

丸美股份 (603983)

证券研究报告

2021年04月27日

疫情影响线下致 20 年业绩承压，科技+品牌+数智促品牌年轻化

1. 事件

公司公告，公司 2020 年实现营收 17.45 亿元，同比下降 3.1%；归母净利润 4.64 亿元，同比下降 9.81%，扣非后归母净利润 4.04 亿元，同比下降 10.5%。20Q4 实现营收 6.08 亿元，同比增长 3.13%；归母净利润为 1.26 亿元，同比下降 18.84%，扣非后归母净利润 1.31 亿元，同比下降 8.3%。

2. 点评

2.1. 营收：2020 营收同比降 3.1%，线上占比提升 9.59pcts

2020 年实现营收 17.45 亿元，同比下降 3.1%。分季度看，2020Q1/Q2/Q3/Q4 实现营收 3.7/4.23/3.44/6.08 亿元，分别同比+1.53%/-5.93%/-13.4%/+3.13%。

① 分渠道：线上渠道营收同比增长 17.59%，占比提升至 54.49%，其中线上直营同比增长 31.62%，细分平台、内容、社群、直播四大电商业渠道，引进专业运营人才积极精细化运营。线下渠道同比下降 19.98%承压，占比 45.51%，其中百货、日化渠道受影响相对明显，美容院渠道小幅增长 2.77%。② 分品类：护肤类营收同比减少 9.25%，占比 51.66%；眼部类营收同比增加 14.18%，占比 36.14%，同比提升 5.47Pcts；洁肤类营收同比下降 17.10%，占比 10.86%；彩妆类营收同比下降 13.40%，占比 1.29%。

2.2. 毛利率：毛利率降 1.97Pcts 至 66.19%

2020 年公司毛利率 66.2%，同比下降 1.95Pcts，我们判断主要系新收入准则下系物流运输费用计入成本所致；从品类来看，20 年眼部/护肤/洁肤/彩妆及其他类毛利率分别同比-4.85%/-0.01%/-3.94%/+3.86pcts。2020Q4 毛利率 63.88%，同比下降 4.7Pcts。

2.3. 期间费用：管理&财务费用率双降，期间费用率增 0.13Pcts 至 36.42%

2020 年公司期间费用率（含研发费用）36.42%，同比上升 0.13Pcts；其中销售费用率 32.33%，同比上升 2.32Pcts；管理费用率 4.5%，同比下降 0.53Pcts；财务费用率 -3.29%，同比下降 2.04Pcts，公司以 11.78%的增长速度加大研发投入，五大研究中心同步推进

2.4. 净利润：2020 归母净利润-9.81%YoY，扣非归母净利润-10.50%YoY

公司 2020 年归母净利润 4.64 亿元，同比下降 9.81%。公司 2020Q1/Q2/Q3/Q4 归母净利润分别为 1.19/1.49/0.7/1.26 亿元，分别同比-1.14%/+9.66%/-32.03%/-18.84%。公司 2020 年净利率 26.56%，同比下降 1.92Pcts，2020Q4 净利率为 20.65%，同比下降 5.79Pcts。

2.5 现金流：现金流-22.24%YoY，存货-26.21%YoY

2020 年经营性现金流净额 3.62 亿元，同比下降 22.24%，主要系经本期销售商品收到的现金减少所致。从存货来看，本期末存货 1.38 亿元，同比降 26.21%。

投资建议：丸美是眼部护理专家，更是抗衰老的大师，公司致力于皮肤科学研究，遵循“科技+品牌+数智”运营模式，“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，内部组织结构不断优化，激励机制激发组织活力。

盈利预测：预计 21/22 年净利润 6.1/7 亿元，维持“买入”评级。

风险提示：新品不及预期，消费者消费需求下降，渠道结构变革风险

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,800.86	1,744.99	2,207.41	2,604.75	2,961.60
增长率(%)	14.28	(3.10)	26.50	18.00	13.70
EBITDA(百万元)	638.47	546.32	697.95	811.40	891.71
净利润(百万元)	514.89	464.40	610.70	700.61	766.29
增长率(%)	23.99	(9.81)	31.50	14.72	9.37
EPS(元/股)	1.28	1.16	1.52	1.74	1.91
市盈率(P/E)	43.59	48.32	36.75	32.03	29.29
市净率(P/B)	8.41	7.54	6.36	5.43	4.64
市销率(P/S)	12.46	12.86	10.17	8.62	7.58
EV/EBITDA	33.10	32.54	26.13	22.54	18.79

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	化工/化学制品
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	56.45 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	401.82
流通 A 股股本(百万股)	77.00
A 股总市值(百万元)	22,682.72
流通 A 股市值(百万元)	4,346.65
每股净资产(元)	7.43
资产负债率(%)	20.93
一年内最高/最低(元)	92.89/44.60

作者

刘章明 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516060001
liuzhangming@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《丸美股份-半年报点评:电商变革持续推动,高科技新品牌&投资品牌赋能&跨境代理值得期待》 2020-09-04
- 《丸美股份-季报点评:电商带动 20Q1 逆势稳增,线上变革打开成长空间》 2020-04-30
- 《丸美股份-年报点评报告:19 业绩+24%延续稳定增长,线上发力打开电商空间》 2020-04-23

1. 事件

公司公告，公司 2020 年实现营收 17.45 亿元，同比下降 3.1%；归母净利润 4.64 亿元，同比下降 9.81%，扣非后归母净利润 4.04 亿元，同比下降 10.5%。20Q4 实现营收 6.08 亿元，同比增长 3.13%；归母净利润为 1.26 亿元，同比下降 18.84%，扣非后归母净利润 1.31 亿元，同比下降 8.3%。

2. 点评

2.1. 营收：2020 营收同比降 3.1%，线上占比提升 9.59pcts

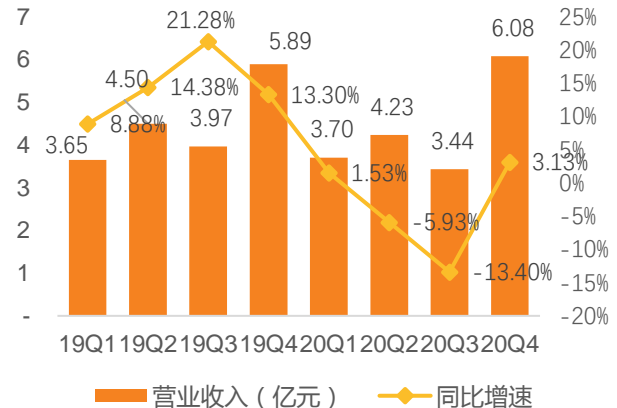
2020 年实现营收 17.45 亿元，同比下降 3.1%。分季度看，2020Q1/Q2/Q3/Q4 实现营收 3.7/4.23/3.44/6.08 亿元，分别同比+1.53%/-5.93%/-13.4%/+3.13%。2020 年，公司共推出近百款新品，新品收入占比近 20%；丸美多重胜肽紧致淡纹眼霜全年实现约 62 万支销量，成为年度爆款王；春纪和恋火品牌虽受疫情冲击较大，但仍积极应对。

图 1：公司 2020 年营业收入，同比降 3.1%



资料来源：Wind，天风证券研究所

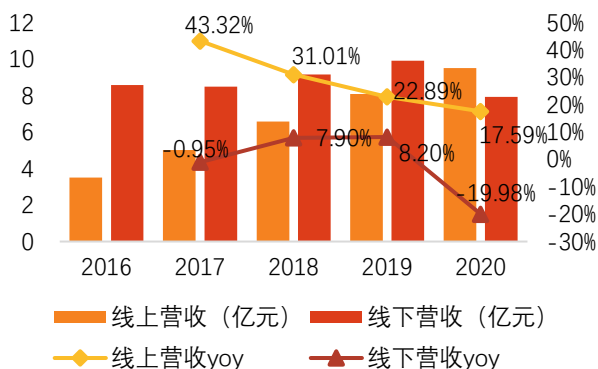
图 2：公司分季度营收及增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

