

加大线上推广投入，盈利能力有所下滑



核心观点

- 丸美股份发布 21H1 中报，公司实现营业收入 8.74 亿元，同比增长 10%，实现归母净利润 1.89 亿元，同比下滑 29.5%，其中 Q2 实现收入 4.7 亿，同比增长 10.9%，实现归母净利润 0.89 亿，同比下滑 40.4%，盈利表现低于市场预期。
- 线上直营增长较快，线下 CS 渠道仍然承压。拆分来看：1) 线上：21H1 实现收入 5.16 亿元，同比增长 21.1%，收入占比达 59.2%，其中线上直营增长 90%，主要是今年开始发力抖音、快手直播平台增长较快。2) 线下：21H1 实现收入 3.56 亿元，同比下滑 3.14%，其中 CS 渠道下降 17% 左右，百货专柜渠道恢复向好，美容院渠道持续稳定增长 13%。公司通过线上学习平台，全渠道开展线上线下 O2O 培训 2,800 场，全方位助力终端零售。
- 线上推广费用大幅增加、直播费用和电商自营团队的搭建投入等导致短期盈利能力有所下滑。毛利率方面，21H1 同比下滑 3.5 pcts 至 64.1%，主要系运输费在营业成本中列示所致。21H1 销售费用率同比大幅增长 5.8 pcts 至 36.1%，主要系推广费用增加以及职工薪酬增长所致，21H1 管理和研发费用率分别为 4.8% 和 2.8%，同比增长 1 和 -0.2 pcts。综合来看，21H1 净利率同比下滑 12.1 pcts 至 21.6%，主要系公司线上业务由分销转直营过程中的各种投入增长所致。
- 上半年费用率有所上升，导致净利润表现有所波动，但也体现了公司在渠道结构优化方面的决心。此外，公司在推新方面也有亮点，21H1 共推出 80+ 个 SKU，新品收入占比为 23%。上半年公司在品类拓展、品牌建设、渠道发展、组织优化、研发加强用户运营方面都做了很多有效的工作，有利于公司中长期的可持续发展。

财务预测与投资建议

- 根据中报，我们下调未来 3 年盈利预测，预计 2021-2023 年每股收益分别为 1.11 元、1.30 元和 1.50 元（原 1.36 元、1.59 元和 1.86 元），参考行业可比公司平均估值水平，给予公司 2021 年 34 倍 PE 估值，对应目标价 37.74 元，维持公司“增持”评级。

风险提示：疫情的短期冲击、宏观经济波动对零售的影响，新产品开发风险、市场竞争加剧风险等。

公司主要财务信息

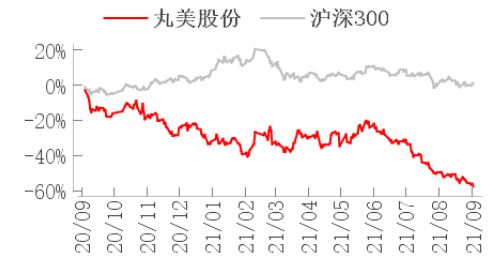
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,801	1,745	1,982	2,321	2,684
同比增长(%)	14.3%	-3.1%	13.6%	17.1%	15.6%
营业利润(百万元)	613	573	545	638	738
同比增长(%)	26.5%	-6.5%	-4.9%	17.1%	15.7%
归属母公司净利润(百万元)	515	464	447	522	604
同比增长(%)	24.0%	-9.8%	-3.9%	17.0%	15.7%
每股收益(元)	1.28	1.16	1.11	1.30	1.50
毛利率(%)	68.2%	66.2%	64.1%	64.3%	64.6%
净利率(%)	28.6%	26.6%	22.5%	22.5%	22.5%
净资产收益率(%)	25.5%	16.4%	14.2%	14.9%	15.4%
市盈率	26.1	29.0	30.1	25.8	22.3
市净率	5.0	4.5	4.1	3.6	3.2

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

投资评级 买入 **增持** 中性 减持 (维持)

股价(2021年09月02日)	32.45 元
目标价格	37.74 元
52周最高价/最低价	75.34/32.38 元
总股本/流通A股(万股)	40,182/7,700
A股市值(百万元)	13,039
国家/地区	中国
行业	纺织服装
报告发布日期	2021年09月03日

	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-4.76	-15.86	-44.08	-57.41
相对表现	-7.45	-15.46	-34.15	-61.74
沪深300	2.69	-0.4	-9.93	4.33



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 施红梅
021-63325888*6076
shihongmei@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860511010001

证券分析师 赵越峰
021-63325888*7507
zhaoyuefeng@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860513060001
香港证监会牌照：BPU173

证券分析师 朱炎
021-63325888*6107
zhuyan3@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860521070006

相关报告

眼部产品夯实龙头地位，未来主要看点在新品牌新品类 2021-04-27

Q3 业绩有所波动，未来推新节奏将继续加快 2020-11-02

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

根据中报，我们下调未来 3 年盈利预测（主要下调了收入，上调了费用率），预计 2021-2023 年每股收益分别为 1.11 元、1.30 元和 1.50 元（原 1.36 元、1.59 元和 1.86 元），参考行业可比公司平均估值水平，给予公司 2021 年 34 倍 PE 估值，对应目标价 37.74 元，维持公司“增持”评级。

表 1：行业可比公司估值（截止 2021 年 9 月 2 日）

公司名称	公司代码	每股收益				市盈率			
		2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
上海家化	600315	0.63	0.78	1.20	1.63	73	59	39	28
珀莱雅	603605	2.37	2.94	3.63	4.46	65	52	42	35
壹网壹创	300792	1.30	1.70	2.20	2.70	37	28	22	18
水羊股份	300740	0.34	0.59	0.92	1.42	51	30	19	12
青松股份	300132	0.89	0.99	1.18	1.38	17	15	13	11
拉芳家化	603630	0.52	0.63	0.80	0.96	34	28	22	18
调整后平均							34	25	19

数据来源：朝阳永续，东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	2,102	1,670	2,692	3,116	3,604	营业收入	1,801	1,745	1,982	2,321	2,684
应收票据及应收账款	2	5	6	7	8	营业成本	573	590	713	828	949
预付账款	21	32	37	43	50	营业税金及附加	20	18	21	25	28
存货	187	138	178	207	237	营业费用	540	564	673	784	902
其他	817	836	842	842	842	管理费用及研发费用	136	129	149	173	200
流动资产合计	3,128	2,682	3,755	4,215	4,741	财务费用	(22)	(57)	(38)	(44)	(52)
长期股权投资	0	50	0	0	0	资产减值损失	14	6	4	2	2
固定资产	249	244	326	357	383	公允价值变动收益	6	(3)	0	0	0
在建工程	0	2	34	30	27	投资净收益	27	36	38	38	38
无形资产	18	19	17	16	15	其他	40	44	45	45	45
其他	41	799	20	12	5	营业利润	613	573	545	638	738
非流动资产合计	308	1,113	397	415	430	营业外收入	2	0	2	2	2
资产总计	3,436	3,795	4,153	4,630	5,171	营业外支出	1	5	0	0	0
短期借款	0	107	107	107	107	利润总额	614	567	547	640	740
应付票据及应付账款	290	253	306	356	408	所得税	101	104	100	117	136
其他	450	427	405	444	486	净利润	513	463	447	522	604
流动负债合计	740	787	819	907	1,001	少数股东损益	(2)	(1)	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	515	464	447	522	604
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	1.28	1.16	1.11	1.30	1.50
其他	26	8	0	0	0						
非流动负债合计	26	8	0	0	0	主要财务比率					
负债合计	766	794	819	907	1,001		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	0	23	23	23	23	成长能力					
股本	401	401	402	402	402	营业收入	14.3%	-3.1%	13.6%	17.1%	15.6%
资本公积	754	754	781	781	781	营业利润	26.5%	-6.5%	-4.9%	17.1%	15.7%
留存收益	1,515	1,823	2,129	2,517	2,965	归属于母公司净利润	24.0%	-9.8%	-3.9%	17.0%	15.7%
其他	(0)	(0)	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	2,670	3,001	3,334	3,723	4,170	毛利率	68.2%	66.2%	64.1%	64.3%	64.6%
负债和股东权益总计	3,436	3,795	4,153	4,630	5,171	净利率	28.6%	26.6%	22.5%	22.5%	22.5%
						ROE	25.5%	16.4%	14.2%	14.9%	15.4%
						ROIC	24.3%	14.6%	12.6%	13.3%	13.8%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	资产负债率	22.3%	20.9%	19.7%	19.6%	19.4%
净利润	513	463	447	522	604	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	24	20	26	32	35	流动比率	4.23	3.41	4.59	4.65	4.74
财务费用	(22)	(57)	(38)	(44)	(52)	速动比率	3.97	3.23	4.36	4.41	4.49
投资损失	(27)	(36)	(38)	(38)	(38)	营运能力					
营运资金变动	(180)	182	(23)	51	54	应收账款周转率	634.3	490.1	349.9	354.2	352.1
其它	157	(210)	769	2	2	存货周转率	3.6	3.5	4.3	4.1	4.1
经营活动现金流	466	362	1,142	525	605	总资产周转率	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5
资本支出	18	(22)	(132)	(50)	(50)	每股指标(元)					
长期投资	0	(50)	49	0	0	每股收益	1.28	1.16	1.11	1.30	1.50
其他	(718)	(710)	38	38	38	每股经营现金流	1.16	0.90	2.84	1.31	1.51
投资活动现金流	(699)	(782)	(45)	(12)	(12)	每股净资产	6.64	7.41	8.24	9.21	10.32
债权融资	0	0	0	0	0	估值比率					
股权融资	780	0	27	0	0	市盈率	26.1	29.0	30.1	25.8	22.3
其他	(8)	(25)	(102)	(90)	(105)	市净率	5.0	4.5	4.1	3.6	3.2
筹资活动现金流	772	(25)	(75)	(90)	(105)	EV/EBITDA	18.0	20.7	20.8	17.7	15.3
汇率变动影响	0	0	-0	-0	-0	EV/EBIT	18.8	21.5	21.9	18.6	16.1
现金净增加额	538	(445)	1,023	423	488						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，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。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn