

2024年03月19日

芭薇股份 (837023.BJ)

新股覆盖研究

投资要点

- ◆ 本周三（3月20日）有一只北交所新股“芭薇股份”申购，发行价格为5.77元，若全额行使超额配售选择权则发行后市盈率为14.20倍（以2022年扣除非经常性损益后归属于母公司股东净利润计算）。
- ◆ **芭薇股份（837023）**：公司主营业务为化妆品的研发、生产、销售及检测，产品种类丰富，涵盖护肤、面膜、洗护、彩妆等类别。公司2021-2023年分别实现营业收入4.16亿元/4.59亿元/4.69亿元，YOY依次为32.34%/10.54%/2.02%，三年营业收入的年复合增速14.28%；实现归母净利润0.21亿元/0.38亿元/0.41亿元，YOY依次为-25.06%/79.00%/8.2%，三年归母净利润的年复合增速13.22%。

- ① **投资亮点**：1、公司是国内护肤品代工行业的主要参与者之一，其护肤品产品备案数量位居前列的同时，还具备化妆品新原料备案的能力；凭借较强的新品研发优势，公司拥有丰富的优质客户资源。公司深耕化妆品ODM制造环节，根据美业颜究院的数据，截止2023年6月末，公司生产的化妆品产品备案超13,000款，其中，护肤品备案超11,000款，系全国护肤品产品备案最多的化妆品制造商之一；同时，公司针对特色产品的研发已外延至化妆品原料端，截止招股书签署日，公司已拥有28个化妆品原料专利，并完成“香露兜叶提取物”的化妆品原料备案工作，是业内少有的完成新原料备案的化妆品制造企业之一。基于上述研发成果，一方面公司可根据客户需求，在现有配方库中挑选基础配方进行二次调配，大大缩短产品研发周期，契合化妆品领域更新迭代较快的发展现状；另一方面，特色原料有利于特色产品的开发，助力品牌方打造“爆款”。截止目前，公司累计服务的化妆品品牌商超过1,000家，与联合利华、仁和匠心、HBN、SKINTIFIC、丸美股份、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；根据化妆品报“2022年中国化妆品制造商评选”，公司排名行业第六位。2、公司通过子公司悠质检测拓展了化妆品检测业务，成为业内少数具备检测资质的化妆品制造企业。我国化妆品功效评价对仪器设备依赖性较高，只有少数企业拥有满足需要的功效检测设备，而多数企业必须依靠第三方检测机构开展功效评价；2019年公司通过新设子公司悠质检测，向化妆品检验检测服务领域延伸，成为业内少有的具备人体功效检测资质的化妆品生产企业。截止目前，子公司悠质检测拥有检测仪器设备数量高达200多台/套，检测项目包括理化测试、禁限用物质检测、微生物管控、功效评价、安全性实验等。一方面，公司能够在产品研发环节对产品功效性进行持续监测，进一步加强产品的功效及质量控制；另一方面，公司新品注册/备案环节的功效检测无需依赖外部第三方检测机构，能够进一步缩短新品上市的周期，利好企业增强客户粘性、拓展下游市场份额。
- ② **同行业上市公司对比**：根据主营业务的相似性，公司选取同样从事化妆品及护肤品领域的嘉亨家化、青松股份为芭薇股份的可比上市公司（剔除招股书中新三板的可比公司），但上述公司均为沪深A股，与芭薇股份在业务体量、估值基准等方面存在较大差异，可比性相对有限。从可比公司情况来看，2022年第四季度至2023年第三季度可比公司的平均收入为16.17亿元，销售毛利率为16.65%；相较而言，公司营收规模未及可比公司平均，销售毛利率则处

交易数据

总市值（百万元）	
流通市值（百万元）	
总股本（百万股）	76.60
流通股本（百万股）	
12个月价格区间	/

分析师

李蕙
 SAC执业证书编号：S0910519100001
 lihui1@huajinsec.cn

相关报告

华金证券-新股-新股专题覆盖报告（中瑞股份）-2024年第23期-总第450期 2024.3.16
 华金证券-新股-新股专题覆盖报告（广合科技）-2024年第22期-总第449期 2024.3.15
 华金证券-新股-新股专题覆盖报告（戈碧迦）-2024年第21期-总第448期 2024.3.13
 华金证券-新股-新股专题覆盖报告（星辰科技）-2024年第20期-总第447期 2024.3.9
 华金证券-新股-新股专题覆盖报告（平安电工）-2024年第19期-总第446期 2024.3.8



