

# 化妆品系列专题之十

## 从量变到质变，共启美妆产品大时代

行业研究 · 行业专题

商贸零售 · 化妆品

投资评级：超配（维持评级）

证券分析师：张峻豪  
021-60933168  
zhangjh@guosen.com.cn  
S0980517070001

联系人：柳旭  
0755-81981311  
liuxu1@guosen.com.cn

## ■ 行业从渠道驱动逐步过渡至产品驱动时代，产品力成为企业竞争力塑造第一要务

2021年以来化妆品行业出现了极为显著的分化走势，一方面在疫情反复、消费环境承压背景下，22年1-4月化妆品社零整体下滑3.6%，但另一方面，头部品牌仍维持了过去几年的高速增长态势。我们认为，参考海外成熟市场情况，我国化妆品行业仍具有较大发展空间，但在消费者越发成熟、流量红利弱化背景下，行业将从以渠道驱动满足渗透率提升下的“量”增阶段，逐步进入以产品驱动满足消费升级下的“价”增时代，这一过程对于企业竞争力要求也越发提高，也必然将导致未来企业间加剧分化和强者横强的趋势延续。

## ■ 围绕消费者需求的功效定位、原料创新、品类衍生，共筑持续产品力

我们认为现阶段的产品力打造：1) **明确功效理念**：树立功效大旗有助产品满足监管硬标准和用户体验软标准，同时也提供建立消费者信任度的抓手。其中，修护以及抗衰两大功效分别有250亿和685亿级别的大市场，并且有着较为良好的竞争格局和发展潜力。2) **原料成分创新**：技术创新不仅有助于保障产品功能有效性，同时也帮助树立产品差异性，近年国货通过在生物活性物如玻尿酸、胶原蛋白，以及植物提取物等方面技术创新一定程度上助力实现弯道超车；3) **品类衍生**：品牌通过不断丰富系列品类，以满足消费者的不同护肤场景需求，从而提升产品复购及客单价，进而拉长大单品系列的生命周期。其中以精华为主的高端品类和以面膜为主的引流品类成为目前品牌布局焦点。

## ■ 新规引导产业链向安全合规方向开展，为行业发展营造良性环境

短期来看，政策法规的从严推行也将带来行业门槛提高，对行业格局带来直接影响。具体来看：1) **原料端**：实行原料注册备案制度和原料安全信息报送，监管范围向上游延申，同时鼓励原料创新；2) **代工厂**：设立质量安全负责人为中心强化生产全过程管理，同时进一步明确主体责任；提高合规成本，同时使代工厂与品牌端绑定关系加深；3) **品牌方**：施行功效测评要求，使得企业合规成本提高、上新周期延长并提升备案门槛；4) **平台端**：电商平台紧跟监管节奏，自主提高营销投放门槛以规避监管风险。整体来看，监管趋严下行业加速出清，Q1国内化妆品新品备案数较去年同期下滑43%，但头部品牌依托坚实的产品力并未放慢拓展脚步，反而受益于行业格局优化后的效率提升。

## ■ 投资建议：龙头品牌受益格局优化，马太效应不断强化

整体来看，随着行业步入产品驱动时代，对企业运营提出更高的要求，一方面，需求端消费者消费理念的成熟提升了对产品品质和有效性的要求，另一方面，政策监管的趋严也将直接出清大量不符合要求的中小厂商。这一过程中，头部企业凭借深厚的研发实力，扎实的品牌影响力，精细化的营销推广能力，有望受益于行业整体的集中度提升趋势，实现马太效应下的强者恒强。重点推荐贝泰妮、珀莱雅以及华熙生物，同时建议积极关注鲁商发展、科思股份，以及水羊股份和上海家化等。

## ■ 风险提示

疫情反复影响终端需求，品牌新品推出不及预期，竞争加剧影响企业盈利能力等。

表：重点公司盈利预测及投资评级

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价 06-02	总市值（百万元） 06-02	EPS		PE	
					2022E	2023E	2022E	2023E
300957	贝泰妮	买入	192.00	81331.20	2.81	3.80	68.33	50.53
603605	珀莱雅	买入	153.23	43121.06	2.61	3.21	58.71	47.74
688363	华熙生物	增持	148.94	71652.84	2.22	2.97	67.09	50.15
300740	水羊股份	增持	12.38	5095.70	0.82	1.13	15.10	10.96
300896	爱美客	买入	527.09	114041.19	6.85	9.58	76.95	55.02
600315	上海家化	买入	34.30	23311.46	0.79	1.21	28.58	22.87

资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理预测

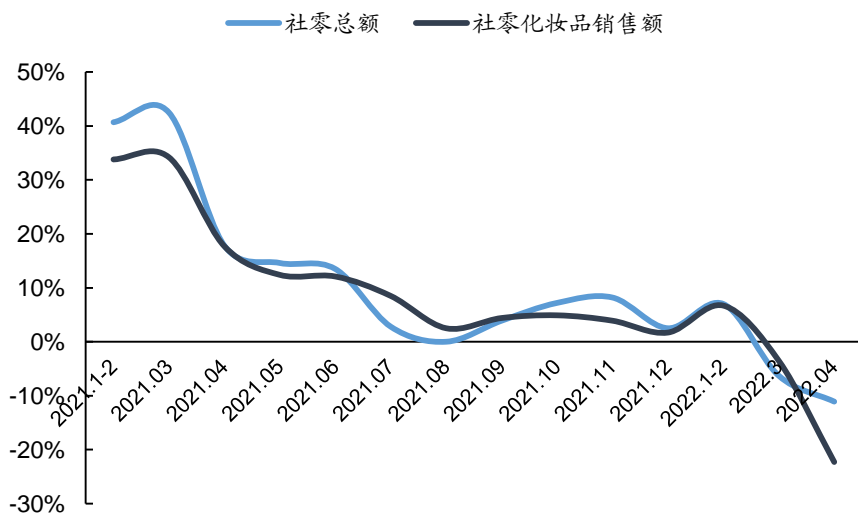
- 【 01 】 行业增速整体震荡，进入产品驱动时代
- 【 02 】 功效定位、原料创新、品类衍生，共筑持续产品力
- 【 03 】 政策新规为行业发展营造良性环境
- 【 04 】 投资建议：龙头品牌受益格局优化，马太效应不断强化
- 【 05 】 风险提示

## 一、强监管时代到来，产品力为第一要务

# 1. 行业震荡：21年下半年起行业增速放缓，但龙头表现依旧靓丽

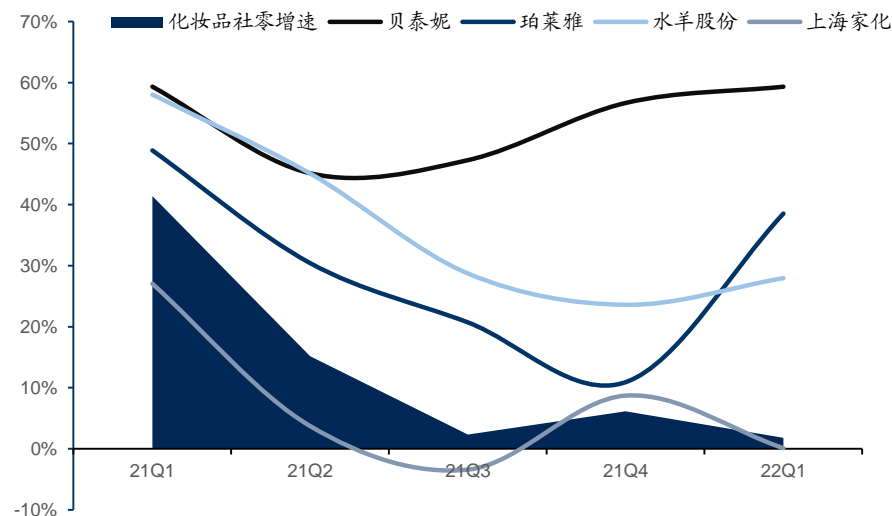
- 化妆品行业自2017年以来持续处于景气度高位，在居民消费升级，以及社交电商红利驱动下，整体行业渗透率以及客单价水平持续提升。但进入2021年后迎来行业震荡，从社零数据表现来看21年全年化妆品类零售额4026亿元，同比+14.0%，但是从逐季趋势来看，虽然21年上半年化妆品零售额在去年较低基数背景下迎来快速恢复，但进入下半年随着消费大环境的承压，叠加政策监管影响和流量趋势变化，行业增速开始出现持续下行，而进入22年，在疫情的多点反弹影响下，1-4月化妆品社零增速已经降至-3.6%。
- 另一方面，头部化妆品企业多重外部因素影响下依然取得收入高增长；如国际品牌的欧莱雅Q1在中国市场仍取得了双位数增长，国内龙头如贝泰妮、珀莱雅以及华熙生物的化妆品业务，均取得了远超市场平均水平的增长。

图1：21年至今化妆品月度社零增长震荡下行



资料来源：国家统计局、国信证券经济研究所整理

图2：化妆品头部企业增速与社零整体增速对比 (%)



资料来源：公司公告、国家统计局、国信证券经济研究所整理



## 2. 底层变化：行业从渠道驱动已经进入产品驱动时期

- 纵观中国化妆品市场商业化发展历史，我们认为总共可以分为五个推动阶段，对于国产品牌而言前四个阶段的驱动主要来自于渠道切换下红利释放。但21年之后，随着行业渗透率的提升达到一定阶段，渠道流量红利的逐步消退，不少品牌出现了明显增长乏力情况。
- 我们认为，一个消费品市场以渠道作为驱动力时，解决的问题是如何更有效率的去实现最大范围的消费者触达，本质上是帮助行业发展前期实现渗透率的快速提升，从企业经营层面，实现的更多是销售端“量”的增长。但当行业逐步发展成熟，消费者渗透率已经达到一定程度的时候，就需要更优质的产品和更丰富的服务，去满足消费者升级后的需求，因此在销售端更多的是实现“价”的提升。而我国化妆品市场在过去三十多年的高速发展之下，已经逐步开始进入从渠道驱动向产品驱动的阶段。

图3：化妆品行业发展历程

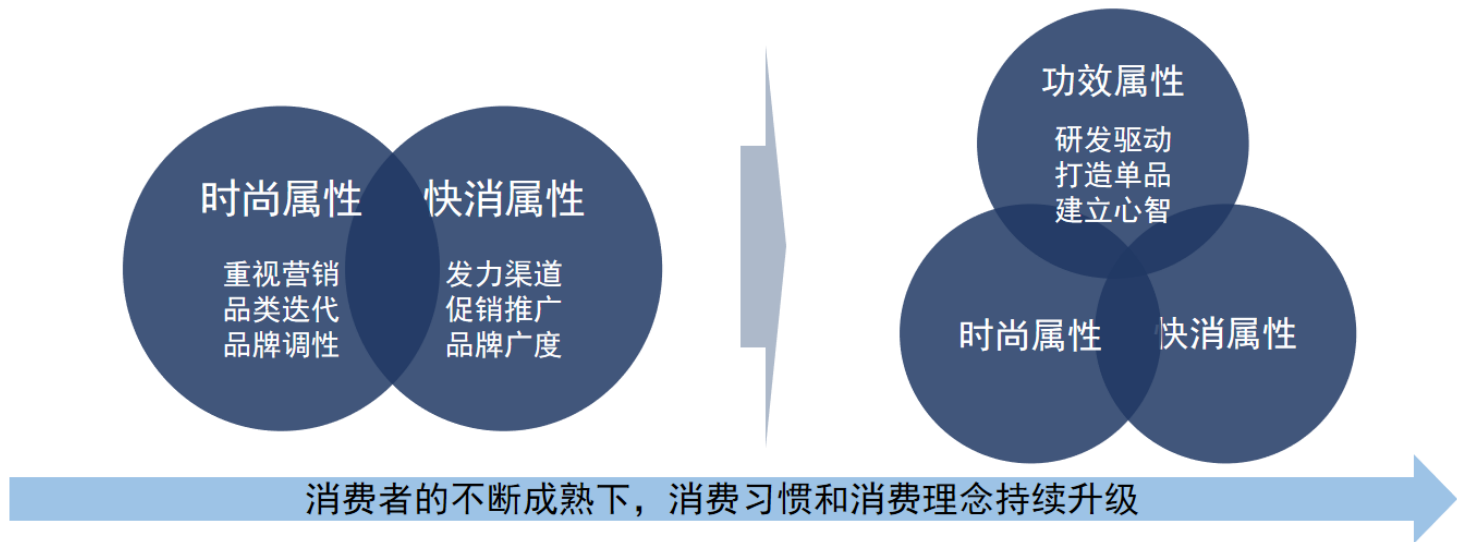


资料来源：国信证券经济研究所整理

## 2.1 需求变化：消费者愈发成熟，产品功效要求提高

- **需求层面变化：**如前文所述，在通过渠道的触达完成了行业的消费者教育之后，当前国内消费者的美妆消费习惯正在不断地趋于成熟与专业，消费者正在追求更安全、更健康 and 更高效的生活方式。反映在产品需求端，就是越来越关注产品的具体成分与功效，追本溯源。这是消费升级的必然结果，为化妆品这门生意在时尚属性和快消属性外加载了一层功效属性，也对企业经营也提出了新的要求。
- **整体来看，**新一代消费者的美妆消费理念在新媒体时代的消费教育下已经极为成熟，品牌建立信任感的难度也在提升，仅仅简单的依托促销推广宣传已经不足以打动越来越成熟的新时代消费者。因此对于品牌来说，当前树立**产品功效的大旗**，能够有效帮助自身产品实现较为完善和权威的品牌专业背书，并在日益红海的竞争市场中建立差异化消费者认知。

图4：消费者需求的升级使得美妆产品的属性发生变化



资料来源：国信证券经济研究所整理

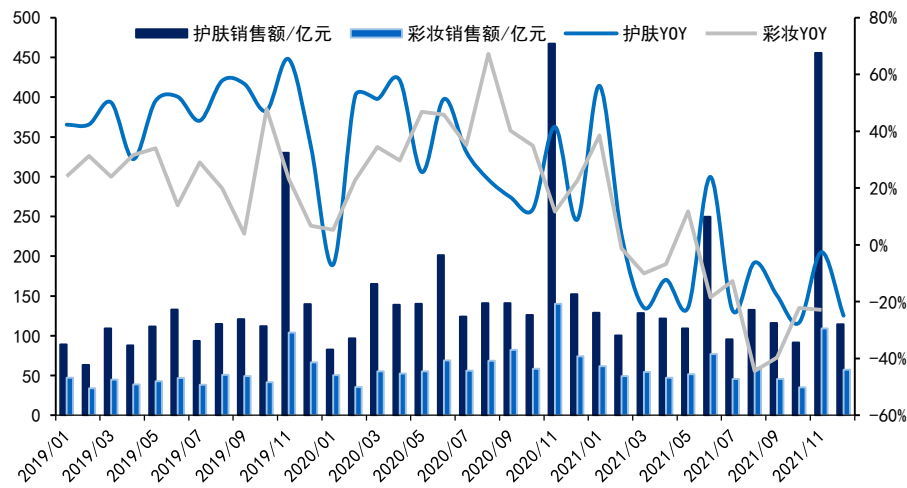


## 2.2 渠道投放：流量成本快速上升，融资遇冷削弱新品牌投放能力



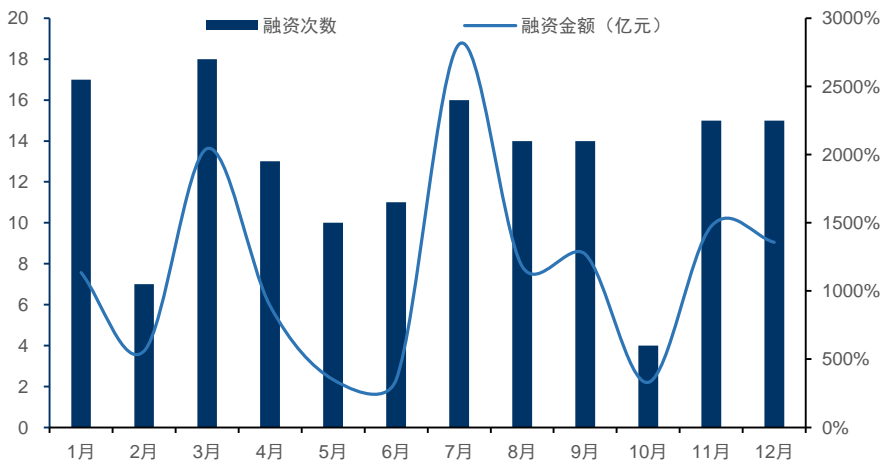
- **流量红利消减倒逼企业回归产品力本身：**当前流量投放效率呈现行业下降趋势，在疫情催化下，品牌主们纷纷拥抱线上营销方式后，竞争不断加剧，平台费用也越发高企，优质KOL头部化正不断加速，相应的投放成本也水涨船高。且传统平台流量被分流严重，品牌通过押宝某个平台的红利取得爆发增长的时代已经过去，未来将更需要从品牌自身的产品内容出发获取消费者认可。
- **一级投融资遇冷，新锐品牌投放资源缺失明显：**从化妆品投融资数据方面，去年以来美妆行业的早期投融资也有所遇冷，少数的融资项目主要也以中后期项目为主，新锐品牌融资热潮降温。因此，短期不具备平台全链路的运营能力，又没有资本帮助实现大规模投放的新锐品牌来说，运营压力陡然上升。

图5：护肤品、彩妆行业淘系线上表现情况（亿元、%）



资料来源：第三方淘数据、国信证券经济研究所整理

图6：一级市场美妆品牌融资有所降温

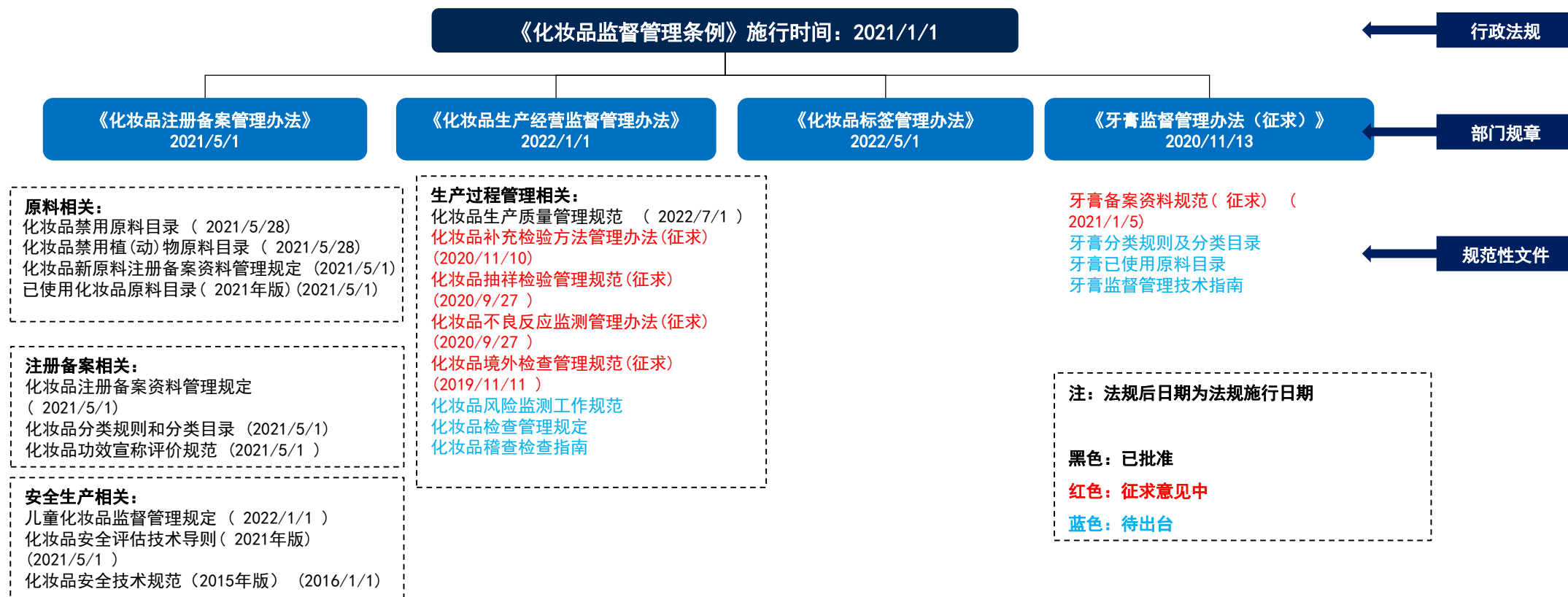


资料来源：青眼、国信证券经济研究所整理

## 2.3 政策变化：监管趋严提升行业门槛

- 政策监管加码，引导市场良性竞争，企业产品力成关键要务。自2021年1月1日起，《化妆品监督管理条例》正式实施，之后多部重要配套法规相继发布，我国化妆品监管法规新体系已初步成型，这是自1989年之后首次对化妆品相关行业监管规章制度进行的改革；2022年，伴随多部法规的过渡期行将结束，行业将进入科学、严谨、高效的监管新时代。行业门槛的建立出清了一批以重营销轻产品的打产品擦边球的中小品牌，这也为头部品牌提供良性发展的环境。

图7：化妆品新规概览



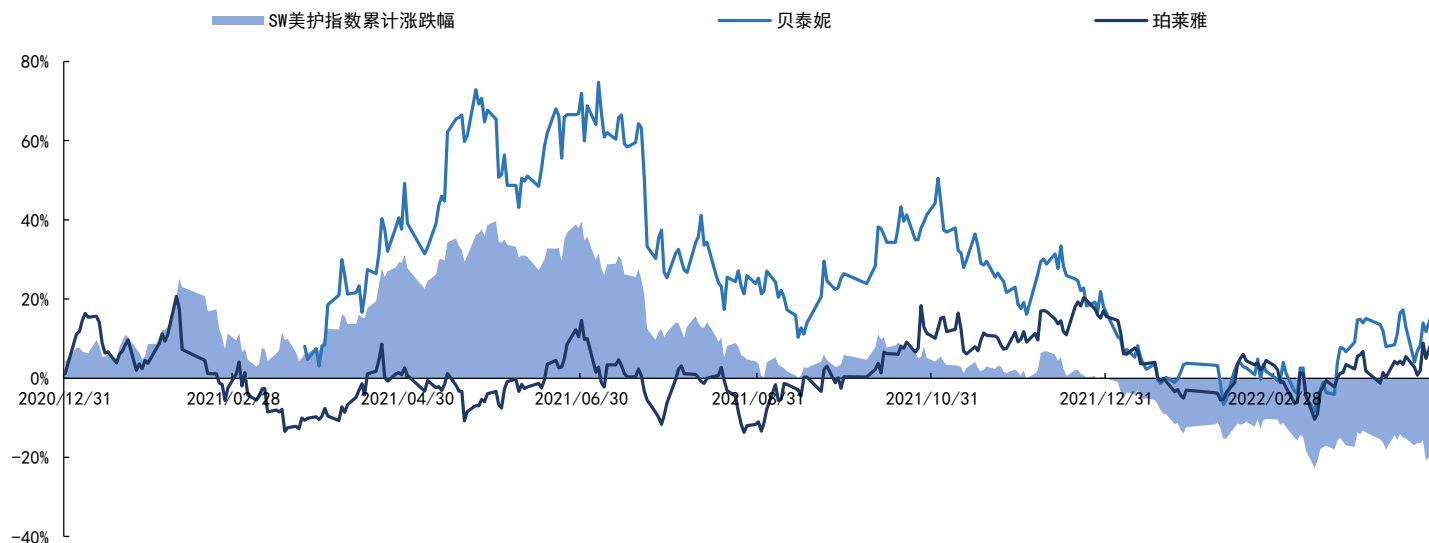
资料来源：国家药监局、国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

### 3. 基本面的分化带来股价的显著分化

- 早在我们20年底发布的《21年度投资策略：布局赛道到优选个股》中就作出判断：随着竞争的进一步加剧，流量成本已经越发高企，企业需要在未来打造出产品以及品牌的核心竞争力，才能在行业开启分化之际抢占先机，而投资也应从关注行业beta向挖掘个股alpha转变。
- 如前文所述，进入产品时代，一个必然趋势就是行业头尾部品牌将加速分化。这一过程中不具备相应运营能力的中小企业被逐渐出清，而头部品牌首先在产品端具备深厚研发实力基础来满足监管新规要求；其次在渠道营销上具备丰富的多平台运营经验以及资金实力来抵御流量成本上行压力；此外，多年品牌力深耕沉淀下的用户基础也为产品的顺利推出和建立差异化认知提供保障。整体越发良性的竞争环境下也龙头企业的长久发展提供健康发展土壤。因此我们看到具备上述经营优势的龙头美妆企业自去年以来，股价走势也相对板块更为坚挺。

图8：龙头上市美妆企业行情走势表现坚挺



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

## 4.1 我们对于产品力的定义

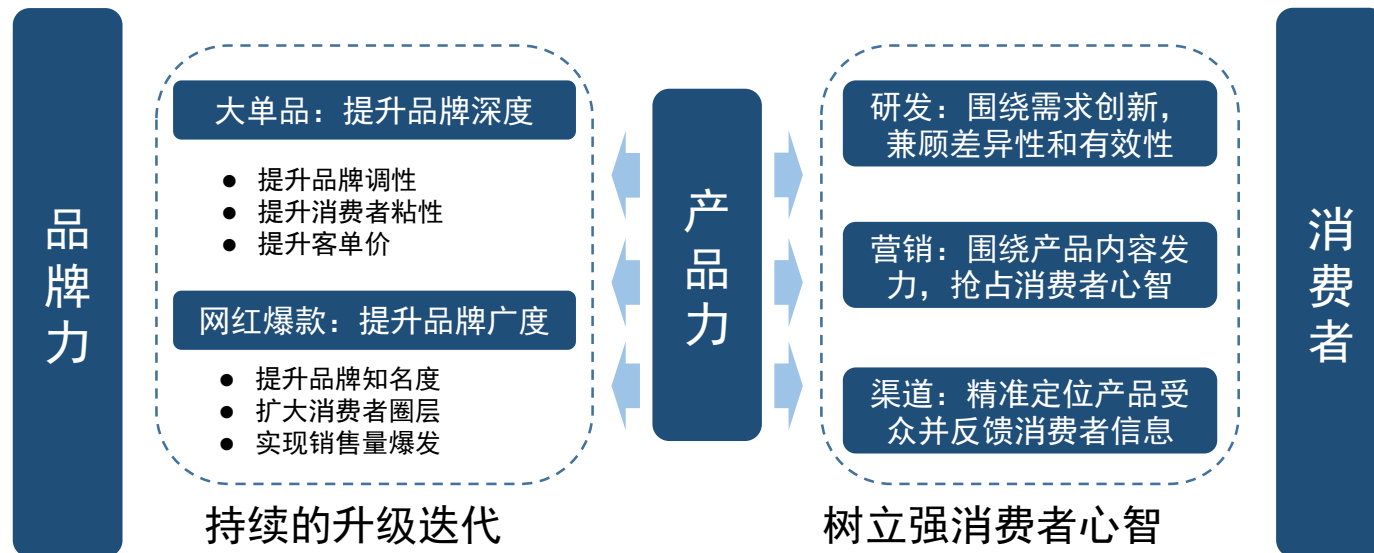
■ 我们对于美妆品牌产品力的定义是：具有打造强消费者认知的产品升级迭代能力。

➤ 强消费者认知包含了两层意义：1) 产品开发紧密围绕并满足消费者的需求；2) 产品能够建立较强的独占性消费者心智；

➤ 产品升级迭代同样包含两层意义：1) 产品能够依托研发技术迭代实现产品实际功能性的提升；2) 产品具备系列化品类衍生能力。

■ 这也意味着，产品力的提升并不是多数人理解的仅仅是研发能力的提升，而是需要企业的全局布局能力。总结来看，我们认为拥有较强产品力的企业需要具备：1) 研发层面拥有核心技术壁垒，以确保产品具有差异化的竞争优势基础；2) 营销层面需要围绕目标用户特征，灵活应用多元化推广方式，以深入建立产品消费者心智；3) 渠道端则需直营等强渠道把控能力的搭建，实现对产品价格体系和形象的更好维护。

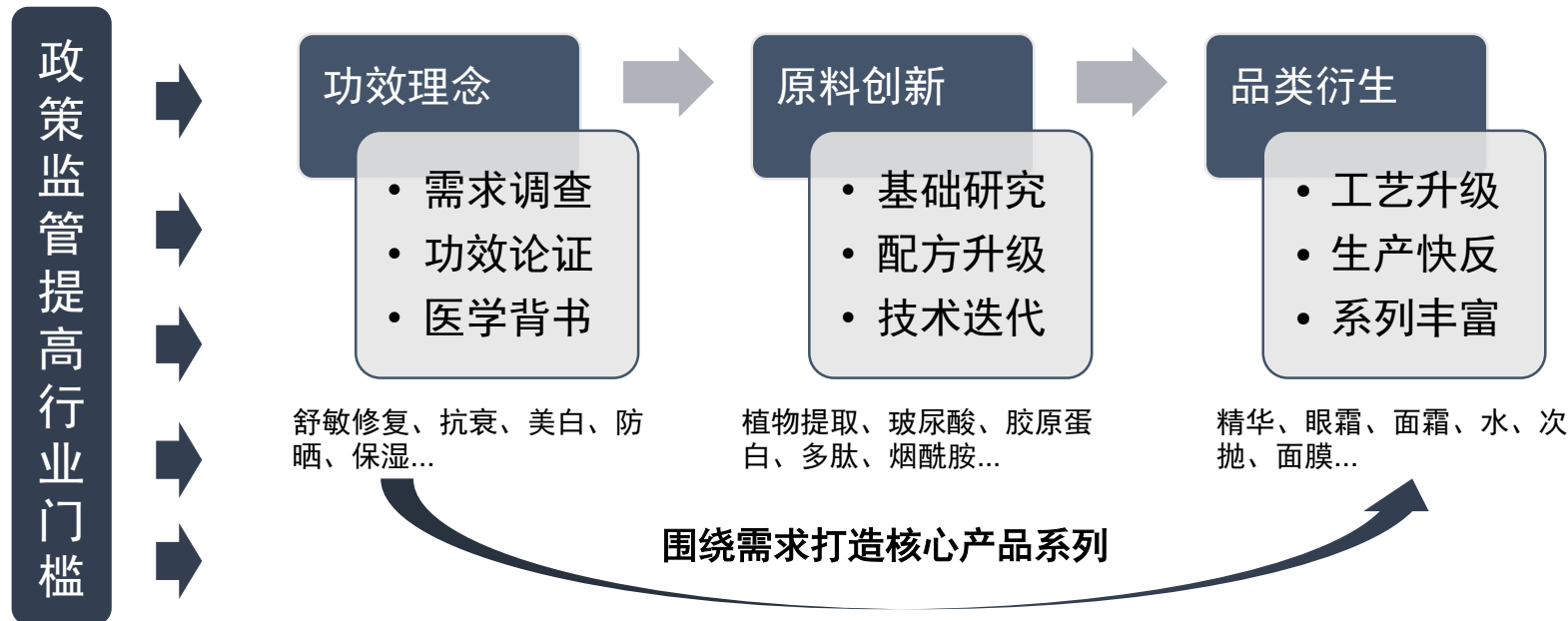
图9：美妆品牌的产品力详解



## 4.2 产品力打造三板斧：功效定位、原料创新、品类衍生

- 短期来看，在政策监管趋严下，产品准入的门槛大幅一定程度上为符合要求的企业创造了良性竞争环境。长期来看，企业在塑造产品力过程中，通过确立产品功效理念，积极开发创新原料成分，并围绕核心理念不断丰富品类，从而真正实现以产品驱动成长模式的经营转变。
- **明确功效定位：**用户在越来越追求功效性的同时，消费需求也越来越细化，因此从产品推广的角度，必须有一个明确的功效定位，才能在满足消费者需求基础上，建立鲜明的产品认知，塑造差异化的竞争力。
- **原料成分创新：**功效的定位是产品切入市场的方向，而原料成分的创新是塑造产品力的有力手段，一方面原料成分的有效性是产品脱颖而出的基础保障。另一方面，核心技术的掌握和背书也是企业实现差异化产品营销推广的有力抓手。
- **品类衍生开发。**一方面，通过开发创新性的产品吸引新的客流成为品牌用户；另一方面，通过产品系列的延展延长产品生命周期。

图10：产品创新升级的路径



资料来源：国信证券经济研究所梳理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

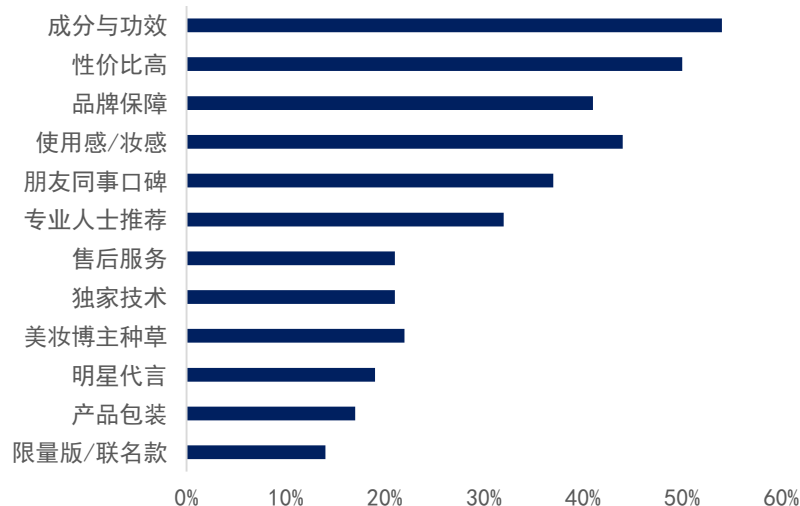
## 二、功效定位：确定产品方向，塑造差异化优势



# 1. 以功效作为产品定位的必要性

- 如前文所述，“功效”已经成为去年以来行业内的一大关键词。这其中的底层原因是消费者需求的变化，当前新一代消费者的消费理念已经极为成熟，对于产品真实作用的溯源诉求在提升。因此从品牌的角度来说，当前时点树立功效的大旗，具有两方面意义：1）确保产品本身满足提升后的监管硬性标准和用户体验的软性标准；2）为了自身产品在品宣投放上提供一个建立消费信任度的有力营销抓手。
- 但同时品牌的功效理念搭建也不是那么容易。首先，需要企业在研发层面搭建完善成熟的技术储备。其次在营销层面需要具备医学专业背书，此外渠道端也需要具备一定掌控力，从而能够维护和深耕产品口碑。

图11：功效已经成为中国消费者美妆护肤品的主要购买考虑因素（2020）



资料来源：艾瑞咨询、国信证券经济研究所整理

图12：以“功效”为核心的产品力建设同样涉及研发、渠道及营销三个层面

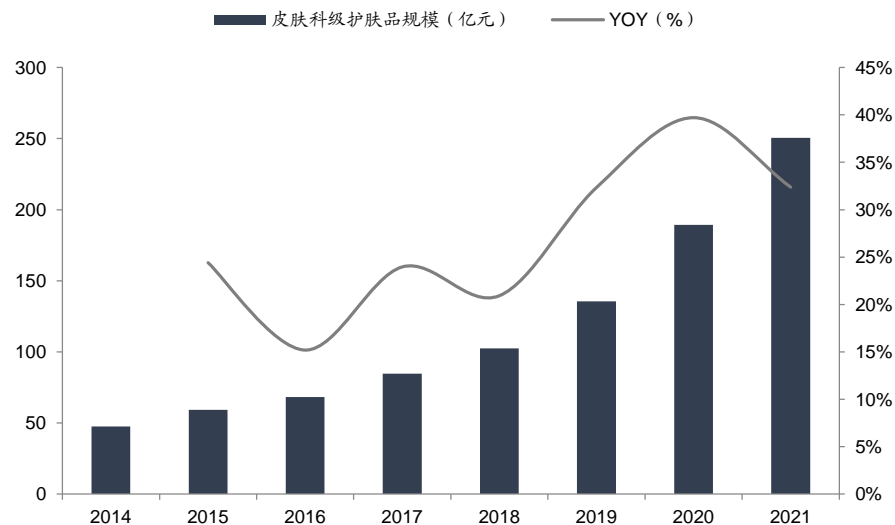


资料来源：国信证券经济研究所整理

## 1.1 功效护肤已成为行业增长主要驱动力

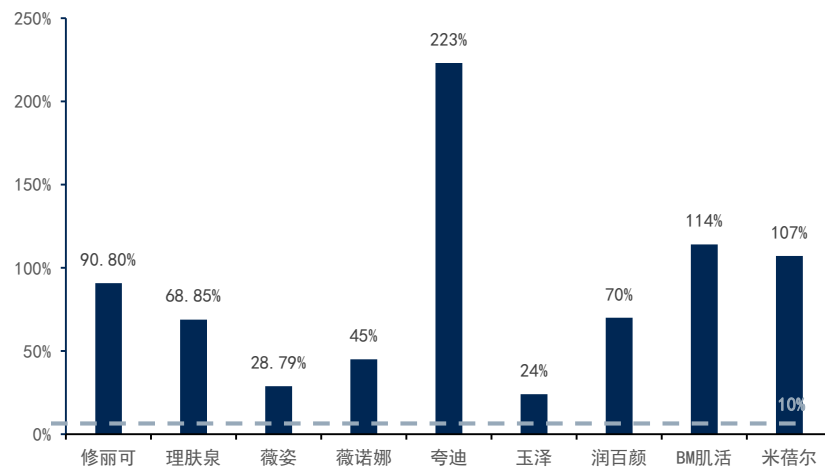
- 从市场端来看，功效护理已经为品牌布局的主流趋势，也成为了行业成长的主要驱动力。根据Euromonitor数据显示，2021年我国皮肤学级护肤品市场容量约为250.60亿元，2016年至2021年皮肤学级护肤品市场的年均复合增长率约32.50%，远高于化妆品行业整体水平。
- 另一方面，据魔镜数据，21年天猫美容护肤类目增速为10%，但头部功效性护肤品增速远高于大盘水平：包括海外功效性护肤品修丽可、理肤泉，分别取得90.8%、68.9%的增长。同时，头部国货功效性护肤品增速同样靓丽，平台基数较高的薇诺娜增速不减，而华熙生物旗下夸迪、米蓓儿以及BM肌活等同比均有翻倍以上增速。

图13：功效护肤赛道增速不减



资料来源：Euromonitor、国信证券经济研究所整理

图14：2021年主流功效性护肤品天猫增速远高于行业平均水平

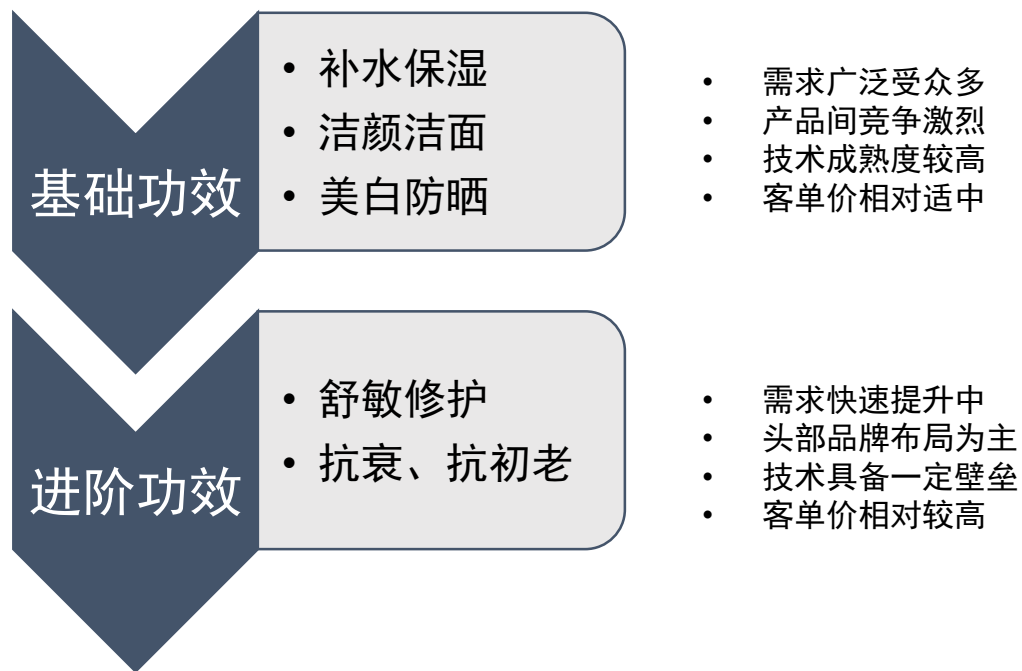


资料来源：魔镜市场情报、国信证券经济研究所整理

## 1.2 以“功效”为产品定位：贴合用户日益成熟的消费理念

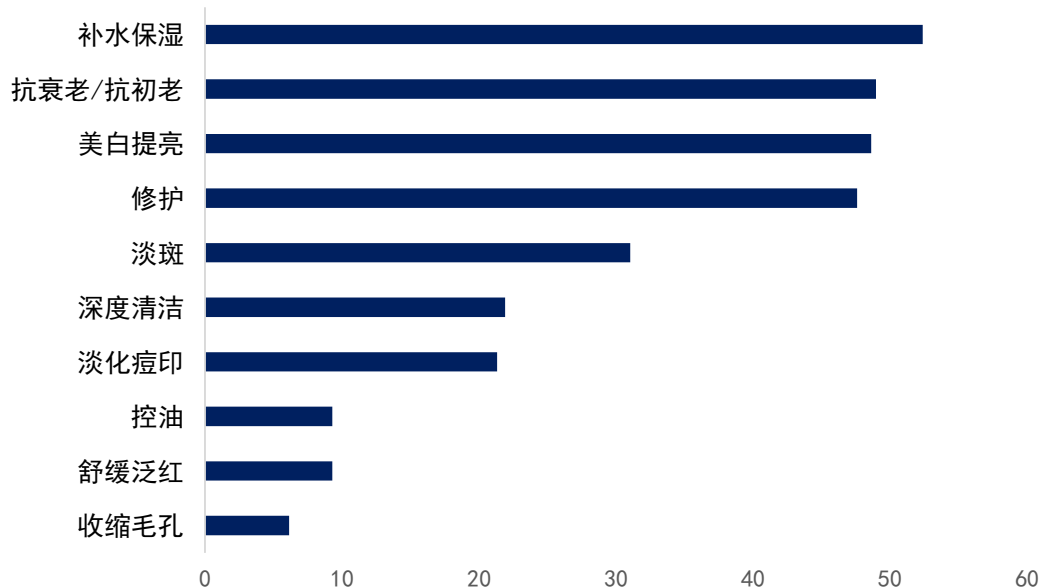
■ 据艾瑞咨询，目前产品成分与功效已成为消费者在购买美妆护肤品时考虑的第一因素。具体来看，主要产品功效方向包括：一是相对基础的同时也是受众最为广泛的补水保湿、清洁祛痘、美白淡斑、防晒等，二是顺应近年来用户消费升级趋势的舒敏修护以及抗衰老等进阶功效。据微热点研究院统计，目前消费者对于化妆品功能性诉求主要集中在补水保湿、抗衰老、美白以及修护方面。

图15：护肤品主要功效阶段



资料来源：国信证券经济研究所整理

图16：消费者功效需求排行



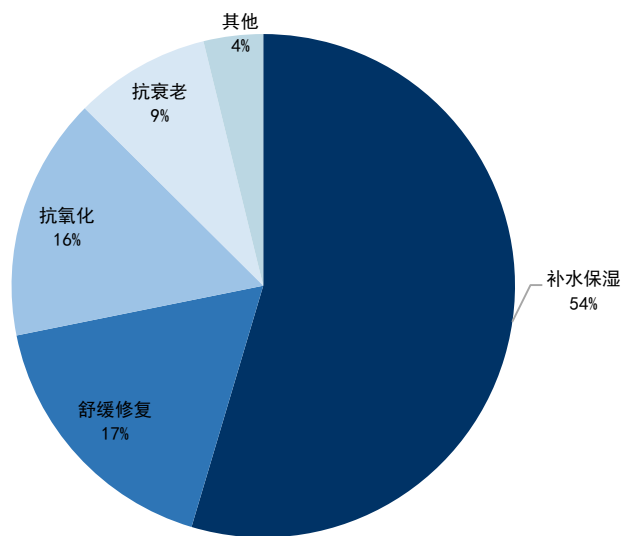
注：统计时间为2021年1月1日至2021年7月31日

资料来源：微热点研究院、国信证券经济研究所整理

## 2.1 补水保湿：护肤的基础功效需求

- 补水保湿是护肤的基础需求，是用户需求最为广泛的功效之一。同时也是很多品牌在做产品开发时的必备条线，此外由于补水保湿功能技术已经较为成熟，在进行功效评测及产品备案时难度也相对较低，因而应用最为广泛。根据用户说统计，2021年护肤品备案产品中，补水保湿类占比54%，位居第一，其次为舒缓修复类17%，抗氧化和抗衰老分别位列第三、第四，占比分别为16%、9%。
- 一个完整的肌肤保湿系统包含封闭剂、柔润剂、保湿剂等成分。保湿剂通过抓取和输送水分，防止流失，维持皮肤的水分含量。封闭剂可以在皮肤表面形成封闭薄膜，减少皮肤水分流失，主要成分为油脂类。柔润剂通常是“油性”物质，填充角质层碎片的空隙，使皮肤纹理光滑，柔软。

图17：2021备案产品TOP10功效数量和占比



资料来源：用户说、国信证券经济研究所整理

图18：肌肤保湿系统构成



资料来源：用户说《2022年原料成分备案趋势》、国信证券经济研究所整理

## 2.2 补水保湿：护肤的基础功效需求

- 也正由于补水保湿的功效相对最为广泛，产品供应也较为多元，因此品牌虽然想要在这一方向作出差异化优势，更需要在消费者痛点的挖掘以及上游成分技术的开发上着重发力，从而建立一定的产品认知度壁垒。
- 目前市场上较为热门的保湿成分包括透明质酸、神经酰胺、维生素B5等保湿剂和角鲨烷等。其中华熙生物作为透明质酸原料的全球第一大龙头企业凭借着深厚的研发技术经验，推出的水光系列、水润系列及高保湿系列等产品建立了深入人心的产品功效形象。此外鲁商发展旗下的颐莲，作为专研玻尿酸38年的护肤品牌，也打造了玻尿酸补水喷雾等知名单品，取得了较高的功效知名度。

表1：各保湿成分介绍

成分名称	作用
透明质酸	透明质酸具有良好的保水性、润滑性、黏弹性、生物降解性及生物相容性等理化性能和生物功能，是目前发现的自然界中保湿性最好的物质
甘油	用作保湿成分、溶剂、或者润滑剂。
神经酰胺	是肌肤角质层细胞间脂质中最重要且比例最高的成分，具有很强的缔合水分子能力。
胶原蛋白	作为纤维蛋白质在肌肤中起着支撑、修复、保护的三重抗衰老作用。它能使皮肤保水能力增加，提高肌肤的保湿效果
氨基酸类	天然结构物质两性离子型保湿成分
泛醇 (维生素B5)	具有优异的保湿能力
角鲨烷	能够和皮肤分泌的皮脂高度相溶，在皮肤表层形成一层透气的保护膜，发挥保湿、润肤的效果。
植物提取物	植物油中富含Omega-3、Omega-6、Omega-9等人体所需的不饱和脂肪酸，以及抗氧化剂和维生素等营养成分。

资料来源：小红书、百度百科，国信证券经济研究所整理

图19：润百颜及颐莲相关产品

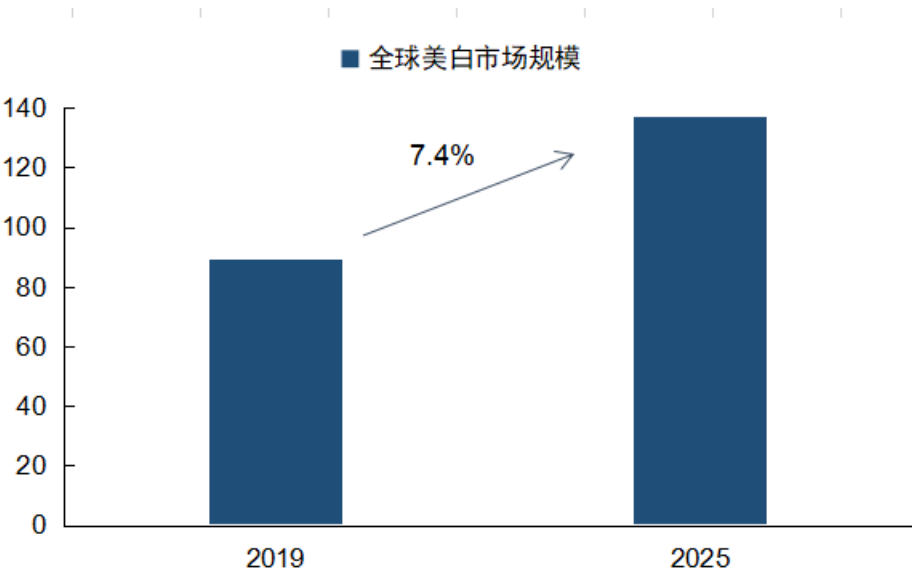


资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

### 3.1 美白：准入壁垒逐步提升的大众功效需求

- 美白同样是护肤品是最广泛的功效需求之一，尤其对于亚太地区女性消费者而言。根据Grandview research的数据，全球美白亮肤产品市场在2019-2025年以7.4%的年均复合增速增长，预计2025年市场规模将达到137亿美元，其中预计亚太地区所占全球市场份额高达90%。
- 具体来看，对皮肤进行美白的过程主要分抑制三酶一素生成黑色素、阻断黑色素生成氧化链、代谢含有黑色素的角质细胞三个部分。因此可将美白功效成分按作用分为抑制类成分、代谢类成分和抗氧化类成分。其中，熊果苷、烟酰胺为热门抑制类成分，而抗氧化成分和代谢成分分别以VC类和果酸、水杨酸类成分为代表。

图20：全球美白市场规模



资料来源：Grandview Research，国信证券经济研究所整理

表2：美白热门成分及作用

产品名称	作用
烟酰胺	烟酰胺是维生素B3（烟酸）的活性形式，通过阻止黑色素从黑色素细胞向角质细胞的迁移和加速含有黑色素的角质脱落达到美白效果
抗坏血酸类（VC类）	VC类美白作用通过将黑色素合成中间物质多巴醌还原为多巴，阻断黑色素生成的氧化链，从而抑制黑色素的形成，VC类成分包括原型维C 和维C衍生物。
熊果苷	通过抑制体内酪氨酸酶的活性，阻止黑色素的生成，目前主要分类有α-熊果苷和β-熊果苷。
光甘草定	主要通过三个方向抑制黑素的生成：抑制活性氧生成；抑制酪氨酸酶的活性；抑制炎症。
传明酸	可通过抑制前列腺素（PGE2），在皮肤受到紫外线照射后，在黑色素形成的最前端起到抑制作用，防止黑色素形成。
果酸类	美白原理：果酸类成分主要起到去角质作用。在美容护肤方面应用比较多的果酸有：甘醇酸（羟基乙酸、甘蔗酸）、乳酸、柠檬酸、杏仁酸、葡糖酸内酯。
水杨酸及其衍生物	水杨酸(salicylic acid)，得益于脂溶性的特性。具有可以溶解油脂，疏通毛孔的作用。

资料来源：小红书、百度百科、国信证券经济研究所整理



## 3.2 美白：产品监管趋严，头部企业有望受益

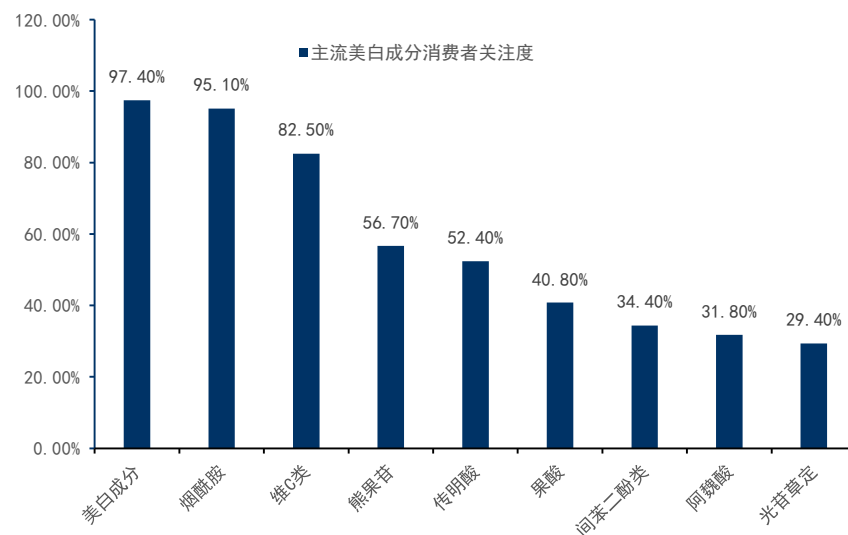
- 美白功效监管角度具有特殊性，护肤品进行美白功效宣传在我国监管要求下是需要取得特殊化妆品资质的，而相对于普通化妆品，特殊化妆品注册周期长、耗费资金高，因此前期有不少中小品牌的产品往往以普通化妆品备案，但将所添加的存在一定美白功效的成分原料作为宣传重点。但这一“擦边球”行为在新规下得到了纠偏。2021年12月，各省药监局依法处置了含377（苯乙基间苯二酚）美白成分的非特证产品，主要原因为在国家原料清单中“377”成分的首要功效已经明确在于美白，这与“烟酰胺”等原料成分有所不同（同时具备修护屏障等其他功效），因此添加该成分的产品必须申请特证才可以上架销售。我们认为未来品牌在做相关功效宣称时合规问题将得到进一步重视。
- 整体来看，在去年的严格监管震慑之下，今年美白产品市场有望步入合法经营的正轨，因此我们也看到具备合规产品经营基础的头部品牌，如珀莱雅、贝泰妮等今年均有大力推进美白品类的计划，有望分享合规化后的市场红利。

图21：国药监局发文提示“377”普通化妆品的风险



资料来源：国家药监局、国信证券经济研究所整理

图22：主流美白成分消费者关注度

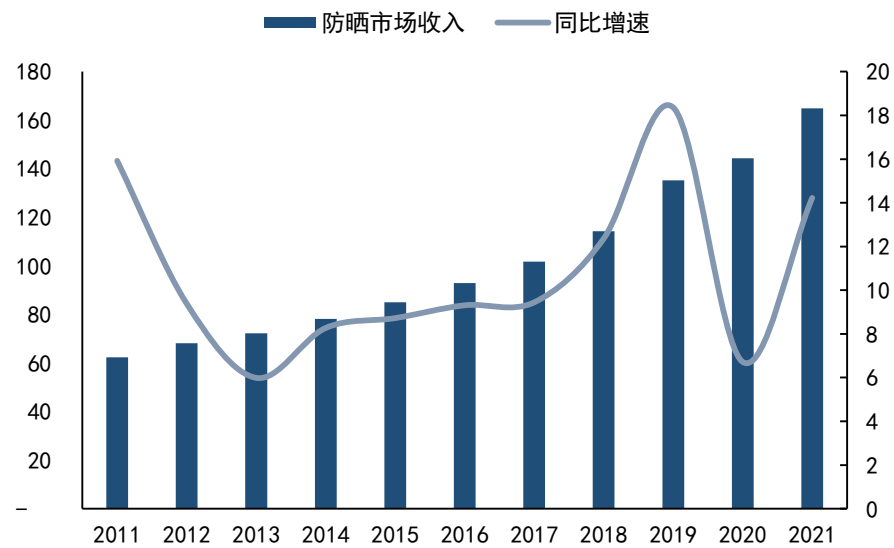


资料来源：微热点研究院、国信证券经济研究所整理

# 4.1 防晒：需求快速提升，产品稳步迭代

- 根据Euromonitor数据，2021年国内防晒市场规模预计为165亿元，同比增长14.22%。整体来看防晒品类在行业需求稳定成长，以及产品持续升级迭代下，实现了量价的持续齐升。
- 防晒剂可分为以吸收方式为主的化学防晒剂和以阻隔方式为主的物理防晒剂。化学防晒剂中又可根据成分吸收紫外线波段不同分为UVA（中波紫外线，280-320nm）防晒剂和UVB（长波紫外线，320-400nm）防晒剂。化学防晒剂品种多元，性能特点、防晒效果均有不同；主要的 UVB 防晒剂为EHMC、二苯酮-3、胡莫柳酯等，主要的 UVA 防晒剂为阿伏苯宗、DHHB等，主要的同时吸收 UVA 和 UVB 的防晒剂为奥克立林、MBBT等。物理防晒剂则主要以以氧化锌、二氧化钛两款主流品种为主。

图23：防晒市场规模。



资料来源：Euromonitor、国信证券经济研究所整理

表3：常用物理防晒剂和化学防晒剂





成分名称	作用
二氧化钛	可以阻隔UVB和部分UVA（高浓度下可以完全防御UVA），吸收波长为290~380nm。过高的浓度会造成肌肤干燥，
氧化锌	吸收波长为250~340nm，几乎可以阻隔所有波长的UVA和UVB，一般来说同样的量会比二氧化钛防晒效果好。
二苯酮-3	二苯酮-3 在UVA 和UVB 谱段都有防晒效果，也是最常用的防晒剂之一。
桂皮酸盐	市面上最常见的化学防晒剂，吸收波长290~320nm之间。主攻UVB波段，光稳定性高而对皮肤刺激小
奥克立林	一般不单独使用，因为不管是UVA还是UVB都达不到全波段的效果，配合其他防晒剂能达到较高的SPF指数，而且对皮肤刺激很小。
水杨酸乙基己酯（Octisalate）	Octisalate是一种较弱的紫外线UVB防晒剂，较为安全，可以吸收UVB 280~320波段。
苯基苯并咪唑磺酸	主要防止UVB和少数UVA，水溶性防晒剂，洗面奶就可以洗掉
胡莫柳酯（Homosalate）	主攻UVB，不会单独使用
亚甲基双-苯并三唑基四甲基丁基酚	新型的广谱防晒剂，由2000年瑞士Ciba Specialty Chemical公司研发，除了部分UVB波段其他波段皆可覆盖，光稳定性高。
Mexoryl SX（对苯二甲基二樟脑磺酸，麦色滤）	欧莱雅集团专利成分。Mexoryl SX是现今最有效的UVA防晒成分之一，但由于覆盖面不够广，而且暴露在阳光下两小时就能分解掉40%，所以经常搭配其他成分共同起效。
二乙基氨基羟苯甲酰苯甲酸己酯	主攻UVA，光稳定性强，防晒波长为320~400nm
阿伏苯宗	防护范围在310~400nm，是很强的UVA 防晒剂，但光稳定性不好，日光下1小时防晒效果减半

资料来源：小红书、百度百科、国信证券经济研究所整理

## 4.2 防晒：依托复配技术开发多效合一产品

- 与美白功效一样，防晒功效的宣传同样需要持有特殊化妆品证，且国内目前对防晒的原料有着明确的清单，由于防晒剂的化学属性可能对环境 and 人体健康产生影响，防晒剂新成分的监管始终处于较严格状态，创新成分推出周期较漫长。因此，防晒产品的竞争点主要在于应用现有的成分原料，进行合理的配比开发，达到产品性能和肤感的平衡。
- 当前防晒产品成分开发的主要思路以“综合性”为主，即寻求防晒性能、舒适感和安全性统一，企业需要通过一定的试错实现产品的完善：过度追求防晒效果可能导致使用舒适度较差，而过度追求肤感又有可能导致实际防晒效果一般。如薇诺娜去年表现出色防晒系列，历经八代产品的迭代，通过基于消费者的产品使用后的反馈，进行不断的产品调试，最终实现了产品口碑的爆发。

表4：国内外热门防晒单品介绍

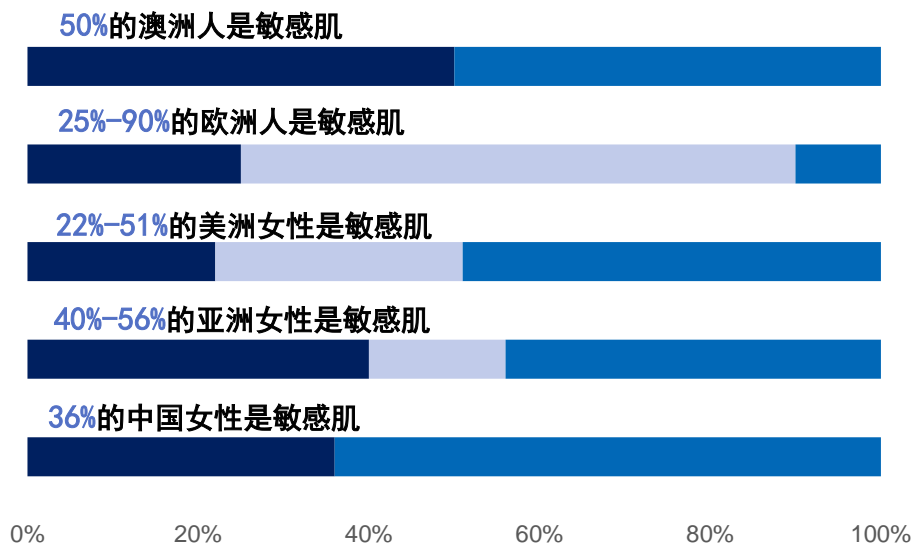
产品	主要成分	图示
薇诺娜清透防晒乳	Octinoxate、Tinosorb S	
珀莱雅帆船防晒霜	Neo Heliopan AP、Octinoxate	
安热沙清透防晒乳	Octinoxate、奥克立林、Uvinul A Plus	
高丝suncut防晒霜	聚硅氧烷-15、双-乙基己氧苯酚甲氧苯基三嗪、二乙氨基羟苯甲酰基苯甲酸己酯	

资料来源：天猫、国信证券经济研究所整理

## 5.1 舒敏修护：敏感肌人群增多，舒敏功效呈现高诉求

- 舒敏修护功效主要针对具有敏感肌问题的消费人群。敏感肌通常指由于皮肤屏障受损、角质层过薄等因素，导致皮肤对某些外在刺激因素的耐受性降低。因此，敏感肌护肤主要强调的是修复和舒缓受损的皮肤屏障，采用温和科学的配方，凸显产品的安全性和专业性。而根据艾瑞咨询数据，我国有72.1%人口存在皮肤亚健康情况，舒缓修复类护肤品存在巨大需求空间。
- 由于敏感肌在世界各国均有较高发生率，近年来护肤理念的升级进一步推动舒敏功效诉求的提升。根据《中国敏感性皮肤诊治专家共识》描述，预计敏感性皮肤发生率的亚洲女性为40%~55.98%，我国女性约为36.1%。庞大的用户基数支撑了市场的长期发展空间。据美丽修行APP，其1500万注册用户中，有60%的用户自测或标签为敏感肌，消费者对于敏感肌的关注度持续提升。

图24：全球敏感肌人群占比



资料来源：《中国敏感性皮肤诊治专家共识》、国信证券经济研究所整理

图25：敏感肌搜索热度持续上升



资料来源：百度指数、国信证券经济研究所整理

## 5.2 舒敏修护：头部效应较为明显，龙头公司强者恒强

- 舒缓修复包括杀菌、消炎、舒缓、修复多个环节，不同成分针对不同环节产生功效。整体来看，修复功效具有研发难度大、消费者感知度高、品牌粘性高的特点。一方面，修复类产品具备一定药用属性，需要品牌自身具备一定医学资源作为研发支撑。另一方面，修复类产品也是产品效果体现最为明显的一类功效，同时出于安全性考虑，消费者一旦对品牌建立信任不会轻易更换产品，能够拥有较高用户粘性。
- 薇诺娜在舒敏赛道利用“云南植物提取物成分”理念和聚焦国人护肤的方式建构了自身的品牌壁垒。目前已经成为了该功效赛道中的绝对龙头。在2021年度国内皮肤学级护肤品市场占有率排名第1，且市占率较2020年21.6%提升约2个百分点，国内市场份额接近第2、3名的总和，头部效应显著。此外，定位敏感肌护肤的医研共创品牌玉泽也成为了上海家化近年来驱动收入增长的主力。

表5：舒敏修复热门成分名称及作用

成分名称	作用
植物提取物成分	常用植物提取物成分包括金盏花、广藿香、积雪草、金缕梅、洋甘菊等植物的提取物，植物提取物成分中常具有抗氧化、舒缓消炎、抗菌、增强肌肤屏障的功效。其中我国云南植物提取物成分近年受到关注
甘草酸二钾	甘草酸的衍生物。溶于水、甘油、乙二醇，微溶于乙醇乙醚。有抗炎抗过敏的功效
维生素B5	又名泛酸，能重建皮肤屏障修复与镇静舒缓的作用，还能对抗粉刺和抑制毛孔粗大。
红没药醇	菊类植物中的提取物，有抗炎抑菌的作用，降低皮肤炎症，减轻皮肤粉刺。
神经酰胺NP	一种人工合成成分，和构成皮肤角质层的物质结构相近，能很快渗透进皮肤和角质层中的水结合，形成一种网状结构锁住水分。对肌肤保湿修护有良好作用，能增强皮肤屏障，重建细胞。
角鲨烷	最接近人体皮脂的一种脂类，能够与皮脂膜融在一起形成屏障
依克多因	氨基酸衍生物、具有增强皮肤免疫力、修复紫外线损伤、保持皮肤锁水能力作用

资料来源：小红书、百度百科、国信证券经济研究所整理

表6：皮肤学级护肤品赛道头部效应突显

品牌名称	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
薇诺娜	3.0	6.5	10.2	12.5	15.9	18.6	21.3
理肤泉	11.4	12.1	12.1	11.3	10.7	10.4	10.8
雅漾	28.8	26.9	24.3	20.9	16.6	12.6	10.3
贝德玛	1.9	3.5	6.6	8.7	8.6	7.8	6.4
修丽可	-	-	1.2	1.4	2.1	4.0	5.9
美丽芳丝	5.7	5.4	5.1	5.5	5.8	5.5	5.7
城野医生	-	-	-	-	-	5.9	5.4
希恩派	4.0	4.0	4.1	3.3	3.7	5.7	5.3
薇姿	20.6	16.1	12.8	10.0	8.3	6.2	5.2
玉泽	1.2	1.5	2.1	2.4	2.6	2.5	5.1

资料来源：Euromonitor、国信证券经济研究所整理

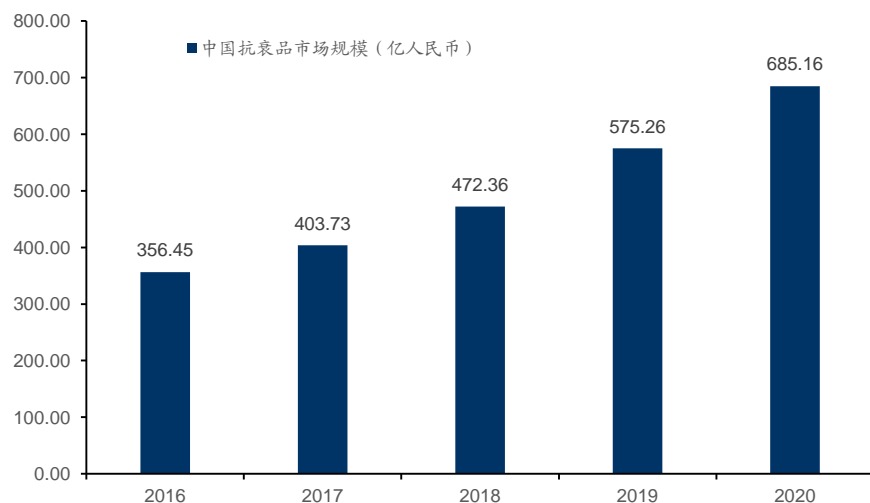


## 6.1 抗衰：需求快速崛起，技术壁垒要求较高

■ **抗衰老赛道**是我国高端功效发展最快、前景广阔的细分品类之一。近年来随着居民抗衰意识的增强，相关产品的需求持续爆发。据欧睿数据2020年市场规模达685.16亿元，同比增长19.1%，2016-2020年CAGR为17.8%，预计2021年达833.15亿元。当前国外大牌凭借深厚科研实力和专利成分长期在抗衰领域占据优势地位，如雅诗兰黛二裂酵母、欧莱雅玻色因等成分已打造多款明星产品，在该领域建立了品牌壁垒。

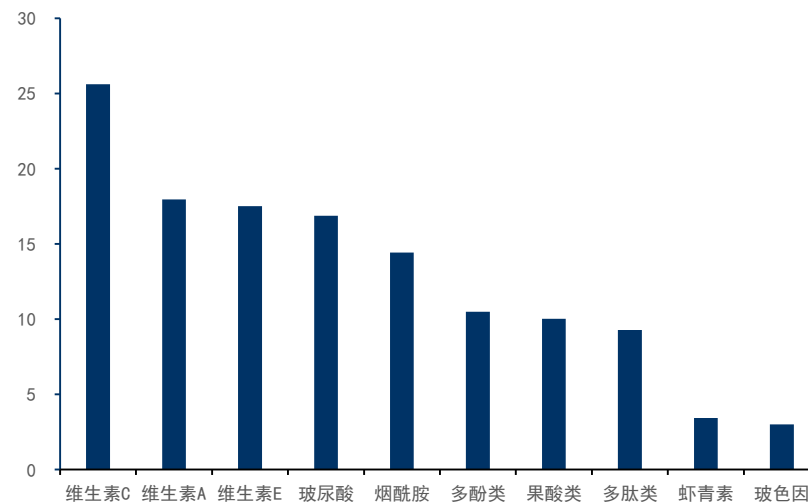
■ 抗衰的成分相对多元，20年开始“早C晚A”理念风行，维生素C和维生素A成为消费者关注的两个抗老成分。此外视黄醇、胜肽等抗衰成分也较受关注。从品类来看，精华液、面膜和眼霜等品类则是消费者最关注的抗衰老护肤品类TOP3。

图26：国内抗衰老市场规模变化



资料来源：Euromonitor、国信证券经济研究所整理

图27：抗衰老护肤成分热度排名



资料来源：用户说、国信证券经济研究所整理



## 6.2 抗衰：定位中高端，助力品牌升级

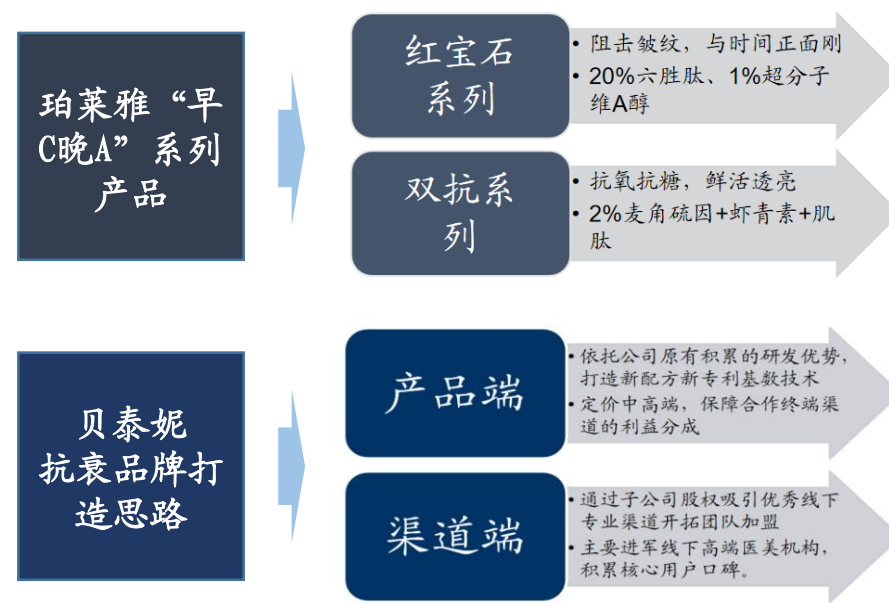
- 目前在抗衰市场中，国际大牌牢牢占据高端领域，而中高端领域近年来也有国产品牌通过差异化布局实现靓丽增长表现。
- 如珀莱雅的双抗精华和红宝石精华已经成为目前公司的核心大单品，两款产品分别针对不同年龄段的抗衰需求进行打造，目前已经衍生出包括精华、眼霜、面霜等全品类系列，同时公司去年将两款系列打造为“早C晚A”组合取得了进一步成长；此外，贝泰妮今年也将计划推出高端抗衰新品牌AoxMed，整体打造思路主要借鉴主品牌的成功经验，在产品端将依托公司原有的研发优势，开发独特的专利配方技术，而在渠道端将通过在医美及美容院线等封闭的专业渠道先行布局，积累足够的产品口碑再进入电商等公域渠道，将品牌销售进行放大。

表7：抗衰热门单品

产品	价格	有效成分
雅诗兰黛小棕瓶	50ml/850元	二裂酵母发酵产物溶胞物
娇韵诗双萃	30ml/695元	维生素E乙酸酯、VC、VE、火绒草提取物
赫莲娜绿宝瓶	30ml/1080元	玻色因
兰蔻小黑瓶	30ml/760元	二裂酵母发酵物溶胞物、酵母提取物
珀莱雅红宝石精华	30ml/329元	视黄醇、多肽类
欧莱雅黑精华	50ml/345元	二裂酵母发酵产物溶胞产物、VE、
修丽可肌活修护夜间精华凝露	30ml/1058元	VE、烟酰胺、白藜芦醇、咖啡因
润百颜抚纹靓透次抛精华液	45ml/469元	烟酰胺、视黄醇
优时颜黑引力精华	30g/420元	视黄醇、多肽类、维A衍生物HPR

资料来源：小红书、百度百科、国信证券研究所整理

图28：珀莱雅以及贝泰妮在抗衰产品中的打造方式



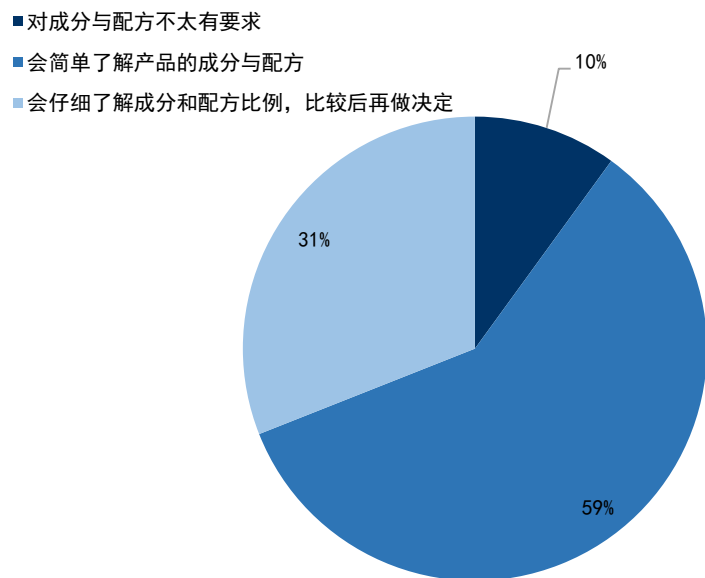
资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

### 三、原料成分创新：打造产品壁垒，建立用户心智

# 1. 功效的塑造路径：从“成分”入手建立产品差异化优势

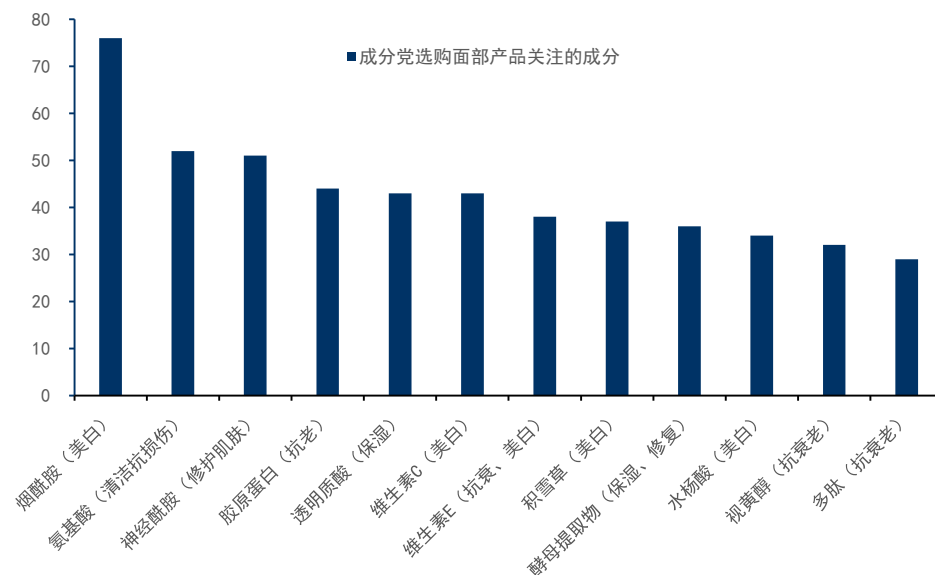
- 从品牌的角度，如果说“功效”是产品达到的目标方向，那“成分”则是实现过程中的重要手段：其不仅充当了研发环节的重要抓手，也是当下在消费者心中树立差异化产品心智的核心卖点。
- 据CBNDATA数据，90%消费者选购产品时会考虑“成分”与配方，根据CBNDATA的数据显示，当前成分关注度不断提升。具体来看，受关注度较高的成分有烟酰胺（美白）、氨基酸（清洁抗损伤）、神经酰胺（保湿、修护肌肤）、胶原蛋白（抗衰老）和玻尿酸（保湿）。

图29：女性消费者对成分的关注程度



资料来源：CBNDATA、国信证券经济研究所整理

图30：成分党选购面部产品关注的成分

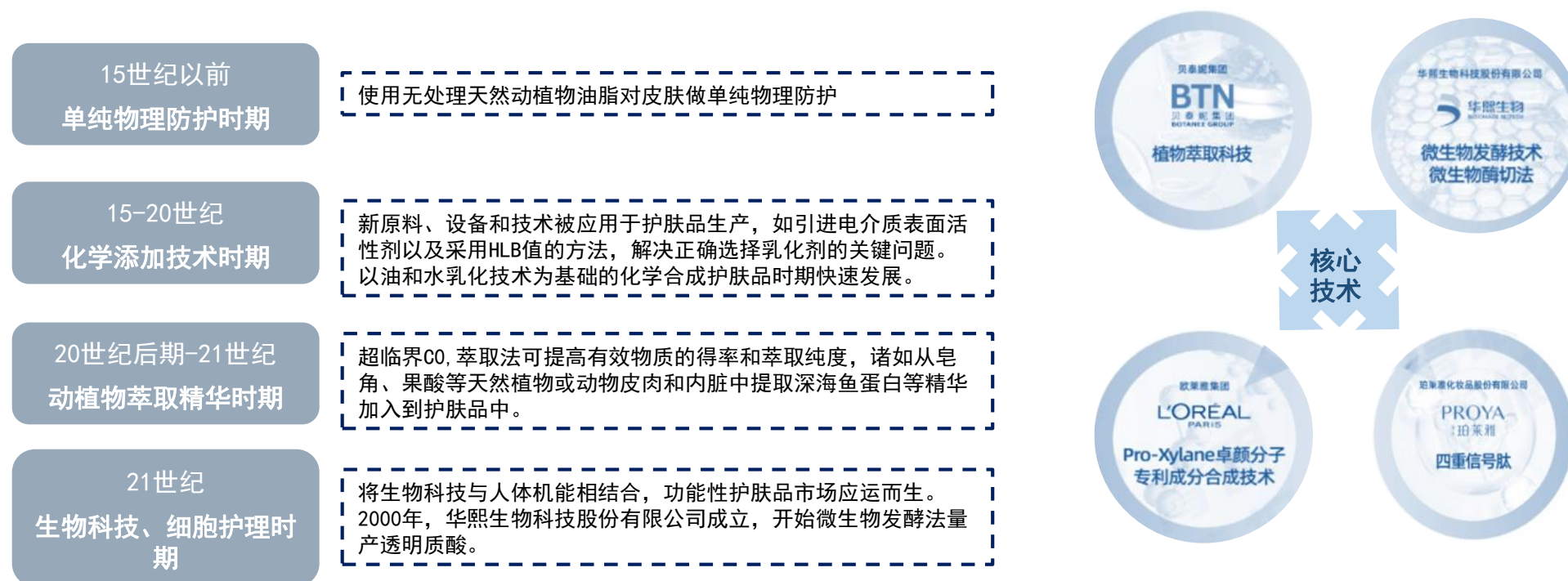


资料来源：CBNDATA、国信证券经济研究所整理

## 1.2 技术创新：不断向上游进军，抢占独家技术

- 从发展历史来看，护肤品行业的每一次发展离不开科学技术的创新推动，而当前伴随前沿高新配方技术与生物科技被引入化妆品行业，也给了品牌在研发层面实现弯道超车的机会，头部品牌通过先进、差异化的研发技术，保证产品核心技术的稀缺性和持续迭代能力，并进而持续塑造品牌壁垒。

图31：科技推动护肤品行业发展



资料来源：青眼、国信证券经济研究所整理

# 1.3 技术创新：独家创新研发支撑产品差异化壁垒

- 我们看到，在打造爆品过程中，独家专利成分常常是国际化妆品集团突破市场的重要抓手。宝洁、欧莱雅、雅诗兰黛、资生堂都分别通过专利成分Pitera、玻色因、麦角硫因、4msk等成分打造穿越周期的大单品系列，这其中专利成分成为相关产品的重要名片。
- 而在获取专利成分的过程中，具备较强研发实力的头部品牌商可自研专利活性原料，此外，品牌商也积极与上游原料商，或是专业研发机构进行战略合作，以获取差异化乃至排他性的成分技术。

表8：国际化妆品集团知名专利成分

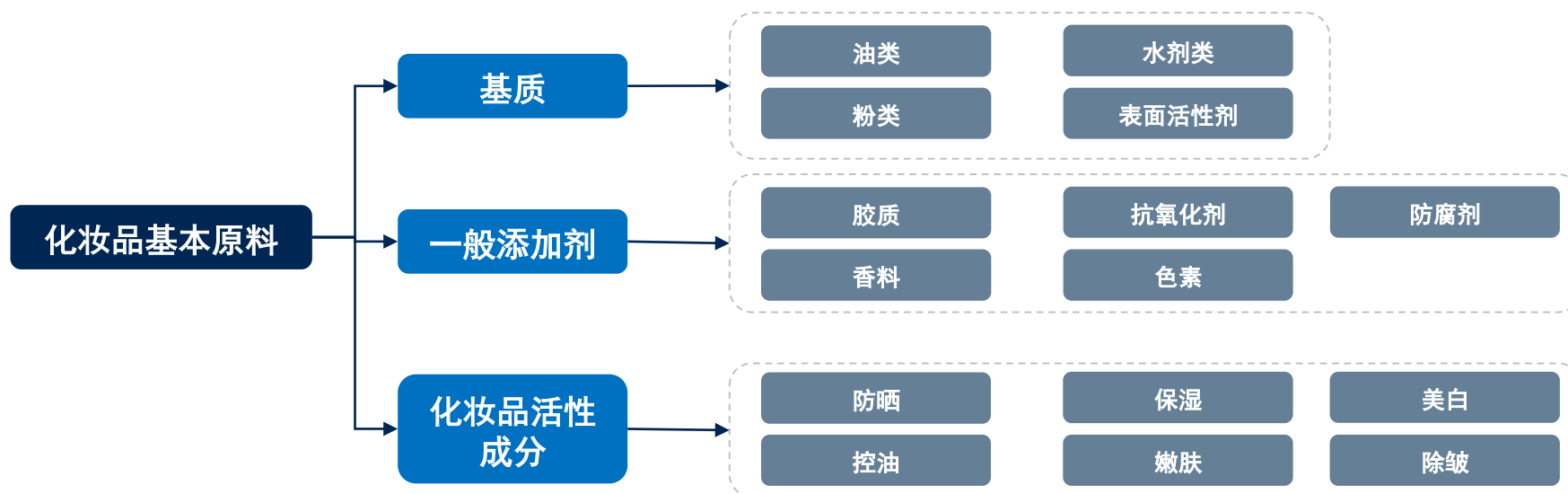
集团	专利成分	成分作用	代表产品
宝洁	Pitera（半乳糖酵母样菌发酵滤液）	天然酵母萃取物，能够平衡油脂，提亮肌肤	SKII神仙水
欧莱雅	玻色因（羟丙基四氢吡喃醇）	一种来源于木糖的抗衰老成分，能够促使在细胞外基质中构建和生成蛋白质多糖。具有抗衰、保湿功效	HR赫莲娜黑绷带面霜
	LR2412（四氢茉莉酸钠）	美白、抗衰、修复	兰蔻微整精华
雅诗兰黛	麦角硫因	天然的稀有手性氨基酸类强抗氧化剂，能够清除自由基，抗氧化，防止紫外线伤害	雅诗兰黛白金级奢宠紧颜乳霜
	二裂酵母发酵产物溶胞物	具有很强的抗免疫抑制活性并能促进DNA修复，预防光老化	雅诗兰黛小棕瓶系列
资生堂	传明酸	通过抑制酪氨酸酶活性有效抑制黑色素形成	茵芙莎自律美白保湿乳液
	4MSK（4-甲氧基水杨酸钾盐）	抑制黑色素生成、调整角质形成细胞分化	资生堂悦薇珀翡塑颜抗皱霜

资料来源：美丽研制、国信证券经济研究所整理

## 1.4 技术创新：原料成分创新为产品打下有效性基础

■ 整体来看，化妆品是各种原料经过合理调配加工而成的复配混合物，其功效的发挥一部分基于所添加的活性成分。具体来看，化妆品原料分为基质、一般添加剂和化妆品活性成分，而化妆品功能是通过添加各种有效的活性成分来实现的：如保湿一般通过添加多糖、玻尿酸、多元醇，美白则通过添加熊果苷、烟酰胺、维生素C。在上述主要活性成份之外，再通过添加香料、油脂、增稠剂、乳化剂等并通过混合配置即形成了相应产品配方。其中化妆品活性成分种类繁多，不同用途的活性成分生产技术差异较大，伴随消费者需求不断升级，化妆品活性成分开发也在不断进行创新升级。下文我们也将具体介绍目前知名度较高使用较为广泛的原料成分技术。

图32：化妆品活性成分是发挥产品功效的关键



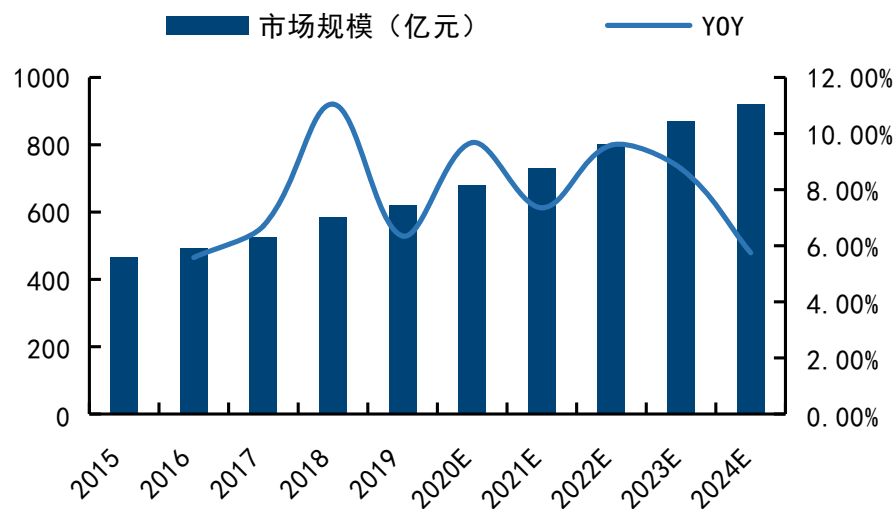
资料来源：科思股份招股书、国信证券经济研究所整理



## 2.1 玻尿酸：产品应用广泛，用户认可度高

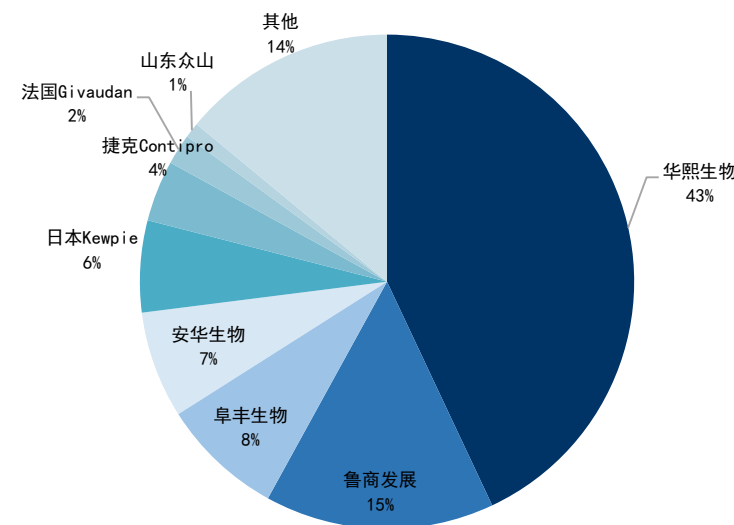
- 玻尿酸作为人体固有成分，透明质酸本身具有极强的有良好的润滑性、保湿性、生物降解性以及生物相容性，因此成为了最有效的保湿成分之一，此外还具有抗氧化、免疫调节、抑制炎症和促进伤口愈合等功效。根据用户说数据，玻尿酸在2021年备案成分数量中排名第一，同时据美丽修行APP数据，通常80%以上的护肤品都会添加玻尿酸及其相关衍生物成分。
- 据沙利文数据，2019年全球玻尿酸市场规模中化妆品级的市场规模占比47.76%，15-19年复合增速达16.10%。其中我国化妆品级透明质酸原料终端市场已达620亿元，预计未来五年仍将保持7.58%的复合增长率。同时，作为玻尿酸原料生产销售第一大国，我国2020年整体透明质酸原料销量和销售额分别达480吨/47亿元，销量占全球82%。成熟的原料技术也为相关企业在化妆品相关产品布局中提供了有力技术背书。

图33：中国化妆品级透明质酸终端产品市场规模（亿元）



资料来源：Frost&Sullivan、国信证券经济研究所整理

图34：2020年全球透明质酸原料市占率



资料来源：Frost&Sullivan、国信证券经济研究所整理

## 2.2 玻尿酸：国产厂商技术领先，借原料背书打造产品

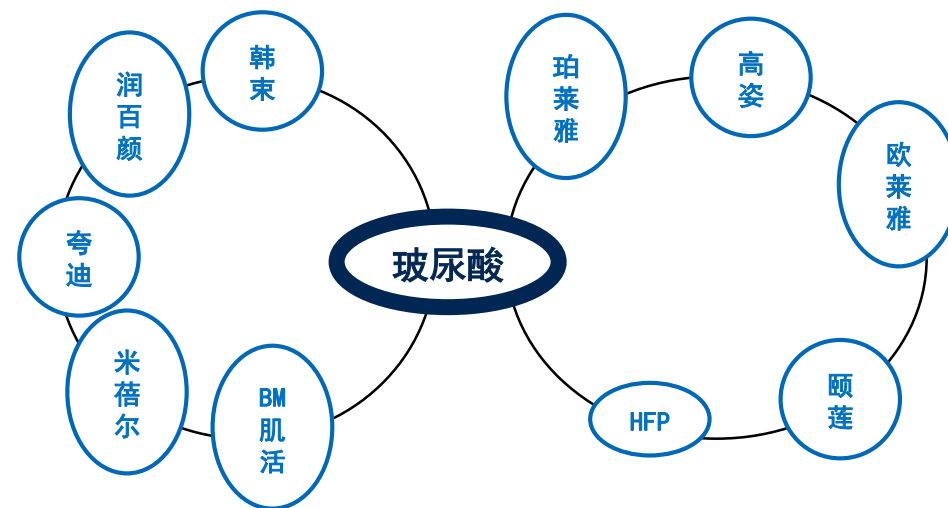
- 据沙利文数据，2020年全球透明质酸原料销量排名前五的企业中，有四家来自中国，且均来自山东，包括华熙生物和鲁商焦点福瑞达。凭借过硬的技术实力，两者均积极开辟玻尿酸在护肤品市场中的应用，创立的润百颜及颐莲品牌均在市场中取得了较高知名度。
- 具体来看，华熙生物通过技术创新在透明质酸中中复配高、中、低分子，使透明质酸的护肤效果发挥到最佳。其成立的润百颜品牌销售额已突破10亿，2021年华熙生物首次采用分子量800Da的微真HA4和INF IHA-HYDRA复配技术，使透明质酸分子量缩小为仅2纳米长度，能够穿透表皮到达真皮层，实现了透明质酸成分工艺突破创新。而鲁商发展旗下福瑞达生物，其核心技术依托山东省药学研究院，集团创始人玻尿酸之父的凌沛学，在2003年创立了颐莲品牌，21年实现超过6亿收入规模。

图35：不同大小分子的透明质酸具有不同效果



资料来源：小红书、国信证券经济研究所整理

图36：小红书上与玻尿酸相关的热门品牌

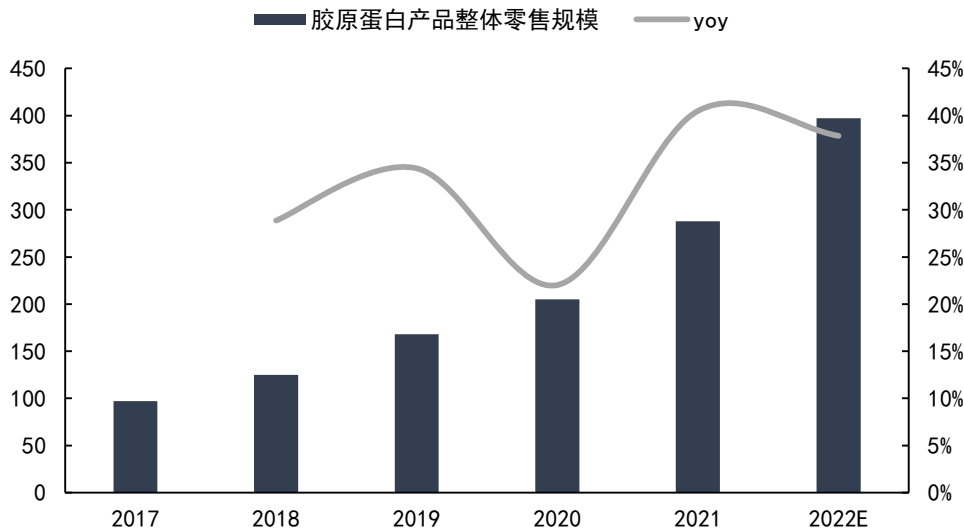


资料来源：小红书、国信证券经济研究所整理

### 3.1 胶原蛋白：快速发展，功效广泛

- 胶原蛋白是人体和脊椎动物的主要结构蛋白，是维持皮肤与肌肉弹性的主要成分，能使皮肤保持结实而有弹性。与玻尿酸一样，其应用范围广发，在作为护肤品成分时，其主要起到促进组织生长愈合、保水、美白、滋养皮肤等功效。因此，胶原蛋白产品应用范围广泛，包括护肤品、注射填充材料，以及保健食品等，而在化妆品的应用中，其主要功效方向为抗衰老以及皮肤修复护理。
- 据弗若斯特沙利文数据，2021年中国胶原蛋白产品市场规模288亿元，同增40.5%，过去5年复合增速达到31.3%，其中21年应用胶原蛋白的功效护肤品市场零售规模达到62亿元，同比增长51.2%。未来在消费者消费理念不断成熟升级背景下，仍有望实现快速增长。

图37：胶原蛋白产品市场规模及增长情况



资料来源：Frost&Sullivan、国信证券经济研究所整理

表9：胶原蛋白的应用

适用范围	注释
医疗健康	创面敷料 胶原作为创面敷料具有黏附性好、适于肉芽组织和上皮细胞形成、止血性能好、易吸收等优点，用于烧伤、外力所致的伤口、溃疡和褥疮等的治疗。
	止血材料 胶原通过激活凝血因子XII、促进凝血因子XI和V的活化，促进血小板的凝血作用作为止血剂使用的胶原可以是粉状、片状及海绵状等物理形态。
	注射填充材料 去除端肽的未变性胶原具有低抗原性、生物相容性和可生物降解性，有助成纤维细胞的存活和生长，可用于面部轮廓矫正、皱纹和瘢痕修复等医学美容。
	药物载体 在不同条件下发生聚集或组装等行为而呈现多种形态后，通过结合抗生素、蛋白类和基因等药物，可以构建出多样化的药物释放体系，从而达到不同的释放要求和治疗效果。
皮肤护理	天然胶原具有促进组织生长愈合、保水、美白、滋养皮肤等功效，胶原蛋白护肤原液、胶原蛋白面膜、胶原蛋白洁面乳和乳霜、胶原蛋白注射填充美容针等产品。
食品饮料	胶原在食品领域中的主要应用是人造胶原肠衣。此外，水解胶原可作为功能性食品直接食用，如咀嚼片、蛋白质粉等。动物胶原蛋白食品则主要作为肉类、糖果和乳制品等食品的食用添加剂。

资料来源：中华整形大典，国信证券经济研究所整理

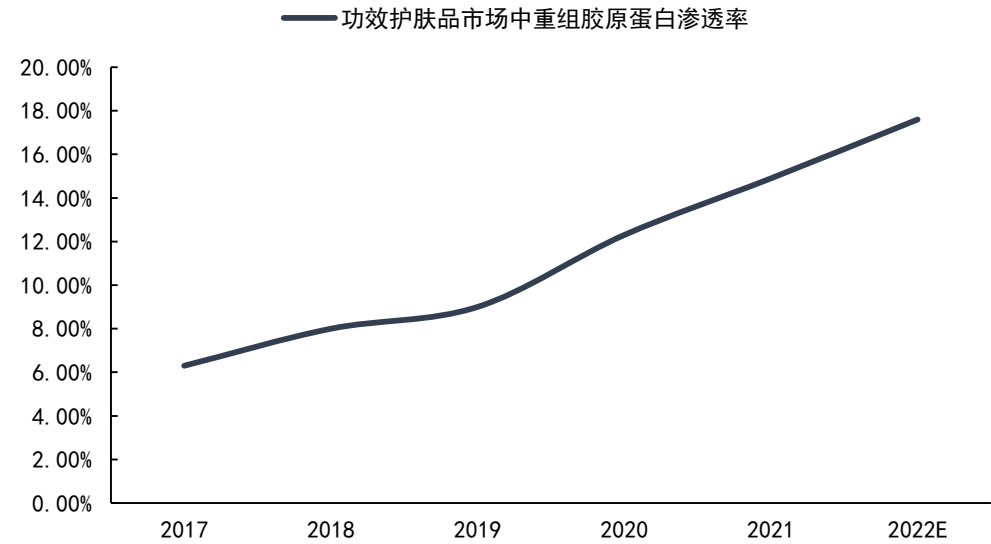
### 3.2 胶原蛋白：国产厂商借创新技术弯道超车

- 胶原蛋白按照成分来源可以大致分为动物源胶原蛋白及类重组胶原蛋白，后者相对而言具有较好的可加工性（如水溶性和乳化特性），能更好地控制致病病毒传播的风险，且可通过序列设计尽可能降低免疫原性。近年来有不少国产品牌通过在重组胶原蛋白技术上的突破，打造出相对应的功效型产品，并在销售规模上取得了靓丽的表现。
- 如巨子生物依托公司独家专研的类人源胶原蛋白技术，打造出了分别针对抗衰老以及皮肤修复的可丽金及可复美品牌，通过研发以及渠道营销端的深耕，2021年已分别成为国内专业皮肤护理行业的第三和第四畅销品牌（按零售额计）。同时，丸美股份去年通过与暨南大学重组蛋白研究团队合作共创，聚力重组人源化胶原蛋白的应用转化，并在21年Q4连续上新重组胶原蛋白系列10个SKU，推动品牌成长。

表10：不同技术路径下的胶原蛋白优劣势比较

项目名称		优势	劣势
动物源胶原蛋白	酸法	成本较低，经济价值高	胶原的端肽等区域得以保留存在较高的免疫原性风险。提取时间长、产率 较低
	酶法	保持完 整的三螺旋结构，具有较高的生物活性。且缩短了反应时间，获得的胶原纯度高、理性质较好，可用于高附加值产品的开发。注射类产品目前均为该技术	成本相对较高，技术要求水平也较高
重组胶原蛋白		具有较好的可加工性（如水溶性和乳化特性），能更好的控制致病病毒传播的风险，且可通过序 列设计尽可能的降低免疫原性	无证据表明具备三螺旋结构，因此塑形支撑效果无法保证；同时，目前没有统一的产品标准和监管准入细则，难以获取三类械字号认证

图39：重组胶原蛋白在功效护肤品市场中的渗透率



资料来源：国家药监局官网、国信证券经济研究所整理

资料来源：Frost&Sullivan、国信证券经济研究所整理

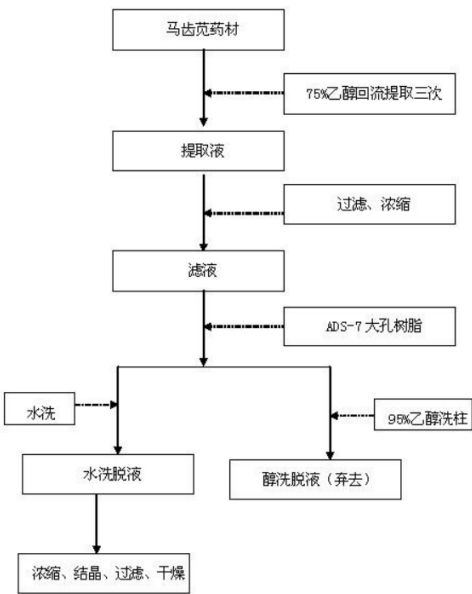
# 4.1 植物提取物：国产化特色明显，舒敏修复应用性强

- 植物提取物一直以来是国产化妆品研发主要方向。在我国化妆品条例中就明确“鼓励和支持运用现代科学技术，结合我国传统优势项目和特色植物资源研究开发化妆品”。一方面，中国是世界生物多样性最丰富的国家之一，巨大的植物资源，以及国内传统中草药技术理念的应用成为了国产品牌去和国际品牌竞争的差异化优势。另一方面，植物提取物也是当前皮肤修复功效理念护肤品的主要添加物。针对敏感肌的皮肤屏障脆弱问题，相对于强功效化学添加物，天然无添加的植物提取物成为了更加适配的成分配方。
- 不过严格来说，植物提取物是一个“成分”的组合，企业未来仍需要进一步的研究，对植物提取物中分离出的有效单体成分进行分析，才能更好的实现产品有效性论证，以及远期更广泛范围的应用。

表11：2021年润肤剂/保湿剂备案成分数量top20

排名	保湿剂/润肤剂	排名	保湿剂/润肤剂
1	牛油果树果脂	11	牛油果树油
2	光果甘草根提取物	12	迷迭香叶油
3	水解胶原	13	燕麦仁提取物
4	油橄榄果油	14	山茶籽油
5	薰衣草油	15	白池花籽油
6	人参根提取物	16	胆甾醇
7	小烛树蜡	17	异亮氨酸
8	澳洲坚果籽油	18	蚕丝胶原蛋白
9	巴西棕榈树蜡	19	植物甾醇类
10	向日葵籽油	20	刺阿干树仁油

图40：含植物提取物的护肤品制备过程（以马齿苋提取物为例）



资料来源：启信宝、国信证券经济研究所整理

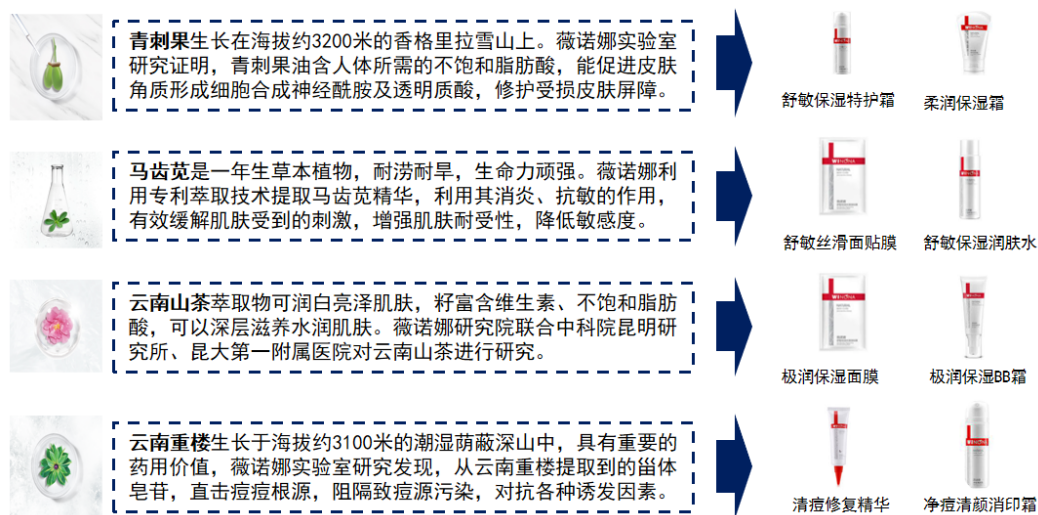
资料来源：用户说、国信证券经济研究所整理



## 4.2 植物提取物：国产品牌差异化竞争的重要方向

- 特色植物萃取物成分已成为国产品牌与外国品牌形成差异化竞争的重要手段。这一思路的代表公司即为贝泰妮。公司立足于云南植物王国的地域优势，采用独特萃取科技，对云南植物成分进行筛选，如马齿苋、青刺果提取物等，提取分离出高原特色植物的有效部位，建立质量标准，进行产业化并应用于自身核心产品中。去年底公司获云南省委、省政府以及云南省科技厅联合授予牵头建立“云南特色植物提取实验室”，未来将继续聚焦基于云南特色植物的功效性化妆品研发，加速突破一批产业关键核心技术，为公司丰富新的产品管线。
- 而依托云南丰富植物资源不断挖掘专利性植物成分，公司的产品也与传统药妆品牌理肤泉、雅漾等使用的更适用于欧美敏感肌成分相区分，打造出了自身品牌特色。

图41：贝泰妮的植物提取技术在产品中的应用



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图42：贝泰妮牵头设立云南特色植物提取实验室



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理



# 5.1 多肽：应对抗衰需求，实现快速发展



- 抗衰成分研发难度高，发展空间大，抗衰成分中较为知名的是多肽成分，不少高端化妆品品牌的抗衰老产品中均有添加。是α-氨基酸以肽键连接在一起而形成的化合物，是蛋白质水解的中间产物。而由三个或三个以上氨基酸分子组成的肽便称之为叫多肽。一般能促进胶原蛋白、弹力纤维和透明质酸增生，提高肌肤含水量，减少细纹。
- 珀莱雅在19年末公告和西班牙Singuladerm进行合作，该公司明星单品SOS急救修复安瓶主打乙酰基六肽-8便是一种神经递质阻断肽，类似肉毒素机理，通过抑制乙酰胆碱，局部阻断神经传递肌肉收缩信号，使脸部肌肉放松，抚平皱纹，尤其是表情纹。此外，由于多肽类包含多种氨基酸排列组合形式，其下属成分也具备抗衰、抗皱、抗氧化多重功效，未来相关企业仍拥有较大的创新成分挖掘空间。

表12：热门多肽类成分

类型	主要功效	作用机制	代表产品
乙酰基六肽-8（六胜肽）	抗皱	遏制神经传导素乙酰胆碱的释放，减弱肌肉的收缩，从而减少动态纹产生增加弹力蛋白活性	雅诗兰黛微精华露、海蓝之谜密集修护眼霜、丸美多重胜肽眼霜等
棕榈酰五肽-4	抗衰老	刺激皮肤基质胶原蛋白、纤连蛋白的生成	Olay新生塑颜金纯面霜、SK-II赋能焕采精华霜等
类蛇毒肽	抗皱	遏制神经传导素乙酰胆碱的释放，减弱肌肉的收缩，从而减少动态纹产生	欧莱雅玻尿酸安瓶精华面膜、EVM寡肽多效精华面霜、优时颜淡纹眼部精华霜等
棕榈酰三肽-1	抗炎、抗衰老	刺激胶原蛋白的产生，减少促炎症因子释放	伊丽莎白雅顿粉胶囊、至本特安修护面霜、倩碧维C修护精华液等
三肽-1铜（蓝铜胜肽）	抗炎、抗氧化	促进胶原蛋白和弹力蛋白再生、促进伤口愈合、抑制炎症因子的合成、修复紫外线损伤DNA	NEOVA蓝铜胜肽面霜、The ordinary蓝铜胜肽精华液等

资料来源：CBNDATA、国信证券研究所整理

表13：目前市场利用六胜肽添加的产品

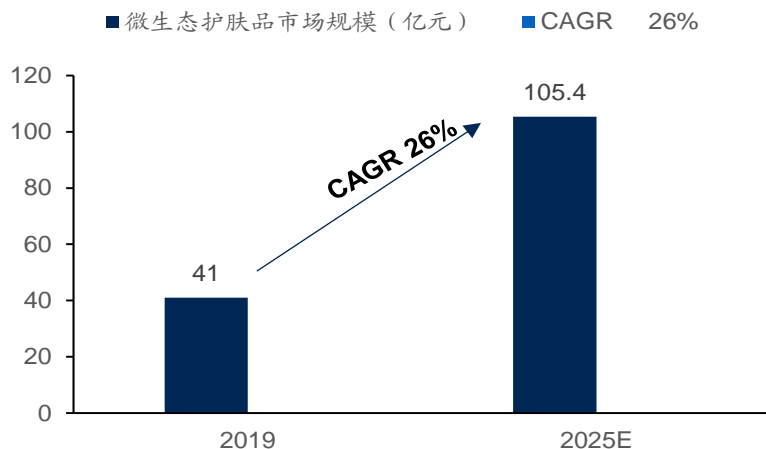
品牌	产品	价格	添加浓度排名
珀莱雅	红宝石精华液	329元/30ml	8
珀莱雅	红宝石面霜（滋润）	310元/50g	6
珀莱雅	红宝石面霜（清爽）	310元/50g	12
珀莱雅	红宝石眼霜	380元/20ml	16
光希	视黄醇精华液	219元/30ml	34
瑞斐时	复活肌源颈霜	899元/48g	53
蝶芙兰	眼部密集养护原液	69元/60ml	3

资料来源：美丽修行、国信证券经济研究所整理

## 6.1 皮肤微生态：新兴成分理念，助力修护需求

- 近年来，微生态护肤风起，维持皮肤微生态平衡成为舒缓修复新思路。微生态护肤学的理念在于：皮肤疾病产生是皮肤上微生物平衡被打破的结果，因而有必要通过添加益生菌群方式维护和改善皮肤微生态系统，更有效地保护皮肤屏障。据美业研究院预测，2025年微生态护肤品市场规模将达到105.4亿元，2019-2025年复合增速在26%。同时据美丽修行《2021功效性护肤白皮书》，76%消费者愿意购买微生态护肤产品，16%消费者已经购买并使用微生态护肤产品。
- 国产品牌瑗尔博士定位微生态护肤产品，打造细分赛道先发优势。通过长期研发掌握海藻发酵专利性技术与创新成分褐藻醇粹抑菌，为产品构建技术壁垒。目前，瑗尔博士主推系列产品均含有微生态护肤成分，2021年瑗尔博士品牌销售收入同比增长272%至7.44亿元，并已逐步建构微生态护肤细分赛道的先发优势。

图43：微生态护肤品市场规模及增长情况



资料来源：美业研究院、国信证券经济研究所整理

图44：2015-2019年微生态护肤品数量



资料来源：聚美丽、国信证券经济研究所整理

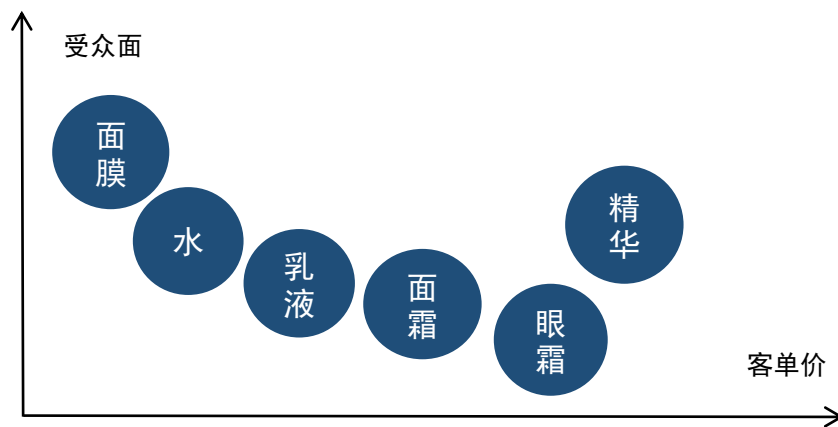
## 四、品类衍生：形成长生命周期的产品系列

# 1. 品类衍生：持续迭代，延长产品生命周期

■ 按照使用部位，护肤品可细分为面部护理产品、身体护理产品、手部护理产品三个细分子品类。其中面部护理占护肤品的95%，可按照产品形态进一步细分为水（如化妆水、爽肤水等）、乳液（类液体，质地轻薄）、面霜（高粘稠度膏体）、面膜（贴片式、涂抹式等）、精华液/原液（高浓度有效成分，强功效）、眼霜、唇膏、喷雾以及安瓶/次抛等新兴品类。

■ 品牌打造一个优秀的明星产品系列，需要不断丰富其系列下的品类衍生，以满足消费者的不同护肤场景需求，从而实现提升产品系列的复购率以及客单价水平，进而深化并拉长原有大单品系列的生命周期。因此我们看到国内外品牌成功的明星单品系列的打造均离不开旗下品类的持续衍生和丰富。

图45：主流护肤品类



资料来源：国信证券经济研究所整理

图46：兰蔻“小黑瓶”系列产品



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图47：珀莱雅“红宝石”系列产品



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

# 1.2 品类衍生：不同品类拓展助力拓展客单价空间



- 首先，不同的品类对于企业的研发和创新难度要求不同。通常而言，“面膜”及“水乳”类产品主要满足客户日常补水保湿等诉求，成分构成相对简单。而“精华”及“眼霜” 根据内含成分不同，主要满足客户“去皱”、“抗衰”等进阶诉求，成分构成更为复杂，研发难度和创新空间也随之提升，对于企业而言更容易设立品牌壁垒。在有效成分含量上，一般认为“眼霜” > “精华” > “面霜” > “水乳” > “洁面乳”。以珀莱雅红宝石系列为例，精华和眼霜的活性成分数量分别达到26和29种，位居系列前列。
- 而有效成分含量一定程度上决定护肤品的销售单价和利润空间：我们以珀莱雅红宝石产品线为例，其眼霜销售克单价最高，为19元/g，精华其次达10.97元/ml，而化妆水克单价为1.83元/ml，两者价差达到 6-10倍。因此拓展精华等高单价品类有助于品牌提升整体客单价。

表14：珀莱雅红宝石系列产品品类的详细数据对比

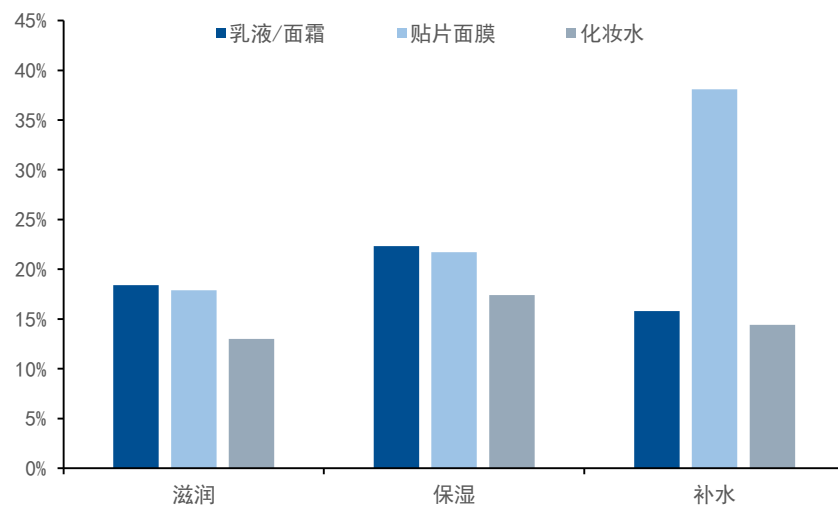
品类	精华	面霜	眼霜	爽肤水	乳液	面膜
产品名	红宝石精华	红宝石面霜	冰陀螺眼霜	红宝石活肤水	红宝石活肤乳	红宝石面膜
活性成分数量	26	18	29	19	23	20
规格	329元/30ml	310元/50g	380元/20ml	220元/120ml	259元/120ml	169元/30ml*5
克单价	10.97	6.2	19	1.83	2.16	1.13
活性成分	乙酰基六肽-1、视黄醇、乙酰壳糖胺、乙酰基四肽-2、烟酰胺	泛醇、乙酰基六肽-1、棕榈酰三肽-5、乙酰基四肽-11、乙酰基四肽-9	烟酰胺、角鲨烷、烟酰胺、角鲨烷、泛醇、凝血酸、乙酰基六肽-1	透明质酸钠、肌肽、乙酰化透明质酸钠、透明质酸钠交联聚合物、水解透明质酸钠	白池花、β-葡聚糖、棕榈酰三肽-5、水解红藻提取物、甘草酸二钾	海藻糖、生育酚乙酸酯、乙酰基六肽-8、神经酰胺NP、神经酰胺AP
功效成分	保湿、抗氧化、抗衰、舒敏、祛痘、去角质、抗糖化	保湿、祛痘、抗氧化、抗衰、舒敏、控油	保湿（24）抗氧化（22）去黑眼（2）抗糖化（1）	保湿（24）抗衰（9）抗氧化（8）舒敏（1）	保湿（24）抗衰（13）抗氧化（10）舒敏（2）	保湿（28）抗衰（10）抗氧化（10）舒敏（4）

资料来源：珀莱雅天猫官方旗舰店、国信证券经济研究所整理

## 1.3 品类衍生：品类的拓展满足客群多元需求提升复购

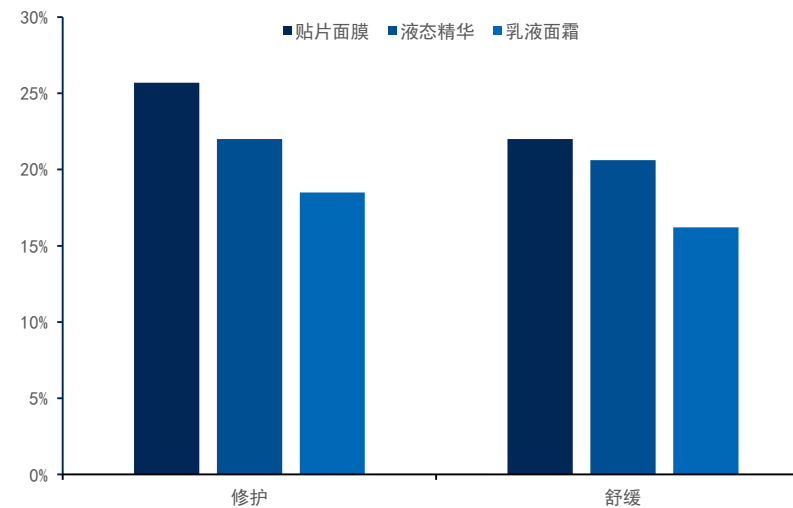
- 其次，不同品类所侧重的功效也有所不同。基础水乳霜和面膜为保湿补水功效的主要品类，而精华、面霜等主要为抗衰、修护的功效为主。通过布局不同的品类，有助于品牌在建立产品系列过程中能够更加充分的覆盖用户的不同需求。
- 此外，事实上化妆品发展至今，通过不断消费理念教育，不同护肤品类的使用已经串联成为资深美妆消费者的一个个固定步骤，因此品类之间往往具有较强的连带消费特征，因此做宽品类有助于提升产品系列的整体客单消费水平。

图48：2021年乳液面霜/保湿/补水三大功效的前三品类



资料来源：用户说、国信证券经济研究所整理

图49：2021年修护和舒缓功效主打品类



资料来源：用户说、国信证券经济研究所整理



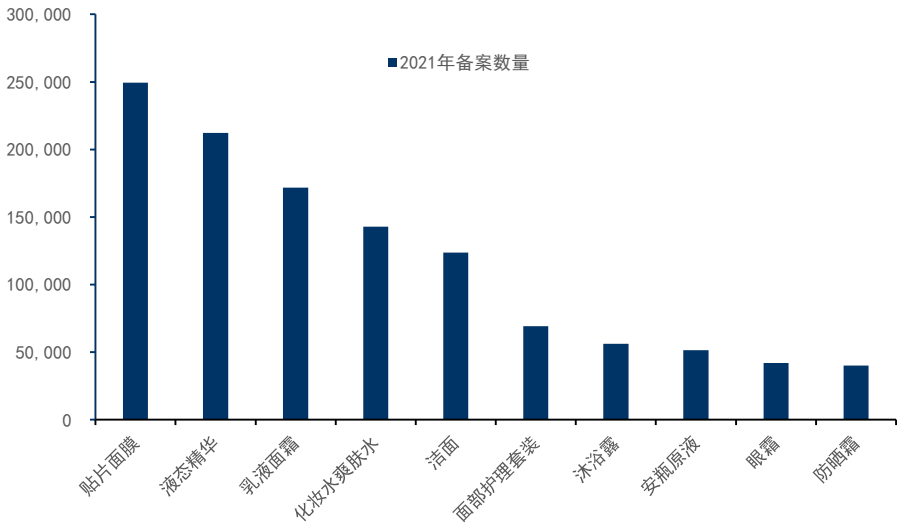
## 2.1 供需双向驱动，面膜和精华成为两大品类布局焦点

- 从供给角度来看，化妆品企业在进行产品品类拓展时，倾向于选择精华类产品和面膜类产品。精华眼霜类产品由于其研发难度大，利润空间高，有希望为品牌创造更多价值，也有助于品牌定位和理念的宣传。而面膜则具有快消品属性，引流效果强，有利于品牌快速打开市场。用户说数据显示，2021年美容类备案产品中贴片面膜和精华类产品稳居备案数量前两名，体现了品牌商对精华和面膜品类的青睐。
- 从需求角度看，消费者同样较为偏好精华及面膜两大品类。根据品观数据显示，21年上市即成为爆款的11个新品中，有7种为精华品类，3种为面膜品类。同时，根据巨量引擎数据，面膜和精华始终占据2021前三季度抖音护肤品类播放量分布前2名。整体来看，精华和面膜成为最容易收获市场关注，提升品牌热度的品类。

表15: 21年护肤品类部分上市即火品牌新品概况

品牌	新品	核心成分/独家专利
薇诺娜	舒缓修护三体面膜	青刺果
	双修赋活精华液	独家青刺果油微震科技
润百颜	第三代水润次抛精华	INFIHAHYDRA复配技术
瑗尔博士	醇萃精研肌律微晶水+赋颜乳	独家专利成分“褐藻醇萃”
水密码	双肽抗皱精华面膜	蛇毒肽,三胜肽,MAP.X修护元
玉泽	臻安润泽修护蓝铜胜肽精华液	PBS植物仿生脂质技术
一叶子	乳酸菌沁润蜜桃面膜	乳酸菌
逐本	不染修护精华油	类皮脂膜渗透技术
溪木源	芋螺毒素肽赋活紧致蜜露	独创CTX-yaty紧致科技
丸美	重组胶原蛋白次抛精华液(小金针)	全人源双胶原蛋白

图50: 2021年备案数量排名TOP10品类



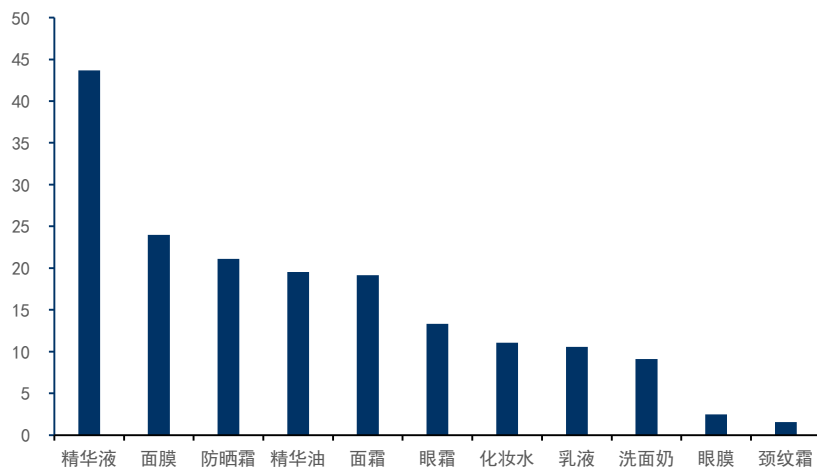
资料来源：品观网，国信证券经济研究所整理

资料来源：用户说、国信证券经济研究所整理

## 2.2 精华：围绕高端功效，凝聚品牌理念与价值

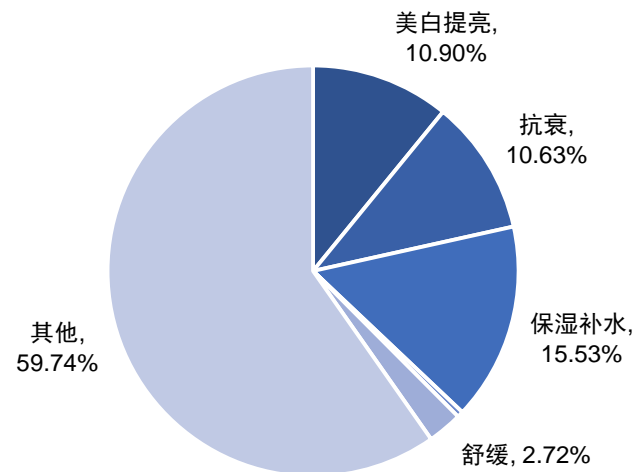
- 精华是有效成分浓度最高的护肤品类，因而伴随消费者对于产品功效成分关注度的提升，精华成为了最受关注的品类，也相应成为了品牌方打造高端功效产品的首选品类。目前来看，精华已经逐步成为代表品牌高度的代表品类：
- 1) 精华品类是展示品牌核心技术和创新成分的窗口。精华液中富含多种功效成分且浓度较高，能够满足多重功效需求，并较为充分的体现公司研发技术的底蕴。如雅诗兰黛小棕瓶、兰蔻小黑瓶等精华，通过不断升级成分技术，成为了跨越时间周期的经典产品。
- 2) 精华是品牌传递品牌理念的重要载体，如前文所述，精华品类的价格定位相对高端，消费者对于该品类的接受度决定了品牌的客单水平，也决定了品牌调性的高低，因此各品牌均将精华作为营销和展示重点。

图51：2021年用户关注的TOP10品类中精华位居第一



资料来源：用户说、国信证券经济研究所整理

图52：精华品类的功效方向丰富

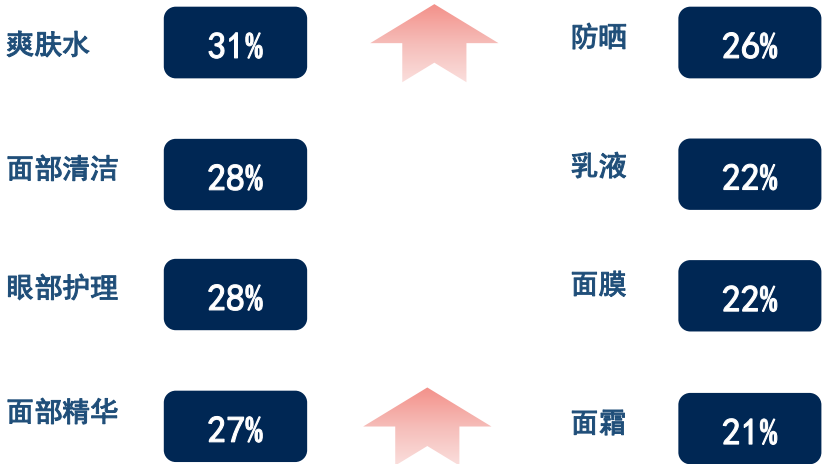


资料来源：用户说、国信证券经济研究所整理

## 2.2 精华：以精华为核心品类已是大单品战略的典型路线

- 目前来看，以精华类为核心进行产品品类拓展成为大单品战略的典型路线。品牌在推出新产品系列时往往首先通过功效精华打开市场，再进一步延伸推出品类系列，从而最终实现单品热度维系和营收持续增长。根据巨量引擎数据，20年开始爆款单品精华销额占比明显提升，精华对业务的集中推动力愈发明显。
- 以近年来在大单品打造较为成功的珀莱雅为例，其目前所推出的红宝石系列和双抗系列均以精华作为首推主打品类，通过核心成分技术优势快速在市场收获口碑热度，并促进品牌的高端化迁移，在此带来的客群认可度基础上，再进一步推出面霜和眼霜等品类，最终实现大单品系列的成功打造。

图53：2020年畅销单品在各品类中的销额占比（护肤类目）



资料来源：巨量引擎、国信证券经济研究所整理

图54：珀莱雅的大单品系列均以精华为主打品类

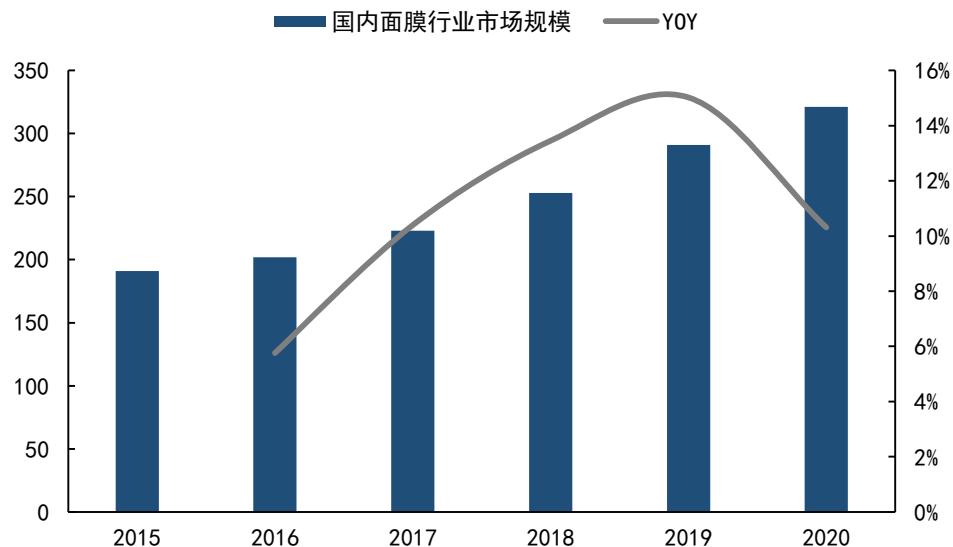


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

## 2.3 面膜：引流利器，成长迅速

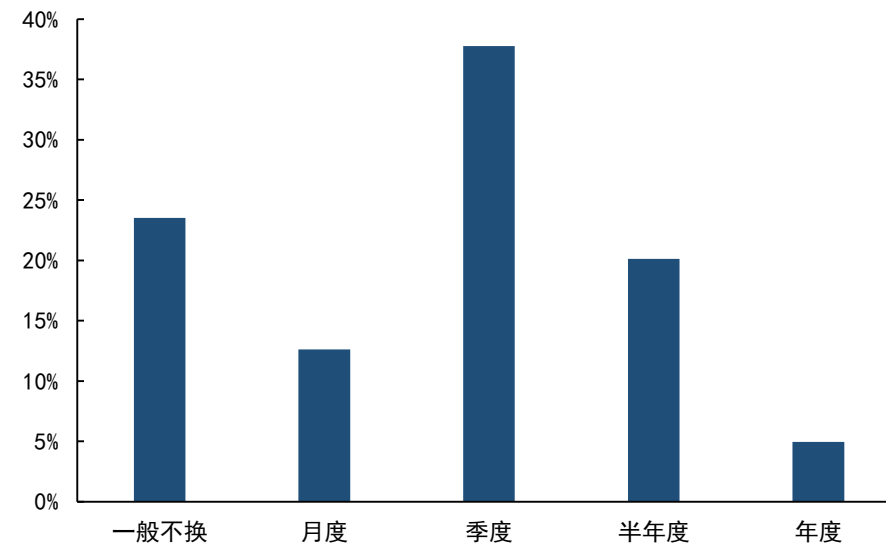
- 面膜是当前国内市场最为普及的护肤品类，由于具备使用频次高、单价低的较强快消品属性，成为了各大品牌的重要引流品类。根据欧睿数据，预计2020年国内面膜市场规模321亿元，继续实现双位数以上增长，占整个护肤品市场规模的比列约为11.3%。
- 面膜主要通过角质层水合作用和温热环境使皮肤角质层得到保湿剂和功效成分的补充，单次使用时间通常为10-15分钟，用完即弃，具有价位合理、使用方便、保湿修复效果立竿见影等特点。同时，由于面膜单价低，利于消费者完成购买决策，因此品牌也更倾向将面膜作为引流品类拓展的选择。但是，虽然面膜品类的普及度较高，但由于品类技术门槛相对较低，因此市场竞争也是最为激烈的，消费者的粘性相对其他品类也因而较低。

图55：国内面膜行业市场规模



资料来源：Euromonitor、国信证券经济研究所整理

图56：普通消费者更换面膜品牌的频率



资料来源：青眼、国信证券经济研究所整理

## 2.3 面膜：国产品牌积极布局，贡献品牌销售成长

■ 目前布局面膜的主要有两类品牌方：

1) **综合类护肤品牌**：对于这类品牌方而言，面膜是其较为重要的爆款引流品类。而作为引流品类，产品成功的背后考验的则是公司供应链能力，包括产品包材加工的复杂性，以及成为爆品后的快速补货高要求。如**珀莱雅**19年打造的风靡全网的泡泡面膜，以及**贝泰妮**去年推出的舒缓修复冻干面膜。两者产品本身研发壁垒相对于公司内的其他单品并不算高，但公司在挖掘客户需求的基础上，在产品的概念和包材设计方面进行了一定的微创新，从而再带来了极好的用户体验，并配合公司与头部KOL之间的合作，快速成为爆款助力品牌破圈。

2) **专业面膜品牌**：如早期国内第一大面膜品牌**美即**，以及目前仍有靓丽成长表现的**御泥坊**等。这类品牌以面膜品类为消费者心智切入点。通过研发深耕，为品类加载不同功效理念及创新成分。如御泥坊近年来不断开发出如氨基酸面膜等新型面膜产品，实现了品牌的迭代成长。

图57：珀莱雅及薇诺娜的爆款面膜



资料来源：公司官网、天猫旗舰店、国信证券经济研究所整理

图58：御泥坊围绕面膜的不同品类持续迭代



资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理



### 3.1 复盘头部品牌经典大单品—OLAY “小白瓶”

- 我们通过复盘海内外头部品牌大单品分析，也均是以功效定位、原料创新、品类衍生作为产品力塑造三大关键。
- 首先，以OLAY小白瓶为例，产品聚焦美白功效，并通过烟酰胺成分技术建立差异化优势。2016年OLAY依托宝洁集团专研成分“烟酰胺”推出第三代“小白瓶”系列产品，并依托全网营销，成功占领以美白为核心需求的消费者心智，帮助2018年OLAY成为双11全网美妆销售第一品牌，并在2019年双11第一周Olay光感小白瓶预售额即达到1.51亿元，同增69.8%。在此之后，品牌同时其紧跟热点功效，通过成分组合和配方升级对单品进行产品拓展，从单一聚焦功效出发串联多种其他功效，打造丰富产品矩阵。目前小白瓶系列已包括光感、高能、淡斑和抗糖四种产品，从单一美白功效出发，延伸出淡斑，抗糖，初抗老等扩展功效理念。

图59：Olay小白瓶系列发展历程



资料来源：天猫旗舰店、国信证券经济研究所整理

图60：“烟酰胺”百度指数在18-19年小白瓶成分推广流行期爆发



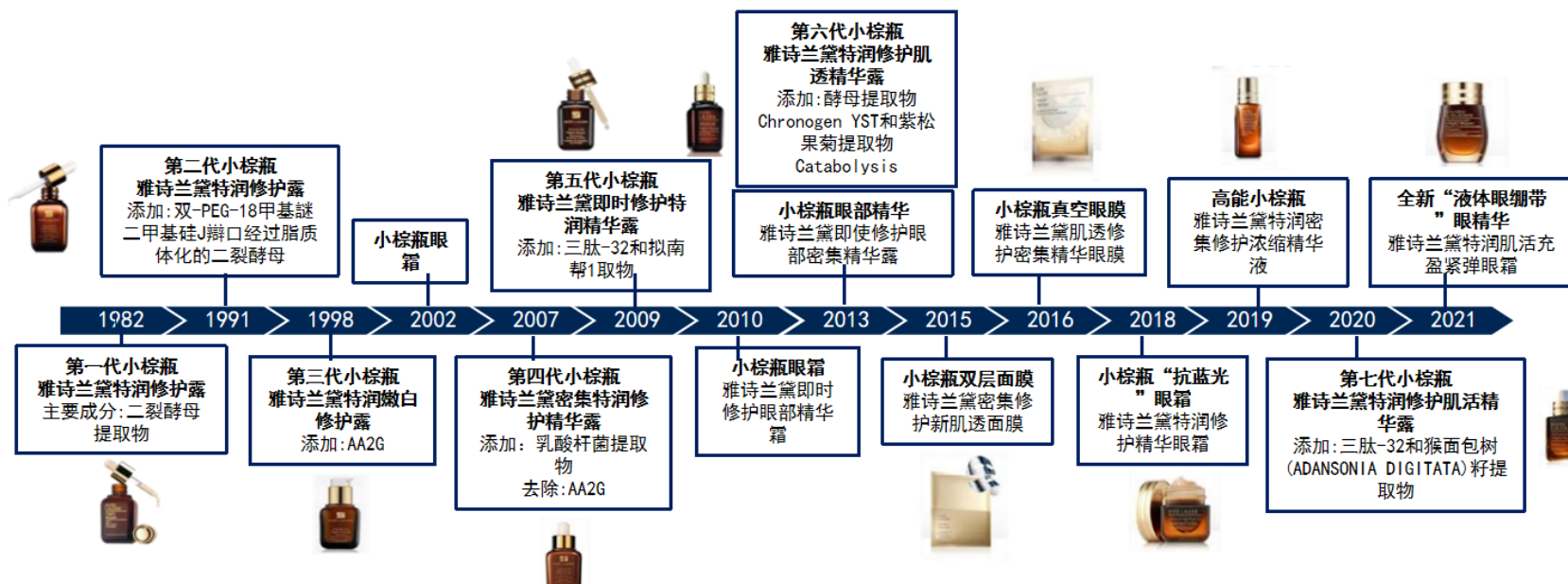
资料来源：百度指数、国信证券经济研究所整理



## 3.2 复盘头部品牌经典爆品—雅诗兰黛“小棕瓶”

- 其次，以雅诗兰黛小棕瓶系列为例，产品聚焦高端抗衰功效，于1982年推出第一代产品，率先在市场上提出“DNA修复”概念。在成分方面大胆创新，采用了超9%的“二裂酵母提取物”作为核心成分。经过多年发展，目前已经成为品牌的代表系列。
- 通过大单品自身升级更新维持产品热度，并持续扩张品类布局，最终造就了该产品的常青。公司围绕小棕瓶系列，一方面对核心品类进行成分技术的持续迭代升级，另一方面积极推动品类衍生，包括眼霜、面膜、洁面乳等多个品类，精准满足消费者细分需求。根据久谦咨询数据显示，2022年Q1天猫平台中，雅诗兰黛小棕瓶系列相关产品销售额占品牌总销售额比例超过50%。

图61：雅诗兰黛围绕修理想念不断进行产品升级



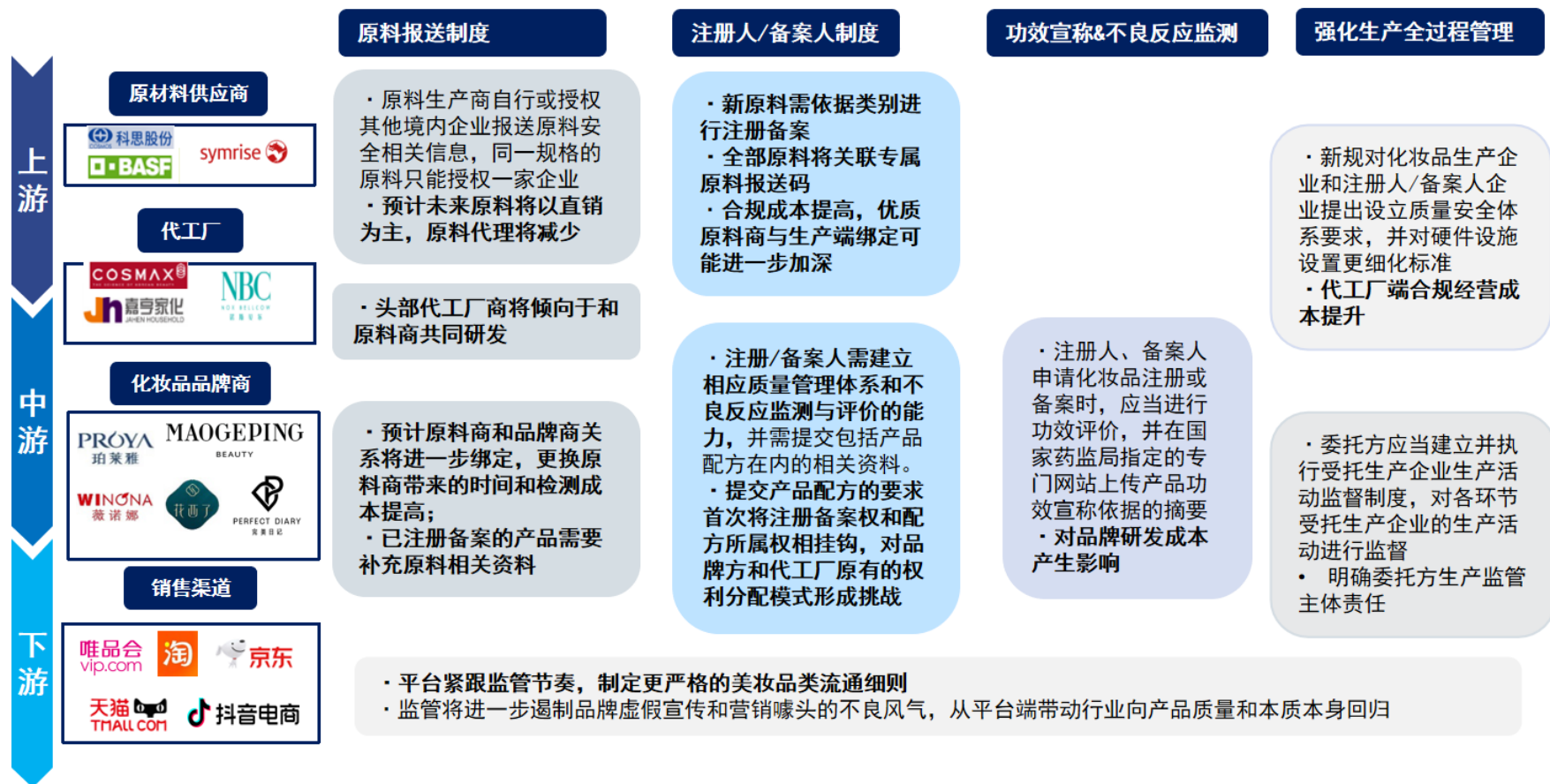
资料来源：雅诗兰黛官网、国信证券经济研究所整理

## 五、新规引导行业合规化，助力竞争格局优化

# 1. 化妆品新规对产业链影响总览

■ 如前文所述，去年以来化妆品新规的实施推动了化妆品产业链各个环节的合规化发展，同时也对行业的竞争格局产生了深远影响。下文我们将具体从原料、生产、品牌、平台渠道四个环节详细介绍新规影响下，产业链环节中出现的变化趋势以及其中蕴含的机遇。

图62：化妆品新规对产业链各环节产生影响



资料来源：国信证券经济研究所整理

## 1.2 化妆品新规影响：引导市场良性竞争，鼓励多方位创新

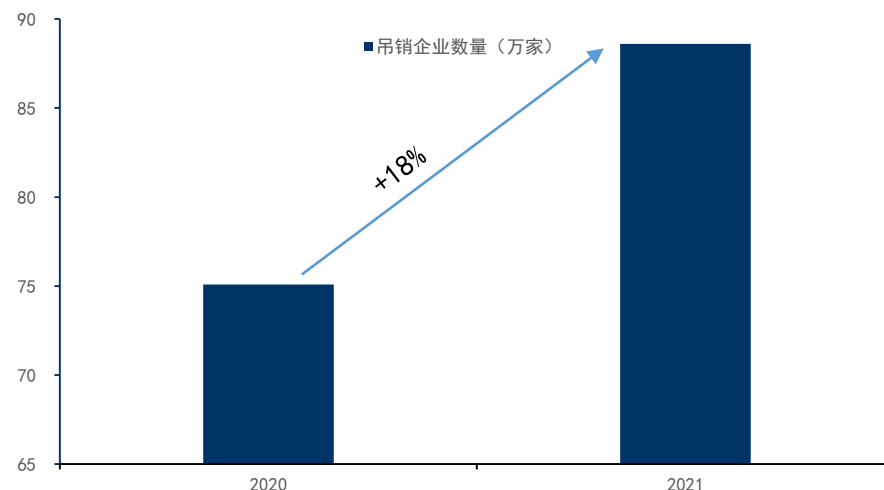
- 首先来看，本次新法规总体思路主要表现为以下几点：1) 深化“放管服”改革，激发市场活力；2) 强化企业的质量安全主体责任，加强生产经营全过程管理；3) 按照风险管理原则实行分类管理；4) 加大对违法行为的惩处力度，营造良好、公平公正的发展环境。
- 法规对产品从原料溯源、功效评价、合规质量经营多个角度提出多项要求，产品力提到新高度。而更高经营门槛的设立，也将推动行业从野蛮生长时代步入健康稳健增长期，不具备相应运营能力的中小企业被逐渐出清，而龙头企业则获得了更为优良的经营土壤：据企查查最新数据，2021年美妆相关企业共吊注销88.6万余家，同比增长18%。其中，多项新规细则正式开始实施的5、6月份相关企业吊注销量出现高峰，突破10万家。

表16：化妆品新规理念要点及具体情况

理念要点	具体表现
风险管理	国家按照风险程度对化妆品、化妆品原料实行分类管理 1) 化妆品分类：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。 2) 化妆品原料分类：《条例》第4条第3款规定，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。
全过程管理	落实企业主体责任。明确注册人、备案人对化妆品的质量安全和功效宣称负责。 1) 加强上市前质量安全要求：要求化妆品和新原料注册、备案前开展安全评估；要求化妆品的功效宣称具有充分科学依据。 2) 加强生产环节过程管理：要求注册备案人按照化妆品生产质量管理规范组织生产。 3) 加强经营环节(上市后)的质量安全管控：要求注册人、备案人开展不良反应监测与评价并及时报告；规范化妆品标签和广告宣传等。
社会共治	消费者协会和其他消费者组织对违反条例规定损害消费者合法权益的行为，依法进行社会监督。
注册人备案人制度创新	化妆品注册备案人对化妆品的质量安全和功效宣称负责。化妆品生产经营者应当依照法律法规强制性国家标准、技术规范从事生产经营活动，加强管理，诚信自律，保证化妆品质量安全。 国家对化妆品实行注册人、备案人制度，明确化妆品注册人、备案人对化妆品的质量安全和功效宣称负责。化妆品注册人备案人是产品的第一责任人，可以自行生产化妆品，也可以委托其他企业生产化妆品。
加大违法处罚力度	1) 处罚到人：违法单位法定代表人或主要负责人、直接负责的主管人员和其他直接责任人员。 2) 重罚提供虚假资料注册或者备案行为

资料来源:国家药监局、珀莱雅研发创新中心、国信证券经济研究所整理预测

图63：2021年美妆企业吊销数量同比+18%

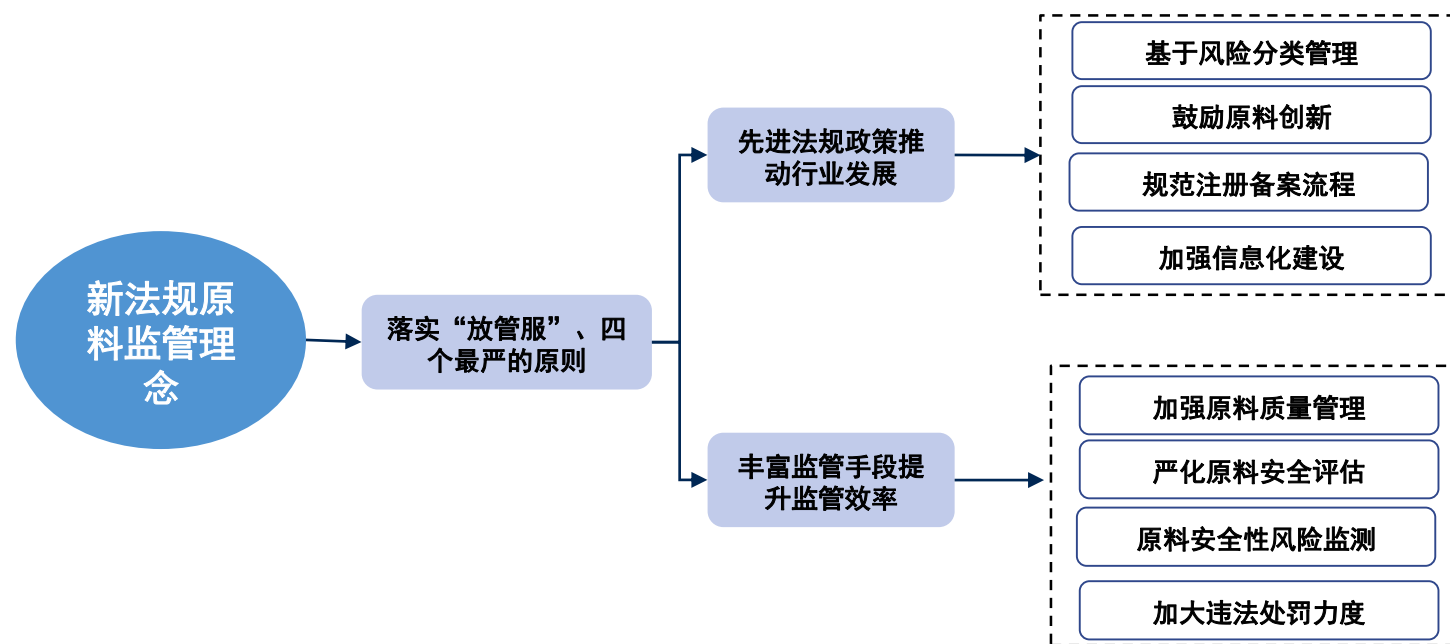


资料来源：企查查、国信证券经济研究所整理

## 2.1 原料端：新规监督理念—鼓励新原料创新，重视安全性

- 原料端监管目标：保障安全性，同时鼓励新原料创新。
- 1) 原料是化妆品安全和功效的基石，但此前化妆品原料一直是监管模糊地带，法规体系对化妆品原料企业没提出明确要求，导致原料企业对化妆品法规缺乏从化妆品产品视角对化妆品原料的安全性和风险评估的理解。此次新规旨在从原料端更好地对化妆品的安全性进行监管，提高化妆品监管效率，丰富化妆品质量安全和化妆品不良反应的监管手段，以进一步保障提升化妆品的安全性。
- 2) 鼓励新原料创新，宽进严出：《化妆品监督管理条例》总则第九条指出，鼓励和支持运用现代科学技术，结合我国传统优势项目和特色植物资源研究开发化妆品。新规为化妆品新原料的研究开发指明了态度与鼓励方向。

图64：新法规对化妆品原料的监管理念



资料来源：国家药监局、国信证券经济研究所整理

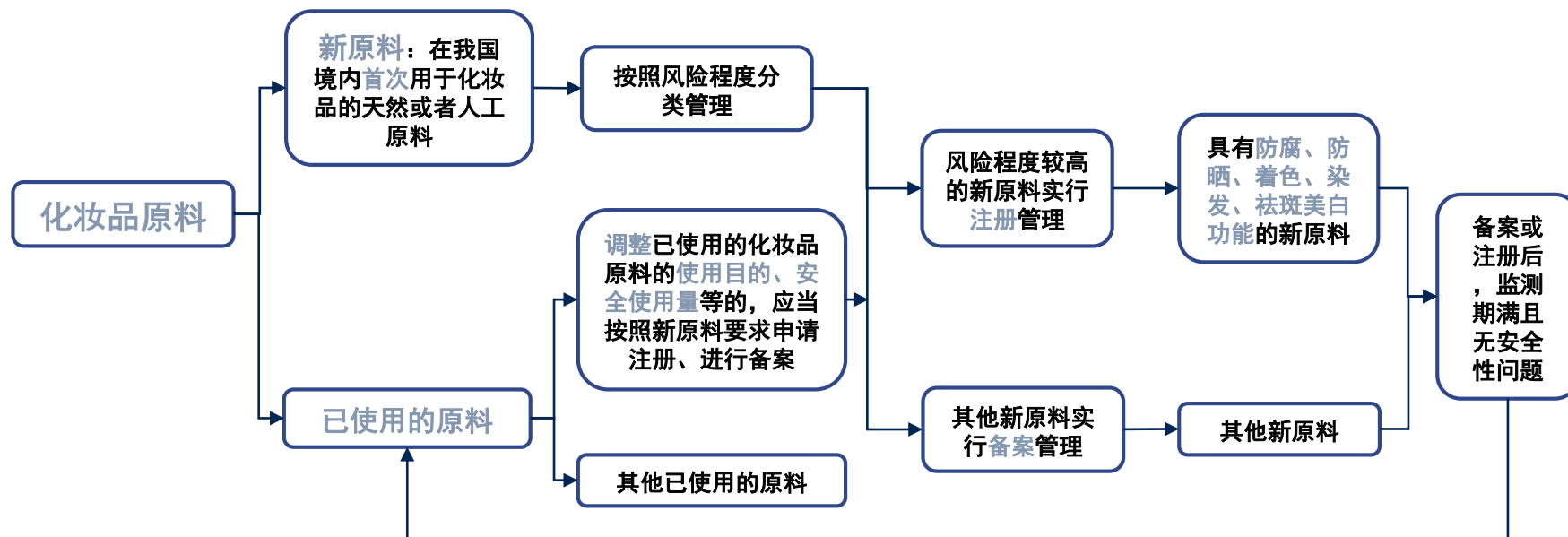
## 2.2 原料端：新规重点一实行双重分类管理制度，鼓励创新，重视安全

### ■ 原料新规监管重点：原料注册备案制度和原料安全信息报送

#### ■ 1) 重点1-原料注册备案制度：新条例对原料实行双重分类管理制度，鼓励新原料创新，重视原料使用安全性。

- 化妆品原料分为新原料和已使用的原料，新原料中国家对风险程度较高的实行注册管理，对其他化妆品新原料实行备案管理。具体来看，在我国境内首次使用于化妆品的天然或者人工原料为新原料。其中具有防腐、防晒、着色、染发、祛斑美白功能新原料经国家局注册后方可使用，其他新原料在使用前向国务院药监部门备案。
- 对新原料设定3年监测期，新原料注册人、备案人在每年应定期向国务院药监局报告新原料使用和安全情况，3年内未发生安全问题，才能被纳入已使用的化妆品原料目录。

图65：化妆品原料监管基本框架



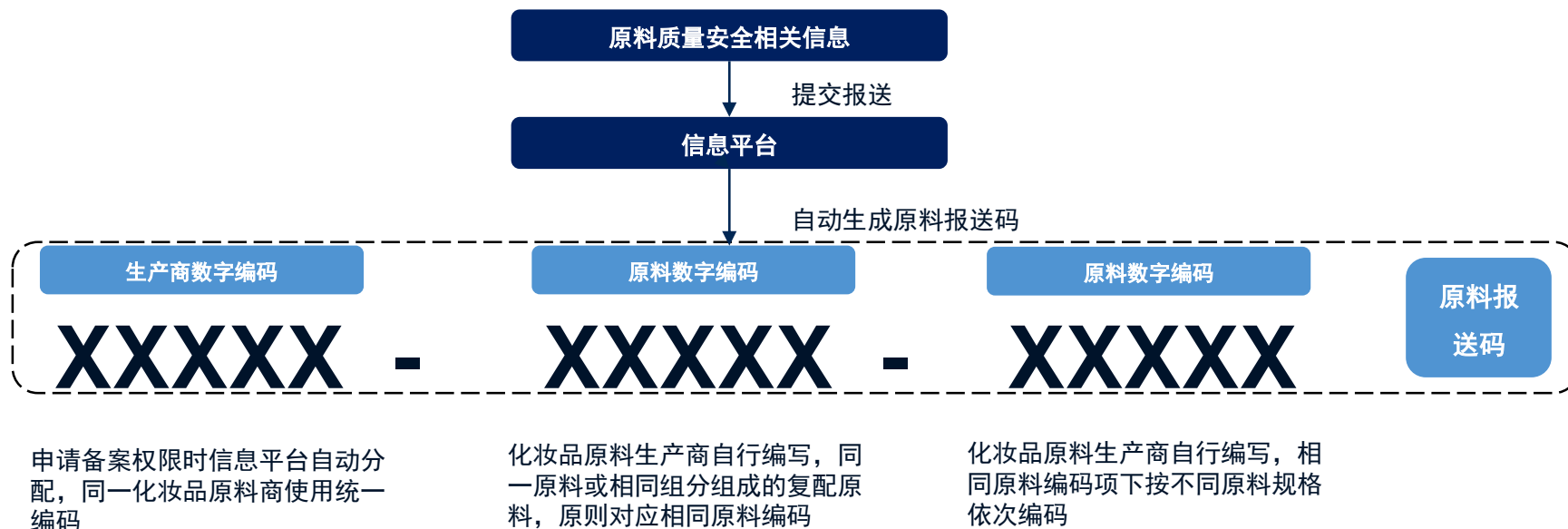
资料来源：珀莱雅研发创新中心、国信证券经济研究所整理



## 2.3 原料端：新规重点一实行双重分类管理制度，鼓励创新，重视安全

- 2) 重点2-原料安全信息报送：全部原料将关联专属原料报送码，化妆品原料进入“身份证”时代，原料商和品牌商关系进一步绑定
- 21年12月31日，化妆品原料安全信息登陆平台上线，化妆品原料生产商或其授权企业需要填报原料报送码。2023 年 1 月 1 日起，化妆品注册备案时所有相关资料需要递交。而此前已经完成注册备案的产品，需在 2023 年 5 月 1 日前完成原料安全信息报送。在截至2022年1月，登记平台已收录14496条原料信息。
- 产品原料监管趋严，溯源高度透明，原料商与品牌商关系进一步绑定。如需更换原料商，则产品原料码也随之变更，这将给品牌商带去一定的变更成本。基于企业效益角度，品牌商与原料商的合作将更加稳定、紧密，整体粘性更强。具备强大下游客户资源的原料龙头企业将享受新规红利，加深自身客户资源壁垒。

图66：原料报送码示意图



资料来源：国家药品监督管理局《化妆品原料质量安全相关信息报送指南》、国信证券经济研究所整理

2.4 原料端：新规影响—更多原料创新将涌现，国产龙头原料商迎来发展机遇

- 1) 影响一：监管范围向上游供应链延伸，原料出现安全性问题时能有效追踪相关问题产品，原料市场进入规范化发展时代。在原料报送码系统的运作下，化妆品的溯源工作将变得更加便捷，当下游使用禁用原料的化妆品生产企业和所涉及的产品被查处时，原料商自身也可能会被追究处理。
- 2) 影响二：有助于原料创新，关注中国特色植物新原料未来发展。截至2022年2月15日，新规发布以来已有8个新原料在新原料注册平台完成备案并处于监测期。新原料成功备案数量超过2009-2019年总和。新原料通过备案审核速度加快表明了国家对新原料研发的切实支持，将进一步促进有关企业加快中国特色原料研发节奏。

图67：上海市对使用禁用原料公司和原料商处罚通告

无障碍浏览

微信

微博

用户登录

内部用户

上海市市场监督管理局

上海城市精神：海纳百川 追求卓越 开明睿智 大气谦和

网站首页

新闻动态

政务公开

一网通办

便民服务

政民互动

专题专栏

网站信息检索 (输入关键字)

行政处罚信息				
详情摘要				
行政处罚决定书文号		沪市监罚处〔2021〕122020001778号		
行政处罚当事人基本情况	单位	名称	上海杨兰化妆品有限公司	
		注册号	310000400091670	
		法定代表人(负责人)姓名	吴振熙	
	违法行为类型		使用化妆品禁用原料和未经批准的化妆品新原料	
行政处罚内容		没收产品		
作出行政处罚决定机关名称		闵行区市场监督管理局		
作出行政处罚决定日期		2021-12-31		

资料来源：上海市市场监督管理局、国信证券经济研究所整理

表17：新规以来新原料加速注册备案

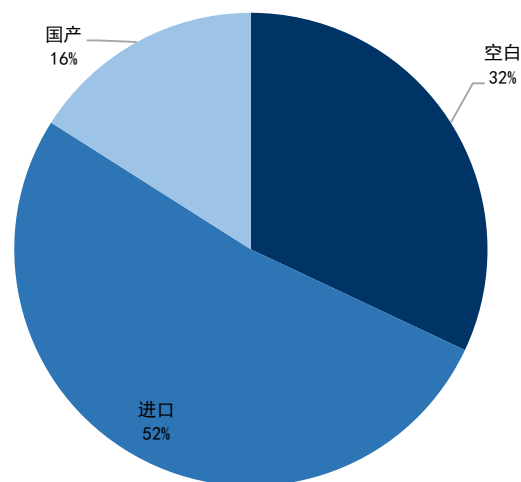
序号	标准中文名称	主要用途	备案号	备案人中文	状态
1	β-丙氨酸羟脯氨酸二氨基丁酸苄胺	皮肤保护剂	国妆原备字20210003	深圳市维琪医药研发有限公司	监测期
2	月桂酰甲基羟乙基磺酸钠	清洁剂	国妆原备字20210006	英诺斯派化工（北京）有限公司	监测期
3	四氟丙烯	推进剂	国妆原备字20210005	霍尼韦尔国际公司	监测期
4	雪莲培养物	抗氧化剂	国妆原备字20210004	大连普瑞康生物技术有限公司	监测期
5	N-乙酰神经氨酸	美白、抗衰老	国妆原备字20210001	武汉中科光谷绿色生物技术有限公司	监测期
6	月桂酰丙氨酸	表活	国妆原备字20210002	苏州维美生物科技有限公司	监测期
7	鲸蜡基二甘油三（三甲基硅氧基）硅乙基聚二甲基硅氧烷	乳化剂	国妆原备字20220001	陶氏（张家港）投资有限公司	监测期
8	β-烟酰胺单核苷酸	抗衰老	国妆原备字20220002	余姚莱孚斯本健康科技有限公司	监测期
9	聚甲基倍半硅氧烷/三甲基硅烷氧基硅酸酯	柔润剂	国妆原备字20220003	格苒特工业公司	监测期

资料来源：国家药监局、国信证券经济研究所整理

## 2.4 原料端：新规影响—更多原料创新将涌现，国产龙头原料商迎来发展机遇

- 3) 影响三：头部国产原料商迎来发展机遇。长期以来，国内化妆品品牌商对海外化妆品原料商依存度较高，国产化妆品面临的‘卡脖子’困境集中在原料研发、工艺创新和检测评价技术，活性物成分多依赖进口。
- 国内头部原料商面对新规变化有望实现突围：伴随新法规落地，一方面，新规涉及资料填报、原料评测等费用增加问题，且品牌商也将更加倾向于选择龙头原料供应商来保证稳定供应：如果将来产品某个原料停产或不能备案，生产企业将面临更换配方、重做功效评价的成本风险；另一方面，考虑到专利保密，海外原料商可能在合规成本和泄密风险方面存在更多考虑，这也给了灵活应变的国内头部原料商实现产品替代的机遇。
- 在此背景下，头部的国内优质原料供应商具备一定供应链稳定优势；具备研发基础、技术优势、高质量保证和稳定供应链的原料龙头有望进一步收益，优质原料商与生产端的绑定程度有望加深。

图68：我国化妆品原料对进口依存度较高



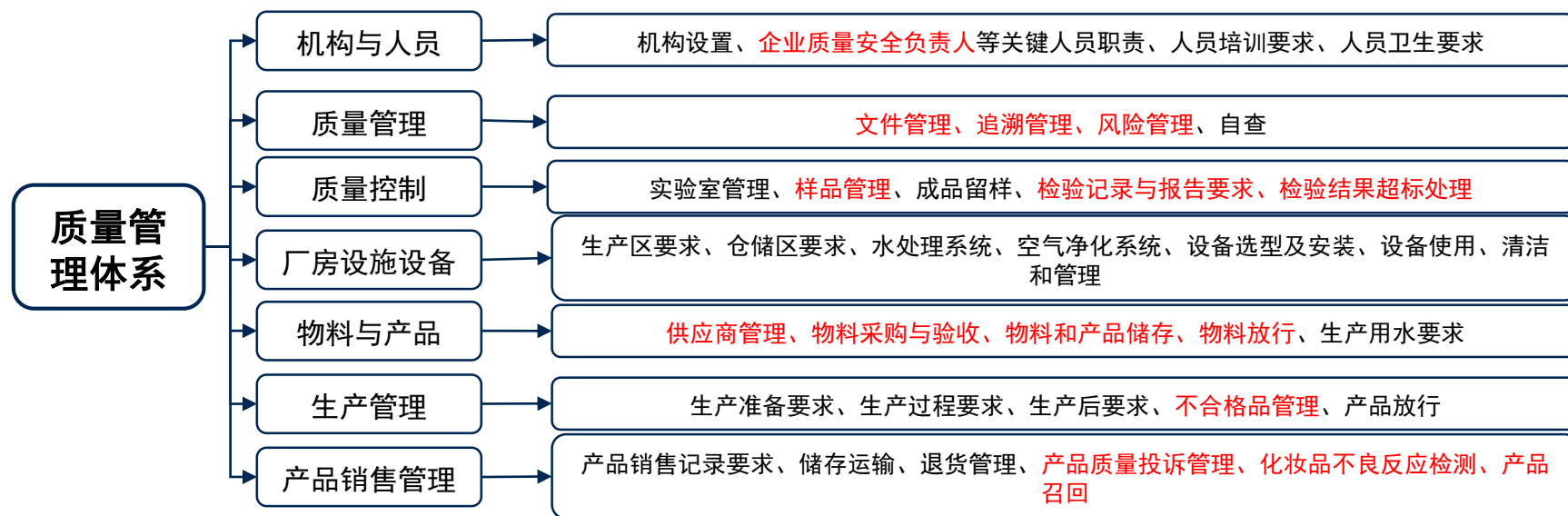
资料来源：工业和信息化部、国信证券经济研究所整理

### 3.1生产端：新规重点一强化生产全过程管理，推升安全生产成本

#### ■ 生产端新规监管重点一：以设立质量安全负责人为中心强化生产全过程管理

- 2022年1月6日，国家药监局发布《化妆品生产质量管理规范》，全方位对化妆品生产过程提高管理标准。新规首次要求化妆品注册人、备案人、受托生产企业应当设质量安全负责人，同时对化妆品生产企业和注册人/备案人企业提出设立质量安全体系要求，合规成本明显提升。质量安全负责人应当具备化妆品质量安全相关专业知识，并具有5年以上化妆品生产或者质量安全管理经验。同时，新规对化妆品生产企业和注册人/备案人企业提出设立质量安全体系要求，并对硬件设施设置更细化标准，从源头强化原料生产环境管理。

图69：新规下化妆品质量管理体系



资料来源：国家药监局《化妆品生产质量管理规范》、美丽研制、国信证券经济研究所整理

### 3.1 生产端：新规重点一提高注册/备案人标准，强化生产全过程管理

- 新规对生产工厂端监管重点二：注册备案权和配方所属权相挂钩，主体责任更加明确
- 新规要求注册人/备案人在申请注册备案时需提交包括产品配方在内的相关资料，首次将注册备案权和配方所属权相挂钩，对品牌方和代工厂原有的权利分配模式形成了挑战。如按照品牌方与代工厂合作模式将化妆品生产模式分为自产/OEM/ODM 三种，除品牌自产模式外，OEM和ODM模式下代工厂与品牌方都存在一定注册/备案权方面的变化。
  - 在OEM模式下，如品牌方为保护配方知识产权选择自己承担注册/备案责任，其将面临寻找质量安全负责人和建立质量标准体系的成本。不具有此能力的品牌方则面临知识产权受损问题。
  - 在ODM模式下，议价能力较低的中小品牌可能无法获得注册/备案权，在新规下宣传难度也增加，从而导致这部分中小品牌难以生存或出现速度变慢。而议价能力较高，且能满足注册/备案条件的品牌可能会坚持获得注册/备案权，导致ODM企业陷入两难境地。

表18：新规下三种模式中代工厂和品牌商分别受到的影响

过去模式			新规影响
模式	配方所属权	注册备案人	
品牌自产	品牌方	品牌方	无明显影响
OEM	品牌方	品牌方	新规下品牌方备案面临缺乏质量安全负责人和质量安全体系的双重问题
		代工厂	新规下品牌方需向代工厂提供完全配方材料，知识产权可能受到侵害，且未来品牌方可能无法以“联合出品人”身份印在标签上
ODM	代工厂	品牌方	新规下代工厂需向品牌方提供完全配方材料，知识产权可能受到侵害
		代工厂	未来品牌方可能无法以“联合出品人”身份印在标签上

资料来源：青眼、国信证券经济研究所整理



## 3.2 生产端：新规影响—生产合规标准全面提高，竞争格局进一步优化



■ 新规对代工厂的主要影响包括：合规成本提高，竞争格局进一步优化、代工厂与品牌端绑定关系加深

■ 1) 影响一：代工厂端合规经营成本提升，中小厂商的合规门槛大幅提高。新规要求下，企业为升级完善质量安全体系的要求需付出一定合规经营成本。同时，由于质量安全负责人市场供给不足，当前招募质量安全负责人的人力成本也在大幅提升。而在供给端，由于受监管、疫情等影响导致原料成本上升，原料涨价给已经提前签好订单的代工厂带来了较大成本上升压力，代工厂成本端将进一步承压，中小厂商生存难度加大。据青眼数据，在2021年，已公告的主动注销化妆品生产许可证的企业达132家。根据各省药监局和市监局公布的注销企业数据，2021年化妆品注销企业中主动注销的OEM/ODM企业占比最高，达67%。

表19：2021年8-10月化妆品生存原料涨幅情况

原料	8月13日	9月13日		10月13日	
	价格 (元/吨)	价格 (元/吨)	涨幅	价格 (元/吨)	涨幅
乙二醇	5426.67	5416.67	-0.18%	7091.67	30.92%
丙二醇	17166.67	18366.67	6%	22933.33	24.86%
1,4-丁二醇	28875	28200	-2.34%	30625	8.60%
苯乙烯	9000	9262.5	2.92%	10070	8.72%
尿素	2800	2506.67	-10.48%	3061.67	22.14%
有机硅DMC	31366.67	38333.33	22.21%	63133.33	64.7%

资料来源：品观网、国信证券经济研究所整理

表20：部分化妆品生产企业质量安全负责人招聘薪资

招聘单位	月薪	地点
美图公司	20-30K	北京
北京尚捷优蓝科技有限公司	8-20K	北京
中海龙生物科技（佛山）有限公司	11-22K	佛山
广州市明月亮化妆品有限公司	5-10K	广州
海南艾纳香生物科技发展股份有限公司	6-10K	海口
米友圈	8-15K	杭州
厦门茱坊商贸有限公司	4-6K	泉州
欧浩云供应链管理公司	7-10K	汕头
上海丽客化妆品有限公司	10-15K	上海

资料来源：智联招聘、国家药监局、国信证券经济研究所整理



## 3.2 生产端：新规影响—生产合规标准全面提高，竞争格局进一步优化

- 2) 影响二：注册/备案人标准提升导致品牌与生产端绑定进一步加深。在新规的注册备案条件下，不具备注册备案能力的中小品牌商需委托代工厂进行注册备案，可能会更多依赖代工厂，降低自身议价能力。同时，注册备案中的配方归属权问题也会使生产商和品牌建立更深度、更稳定的合作关系以保证配方所有方的知识产权，品牌与生产端的绑定将逐步加深，在合规门槛下，具备帮助品牌备案、生产的全链路实力的大型代工厂有望获益。

图70：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》、国信证券经济研究所整理

# 4.1 品牌端：新规重点一建立功效宣称评价

■ 品牌方的新规监管重点包括：功效宣称评价、不良反应检测以及委托生产制度的完善

■ 1) 监管重点一—功效评价：新品功效宣称应当有充分的科学依据，并需进行相应功效评价检测。

22年1月1日起，化妆品注册/备案申请应当进行功效评价，并在国家药监局指定的专门网站上传产品功效宣称依据的摘要。祛斑美白、防晒、防脱发、祛痘、修护、滋养等6类功效，只能通过人体功效评价试验方式进行功效宣称评价；其他功效可选人体功效评价试验、消费者使用测试、实验室试验等方法，保湿和特定宣称（原料功效）则还可以选择文献资料或研究数据的评价方式。

表21：化妆品功效宣称评价表

序号	功效宣称	人体功效评价试验	消费者使用测试	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	紧致	*	*	*	△
9	舒缓	*	*	*	△
10	控油	*	*	*	△
11	去角质	*	*	*	△
12	防断发	*	*	*	△
13	去屑	*	*	*	△

资料来源：国家药监局、国信证券经济研究所整理

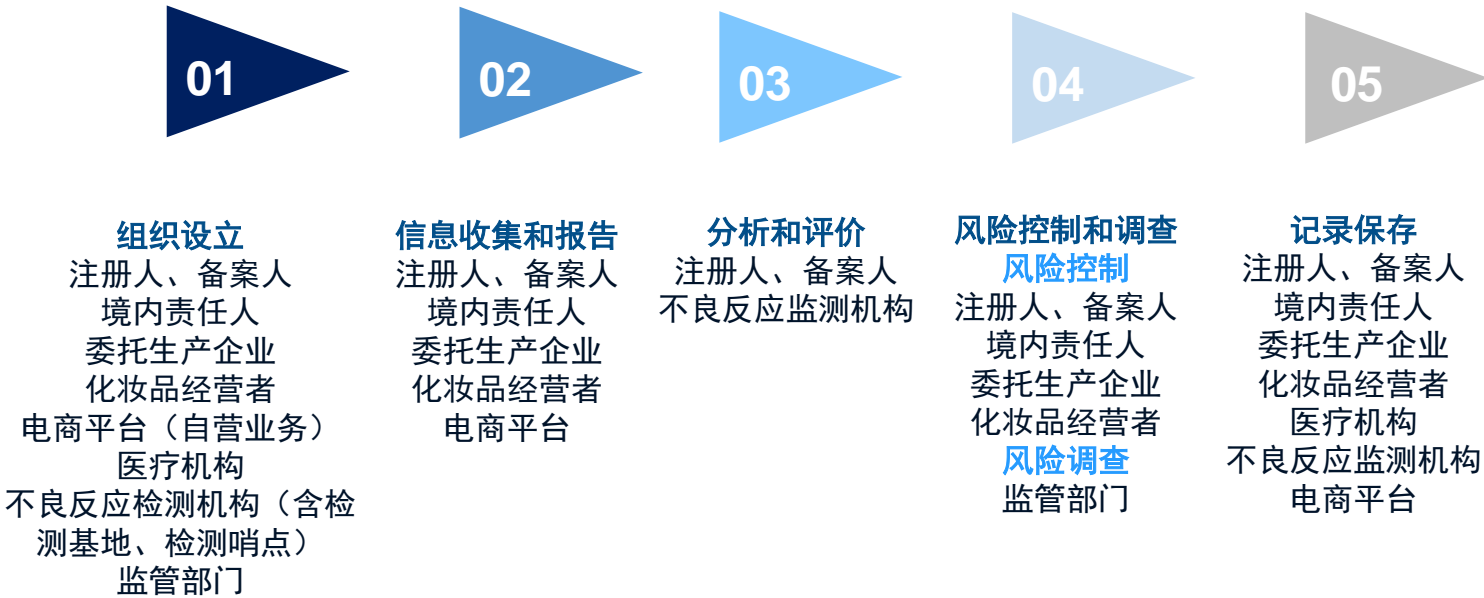
说明：1. 选项栏中画√的，为必做项目；2. 选项栏中画\*的，为可选项目，但必须从中选择至少一项；3. 选项栏中画△的，为可搭配项目，但必须配合人体功效评价试验，消费者使用测试或者实验室试验一起使用

# 4.1 品牌方：新规重点一建立不良反应监测制度

## ■ 2) 监管重点二-不良反应监测：注册/备案人需建立化妆品不良反应监测和评价体系

新规提出注册/备案人需具备化妆品不良反应监测和评价能力。注册/备案人需主动收集其上市销售化妆品的不良反应，及时开展评价，并按规定向化妆品不良反应监测机构报告。同时，应当建立并保存化妆品不良反应监测记录。记录保存期限不得少于报告之日起3年。

图71：化妆品不良反应监测流程



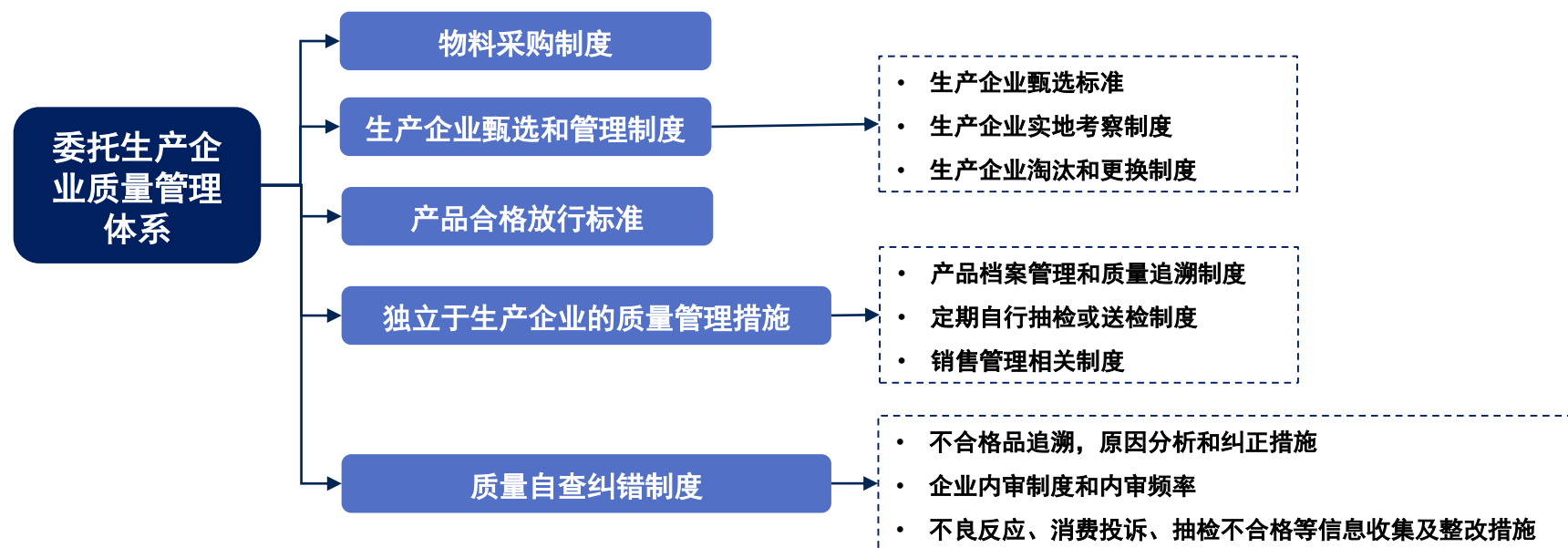
资料来源：国家药监局、美丽研制、国信证券经济研究所整理

## 4.1 品牌端：新规重点—全程参与生产监督管理

■ 3) 监管重点三—完善委托生产制度：委托方应当建立并执行受托生产企业生产活动监督制度体系。

- 新规要求品牌方，即生产委托方，需对各环节受托生产企业生产活动进行监督，确保受托生产企业按照法定要求进行生产。同时，委托方需建立并执行物料供应商遴选、物料审查、物料进货查验记录和验收以及物料放行管理等相关制度。
- 新规改变了原有品牌委托方只负责宣传和销售而不负责生产监督的问题，未来品牌方需建立严格质量管理体系和相关部门，重营销轻产品的企业未来被处罚风险增大。

