下载日志已记录，仅供内部参考

2026 年 07 月 10 日

维琪科技(920176.BJ)：化妆品多肽“小巨人”，深度绑定宝洁/联合利华

——北交所新股申购报告

北交所研究团队

诸海滨（分析师）

zhuhaibin@kysec.cn

证书编号：S0790522080007

● 化妆品原料“小巨人”形成“WINKEY”品牌，已与宝洁、联合利华等建立合作

维琪科技是一家创新驱动的化妆品原料专精特新“小巨人”企业，已建立以皮肤活性多肽为主、以中国特色植物原料和油脂、乳化剂等基础原料为补充的化妆品原料体系。2025 年，公司实现营业收入 2.75 亿元，同比增长 11.17%，归母净利润为 9,084.67 万元，同比增长 28.60%；毛利率/净利率分别为 68.43%/33.00%。针对核心创新新原料，公司建立从分子结构到应用的全链条专利保护体系，并同步进行 PCT 专利申请，布局全球的知识产权保护范围。截至 2026 年 5 月 11 日，公司已获得的 65 项授权发明专利中 33 项为创新结构专利。同时，目前已申请 16 项 PCT 专利，已获得 4 项海外发明专利授权，进入美国、欧洲、韩国、俄罗斯、巴西等国家或地区，为公司向全球市场推广源自中国的创新原料奠定基础。公司拥有 21 个获批备案新原料，其中包括 8 个创新新原料，公司新原料备案获批数量位居第一，创新新原料备案获批数量位居第一，处于行业领先地位。公司是国内首家向知名国际品牌销售创新新原料的化妆品原料商，公司已与宝洁、联合利华、丸美、敷尔佳等国内外知名品牌建立紧密的合作关系。

● 我国是全球最具潜力的化妆品市场，市场规模较大

根据中国香料香精化妆品工业协会发布的信息，中国化妆品市场已成为全球第一大国别市场。弗若斯特沙利文数据显示，我国化妆品终端市场规模从 2019 年的 7,652.00 亿元增长到了 2024 年的 10,087.30 亿元，复合增长率 5.68%。根据灼识咨询统计数据，2017-2021 年我国化妆品代工行业规模由 214.1 亿元增长至 394.2 亿元，年均复合增长率为 16.49%。随着新锐化妆品牌产品放量，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，拉动我国化妆品代工行业市场规模的扩大。据华经产业研究院统计 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%。

● 维琪科技新原料备案获批数量位居第一，同行可比公司 PE2025 为 23.99X

维琪科技是化妆品原料专精特新“小巨人”企业，已建立以皮肤活性多肽为主、以中国特色植物原料和油脂、乳化剂等基础原料为补充的化妆品原料体系。公司新原料备案获批数量位居第一，创新新原料备案获批数量位居第一，处于行业领先地位。公司设计开发的 Erasin0003 是国内首个拥有自主知识产权并获得国家药监局备案的创新新原料，亦是国内首批经过三年安全监测纳入《已使用原料目录》的 2 个新原料之一。公司已建立对标原料药标准的生产与质量管理体系，同时通过了美国 FDAGMPC 认证、欧盟化妆品原料规范（EFfCI）认证、ISO22716 认证等多项行业规范认证。2023 年，公司被广东省科学技术厅认定为“广东省皮肤活性物工程技术研究中心”。考虑到公司技术及品牌优势，有望进一步提高行业渗透率。维琪科技同行可比公司 PE2025 为 23.99X。

● 风险提示：技术与产品升级迭代风险、下游市场需求波动风险、新股破发风险

相关研究报告

《矿山及建筑轮胎新模式"小巨人"，智能矿山驱动新成长—北交所首次覆盖报告》-2026.7.8

《乔路铭（920079.BJ）：汽车轻量化饰件“小巨人”，覆盖吉利/比亚迪双龙头—北交所新股申购报告》-2026.7.7

《北交所两融余额 94.08 亿创新高，融资结构向成长赛道切换，修复窗口仍在—北交所策略专题报告》-2026.7.5

下载日志已记录，仅供内部参考

目　录

1、 业务：化妆品原料“小巨人”，形成“WINKEY”品牌体系 4
1.1、 产品：化妆品原料、化妆品成品和其他业务三大类 4
1.2、 财务：2025 年实现营收 2.75 亿元，归母净利润 9,084.67 万元 9
2、 行业：我国是全球最具潜力的化妆品市场，市场规模较大 11
2.1、 化妆品行业：我国化妆品终端市场规模 2024 年为 10,087.30 亿元 11
2.2、 化妆品原料行业：预计我国化妆品原料市场 2029 年达到 2562 亿元 13
2.3、 化妆品代工行业： 2023 年我国化妆品代工行业规模增至 497.6 亿元 19
3、 看点：重视研发创新，已与宝洁、联合利华等建立合作 21
3.1、 创新：已形成多种原研路径，创新新原料备案获批数量位居第一 21
3.2、 募投：健康产业园项目，预计达产后产能扩增 45%以上 26
4、 估值对比：可比公司平均 PE2025 为 23.98X 27
5、 风险提示 27

图表目录

图 1： 2025 年化妆品原料业务 16,596.28 万元（万元） 7
图 2： 化妆品原料及 ODM 成品业务占比例超过 90% 7
图 3： 2025 年实现营收 2.75 亿元 9
图 4： 2025 年实现归母净利润 9,084.67 万元 9
图 5： 2025 年综合毛利率为 68.43% 9
图 6： 2025 年化妆品原料业务的毛利率为 79.09%（%） 9
图 7： 2025 年期间费用率为 29.74% 10
图 8： 2025 年净利率为 33.00% 10
图 9： 化妆品产业链示意图 11
图 10： 2022 年-2024 年，全球化妆品终端市场整体呈现增长趋势 12
图 11： 我国化妆品终端市场规模 2024 年为 10,087.30 亿元 13
图 12： 预计全球化妆品原料市场规模 2029 年达到 1,694.30 亿美元 13
图 13： 中国化妆品原料市场规模增长至 2024 年的 1,603.90 亿元 14
图 14： 2015 年至 2024 年，国内化妆品活性原料市场的快速发展 14
图 15： 全球化妆品多肽原料市场规模增至 2024 年的 15.4 亿美元 15
图 16： 中国化妆品多肽原料市场规模增长至 2024 年的 21.7 亿元 15
图 17： 活性肽结构创新的主要原料商的研发历程对比如下 18
图 18： 全球化妆品植物提取物原料市场规模增长至 2024 年的 133.6 亿美元 19
图 19： 中国化妆品植物提取物原料市场规模增长至 2024 年的 270.2 亿元 19
图 20： 2015 年我国化妆品生产企业为 4542 家，2023 年已增长至 5722 家 20
图 21： 据统计 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 20
图 22： 公司首创以“活性多肽”为核心功效的多肽护肤体系 22
图 23： 全球结构创新多肽的主要原料商的研发历程对比如下 23
图 24： 2025 年，公司研发费用 2,914.81 万元 26

表 1： 按照化妆品原料种类不同，公司原料产品可划分为多肽活性原料和非肽原料两类 4
表 2： 公司多肽粉末原料的合计产量、销量和产销率情况（单位：kg） 7
表 3： 2023-2025 年前五大客户收入 4,858.94 万元、9,597.58 万元和 9,700.85 万元 8

下载日志已记录，仅供内部参考

表 4： 国内外知名化妆品品牌相继推出含有活性肽的热门产品，部分品牌及产品示例如下 16
表 5： 公司研发团队掌握高效开发创新分子结构的专有技术，已形成多种原研路径 21
表 6： 公司多款新原料已经配套多家知名品牌商的多款核心单品 24
表 7： 创新分子设计技术体系主要核心技术的先进性以及相关科技成果具体如下 24
表 8： 公司新建维琪健康产业园项目总投资 44,638.72 万元 26
表 9： 维琪健康产业园项目达产后，公司产能变化具体如下 26
表 10： 同行可比公司 PE2025 均值为 23.98X 27

下载日志已记录，仅供内部参考

1、 业务：化妆品原料“小巨人”，形成“WINKEY”品牌体系

公司是一家创新驱动的化妆品原料专精特新“小巨人”企业，致力于向全球市场推广源自中国的创新原料和特色植物原料，打造具有全球影响力的中国化妆品原料品牌。

公司已建立以皮肤活性多肽为主、以中国特色植物原料和油脂、乳化剂等基础原料为补充的化妆品原料体系，同时为客户提供原料定制开发和化妆品成品设计和制造等产品或服务，具备从原料创新研发、定制开发和生产应用到成品制造的全链条交付能力。

围绕打造具有全球影响力的中国化妆品原料品牌的愿景目标，公司采取了自主开发与外部引入相结合的产品开发策略，一方面，公司凭借自身领先的研发与技术优势，自主开发与生产新原料（包括创新新原料、仿制新原料、植物新原料）和目录原料；另一方面，公司持续发掘市场上商业化前景明确的优质原料，与公司自主开发的原料共同形成“WINKEY”品牌原料体系，并依托公司的品牌影响力、全球化布局的销售渠道和商业化落地能力，向全球市场推广。

1.1、 产品：化妆品原料、化妆品成品和其他业务三大类

按照交付形式不同，公司主要产品及服务分为三类：化妆品原料、化妆品成品（包括 ODM 成品和 OBM 成品）和其他业务。

(1)化妆品原料业务

公司化妆品原料业务指公司直接向客户交付化妆品原料产品实现收入。

公司化妆品原料产品以皮肤活性多肽为主，以中国特色植物原料和油脂、乳化剂等基础原料为补充，已研制出多种产品并成功实现产业化。

按照化妆品原料种类不同，公司原料产品可划分为多肽活性原料和非肽原料两类。按照成分数量不同，公司原料产品可划分为单成分原料产品和复配原料产品。按照产品形态不同，公司原料产品可划分为粉末剂型和经配制溶解的液体原料剂型。按照功效不同，公司原料产品可划分为紧致、抗皱、修护、舒缓、祛痘、保湿、防脱发等多种功效类型。公司化妆品原料产品广泛用于精华、护肤水、霜、乳液、面膜、眼膜、眼霜、冻干粉等护肤品，同时可添加在彩妆、洗护产品中。

表1：按照化妆品原料种类不同，公司原料产品可划分为多肽活性原料和非肽原料两类

原料类型	功效	主要产品	主要功效成分	主要作用机理
多肽活性原料	紧致	肌肽、铜肽 X、寡肽-1 肽粉、祛皱冻干晶粉 01、维颜肽 01Neo、焕颜肽 02、胶原素、丽妍肽、维肤妍 PLUS、双胜肽、基肽、维皱平 01、芋螺肽 02、眼丽肽 02、逆衰蛋白肽、脱羧肌肽 01、维灵愈 S、咖啡酰六肽-9、烟酰四肽-30、三肽-105、RGD 环肽-5、Erasin0003 等	肌肽、三肽-1 铜、寡肽-1、乙酰基六肽-8、棕榈酰五肽-4、棕榈酰三肽-5、六肽-11、三肽-1、六肽-9、乙酰基四肽-9、棕榈酰四肽-7、棕榈酰三肽-1、芋螺肽、乙酰基四肽-5、三氟乙酰三肽-2、脱羧肌肽盐酸盐、寡肽-215、咖啡酰六肽-9、烟酰四肽-30、三肽-105、环四肽-24 氨基环己烷甲酸酯、β-丙氨酰羟脯氨酰二氨基丁酸苄胺等	提高细胞活性，增加细胞粘附力和弹性，抑制基质金属蛋白酶、炎症因子等的表达，促进胶原蛋白合成，修护光老化细胞

