

丸美股份 (603983.SH) 老牌国货万象更“芯”，未来高质量增长可期

2024 年 05 月 29 日

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

黄泽鹏（分析师）

杨柏炜（分析师）

huangzepeng@kysec.cn

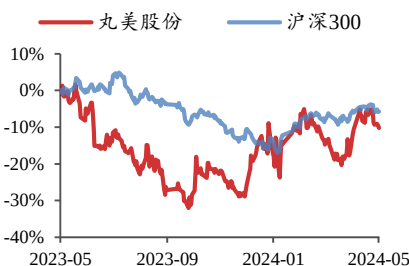
yangbowei@kysec.cn

证书编号：S0790519110001

证书编号：S0790524050001

日期	2024/5/29
当前股价(元)	30.48
一年最高最低(元)	35.91/22.96
总市值(亿元)	122.22
流通市值(亿元)	122.22
总股本(亿股)	4.01
流通股本(亿股)	4.01
近 3 个月换手率(%)	32.06

股价走势图



数据来源：聚源

● 老牌国货万象更“芯”重回增长轨道，首次覆盖给予“买入”评级

丸美股份受益转型调整见效，2023 年经营重回增长轨道；针对市场担忧的增长持续性和盈利能力恢复问题，我们通过对品牌人群资产指标进行观察分析，认为公司在转型过程中已实现底层思维&能力的迭代优化，未来可期。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润为 3.75/4.84/6.04 亿元，对应 EPS 为 0.94/1.21/1.51 元，当前股价对应 PE 为 32.6/25.3/20.2 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

● 主品牌丸美转型成功老树焕生机，PL 恋火聚焦底妆勾勒第二曲线

(1) 主品牌丸美：聚焦眼部抗衰中高端差异化市场，早期以经销模式覆盖低线日化渠道，近年来顺应趋势强化线上直营建设，同时发展科技感大单品、精简长尾 SKU 持续优化货盘，推动品牌转型见效，2023 年丸美天猫旗舰店、抖音快手等线上自营渠道均实现较好增长，且小红笔、小金针大单品 GMV 均超 2 亿元。

(2) 第二增长曲线 PL 恋火：作为公司早前收购的韩流彩妆品牌，近年来顺应消费趋势调整定位，深耕底妆市场，2021 年成功打造大单品“看不见”粉底液后 2021-2023 年间品牌整体快速放量；通过复盘，我们认为 PL 恋火真正做到了“以消费者为中心”，深度洞察需求痛点，有望维持较快成长。

● “人群资产”验证公司底层思维&能力万象更“芯”，未来高质量增长可期

公司在转型过程中作为美妆品牌方的“芯”已经实现了迭代优化，具体体现为 To C 零售思维切换以及消费者洞察能力的强化。我们借鉴抖音“人群资产经营方法论”的思路来拆解增长，并结合观测数据进行对比分析：(1) 总量上，丸美 5A 人群资产规模已达 1.87 亿人，实现了较好积累；(2) 结构上，更具价值的 A3 人群占比已显著提升至 37%，未来该部分“种草人群”有助于公司销售转化率提升和销售费用率优化；(3) 综合看，我们认为人群资产指标改善是公司底层能力万象更“芯”的体现，也为公司可持续增长奠定基础，未来公司盈利能力有望在规模效应、品牌效应作用下进一步恢复，长期高质量增长可期。

● 风险提示：消费意愿下行、新品不及预期、过度依赖营销。

财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,732	2,226	2,966	3,709	4,494
YOY(%)	-3.1	28.5	33.3	25.1	21.1
归母净利润(百万元)	174	259	375	484	604
YOY(%)	-29.7	48.9	44.6	29.0	24.9
毛利率(%)	68.4	70.7	74.9	74.9	74.9
净利率(%)	9.7	12.5	12.6	13.0	13.4
ROE(%)	5.1	8.1	10.5	11.9	12.9
EPS(摊薄/元)	0.43	0.65	0.94	1.21	1.51
P/E(倍)	70.2	47.1	32.6	25.3	20.2
P/B(倍)	3.8	3.7	3.5	3.1	2.7

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 投资要点：老牌国货万象更“芯”，盈利能力恢复可期	4
2、 国货中高端眼部护理龙头，深耕细分领域凸显差异化优势	5
3、 丸美品牌：渠道转型+产品优化，老树新芽焕生机	9
3.1、 定位中高端的眼部护理大师，曾以经销模式广泛覆盖二三线城市	9
3.2、 渠道更“芯”：线上直营团队建设见效，把握社媒洞察消费需求	10
3.3、 产品更“芯”：前瞻布局科技感大单品，坚定分渠分品规划明晰	11
3.4、 技术更“芯”：坚持科研长期主义，持续打造独家成分	13
4、 PL 恋火：聚焦底妆大单品，勾勒第二成长曲线	14
5、 万象更“芯”：来自人群资产角度的佐证	16
6、 盈利预测与投资建议	19
6.1、 关键假设	19
6.2、 盈利预测与投资建议	20
7、 风险提示	21
附：财务预测摘要	22

图表目录

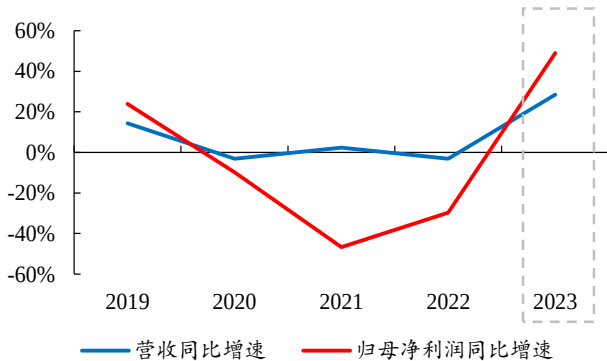
图 1： 2023 年公司重回增长轨道、经营拐点初现	4
图 2： 2023Q4 扣非归母净利率暂未达公司所言合理区间	4
图 3： 底层能力优化为公司带来万象更“芯”	4
图 4： 丸美股份深耕美妆行业二十余年，旗下拥有“丸美”、“恋火”、“春纪”三大品牌	5
图 5： 公司大力发展小红笔眼霜等大单品	5
图 6： 公司旗下“PL 恋火”表现良好，持续突破	5
图 7： 实控人孙怀庆夫妇合计持股比例超过 80%，公司股权较集中	6
图 8： 2020 年来公司营收承压，2023 年恢复较快增长	7
图 9： 2020 年来公司利润负增长，2023 年拐点初现	7
图 10： 公司毛利率波折后回升，净利率近年来承压	7
图 11： 近年来公司销售费用率提升较快	7
图 12： 公司品类构成逐渐均衡多元化	8
图 13： 2019 年来彩妆及其他类毛利率持续攀升	8
图 14： 主品牌丸美 2023 年营收恢复正增长	8
图 15： 彩妆品牌 PL 恋火快速放量，构筑第二曲线	8
图 16： 丸美品牌聚焦眼部抗衰差异化市场，打造“眼部护理大师”心智	9
图 17： 丸美品牌通过经销商覆盖日化店、百货等渠道	9
图 18： 2016-2018 年丸美终端网点主要位于二三线城市	9
图 19： 公司通过猫旗实现对消费者的直接触达	10
图 20： 公司渠道转型成效显著，线上营收占比持续提升	10
图 21： 调整电商部门架构彰显公司自身运营方法论	10
图 22： 小红笔眼霜添加复合多肽成分对抗不同类型衰老	11
图 23： 小金针次抛精华使用明星成分“重组胶原蛋白”	11
图 24： 公司坚定“分渠分品”策略，推出线下高定专供的“塑丰刀系列”	11
图 25： 2022H1 重组胶原蛋白护肤品应用率快速提升	12

图 26: 欧莱雅“小蜜罐面霜 2.0”以重组胶原蛋白为卖点	12
图 27: 公司在第二届重组胶原蛋白论坛上勾勒十年蓝图	12
图 28: 公司在第三届论坛上发布 II 类械重组胶原新品	12
图 29: 公司搭建完善研发体系, 涵盖美妆研发全链路	13
图 30: 丸美聘任法国科学院贝尔纳院士为首席科学顾问	13
图 31: 公司旗下产品已基本覆盖主流抗衰核心成分	13
图 32: 经测试发现裂褶多糖具有优秀的保湿修复功能	13
图 33: 随着社交场景恢复, 彩妆市场规模有望稳健增长	14
图 34: 底妆 GMV 在面部彩妆中占比较高	14
图 35: PL 恋火早期审美更偏“韩流”, 曾请韩国明星代言	14
图 36: PL 恋火深耕底妆市场, 现已打造“看不见”、“蹭不掉”及“晶钻”三大系列	15
图 37: 公司听取消费者建议重新上架“看不见”粉底液 1.0, 与 2.0 升级款共同销售	15
图 38: 抖音“5A 人群资产”可用监测品牌人群资产并指导经营	16
图 39: 2022 年 5 月丸美人群资产跻身抖音美妆 TOP20	17
图 40: 丸美人群资产已达 1.87 亿人 (2024 年 1 月)	17
图 41: 对美妆品牌而言, “A3 人群”表示有搜索、加购行为但尚未购买的消费者, 具备特殊价值	18
图 42: 丸美品牌 A3 人群占比提升较快, 盈利能力恢复可期	18
表 1: 公司高管团队多为“老丸美人”, 其他核心管理人员亦经验丰富	6
表 2: 预计眼部类、洁肤类产品稳健, 护肤类、美容类产品有望较快增长	19
表 3: 丸美股份在转型过程中作为美妆品牌方的“芯”已经实现了迭代优化, 未来高质量增长可期	20

