

芭薇股份：国内化妆品生产主流代工商

——北交所新股申购策略之二

作者

分析师：武钊西

执业证书编号：S0590524010004

邮箱：wuyx@glsc.com.cn

内容摘要

公司是国内化妆品生产主流代工商

公司深耕化妆品制造环节，在产品备案特别是护肤品备案方面，具备较强的市场竞争力。公司是化妆品代工行业的9家主要参与者之一。

监管趋严，行业集中度有望提升

根据灼识咨询预计，2022-2025年我国化妆品代工行业规模有望从434.1亿元增长至622.9亿元，22-25年CAGR达12.8%。随着《化妆品生产质量管理规范》实施，行业内难以达到生产质量要求及短期无法快速实现调整的品牌商将更多依托行业内优质代工企业生产，生产设施和生产管理制度更为完善、产能储备更为丰富的头部化妆品代工企业有望受益，整体行业集中度有望提升。

深耕制造环节，产品备案数量大

公司深耕化妆品制造环节，在产品备案特别是护肤品备案方面，市场竞争力强。根据美业研究院数据，截至2023年6月末，公司所生产的化妆品产品备案超13,000款，其中护肤品产品备案逾11,000款，系全国护肤品产品备案最多的化妆品制造商之一。

研发能力+检测资质筑起护城河

截至2023年公司拥有28个化妆品原料发明专利，其中“香露兜叶提取物”的化妆品原料备案工作，是行业内少有的完成新原料备案的化妆品生产企业之一。同时公司是行业内少有的具备人体功效检测资质的化妆品生产企业，其可通过功效评价内部化，缩短新品上市备案周期，助力品牌方打造“爆款”。

发行后可流通比例为28.3%，顶格可申购219.3万

1) 本次新股发行采用直接定价方式，发行价格5.77元/股。初始发行规模800万股，占发行后公司总股本的9.5%（超配行使前），发行后预计可流通比例为28.3%，老股占可流通比例为68.2%。（2）预计公司此次募资0.5亿元，发行后公司总市值4.9亿元。发行PE(TTM)为11.9倍，可比上市公司PE(TTM)中值为32.9倍（截至2024年3月18日）。（3）网下战略配售共引入战投8名，包括7家私募，1家公募。网上顶格申购量38万股，需冻结资金219.3万元，顶格门槛低。

申购分析意见：建议积极参与

公司21年-23年实现营收分别为4.2/4.6/4.7亿元，近3年CAGR为+6.2%；归母净利润分别为0.2/0.4/0.4亿元，近3年CAGR为+39.2%；毛利率分别为29.3%/30.5%/33.2%；净利率分别为5.0%/8.2%/8.9%。公司深耕化妆品制造十余年，累计合作客户1000余个，销售市场覆盖国内外，产品获得下游客户高度认可，主要客户合作稳定，公司业绩稳步提升。新股首发博弈面好（综合首发价格低，首发市盈率较低，募资额低等因素），建议积极参与。

风险提示：（1）经营稳定性及业绩下滑风险；（2）客户订单流失风险；（3）内部控制缺陷风险。

正文目录

1. 国内化妆品生产主流代工商.....	3
1.1 国内化妆品生产主要制造商	3
1.2 监管趋严，行业集中度有望提升	4
1.3 研发能力+检测资质筑起护城河	4
2. 发行价格较低，首发博弈面尚可.....	5
2.1 发行后可流通比例为 28.3%，顶格可申购 219.3 万	5
2.2 战配情况：私募为主，一家公募	5
3. 申购意见：建议积极参与.....	6
3.1 可比公司：体量中等，研发强度高	6
3.2 申购意见：建议积极参与	6
4. 风险提示	7

图表目录

图表 1：公司 2023H1 主营构成（按产品类型）	3
图表 2：公司 2023H1 主营构成（按销售模式）	3
图表 3：募投项目情况.....	4
图表 4：芭薇股份重要发行要素一览	5
图表 5：战略配售机构名称	5
图表 6：芭薇股份可比公司收入结构	6
图表 7：芭薇股份可比公司财务对比	6
图表 8：可比公司情况.....	6

1. 国内化妆品生产主流代工商

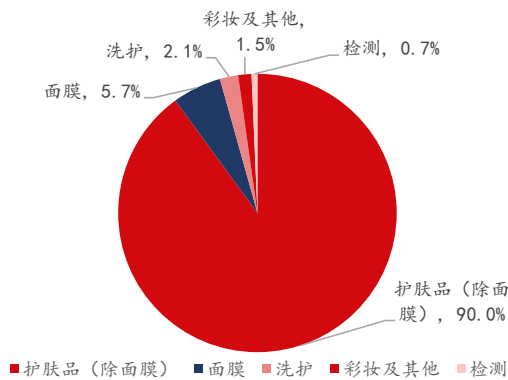
1.1 国内化妆品生产主要制造商

公司是国内化妆品生产主流代工商。公司 2006 年成立于广东省广州市，专注于化妆品的研发、生产、销售及检测，拥有化妆品独立检测资质。公司深耕化妆品制造环节，在产品备案特别是护肤品备案方面，具备较强的市场竞争力。公司是化妆品代工行业的 9 家主要参与者之一。

客户覆盖广泛，具备化妆品生产和产品检测资质。公司产品销售覆盖国内外市场，累计为 1000 多个化妆品品牌提供产品及服务，与联合利华（包含：多芬、力士、凡士林等品牌）、仁和匠心、HBN、SKINTIFIC、丸美、凌博士、纽西之谜、谷雨、红之等国内外知名化妆品品牌商建立了较为稳定的业务合作关系。依托完备的智能制造及产品检测体系，为品牌商提供高效的新品上市服务方案，为市场提供满足消费者需求的产品。

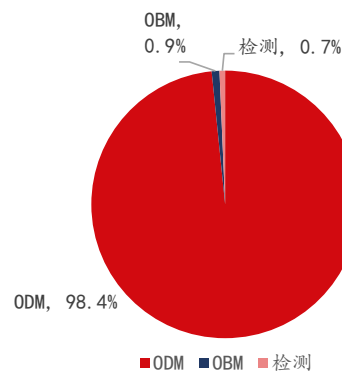
营收净利率同步增长，毛利率平稳提升。2023 年实现营收 4.7 亿元，近 3 年 CAGR 为+6.2%；2023 年实现归母净利润为 4115.9 万元，近 3 年 CAGR 为+39.2%。2023 年毛利率 33.2%，较 2022 年提升 2.7pcts；净利率 8.9%，较 2022 年提升 0.7pcts。

图表1：公司 2023H1 主营构成（按产品类型）



资料来源：招股说明书（注册稿），国联证券研究所

图表2：公司 2023H1 主营构成（按销售模式）



资料来源：招股说明书（注册稿），国联证券研究所

募投项目主要用于智能生产车间及研发中心建设。募集资金分别用于智能生产车间建设项目、研发中心建设项目以及补充流动资金所需。公司下游订单需求不断增长，带动了公司营收水平的快速增长，公司现有产线已无法满足未来持续增长的订单需求，通过“智能生产车间建设项目”引进自动化、智能化设备，提升公司产能，助力公司实现高质量、可持续发展。

图表3：募投项目情况

项目名称	建设期	项目投资总额 (万元)	拟使用募集资金投资金额 (万元)
智能生产车间建设项目	24个月	6095.41	4000.00

资料来源：招股说明书（注册稿），国联证券研究所

1.2 监管趋严，行业集中度有望提升

化妆品代工行业主要存在企业自产和代工生产两种模式。代工模式细分为 OEM 和 ODM 模式。OEM 模式下，代工企业根据客户需求，从指定供应商采购或者自主采购，进行批量生产，满足客户安全性、功效性等质量要求。ODM 模式下，代工企业为客户提供有针对性的产品方案。在产品制造阶段，根据产品方案，选定供应商、制定生产计划和生产工艺，进行批量生产。

新兴化妆品牌涌现推动代工行业市场规模扩大。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%。随着新兴化妆品牌产品放量，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。灼识咨询预计，2022-2025 年我国化妆品代工行业规模有望从 434.1 亿元增长至 622.9 亿元，实现 12.79% 的年均复合增长率，行业发展空间广阔。

化妆品生产监管趋严，行业集中度有望提升。2022 年 7 月 1 日，《化妆品生产质量管理规范》（简称规范）正式实施，《规范》要求对化妆品的物料采购、生产、检验、贮存、销售、召回等全过程进行控制和追溯，对化妆品企业的生产过程提出更高要求。随着《规范》开始实施，行业内难以达到生产质量要求及短期无法快速实现调整的品牌商将更多的依托行业内优质化妆品代工企业进行生产，生产设施和生产管理制度更为完善、产能储备更为丰富的头部化妆品代工企业有望受益，化妆品代工行业集中度将会提升。

1.3 研发能力+检测资质筑起护城河

技术研发方面，公司除了在工艺、配方领域持续投入外，针对特色产品的研发已经外延至化妆品原料端。截至 2023 年公司拥有 28 个化妆品原料专利，均为发明专利。截至 2024 年 3 月 7 日，公司已完成“香露兜叶提取物”的化妆品原料备案工作，是行业内少有的完成新原料备案的化妆品生产企业之一。

产品检测方面，传统 ODM 模式下，化妆品制造商经营核心聚焦在配方的沉淀及生产效率的提高。对于新品上市备案环节所需的功效评价测试，主要依赖于外部第三方检测机构。公司是行业内少有的具备人体功效检测资质的化妆品生产企业，能够从产品配方研发环节开始，对产品的质量及功效进行持续检测，新品配方调配完成后，无需对外送检即可同步进行功效评价测试。公司将功效评价内部化，能够缩

短新品上市备案周期，助力品牌方打造“爆款”。

2. 发行价格较低，首发博弈面尚可

2.1 发行后可流通比例为 28.3%，顶格可申购 219.3 万

(1) 本次新股发行采用直接定价方式，发行价格 5.77 元/股。初始发行规模 800 万股，占发行后公司总股本的 9.5% (超配行使前)，发行后预计可流通比例为 28.3%，老股占可流通比例为 68.2%。

(2) 预计公司此次募资 0.46 亿元，发行后公司总市值 4.88 亿元。发行 PE (TTM) 为 11.9 倍，可比上市公司 PE (TTM) 中值为 32.9 倍 (截至 2024 年 3 月 18 日)。

图表4：芭薇股份重要发行要素一览

基本信息	股票代码	837023.NQ	所属申万一级行业	日常消费品
	股票简称	芭薇股份	发行代码	837023
	定价方式	直接定价	发行价格 (元/股)	5.8
	募集金额 (万元)	4,616	主承销商	万联股份
	初始发行股份数量 (万股)	800.0	占发行后总股本比例	9.5%
	战略配售比例	20.0%	超额配售比例	15.0%
日期与申购限制	路演日	2024/3/19	申购日	2024/3/20
	申购款退回日	2024/3/22	网上最高申购量 (万股)	38.0
基本面信息	2023 年收入 (万元)	46,866.5	2023 年净利润 (万元)	4,115.9
	2023 年综合毛利率%	33.2	2023 年加权 ROE%	12.9
	2023 年收入增长率%	2.0	2023 年归母净利润增长率%	8.2
股本信息	发行前总股本 (万股)	7,660.0	发行前限售股 (万股)	6,026.9
	发行后预计可流通比例	28.3%	老股占可流通股本比例	68.2%
价格信息	发行 PE (TTM) (倍)	11.9	发行 PE (LYR) (倍)	11.9
	停牌前 60 天交易均价	8.1	停牌收盘价 (元)	10.0

资料来源：wind，国联证券研究所

注：1. “发行前限售股”含限售的控股股东或实控人、高管持股、核心员工及其他；2. 发行 PE (TTM) 按发行后股本计算，不考虑超额配售股份数；3. 发行 PE (LYR) 按 2023 年归母净利润计算发行后每股收益，不考虑超额配售股份数。

2.2 战配情况：私募为主，一家公募

网下战略配售共引入战投 8 名，包括 7 家私募，1 家公募。网上顶格申购量 38 万股，需冻结资金 219.3 万元，顶格门槛低。

图表5：战略配售机构名称

华夏基金管理有限公司 (华夏北交所创新中小企业精选两年定期开放混合型发起式证券投资基金)
 万柏投资管理有限公司 (万柏多策略 1 号私募证券投资基金)
 北京煜诚私募基金管理有限公司 (煜诚六分仪私募证券投资基金)
 北京金泰私募基金管理有限公司 (金泰龙盛捌号私募证券投资基金)
 共青城汇美盈创投资管理有限公司 (汇美益佳精选七号私募股权投资基金)
 扬州添宥添创股权投资合伙企业 (有限合伙)
 上海秉辉私募基金管理有限公司 (秉辉专精特新 2 号私募股权投资基金)
 上海贝寅私募基金管理有限公司 (云竺贝寅北交所致远 2 号私募证券投资基金)

资料来源：公司上市发行公告，国联证券研究所

3. 申购意见： 建议积极参与

3.1 可比公司： 体量中等， 研发强度高

图表6： 芭薇股份可比公司收入结构

代码	简称	2022 年收入结构
300132.SZ	青松股份	面膜系列:30.2%, 护肤系列:22.7%, 樟脑系列:21.7%, 湿巾系列:13.3%, 其他产品系列:5.4%, 冰片系列:3.6%, 其他林产化学品系列:3.1%
839326.NQ	科玛股份	护肤系列:39.5%, 洗护系列:29.6%, 其他:26.6%, 洁肤系列:4.2%
838858.NQ	伊斯佳	美容产品及相关服务:98.0%, 物料:1.0%, 服务:0.9%
300955.SZ	嘉亨家化	化妆品:51.5%, 塑料包装容器:38.7%, 家庭护理产品:6.8%
837023.NQ	芭薇股份	护肤品(除面膜):80.6%, 面膜类:11.6%, 彩妆及其他:3.4%, 洗护:3.3%, 检测:1.1%

资料来源: wind, 国联证券研究所

图表7： 芭薇股份可比公司财务对比

代码	简称	2022 年收入 (百万元)	2022 年归母净利润 (百万元)	2022 年收入增长率 (%)	2022 年扣非归母净利润增长率 (%)	2022 年毛利率 (%)	2022 年研发支出占比 (%)	2022 年应收账款周转天数 (天)
300132.SZ	青松股份	2,917.4	-742.4	-21.0	18.6	5.7	4.2	76.3
839326.NQ	科玛股份	35.2	-1.7	4.2	94.9	37.3	9.3	19.7
838858.NQ	伊斯佳	113.0	-16.8	-52.9	-157.7	35.0	11.4	39.7
300955.SZ	嘉亨家化	1,051.6	69.7	-9.4	-28.3	24.0	2.1	99.6
837023.BJ	芭薇股份	459.4	38.0	10.5	79.0	30.5	5.9	36.6

资料来源: wind, 国联证券研究所

图表8： 可比公司情况

代码	简称	当前总市值 (亿元)	PE (TTM)
300955.SZ	嘉亨家化	15.6	32.9
	均值		32.9
	中值		32.9
870976.NQ	芭薇股份	4.9	11.9

资料来源: wind, 国联证券研究所

备注: 股价为 2024/3/18 日收盘价

3.2 申购意见： 建议积极参与

公司深耕化妆品制造十余年，累计合作客户 1000 余个，销售市场覆盖国内外，产品获得下游客户高度认可，主要客户合作稳定，公司业绩稳步提升。新股首发博弈面好（综合首发价格低，首发市盈率较低，募资额低等因素），建议积极参与。

4. 风险提示

(1) 经营稳定性及业绩下滑风险：公司所生产的热销产品易受产品类型、品牌知名度、目标消费群体定位、销售渠道布局、市场竞争等多重因素影响，存在一定的营销周期，下单量可能会在短期内呈现锐减趋势；

(2) 客户订单流失风险：若公司无法继续夯实研发技术实力、持续提升智能生产制造工艺，则可能难以满足客户的创新性需求，难以配合客户持续打造爆品，难以吸引和维护更多的优质客户，公司主要客户及其需求可能有所波动，主要客户及订单可能流失，公司收入规模的持续性和稳定性可能受到不利影响；

(3) 内部控制缺陷风险：公司内部控制存在一定的瑕疵，致使部分客户通过第三方向公司付款时未签署委托付款协议等文件。若公司未来不能按照第三方回款相关内控管理制度的要求严格执行，将可能对公司治理和财务规范性构成不利影响。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当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、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、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和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券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。因此，投资者应当考虑到国联证券及/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。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼
无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼
 电话：0510-85187583

上海：上海浦东新区世纪大道1198号世纪汇一座37楼
深圳：广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