

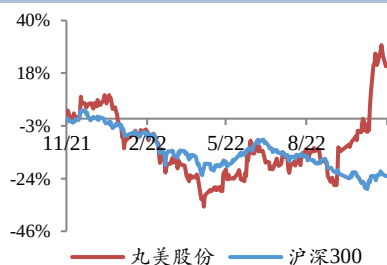
电商板块聘任新负责人，线上转型迈入新阶段

投资评级：增持（维持）

报告日期：2022-11-23

收盘价（元）	36.57
近 12 个月最高/最低（元）	38.93/19.28
总股本（百万股）	401
流通股本（百万股）	401
流通股比例（%）	99.89
总市值（亿元）	147
流通市值（亿元）	147

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：王洪岩

执业证书号：S0010521010001

邮箱：wanghy@hazq.com

联系人：梁瑞

执业证书号：S0010121110043

邮箱：liangrui@hazq.com

相关报告

- 1.Q3 单季度业绩改善，积极提升产品力 2022-10-30
- 2.短期渠道转型业绩承压，彩妆品牌恋火表现亮眼 2022-08-27
- 3.国产中高端护肤品牌，加速渠道转型探索 2022-05-20

主要观点：

● 事件

公司公布关于聘任高级管理人员的公告，聘任王熙雯女士为公司总裁助理兼电商部总经理，任期自 2022 年 11 月 28 日起至第四届董事会届满日止。王熙雯女士将全面负责公司电商业务板块工作，带领公司电商团队在以天猫为代表的平台电商，和以抖音为代表的內容电商等线上销售渠道的运营相关工作，并协助总裁联系供应中心、研发中心、市场中心的工作。

● 公司重点发力电商板块，加快电商转型步伐

公司持续进行线上渠道结构优化转型。双 11 主品牌丸美天猫旗舰店 GMV 同增 9.5%，天猫渠道首次恢复正向增长；抖音渠道自播 GMV 同增 1620.2%、达播同增 30.6%，实现靓丽增长。王熙雯女士拥有美妆行业十二年工作经验，从零售（丝芙兰）到线上平台（当当、淘宝&天猫）拥有 10 年+美妆业务团队搭建及管理经验；对美妆行业发展有较深的洞察力，近四年来见证并操盘了大批国货&新锐美妆在淘系的孵化和发展。王熙雯女士的加入，符合公司新形势下战略性重点发力电商渠道的实际需要，有助于公司加快布局以天猫为代表的平台电商市场以及以抖音为代表的內容线上市场。

● 主品牌丸美产品端发力，彩妆品牌恋火快速增长

公司梳理精简 SKU，持续优化产品结构，聚焦发展具有丸美核心科技的大单品，打出眼部护理+抗衰品牌心智。主品牌丸美产品端发力，推出双胶原小金针、双胶原眼霜等新品。公司重组双胶原蛋白具有三螺旋生物活性结构，解决了功效性、稳定性、透皮吸收性三大问题。彩妆品牌 PL 恋火表现亮眼，逐渐成长为公司第二增长曲线。双 11 全网 GMV 超 21 年全年，其中天猫实现 3.8 倍超速增长，全网实现 2.8 倍超速增长，PL 看不见粉底液荣登天猫回购榜、热销榜、加购榜、好评榜第一。

● 投资建议

作为国内稀缺的中高端护肤品牌，丸美深耕眼部护肤的同时，由眼及面推出面部护肤品类，提高公司的增长天花板。公司线下渠道匹配公司中高端定位，线上渠道调整提高运营效率，抖音、快手等新兴平台拓展使品牌触及更多年轻消费者。我们预计公司 2022~2024 年 EPS 分别为 0.64、0.74、0.85 元/股，对应当前股价 PE 分别为 57、50、43 倍。维持“增持”评级。

● 风险提示

公司新品营销进展不及预期；公司渠道拓展不及预期；行业竞争加剧；疫情反复等。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1787	1872	2099	2370
收入同比 (%)	2.4%	4.7%	12.1%	12.9%
归属母公司净利润	248	256	295	342
净利润同比 (%)	-46.6%	3.4%	15.2%	15.7%
毛利率 (%)	64.0%	63.0%	63.6%	64.6%
ROE (%)	8.0%	7.6%	8.0%	8.5%
每股收益 (元)	0.62	0.64	0.74	0.85
P/E	51.40	57.19	49.63	42.88
P/B	4.15	4.36	3.99	3.63
EV/EBITDA	-	53.63	46.40	39.19

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					单位:百万元				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E					
流动资产	1976	2207	2394	2655					
现金	806	938	999	1128					
应收账款	57	32	42	50					
其他应收款	7	6	7	8					
预付账款	36	36	41	45					
存货	138	166	177	194					
其他流动资产	931	1028	1129	1230					
非流动资产	1786	1873	1973	2076					
长期投资	75	104	136	165					
固定资产	247	243	240	236					
无形资产	765	753	741	728					
其他非流动资产	699	772	857	946					
资产总计	3762	4080	4367	4731					
流动负债	577	611	579	572					
短期借款	0	-100	-180	-255					
应付账款	198	264	279	303					
其他流动负债	378	447	480	523					
非流动负债	27	37	47	57					
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	27	37	47	57					
负债合计	603	648	626	628					
少数股东权益	74	70	65	59					
股本	402	401	401	401					
资本公积	780	803	822	847					
留存收益	1902	2158	2453	2795					
归属母公司股东权益	3084	3362	3676	4043					
负债和股东权益	3762	4080	4367	4731					
现金流量表					单位:百万元				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E					
经营活动现金流	-7	278	196	251					
净利润	248	256	295	342					
折旧摊销	33	27	29	31					
财务费用	0	-2	-6	-9					
投资损失	-25	-31	-34	-38					
营运资金变动	-278	34	-79	-65					
其他经营现金流	541	214	365	398					
投资活动现金流	-681	-80	-90	-92					
资本支出	-117	-74	-87	-94					
长期投资	59	-27	-29	-27					
其他投资现金流	-623	22	25	29					
筹资活动现金流	-170	-66	-44	-30					
短期借款	-107	-100	-80	-75					
长期借款	0	0	0	0					
普通股增加	1	-1	0	0					
资本公积增加	26	23	19	25					
其他筹资现金流	-90	12	17	20					
现金净增加额	-858	132	61	129					

利润表				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1787	1872	2099	2370
营业成本	643	692	764	840
营业税金及附加	24	22	25	29
销售费用	741	781	878	1001
管理费用	100	96	109	124
财务费用	-36	-19	-27	-32
资产减值损失	-11	-1	-1	-1
公允价值变动收益	1	1	1	1
投资净收益	25	31	34	38
营业利润	299	311	360	419
营业外收入	12	10	7	4
营业外支出	2	6	3	1
利润总额	310	315	365	422
所得税	68	63	74	87
净利润	241	253	290	336
少数股东损益	-7	-4	-5	-6
归属母公司净利润	248	256	295	342
EBITDA	-7	255	292	340
EPS（元）	0.62	0.64	0.74	0.85
主要财务比率				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营业收入	2.4%	4.7%	12.1%	12.9%
营业利润	-47.8%	4.0%	15.8%	16.4%
归属于母公司净利润	-46.6%	3.4%	15.2%	15.7%
获利能力				
毛利率（%）	64.0%	63.0%	63.6%	64.6%
净利率（%）	13.9%	13.7%	14.1%	14.4%
ROE（%）	8.0%	7.6%	8.0%	8.5%
ROIC（%）	-1.0%	5.4%	5.8%	6.3%
偿债能力				
资产负债率（%）	16.0%	15.9%	14.3%	13.3%
净负债比率（%）	19.1%	18.9%	16.7%	15.3%
流动比率	3.43	3.61	4.13	4.64
速动比率	3.12	3.28	3.76	4.23
营运能力				
总资产周转率	0.48	0.46	0.48	0.50
应收账款周转率	31.13	58.06	50.46	47.61
应付账款周转率	3.24	2.62	2.74	2.77
每股指标（元）				
每股收益	0.62	0.64	0.74	0.85
每股经营现金流薄）	-0.02	0.69	0.49	0.63
每股净资产	7.68	8.38	9.17	10.08
估值比率				
P/E	51.40	57.19	49.63	42.88
P/B	4.15	4.36	3.99	3.63
EV/EBITDA	-1708.52	53.63	46.40	39.19

资料来源：公司公告，华安证券研究所

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。