

# 丸美生物 (603983.SH)

## 经营基本盘保持稳固，静待盈利能力优化

优于大市

### 核心观点

**线上投放及折旧摊销增加，利润阶段性承压。**公司 2025 年全年实现营收 34.59 亿/yoy+16.48%；归母净利润实现 2.47 亿/yoy-27.63%；扣非归母净利润实现 2.31 亿/yoy-29.20%。单 Q4 实现营收 10.09 亿/yoy-0.84%，归母净利 0.03 亿/yoy-96.75%，利润下滑幅度较大主要由于 1) 经营性相关利润同比减少约 3000 万，主要由于双 11 受平台政策调整影响导致前期推广投入未能实现相应回报；2) 丸美总部大厦落成后转固的折旧费用约 3800 万，房产税约 1400 万，同时理财本金减少导致理财收益减少约 1200 万。

**分品牌看**，主品牌丸美实现收入 25.47 亿/yoy+23.94%，品牌持续深化大单品策略，小红笔眼霜、重组胶原蛋白系列产品等均有较好增长。恋火实现收入 9.06 亿，同比基本持平。**分渠道看**，全年线上渠道实现收入 30.59 亿/yoy+20.42%，其中抖音渠道自播业务表现亮眼，全年销售同比增长 95%；线下渠道实现收入 3.95 亿/yoy-7.46%，仍有一定承压。

**多因素致费用率上行。**2025Q4 实现毛利率 72.76%/yoy+0.84pct，销售费用率/管理费用率/研发费用率分别为 63.62%/5.93%/2.24%，分别同比+8.22%/+2.27%/+0.36pct，销售费用率大幅提升主要由于投放加大且投放产出未达预期，管理费用率提升主要由于新总部大楼转固后开始计提折旧及摊销。营运能力方面，2025 年公司存货周转天数和应收账款周转天数分别为 92/4 天，同比+1/0 天，基本持平。现金流方面，公司 2025Q4 年经营性现金流净额为 1.15 亿/yoy-50.5%，主要由于投入未达预期。

**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：**营收端整体表现契合行业周期特征，盈利端受渠道结构调整、营销投放节奏变化、研发投入持续加码等因素影响呈现阶段性波动。但公司核心抗衰及眼部护理主业保持了相对稳固的品牌心智与经营韧性，随着核心成分与专利技术的研发投入加码，新品迭代与产品线升级的有序推进，后续品牌势能有望稳步扩大，支撑中长期业绩成长。考虑到公司目前进入品牌调整期，同时外部竞争环境变化下增加投放效率不确定性，我们下调 2026-2027 归母净利至 3.20/3.74（原值为 4.70/5.54）亿，并新增 2028 年归母净利为 4.16 亿，对应 PE 分别为 31/26/24x，中长期维持“优于大市”评级。

### 盈利预测和财务指标

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	2,970	3,459	3,580	3,949	4,230
(+/-%)	33.4%	16.5%	3.5%	10.3%	7.1%
净利润(百万元)	342	247	320	374	416
(+/-%)	31.7%	-27.6%	29.4%	16.9%	11.3%
每股收益(元)	0.85	0.62	0.80	0.93	1.04
EBIT Margin	11.6%	6.5%	5.7%	6.6%	7.2%
净资产收益率 (ROE)	10.1%	7.4%	9.5%	11.0%	12.1%
市盈率 (PE)	28.6	39.5	30.5	26.1	23.5
EV/EBITDA	30.8	38.1	43.2	35.5	31.2
市净率 (PB)	2.89	2.93	2.90	2.87	2.84

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

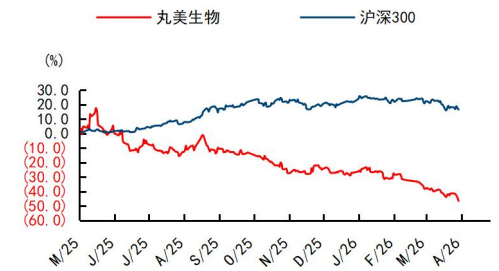
sunqiaorongruo@guosen.com.cn

S0980523090004

#### 基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	24.36 元
总市值/流通市值	9768/0 百万元
52 周最高价/最低价	56.98/24.30 元
近 3 个月日均成交额	77.63 百万元

#### 市场走势

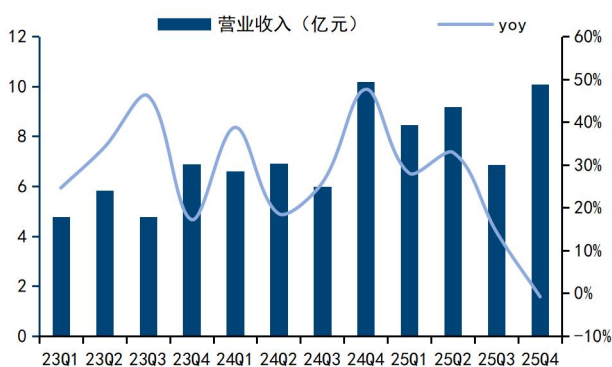


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

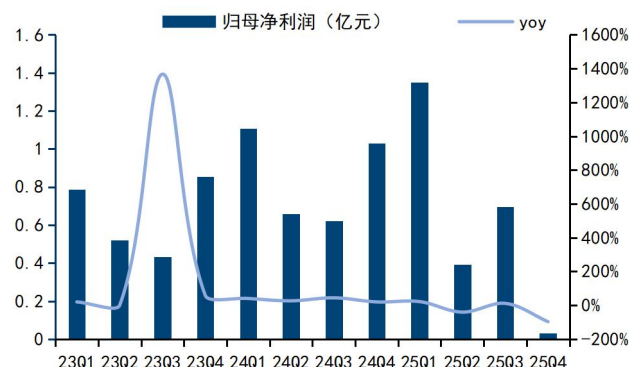
- 《丸美生物 (603983.SH) - 三季度营收同比增长 14%，品类优化带动毛利率上行》——2025-11-02
- 《丸美生物 (603983.SH) - 二季度收入同比增长 34%，投放加大为新品增长蓄力》——2025-08-26
- 《丸美生物 (603983.SH) - 一季度扣非归母净利润同比增长 29%，大单品势能持续释放》——2025-04-28
- 《丸美生物 (603983.SH) - 大单品系列进行爆发期，多品牌迭代助力长期成长》——2024-12-24
- 《丸美股份 (603983.SH) - 三季度扣非归母净利润同比增长 56%，盈利水平持续上行》——2024-10-27

图1: 公司营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



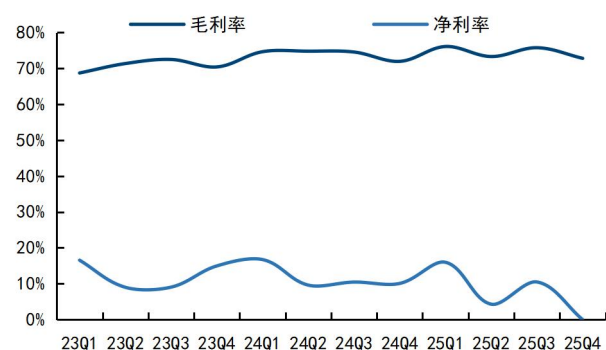
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 公司归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



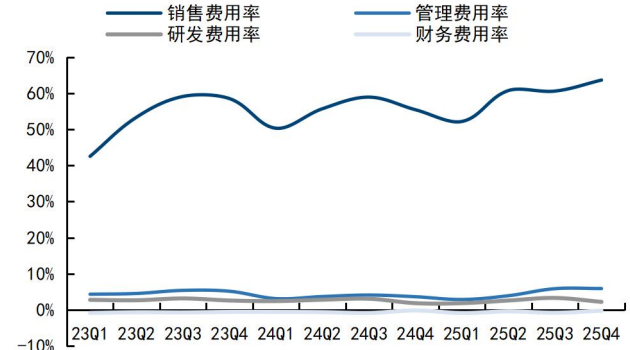
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 公司毛利率及净利率情况



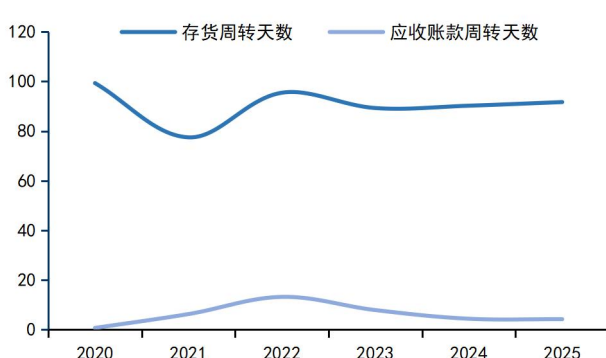
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 公司费用率情况



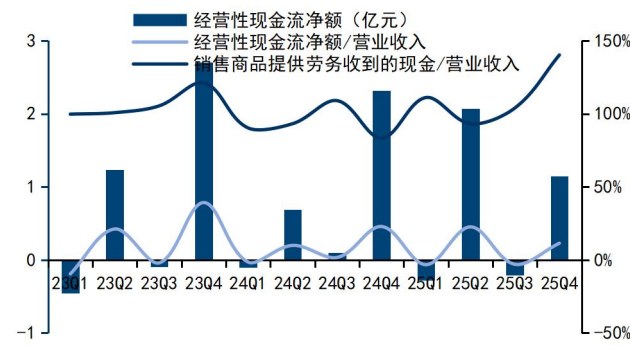
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

**表1: 盈利预测主要调整项**

	2026		2027		原因
	现值	原值	现值	原值	
收入增速	3.5%	20.10%	10.3%	15.60%	公司2026年处于调整期,整体增速预计有所放缓,2027年有望通过品牌势能加速释放。
销售费用率	59.6%	58.90%	59.8%	59.30%	公司持续加大费用投放以此扩大品牌影响力。
管理费用率	5.6%	4.5%	5.3%	4.1%	丸美新总部大楼转固后开始计提折旧及摊销。

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

**表2: 可比公司估值表**

代码	公司简称	股价 (2026-4-3)	总市值 亿元	EPS				PE			ROE (%)	PEG	投资评级	
				25E	26E	27E	28E	25E	26E	27E	28E	(25A)		(26E)
603983.SH	丸美生物	24.36	98	0.62	0.80	0.93	1.04	53.77	30.54	26.13	23.48	7.42	1.04	优于大市
1318.HK	毛戈平	75.85	372	2.46	3.29	4.22	5.22	30.04	21.46	16.74	13.55	25.80	0.63	优于大市

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理, 注: 毛戈平股价为港元

## 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2024	2025	2026E	2027E	2028E		2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	2032	1250	1094	1018	1000	营业收入	2970	3459	3580	3949	4230
应收款项	57	59	91	100	108	营业成本	781	890	898	968	1025
存货净额	220	233	213	230	244	营业税金及附加	26	40	36	39	42
其他流动资产	206	251	430	474	508	销售费用	1635	2057	2134	2362	2534
<b>流动资产合计</b>	<b>2954</b>	<b>2236</b>	<b>2271</b>	<b>2265</b>	<b>2301</b>	管理费用	109	161	216	225	231
固定资产	1079	929	1044	1180	1312	研发费用	74	85	93	96	93
无形资产及其他	699	394	378	363	347	财务费用	(14)	(18)	(10)	(12)	(10)
投资性房地产	165	814	814	814	814	投资收益	20	28	48	45	50
长期股权投资	166	241	271	301	331	资产减值及公允价值变动	(13)	(3)	65	70	70
<b>资产总计</b>	<b>5063</b>	<b>4613</b>	<b>4778</b>	<b>4922</b>	<b>5105</b>	其他收入	(59)	(58)	(93)	(96)	(93)
短期借款及交易性金融负债	792	396	200	200	258	营业利润	381	297	327	387	434
应付款项	359	316	319	344	364	营业外净收支	(0)	(1)	34	35	35
其他流动负债	445	487	807	884	943	<b>利润总额</b>	<b>381</b>	<b>296</b>	<b>361</b>	<b>422</b>	<b>469</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>1597</b>	<b>1199</b>	<b>1326</b>	<b>1428</b>	<b>1565</b>	所得税费用	38	49	41	48	54
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	1	(0)	(1)	(1)	(1)
其他长期负债	20	20	25	30	35	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>342</b>	<b>247</b>	<b>320</b>	<b>374</b>	<b>416</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>20</b>	<b>20</b>	<b>25</b>	<b>30</b>	<b>35</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>					
<b>负债合计</b>	<b>1616</b>	<b>1219</b>	<b>1352</b>	<b>1459</b>	<b>1601</b>	净利润	342	247	320	374	416
少数股东权益	66	63	63	62	62	资产减值准备	(1)	(9)	22	3	3
股东权益	3380	3331	3363	3401	3442	折旧摊销	25	62	54	57	60
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>5063</b>	<b>4613</b>	<b>4778</b>	<b>4922</b>	<b>5105</b>	公允价值变动损失	13	3	(65)	(70)	(70)
<b>关键财务与估值指标</b>						财务费用	(14)	(18)	(10)	(12)	(10)
每股收益	0.85	0.62	0.80	0.93	1.04	营运资本变动	175	(719)	159	40	33
每股红利	0.78	0.75	0.72	0.84	0.93	其它	1	9	(22)	(4)	(4)
每股净资产	8.43	8.31	8.39	8.48	8.58	<b>经营活动现金流</b>	<b>555</b>	<b>(407)</b>	<b>467</b>	<b>400</b>	<b>439</b>
ROIC	10.56%	6.54%	7%	9%	10%	资本开支	0	119	(110)	(110)	(110)
ROE	10.11%	7.42%	10%	11%	12%	其它投资现金流	608	(3)	0	0	0
毛利率	74%	74%	75%	75%	76%	<b>投资活动现金流</b>	<b>506</b>	<b>42</b>	<b>(140)</b>	<b>(140)</b>	<b>(140)</b>
EBIT Margin	12%	7%	6%	7%	7%	权益性融资	(0)	0	0	0	0
EBITDA Margin	12%	8%	7%	8%	9%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	33%	16%	4%	10%	7%	支付股利、利息	(314)	(301)	(288)	(336)	(374)
净利润增长率	32%	-28%	29%	17%	11%	其它融资现金流	524	186	(196)	0	58
资产负债率	33%	28%	30%	31%	33%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(105)</b>	<b>(417)</b>	<b>(484)</b>	<b>(336)</b>	<b>(316)</b>
股息率	3.2%	3.1%	2.9%	3.4%	3.8%	<b>现金净变动</b>	<b>955</b>	<b>(782)</b>	<b>(156)</b>	<b>(76)</b>	<b>(18)</b>
P/E	28.6	39.5	30.5	26.1	23.5	货币资金的期初余额	1077	2032	1250	1094	1018
P/B	2.9	2.9	2.9	2.9	2.8	货币资金的期末余额	2032	1250	1094	1018	1000
EV/EBITDA	30.8	38.1	43.2	35.5	31.2	企业自由现金流	0	(349)	283	216	252
						权益自由现金流	0	(163)	96	227	319

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 ±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 ±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提及的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