指标 (元)				
短期借款	107	107	107	107	每股收益	1.16	1.37	1.61	1.88
应付账款及票据	253	343	375	416	每股净资产	7.41	8.78	10.40	12.28
其他流动负债	427	557	614	689	每股经营现金流	0.90	1.75	1.68	2.02
流动负债合计	787	1,007	1,096	1,212	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0	0	0	0	估值分析				
其他长期负债	8	8	8	8	PE	48.32	40.77	34.63	29.69
非流动负债合计	8	8	8	8	PB	7.05	6.36	5.37	4.55
负债合计	794	1,014	1,104	1,220					
股本	401	402	402	402					
少数股东权益	23	20	18	15					
股东权益合计	3,001	3,550	4,196	4,950					
负债和股东权益合计	3,795	4,564	5,300	6,170					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师与研究助理简介

徐林锋：轻工行业首席分析师。2019年7月加盟华西证券，8年从业经验。浙江大学金融学硕士，南开大学管理学学士。曾就职于中金公司等券商研究所，所在团队获2015年新财富第5名。

戚志圣：轻工行业分析师。2019年9月加盟华西证券，4年从业经验。英国克兰菲尔德大学金融学硕士。曾就职于东海证券、太平洋证券。

杨维维：轻工行业分析师。2020年7月加盟华西证券，3年从业经验。厦门大学资产评估硕士，重庆大学管理学学士。

分析师承诺

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，保证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理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。