下载日志已记录，仅供内部参考

原料类型	功效	主要产品	主要功效成分	主要作用机理
	抗皱	阿基粉末、维肤致 X、维肤致、眼丝氨肽 Plus、抑皱素等	乙酰基六肽-8、乙酰基六肽-3、乙酰基六肽-1、五肽-3、二肽二氨基丁酰苄基酰胺二乙酸盐、乙酰基四肽-5 等	提高细胞活性，抑制肌肉过渡收缩
	修护	维肤妍-1、寡肽 01、舒缓肽 T、脂质体舒缓肽 01、眼部赋活肽粉等	三肽-1、六肽-9、乙酰基四肽-9、棕榈酰五肽-4、棕榈酰四肽-7、乙酰基六肽-8、寡肽-1 等	促进胶原蛋白表达，修护光老化细胞
	舒缓	乙酰基六肽-95 酰胺、维舒静 X、舒缓肽、维肤舒、维舒因等	棕榈酰三肽-8、棕榈酰四肽-7、乙酰基四肽-9、乙酰基六肽-95 酰胺等	提高细胞活性，强化皮肤屏障结构与功能、促进表皮稳态恢复、改善皮肤微循环、改善皮肤耐受性、减轻皮肤应激反应
	祛痘	维肤清复合肽粉、维痘消肽粉 01 等	六肽-9、棕榈酰三肽-8 等	提高细胞活性，调节皮脂腺功能与脂质组成，修复毛囊角化异常、调节皮肤微生物群落平衡
	保湿	水光肽、水光肽 01 等	棕榈酰五肽-4 等	促进真皮多糖和胶原蛋白合成，增强肌肤基底运水能力
	防脱发	维发康 01、护眉素粉末、维发康等	乙酰基四肽-3、三肽-1 铜等	抑制 5α-还原酶活性，刺激 ECM 蛋白合成，强健毛囊，促进毛发生长
非肽原料	多种功效	NMN、山茶角鲨烷、鲟鱼子酱提取物、复合神经酰胺、依克多因、麦角硫因、羟基积雪草资料来源：开源证券研究所苷、维玻因、VC-IP、HPR-10、三植静御、植源液晶乳化剂、补骨脂酚等	β-烟酰胺单核苷酸、角鲨烷、鲟鱼子酱提取物、神经酰胺 NP、四氢甲基嘧啶羧酸、麦角硫因、羟丙基四氢吡喃三醇、抗坏血酸四异棕榈酸酯、羟基频哪酮视黄酸酯、龙胆/油橄榄/红景天提取物、甘蔗多硬脂酸酯等	降低细胞活性氧自由基、提高细胞活性、促进胶原蛋白合成等

资料来源：公司招股书、开源证券研究所

(2)化妆品成品业务

根据产品是否属于公司自有品牌，公司化妆品成品业务包括 ODM 成品业务和 OBM 成品业务，经营主体分别为子公司东莞宇肽和维创星。公司 ODM 成品业务指根据客户需求，在向客户销售公司化妆品原料的同时，使用该等原料为客户生产化妆品成品，最终直接交付化妆品成品实现销售收入。

公司 ODM 成品业务呈现显著区别于化妆品代工厂的业务特点，具体包括：（1）东莞宇肽主要承接使用公司化妆品原料作为主要功效成分的成品加工订单；（2）公

下载日志已记录，仅供内部参考

司销售管理体系中将东莞宇肽视为化妆品原料的销售渠道之一，维琪科技按照经销商价格向东莞宇肽销售化妆品原料；（3）公司主要基于成品中所含原料销售收入对ODM成品业务核心岗位进行绩效考核；（4）公司未将ODM成品业务作为独立业务板块对外宣传推广。此外，公司OBM成品均使用公司化妆品原料作为核心功效成分，公司开展该业务系为深入了解终端消费者需求以赋能化妆品原料业务以及推广公司新原料。

依托化妆品原料领域技术优势，东莞宇肽为化妆品品牌商客户提供化妆品成品加工服务，能够有效地助力品牌商缩短新品开发周期、把握最新产品趋势。东莞宇肽与客户签订成品加工协议，根据客户需求完成包括公司核心原料或核心配方在内的化妆品成品的开发，与客户确定化妆品成品所需的其他原料及包材，按照要求生产成品后交付品牌商客户。东莞宇肽具备面膜/眼膜、冻干粉、膏霜水乳等多品类化妆品生产能力，能够为客户提供产品设计、配方研发、规模化生产、功效检测及备案于一体的全链条产品和服务。2023-2025年，公司化妆品成品业务以ODM成品业务为主，OBM成品业务实现的营业收入占比相对较低。

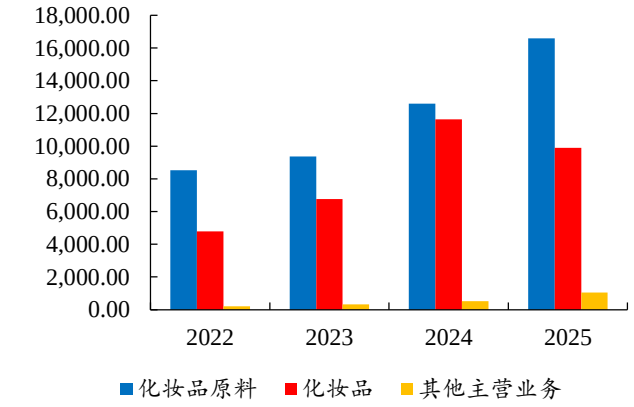
公司其他主营业务主要包括定制开发服务和检测服务。定制开发服务主要涉及化妆品原料的开发服务，依托自身深厚的科研能力和丰富的项目经验，赋能客户打造专属原料或改良升级已有原料，服务内容涵盖结构设计、样品合成、工艺研究、质量研究、功效研究、制剂研究、注册备案等关键环节。检测服务主要涉及化妆品成品的检测服务，包括对化妆品的功效、安全性等开展验证和评价等。

收入端：2023-2025年，公司主营业务收入主要来源于化妆品原料及ODM成品业务，合计占比90%以上。OBM成品业务以及定制开发服务、第三方检测等其他业务系公司新开展的业务，收入占比较小。

2023-2025年，公司化妆品原料业务收入分别为9,370.48万元、12,601.24万元和16,596.28万元，2024年、2025年同比增长34.48%和31.70%，呈稳步增长趋势，相关变动主要因为近年来公司陆续完成Erasin0003、寡肽-215、咖啡酰六肽-9和芋螺肽等新原料的备案申请并成功获批，该等新原料契合国内化妆品消费市场科学护肤的趋势，并可通过独家授权、专属复配等方式满足品牌商拥有独占原料的需求，2023-2025年新原料及其衍生的原料收入持续增长；公司始终专注于化妆品原料的创新开发和应用推广，成功建立起“WINKEY”原料品牌的市场知名度和美誉度，顺利进入丸美、宝洁、联合利华、敷尔佳等国内外知名品牌的供应体系，知名品牌客户数量的增加以及合作程度的不断加深，有效带动公司化妆品原料业务收入规模的提升。

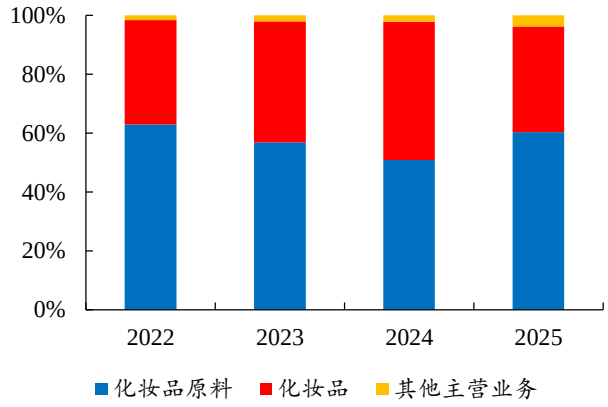
下载日志已记录，仅供内部参考

图1：2025 年化妆品原料业务 16,596.28 万元（万元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：化妆品原料及 ODM 成品业务占比例超过 90%



数据来源：Wind、开源证券研究所

产量&销量端：公司主要产品为多肽化妆品原料和化妆品成品。

多肽化妆品原料经固相合成工艺和液相合成工艺生产产出单一成分粉末原料，经配制形成复配粉末原料或复配液体原料，上述三种形态的多肽原料均可作为商品对外销售。对于多肽粉末原料，公司对自主研发并获批备案的新原料以及市场价格相对较高的目录原料等核心多肽原料采取全流程自主生产模式。2023-2025 年多肽粉末原料全流程自主生产产量分别为 131.30kg、165.47kg 和 199.75kg，对应产能利用率分别为 68.39%、86.18%和 104.04%。对于市场竞争较为充分、市场价格相对较低的多肽粉末原料，公司采取外购多肽中间体精制生产或质检分装的部分工序生产模式，2023-2025 年该产品的平均销售价格区间为 0.18~7.27 万元/kg。

表2：公司多肽粉末原料的合计产量、销量和产销率情况（单位：kg）

项目		2025 年度	2024 年度	2023 年度
产量合计		15,557.12	7,659.65	3,992.53
销售量		12,150.15	6,234.11	3,763.76
领用量	配制车间内部领用量	188.01	155.69	109.34
	成品业务内部采购量	151.50	247.24	201.04
	合计	339.51	402.93	310.38
销售及领用量		12,489.66	6,637.04	4,074.14
产销率		80.28%	86.65%	102.04%

数据来源：公司招股书、开源证券研究所

主要客户：2023-2025 年公司对前五名客户（集团合并口径）实现的营业收入分别为 4,858.94 万元、9,597.58 万元和 9,700.85 万元，占当期营业收入的比例分别为 29.48%、38.77%和 35.23%。2024 年公司客户广州蜚美在东南亚市场取得成功、迪仕艾普在电商平台的销量快速增长，其 ODM 成品采购额相应增长，使得公司 2024 年前五名客户销售金额和占比有所增加。2025 年受丸美生物、迪仕艾普 ODM 成品采购下滑影响，前五名客户销售金额和占比有所下降。

