

2022年07月04日


华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

传媒互联网新消费行业:从抖音小红书B站洞察轻医美及美护行业

增持 (维持)
投资要点

分析师: 朱珠

执业证书编号: S1050521110001

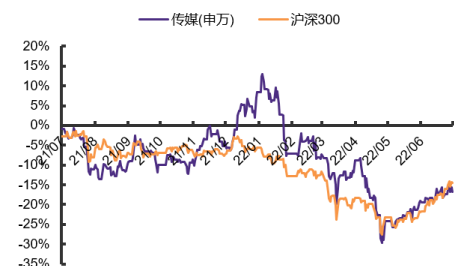
电话: 021-54967577

邮箱: zhuzhu@cfsc.com.cn

行业相对表现

表现	1M	3M	12M
传媒指数	-11.1	-10.1	-16.8
沪深300	-8.0	-6.9	-14.6

市场表现



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

相关研究

《传媒行业深度报告:从媒介看用户需求与新供给(上篇)》

从抖音看轻医美及美护发展趋势, 抗衰需求是主流 年轻圈层需求前置

美妆个护及医美行业从以线下渠道为主1.0阶段进入电商渠道发展的2.0, 线上电商渠道细分的3.0阶段, 终端渠道日益细化后进入4.0, Z世代及α世代涌入, 叠加基于科技创新、技术赋能的国货的“体验”与“功效”提升获热捧。富媒之一的抖音平台扮演重要角色。

2022中国轻医美市场预计达1207亿元(同比增加23.5%), 中国轻医美注射市场将在2026年达到1240亿元(2021年至2026年的复合增速拟为15.3%); 2027年中国重组胶原蛋白市场规模达1083亿元, 渗透率有望提升至62.3%; 企业端, 国际美妆品牌加码研发强调成分, 国潮品牌加速抢占成分赛道, 强调专研成分科技, 通过差异化定位完善品牌矩阵, 例如爱美客、华熙生物、贝泰妮、绽妍生物、巨子生物等专注于不同细分领域功效, 并逐步完善品牌矩阵。

小红书:她经济 高浓度

美妆品类是小红书平台开发较早, 发展最成熟的品类之一, 小红书的护肤行业内容阅读有91%为女性用户, 其中, 18-34岁用户占比 84.26%, 小红书用户结构与中国美妆个护轻医美市场用户具有较高重合度。

B站像变美日记, 见证年轻成长

截至2021年, B站聚集约有2.94亿人月活用户, 其中美妆爱好者增长迅速, 美妆护肤人群体量约5000万人(占平台月活近20%), 美妆护肤人群增速207%, 超其他行业人群增速, 注重功效的产品逻辑驱动下, 渠道以及新晋平台, 均有望带来产品需求新增量。

行业评级及投资策略

给予**传媒互联网新消费行业增持评级**, 工信部等五部门发布《数字化助力消费品工业“三品”行动方案(2022—2025年)》, 加强新生消费群体消费取向研究, 创新消费场景, 推进国潮品牌建设, 借力数字技术打造知名品牌, 借势数字化变革培育新锐精品, 借助数字服务塑造区域品牌新优势。我们从移动互联网新媒介抖音、小红书、B站洞察新世代用户对轻医美与美护发展态度, 从供给端看爱美客、华熙生物、巨子生物、贝泰妮、绽妍生物、上海家化等商业模式及发展趋势。投资维度可看, **第一维度**可关注创新消费场景的

新媒介新增量（用户新需求与消费分层流量聚集的抖音电商、小红书、B站、快手等）；**第二维度**产品功效与国潮品牌进阶，巨子生物（主打重组胶原蛋白赛道，依靠大单品可复美、可丽金）；华熙生物（作为国货品牌，是国内生物活性材料平台型企业，玻尿酸全产业链龙头，收购益尔康生物51%股权进驻胶原蛋白产业）；爱美客（深耕B端，用科技成人之美）；贝泰妮（打造皮肤健康生态）；绽妍生物（开创“医学+生物+科学”的科学三角肌能产品研发理论模型）；龙头与新晋企业各领风骚，新世代用户新需求驱动市场新增量可期，进而给予传媒互联网新消费行业增持评级。

■ 风险提示

产业政策变化风险、推荐公司业绩不及预期的风险、研发投入不能产生预期效果的风险、行业竞争风险、新技术发展不及预期的风险、产品审批进展不及预期的风险、经营不达预期风险；疫情波动风险、宏观经济波动风险。

重点关注公司及盈利预测

公司代码	名称	2022/7/1 股价	EPS			PE			投资评级
			2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E	
300896.SZ	爱美客	590.96	4.43	6.76	9.80	133.49	87.38	60.30	未评级
688363.SH	华熙生物	139.43	1.63	2.15	2.83	85.55	64.87	49.27	未评级
300957.SZ	贝泰妮	210.00	2.04	2.84	3.82	102.94	73.94	54.97	未评级
688366.SH	昊海生科	101.41	2.00	2.91	3.53	50.71	34.85	28.73	未评级
002612.SZ	朗姿股份	28.02	0.42	0.42	0.58	66.71	66.71	48.31	未评级
600315.SH	上海家化	41.43	0.96	1.16	1.48	43.16	35.72	27.99	未评级
1024.HK	快手-W	87.40	-20.37	-4.22	-1.52	-4.29	-20.72	-57.65	未评级
9626.HK	哔哩哔哩-SW	201.00	-17.87	-19.49	-13.72	-11.25	-10.31	-12.51	未评级

资料来源：Wind，华鑫证券研究

注：港元对人民币汇率取1港元=0.8541元人民币；美元对人民币汇率取1美元=6.701人民币；表中股价均为人民币元；“未评级”盈利预测取自万得一致预期

正文目录

1、从抖音看轻医美及美护发展趋势.....	5
1.1、预计2022年中国美妆市场规模将达6171亿元轻医美1207亿元.....	6
1.2、爱美客：用科技成人之美	13
1.3、华熙生物：国货的进击	17
1.4、抖音美妆企业：国际美妆品牌与本土品牌强研发（强调成分）	24
1.5、抖音搜索：美妆成分相关内容搜索内容增长超美妆行业内容增长.....	26
1.6、抖音上的轻医美及美护发展趋势：抗衰需求是主流年轻圈层需求前置.....	28
1.7、医美需求及护理不当致为舒缓修复市场带来增量（巨子生物）	29
2、小红书：她经济高浓度.....	38
2.1、小红书用户结构与中国美妆个护轻医美市场用户结构概况.....	39
2.2、护肤品类在小红书商业化笔记投放中占比近4成	40
2.3、贝泰妮（300957.SZ）：专业护肤针对敏感肌五年建成皮肤健康生态.....	41
2.4、绽妍生物：皮肤屏障分级修护	43
3、B站见证变美历程.....	44
4、行业评级及投资策略.....	46
5、风险提示.....	48

图表目录

图表1：销售渠道演变（从1.0到4.0时代）	5
图表2：2018-2021年双11销售额超1亿元美妆本土品牌（上）、2021年抖音电商美妆GMV表现（下） ..	6
图表3：2016-2022年中国美妆市场规模及预测（亿元）、同比增速.....	7
图表4：2016-2022年中国美妆行业电商渠道规模及同比增速	8
图表5：2016-2022年中国美妆行业主要销售渠道规模	8
图表6：2021年年中国医美行业市场竞争格局（上中下游）	9
图表7：2017-2030年中国整体医美市场规模及预测（亿元）、同比增速、中国轻医美市占率.....	10
图表8：2017-2030年中国非手术类医美（轻医美）市场规模及预测（亿元）、同比增速.....	10
图表9：中国注射类各种针剂分类及功效	11
图表10：2017、2021、2026、2030年中国医美注射市场规模及复合增速.....	12
图表11：2020-2021年中国透明质酸市场格局（按销量计算）	13
图表12：2017-2023年爱美客营收利润及同比增速（左）、爱美客销售毛利率净利率（右）	14
图表13：2021-2023年爱美客归母净利润、同比增速、PE及PEG	15
图表14：爱美客、华熙生物C端产品自播矩阵号（抖音媒介）	16
图表15：2021年爱美客、华熙生物应收款、销售费用占营收比例.....	17

图表16: 华熙生物润百颜系列、BM系列、功能性食品（休想角落）实物展示.....	19
图表17: 2019-2021年华熙生物营收分类及同比增速、占主营比例（上）、功能性护肤4大单品（下）.....	20
图表18: 2017-2023年华熙生物营收及利润预测（左）、华熙生物毛利率净利率（右）.....	21
图表19: 2021-2023年华熙生物归母净利润、同比增速、PE及PEG	22
图表20: 2017-2021年爱美客、华熙生物研发费用对比	23
图表21: 国际与本土美妆品牌对比	24
图表22: 差异化成分抢占赛道上市企业概述	25
图表23: 差异化成分抢占赛道未上市企业概述	25
图表24: 2021年上半年与下半年美妆行业内容搜索增速	26
图表25: 2021年上半年与下半年美妆行业内容搜索增速	27
图表26: 2021年3月-2022年3月抖音上美妆成分用户规模增幅	27
图表27: 2022年中国消费者抗衰的途径	28
图表28: 2022年3月抖音上热度榜（化学成分是主流及抗衰成分是热门分类榜）.....	28
图表29: 抖音抗衰视频播放排列（左）、抖音上抗衰用户年龄分布（下）.....	29
图表30: 肌肤敏感原因（需求）上、舒缓修复细分需求（供给）下.....	30
图表31: 巨子生物旗下可丽金、可复美官方直播间	31
图表32: 2019-2021年巨子生物营收、利润（左）、销售毛利率、净利率（右）.....	32
图表33: 巨子生物旗下产品矩阵	32
图表34: 2017-2027年中国功效性护肤品市场规模及重组胶原蛋白的功效性护肤品渗透率、市场规模	33
图表35: 2020及2028年全球胶原蛋白的市场规模	34
图表36: 2017-2027年中国重组胶原蛋白、动物源性胶原蛋白市场规模、重组胶原蛋白渗透率.....	36
图表37: 2017-2027年中国医用敷、重组胶原蛋白医用敷料市场规模及渗透率.....	37
图表38: 中国女性用户规模及拉动的消费市场	39
图表39: 2021中国消费者在医美中的消费群体占比及渗透率	40
图表40: 2022年5月抖小红书护肤行业内容阅读人群画像	40
图表41: 2021年4-9月小红书大盘及护肤品类比即增长趋势	41
图表42: 贝泰妮旗下薇诺娜产品再小红书展示	42
图表43: 2017-2023年贝泰妮营收、归母净利润及同比增速	43
图表44: 2021-2022年贝泰妮旗归母净利润、同比增速、PE及PEG	43
图表45: 绽妍生物产品	44
图表46: B站美妆用户画像	45
图表47: B站美妆用户关注抗衰与修护（左）、上海家化与B站联合营销（右边）.....	46
图表48: 重点关注公司及盈利预测	47

1、从抖音看轻医美及美护发展趋势

每一轮渠道变革的背后，均在满足消费者不断迭代的需求，进而拉近品牌与用户的距离，提升供给需求间的效率；渠道发展角度看，第一阶段，1996年中国百货渠道开始萌芽，百货渠道也成为化妆品零售主要渠道，2012年，淘宝商城更名“天猫”，开启品牌化时代，化妆品零售渠道步入电商时代，线上渠道高速增长，逐渐赶超线下成为美妆市场规模增长的动力来源（2020年，美妆的电商渠道的市场份额已逐渐提升至38.0%，远超其余渠道成为最重要的零售通路），2016年社交电商兴起，2018年直播电商，2020年疫情加速直播电商发展，以完美日记、薇诺娜为代表的一批DTC化妆品品牌通过把握社媒的流量红利快速崛起，本土美妆品牌发展强势，抖音电商品牌自播兴趣后，本土品牌销售高速增长，销售渠道的演变是市场发展的核心要素之一，美妆个护医美行业经历从以线下渠道为主的1.0阶段进入电商渠道发展的2.0，抓住新渠道流量红利打造爆款成为打造品牌的共识，通过启动新渠道的流量红利将品牌知名度打开，并尽可能覆盖所有线上渠道，随后逐步进入线上电商渠道细分的3.0阶段，终端渠道日益细化，Z世代及α世代涌入，基于科技创新、技术赋能的国货的“体验”和“功效”成为热捧，进而进入4.0阶段，在全民数字化渗透背景下，应用从巨头林立到应用细分满足不同用户差异化需求，从淘宝、京东、拼多多、海淘到抖音、快手电商，再到B站、小红书、Soul电商，富媒媒（Rich Media并不是一种具体的互联网媒体形式，而是指具有动画、声音、视频或交互性的信息传播方法）下产品、品牌信息差拉平，本土品牌觉醒且加快产品研发创新，与国际品牌分庭抗礼。

图表 1：销售渠道演变（从 1.0 到 4.0 时代）



资料来源：巨量算数、华鑫证券研究整理绘制

图表 2：2018-2021 年双 11 销售额超 1 亿元美妆本土品牌（上）、2021 年抖音电商美妆 GMV 表现（下）

2018-2021年双11销售额超过1亿的美妆本土品牌

2018	2019	2020	2021
自然堂	自然堂	自然堂	自然堂
百雀羚	百雀羚	百雀羚	百雀羚
薇诺娜	薇诺娜	薇诺娜	薇诺娜
完美日记	完美日记	完美日记	完美日记
一叶子	一叶子	一叶子	-
HFP	HFP	HFP	-
WIS	WIS	WIS	-
稚优泉	花西子	花西子	花西子
-	膜法世家	膜法世家	-
-	-	COLORKEY/珂拉琪	COLORKEY/珂拉琪
-	-	珀莱雅	珀莱雅
-	-	润百颜	润百颜
-	丸美	至本	夸迪
-	韩束	敷尔佳	逐本

2021年抖音上的美妆品牌GMV表现（2021H2 vs. 2021H1）



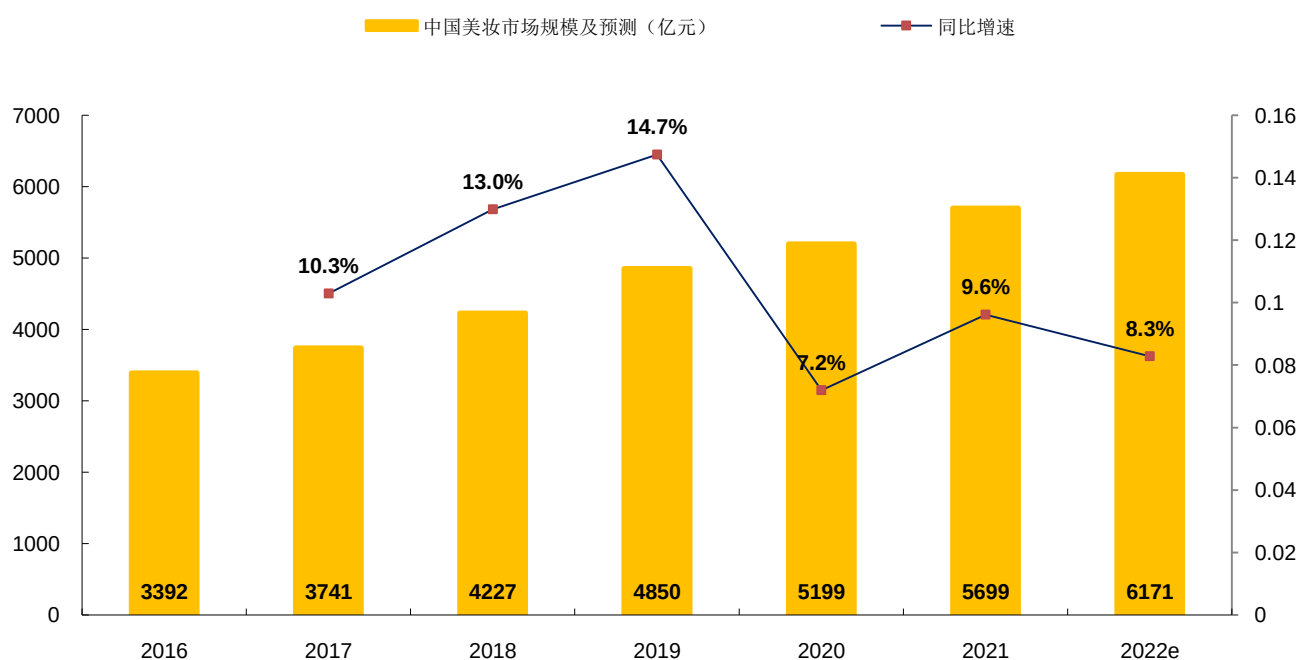
资料来源：巨量算数、华鑫证券研究

1.1、预计2022年中国美妆市场规模将达6171亿元 元轻医美1207亿元

2020年，中国美妆个护市场规模达5199亿元，预计2022年中国美妆个护市场规模将达6171亿元（同比增加8.3%）；渠道端看，预计2022年我国美妆个护电商渠道市场规模

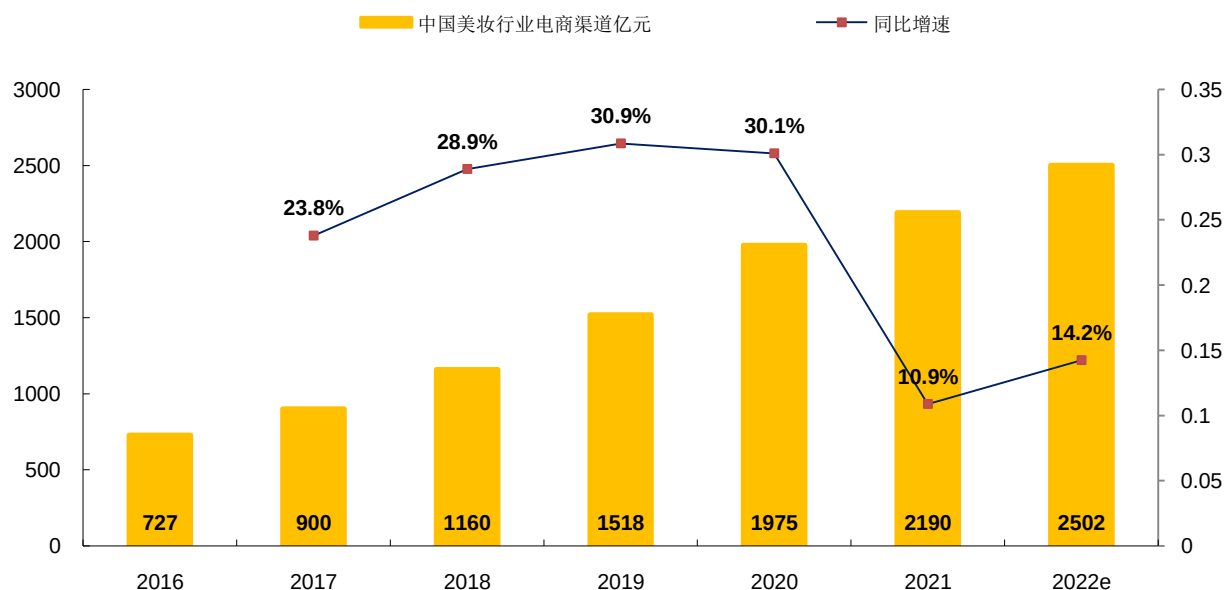
将达2502亿元（同比增加14.25%），得益于电商渠道从PC端及移动端的驱动，中国化妆品的电商渠道增速领先于其它渠道，据Euromonitor显示，2018年美妆行业电商渠道超过商超成为第一大渠道，2022年美妆电商渗透率提升至40.5%（图表5）。当供应链完备和消费者日益增长的需求不断融合，千亿的美妆市场正迎来新的机遇，国货之光接连诞生。展望中国美妆市场，功效护肤、抗衰仍是关键词，国货品牌的市场占有率有持续提升趋势；大品牌加速内卷，新锐品牌洗牌加剧，产品红利期越来越短；短期崛起的头部主播垄断地位模式弱化，品牌自播进入快速增长期，自播也会成为重要渠道之一；政策监管、新世代需求、媒体拉平信息差、产品供给丰富，在美妆市场已从价格驱动和品质驱动时代，正在经历**科技驱动的时代**，未来将进入智能体验驱动的时代。

图表 3：2016-2022 年中国美妆市场规模及预测（亿元）、同比增速



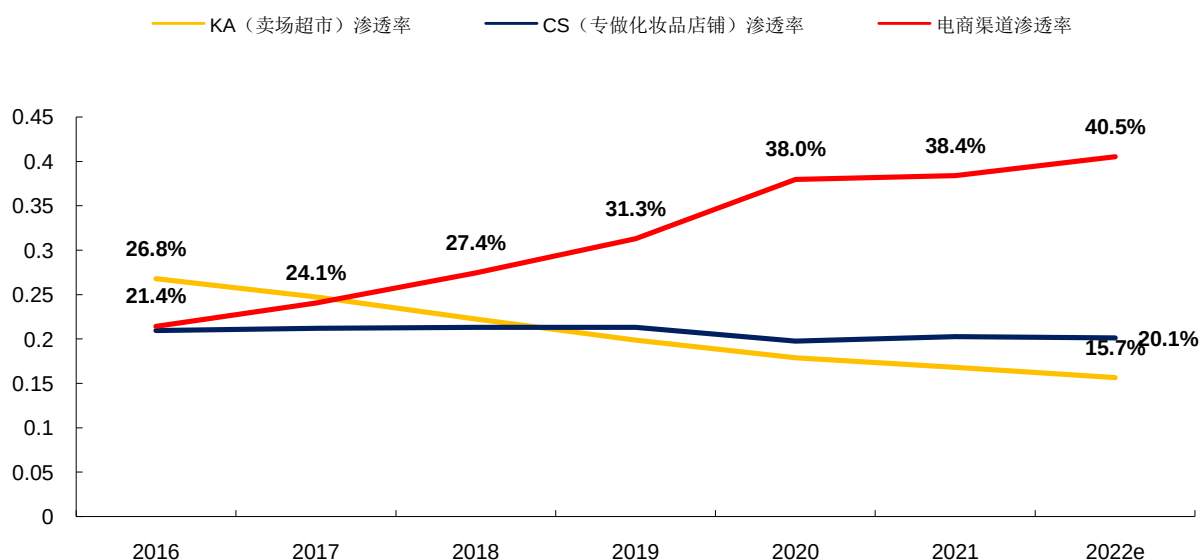
资料来源：wind 资讯、Euromonitor、中商产业、华鑫证券研究

图表 4：2016-2022 年中国美妆行业电商渠道规模及同比增速



资料来源：wind 资讯、Euromonitor、中商产业、华鑫证券研究

图表 5：2016-2022 年中国美妆行业主要销售渠道规模



资料来源：wind 资讯、Euromonitor、中商产业、华鑫证券研究

➤ 中国轻医美市场规模有望从2021年的977亿元增加至2026年的2376亿元，2022年预计将达1207亿元（同比增加23.5%）

在追求美的征途中，富媒体的厚度与新产品供给的深度以及新世代用户的新需求三端共振下，用户对轻医美的认知度与认可度逐步提升，中国医美市场从2017年的993亿

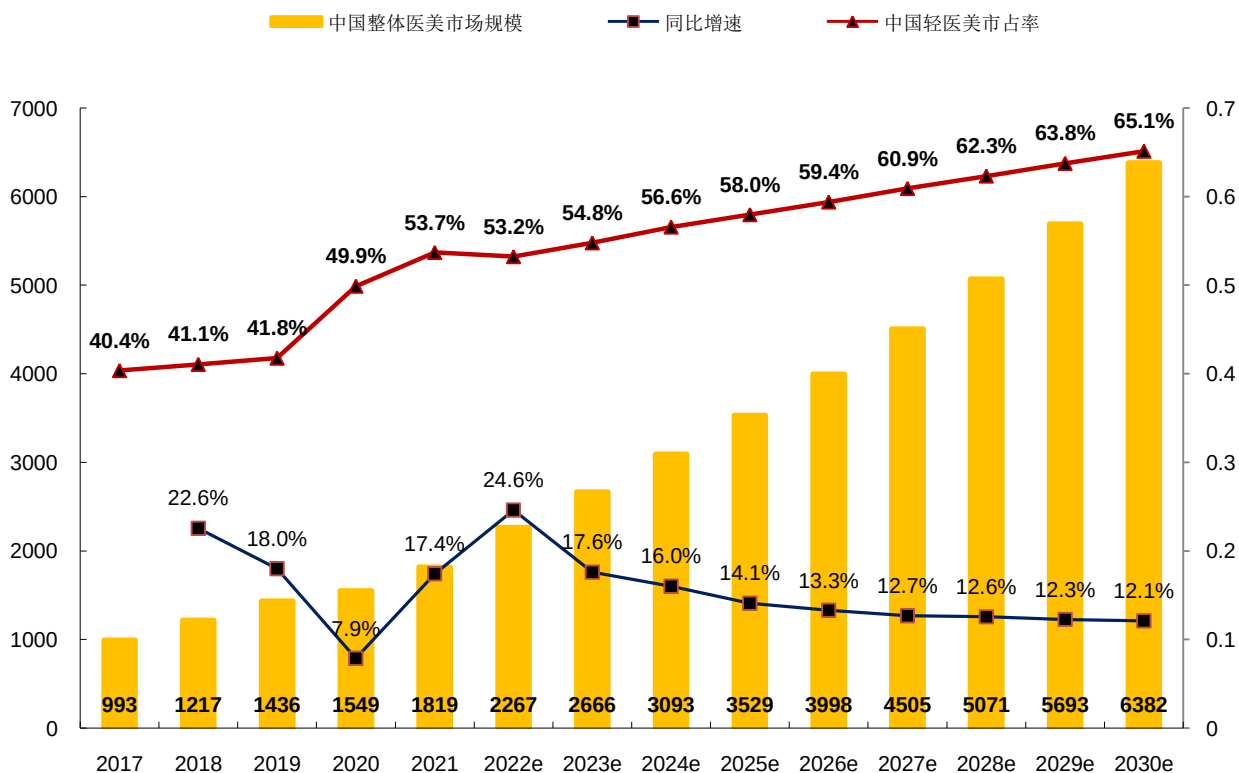
元有望增加至2030年的6382亿元，其中轻医美市场占比不断爬升，从2017年的40.4%占比有望提升至2030年的65.1%，其中，2022年中国轻医美市场规模有望达1207亿元，同比增加23.5%，轻医美市场中抗衰老成为核心诉求之一。

图表 6：2021 年年中国医美行业市场竞争格局（上中下游）



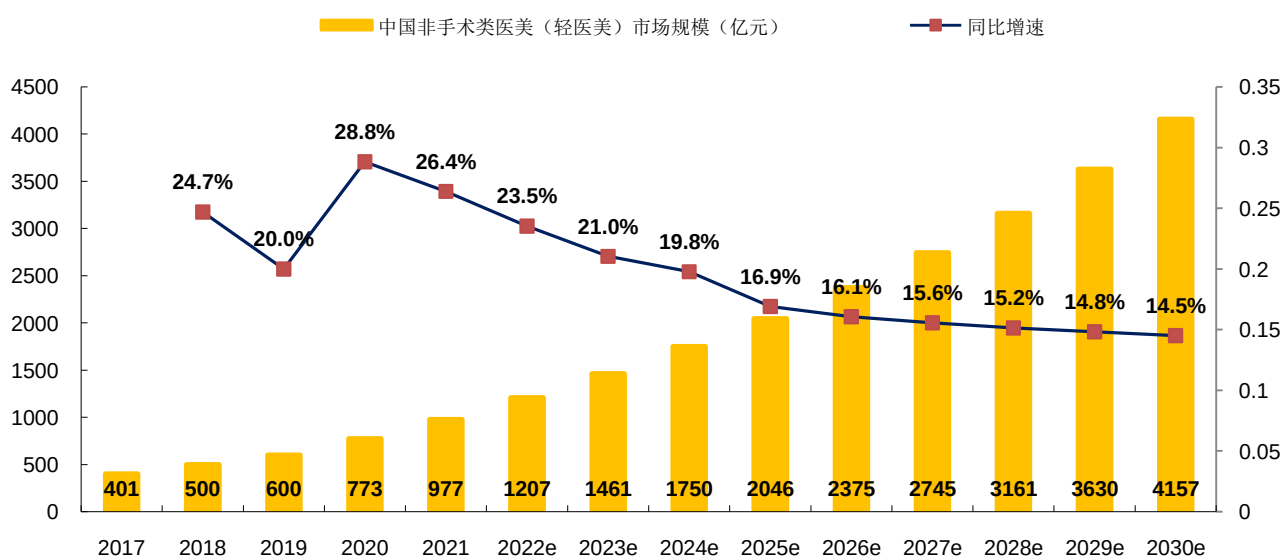
资料来源：iimedaresearch、华鑫证券研究

图表 7：2017-2030 年中国整体医美市场规模及预测（亿元）、同比增速、中国轻医美市占率



资料来源：wind 资讯、爱美客招股书、华鑫证券研究

图表 8：2017-2030 年中国非手术类医美（轻医美）市场规模及预测（亿元）、同比增速



资料来源：wind 资讯、爱美客招股书、华鑫证券研究

➤ 中国轻医美注射市场规模2026年预计将达1240亿元（2021年至2026年的复合增速预计为15.3%）

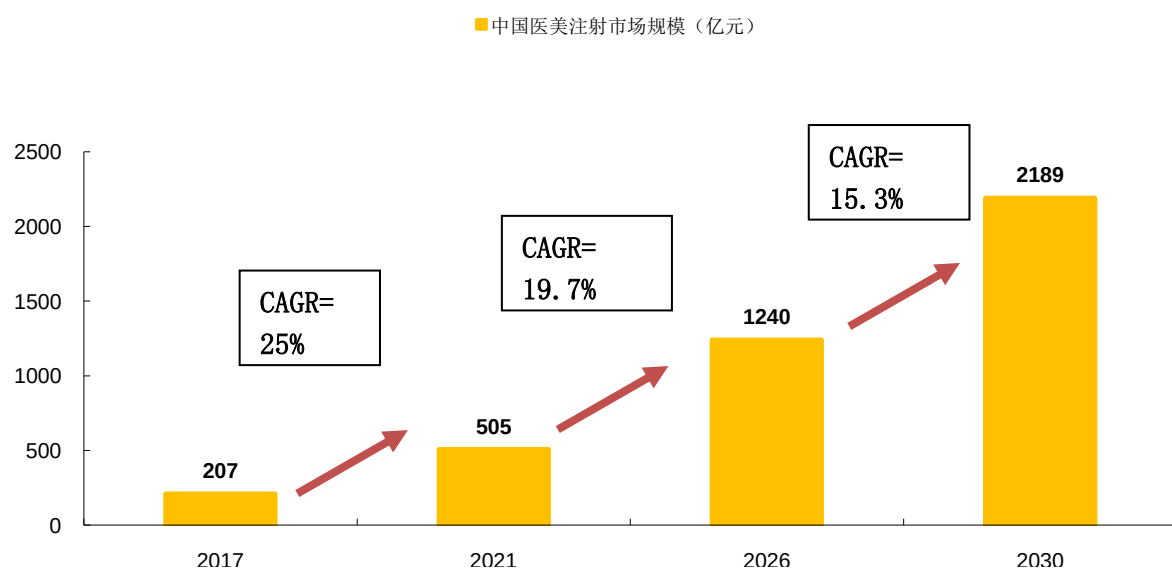
中国非手术类医美（轻医美）市场中主要以美容注射医疗为主，轻医美注射在2021年中国非手术类医美市场规模占比51.7%，按服务收入维度看，中国轻医美注射市场规模由2017年的207亿元增加至2021年的505亿元（年复合增速25%），将在2026年达到1240亿元（2021年至2026年的复合增速预计为15.3%）。注射产品中大多数为皮肤填充剂产品。

图表 9：中国注射类各种针剂分类及功效

产品	主要成分	功效和机理	注射周期及效果
童颜针	聚左旋乳酸	高密度皮肤穿刺诱导皮肤胶原蛋白增生达到紧致、改善皱纹效果	注射周期2-4次，每次间隔2个月，注射后维持1-3年
少女针	玻尿酸、PCL、CMC PBS-生物jiangjie2材料	用于面部法令纹，兼具童颜针与玻尿酸优点，改善皱纹	维持约3年
水光针	非交联透明质酸	基础水光针，锁水保湿	首次维持1-2个月，连续3次后，效果可维持1年
溶脂针	乳化剂和加速新陈代谢药物	溶解脂肪，加速脂肪代谢	因而而已，效果在3-24个月左右
美白针	传明酸和维生素C	抗氧化，阻止黑色素形成并分解黑色素	一个疗程7-12次不等，3-7天注射一次

资料来源：iimediaresearch、华鑫证券研究

图表 10：2017、2021、2026、2030 年中国医美注射市场规模及复合增速

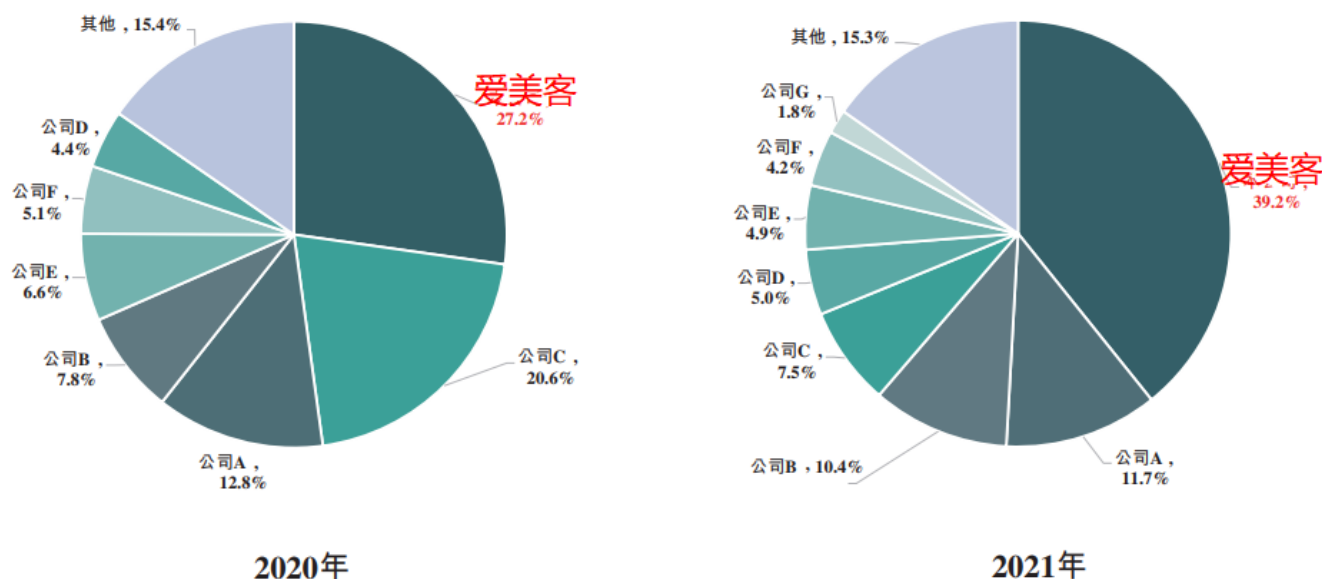


资料来源：wind 资讯、爱美客招股书、华鑫证券研究

➤ 轻医美市场注射类市场竞争格局（销量端透明质酸市场的产品中国公司占比超 60%，其中爱美客是中国透明质酸皮肤填充剂龙头）

伴随技术、供应链、品牌形象不断完善叠加用户接受度提升，中国透明质酸的皮肤填充剂产品的中国制作商的竞争力已超过全球参与者，伴随中国参与者的研发能力提升以及价格的优势叠加产品供给适合中国消费者，国产产品在美容机构B端以及终端消费者C端的欢迎度提升，国产产品的市占率已达60%以上（2021年，中国基于透明质酸的皮肤填充剂产品市场份额中，爱美客、华熙生物、昊海生科分别以39.2%、11.7%、10.4%的市场份额位居前三，占据了60%以上的市场份额，见图表11），国际参与者主要有艾尔建美学（拥有乔雅登系列）该企业2022年5月被艾伯维收购，LG Chem（拥有伊婉系列，Q-Med AB（拥有瑞蓝系列），中国主要参与者有爱美客（拥有嗨体、爱芙莱和宝尼达系列），华熙生物科技股份有限公司（拥有润致系列），上海昊海生物科技股份有限公司（拥有娇兰系列），中国市场中，2020-2021年的透明质酸的皮肤填充剂供应商龙头为爱美客，销量市占率为27.2%、39.2%，见图表11）。

