美容护理 | 化妆品

非金融|首次覆盖报告

2025 年 02 月 12 日

丸美生物(603983.SH)

——老牌国货“万象更芯” 焕发生机未来可期

投资评级：买入（首次）

证券分析师

丁一

SAC：S1350524040003

dingyi@huayuanstock.com

联系人

王悦

wangyue03@huayuanstock.com

市场表现：

基本数据	2025 年 02 月 11 日
收盘价（元）	31.16
一年内最高/最低（元）	36.82/20.17
总市值（百万元）	12,495.16
流通市值（百万元）	12,495.16
总股本（百万股）	401.00
资产负债率（%）	22.35
每股净资产（元/股）	8.42

资料来源：聚源数据

投资要点：

- **中国眼霜第一股，深耕抗衰赛道二十余载。**公司以皮肤科学及生物科学研究为基础，主营业务系化妆品的研发、设计、生产、销售及服务，旗下品牌包括丸美、恋火及春纪。其中丸美夯实“眼部护理专家+抗衰老大师”品牌心智，当前已成为国产中高端定位并具规模的头部品牌；恋火为新锐彩妆品牌，深化高质极简“底妆”品牌理念，主打产品包括“看不见”、“蹭不掉”气垫及粉底液等；春纪则以食萃科研，以敏肌适用为理念，定位大众化功能性护肤。疫情冲击致使营收端承压，经公司积极推进线上转型后，23 年公司业绩持续回暖，公司渠道转型效果渐显。2024Q1-Q3 营收/归母净利润分别实现 19.5/2.4 亿元，分别同比增长 27.1%/37.4%。
- **“万象更芯”,焕发生机。1）研发为本、技术更“芯”**。公司构建六大研发平台，实现“基础研究-原料开发-原料生产-配方研究-生产智造-检验检测-功效评测”七位一体全链路协同创新模式；截至 2023 年底，公司拥有 93 名研发人员，研发团队具备较强专业性及技术能力，为公司技术开发及新品研发提供坚实人才保证。此外，公司加深与国内外研究机构合作沟通，持续建设“产学医研检”五位一体平台；**2）产品更“芯”、品牌更“芯”。**丸美品牌：大力发展具备核心科技的大单品，持续夯实“眼部护理专家+抗衰老大师”品牌心智。①丸美小红笔眼霜：强化“眼霜”、“科技”心智，自 2020 年上市以来已历经 3 次迭代，2023 年小红笔眼霜 GMV 超 2 亿元；②丸美双胶原小金针次抛精华：2021 年公司前瞻性引入重组胶原蛋白成分，21Q4 公司上线“重组胶原蛋白系列”，包括主攻线上的小金针次抛精华和主攻线下的冻干粉护理套盒，基于重组胶原蛋白成分热度迅速攀升的背景下，“重组胶原蛋白系列”产品快速放量，2024 上半年公司推出重组双胶原成分 2.0 及胶原小金针精华 2.0，功效再上新高度，胶原小金针精华 24H1GMV 同比增长 106%，产品广受消费者青睐；PL 恋火品牌：持续深耕看不见和蹭不掉两大底妆系列，坚守高质极简的底妆心智。2023 年 PL 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 1 亿元；**3）渠道更“芯”。**公司销售模式以线上直营为主+线下经销为主。复盘公司渠道变迁，20Q1 公司更换丸美天猫旗舰店 TP 为美妆代运营壹网壹创,2021 年自建电商团队发力线上自营,2022 年受疫情影响致使线下渠道承压，公司积极推动线上渠道加速转型，2023 年公司设立以天猫为代表的货架电商部、以抖快为代表的自播电商部和达播电商部，至此公司电商业务调整完毕，线上渠道效率逐步显现。
- **盈利预测与评级：**我们预计公司 2024-2026 年实现营业收入 28.9/35.8/42.5 亿元，同比增速分别为 29.8%/24.1%/18.6%，实现归母净利润 3.6/4.5/5.6 亿元，同比增速分别为 40.0%/24.3%/23.6%，当前股价对应 PE 分别为 34/28/22 倍。我们选取 A 股的珀莱雅、华熙生物及港股的巨子生物作为可比公司，其产品矩阵包括护肤和彩妆，且均在各自细分赛道具备领先优势，根据 Wind 一致预测，可比公司 2024 年 PE 均值为 32 倍。公司作为老牌美妆国货，受疫情影响一度经营承压，但受益于渠道及产品调整，自 23 年以来经营重回轨道，经营拐点或显现，我们看好公司未来增长弹性，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**化妆品行业竞争加剧风险；电商渠道竞争加剧风险；新品孵化风险；经销模式风险。

盈利预测与估值（人民币）

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	1,732	2,226	2,889	3,585	4,253
同比增长率（%）	-3.10%	28.52%	29.79%	24.10%	18.63%
归母净利润（百万元）	174	259	363	451	558
同比增长率（%）	-29.74%	48.93%	40.01%	24.26%	23.65%
每股收益（元/股）	0.43	0.65	0.91	1.13	1.39
ROE（%）	5.46%	7.75%	10.21%	11.82%	13.47%
市盈率（P/E）	71.74	48.17	34.40	27.69	22.39

