仅供内部参考，请勿外传！

美容护理 | 化妆品

北交所|新股申购

2026 年 07 月 10 日

维琪科技(920176.BJ)

———化妆品原料专精特新“小巨人”，多肽护肤技术优势突出

证券分析师

赵昊

SAC：S1350524110004

zhaohao@huayuanstock.com

王宇璇

SAC：S1350525050003

wangyuxuan@huayuanstock.com

联系人

投资要点：

- **发行价格 22.16 元/股，发行市盈率 14.35X，申购日为 2026 年 7 月 13 日。**维琪科技本次发行股份全部为新股。本次发行数量为 883.00 万股，发行后总股本为 5,883.00 万股，本次发行数量占发行后总股本的 15.0093%。本次发行不安排超额配售选择权。经我们测算，公司发行股份数量占发行后可流通股本比例为 15.01%，老股占可流通股本比例为 0%。本次发行战略配售发行数量为 88.30 万股，占本次发行数量的 10.00%。募集资金在扣除发行费用后拟用于投资“珠海市维琪科技有限公司新建维琪健康产业园项目”、“维琪科技研发中心项目”。

- **化妆品新原料备案获批数量位居前列，多肽护肤技术优势突出。**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。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。公司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，亦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。2026 年 1-6 月公司预计实现营业收入约为 14,600 万元，同比增长 10.39%，扣非归母净利润约为 4,600 万元，同比增长 20.95%。

- **受益于下游化妆品行业稳定增长，化妆品原料行业保持较快增速。**2015 年至 2024 年间全球化妆品市场整体呈现增长趋势，伴随一定的波动性。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。欧睿国际数据显示，我国化妆品市场规模从 2015 年的 2,972 亿元增长到了 2024 年的 4,924 亿元，复合增长率达 5.77%。消费者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，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，国内外知名化妆品品牌相继推出含有活性肽的热门产品，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显现。

- **申购建议：建议关注。**公司深耕化妆品原料领域，依托较强的研发创新能力和产业化能力，在行业内积累了良好的客户资源和市场认可度，并与多家国内外知名品牌建立了长期合作关系。随着行业持续发展，公司有望凭借技术优势和客户优势进一步提升市场竞争力。未来随着募投项目逐步落地，公司有望进一步丰富产品布局、提升生产能力和研发实力，持续扩大市场影响力和市场份额。截至 2026 年 7 月 9 日，可比公司 PE TTM 均值达 35X，建议关注。

- **风险提示：经营业绩波动的风险、行业竞争的风险、经销渠道稳定性及持续性的风险**

仅供内部参考，请勿外传！

内容目录

1. 初始发行 883 万股，申购日为 2026/7/13 4
1.1. 发行情况：发行价格 22.16 元/股，发行市盈率 14.35X 4
1.2. 募投：项目建成后预计将大幅扩充公司化妆品原料及成品产能 4
2. 化妆品新原料备案获批数量位居前列，多肽护肤技术优势突出 6
2.1. 业务：2025 年化妆品原料业务营收同比+32%，占总收入 60% 7
2.2. 模式：拥有广州蜚美、丸美生物等客户，2025 年前五大客户收入合计占比约为 35% 9
2.3. 财务：2025 年公司营收同比+11%，归母净利润同比+29% 9
3. 行业：受益于下游化妆品行业稳定增长，化妆品原料行业保持较快增速 11
4. 申购建议：建议关注 14
5. 风险提示 15

仅供内部参考，请勿外传！

图表目录

图表 1： 维琪科技本次发行价格 22.16 元/股 4
图表 2： 战略配售发行数量为 88.3 万股 4
图表 3： 公司募投项目拟投资总额达 5 亿元 5
图表 4： 丁文锋、赖燕敏两人合计控制公司 63.77%的表决权，为实际控制人 6
图表 5： 公司化妆品原料业务的主要产品及功效、成分情况 7
图表 6： 2022-2025 年化妆品原料业务营收最高（单位：万元） 8
图表 7： 2025 年化妆品原料业务的毛利率为 79.09% 8
图表 8： 2024-2025 年广州蜚美、丸美生物等均为前五大客户 9
图表 9： 2025 年公司营收 2.75 亿元（yoy+11.17%） 10
图表 10： 2024 年全球化妆品市场规模达 5,503 亿美元 11
图表 11： 2024 年我国化妆品市场规模达 4,924 亿元 11
图表 12： 化妆品产业链 12
图表 13： 化妆品活性原料分类 12
图表 14： 2019-2024 年全球化妆品原料市场规模 CAGR 达 5.2% 13
图表 15： 2019-2024 年中国化妆品原料市场规模 CAGR 达 6.9% 13
图表 16： 2019-2024 年全球化妆品多肽原料市场规模 CAGR 为 12.1% 14
图表 17： 2019-2024 年中国化妆品多肽原料市场规模 CAGR 达 14.1% 14
图表 18： 2019-2024 年全球化妆品植物提取物原料市场规模 CAGR 达 6.0% 14
图表 19： 2019-2024 年中国化妆品植物提取物原料市场规模 CAGR 达 5.7% 14
图表 20： 可比公司 PE TTM 均值达 35X 15

