

收入持续高增，科技赋能&大单品战略效果显著

丸美生物(603983)

评级:	买入	股票代码:	603983
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	56.98/20.17
目标价格:		总市值(亿)	181.61
最新收盘价:	45.29	自由流通市值(亿)	181.61
		自由流通股数(百万)	401.00

事件概述

公司发布2025年中报，2025H1公司实现营收17.69亿元，同比上升30.83%；归母净利润1.86亿元，同比上升5.21%；扣非后净利为1.77亿元，同比上升6.64%。2025Q2公司实现营收9.23亿元，同比上升33.53%；实现归母净利润0.51亿元，同比下滑23.08%；扣非后归母净利润为0.43亿元，同比下滑30.22%。分红方面，拟每股派现2.5元（含税），分红率53.97%。

分析判断：

► 收入端：稳步推进双品牌战略，丸美线上及PL保持较好增长

2025H1公司稳步推进丸美与PL恋火双品牌的差异化布局与协同发展，双星品牌保持较好发展，市场渗透率稳步。 (1) 2025H1丸美品牌实现营收12.50亿元，同比+34.36%。丸美品牌持续巩固眼部护理优势地位，以科技赋能产品，坚守“专注淡化每一条细纹”的品牌理念，持续深化大单品策略，聚焦核心产品，着力构建品类协同的大单品矩阵及梯队体系，1月升级线上重组双胶原洁水乳，2月以胶原小金针面霜为核心发起“置顶自己”情感营销主题，实现超18亿曝光；4月发布重磅新品小金针超级面膜，以丸美进阶版重组双胶原蛋白为核心成分，采用超导微分子、超导促渗配比技术两大超导促渗技术，助力脸部嘭弹亮。上半年，丸美持续蝉联“国货眼部护理第一品牌”，并获“2025福布斯中国美业卓越品牌100”、IFSCC首个“2025中国化妆品技术创新奖”。 (2) 2025H1PL品牌实现营收5.16亿元，同比+23.87%。PL恋火品牌聚焦高质极简底妆，深化品牌价值建设，618期间线上GMV突破3.5亿。

具体分产品看，2025Q2眼部类/护肤类/洁肤类/美容类分别实现收入2.06/3.65/0.66/2.68亿元，同比+64.5%/26.2%/21.2%/28.8%。2025Q2眼部类/护肤类/洁肤类/美容类ASP分别为154.49/90.9/60.3/84.44元/支，分别同比+57.93%（系本期售价较高的眼霜产品升级销售占比提升以及售价较低的眼膜产品销售占比下降所致）/-0.07%/+9.38%/+42.78%（系本期优化了营销策略，减少了低价引流品所致）。分渠道看，多元并进协同发展。2025H1线上实现营收15.71亿元，同比+37.85%，主要是丸美及恋火品牌保持发展势能线上较好增长；线上实现营收1.97亿元，同比-7.07%。

► 利润端：线上投流成本增加致费率提升，盈利同比下降

2025Q2公司毛利率为73.28%（同比-1.47pct）。期间费率65.57%（同比+3.92pct），具体管理费率2.81%（同比-0.90pct）、销售费率60.47%（同比+4.76pct）（系①营收增加，销售费用相应增加；②线上流量成本持续高涨以及公司持续品牌建设和科学传播投入所致）、财务费率-0.39%（同比+0.20pct）；研发费率2.68%（同比-0.15pct）。综合作用下2025Q2净利率达到5.51%（同比-4.10pct）。

► 技术+标准双轮驱动，锚定重组胶原蛋白新高地

公司在重组胶原蛋白研发方面有着深厚的根基。其积极参与重组胶原蛋白行业标准的制定工作，在 2023 年主导制订了《重组可溶性胶原》国家护肤品行业标准。此外，丸美生物还参与了《胶原蛋白护肤品通用要求》等 5 项团体标准的编制工作。2025 年其投资的上海摩漾生物科技有限公司获得国家药品监督管理局颁发的 III 类医疗器械注册证，凸显了丸美生物在市场前沿的前瞻布局。

公司胶原重组蛋白产品丰富，护肤体系完整。热销产品包括二代丸美胶原小金针次抛精华及丸美双胶原眼霜，价格分别 30 支/388 元、30/g 598 元。其核心成分均为重组双胶原 pro，为毕赤酵母翻译重组 I 型和重组 III 型嵌合人源化胶原蛋白。

根据弗若斯特沙利文预测，胶原蛋白市场未来有望持续增长。医美注射市场：预计 2020-2023 年零售规模从 28.3 亿元扩张至 66.6 亿元，年均复合增长率超 30%。据弗若斯特沙利文预测，至 2030 年市场规模将突破 338.7 亿元。其中，重组 III 型胶原蛋白品类表现尤为突出，市场份额从 2023 年的 64.1% 预计跃升至 2030 年的 89.4%。胶原蛋白医用敷料市场：2020-2023 年零售规模从 45.2 亿元扩张至 132.5 亿元，年均复合增长率高达 43.1%。据弗若斯特沙利文预测，至 2030 年市场规模将突破 701.3 亿元。其中，重组 III 型胶原蛋白品类增长尤为显著，市场份额从 2023 年的 43.2% 预计跃升至 2030 年的 73.3%。

新型胶原蛋白的应用：眼周抗衰、颈纹修复为主力场景；XVII 型胶原蛋白（巨子生物专利）用于毛发再生、头皮护理。

投资建议

2025H1 公司旗下主品牌丸美与新锐品牌 PL 恋火分别在护肤与彩妆赛道稳步推进。品牌聚焦大单品战略持续发力，小金针等经典单品持续表现优异，我们预计 2025-2027 年公司收入为 38.25/47.22/58.47 亿元，考虑线上投流成本增加，我们预计 2025-2027 年归母净利润为 4.14/5.20/6.57 亿元，EPS1.03/1.30/1.64 元。对应 2025 年 8 月 22 日 45.29 元/股收盘价，PE 分别为 44/35/28 倍，维持公司“买入”评级。

风险提示

1) 宏观经济景气度不及预期，2) 行业竞争加剧，3) 公司经营改善不及预期。

盈利预测与估值

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	2,226	2,970	3,825	4,722	5,847
YoY (%)	28.5%	33.4%	28.8%	23.5%	23.8%
归母净利润(百万元)	259	342	414	520	657
YoY (%)	48.9%	31.7%	21.1%	25.8%	26.2%
毛利率 (%)	70.7%	73.7%	73.8%	73.9%	73.9%
每股收益 (元)	0.65	0.85	1.03	1.30	1.64
ROE	7.8%	10.1%	10.8%	12.0%	13.1%
市盈率	69.68	53.28	43.91	34.90	27.65

资料来源：wind, 华西证券研究所

分析师：刘文正

邮箱：liuwz1@hx168.com.cn

SAC NO: S1120524120007

联系电话：

分析师：徐林锋

邮箱：xulf@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519080002

联系电话：

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	2,970	3,825	4,722	5,847	净利润	342	414	520	657
YoY (%)	33.4%	28.8%	23.5%	23.8%	折旧和摊销	30	153	217	213
营业成本	781	1,003	1,234	1,524	营运资金变动	-39	105	158	166
营业税金及附加	26	31	38	47	经营活动现金流	301	751	962	1,025
销售费用	1,635	2,065	2,555	3,210	资本开支	-316	-1,000	-1,070	-579
管理费用	109	134	165	222	投资	241	-5	-5	0
财务费用	-14	-3	0	2	投资活动现金流	432	-934	-1,042	-538
研发费用	74	88	109	146	股权募资	2	0	0	0
资产减值损失	-12	-50	-50	0	债务募资	-98	-1	0	0
投资收益	20	27	33	41	筹资活动现金流	-193	-29	-28	-28
营业利润	381	483	608	766	现金净流量	540	-213	-107	460
营业外收支	0	-2	-3	-2					
利润总额	381	481	605	764	主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
所得税	38	67	85	107	成长能力 (%)				
净利润	342	414	520	657	营业收入增长率	33.4%	28.8%	23.5%	23.8%
归属于母公司净利润	342	414	520	657	净利润增长率	31.7%	21.1%	25.8%	26.2%
YoY (%)	31.7%	21.1%	25.8%	26.2%	盈利能力 (%)				
每股收益	0.85	1.03	1.30	1.64	毛利率	73.7%	73.8%	73.9%	73.9%
					净利率	11.5%	10.8%	11.0%	11.2%
					总资产收益率 ROA	6.7%	7.2%	8.0%	8.8%
					净资产收益率 ROE	10.1%	10.8%	12.0%	13.1%
资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	偿债能力 (%)				
货币资金	2,032	1,819	1,712	2,172	流动比率	1.85	1.52	1.31	1.40
预付款项	41	50	62	76	速动比率	1.56	1.28	1.08	1.15
存货	220	232	247	329	现金比率	1.27	1.00	0.84	0.93
其他流动资产	661	661	657	688	资产负债率	31.9%	32.1%	31.8%	31.7%
流动资产合计	2,954	2,762	2,677	3,265	经营效率 (%)				
长期股权投资	166	166	166	166	总资产周转率	0.62	0.71	0.77	0.84
固定资产	476	1,231	1,991	2,355	每股指标 (元)				
无形资产	699	739	789	789	每股收益	0.85	1.03	1.30	1.64
非流动资产合计	2,108	2,952	3,808	4,171	每股净资产	8.43	9.51	10.86	12.50
资产合计	5,063	5,714	6,485	7,436	每股经营现金流	0.75	1.87	2.40	2.56
短期借款	790	790	790	790	每股股利	0.75	0.00	0.00	0.00
应付账款及票据	359	451	549	677	估值分析				
其他流动负债	447	574	707	872	PE	53.28	43.91	34.90	27.65
流动负债合计	1,597	1,815	2,045	2,339	PB	3.83	4.86	4.26	3.70
长期借款	0	0	0	0					
其他长期负债	20	19	19	19					
非流动负债合计	20	19	19	19					
负债合计	1,616	1,834	2,065	2,359					
股本	401	401	401	401					
少数股东权益	66	66	66	66					
股东权益合计	3,447	3,880	4,420	5,077					
负债和股东权益合计	5,063	5,714	6,485	7,436					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。