

丸美股份（603983.SH）

上半年营收同比增长 30%，渠道转型及多品牌建设成效显著

增持

核心观点

公司作为国内头部化妆品公司，依托主品牌丸美和彩妆新品牌恋火实现业绩快速增长。上半年实现营业收入 10.59 亿元，同比+29.64%；归母净利润 1.31 亿元，同比+11.63%；单 Q2 实现营收+34.10%，归母净利润+0.82%。公司线上转型获阶段性成效，新品牌恋火带来收入增量。

分品牌看，主品牌丸美依托线上渠道上半年业绩实现稳步增长，其中抖音快手同比增长 129.5%，天猫官旗同比增长 28.3%；同时不断夯实自身眼霜和重组双胶原的产品心智，大单品“小红笔”眼霜和“小金针”次抛均实现大幅增长。新品牌 PL 恋火在底妆市场突围，同比超速增长 211.4%，线上延续高速增长态势，同时也在积极拓展线下渠道，目前已进驻调色师、KKV、屈臣氏、研丽等近 2000 家门店。

分渠道看，上半年公司线上实现营收 8.45 亿元/yoy+59.0%，以抖音为主的线上直营同增 119.5%，其中天猫旗舰店重点发力核心单品，深耕核心人群，强化复购；抖音加强内容种草和心智建设，多店并进一店一侧重；线下实现营业收入 2.14 亿元/yoy-24.6%，主要由于线下零售恢复不及预期，但公司依旧坚定推行分渠分品，扎实推进渠道数字化升级与会员精细化运营。

毛利率持续优化，销售费用率大幅上行。上半年毛利率为 70.12%，同比增加 0.92pct，净利率为 12.40%/yoy-1.51pct；毛利率提升主要由于产品结构持续优化并保持积极成本管控。费用方面，公司销售/管理/研发费用率分别同比+4.37pct/-1.86pct/-0.28pct，由于目前公司处于线上转型成效固化关键期，需要保持投入维持优势，带动销售费用率提升显著。

营运能力和现金流均表现向好。公司持续推进数字化与供应链融合，带动整体营运能力好转，公司上半年存货周转天数为 82 天，同比下降 12 天；现金流方面，公司上半年经营性现金流净额为 0.77 亿元，同比增加 492%，主要由于线上直营渠道快速增长带动现金流加速好转。

风险提示：宏观环境风险，新产品推出不及预期，行业竞争加剧。

投资建议：公司上半年产品和渠道调整转型成效进一步显现。产品端，持续优化产品结构，推动大单品升级迭代，带动毛利率不断提升；渠道端，实施精细化运营，同时也积极推动各渠道间有效协同，实现稳步增长；品牌端，主品牌丸美不断夯实自身眼霜和重组双胶原产品心智，恋火稳步渗透高质极简的底妆心智，成为公司的第二增长曲线。我们维持 2023-2025 年归母净利润为 2.87/3.57/4.30 亿元，对应 PE 为 37/30/25x。维持公司“增持”评级。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,787	1,732	2,125	2,475	2,847
(+/-%)	2.4%	-3.1%	22.7%	16.5%	15.0%
净利润(百万元)	248	174	287	357	430
(+/-%)	-46.6%	-29.7%	64.6%	24.5%	20.5%
每股收益(元)	0.62	0.43	0.71	0.89	1.07
EBIT Margin	12.8%	8.6%	14.4%	15.5%	16.2%
净资产收益率 (ROE)	8.0%	5.5%	8.5%	9.8%	10.9%
市盈率 (PE)	43.0	61.1	37.1	29.8	24.7
EV/EBITDA	45.3	69.2	31.5	25.0	21.1
市净率 (PB)	3.45	3.34	3.14	2.92	2.70

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

美容护理·化妆品

证券分析师：张峻豪

联系人：孙乔容若

021-60933168

zhangjh@guosen.com.cn

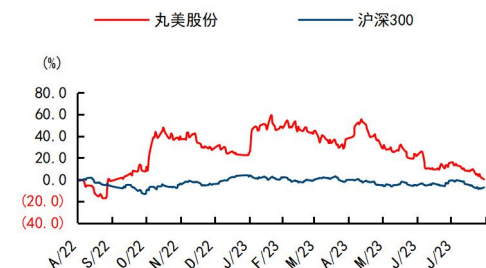
sunqiaorongruo@guosen.com.cn

S0980517070001

基础数据

投资评级	增持(维持)
合理估值	
收盘价	26.20 元
总市值/流通市值	10506/10506 百万元
52 周最高价/最低价	42.13/21.47 元
近 3 个月日均成交额	49.19 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《丸美股份（603983.SH）-调整转型成效初现，多品牌发展助力业绩持续增长》——2023-05-03