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

投资案件

投资评级与估值

我们预计公司 2024-2026 年实现营业收入 28.9/35.8/42.5 亿元，同比增速分别为 29.8%/24.1%/18.6%，实现归母净利润 3.6/4.5/5.6 亿元，同比增速分别为 40.0%/24.3%/23.6%，当前股价对应 PE 分别为 34/28/22 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

关键假设

分品类拆分丸美生物的营收结构:

1）**护肤类：**为贡献营收比重最高品类，包括精华、面膜、乳液等产品，公司前瞻性布局重组胶原蛋白高景气赛道，且 24 年 4 月公司推出胶原小金针次抛精华二代反响热烈，“重组胶原蛋白系列”产品有望持续放量，预计护肤类 2024-2026 年营收增速为 30%/25%/20%；

2）**眼部类：**公司早期以眼部产品起家，打造眼霜、眼膜等系列产品，聚焦小红笔眼霜大单品，同时积极培育双胶原眼霜和蝴蝶眼膜作为储备大单品，品牌心智深入人心，细分赛道中品牌竞争力凸显，预计眼部类 2024-2026 年营收增速为 10%/8%/5%；

3）**洁肤类：**营收贡献体量较小且所处赛道竞争激烈，预计洁肤类 2024-2026 年营收增速为 8%/7%/5%；

4）**彩妆及其他类**：恋火品牌 22 年及 23 年维持高增长，且抖快内容电商渠道渗透率显著提升，预计大单品仍存在较大发展空间，预计彩妆及其他类 2024-2026 年营收增速为 50%/35%/25%。

投资逻辑要点

公司作为国内老牌国货美妆公司，受疫情影响一度经营承压，但受益于渠道及产品调整，自 23 年以来经营重回轨道，经营拐点或显现，我们看好公司未来增长弹性。

核心风险提示

化妆品行业竞争加剧风险；电商渠道竞争加剧风险；新品孵化风险；经销模式风险。

内容目录

1. 中国眼霜第一股，深耕抗衰赛道二十余载 5
1.1. 高管从业经历丰富，助力公司长期高质量成长 5
1.2. 经业务调整后 23 年经营拐点或显现 6
2. “万象更芯”,焕发生机 7
2.1. 研发为本、技术更“芯” 7
2.2. 产品更“芯”、品牌更“芯” 8
2.3. 渠道更“芯” 10
3. 盈利预测与评级 11
3.1. 盈利预测 11
3.2. 相对估值 12
4. 风险提示 13

