仅供内部参考，请勿外传

华泰证券 HUATAI SECURITIES

美护 26H1 财报综述：分化中酝酿新机遇

华泰研究

2026 年 9 月 04 日 | 中国内地　　动态点评

26H1 美护行业消费偏弱，个股分化源于品牌周期/品类结构/渠道战略等差异，而非总量红利。新品牌孵化/渠道切换等因素导致部分美妆品牌商利润率承压；医美板块下游议价能力增强，增长彰显韧性。资金面，基金持仓处历史低位，26H1 仅 0.13%，同比-0.3pct，较 25 年-0.1pct。展望后续，我们关注以下机会：1）通过多品类/多品牌布局构建第二成长曲线；2）线上渠道利润率后续有修复空间；线下消费场景韧性突出，或存在深耕机会；3）国际化从试水走向系统化布局。建议关注两类标的：1）中报业绩增长质量较高/基本面具备支撑；2）中报业绩虽阶段性承压，但经营拐点渐近。

美妆品牌商：部分 26Q2 利润率阶段性承压

26M1-7 限额以上化妆品社零增速 6.3%，好于大盘的 1.2%，但行业增速下行+流量成本走高+竞争激烈，品牌商报表冷热不均。我们观察到：1）渠道端，线上天猫稳健，多数品牌抖音由达播转自播，利润率边际承压，Q2 贝泰妮/若羽臣为少数销售费用率下降且扣非净利率提升的企业，H1 毛戈平/林清轩剔除汇兑净利率亦提升；2）品牌端，多品牌矩阵成效显现，珀莱雅旗下 OR/彩棠/悦芙媞、上美股份旗下 newpage/安敏优 H1 收入均超 2 亿元，原色波塔/惊时等新锐品牌亦快速增长；3）品类端，个护/保健品/婴童等表现更突出；4）区域端，龙头加快国际化，珀莱雅品牌将于 26M11 入驻 Ulta Beauty 进入美国市场，上美股份/贝泰妮/毛戈平/林清轩等亦推进国际化。

工厂：整体保持较快收入增长，盈利能力有所分化

化妆品代工企业青松股份/芭薇股份、原料企业科思股份 26H1 收入分别 yoy 18%/25%/24%均实现双位数增长，整体成长韧性强于品牌商。我们认为或主因客户拓展/品类扩张及上游竞争格局优化。其中，青松股份利润率明显改善，主要得益于规模效应及产品结构优化等；科思股份 Q2 利润率走弱，主因产品价格下行/汇兑损益等因素，我们预计 H2 盈利能力存在改善可能。

医美：产业链格局仍在重塑，下游利润率提升，上游压力犹存

上游：爱美客/锦波生物 Q2 收入 yoy-8.5%/-19.6%，降幅均较 Q1 扩大，且利润率下滑明显。我们认为供给增加/竞争加剧仍是主因。四环医药受益于童颜针/少女针等新品红利，H1 医美收入 6.9 亿元/yoy+18.5%。下游：美丽田园医疗健康 H1 医美收入 6.0 亿元/yoy+20.9%，毛利率 58.9%/yoy+2.0pct；新氧 Q2 医美服务收入 3.31 亿元/yoy+129.5%，47 家门店实现店端盈利；朗姿股份 H1 医美业务收入 16.19 亿元/yoy+14.96%，公司毛利率 63.6%/yoy+4.0pct。我们认为，上游供给扩容/价格下降有利于终端需求释放，下游利润率改善亦反映其对上游议价能力增强。

代运营：自有品牌增长强劲

若羽臣 26H1 绽家/斐萃收入 yoy+66.87%/+152.63%，叠加 M4 奥伦纳素并表增量，自有品牌收入占比提升至 54.34%；青木科技珂蔓朵/意卡莉等品牌孵化与管理业务收入 2.55 亿元/yoy+8.69%；壹网壹创品牌线上管理服务/内容电商服务合计收入 2.04 亿元，收入占比提升至 47.44%。整体看，自有品牌/品牌孵化与管理业务正成为代运营商业务重心。

投资建议

建议关注两类标的：1）中报业绩增长质量较高/基本面有支撑的标的；2）中报业绩虽阶段性承压，但拐点已近的标的。

风险提示：经济增长不及预期，新品势能不足，线上渠道竞争加剧。

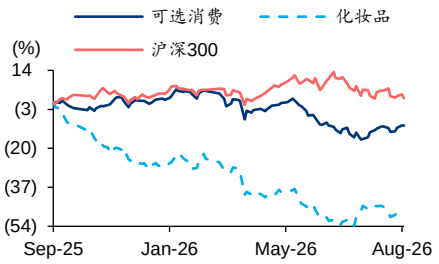
可选消费	增持（维持）
化妆品	增持（维持）

樊俊豪　研究员
SAC No. S0570524050001　fanjunhao@htsc.com
SFC No. BDO986　+(852) 3658 6000

孙丹阳　研究员
SAC No. S0570519010001　sundanyang@htsc.com
SFC No. BQQ696　+(86) 21 2897 2038

袁嘉会*　联系人
SAC No. S0570126070170　yuanjiahui@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

行业走势图



资料来源：Wind，华泰研究

仅供内部参考，请勿外传

图表1：24H1-26H1 各公司分品牌营收及同比增速（亿元/%）

所属公司	品牌	营收（亿元）							增速（yoy）						
		24H1	24H2	25H1	25H2	26H1	24Y	25Y	24H1	24H2	25H1	25H2	26H1	24Y	25Y
珀莱雅	珀莱雅	39.8	46.0	39.8	37.1	36.9	85.8	76.9	37.7%	7.4%	-0.1%	-19.3%	-7.2%	19.6%	-10.4%
	彩棠	5.8	6.1	7.1	5.5	5.5	11.9	12.6	40.6%	3.7%	21.1%	-9.7%	-21.9%	19.0%	5.4%
	OR	1.4	2.3	2.8	4.7	4.8	3.7	7.4	41.9%	94.9%	102.5%	102.2%	70.8%	71.1%	102.2%
	悦芙媞	1.6	1.7	1.7	2.1	1.8	3.3	3.7	22.4%	0.0%	3.3%	19.9%	5.0%	9.4%	11.8%
	原色波塔	0.5	0.6	1.0	1.6	3.1	1.1	2.6	-	-	80.2%	-	222.2%	138.4%	125.4%
	惊时	-	-	-	-	0.8	-	1.0	-	-	-	-	103.5%	-	441.7%
	其他品牌	1.3	0.5	1.3	0.4	0.8	1.8	1.7	56.3%	-157.1%	66.0%	-8.3%	-13.6%	23.2%	6.8%
巨子生物	可复美	20.7	24.7	25.4	19.3	23.5	45.4	44.7	68.6%	58.4%	22.7%	-22.0%	-7.7%	62.9%	-1.6%
	可丽金	4.0	4.4	5.0	4.1	5.0	8.4	9.2	23.6%	50.1%	26.9%	-6.8%	-0.8%	36.3%	9.1%
	其他品牌	0.6	0.7	0.6	0.5	0.6	1.4	1.1	40.8%	28.2%	-10.5%	-30.6%	11.0%	33.8%	-21.1%
上美股份	韩束	29.3	26.6	33.4	40.2	26.6	55.9	73.6	184.7%	29.2%	14.3%	50.7%	-20.4%	80.9%	31.6%
	newpage一页	1.6	2.1	4.0	4.8	6.4	3.8	8.8	173.2%	129.3%	146.5%	125.0%	59.9%	146.3%	134.2%
	红色小象	1.7	2.0	1.6	1.4	1.1	3.8	3.0	-7.9%	8.2%	-8.7%	-31.3%	-29.1%	0.1%	-20.8%
	安敏优	-	-	-	-	1.4	-	2.0	-	-	-	-	89.3%	-	62.7%
	一叶子	1.3	1.0	0.9	-	-	2.3	-	-38.6%	-31.9%	-29.0%	-	-	-35.7%	-
	其他品牌	1.2	1.1	1.2	3.2	2.1	2.2	4.4	-30.5%	-48.0%	16.0%	194.0%	55.0%	-40.1%	100.8%
贝泰妮	薇诺娜	23.9	25.2	19.5	24.8	20.0	49.1	44.3	5.7%	-14.0%	-18.4%	-1.5%	2.5%	-5.5%	-9.7%
	薇诺娜宝贝	1.0	1.0	1.1	1.2	1.7	2.0	2.3	500%+	-30.1%	8.6%	25.6%	54.0%	34.0%	17.0%
	姬芮	2.4	2.3	2.1	2.4	2.6	4.7	4.5	-	-	-11.5%	5.4%	22.5%	420.1%	-3.2%
	瑷科缇	0.3	0.3	0.5	0.8	0.8	0.6	1.3	65.0%	66.1%	93.9%	131.9%	46.0%	65.6%	115.1%
	初普	-	-	-	-	0.4	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	泊美	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2	0.5	0.5	-	-	-4.7%	-	-12.9%	256.0%	-9.6%
	其他品牌	0.1	0.1	0.1	0.3	0.1	0.2	0.4	16.4%	-26.3%	7.4%	255.3%	-12.8%	-5.8%	108.2%
若羽臣	品牌管理	2.2	2.8	3.4	5.6	7.9	5.0	9.0	-	-	52.5%	99.0%	134.2%	-	78.6%
	绞家	1.7	3.1	4.4	6.3	7.4	4.8	10.7	-	-	157.1%	100.7%	66.9%	-	120.8%
	斐萃	-	-	1.6	5.4	4.0	0.1	7.0	-	-	-	-	152.6%	-	500%+
	其他品牌	0.0	0.0	0.0	0.5	1.0	0.0	0.5	-	-	-97.6%	500%+	500%+	-	928.7%
丸美生物	丸美	9.3	11.3	12.5	13.0	12.7	20.6	25.5	25.9%	37.0%	34.4%	15.3%	2.0%	31.7%	23.9%
	PL恋火	4.2	4.9	5.2	3.9	3.9	9.1	9.1	35.8%	45.2%	23.9%	-20.1%	-24.8%	40.7%	0.1%
福瑞达	颐莲	4.5	5.2	5.5	4.9	6.4	9.6	10.4	14.2%	11.0%	23.8%	-5.2%	16.3%	12.4%	8.3%
	瑷尔博士	6.5	6.6	4.5	5.0	4.2	13.0	9.5	7.8%	-12.5%	-30.0%	-24.4%	-6.5%	-3.5%	-27.2%
	珂谧	-	-	-	-	1.7	-	-	-			-	500%+	-	-

注：珀莱雅 2024 年年报起将“原色波塔”从“其他品牌”划出单独列示，2025 年年报起将“惊时”品牌从“其他品牌”划出单独列示；上美股份 2025H2 起将“一叶子”并入其他品牌，2024H1-2025H2 将“安敏优”并入其他品牌；贝泰妮 26H1 将“初普”从“其他品牌”划出单独列示，前述公司“其他”增速不可比。

资料来源：公司公告，华泰研究

仅供内部参考，请勿外传

图表2：25Q1-26Q2（25H1-26H1）各公司营收及同比增速

所属板块	股票代码	股票名称	营收（亿元）/同比增速（%）								
			25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	26Q2	25H1	25H2	26H1
品牌商	603605.SH	珀莱雅	23.59	30.03	17.36	35.00	23.05	30.69	53.62	52.36	53.75
			8.1%	6.5%	-11.6%	-8.2%	-2.3%	2.2%	7.2%	-9.4%	0.2%
	300957.SZ	贝泰妮	9.49	14.23	10.92	18.94	11.18	14.74	23.72	29.87	25.92
			-13.5%	-16.7%	-9.9%	10.3%	17.8%	3.6%	-15.4%	1.9%	9.3%
	600315.SH	上海家化	17.04	17.75	14.83	13.56	17.95	19.96	34.78	28.39	37.91
			-10.6%	25.4%	28.3%	12.8%	5.4%	12.4%	4.7%	20.4%	9.0%
	603983.SH	丸美生物	8.47	9.18	6.86	10.09	8.81	7.82	17.65	16.95	16.63
			28.0%	32.9%	14.3%	-0.8%	4.1%	-14.8%	30.5%	4.8%	-5.8%
	603193.SH	润本股份	2.40	6.55	3.42	3.07	2.67	7.87	8.95	6.50	10.54
			44.0%	13.5%	16.7%	9.5%	11.3%	20.1%	20.3%	13.2%	17.7%
	003010.SZ	若羽臣	5.74	7.45	8.19	12.93	9.95	12.91	13.19	21.13	22.86
			54.2%	79.6%	123.4%	111.4%	73.3%	73.3%	67.6%	115.9%	73.3%
	301371.SZ	毅尔佳	3.01	5.62	4.34	5.96	5.48	6.08	8.63	10.30	11.56
			-26.4%	5.9%	-17.6%	8.2%	82.1%	8.1%	-8.2%	-4.4%	33.9%
	600223.SH	福瑞达	8.76	9.13	8.07	10.54	9.00	10.09	17.90	18.61	19.09
			-1.6%	-11.7%	-8.0%	-10.7%	2.8%	10.4%	-7.1%	-9.5%	6.7%
	2145.HK	上美股份	-	-	-	-	-	-	41.08	50.70	37.56
			-	-	-	-	-	-	17.3%	54.1%	-8.6%
	1318.HK	毛戈平	-	-	-	-	-	-	25.88	24.62	32.67
			-	-	-	-	-	-	31.3%	28.7%	26.2%
	2657.HK	林清轩	-	-	-	-	-	-	10.52	13.98	15.00
			-	-	-	-	-	-	98.3%	105.8%	42.6%
	2367.HK	巨子生物	-	-	-	-	-	-	31.13	24.06	29.18
			-	-	-	-	-	-	22.5%	-19.8%	-6.3%
	300792.SZ	壹网壹创	2.48	2.85	2.30	3.10	2.13	2.17	5.33	5.40	4.30
			-12.1%	-16.1%	-11.3%	-12.6%	-14.1%	-23.7%	-14.3%	-12.0%	-19.2%
代工厂	300856.SZ	科思股份	3.97	3.25	3.95	3.67	4.95	3.98	7.21	7.62	8.93
			-44.3%	-53.2%	-12.8%	-12.2%	24.8%	22.5%	-48.7%	-12.5%	23.8%
	300955.SZ	嘉亨家化	2.19	2.95	3.46	2.78	3.01	3.21	5.14	6.24	6.23
			7.5%	35.0%	28.7%	19.9%	37.9%	8.9%	21.7%	24.6%	21.2%
	300132.SZ	青松股份	4.19	5.18	6.16	6.66	4.80	6.27	9.37	12.83	11.07
			10.2%	8.4%	16.6%	20.5%	14.6%	21.0%	9.2%	18.6%	18.2%
医美	300896.SZ	爱美客	6.63	6.36	5.66	5.88	6.34	5.82	12.99	11.53	12.16
			-17.9%	-25.1%	-21.3%	-9.6%	-4.5%	-8.5%	-21.6%	-15.7%	-6.4%
	2373.HK	美丽田园医疗健康	-	-	-	-	-	-	14.59	15.42	18.82
			-	-	-	-	-	-	28.2%	7.5%	29.0%

资料来源：公司公告，华泰研究

图表3：25Q1-26Q2（25H1-26H1）各公司毛利率

所属板块	股票代码	股票名称	毛利率								
			25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	26Q2	25H1	25H2	26H1
品牌商	603605.SH	珀莱雅	72.8%	73.8%	74.7%	72.4%	74.5%	74.2%	73.4%	73.1%	74.3%
	300957.SZ	贝泰妮	77.5%	75.0%	70.7%	74.7%	73.3%	75.6%	76.0%	73.2%	74.6%
	600315.SH	上海家化	63.4%	63.3%	61.5%	61.8%	65.8%	66.8%	63.4%	61.6%	66.3%
	603983.SH	丸美生物	76.1%	73.3%	75.7%	72.8%	73.8%	73.5%	74.6%	74.0%	73.6%
	603193.SH	润本股份	57.7%	58.1%	59.0%	58.5%	59.1%	61.0%	58.0%	58.7%	60.5%
	003010.SZ	若羽臣	53.9%	59.2%	61.0%	62.0%	64.7%	66.1%	56.9%	61.6%	65.5%
	301371.SZ	毅尔佳	83.0%	80.6%	80.4%	77.8%	77.2%	76.6%	81.5%	78.9%	76.9%
	600223.SH	福瑞达	51.3%	53.4%	49.5%	55.9%	56.0%	58.3%	52.3%	53.2%	57.2%
	2145.HK	上美股份	-	-	-	-	-	-	75.5%	77.2%	76.7%
	1318.HK	毛戈平	-	-	-	-	-	-	84.2%	84.3%	84.8%
	2657.HK	林清轩	-	-	-	-	-	-	82.4%	81.7%	81.6%
	2367.HK	巨子生物	-	-	-	-	-	-	81.7%	78.6%	79.5%
	300792.SZ	壹网壹创	28.6%	30.8%	30.4%	27.6%	32.5%	34.3%	29.8%	28.8%	33.4%
代工厂	300856.SZ	科思股份	34.0%	29.6%	25.3%	29.8%	28.5%	27.1%	32.0%	27.4%	27.9%
	300955.SZ	嘉亨家化	14.1%	15.6%	18.9%	17.3%	17.1%	17.0%	15.0%	18.2%	17.0%
	300132.SZ	青松股份	14.4%	20.0%	21.8%	23.7%	18.6%	19.3%	17.5%	22.8%	19.0%
医美	300896.SZ	爱美客	93.9%	93.0%	93.2%	90.6%	92.5%	92.5%	93.4%	91.9%	92.5%
	2373.HK	美丽田园医疗健康	-	-	-	-	-	-	49.3%	48.8%	51.4%

资料来源：公司公告，华泰研究

仅供内部参考，请勿外传

图表4：25Q1-26Q2（25H1-26H1）各公司销售费用率

所属板块	股票代码	股票名称	销售费用率								
			25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	26Q2	25H1	25H2	26H1
品牌商	603605.SH	珀莱雅	45.6%	52.7%	49.9%	49.6%	50.8%	54.9%	49.6%	49.7%	53.1%
	300957.SZ	贝泰妮	56.0%	52.9%	50.6%	44.2%	53.0%	48.6%	54.2%	46.6%	50.5%
	600315.SH	上海家化	40.4%	47.1%	49.9%	56.6%	42.0%	51.9%	43.8%	53.1%	47.2%
	603983.SH	丸美生物	52.2%	60.7%	60.6%	63.6%	53.8%	64.1%	56.6%	62.4%	58.6%
	603193.SH	润本股份	31.5%	29.8%	29.1%	37.6%	32.1%	32.4%	30.3%	33.1%	32.3%
	003010.SZ	若羽臣	45.9%	45.0%	54.5%	46.5%	53.2%	50.0%	45.4%	49.6%	51.4%
	301371.SZ	敷尔佳	52.9%	46.4%	46.3%	49.3%	45.6%	53.9%	48.7%	48.0%	49.9%
	600223.SH	福瑞达	35.5%	36.5%	37.3%	40.0%	43.1%	42.9%	36.0%	38.8%	43.0%
	2145.HK	上美股份	-	-	-	-	-	-	56.9%	59.7%	66.1%
	1318.HK	毛戈平	-	-	-	-	-	-	45.2%	51.5%	47.4%
	2657.HK	林清轩	-	-	-	-	-	-	55.2%	58.4%	53.7%
	2367.HK	巨子生物	-	-	-	-	-	-	34.0%	41.5%	43.4%
	300792.SZ	壹网壹创	12.5%	8.8%	10.1%	11.4%	10.4%	7.0%	10.5%	10.8%	8.7%
代工厂	300856.SZ	科思股份	2.2%	2.9%	1.3%	1.1%	1.4%	2.4%	2.5%	1.2%	1.9%
	300955.SZ	嘉亨家化	1.1%	0.7%	0.6%	1.0%	0.8%	0.7%	0.9%	0.8%	0.7%
	300132.SZ	青松股份	2.6%	2.3%	1.6%	2.5%	3.1%	2.7%	2.4%	2.1%	2.9%
医美	300896.SZ	爱美客	9.9%	12.4%	15.4%	26.5%	17.3%	21.6%	11.1%	21.0%	19.3%
	2373.HK	美丽田园医疗健康	-	-	-	-	-	-	17.2%	17.1%	17.6%

资料来源：公司公告，华泰研究

图表5：25Q1-26Q2（25H1-26H1）各公司营收同比增速与销售费用同比增速差值

所属板块	股票代码	股票名称	营收同比增速与销售费用同比增速之差								
			25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	26Q2	25H1	25H2	26H1
品牌商	603605.SH	珀莱雅	2.8%	-13.6%	-8.7%	1.9%	-11.2%	-4.2%	-6.4%	-1.6%	-7.2%
	300957.SZ	贝泰妮	-17.2%	-15.2%	14.6%	12.5%	6.3%	8.5%	-16.0%	14.4%	7.4%
	600315.SH	上海家化	-7.7%	11.2%	0.4%	-8.6%	-4.1%	-11.4%	-1.1%	-4.2%	-8.3%
	603983.SH	丸美生物	-4.8%	-12.0%	-3.2%	-14.7%	-3.3%	-4.7%	-8.8%	-10.5%	-3.4%
	603193.SH	润本股份	-6.2%	-5.9%	-27.4%	-10.1%	-2.4%	-10.3%	-6.4%	-16.6%	-8.1%
	003010.SZ	若羽臣		17.4%	-117.8%	-259.4%	-27.5%	-19.0%	-56.6%	-189.3%	-22.7%
	301371.SZ	敷尔佳	-45.8%	-49.7%	-22.7%	-6.6%	25.0%	-17.4%	-47.8%	-15.1%	-3.6%
	600223.SH	福瑞达	2.1%	0.0%	-1.4%	-6.5%	-22.1%	-19.6%	0.9%	-4.3%	-20.8%
	2145.HK	上美股份	-	-	-	-	-	-	-	-	-14.8%
	1318.HK	毛戈平	-	-	-	-	-	-	-	-	-6.4%
	2657.HK	林清轩	-	-	-	-	-	-	-	-	3.8%
	2367.HK	巨子生物	-	-	-	-	-	-	-	-	-26.0%
	300792.SZ	壹网壹创	12.2%	-1.1%	5.0%	16.3%	14.6%	15.1%	6.1%	12.4%	14.0%
代工厂	300856.SZ	科思股份	-17.2%	-57.1%	-66.6%	45.7%	43.6%	19.4%	-35.0%	17.1%	31.2%
	300955.SZ	嘉亨家化	-7.6%	18.6%	30.0%	1.9%	38.5%	8.8%	6.0%	16.3%	21.5%
	300132.SZ	青松股份	11.2%	6.3%	20.2%	-25.5%	-22.2%	-21.8%	8.6%	-4.0%	-21.7%
医美	300896.SZ	爱美客	-15.0%	-31.9%	-56.0%	-128.5%	-71.8%	-67.7%	-23.8%	-94.5%	-69.3%
	2373.HK	美丽田园医疗健康	-	-	-	-	-	-	-	-	-3.0%

资料来源：公司公告，华泰研究

图表6：25Q1-26Q2（25H1-26H1）各公司毛销差

所属板块	股票代码	股票名称	毛销差								
			25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	26Q2	25H1	25H2	26H1
品牌商	603605.SH	珀莱雅	27.1%	21.1%	24.8%	22.8%	23.7%	19.3%	23.8%	23.5%	21.2%
	300957.SZ	贝泰妮	21.4%	22.1%	20.0%	30.5%	20.3%	27.0%	21.8%	26.7%	24.1%
	600315.SH	上海家化	23.0%	16.2%	11.6%	5.2%	23.8%	14.9%	19.5%	8.6%	19.1%
	603983.SH	丸美生物	23.9%	12.5%	15.1%	9.1%	20.0%	9.4%	18.0%	11.6%	15.0%
	603193.SH	润本股份	26.2%	28.3%	29.9%	20.8%	27.0%	28.6%	27.8%	25.6%	28.2%
	003010.SZ	若羽臣	8.1%	14.2%	6.5%	15.4%	11.5%	16.1%	11.5%	12.0%	14.1%
	301371.SZ	敷尔佳	30.1%	34.2%	34.1%	28.5%	31.6%	22.7%	32.8%	30.8%	26.9%
	600223.SH	福瑞达	15.8%	16.9%	12.3%	15.9%	12.8%	15.3%	16.4%	14.3%	14.1%
	2145.HK	上美股份	-	-	-	-	-	-	18.6%	17.5%	10.7%
	1318.HK	毛戈平	-	-	-	-	-	-	39.0%	32.7%	37.4%
	2657.HK	林清轩	-	-	-	-	-	-	27.2%	23.4%	27.9%
	2367.HK	巨子生物	-	-	-	-	-	-	47.7%	37.1%	36.0%
	300792.SZ	壹网壹创	16.1%	22.0%	20.3%	16.2%	22.2%	27.3%	19.3%	17.9%	24.8%
代工厂	300856.SZ	科思股份	31.9%	26.8%	24.0%	28.7%	27.1%	24.7%	29.6%	26.3%	26.0%
	300955.SZ	嘉亨家化	13.0%	14.9%	18.2%	16.3%	16.3%	16.4%	14.1%	17.4%	16.3%
	300132.SZ	青松股份	11.8%	17.7%	20.2%	21.2%	15.5%	16.6%	15.1%	20.7%	16.1%
医美	300896.SZ	爱美客	84.0%	80.6%	77.8%	64.1%	75.2%	70.9%	82.3%	70.8%	73.2%
	2373.HK	美丽田园医疗健康	-	-	-	-	-	-	32.1%	31.7%	33.8%

资料来源：公司公告，华泰研究

仅供内部参考，请勿外传

图表7：25Q1-26Q2（25H1-26H1）归母净利率

所属板块	股票代码	股票名称	归母净利率								
			25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	26Q2	25H1	25H2	26H1
品牌商	603605.SH	珀莱雅	16.5%	13.6%	13.1%	13.5%	15.9%	26.1%	14.9%	13.4%	21.7%
	300957.SZ	贝泰妮	3.0%	15.3%	2.3%	12.3%	5.9%	15.3%	10.4%	8.7%	11.3%
	600315.SH	上海家化	12.7%	2.7%	9.4%	-10.2%	12.4%	8.0%	7.6%	0.1%	10.0%
	603983.SH	丸美生物	16.0%	4.3%	10.1%	0.3%	11.5%	7.0%	9.9%	4.3%	9.3%
	603193.SH	润本股份	18.4%	21.9%	22.9%	15.8%	19.7%	21.9%	20.9%	19.5%	21.4%
	003010.SZ	若羽臣	4.8%	6.0%	4.0%	6.9%	7.3%	7.4%	5.5%	5.8%	7.3%
	301371.SZ	敷尔佳	30.4%	24.6%	22.0%	18.1%	31.3%	13.9%	26.6%	19.7%	22.1%
	600223.SH	福瑞达	5.8%	6.3%	4.2%	4.4%	3.5%	4.9%	6.0%	4.3%	4.3%
	2145.HK	上美股份	-	-	-	-	-	-	12.8%	11.4%	2.9%
	1318.HK	毛戈平	-	-	-	-	-	-	25.9%	21.7%	24.7%
	2657.HK	林清轩	-	-	-	-	-	-	17.3%	12.8%	17.1%
	2367.HK	巨子生物	-	-	-	-	-	-	38.0%	30.5%	32.2%
	300792.SZ	壹网壹创	10.5%	15.7%	12.1%	2.9%	14.7%	16.1%	13.3%	6.8%	15.4%
代工厂	300856.SZ	科思股份	12.1%	5.3%	3.2%	8.2%	8.2%	4.5%	9.1%	5.6%	6.6%
	300955.SZ	嘉亨家化	-9.1%	-4.1%	0.8%	-2.8%	-1.4%	-1.5%	-6.3%	-0.8%	-1.5%
	300132.SZ	青松股份	0.5%	4.9%	13.5%	6.4%	4.6%	5.5%	2.9%	9.8%	5.1%
医美	300896.SZ	爱美客	66.9%	54.4%	53.7%	33.7%	47.1%	50.7%	60.8%	43.5%	48.8%
	2373.HK	美丽田园医疗健康	-	-	-	-	-	-	10.7%	10.5%	11.8%

资料来源：公司公告，华泰研究

图表8：25Q1-26Q2（25H1-26H1）扣非归母净利率

所属板块	股票代码	股票名称	扣非归母净利率								
			25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	26Q2	25H1	25H2	26H1
品牌商	603605.SH	珀莱雅	16.1%	13.0%	13.1%	13.6%	14.8%	10.5%	14.4%	13.4%	12.4%
	300957.SZ	贝泰妮	2.2%	11.4%	0.1%	9.1%	3.6%	13.9%	7.7%	5.8%	9.5%
	600315.SH	上海家化	11.3%	1.6%	0.6%	-13.7%	14.8%	4.3%	6.4%	-6.2%	9.3%
	603983.SH	丸美生物	15.8%	3.5%	7.0%	1.7%	11.3%	1.6%	9.4%	3.8%	6.8%
	603193.SH	润本股份	16.1%	21.1%	21.7%	14.4%	18.1%	21.4%	19.8%	18.2%	20.6%
	003010.SZ	若羽臣	4.4%	6.0%	3.9%	6.8%	6.8%	7.1%	5.3%	5.7%	7.0%
	301371.SZ	敷尔佳	17.5%	20.2%	20.1%	14.1%	19.2%	10.1%	19.3%	16.6%	14.4%
	600223.SH	福瑞达	5.4%	6.3%	3.2%	4.1%	3.3%	4.6%	5.8%	3.7%	4.0%
	2145.HK	上美股份	-	-	-	-	-	-	12.1%	5.8%	3.7%
	1318.HK	毛戈平	-	-	-	-	-	-	25.2%	21.5%	24.2%
	2657.HK	林清轩	-	-	-	-	-	-	18.0%	12.8%	19.0%
	2367.HK	巨子生物	-	-	-	-	-	-	37.8%	27.7%	31.4%
	300792.SZ	壹网壹创	10.2%	15.4%	11.8%	6.6%	14.3%	15.8%	13.0%	8.8%	15.1%
代工厂	300856.SZ	科思股份	11.1%	3.5%	2.1%	9.5%	7.6%	3.4%	7.7%	5.6%	5.7%
	300955.SZ	嘉亨家化	-9.1%	-4.3%	0.6%	-3.4%	-1.4%	-1.4%	-6.4%	-1.2%	-1.4%
	300132.SZ	青松股份	0.3%	4.8%	8.0%	7.2%	4.5%	5.7%	2.8%	7.6%	5.2%
医美	300896.SZ	爱美客	60.5%	50.4%	45.0%	20.8%	47.1%	40.0%	55.6%	32.7%	43.7%
	2373.HK	美丽田园医疗健康	-	-	-	-	-	-	9.8%	9.7%	14.0%

资料来源：公司公告，华泰研究

仅供内部参考，请勿外传

免责声明

分析师声明

本人，樊俊豪、孙丹阳，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。请注意，标*的人员并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作，华泰证券股份有限公司和其关联机构统称为“华泰证券”(华泰证券股份有限公司已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格) 。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供华泰证券及其客户和其关联机构使用。华泰证券不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于华泰证券认为可靠的、已公开的信息编制，但华泰证券对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰证券不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰证券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。

华泰证券（华泰证券（美国）有限公司除外）不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰证券力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议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，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰证券及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰证券不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰证券及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰证券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，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰证券的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰证券违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为华泰证券所有。未经华泰证券书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯华泰证券版权。如征得华泰证券同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。华泰证券保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为华泰证券的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作,在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题,请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

仅供内部参考，请勿外传

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure

其他信息请参见下方 **“美国-重要监管披露”**。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师樊俊豪、孙丹阳本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第 32C 条的规定分发其在华泰证券内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所分发的信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经 225 指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时 100 指数，德国市场基准为 DAX 指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准
中性：预计行业股票指数基本与基准持平
减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准 15%以上
增持：预计股价超越基准 5%~15%
持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
卖出：预计股价弱于基准 15%以上
暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

仅供内部参考，请勿外传

法律实体披露

中国：华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J

香港：华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

美国：华泰证券（美国）有限公司为美国金融业监管局（FINRA）成员，具有在美国开展经纪交易商业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡：华泰证券（新加坡）有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，并且是豁免财务顾问，经营许可证编号为：202233398E

华泰证券股份有限公司

南京
南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521
电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京
北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层/邮政编码：100032
电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275
电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳
深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017
电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062
电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海
上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120
电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068
电子邮件：ht-rd@htsc.com

华泰金融控股（香港）有限公司
香港中环皇后大道中 99 号中环中心 53 楼
电话：+852-3658-6000/传真：+852-2567-6123
电子邮件：research@htsc.com
http://www.htsc.com.hk

华泰证券（美国）有限公司
美国纽约公园大道 280 号 21 楼东（纽约 10017）
电话：+212-763-8160/传真：+917-725-9702
电子邮件: Huatai@htsc-us.com
http://www.htsc-us.com

华泰证券（新加坡）有限公司
滨海湾金融中心 1 号大厦, #08-02, 新加坡 018981
电话：+65 68603600
传真：+65 65091183
https://www.htsc.com.sg

©版权所有2026年华泰证券股份有限公司