

2026 年 07 月 24 日

证券研究报告•2026 年半年度业绩预告点评

青松股份（300132）美容护理

当前价：6.10 元

目标价：——元（6 个月）



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

受益于化妆品消费复苏，上半年业绩大幅上升

投资要点

- **事件：**公司披露半年度业绩预告，公司预计 2026 年上半年实现归属于上市公司股东的净利润 5000 万元-6100 万元，比上年同期增长 82.43%-122.57%。
- **诺斯贝尔是中国本土规模最大的化妆品 ODM 企业。**诺斯贝尔创立于 2004 年，作为中国本土规模最大的化妆品 ODM 企业，产品远销全球 40 多个国家和地区。2020 年青松股份实现对诺斯贝尔全资控股，2026 年 7 月，公司公告，公司全称拟从“福建青松股份有限公司”变更为“福建诺斯贝尔控股股份有限公司”，证券简称同步由“青松股份”变更为“诺斯贝尔”，上述变更事项尚需获得公司股东会审议批准及市场监督管理部门批准。未来公司将按照既定战略发展规划，深挖化妆品等大消费业务产业价值，将公司主要资源向化妆品大消费业务方向聚焦，并逐步形成化妆品制造、化妆品原料开发、化妆品功效检测等产业矩阵。
- **公司以化妆品 ODM 业务为主，产品包括面膜以及护肤品等。**截至 2025 年底，全资子公司诺斯贝尔营业收入占公司合并营业收入 99.64%，系公司主要的业务经营主体。从营业收入来看，2025 年公司的营收主要来自面膜产品，占比约为 47.74%，其次是护肤产品，占比约 36.84%；毛利贡献方面，面膜产品所贡献的毛利占比最高，约为 50.11%，其次是护肤产品，占比约 36.31%。
- **化妆品国内市场已进入理性消费阶段，国货美妆品牌崛起推动我国化妆品代工企业成长。**当前我国化妆品行业市场化程度极高，竞争激烈，国内化妆品市场 2025 年全年淘汰品牌数量达 26,941 个，占总活跃品牌数的 41.08%，理性竞争格局初步形成的同时行业的“马太效应”持续加剧。与此同时，国货品牌的市场份额自 2022 年突破 50%后，2023 年和 2024 年分别为 52.82%和 55.20%，2025 年国货品牌市场份额进一步扩大至 57.37%，标志着中国化妆品市场正式从“国际品牌主导”迈入“国货核心引领”的新阶段。国货美妆品牌通过更贴近国内消费者需求及与日化专营店、电商等渠道的默契配合，有望不断提升品牌知名度和信任度，实现持续稳定增长，同时推动国内化妆品代工企业升级产品质量和服务水平，以满足消费者对高品质化妆品的需求。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司 2026-2028 年营收分别为 25.7、29.4、33.8 亿元，归母净利润分别为 1.8、2.2、2.8 亿元，EPS 分别为 0.35、0.43、0.54 元，对应 PE 分别为 17、14、11X。我们看好公司在产品研发、市场开发以及供应链管理等方面深耕细作，增强公司化妆品业务的核心竞争力，推进公司经营可持续发展，首次覆盖，建议关注。
- **风险提示：**行业政策变化风险、原材料价格波动风险以及市场竞争风险等。

指标/年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	2219.30	2565.90	2938.67	3375.79
增长率	14.41%	15.62%	14.53%	14.87%
归属母公司净利润（百万元）	153.23	182.79	221.67	278.78
增长率	180.21%	19.29%	21.27%	25.76%
每股收益 EPS（元）	0.30	0.35	0.43	0.54
净资产收益率 ROE	10.14%	11.07%	11.84%	12.96%
PE	21	17	14	11
PB	2.17	1.93	1.70	1.48

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究院

分析师：胡光怿

执业证号：S1250522070002

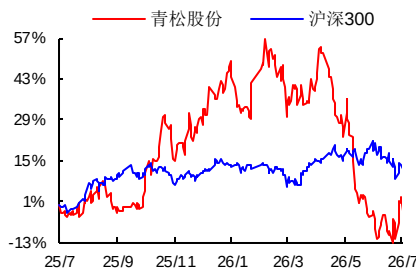
电话：021-58352190

邮箱：hgyyf@swsc.com.cn

联系人：戚欣龙

邮箱：qixl@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	5.17
流通 A 股(亿股)	5.08
52 周内股价区间(元)	5.45-9.76
总市值(亿元)	31.51
总资产(亿元)	21.78
每股净资产(元)	2.85

相关研究

请务必阅读正文后的重要声明部分

目 录

1 诺斯贝尔：中国本土规模最大的化妆品 ODM 企业	1
2 化妆品：国内市场已进入理性消费阶段，国货美妆品牌崛起推动我国化妆品代工企业成长	3
3 主营业务：以化妆品 ODM 业务为主，产品包括面膜以及护肤品等	6
3.1 面膜系列	6
3.2 护肤系列	7
4 盈利预测与估值	9
5 风险提示	10

