

2025 年 10 月 15 日

投资评级：增持（首次）

证券分析师

赵昊

SAC: S1350524110004

zhaohao@huayuanstock.com

王宇璇

SAC: S1350525050003

wangyuxuan@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据 2025 年 10 月 14 日

收盘价（元）	17.83
一年内最高/最低（元）	35.39/10.14
总市值（百万元）	1,988.76
流通市值（百万元）	1,134.57
总股本（百万股）	111.54
资产负债率（%）	53.68
每股净资产（元/股）	3.52

资料来源：聚源数据

芭薇股份(920123.BJ)

——科技创新驱动型美妆智造企业，坚定实施“大客户、大单品”战略

投资要点：

- **中国化妆品市场规模不断扩大，带动化妆品代工行业规模增长。**作为化妆品新兴市场，中国化妆品消费处于不断增长阶段。艾媒咨询预计 2025 年中国化妆品行业市场规模 5,791 亿元，同比增长 6.1%；预计 2025 年中国护肤品行业市场规模为 3,186 亿元，同比增长 5.7%。参考华经产业研究院信息，近年来，新锐化妆品品牌相继崛起，此类品牌商需要依托化妆品代工厂生产线进行大规模快速生产，以满足消费者的需求；同时对于不断更新的市场需求，大部分品牌企业难以快速购建新产能，因而需要委托生产，带动我国化妆品代工行业市场规模逐年扩大。2017-2023 年我国化妆品代工行业规模由 214.1 亿元增长至 497.6 亿元，年均复合增长率为 15.1%。从竞争格局来看，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。经过多年的技术和市场经验积累，芭薇股份在行业内已经具有了一定的市场知名度，与下游众多品牌客户建立了良好的合作关系。
- **公司 2025H1 营利双增，不断扩大市场占有率。**公司实际控制人为冷群英、刘瑞学，截至 2025H1，实际控制人及其一致行动人持有公司表决权的比例为 53.66%。公司生产的产品主要包括护肤类、面膜类、洗护类、彩妆类四大类别，此外，公司通过子公司悠质检测开展化妆品检测业务。在核心工艺的支持下，公司能够根据客户的定制化需求，提供多个产品提案供客户选择，大大缩短产品研发周期，并基于工业 4.0 标准构建的数字化供应链中枢，为化妆品品牌商提供高效稳定的产品输出。公司 2025H1 营收达 3.71 亿元（YoY+39.30%），归母净利润 1694.36 万元（YoY+14.95%），由于客户和产品结构变化及公司为大客户提供高性价比的服务，公司扩大市场占有率的同时毛利率下降，但整体毛利额增长。
- **以技术研发为核心驱动力，加强海外市场开发力度。**截至 2025H1，公司累计拥有专利 138 项，其中发明专利 120 项；公司参与起草国家标准 7 项，团队标准 39 项。并且公司专注新原料运用、配方开发，以稳定的产品品质和快速的生产交付能力，为新老品牌客户的终端市场销售提供有力的支持。公司实行大客户大单品战略，稳步提升市场占有率，累计为 1000 多个化妆品品牌提供产品及服务，与联合利华、溪木源、HBN、SKINTIFIC、海洋至尊、梦尔达、红之、BUV 等国内外知名化妆品品牌商建立了较为稳定的业务合作关系。公司上半年参加了 8 场国内外展会，在提升企业知名度的同时挖掘行业前沿潮流和科技，精准寻找潜在客户群体，未来拟通过多元化参展策略加速海外市场的渗透，寻求海外市场新增长点。公司内生外延双轮驱动，拟设立基金重点投资前沿科技与高成长性领域的项目。
- **盈利预测与评级：**我们预计公司 2025-2027 年归母净利润为 0.54、0.65 和 0.74 亿元，截至 10 月 14 日收盘价，对应 PE 为 36.5、30.6、26.8 倍，我们选取洁雅股份、青松股份、锦波生物、上海家化作为可比公司，可比公司 2025 年 PE 均值为 38.1 倍。公司坚定不移地推进“大客户、大单品”战略，我们看好其凭借供应链稳定性、需求洞察以及产品开发方面的突出能力，不断开拓国内外市场，首次覆盖给予“增持”评级。

➤ 风险提示：经营管理风险、人才短缺风险、主要客户合作不稳定及订单流失的风险。

盈利预测与估值（人民币）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	469	695	970	1,132	1,252
同比增长率（%）	2.02%	48.27%	39.65%	16.66%	10.56%
归母净利润（百万元）	41	45	54	65	74
同比增长率（%）	8.20%	10.28%	20.04%	19.15%	14.24%
每股收益（元/股）	0.37	0.41	0.49	0.58	0.66
ROE（%）	12.58%	11.35%	12.87%	14.34%	15.24%
市盈率（P/E）	48.32	43.82	36.50	30.63	26.82

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

投资案件

投资评级与估值

我们预计公司 2025-2027 年归母净利润为 0.54、0.65 和 0.74 亿元，截至 10 月 14 日收盘价，对应 PE 为 36.5、30.6、26.8 倍，我们选取洁雅股份、青松股份、锦波生物、上海家化作为可比公司，可比公司 2025 年 PE 均值为 38.1 倍。公司坚定不移地推进“大客户、大单品”战略，我们看好其凭借供应链稳定性、需求洞察以及产品开发方面的突出能力，不断开拓国内外市场，首次覆盖给予“增持”评级。

关键假设

结合化妆品代工市场需求增长以及对于公司不断开拓国内外客户的积极预期，我们假设如下：

（1）护肤品（除面膜）：预计收入快速增长，假设 2025-2027 年营业收入同比+41.0%/+16.0%/+10.0%，测算得出 2025-2027 年营业收入分别为 8.8/10.2/11.2 亿元；

（2）面膜：预计收入快速增长，假设 2025-2027 年营业收入同比+40.0%/+25.0%/+15.0%，测算得出 2025-2027 年营业收入分别为 0.5/0.6/0.7 亿元；

（3）洗护：预计收入快速增长，假设 2025-2027 年营业收入同比+65.0%/+30.0%/+20.0%，测算得出 2025-2027 年营业收入分别为 0.2/0.3/0.3 亿元；

（4）彩妆及其他：预计收入维持稳定，假设 2025-2027 年营业收入同比-15%/+5.0%/+8.0%，测算得出 2025-2027 年营业收入分别为 0.1/0.2/0.2 亿元。

投资逻辑要点

行业层面，随着新兴化妆品品牌产品涌现会推动化妆品代工行业市场规模扩大，并且国内品牌出海趋势加快，全球化市场拓展提速，公司经过多年的技术和市场经验积累，在行业内已经具有了一定的市场知名度，与下游众多品牌客户建立了良好的合作关系，有望受益于行业规模增长。

公司层面，公司具备强大的工艺及配方储备库、全流程的质量检测体系和成熟的供应链管理能力和国内坚持“大客户、大单品”战略以提升市占率，继续加强对海外市场的开发力度。未来或将通过积极参加国际展会、提升品牌知名度等多种方式，吸引更多国内外新客户，有望为公司带来新的业务增长点。

核心风险提示

经营管理风险、人才短缺风险、主要客户合作不稳定及订单流失的风险

内容目录

1. 中国化妆品市场规模不断扩大，带动化妆品代工行业规模增长	6
2. 公司 2025H1 营利双增，不断扩大市场占有率	11
3. 以技术研发为核心驱动力，加速海外市场渗透	14
3.1. 参与起草国家标准 7 项，为科技创新驱动型美妆智造企业	14
3.2. 实行大客户大单品战略，累计为 1000+化妆品品牌提供产品及服务	15
3.3. 募投项目预计 2025 年 12 月 31 日达到预定可使用状态	16
4. 盈利预测与评级	18
5. 风险提示	19

图表目录

图表 1： 化妆品通常可分为五大类	6
图表 2： 化妆品制造商是整个产业链体系运营的基础	6
图表 3： 预计 2025 年全球化妆品市场规模达 6201 亿美元	7
图表 4： 预计 2025 年全球护肤品市场规模达 1669 亿美元	7
图表 5： 预计 2025 年中国化妆品市场规模达 5791 亿元	8
图表 6： 预计 2025 年中国护肤品市场规模达 3186 亿元	8
图表 7： 中国消费者化妆品月均消费在 501-1000 元区间占比最大	8
图表 8： 中国消费者护肤品使用诉求中抗皱抗衰老占比最大	8
图表 9： 化妆品代工模式分为 OEM、ODM、OBM	9
图表 10： 2017-2023 年我国化妆品代工行业市场规模情况	9
图表 11： 芭薇股份的可比公司有青松股份等	10
图表 12： 实际控制人及其一致行动人持有公司表决权的比例为 53.66%（截至 2025H1）	11
图表 13： 公司主要产品和服务包括护肤类、面膜类、洗护类等	11
图表 14： 公司具有成熟的供应链管理能力	12
图表 15： 2025H1 芭薇股份营收和归母净利润同比增长	13
图表 16： 2024 年护肤品营业收入达 6.25 亿元	13
图表 17： 2025H1 护肤品（除面膜）毛利率达 23.30%	13
图表 18： 2025H1 公司研发费用率为 3.9%	14
图表 19： 截至 2025H1 公司累计拥有专利 138 项	14
图表 20： 公司有多项研发项目	14
图表 21： 2024 年前五大客户合计销售收入占比 53.32%	15
图表 22： 芭薇股份合作品牌众多	16
图表 23： 2025H1 境内营收同比+42%（单位：万元）	16
图表 24： 公司募投项目为智能生产车间建设项目和研发中心建设项目	17
图表 25： 芭薇股份可比公司估值表（截至 20251014）	18

1. 中国化妆品市场规模不断扩大，带动化妆品代工行业规模增长

按照功能不同，行业内通常将化妆品分成护肤品、洗护产品、彩妆、香氛香水及其他这五大类别。根据芭薇股份招股书、《化妆品标识管理规定》定义，化妆品是指作用于人体面部、皮肤、毛发、口腔等人体部位起到清洁、保护、保养和美化作用的日用化学工业品，通常以涂覆、揉擦或喷洒等方式施于人体不同部位。由于化妆品的范围很广，产品丰富多样，化妆品分类方法众多。

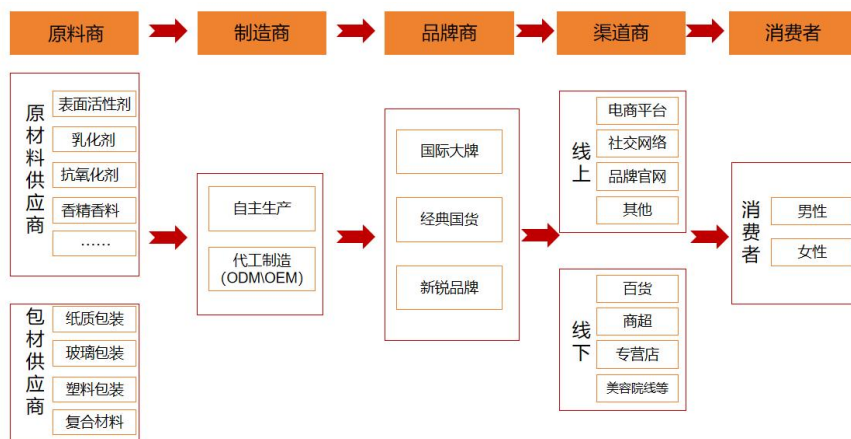
图表 1：化妆品通常可分为五大类

化妆品类别	简介	代表产品
护肤品	用于面部皮肤清洁、保养、护理所使用的日用化学产品，起到皮肤清理、防护、滋养的作用	爽肤水、护肤精华、乳液、防晒霜、美白精华、面霜、眼霜、面膜等
洗护用品	身体清洁和保养，头发的清洁、保养、护理、造型等所使用的日用化学品	沐浴露、牙膏、洗发水、护发素、护发膜等
彩妆	化妆使用的日用化学产品，用于涂抹、遮盖、修饰妆容，需要后续卸妆和清洁，对皮肤有一定的损害	BB 霜、粉底、粉饼、腮红、眼影、睫毛膏、口红等
香氛香水	喷洒或涂抹于耳后、颈部、手腕等身体局部或衣领袖子等服饰部位，使身体发出香味的日用化学品	香水、香体液等
其他	除上述以外的日用化学产品或化妆品工具（非化学产品）	脱毛剂、双眼皮贴、粉刷等

资料来源：芭薇股份招股书、华源证券研究所

化妆品行业产业链从上游到下游依次涉及原材料和包材供应商、制造商、品牌商、渠道商和消费者几大参与方。根据芭薇股份招股书，化妆品原材料供应商多为化工企业，提供化妆品生产所需的有效成分、表面活性剂、香料香精等基础原料。化妆品包装材料供应商为化妆品提供外包装材料，化妆品的包装材料多为塑料、玻璃等，高品质的包装设计可有效增加化妆品产品销售附加价值，利于产品市场推广。化妆品制造商是整个产业链体系运营的基础，根据化妆品生产模式不同，化妆品制造商可分为专业的 OEM/ODM 代工厂商和品牌自主生产商。化妆品行业内品牌端参与者众多，市场发展相对成熟，已存在不少具有广泛知名度的品牌商，一般而言，单个品牌商旗下拥有多个不同领域、不同等级的品牌，由于掌握化妆品的定价权，盈利水平在产业链中较高。化妆品的销售渠道包括线上和线下销售渠道，线上渠道主要包括：淘宝、天猫、抖音、快手等，线下渠道包括：百货、商超、化妆品专营店等。

