

丸美股份 (603983.SH)

毛利率持续优化，恋火保持高增

公司发布 23 年报及 24 年一季报:

23 年营收 22.3 亿元/yoy+29%，归母净利润 2.6 亿元/yoy+49%，扣非归母净利润 1.9 亿元/yoy+38%，略低于此前业绩预告，预计主要系经销商费用影响；非经主要系联营企业公允价值变动损益。毛利率 70.7%/yoy+2.3pct，归母净利率 11.7%/yoy+1.6pct。销售/管理/研发费用率 53.9%/4.9%/2.8%，yoy+5.0/-1.5/-0.3pct。

24Q1 营收 6.6 亿元/yoy+39%，归母净利润 1.1 亿元/yoy+41%，扣非归母净利润 1.0 亿元/yoy+41%。毛利率 74.6%/yoy+5.9pct，归母净利率 16.7%/yoy+0.2pct。销售/管理/研发费用率 50.3%/3.1%/2.5%，yoy+7.8/-1.2/-0.3pct。23 年及 24Q1 毛利率提升主要系渠道及产品结构优化。

➤ **主品牌恢复增长，子品牌放量高增。**1) 23 年丸美主品牌现营收 15.6 亿元/yoy+11.6%/占比 70.1%，夯实眼部护理专家+抗衰老大师品牌心智，重组胶原蛋白新原料转化效果也卓有成效。坚持分渠分品顺应不同渠道消费者需求，产品聚焦核心大单品，眼霜、小金针次抛 23 年 GMV 均超 2 亿元。2) 23 年 PL 恋火品牌营收 6.4 亿元/yoy+125.1%/占比 28.9%，定位极简底妆深耕差异化赛道，贡献高速增长。核心单品看不见粉底液、看不见粉霜、看不见气垫、蹭不掉粉底液、蹭不掉气垫 23 年 GMV 均超 1 亿。此外还有敏肌大众化护肤品牌春纪作为储备。

➤ **线上转型显成效，渠道优化推升毛利率。**1) 23 年线上营收 18.7 亿元/yoy+50.4%/占比 84%/毛利率 73%，渠道结构转变优化公司整体毛利率。23 年天猫官旗营收增速 35.6%，持续优化陈列和形象，严控货品和价盘；抖音营收增速 106.3%，以粉丝经济、自制短剧、科学传播有效增加种草覆盖，5A 人群资产池达到 1.67 亿。组织架构日趋灵活，团队完善业务流程精简，打造网络矩阵式组织架构，线上团队拆并整合打破传统用人模式和岗位界限。2) 线下营收 3.5 亿元/yoy-27%/毛利率 59%，主要系线下流量特别是百货客流减少影响。

➤ **盈利预测与投资建议：**丸美品牌持续线上转型、眼部护理专家+抗衰老大师品牌心智成熟，第二品牌恋火放量高增、极简底妆定位清晰，大单品策略积极推进，看好后续业绩释放。由于 23 年收入和利润低于此前预测值，下调 24-25 年营收/24 年利润预测；基于线上增速优于线下且线上毛利率更高，上调 25 年利润预测，预计 24-26 年营收 29/36/43 亿元（24-25 年前值为 30/37 亿元），归母净利润 3.5/4.6/5.8 亿元（24-25 年前值为 3.6/4.3 亿元）。采用可比公司估值法，给予 24 年 36 倍 PE，对应目标市值 126 亿元，对应目标价 31.47 元，维持“持有”评级。

➤ **风险提示：**新品推广不及预期，核心人员流失，销售费用侵蚀利润，竞争加剧。

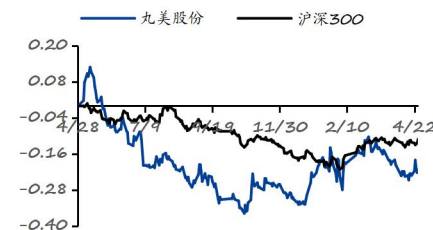
持有 (维持评级)

当前价格: 28.29 元
目标价格: 31.47 元

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	401.00/401.00
流通 A 股市值(百万元)	11,344.29
每股净资产(元)	8.62
资产负债率(%)	19.09
一年内最高/最低价(元)	41.30/22.96

一年内股价相对走势



团队成员

分析师: 来舒楠(S0210523040002)
LSN3916@hfzq.com.cn

相关报告

- 1、丸美股份 23Q3 点评: 单 Q3 营收+46%，增速环比提升，毛利率+7.5pct——2023.10.31
- 2、丸美股份 23H1 点评: 线上转型成效明显，销售费用投放致净利率承压——2023.08.27
- 3、丸美股份 22 年报及 23 年一季报点评: Q1 净利润+20%迎经营拐点，抖快高增 4.9 倍——2023.05.04

财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,732	2,226	2,913	3,628	4,343
增长率	-3%	29%	31%	25%	20%
净利润(百万元)	174	259	351	460	580
增长率	-30%	49%	35%	31%	26%
EPS(元/股)	0.43	0.65	0.87	1.15	1.45
市盈率(P/E)	65.1	43.7	32.4	24.6	19.6
市净率(P/B)	3.6	3.4	3.3	2.9	2.6

数据来源: 公司公告、华福证券研究所

图表 1: 财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,077	1,410	1,755	2,101	营业收入	2,226	2,913	3,628	4,343
应收票据及账款	31	41	51	61	营业成本	652	823	1,021	1,219
预付账款	25	31	39	46	税金及附加	23	29	37	44
存货	172	217	269	321	销售费用	1,199	1,487	1,809	2,118
合同资产	0	0	0	0	管理费用	109	137	167	195
其他流动资产	1,225	1,367	1,513	1,660	研发费用	62	82	102	122
流动资产合计	2,530	3,065	3,627	4,190	财务费用	-14	-20	-19	-15
长期股权投资	64	64	64	64	信用减值损失	2	5	5	5
固定资产	454	466	478	490	资产减值损失	-13	-10	-10	-10
在建工程	309	299	289	279	公允价值变动收益	71	20	20	20
无形资产	720	735	750	765	投资收益	44	30	30	30
商誉	0	0	0	0	其他收益	19	19	19	19
其他非流动资产	377	384	386	387	营业利润	319	440	578	727
非流动资产合计	1,924	1,948	1,966	1,985	营业外收入	0	0	0	0
资产合计	4,454	5,013	5,594	6,175	营业外支出	2	2	2	2
短期借款	100	366	413	351	利润总额	317	438	576	724
应付票据及账款	263	331	411	491	所得税	39	88	115	145
预收款项	0	0	0	0	净利润	278	351	460	580
合同负债	240	315	392	469	少数股东损益	18	0	0	0
其他应付款	172	172	172	172	归属母公司净利润	259	351	460	580
其他流动负债	235	194	157	141	EPS (按最新股本摊薄)	0.65	0.87	1.15	1.45
流动负债合计	1,010	1,377	1,545	1,623					
长期借款	0	50	100	150					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	25	25	25	25					
非流动负债合计	25	75	125	175					
负债合计	1,035	1,452	1,670	1,798					
归属母公司所有者权益	3,347	3,489	3,852	4,305					
少数股东权益	71	71	71	71					
所有者权益合计	3,419	3,561	3,924	4,376					
负债和股东权益	4,454	5,013	5,594	6,175					

现金流量表				
单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	338	343	460	583
现金收益	281	354	466	590
存货影响	-20	-45	-52	-52
经营性应收影响	49	-6	-8	-8
经营性应付影响	59	69	80	80
其他影响	-32	-28	-26	-27
投资活动现金流	-215	-84	-83	-84
资本支出	-251	-41	-42	-42
股权投资	10	0	0	0
其他长期资产变化	25	-43	-41	-42
融资活动现金流	-145	74	-31	-153
借款增加	-7	264	47	-42
股利及利息支付	-111	-108	-147	-178
股东融资	0	0	0	0
其他影响	-28	-82	69	67

主要财务比率				
	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入增长率	28.5%	30.9%	24.5%	19.7%
EBIT 增长率	56.1%	38.2%	33.0%	27.4%
归母公司净利润增长率	48.9%	35.1%	31.3%	25.9%
获利能力				
毛利率	70.7%	71.8%	71.9%	71.9%
净利率	12.5%	12.0%	12.7%	13.3%
ROE	7.6%	9.8%	11.7%	13.2%
ROIC	13.8%	16.6%	19.6%	22.4%
偿债能力				
资产负债率	23.2%	29.0%	29.9%	29.1%
流动比率	2.5	2.2	2.3	2.6
速动比率	2.3	2.1	2.2	2.4
营运能力				
总资产周转率	0.5	0.6	0.6	0.7
应收账款周转天数	8	4	4	4
存货周转天数	89	85	86	87
每股指标 (元)				
每股收益	0.65	0.87	1.15	1.45
每股经营现金流	0.84	0.86	1.15	1.45
每股净资产	8.35	8.70	9.61	10.74
估值比率				
P/E	44	32	25	20
P/B	3	3	3	3
EV/EBITDA	74	54	41	32

数据来源: 公司报告、华福证券研究所

分析师声明

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，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。

一般声明

华福证券有限责任公司（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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfjys@hfzq.com.cn