《丸美股份（603983.SH）-三季度同比实现扭亏，多赛道布局加码品牌实力》——2022-11-09

《丸美股份（603983.SH）-主品牌转型期业绩承压，新品牌“恋火”表现亮眼》——2022-09-01

《丸美股份（603983.SH）-转型期利润端承压，线上化及新品牌初显成效》——2022-05-04

《丸美股份-603983-2021 年三季报点评：业务转型期利润端承压，未来关注新渠道拓展成果》——2021-11-03

公司上半年营收快速增长。上半年公司实现营业收入 10.59 亿元，同比+29.64%；归母净利润 1.31 亿元，同比+11.63%；单 Q2 实现营业收入 5.83 亿元，同比+34.10%，归母净利润 5201.45 万元，同比+0.82%。公司线上转型获阶段性成效，新品牌恋火带来收入增量。同时公司无中期派息计划。

分品牌看，主品牌丸美依托线上渠道上半年业绩实现稳步增长，其中抖音快手同比增长 129.51%，天猫官旗同比增长 28.33%；同时不断夯实自身眼霜和重组双胶原的产品心智，其中大单品“小红笔”实现 GMV1.07 亿/yoy+355%，在天猫官旗占比 40%；“小金针”实现 GMV9013 万元/yoy+155%，在抖快达播占比 63%。新 PL 恋火实现收入 3.07 亿元，同比超速增长 211.42%，618 期间线上销售同比增长 327%，同时恋火也在积极拓展线下渠道，目前已进驻调色师、KKV、屈臣氏、研丽等零售连锁渠道近 2000 家门店。

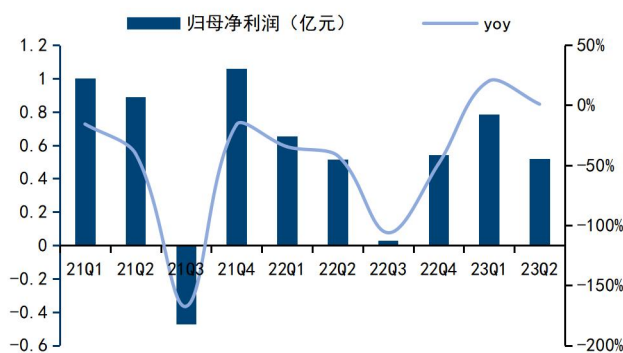
分渠道看，上半年线上渠道实现营业收入 8.45 亿元，收入占比 79.78%，同比增长 58.97%，以抖音为主的线上直营同比增长 119.53%，其中天猫旗舰店重点发力核心单品，深耕核心人群，强化复购；抖音作为兴趣电商加强内容种草和心智建设，多店并进一店一侧重；公司线下渠道实现营业收入 2.14 亿元，同比下降 24.62%，主要由于整体行业线下零售恢复不及预期，但公司依旧坚定推行分渠分品，扎实推进渠道数字化升级与会员精细化运营。

图1：公司单季度营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

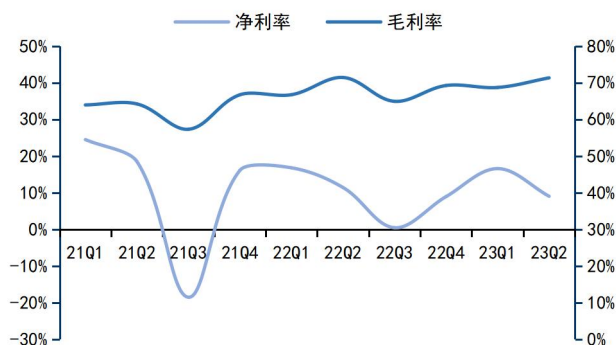
图2：公司单季度归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

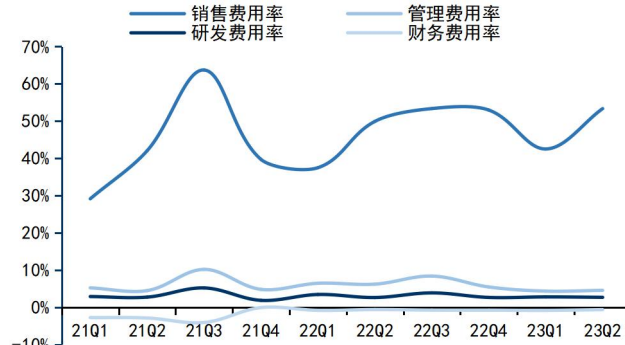
盈利能力方面，公司上半年毛利率为 70.12%/yoy+0.92pct，净利率为 12.40%/yoy-1.51pct；单 Q2 毛利率/净利率为 71.31%/9.01%。毛利率提升由于产品结构持续优化，同时继续推进供应链与数字化的融合。其中，公司销售费用率/管理费用率/研发费用率分别为 48.48%/4.47%/2.74%，同比+4.37pct/-1.86pct/-0.28pct。销售费用率主要由于公司处于线上转型成效固化关键期，需要持续保持投入，同时现阶段线上流量成本高涨带动增长较多，而降本增效措施效果明显不断优化管理费用率下行。

图3：公司单季度毛利率及净利率情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

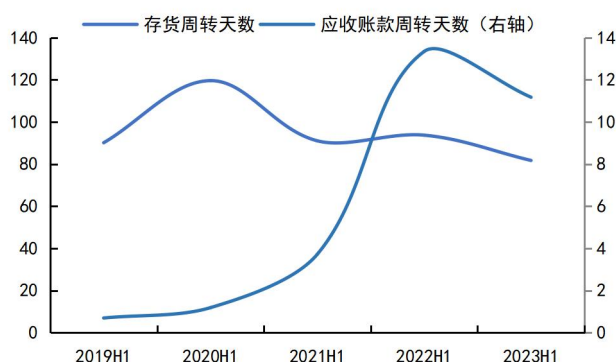
图4：公司单季度费用率情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

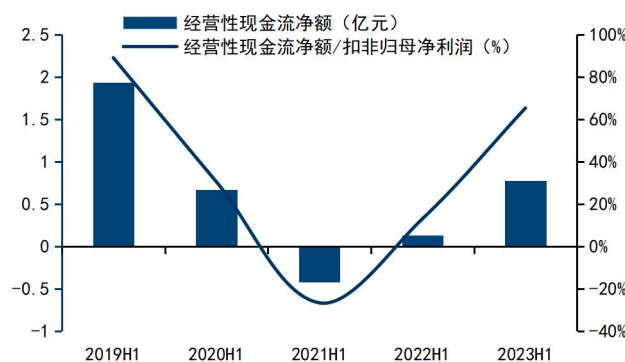
营运能力和现金流方面，公司上半年存货周转天数为82天，同比下降12天；应收账款周转天数为11天，同比下降2天，主要由于公司持续推进数字化与供应链融合，提升数字化与生产制造、采购与供应商的协同性，带动整体营运能力好转；**现金流方面**，公司上半年经营性现金流净额/扣非归母净利润为65.26%，同比+52.29pct，主要由于线上直营渠道快速增长带动现金流加速好转。

图5：公司存货周转天数及应收账款周转天数



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：公司现金流情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议：

公司上半年产品和渠道调整转型成效进一步显现。产品端，持续优化产品结构，推动大单品升级迭代，带动毛利率不断提升；渠道端，一方面坚定推行分渠分品，实施精细化运营，同时也积极推动各渠道间的有效协同，实现稳步增长；品牌端，主品牌丸美不断夯实自身眼霜和重组双胶原产品心智，新品牌恋火稳步渗透高质极简的底妆心智，积极开拓新渠道建设，成为公司的第二增长曲线。我们维持2023-2025年归母净利润为2.87/3.57/4.30亿元，对应PE为37/30/25x。维持公司“增持”评级。

表1：可比公司估值表

代码	公司简称	股价 (2023-08-29)	总市值 亿元	EPS				PE				ROE (%) (22A)	PEG (23E)	投资 评级
				22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E			
603983.SH	丸美股份	26.51	106	0.43	0.71	0.89	1.07	77.76	37.11	29.80	24.73	5.46	0.57	增持
300957.SZ	贝泰妮	101.80	431	2.48	3.03	3.85	4.89	60.14	33.60	26.44	20.82	18.93	1.51	买入
603605.SH	珀莱雅	99.30	394	2.88	2.78	3.51	4.27	58.09	35.70	28.32	23.27	23.19	1.03	买入

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	806	1073	1443	1462	1642	营业收入	1787	1732	2125	2475	2847
应收款项	70	81	54	63	72	营业成本	643	547	654	755	860
存货净额	138	152	153	175	199	营业税金及附加	24	25	25	30	34
其他流动资产	223	211	255	297	342	销售费用	741	846	929	1069	1224
流动资产合计	1976	2237	2626	2717	2976	管理费用	100	111	148	166	185
固定资产	365	502	566	617	660	研发费用	50	53	62	71	81
无形资产及其他	765	749	719	689	659	财务费用	(36)	(13)	(10)	(15)	(24)
投资性房地产	581	530	530	530	530	投资收益	25	28	30	30	30
长期股权投资	75	74	104	134	164	资产减值及公允价值变动	(11)	(4)	(7)	(7)	(7)
资产总计	3762	4091	4544	4686	4988	其他收入	(29)	(31)	(62)	(71)	(81)
短期借款及交易性金融负债	5	111	500	300	200	营业利润	299	207	339	423	510
应付款项	198	230	229	261	298	营业外净收支	11	(1)	1	1	1
其他流动负债	373	328	423	485	554	利润总额	310	207	340	424	511
流动负债合计	577	668	1152	1046	1051	所得税费用	68	39	65	81	97
长期借款及应付债券	0	148	(82)	(82)	(82)	少数股东损益	(7)	(7)	(11)	(14)	(17)
其他长期负债	27	22	27	32	37	归属于母公司净利润	248	174	287	357	430
长期负债合计	27	170	(55)	(50)	(45)	现金流量表（百万元）					
负债合计	603	839	1097	996	1006	净利润	248	174	287	357	430
少数股东权益	74	65	58	51	42	资产减值准备	6	(2)	3	2	1
股东权益	3084	3188	3389	3639	3940	折旧摊销	20	17	66	81	88
负债和股东权益总计	3762	4091	4544	4686	4988	公允价值变动损失	11	4	7	7	7
关键财务与估值指标						财务费用	(36)	(13)	(10)	(15)	(24)
每股收益	0.62	0.43	0.71	0.89	1.07	营运资本变动	(106)	19	83	28	33
每股红利	0.35	0.19	0.21	0.27	0.32	其它	(8)	(2)	(9)	(9)	(10)
每股净资产	7.68	7.94	8.44	9.06	9.81	经营活动现金流	170	210	437	465	550
ROIC	9.07%	5.31%	10%	13%	16%	资本开支	0	(143)	(110)	(110)	(110)
ROE	8.04%	5.46%	8%	10%	11%	其它投资现金流	82	18	0	0	0
毛利率	64%	68%	69%	70%	70%	投资活动现金流	57	(124)	(140)	(140)	(140)
EBIT Margin	13%	9%	14%	16%	16%	权益性融资	(0)	0	0	0	0
EBITDA Margin	14%	10%	18%	19%	19%	负债净变化	0	148	(230)	0	0
收入增长	2%	-3%	23%	16%	15%	支付股利、利息	(142)	(77)	(86)	(107)	(129)
净利润增长率	-47%	-30%	65%	25%	20%	其它融资现金流	(807)	38	389	(200)	(100)
资产负债率	18%	22%	25%	22%	21%	融资活动现金流	(1091)	181	73	(307)	(229)
股息率	1.3%	0.7%	0.8%	1.0%	1.2%	现金净变动	(864)	267	370	18	180
P/E	43.0	61.1	37.1	29.8	24.7	货币资金的期初余额	1670	806	1073	1443	1462
P/B	3.5	3.3	3.1	2.9	2.7	货币资金的期末余额	806	1073	1443	1462	1642
EV/EBITDA	45.3	69.2	31.5	25.0	21.1	企业自由现金流	0	13	288	310	386
						权益自由现金流	0	200	455	123	306

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032