

丸美股份(603983)/化妆品

Q2提速，高端系列上市，百货渠道+30%

—— IPO后首份财报解读

评级：增持（维持）

分析师：邓欣

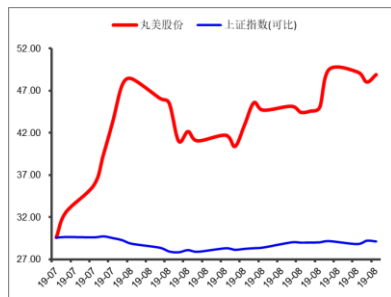
执业证书编号：S0740518070004

Email: dengxin@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	401
流通股本(百万股)	41
市价(元)	48.88
市值(百万元)	19800
流通市值(百万元)	2018

股价与行业-市场走势对比



相关报告

深度报告：

《丸美新时代，国货的最好时代！》

2019.7.28

《化妆品国货的探索者们》

2019.8.19

公司盈利预测及估值

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1,352	1,576	1,851	2,148	2,470
营业收入增速	11.94%	16.52%	17.46%	16.04%	15.00%
归属于母公司的净利润	312	415	480	559	650
净利润增长率	34.34%	33.14%	15.70%	16.40%	16.22%
摊薄每股收益(元)	0.78	1.04	1.20	1.39	1.62
P/E	62.84	47.20	40.79	35.05	30.16
P/B	20.42	14.25	10.33	7.98	6.31

投资要点

本周公司披露 2019 中报：收入、归母、扣非 8.2 亿、2.6 亿、2.2 亿，同比+11.9%、+31.6%、+19.8%；

对应 2019Q2 季报：收入、归母 4.5 亿、1.4 亿，同比+14.4%、+37.7%；Q2 业绩提速。

近期我们对公司基本面的跟踪及后续成长性的展望如下：

■ 一、收入、利润、现金流 Q2 提速

①收入：2019H 收入同比 11.9%，其中 1Q/2Q 各增 8.9%/14.4%，可见 Q2 增长提速，主因高端品牌 Marubi Tokyo 日本花系列新品上市，带动百货渠道营收+30%yoy；

②利润：2019H 利润同比 31.6%，其中 1Q/2Q 各增 25.3%/37.7%，公司利润增长快于收入增长，主要源于期间费用率优化；

③扣非：2019H 扣非归母净利同比 19.8%，扣非增速快于收入增速，而慢于利润增速，系收到政府补助 3307 万；

④利润率：2019H 毛利率 68.42%，略降 0.36pct；净利率 31.46%，提升 4.7pct，主要源于期间费用率优化带动公司盈利能力提升；

⑤存货：2019H1 存货 1.28 亿，同比-0.4%，库存管理有所改善；

⑥现金流：1Q/2Q 经营现金流 0.5 亿/1.5 亿同比-43.4%/+126.8%，Q2 现金流明显改善。

综合上述维度，公司收入 Q2 提速，费用率持续优化，经营效果愈来愈好！

■ 二、经营回顾

1. 品牌亮点：丸美主品牌顺应高端化趋势，优化品牌布局

①品类：2019 年推出多个新品，其价格定位都高于原有产品定价，有高端化发展的趋势。主品牌“丸美”在明星眼霜的基础上，推出日本团队研发的高端系列，产品扩展至水乳、精华等品类；“春纪”推出提亮修护多效精华液；“恋火”引进进口高端产品胶原蛋白气垫。

②品牌：“丸美”顺应高端化趋势，1H19 收入占比 92%。2019 年，推出第二个日本研发生产的原装进口高端系列 MARUBITOKYO 日本花弹润娇嫩；“春纪”持续食材养肤理念年轻化，三八节跨界洽洽打造瓜子脸面膜，“胖子

也能拥有瓜子脸”话题阅读量 3000 万+。520 推出春纪米小白&黑小米 X 五常龙米跨界 IP 罐，趣玩跨界爆光引流；“恋火”从柜台到产品全面升级，2019 年推出恋火时光美肌胶原蛋白气垫霜、魅力印记丝滑唇釉等全新韩国原装进口高端产品系列。

小结：丸美主品牌推新品，顺应高端化趋势，春纪&恋火品牌稳步推进。

2. 渠道亮点：线上线下相融合，百货增长超 30%

①线上：公司线上营收增长超过 10%。2019H1 连续 6 个月位列天猫眼部护理套装类目排名第一，京东眼霜类目丸美品牌排名前三，国货第一，唯品会 618 丸美品牌排名美妆第二，国货第一。

②线下：公司线下营收增长超 13%。细分渠道看，2019H1 丸美百货渠道同比增长超过 30%，美容院渠道维持 20%以上的增速，CS 渠道实现 10%的稳定增速。2019 年公司正式成立零售芯学院，对线下渠道丸美优质连锁店进行零售服务和培训教育体系建设专项支持；同时持续优化 CRM 系统建设，精心运营会员积分宝和丸美智云 CRM 系统，现已覆盖 6300 个门店。

小结：线上线下共同发展，高毛利线上渠道表现优异，线下百货增长迅猛。

3. 投入亮点：研发投入增加、费用率优化

①研发：2019H1 研发投入 0.18 亿增 6.5%；公司新增 14 项专利授权，其中包括《一种去黑眼圈及淡化细纹的组合物及其制备方法和应用》等 8 项发明专利授权。

②营销：2019H1 销售投入 2.38 亿增 8.7%，销售费用率 29.2%下降 0.84pct；电视&视频，《我的真朋友》、《亲爹后爸》电视剧剧情植入，爱奇艺《皓镧传》、《妻子的浪漫旅行 2》、《极限挑战 5》等节目明星大头贴；自媒体，通过袁珊珊等多位组成明星种草团及优质美妆 KOL 矩阵，在微信、小红书、抖音等社交平台多维度种草，微信公众号 400 万+深度阅读种草量，小红书 KOL 种草笔记篇均阅读 10 万+，抖音 KOL 播放量条均播放量高达 150 万+。

小结：在电商、研发、营销等核心节点的资源投入以及高利用效率持续助力公司发展。

■ 三、2019 展望——品牌代言人、黄金单品、稳健投放共同助力

- ① 品牌代言人。丸美根据各品牌的不同定位选择代言人，“丸美”品牌选择周迅、梁朝伟、彭于晏等作为代言人；“春纪”品牌选择李宇春、胡歌、周冬雨、吴谨言等作为代言人。
- ② 黄金单品。主品牌“丸美”的弹力蛋白眼精华素是公司的明星产品，2019 年公司将会继续对该产品在网媒热剧的营销加大投入。
- ③ 稳健投放。2019 年公司在网媒和多个大热电视剧中投放广告推广，携手明星种草团和 KOL，实现消费者深度互动，加强口碑营销和品牌形象建设。

2019 年，公司继续推行代言人+黄金单品+稳健广告投放的营销策略。依据品牌定位选择代言人；以黄金单品为核心，辐射各品类各系列；线上营销

多维度发力，加大大剧和网综植入。

我们认为：公司对眼霜市场的精准定位和品牌战略将成为公司持续加速增长的重要发力点！

■ **投资建议：增持评级**

本文认为，未来公司业绩有望保持持续增长的轨迹，预计公司 19-21 年实现净利润 4.8、5.6、6.5 亿元，EPS1.20、1.39、1.62 元，当前股价对应 PE40、35、30X，维持“增持”评级。

■ **风险提示**

国内经济失速、市场竞争加剧、新品推出不利、品牌渠道不及预期

图表 1：日本酒御龄冰肌系列及日本花弹润娇嫩系列



来源：公司官网，中泰证券研究所

盈利预测与估值

损益表 (人民币百万元)

