

# 丸美生物 (603983.SH)

## 一季度扣非归母净利同比增长 29%，大单品势能持续释放

优于大市

### 核心观点

**产品与渠道优化促进业绩增长。**公司2024年实现营收29.70亿/yoy+33.44%；归母净利3.42亿/yoy+31.69%；扣非归母净利3.27亿/yoy+73.86%。2025Q1实现营收8.47亿/yoy+28.01%；销售商品现金流同比增长57.54%；归母净利1.35亿/yoy+22.07%；扣非归母净利1.34亿/yoy+28.57%；丸美与恋火协同发力，叠加产品结构优化与成本有效管控，驱动营收和利润高增长。

**分品牌看**，2024年主品牌丸美实现收入20.55亿/yoy+31.69%，两大单品胜肽小红笔眼霜/胶原小金针次抛精华分别实现2024年全年线上GMV销售额5.33亿/3.5亿，同比yoy+146%/+96%，9月推出的小金针面霜首月GMV即突破千万；恋火品牌实现收入9.05亿/yoy+40.72%，占比提升1.58pct至30.47%。**分品类看**，2024年眼部类实现收入6.89亿/yoy+60.78%，主要系主推大单品丸美小红笔眼霜翻倍增长所致；护肤类实现收入11.25亿/yoy+21.60%；洁肤类实现收入2.41亿/yoy+8.75%；美容及其他类实现收入9.13亿/yoy+40.48%，主要系恋火品牌超40%增长。**分渠道看**，公司2024年线上销售渠道实现收入25.41亿/yoy+35.77%，占比提升1.47pct至85.55%，毛利率提升2.02pct至74.94%。其中，丸美天猫旗舰店GMV同比增长28%，TOP3核心产品销售额占比64%，产品集中度进一步提高；抖音渠道自播/达播GMV分别同比增长54%/82%。线下渠道实现4.27亿/yoy+20.79%，毛利率增加7.33pct至66.29%，运营策略调整业绩向好。

**毛利率和销售费用率均不断上行。**2024年毛利率为73.70%/yoy+3.01pct，2025Q1毛利率76.05%/yoy+1.45pct，产品结构优化驱动毛利率持续提升。2024年销售/管理/研发费用率分别同比+1.19/-1.24/-0.32pct，2025Q1分别同比+1.88/-0.25/-0.58pct，销售费用率主要系线上流量成本高升叠加品牌营销投放增加。营运能力基本保持稳定。

**风险提示：**宏观环境风险，销售不及预期，行业竞争加剧。

**投资建议：**2024年公司在进行品牌战略调整后表现优异，主品牌丸美依托在眼霜+重组胶原蛋白赛道多年积累，已经分别成功打造小红笔和小金针两大系列单品，目前产品势能正处于爆发期。而恋火紧抓消费者底妆痛点，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。考虑到公司大单品的系列化推新，以及新品牌的孵化，费用投放预计将进一步加大，我们下调2025-2026归母净利至4.76/6.37（原值为5.16/6.75）亿，并新增2027年预测8.22亿元，对应PE分别为35/26/20x，维持“优于大市”评级。

### 盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	2,226	2,970	3,941	5,060	6,330
(+/-%)	28.5%	33.4%	32.7%	28.4%	25.1%
净利润(百万元)	259	342	476	637	822
(+/-%)	48.9%	31.7%	39.4%	33.7%	29.0%
每股收益(元)	0.65	0.85	1.19	1.59	2.05
EBIT Margin	8.1%	11.6%	9.6%	10.7%	11.6%
净资产收益率 (ROE)	7.8%	10.1%	12.8%	15.3%	17.4%
市盈率 (PE)	63.7	48.4	34.7	26.0	20.1
EV/EBITDA	88.8	49.0	41.5	30.1	23.1
市净率 (PB)	4.94	4.89	4.45	3.97	3.49

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

### 公司研究·财报点评

#### 美容护理·化妆品

证券分析师：张峻豪

021-60933168

zhangjh@guosen.com.cn

S0980517070001

证券分析师：柳旭

0755-81981311

liuxu1@guosen.com.cn

S0980522120001

证券分析师：孙乔容若

021-60375463

sunqiaorongruo@guosen.com.cn

S0980523090004

#### 基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	41.23元
总市值/流通市值	16533/16533百万元
52周最高价/最低价	43.49/20.17元
近3个月日均成交额	88.24百万元

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

- 《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》——2024-12-24
- 《丸美股份 (603983.SH) - 三季度扣非归母净利同比增长 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

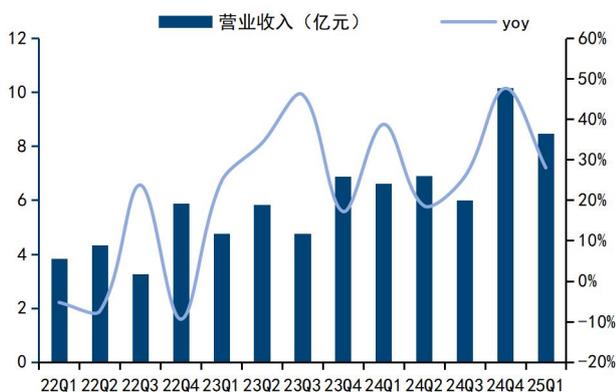
公司 2024 年实现营收 29.70 亿/yoy+33.44%；归母净利润 3.42 亿/yoy+31.69%；扣非归母净利润 3.27 亿/yoy+73.86%。单 Q4 实现营收 10.17 亿/yoy+47.64%；归母净利润 1.03 亿/yoy+20.14%；扣非归母净利润 1.00 亿/yoy+225.88%。2025Q1 实现营收 8.47 亿/yoy+28.01%；归母净利润 1.35 亿/yoy+22.07%；扣非归母净利润+1.34 亿/yoy+28.57%；主品牌丸美与第二品牌恋火协同发力，叠加产品结构优化与成本有效管控，驱动营收和利润高增长。

**分品类看**，2024 年眼部类实现收入 6.89 亿/yoy+60.78%，主要系主推大单品丸美小红笔眼霜翻倍增长所致；护肤类实现收入 11.25 亿/yoy+21.60%；洁肤类实现收入 2.41 亿/yoy+8.75%；美容及其他类实现收入 9.13 亿/yoy+40.48%，主要系恋火品牌超 40%增长所致。

**分品牌看**，2024 年主品牌丸美实现收入 20.55 亿/yoy+31.69%，两大单品胜肽小红笔眼霜/胶原小金针次抛精华分别实现 2024 年全年线上 GMV 销售额 5.33 亿/3.5 亿，同比 yoy+146%/+96%，9 月推出的小金针面霜首月 GMV 即突破千万；恋火品牌实现收入 9.05 亿/yoy+40.72%，占比提升 1.58pct 至 30.47%。

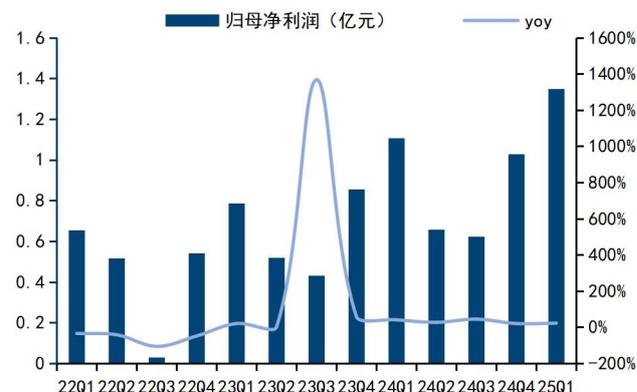
**分渠道看**，公司 2024 年线上销售渠道实现收入 25.41 亿/yoy+35.77%，占比提升 1.47pct 至 85.55%，毛利率提升 2.02pct 至 74.94%。其中，丸美天猫旗舰店 GMV 同比增长 28%，TOP3 核心产品销售额占比 64%，产品集中度进一步提高；抖音渠道自播/达播 GMV 分别同比增长 54%/82%。线下渠道实现 4.27 亿/yoy+20.79%，毛利率增加 7.33pct 至 66.29%，运营策略调整业绩向好。

图1: 公司营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 公司归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)

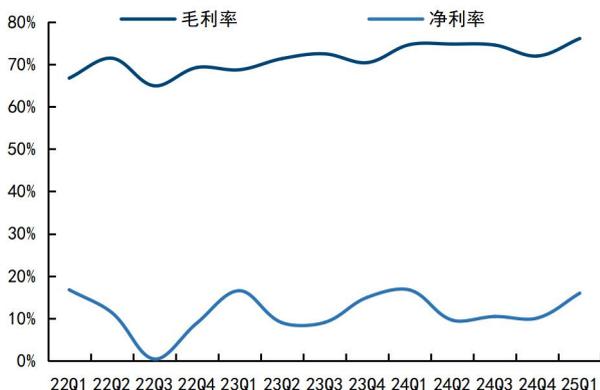


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**盈利能力方面**，2024 年公司毛利率/净利率分别为 73.70%/11.53%，同比 +3.01pct/-0.94pct。2025Q1 公司毛利率/净利率分别为 76.05%/15.97%，同比 +1.45pct/-0.76pct，在产品结构优化下毛利率持续提升。

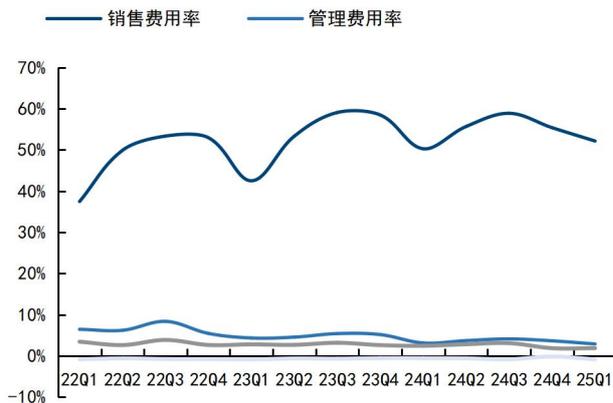
**费用率方面**，2024 年销售费用率/管理费用率/研发费用率分别为 55.04%/3.65%/2.48%，同比分别+1.19pct/-1.24pct/-0.32pct。2025Q1 公司销售费用率/管理费用率/研发费用率分别为 52.17%/2.90%/1.88%，同比分别+1.88pct/-0.25pct/-0.58pct。2024/2025Q1 毛销差分别为 18.66%/23.88%，同比+1.82pct/-0.43pct，销售费用率主要系线上流量成本高升叠加品牌建设与科学传播投入加码；管理与研发费用率保持基本平稳。

图3：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

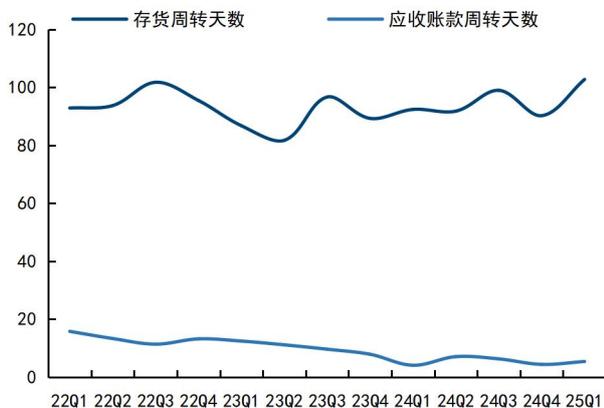
图4：公司费用率情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

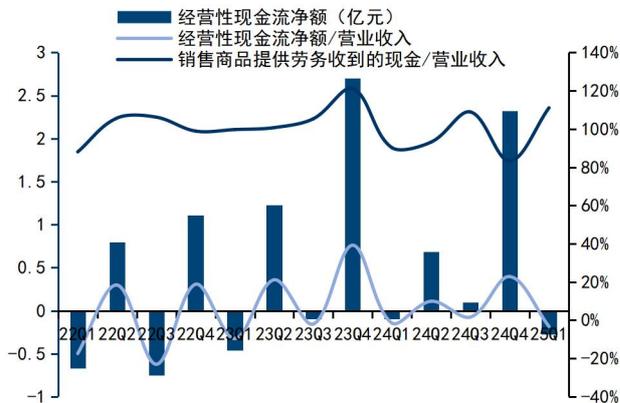
**营运能力方面**，公司 2024 年存货周转天数为 90 天，同比增加 1 天；应收账款周转天数为 4 天，同比减少 3 天。2025Q1 存货周转天数为 103 天，同比增加 10 天；应收账款周转天数为 5 天，同比增加 1 天。**现金流方面**，公司 2024 年经营性现金流净额为 3.01 亿 /yoy-11.09%，2025Q1 经营性现金流净额为 -0.28 亿 /yoy+117.93%，均保持稳健。

图5：公司存货周转天数及应收账款周转天数



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：公司现金流情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

### 投资建议：

2024 年公司在进行品牌战略调整后表现优异，主品牌丸美依托在眼霜+重组胶原蛋白赛道多年积累，已经分别成功打造小红笔和小金针两大系列单品，目前产品势能正处于爆发期。而恋火紧抓消费者底妆痛点，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。考虑到公司大单品的系列化推新，以及新品牌的孵化，费用投放预计将进一步加大，我们下调 2025-2026 归母净利至 4.76/6.37（原值为 5.16/6.75）亿，并新增 2027 年预测 8.22 亿元，对应 PE 分别为 35/26/20x，维持“优于大市”评级。

表1：可比公司估值表

代码	公司简称	股价 (2025-04-25)	总市值 亿元	EPS				PE				ROE (%)	PEG	投资评级
				24A	25E	26E	27E	24A	25E	26E	27E	(24A)	(25E)	
603983.SH	丸美生物	41.23	165	0.85	1.19	1.59	2.05	37.87	34.71	25.95	20.12	10.11	0.88	优于大市
600223.SH	福瑞达	7.55	77	0.24	0.29	0.32	0.35	31.56	26.22	23.78	21.67	5.93	1.30	优于大市

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

## 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	1077	2032	1724	2136	2694	营业收入	2226	2970	3941	5060	6330
应收款项	46	57	100	129	161	营业成本	652	781	1027	1301	1597
存货净额	172	220	248	313	385	营业税金及附加	23	26	39	51	63
其他流动资产	188	206	473	607	760	销售费用	1199	1635	2233	2849	3551
<b>流动资产合计</b>	<b>2530</b>	<b>2954</b>	<b>2984</b>	<b>3625</b>	<b>4440</b>	管理费用	109	109	162	190	224
固定资产	763	1079	1211	1347	1479	研发费用	62	74	102	128	158
无形资产及其他	720	699	671	643	615	财务费用	(14)	(14)	(15)	(30)	(39)
投资性房地产	377	165	165	165	165	投资收益	44	20	48	45	50
长期股权投资	64	166	196	226	256	资产减值及公允价值变动	58	(13)	65	70	70
<b>资产总计</b>	<b>4454</b>	<b>5063</b>	<b>5226</b>	<b>6005</b>	<b>6955</b>	其他收入	(40)	(59)	(102)	(128)	(158)
短期借款及交易性金融负债	252	792	200	200	200	营业利润	319	381	505	686	895
应付款项	263	359	370	467	576	营业外净收支	(2)	(0)	34	35	35
其他流动负债	495	445	851	1081	1341	<b>利润总额</b>	<b>317</b>	<b>381</b>	<b>539</b>	<b>721</b>	<b>930</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>1010</b>	<b>1597</b>	<b>1421</b>	<b>1748</b>	<b>2117</b>	所得税费用	39	38	62	83	107
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	18	1	1	1	2
其他长期负债	25	20	25	30	35	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>259</b>	<b>342</b>	<b>476</b>	<b>637</b>	<b>822</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>25</b>	<b>20</b>	<b>25</b>	<b>30</b>	<b>35</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>					
<b>负债合计</b>	<b>1035</b>	<b>1616</b>	<b>1446</b>	<b>1778</b>	<b>2151</b>	净利润	259	342	476	637	822
少数股东权益	71	66	67	68	69	资产减值准备	3	(1)	15	5	4
股东权益	3347	3380	3714	4160	4735	折旧摊销	17	25	56	67	72
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>4454</b>	<b>5063</b>	<b>5226</b>	<b>6005</b>	<b>6955</b>	公允价值变动损失	(58)	13	(65)	(70)	(70)
<b>关键财务与估值指标</b>						财务费用	(14)	(14)	(15)	(30)	(39)
每股收益	0.65	0.85	1.19	1.59	2.05	营运资本变动	397	175	99	109	120
每股红利	0.28	0.78	0.36	0.48	0.61	其它	7	1	(14)	(4)	(3)
每股净资产	8.35	8.43	9.26	10.37	11.81	<b>经营活动现金流</b>	<b>626</b>	<b>555</b>	<b>567</b>	<b>744</b>	<b>944</b>
ROIC	6.59%	10.56%	12%	20%	27%	资本开支	0	(322)	(110)	(110)	(110)
ROE	7.75%	10.11%	13%	15%	17%	其它投资现金流	(327)	608	0	0	0
毛利率	71%	74%	74%	74%	75%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(317)</b>	<b>184</b>	<b>(140)</b>	<b>(140)</b>	<b>(140)</b>
EBIT Margin	8%	12%	10%	11%	12%	权益性融资	0	2	0	0	0
EBITDA Margin	9%	12%	11%	12%	13%	负债净变化	(148)	0	0	0	0
收入增长	29%	33%	33%	28%	25%	支付股利、利息	(111)	(314)	(143)	(191)	(246)
净利润增长率	49%	32%	39%	34%	29%	其它融资现金流	212	843	(592)	0	0
资产负债率	25%	33%	29%	31%	32%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(305)</b>	<b>216</b>	<b>(735)</b>	<b>(191)</b>	<b>(246)</b>
股息率	0.7%	1.9%	0.9%	1.2%	1.5%	<b>现金净变动</b>	<b>4</b>	<b>955</b>	<b>(309)</b>	<b>413</b>	<b>558</b>
P/E	63.7	48.4	34.7	26.0	20.1	货币资金的期初余额	1073	1077	2032	1724	2136
P/B	4.9	4.9	4.5	4.0	3.5	货币资金的期末余额	1077	2032	1724	2136	2694
EV/EBITDA	88.8	49.0	41.5	30.1	23.1	企业自由现金流	0	189	379	546	733
						权益自由现金流	0	1032	(200)	572	768

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