

# 丸美股份 (603983)

## 品牌转型突破成效亮眼，多品牌成长可期

### 买入 (首次)

2024年09月03日

证券分析师 吴劲草

执业证书: S0600520090006

wujc@dwzq.com.cn

证券分析师 张家璇

执业证书: S0600520120002

zhangjx@dwzq.com.cn

证券分析师 郝越

执业证书: S0600524080008

xiy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	1732	2226	2909	3640	4483
同比 (%)	(3.10)	28.52	30.71	25.12	23.17
归母净利润 (百万元)	174.18	259.42	352.83	451.17	562.81
同比 (%)	(29.74)	48.93	36.01	27.87	24.74
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.43	0.65	0.88	1.13	1.40
P/E (现价&最新摊薄)	48.12	32.31	23.75	18.58	14.89

#### 投资要点

■ **眼部护理龙头，多品牌共同成长。**公司成立于 2002 年，旗下拥有丸美、PL 恋火等品牌，其中丸美主品牌以眼部护理专家+抗衰老大师夯实品牌心智；PL 恋火定位新锐彩妆品牌，主营底妆产品、持续深化高质极简理念。2023 年丸美/恋火品牌营收占比分别为 70%/29%。

■ **蓄力调整成效显著，近年业绩持续向好。**2017-2019 年公司收入/归母净利润 CAGR 分别为 15%/28%，营收利润保持较高增长；2020-2022 年收入/归母净利润 CAGR 分别持平/-39%、主要受到疫情冲击，叠加公司战略调整下经营承压，同时受到渠道推广和新业务布局抬高费用率影响，净利端降幅较大。近两年随着产品、渠道及品牌调整，公司不断向好：2023 年实现营收 22.26 亿元（同比+29%，下同）、归母净利润 2.59 亿元（+49%）；2024H1 实现营收 13.52 亿元（+27.65%）、归母净利润 1.77 亿元（+35.09%）。

■ **主品牌丸美万象更“芯”，恋火品牌快速增长。**1) 丸美：受疫情及业务调整影响，2020-2022 年营收分别为 16.59/15.94/13.98 亿元，同比分别持平/-3.92%/-12.30%，体量有所下滑；近年来强化线上直管建设，发展科技大单品、精简长尾 SKU 等战略转型。23 年产品、渠道等转型成果有所显现，品牌万象更“芯”重回增长赛道。24H1 丸美营收 9.4 亿元（+25.87%），占比 68.65%；2) 恋火：2021 年开始转型，聚焦底妆品牌，成功打造大单品“看不见”粉底液，实现快速放量，2021-2023 年营收 CAGR 为+312.13%，近几年营收保持高速增长。24H1 恋火营收 4.17 亿元（+35.83%），占比 30.86%。

■ **渠道转型成效显著，线上化率大幅提升。**公司 2020 年发力线上渠道，大力发展电商板块业务，优化渠道结构和运营效率。2020-2023 年线上/线下营收 CAGR 分别达+125.35%/-23.61%，至 24H1 线上/线下收入占比分别达 84.3%、15.7%，线上占比显著提升，天猫渠道品牌粘性持续攀升，抖音、快手持续构建并优化高质量达人合作网络。

■ **盈利能力稳健提升。**① **毛利率**：19-21 年受生产、运输成本等影响，毛利率下滑，随后 22 年以来战略调整稳定增长，公司毛利率实现逐步回升，23 年和 24H1 毛利率分别为 70.69%、74.68%。② **期间费用率**：19-23 年期间费用率由 36.29%逐渐提升至 60.90%，主要受线上转型导致销售费用率提升影响，2024H1 期间费用率为 58.58%，同比+6.57pct，其中主因销售费用率提升 4.58pct。③ **归母净利率**：19-22 年转型期叠加疫情影响，净利率承压，23 年逐渐好转，24H1 净利率为 13.09%，同比+6.08 pct。

■ **盈利预测与投资评级**：公司转型调整见效，经营重回增长轨道，丸美品牌万象更“芯”，多品牌成长可期。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润为 3.5/4.5/5.6 亿元，对应 PE 为 24/19/15 倍，考虑到公司丸美主品牌焕新后成效显著，万象更“芯”重拾增长动力，PL 恋火等多品牌长期增长可期，首次覆盖给予“买入”评级。

