芭薇股份 20260902

2026 年化妆品代工研报：毛利率触底企稳，彩妆外贸与原料自研驱动增长

摘要

- 2026 年上半年业绩分化：面膜业务受核心客户溪木源带动同比+40%，彩妆业务由荷兰外贸客户驱动同比+160%，洗护业务因南航订单基数效应大幅增长。
- 毛利率触底企稳：受行业内卷及品牌方压价影响，毛利率由 30%+降至 20%左右，目前已达底部区间，未来拟通过原料自研自产及管理优化实现回升。
- 产能利用率高企：募投项目 15 条产线利用率达 80%-90%，单班产能趋于饱和，正通过两班倒应对旺季需求，并计划 2027 年下半年投产新线扩充大洗护产能。
- 客户结构动态调整：BUV（海信）跃升为第一大客户，溪木源领跑面膜品类；新零售渠道（京东 1 号、盒马）及外贸业务（欧美、东南亚）成为高毛利增量来源。
- 研发重心上游化：利用 AI 自动化生成配方以降低应用端成本，研发投入向核心原料端倾斜，已有 3 款新原料完成备案，旨在构建技术壁垒并降本。
- 财务与运营风险：应收账款同比+43.25%，主因头部客户回款周期拉长至 3 个月；南航等订单因包材占比高拉低了洗护品类整体毛利。

Q&A

2026 年上半年公司业绩增长显著，请问主要的增长驱动力来自于哪些具体品类、产品或客户？另外，与新拓展的客户（如博瑞美）主要合作哪些品类？

2026 年上半年业绩增长的主要驱动因素是第一大客户海尼集团及其核心产品 BUV 品牌的洁面。该单品市场表现强劲，成为爆品，每月订单量达到数百万支的体量，其增长得益于大量的线上投放以及与蔡徐坤的代言合作所带来的流量。此外，公司向华东区域的延伸拓展也取得了成效，2025 年底与博瑞美达成合作，该客户在 2026 年开始逐步放量，成为新的增长点。与博瑞美的合作主要集中在护肤品类，具体为妆前乳等乳类产品。同时，与 HB、非美等长期合作的客户也

保持着稳定的订单和一定增长，共同构成了公司业绩增长的基础。

从公司角度看，当前护肤品行业的竞争格局和发展趋势是怎样的？

近几年，无论是品牌端还是代工制造端，市场竞争都非常激烈，呈现“内卷”态势。这直观地反映在毛利率上，公司的毛利率从上市时的 30%以上下滑至近两三年的 20%多。品牌方对代工厂的质量要求日益提高，同时在成本控制方面也相当严格。尽管竞争激烈，但行业资源和订单正明显向头部企业集中。头部的代工厂，如诺斯贝尔、科丝美诗、莹特丽等，普遍实现了增长。品牌方为了确保产品品质，也倾向于选择优质、头部的供应链代工厂进行合作。因此，订单和资源向上游头部代工厂聚集是一个非常明显的趋势。

考虑到行业竞争激烈导致护肤品业务毛利率有所下滑，公司如何看待未来的毛利率水平？

目前公司 20%多的毛利率水平已经维持了两三年，基本达到了一个相对稳定的底部区间，预计进一步下降的空间有限。未来的毛利率将主要依赖于公司内部的管理优化，包括加强成本管控、提升研发能力等方面。

考虑到当前已是 2026 年 9 月，公司主要大客户在下半年的订单及供货情况如何，是否能维持上半年的水平？

目前主要客户的订单情况比较稳定，预计下半年能够维持与上半年相当的水平。

公司面膜业务 2026 年上半年同比增长约 40%，其主要驱动因素是什么？自动化产线的推进对产能、利用率及毛利率有何影响？

面膜业务的增长主要由核心客户溪木源带动，该客户是我们面膜品类中合作规模最大的。在产能方面，公司目前拥有 9 条面膜自动化生产线，单班生产情况下产能已趋于饱和。不过，通过增加生产班次（如开设两班）的方式，产能仍具备一定的弹性，可以继续承接新订单。自动化生产的推进预计将为毛利率带来提升空间。

除了生产端的自动化，公司在成本控制和毛利率提升方面还有哪些具体举措？目前原料自产与外购的比例大致是怎样的？

为提升毛利率，公司在原料端也采取了改进措施。我们成立了原料公司，正逐步对一些价格较高或核心重要的原料转向自研自产模式，以实现成本的降低。目前，由于该项目刚刚建成投产，自产原料的量还比较少，比例仍然偏低，主要依赖外购。未来提升自产比例是我们改善毛利的重要方向。

关于洗护业务，能否介绍一下中标南航商务舱项目的具体情况，例如合同体量和期限？该订单对洗护品类上半年的毛利率产生了怎样的影响？

公司与南航签订的是年度协议，一年的采购金额约为 1,800 多万元。由于洗护业务的基数较小，该订单及其他客户的下单共同推动了品类的较大幅度增长。目前，我们正持续跟进，并寻求拓展与其他航空公司或渠道的类似项目合作。在毛利率方面，南航订单对上半年洗护品类的毛利率造成了较大影响，导致其下降。主要原因是该订单金额中有很大一部分是包材成本，而包材并非我们自产，其毛利率非常低，从而拉低了整个品类的毛利水平。

2026 年上半年彩妆业务实现了约 160%的高速增长，其主要的增长来源、代表性客户以及品类拓展情况是怎样的？

彩妆业务的增长主要由外贸业务驱动，其中的代表性客户是一家荷兰客户，该客户目前是我们彩妆品类的第一大客户，2026 年上半年的合作金额已超过 1,000 万元。与国内客户相比，该外贸客户的毛利率相对较高，是彩妆板块业务和毛利增长的主要贡献因素。我们与该客户的合作关系稳定，合作的 SKU 数量有几十个，并且在今年持续增长。合作模式并非依赖大单品，而是通过多 SKU 策略带来收入。

公司在国内外市场的客户开拓策略似乎有所不同，国内强调“大客户、大单品”模式，而外贸业务则有所差异，能否具体介绍一下这两种策略？

公司的“大客户、大单品”策略主要面向国内品牌客户。相比之下，外贸业务由于起步较晚，客户积累和资源相对有限，因此我们对外贸客户的准入门槛设置得相对较低，不会严格要求其必须达到“大客户、大单品”的标准。通过这种方式，我们与一些外贸客户共同成长，其合作规模和体量也随之逐步增加。

公司境外业务在不同地区市场的发展情况如何？例如荷兰、美国及东南亚市场的代表性客户及其销售渠道有何特点？

由于外贸合作客户数量有限，尚无法归纳出地区性的整体趋势。目前我们主要是在不同地区拥有一些代表性客户，且各自发展情况不同。例如，荷兰客户主要以线上销售渠道为主；东南亚（非美）的客户则以线上渠道（如 TikTok）为主，同时已铺开线下渠道，形成了品牌力，发展较为稳定。每个品牌的商业模式各不相同。

公司在美国市场新开拓客户的进展如何？主要合作的品类是什么？除美国外，2026 年在其他境外市场是否有新的开拓？

2026 年在美国市场新开拓的客户实现了较大幅度的增长，合作的品类以护肤品为主。目前，美国、荷兰和东南亚（非美）的客户是我们外贸业务的前三大来源。此外，我们也在跟进和开拓俄罗斯等其他市场的客户，但尚未形成规模放量。公

司正通过参加国际性展会等方式持续发力营销，已与几十个客户建立合作关系，但部分客户的订单尚未完全释放。

公司入选广州市海关通关便利白名单，这对业务运营，特别是在出口交货周期方面，能带来哪些具体便利？

入选海关通关便利白名单主要是在出口报关阶段为公司提供了信誉背书，使得通关过程更加便捷。这将有助于缩短与客户的交货时间。

2026 年以来，甘油等部分原料价格有所上涨，这对公司的成本端和毛利率造成了多大影响？公司是如何应对的？

原料价格波动对公司的影响目前处于可控范围。一方面，采购部门会实时关注价格趋势，并通过提前向供应商锁库、锁定价格等方式进行应对。另一方面，像甘油这类原料，其本身单价较低，在产品总成本中的占比较小，因此其价格波动对整体成本影响不大。当前对毛利率下降影响最核心的因素仍然是产品价格端，即客户给出的产品定价较为严格，导致溢价空间受限。

关于原料自产计划，公司未来是计划自产所有品类的原料，还是有特定的侧重？例如，是否会自产甘油这类基础原料？

公司的原料自产计划不会覆盖甘油这类大宗基础原料，因为其价格透明且相对较低，没有自产的必要。我们的策略是聚焦于核心原料，主要筛选那些单价高、用量大的原料进行定向研发和生产，以实现降本增效。

公司上半年有一款自研的中式草本配方原料，从行业趋势来看，市场对此类配方的需求是怎样的？

市场对于中式草本配方存在一定的需求和追求。

公司在新原料研发及市场推广方面取得了哪些进展？目前对业绩的贡献如何？

截至目前，公司已有三款新研发的原料在药监局完成备案，包括之前的香露丁等。这些原料目前处于推广试用阶段，正在逐步引导客户接受并使用这些具有特色的核心原料。不过，这需要一个过程，新原料的应用尚未真正推广开，目前用量不大，可能还需要一段时间与客户进行沟通，并由研发端继续努力拓展新的产品类别。因此，新原料研发暂时还未在业绩上产生明显的体现。

人在草木间
更多资料请加V

公司与联合利华的合作模式是怎样的？近年来的合作金额及未来展望如何？

与联合利华的合作金额每年基本稳定在 1,000 万至 2000 万元的区间，没有显著增长或下滑。合作模式以 ODM 为主，而非 OEM。公司会定期向联合利华推荐一些结合当下流行趋势的新品研发方案并进行部分生产。联合利华对此类 ODM 合作的放量有严格控制，因此量级不会特别大。公司目前也未开放承接其 OEM 订单，因为这会对现有产能造成较大影响，当前业务重心仍是以研发为主导的 ODM 产品合作。

公司与屈臣氏的合作现状如何？今年是否有新的爆款产品推出？

公司已成功进入屈臣氏的供应链体系并展开了产品合作。相较于合作初期，后续新品的开发流程更为顺畅。目前正与屈臣氏积极沟通多款新品，未来将陆续有新产品上线推出。整体而言，双方的合作关系比较稳健。

去年增速较快的客户如 BUV（海信集团）和 HBN（飞莫），今年的合作情况有何变化？

BUV（海信集团）今年以来放量势头强劲，截至 2026 年上半年已成为公司的第一大客户。与飞莫的合作也保持稳定，但今年的合作金额较 2025 年略有下滑。这主要是因为飞莫正在调整其产品策略，推出一些低价产品以开拓不同市场，导致与公司合作的金额相应减少。

公司与去年新开拓的客户如花西子、海龟爸爸的合作进展如何？

目前与这些新客户的合作仍在持续对接中，包括产品对接和前期研发等环节。但合作尚未进入快速放量阶段，产品还未大规模推出。

2026 年上半年公司应收账款同比增长 43.25%，主要原因是什么？公司的信用政策是否发生了变化？

应收账款增长的主要原因是部分大客户的回款周期有所拉长。为了满足头部客户，特别是合作金额较大的客户的需求，公司会根据情况适度放宽账期要求。目前基本账期维持在 3 个月左右。部分客户会使用票据进行结算，公司也接受期限为半年的银行承兑汇票。

从公司订单层面看，是否感受到高端美妆市场的回暖趋势？

从公司目前合作的客户订单来看，对高端美妆市场回暖的感受不明显。产品的定位主要取决于客户自身的渠道和市场策略。例如，一些客户定位为抖音品牌，其产品如洁面乳的终端零售价在 30 至 40 元，反推至生产成本端，价格并不高。因

此，就现有合作客户而言，并未直接感受到市场高端化带来的显著变化。

公司的原材料采购来源、定价机制以及与供应商的合作模式是怎样的？

公司的原材料大部分为外部采购。其中，约 60%以上通过国际原料生产商在国内的代理商进行采购，其余 30%至 40%来自国内供应商。在合作模式上，主要采用长期协议的方式。对于用量较大的原料，会与供应商洽谈战略合作，以获得相比市场更具优势的价格。针对甘油等市场价格波动较大的大宗原料，公司会提前与供应商商谈锁价和锁定库存。公司建立了严格的原料准入体系，所有原料需经过内部检测公司的层层检测，达到标准后方可纳入原料库使用，不会轻易替换供应商，以确保产品品质的稳定性。

公司从 2025 年开始布局新零售渠道，目前与京东 1 号、盒马等品牌的合作进展及订单情况如何？

公司自 2025 年开始进入新零售赛道，并计划在未来几年大力发展该渠道。目前已与京东 1 号、盒马等平台落地了产品合作，同时也在与朴朴超市等其他主流新零售品牌进行洽谈。在已合作的平台中，与京东 1 号的合作规模相对较大，目前合作金额为数百万元，尚处于合作初期。合作的品类包括护肤品和面膜。新零售渠道通常会先从洗护或消字号等风险相对可控的小品类切入，待合作顺畅后再逐步拓展至护肤品等其他品类。

新零售渠道的订单模式、供货偏好及毛利率水平与传统美妆品牌客户有何差异？

新零售渠道的订单计划性相对较强，会明确提出下单和供货周期要求，公司只需根据其节奏配合即可，不像传统美妆品牌可能因市场爆品而提出非常紧急的交付需求。在毛利率方面，新零售渠道的毛利率水平相对高于普通合作品牌。这是因为新零售品牌自身承担了营销推广等费用，其核心关注点在于产品质量和品质，对这方面的要求甚至比一般品牌更高，愿意为优质产品支付更高的价格。

