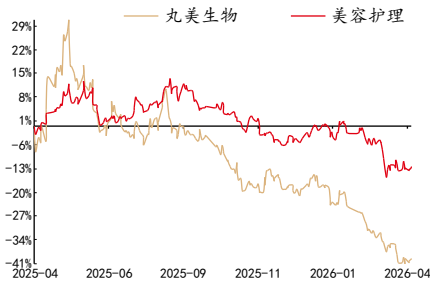




股票投资评级

增持 | 首次覆盖

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	24.84
总股本/流通股本(亿股)	4.01 / 4.01
总市值/流通市值(亿元)	100 / 100
52周内最高/最低价	54.43 / 24.20
资产负债率(%)	26.4%
市盈率	40.06
第一大股东	孙怀庆

研究所

分析师: 李鑫鑫
SAC 登记编号: S1340525010006
Email: lixinxin@cnpsec.com

丸美生物(603983)

短期业绩承压，关注盈利改善

● 事件

公司披露 25 年年报，25 年公司实现营业收入 34.59 亿元，同比 +16.48%；归属净利润 2.47 亿元，同比 -27.63%；扣非归母净利润 2.31 亿元，同比 -29.20%。公司整体毛利率 74.29%，同比 +0.59pct，归母净利率 7.15%，同比 -4.36pct。

● 投资要点

收入拆分：大单品与双品牌双轮驱动，渠道结构分化显著。

1) 品牌&品类：丸美品牌增长亮眼，恋火品牌营收保持平稳。2025 年丸美品牌实现营业收入 25.47 亿元 (yoy+23.94%)，占总收入 73.63%，是公司的增长核心与收入支柱护肤；恋火品牌营业收入 9.06 亿元 (yoy+0.11%)，占总收入 26.4%，增长明显放缓，未能形成有效增长补充。

公司四大品类中，护肤类与眼部类为核心收入来源。眼部类营收 8.34 亿元 (yoy+21.04%)；护肤类营收 14.29 亿元 (yoy+26.99%)，成为拉动整体增长的主力引擎；两大核心品类合计营收 22.63 亿元，占总收入 65.42%，构成公司收入主体。洁肤类营收 2.80 亿元 (yoy+16.54%)，表现相对稳健；美容及其他类营收 9.11 亿元 (yoy-0.18%)，品类增长结构的不平衡进一步凸显。

2) 大单品：核心大单品贡献显著增长动能。小红笔眼霜作为眼部护理标杆，2025 年全年登顶 48 个细分品类榜单 TOP1，上榜眼霜年度热销榜，依托天猫精细化运营稳居类目头部；小金针次抛凭借重组胶原蛋白 2.0 核心成分，上市即登顶细分品类榜单 TOP1，与小红笔眼霜形成抗衰赛道双轮驱动格局。

3) 渠道：线上渠道贡献主要增量，线下渠道规模有所收缩。2025 年线上营收 30.59 亿元，占比高达 88.56%，同比增长 20.42%，抖音、天猫为核心增长来源；线下渠道缺乏专属核心大单品，2025 年营收 3.95 亿元，占比 11.44%，同比下降 7.46%。

利润拆分：广宣增加+大厦折旧，挤压短期盈利空间。公司整体毛利率 74.29% (+0.59pct)，依托眼部、护肤等高毛利品类筑牢盈利基础。销售费用率约 59.45% (+4.40pct)，处于行业偏上水平，广告宣传费用率 49.83% (+4.22pct)，主要系线上流量获取、品牌推广成本高企所致；管理费用率约 4.65% (+1.00pct)，其中折旧及摊销类费用率由 0.42% 大幅提升至 1.26% (+0.84pct)，主要是丸美大厦落成折旧及摊销费用增加所致；研发费用率约 2.47% (-0.01pct)，投入稳定可保障产品迭代；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益后的净利润为 2.31 亿元，同比下降 29.2%，主要是销售费用、管理费用增长所

致。

公司展望：渠道优化+双品牌运营，共同驱动公未来发展。公司聚焦眼部护理与抗衰护肤核心赛道，推进科技美妆战略，持续加大研发投入，重点布局重组胶原蛋白等生物活性成分，提升产品差异化竞争力。

1) 品牌运营：深化双品牌协同发展，持续夯实丸美品牌眼部护肤心智，优化 PL 恋火品牌运营策略，提升品牌差异化竞争力；通过精准品牌建设与市场推广，强化品牌影响力，为营收持续增长提供支撑。

2) 渠道优化：聚焦线上渠道精细化深耕，强化抖音、天猫等核心平台运营效能，提升自营渠道占比与用户转化效率，完善会员拉新、留存与复购体系；线下渠道聚焦提质增效，优化门店布局与服务体验，推动线上线下全域协同，扩大客户触达范围，放大渠道协同价值。

● 盈利预测与投资建议

我们预计公司 26-28 年营业收入为 40、46、52 亿元，增速分别为 17%、15%、12%，归母净利润 3.53、4.36、5.11 亿元，增速分别为 43%、24%、17%，EPS 分别为 0.88、1.09、1.27 元/股，当下股价对应 PE 分别为 28x、23x、19x。首次覆盖，给予公司“增持”评级。

● 风险提示：

消费复苏不及预期风险；市场竞争加剧风险；政策超预期风险；产品放量不及预期等风险。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	3459	4045	4643	5215
增长率(%)	16.48	16.93	14.78	12.32
EBITDA(百万元)	314.29	531.55	625.21	706.62
归属母公司净利润(百万元)	247.24	352.69	436.44	510.95
增长率(%)	-27.63	42.65	23.75	17.07
EPS(元/股)	0.62	0.88	1.09	1.27
市盈率(P/E)	40.29	28.24	22.82	19.49
市净率(P/B)	2.99	2.93	2.86	2.78
EV/EBITDA	39.58	16.68	13.74	11.75

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E	主要财务比率	2025A	2026E	2027E	2028E
利润表					成长能力				
营业收入	3459	4045	4643	5215	营业收入	16.5%	16.9%	14.8%	12.3%
营业成本	890	1027	1168	1299	营业利润	-22.1%	43.3%	23.7%	17.1%
税金及附加	40	40	46	52	归属于母公司净利润	-27.6%	42.6%	23.7%	17.1%
销售费用	2057	2306	2623	2920	获利能力				
管理费用	161	182	209	235	毛利率	74.3%	74.6%	74.8%	75.1%
研发费用	85	101	116	130	净利率	7.1%	8.7%	9.4%	9.8%
财务费用	-18	-22	-29	-37	ROE	7.4%	10.4%	12.5%	14.3%
资产减值损失	-3	0	0	0	ROIC	5.5%	8.7%	10.5%	11.9%
营业利润	297	425	526	616	偿债能力				
营业外收入	1	0	0	0	资产负债率	26.4%	27.7%	29.0%	30.1%
营业外支出	2	0	0	0	流动比率	1.87	1.94	2.01	2.08
利润总额	296	425	526	616	营运能力				
所得税	49	72	89	105	应收账款周转率	84.64	99.03	96.20	95.22
净利润	247	353	436	511	存货周转率	3.93	3.96	3.83	3.79
归母净利润	247	353	436	511	总资产周转率	0.72	0.86	0.95	1.02
每股收益(元)	0.62	0.88	1.09	1.27	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	0.62	0.88	1.09	1.27
货币资金	1250	1492	1771	2059	每股净资产	8.31	8.47	8.68	8.92
交易性金融资产	389	389	389	389	估值比率				
应收票据及应收账款	37	45	52	58	PE	40.29	28.24	22.82	19.49
预付款项	52	51	58	65	PB	2.99	2.93	2.86	2.78
存货	233	285	325	361	现金流量表				
流动资产合计	2236	2536	2871	3212	净利润	247	353	436	511
固定资产	906	802	698	594	折旧和摊销	64	128	128	128
在建工程	23	23	23	23	营运资本变动	1	47	68	64
无形资产	394	370	346	322	其他	-38	16	16	16
非流动资产合计	2378	2249	2121	1993	经营活动现金流净额	274	543	648	719
资产总计	4613	4785	4992	5205	资本开支	-205	0	0	0
短期借款	395	395	395	395	其他	-109	0	0	0
应付票据及应付账款	316	371	422	469	投资活动现金流净额	-314	0	0	0
其他流动负债	488	538	611	680	股权融资	0	0	0	0
流动负债合计	1199	1304	1428	1544	债务融资	-150	0	0	0
其他	20	20	20	20	其他	-448	-302	-370	-430
非流动负债合计	20	20	20	20	筹资活动现金流净额	-598	-302	-370	-430
负债合计	1219	1325	1449	1565	现金及现金等价物净增加额	-638	242	279	289
股本	401	401	401	401					
资本公积金	765	765	765	765					
未分配利润	1966	1979	1997	2016					
少数股东权益	63	63	63	63					
其他	199	252	318	394					
所有者权益合计	3394	3461	3543	3640					
负债和所有者权益总计	4613	4785	4992	5205					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
回避		预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下	

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中邮证券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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司于 2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立，公司注册资本 61.68 亿元人民币，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司，公司是中邮创业基金管理股份有限公司的第二大股东。

公司经营范围包括：证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问，具备展业的各项资格。截至 2025 年 10 月底，公司在全国设有 58 家分支机构(含 29 家分公司、29 家营业部)，1 家资产管理分公司和 1 家另类投资公司。

中邮证券紧密依托中国邮政集团有限公司的雄厚实力，通过强化“自营+协同”发展模式，实现快速发展，当前服务的经纪客户已超过 260 万人。公司始终坚持诚信经营、践行金融为民，为社会大众提供全方位专业化的证券投资服务，努力成为员工自豪、股东放心、客户信赖、社会尊重的优秀企业，打造契合中国邮政资源禀赋和市场地位的特色精品券商。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街 17 号
邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼
邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼
邮编：518048