

➤ **事件：丸美股份发布 2023 年年报及 2024 年一季报，23 年业绩低于预告水平。** 23 年，公司实现营收 22.26 亿元，同比+28.52%；归母净利润 2.59 亿元，同比+48.93%；扣非归母净利 1.88 亿元，同比+38.16%。23Q4，公司实现营收 6.89 亿元，同比+17.20%；归母净利润 0.86 亿元，同比+57.99%；扣非归母净利 0.31 亿元，同比-34.13%。24Q1，公司实现营收 6.61 亿元，同比+38.73%；归母净利润 1.11 亿元，同比+40.62%；扣非归母净利 1.04 亿元，同比+40.80%。

➤ **线上转型成效显著，恋火品牌持续高增，23 年公司整体营收同比+29%。** 23 年，公司实现营收 22.26 亿元，同比+28.52%，主要系线上抖音、天猫等渠道实现较好增长所致；分渠道看，23 年线上/线下渠道分别实现营收 18.7/3.5 亿元，同比+50.40%/-27.17%，占主营收入的比重分别为 84.11%/15.89%；分品牌看，23 年丸美主品牌/PL 恋火品牌分别实现营收 15.6/6.43 亿元，同比+11.63%/+125.14%，占主营收入的比重分别为 70.14%/28.92%。

➤ **归母净利率环比持续提升，24Q1 归母净利率环比+4.31pct 至 16.73%。**
1) 毛利率端，23 年，公司毛利率为 70.69%，同比+2.30pct；23Q4 毛利率 70.36%，同比+1.15pct，环比-2.08pct；24Q1 毛利率 74.61%，同比+5.93pct，环比+4.25pct。
2) 费用率端，23 年，公司销售费用率为 53.86%，同比+4.99pct，主要系公司大力推进线上转型且线上流量成本日趋高涨所致；管理费用率为 4.89%，同比-1.53pct；研发费用率为 2.80%，同比-0.26pct。23Q4，公司销售费用率为 58.49%，同比+5.52pct，环比-0.60pct；管理费用率为 5.18%，同比-0.28pct，环比-0.24pct；研发费用率为 2.62%，同比-0.04pct，环比-0.57pct。24Q1，公司销售费用率为 50.29%，同比+7.78pct，环比-8.20pct；管理费用率为 3.15%，同比-1.21pct，环比-2.03pct；研发费用率为 2.46%，同比-0.34pct，环比-0.16pct。
3) 净利率端，23 年，公司归母净利率为 11.66%，同比+1.60pct；扣非归母净利率 8.44%，同比+0.59pct。23Q4，公司归母净利率 12.42%，同比+3.21pct，环比+3.38pct；扣非归母净利率 4.46%，同比-3.48pct，环比-3.60pct。24Q1，公司归母净利率 16.73%，同比+0.23pct，环比+4.31pct；扣非归母净利率 15.77%，同比+0.23pct，环比+11.30pct。

➤ **渠道调整成效显著，大单品销售亮眼，期待后续多品牌多渠道发力带来的成长空间。**
1) 渠道端，公司积极推动线上渠道转型，重点发力抖音、快手等直播平台拓宽品牌客群，同时优化天猫等货架电商的货品、价盘、门店形象，助力线上渠道长期稳健增长；23 年，公司在抖音/天猫营收分别同比增长 106.29%/+35.62%，抖音 5A 人群资产池达 1.67 亿，线上平台展现较好增长态势。
2) 产品端，丸美主品牌坚持大单品策略，聚力发展丸美小红笔眼霜、双胶原小金针次抛精华、双胶原眼霜及蝴蝶眼膜等大单品，夯实眼部护理专家+抗衰老大师品牌心智，23 年，丸美小红笔眼霜及丸美双胶原小金针次抛精华 GMV 均超 2 亿元，大单品销售表现亮眼；恋火品牌不断渗透高质极简底妆心智，聚焦培育“看不见”和“蹭不掉”两大系列，23 年 PL 看不见粉底液、看不见粉霜、看不见气垫、蹭不掉粉底液、蹭不掉气垫 5 款单品均实现超 1 亿 GMV，产品竞争力持续进阶。未来，随公司优化线下 CS、百货渠道运营，持续加码研发赋能产品创新升级，公司旗下多品牌有望在多渠道协同发展，驱动公司业绩延续增长。

➤ **发布 2023 年利润分配方案。** 公司 2023 年度利润分配方案为：以公司总股本 4.01 亿股为基数，向全体股东每 10 股派发现金红利 5.20 元，合计派发现金红利 2.09 亿元，占公司归母净利润的比例为 80.38%。

➤ **投资建议：** 公司是国内眼部护理及抗衰老领域龙头企业，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 2024-2026 年归母净利润分别为 4.51、5.97、6.98 亿元，现价 (2024/4/26) 对应 PE 分别为 25X、19X、16X，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	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	2,226	3,002	3,787	4,360
增长率 (%)	28.5	34.9	26.2	15.1
归属母公司股东净利润 (百万元)	259	451	597	698
增长率 (%)	48.9	73.7	32.6	16.8
每股收益 (元)	0.65	1.12	1.49	1.74
PE	44	25	19	16
PB	3.4	3.2	3.0	2.8

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 4 月 26 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

28.29 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) 2023 年业绩预告点评：23 年业绩超预期，主品牌调整成效显著，第二品牌恋火持续高增-2024/01/23
- 2.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)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	2,226	3,002	3,787	4,360
营业成本	652	865	1,074	1,232
营业税金及附加	23	30	38	44
销售费用	1,199	1,441	1,810	2,084
管理费用	109	129	155	174
研发费用	62	75	95	109
EBIT	190	493	656	765
财务费用	-14	-5	-9	-12
资产减值损失	-13	-16	-18	-20
投资收益	44	60	76	87
营业利润	319	543	723	845
营业外收支	-2	3	0	0
利润总额	317	545	723	845
所得税	39	71	94	110
净利润	278	474	629	735
归属于母公司净利润	259	451	597	698
EBITDA	215	521	690	804

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,077	1,205	1,449	1,690
应收账款及票据	31	93	113	111
预付款项	25	37	41	49
存货	172	200	235	253
其他流动资产	1,225	1,128	1,133	1,138
流动资产合计	2,530	2,663	2,971	3,241
长期股权投资	64	64	64	64
固定资产	454	630	815	1,001
无形资产	720	720	720	720
非流动资产合计	1,924	2,109	2,309	2,498
资产合计	4,454	4,772	5,280	5,739
短期借款	100	150	150	150
应付账款及票据	263	356	447	513
其他流动负债	648	557	707	845
流动负债合计	1,010	1,063	1,304	1,509
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	25	25	25	25
非流动负债合计	25	25	25	25
负债合计	1,035	1,088	1,329	1,533
股本	401	401	401	401
少数股东权益	71	95	127	163
股东权益合计	3,419	3,684	3,951	4,206
负债和股东权益合计	4,454	4,772	5,280	5,739

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	28.52	34.88	26.15	15.12
EBIT 增长率	17.48	159.64	33.03	16.65
净利润增长率	48.93	73.69	32.59	16.85
盈利能力 (%)				
毛利率	70.69	71.19	71.65	71.75
净利润率	11.66	15.01	15.78	16.01
总资产收益率 ROA	5.82	9.44	11.32	12.16
净资产收益率 ROE	7.75	12.55	15.62	17.27
偿债能力				
流动比率	2.50	2.51	2.28	2.15
速动比率	1.87	1.90	1.76	1.68
现金比率	1.07	1.13	1.11	1.12
资产负债率 (%)	23.24	22.80	25.17	26.72
经营效率				
应收账款周转天数	7.91	6.84	9.07	8.57
存货周转天数	89.26	77.39	73.02	71.44
总资产周转率	0.52	0.65	0.75	0.79
每股指标 (元)				
每股收益	0.65	1.12	1.49	1.74
每股净资产	8.35	8.95	9.54	10.08
每股经营现金流	0.84	1.23	1.92	2.16
每股股利	0.52	0.90	1.20	1.40
估值分析				
PE	44	25	19	16
PB	3.4	3.2	3.0	2.8
EV/EBITDA	48.48	20.05	15.15	12.99
股息收益率 (%)	1.84	3.19	4.23	4.95

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	278	474	629	735
折旧和摊销	26	28	34	40
营运资金变动	139	36	161	159
经营活动现金流	338	493	769	867
资本开支	-254	-237	-225	-221
投资	-238	61	0	0
投资活动现金流	-215	-40	-149	-133
股权募资	0	0	0	0
债务募资	98	-99	0	0
筹资活动现金流	-145	-324	-375	-493
现金净流量	-22	128	244	240

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