# 疫情影响下业绩同比持平，Q2 线上直营高增长

## ——丸美股份（603983）2020 半年报点评

**买入|维持**

**事件：**

公司发布 2020 年半年报。

**点评：**

- **营收与利润同比基本持平，保持较强盈利能力**

2020H1 受新冠疫情影响，公司实现营业收入 7.94 亿元，同比-2.59%；实现归母净利润 2.68 亿元，同比+4.60%，归母扣非后净利润 2.19 亿元，同比+0.59%，非经常性损益主要包括政府补助 3434 万元及投资收益 3169 万元。公司毛利率同比微降 0.87pct 至 67.55%，主要由于疫情期间较多采用直播等方式销售，对应打折与加赠增加成本；同时 Q1 毛利较低的眼膜产品热销拉低毛利率。销售费用率上升 1.12 pct 至 30.34%，主要由于公司线上社媒投放增加。管理费用率下降 0.71pct 至 3.80%，主要系本期中介费用同比减少及疫情减免政策减少社保费用所致。研发费用上升 0.78pct 至 2.99%，主要由于研发人员较多且新品开发速度加快。净利率同比提升 2.52pct 至 33.78%，维持强劲的盈利能力。

- **渠道方面，线上直营渠道高增长，线下百货和 CS 渠道承压**

2020H1 公司线上整体实现收入 4.26 亿元，同比增长 27.40%，占比升至 53.71%，其中线上直营增速达 45.96%，线上分销增速约 20%+。值得关注的是，期内丸美天猫旗舰店同比增速 68%，其中 2020Q2 增速高达 121%。线下渠道合计实现收入 3.67 亿元，同比下降 23.47%，其中美容院渠道微跌约 1%，CS 与百货渠道受疫情影响较大，均同比下跌 25%-30%。

- **主品牌积极寻求年轻化转型，小红笔眼霜成功招新**

公司主品牌丸美收入占比超 90%，2020H1 丸美积极寻求年轻化转型，4 月联合天猫小黑盒推出针对年轻群体的“小红笔”眼霜，并通过流量明星代言、跨界 IP 合作等方式，结合小红书、B 站、抖音等社交媒体，在 Z 世代群体中高度曝光，线下线上销量合计超 28 万支，单品收入占比约达 4%。

- **投资建议与盈利预测**

公司是少数主品牌定位于中高端的国产化妆品公司，差异化的主打眼霜和抗衰符合行业消费升级高端化的大趋势。2020 年公司积极增加电商中心、社媒中心、数据中心等新部门人员配置，同时推出小红笔、钻光瓶等多款电商新品。更换新 TP 后，电商渠道有望持续高增长。预计 2020-2022 年 EPS 为 1.42/1.67/1.93 元/股，对应 PE 53x/45x/39x，维持“买入”评级。

- **风险提示**

品牌市场竞争加剧，行业景气度下降，新品牌孵化不达预期。

**附表：盈利预测**

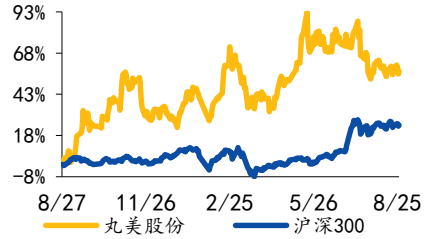
| 财务数据和估值 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|---|
| 营业收入(百万元) | 1575.76 | 1800.86 | 1995.92 | 2418.96 | 2851.79 |
| 收入同比（%） | 16.52 | 14.28 | 10.83 | 21.20 | 17.89 |
| 归母净利润(百万元) | 415.28 | 514.89 | 568.46 | 671.51 | 775.62 |
| 归母净利润同比(%) | 33.14 | 23.99 | 10.40 | 18.13 | 15.50 |
| ROE（%） | 30.20 | 19.28 | 18.44 | 18.17 | 17.70 |
| 每股收益（元） | 1.04 | 1.28 | 1.42 | 1.67 | 1.93 |
| 市盈率(P/E) | 72.29 | 58.30 | 52.81 | 44.70 | 38.70 |

资料来源：Wind,国元证券研究中心

**基本数据**

| | |
|---|---|
| 52 周最高/最低价（元）： | 92.6 / 48.0 |
| A 股流通股（百万股）： | 77.00 |
| A 股总股本（百万股）： | 401.00 |
| 流通市值（百万元）： | 5764.22 |
| 总市值（百万元）： | 30018.86 |

**过去一年股价走势**




资料来源：Wind

**相关研究报告**

《国元证券公司研究-丸美股份（603983）2020 年一季报点评——疫情影响下 Q1 收入实现正增长，二季度线上有望提速》2020.04.29

《国元证券-公司研究-丸美股份（603983）2019 年报点评——业绩稳健，积极求变拥抱新趋势》2020.04.22

**报告作者**

分析师　李典
执业证书编号　S0020516080001
电话　021-51097188-1866
邮箱　lidian@gyzq.com.cn

联系人　杨柳
邮箱　yangliu@gyzq.com.cn

# 目　录

1. 财务与业务分析 ..... 3
2. 投资建议 ..... 5
3. 风险提示 ..... 5

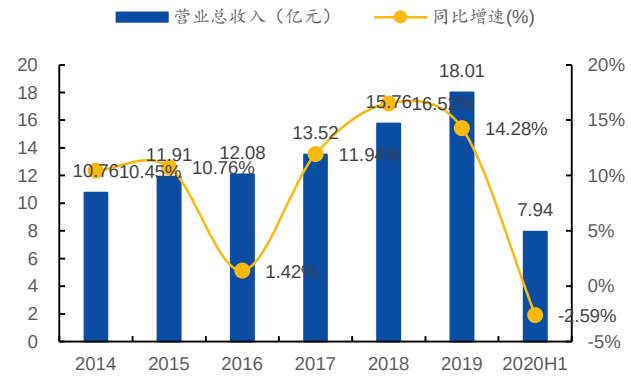
# 图表目录

图 1：丸美股份营业收入及增速 ..... 3
图 2：丸美股份归母净利润及增速 ..... 3
图 3：2020H1 年丸美股份分渠道营收及增速 ..... 3
图 4：2020H1 年丸美股份渠道占比 ..... 3
图 5：丸美股份毛利率与净利率情况 ..... 4
图 6：丸美股份期间费用率情况 ..... 4
图 7：丸美股份存货周转天数（单位：天） ..... 4
图 8：丸美股份应收账款周转天数（单位：天） ..... 4
图 9：丸美股份现金流量情况 ..... 5
图 10：丸美股份期末账面现金（单位：亿元） ..... 5

# 1. 财务与业务分析

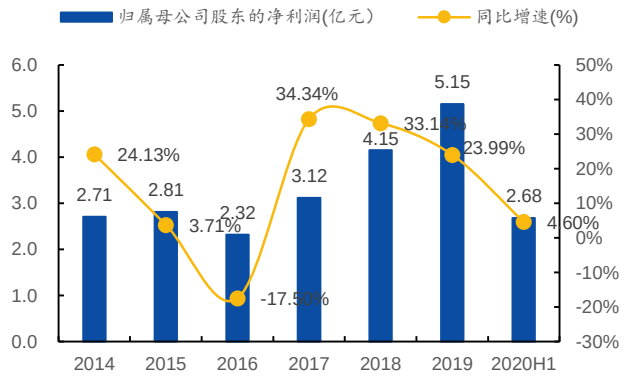
**营收与利润同比基本持平。**2020H1 受新冠疫情影响，公司实现营业收入 7.94 亿元，同比-2.59%；实现归母净利润 2.68 亿元，同比+4.60%，归母扣非后净利润 2.19 亿元，同比+0.59%，非经常性损益主要包括政府补助 3434 万元及投资收益 3169 万元。

图 1：丸美股份营业收入及增速




资料来源：公司公告，国元证券研究中心

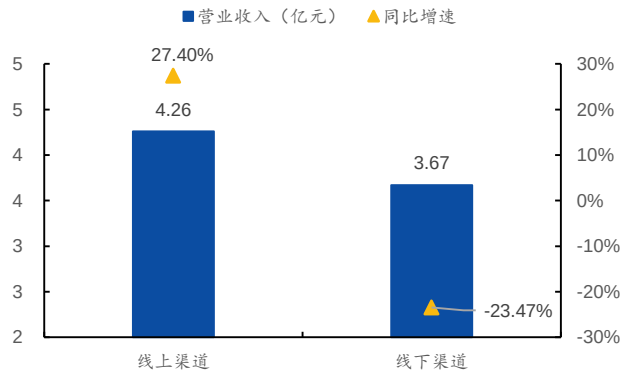
图 2：丸美股份归母净利润及增速




资料来源：公司公告，国元证券研究中心

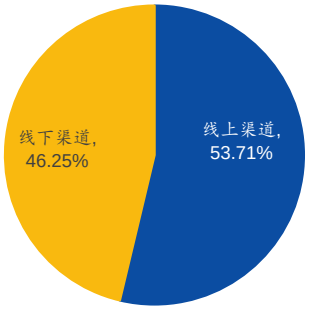
**渠道方面，线上直营渠道高增长，线下百货和 CS 渠道承压。**2020H1 丸美更换壹网壹创为新 TP，同时加大社媒投入。线上渠道整体实现收入 4.26 亿元，同比增长 27.40%，占比升至 53.71%。其中线上直营增速达 45.96%，线上分销增速 20%+。值得关注的是，2020H1 丸美天猫旗舰店同比增长 68%，其中 2020Q2 同比增速高达 121%，小红笔新品带动线上直营高速增长。线下渠道合计实现收入 3.67 亿元，同比下降 23.47%，其中美容院渠道较为坚挺，仅微跌约 1%，CS 与百货渠道受疫情影响较大，均同比下跌 25%-30%。

图 3：2020H1 年丸美股份分渠道营收及增速




资料来源：公司公告，国元证券研究中心

图 4：2020H1 年丸美股份渠道占比

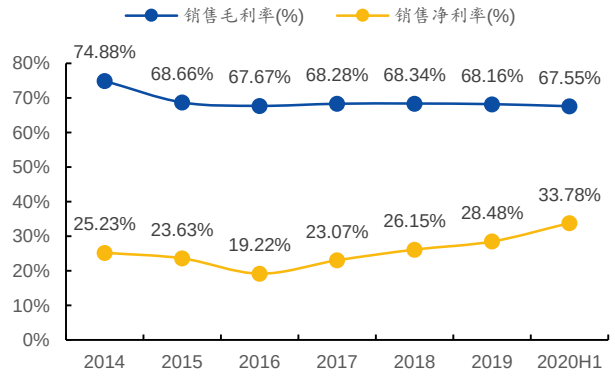



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

**毛利率略有下降，销售费用有所上升，净利润率稳重有升。**2020H1 公司毛利率同比微降 0.87pct 至 67.55%，主要由于疫情期间较多采用直播等方式销售，对应打折与

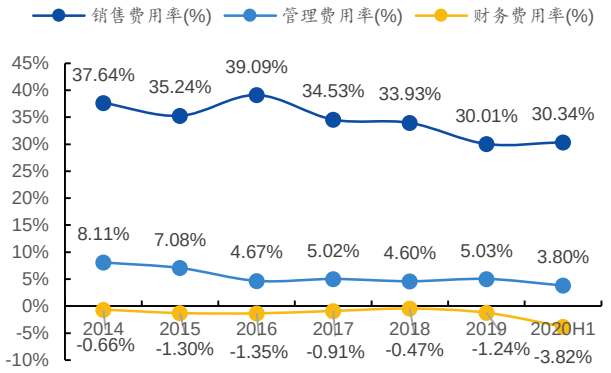
加赠增加成本；同时 Q1 毛利较低的眼膜产品热销拉低毛利率。期间费用方面，销售费用率上升 1.12 pct 至 30.34%，主要由于公司加大社媒投放，广告宣传费同比增长 7.96%。管理费用率下降 0.71pct 至 3.80%，主要系本期中介费用同比减少及疫情减免政策减少社保费用所致。研发费用上升 0.78pct 至 2.99%，主要由于研发人员较多且新品开发速度加快。净利率同比提升 2.52pct 至 33.78%，维持强劲的盈利能力。

**图 5：丸美股份毛利率与净利率情况**




资料来源：公司公告，国元证券研究中心

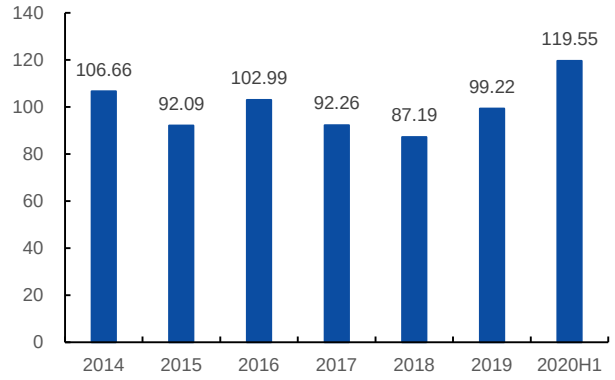
**图 6：丸美股份期间费用率情况**




资料来源：公司公告，国元证券研究中心

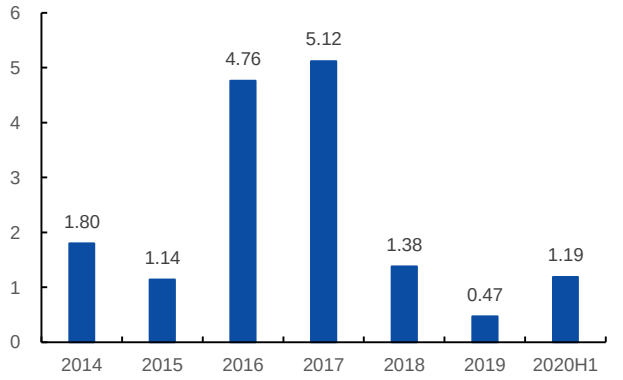
**存货周转天数明显提升，应收账款周转天数持续下降。**2020H1 公司存货周转天数为 119.55 天，同比上升 29.46 天，主要由于 1）随销售增长备货增加；2）库存商品、包装物库存增加所致。应收账款周转天数上升至 1.19 天，主要由于本期天猫旗舰店余额未及时提现，应收账款上升至 869.46 万。

**图 7：丸美股份存货周转天数（单位：天）**




资料来源：公司公告，国元证券研究中心

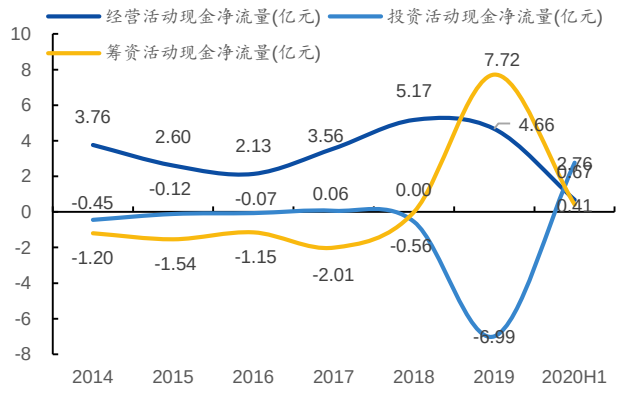
**图 8：丸美股份应收账款周转天数（单位：天）**




资料来源：公司公告，国元证券研究中心

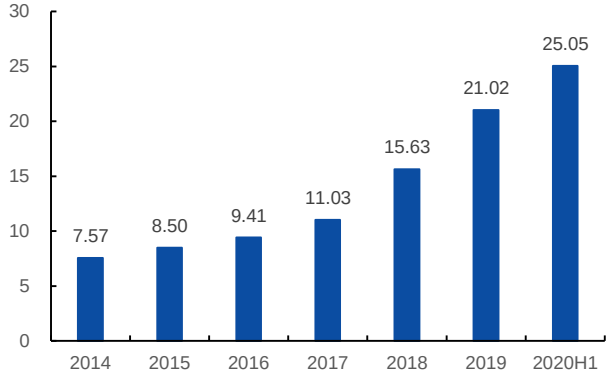
**经营性现金净流量下滑较为明显，但公司账上现金充足，抗风险能力强。**报告期内，公司经营活动现金净流量为 0.67 亿元，同比下降 65.59%，主要系疫情期间经销商经营情况较差，提前付款意愿较低，导致当期销售商品收到的现金减少；投资活动现金净流量为 2.76 亿元，主要系本期银行理财产品到期赎回增加；筹资活动现金净流量为 0.41 亿元，主要系本期增加短期借款。报告期末公司账上现金 25.05 亿元，现金储备充足，具备较强的抗风险能力。

图 9：丸美股份现金流量情况




资料来源：公司公告，国元证券研究中心

图 10：丸美股份期末账面现金（单位：亿元）




资料来源：公司公告，国元证券研究中心

**品牌方面，主品牌积极寻求年轻化转型，小红笔眼霜成功招新。**公司主品牌丸美收入占比超 90%，2020H1 丸美积极寻求年轻化转型，4 月联合天猫小黑盒推出针对年轻群体的“小红笔”眼霜，并通过流量明星代言、跨界 IP 合作等方式，结合小红书、B 站、抖音等社交媒体，在 Z 世代群体中高度曝光，线下线上销量合计超 28 万支，其中线上直营销售月 9 万支，单品收入占比约达 4%。6 月公司线上渠道继续推出新品“丸美白色之恋光透精华露”，即“钻光瓶”，淡斑特质+原料专利权威背书成功助力品牌打造精华类大单品，持续向年轻群体渗透。

子品牌春纪与恋火定位大众市场，品牌力较弱，在疫情期间受到较大冲击，其中春纪上半年收入同比下滑约 20%，恋火同比下滑约 50%。

## 2. 投资建议

公司是少数主品牌定位于中高端的国产化妆品公司，差异化的主打眼霜和抗衰符合行业消费升级高端化的大趋势。2020 年公司积极增加电商中心、社媒中心、数据中心等新部门人员配置，同时推出小红笔、钻光瓶等多款电商新品，并更换新 TP，后续电商渠道发力可期。预计 2020-2022 年 EPS 为 1.42/1.67/1.93 元/股，对应 PE 53x/45x/39x，维持“买入”评级。

