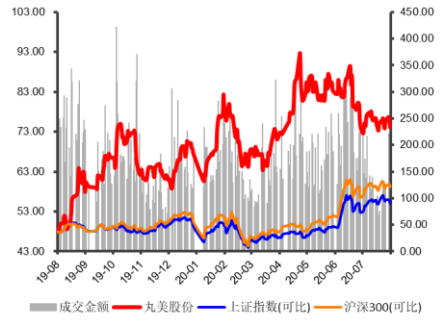
零售 丸美股份（603983.SH） 维持评级

报告原因：中报点评 **线上直营渠道增长较快，眼部产品销售同比提升** **增持**

2020 年 8 月 28 日 **公司研究/点评报告**

公司近一年市场表现



市场数据：2020 年 8 月 27 日

收盘价(元)：	74.86
年内最高/最低（元）：	92.47/47.12
流通 A 股/总股本（亿）：	0.77/4.01
流通 A 股市值（亿）：	58
总市值（亿）：	300

基础数据：2020 年 6 月 30 日

基本每股收益	0.67
每股净资产(元)：	6.94
净资产收益率：	9.84%

分析师：谷茜

执业登记编码：S0760518060001

Tel: 0351-8686775

Email: guqian@sxzq.com

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

事件描述

- 公司于 8 月 28 日发布 2020 年半年度报告，上半年公司实现营业收入 7.94 亿元，同比下降 2.59%；归属于上市公司股东的净利润为 2.68 亿元，同比增长 4.6%。

事件点评

- **疫情冲击线下销售，利润端恢复增长。**上半年受疫情冲击线下渠道销售影响，公司营收同比下降，但利润端实现增长。分季度看，营收层面 Q1 同比提升 1.53%，但 Q2 同比下降 5.93%，主要受到护肤和洁肤类产品同比减少的影响；归母净利润方面 Q1 同比下降 1.14%，但 Q2 同比提升 9.66%，主要系期间费用同比减少影响。上半年毛利率为 67.55%，同比下降 0.87pct。公司销售/管理/财务费用率分别是 30.34%/3.80%/-3.82%，其中销售费率同比提升 1.12pct，主要系加大社媒投放带来广告宣传费用同比提升影响；管理费率同比下降 0.71pct，主要来自上半年中介费用同比减少及疫情减免政策减少社保费用所致；财务费率同比下降 2.64pct 主要定存利息收入增加所致。经营活动现金流同比减少 65.59%，主要受到营收下降导致的销售产品收到现金减少影响。
- **精确品牌定位，新营销实现突破。**上半年公司进一步精确品牌定位，在国潮崛起的背景下，针对国人眼部肌肤特征及环境习惯下拥有的眼部问题，匹配相应眼部产品。新品“小红笔”天猫小黑盒线上首发，以线上声量带动线下销售，上半年眼部类产品收入同比提升 17.92%，直营渠道眼霜类产品占比也实现提升。截止 6 月 30 日，小红笔线上线下销量合计超过 28 万支；同时加快推新速度，MARUBI TOKYO 和春纪均有系列新品上线。营销方面也实现突破，助力品牌在年轻圈层中的认知度提升。公司充分运用小红书、抖音、B 站等社交平台属性，结合跨界 IP 行销方式，新兴社群营销运营实现较大突破。在加大社交媒体投放同时，公司继续坚持网络视频、户外大屏、机场、地铁站、楼宇电梯等传统投放，持续品牌和产品曝光。
- **线上渠道快速增长，数字化转型呈现初显。**上半年公司线上渠道占比 53.71%，同比增长 27.4%，其中线上直营增长 45.96%。上半年，线上渠道受疫情影响短暂停滞后快速恢复并增长，新品小红笔上市及社交媒体加大投放，助推丸美天猫旗舰店实现了 68%的增长。公司积极拥抱线上变化，加大短视频等内容投放和直播力度，通过线上各平台开

展不同形式直播，邀请流量名人坐客直播间，传递品牌价值，实现产品销售。开通小红书、抖音、微信有赞小程序等直营店铺，扩大电商及社媒团队配置，加大私域、流量等运营力度。同时，保持线上各平台分销业务的合作和资源协同，稳步推进数字化转型并获初步成效。