■ **风险提示**：行业竞争加剧、新品推广不及预期等。

#### 股价走势



#### 市场数据

收盘价(元)	20.90
一年最低/最高价	20.17/33.81
市净率(倍)	2.53
流通 A 股市值(百万元)	8,380.90
总市值(百万元)	8,380.90

#### 基础数据

每股净资产(元,LF)	8.27
资产负债率(% ,LF)	21.59
总股本(百万股)	401.00
流通 A 股(百万股)	401.00

#### 相关研究

《丸美股份(603983)：2021 年年报 & 2022Q1 点评：转型期业绩暂时承压，期待恋火持续发力》

2022-05-03

《丸美股份(603983)：2021 三季度点评：线上拓展尚未显效，利润端承压明显》

2021-11-05

## 1. 公司简介：眼部护理龙头，多品牌共同成长

**专注美妆行业，多品牌战略促成长。** 丸美股份成立于 2002 年，成立之初旗下拥有丸美、PL 恋火等品牌。自成立以来，公司专注于眼部肌肤的研究，2017 年，收购韩国彩妆品牌“恋火”，正式进军彩妆市场。2020-2022 年，公司适应行业环境变化，推进战略调整，简化产品种类和 SKU 数量，明确品牌定位，并推出了丸美品牌的“小红笔”系列大单品以及恋火品牌的“看不见/蹭不掉粉底液”等热销单品，推动业绩显著增长。2023 年以来，公司进一步优化爆品结构，持续深化大单品策略，巩固丸美在眼部护理与抗衰老领域的权威地位，并推广 PL 恋火的极简底妆理念，增强品牌影响力。

图1：丸美股份发展历程



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

**以丸美为核心，构建涵盖护肤、彩妆等多元化品类产品的多品牌矩阵。** 公司旗下主要品牌包含：**1) 主品牌丸美：** 创立于 2002 年，定位东方眼部护理专家、抗衰老大师，聚焦眼部抗衰，代表产品包括小红笔、小紫弹、小金针等眼面部护理产品；**2) 恋火：** Passional Lover 是 2021 年诞生的新锐国货彩妆品牌，以底妆类产品为核心，主要提供粉底液、粉霜、气垫、散粉等底妆产品，代表产品包括“看不见”、“蹭不掉”等产品；**3) 春纪：** 创自 2006 年，定位大众化功能性护肤，以“天然食材养肤”为主要理念为年轻肌肤打造温和高效护肤体验。

图2: 丸美股份旗下多品牌矩阵



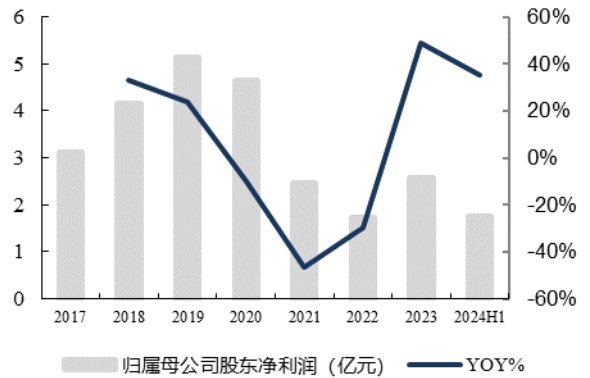
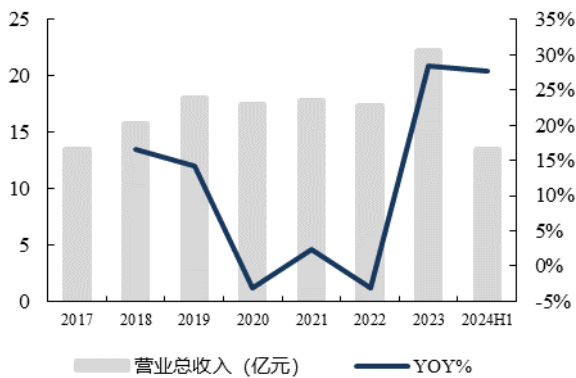
数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

## 2. 蓄力调整成效显著, 近年业绩持续向好

蓄力调整成效显著, 近年业绩持续向好。2017-2019 年公司收入/归母净利 CAGR 分别为 15%/28%, 营收利润保持较高增长; 2020-2022 年收入/归母净利 CAGR 分别持平/-39%、主要受到疫情冲击, 叠加公司战略调整下经营承压, 同时受到渠道推广和新业务布局抬高费用率影响, 净利端降幅较大。近两年随着产品、渠道及品牌调整, 公司不断向好: 2023 年实现营收 22.26 亿元 (同比+29%, 下同)、归母净利润 2.59 亿元 (+49%); 2024H1 实现营收 13.52 亿元 (+27.65%)、归母净利润 1.77 亿元 (+35.09%)。

图3: 2024H1 公司营业收入 13.52 亿元, 同比+27.65%

图4: 2024H1 公司归母净利润 1.77 亿元, 同比+35.09%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

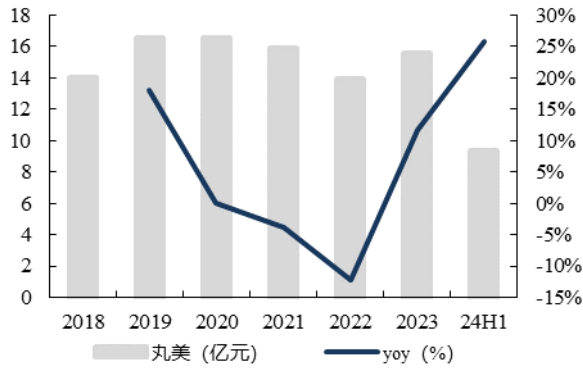
## 3. 丸美持续深化大单品战略, PL 快速成长

主品牌丸美万象更“芯”, 恋火品牌快速增长。1) 丸美: 受疫情及业务调整影响,

2020-2022 年营收分别为 16.59/15.94/13.98 亿元，同比分别持平/-3.92%/-12.30%，体量有所下滑；近年来强化线上直营建设，发展科技大单品、精简长尾 SKU 等战略转型。23 年产品、渠道等转型成果有所显现，品牌万象更“芯”重回增长赛道。24H1 丸美营收 9.4 亿元 (+25.87%)，占比 68.65%；**2) 恋火**：2021 年开始转型，聚焦底妆品牌，成功打造大单品“看不见”粉底液，实现快速放量，2021-2023 年营收 CAGR 为+312.13%，近几年营收保持高速增长。24H1 恋火营收 4.17 亿元 (+35.83%)，占比 30.86%。

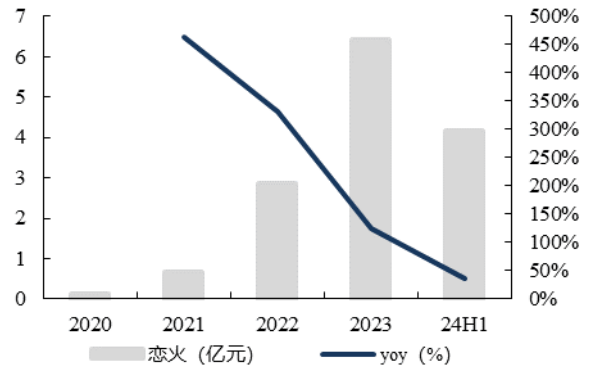
**主品牌大单品战略初见成效，聚焦未来核心单品。**丸美自 2019 年优化产品结构，大单品带动品牌强势出圈，2023 年小红笔眼霜 GMV 超 2 亿元，位列国货眼霜 TOP1、天猫舒缓眼霜 TOP1、抖音品牌抗皱眼霜 TOP1，小金针次抛精华 GMV 超 2 亿元；恋火品牌拓展，打造第二增长曲线，其中看不见粉底液看不见粉霜、看不见气垫、蹭不掉粉底液、蹭不掉气垫 5 款单品 GMV 均超过 1 亿元。

图5：2018-2024H1 主品牌丸美营收（亿元）及增速



数据来源：Wind，东吴证券研究所

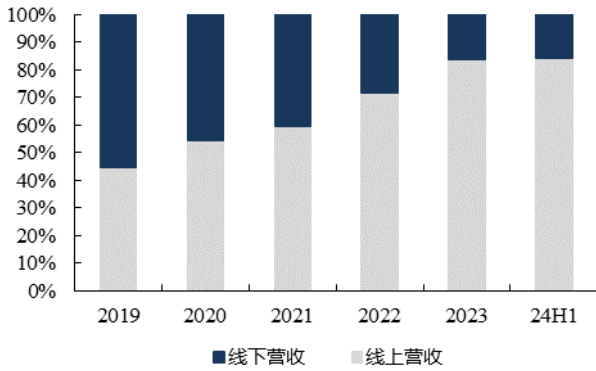
图6：2020-2024H1 恋火品牌营收（亿元）及增速



数据来源：Wind，东吴证券研究所

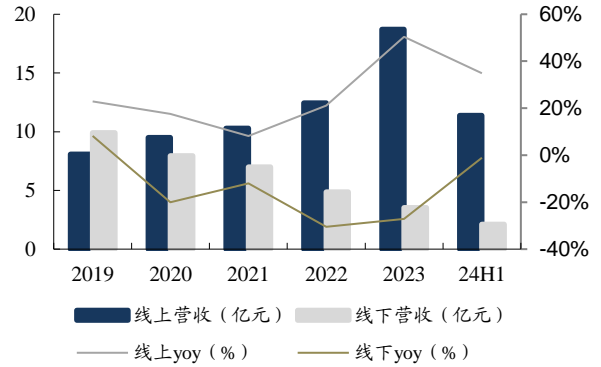
**渠道转型成效显著，线上化率大幅提升。**公司 2020 年发力线上渠道，大力发展电商板块业务，优化渠道结构和运营效率。2020-2023 年线上/线下营收 CAGR 分别达 +125.35%/-23.61%，至 24H1 线上/线下收入占比分别达 84.3%、15.7%，线上占比显著提升，天猫渠道品牌粘性持续攀升，抖音、快手持续构建并优化高质量达人合作网络。

图7：2019-2024H1 分渠道营收占比情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图8：2019-2024H1 线上线下营业收入及增速

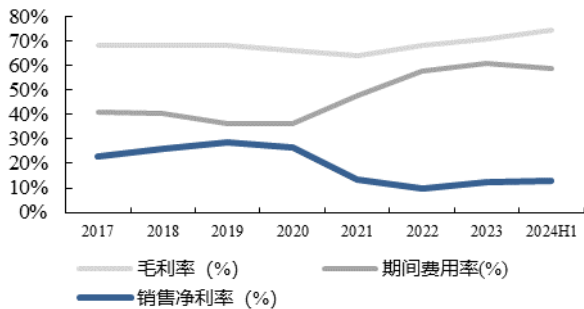


数据来源：Wind，东吴证券研究所

#### 4. 转型成效显著，盈利能力稳健提升

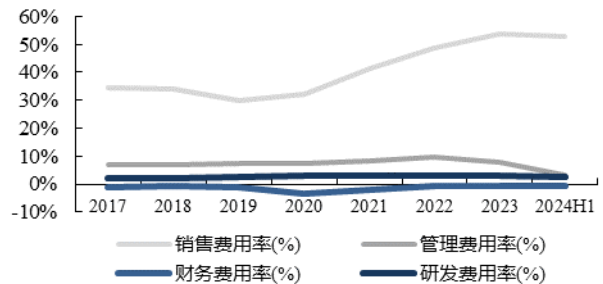
**盈利能力稳健提升。**①**毛利率**：19-21 年受生产、运输成本等影响，毛利率下滑，随后 22 年以来战略调整稳定增长，公司毛利率实现逐步回升，23 年和 24H1 毛利率分别为 70.69%、74.68%。②**期间费用率**：19-23 年期间费用率由 36.29% 逐渐提升至 60.90%，主要受线上转型导致销售费用率提升影响，2024H1 期间费用率为 58.58%，同比+6.57pct，其中主因销售费用率同比提升 4.58pct。③**归母净利润率**：19-22 年转型期叠加疫情影响，净利率承压，23 年逐渐好转，24H1 净利率为 13.09%，同比+6.08 pct。

图9：公司毛利率、期间费用率、销售净利率变动趋势



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图10：2017-2024H1 期间费用率变动情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

#### 5. 盈利预测与投资评级

公司转型调整见效，经营重回增长轨道，丸美品牌万象更“芯”，多品牌成长可期。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润为 3.5/4.5/5.6 亿元，对应 PE 为 25/20/16 倍。考虑到公司丸美主品牌焕新后成效显著，万象更“芯”重拾增长动力，PL 恋火等多品牌