图表 11：2020-2021 年中国透明质酸市场格局（按销量计算）



资料来源：wind、爱美客招股书、华鑫证券研究

注释：公司 A\B 为中国，公司 C\F 为韩国，公司 D 为美国、公司 E 为瑞典、公司 G 为发法国

1.2、爱美客：用科技成人之美

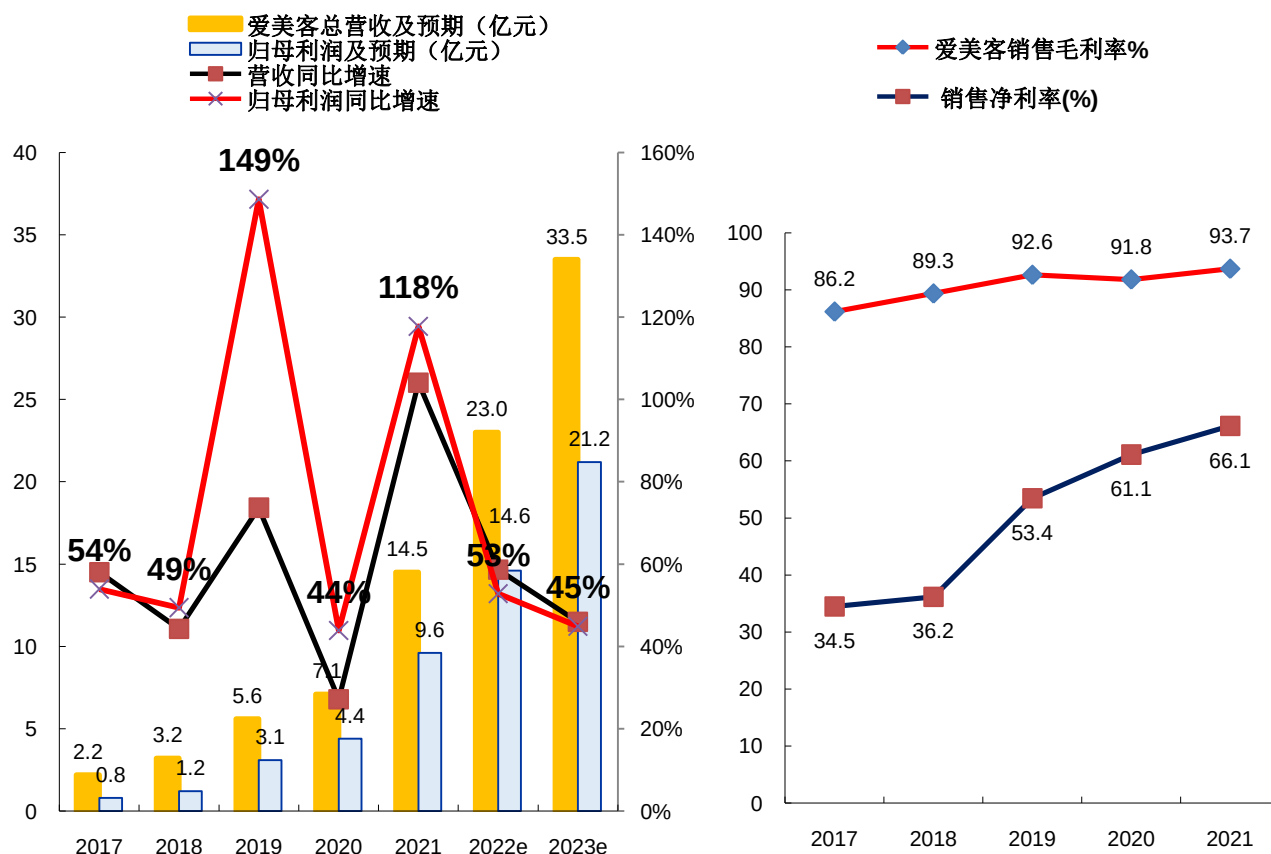
爱美客总营收从2017年的2.2亿元增加至2021年的14.5亿元（2017-2021年总营收复合增速60%），2023年爱美客总营收有望达到33.5亿元（2021-2023年总营收复合增速52%），归母利润端，爱美客归母利润从2017年的0.8亿元增加至2021年的9.6亿元（2017-2021年归母利润复合增速86%，2022-2023年爱美客总归母利润有望达到14.6、21.2亿元（同比增加45.2%，2021-2023年总归母利润复合增速49%）。

2004年爱美客在北京成立，2009年爱美客的逸美产品获得批准，为国内首款制造并商业化的基于透明质酸的皮肤填充剂，2012年爱美客的宝尼达产品获得批准，为国内首款制造并商业化的具有长效填充效果的皮肤填充剂，2015年爱美客的爱芙莱产品获得批准，是中国首款制造并商业化的利多卡因皮肤填充剂，2016年爱美客的嗨体产品被批准，是国内首款商业化的用于修复颈纹的皮肤填充剂，2018年爱美客与韩国Huons BioPharma的签订协议，获在中国注册及商业化注射用A型肉毒毒素在研产品的授权。2020年上市，2021年爱美客的濡白天使产品上市，是国内及世界首款商业化的含左旋乳酸-乙二醇共聚物微球皮肤填充剂；截至2021年年底，爱美客开发并商业化七款医疗美容产品（包括五款基于透明质酸的皮肤填充剂、一款基于聚左旋乳酸的皮肤填充剂及一款PPDO面部埋植线产品），按2021年的销量计，爱美客是中国最大的基于透明质酸的皮肤填充剂供应商，市场份额为39.2%；按2021年的销售额计，爱美客是中国第二大基于透明质酸的皮肤填充剂供应商，市场份额为21.3%，也是中国所有国内公司中最大的基于透明质酸的皮肤填充剂供应商，市场份额为58.9%。爱美客产品组合范围从各种皮肤填充剂跨至面部埋植线，具有皱纹治疗、紧致、抗衰、塑型及皮肤保养护理效果，其产品已获中国医疗机构、医师和消费者的广泛认可。

爱美客主要在研的产品包括医用含聚乙烯醇凝胶微球的修饰透明质酸钠凝胶、利拉鲁肽注射液、注射用透明质酸酶及去氧胆酸药物均处于自主开发阶段，在研产品的NDA

并于2024年上市，若干在研产品（包括注射用透明质酸酶、利拉鲁肽注射液、去氧胆酸药物、利多卡因丁卡因乳膏及第二代理植线）预计于2025年后商业化，鉴于中国实施严格的注册审批规定，开发和注册三类医疗器械和药物通常需要至少5至8年时间，因此爱美客的先发优势或将助其继续巩固乃至扩大头部地位，医美行业监管不断趋严、医美广告法规出台的大背景下，爱美客能继续高增长，也凸显其自身产品的硬性实力。

图表 12：2017-2023 年爱美客营收利润及同比增速（左）、爱美客销售毛利率净利率（右）



资料来源：wind 资讯、爱美客招股书、华鑫证券研究

注释：爱美客 2022-2023 年营收、利润预估为 wind 一致预期

➤ 爱美客估值如何看？

截至2022年6月29日，爱美客市值为1251亿元，对应2022-2023年的PE分别为85.7倍、59倍，PEG均大于1，维持目前估值或者估值再提升，爱美客需要看，

第一， 嗨体的增速；

第二， 新产品推出进展（例如肉毒产品是否超过竞争对手等）；

第三， 直销与渠道模式如何从B端拓展C端？对手在C端高举高打后是否对其影响。

图表 13：2021-2023 年爱美客归母利润、同比增速、PE 及 PEG

	爱美客归母利润（亿元）	同比增速	市值（亿元）	PE	PEG
2021	9.6	118%	1251	130	1.11
2022E	14.6	53%	1251	86	1.62
2023E	21.2	45%	1251	59	1.31

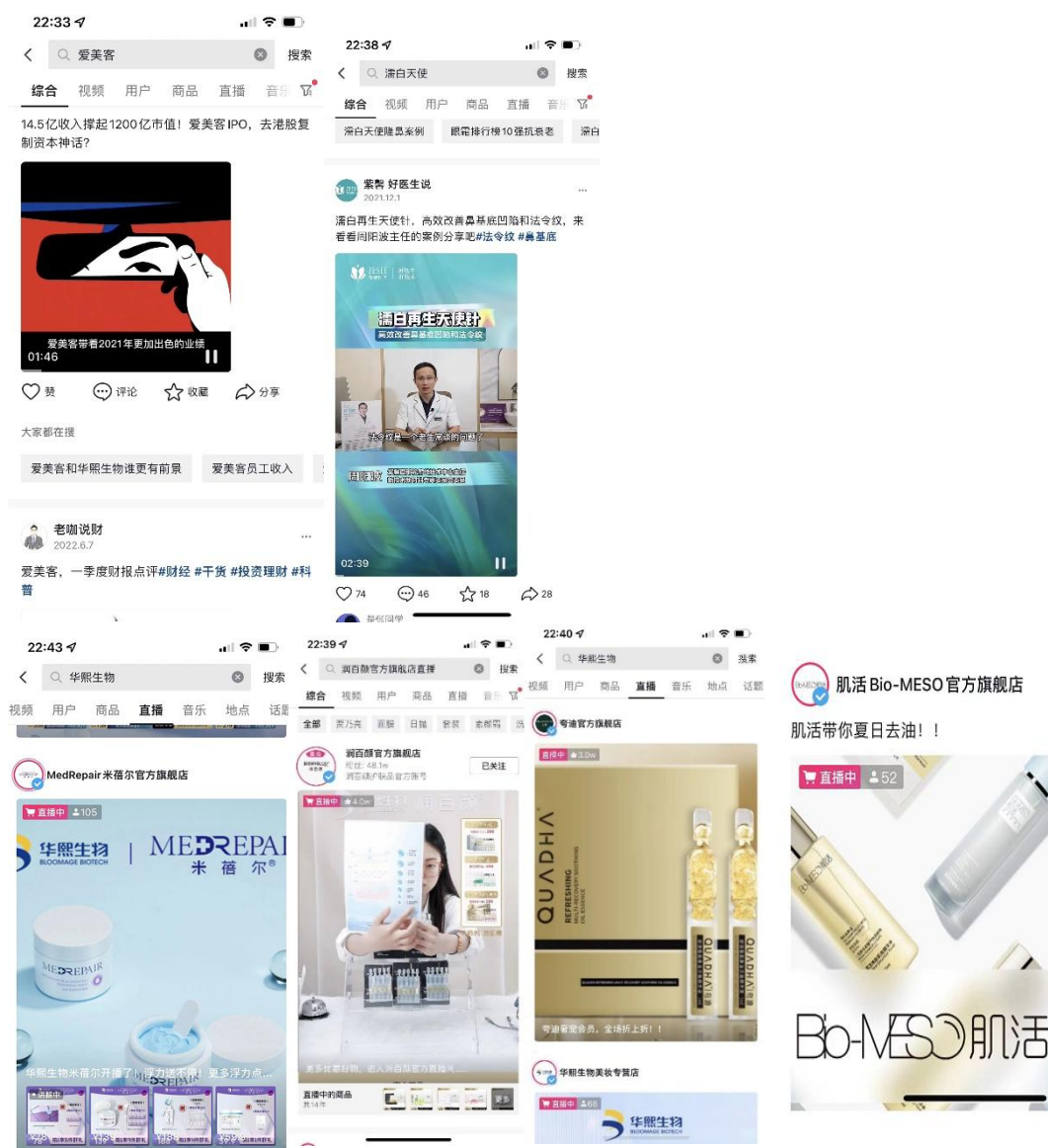
资料来源：wind 资讯、华鑫证券研究

注释：爱美客市值取自 2022 年 6 月 29 日收盘

➤ 在B端，爱美客的优势凸显，但在C端，如何取胜？是否需要C端发力？估值提升角度，C端布局是较好选择之一

在抖音平台，我们并未看到爱美客官方直播间，相比之下，华熙生物C端的主要媒介抖音app中，从官网主号再到核心产品单个直播间的直播（大单品润百颜、夸迪、米蓓尔、肌活Bio-MESO，从粉丝私域的累积角度，华熙生物在C端已建立较好口碑与品牌认知度。

图表 14：爱美客、华熙生物 C 端产品自播矩阵号（抖音媒介）

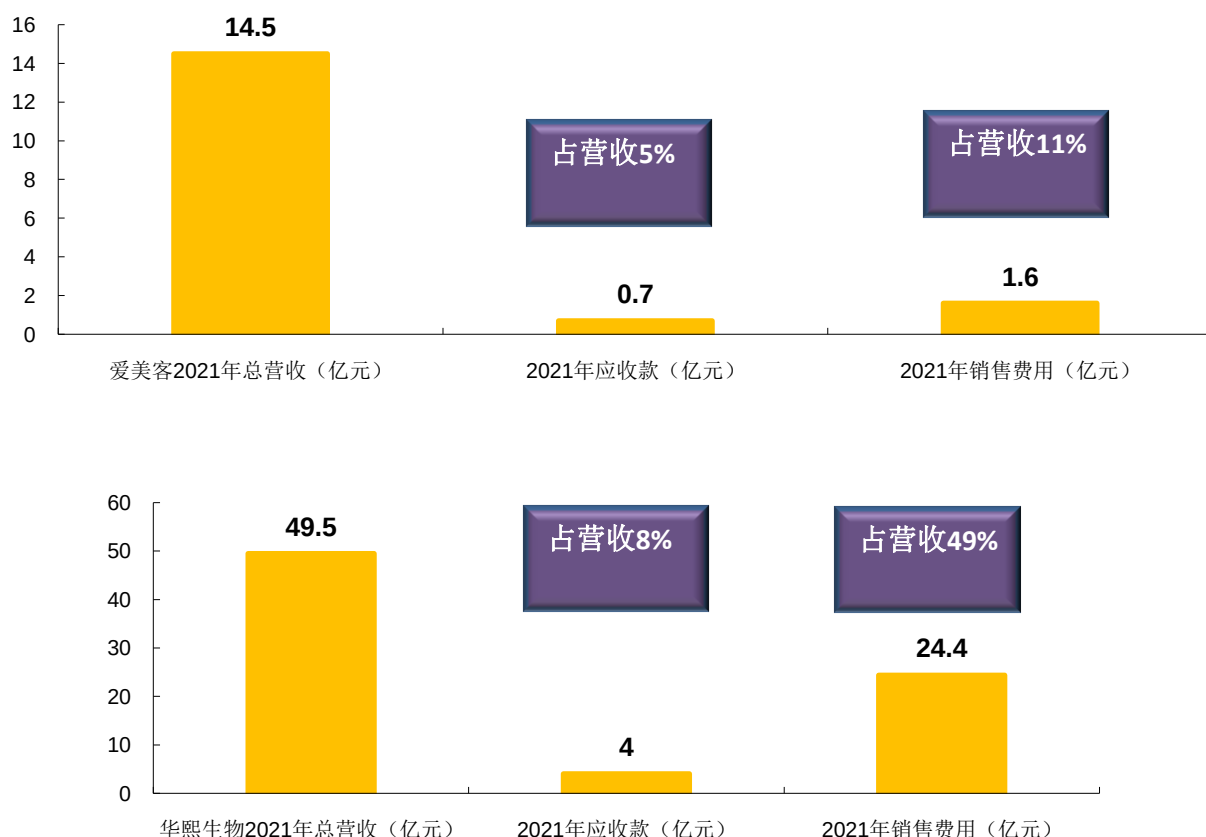


资料来源：抖音 app、华鑫证券研究

➤ 爱美客为何拟在港股二次上市？

作为中国医美行业头部企业，在高毛利率高净利率高盈利能力背景下为何仍拟在港股上市？2021年爱美客销售费用占营收比例为11%（相比之下华熙生物占比49%，见图表15，主要由于华熙生物在C端布局激进，在营销端阶段性投入，建立用户粘性，而爱美客的核心客户是2B，该客户模式下对营销费用占比较低，同时2021年爱美客的应收款为0.7亿元，应收款占总营收比例为5%，凸显其回款能力强，在产业链中较强话语权，华熙生物应收款占营收8%，同样凸显其回款能力强。爱美客在盈利能力强、产品力强、渠道及产业链话语权强的三大优势下，为何仍选择登港股？

图表 15：2021 年爱美客、华熙生物应收款、销售费用占营收比例



资料来源：wind 资讯、华鑫证券研究

爱美客通过登港股，利用募集的资金以及自身上市公司的地位快速通过并购、合作等方式提高市占率或在新赛道占有一席之地，以构筑规模化的“护城河”也是市场竞争下的一种战术，在医美行业，需要持续投入研发，供给具有竞争力的产品是维持其三大优势的核心点，借力更多资本将利于爱美客在研发端的持续投入，同时不断涌现的新品类潜在竞争对手下，较早通过资本进行助力。自下而上看，用户对医美产品有复购的需求，但对产品的绝对忠诚度较弱，用户永远在不断追求更好的功效、更具性价比的产品，如何在产品端、品牌端、对手端，三维度保持相对竞争优势，需要时间、资金、人才、技术，通过全球化制高点来布局，也间接有望助力。自上而下看，伴随医美行业政策监管不断完善，市场逐步规范，医美行业长期健康可持续发展可期，爱美客拟登港股利于拓展投资者规模，优化资本灵活度，也是其全球化布局信心的体现，利于赋能其品牌在全球市场中的竞争。

1.3、华熙生物：国货的进击

华熙生物是全球领先的、以透明质酸微生物发酵生产技术为核心竞争力企业（公司凭借发酵技术、产品质量、资质认证、生产规模等优势在行业内具备较强的竞争力），透明质酸产业化规模位居国际前列，华熙生物凭借微生物发酵和交联两大技术平台，开发有助于人类生命健康的生物活性材料，建立了从原料到医疗终端产品、功能性护肤品

及功能性食品的全产业链业务体系，服务于全球的医药、化妆品、食品制造企业、医疗机构及终端用户。华熙生物是国内最早实现微生物发酵法生产透明质酸的企业之一，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活性，在医药(骨科、眼科、普外科、泌尿外科、胃肠科、耳鼻喉科、口腔科、整形外科、皮肤科等)、化妆品及功能性食品中应用十分广泛，公司持续开展微生物发酵法生产透明质酸技术研发，国内率先实现了透明质酸微生物发酵技术产业化的突破，改变了我国以动物组织提取法生产透明质酸且主要依靠进口的落后局面。通过菌种诱变和高通量筛选、发酵代谢流调控、多尺度过程优化、动态补料控制等技术，极大提升了透明质酸的生产规模和质量，显著降低了生产成本，推动了透明质酸在各个领域的应用。

➤ **华熙生物主营分析：遵循生命树原理，四大分支中，原料（深度之基本盘+外延助力新增）+医疗终端业务（高度之产品为王）+功能性护肤品业务（广度之打造3-5个国民品牌的战略）+功能性食品（广度）**

华熙生物于2000年1月成立，前身是华熙福瑞达生物医药有限公司，主营业务板块分别为原料业务、医疗终端业务、功能性护肤品业务和功能性食品业务，四大业务均是沿着生物活性物的产业链延伸和展开。

第一，**华熙生物原料业务（玻尿酸是基本盘）**，2021年营收9.05亿元（同比增加28.6%），保持稳定增长，全作为球透明质酸头部企业，产品也逐渐的由透明质酸，单个物质延伸到包括麦角硫因、依克多因，以及22年年底拟推出的胶原蛋白的原料以及胶原蛋白、GABA（ γ -氨基丁酸）等，构建多种生物活性物的生物平台性公司。该业务也是公司的底层根基。在原料储备上，例如胶原蛋白。华熙生物与中煤地质集团有限公司签署《产权交易合同》，以2.33亿元收购北京益而康生物工程有限公司51%的股权，通过外延切入胶原蛋白产业，胶原蛋白或将成为其玻尿酸产品外的又一核心产品，丰富公司产品管线，对公司未来业务的可持续性发展起到较好支撑，通过攻克胶原蛋白原料生产的难题来提高产能、降低成本，从而推动胶原蛋白原料在医疗、美护等消费者终端领域的发展，进而带来潜在新增动力。

第二，**华熙生物医疗终端业务（产品为王）**，2021年营收7亿元（同比增加21.5%），该业务代表公司的高度，有比较高的科技含量和比较高的门槛。近1-2年医美业务中，华熙生物进行组织结构或战略调整期，华熙生物医美产品，在售的三大单品矩阵分为熨纹针、娃娃针，润致5号，其中5号是大颗粒的填充，熨纹针和娃娃针是微交连的产品，打造覆盖全脸的适应症的注射的产品矩阵；未来五年左右的中期的产品的管线规划，第一，全系列的玻尿酸的填充类的矩阵；第二，水光产品完成三类的合法取证；第三，完成产品的升级，包括再生医学、胶原等，突破更多材料的产品的升级。

第三，**华熙生物功能性护肤品业务**，2021年营业收入33亿，同比增长146.57%，其中头部品牌-润百颜也是首次突破10个亿的销售额，销售收入12.3亿，同比增长117.4%，夸迪营收9.79亿元，同比增加150.19%，米蓓尔营收4.2亿元，同比增加111%，主打水乳，BM肌活收入4.35亿元，同比增加286.21%，见图表17）。该业务是华熙生物的广度。四大品牌的大单品策略2021年已在事业部逐渐产生效益，并在2022年第一季度进一步增强，比如BM肌活的糙米水单品一季度取得了很好的销售成绩，在抖音app中分别开设有润百颜、夸迪、BM、米蓓尔单品直播间，每个产品均有自己的定位以及技术路线，仍处于较高增速阶段，公司注重全网品牌声誉，也会进行平台之间平衡投

入产出策略。后续打造3-5个国民品牌的战略。在电商赛道中，华熙生物逐步从依靠主播带货方法论进入直播模式，该模式也是我们之前在《抖音兴趣电商到全域兴趣电商》中提及的FACT+方法论，抖音电商鼓励商家直播，形成自己的交易场，华熙生物的大单品矩阵，逐步开启直播模式，是较好的契合了抖音电商的发展。短期看，由于超头主播薇和李的停播事件，从情绪面以及润百颜、夸迪短期影响，但媒介或者渠道已逐步从超头模式转向店铺自播模式，中长期仍看产品逻辑。

第四，华熙生物功能性食品业务，2021年起步，处于前期铺垫和开局（寻找并把握市场需求，但不会对财务形成较大压力。2021年1月，国家卫健委正式批准了由华熙生物申报的透明质酸钠为新食品原料的申请，准许在普通食品中使用，华熙生物推出了国内首个玻尿酸食品品牌“黑零”，包括透明质酸咀嚼片、软糖、西洋参饮等6款产品；同年又推出首款玻尿酸饮用水“水肌泉”，每瓶含66mg自研的食品级玻尿酸产品；“休想角落”瞄准了果酒、果饮等休闲场景。

图表 16：华熙生物润百颜系列、BM 系列、功能性食品（休想角落）实物展示



资料来源：华鑫证券研究拍摄

图表 17：2019-2021 年华熙生物营收分类及同比增速、占主营比例（上）、功能性护肤 4 大单品（下）

营收（亿元）	2019	2020	2021
1、功能性护肤品	6.3439	13.4614	33.1922
YOY		112.2%	146.6%
占总营收比例	33.6%	51.1%	67.1%
2、原料产品	7.6085	7.0343	9.0478
YOY		-7.5%	28.6%
占总营收比例	40.4%	26.7%	18.3%
3、医疗终端	4.8888	5.7587	6.9994
YOY		17.8%	21.5%
占总营收比例	25.9%	21.9%	14.1%

单位：万元

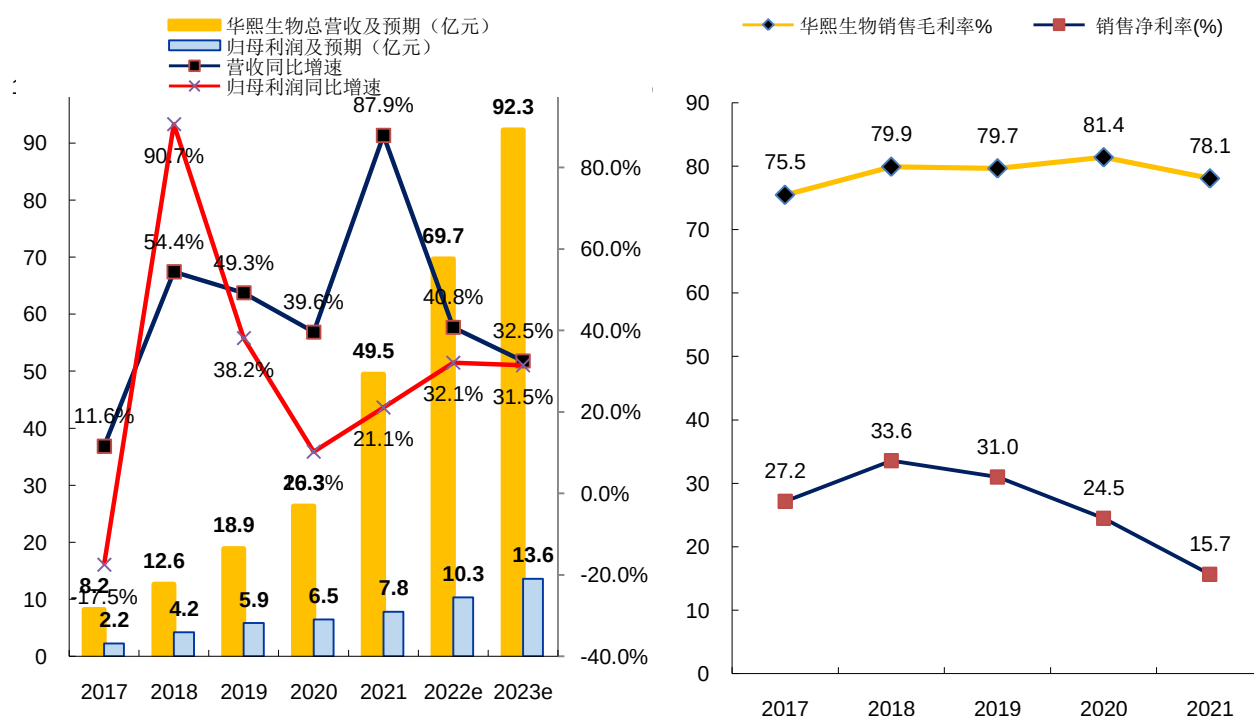
品牌类别	2021 年	2020 年	同比增长
润百颜	122,941.98	56,545.00	117.42%
夸迪	97,902.62	39,131.40	150.19%
米蓓尔	42,027.13	19,906.89	111.12%
BM 肌活	43,497.80	11,262.76	286.21%

资料来源：wind 资讯、华鑫证券研究

➤ 华熙生物估值如何看？

从财务数据看，华熙生物营收从2017年的8.2亿元增加至2021年的49.5亿元（复合增速56.8%），归母净利润从2017年的2.2亿元增加至2021年的7.8亿元（复合增速37%），销售毛利率从2017年的75.5%提升至2020年的81.4%，2021年略有下滑至78%，主要由于公司处于投入期；华熙生物坚持长期主义，在盈利能力稳定下发展，利润率角度看，相对稳健，2021年公司的销售费用、研发费用高增长对短期利润率略有影响，但长期看，从目前战略布局，战术调整，产品研发投入，C端渠道布局等维度看，利于公司长期稳定的盈利能力。

图表 18：2017-2023 年华熙生物营收及利润预测（左）、华熙生物毛利率净利率（右）



资料来源：wind 资讯、华鑫证券研究

*华熙生物的 2022-2023 年营收、归母净利润的数据来自 wind 一致预期

截至2022年6月29日，华熙生物市值为658亿元，对应2022-2023年的PE分别为63.7倍、48.4倍（参考资生堂、欧莱雅在PE（TTM）分别为52倍、50倍，华熙生物享有较高估值，也得益于其行业地位、技术壁垒、产品矩阵、认证时间壁垒等），华熙生物的2022-2023年PEG均大于1，维持目前估值或者估值再提升，华熙生物需要看，

第一，主业原料从玻尿酸拓展到胶原蛋白的进展；

第二，功能性护肤4大单品在新媒介直播数据持续向好，且后续打造3-5个国民品牌（费用率逐步减少）

第三，产品的升级，包括再生医学、胶原等。

图表 19：2021-2023 年华熙生物归母净利润、同比增速、PE 及 PEG

	华熙生物归母净利润 (亿元)	同比增速	市值 (亿元)	PE	PEG
2021	7.8	21%	658	84.1	3.98
2022E	10.3	32%	658	63.7	1.98
2023E	13.6	32%	658	48.4	1.54

资料来源：wind 资讯、华鑫证券研究

注释：华熙生物市值取自 2022 年 6 月 29 日收盘

➤ 华熙生物的竞争壁垒及未来发展趋势

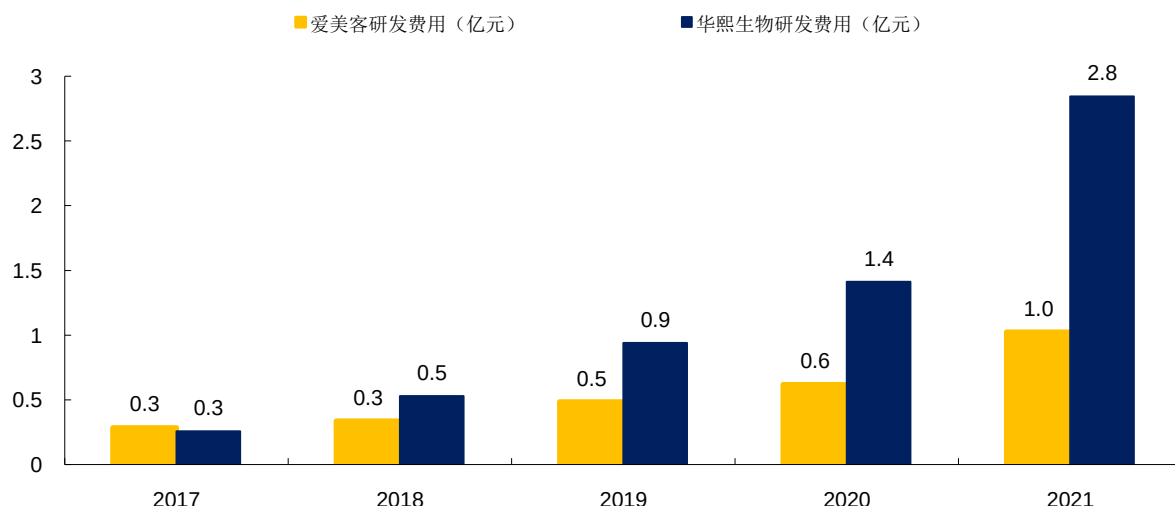
华熙生物的壁垒，技术壁垒端，第一，公司凭借全球领先的低分子和寡聚透明质酸的酶切技术，及高、中、低多种分子量的分段控制发酵和纯化精准控制技术，实现产品分子量范围低至 2kDa 高至 4,000kDa 的产业化技术突破。第二，公司构建了功能糖及氨基酸类生物活性物的绿色生物制造关键技术体系，涉及合成生物学、发酵工程、代谢工程等多个学科，通过在高产基因工程菌株的构建、发酵代谢过程调控、分离纯化等过程中的技术壁垒有效提升发酵产率、降低生产成本、提高产品的质量及稳定性。第三，公司极为注重基础研究和应用基础研究，通过包含微生物发酵平台、合成生物学研发平台、应用机理研发平台在内的“基础研究”实现物质发现的 0-1。**产量和应用场景壁垒**，作为透明质酸原料供应商头部企业，开发出超过 200 个规格的医药级、化妆品级和食品级透明质酸原料产品，并实现在低成本基础上的大规模量产，产品广泛应用于药品、医疗器械、化妆品、功能性食品及普通食品领域，并涉及宠物、生殖健康、口腔、织物、纸品等新领域。**认证壁垒、解决方案壁垒以及产品壁垒**，在产品壁垒中华熙生物持续研发新产品，拓宽护城河。除透明质酸以外，同时研发其他生物活性物产品，包括 γ -氨基丁酸、聚谷氨酸钠、依克多因、麦角硫因、小核菌胶水凝胶、纳豆提取液、糙米发酵滤液等，并围绕这些生物活性物开展医疗、护肤、食品等终端产品开发。未来公司将通过丰富产品管线，进一步提高竞争壁垒。

在未来发展中，华熙生物将面对原料为主还是产品为主角度看，原料业务（B-B 端）代表公司的深度，医疗终端业务（B-B-C 端）代表公司的高度，个人健康消费品（B-C 端）代表公司的广度，华熙生物遵循的是生命树的逻辑，从下往上看，华熙生物的生命树最底层的树根是科学和技术支撑，树干是产业转换与市场转化能力，树冠是各个业务板块，各个产品都是同根同源发展。华熙生物的定位是一家生物科技公司 and 生物材料公司，坚持“科学-技术-产品-品牌”的发展逻辑。

未来，华熙生物也将底层布局方面，发展的核心在于科学和技术端的投入。华熙生物的生命力取决于两个能力：一是持续不断的创新能力（公司在研发端持续投入），二是持续不断的经营盈利能力。作为定位平台型企业，华熙生物将通过过生物科技赋能来探索生物活性材料的全领域应用。以个人健康消费品为例，除了功能性护肤品外，个人护理和功能性食品也是公司在科技力基础上进一步拓展的应用领域。2022 年年初，公司推出头皮头发护理品牌三森万物和口腔健康护理品牌 WO (Wise Oral)，都是基于华熙生物本身的特点和市场需求调研而开发的品牌。华熙生物未来三五年会布局原料库，

根据技术发展设定优先级。重点关注抗衰、抗糖、抗脂、抗压等应用场景。华熙生物未来发展的趋势路线，第一是合成生物基础带来的行业变革；第二是医疗美容行业的渗透率提升带来新增；第三是功能性护肤后续打造3-5个国民品牌。

图表 20：2017-2021 年爱美客、华熙生物研发费用对比



资料来源：wind 资讯、华鑫证券研究

综上，从爱美客到华熙生物的公司发展概况、竞争优势、财务数据、估值、未来发展战略战术多维度之后，从行业看，中国轻医美行业仍是较好的布局赛道，驱动其增长的主要原因：

- 1、**技术进步**。中国非手术类医美（轻医美）市场的发展受到化学技术以及应用材料基数与科技创新的推动，技术创新促进医轻医美中如注射类的业务的发展，恢复时间更短并发症更低。
- 2、**新产品与服务的不断商业化**。新产品及服务的生产如各品牌及数代皮肤填充剂产品已进入市场，以满足多样或精准的治疗需求。医疗美容非手术类产品的制造商也加强了其营销，及时捕捉市场趋势变化，为消费者提供更全面的解决方案（市场科普、市场教育在新媒介端拉平信息差）。
- 3、**高复购率及客户忠诚度**。医疗美容非手术类产品通常需定期给药以提升或保持治疗效果，进而带来高复购率。例如，注射用A型肉毒毒素的效果通常持续4至6个月，基于透明质酸的注射的效果通常持续6至12个月。因此，消费者倾向于定期治疗以获得效果巩固与延长。客户的忠诚度是较难持续维持住，追求功效，高性价比是需求的核心，进而驱使企业端持续供给合适的产品满足其迭代的需求，头部企业在技术、人才、资源、用户、先发优势上均占占优，但细分品类也有新品突围空间。

政策端看，2022年3月国家药品监督管理局对外发布《关于调整《医疗器械分类目录》部分内容的公告（2022年第30号）》，《目录》中明确注射用透明质酸钠溶液用于注射到真皮层，按照III类器械监管；5月国家药监局发布公开征求《关于医用透明质酸钠产品管理类别的公告》（修订草案征求意见稿），进一步将监管细分到医疗器械项目下的透明质酸钠的具体领域，此次《意见稿》是监管升级的具体表现，也对透明质酸钠产品品质提出了更高的要求。总结看来有两个很重要的点：一是医

用透明质酸钠产品管理类别不低于第二类；二是注射类透明质酸钠无论是起到塑形还是保湿作用，均按照第三类医疗器械管理。国家对医美行业的监管越来越细，意味行业鱼龙混杂的局面得到改善，进而带来监管合规红利，具有资质优势、产品优势、研发优势的企业竞争力有望持续提升。伴随医美行业的快速发展，单一产品生产已不能满足竞争日益激烈的市场，上游原料端及品牌方均需要不断提升自身竞争力，从合规到高质，从原料到B2B2C的产业链布局，头部企业均具有较好竞争优势。

1.4、 抖音美妆企业：国际美妆品牌与本土品牌

强研发（强调成分）

国际品牌率先关注美妆成分的重要性，以欧莱雅集团、资生堂为代表的国际企业较早进入成分赛道，通过强调功效成分产品，同时以成分作为市场沟通要点，形成成分与品牌的营销上的强绑定印象。中国本土品牌加速抢占成分赛道，强调专研成分科技，通过差异化定位完善品牌矩阵，例如珀莱雅、丸美股份、华熙生物、贝泰妮等专注于不同细分领域功效，并逐步完善品牌矩阵，孵化差异化品牌以不同成分为特色获得细分领域一席之地。面对中国市场，两大全球美妆头部企业均在中国设立投资公司。

图表 21：国际与本土美妆品牌对比



资料来源：巨量算数、华鑫证券研究

图表 22：差异化成分抢占赛道上市企业概述

贝泰妮		
薇诺娜	青刺果油、马齿苋提取物	专注敏感肌肤
资润	羧甲基脱乙酰壳多糖CMCS	专注干性肌肤
华熙生物		
润百颜	透明质酸钠、肌酸、尿囊素	深层肌底补水
BM肌活	大米发酵滤液、虾青素	深层滋养修护
上海家化		
玉泽	积雪草、麦冬果聚糖	皮肤屏障修护
佰草集	人参、灵芝、当归等本草成分	中草药科研护肤
珀莱雅		
珀莱雅	维A醇、麦角硫因、胜肽	专研科学配方
科瑞肤	微囊包裹维A醇	专研问题肌肤
悦芙缇	植物精粹	专研年轻油皮
丸美股份		
丸美	全人源™双胶原蛋白、3D胜肽	专注眼部护理及抗衰老研究
春纪	超分子琉晶萃™	科研功效护肤
多多爱你	青刺果油	专研婴童科学护肤

资料来源：巨量算数、华鑫证券研究

图表 23：差异化成分抢占赛道未上市企业概述

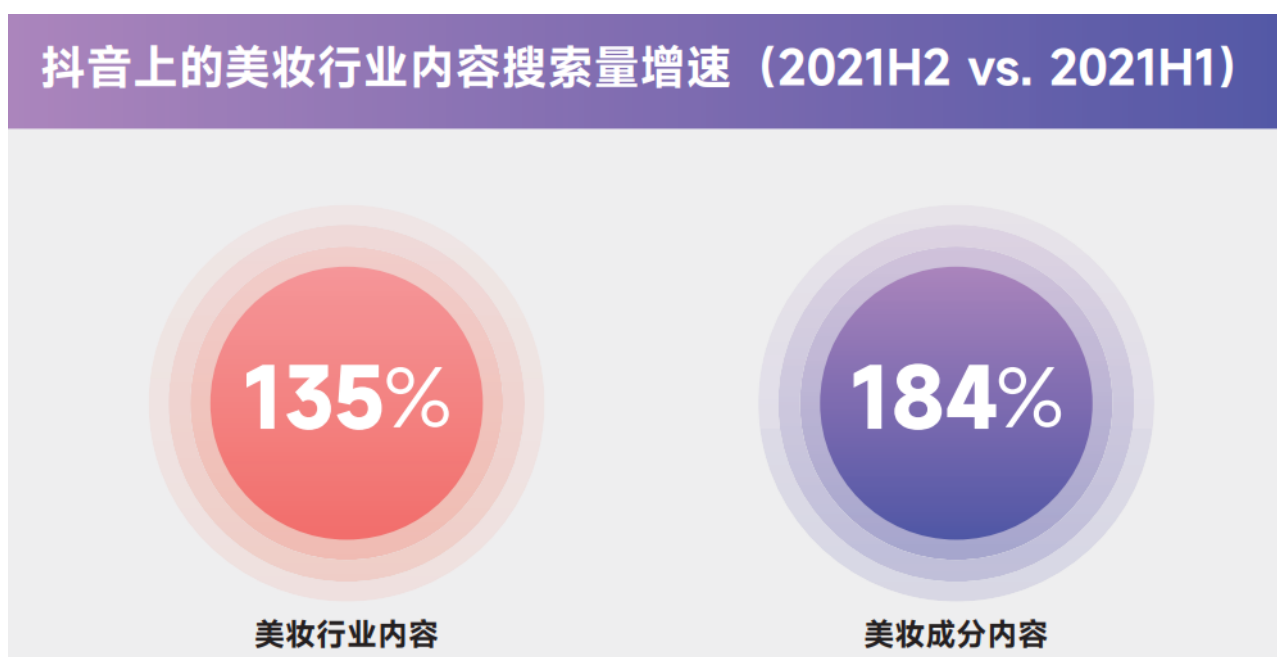
伽蓝集团		
自然堂	喜马拉雅天然成分	自然科技护肤
美素	太空酵母	太空科技护肤
梅畔生物		
凌博士	GD-HA冻凌玻尿酸	功效性科学抗老
FMFM	SP复合物	功效性身体护理
护家科技		
HBN	Complex-ATRA®复合维A醇	科研级抗老功效护肤
稀物集		
稀物集	松茸为核心的专研复合成分	高原珍稀植物护肤

资料来源：巨量算数、华鑫证券研究

1.5、 抖音搜索：美妆成分相关内容搜索内容增长超美妆行业内容增长

2022年抖音相对高调加码搜索业务，从细分领域看，抖音的美妆成分内容的搜索增长高于美妆行业内容的搜索增长。如下图所示，2022年3月数据显示，抖音上搜索美妆成分用户中，24-30岁用户搜索美妆成分同比增加114%，31-40岁同比增加116%，搜索增速较高说明用户对美妆成分的关注度较高。

图表 24：2021 年上半年与下半年美妆行业内容搜索增速



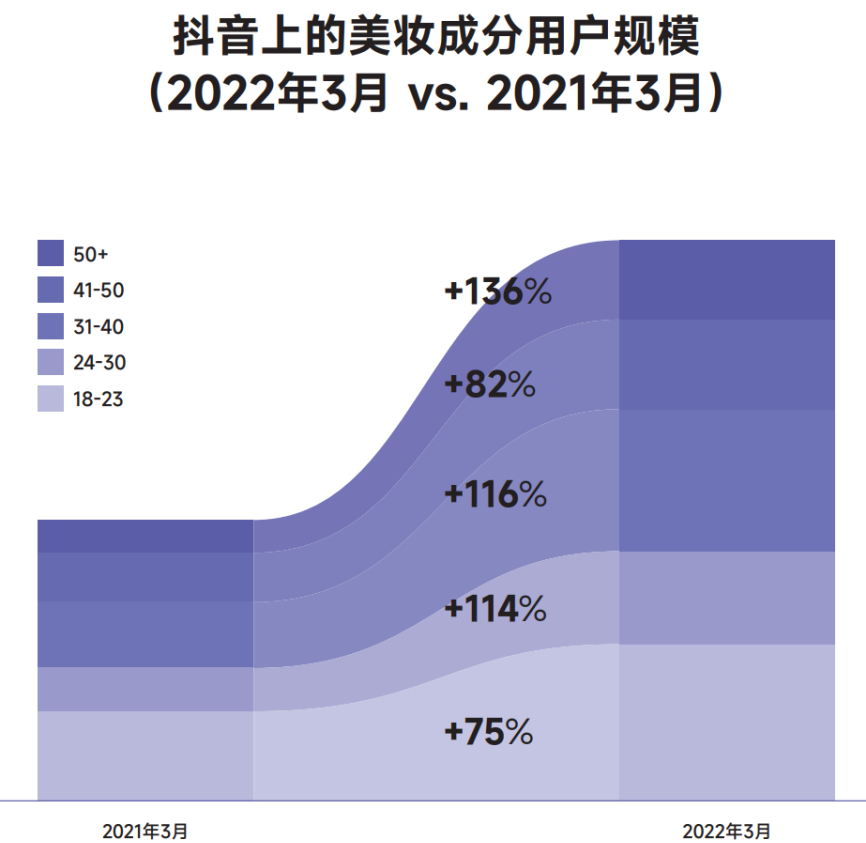
资料来源：巨量算数、华鑫证券研究绘制

图表 25：2021 年上半年与下半年美妆行业内容搜索增速

协同多成分实现单一功效放大			复合多成分实现多重护肤功效		
单一功效	核心成分1	核心成分2	多重功效	核心成分1	核心成分2
补水保湿	玻尿酸	角鲨烷	抗氧化+抗糖化	麦角硫因、虾青素	肌肽、Collrepair
美白提亮	曲酸	烟酰胺、传明酸	抗氧化+美白	维生素C、阿魏酸	白藜芦醇、根皮素
抗氧化	维生素C	维生素E	抗老+修护	六胜肽-1、视黄醇	泛醇、油橄榄、甘草酸
抗衰老	视黄醇	胜肽		玻色因、肌肽	青刺果、马齿苋、维生素B5、积雪草
淡化细纹	玻色因	玻尿酸	抗老+美白	艾地苯、麦角硫因	维生素C
舒缓修护	马齿苋	β-葡聚糖	抗老淡纹+保湿	玻色因、孚玻因	三重玻尿酸
控制油脂	壬二酰胺	桃柁酚	美白+淡斑	烟酰胺、酰本胺	SDL色淡林
改善闭口	杏仁酸	水杨酸	修护+控油	油橄榄、维生素B5	壬二酰胺、维生素B6

资料来源：巨量算数、华鑫证券研究绘制

图表 26：2021 年 3 月-2022 年 3 月抖音上美妆成分用户规模增幅

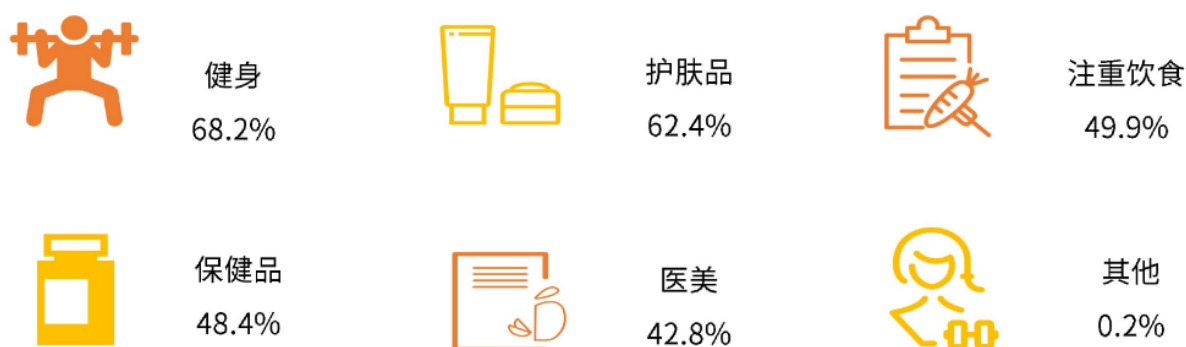


资料来源：巨量算数、华鑫证券研究绘制

1.6、抖音上的轻医美及美护发展趋势：抗衰需求是主流年轻圈层需求前置

抖音电商上可看出，在功效趋势上，抗衰依然是主流，但抗衰需求的年纪在前置，美白需求永不止步，成分选择已趋于理性，舒缓修复释放潜力，新兴贡献同步诞生。在科研趋势中，专研成分成为树立品牌的秘诀。全球抗衰老市场规模已从2015年的1395亿美元增长至2021年的2160亿美元，2022年中国消费者通过健身、护肤、保健、医美等主要方式抗衰，伴随抗衰护肤品以及看衰成分的有效性，其市场规模有望持续提升，

