

2026 年 07 月 28 日

证券分析师

赵昊
SAC: S1350524110004
zhaohao@huayuanstock.com
王宇璇
SAC: S1350525050003
wangyuxuan@huayuanstock.com

联系人

珈凯生物(920165.BJ)

——位居中国化妆品功效原料前列，研发创新驱动长期成长

投资要点：

- **本次发行价格 19.26 元/股，发行市盈率 14.03X，申购日为 2026 年 7 月 29 日。**珈凯生物本次发行股份全部为新股，本次发行数量为 724.1153 万股，发行后总股本为 4,827.4349 万股，本次发行数量占发行后总股本的 15.00%。本次发行不安排超额配售选择权。经我们测算，公司发行股份数量占发行后可流通股本比例为 21.4%，老股占可流通股本比例为 29.9%。本次发行战略配售发行数量为 72.4115 万股，占本次发行数量的 10.00%。公司此次募集资金拟用于“年产 50 吨功能性植物提取物项目”。
- **聚焦化妆品功效原料领域，田军、王吉超、苏文才为公司实际控制人。**公司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。截至 2025 年 12 月 31 日，公司共拥有 66 项专利权（其中包括 33 项发明专利及 1 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。截至 2026/7/28，田军、王吉超、苏文才直接和间接合计持有公司 56.96% 的股份，作为嘉兴盛央的实际控制人，并分别作为嘉兴珈上、嘉兴珈北和嘉兴珈广的执行事务合伙人，合计控制公司 75.15% 的股份表决权，为公司的控股股东及实际控制人。
- **中国化妆品活性原料市场规模预计 2028 年将达到 176 亿元，植物提取原料市场快速增长。**中国化妆品消费处于不断增长阶段，我国化妆品零售销售规模由 2017 年的 2,514 亿元增长至 2025 年的 4,653 亿元，期间年复合增长率约 8.00%。中国化妆品原料市场规模由 2019 年的 1,147.80 亿元增长至 2024 年的 1,603.90 亿元，年复合增长率达 6.9%，预计将在 2025 年至 2029 年以 9.9% 的年增速持续增长，2029 年将达到 2,561.80 亿元。其中，2023 年中国化妆品活性原料市场规模约为 141 亿元，活性原料中的植物提取类及生物发酵类产品市场规模增速有望进一步提升，中国化妆品植物提取原料及生物发酵原料的市场规模有望在 2028 年分别增至 83.28 亿元和 46.27 亿元。竞争格局上，化妆品原料种类繁多，不同用途的原料生产技术差异较大，整体集中度不高，同行业公司主要包括巴斯夫、华熙生物等。
- **申购建议：建议关注。**公司设立以来，始终专注于化妆品功效原料的研发、生产和销售，经过多年发展，在行业中已取得较为领先的市场地位。近年来，公司不断提升产品品质，持续为客户提供优质产品。公司产品得到了客户的普遍认可。截至 2026 年 7 月 27 日，行业可比公司 PE TTM 均值达 34X。
- **风险提示：市场竞争加剧风险、原材料价格波动风险、与境外销售业务相关的风险**

内容目录

1. 初始发行 724.12 万股，申购日为 2026/7/29	4
1.1. 发行情况：发行价格 19.26 元/股，发行市盈率 14.03X	4
1.2. 募投：珈凯生物拟投资 3 亿元建设“年产 50 吨功能性植物提取物项目”	4
2. 珈凯生物聚焦化妆品功效原料领域，实控人合计控制公司 75.15% 的股份	6
2.1. 业务：2025 年绿色天然原料占总营收 65.68%，毛利率维持较高水平	7
2.2. 模式：2023-2025 年前五大客户合计收入占比均低于 35%，拥有山东福瑞达、科丝美诗等客户	8
2.3. 财务：2025 年公司营业总收入为 2.63 亿元，归母净利润达 6626.93 万元	9
3. 行业：受益于下游化妆品行业稳定增长，化妆品原料行业保持较快增速	11
3.1. 中国化妆品活性原料市场规模预计 2028 年将达到 176 亿元，植物提取原料市场快速增长	11
3.2. 同行业公司：主要包括巴斯夫、华熙生物等	14
4. 申购建议：建议关注	14
5. 风险提示	15

图表目录

图表 1： 珈凯生物本次发行价格 19.26 元/股	4
图表 2： 战略配售发行数量为 72 万股	4
图表 3： 珈凯生物拟投资 3 亿元建设“年产 50 吨功能性植物提取物项目”	5
图表 4： 田军、王吉超、苏文才合计控制公司 75.15% 的股份，为公司的实际控制人（截至 2026/7/28）	7
图表 5： 公司具代表性的产品特点及功效	7
图表 6： 2023-2025 年绿色天然原料营收占比高于 60%（单位：万元）	8
图表 7： 2023-2025 年绿色天然原料毛利率均高于 78%	8
图表 8： 公司前五大客户销售收入占比均低于 35%	9
图表 9： 2025 年公司营业总收入为 2.63 亿元，归母净利润达 6626.93 万元	10
图表 10： 2024 年全球美妆及个护市场规模达 6430 亿美元	11
图表 11： 2025 年我国化妆品市场规模达 4653 亿元	11
图表 12： 2019-2024 年全球化妆品原料市场规模 CAGR 达 5.2%	12
图表 13： 2019-2024 年中国化妆品原料市场规模 CAGR 达 6.9%	12
图表 14： 2018-2028 年中国化妆品活性原料市场规模	12
图表 15： 化妆品活性原料主要实现路径对比	13
图表 16： 2018-2028 年中国化妆品植物提取原料市场规模	13
图表 17： 2018-2028 年中国化妆品生物发酵原料市场规模	13
图表 18： 珈凯生物同行业公司情况	14
图表 19： 可比公司 PE TTM 均值达 34X	15

1. 初始发行 724.12 万股，申购日为 2026/7/29

1.1. 发行情况：发行价格 19.26 元/股，发行市盈率 14.03X

珈凯生物本次发行价格 19.26 元/股，发行市盈率 14.03X，申购日为 2026 年 7 月 29 日。本次发行股份全部为新股，本次发行数量为 724.1153 万股，发行后总股本为 4,827.4349 万股，本次发行数量占发行后总股本的 15.00%。本次发行不安排超额配售选择权。经我们测算，公司发行股份数量占发行后可流通股本比例为 21.4%，老股占可流通股本比例为 29.9%。

图表 1：珈凯生物本次发行价格 19.26 元/股

基本信息	股票代码	920165.BJ	所属国民经济行业	化学原料和化学制品制造业
	股票简称	珈凯生物	发行代码	920165
	定价方式	直接定价	发行价格(元/股)	19.26
	募集金额(万元)	13,946.46	主承销商	东吴证券股份有限公司
	初始发行股份数量(万股)	724.12	占发行后总股本比例	15.00%
日期与申购限制	战略配售比例	10.00%	超额配售比例	0.00%
	路演日	2026-07-28	申购日	2026-07-29
	申购款退回日	2026-07-31	网上最高申购量(万股)	32.58
基本面信息	2025年总营收(亿元)	2.63	2025年归母净利润(万元)	6,626.93
	2025年毛利率	63.99%	2025年加权ROE%	15.67%
	2025年营收增速	8.34%	2025年归母净利润增速	16.38%
股本信息	发行前总股本(万股)	4,103.32	发行前限售股(万股)	3,794.52
	发行后预计可流通比例	21.40%	老股占可流通股本比例	29.90%
价格信息	发行PE(LYR)(倍)	14.03	发行后2025EPS(元)	1.37

资料来源：wind、公司公告、华源证券研究所

注：表中数据均不考虑超额配售

本次发行战略配售发行数量为 72.4115 万股，占本次发行数量的 10.00%。网上发行数量为 651.7038 万股，占本次发行数量的 90.00%。

图表 2：战略配售发行数量为 72 万股

序号	名称	承诺认购股数 (股)	限售期安排
1	东吴证券珈凯生物员工参与北交所战略配售集合资产管理计划	506,881	12 个月
2	东吴创新资本管理有限责任公司	217,234	12 个月
	合计	724,115	-

资料来源：公司公告、华源证券研究所

1.2. 募投：珈凯生物拟投资 3 亿元建设“年产 50 吨功能性植物提取物项目”

公司此次募集资金拟用于“年产 50 吨功能性植物提取物项目”。此项目拟投资 30,955.92 万元，项目建成后有望年产 50 吨高纯度植物提取功效原料产品，满足市场对于高端植物提取原料的迫切需求，或将有效补充公司高纯度植物提取原料的规模化生产短板；并有望通过打造智能化、自动化、数字化的生产线，进一步优化生产工艺、提升产品品质。

图表 3：珈凯生物拟投资 3 亿元建设“年产 50 吨功能性植物提取物项目”

序号	项目	总投资额（万元）	拟投入募集资金（万元）	实施周期
1	年产 50 吨功能性植物提取物项目	30,955.92	19000.00	24 个月
	合计	30,955.92	19000.00	

资料来源：珈凯生物招股书、华源证券研究所

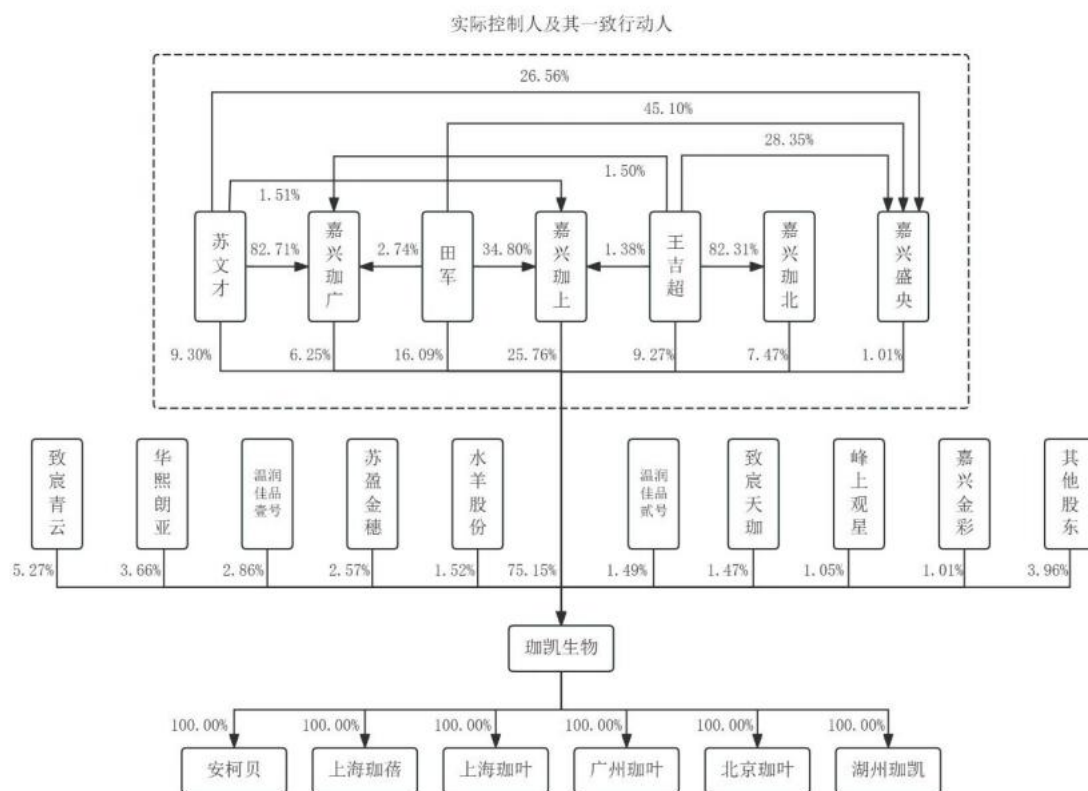
2. 珈凯生物聚焦化妆品功效原料领域，实控人合计控制公司 75.15%的股份

公司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。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。截至 2025 年 12 月 31 日，公司共拥有 66 项专利权（其中包括 33 项发明专利及 1 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。

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。

截至 2026 年 7 月 28 日，田军先生直接持有公司 16.09%股份，通过嘉兴珈上、嘉兴珈广及嘉兴盛央间接持有公司 9.59%股份，合计持有公司 25.69%股份；王吉超先生直接持有公司 9.27%股份，通过嘉兴珈北、嘉兴珈上、嘉兴珈广及嘉兴盛央间接持有公司 6.88%股份，合计持有公司 16.15%股份；苏文才先生直接持有公司 9.30%股份，通过嘉兴珈广、嘉兴珈上及嘉兴盛央间接持有公司 5.83%股份，合计持有公司 15.13%股份。田军、王吉超、苏文才及嘉兴珈上、嘉兴珈广、嘉兴珈北、嘉兴盛央为一致行动人。田军、王吉超、苏文才直接和间接合计持有公司 56.96%的股份，作为嘉兴盛央的实际控制人，并分别作为嘉兴珈上、嘉兴珈北和嘉兴珈广的执行事务合伙人，合计控制公司 75.15%的股份表决权，为公司的控股股东及实际控制人。

图表 4: 田军、王吉超、苏文才合计控制公司 75.15% 的股份, 为公司的实际控制人 (截至 2026/7/28)



资料来源：珈凯生物招股书、华源证券研究所

2.1. 业务：2025 年绿色天然原料占总营收 65.68%，毛利率维持较高水平

化妆品功效原料是指专门针对一种或多种皮肤问题、具有活性功效的化妆品原料，一般对皮肤具有特定的护理作用。公司的主要产品为化妆品功效原料，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、七叶树提取物等代表性产品，可实现舒缓、修护、祛斑美白、保湿、抗皱以及控油、祛痘等功效。在不断夯实现有产品优势的同时，公司持续拓宽现有产品的应用广度，并依托扎实的前瞻性研发能力，结合终端市场需求，加快新品开发及产业化转化速度。近年来，公司陆续推出珈妍净、密源植萃、智妍润等新品，为下游客户提供了更加丰富的功效原料选择，也为公司带来了新的业务增长点。

图表 5：公司具代表性的产品特点及功效

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。

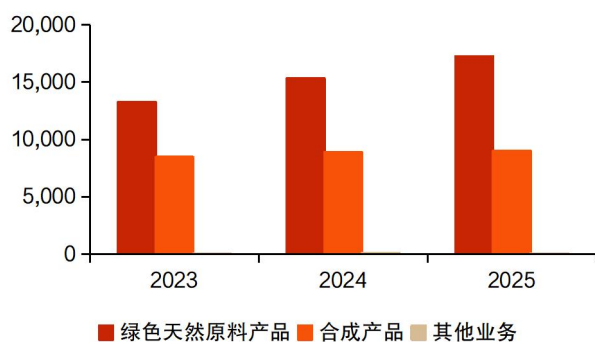
维生素 C 乙基醚	是一款具有较好稳定性的维生素 C 衍生物。它具有两亲性（亲水性和亲油性）的特点，能够更为有效发挥生物学效应，是祛斑美白化妆品领域的重要功效原料。
β -葡聚糖	是从裂褶菌子实体、菌丝体或发酵液中直接提取出来的水溶性多糖，具备良好的舒缓性能；同时它能够有效提高皮肤角质层水分含量，具有保湿等功效。
七叶树提取物	主要活性成分为七叶皂苷。它能促进皮肤微循环，抵抗外界刺激造成的皮肤损伤，缓解皮肤水肿，可起到祛除红血丝和眼袋等修护作用。
茵密莱	通过梯度变温提取和离子交换树脂组合工艺提取，获取桃胶多糖，使其具有良好的即时紧致和抗皱功效。
时光肽	融合了水解胶原与棕榈酰三肽-5 的抗皱功效，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：珈凯生物招股书、华源证券研究所

收入情况:2023-2025 年,公司绿色天然原料产品营收分别为 13,278.27 万元、15,323.38 万元和 17,252.59 万元,占总营收比例依次为 61.05%、63.21%和 65.68%,为公司最主要的收入来源,收入规模及占比均持续提升;合成产品营收分别为 8,468.06 万元、8,886.12 万元和 9,011.78 万元,占总营收比例依次为 38.93%、36.65%和 34.31%,整体保持稳步增长,但收入占比有所下降。

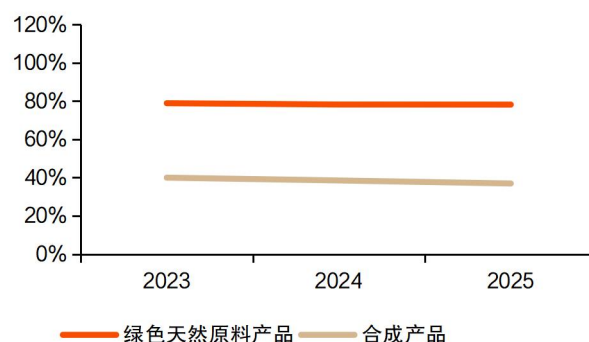
毛利率情况:2023-2025 年,绿色天然原料产品毛利率分别为 78.85%、78.18%和 78.13%,维持在较高水平,2024 年受产品收入结构变化影响小幅下降,2025 年基本保持稳定;合成产品毛利率分别为 39.95%、38.49%和 36.91%,呈逐年下降趋势,主要系产品销售结构变化以及公司为提升市场竞争力主动调整部分产品售价所致。

图表 6: 2023-2025 年绿色天然原料营收占比高于 60%(单位: 万元)



资料来源：珈凯生物招股书、华源证券研究所

图表 7: 2023-2025 年绿色天然原料毛利率均高于 78%



资料来源：珈凯生物招股书、华源证券研究所

2.2. 模式: 2023-2025 年前五大客户合计收入占比均低于 35%, 拥有山东福瑞达、科丝美诗等客户

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

主营业务收入的占比分别为 78.62%、82.23%及 77.37%。公司重视营销网络体系建设。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、西北等地区的销售布局，持续开展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，并不断推进欧洲及亚太等主要区域销售业务的开拓，境外销售或将逐渐成为公司的未来重要布局方向。

2023-2025 年，公司前五大客户销售金额分别为 7,025.47 万元、7,971.10 万元和 7,106.14 万元，占营业收入的比例分别为 32.30%、32.88%和 27.05%，整体维持在较低水平，2025 年进一步下降。2023-2025 年，山东福瑞达、科丝美诗连续三年位列公司前五大客户。

图表 8：公司前五大客户销售收入占比均低于 35%

年度	客户名称	销售金额（万元）	占比
2025	山东福瑞达	2176.28	8.29%
	Nexus Specialities	1394.1	5.31%
	科丝美诗	1390.5	5.29%
	珀莱雅	1096.39	4.17%
	林清轩	1048.86	3.99%
	合计	7106.14	27.05%
2024	山东福瑞达	3111.64	12.83%
	Anshul Life Sciences	1522.34	6.28%
	科丝美诗	1413.89	5.83%
	林清轩	1124.43	4.64%
	上海自然堂集团有限公司	798.79	3.29%
	合计	7971.1	32.88%
2023	山东福瑞达	2870.08	13.20%
	科丝美诗	1457.69	6.70%
	Anshul Life Sciences	1052.08	4.84%
	Cosmetic VIA LLC	915.19	4.21%
	珀莱雅	730.42	3.36%
	合计	7025.47	32.30%

资料来源：珈凯生物招股书、华源证券研究所

2.3. 财务：2025 年公司营业总收入为 2.63 亿元，归母净利润达 6626.93 万元

营收方面，2023-2025 年公司营业总收入分别为 2.18 亿元、2.42 亿元和 2.63 亿元，同比+19.10%、+11.46%和+8.34%。公司销售收入呈不断增长态势，但同比增速有所放缓。

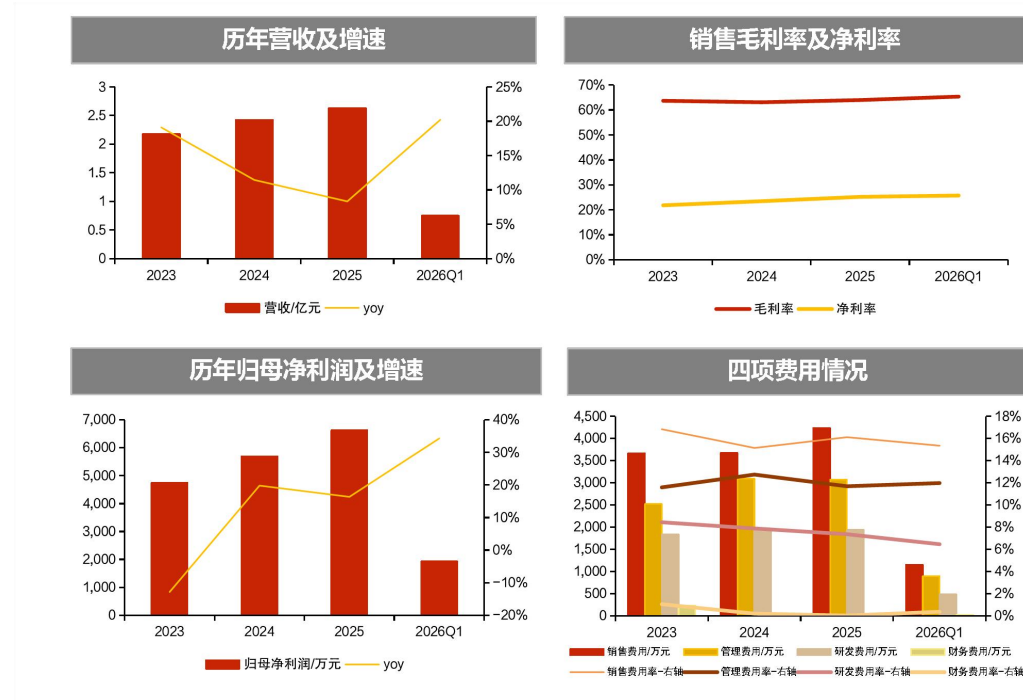
利润方面，2023-2025 年公司归母净利润分别为 4751.92 万元、5694.12 万元和 6626.93 万元，同比-12.82%、+19.83%和+16.38%，2023 年归母净利润短暂下滑，2024 年以来恢复正增长，并连续两年保持两位数同比增速，盈利能力持续改善。

盈利能力方面，2023-2025 年公司销售毛利率分别为 63.69%、63.09%和 63.99%，整体保持相对稳定；净利率分别为 21.85%、23.49%和 25.23%，呈逐年提升趋势，盈利水平持续增强。

成本管控方面，2023-2025 年公司期间费用率分别为 37.95%、36.01%和 35.23%，逐年小幅下降。其中，销售费用率分别为 16.84%、15.15%和 16.12%，整体保持稳定；管理费用率分别为 11.60%、12.75%和 11.69%；研发费用率分别为 8.45%、7.89%和 7.37%，呈小幅下降趋势；财务费用率分别为 1.07%、0.22%和 0.04%。

公司预计 2026 年 1-6 月营业收入约为 14,415.36 万元至 15,466.48 万元，同比增长 18.04%至 26.65%；归属于母公司所有者的净利润约为 3,512.59 万元至 3,768.72 万元，同比增长 21.04%至 29.87%；增长主要受益于化妆品市场整体行情较好，以及公司持续提升产品竞争力和积极拓展市场。

图表 9：2025 年公司营业总收入为 2.63 亿元，归母净利润达 6626.93 万元



资料来源：iFind、华源证券研究所

3. 行业：受益于下游化妆品行业稳定增长，化妆品原料行业保持较快增速

3.1. 中国化妆品活性原料市场规模预计 2028 年将达到 176 亿元，植物提取原料市场快速增长

根据珈凯生物招股书，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，或将持续保持增长，预计在 2030 年将达到 7,878 亿美元。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消费规模及消费渗透率的不断提升。根据国家统计局数据，我国化妆品零售销售规模（限额以上单位商品零售额）由 2017 年的 2,514 亿元增长至 2025 年的 4,653 亿元，期间复合增长率约 8.00%。由于目前中国消费者人均化妆品消费额仍低于欧美等成熟市场，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、韩国的人均消费额约为 235 至 335 美元，表明我国化妆品市场仍具有较大的增长潜力；预计未来 5 年我国化妆品零售销售规模仍将保持约 8% 的年均增长速度，到 2030 年市场规模有望达到 6,914 亿元。

图表 10：2024 年全球美妆及个护市场规模达 6430 亿美元



图表 11：2025 年我国化妆品市场规模达 4653 亿元



资料来源：中国日用化学工业信息中心、珈凯生物招股书、华源证券研究所

资料来源：国家统计局、珈凯生物招股书、华源证券研究所

化妆品原料方面，受益于下游化妆品行业的稳定增长，化妆品原料行业近几年也保持了较快的增长速度。参考弗若斯特沙利文数据和维琪科技招股书，全球化妆品原料市场规模由 2019 年的 885.60 亿美元增长至 2024 年的 1,142.40 亿美元，年复合增长率达 5.2%，预计 2025 年至 2029 年将以 8.2% 的增速持续增长，2029 年将达到 1,694.30 亿美元。中国化妆品原料市场规模由 2019 年的 1,147.80 亿元增长至 2024 年的 1,603.90 亿元，年复合增长率达 6.9%，预计将在 2025 年至 2029 年以 9.9% 的年增速持续增长，2029 年将达到 2,561.80 亿元。

竞争格局上来看，化妆品原料种类繁多，不同用途的原料生产技术差异较大，因此整体集中度不高。国际上，既有巴斯夫等依靠庞大的生产规模、丰富的技术储备实现多类型化妆品原料的全面覆盖的大型化工企业，也有德之馨、帝斯曼等依靠丰富的行业经验和稳定的客户资源而专注于特定原料领域的化工企业，还有少量大型知名化妆品品牌拥有独立原料生产工厂，如欧莱雅下属的原料开发和生产企业 Novéal。国际化妆品原料公司主要面向国际化妆品企业和国内高端化妆品生产企业，市场占有率较高。国内化妆品原料公司由于起步较晚，整体水平落后于国外，目前国内的化妆品原料行业以产品单一、生产批量较小的小型化工企业为主，主要面向国内中低端化妆品生产企业。

图表 12：2019-2024 年全球化妆品原料市场规模 CAGR 达 5.2%



资料来源：弗若斯特沙利文、维琪科技招股书、华源证券研究所

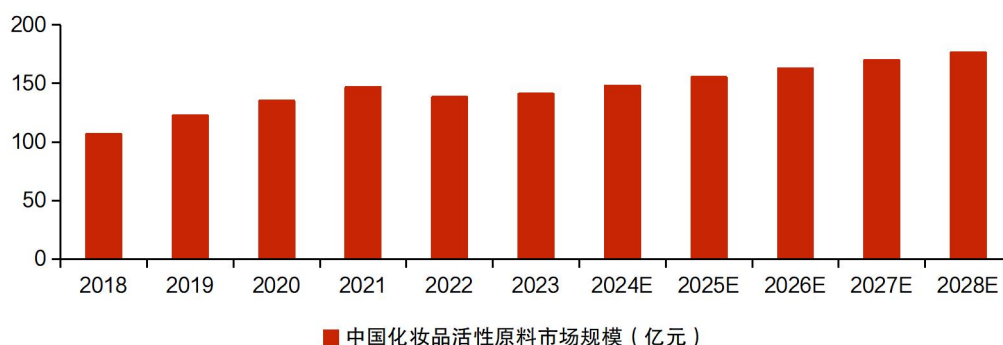
图表 13：2019-2024 年中国化妆品原料市场规模 CAGR 达 6.9%



资料来源：弗若斯特沙利文、维琪科技招股书、华源证券研究所

化妆品活性原料方面，根据珈凯生物招股书及《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。

图表 14：2018-2028 年中国化妆品活性原料市场规模



资料来源：《化妆品原料行业发展情况分析》、珈凯生物招股书、华源证券研究所

根据珈凯生物招股书，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%。

图表 15：化妆品活性原料主要实现路径对比

项目	化学合成	植物提取	微生物发酵	合成生物
原材料	石化原料为主	天然植物	菌株	葡萄糖生物质原料等
原料可获得性	易获得，不可再生	可再生，受地理、时间、位置等因素限制	易获得，可再生	易获得、可再生
产量	高	低	高	高
纯度	低	低	高	高
制备成本	高	高	较高	低
发展阶段	成熟阶段	较成熟阶段	较成熟阶段	起步阶段

资料来源：珈凯生物招股书、华源证券研究所

根据珈凯生物招股书，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，被市场热捧，特别是中国特色植物原料成为近两年化妆品市场新宠儿，受到消费者的广泛关注。从植物中提取的成分主要是植物性油脂（挥发油）、黄酮类化合物、多酚类化合物、多糖类化合物等，可用于美白、抗衰老、保湿、防晒、舒缓等领域。生物发酵则是一项利用细胞生长特性及生物催化体系，与有机物底物结合发生反应，以定向得到目标活性产物，即生物反应合成物质或细胞的过程。微生物发酵既能合成氨基酸、有机酸、黄酮、多酚等易吸收的小分子，也能制造多糖、多肽或蛋白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。

根据珈凯生物招股书，目前行业发展规律是，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及生物发酵原料的市场规模有望在 2028 年分别增至 83.28 亿元和 46.27 亿元。

图表 16：2018-2028 年中国化妆品植物提取原料市场规模



资料来源：中国日用化学工业信息中心、珈凯生物招股书、华源证券研究所

图表 17：2018-2028 年中国化妆品生物发酵原料市场规模



资料来源：中国日用化学工业信息中心、珈凯生物招股书、华源证券研究所

3.2. 同行业公司：主要包括巴斯夫、华熙生物等

从国际方面看，“大而全”成为全球大型行业内企业的主要业态，因此，国内行业内领先企业，在市场上体现出“小而精”的特征，基于对化妆品功效原料领域的高关注度及产品转化率，凭借对下游市场趋势的敏锐判断以及立足于充分基础研究的产品创新，能够灵活快速响应市场的需求，加快产品迭代速度，在一定程度上已经具备与行业内国际大型企业在国际舞台展开竞争的能力。从市场角度看，鉴于化妆品功效原料行业具有广阔的市场空间、良好的发展前景以及相对较高的利润率，但新进入者面临品牌效应、规模效应、客户渠道及人才储备等诸多壁垒，难以在短期内理顺各方面关系；同时，下游客户对于化妆品功效原料的采购具有谨慎性及相对较高的黏性，在此背景下，目前化妆品功效原料行业的规模化企业具有明显的先发优势。从产品创新角度看，近年来，研发先行及产品创新成为国内化妆品消费的主线，国内具有领先地位的化妆品功效原料制造企业正逐渐加大高品质创新产品研发和制造力度，以满足功能性及多样化的市场需求。整体来看，未来在技术研发、产品品质、销售渠道及品牌知名度等方面具有优势的企业有望获得更高的市场占有率。

图表 18：珈凯生物同行业公司情况

企业名称		企业情况
国际企业	巴斯夫（BASF）	巴斯夫（BASF）成立于 1865 年，是全球领先的化工公司之一。业务覆盖化学品、功能性产品、功能性原材料和方案、农业解决方案、石油和天然气、其他六大板块。2024 年度实现营业收入 652.60 亿欧元，净利润 14.53 亿欧元；2025 年度实现营业收入 596.57 亿欧元，净利润 17.26 亿欧元。
	德之馨（Symrise）	德之馨由 Haarmann & Reimer 和 Dragoco 两家公司于 2003 年合并而来，历史最早可追溯至 1874 年。业务主要分为香料香精、营养品、个人护理三大板块。2024 年度实现营业收入 49.99 亿欧元，净利润 4.82 亿欧元；2025 年度实现营业收入 49.29 亿欧元，净利润 2.54 亿欧元。
	华熙生物	主营业务为研发、生产和销售透明质酸等生物活性物质原料产品及生物医用材料终端产品。产品包括透明质酸、聚谷氨酸钠、依克多因、麦角硫因、眼科黏弹剂、软组织填充剂等。2025 年营业收入 419,908.93 万元，净利润 29,114.84 万元。
国内企业	浙江湃肽生物股份有限公司	主营业务为多肽产品的研发、生产、销售及相关服务。主要产品和服务为多肽化妆品原料、多肽医药产品及相关服务。2022 年营业收入 21,464.86 万元，净利润 6,976.42 万元。
	北京东方森森生物科技有限公司	是一家专注于化妆品植物功效原料研发的国家高新技术企业，成立于 2014 年，总部位于北京市平谷区，以中医理论为基础结合现代科技，为化妆品企业提供品质原料及定制化服务。
	维琪科技	维琪科技成立于 2011 年，拥有原料创新研发、皮肤解决方案定制、成品智造等服务体系，主营产品为肽类皮肤活性原料等。2025 年度营业收入 27,530.54 万元，净利润 9,084.67 万元。
	辉文生物	主营业务为生物医药、化妆品和保健食品的核心功能性原料及中间体，包括生物多糖、糖蛋白、蛋白聚糖及其他天然产物提取物等的研发、制造、销售。2025 年营业收入 14,941.50 万元，净利润 913.64 万元。

资料来源：珈凯生物招股书、华源证券研究所

4. 申购建议：建议关注

公司设立以来，始终专注于化妆品功效原料的研发、生产和销售，经过多年发展，在行业中已取得较为领先的市场地位。近年来，公司不断提升产品品质，持续为客户提供优质产品。公司产品得到了客户的普遍认可。根据中国香料香精化妆品工业协会于 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。截至 2026 年 7 月 27 日，行业可比公司 PE TTM 均值达 34X。

图表 19：可比公司 PE TTM 均值达 34X

公司名称	股票代码	市值/亿元	PE TTM	2025 年营收/亿元	2025 年归母净利润/万元	2025 年毛利率	2025 年净利率	2025 年研发费用率
锦波生物	920982.BJ	141.99	22.75	15.95	65,212.90	89.21%	40.47%	6.64%
芭薇股份	920123.BJ	11.57	28.89	8.42	3,865.87	23.11%	4.48%	4.07%
科思股份	300856.SZ	50.04	49.64	14.83	10,803.40	29.68%	6.67%	4.45%
均值		67.87	33.76					
中值		50.04	28.89					
珈凯生物	920165.BJ	-	-	2.63	6,626.93	63.99%	25.23%	7.37%

资料来源：wind、华源证券研究所 注：数据截至 2026/7/27

5. 风险提示

市场竞争加剧风险：公司所处的化妆品功效原料行业近年来发展较快，得益于较强的研发能力及品质保障，公司的产品受到众多知名品牌的认可，但随着化妆品功效原料行业关注度的持续提升，不排除行业内现有及潜在竞争者会加大竞争力度，从而导致行业竞争加剧。如果未来公司技术水平、产品品质、服务能力、品牌影响力等不能持续提升，则会给公司业务的发展带来一定的风险。

原材料价格波动风险：2023-2025 年，公司产品的原材料成本占当期主营业务成本的比重分别为 76.50%、69.23%及 68.51%，公司采购的原材料主要为合成类原料、植物及其提取物原料、溶剂及试剂、包材及标签等，若未来上述主要原材料的市场价格出现较大幅度的波动，而公司产品销售价格不能同步调整，公司可能会面临原材料价格波动风险，从而对公司盈利产生不利影响。

与境外销售业务相关的风险：2023-2025 年，公司境外销售收入占主营业务收入的比例分别为 19.41%、17.10%及 21.85%，客户主要分布于欧洲、亚洲地区。境外销售受国际政治经济关系变化、政策法规变动、不正当竞争、贸易保护等多种因素影响，虽然目前上述区域对公司产品进口无特别限制性贸易或关税政策，但未来若上述区域对公司产品的进口贸易政策发生变化，公司如不能及时应对，则公司的境外销售可能受到一定的不利影响。

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读完整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。