

2026年05月06日

## 芭薇股份(920123.BJ)

投资评级：增持（维持）

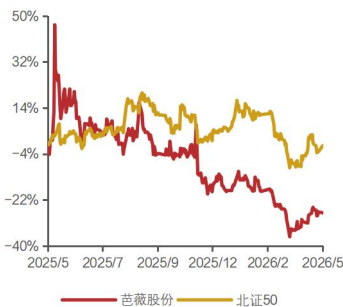
——2026Q1 营收同比+40%延续高增，大客户战略深化驱动规模效应释放

## 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 2026年05月06日

收盘价(元)	13.41
一年内最高/最低(元)	35.39/11.61
总市值(百万元)	1,495.75
流通市值(百万元)	853.32
总股本(百万股)	111.54
资产负债率(%)	52.09
每股净资产(元/股)	3.83

资料来源：聚源数据

## 投资要点：

- **事件：公司发布 2025 年度报告和 2026 年一季报**，2025 年公司实现营收 8.42 亿元(yoy+21.15%)、归母净利润 3865.87 万元(yoy-14.83%)，毛利率为 23.11%(yoy-3.56pcts)、净利率为 4.48%。2026Q1 公司实现营收 2.27 亿元(yoy+40.29%)、归母净利润 999.49 万元(yoy+15.91%)，毛利率为 23.56%(yoy-1pcts)、净利率为 4.3%。此外，公司拟以未分配利润向全体股东每 10 股派发现金红利 2.0 元(含税)，共预计派发现金红利 2230.8 万元。
- **2025 年护肤品(除面膜)营收占比近九成，面膜、洗护营收高增长，彩妆毛利率大幅提升**。2025 年和 2026Q1 营收持续增长，主要得益于公司大客户战略，市场占有率持续提升，大客户数量及合作金额稳定增长。**分产品来看**，公司 2025 年护肤品(除面膜)产品实现营收 7.52 亿元(yoy+20.31%)，占总营收 89.34%，毛利率为 22.61%(yoy-4.41pcts)，主要系终端市场价格竞争影响，及客户结构与产品结构变化所致；**面膜类产品**实现营收 4366.46 万元(yoy+32.06%)，占总营收 5.19%，毛利率为 23.35%(yoy+2.14pcts)，主要系面膜产量增长，促进面膜自动化产能提升，单位面膜制造成本下降；**彩妆及其他产品**实现营收 2061.88 万元(yoy+19.25%)，占总营收 2.45%，毛利率为 30.97%(yoy+10.51pcts)，主要系彩妆工艺日趋成熟，自动化率提升；**洗护产品**实现营收 1857.11 万元(yoy+39.13%)，占总营收 2.21%，毛利率为 22.62%(yoy-0.99pcts)；**检测产品**实现营收 295.52 万元(yoy-33.16%)，下滑主要是受检测市场竞争激烈影响。**分地区来看**，2025 年境内收入 7.95 亿元(yoy+23.77%)，毛利率 21.88%，占总营收 94.42%；境外收入 4693.38 万元(yoy-10.82%)，受部分欧洲客户新品升级开发周期较长影响，毛利率 43.89%(yoy-1.28pcts)。
- **公司持续聚焦大客户大单品，实施原料研发战略，并推进智能化改造和数字化转型**。**市场开拓方面**，公司于 2025 年参加 13 场国内外展会活动，产品远销 31 个国家和地区，持续向世界传递中国美妆力量。公司携近百款创新产品参加了第 56 届意大利博洛尼亚美容展，计划通过多元化参展策略加速海外市场的渗透；在 2025 年俄罗斯国际化妆品及美容博览会上，公司以“功效+情绪”双线布局，产品覆盖清洁、防晒、彩妆、洗护等多个品类；公司在第 29 届上海 CBE 中国美博会上重点推出八大创新产品矩阵，为品牌“精品路线”提供美妆解决方案。**技术研发方面**，截至 2025 年末，公司累计拥有专利 143 项，其中发明专利 124 项；公司参与起草国家标准 8 项，团体标准 44 项。由公司主导制定的《纯净面膜技术规范》团体标准于 2025 年正式实施，该标准联合 14 家单位，旨在为消费者提供高质量、高标准的纯净面膜产品。**资本运作方面**，公司拟以简易程序向特定对象发行股票，募集资金总额低于人民币 1 亿元且低于公司最近一年末净资产的 20%。并且，公司与私募基金等共同出资设立广州白云美丽共创股权投资基金合伙企业(有限合伙)，或将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。**公司预计未来将持续聚焦大客户大单品，深度挖掘现有大客户价值**，优化客户结构，分类制定产品开发和销售的策略、目标和措施，加快提升市场份额；加强对销售人员的绩效考核力度，加大专业化营销团队培养力度，提升其专业能力，为现有产品拓展更多客户。
- **盈利预测与评级**：我们预计公司 2026-2028 年归母净利润为 0.46、0.54 和 0.62 亿元，对应 PE 为 32、28、24 倍。公司持续推进“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，维持“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）

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	695	842	1,051	1,241	1,427
同比增长率（%）	48.27%	21.15%	24.85%	18.05%	14.98%
归母净利润（百万元）	45	39	46	54	62
同比增长率（%）	10.28%	-14.83%	19.70%	16.60%	15.06%
每股收益（元/股）	0.41	0.35	0.41	0.48	0.56
ROE（%）	11.35%	9.29%	10.64%	11.80%	12.82%
市盈率（P/E）	32.95	38.69	32.32	27.72	24.09

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

**附录：财务预测摘要**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	77	105	124	143
应收票据及账款	110	132	153	172
预付账款	2	4	4	5
其他应收款	6	11	13	13
存货	89	107	126	144
其他流动资产	72	77	76	78
<b>流动资产总计</b>	<b>355</b>	<b>436</b>	<b>495</b>	<b>554</b>
长期股权投资	9	7	6	5
固定资产	339	343	354	372
在建工程	59	81	67	40
无形资产	32	34	38	38
长期待摊费用	8	5	3	4
其他非流动资产	104	110	111	113
<b>非流动资产合计</b>	<b>550</b>	<b>581</b>	<b>579</b>	<b>571</b>
<b>资产总计</b>	<b>905</b>	<b>1,017</b>	<b>1,074</b>	<b>1,126</b>
短期借款	33	44	34	13
应付票据及账款	149	189	233	266
其他流动负债	134	201	222	254
<b>流动负债合计</b>	<b>316</b>	<b>434</b>	<b>490</b>	<b>533</b>
长期借款	160	136	116	98
其他非流动负债	13	13	13	13
<b>非流动负债合计</b>	<b>173</b>	<b>150</b>	<b>130</b>	<b>112</b>
<b>负债合计</b>	<b>489</b>	<b>584</b>	<b>619</b>	<b>645</b>
股本	112	112	112	112
资本公积	176	176	177	179
留存收益	128	147	168	193
归属母公司权益	416	435	457	484
少数股东权益	0	-1	-2	-4
<b>股东权益合计</b>	<b>416</b>	<b>434</b>	<b>455</b>	<b>481</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>905</b>	<b>1,017</b>	<b>1,074</b>	<b>1,126</b>

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
税后经营利润	38	41	47	55
折旧与摊销	41	35	38	39
财务费用	7	9	7	6
投资损失	3	1	0	0
营运资金变动	18	55	25	25
其他经营现金流	15	5	6	6
<b>经营性现金净流量</b>	<b>121</b>	<b>145</b>	<b>124</b>	<b>131</b>
<b>投资性现金净流量</b>	<b>-108</b>	<b>-68</b>	<b>-36</b>	<b>-30</b>
<b>筹资性现金净流量</b>	<b>-35</b>	<b>-49</b>	<b>-70</b>	<b>-82</b>
<b>现金流量净额</b>	<b>-22</b>	<b>29</b>	<b>19</b>	<b>19</b>

**利润表 (百万元)**

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
<b>营业收入</b>	<b>842</b>	<b>1,051</b>	<b>1,241</b>	<b>1,427</b>
<b>营业成本</b>	<b>647</b>	<b>813</b>	<b>967</b>	<b>1,118</b>
税金及附加	8	10	12	14
销售费用	53	66	78	89
管理费用	45	56	66	75
研发费用	34	42	49	56
财务费用	7	9	7	6
资产减值损失	-9	-9	-9	-9
信用减值损失	-2	-2	-2	-2
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	-3	-1	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0
其他收益	8	7	7	7
<b>营业利润</b>	<b>42</b>	<b>50</b>	<b>58</b>	<b>67</b>
营业外收入	0	0	0	0
营业外支出	1	1	1	1
其他非经营损益	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>41</b>	<b>50</b>	<b>57</b>	<b>66</b>
所得税	3	4	5	5
<b>净利润</b>	<b>38</b>	<b>46</b>	<b>53</b>	<b>61</b>
少数股东损益	-1	-1	-1	-1
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>39</b>	<b>46</b>	<b>54</b>	<b>62</b>
EPS(元)	0.35	0.41	0.48	0.56

**主要财务比率**

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
<b>成长能力</b>				
营收增长率	21.15%	24.85%	18.05%	14.98%
营业利润增长率	-14.52%	20.19%	15.67%	15.22%
归母净利润增长率	-14.83%	19.70%	16.60%	15.06%
经营现金流增长率	503.43%	19.61%	-14.42%	5.23%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	23.11%	22.63%	22.05%	21.65%
净利率	4.48%	4.34%	4.25%	4.26%
ROE	9.29%	10.64%	11.80%	12.82%
ROA	4.27%	4.55%	5.02%	5.52%
<b>估值倍数</b>				
P/E	38.69	32.32	27.72	24.09
P/S	1.78	1.42	1.21	1.05
P/B	3.59	3.44	3.27	3.09
股息率	0.00%	1.86%	2.16%	2.49%
EV/EBITDA	20	17	15	14

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员，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）。