公司未来的扩产计划是怎样的，主要涉及哪些品类？

公司计划在 2027 年下半年投产新的生产线。扩产计划将覆盖多个品类，其中大洗护产品线的扩张会是重点之一。现有的产线产能在满足大规格、大批量的大洗护产品需求方面存在挑战，因为这类产品对乳化和交付能力要求很高，单次生产量常以吨计，对产能消耗较大。新产能的投入将有助于满足这一市场的需求。

关于 2025 年末投产的智能生产车间（募投项目），其目前的产能释放情况及利用率如何？

该募投项目主要新增了一层产线，共计 15 条罐包产线。目前，这部分新增产能已基本接近饱和，整体产能利用率达到了 80%至 90%的水平。因此，公司正在积极寻求拓展新的生产能力以满足订单需求。

公司当前在手订单情况如何，尤其对 2026 年下半年的订单可见度有多高？

目前的在手订单大约能覆盖未来两个月的情况，这与客户通常的下单节奏基本一致。从季节性因素看，化妆品行业自 8 月中下旬开始进入旺季，并将持续至年底。根据过往经验，9 月、10 月、11 月、12 月这四个月的产量总和，基本与当年 1 月至 8 月的总产量相当。因此，预计接下来一个季度的订单情况将保持良好态势。

考虑到第三季度的促销备货需求，当前产能是否已经处于满负荷状态？

是的，目前单班次的产能已基本排满，部分情况下需要开启夜班，实行两班倒的生产模式来满足需求。

从客户结构来看，2026 年白牌客户与传统品牌客户的销售增长情况有何差异？

当前对“白牌”的定义已较为模糊。例如，像海尼这样的客户，在合作初期可能被视为白牌，但其近年来发展迅速，增长很快，现阶段已不宜再归为白牌。公司目前的战略是集中精力服务在市场上已有一定声量和体量的客户，而与刚刚起步的品牌合作相对较少。

公司在消毒产品线方面的拓展情况和业务定位是怎样的？

消毒产品目前的业务量不大。公司获取相关资质主要是为了服务新零售渠道客户（如京东、盒马等）的初期需求。这类渠道客户往往会先从风险较低的消毒类产品切入，以验证供应链及代工厂的合作情况。因此，消毒产品仅作为与这些渠道建立合作的切入点和试点项目，并非公司计划大力投入或主推的品类。

公司是否与胖东来有合作？

目前正在与胖东来洽谈合作，进展顺利，预期较为乐观。

公司在 AI 与美妆研发结合方面有何新的方向或进展？

公司正在结合 AI 技术进行相关研究，并与外部信息化及研发公司展开合作。主要思路是利用公司沉淀的大量配方数据库，通过 AI 工具实现配方的自动化生成。此举旨在加快研发节奏，并降低应用型研究（即配方开发）的人员成本。由此节

省的费用，计划将更多地投入到上游的原料端研发或具有核心技术壁垒的领域。

公司未来的研发费用投入趋势如何，重点将投向哪些领域？

未来研发费用肯定会增加投入。2026 年上半年研发费用同比增长约 20%。近几个月，公司已与一些高校签订了研发服务协议。未来的主要投入方向将是上游的原料端，专注于核心原料的研发。

公司在生物合成领域的研发业务有何进展？

公司的原料子公司在生物合成方面进行了一些初步尝试，但目前尚未实现广泛应用或产业化，后续将持续观望。

公司对自有品牌的规划是怎样的？

公司现阶段并未将自有品牌作为主要发展方向。除了一个外贸品牌仍在运营外，公司没有投入过多资源，未来可能会削减或停止对该外贸品牌的投入。公司的核心战略仍然是聚焦于化妆品 ODM 业务，以研发和生产为核心。

公司在境外市场的开拓规划和方向是什么？

接下来将大力拓展欧美市场，认为该市场存在巨大的可挖掘资源与潜力。

目前外贸业务的产品品类结构是怎样的？

在外贸业务中，护肤品是主线，占比约为 60%至 70%；彩妆品类占比约 20%；其他类别产品合计占比 10%至 20%。

募投项目转为固定资产后，对 2026 年的折旧摊销影响有多大？

影响不大。该募投项目募集资金总额仅 4,000 多万元，转固金额有限，因此对公司整体费用的影响很小。

2026 年公司与菲斯尼的合作情况如何？

菲斯尼目前尚未进入公司前十大客户名单，双方保持正常合作，但合作金额还未达到头部客户的水平。具体到面膜品类，菲斯尼是我们该品类的第三大客户，合作金额约为两三百万。

在面膜品类中，合作金额排名前列的客户有哪些？

目前面膜品类合作金额排名第一的客户是新梦源，第二是御数，第三是菲斯尼。