

■ 读年报看产业

从重规模到重质量 医美与化妆品行业步入调整期

◎ 记者 胡嘉树

2025年，对中国医美与化妆品行业而言，是外部环境复杂多变、内部转型持续深化的一年。

一方面，外部环境的“压力测试”迫使企业回归经营本质。“复杂多变”“竞争激烈”“消费意愿谨慎”成为企业对宏观环境描述的高频词。无论是医美行业因消费谨慎导致的非必需医疗需求疲软，还是化妆品行业因流量成本高昂带来的利润侵蚀，都推动企业从依赖营销投放转向注重研发创新与降本增效。

另一方面，政策与成本因素成为影响利润的“双刃剑”，增值税率调整、药品集采政策持续挤压部分利润空间，倒逼企业加速向创新药械和消费医疗转型。在此背景下，行业告别了过去单纯依赖规模扩张的粗放增长，进入业绩分化、提质增效的深度调整期。

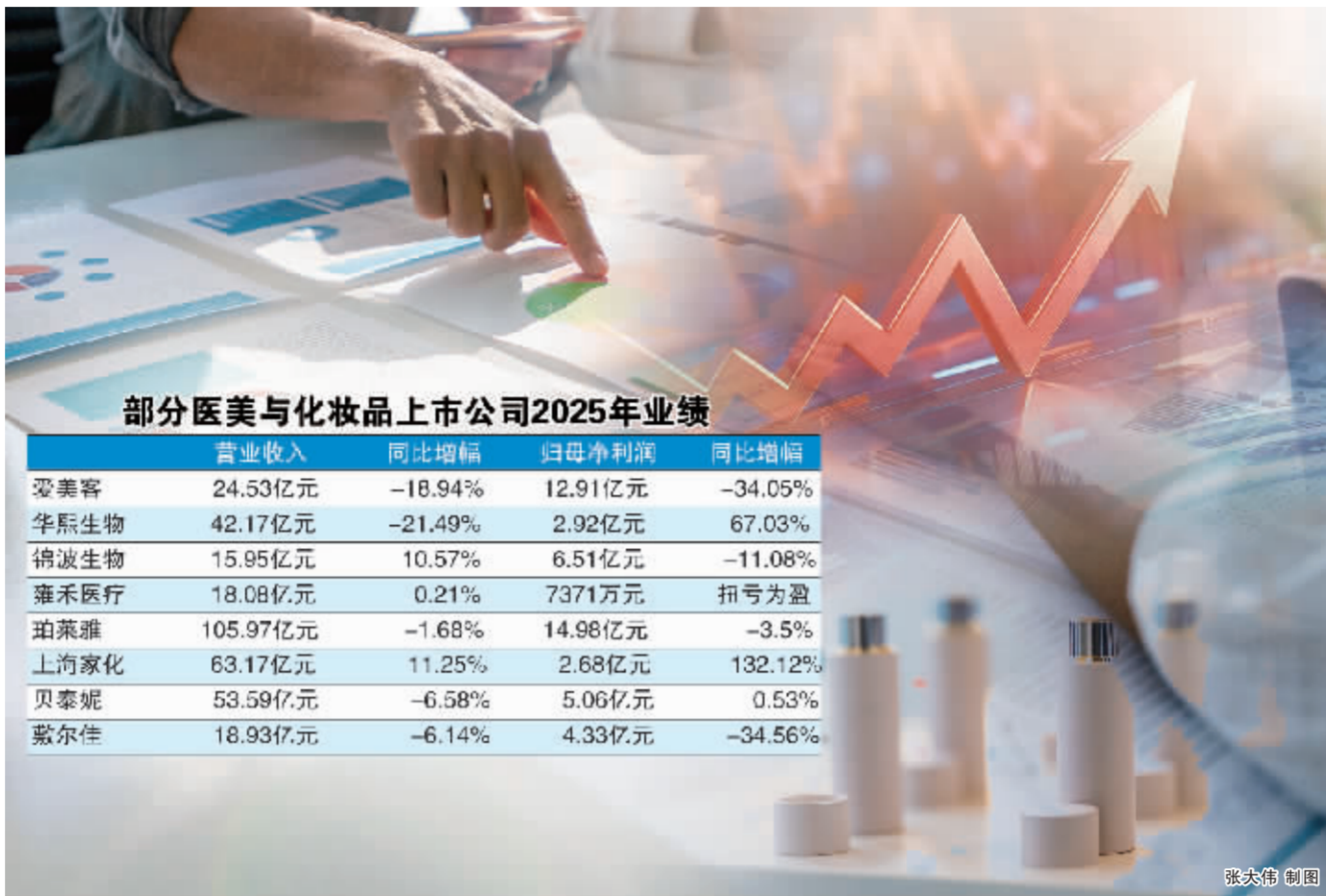
2025年，医美、化妆品领域的上市公司业绩呈现显著的“K型分化”：有的企业在逆境中实现扭亏为盈或利润大增，展现出强大韧性；有的则因竞争加剧、成本高昂或政策调整面临阶段性阵痛。可喜的是，多数头部企业并未困于短期波动，而是通过战略聚焦、科技创新与组织变革，主动拥抱从“规模扩张”向“质量增长”的转型，为行业长远发展积蓄新动能。