下载日志已记录，仅供内部参考

表3：2023-2025 年前五大客户收入 4,858.94 万元、9,597.58 万元和 9,700.85 万元

年份	单位名称(客户)	销售金额（万元）	占营业收入比(%)
2025 年	广州蜚美网络技术有限公司	4,272.66	15.52
	广东丸美生物技术股份有限公司	2,052.06	7.45
	诺斯贝尔化妆品股份有限公司	1,575.96	5.72
	杭州捷肤科技有限公司	914.52	3.32
	芜湖一戚欧生网络科技有限公司	885.65	3.22
	合计	9,700.85	35.23
2024 年	广州蜚美网络技术有限公司	3,872.01	15.64
	广东丸美生物技术股份有限公司	2,643.60	10.68
	芜湖一戚欧生网络科技有限公司	1,219.61	4.93
	速派来供应链(深圳)有限公司	956.47	3.86
	深圳市羽素生物科技有限公司	905.89	3.66
	合计	9,597.58	38.77
2023 年	广东丸美生物技术股份有限公司	1,579.31	9.58
	深圳市羽素生物科技有限公司	876.91	5.32
	上海兰之美雅化妆品有限公司	841.44	5.1
	芜湖一戚欧生网络科技有限公司	792.19	4.81
	广州市柏图化工科技有限公司	769.09	4.67
	合计	4,858.94	29.48

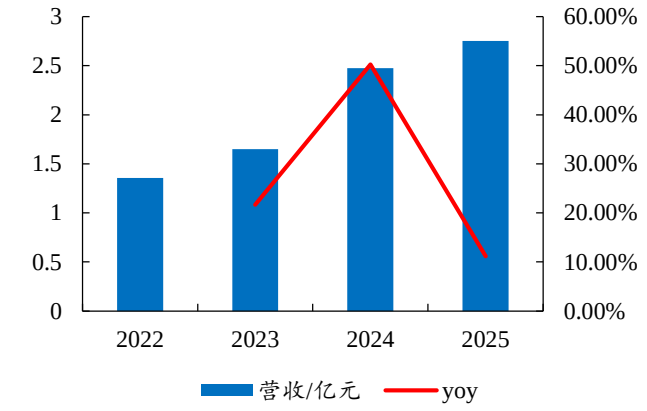
数据来源：Wind、开源证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

1.2、 财务：2025 年实现营收 2.75 亿元，归母净利润 9,084.67 万元

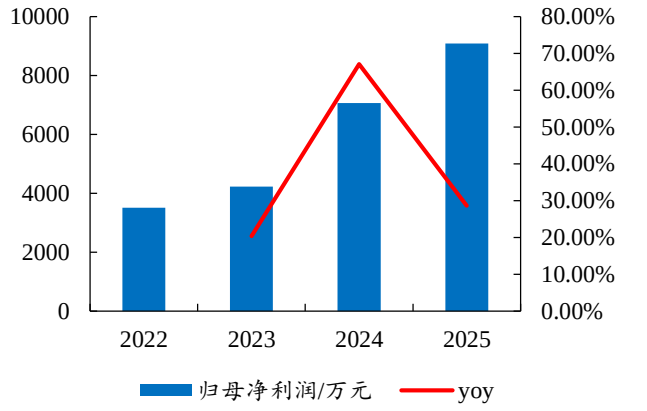
公司深耕皮肤活性多肽的研发和应用行业多年，拥有国内领先的创新原料研发技术优势。2023-2025 年，公司分别实现营业收入 16,483.19 万元、24,763.42 万元和 27,530.54 万元，其中主营业务收入占比均超过 99%，主营业务突出。受益于化妆品活性肽原料市场需求增长以及下游化妆品行业的持续需求，公司不断丰富产品类型、拓展销售渠道，营业收入保持增长趋势，2023-2025 年复合增长率达 29.24%。

图3：2025 年实现营收 2.75 亿元



数据来源：Wind、开源证券研究所

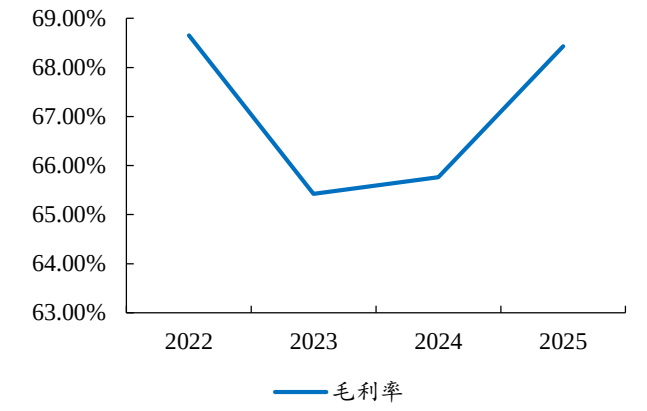
图4：2025 年实现归母净利润 9,084.67 万元



数据来源：Wind、开源证券研究所

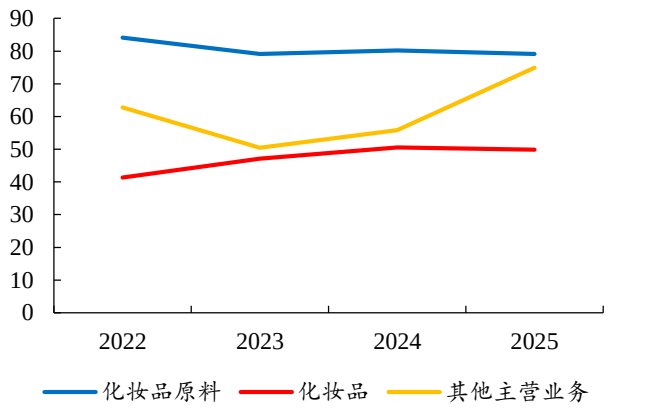
2023-2025 年公司综合毛利率分别为 65.42%、65.76%和 68.43%，主营业务毛利率分别为 65.40%、65.74%和 68.42%，总体呈上升趋势，公司化妆品原料业务毛利率分别为 79.10%、80.23%和 79.09%，呈小幅波动趋势，公司 ODM 成品业务毛利率分别为 44.87%、48.16%和 48.00%，整体呈上升趋势。

图5：2025 年综合毛利率为 68.43%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：2025 年化妆品原料业务的毛利率为 79.09%（%）



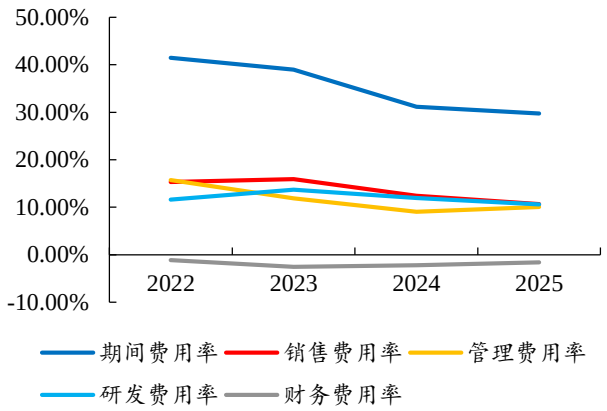
数据来源：Wind、开源证券研究所

期间费用基本保持稳定，成本控制能力较强。2022 年-2025 年，期间费用率分别为 41.47%、38.98%、31.17%、29.74%。

净利率受毛利率及期间费用率的综合影响，**呈现上升趋势**，2025 年为 33.00%。

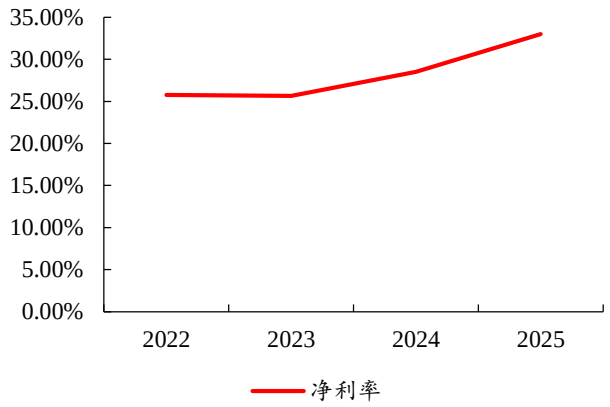
下载日志已记录，仅供内部参考

图7：2025 年期间费用率为 29.74%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：2025 年净利率为 33.00%



数据来源：Wind、开源证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

2、 行业：我国是全球最具潜力的化妆品市场，市场规模较大

2.1、 化妆品行业：我国化妆品终端市场规模 2024 年为 10,087.30 亿元

化妆品产业链从上游到下游依次涉及原料、包材供应商、制造商、品牌商、渠道商和消费者等参与方。

图9：化妆品产业链示意图



资料来源：公司招股书

①上游：原料、包材供应商和制造商

化妆品产业链上游主要包括原料供应商、包材供应商和制造商。

在原料供应商方面，化妆品市场多由专业原料生产厂商提供，仅有少数大型知名化妆品品牌商拥有独立原料工厂。我国化妆品原料行业发展还不成熟，生产实力较强的板块有合成护肤油脂、保湿剂、单体活性物（提取）、防晒剂等；国际知名化妆品原料供应商有巴斯夫、帝斯曼、德之馨等。

在包材供应商方面，化妆品包装要求多样化，常见的化妆品包装材料包括塑料、玻璃、纸质等，优质的包材具有更丰富的功能，高档的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，因此，知名化妆品品牌商多注重包装设计及创新；知名化妆品包材供应商有阿蓓亚集团、贝里国际集团、HCP 集团等。

在制造商方面，国际上涌现出许多具有竞争力的代工厂商，这些厂商在产品质量、研发能力、生产能力、服务水平等方面不断提升，以满足品牌商和消费者的多样化需求；我国化妆品代工厂商数量众多，行业集中度低，由于缺少核心技术与定价权，大多数代工厂商在产业链中议价能力不强，盈利能力不高，但随着我国劳动力成本的逐年走高，化妆品品牌商经营压力日益增大，越来越多的品牌商将化妆品生产环节交由专业代工厂商完成，代工厂商经营稳定性有所增强；知名代工厂商包

下载日志已记录，仅供内部参考

括科丝美诗集团、韩国科玛集团、诺斯贝尔、芭薇股份等。

②中游：化妆品品牌商

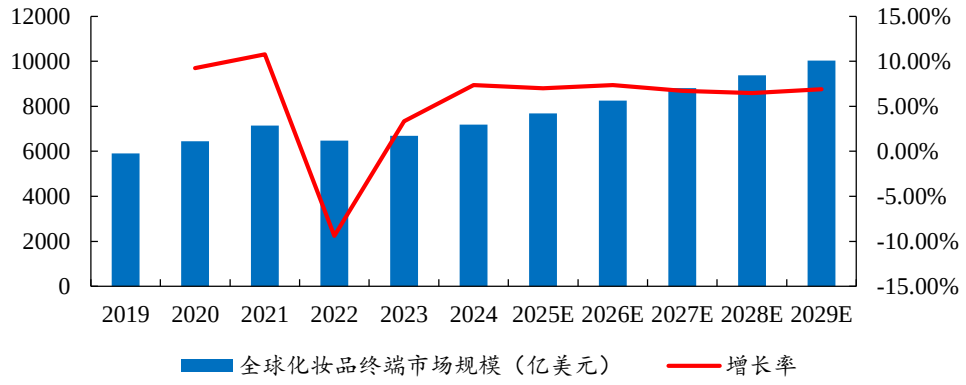
化妆品产业链中游为品牌商，盈利能力最强。品牌商主导化妆品流转过程中的推广、营销环节，掌握化妆品定价权，且参与者众多，市场发展相对成熟。国际知名品牌包括欧莱雅、宝洁、联合利华、雅诗兰黛等，国内知名品牌包括贝泰妮、珀莱雅、百雀羚、丸美、上海家化等。

