

2023 年 12 月 11 日



中国化妆品行业：披荆斩棘， 国产化妆品如何再创辉煌？

超配

首次覆盖

爱美之心人皆有之。护肤和美妆在消费者生活中已成为必不可少的一环。我国化妆品市场仍受益于悦己主义的盛行、消费频率的提升、下沉市场的拓展以及年轻世代消费力的增长。然而，在国产品牌逐渐强势的当下，大众化妆品市场以及线上渠道的竞争更加激烈。我们认为国产品牌需要不断加强内功修炼，强化产品和渠道布局才能在激烈竞争中保持竞争优势。我们首次覆盖中国化妆品行业，首次覆盖给予珀莱雅（603605.CH）、巨子生物（2367.HK）“买入”评级，给予华熙生物（688363.CH）和贝泰妮（300957.CH）“持有”评级。我们在中国化妆品行业的推荐顺序为：珀莱雅>巨子生物>华熙生物>贝泰妮。

桑若楠，CFA（消费分析师）
serena_sang@spdbi.com
(852) 2808 6439

林闻嘉（首席消费分析师）
richard_lin@spdbi.com
(852) 2808 6433



欢迎关注
浦银国际研究

目录

中国化妆品行业：披荆斩棘，国产化妆品如何再创辉煌？	4
前言	5
颜值经济带动化妆品市场蜕变	6
国货重返战场，玩家百花齐放	13
中国化妆品行业当前面临的困境	20
国产品牌实现长期增长必备的竞争力	25
估值与目标价	33
投资风险	35
珀莱雅（603605.CH）：步步为营，扎实打造行业龙头	36
顺应潮流，提前布局	38
把握渠道变革时机，线上优势凸显	42
爆款单品带动全系列产品爆发	46
多品牌战略打造多条增长曲线	51
产品升级带动客户粘性增强	58
掌握市场热点，主打共鸣营销	60
盈利预测	65
目标价与估值	70
风险提示	70
SPDBI 乐观与悲观情景假设	71
公司背景	72
财务报表	75
巨子生物（2367.HK）：重组胶原蛋白蓝海市场中的领军者	78
重组胶原蛋白——优质成分的蓝海市场	80
重组胶原蛋白全产业链的领先军	88
双主力品牌助力企业向上	92
头部企业的竞争力	97
盈利预测	104
目标价与估值	108
风险提示	108
SPDBI 乐观与悲观情景假设	109
公司背景	110
财务报表	113

华熙生物 (688363.CH)：透明质酸龙头，立志求变	116
透明质酸的市场前景与运用	118
华熙生物的发展历史	121
基于原料，四线并展	124
困境中的改革为未来积蓄能量	139
盈利预测	147
目标价与估值	151
风险提示	151
SPDBI 乐观与悲观情景假设	152
公司背景	153
财务报表	156
贝泰妮 (300957.CH)：敏感肌龙头，仍待新增长曲线	159
敏感肌赛道仍有扩容空间	161
立足敏感肌，功效 1+1>2	165
多品牌策略尚未成型	169
研发实力建立专业形象	175
线下为本，线上提升	179
股东持续减持，管理层注入决心	183
盈利预测	184
目标价与估值	189
风险提示	189
SPDBI 乐观与悲观情景假设	190
公司背景	191
财务报表	195



中国化妆品行业：披荆斩棘， 国产化妆品如何再创辉煌？

中国化妆品行业的增长潜力大，消费者的需求和增长空间持续提升。近年来，国产品牌市场份额和品牌力的提升也令化妆品市场竞争更为激烈，多年的高速发展也让我们关注国产品牌如何实现长期、优质发展。要在行业内保持高质量的竞争力和增长动力，国产品牌需要具备强大的品牌力、优秀的产品研发力，并通过打造多品牌矩阵和全渠道铺排触达更多消费者。

· 市场需求增长潜力巨大：随着国民可支配收入的增长，中国化妆品市场规模在过去 20 余年间高速增长，中国已成为世界第一大化妆品消费国。但由于中国化妆品教育起步较晚，化妆和护肤的习惯尚未普及，我国的人均化妆品销售额与发达国家仍存在巨大差距。展望未来，我们认为化妆品市场仍将在以下因素的带动下进一步提升：(1) 低线城市化妆品消费力提升；(2) 男性悦己主义盛行；(3) 化妆品品类和步骤的细化。

· 国货品牌卷土重来：国产品牌自 1980 年代以来受到外资品牌的挤压，退居大众市场，但得益于 2010 年代中的三点转变，国货重回大众视野：(1) **线上渠道转型：**电商平台的快速兴起带动化妆品市场线上渠道占比在过去十余年间快速增长，国产品牌早于国际品牌快速转型；(2) **国货自豪感提升：**在年轻人成为消费主力军之际，年轻人对国产品牌的自豪感增强叠加国产品牌在线上渠道大力营销，带动国产品牌的影响力提升；(3) **功效为王：**国产品牌多以功效切入市场，带动市场占有率的提升。

· 化妆品市场竞争激烈：当前化妆品市场规模虽大，但玩家众多，市场分散度较高。品牌之间为抢占市场份额而常常引发价格战，产品同质化程度高、消费者粘性较低均加剧了市场竞争。我们认为化妆品行业玩家所面临的威胁主要来自于行业现有玩家的竞争威胁以及买家的议价能力。

· 国产品牌如何长期保持竞争力？我们认为，国产化妆品品牌在竞争激烈的市场中如果想长期保持竞争优势，则需要加强以下 4 个方面的能力：(1) 建立并维持品牌力和知名度；(2) 坚持产品研发和医研合作；(3) 创建多品牌矩阵和实现多价格带覆盖；(4) 全渠道延伸。其中，前两项属于企业内功的修炼，而后两项则是企业全面性和抗风险能力的提升。

· 估值与评级：我们使用 PE 对化妆品企业进行估值；我们给予珀莱雅 (603605.CH)、巨子生物 (2367.HK) “买入”评级；华熙生物 (688363.CH) 和贝泰妮 (300957.CH) “持有”评级。

· 投资风险：(1) 行业内玩家增加，导致竞争加剧；(2) 行业需求放缓；(3) 消费者对国产品牌的青睐消退；(4) 线上平台增速放缓超预期。

桑若楠

消费分析师

serena_sang@spdbi.com

(852) 2808 6439

林闻嘉

首席消费分析师

richard_lin@spdbi.com

(852) 2808 6433

2023 年 12 月 11 日

珀莱雅 (603605.CH)

目标价 (人民币)

潜在升幅/降幅

目前股价 (港币)

买入

125.9

22.2%

103.0

巨子生物 (2367.HK)

目标价 (港元)

潜在升幅/降幅

目前股价 (港元)

买入

43.0

30.7%

32.9

华熙生物 (688363.CH)

目标价 (人民币)

潜在升幅/降幅

目前股价 (人民币)

持有

70.1

3.5%

67.8

贝泰妮 (300957.CH)

目标价 (人民币)

潜在升幅/降幅

目前股价 (人民币)

持有

76.5

12.5%

68.0

注：目前股价截至 2023 年 12 月 8 日

中国化妆品行业：披荆斩棘，国产化妆品如何再创辉煌？

前言

在现代社会，悦己主义在消费者中扩散。全民悦己的风潮不禁让人想起中国那句俗语“女为悦己者容”，而现在，化妆和护肤不再是女性的特权，也不仅仅是为了别人，更多的被视为为了皮肤健康和自身的愉悦。

在国民可支配收入不断增长的背景下，消费者对化妆品的认知在化妆品牌的教育下逐渐提升，消费者对肌肤护理和美妆的消费意愿增强。

跟随 2010 年代电商热潮的兴起，线上渠道的快速布局和线上营销的铺排让国产化妆品品牌的国潮、强功效和平价的特性受到了消费者的追捧，销售额快速提升。

但在疫情后，线上渠道的竞争愈演愈烈，投入产出比不及当年，消费者的消费观更加理性，线下客流逐渐恢复。我们认为，国产化妆品品牌要在未来持续保持竞争力，主要依靠：

- (1) 建立和维持品牌力和知名度；
- (2) 坚持产品研发和医研合作；
- (3) 多品牌、多价格带战略覆盖不同消费群体；
- (4) 全渠道的线下延伸布局。

基于以上的竞争力分析框架，我们分析了四家国产化妆品公司的发展前景，并给予珀莱雅（603605.CH）、巨子生物（2367.HK）“买入”评级，给予华熙生物（688363.CH）和贝泰妮（300957.CH）“持有”评级。

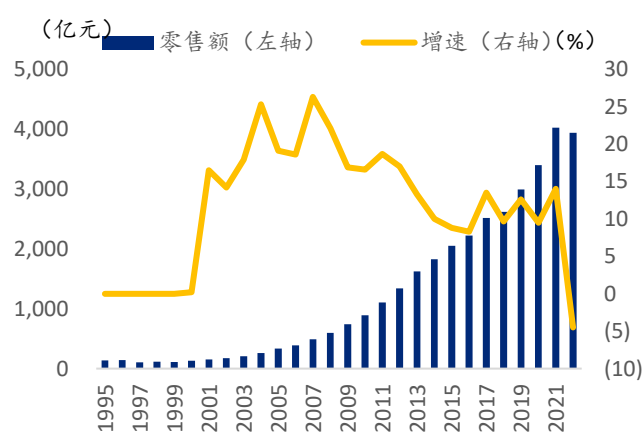
颜值经济带动化妆品市场蜕变

俗话说“爱美之心人皆有之。”随着中国经济发展，居民可支配收入的不断增长，人们对自身外貌的关注及皮肤健康的需求日益增强。

据国家统计局数据，2000-2022 年我国化妆品零售总额从人民币 131.7 亿元提升至 3,936 亿元，22 年间复合增长率达 16.7%，高于同期人均可支配收入的复合增长率（11%）。

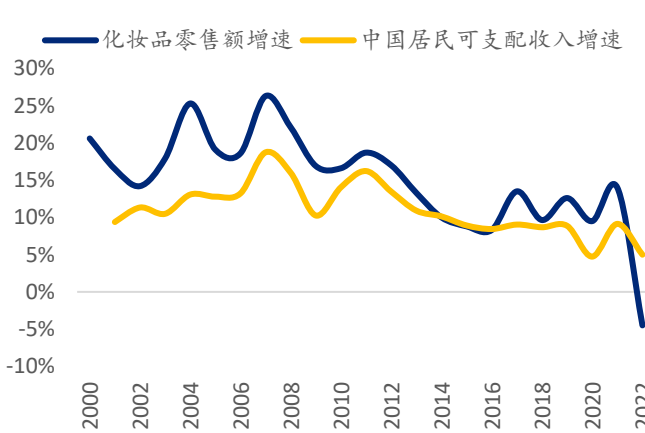
由于新冠疫情反复对物流和各地不同程度封控的影响，2022 年中国化妆品零售额下降 5%。随着线下渠道的放开以及消费信心的逐渐恢复，2023 年月度数据恢复到正增长通道。截至 2023 年 10 月，中国化妆品零售额累计同比增长 6.2%。

图表 1：中国化妆品行业收入规模与增速，1995-2022



资料来源：Wind、浦银国际

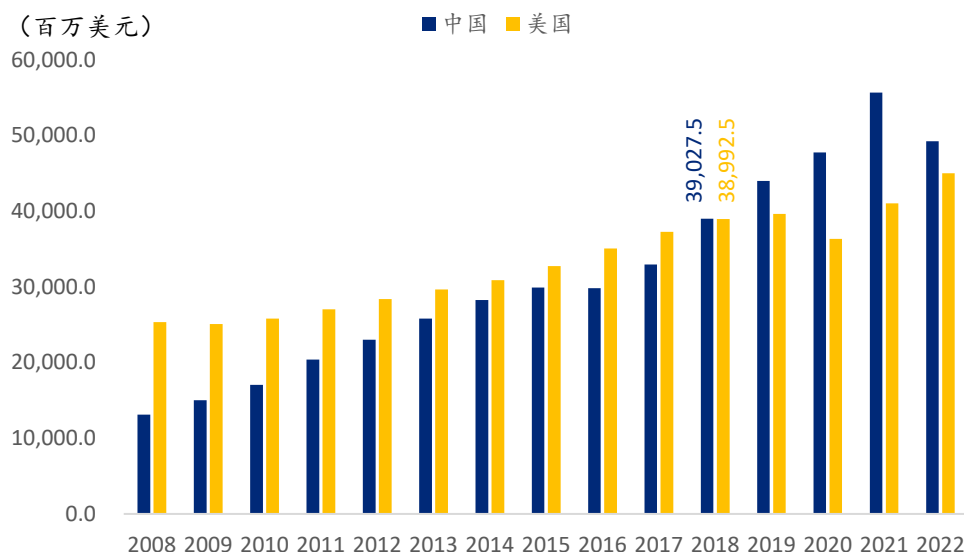
图表 2：化妆品零售额增速与人均可支配收入增速比较，2000-2022



资料来源：Wind、浦银国际

中国化妆品市场规模高速增长。根据 Euromonitor 数据，中国化妆品市场在 2018 年反超美国，成为全球最大的化妆品市场。

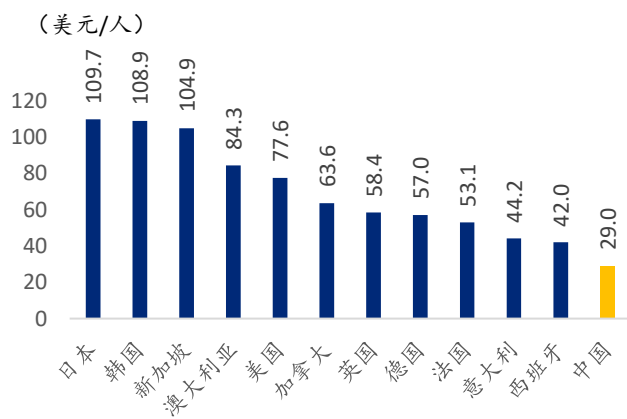
图表 3：中国与美国化妆品市场规模对比，2008-2022



资料来源：Euromonitor，浦银国际

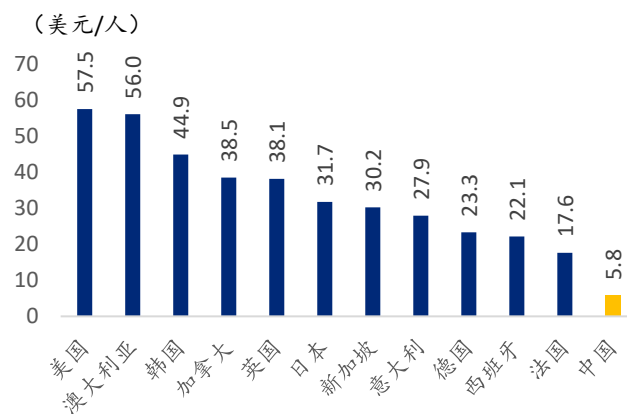
但由于中国化妆品的消费者教育起步较晚，我国消费者的化妆品使用消费习惯尚未完全普及，因此不论是人均护肤品亦或是人均彩妆消费金额较发达国家均有较大差距。

图表 4：各国护肤品人均消费额比较，2022



资料来源：Euromonitor，浦银国际

图表 5：各国彩妆人均消费额比较，2022



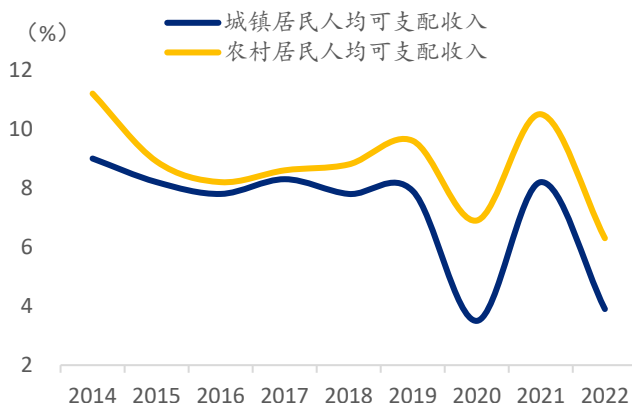
资料来源：Euromonitor，浦银国际

对于中国整体化妆品市场而言，我们认为，在以下 4 个趋势的带动下，中国化妆品市场将会进一步提升。

● 低线城市化妆品消费力的提升

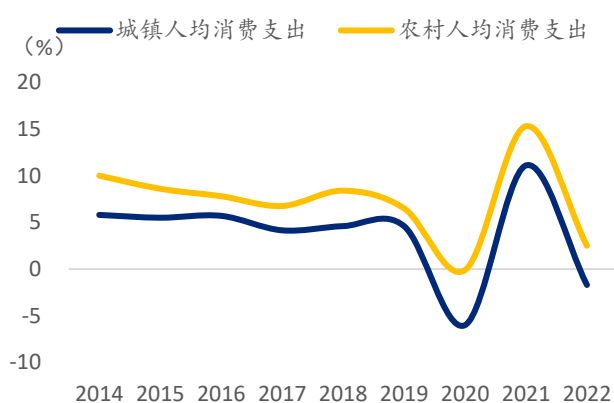
根据国家统计局数据，三线以下城市人口占全国人口比例超6成，具备庞大的消费基础。同时，近年来低线城市经济快速发展，带动居民可支配收入快速增长以及消费意愿提升。

图表 6：全国城镇及农村居民人均可支配收入增长，2014-2022



资料来源：Wind、浦银国际

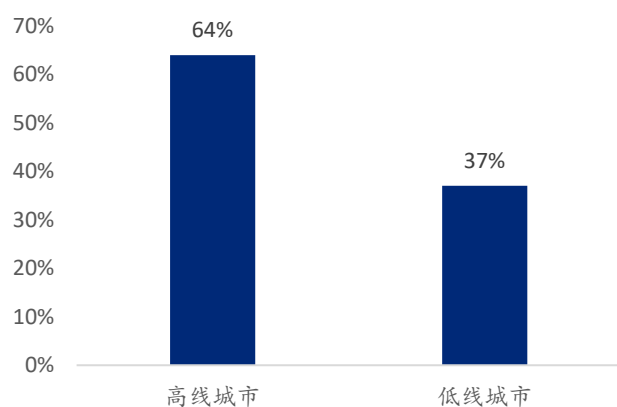
图表 7：全国城镇及农村居民人均消费支出增速，2014-2022



资料来源：Wind、浦银国际

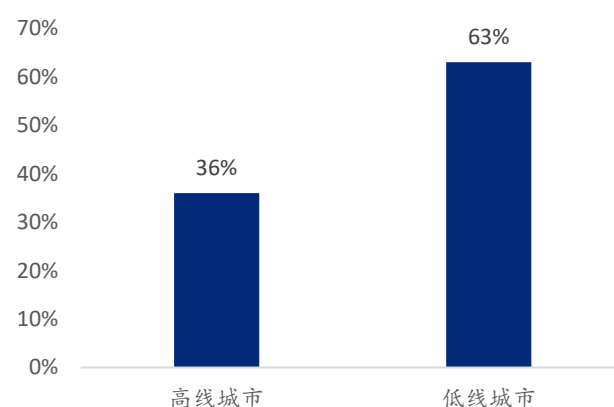
与此同时，由于国际品牌在扎根中国市场之初，均以一、二线城市作为首要攻破的市场，使高线城市居民更早接受化妆品普及教育，养成了更加精细化的护肤习惯。因此，根据新零售老板内参数据，下沉市场的消费者对护肤品的关注度远低于一二线城市，也远低于美妆产品。而中国美妆市场本身相对更小，因此我们认为在护肤品在下沉市场中扩容空间更大。

图表 8：中国高线城市和低线城市对护肤品的关注度，2020



资料来源：新零售老板内参、浦银国际

图表 9：中国高线城市和低线城市对美妆的关注度，2020



资料来源：新零售老板内参、浦银国际

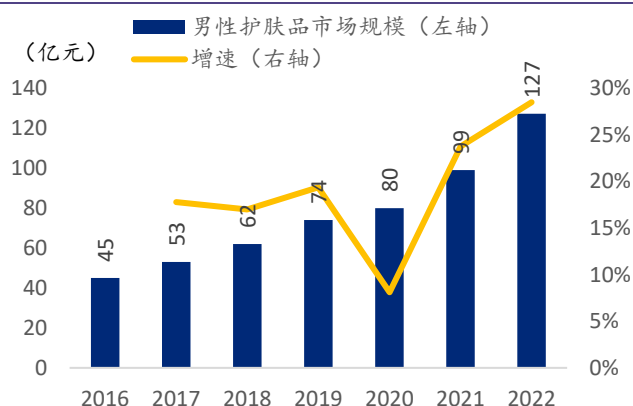
在互联网和以大众市场为主要市场的国产品牌的助力下，低线城市消费者逐渐对化妆品的认知提升，习惯逐渐养成。因此，我们认为低线城市的化妆品渗透率以及使用频率的提升，将是我国化妆品市场规模未来增长的主要动力。

● 男性悦己主义盛行

很长时间以来，社会对于男性使用护肤品、彩妆持有一定的偏见。但随着社会包容度的提升以及中国男性开始注重形象管理，“精致”成为男性的新生活方式。根据 CBNDATA 数据表示，早在 2019 年就有近九成的男性表示护肤应作为日常护理来对待。

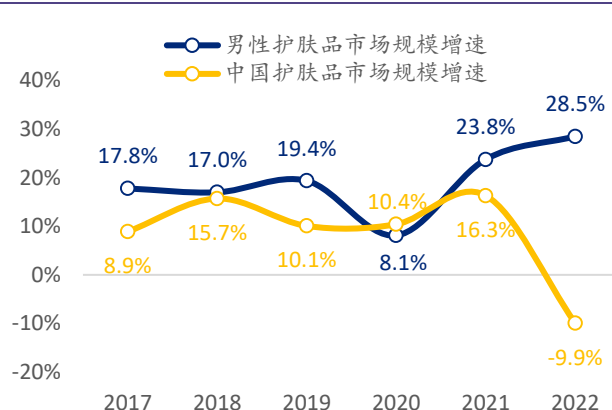
多数男士在社交媒体和身边女性的影响下，意识到使用护肤品和彩妆的重要性，并主动选购符合自身需求的化妆品。这进一步促进了悦己市场的繁荣。根据艾媒咨询数据，中国男性护肤品市场规模在 2022 年达到 127 亿元，2016-2022 年复合增长率为 19%，远超整体市场增速。

图表 10: 中国男性护肤品市场规模及增速, 2016-2022



资料来源：艾媒咨询、浦银国际

图表 11: 男性护肤品市场增速与整体护肤品市场增速对比, 2016-2022



资料来源：艾媒咨询、Euromonitor、浦银国际

在男性美妆博主的带动下，男性在化妆产品的选择上不再局限于基础护理产品，更是向美妆产品拓展，消费需求逐步升级。根据果集飞瓜数据，2023 年上半年，抖音男士彩妆 GMV 同比上涨 364.6%。

我们观察到，众多化妆品企业开始针对男性需求推出化妆产品，完善男性产品组合，提高男性自主购买化妆品的频次。

图表 12: 各品牌男性护肤品系列



资料来源：搜狐、浦银国际

图表 13: 香奈儿男性彩妆



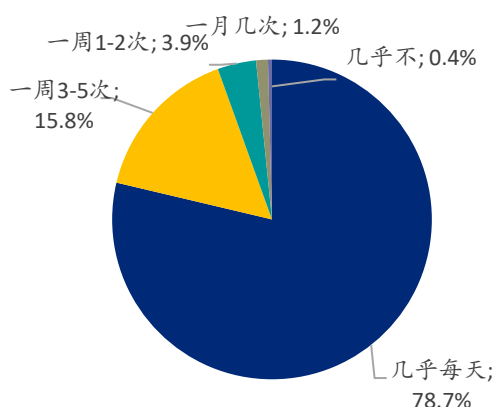
资料来源：香奈儿官网、浦银国际

我们相信，在精致男士理念逐渐被社会包容和认可的背景下，男性化妆品消费者基数将进一步增长、消费频次进一步提升，从而促使市场规模扩大。

● 品类及步骤的细化

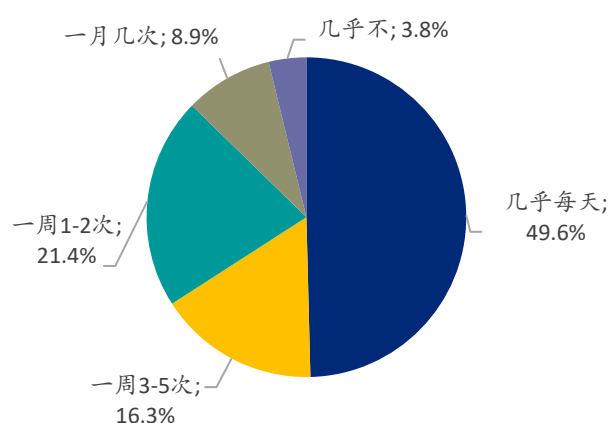
国内消费者对护肤、美妆的习惯不断趋于成熟。从消费频次来看，消费者使用化妆品的频次不断提升，带动化妆品市场规模进一步提升。根据艾瑞咨询的市场调研数据，78.7%和 49.6%的中国消费者会每天使用护肤品以及彩妆。

图表 14: 中国消费者护肤品使用频率，2021



资料来源：艾瑞咨询、浦银国际

图表 15: 中国消费者彩妆使用频率，2021



资料来源：艾瑞咨询、浦银国际

在这样相对成熟度较高的市场中，消费者会进一步精细化护肤和化妆步骤。例如，在护肤步骤中，在最为精简的爽肤水、眼霜、面霜的三步式护肤法中添加眼精华、面部精华等产品。又或是在化妆技巧精进后，入手更多面部提亮、阴影产品。

精细化护肤也意味着，消费者会根据皮肤健康情况，购买适合产品。例如，在冬天的护肤品更加保湿，而夏天以控油为主。因此，购买的产品品类和功效的增加也将带动化妆品市场规模的进一步扩张。

综上，我们认为，中国的化妆品市场也会在步骤的增加和功效的叠加双重精细化护肤的带动下，规模进一步提升。

● 政策定调，促进品牌良性竞争

虽然电商渠道的发展带动了国产品牌的品牌力提升，但也因为过度注重线上营销，令国产化妆品品牌陷入营销费投入的博弈，却对化妆品的品质和功能迭代有所放松。

为加强对化妆品的管理，国家近年来出台多个有关化妆品生产、备案注册以及产品宣传的政策，对化妆品产品及原材料的成分、安全性、功效的评估和宣传等方面都提出了新的要求。

图表 16：化妆品新规汇总，2020-2023

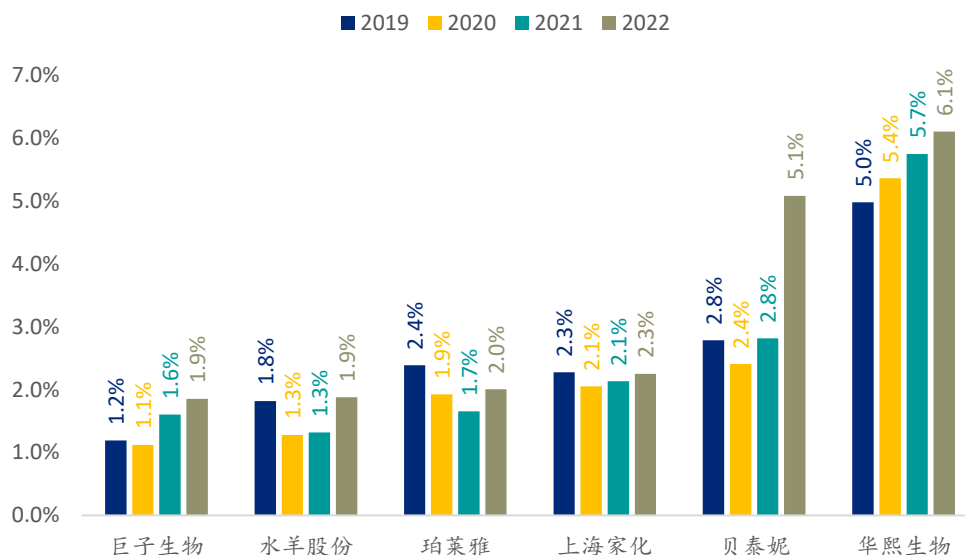
出台日期	政策名称	释义
2023 年 4 月	《化妆品网络经营监督管理办法》	平台内化妆品经营者应当履行化妆品信息披露的义务。披露的有关产品安全、功效宣称的信息应当与其所经营化妆品的注册或者备案资料中标签信息和功效宣称一致。
2023 年 1 月	《化妆品抽样检验管理办法》	化妆品抽样检验应当重点关注：儿童化妆品和特殊化妆品；使用新原料的化妆品；监督检查、案件查办、不良反应检测、安全风险检测、投诉举报、舆情监测等监管工作中发现问题较多的；既往抽样检验不合格率较高的；流通范围广、使用批次高的产品。
2022 年 12 月	《企业落实化妆品质量安全主体责任监督管理规定》	化妆品注册人、备案人对化妆品的质量安全和功效宣传负责，对其注册或者备案的化妆品从研发、生产、经营全过程质量安全进行管理。
2022 年 12 月	《关于推动轻工业高质量发展的指导意见》	加快关键技术突破，包括化妆品功效和安全评价技术，特色化妆品植物原料等；增加升级创新产品，大力发展功能食品、化妆品等。
2022 年 10 月	《化妆品生产质量管理规范检查要点及判定原则》	对从事化妆品生产活动的化妆品注册人、备案人、受托生产企业，依据化妆品生产质量管理规范检查要点开展检查。
2022 年 9 月	《关于新版国家化妆品不良反应检测系统上线运行通告》	自 2022 年 10 月 1 日起，化妆品注册人、备案人、受托生产企业、化妆品经营者、医疗机构在发现或者获知化妆品不良反应后，应当通过国家化妆品不良反应监测系统报告。
2022 年 9 月	《关于进一步加强商品过度包装治理的通知》	依法严格查处生产、销售过度包装商品的违法行为，尤其要查处链条性、隐蔽性案件。督促指导食品和化妆品生产领域主要行业协会定期向社会发布杜绝商品过度包装报告。
2022 年 5 月	《新污染物治理行动方案》	加强农药、兽药、药品、化妆品管理等相关制度与有毒有害化学物质环境风险管理相关制度的衔接。
2022 年 2 月	《化妆品不良反应检测管理办法》	对各监管、生产、销售部门职责与义务进行了规范，包括国家及各省、市、县级监管部门和检测机构；化妆品注册人、备案人；受托生产企业；化妆品经营者；医疗机构；化妆品电子商务平台及国家检测基地。
2022 年 1 月	《化妆品生产质量管理规范》	化妆品注册人、备案人、受托生产企业应当按照《规范》要求组织生产化妆品。2022 年 7 月 1 日前已取得化妆品生产许可的企业，其厂房设施与设备等硬件条件须升级改造的，应当自 2023 年 7 月前完成升级改造，使其厂房设施与设备符合《规范》要求。
2021 年 12 月	《关于发布儿童化妆品标志的公告》	加强儿童化妆品监督管理，提升儿童化妆品辨识度，保障消费者知情权。
2021 年 12 月	《化妆品生产经营监督管理办法》	规范化妆品生产经营活动，加强化妆品监督管理，保证化妆品质量安全。
2021 年 6 月	《化妆品标签管理办法》	作为继《化妆品监督管理条例》及其配套法规文件实施后的又一安排，《办法》管理范围覆盖到文字表述规范、化妆品成分排序，功效宣称等细分领域，健全化妆品生产运作的社会体系。公告显示，自 2022 年 5 月 1 日期，申请注册或者进行备案的化妆品，必须符合《办法》的规定和要求；此前申请注册或者进行备案的化妆品，未按照《办法》规定进行标签标示的化妆品注册人、备案人必须在 2023 年 5 月 1 日前完成产品标签的更新，使其符合《办法》的规定和要求。
2021 年 6 月	《关于进一步明确普通化妆品备案工作有关事项的通知》	明确普通化妆品备案人提交备案资料即完成备案，产品可上市销售。
2021 年 5 月	《关于全面加强药品监管能力建设的实施意见》	完善科学权威的药品、医疗器械和化妆品检验检测体系，推进省级药品检验检测机构的批签发能力建设；加强药品、医疗器械和化妆品监管大数据应用，推进监管和产业数字化升级。

2021 年 4 月	《化妆品安全评估技术导则（2021 年版）》	原料的安全性是化妆品产品安全的前提条件，化妆品安全评估应遵循证据权重原则，以现有科学数据和相关信息为基础等。
2021 年 4 月	《化妆品分类规则和分类目录》	化妆品应当根据功效宣称分类目录所列的功效类别选择对应序号，功效宣称应当有充分的科学依据。
2021 年 4 月	《化妆品功效宣称评价规范》	化妆品的功效宣称应当有充分的科学依据，宣称适用敏感皮肤、无泪配方，应当通过人体功效评价市价或消费者使用测试的方式进行功效宣称评价。
2021 年 2 月	《化妆品新原料注册备案资料管理规定》	化妆品新原料注册和备案资料应当以科学研究为基础，客观、准确地描述新原料的形状、特征和安全使用要求等。
2021 年 1 月	《儿童化妆品监督管理办法》	规范儿童化妆品生产经营活动，加强儿童化妆品监督管理，保障儿童使用化妆品安全。
2020 年 6 月	《化妆品监督管理条例》	重点完善了我国化妆品行业监管体系，创新性地对化妆品原料与产品实行了分类管理，简化了注册、备案流程。除此之外，新条例加大了违法现象的处罚力度，细化了处罚情景和主体。

资料来源：浦银国际整理

严苛的规定在化妆品企业执行的过程中，也为消费者筛选出一批优良品牌。这一方面是由于无法满足新规的企业将会被市场淘汰，另一方面，为推出新品所需支付的检测费用的提升、检测机构少所致的检测时间长，都将令小型化妆品企业因无法负担相应的研发开支及时间成本而被挤出市场。