1、投资要点：老牌国货万象更“芯”，盈利能力恢复可期

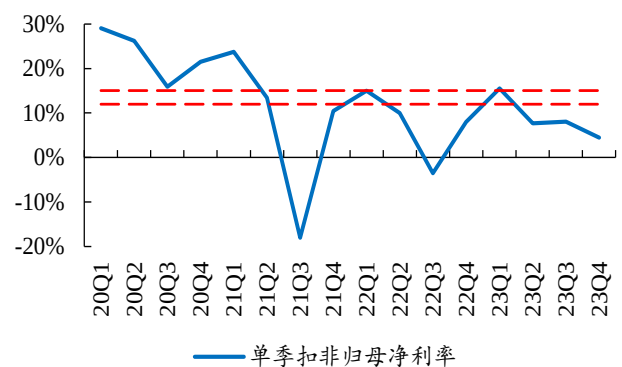
丸美股份经历调整重焕生机，但盈利能力尚未完全恢复。丸美股份作为老牌国货美妆公司，2020-2022 年在疫情冲击叠加业务调整背景下一度经营承压，但近两年受益于产品、渠道、品牌各方面调整见效，公司重回增长轨道：2023 年实现营收 22.26 亿元（同比+28.5%，下同）、归母净利润 2.59 亿元（+48.9%）；2024Q1 实现营收 6.61 亿元（+38.7%）、归母净利润 1.11 亿元（+40.6%），经营拐点已现。但公司 2023 年归母净利率、扣非归母净利率分别为 11.7%、8.4%，与其提出的合理净利率区间（12-15%）仍有差距，盈利能力尚未完全恢复。由于美妆行业竞争日趋激烈，市场上也有部分观点担忧公司“增收不增利”。

图1：2023 年公司重回增长轨道、经营拐点初现



数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：2023Q4 扣非归母净利率暂未达公司所言合理区间



数据来源：Wind、开源证券研究所

我们观点：底层思维&能力万象更“芯”、人群资产指标向好，盈利能力恢复可期。通过复盘公司主品牌丸美和第二品牌 PL 恋火过去几年的业务调整，我们认为公司作为美妆品牌的“芯”已经有所变化，具体看体现为 To C 零售思维的切换以及消费者洞察能力的强化。我们借鉴抖音“人群资产经营方法论”提供多样化视角：总量上看，丸美 5A 人群资产已达 1.87 亿人实现较好积累；结构上看，其中更有价值的 A3 人群占比已超 37%实现较快提升。我们认为，人群资产指标的改善，为公司底层能力万象更“芯”提供了佐证，后续公司有望延续较好增长势头，且中长期看销售费用率在规模效应、品牌效应作用下或能持续优化，整体盈利能力恢复可期。

图3：底层能力优化为公司带来万象更“芯”

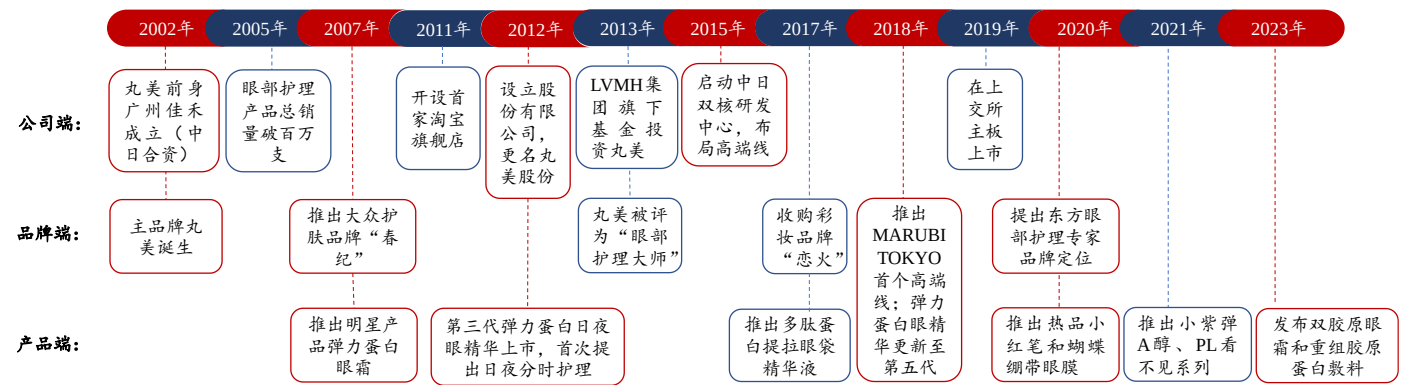


资料来源：丸美股份公众号

2、国货中高端眼部护理龙头，深耕细分领域凸显差异化优势

丸美股份深耕美妆行业二十余年，旗下拥有丸美、恋火、春纪三大品牌。丸美股份成立于 2002 年，旗下主要品牌包括（1）**丸美**：中高端护肤品牌，聚焦眼部抗衰老多年，“眼部护理专家+抗衰老大师”形象深入人心，代表产品包括小红笔、小紫弹、小金针、弹力蛋白凝时紧致系列等眼面部护理产品，2023 年营收体量达 15.6 亿元；（2）**恋火**：新锐彩妆品牌，主打底妆，代表产品包括“看不见”、“蹭不掉”等粉底液、气垫类底妆产品，2023 年营收体量达 6.4 亿元；（3）**春纪**：大众化功能性护肤品牌，以食萃科研、敏肌适用为主要理念。

图4：丸美股份深耕美妆行业二十余年，旗下拥有“丸美”、“恋火”、“春纪”三大品牌



资料来源：公司公告、丸美官网、MARUBI 丸美公众号、化妆品观察公众号、开源证券研究所

产品、渠道、品牌各方面调整成效显著，老牌国货美妆公司重回增长轨道。近年来一方面线下渠道获客受阻，另一方面线上渗透率、消费者护肤知识水平持续提升，为适应行业环境变化，公司积极推进业务调整，主要包括（1）**产品方面**：聚焦头部、优化长尾，大力发展具有核心科技的大单品（如小红笔眼霜、小金针次抛精华等），仅 2022 年就精简 SKU 超 200 个；（2）**渠道方面**：战略性推进线上转型，深入掌握电商逻辑并取得较好成效，线上渠道营收占比已由 2020 年 54.5%提升至 2023 年的 84.1%；（3）**品牌方面**：新锐彩妆品牌“PL 恋火”不断突破，2023 年已实现营收 6.43 亿元（同比+125%），稳步成长为公司第二品牌。整体看，公司近年来各方面业务调整效果明显，2023 年、2024Q1 业绩均亮眼，老牌国货已重回增长轨道。

图5：公司大力发展小红笔眼霜等大单品



资料来源：MARUBI 丸美公众号

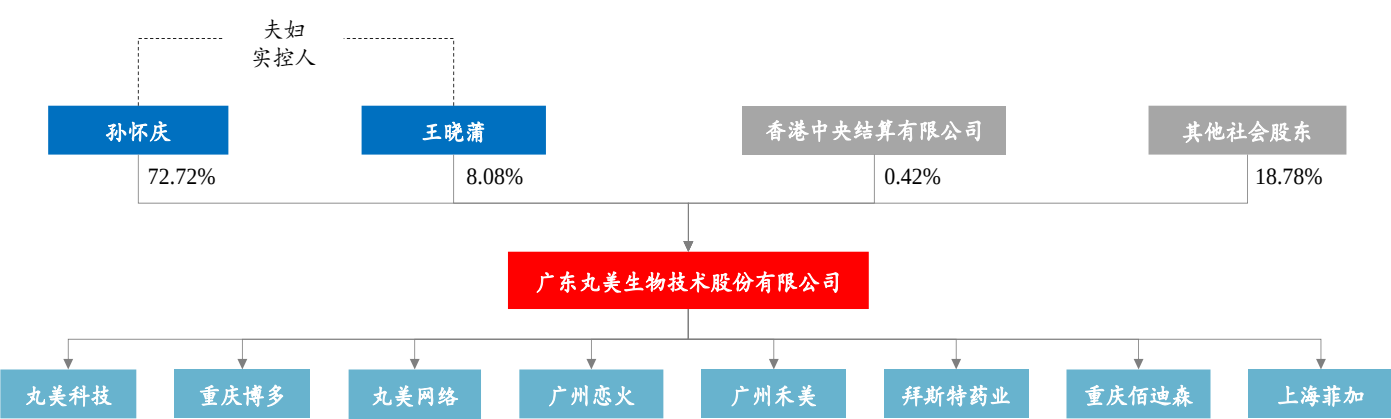
图6：公司旗下“PL 恋火”表现良好，持续突破



资料来源：PL 恋火天猫旗舰店、开源证券研究所

公司股权结构较集中，实控人兼掌舵人孙怀庆美妆行业经验丰富。公司实控人为孙怀庆、王晓蒲夫妇，截至 2023 年底二人合计持股比例超过 80%，股权结构较集中。其中，实控人孙怀庆深耕化妆品领域多年，自 1995 年起先后任广东白马化妆品有限公司推广部部长、广州安尚秀化妆品有限公司执行董事、总经理等岗位，并于 2002 年设立广州佳禾（丸美股份前身），对美妆行业理解深刻。此外，公司控股子公司主要包括自有原料工厂拜斯特、医疗器械公司佰迪森等。

图7：实控人孙怀庆夫妇合计持股比例超过 80%，公司股权较集中



资料来源：Wind、开源证券研究所（注：截至 2023 年年报，只列出部分子公司）

高管团队多为“老丸美人”，其他核心管理人员亦经验丰富。实控人孙怀庆任董事长、总经理，此外首席财务官王开慧、首席营销官曾令椿分别于 2006、2005 年就在公司前身任职，均是沉淀多年的“老丸美人”。此外，其他核心管理人员虽然加入公司时间不长，但拥有丰富相关经验，如数字科技部部长申毅曾就职于超链数据、埃森哲战略咨询等，而研发总监郭朝万曾任名古屋大学环境医学研究所研究员。

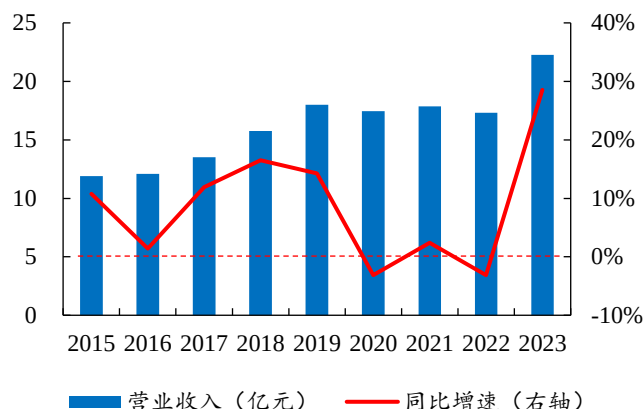
表1：公司高管团队多为“老丸美人”，其他核心管理人员亦经验丰富

	姓名	职位	高管履历
高级 管理 人员	孙怀庆	董事长、首席执行官、总经理	1969 年出生；2002 年设立公司前身，现任丸美股份董事长、首席执行官、总经理。
	曾令椿	董事、首席营销官	1978 年出生；2005 年起在公司前身就职，现任丸美股份董事、CMO、丸美化妆品株式会社董事、广州丸美网络科技有限公司总经理、重庆博多物流有限公司北京分公司负责人、重庆佰迪森医疗科技有限公司执行董事兼总经理。
	王开慧	董事、首席财务官	1971 年出生；2006 年起在公司前身就职，现任丸美股份董事、CFO、广州丸美生物科技有限公司监事、重庆博多物流有限公司广州分公司负责人、上海菲禾生物科技有限公司监事、广州丸美网络科技有限公司执行董事、广东丸美生物科技有限公司董事、财务负责人。
其他 核心 管理 人员	郭朝万	董事、技术研发部 研发总监	1983 年出生；2019 年加入公司，现任丸美股份技术研发部研发总监，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。
	申毅	董事、总裁助理兼 数字科技部部长	1981 出生；2019 年加入公司，现任丸美股份总裁助理兼数字科技部部长，曾任超链数据战 略部总经理、埃森哲战略咨询部国际能力网络能源零售行业中国区负责人等。

资料来源：Wind、开源证券研究所（截至 2024 年 5 月 22 日）

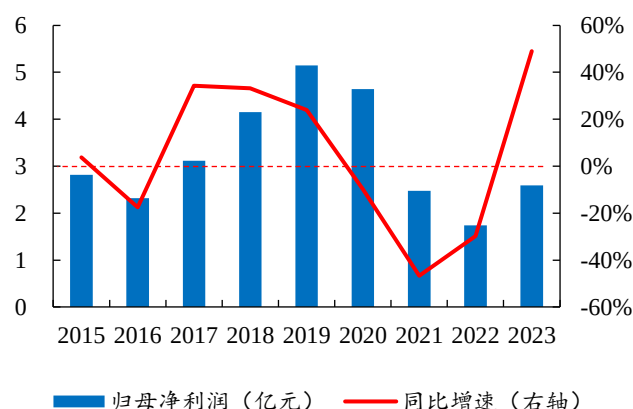
疫情冲击叠加业务调整背景下持续承压，2023 年经营拐点已现。凭借在线下渠道长年积累的销售网络以及品牌知名度，2015-2019 年间公司收入、归母净利润均实现稳健增长，复合增速分别为 10.9%、16.3%。疫情冲击以来线上线下渠道分化加速，鉴于自身线下销售占比较大（2019 年时线下营收仍占比 55.1%），公司谋求长远发展便主动调整业务，2020-2022 年间公司在内外因素共同作用下营收承压、利润下滑。但 2023 年来公司经营情况持续回暖，全年实现营收 22.26 亿元（同增 28.5%）、归母净利润 2.59 亿元（同增 48.9%）；我们认为，公司业务调整效果逐步显现，经营拐点已至。

图8：2020 年来公司营收承压，2023 年恢复较快增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

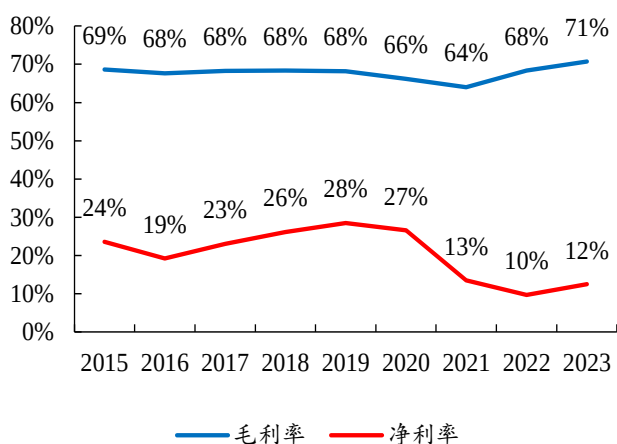
图9：2020 年来公司利润承压，2023 年拐点初现



数据来源：Wind、开源证券研究所

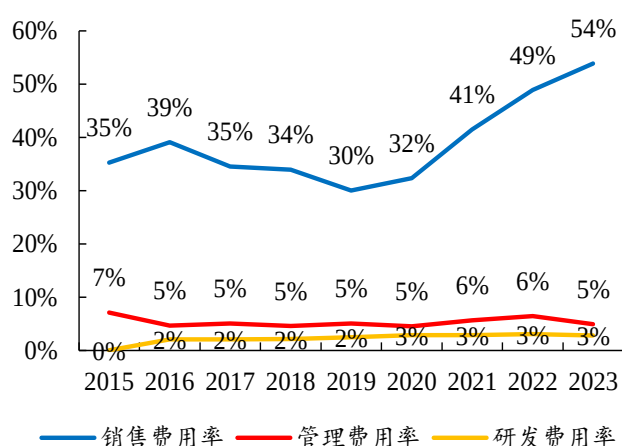
毛利率经历波折后又回升，发力线上渠道带动销售费用率较快增长。盈利能力方面，2021 年受生产、运输成本提升影响毛利率下滑，但随后公司优化销售策略、产品结构，同时做好成本管控等措施，2022 年来毛利率实现逐步回升，2022-2023 年公司毛利率分别为 68.4%、71%；但受期间费用率提升幅度较大影响，净利率近年下滑明显，2022-2023 年公司净利率分别为 9.7%、12.5%。费用端看，（1）受转型线上渠道、流量成本上涨等因素影响，近年来公司销售费用率持续走高，2023 年已高达 53.9%；（2）公司坚持以研发为本，研发费用率自 2019 年来始终维持在 2.5%以上的水平；（3）管理费用率近年来维持在 5%左右，基本稳健。

