

**事件：丸美股份发布 2023 年业绩预告，业绩超预期增长。** 2023 年，公司预计归母净利润为 3.0-3.3 亿元，同比增长 72%-89%；扣非归母净利润为 2.2-2.5 亿元，同比增长 62%-84%。23Q4，公司预计归母净利润为 1.3-1.6 亿元，同比增长 133%-188%；扣非归母净利润为 0.6-0.9 亿元，同比增长 35%-99%。公司 2023 年利润变动主要系：1) 公司积极推进线上渠道转型，较好地把握全年营销节奏，预估营业收入增长将超 30%，其中丸美品牌以抖音快手为代表的 content 电商增长超 100%，第二品牌 PL 恋火增长超 100%；2) 公司坚定分渠分品，推行心智大单品策略，优化产品结构，降本提效。

**品牌调整成效渐显，23 年主品牌丸美的内容电商销售额同比增长超 100%。** 1) **产品端**，丸美品牌持续加大研发投入，前瞻性布局重组胶原蛋白等抗衰效果领先的新成分，持续保障公司旗下产品的抗衰效果；同时稳步推进精简长尾 SKU，聚焦小红笔眼霜、小紫弹眼霜、双胶原眼霜、小金针次抛等抗衰大单品，产品结构持续优化提升运营效率。2) **渠道端**，积极推动线上渠道转型，重点发力抖音、快手等直播平台，依托兴趣内容完成品牌种草与心智建设，助力线上渠道长期稳健增长。此外，公司坚定推行分渠分品，天猫主推大单品、抖快主推套组、线下 CS&百货渠道主推高定系列、KKV 与商超主推小份试用装，渠道精细化运营提升运营效率。3) **营销端**：丸美积极合作超头 KOL 和中腰部达人、邀请明星代言，借力粉丝经济破圈，23 年 3 月合作杨笠共同发布《眼光高，错了吗》态度视频，4 月官宣王安宇为双胶原眼霜代言人，8 月合作戚薇共创《女孩别怕太显眼》女性态度宣言片，品牌势能持续提升。

**恋火持续高增，23 年收入同比增长超 100%，构筑公司第二增长曲线。** 恋火为聚焦底妆细分赛道的国货新锐彩妆品牌，1) **产品端**，通过“蹭不掉”和“看不见”粉底液等产品塑造高质极简的“底妆心智”，并积极拓展粉霜、气垫、粉饼等品类，满足不同肤质消费者对不同遮瑕力和滋润度产品的需求。2023 年，恋火推进大单品看不见粉底液和蹭不掉粉底液的升级，同时推出看不见遮瑕膏、蹭不掉气垫、蹭不掉粉饼、蹭不掉散粉、蹭不掉妆前霜等新品，品牌底妆产品矩阵持续完善。2) **渠道端**，恋火重点布局线上渠道，完善抖音、淘宝等销售平台，深度合作李佳琦、张凯毅等头部达播促进产品销售，并在多平台搭建直播间承接达播流量，进一步提升销售效率；同时，恋火积极拓展线下渠道，进驻调色师、KKV、屈臣氏、研丽等线下新兴美妆集合店，线上线下多渠道布局助力长期增长。3) **营销端**，恋火“看不见”和“蹭不掉”两大核心产品系列签约李梦为代言人、联名热门动漫 IP，加大底妆产品宣传；同时合作测评博主科普产品功效与产品力，进一步助力品牌渗透底妆赛道，强化品牌“底妆心智”。未来，恋火品牌将继续依托差异化定位底妆赛道和持续的强内容营销打造大单品，带动品牌势能和销售同步提升，开辟公司第二增长极。

**投资建议：**公司是国内眼部护理及抗衰领域龙头企业，主品牌丸美积极调整渠道与产品结构恢复稳健增长，新锐彩妆品牌恋火差异化深耕底妆赛道打造第二成长曲线，看好公司未来品牌力、产品力提升驱动收入增长，我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 3.14、4.22、5.29 亿元，现价 (2024/1/22) 对应 PE 分别为 36X、27X、21X，维持“推荐”评级。

