

2025 年 04 月 29 日

投资评级：买入（维持）

证券分析师

丁一

SAC: S1350524040003

dingyi@huayuanstock.com

联系人

王悦

wangyue03@huayuanstock.com

市场表现：



基本数据 2025 年 04 月 28 日

收盘价（元）	39.64
一年内最高/最低（元）	43.49/20.17
总市值（百万元）	15,895.64
流通市值（百万元）	15,895.64
总股本（百万股）	401.00
资产负债率（%）	25.08
每股净资产（元/股）	8.77

资料来源：聚源数据

丸美生物(603983.SH)

——24 年业绩实现靓丽增长 双品牌势能向好

投资要点：

- **事件：**24 年公司实现总营收 29.70 亿元，同比+33.44%；利润总额 3.81 亿元，同比+20.05%；实现归母净利润 3.42 亿元，同比+31.69%。25Q1 公司实现总营收 8.47 亿元，同比+28.01%；利润总额 1.66 亿元，同比+28.11%；实现归母净利润 1.35 亿元，同比+22.07%。
- **丸美与 PL 恋火品牌双翼齐飞，护肤与彩妆品类稳步共进。**分品牌来看，24 年丸美/PL 恋火品牌分别实现营收 20.55/9.05 亿元，分别同比+31.69%/+40.72%，占主营收入比重为 69.24%/30.51%。**分品牌来看：**1) **丸美品牌**，持续巩固“眼部护理+淡纹去皱”品牌心智，深化大单品策略。胜肽小红笔眼霜升级至 3.0 版，全年线上 GMV 销售额 5.33 亿元，同比增长 146%，期间曾斩获抖音淡纹眼霜爆款榜 TOP1、天猫舒缓眼霜热销榜 TOP1、京东淡化黑眼圈眼霜精华热卖榜 TOP1 等多项榜单；胶原小金针次抛精华迭代至 2.0 版，“淡纹”功效二次升级，全年线上 GMV 销售额 3.5 亿元，同比增长 96%，曾登榜抖音商城品牌抗皱精华液爆款榜 TOP1、人气榜 TOP1 等；2) **PL 恋火品牌**，深化高质极简“底妆”心智，“看不见”与“蹭不掉”两大系列中 6 款粉底类单品均实现年度过亿 GMV，基于 PL 在底妆品类强势竞争力，其产品多次霸榜天猫、抖音等底妆类榜单 TOP1。
- **线上线下渠道协同发展，精细化运营多平台。**24 年公司线上渠道实现营收 25.41 亿元，占比 85.61%，同比+35.77%，主要系丸美及恋火品牌线上快速发展；线下渠道实现营收 4.27 亿元，占比 14.39%，同比+20.79%，主要系公司运营策略调整业绩向好。**分渠道来看：**1) **线上渠道：**公司采取多平台协同推进策略，通过精细化运营与跨平台联动，优化各平台资源配置，积极策划并参与各平台活动。从产品看，24 年丸美猫旗眼部护理和液态精华品类占比 79%、TOP3 核心产品销售占比 64%，产品集中度持续提高；从人群看，会员活跃人数同比+31%，会员回购金额同比+48%，用户粘性持续提升；2) **线下渠道：**公司持续完善对经销商及终端门店的赋能体系，24 年线下开展培训超 500 场，培养百货小老师超 450 名，覆盖超 8 万人次，并辅导经销商开展“私享会”、“沙龙会”等活动，优化其自主市场服务能力。
- **公司盈利能力维持稳定，销售费用率持续上行。**24 年公司毛利率 73.7%，同比+3.01pct，主要系产品结构及成本控制持续优化，其中销售费用率/管理费用率/研发费用率分别同比+1.19/-1.24/-0.32pct 至 55.04%/3.65%/2.48%，销售费用率提升主因系基于线上渠道竞争激烈的背景下公司坚定推进品牌建设及科学传播投入。净利率方面，24 年/25Q1 公司归母净利润率分别同比-0.15pct/0.78pct 至 11.50%/15.95%，公司盈利能力维持稳定。
- **盈利预测与评级：**预计公司 2025-2027 年实现归母净利润 4.7/5.9/7.2 亿元，同比增速分别为 37.4%/25.8%/22.7%，当前股价对应 PE 分别为 34/27/22 倍。公司作为老牌美妆国货，受公共卫生事件影响一度经营承压，但受益于渠道及产品调整，自 23 年以来经营重回轨道，经营拐点显现，两大主力品牌势能向好，战略转型成效渐显，我们看好公司未来增长弹性，维持“买入”评级。
- **风险提示：**化妆品行业竞争加剧风险；电商渠道竞争加剧风险；新品孵化风险；经销模式风险。

盈利预测与估值（人民币）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	2,226	2,970	3,832	4,735	5,615
同比增长率（%）	28.52%	33.44%	29.04%	23.56%	18.59%
归母净利润（百万元）	259	342	469	590	724
同比增长率（%）	48.93%	31.69%	37.43%	25.77%	22.66%
每股收益（元/股）	0.65	0.85	1.17	1.47	1.81
ROE（%）	7.75%	10.11%	13.08%	15.34%	17.37%
市盈率（P/E）	61.27	46.53	33.86	26.92	21.95

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

附录：财务预测摘要
资产负债表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	2,032	2,213	2,449	2,757
应收票据及账款	46	62	74	84
预付账款	41	50	57	63
其他应收款	12	14	16	17
存货	220	258	309	355
其他流动资产	603	690	760	820
流动资产总计	2,954	3,287	3,664	4,096
长期股权投资	166	167	167	168
固定资产	479	537	601	669
在建工程	603	569	527	477
无形资产	699	693	703	727
长期待摊费用	2	1	0	0
其他非流动资产	160	227	273	303
非流动资产合计	2,108	2,194	2,271	2,345
资产总计	5,063	5,481	5,936	6,441
短期借款	790	790	790	790
应付票据及账款	359	411	497	572
其他流动负债	447	601	702	803
流动负债合计	1,597	1,802	1,989	2,165
长期借款	2	3	4	5
其他非流动负债	18	16	17	18
非流动负债合计	20	20	22	23
负债合计	1,616	1,822	2,010	2,189
股本	401	401	401	401
资本公积	761	761	761	761
留存收益	2,218	2,426	2,687	3,008
归属母公司权益	3,380	3,588	3,849	4,170
少数股东权益	66	70	76	82
股东权益合计	3,447	3,659	3,925	4,252
负债和股东权益合计	5,063	5,481	5,936	6,441

现金流量表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
税后经营利润	342	413	535	670
折旧与摊销	30	49	54	58
财务费用	-14	27	26	25
投资损失	-20	-30	-30	-30
营运资金变动	-40	109	75	73
其他经营现金流	2	49	49	49
经营性现金净流量	301	617	709	845
投资性现金净流量	432	-149	-118	-108
筹资性现金净流量	-193	-287	-355	-429
现金流量净额	540	181	236	308

利润表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	2,970	3,832	4,735	5,615
营业成本	781	1,001	1,225	1,441
税金及附加	26	38	47	56
销售费用	1,635	2,069	2,547	2,998
管理费用	109	123	147	168
研发费用	74	84	109	135
财务费用	-14	27	26	25
资产减值损失	-12	-19	-24	-28
信用减值损失	0	-1	-1	-1
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	20	30	30	30
公允价值变动损益	-1	20	20	20
资产处置收益	0	0	0	0
其他收益	14	19	19	19
营业利润	381	540	678	832
营业外收入	0	0	0	0
营业外支出	1	1	1	1
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	381	538	677	831
所得税	38	65	81	100
净利润	342	474	596	731
少数股东损益	1	4	5	7
归属母公司股东净利润	342	469	590	724
EPS(元)	0.85	1.17	1.47	1.81

主要财务比率

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营收增长率	33.44%	29.04%	23.56%	18.59%
营业利润增长率	19.29%	41.63%	25.72%	22.62%
归母净利润增长率	31.69%	37.43%	25.77%	22.66%
经营现金流增长率	-11.09%	105.38%	14.82%	19.20%
盈利能力				
毛利率	73.70%	73.88%	74.13%	74.34%
净利率	11.53%	12.36%	12.59%	13.02%
ROE	10.11%	13.08%	15.34%	17.37%
ROA	6.75%	8.57%	9.95%	11.25%
估值倍数				
P/E	46.53	33.86	26.92	21.95
P/S	5.35	4.15	3.36	2.83
P/B	4.70	4.43	4.13	3.81
股息率	0.63%	1.65%	2.07%	2.54%
EV/EBITDA	29	24	19	15

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，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本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的 6 个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在 20% 以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在 5% ~ 20% 之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在 -5% ~ +5% 之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于 -5% 及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的 6 个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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。

本报告采用的基准指数：A 股市场（北交所除外）基准为沪深 300 指数，北交所市场基准为北证 50 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。