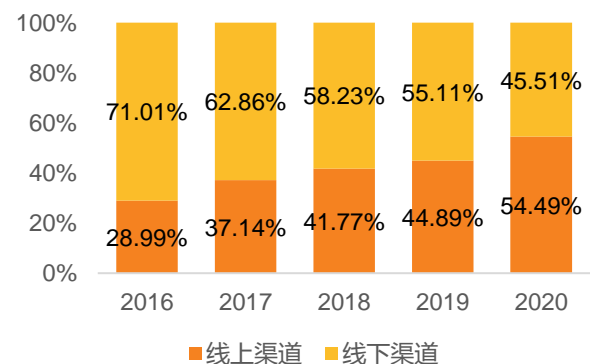
①分渠道：线上渠道营收同比增长 17.59%，占比由 2019 年的 44.89%提升 9.59pcts 至 54.49%，其中线上直营同比增长 31.62%，线上作为公司未来增长引擎之一不断进行结构优化和组织调整，细分平台、内容、社群、直播四大电商子渠道，引进专业运营人才积极精细化运营。线下渠道同比下降 19.98%承压，占比 45.51%，其中百货、日化渠道受影响相对明显，美容院渠道小幅增长 2.77%。

图 3：分渠道营收及同比增速



资料来源：公司公告，天风证券研究所

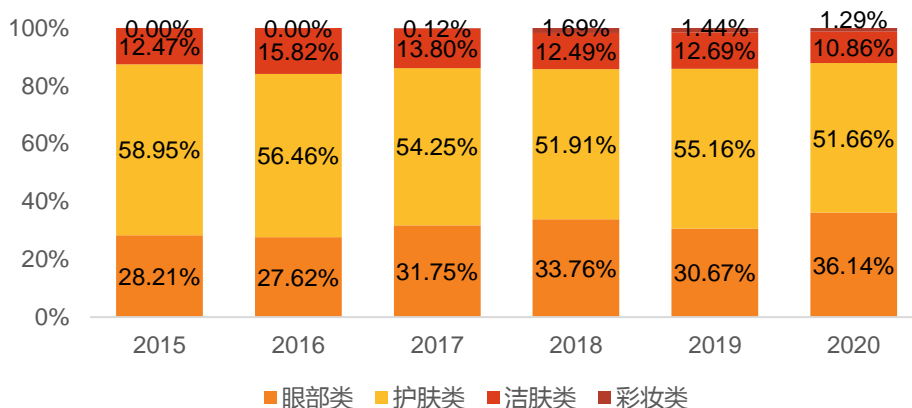
图 4：分渠道占比



资料来源：公司公告，天风证券研究所

②分品类：护肤类营收同比减少 9.25%，占比 51.66%；眼部类营收同比增加 14.18%，占比 36.14%，同比提升 5.47Pcts；洁肤类营收同比下降 17.10%，占比 10.86%；彩妆类营收同比下降 13.40%，占比 1.29%。

图 5：2016—2020 年分品类营收占比



资料来源：公司公告，天风证券研究所

其中 Q4 营收构成中，眼部类/护肤类/洁肤类营收分别为 2.26/3.08/0.66 亿元，占比分别为 37.12%/50.65%/10.83%，平均售价变动比率分别为 24.43%/3.4%/-9.41%。其中，眼部类产品平均售价上升的主要原因是本季丸美新品售价相对较高且销售占比较高；洁肤类产品平均售价下降的主要原因是本季旧品加大促销力度拉低了平均销售单价。

表 1：2020Q4 公司主要产品的产量、销量及收入实现情况

主要产品	产量(万支)	销量(万支)	营业收入(万元)	平均售价(元/支)	售价变动比率
眼部类	272	266	22554.63	84.56	24.43%
护肤类	678	671	30782.22	45.86	3.40%
洁肤类	204	200	6581.04	32.91	-9.41%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.2. 毛利率：毛利率降 1.95Pcts 至 66.2%

2020 年公司毛利率 66.2%，同比下降 1.95Pcts，我们判断主要系新收入准则下系物流运输费用计入成本所致；从品类来看，2020 年眼部/护肤/洁肤/彩妆及其他类毛利率分别同比 -4.85%/-0.01%/-3.94%/+3.86pcts。2020Q4 毛利率 63.88%，同比下降 4.7Pcts。

图 6：公司 2020 年综合毛利率降至 66.19%

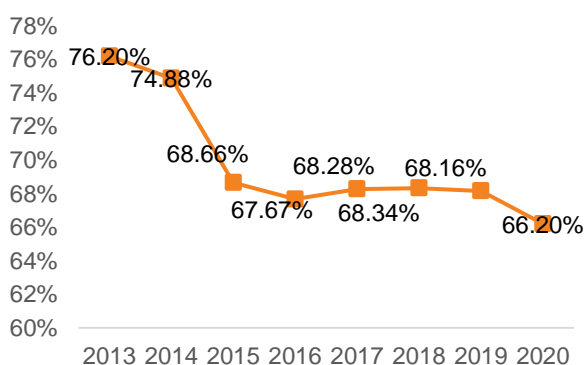
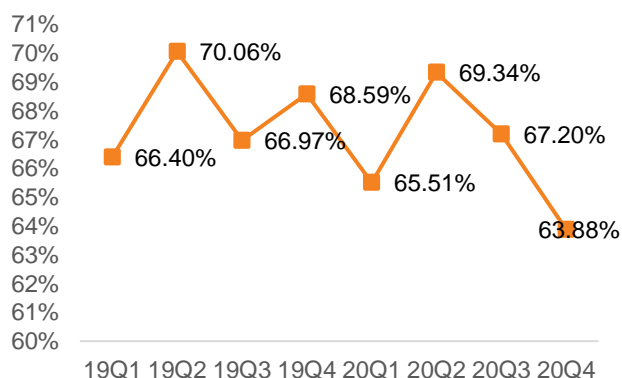


图 7：公司分季度毛利率变动趋势



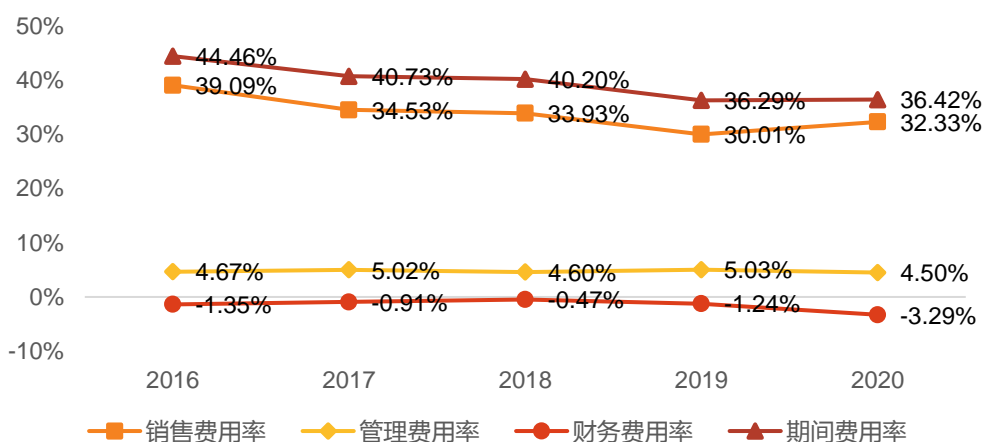
资料来源: Wind, 天风证券研究所

资料来源: Wind, 天风证券研究所

2.3. 期间费用: 管理&财务费用率双降, 期间费用率增 0.13Pcts 至 36.42%

2020 年公司期间费用率(含研发费用)36.42%, 同比上升 0.13Pcts; 其中销售费用率 32.33%, 同比上升 2.32Pcts; 管理费用率 4.5%, 同比下降 0.53Pcts; 财务费用率-3.29%, 同比下降 2.04Pcts; 研发费用率 2.87%, 同比上升 0.38pcts, 公司以 11.78% 的增长速度加大研发投入, 五大研究中心同步推进。2020Q4 公司期间费用率(含研发费用)35.26%, 同比下降 1.24Pcts; 其中销售费用率 30.99%, 同比上升 1.34Pcts; 管理费用 4.01%, 同比下降 0.74Pcts; 财务费用率-2.2%, 同比下降 1.41Pcts; 研发费用率 2.46%, 同比下降 0.43pcts。

