

公司研究

收入同比增 10%、费用投放增加拖累利润下滑，期待下半年销售表现

——丸美股份（603983.SH）2021 年中报点评

增持（维持）

当前价：33.20 元

作者

分析师：孙未末

执业证书编号：S0930517080001

021-52523672

sunww@ebscn.com

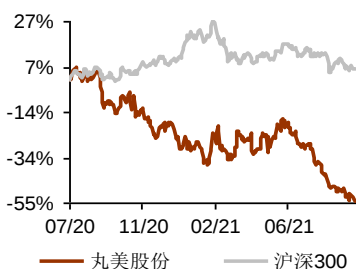
联系人：朱洁宇

zhujieyu@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	4.02
总市值(亿元):	133.40
一年最低/最高(元):	32.85/79.40
近 3 月换手率:	29.20%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-11.41	-34.60	-55.72
绝对	-14.01	-44.23	-56.16

资料来源：Wind

相关研报

业绩低于预期，多点布局助力长期增长——丸美股份（603983.SH）2020 年年报及 2021 年一季报点评（2021-04-30）

双 11 全网 GMV 同增 40%，发布股权激励、扩充产能助力未来发展——丸美股份（603983.SH）公告点评（2020-11-13）

疫情拖累线下增长、电商渠道短暂调整，期待明年回归快速增长轨道——丸美股份（603983.SH）2020 年三季报点评（2020-10-28）

要点

上半年收入同比增长 10%，归母净利润下滑 29%

公司发布 2021 年中报，上半年实现营业收入 8.74 亿元、同比增 10.09%、较 19 年同期增 7.23%，归母净利润 1.89 亿元、同比减少 29.46%，较 19 年同期减少 26.21%，扣非净利润 1.59 亿元、同比减少 27.25%，较 19 年同期减少 26.82%。EPS 为 0.47 元。净利润同比下滑主要由于上半年公司积极布局线上渠道、扩大自营业务造成各项费用增长所致。

分季度来看，公司 2021Q1/Q2 单季度营业收入分别同比+9.12%、+10.94%，较 19Q1/Q2 分别+10.78%、+4.36%，归母净利润分别同比-15.75%、-40.37%，较 19Q1/Q2 分别-16.71%、-34.61%。

线上渠道增长突出、占比提升，线下渠道仍有个位数下滑

1) 分渠道来看，上半年线上、线下收入分别为 5.16、3.56 亿元，占总收入比例分别为 59.22%、40.78%，收入分别同比+21.11%、-3.14%。其中，线上直营渠道收入同比+90%，主要由于上半年开始发力抖音、快手直播平台增速较快，直播板块收入为 1.32 亿元、占总收入的比例为 15.10%；线下渠道仍为下滑，主要为日化 CS 店仍为下滑、恢复不及预期，百货专柜恢复向好、美容院收入持续稳定增长 13%。

2) 分品牌来看，主品牌丸美实现收入 8.32 亿元、占比为 95.48%、收入同比增长 11.27%。

3) 分品类来看，主要品类眼部类、护肤类、洁肤类收入占比分别为 29.11%、60.69%、8.84%，收入分别-1.77%、+21.32%、-15.62%。

毛利率同比略降，费用率提升

毛利率：上半年公司毛利率同比下降 3.49PCT 至 64.06%，还原运费重分类的影响之后毛利率同比下降约 1PCT。

费用率：期间费用率同比提升 7.61PCT 至 40.92%，其中销售、管理、研发、财务费用率分别为 36.09%（同比+5.75PCT）、4.83%（+1.04PCT）、2.82%（-0.18PCT）、-2.82%（+1.00PCT）。其中销售费用率上升主要系推广费用、职工薪酬增加所致；管理费用率上升主要系随着公司业务发展、职能部门人员增加导致职工薪酬、办公费用增加所致；财务费用率上升主要系利息收入减少所致。

其他财务指标：1) 存货 21 年 6 月末较 21 年初增 29.57%至 1.79 亿元、同比增 15.55%；存货周转天数为 91 天、同比减少 29 天。

2) 应收账款 21 年 6 月末较 21 年初增 492.16%至 3094 万元、同比增 255.81%；应收账款周转天数为 4 天、同比增加 3 天。应收账款余额大幅增加主要系上半年电商直营期末余额未及时提现及放宽信用政策所致。

3) 上半年公司经营净现金流同比减少 163.92%至-4251 万元，经营活动现金流同比减少主要系支付广告宣传费用增加所致。

立足长期，关注下半年销售和新品表现

公司上半年收入端呈现较好增长，利润端仍有下滑、主要系对于新媒体新渠道探索尝试的阶段性影响，有助于公司长期的业务拓展。上半年公司共推出超过 80 个 SKU、新品收入占比 23%；丸美主品牌持续推进大单品战略，积极拓展了小红蝎精华、高端晶致赋颜奢宠系列等产品；渠道方面，上半年线上占比提升明显，发力抖音、快手等直播平台，线下积极拓展新渠道新网点，顺利布局丝芙兰、积极筹备核心商圈线下旗舰店。期待下半年电商旺季中新品、大单品进一步放量提振销售。

考虑到上半年业绩表现、线下渠道仍承压，结合宏观经济增长存在不确定性，我们下调公司 21~23 年 EPS 为 1.17/1.44/1.73 元(较前次盈利预测下调 13%、9%、8%)，对应 21 年 PE 为 28 倍，维持“增持”评级。

风险提示：线下渠道恢复不及预期；新品投放效果不及预期；高端产品力不及预期；行业竞争加剧；营销投入效果不及预期或费用管控不当。

表 1：公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	1,801	1,745	2,002	2,459	2,961
营业收入增长率	14.28%	-3.10%	14.71%	22.84%	20.43%
净利润（百万元）	515	464	471	578	694
净利润增长率	23.99%	-9.81%	1.49%	22.67%	20.08%
EPS（元）	1.28	1.16	1.17	1.44	1.73
ROE（归属母公司）（摊薄）	19.28%	15.60%	14.24%	15.44%	16.27%
P/E	26	29	28	23	19
P/B	5.0	4.5	4.0	3.6	3.1

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-08-31

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	1,801	1,745	2,002	2,459	2,961
营业成本	573	590	697	845	1,011
折旧和摊销	16	13	15	21	26
税金及附加	20	18	20	25	30
销售费用	540	564	686	824	977
管理费用	91	79	100	123	148
研发费用	45	50	60	74	89
财务费用	-22	-57	-47	-39	-28
投资收益	27	36	36	36	36
营业利润	613	573	570	703	842
利润总额	614	567	571	704	843
所得税	101	104	99	126	149
净利润	513	463	471	578	694
少数股东损益	-2	-1	0	0	0
归属母公司净利润	515	464	471	578	694
EPS(按最新股本计)	1.28	1.16	1.17	1.44	1.73

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	466	362	441	570	708
净利润	515	464	471	578	694
折旧摊销	16	13	15	21	26
净营运资金增加	85	-7	91	182	199
其他	-150	-107	-137	-210	-212
投资活动产生现金流	-699	-782	-273	-194	-69
净资本支出	-6	-749	-305	-205	-105
长期投资变化	0	50	0	0	0
其他资产变化	-693	-83	32	11	36
融资活动现金流	772	-25	-200	-102	-145
股本变化	41	0	1	0	0
债务净变化	0	107	-107	0	0
无息负债变化	31	-79	68	90	100
净现金流	538	-445	-32	274	493

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	68.2%	66.2%	65.2%	65.6%	65.9%
EBITDA 率	33.9%	29.5%	25.3%	26.6%	27.3%
EBIT 率	32.5%	28.3%	24.6%	25.8%	26.5%
税前净利润率	34.1%	32.5%	28.5%	28.6%	28.5%
归母净利润率	28.6%	26.6%	23.5%	23.5%	23.4%
ROA	14.9%	12.2%	11.5%	12.5%	13.3%
ROE (摊薄)	19.3%	15.6%	14.2%	15.4%	16.3%
经营性 ROIC	73.2%	28.1%	22.3%	23.8%	26.2%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	22%	21%	18%	18%	18%
流动比率	4.23	3.41	3.58	3.58	3.77
速动比率	3.97	3.23	3.37	3.34	3.53
归母权益/有息债务	-	27.91	-	-	-
有形资产/有息债务	-	34.91	-	-	-

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	3,436	3,795	4,088	4,614	5,235
货币资金	2,102	1,670	1,638	1,912	2,405
交易性金融资产	796	821	821	821	821
应收帐款	2	5	6	7	9
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	4	4	4	5	6
存货	187	138	162	195	231
其他流动资产	38	44	50	58	67
流动资产合计	3,128	2,682	2,680	2,997	3,539
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	50	50	50	50
固定资产	249	244	342	437	506
在建工程	0	2	159	224	221
无形资产	18	19	23	28	32
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	41	799	833	878	887
非流动资产合计	308	1,113	1,407	1,617	1,696
总负债	766	794	756	846	946
短期借款	0	107	0	0	0
应付账款	290	253	307	372	445
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	163	0	0	0	0
其他流动负债	287	427	442	466	494
流动负债合计	740	787	748	838	938
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	26	8	8	8	8
非流动负债合计	26	8	8	8	8
股东权益	2,670	3,001	3,332	3,768	4,289
股本	401	401	402	402	402
公积金	950	955	954	954	954
未分配利润	1,319	1,622	1,953	2,390	2,910
归属母公司权益	2,670	2,978	3,309	3,745	4,266
少数股东权益	0	23	23	23	23

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	30.01%	32.33%	34.25%	33.50%	33.00%
管理费用率	5.03%	4.50%	5.00%	5.00%	5.00%
财务费用率	-1.24%	-3.29%	-2.37%	-1.61%	-0.95%
研发费用率	2.49%	2.87%	3.00%	3.00%	3.00%
所得税率	16%	18%	17%	18%	18%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.39	0.35	0.35	0.43	0.52
每股经营现金流	1.16	0.90	1.10	1.42	1.76
每股净资产	6.66	7.43	8.23	9.32	10.62
每股销售收入	4.49	4.35	4.98	6.12	7.37

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	26	29	28	23	19
PB	5.0	4.5	4.0	3.6	3.1
EV/EBITDA	18.8	23.3	23.4	18.0	14.3
股息率	1.2%	1.1%	1.1%	1.3%	1.6%

原点资产

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与、也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE