

2021年05月11日

商贸零售

“双周期”维度下，看化妆品代工发展机遇

本文从化妆品行业发展周期和企业生命周期的“双周期”维度，看化妆品代工环节发展机遇：①行业高速增长，行至强监管时代，核心资源稀缺性凸显，驱动集中度加速提升；②不同阶段企业对代工需求量有所差异，当前国内初创型企业爆发，推动代工需求量增长。

■行业发展周期：行业高度景气，行至强监管时代驱动代工环节集中度提升。我国化妆品行业高度景气，根据欧睿数据，过去5年化妆品行业增速10%左右领跑全球，且涌现出精华、彩妆等高速增长细分市场。化妆品代工处于行业中上游，该环节价值占化妆品终端价格10%左右，且市场集中度存较大提升空间。行至强监管时代，核心资源稀缺性凸显，驱动行业集中度提升。①原料成分“宽进严出”，原料商门槛提升、创新收益更受保障；②每原料商每原料的原料报送码具“唯一性”，原料报送码进入化妆品产品备案文件，将强化原料商与品牌商绑定关系；③功效宣称规范要求严格，考虑到功效宣称评价体系需要较大固定资产投资及团队建设成本，代工环节更具规模效应、有望通过进行功效论证延伸产业链价值。④化妆品注册人、备案人、质量安全负责人、境内责任人的资质及责任要求清晰；化妆品注册人、备案人、受托生产企业应当设置质量安全负责人，未依照规定设置，将面临罚款、停产停业、吊销许可证，甚至5年内禁止从事化妆品行业的处罚，使得“质量安全负责人”缺口扩大；根据猎聘及BOSS直聘，可以看到已经有大量的化妆品质量安全负责人招聘需求，其薪水普遍高于行业其他岗位。

■企业生命周期维度：品牌商选择代工与否基于5个基本要素，不同化妆品对代工需求程度各异。化妆品公司对代工的需求程度源自成本产出比（通常一个完整生产项目投资亿元左右，选择代工有助于降本稳质），速度（选择代工快速应对新趋势或旺季需求），增值服务（国外ODM巨头研发费率在5%-8%区间，国内外头部化妆品品牌商研发费率多数在1%-4%，成熟ODM工厂可提供研发等服务），自主性（自产可自主管控质量和节奏，代工比例较高的水羊股份和贝泰妮存货周转天数为130-290天，比自产为主的化妆品公司存货周转天数80-110天更长。）和品牌形象（自产有助于塑造可靠形象）5个要素之间的权衡把控。出于对速度的考虑，新品代工需求高于经典单品，新品牌代工需求高于成熟品牌；出于对成本考虑，特殊工艺产品代工需求高于普通工艺产品，跨国公司代工需求高于本土公司；出于增值服务，合作定制产品代工需求高于普通产品；出于速度和自主性/品牌形象权衡，彩妆>大日化>护肤；出于成本和自主性/品牌形象权衡，次要产品>核心产品，低阶品类>高阶品类，副牌>主牌。

■企业生命周期维度：化妆品集团不同生命周期均需要代工，但需求比例和重点逐渐进化。我们基于国内外品牌在CFDA官网上的备案信息发现：在品牌初创阶段资金和精力有限，出于对成本、速度的考虑，代工比重高，统计周期内HFP、WIS、纽西之谜等新锐品牌代工比例近100%；随着品牌逐渐

行业深度分析

证券研究报告

投资评级 **领先大市-A**
维持评级

首选股票	目标价	评级
300132 青松股份	27.80	买入-A
300955 嘉亨家化	60.80	买入-A
300856 科思股份	56.90	买入-A

行业表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	4.85	4.97	8.92
绝对收益	3.99	-9.07	34.87

刘文正

分析师

SAC 执业证书编号: S1450519010001
liuwz@essence.com.cn
021-35082109

杜一帆

分析师

SAC 执业证书编号: S1450518080002
duyf1@essence.com.cn
021-35082088

陈京

报告联系人

chenjing7@essence.com.cn

相关报告

FY20 及 21Q1 综述：疫情影响逐渐减退，收入、利润环比趋暖 2021-05-05
珀莱雅持续推进大单品战略、新兴渠道快速增长，上海家化改革成效显著 2021-04-25
社零恢复加速，央行工作论文建议全面放开和鼓励生育 2021-04-18
2021 年 3 月社零同比 19 年同期增长 12.9%，消费复苏加速 2021-04-17
渠道规模筑就婚庆珠宝宝座，需求升级驱动未来成长 2021-04-13

成熟，资金和人员实力逐步雄厚，对自主性和品牌形象的要求逐步提升，开始自建工厂，但特定品类和时段依旧需要代工，统计周期内上美、伽蓝、上海家化等集团中护肤品牌代工比例基本在 40%以下；集团体量继续壮大，发展至跨国公司，品牌形象稳固，重新回归对成本和速度的追求，策略性选择代工，集团整体代工比例提升，雅诗兰黛、资生堂等集团下非核心品牌代工比例较高。各个阶段对代工厂的需求重点和比例不同，但是研发端的增值服务是各个生命阶段的品牌都需要的。

■ **“双周期”双击，代工厂行至高速发展阶段：从代工厂角度，测算到 23 年市场 CAGR 达 17%，规模优势、客户沉淀、强监管下头部资源将成壁垒。**

大的化妆品品牌商生产端的管控要求高，头部代工厂与大的品牌商深度绑定，国际知名代工厂莹特丽客户中有 42%的跨国品牌和 29%的零售商（公司官网）。而中长尾代工厂主要依靠新/小品牌订单，我国化妆品行业下游新锐品牌的涌现以及国外巨头的布局将成为助推上游代工厂繁荣的重要力量。同时我国国内代工厂不断加码研发，提高客户粘性。假设 23 年外资大牌，成熟国产品牌和新锐品牌的代工比例分别为 42%、22%和 100%（其他假设条件见正文），预计 2023 年我国化妆品代工市场规模达 358 亿元，对应 CAGR 为 17%。该行业具备规模优势，客户转换成本高，且强监管下行业向头部集中，预计规模大、客户沉淀深厚的头部代工企业具备较高竞争壁垒。

■ **投资建议：**我国化妆品行业处于繁荣发展时期，代工比例较高的新锐品牌和国际品牌纷纷布局，助推上游代工行业欣欣向荣，同时国内代工厂加码研发增强竞争力，化妆品新规出台进一步提升行业集中度，推荐国产化妆品代工企业嘉亨家化、青松股份，以及化妆品行业上游防晒剂龙头科思股份。

■ **风险提示：**新冠疫情持续恶化；新品投放市场效果不及预期；行业竞争加剧等。

内容目录

1. 行业发展周期：行业高度景气，集中度有较大提升空间	6
1.1. 代工处于化妆品产业链上游环节	6
1.1.1. 化妆品产业链涉及生产、品牌、营销、渠道等多个环节	6
1.1.2. 产业链中品牌方攫取大部分价值	8
1.2. 集中度存较大提升空间，国产代工厂迅速崛起	10
2. 行业发展周期：行至强监管时代，核心资源稀缺性凸显，驱动行业集中度提升	11
2.1. 原料监管细化，龙头优势更为显著	12
2.1.1. 原料成分“宽进严出”，原料商门槛提升、创新收益更受保障	12
2.1.2. 原料报送码“唯一性”强化原料商与品牌商绑定关系	13
2.1.3. 功效宣称规范要求严格，代工企业有望通过进行功效论证延伸产业链价值	14
2.2. 权责划分清晰，核心岗位人才供给稀缺	16
3. 企业生命周期：从基本要素到品牌战略，洞察不同阶段代工环节必要性	17
3.1. 抽丝剥茧，提炼选择生产模式的 5 个基本要素	17
3.1.1. 成本产出比：选择代工有助于降低成本，稳定产出质量	17
3.1.2. 速度：终端市场变化快，选择代工快速应对新趋势或生产旺季需求	20
3.1.3. 增值服务：成熟的 ODM 工厂可为品牌商提供研发等高附加值服务	22
3.1.4. 自主性：品牌商普遍议价权更强，但自主生产可以自主管控工艺质量和生产节奏	22
3.1.5. 品牌形象：自主生产有助于塑造可靠踏实的品牌形象	23
3.2. 从产品特性出发，不同化妆品对代工需求程度各异	23
3.2.1. 出于速度考虑：新品 > 经典单品，新品牌 > 成熟品牌	24
3.2.2. 出于成本考虑：特殊工艺产品 > 普通工艺产品，跨国公司产品 > 本土公司产品	24
3.2.3. 出于增值服务：合作定制产品 > 普通产品	25
3.2.4. 出于速度和自主性/品牌形象权衡：彩妆 > 大日化 > 护肤	26
3.2.5. 出于成本和自主性/品牌形象权衡：次要产品 > 核心产品，低阶品类 > 高阶品类，副牌 > 主牌	28
3.3. 化妆品集团不同生命周期均需要代工，但需求比例和重点逐渐进化	29
3.3.1. 对新锐品牌：成本和速度需求压倒一切，亟需代工厂分担生产端压力	30
3.3.2. 对较成熟品牌：品牌形象和自主性需求渐起，特定品类/时段仍需代工	31
3.3.3. 对国际大牌：品牌形象和议价能力足够强，回归成本端需求	32
3.3.4. 各个生命周期阶段都需要研发端增值服务	32
4. “双周期”双击，代工厂行至高速发展阶段	35
4.1. 新锐涌现、国际布局，助推上游代工欣欣向荣	35
4.2. 国内代工厂加码研发，提高客户粘性	36
4.3. 空间测算：预计增速高于化妆品终端市场，23 年约 360 亿	37
5. 他山之石，经验借鉴	38
5.1. 科丝美诗：世界化妆品 ODM 巨头，产业布局全球	38
5.2. 科玛：深耕研发技术，积极布局中国	41
5.3. 莹特丽：美丽事业缔造者，彩妆优势显著	42
6. 国内上游上市公司	44
6.1. 青松股份：收购诺斯贝尔切入化妆品业务，上下游资源丰富	45
6.2. 嘉亨家化：聚焦日化代工及塑包业务，客户不断延展	46
6.3. 科思股份：全球化学防晒剂龙头，深耕精细化工行业 20 年	47

7. 投资建议.....	49
8. 风险提示.....	50

图表目录

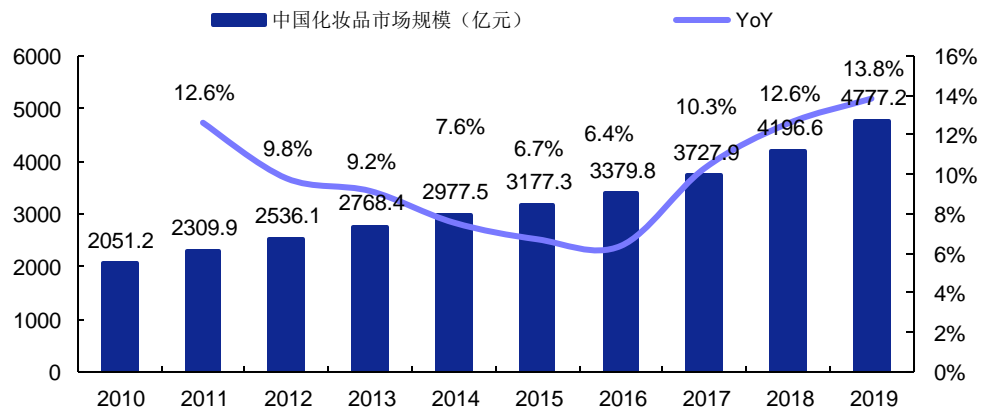
图 1: 中国化妆品市场规模变化.....	6
图 2: “小棕瓶”包装需要的工序与上游供应商.....	7
图 3: 化妆品原料供应商毛利率大部分在 25%-35%.....	8
图 4: 代工厂毛利率 10%-35%.....	9
图 5: 嘉亨家化 OEM 业务相较 ODM 业务毛利率较低.....	9
图 6: 品牌商毛利率在 60%-80%.....	9
图 7: 化妆品产业链价值拆解.....	9
图 8: 中国化妆品代工行业竞争格局.....	10
图 9: 新化妆品法规体系.....	11
图 10: 新锐品牌最近半年在 CFDA 网站上新备案 SKU 数量较多.....	12
图 11: 新原料注册/备案流程.....	13
图 12: 化妆品注册/备案及原料报送流程.....	14
图 13: 对代工需求的五要素.....	17
图 14: 自主生产为主*的化妆品企业资产普遍较重.....	18
图 15: 化妆品生产工艺流程（以乳化过程为例）.....	19
图 16: 国产非特殊用途化妆品产品备案流程图.....	19
图 17: 2020 年天猫双十一活动.....	21
图 18: 贝泰妮销售较集中于 Q4（亿元）.....	21
图 19: 代工比例高的企业存货周转天数较高.....	23
图 20: 71%的消费者选择美妆产品时考虑“产品功能”.....	23
图 21: 40.7%的消费者考虑“品牌保障”这一因素.....	23
图 22: 冻干技术流程示意图.....	24
图 23: 雅诗兰黛小棕瓶眼霜国内生产由莹特丽负责.....	25
图 24: 销售费用/研发费用：彩妆品牌>护肤品牌>日化品牌.....	26
图 25: 化妆品公司不同生命阶段对代工的需求不同.....	29
图 26: 新锐品牌最近半年在 CFDA 网站上新备案 SKU 数量较多.....	30
图 27: 消费者对高度专业化护肤品倾向较高.....	33
图 28: 我国消费者护肤“成分党”崛起.....	33
图 29: 嘉亨家化客户结构（2019 年销售金额占比）.....	35
图 30: 莹特丽客户结构.....	35
图 31: 近年来我国新锐品牌不断涌现.....	36
图 32: 近 5 年欧莱雅集团旗下品牌入驻中国市场时间线.....	36
图 33: 嘉亨家化销售模式以 OEM 为主.....	37
图 34: 诺斯贝尔和嘉亨家化 2017-2019 年研发费用率情况.....	37
图 35: 科丝美诗营收增长情况.....	39
图 36: 科丝美诗净利润增长情况.....	39
图 37: 科丝美诗全球分公司.....	40
图 38: 科丝美诗(中国)海外客户.....	40
图 39: 科丝美诗(中国)国内客户.....	40
图 40: 韩国科玛营收增长情况.....	41

图 41: 韩国科玛净利润增长情况.....	41
图 42: 科玛化妆品 (北京)	42
图 43: 科玛化妆品 (无锡)	42
图 44: 莹特丽营业收入.....	43
图 45: 莹特丽净利润.....	43
图 46: 莹特丽主要客户	43
图 47: 莹特丽产品概览.....	44
图 48: 诺斯贝尔营业收入.....	45
图 49: 诺斯贝尔净利润.....	45
图 50: 公司营业收入情况 (百万元)	47
图 51: 公司净利润情况 (百万元)	47
图 52: 2017-2019 年防晒剂市占率及变化.....	48
表 1: 化妆品功效宣称评价项目要求.....	15
表 2: 广东轻工职业技术学院化妆品功效评价仪器设备购置 (重招) 中标结果公告.....	15
表 3: 化妆品质量安全负责人招聘需求列举.....	16
表 4: 主要化妆品上市公司新建厂房投入情况.....	18
表 5: 嘉亨家化下游客户都有严格的供应商认证制度.....	20
表 6: 近年来热销化妆品采用的创新技术/成分.....	21
表 7: FY2019 化妆品品牌商和代工厂的研发实力对比.....	22
表 8: 自产为主的化妆品公司通常将特殊工艺产品委托代工厂生产.....	24
表 9: 国外 ODM 巨头在优势品类拥有专利技术优势.....	25
表 10: 彩妆品牌“完美日记”的专利都和外观设计相关.....	27
表 11: 国产彩妆品牌主要生产方情况.....	28
表 12: 资生堂集团不同品牌的国内生产代工情况.....	29
表 13: 国内成熟化妆品集团工厂情况.....	31
表 14: 主要化妆品品牌国内生产代工情况汇总 (数据统计周期: 2020 年 10 月初-2021 年 4 月初)	33
表 15: 化妆品代工市场规模测算 (亿元)	38
表 16: 科丝美诗主要产品.....	39
表 17: 科丝美诗部分发明.....	40
表 18: 科玛主要产品.....	41
表 19: 功能性认证现状.....	42
表 20: 诺斯贝尔主要产品介绍.....	45
表 21: 诺斯贝尔主要客户概况.....	46
表 22: 嘉亨家化主要客户变化情况.....	46
表 23: 公司主要产品概况.....	48
表 24: 2017-2019 年公司前五大客户概况及变化情况.....	49
表 25: 主要公司盈利预测表.....	49

1. 行业发展周期：行业高度景气，集中度有较大提升空间

根据欧睿数据，根据 Euromonitor 数据，2019 年我国化妆品市场规模达 4777.2 亿元，2014-2019 年复合增速达 9.9%，领跑全球，且涌现出精华、彩妆等高速增长细分市场，行业高度景气。

图 1：中国化妆品市场规模变化



资料来源：欧睿，安信证券研究中心

1.1. 代工处于化妆品产业链上游环节

1.1.1. 化妆品产业链涉及生产、品牌、营销、渠道等多个环节

化妆品产业链大致分为原料供应、生产制造、品牌、营销、渠道等环节。

原料供应：原料供应商指化妆品内容物原料供应商和塑料包装原料供应商。内容物原料包括甘油、乳化剂、表面活性剂、透明质酸等。全球知名化妆品原料供应商大多来自德国和美国，以德国偏多，比如巴斯夫，全世界一半的化妆品品牌都是其客户，荷兰企业帝斯曼，全球最大的防晒集合活性成分生产商之一，还有亚什兰、科莱恩、赢创、奇华顿等；国内知名的原料供应商包括华熙生物，全球最大的透明质酸研发、生产和销售企业，科思股份、东方淼淼、广州天赐、湖南丽臣、南京中狮化学品等。目前国内的化妆品活性成分行业以产品单一、生产批量较小的小型化工企业为主，主要面向国内低端化妆品生产企业；而国际化妆品活性成分公司主要供应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。**塑料包装原料**主要包括合成树脂（PE、PP 等）、色母等，生产商主要是一些石油化工行业的下游企业。

生产制造：分为内容物和外包装的生产商，内容物的生产根据不同的运营主体背景，可分为专业的 OEM/ODM 厂商和品牌自建厂商；外包装生产商包括包材生产商以及花盆生产商，化妆品包材生产同样有外包和自产两种模式。知名的 OEM/ODM 厂商包括科丝美诗、莹特丽、科玛、诺斯贝尔等，嘉亨家化、通产丽星、锦盛新材等是国内主要的化妆品塑料包装制造商。目前化妆品代工厂发展逐渐成熟，国内不乏能够提供一体化生产的 OEM/ODM 厂商，比如嘉亨家化，可以包揽从内容物、外包装设计以及成品生产等流程，品牌方只需要下订单以及负责后期成品的销售环节。

图 1：化妆品产业链分布

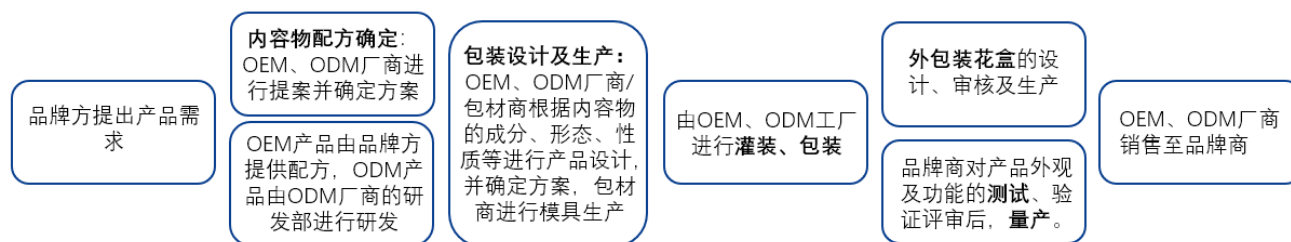


资料来源：嘉亨家化招股说明书，安信证券研究中心

生产制造环节又包括内容物、包材及外包装花盒的生产和最后的终端产品的产出。

- **内容物的生产环节**，对于品牌方给出产品配方的情况下，由品牌自建工厂或 OEM/ODM 厂商向品牌方认可的原料供应商采购，然后进行加工生产，当品牌方客户有个性化产品的需求时，品牌商也会作为原料供应商向代工厂提供芳香剂、包材等。对于品牌方要求的 ODM 产品，ODM 厂商根据客户的需求进行产品配方的研发，在其审核通过后进行生产。国际大牌外包生产，不外包研发。化妆品内容物的研发一般包括活性成分的研究、活性成分的搭配、配方体系的研究、真人临床实测等步骤，而 ODM 厂商大多没有基础研究和核心成分的深耕，更多的是不同成分的组合搭配、新成分的运用等偏后期的研究。因此国际大牌的化妆品代工厂一般只负责生产，原材料的选择以及配方都由品牌方决定。
- **包材和花盒的生产环节**，分为外包和自产两种模式。包材外包生产增加了工序，却降低了成本。由于一些化妆品包装的配件较多，相比由一家厂商生产全部配件的成本，寻找各部件的专业厂家生产的成本却更低，因此部分外包装生产商会将生产业务外包，而只负责研发设计与销售，根据包材的不同类型，比如塑料瓶、玻璃瓶、软管等，选择不同的上游包材制造代工厂，包括设备工厂、外处理加工厂、塑料厂、电镀厂、喷沙厂、玻璃厂、喷涂印刷厂等。花盒的生产主要是纸箱厂、印刷厂的配合。
- **终端产品的产出环节**，内容物制造商在采购包材、原材料以及加工生产后，需要进行最后灌装、包装的工作，终端产品由代工厂产出的情况下，品牌商和 OEM/ODM 代工厂按照代工厂承担的原材料成本、加工费成本为基础并考虑其合理利润加成协商确定采购成品的价格。

图 2：化妆品代工厂生产流程



资料来源：诺斯贝尔招股说明书，安信证券研究中心

图 2：“小棕瓶”包装需要的工序与上游供应商



资料来源: 聚美丽, 安信证券研究中心

产品生产完成后, 还将由品牌商根据产品定位和消费者需求进行品牌塑造、营销、分销等环节, 最后到达消费者手中。

品牌塑造和营销: 该环节是化妆品从产品转化为商品第一步, 品牌商需要确定产品独特的卖点, 通过电视、地铁广告等传统媒体, 或者小红书、抖音、知乎等新媒体进行广告宣传, 并与美妆 KOL 合作种草。

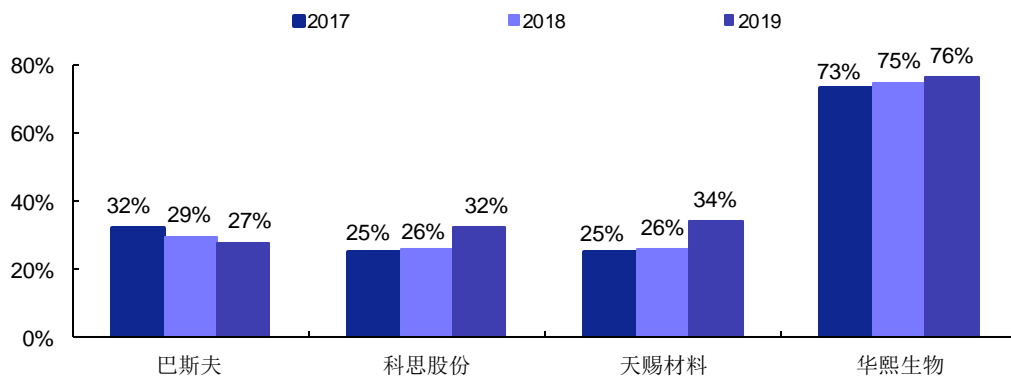
渠道: 分为直营&经销、线上&线下几种类型。将产品直接售卖给消费者, 或者卖给经销商, 进而售卖给消费者。

1.1.2. 产业链中品牌方攫取大部分价值

(1) 上游原料供应商

内容物原料供应商的毛利率大部分在 **25%-35%**, 以国际知名原料供应商巴斯夫和国内科思股份、天赐材料和及华熙生物为例, 其化妆品活性成分业务毛利率大致处于 **25%-35%** 区间, 华熙生物作为玻尿酸原料的龙头企业, 在成本上具有一定优势, 因此毛利率大幅高于其他原料商。

图 3: 化妆品原料供应商毛利率大部分在 25%-35%



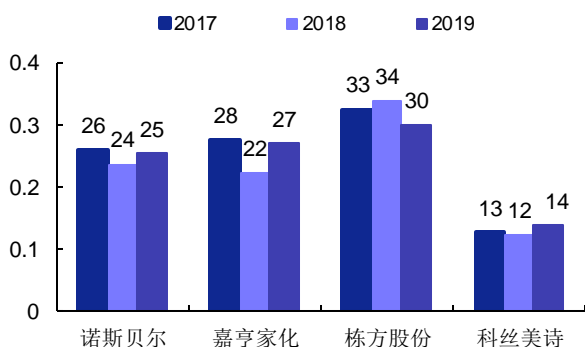
资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

(2) 中游化妆品代工厂制造商及塑料包装制造商

生产制造环节毛利率为 **10%-35%**, 代工厂的毛利率在全产业链上相对低于原料生产商和品

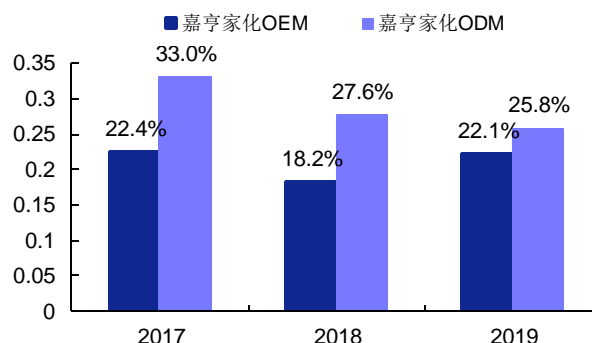
牌方。以诺斯贝尔、嘉亨家化、栋方股份、科丝美诗为例，国内代工厂化妆品业务的毛利率均在 20%-35%之间，而国际知名的代工企业科丝美诗的毛利率不到 15%。

图 4：代工厂毛利率 10%-35%



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 5：嘉亨家化 OEM 业务相较 ODM 业务毛利率较低

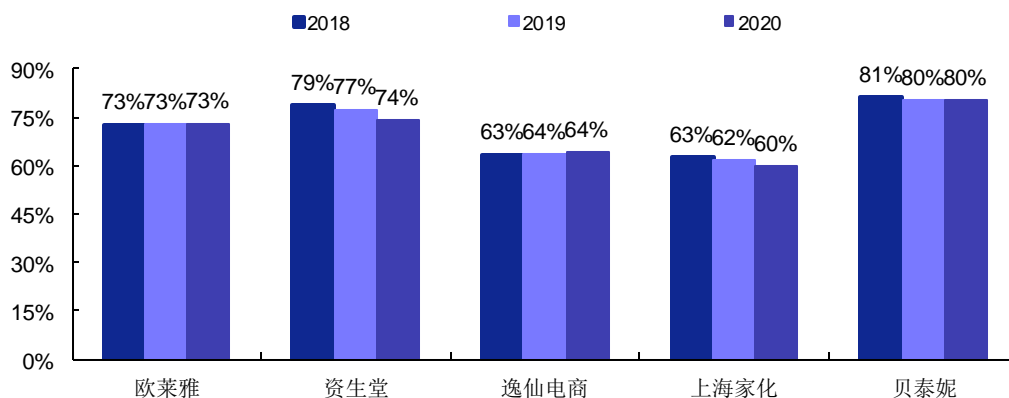


资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

(3) 下游品牌商及渠道商

品牌商毛利率为 60%-80%左右，品牌商在化妆品产业链中占绝对主导地位，毛利率水平全产业链最高。以欧莱雅、资生堂、逸仙电商、上海家化、贝泰妮的为例，其毛利率在 60%-80% 之间。

图 6：品牌商毛利率在 60%-80%



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

品牌商的销售费用率在 30%-60%，以雅诗兰黛、贝泰妮、上海家化、珀莱雅的销售费用率为例。销售费用还包括品牌宣传费和促销费，以渠道商的毛利来看，渠道商包括代运营、线上平台以及经销商和线下终端的抽成，代运营的毛利率在 30%-60%，线上平台的收费包括平台服务费、技术服务费、广告费等，其毛利率在 25%-45%，经销商的毛利率在 30%左右，线下终端的毛利率在 40%左右。

根据上述价值链拆分，在 120-140 元左右的终端产品中，其中原材料成本 13.5-16.9 元，原料供应商加价 4.5-9.1 元，代工厂加价 2-14 元，品牌商加价 60-80 元左右，经过经销商/电商平台加价/抽成后，大约 50%左右，销售至消费者手中。

图 7：化妆品产业链价值拆解（元）



资料来源：安信证券研究中心注：图中价值以毛利率区间中位数举例。

1.2. 集中度存较大提升空间，国产代工厂迅速崛起

国内化妆品代工行业市场集中度存在较大提升空间。根据青眼情报《美妆行业的代工市场洞察报告》，国内化妆品代工企业的营收普遍在 20 亿元以下。整体来说，我国的化妆品代工企业可以划分为四个梯队：(1) 龙头型企业：以主要加工护肤品的诺斯贝尔及主要加工彩妆的科丝美诗（中国）为代表，销售规模在 20 亿元左右，企业规模较大；根据各公司财报数据，诺斯贝尔 2019 年营收为 21.8 亿元，远低于科丝美诗（韩国）的 78.9 亿和科玛（韩国）的 91.4 亿；(2) 行业内主要竞争者：太和生技、全丽、大江生医等，销售规模在 10 亿元左右；(3) 行业中坚力量：贝豪集团、科玛（中国）、莹特丽（中国）、上海臻臣等，销售规模在 5 亿元左右；(4) 中小企业：栋方、芭薇、爱美斯等，公司规模小，一般在 1-2 亿元左右。根据国家食品药品监督管理总局公告，目前化妆品生产许可获证企业有 5000 余家，行业市场竞争激烈，市场集中度较低，总体上以中小企业居多，随着行业监管加强，化妆品生产将逐步向具有严格质量控制、符合环保标准的自主品牌及规模较大的 OEM/ODM 企业集中。从代工厂类型来看，我国本土化妆品代工厂的加工品类主要以护肤品为主，与国际代工厂相比产品结构较为单一，研发实力有待提升。

图 8：中国化妆品代工行业竞争格局



资料来源：青眼情报《美妆行业的代工市场洞察报告》，安信证券研究中心

国内相关企业研发能力与国外存在一定差距。强大的研发能力能为代工企业带来更多订单，从而扩大营业收入并提升利润率。但目前国内化妆品代工企业在研发方面的投入仍略显不足。中国化妆品 ODM 龙头企业诺斯贝尔，在 2019 年研发费用率仅有 3.3%，相比于全球化妆品代工厂的研发费用率，比如韩国科玛集团的 7.12%和科丝美诗（韩国）的 4.36%，存在一定的差距。

近年来国产代工厂生产、研发技术发展快速，与国际大厂差距呈缩小态势。

- 2019年，凯度消费者指数显示，中国面膜市场的体量已经接近中国护肤品体量的10%，达到240亿元左右，目前国际化妆品行业都公认面膜品类是中国化妆品行业中最早能够与外资品牌抗衡的品类，也是全球化妆品行业中领先全球的优势品类。在膜布技术上，全球最大面膜ODM厂家中山诺斯贝尔已经形成了从膜布原材料的种植、加工到生产的一条龙闭环，而且诺斯贝尔以日产650万片面膜的生产能力（公司官网），吸引屈臣氏、溯黎、植物医生、伽蓝集团等公司纷纷与其合作。
- 2017年本土彩妆行业代工企业第1位公司上海臻臣，虽然成立仅有不到6年时间，但现在已拥有62人的研发团队，研究所库存超过5000个配方。
- 在彩妆代工行业同样非常出色的台湾太和生技，在护肤品上也有不俗的研发实力，以中华本草为研发重心，运用岐黄文化的中华本草，结合微生物精准发酵技术以及西方医疗及科技，耗费7年时间研发除众多中医药非遗配方产品，其产品研究及创新设计占集团营收约7.5%。
- 成立于1992年的雅纯制造，目前在国内拥有上海、广州两个研发中心，4座工厂（雅纯、雅蝶、筑美、格雅诗），拥有2000多个成熟配方，合作客户多达500多家。近年来通过引进韩国高级研发人才，与瑞士、日本、法国德国等国实验室合作，研发水平提升迅速，推出了多项黑科技。在蒸汽乳化技术、冻干技术、抗污染镜盾技术、抗老化镜盾技术、抗过敏镜盾技术、天然发酵镜盾技术等方面拥有优势。

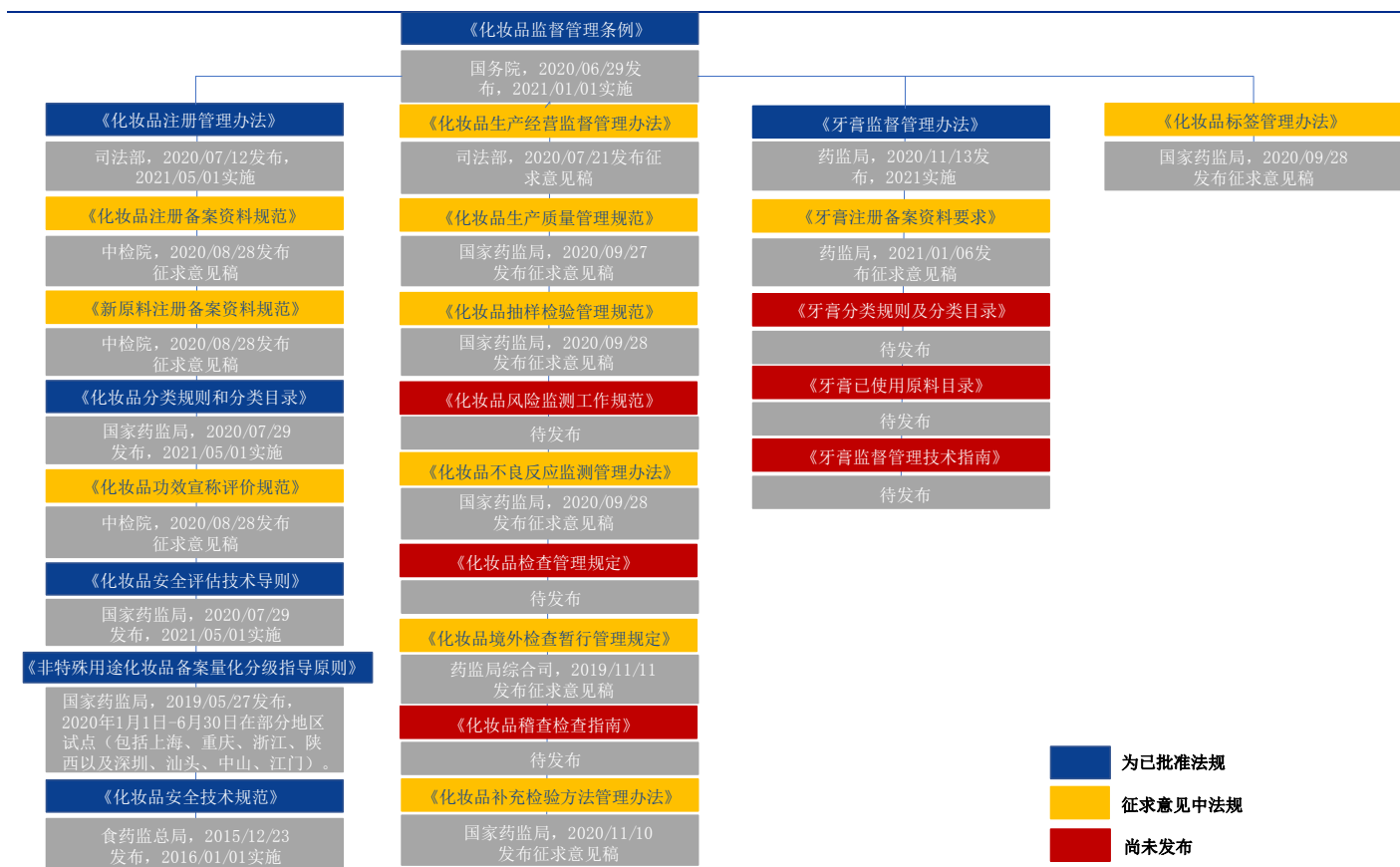
国产新锐品牌更愿选择国内代工厂。国内代工厂相比国外代工厂，普遍流程简单、效率高、服务态度好，在人力、物力、时效方面都是更好的选择。

- 国外工厂一般对订单有起订量的规定，而且在选择合作客户方面也会非常苛刻，而大部分国内代工厂没有相关的要求，并且国外工厂体量大，在行业中具有话语权，国内新锐品牌与其合作时的议价能力较低，所以对于国产新锐品牌来说是更合适且风险更低、成本更低的选择。
- 在交货周期方面，国内代工厂的周期比较短，只要包材到位基本上一周之内可以出货，国外工厂的手续流程非常繁琐，且有些工厂的生产不再国内，多方面因素使得工期变长，而产品更新换代对于新锐品牌来说非常重要，这使得国产品牌更愿选择本土代工厂。
- 国内品牌与国外工厂在文化背景和语言沟通方面也存在差异和障碍。

2. 行业发展周期：行至强监管时代，核心资源稀缺性凸显，驱动行业集中度提升

2020年以来，化妆品行业相关法规发生较大变化。此前行业实行的法规为《化妆品卫生监督条例》，为1989年9月26日经国务院批准、卫生部于1989年11月13日发布、自1990年1月1日起施行。30年以来，化妆品行业发生迅猛发展。经过几年的调研，反复地征求意见和修改，《化妆品监督管理条例》（下称“《条例》”）于2020年6月16日被国务院批准，并在2021年1月1日开始实施。围绕《条例》，化妆品行业已规划数十部相关管理办法等，其中部分已经发布并实施，部分仍在征求意见中，部分具体内容尚未发布。

图9：新化妆品法规体系



资料来源：蒋丽刚（珀莱雅首席研发官）《新规下化妆品企业对原料管理的思考》，中国政府网，安信证券研究中心

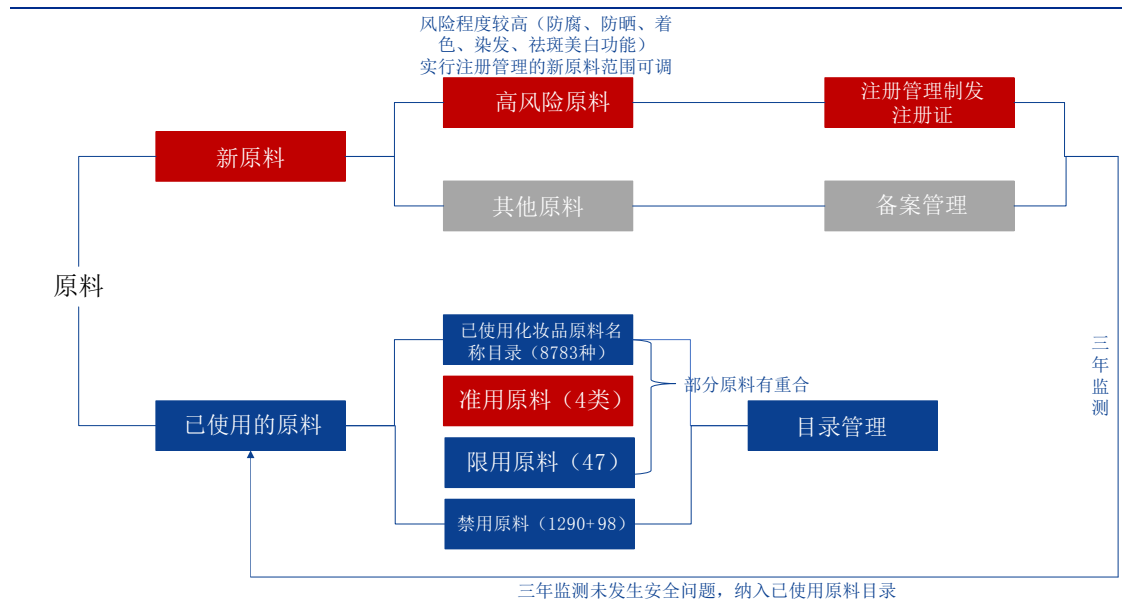
2.1. 原料监管细化，龙头优势更为显著

原监管体系下，对原料生产监管力度较弱，新规下对原料生产要求整体提升，将产生显著龙头效应。①原料成分“宽进严出”，原料商门槛提升、创新收益更受保障；②每原料商每原料的原料报送码具“唯一性”，原料报送码进入化妆品产品备案文件，将强化原料商与品牌商绑定关系；③功效宣称规范要求严格，考虑到功效宣称评价体系需要较大固定资产投资及团队建设成本，代工环节更具规模效应、有望通过进行功效论证延伸产业链价值。

2.1.1. 原料成分“宽进严出”，原料商门槛提升、创新收益更受保障

根据《化妆品监督管理条例》，国家按照风险程度对化妆品、化妆品原料实行分类管理。化妆品分为特殊化妆品和普通化妆品。国家对特殊化妆品实行注册管理，对普通化妆品实行备案管理。化妆品原料分为新原料和已使用的原料。国家对风险程度较高的化妆品新原料实行注册管理，对其他化妆品新原料实行备案管理。在我国境内首次使用于化妆品的天然或者人工原料为化妆品新原料。具有防腐、防晒、着色、染发、祛斑美白功能的化妆品新原料，经国务院药品监督管理部门注册后方可使用；其他化妆品新原料应当在使用前向国务院药品监督管理部门备案。国务院药品监督管理部门可以根据科学研究的发展，调整实行注册管理的化妆品新原料的范围，经国务院批准后实施。

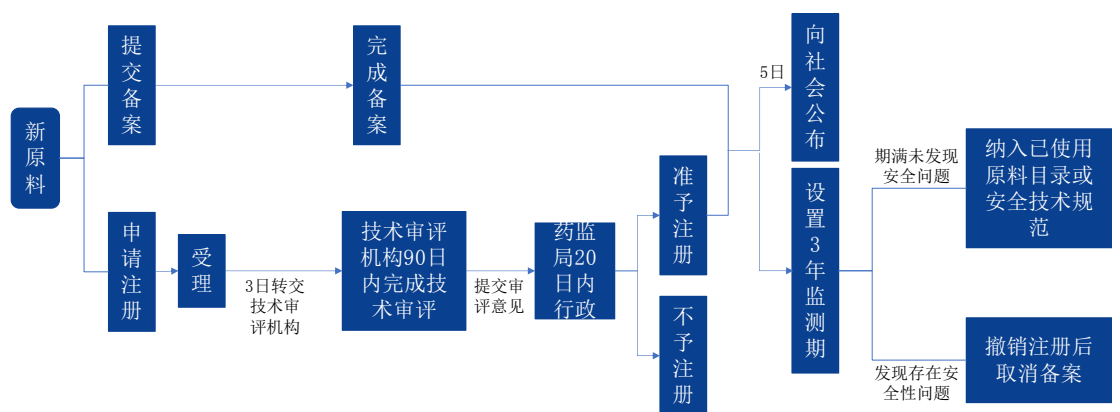
图 10：新锐品牌最近半年在 CFDA 网站上新备案 SKU 数量较多



资料来源：蒋丽刚（珀莱雅首席研发官）《新法规下化妆品企业对原料管理的思考》，安信证券研究中心

《化妆品注册管理办法(征求意见稿)》、《化妆品新原料注册与备案资料规范(征求意见稿)》等对化妆品新原料放开了大门，进一步扩大了化妆品研发创新的空间。目前《已使用化妆品原料名称目录》收录原料数量为 8783 种，国家药监局曾在 2018 年发布了《国际化妆品标准中文名称目录(2018 版)(征求意见稿)》，其中收录的化妆品原料数量达到了 22620 种。同时《条例》提到了“国家鼓励和支持开展化妆品研究、创新”，这将激励和支持企业运用现代科学技术，为国产化妆品寻找突破口。虽然化妆品新原料申报放开，但实际上是以“宽进严出”的思路进行管控，对新原料的申报资料提出了相对严格的要求，新原料的毒理学、功效测试，安全风险评估，人体安全性测试等都需要大量真实研发和资金投入。

图 11：新原料注册/备案流程



资料来源：蒋丽刚（珀莱雅首席研发官）《新法规下化妆品企业对原料管理的思考》，安信证券研究中心

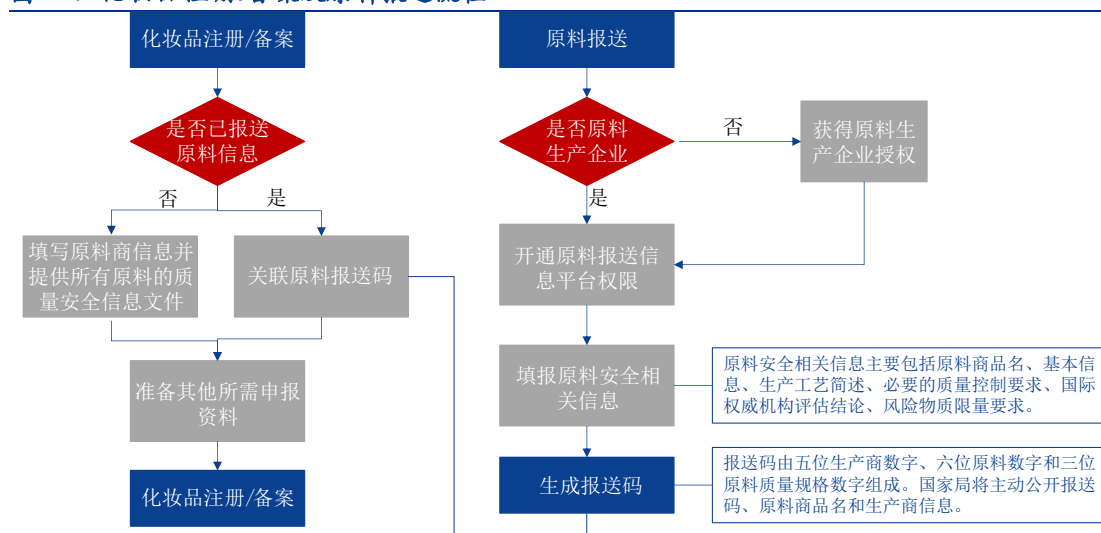
2.1.2. 原料报送码“唯一性”强化原料商与品牌商绑定关系

根据《化妆品原料质量安全相关信息报送指南》，每一个生产企业生产的每一个原料都只对应一个报送码，所以即便拥有同一 INCI 名的原料，原料报送码也会不同。而根据相应要求进行报送的原料意味着有齐全的安全技术信息，相当于通过了国家局的初筛。如果选择了未获得报送码的企业，有可能无法获得其原料的安全信息文件，这将直接影响化妆品成品的注册备案。

原料生产商可授权其他境内企业对原料质量安全相关信息进行报送和日常维护：被授权企业开通用户权限时，还应当同时提交化妆品原料生产商出具授权书。授权书应明确授权关系和授权报送原料质量安全相关信息的原料商品名称，同一规格原料的质量安全相关信息只能授权一家企业。

原料报送码进入备案信息，强化绑定原料商和品牌商，合作更加稳定。原料报送码无疑是我国对原料监管的一大科学举措，很大程度上填补了不同来源、不同规格、不同组成形式的已使用原料的监管盲区，也为化妆品成品企业提供了一定的原料商筛选标准。从流程上看，一方面化妆品企业可以向原料生产企业索要所用原料的质量安全信息文件，整理后逐一提交；一方面原料生产企业可以自行报送原料的相关信息，并将原料报送码向化妆品企业进行传递，使用了该原料的所有化妆品企业都可直接关联报送码即可。化妆品企业备案的时候会跟原料报送码绑定，使原料商和产品商的关联度加强。因为变更的话会有一些变更的手续，变更的难度现在不太确定。但是有了这个机制之后，化妆品的客户可能不太愿意随便的去变更配方，变更原料商。

图 12：化妆品注册/备案及原料报送流程



资料来源：化妆品安全与法规服务，安信证券研究中心

2.1.3. 功效宣称规范要求严格，代工企业有望通过进行功效论证延伸产业链价值

根据《化妆品功效宣称评价规范》，化妆品功效宣称评价需要通过文献资料调研、研究数据分析或者化妆品功效宣称评价试验等手段，对化妆品在正常使用条件下的功效宣称内容进行科学测试和合理评价，并作出相应评价结论。化妆品注册人、备案人在申请注册或进行备案的同时，应当按照本规范要求，在国家药品监督管理局指定的专门网站上传产品功效宣称依据的摘要。化妆品注册人、备案人对提交的功效宣称依据的摘要的科学性、真实性、可靠性和可追溯性负责。

功效越强，则需要充分的科学依据以证明。

①能够通过视觉、嗅觉等感官直接识别的（如清洁、卸妆、美容修饰、芳香、爽身、染发、烫发、发色护理、脱毛、除臭和辅助剃须剃毛等），或者通过简单物理遮盖、附着、摩擦等方式发生效果（如物理遮盖祛斑美白、物理方式去角质和物理方式去黑头等）且在标签上明确标识仅具物理作用的功效宣称，可免于公布产品功效宣称依据的摘要。

②仅具有保湿和护发功效的化妆品，可以通过文献资料调研、研究数据分析或者化妆品功效宣称评价试验等方式进行功效宣称评价。

- ③具有抗皱、紧致、舒缓、控油、去角质、防断发和去屑功效，以及宣称温和（如无刺激）或量化指标（如功效宣称保持时间、功效宣称相关统计数据等）的化妆品，应当通过化妆品功效宣称评价试验方式，可以同时结合文献资料或研究数据分析结果，进行功效宣称评价。
- ④具有祛斑美白、防晒、防脱发、祛痘、滋养和修护功效的化妆品，应当通过人体功效评价试验方式进行功效宣称评价。具有祛斑美白、防晒和防脱发功效的化妆品，应当由化妆品注册和备案检验机构按照强制性国家标准、技术规范的要求开展人体功效评价试验，并出具报告。
- ⑤进行特定宣称的化妆品（如宣称适用敏感皮肤、宣称无泪配方），应当通过人体功效评价试验或消费者使用测试的方式进行功效宣称评价。通过宣称原料的功效进行产品功效宣称的，应当开展文献资料调研、研究数据分析或者功效宣称评价试验证实原料具有宣称的功效，且原料的功效宣称应当与产品的功效宣称具有充分的关联性。

表 1：化妆品功效宣称评价项目要求

序号	功效宣称	人体功效评价试验	消费者试用测试	实验室试验	文献资料或研究数据
1	祛斑美白				
2	防晒				
3	防脱发				
4	祛痘				
5	滋养				
6	修护				
7	抗皱				
8	禁止				
9	舒缓				
10	控油				
11	去角质				
12	防断发				
13	去屑				
14	保湿				
15	护发				
16	特定宣称（宣称使用敏感皮肤、无泪配方）				
17	特定宣称（原料功效）				
18	宣称温和（无刺激）				
19	宣称量化指标的（时间、统计数据等）				
20	宣称新功效				根据具体功效宣称选择合适的评价依据。

说明：1. 选项栏中画√的，为必做项目；2. 选项栏中画*的，为可选项目，但必须从中选择至少一项；3. 选项栏中画△的，为可搭配项目，但必须配合人体功效评价试验、消费者使用测试或者实验室试验一起使用。注释：①仅通过物理遮盖作用发挥祛斑美白功效，且在标签中明示为物理作用的，可免于提交产品功效宣称评价资料；②如功效宣称作用部位仅为头发的，可选择体外真发进行评价。

资料来源：《化妆品功效宣称评价规范》，安信证券研究中心

对化妆品进行功效测评，主要成本可以分为两大类：器械购买成本及测评团队搭建成本。2018年广东轻工职业技术学院发布了其功效评价仪器设备购置（重招）中标结果公告，其共购买6台功效测评仪器，可观察到为较基础的测评类型，共花费近120万元。可知如需制备齐全的测评类器械，需进行一定规模的固定资产投资。此外，随着监管的加强，相关从业人才将更为抢手和稀缺，团队搭建或需较长的周期及成本。如代工厂能够依托现有资源，进行价值链延伸，获取功效宣称论据，则将显著强化其在价值链中的重要性；并且，代工厂环节进行功效宣称论证相较于品牌方而言，更具规模优势。

表 2：广东轻工职业技术学院化妆品功效评价仪器设备购置（重招）中标结果公告

主要中标、成交标的名称	规格型号	数量	单价（元）	服务要求	中标、成交金额（元）
皮肤水分测试仪	德国 CK, Corneometer	1 台	¥97,000	质量保证期：2 年	¥1,199,000

CM825 MPA					
方式效果测试仪	美国 solar, Light, SPF-290AS	1 台	¥378,000	质量保证期: 2 年	
皮肤黑色素和血红素测试仪	德国 CK, Mexameter MX18 MPA	1 台	¥98,000	质量保证期: 2 年	
皮肤弹性测试仪	德国 CK, Cutometer dual MPA580	1 台	¥198,000	质量保证期: 2 年	
皮肤皱纹测试仪	德国 CK, Skin Visioline VL650	1 台	¥218,000	质量保证期: 2 年	
皮肤显微镜激活性皮肤表面分析系统	德国 CK, Visioscan VC98	1 台	¥210,000	质量保证期: 2 年	

资料来源: 广东轻工职业技术学员官网, 安信证券研究中心

2.2. 权责划分清晰, 核心岗位人才供给稀缺

化妆品注册人、备案人、质量安全负责人、境内责任人的资质及责任要求清晰。根据《条例》，化妆品注册申请人、备案人应当具备下列条件：是依法设立的企业或者其他组织；有与申请注册、进行备案的产品相适应的质量管理体系；有化妆品不良反应监测与评价能力。化妆品新原料和化妆品注册、备案前，注册申请人、备案人应当自行或者委托专业机构开展安全评估。质量安全负责人：从事安全评估的人员应当具备化妆品质量安全相关专业专业知识，并具有5年以上相关专业从业经历。境外化妆品注册人、备案人应当指定我国境内的企业法人（即境内责任人）办理化妆品注册、备案，协助开展化妆品不良反应监测、实施产品召回。

《化妆品监督管理条例》规定，化妆品注册人、备案人、受托生产企业应当设置质量安全负责人，未依照规定设置，将面临罚款、停产停业、吊销许可证，甚至5年内禁止从事化妆品行业的处罚。《化妆品监督管理条例》的实施使得“质量安全负责人”缺口扩大。新规下，化妆品企业未按要求配置质量安全负责人的违法成本提高、处罚力度加大，因此质量安全负责人岗位需求量激增，供不应求。此前，生产企业都已根据《化妆品生产许可检查要点》设立了“质量负责人”，承担相当于“质量安全负责人”的责任，因此受影响不大。但新条例要求品牌方也设置“质量安全负责人”，从而加重了该类人才的紧缺程度。当前全国生产企业数量达到5400余家，而各类化妆品注册备案主体有8.7万余家，因此“质量安全负责人”的市场需求缺口非常大。

新条例压力下，企业的人工成本增加、产品开发管理流程拉长。对于企业来说，快速解决内部的人才缺口问题主要有三类办法，内部培养、外部招聘以及招聘兼职专家。外聘和招聘兼职专家的办法风险较大，并且新条例要求质量安全负责人承担相应法律责任，因此兼职型专家的“挂证”也只能是暂时的。内部培养则更加切实有效，能够节省招聘时间以及减少薪酬成本和管理成本，而相比工厂型企业，品牌方在内部转岗消化的方式上更具优势。总的来说，设立“质量安全负责人”是对于整个行业的考验，企业的人工成本增加，产品开发管理流程也拉长了，初创企业可能会因此增加运行和管理成本，一些中小型或刚起步企业或将面临淘汰出局。

根据猎聘及BOSS直聘，可以看到已经有大量的化妆品质量安全负责人招聘需求，其薪水普遍高于行业其他岗位。

表 3: 化妆品质量安全负责人招聘需求列举

招聘单位	工资	发布时间	工作地点
米友圈	8-15k	21.04.26	
未可	20-40k	21.03.16	浙江杭州
Gameduchy	6-10k	21.04.09	
康伦智美	8-10k	20.12.14	山东青岛
厦门莱坊商贸有限公司	4-6k (13薪)	21.04.09	福建泉州
河南蒂尔施化妆品有限公司	7-10k	21.04.29	河南新乡

上海品亦奇贸易有限公司	20-25k	21.03.12	
BlankME	10-15k (13 薪)	21.04.25	
上海芭丝优芙欧科技有限公司	18-20k	21.04.26	
万化科技	10-15k	21.04.27	
上海施美士生物科技有限公司	10-20k (13 薪)	21.04.10	上海
上海寻梦说生物科技有限公司	15-20k (13 薪)	21.04.28	
上海欧芭赫生物科技有限公司	10-15k (13 薪)	21.04.23	
缙嘉科技	10-15k	20.11.10	
欧姿尚	20-30k	21.04.21	广州

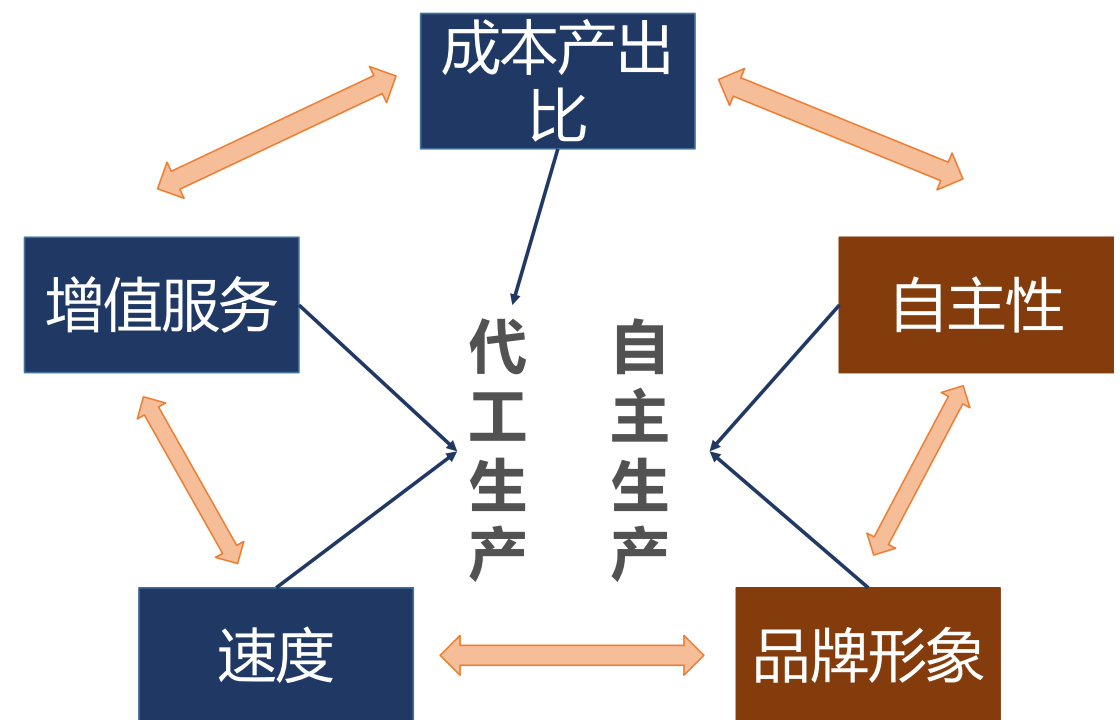
资料来源：猎聘，BOSS 直聘，安信证券研究中心

3. 企业生命周期：从基本要素到品牌战略，洞察不同阶段代工环节必要性

3.1. 抽丝剥茧，提炼选择生产模式的 5 个基本要素

化妆品公司对代工的需求程度源自成本产出比，速度，增值服务，自主性和品牌形象 5 个要素之间的权衡把控，不同产品、不同品牌乃至化妆品公司不同生命周期对于代工或者自建的选择，均来源于对这五个要素不同的需求和选择。

图 13：对代工需求的五要素



资料来源：安信证券研究中心整理

3.1.1. 成本产出比：选择代工有助于降低成本，稳定产出质量

化妆品生产需要设备重资产投入，存在规模效应。化妆品生产环节最主要的资金投入在设备层面，根据近年来主要化妆品公司新建厂房公告情况，一个完整的生产项目（含车间及生产线、仓库、办公楼）等的资金投入在亿元级别，一条生产线的资金投入在千万级别，上海家化青浦工厂建设项目投资 12 亿元，御家汇面膜生产基地项目计划投资 8 亿元。对于体量较

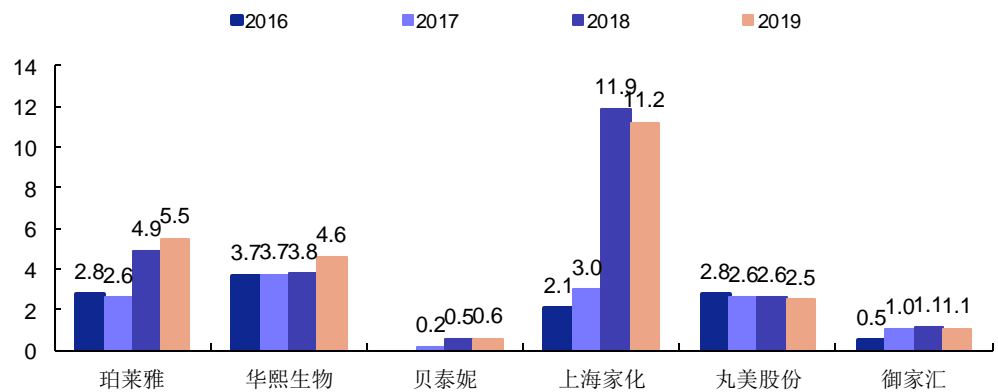
小的化妆品企业而言，自建厂房会产生大量资金占用，且生产规模较小时，摊销成本高。

表 4：主要化妆品上市公司新建厂房投入情况

上市公司	项目名称	内容	预算金额 (亿元)	资金来源
上海家化	青浦工厂项目		原计划投资 13.5 亿元， 实际投资约 12 亿元	自有资金
珀莱雅	湖州分公司化妆品生产线技术改造项	新增 4 条全自动化妆品生产线，替换原有的 10 条半自动生产线，在总产能不变的情况下减少用工 132 人，降幅达 82.5%。	0.7	募投资金
御家汇	全球面膜智能生产基地	面膜车间、水乳车间、工厂仓库、公用工程、污水处理、办公楼、质检中心。	8	自筹+银行贷款
贝泰妮	中央工厂新基地建设项	项目拟新增 3 条生产线，包括 2 条化妆品生产线（1 条面霜生产线、1 条水剂生产线）及 1 条医疗器械生产线；除此之外，项目拟于 2 号车间设置提取生产线，用于提取部分原料规模为 75 吨/年。	4	募投资金
华熙生物	华熙生物生命健康产业园项目		16	募投资金

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 14：自主生产为主*的化妆品企业资产普遍较重 (亿元)



资料来源：Wind，安信证券研究中心

*图中列举公司除贝泰妮和御家汇外，化妆品企业主要自己生产化妆品，代工比例较小，资产相对较重。

化妆品生产和备案环节多，需要人员和精力的投入。

化妆品生产涉及到多个环节，操作的各个环节都可能造成最终产品的差异。以化妆品乳化过程为例，在生产乳膏霜的过程中，需要先将水相和油相升高到 80-90℃，然后经历高温下的均质和搅拌乳化、冷却降温、检测出料等过程，在这个过程中，设备层面（乳化均质机的类型、锅不锈钢材质的质量、真空&冷却系统的好坏、温度控制等）和人工层面（针对不同配方选择哪种工艺，乳化过程中搅拌多少次、原料投放时间等）都会直接影响成品的效果。以搅拌为例，对于不同大小的锅和不同的料体搅拌的工艺参数都需要精心调节，搅拌浆速度过快会对某些料体产生破坏性影响，而速度过慢会造成搅拌不均匀，可能会导致护肤品“颗粒”、“搓泥”等问题。

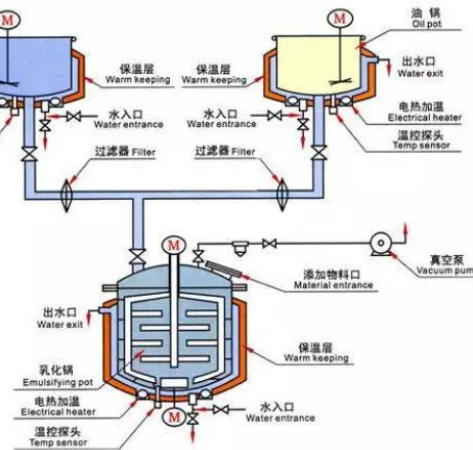
此外，化妆品的生产和销售需要向有关部门备案，以国产非特殊化妆品备案的流程为例，首先企业需要在药监局官网上进行注册申请，其次按照配方生产产品打样，确定包装文案后打样送检，在网上提交备案资料，线上备案后台申请生产企业关联备案账号，最后向当地药监局提交材料、现场审核，此流程大约在三个月左右。同时，国产特殊用途化妆品及进口化妆品申请变更产品配方时，应当向食品药品监管总局提交变更申请表以及更改后的产品配方、

生产工艺、产品设计包装、产品安全性评估资料等。经技术审核，符合要求的，重新核发许可批件并保留原产品批准文号；需要补充提交安全相关资料的，将通知企业补充完善；不符合安全性相关要求的，撤销原产品批准文号。备案流程繁琐，耗时长，需要投入较多的人力物力，并且若不符合相关要求，可能需要重新申请。

图 15：化妆品生产工艺流程（以乳化过程为例）

化妆品乳化过程：

- 1) 水相和油相都升高到80-90℃；
- 2) 两相抽到乳化锅，混合均匀；
- 3) 高温下进行均质乳化操作至80-90℃（可能要抽真空）；
- 4) 搅拌乳化80-85℃；
- 5) 加入其他水锅中的原料，并冷却降温；
- 6) 低温下加入香精、防腐剂和温度敏感活性物等；
- 7) 检测出料。

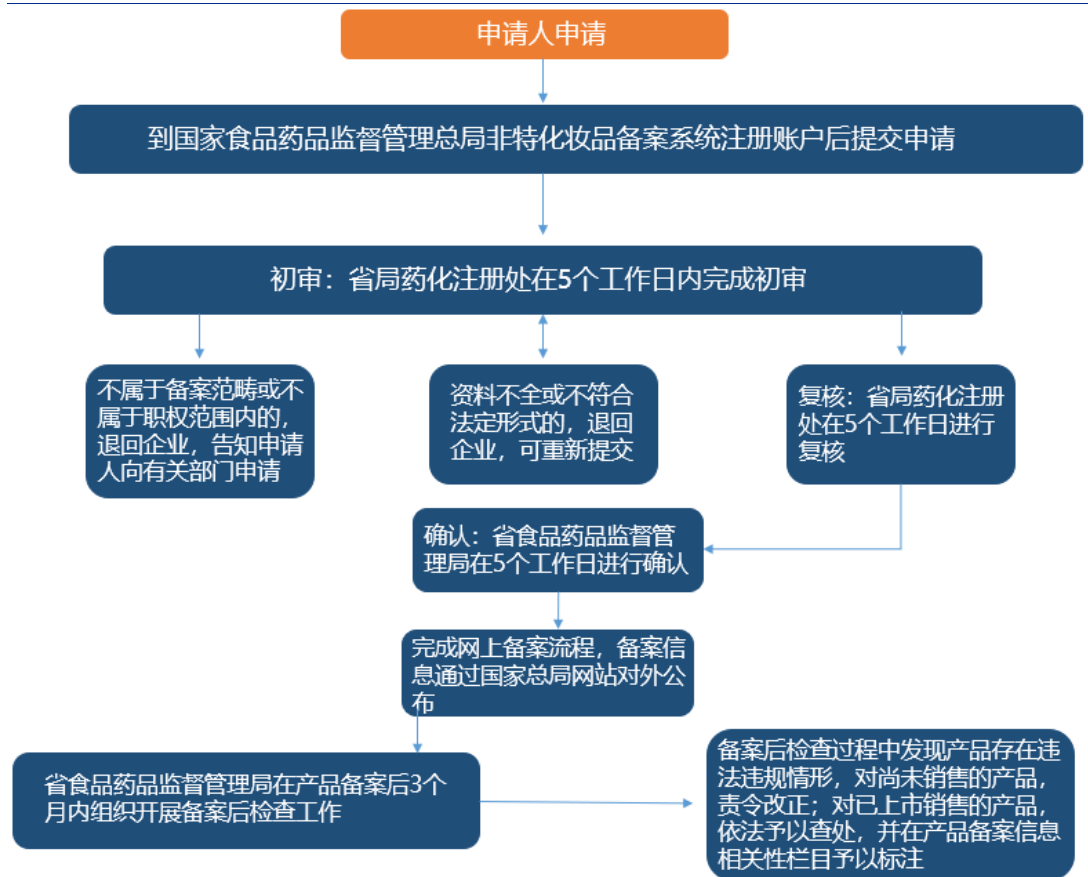


关键点：

- 锅不锈钢材质的质量
- 温度控制
- 抽料均匀程度
- 真空系统的效率
- 乳化均质机的类型
- 搅拌速度控制、效率
- 冷却系统好坏

资料来源：群兴化工设备公司，安信证券研究中心

图 16：国产非特殊用途化妆品产品备案流程图



资料来源：药监局官网，安信证券研究中心

化妆品新规的颁布和实施，进一步增加上述环节难度和成本。2021年1月1日《化妆品监

《化妆品注册备案管理条例》开始施行；《化妆品注册备案管理办法》将于2021年5月1日起正式实施。新规加强了对化妆品生产端的管控，宣称经过具有化妆品人体安全与功效相应资质认定的检验机构进行人体功效评价试验；且对已经取得注册、完成备案的化妆品新原料实行安全监测制度，且化妆品新原料注册人、备案人应当建立化妆品新原料上市后的安全风险监测和评价体系，发现与化妆品新原料安全有关情况的，应当立即开展研究，并向技术审评机构报告；新条例还规定化妆品注册人、备案人、受托生产企业应当设置质量安全负责人，未依照规定设置，将面临罚款、停产停业、吊销许可证，甚至5年内禁止从事化妆品行业的处罚。化妆品新规实施进一步抬高生产端门槛。

成熟的代工厂生产产品品质稳定，生产规模大摊低成本。成熟的代工厂对化妆品生产和报备流程都比较熟悉，并在长期实践中形成较为成熟的管理体系和流程，产品品质稳定，同时代工厂生产多个客户产品，生产规模大，工艺成熟，比品牌自己小批量生产成本更低。国内知名代工厂商嘉亨家化在长期的日化产品生产过程中，基于日化产品制备原理、工艺优化、安全有效性研究、稳定性控制等多个方面构建了较为完备的技术体系。产品批量生产前，需经过2-3个月的实验室及小批量试验，对配方工艺参数进行论证；在生产过程中及成品交付客户前，公司进行严格的微生物检测、理化检测，确保量产产品质量长期稳定，能够通过客户3-6个月的现场验厂等一系列审核程序，成功融入国内外知名日化品牌商供应链。

表 5：嘉亨家化下游客户都有严格的供应商认证制度

客户名称	合格供应商认证制度	发行人/产品是否取得其认证
强生	初次验厂审核，强生中国区每年进行定期、不定期审核，强生亚太区每两年对化妆品进行审核	是
壳牌	初次验厂审核，每年定期、不定期审核	是
上海家化	初次验厂审核，每年定期、不定期审核	是
益海嘉里	初次验厂审核，每年定期、不定期审核	是
百雀羚	初次验厂审核，每年定期、不定期审核	是
郁美净	对潜在供应商进行全面评审	是
贝泰妮	初次验厂审核，每年定期审核	是
利洁时	初次验厂审核，每年定期、不定期审核	是
保利沃利科技（武汉）有限公司	对潜在供应商进行全面评审	是
尚赫（天津）科技开发有限公司	初次验厂审核，每年定期审核	是
多特瑞	初次验厂审核，每年定期审核	是
拜尔斯道夫	对潜在供应商进行全面评审	是
苏州绿叶日用品有限公司	对潜在供应商进行全面评审	是
上海大联石油化工有限公司	对潜在供应商进行全面评审	是
飞利浦	对潜在供应商进行全面评审	是

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

3.1.2. 速度：终端市场变化快，选择代工快速应对新趋势或生产旺季需求

化妆品消费需求迭代加速，盲目投入新设备存在风险。化妆品行业市场竞争激烈，尤其随着国内居民消费能力的提升，以及健康美丽生活理念的渗透，消费者需求个性化、差异化特征愈发明显，行业内品牌商需要不断推出新产品，通过多元化的产品组合以及健康时尚的设计理念来迎合消费者需求，以提升品牌整体的覆盖能力，近年来冻干安瓶、发泡技术、玻尿酸等概念在化妆品市场快速涌现，产品升级迭代加速。而新产品和新技术需要相应设备的更新换代和升级，如化妆品冻干生产线包括控制系统，无菌隔离器，输送网带以及沿输送网带的

输送方向依次设置的洗瓶系统，灌装系统，冻干系统和轧盖系统等。在对应细分市场尚未成熟的情况下化妆品公司盲目投入购买新设备风险大，性价比低。

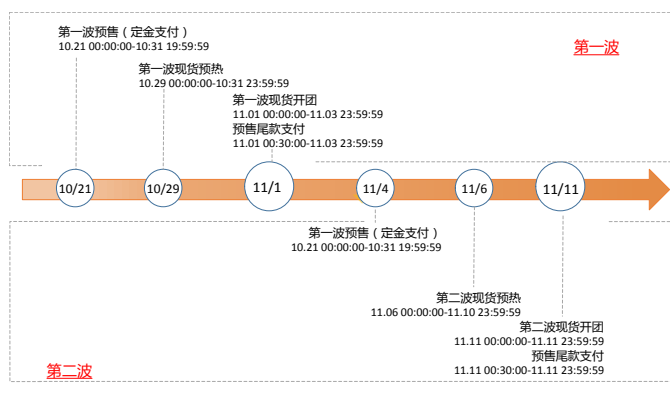
表 6：近年来热销化妆品采用的创新技术/成分

技术				
类别	创新技术	技术原理及作用	技术原先应用领域	代表产品
医学系技术	冻干安瓶		疫苗	欧莱雅小奶片
	发泡技术			珀莱雅泡泡面膜
成分				
类别	创新成分	功效	制备方法	代表产品
化学系	玻尿酸		发酵法/鸡冠提取法	润百颜次抛原液
	二裂酵母		发酵法	兰蔻小黑瓶
	玻色因		化学合成/提取法	欧莱雅紫熨斗眼霜
	胜肽			
自然系	A 醇			
	积雪草			玉泽积雪草面膜
	鱼子酱			

资料来源：各公司官网，安信证券研究中心整理

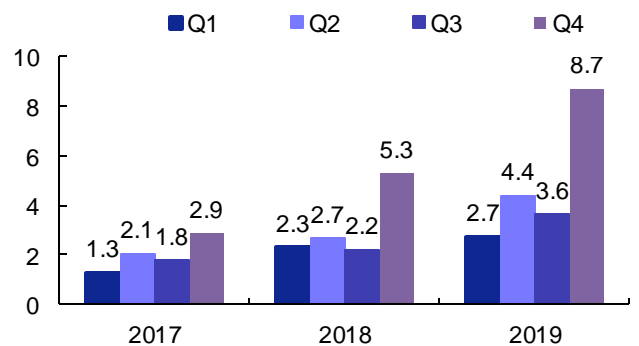
生产淡旺季明显，化妆品公司通常会出现季节性产能不足。化妆品销售受促销活动影响较大，情人节、“双十一”等节日期间，品牌商通常会组织促销活动，较好促进品牌销售。其中，双十一通常为化妆品品牌全年活动力度最大、周期最长的促销活动之一，叠加秋冬季节天气干燥对日化产品需求量大，以及完成年度考核目标需要，化妆品销售通常集中在下半年，化妆品公司贝泰妮 40% 左右的销售在 Q4 完成（据公司公告）。受化妆品使用和销售的淡旺季影响，化妆品生产也存在一定季节性，尤其在促销活动旺季订单集中，通常会出现季节性产能不足的情况。

图 17：2020 年天猫双十一活动



资料来源：天猫官网，安信证券研究中心

图 18：贝泰妮销售较集中于 Q4（亿元）



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

代工厂可帮助化妆品公司快速应对短期产能问题。代工厂在长期的生产实践中已经形成了较为成熟稳定的生产流程，可在较短时间内满足品牌商的生产需求。嘉亨家化凭借优秀的生产管理，能快速整合各方面资源，动态调整产能分配，在较短时间内完成产品设计、原材料采购以及组织生产、产品配送等所有工作，满足客户对产品质量及交货期的要求，其中化妆品交货期一般为 30 天，对于加急订单可以在 20 天内完成配制、灌装、微生物及理化检测、包装、运输的交货流程。对于为客户新开发产品，平均周期从产品设计、模具开发、试样、生

产验证，一般需要 3 个月。

3.1.3. 增值服务：成熟的 ODM 工厂可为品牌商提供研发等高附加值服务

相比于品牌商需要关注生产研发、品牌营销、渠道管理等多个环节，发展成熟的 ODM 企业精力聚焦在生产研发端，且积累了大量生产不同类型产品的生产经验，在研发环节具备优势。

在研发架构上，成熟 ODM 企业的研发部门设置更为细化，科丝美诗研究中心下设护肤、彩妆等部门，并进一步细分为霜、粉底、精华、油类等工作室；莹特丽全球范围拥有 11 个研发中心，其中有专门负责原材料创新、指甲油研发、活性物研发等部门。仅化妆笔品类就建造了全球研发制造中心，根据公司官网，通过在研发上的巨大投入，莹特菲勒多年来开发出不少特色笔，如筷子笔、正方形笔、三角形笔、含不同笔芯的双头笔、含双色或多色笔芯的笔等，截至 2016 年，公司已拥有 800 多种化妆笔配方。

在研发投入比重上，ODM 企业对研发投入更为聚焦，其研发人员占总员工人数的比重，以及研发费用率普遍比化妆品品牌商更高。FY2019，国外 ODM 巨头韩国科玛、莹特丽和科丝美诗的研发费用率在 5%-8% 区间，研发人员占比高达 15%-30%，而国内外头部化妆品品牌商研发费用率多数在 1%-4%，研发人员占比基本在 10% 以下。

表 7: FY2019 化妆品品牌商和代工厂的研发实力对比

公司	研发人员数量	研发人员数量占比	研发费用(万元)	研发费用率	研发中心情况
珀莱雅	172	6.05%	7,460	2.39%	公司设立研发创新中心，由基础科学部、标准法规部、配方开发部、韩国研究所、技术管理部、前瞻技术处六部分组成
丸美股份	106	11.99%	4,487	2.49%	拥有丸美东京、广州两大研发中心，研发中心由配方开发中心、产品工艺中心和质量控制中心三部分组成
御家汇	106	6.54%	4,389	1.82%	御泥坊长沙研发实验室，由曾就职于宝洁、联合利华等知名日化企业研发工程师组成研发团队
上海家化	234	6.89%	17,283	2.27%	拥有国家级科研中心和国家级工业设计中心，与国内外多家科研机构开展多方面的战略合作
贝泰妮	100	5.67%	5,411	2.78%	位于上海青浦的贝泰妮研发中心，将 3S 目标体系 (solve-safe-sense) 与 6D 流程体系 (Define-Discover-Design-Develop-Delightful-Demonstration) 相结合，形成科学严谨、独具一格的研究模式
欧莱雅	4100	5%左右	768,724	3.30%	3 个全球研发中心、6 个区域中心、21 个研发中心
雅诗兰黛	850 左右	2%左右	132,320	1.36%	拥有纽约、上海、日本等在内的 7 个研发中心
资生堂	1500 左右	4%左右	395,340	5.80%	在日本、中国、东南亚、欧洲等全球范围拥有 8 个研发中心
韩国科玛		30%左右	66,444	7.12%	拥有北京科玛研究所和韩国科玛学院，韩国科玛学院又分为基础护肤品研究所、彩妆化妆品研究所、个护研究所、皮肤科学研究院、香料研究所等 9 个研究所。
科丝美诗		25%左右	19,013	4.36%	研究中心下设护肤、彩妆等部门，并进一步细分为霜、粉底、精华、油类等工作室。
莹特丽	770	16%	28,046	5.04%	全球范围拥有 11 个研发中心，其中有专门负责原材料创新、指甲油研发、活性物研发等部门。

资料来源：公司官网，彭博，安信证券研究中心

*1) 2020 年因疫情原因，部分公司费用率受到影响，因此我们统一采用疫情发生前年度 FY2019 作为观测年度；

2) 资生堂研发人员为 2020 年目标数量，公司总人数为截止 2020.1.1 数量，均来自于官网；

3) 莹特丽研发人员数量及比例来自于官网

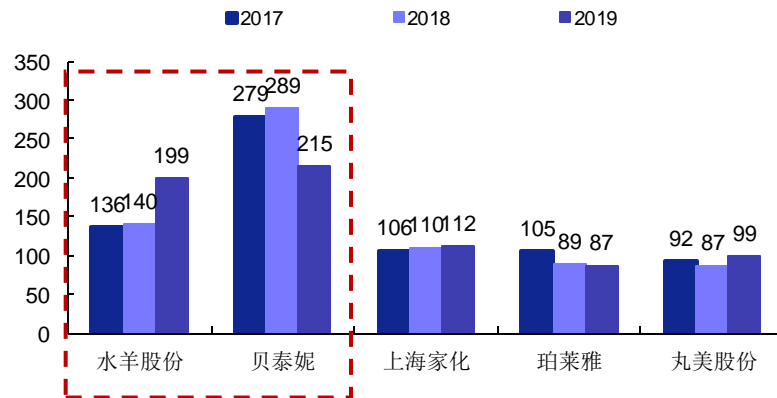
3.1.4. 自主性：品牌商普遍议价权更强，但自主生产可以自主管控工艺质量和生产节奏

化妆品行业中，虽然品牌商相对于代工厂话语权相对较强，但是也受到代工厂质量管控、生

产节奏、订单数量等多方面因素的影响和制约。受到代工厂生产节奏的影响，一般需要提前备货，存货相对较大。从化妆品上市公司存货周转天数来看，代工比例较高的水羊股份和贝泰妮存货周转天数为 130-290 天，比自产为主的化妆品公司存货周转天数（80-110 天）更长。

因此，化妆品品牌商通常将代工需求分散到 3-4 个代工厂生产，或者采取自建生产线的方式增强生产的自主性，避免过度依赖单一代工厂。

图 19：代工比例高的企业存货周转天数较高

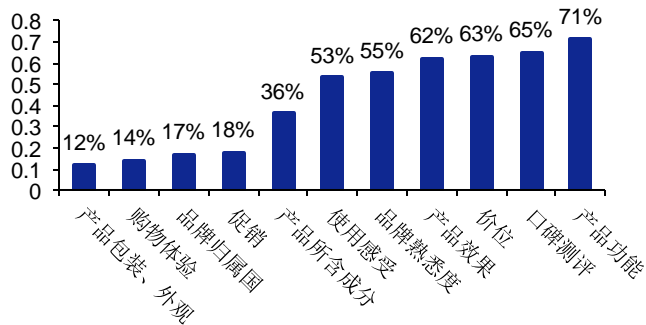


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

3.1.5. 品牌形象：自主生产有助于塑造可靠踏实的品牌形象

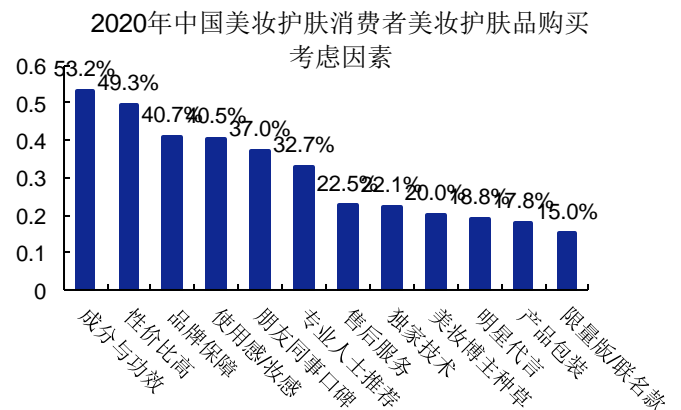
消费者关注生产端因素，品牌商涉足上游生产端有助于营销可信度。消费者选择护肤品时更关注生产端要素：腾讯广告调研显示，71%的消费者选择美妆产品时会考虑“产品功能”，65%的消费者会考虑“口碑测评”。代工模式下生产过程与代工厂息息相关，品牌方对生产端的介入较为间接；自建工厂耗资大、周期长，品牌商可以自主把控生产环节质量，有上游工厂加持的研发也更具可信度，向消费者展示了持久在化妆品领域深耕的决心，潜心打造有竞争力的产品，有助于塑造可靠踏实、深耕研发的品牌形象。

图 20：71%的消费者选择美妆产品时考虑“产品功能”



资料来源：腾讯广告《2019 年国货美妆洞察报告》，亿欧智库，安信证券研究中心

图 21：40.7%的消费者考虑“品牌保障”这一因素



资料来源：艾瑞咨询，安信证券研究中心

3.2. 从产品特性出发，不同化妆品对代工需求程度各异

3.2.1. 出于速度考虑：新品>经典单品，新品牌>成熟品牌

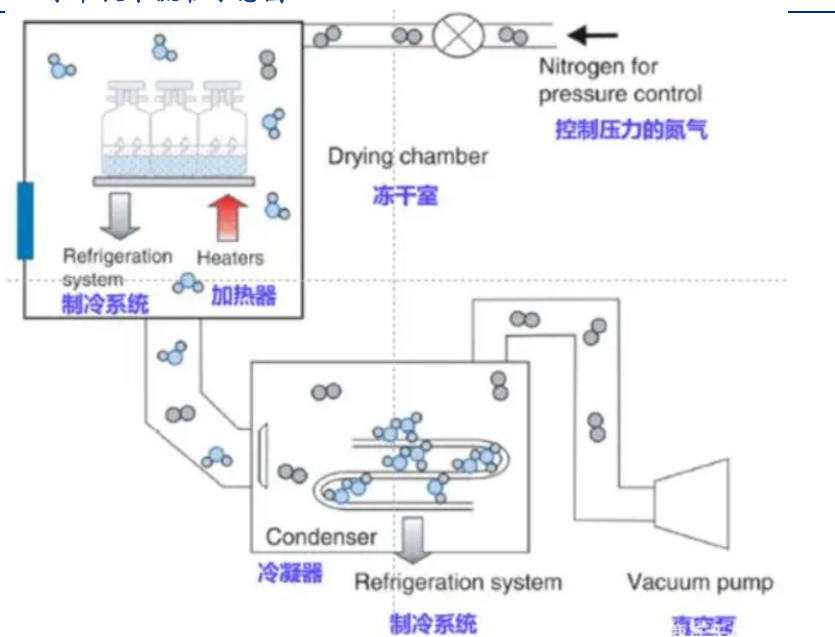
新品或新品牌创立过程中如果涉及到全新品类产品，生产线建设需要投入较多的时间和资金，在新品或新产品发展尚未成熟之时，存在一定风险，且会拖累产品或者品牌上市进程，因此初期通常会选择与有完备生产线的代工厂进行合作，快速切入市场。随着产品或者品牌逐步发展成熟，可能会自建相关生产线减少代工比例。

2018年，华熙生物与故宫博物院推出“故宫口红”，但公司尚未建成口红产品生产线，因此自2018年12月开始，指定合格厂商莹特丽外协加工“故宫系列”口红。在公司募投项目“生命健康产业园项目”中，公司布局了设计产能2000万支/年的口红生产线，后续可能转为自己生产。

3.2.2. 出于成本考虑：特殊工艺产品>普通工艺产品，跨国公司产品>本土公司产品

喷雾、安瓶等包含特殊工艺产品生产需要单独开辟产品线，或者需要新的技术，自建生产线成本较高，因此选择代工厂生产。从目前自主生产为主的化妆品集团看，喷雾、安瓶、粉末等特殊工艺化妆品为其为数不多的委托代工厂生产的产品类型之一。上美集团旗下的韩束赋氧焕亮精华液（气雾剂包装）、一叶子积雪草舒润修护安瓶精华液（安瓶包装）、伽蓝集团旗下的自然堂酵母原液修护安瓶精华液、以及上海家化旗下的佰草集新恒美紧肤修护冻干安瓶等特殊包装/特殊工艺产品，均委托代工厂进行生产。

图 22：冻干技术流程示意图



资料来源：上海红鹿冻干设备，安信证券研究中心

表 8：自产为主的化妆品公司通常将特殊工艺产品委托代工厂生产

公司	产品名称	委托企业	产品类型
上美集团	韩束赋氧焕亮精华液	恒冠涓颜健康产业（广州）有限公司	气雾剂
	韩束神经酰胺修护喷雾	无锡市伙伴日化科技有限公司	喷雾
	一叶子积雪草舒润修护安瓶精华液	荟锦（上海）生物科技有限公司	安瓶
伽蓝集团	自然堂酵母原液修护安瓶精华液（已注销）	上海美兰化妆品有限公司	安瓶
上海家化	佰草集新恒美紧肤修护冻干安瓶	晟薇药业（上海）有限公司	冻干安瓶
	佰草集典萃烟酰胺焕亮冻干安瓶精华液	广州市暨源生物科技有限公司	冻干安瓶

	佰草集晒后修护喷雾	上海西西艾尔启东日用化学品有限公司	喷雾
	玉泽益生元平衡修护冻干精华液	广州市暨源生物科技有限公司	冻干
	玉泽清痘调护舒缓喷雾	上海西西艾尔启东日用化学品有限公司	喷雾
珀莱雅	珀莱雅 4D 胶原蛋白雕塑精华液	无锡可尚生物科技有限公司	安瓶
	珀莱雅海洋深层水纯净喷雾	浙江绿岛科技有限公司	喷雾
丸美	丸美焕颜软膜粉	广州市索彩生物科技有限公司	粉末

资料来源：CFDA 官网，安信证券研究中心

跨国公司生产供应链条较长，在国外本土生产与国内消费者距离较远，灵活应变能力不足，且面临进口关税风险等问题；在国内新建工厂需要熟悉本土的法律法规政策，并且和国内的行政机关打交道，需要投入资金、时间和精力，因此跨国公司也会寻求国内成熟的代工厂生产产品以降低成本。如雅诗兰黛在中国无工厂（其工厂在全球位于美国、英国、加拿大、比利时、瑞士、日本、澳大利亚七国），其核心单品之一特润修护精华眼霜（小棕瓶眼霜）国内的生产全部由莹特丽负责。

图 23：雅诗兰黛小棕瓶眼霜国内生产由莹特丽负责



资料来源：CFDA 官网，安信证券研究中心

3.2.3. 出于增值服务：合作定制产品 > 普通产品

当品牌方有合作研发产品的需求时，会选择发实力较强，可为品牌方提供配方等研发增值服务的代工厂，与其合作推出产品。

- ▶ 莹特丽的瑞士护肤品研发机构 CRB 研究中心（CRB 于 2006 年加入莹特丽集团，拥有核心配方超过 1000 项），现负责莹特丽集团的国际护肤业务，目前的核心技术有超微粒子反光科技，深海之物精华萃取技术(与海蓝之谜合作)、干细胞活性护肤技术(与兰蔻合作)、活性肽抗衰技术等。并为品牌提供独家的专利活性物或者专属配方，特供的配方需要合作品牌具备一定实力方可买断。
- ▶ 根据公司官网，诺斯贝尔拥有国内和韩国 2 个研究所，截至 2019 年末专利达 42 项。据诺斯贝尔官方公众号，公司 2017 年携手圣泉集团将生物质石墨烯这一新材料运用于面膜产品中，一经推出深受消费者喜爱，并在 2018 年 COSMOPROF 中国美容大赛荣获“最佳产品创新”奖。此外，还和下游品牌商合作屈臣氏天丝面膜系列，高姿水润玻尿酸精华液面膜，自然堂喜马拉雅弹嫩两部曲面膜，奥岚雪小分子胶原两部曲眼膜等产品。

表 9：国外 ODM 巨头在优势品类拥有专利技术优势

公司名称	优势品类	代表专利	专利特征
科丝美诗	气垫、粉底和粉饼	X-fine 粉体处理技术	将粉体处理得更加细腻均匀，并防止粉体凝聚，能够整个提升化妆品的服帖度、持久力以及细腻度，使粉体具有高遮盖力，有效遮盖肌肤瑕疵，妆效持久不脱妆，且添加抗污染专利原料，有效隔离细尘，保护肌肤
	乳液	新型纳米乳液制造技术	该技术利用卵磷脂和辅助表面活性剂的相互引力，促使界面强化并形成纳米乳液，比高压乳化方法减少约 92% 的能耗，比胶束具有更优秀的皮肤吸收效果
	抗衰老化妆品	“Strain CX” 微生物群技术	抗衰老微生物“Strain CX”通过人为抑制细胞衰老，帮助皮肤有益菌保持活性，从而打造出透亮、干净的皮肤状态
	美白功效化妆品 防晒产品、护肤产品	含有韩方原料戊己丸的美白化妆原料组合物 近红外线隔离化妆品技术	用于化妆品原料的戊己丸具有抑制黑色素生成的效果，并且戊己丸能防止促进黑色素生成的酪氨酸酶的活跃，具有显著的美白效果 此项技术可以有效隔离近红外线，从而起到保护皮肤的作用
莹特丽	粉类产品	Prisma shine 专利粉体技术	使粉类产品不仅兼具极细腻肤感和色彩符合潮流的优点，更达到丝滑细致、妆效持久且显色度高的效果，能以最少的原料达到最大的珠光效果、持久度和显色度，并帮助产品实现特效的精致外观
	粉底液	INTERCOSHINE FLEX-IDC 专利	该配方与色粉融合，可形成一层清透薄膜，凝胶挥发油的应用能使肤感舒适柔滑，加强持久度，使得产品持久抗汗的同时又滋润轻薄，适合在夏季或者运动健身时使用
	唇彩、口红	Film forming FLEX-GEL 专利	该原料与挥发性硅油和高纯度微分子色粉融合，能形成色彩保护薄膜，从而达到固色不沾杯的效果。在长效持妆的同时，又可以保证涂抹时的体验感——顺滑滋润、舒适不紧绷、轻薄而不黏腻
	粉类产品 口红	一种生物仿生技术 一种混料技术	这种技术仿造了荷叶表面，水滴在粉类产品上面，不会渗透进去，且皮肤内部的水分也不会渗透出来，可以实现持久不脱妆 该技术使不同物理形态的硅树脂结合，形成 3D 硅胶结构，给口红带来超轻体验，可以解决持久性口红容易偏干显唇纹，滋润型口红不持久且易沾杯的问题
韩国科玛	防晒产品	水分防晒棒技术	该技术使防晒产品的水分精华超过 50% 以上并把水分感和清凉感极大化，优化触觉体验
	功能性化妆品、面膜、快效药	弹性纳米脂质体技术	该成分能够帮助化妆品的有效成分通过皮肤屏障，深入到皮肤深处，不仅能减少皮肤刺激且安全，可短时间内实现皮肤改善
	Cledbel GOLD COLLAGEN LIFTING MASK	Cledbel 专利技术	该产品含有多种提取物成分，能够迅速让皮肤内外富有弹性、改善皱纹，且能为皮肤提供营养，具有很好的保湿效果

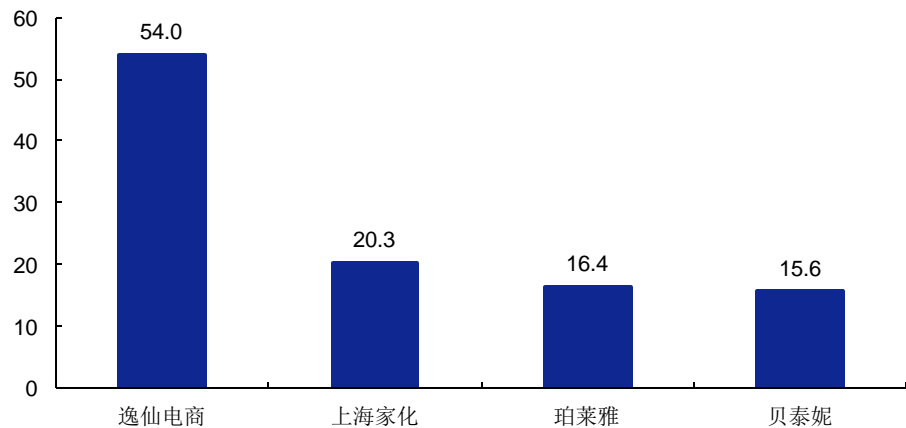
资料来源：公司官网、化妆品安全网、韩国中央日报、中国日用化学工业信息中心、中国美妆网、聚美丽、安信证券研究中心

3.2.4. 出于速度和自主性/品牌形象权衡：彩妆>大日化>护肤

从彩妆到大日化到护肤，经营属性逐步减弱，产品属性逐步加深。彩妆行业产品更新迭代迅速、潮流趋势变化快，时尚属性更强，全球各大时尚杂志每年都会发布彩妆流行趋势。根据微热点数据统计,2019 年彩妆行业以 2.87 亿条全网信息量,位居化妆品各个细分市场首位；另一方面，彩妆行业生产壁垒相对较弱，根据国家专利局，截止 2021 年 4 月，逸仙电商（旗下完美日记品牌）的全部专利多与外观设计相关。护肤品生产壁垒更高，消费者更看重产品质量和功效属性，相应经营属性更弱。日化产品和一些低阶护肤品技术壁垒处于二者之间，相应经营属性也处于中等。从销售费用和研发费用比值来看（FY2019），逸仙电商（主品牌完美日记）比值高达 54，销售费用远高于研发费用，其次是产品类型中同时包含花露水、护手霜等日化产品和护肤品的上海家化，比值为 20.3，最后是护肤品公司珀莱雅和贝泰妮，贝泰妮因处产品壁垒更高的功能性护肤赛道，比值还比珀莱雅更低。

图 24：销售费用/研发费用：彩妆品牌>护肤品牌>日化品牌

■FY2019销售费用和研发费用比值



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

表 10: 彩妆品牌“完美日记”的专利大多和外观设计相关 (截至 2021 年 4 月)

专利类型	申请号/专利号	发明名称
外观设计	202030498890X	镜子 (02)
外观设计	2020304989052	半透明椭圆形展柜
外观设计	2020304996145	镜子 (01)
外观设计	2020304996179	展柜 (DIY 背景)
外观设计	2020304728796	细管口红管
外观设计	202030456369X	睫毛膏管 (广角长翘睫毛膏)
外观设计	2020303621804	镜子 (带灯)
外观设计	2020303621912	展柜 (椭圆)
外观设计	2020303621927	展柜 (方形)
外观设计	2020303627942	靠墙展柜
外观设计	2020303627995	展柜 (圆柱)
外观设计	2020302726118	化妆刷 (三角圆边)
外观设计	2020302583311	展柜 (方形)
外观设计	2020302583345	桌子 (长方形)
外观设计	2020302583538	靠背带镜展柜
外观设计	2020302590673	展柜架子 (嵌入式)
外观设计	2020302590705	背景墙展柜
外观设计	2020302590739	展柜 (扇形组合)
外观设计	2020302590743	展架 (嵌入式)
外观设计	2020302590758	玻璃展柜 (方形)
外观设计	2020302590762	带镜展柜 (方形)
外观设计	2020300378990	盒子 (棱镜幻光)
实用新型	2019223206539	一种新型化妆粉盒
外观设计	2019307171851	化妆粉盒
外观设计	2019307170505	奶瓶 (01)
外观设计	2019304462770	粉底液瓶
外观设计	2019304168306	眼影盒(单色)
外观设计	2019303515376	香水瓶(完美日记)
外观设计	2019302684729	唇膏 (完美日记小金钻唇膏-钻石切割花纹)
外观设计	2019300899463	唇釉管 (恒色轻慕唇釉)
外观设计	2019300062482	唇膏包装瓶 (小黑钻唇膏)
外观设计	2018305595652	唇膏盒

资料来源：国家专利局，安信证券研究中心

彩妆品牌对速度要求高，基本都选择代工，但护肤品牌出于自主性/品牌形象考虑，自产比例更高。从彩妆到大日化到护肤，对速度需求逐步减弱，对自主性需求逐步加深。国产新锐品牌中，彩妆品牌完美日记、花西子绝大部分为代工生产：完美日记的眼线笔由宁波爱诗代工、部分唇釉、气垫霜由科丝美诗代工等；花西子的部分粉底液、口红由科丝美诗代工，眼影盘、蜜粉饼由上海创元代工，唇膜、湿巾等由诺斯贝尔代工，部分粉底液由上海甄臣代工等。除了完美日记广州从化工厂（2020年动工），彩妆品牌较少有自己生产基地。而护肤品牌自有生产比重更高，布局自建基地的时间大大提前，同为新锐国货的护肤品牌至本2015年左右成立，2020年4月开始新备案的产品逐步转为自产，而国产成熟的护肤品牌如珀莱雅、韩束等大部分产品为自主生产。

表 11：国产彩妆品牌主要生产方情况

品牌	品类	生产工厂
完美日记	眼线笔	宁波爱诗
	唇釉、气垫霜、粉底液	科丝美诗
	散粉、遮瑕、BB霜、粉饼	上海臻臣
	眼影、粉饼、	上海臻信
	眼线液	昆山永青
	散粉	广州蔻丝恩
	唇釉、粉底液	完美日记广州工厂
花西子	湿巾、	诺斯贝尔
	粉饼、眼线笔	上海创元
	口红、粉底液	科丝美诗
	粉底液、眼影	上海臻臣
	粉饼、高光	上海创元
	眉笔	昆山永青

资料来源：CFDA 官网，安信证券研究中心

3.2.5. 出于成本和自主性/品牌形象权衡：次要产品>核心产品，低阶品类>高阶品类，副牌>主牌

- 普通面膜等品类生产门槛低，成本低，产品同质化强，主要功效为保湿，难以形成技术壁垒，通常称之为低阶品类；而化妆品公司核心技术通常集中在面霜、精华等品类，其功效也超出保湿补水等基本类型，覆盖抗衰抗敏感等高级功效，我们称之为高阶品类；
- 核心产品为化妆品品牌口碑和知名度最高，最能代表品牌形象、含公司核心科技和理念的产品，而次要产品为品牌为丰富完善产品矩阵，知名度相对较低的品类；
- 主牌指化妆品集团中发展较为成熟、形成稳定的用户群体、知名度和认可度都较高的核心品牌；相应发展尚未完全成熟、处于探索阶段的品牌为副牌。

高阶品类、核心产品和核心品牌因通常包含公司最关键核心技术，代表公司品牌形象，考虑到生产的自主性和品牌形象的稳固，化妆品公司选择自主生产的可能性较大，但对于自己相对不擅长的品类、或者生产壁垒较低的品类交给代工厂生产，可以降低生产成本，集中精力发展自己的核心品类。

资生堂集团核心品牌资生堂仅少量 SKU（红妍肌活精华露和美肤测试仪用卸妆液）在国内工厂自主生产，其他大部分 SKU 均从国外原装进口，且均在自有工厂生产；旗下其他品牌如

欧珀莱部分产品为代工（近半年新备案产品中 52% 的 SKU 为代工厂生产）；旗下日化品牌水之密语也有部分产品为代工生产（2020.6-2020.8 月新备案产品中 40% 的 SKU 为代工生产）；旗下彩妆品牌 NARS 产品国内生产全部由莹特丽旗下莹特菲勒公司生产。

表 12：资生堂集团不同品牌的国内生产代工情况

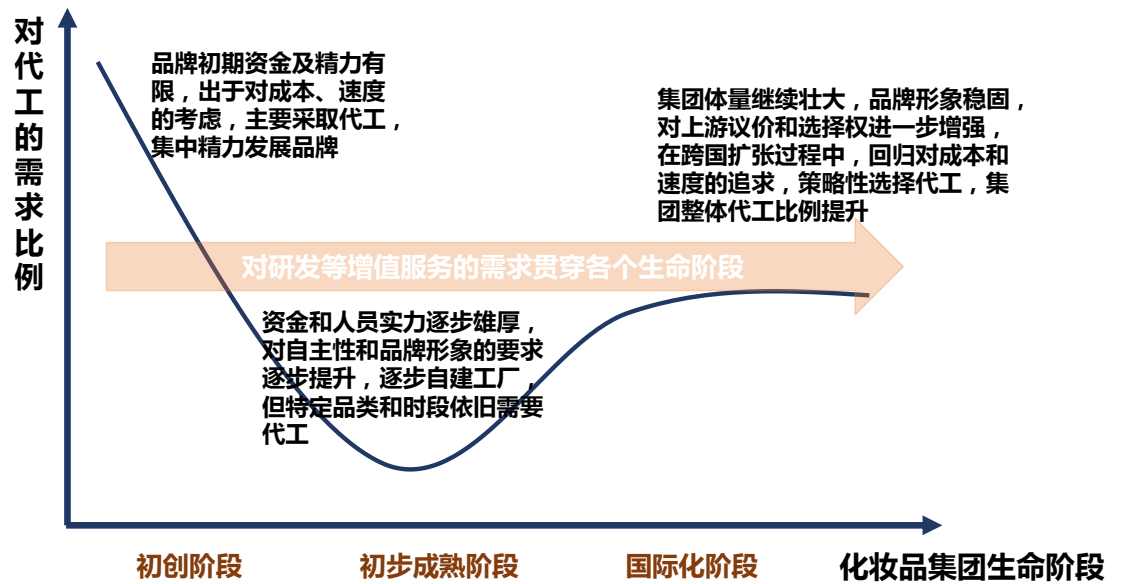
品牌	品牌类型	新备案产品委外生产 SKU 占比（数据周期：2020 年 10 月初-2021 年 3 月末）	委外生产产品列举	委外生产厂商列举（	特点
资生堂	最核心品牌： 资生堂是资生堂集团的全球性销售品牌，销售包括护肤、彩妆、美体、香氛、男士等不同种类的综合产品。	0%	-	-	少量 SKU 在国内工厂自主生产，大部分国外生产进口
欧珀莱	次核心品牌： 欧珀莱是资生堂旗下的高档美容品牌。产品涵盖彩妆、护肤、男士等多种种类。	63%	欧珀莱臻粹轻龄双效淡纹精华液、欧珀莱臻粹轻龄玻尿酸淡纹乳（滋润型）、欧珀莱臻粹轻龄玻尿酸焕活面膜、欧珀莱时光锁胶原紧致水（清润型）、欧珀莱臻源凝时焕采霜	北京光明日化有限责任公司、营口三喜加工有限公司	时光锁、臻萃轻龄等核心系列 备案为自有+委外混合
水之密语	洗护品牌： 水之密语是资生堂旗下的高档洗护品牌。产品线包括各大洗护发系列，免洗系列和沐浴系列。	67%	水之密语净润臻养洗发露（倍润型）、水之密语净润臻养洗发露（控油型）、水之密语净润臻护发素、水之密语发梢分叉集润修护精华油	上海沪汇日用化学品有限公司、上海创元化妆品有限公司	部分洗发露、护发素、沐浴露委外生产
NARS	彩妆品牌： NARS 是资生堂旗下的专业彩妆品牌，以“乐趣与不设限”为品牌精神，推出腮红、眼影、眼线液和唇膏等畅销明星单品。	100%	NARS 持久出色眼线笔 歌剧酒红	莹特菲勒化妆品（上海）有限公司	国内生产全部莹特丽代工

资料来源：CFDA 官网，安信证券研究中心

3.3. 化妆品集团不同生命周期均需要代工，但需求比例和重点逐渐进化

在化妆品集团发展的各个生命周期中均需要代工厂的参与，但需求的比例和重点不断进化。在品牌初创阶段，公司资金和精力都有限，出于对成本、速度的考虑，主要采取代工，集中精力发展品牌；随着品牌逐渐成熟，资金和人员实力逐步雄厚，对自主性和品牌形象的要求逐步提升，开始自建工厂，降低代工比重，但特定品类和时段依旧需要代工；集团体量继续壮大，发展至跨国公司，品牌形象稳固，对上游议价和选择权进一步增强，在集团跨国扩张过程中，重新回归对成本和速度的追求，策略性选择代工，集团整体代工比例提升。各个阶段对代工厂的需求重点和比例不同，但是研发端的增值服务是各个生命阶段的品牌都需要的。

图 25：化妆品公司不同生命阶段对代工的需求不同



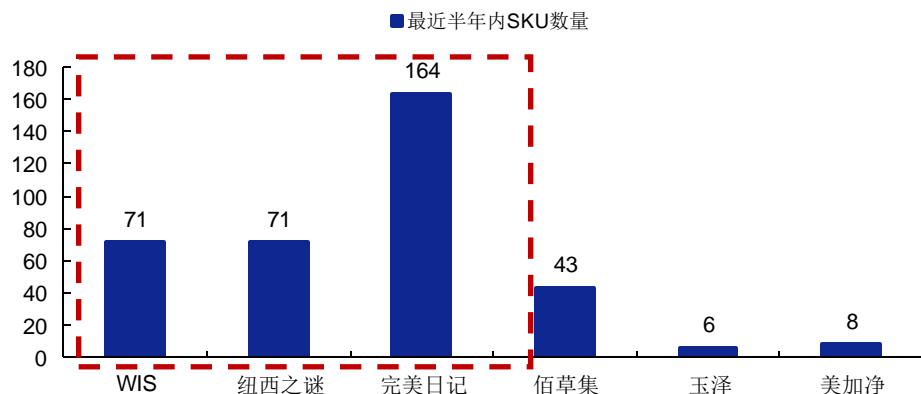
资料来源：安信证券研究中心整理

*图中比例代表大致范围，不代表明确数字比例，仅供参考。

3.3.1. 对新锐品牌：成本和速度需求压倒一切，亟需代工厂分担生产端压力

新锐品牌顺应潮流推新快，但起步阶段资金、人员和精力皆有限。根据药监局数据，最近半年内，新锐品牌纽西之谜推出 71 个新品，完美日记推出 164 个新品，相较之下，传统国货上新速度慢一些。面对国际大牌和老牌国货的竞争，新锐品牌多采取增加上新频率和增加曝光度的方法来吸引更多消费者群体，但多数新锐品牌面临起步资金少，且短期内难以融集到大量资金的问题。主要由于：1) 注册资本少，如 HFP 品牌所属的广州蛋壳网络科技有限公司注册资本仅为 136.99 万元，完美日记母公司逸仙电商在 2017 年注册资本也仅 126.67 万元；2) 净利润不稳定，留存收益少，由于新锐品牌销售额或业绩不稳定，净利润得不到保障，使得企业资金有限，如逸仙电商在推出完美日记品牌的第二年净利润为-4012.4 万元。加之在起步阶段，为了维持较高的更新速度，同时保证产品质量及营销效果，新锐品牌难以在自建工厂方面投入大量的人员及精力。

图 26：新锐品牌最近半年在 CFDA 网站上新备案 SKU 数量较多



资料来源：CFDA 官网，安信证券研究中心

因此，为以最小的人员和资金成本，保证稳定优质的产品输出，新锐品牌初期大多选择代工，

只需要开发采购团队与上游工厂对接，可集中精力发展品牌营销端，对产出比和速度的需求压倒一切。

HomeFacialPro: 旗下产品全部由代工厂生产，最主要合作的代工厂为中山中研和广东天源，此外还有上海明色、广州康钰等；

纽西之谜: 旗下产品全部由代工厂生产，合作广州柏姿、上海思贝、上海炫美、上海利莱等；

WIS: 旗下产品全部由代工厂生产，合作广州美然、广州索柔、广州艾琪、广州臻美颜等代工厂；

完美日记: 旗下产品绝大多数由代工厂生产，自有广州从化工厂，合作科丝美诗、广州蔻丝恩、上海臻信、上海臻臣等。

3.3.2. 对较成熟品牌：品牌形象和自主性需求渐起，特定品类/时段仍需代工

成熟化妆品品牌对形象和自主性需求渐起，布局上游自建工厂。随着品牌逐渐成熟，对消费者覆盖渐广，提高品牌粘性、增加复购、稳固品牌形象的需求逐渐提升，上游生产端与研发密切相关，因此催生布局产业链上游的需求，以便更好自主把控生产环节的节奏和质量，并塑造深耕生产研发、踏实打磨产品的品牌形象。伽蓝集团生产基地坐落于上海奉贤区东方美谷核心区域，占地 160 亩，总建筑面积约 13 万平方米，老厂区于 2008 年投入使用；新工厂一期建设投资 2.1 亿元，建筑面积 4 万平方米，核心功能为护肤工厂和质检中心，于 2019 年投入使用；上美集团拥有国内上美科技园生产基地（中翊日化为第一期项目，工厂按照 GMPC 标准建造，预计产能将达 120 万瓶/天），一二期全面积达 17 万平方米；根据新浪新闻和公司官网，上美集团拥有上美科技园、苏州黎姿工厂、上海青浦工厂、湖州美妆小镇工厂、日本冈山生产基地 5 个工厂；上海家化拥有青浦跨越工厂、海南工厂、东莞工厂及海外的摩洛哥和英国工厂 5 个生产基地。珀莱雅和丸美分别拥有湖州工厂和广州工厂。

表 13：国内成熟化妆品集团工厂情况

公司	全球工厂数量	中国工厂数量	工厂情况
伽蓝集团	2	2	伽蓝集团生产基地坐落于上海奉贤区东方美谷核心区域，占地 160 亩，总建筑面积约 13 万平方米。基地由老厂区和新厂区两部分组成，老厂区于 2008 年投入使用；新工厂分一期及二期建设，一期已于 2019 年 4 月投入使用，二期占地面积 75 亩，由三栋主建筑构成，包括办公楼、全自动无人物流总仓、工业 4.0 智能化生产车间、工业旅游项目。
上美集团	5	5	公司拥有 5 个工厂：苏州黎姿、上美科技园、上海青浦、日本冈山、湖州美妆小镇工厂。苏州黎姿生产基地于 2006 年正式投产，年最大产值 3 亿元，单日最高产能逾 85 万瓶；上美科技园（中翊日化）一期于 2018 年投产，占地面积 6 万平方米，同年上美科技园二期正式动工，一二期占地面积达 150 亩，日产能达 120 万瓶；日本冈山秀一工厂于 2019 年建成投产，生产高品质、国际化的产品；湖州美妆小镇工厂是上美集团的配套包材基地。
上海家化	5	3	公司拥有五个自有工厂：青浦跨越工厂、海南工厂、东莞工厂及海外的摩洛哥和英国工厂，其中青浦跨越工厂拥有八条液洗包装流水线和十六条膏霜包装流水线，主要生产佰草集、玉泽、高夫、双妹、典萃、美加净、启初、汤美星、六神等品牌，产品类型涵盖护肤类、洗护类产品以及香水类产品；海南工厂生产六神品牌花露水。东莞工厂、摩洛哥和英国三个工厂生产汤美星产品，同时，还有约 50% 的汤美星产品为委外生产。
珀莱雅	1	1	湖州工厂：设计产能 19500 万支，2019 年产能利用率 80.53%，湖州生产基地将化妆品智能制造与 5G 信息技术融合，降本增效，获得 2019 年湖州市智能工厂标杆和浙江省 5G 智能工厂信息化创新项目奖。
丸美	1	1	广州市黄埔区科学城工厂：设计产能 3382.50 吨，产能利用率 78.4%。
贝泰妮	1	1	昆明自有工厂，并拟募投建设中央工厂生产基地：原工厂设计产能较小（护肤品产能 1000 万支/万盒，医疗器械产能 500 万支/万盒左右）。拟投资 4.4 亿元用于中央工厂新基地建设项目，项目建设完成并全部达产后，每年将新增产能 4,500 万支（万盒）。

资料来源：公司官网，CBO 新闻，公司公告，安信证券研究中心

但**特定品类及生产高峰期仍需代工**。尽管成熟的化妆品牌都有自己的工厂，但节假日或者促销活动前，市场对公司产品需求量较大，交货周期大幅缩短，公司会面临暂时性产能不足；此外，对于涉及小包装、特殊包装工艺、部分公司不擅长的低阶品类、以及日化、彩妆等特殊品类，考虑到节约成本，会将其委托代工厂进行生产。

珀莱雅：旗下品牌珀莱雅大多数产品自主生产，少数彩妆类、面膜类产品由代工厂生产；旗下彩妆品牌彩棠多由代工厂生产。

丸美：多数为自主生产，少数产品（含精华、面膜等多类别产品）为委托代工厂生产；

上美集团：旗下韩束、一叶子等化妆品品牌基本为自主生产，极个别产品如喷雾、面膜、安瓶等委托加工生产。

伽蓝集团：旗下自然堂、春夏品牌绝大多数为自主生产，但个别面膜、润肤乳产品委托加工生产。

3.3.3. 对国际大牌：品牌形象和议价能力足够强，回归成本端需求

国际大牌品牌形象足够成熟，品牌体量足够大，重新回归成本端需求。随着化妆品集团体量继续壮大，发展至跨国公司时，集团品牌形象较为稳固，研发实力已经受到消费者认可，同时对上游代工厂也拥有了绝对的选择权和议价权，通过大规模布局生产端来树立品牌形象和争取自主性的需求渐弱。尤其是集团下拥有多个品牌，进驻全球市场过程中，需要平衡集团的精力和成本，因此会策略性选择当地代工厂，追求速度和成本产出比。

国际化妆品集团策略性分配旗下多品牌代工需求。对于国际化妆品集团进入新市场过程中，非核心品牌的代工需求要高于核心品牌，高端品牌代工需求高于大众品牌，彩妆品牌的代工需求要高于日化品牌，并高于化妆品品牌，新品牌的代工需求要高于成熟品牌；单个品牌中，新产品代工需求高于成熟单品，非核心产品的代工需求高于核心产品。此外，生产旺季或者某些畅销单品出现产能不足时，也会寻求 OEM/ODM 厂商合作。从具体化妆品集团看：

资生堂：在中国有上海和北京两个工厂，上海为资生堂中信化妆品有限公司，北京为资生堂丽源化妆品有限公司。资生堂品牌下，国产化妆品备案平台上有 3 个备案，均为自主生产；进口备案中均为日本或美国自有工厂生产。但资生堂旗下其他品牌如水之密语、欧珀莱等部分产品由国内代工厂生产；彩妆品牌 NARS 国内生产产品均为莹特菲勒化妆品（上海）有限公司代工生产。

欧莱雅：在中国有宜昌天美国际化妆品有限公司和苏州尚美国际化妆品有限公司两个工厂。欧莱雅品牌旗下除原装进口产品外，大部分产品由工厂自主生产，也有部分产品（多为彩妆）由代工厂生产；兰蔻品牌产品多由国外原装进口。

雅诗兰黛：在中国没有自有工厂，部分国内生产 SKU（彩妆居多）均为莹特丽代工，多数产品由国外工厂生产原装进口。

3.3.4. 各个生命周期阶段都需要研发端增值服务

新锐品牌资金等实力有限，生产研发能力较为薄弱，很多新品牌没有自己的研发机构，且在终端营销市场竞争日趋激烈的背景下，品牌为将精力集中在营销渠道端，不仅在生产环节，在产品研发环节也需要工艺和配方更加成熟的代工厂的协助。

对成熟的国内外品牌，对于上游研发环节更为重视，在自己不擅长的领域，或者代工厂有更先进的技术时，基于长期在生产端的合作关系，也需要代工厂研发端的增值服务，来增强自己在产品研发方面的竞争力。

在消费者对产品功效愈加重视，根据微博数据中心，2018年1-10月化学原料护肤成分发博量同比增长133%。消费者需求的专业化也驱动品牌方也在研发环节增加更多投入，对相应增值服务的需求呈现上升趋势。

图 27：消费者对高度专业化护肤品倾向较高



资料来源：益普索调研，安信证券研究中心

图 28：我国消费者护肤“成分党”崛起



资料来源：《2018 中国时尚美妆热点趋势报告》，安信证券研究中心

表 14：主要化妆品品牌国内产品备案代工情况汇总（数据统计周期：2020 年 10 月初-2021 年 4 月初）

公司	品牌	品牌简介	新备案 SKU 个数	其中委外生产 SKU	数据周期内委外生产占比	委外生产产品	委外生产厂商列举
新锐品牌	HFP	国内主打成分的专业护肤品牌	25	25	100%	神经酰胺保湿修护面霜、虾青素提亮修护面膜、神经酰胺精华液、肌肤淡纹提亮眼霜、乳糖酸原液	广东天源、中山中研、上海明色、广东贝豪、广州栋方、珠海亚拓
	WIS	主打精研功效护肤，引进瑞士 RAHN 集团的先进技术与原料	71	71	100%	海蕴弹嫩精华乳、海蕴弹嫩面膜、冰凝矿物补水面膜、多维莹润补水面膜、海蕴弹嫩精华水	洁宝日化、佛山梦莎、广州美然、广州索柔、欧标、广州艾琪、广州臻美颜、傲雪生物、广州美思、广州黛莱、广州美夫兰、广州天翼、广东天姿、广州赞誉、广州欧慕、广州科美、广东富美康、广州翼鑫、广州臻美颜
	纽西之谜	品牌属于新西兰 nzskincare company ltd 公司	71	71	100%	奇异果焕亮身体乳、多肽立体紧致面膜、粉红芦荟清润舒缓凝胶、蜂胶果酸焕肤净痘精华液、火山岩泥毛孔清透洁面乳	广州柏姿、上海思贝、上海炫美、上海利莱、蔻诗曼嘉、莹特丽、科玛、晟薇药业、诺斯贝尔、美丽华、常州伟博海泰、上海昕颜
	完美日记	致力于探索欧美时尚趋势的彩妆品牌	164	153	93%	剔透柔雾控油散粉、薄透雾感名片唇釉、心动幻境慕斯唇釉、收藏家单色眼影、修颜水润 BB 霜	科丝美诗、广州蔻丝恩、上海臻信、上海臻臣、珠海神采、莹特丽、昆山永青、科玛、诺斯贝尔、上海瀛彩、莹特丽
伽蓝集团	自然堂	主打运用自然成分和科技的护肤品牌	73	12	16%	舒缓滋养面膜、茶马古道补水舒缓面膜、茶马古道补水亮采面膜、男士毛孔净化活性炭洁面泡、虾青素紧致焕亮安瓶面膜	韵斐诗、诺斯贝尔、美丽华、荟锦
	春夏	全新植物护肤品牌	34	0	0%	-	-
上美集团	韩束	以“专研亚洲肌肤之美”作为核心理念，专为亚洲女性打造实证有效的护肤品	105	0	0%	-	-
	一叶子	致力于探索天然植物新鲜灵感的护肤品牌	90	2	2%	山茶花舒润透亮冻干面膜、紧塑焕活凝胶修护眼膜	常州伟博海泰、江苏达胜伦比亚
	红色	源自日本先端技术的	67	19	28%	儿童洗发沐浴露、婴儿南极冰藻爽	康柏利科技、上海贞贤、上海瑞盈、上

	小象	专业母婴护理品牌				身粉、牛油果滋润儿童眼影、牛油果滋润儿童粉饼、儿童花露水	海思贝
上海家化	佰草集	推出“现代中草药古方个人护理专家”概念的护肤品牌	43	15	35%	SPA 四季护理玫瑰香氛冰激凌磨砂膏、新七白透亮面膜、润泽兰高保湿冻干面膜、SPA 四季护理玫瑰多效护理油、SPA 四季护理玫瑰沐浴泡泡	上海创元、中山中研、诺斯贝尔、上海西西艾尔、美丽华、常州伟博海泰、晟薇药业
	玉泽	主打药妆,由上海家化汇聚各大医院皮肤科权威医学专家联合研制的护肤品牌	6	0	0%		-
	美加净	知名国货品牌,主打高性价比比大众保养品	8	5	63%	银耳修护润唇膏、红糖焕亮润唇膏、蜂蜜倍润唇唇膏、石榴保湿润唇膏、银耳珍珠滋养霜、	中山中研、上海沪汇、上海明色
珀莱雅	珀莱雅	专注于深海护肤研究的化妆品品牌	49	9	18%	赋能鲜颜紧致冻干面膜、锁妆养肤隔离妆前乳(控油型)、奢养持妆粉底液、深海胶原立体提拉面膜、紧致淡纹海星眼膜	常州伟博海泰、韵斐诗、上海麻沼、郑州依莱思
	彩棠	由唐毅先生创立,以中国美学为基础,结合国际彩妆风尚,专为中国面孔定制的彩妆品牌	6	4	67%	温润净颜卸妆湿巾、釉瓷无瑕粉底液、釉感焕颜多效妆前乳、丝韵绣色唇膏、釉瓷无瑕粉底液持妆遮瑕膏	诺斯贝尔、韵斐诗、蔻诗曼嘉、科玛、丽鑫生技
丸美	丸美	以卓越的眼部护理著称化妆品界的中高端化妆品牌	119	40	34%	晶致赋颜奢宠精华液、蓝珊瑚矿物水养精膜粉、多肽蛋白臻颜精萃眼膜、弹力蛋白凝时精萃眼膜、樱花粉嫩晶钻眼膜	广州索柔、广州市中通、广州丽盈、广州煜明、宇肽生物、江门市新时代、广州盛美、珠海国佳、广州市索彩、广州德贝芙、广州涵美
	恋火	只为在自我世界中追求极致高雅之美的女性而生的美妆品牌	22	20	90.91%	恋火小情绪哑光唇釉 08、恋火奶油肌绒绒粉底液 01 象牙白、恋火奶油肌绒绒粉底液 02 自然色、恋火晶璨幻彩四色眼影 E004 微醺酒红色、恋火晶璨幻彩四色眼影 (E003 妩媚撩人紫)	希胭熙、湖州开森、莹特丽、广州蕊丝恩、广州克里碧丝
贝泰妮	薇诺娜	采用基于皮肤学级的方式,专注于敏感肌肤护肤品研发	64	64	100.00%	薇诺娜极润保湿柔肤水、薇诺娜清痘净油面膜泥、薇诺娜双修赋活精华液、薇诺娜肌底亮颜冻干面膜组合-肌底亮颜冻干面膜+纯净水、薇诺娜屏障特护霜	上海西西艾尔、上海瑾亭、上海嘉亨、常州伟博海泰、上海创元、雅珂迪
华熙生物	润百颜	专主打玻尿酸等成分的功效性护肤品牌	82	8	9.76%	润百颜玻尿酸屏障调理身体霜、润百颜淡纹焕颜精华眼膜、润百颜玻尿酸修护舒缓特护乳液、润百颜鎏金赋活润唇膏、润百颜蜂巢玻尿酸舒敏精华喷雾	韵斐诗、科丝美诗、苏州安特、上海西西艾尔
	夸迪	夸迪,提供以 5D 透明质酸为主要成分的多个人护理产品	25	1	4.00%	夸迪塑颜晶透冻干面膜	诺斯贝尔
	资生堂	资生堂集团核心护肤品牌	2	0	0.00%		-
资生堂	水之密语	水之密语是资生堂旗下的高档洗护品牌。	6	4	66.67%	水之密语净润臻养洗发露(倍润型)、水之密语净润臻养洗发露(控油型)、水之密语净润臻养护发素、水之密语发梢分叉集润修护精华油	上海沪汇、上海创元
	欧珀莱	欧珀莱是资生堂旗下的高档美容品牌。产品涵盖彩妆、护肤、男士等多种种类。	27	17	62.96%	欧珀莱臻粹轻龄双效淡纹精华液、欧珀莱臻粹轻龄玻尿酸淡纹乳(滋润型)、欧珀莱臻粹轻龄玻尿酸焕活面膜、欧珀莱时光锁胶原紧致水(清润型)、欧珀莱臻源凝时焕采霜	北京光明日化、营口三喜
	NARS	NARS 是资生堂旗下的专业彩妆品牌。	0	0	100%	NARS 持久出色眼线笔 歌剧酒红	莹特菲勒
雅诗兰	雅诗兰黛	雅诗兰黛,著名美国化妆品品牌,其护肤品、化妆品和香水畅销全	22	22	100.00%	雅诗兰黛绝色倾慕眼部彩妆盘-2021 限定版、雅诗兰黛净颜透澈卸妆乳、雅诗兰黛绝色倾慕唇膏系列-	莹特丽

黛	球。				缎光 420、雅诗兰黛特润修护精华霜、雅诗兰黛樱花微精华露	
悦木之源	悦木之源，以"天然为本，科学为证"为理念，全球高效植物护肤先锋。	-	-	-		
魅可	魅可是专业艺术彩妆品牌。	5	5	100.00%	魅可焦点九色眼影盘 102、魅可焦点九色眼影盘 103、魅可焦点九色眼影盘 W01、魅可焦点九色眼影盘 004、魅可时尚眼线笔 13	莹特丽、莹特菲勒
欧莱雅	巴黎欧莱雅是欧莱雅集团里知名度最高、历史最悠久的大众化妆品品牌之一。	125	39	31.20%	欧莱雅男士劲能醒肤露、欧莱雅金致臻颜花蜜奢养轻盈面霜、欧莱雅复颜视黄醇精粹抗皱精华、欧莱雅复颜玻尿酸水光充盈全脸淡纹眼霜、巴黎欧莱雅强韧柔顺润发乳	上海西西艾尔、江苏美爱斯、雅珂迪、上海创元、科丝美诗、韵斐诗、常州伟博海泰
欧莱雅	兰蔻，全球知名高端化妆品品牌，涉足护肤、彩妆、香水等多个产品领域。	0	0	-		
	薇姿，全球专业敏感肌护肤领先品牌。	0	0	-		
美宝莲	美宝莲，定位于时尚和大众化，提供包括专业脸部彩妆、眼部彩妆、唇部彩妆产品。	130	17	13.08%	美宝莲纽约多色眼影盘新年限量版、美宝莲巨持色哑光液体唇膏 80、美宝莲纽约多色眼影盘 迪士尼限量版 疯帽子、美宝莲巨持色哑光液体唇膏 20、美宝莲柔雾轻散粉 01	丽鑫生技、上海创元、上海西西艾尔、莹特丽、科丝美诗

资料来源：CFDA 官网，安信证券研究中心

注：1) 海外品牌仅统计国内生产产品备案情况，未统计原装进口商品情况。

2) 部分产品有多个备案生产商，只要有出现代工厂作为生产商备案的，我们均统计为委外生产的 SKU。

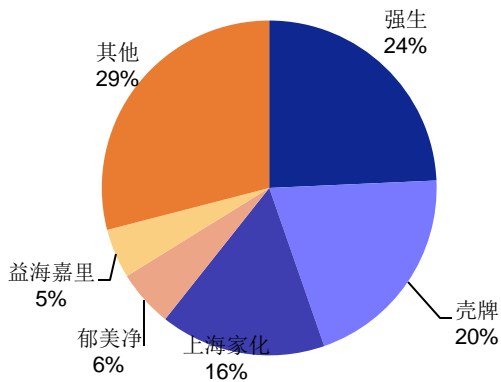
4. “双周期”双击，代工厂行至高速发展阶段

4.1. 新锐涌现、国际布局，助推上游代工欣欣向荣

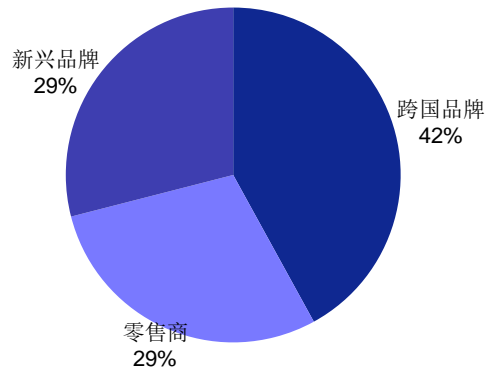
头部代工厂与大客户绑定，同时满足部分新品牌需求，粘性较好。大的化妆品品牌商生产端的管控要求高，对代工厂的选择有严格的标准，中长尾代工厂难以满足头部品牌商需求，因此通常头部代工厂与大的品牌商深度绑定。嘉亨家化 2019 年前五大客户（均为国产成熟品牌/跨国集团）销售额占比超过 70%，国际知名代工厂莹特丽客户中有 42% 的跨国品牌和 29% 的零售商（公司官网）。同时大品牌也因严苛的验厂流程而合作粘性较大，根据嘉亨家化招股说明书，按照行业经验，从开始对供应商进行资质审核到正式下达订单一般需 6-12 个月的时间，公司与主要客户强生、上海家化、百雀羚已合作 10 余年，与壳牌已合作 7 年。

图 29：嘉亨家化客户结构（2019 年销售金额占比）

图 30：莹特丽客户结构



资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

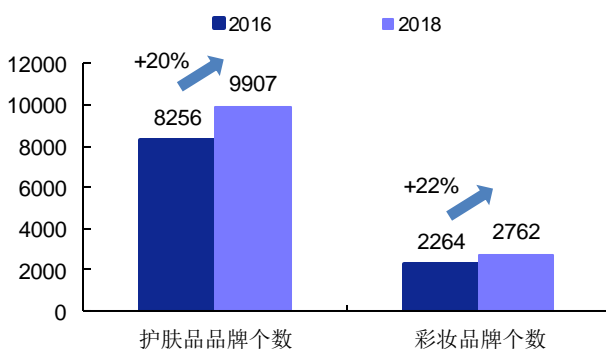


资料来源：公司官网，安信证券研究中心

中长尾代工厂主要依靠新/小品牌订单，粘性较差。新品牌推出市场，尚未稳定，需要试错，商品 SKU 多量少，从代工厂的角度，为其代工的计划性较差，且新推出的电商品牌定价通常偏低，大的头部代工厂会有控制的该类客户订单；从新锐品牌商角度，其需要不断推出新品把握新趋势，而头部代工厂合作流程长，与其合作推出新品需要提前 1 年沟通（如科丝美诗），难以满足快速迭代需求，且自身在代工厂众多头部客户中不占优势，因此新锐品牌也更愿意选择与成长阶段的代工厂合作。新/小客户尚未成熟，存在自身发展和合作方面的种种风险，粘性较差。

新锐品牌的涌现以及国外巨头的布局将成为助推上游代工厂繁荣的重要力量。随着我国人民物质生活提高以及消费代际转换，我国消费者对化妆品需求快速提升，且新媒体发展为新品提供赶超机会，因此新锐品牌频出，国外巨头在我国纷纷布局。根据凯度消费者指数统计，2016-2018 年间我国护肤品、彩妆品牌个数增幅均超过 20%，同时，外资大牌加速中国市场布局，欧莱雅集团近 5 年来旗下品牌不断进军中国市场，2021 年以来法国蒂可丽 DECLEOR 和 IT Cosmetics 两大品牌官宣即将入驻中国。新锐品牌和国外品牌是化妆品代工主力，未来将持续助推上游供给端的繁荣。

图 31：近年来我国新锐品牌不断涌现



资料来源：凯度消费者指数，安信证券研究中心

图 32：近 5 年欧莱雅集团旗下品牌入驻中国市场时间线



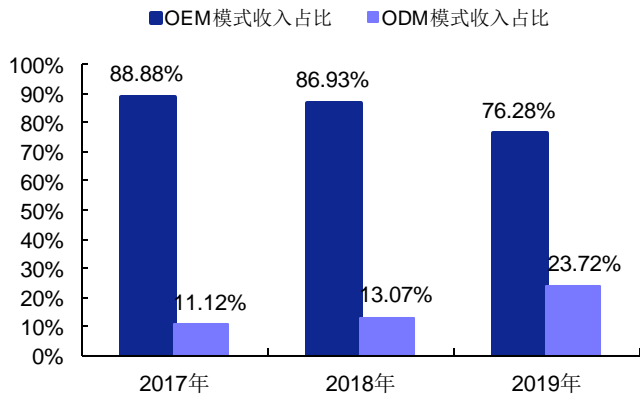
资料来源：Euromonitor，安信证券研究中心

4.2. 国内代工厂加码研发，提高客户粘性

目前国内代工厂多以 OEM 为主，研发布局不足。从全球看，我国化妆品 OEM/ODM 企业发展历史相对较短，在整体技术水平和规模方面与国外先进企业存在差距，研发能力相对薄弱成为国内企业在中高端市场竞争力不足的主要瓶颈。目前国内代工厂多以 OEM 为主，以嘉

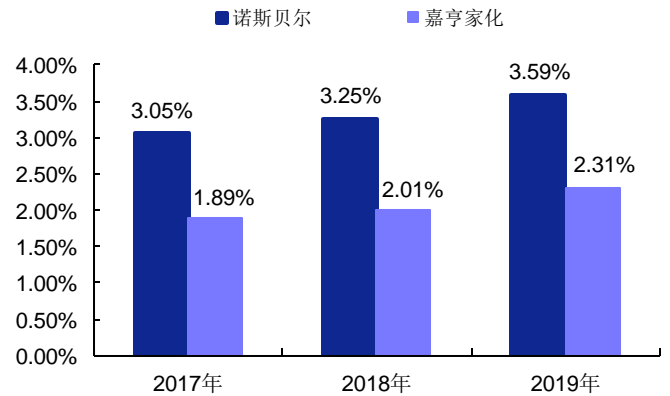
亨家化为例，2017-2019 年 OEM 模式下收入占比为 88.88%，86.93%和 76.28%。相较于 OEM，ODM 对自主研发能力有更高的要求，公司需根据客户需求开发产品，完成产品研发、配方设计、工艺控制等一系列流程。研发投入和研发人员布局尚有较大提升空间，截至 2020 年 6 月底，嘉亨家化技术研发人员为 130 人，科丝美诗（中国）化妆品有限公司拥有研发人员近 300 人，国内代工厂研发费用率也相对较低。

图 33：嘉亨家化销售模式以 OEM 为主



资料来源：招股书，安信证券研究中心

图 34：诺斯贝尔和嘉亨家化 2017-2019 年研发费用率情况



资料来源：公司年报，安信证券研究中心 注：2019 年 4 月青松股份收购诺斯贝尔，因此 19 年采用青松股份年报数据

国内未来不断加码研发，有助于提高代工渗透率。近年来国内化妆品 OEM/ODM 企业持续加强研发力度，提供高质量的产品和服务，以提升品牌认知度，使得化妆品行业代工渗透率不断增强。中国本土化妆品 ODM 排名第一的企业诺斯贝尔不断提高研发费用率，2017-2019 年研发费用率分别为 3.05%，3.25%，3.59%，高于同行业水平。嘉亨家化同样重点加强 ODM 服务能力建设，累计投资 3,341 万元用于技术研发中心升级建设项目，通过购置先进的研发、检测设备，为公司扩大 ODM 业务规模提供技术保障。2017-2019 年，嘉亨家化 ODM 模式下化妆品分别实现收入 1658.28 万元，3293.15 万元，7375.48 万元，占化妆品收入比例分别为 17.45%，20.38%，32.19%，ODM 占比逐年提升。

4.3. 空间测算：预计增速高于化妆品终端市场，23 年约 360 亿

基期：2019 年

根据欧睿数据，2019 年我国化妆品行业终端市场规模约 4777 亿元。我们将该市场规模分为上述论证的三类品牌：外资大牌，成熟国产品牌和新锐品牌。我们将欧睿数据中，市场份额占比 0.1% 以下的品牌粗略定义为新锐品牌，市场份额 0.1% 以上的品牌中进一步分为成熟国产品牌和外资大牌，可得 2019 年外资大牌，成熟国产品牌和新锐品牌的市场份额分别为 51%、24% 和 25%。

根据 3.3 我们论述的不同类型品牌的代工比例，结合 CFDA 官网公布的其他化妆品集团的生产备案情况，我们粗略估计外资大牌，成熟国产品牌和新锐品牌的代工比例分别为 40%、20% 和 100%，据此可得化妆品终端市场中，代工生产部分的市场规模约 1896 亿元。

结合 1.1 部分我们论述的化妆品产业链价值分布，代工环节产值约占终端产品价格的 10% 左右，可得 2019 年我国化妆品代工市场规模约 190 亿元。

预测期：2023 年

2014-2019 年化妆品行业复合增速约为 10%，假设到 2023 年行业维持该复合增速，则预计 2023 年化妆品行业整体市场规模为 6994 亿元。今年来我国国产化化妆品产品里不断提升，实际的转化和消费观念的升级使得新一代年轻人更青睐国货品牌，预计 2023 年外资品牌市场份额占比微降至 48%（假设每年下降 0.8pct），同时国货成熟品牌市场份额增至 26%（假设每年上升 0.5pct），考虑到我国新锐品牌不断涌现，假设该趋势持续，预计 2023 年新锐品牌市场份额增至 26%（假设每年上升 0.3pct）。

考虑到随着化妆品市场竞争愈加激烈，终端消费需求变化加速，化妆品厂商更倾向于集中力量发展品牌营销端，将生产端需求外包给代工厂，同时代工厂也将提高自身研发能力以提高渗透率，假设外资品牌和成熟国产品牌带代工比例每年增加 0.5pct，新锐品牌代工比例维持 100%，则 2023 年外资大牌，成熟国产品牌和新锐品牌的代工比例分别为 42%、22%和 100%。随着上游代工厂研发端愈加深入，和下游客户粘性提高，一定程度上提高议价能力，预计 2023 年代工环节在产业链中价值比例增至 12%。

综上所述，预计 2023 年我国化妆品代工市场规模达 358 亿元，对应 CAGR 为 17%。

表 15：化妆品代工市场规模测算（亿元）

	2019A	数据来源	2023E	假设依据
化妆品终端市场				
总体规模（亿元）	4777		6994.0	CAGR 为 10%左右
外资品牌	2445.8		3357.1	
占比	51%		48%	
成熟国产品牌	1146.5	欧睿	1818.4	假设国货产品力不断提升，挤占外资份额，新锐品牌不断涌现。
占比	24%		26%	
新锐品牌	1184.7		1818.4	
占比	25%		26%	
化妆品终端市场-代工部分				
总体规模-代工部分（亿元）	1895.5		2982.2	
外资品牌	473.9		763.7	
代工比例	40%		42%	假设随着终端市场竞争趋于激烈，以及上游代工研发能力提升，代工比重有所提高
成熟国产品牌	236.9	根据 CFDA 官网各化妆品集团生产备案信息估测	400.1	
代工比例	20%		22%	
新锐品牌	1184.7		1818.4	
代工比例	100%		100%	
代工环节市场规模	189.6		357.9	
代工环节在产业链中价值比例	10%		12%	

资料来源：公司公告，安信证券研究中心测算

5. 他山之石，经验借鉴

5.1. 科丝美诗：世界化妆品 ODM 巨头，产业布局全球

科丝美诗集团是化妆品&健康食品的研究·开发·生产领域全球 NO.1 的集团。自 1992 年成立以来，就一直以“改变世界的三个苹果的精神”为基础，实践“正直”、“不同”、“美丽”的企业理念。行业内第一个进军中国、美国、东南亚等海外市场的韩国化妆品 ODM 企业。公司为包括进军中国的多国企业在内的本地化妆品品牌公司提供产品，并被认定为中国

化妆品 ODM NO.1 (2005 年)。通过与韩国科丝美诗的紧密协助共享开发新品、供应高级原料及各种生产技巧, 以此为基础供应世界最高品质的化妆品。生产护肤、彩妆和面膜, 发用类及香精香料。

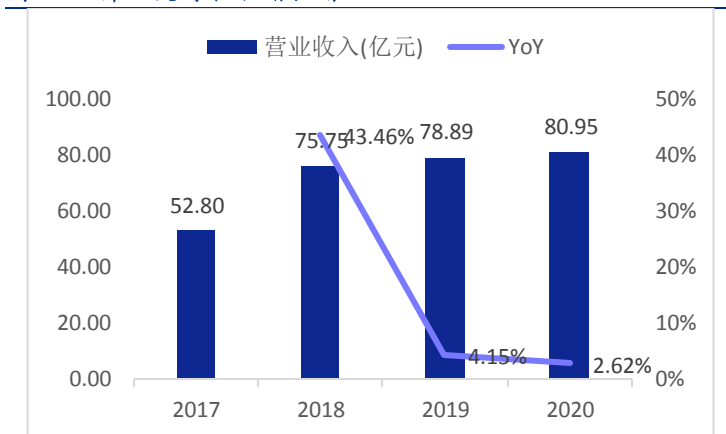
表 16: 科丝美诗主要产品

品类	产品	产品功效	开发品目
化妆品	化妆水	化妆水即水乳等产品中所说的 Skin, 其他名字还有 Toner, Softener 等多种将不溶于水的物质增溶处理, 利用热力学原理使其更加稳定, 从而生产制造出来的一种透明液体产品。	液、霜、摩丝、喷雾
	乳液	介于化妆水和膏霜中间的性质, 具有适量油分和流动性的称之为乳液维持皮肤水油平衡, 给皮肤提供水分、保湿剂、油分, 并提供皮肤保湿及柔软功能的化妆品。	旅行装乳液、男士乳液、身体乳、婴幼儿乳、液防晒乳
护肤	膏霜	将油分、保湿剂、水分等以非常大的比例搭配而成, 在护肤品中是最具有代表性的化妆品	营养霜、按摩霜、眼霜、手霜、日霜、晚霜
	面膜	主要提供维持皮肤水油平衡的水分、保湿剂和油分, 具有保湿和软化皮肤等功能管理皮肤健康的产品, 给皮肤提供保湿和营养, 促使疲惫的肌肤恢复健康、焕发生机, 在地妆前使用, 可加强底妆效果, 已经开发出功能性面膜和使用各种其它特殊素材的剂型产品。	撕拉型、水洗型、湿中型、泥膜型、膏霜型、啫喱型
彩妆	精华	具有化妆水和膏霜中间的性质, 油分低, 并具有流动性的类乳液产品。维持皮肤水油平衡, 给皮肤提供水分、保湿剂、油分, 并提供皮肤保湿及柔软功能的化妆品。	透明精华、啫喱精华、乳化类精华
	底妆	化妆前使用, 均匀肤色, 提供保湿感的化妆品。	液体类、霜、慕斯、喷雾
	粉底	给肌肤带来彩妆效果, 遮盖肌肤瑕疵, 提供保湿感防止干燥的产品。	液态、霜、慕斯、喷雾、粉、粉膏、无水
	遮瑕膏	在脸部的斑点, 瑕疵等局部位置使用的遮瑕产品。	枝状、笔类、液态
发用	眼影	给眼部带来立体感和色彩感, 打造绚丽眼妆的产品。	压粉、高光、珠光、液态、枝状、烤粉、湿法剂型
	睫毛膏	打造长睫毛或卷翘睫毛, 使眼睛更漂亮的产品。	浓密、卷翘、拉长、防水、打底睫毛膏、透明睫毛膏、隔离膜
	发用啫喱	可以方便使用的造型产品, 具有强大的造型力, 可轻松塑造出自己想要的发型, 并能给予光泽感的滋润型造型产品。	发胶
	刮胡泡	用刀片剃须时, 可以使刀片更为顺滑, 提升与皮肤的贴合度, 打造更为舒适细腻的剃须条件。	刮胡泡沫剃须啫喱剃须膏
功能性	防晒	具有阻隔紫外线或者发生漫反射的紫外线来保护皮肤的产品。	防晒霜、防晒乳、防晒喷雾、双效粉饼、液态粉底液、粉底、BB 霜
	美白	防止黑色素沉积皮肤, 并可抑制色斑, 雀斑的生成, 使已经沉着到皮肤内的色素颜色变淡, 帮助肌肤恢复亮白效果的产品。	特证进行件数 21 件 熊果苷 AA2G 高纯度维生素 C 油溶性甘草提取物等公示及非公示成分

资料来源: 公司官网, 安信证券研究中心

科丝美诗营收基本稳定, 净利润实现快速增长。2017 年到 2020 年科丝美诗的营业收入分别为 52.80、75.75、78.89、80.95 亿元, 其中 2018 年增速达到了 43.46%, 在 2019 年和 2020 年增速放缓。2017 年到 2020 年科丝美诗的净利润分别为 1.12、1.96、1.90、3.61 亿元, 净利润基本在逐年以较高水平增长, 仅在 2019 年出现负增长情况, 在 2020 年增长率达到了 90.09%。

图 35: 科丝美诗营收增长情况



资料来源: 彭博, 安信证券研究中心

图 36: 科丝美诗净利润增长情况



资料来源: 彭博, 安信证券研究中心

三位一体优势: 研发能力, 化妆制造技术以及客户服务。为了保证产品的科技优势, 科丝美

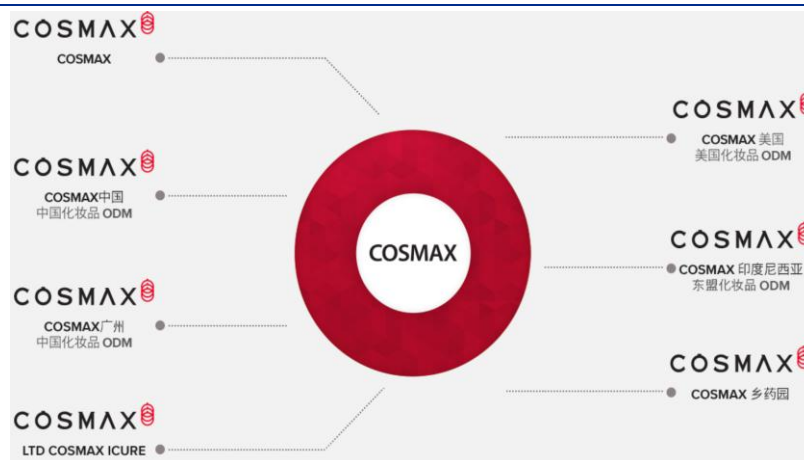
诗每年会将营收的 5%或以上投入到化妆品研发当中，科丝美诗还拥有强大的科研团队，在韩国研发人员有 162 名，中国研发人员有 60 名。科丝美诗有优化化妆制造技术以及严格的品质管理系统，其已经获得 ISO22716(国际化妆品标准)，OHSAS18001(安全及健康管理)，以及 ECOCERT(自然和有机标准化妆品)等众多国际认证，可以为国际化企业提供优良供应环境。科丝美诗具有极高反应客户需求的对应能力，竞争对手开发新品需要 6~7 个月，科丝美诗只需 3 个月就可以供应，这也是科丝美诗与其他公司差异化的竞争力，同时其为客户提供持续的新产品提案和适量，按时供应等 ODM 企业本应有的服务以外开发最新电子系统，把客户的问题提前解决，或者按照客户的要求补充提高系统等。

表 17：科丝美诗部分发明

许可号	发明名称
0459287	水分散型眼部化妆原料组成物质
0455347	干燥型唇部化妆原料组成物质
0451321	温室乳化型 W/S 化妆原料组成物质
0459288	凸型粉末色彩化妆原组成物质
0422419	含有植物提取物的美白化妆原料组成物质
0602813	包含石菖蒲提取物的皮肤抗老化原料组成物质
0866784	包含鹅耳枥延龄草提取物的抗皱化原料组成物质
1474216	具有防止皮肤老化及改善皮肤皱纹化原料组成物质
1008833	包含水榆花楸提取物的改善皮肤皱纹化妆原料组成物质

资料来源：公司官网，安信证券研究中心

图 37：科丝美诗全球分公司

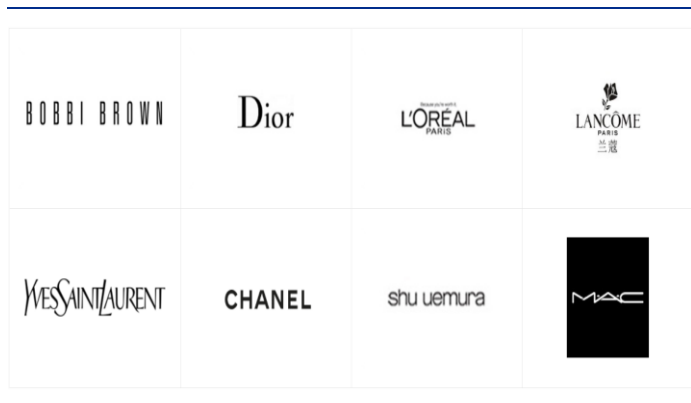


资料来源：公司官网，安信证券研究中心

世界化妆品 ODM 龙头，客户品质优异。在国际排名前 20 的美妆公司，其中 15 家与科丝美诗保持合作关系。公司向 100 多个国家出口产品，出口额达到 1.7 亿美元。科丝美诗(中国)的海外客户多为国际大牌，如芭比波朗、迪奥、香奈儿、兰蔻等；国内客户为国内著名品牌如：自然堂、高姿、完美等。

图 38：科丝美诗(中国)海外客户

图 39：科丝美诗(中国)国内客户



资料来源：公司官网，安信证券研究中心



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

科丝美诗眼光长远，早期布局中国。2004 年成立上海科丝美诗化妆品有限公司；2010 年成立广州科丝美诗化妆品有限公司，同年科丝美诗中国物流仓库竣工；2014 年科丝美诗广州工厂正式投产；2016 年上海彩妆工厂和上海面膜工厂开工；2017 年科丝美诗在天猫成立了官方旗舰店，后续上线了京东旗舰店和微信小程序；2020 年科丝美诗获得韩国高端化妆品 DONGINBI 彤人秘在中国的独家分销权，为其开设天猫旗舰店。

5.2. 科玛：深耕研发技术，积极布局中国

化妆品 ODM 巨头，拥有领先的研发技术。科玛拥有 100 年技术的研究开发知识，其基础化妆品工厂拥有韩国最大的生产能力，其竞争力在于先进的研发技术，同时韩国科玛是致力于成为一家全球顶级的化妆品平台服务企业，向全球市场提供最优质的产品。目前科玛成为了国内外众多化妆品品牌的基石，以化妆品、制药以及其他多种领域的综合技术来实践，成为了培养品牌的沃土。

表 18：科玛主要产品

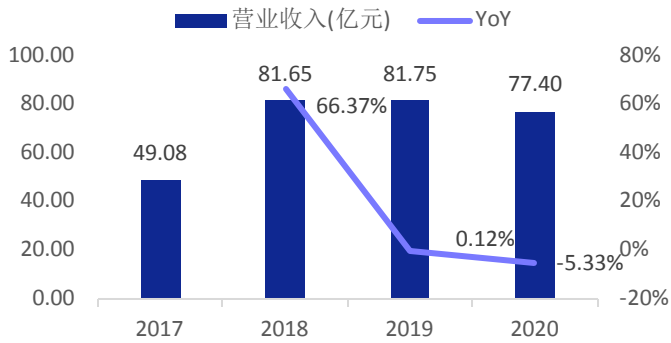
品类	产品
基础护肤品类	护肤水、护肤露、乳液、乳霜、精华、面膜、洗面奶、男性护肤品等
彩妆化妆品类	BB 霜、粉底、隔离霜、两用粉饼、散粉、口红、唇蜜、唇线笔、唇膏、腮红、眼影、眉笔、眼线笔等
婴幼儿护肤品类	婴幼儿洗面奶、婴幼儿泡沫沐浴露、婴幼儿香皂、婴幼儿洗发水、婴幼儿乳液、婴幼儿乳霜、婴幼儿精油等
护发产品类	洗发水、护发素、混合产品、护理、毛发滋养、护发精华、发膏、护发乳、摩丝、喷雾、一次性染发剂、啫喱、发泥、发蜡、毛发修护等
身体护理产品类	身体沐浴露、泡沫沐浴露、身体乳液、身体喷雾、身体精油、身体修护、护手霜、护足霜、指甲油、脚趾甲油等
香水类	浓香水、香水、香露、古龙水、Shower Cologne 等
功效化妆品类	皱纹改善、美白、隔离紫外线、美黑、多重功效化妆品等

资料来源：公司官网，安信证券研究中心

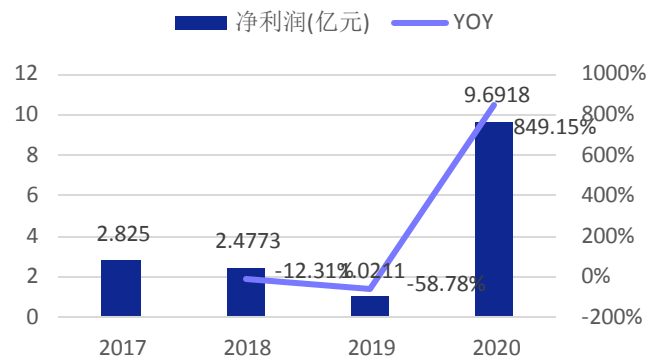
韩国科玛营业收入基本保持稳定，净利润有所波动。韩国科玛 2017 年到 2020 年营业收入分别为 4908.03、8165.26%、8175.10 和 7739.57 百万元，18 年增长幅度达 66.37%，在 19 年增速放缓，20 年出现负增长。其利润 2017 年到 2020 年利润分别为，282.5、247.73、102.11 和 969.18 百万元，20 年利润出现剧增，利润率在 2018 年以及 2019 年连续出现负增长，19 年达到-58.78%，20 年利润率达 849.15%。

图 40：韩国科玛营收增长情况

图 41：韩国科玛净利润增长情况



资料来源：彭博，安信证券研究中心



资料来源：彭博，安信证券研究中心

韩国科玛重研发，拥有众多研究院，多项认证。公司研发可分为3类：化妆品研发、医药品研发、健康功能食品研发。其中专攻化妆品研发的有基础护肤品研究所、彩妆化妆品研究所、个人护理研究所、皮肤科学研究所、北京 Kolmar 研究所等。凭借强大的研发能力，韩国科玛拥有四大类功能性认证，防止皱纹，美白、多重功能性、抵抗紫外线与美黑，共 3,650 件产品。

表 19：功能性认证现状

功能性分类	商品	主成分	备注
防止皱纹 (Wrinkle care)	383 件	告示: retinol 非告示: vitamin E (acetate)	多重液晶网 (Nano Zom) 技术
美白 (Whitening)	505 件	告示: arbutin 非告示: vitamin C	W/O/G 多重乳液 (多重 Raepssul 技术)
多重功能性 (Multi Fuction)	双重 626 件 三重 788 件	告示: adenosine + arbutin	
抵抗紫外线与美黑 (Sun care)	1348 件	紫外线吸收剂, 紫外线阻隔剂	UV-A, UV-B

资料来源：公司官网，安信证券研究中心

韩国科玛积极中国市场。2007 年韩国科玛在中国开设第一家分公司科玛化妆品 (北京) 有限公司，2016 年在中国开设第二家分公司，科玛化妆品 (无锡) 有限公司。其北京科玛达获得 ISO 22716, ISO9001 国际质量管理体系及制造标准。

图 42：科玛化妆品 (北京)



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

图 43：科玛化妆品 (无锡)

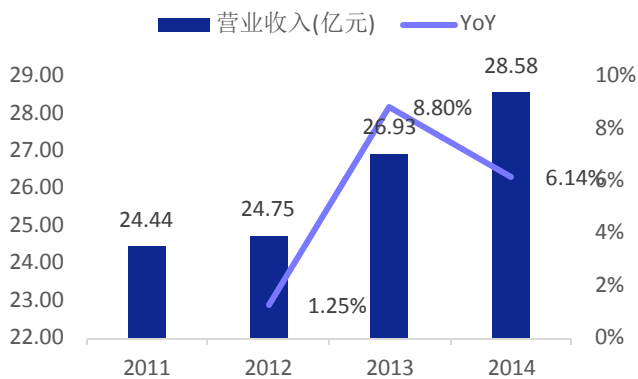


资料来源：公司官网安信证券研究中心

5.3. 莹特丽：美丽事业缔造者，彩妆优势显著

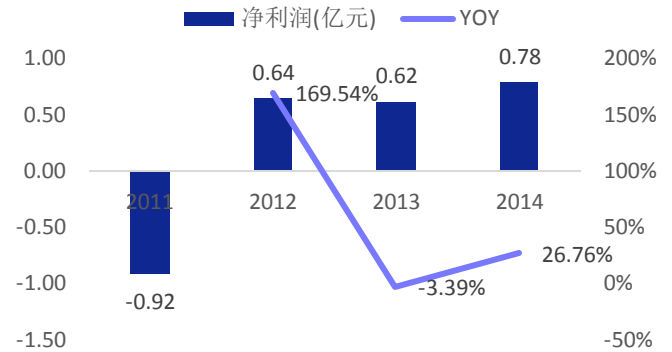
莹特丽是美丽事业缔造者。莹特丽公司成立于 1972 年，总部设在意大利米兰，是行业内唯一一家全球化的制造商，在 9 个国家拥有 14 个销售办事处和 13 个生产基地。莹特丽集团专注于彩妆、铅笔、指甲油和护肤品，遵循相同的高质量标准，在技术和研发方面，将当地市场的深刻认识与国际商业战略完美结合。以推动女性美丽事业的发展为首要目标，为世界各地各个角落的化妆品品牌创造新的“美丽奇迹”。

图 44：莹特丽营业收入



资料来源：彭博，安信证券研究中心

图 45：莹特丽净利润

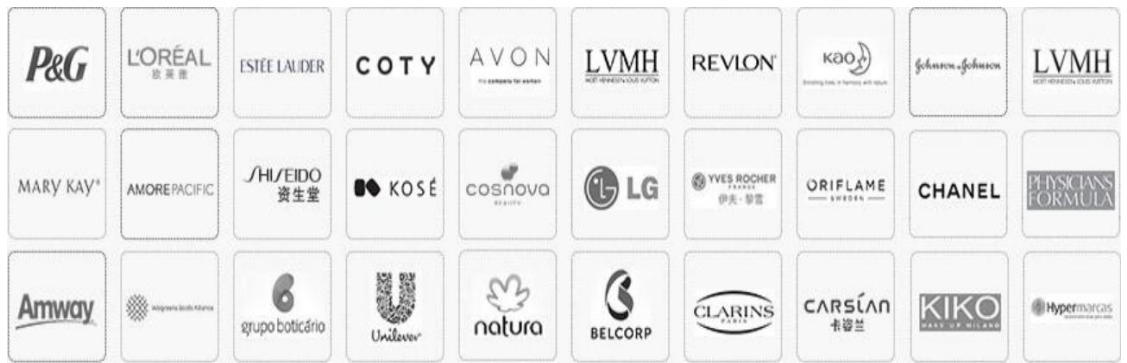


资料来源：彭博，安信证券研究中心

海外建厂加收购扩大业务。2003 年 9 月，莹特丽决定在中国投资并建立支持海外市场生产基地。2007 年，莹特丽在中国江苏省苏州市成立了第二家工厂，服务国内市场。自 2006 年以来，通过收购瑞士公司 CRB Benelux，莹特丽开始展开护肤业务。2010 年，Vitalab Srl 与 Aterra Bioscience Srl 合资成立研发活性成分。2011 年，Intercos do Brasil SA 成立，旨在扩大和渗透拉丁美洲大众市场。2015 年，Intercos 开始通过与韩国新世界国际有限公司的合资项目在韩国开展业务。在 2016 年 10 月，Intercos Concept Srl 成立，致力于向所有客户，特别是零售商，提供 360 度营销服务。

客户可靠且质量高。前 30 强化妆品企业占据了全球约 75% 的市场份额，莹特丽集团超过 50% 的营业额来自这 30 强企业的 26 家，与最大的 5 个客户有超过 15 年的合作关系。截止 2017 年 6 月底，莹特丽集团在全球范围内共拥有 430 个客户。全球排名最前的 30 家化妆品公司，26 家为莹特丽集团的客户。2015 世界前 30 强化妆品企业有：欧莱雅，雅诗兰黛，宝洁，科蒂，资生堂，雅芳，酩悦·轩尼诗-路易·威登，露华浓，花王，玫琳凯，香奈儿，爱茉莉，Cosnova，高丝，LG，伊夫·黎雪，欧瑞莲，Natura，安利，Boticario，沃博联 (Walgreens Boots Alliance)，Physician Formula Co，联合利华，Corporation Belcorp，娇韵诗，Kiko，卡姿兰，Hypermarcas SA，Pola Orbis Holding，强生。

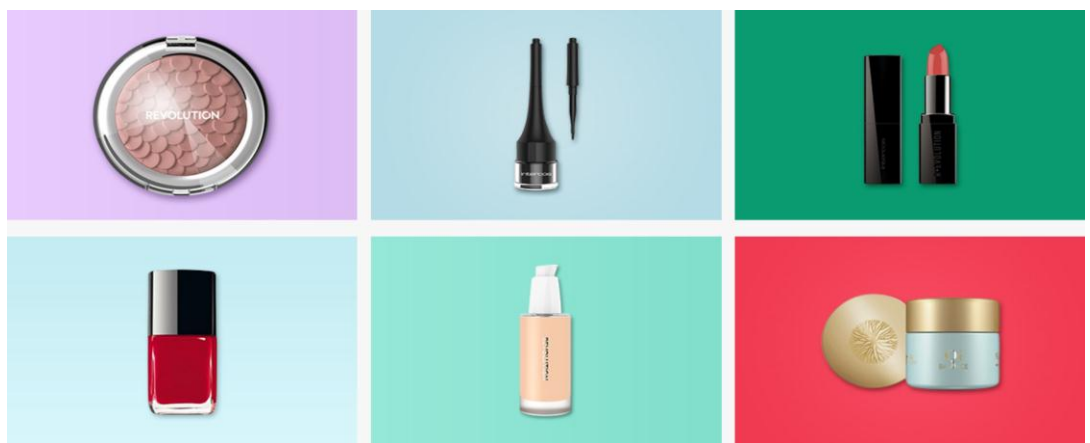
图 46：莹特丽主要客户



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

产品种类高度多样性。莹特丽的业务涵盖彩妆和护肤产品的全部品类，由最早专精粉类产品，到收购笔类产品、美甲类产品、瑞士 CRB 护肤品业务，莹特丽已经成长为产品最全的化妆品 ODM 企业。目前公司形成以粉类、粉底液、自动笔类、粉底、唇膏 6 类，加美甲和护肤 2 类的产品结构。

图 47：莹特丽产品概览



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

莹特丽与 CRB 与强强联合，扩大优势。CRB 是 1983 年始创于瑞士蒙特勒，其卓越的品质享誉全球，是护肤与时尚元素完美结合的代表。自 2006 年起，莹特丽集团 (intercos) 与 CRB 与强强联合为全球女性创造并提供优异的护肤产品，是全球高端及抗衰老护肤产品研发和生产的典范。主要产品包括：脸部护理，身体护理，防晒护理，头发护理，有机认证产品，活性物。每 2 个季度，结合深度市场调研，莹特丽推出护肤新概念产品，用前沿科技、深度研发、超新概念配方丰富客户的高端护肤产品线。

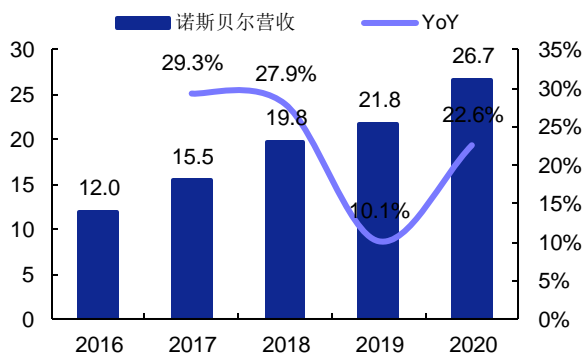
早期进入中国，目前着重中国投资。莹特丽 2005 年就进入中国市场，但早期的业务重心一直是在出口，到 2013 年才正式开拓中国市场。莹特丽国内的研究中心对原有的欧美配方体系进行优化，研发更适合亚洲人肤质需求、肤感较为轻薄的配方，也加大了对苏州护肤品研发中心的投入，使得许多核心技术和配方研发都能在本土完成，大大缩短了新产品的开发周期。

6. 国内上游上市公司

6.1. 青松股份：收购诺斯贝尔切入化妆品业务，上下游资源丰富

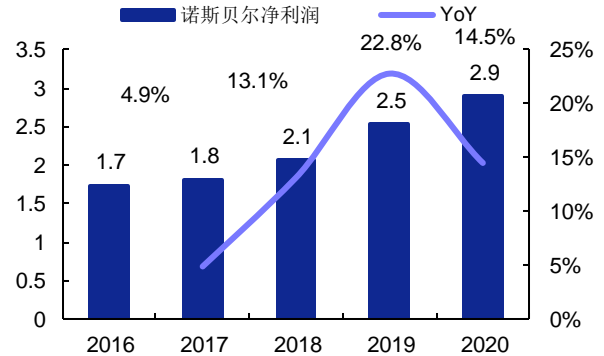
子公司诺斯贝尔是国内最大的面膜生产企业，拥有超过十年信誉的知名化妆品 ODM 研发生产企业之一。青松股份主要从事松节油深加工系列产品的研发、生产与销售。在现有业务的产业链上，公司于 2019 年完成对诺斯贝尔 90% 股份的并购，增加面膜、护肤品、湿巾等化妆品的设计、研发与制造业务，2020 年全资子公司广东领博完成对诺斯贝尔剩余 10% 股份的收购，公司及子公司合计持有诺斯贝尔 100% 股份，2020 年度诺斯贝尔营收为 26.7 亿元，为母公司贡献了超过 50% 的营业收入。诺斯贝尔积极发展 ODM 业务，注重产品开发以及配方研发，每年有超过 150+ 新品发布，目前为止已拥有专利 50 项，其中发明专利 22 项，实用新型专利 26 项，外观设计专利 2 项。在国际品牌本土化趋势加快的环境下，其良好的适合中国人的配方让代工更具性价比优势。面膜是诺斯贝尔的强项，2020 年面膜营收占比 37.1%。

图 48：诺斯贝尔营业收入及增速情况（亿元）



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 49：诺斯贝尔净利润及增速情况（亿元）



资料来源：Wind，安信证券研究中心

表 20：诺斯贝尔主要产品介绍

产品系列	产品类别	产品名称	主要功能	部分产品列示
面膜系列	面膜	天丝面膜		屈臣氏天丝面膜系列;
		超细纤维面膜		纽西之谜温泉水炸弹面膜
		生物质石墨烯面膜	补充面部肌肤营养及水分，保湿，紧	植物医生雪莲净澈透亮面膜;植物医
		超细石墨烯面膜	致，亮白、淡斑等	生石斛兰鲜肌凝时面膜;梦妆花语蜜
		双导塑颜面膜		意面膜系列;自然堂富勒烯提拉紧致
护肤品系列	护肤类	其他面膜		发光面膜;奢思雅紧致抗皱水凝胶眼
		爽肤水，护肤乳液及膏霜	补充面部肌肤营养及水分，紧致皮	膜
		冻干粉\安瓶精华液	肤，保湿	植物医生雪莲净澈透亮雪花精华液
		护肤水、乳、霜、精华液	面部精华	纽西之谜南极冰藻玻尿酸水光充盈
		卸妆霜和洁面乳	面部护肤类、水、乳、霜、精华液	安瓶精华液
湿巾系列	湿巾	洁面乳	清洁面部彩妆及污垢	植物医生雪莲净澈无妆暇护肤套
		底妆类	打造轻薄裸妆	植物医生积雪草舒缓特护清洁霜;屈
		淡斑凝露	淡斑	臣氏骨胶原氨基酸洁面泡沫
		防晒乳	防晒	屈臣氏骨胶原轻透多效修颜霜
		清洁卫生湿巾	清洁皮肤上附着的污垢及细菌	植物医生美白淡斑凝
湿巾系列	湿巾	婴儿湿巾	针对婴儿娇嫩肤质温和清洁，抑菌，	滴露卫生湿巾;
		美容湿巾	滋润护理	凯儿得乐婴儿手口柔湿巾;
		医疗湿巾	快速杀菌，清除污垢，消毒	植物医生木槿花净柔卸妆湿巾;悦诗
		其他湿巾	清洁马桶，皮革，厨房用品，玻璃等	风吟绿茶精萃清颜卸妆巾;伽玛强效
				杀菌型卫生湿巾

无纺织及其他系列	口罩	一次性医用口罩	家具用品	NBC 一次性医用口罩
	家居、美容类产品	KN95 口罩	防护, 隔离细菌、灰尘	NBC KN95 口罩
		压缩面膜、洁面干巾	防护	屈臣氏天丝美容洁面巾
			洁面干湿两用, 实用性强出行方便携带	屈臣氏天丝压缩面膜

资料来源: 安信证券研究中心

诺斯贝尔对前五大客户占营收比例逐年下降, 多元化客户结构有利于可持续稳定的发展。2016-2018 年诺斯贝尔前五大客户营收占比分别为 61.05%、57.29%、43.29%, 对大客户的依赖性逐渐降低, 从而销售风险降低, 多元化的客户类型有利于诺斯贝尔长期、可持续稳定的发展。诺斯贝尔的客户遍布国际知名品牌、知名渠道商品牌、社交电商品牌、新锐电商品牌、微商品牌, 知名品牌对供应商筛选非常严格, 并对优质供应商存在持续依赖, 因而能够为诺斯贝尔持续增长的订单提供良好保证。诺斯贝尔多次获得主要客户的认可和奖项, 例如联合利华公司颁发的“2019 年度创新驱动奖”、伽蓝集团颁发的“2019 年罗文奖”、高姿集团颁发的“精诚协作奖”等。

表 21: 诺斯贝尔主要客户概况

客户类型	主要客户
国际知名品牌	联合利华、屈臣氏、资生堂、妮维雅、elf、滴露、GAMA、梦妆等
知名渠道商品牌	上海家化、植物医生、伽蓝集团、高姿、韩后、相宜本草、欧诗漫、伊贝诗、溯黎等
新锐电商品牌	完美日记、三木两草、纽西之谜、云集等

资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

6.2. 嘉亨家化: 聚焦日化代工及塑包业务, 客户不断延展

覆盖化妆品产业链制造端, 国内领先的具有家化产品及塑料包装容器的设计、生产、销售的一体化服务的创新型企业。公司的主要产品包括护肤类、洗护类、香水等化妆品, 香皂、消毒液、洗手液、洗洁精等家庭护理产品, 以及配套的塑料包装容器。截止目前, 公司有 170 余项专利, 其中发明专利 32 项, 是国家高新技术企业, 通过工信部信息化和工业化融合的管理体系认证, 通过福建省知识产权优势企业认证、福建省科技型企业认证、福建省科技小巨人企业认证。主要服务的品牌有包括强生、大宝、气味图书馆、六神、利洁时、郁美净、壳牌、多特瑞、百雀羚、薇诺娜、联合利华、维多利亚的秘密、宝洁等。被多次认定为零缺陷项目合作伙伴, 为大宝 SOD 蜜新装上市做出杰出功效, 系郁美净最佳战略合作伙伴、上海家化优秀供应商、百雀羚最佳合作伙伴、壳牌最佳供应商。公司目前客户集中度相对较高, 与公司所处的发展阶段有关, 公司在发展初期, 为了更好地控制经营风险, 尽可能降低客户开发成本和应收账款回款风险。

表 22: 嘉亨家化主要客户变化情况

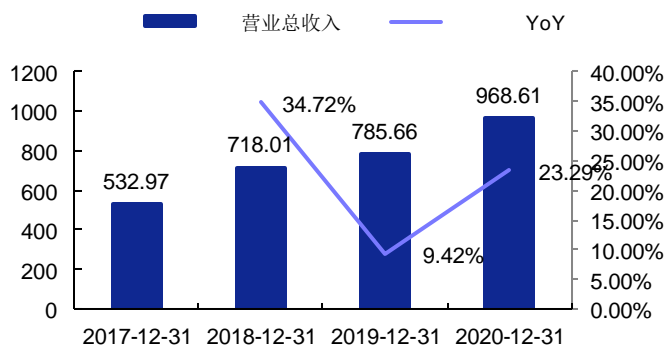
年度	排名	客户名称	主要销售内容	销售金额	占总收入比例
2020 年 1-6 月	1	强生	化妆品、家庭护理产品及塑料包装	11,533.12	29.41
	2	壳牌	塑料包装	6,410.00	16.34
	3	上海家化	塑料包装、家庭护理产品	5,660.96	14.43
	4	保利沃利	化妆品	3,069.43	7.83
	5	利洁时	化妆品、家庭护理产品	2,066.14	5.27
			前五名客户合计		28,739.65
2019 年	1	强生	化妆品、家庭护理产品及塑料包装	19,086.11	24.29
	2	壳牌	塑料包装	16,014.86	20.38
	3	上海家化	塑料包装、家庭护理产品	12,571.99	16
	4	郁美净	化妆品	4,325.67	5.51

2018 年	5	益海嘉里	家庭护理产品	3,762.84	4.79
	前五名客户合计			55,761.47	70.97
	1	强生	化妆品、家庭护理产品及塑料包装	16,814.46	23.42
	2	壳牌	塑料包装	16,346.36	22.77
	3	上海家化	塑料包装、家庭护理产品	11,054.55	15.4
	4	益海嘉里	家庭护理产品	5,777.13	8.05
2017 年	5	百雀羚	化妆品及塑料包装	5,612.57	7.82
	前五名客户合计			55,605.07	77.44
	1	强生	化妆品、家庭护理产品及塑料包装	15,972.53	29.97
	2	壳牌	塑料包装	15,199.33	28.52
	3	上海家化	塑料包装、家庭护理产品	8,215.02	15.41
	4	益海嘉里	家庭护理产品	3,105.19	5.83
	5	百雀羚	化妆品及塑料包装	1,949.25	3.66
前五名客户合计			44,441.32	83.38	

资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

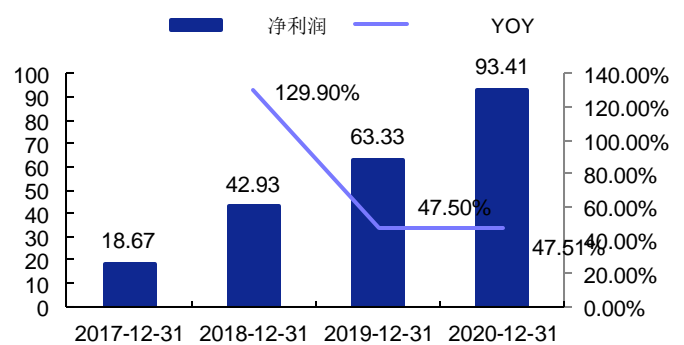
OEM/ODM 与塑料包装业务协同发展，一体化服务优势明显。公司从整合、优化客户供应链的角度出发，家化产品 OEM/ODM 与塑料包装业务协同发展，降低客户内外部沟通及质量控制成本，提高供应效率。家化产品内容物及包装的研发设计、生产，二者相辅相成，公司的一站式服务能力能够满足家化产品行业客户成本控制、产品质量、交货周期、品牌快速迭代的综合需求，进一步增强客户粘性，不断加强与客户的深度合作，扩大公司产品的市场占有率。公司与主要客户的合作，一般从塑料包装、化妆品或家庭护理产品中的一种业务切入，随着客户产品的顺利交货并经与客户一段时间的合作磨合后，客户综合评价公司的研发及技术能力、生产能力、质量控制能力等，和公司合作的产品品类及订单量不断增加。2020 年公司总销售收入达 9.7 亿元，净利润达 9341 万元。

图 50：公司营业收入情况（百万元）



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 51：公司净利润情况（百万元）



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

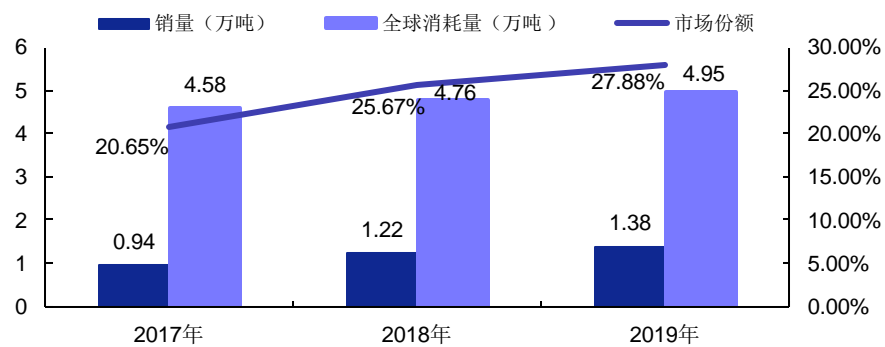
塑包设计开发锦上添花。公司在塑料包装外观设计、模具开发、注塑/吹塑/软管等各项生产工艺均积累了丰富的经验，设计开发能力很强，多项设计获得“包豪斯奖”、“创意中国设计大奖”、全国艺术与设计的“学院派奖”、“金点概念设计奖”等。在对强生、壳牌、大宝 SOD 蜜的塑料包装容器开发的切入比较深刻，除了造型上开发，还要做到适应工业上量产，满足轻量化、规模化生产、运输、防伪防盗等方面的要求。

6.3. 科思股份：全球化学防晒剂龙头，深耕精细化工行业 20 年

公司是全球最主要的化学防晒剂制造商之一，市占率逐年上升。公司主要从事日用化学品原

料的研发、生产和销售，产品包括防晒剂等化妆品活性成分、合成香料等。公司是国内少数通过美国 FDA 审核和欧盟化妆品原料规范 (EFfCI) 认证的日用化学品原料制造商，在化妆品活性成分行业中的防晒剂领域拥有相当的竞争力，市场占有率和行业地位较高。全球防晒剂主要生产商在国际上以巴斯夫、德之馨等大型跨国公司为主，其在规模、技术、市场等方面均具有传统优势。国内以公司为代表的少数优势企业经过长期研发积累和市场培育，已经占有了可观的市场份额并持续扩大。根据 Euromonitor 预计，2016 年至 2021 年，全球防晒剂消耗量将由约 4.4 万吨增长至约 5.2 万吨，年均复合增长率约 4%，按照该假设，则公司最近三年防晒剂产品市场份额分别为 20.65%、25.67%、27.88%，市占率逐年上升。

图 52：2017-2019 年防晒剂市占率及变化



资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

注：上表中公司各年度防晒剂销量系为提出防晒剂原料后的销量

表 23：公司主要产品概况

产品类型	主要产品名称	主要功能及用途	产品主要原材料
化妆品活性成分及其原料	阿伏苯宗 (AVB)	一种主要的紫外线 UVA 防晒剂，属于化学防晒剂，是一种广谱紫外线吸收剂，可以吸收 UVA320~400nm 波段，广泛用于防晒膏、霜、乳液等	甲苯、苯甲醚、三氯化铝、异丁烯
	奥克立林 (OCT)	为新型的防晒成分，在防晒霜中经常搭配其他防晒剂一起使用，能达到较高的 SPF 防晒指数。它能同时吸收 UVA 和 UVB，是美国 FDA 批准的 I 类防晒剂，在美国和欧洲使用率较高。	二甲甲酮、异辛醇
	对甲氧基肉桂酸异辛酯 (OMC)	是 UVB 区紫外线的良好吸收剂，属于化学防晒剂，能有效防止 UVB290~320nm 的紫外线。它吸收率高，对皮肤无刺激，安全性好，是目前全世界范围内最广泛使用的紫外线 UVB 防晒剂。	对甲氧基苯甲醛、异辛醇
	原膜散酯 (HMS)	一种紫外线 UVB 防晒剂，属于化学防晒剂，为无色透明液体，不溶于水，可吸收 UVB295~315nm 波段的紫外线，适合抗水配方。	水杨酸甲酯、异佛尔酮
	水杨酸异辛酯 (OS)	一种较弱的紫外线 UVB 防晒剂，属于化学防晒剂，可以吸收 UVB 280~320 波段，作为 UVB 吸收剂使用于防晒化妆品中，毒性较小且廉价。	水杨酸甲酯、异辛醇
	双-乙基己氧苯酚甲氧苯基三嗪 (P-S)	一种新型广谱紫外线吸收剂，能同时吸收 UVA 和 UVB，属于化学防晒剂，与其他化学防晒剂搭配使用，能显著增加其 SPF 值。	间苯二酚、对溴苯甲醚
	对甲氧基苯乙酮 (MAP)	常用于高级化妆品和皂用香精中，在肥皂中有很高的稳定性，亦可作果实食品香精。也用于防晒剂阿伏苯宗 (AVB) 的生产和有机合成。	三氯化铝、苯甲醚
	对叔丁基苯甲酸甲酯 (MBB)	一种重要的医药化工中间体及有机合成中间体，广泛应用于化工合成、制药、化妆品、香料香精、药品的生产，主要用途之一就是用来生产防晒剂阿伏苯宗。	异丁烯、甲苯、甲醇
合成香料	维生素 C 磷酸酯钠 (C-50)	一种理化性质稳定的维生素 C 衍生物，具有维生素 C 所有功效，又克服了维生素 C 怕光、热及金属离子、易被氧化的缺点，可用于食品添加剂、化妆品以及其他领域。	维生素 C 磷酸酯、盐酸
	铃兰醛 (LLY)	一种无色或淡黄色油状液体，留香时间长，首尾香气差异较小。在碱性介质中稳定，对皮肤刺激性小，深受调香师欢迎，广泛应用于日化香精中。	正丙醛、异丁烯、甲苯
	对叔丁基苯甲醛 (TBB)	具有醛类的特征香气，易于被空气氧化而变成对叔丁基苯甲酸，是药物、燃料、香料香精等精细化学品和电子化学品的重要原料，特别是在铃兰醛的合成中需求量很大。	异丁烯、甲苯
	对甲氧基苯甲醛 (PMOB)	具有类似山楂的气味，主要用作香料，配制花香型香精，用于食品及化妆品、香皂等。医药上用作抗组胺药物的中间体，如制抗菌素羧基青霉素等，少	对苯酚、甲醇

		量也用作电镀增光剂等。在防晒剂工业，用于生产防晒剂对甲氧基肉桂酸异辛酯和对甲氧基肉桂酸异戊酯。	
合成茴脑 (AT)		带有甜味，具茴香的特殊香气，广泛用于香精、香料、医药及食品，在牙膏和含漱液中广泛使用，还用作药物的矫味剂和矫气味剂、合成药物的原料及彩色照相的增感剂等。	三氯化铝、丙酰氯、苯甲醚
2-萘乙酮 (β -U80)		有机合成的原料，主要用以配制葡萄、草莓、柑橘和橙花等型香精；还可用于日化香精配方中，常用于肥皂、洗涤剂香精配方中。	三氯化铝、精奈
对甲基苯乙酮 (TAP)		强烈的山楂似香气及水果和花香，可用于配制金合欢型、紫丁香型等香精；可与香豆素、大茴香醛、洋茉莉醛共用于皂用薰衣草、香薇、素心兰、新刈草型中；可微量用于杏仁、香荚兰豆香型的食用香精中，还可少量用于烟草香精中。	三氯化铝、乙酰氯、甲苯
其他产品	对叔丁基苯甲酸 (BBA)	具有芳香酸的特征气味，可用作塑料添加剂，还用于生产对叔丁基苯甲酸甲酯，广泛应用于化学合成、化妆品、香料香精等行业。	异丁烯、甲苯

资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

公司前五大客户营收占比较高。2017-2019年，公司向前五大客户（合并口径）合计销售额占当年公司营业收入的比例分别为61.54%、68.45%和65.59%，其中2019年公司向帝斯曼销售额占营业收入的比例为40.52%。公司的客户集中度较高是下游化妆品行业集中度高、公司重点开发大型跨国企业的市场策略以及与客户签订的长期销合同，这几方面原因形成的。

表 24：2017-2019 年公司前五大客户概况及变化情况

期间	前五名客户名称	营业收入 (万元)	占营业收入比例	合作历史
2019 年	帝斯曼 (DSM)	44,585.92	40.52%	2015 年起
	亚什兰 (Ashland)	10,639.32	9.67%	2013 年起
	德之馨 (Symrise)	6,850.86	6.23%	2006 年起
	奇华顿 (Givaudan)	6,183.07	5.62%	2003 年起
	上海禾稼贸易有限公司	3,908.73	3.55%	2011 年起
	合计	72,167.90	65.59%	--
2018 年	帝斯曼 (DSM)	41,865.59	43.08%	2015 年起
	德之馨 (Symrise)	8,456.53	8.70%	2006 年起
	亚什兰 (Ashland)	6,174.34	6.35%	2013 年起
	奇华顿 (Givaudan)	5,937.15	6.11%	2003 年起
	拜尔斯道夫 (Beiersdorf)	4,091.82	4.21%	2016 年起
	合计	66,525.43	68.45%	--
2017 年	帝斯曼 (DSM)	20,024.87	28.17%	2015 年起
	德之馨 (Symrise)	7,712.79	10.85%	2006 年起
	亚什兰 (Ashland)	7,656.75	10.77%	2013 年起
	Sun Cel Inc.	4,258.37	5.99%	2013 年起
	奇华顿 (Givaudan)	4,096.69	5.76%	2003 年起
	合计	43,749.48	61.54%	--

资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

7. 投资建议

我国化妆品行业处于繁荣发展时期，代工比例较高的新锐品牌和国际品牌纷纷布局，助推上游代工行业欣欣向荣，同时国内代工厂加码研发增强竞争力，化妆品新规出台进一步提升行业集中度，推荐国产化化妆品代工企业嘉亨家化、青松股份，以及化妆品行业上游防晒剂龙头科思股份。

表 25：主要公司盈利预测表（数据截至 2021 年 5 月 10 日）

公司名称	最新市值 (亿元)			收入 (亿元)			归母净利润 (亿元)			PE	
	2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E	2021E	2022E

嘉亨家化	51.1	9.7	12.1	14.8	0.9	1.3	1.7	40.0	30.0
青松股份	106.7	38.6	47.5	56.8	4.6	5.6	6.5	19.2	16.5
科思股份	53.5	10.1	12.0	13.6	1.6	2.0	2.2	27.2	23.8

资料来源：Wind，安信证券研究中心预测（表中盈利预测为安信此前外发的盈利预测）

8. 风险提示

- 1) 新冠疫情持续恶化；
- 2) 新品投放市场效果不及预期；
- 3) 行业竞争加剧等。

■ 行业评级体系

收益评级:

领先大市 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上;

同步大市 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%;

落后大市 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上;

风险评级:

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

B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

刘文正、杜一帆声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

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

■ 免责声明

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

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

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

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

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn	
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn	
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn	
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn	
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn	
	苏梦	021-35082790	sumeng@essence.com.cn	
	徐逸岑	18019221980	xuyc@essence.com.cn	
	秦紫涵	021-35082799	qinzh1@essence.com.cn	
	陈盈怡	021-35082737	chenyy6@essence.com.cn	
	北京联系人	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
张莹		010-83321366	zhangying1@essence.com.cn	
游倬源			youzy1@essence.com.cn	
王帅		010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn	
欧阳亚群				
刘晓萱		010-83321365	liuxx1@essence.com.cn	
张杨		15801879050	zhangyang4@essence.com.cn	
侯宇彤		18210869281	houyt1@essence.com.cn	
深圳联系人		胡珍	0755-82528441	huzhen@essence.com.cn
		范洪群	0755-23991945	fanhq@essence.com.cn
	毛云开		maoyk@essence.com.cn	
	聂欣	0755-23919631	niexin1@essence.com.cn	
	马田田	18318054097	matt@essence.com.cn	
	赵晓燕	020-38015239	zhaoxy@essence.com.cn	
	张秀红		zhangxh1@essence.com.cn	
	黄秋琪	0755-23987069	huangqq@essence.com.cn	
	杨萍	0755-82544825	yangping1@essence.com.cn	
	喻聪	18503038620	yucong@essence.com.cn	

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034