③下游：渠道商及最终消费者

化妆品产业链下游商品流通渠道由线上渠道和线下渠道构成，最终销售至用户端消费者。近年来，随着我国电商行业趋于稳定，线上渠道模式逐渐多元化。线下渠道布局主要依赖数目庞大、分布广泛的代理商和零售终端，以经销为主、直营为辅的模式开展。近年来线上渠道销售占比不断提升，根据青眼情报《2024 年中国化妆品年鉴》相关数据，2024 年中国化妆品市场规模中，线上渠道占比超过 50%，是品牌商布局的主要渠道。目前，国内消费者的化妆品消费习惯不断趋于成熟与专业，更加关注产品的具体成分与功效。

工业革命后，西方国家利用石油化工行业的优势率先开始通过化学合成的方式发展现代化妆品制造业，确立了稳固的市场优势，形成了欧莱雅、联合利华、宝洁、雅诗兰黛、资生堂等公司占据主流地位的市场格局。在人们越来越注重自身形象与颜值的时代，化妆品作为一种日用消费品，成为越来越多消费者的刚性需求。

图10：2022 年-2024 年，全球化妆品终端市场整体呈现增长趋势



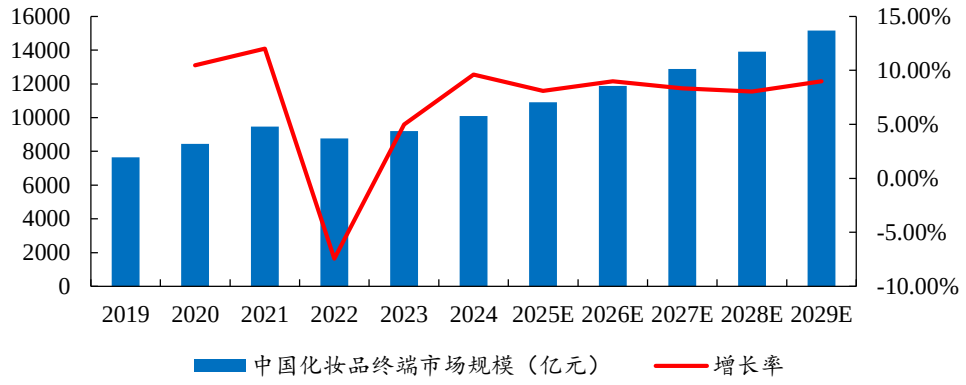
数据来源：弗若斯特沙利文、公司招股书、开源证券研究所

弗若斯特沙利文数据显示，2022 年-2024 年，全球化妆品终端市场整体呈现增长趋势，2024 年全球化妆品终端市场规模达到 7,184.69 亿美元。

作为化妆品新兴市场，中国化妆品市场处于快速增长阶段。根据中国香料香精化妆品工业协会发布的信息，中国化妆品市场已成为全球第一大国别市场。弗若斯特沙利文数据显示，我国化妆品终端市场规模从 2019 年的 7,652.00 亿元增长到了 2024 年的 10,087.30 亿元，复合增长率 5.68%。

下载日志已记录，仅供内部参考

图11：我国化妆品终端市场规模 2024 年为 10,087.30 亿元



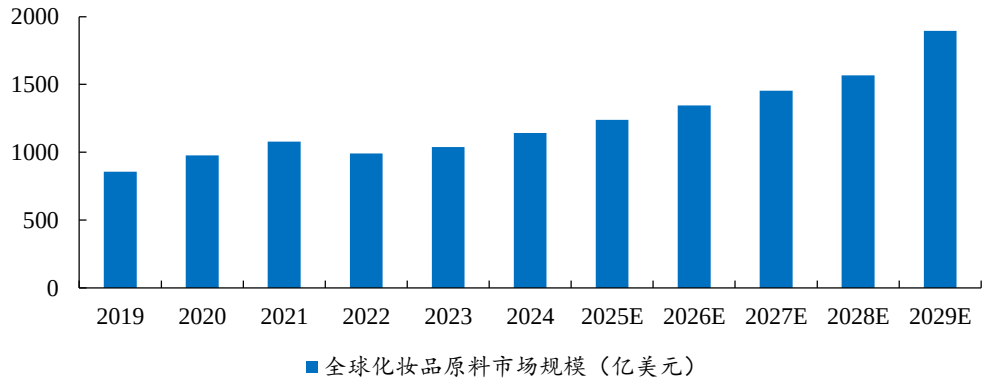
数据来源：弗若斯特沙利文、公司招股书、开源证券研究所

2021 年下半年起我国化妆品行业增速放缓，在 2022 年出现负增长的情形。受宏观经济环境影响，近三年我国化妆品行业市场规模相对稳定，未出现快速复苏的情形，但我国仍是全球最具潜力的化妆品市场，市场规模较大，预计在未来五年将会持续位于全球化妆品行业前列。根据弗若斯特沙利文预计，2029 年我国化妆品终端市场空间可达 15,158.73 亿元。

2.2、 化妆品原料行业：预计我国化妆品原料市场 2029 年达到 2562 亿元

受益于下游化妆品行业的稳定增长，化妆品原料行业近几年也保持了较快的增长速度。根据弗若斯特沙利文《中国化妆品原料行业独立市场研究报告》，全球化妆品原料市场规模由 2019 年的 885.60 亿美元增长至 2024 年的 1,142.40 亿美元，年复合增长率达 5.2%，预计 2025 年至 2029 年将以 8.2%的增速持续增长，2029 年达到 1,694.30 亿美元。

图12：预计全球化妆品原料市场规模 2029 年达到 1,694.30 亿美元

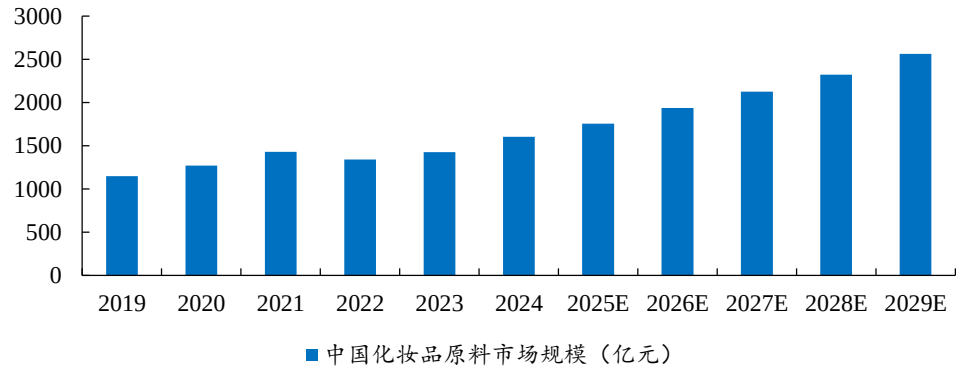


数据来源：弗若斯特沙利文、公司招股书、开源证券研究所

中国化妆品原料市场规模由 2019 年的 1,147.80 亿元增长至 2024 年的 1,603.90 亿元，年复合增长率达 6.9%，预计在 2025 年至 2029 年以 9.9%的增速持续增长，2029 年达到 2,561.80 亿元。

下载日志已记录，仅供内部参考

图13：中国化妆品原料市场规模增长至 2024 年的 1,603.90 亿元

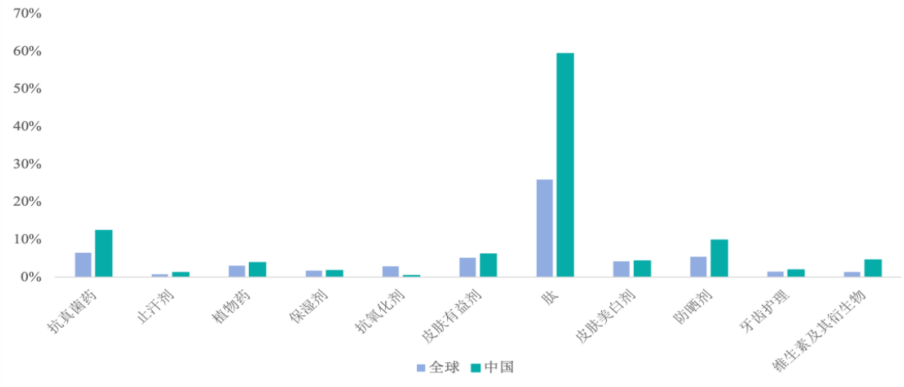


数据来源：弗若斯特沙利文、公司招股书、开源证券研究所

化妆品原料种类繁多，不同用途的原料生产技术差异较大，因此整体集中度不高。国际上，既有巴斯夫等依靠庞大的生产规模、丰富的技术储备实现多类型化妆品原料的全面覆盖的大型化工企业，也有德之馨、帝斯曼等依靠丰富的行业经验和稳定的客户资源而专注于特定原料领域的化工企业，还有少量大型知名化妆品品牌拥有独立原料生产工厂，如欧莱雅下属的原料开发和生产企业 Nov é al。国际化妆品原料公司主要面向国际化妆品企业和国内高端化妆品生产企业，市场占有率较高。国内化妆品原料公司由于起步较晚，技术储备、生产工艺、经营管理、客户资源等方面均存在不足，整体水平落后于国外。目前国内的化妆品原料行业以产品单一、生产批量较小的小型化工企业为主，主要面向国内中低端化妆品生产企业。近年来，随着研发水平提升、生产经验积累，以维琪科技为代表的部分国内化妆品原料企业开始凭借技术创新、质量管理和全面服务逐步进入国际知名化妆品品牌的采购体系，带动了国内化妆品原料行业的发展。

消费者对化妆品、尤其是对护肤品功效的追求持续升级，从基础保湿转向抗衰老、紧致、修护等专业化需求，从而对化妆品及其活性原料都提出了更多、更高的要求，这一趋势为化妆品活性原料带来了更大的市场空间、也推动活性原料市场快速增长。根据 Euromonitor 数据，2015 年至 2024 年，国内化妆品活性原料市场的快速发展，多种活性原料年复合增长率普遍高于全球水平，尤其是化妆品活性肽原料，国内年复合增长率为 59.37%，达到全球增长率的 2 倍以上。无论是在国内还是全球范围，化妆品活性肽原料的增速均远超其他活性原料。

图14：2015 年至 2024 年，国内化妆品活性原料市场的快速发展



资料来源：Euromonitor、公司招股书

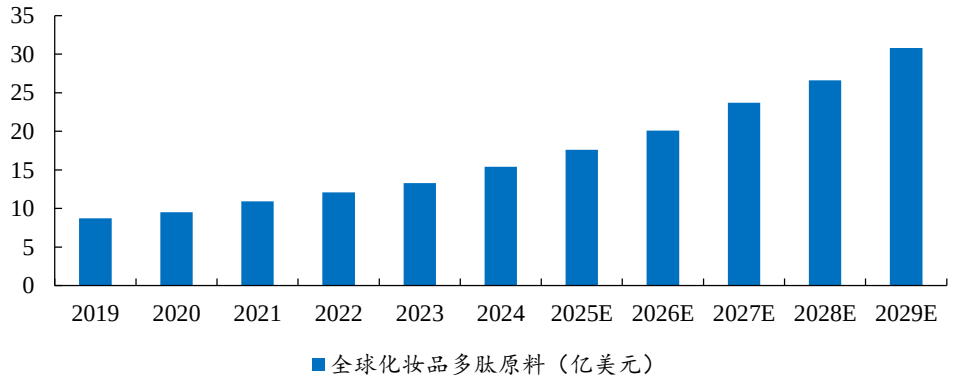
下载日志已记录，仅供内部参考

多肽的特性顺应化妆品行业功效护肤趋势，近年来多肽活性原料市场迎来蓬勃发展

多肽是涉及生物体内各种细胞功能的活性物质，广泛参与并调节体内各系统、器官和细胞功能活动。在化妆品原料领域，多肽作为一类活性成分，在皮肤组织细胞增殖、胶原蛋白合成与分泌、组织修复与再生等多种皮肤生长、修复的过程中发挥着重要作用。随着功效护肤理念日益升级，消费者对于具有抗衰老、修护、美白等功效的中高端化妆品的需求不断扩大，多肽凭借其明确的生物机制和温和的特性，正成为功效护肤市场的明星成分之一，近年来市场需求明显扩大。

根据弗若斯特沙利文《中国化妆品原料行业独立市场研究报告》，全球化妆品多肽原料市场规模由 2019 年的 8.7 亿美元增至 2024 年的 15.4 亿美元，年复合增长率 12.1%，预计 2025 年达到 17.6 亿美元，到 2029 年达到 30.8 亿美元。

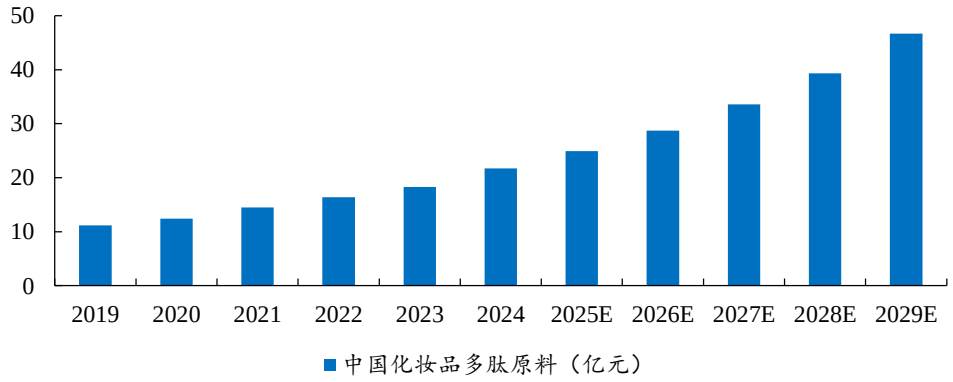
图15：全球化妆品多肽原料市场规模增至 2024 年的 15.4 亿美元



数据来源：弗若斯特沙利文、公司招股书、开源证券研究所

中国化妆品多肽原料市场规模由 2019 年的 11.2 亿元增长至 2024 年的 21.7 亿元，年复合增长率达 14.1%，预计 2025 年达到 24.9 亿元，到 2029 年达到 46.7 亿元。

图16：中国化妆品多肽原料市场规模增长至 2024 年的 21.7 亿元



数据来源：弗若斯特沙利文、公司招股书、开源证券研究所

活性肽逐步成为品牌差异化竞争的主要抓手，中国原料品牌的技术竞争力逐步

下载日志已记录，仅供内部参考

显现。近年来，化妆品活性肽原料在众多品牌中得到广泛应用，也推动了消费者对其关注度和认知度不断提升。

表4：国内外知名化妆品品牌相继推出含有活性肽的热门产品，部分品牌及产品示例如下

品牌商/生产商	产品	图片	含活性肽类型	功效
OLAY	淡纹黑管面霜		咖啡酰六肽-9	抗衰
OLAY	淡纹黑管精华		乙酰基六肽-8 三肽-3	抗衰
雅诗兰黛	特润修护肌活精华露（小棕瓶）		三肽-32	抗衰
欧莱雅	青春密码活颜精华肌底液（小黑瓶）		四肽、寡肽	抗衰
海蓝之谜	沁润修护精萃水		乙酰基六肽-8	抗衰、抗氧化
莱珀妮	鱼子精华琼贵紧颜液（反重力精华）		四肽-3、棕榈酰三肽-1、棕榈酰四肽-7	抗衰、抗氧化
SK-II	致臻赋能焕采精华霜（大红瓶）		棕榈酰五肽-4	抗衰
理肤泉	特安舒缓修护乳		乙酰基二肽-1 鲸蜡酯	舒缓
丸美	多重胜肽紧致淡纹精华眼膜（蝴蝶眼膜）		乙酰基八肽-3、芋螺肽、四肽-4、棕榈酰三肽-8	抗衰、抗氧化、去黑眼圈

下载日志已记录，仅供内部参考

品牌商/生产商	产品	图片	含活性肽类型	功效
丸美	丸美多重胜肽紧致淡纹眼霜（小红笔）		寡肽-1、乙酰基四肽-5、β-丙氨酰羟脯氨酰二氨基丁酸苄胺（即：Erasin0003）、乙酰基六肽-8、棕榈酰五肽-4、九肽-1、三肽-10 瓜氨酸、乙酰基七肽-4、二肽-2、棕榈酰四肽-7、棕榈酰三肽-1	抗衰
薇诺娜	多效修护复合肽保湿霜		三肽-1 铜、棕榈酰三肽-8	抗衰、抗氧化
珀莱雅	赋能鲜颜淡纹紧致轻盈霜（红宝石面霜）		乙酰基六肽-1、棕榈酰三肽-5、乙酰基四肽-11、乙酰基四肽-9、六肽-9、九肽-1	抗氧化、抗衰、保湿
华熙生物	米蓓尔轻龄紧致修护涂抹面膜（蓝绷带）		三肽-1 铜	抗氧化
韩束	多肽胶原弹嫩柔肤乳（红蛮腰）		环六肽-9、乙酰基六肽-8、棕榈酰三肽-5、棕榈酰五肽	抗氧化、抗衰

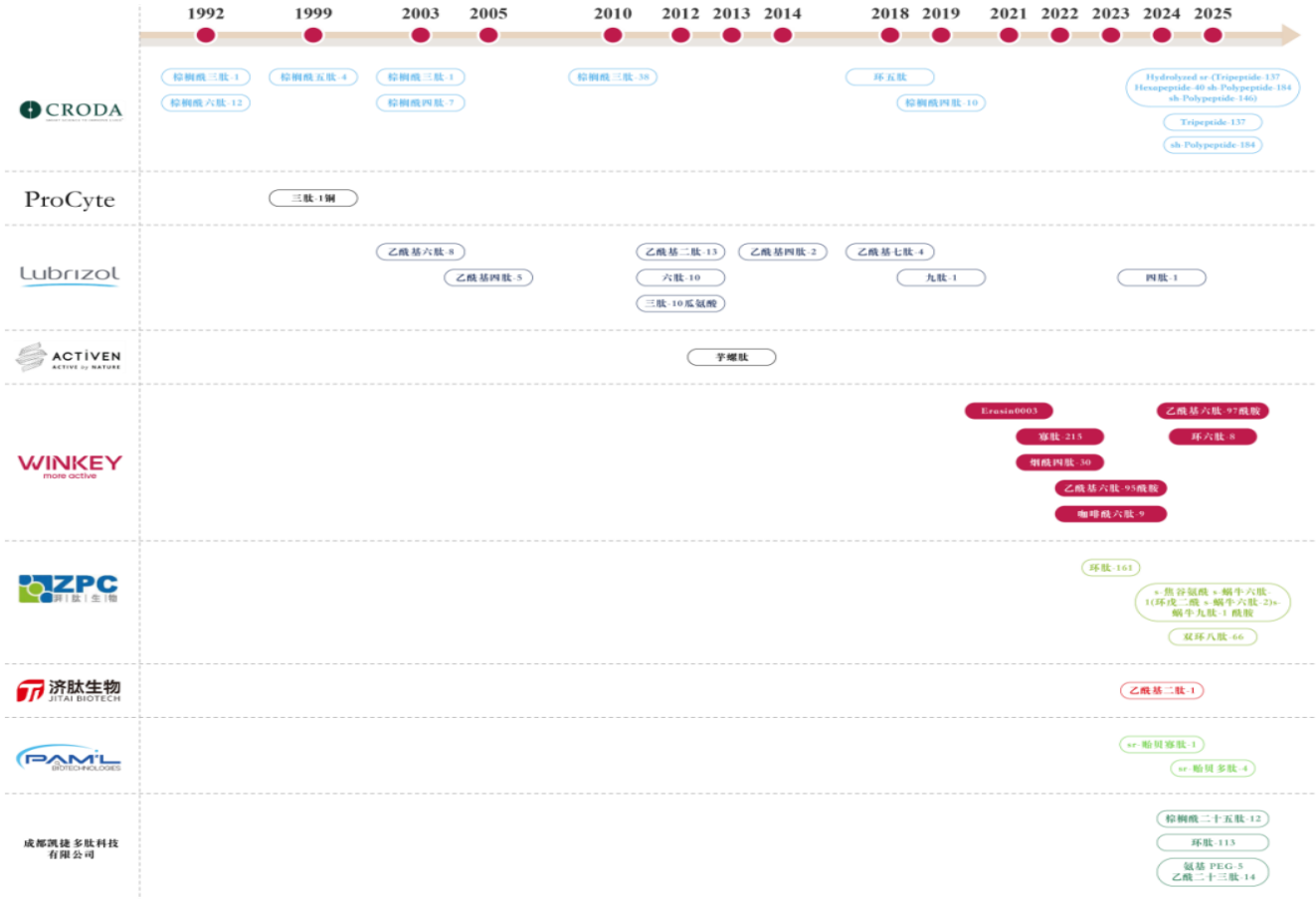
资料来源：美丽修行、各品牌官方网站、公司招股书、开源证券研究所

目前，活性肽在抗衰领域的渗透率仍低于其他主流抗衰成分，但不同于 A 醇、玻色因等品类单一的主流抗衰成分，活性肽的物质特性决定了其具有可被持续开发为新原料的潜力。通过改变组成肽链的氨基酸数量、种类、或空间结构，以及结合仿生、序列优化、结构修饰、复配等技术挖掘创新，理论上可以研发出种类和功效繁多的创新结构活性肽。活性肽这一特点不仅适配化妆品活性原料层出不穷、迭代迅速的行业发展现状，可以满足消费者对新原料及其更优质功效的需求与期待，还契合当下越来越多的品牌商追求“独占”专属活性成分的趋势。

在 2019 年往前 20 年期间，Croda、Lubrizol 和 ProCyte 等公司持续为全球化妆品行业开发多款经典活性肽原料，其中很多原料仍是目前市场主流。近五年来，随着化妆品新规放开了国内原料创新的限制，以维琪科技为代表的中国原料品牌逐步显露了在多肽创新研发领域的技术竞争力，陆续开发了多种结构创新多肽原料，且已经获得市场认可，成为国际及国内知名品牌核心单品的核心功效成分。

下载日志已记录，仅供内部参考

图17：活性肽结构创新的主要原料商的研发历程对比如下



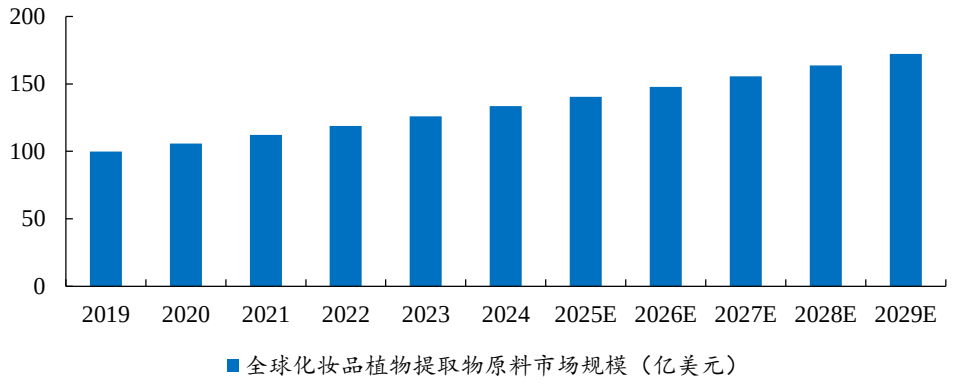
资料来源：各公司官方网站、2022（第三届）中国化妆品科研趋势大会、国家药监局、公司招股书

随着消费者对健康和环保意识的提升，天然植物提取物原料很好地迎合了天然健康的护肤理念，特别是国内化妆品市场对“草本护肤”“中医药活性成分”具有较强的文化认同；同时，现代提取技术（如超临界萃取技术等）的进步推动高附加值成分商业化，化妆品植物提取物原料行业迎来蓬勃发展。

根据弗若斯特沙利文《中国化妆品原料行业独立市场研究报告》，全球化妆品植物提取物原料市场规模由 2019 年的 99.8 亿美元增长至 2024 年的 133.6 亿美元，年复合增长率达 6.0%，并预计在 2029 年达到 172.1 亿美元。

下载日志已记录，仅供内部参考

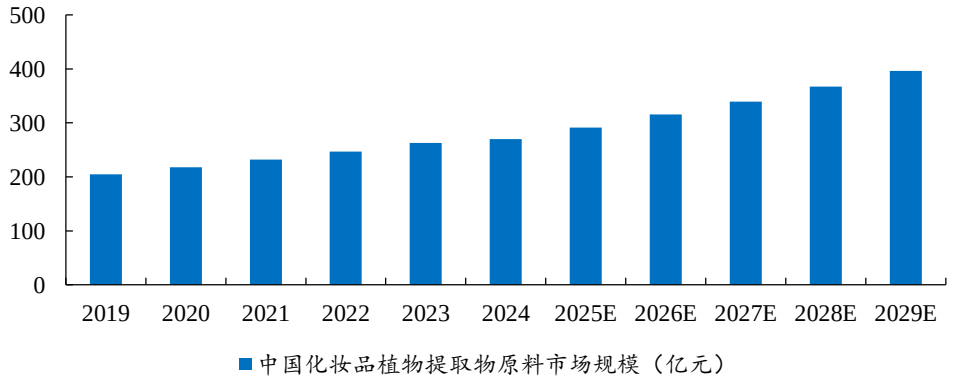
图18：全球化妆品植物提取物原料市场规模增长至 2024 年的 133.6 亿美元



数据来源：弗若斯特沙利文、公司招股书、开源证券研究所

中国化妆品植物提取物原料市场规模由 2019 年的 204.5 亿元增长至 2024 年的 270.2 亿元，年复合增长率达 6.5%，并预计在 2029 年达到 396.5 亿元。

图19：中国化妆品植物提取物原料市场规模增长至 2024 年的 270.2 亿元



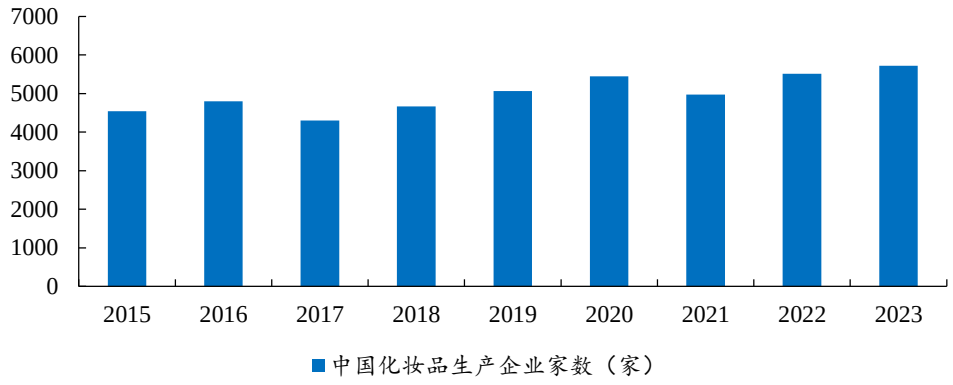
数据来源：弗若斯特沙利文、公司招股书、开源证券研究所

2.3、 化妆品代工行业：2023 年我国化妆品代工行业规模增至 497.6 亿元

化妆品生产通常可分为自主生产和代工生产两种模式。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。20 世纪 90 年代，我国第一批本土洗护用品代工企业设立；2000 年以后，本土护肤品代工企业迎来蓬勃发展期；近年来，本土彩妆代工企业逐渐增多。根据国家药监局统计数据，2015-2023 年，我国化妆品生产企业数量整体保持上涨趋势，2015 年我国化妆品生产企业为 4542 家，2023 年已增长至 5722 家。

下载日志已记录，仅供内部参考

图20：2015 年我国化妆品生产企业为 4542 家，2023 年已增长至 5722 家



数据来源：国家药品监督管理局、公司招股书、开源证券研究所

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。OEM 模式指代工企业按照客户提出的产品设计方案进行生产，客户享有知识产权，代工企业不参与产品研发，也不向第三方提供采用该设计的产品。ODM 模式指代工企业根据客户提出的要求，自行选定供应商、制定生产计划和生产工艺，进行批量生产，客户在产品成型后统一买走，在此模式下，代工厂具有核心研发与生产能力，国际头部的化妆品代工企业多为 ODM 模式，即“贴牌生产”。近年来，OBM 模式也逐渐兴起，即代工厂建立自有品牌，自主进行产品的研发与生产，同时直接参与经营市场，这一模式要求代工厂具有一定品牌建设与市场开拓能力。

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，护肤品加工领域的芭薇股份、栋方股份，洗护产品加工领域的伊斯佳、澳宝，彩妆加工领域的上海臻臣、珠海神采等。

根据华经产业研究院，近年来，新锐化妆品品牌相继崛起，市场份额逐步提升，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，带动我国化妆品代工行业市场规模逐年扩大。据统计 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21：据统计 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



资料来源：华经产业研究院

下载日志已记录，仅供内部参考

3、 看点：重视研发创新，已与宝洁、联合利华等建立合作

3.1、 创新：已形成多种原研路径，创新新原料备案获批数量位居第一

公司研发团队掌握高效开发创新分子结构的专有技术，以及仿制新原料和植物新原料的研究开发技术，在国内率先进行目录原料的开发与应用创新，具备持续提供研发创意满足市场多元化需求的能力。

截至 2025 年末，公司拥有 87 人的研发团队，本科及以上学历占比 87.36%，包含核心技术人员丁文锋博士和刘子建博士在内，博士学历 5 人，硕士学历 19 人。公司目前的研发团队汇集了药学、应用化学、制药工程、化学工程与工艺、生物医学医药、中药学等不同学科的各类专业人才，一直专注于化妆品原料领域的创新研发，在原料开发、配方开发、生产工艺等方面处于行业领先地位。2023 年，公司被广东省科学技术厅认定为“广东省皮肤活性物工程技术研究中心”。

①创新新原料开发

自化妆品新规实施以来，公司已陆续开发并备案了 8 款创新新原料，储备了多款待开发的创新分子结构并持续更新。

表5：公司研发团队掌握高效开发创新分子结构的专有技术，已形成多种原研路径

原研路径	技术简介	技术成果
First-in-Class	从头设计，开发具有全新靶点、全新结构的创新分子结构。结合 CADD 与 AIDD 技术建立科学高效发现活性物的方法论，深入研究与皮肤护理功效相关的作用机制与潜在靶点，开展高通量靶点对接研究，筛选并优化得到创新结构多肽	乙酰基六肽-95 酰胺、乙酰基六肽-97 酰胺
Me-better	在已有结构的基础上，通过结构优化开发创新分子结构。结合基于片段的药物设计策略，通过添加或连接有助于提高活性的基团或片段，生成一系列具有特定功能效果的创新结构多肽	Erasin0003（INCI 名：β-丙氨酰羟脯氨酰二氨基丁酸苄胺）、环六肽-8
多肽药物偶联（PDC）技术	将多肽和载荷功效分子通过 Linker 偶联形成创新分子结构，达到多肽与载荷功效分子协同增效的作用	咖啡酰六肽-9、烟酰四肽-30
天然来源活性分子优化设计	发现天然来源的活性分子并定向改造优化该分子结构的理化性质，开发创新分子结构；或者研究发现成分的新用途	寡肽-215、三肽-105

资料来源：公司招股书、开源证券研究所

②仿制新原料开发

仿制新原料的研究开发即参照国外公司已公开产品的化学结构实现 1：1 还原。以多肽化妆品原料为例，在《已使用化妆品原料目录（2021 年版）》中多肽原料为 70 余个，而国际化妆品原料标准目录中涉及多肽的化妆品原料逾 1,200 个，许多在国外已获批准的多肽化妆品原料尚未纳入国内已使用原料目录中。

公司筛选在国内外具有较强市场竞争力的仿制原料品种进行研发，自化妆品新规实施以来已开发并备案了芋螺肽、环四肽-24 氨基环己烷甲酸酯、三肽-29、乙酰基二肽-3 氨基己酸酯、NMN（INCI 名：β-烟酰胺单核苷酸）、己酰基二肽-3 正亮氨酸、棕榈酰三肽-38、棕榈酰五肽-17 和环八肽-69 共计 9 款仿制新原料，储备了多款