接力成长，长期增长可期，首次覆盖给予“买入”评级。

## 6. 风险提示

行业竞争加剧，新品推广不及预期等。

## 丸美股份三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>2,530</b>	<b>2,909</b>	<b>3,566</b>	<b>4,291</b>	<b>营业总收入</b>	<b>2,226</b>	<b>2,909</b>	<b>3,640</b>	<b>4,483</b>
货币资金及交易性金融资产	1,845	2,136	2,627	3,184	营业成本(含金融类)	652	756	928	1,130
经营性应收款项	56	60	75	92	税金及附加	23	44	51	72
存货	172	194	234	282	销售费用	1,199	1,571	1,984	2,488
合同资产	0	0	36	45	管理费用	109	125	158	197
其他流动资产	457	518	593	689	研发费用	62	64	82	103
<b>非流动资产</b>	<b>1,924</b>	<b>1,945</b>	<b>1,995</b>	<b>2,047</b>	财务费用	(14)	(26)	(35)	(50)
长期股权投资	64	54	44	34	加:其他收益	19	15	16	27
固定资产及使用权资产	460	525	589	645	投资净收益	44	58	76	121
在建工程	309	319	329	339	公允价值变动	71	0	0	0
无形资产	720	716	702	698	减值损失	(11)	(5)	(5)	(5)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	1	0	0	0
长期待摊费用	3	0	0	0	<b>营业利润</b>	<b>319</b>	<b>443</b>	<b>559</b>	<b>687</b>
其他非流动资产	368	331	331	331	营业外净收支	(2)	(6)	(4)	(3)
<b>资产总计</b>	<b>4,454</b>	<b>4,854</b>	<b>5,561</b>	<b>6,339</b>	<b>利润总额</b>	<b>317</b>	<b>437</b>	<b>555</b>	<b>684</b>
<b>流动负债</b>	<b>1,010</b>	<b>1,039</b>	<b>1,271</b>	<b>1,538</b>	减:所得税	39	66	81	98
短期借款及一年内到期的非流动负债	252	102	102	102	<b>净利润</b>	<b>278</b>	<b>371</b>	<b>475</b>	<b>586</b>
经营性应付款项	263	304	374	455	减:少数股东损益	18	19	24	23
合同负债	240	314	393	484	<b>归属母公司净利润</b>	<b>259</b>	<b>353</b>	<b>451</b>	<b>563</b>
其他流动负债	255	318	402	497	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.65	0.88	1.13	1.40
非流动负债	25	26	26	26	EBIT	190	411	521	634
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	215	461	581	694
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	70.69	74.00	74.50	74.80
租赁负债	3	3	3	3	归母净利率(%)	11.66	12.13	12.40	12.55
其他非流动负债	22	22	22	22	收入增长率(%)	28.52	30.71	25.12	23.17
<b>负债合计</b>	<b>1,035</b>	<b>1,064</b>	<b>1,297</b>	<b>1,564</b>	归母净利润增长率(%)	48.93	36.01	27.87	24.74
归属母公司股东权益	3,347	3,700	4,151	4,638					
少数股东权益	71	90	114	137					
<b>所有者权益合计</b>	<b>3,419</b>	<b>3,790</b>	<b>4,265</b>	<b>4,775</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>4,454</b>	<b>4,854</b>	<b>5,561</b>	<b>6,339</b>					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	338	434	536	631	每股净资产(元)	8.35	9.23	10.35	11.56
投资活动现金流	(215)	15	(39)	8	最新发行在外股份(百万股)	401	401	401	401
筹资活动现金流	(145)	(157)	(6)	(82)	ROIC(%)	4.62	9.23	10.77	11.76
现金净增加额	(22)	292	491	557	ROE-摊薄(%)	7.75	9.54	10.87	12.14
折旧和摊销	26	50	61	59	资产负债率(%)	23.24	21.93	23.32	24.67
资本开支	(254)	(127)	(125)	(124)	P/E(现价&最新股本摊薄)	32.31	23.75	18.58	14.89
营运资本变动	139	53	61	93	P/B(现价)	2.50	2.27	2.02	1.81

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的),北交所基准指数为北证 50 指数),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>