

**芭薇股份 (837023.BJ) 护肤化妆 ODM 龙头专业检测为利基，合作众多知名品牌**

2024 年 12 月 05 日

**——北交所首次覆盖报告**
**投资评级：增持（首次）**
**诸海滨（分析师）**

zhuhaibin@kysec.cn

证书编号：S0790522080007

日期	2024/12/5
当前股价(元)	17.55
一年最高最低(元)	20.30/8.39
总市值(亿元)	15.06
流通市值(亿元)	6.01
总股本(亿股)	0.86
流通股本(亿股)	0.34
近 3 个月换手率(%)	663.28

**北交所研究团队**

● **公司：护肤品 ODM 领域细分龙头企业，积极引入 5G 智能应用及智能化设备**  
 芭薇股份成立于 2006 年，近二十年来从研发技术、智能制造、产品质量认证等多维度提升化妆品代工实力，已经形成领先的研发能力、卓越的检测实力、先进的智能化制造模式，成为国内化妆品品牌客户服务龙头企业，公司主营产品种类丰富，涵盖护肤、面膜、洗护、彩妆等多个类别。凭借优质强大的研发实力和快速稳定的生产交付能力，公司业绩稳步增长，2018-2023 年营收、归母净利润复合增长率分别为 15.24%、14.07%。我们预计公司 2024 年-2026 年的归母净利润为 0.45/0.61/0.79 亿元，EPS 为 0.53/0.71/0.93 元/股，对应当前股价的 PE 分别为 36.1/26.7/20.6 倍，看好公司护肤品 ODM 领域细分龙头地位，检测能力优势与业绩增长潜力，首次覆盖给予“增持”评级。

● **行业：化妆品监管政策趋严，生产呈代工化趋势，行业规模有望 623 亿**

化妆品品牌商弱化研发、生产及检测环节的投入，同时行业监管力度持续加强，所以目前化妆品品牌商对具备新品研发、规模化生产、功效检测等系统服务能力的制造商存在更高偏好及一定依赖性。随着新兴化妆品牌的涌现，及美妆个护产品下游需求的增长，化妆品代工行业市场规模将不断扩大。根据灼识咨询预测数据，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。

● **亮点：134 项专利、13230 款产品备案和检测能力构建护城河，合作众多品牌**  
 公司重视创新研发能力，7 项核心技术具有行业先进性，117 项发明专利与 13230 款产品备案数量领先同业公司。信息化、工业化的深度融合使公司在智能化生产领域具有优势，同时专业检测业务资质为研发生产各环节赋能，为产品质量提供强有力的保障。累计为 1000 多个化妆品品牌提供产品及服务，与联合利华、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稳定的合作关系。

● **风险提示：行业竞争加剧风险、爆品营销经营稳定风险、原材料价格波动风险。**

**财务摘要和估值指标**

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	459	469	657	778	933
YOY(%)	10.5	2.0	40.1	18.5	19.9
归母净利润(百万元)	38	41	45	61	79
YOY(%)	79.0	8.2	9.7	35.1	30.1
毛利率(%)	30.5	33.2	28.6	30.1	31.0
净利率(%)	8.3	8.8	6.9	7.8	8.5
ROE(%)	11.9	12.6	10.9	13.4	15.5
EPS(摊薄/元)	0.44	0.48	0.53	0.71	0.93
P/E(倍)	42.9	39.6	36.1	26.7	20.6
P/B(倍)	5.2	5.0	4.0	3.6	3.2

数据来源：聚源、开源证券研究所

## 目 录

1、 公司：护肤品 ODM 龙头企业，2024Q1-Q3 营收+50%.....	5
1.1、 产品梳理：护肤系列为主要收入来源，拥有独立检测资质.....	5
1.1.1、 护肤类（除面膜）：2023 年营收占比 89.19%，毛利率提升至 33.61%.....	5
1.1.2、 面膜类：2023 年营收占比 5.22%，毛利率较平稳 2023 年为 38.29%.....	7
1.1.3、 洗护类：合作联合利华、和风雨、极男品牌，2023 年毛利率 30.70%.....	8
1.1.4、 彩妆类：合作凡士林、力士、舒耐等品牌，2023 年营收 1008.19 万元.....	9
1.1.5、 检测服务：悠质检测为化妆品品牌商提供服务，2023 年毛利率为 26.18%.....	10
1.2、 发展历程：国内化妆品品牌客户服务领先企业.....	11
1.3、 商业模式：营收 97%以上为 ODM 模式，产能利用率保持 80%以上.....	15
1.4、 财务分析：2023 年营收增至 4.69 亿元，毛、净利率为 33%、9%.....	18
2、 行业：新兴化妆品品牌推动代工发展，生产企业数量提升.....	21
2.1、 行业解析：大部分化妆品品牌企业选择代工生产.....	21
2.2、 行业趋势：化妆品备案监管政策趋严，代工生产行业壁垒提升.....	22
2.3、 行业规模：2025 年我国代工规模有望超 600 亿，护肤品为最大品类.....	24
2.4、 竞争格局：芭薇股份规模成长速度较快，盈利能力相对稳定.....	28
3、 亮点：检验检测内部化，客户为国内外知名化妆品品牌.....	30
3.1、 技术优势：134 项专利，产品备案 13230 款，数量领先同业公司.....	30
3.2、 检测优势：功效评价内部化缩短上市备案周期，检测项目 1100+项.....	33
3.3、 客户优势：合作联合利华、仁和匠心、丸美等 1000+家化妆品品牌.....	35
3.4、 募投项目：智能生产车间大幅扩产，订单储备情况良好.....	36
4、 估值与对比.....	38
5、 风险提示.....	38
附：财务预测摘要.....	39

## 图表目录

图 1： 公司护肤系列 2023 年营收占比 89.19%.....	5
图 2： 2023 年公司护肤系列营收 4.18 亿元.....	7
图 3： 2023 年公司护肤系列毛利率 33.61%.....	7
图 4： 2023 年公司面膜收入 2,444.49 万元.....	8
图 5： 2023 年公司面膜产品毛利率为 38.29%.....	8
图 6： 2023 年公司洗涤类营收 1248.84 万元.....	9
图 7： 2023 年公司洗涤类毛利率 30.70%.....	9
图 8： 2023 年公司彩妆类营收 1008.19 万元.....	10
图 9： 2023 年公司彩妆产品毛利率为 2.68%.....	10
图 10： 2023 年公司检测营收 280.2 万元.....	11
图 11： 2023 年公司检测毛利率 26.18%.....	11
图 12： 研发技术、智能制造、产品质量认证等多维度提升化妆品生产实力.....	11
图 13： 芭薇股份引入 5G 智能应用及智能化设备，以新质生产力推动传统模式升级.....	12
图 14： 公司实控人为冷群英、刘瑞学.....	13
图 15： 包装材料、添加剂为公司主要采购原料（2022 年）.....	16
图 16： 2023H1 公司产能利用率为 82.41%.....	17

图 17: 2023H1 公司产销率为 99.68%.....	17
图 18: 2023H1 委外加工费为 165.05 万元, 占比为 1.20%.....	17
图 19: 公司主要销售模式为 ODM 模式.....	18
图 20: 2024Q1-Q3 公司实现营收 4.71 亿元, 同比增长 49.50%.....	18
图 21: 2018-2023 年归母净利润复合增长率 14.07%.....	19
图 22: 2023 年毛、净利率分别为 33.19%、8.85%.....	19
图 23: 2023 年公司期间费用率为 22.73%.....	19
图 24: 2023 年公司销售费用率 8.29%.....	20
图 25: 2023 年公司管理费用率为 7.77%.....	20
图 26: 2023 年公司研发费用率为 5.85%.....	20
图 27: 2023 年公司财务费用率为 0.82%.....	20
图 28: 芭薇股份为处于行业中游的化妆品制造商.....	22
图 29: 2028 年全球美妆及个护市场规模将有望达到 6888 亿美元.....	24
图 30: 预计 2028 年全球护肤类产品市场规模将增长至 1,862 亿美元.....	24
图 31: 2023 年, 我国限额以上企业化妆品零售总额达到 4,141.70 亿元, 同比增长 5.24%.....	25
图 32: 2021 年护肤品是我国化妆品中规模最大的品类, 市场份额过半.....	25
图 33: 2025 年我国护肤品市场规模有望达到 3186 亿元.....	26
图 34: 我国美妆及个护市场人均消费额仍处于较低水平 (2021 年).....	26
图 35: 我国化妆品生产企业数量呈上涨趋势, 2023 年已经达到 5722 家 (单位: 家).....	27
图 36: 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.....	27
图 37: 芭薇股份 2024Q1-Q3 营收增速位列第一.....	28
图 38: 芭薇股份毛利率水平优于青松股份与嘉亨家化.....	29
图 39: 芭薇股份净利率较为稳定.....	29
图 40: 芭薇股份研发费用率位列第一.....	29
图 41: 芭薇股份销售费用率低于可比公司均值.....	29
图 42: 芭薇股份管理费用率与可比公司均值相近.....	30
图 43: 芭薇股份的财务费用率存在一定波动.....	30
图 44: 截至 2023 年 12 月 31 日, 公司拥有专利 134 项, 发明专利 117 项.....	30
图 45: 2023H1 核心技术产品营收达到 1.70 亿元, 占比达到 79.87%.....	32
图 46: 芭薇股份发明专利与产品备案数量领先同业公司.....	33
图 47: 芭薇股份&中国中医科学院中医药科技合作中心护肤研究联合实验室”揭牌.....	33
图 48: 悠质的检测项目超 1100 项.....	34
图 49: 公司累计为 1000 多个化妆品品牌提供产品及服务.....	35
图 50: 凭借产品质量优势, 获得诸多下游头部品牌商的青睐.....	35
表 1: 公司护肤类产品主要包括护肤精华、美白精华、洁面乳、面霜、眼霜等.....	5
表 2: 公司面膜产品主要包括凌博士、伊肤泉、谷雨、丸美、朵拉朵尚等品牌.....	7
表 3: 公司洗护类产品主要包括: 沐浴露、洗发水等.....	8
表 4: 公司彩妆类主要包括唇膏、口红、眼影等彩妆产品及磨砂膏、香体膏等.....	9
表 5: 子公司悠质检测为化妆品品牌商提供检验检测服务.....	10
表 6: 2023 年公司被评为广东省专精特新中小企业.....	12
表 7: 高管团队在行业内深耕多年.....	13
表 8: 公司共 13 家控股子公司, 4 家参股公司.....	14
表 9: 公司不存在向单个供应商的采购超过当年采购总额比例的 50%情况.....	16
表 10: 化妆品分成护肤品、洗护产品、彩妆、香氛香水及其他这五大类别.....	21

表 11: 近年来化妆品行业监管政策逐渐规范.....	23
表 12: 选取青松股份、嘉亨家化、伊斯佳、科玛股份作为可比公司.....	28
表 13: 公司共拥有 7 项核心技术.....	30
表 14: 公司具备对外开展检验检测业务的能力, 化妆品检测资质更加全面.....	34
表 15: 2023 年公司前五大客户合计营收达 2.88 亿元, 营收占比 61.55%.....	36
表 16: 募投资金拟用于智能生产车间、研发中心建设等项目.....	36
表 17: 智能生产车间建设项目扩产计划.....	36
表 18: 公司持续开拓品牌客户.....	37
表 19: 可比公司 PE TTM 均值为 66X.....	38

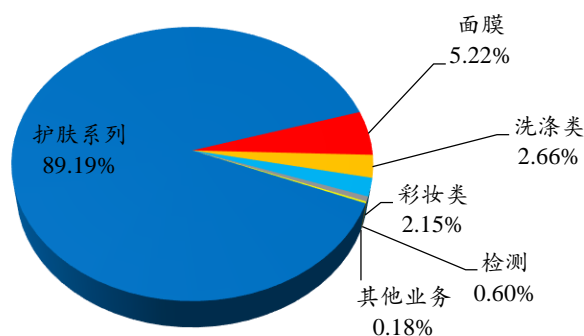
## 1、公司：护肤品 ODM 龙头企业，2024Q1-Q3 营收+50%

### 1.1、产品梳理：护肤系列为主要收入来源，拥有独立检测资质

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。

公司生产的产品主要包括护肤类、面膜类、洗护类、彩妆类四大类别，此外，公司通过子公司悠质检测开展化妆品检测业务。营收占比上来看，护肤系列为公司的主要营收来源，2023 年营收占比为 89.19%；其次为面膜收入的 5.22%、洗涤类 2.66%、彩妆类 2.15%、检测 0.60%。

图1：公司护肤系列 2023 年营收占比 89.19%




数据来源：Wind、开源证券研究所

#### 1.1.1、护肤类（除面膜）：2023 年营收占比 89.19%，毛利率提升至 33.61%

护肤品（除面膜）主要是指用于面部皮肤清洁、保养、护理所使用的日用化学产品，起到皮肤清理、防护、滋养的作用。公司护肤类产品主要包括：护肤精华、美白精华、洁面乳、面霜、眼霜等。

表1：公司护肤类产品主要包括护肤精华、美白精华、洁面乳、面霜、眼霜等

产品名称	主要功能和用途	产品图例
仁和匠心植物复合洁颜洁面乳	采用深层洁净配方及多重温和亲肤植物精粹，有效清除面部油脂和污垢，平衡控油，洁净肌肤。	

产品名称	主要功能和用途	产品图例
多芬绵绵洁面慕斯	与麦当劳联名专款，采用阿拉比卡咖啡精粹，专研双层配方，利用微米级氨基酸泡泡，延缓肌肤氧化，焕亮肌肤。	
HBN视黄醇塑颜精华乳	采用“微凝珠包裹”技术，“双A醇+烟酰胺”，淡化干纹细纹，紧致细腻肌肤，双效抗初老，肌肤紧致弹润。	
HBN视黄醇紧塑赋活晚霜	主打功效修护，熬夜修护受损肌肤，有效对抗松弛细纹问题。	
HBN泛醇特润修护霜	主打修护和保湿功效，通过3重肌肤层修护作用，平衡肌肤水油。	
SKINTIFIC神经酰胺屏障保湿霜	针对干燥、发炎等皮肤问题，提供功效修护、保湿等效果。	
红之氨基酸亲净洁面乳	具有结晶氨基酸，清洁、温和、不刺激。	

资料来源：芭薇股份招股说明书、开源证券研究所

营收上，护肤系列产品 2023 年实现营收 4.18 亿元，同比增长 13.19%，收入规模及营收占比逐年提升，是公司主营收的主要来源。2020 年以来，公司助力客户打造销量爆品，2021 年朵拉朵尚品牌、2021 年及 2022 年仁和匠心品牌、2022 年及 2023 年 1-6 月广州蜚美的 SKINTIFIC 品牌相关护肤品 ODM 数量及收入规模放量增长，深圳市护家科技有限公司的 HBN 品牌相关护肤品 ODM 数量及收入规模增长，带动公司护肤品（除面膜）业务收入规模持续增长。2024H1，公司护肤品系列营收 2.41 亿元，同比增长 25.64%。

盈利能力上，公司 2020 年以来毛利率逐年提升，自 2020 年的 29.58% 提升至 2023 年的 33.61%。2023 年公司江高自有智能化工厂集中生产优势继续增强，较 2022 年同期减少清湖老厂外租厂房租金，及减少机物料消耗、电费，最大品类护肤品（除面膜）的收入增长同时，单位制造成本下降，毛利率提升 2.75 个百分点。2024H1，由于客户结构变化，护肤品毛利率下降 7.02 个百分点。

图2：2023 年公司护肤系列营收 4.18 亿元

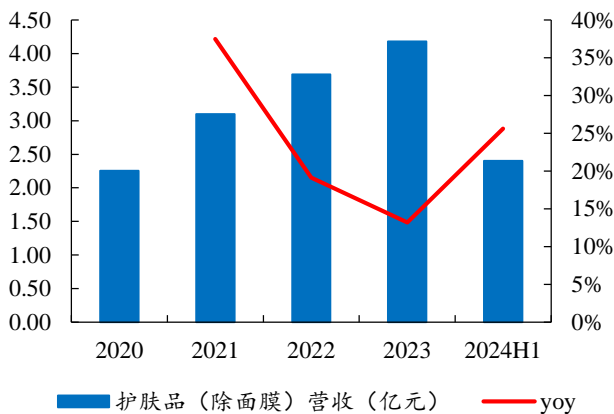
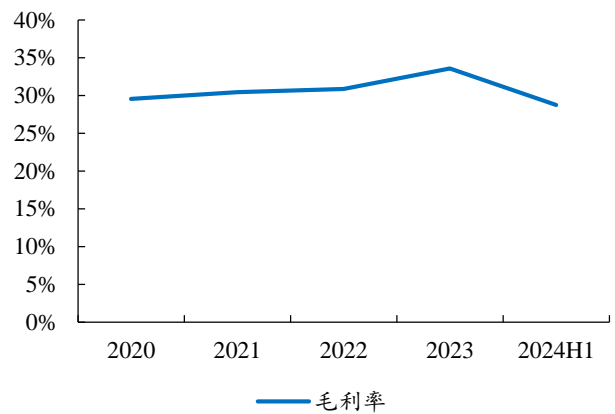