图表 17：各化妆品企业研发成本占收入比例，2019-2022



资料来源：Euromonitor，浦银国际

新规的推出强制性地让企业将目光由高速推新回归到产品本身。我们认为，推进行业规范化可带来两方面的效果。一方面，由于专注功效性护肤品的品牌对新规所重点规范的功效性和安全性更具经验，在行业规范化发展过程中这些品牌或更具优势，从这个角度而言，新规有望促进大型功效性品牌的进一步整合。另一方面，市场对功能性产品监管的进一步加深，也令品牌对自身提出更高的要求，推动行业规范化发展。

国货重返战场，玩家百花齐放

中国化妆品市场的发展是一段中外品牌不断博弈的历史。在不同的时代背景和市场环境下，中国消费者对中外护肤品的购买偏好也在不同时间段中各有不同。根据我们对中国化妆品市场的发展史的归纳，市场的进展主要分为以下三个时期。

● 1980 年代：国货垄断时期

在新中国成立之初，彩妆等品类在中国尚未普及，中国消费者对化妆品需求仍以基础护肤为主，且护肤品的功效以滋润皮肤为主。

中国国产老牌（如百雀羚、美加净等）以及改革开放后成立的化工企业品牌（如小护士、郁美净等），凭借广泛的消费者认可以及亲民的价格，主导了中国化妆品市场。

图表 18: 百雀羚雪花膏



资料来源：京东、浦银国际

图表 19: 郁美净儿童霜



资料来源：亚马逊、浦银国际

● 1980-2010 年初：海派品牌引领潮流

改革开放后，外资品牌大举涌入中国。当时消费者对化妆品认识尚浅，外资品牌则借助自身强大的资本优势以及高端商场柜台的渠道布局，提升消费者教育。

上世纪 80 年代，资生堂、强生和玉兰油作为首批进入中国的外资品牌，在中国设立合资公司，扎根中国市场。美宝莲在 1995 年进入中国市场，推动了彩妆在中国市场的普及和彩妆热潮的兴起。

图表 20: 资生堂 90 年代广告



资料来源: Bilibili、浦银国际

图表 21: 玉兰油 90 年代广告



资料来源: Bilibili、浦银国际

尽管外资品牌定价普遍高于国产品牌，但在外资品牌充分的消费者教育下，外资品牌的品牌价值以及消费者认可度高速提升，外资品牌逐渐成为市场中的主导，并开拓了中国高端化妆品市场。在此期间，国产品牌则受制于研发、定价等因素，退居大众市场，避免和外资品牌的正面竞争。

但在 2000 年左右，由于高端化妆品赛道的基数逐渐扩大，以及外资品牌所掌握的渠道主要是高线城市商场柜台，渠道拓展空间有限，导致高端化妆品市场增长逐渐放缓。

在此契机下，多个外资品牌相继在 2000 年左右开启了对国产品牌的收购。一方面，外资品牌决定将业务拓展至市场空间更大的大众化妆品市场，另一方面，外资品牌旨在以国产品牌做为载体，推行整体企业的本土化，并利用国产品牌的渠道开拓自身渠道资源。

图表 22: 外资品牌收购国产品牌时间列表

收购时间	收购公司	被收购品牌
1990 年	美国庄臣	美加净
1994 年	德国汉高	孩儿面（上海可蒙）
2003 年	欧莱雅	小护士
2004 年	欧莱雅	羽西
2008 年	强生	大宝
2011 年	法国科蒂	丁家宜
2012 年	强生	上海爱呵
2013 年	欧莱雅	美即

资料来源: 浦银国际整理

令人唏嘘的是，这些国产品牌在被收购后，大多表现不佳。部分是由于外资品牌利用所收购的国产品牌拥有的渠道终端，使之为己所用后，抛弃被收购的本土品牌，也有的是由于外资品牌对中国大众市场水土不服，无法带动被收购品牌继续成长。

● 2012 年至今：本土品牌卷土重来

2010 年前后，在消费者消费习惯的变化下，本土品牌得以在以下三个主要趋势的带动下再度崛起。

(1) 渠道快速转型，抢占快速发展先机

相比外资品牌，土生土长的国产品牌对中国消费者更加熟悉，可以迅速地捕捉消费者喜好和习惯的变化。同时，国产品牌体量小，具备灵活的产品研发、广告宣传、产品定价调整的特性，因此更早地搭建起品牌线上旗舰店。

图表 23: 完美日记天猫旗舰店



资料来源：完美日记天猫旗舰店、浦银国际

图表 24: 珀莱雅天猫旗舰店



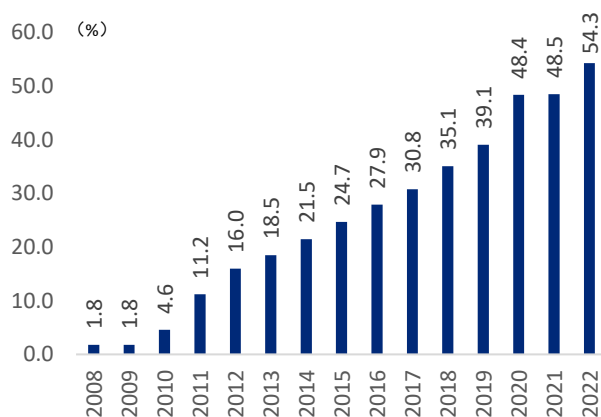
资料来源：珀莱雅天猫旗舰店、浦银国际

与此同时，线上电商凭借渠道便捷、低成本的特点，为新锐国产品牌提供了更具优势的成长环境，带动国产护肤品迅速在这期间抢占消费者心智。反之，海外品牌则受制于复杂的企业架构、冗长的审批流程以及对传统经销模式的重度依赖，因此在线上渠道的转化上失去先机。

2016 年起，小红书、抖音、快手、直播带货等新兴电商渠道和社交媒体的兴起，带动了国产品牌活力的二次爆发。化妆品品牌利用各平台“种草”的功能，让消费者细致地了解产品功效，同时大数据推送也让品牌精准地触达消费者。

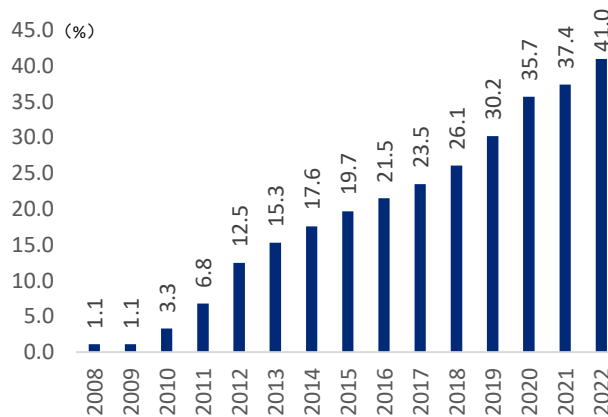
截至 2022 年，根据 Euromonitor 数据，彩妆及护肤品在线上的销售比例已经分别达到 54.3%和 41%。尤其在过去三年疫情导致线下渠道不畅时，线上渠道的贡献度增长更加明显。

图表 25：中国彩妆市场线上渠道的占比



资料来源：Euromonitor，浦银国际

图表 26：中国护肤品市场线上渠道的占比



资料来源：Euromonitor，浦银国际

(2) 年轻人打造的国货之光时代

在线上渠道发力期间，Z 世代（1995-2010 年出生的人群）进入我国主力消费大军，成为消费的中坚力量。根据第七次全国人口普查以及 CBNData 数据，Z 世代的人口数量虽仅占全国总人口的 19%，但年支出约占我国家庭总开支的 1/3。

值得关注的是，由于 Z 世代成长于国民民族自信高涨的时期，他们对购买国产品牌充满自豪感。这也为国产品牌创造了品牌力增长的绝佳环境。

在如此天时地利人和的背景下，国产化妆品品牌积极布局线上渠道，通过在线上渠道大力营销“国潮”和“国货”概念，借助线上渠道快速发展。

图表 27：润百颜故宫口红



资料来源：苏宁易购、浦银国际

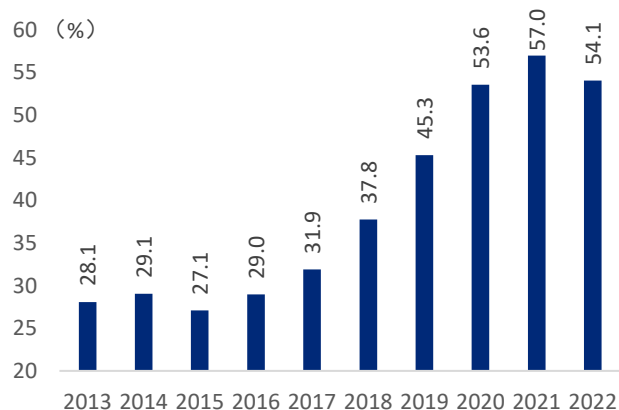
图表 28：百雀羚礼盒



资料来源：京东、浦银国际

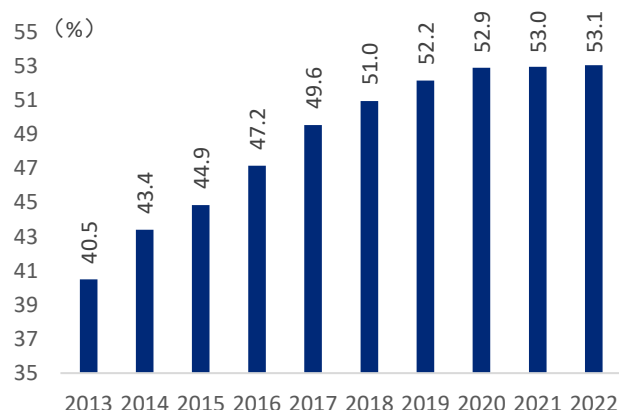
消费者对国产品牌的关注度不断提升，带动国产化妆品的品牌力和产品力的不断提升，国产彩妆和护肤品品牌在大众市场的市占率稳步提升至 2022 年的 54%和 53%。

图表 29：整体彩妆行业国产品牌占比



资料来源：Euromonitor、浦银国际

图表 30：整体护肤品行业国产品牌占比

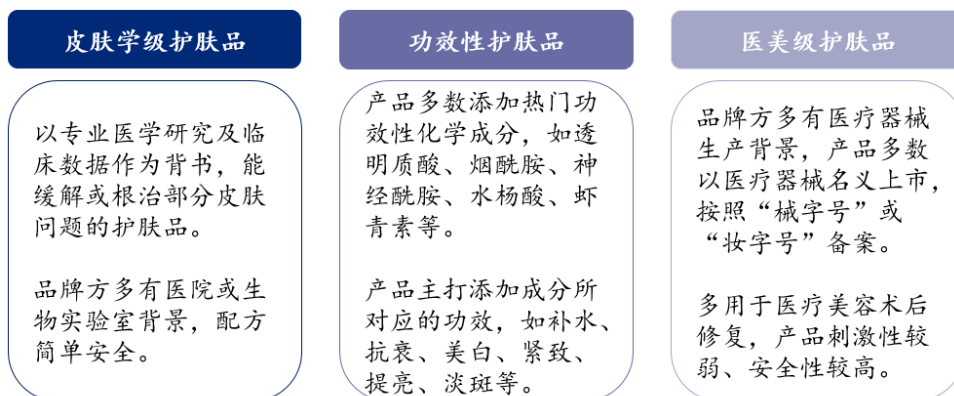


资料来源：Euromonitor、浦银国际

(3) 功效为王，国货在出击

功能性护肤品的概念本是舶来品，具备一定的药理作用，由薇姿、雅漾等品牌在 21 世纪初期引入中国市场。如果我们细分功能性护肤品的子赛道，则一般可以分成皮肤学级护肤品、功效性、护肤品以及医美级护肤品。

图表 31：功能性护肤品的分类

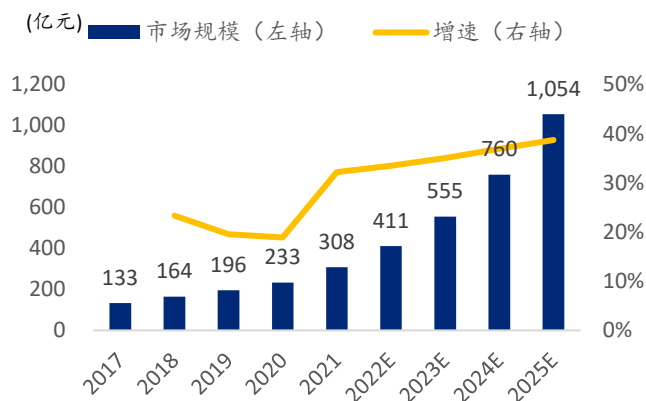


资料来源：浦银国际整理

尽管功能性护肤品中在我国起步较晚，但是得益于互联网的普及、社交媒体上种草模式和成分党的兴起，以及消费者对肌肤健康的关注度的提升，中国功能性护肤品市场规模增长迅速。

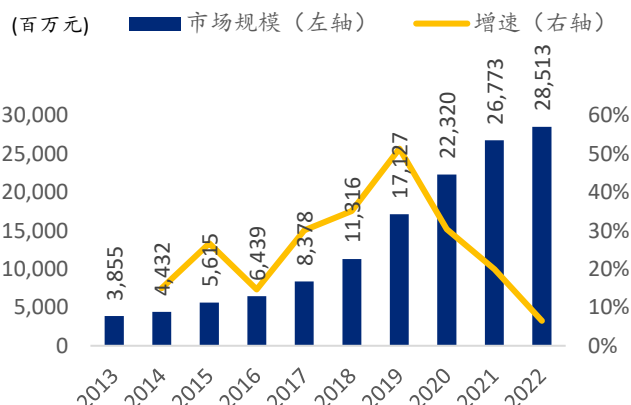
截至 2021 年，我国功能性护肤品市场规模达 567 亿元，2017-2021 年 4 年复合增长率达 29.8%。而皮肤学级护肤品作为功能性护肤品的重要组成部分，在 2022 年市场规模达到 285 亿元，5 年复合增长率达 27.8%。

图表 32：中国功能性护肤品市场规模，2017-2025E



E=弗若斯特沙利文预测。资料来源：弗若斯特沙利文、浦银国际

图表 33：中国皮肤学级护肤品市场规模，2013-2022

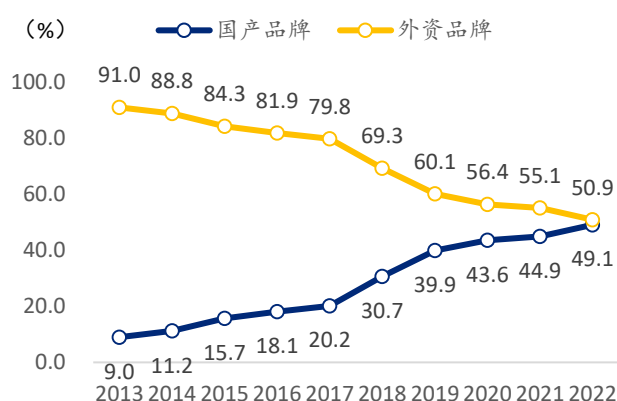


资料来源：Euromonitor、浦银国际

同时，我们必须承认，功能性护肤品在中国的快速增长得益于国产功能性护肤品借助电商的蓬勃发展以及线上渠道的深度营销。国产功能性护肤品品牌通过以上方式打出名气，逐渐建立消费者信赖度。在国产品牌的蓬勃发展下，海外品牌的市场空间被挤压。根据 Euromonitor 数据，中国品牌在 2022 年的市占率已经达到 49.1%，可与国际品牌分庭抗礼。

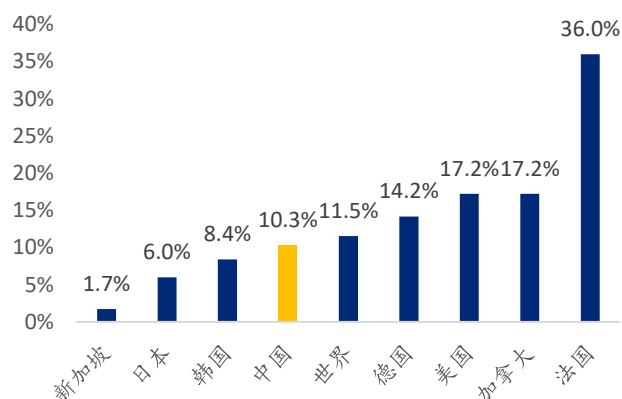
虽然市场规模和增速庞大，但功能性护肤品的渗透率仍非常低。随着科学健康护肤理念的深化普及，功能性护肤品未来渗透率具备极大的提升空间。以皮肤学级护肤品为例，我国皮肤学级护肤品占整体护肤品市场比重为 10.3%，低于全球平均水平及美国的比例，仍有进一步提升空间。

图表 34：国产皮肤学级护肤品市占率



资料来源：Euromonitor、浦银国际

图表 35：皮肤学护肤品占整体护肤品市场比重，2022



资料来源：Euromonitor、浦银国际

随着功效性护肤品在中国市场的蓬勃发展，国家颁布多条化妆品监管和备案条例，鼓励化妆品公司延续研发道路，并对化妆品原材料创新给予支持，鼓励更多符合资质的新兴品牌厂家入局。

我们相信，在中国消费者对功能性护肤品的认知不断提升以及化妆品企业研发进一步强化的当下，我国功能性护肤品市场的渗透率有望进一步提升，带动市场规模进一步扩大。

中国化妆品行业当前面临的困境

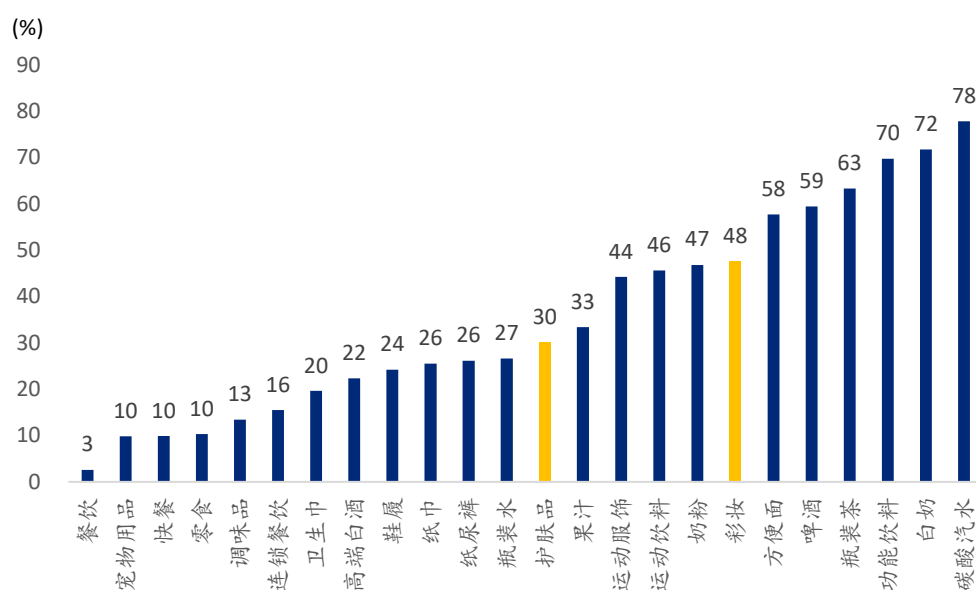
随着化妆品市场规模扩大，更多的玩家入局。市场内出现越来越多的细分赛道，消费者的化妆品消费逻辑愈加成熟，这些因素都加剧了当前化妆品品牌之间的竞争。

根据波特五力分析模型（Porter's Five Forces model），我们对目前中国化妆品行业竞争格局进行分析，并得出以下结论。

● 现有玩家之间竞争激烈，市场集中度低

在中国化妆品市场不断成熟的过程中，外国品牌进入市场、中国品牌的崛起都带动市场中玩家不断增加。中国护肤品市场和彩妆市场前三名的总份额分别仅为 30% 和 48%，低于其他消费子行业，也远低于发达国家水平。

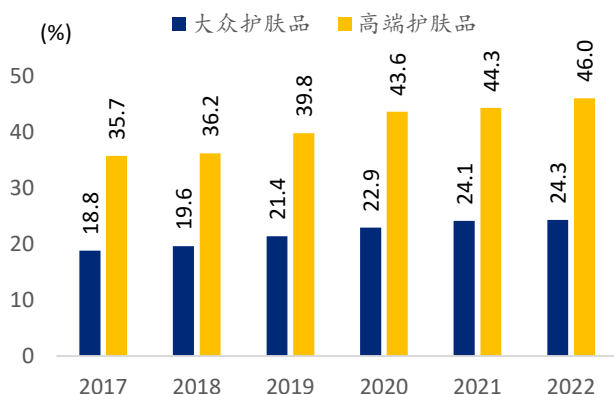
图表 36：中国彩妆与护肤品前三集中度与其他消费行业比较，2022



资料来源：Euromonitor、浦银国际

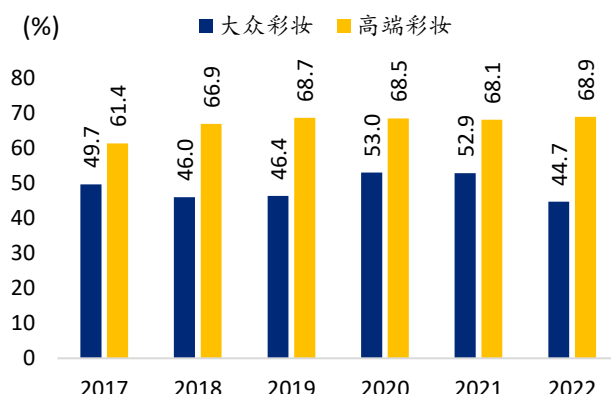
放眼市场规模更大的大众市场（国产化妆品品牌的主战场），竞争更为激烈。从市场前三的市占率来看，2022 年大众市场的集中度远低于高端品牌，大众护肤品集中度仅为 24.3%，彩妆仅为 44.7%。

图表 37: 大众和高端护肤品集中度对比, 2017-2022



资料来源: Euromonitor、浦银国际

图表 38: 中国大众和高端彩妆集中度对比, 2017-2022



资料来源: Euromonitor、浦银国际

在玩家众多的市场中, 较为分散的市场格局加剧了化妆品玩家之间的竞争。在竞争初期, 许多企业在线上竞争中通过价格战以及大量的市场营销, 以望快速抢占消费者心智, 挤出竞争者。但从市占率数据上来看, 想要从大众市场中突出重围, 困难重重。

● 新进玩家的威胁较低

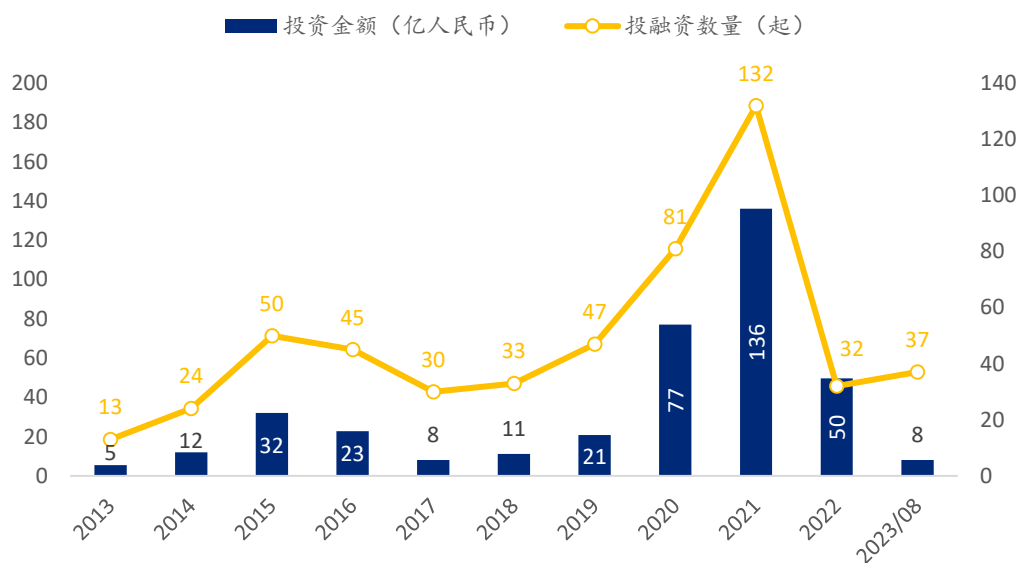
由于消费者消费逻辑愈加成熟以及市场接近饱和, 新进玩家入局参与竞争的门槛越来越高。我们分析判断新锐品牌对现有龙头品牌的威胁较低, 主要是由于:

1) 市场投入有限, 令新锐品牌难以快速建立品牌力

在各类信息过剩的互联网时代, 参照过往新锐品牌出圈案例, 化妆品品牌的竞争的本质产生于营销竞争以及营销费用的堆积。

近两年, 一级市场中化妆品企业新增融资数量较 2019 年以前明显下降。融资遇冷也令新兴企业资金紧张, 参与营销战的能力下降, 即便明知现在市场中需要线上营销及头部推手积攒品牌力, 也没有能力去负担相应支出。

图表 39：中国美护行业投融资金额和笔数



资料来源：IT 桔子、浦银国际

2) 难以跟进头部降价促销

新锐品牌通常以贴牌或代工等方式进入化妆品市场，缺乏研发壁垒及专业背书，因此他们的毛利率相对于拥有研发体系的成熟化妆品企业更低。

在“618”、“双十一”大促期间，在行业普遍的降价促销中，这些新兴品牌很难再加深折扣力度。这也令这些品牌竞争力低于可以给予更多折扣或者赠品的品牌。

● 替代品的威胁较低

护肤和化妆已经成为人们日常生活中不可缺少的一个步骤，且频次在不断提升，消费人群在不断的扩张。但目前护肤和彩妆的可替代产品较少。

部分消费者出于崇尚自然或是考虑身体因素等原因，会使用纯天然的润肤和彩妆方法。例如，以椰子油来润肤、护发，或者用乌斯玛草棒来染眉等。

图表 40：椰子油护肤



资料来源：Cosmopolitan、浦银国际

图表 41：乌斯玛草棒



资料来源：苏宁易购、浦银国际

考虑到消费者的特殊需求，许多化妆品厂商开始以纯天然的原料生产制作护肤品。因此我们认为消费者除非没有化妆或护肤需求，否则选择替代品的几率较小。

● 与买方议价能力弱

中国化妆品市场的众多玩家为消费者提供了丰富的产品选择。因此，化妆品企业的相对议价能力较弱，消费者可以轻易地选择其他品牌或者产品。

大型化妆品企业投入大量资金开发独家原料和核心配方，并申请专利保护，为品牌和产品建立了独特的技术壁垒，打造竞争力。例如，欧莱雅集团研发的抗衰老原料组合“波色因”拥有很高的热度，而只有旗下的品牌产品可以使用这个原料组合（如赫莲娜的黑绷带、欧莱雅的紫熨斗眼霜）。

目前国产品牌中拥有原料和配方专利的品牌仍是少数，但在国家化妆品新规的推动下，我国化妆品的原料备案数量增加，化妆品企业运用独家核心技术的份额也在增长。

图表 42：中国化妆品品牌的独家成分和技术专利

品牌名	核心成分/技术
薇诺娜	马齿苋、青刺果活性成分 Isol 冻干技术、BFS 一体化包装
珀莱雅	Collrepair 抗糖专利 超分子包裹缓吸技术
润百颜	Infiha-Hydra 技术
夸迪	五重分子玻尿酸
玉泽	PBS 植物仿生脂质技术
可复美	重组胶原蛋白、人参皂苷

资料来源：浦银国际整理

但是由于研发能力的提升需要强大的资本的支持，大众化妆品所拥有的独家配方以及原材料的产品的占比就更加小，可替代性也越来越高，令消费者对产品的价格更加敏感。

在这样的竞争格局之下，高端市场玩家议价能力为中性，而大众市场的玩家为了快速抢占消费者心智，常主动挑起或被迫参与价格战，失去议价能力。

● 与供应商议价能力弱

化妆品企业在面对供应商时，在包材方面的议价能力相对更强，主要是由于包材企业的规模较小造成包材行业内竞争激烈。

但在化妆品原材料方面，由于研发、技术以及生产壁垒的缘故，化妆品原材料厂商具备更强的议价能力。

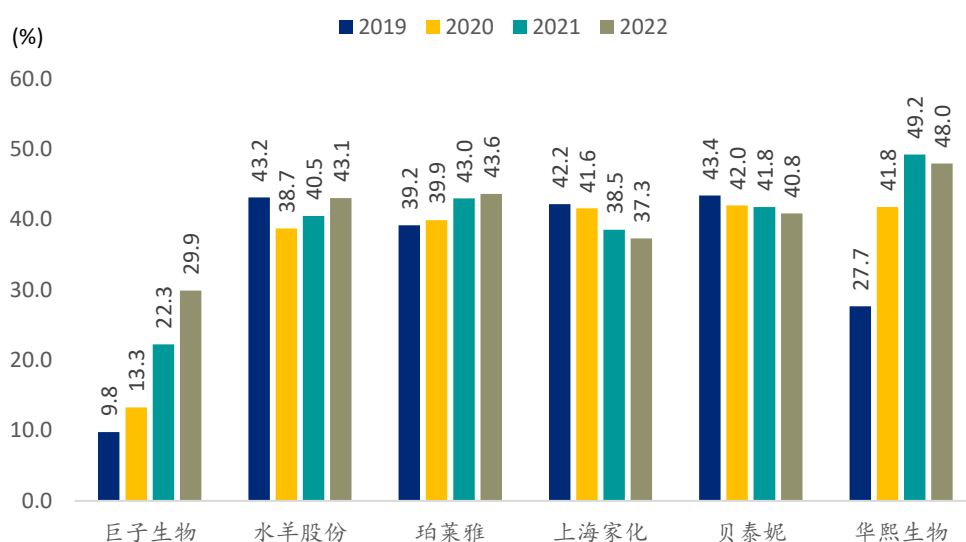
在化妆品新规的影响下，化妆品企业更加关注原材料生产和研发，这也让业内国产大企业通过与原材料厂商合作发展，或自建工厂和研发团队进行核心原材料生产，使他们在与供应商议价时的能力提升。

国产品牌实现长期增长必备的竞争力

在当前的竞争环境下，新兴品牌虽然仍可借鉴往年的线上营销手段，建立品牌价值 and 声量，但由于各化妆品公司均已在线上各渠道投入甚多，竞争愈发激烈，线上营销已经不是一个更便宜的选择，而是一个虽然昂贵但是必须的选择。

我们认为，在当今社会，仅仅凭借网络推手的推荐、增加营销投入以及对潮流的把握，或许会获取短期的流量，但是却越来越难以将其转化为长期的盈利和竞争力。

图表 43：中国主要化妆品公司广告费用比率比较



资料来源：IT 桔子、浦银国际

我们认为，在消费者具备成熟的化妆品消费逻辑的时期，化妆品企业需要具备以下能力，才能在长期保持高质量的盈利增长以及良好的消费者口碑。

1. 建立及维持品牌力和知名度；
2. 坚持产品研发和医研合作；
3. 国产品牌的多品牌和全价格带覆盖；
4. 实现全渠道的线下延伸。

● 建立及维持品牌力和知名度

在纷繁品牌的市场中，化妆品企业所建立的品牌形象和品牌力就是最重要的引流方式。

随着中国消费者自信提升、国潮概念火热、“成分党”比例大幅增长的大趋势延续，长期来看，中国消费者对于国产品牌、科学背书、自然成分等化妆品特点更有好感。

我们观察到越来越多的品牌均在宣传产品的成分、背书人员和机构。例如，贝泰妮、华熙生物等企业大举宣传自身的医疗、学术背景，树立专业形象。另外，百雀羚、贝泰妮等企业主要宣传自家产品的植物萃取和合成生物成分。

图表 44: 百雀羚产品宣传天然草本成分



资料来源：百雀羚官网、浦银国际

图表 45: 薇诺娜与医疗专家的背书



资料来源：薇诺娜官微、浦银国际

在后疫情时代，我们看到消费者在理性消费的同时更加关注品牌可以为消费者带来的情感价值。在这样的趋势下，许多品牌也启动了有关品牌价值的广告宣传。例如，珀莱雅妇女节有关女性平权和校园暴力的短视频得到消费者的情感共鸣，与消费者建立起情感连接。

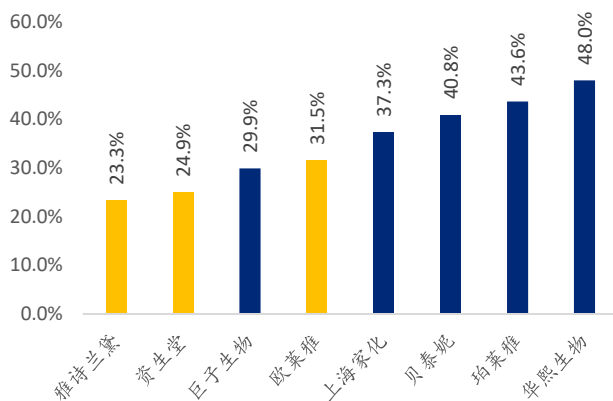
虽然这样的广告宣传转化为收入所需时间较直接的产品广告更长，但是和消费者建立起的情感共鸣可以带来更长久的销售可能性。

尽管我们不希望化妆品的市场竞争变成营销的战争，但是我们不得不承认，在市场中各品牌都在大举投放时，不论是哪个品牌都不愿意屈居人后。我们认为，国产品牌需要建立自身独特的品牌价值和品牌形象，并持续按需输出广告营销，才能帮助企业在众多品牌中保持品牌地位，并向品牌的产品导流，而后转化为收入。

