

化妆品组

丸美股份 (603983.SH) 增持 (维持评级)**公司点评**

市场价格(人民币): 28.56元

Q3环比改善，期待Q4大促发力**市场数据(人民币)****公司基本情况(人民币)**

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,745	1,787	1,866	2,146	2,535
营业收入增长率	-3.10%	2.41%	4.44%	14.99%	18.10%
归母净利润(百万元)	464	248	270	320	379
归母净利润增长率	-9.81%	-46.61%	9.08%	18.44%	18.34%
摊薄每股收益(元)	1.158	0.617	0.674	0.798	0.944
每股经营性现金流净额	0.90	-0.02	0.67	0.95	1.15
ROE(归属母公司)(摊薄)	15.60%	8.04%	8.25%	9.15%	10.07%
P/E	45.08	51.65	42.40	35.79	30.25
P/B	7.03	4.15	3.50	3.27	3.05

来源：公司年报、国金证券研究所

事件简评

- 公司3Q22 营收3.3亿元、+24%，归母净利294万元、同比扭亏，净利率0.9%，扣非净亏损1160万元。Q3增速回正、录得19年来单季最高增速。

经营分析

- **3Q22 主品牌抖音增长提速，播主结构优化，望接棒淘系贡献增长。**据魔镜和飞瓜数据，1-3Q22 丸美品牌淘系+京东+抖音三平台合计销售额同比+1%/-10%/-2%，略输大盘的+2%/-0.4%/-1%，淘系承压，抖音快增、3Q22 规模首超淘系。1-3Q22 品牌抖音销售额分别+287%/26%/155%，同期抖音美妆大盘+263%/185%/83%，3Q22 抖音大盘增速有所放缓、丸美品牌增长提速、跑赢行业。公司大力发展自播以控制折扣力度和费用，今年来抖音小店自播占比总体在40%+、维持相对良性水平，对比龙头薇诺娜/珀莱雅差异不大。3Q21 公司在抖音、快手的自播销售占比仅11%、达播占比89%。
- **恋火线上表现亮眼、丰富底妆产品突围彩妆赛道。**根据魔镜，21年8月恋火开始在淘系起量，3Q22 排名47，3Q21-1Q22 环比持续增长，4Q21/1Q22 环比+72%/+34%，2Q22 环比-13%，3Q22 淘系+京东+抖音三平台合计销售额突破1.1亿元、环比增57%、同增217%，延续强劲增势。
- **眼部产品贡献主要增长、彩妆环增40%，新品带动均价明显提升。**3Q22 眼部/护肤/洁肤/彩妆收入1/1.13/0.42/0.66亿元，yoy+38%/-23%+33%，眼部增速回正(Q1-2 同比-25%/-23%)，彩妆环增40%、主要系恋火贡献。3Q22 眼部/护肤/洁肤/彩妆销售均价同比+52%/31%/36%/4%，预计主要系高单价新品小金针双胶原系列、二代小红笔、巧克力四抗系列等贡献。
- **毛利率升、费用率降，周转放缓。**3Q22 毛利率65%，同增7.6PCT，环降6.5PCT；销售/管理费率53%/8%、同比-11/-2PCT。存货/应收账款周转102/11天，同比放缓9天/9天，预计主要系大促备货。

投资建议

- 1H22 业绩承压，Q3 渠道&产品结构&品牌营销逐步调整，期待 Q4 大促催化环比进一步改善；恋火望延续高增。下调22-23年盈利预测12%/5%，维持24年盈利预测，预计22-24年归母净利2.7/3.2/3.8亿元，+9%/+18%/+18%，对应PE42/36/30倍，维持“增持”评级。

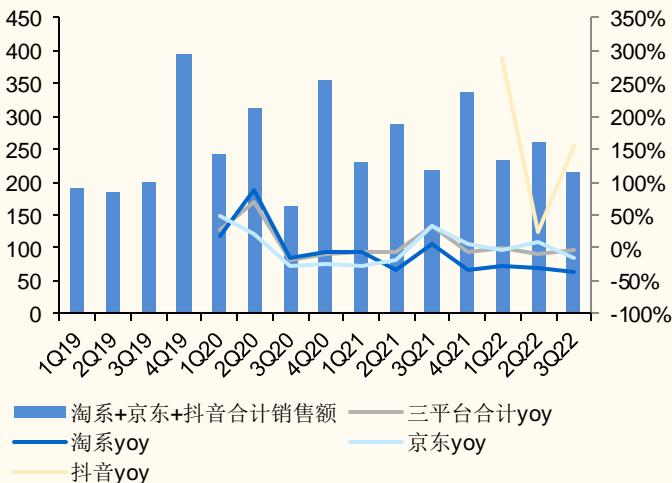
风险提示

- 新品牌培育/产品研发/渠道拓展不及预期。

罗晓婷 分析师SAC执业编号:S1130520120001
luoxiaoting@gjzq.com.cn

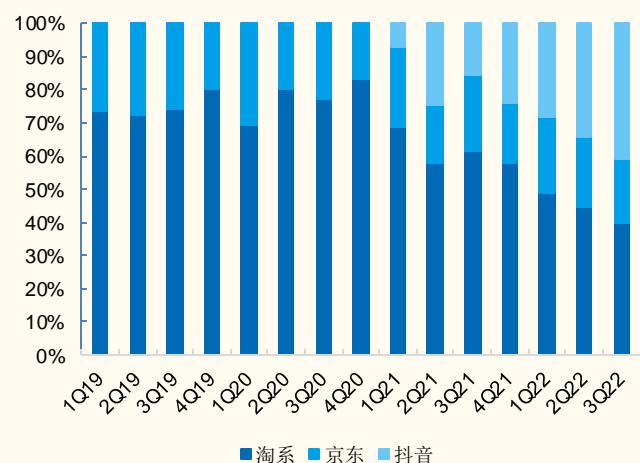
蔡昕妤 联系人
caixy@gjzq.com.cn

图表 1：九美淘系、京东、抖音月销售额及同比（百万元）



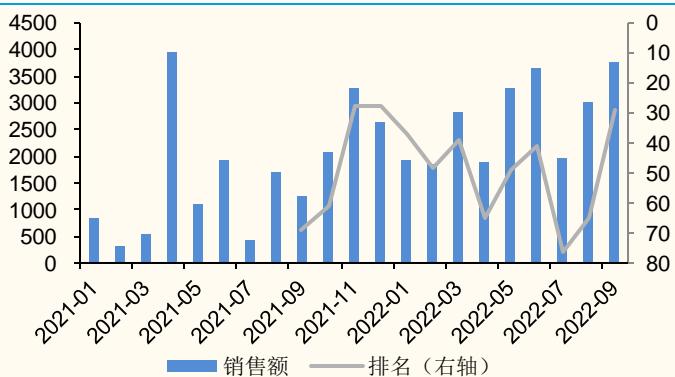
来源：魔镜数据，飞瓜数据，国金证券研究所

图表 2：九美淘系、京东、抖音月销售额占比



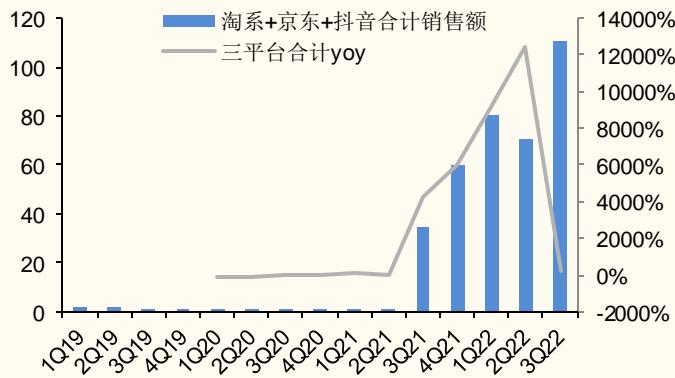
来源：魔镜数据，飞瓜数据，国金证券研究所

图表 3：九美抖音月度销售额及排名（万元）



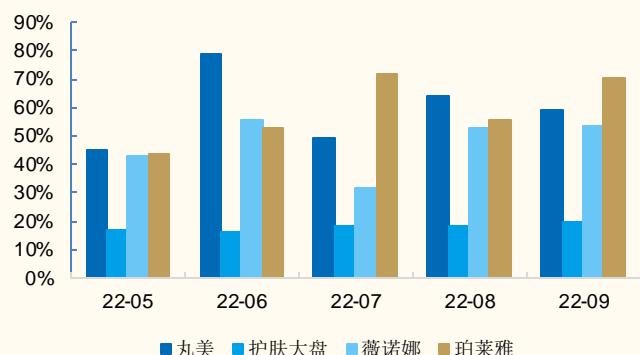
来源：魔镜数据，飞瓜数据，国金证券研究所

图表 5：恋火品牌淘系+京东+抖音合计销售额及同比（百万元，%）



来源：魔镜数据，飞瓜数据，国金证券研究所

图表 4：九美抖音自播占比与护肤大盘、珀莱雅、薇诺娜对比



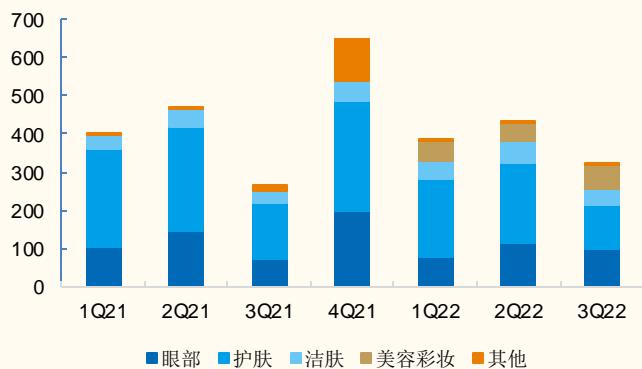
来源：飞瓜数据，国金证券研究所

图表 6：恋火品牌淘系、京东、抖音销售结构



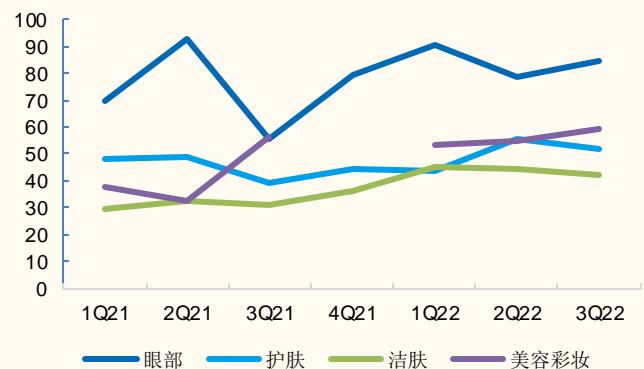
来源：魔镜数据，飞瓜数据，国金证券研究所

图表 7: 公司季度分品类营收 (百万元)



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 8: 公司分品类季度销售均价 (元)



来源：公司公告，国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	1,801	1,745	1,787	1,866	2,146	2,535
增长率	-3.1%	2.4%	4.4%	15.0%	18.1%	
主营业务成本	-573	-590	-643	-566	-635	-737
%销售收入	31.8%	33.8%	36.0%	30.3%	29.6%	29.1%
毛利	1,227	1,155	1,144	1,300	1,511	1,798
%销售收入	68.2%	66.2%	64.0%	69.7%	70.4%	70.9%
营业税金及附加	-20	-18	-24	-26	-30	-35
%销售收入	1.1%	1.1%	1.3%	1.4%	1.4%	1.4%
销售费用	-540	-564	-741	-812	-936	-1,110
%销售收入	30.0%	32.3%	41.5%	43.5%	43.6%	43.8%
