

丸美股份（603983.SH）

品牌升级成效渐显，业绩有望迎来拐点

公司深耕抗衰护肤二十余年，业绩有望迎来拐点。丸美自 2002 年成立至今已发展为领先的国货美妆集团，旗下拥有丸美、恋火、春纪等差异化定位的品牌矩阵，并逐步拓展至母婴护理、身体护理等赛道。2018-2022Q3 分别实现营收 15.8/18.0/17.5/17.9/11.4 亿元，归母净利润分别 4.2/5.2/4.6/2.5/1.2 亿元，由于加大线上投放力度并布局新兴渠道，销售费率有所提升，分别为 34%/30%/32%/42%/47%。随着产品结构调整及渠道转型成效渐显，毛利率水平及费控有望优化，驱动业绩迎来拐点。

主品牌精简 SKU 提升头部集中度，渠道转型提效加速推进。丸美主打核心抗衰成分逐步由弹力/多肽蛋白向胜肽、A 醇及重组胶原蛋白迭代。产品端精简 SKU 并提升头部集中度，驱动公司 2022 年前三季度毛利率同比 +5.6pcts 提升至 68%。2022 年小红笔/小紫弹/蝴蝶眼膜/小金针四大爆品打造成效明显，其中小金针/小红笔销售额破亿，双胶原系列销售额超 3 亿并持续丰富产品矩阵，推出双胶原奶油霜/胶原绵绵杯面膜等。渠道端战略发力线上，新任电商总经理具备丰富产业资源有望赋能渠道转型，线上加码直营并重点布局抖快等内容电商，2022 年猫旗双 11 增长 9.5%，快手同增 135%+，抖音自播同增 600%+；线下聚焦服务升级及供应链数字化转型，会员同增 21%，ARPU 值同增 9%，有望在 2023 年迎来恢复性增长。

子品牌恋火增长靓丽，设立多期产业基金布局产业链上下游。恋火深耕底妆赛道表现亮眼，从爆品粉底液延伸至其他品类。2022H1 实现营收 0.99 亿元，占总营收比例为 12%；2022 年 GMV 达 4 亿元（yoy+506%），其中“看不见粉底液”GMV 破亿，销量超 100 万。产品端针对干/油皮分别推出“蹭不掉”/“看不见”系列，与超头共创打造爆品，并拓展眼唇妆/美妆工具等丰富 SKU。线上延续爆品节奏，推进天猫/抖音自播；线下推出高端晶钻系列，进驻调色师/KKV 拓展零售新渠道。公司自 2020 年至今共成立四期产业投资基金，投资 10 余个项目，涵盖美丽消费事业/食品饮料等领域，有望加速外延式发展。

盈利预测及投资建议。公司主品牌产品调整及渠道转型成果渐显，子品牌恋火表现亮眼贡献第二增长曲线。我们调整预测公司 2022-2024 年收入分别 17.4/22.3/27.7 亿元，同比分别-2.4%/+27.7%/+24.1%，归母净利润为 2.1/2.9/3.7 亿元，同比分别-15.1%/+39.9%/+26.3%。当前市值对应 2023 年 PE 为 54X，维持“增持”评级。

风险提示：新品推广及渠道转型不及预期，线下销售疫后复苏程度不达预期，行业竞争加剧。

财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	1,745	1,787	1,744	2,227	2,765
增长率 yoy（%）	-3.1	2.4	-2.4	27.7	24.1
归母净利润（百万元）	464	248	210	294	372
增长率 yoy（%）	-9.8	-46.6	-15.1	39.9	26.3
EPS 最新摊薄（元/股）	1.16	0.62	0.52	0.73	0.93
净资产收益率（%）	15.4	7.6	6.3	8.3	9.7
P/E（倍）	34.1	64.0	75.3	53.9	42.6
P/B（倍）	5.3	5.1	4.9	4.6	4.3

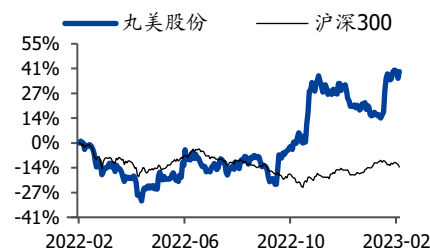
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2023 年 2 月 17 日收盘价

增持（维持）

股票信息

行业	化妆品
前次评级	增持
2 月 17 日收盘价(元)	39.60
总市值(百万元)	15,897.21
总股本(百万股)	401.44
其中自由流通股(%)	99.89
30 日日均成交量(百万股)	2.32

股价走势



作者

分析师 赵雅楠

执业证书编号：S0680521030001

邮箱：zyn@gszq.com

研究助理 萧灵

执业证书编号：S0680121060008

邮箱：xiaoling@gszq.com

相关研究

- 《丸美股份（603983.SH）：业绩拐点渐显，产品推新收效良好》2022-10-30
- 《丸美股份（603983.SH）：产品推新聚焦头部爆品，彩妆接力增势良好》2022-08-27
- 《丸美股份（603983.SH）：渠道转型业绩承压，新品战略持续推进》2022-05-06

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	2682	1976	1944	2132	2111
现金	1670	806	856	843	894
应收票据及应收账款	5	63	4	81	24
其他应收款	4	7	3	10	7
预付账款	32	36	31	54	51
存货	138	138	125	218	210
其他流动资产	832	925	925	925	925
非流动资产	1113	1786	1917	2168	2452
长期投资	50	75	100	125	150
固定资产	244	247	252	328	405
无形资产	19	765	899	1060	1251
其他非流动资产	801	699	666	655	646
资产总计	3795	3762	3861	4300	4563
流动负债	787	577	544	764	749
短期借款	107	0	0	0	0
应付票据及应付账款	253	198	231	328	369
其他流动负债	427	378	313	436	380
非流动负债	8	27	27	27	27
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	8	27	27	27	27
负债合计	794	603	571	791	775
少数股东权益	23	74	72	69	64
股本	401	402	402	402	402
资本公积	754	780	780	780	780
留存收益	1823	1930	2067	2271	2543
归属母公司股东权益	2978	3084	3218	3440	3724
负债和股东权益	3795	3762	3861	4300	4563

现金流量表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	362	-7	232	273	390
净利润	463	241	208	291	367
折旧摊销	21	33	35	33	40
财务费用	-57	-36	-36	-40	-44
投资损失	-36	-25	-28	-29	-30
营运资金变动	-106	-278	54	19	57
其他经营现金流	77	57	-1	-1	0
投资活动现金流	-782	-681	-137	-254	-295
资本支出	749	117	106	226	259
长期投资	-76	57	-25	-25	-25
其他投资现金流	-109	-507	-56	-52	-60
筹资活动现金流	-25	-170	-45	-32	-44
短期借款	107	-107	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	1	0	0	0
资本公积增加	0	26	0	0	0
其他筹资现金流	-132	-90	-45	-32	-44
现金净增加额	-445	-858	50	-14	51

利润表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1745	1787	1744	2227	2765
营业成本	590	643	612	797	994
营业税金及附加	18	24	23	29	36
营业费用	564	741	801	964	1166
管理费用	79	100	109	131	158
研发费用	50	50	54	61	71
财务费用	-57	-36	-36	-40	-44
资产减值损失	-6	-11	-7	-10	-9
其他收益	44	22	40	40	40
公允价值变动收益	-3	1	1	1	0
投资净收益	36	25	28	29	30
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	573	299	258	365	462
营业外收入	0	12	10	10	10
营业外支出	5	2	1	1	1
利润总额	567	310	267	374	471
所得税	104	68	59	83	104
净利润	463	241	208	291	367
少数股东损益	-1	-7	-2	-3	-5
归属母公司净利润	464	248	210	294	372
EBITDA	545	319	278	381	485
EPS (元)	1.16	0.62	0.52	0.73	0.93

主要财务比率

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	-3.1	2.4	-2.4	27.7	24.1
营业利润(%)	-6.5	-47.8	-13.6	41.2	26.8
归属于母公司净利润(%)	-9.8	-46.6	-15.1	39.9	26.3
获利能力					
毛利率(%)	66.2	64.0	64.9	64.2	64.1
净利率(%)	26.6	13.9	12.1	13.2	13.5
ROE(%)	15.4	7.6	6.3	8.3	9.7
ROIC(%)	13.8	7.1	5.8	7.8	9.3
偿债能力					
资产负债率(%)	20.9	16.0	14.8	18.4	17.0
净负债比率(%)	-51.9	-24.6	-25.3	-23.3	-23.0
流动比率	3.4	3.4	3.6	2.8	2.8
速动比率	3.2	2.8	2.9	2.2	2.2
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.6
应收账款周转率	496.4	52.5	52.5	52.5	52.5
应付账款周转率	2.2	2.8	2.8	2.8	2.8
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.16	0.62	0.52	0.73	0.93
每股经营现金流(最新摊薄)	0.90	-0.02	0.58	0.68	0.97
每股净资产(最新摊薄)	7.42	7.68	8.02	8.57	9.28
估值比率					
P/E	34.1	64.0	75.3	53.9	42.6
P/B	5.3	5.1	4.9	4.6	4.3
EV/EBITDA	24.8	45.3	51.8	37.7	29.5

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2023 年 2 月 17 日收盘价

内容目录

1.公司概况：经典国货历史悠久，业绩有望迎来拐点	4
1.1 公司简介：深耕抗衰领域二十余年，打造差异化品牌矩阵资产	4
1.2 财务表现：疫情影响下业绩增长承压，逐步迎来拐点	5
2.主品牌升级初见成效，产品及渠道持续转型	5
2.1 产品端：结构精简优化，打造爆品助力品牌升级再出发	6
2.2 渠道端：线上加大重点细分渠道投入，线下优化服务及管理	10
3.多品牌矩阵接力，设立产业基金逐步孵化	12
3.1 恋火品牌高速发展，打造第二增长曲线	12
3.2 产业基金投资计划稳步推进，积极布局产业链上下游	15
4.盈利预测及投资建议	15
风险提示	16

图表目录

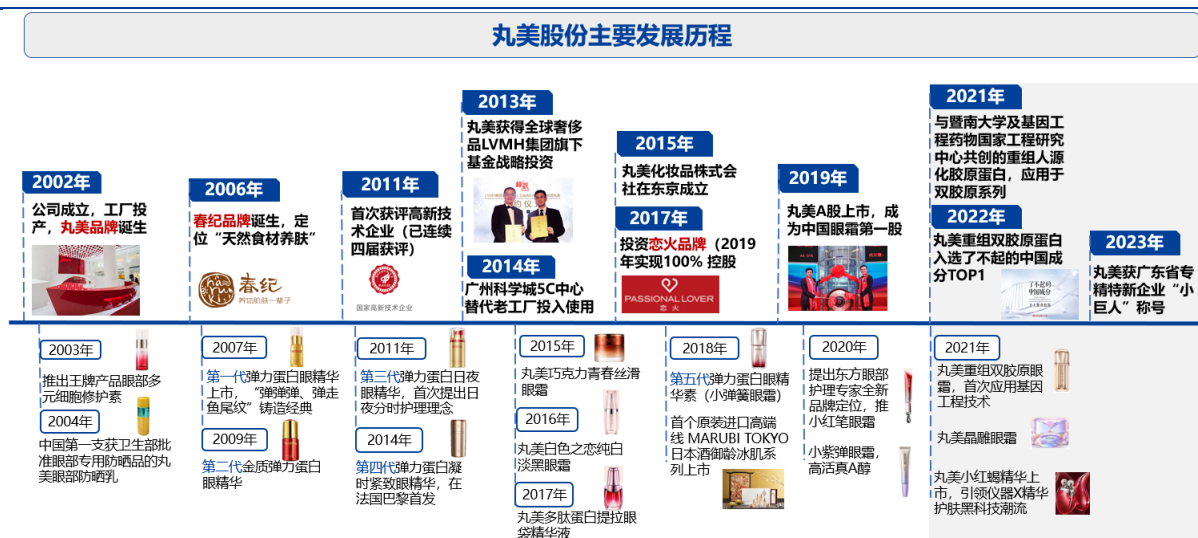
图表 1: 丸美股份主要发展历程	4
图表 2: 公司新引进电商板块负责人履历丰富	4
图表 3: 2018-2022Q3 公司营收及归母净利情况（单位：亿元，%）	5
图表 4: 2018-2022Q3 公司毛净利率情况（单位：%）	5
图表 5: 2018-2022Q3 公司费用情况（单位：%）	5
图表 6: 销售费用构成情况（单位：亿元）	5
图表 7: 丸美主要产品系列概览	6
图表 8: 联合爆品计划产品矩阵及淘系 GMV 占比情况（2022 年）	7
图表 9: 丸美淘系平台主要细分品类占比	7
图表 10: 丸美淘系平台主要单品占比情况	8
图表 11: 抗衰老液态精华和眼霜头部品牌及市场集中度情况	8
图表 12: 重组胶原蛋白与抗老成分三巨头的区别	8
图表 13: 公司研发体系概况	9
图表 14: 首席研发工程师佐佐木公夫先生带教团队	9
图表 15: 丸美与暨南大学共建研究生协同培养育人基地	9
图表 16: 丸美成立重组胶原蛋白“产、学、研、医、检”一体协同化平台	10
图表 17: 2018-2021 年公司渠道结构情况（单位：亿元）	10
图表 18: 公司线上直营占线上收入比例不断提升	10
图表 19: 2020-2022 丸美淘系平台 GMV 及均价情况	11
图表 20: 2022 年丸美淘系月度销售额及同比增速情况	11
图表 21: 丸美社交新媒体粉丝数量（万）	11
图表 22: 2016-2025 年中国底妆与彩妆市场规模及增速情况（单位：亿元，%）	12
图表 23: 恋火主推粉底液系列产品概览	12
图表 24: 恋火主要产品概览	13
图表 25: 恋火在线上渠道表现靓丽	14
图表 26: 恋火通过超头及自播共同发力	14
图表 27: 公司对外投资设立产业投资基金情况	15
图表 28: 公司盈利预测情况（单位：亿元，%）	15
图表 29: 可比公司相对估值	16

1.公司概况：经典国货历史悠久，业绩有望迎来拐点

1.1 公司简介：深耕抗衰领域二十余年，打造差异化品牌矩阵资产

深耕抗衰领域二十余年，打造差异化品牌矩阵资产。公司成立于2002年，已发展为领先的国货美妆集团，旗下拥有“丸美”“春纪”“恋火”等差异化定位的品牌矩阵。主品牌“丸美”创立于2002年，以眼部护理为突破口逐步拓展至面部护理等其他品类，深耕抗衰功效赛道，目前已成为国产中高端定位并具规模的头部品牌。2007年推出“春纪”，以“食萃科研，敏肌适用”为理念，定位大众化功能性护肤，而后转型定位为纯净功效护肤品牌；2017年，公司投资进入彩妆市场，新增新锐彩妆品牌“恋火”，以底妆品类为切入口，主打高质和极简。此外，公司逐步拓展母婴护理、口腔护理、身体护理、健康食品等赛道。

图表1：丸美股份主要发展历程



资料来源：公司官网，公司官方公众号，国盛证券研究所

产品及渠道转型调整渐进，电商板块引进负责人战略性发力。公司在产品端推进 SKU 梳理精简，聚焦头部具有核心科技的大单品，优化长尾，线上线下差异化配置产品系列矩阵。为战略性重点发力电商渠道，公司于2022年11月发布公告称聘任王熙雯为总裁助理兼电商部总经理，全面负责电商业务板块，包括在平台电商、内容电商等渠道运营以及协助联系供应、研发、市场中心等工作。王熙雯在美妆行业拥有十余年团队搭建及管理经验，从零售（丝芙兰）到线上平台（当当、淘宝&天猫），见证并操盘了大批国货新锐美妆的孵化和发展，组织并协同美妆行业所在产地政府、协会背书及扶持，丰富的产业资源及管理经验有望进一步提升公司的电商能力。

图表2：公司新引进电商板块负责人履历丰富

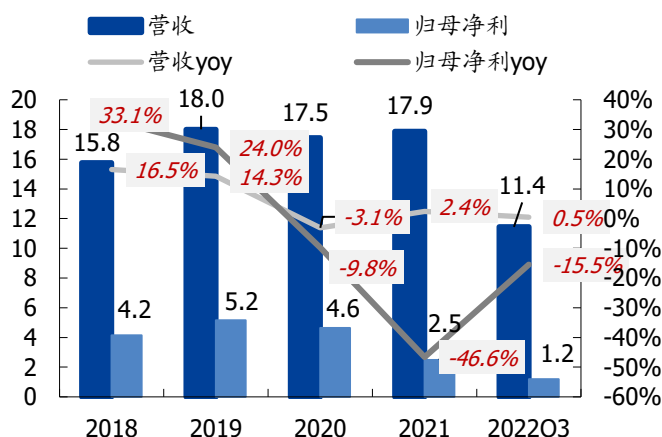
时间	公司及职位
2008.3-2010.3	丝芙兰（中国）有限公司，任职美妆培训师；
2010.3-2011.12	当当网，任职美容护肤类目采购经理；
2012.1-2014.10	阿里巴巴集团，任职一淘网美容护肤行业资深运营专员；
2014.11-2016.8	北京卓越永泰国际贸易有限公司，任职联合创始人兼销售总监；
2016.8-2017.3	蒙牛集团，任职集团数字化营销中心-京东渠道业务总监；
2017.5 - 2022.4	阿里巴巴集团，任职天猫事业群-天猫美妆-新锐线&新品业务高级运营专家；
2022.4-2022.11	贝泰妮生物科技有限公司，任职抖快事业部执行总经理。

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

1.2 财务表现：疫情影响下业绩增长承压，逐步迎来拐点

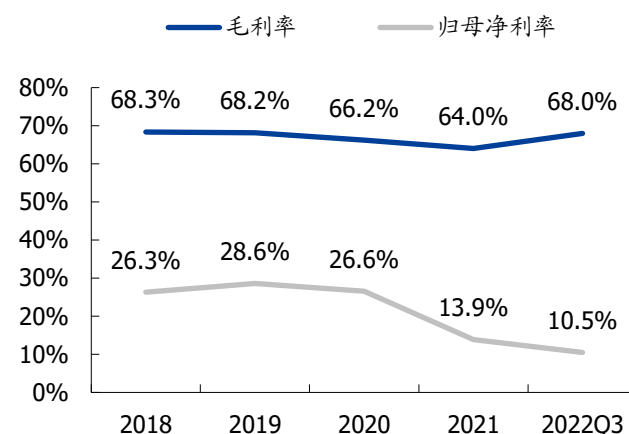
疫情冲击下业绩增长阶段性承压，财务指标逐步迎来改善。公司 2018-2022Q3 分别收入 15.8/18.0/17.5/17.9/11.4 亿元，归母净利润分别 4.2/5.2/4.6/2.5/1.2 亿元，从 2020 年开始因疫情影响外部环境冲击线下销售，营收及利润增长承压。毛利率 2019-2022Q3 分别 68.2%/66.2%/64.0%/68.0%。2022 年开始公司整体经营状况出现积极转变，三季度收效明显，多项财务指标改善，2022 第三季度收入 3.27 亿元，同比实现转正；归母净利 0.03 亿元，同比由亏转盈，毛利率方面产品结构调整初显成果，降本增效收效良好，叠加线上转型顺利进行，带动毛利率提升。

图表 3：2018-2022Q3 公司营收及归母净利润情况（单位：亿元，%）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

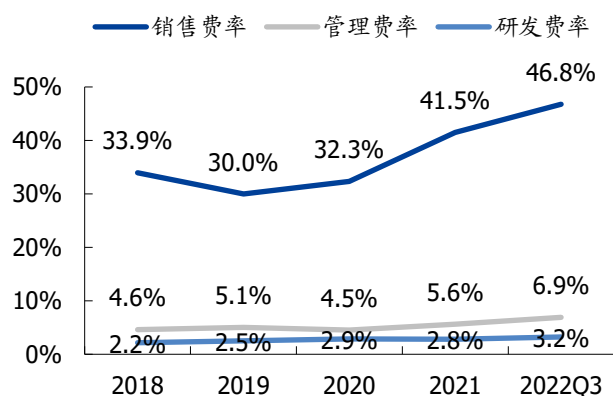
图表 4：2018-2022Q3 公司毛净利率情况（单位：%）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

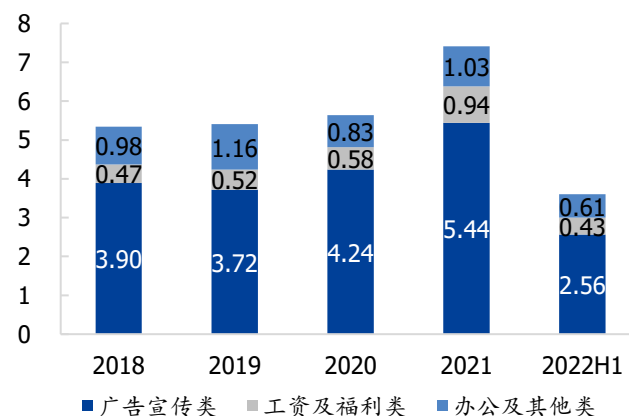
线上投入加大拉高销售费率水平，广告宣传类占比销售费用超七成。费用率方面，随着公司在线上投放力度加大，平台销售费用高企，2018-2022Q3 年销售费用率分别为 33.9%/30.0%/32.3%/41.5%/46.8%，长期主义战略下品牌宣传和广告推广投入增加，同时，因公司大力布局线上抖音、快手等新兴直播渠道，市场投放增加，公司销售费用结构中 70% 为广告宣传类费用。管理费率 and 研发费率则相对较为稳定。

图表 5：2018-2022Q3 公司费用情况（单位：%）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 6：销售费用构成情况（单位：亿元）



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

2. 主品牌升级初见成效，产品及渠道持续转型

主品牌九美在公司营收占比较高，2019-2022H1 分别收入 16.59/16.59/15.94/6.92 亿元，占比分别 92.17%/95.06%/92.36%/84.88%，同比分别 +18.1%/持平/-3.8%/-

16.8%，收入增长阶段性受到疫情影响。丸美品牌持续推进线上转型和渠道进阶，随着产品结构梳理和销售机制优化，有望逐步迎来边际改善。

2.1 产品端：结构精简优化，打造爆品助力品牌升级再出发

产品策略转向精简头部 SKU，核心成分迭代赋能系列化拓展。2020 年公司共推出近百款新品，新品收入占比达 20%；2021 年保持新品节奏，以系列、节日套盒等方式推进线上线下渠道上新，从 2022 年开始改变策略，精简数量，聚焦头部具有核心科技的大单品，精减 SKU120 个。2021 年 10 月双胶原系列发布，丸美进入生物科技抗衰 2.0 时代。产品核心抗衰成分逐步由弹力蛋白、多肽蛋白、胜肽、A 醇及重组胶原蛋白迭代。

图表 7：丸美主要产品系列概览

上市时间	系列名称	产品示意图	主打功效	抗老成分进阶
2007年	弹力蛋白凝时系列 218-548元		针对松弛皱纹，提升肌肤弹性	弹力蛋白 2007年，丸美提取深海鱼类“弹性蛋白”并首创弹力蛋白眼精华。 2009-2018年，丸美不断迭代小弹簧眼霜。
2009年	巧克力焕颜丝滑系列 168-338元		针对细纹干纹，抗击初老	
2015年	雪绒花纯净保湿系列 168-328元		针对结构性抗衰	
2016年	白色之恋纯白系列 218-418元		美白提亮，去黄淡斑	多肽蛋白 2016年，丸美推出多肽蛋白臻颜系列，领跑成分党抗老。
	奢定系列 (美容院线专供)		针对轮廓衰老，强韧弹力网	
2017年	多肽蛋白臻颜系列 288-538元		针对轮廓下垂，提拉紧致	
2018/ 2019年	丸美东京酒御龄冰肌系列/珠臻皙奢养系列 398-698元		针对衰老纹路/黯沉斑纹	胜肽 2020年，丸美推出小红笔胜肽系列，信号控制细胞生成胶原蛋白或抑制肌肉收缩。
2020年	小红笔家族系列 188-760元		改善熬夜引起的暗黄、松垂	
	小紫弹家族系列 138-542元		淡纹舒缓	
2021年	重组胶原蛋白系列 338-698元		针对衰老引起的各类胶原蛋白流失	A醇 2020年，丸美推出小紫笔A醇系列，皮肤内部化学损伤刺激胶原蛋白生成。
2022年	推出第二代小红笔眼霜/丸美红钻多肽眼霜/双胶原奶油霜/胶原绵绵杯面膜/脆皮冻干面膜等新品			
				重组胶原蛋白 2021年，丸美主推重组双胶原系列（小金针、双胶原眼霜）

资料来源：公司官网，公司官方公众号，品牌官方微博，公司公告，国盛证券研究所

爆品打造效果良好，头部 SKU 集中度提升效果显著。品类方面，近三年品类结构较为稳定，2020-2022 年逐渐由套盒销售占比较多转化为大单品拉动销售。2022 年公司以小金针、小紫弹、小红笔、蝴蝶眼膜为重心在线上推进的联合爆品计划收效明显，小红笔眼霜及小金针次抛全年销售破亿，头部 SKU 集中度提升效果显著。此外，2022 年九

美主推双胶原系列售价高且销售占比大，全渠道销售超 3 亿元，带动公司整体毛利率水平前三季度提升至 67.98%（同比+5.59pcts）。目前双胶原系列的产品矩阵仍在不断丰富，涵盖针对敏感肌有效抗衰直充 I 型、III 型胶原的双胶原奶油霜、胶原绵绵杯面膜、脆皮冻干面膜等。

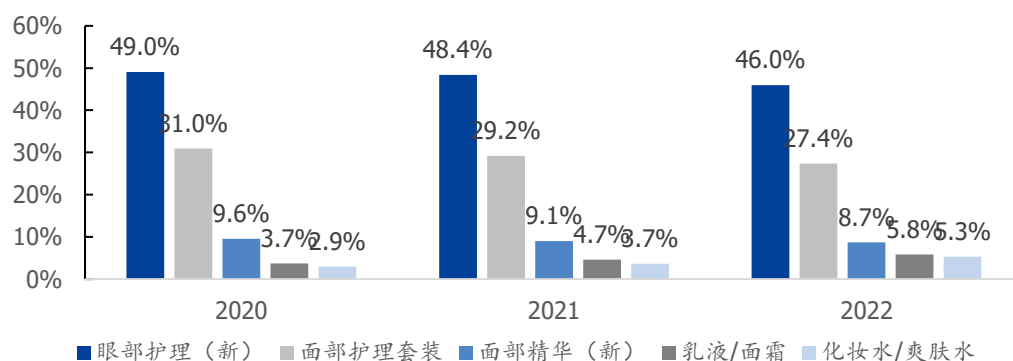
图表 8：联合爆品计划产品矩阵及淘系 GMV 占比情况（2022 年）



资料来源：丸美天猫旗舰店，魔镜市场情报，国盛证券研究所 注：第三方平台统计数据可能和实际情况有误差，占比仅供参考

从品类结构来看，2022 年丸美淘系平台前五大品类占比约 93%，其中眼部护理/面部护理套装/面部精华占比小幅降低，分别为 46.0%/27.4%/8.7%，乳液面霜/化妆水占比有所提升，分别为 5.8%/5.3%。

图表 9：丸美淘系平台主要细分品类占比



资料来源：魔镜市场情报，国盛证券研究所 注：第三方平台统计数据可能和实际情况有误差，占比仅供参考

从头部单品表现来看，2022 年丸美淘系平台前十大单品占比约 51.3%，其中小紫笔 A 醇眼霜/小红笔眼霜/小金针次抛/蝴蝶眼膜占比分别为 18.7%/7.8%/4.4%/4.3%，爆品计划营销收效良好。除此之外，弹力蛋白凝时系列水乳套装/多肽蛋白紧致提拉套装/巧克力丝滑水乳套装的销售占比分别为 5.3%/3.6%/2.8%，领先于其他系列套装。

图表 10: 九美淘系平台主要单品占比情况

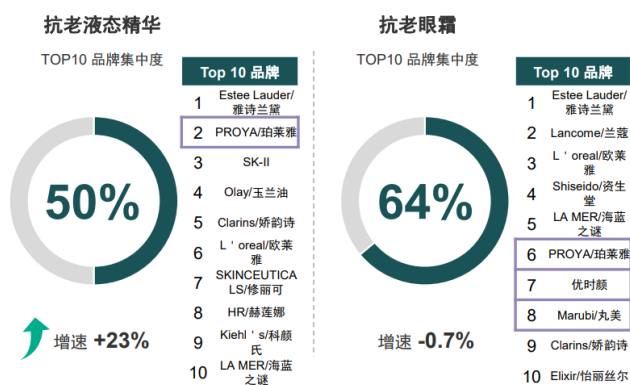
排名	2020 年 TOP 单品	占比	2021 年 TOP 单品	占比	2022 年 TOP 单品	占比
1	弹力蛋白日夜眼精华	14.0%	小红笔多重胜肽眼霜	15.3%	小紫弹 A 醇眼霜	18.7%
2	弹力蛋白凝时紧致抗皱套装	9.2%	蝴蝶眼膜	10.7%	小红笔多重胜肽眼霜	7.8%
3	小红笔多重胜肽眼霜	7.2%	弹力蛋白凝时紧致抗皱套装	10.2%	弹力蛋白凝时紧致抗皱套装	5.3%
4	小棕瓶修护精华露	6.0%	小棕瓶修护精华露	4.7%	重组胶原蛋白次抛（小金针）	4.4%
5	巧克力丝滑水乳套装	6.4%	巧克力丝滑水乳套装	3.2%	蝴蝶眼膜	4.3%
6	蝴蝶眼膜	2.9%	多肽蛋白紧致提拉套装	3.2%	多肽蛋白紧致套装	3.6%
7	BB 新肌雪睛眼霜	2.4%	弹力蛋白日夜眼精华	2.7%	巧克力丝滑水乳套装	2.8%
8	巧克力丝滑眼霜	1.4%	丸美黑松露眼膜	1.8%	弹力蛋白日夜眼精华	2.1%
9	白色之恋光透精华露	1.3%	小紫弹 A 醇眼霜	1.6%	肤如凝脂水乳套装	1.3%
10	纳米金胶原紧致眼膜套装	1.2%	巧克力丝滑眼霜	1.5%	巧克力丝滑眼霜	1.1%
合计		52.0%	合计	54.9%	合计	51.3%

资料来源：魔镜市场情报，国盛证券研究所注：第三方平台统计数据可能和实际情况有误差，占比仅供参考

主品牌所处抗衰老赛道增速亮眼，国货品牌有望通过成分创新突围。根据《抗衰老功效护肤趋势白皮书》，抗衰老细分赛道在美容护肤市场中增长亮眼，抗衰老护肤市场销售额同比增长率达 27%，远高于美容护肤市场整体的 4%（统计范围为线上渠道，2021.9-2022.8）。2021 年国内重组胶原蛋白类功效性护肤品市场规模达 46 亿元，2017-2021 年 CAGR 为 52.8%，远高于行业同期 23.4%。目前抗衰老赛道头部主要为欧美国际大牌，一些国货品牌也通过独有技术、自研核心成分等，在同类细分成分赛道中形成突破性优势，如珀莱雅、优时颜、丸美等。从成分角度而言，A 醇、玻色因、胜肽为抗老成分“三巨头”，重组胶原蛋白作为“全球抗衰老第四级”，具有起效机制明确，活性及稳定性强且与皮肤兼容性好等特点，相关护肤品的渗透率逐步提升。

图表 11: 抗衰老液态精华和眼霜头部品牌及市场集中度情况

图表 12: 重组胶原蛋白与抗老成分三巨头的区别



	优势	劣势
重组胶原蛋白	起效机制明确，效果相对明显，生物来源，安全性高，敏感肌无需担忧	量产成本高，相对较新，需要刷新消费者的固有认知
A 醇	起效机制明确，效果相对明显，能综合性改善皮肤	刺激性强，对敏感肌不友好，成分本身易氧化，导致活性低，建立耐受过程漫长
玻色因	起效机制明确，知名度高	化学合成，市面上原料质量良莠不齐，起效时间长
胜肽	起效机制明确，抗皱效果相对明显	浓度高，化学合成的胜肽易残留溶剂，对皮肤有一定风险性，技术门槛高

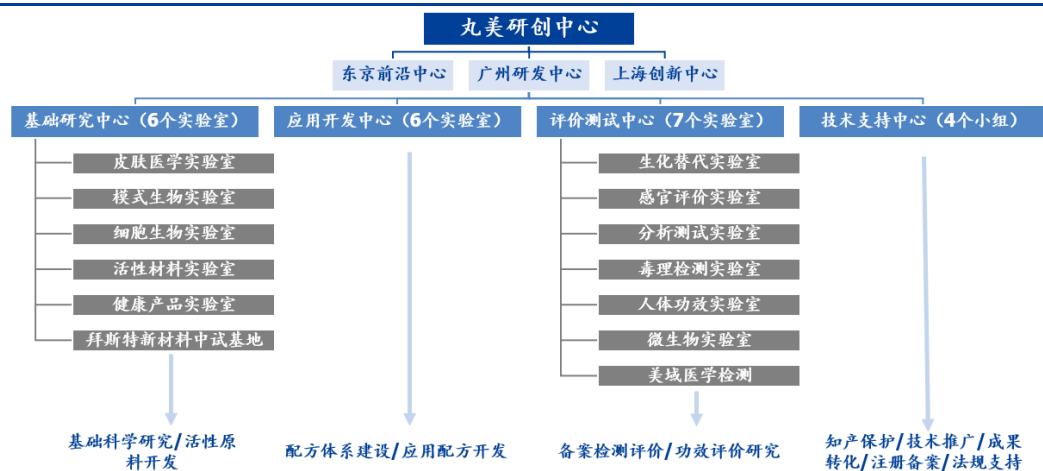
资料来源：天猫美妆《抗衰老功效护肤趋势白皮书》，国盛证券研究所

资料来源：天猫美妆《抗衰老功效护肤趋势白皮书》，国盛证券研究所

加大研发投入及体系建设，产学研联动拓宽技术边界。公司研发投入保持稳定增长，截至 2022 年前三季度，研发费用共 0.37 亿元。研发体系包括东京前沿中心、广州研发中心、上海创新中心，锁定核心原料和技术的闭环研究。截至 2021 年，公司自有研发团队共 97 人，专家支持团队共有教授 60 名，其中有 2 位诺贝尔奖得主。持续拓展与高校及研究机构合作。2022 年上半年，新增与 3 所高校的产学研项目，运行 6 项。

引入来自国内 7 所高校/研究机构共 7 位专家，分别担任丸美合成生物实验室、高质量化妆品智造实验室等新型实验室的学术带头人。2023 年 1 月成立由丸美生物×暨南大学全日制专业学位研究生协同培养育人基础建设。此外，拓展与 6 所高校/研究机构的科研项目联系，如西湖大学、北京工商大学、广东粤港澳大湾区国家纳米科技创新研究院等。

图表 13: 公司研发体系概况



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 14: 首席研发工程师佐木公夫先生带教团队



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 15: 丸美与暨南大学共建研究生协同培养育人基地



资料来源：公司官方公众号，国盛证券研究所

技术专利积淀彰显研发实力，重点发力胶原蛋白赛道赋能品牌力升级。截至 2022 年上半年，公司累计参与编制标准 27 项，其中国家标准 8 项，行业标准 2 项，团体标准 17 项，累计发表论文 15 篇。截止 2022 年，丸美已获得授权专利 202 项，其中发明专利 127 项，并有多项专利获得国家专利奖。坚实的研发能力推动了丸美在原料配方/产品标准/功效评测的良好发展，截至 2021 年，丸美完成自研原料 30 款/确版配方 298 项。公司自 2021 年起开始布局胶原蛋白赛道，与暨南大学及基因工程药物国家工程研究中心共研共创“重组人源化胶原蛋白”双专利，实现了重组胶原蛋白赛道的前沿布局。2022 年入选抖音 X 巨量引擎 X 时尚芭莎之“了不起的中国成分”TOP1。

双胶原系列突破稳定+功效壁垒，成立重组胶原蛋白一体协同化平台。2021 年 3 月公司正式推出双胶原系列产品，发布与人体胶原蛋白的功能结构域氨基酸序列 100% 一致的“重组人源化胶原蛋白”，双专利成分包含 I 型与 III 型胶原蛋白，同时利用“翻译暂停”专利技术对蛋白活性优化，实现更高效的表达。2022 年 10 月，丸美举办第二届重组胶原蛋白抗衰老科学家论坛，发布与基因工程药物国家工程研究中心联合开发的明星成分三螺旋结构重组双胶原蛋白，解决功效性、稳定性、透皮吸收性三大问题。此外，公司宣布成立重组胶原蛋白“产、学、研、医、检”一体协同化平台，可从技术上推动

重组技术/合成生物技术的发展 and 演变，使重组胶原蛋白从成分专利延伸至纤连蛋白/弹性蛋白，辐射到大健康相关食品/药品/疫苗/医疗器械/人体器官的 3D 打印材料等产品类别。

图表 16: 丸美成立重组胶原蛋白“产、学、研、医、检”一体协同化平台

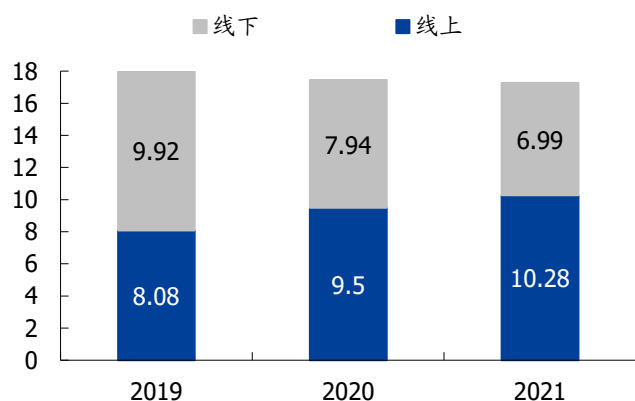
技术现状	中国在重组胶原蛋白的技术沉淀上处于领先地位。重组胶原蛋白的独特之处在于同源性/安全性/功效性。2021年，嵌合兼有I型和III型胶原序列的新型重组双胶原蛋白研发成功。
平台功能	丸美是重组双胶原蛋白研发领先企业，与国家级基因工程药物工程研究中心，开发出以重组双胶原蛋白成分为主打的护肤产品。
历史成就	实现重组胶原蛋白技术从基础研究到产业发展的高效转化 打造重组胶原蛋白科技产业大生态
	“产”：丸美成立拜斯特药业，帮助专家学者快速实现技术产业化； “学”&“研”：与暨南大学等高校及中国科学院等研究机构形成了长期的战略合作，推动翻译表达/三股螺旋序列技术等科技成果的取得和落地； “医”：与多家三甲医院/皮肤科医院的皮肤科专家/医学科普者形成紧密交流和合作，拥有完善的临床数据，教育消费者认知和接受重组胶原蛋白； “检”：针对质量控制标准/行业标准仍未完善，建立美域医学检验机构，并与权威第三方检测机构深度合作，建立规范的团体标准，筹备行业标准的制定，为产品品质的一致性坚实基础。

资料来源：《丸美抗衰老功效护肤趋势白皮书》，每日经济新闻，官方公众号，公司公告，国盛证券研究所

2.2 渠道端：线上加大重点细分渠道投入，线下优化服务及管理

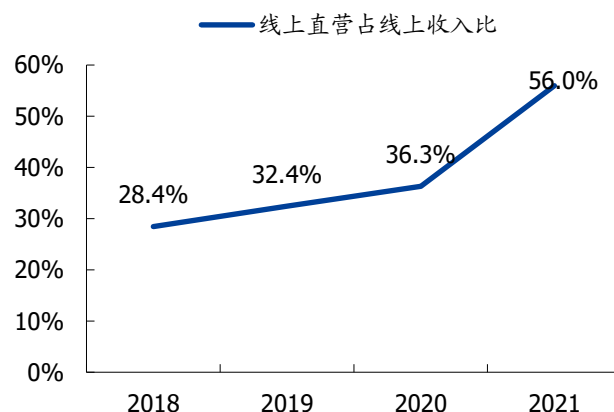
线上渠道策略迭代升级，直营占比不断提升。2020 年以来线上线下销售场景分化加速，公司对线上渠道进行结构优化和组织调整，细分为四个子渠道，包括平台电商、内容电商、社群电商、直播电商。2018-2021 年线上收入分别 6.57/8.08/9.5/10.28 亿元，占比由 42%提升至 60%。此外，公司不断加强布局线上直营建设，组建客服团队和直播团队，2018-2021 年公司线上直营占线上收入比例由 28.4%提升至 56%。

图表 17: 2018-2021 年公司渠道结构情况（单位：亿元）



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

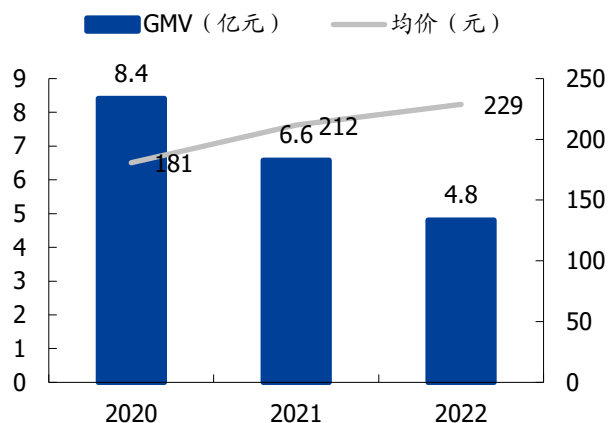
图表 18: 公司线上直营占线上收入比例不断提升



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

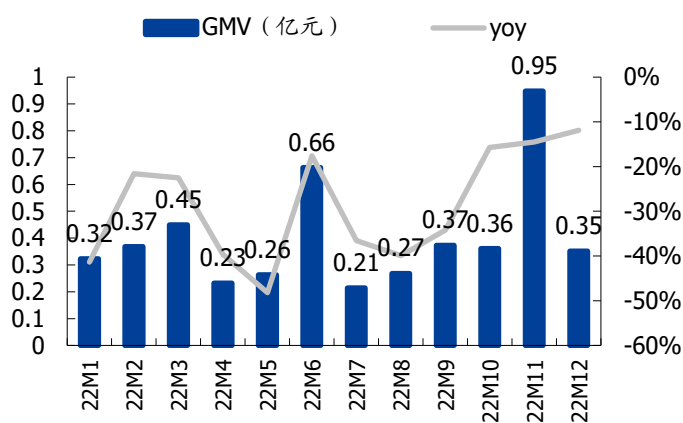
淘系平台销售有所回暖，随产品迭代及运营能力优化有望逐步恢复。根据魔镜情报数据，2022-2022 年丸美淘系平台 GMV 分别 8.4/6.6/4.8 亿元，均价分别为 181/212/229 元，2022 年以来淘系平台月度销售额同比降幅呈现收窄趋势。截至 2023 年 2 月，丸美天猫旗舰店粉丝达 761 万，在国货品牌中较为领先，粉丝基础较好，后续随产品迭代及渠道运营能力优化有望逐步恢复。

图表 19: 2020-2022 九美淘系平台 GMV 及均价情况



资料来源：魔镜市场情报，国盛证券研究所

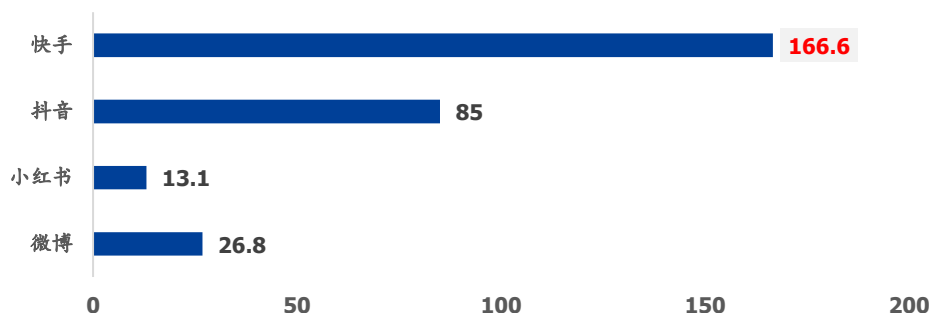
图表 20: 2022 年九美淘系月度销售额及同比增速情况



资料来源：魔镜市场情报，国盛证券研究所

重点加码新兴社媒平台，助力品牌拓展年轻客群。2021 年以来，公司加大对抖快等直播电商的投入，加大重视自播，完善直播配套及机制，调整渠道货品结构，成效明显。2022 年 H1 抖快平台自播占比超 50%，双 11 抖音渠道自播 GMV 同增 1620%、达播同增 30.6%，2022 年抖音自播增长超 600%，快手增长超 135%，直播渗透率明显提升，抖快自播达播比例不断优化。公司在营销端重点投放从传统媒体转向更加碎片化和复合多元的社交新媒体，充分运用小红书、抖快、B 站等社交平台属性，对年轻消费群体实现高效触达。截至 2023 年 1 月，九美品牌在快手/抖音等社媒平台粉丝数达 167/85 万。

图表 21: 九美社交新媒体粉丝数量 (万)



资料来源：小红书，快手，抖音，微博，国盛证券研究所注：截至 2023 年 1 月

线下受疫情影响较大，加大终端服务升级及供应链管理优化。疫情以来公司线下收入受损严重，2019-2022 线下收入 9.92/7.94/6.99 亿元，占比由 55%下降至 40%，百货、日化渠道受影响相对明显，美容院渠道表现较为坚挺。线下抓动销提升终端体验，提高双胶原护理直冲站的覆盖与渗透，为门店运销赋能。通过优化采购等环节管理，提升供应链效率及柔性度，上半年货品满足率 92%，同比提升 8pcts，原材料及成品的库存周转保持良好态势，同时推进全国云仓的落地，现已铺设 8 个云仓点，保障一盘货战略统筹。2023 年以来持续拓展和补充线下新兴渠道，1 月份进驻调色师、KKV 等门店，并计划二季度对三福百货等渠道进行进驻和合作。

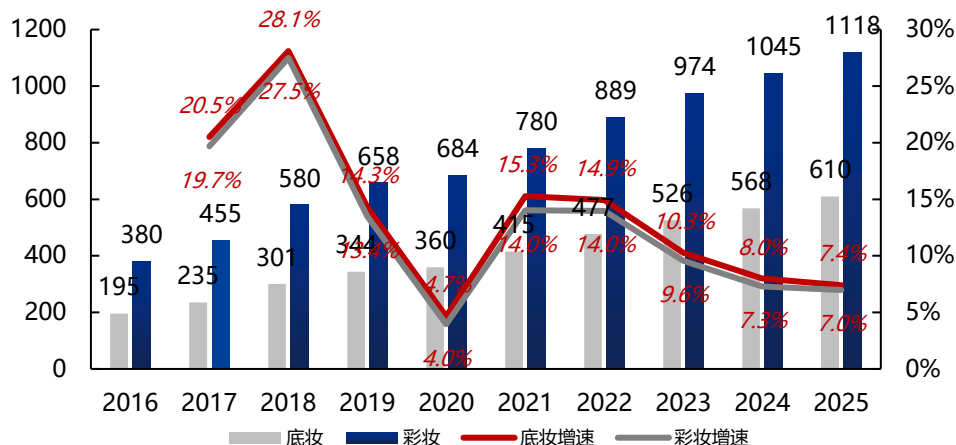
积极推进实体动销，加大渠道管理数字化转型。公司积极推进线下实体动销，保持各种形式会员沙龙会、私享会等活动，提升消费者终端体验。2021 年线下共召开约沙龙会近 1800 场，覆盖会员近 5 万人，新品私享体验会超 7000 场，覆盖会员近 6 万人，提高双胶原护理直冲站项目的覆盖与渗透。同时加强线下门店学习培训，发起九美研修院线上学习平台，开展线下整店训、充电会。2021 年线下渠道老会员复购率达 55%，其中百货渠道达 62%。2022 年线下会员同比新增 21%，ARPU 值同比增长 9%。

3. 多品牌矩阵接力，设立产业基金逐步孵化

3.1 恋火品牌高速发展，打造第二增长曲线

底妆市场复合增速约 16%，国产底妆逐步突围。底妆是彩妆市场中规模最大的细分赛道，根据艾瑞咨询，2021 年中国底妆市场规模达到 415 亿元，2016-2021 年 CAGR 为 16.3%，预计未来 2025 年底妆市场规模可达 610 亿元。底妆市场由于壁垒相对其他彩妆赛道较高，头部主要以国际品牌为主，底妆中粉底液品类销量较高，国货品牌中 Blank Me、恋火、卡姿兰等表现较好，恋火凭借 PL 看不见粉底液，迅速获得市场认同，市占率高居国产粉底液第三。

图表 22: 2016-2025 年中国底妆与彩妆市场规模及增速情况 (单位: 亿元, %)



资料来源: 艾瑞咨询, 国盛证券研究所 注: 此处彩妆为广义概念, 包含底妆、面/手部彩妆及套装等在内。

恋火定位于中高端专业彩妆市场，以底妆精品策略稳步渗透。“恋火”是韩国原装进口彩妆品牌，定位于中高端专业彩妆市场。2007 年在韩国面市，2009 年荣获“中国最受消费者喜爱原装进口彩妆品牌”，2010 年荣获“中国彩妆新锐品牌”，2016 年，荣获“最佳进口彩妆品牌”，2017 年 10 月由丸美收购，并于 2019 年 7 月完成剩余股份的收购。作为新锐彩妆品牌，PL 恋火以底妆精品策略稳步渗透。主要针对 18-40 岁女性，商品单价在 30-220 元之间。

图表 23: 恋火主推粉底液系列产品概览



资料来源: 品牌官网, 国盛证券研究所

聚焦底妆产品，逐渐完善产品矩阵。2021 年恋火完成品牌焕新，于 7 月推出 PL 看不见粉底液，以高质和极简的底妆心智口碑相传，迅速获得市场认同。目前恋火共有“蹭不掉系列”“和”看不见系列“的底妆产品，”根根系列“的眼妆产品，以及小情绪唇釉和各类美妆工具共 22 个单品。恋火品牌与李佳琦共创打造的“PL 看不见气垫”，在 2022 年 9 月于李佳琦直播间首发，凭借更细腻、更持妆、更高质感的产品体验，创下 5000 万+GMV。通过新增“看不见的粉饼”、“蹭不掉的粉底液”等丰富底妆 SKU，加大对干油敏不同肤质底妆需求的覆盖，在彩妆市场白热化竞争态势下实现突围。2022 年 PL 看不见粉底液双 11 大促期间荣登天猫回购榜、热销榜、加购榜、好评榜第一，全年 GMV

破亿，销量破 100 万，蹭不掉粉底液上市半年销量超 50 万件。

图表 24: 恋火主要产品概览

系列名称	产品名称	图片	价格
蹭不掉系列 (适合油皮/混油皮)	蹭不掉粉底液		168 元/30ml
	蹭不掉散粉		158 元/7g
看不见系列 (适合干皮/混干皮)	看不见气垫 (李佳琦共创)		208 元/14g
	看不见粉底液		148 元/30g
	看不见遮瑕膏		113 元/7.2g
	看不见粉霜		113 元/15g
	看不见精油粉饼 (李佳琦共创)		218 元/10g
	看不见妆前乳		58 元/15g
	看不见粉饼		148 元/9g
	看不见卸妆油		148 元/120ml
根根系列	根根分明眼线笔		68 元/支
	根根分明眉笔		68 元/支
	根根分明睫毛膏		68 元/支
出色唇妆	小情绪唇釉		60 元/支
美妆工具	大肚子粉扑、舒芙蕾美妆蛋、肉肉粉扑、厚厚粉扑、贴贴粉扑、糯糯粉扑、桃桃粉扑、0 号粉饼刷		30-80 元

资料来源：恋火天猫官方旗舰店，国盛证券研究所

线上销售增长靓丽，多渠道稳步推进。公司自 2021 年后推进恋火品牌对天猫、抖音自播及线下新零售渠道的拓展，坚持线上线下齐发力的战略。一方面，线上延续“看不见粉底液”的爆品节奏，用快打法抢占消费者心智；另一方面，在线下推出高端产品线晶钻系列，延续强研发、精技术、优品质的品牌特点。随着运营能力与消费者洞察能力提

升，2021年恋火进入高速发展期，7月成功打造爆品看不见粉底液，半年GMV销量60万支，收入从2020年的0.12亿同增463%至0.66亿元。2022年在彩妆大盘总体增速承压的情况下实现高增长，2022年H1恋火品牌收入0.99亿元，营收占比12.08%，前三季度收入达2021年全年2.5倍，双11期间仍表现良好，预估全年同比增长超300%，GMV方面全年达4亿左右，同比增长506%。

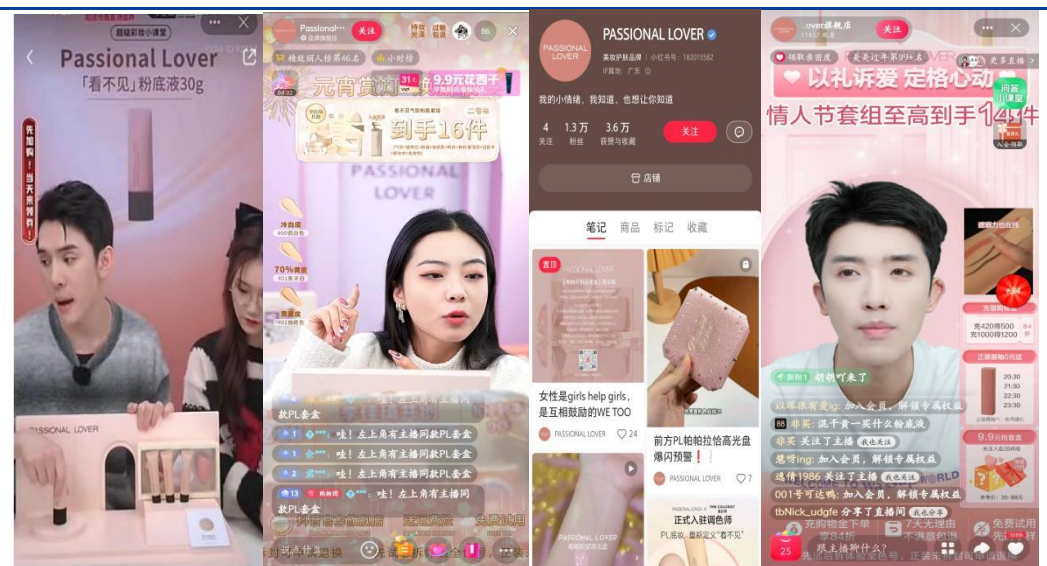
图表 25: 恋火在线上渠道表现靓丽



资料来源: 公司官方公众号, 国盛证券研究所

恋火通过超头及自播共同发力起势，实现均衡发展助力盈利能力优化。恋火在抖音渠道采取头部达人向下辐射的策略，与多位超头主播例如李佳琦、张凯毅、潘雨润达成深度绑定，通过超头直播间强势种草，并借助抖音、小红书等平台内容实现精准营销，发展较为均衡，自播占比超40%。得益于精准的费比控制，在流量成本日趋高涨的外部环境下，恋火品牌在实现高速增长的同时，在2021年即实现了盈利，未来随着产品矩阵拓展以及运营经验积累，有望持续优化盈利能力。

图表 26: 恋火通过超头及自播共同发力



资料来源: 李佳琦淘宝直播间, 恋火抖音直播间, 恋火小红书官方号, 恋火天猫直播间, 国盛证券研究所

3.2 产业基金投资计划稳步推进，积极布局产业链上下游

通过设计产业基金投资新锐品牌及 MCN 机构，积极布局产业链上下游。公司重视产业基金投入，从 2020 年 7 月开始陆续成立了四期产业投资基金，认缴金额合计近 3.7 亿元，重点关注领域包含美丽消费事业、食品饮料、新零售等，有望加速公司外延式发展步伐，提升公司综合实力。截至 2021 年，公司成立的前三期基金已投资 11 个项目，投资品牌主要有新锐护肤品牌“谷雨”、功能性护肤品牌“菜鸟和配方师”、MCN 机构“本新”、“白兔视频”，专业婴童护肤品牌“戴可思”、高端美容仪品牌“JOVS”、美瞳品牌“可啦啦”、口腔护理品牌“参半”、化妆品制造商“芭薇股份”等，投资项目稳健推进，为公司实现多品牌、多品类战略奠定基础。

图表 27: 公司对外投资设立产业投资基金情况

公告日期	基金名称	基金规模 (万元)	公司认缴出资比例	投资背景
2020 年 7 月	宿迁汇恒金鼎资产管理合伙企业 (有限合伙)	10,000	80%	重点关注化妆品产业上下游及相关行业，积极布局美妆消费产业链。
2020 年 10 月	宿迁众城资产管理合伙企业 (有限合伙)	10,000	50%	重点关注食品饮料及新零售等消费产业相关领域，积极布局健康与美的消费产业链。
2021 年 5 月	共青城联明股权投资合伙企业 (有限合伙)	25,000	80%	重点关注美妆、个护及新零售等消费产业相关领域，积极布局消费产业链。
2022 年 12 月	青岛茂达股权投资合伙企业 (有限合伙)	4000	99.75%	重点关注美丽消费事业相关领域，积极布局美丽事业上下游产业链。

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

4. 盈利预测及投资建议

核心假设: 公司主品牌丸美以领先的重组胶原蛋白技术依托，产品推新聚焦头部爆品效果良好，线上渠道运营能力持续提升，有望进一步提升在抗衰老赛道的市场份额。子品牌恋火自 2021 年下半年更换品牌团队以来，持续推出优质新品并打磨渠道运营能力，销售情况维持良好增长，构建公司第二成长曲线，在底妆领域初具品牌心智，2021 年/2022H1 恋火品牌营收 6617 万元/9855 万元，我们预计恋火 2022 年营收约 3 亿元，2023 年有望在出行、社交等消费场景恢复的情况下延续高增。此外，公司聘任新的电商部总经理拥有在天猫美妆和国内头部美妆企业核心岗位丰富的工作经验，预计 2023 年公司电商业务运营效率、内容营销等能力将显著提升，公司基本面有望持续改善。

图表 28: 公司盈利预测情况 (单位: 亿元, %)

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
丸美品牌营收	16.59	15.94	13.07	14.77	16.99
yoy	0.0%	-3.8%	-18.0%	13.0%	15.0%
恋火品牌营收	0.12	0.66	2.98	5.96	8.93
yoy		463.5%	350.0%	100.0%	50.0%
其他品牌营收	0.74	1.27	1.40	1.55	1.73
yoy		70.3%	10.0%	11.0%	12.0%
总营收	17.45	17.87	17.44	22.27	27.65
yoy	-3.1%	2.4%	-2.4%	27.7%	24.1%
归母净利润	4.64	2.48	2.10	2.94	3.72
yoy	-9.8%	-46.6%	-15.1%	39.9%	26.3%
归母净利率	26.6%	13.9%	12.1%	13.2%	13.5%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所预测

综上，我们预测公司 2022-2024 年收入分别为 17.44/22.27/27.65 亿元，同比增速-

2.4%/+27.7%/+24.1%，归母净利润分别为 2.10/2.94/3.72 亿元，同比分别-15.1%/+39.9%/+26.3%。当前市值对应 2023 年 PE 为 54X，维持“增持”评级。

图表 29: 可比公司相对估值

简称	市值	股价	归母净利润（亿元，人民币）				PE				PEG
	亿元	（元）	21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E	23E
贝泰妮	611	142	8.6	12.1	16.4	21.8	71	51	37	28	1.1
珀莱雅	542	182	5.8	7.4	9.5	11.8	94	73	57	46	2.1
上海家化	221	33	6.5	5.5	7.4	8.9	34	40	30	25	0.9
华熙生物	615	126	7.8	9.8	13.2	17.6	79	63	46	35	1.3
行业平均							69	57	43	33	1.3
丸美股份	159	39	2.5	2.1	2.9	3.7	64	76	54	43	1.4

资料来源: Wind, 国盛证券研究所预测 注: 股价更新至 2023.2.17

风险提示

新品推广及渠道转型不及预期: 公司持续进行研发创新，支撑产品矩阵不断丰富，若产品研发或上市进度不及预期，或对销售产生一定影响；

线下销售疫后复苏程度不达预期: 公司线下销售占比相对同业较高，如线下销售疫后复苏程度不达预期可能会影响公司业绩；

行业竞争加剧风险: 子品牌恋火作为公司第二增长曲线，所处的彩妆行业竞争如加剧可能会影响其业绩增速和盈利能力。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街 26 号楼 3 层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路 868 号保利 One56 1 号楼 10 层

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com