

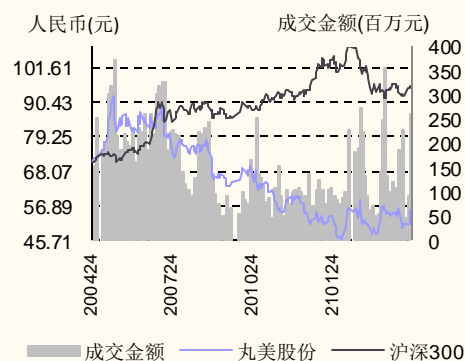
丸美股份 (603983.SH) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 55.85 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	4.02
已上市流通 A 股(亿股)	0.77
总市值(亿元)	224.42
年内股价最高最低(元)	92.18/45.71
沪深 300 指数	5135
上证指数	3474



20Q4 收入恢复正增长，期待改革进一步显效

公司基本情况(人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,801	1,745	2,168	2,533	2,913
营业收入增长率	14.28%	-3.10%	24.25%	16.85%	14.99%
归母净利润(百万元)	515	464	543	633	728
归母净利润增长率	23.99%	-9.81%	16.86%	16.71%	14.86%
摊薄每股收益(元)	1.284	1.158	1.35	1.58	1.81
每股经营性现金流净额	1.16	0.87	1.72	1.89	2.15
ROE(归属母公司)(摊薄)	19.28%	15.60%	16.43%	17.20%	17.66%
P/E	46.75	45.08	41.35	35.43	30.85
P/B	9.02	7.03	6.79	6.09	5.45

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- **20Q4 现环比小幅改善，全年营收降 3.10%、净利降 9.81%**：4 月 23 日发布年报，20 年全年 17.45 亿元、同降 3.10%，归母净利 4.64 亿元、同降 9.81%，扣非净利 4.04 亿元、同降 10.50%，EPS 1.16 元、每股派现金红利 0.35 元。分季度看，20Q4 收入同增 3.13%、已经恢复正向小幅增长，净利同降 8.34%、仍小幅下滑但下滑幅度环比缩小。

经营分析

- **分渠道看：线上贡献全年增长、占比提升，线下 Q4 降幅环比收窄**。20 年线上同增 17.59%（其中直营增 31.62%、推算分销低双位数增长）、占比提升至 55%，其中 Q4 增速较前三季度未有提升；20 年线下同降 19.98%（百货及日化下滑较多、美容院增 2.77%），其中 Q4 降幅收窄、环比有所改善。
- **分品类和产品看：眼部类产品表现较好**。20 年眼部/护肤/洁肤/彩妆及其他分别+14.18/-9.25/-17.10/-13.40%，主品牌/其他品牌分别持平/略有下滑。眼部产品增速相对较高，主品牌占比仍达 95% 以上。
- **盈利能力下滑，营运指标稳健**：新准则影响毛利率降 1.95PCT 至 66.20%，销售费用率升、管理及财务费用率降、期间费用率总体稳定，净利率 26.61%（-1.98PCT）预计为营销投放增多所致。存货/应收账款周转稳健。
- **积极调整迎合行业变化**：加速上新速度、20 全年推新近百款、新品营收贡献近 20%、未来将继续打造极致大单品；线上直营能力不断增强，对电商渠道进行结构优化及组织调整，将电商分为平台/内容/社群/直播电商等进行精细化运作，完善品牌达人矩阵；研发上不断加强内外部合作、研发部门下设五大研发中心（基础/高新/应用/功效测评/东京技术中心等）；积极推进数字化转型及人才梯队搭建、组织建设优化等。此外，成立两期产业基金，推进产业生态布局、为公司实现多品牌、多品类战略奠定基础。

投资建议

- **投资建议**：公司为知名本土中高端眼部护理公司，盈利能力出色，目前业绩仍待进一步修复，公司已在产品/渠道/研发/营销等多维度改革，未来有望借助品牌影响力恢复快速发展。原盈利预测未充分考虑疫情影响，下调 21~23 年原盈利预测 20.54%、19.82%，新增 23 年盈利预测，预计 21~23 年 EPS 1.35/1.58/1.81 元，对应 21~23 年 PE 分别为 41/35/31 倍，维持“买入”。
- **风险提示**：新品销售不及预期、营销投放效率不及预期等。

相关报告

1. 《营收+1%，扣非净利-10%，疫情下保持韧性》，2020.4.29

李婕 分析师 SAC 执业编号：S1130520110003
lijie6@gjzq.com.cn

罗晓婷 分析师 SAC 执业编号：S1130520120001
luoxiaoting@gjzq.com.cn

1、业绩概况

20Q4 现环比小幅改善，全年营收降 3.10%、净利降 9.81%。公司 4 月 23 日公告 20 年实现营收 17.45 亿元、同降 3.10%，归母净利 4.64 亿元、同降 9.81%，扣非归母净利 4.04 亿元、同降 10.50%，EPS 1.16 元、每股派现金红利 0.35 元。