医美龙头遭遇周期考验

2025年的中国医美市场，在“供给端繁荣”与“需求端谨慎”的夹缝中寻求平衡。市场规模持续扩容，合规化进程加速，再生材料、胶原蛋白等新品层出不穷，但消费非必需消费意愿下降，行业竞争空前激烈，价格战硝烟未散，多家头部企业业绩承压。

东吴证券表示，我国医美市场已进入稳健增长阶段，整体规模持续攀升，其中注射类医美赛道表现尤为突出。产业链利润分层显著，上游凭借研发与牌照壁垒成为盈利核心，中游机构格局分化，下游数字化引流推动精细化运营。然而，在宏观波动与政策调整的双重影响下，多家头部企业业绩承压。

素有“医美茅台”之称的爱美客2025年实现营收24.53亿元、同比下降18.94%，实现归母净利润12.91亿元、同比下降34.05%，主要因为宏观环境波动与行业竞争加剧，其核心的溶液类与凝胶类注射产品收入分别下滑27.48%和26.82%。华熙生物同样面临转型阵痛，2025年营收为42.17亿元，同比下降21.49%，归母净利润却逆势增长67.03%。公司解释称，通过主动摒弃“内卷式”增长，优化组织架构、依托AI重构流程，推动从“规模扩张”向“质量增长”转型，管理费用与销售费用分别下降17.72%和38.52%，实现降本增效。



业绩快报显示，锦波生物作为重组胶原蛋白的领军企业，2025年实现营收15.95亿元，同比增长10.57%。然而，其净利润同比下降11.08%，主要是受增值税率上调影响。同样受此政策影响的还有昊海生科，叠加人工晶状体集采影响，并基于降价预期计提了约1.66亿元减值准备，公司全年营收同比下降8.33%，净利润同比下降40.30%。

逆境中亦有亮点，部分企业通过战略调整成功突围。雍禾医疗通过优化门店网络和升级连锁医疗管理系统，在2025年实现营收18.08亿元，同比微增0.21%；归母净利润达到7371万元，同比扭亏为盈。时代天使则凭借全球化战略取得突破，2025年营收同比增长37.76%，归母净利润大增134.74%。四环医药的医美业务成为最大亮点，该板块收入约为14.85亿元，同比大增99.6%，占总营收比重首次突破50%。其核心单品肉毒素乐提葆销量突破120万瓶，市场占有率提升至22%，稳居国内市场第二，并通过构建覆盖肉毒素、玻尿酸、再生材料等五大品类的全矩阵布局，成功转型为收入及利润的核心支柱。

化妆品行业“K型分化”

化妆品行业，同样在“稳步复苏”与“结构调整”中前行。国家统计局数据显

示，2025年全年限额以上单位化妆品类零售额同比增长5.1%，跑赢了社零大盘。但行业均值之下，品牌间“冰火两重天”的分化态势明显。流量成本高企、渠道碎片化、消费者愈发理性，倒逼企业从“营销驱动”转向“品牌与科技驱动”。

相较而言，头部国货品牌的韧性更强。珀莱雅作为行业规模领先者，2025年实现营收105.97亿元，同比微降1.68%；实现归母净利润14.98亿元，下降3.5%，基本保持稳定。公司的核心竞争力在于其构建的“顶层战略、黄金链路、敏捷组织”三位一体的现代化企业系统，坚定推进科技赋能与业务全球化。

上海家化2025年业绩强劲反弹，全年营收为63.17亿元，同比增长11.25%；归母净利润为2.68亿元，同比大增132.12%。增长主要得益于高毛利单品的带动、线上业务及海外核心品类的收入增加，以及上年度计提商誉减值等的影响。

贝泰妮虽然营收同比下降6.58%至53.59亿元，但归母净利润却微增0.53%至5.06亿元，扣非净利润大幅回升48.22%。期内公司持续孵化新品类，积极布局新增长点，盈利能力企稳回升。

部分企业陷入“增收不增利”或“营收利润双降”困局。丸美生物2025年营收增长16.48%，但归母净利润下降

27.63%。公司坦言，主要原因是线上流量及推广成本高企，同时新大厦落成带来折旧摊销增加等。敷尔佳则面临更大的挑战，全年营收为18.93亿元，同比下降6.14%，归母净利润下降34.56%至4.33亿元，主要原因系公司优化线下渠道及销售推广投入大幅增加。福瑞达受化妆品业务中瑞尔博士品牌核心单品拉动作用减弱、新品培育周期较长，以及药品集采影响，全年营收和归母净利润分别下滑8.33%和22.90%。

在行业普遍承压的背景下，水羊股份的表现引人注目。公司2025年实现营收49.77亿元，同比增长17.47%。更关键的是，其自有品牌收入同比增长26.97%，占比提升至42.11%，带动整体毛利率显著提升。公司将其归因于“聚焦高端品牌建设，高端品牌势能持续放大”。

兴业研究在《化妆品行业现状及趋势展望》中表示，2025年我国化妆品交易额已超过1.1万亿元，稳居全球第一，本土品牌市占率提升至57.4%。在监管规范持续完善、行业由小众消费向常规消费品过渡的背景下，具备科技实力与运营效率的企业有望在新一轮竞争中脱颖而出。

在此背景下，多家上市公司表示，将通过明晰战略、优化组织架构等举措，拓展增长机会，为长远发展积蓄动能。

破局原料压力 布局全域发展

——“厦钨系”解码行业发展新生态

◎ 记者 严晓菲

4月27日，厦门钨业、厦钨新能、金龙稀土（以下简称“厦钨系”）联合召开2025年度暨2026年一季度业绩说明会。会上，3家公司就如何应对钨价上涨以及未来的整体战略布局等投资者关切话题作出回应。

拓展应用与消费场景 应对原材料价格上涨

2025年初以来，全球钨价开启“狂飙”模式，到今年3月的一年多时间里已上涨超过600%。面对原材料价格居高不下的现实“困境”，公司如何突围？

在应用场景与消费需求上下功夫，是“厦钨系”给出的答案。厦钨钨业董事长钟可祥表示，公司通过技术革新，使得钨丝材具备更强韧性、更低断线率与成材率优势，以降低生产成本，提升产品竞争力。同时，在应用场景上，钨已从传统领域拓展至医疗、半导体封装及人造太阳热场材料等高端新赛道，凭借高硬度等特性可打开钨产品的多元成长空间。

钟可祥称，在库存管理方面，公司秉持“低库存快周转”原则，采购端采取谨慎采购策略，以保障下游安全供应、匹配在手订单备货为主；销售端根据市场情况适时调整销售价格，从而控制整个钨产业链的库存风险和价格波动风险。

作为厦钨钨业控股子公司，厦钨新能深耕新能源产业。厦钨新能董事长杨金洪坦言，碳酸锂价格上涨推高了锂电池生产成本，叠加手机存储芯片价格攀升、地缘紧张局势等因素影响，行业承压较为明显。但他也表示，市场在高端需求方面仍具备增长韧性，公司接下来将聚焦消费类市场，同时大力开拓新兴增量市场。“凭借产品与技术优势，我们有信心能够保持稳健增长态势。”

拓产线、国际化布局 固链强基

3月24日，厦门钨业公告称，公司拟出资2.95亿元收购九江大地矿业开发有限公司69%股权。九江大地以矿产开发采选为主营业务。厦钨钨业表示，本次交易有利于公司提高资源储备，提高原料自给率，降低原料采购风险，保障公司生产经营的稳定，减少关联交易。

另外，厦钨钨业下属公司德国金鹰硬质合金有限公司拟收购德国 Mimatic GmbH 公司 100% 股权，并在收购完成后对标的公司进行增资。标的公司主要销售切削工具、动力刀座、精密刀柄。

在业绩说明会上，厦钨钨业董事兼总裁吴高潮解释称，厦钨钨业收购刀具企业，旨在补齐产品线短板，从卖产品转向为客户提供整体加工解决方案，以实现从工业制造向工业服务转型。同时，海外布局持续推进，已在泰国设立制造基地，在欧洲、巴西、日韩建立销售网络，未来将通过自建与并购相结合，在海外搭建完整的制造与服务体系，构建国内外协同的刀具产业生态。

金龙稀土是厦钨钨业控股子公司之一，主要涉足稀土领域。金龙稀土总经理陈大崑称，包头稀土材料项目2026年已进入二期建设阶段，未来公司将聚焦深化磁性材料产品开发，推进稀土高端纳米化合物、合金靶材量产，同时加强与头部稀土企业合作。