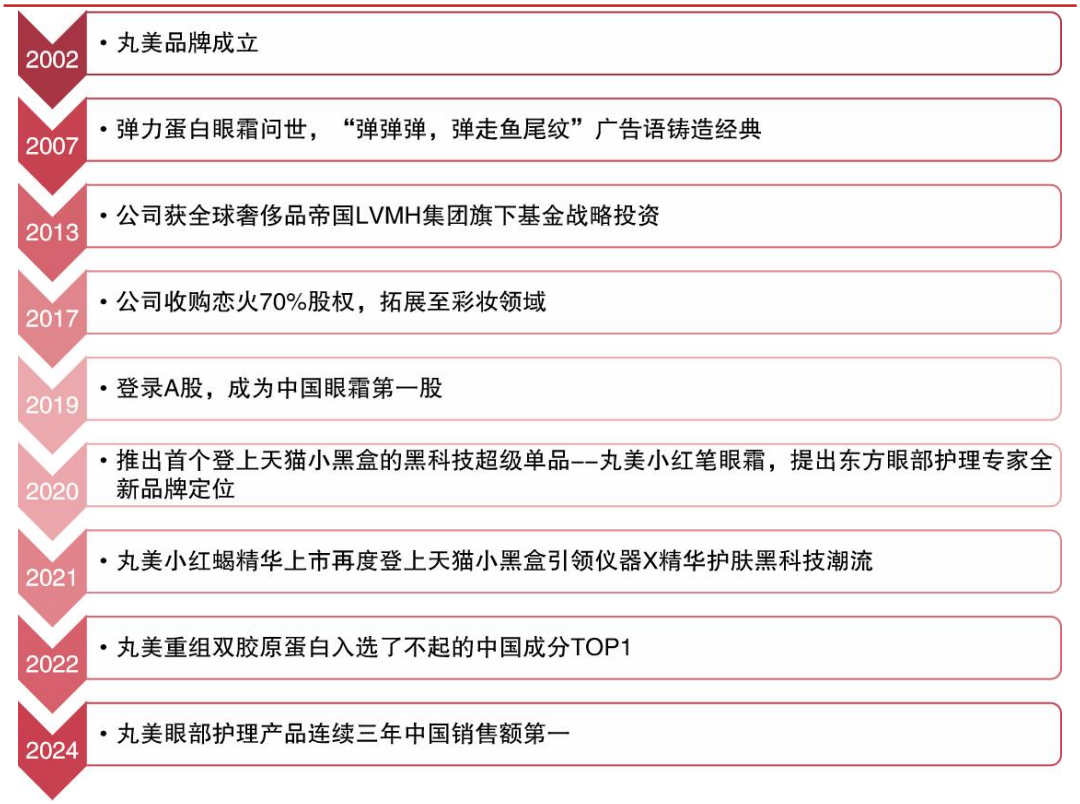
图表目录

图表 1： 公司发展历程 5
图表 2： 公司管理层 6
图表 3： 2015-2024Q3 公司营业收入（亿元）及 yoy 6
图表 4： 2015-2024Q3 公司归母净利润（亿元）及 yoy 6
图表 5： 2015-2024Q3 公司毛利率及净利率情况 7
图表 6： 2015-2024Q3 公司期间费用情况 7
图表 7： 2016-2024Q3 公司研发费用（亿元）及研发费用率情况 7
图表 8： 2018-2023 年公司研发人员数量（人）及研发人员占整体员工比重情况 7
图表 9： 公司合作研发平台 8
图表 10： 丸美小红笔眼霜核心技术与成分作用 9
图表 11： 丸美二代小金针精华 9
图表 12： 胶原蛋白成分护肤品应用率变化 9
图表 13： 热门成分生命周期线 9
图表 14： 2018-2028 年中国彩妆行业按产品品类拆分市场规模（十亿元） 10
图表 15： PL 恋火品牌旗下产品系列 10
图表 16： 2020-2024H1 公司分渠道营收情况（亿元） 11
图表 17： 按产品品类拆分公司营收预测（亿元） 12
图表 18： 公司盈利预测（百万元） 12
图表 19： 可比公司估值表 13

1. 中国眼霜第一股，深耕抗衰赛道二十余载

中国眼霜第一股，深耕抗衰赛道二十余载。公司以皮肤科学及生物科学研究为基础，主营业务系化妆品的研发、设计、生产、销售及服务，旗下品牌包括丸美、恋火及春纪，以差异化的品牌定位，满足不同层级消费者的需求。其中丸美夯实“眼部护理专家+抗衰老大师”品牌心智，当前已成为国产中高端定位并具规模的头部品牌；恋火为新锐彩妆品牌，深化高质极简“底妆”品牌理念，主打产品包括“看不见”、“蹭不掉”气垫及粉底液等；春纪则以食萃科研，以敏肌适用为理念，定位大众化功能性护肤。

图表 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，公司公告，华源证券研究所

1.1. 高管从业经历丰富，助力公司长期高质量成长

高管团队从业经历丰富，为公司长期发展奠定坚实基础。首席财务官王开慧、首席营销官曾令椿分别于 2006、2005 年就职于公司前身，陪伴公司成长十余载。此外，研发副总经理曾任名古屋大学环境医学研究所研究员，数据科技部部长曾就职于超链数据、埃森哲及壳牌。整体而言，管理层团队的丰富的行业经验及深厚的研发学术积淀助力公司长期高质量成长。

图表 2：公司管理层

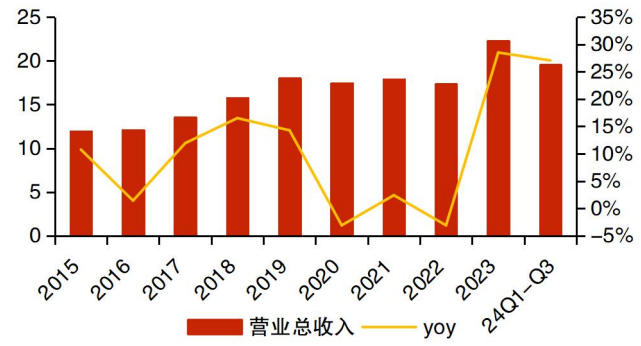
姓名	职务	履历
孙怀庆	董事长、总经理、CEO	管理学博士，经济师。2002 年设立公司前身，现任公司董事长、总经理兼首席执行官（CEO），丸美科技执行董事兼总经理，重庆博多执行董事，广州恋火执行董事，广东燕园珠水投资有限公司董事，蔚恒信息科技发展（上海）有限公司监事，北京天浩盛世娱乐文化有限公司董事、日本丸美董事，星野制药董事，广州汇科生物药业有限公司董事长，二元合生（广州）生化制品有限公司董事长，广东圣保禄投资有限公司执行董事兼总经理，广东丸美生物科技有限公司董事长兼总经理。
王开慧	董事、CFO	本科，中级会计师、非执业注册会计师及注册税务师。**2006 年起在公司前身就职，**现任公司董事、首席财务官（CFO），丸美科技监事，重庆博多广州分公司负责人，上海菲禾监事，丸美网络执行董事，广东丸美生物科技有限公司董事兼财务负责人。
曾令椿	董事、CMO	研究生。**2005 年起在公司前身就职，**现任公司董事兼首席营销官（CMO），日本丸美董事，丸美网络总经理，重庆博多北京分公司负责人，重庆佰迪森执行董事兼总经理。
郭朝万	董事兼研发副总经理及基础研究中心负责人	博士，曾任名古屋大学环境医学研究所研究员，长崎大学医学部讲师、研究员。2019 年 4 月加入公司，现任公司董事兼研发副总经理及基础研究中心负责人，瑜博口腔董事。
申毅	董事、总裁助理兼数据科技部部长	硕士，曾任超链数据(深圳)有限公司战略部总经理、埃森哲(中国)有限公司战略咨询部国际能力网络能源零售行业中国区负责人、壳牌(中国)有限公司零售部数字化解决方案经理、WincorNixdorfPte,Ltd.(Singapore)亚太区业务拓展经理等。2019 年 10 月加入公司，现任公司董事、总裁助理兼数据科技部部长。

