

丸美股份（603983.SH）

一季度归母净利润同比增长 41%，持续优化提升盈利能力

增持

核心观点

24 年一季度归母净利润同比增长 40.6%。公司 2023 年实现营收 22.26 亿 /yoy+28.52%，归母净利 2.59 亿 /yoy+48.93%，扣非归母净利 1.88 亿 /yoy+38.16%，其中持有相关金融资产产生公允价值变动损益 9448 万，公司 2023 年实际归母净利润低于此前发布的业绩预告值（3.0-3.3 亿）主要由于经销商实际返利高于此前预估，同时前期对于资产减值和所得税相关影响核算偏低。2024Q1 公司营收 6.61 亿 /yoy+38.73%，归母净利 1.11 亿 /yoy+40.62%，扣非归母净利 1.04 亿元 /yoy+40.80%。主要受益于线上直营渠道增长，以及丸美和恋火品牌势能持续提升。

分品牌看：2023 年主品牌丸美实现收入 15.6 亿 /yoy+11.63%，收入占比超 70%，公司持续夯实眼部护理专家+抗衰老大师品牌心智，小红笔眼霜和双胶原小金针次抛精华全年 GMV 均超 2 亿；恋火品牌 2023 年实现收入 6.43 亿 /yoy+125.14%，占比提升至 28.92%，旗下五款单品实现超 1 亿 GMV 销售额。

分渠道看：2023 年线上渠道实现收入 18.71 亿 /yoy+50.40%，占比提升 12.18pct 至 84.11%，公司持续推进线上渠道转型，其中天猫官旗和抖音全年分别实现 35.62% 和 106.29% 的营收增长。线下渠道实现收入 3.54 亿 /yoy-27.17%，主要由于百货渠道受客流减少影响明显。

毛利率提升明显，费用管控良好。2023 年实现毛利率 70.69%/yoy+2.30pct，2024Q1 毛利率同比提升 5.93pct，产品结构优化及成本控制带动毛利率提升，2023 年销售/管理/研发费用率分别同比+4.99pct/-1.53pct/-0.26pct，2024Q1 销售/管理/研发费用率分别同比+7.78pct/-1.21pct/-0.34pct，公司大力推进线上转型且线上流量成本高涨带动销售费用率上行。

风险提示：宏观经济不及预期，销量增加不及预期，行业竞争加剧。

投资建议：2023 年公司持续推进产品和渠道的调整转型，产品端不断精简和优化产品结构，其中主品牌丸美推行大单品策略，夯实眼部护理专家+抗衰老大师品牌心智；彩妆品牌恋火继续深化高质极简“底妆”品牌理念，继续维公司带来业绩增量贡献。渠道端，公司通过持续调整组织架构并优化协同机制，强化线上渠道的精细化运营能力，从驱动盈利水平的稳步回升。我们维持公司 2024-2025 年归母净利润预测为 3.68/4.62 亿，并新增 2026 年预测 5.57 亿，对应 PE 为 31/25/20 倍，维持“增持”评级。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,732	2,226	2,943	3,632	4,348
(+/-%)	-3.1%	28.5%	32.2%	23.4%	19.7%
净利润(百万元)	174	259	368	462	557
(+/-%)	-29.7%	48.9%	41.9%	25.4%	20.5%
每股收益(元)	0.43	0.65	0.92	1.15	1.39
EBIT Margin	8.6%	8.1%	9.7%	10.8%	11.4%
净资产收益率 (ROE)	5.5%	7.8%	10.2%	11.8%	12.9%
市盈率 (PE)	65.2	43.7	30.8	24.6	20.4
EV/EBITDA	73.5	62.5	36.9	28.2	23.2
市净率 (PB)	3.56	3.39	3.15	2.89	2.63

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

021-60933168

zhangjh@guosen.com.cn

S0980517070001

证券分析师：孙乔容若

021-60375463

sunqiaorongruo@guosen.com.cn

S0980523090004

基础数据

投资评级	增持(维持)
合理估值	
收盘价	28.29 元
总市值/流通市值	11344/11344 百万元
52 周最高价/最低价	41.30/22.96 元
近 3 个月日均成交额	79.70 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）-2023 年业绩预告增长 72%-89%，盈利能力提升显著》——2024-01-23
- 《丸美股份（603983.SH）-单三季度营收同比增长 46%，盈利水平快速修复》——2023-10-31
- 《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现》——2023-08-30
- 《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成长》——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

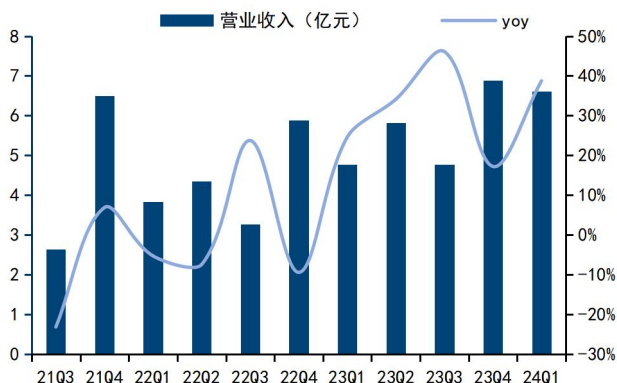
公司 24Q1 业绩表现优异。公司 2023 年实现营收 22.26 亿元/yoy+28.52%，归母净利润 2.59 亿元/yoy+48.93%，扣非归母净利润 1.88 亿元/yoy+38.16%，其中公司持有相关金融资产产生的公允价值变动损益为 9448 万。2023Q4 实现营收 6.89 亿元/yoy+17.20%，归母净利润 0.86 亿元/yoy+57.99%，扣非归母净利润 0.31 亿元/yoy-34.13%。公司前期发布 2023 年业绩预告，预计全年归母净利润在 3.0-3.3 亿，扣非归母净利在 2.2-2.5 亿，实际业绩低于业绩预告前值主要由于经销商实际返利高于此前预估，同时前期对于资产减值和所得税相关影响核算偏低。

2024Q1 公司营收 6.61 亿元/yoy+38.73%，归母净利润 1.11 亿元/yoy+40.62%，扣非归母净利润 1.04 亿元/yoy+40.80%。受益于线上直营渠道增长，以及丸美和恋火品牌势能持续提升，公司业绩表现优异。

分品牌来看，2023 年主品牌**丸美**实现收入 15.6 亿元/yoy+11.63%，收入占比超 70%，比重下滑 10.7pct，公司坚定分渠分品，推行大单品策略，夯实眼部护理专家+抗衰老大师品牌心智，小红笔眼霜和双胶原小金针次抛精华全年 GMV 均超 2 亿元。**恋火品牌** 2023 年实现收入 6.43 亿元/yoy+125.14%，占比提升至 28.92%，旗下五款单品实现超 1 亿 GMV 销售额。

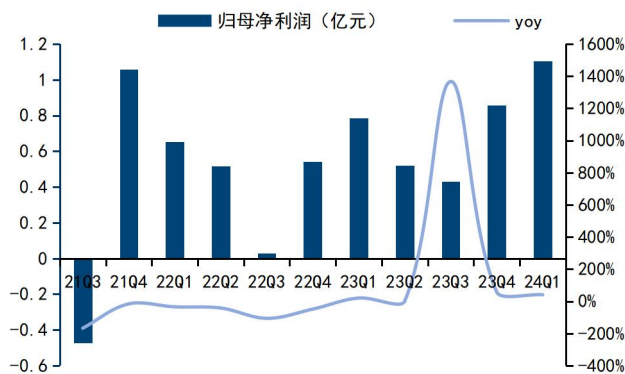
分渠道来看，2023 年公司**线上渠道**实现收入 18.71 亿元/yoy+50.40%，毛利率提升 2.50pct 至 72.92%，占比为 84.11%/yoy+12.18pct，线上渠道高增系抖音快手自播及恋火品牌快速发展带动，其中天猫官旗和抖音全年分别实现 35.62%和 106.29%的营收增长，小红书平台亦稳健渗透。**线下渠道**实现 3.54 亿元/yoy-27.17%，毛利率下降 4.44pct 至 58.95%，占比 15.89%，主要由于百货渠道受客流减少影响明显。

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

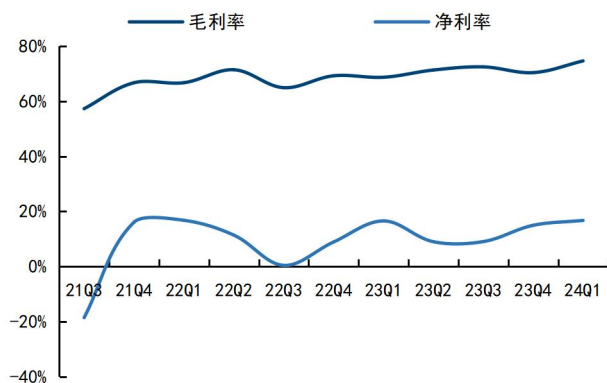
图2：公司单季度归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

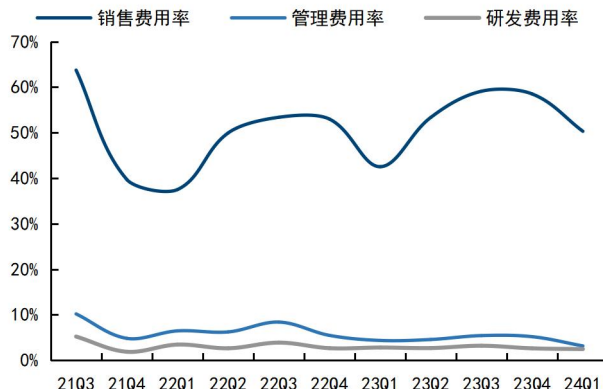
盈利能力方面，公司 2023 年实现毛利率/净利率 70.69%/12.47%，分别同比+2.30pct/+2.80pct，销售及产品结构优化以及持续成本控制带动毛利率提升。2024Q1 毛利率/净利率 74.61%/16.73%，分别同比+5.93pct/+0.18pct。费用率方面，2023 年销售/管理/研发费用率分别为 53.86%/4.89%/2.80%，同比+4.99pct/-1.53pct/-0.26pct，2024Q1 销售/管理/研发费用率分别同比+7.78pct/-1.21pct/-0.34pct，公司大力推进线上转型且线上流量成本日趋高涨带动销售费用率上行。

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

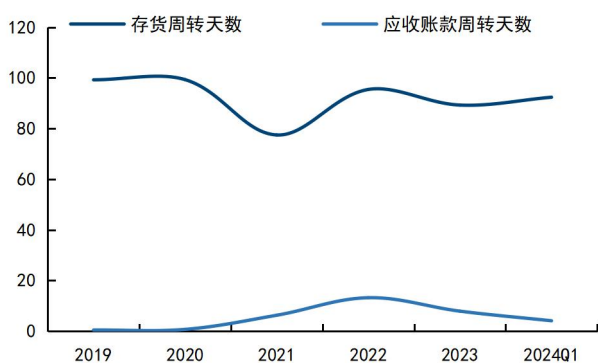
图4：公司单季度费用率情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

营运能力及现金流方面，2023 年公司存货周转天数 90 天，同比下降 6 天；应收账款周转天数 8 天，同比下降 6 天；经营性现金流净额为 3.38 亿元/yoy+597.88%，主要由于销售商品、提供劳务收到的现金增加。2024Q1 公司存货周转天数为 93 天，同比上升 6 天；应收账款天数 5 天，同比下降 8 天；经营性现金流净额为-0.10 亿元，去年同期为-0.46 亿。

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：公司单季度现金流情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议

2023 年公司持续推进产品和渠道的调整转型，产品端不断精简和优化产品结构，其中主品牌丸美推行大单品策略，夯实眼部护理专家+抗衰老大师品牌心智；彩妆品牌恋火继续深化高质极简“底妆”品牌理念，继续为公司带来业绩增量贡献。渠道端，公司通过持续调整组织架构并优化协同机制，强化线上渠道的精细化运营能力，从驱动盈利水平的稳步回升。我们维持公司 2024-2025 年归母净利润预测为 3.68/4.62 亿，并新增 2026 年预测 5.57 亿，对应 PE 为 31/25/20 倍，维持“增持”评级。

表1：可比公司估值表

代码	公司简称	股价 (2023-04-26)	总市值 亿元	EPS				PE				ROE (%) (23A)	PEG (24E)	投资 评级
				23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E			
603983.SH	丸美股份	28.29	113	0.65	0.92	1.15	1.39	39.06	30.81	24.56	20.38	7.75	0.73	增持
300957.SZ	贝泰妮	55.35	234	1.79	2.40	2.79	3.13	38.16	23.07	19.82	17.70	12.91	0.67	买入
603605.SH	珀莱雅	109.10	433	3.01	3.77	4.57	5.39	33.03	28.94	23.89	20.25	27.45	1.14	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）	2022	2023	2024E	2025E	2026E	利润表（百万元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	1073	1077	1110	1376	1719	营业收入	1732	2226	2943	3632	4348
应收款项	81	46	75	92	111	营业成本	547	652	850	1046	1248
存货净额	152	172	204	251	300	营业税金及附加	25	23	29	36	43
其他流动资产	211	188	353	436	522	销售费用	846	1199	1553	1903	2269
流动资产合计	2237	2530	2790	3202	3699	管理费用	111	109	149	168	192
固定资产	502	763	907	1052	1194	研发费用	53	62	75	86	100
无形资产及其他	749	720	691	662	633	财务费用	(13)	(14)	(12)	(16)	(22)
投资性房地产	530	377	377	377	377	投资收益	28	44	48	45	50
长期股权投资	74	64	94	124	154	资产减值及公允价值变动	(4)	58	65	70	70
资产总计	4091	4454	4858	5417	6057	其他收入	(31)	(40)	(75)	(86)	(100)
短期借款及交易性金融负债	111	252	200	200	200	营业利润	207	319	411	523	638
应付款项	230	263	305	374	448	营业外净收支	(1)	(2)	34	35	35
其他流动负债	328	495	632	773	922	利润总额	207	317	445	558	673
流动负债合计	668	1010	1137	1348	1570	所得税费用	39	39	51	64	77
长期借款及应付债券	148	0	0	0	0	少数股东损益	(7)	18	25	32	39
其他长期负债	22	25	30	35	40	归属于母公司净利润	174	259	368	462	557
长期负债合计	170	25	30	35	40	现金流量表（百万元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E
负债合计	839	1035	1167	1383	1610	净利润	174	259	368	462	557
少数股东权益	65	71	87	106	129	资产减值准备	(2)	3	8	4	4
股东权益	3188	3347	3605	3928	4318	折旧摊销	17	17	53	60	63
负债和股东权益总计	4091	4454	4858	5417	6057	公允价值变动损失	4	(58)	(65)	(70)	(70)
						财务费用	(13)	(14)	(12)	(16)	(22)
关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E	营运资本变动	19	397	(35)	73	78
每股收益	0.43	0.65	0.92	1.15	1.39	其它	(2)	7	8	15	19
每股红利	0.19	0.28	0.28	0.35	0.42	经营活动现金流	210	626	336	544	651
每股净资产	7.94	8.35	8.99	9.80	10.77	资本开支	0	(336)	(110)	(110)	(110)
ROIC	5.31%	6.59%	11%	14%	18%	其它投资现金流	18	(327)	0	0	0
ROE	5.46%	7.75%	10%	12%	13%	投资活动现金流	19	(653)	(140)	(140)	(140)
毛利率	68%	71%	71%	71%	71%	权益性融资	(0)	0	0	0	0
EBIT Margin	9%	8%	10%	11%	11%	负债净变化	148	(148)	0	0	0
EBITDA Margin	10%	9%	12%	12%	13%	支付股利、利息	(77)	(111)	(110)	(139)	(167)
收入增长	-3%	29%	32%	23%	20%	其它融资现金流	(104)	549	(52)	0	0
净利润增长率	-30%	49%	42%	25%	21%	融资活动现金流	38	31	(163)	(139)	(167)
资产负债率	22%	25%	26%	27%	29%	现金净变动	267	4	34	265	344
股息率	0.7%	1.0%	1.0%	1.2%	1.5%	货币资金的期初余额	806	1073	1077	1110	1376
P/E	65.2	43.7	30.8	24.6	20.4	货币资金的期末余额	1073	1077	1110	1376	1719
P/B	3.6	3.4	3.1	2.9	2.6	企业自由现金流	0	236	161	370	470
EV/EBITDA	73.5	62.5	36.9	28.2	23.2	权益自由现金流	0	637	119	384	489

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