分季度看，20Q1~20Q4 收入增速分别为 1.53%、-5.93%、-13.40%、3.13%，净利增速分别为-1.14%、9.66%、-32.03%、-18.84%，扣非净利增速分别为-9.59%、12.91%、-40.26%、-8.34%。20Q4 收入已经恢复正向小幅增长，净利仍小幅下滑主要为毛利率降、但下滑幅度环比缩小。

2、财务分析

- **收入分拆：线上及眼部类产品贡献全年主要增长，线下 20Q4 有所改善、全年降幅收窄**

分渠道看：20 年线上 9.50 亿元（占比 54.59%）、同增 17.59%，对比前三季度电商 18.5%的增速，推测 20Q4 线上渠道增速环比未有提升。线上细分渠道看，20 年线上直营同增 31.62%、推算线上分销低双位数增长。

20 年线下 7.94 亿元、同降 19.98%，对比前三季度线下 24.82%的降幅，推测 20Q4 线下有所改善，细分渠道看，20 年百货与日化受影响相对明显，美容院渠道表现坚挺、小幅增长 2.77%。

分品类看，20 年眼部类产品同增 14.18%、护肤类同降 9.25%、洁肤类同降 17.10%、彩妆及其他同降 13.40%。

分品牌看：20 年主品牌贡献 95.06%营收，同比基本持平；预计其他小品牌略有下滑。

- **盈利能力：毛利率降、费用率稳定、净利率降**

毛利率：20 年毛利率为 66.20%(-1.95PCT)、分季度看主要 20Q4 同比下降较多，主要为新收入准则下、与收入相关的物流运输费用计入成本所致。

费用率：20 年期间费用率总体稳定，其中销售费用率升、管理（含研发）费用率略降、财务费用率降。20 年销售费用率 32.33% (+2.32PCT)、管理（含研发）费用率 7.38% (-0.15PCT)、财务费用率-3.29% (-2.04PCT)。

净利率：20 年净利率 26.61% (-1.98PCT)，同比下降主要为毛利率下降拖累，而毛利率下降为会计准则变更影响，剔除会计准则影响、预计净利率下滑根本原因为营销投放增多所致。

- **营运能力：存货与应收账款周转总体稳健**

存货：20 年底存货 1.38 亿元、较期初减 26.05%；20 年存货周转天数 99 天、与上一年持平。

应收账款：20 年应收账款 522 万元、较期初增加 189.35%，应收账款周转天数为 0.73 天、较上一年增加 0.26 天。

现金流：20 年经营活动现金流量净额为 3.62 亿元、同降 22.17%，降幅超收入，其中购买商品、提供劳务收现金同降 8.08%。

3、投资建议

公司积极调整迎合行业变化：加速上新速度、20 全年推新近百款、新品营收贡献近 20%、未来将继续打造极致大单品；线上直营能力不断增强，对电商渠道进行结构优化及组织调整，将电商分为平台电商、内容电商、社群电商、直播电商等进行精细化运作，完善品牌达人矩阵；在研发上不断加强内外部合作、公司研发部门下设五大研发中心（基础研究/高新研究/应用研究/功效测评/东京技术中心等）；此外，公司还积极推进数字化转型及人才梯队搭建、组织建设优化等。

公司积极推进美和健康领域的产业生态布局，已经成立两期产业基金，投资了护肤品新锐品牌“谷雨”、功能性护肤品牌“菜鸟和配方师”、健康代餐品牌“smeal”、时尚咖啡品牌“永璞”等，同时投资了 MCN 机构“本新”、“白兔视频”，投资项目的稳健推进，也为公司实现多品牌、多品类战略奠定基础。

20 年 12 月公司推出限制性股权激励计划，考核 21~23 年收入及净利（折算为同比增速，业绩目标为 21~23 年收入增速分别不低于 23.78%/16.67%/14.29%，净利增速不低于 16.38%/16.67%/14.29%），彰显未来发展信心。

公司为知名本土中高端眼部护理公司，盈利能力对比同业出色，运营指标稳健，目前业绩仍待进一步修复，公司已经在产品、渠道、研发、营销等多维度改革，未来有望借助品牌影响力恢复快速发展。原盈利预测未充分考虑疫情对公司业绩的影响程度，下调 21~23 年原盈利预测 20.54%、19.82%，新增 23 年盈利预测，预计 21~23 年 EPS 为 1.35 /1.58/1.81 元，对应 21~23 年 PE 分别为 41/35/31 倍，维持“买入”评级。

4、风险提示

新品销售不及预期；营销投放效率不及预期。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	1,576	1,801	1,745	2,168	2,533	2,913	货币资金	1,563	2,102	1,670	2,594	2,894	3,259
增长率		14.3%	-3.1%	24.2%	16.8%	15.0%	应收账款	5	6	9	9	11	12
主营业务成本	-499	-573	-590	-722	-836	-959	存货	129	187	138	198	229	263
%销售收入	31.7%	31.8%	33.8%	33.3%	33.0%	32.9%	其他流动资产	94	834	865	863	868	874
毛利	1,077	1,227	1,155	1,446	1,697	1,954	流动资产	1,791	3,128	2,682	3,664	4,002	4,407
%销售收入	68.3%	68.2%	66.2%	66.7%	67.0%	67.1%	%总资产	84.6%	91.0%	70.7%	87.0%	84.4%	82.8%
营业税金及附加	-21	-20	-18	-11	-13	-15	长期投资	5	5	54	54	54	54
%销售收入	1.3%	1.1%	1.1%	0.5%	0.5%	0.5%	固定资产	260	249	246	429	602	764
销售费用	-535	-540	-564	-715	-849	-973	%总资产	12.3%	7.3%	6.5%	10.2%	12.7%	14.4%
%销售收入	33.9%	30.0%	32.3%	33.0%	33.5%	33.4%	无形资产	44	25	40	63	81	94
管理费用	-73	-91	-79	-87	-101	-117	非流动资产	326	308	1,113	547	737	913
%销售收入	4.6%	5.0%	4.5%	4.0%	4.0%	4.0%	%总资产	15.4%	9.0%	29.3%	13.0%	15.6%	17.2%
研发费用	-34	-45	-50	-65	-76	-87	资产总计	2,117	3,436	3,795	4,210	4,739	5,321
%销售收入	2.1%	2.5%	2.9%	3.0%	3.0%	3.0%	短期借款	0	0	107	0	0	0
息税前利润 (EBIT)	415	531	444	568	658	762	应付款项	446	495	337	515	746	695
%销售收入	26.3%	29.5%	25.4%	26.2%	26.0%	26.2%	其他流动负债	264	245	343	339	257	452
财务费用	7	22	57	41	57	64	流动负债	709	740	787	854	1,003	1,148
%销售收入	-0.5%	-1.2%	-3.3%	-1.9%	-2.2%	-2.2%	长期贷款	0	0	0	0	0	0
资产减值损失	-3	-14	6	0	0	0	其他长期负债	26	26	8	30	30	30
公允价值变动收益	0	6	-3	0	0	0	负债	735	766	794	884	1,033	1,178
投资收益	25	27	36	30	30	30	普通股股东权益	1,375	2,670	2,978	3,303	3,683	4,120
%税前利润	5.2%	4.4%	6.4%	4.7%	4.0%	3.5%	其中：股本	360	401	401	401	401	401
营业利润	484	613	573	638	745	856	未分配利润	832	1,319	1,622	1,948	2,328	2,764
营业利润率	30.7%	34.0%	32.8%	29.4%	29.4%	29.4%	少数股东权益	7	0	23	23	23	23
营业外收支	2	1	-5	0	0	0	负债股东权益合计	2,117	3,436	3,795	4,210	4,739	5,321
税前利润	486	614	567	638	745	856	比率分析						
利润率	30.9%	34.1%	32.5%	29.4%	29.4%	29.4%		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
所得税	-74	-101	-104	-96	-112	-128	每股指标						
所得税率	15.3%	16.5%	18.3%	15.0%	15.0%	15.0%	每股收益	1.15	1.28	1.16	1.35	1.58	1.81
净利润	412	513	463	543	633	728	每股净资产	3.82	6.66	7.43	8.22	9.17	10.25
少数股东损益	-3	-2	-1	0	0	0	每股经营现金净流	1.44	1.16	0.87	1.72	1.89	2.15
归属于母公司的净利润	415	515	464	543	633	728	每股股利	0.43	0.59	0.72	0.54	0.63	0.73
净利率	26.4%	28.6%	26.6%	25.0%	25.0%	25.0%	回报率						
							净资产收益率	30.20%	19.28%	15.60%	16.43%	17.20%	17.66%
							总资产收益率	19.62%	14.98%	12.24%	12.89%	13.37%	13.67%
							投入资本收益率	25.44%	16.61%	11.66%	14.51%	15.10%	15.64%
							增长率						
							主营业务收入增长率	16.52%	14.28%	-3.10%	24.25%	16.85%	14.99%
							EBIT增长率	21.01%	27.97%	-16.40%	27.92%	15.95%	15.78%
							净利润增长率	33.14%	23.99%	-9.81%	16.86%	16.71%	14.86%
							总资产增长率	32.06%	62.33%	10.44%	10.94%	12.56%	12.27%
							资产管理能力						
							应收账款周转天数	1.4	0.5	0.7	0.7	0.7	0.7
							存货周转天数	88.4	100.6	100.7	100.0	100.0	100.0
							应付账款周转天数	100.0	179.2	167.9	170.0	171.0	173.0
							固定资产周转天数	60.2	50.5	51.0	71.9	86.4	95.5
							偿债能力						
							净负债/股东权益	-113.1%	-108.5%	-79.4%	-102.7%	-100.2%	-98.5%
							EBIT利息保障倍数	-55.8	-23.7	-7.7	-14.0	-11.6	-12.0
							资产负债率	34.72%	22.30%	20.93%	21.00%	21.79%	22.13%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	1	7	12	54
增持	1	6	9	14	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	2.00	1.86	1.56	1.54	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2019-07-18	买入		45.70~45.70
2	2019-08-29	买入	48.88	N/A
3	2019-10-30	买入	63.90	N/A
4	2020-04-22	买入	73.75	N/A
5	2020-04-29	买入	72.70	N/A

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402