图10：公司毛利率波折后回升，净利率近年来承压



数据来源：Wind、开源证券研究所

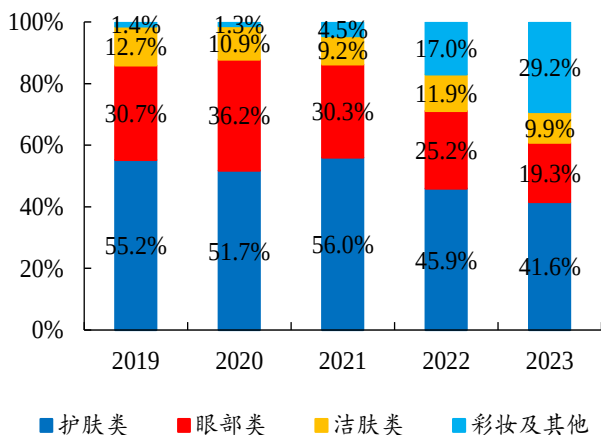
图11：近年来公司销售费用率提升较快



数据来源：Wind、开源证券研究所

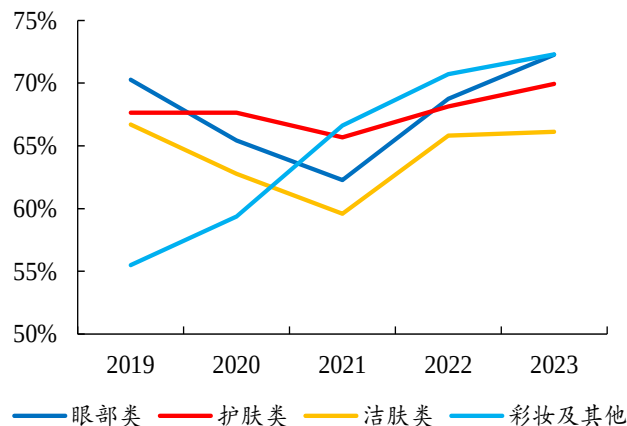
品类构成逐渐均衡多元化，彩妆品类毛利率持续攀升。营收端分品类来看，2021 年前护肤类和眼部类是公司营收的主要构成部分，而 2021 年开始受 PL 恋火品牌放量驱动彩妆及其他类目占比快速提升，2023 年护肤类、眼部护肤类、肌肤清洁类、彩妆及其他类主营收入占比分别为 41.6%/19.3%/9.9%/29.2%，整体品类构成逐渐均衡化、多元化。盈利能力分品类来看，除彩妆及其他类自 2019 年来毛利率持续攀升以外，其他三大品类毛利率均经历震荡回升过程，2023 年眼部类/护肤类/洁肤类/彩妆及其他类毛利率分别为 72.3%/69.9%/66.1%/72.3%。

图12：公司品类构成逐渐均衡多元化



数据来源：Wind、开源证券研究所

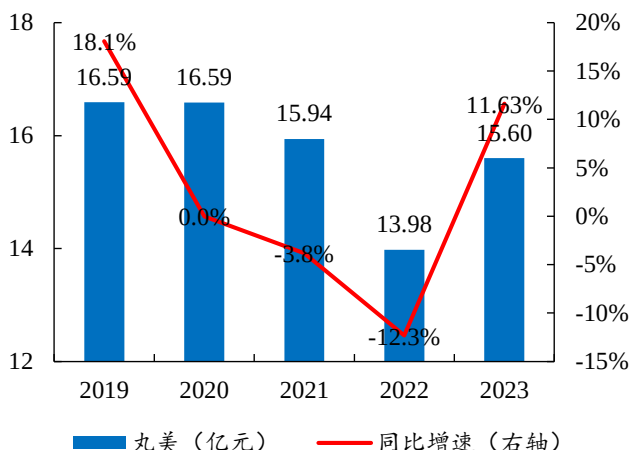
图13：2019 年来彩妆及其他类毛利率持续攀升



数据来源：Wind、开源证券研究所

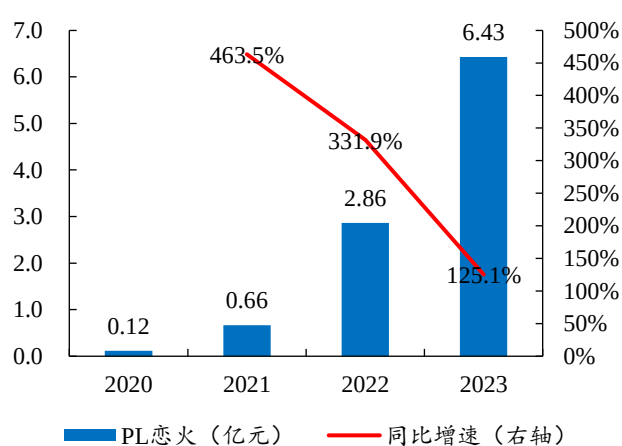
近年来主品牌“丸美”整体承压，彩妆品牌“PL 恋火”快速放量。当前公司旗下三大品牌中，春纪体量较小，丸美、PL 恋火贡献大部分营收，具体来看（1）**丸美**：受业务调整影响 2020-2022 年间分别实现营收 16.59 亿元、15.94 亿元、13.98 亿元，同比分别持平、-3.8%、-12.3%，体量持续下滑；但 2023 年来线上渠道转型成果已经有所显现，2023 全年丸美品牌实现营收 15.60 亿元（同增 11.6%）恢复正增长。（2）**PL 恋火**：2021-2023 年营收分别为 0.66 亿元、2.86 亿元、6.43 亿元，同比分别+463.5%、+331.9%、+125.1%，快速放量构筑第二成长曲线；尤为难得的是，PL 恋火在营收保持高速增长的同时，仍能实现盈利。

图14：主品牌丸美 2023 年营收恢复正增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

图15：彩妆品牌 PL 恋火快速放量，构筑第二曲线



数据来源：Wind、开源证券研究所

3、丸美品牌：渠道转型+产品优化，老树新芽焕生机

3.1、定位中高端的眼部护理大师，曾以经销模式广泛覆盖二三线城市

丸美品牌聚焦眼部抗衰中高端差异化市场，打造“眼部护理大师”心智。眼部皮肤较薄、容易衰老，带来眼部抗衰市场需求；但由于早期消费者教育程度低，且眼霜既要满足强功效又要安全不刺激，对原料、配方要求较高，所以眼部护理早期并未成为业内广泛认可重视的细分市场。公司创始人孙怀庆眼光独到，差异化聚焦眼部护理赛道，2007年推出第一代丸美弹力蛋白眼精华，凭借“弹弹弹，弹走鱼尾纹”的电视广告宣传语成为家喻户晓的现象级单品。此后丸美品牌聚焦眼部抗衰细分市场持续发力，夯实消费者心中“眼部护理大师”品牌形象。

图16：丸美品牌聚焦眼部抗衰差异化市场，打造“眼部护理大师”心智



资料来源：公司2021年可持续发展报告、开源证券研究所

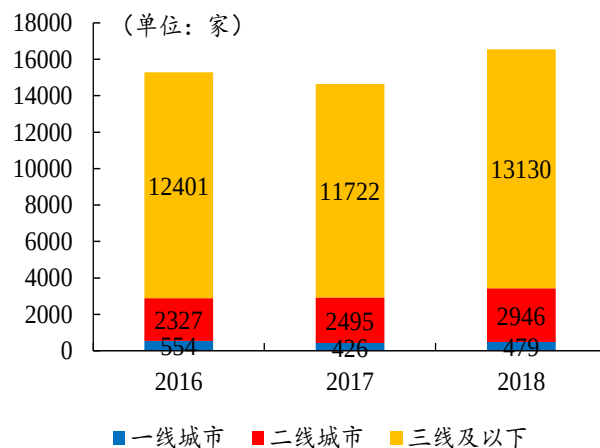
公司早期以经销模式为主，广泛覆盖二三线城市日化百货渠道。过去公司销售模式以经销为主，2016-2018年间经销模式贡献营收均超80%。公司招股书显示，截至2018年公司签约经销商达186家，通过线下经销商间接拥有包括日化店、百货专柜、美容院等超16000个网点资源，其中一线城市、二线城市（省会）、三线及三线以下城市终端网点数量占比分别为2.9%、17.8%、79.3%。

图17：丸美品牌通过经销商覆盖日化店、百货等渠道



资料来源：公司招股书、开源证券研究所

图18：2016-2018年丸美终端网点主要位于二三线城市



数据来源：公司招股书、开源证券研究所

3.2、渠道更“芯”：线上直营团队建设见效，把握社媒洞察消费需求

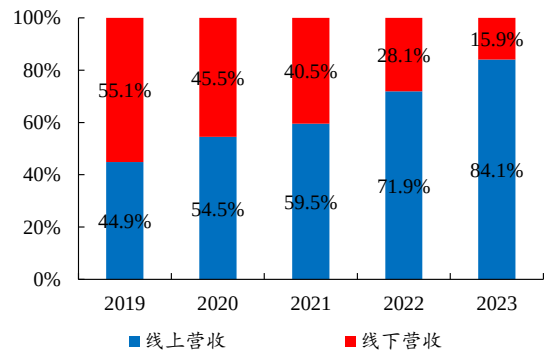
顺应趋势强化线上直营团队建设，持续探索尝试终见成效。线上直营模式直接面向消费者（toC），有助于品牌方掌握一手信息从而根据市场需求实时迭代自身产品，近年来逐渐成为化妆品行业主流。直营模式生意逻辑与面向经销商的经销模式（toB）差异较大，因此公司近年来顺应行业趋势，转型线上直营，持续强化团队建设。（1）**传统电商渠道**：根据公司公告，2011 年公司设立“丸美天猫旗舰店”并委托第三方公司代为运营管理，2020 年逐步强化对猫旗的运营管控，直到 2021 年通过自有猫旗团队实现对消费者的直接触达；2022 年天猫渠道销售情况实现逐季优化；2023 年丸美天猫旗舰店营收同增 35.6%。（2）**新兴电商渠道**：2021 年公司大力布局抖音、快手等新兴渠道，最初增收不增利，但 2021Q4 开始及时复盘调整、完善店铺自播建设，2022 年抖音快手自播实现营收 1.89 亿元（同比增长 4.9 倍）且占比超过达播；2023 年公司抖音渠道营收同增超 106.3%。综合看，公司电商自营团队建设成果可喜，线上营收占比已由 2019 年的 44.9%提升至 2023 年的 84.1%。

图19：公司通过猫旗实现对消费者的直接触达



资料来源：丸美天猫旗舰店

图20：公司渠道转型成效显著，线上营收占比持续提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

线上运营认知逐步强化，调整电商部门架构彰显自身方法论。随着线上运营稳步推进，公司对各平台功能、特性有了更深入的理解，为进一步提高线上业务效率和竞争力，2023 年公司将不同类型、不同属性的电商平台区分开，把原先的大电商部分拆为电子商务部、达播电商部和自播电商部三大部门；此外公司还围绕新组织架构对财务、人事、供应链等多个关联部门及联动机制进行调整；综合看，我们认为这一举措体现出公司已在线上渠道运营方面搭建了自身方法论。

图21：调整电商部门架构彰显公司自身运营方法论



资料来源：各平台官网、抖音 APP、开源证券研究所

3.3、产品更“芯”：前瞻布局科技感大单品，坚定分渠分品规划明晰

大力发展小红笔眼霜、小金针次抛精华等科技感大单品，精简长尾 SKU 优化货盘。自渠道转型以来，公司顺应线上消费趋势，大力发展具有核心科技的大单品。(1) **小红笔眼霜**：2020 年推出，一方面添加多重复合胜肽保障抗衰效果，另一方面产品设计自带按摩头优化使用体验、解决眼部浮肿痛点；2023 年小红笔实现 GMV 超 2 亿元。(2) **小金针次抛精华**：2021 年推出，使用明星成分“重组胶原蛋白”，渗透丸美基于重组胶原蛋白技术的生物科技抗衰的品牌认知；2023 年小金针亦实现 GMV 超 2 亿元；值得注意的是，小金针次抛精华还是公司在传统优势区域（眼部）以外实现的较大突破。除聚焦头部单品外，公司亦执行优化长尾 SKU 策略，仅 2022 年就精简 SKU 超 200 个。

图22：小红笔眼霜添加复合多肽成分对抗不同类型衰老



资料来源：FBeauty 未来迹公众号

图23：小金针次抛精华使用明星成分“重组胶原蛋白”



资料来源：MARUBI 丸美公众号

坚定“分渠分品”策略，线上线下产品结构规划清晰。为避免各渠道价格体系矛盾，2022 年来公司坚定推进分渠分品策略。(1) **线上**：主推大单品策略，包括眼霜与按摩仪二合一的小红笔眼霜、重组双胶原小金针次抛精华等，客单价 200-300 元，主要面向 25-35 岁的消费者；(2) **线下**：主打晶致系列、重组胶原蛋白系列、多肽系列、弹力蛋白系列等系列套组，客单价 300-500 元，主要针对三四线以下城市、35 岁以上的消费者。我们认为，公司分渠分品策略明智且产品结构规划清晰，有望维护价格体系稳定、保障多渠道多平台协同发展。

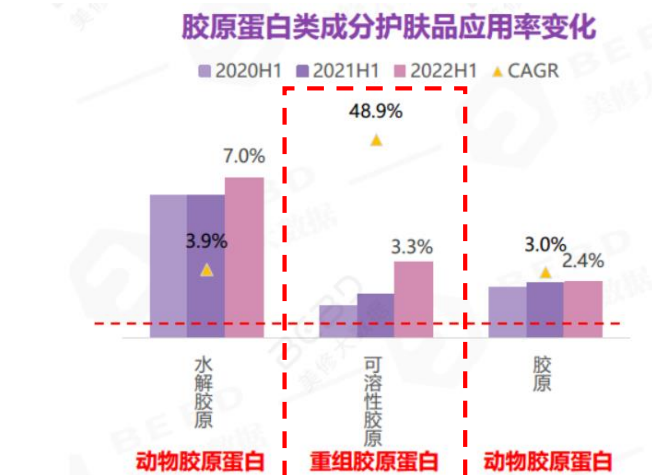
图24：公司坚定“分渠分品”策略，推出线下高定专供的“塑丰刀系列”



资料来源：MARUBI 丸美公众号、开源证券研究所

前瞻布局明星成分“重组胶原蛋白”，国际大牌入局有望持续利好公司。根据美丽修行大数据，2022H1 重组胶原蛋白在护肤品中应用率已达 3.3%，较 2020-2021 年同期提升幅度较大，而公司早在 2021Q4 就已经上线“重组胶原蛋白系列”（又名“双胶原系列”），包括小金针次抛精华（主攻线上）、冻干粉护理套盒（主攻线下）等 10 个 SKU；受益于成分热度持续攀升，重组胶原蛋白系列产品快速放量，2023 年小金针次抛精华实现 GMV 超 2 亿元。2023 年底欧莱雅推出“小蜜罐面霜 2.0”并以“添加重组胶原蛋白”作为卖点，我们认为国际大牌的入局有助于提升重组胶原蛋白市场教育程度，成分热度延续公司有望持续受益。

图25：2022H1 重组胶原蛋白护肤品应用率快速提升



资料来源：美丽修行大数据公众号、开源证券研究所

图26：欧莱雅“小蜜罐面霜 2.0”以重组胶原蛋白为卖点



资料来源：欧莱雅天猫旗舰店、开源证券研究所

看好重组胶原蛋白星辰大海，十年宏伟蓝图正逐步兑现。公司坚定看好重组胶原蛋白赛道的未来发展，董事长孙怀庆在 2022 年第二届重组胶原蛋白抗衰老论坛上提出“将持续投入超亿元资金，展开对重组胶原蛋白未来长达十年的研究”，后续布局甚至将拓展至医美产品（如水光针、填充剂等）、严肃医疗产品（如人工角膜等）。在 2023 年第三届重组胶原蛋白科学家论坛上，公司已推出“医用重组胶原蛋白贴敷料”和“医用重组胶原蛋白液体敷料”两款 II 类医疗器械新品，我们认为这标志着公司在重组胶原蛋白赛道上勾勒的十年宏伟蓝图正逐步兑现，看好公司在这一领域实现由点及面、由浅入深的覆盖。

图27：公司在第二届重组胶原蛋白论坛上勾勒十年蓝图



资料来源：九美股份公众号

图28：公司在第三届论坛上发布 II 类械重组胶原新品

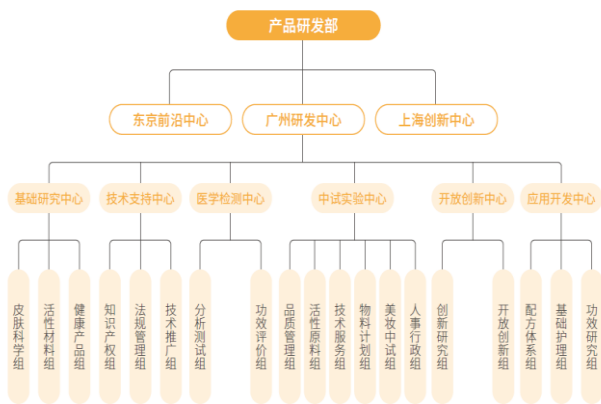


资料来源：财联社公众号

3.4、技术更“芯”：坚持科研长期主义，持续打造独家成分

坚持科研长期主义，内外兼修持续强化研发实力。（1）内核修炼：一方面公司不断加码研发投入，近三年研发费用率维持在 2.5% 以上；另一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，为研发转化落地提供有力支撑。（2）外部合作：公司秉承“既要自我研发，也要联合开发”原则，搭建全球性开放合作伙伴体系，截至 2023 年底已涵盖超 40 所国内外高校、知名三甲医院、科研院所等机构；此外 2023 年 10 月公司官宣聘任法兰西科学院院士 Bernard Meunier 为公司首席科学顾问兼科学家学术委员会主席，未来有望助力公司拓展科研边界、为公司发展引荐人才、指引正确方向。

图29：公司搭建完善研发体系，涵盖美妆研发全链路



资料来源：公司 2022 年可持续发展报告

图30：丸美聘任法国科学院贝尔纳院士为首席科学顾问



资料来源：青眼公众号

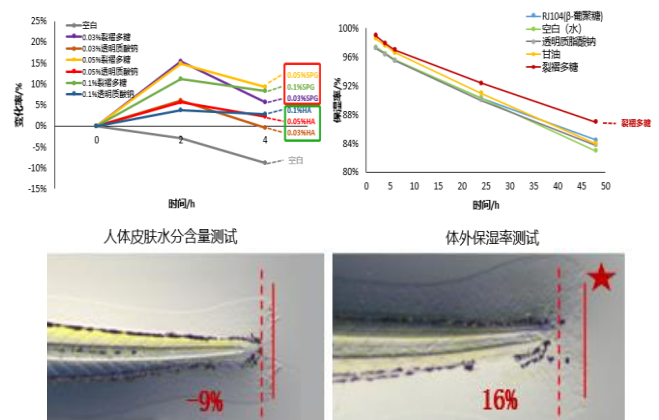
立足主流抗衰核心成分，持续打造独家成分。公司产品已基本覆盖胜肽（小红笔）、A 醇（小紫弹）、重组胶原蛋白（小金针）等主流抗衰核心成分，并在此基础上强化独家成分布局：（1）公司一方面重仓“重组胶原蛋白”，打造 I 型+III 型嵌合的差异化“双胶原”成分，其转化成果双胶原系列上市来反响较好；（2）另一方面公司还持续推进具有保湿修复双重功效的天然发酵物 SPG-裂褶多糖基础研究，截至 2024 年 1 月公司已实现 SPG-裂褶多糖规模化量产，后续将在旗下产品中推广应用。

图31：公司旗下产品已基本覆盖主流抗衰核心成分



资料来源：公司官网、开源证券研究所

图32：经测试发现裂褶多糖具有优秀的保湿修复功能

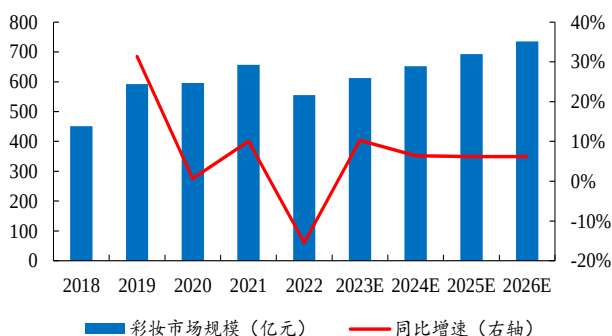


资料来源：丸美股份公众号

4、PL 恋火：聚焦底妆大单品，勾勒第二成长曲线

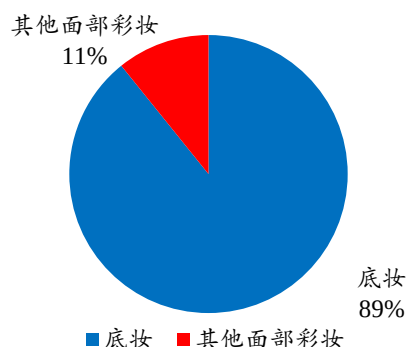
彩妆行业整体预计稳健增长，底妆细分赛道潜力十足。彩妆产品是指用于脸部、眼部、唇部的美容化妆品，根据欧睿数据，彩妆市场规模有望随着社交场景正常化而恢复稳健增长，预计 2022-2026 年 CAGR 为 7.3%。而在其中，“底妆”是规模最大的细分市场，用户说数据显示 2022 年 4 月-2023 年 4 月期间淘宝天猫平台面部彩妆 GMV 共 236 亿元，其中底妆品类贡献 211 亿元，占比近九成。不仅如此，底妆品类使用效果明确，且消费者在参照肤质、肤色、持久度等选定合适的底妆后会倾向于持续复购，是一类能帮助品牌建立用户忠诚度的细分品类，潜力十足。

图33：随着社交场景恢复，彩妆市场规模有望稳健增长



数据来源：美丽修行大数据、Euromonitor、开源证券研究所

图34：底妆 GMV 在面部彩妆中占比较高



数据来源：用户说数据、开源证券研究所

收购 PL 恋火切入彩妆，顺应消费趋势调整品牌定位。2017 年公司通过与恋火创始人张凤娇联合设立控股子公司“广州恋火”收购 PL 恋火品牌，切入彩妆市场；后又于 2019 年收购张凤娇持有的 30% 股权实现对“广州恋火”的全资控股。早期 PL 恋火审美更偏“韩流”，我们翻阅公告发现，2021 年中报对 PL 恋火的品牌定位描述还是“以激情与爱为品牌内涵，轻奢韩系彩妆定位”。但在 2021 年 7 月推出大单品“看不见”粉底液并取得成功之后，公司顺应消费趋势快速调整 PL 恋火品牌定位，2021 年年报中的表述已经变成“新锐彩妆品牌，擅长底妆，崇尚高质极简”。

图35：PL 恋火早期审美更偏“韩流”，曾请韩国明星代言



资料来源：刀法研究所公众号

“看不见”粉底液打赢翻身仗，顺势推出三大系列深耕底妆市场。PL 恋火纳入公司后并非一帆风顺，亦经历过低谷期（2018 年营收约 0.27 亿元，2020 年仅约 0.12 亿元）；后续在 2021 年通过“看不见”粉底液打了漂亮的翻身仗，近年来均录得较快增长。PL 恋火以大单品策略深耕、稳步渗透底妆市场，现已打造“看不见”、“蹭不掉”及“晶钻”三大系列。

图36：PL 恋火深耕底妆市场，现已打造“看不见”、“蹭不掉”及“晶钻”三大系列



资料来源：公司官网、PL 恋火天猫旗舰店、开源证券研究所

“以消费者为中心”是 PL 恋火的核心竞争力。我们结合 2023 年 10 月“浪潮新消费”采访恋火品牌总经理访谈等内容，复盘梳理 PL 恋火的成功要素，我们认为其核心在于“以消费者为中心”：（1）取名清晰为消费者打造记忆点，“看不见系列”强调产品服帖不卡粉、浮粉，“蹭不掉系列”则强调产品持妆时间久、不易脱妆，名字简明易懂且切中消费者痛点，更容易给消费者留下较深印象；（2）针对消费者痛点不断迭代升级，比如“看不见”粉底液 2.0 主要解决一代产品遮瑕能力较弱的痛点，“蹭不掉”粉底液 2.0 则改善了干得太快、黏腻感等痛点；（3）听取消费者建议，比如推出 2.0 版本后，收到部分消费者反馈“不希望 1.0 版本停产”，公司便及时将 1.0 版本重新上架，与 2.0 升级款共同销售。我们认为，PL 恋火拥有较强的消费者洞察意识及能力，有望持续成长并成为公司第二增长曲线。

图37：公司听取消费者建议重新上架“看不见”粉底液 1.0，与 2.0 升级款共同销售



资料来源：PL 恋火天猫旗舰店

5、万象更“芯”：来自人群资产角度的佐证

虽然市场部分观点对公司后续增长可持续性 & 盈利能力恢复仍存担忧，但我们对公司后续经营向好抱有信心。

公司在转型中底层思维&能力已实现迭代优化，具备持续增长的前提。通过前文分析复盘主品牌丸美和第二品牌 PL 恋火过去几年的业务调整，我们认为公司作为美妆品牌方的“芯”已经有所变化，具体来看主要包括（1）切换 ToC 思维：无论是社交媒体部的设立，还是自有电商团队建设与调整，都能看到公司已逐步从面向经销商的 ToB 思维，切换至直面消费者的 ToC 思维；（2）消费者洞察能力：小红笔眼霜、小金针次抛精华、“看不见”粉底液等多个大单品的成功，以及针对重组胶原蛋白成分的前瞻性布局，均体现了公司对消费趋势的强大洞察力。我们认为，公司经营好转的主要原因，既不是单纯受益于渠道红利，也不是受偶然成功的大单品放量驱动，而是在转型过程中实现了底层思维&底层能力的优化迭代，因此具备持续增长的前提。

品牌增长问题多维复杂，本章节中，我们尝试从“人群资产”角度提供佐证。上文所述“底层思维&能力”不够直观、难以量化，且美妆品牌的增长可能源于产品、营销等多个维度，为简化问题，我们借鉴抖音“人群资产经营方法论”来提供一个观察视角，并结合数据佐证公司后续增长的可持续性。考虑到 2023H1 时公司线上直营渠道已经以抖音为主，且抖音积累的人群资产亦能在其他渠道产生转化，因此我们认为该方法论具备一定参考价值。“人群资产经营方法论”认为：“从人群资产角度拆解增长，影响增长最大的要素是人群资产体量和人群资产经营效率”。在此思想指导下，巨量引擎借鉴《营销革命 4.0》书中 5A 理论，结合抖音平台消费者行为数据构建了“5A 人群资产”指标，该体系可用于监测品牌人群资产并指导经营。具体看，5A 人群可分为 A1（了解）、A2（吸引）、A3（种草）、A4（购买）、A5（复购），人群资产体量即可视为 A1-A5 所有人群之和。

