

# 营收增速亮眼，营销投入加大导致盈利能力有所下降

增持 (维持)

——九美生物 (603983) 点评报告

2025 年 08 月 26 日

## 报告关键要素:

8 月 22 日，公司发布 2025 年半年度报告。报告显示，2025 年上半年，公司实现营业收入 17.69 亿元 (YoY+30.83%)，实现归母净利润 1.86 亿元 (YoY+5.21%)，实现扣非归母净利润 1.77 亿元 (YoY+6.64%)；其中 2025 年第二季度，公司实现营业收入 9.23 亿元 (YoY+33.53%)，实现归母净利润 0.51 亿元 (YoY-23.08%)，实现扣非归母净利润 0.43 亿元 (YoY-30.22%)。公司收入端符合我们此前预期，但利润端不及预期。

## 投资要点:

**分渠道:** 主战场线上渠道收入增速亮眼，线下渠道相对承压。2025 年上半年，公司线上渠道实现营业收入 15.71 亿元，同比增长 37.85%，收入占比 88.87%。九美天猫旗舰店 TOP5 核心单品销售占比 73%，产品集中度进一步提升；会员成交金额同比增长 28%，品牌粘性持续攀升；店播销售同比增长 59%，其会员渗透率 82%，表现亮眼。公司线下渠道实现营业收入 1.97 亿元，同比增长-7.07%，收入占比 11.13%，公司运营策略向线上倾斜，线下渠道承压。

**分产品:** 持续深化大单品策略，丸美和 PL 恋火营收均取得快速增长。2025 年上半年主品牌丸美实现营业收入 12.50 亿元，主营收入占比 70.78%，同比上升 34.36%。第二品牌 PL 恋火品牌实现营业收入 5.16 亿元，主营收入占比 29.22%，同比上升 23.87%。丸美秉承“专注淡化每一条细纹”核心理念，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。

**毛利率略有下降，但营销投入加大导致净利率降幅较大。** 2025Q2/2025H1 公司毛利率分别为 73.28%/74.60%，同比-1.47pcts/-0.07pcts；2025Q2/2025H1 公司净利率分别为 5.51%/10.52%，同比-4.10pcts/-2.58pcts。2025Q2 公司销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别 60.47%/2.81%/2.68%/-0.39%，同比+4.76pcts/-

## 基础数据

总股本 (百万股)	401.00
流通股 A 股 (百万股)	401.00
收盘价 (元)	42.23
总市值 (亿元)	169.34
流通 A 股市值 (亿元)	169.34

## 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

业绩增速亮眼，渠道与产品矩阵不断完善  
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

## 分析师:

陈雯

执业证书编号: S0270519060001

电话: 18665372087

邮箱: chenwen@wlzq.com.cn

	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)	49.57	41.17	35.57	31.56
市净率 (倍)	5.01	4.68	4.34	4.02

数据来源: 携宁科技云估值, 万联证券研究所

0.90pcts/-0.15pcts/+0.20pcts。2025H1 销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别为 56.50%/2.85%/2.30%/-0.60%，同比 +3.44pcts/-0.58pcts/-0.35pcts/-0.04pcts。销售费用率增加主要是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。

**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。**公司从传统美妆企业向生物科技美妆公司的战略转型，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。2025 年上半年，公司新增申请专利 25 项，累计申请专利 619 项；新增授权发明专利 16 项，累计获得授权专利 365 项，其中获得授权发明专利 255 项；新增主导或参与制订标准 6 项，累计主导或参与制订标准 81 项；新增发表论文 7 篇，累计发表论文 57 篇，其中 SCI 收录 22 篇。公司连续六年通过知识产权合规管理体系认证，成为广州市首家获得 ISO56005《创新管理-知识产权指南》二级认证的美妆企业，创新管理水平与国际接轨。

**盈利预测与投资建议：**上半年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，但销售费用率提升较多导致盈利能力有所下降，随着上半年营销集中投入所带来的产品势能释放，下半年盈利能力有望重回健康轨道。我们维持此前盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润为 4.11/4.76/5.37 亿元同比增长 20.40%/15.75%/12.69%，对应 EPS 为 1.03/1.19/1.34 元/股，8 月 25 日收盘价对应 PE 为 41/36/32 倍，维持“增持”评级。

**风险因素：**宏观经济恢复不及预期、渠道建设不达预期、品牌建设不达预期、市场竞争加剧。

利润表 (百万元)

	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	<b>2970</b>	<b>3612</b>	<b>4199</b>	<b>4813</b>
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
<b>营业利润</b>	<b>381</b>	<b>482</b>	<b>556</b>	<b>617</b>
营业收入 (%)	12.83	13.34	13.24	12.82
营业外收支	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>381</b>	<b>482</b>	<b>556</b>	<b>617</b>
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
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>342</b>	<b>411</b>	<b>476</b>	<b>537</b>
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	49.57	41.17	35.57	31.56
PEG	1.56	2.02	2.26	2.49
PB	5.01	4.68	4.34	4.02
EV/EBITDA	30.98	31.28	26.77	24.03
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
<b>资产总计</b>	<b>5063</b>	<b>5854</b>	<b>6700</b>	<b>7580</b>
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
<b>负债合计</b>	<b>1616</b>	<b>2162</b>	<b>2717</b>	<b>3278</b>
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
<b>股东权益</b>	<b>3447</b>	<b>3692</b>	<b>3983</b>	<b>4302</b>
<b>负债及股东权益</b>	<b>5063</b>	<b>5854</b>	<b>6700</b>	<b>7580</b>

现金流量表 (百万元)

	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流净额</b>	<b>301</b>	<b>518</b>	<b>834</b>	<b>546</b>
投资	241	-139	-169	-119
资本性支出	-316	-196	-260	-262
其他	507	51	57	55
<b>投资活动现金流净额</b>	<b>432</b>	<b>-284</b>	<b>-373</b>	<b>-326</b>
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
<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-193</b>	<b>139</b>	<b>98</b>	<b>171</b>
<b>现金净流量</b>	<b>540</b>	<b>372</b>	<b>559</b>	<b>391</b>

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