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	1,352	1,576	1,851	2,148	2,470
增长率	11.9%	16.5%	17.5%	16.0%	15.0%
营业成本	-429	-499	-587	-678	-774
% 销售收入	31.7%	31.7%	31.7%	31.5%	31.4%
毛利	923	1,077	1,264	1,470	1,696
% 销售收入	68.3%	68.3%	68.3%	68.5%	68.6%
营业税金及附加	-17	-21	-25	-28	-33
% 销售收入	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%
营业费用	-467	-535	-614	-713	-815
% 销售收入	34.5%	33.9%	33.2%	33.2%	33.0%
管理费用	-68	-73	-74	-86	-99
% 销售收入	5.0%	4.6%	4.0%	4.0%	4.0%
息税前利润 (EBIT)	371	449	551	643	749
% 销售收入	27.4%	28.5%	29.8%	29.9%	30.3%
财务费用	12	7	-19	-21	-25
% 销售收入	-0.9%	-0.5%	1.0%	1.0%	1.0%
资产减值损失	7	3	-1	-4	-8
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	12	25	0	0	0
% 税前利润	3.1%	5.2%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	403	484	532	617	716
营业利润率	29.8%	30.7%	28.7%	28.7%	29.0%
营业外收支	1	2	33	33	33
税前利润	403	487	565	650	749
利润率	29.8%	30.9%	30.5%	30.3%	30.3%
所得税	-55	-74	-86	-101	-117
所得税率	13.6%	15.3%	15.3%	15.5%	15.6%
净利润	312	412	480	558	649
少数股东损益	0	-3	-1	-1	-1
归属于母公司的净利润	312	415	480	559	650
净利率	23.1%	26.4%	26.0%	26.0%	26.3%

现金流量表 (人民币百万元)

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	312	412	480	558	649
加: 折旧和摊销	26	23	19	22	25
资产减值准备	7	3	0	0	0
公允价值变动损失	0	0	0	0	0
财务费用	0	0	19	21	25
投资收益	-12	-25	0	0	0
少数股东损益	0	-3	-1	-1	-1
营运资金的变动	54	85	144	44	145
经营活动现金净流	356	517	661	645	843
固定资本投资	16	4	-60	-60	-50
投资活动现金净流	6	-56	-72	-72	-61
股利分配	0	0	0	0	0
其他	-201	0	23	-21	-25
筹资活动现金净流	-201	0	23	-21	-25
现金净流量	162	460	612	551	758

资产负债表 (人民币百万元)

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	1,103	1,563	2,175	2,727	3,484
应收款项	54	5	102	22	120
存货	113	129	178	176	229
其他流动资产	31	94	94	99	99
流动资产	1,301	1,791	2,549	3,024	3,933
% 总资产	81.2%	84.6%	87.4%	88.0%	89.8%
长期投资	5	5	7	9	10
固定资产	263	260	275	287	297
% 总资产	16.4%	12.3%	9.4%	8.4%	6.8%
无形资产	18	28	34	40	45
非流动资产	302	326	367	413	449
% 总资产	18.8%	15.4%	12.6%	12.0%	10.2%
资产总计	1,603	2,117	2,916	3,437	4,382
短期借款	0	0	0	0	0
应付款项	558	630	908	871	1,167
其他流动负债	62	79	79	79	79
流动负债	619	709	987	950	1,247
长期贷款	0	0	0	0	0
其他长期负债	24	26	26	26	26
负债	643	735	1,013	976	1,272
普通股股东权益	960	1,375	1,897	2,456	3,106
少数股东权益	0	7	6	5	3
负债股东权益合计	1,603	2,117	2,916	3,437	4,382

比率分析

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
每股指标					
每股收益 (元)	0.78	1.04	1.20	1.39	1.62
每股净资产 (元)	2.39	3.43	4.73	6.12	7.75
每股经营现金净流 (元)	0.89	1.29	1.65	1.61	2.10
每股股利 (元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
回报率					
净资产收益率	32.49%	30.20%	25.33%	22.77%	20.93%
总资产收益率	19.46%	19.46%	16.45%	16.24%	14.80%
投入资本收益率	-238.63%	-247.00%	-212.49%	-182.65%	-219.85%
增长率					
营业总收入增长率	11.94%	16.52%	17.46%	16.04%	15.00%
EBIT增长率	40.12%	24.98%	17.13%	17.37%	17.00%
净利润增长率	34.34%	33.14%	15.70%	16.40%	16.22%
总资产增长率	8.61%	32.06%	37.73%	17.88%	27.50%
资产管理能力					
应收账款周转天数	11.1	6.7	7.6	7.6	7.6
存货周转天数	29.3	27.6	29.9	29.7	29.5
应付账款周转天数	173.5	176.5	168.8	168.8	168.8
固定资产周转天数	72.0	59.7	52.0	47.1	42.6
偿债能力					
净负债/股东权益	-162.87%	-157.43%	-143.33%	-141.60%	#REF!
EBIT利息保障倍数	-30.7	-63.3	29.8	30.1	30.7
资产负债率	40.11%	34.72%	34.75%	28.40%	29.04%

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

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; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 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)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员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。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。