

——芭薇股份点评报告

2024年08月29日

收入增长提速，客户结构变化拉低毛利率

核心观点

- 事件：**公司发布2024年半年报，上半年公司实现营业收入2.66亿元，同比增长24.83%；实现归母净利润1474.05万元，同比减少32.14%；实现扣非归母净利润1368.63万元，同比减少28.48%；整体毛利率28.14%，较去年同期有所下降；实现EPS0.17元，同比减少39.29%。
- 公司营收略超预期，毛利率下滑和广告费用提升导致利润数据不佳：**2024Q2，公司实现营业收入1.51亿元，同比增长29.71%；实现归母净利润681.55万元，同比减少53.17%；Q2单季整体毛利率25.39%。整体来看，公司Q2营收增速较Q1进一步提升，2024H1公司整体营收情况略超我们此前的预期，但客户结构的改变导致上半年毛利率下降，此外公司尝试OBM产品推广导致广告宣传费比去年同期增长601万，上述两个原因导致了公司上半年利润数据表现不佳。
- 护肤品板块营收较快增长，毛利率有所下滑：**2024H1，公司销护肤品板块（除面膜）实现营收2.41亿元，同比增长25.64%，该板块收入占比达到90.83%；毛利率为28.74%，较去年同期有所下降。板块的营收继续保持了较快的增长，但是受客户结构的改变的影响毛利率有一定程度的下滑。
- 彩妆、洗护和检测业务表现出色，面膜业务继续下滑：**2024H1，公司彩妆类产品实现营收727.27万元，同比增长121.55%，毛利率有所提升，主要系公司在功能性护肤品领域的品牌和市场影响力扩大所致；公司洗护产品实现营收690.14万元，同比增长52.53%，毛利率小幅下降；公司检测业务实现营收214.31万元，同比增长48.95%，毛利率大幅提升，主要得益于检测业务销量增长及检测人效提升。面膜产品上半年实现营收902.30万元，同比减少25.54%，毛利率大幅下滑至22.26%，主要是公司调整产品结构所致。
- 化妆品代工行业规模持续扩大，公司有望实现市场份额的提升：**随着我国消费者消费能力的提升，化妆品行业迎来高速增长。化妆品代工有助于品牌企业聚焦优势利润最大化，也迎来了快速发展，过往几年复合增速超过15%。目前我国化妆品代工市场呈现大而散的特点，预计未来在多个因素的影响下，国内化妆品代工行业集中度有望逐步提高。公司在研发、制造、客户服务等领域具备核心竞争力，未来有望在化妆品代工行业中扩大市场份额。
- 投资建议：**公司客户结构有所变化导致了毛利率有所下滑，我们相应调整公司的盈利预测，预计公司2024-2026年营收分别为5.79亿元、6.90亿元、7.91亿元，同比分别增长23.52%、19.26%、14.60%，归母净利润分别为0.34亿元、0.39亿元、0.42亿元，同比减少16.50%、同比增长14.47%和5.78%，EPS分别为0.40元、0.46元、0.49元，对应当前股价的PE分别为24.09倍、21.05倍、19.90倍。我们认为公司中长期成长空间广阔，当前PE仍处于较低水平，维持“推荐”的投资评级。
- 风险提示：**宏观经济环境风险、受下游行业影响较大的风险、市场竞争风险。

芭薇股份 (837023.BJ)

推荐 维持评级

分析师

傅楚雄

☎：010-8092-7623

✉：fuchuxiong@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130515010001

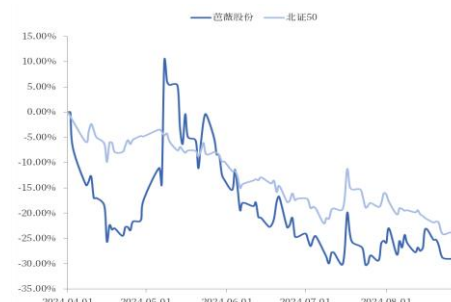
市场数据

2024-08-28

| | |
|------------|-----------|
| 股票代码 | 837023.BJ |
| A股收盘价(元) | 9.65 |
| 上证指数 | 2837.43 |
| 总股本(万股) | 8580.00 |
| 实际流通A股(万股) | 3266.64 |
| 流通A股市值(亿元) | 3.15 |

相对北证50表现图

2024-08-28



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

相关研究

- 【银河北交所】2024年展望：政策助力北交所加快发展，市场有望震荡向上
- 【银河北交所】2024中期策略_新质生产力赋能北证，关注央企投资价值

主要财务指标预测

| | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 468.66 | 578.88 | 690.37 | 791.17 |
| 收入增长率% | 2.02 | 23.52 | 19.26 | 14.60 |
| 归母净利润(百万元) | 41.16 | 34.37 | 39.34 | 41.62 |
| 利润增速% | 8.20 | -16.50 | 14.47 | 5.78 |
| 毛利率% | 33.19 | 30.06 | 29.65 | 29.22 |
| 摊薄 EPS(元) | 0.48 | 0.40 | 0.46 | 0.49 |
| PE | 20.12 | 24.09 | 21.05 | 19.90 |
| PB | 2.53 | 2.12 | 2.00 | 1.89 |
| PS | 1.58 | 1.43 | 1.20 | 1.05 |

资料来源:公司公告, 中国银河证券研究院

附录：

公司财务预测表

| 资产负债表(百万元) | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------|--------|--------|--------|---------|
| 流动资产 | 209.87 | 266.61 | 301.81 | 336.32 |
| 现金 | 30.00 | 55.61 | 62.41 | 70.20 |
| 应收账款 | 58.89 | 75.88 | 91.90 | 106.28 |
| 其它应收款 | 4.63 | 5.79 | 6.90 | 7.91 |
| 预付账款 | 1.99 | 2.63 | 3.16 | 3.64 |
| 存货 | 51.51 | 54.85 | 56.60 | 58.45 |
| 其他 | 62.84 | 71.84 | 80.84 | 89.84 |
| 非流动资产 | 453.31 | 547.92 | 675.75 | 841.35 |
| 长期投资 | 3.69 | 4.69 | 5.69 | 6.69 |
| 固定资产 | 307.80 | 430.43 | 560.44 | 722.05 |
| 无形资产 | 35.12 | 35.02 | 35.22 | 35.72 |
| 其他 | 106.71 | 77.78 | 74.40 | 76.89 |
| 资产总计 | 663.18 | 814.53 | 977.56 | 1177.67 |
| 流动负债 | 200.45 | 269.00 | 358.78 | 454.29 |
| 短期借款 | 10.01 | 30.01 | 70.01 | 120.01 |
| 应付账款 | 88.24 | 118.08 | 145.70 | 171.11 |
| 其他 | 102.20 | 120.92 | 143.08 | 163.18 |
| 非流动负债 | 132.54 | 151.51 | 201.51 | 281.51 |
| 长期借款 | 105.24 | 125.24 | 175.24 | 255.24 |
| 其他 | 27.31 | 26.28 | 26.28 | 26.28 |
| 负债合计 | 332.99 | 420.52 | 560.29 | 735.81 |
| 少数股东权益 | 2.98 | 3.26 | 3.58 | 3.91 |
| 归属母公司股东权益 | 327.21 | 390.75 | 413.69 | 437.96 |
| 负债和股东权益 | 663.18 | 814.53 | 977.56 | 1177.67 |

| 现金流量表(百万元) | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------|--------|---------|---------|---------|
| 经营活动现金流 | 91.56 | 104.33 | 120.50 | 138.32 |
| 净利润 | 41.49 | 34.65 | 39.66 | 41.95 |
| 折旧摊销 | 24.95 | 35.04 | 44.61 | 57.65 |
| 财务费用 | 3.97 | 7.20 | 10.21 | 15.33 |
| 投资损失 | -1.18 | -0.29 | -0.35 | -0.40 |
| 营运资金变动 | 15.87 | 20.30 | 17.13 | 15.10 |
| 其它 | 6.47 | 7.42 | 9.24 | 8.69 |
| 投资活动现金流 | -97.41 | -133.83 | -177.10 | -227.86 |
| 资本支出 | -45.31 | -122.43 | -168.79 | -219.56 |
| 长期投资 | -4.20 | -8.00 | -8.00 | -8.00 |
| 其他 | -47.90 | -3.41 | -0.30 | -0.30 |
| 筹资活动现金流 | -42.46 | 54.91 | 63.39 | 97.32 |
| 短期借款 | 0.00 | 20.00 | 40.00 | 50.00 |
| 长期借款 | -3.51 | 20.00 | 50.00 | 80.00 |
| 其他 | -38.94 | 14.91 | -26.61 | -32.68 |
| 现金净增加额 | -48.20 | 25.61 | 6.80 | 7.79 |

| 利润表 (百万元) | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 | 468.66 | 578.88 | 690.37 | 791.17 |
| 营业成本 | 313.10 | 404.84 | 485.66 | 560.00 |
| 营业税金及附加 | 5.33 | 5.79 | 6.90 | 7.91 |
| 营业费用 | 38.85 | 48.05 | 55.23 | 61.71 |
| 管理费用 | 36.42 | 43.42 | 51.78 | 59.34 |
| 财务费用 | 3.83 | 7.16 | 10.12 | 15.23 |
| 资产减值损失 | -6.62 | -7.00 | -6.55 | -5.78 |
| 公允价值变动收益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 投资净收益 | 1.18 | 0.29 | 0.35 | 0.40 |
| 营业利润 | 44.48 | 35.57 | 40.72 | 43.07 |
| 营业外收入 | 0.30 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 营业外支出 | 0.29 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 利润总额 | 44.50 | 35.57 | 40.72 | 43.07 |
| 所得税 | 3.01 | 0.92 | 1.06 | 1.12 |
| 净利润 | 41.49 | 34.65 | 39.66 | 41.95 |
| 少数股东损益 | 0.33 | 0.28 | 0.32 | 0.34 |
| 归属母公司净利润 | 41.16 | 34.37 | 39.34 | 41.62 |
| EBITDA | 68.16 | 77.77 | 95.45 | 115.96 |
| EPS (元) | 0.48 | 0.40 | 0.46 | 0.49 |

| 主要财务比率 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------|--------|---------|--------|--------|
| 营业收入增速 | 2.02% | 23.52% | 19.26% | 14.60% |
| 营业利润增速 | 12.86% | -20.03% | 14.47% | 5.78% |
| 归属母公司净利润增 | 8.20% | -16.50% | 14.47% | 5.78% |
| 毛利率 | 33.19% | 30.06% | 29.65% | 29.22% |
| 净利率 | 8.78% | 5.94% | 5.70% | 5.26% |
| ROE | 12.58% | 8.80% | 9.51% | 9.50% |
| ROIC | 9.30% | 7.22% | 7.18% | 6.73% |
| 资产负债率 | 50.21% | 51.63% | 57.32% | 62.48% |
| 净负债比率 | 35.84% | 32.12% | 50.27% | 75.13% |
| 流动比率 | 1.05 | 0.99 | 0.84 | 0.74 |
| 速动比率 | 0.74 | 0.73 | 0.63 | 0.56 |
| 总资产周转率 | 0.73 | 0.78 | 0.77 | 0.73 |
| 应收账款周转率 | 8.43 | 8.59 | 8.23 | 7.98 |
| 应付账款周转率 | 3.69 | 3.92 | 3.68 | 3.54 |
| 每股收益 | 0.48 | 0.40 | 0.46 | 0.49 |
| 每股经营现金 | 1.07 | 1.22 | 1.40 | 1.61 |
| 每股净资产 | 3.81 | 4.55 | 4.82 | 5.10 |
| P/E | 20.12 | 24.09 | 21.05 | 19.90 |
| P/B | 2.53 | 2.12 | 2.00 | 1.89 |
| EV/EBITDA | 13.54 | 12.27 | 10.87 | 10.00 |
| P/S | 1.58 | 1.43 | 1.20 | 1.05 |

资料来源：公司数据，中国银河证券研究院

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

傅楚雄 北交所分析师。金融学硕士，浙江大学工学学士。2014年加入银河证券研究院，2014年-2016年新财富最佳分析师、水晶球最佳分析师团队成员。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

| 评级标准 | 评级 | 说明 |
|---|------------------|-------------------------|
| 评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，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，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。 | 行业评级 | 推荐：相对基准指数涨幅 10%以上 |
| | | 中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间 |
| | | 回避：相对基准指数跌幅 5%以上 |
| | 公司评级 | 推荐：相对基准指数涨幅 20%以上 |
| | | 谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20%之间 |
| | | 中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间 |
| | 回避：相对基准指数跌幅 5%以上 | |

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn