



买入（维持）

所属行业：美容护理/化妆品
当前价格(元)：29.63

证券分析师

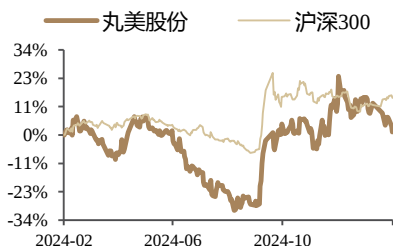
易丁依

资格编号：S0120523070004

邮箱：yidy@tebon.com.cn

研究助理

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-12.02	-10.94	-3.01
相对涨幅(%)	-14.66	-10.70	-1.60

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

- 《丸美股份：24Q3 归母+44%，稳步上新、大单品表现亮眼》，2024.10.28
- 《丸美股份：24H1 业绩高增长，多渠道&多品牌共同发展》，2024.8.25
- 《丸美股份：电商转型展现成效，打造彩妆第二曲线》，2024.8.16

股票数据

总股本(百万股):	401.00
流通 A 股(百万股):	401.00
52 周内股价区间(元):	20.39-36.17
总市值(百万元):	11,881.63
总资产(百万元):	4,435.01
每股净资产(元):	8.42

资料来源：公司公告

丸美生物：参股公司获批首张羟基磷灰石医美注射证，从美妆走向医美

投资要点

- **事件：摩漾生物 Aphranel® 优法兰获批，为国内首张羟基磷灰石注射证书。**2025 年 2 月 17 日，摩漾生物注射用羟基磷酸钙微球面部填充剂获批，是国内首款用于面部填充的羟基磷灰石产品，主要成分为羟基磷酸钙、羧甲基纤维素钠、甘油、注射用水，于鼻唇沟部位皮下层注射，以纠正中重度鼻唇沟皱纹。该产品国内暂无竞争对手获批，具备高稀缺性。当前丸美生物持有摩漾生物 9.6% 的股权，丸美生物从化妆品向医美延伸。据青眼不完全统计，当前丸美生物共投资 9 家公司，包括再生医学公司圣至润合、美妆代工企业芭薇股份、护肤品牌谷雨、婴童洗护品牌戴可思、高端个护品牌“JOVS”、男士护肤品牌亲爱男友、口腔护理品牌参半，以及 MCN 机构白兔视频等。
- **羟基磷灰石市场规模快速增长，远期市场空间广阔：**据贝哲斯羟基磷灰石市场研究报告显示，2023 年全球羟基磷灰石市场规模已达到 192.79 亿元人民币，而中国市场规模则达到 49.43 亿元人民币，预计全球羟基磷灰石市场规模 2029 年将达到 262.0 亿元人民币。与 PCL、PLLA、PDLLA 等对比，羟基磷酸钙具有高度交错聚合的结晶结构，具有一定的硬度和强度，但相对较脆，降解速度与新骨的生长速度相匹配，因此更多应用于骨修复和牙科，在医美领域可用于优化面部轮廓、填充皱纹和凹陷等，效果自然且持久。
- **竞争格局分散，新入局玩家空间广阔：**国际市场上，羟基磷灰石微球技术就较为成熟，主要由欧美、日本企业主导，如德国 Merz 的 Radiesse 在全球范围内拥有较高市场占有率。当前，羟基磷灰石在我国主要围绕骨科和牙科，麦施旗下 Radiesse、艾尔建旗下的 HarmonyCa、昊海生科旗下的海魅云境等布局医美市场。我们认为，当前羟基磷灰石证照具备高稀缺性，丸美生物有望通过投资共享证照红利。
- **丸美生物：电商销售高景气，新品储备丰富。**今年以来，抖音平台上丸美 GMV 3.35 亿/yoy+226%，达播占比 64%，主要系合作祝晓晗等头部达播带货放量，恋火为 1.38 亿/yoy+33%。新品方面，2024 年 9 月丸美打造首款丸美重组胶原面部护理单品“胶原小金针”面霜，延续“胶原小金针”系列的经典设计，添加了丸美重组双胶原 2.0——“I&III 嵌合型重组双胶原”，抗老功能显著，24 年小红笔眼霜及小金针次抛产品高增长，看好在胶原市场持续进阶。恋火品牌在 24 年经历人事变动之后，预计将利用大促前空窗期，通过 IP 联名等多方式推出新品，有望加速增长。
- **投资建议：**丸美生物通过股权投资进行产业跨越，化妆品电商数据表现亮眼，多渠道协同发展+新品有序推进+品牌营销赋能+科研助力将不断推动公司实现产品、品牌升级，预计 25 年营收、利润高增，产品结构调整带动毛利率提升，进而带动净利润高弹性，预计 24-26 年营收 29.42 亿/36.66 亿/42.65 亿元，净利润 3.82 亿/4.97 亿/6.31 亿元，同比增长 47.4%/30.0%/27.0%，对应当前 PE 31X/24X/19X。
- **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

主要财务数据及预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,732	2,226	2,942	3,666	4,265
(+/-)YOY(%)	-3.1%	28.5%	32.2%	24.6%	16.3%
净利润(百万元)	174	259	382	497	631
(+/-)YOY(%)	-29.7%	48.9%	47.4%	30.0%	27.0%
全面摊薄 EPS(元)	0.43	0.65	0.95	1.24	1.57
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

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	31.07	23.90	18.83
P/B	3.03	3.33	3.07	2.80
P/S	5.51	4.04	3.24	2.79
EV/EBITDA	43.21	26.10	19.59	14.84
股息率%	2.1%	1.3%	1.7%	2.1%
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 2 月 18 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，美妆&零售行业负责人，上海财经大学金融硕士，21年6月加入德邦证券，负责美妆、零售、社服、潮玩等领域研究，曾获得第四届21世纪金牌分析师批发与零售团队第五名、第12届Choice最佳分析师评选“最佳美容护理行业分析师团队”，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。

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： 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； 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。	类 别	评 级	说 明
	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。
	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经营范围包括证券投资咨询业务。