图3：2023 年公司护肤系列毛利率 33.61%



数据来源：Wind、开源证券研究所



数据来源：Wind、开源证券研究所

### 1.1.2、面膜类：2023 年营收占比 5.22%，毛利率较平稳 2023 年为 38.29%

面膜类产品是指涂抹或敷贴于人体皮肤表面，经一段时间后揭离、清洗或保留，起到清洁、保湿、美白、抗皱、舒缓等作用的日用化学品。

公司面膜产品主要包括凌博士、伊肤泉、谷雨、丸美、朵拉朵尚等品牌。

表2：公司面膜产品主要包括凌博士、伊肤泉、谷雨、丸美、朵拉朵尚等品牌

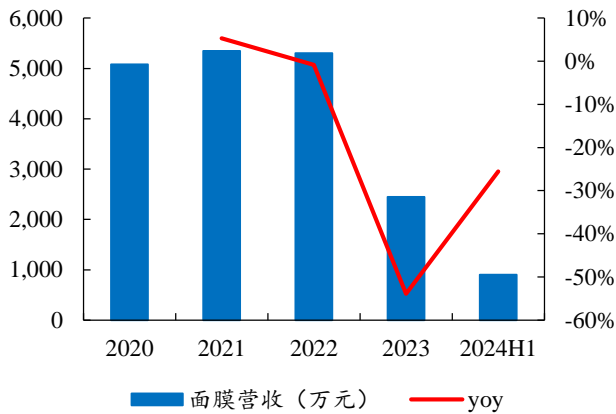
产品名称	主要功能和用途	产品图例
丸美奢颜焕采肌底精华面膜	贴片式面膜，针对性解决肌肤干燥、缺水等肌肤问题，缓解肌肤干纹。	
凌博士塑颜修护面膜	贴片式面膜，主打保湿，紧致功效。	

资料来源：芭薇股份招股说明书、开源证券研究所

营收上，公司面膜收入2020-2022年相对比较稳定，分别为5,079.40万元、5,347.85万元、5,301.75万元，2023年公司面膜类客户有所减少，因此营收有所下降，2023年公司面膜收入2444.49万元，同比下降53.89%。2024H1面膜营收902.30万元，同比下滑25.54%。

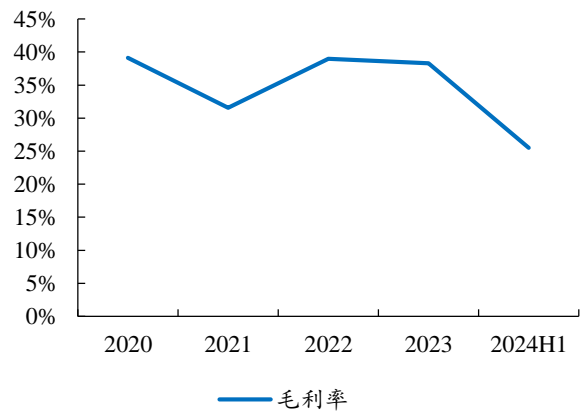
盈利能力上，2022年以来公司面膜产品毛利率基本平稳，2023年公司面膜产品毛利率为38.29%。虽然新增面膜自动装盒机，但仍不及2022年规模化产量下的生产效率，毛利率小幅下降0.67个百分点。2021年公司面膜产品毛利率略有下滑主要为面膜平均单价较2020年下降。2024H1，由于客户结构变化及产量下降，面膜产品毛利率下降21.46个百分点。

图4：2023 年公司面膜收入 2,444.49 万元



数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：2023 年公司面膜产品毛利率为 38.29%



数据来源：Wind、开源证券研究所

### 1.1.3、洗护类：合作联合利华、和风雨、极男品牌，2023 年毛利率 30.70%

洗护类产品是指针对身体清洁、保养及头发的清洁、保养、护理、造型等所使用的日用化学品。公司洗护类产品主要包括：沐浴露、洗发水等。

表3：公司洗护类产品主要包括：沐浴露、洗发水等

产品名称	主要功能和用途	产品图例
多芬浓密沐浴泡泡芝 蜜桃香型	与喜茶联名专款，特殊双层质地，无皂基，氨基酸云朵配方，温和不刺激，沐浴后肌肤细腻柔滑，有焕亮肌肤的效果，滋养柔润肌肤。	
和风雨氨基酸养护洗 发水	针对男士专研的洗发水，主打改善毛躁、头痒、控油的效果。	

资料来源：芭薇股份招股说明书、多芬官方公众号、开源证券研究所

营收上，洗护类产品 2021 年洗护产品收入规模增长，主要来自于联合利华、和风雨、极男品牌相关洗护产品 ODM 数量及收入规模的增长。2023 年洗护类产品营收为 1248.84 万元，同比下滑 16.66%。2022 年及 2023 年洗护产品收入规模下降，主要原因系和风雨、极男品牌相关洗护产品 ODM 数量及收入规模下降。

盈利能力上，公司 2023 年因为洗护类客户结构变化导致毛利率提升 13.21 个百分点，达到 30.70%。



图6：2023 年公司洗涤类营收 1248.84 万元

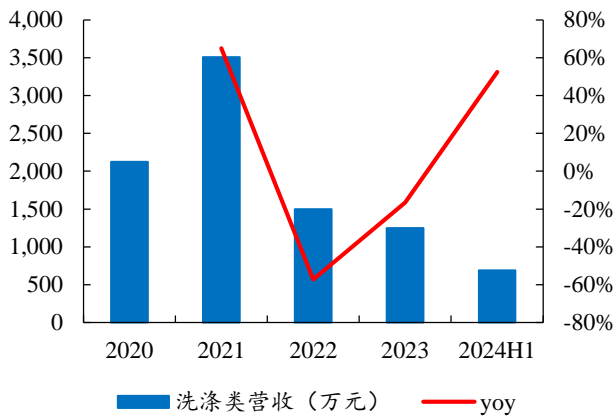
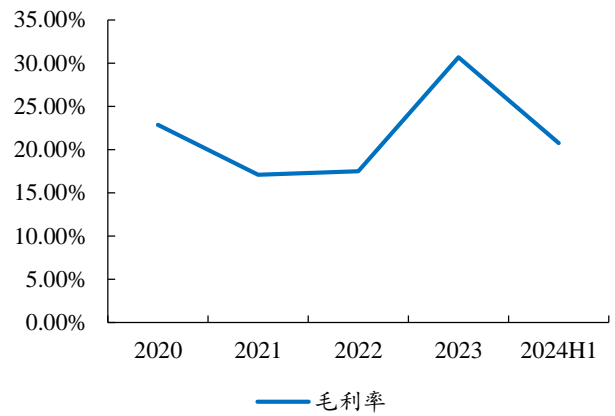


图7：2023 年公司洗涤类毛利率 30.70%



数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

### 1.1.4、彩妆类：合作凡士林、力士、舒耐等品牌，2023 年营收 1008.19 万元

彩妆类产品是指用于涂抹、遮盖、修饰妆容，需要后续卸妆和清洁的日用化学产品。公司彩妆及其他产品主要包括唇膏、口红、眼影等彩妆产品及磨砂膏、香体膏等身体护理产品，涉及主要品牌包括凡士林、力士、舒耐等。

表4：公司彩妆类主要包括唇膏、口红、眼影等彩妆产品及磨砂膏、香体膏等

产品名称	主要功能和用途	产品图例
凡士林淡纹弹润唇膏	围绕唇部暗淡、修护敏感、粗糙起皮、淡纹弹润等多维度解决唇部问题，24 小时持续保湿。	
菲米 FEME Collanenair Cushionaz 胶原气垫	针对黯淡无光、肤色不佳、脸部有瑕疵的肌肤，提供质地水润轻薄、防晒隔离、遮盖瑕疵、轻薄透气的胶原气垫。	

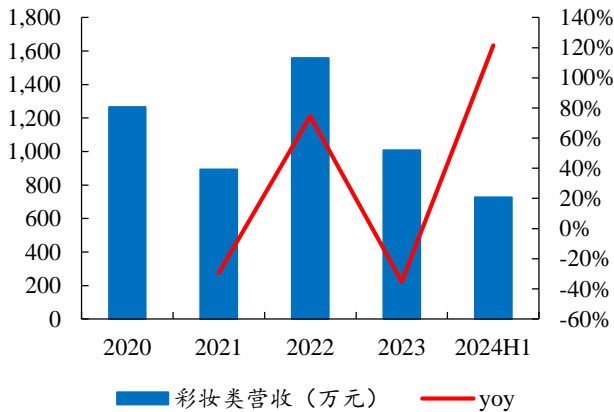
资料来源：芭薇股份招股说明书、开源证券研究所

营收上，公司 2020-2023 年彩妆类营收在 800-1600 万元内波动，在营收中占比相对较低。2023 年彩妆类营收规模为 1008.19 万元；2024H1 彩妆类产品实现营收 727.27 万元，同比增长 121.55%。

盈利上，由于公司彩妆规模相对较小，2021 年的产品结构中，部分产品由于生产工艺相对复杂，所投入的人工费用及制造费用较多，毛利率较低。2022 年公司减少部分低毛利产品的销售，影响 2022 年公司彩妆及其他业务的毛利率略有提高。2024H1，由于彩妆产品产销量增长明显，彩妆产线效率提升，毛利率上涨 16.9 个百

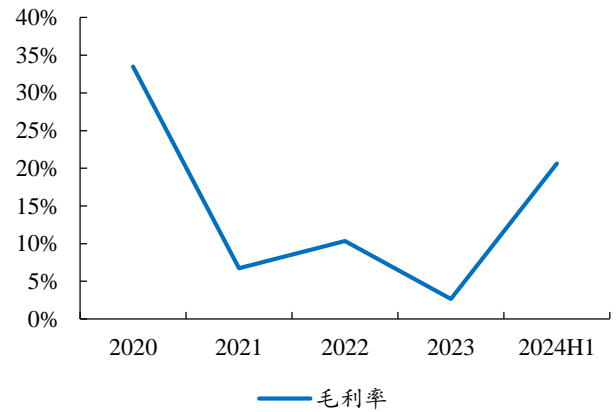
分点。

图8：2023年公司彩妆类营收1008.19万元



数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：2023年公司彩妆产品毛利率为2.68%



数据来源：Wind、开源证券研究所

### 1.1.5、检测服务：悠质检测为化妆品品牌商提供服务，2023年毛利率为26.18%

公司检测业务收入通过子公司悠质检测为化妆品品牌商提供检验检测服务产生的，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。

表5：子公司悠质检测为化妆品品牌商提供检验检测服务

序号	检测项目类别	检测项目示例
1	理化测试	针对化妆品及其原料的水分含量、粘度、pH值、密度、粒度、泡沫、活性物等指标进行测试。
2	禁限用物质检测	通过液相色谱仪、气相色谱质谱联用仪、原子荧光光谱仪、原子吸收光谱仪等仪器，检测化妆品成分中抗生素、性激素、防腐剂、甲醇、二恶烷、重金属铅、砷、汞、镉等禁限用物质含量。
3	微生物管控	针对化妆品及原料的防腐性能、菌落总数、霉菌和酵母菌总数、主要菌群（包括但不限于：耐热大肠菌群、铜绿假单胞菌、金黄色葡萄球菌等）进行检测，以确定产品是否存在微生物污染。
4	功效评价	针对产品的保湿、美白、祛痘、抗衰、控油、抗皱等效果进行测试，并检测产品是否会引起皮肤不良反应。
5	安全性实验	实验室通过鸡胚、斑贴等方式对产品的刺激性、安全性进行测试。包装评价实验室针对包材质量、包材与料体的相容性进行测试及评价。

资料来源：芭薇股份招股说明书、开源证券研究所

营收上，公司检测营收2021年增速较大，营收达到648.87万元；2023年营收280.20万元，在总营收中占比相对较低。因化妆品新法规在2022年1月1日正式实施，化妆品功效检测收入成为公司检测业务收入的重要增长源，2021年及2022年功效检测需求增加，收入规模相对较高；随着功效检测方法的多样化，检测业务单价有所降低，同时由于公司客户及单品的逐渐聚焦，检测业务需求有所下降，综合导致2023年检测业务收入降低。2024H1，公司检测业务营收214.31万元，同比增加48.95%。

盈利能力方面，2022 年检测成本增长，主要是受客户需求变动影响，检测费用及检测所耗用材料有所增长，毛利率有所下滑。2023 年毛利率回升至 26.18%；2024H1，检测业务毛利率 25.52%。

图10：2023 年公司检测营收 280.2 万元

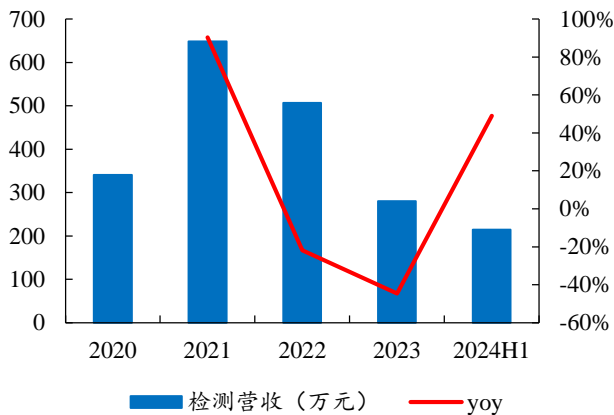
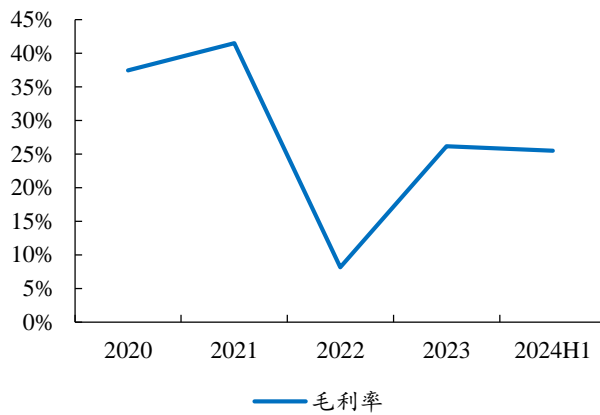


图11：2023 年公司检测毛利率 26.18%



数据来源：Wind、开源证券研究所

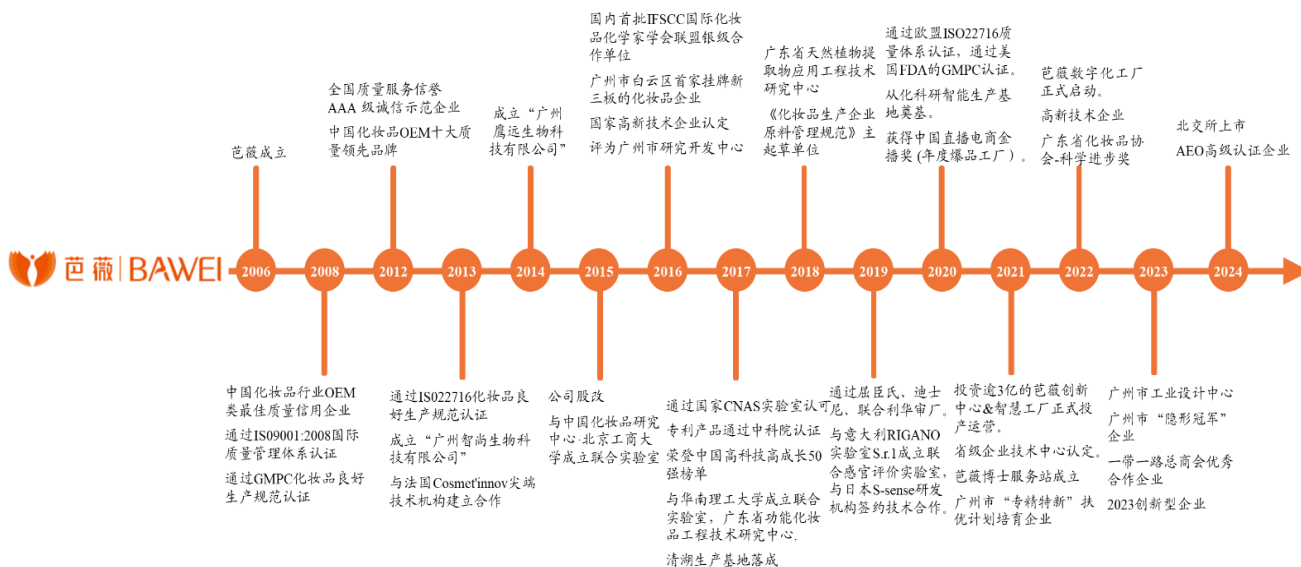
数据来源：Wind、开源证券研究所

## 1.2、发展历程：国内化妆品品牌客户服务领先企业

芭薇股份作为国内化妆品品牌客户服务商领先企业，致力于为品牌商提供策划、设计、研发、生产、品质控制、代订包材、检测备案一体的服务，并形成了领先的研发能力、卓越的检测实力、先进的智能化制造模式。