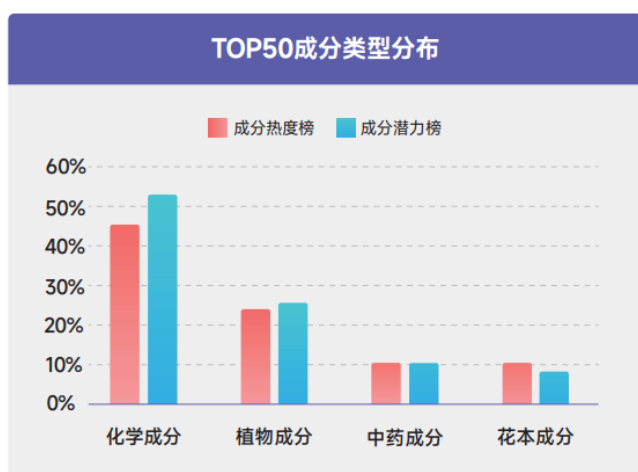
图表 27：2022 年中国消费者抗衰的途径



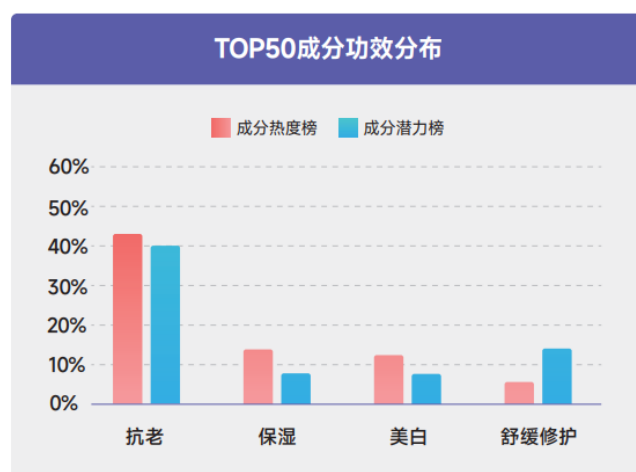
资料来源：iimediaresearch、华鑫证券研究绘制

图表 28：2022 年 3 月抖音上热度榜（化学成分是主流及抗衰成分是热门分类榜）

化学成分是主流的成分类型



抗老功效是热门的成分功效

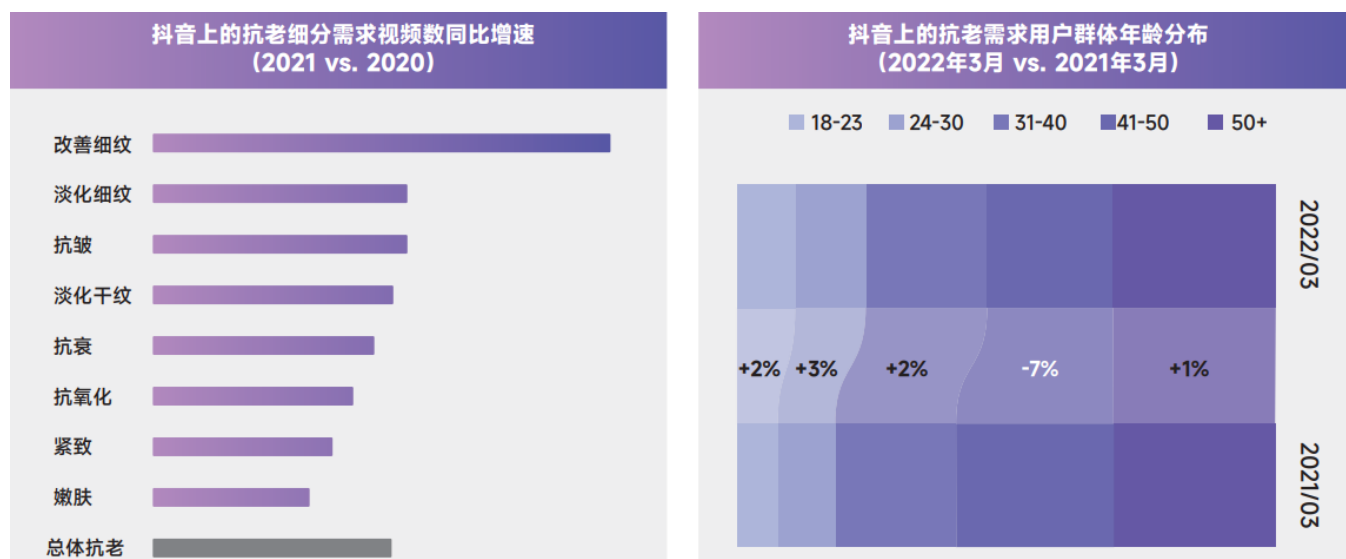


资料来源：巨量算数、华鑫证券研究绘制

抖音平台用户的抗衰需求呈现细化年轻化趋势，消费者对抗衰的需求也逐步清晰化，例如改善细纹成为核心诉求之一，在年轻圈层中，Z世代用户的抗衰需求前置，预防衰

老，让年轻皮肤状态持久，抖音的人群代凸显年轻用户的兴趣被激发。

图表 29：抖音抗衰视频播放排列（左）、抖音上抗衰用户年龄分布（下）



资料来源：巨量算数、华鑫证券研究绘制

1.7、医美需求及护理不当致为舒缓修复市场带来增量（巨子生物）

抖音美妆数据显示，医美与强功效成分护肤成为追捧，针对不同肌肤微生态需求，细分需求逐步被关注，例如抗菌消炎、肌肤修复、舒缓镇静等内容在抖音平台的视频数均呈现较大增长。巨子生物招股书显示，公司是中国基于生物活性成分的专业皮肤护理产品行业的先行者和领军者，作为设计、开发和生产以重组胶原蛋白为关键生物活性成分的专业皮肤护理产品，也是全球首家实现量产重组胶原蛋白护肤产品的公司，重组胶原蛋白旗舰品牌可丽金和可复美分别是2021年中国专业皮肤护理产品行业第三和第四畅销品牌（按零售额计），同时也开发和生产基于稀有人参皂苷技术的功能性食品。

图表 30：肌肤敏感原因（需求）上、舒缓修复细分需求（供给）下



资料来源：巨量算数、华鑫证券研究

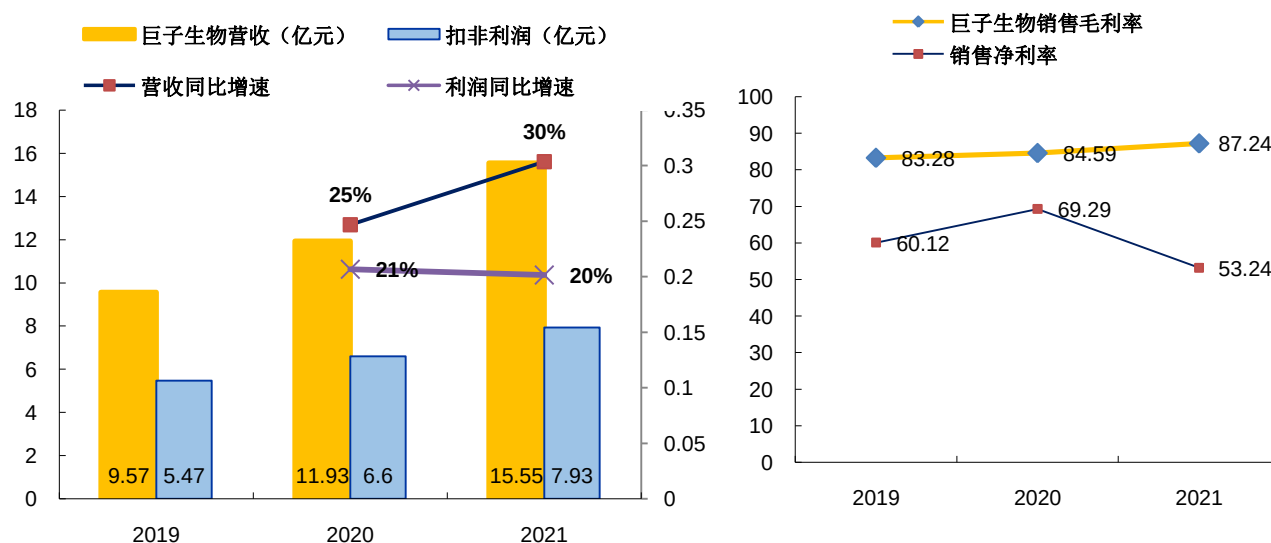
- 巨子生物，旗舰品牌可复美及可丽金距今已超10岁，第一，可复美于2011年推出，起初是作为面向医疗机构客户的皮肤科级别专业皮肤护理品牌，随后扩展至大众消费市场；第二，可丽金于2009年推出，中高端多功能皮肤护理品牌，其主要功效为抗衰老、皮肤保养及皮肤修护。旗下五个主要护肤品牌和一个功能性食品品牌：
 - 可预，用于缓解和预防皮肤炎症的重组胶原蛋白品牌；
 - 可痕，用于疤痕修复的重组胶原蛋白品牌；
 - 可复平，用于口腔溃疡预防和修复的重组胶原蛋白品牌；
 - 利妍，用于女性护理的重组胶原蛋白品牌；
 - 欣苷，基于稀有人参皂苷的护肤品牌；及
 - 参苷，人参皂苷类功能性食品品牌，为消费者补充营养，改善免疫系统。

图表 31：巨子生物旗下可丽金、可复美官方直播间



资料来源：抖音 app、华鑫证券研究

图表 32：2019-2021 年巨子生物营收、利润（左）、销售毛利率、净利率（右）



资料来源：wind 资讯、华鑫证券研究

图表 33：巨子生物旗下产品矩阵

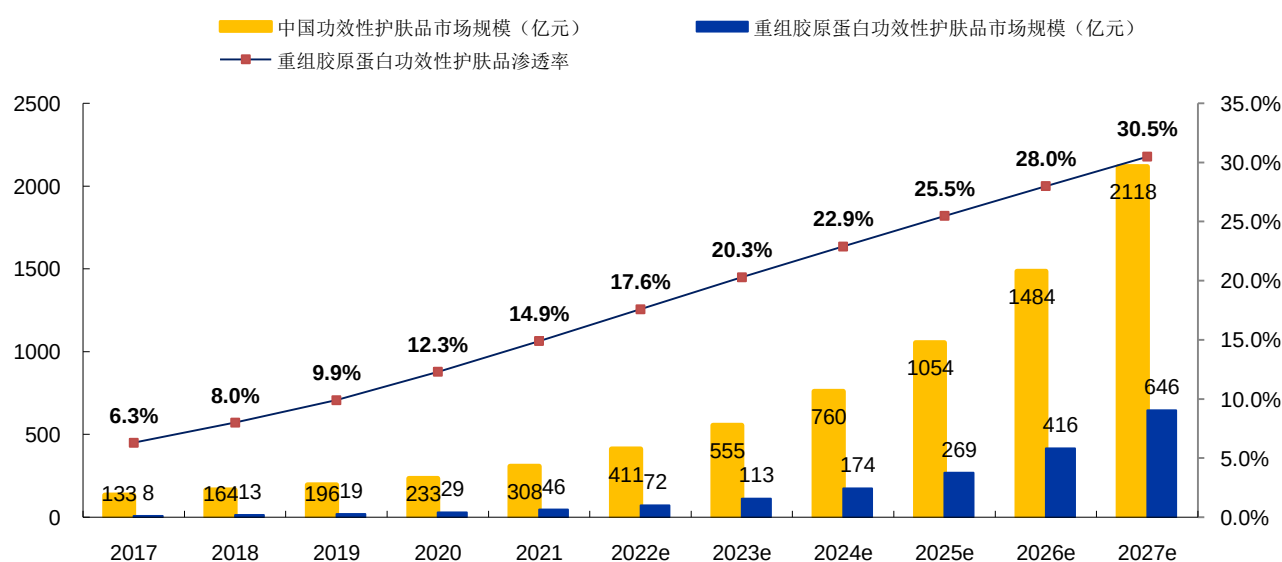


资料来源：wind 资讯、巨子生物招股书、华鑫证券研究

- **重组胶原蛋白应用市场规模**：基于胶原蛋白的功效性护肤品市场预计其将从2022年的94亿元进一步增至2027年的人民币775亿元（复合年增长率为52.6%），高于基于透明质酸产品的复合年增长率，其中重组胶原蛋白比动物源性胶原蛋白具有显著优势，中国重组胶原蛋白的功效性护肤品有望从2022年的72亿元增加至2027年的646亿元（复合增速55%）

功效性护肤品采用温和的配方和活性成分，如胶原蛋白、透明质酸和植物提取物，能增强皮肤健康，经证实对皮肤有多种功效，此类护肤品有助于确保通过高性能成分解决一系列肌肤状况。由于不健康的生活方式和长时间暴露在电子设备的蓝光下，以及受日益严重的污染影响，越来越多的人出现皮肤敏感、皮肤衰老、慢性湿疹及过敏等肌肤状况。该等肌肤状况可能导致如刺痛、瘙痒、灼红、干燥、皮屑、脱皮、疙瘩及荨麻疹等症状。2021年，皮肤敏感人群总数超过4亿人，占中国总人口的30%以上，庞大人口基数也是功效性护肤品市场增长的潜在助力。生物活性成分的应用带动了中国功效性护肤品市场最近几年快速增长。按零售额计算的市场规模从2017年的133亿元增至2021年的308亿元，复合年增长率为23.4%，预计2027年将达到2118亿元（2022年至2027年的复合年增长率为38.8%）。基于胶原蛋白的功效性护肤品市场从2017年的16亿元增至2021年的62亿元（复合年增长率为38.8%）。预计其将从2022年的94亿元进一步增至2027年的人民币775亿元（复合年增长率为52.6%），高于基于透明质酸产品的复合年增长率，其中重组胶原蛋白比动物源性胶原蛋白具有显著优势，中国重组胶原蛋白的功效性护肤品有望从2022年的72亿元增加至2027年的646亿元（复合增速55%），由于其市场高增速，华熙生物等企业也在积极布局。

图表 34：2017-2027 年中国功效性护肤品市场规模及重组胶原蛋白的功效性护肤品渗透率、市场规模



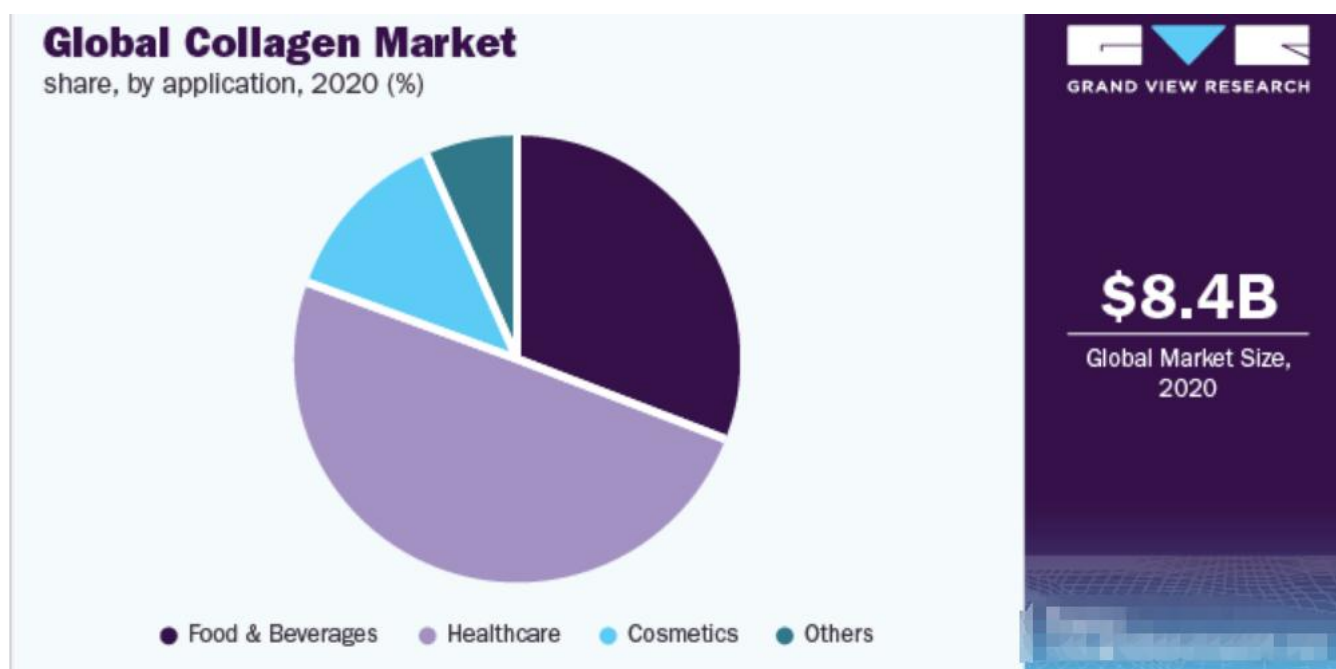
资料来源：wind 资讯、巨子生物招股书、华鑫证券研究

- 中国重组胶原蛋白市场规模以42.4%复合年增长率从2022年的185亿元增至2027年的1083亿元，重组胶原蛋白产品在整个胶原蛋白产品市场中的渗透率从2017年的15.9%增至2021年的37.7%，且预计将进一步从2022年的46.6%增至2027年的62.3%

重组胶原蛋白是一种由生物工程技术生产的功能蛋白质，主要应用于医疗与餐饮领域，胶原蛋白可分为重组胶原蛋白和动物源性胶原蛋白，其中，重组胶原具有生物活性及生物相容性更高、免疫原性更低、病原体隐患风险更低、水溶性更佳、无细胞毒性、可进一步加工优化以及更容易运输和储存等多种优势，是一种相对更安全、更适合美丽与健康产品的材料，在专业皮肤护理（功能性护肤品、医用敷料）、肌肤焕活（非手术类轻医美）、生物医用材料（口腔科、普外科、皮肤科、整形科、眼科等）等方面具备广泛的应用场景。据Grand View research数据显示全球胶原蛋白市场规模有望从2020年的83.6亿美元增加至2028年167亿美元（2020-2028年复合增速9%）。

图表 35：2020 及 2028 年全球胶原蛋白的市场规模

The global collagen market size was valued at USD 8.36 billion in 2020 and is expected to expand at a compound annual growth rate (CAGR) of 9.0% from 2020 to 2028. Increasing end-use applications such as growing usage in the food and beverage industry along with an upsurge in demand from the cosmetics industry are anticipated to drive the market growth. In addition, the market is expected to benefit from the increasing adoption of collagen-based products by consumers.



