

渠道转型取得突破，第二品牌表现亮眼

——丸美股份（603983）2023 年业绩点评报告

增持（维持）

2024 年 04 月 29 日

报告关键要素：

2024 年 4 月 26 日，公司发布 2023 年年度报告。报告显示，公司 2023 年实现营业收入 22.26 亿元 (YoY+28.52%)，实现归母净利润 2.59 亿元 (YoY+48.93%)，实现扣非归母净利润 1.88 亿元 (同比 YOY+38.16%)。其中，2023Q4 实现营业收入 6.89 亿元 (YoY+17.20%)，实现归母净利润 0.86 亿元 (YoY+57.99%)，实现扣非归母净利润 0.31 亿元 (YOY-34.13%)。

投资要点：

线上渠道收入占比超 8 成，销售模式发生根本转变。公司线上渠道实现营业收入 18.71 亿元，收入占比 84.11%，同比增长 50.40%，直营占比达 68.25%，主要系抖音快手自播及恋火品牌快速发展而增长，其中，抖音营收同比高速增长 106.29%，天猫旗舰店营收同比增长 35.62%。公司线下渠道实现营业收入 3.54 亿元，同比下降 27.17%，主要系美妆行业线下消费恢复不稳固，同时叠加线上影响，线下零售恢复不及预期。

2023 年是公司线上转型发展突破之年，公司销售模式发生根本转变，从三年前以经销和线下为主导的销售模式，现已成功转型为以线上和直营为主的销售模式，与之相应的运营思维也发生质的转变，从原有的 TOB 经销思维，逐步转变为更加贴近消费者的 TOC 零售思维。

盈利能力显著提升，持续加码营销投入。2023 全年/2023Q4 公司毛利率分别为 70.69%/70.36%，分别同比+2.29pcts/+1.15pcts，2023 年毛利率上升主要系销售及产品结构优化以及持续成本控制所致；2023 全年/2023Q4 公司净利率分别同比+2.80pcts/+6.06pcts 至 12.47%/14.96%，主要系相较于去年同期公司的毛利率提升以及公司非经常性收益增加。2023 年公司销售费用率/管理费用率/研发费用率分别为 53.86%/4.89%/2.80%，分别同比+5.00pcts/-1.54pcts/-0.26pcts。2023Q4 销售费用率/管理费用率/研发费用率分别为 58.49%/5.18%/2.62%，同比+5.52pcts/-0.28pcts/-0.04pcts。销售费用率增加主要系公司处于线上转型成效固化关键期需要持续保持投入加之线上竞争激烈流量成本高涨所致，管理费用率下降主要系公司积极推进降本提效，在保持收入增长同时较好的控制了管理费用。

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2225.59	2786.35	3290.42	3783.69
增长比率 (%)	28.52	25.20	18.09	14.99
归母净利润(百万元)	259.42	355.66	412.23	485.68
增长比率 (%)	48.93	37.10	15.90	17.82
每股收益(元)	0.65	0.89	1.03	1.21
市盈率(倍)	43.73	31.90	27.52	23.36
市净率(倍)	3.39	3.17	2.96	2.74

数据来源：携宁科技云估值，万联证券研究所

基础数据

总股本(百万股)	401.00
流通A股(百万股)	401.00
收盘价(元)	28.29
总市值(亿元)	113.44
流通A股市值(亿元)	113.44

个股相对沪深 300 指数表现



数据来源：聚源，万联证券研究所

相关研究

渠道转型成效显著，彩妆恋火快速放量
线上渠道转型取得阶段性成果，彩妆恋火持续发力
线上渠道建设成效显著，彩妆恋火表现优异

分析师：

陈雯

执业证书编号：S0270519060001

电话：02032255207

邮箱：chenwen@wlzq.com.cn

主品牌丸美坚持大单品策略，第二品牌 PL 恋火持续高增长。公司已形成丸美+PL 恋火两大品牌矩阵，对于丸美品牌，公司以用户为中心，坚定推行大单品策略，夯实丸美眼部护理专家+抗衰老大师品牌心智；对于 PL 恋火品牌，公司不断深化高质极简“底妆”的品牌理念。2023 年丸美小红笔眼霜、丸美双胶原小金针次抛精华全年 GMV 销售额均超 2 亿元；第二品牌 PL 恋火实现收入 6.43 亿元，同比高速增长 125.14%，主营收入占比 28.92%，其中 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 款单品均实现超过 1 亿 GMV 销售额。

注重研发投入，持续布局国际技术领域。公司持续开展“产学研研检”五位一体平台建设和合作沟通，2023 年新增与新加坡科技局、新加坡全国皮肤中心、哈佛医学院等超 3 所国际科研院所的合作交流，推进与中科院南海所、西湖大学、重庆理工大学、广东粤港澳大湾区纳米材料研究院等超 20 所国内知名高校/科研机构的项目合作联系。此外，2023 年新增申请专利 76 项（其中发明专利 70 项）；新增授权专利 64 项（其中发明专利 54 项）；新增 1 项中国专利奖-优秀奖；截至 2023 年 12 月底，公司累计申请各项专利 510 项（其中发明专利 400 项），累计获得授权专利 278 项（其中授权发明专利 191 项）。

盈利预测与投资建议：行业竞争加剧背景下，公司转型发展取得重大突破，渠道和产品结构不断优化，研发能力不断增强，第二品牌 PL 恋火持续发力，公司业绩实现高增长，我们判断经过持续 3 年的转型，公司的发展将进入良性的向上态势。根据最新数据调整盈利预测，预计公司 2024-2026 年归母净利润为 3.56/4.12/4.86 亿元（更新前 2024-2025 年归母净利润为 3.51/4.07 亿元），同比增长 37.10%/15.90%/17.82%，对应 EPS 为 0.89/1.03/1.21 元/股，4 月 26 日股价对应 PE 为 32/28/23 倍，维持“增持”评级。

风险因素：化妆品行业消费恢复不及预期、线上增速不达预期、产品推新不达预期、市场竞争加剧。

利润表 (百万元)

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	2226	2786	3290	3784
同比增速 (%)	28.52	25.20	18.09	14.99
营业成本	652	806	939	1085
毛利	1573	1981	2352	2699
营业收入 (%)	70.69	71.09	71.47	71.32
税金及附加	23	34	37	44
营业收入 (%)	1.01	1.22	1.12	1.17
销售费用	1199	1431	1731	1967
营业收入 (%)	53.86	51.36	52.61	51.98
管理费用	109	111	115	142
营业收入 (%)	4.89	4.00	3.50	3.75
研发费用	62	82	94	110
营业收入 (%)	2.80	2.93	2.86	2.90
财务费用	-14	-5	-3	-5
营业收入 (%)	-0.65	-0.18	-0.10	-0.12
资产减值损失	-13	10	14	20
信用减值损失	2	8	12	15
其他收益	19	32	33	40
投资收益	44	49	61	69
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	71	0	0	0
资产处置收益	1	1	1	1
营业利润	319	427	499	586
营业收入 (%)	14.35	15.34	15.17	15.48
营业外收支	-2	0	0	0
利润总额	317	427	499	586
营业收入 (%)	14.25	15.34	15.17	15.48
所得税费用	39	67	70	87
净利润	278	360	429	499
营业收入 (%)	12.47	12.93	13.04	13.18
归属于母公司的净利润	259	356	412	486
同比增速 (%)	48.93	37.10	15.90	17.82
少数股东损益	18	5	17	13
EPS (元/股)	0.65	0.89	1.03	1.21

基本指标

	2023A	2024E	2025E	2026E
EPS	0.65	0.89	1.03	1.21
BVPS	8.35	8.91	9.56	10.32
PE	43.73	31.90	27.52	23.36
PEG	0.89	0.86	1.73	1.31
PB	3.39	3.17	2.96	2.74
EV/EBITDA	43.21	25.51	21.87	18.85
ROE	7.75%	9.95%	10.75%	11.73%
ROIC	4.52%	7.38%	7.98%	8.51%

资产负债表 (百万元)

	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1077	1073	1319	1439
交易性金融资产	768	873	996	1053
应收票据及应收账款	31	153	49	202
存货	172	247	239	330
预付款项	25	29	35	40
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	457	454	463	458
流动资产合计	2530	2828	3101	3521
长期股权投资	64	58	50	43
固定资产	454	650	873	1059
在建工程	309	283	251	236
无形资产	720	697	671	647
商誉	0	0	0	0
递延所得税资产	59	59	59	59
其他非流动资产	318	314	307	302
资产总计	4454	4889	5313	5867
短期借款	100	150	175	213
应付票据及应付账款	263	357	358	472
预收账款	0	0	0	0
合同负债	240	218	300	320
应付职工薪酬	27	33	39	44
应交税费	35	71	68	87
其他流动负债	445	536	597	673
流动负债合计	1010	1215	1361	1597
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	15	15	15	15
其他非流动负债	10	10	10	10
负债合计	1035	1240	1386	1622
归属于母公司的所有者权益	3347	3573	3834	4140
少数股东权益	71	76	93	106
股东权益	3419	3649	3927	4245
负债及股东权益	4454	4889	5313	5867

现金流量表 (百万元)

	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流净额	338	337	662	466
投资	-238	-103	-121	-55
资本性支出	-254	-207	-231	-219
其他	276	49	61	69
投资活动现金流净额	-215	-261	-290	-205
债权融资	-2	0	0	0
股权融资	0	0	0	0
银行贷款增加 (减少)	100	50	25	38
筹资成本	-111	-130	-152	-179
其他	-132	0	0	0
筹资活动现金流净额	-145	-80	-127	-141
现金净流量	-22	-3	245	120

数据来源: 携宁科技云估值, 万联证券研究所

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人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证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

免责声明

万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司认为可靠且已公开的信息撰写，本公司力求但不保证这些信息的准确性及完整性，也不保证文中的观点或陈述不会发生任何变更。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。分析师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。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的引起法律后果和造成我公司经济损失的概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳福田区深南大道2007号金地中心

广州天河区珠江东路11号高德置地广场