图 8: 公司 2020 期间费用率 36.42%, 同比增 0.13Pcts

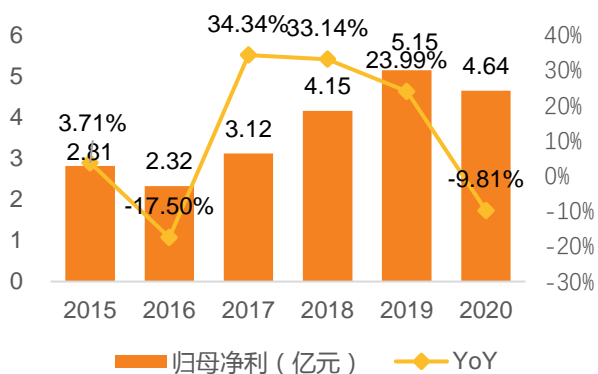


资料来源: Wind, 天风证券研究所

2.4. 净利润: 2020 归母净利润-9.81%YoY, 扣非归母净利润-10.50%YoY

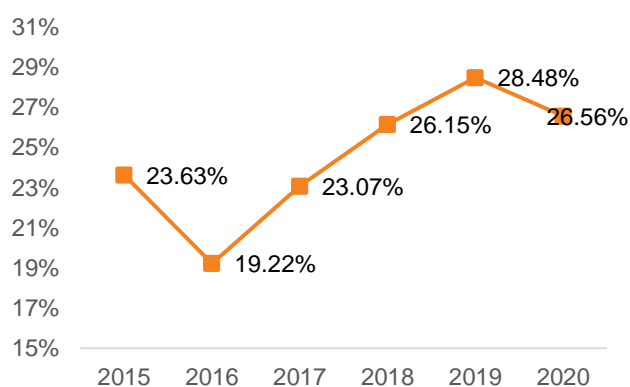
公司 2020 年归母净利润 4.64 亿元, 同比下降 9.81%。公司 2020Q1/Q2/Q3/Q4 归母净利分别为 1.19/1.49/0.7/1.26 亿元, 分别同比-1.14%/+9.66%/-32.03%/-18.84%。公司 2020 年净利率 26.56%, 同比下降 1.92Pcts, 2020Q4 净利率为 20.65%, 同比下降 5.79Pcts。

图 9: 公司 2020 年归母净利润同比降 9.81%



资料来源: Wind, 天风证券研究所

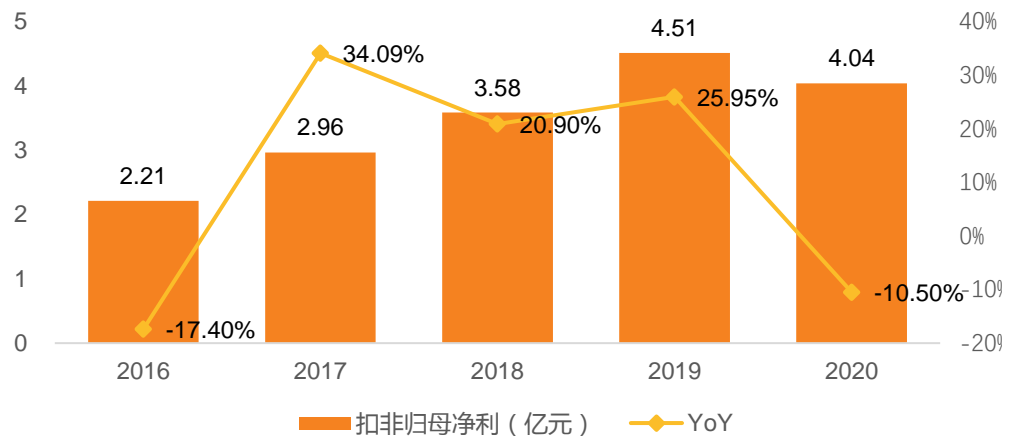
图 10: 公司 2020 净利率同比降 1.92Pcts 至 26.56%



资料来源: Wind, 天风证券研究所

2020 年公司非经常性损益为 6048.30 万元, 2020 年公司扣非归母净利润达 4.04 亿元, 同比减少 10.50%, 2020Q4 扣非归母净利润达 1.31 亿元, 同比减少 8.34%。

图 11: 公司扣非归母净利润及增速



资料来源: Wind, 天风证券研究所

2.5. 现金流: 现金流-22.24%YoY, 存货-26.21%YoY

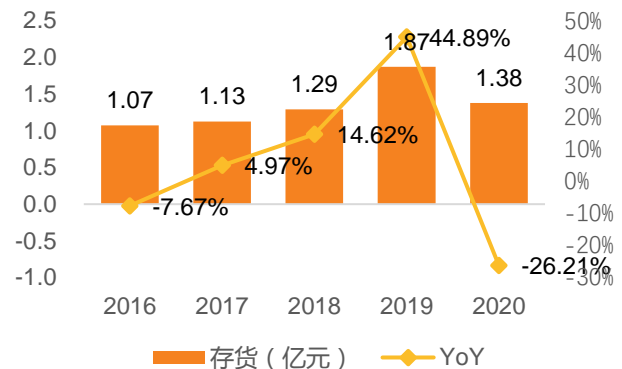
2020 年经营性现金流净额 3.62 亿元, 同比下降 22.24%, 主要系经本期销售商品收到的现金减少所致; 其中 2020Q1/Q2/Q3/Q4 分别为-0.18/0.85/0.69/2.17 亿元, 现金流情况大幅改善。从存货来看, 本期末存货 1.38 亿元, 同比降 26.21%。

图 12: 公司 2020 年经营活动产生的现金流量净额 3.62 亿元



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 13: 公司 2020 年期末存货 1.38 亿元



资料来源: Wind, 天风证券研究所

公司以超级爆品加小爆品滚动推行的策略, 基于年轻消费者洞察和研发供应链优势, 成功推出小红笔眼霜、蝴蝶绷带眼膜等爆款, 有效触达年轻消费者, 20 年新品收入占比近 20%, 预期未来将继续有序推进新品上市进度。同时, 公司致力于皮肤科学研究, 以研发为本奠定品牌建设基础, 面对快速兴起的强社交属性的新兴营销环境, 新设社交媒体部和新兴渠道部深耕更碎片化和复合多元的社交新媒体, 有效推进了丸美品牌年轻化。

3. 投资建议与盈利预测

投资建议: 丸美是眼部护理专家, 更是抗衰老的大师, 公司致力于皮肤科学研究, 遵循“科技+品牌+数智”运营模式, “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, 内部组织结构不断优化, 激励机制激发组织活力。

盈利预测: 预计 21/22 年净利润 6.1/7 亿元, 维持“买入”评级。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	2,101.53	1,669.89	3,071.05	2,908.99	4,331.13
应收票据及应收账款	1.81	5.22	5.30	4.61	7.83
预付账款	21.18	32.46	20.54	44.45	31.97
存货	187.03	138.30	244.78	214.31	291.51
其他	816.86	835.83	927.45	928.67	936.80
流动资产合计	3,128.41	2,681.70	4,269.12	4,101.03	5,599.25
长期股权投资	0.00	49.89	49.89	49.89	49.89
固定资产	249.27	243.99	255.10	285.94	315.62
在建工程	0.00	2.03	37.22	70.33	72.20
无形资产	17.74	18.63	17.43	16.22	15.02
其他	40.90	798.84	285.59	362.72	472.53
非流动资产合计	307.91	1,113.38	645.23	785.10	925.25
资产总计	3,436.32	3,795.08	4,914.34	4,886.13	6,524.50
短期借款	0.00	106.70	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	289.80	252.89	442.88	362.57	535.99
其他	450.24	427.05	903.75	354.24	1,118.69
流动负债合计	740.04	786.64	1,346.64	716.82	1,654.68
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	26.37	7.80	19.93	18.03	15.26
非流动负债合计	26.37	7.80	19.93	18.03	15.26
负债合计	766.40	794.44	1,366.57	734.85	1,669.94
少数股东权益	0.00	22.90	20.05	17.52	14.85
股本	401.00	401.00	401.82	401.82	401.82
资本公积	754.25	754.29	754.29	754.29	754.29
留存收益	2,268.98	2,577.03	3,125.90	3,731.94	4,437.89
其他	(754.31)	(754.57)	(754.29)	(754.29)	(754.29)
股东权益合计	2,669.92	3,000.64	3,547.77	4,151.27	4,854.56
负债和股东权益总	3,436.32	3,795.08	4,914.34	4,886.13	6,524.50

