

## 美容护理

2026年04月29日

## 芭薇股份 (920123)

—— Q1 营收高增，全年成长锚定新零售自有品牌与国货美妆中腰部品牌

报告原因：有业绩公布需要点评

增持 (维持)

市场数据：2026年04月28日

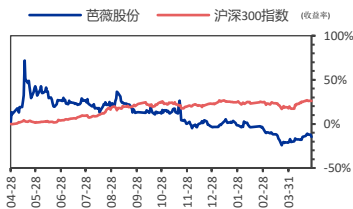
收盘价(元)	13.19
一年内最高/最低(元)	35.39/11.61
市净率	3.4
股息率(分红/股价)	2.27
流通A股市值(百万元)	839
上证指数/深证成指	4,078.64/14,830.46

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2026年03月31日

每股净资产(元)	3.83
资产负债率%	52.09
总股本/流通A股(百万)	112/64
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 A0230522010003  
wangyq@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

## 事件：

- 公司发布 2025 年年度报告，实现营收 8.42 亿元，同比+21.1%；实现归母净利 0.39 亿元，同比-14.8%；扣非归母净利 0.35 亿元，同比-14.3%。业绩低于预期，主要因公司产能紧张未及时扩产、为了加深与大客户绑定适当让利。
- 公司发布 2025 年度权益分配预案，拟每 10 股分派现金红利 2.0 元(含税)，分红比例 57.7%。
- 公司发布 2026 年一季报，实现营收 2.27 亿元，同比+40.3%；实现归母净利 999 万元，同比+15.9%；扣非归母净利 967 万元，同比+27.8%。业绩超市场预期。

## 投资要点：

- **2025 年化妆品业务较快增长，个护业务蓄势待发，提高产线自动化率缓解一部分毛利率下行的压力。**  
①**护肤品主业：**25 年公司新增超 100 个品牌客户，包括玛朴缇、花西子、植物医生、觅光、敷益清等，超 20 款单品终端销量千万级支，超 150 款单品终端销量百万级支。  
②**个护业务：**公司新增新零售自有品牌个护产品代工业务，陆续进入 1 号店、朴朴、华联城、WOW colour、KK、调色师等企业供应链，这类客户导入周期长，但合作稳定性好，对价格敏感度低，个护线有望成为 26 年业绩增长点。公司 25 年综合毛利率 23.1%，同比-3.6Pcts，主要因国内护肤品代工竞争激烈，公司适当让利以扩大市场份额，面膜、彩妆及其他类产品毛利率均同比增加，主要因产线自动化率提升。
- **2026Q1 营收增速亮眼，毛利率筑底企稳。**公司 Q1 产能利用饱满，营收同比+40.3%；综合毛利率 23.6%，同比-1.0Pcts，环比+1.0Pcts，逐步走出较低毛利率区间。
- **展望 26 全年，公司积极寻求外部产能合作，把握新零售自有品牌发展及国货化妆品中腰部扩容机遇。**  
①**新零售自有品牌，**贝恩公司与 Worldpanel 消费者指数联合发布的《2025 年中国购物者报告(系列二)》显示，零售商自有品牌在过去两年间年均增长 44%，自有品牌性价比优势迎合理性消费趋势。  
②**国货化妆品中腰部品牌，**青眼情报数据显示，2025H1，国内美妆 TOP21-100 品牌线上 GMV 为 578.85 亿元，同比+19.8%，增速领跑 TOP1-20 及 TOP100 以后梯队。中腰部品牌崛起大多遵循“爆款”逻辑，推升专业代工需求。
- **维持“增持”评级。**考虑公司短期面临产能瓶颈，行业竞争持续激烈，我们下调公司 26-27 年盈利预测，新增 28 年预测，预计公司 26-28 年归母净利润分别为 0.52/0.65/0.79 亿元(26-27 年原值为 0.74/0.91 亿元)，最新市值对应 PE 分别为 28/23/19 倍。公司位于美妆产业链，受益于国货崛起，以强研发力及强供应链能力制胜，我们选取与公司同在国货美妆产业链，以研发为中长期驱动的公司(水羊股份、青松股份、华熙生物、贝泰妮、珀莱雅)作为参考，可比公司 26 年 PE 均值为 31 倍，对应目标市值 16.3 亿元，仍有 11% 上涨空间，维持“增持”评级。
- **风险提示：**行业竞争加剧、下游需求不及预期、原材料价格上涨风险等。

## 财务数据及盈利预测

	2025	2026Q1	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	842	227	1,004	1,199	1,384
同比增长率(%)	21.1	40.3	19.3	19.3	15.5
归母净利润(百万元)	39	10	52	65	79
同比增长率(%)	-14.8	15.9	34.2	24.6	22.0
每股收益(元/股)	0.35	0.09	0.47	0.58	0.71
毛利率(%)	23.1	23.6	23.3	23.5	23.7
ROE(%)	9.3	2.3	11.6	12.7	13.1
市盈率	38		28	23	19

“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	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	695	842	1,004	1,199	1,384
其中：营业收入	695	842	1,004	1,199	1,384
减：营业成本	510	647	770	917	1,056
减：税金及附加	6	8	8	10	11
主营业务利润	179	187	226	272	317
减：销售费用	47	53	63	76	87
减：管理费用	43	45	56	67	77
减：研发费用	30	34	37	44	51
减：财务费用	4	7	7	10	10
经营性利润	55	48	63	75	92
加：信用减值损失（损失以“-”填列）	-4	-2	-2	-2	-2
加：资产减值损失（损失以“-”填列）	-10	-9	-10	-10	-11
加：投资收益及其他	8	5	6	7	7
营业利润	49	42	57	71	87
加：营业外净收入	-1	-1	0	0	0
利润总额	48	41	57	71	87
减：所得税	4	3	6	7	9
净利润	44	38	51	64	78
少数股东损益	-1	-1	-1	-1	-1
归属于母公司所有者的净利润	45	39	52	65	79

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](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://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

华东团队	茅炯	021-33388488	maojiong@swhysc.com
华北团队	肖霞	15724767486	xiaoxia@swhysc.com
华南团队	王维宇	0755-82990590	wangweiyu@swhysc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhysc.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swhysc.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，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数 (A 股)、恒生中国企业指数 (H 股)、纳斯达克指数 (美股)

### 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。

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。