

丸美生物（603983.SH）

二季度收入同比增长 34%，投放加大为新品增长蓄力

优于大市

核心观点

短期投放提高致利润阶段性承压。公司 2025 年上半年实现营收 17.69 亿/yoy+30.83%；归母净利润 1.86 亿/yoy+5.21%；扣非归母净利润 1.77 亿/yoy+6.64%。单 Q2 实现营收 9.22 亿/yoy+33.6%；归母净利润 0.51 亿/yoy-22.7%；扣非归母净利润 0.43 亿/yoy-30.6%。公司主品牌丸美与第二品牌恋火协同发力，驱动营收端保持稳健较快增长，但二季度为应对 618 大促及新品推广，对单季度利润造成阶段性压力。

分品牌看，上半年主品牌丸美实现收入 12.50 亿/yoy+34.36%，占比提升至 70.66%。品牌持续深化大单品策略，4 月发布新品小金针超级面膜，该新品上市后迅速霸榜天猫涂抹面膜新品榜 TOP15。恋火实现收入 5.16 亿/yoy+23.87%，恋火持续强化底妆心智，618 期间线上 GMV 突破 3.5 亿。**分渠道看，**上半年线上渠道实现收入 15.71 亿/yoy+37.85%，占比提升至 88.87%。其中，天猫渠道聚焦大单品，丸美天猫旗舰店 TOP5 核心单品销售占比达 73%；抖音通过优质内容与达人合作强化品效合一，并不断提升自播占比提高投放效率。线下渠道实现收入 1.97 亿/yoy-7.07%，公司通过推出线下专供新品，以及举办超 13000 场护肤沙龙会等方式推动线下业务。

销售投放加大导致盈利水平下降。盈利能力方面，2025Q2 公司毛利率/净利率分别为 73.28%/5.51%，同比-1.47/-4.10pct，由于品类结构调整以及公司参加天猫直降活动导致毛利率略有下降。费用率方面，2025Q2 公司销售费用率/管理费用率/研发费用率分别为 60.47%/2.81%/2.68%，同比分别+4.76/-0.90/-0.15pct。销售费用率主要由于公司加大线上投放所致。营运能力方面，公司 2025H1 存货周转天数为 93 天，同比增加 1 天；应收账款周转天数为 7 天，同比减少 1 天。现金流方面，公司 2025Q2 经营性现金流净额为 1.43 亿/yoy+109.1%，主要由于去年同期加大投放导致低基数影响。

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：依托主品牌丸美和第二品牌恋火的协同驱动，在持续深化大单品策略并强化产品创新下，上半年公司收入展现出稳健增长态势，但短期费用投放加大导致利润有所承压，随着后续大单品产品势能释放，有望推动公司整体业绩健康发展。考虑到公司目前正处于大单品的系列化推新阶段，费用投放预计将进一步加大，同时行业线上投流费用预计持续高企，我们下调 2025-2027 归母净利至 4.47/5.47/6.65（原值为 4.76/6.37/8.22）亿，对应 PE 分别为 38/31/25x，维持“优于大市”评级。

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

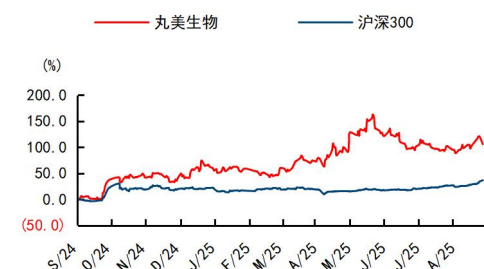
sunqiaorongruo@guosen.com.cn

S0980523090004

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	42.23 元
总市值/流通市值	16934/16934 百万元
52 周最高价/最低价	56.98/20.17 元
近 3 个月日均成交额	162.67 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）——一季度扣非归母净利同比增长 29%，大单品势能持续释放》——2025-04-28
- 《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

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	4,851	5,851
(+/-%)	28.5%	33.4%	32.7%	23.1%	20.6%
净利润(百万元)	259	342	447	547	665
(+/-%)	48.9%	31.7%	30.7%	22.4%	21.5%
每股收益(元)	0.65	0.85	1.11	1.36	1.66
EBIT Margin	8.1%	11.6%	8.7%	9.1%	9.6%
净资产收益率(ROE)	7.8%	10.1%	12.1%	13.4%	14.6%
市盈率(PE)	65.3	49.6	37.9	31.0	25.5
EV/EBITDA	90.8	50.1	46.0	36.7	30.0
市净率(PB)	5.06	5.01	4.59	4.15	3.73

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

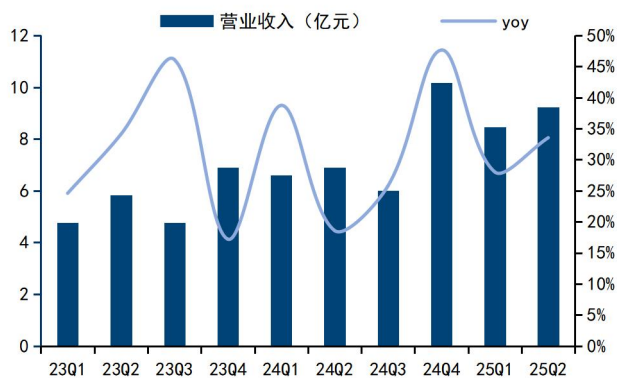
注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司 2025 年上半年实现营收 17.69 亿/yoy+30.83%；归母净利润 1.86 亿/yoy+5.21%；扣非归母净利润 1.77 亿/yoy+6.64%。单 Q2 实现营收 9.22 亿/yoy+33.6%；归母净利润 0.51 亿/yoy-22.7%；扣非归母净利润 0.43 亿/yoy-30.6%。公司主品牌丸美与第二品牌恋火协同发力，驱动营收端保持稳健较快增长，但二季度为应对 618 大促及新品推广，对单季度利润造成阶段性压力。

分品牌看，上半年主品牌丸美实现收入 12.50 亿/yoy+34.36%，占比提升至 70.66%。品牌持续深化大单品策略，4 月发布新品小金针超级面膜，该新品上市后迅速霸榜天猫涂抹面膜新品榜 TOP15。恋火实现收入 5.16 亿/yoy+23.87%，占比 29.17%。恋火持续强化底妆心智，618 期间线上 GMV 突破 3.5 亿。

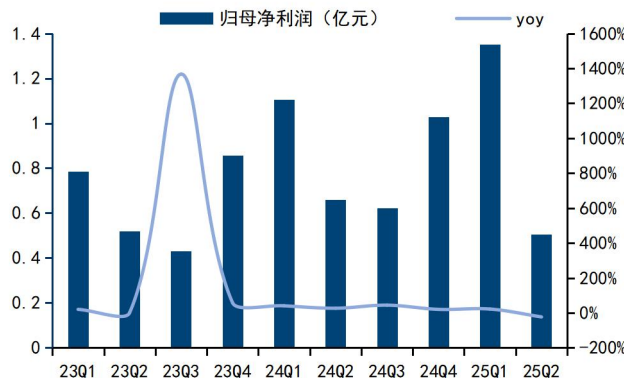
分渠道看，上半年线上渠道实现收入 15.71 亿/yoy+37.85%，占比提升至 88.87%。其中，天猫渠道聚焦大单品，丸美天猫旗舰店 TOP5 核心单品销售占比达 73%；抖音通过优质内容与达人合作强化品效合一，并不断提升自播占比提高投放效率。线下渠道实现收入 1.97 亿/yoy-7.07%，公司通过推出线下专供新品，以及举办超 13000 场护肤沙龙会等方式推动线下业务。

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

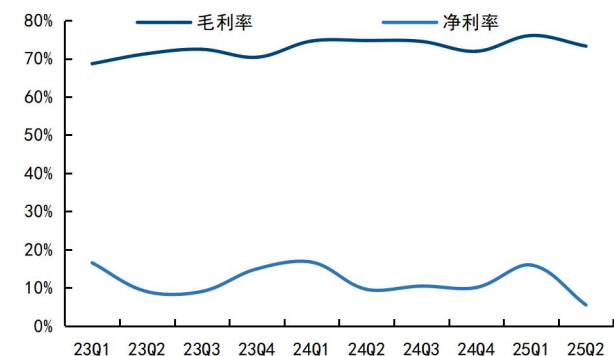
图2：公司归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

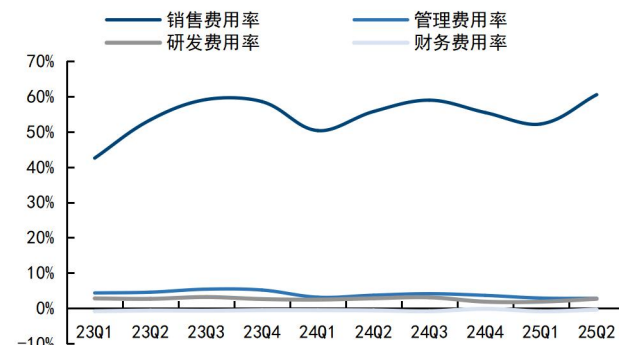
盈利能力方面，2025Q2 公司毛利率/净利率分别为 73.28%/5.51%，同比-1.47/-4.10pct，由于品类结构调整以及公司参加天猫直降活动导致毛利率略有下降。**费用率方面**，2025Q2 公司销售费用率/管理费用率/研发费用率分别为 60.47%/2.81%/2.68%，同比分别+4.76/-0.90/-0.15pct。销售费用率主要由于公司加大线上投放所致。

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

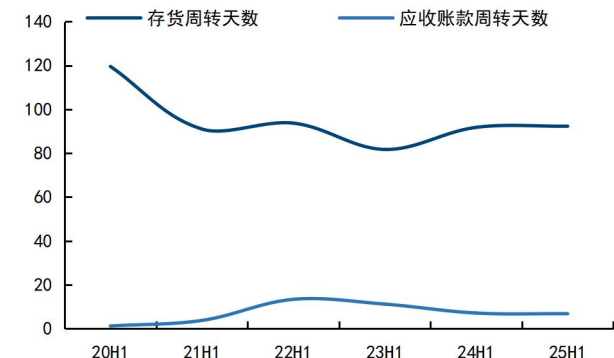
图4：公司费用率情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

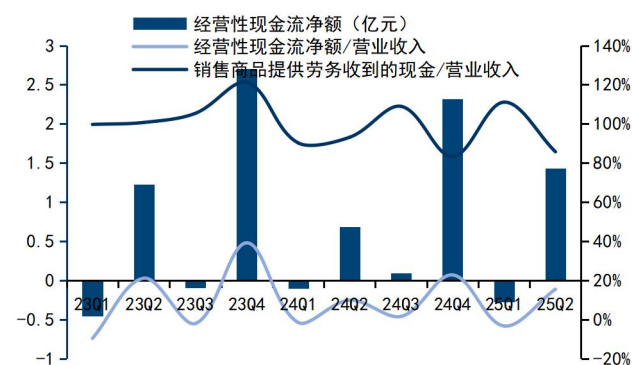
营运能力方面，公司 2025H1 存货周转天数为 93 天，同比增加 1 天；应收账款周转天数为 7 天，同比减少 1 天。**现金流方面**，公司 2025Q2 经营性现金流净额为 1.43 亿/yoy+109.1%，主要由于去年同期加大投放导致低基数影响。

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：

依托主品牌丸美和第二品牌恋火的协同驱动，在持续深化大单品策略并强化产品创新下，上半年公司收入展现出稳健增长态势，但短期费用投放加大导致利润有所承压，随着后续大单品产品势能释放，有望推动公司整体业绩健康发展。考虑到公司目前正处于大单品的系列化推新阶段，费用投放预计将进一步加大，同时行业线上投流费用预计持续高企，我们下调 2025-2027 归母净利润至 4.47/5.47/6.65（原值为 4.76/6.37/8.22）亿，对应 PE 分别为 38/31/25x，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 (%) (24A)	PEG (25E)	投资评级
				24A	25E	26E	27E	24A	25E	26E	27E			
603983.SH	丸美生物	42.23	169	0.85	1.11	1.36	1.66	37.87	37.92	30.97	25.48	10.11	1.23	优于大市
600315.SH	上海家化	25.97	175	-1.24	0.64	0.75	0.86	-13.64	40.30	34.63	30.05	-12.45	0.27	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	1711	2050	2482	营业收入	2226	2970	3941	4851	5851
应收款项	46	57	100	123	149	营业成本	652	781	1027	1247	1476
存货净额	172	220	248	299	355	营业税金及附加	23	26	39	49	59
其他流动资产	188	206	473	582	702	销售费用	1199	1635	2266	2809	3399
流动资产合计	2530	2954	2972	3495	4128	管理费用	109	109	162	184	209
固定资产	763	1079	1211	1347	1479	研发费用	62	74	102	122	146
无形资产及其他	720	699	671	643	615	财务费用	(14)	(14)	(15)	(29)	(36)
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
资产总计	4454	5063	5214	5876	6643	其他收入	(40)	(59)	(102)	(122)	(146)
短期借款及交易性金融负债	252	792	200	200	200	营业利润	319	381	472	584	718
应付款项	263	359	370	448	531	营业外净收支	(2)	(0)	34	35	35
其他流动负债	495	445	860	1055	1268	利润总额	317	381	506	619	753
流动负债合计	1010	1597	1430	1703	1999	所得税费用	39	38	58	71	87
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	18	1	1	1	1
其他长期负债	25	20	25	30	35	归属于母公司净利润	259	342	447	547	665
长期负债合计	25	20	25	30	35	现金流量表（百万元）					
负债合计	1035	1616	1454	1732	2033	净利润	259	342	447	547	665
少数股东权益	71	66	67	67	68	资产减值准备	3	(1)	15	5	4
股东权益	3347	3380	3693	4076	4541	折旧摊销	17	25	56	67	72
负债和股东权益总计	4454	5063	5214	5876	6643	公允价值变动损失	(58)	13	(65)	(70)	(70)
关键财务与估值指标						财务费用	(14)	(14)	(15)	(29)	(36)
每股收益	0.65	0.85	1.11	1.36	1.66	营运资本变动	397	175	107	99	104
每股红利	0.28	0.78	0.33	0.41	0.50	其它	7	1	(14)	(4)	(3)
每股净资产	8.35	8.43	9.21	10.16	11.32	经营活动现金流	626	555	545	643	771
ROIC	6.59%	10.56%	11%	17%	21%	资本开支	0	(322)	(110)	(110)	(110)
ROE	7.75%	10.11%	12%	13%	15%	其它投资现金流	(327)	608	0	0	0
毛利率	71%	74%	74%	74%	75%	投资活动现金流	(317)	184	(140)	(140)	(140)
EBIT Margin	8%	12%	9%	9%	10%	权益性融资	0	2	0	0	0
EBITDA Margin	9%	12%	10%	10%	11%	负债净变化	(148)	0	0	0	0
收入增长	29%	33%	33%	23%	21%	支付股利、利息	(111)	(314)	(134)	(164)	(199)
净利润增长率	49%	32%	31%	22%	22%	其它融资现金流	212	843	(592)	0	0
资产负债率	25%	33%	29%	31%	32%	融资活动现金流	(305)	216	(726)	(164)	(199)
股息率	0.7%	1.9%	0.8%	1.0%	1.2%	现金净变动	4	955	(321)	339	431
P/E	65.3	49.6	37.9	31.0	25.5	货币资金的期初余额	1073	1077	2032	1711	2050
P/B	5.1	5.0	4.6	4.2	3.7	货币资金的期末余额	1077	2032	1711	2050	2482
EV/EBITDA	90.8	50.1	46.0	36.7	30.0	企业自由现金流	0	189	357	446	562
						权益自由现金流	0	1032	(222)	471	594

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

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