## 3. 风险提示

品牌市场竞争加剧，行业景气度下降，新品牌孵化不达预期。

财务预测表

| 资产负债表 | | | | | 单位:百万元 |
|---|---|---|---|---|---|
| 会计年度 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
| **流动资产** | 1790.66 | 3128.41 | 3538.69 | 4171.21 | 4987.31 |
| 现金 | 1563.45 | 2101.53 | 2999.27 | 3510.53 | 4149.49 |
| 应收账款 | 2.90 | 1.81 | 6.41 | 4.89 | 5.94 |
| 其他应收款 | 1.72 | 3.74 | 24.11 | 12.30 | 18.29 |
| 预付账款 | 17.16 | 21.18 | 22.31 | 27.28 | 32.42 |
| 存货 | 129.08 | 187.03 | 184.33 | 225.55 | 275.84 |
| 其他流动资产 | 76.35 | 813.12 | 302.26 | 390.66 | 505.32 |
| **非流动资产** | 326.22 | 307.91 | 389.15 | 478.80 | 455.62 |
| 长期投资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 固定资产 | 260.10 | 249.27 | 288.00 | 349.69 | 369.05 |
| 无形资产 | 27.64 | 17.74 | 17.74 | 17.74 | 17.74 |
| 其他非流动资产 | 38.48 | 40.90 | 83.41 | 111.37 | 68.83 |
| **资产总计** | 2116.89 | 3436.32 | 3927.84 | 4650.00 | 5442.93 |
| **流动负债** | 709.39 | 740.04 | 823.25 | 932.59 | 1040.65 |
| 短期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 应付账款 | 273.36 | 289.80 | 336.57 | 405.63 | 470.96 |
| 其他流动负债 | 436.02 | 450.24 | 486.68 | 526.96 | 569.70 |
| **非流动负债** | 25.64 | 26.37 | 24.86 | 25.31 | 25.21 |
| 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他非流动负债 | 25.64 | 26.37 | 24.86 | 25.31 | 25.21 |
| **负债合计** | 735.02 | 766.40 | 848.12 | 957.91 | 1065.86 |
| 少数股东权益 | 6.64 | 0.00 | -2.26 | -3.85 | -3.85 |
| 股本 | 360.00 | 401.00 | 401.00 | 401.00 | 401.00 |
| 资本公积 | 15.67 | 754.25 | 754.25 | 754.25 | 754.25 |
| 留存收益 | 999.63 | 1514.74 | 1926.81 | 2540.77 | 3225.74 |
| 归属母公司股东权益 | 1375.23 | 2669.92 | 3081.98 | 3695.94 | 4380.92 |
| **负债和股东权益** | 2116.89 | 3436.32 | 3927.84 | 4650.00 | 5442.93 |

| 现金流量表 | | | | | 单位:百万元 |
|---|---|---|---|---|---|
| 会计年度 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
| **经营活动现金流** | 516.69 | 465.53 | 577.66 | 704.82 | 787.15 |
| 净利润 | 412.04 | 512.82 | 566.20 | 669.92 | 775.62 |
| 折旧摊销 | 22.66 | 24.95 | 13.78 | 17.06 | 20.01 |
| 财务费用 | -7.43 | -22.37 | -18.93 | -25.39 | -28.41 |
| 投资损失 | -25.12 | -26.91 | -32.00 | -32.00 | -32.00 |
| 营运资金变动 | 130.05 | -45.15 | 45.53 | 76.31 | 52.81 |
| 其他经营现金流 | -15.51 | 22.19 | 3.08 | -1.08 | -0.89 |
| **投资活动现金流** | -56.24 | -699.45 | 457.55 | -161.41 | -85.94 |
| 资本支出 | 11.34 | 6.42 | 105.00 | 105.00 | 0.00 |
| 长期投资 | 70.00 | 720.00 | 0.21 | -0.05 | -0.01 |
| 其他投资现金流 | 25.10 | 26.97 | 562.76 | -56.46 | -85.95 |
| **筹资活动现金流** | 0.00 | 771.98 | -137.47 | -32.16 | -62.24 |
| 短期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 普通股增加 | 0.00 | 41.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 资本公积增加 | 0.00 | 738.57 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他筹资现金流 | 0.00 | -7.59 | -137.47 | -32.16 | -62.24 |
| **现金净增加额** | 460.45 | 538.08 | 897.74 | 511.25 | 638.97 |

| 利润表 | | | | | 单位:百万元 |
|---|---|---|---|---|---|
| 会计年度 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
| **营业收入** | 1575.76 | 1800.86 | 1995.92 | 2418.96 | 2851.79 |
| 营业成本 | 498.96 | 573.46 | 648.67 | 774.07 | 912.57 |
| 营业税金及附加 | 20.90 | 20.42 | 22.64 | 27.44 | 32.34 |
| 营业费用 | 534.59 | 540.45 | 604.76 | 749.88 | 884.05 |
| 管理费用 | 72.54 | 90.63 | 83.83 | 111.27 | 131.18 |
| 研发费用 | 33.82 | 44.87 | 57.88 | 60.23 | 71.01 |
| 财务费用 | -7.43 | -22.37 | -18.93 | -25.39 | -28.41 |
| 资产减值损失 | (3.12) | (13.97) | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 公允价值变动收益 | 0.00 | 6.14 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 投资净收益 | 25.12 | 26.91 | 32.00 | 32.00 | 32.00 |
| **营业利润** | 484.17 | 612.65 | 669.16 | 793.73 | 921.21 |
| 营业外收入 | 2.38 | 2.18 | 1.80 | 2.12 | 2.03 |
| 营业外支出 | 0.26 | 0.81 | 0.43 | 0.50 | 0.58 |
| **利润总额** | 486.30 | 614.02 | 670.53 | 795.35 | 922.67 |
| 所得税 | 74.26 | 101.20 | 104.33 | 125.43 | 147.05 |
| **净利润** | 412.04 | 512.82 | 566.20 | 669.92 | 775.62 |
| 少数股东损益 | -3.24 | -2.07 | -2.26 | -1.59 | 0.00 |
| **归属母公司净利润** | 415.28 | 514.89 | 568.46 | 671.51 | 775.62 |
| EBITDA | 499.40 | 615.23 | 664.01 | 785.40 | 912.82 |
| EPS（元） | 1.15 | 1.28 | 1.42 | 1.67 | 1.93 |

| 主要财务比率 | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|
| 会计年度 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
| **成长能力** | | | | | |
| 营业收入(%) | 0.17 | 0.14 | 0.11 | 0.21 | 0.18 |
| 营业利润(%) | 0.32 | 0.27 | 0.09 | 0.19 | 0.16 |
| 归属母公司净利润(%) | 0.33 | 0.24 | 0.10 | 0.18 | 0.16 |
| **获利能力** | | | | | |
| 毛利率(%) | 68.34 | 68.16 | 67.50 | 68.00 | 68.00 |
| 净利率(%) | 26.35 | 28.59 | 28.48 | 27.76 | 27.20 |
| ROE(%) | 30.20 | 19.28 | 18.44 | 18.17 | 17.70 |
| ROIC(%) | -251.14 | -216.52 | -302.22 | -381.09 | -304.37 |
| **偿债能力** | | | | | |
| 资产负债率(%) | 34.72 | 22.30 | 21.59 | 20.60 | 19.58 |
| 净负债比率(%) | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 流动比率 | 2.52 | 4.23 | 4.30 | 4.47 | 4.79 |
| 速动比率 | 2.34 | 3.97 | 4.07 | 4.23 | 4.53 |
| **营运能力** | | | | | |
| 总资产周转率 | 0.85 | 0.65 | 0.54 | 0.56 | 0.57 |
| 应收账款周转率 | 261.16 | 762.14 | 484.62 | 428.11 | 526.64 |
| 应付账款周转率 | 2.04 | 2.04 | 2.07 | 2.09 | 2.08 |
| **每股指标（元）** | | | | | |
| 每股收益(最新摊薄) | 1.04 | 1.28 | 1.42 | 1.67 | 1.93 |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | 1.29 | 1.16 | 1.44 | 1.76 | 1.96 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 3.43 | 6.66 | 7.69 | 9.22 | 10.92 |
| **估值比率** | | | | | |
| P/E | 72.29 | 58.30 | 52.81 | 44.70 | 38.70 |
| P/B | 21.83 | 11.24 | 9.74 | 8.12 | 6.85 |
| EV/EBITDA | 54.29 | 44.07 | 40.83 | 34.52 | 29.70 |

## 投资评级说明

| （1）公司评级定义 | | （2）行业评级定义 | |
|---|---|---|---|
| 买入 | 预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%以上 | 推荐 | 预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上 |
| 增持 | 预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间 | 中性 | 预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间 |
| 持有 | 预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%之间 | 回避 | 预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10%以上 |
| 卖出 | 预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上 | | |

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺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操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

## 证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000),国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。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。

## 一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（以下简称“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。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。 本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。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。本报告所载的信息、资料、 分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下，本公司及其所属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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

## 免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址: www.gyzq.com.cn

## 国元证券研究中心


| 合肥 | 上海 |
|---|---|
| 地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券 | 地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券 |
| 邮编：230000 | 邮编：200135 |
| 传真：（0551）62207952 | 传真：（021）68869125 |
| | 电话：（021）51097188 |