- **快速组建直播团队，促进多渠道协同发展。**线下渠道受到疫情影响冲击较大，上半年公司线下渠道占比 46.25%，同比下降 23.47%，但公司积极开展线上培训，指导帮助门店及经销商将线下销售转到线上，并快速组建专职直播团队为线下赋能。公司直播团队通过生动讲解产品和配方、带消费者云参观工厂、请研发工程师现场直播功效实验等方式，加强消费者对产品的认识和好感。上半年，公司完成丸美品牌线下日化渠道的区域联动直播 14 场、百万店直播 34 场，超 200 小时，协助日化门店开展近 7000 场空中会员沙龙会。同时线下百货渠道、美容院渠道也在积极开展各项空中沙龙会、私享会、直播会等应对疫情冲击。

投资建议

- 公司以穿越周期、长期主义为战略指导方向，积极拥抱渠道变革及营销创新，以强大的生产能力和供应链管理能力为基础，进一步精确品牌定位，同时积极拥抱新营销模式，助力品牌年轻化。公司实行品牌与渠道相匹配的多渠道协同发展战略，坚持传统媒体与新媒体结合的方式精准投放，提升品牌在年轻圈层中的认知度。我们看好公司品牌精准定位、研发实力强劲、销售管理精细化运营以及融合社交化营销的多渠道协同发展能力，预计 2020-2022 年 EPS 分别为 1.30/1.58/1.87 元，对应公司 8 月 27 日收盘价 74.86 元，2020-2022 年 PE 分别为 57.68X/47.23X/39.95X，维持“增持”评级。

存在风险

- 疫情对经营产生的不确定性影响；市场竞争日益加剧；经销模式的风险；渠道结构变革风险。

表 1 公司盈利能力变化情况

	2020Q2	2020Q1	2019Q4	2019Q3	2019Q2
营业总收入（亿元）	**7.94**	**3.70**	**18.01**	**12.12**	**8.15**
同比（%）	**-2.59%**	**1.53%**	**14.28%**	**14.77%**	**11.85%**
营业成本	2.58	1.28	5.73	3.88	2.57
毛利率（%）	**67.55%**	**65.51%**	**68.16%**	**67.95%**	**68.42%**
销售费用	2.41	0.87	5.40	3.66	2.38
管理费用	0.30	0.15	0.91	0.63	0.37
研发费用	0.24	0.10	0.45	0.28	0.18
财务费用	-0.30	-0.06	-0.22	-0.18	-0.10
期间费用率	**33.31%**	**28.76%**	**36.29%**	**36.20%**	**34.76%**
净利润	2.68	1.19	5.13	3.57	2.55
归母净利润	**2.68**	**1.19**	**5.15**	**3.59**	**2.56**
同比（%）	**4.60%**	**-1.14%**	**23.99%**	**52.26%**	**31.57%**
扣非后归母净利润	**0.00**	**1.08**	**4.51**	**3.09**	**2.17**
同比（%）	0.59	-9.59	25.95	40.24	19.75
每股收益：					
基本每股收益	0.6700	0.3000	1.3700	0.9700	0.7100
稀释每股收益	0.6700	0.3000	1.3700	0.9700	0.7100

数据来源：Wind，山西证券研究所

表 2 公司主营业务构成及渠道布局情况

	营业收入（亿元）	营收占比	营收同比增减
主营业务收入	7.94		-2.59%
分产品			
眼部类	2.58	32.54%	17.92%
护肤类	4.36	54.95%	-8.77%
洁肤类	0.91	11.51%	-13.30%
分渠道			
线上渠道	4.26	53.67%	27.40%
线下渠道	3.67	46.24%	-23.47%

数据来源：公司中报，山西证券研究所

表 3 2020 上半年公司主要产品产销量

主要产品	销量（万支）	营业收入(亿元)	收入占比	同比变动
眼部类	335	2.58	32.87%	17.92%
护肤类	1,137	4.36	55.50%	-8.77%
洁肤类	270	0.91	11.63%	-13.30%
合计	1,742	7.86		

数据来源：公司公告，山西证券研究所

资产负债表 单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	3,128	3,783	4,596	5,516
现金	2,102	2,744	3,526	4,432
应收账款	6	30	17	24
其他应收款	4	25	13	19
预付账款	21	25	30	36
存货	190	183	228	278
其他流动资产	806	777	783	728
非流动资产	308	286	276	262
长期投资	0	0	0	0
固定资产	249	233	218	202
无形资产	18	17	15	14
其他非流动资产	41	36	42	45
资产总计	3,436	4,069	4,872	5,778
流动负债	740	755	856	932
短期借款	0	0	0	0
应付账款	290	330	406	471
其他流动负债	450	425	450	461
非流动负债	26	31	37	42
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	26	31	37	42
负债合计	766	787	893	974
少数股东权益	0	(2)	(6)	(10)
股本	401	442	442	442
资本公积	754	754	754	754
留存收益	1,515	2,088	2,789	3,617
归属母公司股东权益	2,670	3,285	3,985	4,814
负债和股东权益	3,436	4,069	4,872	5,778

现金流量表 单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	466	571	747	867
净利润	513	574	701	828
折旧摊销	25	17	17	17
财务费用	(0)	(9)	(11)	(14)
投资损失	(27)	(21)	(24)	(24)
营运资金变动	3	10	69	63
其他经营现金流	(48)	1	(4)	(3)
投资活动现金流	(699)	21	24	24
资本支出	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	(699)	21	24	24
筹资活动现金流	772	50	11	14

利润表 单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	1,801	2,003	2,447	2,899
营业成本	573	636	774	912
营业税金及附加	20	22	29	33
销售费用	540	607	739	878
管理费用	91	94	122	145
财务费用	(22)	(9)	(11)	(14)
资产减值损失	(14)	3	(0)	1
公允价值变动收益	6	0	0	0
投资净收益	27	21	24	24
营业利润	613	671	818	969
营业外收入	2	2	2	2
营业外支出	1	1	1	1
利润总额	614	672	820	970
所得税	101	101	123	146
净利润	513	571	697	825
少数股东损益	(2)	(2)	(4)	(4)
归属母公司净利润	515	574	701	828
EBITDA	638	679	824	971
EPS（元）	1.28	1.30	1.58	1.87

主要财务比率

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入	14.28%	11.20%	22.17%	18.50%
营业利润	26.54%	9.50%	22.01%	18.37%
归属于母公司净利润	23.99%	11.41%	22.12%	18.24%
获利能力				
毛利率(%)	68.16%	68.25%	68.36%	68.55%
净利率(%)	28.59%	28.65%	28.64%	28.57%
ROE(%)	19.21%	17.41%	17.51%	17.17%
ROIC(%)	-240.03%	-231.18%	555.22%	663.17%
偿债能力				
资产负债率(%)	22.30%	19.33%	18.32%	16.86%
净负债比率(%)	-51.18%	-60.24%	-68.85%	-73.67%
流动比率	4.23	5.01	5.37	5.92
速动比率	3.97	4.77	5.10	5.62
营运能力				
总资产周转率	0.65	0.53	0.55	0.54
应收账款周转率	636.76	432.43	367.81	455.70
应付账款周转率	6.40	6.46	6.65	6.62
每股指标（元）				
每股收益(最新摊薄)	1.28	1.30	1.58	1.87

短期借款	0	0	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)	1.16	1.42	1.86	2.16
长期借款	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	6.66	8.19	9.94	12.00
普通股增加	41	41	0	0	**估值比率**				
资本公积增加	739	0	0	0	P/E	58.3	57.7	47.2	39.9
其他筹资现金流	(8)	9	11	14	P/B	11.2	9.1	7.5	6.2
现金净增加额	538	642	783	905	EV/EBITDA	33.14	44.07	35.46	29.24

数据来源：Wind，山西证券研究所

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注册为证券分析师，本人承诺，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受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5～20%
中性： 相对市场表现在-5%～+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。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。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止我司员工将我司证券研究报告私自提供给未经我司授权的任何公众媒体或者其他机构；禁止任何公众媒体或者其他机构未经授权私自刊载或者转发我司的证券研究报告。刊载或者转发我司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示我司证券研究业务客户不要将我司证券研究报告转发给他人，提示我司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知我司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

太原
太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
http://www.i618.com.cn

北京
北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层
电话：010-83496336