

零售

丸美股份 (603983.SH)

维持评级

报告原因：年报点评

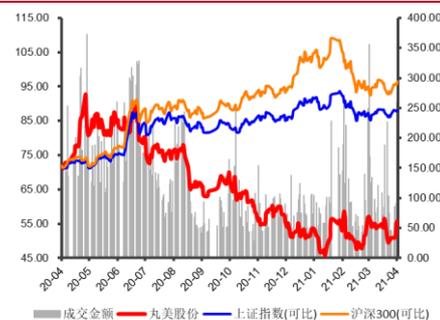
单 Q4 营收恢复增长，线上直营渠道快速增长

增持

2021 年 4 月 24 日

公司研究/点评报告

公司近一年市场表现



市场数据：2021 年 4 月 23 日

收盘价(元):	55.85
年内最高/最低(元):	92.47/44.60
流通 A 股/总股本(亿):	0.77/4.02
流通 A 股市值(亿):	43
总市值(亿):	224

基础数据：2020 年 12 月 31 日

基本每股收益	1.16
每股净资产(元):	7.43
净资产收益率:	16.45%

分析师：谷茜

执业登记编码：S0760518060001

Tel: 0351-8686775

Email: guqian@sxzq.com

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国

际中心七层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

事件描述

- 公司于近日发布 2020 年年度报告，2020 年公司实现营业收入 17.45 亿元，同比下降 3.10%；归属于上市公司股东的净利润为 4.64 亿元，同比下降 9.81%。

事件点评

- 疫情冲击线下销售，单 Q4 营收端恢复增长。**2020 年受疫情冲击线下渠道销售影响，公司营收和利润同比均呈下降。分季度看，Q3 营业收入同比下降 13.30%，主要受到护肤和洁肤类产品销售同比下降影响，但 Q4 营收同比提升 3.13%，环比改善，主要受到眼部产品销售同比抬升影响；归母净利润方面，Q3/Q4 同比分别下降 32.03%/18.84%，降幅环比收窄，主要受到 Q4 期间费率同比下降的影响。20 年公司毛利率为 66.20%，同比下降 1.96pct，主要系根据新收入准则，与收入相关的运输物流费记入营业成本所致。2020 年公司销售/管理/财务费用率分别是 32.33%/4.50%/-3.29%，其中销售费率同比提升 2.32pct，主要系加大社媒投放带来广告宣传费用同比提升影响；管理费率同比下降 0.53pct，主要来自中介费用同比减少及疫情减免政策减少社保等费用所致；财务费率同比下降 2.04pct，主要系定存利息收入增加及外币借款汇兑损益变动所致。20 年公司经营活动现金流同比减少 22.17%，降幅较年中大幅收窄，主要受到营收下降导致销售产品收到现金减少影响。
- 良好执行爆品策略，积极迎合社交新媒体。**公司遵循品牌心智及对消费者洞察针对性设计产品和研发配方，加快新品上市进度，全渠道产品和渠道专供品有序推进。2020 年公司共推出近百款新品，从新品上市期到导入期到销售期完整链路有策略行动，新品收入占比近 20%。公司 20 年成功打造年度爆品“小红笔”眼霜，全年实现约 62 万支销量，营收同比提升 14.15%，良好的执行了超级爆品加小爆品滚动推行的策略。2020 年，面对快速兴起的新兴营销环境，公司新设社交媒体部和新兴渠道部，重点投放从原来的传统媒体转向于更加碎片化、复合多元的社交新媒体，充分运用小红书、抖音、B 站等社交平台属性，结合 IP 联名等多种营销方式，不断积累和沉淀用户关系提升用户体验，对年轻消费群体实现高效触达，有效推进了丸美品牌年轻化。但子品牌春纪和恋火品牌受疫情冲击较大。
- 线上渠道快速增长，线下渠道有所承压。**2020 年线上线下销售场景分化加速，公司线上渠道实现营业收入 9.50 亿元，同比增长 17.59%，其



