



买入（首次）

所属行业：美容护理/化妆品
当前价格(元)：22.91

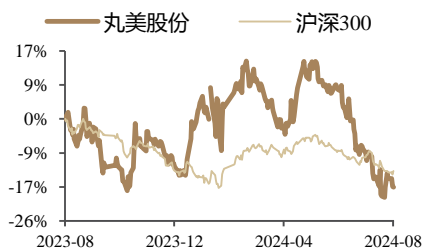
证券分析师

易丁依

资格编号：S0120523070004

邮箱：yidy@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-10.47	-22.86	-27.07
相对涨幅(%)	-6.72	-17.23	-18.46

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

丸美股份：电商转型展现成效，打造彩妆第二曲线

投资要点

- 导语：**丸美股份通过调整团队架构+线下转电商渠道+内部高研发投入打造自研原料，实现基本面边际拐点，业绩自22Q3触底后逐步回升。丸美主品牌积极推动品牌升级、产品聚焦及电商转型，实现品牌重新增长；恋火品牌年轻化、大单品策略成熟、达人共创模式实现品牌快速破圈，打造公司第二曲线，看好公司利润弹性释放，首次覆盖给予“买入”评级。
- 丸美股份成立于2002年，成立初期以护肤品为主，恋火品牌的高速增长、23年营收占比提升至29%。疫情影响公司优势的线下渠道经营，同时电商渠道转型不及预期，期间业绩承压，归母净利率22Q3触底后回升并保持稳定。
- 公司展现基本面边际拐点：团队调整+渠道变革+重视研发。**
 - 组织架构：**董事长亲自挂帅电商渠道，助力渠道转型升级；公司内部实行赛马机制，提效“增肌”取得明显成效；同时设立产业基金实现全产业链布局。
 - 渠道变革：**公司以线下经销渠道起家，新冠疫情影响叠加渠道变更线下持续收缩，22年内部调整电商结构，并实现22Q4天猫趋势性拐点，重点布局抖音渠道，23年丸美及恋火品牌在抖音平台上GMV均高速增长。
 - 强化研发：**持续加大内部研发投入及外部研发合作，24年举办第四届重组胶原蛋白科学论坛，并且通过广曝光、强营销打造胶原心智，并实现胶原产品高增长。
- 主品牌展现拐点，恋火打造第二曲线。**
 - 丸美：**品牌深耕抗衰领域，布局胜肽、视黄醇和胶原蛋白三大抗衰成分，22年以来品牌升级产品策略，聚焦头部、优化长尾产品，23年四大单品GMV贡献接近50%，以小金针次抛为代表的护肤品类逐步放量，实现品牌从眼部到全面部拓展，有效带动复购率及客单价提升，品牌23H1营收止跌、展现业绩拐点。
 - 恋火：**团队年轻化，奠定品牌年轻化基因；产品角度，打造“看不见粉底液”大爆品，推出“蹭不掉系列”和“看不见系列”的底妆产品及“根根系列”的眼妆产品，产品结构丰富；在天猫及抖音渠道通过达人共创模式实现品牌的种草及销售，大促期间多次位列品类前列，2023年恋火品牌营收6.43亿/+125%、营收占比达28.9%，品牌展现高景气度。
- 投资建议：**丸美股份借助多渠道协同发展+新品有序推进+品牌营销赋能+数字化转型+第二增长线探索，将不断推动公司从渠道转型到产品和品牌升级，随着线上搭建逐渐成熟且线下渠道逐步恢复，看好多品牌矩阵搭建。预计24-26年营收为29.42亿/36.66亿/42.65亿，归母净利为3.82亿/4.97亿/6.31亿，8月15日收盘价对应24-26年PE分别为24.0X/18.5X/14.6X，首次覆盖给予“买入”评级。
- 风险提示：**行业竞争加剧；新品推广不及预期；获客成本上升；人才流失风险；管理层减持风险。

股票数据		主要财务数据及预测					
总股本(百万股):	401.00	2022	2023	2024E	2025E	2026E	
流通A股(百万股):	401.00	营业收入(百万元)	1,732	2,226	2,942	3,666	4,265
52周内股价区间(元):	22.19-31.68	(+/-)YOY(%)	-3.1%	28.5%	32.2%	24.6%	16.3%
总市值(百万元):	9,427.51	净利润(百万元)	174	259	382	497	631
总资产(百万元):	4,361.89	(+/-)YOY(%)	-29.7%	48.9%	47.4%	30.0%	27.0%
每股净资产(元):	8.62	全面摊薄 EPS(元)	0.43	0.65	0.95	1.24	1.57
资料来源：公司公告		毛利率(%)	68.4%	70.7%	71.1%	71.4%	71.7%
		净资产收益率(%)	5.5%	7.8%	10.7%	12.9%	14.9%

资料来源：公司年报（2022-2023），德邦研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

内容目录

1. 丸美股份：眼部护理领域龙头，线上转型成果初显.....	5
2. 团队调整+渠道变革+重视研发，带来边际改善.....	8
2.1. 团队调整：董事长亲自挂帅，电商团队履新.....	8
2.2. 渠道端：新渠道带动电商高增.....	10
2.2.1. 线上渠道：积极探索平台、内容电商领域，迎合直播风口.....	10
2.2.2. 线下渠道：看好疫情常态化下渠道恢复性增长.....	12
2.3. 研发能力支撑眼护及抗衰领域单品的持续发展.....	12
3. 丸美股份：从“眼部护理”走向“面部抗衰”.....	14
3.1. 产品端：爆品打造+产品迭代，从“眼部护理”到“面部抗衰”.....	14
3.2. 营销渠道：强化年轻化社媒营销，注重优质内容营销.....	17
4. 恋火：底妆赛道引领者，贡献第二增长线.....	18
4.1. 产品端：以粉底液为爆品，向多产品系列延伸.....	18
4.2. 渠道端：与达人共创，发力电商渠道.....	20
5. 盈利预测与投资建议.....	22
5.1. 盈利预测.....	22
5.2. 投资建议.....	23
6. 风险提示.....	24

图表目录

图 1: 公司发展历程: 深耕化妆品二十余年, 形成多品牌矩阵	5
图 2: 营收总体稳定, 归母净利润略有波动	6
图 3: 毛利率稳中有升, 净利率下降	6
图 4: 管理费率及研发费率平稳, 销售费率走高	6
图 5: 主营业务中眼部类及护肤类营收占比走低	7
图 6: 彩妆类毛利率高于其他品类	7
图 7: 23 年收入增速走高 (亿, %)	7
图 8: 归母净利率 22Q3 触底逐步回升	7
图 9: 公司股权结构	8
图 10: 23 年加大广告宣传投入, 工资福利类费用占比降低	9
图 11: 2022 年销售人员精简, 人员“提效增肌”	9
图 12: 线上渠道收入增长迅速 (单位: 亿元)	10
图 13: 2020 年线上渠道占比超过线下 (%)	10
图 14: 电商渠道发展历程	10
图 15: 丸美主品牌天猫月销售额波动幅度大	11
图 16: 恋火品牌淘系平台月销售额波动中下跌	11
图 17: 丸美主品牌抖音平台月销售额及增速	11
图 18: 恋火品牌抖音平台月销售额及增速	11
图 19: 研发费用逐年增加	12
图 20: 研发人员数量总体稳定	12
图 21: 丸美持续深化拓展与国内高校及研究机构的合作	13
图 22: 小红笔眼霜热销、实力认证	16
图 23: 2024H1 各产品种类天猫渠道销售额占比	16
图 24: 线上主推四大单品天猫销售额占比波动上升	16
图 25: 丸美在“38 特别企划”期间发出多个话题	17
图 26: 丸美品牌合作全新代言人	17
图 27: 全新代言人线下应援活动	17
图 28: 恋火发展历程: 2021 年品牌焕新升级, 布局底妆赛道, 打造丸美集团第二曲线 ...	18
图 29: PL 看不见粉底液爆品打造逻辑: 高性价比+功效显著+营销加持	19
图 30: 恋火-抖音平台-销售结构: 产品结构走向多元	20
图 31: 恋火与多位超头合作, 达成深度合作	21
图 32: 恋火品牌电商月度 GMV (万元)	21

表 1: 管理层介绍: 均有相关学历及从业背景, 产业经验丰富	8
表 2: 成立五期产业基金, 进行全产业链投资	9
表 3: 公司主要产品系列发展历程.....	14
表 4: 最优抗衰布局, 三大爆款矩阵	15
表 5: 恋火主要产品	19
表 6: 丸美股份盈利预测 (亿元)	22
表 7: 丸美股份及可比公司盈利预测及 PE 对比 (收盘价为 2024 年 8 月 15 日)	23

