

买入（首次）

## 多品类协同稳增长，境外放量打开成长弹性

芭薇股份（920123）2026 年半年报点评：

2026 年 8 月 26 日

## 投资要点：

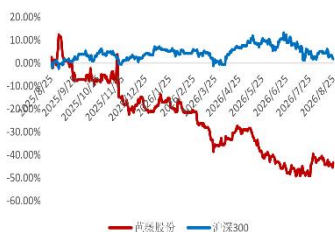
分析师：魏红梅  
SAC 执业证书编号：  
S0340513040002  
电话：0769-22119462  
邮箱：whm2@dgzq.com.cn

研究助理：陈姿倩  
SAC 执业证书编号：  
S0340125070028  
电话：0769-22119430  
邮箱：  
chenziqian@dgzq.com.cn

## 主要数据 2026 年 8 月 25 日

|            |        |
|------------|--------|
| 收盘价(元)     | 10.56  |
| 总市值(亿元)    | 11.78  |
| 总股本(百万股)   | 111.54 |
| 流通股本(百万股)  | 64.98  |
| ROE(TTM)   | 10.42% |
| 12 月最高价(元) | 21.43  |
| 12 月最低价(元) | 9.00   |

## 股价走势



资料来源：东莞证券研究所，iFind

**事件：**2026H1实现营业收入4.6345亿元，同比增长25.01%；实现归母净利润0.2174亿元，同比增长28.32%；实现扣非归母净利润0.2134亿元，同比增长54.77%，收入利润双增。

## 点评：

■ **多品类协同发力，彩妆/面膜高增，护肤基本盘稳固。**2026H1 公司产品结构中，护肤品（除面膜）实现收入 4.04 亿元，同比增长 21.58%，毛利率 21.42%、同比下降 1.89 个百分点，收入占比约 87.09%，仍为第一大品类；面膜实现收入 0.25 亿元，同比增长 40.34%，毛利率 23.27%、同比提升 0.49 个百分点；洗护实现收入 0.15 亿元，同比增长 32.36%，毛利率 13.92%、同比下降 14.19 个百分点；彩妆及其他实现收入 0.16 亿元，同比增长 160.78%，毛利率 42.92%、同比提升 14.22 个百分点；检测实现收入 0.01 亿元，同比下降 14.98%，毛利率 29.33%、同比提升 20.17 个百分点。从结构看，护肤品仍是绝对主力，彩妆、面膜、洗护高增，公司呈现由“护肤主导”向“多品类均衡”演进的态势。

■ **毛利率小幅回落，费用优化对冲，净利率基本稳定。**2026H1，公司销售毛利率同比下降 1.44 个百分点至 22.24%；销售净利率约 4.40%，同比基本持平，盈利端整体平稳。究其原因，报告期内营业成本同比增长 27.38%，快于营业收入 25.01%的增速，主要受终端价格竞争、客户及产品结构变化影响；但规模化效益带动销管研费用率下降、存货周转天数由 65.11 天降至 46.65 天使减值损失减少 56.34%，共同支撑扣非高增。

■ **境内为主盘，境外近翻倍打开成长弹性；ODM深耕大客户大单品。**2026H1 公司境内收入 4.198 亿元，同比增长 20.33%，毛利率 19.84%；境外收入 0.437 亿元，同比增长 99.69%，毛利率 45.29%、显著高于境内。由此计算境外占比约 9.4%，虽仍以内销为主，但境外接近翻倍且毛利率更高，成为结构改善的重要增量。商业模式上，公司以化妆品 ODM 为主，累计服务 1000 多个品牌，已与联合利华（多芬、力士、凡士林）、屈臣氏、溪木源、HBN、SKINTIFIC 等国内外知名品牌建立稳定合作，并深化“服务大客户、聚焦大单品”战略。该模式能依托大客户稳定放量，但需求、竞争、客户采购策略的波动也会较快传导至订单和利润端。

■ **投资建议：**公司凭借化妆品多品类 ODM 业务建立稳固的核心竞争力，深耕大客户大单品并与联合利华、屈臣氏、HBN、SKINTIFIC 等知名品牌保持良好合作，同时彩妆/面膜等高毛利品类结构优化及境外市场近翻倍放量带来成长弹性，成长可持续性可期。预计公司 2026—2027 年每股收益分别为 0.26 元、0.31 元，当前股价对应 PE 分别约为 31.9 倍、26.9 倍，首次给予公司“买入”评级。

本报告的风险等级为中高风险。

本报告的信息均来自已公开信息，关于信息的准确性与完整性，建议投资者谨慎判断，据此入市，风险自担。

请务必阅读末页声明。

- **风险提示：**境内终端价格竞争加剧、行业景气度波动、原材料价格波动、主要客户合作不稳定及订单流失、境外需求及政策变动。

表 1：公司盈利预测简表（截至 2026 年 8 月 25 日）

| 科目（百万元）     | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业总收入       | 297   | 376   | 441   | 495   |
| 营业总成本       | 272   | 346   | 407   | 457   |
| 营业成本        | 230   | 292   | 341   | 381   |
| 营业税金及附加     | 3     | 4     | 5     | 5     |
| 销售费用        | 12    | 17    | 23    | 29    |
| 管理费用        | 16    | 20    | 23    | 25    |
| 财务费用        | 1     | 2     | 2     | 2     |
| 研发费用        | 10    | 12    | 14    | 15    |
| 公允价值变动净收益   | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 资产减值损失      | -4    | -5    | -4    | -3    |
| 营业利润        | 21    | 32    | 39    | 44    |
| 加：营业外收入     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 减：营业外支出     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 利润总额        | 20    | 32    | 38    | 43    |
| 减：所得税       | 2     | 4     | 5     | 5     |
| 净利润         | 18    | 28    | 34    | 39    |
| 减：少数股东损益    | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 归母公司所有者的净利润 | 18    | 28    | 34    | 39    |
| 摊薄每股收益(元)   | 0.17  | 0.26  | 0.31  | 0.36  |
| PE（倍）       | 49.5  | 31.9  | 26.9  | 23.5  |

数据来源：iFind，东莞证券研究所

**东莞证券研究报告评级体系：**

| 公司投资评级                                          |                                                                          |
|-------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------|
| 买入                                              | 预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上                                              |
| 增持                                              | 预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间                                           |
| 持有                                              | 预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间                                               |
| 减持                                              | 预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上                                               |
| 无评级                                             | 因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，导致无法给出明确的投资评级；股票不在常规研究覆盖范围之内     |
| 行业投资评级                                          |                                                                          |
| 超配                                              | 预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上                                            |
| 标配                                              | 预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间                                            |
| 低配                                              | 预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上                                            |
| 说明：本评级体系的“市场指数”，A 股参照标的为沪深 300 指数；新三板参照标的为三板成指。 |                                                                          |
| 证券研究报告风险等级及适当性匹配关系                              |                                                                          |
| 低风险                                             | 宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告                                                  |
| 中低风险                                            | 债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告                                                   |
| 中风险                                             | 主板股票及基金、可转债等方面的研究报告，市场策略研究报告                                             |
| 中高风险                                            | 创业板、科创板、北京证券交易所、新三板（含退市整理期）等板块的股票、基金、可转债等方面的研究报告，港股股票、基金研究报告以及非上市公司的研究报告 |
| 高风险                                             | 期货、期权等衍生品方面的研究报告                                                         |

投资者与证券研究报告的适当性匹配关系：“保守型”投资者仅适合使用“低风险”级别的研报，“谨慎型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中低风险”的研报，“稳健型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中风险”的研报，“积极型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中高风险”的研报，“激进型”投资者适合使用我司各类风险级别的研报。

**证券分析师承诺：**

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

**声明：**

东莞证券股份有限公司为全国综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（以下简称“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客户。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，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，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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，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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

**东莞证券股份有限公司研究所**

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22115843

网址：www.dgzq.com.cn