

业绩增速亮眼，渠道与产品矩阵不断完善

——丸美生物（603983）点评报告

增持(维持)

2025 年 04 月 29 日

报告关键要素：

4 月 26 日，公司发布 2024 年年度报告和 2025 年一季度报告。报告显示，2024 年，公司实现营业收入 29.70 亿元 (YoY+33.44%)，实现归母净利润 3.42 亿元 (YoY+31.69%)，实现扣非归母净利润 3.27 亿元 (YoY+73.86%)；2025 年第一季度，公司实现营业收入 8.47 亿元 (YoY+28.01%)，实现归母净利润 1.35 亿元 (YoY+22.07%)，实现扣非归母净利润 1.34 亿元 (YoY+28.57%)。公司业绩表现基本符合我们此前预期。

投资要点：

线上渠道收入保持快速增长，线下渠道出现增长。2024 年，公司线上渠道实现营业收入 25.41 亿元，同比增长 35.77%，收入占比 85.61%，其中丸美及恋火品牌线上快速发展，丸美天猫旗舰店实现 GMV 销售额同比增长 28%，丸美自播实现 GMV 销售额同比增长 54%，丸美达播实现 GMV 销售额同比增长 82%。公司线下渠道实现营业收入 4.27 亿元，同比增长 20.79%，收入占比 14.39%，增长主要源于公司运营策略调整。

持续深化大单品策略，丸美和 PL 恋火营收均取得亮眼增长。2024 年度主品牌丸美实现营业收入 20.55 亿元，主营收入占比 69.24%，同比上升 31.69%。第二品牌 PL 恋火品牌实现营业收入 9.05 亿元，主营收入占比 30.51%，同比上升 40.72%，主要系产品结构及成本控制不断优化所致。丸美秉承“专注淡化每一条细纹”核心理念，深化大单品策略，持续巩固“眼部护理+淡纹去皱”的品牌心智，连续 3 年保持眼部护理类目销售第一。胜肽小红笔眼霜迭代至 3.0 版，全年线上 GMV 销售额 5.33 亿元，同比增长 146%，期间曾获得抖音淡纹眼霜爆款榜 TOP1 等成绩；胶原小金针次抛精华迭代至 2.0 版，“淡纹”功效再度升级，全年线上 GMV 销售额 3.5 亿元，同比增长 96%。

毛利率显著提升，但净利率有所下降。2024/2025Q1 公司毛利率分别为 73.70%/76.05%，同比+3.01pcts/+1.45pcts，主要是公司产品结构进一步优化及精益管理所致；2024/2025Q1 公司净利率分别为

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	2969.77	3611.72	4198.82	4813.34
增长比率(%)	33.44	21.62	16.26	14.64
归母净利润(百万元)	341.63	411.31	476.08	536.52
增长比率(%)	31.69	20.40	15.75	12.69
每股收益(元)	0.85	1.03	1.19	1.34
市盈率(倍)	46.53	38.65	33.39	29.63
市净率(倍)	4.70	4.39	4.07	3.77

数据来源：携宁科技云估值，万联证券研究所

基础数据

总股本(百万股)	401.00
流通A股(百万股)	401.00
收盘价(元)	39.64
总市值(亿元)	158.96
流通A股市值(亿元)	158.96

个股相对沪深 300 指数表现



数据来源：聚源，万联证券研究所

相关研究

Q3 业绩持续高增长，盈利能力提升
线上渠道快速增长，品牌建设取得亮眼成绩
产品结构优化叠加原材料降价，公司毛利率大幅提升

分析师：

陈雯

执业证书编号：S0270519060001

电话：02032255207

邮箱：chenwen@wlzq.com.cn

11.53%/15.97%，同比-0.94pcts/-0.76pcts。2024 年公司销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别 55.04%/3.65%/2.48%/-0.47%，同比+1.18pcts/-1.24pcts/-0.32pcts/+0.18pcts。2025Q1 销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别为 52.17%/2.90%/1.88%/-0.84%，同比+1.88pcts/-0.25pcts/-0.58pcts/-0.30pcts。销售费用率增加主要是在线市场竞争激烈流量成本高涨的同时公司坚定推进品牌建设和科学传播投入所致；研发费用率增加主要由于公司持续推进研发建设研发耗材、委外等费用增加所致。

从传统美妆企业向生物科技美妆公司战略转型，注重科技研发。2024 年公司股票简称正式更名“丸美生物”，标志着公司从传统美妆企业向生物科技美妆公司的战略转型，公司在以功能性蛋白为代表的关键技术与产业化应用上的深度进阶，尤其是重组胶原蛋白技术的成果，构成公司在美妆市场的强大竞争力。公司聚焦关键技术与核心原料研究开发，全年开展 42 项原料类专项研究项目，涉及创新植提、工程蛋白、生物发酵、多糖改性等 20 余个技术平台，相关技术成果有力补强了公司生物护肤活性原料库。公司荣获“全国重组功能蛋白技术研究中心”认定，全年围绕重组功能蛋白开展 20 项专项研究，突破多型别重组胶原蛋白开发及技术布局，实现合成生物改造毕赤酵母底盘细胞中，重组胶原蛋白的高表达、高纯度生物制造能力。完成“裂褶菌发酵产物滤液”新原料备案，从制备工艺、增产增效、功能结构、改性升级布局 4 项关键技术，申请 10 项发明专利。依托公司自有的高标准生物活性材料生产基地，全年完成 16 款原料中试，保障核心原料规模化量产及稳定供应。

盈利预测与投资建议：公司线上渠道建设和品牌矩阵不断完善，营收保持亮眼增长的同时毛利率也有明显提升，且公司向生物科技美妆公司战略转型，在功能性蛋白尤其是重组胶原蛋白技术领域竞争优势突出。我们根据最新数据调整盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润为 4.11/4.76/5.37 亿元（调整前 2025-2026 年归母净利润为 4.12/4.86 亿元），同比增长 20.40%/15.75%/12.69%，对应 EPS 为 1.03/1.19/1.34 元/股，4 月 28 日收盘价对应 PE 为 39/33/30 倍，维持“增持”评级。

风险因素：宏观经济恢复不及预期、线上增速不达预期、品牌建设不达预期、市场竞争加剧。

利润表（百万元）

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	2970	3612	4199	4813
同比增速 (%)	33.44	21.62	16.26	14.64
营业成本	781	958	1121	1284
毛利	2189	2654	3078	3529
营业收入 (%)	73.70	73.49	73.31	73.32
税金及附加	26	40	42	48
营业收入 (%)	0.89	1.11	1.00	1.00
销售费用	1635	1986	2294	2642
营业收入 (%)	55.04	55.00	54.63	54.89
管理费用	109	126	155	174
营业收入 (%)	3.65	3.50	3.70	3.62
研发费用	74	100	113	127
营业收入 (%)	2.48	2.78	2.68	2.65
财务费用	-14	22	33	45
营业收入 (%)	-0.47	0.60	0.78	0.93
资产减值损失	-12	10	14	20
信用减值损失	0	8	12	15
其他收益	14	33	32	35
投资收益	20	51	57	55
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	-1	0	0	0
资产处置收益	0	1	1	0
营业利润	381	482	556	617
营业收入 (%)	12.83	13.34	13.24	12.82
营业外收支	0	0	0	0
利润总额	381	482	556	617
营业收入 (%)	12.82	13.34	13.24	12.82
所得税费用	38	67	67	74
净利润	342	415	489	543
营业收入 (%)	11.53	11.49	11.64	11.28
归属于母公司的净利润	342	411	476	537
同比增速 (%)	31.69	20.40	15.75	12.69
少数股东损益	1	4	12	7
EPS（元/股）	0.85	1.03	1.19	1.34

基本指标

	2024A	2025E	2026E	2027E
EPS	0.85	1.03	1.19	1.34
BVPS	8.43	9.03	9.73	10.51
PE	46.53	38.65	33.39	29.63
PEG	1.47	1.89	2.12	2.33
PB	4.70	4.39	4.07	3.77
EV/EBITDA	30.98	29.20	24.97	22.42
ROE	10.11%	11.36%	12.20%	12.74%
ROIC	7.38%	7.60%	7.94%	7.84%

资产负债表（百万元）

	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	2032	2404	2963	3354
交易性金融资产	396	501	624	681
应收票据及应收账款	45	146	47	169
存货	220	273	302	363
预付款项	41	40	50	59
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	221	227	228	232
流动资产合计	2954	3591	4213	4858
长期股权投资	166	196	236	294
固定资产	476	731	985	1196
在建工程	603	499	456	449
无形资产	699	677	654	632
商誉	0	0	0	0
递延所得税资产	92	92	92	92
其他非流动资产	73	69	63	59
资产总计	5063	5854	6700	7580
短期借款	790	1135	1480	1940
应付票据及应付账款	359	386	484	522
预收账款	0	0	0	0
合同负债	195	253	330	346
应付职工薪酬	27	37	43	48
应交税费	51	82	78	93
其他流动负债	964	1386	1763	2249
流动负债合计	1597	2143	2697	3258
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	12	12	12	12
其他非流动负债	7	7	7	7
负债合计	1616	2162	2717	3278
归属于母公司的所有者权益	3380	3622	3901	4213
少数股东权益	66	70	82	89
股东权益	3447	3692	3983	4302
负债及股东权益	5063	5854	6700	7580

现金流量表（百万元）

	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流净额	301	518	834	546
投资	241	-139	-169	-119
资本性支出	-316	-196	-260	-262
其他	507	51	57	55
投资活动现金流净额	432	-284	-373	-326
债权融资	-788	0	0	0
股权融资	2	0	0	0
银行贷款增加（减少）	690	345	345	460
筹资成本	-314	-207	-247	-289
其他	217	0	0	0
筹资活动现金流净额	-193	139	98	171
现金净流量	540	372	559	391

数据来源：携宁科技云估值，万联证券研究所

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司的客户使用。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。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司认为可靠且已公开的信息撰写，本公司力求但不保证这些信息的准确性及完整性，也不保证文中的观点或陈述不会发生任何变更。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。分析师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。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的引起法律后果和造成我公司经济损失的概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道 1528 号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街 28 号中海国际中心

深圳福田区深南大道 2007 号金地中心

广州天河区珠江东路 11 号高德置地广场