展望未来，钟可祥表示，公司将持续坚持“专注于钨钼、能源新材料和稀土三大核心业务”的战略定位，以“技术创新、管理创新、机制创新”为动力，通过切削工具和丝材把厦钨钨业做强，通过能源新材料和稀土把厦钨钨业做大，通过技术创新提高新产品销售收入和利润贡献比例把厦钨钨业做优，通过体制机制的改革把厦钨钨业做活，通过制度建设和企业文化把厦钨钨业做稳，通过一次资源开发和二次资源再生提供发展保障。

药明康德一季度营收 首次迈过“百亿”大关

◎ 记者 何昕怡

4月27日晚，药明康德披露2026年一季度报。公司实现营业收入124.36亿元，同比增长28.81%，一季度营收首次超越百亿大关；实现归母净利润46.52亿元，同比增长26.68%。营业收入、归母净利润均创下历史同期新高。

作为CXO龙头，药明康德为全球生物医药行业提供一体化、端到端的新药研发和生产服务。公司业务分为化学、测试、生物学及其他等四大板块，形成全产业链服务体系。今年一季度，前三大板块的收入均实现两位数增长。

化学业务作为药明康德的营收“基石”，占比近八成。报告期内，公司该业务实现收入106.2亿元，同比增长43.69%，这主要得益于管线持续扩张并向后期稳步推进，加之新增产能的逐季度释放。其中，小分子工艺研发和生产（D&M）业务表现尤为抢眼，一季度收入达69.3亿元，同比增长80.1%。

今年一季度，备受关注的药明康德 TIDES（寡核苷酸与多肽）业务贡献了23.8亿元的收入，同比增长6.1%。基于目前的订单可见度，药明康德预计 TIDES 业务全年增幅约为40%。

订单是CXO企业的核心生命线。药明康德高黏性且不断扩大的客户群也保障了公司丰厚的订单。

截至今年一季度末，药明康德持续经营业务在手订单总额高达597.7亿元，同比增长23.6%。

在订单爆满的背景下，药明康德按下产能扩张的“加速键”。公司在季报中表示，为更好满足日益增长的客户需求，计划提前启动常州新基地建设。在发布2025年年报时，药明康德曾预设了2026年全年业绩情况——整体收入为513亿元至530亿元，持续经营业务收入同比增长18%至22%。在披露一季报后，药明康德表示，目前继续保持全年目标，但将持续关注市场及业务动向，“在适当时机上调指引”。

“基于一季度扎实的业绩表现和持续高效的执行力，我们对达成2026年各项业绩指引充满信心。公司将加速前瞻性产能布局与全球化能力建设，持续精进运营管理能力，为客户和股东创造更大价值。”药明康德董事长、首席执行官李革表示。

电力设备子行业业绩表现分化 出海与特高压或成增长“双引擎”

◎ 记者 王文婧

A股电力设备行业公司2025年年报陆续披露，清晰揭示了行业内部剧烈的结构性分化。以储能、逆变器为代表的高增长赛道龙头企业，展现出较高的盈利效率与成长弹性；部分从事传统重资产业务的企业则深陷“规模不经济”的困境。

多位电力设备行业人士在接受上海证券报记者采访时表示，展望未来，行业增长的逻辑高度聚焦于两大确定性主线：国内，以特高压为核心的电网投资进入高强度建设周期；海外，全球能源基础设施升级为中国制造打开了出海窗口。内需的确定性与外需的成长性，正共同塑造行业新格局。

不同子行业业绩呈现分化

记者查阅电力设备行业具有代表性的公司财报发现，2025年的财务数据将电力设备企业划分为泾渭分明的两大阵营：高盈利、高增长阵营与大规模、低盈利阵营。

高盈利、高增长阵营企业普遍集中于储能系统、光伏逆变器、动力电池等处于全球能源转型风口的高附加值环节。以德业股份为例，公司2025年营业收入为122.24亿元，归母净利润高达31.71亿元。其高盈利的核心在于精准卡位海外用户储能赛道，产品具备品牌溢价。

2025年，阳光电源实现营业收入891.84亿元，同比增长14.55%；实现归母净利润134.61亿元，同比增长21.97%，创下近年来利润新高。这体现了其在全球逆变器市场的龙头定价与成本控制力。值得一提的是，储能业务已经成为阳光电源第一大收入来源，全年实现收入372.87亿

元，同比增长49.39%。

电池领域绝对霸主——宁德时代2025年在营业收入4237.01亿元的体量下，实现了722.02亿元的归母净利润，同比增长42.28%。2026年一季度报显示，宁德时代一季度营收超过1291亿元，同比增长52.5%；归母净利润为207亿元，同比增长48.5%，这是一份创单季历史新高成绩单。

中国汽车动力电池产业创新联盟相关报告显示，今年前3个月，我国动力电池累计产量为487.4GWh，累计同比增长49.3%。记者从产业链人士处了解到，当前头部企业储能业务产线满负荷运转。

与上述企业形成鲜明对比的是以上海电气、东方电气、特变电工为代表的传统巨头。2025年，上海电气实现营业收入1266.79亿元，同比增长9.03%；实现归母净利润12.06亿元，同比增长60.30%。相比营收，利润略显微薄。东方电气和特变电工也存在类似情况。

这些公司业务多聚焦于重型发电设备、电站工程总承包等领域，业务模式具有资产重、周期长、毛利率低的特点，在存量竞争中面临激烈的价格压力，导致利润空间稀薄。尽管营收规模庞大，但盈利能力和股东回报率（ROE）长期在低位徘徊，反映了其在产业链中的附加值获取能力较弱。

不过，在传统电网设备领域，也存在凭借核心技术绑定主流客户而获得稳健回报的企业。如思源电气，2025年实现营业总收入215.39亿元，同比增长39.34%；实现净利润31.50亿元，同比增长53.74%，其关键在于在特高压组合电器、继电保护等细分领域建立了领先优势，深度服务国家电网、南方电网等核心客户。此外，利润水平相对较

高的海外业务在公司总营收中占较高比例，从而获得了优于同行的盈利水平。

电网建设步入“超级周期”

今年初，国家电网宣布“十五五”时期固定资产投资预计达到4万亿元，较“十四五”投资额增长40%。南方电网也公布了高于以往年度的投资计划。这表明，未来较长时期，国内市场需求的核心驱动力明确而强劲。电网建设从过去的“适度超前”步入与新能源发展深度绑定的“必要先行”超级周期。

投资强度已在2026年一季度得到充分验证。国家电网数据显示，一季度完成电网固定资产投资额超过1290亿元，同比增长37.0%。这一增速不仅远超往年同期，也显著高于全年规划增速。投资方向明确聚焦于主网架强化，多条特高压项目加速推进，标志着“十五五”特高压建设大幕已然拉开，为电力设备企业提供了长达五年的高景气订单预期。

2026年以来，国家电网集中招标采购活动活跃，一季度相关设备中标公告密集发布。一次设备龙头平高电气在2026年首批招标中中标金额约为12.23亿元，中国西电、思源电气等企业也在组合电器、隔离开关等关键设备招标中斩获大额订单。二次设备及智能化领域，国电南瑞、许继电气在调度系统、继电保护等产品上持续获得大单。

全球市场重塑产业估值

当前，中国电力设备出海正在经历从“产品输出”到“品牌与技术输出”，再到“解决方案与标准输出”的质变。

2026年一季度的海关数据与企业动态，

印证了这一趋势的广度与深度。万联证券研报显示，今年前3个月，我国电力设备累计出口金额达到248.05亿元，同比增长35.99%。细分产品来看：变压器环比回升，同比维持高速增长，其中非洲和欧洲地区表现突出，北美市场保持稳定；电表出口环比回落，非洲市场表现较为亮眼，同比实现高速增长。

4月27日晚，变压器生产商扬电科技发布的一季报显示：一季度营业收入为3.88亿元，同比增长18.69%；归属于上市公司股东的净利润为2055.24万元，同比增长36.09%。记者采访获悉，自去年起，欧洲市场成为该公司的海外拓展重点，欧洲业务占比有望持续提升且毛利率水平明显高于国内市场水平。

德业股份预计一季度实现归母净利润11亿元至12亿元，同比增长55.91%至70.08%。公司将业绩增长归因于能源短缺及价格波动加剧，能源安全重要性提升，叠加多国储能相关补贴政策持续发力，欧洲、中东、东南亚等地区户用及工商业储能需求显著提升。报告期内，公司储能逆变器、储能电池包产品销售收入同比大幅增长，进而推动公司经营业绩增长。

毕马威中国能源、天然资源及化工行业审计主管合伙人付强在接受上海证券报记者采访时表示，AI浪潮对全球电力行业的深刻影响，已从概念层面转化为实实在在的电力基础设施投资压力。中国作为电气装备制造中心，拥有完整成熟的产业链和科技创新能力，在交付时间、技术和成本等方面具有优势。欧美市场虽然壁垒较高，但在供应紧缺的压力下，部分欧洲国家正在加速引进中国设备，这是中国企业布局高端市场的重要窗口期。