

## 行业表现较为平淡，静候需求端修复

强于大市 (维持)

——化妆品行业 2024 年中报业绩综述

2024 年 09 月 11 日

## 行业核心观点:

受内外部环境、消费需求缓慢恢复等因素的影响，2024 年上半年化妆品行业重点个股业绩表现分化，部分个股的收入和净利润增速出现放缓甚至负增长，营运能力也出现了一定程度的下滑。随着经济逐步复苏、扩大和刺激消费措施的出台，期待 2025 年需求端的修复。中长期来看，部分国货美妆企业提升研发投入，在国潮崛起背景下凭借出众的产品力脱颖而出；同时近年来行业监管趋严，利好合规龙头企业。建议关注**研发、产品力和营销能力优秀的国货化妆品龙头公司。**

## 投资要点:

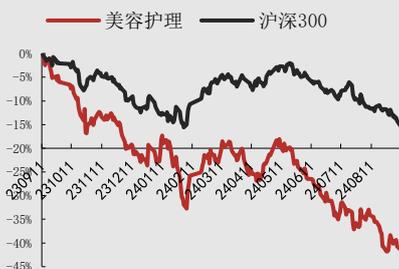
**行情表现:** 2024 年上半年化妆品板块跑输沪深 300，原料端表现较好。2024H1，化妆品板块下跌 8.64%，对标申万一级行业涨跌幅，化妆品排名第 12，跑输沪深 300 指数 9.53 个 pct。其中，原料板块表现相对较好，科思股份上涨 4.83%；品牌板块下跌 7.36%，珀莱雅、丸美股份表现较好，涨幅分别为 12.57%/10.83%，代工、代运营板块表现不佳。

**财务表现:** (1) **营收&净利润:** 代工板块业绩承压，代运营板块表现分化，品牌端贝泰妮、珀莱雅、丸美股份业绩增长亮眼，上海家化、华熙生物业绩短期承压。(2) **毛利率&净利率:** 公司盈利水平表现分化，青松股份、丽人丽妆、凯淳股份、若羽臣、丸美股份盈利能力提升，其中，青松股份主因上半年加强规模采购优势，控制原材料采购成本；优化工厂建设，推进数字化管理，紧抓降本增效。(3) **存货周转率&营运资金周转率:** 原料板块科思股份营运能力略有下降；代工板块表现较好，青松股份和嘉亨家化的存货周转率均超过 2 次；代运营板块丽人丽妆、凯淳股份的营运能力下降；品牌板块贝泰妮、珀莱雅、上海家化、拉芳家化、福瑞达存货周转率均同比提升，水羊股份营运资金周转率居化妆品板块个股之首。(4) **收入现金比&净现比:** 绝大多数个股收入现金比大于 1，拉芳家化和敷尔佳现金回款情况表现较好，收入现金比分别为 1.21/1.15，净利润现金比分别为 3.18/1.05。

**估值情况:** 个股估值水平分化。2024 年，化妆品重点个股一致预测对应的 PE 值差距较大，华熙生物、青松股份、壹网壹创、丸美股份 PE 值较高，分别为 31/26/26/24 倍，科思股份、嘉亨家化 PE 较低，分别为 9/11 倍。

**风险因素:** 宏观经济复苏不及预期风险、行业竞争加剧风险、渠道拓展不达预期风险。

## 行业相对沪深 300 指数表现



数据来源: 聚源, 万联证券研究所

## 相关研究

24Q1 部分个股业绩表现亮眼, 国潮崛起背景下关注需求端修复

个股业绩表现分化, 静候需求端修复  
消费呈现缓复苏态势, 3 月化妆品零售额同比+2.2%

分析师:

李滢

执业证书编号:

S0270522030002

电话:

15521202580

邮箱:

liyings1@wlzq.com.cn

## 正文目录

<b>1 行情表现</b>	<b>3</b>
1.1 总体行情：化妆品板块 2024 年上半年下跌 8.64%，跑输沪深 300	3
1.2 分板块及个股行情：2024H1 科思股份上涨 4.83%，珀莱雅、丸美股份领涨品牌板块	3
<b>2 财务表现</b>	<b>4</b>
2.1 营收&净利润：代工板块业绩承压，品牌端部分龙头表现亮眼	4
2.2 毛利率&净利率：大部分美妆上市公司盈利能力提升	6
2.3 存货周转率&营运资金周转率：部分公司营运能力有所上升	8
2.4 收现比&净现比：大部分公司收现比大于 1	8
<b>3 估值情况：个股估值水平分化</b>	<b>9</b>
<b>4 投资建议</b>	<b>10</b>
<b>5 风险因素</b>	<b>10</b>
图表 1： 2024 年上半年申万一级子行业及化妆品板块涨跌幅情况（%）	3
图表 2： 2024 年上半年化妆品板块个股涨跌幅情况	3
图表 3： 2024H1&2024Q2 化妆品板块个股营收、归母净利润及同比增速情况	5
图表 4： 近年来化妆品板块个股分季度营业收入同比增速情况	5
图表 5： 近年来化妆品板块个股分季度归母净利润同比增速情况	6
图表 6： 2024H1 和 24Q2 化妆品板块个股毛利率与净利率情况	7
图表 7： 2024H1 化妆品板块个股销售/管理/研发/财务费用率情况	7
图表 8： 2024H1 化妆品板块个股存货周转率与营运资金周转率情况	8
图表 9： 2024H1 化妆品板块个股收入现金比与净利润现金比情况	9
图表 10： 化妆品个股 2024 及 2025 年一致预测的 EPS（元/股）及对应 PE（倍）	9

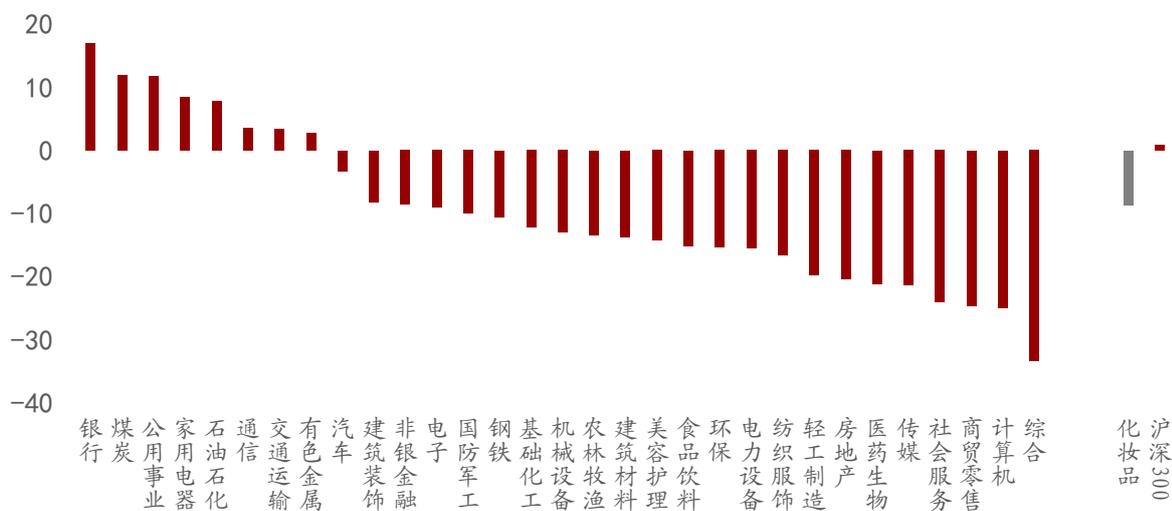
## 1 行情表现

我们从化妆品产业链中选取了一批化妆品业务收入占比较大的A股上市公司，其中包括科思股份、青松股份、嘉亨家化、壹网壹创、丽人丽妆、凯淳股份、若羽臣、贝泰妮、珀莱雅、华熙生物、上海家化、丸美股份、水羊股份、拉芳家化、福瑞达、敷尔佳共16只个股组成化妆品板块（下同），以便更清晰地探讨该板块以及相关个股在市场中的表现。

### 1.1 总体行情：化妆品板块 2024 年上半年下跌 8.64%，跑输沪深 300

2024年1月1日-2024年6月30日，化妆品板块下跌8.64%，对标申万一级行业涨跌幅，化妆品排名第12，跑输沪深300指数9.53个pct。

图表1：2024年上半年申万一级子行业及化妆品板块涨跌幅情况（%）



资料来源：同花顺iFinD、万联证券研究所

注：数据选自2024年1月1日-2024年6月30日

化妆品板块选取的个股：科思股份、青松股份、嘉亨家化、壹网壹创、丽人丽妆、凯淳股份、若羽臣、贝泰妮、珀莱雅、华熙生物、上海家化、丸美股份、水羊股份、拉芳家化、福瑞达、敷尔佳。

行业涨跌幅均采用总市值加权平均法计算。

### 1.2 分板块及个股行情：2024H1 科思股份上涨 4.83%，珀莱雅、丸美股份领涨品牌板块

从2024年1月1日至6月30日，原料板块上涨4.83%，涨幅位列四个子板块中第一。代工板块表现最差，板块下跌37.22%，其中，嘉亨家化（-42.70%）跌幅最大。代运营板块跌幅为35.29%，其中，丽人丽妆（-43.93%）跌幅最大。品牌板块下跌7.36%，其中，珀莱雅、丸美股份表现相对较好，涨幅分别为12.57%/10.83%。

图表2：2024年上半年化妆品板块个股涨跌幅情况

股票代码	股票简称	24H1 涨跌幅 (%)	2024/6/30 总市值 (亿元)
300856.SZ	科思股份	4.83	108.41
<b>原料板块涨跌幅 (%)</b>		<b>4.83</b>	
300132.SZ	青松股份	-33.33	17.98
300955.SZ	嘉亨家化	-42.70	12.77

<b>代工板块涨跌幅 (%)</b>		<b>-37.22</b>	
605136.SH	丽人丽妆	-43.93	22.07
300792.SZ	壹网壹创	-36.73	35.89
301001.SZ	凯淳股份	-30.47	14.10
003010.SZ	若羽臣	-25.47	17.79
<b>代运营板块涨跌幅 (%)</b>		<b>-35.29</b>	
300957.SZ	贝泰妮	-28.29	204.68
603605.SH	珀莱雅	12.57	440.36
688363.SH	华熙生物	-15.48	272.49
600315.SH	上海家化	-16.05	120.23
603983.SH	丸美股份	10.83	110.40
300740.SZ	水羊股份	-11.38	57.06
603630.SH	拉芳家化	-29.88	23.67
600223.SH	福瑞达	-26.58	71.87
301371.SZ	敷尔佳	-16.25	124.26
<b>品牌板块涨跌幅 (%)</b>		<b>-7.36</b>	
<b>化妆品板块涨跌幅 (%)</b>		<b>-8.64</b>	

资料来源：同花顺iFinD、万联证券研究所

注：(1) 板块涨跌幅采用个股期末总市值加权平均法；

(2) 行情数据系前复权行情。

## 2 财务表现

### 2.1 营收&净利润：代工板块业绩承压，品牌端部分龙头表现亮眼

**原料板块：**科思股份2024H1实现营收同比+18.01%，归母净利润+20.24%，24Q2实现营收/归母净利润同比+15.00%/+6.00%，业绩增长势能强劲，主要得益于防晒市场需求持续增长以及公司以新型防晒剂为代表的募投项目产品进一步放量。

**代工板块：**青松股份与嘉亨家化业绩承压。2024H1，青松股份营业收入同比-7.14%，主因公司上半年受经济环境等影响，化妆品行业增速放缓，部分客户订单需求有待恢复。此外，2024H1，嘉亨家化实现营收/归母净利润同比-5.12%/-139.85%，业绩下滑主因：1) 客户需求减少，产品结构调整、固定支出增加导致毛利率下滑；2) 2022年6月投产的湖州嘉亨化妆品生产线仍未充分发挥规模效应；3) 24H1管理费用、研发费用同比增加。

**代运营板块：**若羽臣表现相对较好，2024H1，若羽臣营业收入增速为+33.08%，主因自有品牌业务和品牌管理业务增长；归母净利润同比+72.51%。凯淳股份2024H1营收与归母净利润同比-34.39%/+146.15%，营收同比下滑主因上半年调整业务结构。丽人丽妆2024H1实现营收/归母净利润分别同比-32.86%/+111.25%。

**品牌板块：**部分龙头企业例如珀莱雅、丸美股份的收入和归母净利润均实现了亮眼增长。2024H1，珀莱雅营收/归母净利润同比增长分别为+37.90%/+40.48%，主因线上渠道营收同比增长。丸美股份营收/归母净利润同比增长分别为+27.65%/+35.09%，主因主品牌丸美与第二品牌销售保持增长。贝泰妮营收/归母净利润同比分别+18.45%/+7.50%，主因公司销售规模增加以及悦江投资纳入公司合并范围。此外，华熙生物、上海家化营收有所下滑，营收分别同比-8.61%/-8.51%。福瑞达营收同比-

22.15%，主因房地产业务剥离所致，其中化妆品业务收入同比+7.24%。

图表3: 2024H1&2024Q2化妆品板块个股营收、归母净利润及同比增速情况

	营业收入 (亿元)				归母净利润 (亿元)					
	24H1	yoy (%)	24Q2	yoy (%)	24H1	yoy (%)	24Q2	yoy (%)		
原料	300856.SZ	科思股份	14.05	18.01	6.93	15.00	4.21	20.24	2.02	6.00
代工	300132.SZ	青松股份	8.58	-7.14	4.78	-9.31	0.07	111.13	0.13	194.17
	300955.SZ	嘉亨家化	4.22	-5.12	2.19	-4.82	-0.05	-139.85	-0.03	-130.81
代运营	300792.SZ	壹网壹创	6.22	2.03	3.40	2.71	0.67	-23.18	0.38	-15.38
	605136.SH	丽人丽妆	9.66	-32.86	4.94	-40.13	0.03	111.25	0.122	3441.60
	301001.SZ	凯淳股份	2.07	-34.39	1.04	-40.31	0.04	146.15	0.02	118.40
	003010.SZ	若羽臣	7.87	33.08	4.15	34.36	0.39	72.51	0.26	66.43
品牌端	300957.SZ	贝泰妮	28.05	18.45	17.08	13.51	4.84	7.50	3.07	5.20
	603605.SH	珀莱雅	50.01	37.90	28.20	40.59	7.02	40.48	3.99	36.84
	688363.SH	华熙生物	28.11	-8.61	14.50	-18.09	3.42	-19.51	0.98	-56.10
	600315.SH	上海家化	33.21	-8.51	14.15	-14.21	2.38	-20.93	-0.18	-125.80
	603983.SH	丸美股份	13.52	27.65	6.91	18.58	1.77	35.09	0.66	26.71
	300740.SZ	水羊股份	22.93	0.14	12.61	1.41	1.06	-25.74	0.66	-27.17
	603630.SH	拉芳家化	4.28	15.17	2.04	14.66	0.37	-31.64	-0.03	-48.67
	600223.SH	福瑞达	19.25	-22.15	10.35	-13.85	1.27	-33.18	0.97	11.66
	301371.SZ	敷尔佳	9.40	8.17	5.31	7.06	3.40	-3.71	1.97	-2.83

资料来源: 同花顺iFinD、万联证券研究所

图表4: 近年来化妆品板块个股分季度营业收入同比增速情况

	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2		
原料	300856.SZ	科思股份	82.5	48.7	42.3	47.9	36.3	21.3	21.1	15.0
代工	300132.SZ	青松股份	-3.7	-24.6	-42.2	-27.7	-28.8	-31.8	-4.3	-9.3
	300955.SZ	嘉亨家化	-4.6	-12.4	-14.8	10.7	-6.4	-0.5	-5.4	-4.8
代运营	300792.SZ	壹网壹创	57.7	29.0	4.6	-9.6	-25.7	-24.8	1.2	2.7
	605136.SH	丽人丽妆	-16.2	-30.9	-14.1	-2.1	-9.2	-27.2	-23.1	-40.1
	301001.SZ	凯淳股份	8.2	-3.6	-2.1	5.0	-25.9	-31.0	-27.1	-40.3
	003010.SZ	若羽臣	-1.7	-0.9	-0.6	23.2	-15.7	34.2	31.7	34.4
品牌	300957.SZ	贝泰妮	20.7	10.9	6.8	21.2	25.8	-1.3	27.1	13.5
	603605.SH	珀莱雅	22.1	49.5	29.3	46.2	21.4	50.9	34.6	40.6
	688363.SH	华熙生物	28.8	5.3	4.0	5.3	-17.3	-9.0	4.2	-18.1
	600315.SH	上海家化	1.2	-3.5	-6.5	3.3	-10.8	-14.0	-3.8	-14.2
	603983.SH	丸美股份	23.7	-9.4	24.6	34.1	46.1	17.2	38.7	18.6
	300740.SZ	水羊股份	-4.4	-18.7	0.1	7.6	-4.7	-19.1	-1.4	1.4
	603630.SH	拉芳家化	-12.4	-21.8	-3.3	-9.4	7.0	-7.0	15.6	14.7
	600223.SH	福瑞达	61.9	-26.5	-14.2	-64.2	-75.1	-73.2	-30.0	-13.9
	301371.SZ	敷尔佳	29.6	-3.7	5.4	7.1	-5.5	30.8	9.7	7.1

资料来源: 同花顺iFinD、万联证券研究所

图表5: 近年来化妆品板块个股分季度归母净利润同比增速情况

			分季度归母净利润同比增速(%)							
			22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2
原料	300856.SZ	科思股份	324.8	534.6	176.1	114.2	73.1	47.3	37.2	6.0
代工	300132.SZ	青松股份	-704.4	91.7	21.7	86.0	99.6	94.6	87.5	194.2
	300955.SZ	嘉亨家化	-20.2	-34.7	-67.5	-16.4	-42.5	-34.6	-153.5	-130.8
代运营	300792.SZ	壹网壹创	-45.6	-73.1	-17.9	-16.5	-36.4	-117.3	-31.3	-15.4
	605136.SH	丽人丽妆	-179.8	-167.4	-291.3	105.2	37.5	180.9	60.7	3441.6
	301001.SZ	凯淳股份	-186.8	49.6	114.4	-73.9	104.1	8.5	42.7	118.4
	003010.SZ	若羽臣	19.0	197.6	94.5	181.2	42.5	22.5	86.4	66.4
品牌	300957.SZ	贝泰妮	35.5	5.2	8.4	17.1	5.7	-66.7	11.7	5.2
	603605.SH	珀莱雅	43.5	52.1	31.3	110.4	24.2	39.1	45.6	36.8
	688363.SH	华熙生物	4.9	29.3	0.4	-18.0	-56.0	-73.4	21.4	-56.1
	600315.SH	上海家化	15.5	-30.6	15.6	269.2	-40.1	-33.3	11.2	-125.8
	603983.SH	丸美股份	106.2	-48.9	20.2	0.8	1366.8	58.0	40.6	26.7
	300740.SZ	水羊股份	-37.4	-93.5	25.4	119.1	4.0	1804.4	-23.3	-27.2
	603630.SH	拉芳家化	72.4	-143.1	1523.1	-62.6	30.1	-258.0	-23.2	-48.7
	600223.SH	福瑞达	-118.4	23.3	95.1	-50.3	234.4	160.3	-54.4	11.7
	301371.SZ	敷尔佳	25.0	-10.1	-1.4	-0.8	-37.3	7.3	-4.8	-2.8

资料来源: 同花顺iFinD、万联证券研究所

## 2.2 毛利率&净利率: 大部分美妆上市公司盈利能力提升

**原料板块:** 2024H1, 科思股份毛利率同比下滑1.52pcts, 但净利率同比提升0.54pcts。

**代工板块:** 2024H1, 青松股份毛利率同比增加7.47pcts, 净利率同比增加7.41pcts, 主因公司上半年加强原材料采购管理, 规模采购优势下原材料采购成本下降; 优化工厂建设, 推进数字化管理, 紧抓降本增效。嘉亨家化毛利率与净利率同比均下降, 主因产品结构变动、固定支出增加以及研发和管理费用增加。

**代运营板块:** 2024H1, 壹网壹创盈利能力下滑, 毛利率和净利率同比均有所下降, 主因毛利率较低的线上分销收入占比增加, 以及增加线上管理和相关投入; 丽人丽妆、若羽臣盈利能力提升, 毛利率与净利率同比均上升。其中, 若羽臣盈利能力提升主因公司品牌管理业务收入占比较23年底大幅提升, 自有品牌实现营收同比大幅增长。

**品牌板块:** 2024H1, 板块内公司盈利能力表现分化, 其中, 丸美股份的毛利率与净利率同比均提升, 分别同比+4.55pcts/+0.69pcts, 主因产品结构优化和管理进一步精细。贝泰妮、珀莱雅、敷尔佳毛利率与净利率同比均有所下滑。华熙生物毛利率与净利率同比分别+0.72pcts/-1.59pcts, 主因管理变革产生短期费用, 长期战略性投入持续增长。

图表6: 2024H1和24Q2化妆品板块个股毛利率与净利率情况

			毛利率 (%)				净利率 (%)			
			24H1	yoy	24Q2	yoy	24H1	yoy	24Q2	yoy
原料	300856.SZ	科思股份	47.84	-1.52	47.86	-1.81	29.99	0.54	29.10	-2.48
代工	300132.SZ	青松股份	15.10	7.47	16.11	4.63	0.77	7.41	2.75	5.32
	300955.SZ	嘉亨家化	19.69	-3.87	20.17	-3.95	-1.29	-4.37	-1.16	-4.75
代运营	300792.SZ	壹网壹创	27.75	-4.58	23.97	-6.69	10.76	-3.53	11.05	-2.37
	605136.SH	丽人丽妆	34.74	2.77	37.58	7.88	0.18	2.00	2.37	2.55
	301001.SZ	凯淳股份	30.13	7.03	31.88	10.64	1.73	4.19	1.61	6.84
	003010.SZ	若羽臣	45.53	5.85	64.26	20.03	4.95	1.13	6.29	1.21
品牌端	300957.SZ	贝泰妮	72.59	-2.79	72.92	-2.04	16.96	-1.65	17.75	-1.23
	603605.SH	珀莱雅	69.82	-0.69	69.60	-1.30	14.47	-0.09	14.50	-0.76
	688363.SH	华熙生物	74.52	0.72	73.38	-0.43	12.11	-1.59	6.70	-5.76
	600315.SH	上海家化	61.13	0.88	58.25	-0.85	7.17	-1.13	-1.29	-5.56
	603983.SH	丸美股份	74.68	4.55	74.75	3.44	13.09	0.69	9.61	0.60
	300740.SZ	水羊股份	61.48	4.57	61.60	1.99	4.77	-1.64	5.29	-2.11
	603630.SH	拉芳家化	47.65	2.87	49.94	2.31	8.60	-5.09	4.46	-4.55
	600223.SH	福瑞达	51.87	7.70	52.75	3.53	8.11	-1.37	8.04	1.34
301371.SZ	敷尔佳	81.41	-1.40	81.41	-1.52	36.22	-4.47	35.55	-3.62	

资料来源: 同花顺iFinD、万联证券研究所

图表7: 2024H1化妆品板块个股销售/管理/研发/财务费用率情况

			销售费用率 (%)		管理费用率 (%)		研发费用率 (%)		财务费用率 (%)	
			24H1	yoy	24H1	yoy	24H1	yoy	24H1	yoy
原料	300856.SZ	科思股份	1.48	-0.16	7.00	-0.51	4.62	-0.43	0.07	1.05
代工	300132.SZ	青松股份	2.65	0.13	8.29	-0.11	3.37	-0.41	0.33	-0.36
	300955.SZ	嘉亨家化	0.92	0.15	16.74	1.31	3.88	0.30	0.94	0.10
代运营	300792.SZ	壹网壹创	11.31	-0.78	5.29	-1.44	0.99	-0.41	-1.92	0.11
	605136.SH	丽人丽妆	29.26	5.97	5.48	1.41	1.22	0.84	-0.84	-0.29
	301001.SZ	凯淳股份	19.45	-1.08	8.07	3.25	1.10	0.17	-0.81	-0.63
	003010.SZ	若羽臣	33.93	6.63	4.76	-2.37	1.64	-0.62	-0.63	0.47
品牌端	300957.SZ	贝泰妮	45.54	-0.80	6.25	-0.19	4.08	-0.52	-0.19	0.28
	603605.SH	珀莱雅	46.78	3.22	3.54	-1.76	1.89	-0.63	-0.49	0.34
	688363.SH	华熙生物	41.93	-4.25	8.77	2.09	7.13	1.06	-0.29	0.43
	600315.SH	上海家化	43.41	-0.11	7.56	-0.79	2.07	-0.07	0.55	0.62
	603983.SH	丸美股份	53.06	4.58	3.44	-1.03	2.65	-0.09	-0.57	0.14
	300740.SZ	水羊股份	46.84	6.35	4.69	-0.33	1.39	-0.62	1.38	0.57
	603630.SH	拉芳家化	28.72	8.64	6.96	-0.74	4.21	-0.28	-2.03	0.37
	600223.SH	福瑞达	36.36	7.31	4.10	-0.30	3.41	0.79	-0.45	-3.01
301371.SZ	敷尔佳	32.03	6.63	4.80	-0.20	1.68	0.41	-4.82	-2.11	

资料来源: 同花顺iFinD、万联证券研究所

### 2.3 存货周转率&营运资金周转率：部分公司营运能力有所上升

**原料板块：**2024H1，科思股份存货周转率为1.68次，同比提升0.37次；营运资金周转率为0.80次，同比减少0.07次。

**代工板块：**2024H1，青松股份和嘉亨家化的存货周转率均超过2次，其中青松股份的存货周转率为2.65次，居化妆品板块个股之首，青松股份的营运资金周转率同比有所增加，嘉亨家化同比减少。

**代运营板块：**2024H1，板块个股的营运资金周转率同比仅若羽臣有所提升，存货周转率同比仅壹网壹创上升，丽人丽妆存货周转率最低（0.87次），凯淳股份最高（2.06次）。

**品牌板块：**2024H1，存货周转率除贝泰妮（0.92次）和华熙生物（0.62次）其他均高于1.0，其中，贝泰妮、珀莱雅、上海家化、拉芳家化、福瑞达存货周转率均同比提升。水羊股份营运资金周转率居化妆品板块个股之首，为1.64次。

图表8: 2024H1化妆品板块个股存货周转率与营运资金周转率情况

			存货周转率(次)		营运资金周转率(次)	
			24H1	yoy	24H1	yoy
原料	300856.SZ	科思股份	1.68	0.37	0.80	-0.07
	300132.SZ	青松股份	2.65	0.37	1.10	0.05
代工	300955.SZ	嘉亨家化	2.33	0.20	2.14	-0.10
	300792.SZ	壹网壹创	1.39	0.03	0.36	-0.01
代运营	605136.SH	丽人丽妆	0.87	-0.08	0.48	-0.20
	301001.SZ	凯淳股份	2.06	-0.02	0.34	-0.09
	003010.SZ	若羽臣	1.50	-0.48	1.06	0.30
品牌端	300957.SZ	贝泰妮	0.92	0.05	0.64	0.14
	603605.SH	珀莱雅	1.89	0.36	1.42	0.14
	688363.SH	华熙生物	0.62	-0.07	1.63	0.25
	600315.SH	上海家化	1.72	0.24	1.28	0.02
	603983.SH	丸美股份	1.96	-0.24	0.92	0.20
	300740.SZ	水羊股份	1.05	-0.05	1.64	-1.19
	603630.SH	拉芳家化	1.46	0.42	0.33	0.04
	600223.SH	福瑞达	1.73	1.67	0.59	0.04
301371.SZ	敷尔佳	1.34	-0.03	0.30	-0.24	

资料来源：同花顺iFIND、万联证券研究所

### 2.4 收现比&净现比：大部分公司收现比大于1

**原料板块：**2024H1，科思股份收现比为1.01，净现比为1.36。

**代工板块：**2024H1，青松股份和嘉亨家化的收现比均大于1，分别为1.12/1.14。嘉亨家化的净现比为-4.00。

**代运营板块：**2024H1，板块个股收现比均大于1。

**品牌板块：**2024H1，除水羊股份与丸美股份收现比分别为0.98/0.92，其余公司收现比均大于1。拉芳家化和敷尔佳现金回款情况表现较好，收入现金比分别为1.21/1.15，净利润现金比分别为3.18/1.05。

图表9: 2024H1化妆品板块个股收入现金比与净利润现金比情况

			收入现金比	净利润现金比
原料	300856.SZ	科思股份	1.01	1.36
	300132.SZ	青松股份	1.12	11.16
代工	300955.SZ	嘉亨家化	1.14	-4.00
	300792.SZ	壹网壹创	1.14	2.35
代运营	605136.SH	丽人丽妆	1.14	80.31
	301001.SZ	凯淳股份	1.23	9.63
	003010.SZ	若羽臣	1.16	5.10
品牌端	300957.SZ	贝泰妮	1.05	0.30
	603605.SH	珀莱雅	1.04	0.91
	688363.SH	华熙生物	1.01	0.78
	600315.SH	上海家化	1.10	2.05
	603983.SH	丸美股份	0.92	0.33
	300740.SZ	水羊股份	0.98	-0.57
	603630.SH	拉芳家化	1.21	3.18
	600223.SH	福瑞达	1.10	0.87
	301371.SZ	敷尔佳	1.15	1.05

资料来源: 同花顺iFinD、万联证券研究所

### 3 估值情况: 个股估值水平分化

选取2024年9月6日收盘价以及同花顺一致预测的2024-2025年的EPS计算PE。2024年, 化妆品重点个股一致预测对应的PE值差距较大, 华熙生物、青松股份、壹网壹创、丸美股份PE值较高, 分别为31/26/26/24倍, 科思股份、嘉亨家化PE较低, 分别为9/11倍。

图表10: 化妆品个股2024及2025年一致预测的EPS (元/股) 及对应PE (倍)

			EPS		PE		股价 (元)
			2024E	2025E	2024E	2025E	2024/9/6
原料	300856.SZ	科思股份	2.91	3.60	9	7	26
	300132.SZ	青松股份	0.14	0.24	26	15	4
代工	300955.SZ	嘉亨家化	1.09	1.61	11	7	12
	300792.SZ	壹网壹创	0.61	0.67	26	24	16
代运营	605136.SH	丽人丽妆	-	-	-	-	6
	301001.SZ	凯淳股份	-	-	-	-	19
	003010.SZ	若羽臣	-	-	-	-	12
品牌端	300957.SZ	贝泰妮	2.41	2.94	17	14	41
	603605.SH	珀莱雅	3.92	4.85	23	19	90
	688363.SH	华熙生物	1.55	1.94	31	25	49
	600315.SH	上海家化	0.78	0.91	19	16	14
	603983.SH	丸美股份	0.92	1.17	24	19	22
	300740.SZ	水羊股份	0.81	0.98	13	10	10
	603630.SH	拉芳家化	0.50	0.58	19	16	9
	600223.SH	福瑞达	0.34		18	15	6
	301371.SZ	敷尔佳	2.04	2.24	14	13	28

资料来源: 同花顺iFinD、万联证券研究所

注: 数据提取日期为2024年9月6日, EPS采用同花顺一致预测, PE为提取日收盘价除以一致预测的EPS所得出。

## 4 投资建议

受内外部环境、消费需求缓慢恢复等因素的影响，2024年上半年化妆品行业重点个股业绩表现分化，部分个股的收入和净利润增速出现放缓甚至负增长，营运能力也出现了一定程度的下滑。随着经济逐步复苏、扩大和刺激消费措施的出台，期待2025年需求端的修复。中长期来看，部分国货美妆企业提升研发投入，在国潮崛起背景下凭借出众的产品力脱颖而出；同时近年来行业监管趋严，利好合规龙头企业。**建议关注强研发、产品力和营销能力优秀的国货化妆品龙头公司。**

## 5 风险因素

宏观经济复苏不及预期风险、行业竞争加剧风险、渠道拓展不达预期风险。

## 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