下载日志已记录，仅供内部参考

待申报新原料。

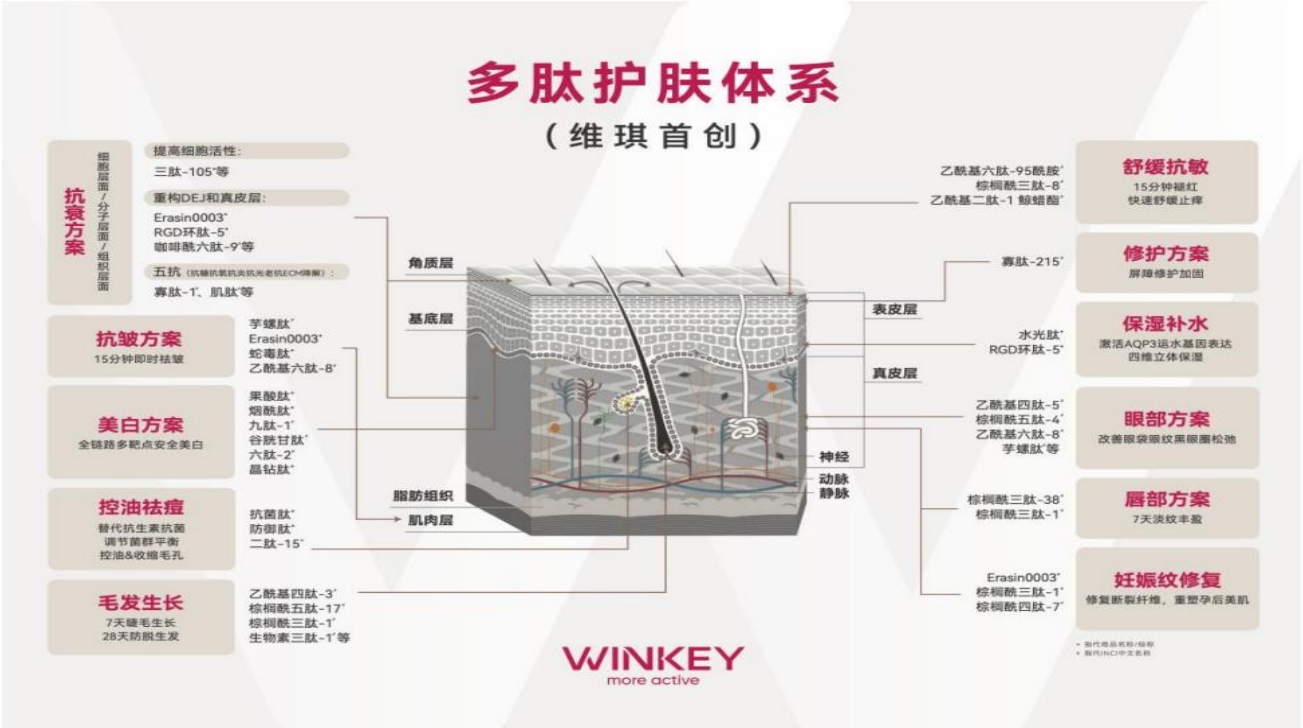
③植物新原料开发

公司将多肽研究的核心技术与工艺、质量体系能力沿用于特色植物成分的研究开发中，解决包括功效评价、安全评估、配方与稳定性等问题，深度挖掘国内特色植物资源的转化潜力。自化妆品新规实施以来已开发并成功备案补骨脂酚、金线莲、独一味、蓝玉簪龙胆 4 款植物提取新原料，储备了多款待申报新原料。

④目录原料的开发与应用

公司是国内率先对已使用原料目录中的多肽原料进行开发并系统性开展多肽护肤应用研究的原料商，建立了先进高效的多肽原料固相与液相合成工艺，近年来亦在天然植物发酵与提取技术方面构建起自身核心能力。公司首创以“活性多肽”为核心功效的多肽护肤体系，形成抗衰、抗皱、美白、控油祛痘、毛发生长、舒缓抗敏、修护、保湿补水、眼部、唇部、妊娠纹修复等 10 余种多肽护肤方案。

图22：公司首创以“活性多肽”为核心功效的多肽护肤体系



资料来源：公司招股书

同时，公司持续投入原料透皮递送等制剂研究、原料复配组合的配方研究等应用创新，截至 2026 年 3 月 11 日，公司已累计取得 51 项多肽原料配方类专利，仍在持续进行目录原料的开发与应用研究。

依托公司研发团队以及成熟的研发体系，公司具备持续提供研发创意满足市场多元化需求的能力。

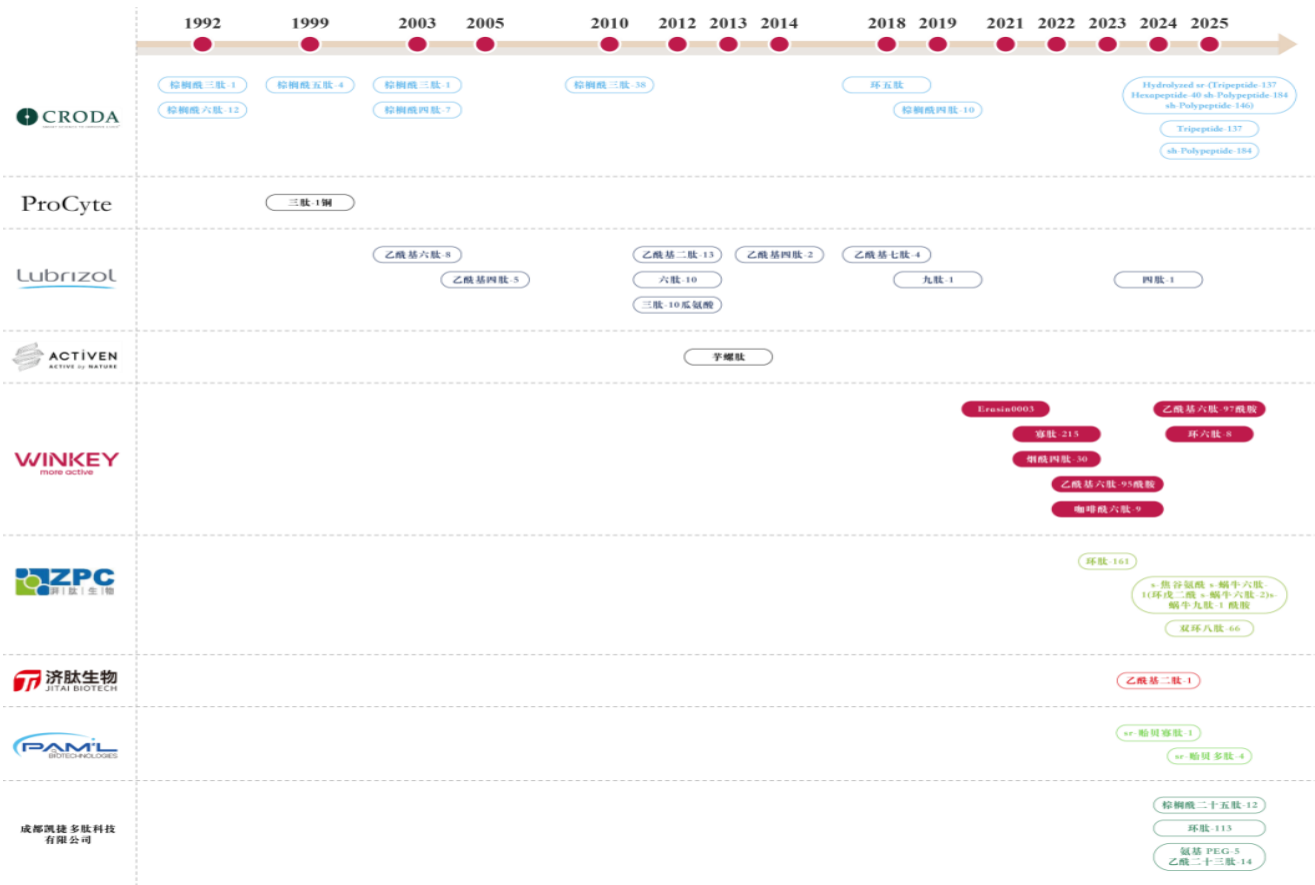
下载日志已记录，仅供内部参考

针对核心创新新原料，公司建立从分子结构到应用的全链条专利保护体系，并同步进行 PCT 专利申请，布局全球的知识产权保护范围。截至 2026 年 5 月 11 日，公司已获得的 65 项授权发明专利中 33 项为创新结构专利。同时，目前已申请 16 项 PCT 专利，已获得 4 项海外发明专利授权，进入美国、欧洲、韩国、俄罗斯、巴西等国家或地区，为公司向全球市场推广源自中国的创新原料奠定基础。

截至 2026 年 5 月 11 日，公司拥有 21 个经国家药监局批准备案的化妆品新原料，其中包括 8 个创新新原料，公司新原料备案获批数量位居第一，创新新原料备案获批数量位居第一，处于行业领先地位。公司设计开发的 Erasin0003 是国内首个拥有自主知识产权并获得国家药监局备案的创新新原料，亦是国内首批经过三年安全监测纳入《已使用原料目录》的 2 个新原料之一。该原料进入《已使用原料目录》，将降低品牌方应用门槛，减少产品备案成本，缩短产品备案周期，为化妆品行业创新发展提供助力。经检索国家药监局化妆品新原料备案信息，公司是国内少数具备持续开发创新新原料能力的原料供应商。

在 2019 年往前 20 年期间，Croda、Lubrizol 和 ProCyte 等公司持续为全球化妆品行业开发多款经典活性肽原料，其中很多原料仍是目前市场主流。公司持续投入于皮肤活性多肽的源头创新，是近五年来全球范围内推出结构创新多肽数量最多的化妆品原料企业。

图23：全球结构创新多肽的主要原料商的研发历程对比如下



资料来源：各公司官方网站、2022（第三届）中国化妆品科研趋势大会、国家药监局、公司招股书

公司是国内首家向知名国际品牌销售创新新原料的化妆品原料商，公司已与宝

下载日志已记录，仅供内部参考

洁、联合利华、丸美、敷尔佳等国内外知名品牌建立紧密的合作关系。公司与该等知名品牌的合作的契机均源于知名品牌对公司的科研实力和创新新原料的认可。当下化妆品品牌逐步从营销驱动为主转变为底层技术创新驱动为主，公司围绕创新新原料所形成的特色产品体系与化妆品品牌的业务转型需求相契合，能够助力客户打造差异化的终端产品，满足不断变化的消费者需求，建立持久的品牌效应。目前，公司正以新原料为契机，推动与资生堂、雅诗兰黛等国际知名品牌的合作，部分产品已进入该等品牌的供应商产品目录。