图表 2：化妆品制造商是整个产业链体系运营的基础

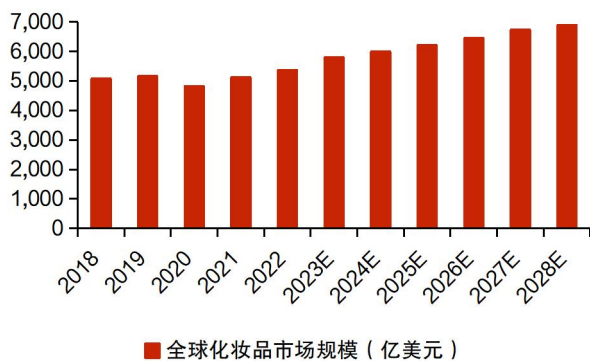


资料来源：芭薇股份招股书、华源证券研究所

根据芭薇股份招股书，随着全球经济的快速发展，居民收入水平提高，人们越来越注重个人仪表。为了更好地修饰外表，消费者特别是女性消费者，越来越多地使用护肤、彩妆等化妆品，带动了化妆品行业的发展。近年来，化妆品行业已经发展成为消费领域的重要组成部分。根据 Statista 数据，2022 年全球美妆及个护市场规模达到 5,365 亿美元。尽管 2020 年行业受宏观环境不利影响，使得不少化妆品行业企业被迫停工，加之人们减少了外出时间，化妆品市场表现较为低迷，市场规模相比于 2019 年呈现小幅度下滑现象。但随着全球经济上行，市场消费信心恢复，行业恢复持续增长态势，根据 Statista 预测，2028 年全球化妆品市场规模有望达到 6,888 亿美元。

根据 Statista 数据，2022 年全球护肤产品市场规模为 1,435 亿美元，主要参与品牌包括欧莱雅、宝洁、联合利华和资生堂等。近年来，护肤品占比不断增加，根据 Statista 预测，2028 年全球护肤类产品市场规模或将增长至 1,862 亿美元，预计 2022-2028 年年均复合增长率为 4.44%，市场发展空间广阔。

图表 3：预计 2025 年全球化妆品市场规模达 6201 亿美元



资料来源：芭薇股份招股书、Statista、华源证券研究所

图表 4：预计 2025 年全球护肤品市场规模达 1669 亿美元



资料来源：芭薇股份招股书、Statista、华源证券研究所

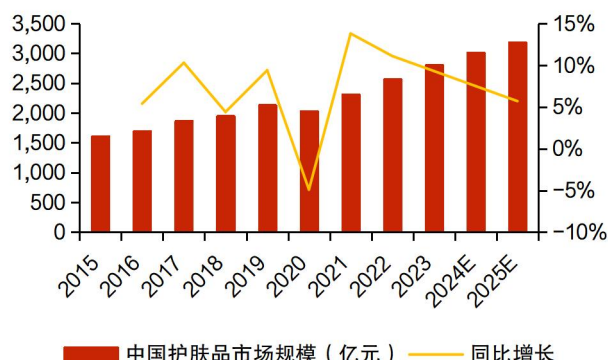
艾媒咨询数据显示，2023 年中国化妆品行业市场规模为 5169.0 亿元，同比增长 6.4%，2025 年有望增至 5791.0 亿元。在国民可支配收入不断提升以及审美意识、悦己意识增强等因素驱动下，国内化妆品消费持续攀升，未来中国化妆品行业市场有望迎来更多的创新和突破。中国护肤品行业整体呈增长态势，2023 年市场规模为 2804.0 亿元，同比增长 9.3%，2025 年有望增长至 3186.0 亿元。随着护肤品品牌对消费市场持续投入和普及，消费者的肌肤护理意识日益增强，护肤品消费理念得到更新，因而促进了护肤品行业的健康发展。

图表 5：预计 2025 年中国化妆品市场规模达 5791 亿元



资料来源：艾媒咨询、华源证券研究所

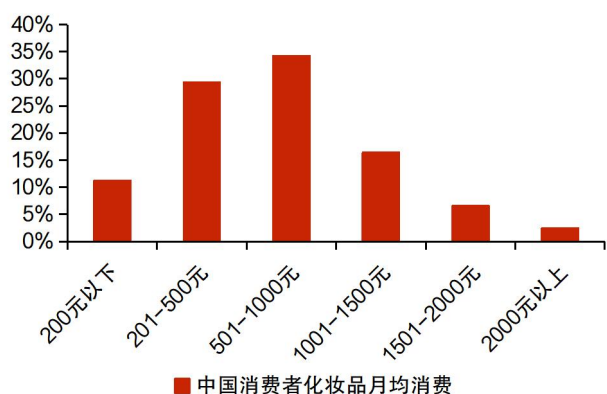
图表 6：预计 2025 年中国护肤品市场规模达 3186 亿元



资料来源：艾媒咨询、华源证券研究所

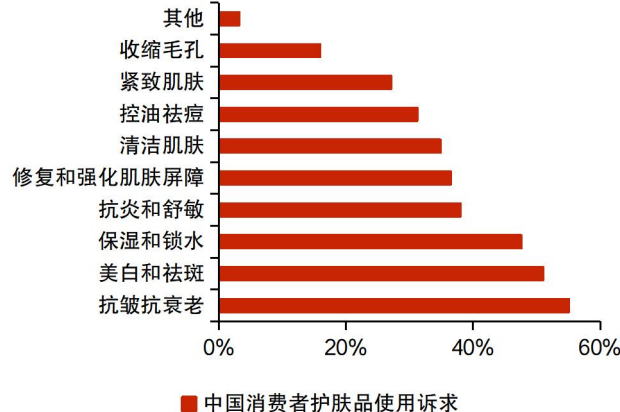
艾媒咨询数据显示，2024 年中国消费者的化妆品月均支出主要集中在 201-500 元及 501-1000 元区间，占比分别为 29.3%和 34.2%，化妆品月均支出在 1500 元以上的高端消费人群占 8.9%。近年来中国消费者美容护肤理念逐步增强，对化妆品消费意识逐渐形成。在消费升级的大背景下，消费者对品质消费的需求增加，中国化妆品消费市场预计仍有较大的增长空间。2024 年抗皱抗衰老成为消费者选择护肤品的首要考虑因素，占比接近六成。其次，美白祛斑、保湿锁水等原因对消费者在护肤品上的选择有较大影响。相较于只有补水保湿、防晒等功能的基础护肤产品，功效型化妆品对特有成分、专利配方、研发实力、功效验证等要求更高。对于需求明确的消费者来说，具有抗皱抗衰老这一类功效型护肤品更受消费者喜爱。