图72：化妆品委托生产质量管理体系



资料来源：国家药监局、国信证券经济研究所整理

## 4.2 品牌端：新规影响—产品上新周期延长，成本提高

- 新规对品牌方的主要影响包括：合规成本提高、上新周期延长及原料管理困境
- 1) 影响一：新产品推出成本提高。新规中的功效宣称评价、不良反应检测、生产质量监督等多因素推动新品成本上涨。如功效宣称评价中，祛斑美白功效评价成本已由新规前3-5万元上升至15-20万元，人体功效测试成本中，仅志愿者的费用便需3-5万元。同时， 违约风险和成本也在提升，按照新规规定，未按要进行生产监督的企业最高可处货值金额10倍罚款。

表22：人体功效评价测试报价梳理

功效宣称	费用区间
防脱	23-24万元
祛斑美白	12-21万
防晒	5-8万
祛痘	3. 3-16万
修护	3-5万
滋养	3-9万
舒缓	3-6万
紧致	3-5万
抗皱	4. 5-6万
保湿	2. 7-5万
控油	2. 8-5. 5万

资料来源:青眼、国家药监局、国信证券经济研究所整理

图73：功效宣称要求增加了费用和时间成本



资料来源：国家药监局、国信证券经济研究所整理

## 4.2 品牌端：新规影响—产品违法成本提升

■ 非合规宣称的产品将逐步退出市场，合规成本进一步提高。自2019年1月以来，“药妆”“医学护肤品”“EGF化妆品”“械字号面膜”“大麻化妆品”“刷酸化妆品”“干细胞化妆品”“睫毛生长液”“食品级化妆品”“377普通化妆品”等共10类产品及宣称相继被禁或严管。典型如“377普通化妆品”，去年年末，广西药监局、广州市监局相继发文称，苯乙基间苯二酚（俗称377）不能应用于生产普通化妆品，要求企业应停止生产这类产品、主动撤销产品备案并召回产品。对于部分采用该成分品牌的产品销售带来了较大影响。

表23：近三年被禁/点名的化妆品

年份	时间	文件/通知/科普文章	涉及的成分/产品宣称/品类	监管要求/行业意义
2021年	12月9日	《勿将玩具当儿童化妆品使用》	玩具彩妆产品	如果一个产品符合化妆品定义，无论其单独销售或者与玩具等其他产品一并销售，该产品都属于化妆品。即儿童玩具彩妆需按化妆品监管。即儿童玩具彩妆需按化妆品监管。
	11月30日	《国家药监局综合司关于进一步加强普通化妆品备案管理工作的通知》	苯乙基间苯二酚（“377”）	“377”不可用于普通化妆品
	10月18日	《“食品级”化妆品是对消费者的误导》	标注或宣称“食品级”“可食用”的化妆品	不存在“食品级”化妆品
	9月16日	《警惕宣称“促进睫毛生长”的睫毛液》	宣称促进睫毛生长的化妆品	没有“促进睫毛生长”的功效类别
	9月13日	《“干细胞化妆品”是个伪概念》	宣称含“植物干细胞”的化妆品	化妆品的标签宣称含有干细胞”，违反了化妆品标签管理的法规规定，应予禁止
	8月11日	《科学认识“刷酸”美容》	果酸、水杨酸等酸类成分	“刷酸治疗”中使用的“酸”不是化妆品
	5月28日	《化妆品禁用原料目录》 《化妆品禁用植（动）物原料目录》	大麻二酚、大麻仁果、大籽油、大麻和叶提取物	4种大麻相关原料被禁用
2020年	1月3日	《化妆品科普：警惕面消费陷阱》	械字号面膜  宣称“药妆”“医学护肤品”的化妆品	不存在“械字号面膜”  化妆品宣称“药妆”“医学护肤品”，属于违法行为，
2019年	1月10日	“化妆品监督管理常见问题解答（一）”	寡肽-1和人寡肽1(表皮生长因子，EGF)	EGF不可作为化妆品原料使用成宣传

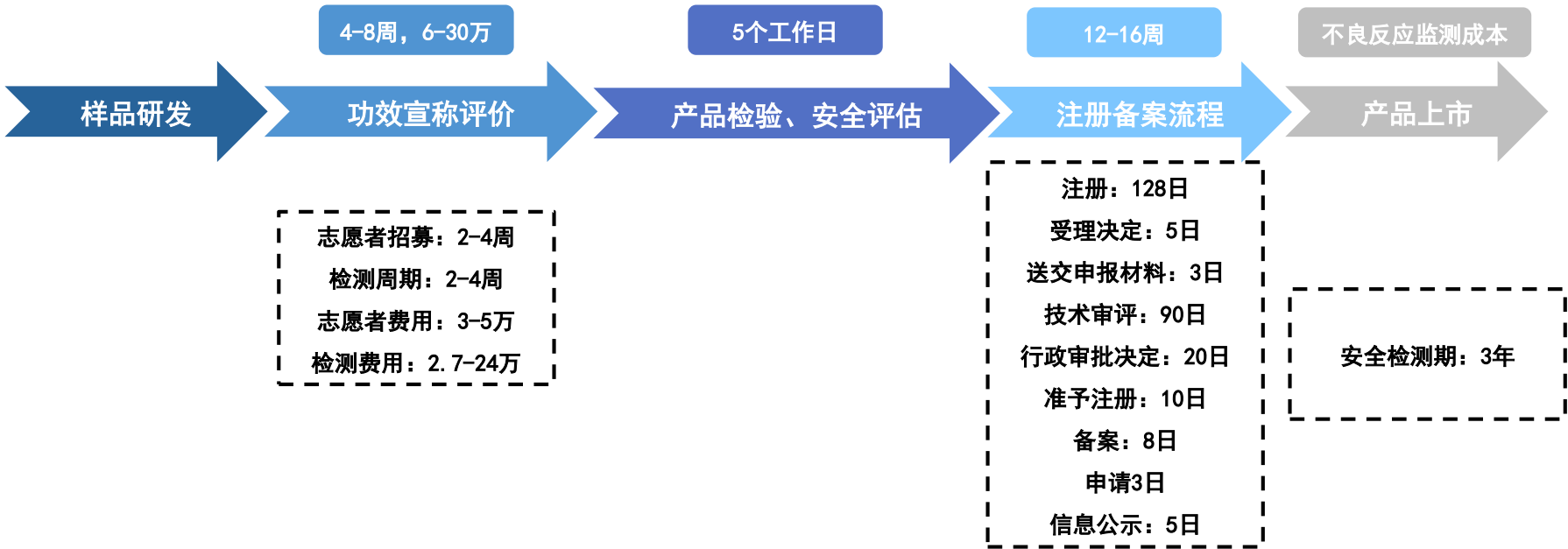
资料来源：青眼、国家药监局、国信证券经济研究所整理



4.2 品牌端：新规影响—产品上新周期延长

■ 2) 影响二：注册备案标准提升延长新品上新周期。根据青眼数据，在旧规下，新品上新周期平均约为3个月。新规颁布后，新增功效宣称评价普遍需4-8周，再经产品安全检验、注册备案流程，合计流程时长约在4-6个月。新品获批时间整体延长，注册备案数量明显下降。根据药监局数据，2021前三季度共备案化妆品16.6万款，月均1.8万款，较去年单月备案量下降约48%。

图74：新规后产品上新周期明显延长

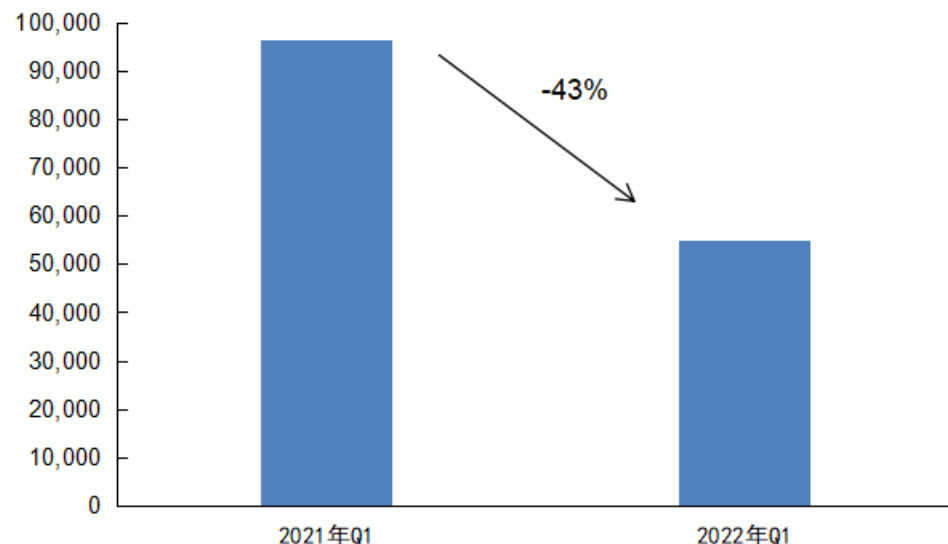


资料来源：国家药监局、国信证券经济研究所整理

## 4.2 品牌端：新规影响—新品备案锐减，竞争格局优化

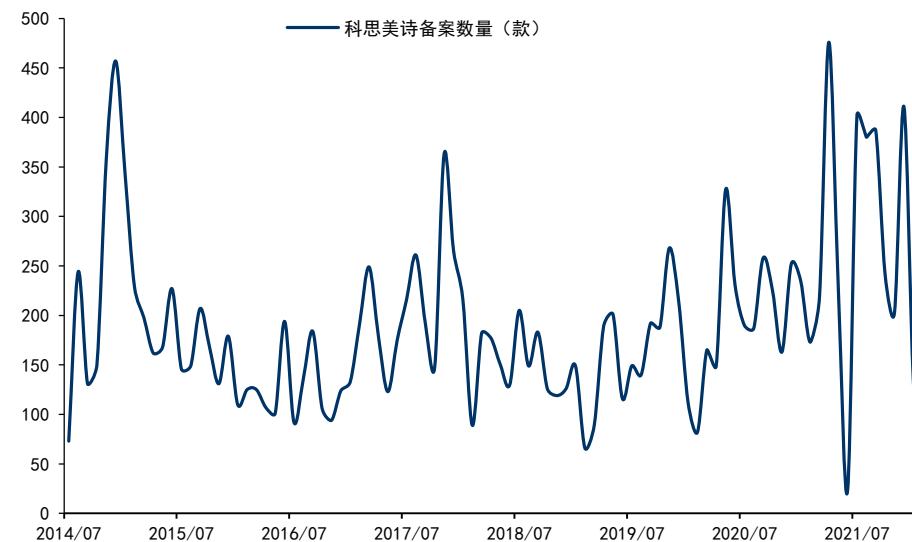
■ 2) 新品备案数量锐减。伴随化妆品备案资料提交门槛变高、难度加大，新品备案数量减少明显。据美丽修行数据，2022年Q1我国共新增54939条化妆品新品备案信息，较去年同期跌幅达43%。其中注册备案要求相对较高的特证产品新增数量下滑更为明显：据大麦星球数据，今年1-5月新注册了国产特殊化妆品同比下降了70.66%。另外从主流代工厂科思美诗（中国）备案数量来看，2022年1月备案数量为135款，去年同期约为235款。整体来看，新规对于行业产品上新进展具有较大的影响。

图75：2022年Q1新品备案数量锐减



资料来源：美丽修行大数据、国信证券经济研究所整理

图76：科思美诗2022年1-2产品备案数量同比变化



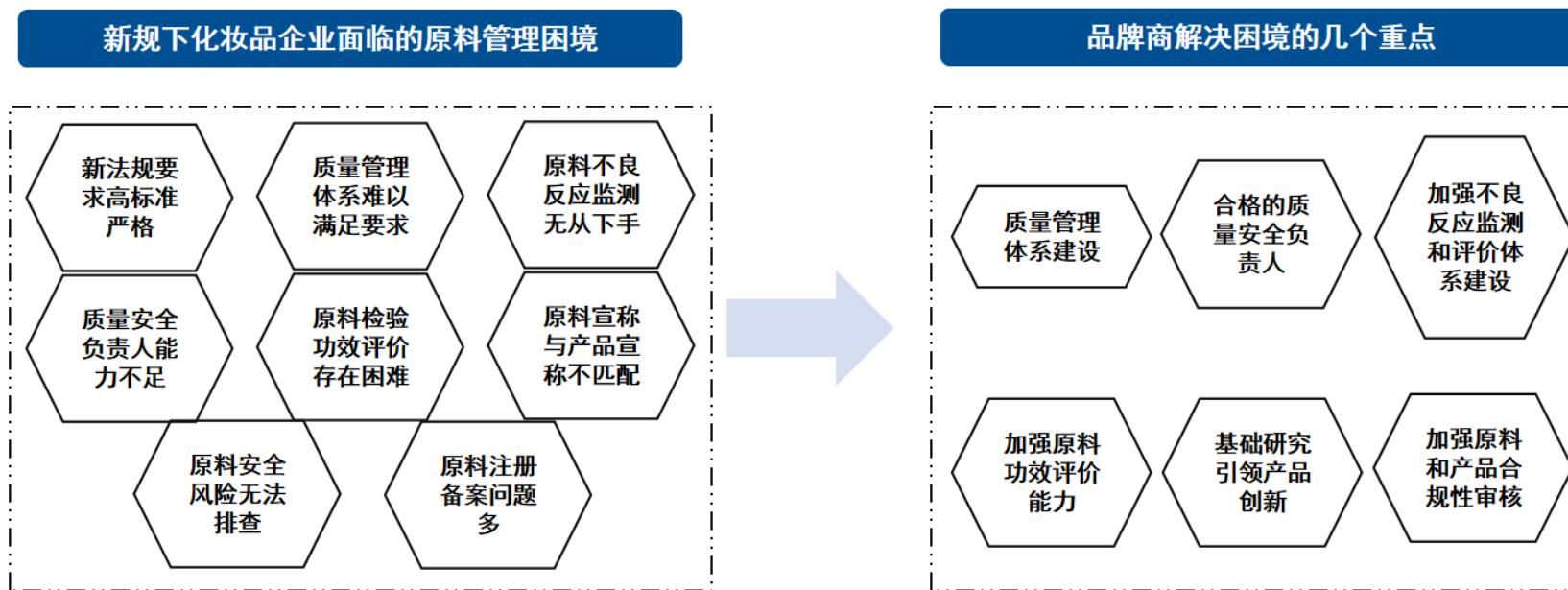
注：数据截至2022-2-16

资料来源：NMPA、国信证券经济研究所整理

## 4.2 品牌端：新规影响—新规下化妆品企业面临原料管理困境

- 2) 影响三—新规下品牌商面临原料管理困境。具体包括标准提高、难以满足质管体系、质量安全负责人能力不足、原料监测功效评价存在困难、原料宣称与产品宣称不匹配等；品牌商需要从质量管理体系建设、招募和合格的质量安全负责人、加强相关不良反应监测和评价体系建设、加强原料功效评价能力、加强原料和产品合规性审核等方面，并持续通过基础研究引领产品创新。

图77：新规下化妆品品牌商面临的原料的管理困境及解决困境着力点



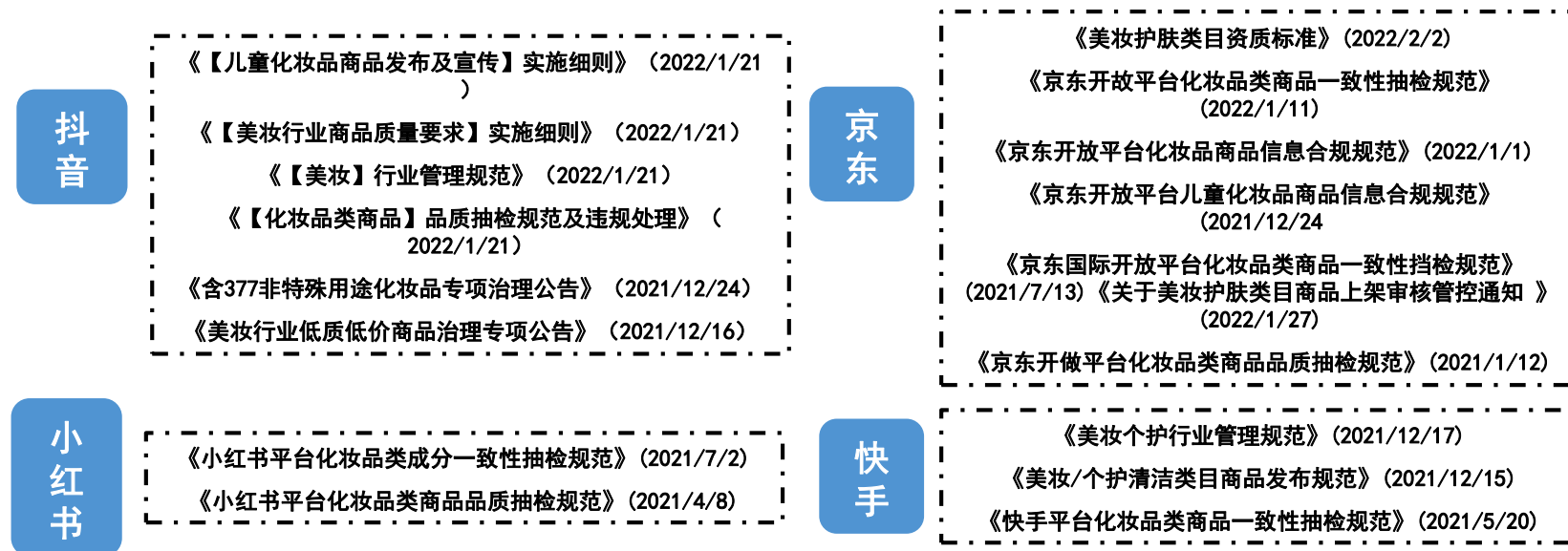
资料来源：珀莱雅研发创新中心、国信证券经济研究所整理

## 5.1 平台端：紧跟监管部门节奏，进一步遏制品牌虚假宣传等不良风气

### ■ 平台方新规监管重点：化妆品电商平台经营者对平台内化妆品经营者进行实名登记，承担管理责任

- 新规明确规定电商平台对平台内化妆品销售承担管理责任。平台内化妆品经营者应当全面、真实、准确、及时披露所经营化妆品的信息，建立并执行进货查验记录制度，如发现平台内销售者存在违法行为应及时制止并报告监管部门；发现严重违法行为的，要立即停止提供平台服务。
- 为响应监管部门号召，近日抖音、小红书电商销售平台均已出台更严格的美妆品类流通细则。据青眼统计，2021年1月至今，抖音电商已先后发布了13个与化妆品经营相关的管理细则，基本与药监部门保持同步。京东、小红书、快手等平台也均已发布相关美妆品类管理规范。

图78：部分电商平台美妆品类流通细则



资料来源：国信证券经济研究所整理

# 5.1 平台端：严厉打击平台违规销售行为，维护美妆销售渠道健康发展



- 紧跟监管节奏，去年以来抖音、小红书等平台均已启动美妆类产品违规销售专项整治行动。
- 抖音电商作为化妆品销售渠道，紧跟监管部门的要求，及时发布相应通知约束商家的营销以及销售行为。据青眼统计，2021年1月至今，抖音电商已先后发布了13个与化妆品经营相关的管理细则，基本与药监部门保持同步。2022年1月28日，抖音电商发布的针对化妆品品质抽检、儿童化妆品商品发布及宣传、美妆行业商品质量要求等4个实施细正式生效实施。此外，作为美妆产品“种草”的主要平台，小红书也推出违规营销专项治理行动。21年12月，小红书对涉嫌虚假宣传的29个品牌进行封禁处理，22年1月5 日再封禁 39 个违规营销品牌，涉及美容护理品牌、线下美容护理机构，进一步规范营销活动。

表24：2021年1月以来抖音电商发布的与化妆品相关的规则

发布日期	规定	主要内容
2022年1月21日	《【儿童化妆品商品发布及宣传】实施细则》	针对儿童化妆品发布规范、宣传规范、违规处理细则。
2022年1月21日	《【美妆行业商品品质是要求】实施细则》	不定期对商家在售商品进行神秘购买，并进行检测判定。一旦发现商品标识标志、商品描述一致性、商品安全性能等存在问题，平台将对商家/商品进行处理。
2022年1月21日	《【美妆】行业管理规范》	新增“美容护肤，美容护肤便携装”类目、美妆行业商家商品质量要求等内容。
2022年1月21日	《【化妆品类商品】品质抽检规范及违规处理》	针对化妆品抽检规范及违规处理进行规范。
2021年12月24日	含苯乙基间苯二酚(377)非特殊用途化妆品专项治理公告	对377普通化妆品商品下架/封禁、停业整顿、扣除保证金等处理档施。
2021年12月16日	《美妆行业低质低价商品治理专项公告》	将整治化妆品行业低质低价商品。
2021年9月30日	关于“睫毛液类化妆品”发布/宣传规范及专项治理公告	不得使用“促进睫毛生长”等明示或暗示医疗作用和效果的词语。
2021年9月29日	关于“化妆品分装”违规处理公示	禁止售卖“分装化妆品”，并封禁了多个账号的商品。
2021年8月26日	关于“含酸类化妆品”发布/宣传规范及专项治理公告	不得使用“酸”“刷酸治疗”等明示或暗示医疗作用和效果的词语。
2021年6月20日	《【全球购】化妆品类成分一致性抽检规范》	针对化妆品类成分一致性抽检制定细则。
2021年6月3日	《化妆品类成分一致性抽检规范》	针对化妆品类成分一致性生抽检制定该实施细侧则，委托国家认定的第三方检测机构对商家的商品进行不定期的抽检。
2021年4月15日	【商家—美妆行业商品发布】实施细则	公布了商品临近保质期标准，对商品信息展示、资质展示等进行规定。
2021年3月10日	关于化妆品类商品发布要求及不规范发布的治理公告	规范化妆品类商品的属性、主图、标题、商详等信息。

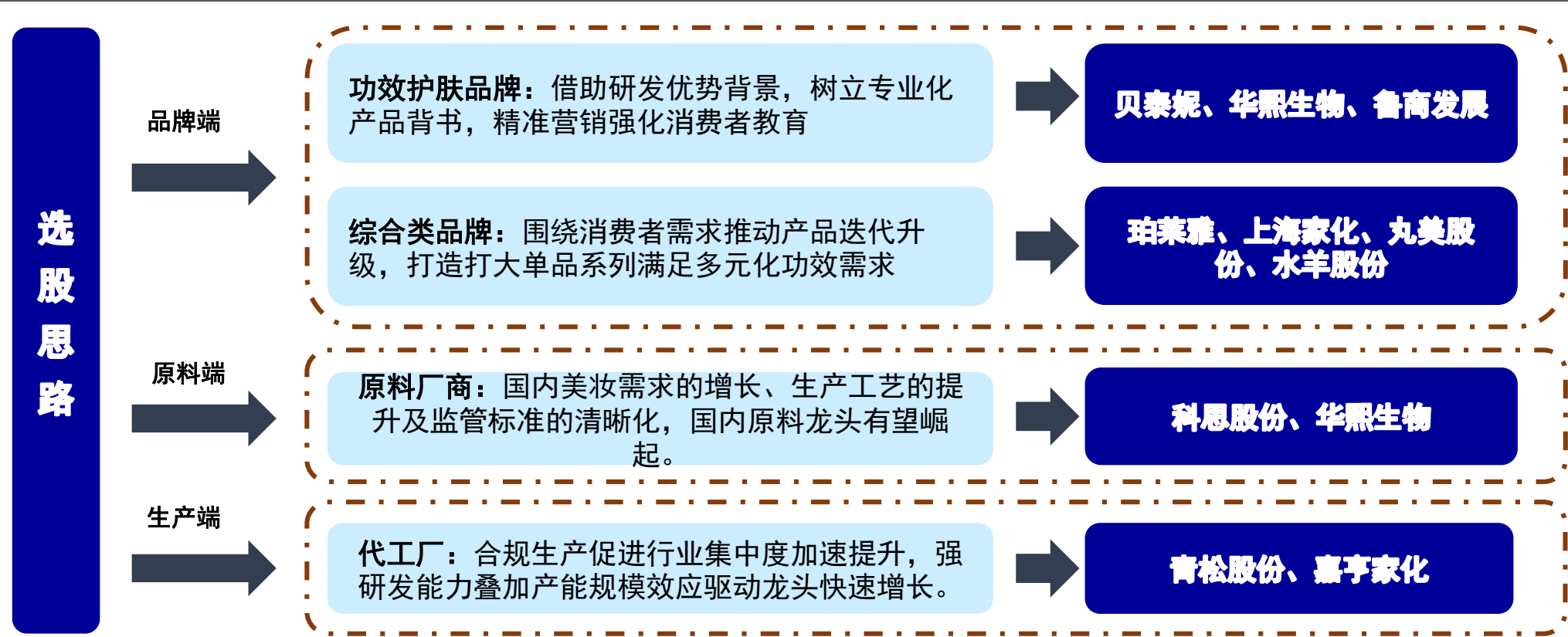
资料来源：青眼、国家药监局、国信证券经济研究所整理

## 六、投资建议



■ 整体来看，随着行业步入产品驱动时代，对企业运营提出了更高的要求，一方面，需求端用户消费理念的成熟提升了对产品品质和有效性的要求，另一方面，政策监管的趋严也将直接出清大量不符合要求的中小厂商。这一过程中，头部企业凭借深厚的研发实力，扎实的品牌影响力，精细化的营销推广能力，有望受益于行业整体的集中度提升下格局优化，实现马太效应下的强者恒强。

图79：投资建议



资料来源：国信证券经济研究所整理

## 1.1 贝泰妮：以植物提取物为功效成分的敏感肌护肤龙头

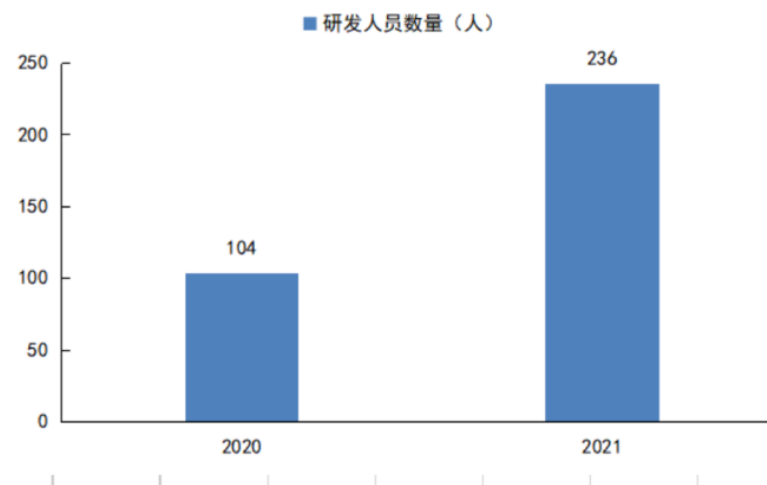
- 贝泰妮作为功效性护肤品龙头企业，旗下“薇诺娜”品牌在2021年度国内皮肤学级护肤品市占率排名第1。产品驱动一直是公司取得成功的重要因素之一。目前公司已经围绕“敏感肌护肤”打造出了多个大单品系列矩阵，从而驱动公司实现持续的量价增长：
- 1) 云南特色植物为基础，从原料研发端树立产品差异化。薇诺娜以皮肤学理论为基础，结合生物学、植物学等多学科技术，持续进行产品研发和技术创新，提供符合消费者不同皮肤特性需求的专业型化妆品。
- 2) 强大研发团队保障产品力基础。公司搭建了一支强大的研发团队，2021年拥有研发人员逾200人，累计申报获得授权发明专利22项，实用新型专利31项，外观设计专利27项。公司应用核心技术实现的销售收入占公司主营业务收入的比重持续高于95%，树立了行业标杆。
- 3) 专业化背书。渠道端打入医院药房等专业渠道，营销端与医生专家型号KOL合作，实现产品的专业化背书，并积累口碑和品牌力。

图80：贝泰妮主品牌产品系列矩阵丰富



资料来源：国信证券经济研究所整理

图81：公司21年研发人员数量翻倍

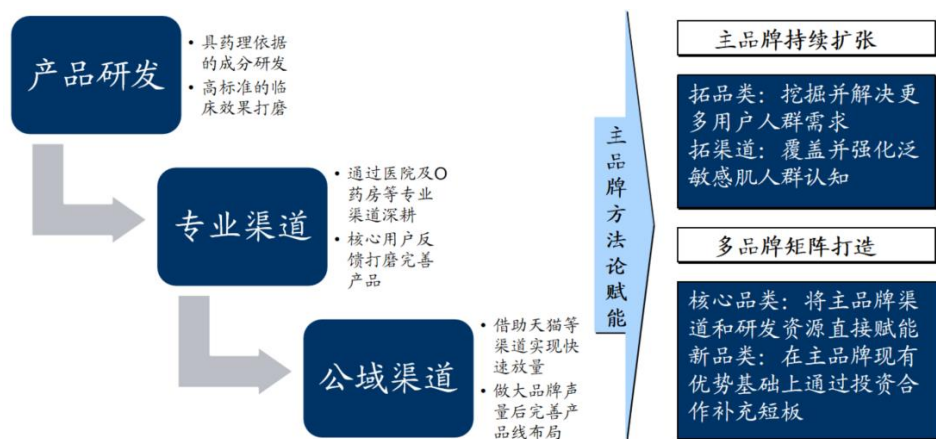


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

## 1.2 贝泰妮：以植物提取物为功效成分的敏感肌护肤龙头

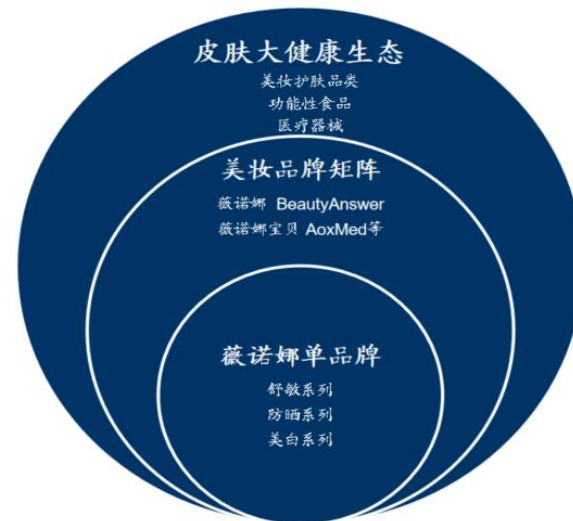
- 综合来看，公司以大单品特护霜占领“敏感肌”心智，品类拓展+功效升级持续进阶。1) 系列品类拓展方面，围绕成熟的明星单品系列，不断丰富其系列下的品类衍生，拓展包括精华液、面霜、面膜等；2) 功效需求拓展方面，公司紧紧围绕“舒敏”这一品牌核心用户群需求为原点，积极挖掘用户新需求，通过开辟“敏感+”拓展，逐步打造出防晒、修红、美白等多个新的单品系列。
- 在后续业务的开展上，公司针对主品牌将沿着现有的成熟方法论，从产品开发以及渠道拓展维度持续做大主品牌收入体量，同时在未来的多品牌布局上，也将继续基于此方法论的赋能，从而保证新品类以及新赛道拓展的成功率。

图82：公司已经形成成熟的产品方法论



资料来源：国信证券经济研究所整理

图83：公司未来的皮肤健康生态规划



资料来源：国信证券经济研究所整理

## 2.1 珀莱雅：大单品策略驱动公司实现量价跃升

- 珀莱雅品牌诞生已有18年时间，早期通过CS渠道打入下沉市场实现快速发展，品牌定位也相对偏大众中低端，但在近两年来，公司通过成功的大单品策略，实现了品牌力的跃升，以及客单价显著提升，从而推动公司在行业下行压力下依旧实现了基本面的逆势增长。
- 1) 借助外部力量与自身研发优势，从原料端着手塑造产品力。公司红宝石系列的核心成分六胜肽，便是融合了公司合作的西班牙抗衰老护肤品牌胜肽世家产品经典原料成分。其后，公司分别与亚什兰、巴斯夫等国际知名原料企业签署了战略合作协议，20 年珀莱雅爆品双抗精华”中抗糖化成分 Collrepair 也是巴斯夫专利，未来公司将在国内独占或率先运用合作企业的相关首创技术。
- 2) 破圈的渠道营销，为产品升级打下客户基础。公司此前打造网红爆品的策略一定程度也为公司实现了高层级市场的拉新获客，19年大火的“泡泡面膜”客流中有约30%来自一二线城市，此外，公司成熟运用内容营销，通过走心的文案和领先的新渠道应用，实现在高层级市场客群中强化公司品牌的认知度，为公司产品的升级带来用户基础。■

表25：珀莱雅的研发合作机构

合作对象	合作内容	合作时间
西班牙LIPOTRUE S. L.	西班牙顶级胜肽实验室，在抗衰老生物技术、为中国市场定制产品等领域进一步深入合作。	2019-12
亚什兰（中国）	按照珀莱雅的独特需求，度身定做独家专供成分设计。在功效评价方面进行深度合作。	2021-01
巴斯夫（中国）	共同研发具有“珀莱雅特色”及本土市场趋势的独家专供成分。	2021-03
帝斯曼（中国）	双方将对其在技术与市场等领域的独特资源与优势进行深度融合，致力于为中国消费者提供更有效更安全的肌肤解决方案。	2021-07
中科院微生物研究所	在抗氧化/肌肤修复/抗衰老三个领域联合研发，赋能产品创新迭代。	2021-07
浙江湃肽	创新多肽研发、多肽绿色合成、原料生产供应等多领域展开合作，整合科研力量，加码创新原料布局。	2022-04

图84：去年以来珀莱雅通过一系列经典营销实现品牌破圈



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

资料来源：公司公告、wind、国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容



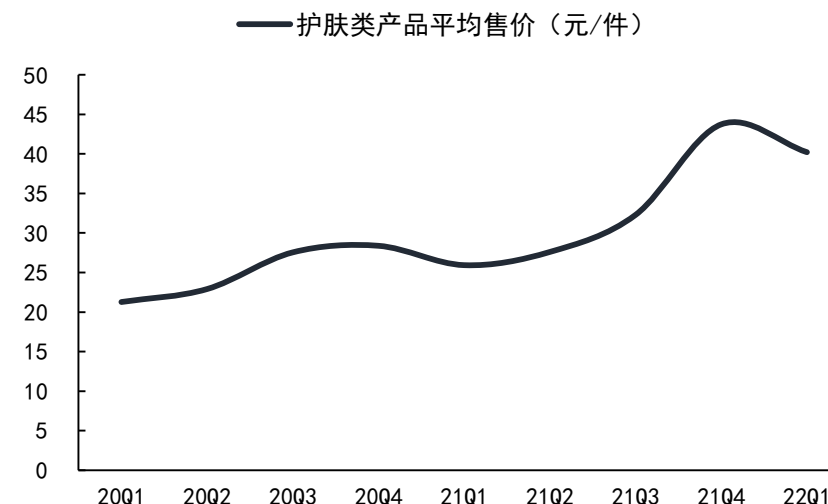
## 2.2 珀莱雅：大单品策略驱动公司实现量价跃升

- 目前来看，公司的“大单品”策略成效已经显现，并且不断推进成功方法论在不同产品系列以及不同品牌上的应用。功效上从抗老功效延展至修护功效以及美白等，同时在新品牌彩棠运营上公司也打造了修容盘等大单品，从而满足众多消费者需求，增强品牌粘性，并进而提升客单价和复购率。截至2021年底公司大单品系列占主品牌收入比重达25%+，助力公司销售单价近两个季度同比提升均超过50%。
- 综合来看，公司凭借前期的布局积淀，持续推进“6\*N”战略（新消费、新营销、新组织、新机制、新科技、新智造），在今年行业延续分化趋势下，继续实现了远高于行业平均水平的增长。产品端，未来公司将继续推进大单品策略，强化并升级双抗精华、红宝石精华等成熟单品系列，加大对源力精华等去年新上市单品系列的衍生布局，并积极筹备美白等新品系列，从而推动品牌力的持续提升。

表26：珀莱雅近两年推出的明星单品

产品	示例图	特色成分	推出年份	产品	示例图	特色成分	推出年份
红宝石淡纹紧致精华		双效六胜肽-1、超分子维A醇、三重抗老组合成分	2020	泡泡SPA面膜		黑海盐、黑珍珠、黑鱼子	2019
双抗精华		肌肤氧化防护盾 LIPPOCHROMAN-6、抗氧永动机EUK-134、珍稀天然抗氧化剂麦角硫因	2020	深海蕴活抗皱新生精华液		黄金鱼子精粹、六胜肽	2020
源力修复精华		SymReboot L19乳酸菌酵素、三重神经酰胺、BMs-Tech肌源修护『筑稳』科技	2021	烟酰胺雪肌精华		烟酰胺、角鲨烷、微蓝藻	2018

图85：大单品策略助力珀莱雅平均售价持续提升



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

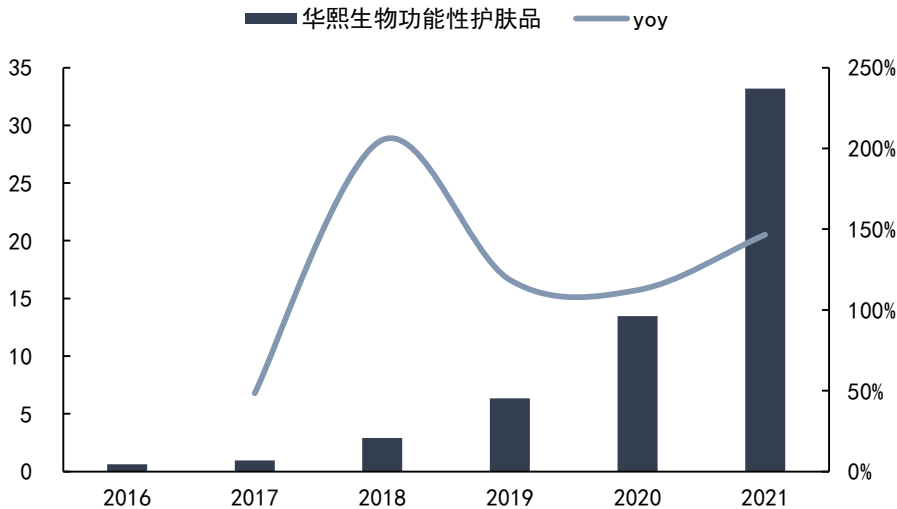
资料来源：品牌官网、国信证券经济研究所整理

### 3.1 华熙生物：起步于原料市场，在玻尿酸领域有深厚研发积累



- 华熙生物定位为一家生物科技公司 and 生物材料企业，通过生物科技赋能来探索生物活性材料的全领域应用，坚持“科学-技术-产品-品牌”的发展逻辑。公司在以玻尿酸为核心的生物活性产品上有着充足的研究、生产和销售经验。经过多年深耕，公司已拥有200余个生物活性物产品和四大玻尿酸生产核心技术，且已成为全球第一大玻尿酸原料生产商。
- 依托自产透明质酸等生物活性物质及其交联衍生物为核心成分，公司成功切入功能性化妆品业务领域，2016年至2021年，公司功能性化妆品业务保持了120%以上的复合增速，2021年公司化妆品业务取得同比146.57%的高增长至33.20亿元，收入占比达到67%。并形成了润百颜、夸迪、米蓓尔以及肌活四大核心品牌，搭配8个新兴品牌的完整品牌矩阵，覆盖多层次消费者人群。

图86：华熙生物功能性护肤品业务收入增长情况



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

表27：华熙生物四大核心品牌定位及产品

品牌	图例	定位及产品
润百颜		成立于2016年，主打消费者玻尿酸入门护肤品泛用类。目前已建立次抛系列、水润系列、舒敏系列等多个功效系列，产品品类以次抛精华为核心拓展至乳液、面霜、面膜等多品类
夸迪		主打 5D 玻尿酸，定位冻龄抗初老高端院线品牌。明星产品包括5D玻尿酸次抛精华液、夸迪晶钻眼膜”等。21年下半年推出新成分CT50
米蓓尔		定位“Z 时代”人群敏感肌修复，主攻面膜和精华爽肤水类两大类产品品类
BM肌活		聚焦肌底液，主打强吸收力的 T-HA 透皮吸收技术，品牌自我定位为“活性成分管控大师”。21年上半年推出大单品-糙米精华水。

资料来源：品牌官网、国信证券经济研究所整理



### 3.2 华熙生物：原料生产独立自主，技术驱动终端产品开发

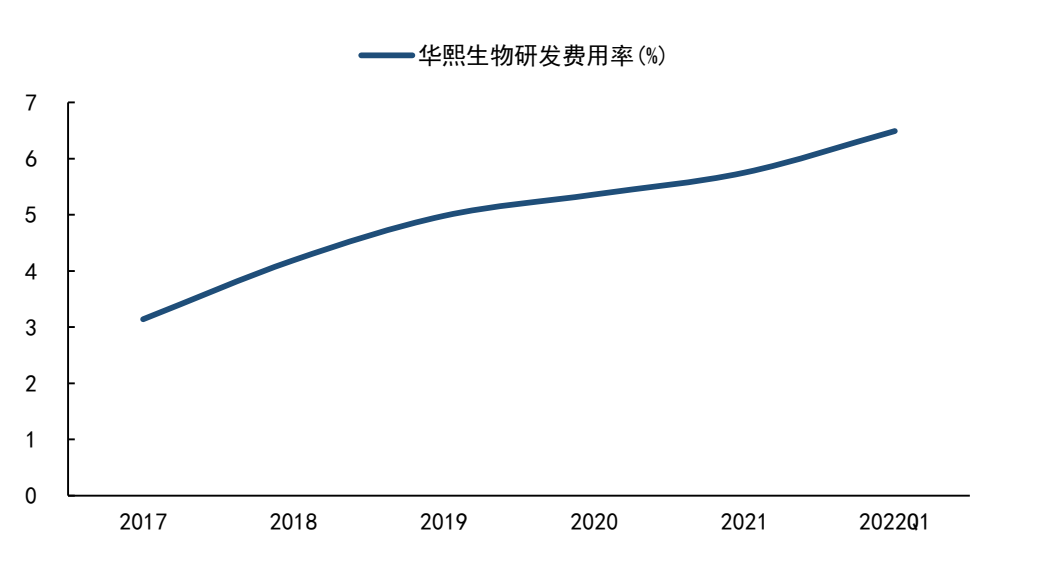
- 1) 首先公司长期坚持基础研究投入，研发能力处于行业领先地位。华熙生物坚持研发为先，研发费用率不断上升。2016-2021年，公司研发收入占比由3.27%上升至5.75%，并处于行业领先地位。研发技术持续投入，支撑产品持续开发上新：依托在生物活性领域的研发积累，公司已开发多种化妆品原料产品，广泛应用于护肤品、洗护产品、健康食品等多个领域中，这也为公司未来终端产品的持续开发提供良好驱动力和有效支撑。
- 2) 各品牌定位明确，大单品策略稳步推进。公司已对各品牌产品品类进行持续大单品系列布局，满足不同消费者需求。如润百颜定位玻尿酸护肤，以次抛为核心，形成包括次抛大师系列、水光、水润系列等产品；米蓓尔定位敏感肌修复，去年以来连续上新，增加4D-HA舒缓修护系列，储备修护霜和精粹水等潜力产品，而BM肌活在推出大单品-糙米精华水基础上今年正在激素打造完整产品体系。

表28：华熙生物主要生物活性成分的应用

成分	作用	代表产品
γ-氨基丁酸	改善睡眠、皮肤美容、舒缓压力、激发脑活力等功效	Bio-MESO肌活焕亮眼霜
聚谷氨酸钠	具有极强的保湿能力，是优秀的天然保湿成份，广泛应用于保湿、淡化细纹、抗衰化妆品配方中	米蓓尔保湿舒缓水
依克多因	保护细胞、DNA免受紫外线的损伤、有晒后损伤修复能力，还有防护降刺激、增强皮肤免疫能力、抗炎、保湿作用	润百颜屏障调理面霜
麦角硫因	能够最大程度的减少活性氧的形成，并保护细胞免辐射损伤，具有极强的抗氧化作用	夸迪赋能禁止轻龄眼霜
小核菌胶水凝胶	又称硬葡聚糖，拥有很强的保水、补水能力，可增强皮肤屏障，高效滋润干燥、粗糙肌肤；同时为化妆品提供柔滑、清爽的肤感	润百颜水光亮透面膜

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图87：华熙生物研发费用率稳步提升

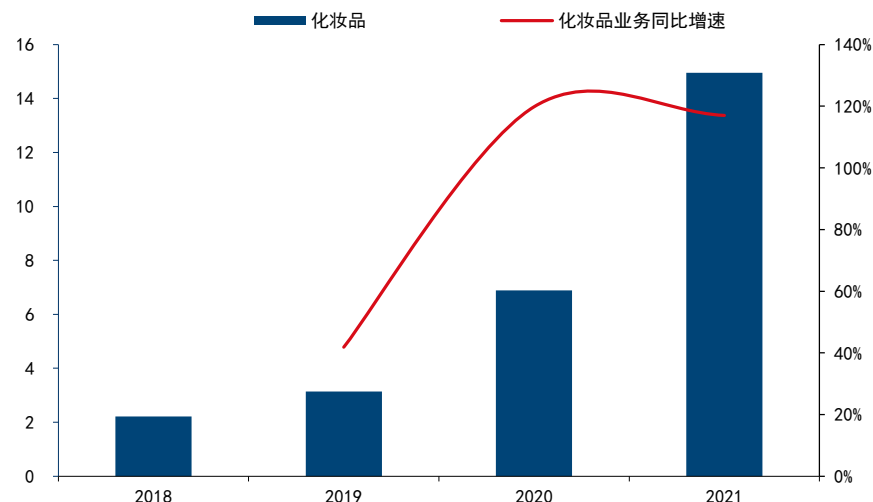


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

## 4.1 鲁商发展：研发优势明显，推动护肤品业务快速增长

- 公司为山东省综合型国企，18年公司收购山东福瑞达医药集团正式进入大健康产业及化妆品领域，凭借着福瑞达在前期深耕下的研发技术经验积累，以及在化妆品业务团队通过产品端差异化布局，并在渠道端积极拥抱新媒体新零售，公司成功打造了各具特色且成长性突出的多品牌矩阵，实现了以化妆品业务为主的公司转型业务的快速爆发式增长。2021年公司化妆品业务收入14.95亿元，同比增长117.01%。
- 公司美妆产业通过近年来的运营布局，已经形成了“4+N”的品牌矩阵规划。其中瑗尔博士、颐莲品牌已经成为化妆品业务收入贡献的主力，也在行业内具备了一定市场影响力。其中瑗尔博士主打微生态护肤技术，通过调节肌表紊乱菌群改善皮肤健康。颐莲主打玻尿酸护肤，产品功效覆盖全面，通过低价位形成差异化竞争。此外，伊帕尔汗专注薰衣草香氛及精油产品，依托世界最大薰衣草种植基地形成完整产品线。善颜独创“量肤定制”的精准护肤理念，根据消费者的不同肌肤问题为其精准定制产品。

图88：鲁商发展化妆品业务收入变化情况



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图89：公司旗下核心品牌布局情况

	<ul style="list-style-type: none"><li>品牌定位：专研玻尿酸护肤</li><li>品类：喷雾、水乳、原液、精华、面膜、隔离、防晒、洁面卸妆等</li><li>主要销售渠道：线上渠道为主，天猫、京东直营渠道双线并行；线下渠道为辅，形成KA全国范围内站点布局与CS高势能集合店全面入驻的销售模式</li></ul>
	<ul style="list-style-type: none"><li>品牌定位：微生态护肤</li><li>品类：面膜、水乳、洁面乳、营养液、保湿霜、精华液、修护水等</li><li>主要销售渠道：线上线下全面布局，多渠道共同发展。线上以天猫旗舰店为主，抖音起量迅速；线下以单品牌店+商圈店布局全国</li></ul>
	<ul style="list-style-type: none"><li>品牌定位：精准护肤</li><li>品类：精华、爽肤水、面霜、水乳、面膜、原液等</li><li>主要销售渠道：线下品牌门店为主</li></ul>
	<ul style="list-style-type: none"><li>品牌定位：薰衣草精油科学护肤</li><li>品类：薰衣草精华、薰衣草精油、薰衣草萃清肌水</li><li>主要销售渠道：线下品牌门店为主</li></ul>
	<ul style="list-style-type: none"><li>品牌定位：分肤专研·养肤底妆</li><li>品类：粉底、高光、唇釉、眼影、盘、眉笔等</li><li>主要销售渠道：线上渠道为主</li></ul>
	<ul style="list-style-type: none"><li>品牌定位：专注弱敏肌肤健康护理</li><li>品类：面膜、面霜、精华液、爽肤水、洁面乳等</li><li>主要销售渠道：线上渠道为主</li></ul>
	<ul style="list-style-type: none"><li>品牌定位：坚持功效抗衰护肤</li><li>品类：水乳、精华液、面霜、面膜等</li><li>主要销售渠道：线上以直播渠道为依托，结合天猫及私域社群；线下主要布局CS渠道矩阵销售和推广</li></ul>

资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

## 4.2 鲁商发展：功能性护肤品业务差异化定位抢占细分赛道

- 公司核心技术最早依托山东省药学研究院，以全球领先的技术专注玻尿酸等相关产品应用创新与研发。公司研发团队达550人，其中集团创始人凌沛学玻尿酸领域深耕多年，被誉为中国“玻尿酸之父”。且除玻尿酸外，公司积极开发其他生物活性原料，赋能化妆品业务发展。
- 丰富且过硬的研发技术，助力公司产品实现差异化布局。凭借过硬的技术储备，以及多年积淀下的行业口碑，公司不仅在产品推新上形成了强有力的背书效应，也为公司的品类多元化开发带来帮助。旗下品牌定位具有很强的差异化属性，如颐莲品牌明确定位玻尿酸护肤，将公司核心的玻尿酸研发成果进行产业转化，实现了快速发展。而瑗尔博士专注微生态护肤，利用专研技术，推动品牌爆发式发展。此外善颜品牌的量肤定制、伊帕尔汗的薰衣草精油等均切入了目前国内公司涉及较少，具备较大发展空间的细分赛道。

图90：瑗尔博士爆款塑造路径



品牌销量持续突破，爆品实现量价齐升

资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

图91：颐莲的爆款塑造路径



资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

## 5.1 科思股份：防晒剂原料龙头，受益原料合规化发展进程



- 科思股份是全球最主要的化学防晒剂制造商之一，按销量计公司19年全球市场份额超27%。公司研发积累深厚，截至20年末已有130余项专利技术，是国内少数通过美国FDA现场审计和欧盟化妆品原料规范（EFfCI）认证的化学原料商。公司通过深耕帝斯曼、拜尔斯道夫、宝洁、欧莱雅等优质客户，随着化妆品下游行业需求的快速成长实现稳步发展。
- 防晒是护肤品中的重要品类之一，防晒产品需要添加多种防晒剂，而防晒原料全球监管体系相对严格，存量品种生命周期长。公司目前产品矩阵较为丰富，防晒成分应用广泛。生产包括阿伏苯宗、奥克立林在内的八种防晒剂及其原料，能满足UVA到UVB所有波段的防晒需求，因此也可以满足大多数主流品牌相关产品需求，从而在需求提振下实现稳定成长。

表29：公司掌握的核心技术情况

序号	核心技术名称	技术来源	主要应用产品	是否有专利技术
1	高选择性加氢技术	自主研发	铃兰醛、异佛尔醇（中间品）	有相关专利技术
2	绿色氧化反应技术	自主研发	对叔丁基苯甲醛、对叔丁基苯甲酸、对甲氧基苯甲醛	有相关专利技术
3	Friedel-Crafts烷基化反应技术	自主研发	对叔丁基甲苯	有相关专利技术
4	Friedel-Crafts酰基化反应技术	自主研发	2-萘乙酮、对甲氧基苯乙酮、合成茴脑、对甲基苯乙酮、对异丙基苯乙酮	非专利技术
5	亚甲基缩合反应技术	自主研发	阿伏苯宗、铃兰醛、对甲氧基肉桂酸异辛酯、对甲基苯丙烯基樟脑、依托立林	有相关专利技术
6	醚化反应技术	自主研发	双-乙基己氧苯酚甲氧苯基三嗪、对甲氧基苯乙酮、对甲氧基苯甲醛	非专利技术
7	酯化反应技术	自主研发	对叔丁基苯甲酸甲酯	有相关专利技术
8	MPV化学还原技术	自主研发	合成茴脑	非专利技术
9	纳米研磨技术	合作研发	P-M	非专利技术

资料来源：公司招股书、国信证券经济研究所整理

表30：市场主流防晒化妆品所含防晒剂成分

防晒产品	阿伏苯宗 (AVB)	奥克立林 (OCT)	对甲氧基肉桂 酸异辛酯 (OMC)	原膜散酯 (HMS)	水杨酸异 辛酯	双-乙基己氧苯 酚甲氧苯基三嗪 (P-S)
安热沙水能户外清透防晒乳		√	√			√
怡思丁多维光沁沁融水感防晒液	√	√			√	√
薇诺娜清透防晒乳			√			√
玥之秘水晶防晒喷雾	√	√	√	√	√	√
高姿多效倍护美白防晒喷雾		√	√		√	√
资莱皙美白防晒霜		√	√	√		
资生堂新艳阳夏臻效水动力防护乳液		√	√		√	√
曼秀雷敦新碧户外骄阳防晒乳液			√		√	√
珀莱雅轻享阳光羽感养护精华防晒液		√		√	√	√
兰蔻轻透水漾防晒乳			√			√
露得清轻透防晒乳液	√	√		√	√	

资料来源：国家药监局、国信证券经济研究所整理



# 5.2 科思股份：防晒剂原料龙头，受益原料合规化发展进程



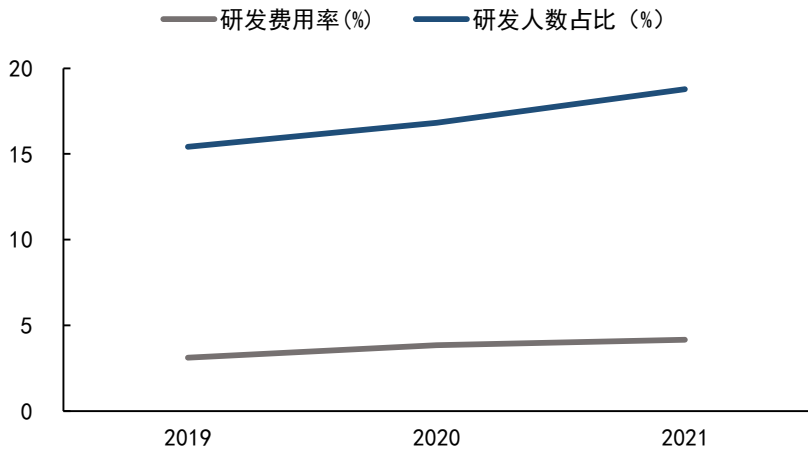
- 1) 核心技术优势明显，研发支撑行业地位。公司深耕精细化工行业二十余年，积累了大量研发、制造经验并储备了众多专利技术。近年来不断加大研发方面的投入，研发费用率、研发技术人员占比自17年均持续上升，2020年公司研发、技术人员达到162人，占总员工人数比例16.82%。此外，公司还在进行香兰素等六项研发项目。在当前国内功效时代的背景下，公司的原料技术优势将为企业树立坚实的壁垒。
- 2) 深度绑定国际巨头，客户质高稳定。公司前五大客户营收占比超六成，帝斯曼、德之馨、奇华顿、亚什兰四家海外化工巨头稳居榜首。除了产品供应外，公司也与国际巨头进行产品联合开发。公司与帝斯曼合作开发了P-S、P-M产品，于2016年末建成生产线投产并向帝斯曼独家供应。此外，公司也具备直供欧莱雅、强生、宝洁等终端国际美妆集团的能力，优质客户的开拓保障了公司成长的稳定性。

表31：公司前五大客户情况

年份	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 Gel 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：公司招股书、国信证券经济研究所整理

图92：公司研发费用率及研发人员占比稳步提升



资料来源：公司招股书、国信证券经济研究所整理

## 七、风险提示



- **宏观经济风险：**疫情反复，尤其是境外疫情输入风险，可能导致消费疲软、行业增速放缓；同时，阶段性的需求不振可能影响品牌方的存货周转与盈利稳定；
- **政策监管风险：**《化妆品监督管理条例》开始实施，质量检测要求进一步提高，原料生产和检测成本提高，相关委托代工中小企业出清，可能导致供货不足、出现质量问题；
- **竞争加剧风险：**市场可能出现严重的同质化竞争，进而导致品牌价格战；同时流量成本高企，营销费用投放进一步上涨，可能导致品牌商利润端增长不及预期；
- **经营风险：**过度依赖单一渠道，受头部平台合作关系、收费标准等影响较大，导致经营风险；此外，品牌过度依赖单一品牌或单一爆品，则可能无法满足快速切换的消费者需求，导致经营风险提升。

# 附表：重点公司估值表



附表：重点公司盈利预测及估值

代码	公司名称	投资评级	收盘价	总市值（百万元）	EPS				PE			
			06-02	06-02	2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E
300957	贝泰妮	买入	192.00	81331.20	2.04	2.81	3.80	5.14	67.65	68.33	50.53	37.35
603605	珀莱雅	买入	153.23	43121.06	2.87	2.61	3.21	3.89	72.68	58.71	47.74	39.36
600315	上海家化	买入	34.30	23311.46	0.63	0.79	1.21	1.65	42.30	28.58	22.87	18.95
300740	水羊股份	增持	12.38	5095.70	0.57	0.82	1.13	1.4	27.66	15.10	10.96	8.84
300896	爱美客	买入	527.09	114041.19	4.43	6.85	9.58	12.84	121.10	76.95	55.02	41.05
688363	华熙生物	增持	148.94	71652.84	1.63	2.22	2.97	3.91	95.28	67.09	50.15	38.09
600223	鲁商发展	暂无	9.17	9253.93	0.36	0.57	0.73	0.89	36.95	16.02	12.61	10.34
300856	科思股份	暂无	52.26	5899.11	1.18	1.82	2.35	2.79	53.67	27.59	21.39	17.84

资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理预测  
注：鲁商发展、科思股份为wind一致预测

# 免责声明

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票投资评级	买入	预计6个月内，股价表现优于市场指数20%以上
	增持	预计6个月内，股价表现优于市场指数10%-20%之间
	中性	预计6个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	预计6个月内，股价表现弱于市场指数10%以上
行业投资评级	超配	预计6个月内，行业指数表现优于市场指数10%以上
	中性	预计6个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
	低配	预计6个月内，行业指数表现弱于市场指数10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

## 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。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意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。



国信证券  
GUOSEN SECURITIES

## 国信证券经济研究所

---

### 深圳

深圳市福田区福华一路125号国信金融大厦36层

邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路1199弄证大五道口广场1号楼12楼

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街6号国信证券9层

邮编：100032