

# 丸美股份 (603983)

证券研究报告

2022年05月02日

## 22Q1 营收 yoy-5.31%，以研发为本多维转型调整，线上进程加速&恋火持续发力

**事件：**公司 2021 年实现营收 17.87 亿元，yoy+2.41%；归母净利润 2.48 亿元，yoy-46.61%，归母净利率 13.87%，同降 12.74pct；扣非后归母净利 1.79 亿元，yoy-55.7%，扣非归母净利率 10.01%，同降 13.13pct。2021Q4 实现营收 6.49 亿元，yoy+6.85%；归母净利润 1.06 亿元，yoy-16.23%。2022Q1 营业收入 3.83 亿元，yoy-5.31%；归母净利润 0.65 亿元，yoy-34.61%，归母净利率 17.11%，同降 7.67pct；扣非后归母净利 0.57 亿元，yoy-40.2%。

**营收端：**分品牌看，21 年主品牌丸美营收 15.94 亿元，yoy-3.82%，占比 92.36%，同降 2.7%；恋火营收 6617.46 万元，同比高增 463.49%。分品类看，1)眼部类 21 年营收 5.23 亿元，yoy-17.12%，占比 30.27%，同降 5.89pct；22Q1 营收 0.80 亿元，yoy-24.54%，占比 20.9%；2) 护肤类 21 年营收 9.67 亿元，yoy+7.22%，占比 55.99%，同增 4.3pct；22Q1 营收 2.03 亿元，yoy-20.90%，占比 53.1%；3) 洁肤类 21 年营收 1.59 亿元，yoy-15.97%，占比 9.22%；22Q1 营收 0.45 亿元，yoy+32.44%，占比 11.9%；4) 彩妆及其他类 21 年营收 0.78 亿元，yoy+247.85%，占比 4.52%，同增 3.23pct；22Q1 营收 0.51 亿元，占比 13.4%快速提升。

**成本端：**2021 年毛利率 64.02%，同减 2.19pct，主要系生产成本及运输成本略有上升所致。分季度看，21Q1 至 22Q1 毛利率分别为 63.91%/64.19%/57.28%/66.69%/66.71%，2022Q1 同增 2.79pct。

**费用端：**2021 年期间费用率 47.92%，同增 11.5pct，其中销售费用率 41.5%，同增 9.2pct，主要系形象宣传及品牌推广投入较大；管理费用率 5.6%，同增 1.1pct；研发费用率 2.8%，同减 0.05pct；财务费用率-2%。2022Q1 期间费用率 46.59%，同增 12.07pct，其中销售费用率 37.49%，同增 8.35pct；管理费用率 6.46%，同增 1.23pct；研发费用率 3.45%，同增 0.55pct；财务费用率-0.81%。

**现金流：**公司经营活动产生的现金流量净额 2021 年为-0.07 亿元，yoy-102.07%，2022Q1 为-0.67 亿元，去年同期为-0.62 亿元；投资活动产生的现金流净额 2021 年为-6.81 亿元，2022Q1 为-0.95 亿元。货币资金截至 2021 年底为 8.06 亿元，yoy-51.73%，截至 2022Q1 为 6.39 亿元，yoy-65.83%。

**投资建议：**行业加速变化，业务转型必要且重要，但积极变革的过程往往伴随着阵痛期。公司坚持创新与科技并举，始终将产品放在第一位，持续研发投入，拓宽技术边界，严守产品品质，保障品效输出；持续夯实品牌，践行品牌年轻化科技化；持续数字化投入，推进云仓建设等。公司坚持在转型中调整，过程的反复不改公司品牌长期发展的信心和决心，未来有望于变局中开局，静候黎明。预计 2022-24 年净利润 2.4/3.0/3.6 亿元，对应 PE 34/28/23 x，维持“增持”评级。

**风险提示：**渠道拓展失败风险，原材料价格上涨风险，行业竞争加剧风险

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,744.99	1,787.03	1,962.16	2,281.99	2,701.87
增长率(%)	(3.10)	2.41	9.80	16.30	18.40
EBITDA(百万元)	546.32	335.64	302.51	368.63	449.94
净利润(百万元)	464.40	247.92	244.86	303.15	364.89
增长率(%)	(9.81)	(46.61)	(1.24)	23.81	20.37
EPS(元/股)	1.16	0.62	0.61	0.75	0.91
市盈率(P/E)	17.98	33.68	34.10	27.54	22.88
市净率(P/B)	2.80	2.71	2.49	2.50	2.81
市销率(P/S)	4.79	4.67	4.26	3.66	3.09
EV/EBITDA	32.54	32.06	18.20	15.36	13.04

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	美容护理/化妆品
6 个月评级	增持 (维持评级)
当前价格	20.78 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)	8,349.81
流通 A 股市值(百万元)	1,600.06
每股净资产(元)	7.84
资产负债率(%)	14.18
一年内最高/最低(元)	62.26/19.10

### 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：聚源数据

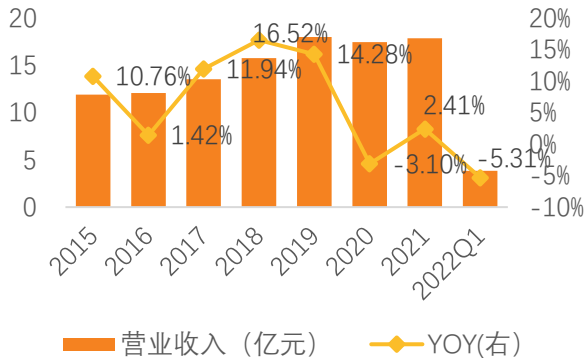
### 相关报告

- 《丸美股份-季报点评:2021Q3 归母净利润 yoy-167.51%，系流量成本大幅上升叠加线上转型不及预期所致》 2021-11-02
- 《丸美股份-半年报点评:2021H1 营收 yoy+10.09%，坚持科技+品牌+数智运营逻辑，积极拥抱变革沉淀未来发展》 2021-08-28
- 《丸美股份-季报点评:短期业绩承压，渠道多样化拓展，品牌年轻化战略持续推进》 2021-05-07

## 1. 事件

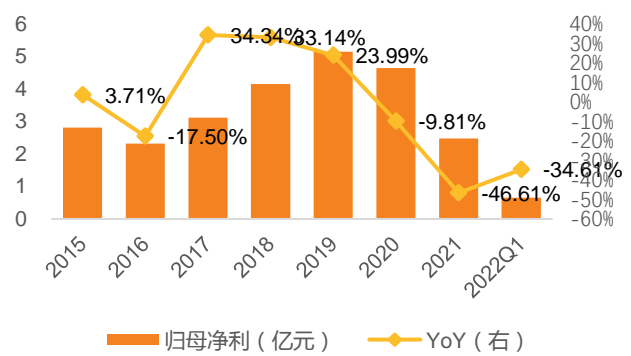
公司发布 2021 年年报&2022 年一季报。2021 年实现营收 17.87 亿元, yoy+2.41%; 归母净利润 2.48 亿元, yoy-46.61%, 归母净利率 13.87%, 同降 12.74pct; 扣非后归母净利 1.79 亿元, yoy-55.7%, 扣非归母净利率 10.01%, 同降 13.13pct。2021Q4 实现营收 6.49 亿元, yoy+6.85%; 归母净利润 1.06 亿元, yoy-16.23%。2022Q1 营业收入 3.83 亿元, yoy-5.31%; 归母净利润 0.65 亿元, yoy-34.61%, 归母净利率 17.11%, 同降 7.67pct; 扣非后归母净利 0.57 亿元, yoy-40.2%。

图 1: 2021 年营收同比增长 2.41%



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 2: 2021 年归母净利润同比减少 46.61%



资料来源: wind, 天风证券研究所

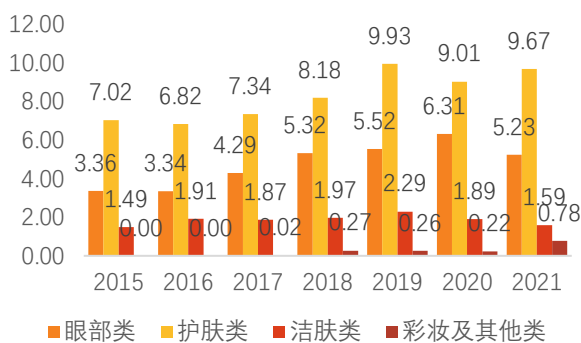
## 2. 点评

### 2.1. 营收端

分品牌看, 21 年主品牌丸美营收 15.94 亿元, yoy-3.82%, 占比 92.36%, 同降 2.7%; 恋火营收 6617.46 万元, 同比高增 463.49%。

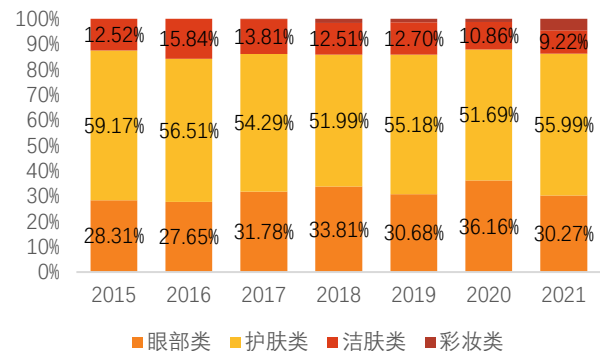
分品类看, 1) 眼部类 21 年营收 5.23 亿元, yoy-17.12%, 占比 30.27%, 同降 5.89pct; 22Q1 营收 0.80 亿元, yoy-24.54%, 占比 20.9%; 2) 护肤类 21 年营收 9.67 亿元, yoy+7.22%, 占比 55.99%, 同增 4.3pct; 22Q1 营收 2.03 亿元, yoy-20.90%, 占比 53.1%; 3) 洁肤类 21 年营收 1.59 亿元, yoy-15.97%, 占比 9.22%; 22Q1 营收 0.45 亿元, yoy+32.44%, 占比 11.9%; 4) 彩妆及其他类 21 年营收 0.78 亿元, yoy+247.85%, 占比 4.52%, 同增 3.23pct; 22Q1 营收 0.51 亿元, 占比 13.4%快速提升。

图 3: 2021 年分品类营收 (亿元)



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 4: 2021 年分品类营收占比

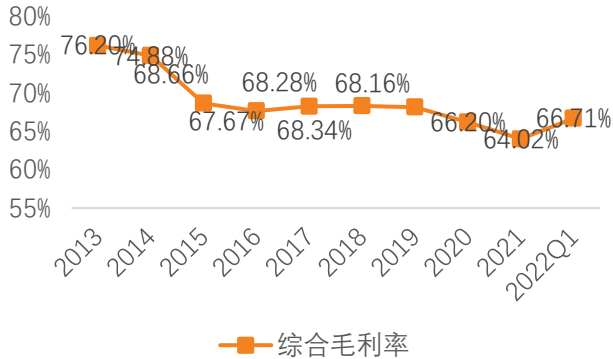


资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

## 2.2. 成本端

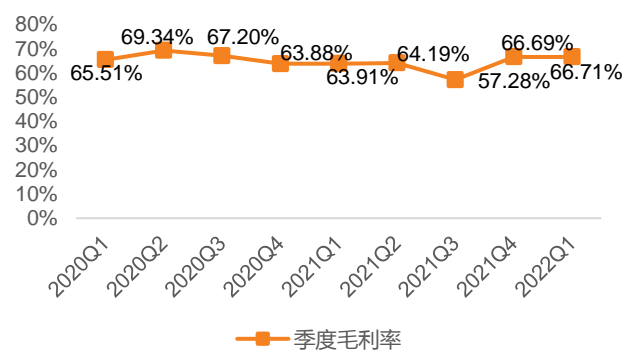
2021 年毛利率 64.02%，同减 2.19pct，主要系生产成本及运输成本略有上升所致。分季度看，21Q1 至 22Q1 毛利率分别为 63.91%/64.19%/57.28%/66.69%/66.71%，2022Q1 同增 2.79pct。

图 5：2021 年毛利率为 64.02%



资料来源：wind，天风证券研究所

图 6：2022 年 Q1 毛利率为 66.71%

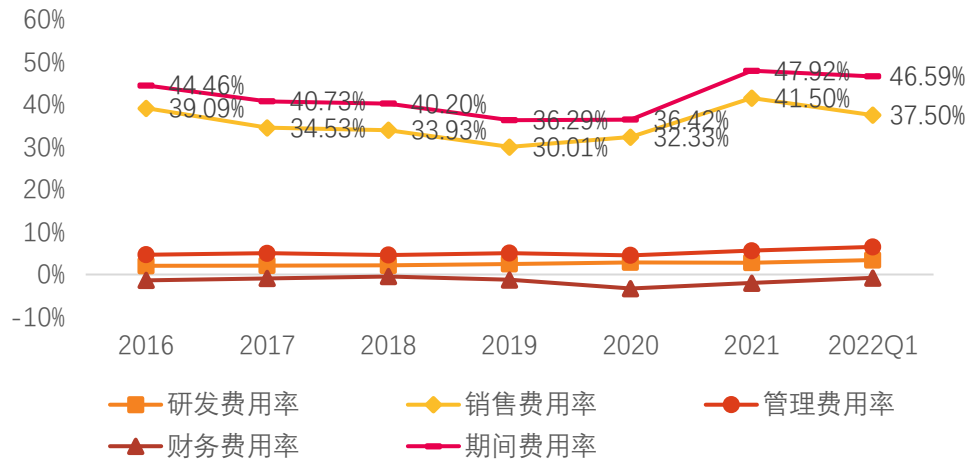


资料来源：wind，天风证券研究所

## 2.3. 费用端

2021 年期间费用率 47.92%，同增 11.5pct，其中销售费用率 41.5%，同增 9.2pct，主要系形象宣传及品牌推广投入较大；管理费用率 5.6%，同增 1.1pct；研发费用率 2.8%，同减 0.05pct；财务费用率-2%。2022Q1 期间费用率 46.59%，同增 12.07pct，其中销售费用率 37.49%，同增 8.35pct；管理费用率 6.46%，同增 1.23pct；研发费用率 3.45%，同增 0.55pct；财务费用率-0.81%。

图 7：2021 年期间费用率为 47.92%



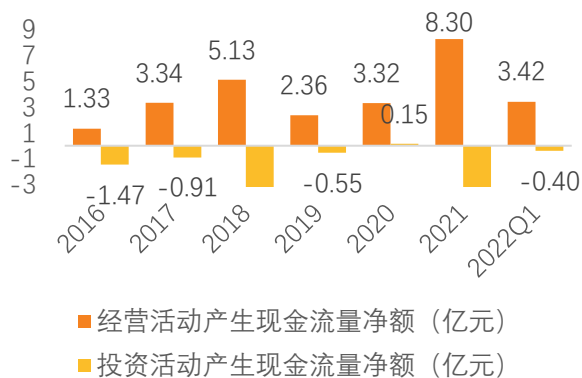
资料来源：wind，天风证券研究所

## 2.4. 现金流

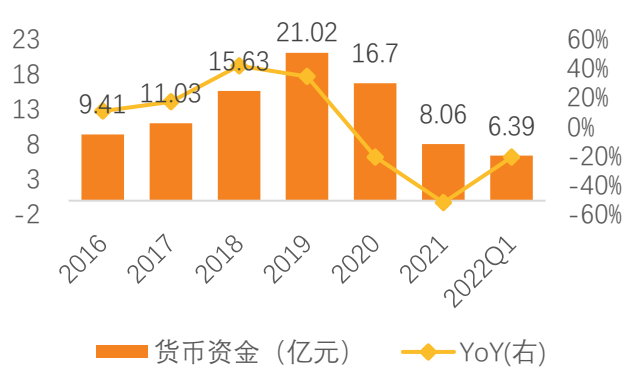
公司经营活动产生的现金流量净额 2021 年为-0.07 亿元，yoy-102.07%，2022Q1 为-0.67 亿元，去年同期为-0.62 亿元；投资活动产生的现金流净额 2021 年为-6.81 亿元，2022Q1 为-0.95 亿元。货币资金截至 2021 年底为 8.06 亿元，yoy-51.73%，截至 2022Q1 为 6.39 亿元，yoy-65.83%。

图 8：2021 年经营活动产生端现金流净额-0.07 亿元

图 9：2021 年货币资金 8.06 亿元



资料来源: wind, 天风证券研究所



资料来源: wind, 天风证券研究所

## 2.5. 经营情况

2021 年是公司发展史上重要的转型之年, 公司利润下滑业绩承压, 主要因为新冠疫情带来线下业务承压、线上业务模式加速演变, 公司积极布局新渠道、拓展新业务等导致各项费用增长, 而新媒体新渠道探索与转型未达预期, 目前正在持续优化中。

**彩妆品牌恋火在探索中找到零售方法论**, 21 年同比高增 463.49% 实现营收 6,617 万元, 7 月推出 PL 看不见粉底液后半年时间销量 60 万支, 且费比控制精准, 同时实现高速增长与盈利, 22Q1 持续推新发力、表现优异, 有望打开公司第二业务增长曲线。

**持续保持研发投入, 不断拓宽技术边界**, 1) 全域布局: 逐步打通科研全链路, 投建的原料工厂和化妆品检测公司预计 22 年全面投入使用, 2) 纵深覆盖: 坚持基础科学研究、应用科学研究、原料商战略合作、产学研医共创并行推进, 深耕抗衰老面部护理的同时拓展其他 “美与健康” 领域; 3) 生物引领: 主力发展基因工程、合成生物、生物发酵、植物提取等生物技术。

**线上进程加速, 品牌建设&多渠道布局初见成效**。线上大力布局抖快等新兴直播渠道, 四季度及时调整促进业务健康化, 线上转型进程加速; 线下推进实体动销, 21 年线下渠道老会员复购率 55%, 其中百货渠道达 62%。同时, 公司积极梳理产品 SKU, 不同渠道根据消费者定位精准推新, 同时充分运用不同媒体平台属性, 进行全网全域整合滚动式传播。

## 3. 投资建议

行业加速变化, 业务转型必要且重要, 但积极变革的过程往往伴随着阵痛期。公司坚持创新与科技并举, 始终将产品放在第一位, 持续研发投入, 拓宽技术边界, 严守产品品质, 保障品效输出; 持续夯实品牌, 践行品牌年轻化科技化; 持续数字化投入, 推进云仓建设等。

**盈利预测:** 公司坚持在转型中调整, 过程的反复不改公司品牌长期发展的信心和决心, 恋火快速发展与线上结构优化均已经逐步见证公司努力的成效, 未来有望于变局中开局, 静候黎明。预计 2022-24 年净利润 2.4/3.0/3.6 亿元, 对应 PE 34/28/23 x, 维持 “增持” 评级。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,669.89	806.10	1,731.48	1,433.25	1,294.23
应收票据及应收账款	5.22	62.85	14.63	28.75	36.10
预付账款	32.46	35.84	26.67	51.42	41.33
存货	138.30	138.43	224.58	184.27	277.14
其他	835.83	932.58	801.24	828.15	848.47
<b>流动资产合计</b>	<b>2,681.70</b>	<b>1,975.80</b>	<b>2,798.60</b>	<b>2,525.85</b>	<b>2,497.26</b>
长期股权投资	49.89	75.12	75.12	75.12	75.12
固定资产	243.99	246.85	229.70	212.55	195.40
在建工程	2.03	118.62	118.62	118.62	118.62
无形资产	18.63	764.56	758.64	752.73	746.81
其他	798.84	580.70	458.97	600.43	542.88
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,113.38</b>	<b>1,785.85</b>	<b>1,641.06</b>	<b>1,759.44</b>	<b>1,678.83</b>
<b>资产总计</b>	<b>3,795.08</b>	<b>3,761.65</b>	<b>4,439.66</b>	<b>4,285.29</b>	<b>4,176.10</b>
短期借款	106.70	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	252.89	198.40	418.16	263.71	505.73
其他	199.27	233.58	582.16	587.39	595.34
<b>流动负债合计</b>	<b>558.86</b>	<b>431.98</b>	<b>1,000.31</b>	<b>851.10</b>	<b>1,101.07</b>
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	7.80	26.64	20.27	18.23	21.71
<b>非流动负债合计</b>	<b>7.80</b>	<b>26.64</b>	<b>20.27</b>	<b>18.23</b>	<b>21.71</b>
<b>负债合计</b>	<b>794.44</b>	<b>603.19</b>	<b>1,020.58</b>	<b>869.33</b>	<b>1,122.78</b>
少数股东权益	22.90	74.36	71.61	71.61	77.96
股本	401.00	401.82	401.82	401.82	401.82
资本公积	754.29	780.12	780.12	780.12	780.12
留存收益	1,822.75	1,930.10	2,174.96	2,174.96	1,810.06
其他	(0.29)	(27.94)	(9.43)	(12.55)	(16.64)
<b>股东权益合计</b>	<b>3,000.64</b>	<b>3,158.46</b>	<b>3,419.08</b>	<b>3,415.95</b>	<b>3,053.32</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>3,795.08</b>	<b>3,761.65</b>	<b>4,439.66</b>	<b>4,285.29</b>	<b>4,176.10</b>

现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	463.40	241.19	244.86	303.15	364.89
折旧摊销	21.34	33.40	23.07	23.07	23.07
财务费用	(6.35)	(0.35)	(38.51)	(43.89)	(39.41)
投资损失	(36.22)	(24.67)	(29.27)	(30.05)	(28.00)
营运资金变动	(829.71)	(252.63)	634.81	(318.70)	199.84
其它	749.89	(4.43)	(12.84)	(4.13)	(6.34)
<b>经营活动现金流</b>	<b>362.35</b>	<b>(7.48)</b>	<b>822.12</b>	<b>(70.55)</b>	<b>514.05</b>
资本支出	78.74	891.85	6.37	2.03	(3.48)
长期投资	49.89	25.23	0.00	0.00	0.00
其他	(910.73)	(1,598.22)	43.07	28.02	31.47
<b>投资活动现金流</b>	<b>(782.10)</b>	<b>(681.14)</b>	<b>49.44</b>	<b>30.05</b>	<b>28.00</b>
债权融资	164.04	(66.09)	35.32	44.42	40.12
股权融资	(140.82)	(1.00)	18.51	(302.15)	(721.19)
其他	(48.07)	(102.75)	0.00	0.00	0.00
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(24.85)</b>	<b>(169.84)</b>	<b>53.82</b>	<b>(257.72)</b>	<b>(681.07)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>(444.61)</b>	<b>(858.46)</b>	<b>925.38</b>	<b>(298.22)</b>	<b>(139.02)</b>

利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	<b>1,744.99</b>	<b>1,787.03</b>	<b>1,962.16</b>	<b>2,281.99</b>	<b>2,701.87</b>
营业成本	589.75	643.04	710.30	821.52	961.87
营业税金及附加	18.45	23.51	22.94	26.94	33.01
销售费用	564.10	741.29	808.41	933.33	1,094.26
管理费用	78.61	100.36	113.81	127.79	151.30
研发费用	50.15	50.49	56.90	66.18	72.95
财务费用	(57.34)	(35.82)	(38.51)	(43.89)	(39.41)
资产/信用减值损失	(5.96)	(12.79)	(10.99)	(9.91)	(11.23)
公允价值变动收益	(2.57)	0.61	(10.09)	0.00	0.00
投资净收益	36.22	24.67	29.27	30.05	28.00
其他	(98.95)	(47.33)	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>572.52</b>	<b>298.99</b>	<b>296.50</b>	<b>370.26</b>	<b>444.65</b>
营业外收入	0.23	12.21	4.87	5.77	7.61
营业外支出	5.39	1.57	2.59	3.18	2.45
<b>利润总额</b>	<b>567.37</b>	<b>309.63</b>	<b>298.79</b>	<b>372.84</b>	<b>449.82</b>
所得税	103.97	68.43	56.68	73.82	91.27
<b>净利润</b>	<b>463.40</b>	<b>241.19</b>	<b>242.11</b>	<b>299.02</b>	<b>358.55</b>
少数股东损益	(1.00)	(6.73)	(2.75)	(4.13)	(6.34)
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>464.40</b>	<b>247.92</b>	<b>244.86</b>	<b>303.15</b>	<b>364.89</b>
每股收益(元)	1.16	0.62	0.61	0.75	0.91

主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入	-3.10%	2.41%	9.80%	16.30%	18.40%
营业利润	-6.55%	-47.78%	-0.83%	24.87%	20.09%
归属于母公司净利润	-9.81%	-46.61%	-1.24%	23.81%	20.37%
<b>获利能力</b>					
毛利率	66.20%	64.02%	63.80%	64.00%	64.40%
净利率	26.61%	13.87%	12.48%	13.28%	13.51%
ROE	15.60%	8.04%	7.31%	9.06%	12.26%
ROIC	-156.62%	-112.66%	20.13%	52.12%	49.21%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	20.93%	16.04%	22.99%	20.29%	26.89%
净负债率	-52.10%	-25.37%	-50.59%	-41.90%	-42.29%
流动比率	3.41	3.43	2.80	2.97	2.27
速动比率	3.23	3.19	2.57	2.75	2.02
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	496.45	52.50	50.65	105.20	83.32
存货周转率	10.73	12.92	10.81	11.16	11.71
总资产周转率	0.48	0.47	0.48	0.52	0.64
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	1.16	0.62	0.61	0.75	0.91
每股经营现金流	0.90	-0.02	2.05	-0.18	1.28
每股净资产	7.41	7.68	8.33	8.32	7.40
<b>估值比率</b>					
市盈率	17.98	33.68	34.10	27.54	22.88
市净率	2.80	2.71	2.49	2.50	2.81
EV/EBITDA	32.54	32.06	18.20	15.36	13.04
EV/EBIT	33.31	34.10	19.70	16.38	13.74

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 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	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com