

丸美生物 (603983.SH)

投资标的摩漾生物的羟基磷灰石产品墨西哥获证

核心观点:

- **事件:** 公司旗下投资基金青岛茂达, 持股摩漾生物 9.6% 股权。摩漾生物的高端医美产品“幽抚兰®羟基磷酸钙微球面部填充剂”获墨西哥 COFEPRIS 最高风险等级医疗器械认证, 本次获证是墨西哥国内继德国 MERZ 公司 Radiesse 之后, 第二款羟基磷酸钙微球面部填充剂产品获批。
- **产品:** 该产品为中国人自主研发, 树莓状通孔结构, 可精准控制在 12±1 个月内完全降解吸收。随着墨西哥市场的开启, 该产品也即将在 2025 年准入欧美日澳等国际主流医美市场。目前国内尚无合规的医美适应症的羟基磷灰石三类械, 目前获批三类械均为医疗适应症 (骨科等)。近日, 摩漾生物即将推出旗下核心产品“魔颜微晶”, 如果产品顺利获批, 则有望成为羟基磷灰石材料在国内医美面部软组织注射填充领域的首张合规三类证。
- **盈利预测与投资建议:** 丸美品牌势能较强, 大单品表现出色, 自 22 年底以来已实现 7 季度高增长, 预计 24、25、26 年公司归母净利润 3.5、4.5、5.5 亿元, 给予公司 25 年 35 倍 PE, 对应合理价值 39.25 元/股, 给予“买入”评级。
- **风险提示:** 化妆品行业景气度下降; 电商增速放缓; 新品拓展不及预期; 市场竞争激烈。

盈利预测:

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	1732	2226	2906	3669	4493
增长率 (%)	-3.1%	28.5%	30.6%	26.3%	22.5%
EBITDA (百万元)	187	207	348	491	617
归母净利润 (百万元)	174	259	353	450	553
增长率 (%)	-29.7%	48.9%	36.2%	27.3%	23.0%
EPS (元/股)	0.43	0.65	0.88	1.12	1.38
市盈率 (P/E)	77.76	39.06	37.56	29.51	24.00
ROE (%)	5.5%	7.8%	9.4%	10.6%	11.4%
EV/EBITDA	68.27	45.03	35.58	24.98	19.81

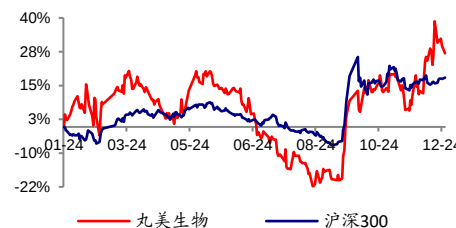
数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格	33.10 元
合理价值	39.25 元
前次评级	增持
报告日期	2024-12-31

相对市场表现



分析师:

嵇文欣



SAC 执证号: S0260520050001

SFC CE No. AOB364



021-38003653



jiwenxin@gf.com.cn

分析师:

方心诣



SAC 执证号: S0260524050001



fangxinyi@gf.com.cn

请注意, 方心诣并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

丸美股份 (603983.SH): 更 2024-12-10

名为丸美生物, 彰显在合成生物学的战略布局

丸美股份 (603983.SH): Q3 2024-10-31

收入+26%环比提速, 扣非利润+56%超预期

丸美股份 (603983.SH): 大 2024-08-27

单品战略深化, 毛利率提升带动 Q2 扣非利润+39%

盈利预测和投资建议

我们按品牌对公司业务做拆分和预测，公司旗下主要品牌包括丸美和恋火，核心假设如下：

(1) 丸美：2024年公司聚焦大单品打造，并坚定推进线上渠道建设，在线上大力发展小红笔眼霜、小金针次抛精华等单品。据蝉妈妈，24年1.1-12.28期间抖音小红笔眼霜3.0版GMV为4.26亿，同比+202%；24年1.1-12.28期间抖音小金针精华2.0版本GMV约为3.19亿，同比+77%。公司在电商方面持续进行组织结构调整和效率流程优化、抖音自播表现优异，线上直营是驱动公司收入增长最主要的来源；线下恢复速度相对较慢，公司为线下门店提供有效赋能，预计24-26年丸美品牌收入同比增速分别为27.2%、22.5%、18.8%。

(2) 恋火：恋火为公司旗下彩妆品牌，近年来在保证利润率的前提下不断丰富SKU，24年双十二期间恋火推出“绒绒限定”系列礼盒。据蝉妈妈，24年12.1-12.12双十二活动期间品牌抖音GMV同比增长97%，24年1.1-12.12期间品牌抖音GMV同比增长52%。品牌还持续推进对天猫、抖音自播及线下新零售渠道的拓展，分步实施销售渠道多元化，未来有望实现更大发展，成为公司第二增长曲线，预计24-26年恋火品牌收入同比增速分别为40%、35%、30%。

表 1：核心假设与盈利预测（百万元）

	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E
营业收入合计	1731.7	2225.6	2906.3	3669.2	4493.0
YoY	-3.0%	28.5%	30.6%	26.3%	22.5%
毛利率	68.4%	70.7%	71.9%	72.8%	73.4%
1.丸美品牌	1397.5	1560.0	1983.6	2430.4	2888.5
YOY	-12.3%	11.6%	27.2%	22.5%	18.8%
毛利率	69.1%	70.2%	71.4%	72.2%	72.7%
(1) 线上	911.9	1206.3	1574.9	1964.3	2370.1
YOY	-4.3%	32.3%	30.6%	24.7%	20.7%
毛利率	72.1%	73.4%	74.5%	75.2%	75.6%
(2) 线下	485.6	353.7	408.7	466.2	518.3
YOY	-24.3%	-27.2%	15.6%	14.1%	11.2%
毛利率	63.4%	59.0%	59.4%	59.4%	59.4%
2.恋火品牌	286.0	643.0	900.2	1215.3	1579.9
YOY	332.2%	124.8%	40.0%	35.0%	30.0%
毛利率	70.0%	73.0%	74.0%	74.8%	75.2%
3.其他	48.2	22.6	22.4	23.5	24.7
YOY	-61.7%	-53.2%	-0.7%	4.9%	4.9%
毛利率	39.2%	41.6%	41.1%	41.1%	41.0%

销售费用率	48.9%	53.9%	53.5%	53.0%	52.5%
管理费用率	6.4%	4.9%	4.0%	4.0%	4.5%
研发费用率	3.1%	2.8%	2.6%	2.5%	2.5%
归母净利润	174.2	259.4	353.4	449.7	553.1
YOY	-29.7%	48.9%	36.2%	27.3%	23.0%

数据来源：iFinD，广发证券发展研究中心

总体而言，过去几年由于疫情影响，消费环境和化妆品行业整体景气度面临一定压力，叠加公司自身在产品端、电商运营端做出诸多调整，导致21-22年业绩表现较弱。但随着消费逐步复苏、公司各项调整措施到位，主品牌**丸美**势能较强、大单品表现出色，**恋火**品牌保持较高的利润率、成为第二增长曲线，公司自22年底以来已实现7季度高增长，预计公司24-26年归母净利润分别为3.5、4.5、5.5亿元。

参考可比公司，我们认为公司：（1）公司在进行一系列调整转型后，主品牌大单品逐步跑通、抖音自播表现亮眼，整体治理能力改善，步入新的发展阶段，有望实现更大突破；（2）子品牌**恋火**从底妆出发，打造出看不见粉底液、看不见气垫等多款爆品，品牌在收入高增的同时保持较高的利润率，这在目前的美妆公司中较为稀缺。综合来看，给予公司25年35倍PE，对应合理价值39.25元/股，给予“买入”评级。

表 2：可比公司盈利预测与估值（截至2024年12月31日）

股票代码	公司名称	归母净利润 YoY			PE		
		2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
603605.SH	珀莱雅	30.1%	23.9%	21.0%	22.6	18.2	15.1
300957.SZ	贝泰妮	-4.0%	32.4%	18.9%	26.5	20.0	16.8
688363.SH	华熙生物	-12.9%	35.3%	22.8%	50.4	37.2	30.3

数据来源：iFinD，广发证券发展研究中心（注：上市公司采用 iFind 一致预期）

风险提示

（一）化妆品行业景气度下降

公司从事化妆品零售业务，近年来借助化妆品行业红利获得巨大发展。如果经济下滑、消费者需求大幅下降，将对公司经营造成不利影响。

（二）电商增速放缓

公司借助天猫、抖音等电商平台销售产品，并大力进行电商运营转型，持续提升电商销售占比。如果电商整体增速放缓、流量不足，将对公司业绩产生负面影响。

（三）新品拓展不及预期

化妆品行业竞争激烈，市场潮流和消费偏好更迭速度快，若公司无法持续推出优质产品来满足更多消费者的需求，将不利于公司长期发展。

（四）市场竞争激烈

公司所处赛道竞争激烈，无论是主品牌所深耕的眼部护理领域，还是**恋火**品牌所在的底妆领域，都存在实力强劲的竞争对手。若公司无法持续进行产品、技术创新，保持竞争优势，将逐渐被竞争对手蚕食份额，不利于公司长期发展。

资产负债表

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	2,237	2,530	2,605	2,792	2,912
货币资金	1,073	1,077	1,064	1,174	1,210
应收及预付	93	56	124	155	189
存货	152	172	190	232	278
其他流动资产	920	1,225	1,227	1,231	1,235
非流动资产	1,857	1,924	2,248	2,748	3,438
长期股权投资	74	64	164	364	664
固定资产	249	454	495	538	590
在建工程	253	309	409	479	529
无形资产	749	720	703	689	678
其他长期资产	533	377	477	677	977
资产总计	4,094	4,454	4,853	5,539	6,350
流动负债	668	1,010	1,015	1,204	1,408
短期借款	100	100	25	15	10
应付及预收	230	263	320	399	476
其他流动负债	339	648	670	790	922
非流动负债	173	25	25	25	25
长期借款	148	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	25	25	25	25	25
负债合计	842	1,035	1,040	1,229	1,433
股本	401	401	401	401	401
资本公积	774	760	761	761	761
留存收益	2,028	2,187	2,582	3,079	3,685
归属母公司股东权益	3,188	3,347	3,741	4,239	4,845
少数股东权益	65	71	71	71	71
负债和股东权益	4,094	4,454	4,853	5,539	6,350

利润表

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	1732	2226	2906	3669	4493
营业成本	547	652	815	996	1195
营业税金及附加	25	23	29	37	45
销售费用	846	1199	1555	1945	2359
管理费用	111	109	116	147	202
研发费用	53	62	76	92	112
财务费用	-13	-14	-19	-22	-23
资产减值损失	-10	-13	-1	-1	-1
公允价值变动收益	5	71	0	0	0
投资净收益	28	44	44	37	45
营业利润	207	319	406	529	656
营业外收支	-1	-2	10	0	-5
利润总额	207	317	416	529	651
所得税	39	39	62	79	98
净利润	167	278	353	450	553
少数股东损益	-7	18	0	0	0
归属母公司净利润	174	259	353	450	553
EBITDA	187	207	348	491	617
EPS (元)	0.43	0.65	0.88	1.12	1.38

现金流量表

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	48	338	328	574	678
净利润	167	278	353	450	553
折旧摊销	37	26	33	38	38
营运资金变动	-120	139	-8	121	125
其它	-36	-104	-50	-35	-39
投资活动现金流	70	-215	-264	-453	-636
资本支出	-111	-254	-108	-90	-81
投资变动	314	-238	-200	-400	-600
其他	-133	276	44	37	45
筹资活动现金流	145	-145	-77	-11	-5
银行借款	150	100	-75	-10	-5
股权融资	0	0	0	0	0
其他	-5	-245	-2	-1	0
现金净增加额	263	-22	-13	110	36
期初现金余额	799	1,062	1,077	1,064	1,174
期末现金余额	1,062	1,040	1,064	1,174	1,210

主要财务比率

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	-3.1%	28.5%	30.6%	26.3%	22.5%
营业利润	-30.7%	54.0%	27.1%	30.4%	23.9%
归母净利润	-29.7%	48.9%	36.2%	27.3%	23.0%
获利能力					
毛利率	68.4%	70.7%	71.9%	72.8%	73.4%
净利率	9.7%	12.5%	12.2%	12.3%	12.3%
ROE	5.5%	7.8%	9.4%	10.6%	11.4%
ROIC	3.4%	4.3%	6.7%	8.6%	9.7%
偿债能力					
资产负债率	20.6%	23.2%	21.4%	22.2%	22.6%
净负债比率	25.9%	30.3%	27.3%	28.5%	29.2%
流动比率	3.35	2.50	2.57	2.32	2.07
速动比率	3.09	2.31	2.33	2.08	1.82
营运能力					
总资产周转率	0.42	0.50	0.60	0.66	0.71
应收账款周转率	24.81	79.47	36.50	36.50	36.50
存货周转率	11.42	12.96	15.31	15.82	16.14
每股指标 (元)					
每股收益	0.43	0.65	0.88	1.12	1.38
每股经营现金流	0.12	0.84	0.82	1.43	1.69
每股净资产	7.94	8.35	9.33	10.57	12.08
估值比率					
P/E	77.76	39.06	37.56	29.51	24.00
P/B	4.25	3.03	3.55	3.13	2.74
EV/EBITDA	68.27	45.03	35.58	24.98	19.81

广发批零与社会服务行业研究小组

嵇文欣：首席分析师，南京大学经济学硕士。曾任职于西南证券。2020 年加入广发证券发展研究中心。

方心诣：联席首席分析师，北京大学硕士，曾任职于嘉实基金研究部、天风证券。2024 年加入广发证券发展研究中心。

孟鑫：资深分析师，重庆大学技术经济及管理硕士，曾任职于国盛证券、西南证券，2023 年加入广发证券发展研究中心。

包晗：资深分析师，英国伦敦玛丽女王大学财富管理硕士，2020 年加入广发证券发展研究中心。

杨起帆：高级研究员，香港大学金融硕士，2023 年加入广发证券发展研究中心。

罗艺：研究员，武汉大学经济学硕士，2024 年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。

增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5% ~ +5%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 47 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉 北路 429 号泰康保险 大厦 37 楼	香港湾仔骆克道 81 号 广发大厦 27 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。