

## 证券研究报告

### 公司研究

#### 公司点评报告

#### 丸美股份 (603983)

#### 投资评级

#### 上次评级

刘嘉仁 社零&美护首席分析师

执业编号: S1500522110002

联系电话: 15000310173

邮箱: liujiaren@cindasc.com

周子莘 美护分析师

执业编号: S1500522110001

联系电话: 13276656366

邮箱: zhouzixin@cindasc.com

#### 相关研究

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

# 产品聚焦、突破线上，期待公司调整后表现

2023年01月19日

- **具备差异化中高端品牌的国货化妆品集团。**公司主营化妆品的研发生产销售，旗下拥有护肤品牌丸美、春纪和彩妆品牌恋火，22H1 丸美/恋火销售额占比分别为 85%/12%，丸美为公司贡献主要收入，并已连续 7 年被行业媒体评选为“抗衰老品类 TOP1”，深耕中高端抗衰老赛道，品牌竞争力凸显。公司 22Q1-Q3 实现收入 11.44 亿元/yoY+0.53%；归母净利润 1.2 亿元/yoY-15.49%。单季度看，公司 22Q3 实现收入 3.27 亿元/yoY+23.72%，实现归母净利润 0.03 亿元/yoY+106.24%，收入业绩有所改善。
- **具备多年研发积累，入局重组胶原助推增长。**契合当前化妆品行业强调功效性与创新性的趋势，公司具备深厚研发积淀，拥有上海、广州、东京三地研发中心，通过引入专家加强研发实力，并深化拓展与国内高校及研究机构的合作；公司基于独家重组人源化胶原相关专利优势，在消费者对于胶原蛋白护肤品具备较强购买诉求而供给尚不充足的背景下开发“双胶原”系列，以独家“I型+III型胶原”成分锚定消费者认知，有望享受胶原蛋白行业高速发展带来的红利，未来或基于原料研发优势将产品矩阵拓展至医用敷料及医美产品，潜力可期。
- **团队“提效增肌”进行时，发力线上精细化运营。**22 年公司继续发力线上渠道：**1) 团队：梳理电商部门组织架构。**纵向来看，聘请了经验丰富的电商管理负责人统筹业务，横向来看，通过多部门协同为电商部门提供支持；**2) 产品：优化产品结构、精简边缘 SKU。**以小紫弹眼霜、小红笔眼霜、蝴蝶眼膜和双胶原小金针次抛等大单品强化“眼部护理专家”及“抗衰”的品牌认知；**3) 渠道运营：强化精细化运营能力。**公司不断提升自播占比，降低对于达播的依赖程度，抖快自播占比超 50%。在 2022 年“双 11”大促中，发力线上策略已取得阶段性成果，丸美天猫旗舰店 GMV 同比+9.5%、恢复正向增长；抖音渠道自播 GMV 同比+1620.2%、达播 GMV 同比+30.6%。
- **恋火逆势高速增长，第二增长曲线逐渐清晰。**年轻团队为恋火品牌注入活力，通过“看不见”/“蹭不掉”粉底液等核心大单品塑造品牌心智，在彩妆市场白热化竞争态势下实现突围，“双 11”恋火全网 GMV 超 21 年全年，其中：全网/天猫分别实现 2.8/3.8 倍增长；根据魔镜数据，2022 年恋火在抖音渠道实现销售额 1.14 亿元，品牌规模已较为可观，2022 年恋火天猫渠道销售额达 2.15 亿元/yoY+276.1%，远超 2022 年天猫彩妆行业大盘-23.6% 的增速，实现逆势增长。
- **产品结构调整推动毛利率提升，费率仍有优化空间。**公司 2022Q1-Q3/22Q3 毛利率分别为 67.98%/64.90%，同比分别+5.49%/-7.62pct，主要源于公司产品结构优化、核心高单价大单品双胶原系列销售占比提升。2022 年 Q1-Q3 期间费率达 56.22%、同比+7.39%，其中销售/管理/财务/研发费率分别+4.25%/-0.85%/-2.40%/-0.11%，短期公司发力线上费率有所提升，随着公司在线上渠道的积累日益深厚、优势逐步建立，后续费率依旧有优化空间。
- **盈利预测与投资评级：**公司 22 年积极调整，品牌端丸美优化 SKU 结构、推出核心“双胶原”系列，强化品牌中高端认知，恋火品牌以大单品在 22 年实现逆势增长，第二成长曲线逐步清晰；渠道端梳理电商团队结构发力线上，在“双十一”已取得初步成果，随着 23 年线下消费场景修复，线上线下双渠道发力可期。根据 wind 一致预期，2022-2024 年公司归母净利润分别为 2.55/3.08/3.61 亿元，同比分别增长 3.04%/20.55%/17.35%，对应 EPS 分别为 0.64/0.77/0.90 元，对应 PE 分别为 51/43/36X（截至 1 月 19 日收盘价）。
- **风险因素：**线上渠道转型不及预期；线上流量红利减退；新产品销售不及预期；宏观经济影响消费者信心；化妆品市场竞争激烈。

## 研究团队简介

**刘嘉仁**，社零&美护首席分析师。曾供职于第一金证券、凯基证券、兴业证券。2016年加入兴业证券社会服务团队，2019年担任社会服务首席分析师，2020年接管商贸零售团队，2021年任现代服务业研究中心总经理。2022年加入信达证券，任研究开发中心副总经理。2021年获新财富批零与社服第2名、水晶球社服第1名/零售第1名、新浪财经金麒麟最佳分析师医美第1名/零售第2名/社服第3名、上证报最佳分析师批零社服第3名，2022年获新浪财经金麒麟最佳分析师医美第2名/社服第2名/零售第2名、医美行业白金分析师。

**王越**，上海交通大学金融学硕士，南京大学经济学学士，2018年7月研究生毕业后加入兴业证券社会服务小组，2022年11月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美、社会服务行业。

**周子莘**，南京大学经济学硕士，华中科技大学经济学学士，曾任兴业证券社会服务行业美护分析师，2022年11月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美。

**李汶静**，伊利诺伊大学香槟分校理学硕士，西南财经大学经济学学士，2022年11月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美。

## 机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	<a href="mailto:hanqiyue@cindasc.com">hanqiyue@cindasc.com</a>
华北区销售总监	陈明真	15601850398	<a href="mailto:chenmingzhen@cindasc.com">chenmingzhen@cindasc.com</a>
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	<a href="mailto:quejiacheng@cindasc.com">quejiacheng@cindasc.com</a>
华北区销售	祁丽媛	13051504933	<a href="mailto:qiliyuan@cindasc.com">qiliyuan@cindasc.com</a>
华北区销售	陆禹舟	17687659919	<a href="mailto:luyuzhou@cindasc.com">luyuzhou@cindasc.com</a>
华北区销售	魏冲	18340820155	<a href="mailto:weichong@cindasc.com">weichong@cindasc.com</a>
华北区销售	樊荣	15501091225	<a href="mailto:fanrong@cindasc.com">fanrong@cindasc.com</a>
华北区销售	秘侨	18513322185	<a href="mailto:miqiao@cindasc.com">miqiao@cindasc.com</a>
华北区销售	李佳	13552992413	<a href="mailto:lijia1@cindasc.com">lijia1@cindasc.com</a>
华东区销售总监	杨兴	13718803208	<a href="mailto:yangxing@cindasc.com">yangxing@cindasc.com</a>
华东区销售副总监	吴国	15800476582	<a href="mailto:wuguo@cindasc.com">wuguo@cindasc.com</a>
华东区销售	国鹏程	15618358383	<a href="mailto:guopengcheng@cindasc.com">guopengcheng@cindasc.com</a>
华东区销售	李若琳	13122616887	<a href="mailto:liruolin@cindasc.com">liruolin@cindasc.com</a>
华东区销售	朱尧	18702173656	<a href="mailto:zhuyao@cindasc.com">zhuyao@cindasc.com</a>
华东区销售	戴剑箫	13524484975	<a href="mailto:daijianxiao@cindasc.com">daijianxiao@cindasc.com</a>
华东区销售	方威	18721118359	<a href="mailto:fangwei@cindasc.com">fangwei@cindasc.com</a>
华东区销售	俞晓	18717938223	<a href="mailto:yuxiao@cindasc.com">yuxiao@cindasc.com</a>
华东区销售	李贤哲	15026867872	<a href="mailto:lixianzhe@cindasc.com">lixianzhe@cindasc.com</a>
华东区销售	孙僮	18610826885	<a href="mailto:suntong@cindasc.com">suntong@cindasc.com</a>
华东区销售	贾力	15957705777	<a href="mailto:jiali@cindasc.com">jiali@cindasc.com</a>
华东区销售	石明杰	15261855608	<a href="mailto:shimingjie@cindasc.com">shimingjie@cindasc.com</a>
华东区销售	曹亦兴	13337798928	<a href="mailto:caoyixing@cindasc.com">caoyixing@cindasc.com</a>
华南区销售总监	王留阳	13530830620	<a href="mailto:wangliuyang@cindasc.com">wangliuyang@cindasc.com</a>
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	<a href="mailto:chenchen3@cindasc.com">chenchen3@cindasc.com</a>
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	<a href="mailto:wangyufei@cindasc.com">wangyufei@cindasc.com</a>
华南区销售	刘韵	13620005606	<a href="mailto:liuyun@cindasc.com">liuyun@cindasc.com</a>



华南区销售	胡洁颖	13794480158	<a href="mailto:huijieying@cindasc.com">huijieying@cindasc.com</a>
华南区销售	郑庆庆	13570594204	<a href="mailto:zhengqingqing@cindasc.com">zhengqingqing@cindasc.com</a>
华南区销售	刘莹	15152283256	<a href="mailto:liuying1@cindasc.com">liuying1@cindasc.com</a>
华南区销售	蔡静	18300030194	<a href="mailto:caijing1@cindasc.com">caijing1@cindasc.com</a>
华南区销售	聂振坤	15521067883	<a href="mailto:niezhenkun@cindasc.com">niezhenkun@cindasc.com</a>

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到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、意见及推测仅供参考，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做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）；	<b>买入：</b> 股价相对强于基准 20% 以上； <b>增持：</b> 股价相对强于基准 5%~20%； <b>持有：</b> 股价相对基准波动在±5% 之间； <b>卖出：</b> 股价相对弱于基准 5% 以下。	<b>看高：</b> 行业指数超越基准； <b>中性：</b> 行业指数与基准基本持平； <b>看淡：</b> 行业指数弱于基准。
时间段：报告发布之日起 6 个月内。		

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。