

公司深度

丸美生物(603983.SH)

美容护理 | 化妆品

品牌心智持续夯实，国货抗衰品牌砥砺前行

2025年07月11日

评级 **增持**
评级变动 维持

交易数据

当前价格(元)	40.85
52周价格区间(元)	20.17-56.98
总市值(百万)	16380.85
流通市值(百万)	16380.85
总股本(万股)	40100.00
流通股(万股)	40100.00

涨跌幅比较



%	1M	3M	12M
丸美生物	-11.58	8.07	62.81
化妆品	-5.14	12.72	13.53
上证指数	3.70	8.89	19.42
沪深300	3.86	7.49	17.09

张曦月 分析师

执业证书编号:S0530522020001
zhangxiyue@hncasing.com

相关报告

1 丸美生物(603983.SH)2024年年报及2025年一季报点评:多品类布局深化,公司增长潜力或将持续释放 2025-05-09

2 丸美生物(603983.SH)公司点评:投资企业获批国内首张羟基磷酸钙微球医美三类证,“双美融合”战略持续深化 2025-02-26

预测指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(亿元)	22.26	29.70	38.31	47.96	58.18
归母净利润(亿元)	2.59	3.42	4.40	5.58	6.96
每股收益(元)	0.65	0.85	1.10	1.39	1.74
每股净资产(元)	8.35	8.43	8.70	8.96	9.28
P/E	63.14	47.95	37.22	29.34	23.53
P/B	4.89	4.85	4.69	4.56	4.40

资料来源: iFinD, 财信证券

投资要点:

- **眼部护理赛道龙头,抗衰心智贯穿始终。**公司成立于2002年,是一家以皮肤科学和生物科学研究为基础的化妆品企业,专注于各类化妆品的研发、设计、生产、销售及服务。目前,丸美生物已成功构建了覆盖护肤和彩妆领域的多品牌矩阵,并通过差异化定位实现精准的市场覆盖。其中,主品牌“丸美”聚焦眼部护理和抗衰领域,凭借领先的研发实力在中高端市场确立头部地位;新锐彩妆品牌“恋火”以专业底妆为核心,融合了高品质和极简的美学理念;功能性护肤品牌“春纪”则依托于食萃科研技术,专注为敏感肌提供大众化解决方案。通过持续的产品创新与精准的品牌定位,丸美生物已在化妆品行业建立起显著的差异化竞争优势,市场地位不断提升。
- **主品牌丸美:定位中高端的“眼部护理专家+抗衰大师”。**产品端,聚焦培育大单品,夯实核心产品优势。丸美品牌在创立之初以眼部护理为核心切入点,专注于为知性女性提供全面的肌肤护肤方案。但随着市场竞争格局变化以及消费者需求升级迭代,品牌主动实施了战略调整,通过持续优化产品结构、精简SKU以及渠道差异化布局等举措,逐步实现了从单一品类向全渠道综合护肤品牌的战略转型。研发端,深耕研发创新,构筑差异化竞争壁垒。公司始终以“科技创新驱动发展”为核心理念,践行“美丽融合”公司战略,构建了更加完善的研发体系。截至2024年末,公司在广州、上海、东京三地设立研发及创新基地,构建了基础研究中心等七大研发中心,拥有了覆盖化学、生物等多个专业领域的48个功能实验室,形成“基础研究-原料开发-原料生产-配方研究-生产智造-检验检测-功效评测”七位一体全链路先进科技体系,积淀了深厚的科技实力。运营端,精细化运营叠加多维联动,运营效率稳步提升。线上渠道方面,公司采取多平台协同推进策略。线下渠道方面,公司一方面持续完善对经销商及终端门店的赋能体系,通过差异化管理实现协同发展。另一方面,公司坚决维护市场秩序和价格体系稳定,有效遏制了窜货和乱价行为,保障了市场价格体系的健康生态,为线下渠道的高质量发展奠定了基础。
- **子品牌恋火:深耕高质极简底妆,打造差异化壁垒。**产品端,国货底妆市场加速扩容,增量空间不断打开。底妆产品作为彩妆市场三大品

类之一，凭借高增速持续领跑市场。据毛戈平招股说明书援引弗若斯特沙利文数据预测，2023-2028 年底妆市场规模将保持 9.5% 的复合年增长率，按零售额计，2028 年市场规模有望突破 904 亿元。其中，PL 恋火以高质极简底妆突围，市场渗透率持续攀升。截至 2024 年末，品牌旗下“看不见”、“蹭不掉”两大系列中 6 款粉底类单品年 GMV 均突破亿元大关，成功打造成多个超级单品。目前，PL 恋火正着力推动产品战略从“单品突破”向“矩阵协同”升级，通过优化产品组合与强化协同效应，持续巩固其在专业底妆领域的领先地位。运营端，“限定版设计+场景化创新”强化用户连接，核心品类加速破圈。品牌以“限定版设计+场景化创新”为驱动，不断巩固细分赛场优势，成功打造了多款年 GMV 过亿元的明星单品。

- **产业基金投资计划稳步推进，产业链上下游布局持续拓展。**截至目前，公司已经陆续成立了四期产业投资基金，构建了覆盖美妆个护、健康食品及医美生物材料三大核心赛道的投资矩阵投资。后续随着投资组合的持续优化和投后管理的深入推进，公司的外延式增长动能将不断增强，整体竞争力和产业影响力有望实现阶梯式提升。
- **投资建议：**预计 2025-2027 年营收分别为 38.31 亿元/47.96 亿元/58.18 亿元，归母净利润分别为 4.40 亿元/5.58 亿元/6.96 亿元，对应 PE 分别为 37 倍/29 倍/24 倍，考虑到：1) 2025 年，公司营收、利润增速预计均在 25% 以上；2) 根据 Wind 一致预期，截至 2025 年 6 月 19 日，可比公司珀莱雅、贝泰妮、上海家化、水羊股份、拉芳家化 2025 年业绩对应的 PE 分别为 17.47、26.48、40.48、25.94、74.69 倍，PE 平均值为 37.01 倍；而丸美生物作为眼部护理和抗衰老领域的专业品牌，通过持续深耕细分赛道形成了显著的技术壁垒和品牌优势，再叠加子品牌恋火精准卡位底妆赛道，品牌增长动能强劲。后续随着产品迭代加速，以及渠道布局持续优化，公司业绩有望稳步增长，市场份额大概率持续提升。综上，我们给予公司 2025 年 38-43 倍 PE 估值，对应的合理目标价为 41.8-47.3 元。维持公司“增持”评级。
- **风险提示：**市场需求变化的风险；行业竞争加剧风险；原材料价格波动的风险；电商平台销售相对集中的风险；经销商合作风险等。

内容目录

1 公司情况：眼部护理赛道龙头，抗衰心智贯穿始终	5
1.1 发展历程：眼部护理起家，重组胶原蛋白赛道突围	5
1.2 股权结构：公司股权高度稳定且集中，实控人夫妇合计持股超八成	6
1.3 组织架构：高管团队沉淀深厚，引领公司可持续发展	7
1.4 经营分析：战略调整成效兑现，业绩进入上升通道	8
2 主品牌丸美：定位中高端的“眼部护理专家+抗衰大师”	11
2.1 产品端：聚焦培育大单品，核心产品优势不断夯实	11
2.2 研发端：深耕研发创新，构筑差异化竞争壁垒	13
2.3 运营端：精细化运营叠加多维联动，运营效率稳步提升	16
3 子品牌恋火：深耕高质极简底妆，打造差异化壁垒	17
3.1 产品端：国货底妆市场加速扩容，增量空间不断打开	17
3.2 运营端：“限定版设计+场景化创新”强化用户连接，核心品类加速破圈	20
4 产业基金投资计划稳步推进，产业链上下游布局持续拓展	20
5 盈利预测与投资建议	21
5.1 盈利预测	21
5.1.1 主要业务的收入假设	21
5.1.2 毛利率和费用率假设	22
6 投资建议	22
7 风险提示	23

图表目录

图 1：丸美生物发展历程	5
图 2：丸美生物旗下三大核心品牌	6
图 3：丸美生物股权结构（截至 2024 年年末）	7
图 4：2015-2024 年公司营业收入（亿元，%）	8
图 5：2015-2024 年公司归母净利润（亿元，%）	8
图 6：自 2023Q1 起公司连续 9 个季度营收和归母净利润保持同比正增长（亿元）	9
图 7：丸美生物主营业务产品结构（亿元）	9
图 8：丸美生物各品类产品毛利率	9
图 9：丸美生物线上、线下渠道营收及同比增速（亿元）	10
图 10：丸美生物线上、线下渠道毛利率情况	10
图 11：丸美生物历年毛利率、净利率情况（%）	10
图 12：丸美生物历年费用率情况（%）	10
图 13：丸美胜肽小红笔眼霜核心技术与成分作用	13
图 14：丸美胶原小金针次抛精华	13
图 15：丸美生物研发费用率及同比情况	14
图 16：各品牌化妆品近三年研发费用率对比（%）	14
图 17：丸美生物重组双胶原功效	16
图 18：丸美生物专研涂抹式胶原 27.3KD 小分子透皮吸收双光子显微镜真人实测结果	16
图 19：丸美生物国风“正是美目流转时”十一届眼霜节主题活动	16
图 20：中国彩妆行业市场规模（十亿元）	17
图 21：PL 恋火核心产品系列	18

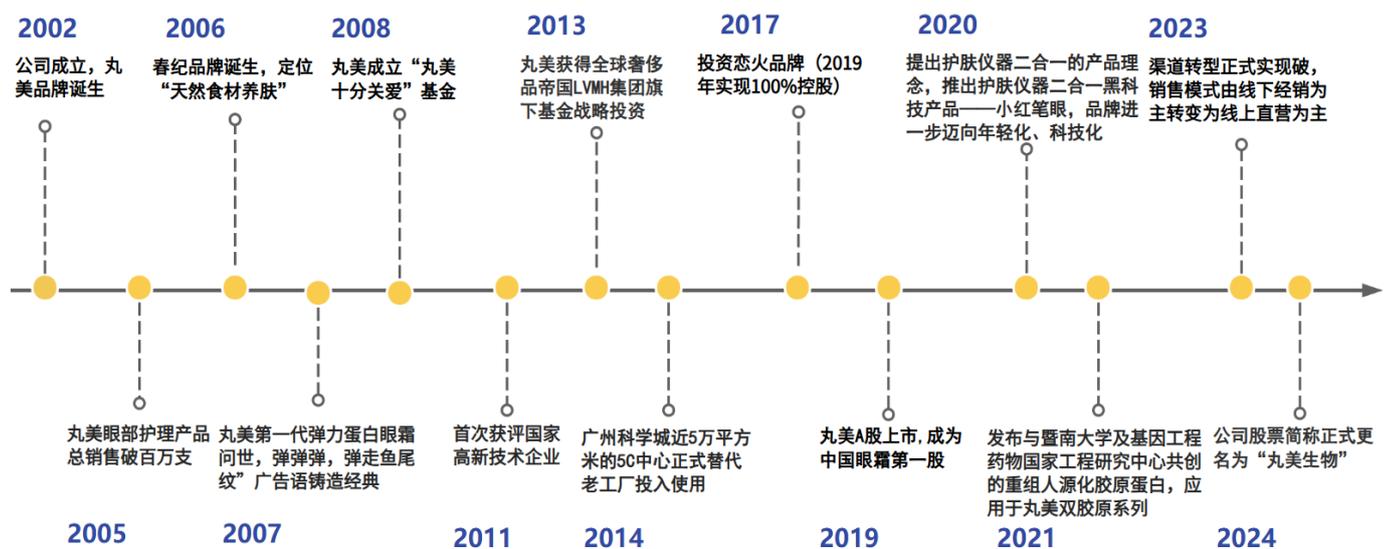
图 22: PL 恋火粉底液天猫渠道销售额破亿	18
图 23: 2021-2024 年丸美生物美容及其他类营收情况.....	18
图 24: 恋火 2024 年“波点限定”、“绒绒系列”产品	20
图 25: 恋火 2025 夏日海岛限定系列产品	20
图 26: 丸美生物美与健康的投资产业生态布局.....	21
表 1: 公司核心高管情况.....	7
表 2: “丸美”主要产品系列.....	11
表 3: 丸美生物研发体系	14
表 4: 重组胶原蛋白成为“全球抗衰老成分第四级”	15
表 5: PL 恋火核心产品情况.....	19
表 6: 公司对外投资设立产业投资基金情况.....	21
表 7: 可比公司估值分析.....	23

1 公司情况：眼部护理赛道龙头，抗衰心智贯穿始终

1.1 发展历程：眼部护理起家，重组胶原蛋白赛道突围

公司成立于2002年，是一家以皮肤科学和生物科学研究为基础的化妆品企业，专注于各类化妆品的研发、设计、生产、销售及服务。自成立之初，公司便聚焦于眼部护理领域，依托自主创新的生物活性成分技术体系，持续深耕抗衰老产品研发；2007年，公司推出的大单品弹力蛋白眼霜。凭借“弹弹弹，弹走鱼尾纹”的经典广告语，成功建立品牌认知；2013年，公司获得LVMH集团旗下L Capital基金战略投资，实现品牌价值跃升；2017年，公司收购韩国彩妆品牌恋火，实现品类拓展；2019年，公司在A股主板上市，成为中国眼部护理领域首家上市公司。经过二十余年的技术积累与创新研发，公司在生物活性成分研发和抗衰技术领域不断突破。其中，基于重组胶原蛋白技术的重大进展，公司构建起完善的研发体系和技术壁垒，形成显著的差异化竞争优势，成功完成了向科研驱动型生物科技企业的战略转型。

图 1：丸美生物发展历程



资料来源：丸美生物 2024 年度环境、社会与公司治理（ESG）报告，财信证券

从渠道端来看，公司经历了从线下到线上突破的全面电商化转型。公司发展初期主要聚焦于二、三线城市，通过与国内外化妆品牌展开竞争，逐步构建了以经销为主、直营为辅的销售模式，形成了涵盖日化专营店、百货专柜、美容院、电子商务等多渠道销售网络。2020年，受疫情冲击以及线上线下销售场景分化影响，公司积极推进渠道管理转型，重点优化线上业务结构并实施了组织变革。通过引进电商运营团队，公司全面强化线上渠道建设，成功实现了从传统线下优势向线上线下协同发展的战略升级。截至2024年年末，公司线上渠道营收占比已提升至85.61%。

从品牌端来看，丸美主品牌基本盘稳固，恋火打造第二增长极。目前，丸美生物已成功构建了覆盖护肤和彩妆领域的多品牌矩阵，并通过差异化定位实现了精准的市场覆盖。其中，主品牌“丸美”聚焦眼部护理和抗衰领域，凭借领先的研发实力在中高端市场

确立头部地位；新锐彩妆品牌“恋火”以专业底妆为核心，融合了高品质和极简的美学理念；功能性护肤品牌“春纪”则依托于食萃科研技术，专注为敏感肌提供大众化解决方案。通过持续的产品创新与精准的品牌定位，丸美生物已在化妆品行业建立起显著的差异化竞争优势，市场地位不断提升。

图 2：丸美生物旗下三大核心品牌

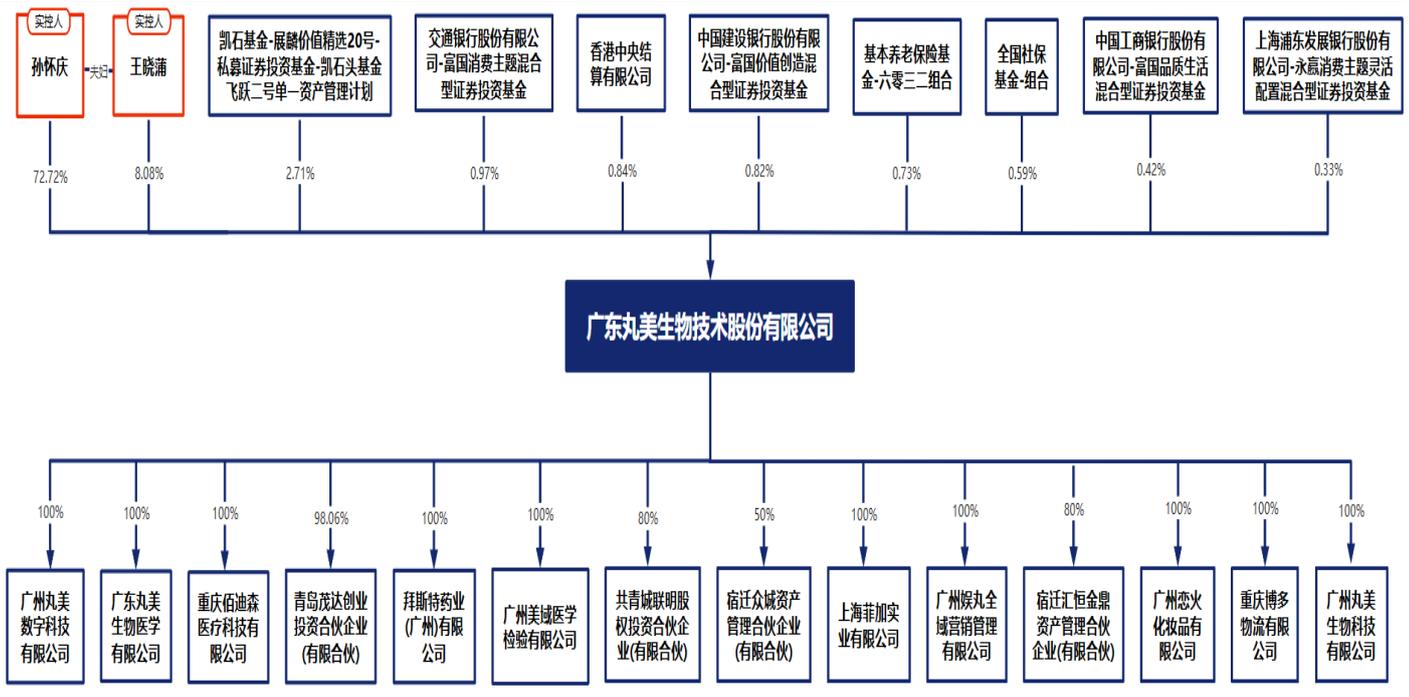


资料来源：丸美生物官网

1.2 股权结构：公司股权高度稳定且集中，实控人夫妇合计持股超八成

公司股权高度稳定且集中，实控人孙怀庆、王晓蒲夫妇合计持股超80%。截至2024年年末，公司实控人为孙怀庆及其妻子王晓蒲，分别持有公司股份72.72%、8.08%，合计持股份为80.8%；公司第三大股东为凯石基金，持股比例为2.72%，公司股权结构高度集中且非常稳定。

图 3：丸美生物股权结构（截至 2024 年年末）



资料来源：iFind，财信证券

1.3 组织架构：高管团队沉淀深厚，引领公司可持续发展

核心管理层深耕行业多年，经验丰富且团队稳定。公司创始人兼实控人孙怀庆先生专注于美妆行业多年，先后担任广东白马化妆品有限公司推广部部长、广州安尚秀化妆品有限公司执行董事、总经理等职务。2002 年，孙怀庆先生创立了广州佳禾（丸美生物前身），至今仍担任公司首席执行官一职，持续引领企业发展。此外，核心管理团队中，首席财务官王开慧、首席营销官曾玲椿、董事会秘书程迪均在公司工作超过十年，不仅对公司运营具有深刻理解，更具备了丰富的行业积淀和管理经验，为公司的可持续发展奠定了坚实的管理保障。

表 1：公司核心高管情况

姓名	职务	年龄	学历	个人简介
孙怀庆	首席执行官 兼总经理	56	博士	管理学博士，经济师； 2002 年设立公司前身，现任公司董事长、总经理兼首席执行官（CEO），丸美科技执行董事兼总经理，重庆博多执行董事，广州恋火执行董事，蔚恒信息科技发展（上海）有限公司监事，北京天浩盛世娱乐文化有限公司董事、日本丸美董事，广州汇科生物药业有限公司董事长，二元合生（广州）生化制品有限公司董事长，广东圣保禄投资有限公司执行董事兼总经理，广东丸美生物医学有限公司董事长兼总经理。
王开慧	首席财务官	54	本科	本科，中级会计师、非执业注册会计师及注册税务师； 2006 年起在公司前身就职，现任公司董事、首席财务官（CFO），丸美科技监事，重庆博多广州分公司负责人，丸美网络执行董事，广东丸美生物医学有限公司董事兼财务负责人。
程迪	董事会秘书	41	本科	本科，曾就职于广东同步化工股份有限公司等；

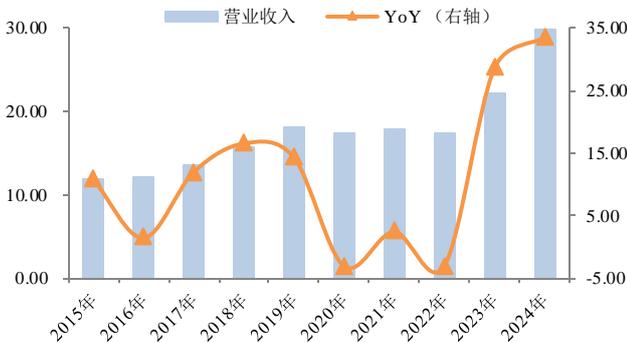
曾令椿 首席营销官 47 硕士 研究生；
 2012年6月起任公司证券事务代表，现任公司董事会秘书。
 2005年起在公司前身就职，现任公司董事兼首席营销官（CMO），日本丸美董事，丸美网络总经理，重庆博多北京分公司负责人，重庆佰迪森执行董事兼总经理。

资料来源：丸美生物2024年年报，财信证券

1.4 经营分析：战略调整成效兑现，业绩进入上升通道

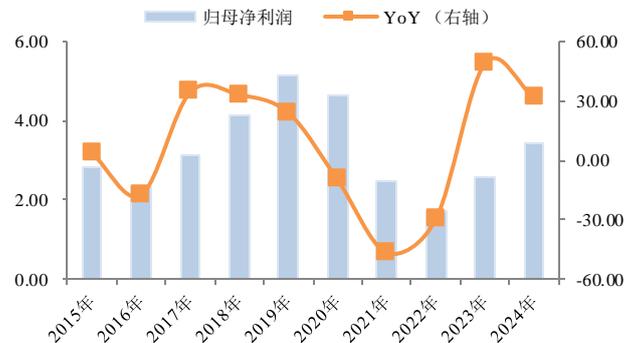
2015-2024年期间，公司实现了稳健增长，营业收入从11.91亿元增长至29.7亿元，年复合增长率为10.69%；归母净利润由2.81亿元提升至3.42亿元，年复合增长率为2.33%。2025年单Q1季度，公司业绩延续了良好的增长态势，单季度实现营收8.47亿元，同比增长28.01%；归母净利润1.35亿元，同比增长22.07%。

图 4：2015-2024 年公司营业收入（亿元，%）



资料来源：iFind，财信证券

图 5：2015-2024 年公司归母净利润（亿元，%）



资料来源：iFind，财信证券

回顾公司发展历程，公司主要通过渠道变革和品类拓展逐步壮大，具体可以分为三个阶段：

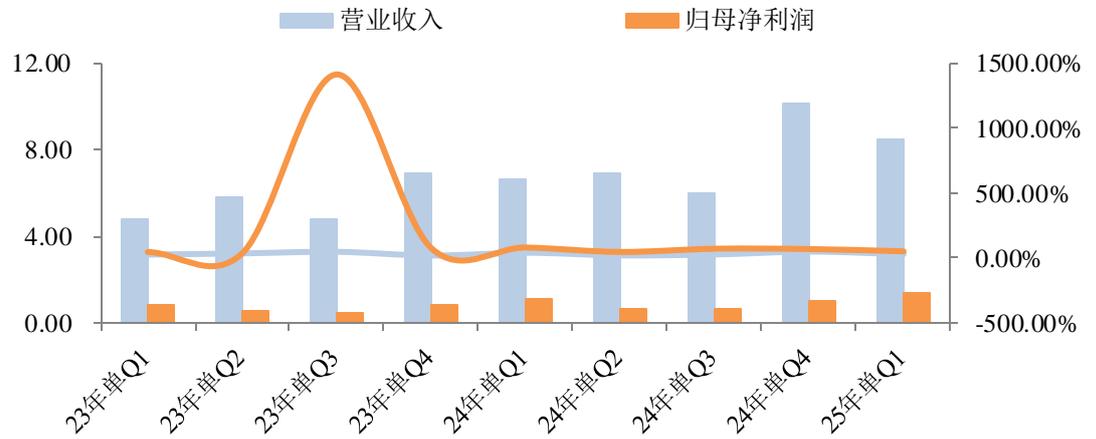
第一阶段（2015-2019年）线下渠道深耕阶段：公司主要以线下渠道为主，凭借线下日化专营店渠道、百货专柜渠道、美容院渠道的快速布局，公司营业收入稳步提升。2015-2019年期间，公司营收、归母净利润 CAGR 分别为 10.86%、13.67%，展现出优异的线下渠道运营能力。

第二阶段（2020-2022年）转型调整阶段：受到疫情冲击以及渠道业务调整，公司业绩持续性承压。2020-2022年期间，公司营收、归母净利润年复合增速分别为-1.3%、-30.32%，业绩下滑明显。

第三阶段（2023年以来）高质量发展阶段：2023年是公司线上转型发展的突破之年，经过持续三年深刻的变革调整，公司在产品、品牌、人群、渠道、供应等方面全面突破。以销售模式和运营思维为例，公司从三年前以经销和线下为主的销售模式成功转型为线上和直营为主的销售模式；思维方式从原有的 TOB 经销思维，逐步转变为更加贴近消费者的 TOC 零售思维。公司业务更加聚焦于用户需求，公司的组织结构和流程机制都得到

了全面迭代和优化。后续随着业务调整成效逐步释放,公司经营质量显著提升。自 2023Q1 起连续 9 个季度保持营收与利润同比正增长。2024 全年营收同比增长 33.44% 至 29.7 亿元,归母净利润同比增长 31.69% 至 3.42 亿元,标志着公司已进入高质量可持续发展阶段。

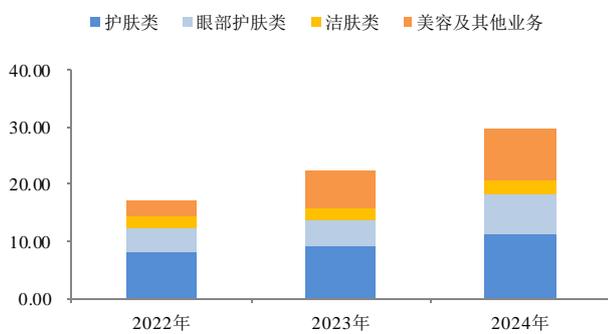
图 6: 自 2023Q1 起公司连续 9 个季度营收和归母净利润保持同比正增长 (亿元)



资料来源: iFind, 财信证券

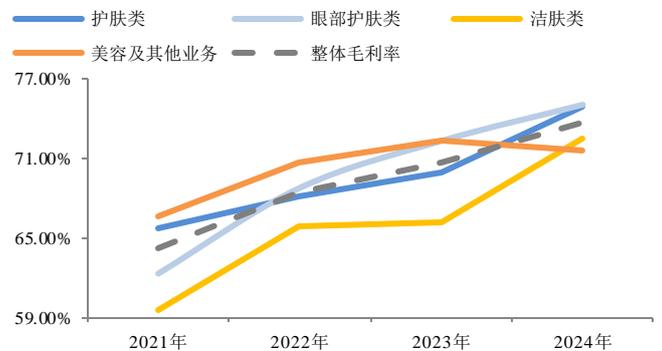
从产品结构来看,公司已形成了护肤品牌为核心,多品类协同发展的业务格局。作为公司核心品类,护肤类业务近三年营收占比稳定在 40% 左右,2024 年末毛利率达 74.92%,持续贡献主要利润;彩妆业务(“恋火”品牌)快速崛起,营收占比从 2022 年的 16.97% 快速提升至 2024 年的 30.76%,同比增速持续领先,已成为公司第二增长曲线;眼部护理系列作为传统优势品类,营收占比从 2022 年的 25.16% 微降至 2024 年的 23.23%,但 2024 年末仍保持 75.01% 的高毛利率水平;洁肤类产品表现相对稳健,营收占比稳定在 10% 左右,2024 年末毛利率为 72.53%。

图 7: 丸美生物主营业务产品结构 (亿元)



资料来源: 丸美生物 2024 年年度报告, 丸美生物 2023 年年度报告, 丸美生物 2022 年年度报告, 财信证券

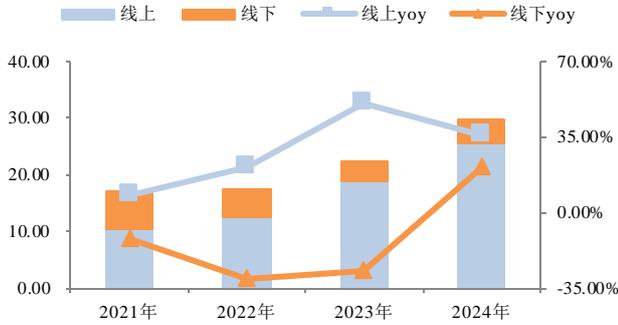
图 8: 丸美生物各品类产品毛利率



资料来源: 丸美生物 2024 年年度报告, 丸美生物 2023 年年度报告, 丸美生物 2022 年年度报告, 财信证券

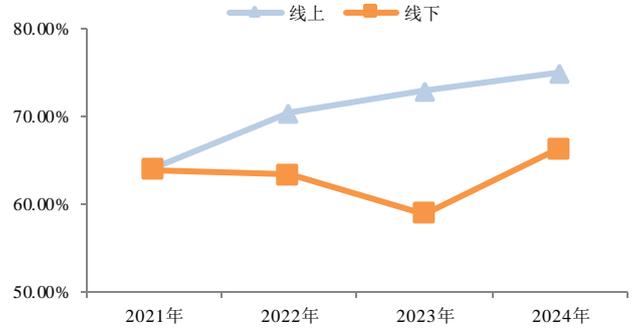
从渠道结构来看,渠道转型成效显著,线上渠道增长动能强劲。2022-2024年,公司线上渠道同比增速为 21.06%、50.4%、35.77%,主要是受益于抖音等兴趣电商渠道的快速拓展。截至 2024 年末,公司线上渠道营收占比已提升至 85.61%,再叠加线下渠道的逐步复苏,公司目前已形成线上线下渠道协同发展的新格局。

图 9: 丸美生物线上、线下渠道营收及同比增速 (亿元)



资料来源: 丸美生物 2024 年年度报告, 丸美生物 2023 年年度报告, 丸美生物 2022 年年度报告, 丸美生物 2021 年年度报告, 财信证券

图 10: 丸美生物线上、线下渠道毛利率情况

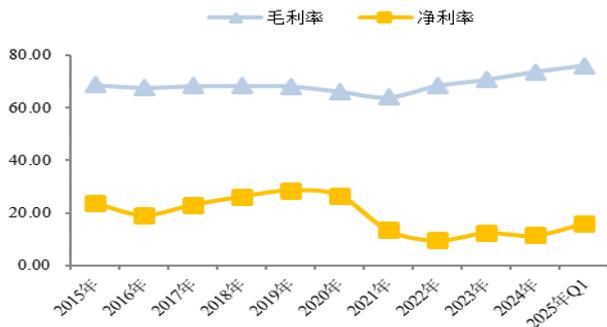


资料来源: 丸美生物 2024 年年度报告, 丸美生物 2023 年年度报告, 丸美生物 2022 年年度报告, 丸美生物 2021 年年度报告, 财信证券

从盈利能力来看,得益于渠道结构和产品结构优化,公司毛利率呈稳步上升趋势。2023-2024 年期间,公司毛利率分别为 70.69%、73.7%,累计提升 3.01 个百分点。主要系两方面因素驱动:在渠道结构方面,随着线上渠道快速扩展,2024 年公司线上渠道占比已提升至 85.61%。与此同时线上渠道毛利率提升至 74.94%,均创历史新高。在产品结构方面,高毛利的眼部护理产品表现尤为突出,其中,明星大单品胜肽小红笔眼霜更新迭代至 3.0 版本,2024 年线上 GMV 销售额达到 5.33 亿元,同比增长 146%,从而有效带动整体毛利率提升。

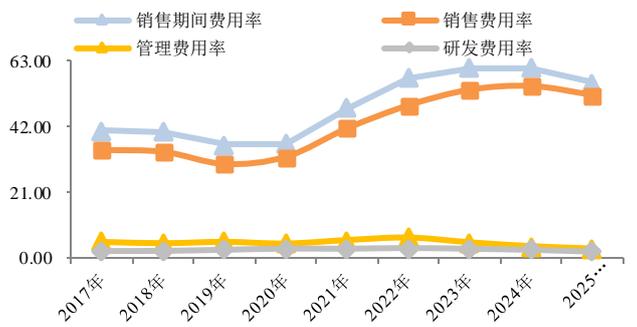
从费用端来看,渠道调整推升销售费用率,管理及研发费用率持续改善。2020 年以来,公司积极推进渠道转型,扩大线上直营业务发展,销售费用率持续提升。2024 年,公司销售费为 16.35 亿元,同比增长 36.38%,增速与营收增长基本匹配;与此同时,受益于规模效应显现,管理费用率和研发费用率分别降至 3.65% 和 2.48%,反映出公司在费用管控和运营效率方面的持续改善。

图 11: 丸美生物历年毛利率、净利率情况 (%)



资料来源: iFind, 财信证券

图 12: 丸美生物历年费用率情况 (%)



资料来源: iFind, 财信证券

2 主品牌丸美：定位中高端的“眼部护理专家+抗衰大师”

2.1 产品端：聚焦培育大单品，核心产品优势不断夯实

丸美品牌在创立之初以眼部护理为核心切入点，专注于为知性女性提供全面的肌肤护肤方案。但随着市场竞争格局变化以及消费者需求升级迭代，品牌主动实施了战略调整，通过持续优化产品结构、精简 SKU 以及渠道差异化布局等举措，逐步实现了从单一品类向全渠道综合护肤品牌的战略转型。其产品发展策略主要分为以下几个节点：

1) 早期发展阶段：多方位布局。针对不同消费者需求，公司相继推出了“弹力蛋白凝时紧致系列”、“白色之恋纯白系列”、“巧克力青春丝滑系列”、“雪绒花纯净保湿系列”等多个产品线。

2) 2020 年：加速推新。基于品牌心智和消费者洞察，公司有针对性地开展产品设计与配方研发，加快新品上市步伐，有序推进全渠道产品和渠道专供品。2020 年当年，公司累计推出近百款新品。

3) 2021 年：保持新品节奏同时，积极梳理产品 SKU。针对线上渠道，推出“美容仪+护肤”2.0 黑科技产品小红蝎精华、小紫弹 A 醇系列、丸美丝蛋白金致焕颜系列、小金针刺次抛精华等；线下渠道则主推丸美晶致赋颜奢宠系列、丸美蜜光无瑕底妆系列、以及冻干粉护理套盒等。

4) 2022 年：聚焦头部，优化长尾，大力发展具有核心科技的大单品。公司对产品结构进行系统性梳理和优化，累计精简 sku 超 200 个。与此同时，基于线上线下差异化消费场景以及客群特征，公司坚定推进分渠分品策略，不同渠道不同货盘，不同平台各有侧重，辅以平台专供特渠特供，维护了价格体系的稳定，保障了多渠道多平台协同均衡发展。其中，线上渠道聚焦“大单品”策略，主推“胜肽小红笔眼霜”和“重组胶原小金针次抛精华”两大核心单品；线下渠道则以高端礼赠场景为重点，推出艺术家 IP 联名套盒及节日限定套盒，不断增强用户黏性。

表 2：“丸美”主要产品系列

产品系列	产品图片	价格	主要成分/品类/功效
胶原小金针系列	 <p>胶原小金针系列 直充双胶原 修护抗皱</p> <p>立即前往 ></p>	99-400 元	<p>主要成分：重组双胶原；</p> <p>品类：精华、面霜、面膜、水、乳等；</p> <p>功效：紧致、淡纹、修护；</p>
小红笔胜肽系列	 <p>小红笔胜肽系列 高浓胜肽 淡纹淡黑眼圈</p> <p>立即前往 ></p>	100-400 元	<p>主要成分：高浓度胜肽等；</p> <p>品类：眼霜、眼膜、水、乳、洁面等；</p> <p>功效：淡纹抗皱；</p>

凝时紧致系列	 <p>凝时紧致系列 紧致肌肤 补充弹力蛋白</p> <p>立即前往 ></p>	100-400 元	<p>主要成分：水解弹力蛋白等；</p> <p>品类：精华、水、乳、洁面等；</p> <p>功效：抗皱、紧致；</p>
温和双 A 醇水乳系列（“小紫弹”）	 <p>温和双A醇水乳套装 更淡纹·更紧致·更温和¹</p> <p>立即前往 ></p>	50-200 元	<p>主要成分：双 A 醇等；</p> <p>品类：眼霜、眼膜水、乳等；</p> <p>功效：抗皱、紧致；</p>
多肽蛋白系列	 <p>多肽蛋白系列 4重胜肽 提拉紧致</p> <p>立即前往 ></p>	50-500 元	<p>主要成分：四重活性肽等；</p> <p>品类：水、乳、眼膜等；</p> <p>功效：缓解细纹、紧致肌肤；</p>
巧克力丝滑系列	 <p>巧克力丝滑系列 植物精粹 抗氧修护</p> <p>立即前往 ></p>	100-200 元	<p>主要成分：可可精华等；</p> <p>品类：水、乳、眼膜等；</p> <p>功效：匀净肤色、润泽嫩滑；</p>
巧克力青春丝滑系列	 <p>巧克力青春丝滑系列 滋润细腻 改善粗糙</p> <p>立即前往 ></p>	100-200 元	<p>主要成分：可可精华、ALISTIN 脱羧肌肽 HCL 等；</p> <p>品类：爽肤水；</p> <p>功效：滋润细腻、改善粗糙；</p>
四抗青春丝滑系列	 <p>四抗青春丝滑系列 强韧抵御 加乘抗皱</p> <p>立即前往 ></p>	10-400 元	<p>主要成分：麦角硫因、紫檀芪、合欢树皮、姜根花提取物等；</p> <p>品类：面霜、水、乳、精华等；</p> <p>功效：强韧抵御、加乘抗皱。</p>

资料来源：丸美淘宝官方旗舰店，财信证券

5) 2024 年以来：围绕“大单品驱动、科技赋能”为核心，公司进一步深化“大单品策略”，并逐步构建梯队化大单品矩阵。线上渠道方面，公司持续聚焦小红笔眼霜、胶原小金针精华次抛，并拓展至胶原小金针组合，形成“超级单品+储备单品”的梯队系列。

其中，胜肽小红笔眼霜迭代至 3.0 版，2024 年线上 GMV 销售达 5.33 亿元，同比增长 146%；胶原小金针次抛精华迭代至 2.0 版，2024 年线上 GMV 达 3.5 亿元，同比增长 96%；新推出的胶原小金针面霜上市首月突破千万 GMV，产品爆发力突出，有望成为第三大战略单品。线下渠道方面，5.0 版超分子弹力蛋白系列通过技术升级持续强化品牌专业形象，配合艺术家联名及节日限定礼盒的差异化布局，有效提升了渠道溢价能力和用户忠诚度。“线上爆品引流+线下体验增值”的双轮驱动模式，在强化渠道协同效应的同时，构筑了品牌差异化竞争壁垒，为长期增长奠定了战略基础。

图 13：丸美胜肽小红笔眼霜核心技术与成分作用



资料来源：《丸美眼部护理白皮书》

图 14：丸美胶原小金针次抛精华

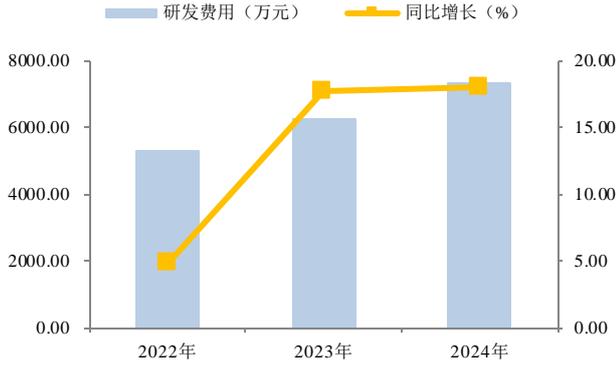


资料来源：丸美淘宝官方旗舰店

2.2 研发端：深耕研发创新，构筑差异化竞争壁垒

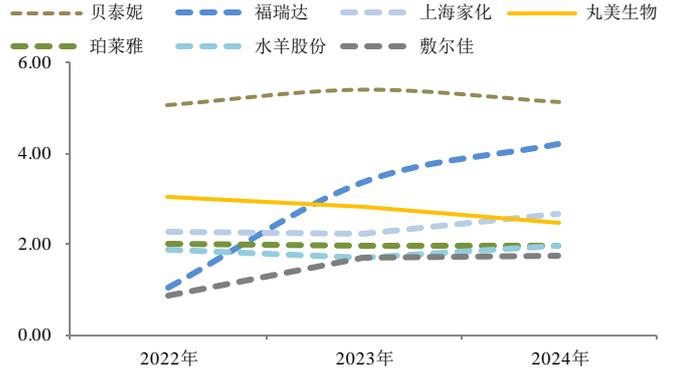
公司持续强化研发投入力度，研发实力不断增强。从研发投入来看，2022-2024 年，公司投入研发费用从 5292.57 万元增长至 7354.48 万元，年复合增速为 17.88%，且连续两年保持双位数增长；从研发费用率来看，2022-2024 年丸美生物研发费用率均保持在 2.48% 以上，且在品牌化妆品品牌中始终位于中上游位置，反映了公司“科技引领发展”的战略定力。从研发团队建设来看，公司高度重视研发团队建设，通过自主培养和外部合作的形式，汇聚一批来自生物学、基因工程、皮肤医学、药理学等 10 余个领域的复合型人才，为公司创新发展提供了强劲的动力。此外，为进一步优化研发团队结构，2024 年公司聘任了广东省发酵与酶工程重点实验室主任、华南理工大学生物科学与工程学院原院长林影教授为丸美重组胶原蛋白联席首席科学家，并兼任公司原料工厂拜斯特药业首席科学家，从而进一步提升了公司在重组胶原蛋白领域的技术实力。

图 15：丸美生物研发费用率及同比情况



资料来源：iFind，财信证券

图 16：各品牌化妆品近三年研发费用率对比 (%)



资料来源：iFind，财信证券

研发体系持续完善，科技创新能力稳步提升。公司始终以“科技创新驱动发展”为核心理念，践行“美丽融合”公司战略，构建了更加完善的研发体系。截至 2024 年末，公司在广州、上海、东京三地设立研发及创新基地，构建了基础研究中心、生命科学中心、中试实验中心、应用开发中心、医学检测中心、技术支持中心、开放创新中心等七大研发中心，拥有了覆盖化学、生物、食品、医学、药学、材料等多个专业领域的 48 个功能实验室，形成“基础研究-原料开发-原料生产-配方研究-生产智造-检验检测-功效评测”七位一体全链路先进科技体系，积淀了深厚的科技实力，并连续五年荣获国家高新技术企业认定。2024 年，公司积极合作各类权威科研机构，拓展前沿技术开发及应用，全年推进 38 项拓展项目，成功落地 5 项合作，推出了超分子弹性蛋白和超分子水解弹性蛋白等 5 款创新原料，从而助力了超分子蛋白系列的升级上市。截至 2024 年年末，公司累计获得授权专利 319 项，专利储备量位居行业前列。同时，累计发表论文 53 篇，累计主导/参编标准累计达 82 项。

表 3：丸美生物研发体系

	主要职责
基础研究中心 (眼部研究与原料开发)	主要负责活性材料、皮肤科学及大健康相关领域的创新研究开发与应用，具备从生物分子、组织细胞、模式生物至皮肤医学等多层次开展化妆品、医疗器械、功能性食品和口腔护理相关的原料及产品的研究开发及能力。
应用开发中心	主要致力于研究化妆品配方与工艺相关技术，下设配方体系组、基础护肤组、功效研究组三大研究阵容与 9 大科研实验室。
医学检测中心 (检验检测&功效测评)	成立于 2021 年，是丸美集团旗下的独立三方检测机构，围绕化妆品及化妆品原料的质量特性、安全性、稳定性、功效性、使用性开展检验检测。内设“理化分析、P2 微生物、毒理检测、体外功效、人体功效、感官评价”6 大检测实验室。
开放创新中心	中心下设开放创新组和创新研究组 2 大创研组类，其中，开放创新组致力于引导构建产学研协同创新体系，通过整合高校、科研机构及产业链资源，打造多主体参与的开放式研发平台；创新研究组则专注于化妆品配方体系的系统性研究，基于前沿科研成果开展原料创新开发，并实现其在护肤产品中的应用转化，构建具有自主知识产权的技术储备体系。
技术支持中心	中心下设“知识产权、法规管理、技术推广”3 大组类，其中知识产权组主要负责对政府项目、知识产权的申请及维护。

中试实验中心
(原料生产)

成立于 2021 年，旨在助力丸美生物从原料自研向自制迈进，以制药的严格标准将公司自研原料成果实现量产转化。该中试基地拥有近 1000m² 的生物活性材料生产车间，近 3000 m² 的化妆品生产车间，能够针对特色植物原料以及天然微生物发酵产物的功效成分进行提取富集生产。

生命科学中心

2024 年成立，主要布局口腔健康、口服美容等新兴领域。

资料来源：《眼部护理白皮书》丸美生物，财信证券

公司始终专注抗衰领域，持续打造独家成分。作为抗衰领域的专业开拓者，丸美生物始终致力于独家活性成分的创新研发。在全球公认的四大抗衰成分中，公司已成功布局了三大核心成分体系，胜肽（小红笔系列）、A 醇（小紫弹系列）和重组胶原蛋白（小金针系列）。其中，2021 年公司正式发布的与人体自身胶原蛋白的功能结构域氨基酸序列 100% 一致“重组人源化胶原蛋白”成分，更是体现了其在抗衰领域的领先地位。该成分通过三大核心技术展现了显著优势：1) 公司通过“翻译暂停”专利技术对基因序列和蛋白活性进行优化，实现了更高效的活性胶原蛋白表达；2) 公司的重组双胶原蛋白与天然胶原蛋白呈现出高度相似的三螺旋结构，以 1:1 配比嵌合 I 型和 III 型胶原蛋白，具备更稳定、更安全，更有活性的特点，且分子量超小为 27.3KD，更容易透皮吸收；3) “C-PRO 扣环加固技术”+ 羟基化酶专利，提升稳定性，加强了皮肤支撑性。2024 年，公司加强了重组功能蛋白规模化产线建设，实现包括重组双胶原 2.0 和重组弹性蛋白等核心活性蛋白原料的高效表达和产品应用。目前，公司以重组胶原蛋白为核心成分的小金针系列已成功构建了涵盖精华次抛、眼霜、面霜等在内的完整产品矩阵，后续随着产品线的持续迭代与拓展，该系列将持续巩固丸美生物在抗衰护肤领域的领先地位。

表 4：重组胶原蛋白成为“全球抗衰老成分第四级”

	优势	劣势	中国技术沉淀
A 醇	起效机制明确，效果相对明显，能综合性改善皮肤。	刺激性强，对敏感肌不友好，成分本身易氧化，导致活性低，建立耐受过程漫长。	中国目前没有技术优势。
波色因	起效机制明确，知名度高。	化学合成，市面上原料质量良莠不齐，起效时间长。	中国目前没有技术优势。
胜肽	起效机制明确，抗皱效果相对明显。	浓度高，化学合成的胜肽易残留溶剂，对皮肤有一定风险性，技术门槛高。	中国目前没有技术优势。
重组胶原蛋白	起效机制明确，效果相对明显，生物来源，安全性高，敏感肌无需担忧。	量产成本高，相对较新，需要刷新消费者的固有认知。	中国处于领先地位。

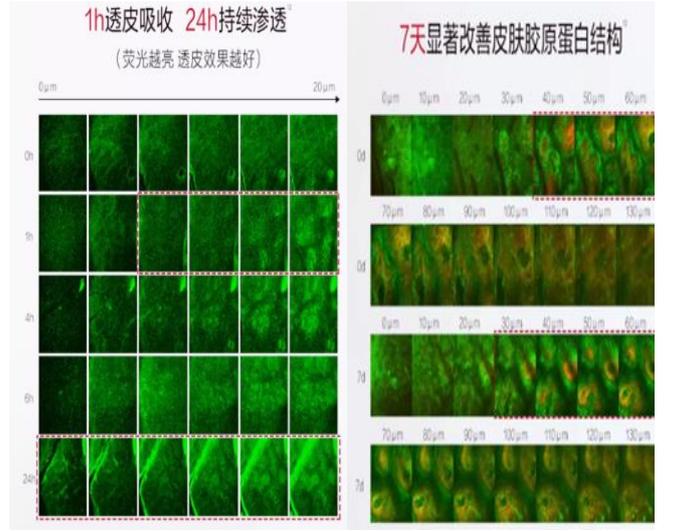
资料来源：《抗衰老功效护肤趋势白皮书》丸美生物

图 17：丸美生物重组双胶原功效



资料来源：丸美淘宝官方旗舰店

图 18：丸美生物专研涂抹式胶原 27.3KD 小分子透皮吸收双光子显微镜真人实测结果



资料来源：丸美淘宝官方旗舰店

2.3 运营端：精细化运营叠加多维联动，运营效率稳步提升

线上渠道方面，公司采取多平台协同推进策略。货架电商侧，公司重点打造天猫作为线上品宣重要窗口，通过精细化运营持续提升用户体验。据公司 2024 年年报显示，报告期内，丸美淘宝天猫旗舰店会员活跃度活跃人数同比增长 31%，会员回购金额同比增长 48%，用户忠诚度显著提升。内容电商侧，公司建立了完整的“种草+转化”的闭环体系，通过持续优化产品价值链和强化市场响应能力，实现营销效率最大化。直播方面，公司打造了“总裁驾到”等系列，通过内容植入实现精准引流从而带动 2024 年直播 GMV 销售额同比增长 54%；与此同时，在达播方面，公司深化与达人合作模式，通过工厂溯源、研发专家对话等方式建立了专业信任背书，强化了与核心达人的战略合作，促使达播 GMV 销售额实现同比 82% 的快速增长，成功破圈。

图 19：丸美生物国风“正是美目流转时”十一届眼霜节主题活动



资料来源：MARUBI 丸美会员中心官方微信公众号

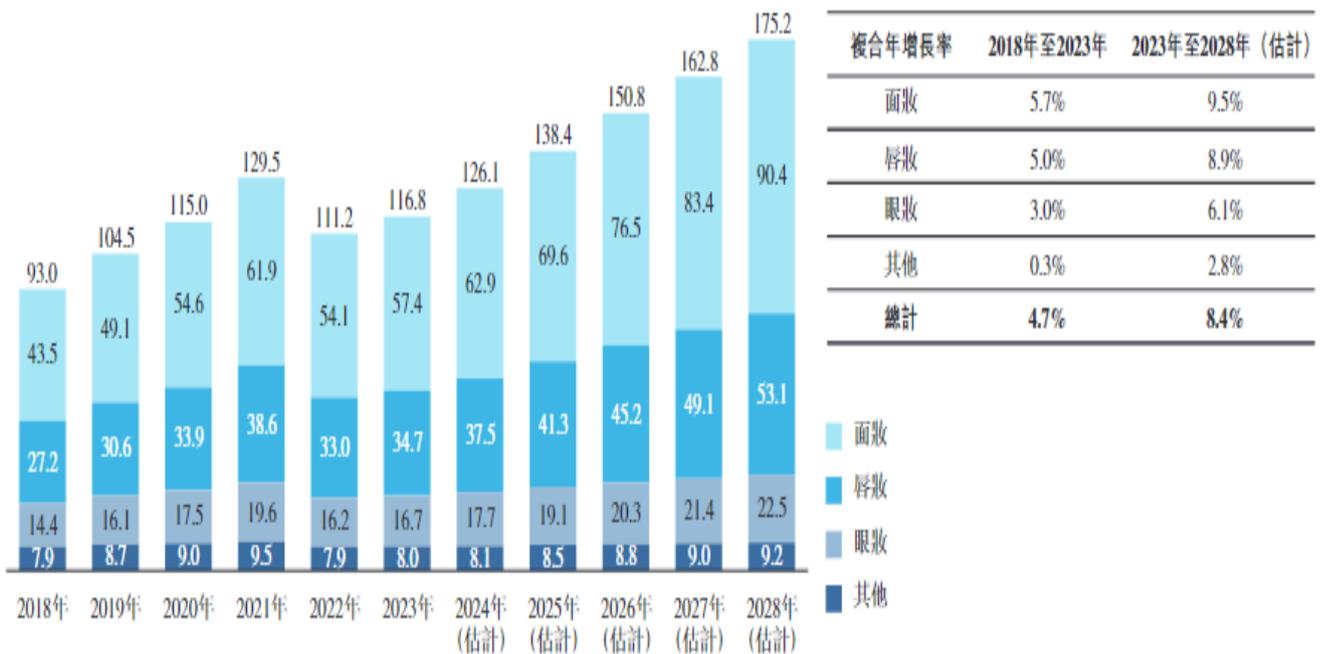
线下渠道端，公司一方面持续完善对经销商及终端门店的赋能体系，通过差异化管理实现协同发展。2024年期间，公司开展线下培训500余场，培养百货小老师超450名，覆盖超8万人次，持续提升了其市场服务能力。另一方面，公司坚决维护市场秩序和价格体系稳定，有效遏制了窜货和乱价行为，保障了市场价格体系的健康生态，为线下渠道的高质量发展奠定了基础。

3 子品牌恋火：深耕高质极简底妆，打造差异化壁垒

3.1 产品端：国货底妆市场加速扩容，增量空间不断打开

底妆(面妆)产品作为彩妆市场三大品类之一，凭借高增速持续领跑市场。据毛戈平招股说明书援引弗若斯特沙利文数据显示，2018-2023年间，底妆市场规模由435亿元增长至574亿元，年复合增长率为5.7%。与此同时，随着“悦己经济”的不断崛起，消费者对底妆产品的需求也在持续攀升。据毛戈平招股说明书援引弗若斯特沙利文数据预测，2023-2028年底妆市场规模将保持9.5%的复合年增长率，按零售额计，2028年市场规模有望突破904亿元。与此同时，国货底妆品牌凭借技术创新、差异化定位和本土化优势，市场渗透率不断提升，逐步打破国际品牌在中高端市场的垄断格局。其中，以毛戈平、花西子、卡姿兰、PL恋火等为代表的国货品牌在底妆赛道均展现了强劲的增长动力。

图 20：中国彩妆行业市场规模（十亿元）



资料来源：毛戈平招股说明书

PL恋火以高质极简底妆突围，市场渗透率持续攀升。2017年，公司战略性布局彩妆市场，新增轻奢韩系彩妆品牌PL恋火。品牌以“激情与爱”作为核心价值，致力打造更

贴合都市女性需求的化妆产品和服务解决方案。2021年，PL 恋火进行品牌升级，将产品定位聚焦于高质极简底妆，通过优化产品配方和简化上妆步骤，显著提升用户体验。

图 21: PL 恋火核心产品系列



资料来源：丸美生物官网

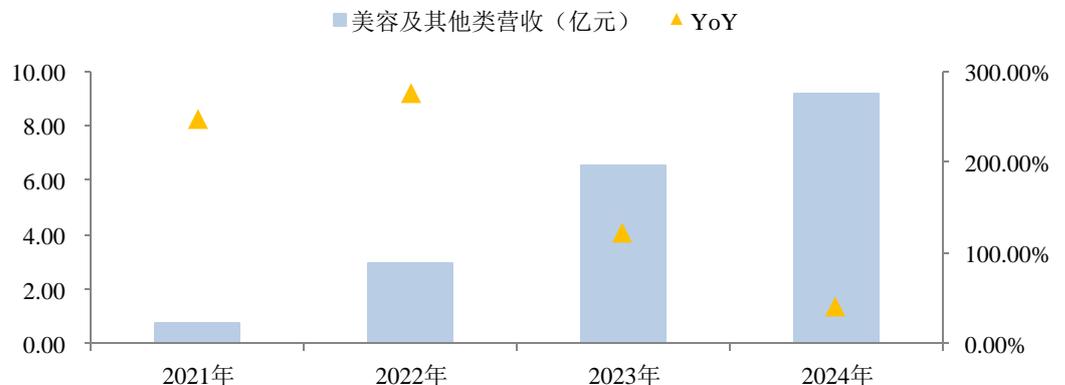
图 22: PL 恋火粉底液天猫渠道销售额破亿



资料来源：恋火淘宝官方旗舰店

从产品创新来看，2021年7月，品牌成功推出了战略大单品看不见粉底液，产品凭借突破性的产品力实现市场的快速渗透，上市半年创下60万支的销售业绩。2022年，PL 恋火持续以深化大单品战略，针对干敏肌、油敏肌等细分肤质需求，相继推出了看不见粉饼、蹭不掉粉底液等系列产品，进一步完善产品矩阵。与此同时，PL 恋火精准把握线上渠道红利，尤其是李佳琦直播间等头部KOL资源的高效转化，推动了销售规模和市场份额的持续攀升。2023年，PL 恋火品牌同比增长超100%。截至2024年末，品牌旗下“看不见”“蹭不掉”两大系列中6款粉底类单品年GMV均突破亿元大关，成功打造成多个超级单品。此外，针对夏季易出汗出油等使用需求，公司加速产品升级迭代，推出了蹭不掉粉饼和蹭不掉粉底液3.0版，进一步拓展了使用场景。目前，PL 恋火正着力推动产品战略从“单品突破”向“矩阵协同”升级，通过优化产品组合与强化协同效应，持续巩固其在专业底妆领域的领先地位。

图 23: 2021-2024 年丸美生物美容及其他类营收情况



资料来源：丸美生物2021年年度报告、丸美生物2022年年度报告、丸美生物2023年年度报告、丸美生物2024年年度报告，财信证券

表 5：PL 恋火核心产品情况

系列名称	产品	价格	图片	系列名称	产品	价格	图片
看不见系列	粉底液	30g/188 元		蹭不掉系列	粉底液	30ml/198 元	
	气垫	14g/298 元			气垫	14g/298 元	
	粉霜	30g/248 元			粉霜	30g/248 元	
	粉饼	9g/178 元			粉饼	9g/178 元	
	妆前乳	40g/158 元			防晒妆前霜	35g/178 元	
	遮瑕膏	7.2g/138 元			定妆喷雾	35ml/70 元	
	散粉	8g/178 元			眉笔	0.06g/88 元	
其他	粉底膏	8g/138 元		根根系列 眼线液笔	1ml/88 元		
	面部盘	17g/188 元		睫毛膏	7g/88 元		

资料来源：丸美生物官网，Passional Lover 淘宝旗舰店，财信证券

3.2 运营端：“限定版设计+场景化创新”强化用户连接，核心品类加速破圈

品牌以“限定版设计+场景化创新”为驱动,不断巩固细分赛场优势,成功打造了多款年 GMV 过亿元的明星单品。2024 年产品矩阵持续升级:2 月推出的 ALLPINK 限定系列精准切入女性悦己消费场景;5 月发布的波点限定装,通过“看不见”“蹭不掉”两大系列协同发力,有效拉动消费需求;12 月推出的绒绒限定系列凭借卓越的产品品质和精准的营销策略,在双十一大促后仍保持强劲增长势头,最终实现单品 GMV 破亿的亮眼业绩。

此外,针对夏季彩妆痛点,品牌今年 5 月推出了“海岛限定”系列创新型解决了出油脱妆等难题。其中,全新升级的“蹭不掉”粉底液 4.0 通过专利持妆技术将妆效时长从 8 小时突破性延长至 24 小时,真正实现了全天持妆不暗沉;而同系列气垫产品创新采用缓释控油技术与仿生亲肤蜡复配体系,在实现长效控油的同时保持肌肤水润平衡,完美兼顾雾面妆效与舒适肤感。这一系列限定产品通过精准的场景化定位和专业配方创新,不仅构建了完整的解决方案矩阵,更以产品力反哺品牌力,强化用户心智。PL 恋火凭借在产品研发与营销创新上的协同优势,持续领跑彩妆市场。截至目前,PL 恋火产品已多次霸榜天猫、抖音等底妆类榜单榜首,专业底妆心智不断夯实。

图 24: 恋火 2024 年“波点限定”、“绒绒系列”产品



资料来源: 新浪财经

图 25: 恋火 2025 夏日海岛限定系列产品



资料来源: 新浪财经

4 产业基金投资计划稳步推进，产业链上下游布局持续拓展

自 2020 年起,公司通过设立产业投资基金,系统性地布局健康与美丽产业链的上下游整合,重点投资具有高成长性的新锐消费品牌及 MCN 机构,以推动外延式战略扩张。截至目前,公司已经陆续成立了四期产业投资基金,构建了覆盖美妆个护、健康食品及医美生物材料三大核心赛道的投资矩阵,具体包括:植萃美白品牌谷雨、功效型护肤品牌莱鸟和配方师、专业婴童护理品牌戴可思、源于新西兰的健康食品品牌 SMEAL、全球时尚个护品牌 JOVS、专业美妆彩瞳品牌可啦啦、口腔护理品牌参半、男士理容品牌亲爱男友、便携精品即溶咖啡品牌永璞、以及在再生医学生物材料领域具有技术壁垒的圣至润和专

注于纳米医用生物材料研发的摩漾生物等。后续随着投资组合的持续优化和投后管理的深入推进，公司的外延式增长动能将不断增强，整体竞争力和产业影响力有望实现阶梯式提升。

表 6：公司对外投资设立产业投资基金情况

公告日期	基金名称	基金规模	公司认缴出资比例	投资背景
2024-9-14	青岛茂达股权投资合伙企业（有限合伙）	16000 万元	98.0625%	将重点关注美丽消费事业相关领域；
2021-5-21	共青城联明股权投资合伙企业（有限合伙）	25000 万元	80%	重点关注美妆、个护及新零售等消费产业相关领域；
2020-10-30	宿迁众城资产管理合伙企业（有限合伙）	10000 万元	50%	重点关注食品饮料及新零售等消费产业相关领域；
2020-7-31	宿迁汇恒金鼎资产管理合伙企业（有限合伙）	10000 万元	80%	重点关注化妆品产业上下游及相关行业。

资料来源：广东丸美生物技术股份有限公司关于公司对外投资设立产业投资基金的公告，广东丸美生物技术股份有限公司关于对产业投资基金增资及相关事项变更暨关联交易的公告，财信证券

图 26：丸美生物美与健康的投资产业生态布局



资料来源：丸美生物 2024 年度环境、社会与公司治理（ESG）报告

5 盈利预测与投资建议

5.1 盈利预测

5.1.1 主要业务的收入假设

1、**护肤类**：作为公司核心业务板块，主品牌丸美持续聚焦眼部护理及抗衰老领域，通过前瞻性的研发布局成功卡位重组胶原蛋白等功效成分风口，实现了产品矩阵的战略性升级。目前，以小金针次抛精华为代表的明星单品依托其差异化的产品功效和创新的

营销策略，已在护肤品市场建立起显著的品牌影响力。此外，作为重组胶原蛋白国家行业标准的主导制定者，丸美已构建了从原料研发（具备重组双胶原 2.0、重组弹性蛋白等核心活性成分的规模化生产能力）、产品转化到终端销售的全产业链闭环，技术壁垒持续深化。后续随着产品迭代加速、管线布局完善、以及品牌势能释放，小金针系列产品有望迎来持续增长，进一步强化品牌在细分市场的竞争优势。我们预计 2025-2027 年护肤类产品销售收入分别为 14.64/18.25/22.28 亿元，对应增长 30.15%/24.66%/22.04%。

2、眼部类：作为公司最具战略意义的业务板块，主品牌丸美持续深耕眼部护理细分赛道，在巩固“眼部护理专家”品牌定位的基础上，通过升级迭代胜肽小红笔眼霜等明星单品，以及加速培育双胶原眼霜及蝴蝶眼膜等潜力产品，持续拓展眼部护理品类的市场边界。我们预计 2025-2027 年眼部护理类产品销售收入分别为 8.56/10.16/11.72 亿元，对应增长 24.15%/18.75%/15.32%。

3、洁肤类：作为公司营收占比相对较小业务板块，洁肤赛道产品同质化程度较高，且行业竞争相对较为激烈，业绩收入大概率保持相对稳定。我们预计 2025-2027 年洁肤类产品销售收入分别为 2.56/2.69/2.78 亿元，对应增长 6.35%/5.18%/3.29%。

4、彩妆及其他业务类：作为公司营收增速的重要引擎，子品牌恋火增长动能强劲。后续随着 PL 恋火产品迭代加速、产品矩阵持续扩张、以及“限定版设计+场景化创新”策略不断激发客户购买需求，品牌市场渗透率或将持续提升。我们预计 2025-2027 年彩妆及其他业务类产品销售收入分别为 12.53/16.82/21.36 亿元，对应增长 37.23%/34.31%/26.98%。

5.1.2 毛利率和费用率假设

1、毛利率：后续随着高毛利的眼部护理产品线持续扩充及其营收占比逐步提升，再叠加线上渠道渗透率不断提高，公司毛利率大概率呈现增长趋势，我们预计 2025-2027 年公司整体毛利率分别为 74.69%/75.22%/75.59%。

2、费用率：1) 销售费用率：在行业竞争加剧的背景下，公司持续拓展销售渠道、加强品牌建设并加速培育新业务，公司销售费用率预计小幅上行，但整体相对稳定。2025-2027 年，公司销售费用率预计为 54.07%、54.42%、54.37%；2) 管理费用率：考虑到公司管理人员薪酬成本和其他行政费用支出一般与公司规模增长相匹配，管理费用率预计相对稳定，2025-2027 年预计为 3.61%、3.58%、3.56%；3) 研发费用率：公司高度重视研发，致力于加快产品更新迭代，产品研发费用率预计保持相对稳定，2025-2027 年研发费用率预计为 2.33%、2.31%、2.27%。

6 投资建议

基于上述关键假设，我们预计 2025-2027 年营收分别为 38.31 亿元/47.96 亿元/58.18 亿元，归母净利润分别为 4.40 亿元/5.58 亿元/6.96 亿元，对应 PE 分别为 37 倍/29 倍/24

倍，考虑到：1) 2025 年，公司营收、利润增速预计均在 25% 以上；2) 根据 Wind 一致预期，截至 2025 年 6 月 19 日，可比公司珀莱雅、贝泰妮、上海家化、水羊股份、拉芳家化 2025 年业绩对应的 PE 分别为 17.47、26.48、40.48、25.94、74.69 倍，PE 平均值为 37.01 倍；而丸美生物作为眼部护理和抗衰老领域的专业品牌，通过持续深耕细分赛道形成了显著的技术壁垒和品牌优势，再叠加子品牌恋火精准卡位底妆赛道，品牌增长动能强劲。后续随着产品迭代加速，以及渠道布局持续优化，公司业绩有望稳步增长，市场份额大概率持续提升。综上，我们给予公司 2025 年 38-43 倍 PE 估值，对应的合理目标价为 41.8-47.3 元。维持公司“增持”评级。

表 7：可比公司估值分析

代码	公司名称	市值 (亿元)	2025PE	2026PE	2027PE
603605.SH	珀莱雅	320.88	17.47	14.98	13.1
300957.SZ	贝泰妮	185.33	26.48	22.33	19.52
600315.SH	上海家化	139.55	40.48	30.88	26.32
300740.SZ	水羊股份	62.71	25.94	20.62	17.44
603630.SH	拉芳家化	51.91	74.69	54.07	41.86
	平均值		37.01	28.58	23.65
603983.SH	丸美生物	161.72	37.22	29.34	23.53

资料来源：Wind，财信证券

备注：可比公司 PE 来自 Wind 一致预期，收盘价时间为 20250619

7 风险提示

市场需求变化的风险；行业竞争加剧风险；原材料价格波动的风险；电商平台销售相对集中的风险；经销商合作风险等。

报表预测(单位:百万元)						财务和估值数据摘要					
利润表	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	主要指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	2,225.59	2,969.77	3,831.49	4,796.47	5,818.47	营业收入	2,225.59	2,969.77	3,831.49	4,796.47	5,818.47
减:营业成本	652.22	781.03	969.70	1,188.38	1,420.16	增长率(%)	28.52	33.44	29.02	25.19	21.31
营业税金及附加	22.50	26.50	42.58	53.31	64.66	归属母公司股东净利润	259.42	341.63	440.12	558.22	696.14
营业费用	1,198.61	1,634.68	2,071.69	2,610.24	3,163.50	增长率(%)	48.93	31.69	28.83	26.83	24.71
管理费用	108.89	108.52	138.32	171.71	207.14	每股收益(EPS)	0.65	0.85	1.10	1.39	1.74
研发费用	62.29	73.54	89.27	110.80	132.08	每股股利(DPS)	0.52	0.75	0.83	1.13	1.42
财务费用	-14.39	-14.05	33.35	43.22	48.83	每股经营现金流	0.82	0.74	1.25	1.71	2.09
减值损失	-10.63	-12.07	-20.06	-25.11	-30.46	销售毛利率	0.71	0.74	0.75	0.75	0.76
加:投资收益	43.64	20.02	30.40	30.40	30.40	销售净利率	0.12	0.12	0.12	0.12	0.12
公允价值变动损益	70.98	-0.98	0.00	0.00	0.00	净资产收益率(ROE)	0.08	0.10	0.13	0.16	0.19
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	投入资本回报率(ROIC)	0.09	0.17	0.22	0.26	0.31
营业利润	319.34	380.94	516.49	642.06	799.43	市盈率(P/E)	63.14	47.95	37.22	29.34	23.53
加:其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	市净率(P/B)	4.89	4.85	4.69	4.56	4.40
利润总额	317.09	380.66	515.40	640.96	798.33	股息率(分红/股价)	0.01	0.02	0.02	0.03	0.03
减:所得税	39.50	38.29	71.24	77.62	95.80	主要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	277.59	342.36	444.16	563.34	702.53	收益率					
减:少数股东损益	18.17	0.74	4.04	5.12	6.39	毛利率	70.69%	73.70%	74.69%	75.22%	75.59%
归属母公司股东净利润	259.42	341.63	440.12	558.22	696.14	三费/销售收入	59.39%	59.17%	58.55%	58.90%	58.77%
资产负债表	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	EBIT/销售收入	13.60%	12.34%	14.32%	14.26%	14.56%
货币资金	1,076.73	2,032.13	2,320.18	2,605.91	2,845.90	EBITDA/销售收入	14.41%	13.22%	16.90%	16.79%	16.98%
交易性金融资产	767.98	395.70	395.70	395.70	395.70	销售净利率	12.47%	11.53%	11.59%	11.74%	12.07%
应收和预付款项	56.22	87.79	120.79	155.82	194.44	资产获利率					
其他应收款(合计)	14.64	11.57	14.93	18.69	22.67	ROE	7.75%	10.11%	12.61%	15.53%	18.70%
存货	171.73	219.66	265.61	300.64	334.54	ROA	5.82%	6.75%	7.90%	9.27%	10.86%
其他流动资产	442.67	207.55	272.42	360.69	463.73	ROIC	9.40%	17.42%	22.48%	25.98%	30.60%
长期股权投资	63.61	165.66	164.57	163.48	162.39	资本结构					
金融资产投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资产负债率	23.24%	31.92%	36.09%	39.10%	40.65%
投资性房地产	3.59	3.28	2.84	2.41	1.97	投资资本/总资产	42.65%	41.62%	41.62%	40.48%	39.56%
固定资产和在建工程	769.91	1,081.80	1,184.38	1,222.40	1,216.94	带息债务/总负债	9.98%	48.98%	54.30%	54.82%	53.41%
无形资产和开发支出	719.58	699.16	671.20	643.23	615.26	流动比率	2.50	1.85	1.70	1.64	1.65
其他非流动资产	367.10	158.27	156.76	155.89	155.89	速动比率	1.87	1.56	1.40	1.33	1.30
资产总计	4,453.75	5,062.56	5,569.37	6,024.86	6,409.43	股利支付率	80.38%	88.03%	75.32%	81.25%	81.54%
短期借款	100.07	790.10	1,090.10	1,290.10	1,390.10	收益留存率	19.62%	11.97%	24.68%	18.75%	18.46%
交易性金融负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资产管理效率					
应付和预收款项	497.59	595.07	635.33	722.44	807.35	总资产周转率	0.50	0.59	0.69	0.80	0.91
长期借款	3.25	1.50	1.50	1.50	1.50	固定资产周转率	4.83	6.20	5.46	5.57	5.96
其他负债	434.29	229.38	283.29	341.87	406.63	应收账款周转率	79.47	63.96	63.96	63.96	63.96
负债合计	1,035.20	1,616.06	2,010.22	2,355.92	2,605.59	存货周转率	3.80	3.56	3.65	3.95	4.25
股本	401.00	401.00	401.00	401.00	401.00	估值指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
资本公积	760.45	761.00	761.00	761.00	761.00	EBIT	302.70	366.60	548.75	684.18	847.16
留存收益	2,185.68	2,218.41	2,327.02	2,431.68	2,560.19	EBITDA	320.69	392.63	647.44	805.43	988.02
归属母公司股东权益	3,347.13	3,380.41	3,489.02	3,593.68	3,722.19	NOPLAT	204.37	330.96	473.71	602.14	746.31
少数股东权益	71.42	66.10	70.14	75.26	81.65	归母净利润	259.42	341.63	440.12	558.22	696.14
股东权益合计	3,418.55	3,446.50	3,559.15	3,668.94	3,803.84	EPS	0.65	0.85	1.10	1.39	1.74
负债和股东权益合计	4,453.75	5,062.56	5,569.37	6,024.86	6,409.43	BPS	8.35	8.43	8.70	8.96	9.28
现金流量表	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	PE	63.14	47.95	37.22	29.34	23.53
经营性现金净流量	330.33	296.81	499.90	686.45	837.29	PEG	1.29	1.51	1.29	1.09	0.95
投资性现金净流量	-215.16	432.19	-146.99	-103.95	-80.84	PB	4.89	4.85	4.69	4.56	4.40
筹资性现金净流量	-145.31	-193.15	-64.86	-296.77	-516.46	PS	7.36	5.52	4.28	3.42	2.82
现金流量净额	-30.14	535.80	288.05	285.73	239.99	PCF	49.59	55.19	32.77	23.86	19.56

资料来源: 财信证券, iFinD

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	买入	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	增持	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	持有	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 -10%—5%
	卖出	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为 -5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财信证券股份有限公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司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。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财信证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其他渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财信证券研究发展中心

网址：stock.hnchasing.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438