

丸美生物（603983.SH）

大单品系列进行爆发期，多品牌迭代助力长期成长

优于大市

◆ 公司研究 · 公司快评

◆ 美容护理 · 化妆品

◆ 投资评级：优于大市（维持）

证券分析师：张峻豪 021-60933168 zhangjh@guosen.com.cn 执证编码：S0980517070001
证券分析师：孙乔容若 021-60375463 sunqiaorongruo@guosen.com.cn 执证编码：S0980523090004

事项：

丸美生物公司作为国内老牌美妆品牌，距今已有 22 年发展历史，目前旗下已拥有中高端眼部抗衰的主品牌丸美（2002 年创立）、主打底妆产品的新锐彩妆品牌恋火（2017 年收购）、和大众护肤品牌春纪（2006 年创立）等在内的品牌矩阵。今年以来公司经营出现一定拐点，业绩表现具有明显的板块内比较优势，同时公司近期公告公司有丸美股份更名为丸美生物，未来发展战略也将有一定新变化。

国信零售观点：公司在经过 3 年多调整转型后，目前已实现老牌国货美妆的重新焕发。其中主品牌丸美依托公司在眼霜+重组胶原蛋白赛道多年研发深耕，并通过线上渠道转型，叠加科技+情感营销深度触达年轻消费者，已经分别成功打造小红笔和小金针两大系列单品，目前正处于产品势能的爆发期。而新锐底妆品牌恋火紧抓消费者底妆痛点，通过内容营销及超头主播实现破圈，并不断升级核心单品同时进行品类延伸，成为公司第二成长曲线。前三季度公司营收及利润分别在行业承压阶段逆势高增 27%/37%，领先于板块。而在公司更名后未来战略布局有望持续深化，不排除通过外延并购方式为公司打开新的增长曲线。我们考虑到公司明后年业绩有望在今年品牌势能提升下实现爆发，同时产品结构优化及高效费用管控带动毛销差逆势上行，我们上调公司 2024-2026 年归母净利润至 3.68/5.16/6.75（原值为 3.68/4.62/5.57）亿，对应 PE 为 37/26/20 倍，维持“优于大市”评级。

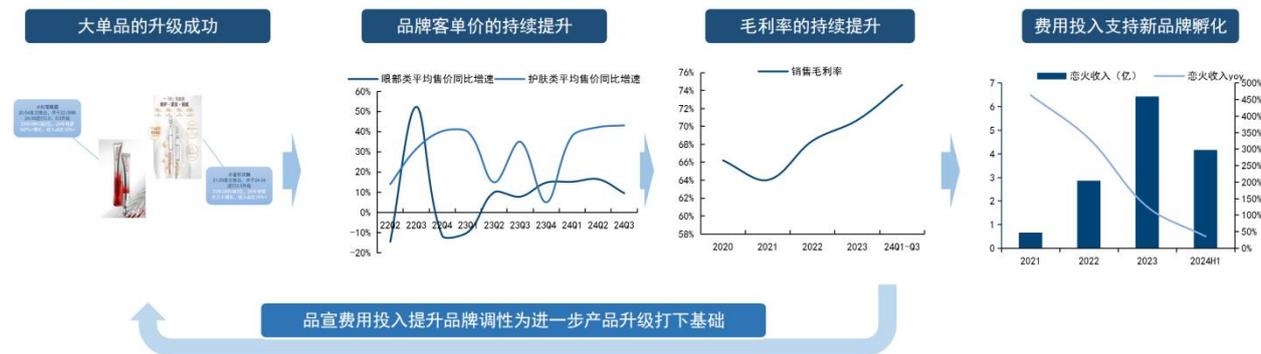
评论：

◆ 大单品突围，丸美品牌在低基数下业绩弹性空间大

我们一直强调，当前行业进入存量时代，化妆品品牌必须依托产品力的迭代提升才能实现高质量下的高增长。首先，通过产品升级带来的收入端增长，可以实现产品件单价以及复购率和连带率的提升，而品牌整体客单价水平的推升，有助于提高品牌毛利率。而毛利水平的优化也给予品牌在加剧的竞争环境下，有着更加充足的费用投放空间，一方面可以用于支持原品牌形象的维护和升级，为进一步的产品升级打下基础，另一方面也可以为企业的第二曲线孵化提供支持。这样才能在当前行业环境下实现高质量的健康增长。

具体来看，丸美生物作为传统国货头部品牌，在近四年来持续进行渠道和营销转型，同时大力深耕新原料新功效研发，目前已经在眼霜+重组胶原蛋白赛道分别成功打造“小红笔”和“小金针”两大系列单品，两者支撑主品牌在今年承压的大环境下实现收入端逆势量价高增，从而也带动盈利能力逆势提升。

图1：丸美生物通过产品升级带动下的链式增长



资料来源：公司官网、公司公告、国信证券经济研究所整理

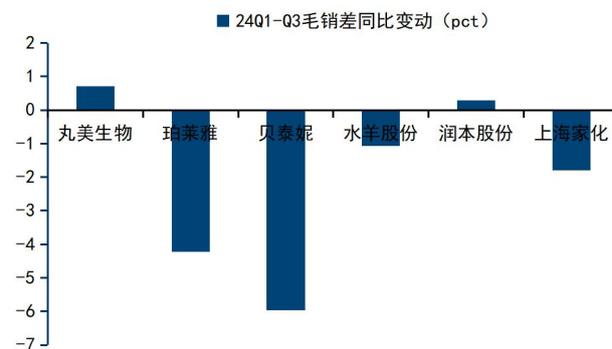
从结果来看，公司自 2020 年底进行线上化转型以来，虽然由于线上流量成本高导致整体利润率远低于此前线下经销时期，但公司仍通过大单品带动毛利率的持续提升，同时加大费用管控并优化运营效率，净利率水平稳中有升。2024Q1-Q3 公司实现毛利率 74.6%/yoy+3.8pct，净利率 12.3%/yoy+0.9pct。而整体化妆品行业在今年平台竞争分流力度加大同时平台规则不断变化下，品牌方运营要求难度更高，大多公司今年以来毛销差（毛利率-销售费用率）存在一定压力，而丸美则在行业压力下逆势上行，前三季度毛销差同比提升 0.7pct。

图2：公司毛利率及净利率情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

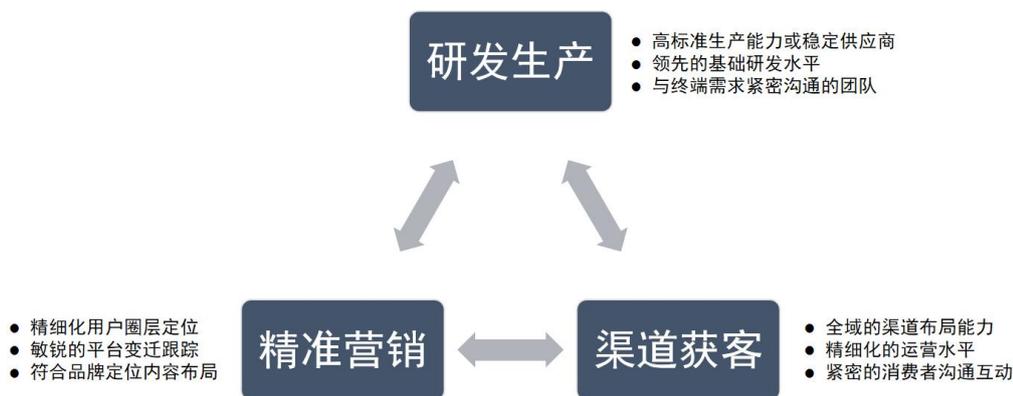
图3：24Q1-Q3 公司及同业毛销差表现



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

深入拆解公司大单品成功的原因，我们也在此前的多篇行业专题中强调，品牌大单品的成功离不开企业在营销、渠道和研发等多层面的全局能力。总结来看，我们认为拥有较强产品力的企业需要具备：1) 研发生产：研发层面拥有差异化核心技术壁垒，生产层面高标准质量基础上的快反能力；2) 营销层面：需要精准围绕目标用户特征，灵活应用多元化推广方式，以建立深入人心的产品消费者心智；3) 渠道层面：需直营等强渠道把控能力的搭建，实现与客户的直接沟通，把握需求变化，以及对产品价格体系和形象的更好维护。

图4：产品力的三个重要环节能力



资料来源：公司官网、聚美丽、国信证券经济研究所整理

而丸美通过多年深耕已经在上述领域有着显著突破，这也是其未来能够进一步通过大单品模式实现主品牌持续突围的核心驱动力。下文我们也将对丸美公司在上述三方面的能力做深入解析：

➤ **渠道端：线上转型成效显著，业绩在低基数下快速放量增长**

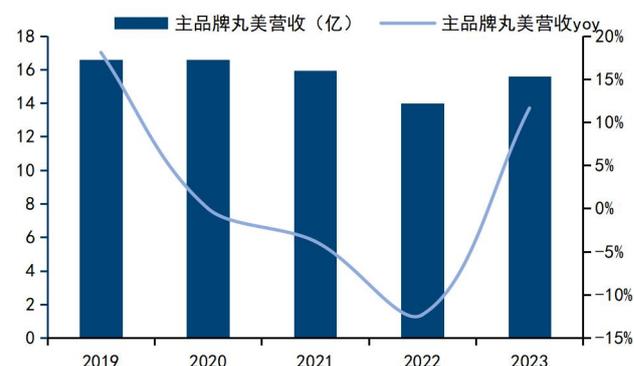
丸美自 2002 年创立以来，拥有一定品牌知名度和消费者口碑。但由于公司前期以线下经销渠道为主，在 2018-2020 年线上渠道红利快速爆发期未能快速反应，导致公司整体营收未能快速增长，叠加疫情导致线下消费承压，2020 年公司营收首次下滑。行业趋势下公司开始进行线上渠道转型，并伴随大规模产品结构调整以适应新消费趋势。2023 年效果初显，公司实现营收 22.3 亿/yoy+28.5%，其中主品牌丸美为 15.6 亿/yoy+11.6%。而今年在渠道和产品优势持续加持下，整体收入增长愈发快速，前三季度公司整体营收增长 27.1%，主品牌丸美同比增长 23.3%。

图5：公司营收及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

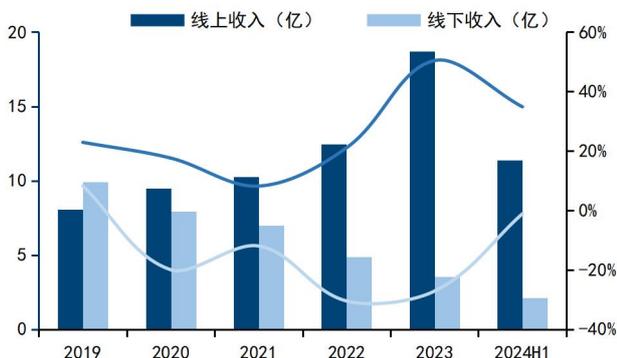
图6：主品牌丸美营收及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

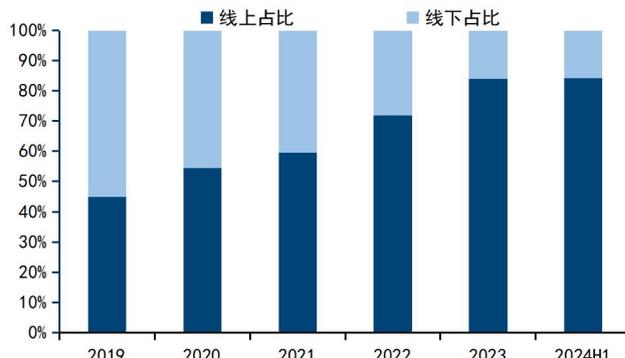
而从当前渠道结构来看，经历 2020-2022 年 3 年主品牌丸美线上转型过渡期，叠加恋火品牌线上快速放量，2023 年公司线上渠道增长超 40%，线上收入占比高达 84%。今年前三季度公司线上渠道增速仍实现 34.6% 增长，预计目前线上渠道占比仍超 80%，其中主品牌丸美线上渠道占比 75%+。

图7：公司线上线下渠道收入及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：公司渠道结构占比



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

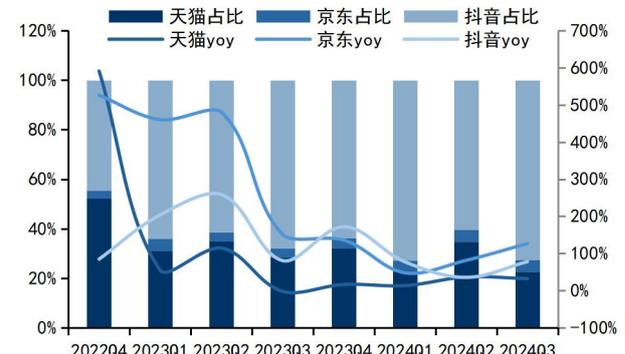
抖音渠道贡献公司主要线上收入。而从线上渠道结构来看，据久谦数据，主品牌丸美在2022年调整过程中成效初显，一方面天猫渠道GMV增速下滑幅度逐渐收窄，22Q3增速触底并于23Q2转负为正，后续一直正向增长，今年1-10月天猫渠道实现GMV增长37.5%，收入占三大渠道比例达33.6%，与23年全年占比差异不大；另一方面抖音渠道自22年以来持续快速爆发，23H2开始成为品牌第一大渠道，截至10月，今年抖音渠道收入占比高达56.1%。而恋火品牌依托抖音渠道的快速放量，第一大渠道抖音占比基本保持稳定，今年1-10月，恋火天猫/抖音/京东分别实现增速35.9%/107.2%/51.1%。

图9：主品牌丸美线上渠道结构及增速



资料来源：久谦数据、国信证券经济研究所整理

图10：恋火线上渠道结构及增速



资料来源：久谦数据、国信证券经济研究所整理

在转型成功的背后是公司组织架构和人事调整的支持。丸美品牌2011年开设首家天猫旗舰店，2020年提出要用TP来进行线上运营，但由于TP方式不合适公司整体发展需求；21年开始自建线上运营团队但成效较为一般；2022年董事长亲自带队线上团队，并兼任直接电商一把手，战略性推进线上转型，并于同年11月聘任王熙雯女士任职总裁助理兼电商部总经理，负责整体线上电商平台运营；而2023年公司再度对电商架构细化，将电商事业部拆分成传统货架电商、抖快自播、抖快达播三大部门，并横向由电商市场部负责整体营销节奏的统筹规划。

图11：公司线上组织结构调整历程



资料来源：公司官网、聚美丽、国信证券经济研究所整理

➢ 研发端：研发赋能核心原料，深耕重组双胶原新兴赛道

2021年3月公司重磅官宣与暨南大学及基因工程药物国家工程研究中心共研创的“重组人源化胶原蛋白”。利用“翻译暂停”专利技术对基因序列和蛋白活性进行优化，将I型胶原蛋白和III型胶原蛋白中负责生物活性的功能结构序列按合理比例重组构建，再通过C-Pro环设计进行稳定性和活性优化，最终得到全球首创的“I型&III型”嵌合重组双胶原蛋白。该重组人源化胶原蛋白与人体自身胶原蛋白的功能结构域氨基酸序列100%一致，而且能够同时补充衰老肌肤所需要的具备支撑性的I型和具备弹性的III型胶原蛋白，在安全性、亲和性和透皮吸收性上均有更好表现。

图12：丸美重组双胶原蛋白特点



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

而在2024年4月，公司再次公布对于重组双胶原进行2.0升级。将“翻译暂停”技术和“C-pro扣环技术”应用到毕赤酵母表达系统，以及对Bcy1转录因子和羟基化酶的改造，相比于1.0阶段，重组胶原蛋白2.0在结构活性、透皮活性、抗衰活性、舒缓活性、保湿活性五大方面均实现全方位的提升，且产品纯度大于96%，表达量也提高20%。目前重组胶原2.0已实现量产，常规月产酵母发酵液达10吨以上。

依托在重组胶原蛋白赛道多年的扎实研发，公司行业地位领先。截至 23 年底，公司围绕重组胶原蛋白申请发明专利 25 项，获得授权发明专利 7 项。同时，公司于今年 4 月主导牵头《重组可溶性胶原》行业标准正式通过国家工信部立项，成为重组胶原蛋白行业的“标准制定者”；8 月与中国生物发酵产业协会共建首个“全国重组功能蛋白技术研究中心，行业领导者地位持续夯实。

而在大力研发投入和完善的研发体系下，公司不断完善自身核心原料布局，并将其应用至产品中实现产品力的跃迁。目前公司已实现在胜肽、A 醇、功能性蛋白等多种市场主流抗衰成分产品布局，并完成对于 I 型 +III 型三螺旋重组胶原蛋白、裂褶多糖、超分子木棉花等独家核心成分，并在 2023 年 9 月完成指橙提取物全国首款备案，截至 2023 年底，公司自研原料超 50 款，实现量产的原料超 20 款。

表1: 丸美生物部分核心原料及产品应用

| 产品 | 核心成分及其功效 | 推出时间 | 价格 |
|----------|--|------------|-----------|
| 小红笔 3.0 | 25%高浓度定制胜肽 （寡肽-215、Erasin0003、棕榈酰五肽-4、肌肽、芋螺三环肽+乙酰基六肽-8）：全链路淡化眼纹 藏灵菇+红球姜精萃+循环三肽：淡化色素型和血管型黑眼圈 | 2024 年 8 月 | 398 元/30g |
| 蝴蝶眼膜 2.0 | 25%胜肽 （芋螺肽、乙酰基四肽-5、棕榈酰五肽-4、乙酰基六肽-8）：淡化眼部细纹、淡化黑眼圈 木棉花提取物 ：抗氧化 | 2024 年 4 月 | 288 元/7 对 |
| 弹力蛋白系列 | 专利超分子弹性蛋白 ：公司 3.0 版本弹性蛋白升级，利用离子液体包裹弹性蛋白，形成一个更稳定、更安全、更高效的超分子活性蛋白系统，比传统弹性蛋白吸收率高 4.2 倍 | 2024 年 | / |
| 小紫弹眼霜 | A 醇 ：添加了 0.5%浓度（市面浓度最高）的视黄醇，并通过“三明治双层”包裹技术减少视黄醇对肌肤的刺激 | 2021 年 | 168 元/20g |
| 重组双胶原系列 | 重组双胶原 2.0 ：将“翻译暂停”技术和“C-pro 扣环技术”应用到毕赤酵母表达系统得到“I 型&III 型”嵌合重组双胶原蛋白 2.0，与人体自身胶原蛋白的功能结构域氨基酸序列 100%一致，相较于双胶原 1.0 整体性能更佳 SPG-裂褶多糖 ：具有高于玻尿酸的优异保湿效果，还具有抗敏、修复和抗衰老功效，截至 24 年 1 月，公司已可实现规模化量产。 | 2024 年 4 月 | / |
| 未有产品布局 | 指橙提取物 ：具有优异抗氧化、保湿和抗炎舒缓效果，已于 2023 年 9 月通过化妆品新原料备案。 | | / |

资料来源：公司公告、公司官网、国信证券经济研究所整理

➤ 营销端：科技+情感营销赋能品牌专业化、年轻化，实现国货老品牌新认知

丸美品牌作为多年国货老品牌，产品品质和消费者口碑具有保障，但年轻消费者认知存在一定差异，因此在目前常规通过抖音、小红书等社媒进行全网宣传外，公司从科技和情感两大维度进行营销破圈，推进品牌营销专业化、年轻化转型。

图13: 《真相只要 7 天》短片



资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

图14: 《站出来 更显眼》系列态度片



资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

1) 依托多年研发积累和创新营销方式凸显品牌专业化实力。截至目前公司已举办 4 届重组胶原蛋白论坛，不仅夯实自身在胶原蛋白赛道研发领先优势，同时不断进行消费者宣传教育，扩大自身在胶原蛋白抗衰赛道影响力；同时今年 9 月邀请央视主持人李小萌一起通过短片《真相只要 7 天》以调查方式通过工信部资

源、实测报告等数据，证实小金针面霜的 7 天淡纹功效，又诠释了丸美背后的深厚科研实力。

2) 情感内容营销引发年轻女性消费者共鸣。今年 8 月丸美进行小红笔 3.0 发布，在官宣范丞丞作为全新品牌代言人的同时官宣《站出来 更显眼》系列态度片，延续 38 节特别企划“何必看颜色”的“她视角”下营销，以独立自信价值观激发女性消费者共鸣，带动线上 4.1 亿级曝光，同时丸美将#站出来 更显眼#延展到线下，利用快闪活动、地铁硬广和梯媒等方式引发 3.3 亿级线下触达。

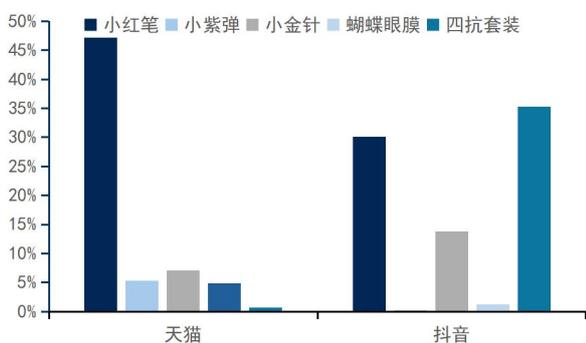
◆ 大单品策略成效初显，核心产品表现优异带动盈利能力逆势提升

通过前述公司能力的分析，公司目前已经具备了持续推出大单品的基础，而公司此前也针对性的对旗下产品矩阵做了梳理，精细化根据客群画像布局产品矩阵，同时优化聚焦核心单品。

首先，公司目前在产品端整体采取分渠分品策略。由于丸美前期以线下渠道为主，在近些年转型线上后，线上线下的消费者画像存在差异，相对而言，线下消费者年龄较大同时购买力更强，对品牌的粘性也更强。因此公司线下采取渠道专供模式，并以高端套装为主；线上根据平台打法不同采取区别性主推产品，其中天猫以大单品如小红笔、小金针作为爆款打造，据久谦数据，小红笔和小金针今年 1-10 月在天猫分别实现 GMV 占比为 47.1%/7.0%；抖音以性价比套装为主，形成差异性打法，如四抗套装今年以来在抖音平台实现 GMV 约 2.5 亿，占其三大平台总计 GMV 的 97.3%，占丸美抖音渠道的 35.2%。

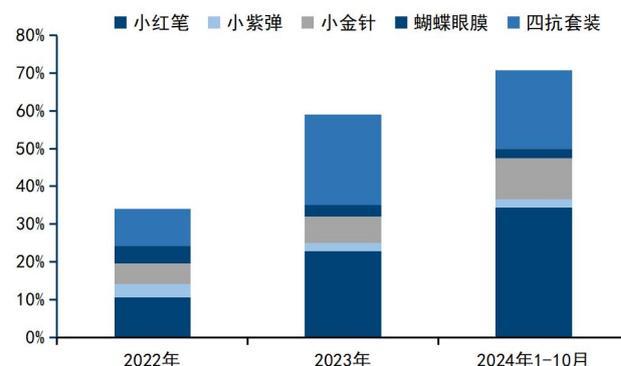
同时公司不断聚焦核心头部产品，优化长尾。自 2020 年以来公司开始聚焦头部核心产品，主推抗衰+科技感产品，夯实眼部护理专家+抗衰老大师品牌心智。据久谦数据，2024 年 1-10 月，小红笔、小紫弹、小金针、蝴蝶眼膜和四抗套装五大产品在天猫、京东、抖音三大平台 GMV 占比高达 70.7%，呈现逐年提升态势，较 2022 年的 34%实现翻倍增加。

图 15: 今年以来天猫和抖音大单品占比



资料来源：久谦数据、国信证券经济研究所整理

图 16: 近三年丸美线上渠道 5 大产品 GMV 占比



资料来源：久谦数据、国信证券经济研究所整理

➢ 小红笔眼霜迭代升级，奠定公司眼霜大师基本盘

自 2020 年公司针对淡化细纹和黑眼圈推出首款将眼霜与仪器二合一产品小红笔 1.0，并邀请当时流量小生朱正廷为形象大使，借助抖音、微博等社媒带动全渠道增长，2020 年全年实现约 62 万支销量，不仅丸美品牌形象年轻化不断触达消费者，同时不断夯实公司在眼霜领域的龙头地位。

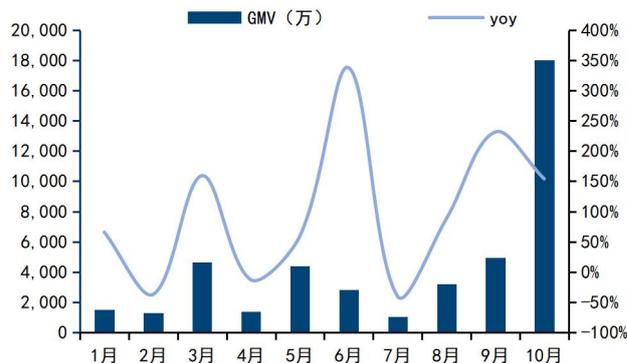
随后公司以平均约 2 年一次的更新速度不断对小红笔进行迭代升级，对细纹和黑眼圈淡化效果不断强化提升，同时保持产品官方售价不变，并在双 11 大促前夕推出，依托大促快速打爆出圈并进行业绩放量。据公司年报披露，2023 年小红笔眼霜全年 GMV 销售超 2 亿，而截至 10 月，据久谦数据小红笔眼霜在三大平台已实现 GMV 约 4.2 亿，较去年全年已实现翻倍增长。

图17: 小红笔迭代升级路线



资料来源: 公司官网、国信证券经济研究所整理

图18: 今年以来小红笔单月 GMV 及增速



资料来源: 久谦数据、国信证券经济研究所整理

➤ 重组胶原蛋白产品矩阵布局不断完善

依托在重组胶原蛋白赛道的技术领先性，公司全面进行相关产品布局，并根据市场需求反馈不断进行产品迭代升级。自 2021 年公司实现量产重组双胶原，同年 9 月即快速推出重磅新品小金针次抛，及面部基础护肤系列；次年 10 月公司推出冻干面膜、绵绵杯面膜和胶原奶油霜进行产品矩阵进阶扩充；2023 年 4 月公司对初代基本系列产品进行升级迭代，对于皮肤细纹淡化、紧致透亮效果更佳，并通过两款敷料拓展重组胶原蛋白在医疗器械方向应用。而今年依托对于重组双胶原原料自身的 2.0 升级，公司 4 月发布三款应用新品：小金针 2.0、小金针胶原贴、及胶原弹面膜霜，并于 9 月重磅推出抗衰小金针面霜，主打淡细纹和紧轮廓，与市面其他国货品牌面霜在功能上具有一定区分性。

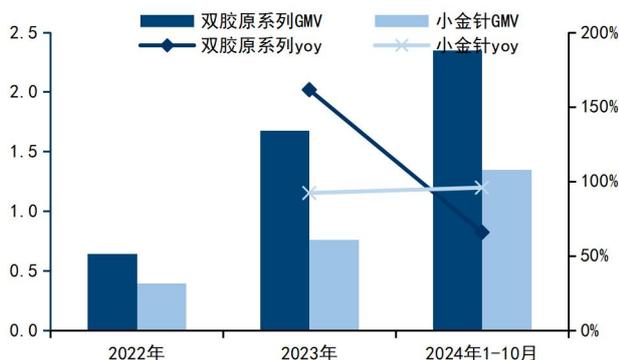
表2: 重组胶原系列产品

| 产品 | 推出时间 | 价格 | 核心成分 |
|----------------------|---------|-------------------|-----------|
| 小金针次抛 1.0 | 2021.09 | / | |
| 小金管双胶原洁面/水/乳/霜 | 2021.10 | / | |
| 小金管双胶原日夜精华素 | 2021.10 | / | |
| 小金管双胶原日夜眼精华 | 2021.10 | / | |
| 脆皮冻干面膜 | 2022.10 | 288 元/10 片 | 重组双胶原 1.0 |
| 胶原绵绵杯面膜 | 2022.10 | 298 元/20 粒 | |
| 胶原奶油霜 | 2022.10 | 328 元/50g | |
| 双胶原眼霜（日夜眼精华升级） | 2023.04 | 368 元/18g | |
| 双胶原洁面/水/乳/霜（小金管系列升级） | 2023.04 | 158/198/278/318 元 | |
| 医用重组胶原蛋白贴敷料 | 2023.09 | 178 元/5 片 | 重组双胶原 2.0 |
| 医用重组胶原蛋白液体敷料 | 2023.09 | 368 元/1 盒 | |
| 小金针次抛 2.0 | 2024.04 | 388 元/30 支 | |
| 小金针胶原贴（冻干面膜升级） | 2024.04 | 198 元/10 片 | |
| 胶原弹面膜霜（绵绵杯升级） | 2024.04 | 188 元/20 粒 | |
| 小金针面霜 | 2024.09 | 338 元/50g | |

资料来源: 公司官方公众号、天猫旗舰店、国信证券经济研究所整理，注: 价格以天猫官旗到手价，若不再售卖不标价格

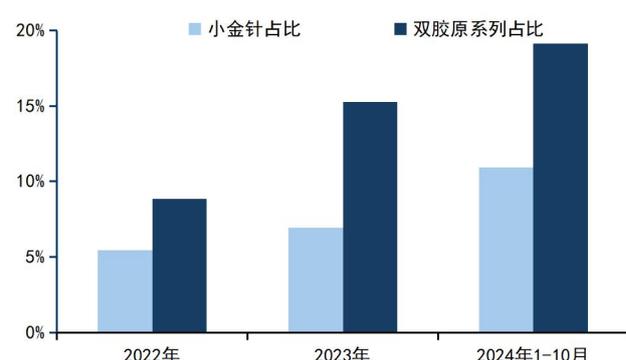
双胶原产品系列占比不断提升，小金针仍为核心单品。而从目前销售数据结果来看，据久谦数据，2024 年 1-10 月重组双胶原系列产品在三大平台实现 GMV 约 2.35 亿，占比 19.2%，较 2023 年全年占比提升 3.9pct。其中小金针仍为系列中核心爆品，据公司公告，2023 年小金针实现 GMV 超 2 亿，而随着今年再度升级，三大平台 GMV 占比持续增加，据久谦数据目前已占丸美品牌整体 11.0%。而小金针面霜截至 10 月底目前已实现 GMV 约 1582 万，作为新品表现较好。

图19: 双胶原系列及小金针 GMV



资料来源: 久谦数据、国信证券经济研究所整理

图20: 双胶原系列及小金针 GMV 占比



资料来源: 久谦数据、国信证券经济研究所整理

◆ 多品牌积极布局，外延战略平稳推进

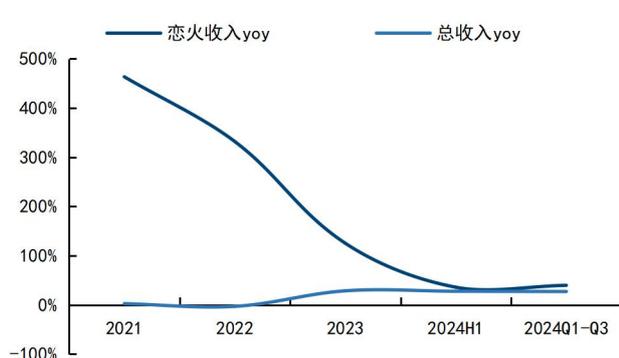
➢ 恋火借助底妆实现爆发，成为公司第二增长曲线

丸美生物近两年来积极打造“恋火”品牌成为企业第二增长曲线。恋火原身为韩国彩妆品牌，于2007年进入中国市场，2017年丸美收购恋火，2019年实现完全控股，并于2021年开始对品牌进行全面革新发展，在7月以全新面貌仅推出了一款“看不见”粉底液，瞄准精致白领人群，半年时间销量60万支，带动当年恋火品牌实现收入增幅高达463.49%，随后复制其成功路径，2022年针对油皮推出“蹭不掉”系列，不断完善品牌在底妆系列的布局。在2021-2023三年快速业绩放量下，今年前三季度实现收入增速39.69%。

管理层平稳过渡不扰品牌发展势能。品牌前主理人王玉莹自2020年加入丸美，并后续出任恋火事业部总经理至今年年中，利用其就职于欧莱雅及雅诗兰黛，并曾操盘MAC、植村秀等品牌的丰富经验，不断为恋火进行爆品打造，实现品牌力跃升。今年6月王玉莹离职由董事长儿子孙云起接手，整体交接过渡平稳清晰，团队成员仍较为完整，目前除中后台和主品牌丸美共用外，前端销售和产品仍采取独立事业部运行。

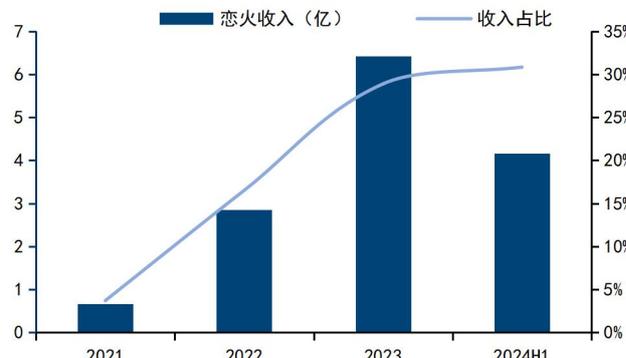
在进行管理层交接后，恋火新品仍稳步推出。目前恋火以看不见和蹭不掉系列为主，并辅眼眉笔根根系列以及美妆工具共28款sku组成自身产品矩阵，常用品类粉底液、气垫、粉饼、粉霜等均有覆盖。6月恋火对于蹭不掉粉底液和气垫进行重磅升级，并推出蹭不掉粉霜和粉饼进行系列品类扩充；8月推出点点戳戳面部综合盘，逐渐从底妆向色彩类过渡；9月推出看不见散粉，产品类型进一步完善。

图21: 恋火收入及增速



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图22: 恋火收入及占比



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

➢ 设立多只产业基金，布局美护行业上下游

公司自 2020 年以来先后成立 4 只产业基金，并不断向外延展进行产业链布局，涉及美容仪、母婴洗护、口腔护理、MCN 机构、护肤品牌等多项细分赛道。而 2022 年底成立的最新产业投资基金青岛茂达则更加侧重智能 AI+、生物材料研发等技术含量更高、研发难度更大赛道，也为丸美后续长期全面发展打下基础。

表3: 丸美生物旗下产业基金对外投资情况

| 产业基金名称及持股比例 | 被投资企业 | 持股比例 | 旗下相关品牌 |
|---|------------------|--------|-----------------------------------|
| 共青城联明股权投资，2021 年成立 出资 2 亿元，占股 80% | 深圳市千誉科技有限公司 | 2.39% | 智能硬件，美容仪器品牌“JOVS” |
| | 无锡戴可思生物科技有限公司 | 4.69% | 母婴洗护品牌“戴可思” |
| | 深圳市瞳学科技有限公司 | 2.69% | 专业美妆彩瞳品牌“可啦啦” |
| | 共青城金麟股权投资合伙企业 | 38.18% | 2021 年对外投资口腔护理品牌“参半” |
| 宿迁汇恒金鼎资产管理，2020 年成立 出资 8000 万元，占股 80% | 成都白兔有你文化传播有限公司 | 8.10% | 短视频 MCN 机构“白兔视频” |
| | 北京他颜科技有限公司 | / | 男士护理品牌“亲爱男友” |
| | 杭州配方师科技有限公司 | 9.50% | 新锐护肤品牌“菜鸟与配方师” |
| 宿迁众城资产管理，2020 年成立 出资 5000 万元，占股 50% | 广州梵之容化妆品有限公司 | 4.43% | 新锐护肤品牌“谷雨” |
| | 司密澳(上海)生物科技有限公司 | 12.56% | 运动营养餐品牌“Smeal” |
| | 上海永璞文化创意有限公司 | 8.52% | 挂耳咖啡包品牌“永璞” |
| 青岛茂达创业投资，2022 年成立 出资 1.57 亿元，占股 98.06% | 广州美央创新科技有限公司 | 8.97% | 智能 AI+ 美业平台“美央创新科技” |
| | 圣至润合(北京)生物科技有限公司 | 17.59% | 再生生物材料研发公司“圣至润合” |
| | 上海摩漾生物科技有限公司 | 9.62% | 以改性羟基磷灰石材料为核心，专注于纳米医用生物材料研发“摩漾生物” |

资料来源：天眼查、未来迹、国信证券经济研究所整理

◆ 盈利预测及投资建议：

收入端，我们对公司分业务进行分拆预测

1) **主品牌丸美**：2024 年前三季度主品牌丸美实现营收同比增速 23.26%，依托在眼霜+重组胶原蛋白赛道多年研发深耕，大单品小红笔和小金针在今年更新迭代后实现营收快速提升，预计全年两款产品均有望实现翻倍增长，随着后续产品势能持续爆发，叠加小金针面霜等重磅新品推出不断完善产品矩阵，有望带动公司不断强化的品牌力在抖音平台不断外溢至线上全渠道，25 年线上收入有望实现爆发；同时线下渠道在公司不断推出新系列和分渠分品战略坚定实施的推动下，今年线下收入增速下滑幅度有望大幅收窄，明年有望企稳回升，因此预计 24-26 年营收同比 26.8%/33.1%/27.3%。

2) **恋火**：2024 年前三季度彩妆品牌恋火实现营收同比增速 39.69%，在持续深耕底妆赛道并通过高性价比及 IP 联名等方式不断触达客户群体，并不断升级核心单品同时进行品类延伸，同时管理层实现平稳过渡，品牌发展势能仍在，新任品牌主理人也有望在公司长期发展，因此预计 24-26 年营收同比 34.1%/28.7%/25.3%。

据此推算，公司 2024-2026 年营收分别为 28.66/37.70/47.69 亿元，同比 28.7%/31.5%/26.5%。具体分拆数据如下表所示：

表4: 公司营收拆分

| | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 营业收入 | 17.32 | 22.26 | 28.66 | 37.70 | 47.69 |
| yoy | -3.1% | 28.5% | 28.7% | 31.5% | 26.5% |
| 丸美 | 13.98 | 15.60 | 19.78 | 26.33 | 33.50 |
| yoy | -12.3% | 11.6% | 26.8% | 33.1% | 27.3% |
| 占比 | 80.7% | 70.1% | 69.0% | 69.8% | 70.2% |
| 线上 | 9.12 | 12.06 | 16.31 | 22.79 | 29.79 |
| yoy | -7.4% | 32.2% | 35.2% | 39.7% | 30.7% |
| 品牌占比 | 65.2% | 77.3% | 82.5% | 86.6% | 88.9% |
| 线下 | 4.86 | 3.54 | 3.47 | 3.54 | 3.72 |
| yoy | -20.2% | -27.2% | -2.0% | 2.0% | 5.0% |
| 品牌占比 | 34.8% | 22.7% | 17.5% | 13.4% | 11.1% |
| 恋火 | 2.86 | 6.43 | 8.62 | 11.10 | 13.90 |
| yoy | 332.2% | 124.8% | 34.1% | 28.7% | 25.3% |
| 占比 | 16.5% | 28.9% | 30.1% | 29.4% | 29.2% |
| 其他 | 0.48 | 0.23 | 0.25 | 0.27 | 0.28 |
| yoy | -62.4% | -51.8% | 10.0% | 7.0% | 5.0% |
| 占比 | 2.8% | 1.0% | 0.9% | 0.7% | 0.6% |

资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所预测

利润端预测:

1) **毛利率方面:** 随着公司眼霜及精华高客单价大单品占比不断提升, 同时不断优化低毛利率及长尾产品, 带动公司毛利率持续提高, 预计 24-26 年毛利率分别为 73.9%/75.3%/75.8%。

2) **费用率方面:** 随着公司规模效应下供应链效率不断优化, 同时管理效率提升, 预计未来带动研发费用率和管理费用率下行。而一方面线上流量成本持续提高, 另一方面公司营销成本管控严格, 预计销售费用率在高位下呈现略下降态势。

表5: 未来 3 年盈利预测表

| 单位 (百万元) | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------|------|------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 1732 | 2226 | 2865 | 3769 | 4769 |
| 营业成本 | 547 | 652 | 747 | 931 | 1155 |
| 销售费用 | 846 | 1199 | 1579 | 2072 | 2611 |
| 管理费用 | 111 | 109 | 153 | 181 | 208 |
| 研发费用 | 53 | 62 | 72 | 90 | 110 |
| 财务费用 | (13) | (14) | (11) | (16) | (23) |
| 营业利润 | 207 | 319 | 410 | 589 | 780 |
| 利润总额 | 207 | 317 | 444 | 624 | 815 |
| 所得税费用 | 39 | 39 | 51 | 72 | 94 |
| 归属于母公司净利润 | 174 | 259 | 368 | 516 | 675 |

数据来源: Wind、国信证券经济研究所预测

综上, 根据以上假设预测, 公司 2024-2026 年营收分别为 28.66/37.70/47.69 亿元, 同比 28.7%/31.5%/26.5%; 实现归母净利润为 3.68/5.16/6.75 亿元, 分别同比+41.7%/40.5%/30.7%。

整体公司在经过 3 年多调整转型后, 目前已完全实现老牌国货美妆的重新焕发。其中主品牌丸美依托公司在眼霜+重组胶原蛋白赛道多年研发深耕, 赋能经典大单品在抗衰领域实现突围, 并通过线上渠道转型, 叠加科技+情感营销深度触达年轻消费者, 推动品牌势能不断升级强化。而新锐底妆品牌恋火紧抓消费者底妆痛点, 通过内容营销及超头主播实现破圈, 并不断升级核心单品同时进行品类延伸, 成为公司第二成长曲线。考虑到公司明后年业绩有望在今年品牌势能提升下实现爆发, 同时产品结构优化及高效费用管控带动毛销差逆势上行, 我们上调公司 2024-2026 年归母净利至 3.68/5.16/6.75 (原值为 3.68/4.62/5.57) 亿, 对应 PE 为 37/26/20 倍, 维持“优于大市”评级。

◆ 风险提示

宏观环境风险，新品推出不及预期，行业竞争加剧。

表6: 可比公司盈利预测及估值

| 公司 | 公司 | 投资 | 收盘价 | | EPS | | | PE | | | 总市值 (亿元) |
|-----------|------|------|------------|------|-------|-------|-------|-------|-------|------------|----------|
| 代码 | 名称 | 评级 | 2024/12/23 | 2023 | 2024E | 2025E | 2023 | 2024E | 2025E | 2024/12/23 | |
| 603983.SH | 丸美生物 | 优大于市 | 34.11 | 0.65 | 0.92 | 1.29 | 39.06 | 37.22 | 26.50 | 137 | |
| 603605.SH | 珀莱雅 | 优大于市 | 88.11 | 3.01 | 3.98 | 4.98 | 33.03 | 22.15 | 17.68 | 349 | |
| 2367.HK | 巨子生物 | 优大于市 | 51.30 | 1.46 | 1.94 | 2.50 | 22.11 | 24.85 | 19.30 | 527 | |

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理预测, 注: 巨子生物收盘价为港元

相关研究报告:

- 《丸美股份 (603983.SH) - 三季度扣非归母净利润同比增长 56%, 盈利水平持续上行》 —— 2024-10-27
- 《丸美股份 (603983.SH) - 上半年归母净利润同比增长 35%, 大单品驱动双品牌快速增长》 —— 2024-08-26
- 《丸美股份 (603983.SH) - 一季度归母净利润同比增长 41%, 持续优化提升盈利能力》 —— 2024-04-29
- 《丸美股份 (603983.SH) - 2023 年业绩预告增长 72%-89%, 盈利能力提升显著》 —— 2024-01-23
- 《丸美股份 (603983.SH) - 单三季度营收同比增长 46%, 盈利水平快速修复》 —— 2023-10-31

财务预测与估值

| 资产负债表 (百万元) | | | | | | 利润表 (百万元) | | | | | |
|------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------------|------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E | | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
| 现金及现金等价物 | 1073 | 1077 | 1090 | 1399 | 1842 | 营业收入 | 1732 | 2226 | 2865 | 3769 | 4769 |
| 应收款项 | 81 | 46 | 73 | 96 | 121 | 营业成本 | 547 | 652 | 747 | 931 | 1155 |
| 存货净额 | 152 | 172 | 179 | 224 | 279 | 营业税金及附加 | 25 | 23 | 29 | 38 | 48 |
| 其他流动资产 | 211 | 188 | 344 | 452 | 572 | 销售费用 | 846 | 1199 | 1579 | 2072 | 2611 |
| 流动资产合计 | 2237 | 2530 | 2734 | 3219 | 3862 | 管理费用 | 111 | 109 | 153 | 181 | 208 |
| 固定资产 | 502 | 763 | 907 | 1052 | 1194 | 研发费用 | 53 | 62 | 72 | 90 | 110 |
| 无形资产及其他 | 749 | 720 | 691 | 662 | 633 | 财务费用 | (13) | (14) | (11) | (16) | (23) |
| 投资性房地产 | 530 | 377 | 377 | 377 | 377 | 投资收益 | 28 | 44 | 48 | 45 | 50 |
| 长期股权投资 | 74 | 64 | 94 | 124 | 154 | 资产减值及公允价值变动 | (4) | 58 | 65 | 70 | 70 |
| 资产总计 | 4091 | 4454 | 4802 | 5433 | 6220 | 其他收入 | (31) | (40) | (72) | (90) | (110) |
| 短期借款及交易性金融负债 | 111 | 252 | 200 | 200 | 200 | 营业利润 | 207 | 319 | 410 | 589 | 780 |
| 应付款项 | 230 | 263 | 268 | 334 | 416 | 营业外净收支 | (1) | (2) | 34 | 35 | 35 |
| 其他流动负债 | 328 | 495 | 614 | 790 | 990 | 利润总额 | 207 | 317 | 444 | 624 | 815 |
| 流动负债合计 | 668 | 1010 | 1081 | 1325 | 1606 | 所得税费用 | 39 | 39 | 51 | 72 | 94 |
| 长期借款及应付债券 | 148 | 0 | 0 | 0 | 0 | 少数股东损益 | (7) | 18 | 25 | 36 | 47 |
| 其他长期负债 | 22 | 25 | 30 | 35 | 40 | 归属于母公司净利润 | 174 | 259 | 368 | 516 | 675 |
| 长期负债合计 | 170 | 25 | 30 | 35 | 40 | 现金流量表 (百万元) | | | | | |
| 负债合计 | 839 | 1035 | 1111 | 1360 | 1646 | 净利润 | 174 | 259 | 368 | 516 | 675 |
| 少数股东权益 | 65 | 71 | 87 | 108 | 136 | 资产减值准备 | (2) | 3 | 8 | 4 | 4 |
| 股东权益 | 3188 | 3347 | 3604 | 3966 | 4438 | 折旧摊销 | 17 | 17 | 53 | 60 | 63 |
| 负债和股东权益总计 | 4091 | 4454 | 4802 | 5433 | 6220 | 公允价值变动损失 | 4 | (58) | (65) | (70) | (70) |
| 关键财务与估值指标 | | | | | | 财务费用 | (13) | (14) | (11) | (16) | (23) |
| 每股收益 | 0.43 | 0.65 | 0.92 | 1.29 | 1.68 | 营运资本变动 | 19 | 397 | (54) | 76 | 90 |
| 每股红利 | 0.19 | 0.28 | 0.27 | 0.39 | 0.50 | 其它 | (2) | 7 | 8 | 17 | 24 |
| 每股净资产 | 7.94 | 8.35 | 8.99 | 9.89 | 11.07 | 经营活动现金流 | 210 | 626 | 316 | 604 | 786 |
| ROIC | 5.31% | 6.59% | 11% | 17% | 22% | 资本开支 | 0 | (336) | (110) | (110) | (110) |
| ROE | 5.46% | 7.75% | 10% | 13% | 15% | 其它投资现金流 | 18 | (327) | 0 | 0 | 0 |
| 毛利率 | 68% | 71% | 74% | 75% | 76% | 投资活动现金流 | 19 | (653) | (140) | (140) | (140) |
| EBIT Margin | 9% | 8% | 10% | 12% | 13% | 权益性融资 | (0) | 0 | 0 | 0 | 0 |
| EBITDA Margin | 10% | 9% | 12% | 14% | 15% | 负债净变化 | 148 | (148) | 0 | 0 | 0 |
| 收入增长 | -3% | 29% | 29% | 32% | 27% | 支付股利、利息 | (77) | (111) | (110) | (155) | (202) |
| 净利润增长率 | -30% | 49% | 42% | 40% | 31% | 其它融资现金流 | (104) | 549 | (52) | 0 | 0 |
| 资产负债率 | 22% | 25% | 25% | 27% | 29% | 融资活动现金流 | 38 | 31 | (162) | (155) | (202) |
| 股息率 | 0.6% | 0.8% | 0.8% | 1.1% | 1.5% | 现金净变动 | 267 | 4 | 14 | 309 | 443 |
| P/E | 78.6 | 52.7 | 37.2 | 26.5 | 20.3 | 货币资金的期初余额 | 806 | 1073 | 1077 | 1090 | 1399 |
| P/B | 4.3 | 4.1 | 3.8 | 3.4 | 3.1 | 货币资金的期末余额 | 1073 | 1077 | 1090 | 1399 | 1842 |
| EV/EBITDA | 87.6 | 74.3 | 43.7 | 29.1 | 21.9 | 企业自由现金流 | 0 | 236 | 141 | 431 | 607 |
| | | | | | | 权益自由现金流 | 0 | 637 | 99 | 445 | 627 |

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

| 投资评级标准 | 类别 | 级别 | 说明 |
|--|------------|------|-------------------------------|
| 报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。 | 股票 投资评级 | 优于大市 | 股价表现优于市场代表性指数 10%以上 |
| | | 中性 | 股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间 |
| | | 弱于大市 | 股价表现弱于市场代表性指数 10%以上 |
| | | 无评级 | 股价与市场代表性指数相比无明确观点 |
| | 行业 投资评级 | 优于大市 | 行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上 |
| | | 中性 | 行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间 |
| | | 弱于大市 | 行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上 |

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032