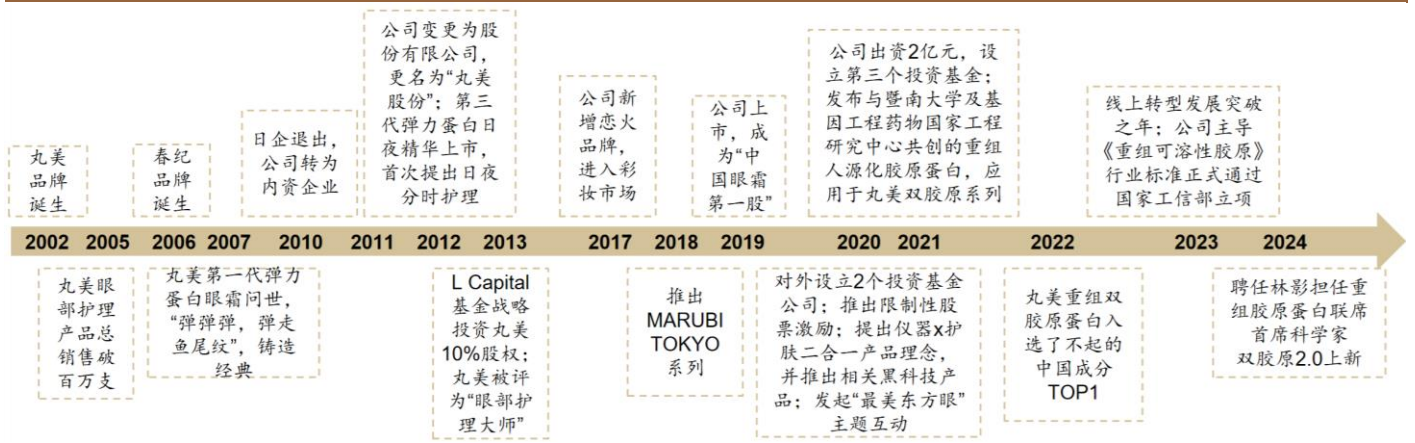
1. 丸美股份：眼部护理领域龙头，线上转型成果初显

丸美股份自成立以来聚焦眼部，深耕抗衰，产品以护肤品类为主，近年来不断拓展彩妆品类业务，恋火品牌高增长，且从渠道端来看，线上渠道占比迅速提升、渠道转型明显。

渠道端-从线下到线上，电商转型变革明显：早期采用以经销为主、直营为辅的销售模式，陆续建立了覆盖百货专柜、美容院、日化店、电子商务及商超等多种渠道的销售网络。丸美股份相对于行业内其他公司较晚发展线上渠道，近年来不断进行线上转型发展且成果初显，线上收入于2020年开始超过线下渠道贡献。2023年是公司线上转型发展突破之年，经过三年的变革调整，公司在产品、品牌、人群、渠道、供应等方面全面突破，23年线上渠道营收18.71亿/+50.4%，占比达到84%，抖音快手自播及恋火品牌快速发展。根据久谦数据跟踪显示，丸美和恋火2024年在淘系、抖音双平台上仍保持较高增长。

品牌端-丸美稳定增长，恋火高增：目前旗下拥有“丸美”、“春纪”和“恋火”三个品牌。2002年成立主品牌“丸美”，专注“抗衰眼霜”领域，目前已成为国产中高端定位并具规模的头部品牌，多年发展实现主品牌和渠道全面扩展，丸美品牌23年实现营收15.6亿/+11.6%、占比达到70.1%。2017年，公司收购韩国彩妆品牌“恋火”，定位年轻人轻奢彩妆，线上、线下销售渠道全面发展、增速强劲，23年恋火品牌营收6.43亿/+125%，占比达到28.9%。

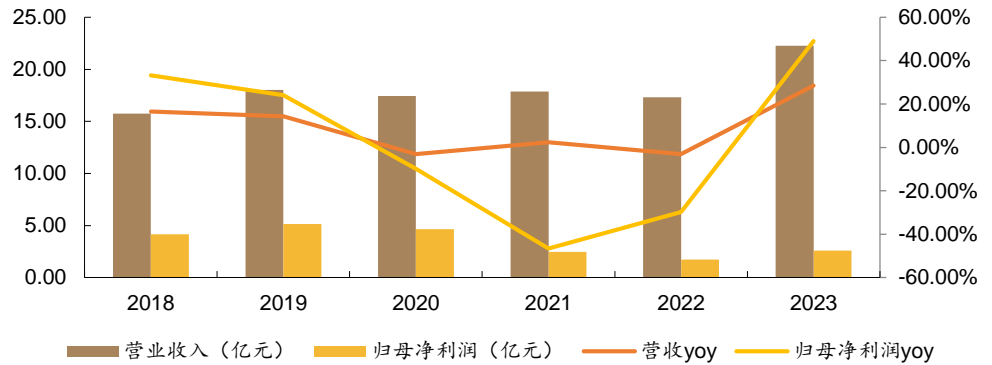
图1：公司发展历程：深耕化妆品二十余年，形成多品牌矩阵



资料来源：公司公告、公司官网、丸美股份公众号、德邦研究所

营收总体稳定，疫情后净利润逐步回暖。公司以线下业务为主，疫情使得百货、日化等渠道承压明显，美容院渠道表现坚挺；近年来不断加大线上的投入建设，增速表现优于线下渠道，且对抖快新渠道高销售费用投入影响利润表现。公司2022-2023年营收实现大幅上涨，2023年营收达22.26亿/+28.52%，且归母净利润由2022年的1.74亿回升至2023年的2.59亿，高利润率的线下渠道恢复不及预期，尤其是百货渠道客流减少明显；而电商渠道仍处于稳步推进阶段，利润率逐步爬坡。24Q1实现营收6.61亿/+38.73%、归母净利润为1.11亿/+40.62%，业绩回升。

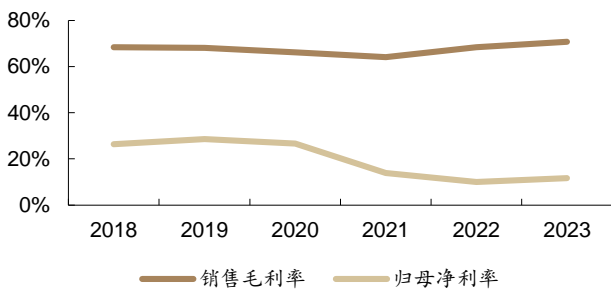
图 2：营收总体稳定，归母净利润略有波动



资料来源：公司公告、wind、德邦研究所

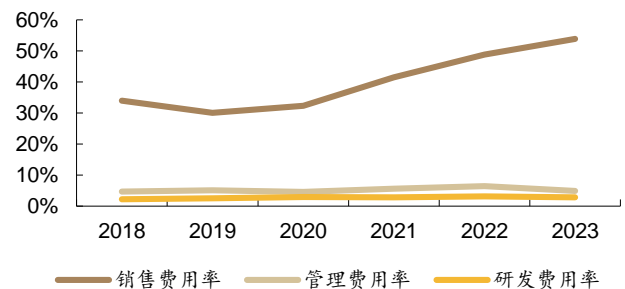
毛利率稳中有升，增加销售费用投入，净利率承压明显。公司毛利率逐步走高，2023 全年销售毛利率为 70.69%、同比提升 2.29pcts：（1）渠道转型明显，2023 年线上渠道营收占比提升至 84.11%，且毛利率为 72.92%、优于线下渠道的 58.95%；（2）产品升级：主品牌对品牌和新品进行种草和心智强化，双胶原蛋白大单品表现亮眼，2023 年线上渠道毛利率为 72.9%/+2.5pcts。费用端来看，（1）销售费用：主要在于布局线上渠道，加大对线上推广和人员培训的投入，建设线上团队；同时加大品牌宣传和广告推广等投入，带来近年来销售费用额及费率均逐年增加。（2）研发费用：围绕前沿技术强化科技心智，持续高投入，不断打造新品和爆品，同时投建原料工厂和化妆品检测公司，打通科研全链路。

图 3：毛利率稳中有升，净利率下降



资料来源：公司公告、wind、德邦研究所

图 4：管理费用率及研发费率平稳，销售费率走高

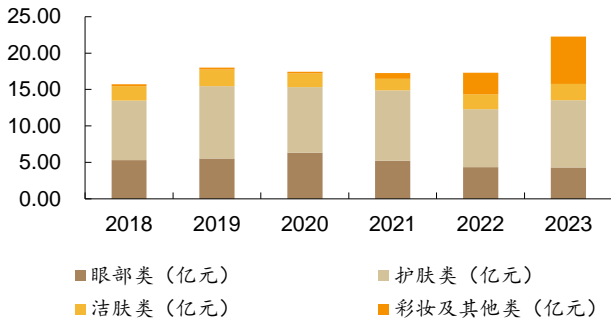


资料来源：公司公告、wind、德邦研究所

产品拆分：彩妆营收高速增长，产品结构愈加丰富。（1）眼部类：丸美品牌以眼部类产品起家，构成公司核心销售品类，营收占比从 2018 年的 33.8% 降至 2023 年 19.3%，品类结构变动带来眼部类产品占比下降，23 年毛利率为 72.28%/+3.54pcts、近年均维持较高毛利率水平；（2）护肤类：公司核心品类，毛利率维持在 66%-70% 高位水平，营收贡献略有下降但仍为第一大品类；（3）彩妆类：“恋火”品牌不断发展，彩妆及其他类营收占比从 2019 年的 1.44% 提升至

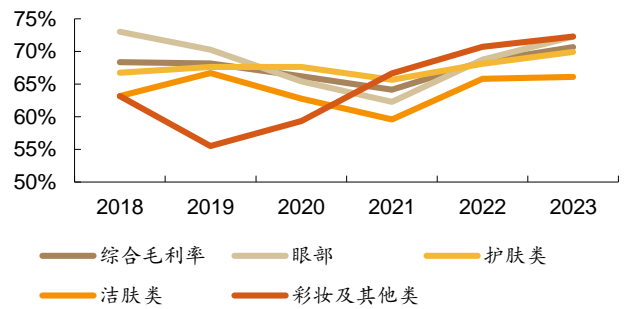
2023 的 29.2%，23 年营收 6.50 亿/+121%，延续高增长趋势，23 年毛利率为 72.30%、超过其他品类。

图 5：主营业务中眼部类及护肤类营收占比走低



资料来源：公司公告、德邦研究所

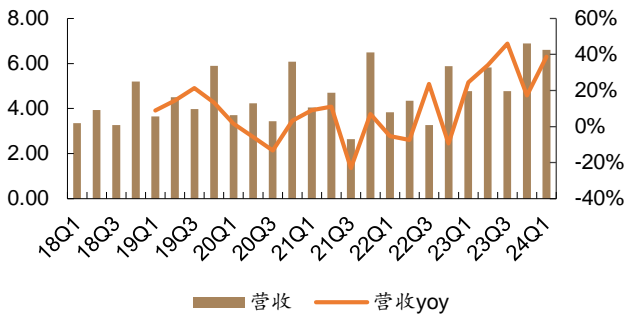
图 6：彩妆类毛利率高于其他品类



资料来源：公司公告、德邦研究所

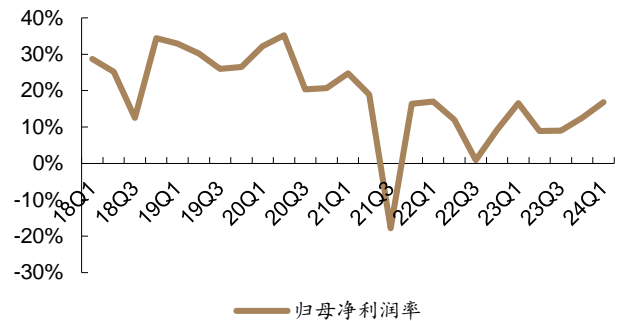
归母利润率 22Q3 触底逐步回升，维持增速逐渐走高趋势。经过一年的摸索与调整期，丸美股份 22Q3 收入 3.27 亿/+23.72%、归母净利润 0.03 亿/+106%，扭转 22Q1-Q2 收入及利润下滑趋势；同时 24Q1 营收增速达+38.73%，维持增速走高趋势。归母净利率自 22Q3 触底后逐步回升，24Q1 达 16.79%，整体保持稳定。

图 7：23 年收入增速走高 (亿, %)



资料来源：公司公告、wind、德邦研究所

图 8：归母净利率 22Q3 触底逐步回升



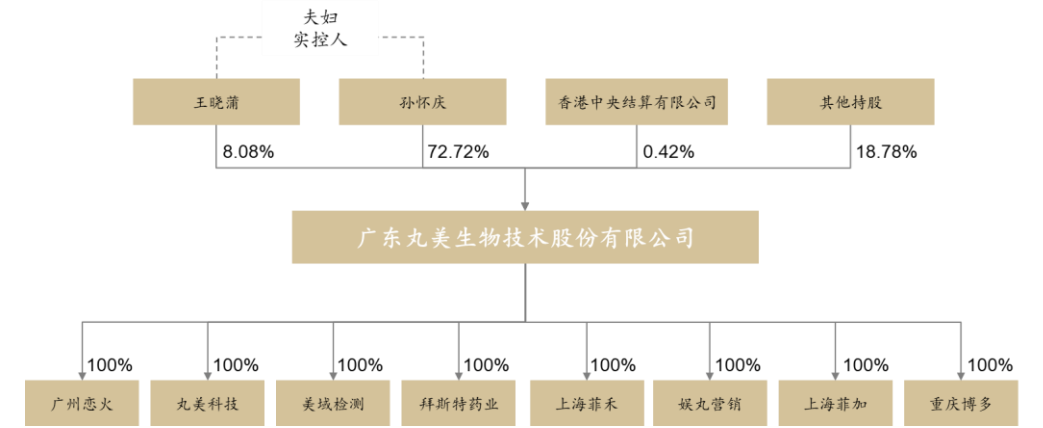
资料来源：公司公告、wind、德邦研究所

2. 团队调整+渠道变革+重视研发，带来边际改善

2.1. 团队调整：董事长亲自挂帅，电商团队履新

公司股权集中。截至 24Q1，公司实际控制人为孙怀庆和王晓蒲夫妇，分别持有公司 72.72%、8.08% 股权。孙怀庆先生为公司控股股东，担任董事长、总经理，与王晓蒲女士两人合计持股 80.80%，股权集中。

图 9：公司股权结构



资料来源：公司公告、wind、德邦研究所；注：持股比例截至 24Q1，子公司为 2023 年年报披露情况

公司董事和在任高管多有相关学历和从业背景，实力雄厚，相关行业从业经验丰富。公司多位董事和高管有相关研发学术背景和丰富从业经历，助力公司研发、宣传和推广等工作。

表 1：管理层介绍：均有相关学历及从业背景，产业经验丰富

序号	姓名	性别	职务	详细介绍
1	孙怀庆	男	董事长、总经理	2002 年设立公司前身，现任公司董事长、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
2	郭朝万	男	董事	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部副部长及基础研究中心负责人，瑜博口腔董事
3	王开慧	男	董事、CFO	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
4	申毅	男	董事	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、WincorNixdorfte, Ltd. (Singapore) 亚太区业务拓展经理等；2019 年 10 月加入公司，现任公司董事兼数字科技部部长
5	曾令椿	男	董事、CMO	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
6	梁焕秋	女	监事	曾任丸美科技采购供应部管培生、经理，现任公司监事、丸美科技采购总监
7	陈嘉扬	女	监事	曾任公司市场企划部部长助理、品牌推广经理、品牌营销副总监，现任公司监事、内容营销副总监
8	程迪	女	董秘	2012 年 6 月起任公司证券事务代表，现任公司董事会秘书

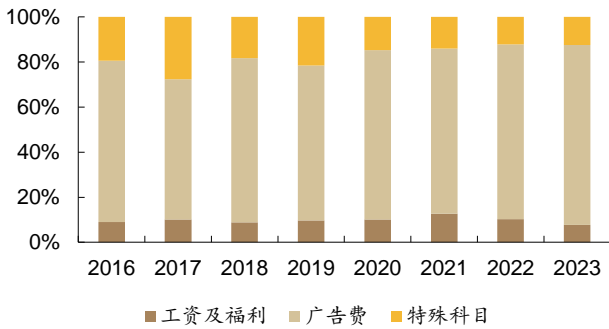
资料来源：公司公告、德邦研究所

董事长亲自挂帅电商，助力渠道转型升级。公司 21Q1-Q3 抖快直播快速增长、但增收不增利，21Q4 及时复盘调整、完善店铺自播，董事长 2022 年重点负责电商业务，下架大量不能产生品牌效应的产品。2021 年公司渠道转型投入较高的销售费用，销售费率达到 41.5%/+9.2pcts，但是电商发展略低于预期，21 年线上营收增速仅 8%。2022 年前三季度调整产品结构和销售策略后，抖音 Q4 开始放量增长，天猫渠道逐季优化且实现 Q4 恢复正增长，直播渗透率明显提升。综合来看，22 年抖音快手自播实现营收 1.89 亿元，同比增长 4.9 倍，线上消费人群呈

现年轻化趋势，电商渠道转型取得实质性进展！

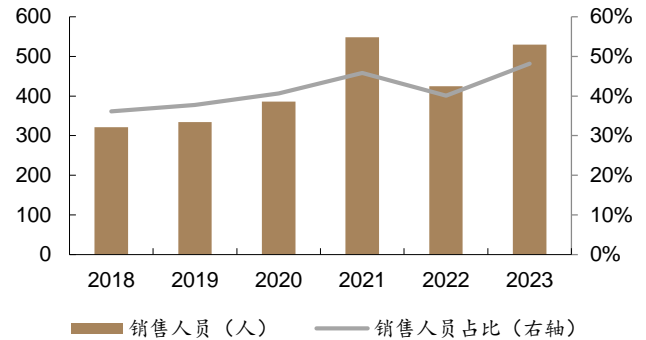
公司内部实行赛马机制，提效“增肌”。2021年公司全面转型电商，销售人员扩充至548人/+162人，销售人员占比提升至46%/+5.1pcts，工资及福利类增至0.94亿/+0.36亿，但电商业务略低于预期，销售费用的提升扰动整体盈利能力。公司22年加强团队建设和文化建设，提升组织效能、优化人才梯队，提升人才厚度，稳步提升团队效能，23年销售人员530人，同时工资及福利类费用占销售费用比重降至7.76%、广告宣传类占比提升至79.82%。

图 10：23 年加大广告宣传投入，工资福利类费用占比降低



资料来源：公司公告、德邦研究所

图 11：2022 年销售人员精简，人员“提效增肌”



资料来源：公司公告、德邦研究所

设立产业基金，全产业链布局。丸美股份共设立了5支投资基金。2020年4月，丸美股份与北京方圆金鼎投资管理有限公司成立总规模为10亿元的丸美金鼎化妆品产业基金管理中心（有限合伙），丸美出资认缴不低于募集规模的80%。2018年投资设立了宿迁汇恒金鼎资产管理合伙企业（有限合伙），2020年投资设立了宿迁众城资产管理合伙企业（有限合伙），规模分别为1亿元、1亿元。2021年，丸美股份投资2亿元成立共青城联明股权投资合伙企业（有限合伙），新增投资专业婴童护肤品牌“戴可思”、高端美容仪品牌“JOVS”、美瞳品牌“可啦啦”。2021年8月，丸美股份与北京纵横金鼎投资管理有限公司共同投资青岛茂达股权投资合伙企业（有限合伙），总规模为4000万元人民币，丸美股份作为有限合伙人拟出资人民币3990万元，占合伙企业99.75%份额；2023年4月丸美对青岛茂达增资扩募，公司认缴出资总额增至9990万元，所占份额增至99.90%。