中线上直营同比增长 31.62%；线上营收占比为 54.49%，同比提升 9.59pct，并首次超过线下渠道占比，线上业务发展是公司未来业绩增长的重要引擎。年内公司对线上渠道进行了结构优化和组织调整，并分渠道分小组逐步完善团队配置。公司加强了对自营的“丸美天猫官方旗舰店”的运营和管控，积极有效运用其全网全渠道重要品宣窗口的战略属性。2020 年公司线下渠道承压，实现营收 7.94 亿元，同比下降 19.98%，其中百货、日化渠道受影响相对明显，美容院渠道表现坚挺，小幅增长 2.77%。

### 投资建议

- 公司坚持“科技+品牌+数智”的运营模式，踏实做好产品研发、品牌建设和数字化转型。对外公司以用户为核心，积极推进品牌年轻化、拥抱渠道变革、发力营销创新，线上渠道占比超过线下；对内坚持以人为本，持续迭代优化，搭建人才梯队，推进薪酬改革，推出股权激励，有效激发组织活力。我们看好公司以用户至上、卓越产品、精耕市场和精细运营四大战略为主轴，线上线下各渠道协同推进的能力，预计 2021-2023 年 EPS 分别为 1.38/1.64/1.93 元，对应公司 4 月 23 日收盘价 55.85 元，2021-2023 年 PE 分别为 40.43X/34.02X/28.89X，维持“增持”评级。

### 存在风险

- 疫情对经营产生的不确定性影响；市场竞争日益加剧；经销模式的风险；渠道结构变革风险。

表 1 公司盈利能力变化情况

	2019	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020
营业总收入（亿元）	18.01	3.70	7.94	11.37	17.45
同比（%）	14.28%	1.53%	-2.59%	-6.13%	-3.10%
营业成本	5.73	1.28	2.58	3.70	5.90
毛利率（%）	68.16%	65.51%	67.55%	67.44%	66.20%
销售费用	5.40	0.87	2.41	3.76	5.64
管理费用	0.91	0.15	0.30	0.54	0.79
研发费用	0.45	0.10	0.24	0.35	0.50
财务费用	-0.22	-0.06	-0.30	-0.44	-0.57
期间费用率	36.29%	28.76%	33.31%	37.04%	36.42%
净利润	5.13	1.19	2.68	3.38	4.63
归母净利润	5.15	1.19	2.68	3.38	4.64
同比（%）	23.99%	-1.14%	4.60%	-5.88%	-9.81%
扣非后归母净利润	4.51	1.08	2.19	2.73	4.04
同比（%）	25.95%	-9.59%	0.59%	-11.49%	-10.50%
每股收益：					
基本每股收益	1.3700	0.3000	0.6700	0.8400	1.1600
稀释每股收益	1.3700	0.3000	0.6700	0.8400	1.1600

数据来源：Wind, 山西证券研究所

表 2 公司主营业务构成及渠道布局情况

	营业收入（亿元）	营收占比	营收同比增减	毛利率	毛利率同比增减
主营业务收入	17.44	99.94%	-2.59%	66.20%	-1.96%
分产品					
护肤类	9.01	51.66%	-9.25%	67.63%	-0.01%
眼部类	6.31	36.14%	14.18%	65.44%	-4.84%
洁肤类	1.89	10.86%	-17.10%	62.77%	-3.94%
彩妆及其他类	0.22	1.29%	-13.40%	59.36%	3.86%
分渠道					
线上渠道	9.50	54.44%	17.59%		
线下渠道	7.94	45.50%	-19.98%		

数据来源：公司年报, 山西证券研究所

表 3 2020 年公司主要产品产销量及收入实现情况

主要产品	销量（万支）	营业收入(万元)	收入占比	同比变动
眼部类	793	63,045.81	36.62%	14.15%
护肤类	2,184	90,172.02	52.38%	-9.22%
洁肤类	571	18,938.01	11.00%	-17.13%
合计	3,548	172,155.83		-2.96%

数据来源：公司经营数据公告, 山西证券研究所

资产负债表 单位:百万元

会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	2,682	4,392	6,451	9,555
现金	1,670	3,313	5,343	8,395
应收账款	9	8	10	12
其他应收款	4	4	5	6
预付账款	32	40	50	63
存货	138	191	224	248
其他流动资产	829	837	819	831
<b>非流动资产</b>	1,113	(401)	(2,528)	(6,069)
长期投资	50	50	50	50
固定资产	244	229	213	198
无形资产	19	17	16	15
其他非流动资产	801	(697)	(2,807)	(6,332)
<b>资产总计</b>	3,795	3,991	3,923	3,486
<b>流动负债</b>	787	389	(392)	(1,698)
短期借款	107	102	95	82
应付账款	253	341	379	438
其他流动负债	427	(54)	(866)	(2,218)
<b>非流动负债</b>	8	47	104	198
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	8	47	104	198
<b>负债合计</b>	794	437	(288)	(1,499)
少数股东权益	23	20	18	15
股本	401	402	402	402
资本公积	754	754	754	754
留存收益	1,823	2,378	3,037	3,814
归属母公司股东权益	2,978	3,534	4,194	4,970
<b>负债和股东权益</b>	3,795	3,991	3,923	3,486

现金流量表 单位:百万元

会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	362	1,613	1,995	3,011
净利润	463	555	660	777
折旧摊销	21	17	17	17
财务费用	(6)	(5)	(12)	(21)
投资损失	(36)	(29)	(31)	(32)
营运资金变动	(616)	1,075	1,364	2,274
其他经营现金流	536	(0)	(3)	(3)
<b>投资活动现金流</b>	(782)	29	31	32
资本支出	0	0	0	0
长期投资	(50)	0	0	0
其他投资现金流	(732)	29	31	32
<b>筹资活动现金流</b>	(25)	1	4	9

利润表 单位:百万元

会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	1,745	2,082	2,442	2,893
营业成本	590	690	797	939
营业税金及附加	18	23	27	32
销售费用	564	650	763	916
管理费用	79	96	120	143
财务费用	(57)	(5)	(12)	(21)
资产减值损失	(6)	3	(0)	(0)
公允价值变动收益	(3)	0	0	0
投资净收益	36	29	31	32
<b>营业利润</b>	573	655	778	916
营业外收入	0	0	0	0
营业外支出	5	5	5	5
<b>利润总额</b>	567	650	773	911
所得税	104	97	116	137
<b>净利润</b>	463	552	657	774
少数股东损益	(1)	(3)	(2)	(3)
<b>归属母公司净利润</b>	464	555	660	777
<b>EBITDA</b>	546	667	783	911
<b>EPS (元)</b>	1.16	1.38	1.64	1.93

主要财务比率

会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>				
营业收入	-3.10%	19.34%	17.28%	18.45%
营业利润	-6.55%	14.43%	18.81%	17.68%
归属于母公司净利润	-9.81%	19.52%	18.83%	17.78%
<b>获利能力</b>				
毛利率(%)	66.20%	66.86%	67.37%	67.53%
净利率(%)	26.61%	26.65%	27.01%	26.85%
ROE(%)	15.44%	15.54%	15.61%	15.53%
ROIC(%)	-166.44%	-362.29%	97.76%	51.58%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率(%)	20.93%	10.94%	-7.35%	-43.01%
净负债比率(%)	-30.11%	-73.87%	#####	#####
流动比率	3.41	11.28	(16.44)	(5.63)
速动比率	3.23	10.79	(15.87)	(5.48)
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.48	0.53	0.62	0.78
应收账款周转率	496.45	429.60	515.70	484.86
应付账款周转率	6.43	7.01	6.78	7.08
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	1.16	1.38	1.64	1.93



短期借款	107	(5)	(8)	(12)	每股经营现金流(最新摊薄)	0.90	4.01	4.96	7.49
长期借款	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	7.41	8.79	10.44	12.37
普通股增加	0	1	0	0	估值比率				
资本公积增加	0	0	0	0	P/E	48.3	40.4	34.0	28.9
其他筹资现金流	(132)	5	12	21	P/B	7.5	6.4	5.4	4.5
现金净增加额	(445)	1,643	2,030	3,052	EV/EBITDA	32.59	29.34	25.17	22.24

数据来源：Wind, 山西证券研究所

### 分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

### 投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准。

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20% 以上  
增持： 相对强于市场表现 5~20%  
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动  
减持： 相对弱于市场表现 5% 以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现  
中性： 行业与整体市场表现基本持平  
看淡： 行业弱于整体市场表现

### 免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

### 山西证券研究所：

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层  
电话：0351-8686981  
<http://www.i618.com.cn>

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海  
国际中心七层  
电话：010-83496336