资料来源：公司公告，华源证券研究所

1.2. 经业务调整后 23 年经营拐点或显现

疫情冲击致使营收端承压，经业务调整后 23 年经营拐点或显现。基于公司积累多年的线下渠道网络与品牌势能，2015-2019 年公司营收/归母净利润 CAGR 分别为 10.9%/16.3%，20 年受疫情冲击后线上渠道亟待转型，20-22 年公司营收承压、归母净利润下滑，经公司积极推进线上转型后，23 年公司业绩持续回暖，在竞争激烈的市场环境下仍实现较好的营收及利润增长，23 年营收/归母净利润分别同比增长 28.5%/48.9%，公司渠道转型效果渐显。2024Q1-Q3 营收/归母净利润分别实现 19.5/2.4 亿元，分别同比增长 27.1%/37.4%，有效巩固线上渠道转型的积极成果，驱动公司经营态势持续向好。

图表 3：2015-2024Q3 公司营业收入（亿元）及 yoy

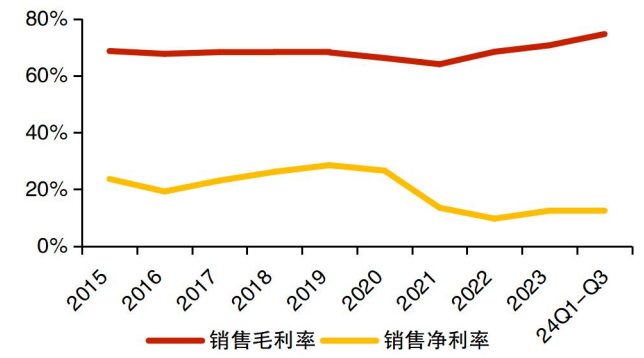


资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 4：2015-2024Q3 公司归母净利润（亿元）及 yoy

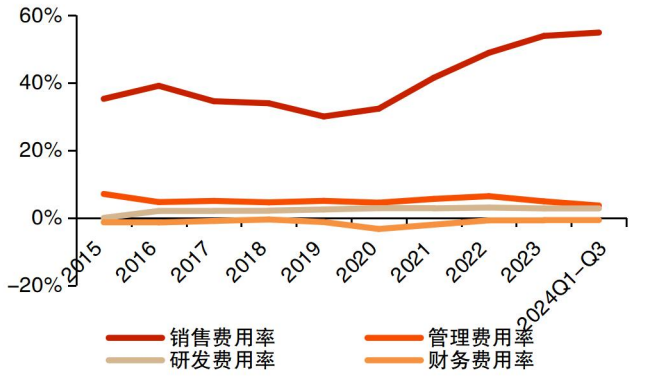
资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 5：2015-2024Q3 公司毛利率及净利率情况



资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 6：2015-2024Q3 公司期间费用情况



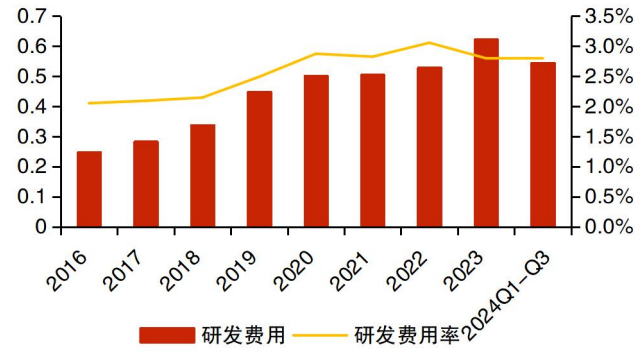
资料来源：公司公告，华源证券研究所

2. “万象更芯”，焕发生机

2.1. 研发为本、技术更“芯”

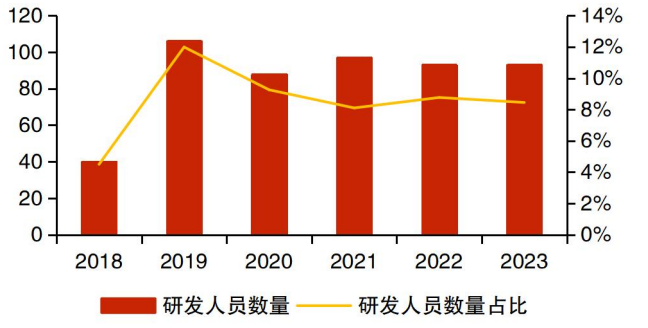
公司建立完备的研发体系，持续加大研发投入。2024Q1-Q3 研发费用为 0.54 亿元，同比增长 23.1%，2020 年至今研发费用率稳定维持 2.8%以上。**研发体系方面，**公司构建基础研究中心、中试实验中心、应用开发中心、医学检测中心、技术支持中心、开放创新中心六大研发平台，实现“基础研究-原料开发-原料生产-配方研究-生产智造-检验检测-功效评测”七位一体全链路协同创新模式；**研发团队方面，**截至 2023 年底，公司拥有 93 名研发人员，其中硕士学历及以上研发人员占比 29%，公司研发团队具备较强专业性及技术能力，为公司技术开发及新品研发提供坚实人才保证。

图表 7：2016-2024Q3 公司研发费用（亿元）及研发费用率情况



资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 8：2018-2023 年公司研发人员数量（人）及研发人员占整体员工比重情况



资料来源：公司公告，华源证券研究所

公司加深与国内外研究机构合作沟通，持续建设“产学医研检”五位一体平台。2023 年公司新增与新加坡科技局、新加坡全国皮肤中心、哈佛医学院等超 3 所国际科研院所的合作交流，推进与中科院南海所、西湖大学、重庆理工大学、广东粤港澳大湾区纳米材料研究院等超 20 所国内知名高校/科研机构的项目合作，当前已与华南理工大学、暨南大学、哈尔滨

工业大学等十余所大学展开合作，合作超百位行业权威专家，自建近 1000 平方生物活性材料生产基地（拜斯特药业）与研究型检测机构（美域医学检验），为公司提供强大的技术发展及创新研发支持。

图表 9：公司合作研发平台

资料来源：公司官方微信公众号，华源证券研究所

2.2. 产品更“芯”、品牌更“芯”

丸美品牌：大力发展具备核心科技的大单品，持续夯实“眼部护理专家+抗衰老大师”品牌心智。大单品方面：

1）丸美小红笔眼霜：强化“眼霜”、“科技”心智，其核心成分为 25%的高浓定制胜肽，自 2020 年上市以来已历经 3 次迭代，2023 年小红笔眼霜 GMV 超 2 亿元，先后荣获新妆大赏年度超级大单品、抖音年度爆品眼霜、位列国货眼霜 TOP1、抖音品牌抗皱眼霜 TOP1、天猫舒缓眼霜 TOP1；

2）丸美双胶原小金针次抛精华：2021 年公司前瞻性引入重组胶原蛋白成分，深化丸美基于重组胶原蛋白技术的生物“科技”、“抗衰”的品牌认知。21Q4 公司上线“重组胶原蛋白系列”，包括主攻线上的小金针次抛精华和主攻线下的冻干粉护理套盒，基于重组胶原蛋白成分热度迅速攀升的背景下，“重组胶原蛋白系列”产品快速放量，2023 年双胶原小金针次抛精华 GMV 超 2 亿元，先后荣获粤妆甄品、紧致液态精华回购榜 TOP1、紧致液态精华好评榜 TOP1。2024 上半年公司推出重组双胶原成分 2.0 及胶原小金针精华 2.0，功效再上新高度，将淡纹时间缩短到 7 天，胶原小金针精华 2.0 上市 2 个月销售 GMV 破亿，24H1GMV 同比增长 106%，产品广受消费者青睐。