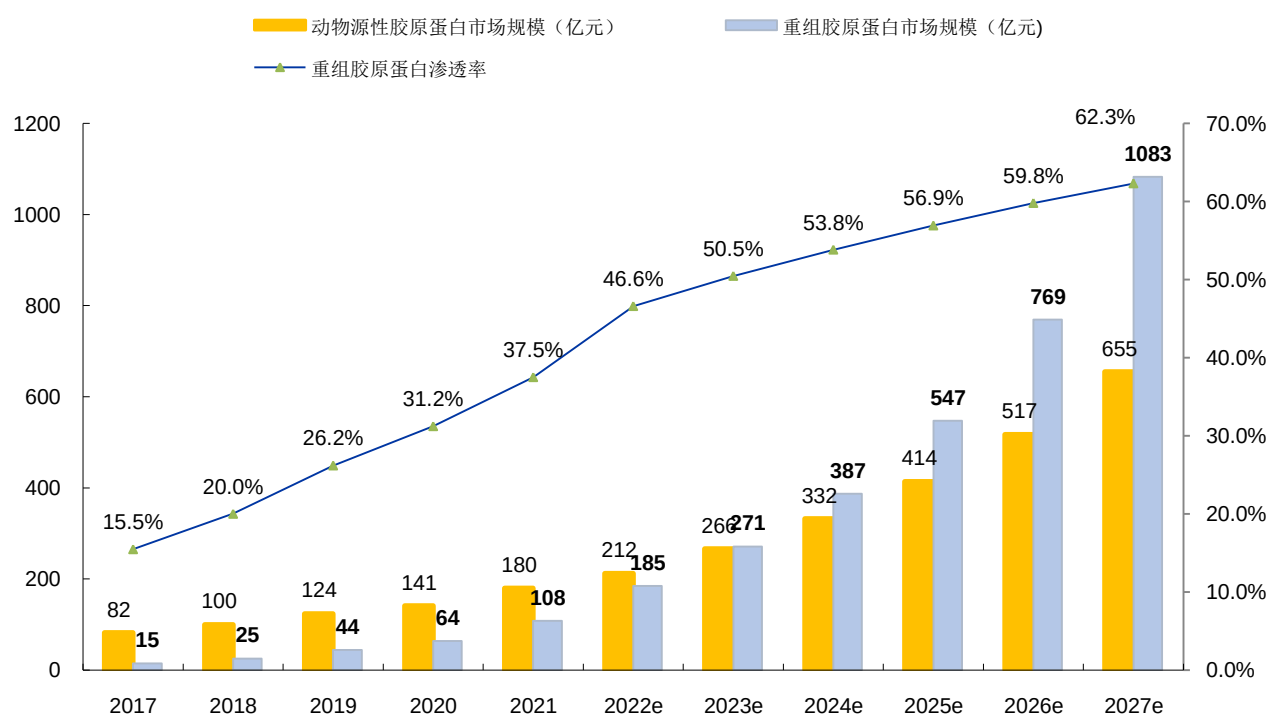
Revenue forecast in 2028	USD 16.70 billion
Growth Rate	CAGR of 9.0% from 2020 to 2028 (Revenue-based)
Base year for estimation	2020
Historical data	2017 - 2019
Forecast period	2021 - 2028
Quantitative units	Volume in kilotons, revenue in USD million, and CAGR from 2020 to 2028
Report coverage	Volume forecast, revenue forecast, company share, competitive landscape, growth factors, and trends
Segments covered	Source, product, application, region
Regional scope	North America; Europe; Asia Pacific; Central & South America; MEA
	U.S.; Canada; Germany; U.K.; France; Italy; Spain;

资料来源：Grand View research、华鑫证券研究

➤ 中国重组胶原蛋白渗透率有望提升至2027年的62.3%，市场规模达1083亿元

按零售额计算，中国重组胶原蛋白产品的市场规模从2017年的15亿元增至2021年的人108亿元，复合年增长率为63.0%，未来预计将进一步以42.4%复合年增长率从2022年的185亿元增至2027年的1083亿元。重组胶原蛋白产品在整个胶原蛋白产品市场中的渗透率从2017年的15.9%增至2021年的37.7%，且预计将进一步从2022年的46.6%增至2027年的62.3%。

图表 36：2017-2027 年中国重组胶原蛋白、动物源性胶原蛋白市场规模、重组胶原蛋白渗透率

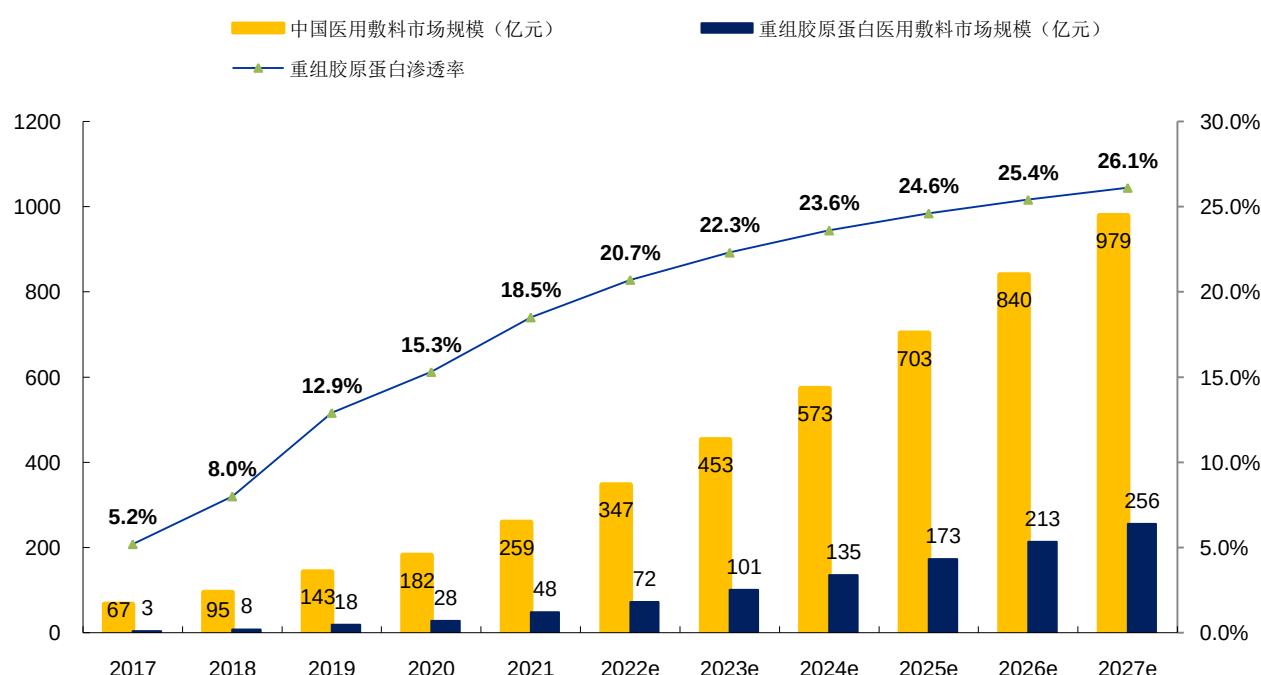


资料来源：wind 资讯、巨子生物招股书、华鑫证券研究

➤ 胶原蛋白市场应用市场：医用敷料（重组胶原蛋白的医用敷料的市场规模预计将从2022年的72亿元进一步增至2027年的256亿元，复合年增长率为28.8%）

胶原蛋白医用敷料是受众较为广泛的胶原蛋白产品之一，目前医用敷料主要用于真皮层缺损的创面修复，活性胶原可以促进表皮细胞生长，大幅缩短伤口愈合时间，有效修复真皮缺损创面，胶原贴敷料主要用于皮肤过敏、激光、光子术后创面修复以及注射等破皮项目辅助治疗。中国医用敷料市场规模从2017年的67亿元增至2021年的259亿元，复合年增长率为40.0%，预计将从2022年的347亿元进一步增至2027年979亿元，复合年增长率为23.1%，基于重组胶原蛋白的医用敷料在整个医用敷料市场的渗透率从2017年的5.2%增至2021年的18.5%，预计到2027年将进一步增至26.1%，重组胶原蛋白的医用敷料的规模从2017年的35亿元增至2021年的48亿元，复合年增长率为92.2%，预计将从2022年的72亿元进一步增至2027年的256亿元，复合年增长率为28.8%。

图表 37：2017-2027 年中国医用敷、重组胶原蛋白医用敷料市场规模及渗透率



资料来源：wind 资讯、巨子生物招股书、华鑫证券研究

医用敷料主要成分有透明质酸钠与胶原蛋白，透明质酸钠敷料侧重补水保湿，而胶原蛋白在补水保湿基础上还具备改善肤质、刺激组织再生、抗衰除皱等功效，功效更多元、修复力更强。市场上透明质酸钠敷料产品数量虽远多于胶原蛋白敷料，但其管理类别仅覆盖第一、二类，胶原蛋白敷料独享三类稀缺批文，医用皮肤修复敷料集中度较高，目前敷料的研发制备技术较为完善，产品成分差异不大，国产企业胶原蛋白制作工艺在世界排名较为靠前，在市场中也具有一定的优势。伴随医美的普及和火热，术后修复需求量越来越大，除了医用敷料外，胶原蛋白还可以用于轻医美填充类项目，胶原蛋白也成为继透明质酸后企业布局的又一蓝海。

➤ 重组胶原蛋白市场：企业端（巨子生物、锦波生物、创尔生物、华熙生物）

主要参与者有巨子生物、锦波生物、创尔生物，其中，巨子生物自主开发和生产多种类型的重组胶原蛋白和稀有人参皂苷，自主生产的四种重组胶原蛋白，即重组I型人胶原蛋白、重组III型人胶原蛋白、重组类人胶原蛋白及小分子重组胶原蛋白肽。不同的重组胶原蛋白对人体皮肤有不同的作用，已在合成生物学技术平台的基础上为不同应用场景中的消费者构建了一个多样化且不断扩大的产品组合。

锦波生物自成立以来，致力于重组胶原蛋白和抗HPV蛋白的研发、生产和销售，并取得多项成就。锦波生物注重创新与研发，在重组胶原蛋白产品上拥有较强的技术优势，锦波生物重组胶原蛋白产品覆盖医用敷料、护肤品等多领域。公司的重组胶原蛋白产品主要包括功能敷料、功能性护肤品、植入剂等产品类型，用途包括创面修复、护肤等，应用场景包括皮肤科、妇科护肤等；**创尔生物**，产品涵盖医用胶原领域及生物护肤领域，作为

我国胶原贴敷料产品的开创者，公司拥有全国首款无菌Ⅲ类胶原贴敷料。

巨子生物与锦波生物IPO，均在加码重组胶原蛋白产品，近年来重组胶原蛋白技术快速迭代，成本不断下降，未来有望替代部分动物源胶原蛋白、以及玻尿酸的应用场景和市场份额，提高在应用领域市场的渗透率。已经上市的**华熙生物**以收购北京益而康生物工程有限公司51%的股权，进军胶原蛋白产业，益而康的两款产品胶原蛋白海绵和人工骨，均为Ⅲ类医疗器械，重组人源胶原蛋白方面，目前华熙生物通过合成生物，已经取得重组人源胶原蛋白的突破，并进入中试阶段，未来根据研发及中试的进展，将结合自身在核心技术、产业链、业务布局等方面的优势和特点，适时布局重组人源胶原蛋白的医药、消费终端等产品，益而康已掌握动物源胶原蛋白技术及终端市场，华熙生物可综合利用重组胶原蛋白和动物源胶原蛋白的技术优势，有望占领胶原蛋白行业的技术制高点，释放更大协同效应。在产业链方面，华熙生物可利用自身现有的原料、技术、产品创新体系、市场渠道、终端产品、品牌效应、合作伙伴等资源优势，快速占领胶原蛋白市场，实现全产业链的覆盖及行业的赋能。

政策端，我国医药行业标准《重组胶原蛋白》预计将于2022年8月生效。全行业标准的实施进一步明确在质量控制、检测及原料方面的监管，将进一步促进重组胶原蛋白的商业应用。

2、小红书：她经济高浓度

新一代消费群体Z世代崛起，“美颜经济”下，聚集成成分党、功效党、明星同款种草党、抗初老党等。诸多护肤新观念也应运而生，护肤赛道更是延伸出微生态护肤、发酵护肤、植物外泌体护肤等前沿概念。在护肤领域，消费者对于功效的需求愈发显著，人们更加关注抗皱、抗敏、美白、防晒等实用功效型产品，功能性护肤时代已经到来。

小红书自2013年成立以来，从初期海外购物攻略到垂直类社区分享平台，到后期的综合生活分享平台，**美妆品类是小红书平台开发较早，发展最成熟的品类之一**，拉动了整个平台初期的内容分享机制，并深度影响消费者互动分享和使用习惯的培养。小红书已作为头部品牌日常种草，打造品牌信任和口碑的关键一环。美妆品牌商业化已形成以中腰部KOL为主力阵地，尾部KOC为辅的笔记投放矩阵。随着平台工具的不断升级，商业化工具配套逐步完善，直播助力营销增值。

新锐美妆品牌在小红书上飞速成长起来，通过小红书的窗口被更多年轻人看到并喜爱，小红书作为赋能新品牌进行市场进入的重要一环。越来越多新晋小众品牌希望通过小红书迅速打入年轻市场，通过细分类目切入，灵活运用平台工具，打造店铺落地闭环，品牌的自有笔记社区和KOL/KOC合作模式已日渐成熟，初现潜力。

图表 38：中国女性用户规模及拉动的消费市场



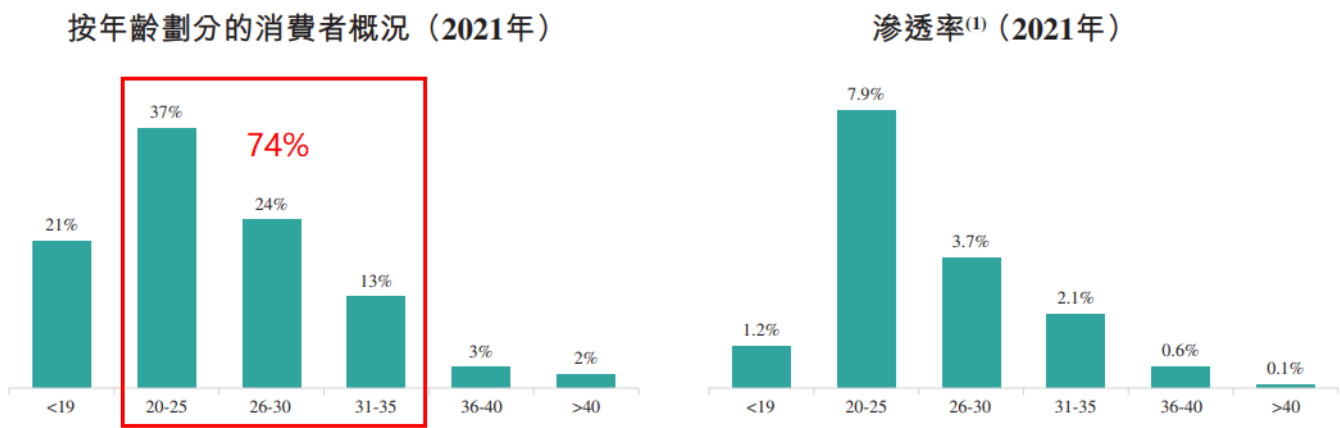
资料来源：埃森哲、华鑫证券研究

2.1、小红书用户结构与中国美妆个护轻医美市场用户结构概况

理性护肤新时代，小红书护肤品牌精进之路。用户越来越理性和对于皮肤管理的高期待，逐渐形成了购买前查阅口碑的用户习惯，小红书以高质量的原生内容成为用户互动的主要内容平台也成为品牌日常种草的重要平台。在平台的商业化进程中，护肤品类占据半壁江山，明星和头部达人成支柱，普通和企业用户增长入局。在小红书，用户关注焦点逐步从基础护肤类目如保湿，过度到更高附加值的护肤类目，如面膜，面霜，面部精华，眼部护理、轻医美等；在新时代下，“变美”不仅仅成为女性追求更好的自己的刚需，如何科学有效的变美，更能代表新时代理性护肤的主要诉求，与此同时，带有功效型的产品赢得众多用户的青睐。

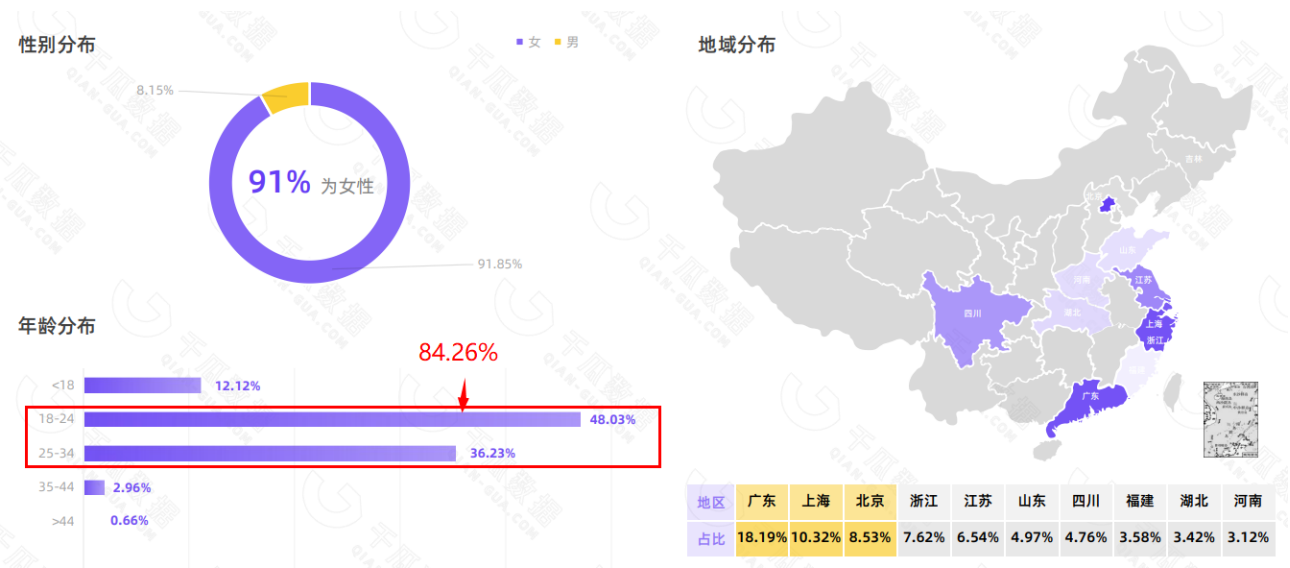
从年龄端看，中国用户中20-35岁之间的消费者在医美中的消费群体占比在2021年达到74%，占比较大；我们看到2022年5月，小红书的护肤行业内容阅读有91%为女性用户，其中，18-34岁用户占比84.26%，小红书用户结构与中国美妆个护轻医美市场用户具有较高重合度。从意识端看，丁香医生发布的《2021年国民健康洞察报告》显示，每个年龄段的人都认为自己离衰老不足十年的时间，尤其是20多岁的年轻人，他们对衰老的年龄认知更加提前，仅有33.4岁，对衰老关注提前，Z世代开始护肤的年龄整体提前；伴随抗衰需求在年龄上前置，医美在年轻一代消费群体中的渗透率预计将持续提升，同时受益于富媒拉平信息差，用户获取信息便捷，对医美认知度与接受度不断提升，均助推医美市场在中国的增长潜力。

图表 39：2021 中国消费者在医美中的消费群体占比及渗透率



资料来源：wind 资讯、爱美客招股书，华鑫证券研究
注释：1、渗透率指代 2021 年相关年龄段的医美治疗用户占同年龄总人口百分比

图表 40：2022 年 5 月抖小红书护肤行业内容阅读人群画像

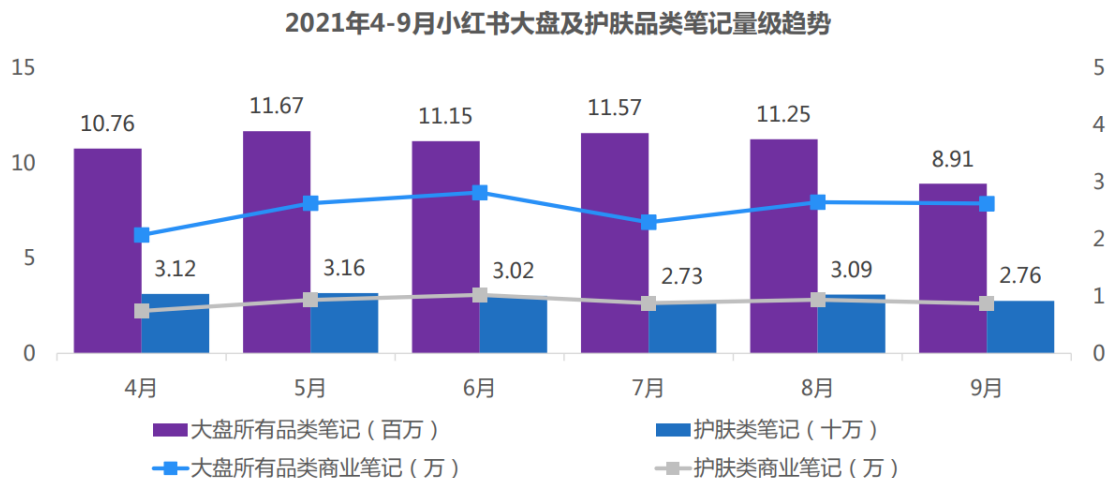


资料来源：艺恩，华鑫证券研究

2.2、护肤品类在小红书商业化笔记投放中占比近4成

小红书大盘笔记月均发布数量超1000万篇，护肤品类月均发布近30万篇，商业化笔记稳中有升，月均商业投放超2.5万篇，护肤品类月均商业投放近9000篇，占比约36%。

图表 41：2021 年 4-9 月小红书大盘及护肤品类比即增长趋势



资料来源：艺恩，华鑫证券研究

2.3、贝泰妮（300957.SZ）：专业护肤针对敏感肌五年建成皮肤健康生态

➤ 薇诺娜丰富产品线未来五年建成贝泰妮皮肤健康生态

公司坚持走产品专业化路线，随着收入规模的扩大和实力的提升，公司已成为全国领先的化妆品生产企业之一，并树立了针对敏感性肌肤产品的行业标杆。2019年，公司旗下“薇诺娜”品牌被行业权威杂志《化妆品报》评为“敏感肌护理品类第1名”；根据Euromonitor的统计数据，公司旗下“薇诺娜”品牌在2019年度国内皮肤学级护肤品市场排名第1。同时，公司在护肤品细分市场领域中表现出色，根据Euromonitor的统计数据，2019年度，公司爽肤水(护肤水)产品市场排名第12，其中本土企业排名第2；面膜产品市场排名第16，其中本土企业排名第7。

薇诺娜品牌以“舒敏”为核心，不断丰富产品线：以敏感为爆点，搭建多重功效护肤矩阵，助力品牌螺旋式扩圈。在舒敏基础上，陆续推出“敏感肌+防晒”、“敏感肌+抗初老”、“敏感肌+美白”、“敏感肌+修红”、“敏感肌+皮肤屏障修护”等。2022 年约 100 多款新品上市，涵盖舒敏、高性能驻颜、复合修复、抗衰等，核心逻辑线下打基础、线上提销量。

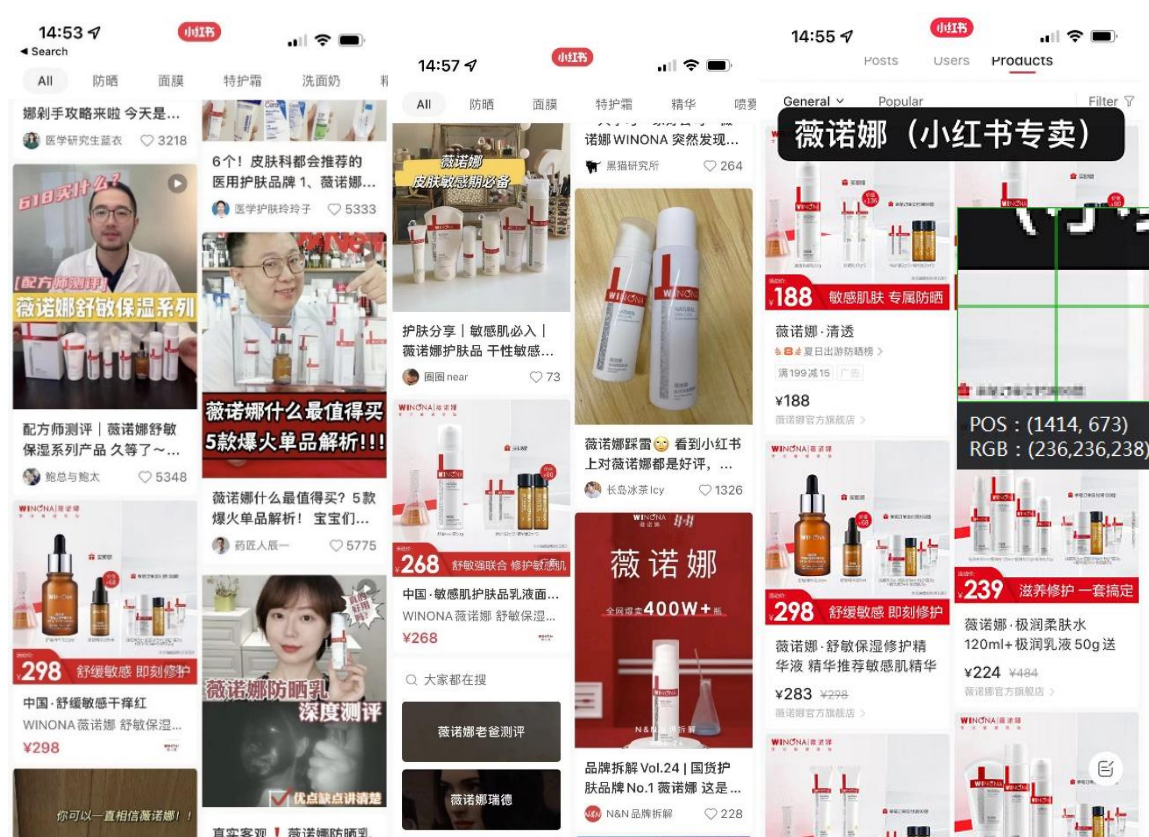
- ①特护霜：2021年最大的单品是舒敏保湿特护霜，未来仍将是主推核心单品；
- ②高保湿霜：2021年下半年推出高保湿修护面霜，兼具保湿和舒敏功效，市场反馈良好；
- ③冻干面膜：2021年新品，采用高能冻干科技；
- ④清透防晒乳：TOP2大单品，带动防晒系列成为继舒敏系列后又一主力；

⑤其他：陆续推出双修赋活精华、光透皙白淡斑精华、舒敏保湿润肤水等。

完善多品牌布局，满足多用户需求，在薇诺娜为主品牌的基础上，薇诺娜baby在2021年走到线上渠道；过去10年公司打造了薇诺娜品牌，2021年把薇诺娜baby作为第二品牌打造，未来五年战略建成贝泰妮皮肤健康生态，把薇诺娜打造成为全球皮肤学级护肤的前端品牌（渠道端，抖音以自播为主、中腰部为辅的方式，快手与头部主播合作并培养自有主播；2022年坚持以天猫作为基本盘，抖快作为爆发点）。化妆品新规确立了功效性化妆品的地位，随着政策的推动和行业规范化发展，将有利于推动市场集中度的提升。贝泰妮布局功能性食品，立足于云南6500多种植物，药食同源下以“内服美容”为切入点，逐步拓展至功能性食品业务。

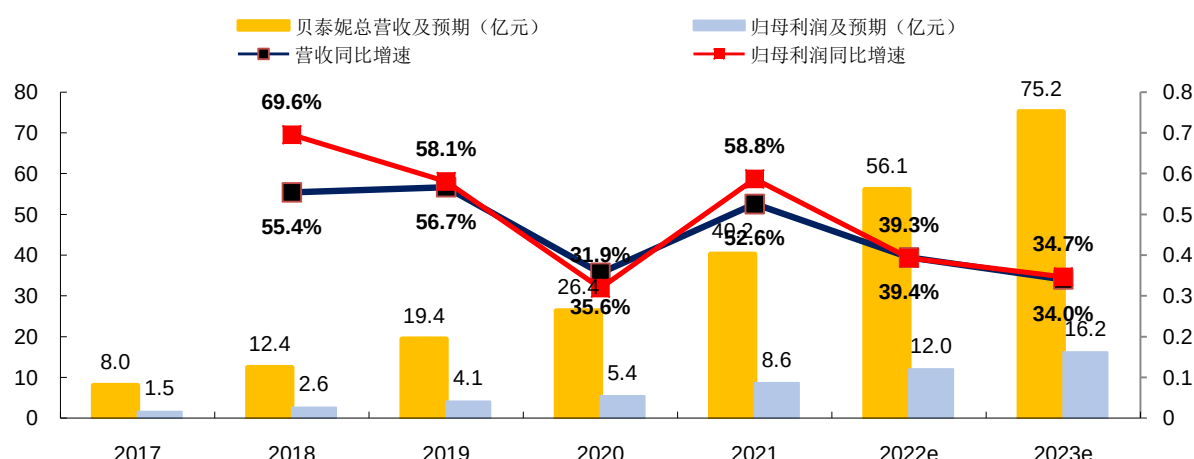
贝泰妮围绕“打造皮肤健康生态”三路并行，第一，内部孵化，对于内部有潜力的项目，集团给予支持，支持员工创业；第二，并购，聚焦三个并购方向（科学技术护肤+与贝泰妮自身基因相似+高价格带的强功效品牌）；第三，体外基金孵化，通过海南贝泰妮私募基金对产业内优秀的项目进行投资孵化。

图表 42：贝泰妮旗下薇诺娜产品再小红书展示



资料来源：小红书 app、华鑫证券研究

图表 43：2017-2023 年贝泰妮营收、归母净利润及同比增速



资料来源：wind 资讯、华鑫证券研究

注释：贝泰妮市值取自 2022 年 7 月 1 日收盘

图表 44：2021-2022 年贝泰妮旗归母利润、同比增速、PE 及 PEG

	贝泰妮归母利润 (亿元)	同比增速	市值 (亿元)	PE	PEG
2021	8.6	59%	890	103.1	1.76
2022E	12.0	39%	890	74.0	1.88
2023E	16.2	35%	890	55.0	1.58

资料来源：wind 资讯、华鑫证券研究

2.4、绽妍生物：皮肤屏障分级修护

在皮肤屏障修复领域，新晋公司绽妍生物，开创“医学+生物+科学”的科学三角肌能产品研发理论模型，逐渐成为专注屏障修护、屏障受损及衍生问题护理专家。绽妍生物也将发力功能性护肤，伴随消费意识觉醒、消费者持续教育、政策规范市场三个方面有望助力功能性护肤市场高增长，成分党的崛起。消费者购物趋于理性，对于成分、功效的研究也愈发的专业和深入，专业自媒体崛起。越来越多的皮肤科专家、护肤达人下场，通过自媒体对消费者进行健康科学的护肤知识传播，消费者持续教育。功能性护肤品在产品端的高壁垒，这主要体现在高研发壁垒和高制造壁垒两方面。对于大部分功能性护肤品企业来说，其核心原料都是企业自研的，而原料的开发一般需要4-7年时间，这个周期远远超过了普通化妆品。

绽妍生物专注技术和产品，也是建立品牌的根本，绽妍有重组III型人源化胶原蛋白、重组类胶原蛋白（I型）、类胎贝粘蛋白、重组人源超氧化物歧化酶等多个重组蛋白平台在研项目；同时已建立重组蛋白菌种构建以及大规模发酵纯化研究生产平台。

请阅读最后一页重要免责声明

43

图表 45：绽妍生物产品



资料来源：聚美丽、华鑫证券研究

3、B站见证变美历程

B站像变美日记，见证年轻成长，截至2021年，B站聚集约有2.94亿人月活用户，其中美妆爱好者增长迅速，美妆护肤人群体量约5000万人（占平台月活近20%），美妆护肤人群增速207%，超其他行业人群增速。B站的人群画像显示，B站的美妆护肤用户男女比例均衡，集中再30岁以下，居住一二线城市居多。B站用户也凸显对衰老的焦虑，积极抗衰与修护。由于B站独特的用户社区优势，当国货美妆再B站遇见国创动画，营销层面效果打开，注重功效的产品逻辑驱动下，渠道以及新晋平台，均有望带来产品需求新增量。

图表 46: B 站美妆用户画像



资料来源：哔哩哔哩商业动态、华鑫证券研究

图表 47：B 站美妆用户关注抗衰与修护（左）、上海家化与 B 站联合营销（右边）



资料来源：哔哩哔哩商业动态、华鑫证券研究

4、行业评级及投资策略

给予传媒互联网新消费行业增持评级，工信部等五部门发布《数字化助力消费品工业“三品”行动方案（2022—2025 年）》，加强新生消费群体消费取向研究，创新消费场景，推进国潮品牌建设，将借力数字技术打造知名品牌，借势数字化变革培育新锐精品，借助数字服务塑造区域品牌新优势。我们从移动互联网新媒介抖音、小红书、B 站洞察新世代用户对轻医美与美护发展，从供给端看爱美客、华熙生物、巨子生物、贝泰妮、绽妍生物、上海家化等商业模式及发展趋势。

投资维度可看，**第一维度**可关注创新消费场景的新媒介新增量（用户新需求与消费分层流量聚集的抖音电商、小红书、B 站、快手等）；**第二维度**产品功效与国潮品牌进阶，巨子生物（主打重组胶原蛋白赛道，依靠大单品可复美、可丽金）；华熙生物（作为国货品牌，是国内生物活性材料平台型企业，玻尿酸全产业链龙头，收购益尔康生物 51% 股权进驻胶原蛋白产业）；爱美客（深耕 B 端，用科技成人之美）；贝泰妮（打造皮肤健康生态）；绽妍生物（开创“医学+生物+科学”的科学三角肌能产品研发理论模型）；龙头与新晋企业各领风骚，新世代用户新需求驱动市场新增量可期，进而给予传媒互联网新消费行业增持评级。

图表 48：重点关注公司及盈利预测

公司代码	名称	2022/7/1 股价	EPS			PE			投资评级
			2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E	
300896.SZ	爱美客	590.96	4.43	6.76	9.80	133.49	87.38	60.30	未评级
688363.SH	华熙生物	139.43	1.63	2.15	2.83	85.55	64.87	49.27	未评级
300957.SZ	贝泰妮	210.00	2.04	2.84	3.82	102.94	73.94	54.97	未评级
688366.SH	昊海生科	101.41	2.00	2.91	3.53	50.71	34.85	28.73	未评级
002612.SZ	朗姿股份	28.02	0.42	0.42	0.58	66.71	66.71	48.31	未评级
600315.SH	上海家化	41.43	0.96	1.16	1.48	43.16	35.72	27.99	未评级
1024.HK	快手-W	87.40	-20.37	-4.22	-1.52	-4.29	-20.72	-57.65	未评级
9626.HK	哔哩哔哩-SW	201.00	-17.87	-19.49	-13.72	-11.25	-10.31	-12.51	未评级

资料来源：Wind资讯，华鑫证券研究

*注：港元对人民币汇率取1港元=0.8541元人民币；美元对人民币汇率取1美元=6.701元人民币；表中股价均为人民币元；“未评级”盈利预测取自万得一致预期

5、风险提示

- (1) 产业政策变化风险
- (2) 推荐公司业绩不及预期的风险
- (3) 研发投入不能产生预期效果的风险
- (4) 行业竞争风险
- (5) 新技术发展不及预期的风险
- (6) 产品审批进展不及预期的风险
- (7) 经营不达预期风险
- (8) 疫情波动风险
- (9) 宏观经济波动风险行业竞争风险

■ 传媒新消费组简介

朱珠：会计学士、商科硕士，拥有实业经验，wind 第八届金牌分析师，2021年11月加盟华鑫证券研究所，对传媒互联网新消费有长期跟踪经验。

于越：理学学士、金融硕士，拥有实业经验，2021年11月加盟华鑫证券研究所，主要覆盖传媒游戏互联网板块等。

■ 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深300指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%—15%
3	中性	(-) 5%— (+) 5%
4	减持	(-) 15%— (-) 5%
5	回避	< (-) 15%

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

行业投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深300指数涨幅
1	增持	明显强于沪深300指数
2	中性	基本与沪深300指数持平
3	减持	明显弱于沪深300指数

以报告日后的6个月内，行业相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准

确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。