1. 初始发行 883 万股，申购日为 2026/7/13

1.1. 发行情况：发行价格 22.16 元/股，发行市盈率 14.35X

维琪科技本次发行价格 22.16 元/股，发行市盈率 14.35X，申购日为 2026 年 7 月 13 日。本次发行股份全部为新股。本次发行数量为 883.00 万股，发行后总股本为 5,883.00 万股，本次发行数量占发行后总股本的 15.0093%。本次发行不安排超额配售选择权。经我们测算，公司发行股份数量占发行后可流通股本比例为 15.01%，老股占可流通股本比例为 0%。

图表 1：维琪科技本次发行价格 22.16 元/股

基本信息	股票代码	920176.BJ	所属国民经济行业	化学原料和化学制品制造业
	股票简称	维琪科技	发行代码	920176
	定价方式	直接定价	发行价格(元/股)	22.16
	募集金额(万元)	19,567.28	主承销商	国信证券股份有限公司
	初始发行股份数量(万股)	883.00	占发行后总股本比例	15.01%
	战略配售比例	10.00%	超额配售比例	0.00%
日期与申购限制	路演日	2026-07-10	申购日	2026-07-13
	申购款退回日	2026-07-15	网上最高申购量(万股)	39.73
基本面信息	2025年总营收(亿元)	2.75	2025年归母净利润(万元)	9,084.67
	2025年毛利率	68.43%	2025年加权ROE%	16.27%
	2025年营收增速	11.17%	2025年归母净利润增速	28.60%
股本信息	发行前总股本(万股)	5,000.00	发行前限售股(万股)	5,000.00
	发行后预计可流通比例	15.01%	老股占可流通股本比例	0.00%
价格信息	发行PE(LYR)(倍)	14.35	发行后2025EPS(元)	1.54

资料来源：wind、公司公告、华源证券研究所
注：表中数据均不考虑超额配售

本次发行战略配售发行数量为 88.30 万股，占本次发行数量的 10.00%。网上发行数量为 794.70 万股，占本次发行数量的 90.00%。

图表 2：战略配售发行数量为 88.3 万股

序号	名称	拟认购数量（股）	限售期
1	国信资管维琪科技员工参与北交所战略配售 1 号集合资产管理计划	702,496	12 个月
2	珀莱雅（海南）投资有限公司	90,252	6 个月
3	西安巨子生物基因技术股份有限公司	90,252	6 个月
	合计	883,000	-

资料来源：公司公告、华源证券研究所

1.2. 募投：项目建成后预计将大幅扩充公司化妆品原料及成品产能

募集资金在扣除发行费用后拟用于投资“珠海市维琪科技有限公司新建维琪健康产业园项目”、“维琪科技研发中心项目”。“珠海市维琪科技有限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，避免潜在大额订单流失，有利于提高生产效率，保证产品品质，并满足产品种类扩增的需要。同时“维琪科技研发中心项目”有望强化持续开发创新新原料的能力，提高公司研发服务能力。

仅供内部参考，请勿外传！

图表 3：公司募投项目拟投资总额达 5 亿元

序号	项目名称	投资总额（万元）	募集资金投入（万元）
1	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
2	维琪科技研发中心项目	5,425.86	3,000.00
	合计	50,064.58	20,000.00

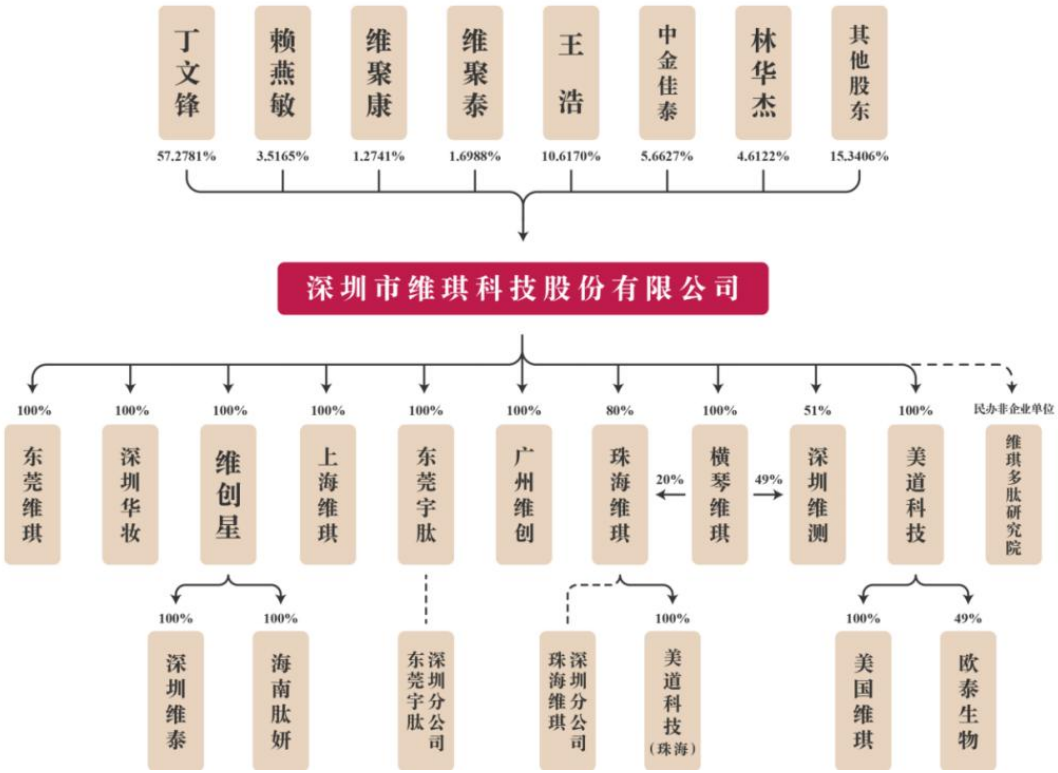
资料来源：维琪科技招股书、华源证券研究所

2. 化妆品新原料备案获批数量位居前列，多肽护肤技术优势突出

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。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。截至 2026 年 7 月 10 日，公司拥有 22 个经国家药监局批准备案的化妆品新原料，其中包括 9 个创新新原料，公司新原料备案获批数量位居前列，创新新原料备案获批数量位居第一，处于行业领先地位。公司已获得的 69 项授权发明专利中 37 项为创新结构专利，同时已申请 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 7 月 10 日，公司已累计取得 55 项多肽原料配方类专利。此外，公司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，亦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。

截至 2026 年 7 月 10 日，控股股东兼实际控制人丁文锋直接持有公司 57.2781%股份，担任公司董事长兼总经理；实际控制人赖燕敏（丁文锋配偶）直接持有公司 3.5165%股份。丁文锋和赖燕敏二人通过《一致行动协议》直接及间接可支配的公司表决权比例为 63.7675%，系公司实际控制人。

图表 4：丁文锋、赖燕敏两人合计控制公司 63.77%的表决权，为实际控制人



资料来源：维琪科技招股书、华源证券研究所　注：数据截至 2026/07/10

仅供内部参考，请勿外传！

2.1. 业务：2025 年化妆品原料业务营收同比+32%，占总收入 60%

维琪科技主要产品及服务按照交付形式不同，分为化妆品原料、化妆品成品和其他业务三类，其中化妆品成品包括 ODM 成品和 OBM 成品。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，并已实现多种产品的产业化。公司原料产品可按原料种类、成分数量、产品形态及功效进行划分，具体包括多肽活性原料和非肽原料、单成分和复配原料、粉末剂型和液体原料剂型，以及紧致、抗皱、修护、舒缓、祛痘、保湿、防脱发等功效类型。公司化妆品原料产品主要应用于精华、护肤水、霜、乳液、面膜、眼霜、冻干粉等护肤品，并可添加在彩妆、洗护产品中。成品业务方面，公司 ODM 成品业务系根据客户需求，使用公司化妆品原料为客户生产化妆品成品；OBM 成品则使用公司化妆品原料作为核心功效成分，主要用于赋能化妆品原料业务及推广公司新原料。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。

图表 5：公司化妆品原料业务的主要产品及功效、成分情况

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 01 Neo、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
	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、乙酰基八肽-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，抑制肌肉过度收缩
	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

仅供内部参考，请勿外传！

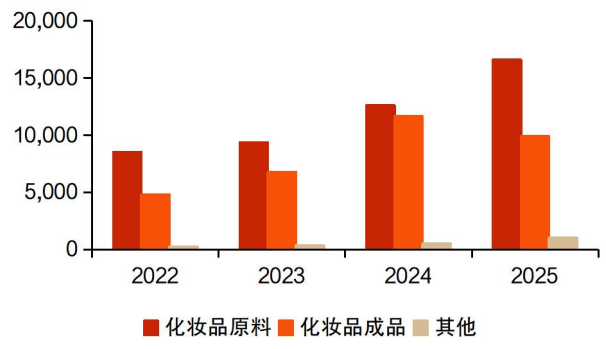
				合成，强健毛囊，促进毛发生长
非肽原料	多种功效	NMN、山茶角鲨烷、鲟鱼子酱提取物、复合神经酰胺、依克多因、麦角硫因、羟基积雪草苷、维玻因、VC-IP、HPR-10、三植静御、植源液晶乳化剂、补骨脂酚等	β-烟酰胺单核苷酸、角鲨烷、鲟鱼子酱提取物、神经酰胺 NP、四氢甲基嘧啶羧酸、麦角硫因、羟丙基四氢吡喃三醇、抗坏血酸四异棕榈酸酯、羟基频哪酮视黄酸酯、龙胆/油橄榄/红景天提取物、甘蔗多硬脂酸酯等	降低细胞活性氧自由基、提高细胞活性、促进胶原蛋白合成等