表 2：成立五期产业基金，进行全产业链投资

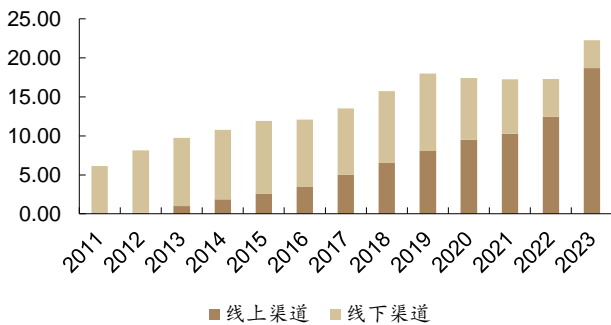
投资产业基金名称	基金规模 (亿元)	投资金额 (亿元)	股权结构	设立时间	被投资企业情况
宿迁汇恒金鼎资产管理合伙企业 (有限合伙)	1	0.8	公司出资 80%，方圆金鼎投资管理出资 6%，其余出资人出资总计 14%	2018 年 12 月	广州梵之容化妆品有限公司（旗下有谷雨品牌）、杭州配方师科技有限公司（旗下品牌“菜鸟和配方师”）等
宿迁众城资产管理合伙企业 (有限合伙)	1	0.5	公司出资 50%，上海来伊份出资 34%，其余出资人出资总计 16%	2020 年 6 月	司密澳生物科技有限公司（创新型食品科技）等
共青城联明股权投资合伙企业 (有限合伙)	2.5	2	公司出资 80%，方圆金鼎投资管理出资 1.2%，上海爱屋投资出资 4%，其余出资人出资 14.8%	2021 年 1 月	深圳市千誉科技有限公司（旗下品牌 JOVS，高端个护品牌）、深圳市瞳学科技有限公司（美瞳品牌“可啦啦”）、无锡戴可思生物科技有限公司（旗下婴幼儿洗护品牌“戴可思”）、广东芭薇生物科技股份有限公司（化妆品制造商）
青岛茂达股权投资合伙企业 (有限合伙)	1	0.999	公司出资 99.9%，纵横金鼎投资管理出资 0.01%	2021 年 8 月	上海摩漾生物科技有限公司（纳米医用生物材料生产商）、广州美央创新科技有限公司（旗下医美抗衰老人工智能平台“Mira”）

资料来源：公司公告、企查查、德邦研究所

2.2. 渠道端：新渠道带动电商高增

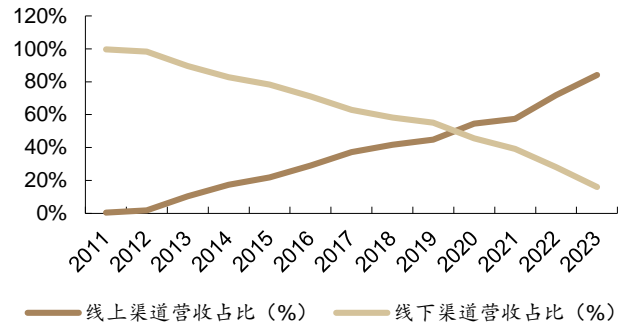
线下经销起家，发力线上电商平台。2020年新冠疫情爆发以来，线下销售持续承压，直播爆发增长、抖音快手等社交电商内容电商快速兴起。面对电商环境的重大变革，公司开始建设电商平台，线上线下双轮驱动，以全渠道布局策略持续推进。线上渠道营收占比迅速提升，20年首次超过线下传统渠道，并在23年占比达到84.11%，主要来自抖音、快手直播平台发力；23年线下收入3.54亿/yoy-27.17%，整体表现未及预期，尤其是百货渠道受客流减少影响明显，23年线下营收占比逐渐收缩至15.89%。

图 12：线上渠道收入增长迅速（单位：亿元）



资料来源：公司公告、德邦研究所

图 13：2020 年线上渠道占比超过线下（%）



资料来源：公司公告、德邦研究所

2.2.1. 线上渠道：积极探索平台、内容电商领域，迎合直播风口

受疫情影响，线下渠道承压，公司加大对线上渠道的投入以及团队的建设。疫情之前公司注重拓展线下渠道，也同步运营线上渠道。例如进行结构优化和组织调整，布局天猫、京东、抖音、快手等多个平台。此外公司逐步完善团队配置及 KPI 设置，逐步完善品牌达人矩阵；新设社交媒体部和新兴渠道部，充分运用小红书、抖音、B 站、快手等社交平台属性。2021 年，公司将“丸美天猫旗舰店”由代运营调整为自营，前三季度抖快直播业绩快速增长，然增收不增利；第四季度，公司及时复盘调整，实现多渠道有序经营、良性发展。2022 年公司内部高度重视电商领域发展，并实现 22Q4 天猫渠道增速趋势性拐点，抖音渠道高增长，渠道转型取得阶段性突破。

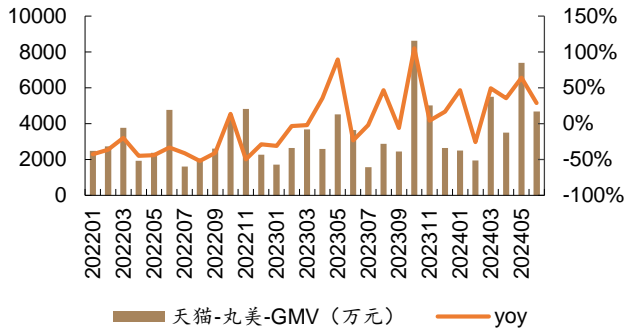
图 14：电商渠道发展历程



资料来源：公司公告、德邦研究所

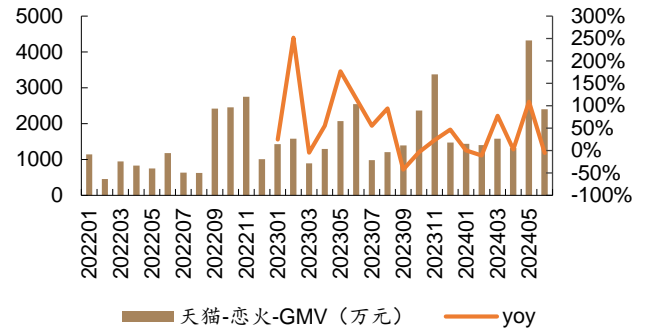
线上渠道持续发力，天猫日销由下降转增长，24年增长趋势延续。根据久谦数据显示，2022年以来丸美主品牌天猫平台月度销售额同比降幅呈现收窄趋势，丸美品牌从Q1-Q3月均-50%~-25%的下滑、收缩至-30%左右；23年丸美品牌在天猫GMV为4.19亿/+18%，24H1 GMV为2.55亿/+36%。恋火品牌作为后者，23年天猫GMV为2.06亿/+36%，24H1 GMV为1.24亿/+27%、延续增长趋势，大单品看不见粉底液同时登上了粉底液品类的天猫热销榜、好评榜、彩妆必买榜TOP1、回购版TOP1和抖音粉底液TOP1。

图 15：丸美主品牌天猫月销售额波动幅度大



久谦来源：久谦数据、德邦研究所
注：具体数据以公司披露为准

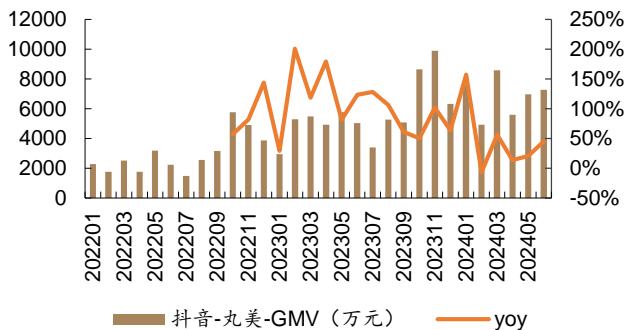
图 16：恋火品牌淘系平台月销售额波动中下跌



资料来源：久谦数据、德邦研究所
注：具体数据以公司披露为准

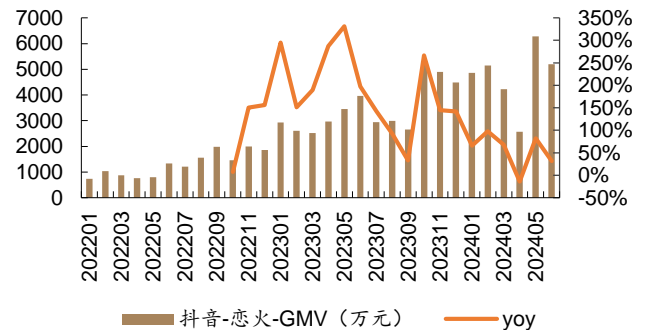
重点布局抖音渠道，提质增效引领电商渠道新引擎。丸美股份通过提升自播占比，加强投流能力，通过精细化运营，发展粉丝会员，获得更多免费流量支持等，提升抖音、快手等渠道的盈利能力。公司积极优化直播策略，通过产品的价格和结构上的优化，并且合作短剧新形势把握抖音风口，实现了渠道的快速增长。根据久谦数据，23年丸美品牌GMV为6.81亿/+92%，恋火品牌4.17亿/+167%；24H1丸美品牌GMV为4.09亿/+39%，恋火品牌2.83亿/+53%。丸美股份加码线上，发力电商板块，加快电商转型步伐，持续进行线上渠道结构优化转型。

图 17：丸美主品牌抖音平台月销售额及增速



资料来源：久谦数据、德邦研究所
注：具体数据以公司披露为准

图 18：恋火品牌抖音平台月销售额及增速



资料来源：久谦数据、德邦研究所
注：具体数据以公司披露为准

2.2.2. 线下渠道：看好疫情常态化下渠道恢复性增长

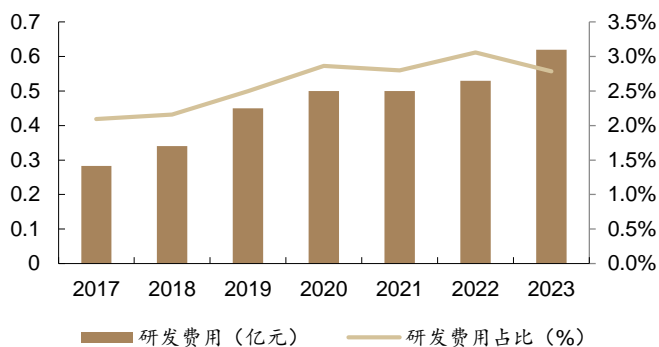
丸美：起家于线下渠道，疫情冲击受损严重。丸美从线下渠道起家，2019 年线下营收占比达 55.1%。电商的高速发展+直播带货的兴起+疫情多次反复的冲击，线下渠道明显承压，21/22/23 年线下渠道同比分别下滑 12%/31%/27%，扰动整体营收表现。

营销投放：疫情期间加强与分众传媒的合作，线下营销积极推进，打造品牌影响力。2019 年，丸美携彭于晏全新弹力蛋白眼精华 TVC 独家冠名湖南卫视金鹰独播剧场，并在全国开启多渠道 360 度立体投放。丸美还联合美图打造了线上线下高参与度的营销活动。2022 年年初，丸美与分众传媒达成“超亿级传播”战略合作，投放双胶原产品电梯广告，实现全国超 26 万个点位，每天高达 600 次播放，预计曝光 44 亿+人次。另外，公司积极拓展线下新渠道新网点；持续保持各种形式会员沙龙会、私享会等活动；加强对门店、BA 培训和带教；22 年完成全国超 2300 个双胶原直充站的铺设。通过分众传媒+新潮传媒国内两大前沿梯媒战略投放，精准触达都市主流人群，逐渐实现投放立体。

2.3. 研发能力支撑眼护及抗衰领域单品的持续发展

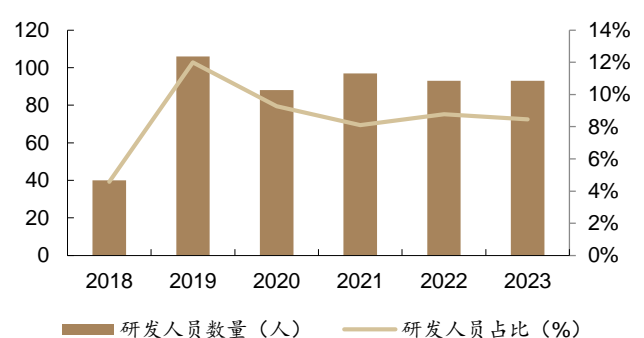
持续加大研发投入，研发组织梯队完善。公司 2019 年来逐年加大研发投入，2023 年研发费用 0.62 亿元，2019 年后研发人员数量总体稳定，保持研发领域高投入。公司拥有一支由海内外专家、高层次人才、科技专家库入库专家等人员构成的研发团队，包括自有研发团队（2023 年共计 93 名研发人员，其中硕士以上学历占比 29%）和专家支持团队。

图 19：研发费用逐年增加



资料来源：公司公告、德邦研究所

图 20：研发人员数量总体稳定



资料来源：公司公告、德邦研究所

公司研发体系完善。2020 年，开始建立丸美研创中心，构建起了全面高效的研发架构。研发体系包括东京前沿中心、广州研发中心、上海创新中心，锁定核心原料和技术的闭环研究。已构建了基础研究中心、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，实现了“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构建。

公司持续深化拓展与国内高校及研究机构的合作。2022H1 新增 3 所高校的产学研项目，拓展与多所高校/研究机构的科研项目联系，同时积极扩大和加强研发团队实力，引入来自国内外高校/研究机构专家，分别担任丸美合成生物实验室、高质量化妆品智造实验室等新型实验室的学术带头人并开展科研工作。目前丸美已经与华南理工大学、暨南大学、哈尔滨工业大学等 10+所大学以及超百位行业权威专家合作，自建近 1,000 平方生物活性材料生产基地——拜斯特药业，自建研究型检测机构——美域医学检验。

图 21：丸美持续深化拓展与国内高校及研究机构的合作



资料来源：丸美股份公众号、德邦研究所

切入胶原蛋白大赛道，双胶原系列优势出圈。2021 年，公司发布了“重组人源化胶原蛋白”，推出相关的系列产品。丸美研发团队率先攻克 I 型、III 型胶原蛋白无法同补的难题，成功研发 I 型+III 型+ C-pro 三螺旋结构的重组胶原蛋白。I 型胶原蛋白具有强大的支撑作用，III 型胶原蛋白富有弹性，可以让皮肤 Q 弹饱满，为皮肤补充 I 型+III 型胶原蛋白，可以实现皮肤防垮、防皱、防老。在 2024 年 4 月 27 日，举办第四届重组胶原蛋白科学论坛，重磅推出全新重组胶原蛋白研发成果，正式宣告重组胶原蛋白研究与应用进入 2.0 时代，同时公司是《重组可溶性胶原》国家美妆行业标准制定者。目前丸美已累计申请 26 项重组胶原蛋白相关专利；储备了包括 28 种胶原蛋白的 44 种不同多肽链在内的全型别重组胶原蛋白酵母细胞库，以及超过 100 个小分子活性胶原蛋白基因库。

重组胶原功效直接突出。据青眼情报援引第三方实验结果显示受试者连续使用丸美重组双胶原 2.0 样品 14 天后，法令纹、鱼尾纹、眼下纹面积均明显减少；皮肤弹性、紧致度和光泽度则明显增强。使用丸美重组双胶原 2.0 后 30 分钟，皮肤即可快速退红；使用 14 天后，面部红区可以明显减弱。

丸美通过大曝光、广种草、强承接打造双胶原心智，实现产品系列全面渗透全面爆发。携手分众、新潮在 130+城市投放广告，覆盖 60 万+点位，曝光人次超百亿次；在内容电商平台与达人合作，多元化种草持续推进，捡起社交声量；2300 家胶原直充站落地渠道+吴谨言见面会等形成联动，快速引爆市场，实现强承接。在双胶原蛋白技术应用领域，丸美是头部的品牌和先行者。

3. 丸美股份：从“眼部护理”走向“面部抗衰”

3.1. 产品端：爆品打造+产品迭代，从“眼部护理”到“面部抗衰”

丸美股份：眼部领域差异化竞争，向面部护肤拓展，引领美丽经济。2000 年左右的中国护肤市场还处于萌芽状态，国内护肤主要集中在保湿和补水阶段，眼部护理市场空缺，但丸美在 2002 年创立之初，就开始专注“眼部肌肤护理”领域，通过跨国合作，在技术研究和开发上不断创新，打造核心产品，通过广告、话题等打开品牌知名度。

公司聚焦眼部、深耕抗衰。20 年前，丸美敏锐洞悉抗衰市场，汇集国内外先进原料和技术，以起步便与世界同步的经营理念，精准切入以眼部护理为核心的抗衰老市场。迄今为止，丸美通过不断的研发新品眼霜、丰富产品矩阵来保持眼部产品的生命力，推出了眼霜、眼精华、眼膜等近百款眼部产品，成为“眼部护理大师”。

针对核心产品进行更新迭代、不断推出爆品系列，提升附加值。丸美共推出了多个产品系列。针对四款抗衰老顶流成分胜肽、视黄醇、玻色因和胶原蛋白中三个成分进行布局，打造了小红笔胜肽系列、小紫弹 A 醇系列、双胶原抗皱系列三大爆款矩阵；针对不同客户需求推出了凝时紧致系列（充盈肌肤、重拾嘭弹）、巧克力青春丝滑系列（减龄抗初老、养成丝滑少女肌）、晶致赋颜奢宠系列（细致毛孔、肌底抗老）和多肽蛋白系列（紧致轮廓）的明星套装。2021 年发布晶雕眼霜和重组胶原蛋白眼霜，第一代重组胶原产品面市；2022 年推出第二代小红笔眼霜、双胶原奶油霜、胶原绵绵杯面霜、冻干面膜等新品；2024 年在第四届丸美重组胶原蛋白论坛，丸美发布“丸美胶原小金针”2.0 版本，产品在胶原、抗老和修护领域实现了三大功效；2024 年升级弹力蛋白系列 3.0，系列经过 17 年延续，研发出更高效更具科技感的超导弹力蛋白。

表 3：公司主要产品系列发展历程

系列	上市时间	图片	功效	价格带	核心抗老成分更迭
弹力蛋白凝时系列	2007 年		紧致肌肤，补充弹力蛋白	219-548 元	深海抗老精粹 弹力蛋白
巧克力焕颜丝滑系列	2009 年		抗击初老，淡化干纹细纹	168-338 元	可可籽脂精华
雪绒花纯净保湿系列	2015 年		外在防御，内在保湿	168-328 元	雪绒花
白色之恋纯白系列	2016 年		改善皮肤暗沉、缺水	218-418 元	抗坏血酸四异棕榈酸酯
奢定系列（美容院线专供）	2016 年		淡化皱纹、细致肌肤	/	/
多肽蛋白臻颜系列	2017 年		提拉紧致	288-538 元	多肽蛋白

丸美东京臻奢奢养系列	2019年		褪黑提亮、促弹紧致	398-698元	Akroi™ 极光珍珠精粹
小红笔家族系列	2020年		淡纹淡黑眼圈	148-401元	高浓胜肽
小紫弹A醇系列	2021年		抗皱淡纹、焕白退黄	99-268元	高活超A醇
晶致赋颜奢宠系列	2021年		细致毛孔、肌底抗老	438-638元	4T 胶原抗皱肽、第二代增效乙酰基六肽-8、香根鸢尾原生能量精粹
重组胶原蛋白系列	2021年		改善胶原蛋白流失、紧致肌肤、长效淡纹	128-443元	重组胶原蛋白
第二代小红笔眼霜、双胶原奶油霜、胶原绵绵杯面膜、冻干面膜等新品	2022年		/	100-538元	胜肽、重组胶原等
重组胶原蛋白系列 2.0 版	2024年		日夜兼顾，补双胶原，淡褪现有纹，高效又温和的抗老成分	288-798元	重组胶原蛋白

资料来源：公司 2021 年 ESG 报告、公司官微、电商平台、榜样的力量微信公众号、德邦研究所

针对不同客户群体和护肤需求推出不同系列。2021 年，针对线下消费者，推出晶致赋颜奢宠系列，缓解结构性衰老，百货渠道上线丸美蜜光无瑕底妆系列，美容院渠道推出头部抗衰护理新品；针对线上年轻消费群体，推出“美容仪+护肤”2.0 黑科技产品小红蝎精华，丰富小红笔胜肽家族，推出主打功效成分更亲和年轻群体的丸美小紫弹 A 醇系列、丸美丝蛋白金致焕颜系列等，2021 年上线丸美重组胶原蛋白系列。多个产品在 2024 年陆续更新，胶原蛋白小金针次抛在 4 月升级 2.0 版本，8 月升级胜肽小红笔眼霜 3.0 产品。

表 4：最优抗衰布局，三大爆款矩阵

系列	核心成分	功效	价格带	产品品类
小红笔胜肽系列	25%定制胜肽	淡纹淡黑眼圈	150元-350元	精华乳、精华水、精华霜、眼霜、蝴蝶眼膜、洁面乳
小紫弹A醇系列	视黄醇	温和刷A淡纹	100元-250元	精华水、眼膜、眼霜、洁面乳
双胶原抗皱系列	重组双胶原	修护紧致淡纹	100元-400元	次抛精华、面膜
/	玻色因	保湿、延缓衰老	/	/

资料来源：丸美天猫旗舰店，德邦研究所

大单品小红笔眼霜持续迭代，深耕眼部肌肤护理。2020 年 4 月，丸美推出了专门针对年轻客群小红笔“丸美多重胜肽紧致淡纹眼霜”；2022 年 8 月，丸美推出了二代小红笔眼霜；2024 年 8 月，升级为三代小红笔眼霜。

1) 产品力卓越：全新 25%定制高浓度胜肽，相较 2.0 产品而言，3.0 产品淡纹更全面、淡黑更高效、淡化更即时。

2) 营销拉新：运用小红书、抖音、B 站等社交平台属性，结合跨界 IP 行销方式，新兴社群营销运营实现较大突破。小红笔高度曝光，在年轻圈层中的认知度大幅提升。

3) 渠道广泛覆盖：丸美渠道布局从单一依赖线下逐步走向线上线下融合发展，

广泛的渠道覆盖使得小红笔脱颖而出。采用先线上再线下的方式，先在天猫小黑盒首发，后逐步拓展到其他电商平台及线下各网点。

截止2024年7月22日，丸美三代小红笔在天猫旗舰店累计销量超95.9万件；截止2024年7月4日，产品荣登300-500元眼霜热卖榜top1。

图 22：小红笔眼霜热销、实力认证

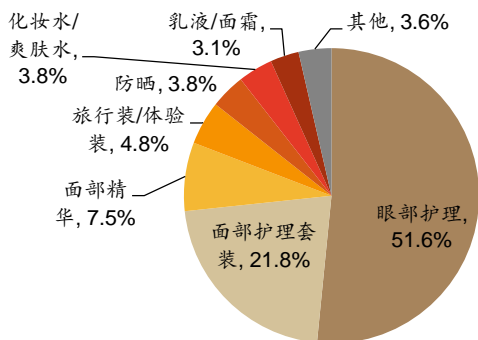


资料来源：天猫旗舰店、德邦研究所

公司保持新品节奏，推动品牌升级。公司践行用研企划，根据营销节点和渠道特点，以单品、系列、节日套盒方式推进线上线下渠道上新，2021年全年公司新品收入占比30%。2021年、2022年丸美加快了产品创新与发布的节奏，新产品有望成为增量收入的重要来源，同时有助于减少对主品牌的依赖，降低风险。2022年丸美推出第二代小红笔眼霜、双胶原奶油霜、冻干面膜等多款新品。2024年升级小金针2.0及小红笔眼霜3.0。

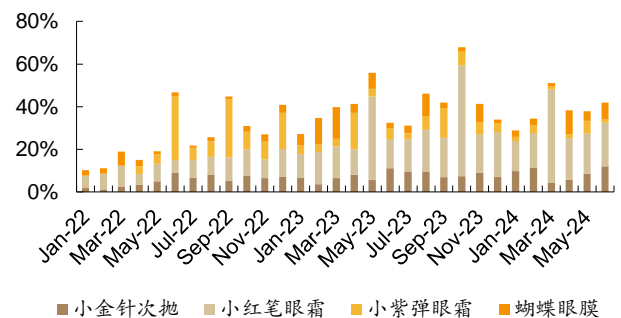
电商产品结构升级，眼部系列贡献主要收入。根据久谦数据，2024H1天猫渠道中眼部护理系列产品GMV占比51.6%，依旧为品牌主要卖点；面部护理套装占比为21.8%。2022年以来丸美升级产品策略，聚焦头部优化长尾，主推科技力领先的核心大单品，精选出小红笔眼霜、小紫弹眼霜、小金针精华、蝴蝶眼膜四个大单品，作为线上主推产品，帮助电商平台提质增效。四大单品联合爆品计划成效显著，以丸美品牌天猫官旗产品结构为例，四大单品销售额占比逐步提升，2023年四大单品合计GMV贡献接近50%。

图 23：2024H1 各产品种类天猫渠道销售额占比



资料来源：久谦数据、德邦研究所

图 24：线上主推四大单品天猫销售额占比波动上升



资料来源：久谦数据、德邦研究所

3.2. 营销渠道：强化年轻化社媒营销，注重优质内容营销

2020年，公司组建全新的社媒营销部门，线上线下多媒体平台滚动传播，全网专业美妆护肤达人多元种草。借助小红书、快手、抖音等社交媒体平台，结合热点事件、跨界IP等，推进品牌营销模式的年轻化转型。

以女性视角营销，内容营销高频出圈。2022年丸美以“重组胶原蛋白”双专利、超温和及强功效，入选抖音 X 巨量引擎 X 时尚芭莎之“了不起的中国成分”TOP1；23年38节期间，丸美股份联合脱口秀演员杨笠、多位美妆博主，在全网发起“眼光高错了吗”话题；同时在24年38节期间，联合papi酱、高海宁一起发布特别企划“何必看眼色”，以独立女性力量的传播视角一度霸占话题热榜，唤起女性消费者的情感共鸣。同时，丸美巧妙融入第二代小红笔眼霜的核心卖点，紧紧贴合了当代女性对“自信美”的内心需求。借助此次“她视角”下的价值营销，丸美不仅强化了其在“眼部护理专家”的定位，还加深了丸美品牌和眼部护理之间的品牌联想。

图 25：丸美在“38 特别企划”期间发出多个话题



资料来源：公司官微、小红书官方账号、德邦研究所

丸美品牌在8月2日官宣全新品牌代言人范丞丞，并在8月期间广州、深圳、北京、上海、杭州、成都六城梯媒同步上线，并投放部分地铁电视墙，通过知名品牌代言人进一步辐射年轻群体。

图 26：丸美品牌合作全新代言人



资料来源：小红书官方账号、德邦研究所

图 27：全新代言人线下应援活动



资料来源：小红书官方账号、德邦研究所

4. 恋火：底妆赛道引领者，贡献第二增长线

4.1. 产品端：以粉底液为爆品，向多产品系列延伸

恋火品牌：2021 年品牌焕新升级，打造第二增长曲线。韩国彩妆品牌恋火 (Passional Lover) 2007 年进军中国市场，2017 年丸美集团收购恋火进入彩妆市场，定位轻奢韩系彩妆品牌，提供最贴合都市女性需求的化妆产品和彩妆服务。恋火纳入丸美后，进行多维度升级：1) 提高供应链管理水平和渠道；2) 积极转型线上渠道，重点发力天猫及抖音渠道；3) 打造年轻化团队，修炼内容健全运营机制，于 2021 年完成品牌焕新，聚焦专业底妆，品牌理念由“激情与爱”转变为“极简自然”，推行产品驱动的战略，大单品 PL“看不见粉底液”取得颠覆式业绩，销售超 150 万只，入选荣登抖音、天猫粉底液热销榜单 TOP1，23 年实现营收 6.43 亿/+125.14%，主营收入占比 28.92%，保持高速增长，成为公司业务第二增长线。

图 28：恋火发展历程：2021 年品牌焕新升级，布局底妆赛道，打造丸美集团第二曲线



资料来源：恋火彩妆、化妆品观察、化妆品报等公众号、丸美集团官网等、德邦研究所

PL 看不见粉底液爆品打造逻辑：高性价比+产品功效强+营销加持。(1) 高性价比：看不见粉底液定价 188 元/瓶，瞄准消费者在疫情期间长时间佩戴口罩的情况下发展出的对底妆持久性、服帖度与舒适度的要求，对标价格带位于 300-400 元的雅诗兰黛、兰蔻等一线大牌，以高性价比为卖点成功成为破圈大单品，同时拉动恋火全线产品成交额。**(2) 产品功效显著：**恋火看不见的粉底液采用了创新的面霜质地，融于肌肤纹理，实现妆养合一。产品配方经过多轮深度打磨，主打 0 油光的奶油肌妆效，轻薄透气、持久服帖，瞄准消费者对新场景的新需求。产品配方中包括赤芝提取物、库拉索芦荟叶提取物、维生素 E 等多重植物精粹，妆效优异，滋养肌肤。**(3) 营销加持：**恋火品牌通过线上线下齐发力，与头部美妆博主合作，在抖音和小红书平台上进行内容营销，有效提升品牌声量。我们认为基于品牌定位、产品功效及营销推广，看不见粉底液上市即成为爆品，2023 年单款产品销量超 150 万支、GMV 销售额超 1 亿。

图 29: PL 看不见粉底液爆品打造逻辑: 高性价比+功效显著+营销加持



资料来源: 恋火天猫旗舰店、公司公告、《后疫情时代面部底妆趋势洞察报告》等、德邦研究所

从单一爆品到四大系列, 产品矩阵逐渐完善。恋火主要瞄准年轻群体, 针对干皮/混干皮群体推出“看不见”系列产品, 以看不见妆感、卡粉、斑驳为卖点, 打造高级奶油妆效, 爆品看不见粉底液的基础上相继推出粉饼、粉霜、气垫、遮瑕膏、妆前乳、卸妆油等品类, 延续爆品节奏; 针对油皮/混油皮群体推出蹭不掉系列, 主打轻薄、遮瑕、持妆, 品牌第二大单品蹭不掉粉底液快速成为爆品, 并推出 2.0 版本, 更持妆更遮瑕更柔焦, 油皮底妆品类进一步丰富; 在线下进行差异化运营, 针对白领等群体, 推出晶钻系列, 主打通透润养, 精华入妆, 定位奢华的贵妇底妆。此外, 还有“根根”系列眼妆产品。各产品系列覆盖不同群体、不同肤质、不同化妆步骤, 围绕大单品推出系列产品, 巩固影响力, 紧跟消费者需求。

表 5: 恋火主要产品

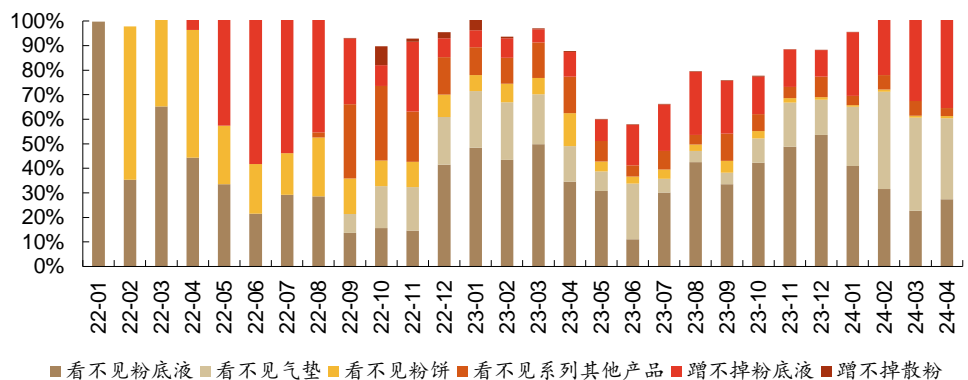
产品系列	产品名称	价格	产品系列	产品名称	价格	
看不见系列 (定位干皮/ 混干皮)	看不见粉底液	168元/30克	蹭不掉系列 (定位油皮/ 混油皮)	蹭不掉粉底液	145元/30毫升	
	看不见粉饼	178元/9克		蹭不掉粉底液 2.0	175元/30毫升	
	看不见粉霜	98元/15克; 198元/30克	蹭不掉系列 (定位油皮/ 混油皮)	蹭不掉散粉	155元/7克	
	看不见精油粉饼 (李佳琦共创)	228元/10克		蹭不掉气垫	195元/14克	
	看不见气垫 (李佳琦共创)	245元/14克		蹭不掉妆前霜	115元/15克	
	根根系列	看不见遮瑕膏	115元/7.2克	晶钻系列 (定位线下)	晶钻有色面霜	289元/30克
		看不见妆前乳	55元/15克; 125元/40克		晶钻洁颜油	198元/135毫升
看不见卸妆油		178元/120毫升	晶钻臻萃隔离霜		238元/30毫升	
	根根分明睫毛膏	65元/7克	晶钻精油粉饼	238元/10克		
	根根分明眼线液笔	88元/1毫升	根根系列	根根分明眉笔	88元/0.06克	

资料来源: 恋火天猫旗舰店、德邦研究所

深入市场发掘底妆突破点，时间沉淀彰显研发实力。 恋火品牌的韩式彩妆产品研发背景经受住了中国市场十多年的考验，积累了对中国化妆品市场的清晰理解。在认识到消费者更倾向于选择国际大牌底妆产品后，研发团队深入挖掘市场需求，找到产品创新的核心突破点，充分考虑不同肤质情况，包括干皮、油皮和敏感肌，因此能够针对性地开发、推广底妆产品。团队精进打磨产品配方，深入原料厂严格筛选原料，挥发性和不挥发性油脂比例的搭配，成功实现了轻薄透气、持久服帖的奶油肌妆效。

大单品拉动整体销量，产品结构走向多元。 恋火自 2021 年 7 月成功塑造品牌第一个底妆大单品看不见粉底液，2022Q1 营收占比近 100%，贡献大部分增量，而后保持稳定高增长，以大单品为主导的多元化产品矩阵逐步完善，营收结构趋于平衡，看不见粉底液、看不见气垫贡献 50% 左右营收，带动系列产品销量；蹭不掉系列产品逐步放量。多元化产品矩阵长期来看有助于延长产品生命周期，利于可持续发展。

图 30：恋火-抖音平台-销售结构：产品结构走向多元



资料来源：久谦数据、德邦研究所

4.2. 渠道端：与达人共创，发力电商渠道

达播自播结合，达人深度共创。 2020 年线上线下销售场景分化加速，丸美对线上渠道进行了结构优化和组织调整，加强了对自营旗舰店的运营，将线上业务发展视为未来公司重要增长引擎之一。在保证品牌价格体系规范，不破价，不乱赠，不透支品牌的基础上，恋火与李佳琦、潘雨润等超头达成深度合作，产品成为直播间常客。恋火与李佳琦团队展开合作，以李佳琦共创的形式推出看不见气垫与看不见精油粉饼，发挥李佳琦团队之于企业与消费者间的桥梁作用，2022 年 9 月两产品推出后市场反馈良好。看不见气垫成为看不见粉底液外的另一大单品。除了与超头、中腰部主播、网络红人、美妆博主等展开合作外，恋火也积极组建公司的自播团队，加强直营能力，把握住直播话语权。

图 31：恋火与多位超头合作，达成深度合作

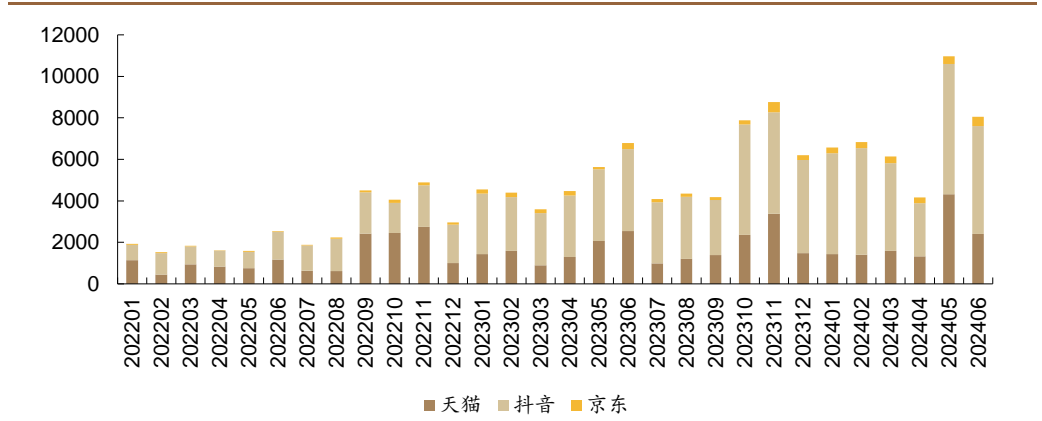


资料来源：李佳琦直播间、潘雨润、张凯毅账号、德邦研究所

大促爆发有力，销售额排名上升。自 2021 年 7 月完成品牌转型起，恋火在此后双十一、38 大促、618 大促等时间点均有不俗表现。2022 年“618”天猫国货护肤品销售榜中，丸美销售额为 5059.86 万元，排在第 22 位；双十一全期恋火在全网 GMV 超过 2021 全年，在淘系彩妆品牌中影响力不断扩大，荣登气垫粉底液双十一加购榜、热销榜、好评榜、回购榜 TOP1。“看不见”气垫在 2023 年 38 大促期间 GMV 超 1600 万，618 期间恋火在快手彩妆 TOP10 中位列第 8，在抖音彩妆品牌 TOP10 中位列第 8。大促期间排名成绩稳定突破，彰显品牌力。

线上渠道重点布局淘系+抖音。恋火电商渠道端重点布局淘系与抖音平台，加强对营销渠道的控制。2023 年，淘系+抖音+京东平台累计实现 GMV 为 6.49 亿元/+106%，24H1 的 GMV 为 4.27 亿/+45%，电商渠道延续高增长趋势。

图 32：恋火品牌电商月度 GMV (万元)



资料来源：久谦数据、德邦研究所

5. 盈利预测与投资建议

5.1. 盈利预测

我们通过分品类拆分丸美股份的收入结构：

- 1) 眼部类：主品牌以眼部类产品起家，打造眼部精华、眼霜、眼膜等多产品，预计未来仍将保持强劲竞争力，而且在经济增速放缓背景下，丸美作为领先的眼部护理国货品牌有望承接海外品牌流量，预计 24-26 年营收分别为 4.93 亿/5.52 亿/5.96 亿。
- 2) 护肤类：稳居公司第一大品类，主品牌丸美积极推进从眼部向全面部拓展，预计以小金针次抛为代表的大单品放量增长。看好公司在 2024-2026 年竞争愈加激烈的护肤类赛道中，增速仍保持 30%/25%/18%，对应规模为 12.03 亿/15.03 亿/17.74 亿。
- 3) 洁肤类：预计 24-26 年营收增速为 8%/5%/5%，对应规模为 2.39 亿/2.51 亿/2.63 亿。
- 4) 彩妆及其他类：核心为恋火品牌，22 年及 23 年均保持高速增长，预计大单品仍有较大提升空间，且发力抖快新渠道，未来营收仍将保持高速增长，预计 24-26 年增速为 55%/35%/20%，对应营收规模为 10.07 亿/13.60 亿/16.32 亿。

综合预计公司 24-26 年营收规模为 29.42 亿/36.66 亿/42.65 亿，对应增长为 +32%/+25%/+16%。

表 6：丸美股份盈利预测（亿元）

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总收入	17.87	17.30	22.26	29.42	36.66	42.65
yoy%	2%	-3%	29%	32%	25%	16%
毛利率	64%	68%	70.7%	71.1%	71.4%	71.7%
眼部类	5.23	4.35	4.29	4.93	5.52	5.96
yoy%	-17%	-17%	-1%	15%	12%	8%
营收占比%	29%	25%	19%	17%	15%	14%
毛利率	62.3%	68.7%	72.3%	72.6%	72.9%	73.2%
护肤类	9.67	7.94	9.25	12.03	15.03	17.74
yoy%	7%	-18%	16%	30%	25%	18%
营收占比%	54%	46%	42%	41%	41%	42%
毛利率	65.7%	68.1%	69.9%	70.2%	70.5%	70.8%
洁肤类	1.59	2.07	2.21	2.39	2.51	2.63
yoy%	-16%	30%	7%	8%	5%	5%
营收占比%	9%	12%	10%	8%	7%	6%
毛利率	59.6%	65.8%	66.1%	66.4%	66.7%	67.0%
彩妆及其他类	0.78	2.94	6.50	10.07	13.60	16.32
yoy%	248%	276%	121%	55%	35%	20%
营收占比%	4%	17%	29%	34%	37%	38%
毛利率	66.6%	70.7%	72.3%	72.5%	72.7%	72.9%

资料来源：公司公告、德邦研究所预测

毛利率端：大单品策略的推行突破价格桎梏，护肤品类重点推广高客单的双胶原系列产品、预计毛利率将有更大提升空间，恋火品牌定位大众价格带、预计未来毛利率维持高位水平；同时，品类结构的变化预计将带动综合毛利率稳中有升，预计 24-26 年分别为 71.1%/71.4%/71.7%。

期间费率：1) 销售费率：公司线下转型线上渠道取得积极进展，但考虑未来电商渠道流量红利逐步见顶，流量成本走高，预计公司未来销售费率保持在 50% 左右。2) 管理费率：预计随着公司规模的增长，该项费用率将有所摊薄。3) 研发费率：公司重视研发端投入，尤其是胶原蛋白原料，预计未来研发费率稳定在 3% 左右。

净利润：综合预计公司归母净利润为 3.82 亿/4.97 亿/6.31 亿，对应增长为 +47.4%/+30.0%/+27.0%，归母净利率为 13.0%/13.6%/14.8%、逐步提升。

5.2. 投资建议

我们选择珀莱雅、贝泰妮、华熙生物、巨子生物、上美股份为可比公司，归母净利润 3 年 CAGR 均值为 34.5%，8 月 15 日收盘价对应 2024-2026 年平均 PE 分别为 21.4X/16.8X/14.0X。丸美借助多渠道协同发展+新品有序推进+品牌营销赋能+数字化转型+第二增长线探索，将不断推动公司从渠道转型到产品和品牌升级，随着线上搭建逐渐成熟且线下渠道逐步恢复，看好利润拐点，中长期看好多品牌矩阵搭建。预计 2024-2026 年公司归母净利润分别为 3.82 亿/4.97 亿/6.31 亿，对应 PE 分别为 24.0X/18.5X/14.6X，我们认为丸美处于转型阶段且成效显著，主品牌的产品矩阵搭建全面，且第二品牌恋火高增长，同时基金投资多个项目、我们预期未来存在产业协同的可能，综合考虑给予可比公司一定估值溢价，首次覆盖给予“买入”评级。

表 7：丸美股份及可比公司盈利预测及 PE 对比（收盘价为 2024 年 8 月 15 日）

代码	简称	股价（元）	归母净利润（亿）				3 年 CAGR	PE		
			2023A	2024E	2025E	2026E		2024E	2025E	2026E
603605.SH	珀莱雅	85.42	11.94	15.10	18.83	22.74	24.0%	22.4	18.0	14.9
2367.HK	巨子生物	40.10	14.52	18.94	24.22	30.10	27.5%	19.9	15.6	12.6
2145.HK	上美股份	33.40	4.61	9.00	11.66	14.14	45.3%	13.5	10.4	8.6
300957.SZ	贝泰妮	44.32	7.57	11.09	13.68	16.11	28.6%	16.9	13.7	11.7
688363.SH	华熙生物	61.37	5.93	8.65	11.24	13.23	30.7%	34.2	26.3	22.3
行业均值							31.2%	21.4	16.8	14.0
603983.SH	丸美股份	22.91	2.59	3.82	4.97	6.31	34.5%	24.0	18.5	14.6

资料来源：各公司公告、Wind、德邦研究所预测

注：珀莱雅、贝泰妮、华熙生物、巨子生物、上美股份、丸美股份 24-26 年归母净利润来自于德邦研究所预测，股价为原始货币单位，按照当日汇率换算成人民币测算 PE

6. 风险提示

行业竞争加剧：新进化妆品品牌加剧行业竞争度，或影响公司市场地位稳定

新品推广不及预期：新品上市推广受到行业竞争及消费者偏好变化等多重因素影响，若不及预期影响品牌增长。

获客成本上升：线上电商红利逐步消退，获客成本上行或影响业绩成长。

人才流失风险：公司努力采取有效的薪酬体系和激励政策吸引和保留优秀人才，但化妆品行业同业竞争激烈，核心人员存在流失风险。

管理层减持风险。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(元)				
每股收益	0.65	0.95	1.24	1.57
每股净资产	8.35	8.90	9.64	10.59
每股经营现金流	0.84	1.09	1.44	1.76
每股股利	0.52	0.40	0.50	0.62
价值评估(倍)				
P/E	38.88	24.02	18.48	14.56
P/B	3.03	2.57	2.38	2.16
P/S	4.13	3.12	2.51	2.15
EV/EBITDA	43.21	19.61	14.57	10.88
股息率%	2.1%	1.7%	2.2%	2.7%
盈利能力指标(%)				
毛利率	70.7%	71.1%	71.4%	71.7%
净利润率	12.5%	13.3%	13.8%	15.1%
净资产收益率	7.8%	10.7%	12.9%	14.9%
资产回报率	5.8%	8.0%	9.5%	11.0%
投资回报率	4.5%	8.6%	10.4%	12.2%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	28.5%	32.2%	24.6%	16.3%
EBIT 增长率	17.5%	103.0%	30.7%	28.1%
净利润增长率	48.9%	47.4%	30.0%	27.0%
偿债能力指标				
资产负债率	23.2%	24.1%	24.5%	24.4%
流动比率	2.5	2.5	2.5	2.6
速动比率	1.9	1.9	2.0	2.1
现金比率	1.1	1.1	1.3	1.5
经营效率指标				
应收帐款周转天数	7.9	6.0	7.0	6.5
存货周转天数	89.3	78.0	72.0	70.0
总资产周转率	0.5	0.6	0.7	0.7
固定资产周转率	4.9	6.0	7.1	7.8

现金流量表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	259	382	497	631
少数股东损益	18	8	10	13
非现金支出	36	50	57	65
非经营收益	-115	-56	-71	-83
营运资金变动	139	52	85	79
经营活动现金流	338	436	578	705
资产	-254	-109	-119	-132
投资	-238	0	0	0
其他	276	59	73	85
投资活动现金流	-215	-50	-46	-47
债权募资	98	0	0	0
股权募资	0	0	0	0
其他	-243	-164	-204	-254
融资活动现金流	-145	-164	-204	-254
现金净流量	-22	222	328	404

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 8 月 15 日
 资料来源：公司年报 (2022-2023)，德邦研究所

利润表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	2,226	2,942	3,666	4,265
营业成本	652	850	1,047	1,206
毛利率%	70.7%	71.1%	71.4%	71.7%
营业税金及附加	23	29	37	43
营业税金率%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
营业费用	1,199	1,477	1,833	2,090
营业费用率%	53.9%	50.2%	50.0%	49.0%
管理费用	109	141	172	196
管理费用率%	4.9%	4.8%	4.7%	4.6%
研发费用	62	88	110	128
研发费用率%	2.8%	3.0%	3.0%	3.0%
EBIT	190	385	503	645
财务费用	-14	-23	-29	-37
财务费用率%	-0.6%	-0.8%	-0.8%	-0.9%
资产减值损失	-13	-20	-24	-29
投资收益	44	59	73	85
营业利润	319	448	582	739
营业外收支	-2	1	1	1
利润总额	317	449	583	740
EBITDA	215	415	536	681
所得税	39	58	76	96
有效所得税率%	12.5%	13.0%	13.0%	13.0%
少数股东损益	18	8	10	13
归属母公司所有者净利润	259	382	497	631

资产负债表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,077	1,299	1,627	2,031
应收账款及应收票据	31	78	79	92
存货	172	197	222	247
其它流动资产	1,250	1,249	1,267	1,267
流动资产合计	2,530	2,823	3,195	3,636
长期股权投资	64	64	64	64
固定资产	454	489	519	544
在建工程	309	329	356	393
无形资产	720	725	731	740
非流动资产合计	1,924	1,984	2,047	2,117
资产总计	4,454	4,807	5,242	5,753
短期借款	100	100	100	100
应付票据及应付账款	263	295	316	354
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	648	738	845	924
流动负债合计	1,010	1,133	1,261	1,378
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	25	25	25	25
非流动负债合计	25	25	25	25
负债总计	1,035	1,158	1,286	1,403
实收资本	401	401	401	401
普通股股东权益	3,347	3,570	3,867	4,248
少数股东权益	71	79	89	102
负债和所有者权益合计	4,454	4,807	5,242	5,753

信息披露

分析师与研究助理简介

易丁依，上海财经大学金融硕士，21年6月加入德邦证券，负责医美、化妆品领域研究，把握颜值经济行业趋势、分析用户画像、研究终端产品、高频跟踪渠道动销，深挖公司基本面型选手，挖掘胶原蛋白等前沿细分市场。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准：	类别	评级	说明
以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。

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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。