**风险提示：**行业竞争加剧；新品开发不及预期；线上渠道转型不及预期。

### 盈利预测与财务指标

| 项目/年度            | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 (百万元)       | 1,732 | 2,445 | 3,195 | 3,824 |
| 增长率 (%)          | -3.1  | 41.2  | 30.7  | 19.7  |
| 归属母公司股东净利润 (百万元) | 174   | 314   | 422   | 529   |
| 增长率 (%)          | -29.7 | 80.0  | 34.5  | 25.5  |
| 每股收益 (元)         | 0.43  | 0.78  | 1.05  | 1.32  |
| PE               | 65    | 36    | 27    | 21    |
| PB               | 3.5   | 3.3   | 3.1   | 2.9   |

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 1 月 22 日收盘价）

## 推荐

**维持评级**
**当前价格：**
**28.12 元**

**分析师 刘文正**

执业证书：S0100521100009

邮箱：liuwenzheng@mszq.com

**分析师 解慧新**

执业证书：S0100522100001

邮箱：xiehuixin@mszq.com

**研究助理 杨颖**

执业证书：S0100123070030

邮箱：yangying@mszq.com

### 相关研究

1. 丸美股份 (603983.SH) 首次覆盖报告：主品牌蓄力调整可期，恋火打开彩妆第二增长曲线-2024/01/19

## 公司财务报表数据预测汇总

| 利润表 (百万元) | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 营业总收入     | 1,732 | 2,445 | 3,195 | 3,824 |
| 营业成本      | 547   | 716   | 916   | 1,077 |
| 营业税金及附加   | 25    | 31    | 43    | 51    |
| 销售费用      | 846   | 1,162 | 1,508 | 1,797 |
| 管理费用      | 111   | 155   | 198   | 233   |
| 研发费用      | 53    | 76    | 102   | 126   |
| EBIT      | 162   | 345   | 472   | 594   |
| 财务费用      | -13   | -6    | -9    | -12   |
| 资产减值损失    | -10   | -10   | -13   | -14   |
| 投资收益      | 28    | 41    | 50    | 61    |
| 营业利润      | 207   | 383   | 517   | 655   |
| 营业外收支     | -1    | 2     | 4     | 2     |
| 利润总额      | 207   | 384   | 521   | 656   |
| 所得税       | 39    | 77    | 104   | 131   |
| 净利润       | 167   | 307   | 417   | 525   |
| 归属于母公司净利润 | 174   | 314   | 422   | 529   |
| EBITDA    | 199   | 378   | 519   | 648   |

| 资产负债表 (百万元) | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|
| 货币资金        | 1,073 | 1,049 | 1,353 | 1,532 |
| 应收账款及票据     | 74    | 83    | 90    | 88    |
| 预付款项        | 19    | 36    | 46    | 54    |
| 存货          | 152   | 147   | 175   | 193   |
| 其他流动资产      | 920   | 908   | 566   | 569   |
| 流动资产合计      | 2,237 | 2,222 | 2,230 | 2,435 |
| 长期股权投资      | 74    | 68    | 68    | 68    |
| 固定资产        | 249   | 335   | 418   | 500   |
| 无形资产        | 749   | 749   | 748   | 748   |
| 非流动资产合计     | 1,854 | 2,100 | 2,275 | 2,428 |
| 资产合计        | 4,091 | 4,323 | 4,505 | 4,863 |
| 短期借款        | 100   | 100   | 100   | 100   |
| 应付账款及票据     | 230   | 216   | 263   | 295   |
| 其他流动负债      | 339   | 539   | 440   | 480   |
| 流动负债合计      | 668   | 855   | 804   | 875   |
| 长期借款        | 148   | 0     | 0     | 0     |
| 其他长期负债      | 22    | 22    | 19    | 24    |
| 非流动负债合计     | 170   | 22    | 19    | 24    |
| 负债合计        | 839   | 877   | 823   | 899   |
| 股本          | 401   | 401   | 401   | 401   |
| 少数股东权益      | 65    | 58    | 53    | 49    |
| 股东权益合计      | 3,253 | 3,446 | 3,682 | 3,964 |
| 负债和股东权益合计   | 4,091 | 4,323 | 4,505 | 4,863 |

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

| 主要财务指标          | 2022A  | 2023E  | 2024E | 2025E |
|-----------------|--------|--------|-------|-------|
| <b>成长能力 (%)</b> |        |        |       |       |
| 营业收入增长率         | -3.10  | 41.21  | 30.66 | 19.68 |
| EBIT 增长率        | -31.97 | 113.84 | 36.51 | 25.96 |
| 净利润增长率          | -29.74 | 80.04  | 34.50 | 25.48 |
| <b>盈利能力 (%)</b> |        |        |       |       |
| 毛利率             | 68.40  | 70.74  | 71.34 | 71.83 |
| 净利润率            | 10.06  | 12.82  | 13.20 | 13.84 |
| 总资产收益率 ROA      | 4.26   | 7.25   | 9.36  | 10.88 |
| 净资产收益率 ROE      | 5.46   | 9.26   | 11.62 | 13.52 |
| <b>偿债能力</b>     |        |        |       |       |
| 流动比率            | 3.35   | 2.60   | 2.77  | 2.78  |
| 速动比率            | 2.38   | 1.78   | 2.28  | 2.30  |
| 现金比率            | 1.61   | 1.23   | 1.68  | 1.75  |
| 资产负债率 (%)       | 20.50  | 20.29  | 18.27 | 18.48 |
| <b>经营效率</b>     |        |        |       |       |
| 应收账款周转天数        | 14.71  | 12.00  | 10.00 | 8.00  |
| 存货周转天数          | 101.17 | 80.00  | 75.00 | 70.00 |
| 总资产周转率          | 0.44   | 0.58   | 0.72  | 0.82  |
| <b>每股指标 (元)</b> |        |        |       |       |
| 每股收益            | 0.43   | 0.78   | 1.05  | 1.32  |
| 每股净资产           | 7.95   | 8.45   | 9.05  | 9.76  |
| 每股经营现金流         | 0.12   | 0.82   | 1.17  | 1.41  |
| 每股股利            | 0.25   | 0.45   | 0.61  | 0.76  |
| <b>估值分析</b>     |        |        |       |       |
| PE              | 65     | 36     | 27    | 21    |
| PB              | 3.5    | 3.3    | 3.1   | 2.9   |
| EV/EBITDA       | 53.65  | 28.21  | 20.57 | 16.47 |
| 股息收益率 (%)       | 0.89   | 1.60   | 2.15  | 2.70  |

| 现金流量表 (百万元) | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|
| 净利润         | 167   | 307   | 417   | 525   |
| 折旧和摊销       | 37    | 33    | 47    | 54    |
| 营运资金变动      | -120  | 20    | 41    | 29    |
| 经营活动现金流     | 48    | 329   | 471   | 564   |
| 资本开支        | -111  | -232  | -206  | -190  |
| 投资          | 314   | 68    | 0     | 0     |
| 投资活动现金流     | 70    | -216  | 188   | -129  |
| 股权募资        | 0     | -14   | 0     | 0     |
| 债务募资        | 150   | -2    | -156  | 0     |
| 筹资活动现金流     | 145   | -136  | -355  | -256  |
| 现金净流量       | 263   | -24   | 304   | 179   |

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 评级说明

| 投资建议评级标准  | 评级   | 说明                  |
|---|------|---------------------|
| 以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。 | 推荐   | 相对基准指数涨幅 15%以上      |
|   | 谨慎推荐 | 相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间 |
|   | 中性   | 相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间  |
|   | 回避   | 相对基准指数跌幅 5%以上       |
| 行业评级  | 推荐   | 相对基准指数涨幅 5%以上       |
|   | 中性   | 相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间  |
|   | 回避   | 相对基准指数跌幅 5%以上       |

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，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，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026