资料来源：维琪科技招股书、华源证券研究所

收入情况：2022-2025 年，公司**化妆品原料业务**营收分别为 8,523.53 万元、9,370.48 万元、12,601.24 万元和 16,596.28 万元，占总收入比例分别为 62.92%、56.85%、50.89%和 60.28%，2023-2025 年营收同比增速分别为+9.94%、+34.48%和+31.70%。同期，公司**化妆品成品业务**营收分别为 4,796.92 万元、6,772.11 万元、11,640.98 万元和 9,894.04 万元，占总收入比例分别为 35.41%、41.08%、47.01%和 35.94%，2023-2025 年营收同比增速分别为+41.18%、+71.90%和-15.01%。其中，ODM 成品业务为化妆品成品业务的主要构成，2022-2025 年营收分别为 4,794.89 万元、6,371.49 万元、10,560.82 万元和 9,410.26 万元，占总收入比例分别为 35.39%、38.65%、42.65%和 34.18%；OBM 成品业务收入规模相对较小，2022-2025 年营收分别为 2.03 万元、400.62 万元、1,080.16 万元和 483.78 万元。

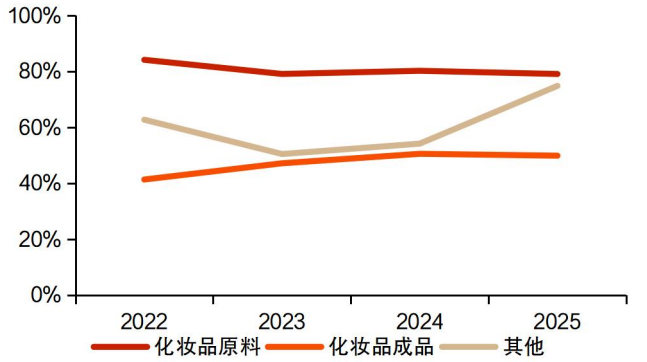
毛利率情况：2022-2025 年，化妆品原料业务毛利率分别为 84.15%、79.10%、80.23%和 79.09%，整体显著高于公司其他业务板块，是公司维持高毛利率水平的核心来源；化妆品成品业务毛利率分别为 41.36%、47.16%、50.55%和 49.88%，其中 ODM 成品业务毛利率分别为 41.36%、44.87%、48.16%和 48.00%。由于化妆品原料业务收入占比较高且毛利率水平较高，公司主营业务毛利率主要受化妆品原料业务收入结构及毛利率变动影响。

图表 6：2022-2025 年化妆品原料业务营收最高（单位：万元）



资料来源：iFinD、华源证券研究所

图表 7：2025 年化妆品原料业务的毛利率为 79.09%



资料来源：iFinD、华源证券研究所

2.2. 模式：拥有广州蜚美、丸美生物等客户，2025 年前五大客户收入合计占比约为 35%

公司采取直销为主，经销为辅的销售模式，其中，直销客户分为终端客户和贸易商客户。直销为主的销售模式有助于公司精准捕捉客户痛点和市场方向，这些洞见同时也成为驱动公司创新的助力。公司主要通过参加国内外展会、参与行业活动、与客户主动洽谈业务、长期客户推荐、渠道推荐、公司备案新产品经媒体报道后客户主动与公司接洽等方式进行国内外市场推广。与此同时，公司以创新新原料为基础，通过灵活的商业合作模式，包括独家授权使用新原料、新原料定制开发、“独家”复配原料开发等形式，以专属原料为纽带，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。

2023-2025 年，公司向前五大客户销售金额分别为 4,858.94 万元、9,597.58 万元和 9,700.85 万元，占营业收入的比重分别为 29.48%、38.76%和 35.24%。

图表 8：2024-2025 年广州蜚美、丸美生物等均为前五大客户

2025 年度				
序号	客户	销售金额（万元）	年度销售额占比（%）	是否存在关联关系
1	广州蜚美	4,272.66	15.52	否
2	丸美生物	2,052.06	7.45	否
3	青松股份	1,575.96	5.72	否
4	杭州捷肤科技有限公司	914.52	3.32	否
5	迪仕艾普	885.65	3.22	否
合计		9,700.85	35.24	-
2024 年度				
序号	客户	销售金额（万元）	年度销售额占比（%）	是否存在关联关系
1	广州蜚美	3,872.01	15.64	否
2	丸美生物	2,643.60	10.68	否
3	迪仕艾普	1,219.61	4.93	否
4	速派来	956.47	3.86	否
5	深圳羽素	905.89	3.66	否
合计		9,597.58	38.76	-
2023 年度				
序号	客户	销售金额（万元）	年度销售额占比（%）	是否存在关联关系
1	丸美生物	1,579.31	9.58	否
2	深圳羽素	876.91	5.32	否
3	上海兰之美雅化妆品有限公司	841.44	5.10	否
4	迪仕艾普	792.19	4.81	否
5	广州市柏图化工科技有限公司	769.09	4.67	否
合计		4,858.94	29.48	-

资料来源：维琪科技招股书、华源证券研究所

2.3. 财务：2025 年公司营收同比+11%，归母净利润同比+29%

营收方面，2022-2025 年公司营收呈稳步上升的趋势，2024 年营收达 2.48 亿元（yoy+50.23%），2025 年营收达 2.75 亿元（yoy+11.17%）。凭借良好的市场口碑、可靠的产品质量、强大的研发设计能力以及快速响应能力，公司与主要客户保持稳定业务合作关系，

在原有合作产品品类基础上不断深化，同时公司丰富自身产品种类、积极开拓新客户，营业收入规模稳定上升。

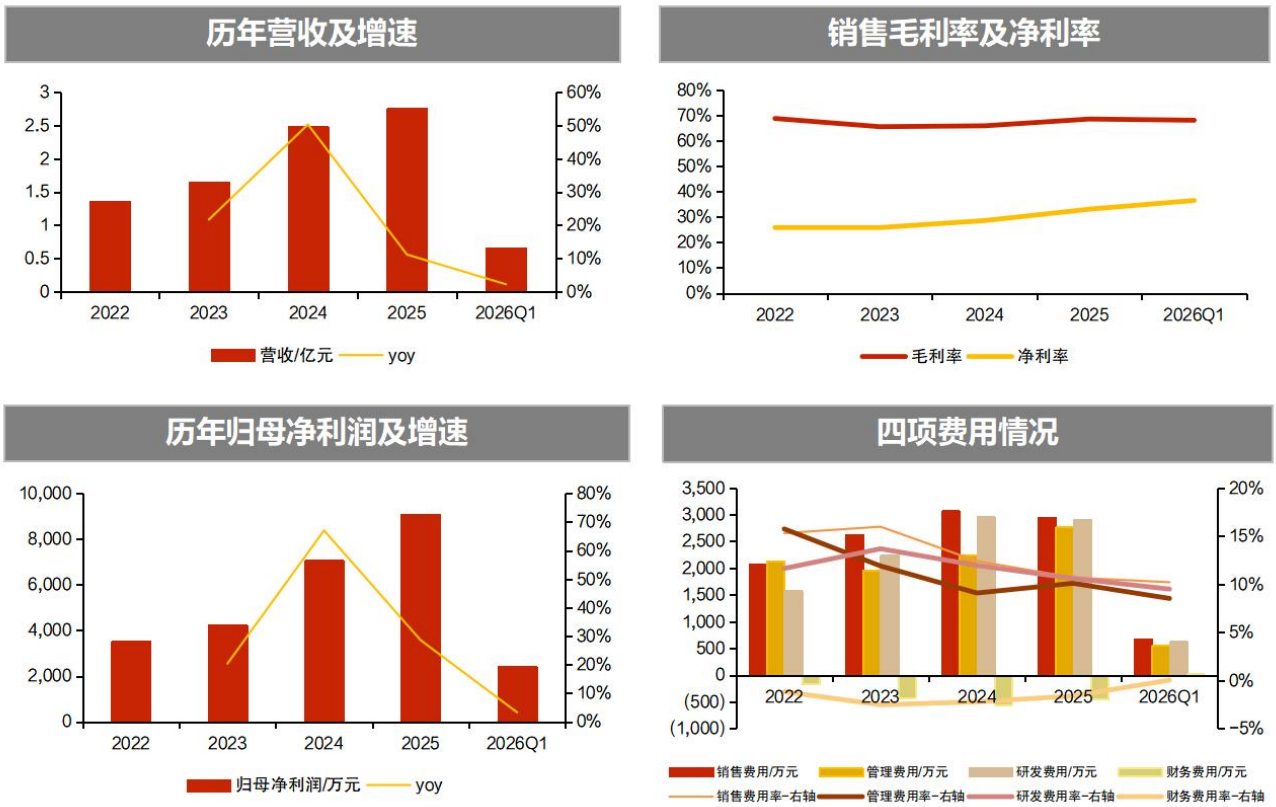
利润方面，公司归母净利润从 2022 年的 3513.13 万元上升至 2025 年的 9084.67 万元（yoy+28.60%）。公司营业利润、利润总额、净利润总体呈上升趋势，与主营业务收入的变动趋势一致。

盈利能力方面，2022-2025 年公司销售毛利率分别为 68.65%、65.42%、65.76%和 68.43%。毛利率波动主要系收入结构变化影响所致；ODM 成品业务毛利率低于化妆品原料业务，收入结构变化使得公司综合毛利率波动。

成本管控方面，2022-2025 年期间费用率分别为 41.47%、38.98%、31.17%和 29.74%，公司期间费用总额分别为 5617.45 万元、6,424.42 万元、7,719.26 万元和 8,187.30 万元。随着公司规模不断扩大，公司期间费用逐年增长，总体费用支出合理，与业务规模相匹配。

公司预计 2026 年 1-6 月营业收入约为 14,600 万元，同比增长 10.39%，归属于母公司所有者的净利润约为 4,700 万元，同比增长 16.92%，归属于母公司所有者扣除非经常性损益后的净利润约为 4,600 万元，同比增长 20.95%。

图表 9：2025 年公司营收 2.75 亿元（yoy+11.17%）



资料来源：iFinD、华源证券研究所

3. 行业：受益于下游化妆品行业稳定增长，化妆品原料行业保持较快增速

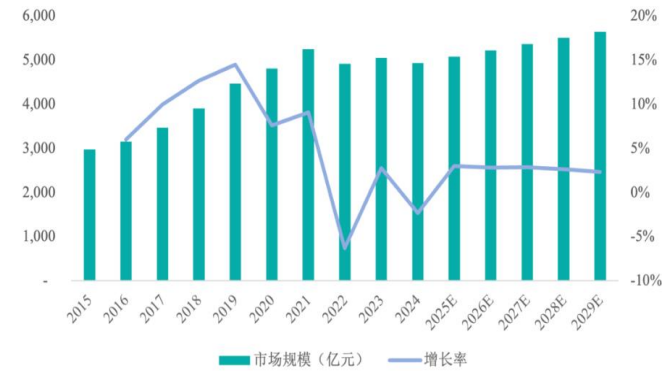
根据维琪科技招股书，在人们越来越注重自身形象与颜值的时代，化妆品作为一种日用消费品，成为越来越多消费者的刚性需求。欧睿国际数据显示，2015 年至 2024 年间全球化妆品市场整体呈现增长趋势，伴随一定的波动性，2024 年全球化妆品市场规模达到 5,503 亿美元。作为化妆品新兴市场，中国化妆品市场处于快速增长阶段。根据中国香料香精化妆品工业协会发布的信息，中国化妆品市场已成为全球第一大国别市场。欧睿国际数据显示，我国化妆品市场规模从 2015 年的 2,972 亿元增长到了 2024 年的 4,924 亿元，复合增长率达 5.77%。

图表 10：2024 年全球化妆品市场规模达 5,503 亿美元



资料来源：欧睿国际、维琪科技招股书、华源证券研究所

图表 11：2024 年我国化妆品市场规模达 4,924 亿元

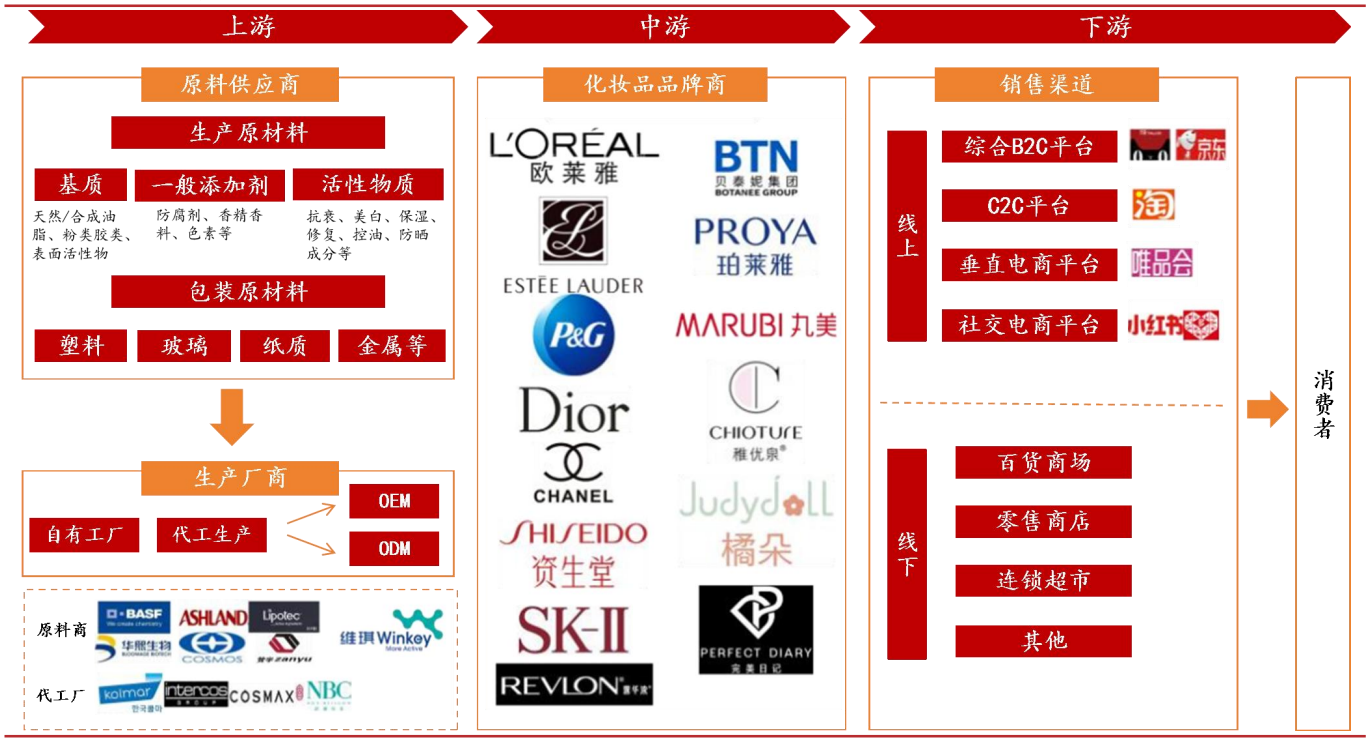


资料来源：欧睿国际、维琪科技招股书、华源证券研究所

根据维琪科技招股书，从产业链来看，**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、渠道商和消费者几大参与方**。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。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；包材供应商方面，化妆品包装要求多样化，知名化妆品品牌商多注重包装设计及创新；制造商方面，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，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。化妆品产业链中游为品牌商，盈利能力较强，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。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。

仅供内部参考，请勿外传！

图表 12：化妆品产业链



资料来源：维琪科技招股书、华源证券研究所

根据维琪科技招股书，化妆品是各种原料经过合理调配加工而成的复配混合物。**原料可分为基质、一般添加剂、活性原料三大类**。基质分为油类、粉类、胶质和表面活性物，是构成各种化妆品的主体，含量占比约 80%，决定了化妆品的质地和性状；一般添加剂包括防腐剂、香精香料、色素等，是指能够为化妆品提供某些特定功能的辅助性原料，在化妆品中添加量相对较小；活性原料包括抗衰成分、美白成分、保湿成分等，是指赋予化妆品特殊功能或强化化妆品对皮肤生理作用，使得化妆品对皮肤的保养作用能更有针对性的功效性原料，决定了产品的功能。活性原料是化妆品原料的重要组成部分，也是当下各大化妆品品牌的核心竞争力所在。

图表 13：化妆品活性原料分类

成分	分类	原料
防晒成分	物理防晒剂	二氧化钛、氧化锌等
	化学防晒剂	水杨酸辛酯等
保湿成分	多元醇类保湿剂	丙二醇、甘油等
	天然保湿剂	透明质酸、乳酸钠、胶原蛋白等
美白成分		熊果苷、烟酰胺、光甘草定、抗坏血酸（即维生素 C）等
控油成分		吡咯烷酮羧酸锌、烟酰胺、水杨酸等
抗衰成分		玻色因、活性肽、A 醇、二裂酵母发酵产物溶胞产物等
修护成分		积雪草、神经酰胺等

资料来源：维琪科技招股书、华源证券研究所

化妆品原料方面，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。参考弗若斯特沙利文数据和维琪科技招股书，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 年以 8.2%的增速持续增长，2029 年或将达到 1,694.30 亿美元。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 年或将达到 2,561.80 亿元。

竞争格局上来看，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 Novéal。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，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。

图表 14：2019-2024 年全球化妆品原料市场规模 CAGR 达 5.2%



资料来源：弗若斯特沙利文、维琪科技招股书、华源证券研究所

图表 15：2019-2024 年中国化妆品原料市场规模 CAGR 达 6.9%



资料来源：弗若斯特沙利文、维琪科技招股书、华源证券研究所

化妆品活性原料方面，参考维琪科技招股书，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。欧睿国际数据显示，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超过其他活性原料。

多肽活性原料方面，参考维琪科技招股书，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数据，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%，2025 年或达到 17.6 亿美元，预计到 2029 年将达到 30.8 亿美元。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%，2025 年或达到 24.9 亿元，预计到 2029 年将达到 46.7 亿元。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，国内外知名化妆品品牌相继推出含有活性肽的热门产品，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显现。

图表 16：2019-2024 年全球化妆品多肽原料市场规模 CAGR 为 12.1%



资料来源：弗若斯特沙利文、维琪科技招股书、华源证券研究所

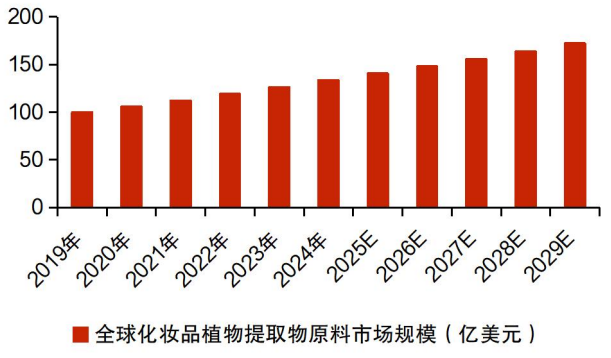
图表 17：2019-2024 年中国化妆品多肽原料市场规模 CAGR 达 14.1%



资料来源：弗若斯特沙利文、维琪科技招股书、华源证券研究所

植物提取原料方面，参考维琪科技招股书，随着消费者对健康和环保意识的提升，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蓬勃发展。根据弗若斯特沙利文数据，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。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 5.7%，并预计在 2029 年将达到 396.5 亿元。

图表 18：2019-2024 年全球化妆品植物提取物原料市场规模 CAGR 达 6.0%



资料来源：弗若斯特沙利文、维琪科技招股书、华源证券研究所

图表 19：2019-2024 年中国化妆品植物提取物原料市场规模 CAGR 达 5.7%



资料来源：弗若斯特沙利文、维琪科技招股书、华源证券研究所

4. 申购建议：建议关注

公司深耕化妆品原料领域，依托较强的研发创新能力和产业化能力，在行业内积累了良好的客户资源和市场认可度，并与多家国内外知名品牌建立了长期合作关系。随着行业持续发展，公司有望凭借技术优势和客户优势进一步提升市场竞争力。未来随着募投项目逐步落

地，公司有望进一步丰富产品布局、提升生产能力和研发实力，持续扩大市场影响力和市场份额。截至 2026 年 7 月 9 日，可比公司 PE TTM 均值达 35X，建议关注。

图表 20：可比公司 PE TTM 均值达 35X

公司名称	股票代码	市值/亿元	PE TTM	2025 年营收/亿元	2025 年归母净利润/万元	2025 年毛利率	2025 年净利率	2025 年研发费用率
锦波生物	920982.BJ	132.67	21.26	15.95	65,212.90	89.21%	40.47%	6.64%
芭薇股份	920123.BJ	10.69	26.69	8.42	3,865.87	23.11%	4.48%	4.07%
丸美生物	603983.SH	122.26	57.34	34.59	24,723.91	74.29%	7.13%	2.47%
	均值	88.54	35.10					
	中值	122.26	26.69					
维琪科技	920176.BJ	-	-	2.75	9,084.67	68.43%	33.00%	10.59%

资料来源：Wind、华源证券研究所 注：数据截至 2026/7/9

5. 风险提示

经营业绩波动的风险：由于客户终端销售情况变化、调整公司与其合作成品的配方、调整推广策略或产品重心等原因，公司部分客户及产品的订单量变动较大，从而可能导致公司经营业绩波动。公司部分品牌商客户系快速发展的新锐品牌，其旗下产品是否能够成为爆款单品并持续兴盛存在不确定性，若客户终端销售情况因推广力度不足、市场竞争失利、原料安全问题等负面因素而发生不利变化，将对公司经营业绩造成不利影响；同时，新锐品牌产品迭代周期短，公司需要持续为客户配套开发新产品，若公司不能持续开发及提供满足客户需求的产品与服务，与客户保持长期稳定合作关系，公司可能面临客户流失和收入下滑的风险。

行业竞争的风险：多肽作为一类快速发展的活性原料，其能否持续拓展使用场景和扩大市场规模取决于是否有足够多具备市场影响力的化妆品品牌投入资源进行市场推广以及消费者的接受程度，另外，其他具有与多肽相同或相似功效的原料也会对多肽化妆品原料行业的发展形成竞争压力，从而影响公司经营业绩。

经销渠道稳定性及持续性的风险：经销商渠道是对公司销售体系的有效补充。目前公司 OBM 成品经销业务对速派来存在依赖。如果公司未来未能成功拓展除速派来以外的其他销售渠道，则该等业务可能面临销售渠道不稳定、收入规模下降等风险，进而对公司经营业绩产生不利影响。

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，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，需在允许的范围内使用，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）。