图 目 录

图 1：公司发展历程.....	1
图 2：公司股权结构（2026Q1）	1
图 3：公司 2025 年主营业务结构情况	2
图 4：公司 2025 年主营业务毛利情况	2
图 5：公司 2022 年以来营业收入及增速.....	2
图 6：公司 2022 年以来归母净利润及增速	2
图 7：国内化妆品市场 2025 年淘汰和新进品牌数量（个）	4
图 8：2025 年我国排名前 500 的品牌中超过 60%保持正增长	4
图 9：2023-2025 年国货品牌市场份额	5
图 10：2025 年国内市场线上线下渠道占比	5
图 11：中国社会消费品零售总额及增速	5
图 12：中国化妆品类零售总额及增速	5
图 13：面膜生产工艺流程图	6

表 目 录

表 1：化妆品分类	3
表 2：我国化妆品行业部分政策	3
表 3：化妆品代工分类	4
表 4：我国化妆品代工市场格局	4
表 5：公司部分面膜产品	7
表 6：公司部分护肤品产品	8
表 7：分业务收入及毛利率	9
表 8：可比公司估值	9
附表：财务预测与估值	11

1 诺斯贝尔：中国本土规模最大的化妆品 ODM 企业

2001 年公司前身建阳市青松化工有限公司成立，2009 年公司经股份制改造，更名为福建青松股份有限公司。2010 年，公司在深圳证券交易所创业板成功上市，上市时公司主要从事松节油深加工系列产品的研发、生产与销售，是全球最大的合成樟脑及其中间产品的供应商。

诺斯贝尔化妆品股份有限公司创立于 2004 年，是一家专注于面膜、护肤品、湿巾等产品设计、研发、制造的专业化妆品 ODM 生产企业，作为中国本土规模最大的化妆品 ODM 企业，诺斯贝尔产品远销全球 40 多个国家和地区。2019 年，公司收购诺斯贝尔 90% 股份，2020 年公司子公司广东领博收购诺斯贝尔 10% 股份，实现对诺斯贝尔全资控股。2022 年，福建南平青松化工有限公司 100% 股权转让，公司剥离松节油深加工业务，聚焦化妆品业务。2026 年 7 月 18 日，公司公告，公司全称拟从“福建青松股份有限公司”变更为“福建诺斯贝尔控股股份有限公司”，证券简称同步由“青松股份”变更为“诺斯贝尔”，上述变更事项尚需获得公司股东会审议批准及市场监督管理部门批准。未来公司将按照既定战略发展规划，深挖化妆品等大消费业务产业价值，将公司主要资源向化妆品大消费业务方向聚焦，并逐步形成化妆品制造、化妆品原料开发、化妆品功效检测等产业矩阵。

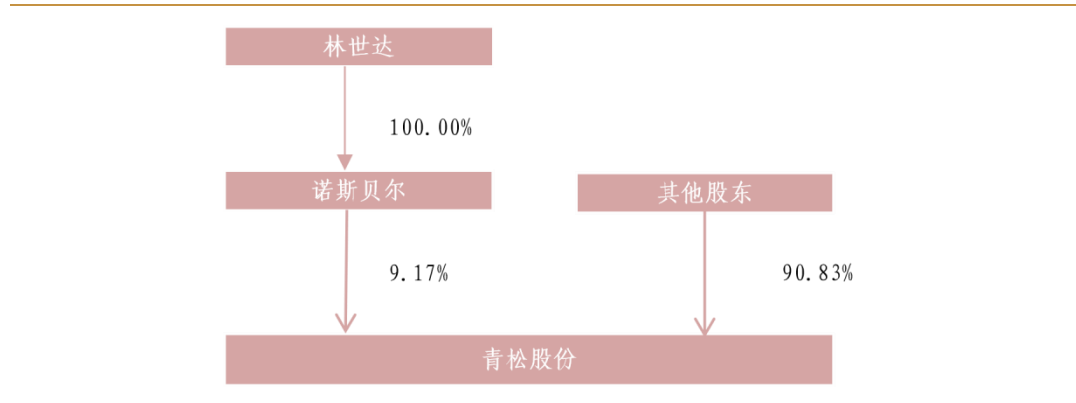
图 1：公司发展历程



数据来源：公司官网，西南证券整理

截至 2026 年一季报，公司不存在控股股东和实际控制人。诺斯贝尔（香港）无纺布制品有限公司系公司第一大股东，持有公司 9.17% 股份，系公司关联方。

图 2：公司股权结构（2026Q1）

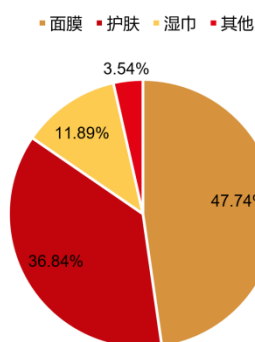


数据来源：wind，西南证券整理

公司主营业务结构：公司依托下属子公司为业务主体，逐步构建化妆品制造、化妆品原料开发、化妆品功效检测等产业矩阵。截至 2025 年底，全资子公司诺斯贝尔营业收入占公司合并营业收入 99.64%，系公司主要的业务经营主体。诺斯贝尔建有先进的研发中心和国际化水准的大型化妆品生产基地，为众多化妆品品牌企业提供专业的化妆品生产服务，产品涵盖面膜系列、护肤品系列、湿巾系列、其他系列等四大品类。

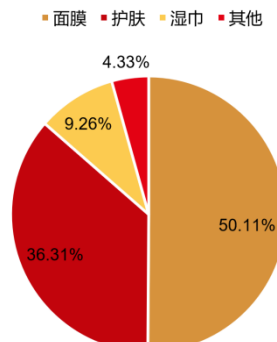
从营业收入来看，2025 年公司的营收主要来自面膜产品，占比约为 47.74%，其次是护肤产品，占比约 36.84%，湿巾产品占比约为 11.89%；毛利贡献方面，面膜产品所贡献的毛利占比最高，约为 50.11%，其次是护肤产品，占比约 36.31%，湿巾产品占比约为 9.26%。

图 3：公司 2025 年主营业务结构情况



数据来源：iFinD，西南证券整理

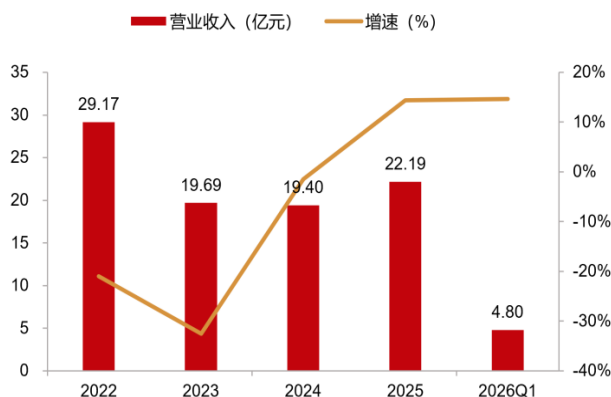
图 4：公司 2025 年主营业务毛利情况



数据来源：iFinD，西南证券整理

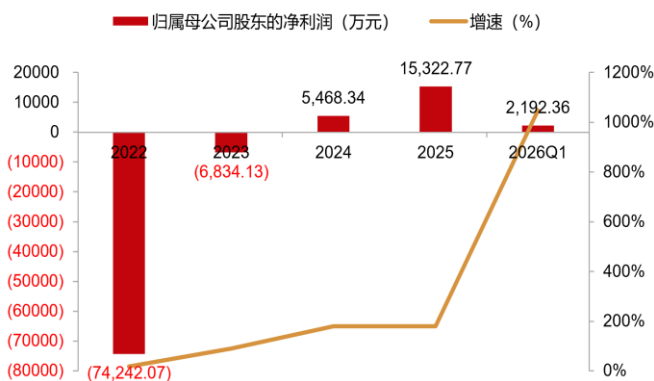
公司业绩状况：公司在 2022 年剥离了松节油深加工业务，聚焦化妆品业务后，盈利能力持续改善，归母净利润从 2022 年底的-7.42 亿元增长到 2024 年的 5468.34 万元，成功实现扭亏为盈，2025 年公司归母净利润突破 1.5 亿元，同比增长 180.21%。2026 年以来公司有效执行“聚焦客户、聚焦产品”的两个聚焦战略，有效提升了产品综合竞争力和盈利水平。2026 年一季度，公司实现营业收入 4.8 亿元，同比增长 14.65%，实现归母净利润 2192.36 万元，同比增长 1048.09%。7 月 20 日，公司发布 2026 年半年度业绩预告，受益于国内化妆品行业整体消费呈稳步复苏态势等因素，2026 年上半年实现营业收入约 11.07 亿元，同比增长约 18.16%，实现归母净利润 5000 万元-6100 万元，同比增长 82.43%-122.57%。

图 5：公司 2022 年以来营业收入及增速



数据来源：iFinD，西南证券整理

图 6：公司 2022 年以来归母净利润及增速



数据来源：iFinD，西南证券整理

2 化妆品：国内市场已进入理性消费阶段，国货美妆品牌崛起推动我国化妆品代工企业成长

化妆品是以涂擦、喷洒或其他类似方法，施用于皮肤、毛发、指甲、口唇等人体表面，以清洁、保护、美化、修饰为目的的日用化学工业产品。化妆品行业以满足人们对“美”的追求为核心，通过研发和销售护肤、彩妆、香水等产品，致力于帮助消费者提升个人自信、实现自我表达。它是一个深度融合了科技与时尚，并持续快速发展的活力领域。

表 1：化妆品分类

分类标准	类别	特点
按效果分类	清洁型	用来洗净皮肤、毛发的化妆品，如清洁霜、洗面奶、洗发护发剂、剃须膏等
	护肤型	用于保护皮肤的化妆品，如面膜、眼霜、面霜、精华素、爽肤水等
	基础型	化妆前，对面部、头发进行基础处理的化妆品，如各种面霜、化妆水、面膜、发胶等定发剂
	美容型	用于面部及头发的美化用品，如胭脂、口红、眼影、头发染烫、发型处理、固定等
	疗效型	介于药品与化妆品之间的日用化妆品，如清凉剂、除臭剂、橄榄精华等
按用途分类	肤用化妆品	指面部及皮肤用化妆品，如各种面霜、浴剂等
	发用化妆品	指头发专用化妆品，如香波、摩丝、喷雾发胶等
	美容化妆品	主要指面部美容产品，也包括指甲、头发

数据来源：中商产业研究院，西南证券整理

2020 年以来，我国通过一系列政策从法规完善、创新支持、产业升级、安全监管和绿色发展等多个维度推动化妆品行业发展，促进国货品牌崛起，提升行业整体水平和国际竞争力。

表 2：我国化妆品行业部分政策

发布时间	政策名称	主要内容
2020 年 6 月	《化妆品监督管理条例》	条例对化妆品原料管理进行了制度调整，引入基于风险的分类管理制度，对大部分低风险新原料实行备案管理，对少数高风险新原料实行注册审批。同时，明确化妆品注册人、备案人对化妆品的质量安全和功效宣称负责，化妆品的功效宣称应当有充分的科学依据
2024 年 4 月	《关于发布优化化妆品安全评估管理若干措施的公告》	正文部分主要有两方面内容：一是对安全评估资料实施分类管理，明确对于符合条件的普通化妆品，企业可以提交安全评估基本结论，安全评估报告由企业存档备查。二是考虑化妆品的研发周期较长，为避免研发重复投入，对已按照原有要求开展评估的产品设置了 1 年的过渡期
2024 年 8 月	《关于印发国家药监局化妆品标准化技术委员会章程的通知》	以提升化妆品（含牙膏）质量安全水平为目标，依据《标准化法》《化妆品监督管理条例》等法规，构建“最严谨的标准”体系，确保标准化管理的科学性、规范性、实用性
2025 年 1 月	《支持化妆品原料创新若干规定》	国家药监局发布该规定，旨在进一步深化改革，完善化妆品创新发展机制。规提出构建新原料的科学分类体系、评价标准及审评机制，加强化妆品新原料研发创新服务和指导，发挥标准制定在原料创新中的引领作用，提升原料创新的基础研究和技术支撑能力等
2025 年 10 月	《关于开展化妆品电子标签试点工作的通知》	自 2026 年 2 月 1 日起，在北京市、上海市、浙江省、山东省、广东省、重庆市试点通过电子标签方式标注化妆品中文标签，试点工作为期 3 年。化妆品电子标签是化妆品标签的组成部分，应当符合相关法规要求

数据来源：中商产业研究院，西南证券整理

产业链上游包括原料供应商、包材供应商和制造商。在原制造商方面，化妆品市场大多由代工生产，仅有少数大型知名化妆品品牌商拥有自有工厂。化妆品生产通常可分为自主生产和代工生产，代工生产即由制造方负责生产、提供人力及场地，代工服务的采购方负责成品销售的生产方式。行业主要存在 OEM、ODM、OBM 三种生产模式，对代工厂的要求依次变高。

表 3：化妆品代工分类

类别	特点
OEM	OEM 模式指代工企业按照客户提出的产品设计方案进行生产，客户享有知识产权，代工企业不参与产品研发，也不向第三方提供采用该设计的产品
ODM	ODM 模式指代工企业根据客户提出的要求，自行选定供应商、制订生产计划和生产工艺，进行批量生产，客户在产品成型后统一采购
OBM	OBM 模式也逐渐兴起，即代工厂建立自有品牌，自主进行产品的研发与生产，同时直接参与经营市场，这一模式要求代工厂具有一定的品牌建设与市场开拓能力

数据来源：华经产业研究院，西南证券整理

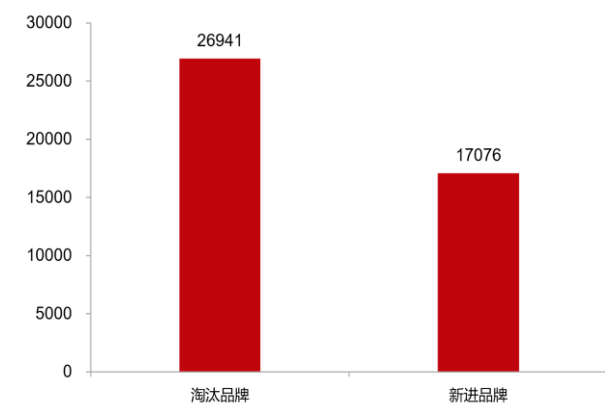
我国化妆品代工市场的集中度较低，行业格局较为分散，且以中小企业为主。目前，我国化妆品生产环节已经出现一批初具规模的代工企业，如诺斯贝尔、科丝美诗（中国）等。

表 4：我国化妆品代工市场格局

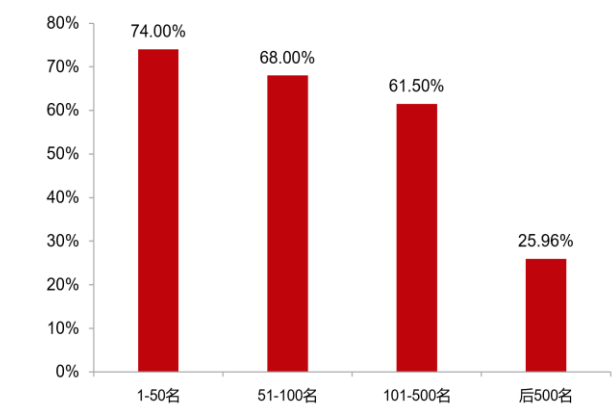
梯队	特点
第一梯队	诺斯贝尔化妆品股份有限公司、科丝美诗（中国）化妆品有限公司
第二梯队	韩国科玛集团、莹特丽集团、上海臻臣化妆品有限公司、嘉亨家化股份有限公司
第三梯队	广东芭薇生物科技股份有限公司、珠海伊斯佳科技股份有限公司、广州栋方生物科技股份有限公司等

数据来源：华经产业研究院，西南证券整理

产业链中游为品牌商，品牌商主导化妆品流转过过程的推广、营销环节，掌握化妆品定价权。当前，我国化妆品行业市场化程度极高，竞争激烈，中国香料香精化妆品工业协会数据显示，国内化妆品市场 2025 年全年淘汰品牌数量达 26,941 个，占总活跃品牌数的 41.08%，新进品牌 17,076 个，占比 26.04%，理性竞争格局初步形成的同时行业的“马太效应”持续加剧，市场资源加速向头部品牌和科技创新型企业聚集：2025 年我国排名前 500 的品牌中超过 60%保持正增长，其中 1-50 名品牌增长占比达 74%，51-100 名占比 68%，101-500 名占比 61.5%，而 500 名以后的品牌增长占比仅约 25.96%，尾部品牌生存压力显著。

图 7：国内化妆品市场 2025 年淘汰和新进品牌数量（个）


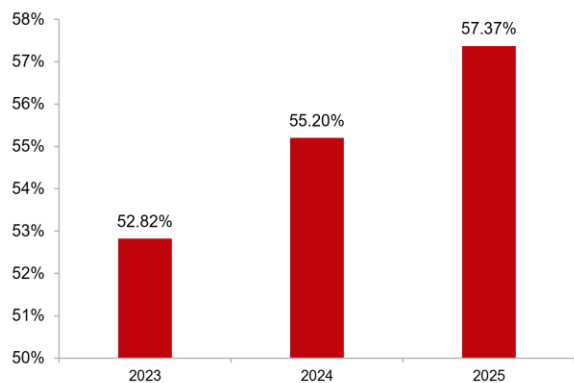
数据来源：公司年报、中国香料香精化妆品工业协会，西南证券整理

图 8：2025 年我国排名前 500 的品牌中超过 60%保持正增长


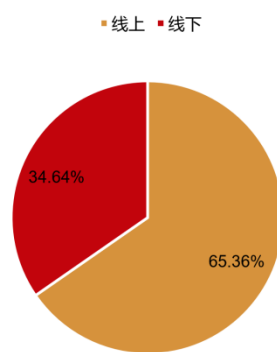
数据来源：公司年报、中国香料香精化妆品工业协会，西南证券整理

与此同时，国货美妆品牌凭借卓越的质价比、深厚的文化底蕴、创新的产品理念以及精准的市场定位，不断重塑化妆品行业的竞争格局。根据中国香料香精化妆品工业协会发布的数据，国货品牌市场份额自 2022 年突破 50% 后，2023 年和 2024 年分别为 52.82% 和 55.20%，2025 年国货品牌市场份额进一步扩大至 57.37%，标志着中国化妆品市场正式从“国际品牌主导”迈入“国货核心引领”的新阶段，印证了国货品牌竞争力的持续攀升趋势。未来，国货美妆品牌有望发挥本土优势，通过更贴近国内消费者需求、与国内代工厂及日化专营店、电商等渠道的默契配合，不断提升品牌知名度和信任度，实现持续稳定增长。

产业链下游为商品流通渠道，主要由线上渠道和线下渠道构成。近年来线上渠道占比稳步提升但增速放缓，以往依赖“短平快”种草、直播、达人推荐等方式建立品牌认知的模式已难以复制，定位驱动逐渐取代内容驱动，清晰的品牌定位与长期的品牌共识成为关键。2025 年国内市场线上渠道交易额达 7,217.73 亿元，同比增长 4.45%，占比 65.36%，仍是核心增长动力；线下渠道交易额 3,824.72 亿元，同比微降 0.08%，占比 34.64%，基本保持平稳。随着线上监管法规的完善，线上线下公平竞争生态形成，渠道融合成为企业破局的关键。

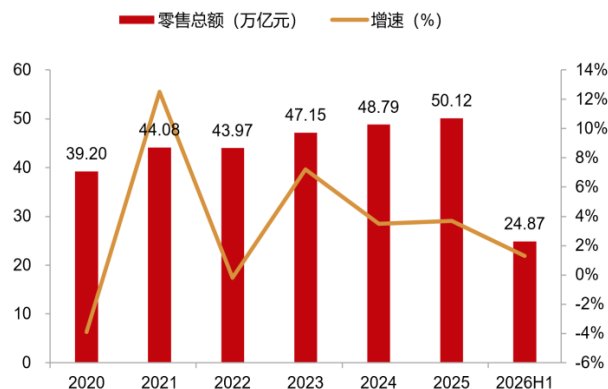
图 9：2023-2025 年国货品牌市场份额


数据来源：公司年报、中国香料香精化妆品工业协会，西南证券整理

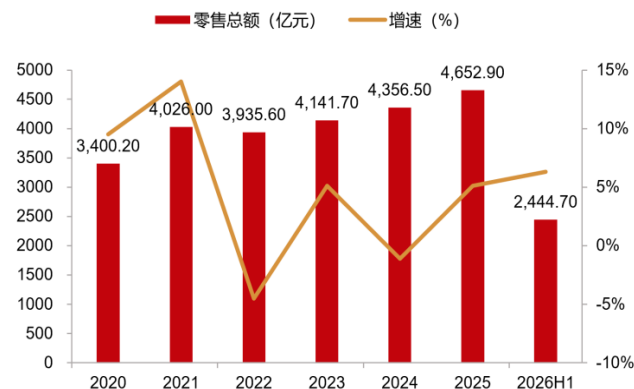
图 10：2025 年国内市场线上线下渠道占比


数据来源：公司年报、中国香料香精化妆品工业协会，西南证券整理

整体而言，中国化妆品市场已进入理性消费阶段，性价比和实际价值成为消费者最为关注的两大核心因素。国家统计局数据显示，2025 年化妆品类零售总额为 4,653 亿元，同比增长 5.1%，高于社会消费品零售总额同比增速的 3.7%。未来，消费者整体素质和消费观念的提升将不断推动化妆品产业链企业升级产品质量和服务水平，以满足消费者对高品质产品的需求。

图 11：中国社会消费品零售总额及增速


数据来源：iFinD，西南证券整理

图 12：中国化妆品类零售总额及增速


数据来源：iFinD，西南证券整理

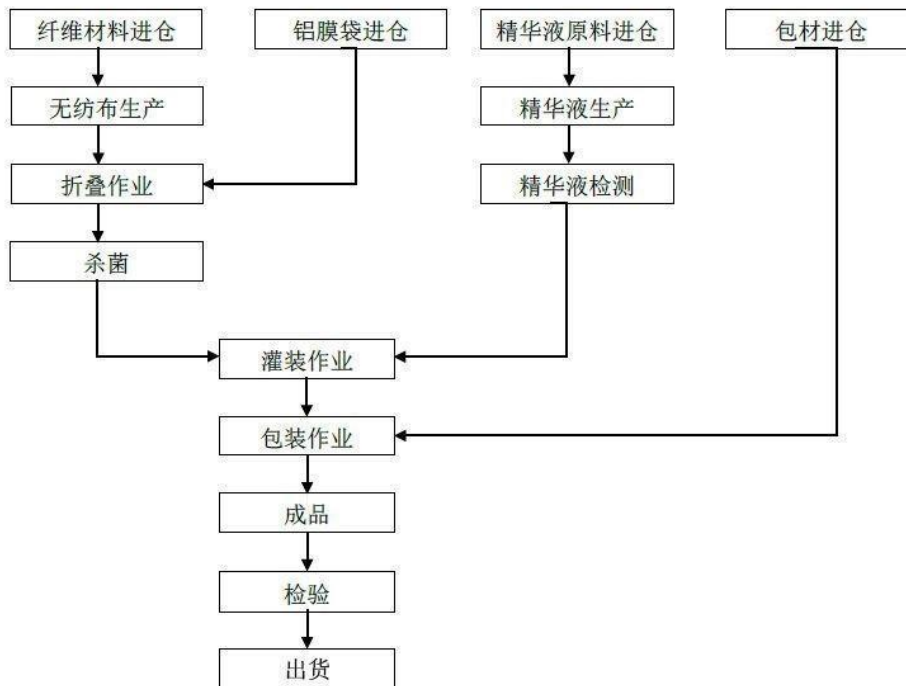
3 主营业务：以化妆品 ODM 业务为主，产品包括面膜以及护肤品等

公司全资子公司诺斯贝尔以“安全、科研、管理”为核心经营理念，目前已发展成为中国化妆品供应链头部企业，系中国本土规模最大的化妆品 ODM 企业之一。诺斯贝尔的客户群体覆盖国内外化妆品品牌，先后与国内外众多知名客户建立了稳定的业务合作关系，获得业界众多美誉，并多次获得品牌客户颁发的“优秀供应商”“年度最佳供应商”等荣誉称号。

3.1 面膜系列

公司面膜产品由面膜基布、精华液和包材三部分构成，面膜基布的主要原料来自天然纤维素纤维、涤纶纤维和粘胶纤维；精华液的主要原料为：甘油，丙二醇，天然油脂，功能性提取物，香精等；包装材料包括纸包装、塑料包装、软包装膜袋和玻璃包装等。

图 13：面膜生产工艺流程图



数据来源：公司年报，西南证券整理

在面膜创新领域，诺斯贝尔推出微乳包裹技术加持的水光焕颜油敷面膜、鲜注即乳化的幻彩臻白面膜、蕴含高能油蜜精华的多效淡纹紧致面膜、情绪护肤类涂抹面膜、分区护理精华棉片等多款高效面膜，以先进技术实现快速护肤效果，契合消费者高效新颖的护理需求；全新打造水凝胶膜力系列，具备物理降温等多种功效，应用了双色拼接设计并采取可降解环保材料，实现形态升级；还有多款经典面膜完成功效迭代，这些产品均致力于通过先进的科技提供快速有效的护肤体验，满足消费者对新颖和高效的护理需求。

表 5：公司部分面膜产品

产品类型	样品图例	产品名称及特点
莱赛尔面膜		PMPM 白松露盈亮精华面膜 SPA 级柔软触感莱赛尔膜布，网状结构透气不闷 脸；白松露精粹、虾青素、烟酰胺等成分搭载膜传导 递吸收技术，解决年轻肌肤问题。
超细纤维面膜		DR PLANT 青刺果轻敏修护水光面膜 超细纤维专利膜布，奶皮贴肤触感，修护轻敏肌；0.45%云南青刺果油采用低温分离技术活性更高；膜布柔滑服帖，促进吸收。
冻干面膜		珀莱雅肌源特护冻干面膜 冻干科技封存高活性成分，锁鲜护肤；专利XVII 型胶原，精准修护；搭配医用级纱布夹层膜布。
水凝胶面膜		欧珀莱时光锁集中修护凝胶面膜 多种有效成分，集中修护肌肤胶原蛋白；上下片分区护理，细致呵护；内外保水中间支撑，紧密贴合。

数据来源：公司2025 年年报，西南证券整理

3.2 护肤系列

公司在护肤品研发领域，诺贝尔持续深耕技术创新，打造出多个定位清晰、功效显著的系列产品，如 NBC 点阵特护冻干系列 2.0、采用生物酶定向焕活技术的以酶焕肤「生物酶」系列、青少年护肤套装系列及光电搭子护肤系列等，广受客户好评。公司努力实现全场景护理布局，在防晒及痘肌管理等细分领域多点突破，同时通过洗卸、唇部护理及身体护理系列满足多元化的市场需求，并进一步将业务范围拓展至宠物清洁等跨品类领域。

表 6：公司部分护肤品产品

产品类型	样品图例	产品名称及特点
护肤类		百雀羚积雪草舒润修护精华水 一瓶多重功效：舒缓、紧致、修护，改善肌肤屏障；主打积雪草精粹的精简配方，仅 10 种成分为肌肤减负。
洁肤类		烙色晨露玫瑰卸妆膏 软糯柔滑触感，触肤即融；三态转相技术，快速乳化，肤感轻盈滋润；添加野蔷薇果油，温和卸养。
底妆类		宫芙重组胶原蛋白光素颜面霜 主打 6D 重组胶原蛋白，充盈肌肤；一支多效，无需卸妆。
特殊用途化妆品		半亩花田臻白清透防晒乳 防晒、隔离二合一；通过斑贴测试，毒理学测试；清爽易涂抹，贴服不假白。

数据来源：公司2025 年年报，西南证券整理

4 盈利预测与估值

关键假设：

1) 面膜系列：公司将持续投入资源，对面膜开展全面深化研究，推出更高效、更具针对性的护肤解决方案，因此我们预计 2026-2028 年公司面膜系列销量同比增长 25%、20%、18%，售价维持 2025 年水平，规模效应下毛利率将抬升至 21.8%、22.0%、22.2%；

2) 护肤系列：随着消费者愈发注重护肤品的功效性、独特性与性价比，“成分”科学护肤理念日益深入人心，“功效护肤”观念广受认可，未来公司将加强与高校和研究机构在原料创新方面的合作，加速科技成果转化，因此我们预计公司护肤系列销量同比增长 10%、12%、15%，售价维持 2025 年水平，规模效应下毛利率将抬升至 20.3%、20.4%、20.5%。

表 7：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2025A	2026E	2027E	2028E
合计	营业收入	2219.3	2565.9	2938.7	3375.8
	YoY	14.41%	15.62%	14.53%	14.87%
	营业成本	1763.3	2032.7	2321.6	2660.1
	毛利率	20.55%	20.78%	21.00%	21.20%
面膜系列	营业收入	1059.4	1324.3	1589.1	1875.2
	YoY	30.02%	25.00%	20.00%	18.00%
	营业成本	830.9	1035.6	1239.5	1458.9
	毛利率	21.57%	21.80%	22.00%	22.20%
护肤系列	营业收入	817.5	899.3	1007.2	1158.3
	YoY	10.68%	10.00%	12.00%	15.00%
	营业成本	652.0	716.7	801.7	920.8
	毛利率	20.25%	20.30%	20.40%	20.50%
其他产品	营业收入	342.4	342.4	342.4	342.4
	YoY	-11.39%	0.00%	0.00%	0.00%
	营业成本	280.4	280.4	280.4	280.4
	毛利率	18.10%	18.10%	18.10%	18.10%

数据来源：Wind，西南证券

预计公司 2026-2028 年营收分别为 25.7、29.4、33.8 亿元，归母净利润分别为 1.8、2.2、2.8 亿元，EPS 分别为 0.35、0.43、0.54 元，对应 PE 分别为 17、14、11X。我们选取化妆品行业中的芭薇股份和科思股份作为可比公司，两家公司 2026 年的平均 PE 为 22 倍，我们看好公司在产品研发、市场开发以及供应链管理等方面持续深耕细作，首次覆盖，建议关注。

表 8：可比公司估值

证券代码	可比公司	收盘价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E
920123.BJ	芭薇股份	9.52	0.35	0.53	0.66	0.63	27	18	14	15
300856.SZ	科思股份	10.27	0.23	0.39	0.49	0.61	45	26	21	17
平均值							36	22	18	16

数据来源：wind，西南证券整理

5 风险提示

行业政策变化风险、原材料价格波动风险以及市场竞争风险等。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E	现金流量表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	2219.30	2565.90	2938.67	3375.79	净利润	148.86	182.79	221.67	278.78
营业成本	1763.32	2032.70	2321.64	2660.10	折旧与摊销	118.94	54.39	54.39	54.39
营业税金及附加	13.46	16.02	18.08	20.92	财务费用	1.79	1.69	5.34	3.99
销售费用	49.53	58.06	66.04	76.12	资产减值损失	-30.64	-22.74	-21.04	-24.81
管理费用	149.07	282.25	308.56	337.58	经营营运资本变动	21.39	-83.73	-70.73	-74.53
财务费用	1.79	1.69	5.34	3.99	其他	76.86	40.16	24.41	31.87
资产减值损失	-30.64	-22.74	-21.04	-24.81	经营活动现金流净额	337.21	172.56	214.05	269.69
投资收益	8.49	-0.14	-0.18	-0.23	资本支出	44.84	50.00	50.00	50.00
公允价值变动损益	1.46	0.00	0.00	0.00	其他	-42.51	88.43	-9.54	4.65
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	2.33	138.43	40.46	54.65
营业利润	186.41	197.79	239.86	301.65	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-8.02	0.00	0.00	0.00	长期借款	-143.45	0.00	0.00	0.00
利润总额	178.39	197.79	239.86	301.65	股权融资	0.05	0.00	0.00	0.00
所得税	29.53	15.00	18.19	22.88	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	148.86	182.79	221.67	278.78	其他	-29.58	0.89	-11.05	-7.00
少数股东损益	-4.36	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-172.99	0.89	-11.05	-7.00
归属母公司股东净利润	153.23	182.79	221.67	278.78	现金流量净额	165.56	311.89	243.45	317.34
资产负债表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E	财务分析指标	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	587.89	899.78	1143.24	1460.58	成长能力				
应收和预付款项	554.37	617.26	721.23	828.27	销售收入增长率	14.41%	15.62%	14.53%	14.87%
存货	276.69	321.49	370.83	424.07	营业利润增长率	167.53%	6.10%	21.27%	25.76%
其他流动资产	214.71	86.79	114.53	126.27	净利润增长率	186.49%	22.79%	21.27%	25.76%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	50.03%	-17.34%	18.01%	20.17%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	292.10	248.09	204.08	160.06	毛利率	20.55%	20.78%	21.00%	21.20%
无形资产和开发支出	88.71	32.83	-23.06	-78.94	三费率	9.03%	13.33%	12.93%	12.37%
其他非流动资产	208.37	200.90	178.96	158.92	净利率	6.71%	7.12%	7.54%	8.26%
资产总计	2222.85	2407.14	2709.81	3079.24	ROE	10.14%	11.07%	11.84%	12.96%
短期借款	10.00	10.00	10.00	10.00	ROA	6.70%	7.59%	8.18%	9.05%
应付和预收款项	451.88	461.43	548.34	638.04	ROIC	16.33%	21.17%	26.21%	32.65%
长期借款	85.12	85.12	85.12	85.12	EBITDA/销售收入	13.84%	9.89%	10.20%	10.67%
其他负债	207.80	199.42	193.69	194.63	营运能力				
负债合计	754.79	755.97	837.15	927.79	总资产周转率	1.02	1.11	1.15	1.17
股本	516.58	516.58	516.58	516.58	固定资产周转率	7.14	9.79	13.48	19.41
资本公积	1162.48	1162.48	1162.48	1162.48	应收账款周转率	4.14	4.22	4.23	4.19
留存收益	-161.87	20.91	242.59	521.36	存货周转率	6.39	6.57	6.45	6.51
归属母公司股东权益	1451.29	1634.42	1855.89	2134.69	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	107.11%	—	—	—
少数股东权益	16.76	16.76	16.76	16.76	资本结构				
股东权益合计	1468.05	1651.18	1872.66	2151.45	资产负债率	33.96%	31.41%	30.89%	30.13%
负债和股东权益合计	2222.85	2407.14	2709.81	3079.24	带息债务/总负债	12.60%	12.58%	11.36%	10.25%
					流动比率	2.83	3.34	3.55	3.76
					速动比率	2.35	2.79	2.99	3.19
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					每股指标				
					每股收益	0.30	0.35	0.43	0.54
					每股净资产	2.81	3.16	3.59	4.13
					每股经营现金	0.65	0.33	0.41	0.52
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标	2025A	2026E	2027E	2028E					
EBITDA	307.14	253.87	299.60	360.03					
PE	20.57	17.24	14.22	11.30					
PB	2.17	1.93	1.70	1.48					
PS	1.42	1.23	1.07	0.93					
EV/EBITDA	7.83	8.59	6.44	4.49					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 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。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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《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，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，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。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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保持在最新状态。同时，本公司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。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，本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。

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	手机	邮箱
上海	崔露文	上海公募销售主管	15642960315	clw@swsc.com.cn
	张方毅	私募销售主管	15821376156	zfy@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	叶佳缘	销售岗	15800609605	yejy@swsc.com.cn
	贾文婷	销售岗	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	毛玮琳	销售岗	18721786793	mwl@swsc.com.cn
	张大炜	销售岗	13163027178	zhangdaw@swsc.com.cn
	张怀文	销售岗	18800275611	zhanghuaiwen@swsc.com.cn
	苏湖	销售岗	18913127448	suhu1997@swsc.com.cn
北京	李杨	北京公募销售主管	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	姚航	北京保险销售主管	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王宇飞	销售岗	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	刘艳	销售岗	18456565475	liuyanyj@swsc.com.cn
广深	高欣	广深销售主管	13923418464	gaoxin@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	文柳茜	销售岗	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	lzh@swsc.com.cn
	黄诗洁	销售岗	18817316880	hsj@swsc.com.cn