广东芭薇生物科技股份有限公司成立于2006年，2012年被评为中国化妆品OEM十大质量领先品牌，2016年在新三板挂牌上市，2017年荣登中国高科技高成长50强榜单，2020年获得年度爆品工厂称号。2023年获得广州市“隐形冠军”企业与一带一路总商会优秀合作企业。2024年，公司在北交所上市。

图12：研发技术、智能制造、产品质量认证等多维度提升化妆品生产实力



资料来源：芭薇股份官网、芭薇股份官方公众号、开源证券研究所

成立以来，公司不断从研发技术、智能制造、产品质量认证等多个维度提升化妆品生产实力，取得了GMPC、ISO22716等一系列化妆品生产规范认证，2017年通过国家CNAS实验室认可，2019年通过了屈臣氏、迪士尼、联合利华审厂。2021年芭薇创新中心&智慧工厂正式投产运营。2022年获得广东省化妆品协会-科学进步奖。

**表6：2023年公司被评为广东省专精特新中小企业**

年份	荣誉及认证	授予单位
2018	广东省天然植物提取物应用工程技术研究中心	广东省科学技术厅
2019	广东省创新型企业(试点)	广东省高新技术企业协会
2021	广东省省级企业技术中心	广东省工业和信息化厅
	广东省专精特新中小企业	广东省工业和信息化厅
2023	定制之都示范单位	广州市工业和信息化局
	省级工业设计中心	广州市工业和信息化局

资料来源：公司2023年社会责任报告、开源证券研究所

芭薇股份引入5G智能应用及智能化设备，以新质生产力推动传统模式升级，智能质造推动质量管理变革创新；单线生产线效率较原来提升了1.5倍~2倍，已实现研、检、产、供、销信息化数字化管理，构建和实施了“双数双智”全生命周期质量管理模式，保质保量满足市场大批量快速交付需求。

同时，芭薇股份还启动了AI美妆大模型打造美妆创意产业生态链，实现数据打通，整合研发端数据与检测端数据的并行，带来科研技术、原料创新与功效检测数据的结合，赋能生产提高工作效率。2024年，为进一步深化大数据、人工智能等研究，积极打造具有国际竞争力的美妆数字产业集群，芭薇股份率先布局未来，携手九鑫智能，开启全新的AI智能管理新篇章。

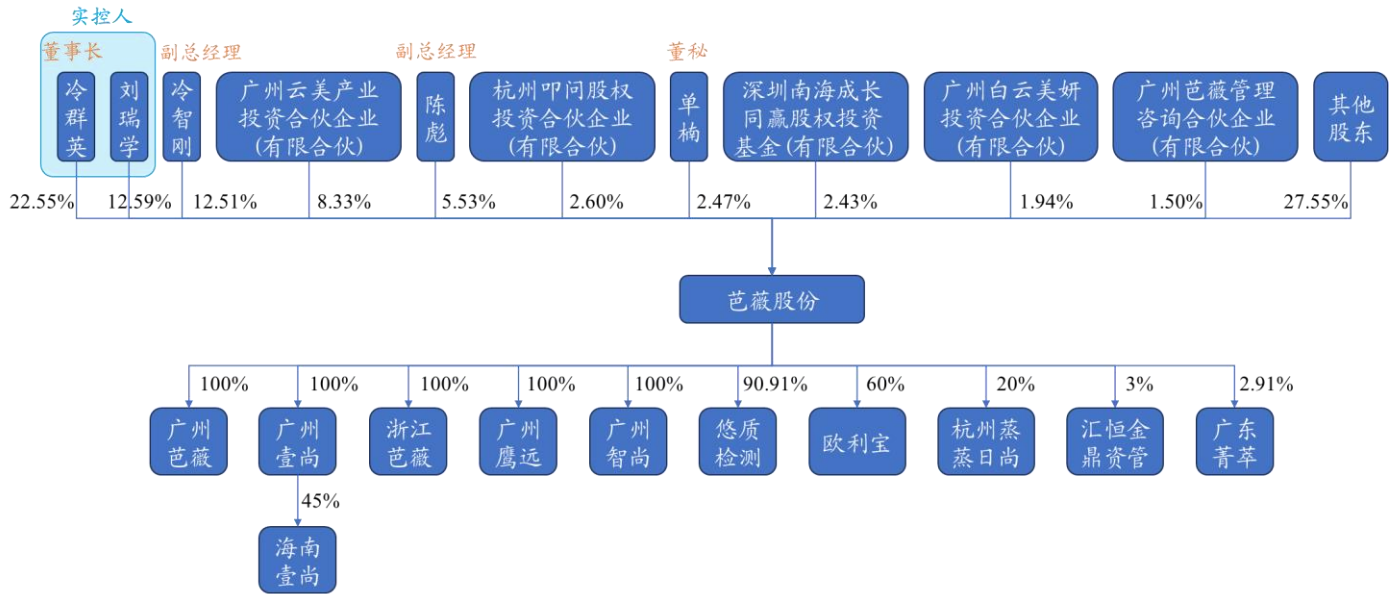
**图13：芭薇股份引入5G智能应用及智能化设备，以新质生产力推动传统模式升级**



资料来源：芭薇股份官网

股权方面，公司实控人为董事长冷群英、刘瑞学。2023年11月1日，冷群英、刘瑞学与冷智刚、单楠、刘瑞杰、白云美妍、芭薇有限合伙签订《一致行动协议》。截至2024年9月30日，冷群英直接持股数量为1935万股，占总股本比例为22.55%；刘瑞学直接持股数量为1080万股，占总股本比例为12.59%。

图14：公司实控人为冷群英、刘瑞学



资料来源：Wind、开源证券研究所（注：股东数据截至2024年9月30日，参控股公司数据截至2024年6月30日）

高管方面，实控人冷群英任公司总经理，陈彪、冷智刚为公司副总经理，都在相关领域深耕多年，经验丰富。

表7：高管团队在行业内深耕多年

职务	姓名	最新持股数(万股)	简历
总经理	冷群英	1935	女，1966年生，本科学历，全国工商联美容化妆品业商会常务理事。1987年至1995年4月，担任湖南长沙市第24中学教师；1995年4月至1995年6月，担任广东省广州市溢香化工研究所品质管理员；1995年6月至1998年，担任华芳烟用香料有限公司客服及业务员；1998年至2003年，担任广州雅高丽化妆品有限公司总经理；2003年至2006年，担任广州宝生堂化妆品有限公司总经理；2006年至今，任职于本公司，现任本公司董事长，法定代表人，总经理，兼任广州智尚生物科技有限公司监事，广州鹰远生物科技有限公司监事。
副总经理	陈彪	474.70	男，1969年10月生。暨南大学工商管理硕士。历任镇泰集团(镇泰广州有限公司，广州镇达玩具厂)高级经理，驻厂负责人，广东丹姿集团有限公司常务副总裁，董事，执行董事，广东君融界资产管理有限公司合伙人，负责人。自2018年7月起担任广东芭薇生物科技股份有限公司副总经理至今。
副总经理	冷智刚	1073.58	男，1971年生，本科学历，注册会计师，注册税务师，会计师。1991年至1995年，担任湖南荧光灯具厂财务经理；1996年至1999年，担任长沙商贸旅游职业技术学院会计专业教师；2000年至2002年，担任湖南天职致信会计师事务所项目经理；2002年至2008年，担任湖南潇湘税务师事务所副所长；2009年至2010年，担任湖南金大地税务师事务所所长；2010年至2014年，担任湖南至信税务师事务所有限公司所长，湖南百业联合会计师事务所所长；2015年8月至今，任本公司副董事长，兼任广州智尚生物科技有限公司执行董事，总经理，法定代表人。同时在外兼任万福生科(湖南)农业开发股份有限公司独立董事，湖南至信税务师事务所法定代表人和所长。
财务总监	夏玲玲	0.00	女，1975年生，本科学历，中国注册会计师，ACCA 特许公认会计师资深会员。1997年至2000年，担任湖南金源大酒店会计；2000年至2003年，担任湖南中信高新会计师事务所审计经理；2004年至2012年，担任道琼斯广告(上海)有限公司财务经理，兼道琼斯咨询(上海)有限公司及美国道琼斯公司上海代表处财务经理；2012年至2015年，担任法国派丽集团铃鹿复合建材上海有限公司财务负责人；2016年至2019年，担任慧科讯业网络科技有限公司

职务	姓名	最新持股数（万股）	简历
董秘	单楠	211.60	中国区高级财务经理；2019年8月至今，担任本公司财务负责人。 男，1993年生，本科学历，已取得由全国中小企业股份转让系统有限责任公司颁发的董事会秘书资格证书。2016年至今，担任广东芭薇生物科技股份有限公司投资发展部主管。

资料来源：Wind、开源证券研究所（数据截至2024年9月30日）

参控股子公司上，截至2024年3月19日，芭薇股份共有13家控股子公司、4家参股公司。

**表8：公司共13家控股子公司，4家参股公司**

子公司名称	成立时间	主要产品或服务	持股
广州鹰远生物科技有限公司	2014年11月5日	化妆品研发服务	芭薇股份持股100%
广东悠质检测技术有限公司	2019年10月15日	化妆品检验检测服务	芭薇股份持股90.91%，深圳蜂巢互联科技有限公司持股9.09%
广州芭薇生物科技有限公司	2017年6月27日	ODM化妆品加工生产，暂未实际开展经营活动	芭薇股份持股100%
广州壹尚生物材料有限公司	2019年9月20日	化妆品原料生产、销售	芭薇股份持股100%
广州智尚生物科技有限公司	2014年2月27日	ODM化妆品加工生产	芭薇股份持股100%
欧利宝（广东）美业科技有限公司	2021年5月10日	海外化妆品零售贸易	芭薇股份持股60%，广州出海通科技有限公司持股25%，深圳安赐恒创企业管理中心（有限合伙）持股15%
浙江芭薇生物科技有限公司	2016年9月28日	ODM化妆品加工生产，暂未实际开展经营活动	芭薇股份持股100%
广州市至扬化妆品有限公司	2022年10月26日	化妆品批发、零售	广州智尚持股51%，广州辰茹生物科技有限公司持股49%
广州玗韵诗化妆品有限公司	2022年11月2日	化妆品批发、零售	广州智尚持股100%
馥诗妮（广州）化妆品有限公司	2022年11月14日	化妆品批发、零售	广州智尚持股100%
广州俏嫩化妆品有限公司	2022年11月2日	化妆品批发	广州智尚持股100%
广州瑟贝缇化妆品有限公司	2022年11月15日	化妆品批发、零售	广州智尚持股100%
鹰远国际生物科技有限公司	2018年1月12日	化妆品境外销售业务对接平台	广州鹰远持股100%
杭州蒸蒸日上品牌管理有限公司	2023年4月18日	品牌管理、品牌运营	北京乐合合文化传媒有限公司持股80%，芭薇股份持股20%
广东菁萃生物科技有限公司	2018年8月8日	纯天然植物表面活性剂的研发和生产	王孔江持股57.8868%，毛勇进持股28.2555%，辛亮持股4.4643%，益邦江仲管理咨询（上海）合伙

子公司名称	成立时间	主要产品或服务	持股
			企业（有限合伙）持股 3.4951%，芭薇股份持股 2.9126%，周霖持股 1.5911%，陈键持股 1.3945%
宿迁汇恒金鼎资产管理合伙企业（有限合伙）	2018 年 12 月 3 日	股权投资	广东丸美生物技术股份有限公司持有 80% 出资份额；北京方圆金鼎投资管理有限公司持有 6% 出资份额并担任执行事务合伙人；陈红克持有 3% 出资份额；陈奕材持有 3% 出资份额；芭薇股份持有 3% 出资份额；姚宝丽持有 2% 出资份额；江小云持有 1% 出资份额；施春萍持有 1% 出资份额；王国章持有 1% 出资份额
海南壹尚生物科技有限公司	2021 年 8 月 12 日	天然植物提取物的生产经营	广州壹尚持股 45%，杨家友持股 35%，吕峰持股 10%，周大凯持股 10%

资料来源：芭薇股份招股说明书、开源证券研究所（数据截至 2024 年 3 月 19 日）

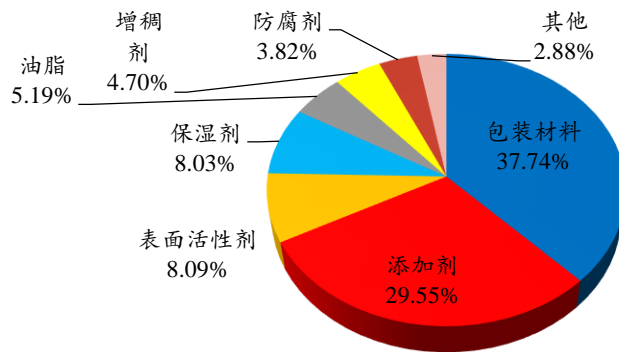
### 1.3、商业模式：营收 97% 以上为 ODM 模式，产能利用率保持 80% 以上

公司的商业模式是为化妆品品牌商提供产品策划、配方研发、规模化生产、功效检测为一体的综合性服务，以配方研发、工艺改进为核心驱动力，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。

新零售时代下，电商渠道发展势头迅猛，许多新锐国产化妆品品牌打破了传统化妆品品牌的运营模式，通过精准营销，迅速打开市场。公司定位为化妆品品牌客户服务商，除了对外输出从新品配方研发到功效检测的全流程服务以外，还能根据品牌方的市场定位及渠道特点，针对目标用户群体的需求画像，定向推介特色配方，与品牌方一起打造“爆款”。

公司产品的主要原材料为通用基质原料和添加剂，原材料主要包括添加剂、保湿剂、表面活性剂、油脂、防腐剂、增稠剂等。公司根据客户的不同营销策略和功效需求，进行配方研发，生产加工非标准化的产品，不同产品所用原材料类别以及原材料用量上存在差异。此外，公司根据客户对产品内包装及外包装的要求，采购瓶子、膜布膜袋、彩盒标贴等包装材料。

占比金额上，包装材料、添加剂为公司主要采购原材料，2022 年的采购额在原材料中占比分别为 37.74%、29.55%。

**图15：包装材料、添加剂为公司主要采购原料（2022年）**


数据来源：芭薇股份招股说明书、开源证券研究所

采购金额占比来看，公司 2022 年、2023H1 前五大供应商年度采购金额占比分别为 27.45%、41.19%，不存在严重依赖于少数供应商的情况。

**表9：公司不存在向单个供应商的采购超过当年采购总额比例的 50%情况**

时间	供应商	采购金额 (万元)	年度采购额 占比 (%)	采购内容
2023H1	广州越锐包装科技有限公司	1167.04	15.09	包装材料
	广州柯源塑料制品有限公司	910.80	11.78	包装材料
	广州市百好博有限公司	393.00	5.08	添加剂、保湿剂、防腐剂、表面活性剂等
	广州森森生物科技有限公司	358.90	4.64	添加剂、保湿剂等
	广州市威顿彩印有限公司	354.57	4.59	包装材料
	合计	3184.31	41.19	
2022	广州越锐包装科技有限公司	2355.62	10.92	包装材料
	广州碧诺生物科技有限公司	950.43	4.41	保湿剂、添加剂、油脂等
	广州市馨妍贸易有限公司	913.41	4.24	添加剂等
	广州市百好博有限公司	866.42	4.02	保湿剂、防腐剂、添加剂、表面活性剂等
	广州森森生物科技有限公司	832.14	3.86	防腐剂、添加剂等
	合计	5918.02	27.45	

资料来源：芭薇股份招股说明书、开源证券研究所

生产上，公司具备规模化生产能力，能够根据品牌商对产品的功效要求，结合功效配方设计，完成工艺控制、规模化生产、产品检测等系列生产环节。公司采取自主生产为主、外协生产为辅的生产模式。公司所生产的产品配方均由公司自主研发完成。

根据产品贴牌的不同，自主生产可分为 ODM 模式及 OBM 模式。ODM 模式下，公司完成料体乳化、灌装及包装等生产工序后，冠以品牌商名称、商标，完成对品牌厂商的产品销售。OBM 模式下，公司使用自有品牌对外销售。公司产品无质量问题不予退货，公司不承担产品终端滞销的风险。

2020-2023H1，公司产能与产量都在逐年上升，产能利用率保持在 80%以上，



2023H1 为 82.41%；同时产量也在逐年上升，2022 年销量达到 9463.76 吨，对应的产销率为 96.17%。

图16: 2023H1 公司产能利用率为 82.41%

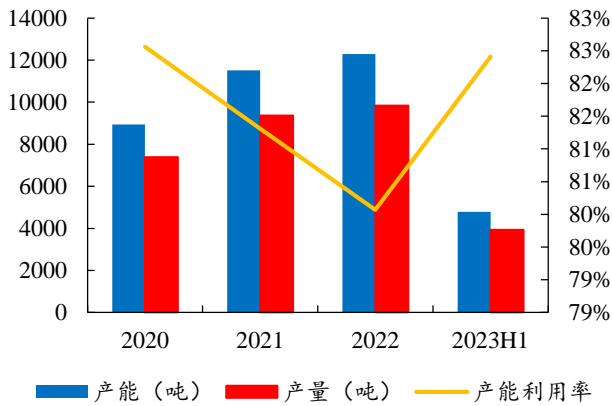
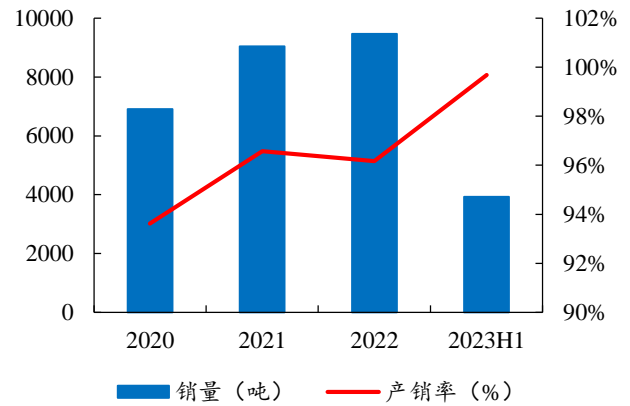


图17: 2023H1 公司产销率为 99.68%



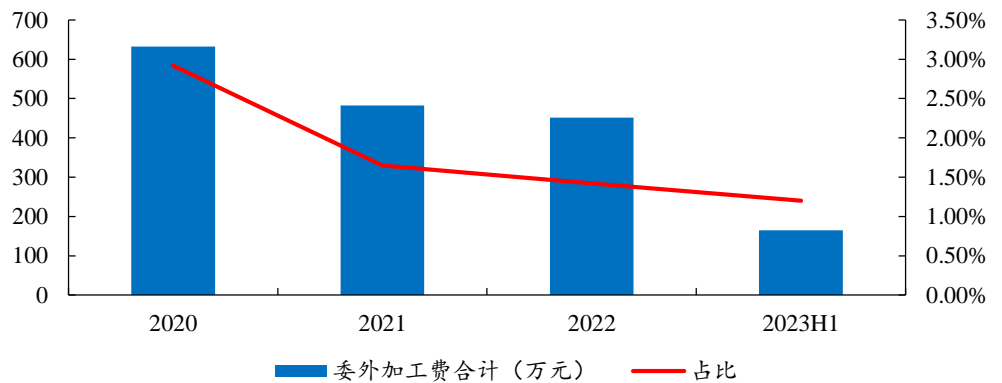
数据来源：芭薇股份招股说明书、开源证券研究所（注：数据以乳化环节产量及销量衡量）

数据来源：芭薇股份招股说明书、开源证券研究所（注：数据以乳化环节产量及销量衡量）

订单履行部根据生产排期及工序重要性，制定外协生产计划，少量包装、叠膜、辐照等流程委外进行加工。

公司委外加工费占主营业务成本的比重在 2020-2023H1 呈现小幅下降趋势，2022 年委外加工费为 451.59 万元，占比为 1.42%。

图18: 2023H1 委外加工费为 165.05 万元，占比为 1.20%



数据来源：芭薇股份招股说明书、开源证券研究所

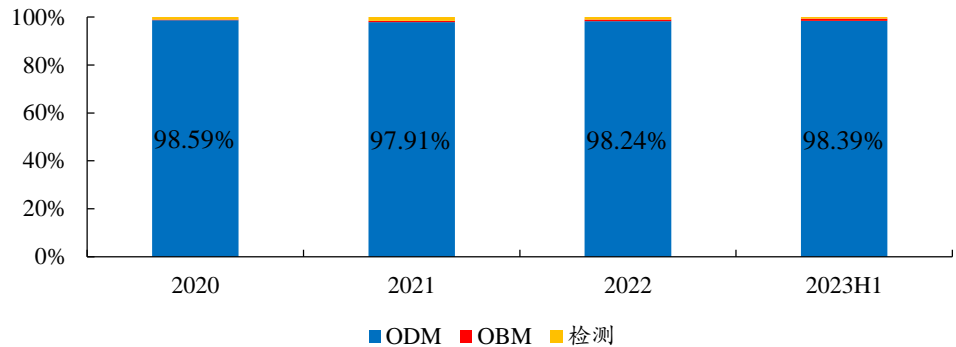
销售方面，公司销售模式为直接销售模式，以线下销售为主。其中，线下销售主要通过行业展会、存量客户转介绍、集中客户拜访等方式开拓市场；线上销售主要通过电商 B2B 平台（阿里国际站）、抖音、TikTok 等渠道进行推广。

ODM 模式下，公司产品直接销售给化妆品品牌商。销售部根据市场产品趋势、客户对产品的功效需求及目标消费群体的画像，结合行业数据、市场调研结果、同行业竞品分析，向化妆品品牌商推介公司的产品服务方案。双方协商一致后，签订框架协议，就配方研发、产品质量、物流运输、订单交付方式、结算方式等方面作出约定。而关于产品型号、规格等具体事项由公司与客户根据实际情况在框架协议条件下另行协商确认，具体产品数量、价格以经双方确认的订单为准。

OBM 模式下，公司对外销售自有品牌产品。

公司以 ODM 模式销售为主，营收占比在 2020-2023H1 期间保持在 97% 以上，OBM 占比略有提升，自 2020 年的 0.32% 提升至 2023H1 的 0.93%。

**图19：公司主要销售模式为 ODM 模式**

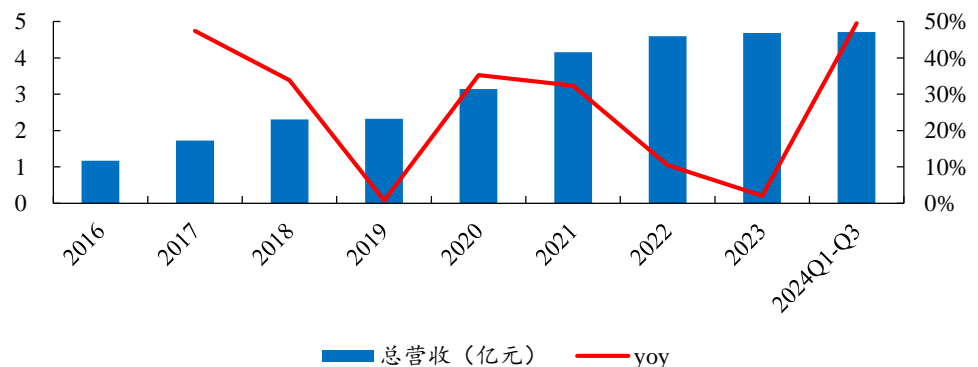


数据来源：芭薇股份招股说明书、开源证券研究所

#### 1.4、财务分析：2023 年营收增至 4.69 亿元，毛、净利率为 33%、9%

公司凭借优质强大的研发实力和快速稳定的生产交付能力，为客户实现终端市场的开拓以及品牌销量的增长，从而实现业绩的稳步增长。营收方面，2018-2023 年公司营业收入均保持较好增长，年复合增长率为 15.24%。2023 年实现营业收入 4.69 亿元，同比增长 2.02%；2024Q1-Q3 公司实现营收 4.71 亿元，同比增长 50%。

**图20：2024Q1-Q3 公司实现营收 4.71 亿元，同比增长 49.50%**



数据来源：Wind、开源证券研究所

利润方面，2023 年公司归母净利润 4,115.92 万元，同比增长 8.20%，2018-2023 年复合增长率为 14.07%。2024Q1-Q3 实现归母净利润 2,905.17 万元，同比下滑 5.70%。毛利率、净利率波动相对较小，近五年内毛利率维持在 30%-35% 区间内。2023 年毛利率、净利率分别为 33.19%、8.85%。

图21：2018-2023 年归母净利润复合增长率 14.07%

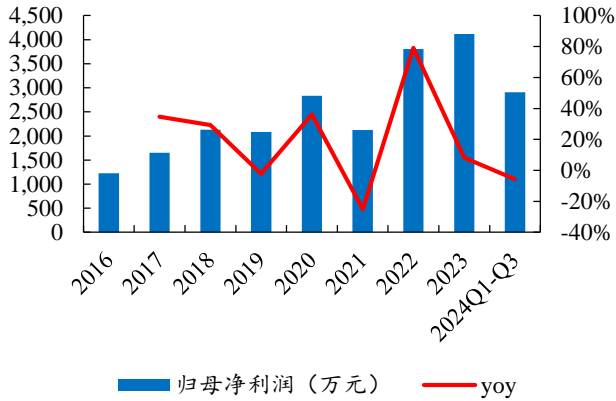
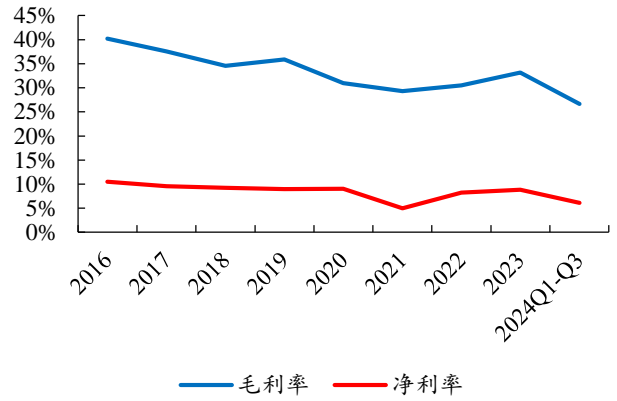


图22：2023 年毛、净利率分别为 33.19%、8.85%

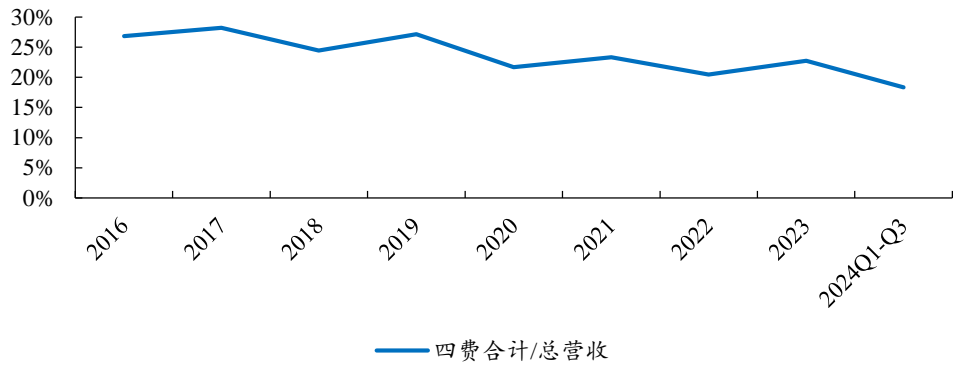


数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

公司整体期间费用率基本保持稳定，2023 年期间费用率为 22.73%。

图23：2023 年公司期间费用率为 22.73%

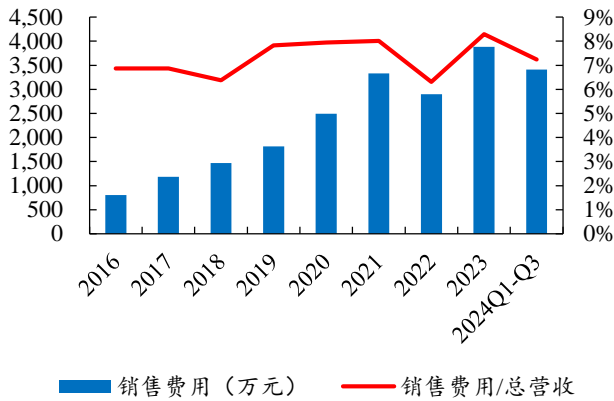


数据来源：Wind、开源证券研究所

公司销售费用基本随着营收增长而增长，销售费用率波动较小，2022 年有小幅下降，2023 年回升至 8.29%。销售费用率 2022 年出现下降，主要因为宏观环境的不利影响，业务人员出差较少，业务差旅费用、展会及宣传费下降，2023 年积极开拓业务，销售费用率有所回升。

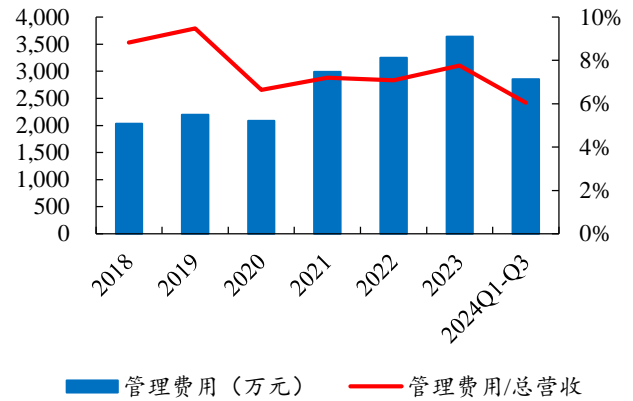
2021-2023 年，公司管理费用逐年上升，管理费用率基本较为稳定，2023 年管理费用率为 7.77%。

图24：2023 年公司销售费用率 8.29%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图25：2023 年公司管理费用率为 7.77%

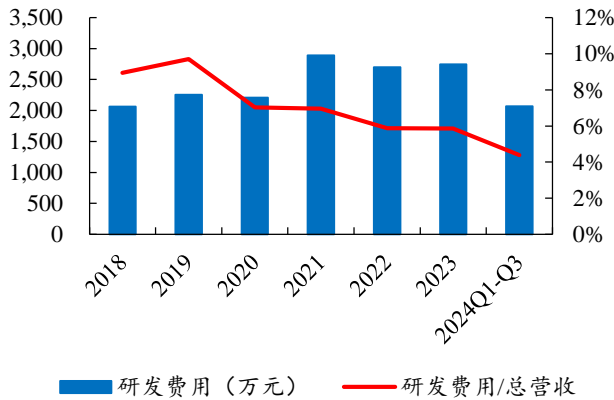


数据来源：Wind、开源证券研究所

公司 2022 年研发费用率呈现下降趋势，一方面由于搬入江高创新工厂租赁费用减少，另一方面由于研发项目聚焦，精简了部分基础研发人员，材料、检测以及咨询费发生额减少，2023 年研发费用率为 5.85%。

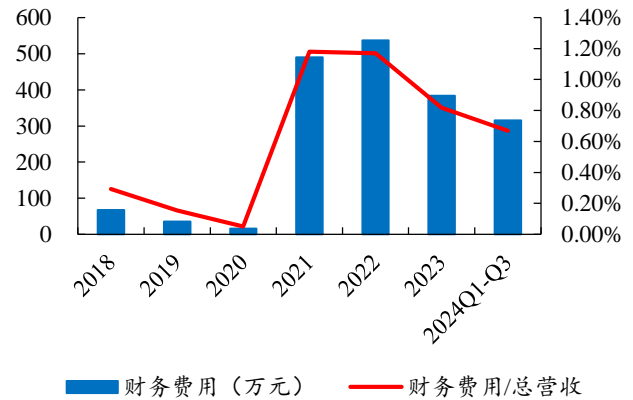
2021 年公司的财务费用率相比于 2020 年的 0.05% 有一定程度增长，达到 1.18%，主要由于公司存在借款利息资本化，存在在建工程转固的情况，因此财务费用比率存在一定的波动。

图26：2023 年公司研发费用率为 5.85%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图27：2023 年公司财务费用率为 0.82%



数据来源：Wind、开源证券研究所

## 2、行业：新兴化妆品品牌推动代工发展，生产企业数量提升

### 2.1、行业解析：大部分化妆品品牌企业选择代工生产

根据《化妆品标识管理规定》定义，化妆品是指作用于人体面部、皮肤、毛发、口腔等人体部位起到清洁、保护、保养和美化作用的日用化学工业品，通常以涂覆、揉擦或喷洒等方式施于人体不同部位，有令人愉快的香气，使容貌整洁，增加魅力。由于化妆品的范围很广，产品丰富多样，化妆品分类方法众多。按照功能不同，行业内通常将化妆品分成护肤品、洗护产品、彩妆、香氛香水及其他这五大类别。

**表10：化妆品分成护肤品、洗护产品、彩妆、香氛香水及其他这五大类别**

化妆品类别	简介	代表产品
护肤品	用于面部皮肤清洁、保养、护理所使用的日用化学产品，起到皮肤清理、防护、滋养的作用。	爽肤水、护肤精华、乳液、防晒霜、美白精华、面霜、眼霜、面膜等
洗护用品	身体清洁和保养，头发的清洁、保养、护理、造型等所使用的日用化学品。	沐浴露、牙膏、洗发水、护发素、护发膜等
彩妆	化妆使用的日用化学产品，用于涂抹、遮盖、修饰妆容，需要后续卸妆和清洁，对皮肤有一定的损害。	BB霜、粉底、粉饼、腮红、眼影、睫毛膏、口红等
香氛香水	喷洒或涂抹于耳后、颈部、手腕等身体局部或衣领袖子等服饰部位，使身体发出香味的日用化学品。	香水、香体液等
其他	除上述以外的日用化学产品或化妆品工具（非化学产品）。	脱毛剂、双眼皮贴、粉刷等

资料来源：芭薇股份招股说明书、开源证券研究所

公司业务属于化妆品制造业，上游主要为化工企业等原材料提供商、包装设计与生产企业，下游为品牌商与渠道商。

#### （1）上游：原材料供应商和包材供应商

化妆品原材料供应商多为化工企业，提供化妆品生产所需的有效成分、表面活性剂、香料香精等基础原料。

化妆品的包装材料多为塑料、玻璃等，高品质的包装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。

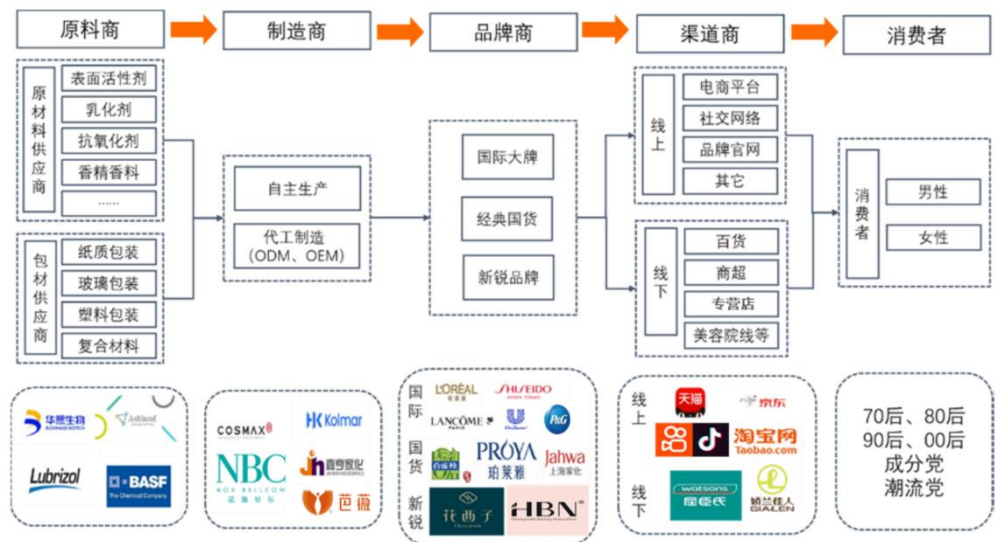
#### （2）中游：化妆品制造商

化妆品制造商是整个产业链体系运营的基础，根据化妆品生产模式不同，化妆品制造商可分为专业的OEM/ODM代工厂商和品牌自主生产商。现阶段，因自建工厂前期投资成本高、设备和研发投入较多，大部分的化妆品品牌企业都选择代工生产厂商完成产品生产制造，知名代工厂商有科丝美诗、诺斯贝尔、嘉亨家化、芭薇股份等。

#### （3）下游：品牌商及渠道商

化妆品行业内品牌端参与者众多，市场发展相对成熟，已存在不少具有广泛知名度的品牌商。由于品牌商掌握化妆品的定价权，盈利水平在产业链中最高。化妆品的销售渠道包括电商、百货、商超、化妆品专营店等。近年来，电子商务发展迅速，消费者逐渐养成线上购买化妆品的习惯。

图28：芭薇股份为处于行业中游的化妆品制造商



资料来源：芭薇股份招股说明书

**品牌商对制造商存在偏好以及一定依赖性。**随着消费者对化妆品安全性、功效性的需求不断迭代升级，打造长盛不衰的“爆款”难度不断提高。对于化妆品品牌商，特别是新兴品牌及初创品牌而言，弱化研发、生产及检测环节的投入，转而以市场营销、品类选择、消费者引流及流量转化为核心的“品牌运营”正逐渐成为化妆品品牌商的经营核心。品牌商对化妆品制造商，特别是具备新品研发、规模化生产、功效检测等系统服务的化妆品制造商，存在更高的偏好及一定程度的依赖性。

## 2.2、行业趋势：化妆品备案监管政策趋严，代工生产行业壁垒提升

化妆品生产通常可分为自主生产和代工生产两种模式，其中，代工生产是由制造方负责生产、提供人力及场地，采购方负责销售的生产方式。化妆品代工企业的发展与下游化妆品消费需求的变化息息相关，20世纪90年代，我国洗护用品市场率先发展起来，带动一批本土洗护用品代工企业的设立；2000年以后，随着我国国民经济的高速发展，我国消费者对护肤品的需求日益提升，诸多本土护肤品代工企业迎来蓬勃发展期；近年来，我国彩妆消费逐步流行，成为推动我国化妆品行业增长的重要品类之一，本土彩妆代工企业逐渐出现。

随着我国化妆品行业迅速发展，行业监管力度也持续加强，近年来国家相关部门颁布的一系列化妆品行业相关的法律法规和政策，不断弥补化妆品行业生产、经营过程中的漏洞。其中，《化妆品监督管理条例》及其配套的《化妆品功效宣称评价规范》《化妆品注册备案资料管理规定》《化妆品生产质量管理规范》等新规通过对原料供应、品牌生产/代工、产品注册/备案、销售及上市后监督等环节进行规范化要求，防控风险、落实责任，为化妆品行业的高质量发展提供良好的环境。作为化妆品生产企业，上述法规政策的出台及变动对公司原材料采购、产品研发、生产和销售等环节均提出了更高的要求。

**表11：近年来化妆品行业监管政策逐渐规范**

法规/政策名称	颁布机构及时间	主要内容
《2023年度中小企业特色产业集群公示名单》	工业和信息化部中小企业局 2023年9月	认定“广东省广州市白云区化妆品产业集群”为中小企业特色产业集群，从提升集群主导产业优势、激发集群创新活力、推进集群数字化升级、加快集群绿色低碳转型、深化集群开放合作等方面，开展重点集群培育工作。
《轻工业稳增长工作方案（2023-2024年）》	工业和信息化部、国家发展改革委、商务部 2023年7月	加强特色植物原料开发创新，加大在食品、化妆品等行业的应用。支持化妆品等行业培育一批中小企业特色产业集群。鼓励现有轻工集群加快发展和优化升级，发展协同制造、精益制造和服务型制造。
《广州市人民政府办公厅关于推动化妆品产业高质量发展的实施意见》	广州市人民政府办公厅 2023年2月	构建“4+6+4”（4个基地、6个商圈、4个关键〔研发、检测、智造、品牌〕）化妆品全产业链高质量发展格局，到2025年，化妆品产值规模达到1500亿元左右，培育年销售收入超过100亿元的领军企业2—3家、超过50亿元的企业5家以上，拥有5个以上知名民族品牌。到2035年，把广州建设成为全球化妆品制造中心、消费中心，成为享誉全球的“国际美湾”。
《化妆品生产质量管理规范检查要点及判定原则》	国家药品监督管理局 2022年10月	规范化妆品生产许可和监督检查工作，指导化妆品注册人、备案人、受托生产企业贯彻执行《化妆品生产质量管理规范》。
《关于正式实施化妆品电子注册证的公告》	国家药品监督管理局 2022年8月	按照《化妆品注册备案管理办法》获准注册的特殊化妆品和化妆品新原料，及获准注册证变更、延续的特殊化妆品，发放电子注册证。
《化妆品生产质量管理规范》	国家药品监督管理局 2022年1月	进一步落实注册人、备案人制度，明确委托方应当建立质量管理体系，设置质量安全负责人，确定对受托生产企业的遴选标准，并对受托生产企业的生产活动进行监督。
《“十四五”国家药品安全及促进高质量发展规划》	国家药品监督管理局 2022年1月	支持产业高质量发展的监管环境更加优化，审评审批制度改革持续深化，制修订药品医疗器械化妆品标准2650项（个），新增指导原则480个。
《中国化妆品行业“十四五”发展规划》	中国香化协会 2021年12月	“十四五”期间行业将凝聚面向化妆品高端制造的化学化工、生命科学、皮肤医学、生物技术、医药工程等多学科、高水平研究队伍进行研发。坚持科技创新，紧盯最新前沿科学技术发展及其在化妆品行业的推广应用，着力强化高质量发展。
《化妆品生产经营监督管理办法》	国家市场监督管理总局 2021年8月	对化妆品生产许可、生产管理、经营管理、监督管理、法律责任等方面均作出明确规定；细化监管制度，创新监管。
《已使用化妆品原料目录（2021年版）》	国家药品监督管理局 2021年4月	《目录》共收录了8965种化妆品原料，未收录的原料成分将不能用于化妆品生产。
《化妆品功效宣称评价规范》	国家药品监督管理局 2021年4月	自2021年5月1日起，化妆品注册人、备案人申请特殊化妆品注册或者进行普通化妆品备案的，应当对化妆品的功效宣称进行评价，并在国家药监局指定的专门网站上传产品功效宣称依据的摘要。
《化妆品注册备案管理办法》	国家市场监督管理总局 2021年1月	对化妆品、化妆品新原料注册和备案的程序、时限和要求进行了明确，细化了注册人、备案人和境内责任人的责任。

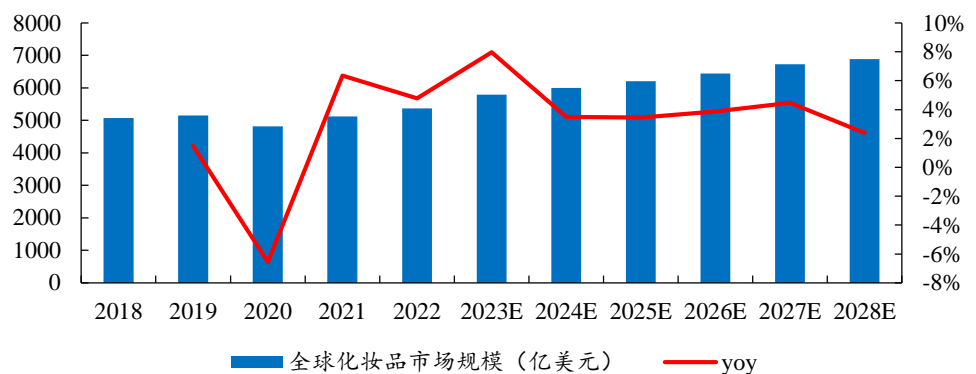
资料来源：芭薇股份招股说明书、开源证券研究所

### 2.3、行业规模：2025 年我国代工规模有望超 600 亿，护肤品为最大品类

伴随经济环境上行以及消费信心提升，全球化妆品市场有望恢复持续增长态势。随着全球经济的快速发展，居民收入水平提高，个人容貌的重视程度不断提升，护肤、彩妆等类别化妆品在消费者群体间的渗透力提升，带动了化妆品行业的发展。如今化妆品行业已经发展成为消费领域的重要组成部分。

根据 Statista 的统计数据，2022 年全球美妆及个护市场规模达到 5365 亿美元。尽管 2020 年行业受疫情等宏观环境不利影响，化妆品市场表现较为低迷，但随着全球经济上行，市场消费信心恢复，行业恢复持续增长态势，预计 **2028 年全球美妆及个护市场规模将有望达到 6888 亿美元**，市场发展空间广阔。

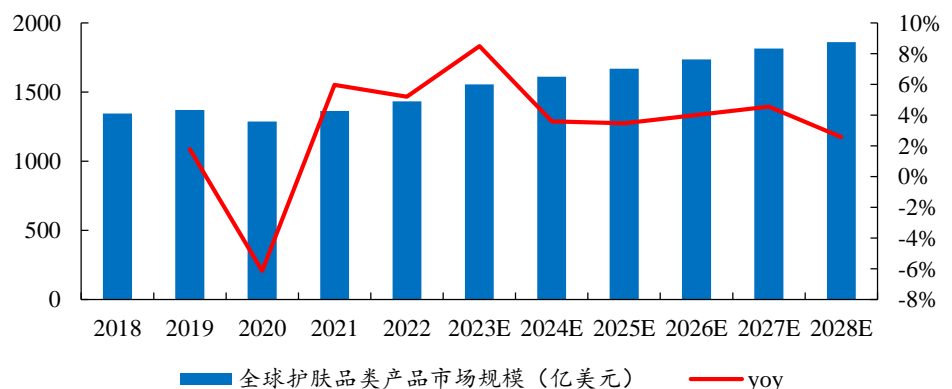
**图29：2028 年全球美妆及个护市场规模将有望达到 6888 亿美元**



数据来源：Statista、芭薇股份招股说明书、开源证券研究所

护肤类产品市场方面，根据 Statista 的统计数据，2022 年全球护肤产品市场规模为 1,435 亿美元，主要参与品牌包括欧莱雅、宝洁、联合利华和资生堂等。近年来，护肤品占比不断增加，根据 Statista 预测，2028 年全球护肤类产品市场规模将增长至 1,862 亿美元，2022-2028 年年均复合增长率实现 4.44%，市场发展空间广阔。

**图30：预计 2028 年全球护肤类产品市场规模将增长至 1,862 亿美元**



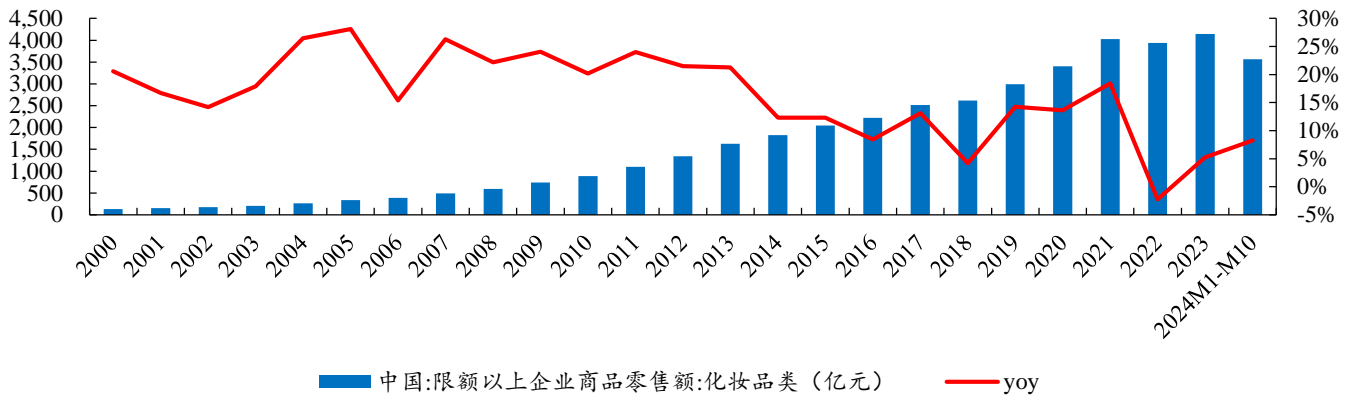
数据来源：Statista、芭薇股份招股说明书、开源证券研究所

近年来，我国国民经济不断发展，人均可支配收入增加，对外在形象要求与认知的提高以及核心消费人群结构变化等一系列因素驱动下，国内化妆品行业近几年来一直保持着稳健的增长。即使在 2020 年宏观环境不利影响冲击下我国限额以上企



业化妆品零售总额规模仍然达到 3,400.20 亿元。2023 年，我国限额以上企业化妆品零售总额达到 4,141.70 亿元，同比增长 5.24%；2024M1-M10 我国限额以上企业化妆品零售总额为 3,563.00 亿元，相比 2023M1-M10 的 3,291.30 亿元同比增长 8.26%。

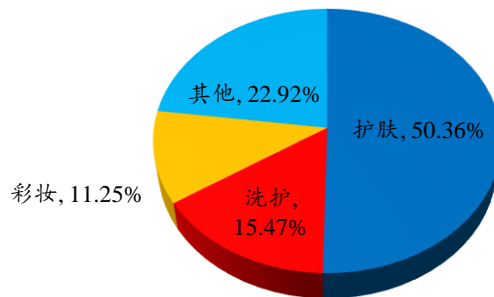
图31：2023 年，我国限额以上企业化妆品零售总额达到 4,141.70 亿元，同比增长 5.24%



数据来源：Wind、国家统计局、开源证券研究所

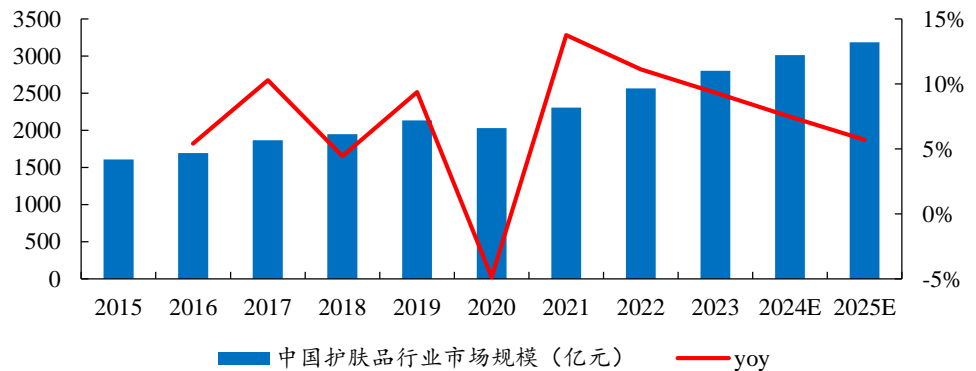
随着年轻消费者对护肤与抗衰老意识进一步加强，消费者对护肤产品的需求日益加大，Euromonitor 数据显示，护肤品是我国化妆品中规模最大的品类，市场份额超过一半。

图32：2021 年护肤品是我国化妆品中规模最大的品类，市场份额过半



数据来源：Euromonitor、芭薇股份招股说明书、开源证券研究所

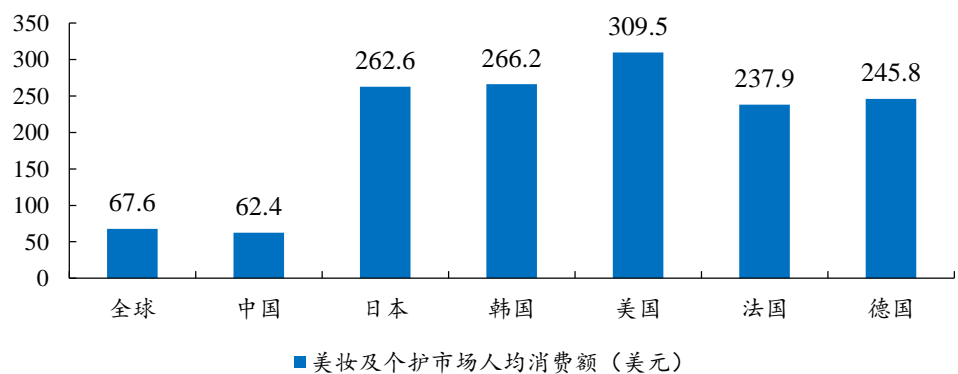
据 Euromonitor 的统计数据显示，2021 年我国护肤品市场规模为 2,938.1 亿元，2015-2021 年护肤品市场的年均复合增长率达到 10.55%，整体保持高速增长态势。艾媒咨询数据显示，2023 年我国护肤类化妆品市场规模为 2804 亿元，预计 2025 年市场规模将有望发展到 3186 亿元。

**图33：2025年我国护肤品市场规模有望达到3186亿元**


数据来源：艾媒咨询、开源证券研究所

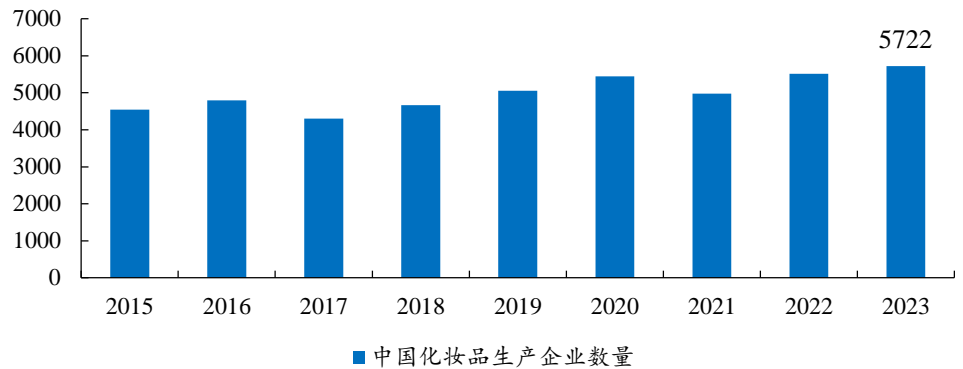
从人均水平上看，目前我国消费者在护肤品领域人均支出仍处于较低的水平。与发达国家相比，我国人均护肤品消费不仅远低于美国、德国等护肤品市场较为成熟的欧美发达国家，也远低于日本、韩国等亚洲邻国。未来随着消费升级以及护肤消费习惯、理念的培育，差距有望不断缩小，市场发展潜力大。

据 Euromonitor 数据，2021 年我国美妆及个护人均消费支出为 62.4 美元，日、韩消费者同为亚洲肤质，人均美妆及个护类消费支出分别是 262.6 美元和 266.2 美元，超过我国的 4 倍。总体看来，护肤品行业还有较大提升空间，随着国内化妆品适用人群、消费频次、消费金额的提升，市场增长潜力较大。

**图34：我国美妆及个护市场人均消费额仍处于较低水平（2021年）**


数据来源：Euromonitor、芭薇股份招股说明书、开源证券研究所

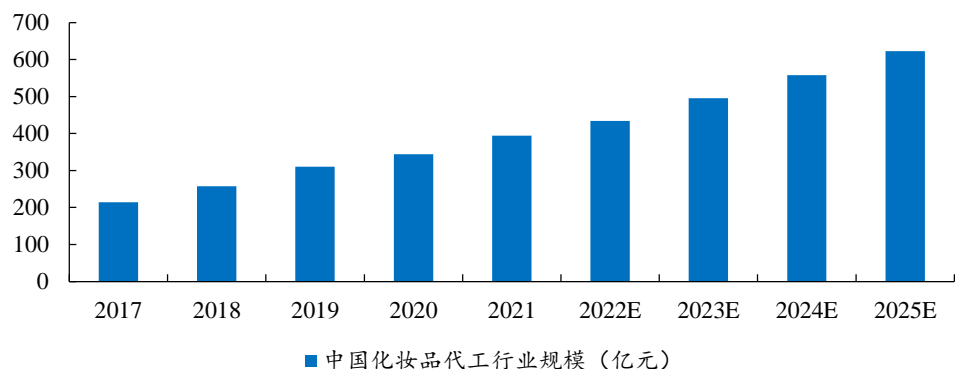
根据药监局统计数据，2015-2023 年，我国化妆品生产企业数量整体保持上涨趋势，2015 年我国化妆品生产企业为 4,542 家，2023 年已增长至 5,722 家。目前，我国化妆品生产环节已经出现一批初具规模的代工企业。在我国经济升级的大背景下，我国消费者对化妆品的需求将不断提高，拉动上游化妆品生产企业数量的增加。

**图35：我国化妆品生产企业数量呈上涨趋势，2023年已经达到5722家（单位：家）**


数据来源：药监局、芭薇股份招股说明书、开源证券研究所

**新兴化妆品牌的涌现推动代工行业市场规模扩大。**伴随消费者消费能力的提升，以及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。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%。未来，随着新兴化妆品品牌产品放量，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。

**图36：2022-2025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**


数据来源：灼识咨询、芭薇股份招股说明书、开源证券研究所

## 2.4、竞争格局：芭薇股份规模成长速度较快，盈利能力相对稳定

结合芭薇股份主营业务内容，我们选取主营业务存在较大相似性且具有一定规模的公司作为芭薇股份的可比公司，包括青松股份（300132.SZ）、嘉亨家化（300955.SZ）、伊斯佳（838858.NQ）、贝泰妮（300957.SZ）、珀莱雅（603605.SH）。

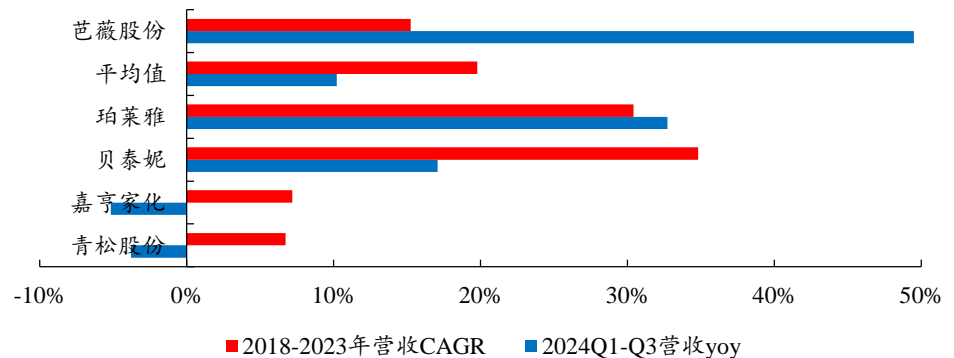
表12：选取青松股份、嘉亨家化、伊斯佳、科玛股份作为可比公司

芭薇股份	青松股份	嘉亨家化	贝泰妮	珀莱雅
主营 化妆品研发、生产、销售及检测业务	面膜、护肤品、湿巾等化妆品的设计、研发与制造	具备化妆品和家庭护理产品的研发、配制、灌装及塑料包装容器设计、制造的一体化综合服务能力	专注于应用纯天然植物活性成分提供温和、专业的皮肤护理产品	专注于化妆品的研发、生产和销售。公司产品侧重于大众护肤品，营销网络重点布局国内二三线城市。
产 品 种 类	护肤、面膜、洗护、彩妆	面膜、护肤品、湿巾等	护肤、洗护、香水等	护肤品、彩妆、清洁洗护、香薰等

资料来源：芭薇股份招股说明书、芭薇股份一轮问询的回复、各个公司官网、Wind、开源证券研究所

**经营规模仍有成长空间，芭薇股份成长性优于同行业可比公司。**目前芭薇股份在经营规模、资金实力、营销资源等方面尚弱于同行业龙头公司，但作为水乳膏霜类护肤品的 ODM 龙头，2022 年在同业公司业绩多数下滑的情况下保持逆势增长，体现出芭薇股份在护肤品代工领域的强劲实力。2018-2023 年营收年复合增长率来看，芭薇股份与可比公司均值水平较为相近，达到 15.24%；2024Q1-Q3 营收上，芭薇股份、珀莱雅增长速度最快，同比增长率分别达到 49.50%、32.72%。

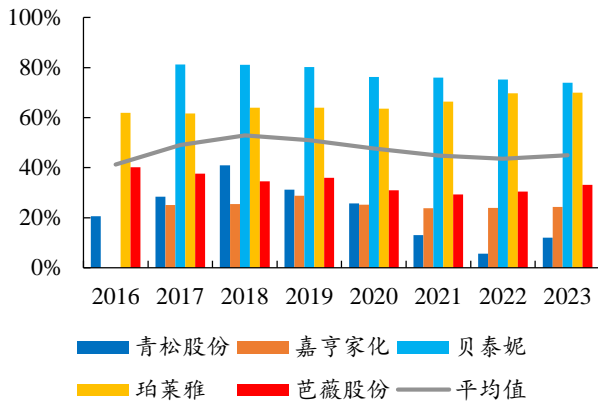
图37：芭薇股份 2024Q1-Q3 营收增速位列第一



数据来源：Wind、开源证券研究所

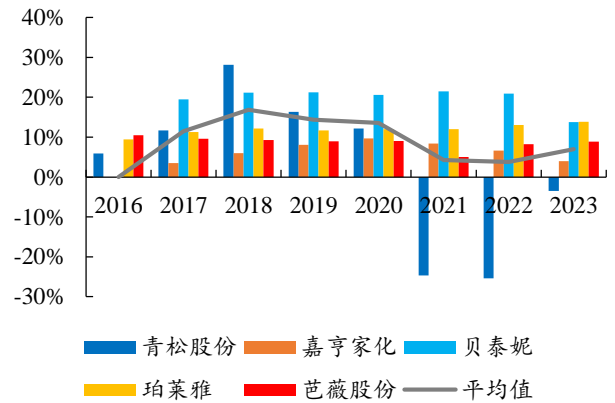
**盈利能力优于行业龙头。**青松股份由于扩产成本较大，且新增产能无法快速释放并形成规模效益，毛利率大幅降低；贝泰妮与珀莱雅自有品牌与渠道因此毛利率相对较高；芭薇股份毛利率水平优于青松股份和嘉亨家化。

图38: 芭薇股份毛利率水平优于青松股份与嘉亨家化



数据来源: Wind、开源证券研究所

图39: 芭薇股份净利率较为稳定

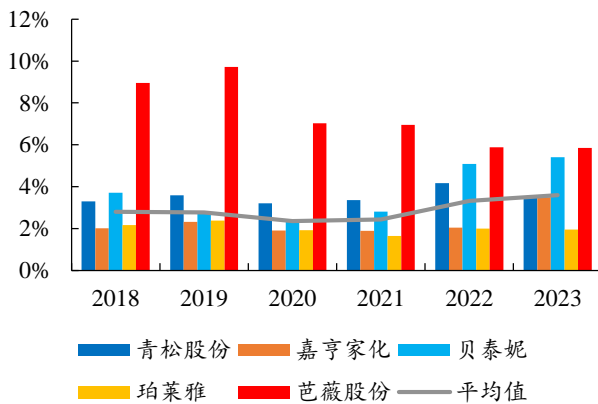


数据来源: Wind、开源证券研究所

研发投入位于可比公司中前列。公司研发费用率位列可比公司中第一。

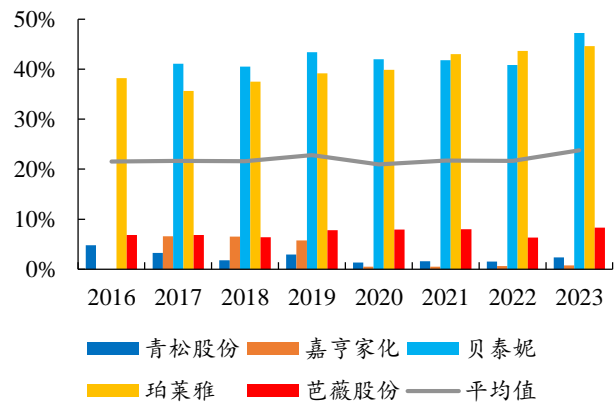
销售费用率方面，珀莱雅、贝泰妮为可比公司中较高水平，芭薇股份销售模式与二者有一定差异，销售费用率相对较低。可比公司中嘉亨家化、青松股份的销售费用率比较低，主要原因是服务的客户相对稳定，持续的获客成本较低，因此销售费用率较低。

图40: 芭薇股份研发费用率位列第一



数据来源: Wind、开源证券研究所

图41: 芭薇股份销售费用率低于可比公司均值

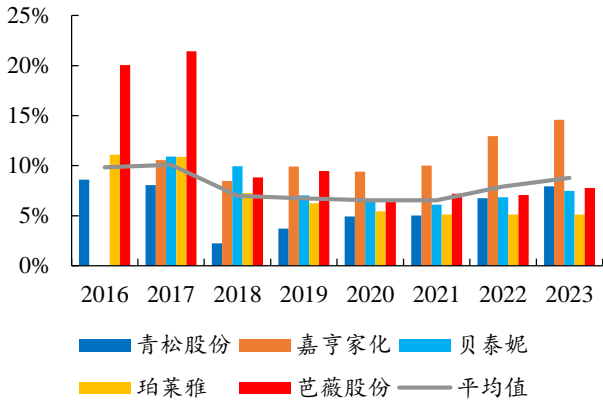


数据来源: Wind、开源证券研究所

芭薇股份管理费用率与可比公司均值相近。芭薇股份的主营业务为化妆品 ODM 业务，业务上与青松股份的可比性相对较强；同时公司目前处于成长期，管理半径相对可控，管理费用规模未大幅度增长。

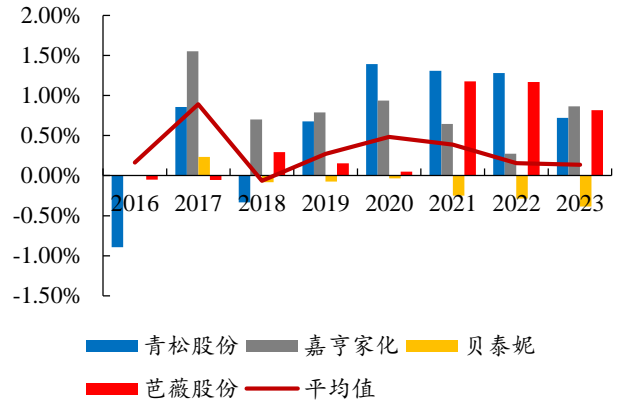
因芭薇股份存在借款利息资本化，近年存在在建工程转固的情况，因此财务费用比率存在一定的波动。

图42: 芭薇股份管理费用率与可比公司均值相近



数据来源: Wind、开源证券研究所

图43: 芭薇股份的财务费用率存在一定波动



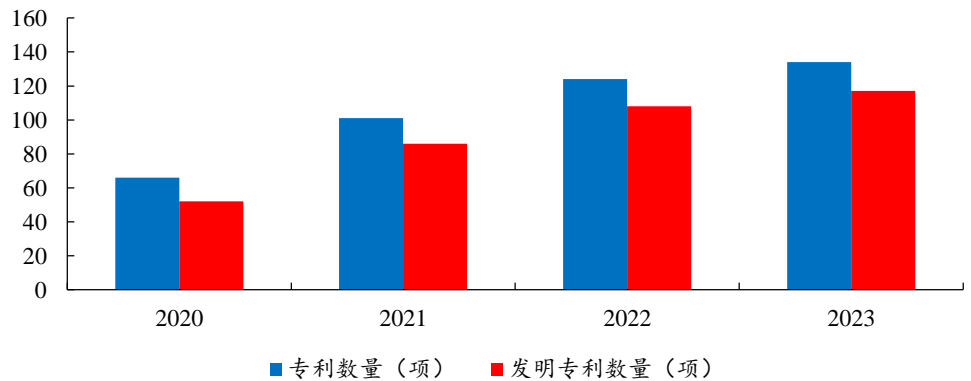
数据来源: Wind、开源证券研究所

### 3、亮点: 检验检测内部化, 客户为国内外知名化妆品品牌

#### 3.1、技术优势: 134 项专利, 产品备案 13230 款, 数量领先同行业公司

在特色产品方面, 传统 ODM 模式下, 化妆品制造商向品牌方提供的特色产品主要来源于其自身在工艺、配方细分领域的比较优势。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 12 月 31 日, 公司拥有 134 项专利, 其中 117 项发明专利; 截至 2023 年 6 月 30 日, 公司拥有 28 个化妆品原料专利, 均为发明专利。

图44: 截至 2023 年 12 月 31 日, 公司拥有专利 134 项, 发明专利 117 项



数据来源: 公司各年年度报告、开源证券研究所

核心技术方面, 公司共拥有 7 项核心技术, 具有一定先进性。

表13: 公司共拥有 7 项核心技术

核心技术	解析	技术来源	所处阶段	先进性
功效活性物可视微囊稳定包裹制备技术	一种可视化微囊包裹技术, 将带亲油支链的丙烯酸酯交联聚合物加入中等极性的油脂中, 使丙烯酸酯交联聚合物以均匀细微反胶束的形式分散在	集成创新	大批量生产阶段	利用该技术制备的粒子有更好的稳定性, 不易受高离子强度物质破坏, 利用微凝珠技术可明显提升载药量和包封率, 提升了活性物受环境

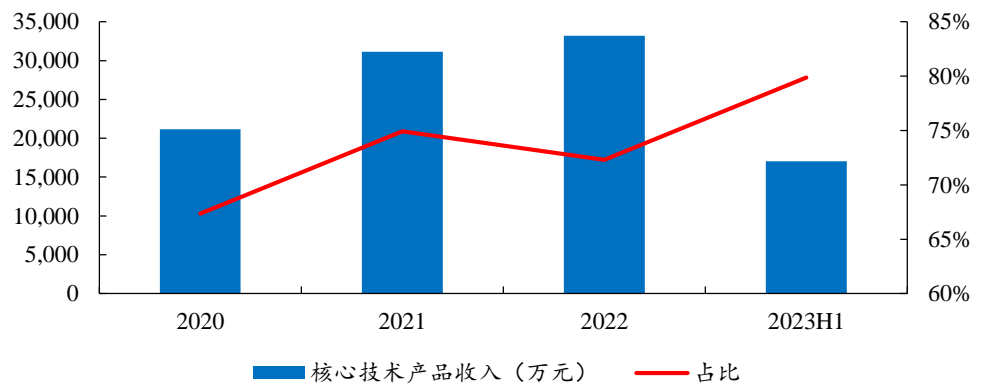
核心技术	解析	技术来源	所处阶段	先进性
	油脂中；将中低极性油脂与高级脂肪醇加热溶解均匀，制备成产品所需凝固点的赋形剂；将赋形剂与活化好的两亲性聚合物混合均匀，加入活性成分，在设置的温度和搅拌速度作用下，制备成稳定的可视化包裹粒子。			条件影响的稳定性；此外，该技术制备操作简便，设备精简，能够有效降低生产成本。
新型小粒径低能耗 D 相乳化制备技术	一种新型乳化方法，将非离子表面活性剂和多元醇以特定比例混合，充分分散均匀形成均一的相（即，D 相）；在搅拌条件下，将亲肤的油脂滴加入 D 相，形成均匀的凝胶相（即，O/D，由 D 相包裹油脂）；通过加入去离子水稀释凝胶，控制物料的温度、降温速度、搅拌速度，均质得到粒子细小的纳米乳液（即 O/W，由水相包裹油脂）。	引进消化吸收再创新	大批量生产阶段	是一种通过利用内能制备乳化体的方法，操作简单，能耗较低，能够高效制备得到粒径小、分布窄的乳液颗粒，并可乳化极性低、表面张力小、水溶性差的油脂，在化妆品领域有较好的应用前景
多功能安全稳定的液晶乳化制备技术	通过将乳化剂和去离子水制备出曲率接近于 0 的液晶相（即，LC 相）。再将油相均匀分散至液晶相中，形成表面张力更低的液晶包油相（即，O/LC，由液晶相包裹油脂）。最后仅需要较低的乳化剪切力，便将液晶包油相分散到水相中，得到一个均匀的液晶乳液。	引进消化吸收再创新	大批量生产阶段	液晶结构乳液具备更好的稳定性；其乳液所含 50% 的水被包裹在液晶包裹层结构中，不易蒸发，从而达到了延长水合作用的效果；控制活性成分缓释，将化妆品中的敏感活性成分包裹起来，控制这些物质与皮肤的直接接触，减少高浓度的活性成分对皮肤的刺激，起到缓释的作用；促进活性成分的渗透吸收，角质细胞间隙的类脂双分子层也是一种典型的液晶结构，根据相似相溶，含液晶结构的化妆品和普通结构的化妆品相比较，能吸附于皮肤的角质层，更能促进活性成分的渗透。
一种刺激性低的双连续卸妆产品制备技术	将特定非离子表面活性剂、液态油脂、水溶性溶剂等组合物，通过调节温度、搅拌速度的设定，使所有成分均匀地混合，得到具有连续水相和油相的组合物（即，双连续相）。将特定的活性剂/添加剂加入至双连续相中，得到双连续相结构的微乳液。	引进消化吸收再创新	小批量生产阶段	双层连续结构中的油相，可以溶解油溶性的彩妆，涂抹在皮肤上可以让彩妆“浮出”；双层连续结构界面上有大量的亲水表面活性剂和亲油表面活性剂，加水乳化后，可以轻松用水将彩妆洗去；双层连续结构的卸妆产品含水量比传统卸妆油少得多（多元醇+乳化剂），直接用水就能冲洗干净，不需要再用洗面奶做二次清洁，洗后肤感滋润不油腻，不紧绷。
一种包载活性物的新型乳化制备技术	采用两步乳化法进行乳液制备，即先用亲水性乳化剂、内油相和水相均匀混合在一起，在高剪切力分散乳化机中，形成初乳相（水相包裹油相的型态，即 O/W 型）。随后将该初乳相加至含有亲油性乳化剂的油相中，制得具有多个包裹层（即，O/W/O 型）的多重乳状液。	引进消化吸收再创新	大批量生产阶段	多重乳液对活性物进行包裹后，内部活性物需要透过两层包裹层才能得到释放，对活性物具有良好的保护与缓释作用；三个包裹层之间分隔不同的活性物质，防止活性物之间相互影响，增加了活性成分的稳定性，降低了刺激性，提高产品安全性。
一种双层、特殊肤感和强功效护肤产品开发的方法及应用	按照特定配方，将润肤剂在乳化锅中混合搅拌均匀，得到第一层混合物；根据第一层混合物的配方，选择与其匹配的保湿剂、乳化剂、氯化钠等原料加入乳化锅中，设置特定的温度、压强，得到第二混合物；将双层混合物均质、搅拌，即得到双层、特殊肤感和强功效的护肤产品。	引进消化吸收再创新	大批量生产阶段	乳液上下分层，界面清晰，在摇晃使用后下层液体能够在较短时间内恢复至透明状态，给消费者独特的感观体验；同时具有化妆水和乳液的使用感，粘度低、水润感强；通过添加多种强功效的植物提取物，可以兼具功效增加用途。
一种具有保	通过两步法进行配方制备，第一步将包含胶态硫、	引进消化	大批量生	使用上述技术制备得到的清洁类产品温和安

核心技术	解析	技术来源	所处阶段	先进性
湿、控油、舒缓等护肤功效的清洁类产品的开发方法	摩洛哥熔岩土、去离子水等护肤成分原料，按照特定的配方比例，在特定的温度、压强、搅拌速度下，制备成具有较强稳定性的带粒子组合物；第二步根据清洁类产品的基础配方，加入适当比例的粒子组合物及去离子水，加热、搅拌、均质，得到具有护肤功效的清洁类产品。	吸收再创新	产阶段全	同时具备清洁及护肤功效，符合消费者对安全、高效、经济等追求。

资料来源：芭薇股份招股说明书、芭薇股份一轮问询的回复、开源证券研究所

2020年以来，核心技术产品收入在营收中占比呈上升趋势，2023H1核心技术产品营收达到1.70亿元，占比达到79.87%。

**图45：2023H1核心技术产品营收达到1.70亿元，占比达到79.87%**



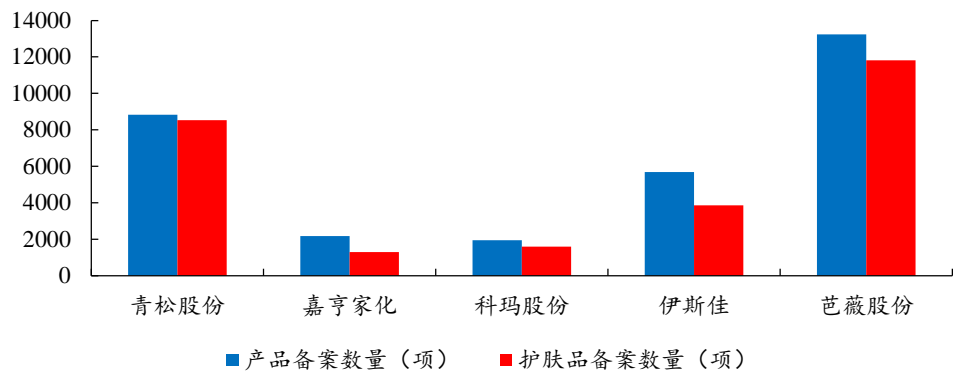
数据来源：芭薇股份招股说明书、开源证券研究所

根据芭薇股份招股说明书披露，公司自主研发的化妆品配方超6,000项，根据美业颜究院的数据，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，涵盖抗衰、保湿、控油、舒缓等主流化妆品功效。持续的研发投入及技术积累，使公司具备一定的技术研发优势。公司能够根据客户的产品需求，在现有配方库中挑选基础配方进行二次调配，即可提供多个产品提案供客户选择，大大缩短产品研发周期。在产品更新迭代速度快的化妆品行业，技术研发领域的沉淀已经成为公司的核心竞争优势之一。

**芭薇股份发明专利与产品备案数量领先同业公司。**根据美业颜究院的数据，截至2023年6月30日，公司生产的化妆品产品备案13230款，其中，护肤品备案11820款，涵盖抗衰、保湿、控油、舒缓等主流化妆品功效。



图46：芭薇股份发明专利与产品备案数量领先同业公司



数据来源：芭薇股份一轮问询的回复、开源证券研究所（数据截至 2023 年 6 月 30 日）

2022 年，广东芭薇生物科技股份有限公司与暨南大学达成合作，通过技术共享、平台互通，深研化妆品新原料开发和应用，助力提升公司在研发端和产品端的核心竞争力。

2023 年，“广东芭薇生物科技股份有限公司&中国中医科学院中医药科技合作中心护肤研究联合实验室”在北京中国中医科学院中医药科技合作中心正式揭牌。

图47：芭薇股份&中国中医科学院中医药科技合作中心护肤研究联合实验室”揭牌



资料来源：公司 2023 年社会责任报告

### 3.2、检测优势：功效评价内部化缩短上市备案周期，检测项目 1100+项

在新品上市方面，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。公司通过将功效评价内部化，能够缩短新品上市备案周期，助力品牌方打造“爆款”。

子公司悠质检测拥有化妆品检测仪器设备 200 多台/套，产品检测包含化妆品、化学原料、香精香料、洗涤消杀类、包装材料及制品 5 大类，能够对外出具第三方检测报告。目前，悠质检测具备检验检测能力，拥有 CNAS 国家实验室认可委员会实验室认可证书、CMA 广东省市监局检验检测机构资质认定证书、化妆品注册备案检验机构资质（含特殊化妆品人体功效检验检测）。

**表14：公司具备对外开展检验检测业务的能力，化妆品检测资质更加全面**

	CNAS 国家实验室认可委员会实验室认可证书	CMA 检验检测机构资质认定证书	化妆品注册备案检验机构资质
青松股份	×	×	×
嘉亨家化	×	×	×
科玛股份	×	×	×
伊斯佳	√	×	×
芭薇股份	√	√	√

资料来源：芭薇股份一轮问询的回复、开源证券研究所

目前悠质的检测项目超过 1100 项，包括人体功效测试，感观评价，鸡胚试验，鱼胚试验，细胞试验，禁限用物质测试、微生物测试、包材测试等项目，涵盖的产品类别包括化妆品包材、化妆品原料、化妆品成品、消毒产品以及化妆品注册备案检验等。

**图48：悠质的检测项目超 1100 项**

法规资讯	法规培训、法规咨询
化妆品注册备案	风险评估、备案检验、文案审核
安全性评价	人体皮肤斑贴、人体试用试验、消费者调研
鸡胚试验	眼刺激性
细胞试验	舒缓、抗敏、紧致、修护、控油、美白、急性毒性、光毒性、致突变性
鱼胚试验	急性毒性、刺激性、美白、舒缓、保湿
常规微生物	菌落总数、霉菌和酵母菌、金黄色葡萄球菌、铜绿假单胞菌、耐热大肠菌群、防腐挑战
消毒产品	抑菌率、杀灭试验、大肠杆菌(含中和剂鉴定)、真菌杀灭试验、细菌定量杀灭试验、乙醇有效成分、消毒产品有效期
重金属	Hg汞, As砷、Pb铅、Cd镉
α-羟基酸	葡萄糖酸、酒石酸、羟基乙酸、苹果酸、乳酸、柠檬酸、2-羟基丁酸、扁桃酸、二苯乙醇酸、羟基辛酸
抗生素	盐酸美满霉素、甲硝唑、二水士霉素、盐酸四环素、盐酸金霉素、盐酸多西环素、氯霉素
去屑剂	吡硫鎂锌、酮康唑、氯咪巴唑、吡罗克酮乙醇胺盐
防晒剂	苯基苯并咪唑磺酸、二苯酮-4和二苯酮-5、对氨基苯甲酸、二苯酮-3、对甲氧基肉桂酸 异戊酯、4-甲基苄基亚樟脑、PABA乙基己酯、丁基甲氧基二苯甲酰基甲烷、奥克立林、甲氧基肉桂酸乙基己酯、水杨酸乙基己酯、胡莫柳酯、乙基己基三嗪酮、亚甲基双-苯并三嗪基四甲基丁基酚、双-乙基己氧苯酚甲氧苯基三嗪、二苯酮-2、二乙氧基苯甲酰基苯甲酸己酯、二乙基己基丁酰基三嗪酮、亚苄基樟脑磺酸、氧化锌、二氧化钛
性激素	雌二醇、雌酮、己烯雌酚、雌二醇、睾酮、甲睾酮、黄体酮
其他禁限用物质	二噁烷、甲醇、甲醛、二甘醇、氢醌、苯酚、防腐剂含量
内容物指标	pH值、水分、粘度、密度、折光指数、总固体含量、总有效物、泡沫高度、净含量、酸值、过氧化值、皂化值、阴离子活性物含量等
包装材料测试	边压强度测试、密封性测试、光老化测试、表面装饰附着力、疲劳测试、启喷测试、残余量测试、部件分离力及扭力、不干胶粘性、耐人工汗液、吸水倍率、熔接牢度测试、耐热测试、耐寒测试、耐高低温、光照测试、失重测试、恒温振荡测试、整箱振荡测试、跌落测试
感官评价	单独测试、对比测试、三角测试、排序测试
其他	防晒指数SPF值测试(机测法).....

资料来源：芭薇股份官网

### 3.3、客户优势：合作联合利华、仁和匠心、丸美等 1000+家化妆品品牌

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。

图49：公司累计为 1000 多个化妆品品牌提供产品及服务

		因为靠谱 所以信任 <b>芭薇服务</b> 国际国内知名品牌					

资料来源：芭薇股份招股说明书

凭借产品质量优势，获得诸多下游头部品牌商的青睐。公司坚持以品质为出发点，品牌客户超过 1000 个，其中包括：联合利华、韩国谜尚、丸美股份、拉芳家化、梵蜜琳、HBN、娇兰佳人、阿芙精油、凌博士、仁和匠心、朵拉朵尚等，与品牌客户的合作案例均收获了消费者良好反响。2020 年获得中国直播电商金播奖——年度爆品工厂称号。

图50：凭借产品质量优势，获得诸多下游头部品牌商的青睐



资料来源：芭薇股份官网

**主要客户合作关系稳定，营收占比逐年提升。**截至2023年6月末，公司合作主要客户共计17家，其中13家与公司合作年限超过3年，8家合作年限超过5年，与公司合作关系较为稳定，是公司主营业务收入的重要来源。2023年公司前五大客户合计营收达2.88亿元，营收占比61.55%。

**表15：2023年公司前五大客户合计营收达2.88亿元，营收占比61.55%**

年度	客户名称	销售金额（万元）	销售占比（%）
2023年	客户一	9,876.19	21.07
	客户二	7,099.17	15.15
	客户三	6,923.61	14.77
	客户四	3,526.05	7.52
	客户五	1,422.98	3.04
	合计	28,847.99	61.55
2022年	仁和集团	8,660.17	18.85
	广州蜚美网络技术有限公司	6,455.08	14.05
	深圳市护家科技有限公司	6,366.91	13.86
	山东朵拉朵尚生物科技有限公司	2,700.10	5.88
	联合利华(中国)有限公司	1,644.92	3.58
	合计	25,827.18	56.22

资料来源：Wind、开源证券研究所

### 3.4、募投项目：智能生产车间大幅扩产，订单储备情况良好

公司2024年3月29日在北交所上市，募集资金净额为4172.10万元，将全部用于智能生产车间建设项目、研发中心建设项目、补充流动资金项目。

**表16：募投资金拟用于智能生产车间、研发中心建设等项目**

序号	项目	项目总投资（万元）	拟投入募集资金金额（万元）
1	智能生产车间建设项目	6,095.41	1,943.61
2	研发中心建设项目	4,912.02	1,215.54
3	补充流动资金项目	2,000.00	1,012.95
	合计	13,007.43	4,172.10

资料来源：公司公告、开源证券研究所

**智能生产车间大幅扩产，以匹配在手订单储备。**募投项目“智能生产车间建设项目”建设期2年，对现有的化妆品产品进行产能扩充。2022年，公司总乳化环节产能1.23万吨，产能利用率80.07%，扩产9544.64吨，扩产比例77.66%，其中护肤品（除面膜）2022年产能9616.12吨，扩产6300吨，扩产比例65.51%。

**表17：智能生产车间建设项目扩产计划**

产品类型	扩产数量（kg）	现有产能（kg）	扩产比例（%）
护肤品（除面膜）	6300000	9616120	65.51
面膜	1097600	1549600	70.83
洗护	2147040	946400	226.86

产品类型	扩产数量 (kg)	现有产能 (kg)	扩产比例 (%)
彩妆及其他	-	178800	-
合计	9544640	12290920	77.66

数据来源：芭薇股份一轮问询的回复、开源证券研究所（所列产能数据为乳化环节产能数据，现有产能以 2022 年年度产能计算）

公司持续开拓品牌客户，订单储备情况良好，产能扩张具有足够订单支撑。

**表18：公司持续开拓品牌客户**

序号	客户名称	客户简介	接洽情况
1	厦门海尼生物科技有限公司	合作品牌：BUV、海洋诗韵等近 20 个 美妆品牌 主要渠道：抖音、淘系、京东、拼多多、快手等线上渠道	公司于 2023 年 6 月开始接洽客户，首款产品为经处于产品送检阶段。BUV 叶绿素洗面奶，目前已
2	娅缇克兰（上海）国际贸易有限公司	合作品牌：亚缇克兰 主要渠道：线下渠道，淘系	公司于 2023 年 5 月开始接洽客户，首款产品亚缇克兰莹润凝肌套盒（亚缇克兰莹润凝肌按摩膏亚缇克兰莹润凝肌面膜），目前处于产品备案阶段。
3	合肥弘文生物科技有限公司	合作品牌：娇润泉 主要渠道：抖音直播（知名抖音网红“疯狂小杨哥”）	2023 年 7 月开始接洽客户，首款产品为酵萃平衡安肌精华水，目前处于配方调整阶段。
4	杭州欧乐萌科技有限公司	合作品牌：欧诗漫下属儿童品牌 主要渠道：线上+线下。	2023 年 6 月份开始接洽客户，客户目前需求产品有：儿童洗发水，儿童涂抹面膜，儿童滋养油霜等。
5	广州慕可生物科技有限公司	合作品牌：KONO、WIS、IRY 主要渠道：线下门店，淘系、京东、拼多多、抖音等线上渠道	2023 年 6 月开始接洽客户，产品需求量 465 万支，已完成产品报价，待客户内部测试后确认产品配方。
6	NTS GRADIENT LTD	合作品牌：meine liebe、leo& lucy、urban formula、influence beauty 等俄罗斯品牌 主要渠道：全球分销渠道	2023 年 3 月参加意大利博洛尼亚展会开始接触，目前，已经完成客户验厂。产品需求包括：柠檬唇部磨砂膏、三色妆前乳、粉底液以及唇釉产品。其中，唇部磨砂膏以及三色妆前乳已经取得配方认可，进行包材测试。
7	广州希音国际进出口有限公司	合作品牌：SHEIN 主要渠道：跨境电商平台	2022 年 12 月开始接洽客户，主要产品为唇部磨砂膏，已完成产品报价，待客户内部测试后确认产品配方。
8	悦江（广州）日用品有限公司	合作品牌：ZA 主要渠道：线下门店，淘系、京东、拼多多、抖音等线上渠道	2023 年年初开始接洽客户，目前开发了款粉底（国内），4 款粉底（国外），已完成了首批产品销售。
9	广州市巧美化妆品有限公司	合作品牌：温碧泉、薇弗（法国）、巧茜妮国品、儿初宝、维贝尔 主要渠道：线下门店，淘系、京东、拼多多、抖音等线上渠道	2023 年 5 月开始接洽客户，首款产品为气垫，目前已经完成产品销售。
10	广州澳梓美生物科技有限公司	合作品牌：VEIBAO 荟宝 主要渠道：线下门店，淘系、京东、拼多多、抖音等线上渠道	2023 年 4 月开始接洽客户，主要产品包括：祛痘系列（祛痘膏、调理露）、水光莹润面膜、酵素系列水乳精华霜眼霜等。目前已完成祛痘系列产品销售。

资料来源：公司第一轮问询函回复、开源证券研究所

## 4、估值与对比

芭薇股份深耕化妆品代工领域近二十年，已经形成领先的研发能力、卓越的检测实力、先进的智能化制造模式，成为国内顶尖的全品类、全流程的化妆品品牌客户服务商。同时，新兴化妆品牌的涌现以及下游美妆个护需求的增长必将为化妆品代工行业带来良好的发展前景。化妆品强监管背景下，品牌商对具备新品研发、规模化生产、功效检测等系统性服务商产生偏好及依赖性，也有望助推行业集中度的进一步提升。公司作为护肤品 ODM 领域细分龙头，未来成长性与盈利能力相比同业均具有优势，因此公司相比可比公司的估值溢价具备一定合理性。我们预计公司 2024 年-2026 年的归母净利润为 0.45/0.61/0.79 亿元，EPS 为 0.53/0.71/0.93 元/股，对应当前股价的 PE 分别为 36.1/26.7/20.6 倍，首次覆盖给予“增持”评级。

表19：可比公司 PE TTM 均值为 66X

公司名称	股票代码	收盘价 (元/股)	市值 (亿元)	PE TTM	EPS (元/股)			PE		
					2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
300132.SZ	青松股份	5.43	28.05	102.67	0.11	0.25	0.32	49.6	21.5	16.8
300955.SZ	嘉亨家化	16.34	16.47	101.74						
300957.SZ	贝泰妮	50.19	212.60	35.89	1.97	2.44	2.99	25.4	20.6	16.8
603605.SH	珀莱雅	93.65	371.09	25.64	3.95	4.94	5.98	23.7	19.0	15.7
	<b>均值</b>	41.40	157.05	66.49	2.01	2.54	3.10	32.9	20.3	16.4
	<b>中值</b>	33.27	120.33	68.82	1.97	2.44	2.99	25.4	20.6	16.8
837023.BJ	芭薇股份	19.01	16.31	41.39	0.53	0.71	0.93	36.1	26.7	20.6

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：收盘价截至 2024 年 12 月 2 日，青松股份盈利预测数据来自 Wind 一致预测，贝泰妮、珀莱雅盈利预测数据来自开源证券研究所）

## 5、风险提示

行业竞争加剧风险、爆品营销经营稳定风险、原材料价格波动风险。

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	214	210	312	293	400
现金	78	30	42	50	60
应收票据及应收账款	52	59	85	92	116
其他应收款	5	5	9	7	12
预付账款	2	2	3	3	4
存货	57	52	111	77	145
其他流动资产	20	63	63	63	63
<b>非流动资产</b>	410	453	539	588	659
长期投资	3	4	5	6	7
固定资产	249	308	388	442	515
无形资产	35	35	33	32	30
其他非流动资产	123	107	113	109	107
<b>资产总计</b>	624	663	851	880	1059
<b>流动负债</b>	172	200	309	312	447
短期借款	10	10	31	72	144
应付票据及应付账款	81	88	146	113	145
其他流动负债	81	102	132	128	159
<b>非流动负债</b>	135	133	130	116	104
长期借款	109	105	102	89	77
其他非流动负债	27	27	27	27	27
<b>负债合计</b>	307	333	439	428	551
少数股东权益	3	3	3	2	2
股本	77	77	86	86	86
资本公积	160	163	207	207	207
留存收益	90	100	119	142	174
<b>归属母公司股东权益</b>	314	327	410	450	507
<b>负债和股东权益</b>	624	663	851	880	1059

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	95	92	62	81	80
净利润	38	41	45	61	79
折旧摊销	20	20	28	34	38
财务费用	5	4	1	0	4
投资损失	-1	-1	-1	-1	-1
营运资金变动	17	13	-12	-14	-40
其他经营现金流	15	14	0	1	1
<b>投资活动现金流</b>	-83	-97	-113	-82	-108
资本支出	70	46	113	82	108
长期投资	-2	-4	-1	-1	-1
其他投资现金流	-11	-48	1	1	1
<b>筹资活动现金流</b>	-76	-42	42	-33	-34
短期借款	-48	-0	21	41	72
长期借款	-5	-4	-3	-14	-12
普通股增加	0	0	9	0	0
资本公积增加	3	3	44	0	0
其他筹资现金流	-25	-42	-29	-60	-94
<b>现金净增加额</b>	-64	-48	-9	-33	-62

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	459	469	657	778	933
营业成本	319	313	469	544	644
营业税金及附加	5	5	6	7	9
营业费用	29	39	53	62	73
管理费用	33	36	46	58	67
研发费用	27	27	39	47	58
财务费用	5	4	1	0	4
资产减值损失	-6	-7	0	0	0
其他收益	3	7	3	4	4
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	1	1	1	1	1
资产处置收益	1	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	39	44	47	63	83
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	1	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	39	44	47	63	83
所得税	1	3	2	2	4
<b>净利润</b>	38	41	45	61	79
少数股东损益	-0	0	-0	-0	-0
<b>归属母公司净利润</b>	38	41	45	61	79
EBITDA	64	72	79	102	128
EPS(元)	0.44	0.48	0.53	0.71	0.93

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	10.5	2.0	40.1	18.5	19.9
营业利润(%)	83.9	12.9	6.2	34.1	31.1
归属于母公司净利润(%)	79.0	8.2	9.7	35.1	30.1
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	30.5	33.2	28.6	30.1	31.0
净利率(%)	8.3	8.8	6.9	7.8	8.5
ROE(%)	11.9	12.6	10.9	13.4	15.5
ROIC(%)	9.6	10.2	8.4	10.1	11.3
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	49.3	50.2	51.5	48.7	52.0
净负债比率(%)	18.4	33.6	30.3	32.6	39.6
流动比率	1.2	1.0	1.0	0.9	0.9
速动比率	0.9	0.7	0.6	0.7	0.5
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.7	0.7	0.9	0.9	1.0
应收账款周转率	9.8	8.4	9.1	8.8	9.0
应付账款周转率	5.3	3.7	4.0	4.2	5.0
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.44	0.48	0.53	0.71	0.93
每股经营现金流(最新摊薄)	1.10	1.07	0.72	0.95	0.93
每股净资产(最新摊薄)	3.65	3.81	4.78	5.24	5.90
<b>估值比率</b>					
P/E	42.9	39.6	36.1	26.7	20.6
P/B	5.2	5.0	4.0	3.6	3.2
EV/EBITDA	26.3	23.6	21.7	16.9	13.9

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

### 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

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作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	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	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。



## 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”）的机构或个人客户（以下简称“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，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

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。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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

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。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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