

➤ **丸美股份：眼部护理龙头，多品牌战略促成长。**公司成立于2002年，旗下拥有丸美、恋火和春纪三个品牌，其中1) 丸美：定位中高端，聚焦眼部抗衰，贡献公司主要收入，22年营收占比~80.8%；2) 恋火：17年控股品牌，19年完成并购，21年品牌焕新定位新锐彩妆，主营底妆类产品，22年营收占比~16.5%；3) 春纪：大众护肤品牌，以“天然食材养肤”为理念，22年营收占比~2.7%。股权结构方面，公司整体股权结构高度集中，实控人孙怀庆夫妇合计持股80.8%，董事长孙怀庆先生等核心管理人员具有丰富的美妆行业从业及企业管理经验，有望赋能公司长远发展。

➤ **主品牌丸美蓄力调整：精简长尾SKU、聚焦抗衰大单品、前瞻布局重组胶原，渠道结构调整与分渠分品精细化运营，营销加码品牌势能持续提升。**1) **产品端：**丸美品牌诞生于2002年，深耕眼部护理及抗衰主线，针对不同层级消费群体需求，打造多元产品矩阵；20年开始精简品牌长尾SKU，聚焦小红笔眼霜、小紫弹眼霜、双胶原眼霜、小金针次抛等科技引领的眼霜和精华品类类心智大单品，产品结构持续优化提升运营效率，同时公司持续加大研发投入，前瞻性布局重组胶原蛋白等抗衰效果领先的新成分，持续保障公司旗下产品的抗衰效果。2) **渠道端：**品牌从线下起家，20年开始转型布局线上渠道，重点发力抖音、快手等直播平台，把握线上渠道红利，同时逐步调整电商团队转代运营模式为自营模式，助力线上渠道高速长期稳健增长。此外，21年，公司根据线上线下渠道销售场景与目标人群的不同实行分渠分品策略，天猫主推大单品、抖快主推套组、线下CS&百货渠道主推高定系列、KKV与商超主推小份试用装，渠道精细化运营进一步提升运营效率。3) **营销端：**公司营销基因深厚，早年通过“弹弹弹，弹走鱼尾纹”定义丸美=眼霜的早期品牌心智，近两年公司进行产品梳理后，品牌通过明星代言、节目冠名、梯媒投放等方式增加品牌曝光；以眼霜节等主题活动为支点，推出态度短片、引发话题热议，进行情感营销增强用户粘性；以“自播+达播”组合拳转流量为销量，完成“曝光→种草→转化”的闭环营销。公司前期进行一定费用投放，带动收入规模快速增长的同时亦着力建设品牌势能，中长期来看，持续积累的品牌势能有望转化为长期增长动能，费用投放效率提升，实现收入快速提升（扩规模）→利润快速提升（提盈利）的收入与利润的高增。

➤ **恋火：聚焦底妆细分品类的国货新锐彩妆品牌，构筑公司第二增长曲线。**面部彩妆为彩妆市场最大细分赛道，而底妆在面部彩妆中规模占比最高（MAT2023 淘宝天猫平台底妆GMV约占面部彩妆的89%），市场空间较大；同时由于产品使用频率高、与脸部接触面大、接触时间长，用户对产品的质量要求和消费粘性较色彩类产品更强，品类价值高；在我国国货品牌市占率提升的趋势下，恋火前瞻性调整品牌策略，深耕底妆细分赛道，推出蹭不掉和看不见两大底妆系列，覆盖粉底液、粉霜、气垫、粉饼等品类，满足干敏油皮不同底妆需求；根据久谦数据，2023年恋火在抖音、天猫的GMV分别同比+138%、37%，恋火前瞻性布局底妆赛道成效显著。**渠道端，**恋火重点布局线上渠道，完善抖音、淘宝等销售平台，深度合作李佳琦、张凯毅等头部达播促进产品销售，并在多平台搭建直播间承接达播流量，进一步提升销售效率；同时，恋火积极拓展线下渠道，进驻调色师、KKV、屈臣氏、研丽等线下新兴美妆集合店，线上线下多渠道布局助力长期增长。此外，恋火品牌实行分渠分品策略，针对线上年轻消费者主推看不见系列和蹭不掉系列的粉底液、气垫等大单品；针对更加重视产品质感的线下消费者推出线下专享的晶钻系列产品；同时考虑线下消费场景的体验属性，在线下门店推出中小样试用装或旅行装帮助品牌获客。**营销端，**恋火进驻微博、小红书等平台，增加品牌曝光度；“看不见”和“蹭不掉”两大核心产品系列签约李梦为代言人、联名热门动漫IP，加大底妆产品宣传；同时合作测评博主科普产品功效与产品力，进一步助力品牌渗透底妆赛道，推动品牌势能提升。

➤ **投资建议：**公司是国内眼部护理及抗衰领域龙头企业，主品牌丸美积极调整渠道与产品结构恢复稳健增长，新锐彩妆品牌恋火差异化深耕底妆赛道打造第二成长曲线，看好公司未来品牌力、产品力提升驱动收入增长，我们预计公司2023-2025年归母净利润分别为2.84、4.07、5.25亿元，现价（2024/1/19）对应PE分别为41X、29X、22X，首次覆盖，给予“推荐”评级。

➤ **风险提示：**行业竞争加剧；新品开发不及预期；线上渠道转型不及预期。

### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	1,732	2,476	3,238	3,877
增长率 (%)	-3.1	43.0	30.8	19.8
归属母公司股东净利润 (百万元)	174	284	407	525
增长率 (%)	-29.7	63.2	43.0	29.1
每股收益 (元)	0.43	0.71	1.01	1.31
PE	67	41	29	22
PB	3.6	3.5	3.2	3.0

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为2024年1月19日收盘价）

**推荐**
**首次评级**
**当前价格：**
**28.97元**

**分析师 刘文正**

执业证书：S0100521100009

邮箱：liuwenzheng@mszq.com

**分析师 解慧新**

执业证书：S0100522100001

邮箱：xiehuixin@mszq.com

**研究助理 杨颖**

执业证书：S0100123070030

邮箱：yangying@mszq.com

# 目录

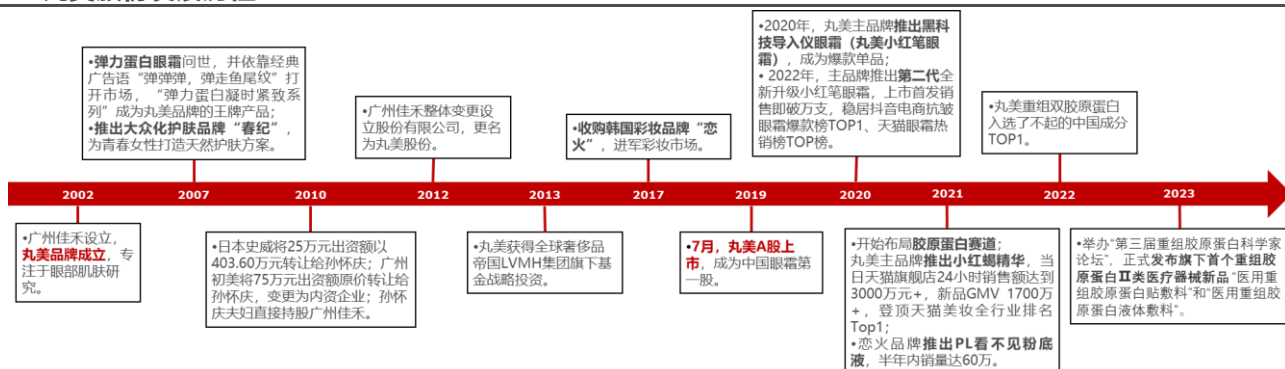
<b>1 丸美股份：眼部护理赛道龙头，多品牌战略促成长</b>	<b>3</b>
1.1 公司简介：眼部护理大师，主品牌丸美调整升级，彩妆品牌恋火高速成长	3
1.2 股权结构：实控人夫妇持股超 80%，股权结构高度集中	5
1.3 核心管理人员经验丰富，赋能公司实现长远发展	6
<b>2 丸美主品牌：溯丸美主品牌之源，观东方眼霜大师未来发展之路</b>	<b>7</b>
2.1 产品：聚焦头部，优化长尾，以大单品强化品牌心智	7
2.2 研发：持续加码研发，前瞻性布局新材料，研发实力雄厚	13
2.3 渠道：始于线下，转型线上，多渠道协同助力成长	20
2.4 营销：“曝光→种草→转化”闭环推进营销，品牌势能与产品销量共同成长	23
<b>3 恋火：聚焦底妆细分赛道的国货新锐彩妆品牌，产品放量开启公司第二增长曲线</b>	<b>28</b>
3.1 国货彩妆加速崛起，底妆赛道大有可为	28
3.2 恋火品牌转型定位新锐彩妆品牌，深耕底妆赛道，持续完善产品矩阵	32
3.3 重点发展线上渠道，积极拓展线下新兴美妆集合店，线上线下全渠道运营	35
3.4 营销：代言人+IP 联名，品牌认知度持续提升	38
<b>4 财务分析</b>	<b>41</b>
<b>5 盈利预测与投资建议</b>	<b>45</b>
5.1 盈利预测假设与业务拆分	45
5.2 估值分析与投资建议	47
5.3 投资建议	47
<b>6 风险提示</b>	<b>48</b>
<b>插图目录</b>	<b>50</b>
<b>表格目录</b>	<b>51</b>

# 1 丸美股份：眼部护理赛道龙头，多品牌战略促成长

## 1.1 公司简介：眼部护理大师，主品牌丸美调整升级，彩妆品牌恋火高速成长

**丸美股份是眼部护理赛道龙头，多品牌战略促成长。**丸美股份成立于2002年，主要从事各类化妆品的研发、设计、生产、销售及服务。成立之初，公司深耕眼部肌肤研究，通过打爆“弹力蛋白凝时紧致眼精华”、“巧克力青春丝滑眼眼霜”、“白色之恋纯白淡黑眼霜”等多款眼霜产品，实现“丸美”主品牌破圈。2007年，公司推出大众化护肤品牌“春纪”，定位“天然食材养肤”，差异化丰富品牌矩阵；2017年，公司收购韩国彩妆品牌“恋火”，布局彩妆市场；2019年公司在上交所上市，成为“中国眼霜第一股”，并于同年全资收购恋火品牌；2020-2022年，公司推进丸美品牌及恋火品牌战略调整，通过精简产品品类和SKU数量，明晰品牌定位，打造丸美品牌的小红笔、蝴蝶眼膜以及恋火品牌的“看不见/蹭不掉粉底液”等大单品，驱动业绩高增。发展至今，公司已成为国内眼部护理及抗衰领域龙头企业，多品牌大单品逐步放量进一步打开成长空间。

图1：丸美股份发展历程



资料来源：公司官网，公司招股说明书，民生证券研究院

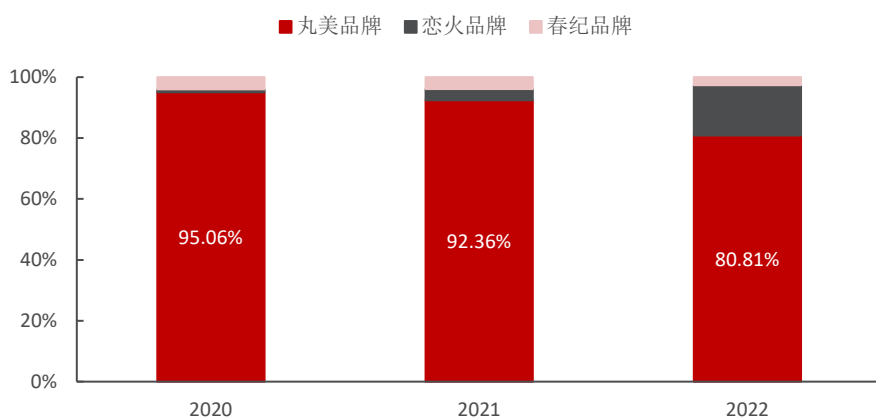
**构建以丸美为核心的多品牌矩阵，覆盖护肤、彩妆等品类产品。**截至24年1月，公司旗下主要品牌包含：1) **主品牌丸美**：定位中高端，聚焦眼部抗衰，核心受众为25~40岁群体，覆盖眼霜、面霜、精华、防晒等品类产品；2) **“春纪”**：定位大众护肤，以“天然食材养肤”为理念，主要为18~35岁女性打造天然护肤方案；3) **“Passional Lover 恋火”**：17年丸美控股恋火正式进军彩妆市场，19年丸美实现对恋火的并购，恋火品牌早期定位以“激情与爱”为品牌内核，定位轻奢韩系彩妆，21年恋火完成品牌焕新，定位新锐彩妆品牌，以底妆类产品为核心，崇尚高质与极简，主要提供粉底液、粉霜、气垫、散粉等底妆产品。

**表1：丸美股份品牌矩阵**

品牌	推出时间	覆盖客群	品牌定位	产品品类	产品示例
丸美	2002年	25-45岁	中高端	眼部护肤类（眼霜、精华、眼膜） 肌肤清洁类（洁面乳） 护肤类（膏霜乳液）	
春纪	2006年	18-35岁	大众化功能性护肤	肌肤清洁类（洁面泡泡） 护肤类（膏霜乳液）	
恋火	2017年控股	18-40岁	新锐品牌	彩妆类（妆前乳、粉底液等底妆产品以及散粉等定妆产品）	

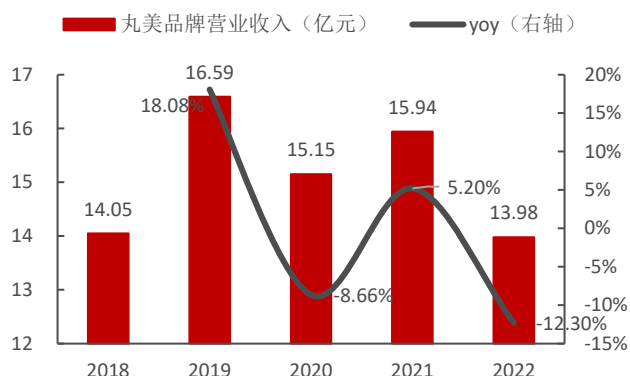
资料来源：公司官网，公司招股说明书，天猫，民生证券研究院

**分品牌看，主品牌丸美贡献主要收入，彩妆品牌恋火快速增长。**2018-2022年，主品牌丸美收入分别为 14.05/16.59/15.15/15.94/13.98 亿元，占比分别为 89.25%/ 92.17%/ 95.06%/ 92.36%/ 80.81%，为公司主要收入来源。恋火品牌收购于 2017 年，2021 年恋火品牌开始转型，聚焦底妆品牌，实现快速放量，2021-2022 年恋火品牌分别实现收入 0.66/2.86 亿元，同比增速分别为 +331.91%/+463.49%，收入占比也从 20 年的 3.70%提升至 22 年的 16.51%，目前恋火品牌仍处于持续放量的高速成长期。

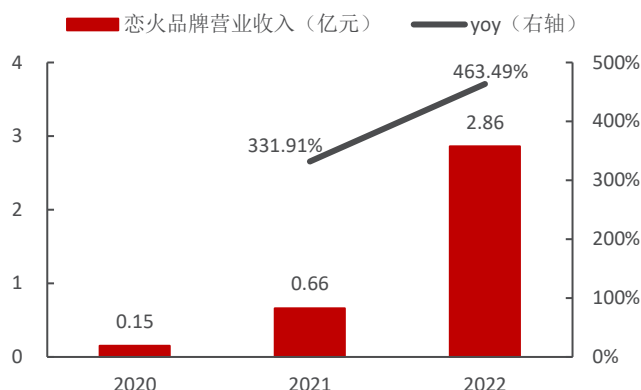
**图2：2020-2022 年公司分品牌收入结构**


资料来源：公司招股说明书，公司公告，民生证券研究院



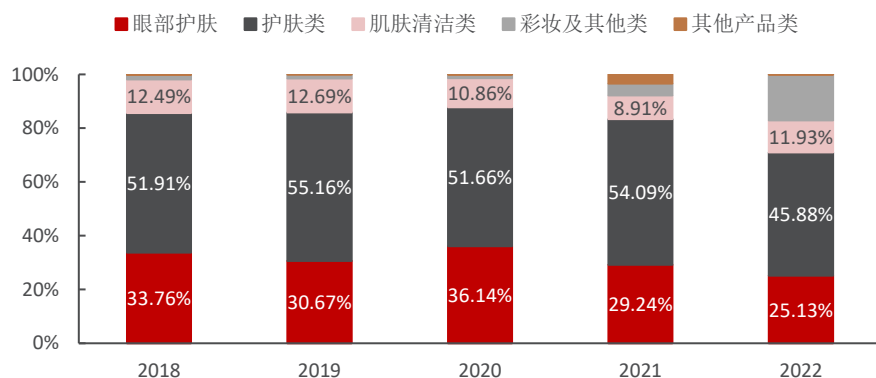
**图3：2018-2022 年主品牌丸美的收入（亿元）及增速**


资料来源：公司招股说明书，公司公告，民生证券研究院

**图4：2020-2022 年恋火品牌收入（亿元）及增速**


资料来源：公司招股说明书，公司公告，民生证券研究院

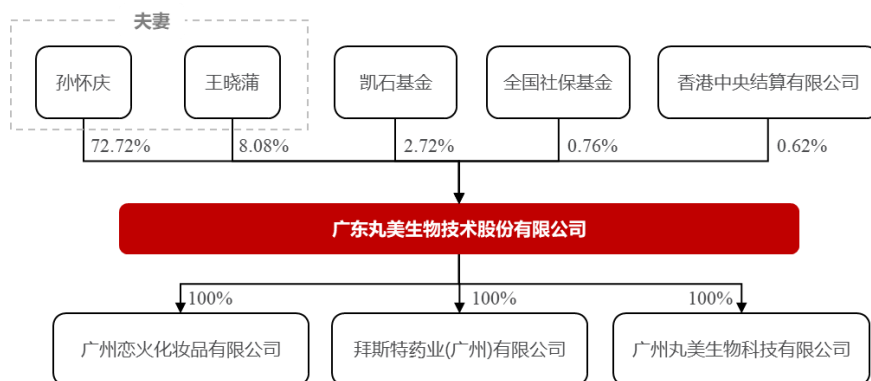
**分产品看，护肤品类贡献超 50%的营收。**公司的主要产品可以分为眼部护肤类、肌肤清洁类、护肤类（膏霜乳液）以及护肤类（面膜）、彩妆及其他类，其中护肤类产品为公司主要收入来源；18-22 年，眼部护肤、护肤类两大护肤品类合计实现营收 13.50/15.46/15.32/14.89/12.30 亿元，对应合计营收占比为 85.67%/85.82%/ 87.80%/ 83.33%/ 71.01%。

**图5：公司分业务收入结构**


资料来源：公司招股说明书，公司公告，民生证券研究院

## 1.2 股权结构：实控人夫妇持股超 80%，股权结构高度集中

**公司股权结构高度集中，实控人孙怀庆夫妇共持股 80.8%。**截至 2023 年 9 月 30 日，公司实控人孙怀庆及其妻子王晓蒲为公司前两大股东，分别持股 72.72%、8.08%，合计持股 80.8%；公司第三大股东凯石基金持股比例为 2.72%，公司整体股权结构高度集中。

**图6：丸美股份股权结构（截至 2023 年 9 月 30 日）**


资料来源：公司公告，民生证券研究院

### 1.3 核心管理人员经验丰富，赋能公司实现长远发展

**核心管理人员经验丰富，赋能公司实现长远发展。**公司董事长孙怀庆先生自公司成立至今一直担任首席执行官职位，孙怀庆先生带领公司以眼部护理为突破口，逐步发展为国内眼部护理行业龙头企业；首席营销官曾令椿先生 2005 年加入公司，历任广州佳禾（公司前身）的区域经理、企划课长、市场企划部部长等职务，熟悉公司发展历程及各阶段发展情况，能够准确分析公司现阶段情况并制定有效的营销策略。恋火品牌主理人王玉莹女士曾就职于欧莱雅、雅诗兰黛等企业，曾操盘 MAC、植村秀、欧莱雅等国际彩妆品牌，具有丰富的美妆行业工作经验，对美妆行业发展有较深的洞察力，有望赋能恋火品牌加速发展。

**表2：公司核心管理层一览**

姓名	职位	履历
孙怀庆	董事长、首席执行官、总经理	1969 年出生，北京大学光华管理学院 EMBA 硕士，香港大学管理学博士；1989 年，其被分配至重庆特种电机厂担任生产总调度职位；90 年代中期在“下海潮”的影响下应聘进入广东白马化妆品有限公司任职推广部部长，积累了丰富的化妆品行业从业经验和人脉资源；2002 年设立公司前身广州佳禾，以眼霜产品为切入点，成功带领丸美品牌突围市场；现任广东丸美生物技术股份有限公司董事长、首席执行官（CEO），丸美科技执行董事兼总经理，广州恋火执行董事，日本丸美董事。
王开慧	首席财务官	2006 年起在公司前身就职，现任广东丸美生物技术股份有限公司董事、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。
程迪	董事会秘书	曾就职于广东同步化工股份有限公司等，2012 年 6 月起任广东丸美生物技术股份有限公司证券事务代表，现任广东丸美生物技术股份有限公司董事会秘书。
曾令椿	首席营销官	2005 年起在公司前身就职，现任广东丸美生物技术股份有限公司董事兼首席营销官（CMO），日本丸美董事，丸美网络经理，重庆博多北京分公司负责人、重庆佰迪森医疗科技有限公司执行董事兼总经理。
王玉莹	PL 恋火品牌主理人	1992 年出生，研究生；曾就职于欧莱雅、雅诗兰黛，2020 年加入丸美股份，历任广东丸美生物技术股份有限公司社交媒体部内容营销总监、恋火事业部市场总监、部长，现任恋火事业部总经理。
郭朝万	研发总监	1983 年出生，暨南大学理学硕士，长崎大学理学博士，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，现任丸美股份技术研发部研发总监。

资料来源：公司公告，民生证券研究院

## 2 丸美主品牌：溯丸美主品牌之源，观东方眼霜大师 未来发展之路

### 2.1 产品：聚焦头部，优化长尾，以大单品强化品牌心智

**产品矩阵丰富，覆盖多功效多价格带。**公司自成立初始即专注眼部肌肤护理研究，以全球领先的技术为基点，针对不同层级消费群体需求，打造多元产品矩阵。截至目前，丸美品牌旗下共有 10 个产品系列，其中鸢尾臻晶系列、红钻多肽系列、双胶原系列等 8 个系列主推紧致抗衰功效，白色之恋纯白系列定位美白提亮，雪绒花纯净保湿系列主打补水保湿功效。

具体来看，1) 鸢尾臻晶系列：线下高定专供系列，产品价格 438~618 元，核心成分为法国皇家鸢尾原生细胞，主打紧致塑形功效；2) 红钻多肽系列：原多肽蛋白系列升级版，产品价格 338~518 元，主打保湿、紧致功效；3) 双胶原系列：应用公司自研全人源双胶原蛋白原料，主打紧致肌肤、抗皱淡纹、屏障修复的功效，产品定价 288~798 元；4) 小红笔家族系列：以小红笔眼霜为核心产品，主推 25%高浓度的 6D 胜肽成分，起保湿修复、淡纹紧致功效，系列产品定价区间为 199~498 元；5) 多肽蛋白臻颜系列：匹配专研四重胜肽配方，对抗肌肤松弛老化，产品定价 288~528 元；6) 巧克力焕颜丝滑系列：核心成分为可可籽精华，搭配多重鲜活植物精华，实现保湿抗老，产品定价 168~338 元；7) 晶致赋颜奢宠系列：应用 CelCap 技术，主打抗衰抗皱功效，产品定价 438~638 元；8) 弹力蛋白凝时系列：采用丸美专利水解弹力蛋白，主要功效为修复、提拉紧致，产品定价 218~548 元；9) 白色之恋纯白系列：主打美白提亮，产品定价 218~418 元；10) 雪绒花纯净保湿系列：主要功效为补水保湿和屏障修护，产品定价 168-328 元。

**图7：丸美主品牌产品矩阵**

系列名称	丸美鸚尾晶系列	丸美红钻多肽系列	丸美双胶原系列	丸美小红笔家族系列	丸美多肽蛋白臻颜系列	
产品示例						
主打成分	法国皇家鸚尾原生细胞、药用层孔菌提取物、积雪草提取物、密蒙花提取物、线雕双肽、神经酰胺135、D泛醇、三重植物油脂	肌肽、棕榈酰三肽-1、棕榈酰三肽-5、棕榈酰四肽-7、乙硫基六肽-6、棕榈酰五肽-4、六肽-9	重组I型和重组III型嵌合人源化胶原蛋白、胡枝子叶/茎提取物、蛇毒肽、法国蜡菊提取物、乙酰基六肽-8、棕榈酰三肽-1、棕榈酰四肽-7	Erasin0003、寡肽-1、棕榈酰五肽-4、乙酰基四肽-5、芋螺肽、乙酰基六肽-8、三肽-10、九肽-1、类蛇毒肽、乙酰基七肽-4	棕榈酰四肽-7、棕榈酰三肽-1、乙酰基四肽-2、乙酰基六肽-8、棕榈酰三肽-5、水解胶原、苦橙花油、赤芝提取物	
针对功能	紧致、提拉、填充	保湿、紧致、提拉	紧致、抗皱、修护	保湿、紧致、抗皱	淡纹、紧致、提拉	
价格区间	438-618元	338-518元	288-798元	199-498元	288-538元	
产品	洁面乳		丸美重组胶原蛋白洁面乳		丸美臻颜焕肤洁面乳	
	爽肤水					
	乳液				丸美多肽蛋白臻颜淡纹乳	
	面霜				丸美多肽蛋白臻颜淡纹日霜 丸美多肽蛋白臻颜淡纹晚霜	
	眼霜	丸美鸚尾晶精华眼霜			丸美多重胜肽紧致淡纹眼霜	
	面膜			丸美重组胶原蛋白精华面膜	丸美多重胜肽紧致淡纹精华面膜	
	BB霜					
	精华水		丸美多肽蛋白轻龄淡纹精华水	丸美重组胶原蛋白精华水		
	精华液	丸美鸚尾晶精华液	丸美多肽蛋白轻龄淡纹精华液 丸美多肽蛋白轻龄淡纹精华液	丸美重组胶原蛋白安瓶精华液 丸美重组胶原蛋白次抛精华液	丸美多肽蛋白臻颜精华 丸美多肽蛋白臻颜淡纹精华液	
	精华乳	丸美鸚尾晶萃乳	丸美多肽蛋白轻龄淡纹精华乳	丸美重组胶原蛋白精华乳	丸美多重胜肽紧致淡纹精华乳	
	精华露	丸美鸚尾晶萃露				
	精华霜	丸美鸚尾晶精华霜	丸美多肽蛋白轻龄淡纹精华霜	丸美重组胶原蛋白精华霜		
	精华素			丸美重组胶原蛋白日夜精华素	丸美多肽蛋白臻颜淡纹精华素	
系列名称	丸美巧克力焕颜丝滑系列	丸美晶致赋颜奢宠系列	丸美弹力蛋白凝时系列	丸美白色之恋纯白系列	丸美雪绒花纯净保湿系列	
产品示例						
主打成分	可可籽精华萃取物、红石榴提取物、荔枝果提取物、莲花提取物	烟酰胺、玻尿酸、药用层孔菌提取物、乙酰基四肽-5、泛醇、密蒙花提取物、3D寡肽、类蛇毒肽 SYN-AKE、棕榈酰三肽-1、棕榈酰三肽-7、海茴香原生能量精粹	皱波角叉菜提取物、水解大豆蛋白、泛醇(辅酶Q10)	烟酰胺、α-熊果苷、VE、抗坏血酸四异棕榈酸酯	高山火绒草提取物、北美金缕梅提取物、透明质酸钠、高良姜叶提取物、木槿树皮提取物等	
针对功能	保湿、紧致、抗皱、收缩毛孔	保湿、淡纹、细致毛孔	补水、紧致、提拉	美白、提亮	保湿、补水、修护	
价格区间	168-338元	438-638元	218-548元	218-418元	168-328元	
产品	洁面乳	丸美焕颜丝滑洁面乳	丸美凝时焕肤洁面晶露	丸美白色之恋净澈洁颜霜	丸美雪绒花纯净保湿洁面乳	
	爽肤水	丸美巧克力焕颜丝滑水			丸美雪绒花纯净保湿柔肤水	
	乳液	丸美巧克力焕颜丝滑乳		丸美弹力蛋白凝时保养液 丸美弹力蛋白凝时乳		丸美雪绒花纯净保湿水凝乳
	面霜	丸美巧克力焕颜丝滑霜		丸美弹力蛋白凝时霜	丸美白色之恋纯白淡斑晚霜	丸美雪绒花纯净保湿深润霜
	眼霜	丸美巧克力焕颜丝滑眼霜			丸美白色之恋纯白淡黑精华眼霜	
	面膜		丸美晶致赋颜奢宠精华眼霜			丸美雪绒花纯净保湿面膜
	BB霜			丸美凝时焕肤BB霜		
	精华水					
	精华液	丸美巧克力焕颜丝滑精华液	丸美晶致赋颜奢宠精华液			
	精华乳		丸美晶致赋颜奢宠精华乳		丸美白色之恋纯白精华乳	
	精华露		丸美晶致赋颜奢宠精华露		丸美白色之恋纯白精华露 丸美白色之恋光透精华露	丸美雪绒花纯净保湿咕嘟咕嘟菁华露
	精华霜				丸美白色之恋纯白精华霜	
	精华素		丸美晶致赋颜奢宠精华霜	丸美弹力蛋白眼精华素 丸美弹力蛋白凝时紧颜精华素		丸美雪绒花纯净保湿精华素

资料来源：公司官网，天猫旗舰店，民生证券研究院

**精简长尾 SKU，进一步提升产品运营效率。**公司产品 SKU 丰富，2014 年即形成包含以“丸美弹力蛋白日夜眼精华”为代表的 190 项非特殊用途化妆品以及以“丸美激白精华隔离霜 SPF20/PA++”防晒乳为代表的 11 项特殊用途化妆品的产品矩阵；2015 年后随研发能力提升，公司持续推新，产品矩阵进一步扩张。但从公司收入结构看，2019 年，丸美旗下弹力蛋白凝时紧致系列、巧克力青春丝滑系列、弹力蛋白系列三大系列收入即占公司总收入的 40%；2020 年起，公司开



始对产品 SKU 进行精简,持续优化产品结构,聚焦头部,优化长尾 SKU,聚力发展小红笔眼霜、重组胶原蛋白小金针次抛精华等生物科技大单品;22 年丸美品牌精简 SKU 超 200 个,产品结构优化助力运营效率提升。

**践行大单品策略,聚焦心智眼霜和精华产品。**基于“眼部护理专家”、“抗衰老大师”的品牌定位,丸美品牌依托不断革新的研发技术,持续推出眼霜新品和迭代升级老品,其中于 2007 年推出的弹力蛋白眼霜为带领丸美品牌突围市场的首款明星单品,现已升级至第五代;2020 年 4 月,公司针对年轻客群推出小红笔多重胜肽紧致淡纹眼霜,以“美容仪+眼霜”的创新概念打响市场,接力弹力蛋白眼霜成为公司新大单品,20 年实现销量约 62 万只,成为年度热门单品;2021 年,公司推出全人源™双胶原蛋白,同年上市应用该原料的双胶原眼霜、小金针次抛精华等产品,其中小金针次抛精华 23H1 GMV 为 9013 亿元/yoy+155%,销售进入快速增长阶段;2022 年,公司升级小红笔眼霜推出 2.0 版,上市首发销售即破万支,稳居抖音电商抗皱眼霜热销榜 TOP1、天猫眼霜热销榜 TOP 榜,产品已在眼霜用户中建立起较为稳固的心智地位。

基于已成功打造的多款明星单品,丸美品牌开始推行大单品策略,主要聚焦科技引领的四款核心大单品——小红笔眼霜、小紫弹视黄醇眼霜、双胶原眼霜和小金针抗衰老次抛精华。

**表3: 丸美旗下核心大单品**

大单品	产品图	上市年份	价格	核心成分	功效
小红笔眼霜		2020 年 (22 年推出 2.0 升级版)	441 元/30g	胜肽、Erasin0003、黑洛西、眼力士、重组胶原蛋白 I 型和 II 型组合人源化胶原蛋白	淡纹、淡化黑眼圈
小紫弹视黄醇 紧致淡纹眼霜		2020 年	168 元/20g	超 A 醇、SYN-HYCAN、7 重天然植萃提取物 (迷迭香、母菊花、茶、积雪草、光果甘草、 虎杖、黄芩)	淡纹、紧致眼周
双胶原眼霜		2021 年 (23 年推出 2.0 升级版)	508 元/18g	双胶原、蛇毒肽、双生肽、大眼仿生肽、胶原分子肽	淡纹、上扬眼周
小金针抗衰老 次抛精华		2021 年	553 元/30 支	双胶原、红蝎素 EX、依克多因、透明质酸钠	淡纹、修护、充盈肌肤

资料来源:丸美天猫旗舰店,公司公告,民生证券研究所;注:产品价格为天猫旗舰店价格

**丸美大单品应用公司核心科技,产品力卓越。**目前市场上主流抗衰成分包含胜肽、视黄醇、胶原蛋白、玻色因四种,丸美已研发出胜肽、视黄醇、胶原蛋白三种。胜肽是几个或数十个氨基酸序列结合形成的活性物质,分子量低,较容易被皮肤所吸收,主要应用于丸美小红笔系列;视黄醇(即维生素 A),通过加速皮肤细胞的新陈代谢,促进皮肤中胶原蛋白的合成,是第一种被美国 FDA 批准用于皮肤抗衰老的成分,目前主要应用于丸美小紫弹眼霜;胶原蛋白通常以小分子存在于护肤品

中,通过水解生成的寡肽起抗衰作用,能够影响皮肤角质形成细胞和成纤维细胞里部分基因的表达,诱导胶原蛋白以及透明质酸的产生,抗衰效果相较于胜肽、视黄醇更优,目前丸美主要将自研的重组胶原蛋白应用于双胶原系列等产品中。

图8: 丸美抗衰成分布局及产品应用



资料来源: 公司官网, 天猫旗舰店, 民生证券研究院

1) 小红笔眼霜: 20 年上新 1.0 版, 通过独家配比的 3D 胜肽以及独家专利的瓷晶微震按摩头, 满足年轻群体的消费“抗初老”和“熬夜急救”需求; 22 年推出全新升级 2.0 版, 外观沿用 1.0 版“美容仪+眼霜”的二合一设计, 成分上升级 3D 胜肽为 25%高浓度定制 6D 胜肽, 同时搭配重组双胶原以及黑洛西和眼力士, 进阶实现抗衰和淡化黑眼圈功效。

与竞品相比, 丸美小红笔眼霜使用胜肽+重组胶原蛋白成分, 抗衰能力强于雅诗兰黛小棕瓶眼霜等使用单一胜肽成分的产品; 同时小红笔眼霜使用的黑洛西和眼力士成分淡化黑眼圈能力也强于咖啡因成分; 小红笔眼霜 2.0 的单 ml 价格为 14.7 元, 较相同功效的兰蔻小黑瓶眼霜 (37.67 元/ml)、HBN 咖啡因眼霜 2.0 (19.93 元/ml) 更优惠。

表4: 丸美小红笔眼霜及竞品对比

品牌	产品	产品图	推出时间	定价	单 ml 价格 (元/ml)	核心成分	功效及卖点
丸美	第二代丸美小红笔眼霜		2022	441 元 /30ml	14.70	胜肽、Erasin0003、黑洛西、眼力士、重组胶原蛋白 I 型和 II 型组合人源化胶原蛋白等	25%定制六重胜肽; 双专利加持; 黑洛西×眼力士淡眼圈; 搭配专利瓷晶微震按摩头, 超导促渗, 实现亮眼。
雅诗兰黛	第五代雅诗兰黛小棕瓶眼霜		2022	550 元 /15ml	36.67	二列酵母、律波肽、咖啡因、维生素 E 等	自由基智感防御; 淡退 3 色 4 区黑眼圈; 2 周速退眼纹。
兰蔻	小黑瓶发光眼霜		2018	565 元 /15ml	37.67	光稳定 VC、荞麦籽提取物、小球藻提取物、二列酵母、益生元精粹等	修护抗初老; 复配成分协同淡退黑眼圈; 24 小时高保湿。
HBN	咖啡因眼霜 2.0		2023	299 元 /15ml	19.93	五重神经酰胺、甘油葡糖苷、依克多因、麦角硫因、咖啡提取物组合、自研咖啡发酵液、肌肽等	紧塑眼廓、淡化黑眼圈眼; 专研咖啡发酵液代替纯水; 专研四重黄金胜肽; 定制小水滴按摩棒, 放松眼周肌肤。

资料来源: 各品牌天猫旗舰店, 民生证券研究院

2) 小紫弹眼霜: 添加 0.5%的高浓度美国进口 A 醇, 搭配独家双层包裹专利技术, 在提高 A 醇渗透率、更好地刺激胶原蛋白产生的同时, 大幅降低 A 醇的不

稳定性和刺激性；此外，小紫弹眼霜配备冰感按摩头，有助于皮肤加速吸收营养物质，高效环节眼睛水肿问题。

与竞品相比，理肤泉视黄醇眼霜和小紫弹眼霜相同主打视黄醇成分，理肤泉视黄醇眼霜的视黄醇成分为 0.1%视黄醇溶液+0.05%缓释视黄醇溶液，视黄醇浓度低于小紫弹眼霜，且单 ml 价格为 12.93 元，高于小紫弹眼霜。欧莱雅紫熨斗眼霜与毕生之研日夜焕亮眼霜采用类似的按摩头设计卖点，与小紫弹眼霜形成竞争，但比较主打成分，小紫弹眼霜的视黄醇成分的抗老效果较玻色因成分更明显，小紫弹产品力更优。

表5：丸美小紫弹眼霜及竞品对比

品牌	产品	产品图	推出时间	定价	单 ml 价格 (元/ml)	核心成分	功效及卖点
丸美	小紫弹视黄醇紧致淡纹眼霜		2020	168 元/20ml	8.4	超 A 醇、SYN-HYCAN、7 重天然植萃提取物等	进口高活超 A 醇，28 天淡化眼纹；冰感按摩头促进吸收。
理肤泉	视黄醇眼霜		2022	194 元/15ml	12.93	复合视黄醇、咖啡因、腺苷等	缓释视黄醇科技降低刺激；薄透乳液质地
欧莱雅	紫熨斗眼霜 2.0		2018	359 元/30ml(带按摩头)； 289/20ml	11.97；14.45	孚玻因紧致因子；长效玻尿酸；类蛇毒胜肽；咖啡因；红茶酵母等	消除潜在纹、动态纹；升级按摩头+玻色因
资生堂	资生堂悦薇智感抗皱眼霜		2021	920 元/20ml	46	抗老复合植萃 VP8、高活纯 A 醇等	促进肌肤更新，强角质不薄皮；强韧弹性纤维，韧支撑不松垮；激活Ⅲ型胶原，深填充不凹陷

资料来源：各品牌天猫旗舰店，民生证券研究院

3) 双胶原眼霜：采用重组双胶原蛋白技术，主打成分与人体自身的胶原蛋白序列同源，成分活性和稳定性较高；搭配独特的日夜双管设计，日霜配方侧重于保护胶原蛋白不流失、抗氧化，夜霜侧重于修护和促进胶原蛋白生成，进一步提升紧致抗皱效果，丸美较早布局重组胶原蛋白成分的眼霜并叠加日夜双管用法设计卡位眼霜细分成分赛道，且重组胶原蛋白成分兼具较好的抗衰与修复功效，与眼霜品类适配度高，双胶原眼霜有望成为公司下一大单品。

**表6：丸美双胶原眼霜及竞品对比**

品牌	产品	产品图	推出时间	定价	单 ml 价格 (元/ml)	核心成分	功效及卖点
丸美	丸美双胶原眼霜		2022	508 元 /18ml	28.22	双胶原、蛇毒肽、双生肽、大眼仿生肽、胶原分子肽等	采用重组双胶原双专利成分，抗老淡纹；昼夜节律因子放大紧致抗皱效果； <b>无致敏原。</b>
兰蔻	菁纯眼霜		2019	1165 元 /20ml	58.25	杂交玫瑰花提取物、玻色因、胶原肽、牛油果树果脂等	3 周淡退 3 重纹路；永盛玫瑰激活 AMPK 根源焕新细胞；玻色因复配胶原肽促生胶原。
毕生之研	毕生之研日夜焕亮淡纹眼霜 2.0		2021	249 元 /20ml	12.45	PL-HPR Pro™、神经肽、七叶树皂苷+咖啡因、SYN®-COLL、弹性蛋白等	日夜双头：日间-淡化多型黑眼圈，修护光损伤；夜间-淡化静态纹，调节皮肤昼夜节律。

资料来源：各品牌天猫旗舰店，民生证券研究院

4) 小金针次抛精华：市场中次抛精华多定位补水保湿、敏肌修护，而丸美小金针次抛精华主打敏肌抗老，定位差异化竞争市场。此外，小金针次抛精华采用重组双胶原蛋白技术，同时补充 I 型和 III 型重组胶原蛋白，高效抗衰；搭配专利红蝎素 EX、依克多因、透明质酸钠，在抗皱淡纹的同时实现修护维稳、补水保湿功效。

**表7：丸美小金针精华及竞品对比**

品牌	产品	产品图	推出时间	定价	单 ml 价格 (元/ml)	核心成分	功效及卖点
丸美	小金针抗衰老次抛精华		2021	548 元 /45ml	12.18	I 型和 III 型重组双胶原、红蝎素 EX、依克多因、透明质酸钠等	淡纹、修护、充盈肌肤；双专利重组双胶原，与人体同源，补充双胶原蛋白；每支独立包装，用完即弃。
可复美	胶原棒		2021	469 元 /45ml	10.42	重组 I 型人胶原蛋白、重组 III 型人胶原蛋白、重组类人胶原蛋白、Mini 小分子重组胶原蛋白肽等	采用 C5HR 重组胶原蛋白仿生组合；起修护肌肤泛红和肌肤屏障、补水保湿功效
敷尔佳	御龄紧致次抛精华		2023	209 元 /19.5ml	10.72	重组 III 型胶原蛋白、神经肽、信号肽、海藻糖、透明质酸钠、依克多因等	吹灌封三合一的 BFS 技术；添加重组 III 型胶原蛋白抗初老；泛醇+依克多因双重维稳；神经肽+信号肽淡纹。
润百颜	屏障调理次抛精华		2021	459 元 /45ml	10.2	微美态、韧颜玻 nHA、白池花籽油、二裂酵母、角鲨烷、牛油果树脂、韧颜舒、依克多因、麦角硫因、积雪草、修护二重肽、泛醇等	华熙生物和亚什兰大厂共研韧颜舒，15 分钟修红，4 天强韧屏障；华熙生物专研水脂仿生科技，水油同补。

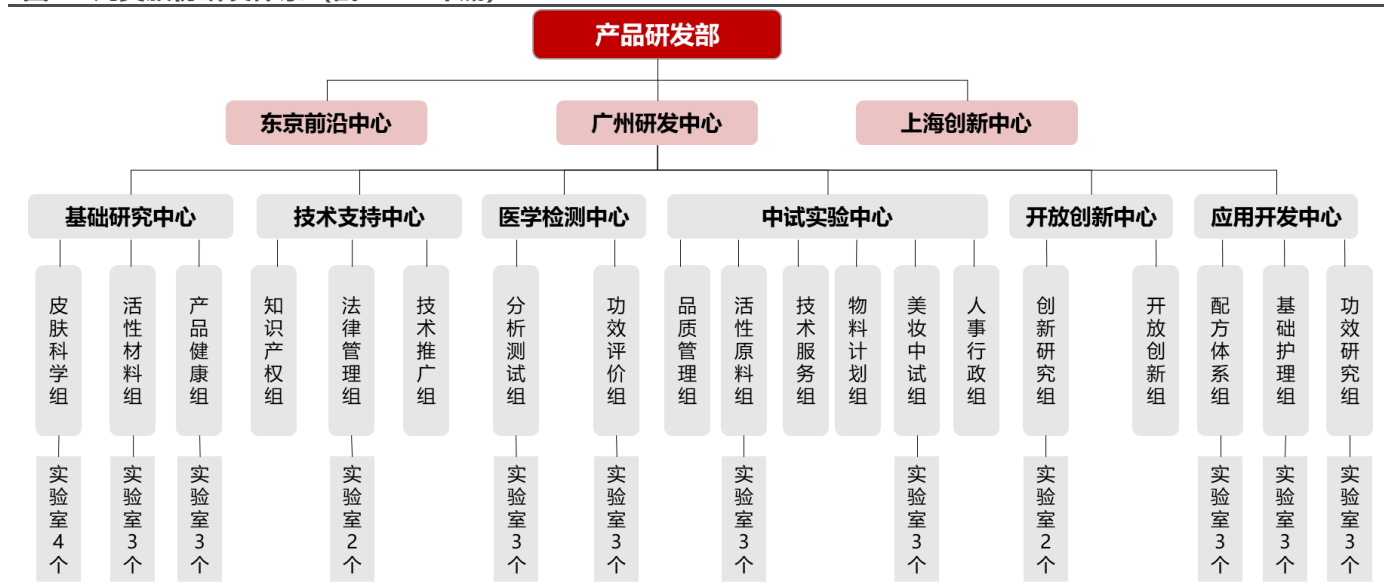
资料来源：各品牌天猫旗舰店，民生证券研究院



## 2.2 研发：持续加码研发，前瞻性布局新材料，研发实力雄厚

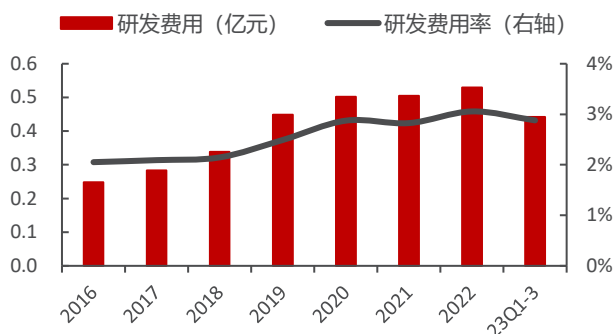
重视研发，持续加大研发投入，搭建完备研发体系和团队。公司自成立以来致力于化妆品研发，构建完备研发体系，不断加大科研人才引进力度，提升自主研发实力。1) 研发体系方面，公司进行全球化科研布局，在国内外设立上海创新中心、广州研发中心和东京前沿中心三大研发中心，其中广州 5C 中心为全球最大的眼部肌肤研究中心，总建筑面积高达 5 万平方米，下辖基础研究中心、应用开发中心、评价测试中心、开放创新中心等五大中心，并设有多个实验室平台，主要聚焦于技术研究；东京前沿中心主要负责收集亚洲的技术资源、原料资源、供应链资源、产品资源等，赋能企业找到亚洲最新的护肤趋势信息；上海科创中心主要负责品牌孵化以及赋能生态链的建设。

图9：丸美股份研发体系（截至 22 年底）

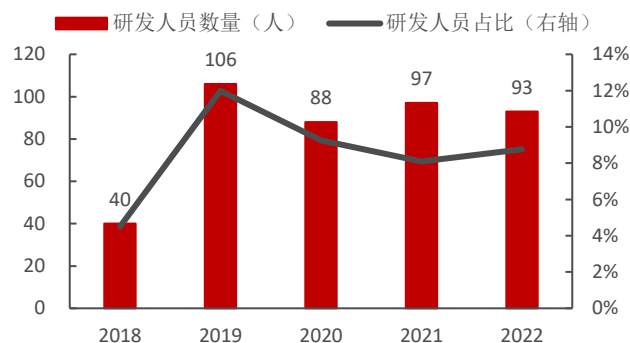


资料来源：丸美股份 2022 年 ESG 报告，民生证券研究院

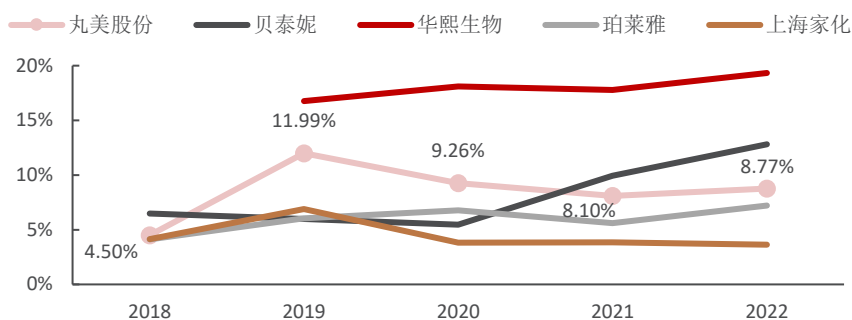
2) 研发团队方面，公司不断引进高素质人才，组建高质量研发团队。2018-2022 年，研发人员数量从 40 人增至 93 人，研发人员数量占公司整体员工数的比例从 4.5% 提升至 8.77%；22 年研发人员中硕士及以上学历占比已达到 30%，研发团队规模持续扩大且质量持续提升。

**图10: 公司研发费用 (亿元) 及研发费用率**


资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

**图11: 公司研发人员数量及其占比**


资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

**图12: 丸美股份与可比公司的研发人员数量占比情况**


资料来源: ifind, 民生证券研究院

**投入绿色成分及技术研究, 成果丰硕。**公司深耕绿色制造, 持续进行大量的技术与探索, 归纳出以合成生物学、基因工程和生物发酵为主, 配合绿色制造技术的技术路径。

**1) 技术方面, 公司独家创新开发 CelCaper®定向低温冷萃技术。**CelCaper®定向低温冷萃技术针对性设计和天然离子液体代替传统溶剂, 结合高压电场破壁技术, 可在低温下使细胞膜和细胞壁的通透性瞬间发生变化, 实现细胞中的活性物定向、高效地经由特定离子液体溶出, 提高目标活性物的提取率。相较于传统植物提取技术, CelCaper®定向低温冷萃技术具备提取效率高、提取时间短(毫秒级)、提取精准度高、能源消耗少等优势, 为公司制备绿色、温和、高活、高科技的活性原料提供可能。目前公司将该技术运用于木棉花提取物的提取中, 根据公司研究成果, CelCaper®定向低温冷萃技术相较传统超声波辅助水(醇)技术, 可使木棉花提取物中的黄酮含量提高56.8%, 大幅提升提取率。

**表8: 相较于超声波辅助水(醇)提取技术, CelCaper®定向低温冷萃技术能耗低、污染小、提取效率高**

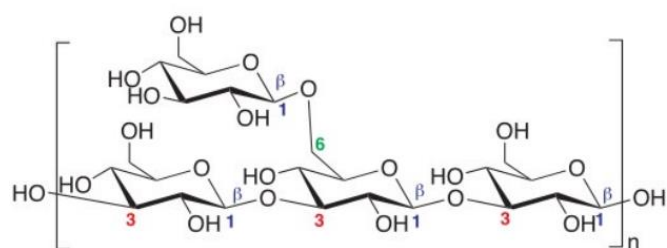
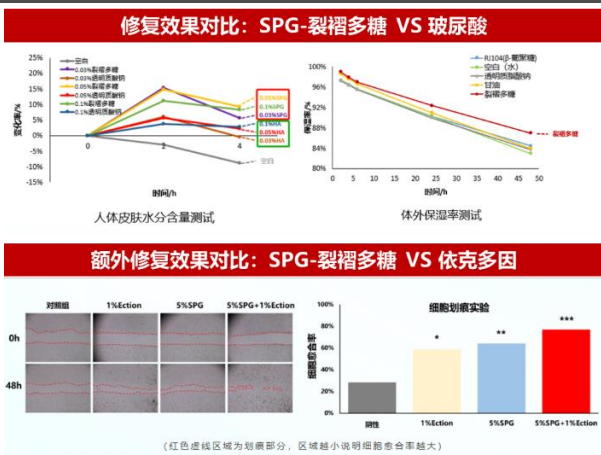
	超声波辅助水(醇)提取	CelCaper®定向低温冷萃技术提取
提取溶剂	1) 以水为提取溶剂时提取率低; 2) 以乙醇为辅助提取溶剂, 生产环境受限且提取溶剂易造成环境污染。	1) 针对黄酮类物质自行设计离子液体, 提取率高; 2) 天然来源, 温和, 无污染。
处理过程	1) 处理时间长, 需外部加热, 过程产热多, 需冷却步骤, 设备能耗高; 2) 热敏性成分加热失活, 且需增加乙醇除杂环节方可应用。	1) 处理时间短, 效率高, 过程不产热升温, 无需外部冷却设备, 设备能耗低; 2) 不会破坏热敏性成分的功效价值, 后处理简单。

资料来源: 丸美股份 2022 年 ESG 报告, 民生证券研究院

2) 成分方面, 公司研发出保湿、修复、抗衰功效优于透明质酸的天然发酵产物 SPG-裂褶多糖。公司研发团队通过生物发酵技术, 利用裂褶菌发酵制备得到 SPG-裂褶多糖成分, 该成分为三螺旋结构的 $\beta$ -葡聚糖, 主打补水+修复双重功效。根据公司研发团队体内、体外试验结果, SPG-裂褶多糖的保湿效果、修复效果、抗衰老效果均优于透明质酸, 具备优异的保湿、抗敏、抗炎、皮肤修复、抗皱等功效。截至 23 年末, 公司已实现 SPG-裂褶多糖成分的规模化量产; 长期看, 成分在公司产品中的推广和应用有望进一步提升公司产品竞争力。

图13: SPG-裂褶多糖与其他化妆品成分功效对比

图14: SPG-裂褶多糖的结构



资料来源: 丸美股份公众号, 民生证券研究院

资料来源: 丸美股份公众号, 民生证券研究院

**聚焦抗衰领域, 持续升级蛋白原料, 巩固产品竞争力。**丸美品牌成立即定位眼部肌肤护理大师, 除基础原料外, 公司持续推进抗衰原料研发以优化眼部抗衰解决方案。基于“弹性纤维正常功能的丧失可以解释皱纹、松弛等皮肤老化的临床表现”、“科学家找到从动物体内分离出小分子可溶性弹性蛋白水解物的方法”等科研成果, 丸美开始推进弹性蛋白相关研究, 并于 2007 年将深海鱼类体内提取的弹性蛋白成功应用到其第一代弹力蛋白眼精华, 成为首个将弹性蛋白运用到护肤品中的企业; 此后, 公司围绕弹性蛋白成分打造“第二代金质弹力蛋白眼精华”、“第三代弹力蛋白日夜眼精华”等眼霜产品。

**重组胶原蛋白具备优异的抗衰功效, 丸美前瞻性把握重组胶原蛋白新趋势。**重组胶原蛋白具有较强的抗氧化和清除自由基作用, 能够显著减少衰老皮肤病理损伤, 增加皮肤弹性纤维数量并改善弹性纤维形态, 具有延缓皮肤衰老的功效。丸美品牌成立以来深耕抗衰主线, 布局重组胶原蛋白成分有助于进一步提升产品抗衰效果。由此, 公司基于“功能活性蛋白研究平台”, 前瞻性进行“重组胶原蛋白”研发, 2021 年与暨南大学及基因工程药物国家工程研究中心成功共研共创出“重组人源化胶原蛋白”, 并逐步推出小金针次抛精华等 10 个应用该重组胶原蛋白原料的新品, 夯实品牌在抗衰领域的龙头地位。

**图15： 丸美持续布局眼霜产品，夯实丸美眼霜心智**


资料来源：丸美股份 2021 年 ESG 报告，民生证券研究院

重组胶原蛋白分为重组人胶原蛋白、重组人源化胶原蛋白、重组类胶原蛋白三类，丸美重点布局重组人源化胶原蛋白。目前重组胶原蛋白的分类主要有 3 种：

- 1) 重组人胶原蛋白：**指由 DNA 重组技术制备的人胶原蛋白特定型别基因编码的全长氨基酸序列，且有三螺旋结构，结构与天然胶原蛋白一致；目前市场暂未出现重组人胶原蛋白。
- 2) 重组人源化胶原蛋白：**由 DNA 重组技术制备的人胶原蛋白特定型别基因编码的全长或部分氨基酸序列片段，或是含人胶原蛋白功能片段的组合，与人胶原源性较高，为目前市场中重组胶原蛋白赛道玩家主要布局的原料，例如丸美股份（重组双胶原蛋白、医用重组 III 型胶原蛋白）、巨子生物（重组 I 型/III 型人胶原蛋白）、锦波生物（重组 III 型人源化胶原蛋白）、创建医疗（重组人源化胶原蛋白）。
- 3) 重组类胶原蛋白：**由 DNA 重组技术制备的经设计、修饰后的特定基因编码的氨基酸序列或其片段，或是这类功能性氨基酸序列片段的组合。其基因编码序列或氨基酸序列与人胶原蛋白的基因编码序列或氨基酸序列源性低，与人胶原源性低。

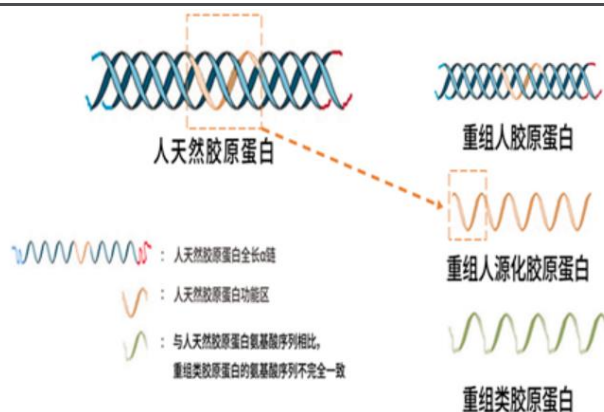
**表9：重组胶原蛋白种类**

名称	描述	特点	代表企业
重组人胶原蛋白	由 DNA 重组技术制备的人胶原蛋白特定型别基因编码的全长氨基酸序列，且有三螺旋结构。	生物活性高，同源性高	-
重组人源化胶原蛋白	由 DNA 重组技术制备的人胶原蛋白特定型别基因编码的全长或部分氨基酸序列片段，或是含人胶原蛋白功能片段的组合。	生物活性较高，同源性较高	丸美股份、巨子生物、锦波生物、创建医疗、聚源生物等
重组类胶原蛋白	由 DNA 重组技术制备的经设计、修饰后的特定基因编码的氨基酸序列或其片段，或是这类功能性氨基酸序列片段的组合。其基因编码序列或氨基酸序列与人胶原蛋白的基因编码序列或氨基酸序列源性低。	同源性低	巨子生物等

资料来源：国家药监局，民生证券研究院



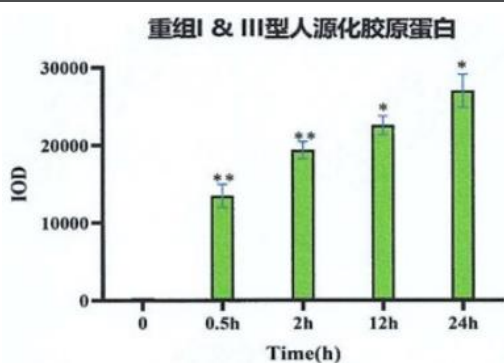
图16: 三种重组胶原蛋白结构对比



资料来源：汉肽生物公众号，民生证券研究院

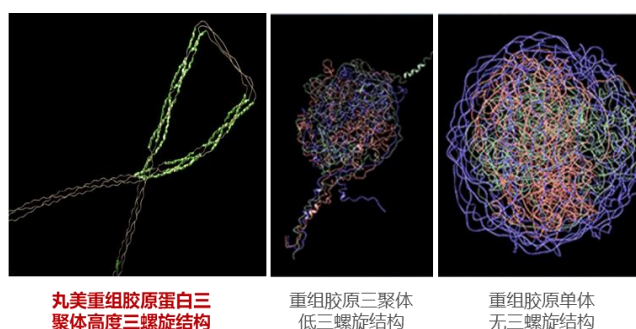
**丸美重组双胶原蛋白具有与人体胶原蛋白氨基酸序列 100%同源、高稳定性高活性等优势。**2021 年，公司发布与暨南大学基因工程药物国家工程中心合作研究、开发制备的重组双胶原蛋白，该胶原蛋白具有多方面的先进性：1) 氨基酸序列与人 I 型和 III 型胶原蛋白结构域序列一致，安全性更高；2) 利用 c-pro 扣环技术，以 1:1 的配比嵌合 I 型和 III 型胶原蛋白功能结构氨基酸序列，攻克两种胶原蛋白无法同时同补的难题，使皮肤可以主动透皮吸收；公司表皮模型 EpiKutis 试验结果显示，丸美的重组 I&III 型胶原蛋白在 0.5H、2H、12H、24H 任一时间点荧光物质的累积量显著高于前一时间点，丸美重组双胶原蛋白具有良好的透皮吸收性能；3) 通过独有翻译暂停技术，帮助胶原蛋白形成正确的三螺旋结构，使得最终产出的重组胶原蛋白在“序列”和“结构”上更接近人体胶原蛋白，提升胶原蛋白的稳定性和活性。

图17: 丸美重组双胶原蛋白 3D 表皮头皮吸收测试



资料来源：丸美股份 2022 年 ESG 报告，民生证券研究院  
注：图中数据表示累积光密度值统计（与上一时间点比较）

图18: 丸美重组双胶原蛋白 AlphaFold 结构



资料来源：丸美股份 2022 年 ESG 报告，腾讯网，民生证券研究院

**丸美重组胶原蛋白已应用于双胶原系列、小红笔眼霜 2.0 等化妆品以及医用重组胶原蛋白液体敷料和贴敷料等 II 类械产品。**1) 应用重组双胶原蛋白的产品：主要为护肤品，起保湿、抗衰等功效，产品包含小红笔眼霜 2.0 以及双胶原系列的眼霜、面膜、精华等；2) 应用重组 III 型胶原蛋白的产品：主要为二类医疗器械产品，用于创面修复，适用于晒伤、换季、敏感、医美术后、痘痘等场景，产品包含医用重组胶原蛋白液体敷料和贴敷料。

**表10：丸美品牌旗下应用重组胶原蛋白原料的产品**

赛道	产品	产品图	功效	价格
护肤品	第二代丸美小红笔眼霜		淡纹、淡化黑眼圈	441 元/30ml
	丸美小金针抗衰老次抛精华		淡纹、修护、充盈肌肤	513 元/45ml
	丸美双胶原眼霜		淡纹、上扬眼周	508 元/18ml
	丸美重组胶原蛋白洁面乳		温和去污、洗御合一	208 元/100g
	丸美重组胶原蛋白精华面膜（胶原绵绵杯）		紧致、淡纹、修护	458 元/80g
	丸美重组胶原蛋白精华水		细腻毛孔、紧致、淡纹	228 元/120ml
	丸美重组胶原蛋白精华乳		紧致、焕亮、强韧	368 元/80g
	丸美重组胶原蛋白精华霜		紧致、淡纹、修护	448 元/45g
	丸美脆皮冻干面膜		舒缓、水润、淡纹	490 元/10 片
	丸美胶原奶油霜		淡红、淡纹、修护	538 元/50g
二类医疗器械	医用重组胶原蛋白贴敷料		医美术后急救护理	-
	医用重组胶原蛋白液体敷料		医美术后急救护理	-

资料来源：公司官网，天猫旗舰店，民生证券研究院

**举办重组胶原蛋白论坛，搭建重组胶原蛋白“产学研检”一体协同化平台，助力重组胶原蛋白全产业链发展。**近年来，丸美持续通过举办论坛会议的方式，分享重组胶原蛋白的最新研究成果及其领域应用，推进行业技术升级和创新；2021年3月，举办首届生物科技抗衰创新论坛，发布全人源胶原蛋白；2022年10月，举办第二届重组胶原蛋白抗衰老论坛，发布采用丸美全人源双胶原蛋白技术专利的丸美脆皮冻干面膜、丸美胶原绵绵杯、丸美胶原奶油霜三大新品；2023年9月，举办以“向世界 致未来”为主题的第三届重组胶原蛋白科学家论坛，发布医用重组胶原蛋白贴敷料、医用重组胶原蛋白敷料两种II类医疗器械系列新品。

图19: 2021年丸美生物科技抗衰创新论坛



资料来源: 丸美股份 2022 年 ESG 报告, 民生证券研究院

图20: 2022年丸美第二届重组胶原蛋白抗衰老论坛



资料来源: 丸美股份 2022 年 ESG 报告, 民生证券研究院

此外, 2022 年, 丸美成立专有重组胶原蛋白“产学研医检”一体协同化平台, 通过建立内部完整的基础研究、应用开发、医学检测、中试实验、应用推广的成熟运行系统, 同时集成外部“学研医检”的扎实科研资源优势, 加速重组胶原蛋白技术从基础研究到产业发展的转化。根据丸美 2022 年第二届重组胶原蛋白抗衰老论坛, 丸美计划在 10 年内投入 10 亿进行重组胶原蛋白的持续研发, 2026 年预计推出重组胶原蛋白水光针医美产品, 2030 年推出重组胶原蛋白人工角膜和人工关节, 2032 年推出第一款重组胶原蛋白 3D 打印人体器官, 逐步实现丸美重组胶原蛋白的全产业链布局。

图21: 公司重组胶原蛋白布局进程

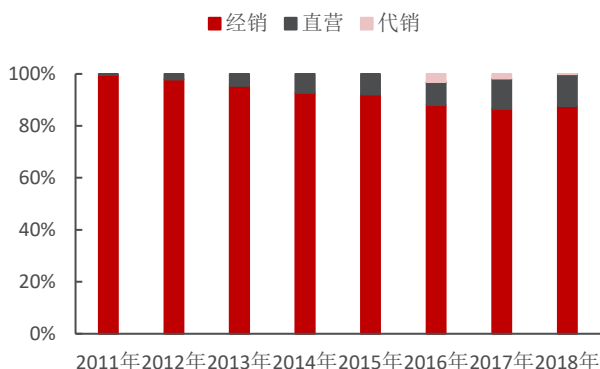


资料来源: 公司招股书, 丸美股份 2022 年 ESG 报告, 丸美天猫旗舰店, 腾讯网, 民生证券研究院

## 2.3 渠道：始于线下，转型线上，多渠道协同助力成长

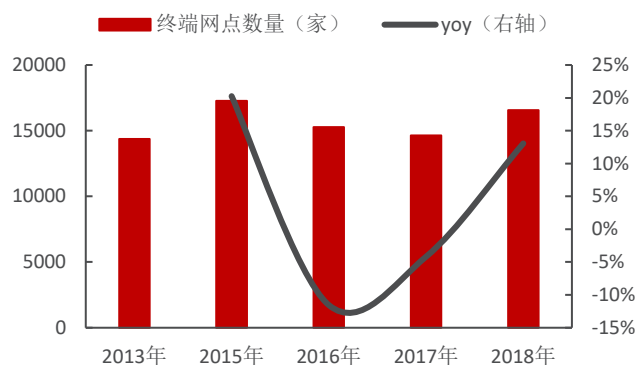
**起家于线下，以线下经销为主要销售模式。**早期，丸美主要借助经销商网点资源快速扩大销售范围，提升品牌市占率。根据公司招股书，2013-2018年，公司经销商数量从145个增至186个，经销商终端网点数量从14368家增至16555家，经销网络快速扩大，2018年末已实现全国31个省、自治区和直辖市的全覆盖。2019年后，公司逐步完善线上渠道，布局抖音、快手、小红书等内容电商。截至23H1，公司已形成线下经销为主、线上直营与经销并行的销售模式，建立覆盖线下日化专营店、百货商场专柜、美容院，及线上平台电商（天猫、京东、唯品会等）、内容电商（抖音、快手、小红书等）等多种渠道的销售网络。

图22：2011-2018年公司分销售模式收入结构



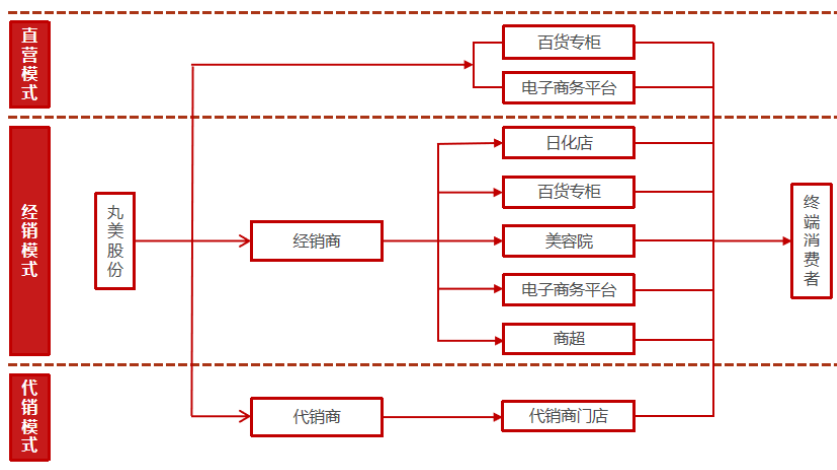
资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

图23：2013-2018年公司线下终端网点数量 (家)



资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

图24：公司渠道结构



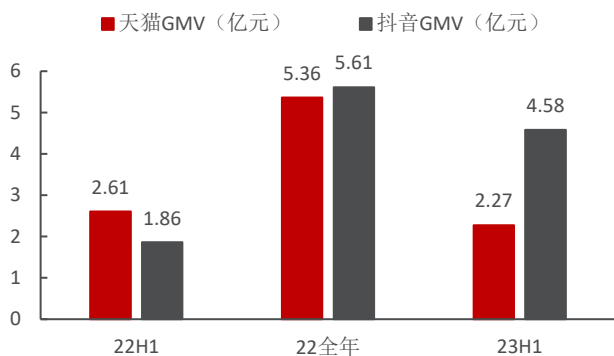
资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

**2020年发力线上渠道，把握电商渠道红利，同时注重提升线上渠道运营效率。**2020年前公司渠道以线下为主，2019年线下渠道收入占比为55.11%；2020年电商业态加速发展，公司开始转型线上，大力发展电商板块业务，资源团队深度倾斜，优化渠道结构和运营效率。从20年3月更换丸美天猫旗舰店TP为美妆代运



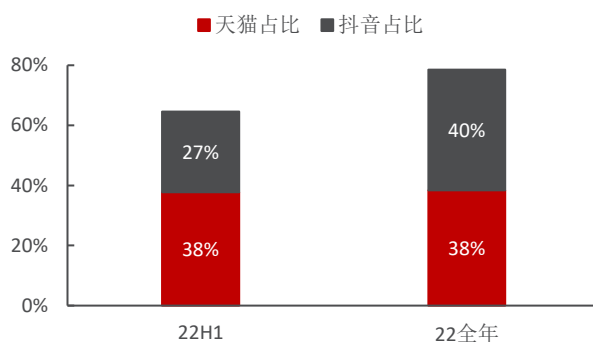
营龙头壹网壹创→21 年自建超 200 人的电商团队发力线上自营→22 年董事长直接带领推进线上转型→23 年 7 月设立以天猫为代表的货架电商部、以抖快为代表的自播电商部和达播电商部，并配置专业的业务负责人及团队，丸美电商业务逐渐调整完毕，线上渠道运营效率逐步改善。根据久谦数据，23H1，丸美品牌天猫+抖音渠道 GMV 为 6.86 亿元，同比增长 53.42%；天猫 +抖音合计 GMV 占丸美品牌营收的比例从 22H1 的 64.43%提升至 22 全年的 78.42%，线上业务收入及收入占比快速提升。

图25：丸美品牌天猫+抖音渠道 GMV (亿元)



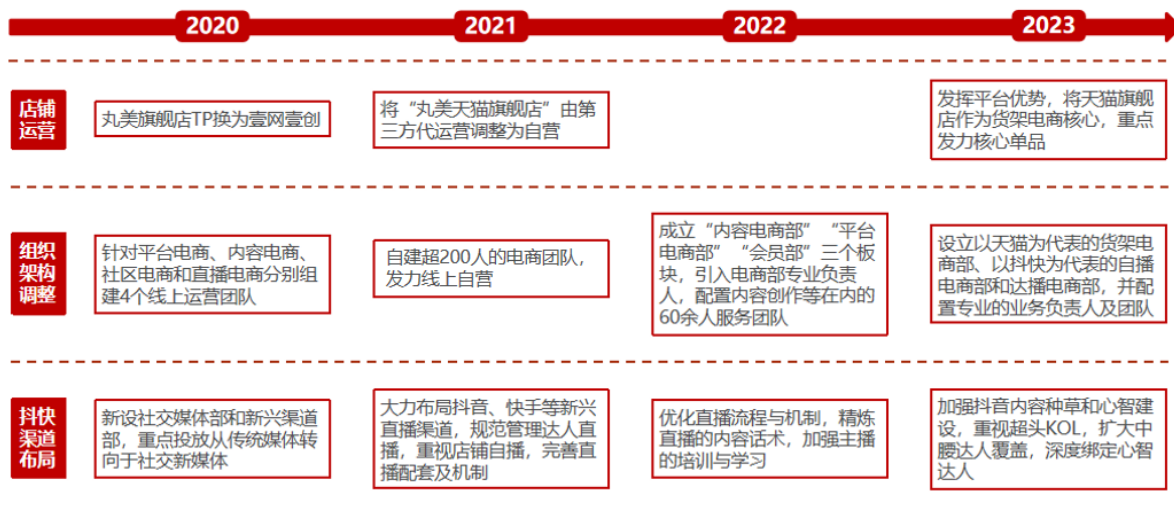
资料来源：久谦数据，民生证券研究院

图26：天猫+抖音 GMV 占丸美品牌营收的比例



资料来源：久谦数据，民生证券研究院

图27：公司线上转型历程

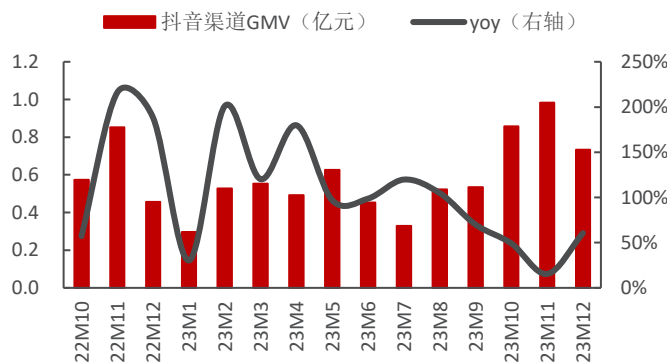


资料来源：公司公告，民生证券研究院

**把握新兴渠道流量红利，重点发力抖音、快手等直播平台。**自 2020 年启动线上转型以来，公司在夯实天猫、唯品会等传统货架电商发展的同时，重点布局线上抖音、快手等新兴直播渠道。在直播团队方面，公司合作李佳琦等超头主播、中腰部主播、网络红人、美妆博主高效促进产品销售；同时加强公司内部主播培训和管理，提升抖快自播占比，降低对“达人”的依赖，推动抖快直播业绩良性增长。根据久谦、飞瓜数据，2023 年丸美品牌抖音渠道同比实现良好增长，23 年 11 月抖音实现 GMV 0.98 亿元，同比+14.81%；丸美品牌抖音的自播占比从 22 年 1 月

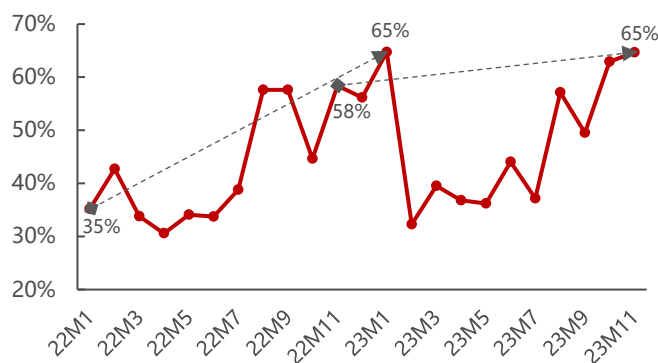
的约 35%提升至 23 年 11 月的 65%+，“达人”依赖度大幅降低。

图28：丸美品牌抖音渠道月度 GMV（百万元）及增速



资料来源：久谦数据，民生证券研究院

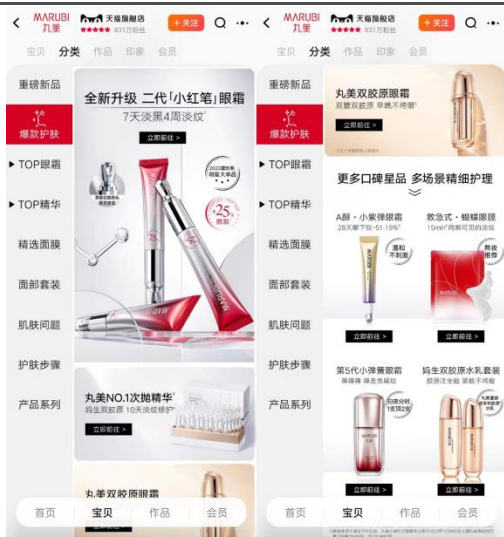
图29：丸美品牌抖音自播占比



资料来源：飞瓜数据，民生证券研究院

**坚定推进分渠分品策略，渠道精细化运营。**2021年，公司开始实行分渠分品策略，根据线上线下的销售场景和人群画像推出不同货盘，且不同平台各有侧重，截至23年3月线上线下产品区分度达60%~70%。**线上渠道方面，1) 天猫：**消费者在挑选产品时已产生具体需求，因此主推热门大单品，如小红笔眼霜、小金针次抛等，与竞品争夺存量需求；**2) 抖快：**推荐逻辑为基于视频内容和用户标签进行精准推荐，因此流量转化率和连带率更高，丸美在该渠道更侧重售卖套组；截至24年1月11日，丸美抖音官方旗舰店销量第一的SKU为四抗2.0套组，销量超15万。**线下渠道方面，1) CS、百货渠道：**由于丸美线下客群多为35~50岁的消费者，财富积累较年轻群体更充足，具有高粘性、高客单价的特征，丸美在线下CS、百货渠道主推高定系列，如晶致赋颜奢宠系列、鸢尾鎏金系列，客单价约500~600元；**2) 专业线渠道：**主推功能性护肤品，如冰柔安肤水漾修护精华油、富勒烯青春环采雪融霜奢享套组；**3) KKV与商超渠道：**主推小份单品，如重组胶原蛋白次抛精华2支装。

图30：丸美天猫旗舰店主推热门大单品



资料来源：丸美天猫旗舰店，民生证券研究院

图31：丸美抖音旗舰店主推护肤套组



资料来源：丸美抖音旗舰店，民生证券研究院

## 2.4 营销：“曝光→种草→转化” 闭环推进营销，品牌势能与产品销量共同增长

### 2.4.1 曝光：创意广告营销，提升品牌知名度

**合作当红明星，提升品牌知名度。**明星代言不仅能为品牌带来明星具备的基础流量，还能通过粉丝经济增加品牌创收，为品牌常用且行之有效的营销方式。2007年，丸美签约首位代言人袁咏仪，代言丸美金质弹力蛋白眼精华产品，产品广告依托极其简单直接而又能点明产品功效的广告语“弹弹弹，弹走鱼尾纹”快速出圈，帮助丸美品牌打开市场；此后，丸美将明星代言作为重要宣传手段，2009-2018年间合作梁朝伟、陈鲁豫、杨子姗、周迅、彭于晏等明星，接力打响品牌知名度。2019年，丸美开始推进品牌年轻化转型，由此公司还签约年轻偶像为品牌和产品代言人，帮助品牌触达更多年轻消费群体，例如2020年签约朱正廷为品牌大使；2021年签约INTO1组合成员林墨、米卡分别为品牌精华代言人和眼部护理代言人；2022年官宣twins钟欣潼、蔡卓妍代言丸美双胶原眼霜；2023年签约王安宇为品牌代言人，官宣戚薇为双胶原眼霜代言人。

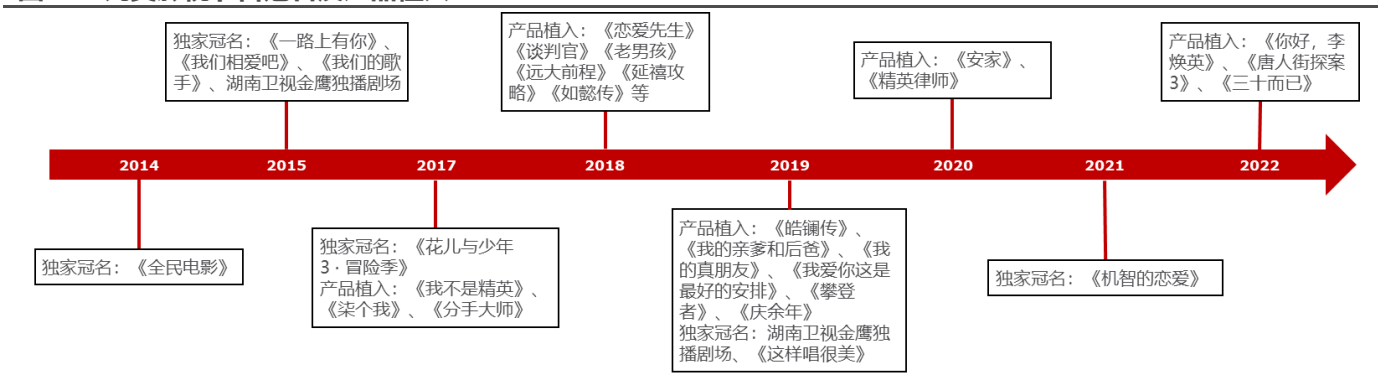
图32：丸美明星代言梳理



资料来源：公司招股书，丸美品牌公众号，凤凰网，潮观察，搜狐，民生证券研究院

**冠名影视节目，植入产品广告，扩大品牌推广面。**在传统媒体方面，丸美通过节目冠名、广告植入等形式进行品牌营销。2014-2018年，丸美传媒营销措施主要聚焦电影、电视剧及综艺冠名，例如14年独家冠名《全民电影》电影，15年独家冠名《一路上有你》、《我们相爱吧》等综艺节目，18年独家冠名《恋爱先生》、《谈判官》、《老男孩》等热门剧集。随丸美2019年开始线上转型，品牌在传统媒体平台的营销手段逐渐转为电视剧产品植入，例如19年在古装大剧《皓镧传》中植入丸美弹力蛋白眼精华；热播剧集《我爱你这是最好的安排》的主角使用丸美弹力蛋白凝时紧致系列产品为产品引流。

图33：丸美影视节目冠名及产品植入



资料来源：丸美品牌公众号，丸美股份公众号，民生证券研究院

**投放梯媒、户外大屏等渠道，实现产品内容深渗透、品牌用户强收割。**丸美通过投放楼宇电梯、万达院线、机场、户外大屏、高铁站等平台，加强线下消费群体宣传。2022年，丸美合作分众传媒、新潮传媒合作，将丸美双胶原眼霜“与时间作对” TVC 在 168 个城市、26 万+社区进行战略投放，覆盖 3 大核心广告场景，精准触达超 4 亿都市主流人群；“38”节期间，利用全国 200 万块广告屏，战略投放 100 城，分众传媒累计 196 亿人次曝光，新潮传媒累计 5.5 亿人次曝光，共计高达 200 亿+人次。

图34：丸美投放楼宇电梯



资料来源：分众传媒，民生证券研究院

## 2.4.2 种草：“主题活动+态度短片+KOL 矩阵”内容营销，提升品牌好感度与认同感

以眼霜节等活动为支点，推出“态度短片”，引发话题热议，以情感共识增强品牌认同感。丸美主要通过眼霜节活动、“38”节大促等活动节点推出主题短片，向消费者传递“美、从眼前开始”的品牌情感理念，并引发话题热议，扩大营销范围。丸美于 2014 年举办“我 EYE 用王牌”首届眼霜节，至今已开展至第十届；在历届眼霜节中，丸美围绕“眼”推出多个态度短片诉说品牌故事，例如 15 年推出《眼》、16 年推出《不怕黑》、18 年推出《好好看的眼睛》、21 年推出令人心跳



的眼神》、23年推出《女孩，别怕太显眼》等，其中梁朝伟主演的三分钟广告《眼》营销效果突出，播出8天内影响受众14亿+人次，广告价值超3.5亿，传播媒体价值ROI达到1:14。

**表11：丸美主题短片营销**

推出时间	片名	主演	主题	活动	投放渠道
2014年	《让美从眼前开始》	陈洁	带你遇见另一个自己	眼霜节	电视媒体
2015年	《眼》	梁朝伟	你一直在追求完美，其实完美很简单，当我一看到你的眼睛，我就看到丸美。	眼霜节	湖南卫视、江苏卫视、浙江卫视、东方卫视
2016年	《不怕黑》	梁朝伟、周迅	年轻就是未知，不怕黑，就是年轻。趁年轻，勇敢爱。	眼霜节	湖南卫视
2017年	《偏心的佐佐木公夫》	佐佐木公夫	每一瓶眼霜都来自一颗心，它是情感的结果，而不仅仅是科研的产物。专注，源于偏爱。	眼霜节	中央电视台、湖南卫视、安徽卫视、贵州卫视等十多家电视媒体
2018年	《用好好看的眼睛陪你好好看世界》	彭于晏	你有一双好好看的眼睛，好好看世界。	眼霜节	微博等线上平台
2020年	《丸美·村上隆》	村上隆	童心童颜 用幼稚力征服世界。	眼霜节	微博、抖音等线上平台
2021年	《令人心跳的眼神》	INTO1-米卡	用眼神触动心跳，守护每一双充满力量的眼	眼霜节	微博、抖音等线上平台
2022年	《一眼倾心凤求凰》	-	以古典舞的形式，展示司马相如与卓文君的浪漫爱情故事；以国货美妆传承中国传统美学	抖音“大美中国”系列活动	河南卫视、抖音电商美妆 D-Beauty
2023年	《眼光高，错了吗》	杨笠	眼光高没有错，女性不必受世俗评价的束缚，更不必被“眼光高”所定义。	“38节”大促	微博、抖音、小红书等线上平台
2023年	《女孩，别怕太显眼》	戚薇	那些看向你的眼光，不过是打在你身上的光束，那些照向你的最终会照亮你。	眼霜节	微博、抖音、小红书等线上平台

资料来源：公司官网，未来迹，化妆品报，民生证券研究院

**美妆 KOL 科普推荐，提升消费者对品牌的好感度。**美妆护肤类 KOL 普遍拥有丰富的美妆知识与专业的甄别能力，更能直击消费者痛点，因此丸美积极与抖音、小红书 KOL/KOC 合作，通过产品开箱等方式进行产品“种草”，例如23年38节活动中，丸美合作美妆垂类博主九儿大魔王，以丸美产品试用、公关礼盒开箱的视频内容，展示产品的实际功效，完成粉丝种草。此外，丸美还合作精致的大姨夫、露露黄了、成分配方师怡姐等以成分测评为主要视频内容的 KOL 进行产品的科普种草，通过深入探讨眼霜成分，展现使用前后的真实对比，加速消费者对产品的了解，逐步将互联网用户转化为品牌粉丝。

图35: 丸美合作美妆领域 KOL

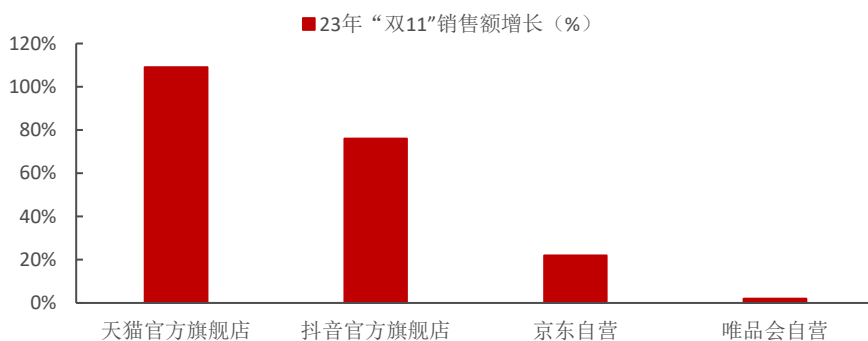


资料来源: 小红书, 抖音, 民生证券研究院

### 2.4.3 转化: 自播+达播带货转流量为产品销量, 规模效应下盈利能力有望持续优化

自播、达播带货, 完成流量到销量的转化。丸美建立起张凯毅、骆王宇等头部流量到旗舰店自播带货的传播矩阵, 推动产品转化。根据未来迹、蝉妈妈等数据显示, 23年“双11”, 丸美天猫官方旗舰店实现销售额 1.27 亿元, 同比+109%; 丸美抖音官方旗舰店实现销售额 1 亿元+, 同比+76%; 京东自营同比增长约 22%; 唯品会自营同比增长 2%, 主流电商渠道直营店均实现增长。此外, 23年“双11”期间, 丸美与超头李佳琦展开合作, 在其直播间销售二代小红笔胜肽眼霜, 单款产品预售额约 0.24 亿元; 累计 138 名“达人”带货丸美产品, 整体销售额同比+53.2%, 其中头部达人“超级丹”销售额超 2000 万元。

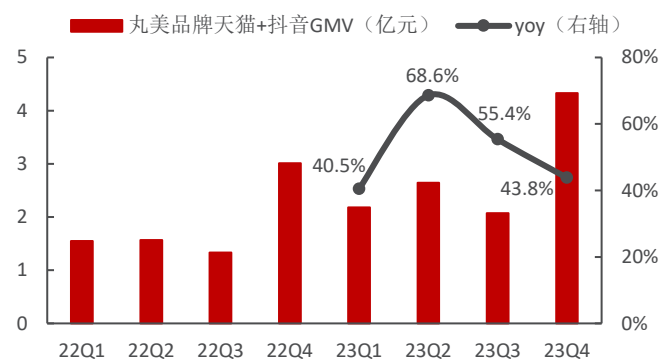
图36: 23年“双11”丸美品牌销售情况



资料来源: 未来迹, 蝉妈妈, 民生证券研究院

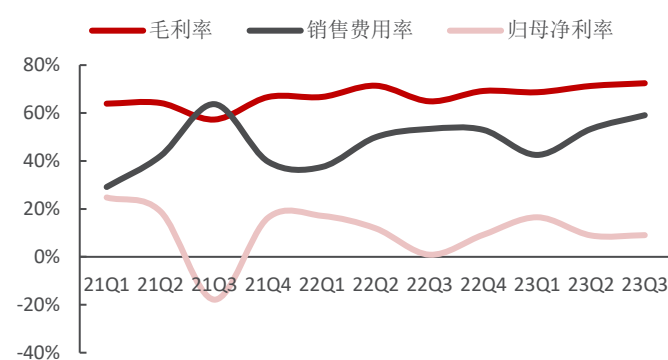
**品牌销售持续高增，规模效应下盈利能力有望持续优化。**基于成熟的“曝光→种草→转化”的闭环营销模式，丸美品牌坚持营销费用投放，拉动品牌销量与品牌势能提升；根据公司公告及久谦数据，丸美品牌 23 年在线上渠道持续高增长，23H1 丸美品牌抖音快手同比+130%，天猫旗舰店同比+28%；23Q3/Q4 天猫+抖音合计实现 GMV 2.07/4.33 亿元，同比+55%/44%。中长期来看，持续积累的品牌势能有望转化为长期增长动能，费用投放效率提升，品牌将逐步从收入快速提升的扩规模阶段进阶至利润快速提升的提盈利阶段，实现收入与利润的高增。

图37：丸美品牌分季度天猫+抖音 GMV (亿元) 及增速



资料来源：久谦数据，民生证券研究院

图38：公司整体季度毛利率、销售费用率、归母净利率



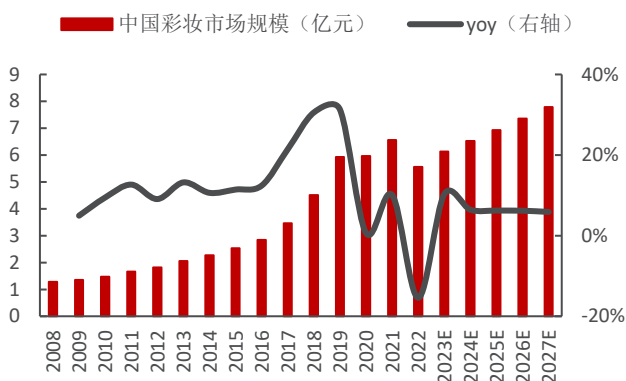
资料来源：ifind，公司公告，民生证券研究院

### 3 恋火：聚焦底妆细分赛道的国货新锐彩妆品牌，产品放量开启公司第二增长曲线

#### 3.1 国货彩妆加速崛起，底妆赛道大有可为

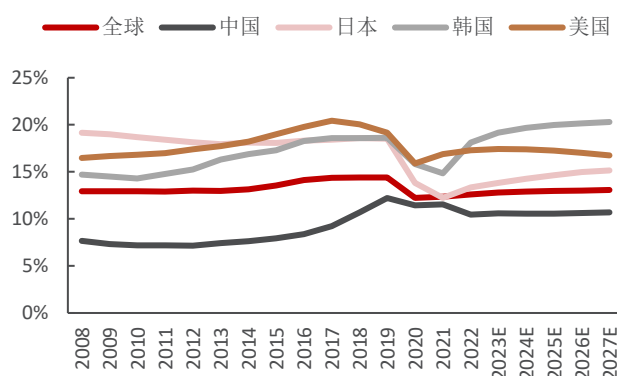
彩妆行业市场持续扩大，预期 2027 年市场规模占美妆整体市场的 11%，对标海外渗透率仍有提升空间。欧睿数据显示，2008-2021 年，我国彩妆行业市场整体呈增长态势，市场规模从 128.45 亿元增至 656.52 亿元，对应 CAGR 为 13.37%；2022 年疫情影响下消费者外出减少，彩妆行业承压明显，市场规模同比 -15.40%至 555.30 亿元；2023 年及以后随消费场景恢复，彩妆市场规模有望恢复增长。欧睿数据预测，到 2027 年底，我国彩妆行业市场规模有望达到 778.64 亿元，22-27 年 CAGR 为 7.00%，恢复稳健增长。从渗透率看，我国彩妆行业市场规模占美妆整体市场的比例从 2008 年的 8%提升至 2022 年的 10%，并预计在 2027 年提升至 11%，与全球（13%）、日本（15%）、韩国（20%）、美国（17%）的水平相比仍有提升空间。

图39：中国彩妆行业市场规模（亿元）及增速



资料来源：欧睿，民生证券研究院

图40：中美日韩彩妆行业规模占整体美妆市场的比例



资料来源：欧睿，民生证券研究院

国货整体在彩妆行业的市占率持续提升，龙头增长空间广阔。根据欧睿数据，2013-2022 年，中国彩妆市场市占率 TOP20 品牌中国货品牌的数量整体维持在 5 个的水平，22 年挤进 TOP20 的国货品牌共 6 个；市占率方面，中国彩妆市场 CR10 从 2013 年的 43.2%降至 2022 年的 39.7%，其中国货占据份额从 2013 年的 9.3%升至 2022 年的 11.3%；CR20 从 2013 年的 57.1%升至 2022 年的 61.4%，其中国货占据份额从 2013 年的 12.1%升至 2022 年的 17.2%，头部国货品牌争夺到更多的头部市场份额。此外，对比海外市场，中国彩妆行业市场市占率前十品牌中，本土品牌合计市场份额水平较低，2022 年中国彩妆前十品牌中本土品牌合计市占率为 11.3%，较日本（27.9%）、韩国（23.1%）、美国（28.8%）仍有较大提升空间，看好未来国货品牌市占率提升，以及国货彩妆龙头在该上升期中的增长空间。

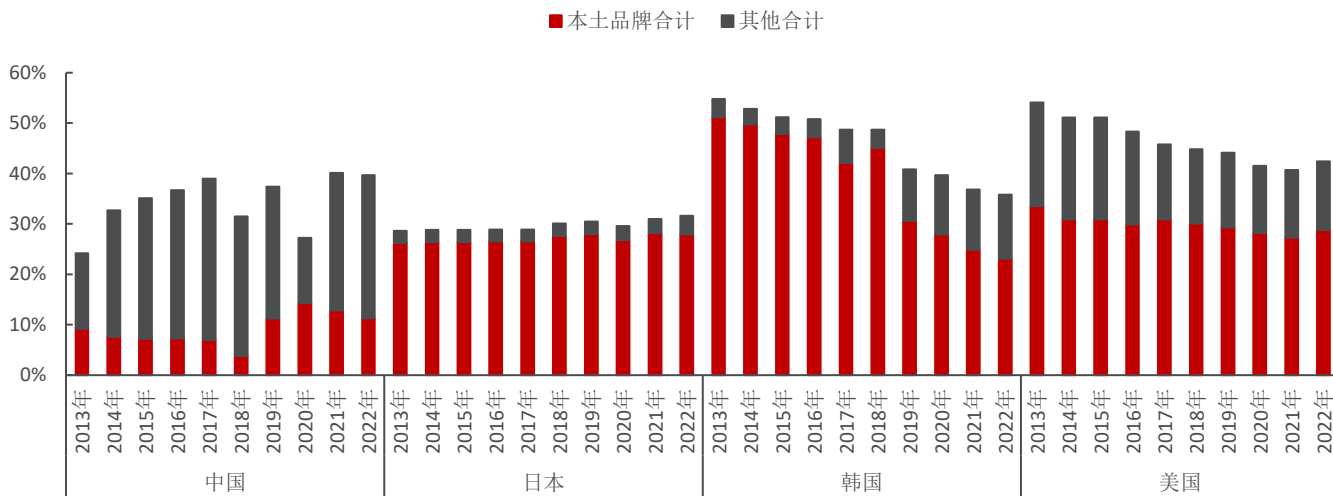


**表12: 2013-2022 年中国彩妆行业市占率 TOP20 品牌**

排名	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
1	美宝莲 (13.0%)	美宝莲 (12.1%)	美宝莲 (11.1%)	美宝莲 (10.1%)	美宝莲 (8.3%)	美宝莲 (6.5%)	迪奥 (6.1%)	完美日记 <b>(6.7%)</b>	花西子 <b>(6.5%)</b>	YSL (5.7%)
2	梦妆 (5.7%)	梦妆 (5.0%)	卡姿兰 <b>(5.0%)</b>	卡姿兰 <b>(4.9%)</b>	迪奥 (4.7%)	迪奥 (6.0%)	美宝莲 (5.1%)	迪奥 (6.0%)	完美日记 <b>(6.3%)</b>	迪奥 (5.6%)
3	巴黎欧莱雅 (4.4%)	卡姿兰 <b>(4.6%)</b>	梦妆 (4.7%)	梦妆 (4.2%)	卡姿兰 <b>(4.5%)</b>	兰蔻 (4.3%)	完美日记 <b>(5.1%)</b>	花西子 <b>(5.1%)</b>	迪奥 (6.1%)	花西子 <b>(5.4%)</b>
4	卡姿兰 <b>(4.3%)</b>	巴黎欧莱雅 (4.3%)	蜜丝佛陀 (4.2%)	兰蔻 (4.0%)	兰蔻 (4.3%)	卡姿兰 <b>(3.8%)</b>	兰蔻 (4.9%)	兰蔻 (5.0%)	兰蔻 (5.1%)	兰蔻 (5.4%)
5	迪奥 (3.0%)	玫琳凯 (3.3%)	巴黎欧莱雅 (4.1%)	巴黎欧莱雅 (3.7%)	梦妆 (3.4%)	YSL (3.3%)	MAC (3.8%)	美宝莲 (4.0%)	YSL (4.3%)	阿玛尼 (3.3%)
6	韩束 <b>(3.0%)</b>	迪奥 (3.1%)	兰蔻 (3.5%)	迪奥 (3.4%)	巴黎欧莱雅 (3.2%)	MAC (3.2%)	YSL (3.7%)	YSL (3.8%)	阿玛尼 (3.4%)	完美日记 <b>(3.1%)</b>
7	玫琳凯 (2.9%)	韩束 <b>(3.0%)</b>	迪奥 (3.1%)	蜜丝佛陀 (2.8%)	悦诗风吟 (2.8%)	巴黎欧莱雅 (2.7%)	卡姿兰 <b>(3.2%)</b>	MAC (3.4%)	美宝莲 (3.0%)	3CE (2.9%)
8	兰蔻 (2.8%)	兰蔻 (2.9%)	玫琳凯 (3.0%)	悦诗风吟 (2.8%)	蜜丝佛陀 (2.8%)	香奈儿 (2.7%)	阿玛尼 (3.0%)	阿玛尼 (3.1%)	MAC (2.9%)	香奈儿 (2.8%)
9	香奈儿 (2.2%)	香奈儿 (2.4%)	玛丽黛佳 <b>(2.2%)</b>	玛丽黛佳 <b>(2.4%)</b>	香奈儿 (2.5%)	梦妆 (2.5%)	花西子 <b>(2.9%)</b>	雅诗兰黛 (2.6%)	香奈儿 (2.8%)	卡姿兰 <b>(2.8%)</b>
10	玛丽黛佳 <b>(1.9%)</b>	蜜丝佛陀 (2.0%)	香奈儿 (2.2%)	玫琳凯 (2.4%)	玛丽黛佳 <b>(2.5%)</b>	悦诗风吟 (2.5%)	香奈儿 (2.6%)	卡姿兰 <b>(2.5%)</b>	雅诗兰黛 (2.7%)	MAC (2.7%)
11	雅姿 (1.7%)	玛丽黛佳 <b>(2.0%)</b>	兰芝 (2.1%)	香奈儿 (2.1%)	MAC (2.2%)	蜜丝佛陀 (2.4%)	纪梵希 (2.5%)	香奈儿 (2.5%)	卡姿兰 <b>(2.6%)</b>	Nars (2.6%)
12	兰芝 (1.6%)	兰芝 (1.9%)	兰瑟 <b>(1.9%)</b>	兰芝 (2.1%)	纪梵希 (2.1%)	玛丽黛佳 <b>(2.2%)</b>	雅诗兰黛 (2.5%)	纪梵希 (2.3%)	Colorkey <b>(2.5%)</b>	雅诗兰黛 (2.6%)
13	兰瑟 <b>(1.6%)</b>	兰瑟 <b>(1.8%)</b>	悦诗风吟 (1.7%)	纪梵希 (1.9%)	玫琳凯 (1.9%)	纪梵希 (2.2%)	巴黎欧莱雅 (2.3%)	巴黎欧莱雅 (2.3%)	巴黎欧莱雅 (2.3%)	美宝莲 (2.6%)
14	雅诗兰黛 (1.5%)	雅诗兰黛 (1.6%)	纪梵希 (1.7%)	兰瑟 <b>(1.8%)</b>	YSL (1.8%)	雅诗兰黛 (2.2%)	悦诗风吟 (2.1%)	蜜丝佛陀 (1.9%)	3CE (2.2%)	Colorkey <b>(2.3%)</b>
15	娇兰 (1.5%)	娇兰 (1.6%)	雅诗兰黛 (1.4%)	MAC (1.6%)	雅诗兰黛 (1.8%)	阿玛尼 (2.2%)	梦妆 (2.0%)	稚优泉 <b>(1.9%)</b>	纪梵希 (2.2%)	巴黎欧莱雅 (2.2%)
16	完美 <b>(1.3%)</b>	纪梵希 (1.5%)	娇兰 (1.4%)	雅诗兰黛 (1.3%)	兰瑟 <b>(1.7%)</b>	花西子 <b>(2.0%)</b>	蜜丝佛陀 (1.9%)	3CE (1.8%)	Nars (1.9%)	纪梵希 (2.0%)
17	ZA (1.3%)	雅姿 (1.5%)	MAC (1.2%)	玫珂菲 (1.2%)	兰芝 (1.7%)	完美日记 <b>(1.6%)</b>	稚优泉 <b>(1.9%)</b>	梦妆 (1.7%)	蜜丝佛陀 (1.8%)	芭比波朗 (2.0%)
18	贝玲妃 (1.3%)	完美 <b>(1.3%)</b>	玫珂菲 (1.2%)	娇兰 (1.2%)	阿玛尼 (1.5%)	兰瑟 <b>(1.4%)</b>	滋色 <b>(1.7%)</b>	滋色 <b>(1.7%)</b>	植村秀 (1.6%)	毛戈平 <b>(1.8%)</b>
19	纪梵希 (1.1%)	玫珂菲 (1.2%)	完美 <b>(1.2%)</b>	植村秀 (1.1%)	玫珂菲 (1.2%)	兰芝 (1.4%)	玛丽黛佳 <b>(1.6%)</b>	悦诗风吟 (1.6%)	芭比波朗 (1.5%)	橘朵 <b>(1.8%)</b>
20	MAC (1.0%)	ZA (1.2%)	雅姿 (1.2%)	完美 <b>(1.1%)</b>	植村秀 (1.1%)	玫琳凯 (1.3%)	爱敬 (1.6%)	小奥汀 <b>(1.6%)</b>	橘朵 <b>(1.5%)</b>	蜜丝佛陀 (1.8%)
国货品牌个数	5	5	4	4	3	5	5	6	5	6
TOP10品牌中国货市占率	9.2%	7.6%	7.2%	7.3%	7.0%	3.8%	11.2%	14.3%	12.8%	11.3%
TOP20品牌中国货市占率	12.1%	12.7%	10.3%	10.2%	8.7%	11.0%	16.4%	19.5%	19.4%	17.2%

资料来源: 欧睿, 民生证券研究院; 注: 彩色文字对应国货品牌

图41：中美日韩彩妆市场 TOP10 品牌中本土品牌占据份额情况对比

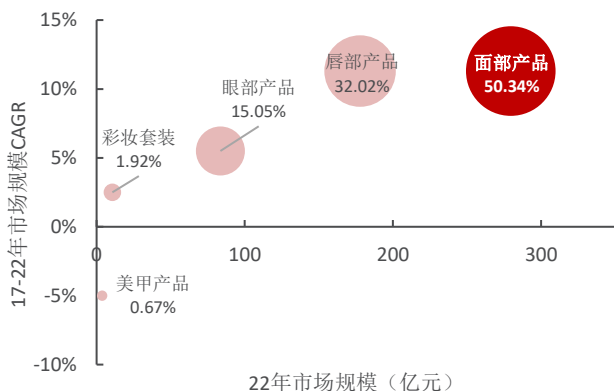


资料来源：欧睿，民生证券研究院

**面部彩妆为彩妆市场主要品类，市场规模增长快于眼唇类彩妆，具备发展机会。**

从彩妆市场份额分布看，面部彩妆占据我国彩妆市场主要份额，欧睿数据显示，2022 年中国面部彩妆市场份额为 279.52 亿元，占彩妆整体市场的 50.34%；预计 2027 年市场规模达 377.47 亿元，占彩妆整体市场的 54.26%。2) 从彩妆细分行业市场规模增速看，面部彩妆市场规模增长快于眼部彩妆和唇部彩妆，欧睿数据显示，2017-2022 年，中国面部彩妆市场份额 CAGR 为 11.3%，眼部彩妆和唇部彩妆分别为 5.5%/11.3%；2022-2027 年，中国面部彩妆市场份额 CAGR 为 6.2%，眼部彩妆和唇部彩妆分别为 3.1%/3.3%。我国面部彩妆品类将加速发展，抢占更多彩妆行业市场份额，存在较大发展机会。

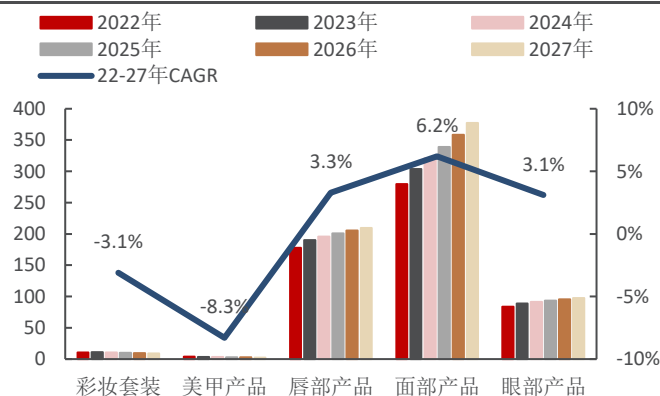
图42：面部彩妆市场份额占比高且增速快



资料来源：欧睿，民生证券研究院；

注：圆圈大小代表类目 22 年市场份额占比

图43：彩妆细分类目市场规模（亿元）及复合增速



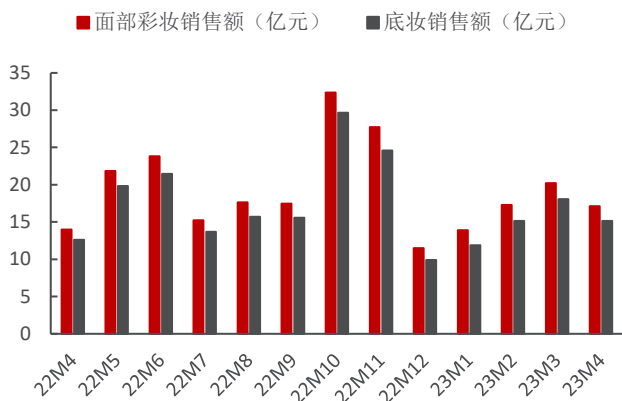
资料来源：欧睿，民生证券研究院

**聚焦面部彩妆细分赛道，底妆市场的基本盘体量大且增长韧性较强，为彩妆赛道的高价值板块。**

底妆为我国面部彩妆最大的细分市场，根据用户说数据，MAT2023 (22 年 5 月-23 年 4 月) 淘宝天猫平台面部彩妆 GMV 为 236.0 亿元，其中底妆品类贡献 210.6 亿元，占比~89%；同时，艾瑞咨询数据显示，我国底妆

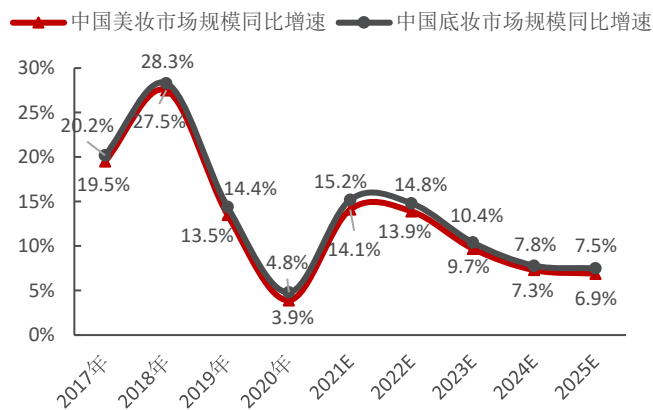
市场规模 2016 年-2021 年增速连续跑赢美妆市场,并预计 21-25 年仍以 10.11% 的复合增速维持增长(高于美妆整体行业 9.42%),增长韧性较强,发展潜力凸显。

图44: 淘宝天猫面部彩妆/底妆市场规模 (亿元)



资料来源: 用户说, 民生证券研究院; 注: 时间为 22 年 4 月-23 年 4 月

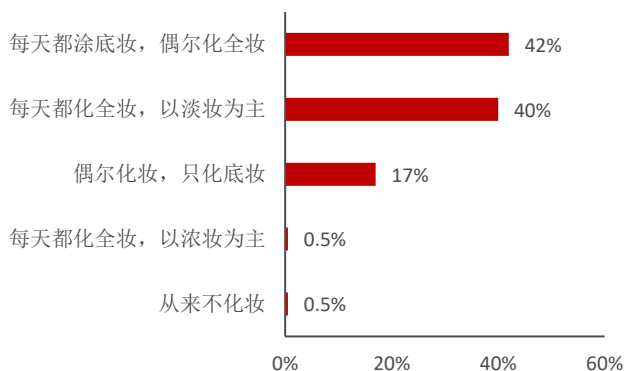
图45: 中国美妆及底妆行业市场规模同比增速



资料来源: 艾瑞咨询, 民生证券研究院

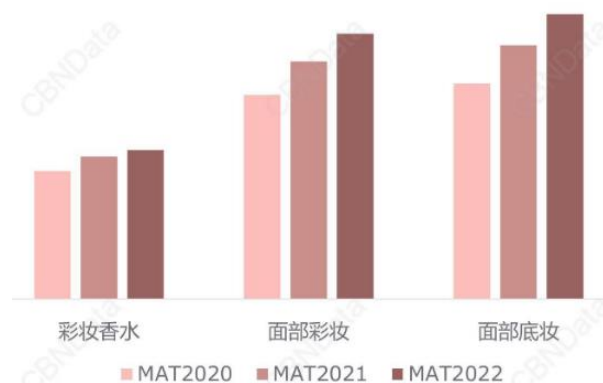
**底妆相较色彩类产品门槛更高, 同时具有高回购、高件单价等特点, 为强实力新锐品牌的新机会点。**从产品特点看, 与口红等色彩类产品相比, 底妆使用频率高、覆盖面积大且与脸部接触时间长, 消费者对底妆在持久度、妆感、安全性、舒适性甚至功效性等方面有更高的要求, 同时特别是对于粉底等产品, 客户多以产品肤感为导向, 一旦找到适合自身肤质的产品, 消费者的回购度和忠诚度更高, 粘性更强。从产品研发看, 由于消费者对底妆的功能诉求极其多元, 包含遮瑕、持妆、控油、轻薄、不暗沉等基本诉求, 同时还在向抗氧化、抗衰、修护屏障等进阶功效进阶, 生产能同时满足多元诉求的产品对原料开发、配方开发、生产工艺等技术提出极高的要求, 产品制造门槛和件单价较色彩产品更高。综合来看, 底妆相较色彩类产品生产门槛更高, 同时具有高回购、高件单价等特点, 为强实力品牌的新机会点。

图46: 82%的消费者每天都会使用底妆产品



资料来源: 青眼, 民生证券研究院

图47: MAT2020-2022 面部底妆产品件单价更高



资料来源: CBNDATA, 民生证券研究院

## 3.2 恋火品牌转型定位新锐彩妆品牌，深耕底妆赛道，持续完善产品矩阵

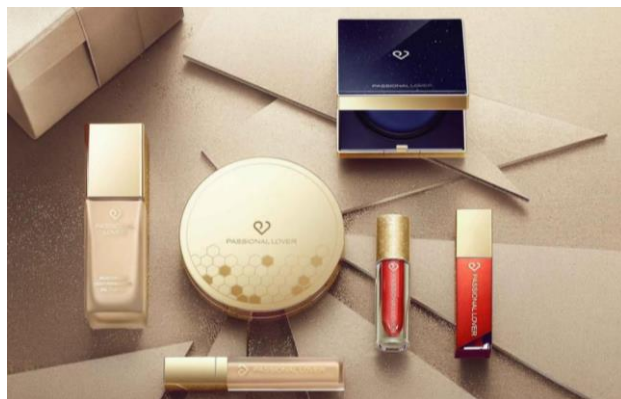
**产品定位错位主流趋势+外部环境驱动品牌两次转型。** 1) 第一次转型 (2018年): 公司于2017年控股恋火品牌, 2018年开启恋火的首轮全新品牌战略升级, 通过深度合作科丝美诗、蔻丝恩、科玛、PurplePatch、BOUNDARY DESIGN 等多家行业优秀供应商, 签约奢侈品牌御用设计师, 启用顶尖的韩国团队、韩国模特、韩国创意等, 品牌重新定位轻奢韩系彩妆品牌。但由于近年来韩娱文化影响减退以及国潮崛起, 恋火首次转型并未获得良好的市场反应。

图48: 恋火 2019 年春夏形象画面



资料来源: 青眼, 民生证券研究院

图49: 恋火 2019 年春夏新品发布



资料来源: 青眼, 民生证券研究院

2) 第二次转型 (2020年): 根据公司19年发布的招股书, 恋火早期产品主要定位色彩较为丰富的眼唇部彩妆赛道, 产品包含恋火红韵缤纷亮颜腮红、恋火果色缤纷四色眼影等, 产品的潮流属性决定品牌需要跟随市场变化高频更新迭代产品矩阵以巩固品牌市场份额, 且眼唇类赛道 SKU 极多的特点决定公司在该品类难以打造较为突出的大单品拉动品牌增长; 同时, 在2019年疫情开始影响消费者外出频次, 进而导致其对眼唇彩妆需求下降的背景下, 恋火于2020年再次调整品牌策略, 强调新锐彩妆品牌定位, 弱化韩系概念; 同时依托来自韩国的底妆技术, 聚焦底妆产品的研发, 逐步精简品类和 SKU 数量, 打造“高质极简”的品牌形象。

图50: 2021 年恋火“心磁力”持妆 CP 最新形象 KV



资料来源: CBO focus, 民生证券研究院

图51: 恋火 2021 年推出的新品更多为底妆产品



资料来源: CBO focus, 民生证券研究院



**深耕底妆赛道，推出适用不同肤质的系列产品，满足消费者多元需求。**截至目前，恋火旗下共有“看不见”系列、“蹭不掉”系列、“星钻”系列三大产品系列，其中“看不见”系列为干皮专研，主打看不见妆感、卡粉、斑驳，包含粉底液、气垫、粉霜、粉饼、妆前乳等产品；“蹭不掉”系列为油皮专研，主打轻薄、遮瑕、持妆，包含粉底液、气垫、散粉、粉饼、定妆喷雾、妆前霜等产品；“星钻”系列为线下专享系列，包含卸妆油、粉饼、面霜等产品。“看不见”系列和“蹭不掉”系列定价均处于100-300元区间，但两者产品的适用肤质错位互补；“星钻”系列定位高端，在价格带上对产品矩阵进行完善，使得恋火现有产品能够满足线上线下不同层级、不同肤质消费者多元需求。

图52：恋火三大系列（“看不见”系列、“蹭不掉”系列、“星钻”系列）产品矩阵

品类	系列	产品	产品图	产品卖点	产品价格	推出时间	系列	产品	产品图	产品卖点	产品价格	推出时间	系列	产品	产品图	产品卖点	产品价格	推出时间
底妆	看不见系列	粉底液 1.0 清透版		1) 6大保湿精华+高保湿水润质地； 2) 妆水更养肤，服帖不显卡粉； 3) 四大抗氧成分，不显氧化。	168元/30g	2021年6月	蹭不掉系列	粉底液 1.0		1) 独特树脂成膜剂形成透气清透网膜； 2) 自带微光颗粒级； 3) 粉饼平均粒径仅0.3微米； 4) 透色倍显细腻，共三个色号适合各类肤色。	168元/30ml	2022年6月	星钻系列	粉底液 2.0		1) 低粉膜吸油粒子； 2) 3D网状膜膜，轻薄软膜，降低粉感更服帖；更“无瑕”； 3) 分区上妆，更清薄。	168元/30ml	2023年5月
		粉底液 2.0 遮瑕版		1) 高折光油膜相当于妆前乳； 2) 特殊柔雾网络相当于遮瑕； 3) 片状偶云母相当于高光； 4) 立体柔焦粉末填充在毛孔/细纹/皱纹。	168元/30g	2023年9月		粉底液 2.0		1) 低粉膜吸油粒子； 2) 3D网状膜膜，轻薄软膜，降低粉感更服帖；更“无瑕”； 3) 分区上妆，更清薄。	168元/30ml	2023年5月		粉底液 2.0		1) 低粉膜吸油粒子； 2) 3D网状膜膜，轻薄软膜，降低粉感更服帖；更“无瑕”； 3) 分区上妆，更清薄。	168元/30ml	2023年5月
		粉霜		1) 微米级引磁粒子 (0.6μm)，让底妆更加贴合肌肤； 2) 52%水润精华，加润抗氧保湿成分； 3) 促进肌肤屏障修复，强韧肌肤。	138元/15g 248元/30g	2022年9月		气垫		1) 多孔球形粉体，强力吸油控油毛孔，妆面清爽，12H吸油； 2) 片状偶云母+云母“隐形补光” 细腻服帖，抗氧化，长效持久； 3) 矿物粉+氨基酸包裹，强效修护“+”鹿胶防护衣高效保湿，防水防干纹修护； 4) 双重成膜剂，三重抗氧因子。	258元/14g正装 298元/ (14g正装+替换芯)	2023年5月		气垫		1) 微米级引磁粒子 (0.6μm)，让底妆更加贴合肌肤； 2) 52%水润精华，加润抗氧保湿成分； 3) 促进肌肤屏障修复，强韧肌肤。	138元/15g 248元/30g	2022年9月
		气垫		1) 超细粉体配合新冰晶微粉，粉感看不见； 2) 超膜锁妆技术不易脱妆； 3) 专研三重超微粉技术 (高压气流粉碎+压力粉碎技术)，一拍柔焦。	258元/14g正装 298元/ (14g正装+替换芯)	2022年9月		气垫		1) 超细粉体配合新冰晶微粉，粉感看不见； 2) 超膜锁妆技术不易脱妆； 3) 专研三重超微粉技术 (高压气流粉碎+压力粉碎技术)，一拍柔焦。	258元/14g正装 298元/ (14g正装+替换芯)	2022年9月		气垫		1) 超细粉体配合新冰晶微粉，粉感看不见； 2) 超膜锁妆技术不易脱妆； 3) 专研三重超微粉技术 (高压气流粉碎+压力粉碎技术)，一拍柔焦。	258元/14g正装 298元/ (14g正装+替换芯)	2022年9月
底妆	看不见系列	粉饼		1) 粉饼平均粒径细至 3.1微米； 2) Vitamin E抗氧化防腐可增强肌肤光泽度。	158元/9g	2022年2月	蹭不掉系列	粉饼		1) 粉饼平均粒径细至 3.1微米； 2) 三种色号满足不同肤质的需求，叠涂不卡粉。	158元/9g	2023年1月	星钻系列	精油粉饼		1) 保湿补水，独创乳霜状配方，收褶柔滑质地； 2) 细腻柔焦，微粉化云母有效持久； 3) 精华滋养，多种植萃精油修护肌肤弹性。	-	2022年1月
		精油粉饼		1) 粉饼平均粒径细至 3.1微米； 2) 叠涂不卡粉； 3) 增加修护成分抗蓝光，保持水润，增加肌肤光泽度。	288元/10g	2022年9月		散粉		1) 蓬松细粉粉体，不假面； 2) 水油双包络技术，3重控油粉体+3重水润因子，定妆前收色； 3) 80%记忆级面粉体，一拍柔焦。	188元/7g	2023年5月		精油粉饼		1) 保湿补水，独创乳霜状配方，收褶柔滑质地； 2) 细腻柔焦，微粉化云母有效持久； 3) 精华滋养，多种植萃精油修护肌肤弹性。	-	2022年1月
底妆	看不见系列	妆前乳		1) 加入多重精华，保持水润； 2) 服帖填充毛孔，维持水油平衡。	158元/40g	2022年9月	蹭不掉系列	定妆喷雾		1) 专研快速成膜配方，搭配微米级雾化喷头在肌肤上形成一张透气的弹性保护膜； 2) AMP双膜防水防油膜控油； 3) VP/VA双膜收敛透气，平滑角质； 4) 外锁水+收敛膜+三重微米级粉体； 5) 片状偶云母半雾化喷头，60°广角雾化喷头微米级雾化均匀输出。	68元/35ml 138元/100ml	2023年7月	星钻系列	精华面霜		1) 舒缓保湿； 2) 精华滋养； 3) 乳清质地。	-	2022年1月
		卸妆油		1) 水油配方，干涸两用，38秒全效； 2) 水油双全效，无需二次清洁； 3) 可视化卸妆白头“集出率”。	178元/120ml	2022年1月		卸妆油		1) 5-7微米亲肤因子填充毛孔及细纹修护保湿，无水增油配方体系； 2) 并“球形”排列上脸即刻成膜防止搓揉半打圈细纹变深； 3) 精准平衡水油快速卸除多余油脂卸妆无忧。	138元/15g	2023年6月		精华面霜		1) 舒缓保湿； 2) 精华滋养； 3) 乳清质地。	-	2022年1月
护肤	看不见系列	遮瑕膏		1) 四色遮瑕满足平面/立体遮瑕特润嫩修护滋润保湿； 2) 无需卸妆一抹化开轻薄无巧质地； 3) 配方无敏，0矿物油/香精/动物油/硅石粉/防腐剂； 4) 采用新型有机硅球体自带折光柔焦效果。	128元/盘	2023年4月	蹭不掉系列	有色面霜		1) 水润配方，干涸两用，38秒全效； 2) 水油双全效，无需二次清洁； 3) 可视化卸妆白头“集出率”。	178元/120ml	2022年1月	星钻系列	卸妆油		1) 舒缓保湿； 2) 精华滋养； 3) 乳清质地。	-	2022年1月
		卸妆油		1) 水油配方，干涸两用，38秒全效； 2) 水油双全效，无需二次清洁； 3) 可视化卸妆白头“集出率”。	178元/120ml	2022年1月		卸妆油		1) 水油配方，干涸两用，38秒全效； 2) 水油双全效，无需二次清洁； 3) 可视化卸妆白头“集出率”。	178元/120ml	2022年1月		卸妆油		1) 舒缓保湿； 2) 精华滋养； 3) 乳清质地。	-	2022年1月

资料来源：恋火天猫旗舰店，民生证券研究院

**升级大单品粉底液，进一步提升产品功效，构建更为完善的底妆产品矩阵。**

2021年，公司针对干皮卡粉问题推出“看不见”粉底液，产品为奶霜质地、滋润度较高，主打上脸轻薄服帖，看不见痘印、红血丝、色斑等瑕疵；但由于产品仍存在轻薄型粉底液常有的遮瑕力不足的短板，2023年8月，恋火推出“看不见”粉底液 2.0 版，在保证 1.0 版产品清透自然妆效的同时，进一步提升粉底液的遮瑕力。此外，2023年12月，恋火复刻原版的清透配方，重新上架看不见粉底液 1.0，满足喜欢自然妆效且对遮瑕力需求较弱的化妆群体的需求。针对油皮推出的“蹭不掉”粉底液为2022年6月上新1.0版，2023年3月升级2.0版，升级版使用4K高遮瑕色粉加乘低粉感吸油粒子，持妆度和遮瑕力同步提升。截至目前，恋火底妆产品包含粉底液、气垫、粉底膏、粉霜等品类，覆盖高、中、低三种层次的遮瑕力和滋润度，能够满足消费者多元妆效需求。

图53: 恋火底妆产品的遮瑕力和滋润度定位



资料来源: 恋火天猫旗舰店, 民生证券研究院

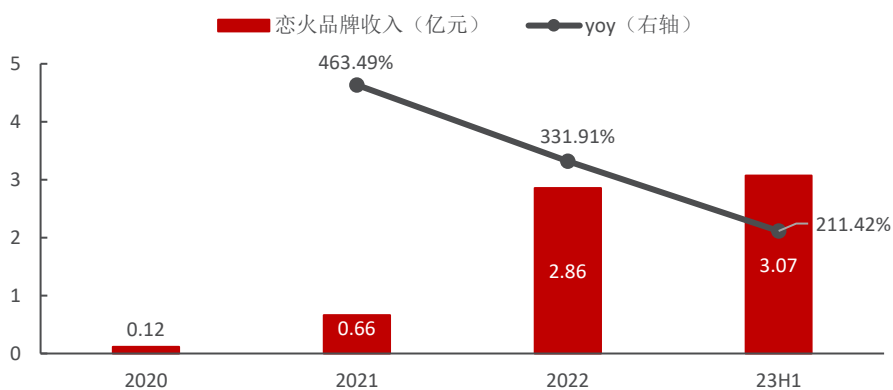
图54: 恋火看不见粉底液与蹭不掉粉底液推出 2.0 版

版本	看不见粉底液		蹭不掉粉底液		
	1.0	2.0	1.0回归版	1.0	2.0
包装					
价格	158元/30ml	158元/30ml	158元/30ml	158元/30ml	158元/30ml
色号	00瓷白色; 01象牙白; 02自然色	在1.0的基础上调整00瓷白色; 01象牙白和02自然色与1.0保持一致	在1.0的基础上调整00瓷白色, 更符合亚洲人肤色; 新增03暖肤色	00瓷白色; 01象牙白; 02自然色	00瓷白色; 01象牙白; 02自然色; 03暖肤色
成分	色粉浓度6%	高遮瑕色粉, 色粉浓度14.5%	和1.0一致	复合双重处理色粉	4K高遮瑕色粉
技术	6大保湿精华, 4大抗氧成分	新增高折光油酯、硅弹柔光网、片状绵云母	和1.0一致	传统硅石吸油	低粉感吸油粒子
技术	薄透软膜	软硬双倍成膜技术	和1.0一致	树脂成膜剂	3D网状硬膜结合光泽软膜
妆效	滋润清透	无暇持妆	和1.0一致	升级妆效更遮瑕、更持妆、更柔焦	

资料来源: 恋火天猫旗舰店, 民生证券研究院

新锐彩妆品牌, 以高质和极简的“底妆心智”突围市场, 品牌收入持续提升, 第二增长曲线逐步明晰。根据公司公告, 2022 年恋火品牌实现收入 2.86 亿元, 同比+331.91%; 23H1 实现收入 3.07 亿元, 同比+211.42%, 已超过 22 年全年收入水平。21 年以来恋火品牌收入维持高增长, 业务开展顺利, 第二增长曲线逐步明晰。

图55: 恋火品牌收入 (亿元) 及增速

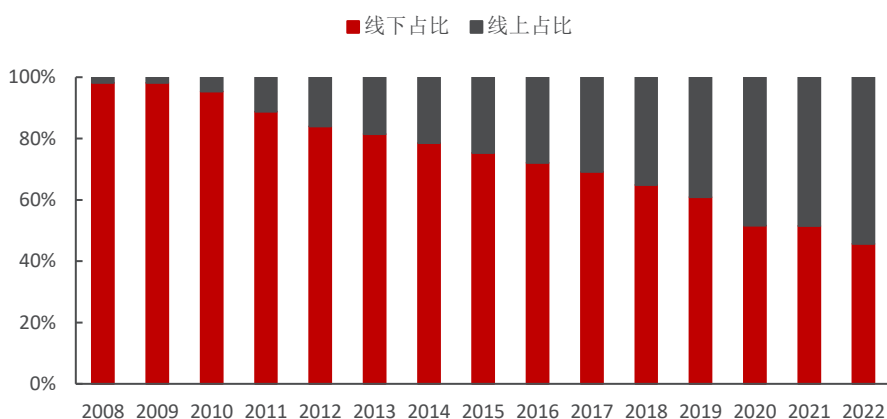


资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

### 3.3 重点发展线上渠道，积极拓展线下新兴美妆集合店，线上线下全渠道运营

线上逐渐成为彩妆主要销售渠道，恋火重点发展线上渠道，入驻各电商销售平台。根据欧睿数据，中国市场彩妆行业的线上渠道销售占比持续提升，从2008年的1.8%提升至2022年的54.3%，线上平台已成为彩妆主要销售渠道。恋火重点发展线上平台，21年7月入驻抖音商家，22年3月开设天猫官方旗舰店，22年7月开设京东官方旗舰店，逐步完善线上销售平台。截至目前（24年1月4日），恋火抖音官方旗舰店、天猫官方旗舰店的粉丝数达97.6万、75.5万。

图56：中国彩妆市场线上线下渠道销售分布变动



资料来源：欧睿，民生证券研究院

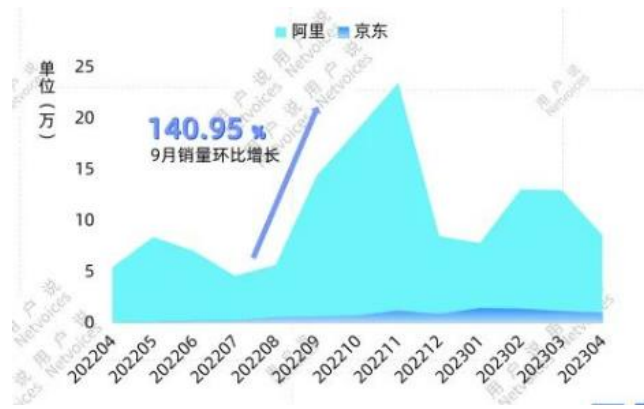
合作头部达播增加产品曝光，推进产品销售。恋火合作具有较大粉丝基础的“达人”进行直播带货，增加品牌产品露出的同时促进产品销售，例如天猫平台绑定超头李佳琦，抖音平台合作张凯毅、潘雨润等头部主播。2022年9月，恋火与李佳琦携手共创新品“看不见气垫”和“看不见精油粉饼”，并通过李佳琦直播间带货，驱动产品销售额和销量同步提升；根据用户说数据，22年9月，恋火粉饼在阿里+京东双平台销售额环比+173.21%，销量环比+140.95%。

图57：看不见粉饼销售额情况（万元）



资料来源：用户说，民生证券研究院

图58：看不见粉饼销量情况（万件）



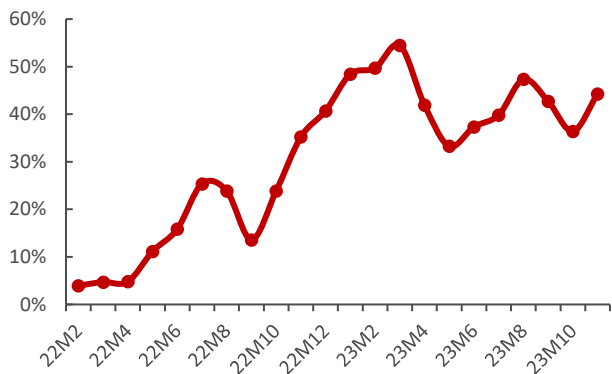
资料来源：用户说，民生证券研究院



**完善自播承接达播流量，进一步提升销售效果。**公司在抖音平台开设恋火官方旗舰店自播间、恋火美妆旗舰店自播间，在天猫旗舰店进行官方直播，持续完善自播矩阵以承接达播流量。未来，随品牌自播能力提升，有望打通达播流量到自播流量的转化链路，进一步提升销售效率。

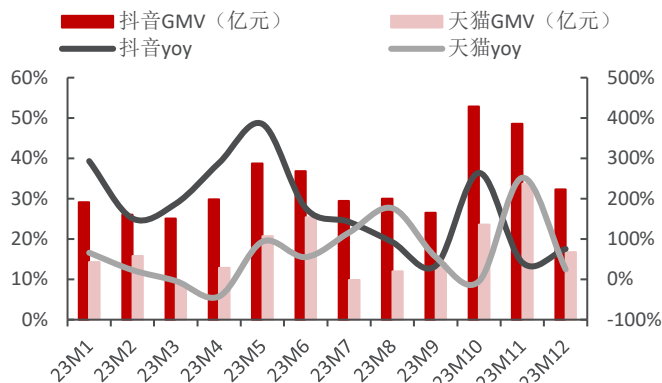
**23年恋火线上销售高增，线上渠道布局成效显著。**飞瓜数据、久谦数据显示，23年恋火在电商渠道展现出较好的销售表现，抖音、天猫平台分别实现GMV 4.05、2.08亿元，分别同比增长138%、37%；且品牌自播能力大幅提升，自播销售占比从22年2月的3.94%提升至23年11月的44.25%，品牌线上渠道布局成效显著，未来可期。

图59：恋火抖音自播占比



资料来源：飞瓜数据，民生证券研究院

图60：恋火电商渠道销售额（亿元）及增速



资料来源：久谦数据，民生证券研究院

**传统CS渠道起家，积极拓展新兴美妆集合店巩固线下渠道竞争力。**恋火起源于CS渠道，早期主要进驻高端百货八佰伴、燕莎友谊商城、大悦城、万达广场、来福士、银泰百货等百货商场开设门店；近年来，新生代用户的美妆产品消费呈现出品类多样化和诉求功能化等趋势，囊括众多海内外新兴品牌的新型美妆集合店逐渐获得更多消费者的青睐，同时彩妆产品的体验属性更强，消费者更倾向在现场试用后做出购买决策，美妆集合店渠道有利于新锐品牌的彩妆产品触达更多消费者，因此公司积极拓宽线下渠道，进驻调色师、KKV、屈臣氏、研丽等新兴美妆集合店，以增加品牌曝光和销售；公司公告显示，截至23H1，恋火品牌的线下零售连锁渠道已拓展至近2000家门店。

图61：恋火2017年线下门店



资料来源：CBO，民生证券研究院

图62：恋火2023年入驻调色师



资料来源：小红书，抖音，民生证券研究院



**分渠分品提升品牌获客效率和转化率。**基于不同渠道消费者特征不同，恋火品牌在不同渠道的产品布局侧重点不同。恋火品牌的线上渠道消费者较年轻，较追求隐形妆感和持久妆效，因此线上渠道主推看不见系列和蹭不掉系列的粉底液、气垫等大单品；线下消费者更加重视产品质感，因此恋火于 2022 年推出线下专享的晶钻系列产品，主打奢养底妆，结合电镀工艺，通过晶钻入妆打造通透、润养、奢华的贵妇级妆容。此外，线下消费场景具有体验属性，恋火在线下门店推出规格、包装有所差异的产品套装，如中小样试用装或旅行装，吸引线下消费者购买尝试，帮助品牌获客。

图63：恋火线下专享晶钻系列产品



资料来源：公司官网，民生证券研究院

图64：恋火线下套盒及试用装



资料来源：恋火官方抖音号，民生证券研究院

### 3.4 营销：代言人+IP 联名，品牌认知度持续提升

产品命名融入产品特点，快速建立消费者印象，提升产品传播能力。恋火旗下干皮专研产品取名“看不见”系列、油皮专研产品取名“蹭不掉”系列，“看不见”和“蹭不掉”直击干皮妆后卡粉、油皮妆后脱妆的痛点，直接向消费者传递产品功效，缩短消费者思考路径，能够更快将产品植入消费者的心智中。此外，2023年11月，恋火官宣女篮运动员李梦为品牌挚友，立足“同款打球不脱妆底妆”，将产品的持妆性和无暇妆感嵌入打球场景，进一步具象产品功效，提升消费者对产品的认知，助力产品市场推广。

图65：恋火“看不见”系列、“蹭不掉”系列产品



资料来源：公司官网，民生证券研究院

图66：恋火官宣女篮运动员李梦为品牌挚友



资料来源：恋火官方微博，民生证券研究院

借势知名动漫 IP 传达品牌价值，精准触达潜在消费圈层。近年来，动漫联名成为一种美妆营销趋势，各大美妆品牌陆续推出联名礼盒，如 Romand 以美乐蒂与酷洛米为主角打造多款彩妆、橘朵与迪士尼合作推出时空邮差礼盒、皮可熊携手合作韩国动画片《小企鹅 Pororo》中的 LOOPY。2023年9月，恋火联名动漫《NANA》，根据动漫主角的人物特点推出两款限定联名系列——娜娜“占有欲礼盒”与奈奈“玻璃心礼盒”；同时基于娜娜与奈奈的人物关系，设定主题“世界上另一个我”，将“看不见的勇气支持你，蹭不掉的底气成全你”作为宣传语，宣扬女性力量，触达更加细分群体。

图67: 恋火联名动漫《NANA》



资料来源: 天猫, 恋火官方微博, 民生证券研究院

**测评博主科普种草, 提升品牌曝光度, 助力产品出圈。**美妆类产品多采用博主测评作为推广手段, 以博主丰富的美妆经验和深度的成分剖析为产品力背书。恋火积极与抖音、小红书、微博等社交媒体或种草平台的 KOL 合作, 邀请知名化妆博主、测评博主进行产品测评和产品成分科普, 提高产品露出度和讨论度; 例如, 抖音化妆博主仙姆 SamChak (截至 24 年 1 月 8 日粉丝数为 1232.2 万) 曾测评 PL 蹭不掉粉底液 2.0, 24 年 1 月 8 日视频点赞量累计 8.3 万; 小红书博主 Claire 梦小姐 (截至 24 年 1 月 8 日粉丝数为 18.4 万粉丝) 曾测评 PL 看不见粉底液, 24 年 1 月 8 日视频点赞量累计 1.9 万。

图68: 恋火测评博主科普种草



资料来源: 抖音, 民生证券研究院

品牌营销持续推进带动品牌力稳步提升。巨量算数数据显示，22年5月22日至今，恋火品牌在抖音渠道的综合指数从14.86万提升至19.28万；品牌搜索分、内容分、传播分持续高于美妆大盘并稳步增长，恋火营销投放效果显著，品牌势能稳步提升。

图69：丸美品牌抖音综合指数



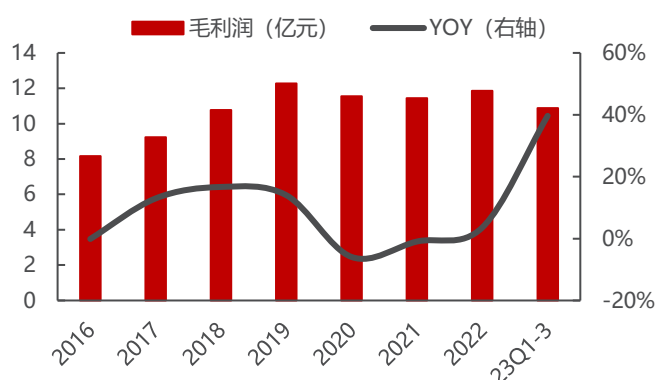
资料来源：巨量算数，民生证券研究院；周期为22年5月22日-24年1月10日



## 4 财务分析

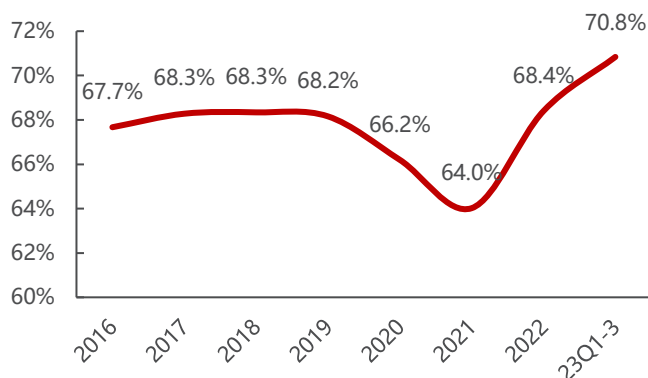
降本增效后毛利率进入快速提升通道，22 年毛利率为 68.40%。2016-2018 年，公司毛利率整体稳定在 68%的水平；2019-2021 年毛利率有所下滑，主要系公司生产成本及运输成本略有上升所致；2021 年-23Q1~3，公司毛利率进行快速上升通道，从 64.0%提升至 70.84%，主要系公司优化销售策略和成本管控，正常品的销售价格整体提升、活动品促销品的占比减少所致。

图70：2016 年-23Q1~3 公司毛利 (亿元) 及增速



资料来源：ifind，公司公告，民生证券研究院

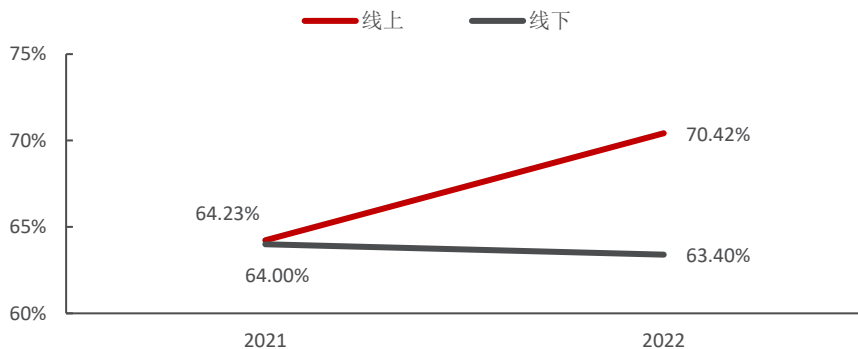
图71：2016 年-23Q1~3 公司毛利率



资料来源：ifind，公司公告，民生证券研究院

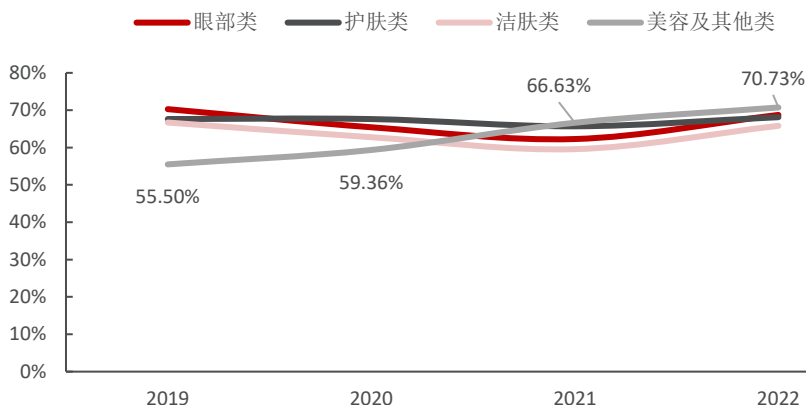
分渠道看，线上渠道毛利率增长明显，线下渠道毛利率小幅下滑。2021-2022 年，公司战略性推进线上转型，持续调整优化货盘及团队架构，提升线上业务精细化运营水平，线上渠道毛利率从 64.23%增长至 70.42%；线下渠道受大环境冲击，毛利率从 2021 年的 64.00%降至 2022 年的 63.40%。

图72：2021-2022 年公司分渠道毛利率



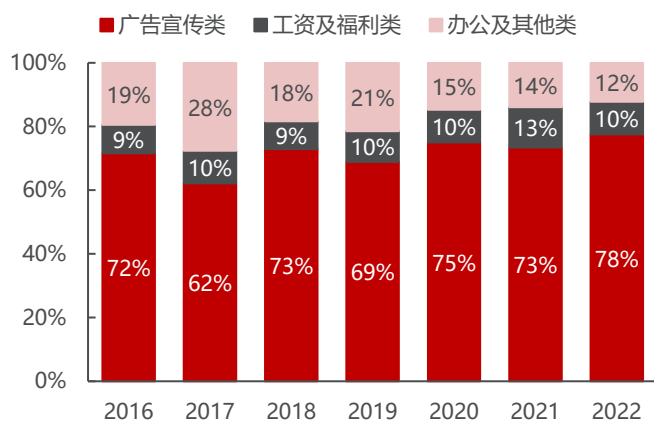
资料来源：ifind，公司公告，民生证券研究院

分业务看，护肤类毛利率较为稳定，彩妆类毛利率快速提升。19-22 年，公司护肤类目毛利率较为稳定，分别为 67.64%/67.63%/65.69%/68.13%；彩妆类目毛利率快速增长，从 19 年的 55.50%提升至 22 年的 70.73%，成为毛利率最高的类目；眼部类类和洁肤类目毛利率小幅下滑，分别从 19 年的 70.28%/66.71%降至 22 年的 68.74%/65.82%。

**图73: 2021-2022 年公司分品类毛利率**


资料来源: ifind, 公司公告, 民生证券研究院

**销售费用主要为广告宣传支出、工作及福利支出、办公及其他类支出, 22 年销售费用率为 48.86%。**2016-2022 年, 公司销售费用从 4.72 亿元升至 8.46 亿元, 对应销售费用率从 39.09%提升至 48.86%, 主因公司线上推广费用及职工薪酬、办公费用增长。23Q1~3, 公司销售费用为 7.95 亿元, 同比增 48.78%; 销售费用率为 51.78%, 同比+5.03pct, 主要系公司处于线上渠道转型期, 广告宣传费用增加。

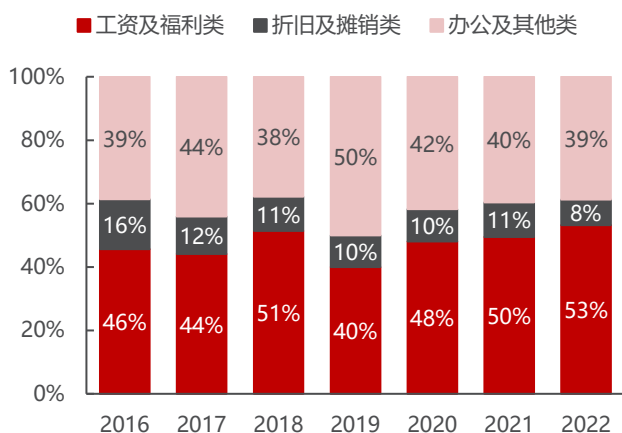
**图74: 2016-2022 公司销售费用各分项占比**


资料来源: ifind, 公司公告, 民生证券研究院

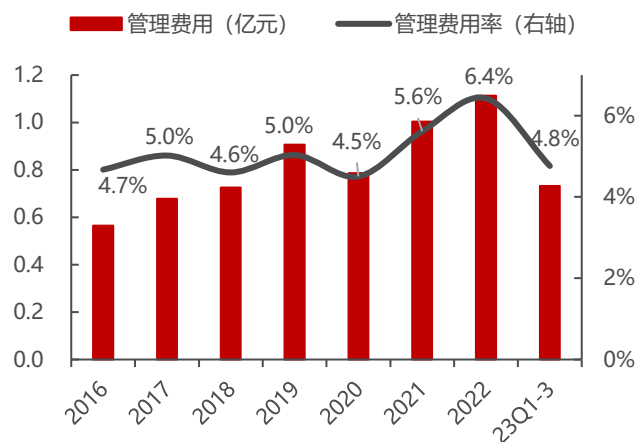
**图75: 公司销售费用 (亿元) 及销售费用率**


资料来源: ifind, 公司公告, 民生证券研究院

**管理费用主要为工资及福利支出、折旧摊销费用、办公及其他费用, 22 年管理费用率为 6.43%。**2016-2022 年, 公司管理费用从 0.56 亿元升至 1.11 亿元, 对应管理费用率从 4.67%提升至 6.43%, 主因公司业务发展期职能部门人员增加致职工薪酬、办公费用增加。23Q1~3, 公司管理费用为 0.73 亿元, 同比降 7.52%; 管理费用率为 4.76%, 同比-2.16pct, 管理费用率有所优化。

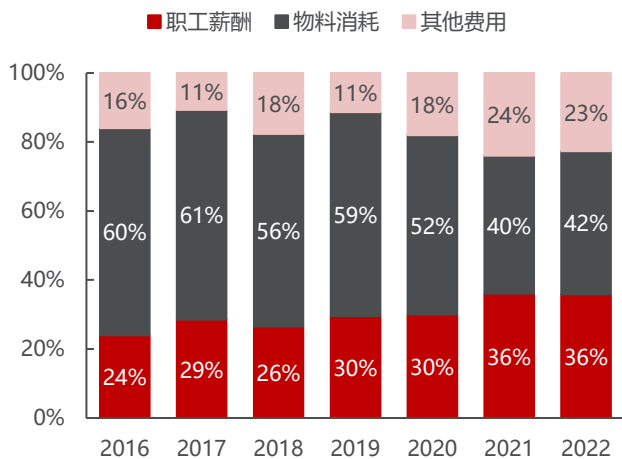
**图76：2016-2022 年公司管理费用各项占比**


资料来源: ifind, 公司公告, 民生证券研究院

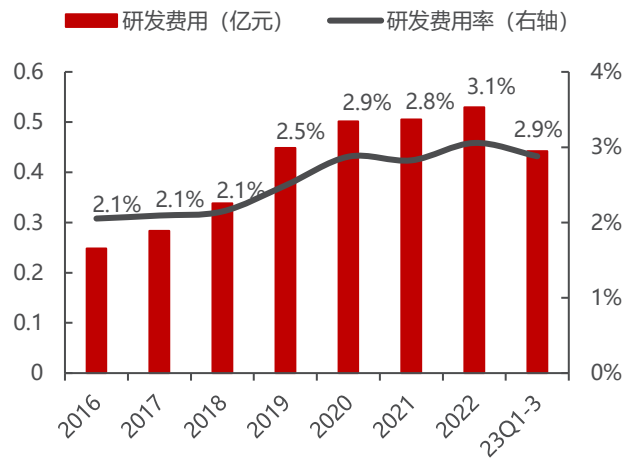
**图77：公司管理费用 (亿元) 及管理费用率**


资料来源: ifind, 公司公告, 民生证券研究院

**研发费用主要为职工薪酬、物料消耗、其他费用，22 年研发费用率为 3.06%。**2016-2022 年，公司研发费用从 0.25 亿元提升至 0.53 亿元，对应研发费用率从 2.07% 提升至 3.06%，研发投入持续加大主要系公司将技术创新和新产品开发作为公司发展战略的核心，不断开发新技术和新产品以巩固市场地位。23Q1~3，公司研发费用为 0.44 亿元，同比增 18.56%；研发费用率为 2.88%，同比-0.38pct。

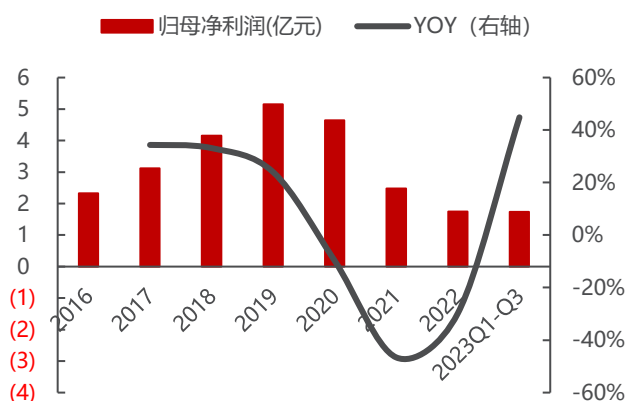
**图78：2016-2022 年公司研发费用各项占比**


资料来源: ifind, 公司公告, 民生证券研究院

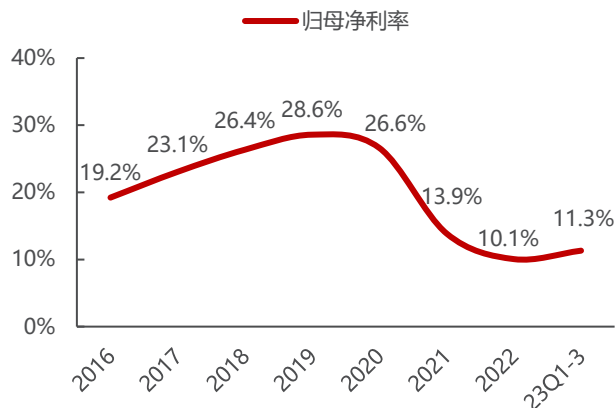
**图79：公司研发费用 (亿元) 及研发费用率**


资料来源: ifind, 公司公告, 民生证券研究院

**费用率变动影响利润表现，23Q1~3 归母净利率为 11.31%。**2016-2020 年，公司归母净利从 2.32 亿元增至 4.64 亿元，对应归母净利率从 19.22% 提升至 26.61%。2021-2022 年，在公司毛利率快速提升 6.84pct 至 70.84% 的情况下，受疫情扰动、布局新渠道及拓展新业务致各项费用增长等因素影响，公司归母净利率增长承压，从 13.87% 降至 10.06%。2023 年 Q1~3，公司实现归母净利 1.74 亿元，对应归母净利率 11.31%，同比 +0.82pct，随公司营业收入增长及产品结构优化，公司盈利能力小幅回升。

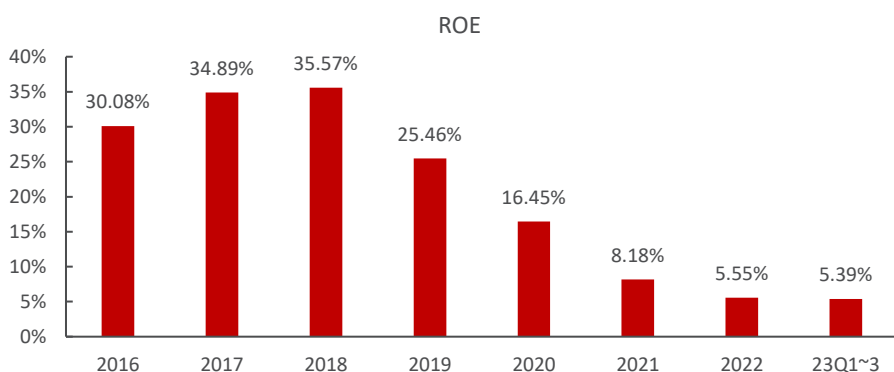
**图80: 2016年-23Q1~3 公司净利 (亿元) 及增速**


资料来源: ifind, 公司公告, 民生证券研究院

**图81: 2016年-23Q1~3 公司归母净利率**


资料来源: ifind, 公司公告, 民生证券研究院

**2022年公司权益收益率为5.55%。**2016-2022年,公司ROE从30.08%降至5.55%,分拆来看ROE下滑主要系销售净利率和总资产周转率出现较大波动,其中销售净利率从2016年的19.22%下滑至2022年的9.67%,总资产周转率从2016年的0.85次下滑至2022年的0.44次。

**图82: 2016年-23Q1~3 公司 ROE**


资料来源: ifind, 公司公告, 民生证券研究院

**表13: 公司 ROE 拆解**

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023Q1-3
权益乘数	1.84	1.72	1.59	1.37	1.28	1.25	1.25	1.26
总资产周转率 (次)	0.85	0.88	0.85	0.65	0.48	0.47	0.44	0.38
销售净利率	19.22%	23.07%	26.15%	28.48%	26.56%	13.50%	9.67%	11.36%
ROE	30.08%	34.89%	35.57%	25.46%	16.45%	8.18%	5.55%	5.39%

资料来源: ifind, 民生证券研究院



## 5 盈利预测与投资建议

### 5.1 盈利预测假设与业务拆分

根据公司公告,公司主要产品品类分为眼部类、护肤类、洁肤类、美容及其他,由此我们基于公司 2023 年前三季度业绩情况以及各业务所含品牌增长情况,按以上分类对各产品品牌的营收及毛利率做出如下假设:

**眼部类:** 23H1 眼部类产品实现营收 1.11 亿元;公司以眼霜产品起家,20 年来深耕中高端眼部抗衰老赛道,持续夯实“眼霜大师”品牌心智,打造出弹力蛋白眼霜、小红笔眼霜等眼霜大单品驱动销售高增。随丸美品牌未来进一步精简长尾 SKU、聚焦大单品,业务或将恢复良性增长,我们预计 2023-2025 年眼部类业务收入分别为 5.00、5.51、5.78 亿元,同比增长 15.0%、10.0%、5.0%;毛利率方面,公司加码研发,布局重组胶原蛋白原料并用于产品推新和升级,例如 23 年推出重组双胶原精华 2.0 版,我们预计未来随公司产品力的提升,眼部类业务毛利率将提升,预计 2023-2025 年眼部类业务毛利率分别为 69.5%、71.0%、71.5%。

**护肤类:** 包含膏霜乳液及面膜产品,23H1 实现营收 2.69 亿元。近年来功能性护肤品步入高速发展阶段,业内多家企业开始研发重组胶原蛋白等新原料以提升产品力;公司为业内率先自研出重组人源化胶原蛋白的企业之一,并已用该原料推出胶原霜等护肤品,由此我们认为,未来公司护肤品业务收入及盈利能力有望随公司研发能力的提升而稳健增长,预计 2023-2025 年护肤类收入分别为 9.53、10.96、12.28 亿元,同比增长 20.0%、15.0%、12.0%;毛利率分别为 69.5%、70.5%、71.0%。

**洁肤类:** 23H1 洁肤类产品实现营收 0.63 亿元;洁肤类产品主要为洁面乳、洁面泡沫等产品,为日常基础用品,消费者需求较为稳定,且产品升级迭代频率较低,因此我们预计洁肤类业务增长较为稳定,2023-2025 年业务收入分别为 2.27、2.46、2.58 亿元,同比增长 10.0%、8.0%、5.0%;毛利率分别为 66.5%、66.8%、67.0%。

**美容及其他:** 包含彩妆(恋火)及其他业务两类收入,其中 1) 彩妆:根据公司公告,23H1 恋火品牌实现收入 3.07 亿元,同比增长 211.42%;根据久谦数据,23H2 恋火品牌在天猫、抖音渠道合计实现 GMV 3.29 亿元,同比增长 154.24%,23 年恋火品牌在主要电商平台以较高的增速持续增长,同时考虑差异化定位细分底妆赛道,并积极开拓和升级契合消费者需求的产品,我们预计 2023-2025 年恋火有望延续高增,彩妆业务营收分别为 7.86、13.36、18.04 亿元,同比增长 175%、70%、35%;毛利率方面,随公司推出精油粉饼等客单价更高的产品,毛利率有望提升,预计 2023-2025 年彩妆类业务毛利率分别为 72.0%、72.5%、73.0%。2) 其他:预计 2023-2025 年收入分别为 852、920、984 万元,同比增长 10%、8%、7%,毛利率分别为 80.6%、80.6%、80.6%。

**表14：丸美股份分业务收入预测**

	2021年	2022年	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	1787.03	1731.72	2475.52	3237.54	3877.13
YOY	2.41%	-3.10%	42.95%	30.78%	19.76%
毛利率	64.14%	68.45%	70.06%	71.16%	71.76%
1) 眼部类 (百万元)	522.61	435.19	500.46	550.51	578.04
YOY	-17.1%	-16.7%	15.0%	10.0%	5.0%
毛利率	62.3%	68.7%	69.5%	71.0%	71.5%
2) 护肤类 (百万元)	966.52	794.47	953.36	1096.37	1227.93
YOY	7.2%	-17.8%	20.0%	15.0%	12.0%
毛利率	65.7%	68.1%	69.5%	70.5%	71.0%
3) 洁肤类 (百万元)	159.19	206.65	227.32	245.51	257.78
YOY	-16.0%	29.8%	10.0%	8.0%	5.0%
毛利率	59.6%	65.8%	66.5%	66.8%	67.0%
4) 美容及其他	78.03	293.51	794.37	1345.15	1813.38
4.1 彩妆 (百万元)	66.16	285.77	785.86	1335.96	1803.54
YOY	463.5%	331.9%	175.0%	70.0%	35.0%
毛利率	-	-	72.0%	72.5%	73.0%
4.2 其他 (百万元)	11.86	7.74	8.52	9.20	9.84
YOY	11.0%	-34.8%	10.0%	8.0%	7.0%
毛利率	-	-	80.6%	80.6%	80.6%

资料来源：公司公告，民生证券研究院预测

费用率方面，公司推进零售转型与精细化运营，优化自播与达播占比结构，极大自播占比，提升销售费用投放效率，预计2023-2025年销售费用率分别为48.5%、47.7%、47.2%；公司持续推进组织调整和结构优化，加强扁平化管理和组织效能建设，提升管理效能，预计2023-2025年管理费用率分别为6.4%、6.3%、6.2%；公司保持研发投入，预计2023-2025年研发费用率分别为3.0%、3.2%、3.3%；预计2023-2025年财务费用率分别为-0.2%、-0.3%、-0.3%。

**表15：丸美股份费用率预测**

	2021年	2022年	2023E	2024E	2025E
销售费用率	41.5%	48.9%	48.5%	47.7%	47.2%
管理费用率	5.6%	6.4%	6.4%	6.3%	6.2%
研发费用率	2.8%	3.1%	3.0%	3.2%	3.3%
财务费用率	-2.0%	-0.7%	-0.2%	-0.3%	-0.3%

资料来源：wind，民生证券研究院预测

## 5.2 估值分析与投资建议

可比公司方面，选择与公司业务结构相似，多品牌驱动，同时布局彩妆及护肤赛道的上海家化与珀莱雅作为可比公司，计算得可比公司 2023-2025 年 PE 均值为 29X/23X/20X，丸美股份 PE 高于可比公司均值。考虑公司 2023-2025 年归母净利润增速较快，2024 年 PEG 低于可比公司 PEG 均值，具备投资价值。

**表16: 可比公司 PEG 估值对比**

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE (倍)			CAGR (2023E-2025E)	PEG (2024E)
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E		
603605.SH	珀莱雅	92.73	2.66	3.30	3.93	35	28	24	21%	1.3
600315.SH	上海家化	19.75	0.86	1.03	1.19	23	19	17	18%	1.1
<b>平均值</b>						<b>29</b>	<b>23</b>	<b>20</b>		<b>1.2</b>
603983.SH	丸美股份	28.97	0.71	1.01	1.31	41	29	22	36%	0.8

资料来源: Wind, 民生证券研究院; 注: 股价时间为 2024 年 1 月 19 日, 可比公司数据为民生证券研究院预测。

## 5.3 投资建议

公司是国内眼部护理及抗衰领域龙头企业，主品牌丸美积极调整渠道与产品结构恢复稳健增长，恋火差异化深耕底妆赛道打造第二成长曲线，看好公司未来品牌力、产品力提升驱动收入增长，我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 2.84、4.07、5.25 亿元，现价 (2024/1/19) 对应 PE 分别为 41X、29X、22X，首次覆盖，给予“推荐”评级。

## 6 风险提示

**1) 行业竞争加剧风险。**主导品牌“丸美”已成为我国眼霜领域的知名品牌。随着国外品牌进入国内市场以及国内众多品牌企业实力日益增强，化妆品品牌及产品之间的竞争日益激烈。若公司不能在工艺研发、产品质量、品牌建设、营销策略等方面保持自身竞争优势，将影响公司市场占有率提升，从而影响公司的财务状况和经营业绩。

**2) 新品开发不及预期风险。**公司持续研发出小红笔眼霜、双胶原眼霜、小金针次抛等强产品力的大单品，驱动品牌销售收入持续增长。若公司无法持续开发出顺应消费者需求变化的新大单品，或将影响公司业绩增长。

**3) 线上渠道转型不及预期风险。**美妆行业线上渠道销售占比逐步提升，而公司以线下渠道起家，2020年开始逐步转型线上，若线上渠道转型不及预期，将对公司营收产生不利影响。



## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	1,732	2,476	3,238	3,877
营业成本	547	741	934	1,095
营业税金及附加	25	31	43	52
销售费用	846	1,201	1,544	1,830
管理费用	111	158	204	240
研发费用	53	74	104	128
EBIT	162	309	453	588
财务费用	-13	-6	-8	-12
资产减值损失	-10	-10	-13	-14
投资收益	28	42	50	62
营业利润	207	347	498	649
营业外收支	-1	2	4	2
利润总额	207	348	502	651
所得税	39	70	100	130
净利润	167	279	402	521
归属于母公司净利润	174	284	407	525
EBITDA	199	342	500	642

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,073	1,032	1,334	1,516
应收账款及票据	74	84	91	89
预付款项	19	37	47	55
存货	152	152	178	196
其他流动资产	920	908	566	569
流动资产合计	2,237	2,213	2,216	2,425
长期股权投资	74	68	68	68
固定资产	249	335	418	500
无形资产	749	749	748	748
非流动资产合计	1,854	2,100	2,275	2,428
资产合计	4,091	4,313	4,491	4,853
短期借款	100	100	100	100
应付账款及票据	230	223	269	300
其他流动负债	339	551	448	487
流动负债合计	668	874	817	887
长期借款	148	0	0	0
其他长期负债	22	22	19	24
非流动负债合计	170	22	19	24
负债合计	839	896	836	911
股本	401	401	401	401
少数股东权益	65	59	54	50
股东权益合计	3,253	3,417	3,655	3,942
负债和股东权益合计	4,091	4,313	4,491	4,853

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	-3.10	42.95	30.78	19.76
EBIT 增长率	-31.97	91.46	46.32	29.91
净利润增长率	-29.74	63.18	43.05	29.06
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	68.40	70.06	71.16	71.76
净利润率	10.06	11.48	12.56	13.53
总资产收益率 ROA	4.26	6.59	9.05	10.81
净资产收益率 ROE	5.46	8.46	11.29	13.48
<b>偿债能力</b>				
流动比率	3.35	2.53	2.71	2.73
速动比率	2.38	1.72	2.22	2.25
现金比率	1.61	1.18	1.63	1.71
资产负债率 (%)	20.50	20.78	18.62	18.77
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	14.71	12.00	10.00	8.00
存货周转天数	101.17	80.00	75.00	70.00
总资产周转率	0.44	0.59	0.74	0.83
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.43	0.71	1.01	1.31
每股净资产	7.95	8.37	8.98	9.70
每股经营现金流	0.12	0.78	1.13	1.39
每股股利	0.25	0.41	0.58	0.75
<b>估值分析</b>				
PE	67	41	29	22
PB	3.6	3.5	3.2	3.0
EV/EBITDA	55.36	32.19	22.03	17.15
股息收益率 (%)	0.86	1.41	2.01	2.60

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	167	279	402	521
折旧和摊销	37	33	47	54
营运资金变动	-120	32	37	28
经营活动现金流	48	311	451	558
资本开支	-111	-232	-206	-190
投资	314	68	0	0
投资活动现金流	70	-216	189	-128
股权募资	0	-14	0	0
债务募资	150	-2	-156	0
筹资活动现金流	145	-136	-338	-248
现金净流量	263	-41	302	183

## 插图目录

图 1: 丸美股份发展历程.....	3
图 2: 2020-2022 年公司分品牌收入结构.....	4
图 3: 2018-2022 年主品牌丸美的收入 (亿元) 及增速.....	5
图 4: 2020-2022 年恋火品牌收入 (亿元) 及增速.....	5
图 5: 公司分业务收入结构.....	5
图 6: 丸美股份股权结构 (截至 2023 年 9 月 30 日).....	6
图 7: 丸美主品牌产品矩阵.....	8
图 8: 丸美抗衰成分布局及产品应用.....	10
图 9: 丸美股份研发体系 (截至 22 年底).....	13
图 10: 公司研发费用 (亿元) 及研发费用率.....	14
图 11: 公司研发人员数量及其占比.....	14
图 12: 丸美股份与可比公司的研发人员数量占比情况.....	14
图 13: SPG-裂褶多糖与其他化妆品成分功效对比.....	15
图 14: SPG-裂褶多糖的结构.....	15
图 15: 丸美持续布局眼霜产品, 夯实丸美眼霜心智.....	16
图 16: 三种重组胶原蛋白结构对比.....	17
图 17: 丸美重组双胶原蛋白 3D 表皮头皮吸收测试.....	17
图 18: 丸美重组双胶原蛋白 AlphaFold 结构.....	17
图 19: 2021 年丸美生物科技抗衰创新论坛.....	19
图 20: 2022 年丸美第二届重组胶原蛋白抗衰老论坛.....	19
图 21: 公司重组胶原蛋白布局进程.....	19
图 22: 2011-2018 年公司分销售模式收入结构.....	20
图 23: 2013-2018 年公司线下终端网点数量 (家).....	20
图 24: 公司渠道结构.....	20
图 25: 丸美品牌天猫+抖音渠道 GMV (亿元).....	21
图 26: 天猫+抖音 GMV 占丸美品牌营收的比例.....	21
图 27: 公司线上转型历程.....	21
图 28: 丸美品牌抖音渠道月度 GMV (百万元) 及增速.....	22
图 29: 丸美品牌抖音自播占比.....	22
图 30: 丸美天猫旗舰店主推热门大单品.....	22
图 31: 丸美抖音旗舰店主推护肤套组.....	22
图 32: 丸美明星代言梳理.....	23
图 33: 丸美影视节目冠名及产品植入.....	24
图 34: 丸美投放楼宇电梯.....	24
图 35: 丸美合作美妆领域 KOL.....	26
图 36: 23 年“双 11”丸美品牌销售情况.....	26
图 37: 丸美品牌分季度天猫+抖音 GMV (亿元) 及增速.....	27
图 38: 公司整体季度毛利率、销售费用率、归母净利率.....	27
图 39: 中国彩妆行业市场规模 (亿元) 及增速.....	28
图 40: 中美日韩彩妆行业规模占整体美妆市场的比例.....	28
图 41: 中美日韩彩妆市场 TOP10 品牌中本土品牌占据份额情况对比.....	30
图 42: 面部彩妆市场份额占比高且增速快.....	30
图 43: 彩妆细分品类市场规模 (亿元) 及复合增速.....	30
图 44: 淘宝天猫面部彩妆/底妆市场规模 (亿元).....	31
图 45: 中国美妆及底妆行业市场规模同比增速.....	31
图 46: 82%的消费者每天都会使用底妆产品.....	31
图 47: MAT2020-2022 面部底妆产品件单价更高.....	31
图 48: 恋火 2019 年春夏形象画面.....	32
图 49: 恋火 2019 年春夏新品发布.....	32
图 50: 2021 年恋火“心磁力”持妆 CP 最新形象 KV.....	32
图 51: 恋火 2021 年推出的新品更多为底妆产品.....	32
图 52: 恋火三大系列 (“看不见”系列、“蹭不掉”系列、“星钻”系列) 产品矩阵.....	33
图 53: 恋火底妆产品的遮瑕力和滋润度定位.....	34
图 54: 恋火看不见粉底液与蹭不掉粉底液推出 2.0 版.....	34

图 55: 恋火品牌收入 (亿元) 及增速 .....	34
图 56: 中国彩妆市场线上线下渠道销售分布变动 .....	35
图 57: 看不见粉饼销售额情况 (万元) .....	35
图 58: 看不见粉饼销量情况 (万件) .....	35
图 59: 恋火抖音自播占比 .....	36
图 60: 恋火电商渠道销售额 (亿元) 及增速 .....	36
图 61: 恋火 2017 年线下门店 .....	36
图 62: 恋火 2023 年入驻调色师 .....	36
图 63: 恋火线下专享晶钻系列产品 .....	37
图 64: 恋火线下套盒及试用装 .....	37
图 67: 恋火联名动漫《NANA》 .....	39
图 68: 恋火测评博主科普种草 .....	39
图 69: 丸美品牌抖音综合指数 .....	40
图 70: 2016 年-23Q1~3 公司毛利 (亿元) 及增速 .....	41
图 71: 2016 年-23Q1~3 公司毛利率 .....	41
图 72: 2021-2022 年公司分渠道毛利率 .....	41
图 73: 2021-2022 年公司分品类毛利率 .....	42
图 74: 2016-2022 年公司销售费用各分项占比 .....	42
图 75: 公司销售费用 (亿元) 及销售费用率 .....	42
图 76: 2016-2022 年公司管理费用各项占比 .....	43
图 77: 公司管理费用 (亿元) 及管理费用率 .....	43
图 78: 2016-2022 年公司研发费用各项占比 .....	43
图 79: 公司研发费用 (亿元) 及研发费用率 .....	43
图 80: 2016 年-23Q1~3 公司净利 (亿元) 及增速 .....	44
图 81: 2016 年-23Q1~3 公司归母净利率 .....	44
图 82: 2016 年-23Q1~3 公司 ROE .....	44

## 表格目录

盈利预测与财务指标 .....	1
表 1: 丸美股份品牌矩阵 .....	4
表 2: 公司核心管理层一览 .....	6
表 3: 丸美旗下核心大单品 .....	9
表 4: 丸美小红笔眼霜及竞品对比 .....	10
表 5: 丸美小紫弹眼霜及竞品对比 .....	11
表 6: 丸美双胶原眼霜及竞品对比 .....	12
表 7: 丸美小金针精华及竞品对比 .....	12
表 8: 相较于超声波辅助水 (醇) 提取技术, CelCaper®定向低温冷萃技术能耗低、污染小、提取效率高 .....	14
表 9: 重组胶原蛋白种类 .....	16
表 10: 丸美品牌旗下应用重组胶原蛋白原料的产品 .....	18
表 11: 丸美主题短片营销 .....	25
表 12: 2013-2022 年中国彩妆行业市占率 TOP20 品牌 .....	29
表 13: 公司 ROE 拆解 .....	44
表 14: 丸美股份分业务收入预测 .....	46
表 15: 丸美股份费用率预测 .....	46
表 16: 可比公司 PEG 估值对比 .....	47
公司财务报表数据预测汇总 .....	49

## 分析师承诺

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并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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收到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（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。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026