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	512.82	463.40	610.70	700.61	766.29
折旧摊销	24.95	21.34	14.91	17.25	19.66
财务费用	(0.00)	(6.35)	(57.34)	(57.34)	(57.34)
投资损失	(26.91)	(36.22)	(33.00)	(28.00)	(28.00)
营运资金变动	5.10	(601.93)	1,054.24	(672.81)	750.19
其它	(50.43)	522.11	45.57	27.47	(1.67)
经营活动现金流	465.53	362.35	1,635.08	(12.82)	1,449.13
资本支出	(6.10)	78.74	47.87	81.90	52.78
长期投资	0.00	49.89	0.00	0.00	0.00
其他	(693.35)	(910.73)	(171.70)	(193.90)	(76.78)
投资活动现金流	(699.45)	(782.10)	(123.84)	(112.00)	(24.00)
债权融资	0.00	106.70	0.00	0.00	0.00
股权融资	801.95	57.16	58.45	57.34	57.34
其他	(29.97)	(188.71)	(168.53)	(94.58)	(60.34)
筹资活动现金流	771.98	(24.85)	(110.08)	(37.24)	(3.00)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	538.07	(444.61)	1,401.16	(162.05)	1,422.13

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	1,800.86	1,744.99	2,207.41	2,604.75	2,961.60
营业成本	573.46	589.75	724.03	843.94	950.67
营业税金及附加	20.42	18.45	26.49	31.26	35.54
营业费用	540.45	564.10	693.13	807.47	918.09
管理费用	90.63	78.61	99.33	112.00	127.35
研发费用	44.87	50.15	61.81	72.93	85.89
财务费用	(22.37)	(57.34)	(57.34)	(57.34)	(57.34)
资产减值损失	(13.97)	(5.94)	1.00	1.00	1.00
公允价值变动收益	6.14	(2.57)	48.42	30.00	1.00
投资净收益	26.91	36.22	33.00	28.00	28.00
其他	(78.34)	(98.96)	(162.84)	(116.00)	(58.00)
营业利润	612.65	572.52	740.38	851.49	929.40
营业外收入	2.18	0.23	6.00	6.00	9.00
营业外支出	0.81	5.39	2.15	2.78	3.44
利润总额	614.02	567.37	744.23	854.71	934.96
所得税	101.20	103.97	136.38	156.62	171.33
净利润	512.82	463.40	607.85	698.08	763.63
少数股东损益	(2.07)	(1.00)	(2.85)	(2.53)	(2.67)
归属于母公司净利润	514.89	464.40	610.70	700.61	766.29
每股收益(元)	1.28	1.16	1.52	1.74	1.91

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	14.28%	-3.10%	26.50%	18.00%	13.70%
营业利润	26.54%	-6.55%	29.32%	15.01%	9.15%
归属于母公司净利润	23.99%	-9.81%	31.50%	14.72%	9.37%
获利能力					
毛利率	68.16%	66.20%	67.20%	67.60%	67.90%
净利率	28.59%	26.61%	27.67%	26.90%	25.87%
ROE	19.28%	15.60%	17.31%	16.95%	15.83%
ROIC	-224.21%	-156.62%	-306.59%	-95.69%	-3664.29%
偿债能力					
资产负债率	22.30%	20.93%	27.81%	15.04%	25.59%
净负债率	-78.71%	-52.10%	-86.56%	-70.07%	-89.22%
流动比率	4.23	3.41	3.17	5.72	3.38
速动比率	3.97	3.23	2.99	5.42	3.21
营运能力					
应收账款周转率	765.66	496.45	419.61	525.99	476.29
存货周转率	11.39	10.73	11.52	11.35	11.71
总资产周转率	0.65	0.48	0.51	0.53	0.52
每股指标(元)					
每股收益	1.28	1.16	1.52	1.74	1.91
每股经营现金流	1.16	0.90	4.07	-0.03	3.61
每股净资产	6.64	7.41	8.78	10.29	12.04
估值比率					
市盈率	43.59	48.32	36.75	32.03	29.29
市净率	8.41	7.54	6.36	5.43	4.64
EV/EBITDA	33.10	32.54	26.13	22.54	18.79
EV/EBIT	33.93	33.31	26.70	23.03	19.21

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com