

2026 年 07 月 27 日

珈凯生物（920165.BJ）：中国化妆品功效原料 Top5，合作珀莱雅、华熙生物、福瑞达等

——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

车欣航（分析师）

chexinhang@kysec.cn

证书编号：S0790525050001

● 珈凯生物：化妆品功效原料专精特新，合作珀莱雅、华熙生物、福瑞达等

珈凯生物是聚焦化妆品功效原料领域的高新技术企业，核心从事相关产品的研发、生产与销售，产品覆盖舒缓、祛斑美白、保湿、抗皱等多类护肤功效，广泛应用于各类化妆品终端产品。公司产品主要分为绿色天然原料与合成原料两大品类，2025 年营收占比分别为 65.68%、34.31%。经营模式上，公司以自产产品为主、代工产品为辅，2025 年自产产品收入占比 74.89%；销售采用“终端客户为主导，贸易商、经销商为补充”的模式，同时形成境内外协同布局，境内收入占比 78.15%。业绩层面，公司营收保持稳步增长，2025 年总营收 2.63 亿元，同比增长 8.34%，归母净利润 6626.93 万元，同比增长 16.38%；2026Q1 延续增长态势，营收 0.75 亿元、归母净利润 1930.33 万元，同比分别增长 20.21%、34.32%。

● 化妆品及原料行业整体保持稳步扩容态势，国货品牌竞争力持续提升

根据《化妆品原料行业发展情况分析》数据，2024 年全球美妆及个护市场规模达 6430 亿美元，预计 2030 年增至 7878 亿美元；根据国家统计局的数据，我国化妆品零售销售规模（限额以上单位商品零售额）从 2017 年 2514 亿元增长至 2025 年 4653 亿元，复合增长率 8%，2030 年有望达 6914 亿元。细分赛道中，根据《化妆品原料行业发展情况分析》数据，护肤品 2023 年国内市场规模 2818 亿元，预计 2028 年达 3525 亿元，复合增长率 4.58%。对应上游化妆品原料市场同步稳健增长，根据《中国化妆品原料发展新路径思考》数据，2023 年全球化妆品原料销售额 3500 亿元，预计 2030 年增至 4200 亿元，年复合增长率 3.6%；根据《化妆品原料行业发展情况分析》的数据，2023 年国内化妆品活性原料市场规模 141 亿元，预计 2028 年达到 176 亿元。行业结构持续优化，国货品牌竞争力持续提升，根据青眼情报数据，2025 年国货化妆品市场占比升至 57.0%，连续三年超越外资品牌，同时国内化妆品出口规模逐年递增，行业国际化进程稳步推进。此外，市场对绿色天然、生物发酵类功效原料需求持续提升，叠加政策鼓励特色植物资源原料创新，为细分原料赛道带来稳定增长空间。

● 国内功效原料市场地位稳居前五，新品珈妍净等已实现市场化落地

珈凯生物具备扎实的研发创新、产品结构、客户资源及成长潜力，核心竞争优势突出。研发层面，公司搭建“植物提取平台”、“生物发酵平台”、“AI 赋能平台”、“人造细胞平台”和“3D 皮肤平台”等技术平台，2025 年研发费用 1936.47 万元，研发费用率 7.37%，累计拥有 66 项专利权，含 33 项发明专利及 1 项境外专利，获评上海市专精特新中小企业，国内功效原料市场地位稳居前五。产品层面，悦肤宁、植物舒敏剂、维生素 C 乙基醚等核心单品营收贡献突出，新品珈妍净等已实现市场化落地，形成新的业绩增长点。客户资源方面，公司深度绑定珀莱雅、华熙生物、福瑞达等多家头部国货美妆企业，客户质量优质且粘性较强。此外，公司募投的功能性植物提取物项目落地后，将进一步扩充高端原料产能，项目经济效益可观，为公司长期业绩增长提供坚实支撑。

● **风险提示：**市场竞争加剧风险、原材料价格波动风险、新股上市破发风险。

相关研究报告

《北交所首单小额快速定增收官——海能技术 4 月跑通全流程，后续 15 家蓄势待发——北交所策略专题报告》-2026.7.26

《北交所高估值出清+回购潮+改革加速，高性价比底部配置窗口开启——北交所策略专题报告》-2026.7.26

《北交所钛工业产业链：海绵钛产能全球领先，出口高端化提速，3D 打印、具身智能等多赛道催生钛合金新增量——北交所行业主题报告》-2026.7.26

目 录

1、 珈凯生物：国内功效原料 Top5，合作珀莱雅、林清轩等.....	4
1.1、 公司发展：聚焦化妆品功效原料，产品广泛用于护肤、面膜、洗护	4
1.2、 产品梳理：主要为化妆品功效原料，绿色天然原料产品营收占比 66%.....	5
1.2.1、 绿色天然原料产品：2025 年营收 1.73 亿元，毛利率 78.13%.....	6
1.2.2、 合成产品：2025 年营收 9012 万元，毛利率 36.91%.....	8
1.3、 商业模式：重视营销网络体系的建设，2025 年境内营收占比 78.15%.....	10
1.4、 财务分析：2025 年营收 2.63 亿元，归母净利润 6627 万元.....	13
1.5、 竞争优势：中国化妆品功效原料市场 Top5，核心优质客户数量增加	15
2、 化妆品功效原料行业	18
2.1、 化妆品功效由具有不同功效的活性原料复配实现.....	18
2.2、 2024 年全球美妆及个护市场 6430 亿美元，我国化妆品国际化迈进	20
2.3、 2028 年我国化妆品活性原料市场有望达 176 亿元，植物提取占四成	23
2.4、 化妆品市场处于个性化消费提升阶段，国货份额持续提升	25
2.5、 竞争格局：珈凯生物成长性表现较好.....	27
3、 募投项目：年产 50 吨功能性植物提取物项目	29
4、 估值与对比	29
5、 风险提示	29

图表目录

图 1： 珈凯生物始终聚焦化妆品功效原料领域.....	4
图 2： 公司主要产品为绿色天然原料产品与合成产品	6
图 3： 公司绿色天然原料产品 2025 年实现营收 1.73 亿元，同比增长 12.59%.....	6
图 4： 2025 年，公司销售绿色天然原料产品 315.55 吨.....	7
图 5： 2025 年，公司绿色天然原料销售单价 546.74 元/KG.....	7
图 6： 2025 年绿色天然原料中营收占比较高的为悦肤宁、植物舒敏剂、积雪草苷等	7
图 7： 2025 年，公司绿色天然原料产品毛利率为 78.13%	8
图 8： 公司合成产品 2025 年实现营收 9011.78 万元，同比增长 1.41%.....	8
图 9： 2025 年公司合成产品销量 718.99 吨.....	9
图 10： 2025 年公司合成产品销售单价 125.34 元/KG.....	9
图 11： 生物发酵品包括 β -葡聚糖、青春酵母、腺苷等	9
图 12： 化学合成品包括 VC 乙基醚、VC 四异棕榈酸酯等.....	9
图 13： 2025 年，公司合成产品毛利率为 36.91%	10
图 14： 2025 年公司自产产品收入 1.97 亿元，占主营收比例为 74.89%（万元）	11
图 15： 2025 年，终端客户收入是公司主营收的主要来源（万元）	11
图 16： 2025 年，公司境内收入 2.05 亿元，占主营收比例 78.15%	13
图 17： 2025 年，公司营收 2.63 亿元，同比增长 8.34%	14
图 18： 2025 年归母净利润 6,626.93 万元，同比+16.38%.....	14
图 19： 2025 年，毛利率、净利率分别为 63.99%、25.23%.....	14
图 20： 2025 年，公司期间费用率为 35.23%	14
图 21： 2025 年，公司销售费用率为 16.12%	15
图 22： 2025 年，公司管理费用率为 11.69%	15

图 23: 2025 年, 公司财务费用率为 0.04%	15
图 24: 2025 年, 公司研发费用率为 7.37%	15
图 25: 公司的产品及服务获得了国内外客户的充分认可	16
图 26: 护肤品、彩妆及洗护品为我国化妆品消费结构的主要构成部分	18
图 27: 化妆品产业链	19
图 28: 2024 年全球美妆及个护市场规模达到 6,430 亿美元, 并将持续保持增长	20
图 29: 我国限额以上单位化妆品零售额从 2017 年 2,514 亿元增至 2025 年 4,653 亿元	21
图 30: 2026 年, 1-4 月限额以上单位化妆品零售额达 1542 亿元, 同比增长 5.6%	21
图 31: 2023 年中国护肤市场规模为 2,818 亿元	22
图 32: 2025 年中国化妆品进口金额 162 亿美元	22
图 33: 2025 年中国化妆品出口金额 78 亿美元	22
图 34: 2023 年, 全球化妆品原料销售额达到 3,500 亿元	23
图 35: 2023 年中国化妆品活性原料市场规模约为 141 亿元	23
图 36: 化妆品活性原料实现路径占比	24
图 37: 中国化妆品植物提取原料的市场规模有望在 2028 年增至 83.28 亿元	25
图 38: 中国化妆品生物发酵原料的市场规模有望在 2028 年增至 46.27 亿元	25
图 39: 国货品牌已连续三年市场份额超过外资品牌	26
图 40: 专业品牌五大维度能力	26
图 41: 珈凯生物 2022-2025 年营收 CAGR 位列第三, 2026Q1 营收 YOY 位列第二	28
图 42: 珈凯生物毛利率水平与可比公司均值接近	28
图 43: 2026Q1, 归母净利润同比增速最高的为珈凯生物	28
表 1: 公司共 6 家全资控股子公司	4
表 2: 公司具有代表性的产品	5
表 3: 2025 年, 公司向前五大供应商的采购额合计 3547.96 万元, 占比 51.32%	10
表 4: 2025 年, 公司向前五大客户的销售额合计 7106.14 万元, 占比 27.05%	11
表 5: 公司自产产品前十名客户	12
表 6: 公司代工产品前十名客户	12
表 7: 针对国内市场, 公司正积极与全球知名化妆品集团在华的生产企业建立联系并推进合作	17
表 8: 在国际市场拓展上, 公司已与多家知名海外品牌建立联系或正式开展合作	17
表 9: 按活性原料主要功效划分, 化妆品活性原料分类	19
表 10: 不同原料实现途径的对比	24
表 11: 公司所属同行业可比公司为: 锦波生物、华熙生物、科思股份、辉文生物、维琪科技等	27
表 12: 同行业可比公司的 PE2025 均值为 36X	29

1、珈凯生物：国内功效原料 Top5，合作珀莱雅、林清轩等

1.1、公司发展：聚焦化妆品功效原料，产品广泛用于护肤、面膜、洗护

珈凯生物是一家专业从事化妆品功效原料的研发、生产及销售的高新技术企业。自成立以来，公司以技术研发为核心，产品创新为驱动，始终聚焦化妆品功效原料领域。公司生产的化妆品功效原料全面覆盖舒缓、祛斑美白、保湿、修护、抗皱以及控油、祛痘等领域，被广泛用于护肤类、面膜类以及洗护类化妆品等终端产品。

图1：珈凯生物始终聚焦化妆品功效原料领域



资料来源：公司官网、开源证券研究所

公司共 6 家全资控股子公司，其中珈凯生物医药（湖州）有限公司为公司本次发行股份募集资金投资项目年产 50 吨功能性植物提取物项目的实施主体。

表1：公司共 6 家全资控股子公司

控股子公司	成立时间	业务关系	持股
上海珈叶实业有限公司	2012	销售平台	100%
北京珈叶生物科技有限公司	2015	销售平台	100%
广州珈叶生物科技有限公司	2015	销售平台	100%
上海珈蓓生物科技有限公司	2010	无实际经营业务	100%
安柯贝（上海）生物科技有限公司	2020	尚未实际经营	100%

控股子公司	成立时间	业务关系	持股
珈凯生物医药（湖州）有限公司	2025	本次发行股份募集	100%
		资金投资项目年产	
		50 吨功能性植物提	
		取物项目的实施主	
		体，尚未实际经营	

资料来源：公司招股书、开源证券研究所

1.2、产品梳理:主要为化妆品功效原料,绿色天然原料产品营收占比 66%

化妆品功效原料指专门针对某种或几种皮肤问题，具有活性功效的化妆品原料，一般对皮肤有特定的护理作用。公司的主要产品为化妆品功效原料，具体来看，包括悦肤宁、植物舒敏剂、积雪草苷、维生素 C 乙基醚、β-葡聚糖、七叶树提取物等具有代表性的产品，能够实现舒缓、修护、祛斑美白、保湿、抗皱以及控油、祛痘等方面的功效。

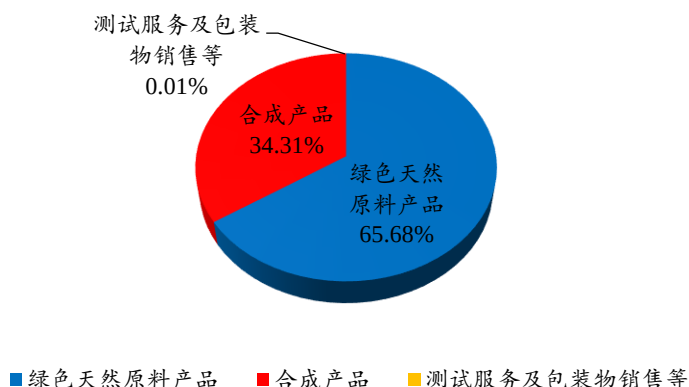
在不断夯实现有产品优势的同时，公司将持续拓宽现有产品使用广度，并依托公司扎实的前瞻性研发功底，结合市场终端需求，加快新品开发及转化速度，如珈妍净、密源植萃、智妍润等新品的推出，为下游客户提供了更多功效原料的选择，也为公司带来了新的业务增长点。

表2：公司具有代表性的产品

产品名称	产品特点及功效
悦肤宁	是一种针对性缓解皮肤不适感（刺痛、瘙痒、灼烧等）的天然植物原料。采用创新生物活性跟踪技术以及专利提取工艺，从个青皮中提取蕴含多种活性黄酮和生物碱类成分，可有效抑制 TRPV1 激活，进而减少钙离子等内流，缓解敏感皮肤因受刺激而出现的不适感。
植物舒敏剂	是一种专门针对皮肤受到外界刺激产生发红等问题的功效原料，蕴含苦参、胀果甘草和黄芩三种舒缓植物活性成分，能有效抑制“炎症因子”的产生，抑制血管性高反应，保护皮肤免受外界损伤。
积雪草苷	是从积雪草全草中获得的高纯度提取物，主要活性成分为羟基积雪草苷，具有舒缓、修护、抗皱等功效。
维生素 C 乙基醚	是一款具有较好稳定性的维生素 C 衍生物。它具有两亲性（亲水性和亲油性）的特点，能够更为有效发挥生物学效应，是祛斑美白化妆品领域的重要功效原料。
β-葡聚糖	是从裂褶菌子实体、菌丝体或发酵液中直接提取出来的水溶性多糖，具备良好的舒缓性能；同时它能够有效提升皮肤角质层水分含量，具有保湿等功效。
七叶树提取物	主要活性成分为七叶皂苷。它能促进皮肤微循环、抵抗外界刺激造成的皮肤损伤、缓解皮肤水肿，可起到祛除红血丝和眼袋等修护作用。
茵密集	通过梯度变温提取和离子交换树脂组合工艺提取，获取桃胶多糖，使其具有良好的即时紧致和抗皱功效。
时光肽	融合了水解胶原与棕榈酰三肽-5 的抗皱功效，针对皮肤的真皮，表皮及真表皮连接进行三重验证，具有修护真皮网状结构，促进表皮细胞增殖，并加强真表皮紧密连接，从而达到有效的抗皱功效。
珈妍净	是从百脉根籽中提取的天然活性原料。百脉根籽中含有黄酮、生物碱等多种成分，通过解谱分析，从中发现存在于天然植物中的成分 5'-O-鼠李糖基尿苷，该产品可针对性解决由于皮脂分泌旺盛导致的油皮、毛孔粗大等问题。

资料来源：公司招股书、开源证券研究所

营收分类上，公司主要产品为绿色天然原料产品与合成产品，2025 年营收占比分别为 65.68%、34.31%。

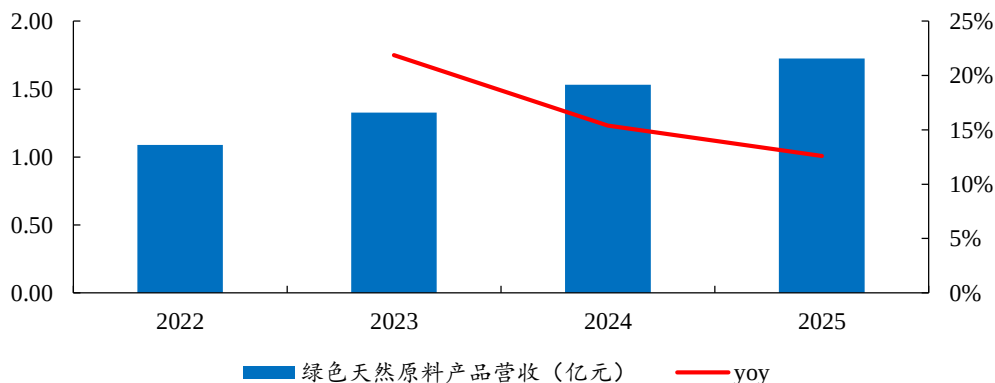
图2：公司主要产品为绿色天然原料产品与合成产品


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2.1、绿色天然原料产品：2025 年营收 1.73 亿元，毛利率 78.13%

绿色天然原料产品是公司重点布局的战略主打产品。

公司绿色天然原料产品 2022-2025 年营收逐年增长,2025 年实现营收 1.73 亿元,同比增长 12.59%。

图3：公司绿色天然原料产品 2025 年实现营收 1.73 亿元，同比增长 12.59%


数据来源：Wind、开源证券研究所

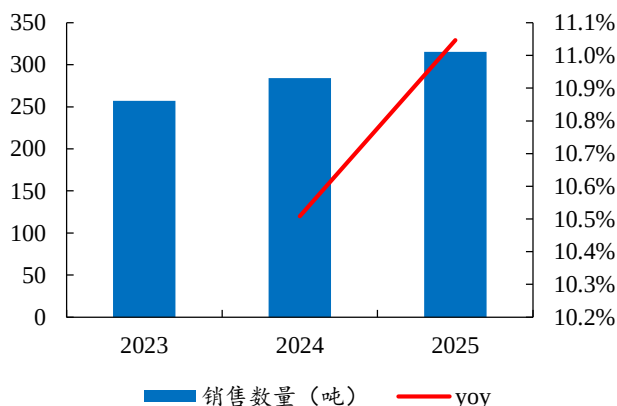
量价拆分来看,2025 年,公司销售绿色天然原料产品 315.55 吨,同比增长 11.05%;销售单价 546.74 元/KG,同比增长 1.39%。

2024 年,公司绿色天然原料产品收入为 15,323.38 万元,较 2023 年上升 15.40%,主要由销售数量及销售单价共同作用。2024 年,公司绿色天然原料产品销售数量较 2023 年上升 10.51%,销售单价上升 4.43%。一方面,公司部分重点市场推广产品市场份额进一步拓宽,销量持续提升;另一方面,公司部分市场价格较高的产品市场销售份额提升,使得公司销售单价较 2023 年有所上升。

2025 年,公司绿色天然原料产品收入为 17,252.59 万元,较 2024 年上升 12.59%,主要由销售数量上升。公司绿色天然原料产品收入持续提升,主要得益于下游市场对天然、绿色化妆品产品保持了较高的热度。在此背景下,公司进一步加大了重点

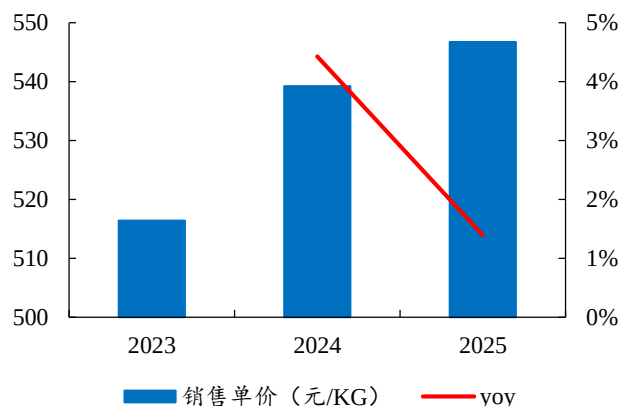
产品及重点客户的营销力度，使得销售规模持续提升。

图4：2025 年，公司销售绿色天然原料产品 315.55 吨



数据来源：公司招股书、开源证券研究所

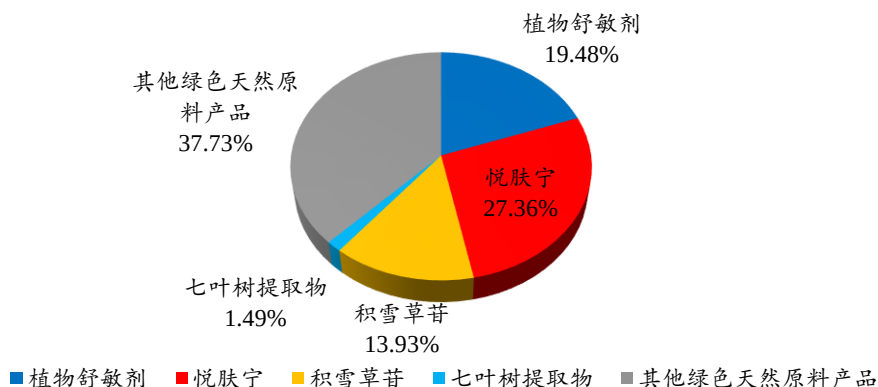
图5：2025 年，公司绿色天然原料销售单价 546.74 元/KG



数据来源：公司招股书、开源证券研究所

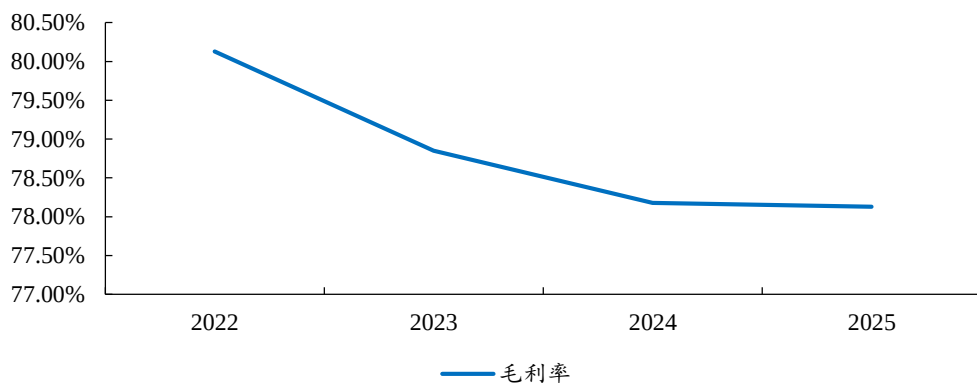
细分类上，公司绿色天然原料产品主要包括植物舒敏剂、悦肤宁、积雪草苷、七叶树提取物等。2025 年营收占比较高的有悦肤宁、植物舒敏剂、积雪草苷等，在绿色天然原料产品中营收占比分别达到 27.36%、19.48%、13.93%。

图6：2025 年绿色天然原料中营收占比较高的为悦肤宁、植物舒敏剂、积雪草苷等



数据来源：公司招股书、开源证券研究所

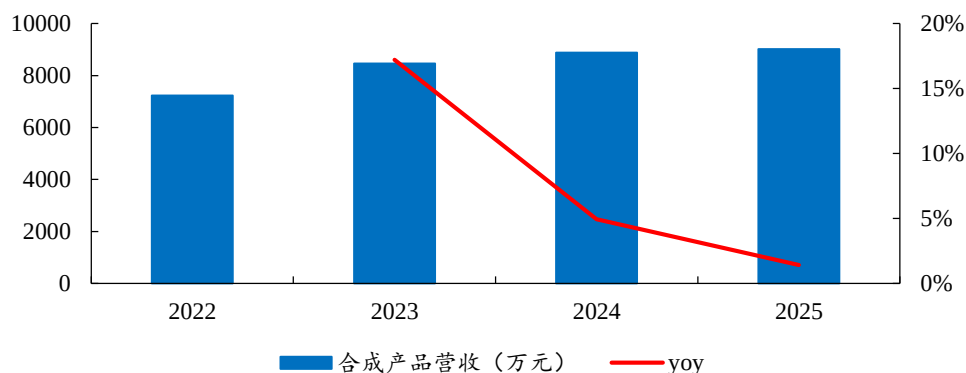
盈利能力上，2022-2024 年，公司绿色天然原料产品毛利率有所下滑，2025 年趋于平稳，毛利率为 78.13%。

图7：2025 年，公司绿色天然原料产品毛利率为 78.13%


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2.2、合成产品：2025 年营收 9012 万元，毛利率 36.91%

公司合成产品 2022-2025 年营收逐年增长，2025 年实现营收 9011.78 万元，同比增长 1.41%。

图8：公司合成产品 2025 年实现营收 9011.78 万元，同比增长 1.41%


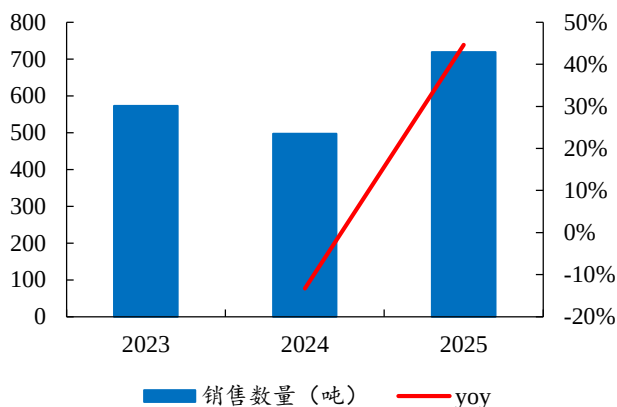
数据来源：Wind、开源证券研究所

量价拆分来看，2025 年公司合成产品销量 718.99 吨，同比增长 44.63%；销售单价 125.34 元/KG，同比下滑 29.88%。

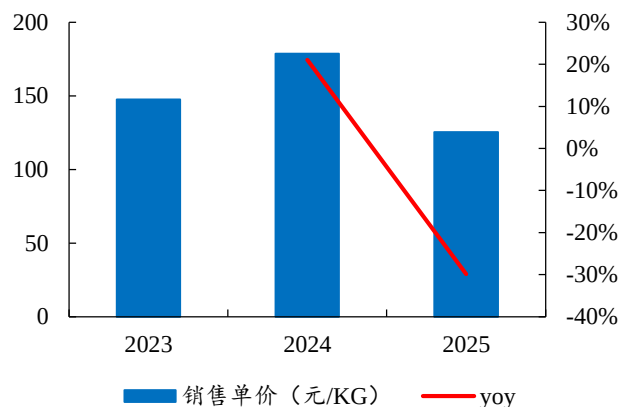
2024 年，公司合成产品收入为 8,886.12 万元，较 2023 年上升 4.94%，整体较为稳定。2024 年，公司合成产品销售数量较 2023 年下降 13.29%，而销售单价上升 21.02%。

主要由于公司不同产品销售单价有所差异。2024 年，客户对于部分单价相对较高产品的需求增加，使得 2024 年整体销售 revenue 和销售单价较 2023 年有所上升。

2025 年，公司合成产品收入同比增长 1.41%，达到 9,011.78 万元，但平均销售单价有所下降。主要源于维生素 C 四异棕榈酸酯、羟乙基尿素及抗敏保湿剂等产品的市场需求持续提升，其销量增长推动了营业收入上升，但同时羟乙基尿素及抗敏保湿剂等单价较低的产品占比提高，拉低了整体均价。

图9：2025 年公司合成产品销量 718.99 吨


数据来源：公司招股书、开源证券研究所

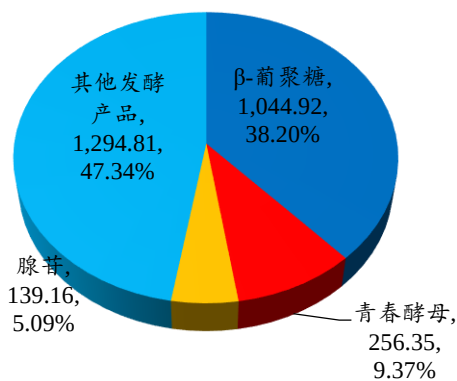
图10：2025 年公司合成产品销售单价 125.34 元/KG


数据来源：公司招股书、开源证券研究所

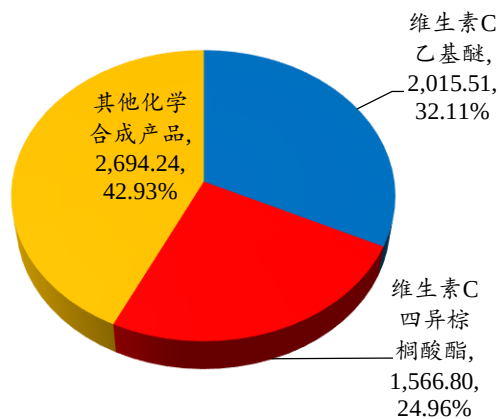
细分类上，公司合成产品可以细分为生物发酵产品与化学合成产品两类。

生物发酵产品主要包括β-葡聚糖、青春酵母、腺苷等。其中，β-葡聚糖营收占比最高，2025 年实现营收 1044.92 万元，占生物发酵产品营收占比为 38.20%。

化学合成产品主要包括维生素 C 乙基醚、维生素 C 四异棕榈酸酯等。2025 年，维生素 C 乙基醚、维生素 C 四异棕榈酸酯分别实现营收 2015.51 万元、1566.80 万元，分别占化学合成产品的营收比例为 32.11%、24.96%。

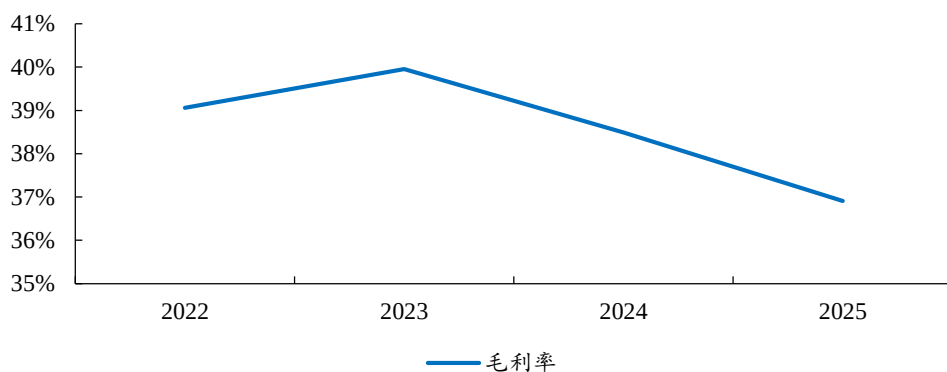
图11：生物发酵品包括β-葡聚糖、青春酵母、腺苷等


数据来源：公司招股书、开源证券研究所

图12：化学合成品包括 VC 乙基醚、VC 四异棕榈酸酯等


数据来源：公司招股书、开源证券研究所

盈利能力上，2022-2023 年，公司合成产品毛利率有所上升，随后回落，2025 年毛利率为 36.91%。

图13：2025 年，公司合成产品毛利率为 36.91%


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.3、商业模式：重视营销网络体系的建设，2025 年境内营收占比 78.15%

公司主要原材料包括：合成类原料、植物及其提取物原料、溶剂及试剂、包材及标签等。2025 年，公司向前五大供应商的采购额合计 3547.96 万元，占比 51.32%。

表3：2025 年，公司向前五大供应商的采购额合计 3547.96 万元，占比 51.32%

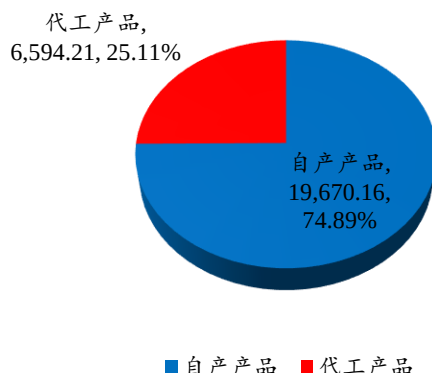
年份	供应商	采购额（万元）	占比（%）
2025	兰州新伟荣化学科技有限公司	1,316.35	19.04
	桂林莱茵生物科技股份有限公司	767.12	11.1
	上海化鹏医药科技有限公司	764.05	11.05
	济南蓬勃生物技术有限公司	415.48	6.01
	安徽顺利生物有限公司	284.96	4.12
	合计	3,547.96	51.32
2024	兰州新伟荣化学科技有限公司	1,795.86	29.04
	桂林莱茵生物科技股份有限公司	907.19	14.67
	上海化鹏医药科技有限公司	571.9	9.25
	宝鸡市辰光生物科技有限公司	276.82	4.48
	琦玥(上海)生物科技有限公司	256.04	4.14
	合计	3,807.81	61.58

数据来源：Wind、开源证券研究所

生产方面，公司自产产品主要包括绿色天然原料产品及生物发酵产品，代工产品主要以化学合成产品为主。

2025 年，公司自产产品收入 1.97 亿元，占主营业务收入比例 78.15%；代工产品收入 6594.21 万元，占主营业务收入比例为 25.11%。

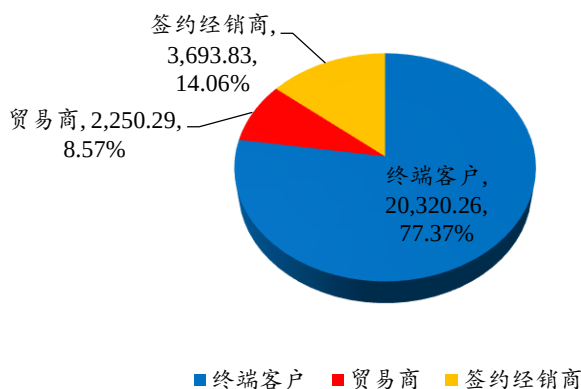
图14：2025 年公司自产产品收入 1.97 亿元，占主营收比例为 74.89%（万元）



数据来源：公司招股书、开源证券研究所

公司自设立以来深耕化妆品功效原料领域，结合客户分布和市场情况，采取了“终端客户为主导，贸易商、签约经销商为补充”的销售模式，2023-2025 年，公司终端客户收入占主营业务收入的比例分别为 78.62%、82.23%及 77.37%，是主营业务收入的主要来源。

图15：2025 年，终端客户收入是公司主营收的主要来源（万元）



数据来源：公司招股书、开源证券研究所

2025 年，公司向前五大客户的销售额合计 7106.14 万元，占比 27.05%。

表4：2025 年，公司向前五大客户的销售额合计 7106.14 万元，占比 27.05%

年份	客户	销售额（万元）	占比（%）
2025	山东福瑞达	2,176.28	8.29
	Nexus Specialities	1,394.10	5.31
	科丝美诗	1,390.50	5.29
	珀莱雅	1,096.39	4.17
	林清轩	1,048.86	3.99
	合计	7,106.14	27.05
2024	山东福瑞达	3,111.64	12.83
	Ahul Life Sciece	1,522.34	6.28
	科丝美诗	1,413.89	5.83
	林清轩	1,124.43	4.64

年份	客户	销售额（万元）	占比（%）
	上海自然堂集团有限公司	798.79	3.29
	合计	7,971.10	32.87

数据来源：Wind、开源证券研究所

公司自产产品前十名客户 2025 年销售金额合计 8,423.50 万元，占自产比例为 42.82%。

表5：公司自产产品前十名客户

客户	主要销售的自产产品	主营业务收入（万元）		
		2025	2024	2023
山东福瑞达	植物舒敏剂、悦肤宁、三皮素	2,174.86	3,108.61	2,864.44
科丝美诗	积雪草苷、悦肤宁、植物舒敏剂、七叶树提取物等	1,283.06	1,285.74	1,415.48
林清轩	茵密集、时光肽、积雪草苷、悦肤宁、β-葡聚糖、植物舒敏剂	1,026.33	963.12	493.16
珀莱雅	悦肤宁、珈妍净	1,096.39	643.48	730.42
上海自然堂集团有限公司	生物发酵产品、松露提取液	865.39	768.13	417.50
上海其然生物科技有限公司	悦肤宁、养源精萃、橄榄叶提取液、马齿苋提取液	623.80	482.30	546.98
华熙生物	积雪草苷、悦肤宁、β-葡聚糖、优维舒	305.36	669.85	461.12
巨子集团	β-葡聚糖、悦肤宁	259.04	342.25	387.46
上海科黛生物科技有限公司	智妍润、悦肤宁	676.06	151.39	102.74
欧诗漫生物股份有限公司	积雪草苷、茵密集	113.22	566.49	156.05

资料来源：公司一轮问询的回复、开源证券研究所

公司代工产品前十名客户 2025 年销售金额合计 4,184.32 万元，占代工比例为 63.45%。

表6：公司代工产品前十名客户

客户	主要销售的代工产品	主营业务收入（万元）		
		2025	2024	2023
Cosmetic VIA LLC	羟乙基尿素、抗敏保湿剂、维生素 C 四异棕榈酸酯	963.48	591.22	914.17
Anshul Life Sciences	维生素 C 乙基醚、纤体热感剂	7.20	1,425.70	1,002.58
Nexus Specialities	维生素 C 乙基醚、纤体热感剂	1,350.30	65.16	-
Caldic 集团	维生素 C 四异棕榈酸酯、羟乙基尿素	299.54	203.92	696.90
江苏隆力奇集团有限公司	传明酸、维生素 C 乙基醚	54.97	276.21	305.56
上海仪狄化妆品有限公司	维生素 C 四异棕榈酸酯、维生素 C 乙基醚	291.23	256.23	2.10
水羊股份	羟乙基尿素、维生素 C 乙基醚	135.28	180.18	223.69

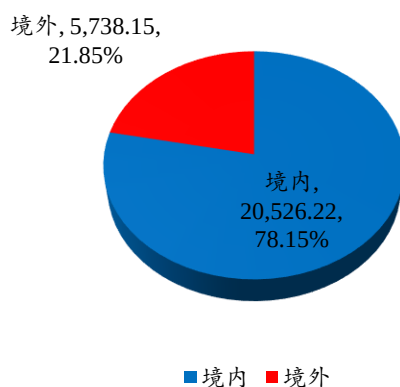
客户	主要销售的代工产品	主营业务收入（万元）		
		2025	2024	2023
Summit Cosmetics Europe	维生素 C 四异棕榈酸酯、曲酸二棕榈酸酯	502.46	-	-
Vardhman Instruments and Chemical Goods Pvt. Ltd	抗敏保湿剂	492.11	-	-
上海全丽生物科 技有限公司	维生素 C 四异棕榈酸酯、维生素 C 乙基醚	87.75	301.99	92.81

资料来源：公司一轮问询的回复、开源证券研究所

公司重视营销网络体系的建设。境内业务方面，公司结合自身地理区位及经营策略，建立了以华东、华北、华南等化妆品制造商集聚区域为核心，并全面辐射西南、华中、东北、西北等片区的销售布局，持续地进行市场开拓和客户服务；境外业务方面，公司建立了国际营销中心，负责境外销售业务，将不断推进欧洲及亚太等主要区域销售业务的开拓，境外销售将逐渐成为公司的重要未来布局方向。

2025 年，公司境内收入 2.05 亿元，占主营收比例 78.15%；境外收入 5738.15 万元，占主营收比例 21.85%。

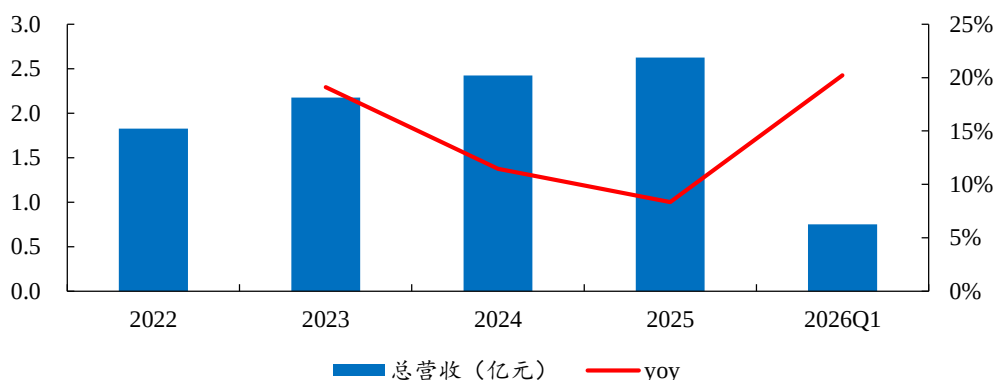
图16：2025 年，公司境内收入 2.05 亿元，占主营收比例 78.15%



数据来源：公司招股书、开源证券研究所

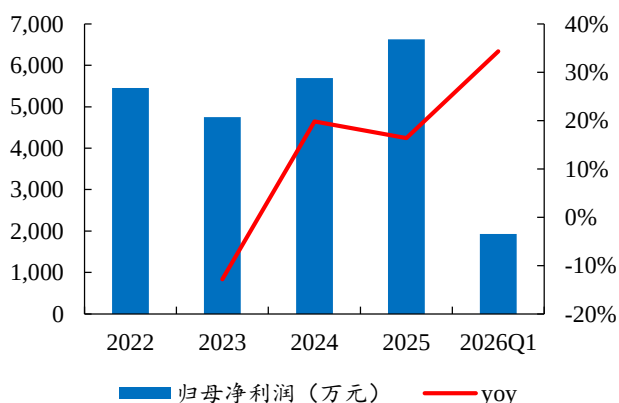
1.4、财务分析：2025 年营收 2.63 亿元，归母净利润 6627 万元

2022-2025 年公司营收稳步增长，从 2022 年的 1.83 亿元，增长至 2025 年的 2.63 亿元。2025 年，公司营收 2.63 亿元，同比增长 8.34%；2026Q1，公司营收 0.75 亿元，同比增长 20.21%。

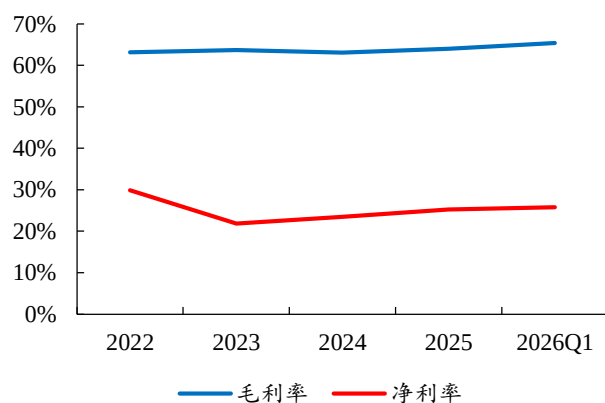
图17: 2025 年, 公司营收 2.63 亿元, 同比增长 8.34%


数据来源: Wind、开源证券研究所

盈利能力方面, 2023-2025 年, 公司归母净利润稳步提升, 2025 年实现归母净利润 6,626.93 万元, 同比增长 16.38%; 毛利率、净利率分别为 63.99%、25.23%。2026Q1, 公司归母净利润 1930.33 万元, 同比增长 34.32%。

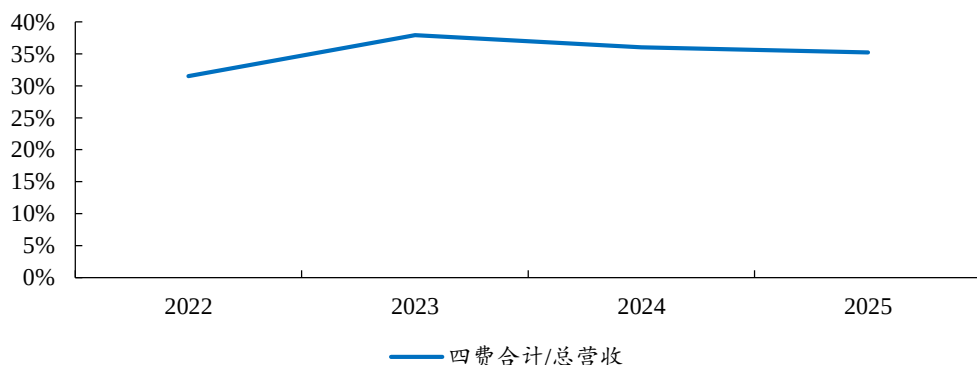
图18: 2025 年归母净利润 6,626.93 万元, 同比+16.38%


数据来源: Wind、开源证券研究所

图19: 2025 年, 毛利率、净利率分别为 63.99%、25.23%


数据来源: Wind、开源证券研究所

期间费用方面, 公司 2023-2025 年期间费用率有所收缩。2025 年, 公司期间费用率为 35.23%。

图20: 2025 年, 公司期间费用率为 35.23%


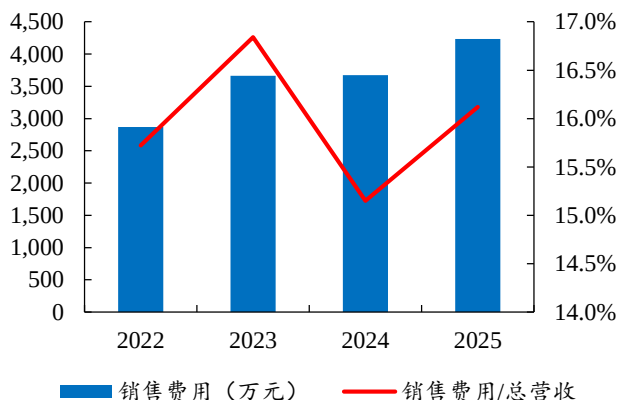
数据来源: Wind、开源证券研究所

公司销售费用在 2022-2025 年随着营收规模扩大而增长, 销售费用率水平较为稳
请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

定。2025 年，公司销售费用 4,233.93 万元，销售费用率为 16.12%。

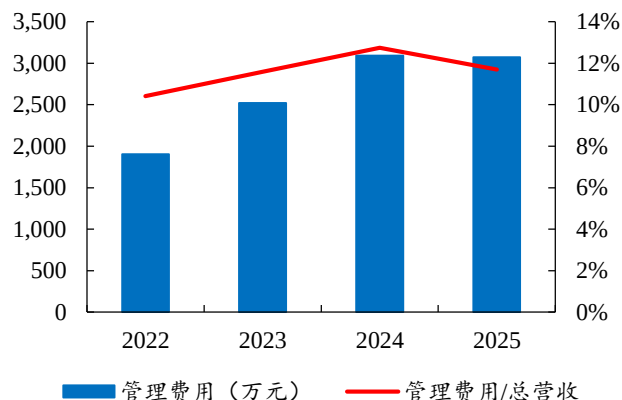
2022-2025 年，公司管理费用率水平较为稳定。2025 年，公司管理费用 3,071.77 万元，管理费用率为 11.69%。

图21：2025 年，公司销售费用率为 16.12%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图22：2025 年，公司管理费用率为 11.69%

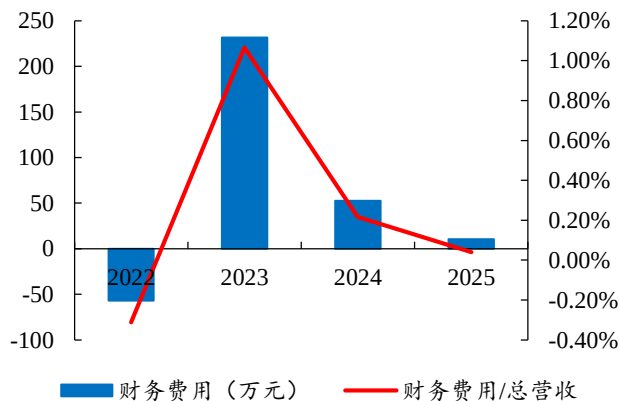


数据来源：Wind、开源证券研究所

公司财务费用率较低。2025 年，公司财务费用 10.58 万元，财务费用率为 0.04%。

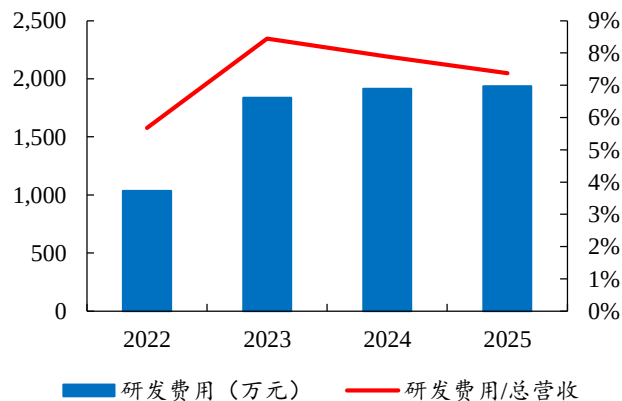
2023 年，公司研发费用增长较快，随后进入缓步上涨阶段。2025 年，公司研发费用 1,936.47 万元，研发费用率为 7.37%。

图23：2025 年，公司财务费用率为 0.04%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图24：2025 年，公司研发费用率为 7.37%



数据来源：Wind、开源证券研究所

1.5、竞争优势：中国化妆品功效原料市场 Top5，核心优质客户数量增加

公司深耕化妆品功效原料行业多年，坚持以研发创新为导向，结合智能制造以及生产工艺创新，自主研发构建了“植物提取平台”以及“生物发酵平台”，分别用于植物提取功效原料以及生物发酵功效原料的规模制造；同时，在生物学领域融合人工智能技术搭建了“AI 赋能平台”，能够赋能有效成分挖掘以及分子设计方面的研发工作；此外，公司融合材料科学及基因工程技术，打造了“人造细胞平台”和“3D 皮肤平台”，为公司新品的研发创新提供了基于细胞、皮肤模型的仿真测试平台。

鉴于多年积累的研发创新、制造能力和行业经验，截至 2025 年 12 月 31 日，公
请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

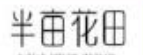
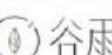
司共拥有包括 33 项发明专利在内的 66 项专利权（含一项境外发明专利），并被上海市经济和信息化委员会评为“上海市专精特新中小企业”，被上海市科学技术委员会等部门评为“上海市科技小巨人企业”。根据中国香料香精化妆品工业协会 2025 年 8 月出具的《2025 市场地位声明》，珈凯生物在中国化妆品功效原料市场地位位居前五名。

公司主要产品悦肤宁、植物舒敏剂、 β -葡聚糖、珈妍净、时光肽、茵密莱及积雪草苷等产品不仅得到了市场的广泛认可，而且经中国科学院上海科技查新咨询中心出具的《科技查新报告》以及《科技项目咨询报告》论证，上述产品均具有新颖性并达到国内领先水平。

在多年积累的研发底蕴基础上，结合最新技术及下游需求，公司推出的创新产品往往能够快速打入市场，并获得知名客户的订单。以控油类功效原料产品珈妍净为例，该产品基于前沿科学探索毛孔粗大的根源并采用细胞拟态平台构建靶向皮脂腺全生命周期的控油评价体系，结合植物库及天然分子库，从自然界植物百脉根籽中获取了靶向即时控油功效的 5'-O-鼠李糖基尿苷和靶向长效控油功效的槲皮苷，实现了皮脂腺全生命周期调控，通过了即时和长效控油功效验证及安全性验证。该产品在 2022 年产品定型时即得到了市场关注，被授予 2022 年荣格 Happi 技术创新奖，于 2023 年正式推向市场，当年即实现规模化销售，订单持续增加。

近年来，公司基于自主研发形成的技术优势、立足不断创新形成的产品优势、依托精益生产形成的智造优势、凭借深耕市场形成的客户优势，公司的产品及服务获得了国内外客户的充分认可。公司的核心优质客户数量逐年增加，下游客户覆盖“珀莱雅”、“福瑞达”、“水羊股份”、“欧诗漫”、“华熙生物”、“相宜本草”、“百雀羚”、“林清轩”、“科丝美诗”、“巨子生物”、“自然堂”等知名化妆品品牌及集团公司。

图25：公司的产品及服务获得了国内外客户的充分认可

资料来源：公司招股书

针对国内市场，公司正积极与全球知名化妆品集团在华的生产企业建立联系并推进合作，目前已与资生堂、爱茉莉、宝洁、联合利华等国际巨头在华分支或生产基地建立了初步合作或商务接洽。

表7：针对国内市场，公司正积极与全球知名化妆品集团在华的生产企业建立联系并推进合作

化妆品公司	拥有的主要品牌	珈凯生物与其接触过程及进展情况
资生堂（中国）投资有限公司	资生堂、CPB、NARS 等	资生堂研发中心基于其对中国特色植物原料的研发需求，于 2018 年开始与珈凯生物进行初步接洽。基于前期充分的技术交流与评估，双方于 2020 年正式建立绿色天然原料合作关系。
爱茉莉化妆品（上海）有限公司	雪花秀、兰芝、悦诗风吟、吕	公司凭借在防脱发活性成分领域的技术优势，2024 年度，爱茉莉化妆品（上海）有限公司通过原料展会与公司接触，建立了初步合作关系，并于 2025 年正式向公司采购上述产品。
宝洁（中国）有限公司	SK-II、OLAY、海飞丝等	公司凭借在防脱发活性成分领域的技术优势，作为核心原料供应商成功切入专业从事日化产品 OEM/ODM 的湖州嘉亨实业有限公司为宝洁（中国）有限公司服务的 ODM 项目，于 2025 年开始与公司展开合作。
联合利华（中国）有限公司	凡士林、多芬、清扬、AHC 等	2023 年度，公司通过上海住友商事有限公司向联合利华（中国）有限公司提供了绿色天然原料产品，用于凡士林品牌。同年，公司通过科丝美诗与联合利华（中国）有限公司进行了初步接触。2025 年，公司作为核心原料供应商成功切入科丝美诗为联合利华（中国）有限公司服务的 ODM 项目，将绿色天然原料产品成功应用于 AHC 产品中，实现稳定供应。凡士林对公司绿色天然原料产品已开展功效及安全性测试评估，未来具有合作潜力。

资料来源：公司一轮问询的回复、开源证券研究所

在国际市场拓展上，公司已与多家知名海外品牌建立联系或正式开展合作包括 Sanofi（赛诺菲）及 CD&R、俄罗斯 Faberlic、加拿大的 Marcelle、法国 SVR、Pierre Fabre（皮尔法伯）等。

表8：在国际市场拓展上，公司已与多家知名海外品牌建立联系或正式开展合作

化妆品公司	国别	拥有的主要品牌	珈凯生物与其接触过程及进展情况
Sanofi（赛诺菲）、CD&R	法国	Opella	2023 年，公司与客户建立邮件沟通机制，并寄送产品样品以供其开展系统性评估。2024 年成功通过客户审核，完成供应商准入备案，进入其供应链体系。
Faberlic	俄罗斯	Faberlic	2022 年 Faberlic 与珈凯生物俄罗斯代理商 CosmeticVIALLC 合作，由其向客户介绍珈凯生物产品，并于 2023 年建立合作关系。
Marcelle	加拿大	Marcelle	2020 至 2021 年，公司通过邮件主动接洽客户采购及质量部门，提供多批次样品后，公司完成供应商准入流程，并于 2021 年正式合作。
法国 SVR	法国	SVR（诗芙雅）	2021 年，珈凯生物与 SVR 开始接洽并探讨合作可行性，期间对珈凯生物送样产品进行多轮质量测试，测试结果符合要求。2022 年，经过多轮商业谈判，最终通过法国代理商与公司签订正式供货合同。
PierreFabre（皮尔法伯）	法国	EauThermaleAvène（雅漾）、Klorane（蔻萝兰）、René Furterer（馥绿德雅）	2023 年，PierreFabre（皮尔法伯）由其法国及上海研发中心提出样品需求，珈凯生物及时响应并按要求完成样品制备及交付，于 2025 年进行采购。

资料来源：公司一轮问询的回复、开源证券研究所

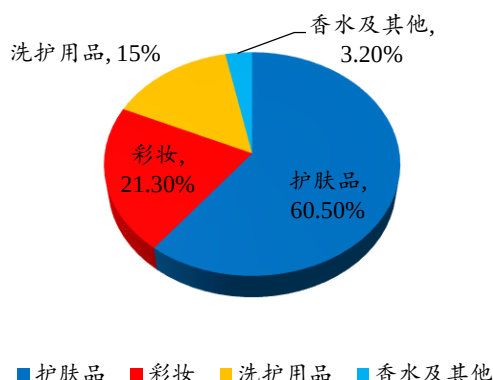
2、化妆品功效原料行业

2.1、化妆品功效由具有不同功效的活性原料复配实现

由于化妆品的使用范围较广，产品品类丰富，因此化妆品具有多种分类方法。从不同功能的角度出发，行业内通常将化妆品分成护肤品、洗护用品、彩妆品、香水及其他类别。

根据《中国化妆品蓝皮书（2024）》的数据推算，2023 年，中国化妆品市场中，护肤品占比为 60.50%、彩妆为 21.30%、洗护用品为 15.00%，香水和其他为 3.20%。

图26：护肤品、彩妆及洗护用品为我国化妆品消费结构的主要构成部分



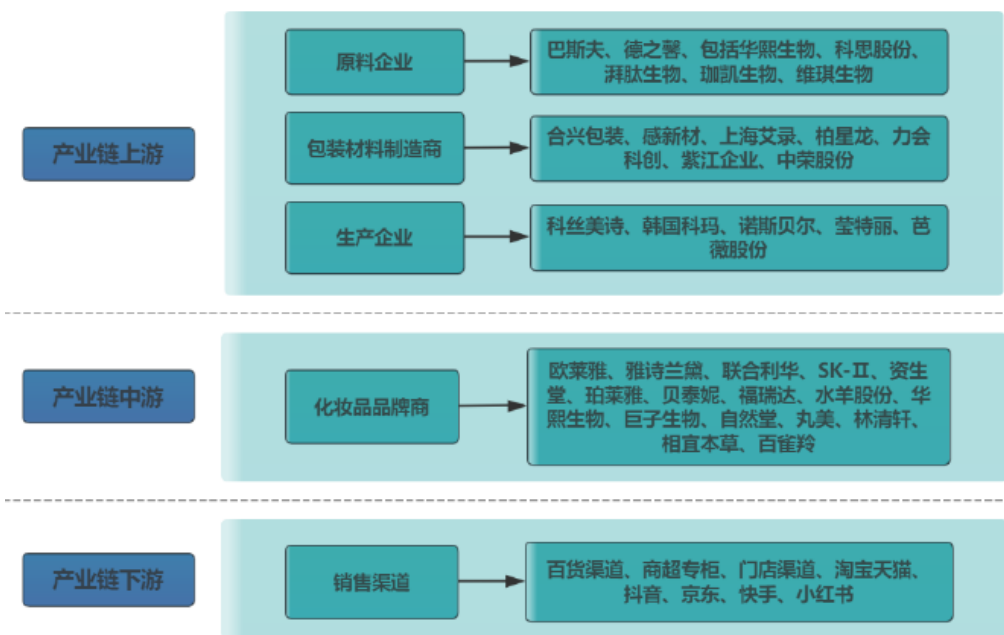
数据来源：公司招股书、开源证券研究所

化妆品产业链上游由原料企业、包装材料制造商构成，其中原料企业包括全球品牌如巴斯夫 BASF、德之馨 Symrise 等；国内品牌包括华熙生物、科思股份、湃肽生物、珈凯生物、维琪生物等，包装材料制造商有合兴包装、锦盛新材、上海艾录、柏星龙、力合科创、紫江企业、中荣股份等；代工生产企业（ODM/OEM）有科丝美诗、韩国科玛、诺斯贝尔、莹特丽、芭薇股份等。

中游为化妆品品牌商，国际品牌有欧莱雅、雅诗兰黛、联合利华、SK-II、资生堂等，本土品牌则以珀莱雅、贝泰妮、福瑞达、水羊股份、华熙生物、巨子生物、自然堂、丸美、林清轩、相宜本草、百雀羚等为代表。

下游主要为销售渠道，分为线上和线下两大渠道，线下渠道可细分为百货渠道、商超专柜、门店渠道等，线上则有淘宝天猫、抖音、京东、快手、小红书等。

图27：化妆品产业链



资料来源：公司招股书

化妆品是各种原料经过合理调配加工而成的复配混合物。化妆品原料是指化妆品配方中使用的天然、合成或者提取的各种成分。作为化妆品产业链的“源头活水”，原料就是化妆品的“芯片”，也是化妆品的根基所在，是化妆品实现功效和竞争力的保障。根据化妆品原料的用途与功能，可以将组成化妆品的原料分为基质材料（大料）、辅助原料和功效原料（又称功能性原料）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。

化妆品的不同使用功效由具有不同功效的活性原料复配实现。其中，活性肽主要被应用于抗皱、紧致等抗衰功效领域，也有部分活性肽被应用于修护舒缓、美白抗斑等热门功效领域。如果以 2020 年为基期，2023 年，全球化妆品活性肽增长指数超过透明质酸等热门活性原料。非肽类活性原料如烟酰胺、抗坏血酸、积雪草、角鲨烷、视黄醇等主流活性原料，占活性原料市场比重较大。

表9：按活性原料主要功效划分，化妆品活性原料分类

成本分类	化妆品活性原料
防晒成分	物理防晒剂:二氧化钛、氧化锌;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

成本分类

化妆品活性原料

修护成分

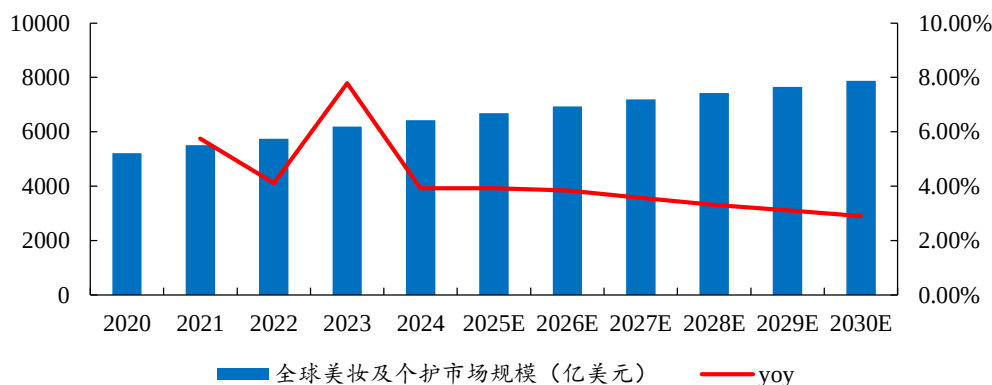
积雪草、神经酰胺等

资料来源：维琪科技招股书、开源证券研究所

2.2、2024 年全球美妆及个护市场 6430 亿美元，我国化妆品国际化迈进

近年来，互联网和电子商务的发展，为化妆品的销售提供了更广阔的平台，消费者购买化妆品更加便捷，让全球化妆品市场得以快速增长。根据中国日用化学工业信息中心发布的《化妆品原料行业发展情况分析》的数据，2024 年全球美妆及个护市场规模达到 6,430 亿美元，并将持续保持增长，预计在 2030 年达到 7,878 亿美元。

图28：2024 年全球美妆及个护市场规模达到 6,430 亿美元，并将持续保持增长

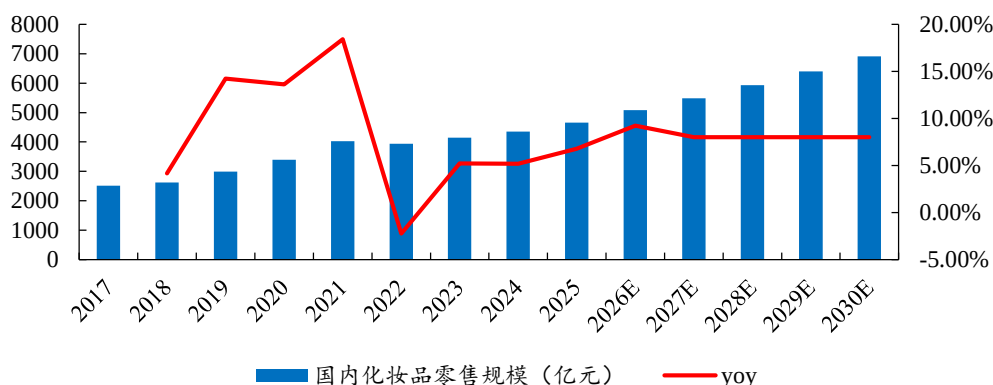


数据来源：公司招股书、中国日用化学工业信息中心《化妆品原料行业发展情况分析》开源证券研究所

作为化妆品新兴市场，中国化妆品消费处于不断增长阶段。近年来，随着电商平台、社媒渠道以及直播渠道等销售方式的发展，以及绿色天然功效化妆品受到市场追捧，有效助力了化妆品行业的消费规模以及化妆品消费渗透率的不断提升。

根据国家统计局的数据，我国化妆品零售销售规模(限额以上单位商品零售额)从 2017 年的 2,514 亿元增至 2025 年的 4,653 亿元，复合增长率达 8.00%。由于目前中国消费者人均化妆品消费额低于欧美地区，根据《化妆品原料行业发展情况分析》，2022 年中国化妆品人均消费额为 55.9 美元，而美国、英国、日本、韩国的化妆品人均消费额约为 235 至 335 美元，若以此对标，中国的化妆品人均消费额还有很大的提升空间，未来增长可期，预计未来 5 年化妆品零售销售规模保持每年 8% 比例增长，将于 2030 年达到 6,914 亿元。

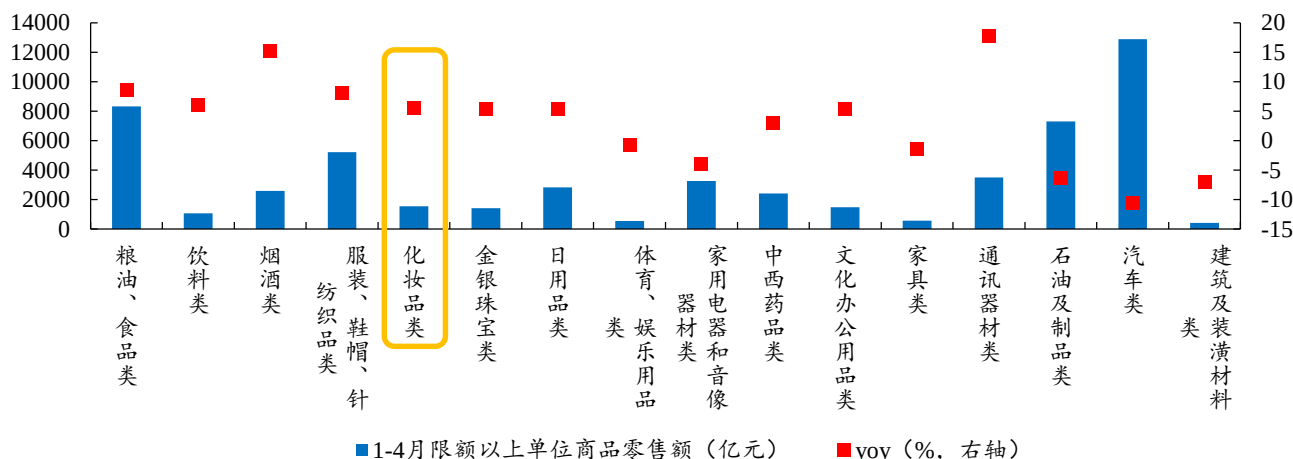
图29：我国限额以上单位化妆品零售额从2017年2,514亿元增至2025年4,653亿元



数据来源：公司招股书、国家统计局、开源证券研究所

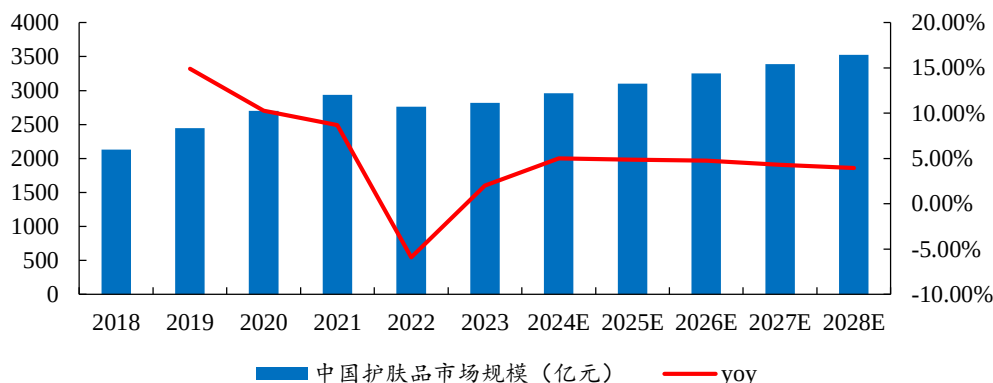
2026年1-5月，中国化妆品行业稳步扩容。国家统计局最新数据显示，1-4月限额以上单位化妆品零售额达1542亿元，同比增长5.6%，跑赢社会消费品零售总额1.9%的整体增速。

图30：2026年，1-4月限额以上单位化妆品零售额达1542亿元，同比增长5.6%



数据来源：国家统计局、开源证券研究所

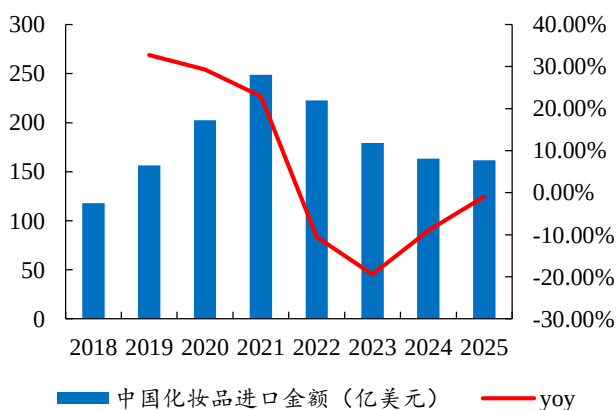
长期以来，基于护肤品的功效以及国内外护肤品品牌对消费市场持续投入和培育，使护肤品成为必选化妆消费品类，稳居市场主导地位，在化妆品市场上占比已逾六成。在国民可支配收入不断提升、审美意识以及悦己意识增强等因素的驱动下，护肤市场将呈现稳定增长态势。根据《化妆品原料行业发展情况分析》的数据，2023年中国护肤市场规模为2,818亿元，预计到2028年中国护肤市场规模将达到3,525亿元，2023至2028年复合增长率为4.58%。

图31：2023 年中国护肤市场规模为 2,818 亿元


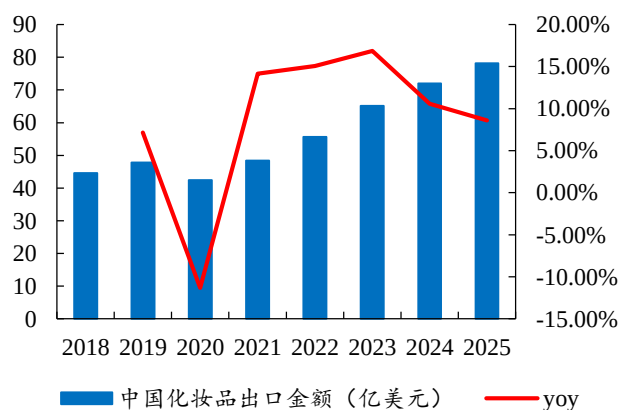
数据来源：公司招股书、《化妆品原料行业发展情况分析》、开源证券研究所

一方面，2022 年中国化妆品品牌销售占比为 47.40%，2023 年中国化妆品品牌首次以 52.22% 的市场份额超过外资品牌，成为中国化妆品市场的主力，2024 年，国产化妆品品牌的市场占比进一步提高，53.24%，保持了不断提升的趋势；另一方面，随着国产化妆品的功效和品质不断提升，国际竞争力也日益提高。

从行业进出口数据来看，根据《化妆品原料行业发展情况分析》引用的海关总署的数据，我国化妆品进口规模在 2020 年及以前保持稳定增长，2021 年后，国货品牌的崛起开始冲击海外品牌的市场份额，化妆品进口规模出现下滑，2024 年，我国化妆品类商品贸易进口总额为 163.3 亿美元，化妆品进口规模缩减态势明显。与此同时，2024 年我国化妆品出口继续保持增长态势，同比增长 10.8%，出口总额为 72.0 亿美元，四年间化妆品出口规模的复合增长率为 14.16%，体现出我国化妆品正朝着国际化持续迈进。根据中国医药保健品进出口商会数据，我国化妆品进口规模为 161.80 亿美元，出现继续下滑，而出口规模呈现持续提升态势，达到 78.20 亿美元。

图32：2025 年中国化妆品进口金额 162 亿美元


数据来源：公司招股书、中国医药保健品进出口商会、海关总署、开源证券研究所

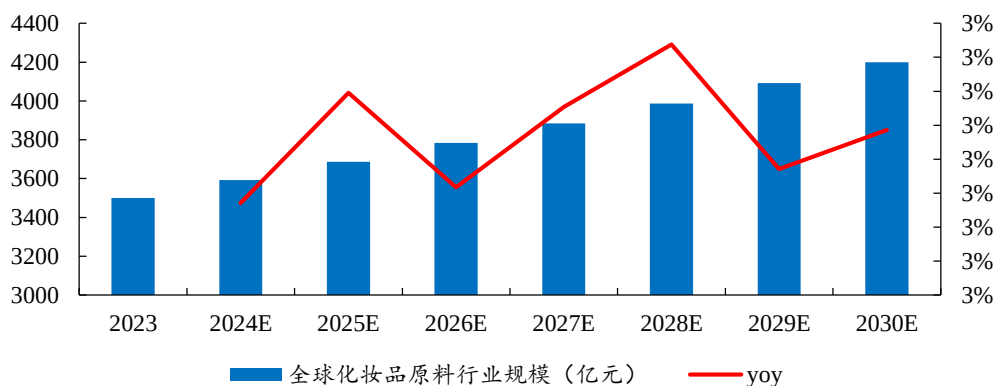
图33：2025 年中国化妆品出口金额 78 亿美元


数据来源：公司招股书、中国医药保健品进出口商会、海关总署、开源证券研究所

2.3、2028 年我国化妆品活性原料市场有望达 176 亿元，植物提取占四成

近年来全球化妆品市场持续发展，作为化妆品产品基础的化妆品原料也迎来了黄金发展期，根据中国香料香精化妆品工业协会发布的《中国化妆品原料发展新路径思考》的数据显示，2023 年，全球化妆品原料销售额达到 3,500 亿元，预计保持年复合增长率 3.6%，到 2030 年将增长至 4,200 亿元。

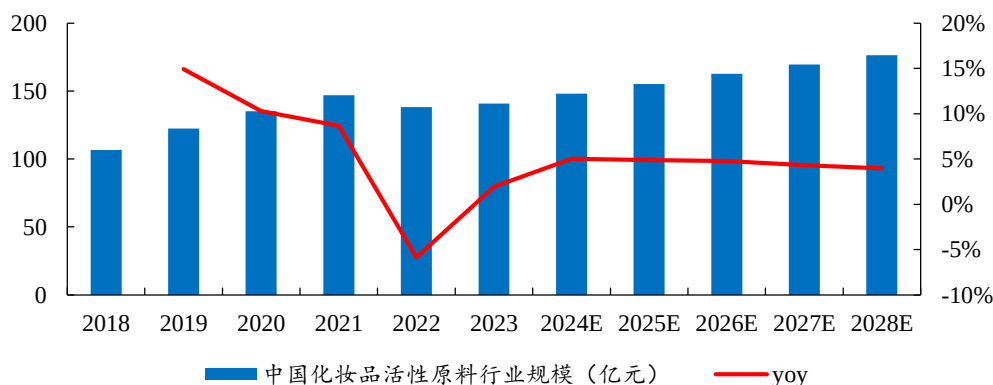
图34：2023 年，全球化妆品原料销售额达到 3,500 亿元



数据来源：公司招股书、中国香料香精化妆品工业协会《中国化妆品原料发展新路径思考》、开源证券研究所

根据《化妆品原料行业发展情况分析》的数据，化妆品功效原料主要应用于护肤品领域，护肤品中使用原料的金额占比约为 10%，其中，功效原料占比约为 50% 左右，以此测算，2023 年中国化妆品活性原料市场规模约为 141 亿元，并预计将于 2028 年达到 176 亿元的规模。

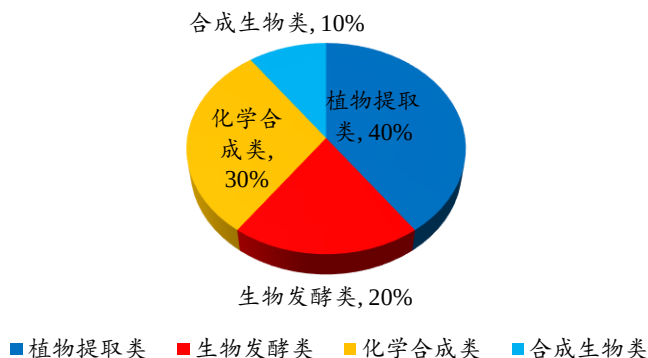
图35：2023 年中国化妆品活性原料市场规模约为 141 亿元



数据来源：公司招股书、《化妆品原料行业发展情况分析》、开源证券研究所

化妆品活性原料从实现路径来看主要分为植物提取类、生物发酵类、化学合成类和合成生物类，其中，植物提取类占比约为 40%、生物发酵类占比约为 20%、化学合成类占比约为 30%、合成生物类占比约为 10%。

图36：化妆品活性原料实现路径占比



数据来源：公司招股书、开源证券研究所

表10：不同原料实现途径的对比

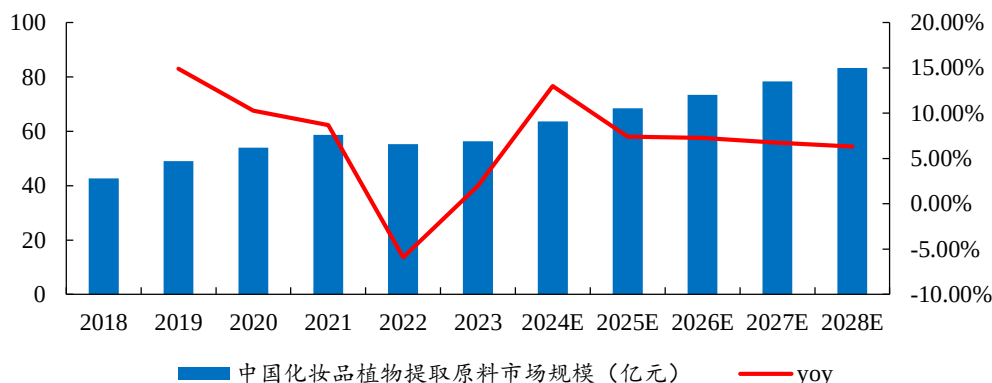
实现路径	原材料	产量	制备成本	发展阶段	主要生成原料	主要生成原料用途
植物提取	天然植物	低	高	较成熟	植物性油脂（挥发油）、黄酮类化合物、多酚类化合物、多糖类化合物等	美白、抗衰老、保湿、防晒、舒缓等
化学合成	石化原料为主	高	高	成熟	基础合成物（乙醇、乙酸、丙酮等）和精细化合物（合成高分子聚合物等）	辅助材料（如表面活性剂、增稠剂、乳化剂、防腐剂、抗氧化剂、合成香精香料、合成着色剂等），以及防晒剂和合成保湿剂
生物发酵	菌株	高	较高	较成熟	既能合成氨基酸、有机酸、黄酮、多酚等易吸收的小分子，也能制造多糖、多肽等具有重要功效的大分子	既能够生产具有功效作用的活性成分，也能生产表面活性剂（生物表面活性剂）等辅助材料
合成生物	葡萄糖生物原料等	高	低	起步	虾青素、β-胡萝卜素以及番茄红素等	

资料来源：公司招股书、开源证券研究所

植物天然成分是从自然界存在的植物中分离提取的有机化合物，是植物在适应环境的漫长进化过程中，为了生存而产生的内源生理活性分子，兼具“天然”“绿色”的标签，受到市场关注。

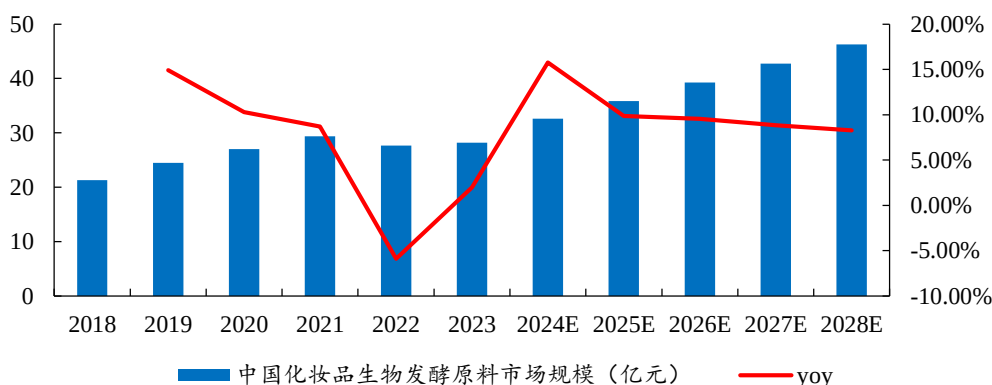
一方面，未来护肤产品中使用的植物提取类、生物发酵类使用占比存在持续提升的趋势；另一方面，洗护类产品已进入精细化功效时代，控油、去屑、舒缓、祛痘等功效产品的热度不断提升，与此同时，彩妆类产品也不断呈现出美肤和养肤兼顾，具有保湿、控油等功效的产品越发受到消费者的青睐，因此，活性原料中的植物提取类及生物发酵类产品的市场规模增速有望进一步提升。

根据《化妆品原料行业发展情况分析》的数据，中国化妆品植物提取原料的市场规模有望在 2028 年增至 83.28 亿元。

图37：中国化妆品植物提取原料的市场规模有望在 2028 年增至 83.28 亿元


数据来源：公司招股书、《化妆品原料行业发展情况分析》、开源证券研究所

根据《化妆品原料行业发展情况分析》的数据，中国化妆品生物发酵原料的市场规模有望在 2028 年增至 46.27 亿元。

图38：中国化妆品生物发酵原料的市场规模有望在 2028 年增至 46.27 亿元


数据来源：公司招股书、《化妆品原料行业发展情况分析》、开源证券研究所

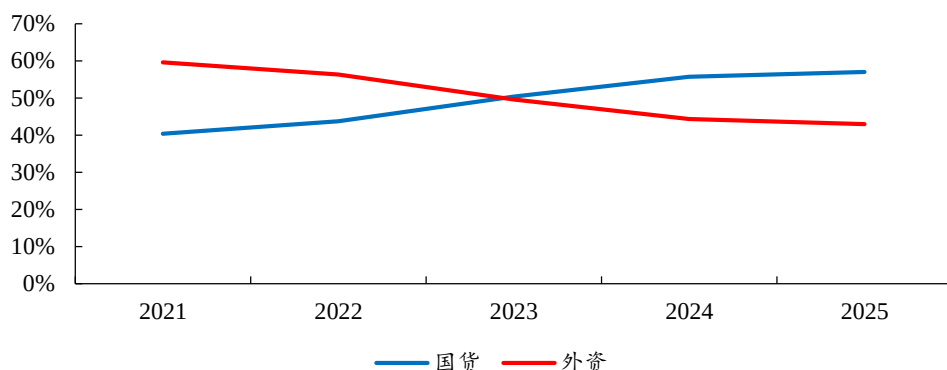
2.4、化妆品市场处于个性化消费提升阶段，国货份额持续提升

近年来，随着居民可支配收入保持增长趋势，居民的消费能力有望进一步提升。化妆品作为典型的快消品，其市场规模将受益于可支配收入的提升而不断扩大。

随着年轻消费者逐渐成为消费主力，化妆品市场将处于个性化消费提升阶段。消费群体审美认知不断升级、产业链渠道实现数字化转型等多重因素都对化妆品的市场需求起到了重要拉动作用。

品牌格局方面，国货品牌市场份额持续提升。2025 年国货占比达到 57.0%，较 2024 年提高 1.3 个百分点。自 2023 年起，国货品牌已连续三年市场份额超过外资品牌，2025 年增长速度达到外资品牌的 1.8 倍。

图39：国货品牌已连续三年市场份额超过外资品牌



数据来源：青眼情报公众号、开源证券研究所

细分类别上，基础护理需求降温，专业功效需求持续上升，个性化品类成为新增长路径，中国化妆品市场正式进入专业时代。专业品牌则是指以科学能力为根基、产品能力为核心、质量体系为保障、组织能力为支撑、价值表达为连接，形成完整价值闭环的品牌。

图40：专业品牌五大维度能力



资料来源：青眼情报公众号

近年来，中国特色植物资源成分化妆品的热度不断提升印证了“传承精华，守正创新”的优势。传统文化与现代科技相融合，以中国特色植物资源成分作为基础原料，经过生物技术进行提取或发酵等加工过程获得功效成分，对于不同皮肤护理需求提供因人制宜的调理和循序渐进的养护。

2023年11月，国家药品监督管理局发布《关于化妆品新原料鼓励创新和规范管理有关事宜的公告》，鼓励结合我国传统优势项目和特色植物资源开发化妆品新原料，支持运用现代科学技术进行化妆品原料研究创新。随着技术的持续进步、护肤功效的不断体现，中国特色植物资源成分护肤理念也日趋成熟，市场的认可度与日俱增。

2.5、竞争格局：珈凯生物成长性表现较好

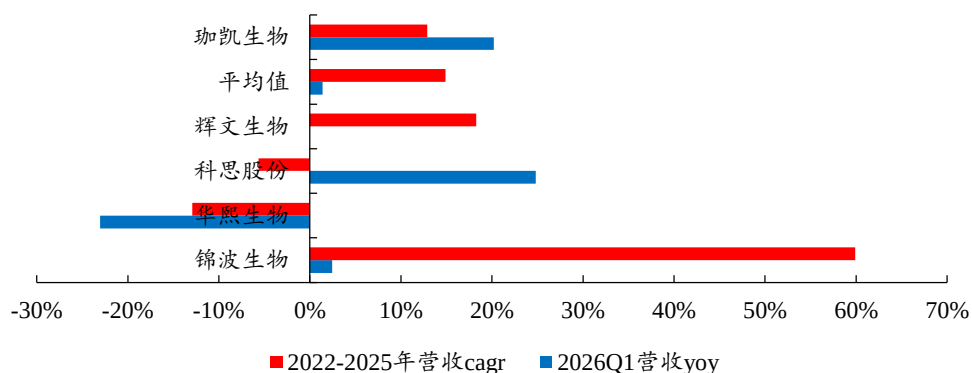
珈凯生物专注于化妆品功效原料的研发、生产及销售，主要产品包括绿色天然原料产品和合成原料产品。公司所属同行业可比公司为：锦波生物、华熙生物、科思股份、辉文生物、维琪科技等。

表11：公司所属同行业可比公司为：锦波生物、华熙生物、科思股份、辉文生物、维琪科技等

名称	主要产品	领域	与珈凯生物的竞争情况	市场地位
珈凯生物	化妆品功效原料。	化妆品	/	公司依托在研发实力、生产能力、质量控制等方面的积累，凭借良好的产品品质、全面的服务水平，获得了市场的广泛认可，公司在行业内已具有相当的品牌影响力，在众多客户中形成了良好的口碑。根据中国香料香精化妆品工业协会出具的《2025 市场地位声明》，珈凯生物在中国化妆品功效原料市场地位位居前五名。
锦波生物	重组胶原蛋白产品；抗 HPV 生物蛋白产品。	医疗器械、化妆品、护肤品、食品	应用领域部分重合；主营产品有较大差异。	在重组胶原蛋白行业具有领先地位。
华熙生物	透明质酸等生物活性物质原料产品以及用该原料生产的医疗终端产品、护肤品等。	医药、化妆品、食品等	应用领域部分重合；主营产品有较大差异；产品及业务基本不存在竞争。	透明质酸全产业链平台企业，微生物发酵生产透明质酸技术处于领先地位。
科思股份	防晒剂等化妆品活性成分、合成香料等	化妆品、护肤品等日化用品。	应用领域基本接近；主营产品有较大差异；产品及业务基本不存在竞争。	科思股份防晒剂广泛用于防晒膏、霜、乳液等化妆品中，是防晒化妆品的活性成分，在防晒剂市场处于领先地位。
辉文生物	植物提取物、海洋生物提取物	于化妆品、食品及保健品等	应用领域较为接近；主营产品存在相似性；部分产品存在竞争关系。	辉文生物立足生物科技核心物质的研发与制造，主要应用于化妆品、食品及保健品等。
维琪科技	多肽类皮肤活性原料产品、非肽类化妆品活性原料以及化妆品（ODM\OBM）代工生产。	化妆品	应用领域基本接近；主营产品存在相似性；部分非肽类化妆品原料产品与珈凯生物存在一定竞争关系。	维琪科技主要从事以皮肤活性多肽为核心、以中国特色植物原料等为补充、以关键性一般添加剂原料为拓展的化妆品原料的研发、生产和销售。

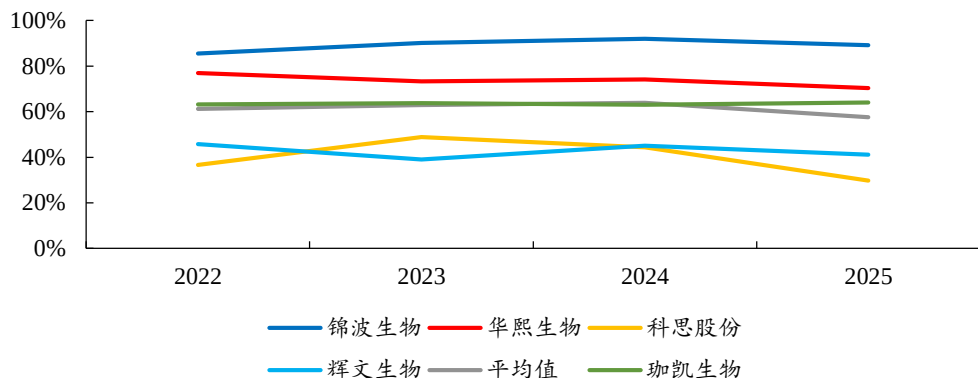
资料来源：公司招股书、开源证券研究所

成长性方面，2022-2025 年营收复合增速最快的为锦波生物，达到 60%；其次为辉文生物的 18%；珈凯生物位列第三，为 13%。2026Q1，科思股份的营收同比增速最快，达到 25%；其次为珈凯生物的 20%。

图41：珈凯生物 2022-2025 年营收 CAGR 位列第三，2026Q1 营收 YOY 位列第二


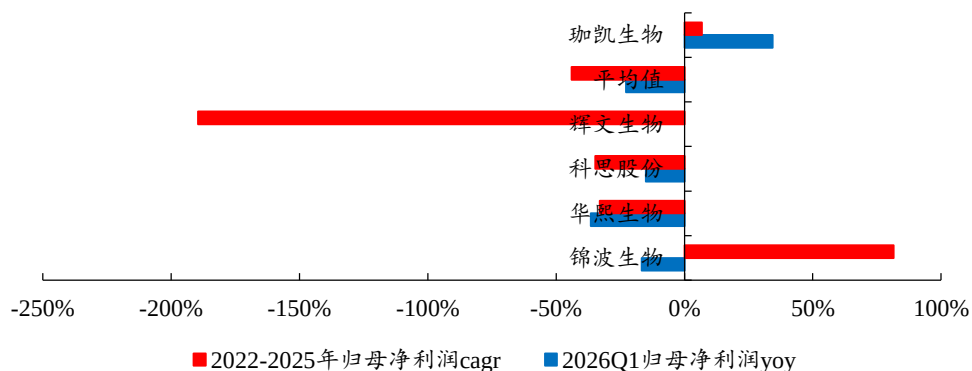
数据来源：Wind、开源证券研究所

盈利能力上，珈凯生物毛利率水平与可比公司均值接近，略低于锦波生物、华熙生物，高于科思股份与辉文生物。

图42：珈凯生物毛利率水平与可比公司均值接近


数据来源：Wind、开源证券研究所

2022-2025 年归母净利润 CAGR 最高的为锦波生物，达到 81%，其次为珈凯生物的 7%；2026Q1，归母净利润同比增速最高的为珈凯生物，达到 34%。

图43：2026Q1，归母净利润同比增速最高的为珈凯生物


数据来源：Wind、开源证券研究所

3、募投项目：年产 50 吨功能性植物提取物项目

公司募集资金扣除发行费用后的净额拟用于年产 50 吨功能性植物提取物项目，拟投入资金 30955.92 万元，计划建设周期 24 个月。

年产 50 吨功能性植物提取物项目拟生产的产品为高纯度植物提取原料产品，主要包括高纯度橄榄苦苷、光甘草定、七叶皂苷、补骨脂酚及羟基积雪草苷。

本项目达产后年新增营业收入 42,200.00 万元，年新增净利润 11,558.66 万元，项目税后内部收益率（IRR）22.98%，税后静态回收期为 5.79 年，项目整体收益率较高，经济效益良好。

4、估值与对比

珈凯生物有望通过本次募投项目扩大公司功能性植物提取物产能，能够为客户提供更为优质的产品选择，又能够全面提升公司从技术实力到产品形象到盈利能力的综合竞争力，巩固公司竞争优势。

表12：同行业可比公司的 PE2025 均值为 36X

公司简称	股票代码	市值 (亿元)	PE 2025	2022-2025 年营收 CAGR	2022-2025 年归母 净利润 CAGR	2025 年毛利率	2025 年净利率
锦波生物	920982.BJ	141.99	21.8	59.90%	81.44%	89.21%	40.47%
华熙生物	688363.SH	180.87	61.9	-12.92%	-33.00%	70.33%	6.93%
科思股份	300856.SZ	50.04	46.3	-5.63%	-34.71%	29.68%	6.67%
辉文生物	832402.NQ	1.21	13.2	18.27%	39.54%	41.14%	6.11%
均值		93.53	35.8	14.91%	13.32%	57.59%	15.05%
中值		96.02	34.0	6.32%	3.27%	55.73%	6.80%
珈凯生物	920165.BJ			12.88%	6.73%	63.99%	25.23%

数据来源：Wind、开源证券研究所（数据截至 20260727）

5、风险提示

市场竞争加剧风险、原材料价格波动风险、新股上市破发风险。

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。

分析师声明

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的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（北交所基准指数为北证 50 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。

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