图表 7：中国消费者化妆品月均消费在 501-1000 元区间占比最大



资料来源：艾媒咨询、华源证券研究所
注：样本量 N=1548；调研时间为 2024 年 5 月

图表 8：中国消费者护肤品使用诉求中抗皱抗衰老占比最大



资料来源：艾媒咨询、华源证券研究所
注：样本量 N=1548；调研时间为 2024 年 5 月

化妆品生产通常可分为自主生产和代工生产两种模式。参考华经产业研究院信息，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。化妆品代工行业主要存在 OEM、ODM、OBM 三种生产模式，对代工厂的要求依次变高。

图表 9：化妆品代工模式分为 OEM、ODM、OBM



资料来源：华经产业研究院、华源证券研究所

人群、渠道、品牌多元化，促进化妆品 ODM/OEM 企业增长。参考华经产业研究院信息，近年来，新锐化妆品品牌相继崛起，此类品牌商需要依托化妆品代工厂生产线进行大规模快速生产，以满足消费者的需求；同时，化妆品消费人群更加多元化，“青少年美妆”与“银发抗衰”赛道升温，对于不断更新的市场需求，大部分品牌企业难以快速购建新产能，因而需要委托生产，带动我国化妆品代工行业市场规模逐年扩大。2017-2023 年我国化妆品代工行业规模由 214.1 亿元增长至 497.6 亿元，年均复合增长率为 15.1%。

图表 10：2017-2023 年我国化妆品代工行业市场规模情况



资料来源：华经产业研究院、华源证券研究所

参考华经情报网信息，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，如面膜加工领域的诺斯贝尔化妆品股份有限公司，护肤品加工领域的广东芭薇生物科技股份有限公司、广州栋方生物科技股份有限公司，洗护产品加工领域的珠海伊斯佳科技股份有限公司、澳宝化妆品集团，彩妆加工领域的上海臻臣化妆品有限公司、珠海神采生物科技有限公司等。经过

多年的技术和市场经验积累，芭薇股份在行业内已经具有了一定的市场知名度，与下游众多品牌客户建立了良好的合作关系。

图表 11：芭薇股份的可比公司有青松股份等

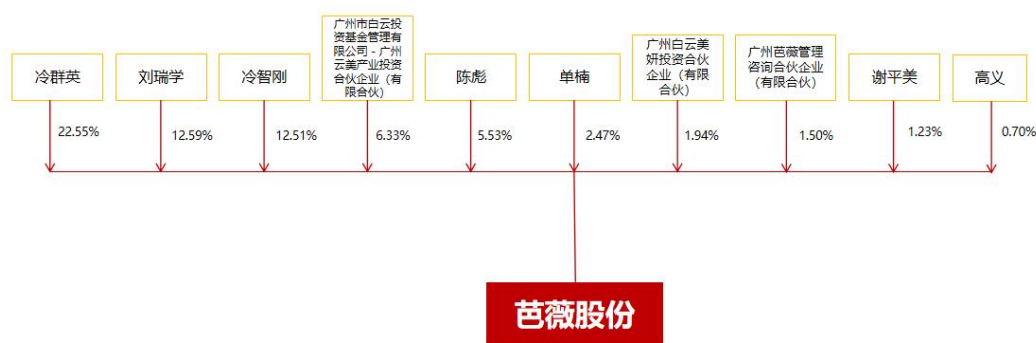
公司名称	主营业务	研发情况
青松股份	公司主要从事面膜、护肤品、湿巾等化妆品的设计、研发与制造业务	截至 2025H1，公司及下属各子公司合计拥有有效期内的专利 134 项，其中发明专利 72 项，实用新型专利 52 项，外观设计专利 10 项。上述专利成果为公司打造差异化定位产品提供有力背书
嘉亨家化	公司主要从事日化产品 OEM/ODM 及塑料包装容器的研发设计、生产，具备化妆品和家庭护理产品的研发、配制、灌装及塑料包装容器设计、制造的一体化综合服务能力	截至 2025H1，公司拥有 211 件境内专利及 1 件境外专利，其中发明专利 55 件
伊斯佳	公司收入主要来源于 2B 业务和 2C 业务，其中 2B 业务含自主品牌营运与大客户定制业务	截至 2025H1，公司获得知识产权授权总共 54 项，其中发明专利 24 项，实用新型 17 项，外观设计 13 项。
芭薇股份	公司主营业务为化妆品的研发、生产、销售及检测，产品种类丰富，涵盖护肤、面膜、洗护、彩妆等类别	作为一家科技创新驱动型美妆智造企业，公司坚持科技研发，截至 2025H1，公司累计拥有专利 138 项，其中发明专利 120 项；公司参与起草国家标准 7 项，团队标准 39 项

资料来源：各公司公告、华源证券研究所

2. 公司 2025H1 营利双增，不断扩大市场占有率

公司实际控制人为冷群英、刘瑞学，一致行动人为冷智刚、单楠、刘瑞杰、白云美妍、芭薇有限合伙。截至 2025H1，冷群英持股 22.55%，占比最大，与刘瑞学同为公司实际控制人；冷群英、刘瑞学为夫妻关系；冷群英、冷智刚为姐弟关系；单楠与冷群英、刘瑞学，为女婿关系；冷智刚为广州白云美妍投资合伙企业（有限合伙）的执行事务合伙人；单楠为广州芭薇管理咨询合伙企业（有限合伙）的执行事务合伙人。公司一致行动人为冷智刚、单楠、刘瑞杰、白云美妍、芭薇有限合伙。截至 2025H1，实际控制人及其一致行动人持有公司表决权的比例为 53.66%。

图表 12：实际控制人及其一致行动人持有公司表决权的比例为 53.66%（截至 2025H1）



资料来源：公司 2025 半年报、华源证券研究所

芭薇股份是一家具备护肤、面膜、洗护、彩妆等多品类化妆品生产能力，拥有化妆品独立检测资质，工艺及技术储备领先，集产品策划、配方研发、规模化生产、功效检测于一体的化妆品品牌客户服务商。公司生产的产品主要包括护肤类、面膜类、洗护类、彩妆类四大类别，此外，公司通过子公司悠质检测开展化妆品检测业务。

图表 13：公司主要产品和服务包括护肤类、面膜类、洗护类等



资料来源：iFinD、芭薇股份 2024 年年报、芭薇股份招股书、华源证券研究所 注：图中数据为 2024 年营收占比

公司拥有“功效活性物可视微囊稳定包裹制备技术”等化妆品工艺相关核心技术，自主研发的化妆品基础配方万余项。在核心工艺的支持下，公司能够根据客户的定制化需求，在现有配方库中挑选基础配方进行二次调配，即可提供多个产品提案供客户选择，大大缩短产品研发周期。强大的工艺及配方储备库有助于公司紧跟市场的迭代速度，快速响应客户的定制化需求。公司产品定制化服务及全生命周期管理模式入选广东省工业和信息化厅“服务型制造示范名单”，并且搭建了较为完整的化妆品质量检测体系，具备对外出具第三方检验检测报告的质量检测能力。在研发环节，公司从产品配方研发环节开始，即对产品的质量及功效进行持续检测，新品配方调配完成后，无需对外送检即可同步进行功效评价测试，大大缩短新品备案周期。公司基于工业 4.0 标准构建的数字化供应链中枢，集成 SAP ERP 企业资源计划、MES 智能制造执行系统（涵盖 WMS 智慧仓储与 QMS 质量管控模块）、LIMS 实验室信息管理等先进管理系统，形成三位一体的数据中台架构。通过部署 PDA 移动终端、RFID 物联网感知网络及 AGV 智能物流机器人集群，实现全流程可视化管控、智能仓储升级、敏捷响应体系和质量追溯闭环，保障公司在营销旺季或出现畅销单品的情況下，为化妆品品牌商提供高效稳定的产品输出。

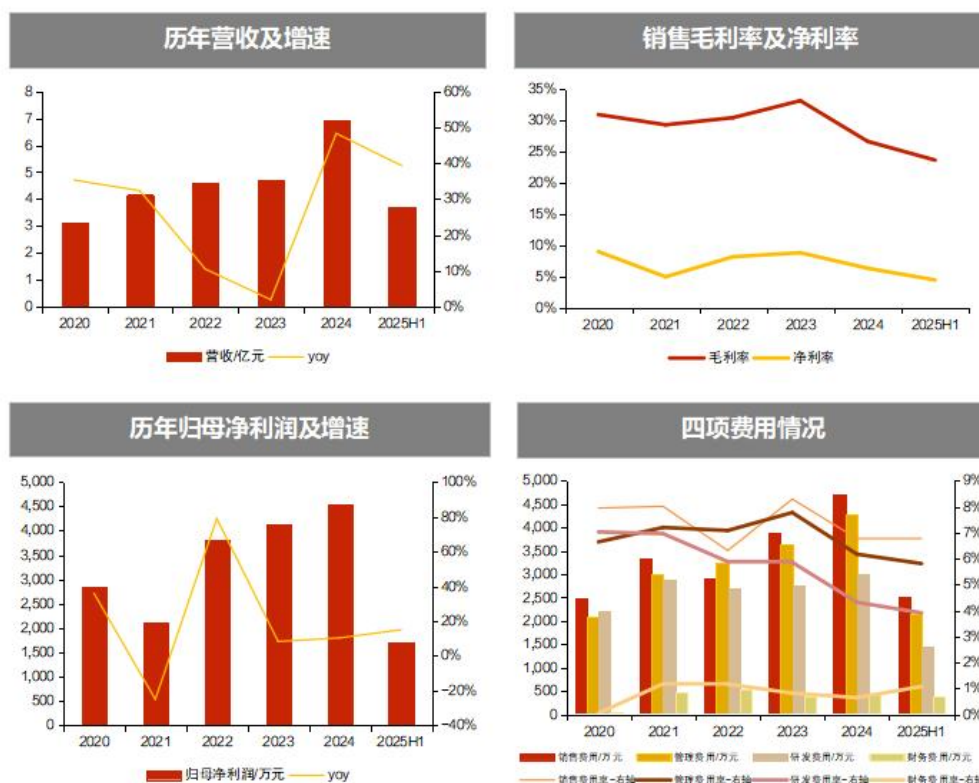
图表 14：公司具有成熟的供应链管理能力和全流程的质量检测体系



资料来源：芭薇股份公告、华源证券研究所

公司 2025 年上半年营收达 3.71 亿元（YoY+39.30%），归母净利润增加至 1694.36 万元（YoY+14.95%），毛利率与净利率自 2024 年开始下滑，2025H1 分别为 23.68%和 4.49%。2025 年上半年由于客户和产品结构变化及公司为大客户提供高性价比的服务，扩大市场占有率的同时毛利率下降，但整体毛利额增长。从费用端看，其管理费用率自 2023 年以来持续下降，从 2023 年的 7.77%下降到 2025H1 的 5.81%；同时销售费用率、管理费用率及研发费用率均有所下降，得益于收入增长带来的规模效应。

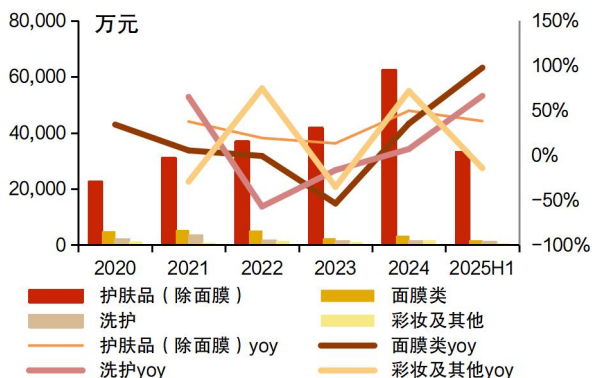
图表 15：2025H1 芭薇股份营收和归母净利润同比增长



资料来源：iFinD、华源证券研究所

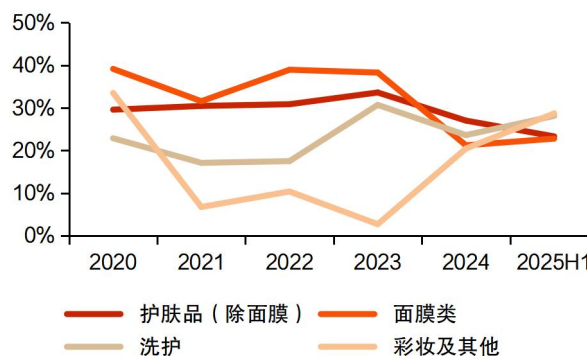
根据芭薇股份公告，2025 年上半年，护肤品（除面膜）是公司的收入支柱，营收达 3.3 亿元，同比增长 38.02%，由于客户及产品结构变化，毛利率同比下降 5.44pcts；面膜类产品销售收入同比增长 97.57%，因产量较快增长、规模效益提升，毛利率同比增加 0.52pcts；洗护类产品销售收入同比增长 66.10%，因海外客户洗护收入增长，洗护类毛利率同比增长 7.35pcts；彩妆及其他类产品销售收入同比下降 14.44%，因客户及产品结构变化，毛利率提升至 8.07pcts；检测收入同比下降 36.75%，检测市场价格竞争激烈，因规模下降，单位固定成本分摊增长，毛利率同比下降 16.36pcts。

图表 16：2024 年护肤品营业收入达 6.25 亿元



资料来源：iFinD、华源证券研究所

图表 17：2025H1 护肤品（除面膜）毛利率达 23.30%



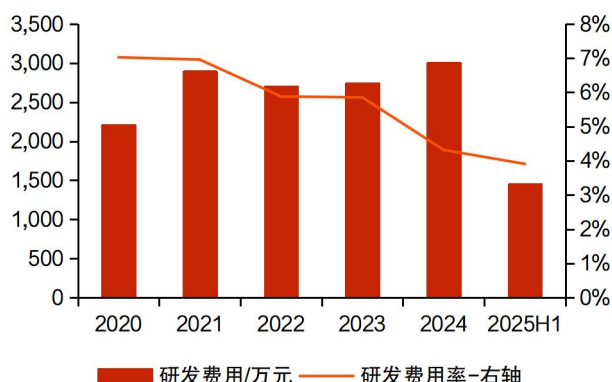
资料来源：iFinD、华源证券研究所

3. 以技术研发为核心驱动力，加速海外市场渗透

3.1. 参与起草国家标准 7 项，为科技创新驱动型美妆智造企业

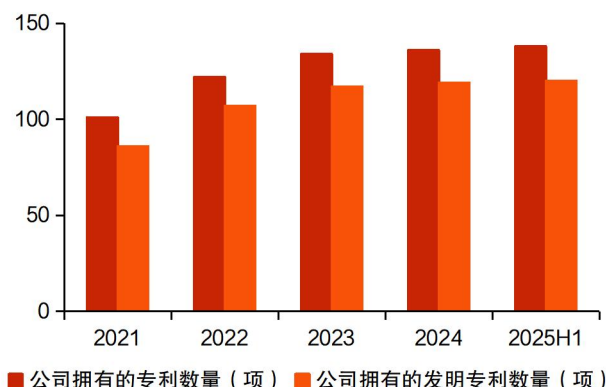
作为一家科技创新驱动型美妆智造企业，公司坚持科技研发。截至 2025H1，公司累计拥有专利 138 项，其中发明专利 120 项；公司参与起草国家标准 7 项，团队标准 39 项。在第四届 IFSCC 国际化妆品技术交流日，公司和全球顶级专家、国内外知名品牌等共同探讨、学习行业前沿技术，同时荣膺“IFSCC 国际化妆品化学家学会联盟金级合作单位”称号。IFSCC 作为全球化妆品科学界的“诺贝尔奖”平台，公司实现从银级会员单位到金级会员单位的跨越，是公司深耕化妆品领域的成果体现之一。

图表 18：2025H1 公司研发费用率为 3.9%



资料来源：iFinD、华源证券研究所

图表 19：截至 2025H1 公司累计拥有专利 138 项



资料来源：芭薇股份年报、华源证券研究所

公司研发项目丰富，不断开发新产品。公司专注新原料运用、配方开发，以稳定的产品品质和快速的生产交付能力，为新老品牌客户的终端市场销售提供有力的支持。比如，“素馨花提取物开发及其制备方法与应用研究”目的是研究提取素馨花中有效成分的方法并应用到化妆品配方中，目前已完成安全性、功效性、稳定性测试。“二氢槲皮素提取方法与应用的研究”项目目的是立足于二氢槲皮素的提取、富集和纯化，并研究其在化妆品配方中的应用，目前项目研发出了一款具有强功效、高纯度的二氢槲皮素原料，申请了两项发明专利。

图表 20：公司多个研发项目

研发项目名称	项目目的	所处阶段/ 项目进展	拟达到的目标	预计对公司未来发展的影响
素馨花提取物开发及其制备方法与应用研究	研究提取素馨花中有效成分的方法并应用到化妆品配方中	已结题	已完成安全性、功效性、稳定性测试	目前研究成果处于应用推广阶段，未来可能为公司带来的新产品
植物色素提取及应用研究	研究植物色素的提取以及纯化工艺，解决植物色素产品在化妆品应用中稳定性差等问题		已完成安全性、功效性、稳定性测试	
仿皮肤生理性脂质促渗技术研究	旨在通过仿生理性脂质促渗技术研发出高效价的经皮促渗组合物，并应用到化妆品配方中		开发出了一款仿生理性脂质促渗配方，完成了安全性、功效性、稳定性测试	
植物来源的白藜芦醇的开发及其	研究提高白藜芦醇原料的提取纯度及收率，以满足其在化		研发出了一款具有强功效、高纯度的白藜芦醇原料，完成了安全性、功效性、	

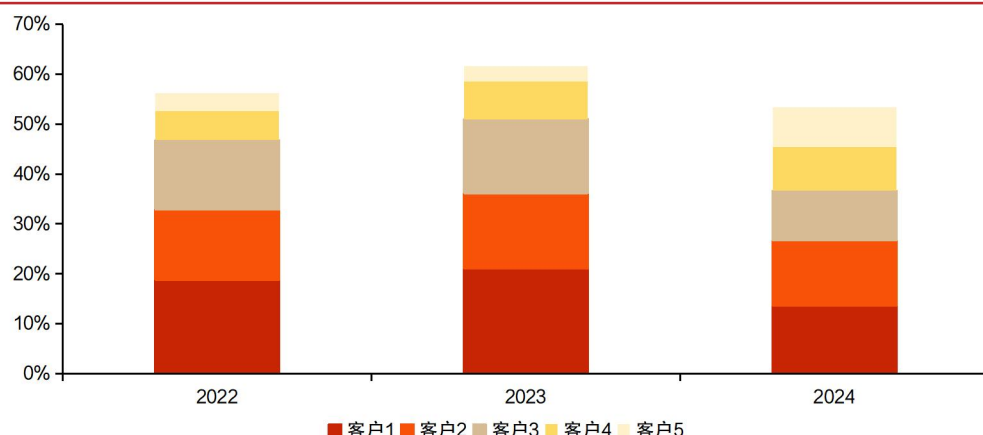
应用研究	妆品配方中的应用	稳定性测试
二氢槲皮素提取方法与应用的研究	立足于二氢槲皮素的提取、富集和纯化，并研究其在化妆品配方中的应用	研发出了一款具有强功效、高纯度的二氢槲皮素原料，申请了“一种二氢槲皮素的提取方法与含二氢槲皮素的植提组合物及其应用”的两项发明专利（专利号 CN2024112499476、CN2024112497748）
黑豆发酵产物的开发及其应用研究	研究黑豆发酵原料的开发以及其在化妆品中的应用	利用枯草芽孢杆菌发酵黑豆乳，开发出了一款黑豆发酵原料，完成了安全性、功效性、稳定性测试
去屑原料包裹的研究与应用	旨在研发出一款具有较好缓释抑制和去屑增效的包裹原料	通过利用通过壳聚糖和海藻酸钠作为包裹膜材以及吡罗克酮乙醇胺盐（OCT）去屑原料与多种表面活性剂和调理剂等原料组合配比，开发出了一款去屑原料，完成了安全性、功效性、稳定性测试
油相增稠悬浮凝胶的制备及应用研究	旨在研究不同油相增稠悬浮凝胶的制备方法，开发高性价比的增稠悬浮凝胶	通过对油脂+活化剂+增稠悬浮剂的研究，开发了一款油相增稠悬浮凝胶，完成了安全性、功效性、稳定性测试
抗沉降油相色浆的制备及应用研究	研究能兼容普通油脂和硅油的油相色浆的制备方法，开发高性价比的油相色浆	通过对分散油脂+色粉+增稠悬浮剂+抗氧化剂的研究，开发出了一款抗沉降油相色浆，完成了安全性、功效性、稳定性测试

资料来源：芭薇股份 2024 年年报、华源证券研究所

3.2. 实行大客户大单品战略，累计为 1000+化妆品品牌提供产品及服务

公司实行大客户大单品战略，稳步提升市场占有率。公司 2022-2024 年前五大客户合计销售收入占比分别为 56.22%、61.55%、53.32%。公司产品销售覆盖国内外市场，累计为 1000 多个化妆品品牌提供产品及服务，与联合利华（包含：多芬、力士、凡士林等品牌）、溪木源、HBN、SKINTIFIC、海洋至尊、梦尔达、红之、BUV 等国内外知名化妆品品牌商建立了较为稳定的业务合作关系。

图表 21：2024 年前五大客户合计销售收入占比 53.32%



资料来源：芭薇股份年报、华源证券研究所

图表 22：芭薇股份合作品牌众多

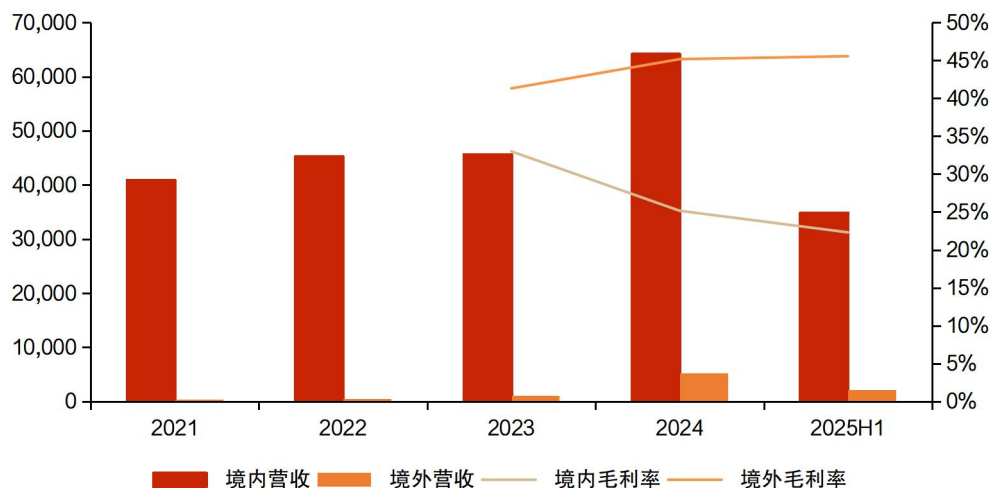


资料来源：芭薇股份官网、华源证券研究所

注：未完全列举所有客户

2025H1 公司实现境内业务收入 3.49 亿元，同比增长 42.00%，由于客户及产品结构变化，及公司为大客户提供更具性价比产品，毛利率同比下降 4.43pcts；实现境外业务收入 2,186.78 万元，同比增长 6.91%，毛利率同比增长 0.59pcts。整体来看，2023-2025H1 境外毛利率高于境内。公司上半年参加了 8 场国内外展会，在提升企业知名度的同时挖掘行业前沿潮流和科技，精准寻找潜在客户群体。公司携近百款创新产品亮相第 56 届意大利博洛尼亚美容展，针对欧美市场两大核心客群展开产品布局——多巴胺系列产品和抗衰老矩阵产品线。未来公司拟通过多元化参展策略加速海外市场的渗透，寻求海外市场新增长点。

图表 23：2025H1 境内营收同比+42%（单位：万元）



资料来源：iFinD、华源证券研究所

3.3. 募投项目预计 2025 年 12 月 31 日达到预定可使用状态

截至 2025H1，公司“智能生产车间建设项目”已投入 1945.31 万元，预计 2025 年 12 月 31 日达到预定可使用状态，该项目通过利用现有场地建设生产车间，引进自动化、智能化

设备，提升公司产能，有望助力公司实现高质量、可持续发展；“研发中心建设项目”已投入 524.22 万元，预计 2025 年 12 月 31 日达到预定可使用状态。

图表 24：公司募投项目为智能生产车间建设项目和研发中心建设项目

募集资金用途	调整后投资总额 (元)	累计投入金额(元) (截至 2025H1)	投入进度 (截至 2025H1)	项目达到预定可使用状态日期
智能生产车间建设项目	19,436,055.61	19,453,123.62	100.09%	2025 年 12 月 31 日
研发中心建设项目	12,155,428.57	5,242,183.79	43.13%	2025 年 12 月 31 日
补充流动资金	10,129,523.80	10,132,651.64	100.03%	
合计	41,721,007.98	34,827,959.05	-	-

资料来源：芭薇股份公告、华源证券研究所

公司内生外延双轮驱动，拟设立基金投资前沿科技与高成长性领域项目。根据公司 2025 年 9 月公告，因战略发展规划需要，公司拟与广州产投私募基金管理有限公司、广州市白云投资基金管理有限公司、广州白云金科控股集团有限公司、广州产投生物医药与健康专项母基金合伙企业（有限合伙）共同出资设立广州产投美丽健康股权投资基金合伙企业（有限合伙）（暂定名）。投资基金规模为 1 亿元人民币，公司拟以自有资金出资 2,000 万元人民币，成为该基金的有限合伙人。**基金重点投资于生物医药、美丽健康、合成生物、化学创新药、高端医疗器械等前沿科技与高成长性领域的项目。**

4. 盈利预测与评级

结合化妆品代工市场需求增长以及对于公司不断开拓国内外客户的积极预期,我们假设如下:

(1) 护肤品(除面膜): 预计收入快速增长, 假设 2025-2027 年营业收入同比+41.0%/+16.0%/+10.0%, 测算得出 2025-2027 年营业收入分别为 8.8/10.2/11.2 亿元;

(2) 面膜: 预计收入快速增长, 假设 2025-2027 年营业收入同比+40.0%/+25.0%/+15.0%, 测算得出 2025-2027 年营业收入分别为 0.5/0.6/0.7 亿元;

(3) 洗护: 预计收入快速增长, 假设 2025-2027 年营业收入同比+65.0%/+30.0%/+20.0%, 测算得出 2025-2027 年营业收入分别为 0.2/0.3/0.3 亿元;

(4) 彩妆及其他: 预计收入维持稳定, 假设 2025-2027 年营业收入同比-15%/+5.0%/+8.0%, 测算得出 2025-2027 年营业收入分别为 0.1/0.2/0.2 亿元。

我们预计公司 2025-2027 年归母净利润为 0.54、0.65 和 0.74 亿元, 截至 10 月 14 日收盘价, 对应 PE 为 36.5、30.6、26.8 倍, 我们选取洁雅股份、青松股份、锦波生物、上海家化作为可比公司, 可比公司 2025 年 PE 均值为 38.1 倍。公司坚定不移地推进“大客户、大单品”战略, 我们看好其凭借供应链稳定性、需求洞察以及产品开发方面的突出能力, 不断开拓国内外市场, 首次覆盖给予“增持”评级。

图表 25: 芭薇股份可比公司估值表 (截至 20251014)

公司名称	股票代码	最新收盘价 (元/股)	最新总市值 (亿元)	EPS (元/股)			PE		
				2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
洁雅股份	301108.SZ	35.18	39.60	0.85	1.06	1.28	41.5	33.3	27.5
青松股份	300132.SZ	6.17	31.87	0.21	0.25	0.32	29.3	24.2	19.6
锦波生物	920982.BJ	276.60	318.27	9.14	12.49	16.22	30.3	22.1	17.1
上海家化	600315.SH	26.59	178.74	0.52	0.68	0.81	51.6	39.2	32.7
均值							38.1	29.7	24.2
芭薇股份	920123.BJ	17.83	19.89	0.49	0.58	0.66	36.5	30.6	26.8

资料来源: wind、华源证券研究所 注: 可比公司盈利预测均来自 wind 一致预期; 芭薇股份盈利预测来自华源证券研究所

5. 风险提示

经营管理风险：面对品牌化妆品公司的多样化需求和化妆品市场的迅速增长，公司经营规模和主营业务收入也逐步扩大。而公司为之相配套的生产运营能力、信息管理能力、人力资源管理能力和市场开发能力都需要迅速提升，以满足目前公司迅速增长要求，对公司是很大挑战。

人才短缺风险：公司在细分市场上取得了领先的技术优势和市场地位，管理层普遍具有较高的素质，培养了一批具有研发经验的研发人才，但随着化妆品需求的迅速发展，公司业务规模迅速发展壮大，公司面临短时间内生产人员和优质营销人员的缺口，无论是通过自行培养还是由市场供给，公司均存在较大的人才短缺压力。

主要客户合作不稳定及订单流失的风险：公司主要从事化妆品 ODM 业务，为化妆品品牌商提供产品策划、配方研发、生产制造、功效检测等全流程服务。近年公司的前五名客户及部分单一客户的收入规模存在一定的波动，主要是因为：第一，由于客户多系国货新锐品牌及行业新兴品牌，新兴品牌更新迭代较快，导致公司新增及减少的客户数量均较多，合作稳定性相对较低；第二，公司逐步实施“服务大客户、聚焦大单品”战略，主动优化规模较小、抗风险能力较低的客户，集中优质资源服务具备较强的综合实力及抗风险能力的化妆品品牌商，导致公司合作的客户数量逐年减少；第三，在激烈的市场竞争环境下，单一化妆品的生命周期较短，单一产品订单规模难以长期持续。若公司无法继续夯实研发技术实力、持续提升智能生产制造工艺，则可能难以满足客户的创新性需求，难以配合客户持续打造爆品，难以吸引和维护更多的优质客户，公司主要客户及其需求可能有所波动，主要客户及订单可能流失，公司收入规模的持续性和稳定性可能受到不利影响。

附录：财务预测摘要
资产负债表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	99	97	113	125
应收票据及账款	97	122	140	151
预付账款	3	4	5	5
其他应收款	9	11	13	15
存货	96	124	140	151
其他流动资产	41	48	51	50
流动资产总计	345	406	462	497
长期股权投资	5	5	5	5
固定资产	332	340	354	376
在建工程	25	76	63	33
无形资产	34	36	40	40
长期待摊费用	5	3	2	3
其他非流动资产	98	104	105	107
非流动资产合计	498	563	569	563
资产总计	843	970	1,031	1,060
短期借款	39	38	32	31
应付票据及账款	118	169	206	226
其他流动负债	119	187	222	236
流动负债合计	276	394	460	493
长期借款	154	140	105	68
其他非流动负债	12	12	12	12
非流动负债合计	166	151	117	80
负债合计	441	545	577	573
股本	86	112	112	112
资本公积	199	173	174	176
留存收益	115	139	167	199
归属母公司权益	400	424	453	487
少数股东权益	2	1	1	0
股东权益合计	402	425	453	486
负债和股东权益合计	843	970	1,031	1,060

现金流量表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
税后经营利润	44	49	58	66
折旧与摊销	30	33	36	38
财务费用	4	8	7	5
投资损失	1	-1	-1	-1
营运资金变动	-72	56	33	11
其他经营现金流	13	6	6	6
经营性现金净流量	20	150	139	125
投资性现金净流量	-37	-97	-40	-28
筹资性现金净流量	85	-55	-84	-86
现金流量净额	69	-2	16	12

利润表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	695	970	1,132	1,252
营业成本	510	727	854	949
税金及附加	6	8	10	11
销售费用	47	65	76	84
管理费用	43	58	66	71
研发费用	30	38	44	49
财务费用	4	8	7	5
资产减值损失	-10	-10	-10	-9
信用减值损失	-4	-2	-2	-2
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	-1	1	1	1
公允价值变动损益	2	0	1	2
资产处置收益	0	0	0	0
其他收益	5	5	5	5
营业利润	49	59	71	80
营业外收入	0	0	0	0
营业外支出	1	1	0	0
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	48	59	70	80
所得税	4	5	6	7
净利润	44	54	64	73
少数股东损益	-1	-1	-1	-1
归属母公司股东净利润	45	54	65	74
EPS(元)	0.41	0.49	0.58	0.66

主要财务比率

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营收增长率	48.27%	39.65%	16.66%	10.56%
营业利润增长率	9.56%	21.59%	19.01%	13.53%
归母净利润增长率	10.28%	20.04%	19.15%	14.24%
经营现金流增长率	-78.02%	646.56%	-7.30%	-9.99%
盈利能力				
毛利率	26.68%	25.04%	24.55%	24.16%
净利率	6.36%	5.56%	5.68%	5.84%
ROE	11.35%	12.87%	14.34%	15.24%
ROA	5.38%	5.62%	6.30%	7.00%
估值倍数				
P/E	43.82	36.50	30.63	26.82
P/S	2.86	2.05	1.76	1.59
P/B	4.97	4.70	4.39	4.09
股息率	1.29%	1.55%	1.85%	2.11%
EV/EBITDA	16	21	18	17

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等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或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。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。本公司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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。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修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司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本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/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一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的 6 个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在 20% 以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在 5% ~ 20% 之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在 -5% ~ +5% 之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于 -5% 及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的 6 个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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。

本报告采用的基准指数：A 股市场（北交所除外）基准为沪深 300 指数，北交所市场基准为北证 50 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。