管理费用	-91	-79	-100	-108	-127	-152
%销售收入	5.0%	4.5%	5.6%	5.8%	5.9%	6.0%
研发费用	-45	-50	-50	-56	-67	-82
%销售收入	2.5%	2.9%	2.8%	3.0%	3.1%	3.3%
息税前利润 (EBIT)	531	444	228	298	352	418
%销售收入	29.5%	25.4%	12.8%	16.0%	16.4%	16.5%
财务费用	22	57	36	16	20	25
%销售收入	-1.2%	-3.3%	-2.0%	-0.9%	-0.9%	-1.0%
资产减值损失	-14	-6	-13	-3	0	-1
公允价值变动收益	6	-3	1	0	0	0
投资收益	27	36	25	16	16	16
%销售收入	4.4%	6.4%	8.0%	4.9%	4.1%	3.5%
营业利润	613	573	299	327	388	459
营业利润率	34.0%	32.8%	16.7%	17.5%	18.1%	18.1%
营业外收支	1	-5	11	0	0	0
税前利润	614	567	310	327	388	459
利润率	34.1%	32.5%	17.3%	17.5%	18.1%	18.1%
所得税	-101	-104	-68	-57	-67	-80
所得税率	16.5%	18.3%	22.1%	17.4%	17.4%	17.4%
净利润	513	463	241	270	320	379
少数股东损益	-2	-1	-7	0	0	0
归属于母公司的净利润	515	464	248	270	320	379
净利率	28.6%	26.6%	13.9%	14.5%	14.9%	15.0%

现金流量表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	513	463	241	270	320	379
少数股东损益	-2	-1	-7	0	0	0
非现金支出	39	27	46	25	22	22
非经营收益	-41	-45	-17	-12	-15	-16
营运资金变动	-45	-84	-278	-13	55	77
经营活动现金净流	466	362	-7	270	382	462
资本开支	-6	-749	-117	-136	-66	-66
投资	-720	-76	59	0	0	0
其他	27	42	-623	16	16	16
投资活动现金净流	-699	-782	-681	-120	-50	-50
股权筹资	842	25	90	0	0	0
债权筹资	0	107	-107	-4	0	0
其他	-70	-157	-153	-77	-97	-117
筹资活动现金净流	772	-25	-170	-82	-97	-117
现金净流量	538	-445	-858	69	235	295

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	2,102	1,670	806	871	1,104	1,397
应收账款	6	9	70	92	106	125
存货	187	138	138	144	162	188
其他流动资产	834	865	961	1,045	1,052	1,062
流动资产	3,128	2,682	1,976	2,153	2,423	2,772
%总资产	91.0%	70.7%	52.5%	53.1%	55.5%	58.2%
长期投资	5	54	75	75	75	75
固定资产	249	246	365	414	461	509
%总资产	7.3%	6.5%	9.7%	10.2%	10.6%	10.7%
无形资产	25	40	775	772	769	767
非流动资产	308	1,113	1,786	1,898	1,943	1,987
%总资产	9.0%	29.3%	47.5%	46.9%	44.5%	41.8%
资产总计	3,436	3,795	3,762	4,051	4,366	4,759
短期借款	0	107	5	10	10	10
应付款项	495	337	332	441	499	585
其他流动负债	245	343	240	233	268	316
流动负债	740	787	577	684	778	910
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	26	8	27	15	12	10
负债	766	794	603	699	790	920
普通股股东权益	2,670	2,978	3,084	3,278	3,502	3,765
其中：股本	401	401	402	402	402	402
未分配利润	1,319	1,622	1,729	1,923	2,147	2,410
少数股东权益	0	23	74	74	74	74
负债股东权益合计	3,436	3,795	3,762	4,051	4,366	4,759

比率分析

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标						
每股收益	1.284	1.158	0.617	0.674	0.798	0.944
每股净资产	6.658	7.426	7.675	8.166	8.724	9.378
每股经营现金净流	1.161	0.904	-0.019	0.673	0.951	1.151
每股股利	0.000	0.390	0.350	0.190	0.240	0.290
回报率						
净资产收益率	19.28%	15.60%	8.04%	8.25%	9.15%	10.07%
总资产收益率	14.98%	12.24%	6.59%	6.68%	7.34%	7.96%
投入资本收益率	16.61%	11.66%	5.62%	7.31%	8.11%	8.96%
增长率						
主营业务收入增长率	14.28%	-3.10%	2.41%	4.44%	14.99%	18.10%
EBIT增长率	27.97%	-16.40%	-48.57%	30.45%	18.29%	18.64%
净利润增长率	23.99%	-9.81%	-46.61%	9.08%	18.44%	18.34%
总资产增长率	62.33%	10.44%	-0.88%	7.70%	7.77%	9.00%
资产管理能力						
应收账款周转天数	0.5	0.7	6.4	15.0	15.0	15.0
存货周转天数	100.6	100.7	78.5	95.0	95.0	95.0
应付账款周转天数	179.2	167.9	128.1	135.0	135.0	135.0
固定资产周转天数	50.5	51.0	50.4	45.9	37.9	30.3
偿债能力						
净负债/股东权益	-108.53%	-79.44%	-48.74%	-47.71%	-51.22%	-55.35%
EBIT利息保障倍数	-23.7	-7.7	-6.4	-18.1	-17.8	-16.4
资产负债率	22.30%	20.93%	16.04%	17.24%	18.08%	19.33%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	2	3	9	12	23
增持	4	7	17	29	1
中性	0	0	0	0	1
减持	0	0	0	0	0
评分	1.67	1.70	1.65	1.71	1.12

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2021-04-24	买入	55.85	N/A
2	2021-05-01	买入	50.27	N/A
3	2021-08-29	买入	34.07	N/A
4	2022-04-30	增持	20.78	N/A

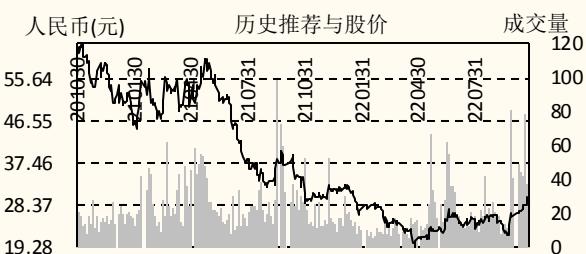
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5% - 15%；
 中性：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -5% - 5%；
 减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-60753903
传真：021-61038200
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路1088号
紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979
传真：010-66216793
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100053
地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378
传真：0755-83830558
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号
嘉里建设广场T3-2402