基于长期的行业耕耘和以直销为主的销售模式，公司打造了一支极具市场敏锐度、深谙客户需求、以科学知识为根基的销售队伍。公司长期高强度研发投入积累的知识、数据、评价模型等能够为公司销售团队提供科学指导和产品洞见，助力公司销售团队为客户提供更加契合需求的整体解决方案：除了提供原料产品本身，还提供原料组合搭建、配方支持、卖点提炼等附加服务，不仅使得新原料取得良好的市场推广效果，还带动公司目录原料产品和化妆品成品的销售。

此外，公司通过为客户打造专属原料或“独家”原料配方，满足客户对其成品功效成分独特性与稀缺性的需求，增强与客户的合作粘性，并以此为纽带，串联公司化妆品原料和 ODM 成品的业务机会、加深与客户的业务合作深度。

公司已建立对标原料药标准的生产与质量管理体系，同时通过了美国 FDAGMPC 认证、欧盟化妆品原料规范（EFfCI）认证、ISO22716 认证等多项行业规范认证。同时，公司具备面膜/眼膜、冻干粉、膏霜水乳等多品类化妆品生产能力，能够为客户提供产品设计、配方研发、规模化生产、功效检测及备案于一体的全链条产品和服务。

截至 2026 年 5 月 11 日，公司多款新原料已经配套多家知名品牌商的多款核心单品。

表6：公司多款新原料已经配套多家知名品牌商的多款核心单品

品牌商	产品	使用公司新原料
丸美	丸美小红笔眼霜	Erasin0003、寡肽-215、芋螺肽
丸美	丸美蝴蝶眼膜	芋螺肽
宝洁	OLAY 淡纹黑管面霜	咖啡酰六肽-9
联合利华	AHC 系列产品	Erasin0003
敷尔佳	敷尔佳一刻抚纹晶透眼膜	芋螺肽

资料来源：公司招股书、开源证券研究所

公司高度重视技术研发，在研发生产实践中围绕创新分子结构设计、工艺开发、制剂开发等进行技术创新，相继开发出“基于 CADD 与 AIDD 药物设计理念的创新原料分子从头设计与结构优化技术”等多项核心技术，并拥有独立知识产权。

表7：创新分子设计技术体系主要核心技术的先进性以及相关科技成果具体如下

技术名称	技术先进性	相关科技成果
基于 CADD 与 AIDD 药物设计理念的创新原料分子从头设计与结构优化技术	公司研发团队凭借多年的多肽药物研发底蕴与技术诀窍（know-how），通过进一步融合 AIDD 人工智能技术、CADD 计算机辅助药物设计技术以及基于分子片段的药物设计等方法，依托 AI 算法对海量生物数据进行深度挖掘与分析，精准锁定抗衰、美白、	1、β-丙氨酰羟脯氨酰二氨基丁酸苄胺：授权发明专利：ZL202110945712.0、ZL202310037221.5 获批备案新原料：国妆原备字 20210003 2、乙酰基六肽-95 酰胺授权发明专利：ZL202180095341.X、ZL202211674660.9 发明专利申请：

下载日志已记录，仅供内部参考

技术名称	技术先进性	相关科技成果
	舒缓、控油、保湿等全方位的护肤方向相关潜在功效靶点，并对其结构与功能特性进行预测，最终筛选并优化得到创新多肽。公司运用该技术开发的具有即时舒缓作用的“乙酰基六肽-95 酰胺”和具有高效紧致作用的“乙酰基六肽-97 酰胺”均为全球创新结构，在各自的细分领域填补市场空白。	US18755705、EP21969824.8、KR1020247025487 获批备案新原料：国妆原备字 20230009 3、乙酰基六肽-97 酰胺授权发明专利：ZL202280029549.6、ZL202311361843.X 发明专利申请：US18898712、EP22933971.8、KR1020247035990 获批备案新原料：国妆原备字 20250039
基于多肽药物偶联（PDC）技术的创新分子结构设计与开发	公司研发团队依托长期积累的实验数据支撑和技术诀窍（know-how），能够精准设计偶联点位，配合高通量体外功效模型筛选和评价，公司开发了多款全球创新结构 PDC 多肽分子。	1、烟酰四肽-30 授权发明专利：ZL202180080629.X、ZL202211645802.9、EP4420654B1、RU2847265C2 发明专利申请：US18653953、KR1020247018549 获批备案新原料：国妆原备字 20220042 2、咖啡酰六肽-9 授权发明专利：ZL202180080643.X、RU2848291C2 发明专利申请：US18653960、EP21962856.7、KR1020247018473 获批备案新原料：国妆原备字 20230008
天然来源活性分子的发现与理性结构优化技术	公司运用分子网络技术和小分子精确识别现代分析技术，能够高效、准确地发现来自天然动植物体内以及器官和组织酶解产物中的活性分子。	1、寡肽-215 授权发明专利：ZL202180069751.7、RU2853306C2 发明专利申请：US18682510、EP21953150.6、KR1020247007789 获批备案新原料：国妆原备字 20220012 2、三肽-105 授权发明专利：ZL202211263036.X 获批备案新原料：国妆原备字 20230024

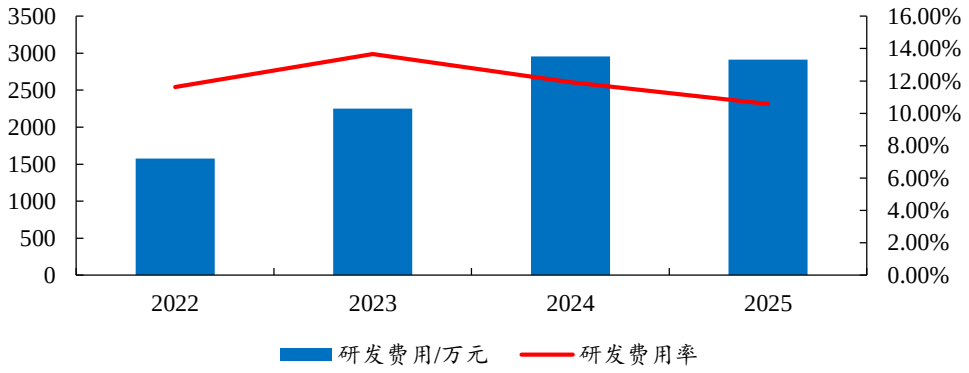
资料来源：公司招股书、开源证券研究所

经过长期研发投入和技术沉淀，公司形成了多项核心技术。该等核心技术与行业通用技术相比，具有相对竞争优势。截至 2026 年 5 月 11 日，运用该等核心技术，公司已获得 65 项与主营业务相关的发明专利授权，其中 33 项为创新结构专利，公司拥有 21 个获批备案新原料，其中包括 8 个创新新原料，公司新原料备案获批数量位居第一，创新新原料备案获批数量位居第一，处于行业领先地位。

公司仍在持续加大研发投入，研发费用整体呈现增长态势。2023-2025 年，公司研发费用分别为 2,252.65 万元、2,954.88 万元和 2,914.81 万元，研发投入较大且呈增长趋势，有效确保公司技术创新性；2023-2025 年公司对于新靶点、新机制、新用途的功效原料的探究性研究以及相关新原料的开发和备案等研发活动投入分别为 1,436.56 万元、2,087.68 万元和 2,069.30 万元，占各期研发费用总额的比重分别为 63.77%、70.65%和 70.99%。

下载日志已记录，仅供内部参考

图24：2025 年，公司研发费用 2,914.81 万元



数据来源：Wind、开源证券研究所

3.2、 募投：健康产业园项目，预计达产后产能扩增 45%以上

公司新建维琪健康产业园项目将对公司化妆品原料和化妆品成品产能进行扩充。项目实施主体为珠海维琪，建设地点位于广东省珠海市金湾区平沙镇大庆路东侧、汉青路北侧，项目建设期拟定为 3 年。本项目总投资 44,638.72 万元，其中，建设投资 42,744.20 万元。

表8：公司新建维琪健康产业园项目总投资 44,638.72 万元

项目名称	项目投资总额	募集资金投入
珠海市维琪科技有限公司新建维琪健康产业园项目	44,638.72	17,000.00
维琪科技研发中心项目	5,425.86	3,000.00
合计	50,064.58	20,000.00

数据来源：公司招股书、开源证券研究所

表9：维琪健康产业园项目达产后，公司产能变化具体如下

项目	产品系列	达产后公司理论峰值年产能	公司当前年产能	扩增比例
多肽原料（粉末）（kg）	结构创新肽系列	175.00	672.00	48.81%
	创新肽系列	200.00		
	仿制肽及精制肽系列	620.00		
	芋螺肽系列	5.00		
非肽原料（L）	精制原料	3,000.00	-	/
	其他	27,000.00	-	/
化妆品成品（PCS）	面膜/眼膜	64,000,000	86,952,000	47.21%
	膏霜水乳及溶媒/精华	48,000,000		
	冻干粉	16,000,000		
	次抛	64,000,000	-	/

数据来源：公司招股书、开源证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

4、 估值对比：可比公司平均 PE2025 为 23.99X

维琪科技同行可比公司 PE2025 为 23.99X。维琪科技是化妆品原料专精特新“小巨人”企业，已建立以皮肤活性多肽为主、以中国特色植物原料和油脂、乳化剂等基础原料为补充的化妆品原料体系。公司新原料备案获批数量位居第一，创新新原料备案获批数量位居第一，处于行业领先地位。公司设计开发的 Erasin0003 是国内首个拥有自主知识产权并获得国家药监局备案的创新新原料，亦是国内首批经过三年安全监测纳入《已使用原料目录》的 2 个新原料之一。公司已建立对标原料药标准的生产与质量管理体系，同时通过了美国 FDAGMPC 认证、欧盟化妆品原料规范（EFfCI）认证、ISO22716 认证等多项行业规范认证。2023 年，公司被广东省科学技术厅认定为“广东省皮肤活性物工程技术研究中心”。考虑到公司技术及品牌优势，有望进一步提高行业渗透率。

表10：同行可比公司 PE2025 均值为 23.99X

公司名称	股票代码	PETTM	市值/亿元	2025 年归母净利润/百万元	2025 年营业收入/亿元	2025PE	2025 年毛利率（%）	2025 年净利率（%）
锦波生物	920982.BJ	21.26	132.67	652.13	15.95	20.34	89.21	40.47
芭薇股份	920123.BJ	26.69	10.69	38.66	8.42	27.64	23.11	4.48
	均值	23.98	71.68	345.39	12.19	23.99	56.16	22.48
	中值	23.98	71.68	345.39	12.19	23.99	56.16	22.48
维琪科技	920176.BJ			90.85	2.75		68.43	33.00

数据来源：Wind、开源证券研究所　注：数据截至 20260709

5、 风险提示

技术与产品升级迭代风险、下游市场需求波动风险、新股破发风险

下载日志已记录，仅供内部参考

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

本研究报告的署名人员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、客观地出具本报告，并对内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了署名人员的研究观点，所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。本报告署名人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

下载日志已记录，仅供内部参考

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（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。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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金融工具的邀请或向人做出邀请。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，过往的业绩表现不应作为其日后表现的预示。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，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。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。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn