

收入较快增长，期待后续盈利改善

增持(维持)

——九美生物(603983)点评报告

2026年04月03日

投资要点:

收入较快增长，利润短期承压。公司2025年实现营收34.59亿元，同比+16.48%；实现归母净利润2.47亿元，同比-27.63%；实现扣非归母净利润2.31亿元，同比-29.20%，利润端承压主因销售、管理费用率同比提升较多。拟向全体股东每股派发现金红利0.25元，2025年度(含中期分红)共计分红2.01亿元，占当年归母净利润的比例为81%。

毛利率同比提升，销售与管理费用率增长较多。2025年公司毛利率为74.29%，同比+0.59pct，主要得益于高毛利产品占比提升；净利率为7.13%，同比-4.40pct，净利率下滑主要受线上流量成本高企、九美大厦折旧摊销增加等销售、管理费用增长较多所致。2025年公司销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别为59.45%/4.65%/2.47%/-0.52%，同比+4.40%/+1.00%/-0.01%/-0.05pct。

产品不断迭代出新，眼部、护肤类业务收入快速增长。2025年，公司护肤类/美容及其他类/眼部类/洁肤类产品分别实现收入14.29/9.11/8.34/2.80亿元，分别同比+26.99%/-0.18%/+21.04%/+16.54%，其中，眼部类和护肤类产品实现快速增长，主因大单品九美胜肽小红笔眼霜、新品重组胶原蛋白抗皱紧致眼膜、重组胶原蛋白系列产品等表现较好。

注重产品营销，品牌价值持续强化。公司深耕用户，持续强化双星品牌价值，其中，九美品牌以“眼部护理+淡纹去皱”为核心心智，借助全球代言人杨紫、重组胶原蛋白科学论坛、爆款综艺《今晚好犀利》冠名及多轮明星造势，叠加精品短剧与产品包装升级，成功将亿级峰值曝光转化为稳定用户资产，荣获“国货眼部护理第一品牌”等权威认证；PL恋火品牌则坚守“高质极简”底妆定位，通过核心单品迭代与海岛、涂鸭、番红等多场景限定系列创新破圈，在粉底液细分市场逆势增长17%，品牌影响力持续巩固。

盈利预测与投资建议：公司渠道建设和品牌矩阵不断完善，实现营收快速增长，但销售和管理费用率提升导致盈利能力短期承压。随着产品上新、代言人合作等营销投入所带来的产品势能释放，以及公司对费用端

基础数据

总股本(百万股)	401.00
流通A股(百万股)	401.00
收盘价(元)	25.38
总市值(亿元)	101.77
流通A股市值(亿元)	101.77

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

品类营收分化，产品结构优化推高毛利率
营收增速亮眼，营销投入加大导致盈利能力有所下降

业绩增速亮眼，渠道与产品矩阵不断完善

分析师:

李滢

执业证书编号:

S0270522030002

电话:

15521202580

邮箱:

liyingsl@wlzq.com.cn

	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	3459.32	3989.67	4473.86	5019.32
增长比率(%)	16.48	15.33	12.14	12.19
归母净利润(百万元)	247.24	303.37	372.17	445.08
增长比率(%)	-27.63	22.70	22.68	19.59
每股收益(元)	0.62	0.76	0.93	1.11
市盈率(倍)	39.51	32.20	26.25	21.95
市净率(倍)	2.93	2.88	2.82	2.75

数据来源：携宁科技云估值，万联证券研究所

的管控，后续预计盈利水平有望提升。我们根据最新数据调整此前盈利预测，并引入 2028 年预测，预计公司 2026-2028 年归母净利润为 3.03/3.72/4.45 亿元（调整前 2026-2027 年预计归母净利润为 4.51/5.17 亿元），同比分别+22.70%/+22.68%/+19.59%，对应 4 月 3 日收盘价对应 PE 为 32/26/22 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)

	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	3459	3990	4474	5019
同比增速 (%)	16.48	15.33	12.14	12.19
营业成本	890	1002	1103	1214
毛利	2570	2987	3371	3806
营业收入 (%)	74.29	74.88	75.35	75.82
税金及附加	40	48	54	60
营业收入 (%)	1.17	1.20	1.20	1.20
销售费用	2057	2374	2662	2986
营业收入 (%)	59.45	59.50	59.50	59.50
管理费用	161	160	170	181
营业收入 (%)	4.65	4.00	3.80	3.60
研发费用	85	100	112	125
营业收入 (%)	2.47	2.50	2.50	2.50
财务费用	-18	5	4	5
营业收入 (%)	-0.52	0.13	0.09	0.09
资产减值损失	-3	0	0	0
信用减值损失	0	0	0	0
其他收益	27	32	36	40
投资收益	28	32	36	40
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0
营业利润	297	365	441	528
营业收入 (%)	8.57	9.15	9.86	10.53
营业外收支	-1	0	0	0
利润总额	296	365	441	528
营业收入 (%)	8.55	9.15	9.86	10.53
所得税费用	49	55	66	79
净利润	247	310	375	449
营业收入 (%)	7.13	7.77	8.38	8.95
归属于母公司的净利润	247	303	372	445
同比增速 (%)	-27.63	22.70	22.68	19.59
少数股东损益	0	7	3	4
EPS (元/股)	0.62	0.76	0.93	1.11

基本指标

	2025A	2026E	2027E	2028E
EPS	0.62	0.76	0.93	1.11
BVPS	8.31	8.46	8.64	8.87
PE	39.51	32.20	26.25	21.95
PEG	-1.43	1.42	1.16	1.12
PB	2.93	2.88	2.82	2.75
EV/EBITDA	39.58	17.28	14.62	12.31
ROE	7.42%	8.94%	10.74%	12.52%
ROIC	5.51%	8.15%	9.61%	11.25%

资产负债表 (百万元)

	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	1250	1376	1303	1267
交易性金融资产	389	389	389	389
应收票据及应收账款	37	51	58	61
存货	233	270	299	324
预付款项	52	60	66	73
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	275	278	291	313
流动资产合计	2236	2423	2405	2426
长期股权投资	241	296	374	443
固定资产	906	1014	1102	1225
在建工程	23	16	11	8
无形资产	394	382	370	359
商誉	0	0	0	0
递延所得税资产	111	111	111	111
其他非流动资产	703	702	702	702
资产总计	4613	4946	5076	5274
短期借款	395	395	395	395
应付票据及应付账款	316	407	449	472
预收账款	0	0	0	0
合同负债	185	302	291	325
应付职工薪酬	33	38	40	45
应交税费	37	58	63	66
其他流动负债	628	659	674	714
流动负债合计	1199	1464	1517	1621
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	14	14	14	14
其他非流动负债	6	6	6	6
负债合计	1219	1484	1537	1642
归属于母公司的所有者权益	3331	3392	3466	3555
少数股东权益	63	70	73	77
股东权益	3394	3462	3539	3632
负债及股东权益	4613	4946	5076	5274

现金流量表 (百万元)

	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流净额	274	637	515	663
投资	-162	-56	-78	-69
资本性支出	-205	-228	-232	-297
其他	53	32	36	40
投资活动现金流净额	-314	-251	-274	-326
债权融资	245	0	0	0
股权融资	0	0	0	0
银行贷款增加 (减少)	-395	0	0	0
筹资成本	-301	-260	-315	-373
其他	-146	0	0	0
筹资活动现金流净额	-598	-260	-315	-373
现金净流量	-638	126	-74	-36

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