于同业的中高位区间。

- ◆ 风险提示：已经开启询价流程的公司依旧存在因特殊原因无法上市的可能、公司内容主要基于招股书和其他公开资料内容、同行业上市公司选取存在不够准确的风险、内容数据截选可能存在解读偏差等。具体上市公司风险在正文内容中展示。

公司近 3 年收入和利润情况

会计年度	2020A	2021A	2022A
主营收入(百万元)	314.0	415.6	459.4
同比增长(%)	35.29	32.34	10.54
营业利润(百万元)	30.4	21.4	39.4
同比增长(%)	29.47	-29.57	83.93
净利润(百万元)	28.4	21.3	38.0
同比增长(%)	36.00	-25.06	79.00
每股收益(元)	0.46	0.34	0.50

数据来源：聚源、华金证券研究所

~

内容目录

一、芭薇股份	4
(一) 基本财务状况	4
(二) 行业情况	5
(三) 公司亮点	6
(四) 募投项目投入	7
(五) 同行业上市公司指标对比	8
(六) 风险提示	8

图表目录

图 1: 公司收入规模及增速变化	4
图 2: 公司归母净利润及增速变化	4
图 3: 公司销售毛利率及净利润率变化	5
图 4: 公司 ROE 变化	5
图 5: 2021 年中国化妆品行业细分市场分布	5
图 6: 2015-2021 年我国护肤品市场规模及增速	6
图 7: 2017-2025 年中国化妆品代工行业规模 (单位: 亿元)	6
表 1: 公司 IPO 募投项目概况	7
表 2: 同行业上市公司指标对比	8

一、芭薇股份

公司是一家具备护肤、面膜、洗护、彩妆等多品类化妆品生产能力，拥有化妆品独立检测资质，工艺及技术储备领先，集产品策划、配方研发、规模化生产、功效检测于一体的化妆品品牌客户服务商。

截至目前，已累计为 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。

（一）基本财务状况

公司 2021-2023 年分别实现营业收入 4.16 亿元/4.59 亿元/4.69 亿元，YOY 依次为 32.34%/10.54%/2.02%，三年营业收入的年复合增速 14.28%；实现归母净利润 0.21 亿元/0.38 亿元/0.41 亿元，YOY 依次为-25.06%/79.00%/8.2%，三年归母净利润的年复合增速 13.22%。

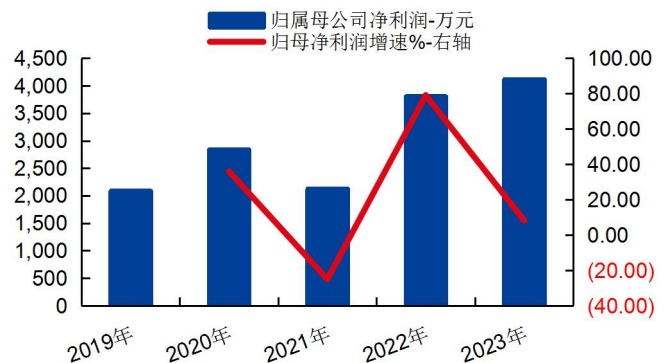
2023 年，公司主营业务收入按产品类型可分为五大板块，分别为护肤品（3.69 亿元，80.64%）、面膜（0.53 亿元，11.58%）、洗护（0.15 亿元，3.27%）、彩妆及其他（0.16 亿元，3.4%）、检测（0.05 亿元，1.11%）。2020-2022 年报告期内，公司以护肤品为主营产品及核心收入来源，销售收入占比始终在 70%以上。

图 1：公司收入规模及增速变化



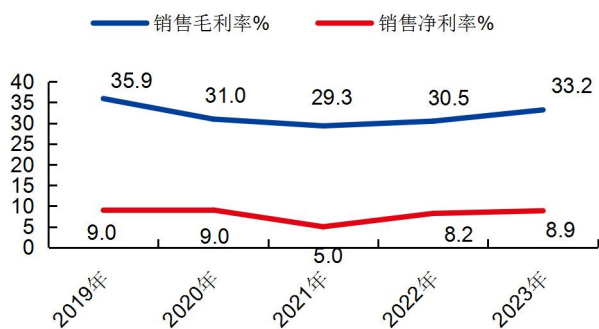
资料来源：wind，华金证券研究所

图 2：公司归母净利润及增速变化



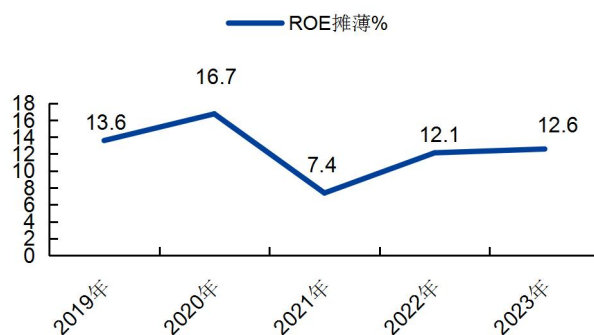
资料来源：wind，华金证券研究所

图 3：公司销售毛利率及净利润率变化



资料来源：wind，华金证券研究所

图 4：公司 ROE 变化



资料来源：wind，华金证券研究所

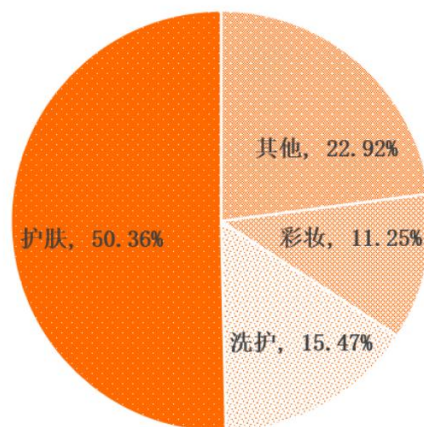
（二）行业情况

报告期间，公司近 7 成以上的收入来自护肤品；属于对应的护肤品行业。

1、护肤品行业

护肤品行业在化妆品领域占据着主导地位。随着年轻消费者对护肤与抗衰老意识进一步加强，消费者对护肤产品的需求日益加大，Euromonitor 数据显示，护肤品是我国化妆品中规模最大的品类，2021 年护肤品占中国化妆品行业的 50%以上份额。

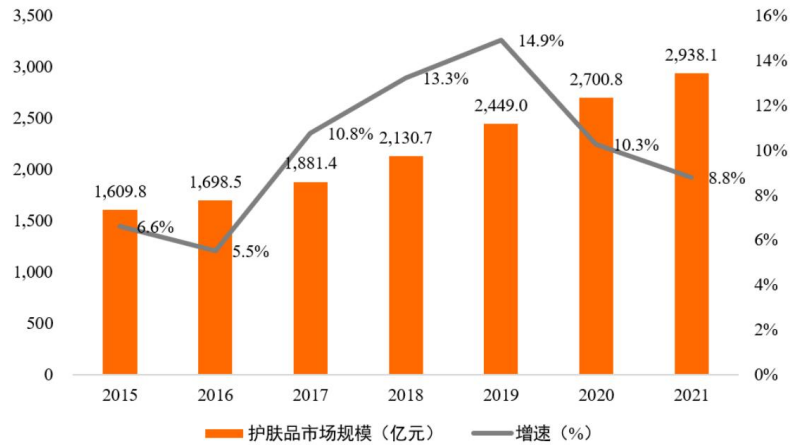
图 5：2021 年中国化妆品行业细分市场分布



资料来源：Euromonitor，华金证券研究所

据 Euromonitor 的统计数据显示，2021 年我国护肤品市场规模为 2,938.1 亿元，2015-2021 年护肤品市场的年均复合增长率达到 10.55%，整体保持高速增长态势。

图 6：2015-2021 年我国护肤品市场规模及增速

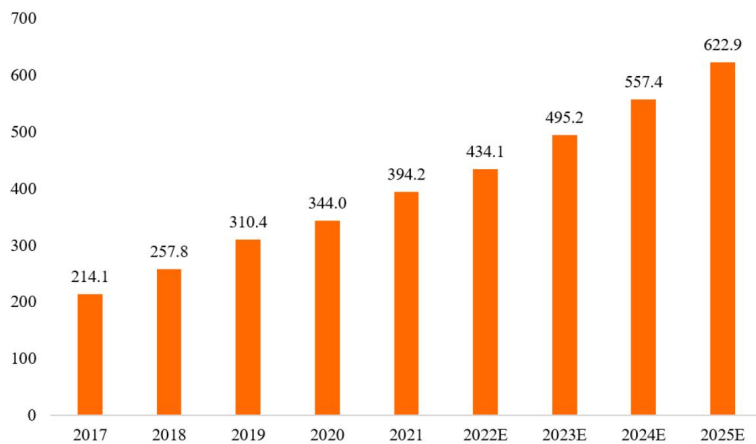


资料来源：Euromonitor，华金证券研究所

近年来社交媒体对化妆品赛道的助力、年轻消费者对国货品牌认可度的提升均使得我国化妆品品牌赛道参与者不断增加，化妆品市场不断涌现出新兴化妆品牌。新兴化妆品品牌商若选择自建工厂生产将不得不承担庞大的资金投入，但若选择代工厂生产，品牌方可以将有限的精力集中在其具有比较优势的环节，包括品牌建设、渠道营销等方面，助力品牌方实现利润最大化，由此带来化妆品代工行业市场规模的扩大。

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%；并预计 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。

图 7：2017-2025 年中国化妆品代工行业规模（单位：亿元）



资料来源：灼识咨询，华金证券研究所

与国际化妆品代工行业发展情况相比，我国化妆品代加工市场较为分散，行业内参与企业众多，但竞争格局基本稳定；科丝美诗、韩国科玛、莹特丽占据外资化妆品代工市场第一梯队，国内代工市场中，诺斯贝尔是面膜 ODM 龙头，嘉亨家化在化妆品、家庭护理产品 OEM 业务上具有行业竞争力，芭薇股份在护肤品 ODM 领域具备一定市场规模及优势。

（三）公司亮点

1、公司是国内护肤品代工行业的主要参与者之一，其护肤品产品备案数量位居前列的同时，还具备化妆品新原料备案的能力；凭借较强的新品研发优势，公司拥有丰富的优质客户资源。公司深耕化妆品 ODM 制造环节，根据美业颜究院的数据，截止 2023 年 6 月末，公司生产的化妆品产品备案超 13,000 款，其中，护肤品备案超 11,000 款，系全国护肤品产品备案最多的化妆品制造商之一；同时，公司针对特色产品的研发已外延至化妆品原料端，截止招股书签署日，公司已拥有 28 个化妆品原料专利，并完成“香露兜叶提取物”的化妆品原料备案工作，是业内少有的完成新原料备案的化妆品制造企业之一。基于上述研发成果，一方面公司可根据客户需求，在现有配方库中挑选基础配方进行二次调配，大大缩短产品研发周期，契合化妆品领域更新迭代较快的发展现状；另一方面，特色原料有利于特色产品的开发，助力品牌方打造“爆款”。截止目前，公司累计服务的化妆品品牌商超过 1,000 家，与联合利华、仁和匠心、HBN、SKINTIFIC、丸美股份、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；根据化妆品报“2022 年中国化妆品制造商评选”，公司排名行业第六位。

2、公司通过子公司悠质检测拓展了化妆品检测业务，成为业内少数具备检测资质的化妆品制造企业。我国化妆品功效评价对仪器设备依赖性较高，只有少数企业拥有满足需要的功效检测设备，而多数企业必须依靠第三方检测机构开展功效评价；2019 年公司通过新设子公司悠质检测，向化妆品检验检测服务领域延伸，成为业内少有的具备人体功效检测资质的化妆品生产企业。截止目前，子公司悠质检测拥有检测仪器设备数量高达 200 多台/套，检测项目包括理化测试、禁限用物质检测、微生物管控、功效评价、安全性实验等。一方面，公司能够在产品研发环节对产品功效性进行持续监测，进一步加强产品的功效及质量控制；另一方面，公司新品注册/备案环节的功效检测无需依赖外部第三方检测机构，能够进一步缩短新品上市的周期，利好企业增强客户粘性、拓展下游市场份额。

（四）募投资项目投入

公司本轮 IPO 募投资金拟投入 2 个项目以及补充流动资金项目。

- 1、**智能生产车间建设项目：**本项目拟通过现有场地建设生产车间，引进自动化、智能化设备，提升公司产能。
- 2、**研发中心建设项目：**本次项目研究的基本内容包括：搭建合成生物学技术平台并利用生物合成技术开发功效原料；特色新原料香露兜系列开发；双向植物生物共发酵技术项目；微囊包裹制剂技术研究项目；抗衰机理及其功效成分的研发与应用。

表 1：公司 IPO 募投资项目概况

序号	项目名称	项目投资总额 (万元)	拟使用募集资金金额 (万元)	项目建 设期
1	智能生产车间建设项目	6,095.41	4,000.00	2 年
2	研发中心建设项目	4,912.02	2,400.00	2 年
3	补充流动资金项目	2,000.00	2,000.00	-
	总计	13,007.43	8,400.00	-

资料来源：公司招股书，华金证券研究所

（五）同行业上市公司指标对比

公司专注于护肤品领域；依照公司发行公告中所引用的中证指数发布数据，公司所属的“C26 化学原料和化学制品制造业”最近一个月静态平均市盈率为 14.45 倍。

根据主营业务的相似性，公司选取同样从事化妆品及护肤品领域的嘉亨家化、青松股份为芭薇股份的可比上市公司（剔除招股书中新三板的可比公司），但上述公司均为沪深 A 股，与芭薇股份在业务体量、估值基准等方面存在较大差异，可比性相对有限。从可比公司情况来看，2022 年第四季度至 2023 年第三季度可比公司的平均收入为 16.17 亿元，销售毛利率为 16.65%；相较而言，公司营收规模未及可比公司平均，销售毛利率则处于同业的中高位区间。

表 2：同行业上市公司指标对比

代码	简称	总市值 (亿元)	PE-TTM	收入-TTM (亿元)	收入增速 -TTM	归母净利 -TTM (亿元)	净利润增 长率-TTM	销售毛利 率-TTM (%)	ROE 摊 薄-TTM (%)
300955.SZ	嘉亨家化	16.40	34.48	10.17	-6.89%	0.48	-41.29%	24.52	4.85
300132.SZ	青松股份	20.87	-14.00	22.16	-30.10%	-1.49	-91.16%	8.78	-11.34
	平均值	18.64	34.48	16.17	-18.50%	-0.51	-66.23%	16.65	-3.24
837023.BJ	芭薇股份	4.88	14.20	4.69	2.02%	0.41	8.20%	33.19	12.58%

资料来源：Wind（数据截至日期：2024 年 3 月 19 日），华金证券研究所

备注：（1）可比公司的收入 TTM、收入增速 TTM、归母净利润 TTM、以及归母净利润增速 TTM 等数据选取各上市公司 2022 第四季度至 2023 第三季度的财务数据；（2）芭薇股份总市值=发行后总股本 0.846 亿股 * 发行价格 5.77 元=4.88 亿元，其他财务数据选取 2023 年全年数据，（3）芭薇股份发行后市盈率为本次发行价格除以每股收益，每股收益按照 2022 年度经会计师事务所依据中国会计准则审计的扣除非经常性损益后归属于母公司股东净利润除以考虑超额配售选择权全额行使时本次发行后总股本计算。

（六）风险提示

市场竞争风险、行业监管政策风险、主要客户合作不稳定及订单流失的风险、因“爆品”营销的周期性特征所产生的经营稳定性和业绩下滑风险、公司部分主要客户毛利率波动较大的风险、存货余额较大及跌价风险、实际控制人控制不当风险、规模扩大引致的管理风险、技术升级迭代和研发失败以及技术未能形成产品风险等风险。

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

李蕙声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn