

美容护理

2025 年 02 月 28 日

芭薇股份 (837023)

——接入 DeepSeek 筑强供应链优势，海外业务启新篇章

报告原因：有业绩公布需要点评

买入 (维持)

市场数据：2025 年 02 月 28 日

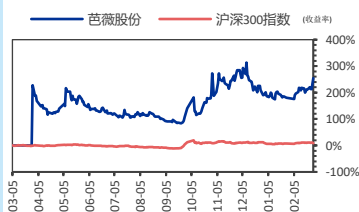
收盘价 (元)	17.37
一年内最高/最低 (元)	23.69/8.39
市净率	3.9
股息率% (分红/股价)	1.15
流通 A 股市值 (百万元)	595
上证指数/深证成指	3,320.90/10,611.24

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2024 年 09 月 30 日

每股净资产 (元)	4.47
资产负债率%	51.29
总股本/流通 A 股 (百万)	86/34
流通 B 股/H 股 (百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

证券分析师

刘靖 A0230512070005
liujing@swsresearch.com
王雨晴 A0230522010003
wangyq@swsresearch.com

联系人

王雨晴
(8621)23297818x
wangyq@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

事件：

- **公司发布 2024 年业绩快报，业绩符合预期：**全年实现营业收入 6.95 亿元，同比+48.2%；归母净利润 4573 万元，同比+11.1%；扣非后归母净利润 4169 万元，同比+15.1%。24Q4 实现营业收入 2.24 亿元，同比+45.6%；归母净利润 1668 万元，同比+61.1%，扣非归母净利润 1420 万元，同比+59.7%。

投资要点：

- **国内：大客户+大单品驱动成长，口碑效应助力新客户获取。**公司锚定功能性护肤品赛道，强运营力品牌或优质国货品牌积极突破，与仁和匠心、HBN、白云山、BUV、温博士、娇润泉、丸美、凡士林、力士、多芬等建立强合作粘性。2024 年公司超 20 款产品终端销量在千万支级别，超 100 款产品终端销量在百万支级别。公司供应链完整、一体化能力卓越，与大客户合作中积累市场口碑，2024 年新增超 100 家品牌客户，截至年末累计服务品牌数量达 1155 家，位列美修大数据“热门工厂”第一。
- **国外：从单点深入到多点开花，全球化战略迈入新阶段。**公司 21 年进军印尼市场，为 SKINTIFIC 品牌代工护肤品，基于精准的需求洞察和本地化创新能力，助力 SKINTIFIC 晋升护肤黑马。2024H2 公司合资在当地新建工厂，截至 24 年末工厂已顺利投产。印尼之外，公司海外布局多点推进，已合作超 50 个海外品牌，24 年全年海关出口超 1000 个 SKU，共销往北美、欧洲、中东、东南亚等 29 个国家和地区。参考科丝美诗、莹特丽等国际大厂成长经验，国际化是 ODM 厂商做大体量并反哺研发创新进而积累竞争优势的重要路径。
- **24 年创新硕果累累，巩固提升全品类优势。**2024 年公司发表 10 篇论文，申请 29 项专利，累计获得国内外专利超 130 项，新增备案超过 1400 款产品，取得 45 款特证产品，自主研发共 18 款原料。创新仍是公司不变的底色。
- **25 年初更新基于 DeepSeek 的 AI 系统，目标实现全链路智能化。**公司 24 年 3 月启动 AI 美妆大模型，分别在需求洞察、原料创新、产品设计、生产制造管理、经营管理等方面赋能。随着 DeepSeek V3、R1 等模型发布，公司迅速更新基座大模型，基于 Deepseek 的 AI 系统正逐步接入 SAP、MES、WMS、QMS、SRM、BI 等 15 大核心业务系统，将成为驱动各业务板块全面智能化的核心引擎。
- **略上调盈利预测，维持“买入”评级。**基于业绩快报数据，我们略上调 2024 年盈利预测，维持 2025-2026 年盈利预测，预计 24-26 年归母净利分别为 0.46/0.80/0.95 亿元（2024 年原值为 0.45 亿元），最新股价（2025/2/28 收盘）对应 PE 分别为 33/19/16 倍。公司代工能力卓越，接入 DeepSeek 筑强供应链优势，看好国内市占率提升与海外业务进展，维持“买入”评级。
- **风险提示：**市场竞争加剧；海外市场拓展不及预期；产品质量问题引起诉讼、处罚风险等。

财务数据及盈利预测

	2023	2024Q1-3	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	469	471	695	1,009	1,146
同比增长率 (%)	2.0	49.5	48.2	45.2	13.6
归母净利润 (百万元)	41	29	46	80	95
同比增长率 (%)	8.2	-5.7	11.1	74.8	18.7
每股收益 (元/股)	0.54	0.34	0.53	0.93	1.11
毛利率 (%)	33.2	26.7	28.2	30.6	31.1
ROE (%)	12.6	7.6	11.2	16.3	16.3
市盈率	36		33	19	16

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

财务摘要

百万元, 百万股	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	459	469	695	1,009	1,146
其中: 营业收入	459	469	695	1,009	1,146
减: 营业成本	319	313	499	700	789
减: 税金及附加	5	5	8	11	13
主营业务利润	135	151	188	298	344
减: 销售费用	29	39	49	71	80
减: 管理费用	33	36	49	73	83
减: 研发费用	27	27	35	60	68
减: 财务费用	5	4	8	9	12
经营性利润	41	45	47	85	101
加: 信用减值损失 (损失以 "-" 填列)	-1	-1	0	0	0
加: 资产减值损失 (损失以 "-" 填列)	-6	-7	0	0	0
加: 投资收益及其他	4	8	1	1	1
营业利润	39	44	49	87	103
加: 营业外净收入	-1	0	0	0	0
利润总额	39	44	49	87	103
减: 所得税	1	3	3	6	7
净利润	38	41	46	81	96
少数股东损益	0	0	0	1	1
归属于母公司所有者的净利润	38	41	46	80	95

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhy.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhy.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhy.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhy.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhy.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhy.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

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。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

中的所有材料的版

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。