图表 10：丸美小红笔眼霜核心技术与成分作用

资料来源：公司官网《眼部护理白皮书》，华源证券研究所

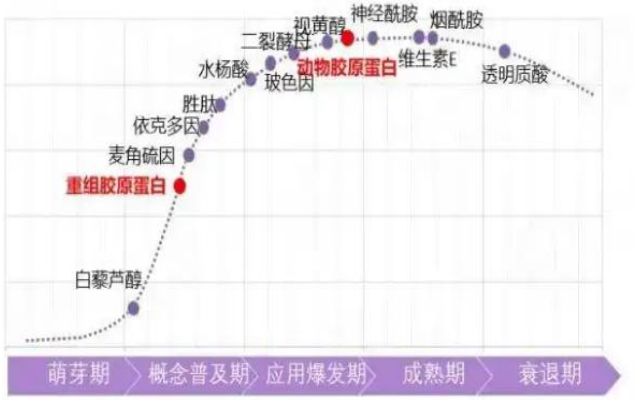
图表 11：丸美二代小金针精华

资料来源：淘宝，华源证券研究所

图表 12：胶原蛋白成分护肤品应用率变化

资料来源：美丽修行，华源证券研究所（注：时间范围为 2020.1-2022.6）

图表 13：热门成分生命周期线



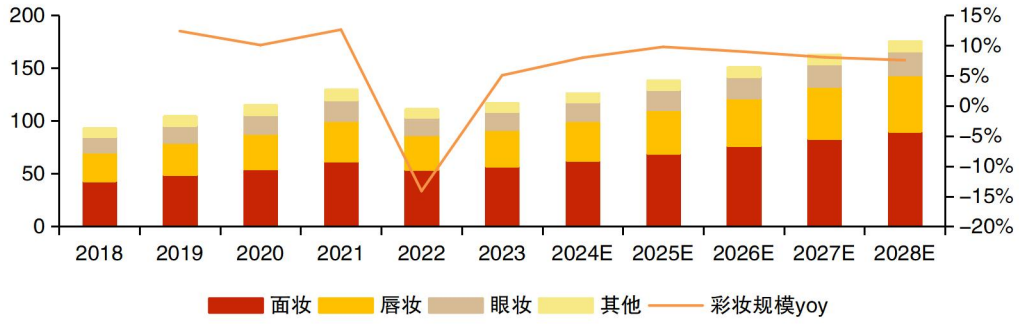
资料来源：美丽修行，华源证券研究所

PL 恋火品牌：持续深耕看不见和蹭不掉两大底妆系列，坚守高质极简的底妆心智。

面妆为彩妆占比最高品类，且增速领先其他品类。根据弗若斯特沙利文，以零售额计，2023 年面部底妆/唇妆/眼妆/其他市占率分别为 49.1%/29.7%/14.3%/6.8%，面妆为彩妆贡献最高子类目，2018-2023 年对应 CAGR 分别为 5.7%/5.0%/3.0%/0.3%，面妆品类增速也领先其余品类，随着消费者美妆经验的积累及对精致妆容的追求，未来其对面妆产品的需求逐年增长，或带动赛道持续高景气度，预计 2023-2028 年面妆市场规模 CAGR 达 9.5%。

公司持续深化高质极简“底妆”的品牌理念。2023 年，PL 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 1 亿元，其中 PL 看不见粉底液销售超 150 万支，获天猫粉底液热销榜、好评榜、回购榜 TOP1、天猫彩妆必买榜 TOP1、抖音粉底液 TOP1 等；PL 蹭不掉粉底液销售超 120 万支，先后获天猫粉底液榜单 TOP1、抖音电商排行版无瑕垫爆款榜 TOP1。

图表 14：2018-2028 年中国彩妆行业按产品品类拆分市场规模（十亿元）



资料来源：弗若斯特沙利文，华源证券研究所

图表 15：PL 恋火品牌旗下产品系列

资料来源：公司官网，华源证券研究所

2.3. 渠道更“芯”

公司销售模式以线上直营为主、线下经销为主，覆盖线上货架电商（天猫、京东、唯品会等）、内容电商（抖音、快手、小红书等）、线下日化专营店、百货商场专柜、美容院等多种渠道销售网络。 24H1 公司线上渠道实现营收 11.4 亿元，同比增长 34.9%，线上渠道维持较好增势，线下渠道实现营收 2.1 亿元，同比下降 1.2%，线下渠道同比跌幅逐步收窄。

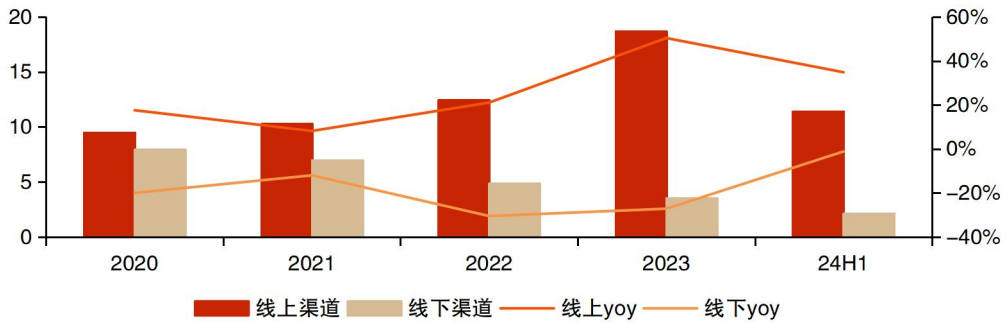
通过复盘公司渠道变迁，20Q1 公司更换丸美天猫旗舰店 TP 为美妆代运营壹网壹创，2021 年自建电商团队发力线上自营，2022 年受疫情影响致使线下渠道承压，公司积极推动线上渠道加速转型，2023 年公司设立了以天猫为代表的货架电商部、以抖快为代表的自播电商部和达播电商部，至此公司电商业务调整完毕，线上渠道效率逐步显现。分渠道具体而言：

1）**传统电商渠道：天猫作为线上核心品宣窗口，公司持续推进大单品策略以及人群精细化运营。**2021 年通过自有猫旗团队实现对线上消费者全面触达，2022 年天猫渠道销售情况

实现逐季优化，2024H1 丸美天猫旗舰店前五大单品销售占比 69%，会员成交金额同比增长 55%，品牌粘性持续提升；

2）**内容电商渠道：**2021 年公司开始大力布局抖音、快手等内容渠道，21 年前三季度抖快直播业绩表现亮眼，然增收不增利，但 21Q4 公司及时完善店铺直播配套机制、调整渠道货品结构，22 年抖快自播实现营收 1.89 亿元，同比增长 4.9 倍，抖音 22Q4 开始放量。公司一方面持续跟踪抖快平台政策动向，维持敏锐响应能力，确保销售策略与平台趋势同频；另一方面深度挖掘并强化品牌故事且优化高质量达人合作网络，构建稳固的品牌认知基础。整体而言，公司通过精细化闭环运营实现“种收一致”，线上销售持续稳步增长。

图表 16：2020-2024H1 公司分渠道营收情况（亿元）



资料来源：公司公告，华源证券研究所

3. 盈利预测与评级

3.1. 盈利预测

分品类拆分丸美生物的营收结构:

1）**护肤类：**为贡献营收比重最高品类，包括精华、面膜、乳液等产品，公司前瞻性布局重组胶原蛋白高景气赛道，且 24 年 4 月公司推出胶原小金针次抛精华二代反响热烈，“重组胶原蛋白系列”产品有望持续放量，预计护肤类 2024-2026 年营收增速为 30%/25%/20%；

2）**眼部类：**公司早期以眼部产品起家，打造眼霜、眼膜等系列产品，聚焦小红笔眼霜大单品，同时积极培育双胶原眼霜和蝴蝶眼膜作为储备大单品，品牌心智深入人心，细分赛道中品牌竞争力凸显，预计眼部类 2024-2026 年营收增速为 10%/8%/5%；

3）**洁肤类：**营收贡献体量较小且所处赛道竞争激烈，预计洁肤类 2024-2026 年营收增速为 8%/7%/5%；

4）**彩妆及其他类**：恋火品牌 22 年及 23 年维持高增长，且抖快内容电商渠道渗透率显著提升，预计大单品仍存在较大发展空间，预计彩妆及其他类 2024-2026 年营收增速为 50%/35%/25%。

图表 17：按产品品类拆分公司营收预测（亿元）

时间	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
护肤类						
营收	9.7	7.9	9.3	12.0	15.0	18.0
营收 yoy	7.2%	-17.8%	16.5%	30%	25%	20%
毛利率	65.7%	68.1%	69.9%	70.1%	70.3%	70.5%
眼部护肤类						
营收	5.2	4.4	4.3	4.7	5.1	5.3
营收 yoy	-17.1%	-16.7%	-1.5%	10%	8%	5%
毛利率	62.3%	68.7%	72.3%	72.4%	72.5%	72.6%
肌肤清洁类						
营收	1.6	2.1	2.2	2.4	2.6	2.7
营收 yoy	-16.0%	29.8%	7.1%	8%	7%	5%
毛利率	59.6%	65.8%	66.1%	66.2%	66.3%	66.4%
彩妆及其他类						
营收	0.8	2.9	6.5	9.7	13.2	16.4
营收 yoy	247.9%	276.2%	121.4%	50%	35%	25%
毛利率	66.6%	70.7%	72.3%	72.4%	72.5%	72.6%

资料来源：公司公告，华源证券研究所

盈利预测：我们预计公司 2024-2026 年实现营业收入 28.9/35.8/42.5 亿元，同比增速分别为 29.8%/24.1%/18.6%，实现归母净利润 3.6/4.5/5.6 亿元，同比增速分别为 40.0%/24.3%/23.6%，当前股价对应 PE 分别为 34/28/22 倍。

图表 18：公司盈利预测（百万元）

时间	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	1731.72	2225.59	2888.64	3584.95	4252.87
收入同比	-3.10%	28.52%	29.8%	24.1%	18.6%
毛利率	68.40%	70.69%	70.92%	71.13%	71.31%
归母净利润	174.18	259.42	363.21	451.33	558.07
归母净利润同比	-29.74%	48.93%	40.01%	24.26%	23.65%

资料来源：公司公告，华源证券研究所

3.2. 相对估值

公司作为国内老牌国货美妆公司，我们选取 A 股的珀莱雅、华熙生物及港股的巨子生物作为可比公司，其产品矩阵包括护肤和彩妆，且均在各自细分赛道具备领先优势，根据 Wind 一致预测，可比公司 2024 年 PE 均值为 32 倍，公司受疫情影响一度经营承压，但受益于渠道及产品调整，自 23 年以来经营重回轨道，经营拐点或显现，我们看好公司未来增长弹性，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 19：可比公司估值表

股票代码	公司简称	收盘价	EPS			PE		
		2025/2/11	24E	25E	26E	24E	25E	26E
603605.SH	珀莱雅	83.2	3.9	4.9	5.9	21.2	17.1	14.2
688363.SH	华熙生物	48.9	1.1	1.5	1.8	46.6	33.1	27.0
2367.HK	巨子生物	52.3	1.9	2.5	3.0	27.3	21.4	17.2
		平均值				**31.7**	**23.9**	**19.5**
603983.SH	丸美生物	31.2	0.9	1.1	1.4	34.4	27.7	22.4

资料来源：wind，华源证券研究所。注：收盘价以人民币为单位，可比公司盈利预测来自 wind 一致预期，丸美生物盈利预测来自华源证券研究所，对应汇率取 1 港元对应 0.92 人民币