图38：抖音“5A 人群资产”可用监测品牌人群资产并指导经营



资料来源：巨量引擎《O-5A 人群资产经营方法论》

总量上看，丸美品牌 5A 人群资产已实现较好积累，为持续增长奠定基础。结合“人群资产经营方法论”可知，5A 人群资产体量是品牌增长的基础。根据公司财报数据，主品牌丸美 2022Q2 在“了不起的中国成分 2”营销活动助力下的 5A 人群资产最高达 1.52 亿人，且 2022 年 5 月还跻身抖音美妆“5A 人群资产”排行榜 TOP20。而根据 2024 年年初发布的官方公众号数据，丸美 5A 人群资产已达 1.87 亿人，不到两年的时间增长 23% 以上，此外 PL 恋火的 5A 人群资产也达到 2300 万人。我们认为，公司销售费用投放在拉动表观业绩增长的同时，也带动旗下品牌在 5A 人群资产方面实现了较好积累，这将成为公司未来持续增长的重要基础。

图39：2022 年 5 月丸美人群资产跻身抖音美妆 TOP20

根据巨量云图数据，5 月份“5A 人群资产”行业排行榜上，丸美、稀物集、凌博士、自然堂、珀莱雅、HBN 六大美妆品牌表现十分抢眼，排名均出现大幅上升，最高者一周内上升高达 127 位，增速令人瞩目。



资料来源：巨量引擎营销观察公众号、开源证券研究所

图40：丸美人群资产已达 1.87 亿人（2024 年 1 月）



资料来源：丸美股份公众号

“增收不增利”或源于毛利率下滑、销售费用率提升，判断后者是难点。我们认为，品牌方“增收不增利”的原因主要包括价格体系失控导致的毛利率下滑、以及营销转化效率下降带来的销售费用率提升。对于丸美股份而言，考虑公司 ToC 线上直销模式占比持续提升，监测电商平台终端售价可跟踪价格体系波动；但由于美妆行业竞争激烈，流量成本日趋高涨（特别是增量平台抖音），公司在行业平淡背景下取得逆势增长需承担更高代价，营销效率变化尚难以前瞻判断。

“A3 人群”用于衡量被种草人群，可作为观测营销转化效率的前瞻指标。为解决上述问题，我们引入“A3 人群”（又称“种草人群”）指标，该指标表示“被品牌方构建心智，有搜索、加购等表达强烈意愿的行为，但尚未购买的消费者”。巨量引擎《O-5A 人群资产经营方法论》案例资料显示，A3 人群具备特殊价值，除了在抖音电商内产生转化外，还会在品牌方的全域销售渠道中产生搜索、加购、收藏、购买等行为：（1）洗护品牌 A 发现在外部电商平台成交的 5A 人群中，A3 人群占比最高，达 50+；（2）彩妆品牌 B 亦发现 A3 人群到电商平台的流转率显著高于 A1、A2 人群；（3）数据表明 A3 人群成交转化率常为 A2 人群的 5-10 倍。基于“A3 人群”具备强购买意愿的特点，我们判断“A3 人群”占比越大，品牌的营销转化效率将越高，因此可将“A3 人群”作为判断营销转化效率变化、销售费用率变化趋势的前瞻性指标。

图41：对美妆品牌而言，“A3人群”表示有搜索、加购行为但尚未购买的消费者，具备特殊价值



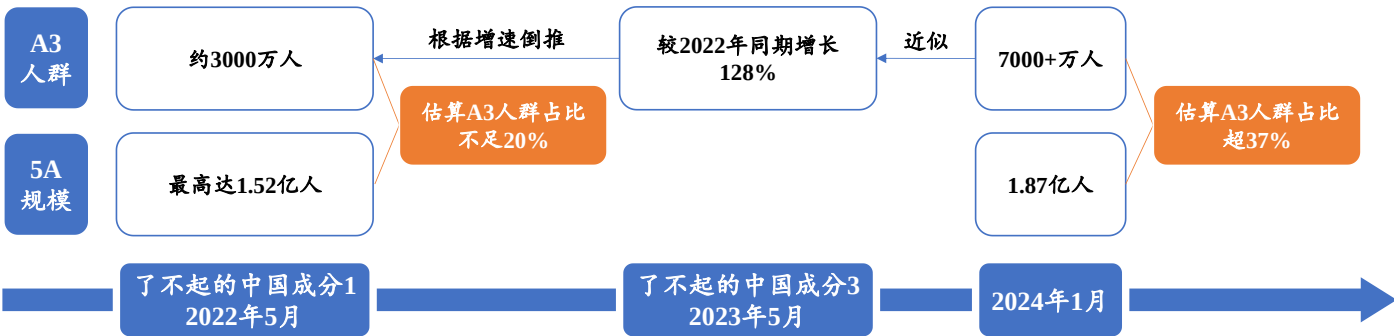
1) 美妆&日化&食品饮料&服饰&医疗保健; 2) 手机&母婴&奢品&3C&家电&家装家居

资料来源：巨量引擎《O-5A人群资产经营方法论》

结构上看，丸美 A3 人群占比提升较快，有望实现良性增长。2024 年年初的官方公众号数据显示，丸美 A3 人群已超 7000 万人，占品牌 5A 人群资产的比超 37%；而根据巨量引擎营销观察披露数据，2023 年 5 月“了不起的中国成分 3”助力丸美 A3 人群较 2022 年同期增长 128%，我们近似认为 2023 年 5 月品牌 A3 人群与 2024 年年初一致（7000 万人），故可推算 2022Q2 丸美 A3 人群约 3000 万人，占 2022Q2 品牌 5A 人群资产的比不足 20%。综合看，两年不到的时间内，主品牌丸美在 5A 人群资产总量取得增长的同时，其中更有价值的 A3 人群占比亦实现较快提升。由于 A3 人群成交转化可能性较大，因此我们认为短期内公司营销转化效率持续恶化的可能性较小，有望实现“增收增利”的良性增长，盈利能力恢复可期。

综上所述，公司旗下品牌 5A 人群资产总量、结构数据的改善能在一定程度上佐证我们前文对公司底层能力已实现万象更“芯”的分析论证，因此我们对公司增长可持续性 & 盈利能力恢复抱有信心。

图42：丸美品牌 A3 人群占比提升较快，盈利能力恢复可期



资料来源：公司公告、MARUBI 丸美公众号、巨量引擎营销观察公众号、丸美股份公众号、开源证券研究所

6、盈利预测与投资建议

6.1、关键假设

（一）营收端假设：

眼部类：主要指眼霜、眼膜等用于眼部的产品。公司最早以眼霜起家，主品牌丸美“眼部护理专家”心智强劲。2024 年公司将持续聚焦大单品小红笔眼霜，并培育双胶原眼霜、蝴蝶眼膜等储备大单品，持续夯实“眼霜”、“抗衰”心智；2024Q1 眼部类实现营收 1.13 亿元（+19%），综合考虑我们预计 2024-2026 年其营收同比增速分别为 20%/18%/17%。

护肤类：主要指膏霜乳液、精华、面膜等用于面部的产品。2024 年 4 月 27 日公司官宣“胶原小金针次抛精华”二代，我们认为，重组胶原蛋白成分热度正盛，公司迭代升级大单品有望收获较好增长；2024Q1 护肤类实现营收 2.81 亿元（+40%），综合考虑我们预计 2024-2026 年其营收同比增速分别为 33%/25%/20%。

洁肤类：主要指洁面乳等用于皮肤清洁的产品。洁肤类产品因功能相对基础、较难实现差异化故市场竞争激烈；2024Q1 洁肤类实现营收 0.67 亿元（+64%），综合考虑我们预计 2024-2026 年其营收同比增速分别为 25%/22%/20%。

美容及其他类：主要指粉底液、气垫等彩妆类产品，多为 PL 恋火品牌旗下产品。我们认为，PL 恋火精耕底妆、深刻洞察消费者需求，未来有望维持较快增长。2024Q1 美容类实现营收 1.91 亿元（+45%），综合考虑我们预计美容及其他类 2024-2026 年其营收同比增速分别为 45%/30%/25%。

其他业务：主要系废品销售收入，占比、营销均较小，假设为恒定值。

表2：预计眼部类、洁肤类产品稳健，护肤类、美容类产品有望较快增长

（单位：百万元）	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	1,787	1,732	2,226	2,966	3,709	4,494
YoY	2%	-3%	29%	33%	25%	21%
主营业务	1,726	1,730	2,225	2,964	3,707	4,492
YoY	-1%	0%	29%	33%	25%	21%
眼部类	523	435	429	514	607	710
YoY	-17%	-17%	-1%	20%	18%	17%
护肤类	967	794	925	1,231	1,538	1,846
YoY	7%	-18%	16%	33%	25%	20%
洁肤类	159	207	221	277	337	405
YoY	-16%	30%	7%	25%	22%	20%
美容及其他	78	294	650	942	1,225	1,531
YoY	248%	276%	121%	45%	30%	25%
其他业务	60.7	1.9	0.7	2.0	2.0	2.0

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：标黄数据为预测值，下同）

（二）利润端假设

毛利率：（1）大单品占比提升、精简长尾 SKU，严格的控价制度以及品类结构优化有望改善公司盈利能力，拉动毛利率缓慢提升，考虑 2024Q1 公司毛利率为 74.6%，我们预计 2024-2026 年公司综合毛利率分别为 74.9%/74.9%/74.9%。

费用率：（1）近年来公司线上渠道转型带动销售费用率大幅提升，但我们认为公司业务调整已经逐渐进入成果巩固期、打法基本成熟；此外公司过往积累品牌效应亦有望释放，综合看我们预计 2024-2026 年公司销售费用率将缓慢降低；（2）随着营收体量逐渐增长，我们预计 2024-2026 年规模效应有望推动公司管理费用率稳步下降；（3）此外我们预计 2024-2026 年公司研发、财务费用率保持相对稳健。

6.2、盈利预测与投资建议

丸美股份是老牌国货美妆公司，一度经营承压但受益于转型调整见效，2023 年来逐步回归增长轨道、经营拐点已现。部分市场观点对公司后续增长可持续性 & 盈利能力恢复仍存担忧，但我们认为公司在转型过程中作为美妆品牌方的“芯”已实现迭代优化，具体看体现为 ToC 零售思维的切换，以及消费者洞察能力的强化。

此外，我们借鉴“人群资产经营方法论”提供多样化视角：（1）总量上看，丸美 5A 人群资产规模已达 1.87 亿人，实现了较好积累；（2）结构上看，其中更有价值的 A3 人群占比已超 37% 实现较快提升；（3）综合看，人群资产指标改善是公司底层能力万象更“芯”的体现，也为公司可持续增长奠定基础，未来公司盈利能力有望在规模效应、品牌效应作用下进一步恢复，高质量增长可期。预计公司 2024-2026 年营业收入为 29.66/37.09/44.94 亿元，归母净利润为 3.75/4.84/6.04 亿元，对应 EPS 为 0.94/1.21/1.51 元，当前股价对应 PE 为 32.6/25.3/20.2 倍。

我们选取美妆个护品牌方公司珀莱雅、华熙生物、贝泰妮、润本股份合计 4 家公司作为可比公司，2024 年可比公司平均估值水平为 PE 28.2X；当前公司 2024 年估值水平为 PE 32.6X，高于行业平均 PE 水平。我们用 2024 年预测 PE 除以 2023-2026 年预计归母净利润 CAGR 计算 PEG，得珀莱雅、华熙生物、贝泰妮、润本股份 PEG 分别为 1.19/1.05/0.83/1.12，平均值为 1.05，而丸美股份 PEG 为 1.00 低于可比公司平均水平，估值合理。

首次覆盖，给予“买入”评级。

表3：丸美股份在转型过程中作为美妆品牌方的“芯”已经实现了迭代优化，未来高质量增长可期

证券代码	股票简称	评级	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS (元)			PE			归母净利润同比增速		
					2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
603605.SH	珀莱雅	买入	435	109.70	3.82	4.76	5.75	28.7	23.0	19.1	27.1%	24.5%	20.9%
688363.SH	华熙生物	买入	283	58.80	1.77	2.24	2.82	33.2	26.3	20.9	43.6%	26.7%	25.8%
300957.SZ	贝泰妮	买入	228	53.80	2.36	2.99	3.71	22.8	18.0	14.5	32.1%	26.6%	24.0%
603193.SH	润本股份	买入	82	20.16	0.72	0.89	1.09	28.0	22.7	18.5	29.6%	23.2%	22.4%
平均								28.2	22.5	18.2			
603983.SH	丸美股份	买入	122	30.48	0.94	1.21	1.51	32.6	25.3	20.2	44.6%	29.0%	24.9%

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：收盘价日期为 2024/05/29；其中珀莱雅、华熙生物、贝泰妮、润本股份 EPS 均采用开源证券预测数据）

7、风险提示

居民消费意愿下行：将直接影响行业景气度及公司产品销售；

新品拓展不及预期：新品无法满足消费者需求、销售惨淡，影响公司销售业绩；

过度依赖营销推广：市场竞争激烈，过度依赖营销推广将侵蚀盈利能力。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	2237	2530	3000	3398	3898
现金	1073	1077	1435	1795	2174
应收票据及应收账款	74	31	109	67	146
其他应收款	7	15	15	22	23
预付账款	19	25	33	39	48
存货	152	172	198	265	296
其他流动资产	912	1211	1211	1211	1211
非流动资产	1854	1924	2158	2432	2751
长期投资	74	64	64	64	64
固定资产	249	454	579	697	814
无形资产	749	720	854	1017	1212
其他非流动资产	783	687	662	655	660
资产总计	4094	4454	5158	5830	6648
流动负债	668	1010	1548	1736	1950
短期借款	100	100	735	745	891
应付票据及应付账款	230	263	300	404	449
其他流动负债	339	648	513	587	610
非流动负债	173	25	25	25	25
长期借款	148	0	0	0	0
其他非流动负债	25	25	25	25	25
负债合计	842	1035	1573	1761	1975
少数股东权益	65	71	71	71	71
股本	401	401	401	401	401
资本公积	774	760	760	760	760
留存收益	2028	2187	2376	2595	2833
归属母公司股东权益	3188	3347	3514	3998	4602
负债和股东权益	4094	4454	5158	5830	6648

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	48	338	275	576	502
净利润	167	278	375	484	604
折旧摊销	27	18	28	30	36
财务费用	-13	-14	-30	-37	-45
投资损失	-28	-44	-40	-40	-40
营运资金变动	-120	139	-57	140	-52
其他经营现金流	14	-39	-1	-1	-1
投资活动现金流	70	-215	-221	-263	-314
资本支出	111	254	262	304	355
长期投资	305	-238	0	0	0
其他投资现金流	-124	276	41	41	41
筹资活动现金流	145	-145	-331	37	45
短期借款	100	0	635	10	146
长期借款	148	-148	0	0	0
普通股增加	-0	-0	0	0	0
资本公积增加	-6	-14	0	0	0
其他筹资现金流	-97	17	-966	27	-101
现金净增加额	263	-22	-277	350	233

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	1732	2226	2966	3709	4494
营业成本	547	652	745	932	1130
营业税金及附加	25	23	30	38	45
营业费用	846	1199	1625	2022	2427
管理费用	111	109	133	148	171
研发费用	53	62	83	104	126
财务费用	-13	-14	-30	-37	-45
资产减值损失	-10	-13	-10	-10	-10
其他收益	24	19	20	20	20
公允价值变动收益	5	71	1	1	1
投资净收益	28	44	40	40	40
资产处置收益	0	1	0	0	0
营业利润	207	319	429	554	691
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	1	2	1	1	1
利润总额	207	317	428	553	690
所得税	39	39	53	69	86
净利润	167	278	375	484	604
少数股东损益	-7	18	0	0	0
归属母公司净利润	174	259	375	484	604
EBITDA	218	309	454	590	727
EPS(元)	0.43	0.65	0.94	1.21	1.51

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	-3.1	28.5	33.3	25.1	21.1
营业利润(%)	-30.7	54.0	34.5	29.0	24.8
归属于母公司净利润(%)	-29.7	48.9	44.6	29.0	24.9
获利能力					
毛利率(%)	68.4	70.7	74.9	74.9	74.9
净利率(%)	9.7	12.5	12.6	13.0	13.4
ROE(%)	5.1	8.1	10.5	11.9	12.9
ROIC(%)	11.0	18.3	22.2	27.0	27.7
偿债能力					
资产负债率(%)	20.6	23.2	30.5	30.2	29.7
净负债比率(%)	-24.9	-23.9	-19.4	-25.6	-27.3
流动比率	3.3	2.5	1.9	2.0	2.0
速动比率	2.4	1.9	1.5	1.5	1.6
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.5	0.6	0.7	0.7
应收账款周转率	27.2	45.5	45.5	45.5	45.5
应付账款周转率	2.6	2.6	2.6	2.6	2.6
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.43	0.65	0.94	1.21	1.51
每股经营现金流(最新摊薄)	0.12	0.84	0.69	1.44	1.25
每股净资产(最新摊薄)	7.95	8.35	8.76	9.97	11.48
估值比率					
P/E	70.2	47.1	32.6	25.3	20.2
P/B	3.8	3.7	3.5	3.1	2.7
EV/EBITDA	50.7	34.7	23.8	17.8	14.1

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

22 / 24

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，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。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所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn