

## 板块行情回暖，部分龙头股业绩亮眼

——化妆品行业 2024 年年报及 2025 年一季报业绩综述

强于大市(维持)

2025 年 05 月 14 日

### 行业核心观点：

受内外部环境、消费需求恢复等因素的影响，化妆品行业整体业绩表现较为疲软，但部分公司凭借优秀的产品力、灵活的营销手法等实现了营收和归母净利润的亮眼增长。未来随着经济逐步复苏、促消费政策的陆续出台，期待下半年需求端的进一步修复。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企业。

### 投资要点：

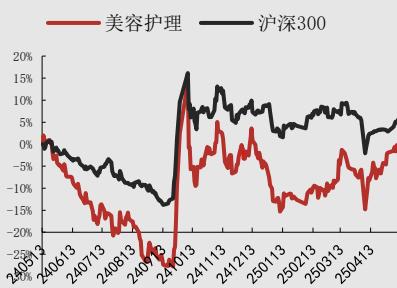
**行情表现：**2025 年 1 月 1 日-2025 年 5 月 6 日，化妆品板块上涨 29.07%，大幅跑赢沪深 300 指数 32.28 个 pct。其中，原料/代工/代运营/品牌板块分别 -20.37%/28.39%/28.25%/31.08%。个股方面，芭薇股份领涨代工板块；若羽臣领涨代运营板块；锦波生物、丸美生物、上海家化领涨品牌板块。

**财务表现：**(1) 营收&净利润：原料板块业绩承压，代运营板块表现分化，品牌端珀莱雅、丸美生物、锦波生物业绩增长亮眼，上海家化、福瑞达和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、凯淳股份、若羽臣、珀莱雅盈利能力提升，其中，青松股份主因公司持续推进化妆品原料创新研究及产品配方优化，不断提升产品品质，同时降低产品成本，增强产品竞争力。(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、嘉亨家化和芭薇股份的存货周转率均超过 4 次，芭薇股份营运资金周转率居化妆品板块个股之首；代运营板块丽人丽妆的营运能力下降；品牌板块贝泰妮、珀莱雅、上海家化、拉芳家化、福瑞达、锦波生物存货周转率均同比提升。(4) 收入现金比&净现比：绝大多数个股收入现金比大于 1。

**估值情况：**个股估值水平分化。2025 年，化妆品重点个股一致预测对应的 PE 值差距较大，拉芳家化、若羽臣、华熙生物、上海家化 PE 值较高，分别为 64/49/49/46 倍，科思股份、敷尔佳 PE 较低，分别为 17/18 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

美护行业预盈率 72%，子板块表现较为稳定  
“双 11”大盘增长强劲，国货美妆品牌表现持续亮眼

行业表现较为平淡，静候需求端修复

分析师：李莹

执业证书编号：S0270522030002

电话：15521202580

邮箱：liying1@wlzq.com.cn

## 正文目录

1 行情表现.....	3
1.1 总体行情：化妆品板块年初至今上涨 29.07%，跑赢沪深 300.....	3
1.2 分板块及个股行情：年初至今品牌板块上涨 31.08%，芭薇股份领涨代工板 块.....	3
2 财务表现.....	4
2.1 营收&净利润：原料板块业绩承压，代工、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 25Q1 毛利率提升 .....	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.....	9
3 估值情况：个股估值水平表现分化.....	9
4 投资建议.....	10
5 风险因素.....	10
 图表 1：年初至今申万一级子行业及化妆品板块涨跌幅情况（%） .....	3
图表 2：2025 年 1 月 1 日至 5 月 6 日化妆品板块个股涨跌幅情况 .....	3
图表 3：2024&2025Q1 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 6：2024 和 25Q1 化妆品板块个股毛利率与净利率情况 .....	7
图表 7：2024 年化妆品板块个股销售/管理/研发/财务费用率情况.....	7
图表 8：2024 年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 9：2024 年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 2025 及 2026 年一致预测的 EPS（元/股）及对应 PE（倍） ..	9

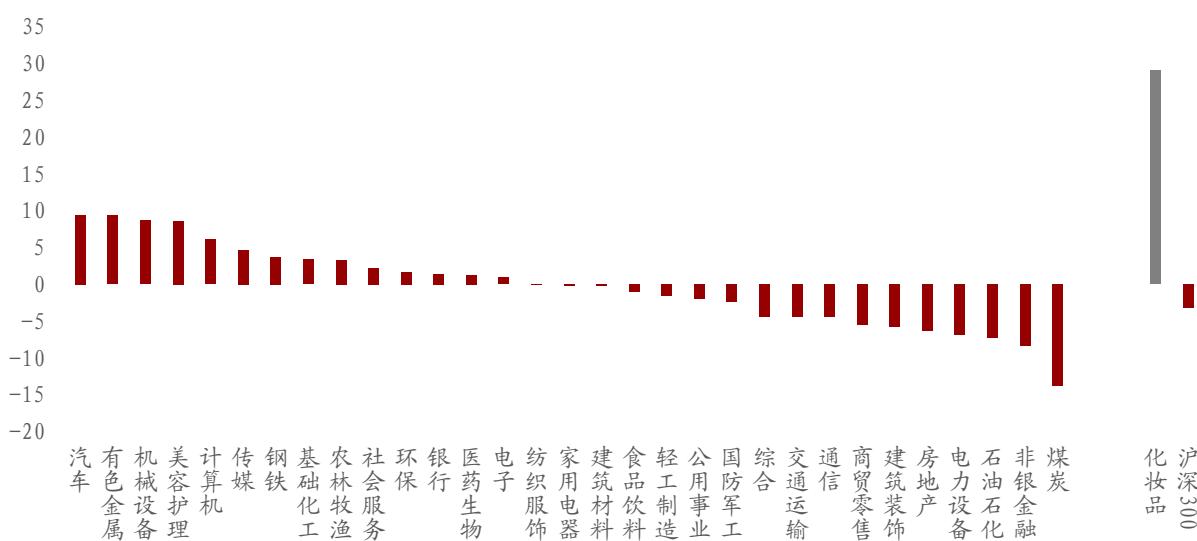
## 1 行情表现

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、丸美生物、水羊股份、拉芳家化、福瑞达、敷尔佳、锦波生物、芭薇股份共18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：化妆品板块年初至今上涨 29.07%，跑赢沪深 300

2025年1月1日-2025年5月6日，化妆品板块上涨29.07%，大幅跑赢沪深300指数32.28个pct。

图表1：年初至今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2025年1月1日-2025年5月6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、丸美生物、水羊股份、拉芳家化、福瑞达、敷尔佳、锦波生物、芭薇股份。

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：年初至今品牌板块上涨 31.08%，芭薇股份领涨代工板块

从2025年1月1日至5月6日，除原料板块行情表现不佳以外，代工/代运营/品牌板块行情表现亮眼，分别上涨28.39%/28.25%/31.08%。个股方面，芭薇股份领涨代工板块；若羽臣领涨代运营板块；锦波生物、丸美生物、上海家化领涨品牌板块。

图表2：2025年1月1日至5月6日化妆品板块个股涨跌幅情况

股票代码	股票简称	区间涨跌幅 (%)	2025/5/6 总市值 (亿元)
300856.SZ	科思股份	-20.37	69.31
原料板块涨跌幅 (%)		-20.37	
300132.SZ	青松股份	8.92	27.74
300955.SZ	嘉亨家化	8.35	17.26

837023.BJ	芭薇股份	71.10	20.73
<b>代工板块涨跌幅 (%)</b>		<b>28.39</b>	
605136.SH	丽人丽妆	-13.21	29.99
300792.SZ	壹网壹创	3.63	58.93
301001.SZ	凯淳股份	-14.17	24.03
003010.SZ	若羽臣	74.70	79.95
<b>代运营板块涨跌幅 (%)</b>		<b>28.25</b>	
300957.SZ	贝泰妮	-2.48	176.34
603605.SH	珀莱雅	11.66	374.77
688363.SH	华熙生物	-4.68	234.34
600315.SH	上海家化	42.52	162.01
603983.SH	丸美生物	43.55	185.70
300740.SZ	水羊股份	-4.46	49.05
603630.SH	拉芳家化	39.11	43.17
600223.SH	福瑞达	-1.85	75.43
301371.SZ	敷尔佳	-14.17	128.03
832982.BJ	锦波生物	103.67	373.17
<b>品牌板块涨跌幅 (%)</b>		<b>31.08</b>	
<b>化妆品板块涨跌幅 (%)</b>		<b>29.07</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：原料板块业绩承压，代工、品牌端部分龙头表现亮眼

**原料板块：**科思股份2024年营收同比-5.16%，归母净利润-23.33%，25Q1营收/归母净利润同比-44.29%/-78.15%，业绩承压。

**代工板块：**芭薇股份2024年营业收入/归母净利润同比+48.27%/+10.28%，收入快速增长主因公司坚持实施大客户、大单品战略，积极拓展国内外市场，智能制造支持订单快速交付等。青松股份2024年营业收入/归母净利润分别同比-1.51%/+180.02%，归母净利润大幅增长主因：1) 产品毛利率提升；2) 供应链整体环节降本增效；3) 部分生产线折旧摊销年限届满，折旧和摊销同比减少。嘉亨家化业绩承压，2024年实现营收/归母净利润同比-9.13%/-159.00%。

**代运营板块：**若羽臣表现相对较好，2024年营业收入同比增速为+29.26%，主因品牌管理动能显著，自有品牌战略带领业务增长，代运营业务深化，发展数智化技术；归母净利润同比+94.58%。壹网壹创、丽人丽妆业绩承压。

**品牌板块：**珀莱雅、丸美生物、锦波生物2024年、2025Q1业绩实现亮眼增长，珀莱雅主因线上渠道营收同比增长，丸美生物主因自主品牌丸美与第二品牌销售保持增长，锦波生物主因医疗器械、功能性护肤品、原料收入增长所致。此外，华熙生物、上海家化2024年营收有所下滑，营收分别同比/-13.93%，其中，华熙生物主因皮肤科学创新转化业务的阶段性调整，皮肤科学创新转化业务销售收入同比下降。福瑞达2024年营收同比-13.02%，主因房地产业务剥离所致，其中化妆品业务收入同比+2.46%。

图表3: 2024&amp;2025Q1化妆品板块个股营收、归母净利润及同比增速情况

	股票代码	公司名称	营业收入 (亿元)				归母净利润 (亿元)			
			2024	yoy (%)	25Q1	yoy (%)	2024	yoy (%)	25Q1	yoy (%)
原料代工	300856.SZ	科思股份	22.76	-5.16	3.97	-44.29	5.62	-23.33	0.48	-78.15
	300132.SZ	青松股份	19.40	-1.51	4.19	10.17	0.55	180.02	0.02	131.83
	300955.SZ	嘉亨家化	9.23	-9.13	2.19	7.46	-0.24	-159.00	-0.20	-584.24
	837023.BJ	芭薇股份	6.95	48.27	1.62	40.15	0.45	10.28	0.09	8.81
代运营	300792.SZ	壹网壹创	12.36	-4.02	2.48	-12.11	0.76	-29.59	0.26	-11.21
	605136.SH	丽人丽妆	17.28	-37.44	3.61	-23.58	-0.24	-182.64	-0.183	-91.93
	301001.SZ	凯淳股份	4.22	-33.91	0.75	-27.11	0.13	90.50	0.02	-17.78
	003010.SZ	若羽臣	17.66	29.26	5.74	54.16	1.06	94.58	0.27	113.88
品牌端	300957.SZ	贝泰妮	57.36	3.87	9.49	-13.51	5.03	-33.53	0.28	-83.97
	603605.SH	珀莱雅	107.78	21.04	23.59	8.13	15.52	30.00	3.90	28.87
	688363.SH	华熙生物	53.71	-11.61	10.78	-20.77	1.74	-70.59	1.02	-58.13
	600315.SH	上海家化	56.79	-13.93	17.04	-10.59	-8.33	-266.60	2.17	-15.25
	603983.SH	丸美生物	29.70	33.44	8.47	28.01	3.42	31.69	1.35	22.07
	300740.SZ	水羊股份	42.37	-5.69	10.85	5.19	1.10	-62.63	0.42	4.67
	603630.SH	拉芳家化	8.89	3.37	2.10	-6.27	0.41	-36.84	-0.03	-53.30
	600223.SH	福瑞达	39.83	-13.02	8.76	-1.63	2.44	-19.73	0.97	-14.10
	301371.SZ	敷尔佳	20.17	4.32	3.01	-26.39	6.61	-11.77	1.97	-39.77
	832982.BJ	锦波生物	14.43	84.92	3.66	62.51	7.32	144.27	1.69	66.25

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 (%)

			24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1
原料	300856.SZ	科思股份	21.1	15.0	-22.5	-33.1	-44.3
	300132.SZ	青松股份	-4.3	-9.3	2.2	4.7	10.2
	300955.SZ	嘉亨家化	-5.4	-4.8	-5.2	-19.2	7.5
	837023.BJ	芭薇股份	19.0	29.7	101.1	45.7	40.1
代运营	300792.SZ	壹网壹创	1.2	2.7	-8.8	-9.9	-12.1
	605136.SH	丽人丽妆	-23.1	-40.1	-46.9	-39.8	-23.6
	301001.SZ	凯淳股份	-27.1	-40.3	-32.9	-33.8	-27.1
	003010.SZ	若羽臣	31.7	34.4	54.6	13.8	54.2
品牌	300957.SZ	贝泰妮	27.1	13.5	14.0	-17.8	-13.5
	603605.SH	珀莱雅	34.6	40.6	21.2	4.3	8.1
	688363.SH	华熙生物	4.2	-18.1	-7.1	-19.3	-20.8
	600315.SH	上海家化	-3.8	-14.2	-20.9	-20.2	-10.6
	603983.SH	丸美生物	38.7	18.6	25.8	47.6	28.0
	300740.SZ	水羊股份	-1.4	1.4	-30.9	6.9	5.2
	603630.SH	拉芳家化	15.6	14.7	-1.3	-10.0	-6.3
	600223.SH	福瑞达	-30.0	-13.9	-4.8	-0.3	-1.6
	301371.SZ	敷尔佳		7.1	11.9	-7.3	-26.4
	832982.BJ	锦波生物	76.1	100.4	92.1	72.6	62.5

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（%）

			24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1
原料	300856.SZ	科思股份	37.2	6.0	-50.1	-75.5	-78.2
	300132.SZ	青松股份	87.5	194.2	1250.4	595.4	131.8
代工	300955.SZ	嘉亨家化	-153.5	-130.8	-38.8	-285.5	-584.2
	837023.BJ	芭薇股份	10.6	-53.2	57.5	57.8	8.8
代运营	300792.SZ	壹网壹创	-31.3	-15.4	4.6	-227.7	-11.2
	605136.SH	丽人丽妆	60.7	3441.6	-8.9	-95.8	-91.9
	301001.SZ	凯淳股份	42.7	118.4	446.0	-40.3	-17.8
	003010.SZ	若羽臣	86.4	66.4	68.2	133.1	113.9
	300957.SZ	贝泰妮	11.7	5.2	-153.4	-50.3	-84.0
品牌	603605.SH	珀莱雅	45.6	36.8	20.7	23.4	28.9
	688363.SH	华熙生物	21.4	-56.1	-77.4	-340.2	-58.1
	600315.SH	上海家化	11.2	-125.8	-180.9	-1040.2	-15.3
	603983.SH	丸美生物	40.6	26.7	44.3	20.1	22.1
	300740.SZ	水羊股份	-23.3	-27.2	-130.4	-86.3	4.7
	603630.SH	拉芳家化	-23.2	-48.7	-18.9	-27.3	-53.3
	600223.SH	福瑞达	-54.4	11.7	-7.8	10.7	-14.1
	301371.SZ	敷尔佳	-4.8	-2.8	-5.2	-30.8	-39.8
	832982.BJ	锦波生物	135.7	213.4	154.0	97.5	66.3

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 25Q1 毛利率提升

**原料板块：**2024年，科思股份毛利率同比下滑4.43pcts，净利率同比下滑5.91pcts。

**代工板块：**2024年，青松股份盈利能力提升，毛利率/净利率分别同比+5.36/6.18pcts，主因公司持续推进化妆品原料创新研究及产品配方优化，不断提升产品品质，同时降低产品成本，增强产品竞争力。嘉亨家化毛利率与净利率同比均下降，主因折旧摊销等固定支出有所增加且较为刚性，叠加营业收入下降，转回的递延所得税费用，报告期新增的可抵扣暂时性差异相关的递延所得税费用导致。芭薇股份毛利率与净利率同比均下降。

**代运营板块：**2024年，壹网壹创毛利率和净利率同比均有所下降，主因结构性成本、持续研发投入与长期投入等影响所致；凯淳股份、若羽臣盈利能力提升，毛利率与净利率同比均上升。2025Q1，板块整体毛利率、净利率同比有所改善，若羽臣、凯淳股份盈利能力提升。

**品牌板块：**2024年，板块内公司盈利能力表现分化，其中，珀莱雅和锦波生物的毛利率与净利率同比均提升，主因产品结构优化和管理进一步精细。贝泰妮、上海家化、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+0.75pcts/-6.46pcts。2025Q1，板块内大部分上市公司毛利率同比提升，但净利率有待修复。

图表6: 2024和25Q1化妆品板块个股毛利率与净利率情况

			毛利率 (%)				净利率 (%)			
			2024	yoy	25Q1	yoy	2024	yoy	25Q1	yoy
原料	300856.SZ	科思股份	44.40	-4.43	34.04	-13.78	24.65	-5.91	12.06	-18.79
	300132.SZ	青松股份	17.42	5.36	14.39	0.58	2.68	6.18	0.21	1.93
代工	300955.SZ	嘉亨家化	19.73	-4.55	14.10	-5.08	-2.57	-6.52	-9.12	-7.68
	837023.BJ	芭薇股份	26.68	-2.65	24.55	-7.74	6.36	-2.02	5.16	-5.25
代运营	300792.SZ	壹网壹创	24.81	-4.52	28.64	-3.65	6.12	-2.26	10.49	0.09
	605136.SH	丽人丽妆	35.89	1.33	38.80	7.02	-1.52	-2.50	-5.18	-3.07
品牌端	301001.SZ	凯淳股份	29.14	2.64	31.26	2.90	3.17	2.07	2.09	0.24
	003010.SZ	若羽臣	44.57	4.33	53.94	29.29	5.98	2.01	4.78	1.33
品牌端	300957.SZ	贝泰妮	73.74	-0.16	77.47	5.39	8.63	-5.12	3.29	-12.43
	603605.SH	珀莱雅	71.39	1.46	72.78	2.67	14.71	0.89	17.19	2.75
品牌端	688363.SH	华熙生物	74.07	0.75	72.15	-3.58	3.14	-6.46	9.38	-8.51
	600315.SH	上海家化	57.60	-1.37	63.40	0.14	-14.67	-22.25	12.75	-0.70
品牌端	603983.SH	丸美生物	73.70	3.01	76.05	1.45	11.53	-0.94	15.97	-0.76
	300740.SZ	水羊股份	63.01	4.58	63.76	2.42	2.63	-4.01	3.86	-0.26
品牌端	603630.SH	拉芳家化	47.87	0.04	47.88	2.32	4.61	-1.72	6.23	-6.14
	600223.SH	福瑞达	52.68	6.19	51.30	0.46	7.44	-0.55	7.20	-1.00
品牌端	301371.SZ	敷尔佳	81.73	-0.50	83.03	1.62	32.78	-5.98	30.35	-6.74
	832982.BJ	锦波生物	92.02	1.86	90.11	-1.78	50.68	12.39	45.89	0.94

资料来源：同花顺iFinD、万联证券研究所

图表7: 2024年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 (%)	
			2024	yoy	2024	yoy	2024	yoy	2024	yoy
原料	300856.SZ	科思股份	1.47	0.10	8.70	1.89	5.09	0.38	0.26	0.87
	300132.SZ	青松股份	2.29	-0.10	7.71	-0.24	3.32	-0.20	0.30	-0.43
代工	300955.SZ	嘉亨家化	0.91	0.15	16.43	1.85	3.71	0.22	1.14	0.27
	837023.BJ	芭薇股份	6.77	-6.89	6.17	-0.08	4.32	3.02	0.65	2.57
代运营	300792.SZ	壹网壹创	11.95	-1.71	5.96	-0.29	0.91	-0.38	-2.13	-0.21
	605136.SH	丽人丽妆	29.45	4.71	6.55	2.30	1.36	0.91	-1.16	-0.71
品牌端	301001.SZ	凯淳股份	16.03	-3.84	8.37	3.55	0.87	0.13	-0.74	0.30
	003010.SZ	若羽臣	29.78	1.96	5.56	-1.26	1.46	-0.30	-0.65	0.29
品牌端	300957.SZ	贝泰妮	49.97	2.71	8.94	1.46	5.15	-0.27	-0.01	0.38
	603605.SH	珀莱雅	47.88	3.27	3.39	-1.72	1.95	0.00	-0.33	0.33
品牌端	688363.SH	华熙生物	45.88	-0.90	12.26	4.16	8.68	1.34	-0.13	0.38
	600315.SH	上海家化	46.69	4.71	10.74	1.40	2.66	0.44	0.54	0.47
品牌端	603983.SH	丸美生物	55.04	1.19	3.65	-1.24	2.48	-0.32	-0.47	0.17
	300740.SZ	水羊股份	49.06	7.71	6.15	0.92	1.94	0.24	1.64	0.19
品牌端	603630.SH	拉芳家化	31.86	6.96	6.36	-0.44	4.68	0.64	-1.53	0.53
	600223.SH	福瑞达	36.73	5.14	4.59	-0.28	4.19	0.84	-0.73	-1.98
品牌端	301371.SZ	敷尔佳	37.09	9.56	4.27		1.73	0.03	-4.26	-0.38
	832982.BJ	锦波生物	17.92	-3.22	8.83	-2.99	4.94	-5.96	0.72	-0.68

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：**2024年，科思股份存货周转率为2.40次，同比下降0.39次；营运资金周转率为1.41次，同比减少0.31次。

**代工板块：**2024年，青松股份、嘉亨家化和芭薇股份的存货周转率均超过4次，其中芭薇股份的存货周转率为6.93次，居化妆品板块个股之首。青松股份和芭薇股份的营运资金周转率同比有所增加。

**代运营板块：**2024年，代运营板块个股的营运资金周转率同比仅若羽臣有所提升，存货周转率同比仅丽人丽妆下降，其余个股提升。

**品牌板块：**2024年，板块内个股的存货周转率均高于1次，其中，贝泰妮、珀莱雅、上海家化、拉芳家化、福瑞达、锦波生物存货周转率均同比提升。水羊股份营运资金周转率最高，为3.37次。

图表8：2024年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)	
			2024	yoY	2024	yoY
原料	300856.SZ	科思股份	2.40	-0.39	1.41	-0.31
	300132.SZ	青松股份	6.15	1.11	2.37	0.11
代工	300955.SZ	嘉亨家化	4.88	-0.14	5.04	-0.05
	837023.BJ	芭薇股份	6.93	4.13	17.68	16.90
代运营	300792.SZ	壹网壹创	2.99	0.19	0.72	-0.06
	605136.SH	丽人丽妆	1.68	-0.12	0.95	-0.34
品牌端	301001.SZ	凯淳股份	4.99	0.53	0.68	-0.22
	003010.SZ	若羽臣	3.60	0.41	2.24	0.50
品牌端	300957.SZ	贝泰妮	1.99	0.16	1.30	0.06
	603605.SH	珀莱雅	4.23	0.58	2.75	-0.14
品牌端	688363.SH	华熙生物	1.17	-0.24	3.25	0.41
	600315.SH	上海家化	3.32	0.15	2.14	-0.16
品牌端	603983.SH	丸美生物	3.99	-0.04	2.06	0.62
	300740.SZ	水羊股份	1.93	-0.28	3.37	-1.92
品牌端	603630.SH	拉芳家化	3.36	0.93	0.70	0.05
	600223.SH	福瑞达	3.48	3.37	1.20	0.14
品牌端	301371.SZ	敷尔佳	2.60	-0.16	0.62	-0.21
	832982.BJ	锦波生物	1.41	0.02	1.93	-0.63

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

2024年，化妆品行业大部分上市公司的收现比大于1，部分公司净现比为负数。

图表9：2024年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	1.08	1.47
	300132.SZ	青松股份	1.07	3.45
代工	300955.SZ	嘉亨家化	1.07	-1.62
	837023.BJ	芭薇股份	1.08	0.46
代运营	300792.SZ	壹网壹创	1.15	3.21
	605136.SH	丽人丽妆	1.16	-16.69
	301001.SZ	凯淳股份	1.15	6.47
	003010.SZ	若羽臣	1.06	3.16
	300957.SZ	贝泰妮	1.09	1.40
品牌端	603605.SH	珀莱雅	1.01	0.70
	688363.SH	华熙生物	1.04	3.35
	600315.SH	上海家化	1.16	-0.33
	603983.SH	丸美生物	0.92	0.88
	300740.SZ	水羊股份	0.98	2.38
	603630.SH	拉芳家化	1.15	3.94
	600223.SH	福瑞达	1.05	0.77
	301371.SZ	敷尔佳	1.13	0.92
	832982.BJ	锦波生物	1.00	1.05

资料来源：同花顺iFind、万联证券研究所

## 3 估值情况：个股估值水平表现分化

选取2025年5月6日收盘价以及同花顺一致预测的2025-2026年的EPS计算PE。2025年，化妆品重点个股一致预测对应的PE值差距较大，拉芳家化、若羽臣、华熙生物、上海家化PE值较高，分别为64/49/49/46倍，科思股份、敷尔佳PE较低，分别为17/18倍。

图表10：化妆品个股2025及2026年一致预测的EPS（元/股）及对应PE（倍）

			EPS		PE	股价(元)
			2025E	2026E		
原料	300856.SZ	科思股份	1.21	1.59	17	13
	300132.SZ	青松股份	0.23	0.28	23	19
代工	300955.SZ	嘉亨家化	0.65	1.25	26	14
	837023.BJ	芭薇股份	0.80	0.99	26	24
代运营	300792.SZ	壹网壹创	-	-	-	25
	605136.SH	丽人丽妆	-	-	-	7
	301001.SZ	凯淳股份	-	-	-	30
	003010.SZ	若羽臣	1.00	1.34	49	36
	300957.SZ	贝泰妮	1.68	1.99	25	21
品牌端	603605.SH	珀莱雅	4.66	5.46	20	17
	688363.SH	华熙生物	0.99	1.28	49	38

600315.SH	上海家化	0.53	0.69	46	35	24
603983.SH	丸美生物	1.14	1.45	40	32	46
300740.SZ	水羊股份	0.66	0.81	19	16	13
603630.SH	拉芳家化	0.30	0.45	64	43	19
600223.SH	福瑞达	0.29	0.34	25	22	7
301371.SZ	敷尔佳	1.77	1.90	18	17	32
832982.BJ	锦波生物	12.10	16.08	35	26	422

资料来源：同花顺iFinD、万联证券研究所

注：数据提取日期为2025年5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。

壹网壹创、丽人丽妆、凯淳股份无同花顺一致预测EPS。

## 4 投资建议

受内外部环境、消费需求恢复等因素的影响，化妆品行业整体业绩表现较为疲软，但部分公司凭借优秀的产品力、灵活的营销手法等实现了营收和归母净利润的亮眼增长。未来随着经济逐步复苏、促消费政策的陆续出台，期待下半年需求端的进一步修复。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企业。

## 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受到任何形式的补偿。

## 免责条款

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