4. 风险提示

1）化妆品行业竞争加剧风险：化妆品行业竞争激烈，外资品牌进入国内市场且国货品牌实力日趋增强，若公司品牌策略及渠道策略投放不及预期，或对公司业绩产生负面影响；

2）电商渠道竞争加剧风险：线上渠道竞争较为激烈，若公司渠道营销未顺应市场趋势，投放效果不及预期，或对公司业绩产生不利影响；

3）新品孵化风险：新品营销投入大，销售业绩或不达预期；

4）经销模式风险：若个别经销商在经营活动中与公司的发展战略相违背，未能跟上公司快速发展的步伐，或做出有损公司品牌形象的行为，则会影响双方合作的稳定性，进而对公司经营造成不利影响。

附录：财务预测摘要

资产负债表（百万元）

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,077	990	1,135	1,334
应收票据及账款	31	40	48	55
预付账款	25	32	38	44
其他应收款	15	18	22	24
存货	172	216	261	301
其他流动资产	1,211	1,240	1,260	1,280
流动资产总计	**2,530**	**2,536**	**2,763**	**3,039**
长期股权投资	64	72	81	90
固定资产	460	525	621	748
在建工程	309	348	355	328
无形资产	720	717	733	767
长期待摊费用	3	7	5	5
其他非流动资产	368	467	525	570
非流动资产合计	**1,924**	**2,135**	**2,320**	**2,508**
资产总计	**4,454**	**4,671**	**5,083**	**5,547**
短期借款	100	100	100	100
应付票据及账款	263	322	383	435
其他流动负债	648	586	658	728
流动负债合计	**1,010**	**1,008**	**1,141**	**1,262**
长期借款	3	7	9	11
其他非流动负债	22	15	16	17
非流动负债合计	**25**	**23**	**26**	**28**
负债合计	**1,035**	**1,031**	**1,167**	**1,290**
股本	401	401	401	401
资本公积	760	760	760	760
留存收益	2,186	2,396	2,658	2,982
归属母公司权益	3,347	3,558	3,820	4,143
少数股东权益	71	83	97	114
股东权益合计	**3,419**	**3,640**	**3,916**	**4,257**
负债和股东权益合计	**4,454**	**4,671**	**5,083**	**5,547**

利润表（百万元）

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	**2,226**	**2,889**	**3,585**	**4,253**
营业成本	**652**	**840**	**1,035**	**1,220**
税金及附加	23	29	36	43
销售费用	1,199	1,450	1,785	2,084
管理费用	109	139	168	196
研发费用	62	81	102	123
财务费用	-14	1	1	1
资产减值损失	-13	-14	-18	-21
信用减值损失	2	-1	-1	-1
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	44	32	32	32
公允价值变动损益	71	40	40	40
资产处置收益	1	0	0	0
其他收益	19	22	22	22
营业利润	**319**	**428**	**532**	**659**
营业外收入	0	4	4	4
营业外支出	2	2	2	2
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	**317**	**430**	**535**	**661**
所得税	39	56	70	86
净利润	**278**	**374**	**465**	**575**
少数股东损益	18	11	14	17
归属母公司股东净利润	**259**	**363**	**451**	**558**
EPS(元)	0.65	0.91	1.13	1.39

现金流量表（百万元）

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
税后经营利润	278	290	381	491
折旧与摊销	26	54	64	70
财务费用	-14	1	1	1
投资损失	-44	-32	-32	-32
营运资金变动	139	-83	60	55
其他经营现金流	-46	56	56	56
经营性现金净流量	**338**	**286**	**531**	**641**
投资性现金净流量	**-215**	**-223**	**-198**	**-208**
筹资性现金净流量	**-145**	**-149**	**-189**	**-234**
现金流量净额	**-22**	**-86**	**144**	**199**

主要财务比率

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营收增长率	28.52%	29.79%	24.10%	18.63%
营业利润增长率	54.02%	33.98%	24.41%	23.76%
归母净利润增长率	48.93%	40.01%	24.26%	23.65%
经营现金流增长率	597.88%	-15.27%	85.32%	20.80%
盈利能力				
毛利率	70.69%	70.92%	71.13%	71.31%
净利率	12.47%	12.96%	12.98%	13.53%
ROE	7.75%	10.21%	11.82%	13.47%
ROA	5.82%	7.78%	8.88%	10.06%
估值倍数				
P/E	48.17	34.40	27.69	22.39
P/S	5.61	4.33	3.49	2.94
P/B	3.73	3.51	3.27	3.02
股息率	1.67%	1.22%	1.52%	1.88%
EV/EBITDA	26	23	19	15

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与，也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。
本报告是机密文件，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本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等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邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。
本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。
本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。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修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。
本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的 6 个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在 20%以上；
增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在 5%～20%之间；
中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在－5%～＋5%之间；
减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于–5%及以下。
无：由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的 6 个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；
中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；
看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A 股市场（北交所除外）基准为沪深 300 指数，北交所市场基准为北证 50 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数，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）。