● 坚持产品研发和医研合作

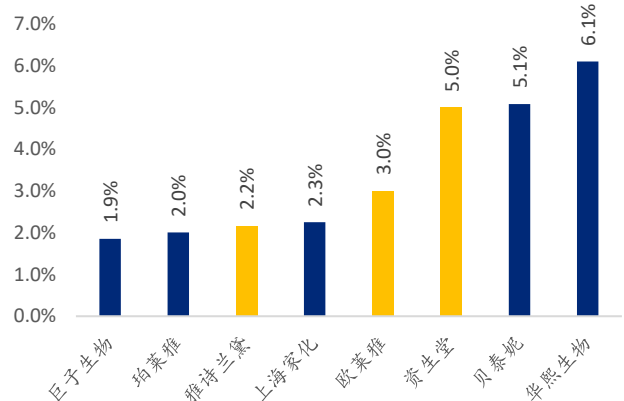
发迹于互联网时代的国产化妆品品牌，在经历了激烈的营销时代后，仅仅踏出了建立成功且长久的品牌的第一步。产品的有效性和安全性是企业的长期稳健发展的基础。

图表 46：中外化妆品企业销售费用率比较，2022



资料来源：公司数据、浦银国际

图表 47：中外化妆品企业研发费用率比较，2022



资料来源：公司数据、浦银国际

在研发方面，国外品牌的优势体现在研发人员的配置和费用的投入上。大量的研发投入带动了专利和配方数的提升。例如，欧莱雅集团 2022 年在全球范围内拥有近 4000 名专家，研发费用率为在 3%，每年研发 500 个配方；而中国的化妆品巨头珀莱雅 2022 年研发人员共 229 人，占整体公司人数的 7.3%，研发费用 2022 年仅占收入的 2%，全年获得 32 项专利。

为弥补长久以来在研发上的空缺，国产品牌在加大自身医疗和学术机构的合作，强化产品的内核。例如，贝泰妮联合昆明医科大学教授进行产品研发，巨子生物背靠西北大学进行原材料研发等。

同时，越来越多上游原材料生产厂商开始入局下游化妆品制造市场，并凭借自身原材料在医美及医疗行业获取的声誉，进而获得消费者的信赖。例如，巨子生物在重组胶原蛋白领域以及华熙生物在透明质酸行业的生产和研发方面都是领军者。

图表 48：功能性护肤品的医疗背书及原料生产资质

公司名	品牌名	背书机构/人员以及原料生产资质
贝泰妮	薇诺娜	昆明医科大学第一附属医院院长何黎教授
上海家化	玉泽	上海交通大学附属瑞金医院联合研制
百植萃	百植萃	中国医师协会皮肤科医师分会副教授刘玮教授 皮肤科专家李远宏教授 中山大学附属第三医院主任医师赖维教授
华熙生物	夸迪等	医疗级透明质酸原料龙头
巨子生物	可丽金等	中国首个专有重组胶原蛋白技术发明专利授权 全球首家量产重组胶原蛋白护肤产品公司

资料来源：浦银国际整理

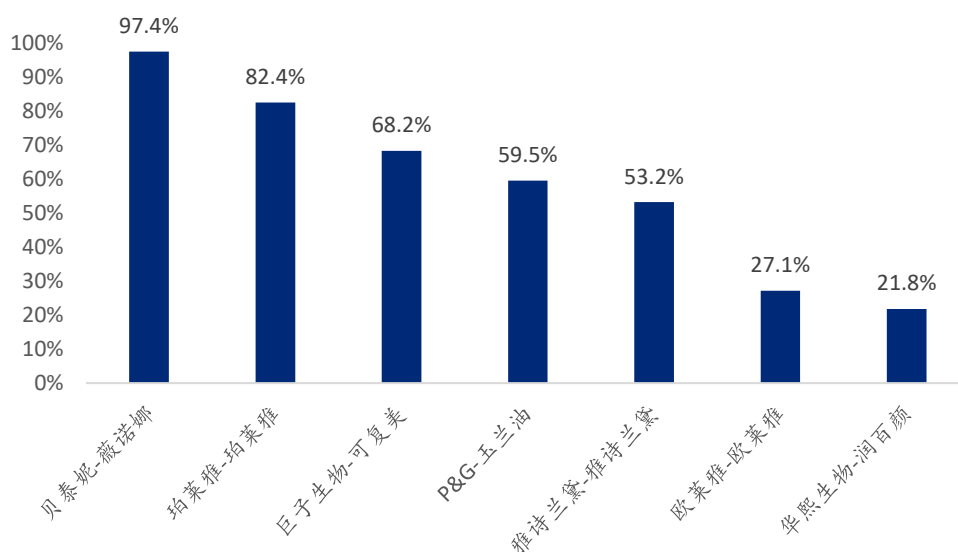
我们认为长期的研发投入不仅有助于企业研发出受消费者认可的好产品，还能帮助企业在不影响健康运转的前提下适当减少营销投入。与此同时，国产品牌的原料生产资质以及医学研产的合作，均可为公司的产品品质做出一定保障，尤其是从原料本身拓展至化妆品行业的企业。

● 国产品牌的多品牌和全价格带覆盖

参考国际品牌企业进程，成功的公司通过自创品牌或收购等方式将越来越多的品牌收入麾下，打造丰富且均衡的品牌矩阵。拥有更多的品牌可以帮助覆盖更多的目标价格带、目标客群以及客户需求，也可以为公司创造多重增长动力。

国产化妆品企业中对于单一品牌的依赖程度依然较高。例如，2022 年贝泰妮旗下的薇诺娜品牌收入占公司整体收入的 97.4%，珀莱雅主品牌占公司收入的 82.4%，均处于较高的水平。

图表 49：中国与国际化妆品企业最大品牌收入占整体收入比例，2022



资料来源：公司数据、Euromonitor、浦银国际

其中，珀莱雅的第二品牌彩棠的增长势能已经初见端倪，收入规模也已经占公司整体收入的 10% 以上。巨子生物和华熙生物在创建之初就以多品牌来开发市场，但我们认为两个企业旗下都是其中一个品牌最为强势（可复美和润百颜），且最大品牌的品牌影响力仍待进一步打造。而贝泰妮则虽然已踏上多品牌道路，但是旗下品牌都在初步打造阶段。

在拥有成熟的主品牌以及更多旗下品牌线的基础上，国产品牌也可以尝试进入高端市场，拓宽价格带，提升毛利率。

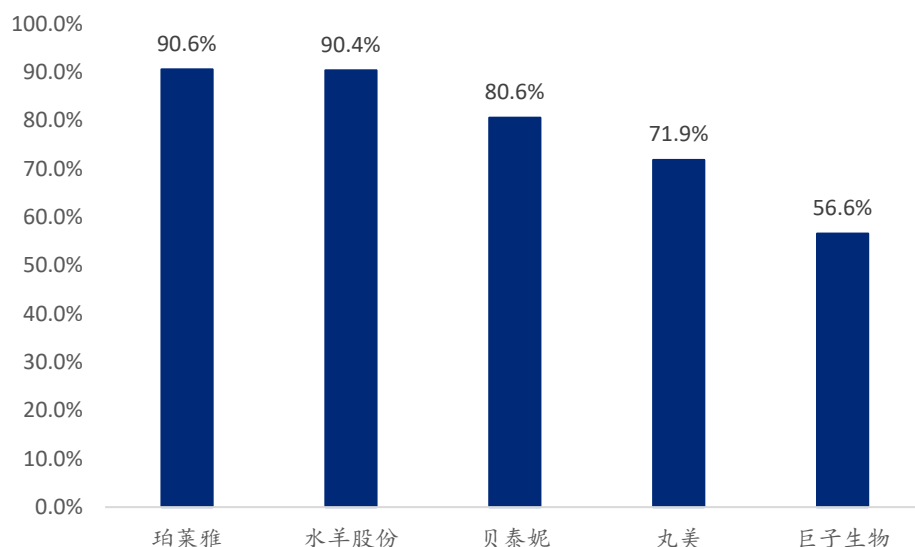
例如，珀莱雅在 2022 年末推出启时精华油，由此正式踏入高端护肤品赛道。而在此之前，珀莱雅深耕大众市场已久，拥有坚实的用户基础。为了满足消费者对产品功效的提升和创新的需求，珀莱雅以附加值更多的精油产品引领消费者进入高端市场。

我们认为，国产品牌可参考成熟企业的发展趋势历程，进一步减少对单一品牌的依赖，打造品牌矩阵，覆盖更多客群。而在此基础上，我们认为国产品牌可基于研发能力和品牌势能的增长，适当考虑将品牌向高端价格带延展。

● 实现全渠道的线下延伸拓展

过去十余年间，电商平台的高速成长，促使国产品牌的渠道铺排以线上渠道为主，并带动着消费者习惯的转变，国产化妆品多数是在此期间变大变强的。2022 年珀莱雅和水羊股份的线上渠道销售占比更是高于 90%。

图表 50：中国化妆品企业线上渠道销售比例，2022



资料来源：公司数据、浦银国际

但是在如今线上品牌的竞争加剧、线上流量运营成本提升、电商红利逐渐衰减的情况下，线上渠道的投入产出比不复当年，化妆品市场增速放缓。因此，拓展线下渠道来实现线上线下渠道的全覆盖，触及更多消费群体成为了更多化妆品品牌实现突破的切入口。

尤其是 2023 年，随着线下客流的恢复，许多国产品牌也在线上销售增速放缓之下，加快了线下专柜、CS 渠道等的铺排。

图表 51：珀莱雅专柜



资料来源：搜狐、浦银国际

图表 52：薇诺娜专柜



资料来源：薇诺娜官微、浦银国际

线下渠道允许消费者在购买产品前进行试用并参考专业人员提供的建议，让品牌和消费者产生更加紧密的连接，也为消费者提供更好的消费体验。

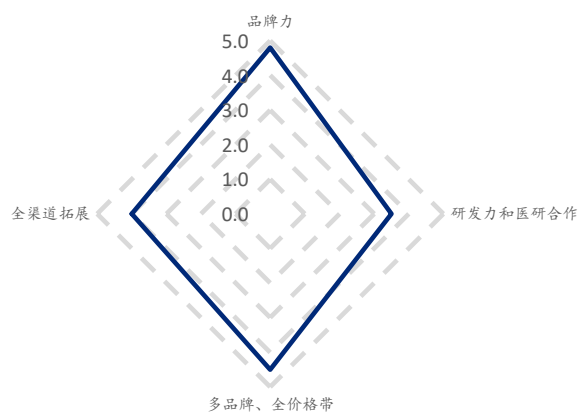
因此，我们认为国产品牌未来仍需加强在线下渠道的布局，一方面可抵御线上销售增速放缓带来的风险，另一方面也可触及更多消费人群，增强客户粘性。

根据上述中国化妆品企业长期增长必备的竞争力，我们对本次覆盖企业进行评分并排序。

我们认为，珀莱雅品牌力强大，已成型的多品牌、多价格带产品矩阵，以及均衡的渠道和研发能力使其成为当前竞争力较强的化妆品企业；巨子生物虽然在品牌力上仍有所欠缺，但是仍在品牌能力上升期，且整体的竞争力和产品力均较强，也在化妆品企业中具备较强的竞争力。

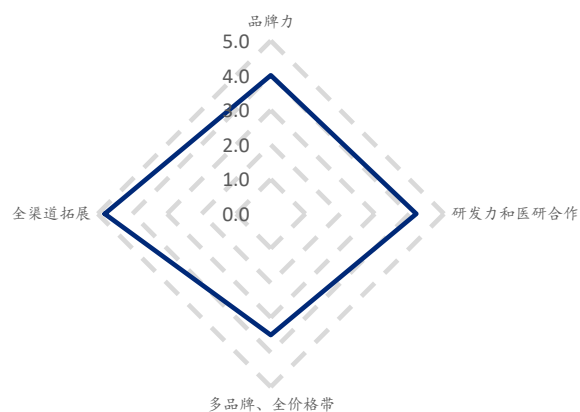
而华熙生物和贝泰妮虽然在品牌力和研发能力上有一定基础，但在产品矩阵的打造上不及同业（多品牌以及全价格带），在商业化转化中与珀莱雅有一定差距。

图表 53：珀莱雅竞争力评分



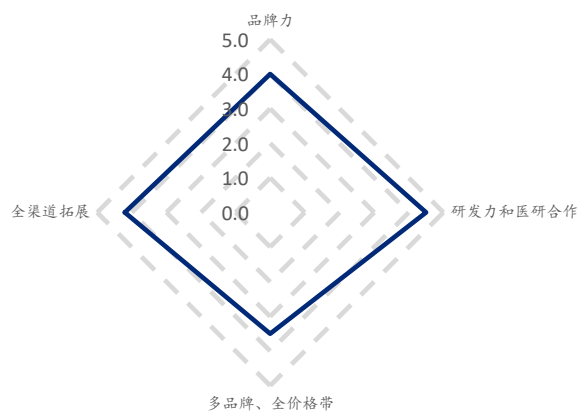
资料来源：浦银国际

图表 54：巨子生物竞争力评分



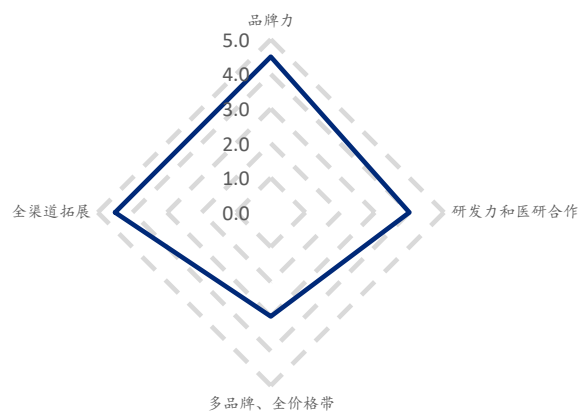
资料来源：浦银国际

图表 55：华熙生物竞争力评分



资料来源：浦银国际

图表 56：贝泰妮竞争力评分



资料来源：浦银国际

综上所述，在我们覆盖的 4 家化妆品企业中，我们的推荐顺序为：珀莱雅>巨子生物>华熙生物>贝泰妮。

估值与目标价

1. 珀莱雅 (603605.CH): 在中国化妆品企业中, 我们认为珀莱雅的多品牌矩阵和多价格带的覆盖较为完整, 且拥有强劲的品牌力和产品力。因此我们给予公司 34.5x 2024PE (相较国际化妆品企业 2024E 加权平均 PE 的 7% 折价), 得到目标价人民币 125.9 元, 潜在升幅 22.2%。我们首次覆盖珀莱雅, 给予“买入”评级。
2. 巨子生物 (2367.HK): 考虑到重组胶原蛋白市场广阔的潜力, 巨子生物作为该领域龙头的地位和其未来的业务线的持续拓展, 同时考虑港股相较 A 股接近 25% 的市场估值折价, 我们用 21x 2024E PE (相较珀莱雅 40% 的折价), 得到目标价 43.0 港元, 相比当前股价有 30.7% 上升空间。我们首次覆盖巨子生物, 给予“买入”评级。
3. 华熙生物 (688363.CH): 综合考虑公司的多条线业务线布局以及医美、医疗器械产品较高的估值空间, 我们用 33x 2024E PE (相较珀莱雅 5% 的折价) 给华熙生物进行估值, 目标价人民币 70.1 元, 潜在升幅 3.5%。我们首次覆盖华熙生物, 给予“持有”评级。
4. 贝泰妮 (300957.CH): 考虑到薇诺娜主品牌收入增速放缓, 以及多品牌矩阵贡献仍较小, 我们用 24.5x 2024E PE (相较珀莱雅 30% 的折价), 得到目标价人民币 76.5 元, 潜在升幅 12.5%。我们首次覆盖贝泰妮, 给予“持有”评级。

图表 57: SPDBI 消费行业覆盖公司

股票代码	公司	现价 (LC)	评级	目标价 (LC)	评级及目标价 发布日期	行业
2331 HK Equity	李宁	21.4	买入	34.8	2023 年 11 月 3 日	运动服饰品牌
2020 HK Equity	安踏体育	73.4	买入	110.5	2023 年 10 月 18 日	运动服饰品牌
3813 HK Equity	宝胜国际	0.7	买入	0.8	2023 年 8 月 14 日	运动服饰零售
6110 HK Equity	滔搏	5.8	买入	8.4	2023 年 10 月 20 日	运动服饰零售
2150.HK Equity	奈雪的茶	3.3	买入	10.0	2023 年 4 月 3 日	零售餐饮
YUMC.US Equity	百胜中国	39.9	买入	67.7	2023 年 11 月 1 日	零售餐饮
9987.HK Equity	百胜中国	312.8	买入	528.2	2023 年 11 月 1 日	零售餐饮
6862.HK Equity	海底捞	14.5	持有	24.9	2023 年 8 月 30 日	零售餐饮
9658.HK Equity	特海国际	11.7	买入	21.1	2023 年 9 月 5 日	零售餐饮
9922.HK Equity	九毛九	6.7	买入	17.1	2023 年 8 月 23 日	零售餐饮
291.HK Equity	华润啤酒	33.7	买入	56.9	2023 年 8 月 20 日	啤酒
600132.CH Equity	重庆啤酒	67.1	买入	115.9	2023 年 8 月 17 日	啤酒
1876.HK Equity	百威亚太	12.9	买入	17.9	2023 年 11 月 29 日	啤酒
0168.HK Equity	青岛啤酒	51.2	买入	81.7	2023 年 10 月 30 日	啤酒
600600.CH Equity	青岛啤酒	71.7	持有	98.2	2023 年 10 月 30 日	啤酒
000729.CH Equity	燕京啤酒	9.4	卖出	7.6	2022 年 1 月 26 日	啤酒
600887.CH Equity	伊利股份	26.4	买入	33.9	2023 年 11 月 1 日	乳制品
2319.HK Equity	蒙牛乳业	20.9	买入	32.2	2023 年 8 月 31 日	乳制品
600597.CH equity	光明乳业	9.0	持有	12.6	2022 年 8 月 1 日	乳制品
6186.HK Equity	中国飞鹤	4.2	持有	5.4	2023 年 8 月 30 日	乳制品
1717.HK Equity	澳优	2.7	持有	4.3	2023 年 5 月 2 日	乳制品
600882.CH Equity	妙可蓝多	16.7	买入	19.8	2023 年 10 月 30 日	乳制品
9858.HK Equity	优然牧业	1.4	买入	3.7	2022 年 8 月 1 日	乳制品
1117.HK Equity	现代牧业	0.7	买入	1.3	2022 年 8 月 1 日	乳制品
6683.HK Equity	巨星传奇	8.6	买入	7.8	2023 年 9 月 13 日	新零售
603605.CH Equity	珀莱雅	103.0	买入	125.9	2023 年 12 月 11 日	化妆品
2367.HK Equity	巨子生物	32.9	买入	43.0	2023 年 12 月 11 日	化妆品
688363.CH Equity	华熙生物	67.8	持有	70.1	2023 年 12 月 11 日	化妆品
300957.CH Equity	贝泰妮	68.0	持有	76.5	2023 年 12 月 11 日	化妆品

注：截至 2023 年 12 月 8 日收盘价

资料来源：Bloomberg、浦银国际。



投资风险

1. 行业内玩家增加，导致竞争加剧；
2. 行业需求放缓；
3. 消费者对国产品牌的青睐消退；
4. 线上平台增速放缓超预期。

珀莱雅 (603605.CH): 步步为营, 扎实打造行业龙头

作为国产化妆品行业的巨头, 珀莱雅凭借多年来在大众护肤品市场的品牌、消费者积累, 逐年提升市场占有率。我们认为珀莱雅自建立之初以来在渠道、营销、产品的决定和转型都是珀莱雅得以成长和持续发展的基础。我们首次覆盖珀莱雅, 给予“买入”评级, 目标价人民币 125.9 元, 潜在升幅 22.2%。

- **大众市场养成的国产巨头:** 随着中国下沉市场可支配收入的增长以及消费者化妆品习惯的养成, 中国大众护肤品市场规模在过去十余年保持快速增长。珀莱雅自成立之初就深耕大众市场, 培养了一批忠实消费者, 并在电商热潮中进一步推动了品牌的快速增长。截至 2022 年, 珀莱雅在中国化妆品市场中的市占率为 2.3%, 是国产品牌的第三名。
- **渠道转变, 抢占先机:** 珀莱雅成立之初是以线下渠道为主, 渠道规模在 2007 年达到 3000 家以上。进入 2010 年代, 公司敏锐察觉到消费者消费习惯的改变, 快速转投线上渠道, 和直播超头等建立紧密合作。截至 2022 年, 公司线上销售已占公司主营业务的 91%。公司的自播比例超过竞争对手, 因而能更好地掌握品牌形象, 避免超头等因素带来的负面影响。
- **产品和品牌矩阵优势:** 珀莱雅公司的品牌力和产品力是由三重因素打造的: (1) 以点带面的大单品策略; (2) 产品快速迭代带动客户粘性增加; (3) 多品牌战略打造品牌多条增长曲线。在上述三重因素的带动下, 主品牌和子品牌驱动公司收入增长。
- **差异化打造品牌价值:** 除传统代言人等营销方式外, 珀莱雅在近年间通过拍摄女性主题短片和创造护肤概念, 与消费者建立紧密的感情连接。其中, 主题短片通过独特的视角讨论女性生活中的困境, 提高社会关注; “早 A 晚 C”护肤法的热潮也让公司产品成功出圈。
- **估值与评级:** 在中国化妆品企业中, 我们认为珀莱雅的多品牌矩阵和多价格带的覆盖较为完整, 且拥有强劲的品牌力和产品力。因此我们用 34.5x 2024PE (相较国际化妆品企业 2024E 加权平均 PE 的 7%折价), 得到目标价人民币 125.9 元, 潜在升幅 22.2%。
- **投资风险:** (1) 整体行业需求继续放缓; (2) 行业竞争大于预期; (3) 主品牌市场份额被对手蚕食。

图表 1: 盈利预测和财务指标

百万人民币	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	4,633	6,385	8,358	10,261	12,299
同比变动 (%)	23.5%	37.8%	30.9%	22.8%	19.9%
股东应占净利	576	817	1,153	1,432	1,724
同比变动 (%)	21.0%	41.9%	41.1%	24.2%	20.3%
PE (X)	36.7	35.9	35.5	28.5	23.7
ROE (%)	21.5%	25.4%	29.2%	29.4%	28.7%

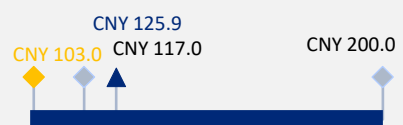
E=浦银国际预测; 资料来源: 公司报告、浦银国际

评级

买入

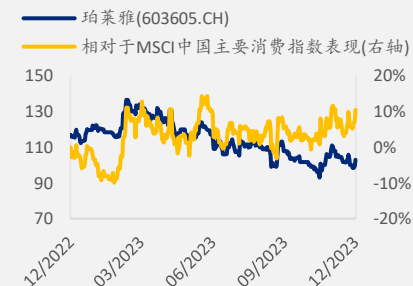
目标价 (人民币)	125.9
潜在升幅/降幅	+22.2%
目前股价 (人民币)	103.0
52 周内股价区间 (人民币)	92.1-139.5
总市值 (百万人民币)	40,873
近 3 月日均成交额 (百万人民币)	207.6

市场预期区间



▲ SPDBI 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间
资料来源: Bloomberg、浦银国际

股价表现



注: 数据截至 2023 年 12 月 8 日收盘
资料来源: Bloomberg、浦银国际

财务报表分析与预测 - 珀莱雅

利润表

(百万人民币)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	4,633	6,385	8,358	10,261	12,299
同比	23.5%	37.8%	30.9%	22.8%	19.9%
销售成本	-1,554	-1,935	-2,465	-3,018	-3,602
税金	-41	-56	-74	-91	-109
毛利	3,038	4,394	5,819	7,152	8,589
毛利率	65.6%	68.8%	69.6%	69.7%	69.8%
销售费用	-1,992	-2,786	-3,630	-4,472	-5,386
管理费用	-237	-327	-465	-542	-629
研发费用	-77	-128	-199	-249	-314
核心经营溢利	733	1,153	1,525	1,888	2,260
经营利润率	15.8%	18.1%	18.2%	18.4%	18.4%
净融资成本	7	41	51	60	78
其他经营收入和损失	-69	-136	-87	-99	-112
经营溢利	671	1,058	1,489	1,849	2,226
营业外收入	0	1	2	2	2
营业外支出	-4	-5	-6	-7	-9
税前盈利	668	1,054	1,484	1,844	2,219
所得税开支	-111	-223	-312	-387	-466
所得税率	16.6%	21.1%	21.0%	21.0%	21.0%
少数股东权益	-19	14	20	24	29
归母净利润	576	817	1,153	1,432	1,724
归母净利率	12.4%	12.8%	13.8%	14.0%	14.0%
同比	21.0%	41.9%	41.1%	24.2%	20.3%

资产负债表

(百万人民币)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
物业、机器及设备	559	570	571	569	564
使用权资产	0	6	10	12	12
投资资产	297	354	354	354	354
无形资产	397	420	451	481	509
在建工程	109	207	207	207	207
递延所得税资产	39	48	48	48	48
其他	74	25	25	25	25
非流动资产	1,474	1,631	1,667	1,696	1,719
存货	448	669	712	871	1,040
应收贸易款项	139	102	175	232	293
预付款	58	91	120	147	176
金融性资产	0	0	0	0	0
现金及等同现金项目	2,391	3,161	4,131	5,221	6,426
其他	123	123	123	123	123
流动资产	3,159	4,147	5,261	6,595	8,057
短期借款	200	200	400	500	500
应付贸易款项	545	761	832	1,019	1,216
应付职工薪酬及其他	79	125	125	125	125
合同负债	91	175	229	281	336
应交税费	100	153	153	153	153
一年内到期的非流动负债	0	3	3	3	3
其他	10	11	11	11	11
流动负债	1,025	1,428	1,753	2,092	2,344
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	696	724	724	724	724
预计负债	11	59	59	59	59
租赁负债	0	4	4	4	4
其他	15	25	25	25	25
非流动负债	721	813	813	813	813
股本	201	284	284	284	284
储备	2,676	3,241	4,046	5,046	6,250
非控制性权益	10	13	32	57	86
权益	2,887	3,537	4,362	5,386	6,619

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

现金流量表

(百万人民币)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	557	831	1,173	1,457	1,753
折旧	47	54	53	57	62
摊销	49	35	19	20	22
融资开支净额	10	13	-51	-60	-78
存货减少/(增加)	-31	-316	-43	-160	-168
应收贸易款项(增加)/减少	63	-29	-101	-84	-90
应付款项增加/(减少)	43	316	125	239	253
递延所得税资产	6	-17	0	0	0
其他	86	223	0	0	0
经营活动所得(所用)现金净额	830	1,111	1,174	1,469	1,753
购入物业、机器及设备	-194	-171	-107	-107	-107
收到投资收益	-70	-131	0	0	0
支付投资现金	-78	0	0	0	0
其他	0	4	0	0	0
投资活动所用现金净额	-342	-298	-107	-107	-107
收到投资现金	1	166	0	0	0
收到借款现金	648	0	200	100	0
支付利息	-154	-183	-297	-372	-442
其他	-5	-48	0	0	0
融资活动(所用)所得现金净额	490	-65	-97	-272	-442
现金及现金等价物变动	977	748	970	1,090	1,204
于年初的现金及现金等价物	1,402	2,378	3,161	4,131	5,221
现金及现金等价物汇兑差额	-1	-1	0	0	0
于年末的现金及现金等价物	2,378	3,125	4,131	5,221	6,426

财务和估值比率

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
每股数据(人民币)					
摊薄每股收益	2.81	2.87	2.91	3.61	4.34
每股销售额	11.76	16.09	21.06	25.86	31.00
每股股息	0.60	0.62	0.88	1.09	1.31
同比变动					
收入	23.5%	37.8%	30.9%	22.8%	19.9%
经营溢利	26.8%	57.3%	32.3%	23.8%	19.7%
归母净利润	21.0%	41.9%	41.1%	24.2%	20.3%
费用与利润率					
毛利率	65.6%	68.8%	69.6%	69.7%	69.8%
经营利润率	15.8%	18.1%	18.2%	18.4%	18.4%
归母净利率	12.4%	12.8%	13.8%	14.0%	14.0%
回报率					
平均股本回报率	21.5%	25.4%	29.2%	29.4%	28.7%
平均资产回报率	12.4%	15.7%	18.2%	18.8%	19.1%
资产效率					
库存周转天数	107.6	105.4	105.4	105.4	105.4
应收账款周转天数	21.2	10.9	10.9	10.9	10.9
应付账款周转天数	141.1	123.3	123.3	123.3	123.3
财务杠杆					
流动比率(x)	3.1	2.9	3.0	3.2	3.4
速动比率(x)	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
现金比率(x)	2.3	2.2	2.4	2.5	2.7
负债/权益(%)	60.5%	63.4%	58.8%	53.9%	47.7%
估值					
市盈率(x)	36.7	35.9	35.5	28.5	23.7
市销率(x)	8.8	6.4	4.9	4.0	3.3
股息率	0.6%	0.6%	0.9%	1.1%	1.3%

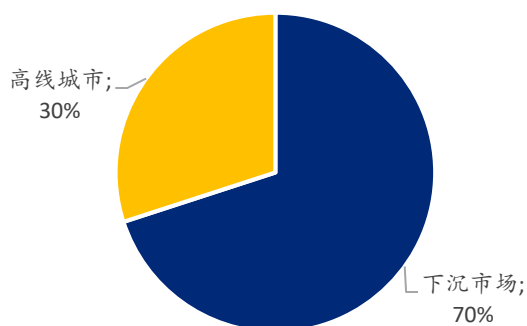
珀莱雅（603605.CH）：步步为营， 扎实打造行业龙头

顺应潮流，提前布局

珀莱雅品牌自 2003 年建立之初就定位大众市场，一方面是为了避免与外资品牌的正面冲击，另一方面，对新兴企业来说，大众市场消费者的化妆品产品需求相对简单，更容易满足。

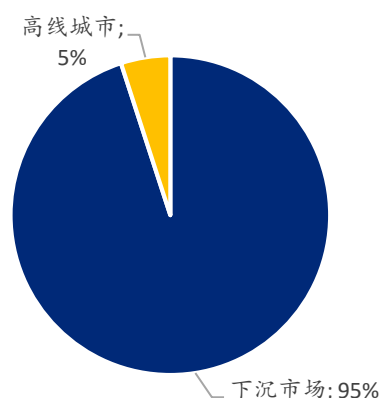
中国下沉市场（3-6 线城市、县镇及农村）由于其人口基数较大，叠加城镇化进程的不断推进，市场需求提升空间大。根据 MSC《下沉市场系列报告》，我国下沉市场人口总规模近 10 亿，占全国总人口的 70%左右；我国下沉市场覆盖范围包含近 200 个地级市、3000 个县城、4 万个乡镇，土地面积占比超 95%。

图表 2：中国下沉市场人口占总人口比例，2020



资料来源：MSC，浦银国际

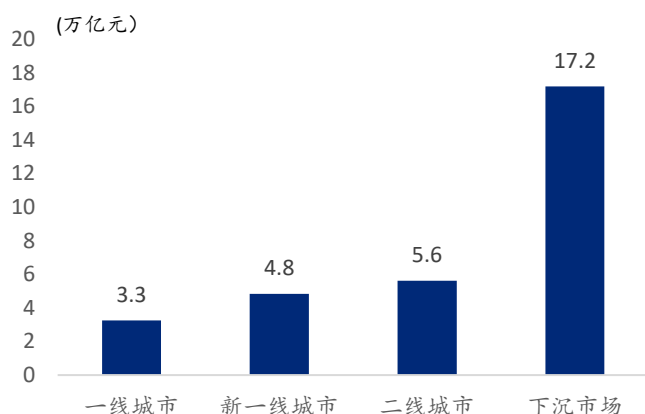
图表 3：中国下沉市场覆盖总面积比例，2020



资料来源：MSC，浦银国际

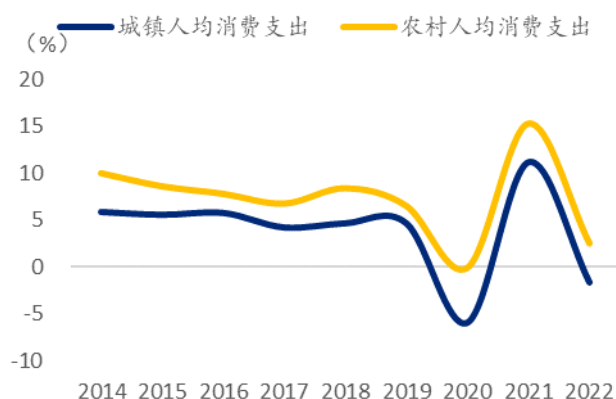
2020 年下沉市场规模是高线市场的 1.25 倍，且农村居民人均可支配收入增速、人均消费支出增速均高于城镇居民，也是各类公司决心在下沉市场中打出名堂的基础。对于珀莱雅来说，公司在大众市场积累了营销经验，深耕产品力和品牌力，获取消费者信任，积累品牌势能。

图表 4：下沉市场消费规模测算，2020



资料来源：MSC，浦银国际

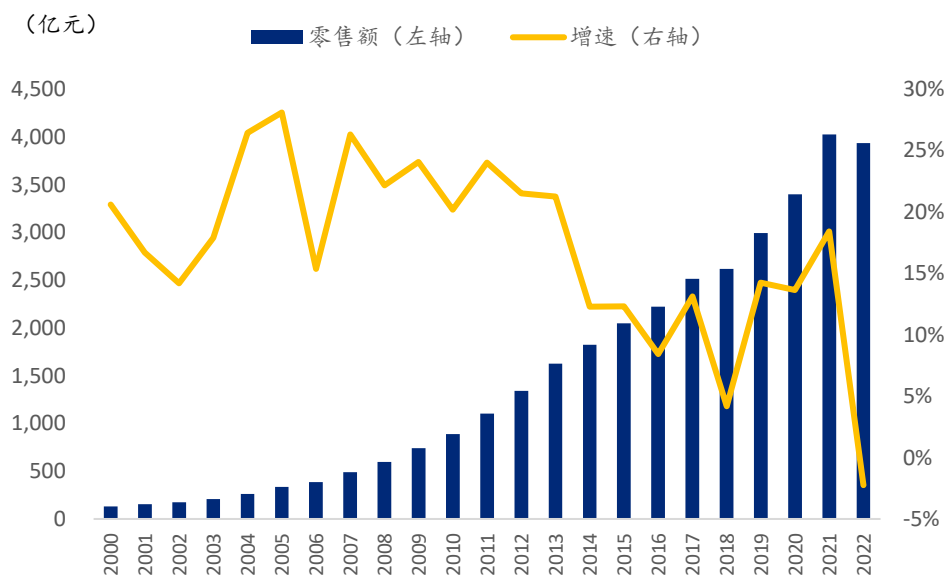
图表 5：中国城镇和农村居民人均消费支出同比增速，2014-2022



资料来源：Wind，浦银国际

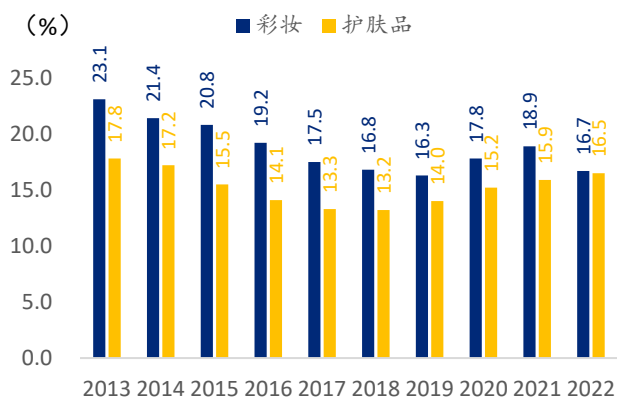
在公司创立至今的 20 年间，珀莱雅经历了中国化妆品市场规模快速增长的时期。在这期间，供给端，化妆品市场玩家增加，市场竞争加剧；需求端，在化妆品市场玩家的消费教育下，消费者的消费逻辑更加成熟，化妆品消费的渗透率提升。

图表 6：中国化妆品零售额及同比增长，2000-2022



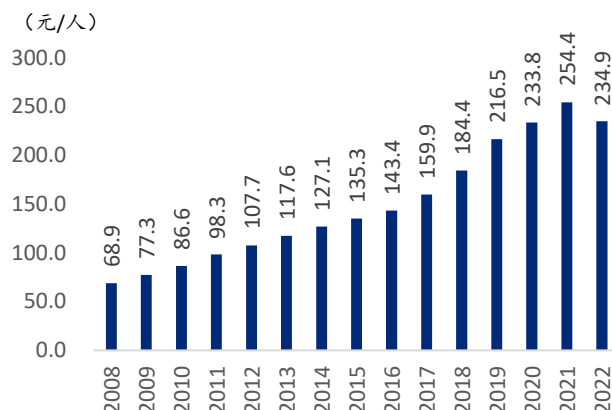
资料来源：Wind、浦银国际整理

图表 7：中国彩妆及护肤品前三名市占率，2013-2022



资料来源：Euromonitor，浦银国际

图表 8：中国化妆品人均消费额，2008-2022



资料来源：Euromonitor，浦银国际

珀莱雅顺应时代发展潮流，在产品端、营销方式、渠道转变等重要节点作出决定：(1) 利用大单品驱动二次爆发；(2) 由单品牌发展至多品牌；(3) 从线下渠道发家销售发展至线上为主力；(4) 由护肤品拓展至彩妆和个人护理子行业。

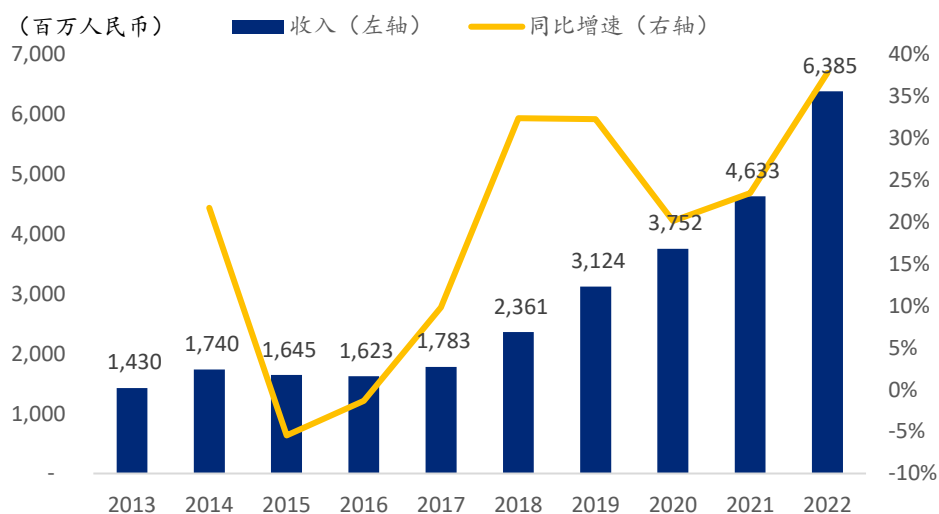
图表 9：珀莱雅的业务发展重要节点



资料来源：浦银国际整理

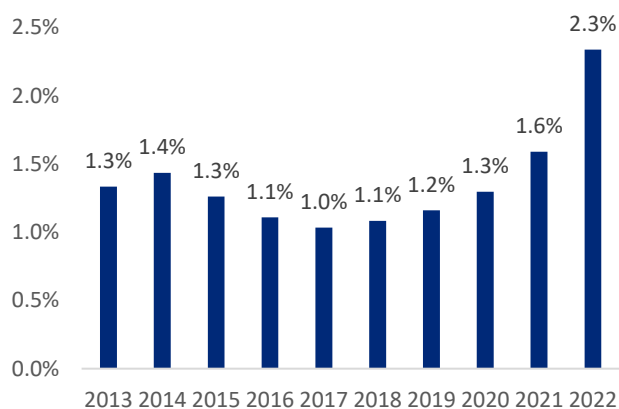
在此期间，珀莱雅的收入规模快速增长，在化妆品市场的市占率快速攀升，让珀莱雅成为国产化妆品前三品牌。

图表 10：珀莱雅收入及同比增长，2013-2022



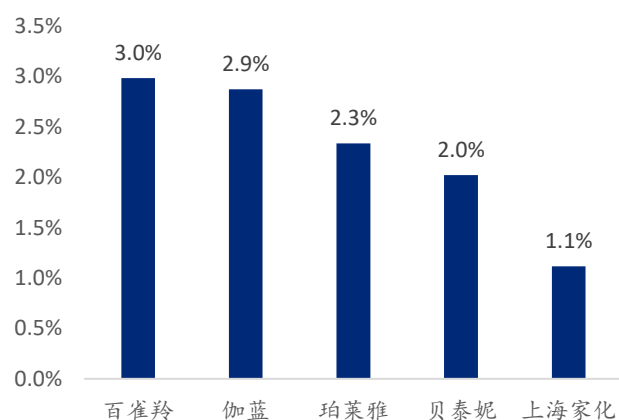
资料来源：公司数据、浦银国际

图表 11：珀莱雅市占率，2013-2022



资料来源：Euromonitor，浦银国际

图表 12：国产化妆品企业前五市占率，2022



资料来源：Euromonitor，浦银国际

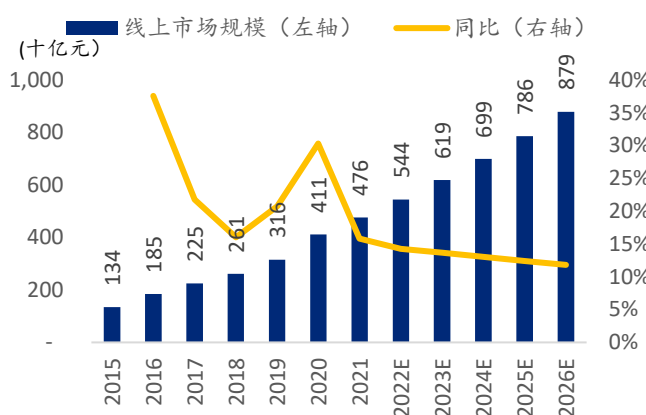
本文中，我们将深挖公司各个重要决定为业绩带来的正面影响，并从公司业务方向和布局中探索公司未来增长的确信性和稳定性。

把握渠道变革时机，线上优势凸显

过去数年间，在消费者消费习惯改变、物流更加方便、线上交易环境转好、互联网渗透率增长等多重因素的带动下，中国线上购物市场快速增长。

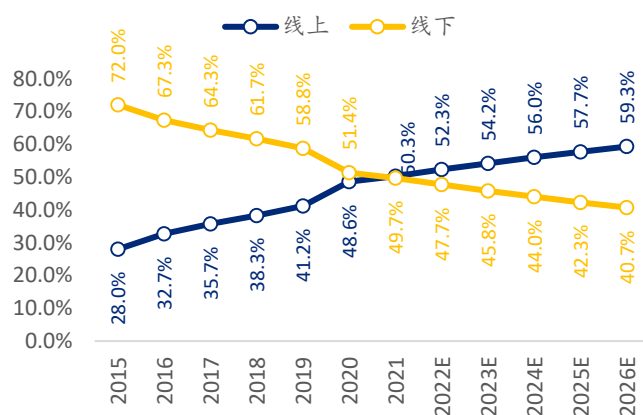
按照 Frost & Sullivan 的数据，中国化妆品市场线上化趋势明显，化妆品线上渠道的销售额占比在 2021 年已超越线下渠道，预计到 2026 年线上渠道的销售规模将达到 8,790 亿元，2021-2026 年 5 年复合增长率达 13%。

图表 13：中国化妆品线上渠道市场规模及增速，2015-2026E



E=弗若斯特沙利文预测；资料来源：弗若斯特沙利文，浦银国际

图表 14：中国化妆品市场线上、线下渠道占比，2015-2026E



E=弗若斯特沙利文预测；资料来源：弗若斯特沙利文，浦银国际

● 把握先机，布局传统电商及新兴渠道

我们观察珀莱雅每次在渠道上的布局调整，都是顺应市场、先于同业的。珀莱雅对消费习惯的敏锐观察和超前的行动力，是珀莱雅在渠道布局上抢占先机的原因。

线下渠道：珀莱雅在建立之初就是通过商超和 CS 渠道起家。根据尼尔森数据，珀莱雅 2011 年 CS 渠道的销售额就已位居中国第一，其线下渠道的布局 2007 年就达到 3500 家以上，到 2017 年更是达到 2 万家以上，具备较强的线下零售能力。

电商渠道：

- **传统电商：**随着电商渠道的兴起和消费习惯的改变，珀莱雅快速切入线上渠道。在 2012 年，公司设立美丽谷子公司协助珀莱雅进行线上销售，并在天猫和京东等传统电商平台建立旗舰店。
- **直播电商：**在 2016 年，公司牢牢把握直播电商发展机会，与超头主播建立紧密联系，加大线上营销投入。

图表 15：直播超头带货珀莱雅



资料来源：淘宝，东方甄选官微，浦银国际

图表 16：珀莱雅京东旗舰店

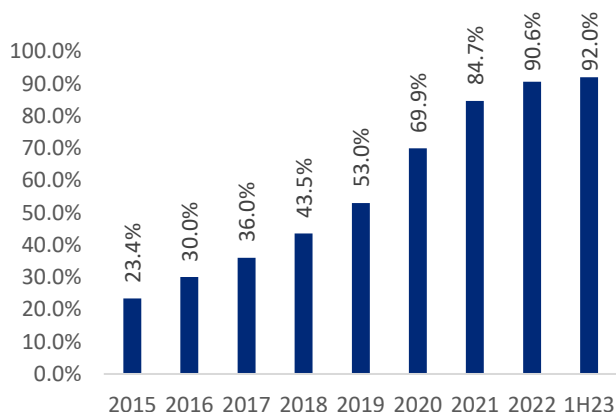


资料来源：京东，浦银国际

- **新兴渠道：**2018 年，抖音、快手等短视频平台正式切入电商业务，并对传统电商的销售模式发出挑战，成为首批涉足抖音的化妆品玩家。从最初的投放广告，到入驻抖音小店，到成为平台超级头部商家，珀莱雅都精准把握抖音渠道变革趋势并加大渠道布局。

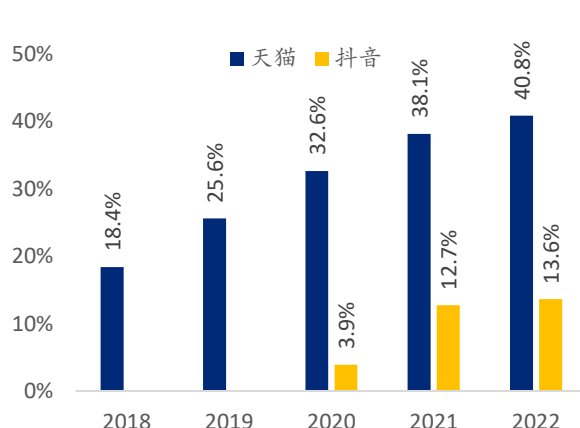
珀莱雅对抖音渠道的大举投入实现了在抖音平台销售的提升。2022 年珀莱雅在抖音渠道的销售占比已提升至 13.6%，仅次于天猫渠道。

图表 17：珀莱雅线上渠道销售额占比，2015-1H23



资料来源：公司数据，浦银国际

图表 18：珀莱雅天猫和抖音渠道占比，2018-2022



资料来源：公司数据，浦银国际

得益于珀莱雅在抖音平台的极速扩张以及在天猫平台持续稳定的增长，公司线上渠道销售额占比在 2019 年已超 50%，线上渠道成为主要的销售渠道。截至 1H23，公司线上渠道销售额占比已提升至 92%。

然而，我们仍需强调珀莱雅公司在线下渠道的前期积累在后疫情时代的重要性。在线下客流的恢复以及线上获客成本提升的当下，化妆品企业纷纷重启线下渠道发展。我们认为对公司来说，尽管当前公司的线下销售占比较低，但是公司拥有之前成功的线下渠道运营经验，因此在渠道策略的推进下也可快速进行布局。

我们认为，珀莱雅在渠道上先于竞争对手的布局，使得公司在渠道布局和消费者心智抢占上占领先机。同时，珀莱雅在线上、线下的营运的成功，让公司和品牌的销售渠道重心可以根据消费者习惯的变化而转变。这样的灵活性和线上线下渠道运营优势，都是公司在渠道上得以继续保持领先地位的重要因素。

● 率先建立自播团队，降低对外部达人依赖

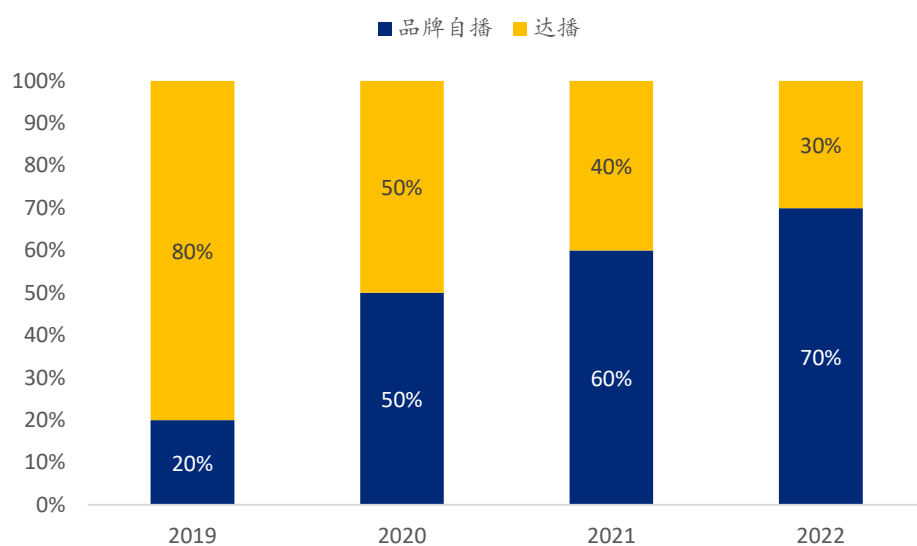
珀莱雅设立的自播团队是公司大规模进驻抖音平台并大举设立品牌账号的基础，也是公司主动降低渠道风险和费用的手段之一。

随着头部达人的坑位费和佣金水涨船高以及持续压低产品定价，各公司的营销成本越来越高，利润率越来越低。珀莱雅在抖音平台采用“达人+自播”的模式：

- 活动期间：向达人付出坑位费等，为品牌提高影响力，积累流量，最终为自播间引流；
- 活动期外：珀莱雅依靠自建直播团队运营多品牌账号矩阵，实现全天开播，提高消费者停留时间。

这样的直播方式降低了品牌运营成本，并可以通过自身的主播触达更多消费者，积累私域流量，及时获得消费者反馈。根据蝉魔方数据，公司抖音销售额中自播和达人比例在 2022 年末达到了 7:3，远高于同业水平。珀莱雅也利用自播，降低了营销成本占收入比例。

图表 19：珀莱雅直播带货 GMV 中达播和自播比例



资料来源：蝉魔方，公司数据、浦银国际

同时，自播团队也能帮助公司更好地管理品牌形象，避免外部主播给品牌带来的负面关联。例如，2021 年薇娅的逃税事件，以及 2023 年 9 月的花西子事件，均对高度依赖头部主播来创造收益和宣传的品牌造成巨大影响。

我们认为，公司在自播团队建立完善后将帮助公司节省营销费用和提升利润率。与此同时，公司也可对自建的自播团队进行更高标准的管控，减少外部的负面舆论影响。

爆款单品带动全系列产品爆发

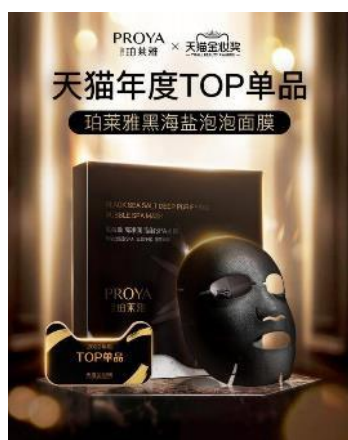
在互联网浪潮爆发前，线下渠道的密集覆盖是珀莱雅的绝对优势。在此期间，珀莱雅品牌主打海洋护肤理念，触及低线城市的年轻人群。针对线下市场消费者的购买需求和习惯，珀莱雅主推更为实惠的套装产品。

电商热潮的兴起也带动着消费习惯的改变。在互联网营销的模式下，消费者追求最新爆款的思维方式，影响了各个品牌的营销主流方向和产品推出主要方向。

2018 年，公司处于试水大单品战略的初期。珀莱雅推出泡泡面膜，但由于面膜属于短期流量单品，生命周期较短，虽然短期内受到消费者的欢迎，但是无法长期保持热度，进行连带销售。

2020 年，公司正式以精华、面霜、眼霜等品类实施大单品战略，主要聚焦在抗衰、抗敏、美白等功能性产品。这些产品的复购频率较高，产品毛利率可借助爆款单品的知名度提升而增长。

图表 20：珀莱雅泡泡面膜



资料来源：天猫，浦银国际

图表 21：珀莱雅精华



资料来源：珀莱雅官网，浦银国际

化妆品市场中，许多企业试图以大单品的策略获得市场的关注，但并不是每一个都可以成功。我们认为，珀莱雅的大单品策略的成功因素是以下三点：

● 系列型大单品拓宽产品目标消费者

珀莱雅在系列推出之初利用精华类产品的特殊功效来教育消费者、收获知名度后，不断丰富系列内大单品的矩阵。大单品矩阵的建筑理念是在消费者习惯使用同系列精华后，大概率会购买同功效的不同品类的同系列单品，从而带动客单价和连带率的提升。

在这样的构筑理念下，珀莱雅在 2020 年陆续完成了抗初老的**红宝石系列**和主打抗糖化、抗氧化的**双抗系列**的品类完整化，品类涵盖水、乳、精华等。而抗敏的**源力修复精华**是在 2021 年推出，同系列的面膜和面霜产品在 2022 年推出，还有进一步丰富产品线的可能性。上述三个系列产品也是当前珀莱雅着重打造的系列产品。

图表 22：红宝石系列



资料来源：珀莱雅官微，浦银国际

图表 23：源力修复系列



资料来源：淘宝，浦银国际

在固有系列产品的更新迭代同时，珀莱雅也在创建新的系列型大单品，对大单品的功能性进行完善。公司在修护、抗敏、抗老的基础上，推出美白类精华**双白瓶**和保湿修护类**保龄球精华**，这些新品均在推出后取得较好的市场反馈。

图表 24：珀莱雅双白瓶



资料来源：珀莱雅官微，浦银国际

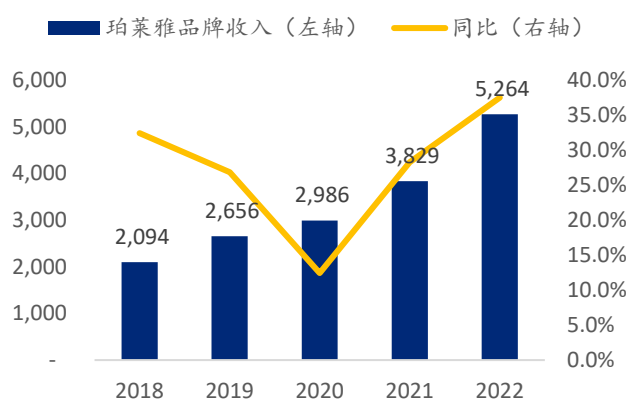
图表 25：珀莱雅保龄球精华



资料来源：淘宝，浦银国际

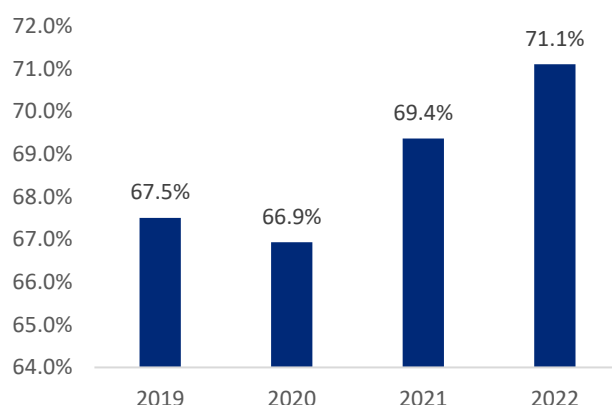
在完善产品线的基础上，珀莱雅根据用户反馈升级配方，带动品牌升级，单价提升。也是在大单品策略的带动下，2020年后，珀莱雅品牌的毛利率快速提升至2022年71.1%的高水平。

图表 26：珀莱雅品牌的收入及同比增长，2018-2022



资料来源：公司数据，浦银国际

图表 27：珀莱雅品牌的毛利率，2018-2022



资料来源：公司数据，浦银国际

● 强功效产品组合提高连带率

2022 年，珀莱雅通过“早 C 晚 A”的护肤方式在社交媒体中迅速出圈。“早 C 晚 A”的护肤理念是指在日间护肤用含维生素 C 的护肤品，晚间护肤时使用具有维生素 A 的护肤品，做到白天防御、夜晚修复，起到光防护、防止老化的作用。

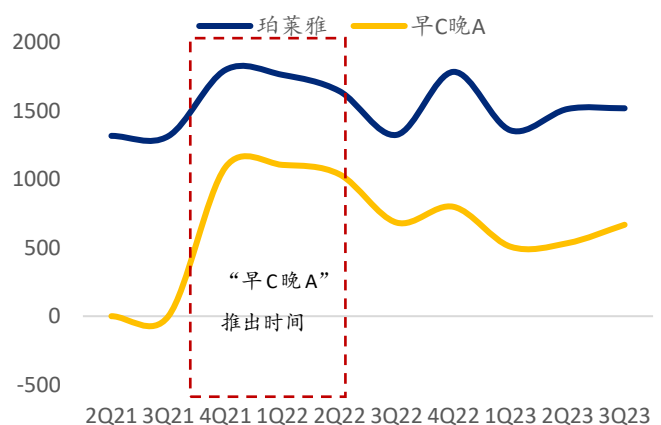
这样的护肤方式快速契合“成分党”以及“功效党”推崇的科学护肤理念，提倡利用高含量功效成分的护肤品，实现改善肌肤状况的目的。

针对“早 C 晚 A”的理念，公司关联自身的双抗以及红宝石精华产品，带动了当年珀莱雅关注度以及销量的提升。

图表 28：珀莱雅“早 C 晚 A”



图表 29：珀莱雅与“早 C 晚 A”的百度指数



资料来源：公司数据，浦银国际

珀莱雅在“早 A 晚 C”的经典大单品组合的基础上，叠加以旧带新的策略，继续推广 ABC 护肤组合和带有修护功效的源力精华。这样的推新方式免去了新品推广的难题，使源力精华也成为公司的另一新大单品。

公司在产品端以大单品带动同系列产品矩阵的销售增长，并且创造产品组合带动不同系列的产品销售增长。我们认为，珀莱雅的同系列和跨系列的产品和销售组合策略是公司强大产品力和营销能力的体现，同时也有力带动了连带率和销售的提升。

● 性价比高于同业

珀莱雅的定价瞄准了低线城市消费者。但值得关注的是，珀莱雅在提供价格实惠的产品的同时，不降低产品质量。例如，珀莱雅产品中添加高人气的有效成分，如虾青素、神经酰胺、A 醇等，确保产品的有效性和高性价比。

以单位价格来看，珀莱雅是以低价对标中高端品牌产品。即使在珀莱雅将大单品升级后把定价提升到 200 元以上之后，其产品仍相较海外竞品具有价格优势。与此同时，产品的销量在各类购物节期间仍保持较好的增长。

尤其是在消费者更加理性的后疫情时代，珀莱雅产品的性价比是公司保持竞争力的基础。

图表 30：珀莱雅产品与竞品对比

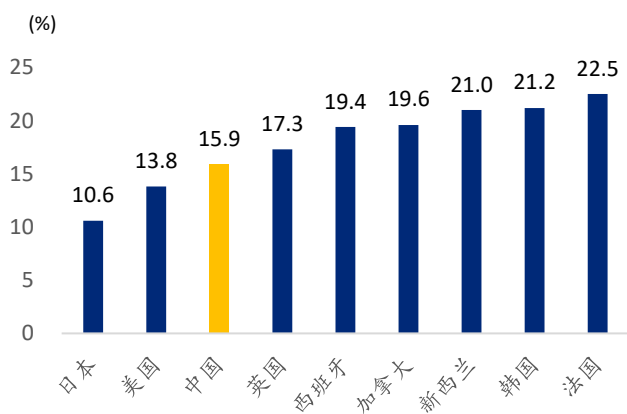
品类	产品名	主要成分	售价（元）	规格
涂抹式补水面膜	珀莱雅解渴修护面膜	神经酰胺	89	75ml
	Origins 保湿面膜	植物精油	230	75ml
	兰芝夜间修复	植萃精华、透明质酸	225	70ml
抗老精华	珀莱雅红宝石精华	A 醇、六胜肽	309	30ml
	娇韵诗双萃精华	植萃成分	760	30ml
	玉兰油大红瓶精华	胜肽、烟酰胺	279	30ml
	欧莱雅逆时精华	玻色因、视黄醇	339	30ml
保湿乳霜	珀莱雅源力面霜	三重神经酰胺脂质体	239	50g
	Origins 补水面霜	烟酰胺	330	50g
	兰芝水酷面霜	玻尿酸、神经酰胺	320	50g

资料来源：淘宝、浦银国际整理

多品牌战略打造多条增长曲线

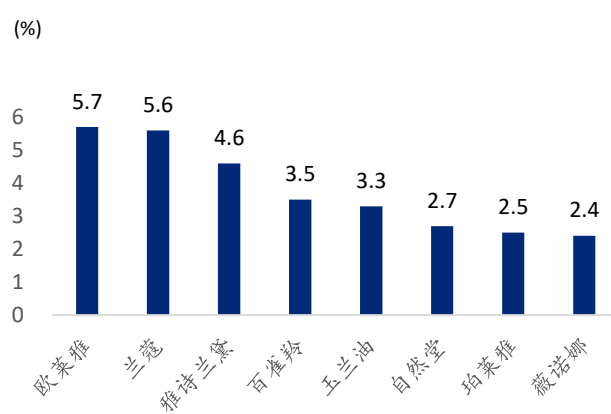
在选择纷繁多样的中国化妆品市场中，品牌竞争激烈。由于单一化妆品品牌所面向的目标人群、主力产品均有限，他们的市场占有率较低。就连欧莱雅、兰蔻、雅诗兰黛这类国际大品牌在中国的市场占有率均不及 6%。

图表 31：各国前三大护肤品品牌占比，2022



资料来源：Euromonitor，浦银国际

图表 32：中国护肤品前三市占率，2022

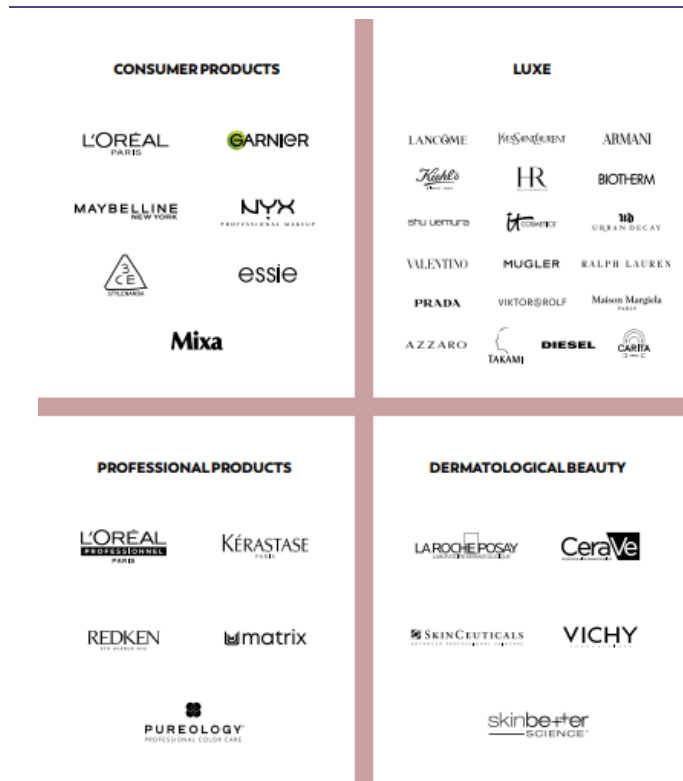


资料来源：Euromonitor，浦银国际

参照国际化妆品集团的成长轨迹，企业建立品牌矩阵是其由一个成功的品牌走向成熟大型企业的重要过程。化妆品集团中品牌的多样性能为公司拓展目标客户群体，拓宽产品种类，增强公司的抗风险能力。

以世界大型化妆品公司欧莱雅和雅诗兰黛的品牌矩阵为例。欧莱雅旗下拥有大众和高端护肤品及彩妆品牌、专业美发及功能性化妆品四大品类共几十个品牌。雅诗兰黛旗下品牌则重点围绕差异化布局，在产品风格、目标客群、价格区间和品类结构上进行品牌矩阵打造。

图表 33：欧莱雅品牌矩阵



资料来源：公司年报，浦银国际

图表 34：雅诗兰黛品牌矩阵



资料来源：公司年报，浦银国际

而反观国产化妆品企业，由于我国化妆品企业起步较晚，绝大多数还是以单一品牌为主。长期来看，单品牌业务的增速势必会逐渐放缓，或因特定因素而承压。但是在多品牌矩阵的支撑下，企业拥有第二、三、四条增长曲线，弥补主品牌增速上的缺失，规避业务集中度过高的风险。

作为国产化妆品市场中发展较为成熟的企业之一，珀莱雅也早在 2009 年开始着手打造多品牌矩阵。但由于前期拥有品牌过多，无法有效地分配资源、进行品牌的推广。

2020 年，公司提出了 6*N 策略，围绕新消费、新营销、新组织、新机制、新科技、新智造 6 项能力去打造多品牌战略。在集团层面的支持下，公司在主品牌珀莱雅的基础上，打造多品牌矩阵长期发展策略，全方位持续丰富品牌矩阵。

图表 35：珀莱雅旗下品牌及其定位

品牌	定位	定价（元）	产品品类
珀莱雅	针对年轻白领女性的 中端护肤品品牌	200-400	护肤品
悦芙媞	为年轻油性肌肤定制 的护肤品牌	50-100	护肤品
科瑞肤	针对不同肌肤瑕疵的 中高端护肤品牌，针 对性修护肌肤问题	300-600	护肤品
彩棠	以中国美学为基础的 中端彩妆品牌	150-200	彩妆
Off & Relax	源自日本的专业头皮 护理品牌	150-200	洗护

资料来源：淘宝、浦银国际整理

珀莱雅在大单品的运作上已拥有的丰富经验，可以复制到公司副品牌上，助力整体品牌矩阵以及多品牌的孵化。

我们认为在目前的子品牌中，珀莱雅旗下彩妆品牌“彩棠”、大众护肤品牌“悦芙媞”以及中高端个人护理品牌“OR”均是矩阵中可以为公司的增长提供势能的品牌。

● 彩棠：跨界彩妆，聚焦底妆

彩棠是珀莱雅现阶段最强劲的第二增长曲线。珀莱雅在 2019 年入股国内化妆名师唐毅的彩妆品牌彩棠。公司除了在运营、产品开发设计、供应链支持等方面提供支持外，也利用强大的品牌运营能力，将彩棠品牌定位成为“专业化妆师的彩妆”，并将中国美学与专业彩妆相结合。

品类和产品细分类别繁多、玩家众多、门槛较低都是导致中国彩妆市场集中度低、市场竞争激烈的原因。彩棠主动避开竞争激烈、需要快速产品迭代的眼影、口红等具有时尚属性的品类，以大单品策略主推底妆和修容产品。

图表 36：彩棠大单品妆前乳



资料来源：淘宝，浦银国际

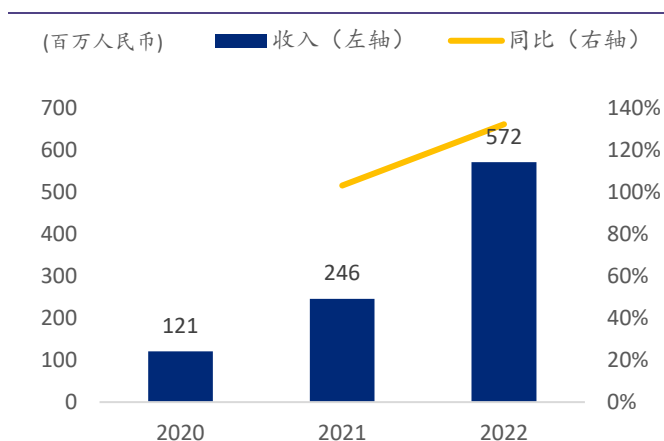
图表 37：彩棠大单品高光修容



资料来源：淘宝，浦银国际

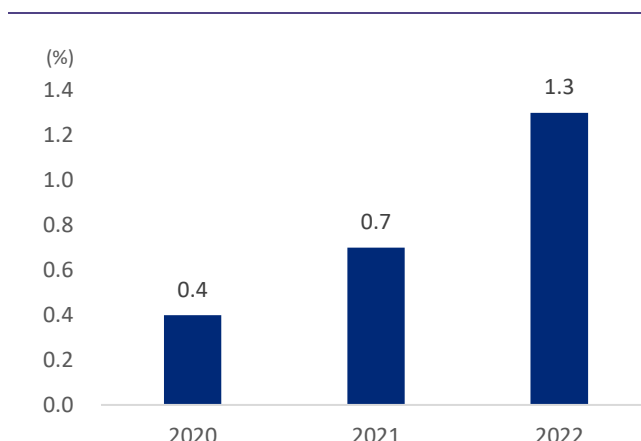
在差异化定位以及母品牌珀莱雅强大的品牌背书的运作下，彩棠近年来取得不俗的成绩。截至 2022 年末，彩棠全年实现收入 5.7 亿元，同比提升 132%，贡献了公司 9% 的收入。彩棠在中国彩妆市场的市占率也在 2022 年达到 1.3%。

图表 38：彩棠收入及同比增速



资料来源：公司数据，浦银国际

图表 39：彩棠市占率



资料来源：Euromonitor，浦银国际

公司计划未来在粉底、气垫、粉霜等品类上继续发力，巩固品牌在底妆和修容端的地位。我们认为，作为公司唯一的彩妆品，彩棠将获得珀莱雅较大的投入和关注，其自身差异化的策略也会助力品牌进一步扩张。

● 悦芙媿：品牌再起航，锚定中低端护肤

悦芙媿品牌初创于珀莱雅公司尝试多品牌战略的时期。公司在 2021 年提出重振悦芙媿的计划，并将品牌定位于面向 18-23 岁下沉市场年轻消费者的油性皮肤护肤品牌。

图表 40：悦芙媿大单品：多酸泥膜



资料来源：京东，浦银国际

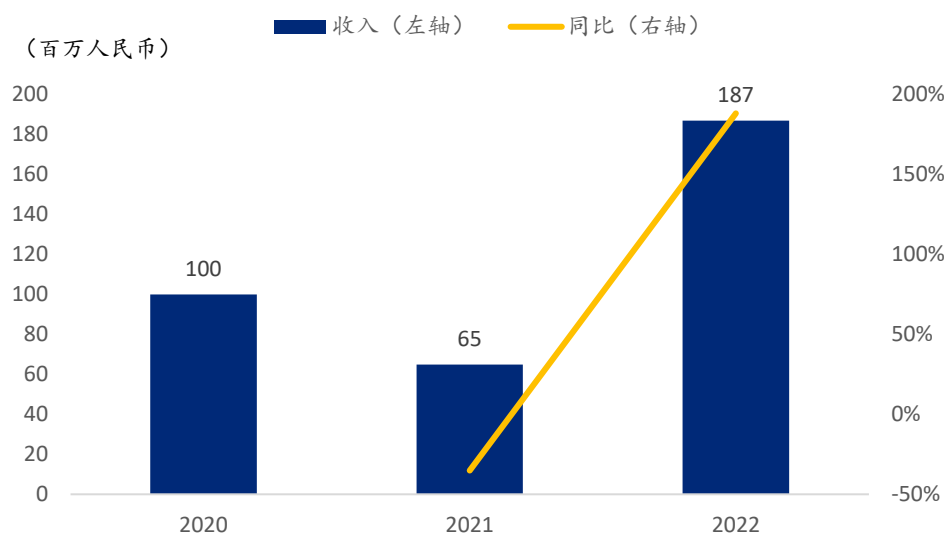
图表 41：悦芙媿大单品：防晒



资料来源：苏宁易购，浦银国际

与其他下沉市场牌相比，悦芙媿具备珀莱雅主品牌的品牌背书支持以及来自大企业的强大的研发力和生产力。得益于主品牌赋能以及公司内部市场差异化布局的助力，悦芙媿品牌的收入在 2022 年快速提升至 1.8 亿元，为公司贡献 2.9% 的收入。

图表 42：悦芙媞收入及同比增长，2020-2022



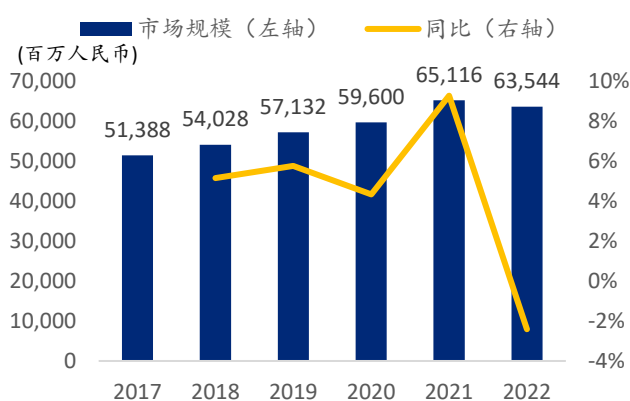
资料来源：公司数据、浦银国际

我们认为，在主品牌的强大品牌力的支持下，悦芙媞将在快速扩容的下沉市场中持续放量。

● Off & Relax：中高端洗护市场初布局

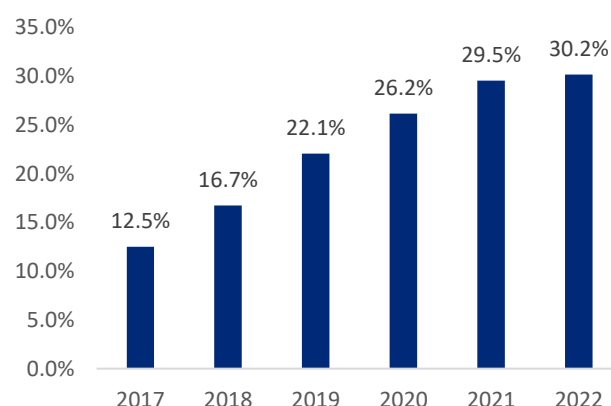
根据 Euromonitor 数据，中国护发市场规模在 2022 年已达 635 亿元，2017-2022 年 5 年复合增长 4%，其中，中高端洗护市场规模增速为 24%，市场占比大幅提升。

图表 43：中国中高端护发市场规模及同比，2017-2022



资料来源：Euromonitor，浦银国际

图表 44：中高端护发市场占中国整体护发市场比例，2017-2022



资料来源：Euromonitor，浦银国际

中高端洗护市场的快速扩张以及消费者对洗护产品的细分赛道的关注度提升，引得众多企业纷纷开始布局头皮护理细分赛道。

2021 年，珀莱雅收购 Off & Relax (“OR”) 95%股权并将该品牌引入中国市场。品牌产品主打头皮护理、油头清洁和受损发质修护。

OR 产品主攻中高端洗护市场，产品定价在 100-300 元区间，并背靠珀莱雅强大的线上销售经验，主要进行线上销售。OR 的明星成分三重温泉水以不同的酸碱度调节头皮健康，并叠加酒粕等成分进行功效叠加。

在珀莱雅的大单品策略下，品牌在短时间内打造出“清爽蓬松洗发水”和“温泉轻盈发膜”两大明星单品，带动品牌在 2022 年实现 1.3 亿元收入，为公司贡献 2%的收入。

图表 45：清爽蓬松洗发水



资料来源：淘宝，浦银国际

图表 46：温泉轻盈发膜



资料来源：抖音，浦银国际

OR 聚焦头皮护健康的品牌力，以及创始人强大的护发研发能力让品牌在在细分赛道具有较强的产品力。我们认为，中高端护发市场的高速增速以及 OR 在细分产品上的深耕，均将带动 OR 的收入进一步提升。

产品升级带动客户粘性增强

在化妆品市场中，产品的热点和消费者关注重点都在快速变化。不论是国内或是国外化妆品公司都以更新迭代产品来提升消费者满意度并适当提价，从而提高利润率。

对珀莱雅来说，通过添加新成分提高产品功效的成分升级是产品升级的主要方式。每一次的配方升级都可以拉升产品单价。在过往的产品升级过程中，珀莱雅的双抗精华升级后价格提升 12%-13%，红宝石精华价格提升超 30%。

以珀莱雅主品牌为例，2021-2023 年两年间就连续更新两次双抗精华。在产品升级的过程中，珀莱雅也急需将双抗精华从“早 C 晚 A”的组合中解绑。产品功能性的提升突出了双抗自身的功能，向消费者强调双抗可单独购买的特性，有助于提高复购率。

图表 47：双抗配方更新进程



资料来源：天猫、浦银国际



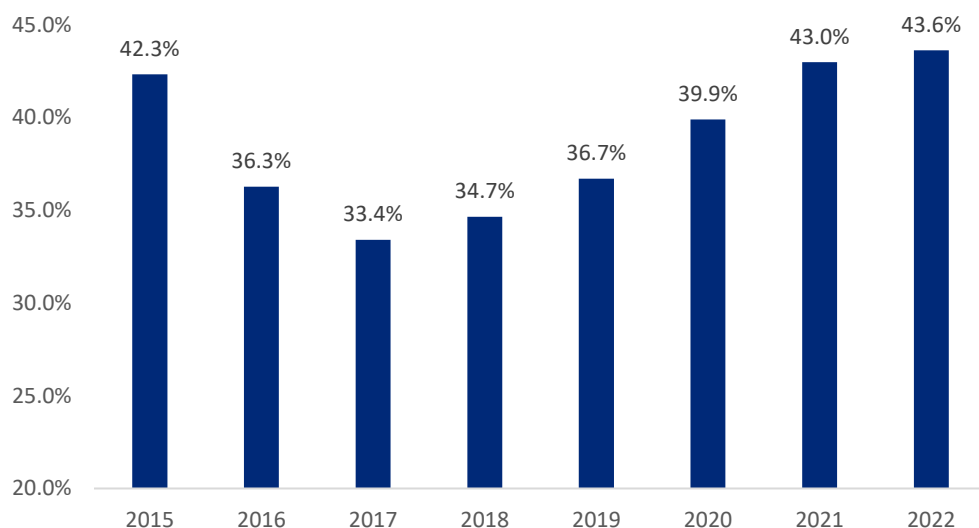
短期内对产品进行多次升级的情况在市场中并不常见。这足以表明公司进行产品迭代并不仅仅是为了弥补销售的弱势，而是公司从长远考虑，希望延长产品的生命周期。

我们认为，珀莱雅产品的快速迭代是带动公司品牌力和产品力提升以及价格带上行的主要动力。在产品升级的策略下，珀莱雅不断提升产品力和研发力，加深品牌形象，有助于提升复购率，并随着价格带上行带动利润的增长。

掌握市场热点，主打共鸣营销

国产化妆品在线上的营销投入一向都是重头戏。2018 年后各企业的营销费用均在不断攀升。珀莱雅近年来在孵化新品牌并加强内容营销，广告营销费用率近两年来保持在 43%左右的水平。

图表 48：珀莱雅销售费用率



资料来源：公司数据、浦银国际

珀莱雅的广告宣传也经历了时代的变迁。从传统代言人的方式到线上营销均有珀莱雅的身影。

- **品牌代言人：**珀莱雅自 2007 年开始就以签下首位代言人。时至今日，公司已前后更换十数名代言人。这其中，除了当下的大热明星外，近年来也开始签约中国女性运动员来彰显女性坚毅形象，更加符合品牌当下品牌价值定位。

图表 49：珀莱雅首位代言人——徐熙媛



资料来源：Bilibili，浦银国际

图表 50：珀莱雅品牌大使：中国田径运动员郑妮娜力



资料来源：公司官网，浦银国际

- **品牌价值软性宣传：**当签约代言人成为基本操作，珀莱雅另辟蹊径将宣传方式转化到优质内容输出和品牌价值塑造上。这其中珀莱雅的独特之处在于：

1. 珀莱雅以差异化的角度进行女性主题营销：

珀莱雅善于观察当前的社会问题。它的宣传不是简单的应景的节日主题内容，而是将社会关注问题展露放在大众视野。

例如，珀莱雅在七夕节不渲染爱情的美好，而是强调爱情中可以勇敢去做选择；妇女节不再一味吹捧女神形象，而是正视社会中性别的不平等现象。

2. 具有延续性的营销主题：

性别平等和心理健康两个话题已经成为每年必然会触及的话题。这些话题也让公司更容易触及年轻女性和妈妈等目标客群，与消费者产生深层次的共鸣，传达企业文化。

图表 51：珀莱雅 520 短片：敢爱，也敢不爱



资料来源：珀莱雅官微，浦银国际

图表 52：珀莱雅母亲节短片：仅妈妈可见



资料来源：公司官微，浦银国际

3. 不直接与产品挂钩：

珀莱雅的主题营销不与产品进行直接的绑定，但能帮助塑造强大的品牌、树立企业形象。这样的主题营销虽然不像直接的产品广告那样带来短期的销量增长，却能够长期促进品牌的营销转化。

图表 53：珀莱雅营销短片汇总

	营销节点	短片名	聚焦话题
2021 年	妇女节	《性别不是边界线，偏见才是》	性别平等：探讨刻板印象带给女性的束缚
	520	《敢爱，也不敢爱》	建立爱情中的勇敢者形象
	开学季	《写给十八岁的自己》	深入探寻并总结成长意义，引发消费者思考
2022 年	妇女节	《醒狮少女》	性别平等：鼓励女性不给自我设限，抵抗规训
	母亲节	《仅妈妈可见》	家庭责任平等：希望妈妈多点自由去看世界
	开学季	《萤火行动》	萤火行动：反校园霸凌
	十月	回声计划	关注青年群体心理健康
2023 年	元旦	《谢谢参与》	品牌态度：感谢日常参与到我们生活中的人，更想要感谢所有坚持“参与”公益的人
	妇女节	《女帅男兵》	性别平等：鼓励女性不拒偏见的束缚，勇敢上场
	母亲节	《世上不止妈妈好》	家庭责任平等：打破社会强加给女性的“好妈妈”的要求和枷锁，为妈妈们松绑

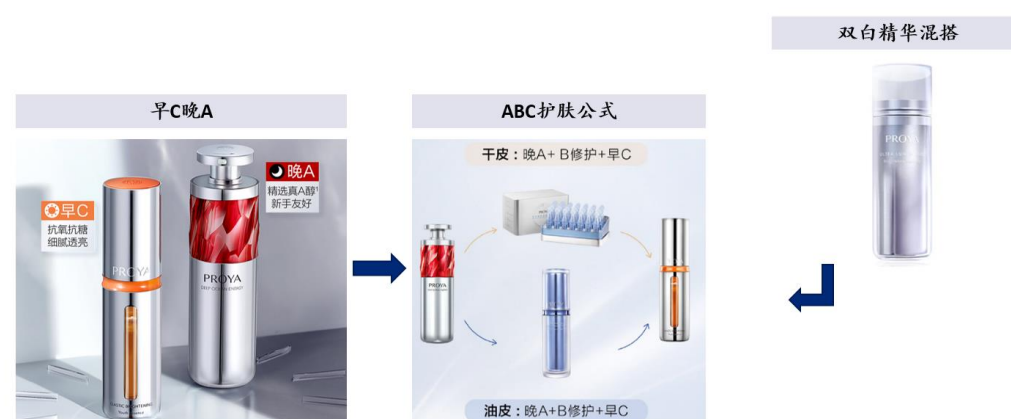
资料来源：浦银国际整理

- **打造互联网热点护肤话题：**珀莱雅在 2022 年推出的“早 C 晚 A”概念在消费者中掀起讨论和互动热潮。概念本身具备皮肤科医生的背书以及自身产品的配套搭配(双抗精华+红宝石精华)，通过小红书等平台推广，迅速出圈，带动产品销售。

在“早 C 晚 A”的基础之上，珀莱雅通过增加源力精华建立 ABC 护肤公式，另又增加双白瓶，打造双白和 ABC 公式产品混搭的组合。

我们认为，“早 C 晚 A”的护肤理念不失为公司最为成功的营销概念，直接带动销量的增长。

图表 54：珀莱雅护肤概念营销



资料来源：浦银国际整理

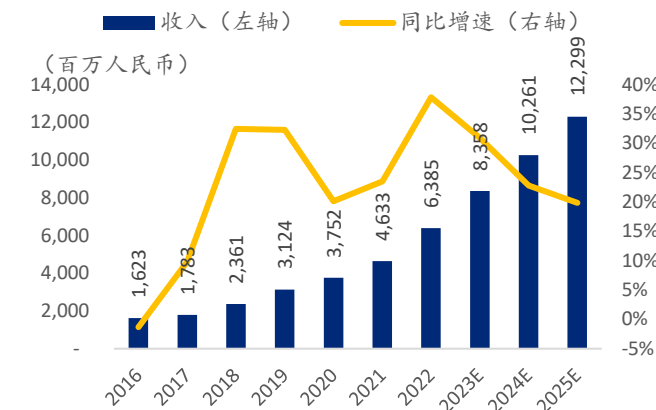
总结珀莱雅的宣传策略，即以明星抓住消费者眼球，以短片宣传品牌价值，建立共鸣，以打造热点护肤理念直接带动销量增长。凭借这套宣传组合拳，珀莱雅打造了高于竞品的品牌力。

盈利预测

(1) 收入

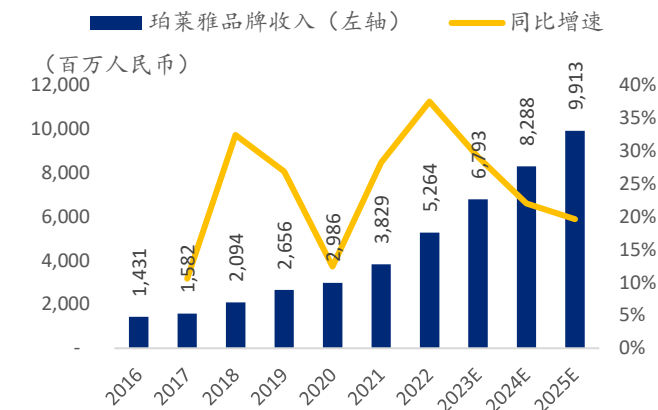
在多品牌、多渠道的策略下，我们认为公司旗下各品牌均将在 2023-2025E 保持快速增长。其中，珀莱雅系列收入增速保持在 20% 以上。

图表 55：珀莱雅公司收入与同比增速，2016-2025E



E=浦银国际预测；资料来源：公司数据、浦银国际

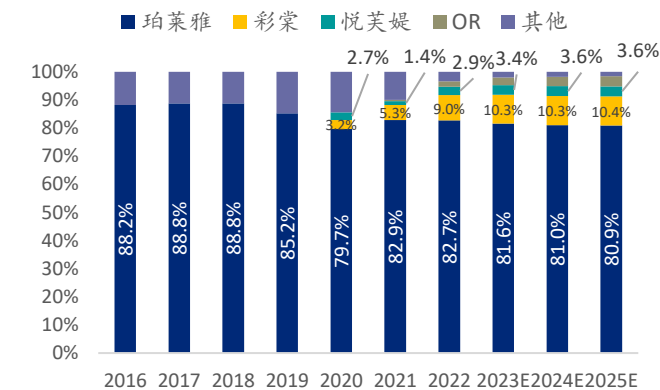
图表 56：珀莱雅品牌收入与同比增速，2016-2025E



E=浦银国际预测；资料来源：公司数据、浦银国际

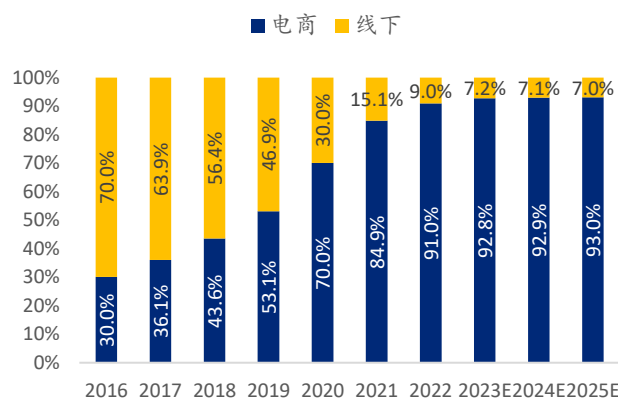
我们预计，在多品牌策略的快速进展下，珀莱雅主品牌的收入占比将在 2023-2025E 期间逐年下降。同时，我们认为，公司重启线下渠道拓展，因此线下渠道收入占比下降速度也将放缓。

图表 57：珀莱雅各品牌占主营业务收入比例，2016-2025E



E=浦银国际预测；资料来源：公司数据、浦银国际

图表 58：珀莱雅各渠道占主营业务收入比例，2016-2025E

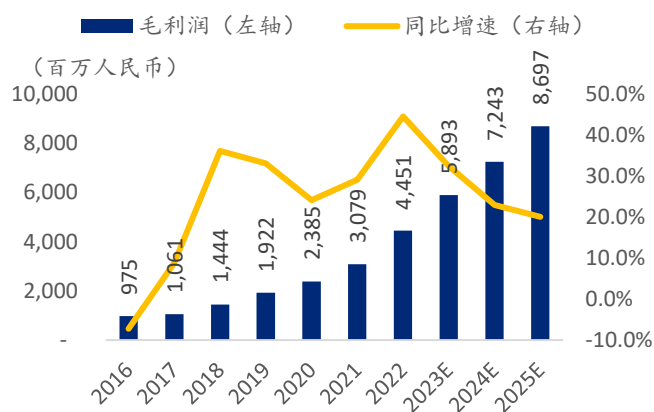


E=浦银国际预测；资料来源：公司数据、浦银国际

(2) 利润率

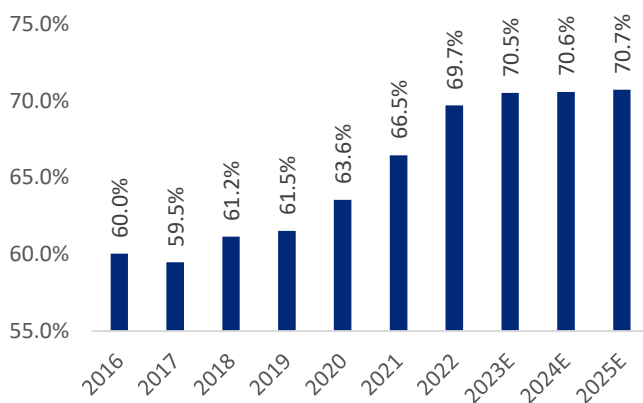
我们预测，虽然毛利率较低的彩妆业务占比将逐年增长，但是在珀莱雅主品牌产品升级的带动下公司利润率将持续提升。

图表 59: 珀莱雅毛利(不含税金)与同比增速, 2016-2025E;



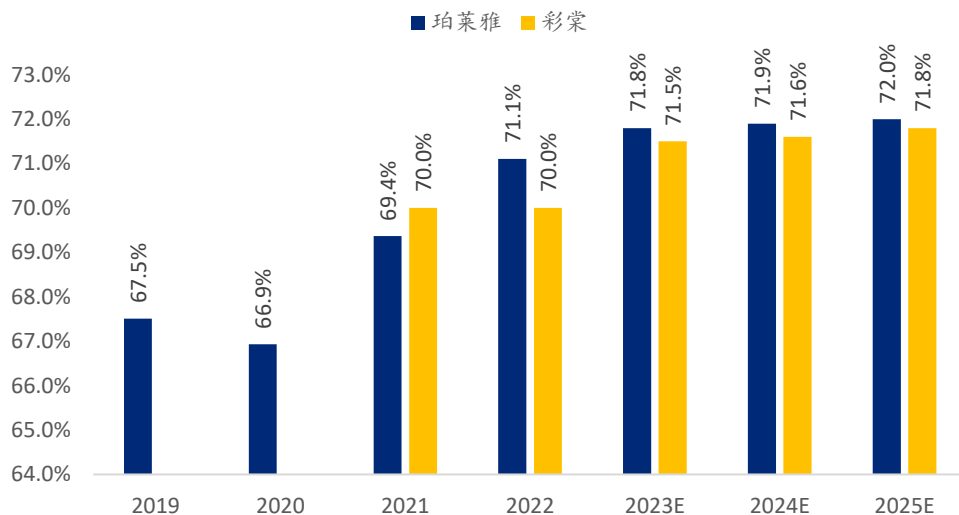
E=浦银国际预测；资料来源：公司数据、浦银国际

图表 60: 珀莱雅毛利率 (不含税金), 2016-2025E



E=浦银国际预测；资料来源：公司数据、浦银国际

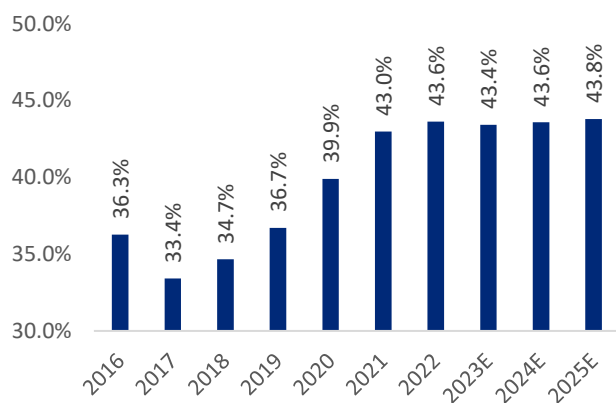
图表 61: 珀莱雅各品牌毛利率



E=浦银国际预测；资料来源：公司数据、浦银国际

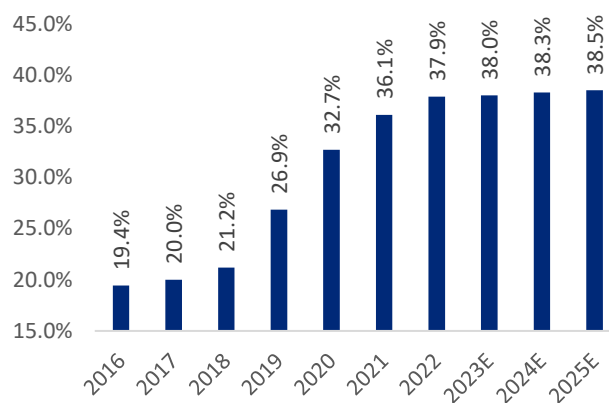
我们认为，珀莱雅的短片和主题宣传将在未来持续。因此形象推广宣传费用以及销售费用率均将在 2023-2025E 保持平稳。

图表 62：珀莱雅销售费用率，2016-2025E；



E=浦银国际预测；资料来源：公司数据、浦银国际

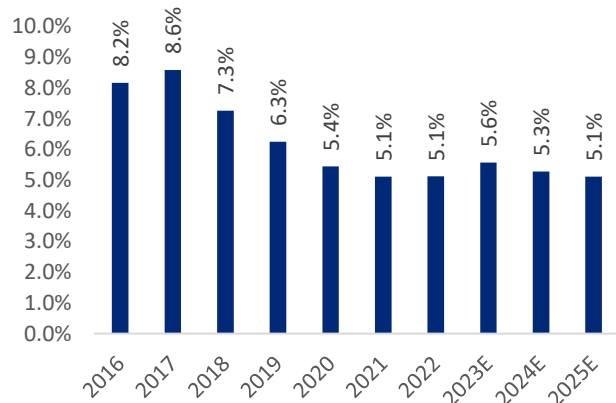
图表 63：珀莱雅形象宣传推广费占收入费用比例，2016-2025E



E=浦银国际预测；资料来源：公司数据、浦银国际

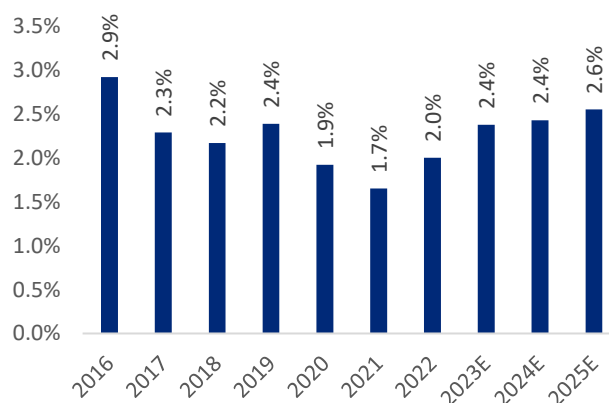
受股权激励费用的影响，管理费用率和研发费用率均将有一定程度的提升，并在多品牌的策略下研发费用率将逐年提升至 2025E 的 2.6%。

图表 64：珀莱雅管理费用率，2016-2025E



E=浦银国际预测；资料来源：公司数据、浦银国际

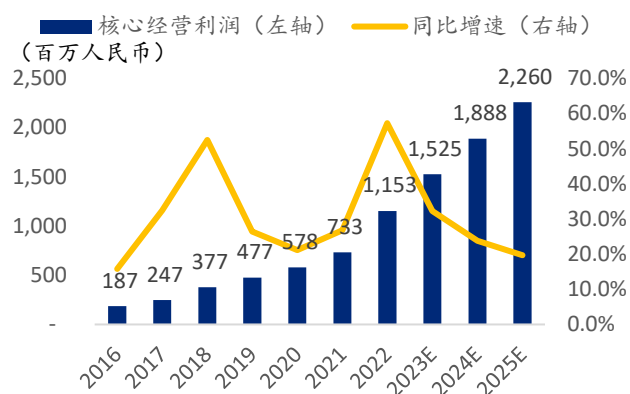
图表 65：珀莱雅研发费用率，2016-2025E



E=浦银国际预测；资料来源：公司数据、浦银国际

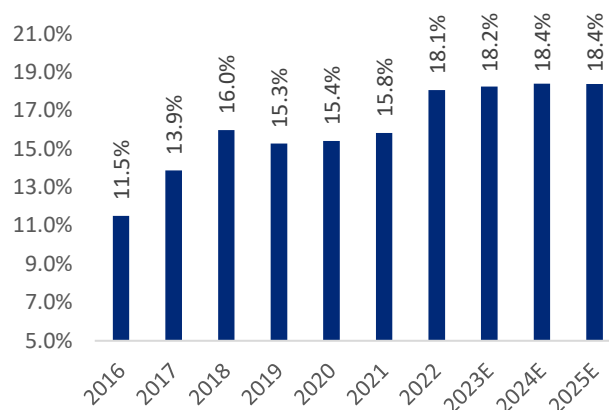
综上，公司的核心经营利润 2024-2025E 将保持 20%左右的同比增长，核心经营利润率将提升至 2025 年的 18.4%。

图表 66：珀莱雅核心经营利润与同比增速，2016-2025E



E=浦银国际预测；资料来源：公司数据、浦银国际

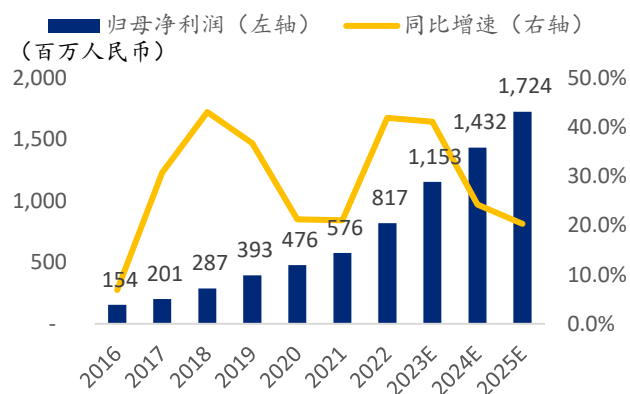
图表 67：珀莱雅核心经营利润率，2016-2025E



E=浦银国际预测；资料来源：公司数据、浦银国际

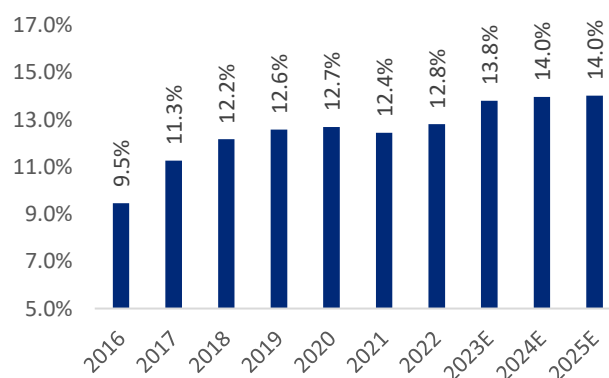
(3) 净利润与净资产回报

图表 68：珀莱雅归母净利润与同比增速，2016-2025E



E=浦银国际预测；资料来源：公司数据、浦银国际

图表 69：珀莱雅归母净利率，2016-2025E



E=浦银国际预测；资料来源：公司数据、浦银国际

图表 70：杜邦净资产收益率（ROE）分析

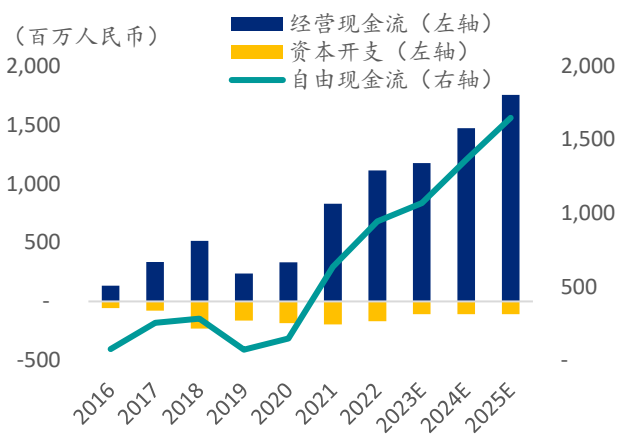
	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
毛利率	61.5%	63.6%	66.5%	69.7%	70.5%	70.6%	70.7%
销售、管理费用率	44.5%	46.4%	48.9%	49.9%	50.5%	50.4%	50.6%
EBIT 利润率	15.3%	15.4%	15.8%	18.1%	18.2%	18.4%	18.4%
税前利润/EBIT	0.96	0.95	0.91	0.91	0.97	0.98	0.98
净利润/税前利润	0.80	0.82	0.83	0.79	0.79	0.79	0.79
归母净利润/净利润 率（少数股东前）	1.07	1.05	1.03	0.98	0.98	0.98	0.98
归母净利润率	12.6%	12.7%	12.4%	12.8%	13.8%	14.0%	14.0%
资产周转率	1.07	1.13	1.12	1.23	1.32	1.35	1.36
财务杠杆	1.55	1.45	1.54	1.62	1.61	1.56	1.50
ROE	20.8%	20.9%	21.5%	25.4%	29.2%	29.4%	28.7%

E=浦银国际预测；

资料来源：公司数据，浦银国际

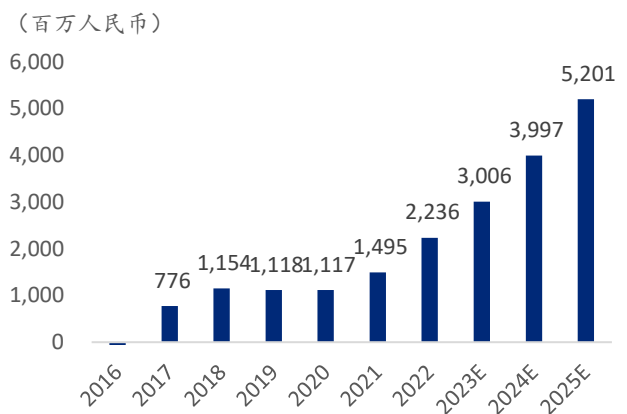
（4）资产负债表与现金流

图表 71：珀莱雅经营现金流、资本开支与自由现金流



E=浦银国际预测；资料来源：公司数据、浦银国际

图表 72：珀莱雅的净现金，2016-2025E



E=浦银国际预测；资料来源：公司数据、浦银国际

目标价与估值

在中国化妆品企业中，我们认为珀莱雅的多品牌矩阵和多价格带的覆盖较为完整，且拥有强劲的品牌力和产品力。因此我们给予公司 34.5x 2024PE（相较国际化妆品企业 2024E 加权平均 PE 的 7% 折价），得到目标价人民币 125.9 元，潜在升幅 22.2%。

图表 73：SPDBI 目标价：珀莱雅（603605.CH）



资料来源：Bloomberg、浦银国际

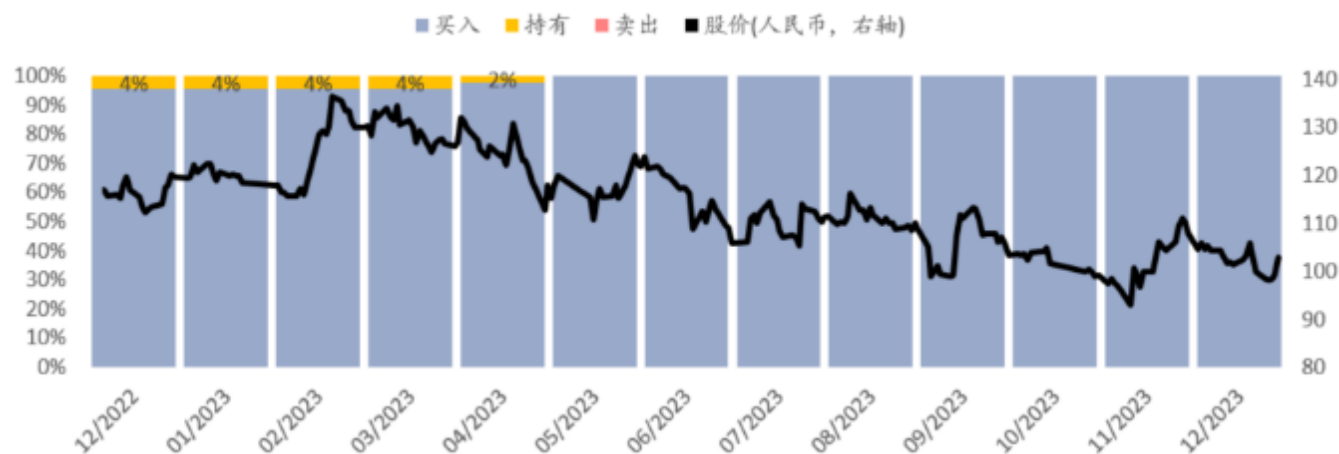
风险提示

珀莱雅股价可能面对的下行风险包括：

- (1) 整体行业需求继续放缓；
- (2) 行业竞争大于预期；
- (3) 主品牌市场份额被对手蚕食。

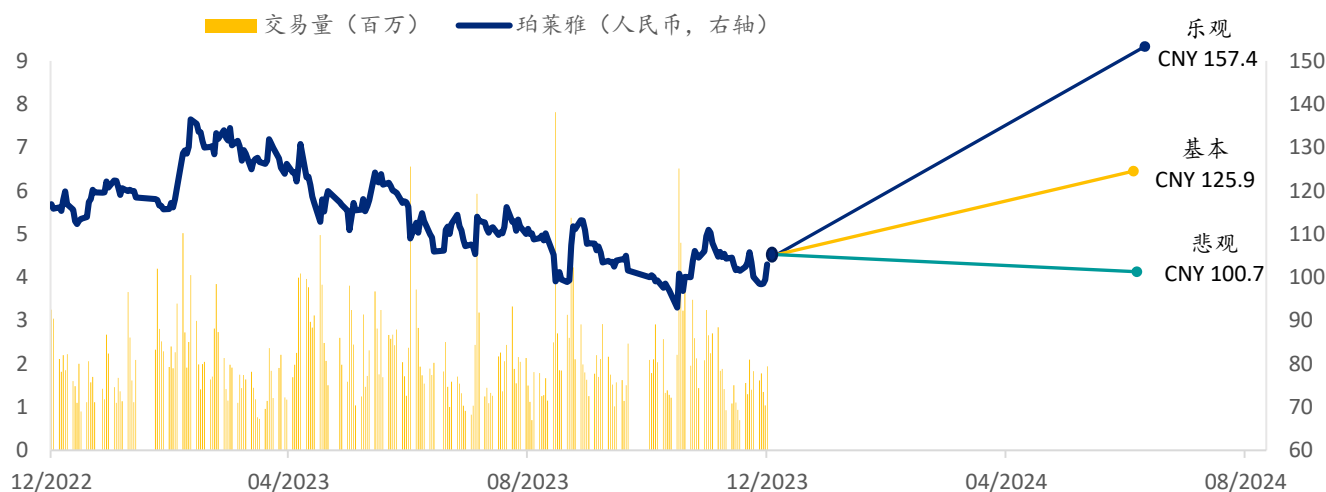
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 74：珀莱雅（603605.CH）市场普遍预期



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 75：珀莱雅（603605.CH）SPDBI 情景假设



乐观情景：公司收入增长好于预期	悲观情景：公司收入增长不及预期
目标价：人民币 157.4 元	目标价：人民币 100.7 元
概率：25%	概率：20%
- 珀莱雅品牌 2024 年收入同比增长超 30%； - 公司毛利率水平 2024 年同比提升 30bps； - 整体费用率 2024 年同比减少 20bps。	- 珀莱雅品牌 2024 年收入同比增长不及 15%； - 公司毛利率水平 2024 年同比下降 30bps； - 整体费用率 2024 年同比增加 20bps。

资料来源：浦银国际

公司背景

● 公司介绍

珀莱雅成立于 2003 年，作为始于中国放眼于世界的化妆品品牌，不断创新发现科技护肤技术，主要从事化妆品的研发、生产和销售。珀莱雅在 2017 年成功于上交所挂牌上市(股票代码:603605.CH),成为中国化妆品第一股。

公司旗下拥有“珀莱雅”、“彩棠”、“Off & Relax”、“悦芙媞”、“Correctors”、“Insbaha”等品牌。公司自有品牌已经覆盖大众精致护肤、彩妆、洗护、高功效护肤等美妆领域。

珀莱雅坚持推进“6*N”的发展战略(其中“6”指新消费、新营销、新组织、新机制、新科技、新智造,“N”指打造 N 个品牌),打造、赋能、孵化出满足“不同”消费者“不同”需求的“不同”品牌,并通过不断的技术创新、产品优化以及营销创新,致力于成为世界一流的美妆企业。

珀莱雅通过稳步推进大单品策略,持续提升品牌市占率,增强品牌声量。2023 年“38 节”活动和“618”活动期间,珀莱雅品牌成交金额获京东美妆国货排名第一。

财务上,公司 2023 年上半年收入人民币 36.3 亿元,其中珀莱雅、彩棠、OR 品牌收入分别占公司总收入的 79.9%、11.5%及 2.7%。2023 年上半年公司归母净利润为 5 亿元,归母净利润率为 13.8%。

● 前十大股东

图表 76：珀莱雅主要股东

	主要股东	占比 (%)
1	Hou Juncheng	34.46
2	Hong Kong Securities Clearing	22.61
3	Fang Yuyou	15.03
4	China Universal Asset Management	2.65
5	FMR LLC	2.61
6	Yinhua Fund Management Co Ltd	2.02
7	Abrdn plc	1.83
8	Invesco Ltd	1.39
9	Allianz SE	1.33
10	Morgan Stanley	0.98

注：截至 2023 年 11 月 28 日

资料来源：Bloomberg、浦银国际

● 公司历史

图表 77：珀莱雅发展里程碑

时间	里程碑
2003	珀莱雅在杭州诞生
2008	珀莱雅设立科学护肤实验室
2013	研发创新中心新址在杭州启用
2014	推出“猫语玫瑰”品牌；签约章子怡成为珀莱雅品牌形象代言人
2017	公司正式登陆 A 股主板；推出新品——赋能鲜颜系列
2019	珀莱雅精华家族系列产品发布；新品牌彩棠“型 CHINA”青瓷系列新品发布
2020	珀莱雅官宣全品牌代言人蔡徐坤，同时发布新产品双抗精华

资料来源：公司资料、浦银国际

● 公司管理层

图表 78：珀莱雅公司管理层

姓名	职位	履历
侯军呈	董事长	曾就职于义乌市燎原日化有限公司、杭州珀莱雅化妆品有限公司、杭州珀莱雅控股股份有限公司。2007 年至今在公司及前身就职，2007 年 9 月起担任公司执行董事，2012 年 8 月至今任公司及其前身董事长。
方玉友	董事、总经理	曾就职于石家庄燎原化妆品有限公司、杭州珀莱雅化妆品有限公司、杭州珀莱雅控股股份有限公司。2007 年至今在公司及其前身就职，2012 年 8 月至今任公司及其前身董事、总经理。
侯亚孟	董事、副总经理	曾就职于珀莱雅化妆品股份有限公司电商部，2021 年 9 月至今任公司董事、副总经理。
金衍华	副总经理	曾就职于浙江三门化肥厂、浙江英博雁荡山啤酒有限公司、浙江英博金华啤酒有限公司、杭州珀莱雅化妆品有限公司、杭州珀莱雅控股股份有限公司。2007 年-2012 年 8 月在公司及前身担任湖州工厂总经理。2012 年 8 月至今担任公司供应链管理中心总经理；2018 年 4 月至今担任公司副总经理。
王莉	副总经理	曾任广州鹰泰数码动力科技有限公司财务负责人，美国 CELLSTAR (蜂星电讯) 财务代表，上海锐力体育有限公司财务经理，维格娜丝时装股份有限公司财务总监，卓尚服饰（杭州）有限公司财务总监，南京日托光伏科技股份有限公司财务总监。2023 年 4 月至今任浙江华正新材料股份有限公司独立董事。现任珀莱雅化妆品股份有限公司副总经理、董事会秘书、财务负责人。

资料来源：公司年报、浦银国际

财务报表

图表 79：珀莱雅利润表

(百万人民币)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	4,633	6,385	8,358	10,261	12,299
同比	23.5%	37.8%	30.9%	22.8%	19.9%
销售成本	-1,554	-1,935	-2,465	-3,018	-3,602
税金	-41	-56	-74	-91	-109
毛利	3,038	4,394	5,819	7,152	8,589
毛利率	65.6%	68.8%	69.6%	69.7%	69.8%
销售费用	-1,992	-2,786	-3,630	-4,472	-5,386
管理费用	-237	-327	-465	-542	-629
研发费用	-77	-128	-199	-249	-314
核心经营溢利	733	1,153	1,525	1,888	2,260
经营利润率	15.8%	18.1%	18.2%	18.4%	18.4%
净融资成本	7	41	51	60	78
其他经营收入和损失	-69	-136	-87	-99	-112
经营溢利	671	1,058	1,489	1,849	2,226
营业外收入	0	1	2	2	2
营业外支出	-4	-5	-6	-7	-9
税前盈利	668	1,054	1,484	1,844	2,219
所得税开支	-111	-223	-312	-387	-466
所得税率	16.6%	21.1%	21.0%	21.0%	21.0%
少数股东权益	-19	14	20	24	29
归母净利润	576	817	1,153	1,432	1,724
归母净利率	12.4%	12.8%	13.8%	14.0%	14.0%
同比	21.0%	41.9%	41.1%	24.2%	20.3%

资料来源：公司数据、浦银国际预测

图表 80：珀莱雅资产负债表

(百万人民币)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
物业、机器及设备	559	570	571	569	564
使用权资产	0	6	10	12	12
投资资产	297	354	354	354	354
无形资产	397	420	451	481	509
在建工程	109	207	207	207	207
递延所得税资产	39	48	48	48	48
其他	74	25	25	25	25
非流动资产	1,474	1,631	1,667	1,696	1,719
存货	448	669	712	871	1,040
应收贸易款项	139	102	175	232	293
预付款	58	91	120	147	176
金融性资产	0	0	0	0	0
现金及等同现金项目	2,391	3,161	4,131	5,221	6,426
其他	123	123	123	123	123
流动资产	3,159	4,147	5,261	6,595	8,057
短期借款	200	200	400	500	500
应付贸易款项	545	761	832	1,019	1,216
应付职工薪酬及其他	79	125	125	125	125
合同负债	91	175	229	281	336
应交税费	100	153	153	153	153
一年内到期的非流动负债	0	3	3	3	3
其他	10	11	11	11	11
流动负债	1,025	1,428	1,753	2,092	2,344
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	696	724	724	724	724
预计负债	11	59	59	59	59
租赁负债	0	4	4	4	4
其他	15	25	25	25	25
非流动负债	721	813	813	813	813
股本	201	284	284	284	284
储备	2,676	3,241	4,046	5,046	6,250
非控制性权益	10	13	32	57	86
权益	2,887	3,537	4,362	5,386	6,619

资料来源：公司数据、浦银国际预测

图表 81：珀莱雅现金流量表

(百万人民币)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	557	831	1,173	1,457	1,753
折旧	47	54	53	57	62
摊销	49	35	19	20	22
融资开支净额	10	13	-51	-60	-78
存货减少／（增加）	-31	-316	-43	-160	-168
应收贸易款项（增加）／减少	63	-29	-101	-84	-90
应付款项增加／（减少）	43	316	125	239	253
递延所得税资产	6	-17	0	0	0
其他	86	223	0	0	0
经营活动所得（所用）现金净额	830	1,111	1,174	1,469	1,753
购入物业、机器及设备	-194	-171	-107	-107	-107
收到投资收益	-70	-131	0	0	0
支付投资现金	-78	0	0	0	0
其他	0	4	0	0	0
投资活动所用现金净额	-342	-298	-107	-107	-107
收到投资现金	1	166	0	0	0
收到借款现金	648	0	200	100	0
支付利息	-154	-183	-297	-372	-442
其他	-5	-48	0	0	0
融资活动（所用）所得现金净额	490	-65	-97	-272	-442
现金及现金等价物变动	977	748	970	1,090	1,204
于年初的现金及现金等价物	1,402	2,378	3,161	4,131	5,221
现金及现金等价物汇兑差额	-1	-1	0	0	0
于年末的现金及现金等价物	2,378	3,125	4,131	5,221	6,426

资料来源：公司数据、浦银国际预测

巨子生物 (2367.HK): 重组胶原蛋白蓝海市场中的领军者

巨子生物是全球最大的重组胶原蛋白生产企业之一。在重组胶原蛋白这一个仍待发掘且增长迅速的赛道，巨子生物在上游研发、中游生产和终端品类及渠道覆盖等环节具备优势，我们认为公司有能力在未来保持增长。我们首次覆盖巨子生物，给予“买入”评级，目标价 43.0 港元，潜在升幅 27.6%。

- **蓝海市场维持高速增长：**中国重组胶原蛋白市场的发展历史较短，在终端应用领域的占比仍较低。但重组胶原蛋白优质的特性，让市场期待其可以像玻尿酸一样，在功能性护肤品、医用敷料、医美以及食品领域均衡增长。目前重组胶原蛋白市场中的玩家较少，在行业龙头产能不断拓展中有望占据先发优势。
- **全产业链一体化布局：**巨子生物具备行业领先的重组胶原蛋白分子库以及产能。得益于公司从成分研发到终端产品生产的一体化产业布局，公司终端产品的商业化进程取得成功。由此巨子生物成为全球首个研发重组胶原蛋白护肤品并量产的公司。
- **行业龙头的竞争力优势：**我们认为巨子生物的竞争优势主要来自于以下三个方面：（1）具有高校背景的强研发力以及行业领先的分子库；（2）公司首先实现终端产品全品类布局（2024 年将推出医美端产品）；（3）线上线下均衡发展规避渠道单一性风险，并借助医疗渠道打造专业品牌形象。
- **估值与评级：**考虑到重组胶原蛋白市场广阔的潜力，巨子生物作为该领域龙头的地位和其未来的业务线的持续拓展，同时考虑港股相较 A 股 25% 的市场估值折价，我们用 21x 2024E PE（相较珀莱雅 40% 的折价），得到目标价 43.0 港元，相比当前股价有 30.7% 上升空间。我们首次覆盖巨子生物，给予“买入”评级。

- **投资风险：**（1）整体化妆品行业需求继续放缓；（2）胶原蛋白行业竞争大于预期；（3）新品推出不及预期；（4）线上渠道转型不及预期。

图表 1：盈利预测和财务指标

百万人民币	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	1,552	2,364	3,400	4,691	6,102
同比变动 (%)	30.4%	52.3%	43.8%	37.9%	30.1%
股东应占净利	828	1,002	1,325	1,834	2,398
同比变动 (%)	0.2%	21.0%	32.2%	38.5%	30.8%
PE (X)	35.7	30.2	22.5	16.1	12.3
ROE (%)	112.3%	52.0%	37.9%	36.1%	33.3%

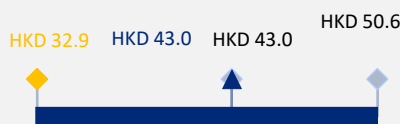
E=浦银国际预测；资料来源：公司报告、浦银国际

评级

买入

目标价 (港元)	43.0
潜在升幅/降幅	+30.7%
目前股价 (港元)	32.9
52 周内股价区间 (港元)	28.4-58.8
总市值 (百万港元)	32,736
近 3 月日均成交额 (百万港元)	105.1

市场预期区间



▲ SPDBI 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间
资料来源：Bloomberg、浦银国际

股价表现



注：截至 2023 年 12 月 8 日收盘
资料来源：Bloomberg、浦银国际

浦银国际

首次覆盖

巨子生物 (2367.HK)

财务报表分析与预测 - 巨子生物

利润表

(百万人民币)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1,552	2,364	3,400	4,691	6,102
同比	30.4%	52.3%	43.8%	37.9%	30.1%
销售成本	-198	-369	-545	-733	-935
毛利	1,354	1,995	2,855	3,957	5,167
毛利率	87.2%	84.4%	84.0%	84.4%	84.7%
销售费用	-346	-706	-1,192	-1,653	-2,152
管理费用	-72	-111	-102	-141	-183
研发费用	-25	-44	-75	-108	-146
核心经营溢利	911	1,134	1,486	2,056	2,686
经营利润率	58.7%	48.0%	43.7%	43.8%	44.0%
其他经营收入和损失	53	31	65	89	116
经营溢利	964	1,165	1,551	2,145	2,802
净融资成本	9	13	6	11	17
其他	0	-1	0	0	0
税前溢利	973	1,178	1,557	2,156	2,819
所得税开支	-145	-176	-233	-322	-422
所得税率	14.9%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%
少数股东权益	0	0	-1	-1	-1
归母净利润	828	1,002	1,325	1,834	2,398
归母净利润率	53.3%	42.4%	39.0%	39.1%	39.3%
同比	0.2%	21.0%	32.2%	38.5%	30.8%

资产负债表

(百万人民币)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
物业、机器及设备	274	491	507	521	535
使用权资产	59	60	68	76	84
投资资产	24	0	0	0	0
预付款	70	41	41	41	41
无形资产	8	7	8	9	10
其他	1	1	1	1	1
非流动资产	437	600	626	649	671
存货	89	184	184	271	346
应收贸易款项	66	69	180	248	323
其他应收款项—即期部分	28	87	87	87	87
金融性资产	156	866	866	866	866
现金及等同现金项目	7,103	1,331	2,657	4,424	6,771
流动资产	7,441	2,538	3,974	5,897	8,394
应付贸易款项	24	55	191	304	425
租赁负债—即期部分	0	1	1	1	1
其他应付款项及应计费用	6,363	136	136	136	136
当期所得税负债	71	75	75	75	75
应付分红	367	0	0	0	0
其他	18	14	14	14	14
流动负债	6,843	281	417	530	651
租赁负债	0	2	2	2	2
递延收益	18	18	20	20	20
应付税款	1	0	0	0	0
非流动负债	18	20	22	22	22
股本	0	0	0	0	0
储备	1,017	2,833	4,158	5,992	8,391
非控制性权益	0	4	3	2	1
权益	1,017	2,837	4,161	5,994	8,392

E=浦银国际预测

资料来源：Bloomberg、浦银国际预测

现金流量表

(百万人民币)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
除所得税前溢利	973	1,178	1,557	2,156	2,819
折旧	22	24	44	46	47
摊销	1	1	1	2	2
融资开支净额	-9	-13	-6	-11	-17
存货减少／（增加）	-25	-94	0	-88	-75
应收贸易款项（增加）／减少	-11	-4	-111	-68	-75
其他应收款项减少／（增加）	-19	-62	0	0	0
应付贸易款项（减少）／增加	-8	31	136	113	121
其他应付款项及应计费用增加	14	-3	2	0	0
已付所得税	-218	-173	-233	-322	-422
其他	-26	46	2	2	2
经营活动所得（所用）现金净额	692	932	1,393	1,829	2,403
购入物业、机器及设备	-58	-153	-70	-70	-70
购入土地使用权	-36	0	0	0	0
购入无形资产	0	-1	-3	-3	-3
已收取利息	9	13	6	11	17
购入金融性资产	1,447	-719	0	0	0
其他	201	0	0	0	0
投资活动所用现金净额	1,563	-859	-67	-62	-56
股份发行	7,094	-11,646	0	0	0
股东注资	0	4	0	0	0
收购	-68	0	0	0	0
已付股利	-2,550	-367	0	0	0
已付利息	0	-16	0	0	0
其他	0	6,236	0	0	0
融资活动（所用）所得现金净额	4,476	-5,790	0	0	0
现金及现金等价物变动	6,731	-5,717	1,326	1,767	2,347
于年初的现金及现金等价物	368	7,103	1,331	2,657	4,424
现金及现金等价物汇兑差额	4	-55	0	0	0
于年末的现金及现金等价物	7,103	1,331	2,657	4,424	6,771

财务和估值比率

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
每股数据 (人民币)					
摊薄每股收益	0.83	0.98	1.32	1.84	2.41
每股销售额	1.55	2.32	3.38	4.71	6.13
每股股息	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
同比变动					
收入	30.4%	52.3%	43.8%	37.9%	30.1%
经营溢利	45.2%	0.3%	20.9%	33.1%	38.3%
归母净利润	0.2%	21.0%	32.2%	38.5%	30.8%
费用与利润率					
毛利率	87.2%	84.4%	84.0%	84.4%	84.7%
经营利润率	58.7%	48.0%	43.7%	43.8%	44.0%
归母净利率	53.3%	42.4%	39.0%	39.1%	39.3%
回报率					
平均股本回报率	112.3%	52.0%	37.9%	36.1%	33.3%
平均资产回报率	10.5%	18.2%	34.2%	32.9%	30.7%
资产效率					
库存周转天数	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
应收账款周转天数	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
应付账款周转天数	16.4	8.9	0.6	0.6	0.6
财务杠杆					
流动比率 (x)	1.1	9.0	9.5	11.1	12.9
速动比率 (x)	0.0	1.2	1.1	1.1	1.2
现金比率 (x)	1.0	4.7	6.4	8.3	10.4
负债/权益 (%)	674.8%	10.6%	10.6%	9.2%	8.0%
估值					
市盈率 (x)	35.7	30.2	22.5	16.1	12.3
市销率 (x)	19.1	12.8	8.8	6.3	4.8
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

巨子生物（2367.HK）：重组胶原蛋白蓝海市场中的领军者

重组胶原蛋白——优质成分的蓝海市场

胶原蛋白是人体中含量最多、分布最广的功能性蛋白质。在人类身体中的蛋白质中，胶原蛋白约占 30%。在多重胶原蛋白类型中 I-III 型是应用最广的胶原。

图表 2：人体中主要胶原蛋白类型的分布特性

胶原蛋白类型	分布区域	主要特性
I 型	真皮、肌腱、韧带、骨骼、牙齿等	动物体内含量最多的胶原，占胶原总量的 90%。 纤维直径粗大，对组织功能结构支持起到支撑作用，也促进上皮细胞增长，使皮肤有弹力和张力。
II 型	软骨、玻璃体、角膜、视网膜	关节软骨的主要成分，占软骨总胶原的 95%。可对损伤软骨进行修复，应用于关节腔的润滑。
III 型	皮肤、肝、肺、血管、肠道	对皮肤中的 I 型胶原纤维生成起到重要作用。细幼的组织，起到皮肤弹性和损伤修复的作用。

资料来源：浦银国际整理

从特性上来看，胶原蛋白本身具有提供结构支持、刺激细胞再生、修复受损皮肤屏障的特性。胶原蛋白正在进入美容护肤和医疗领域，但在各个领域的应用规模较小，有望进一步提升。

● 重组胶原蛋白的优势何在？

重组胶原蛋白的优势可以从胶原蛋白成分的横向对比，以及与其他活性成分的纵向对比两个方面体现。

1) 重组胶原蛋白 vs 动物源性胶原蛋白

I 型-III 型胶原蛋白是目前已经实现产业化生产、应用最广的三类胶原蛋白。在胶原蛋白的市场化以及量产的程序中，在技术层面主要分为重组胶原蛋白和动物源性胶原蛋白。

动物源性胶原蛋白的提取技术相对成熟。动物源性胶原蛋白以动物组织为原料，成本较低且生产过程更为简单。但是，动物源性胶原蛋白具有一定的风险，如免疫原性风险、漏检病原体隐患风险、细胞病毒性风险等。

重组胶原蛋白的技术则相对较新，由基因工程合成。相较动物源胶原蛋白，重组胶原蛋白具有以下几点优势：

- 1. **安全性更高：**重组胶原蛋白不是从动物组织中提取所得，而是利用重组技术在生物体外合成得到。因此免除了潜在的动物源性疾病，免疫原性更低、漏检病原体隐患风险更低、无细胞毒性，同时也避免了动物胶原蛋白进入人体产生排异反应的风险。
- 2. **纯度和活性更优：**重组胶原蛋白生产技术自基因设计到分离纯化都经过严密的计算，所以重组胶原蛋白纯度更高，生物活性和生物相容性更好。因此，重组胶原蛋白的可使用场景和可控性相对更好。
- 3. **量产优势：**动物源性胶原蛋白原料的采购受到药监局的监管，且原料供给量少、溯源要求高，因此动物源性胶原蛋白的原材料的获取难度较高。而重组胶原蛋白不受制于原材料的管理，且在行业领先者的推动下降低了成本，已实现大规模生产。

此外，重组胶原蛋白的变性温度(72℃)远高于动物源性胶原蛋白(40℃)，更容易运输和储存。这一优势也促进了胶原蛋白终端产品的量产。

图表 3：重组胶原蛋白和动物源性胶原蛋白的特点和区别

	重组胶原蛋白	动物源性胶原蛋白
提取方式	基因工程	动物组织提取
技术	重组 DNA 技术	从牛皮、猪皮等胶原含量高的动物组织中提取
基因序列	同源	异源
特点	生物活性和相容性高、免疫原性更低、无细胞毒性、容易储存运输	生产成本低、生产过程简单
变性温度	72℃	40℃
代表公司	巨子生物、锦波生物	创尔生物、双美生物

资料来源：巨子生物招股书、《国内高质量胶原蛋白行业发展白皮书》浦银国际整理

2) 胶原蛋白 vs 其他活性成分

目前市面上的热门活性成分在各化妆品品牌的宣传和消费者教育下逐渐获得消费者的认可。例如，烟酰胺、A 醇和透明质酸等。

这些成分得到消费者的认可是由于其功能性的强大、短时间内可以见效，但与这相辅相成的是它们具有一定的刺激性。

与这些活性成分相比，胶原蛋白分子的生物特性更为稳定。胶原蛋白可以提供结构上的支持、促进止血、刺激细胞再生、修复皮肤屏障等，且运用在皮肤上时具备美白、保湿、修护、抗衰等多重功效。

而与玻尿酸相比，胶原蛋白除提供与玻尿酸相似的结构支持和补水保湿效果之外，还具备抗衰以及修护能力，这使之将成为玻尿酸在医美市场重要的替代品。

图表 4：重组胶原蛋白、玻尿酸、烟酰胺、A 醇的特点和区别

	重组胶原蛋白	透明质酸	植物活性成分	烟酰胺	A 醇
产品特性	提供结构支持、刺激胶原细胞再生、修复受损皮肤屏障	皮肤润滑和保湿	帮助解决皮肤问题，如过敏、炎症和氧化	有效减少和色素产生，加快角质蛋白细胞分化，使皮肤饱满	加快角质化细胞脱落，加速黑色素代谢
主要应用	功能性护肤品、医用敷料、肌肤焕活、生物医用材料和保健食品	功能性护肤品、医用敷料、肌肤焕活、生物医用材料和保健食品	功能性护肤品、保健食品	护肤品	护肤品
用途限制	无	主要用于润滑和保湿	无	不耐受人群使用后可能出现轻度灼烧或瘙痒现象	光敏性物质，会造成皮肤敏感；使用不当会造成肌肤屏障受损

资料来源：巨子生物招股书、浦银国际整理

● 重组胶原蛋白的商业化应用

重组胶原蛋白出色的生物特性和安全性均是其在下游市场中实现广泛应用的前提。

1) 功能性护肤品：

功能性护肤品多利用重组胶原蛋白的修复性和保湿滋润的特性，用于皮肤表面起到保湿、滋润的作用。分子量更小的胶原蛋白小分子肽更可以通过皮肤被吸收，为皮肤提供营养，起到抗氧化的作用。

重组胶原蛋白具备稳定、安全的特性，因此护肤品公司可以将其与其他活性成分进行叠加，让产品具备更多功效。

图表 5：可复美肌御赋活精粹乳（重组胶原蛋白+神经酰胺）



资料来源：巨子生物官网、浦银国际

图表 6：可丽金 Human-like 胶原蛋白赋能珍萃紧致驻颜面膜（重组胶原蛋白+玻色因+维 A 脂类）



资料来源：巨子生物官网、浦银国际

2) 医用敷料和生物医用材料

重组胶原蛋白更高的安全性、较低的免疫原性风险，生物相容性以及胶原蛋白的修复性和抗炎的特性，使重组胶原蛋白的应用延伸至医用敷料、人工骨、人工牙科植入物等医疗领域。

图表 7：可复美类人胶原蛋白敷料



资料来源：巨子生物官网、浦银国际

图表 8：胶原蛋白骨基质



资料来源：亚果生医股份官网、浦银国际

3) 肌肤焕活（医美）

重组胶原蛋白自身较好的支撑性、低排异风险，以及自身的补水、抗老的作用也让其成为可以注射的医美针剂成分之一。

其中，交联型的重组胶原蛋白的支撑性更强，可作为填充针剂；非交联的重组胶原蛋白则更多运用于改善肤质的水光针和抗皱针里。

但目前以重组胶原蛋白作为原料的医美针剂仍处于初步发展阶段。截至 2023 年 11 月，中国仅有 4 个企业的 6 个品牌获国家药监局批准用于注射。

图表 9：双美旗下 3 款胶原蛋白医美注射产品



资料来源：中国商报网、浦银国际

图表 10：锦波生物产品——薇旖美



资料来源：健康 160、浦银国际

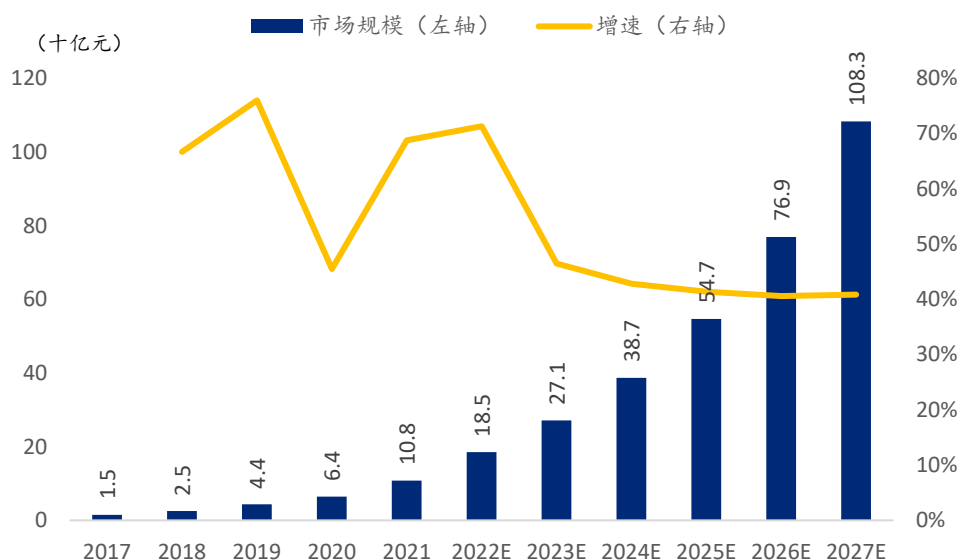
● 重组胶原蛋白的增长空间广阔

化妆品教育的加深，提升了消费者对护肤品和医美产品的成分、功效及安全性等方面的认知，激发了他们对重组胶原蛋白浓厚兴趣和强烈的购买意愿。

也得益于近年来我国药监局推出的有关重组胶原蛋白的政策，自上而下规范行业行为，打造了良好商业环境，也为其带来更高的市场关注度。

上述因素均带动重组胶原蛋白市场在过去数年间保持较为快速的增长。根据弗若斯特沙利文数据，我国重组胶原蛋白市场规模在2021年已经达到108亿元，并预计重组胶原蛋白市场在2022-2027年间仍将保持超过40%的高速增长至1083亿元。

图表 11：中国重组胶原蛋白市场规模，2017-2027E

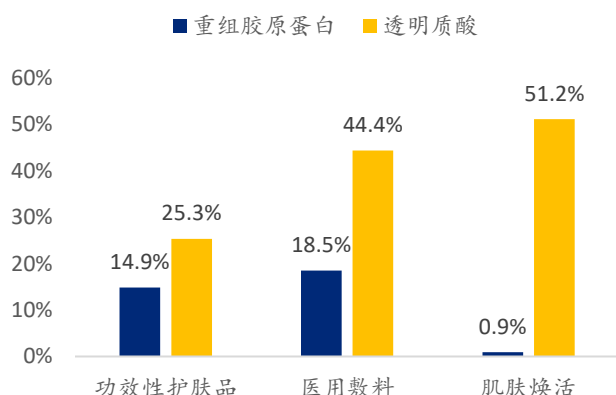


E=弗若斯特沙利文预测；

资料来源：弗若斯特沙利文、浦银国际

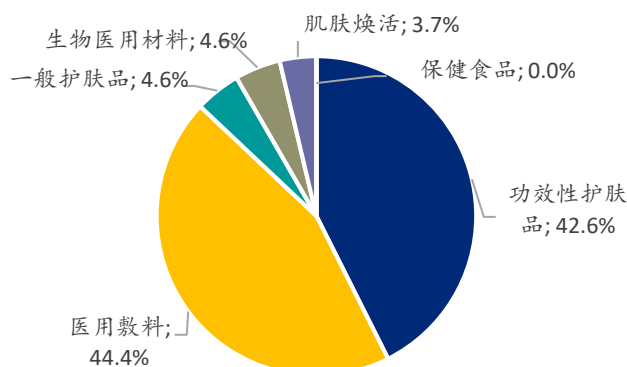
尽管市场在不断扩容，但是重组胶原蛋白在主要应用领域的渗透率仍处于较低水平，都不是各个领域中主要应用的成分。就重组胶原蛋白而言，超过80%的重组胶原蛋白销售集中在功能性护肤品和医用敷料两个应用领域。

图表 12: 重组胶原蛋白和胶原蛋白在子领域的渗透率, 2021



资料来源: 弗若斯特沙利文、浦银国际

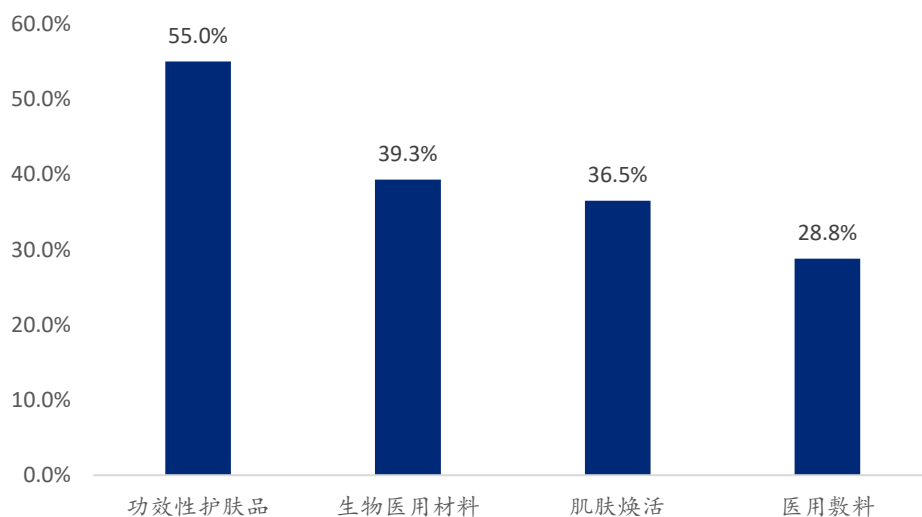
图表 13: 重组胶原蛋白市场各应用领域的收入占比, 2021



资料来源: 弗若斯特沙利文、浦银国际

在中国市场, 重组胶原蛋白在各领域的应用规模比透明质酸小, 并将随着渗透率的提升仍将保持快速增长。按照弗若斯特沙利文的预测, 重组胶原蛋白在功能性护肤品、医用敷料、生物医用材料以及肌肤焕活等应用领域 2022-2027 年的复合增长率分别将达到 55%、28.8%、39.3% 和 36.5%。

图表 14: 中国重组胶原蛋白应用领域市场 2022-2027E 复合增长率预测



E=弗若斯特沙利文预测; 资料来源: 弗若斯特沙利文、浦银国际

在下游市场应用空间快速增长的预期下, 重组胶原蛋白的应用场景也将拓宽, 带动中国胶原蛋白厂商也在快布局原料生产, 增加产量, 进一步带动市场规模的增长。

图表 15：头部胶原蛋白企业的产能扩张计划，1H23

项目名称		预计产能
创尔生物	医用活性胶原基地	7500 万片胶原贴敷料，200 万片胶原蛋白海绵，360 吨胶原蛋白原液产品，14.8 吨胶原冷敷贴，30.2 吨医用冷敷贴，3200 万片化妆品面膜类，637 吨化妆品膏霜乳液类
锦波生物	人胶原蛋白产业园	注射级重组胶原蛋白原料 200 千克，功能性护肤品 1300 万支、二类医疗器械 150 万支和三类医疗器械 300 万支
聚源生物	医疗器械产业园	1000 万片敷料，500 万支凝胶敷料，300 万瓶液体敷料
巨子生物	新工业园	500 万件保健食品、1 亿件医用敷料、肌肤焕活产品及生物医用材料

资料来源：公司资料、浦银国际

参照玻尿酸在下游产业中的广泛运用和成长轨迹，我们认为重组胶原蛋白凭借自身优异的生物特性、广泛的应用空间，进一步带动重组胶原蛋白市场规模的快速扩张。

重组胶原蛋白全产业链的领先军

巨子生物自 2000 年设立之初的定位就是重组胶原蛋白的研发、原料的生产以及下游产品的生产。并在 2022 年 11 月正式在港交所主板上市。

● 巨子生物发展历史

巨子生物的创始人范代娣博士在 2000 年成功开发了公司专有的重组胶原蛋白技术，并在 2005 年获得重组胶原蛋白领域的首个发明专利授权，为日后的终端产品产业化生产奠定研发和原料基础。

紧随着专利的落地，公司从 2005 年开始兴建自有工厂。2006 年一期工厂正式竣工，设计年产能为 1,683 万盒，正式进入批量生产的阶段。

时至今日，巨子生物的重组胶原蛋白产能是每年 10.88 吨，已是全球最大的重组胶原蛋白的生产企业之一。公司在 2023 年上半年新增了 2 条重组胶原蛋白生产线、2 条化妆品产线、1 条医疗器械产线，进一步扩张产能，提前为市场需求的扩展而布局。

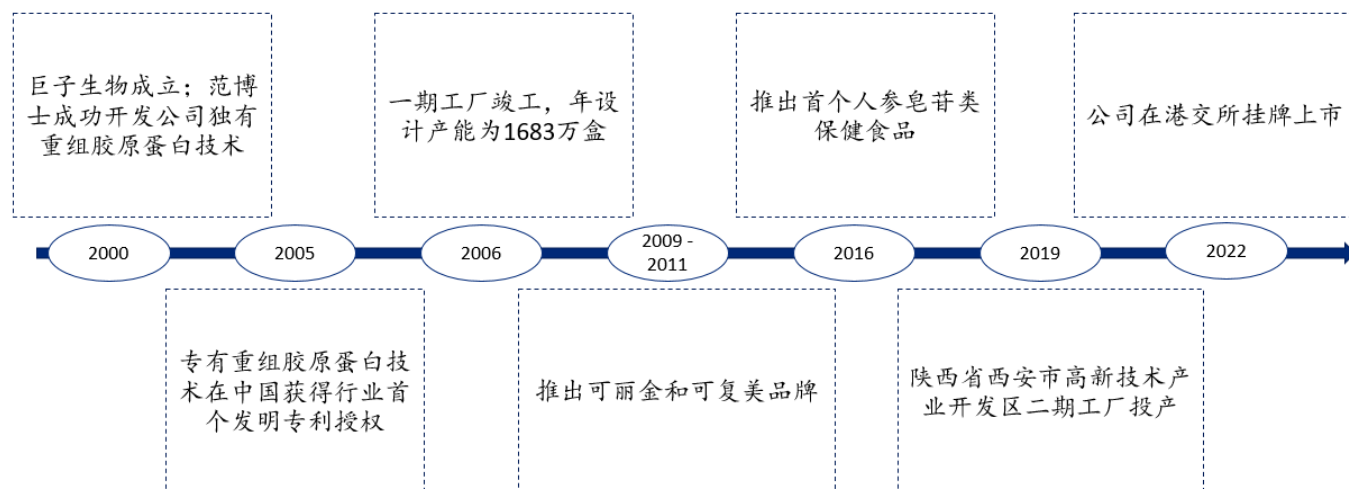
图表 16：重组胶原蛋白行业内的产能对比

公司名	原料类型	当前产能
创健医疗	重组胶原蛋白原料	2 吨
锦波生物	重组 III 型胶原蛋白	0.1 吨
聚源生物	重组胶原蛋白原料	2 吨
巨子生物	重组胶原蛋白原料	10.88 吨

资料来源：公司资料、浦银国际

在终端产品上，巨子生物分别在 2009 年和 2011 年推出了基于重组胶原蛋白成分的两大功能性护肤品品牌可丽金和可复美。以医用敷料业务为切入点，巨子生物通过医疗机构获得消费者的信赖、抢占消费者心智，随后又以功能性护肤品大力拓展大众消费市场。

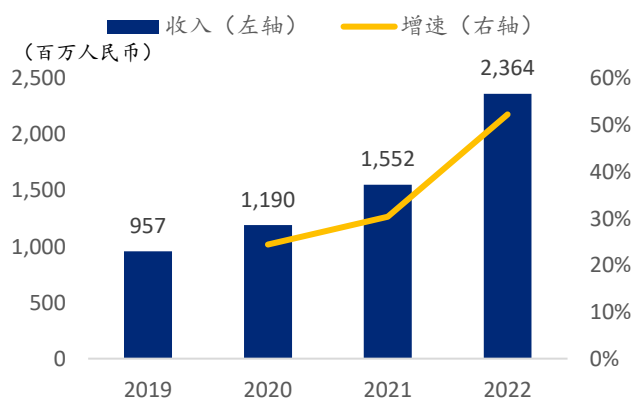
图表 17：巨子生物发展史



资料来源：巨子生物招股书、浦银国际整理

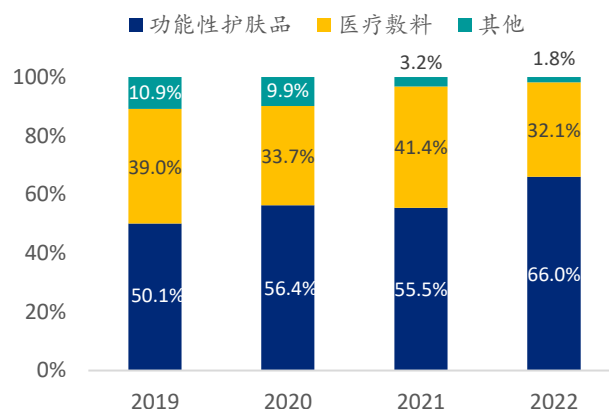
随着产品和品牌声量以及医疗机构渠道的成熟度日渐提升，巨子生物开始积极布局全渠道，抓住线上电商带动化妆品行业快速增长的热潮，推动巨子生物走向大众消费市场，驱动收入指数型增长。

图表 18：巨子生物收入及同比增速，2019-2022



资料来源：公司数据、浦银国际

图表 19：巨子生物各品类收入占比，2019-2022



资料来源：公司数据、浦银国际

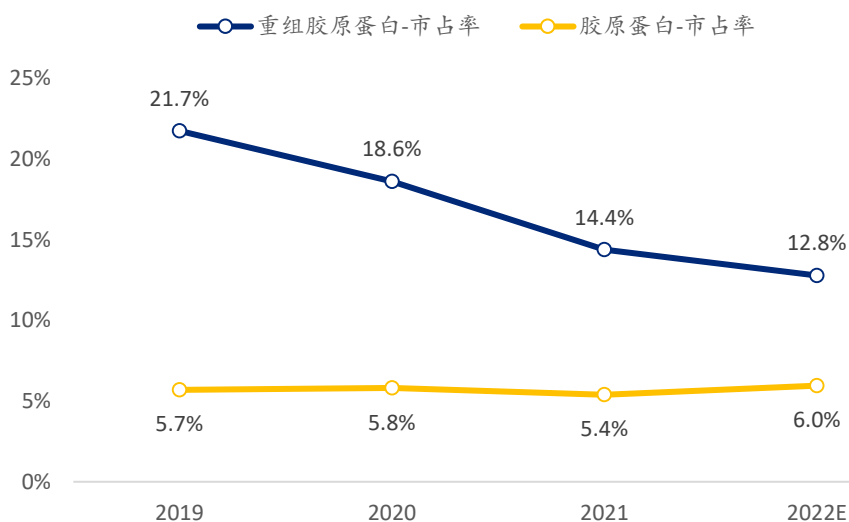
● 重组胶原蛋白领域的龙头

巨子生物凭借自身在重组胶原蛋白领域的研发优势、业务专营和一体化商业模式，迅速跻身行业领先的地位。

作为全球首家实现重组胶原蛋白护肤品量产的公司，巨子生物自 2019 年起连续三年是中国最大的胶原蛋白专业皮肤护理产品公司。

按零售额计算，在 2021 年，巨子生物在胶原蛋白以及重组胶原蛋白市场的市占率分别是 6% 和 12%，处于行业龙头地位。

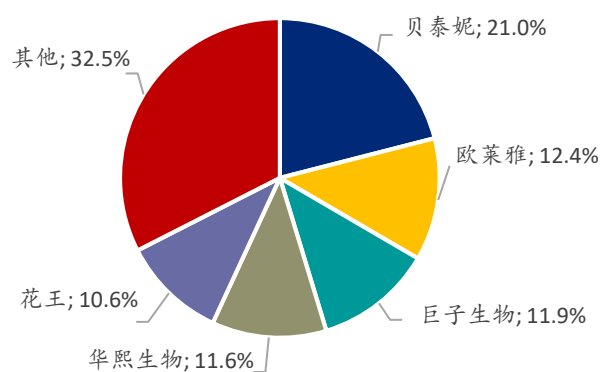
图表 20：巨子生物在胶原蛋白和重组胶原蛋白市场中的市占率



资料来源：弗若斯特沙利文、公司资料、浦银国际

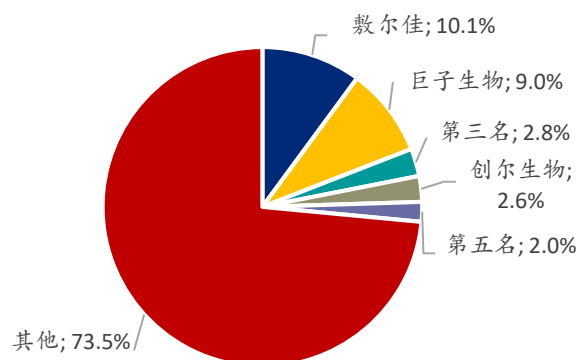
我们进一步深挖巨子生物当前所在细分赛道。根据弗若斯特沙利文数据，巨子生物在 2021 年是中国第三大的功能性护肤品企业和第二大的医用敷料企业。而且，巨子生物是这两个赛道中唯一一家以重组胶原蛋白为主要成分的公司。

图表 21：中国功能性护肤品公司市占率，2021



资料来源：弗若斯特沙利文、浦银国际

图表 22：中国医用敷料公司市占率，2021



资料来源：弗若斯特沙利文、浦银国际

双主力品牌助力企业向上

公司分别在 2009 年和 2011 年推出可丽金和可复美两个品牌，目前这两个品牌已经成长为公司的两大核心品牌。截至 2022 年，巨子生物共拥有 8 个品牌线以及 121 个 SKU，产品涉及医用、化妆品和健康食品等领域。

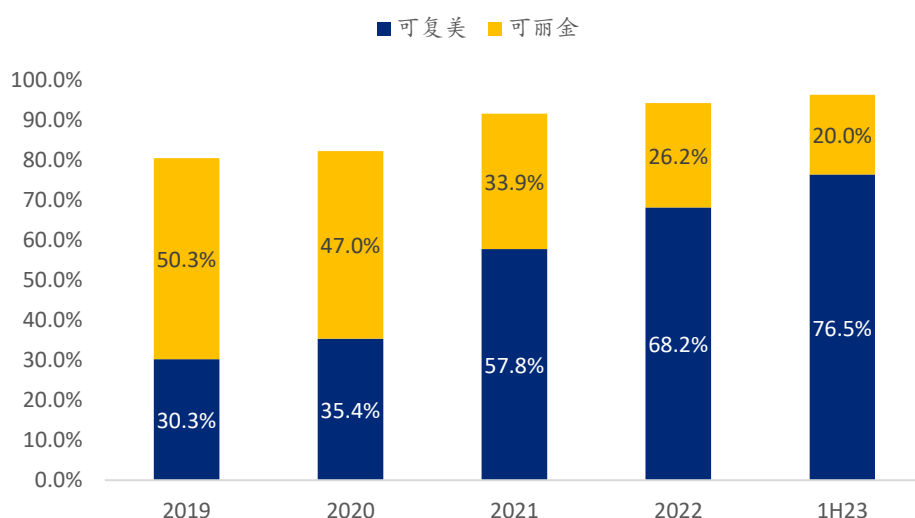
图表 23：巨子生物品牌矩阵



资料来源：巨子生物招股书、浦银国际整理

截至 2023 年上半年，可复美和可丽金两大品牌的收入比例分别为 76.5% 和 20%，两大品牌占比总和超过公司收入的 9 成，这也是由于公司将更多的资源向两大核心品牌倾斜所致。

图表 24：巨子生物可复美和可丽金的收入占整体收入比例，2019-1H23



资料来源：公司资料、浦银国际

● 可复美：从医用敷料到功能性护肤品的拓展

可复美是以医用敷料起家，是中国首款获得基于重组胶原蛋白原料的 II 类医疗器械注册的产品。在渠道上，可复美以线下医疗机构为主要渠道，获得专业背书，建立专业品牌形象。

利用医用敷料建立起的品牌势能，可复美的产品矩阵延伸到功效型护肤品。时至今日，可复美的定位是一个面向中高端市场的皮肤学级专业皮肤护理品牌。根据弗若斯特沙利文数据，按零售额计算可复美品牌已在 2021 年成为专业皮肤护理品牌市场内的第四名。

可复美品牌目前拥有 5 个系列，其中包含 1 个医用敷料系列以及 4 个功能性护肤品系列。功能性护肤品的产品定位也相对清晰，覆盖包括皮肤屏障修护、补水、祛痘和抗衰在内的主要皮肤护理需求。

图表 25：可复美产品系列矩阵

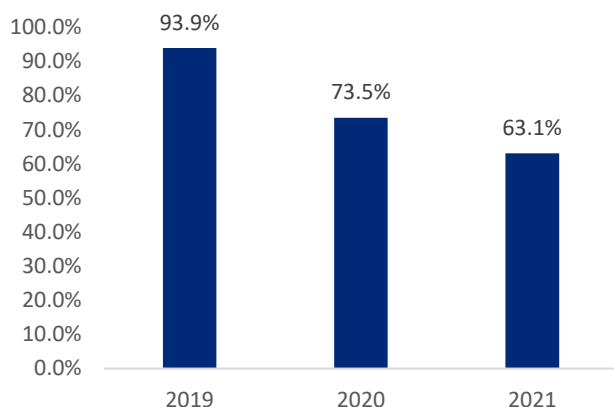


资料来源：巨子生物招股书、浦银国际整理

在功能性护肤品产品矩阵的扩张下，医用敷料的销售占可复美整体收入的比例从 2019 年的 93.9% 下降到 2021 年的 63.1% 水平。

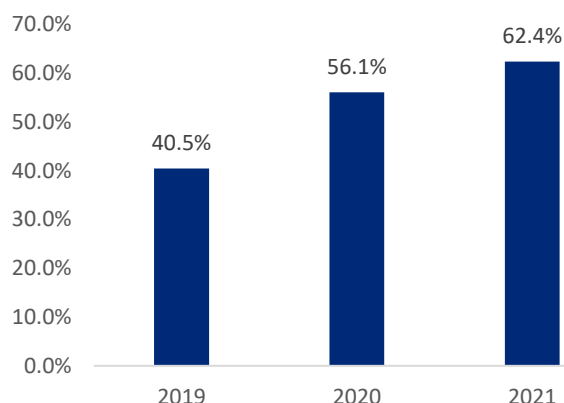
线上渠道的转型也带动着功能性护肤品的占比提升。凭借线下专业渠道积累的口碑，公司在线上电商红利的带动下，扩大客群进而提高销售额的转化。

图表 26：可复美医用敷料收入占比



资料来源：公司数据、浦银国际

图表 27：可复美线上渠道收入占比

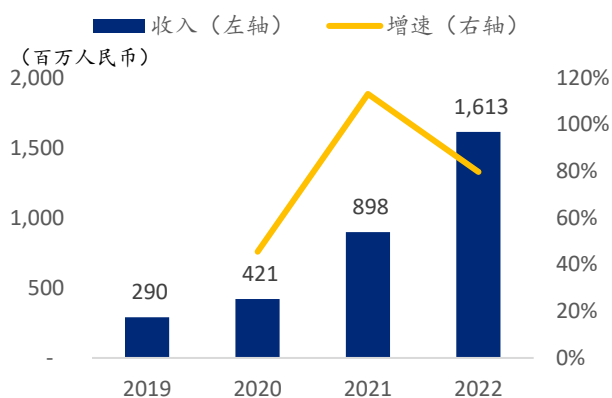


资料来源：公司数据、浦银国际

与很多国产化妆品企业一样，可复美践行大单品策略，以大单品提升连带率。除医用敷料外，巨子生物在 2021 年推出了胶原棒（胶原次抛）爆款单品，该单品在上市后快速放量。在 2023 年“双十一”期间，胶原棒 GMV 同比增长 200%以上。

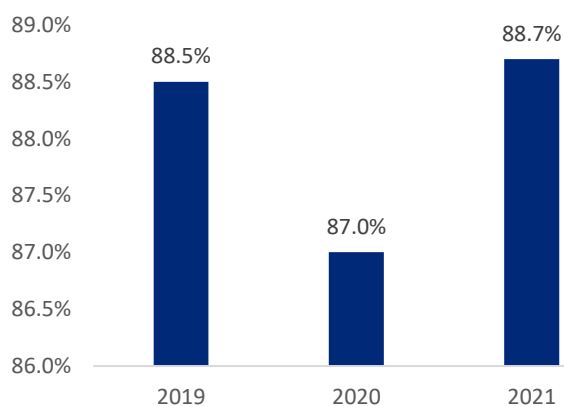
在产品拓展、品牌力增强、渠道转换的驱动下，可复美品牌收入保持高速增长，2019-2022 年的复合增长率达到 77%，毛利率在线上占比提升的助力下基本保持稳定。

图表 28：可复美品牌收入及增速，2019-2022



资料来源：公司数据、浦银国际

图表 29：可复美毛利率，2019-2021



资料来源：公司数据、浦银国际

● 可丽金：渠道转型中的中高端抗衰老品牌

可丽金是巨子生物最早推出的功能性护肤品品牌。品牌定位是中高端市场中的紧致抗皱的皮肤保养护肤品品牌。

可丽金的产品矩阵较为丰富，目前已拥有 7 个功能性护肤品系列，且各系列的定位较为清晰，其中包含主打日常护肤的健肤系列、面向敏感肌的舒缓系列、主打提亮的滢亮系列等。

图表 30：可丽金产品系列矩阵

系列名	健肤系列	赋能系列	滢亮系列	活元系列
功效	为从日常护肤而设计，适合所有皮肤类型	为成熟肌肤设计	主打改善暗沉，恢复健康色泽	为年轻皮肤提供日常护理产品
明星单品	类人胶原蛋白健肤喷雾 	赋能珍萃紧致驻颜面膜 	胶原蛋白原液 	

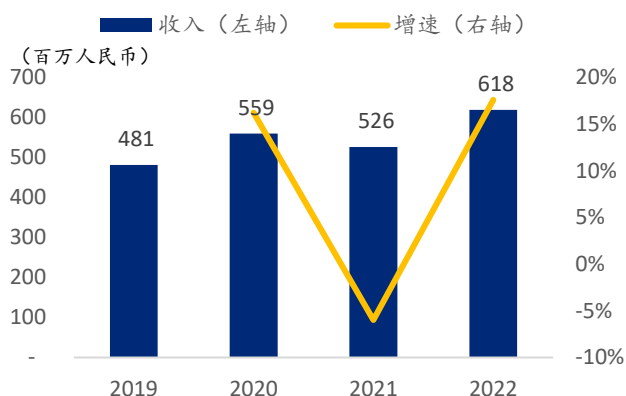
系列名	男士系列	安护系列	睿芽系列
功效	为男士日常护肤设计	为敏感皮肤提供全面护理	专为婴幼儿的日常护肤设计
明星单品			

资料来源：巨子生物官网、浦银国际整理

2022 年公司推出赋能紧致系列产品，近期该系列已成为公司的主推系列。系列中的 Human-like 重组胶原蛋白次抛精华（嘭嘭次抛）成为主打产品，获得消费者的喜爱。

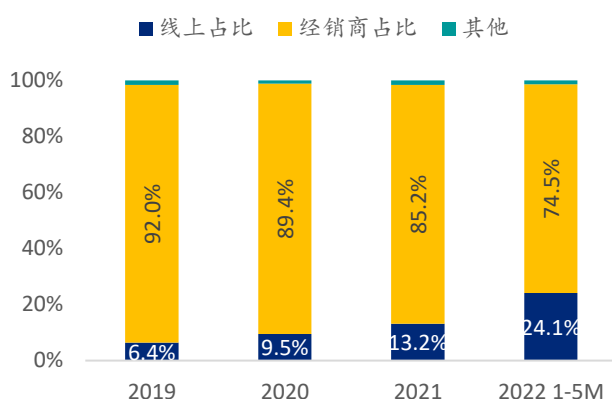
在渠道上，可丽金最初通过经销渠道向大众和医疗机构进行销售，毛利率水平较低。近年来，可丽金开始进行渠道转型，逐步提高线上直销的占比。我们认为，随着线上销售占比的提升，可丽金的收入和毛利率有望具有较大的提升空间。

图表 31：可丽金品牌收入及增速，2019-2022



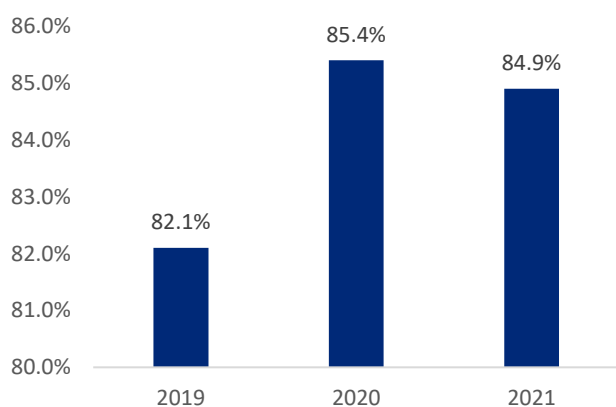
资料来源：公司数据、浦银国际

图表 32：可丽金渠道收入分布，2019-5M22



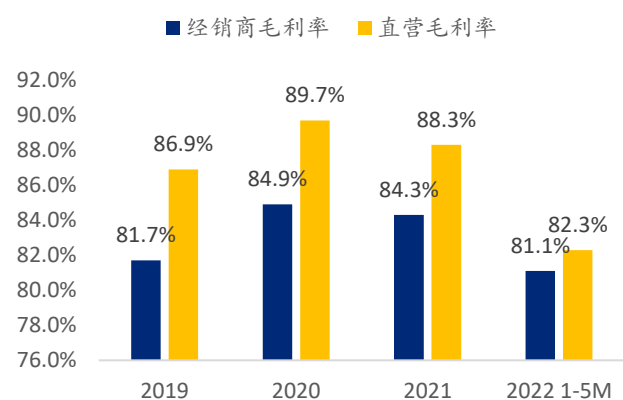
资料来源：公司数据、浦银国际

图表 33：可丽金毛利率，2019-2021



资料来源：公司数据、浦银国际

图表 34：可丽金渠道毛利率，2019-5M22



资料来源：公司数据、浦银国际

头部企业的竞争力

作为重组胶原蛋白商业化应用的领军者，公司在研发、下游产业布局、营销手段和渠道布局等方面的优势，巩固了公司在行业中的竞争力。

● 研发上的先行优势

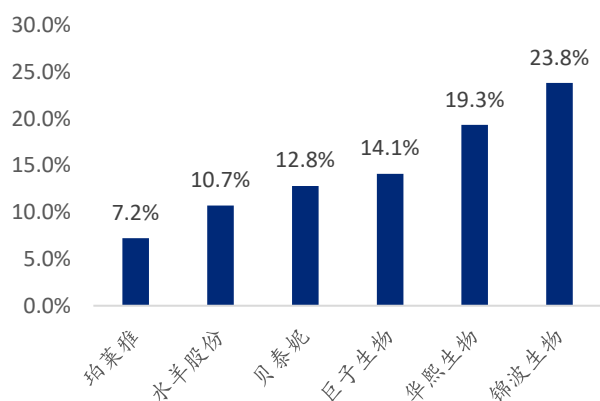
巨子生物创始人范代娣博士于 1999 年在西北大学建立研发项目并在 2000 年成功开发重组胶原蛋白技术，自此在业内建立起公信力和专业性。

(1) 高校学术研发背景和先发优势

公司以研发起家，公司研发团队人员配比高且实力雄厚。2022 年公司的研发人员占整体公司员工比例 14.1%，在功能性护肤品行业内处于较高水平。

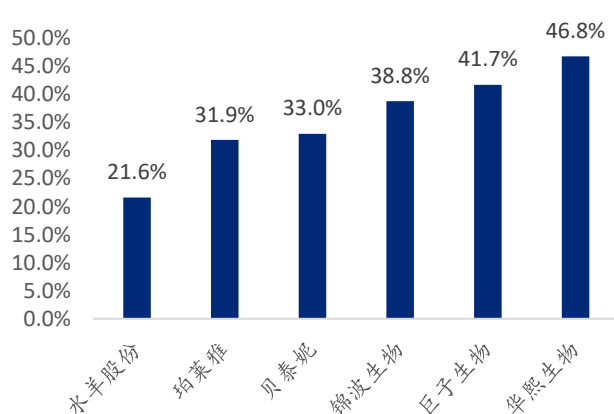
从人员资质上来看，公司的研发团队均具有生物、化学等相关学科的教育背景和在医药或化妆品公司的研发工作经验，且硕士及以上学历研发人员占比，在行业中也处于较高水平。高级管理层方面，公司当前分管研发的范代娣和段志广，均在中国西北大学化工学院任职。

图表 35：研发人员占公司整体员工比例，2022



资料来源：公司数据、浦银国际

图表 36：硕士及以上学历研发人员比例，2022



资料来源：公司数据、浦银国际

公司与医疗和学术机构的合作研发项目中是高质量的研发的体现。巨子生物与西北大学一同建立合成生物平台，在中国西北大学的人才和研发能力的支持下，进行理论和基础研究，并由巨子生物进行商业化应用及量产技术的研发。截至 2022 年 5 月，公司与西北大学共拥有 8 项联合研究项目的专利。

(2) 研发优势打造丰富分子库

公司的胶原蛋白分子数量在业内领先，也是目前行业中唯一可以生产所有全长型胶原蛋白的公司。目前公司的重组胶原蛋白分子库中共拥有 30 多种分子储备，含 3 种全长型（I 型-III 型人胶原蛋白）、20 余种功能强化型重组胶原蛋白以及 5 种重组胶原蛋白功效片段。

图表 37：胶原蛋白领域可制造的胶原蛋白种类

公司名	类型
巨子生物	3 种全长型（重组 I 型、II 型、III 型人胶原蛋白）、25 种强化型重组胶原蛋白、5 种重组胶原蛋白功效片段
锦波生物	重组 III 型人胶原蛋白
创健医疗	重组 I 型、II 型、III 型、XVII 型人胶原蛋白
江山聚源	重组 I 型、III 型人胶原蛋白

资料来源：公司资料、浦银国际整理

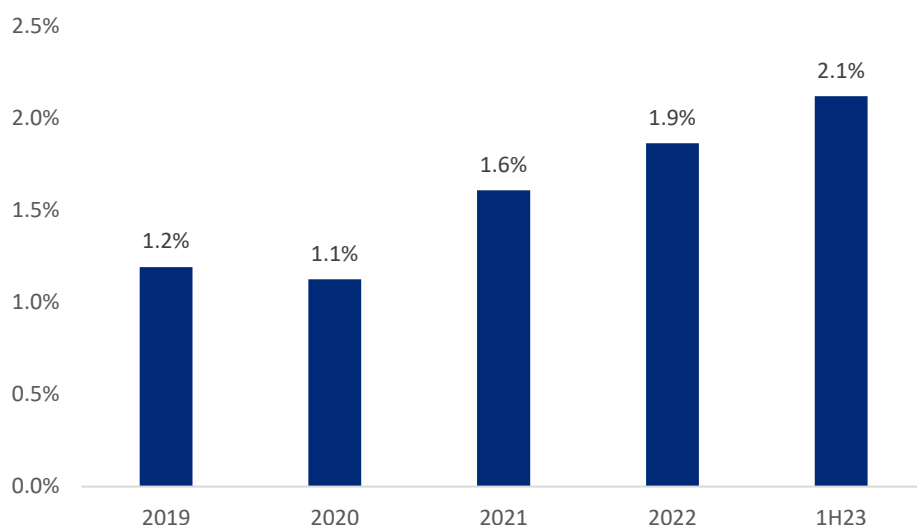
在此基础上，巨子生物依托重组 I 型、III 型人胶原蛋白、重组类人胶原蛋白以及小分子重组胶原蛋白肽 4 种主要重组胶原蛋白，来研发具有皮肤修护、抗老等多种功效的产品。

除重组胶原蛋白外，巨子生物与中国西北大学一同研发人参皂苷活性成分，并获得 14 项注册专利和 11 项申请中专利，并将成果应用到含人参皂苷成分的功能性护肤品和食品中。人参皂苷具有抗肿瘤、降血糖和降血脂的功效，因此被广泛应用到健康产品和药物中。按照弗若斯特沙利文的估算，中国人参皂苷市场规模有望由 2021 年 6.5 亿元，按年增长 16.1% 至 2027 年的 15.6 亿元。

基于以上研发突破，公司截至 2022 年末共拥有 121 项 SKU 和 127 项在研项目。公司研发费用的占比仅为 2%，处于行业内较低水平。

我们认为，虽然巨子生物研发费用比例较低，但公司手握核心技术，具有一定的技术壁垒。且根据公司招股说明书，公司上市后有 5,850 万元的所得款会用于研发投入；根据公告，公司 1H23 的研发费用率微升至 2.1%。我们相信，公司研发费用的提升将带动公司产品线的进一步扩大和品类的丰富。

图表 38：巨子生物研发费用率，2019-1H23



资料来源：公司资料、浦银国际整理

● 从一体化运营到全领域布局

胶原蛋白主要应用在功能性护肤品、医用敷料、医疗器械以及功能性食品领域。虽然在胶原蛋白市场中，主流企业均采用一体化运营模式布局上下游，但市场中仅少数的上市公司已经进行全领域布局（上下游及下游各产业）。

图表 39：重组胶原蛋白行业的赛道布局

公司名	功能性护肤品	医用敷料	肌肤焕活	生物医用材料	食品
巨子生物	√	√	√	√	√
创尔生物	√	√		√	
锦波生物	√		√	√	√
丸美	√				
创健医疗	√	√			

资料来源：公司资料、浦银国际整理

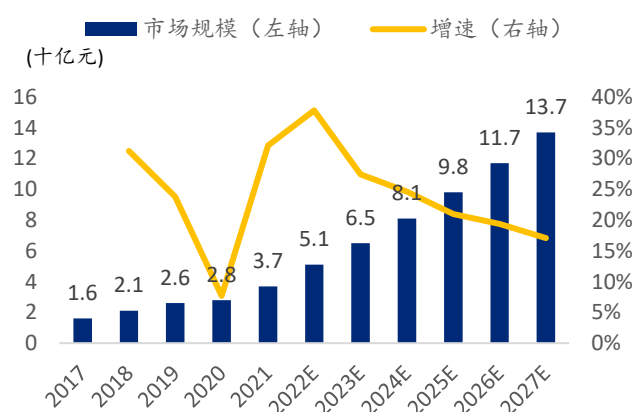
巨子生物在 I 型 - III 型重组胶原蛋白的产能在行业内首屈一指，为公司在功能性护肤品以及医用敷料产品的生产提供保障，也是公司业务线拓展的基础。

市场期待胶原蛋白可以参照玻尿酸的成长路径，在医美、功能性护肤品、医疗、食品等方面均衡发展。其中，医美（肌肤焕活）则是各家机构希望可以抢占市场的赛道。

但是，动物源胶原蛋白由于排异、安全性等原因，较少被运用在医美项目中。截至 2021 年，胶原蛋白仅占整体肌肤焕活市场零售额的 0.9%。

随着重组胶原蛋白的出现，成本的下降以及安全性的提升让胶原蛋白重回到医美赛道。弗若斯特沙利文预测，截至 2021 年，胶原蛋白肌肤焕活市场规模为 37 亿元（其中重组胶原蛋白市场规模仅为 4 亿元），2027 年会按年提升 22%至 137 亿元，整体占比提升至 10.9%，其中重组胶原蛋白市场规模会提升到 121 亿元，5 年复合增长率为 36%。

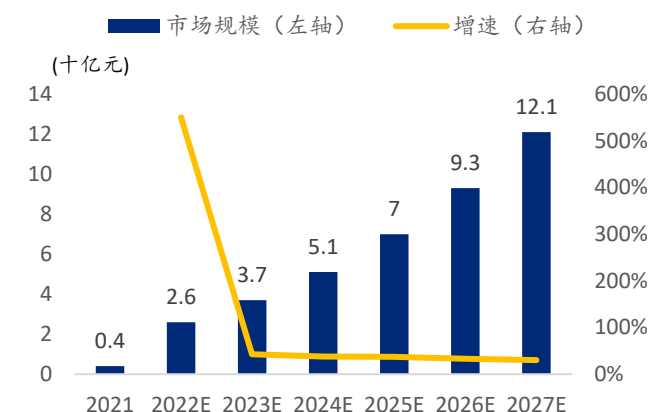
图表 40：胶原蛋白肌肤焕活市场规模及增速，2017-2027E



E=弗若斯特沙利文预测；

资料来源：弗若斯特沙利文、浦银国际

图表 41：重组胶原蛋白肌肤焕活市场规模及增速，2017-2027E



E=弗若斯特沙利文预测；

资料来源：弗若斯特沙利文、浦银国际

截至 2023 年 11 月，目前中国市场上获得国家药监局颁发三类医疗器械注册证的胶原蛋白企业仅有 4 个，市场尚未完全开发，因此巨子生物这样重组胶原蛋白领域的龙头，有较强的竞争优势。

巨子生物预计在 2024 年和 2025 年分别上市两款肌肤焕活类产品，覆盖填充和肤质改善两大类，正式踏足医美领域。

图表 42：重组胶原蛋白医美厂商及产品介绍

厂商	产品名	价格（人民币）	功效
双美	肤柔美	5160-9600	纠正额部动力性皱纹
	肤丽美	8800-13800	纠正鼻唇沟重力性皱纹
	肤丽原		面部皮肤缺陷矫正，皱纹填补
长春博泰	弗缦	6800-8800	美白，去纹紧致
荷兰汉福	爱贝芙	13800-16800	纠正鼻唇沟纹
锦波生物	薇旖美	6800	补充流失的婴儿胶原、改善敏感肌
巨子生物	重组胶原蛋白液体制剂 (预计 2024 年上市)		针对面部皮肤焕活
	重组胶原蛋白固体制剂 (预计 2024 年上市)		针对面部皱纹，如抬头纹、鱼尾纹
	重组胶原蛋白凝胶 (预计 2025 年上市)		针对中度、重度颈纹
	交流重组胶原蛋白凝胶 (预计 2025 年上市)		针对中度、重度法令纹

资料来源：公司资料、新氧、浦银国际整理

我们认为，重组胶原蛋白可复制玻尿酸的道路，以填充和皮肤护理为切入口进入医美市场，并可以凭借其自身更好的修护能力，实现更好的增长性。

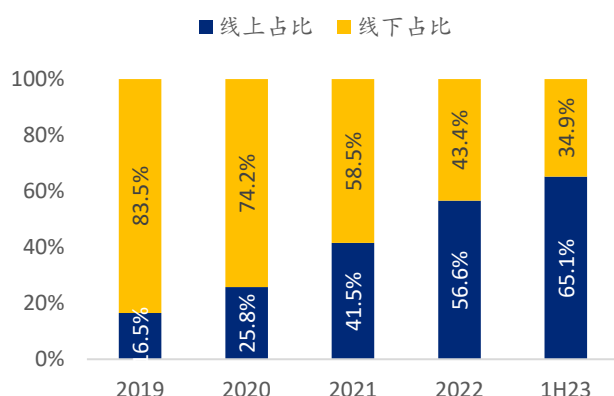
巨子生物也将在尚未完全竞争的胶原蛋白医美领域，快速抢占市场份额。且医美类产品的毛利率水平通常相较功能性护肤品更高，因此将会对巨子生物整体毛利率有一定的拉升。

● 线上线下载全渠道销售

巨子生物的渠道建设起步于医疗机构，线下渠道一向是公司最稳固的基本盘。截至 2023 年 6 月末，巨子生物共布局了约 1400 家公立医院、2200 家私立医院、500 个连锁药房以及 400 家连锁美妆店，获得了专业机构的背书和信赖。线上和线下的销售比例分别是 65.1%和 34.9%。

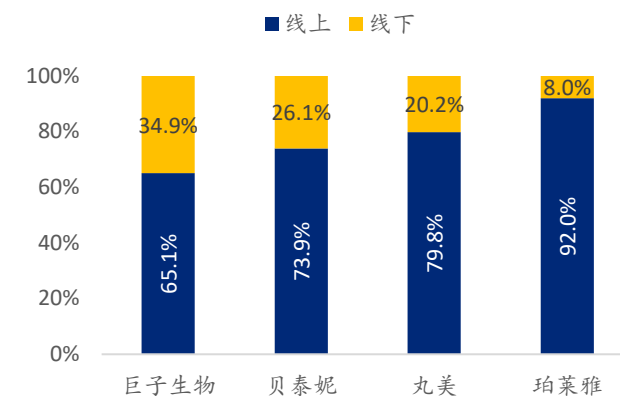
在互联网销售和营销的热潮中，公司也开始面向大众渠道，通过与超头主播合作、KOL 营销等方式进行线上营销，在天猫、抖音等平台建立直营店铺。但相较同业，巨子生物在线上销售的比例仍处于较低水平。

图表 43：巨子生物线上、线下渠道占比，2019-1H23



资料来源：公司数据、浦银国际

图表 44：各化妆品企业渠道占比，1H23



资料来源：公司数据、浦银国际

巨子生物的线上渠道转型仍在进行中。而随着线上销售占比的提升，公司毛利率也有提升的空间。虽然在线上渠道转型过程中线上营销费用率也会提升，但是我们认为线上的营销费用率将随着巨子生物的品牌声量和销售规模提升后逐步下降。

公司也表示巨子生物的线下渠道占比仍将保持一定规模，主要是因为其医用敷料产品是公司主要的产品线之一，以及未来将大力推广的医美注射业务也会以线下为销售渠道。因此，我们认为巨子生物的线上业务占比。虽然仍将提升，但仍将维持在 70%-80% 水平，使渠道布局较为均衡。

我们观察到，在后疫情时代，线下客流的恢复、线上渠道营销投入产出比下降以及线上渠道竞争的加剧，都令化妆品品牌更加重视线下渠道布局。巨子生物线下布局的优势也有助于公司分散渠道集中度过高的风险。

● 专业形象营销助力品牌力的塑造

在功能护肤品行业中，塑造品牌和产品的专业性在品牌宣传中是必不可少的一步。

化妆品企业在线上与超头主播、测评博主合作的营销方式已经成为既定营销模式。为打造专业的品牌形象，公司也在学术和医疗专业背书上下足功夫：

- 1) 巨子生物在线下渠道的布局让它可以通过医疗机构或是皮肤学领域专家的认可和推荐，获得医学领域的背书来吸引追求功效的消费者，打造品牌专业化形象。
- 2) 公司在线上、线下渠道中开展皮肤科知识科普和圆桌讨论的营销活动，在更广的平台上打造巨子生物专业皮肤学科产品形象。
- 3) 此外，公司定期参与中国医师协会主办的顶尖学术会议和皮肤病学研讨会，分享巨子生物的学术发现和研发成果，同时也与学术、医药、医疗机构等建立良好的关系。

图表 45：巨子生物在微博上进行皮肤科知识科普



资料来源：可复美官微、浦银国际

图表 46：巨子生物参与 2023 世界美容抗衰老大会



资料来源：AMWC China、浦银国际

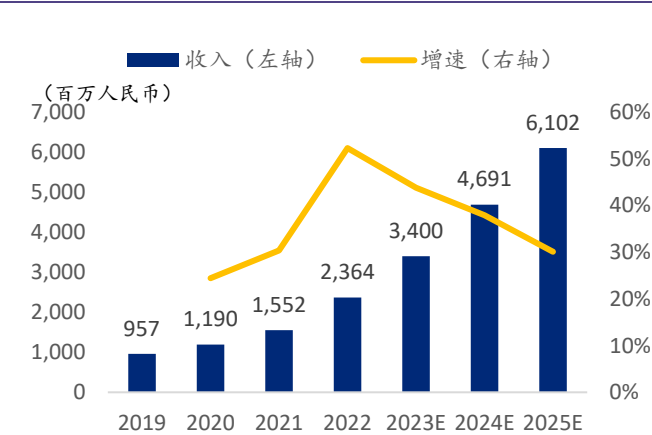
我们认为，专业机构和皮肤学科医生的推荐，举办皮肤学相关活动，参与学术会议，这些举措都让消费者更加直接地将巨子生物品牌和皮肤学的专业性联系在一起，有助于巨子生物塑造长期品牌力。

盈利预测

(1) 收入

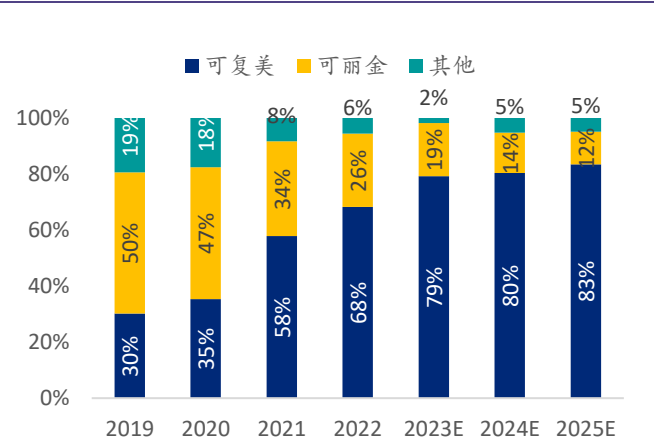
近年来，可复美在线上渠道的优质表现带动巨子生物收入快速增长。我们认为可复美品牌仍将在 2024-2025E 保持快速增长，但可丽金品牌的渠道调整的成效仍有待观察。同时，2024-2025 年公司预计将推出 4 款医美产品，将有助于带动收入的进一步提升。

图表 47：巨子生物收入与同比增速，2019-2025E



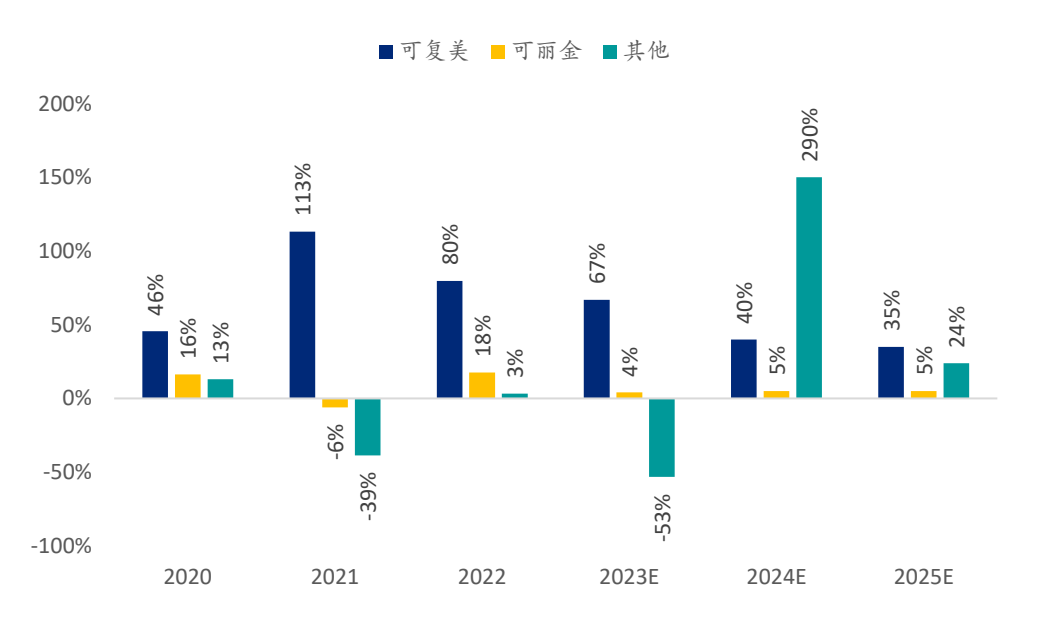
E=浦银国际预测；资料来源：公司数据、浦银国际

图表 48：巨子生物旗下可复美、可丽美及其他收入占比，2019-2025E



E=浦银国际预测；资料来源：公司数据、浦银国际

图表 49：巨子生物各品牌的收入增速，2019-2025E

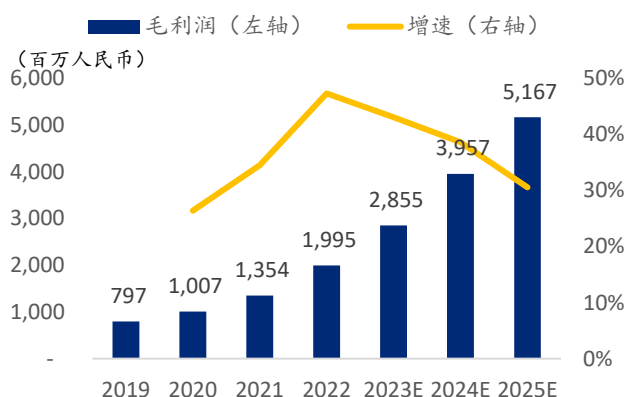


E=浦银国际预测；资料来源：公司数据、浦银国际

(2) 利润率

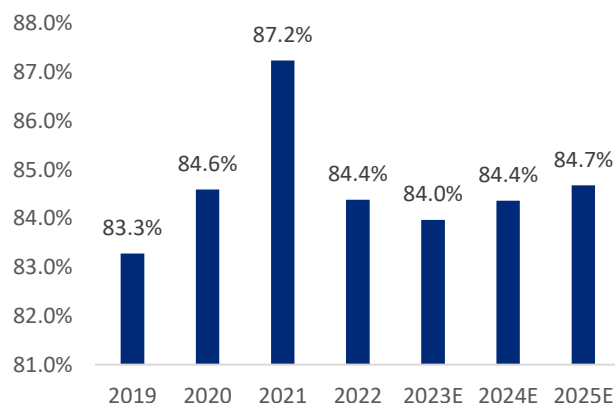
虽然 2023 年公司线上渠道转型以及行业竞争加剧导致公司毛利率下降，我们认为在巨子生物渠道进一步向线上转型和增加医美产品的过程中，2025 年巨子生物的毛利率水平将会进一步提升至 84.7%。

图表 50：巨子生物毛利与同比增速，2019-2025E



E=浦银国际预测；资料来源：公司数据、浦银国际

图表 51：巨子生物毛利率，2019-2025E

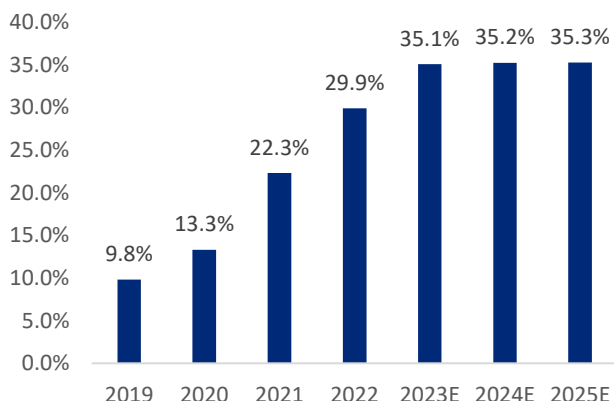


E=浦银国际预测；资料来源：公司数据、浦银国际

我们预计 2023 年巨子生物销售费用率因线上渠道的销售占比提升而大幅增长至 35.1%，但随着渠道转型的完成，我们认为公司的销售费用率将逐渐稳定。

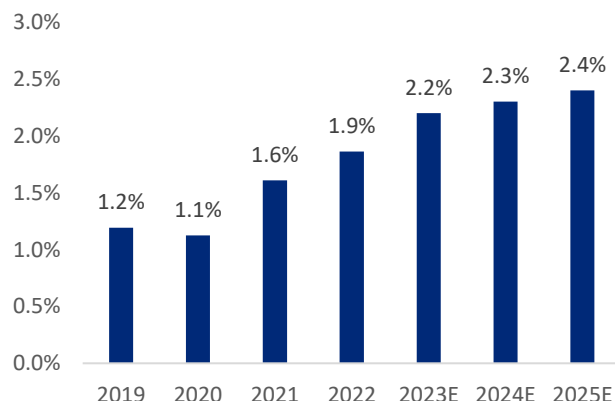
同时，在公司募资支持的影响下，研发投入将会增加，公司的研发费用率也将会逐年提升至 2025 年的 2.4%。

图表 52：巨子生物销售费用率，2019-2025E



E=浦银国际预测；资料来源：公司数据、浦银国际

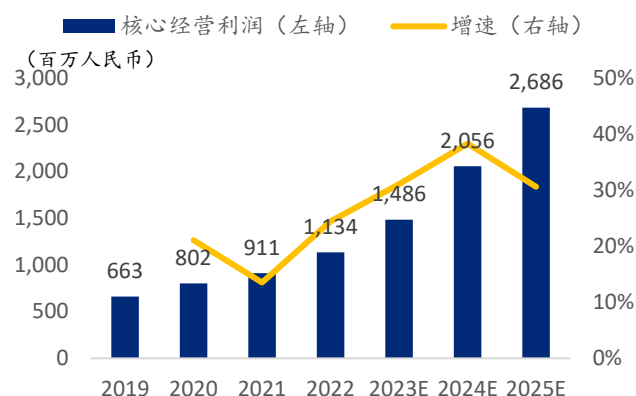
图表 53：巨子生物研发费用率，2019-2025E



E=浦银国际预测；资料来源：公司数据、浦银国际

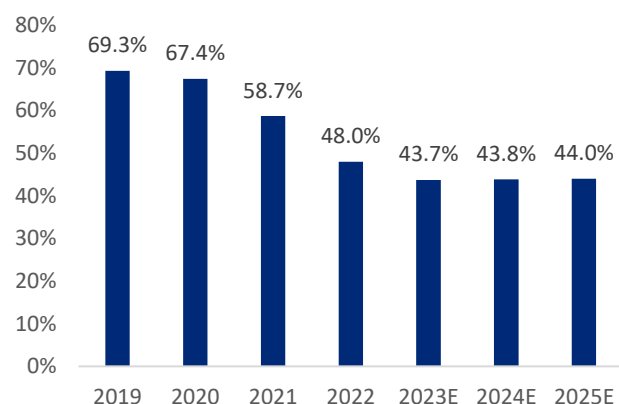
综上，巨子生物的核心经营利润率虽然在 2023 年因毛利率下降影响而下跌至 43.7%，但 2023 年后将逐年回升。

图表 54：巨子生物核心经营利润与同比增速，2019-2025E



E=浦银国际预测；资料来源：公司数据、浦银国际

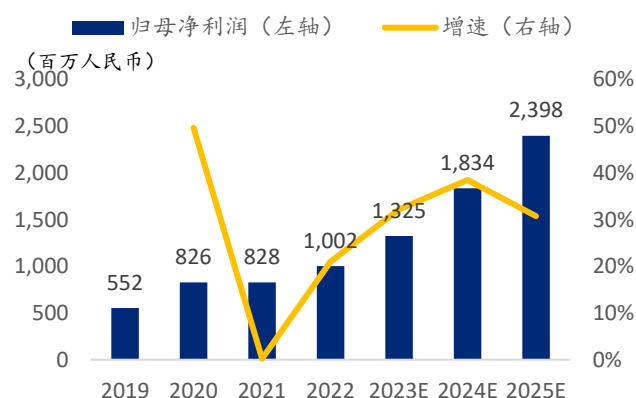
图表 55：巨子生物核心经营利润率，2019-2025E



E=浦银国际预测；资料来源：公司数据、浦银国际

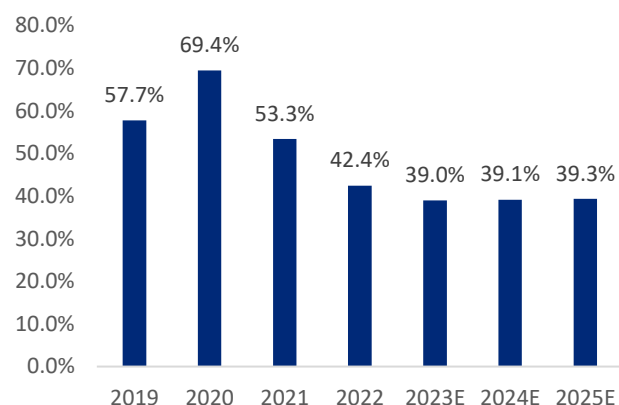
(3) 净利润与净资产回报

图表 56：巨子生物核心净利润与同比增速，2019-2025E



E=浦银国际预测；资料来源：公司数据、浦银国际

图表 57：巨子生物核心净利率，2019-2025E



E=浦银国际预测；资料来源：公司数据、浦银国际

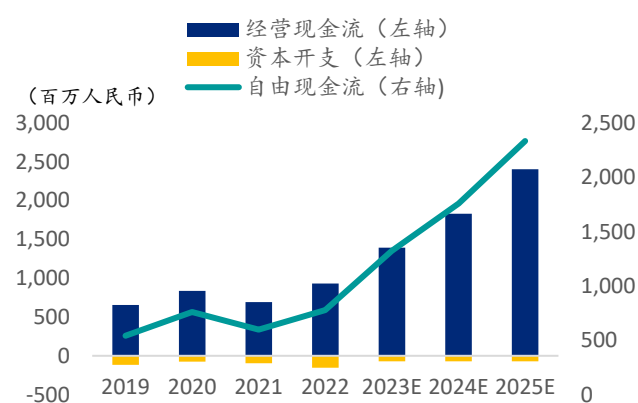
图表 58：杜邦净资产收益率（ROE）分析

	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
毛利率	83.3%	84.6%	87.2%	84.4%	84.0%	84.4%	84.7%
销售、管理费用率	14.1%	3.9%	25.2%	35.1%	38.4%	38.6%	38.8%
EBIT 利润率	69.2%	80.7%	62.1%	49.3%	45.6%	45.7%	45.9%
税前利润/EBIT	1.02	1.01	1.01	1.01	100.4%	100.5%	100.6%
净利润/税前利润	85.0%	84.9%	85.1%	85.0%	85.0%	85.0%	85.0%
归母净利润/净利润 率（少数股东前）	96.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
归母净利润率	57.7%	69.4%	53.3%	42.4%	39.0%	39.1%	39.3%
资产周转率	53.2%	53.5%	29.5%	42.9%	87.9%	84.2%	78.2%
财务杠杆	1.56	2.76	7.14	2.86	1.11	1.10	1.09
ROE	48.0%	102.7%	112.3%	52.0%	37.9%	36.1%	33.3%

资料来源：公司数据，浦银国际

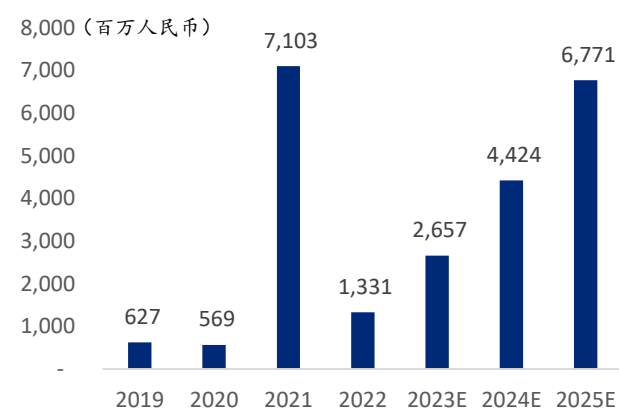
(4) 资产负债表与现金流

图表 59：巨子生物经营现金流、资本开支与自由现金流



E=浦银国际预测；资料来源：公司数据、浦银国际

图表 60：巨子生物的净现金，2019-2025E



E=浦银国际预测；资料来源：公司数据、浦银国际

目标价与估值

充分考虑到重组胶原蛋白市场的潜力，以及巨子生物作为该领域龙头的优势和其未来的业务线的持续拓展的空间带来业绩增长的确定性。在考虑到港股较 A 股市场估值 25% 的折价后，我们用 21x 2024E PE（相较珀莱雅 40% 的折价，其中包含 25% 的市场估值折价以及 20% 的公司估值折价），得到目标价 43 港元，相比当前股价有 30.7% 上升空间。

图表 61：SPDBI 目标价：巨子生物 (2367.HK)



资料来源：Bloomberg、浦银国际

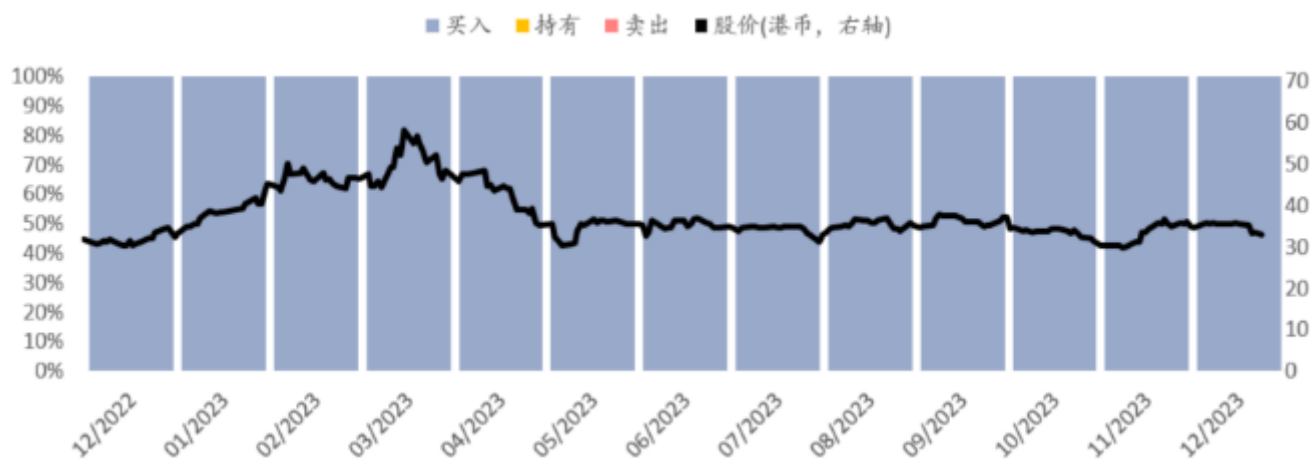
风险提示

巨子生物股价可能面对的下行风险包括：

- (1) 整体化妆品行业需求继续放缓；
- (2) 胶原蛋白行业竞争大于预期；
- (3) 新品推出不及预期；
- (4) 线上渠道转型不及预期。

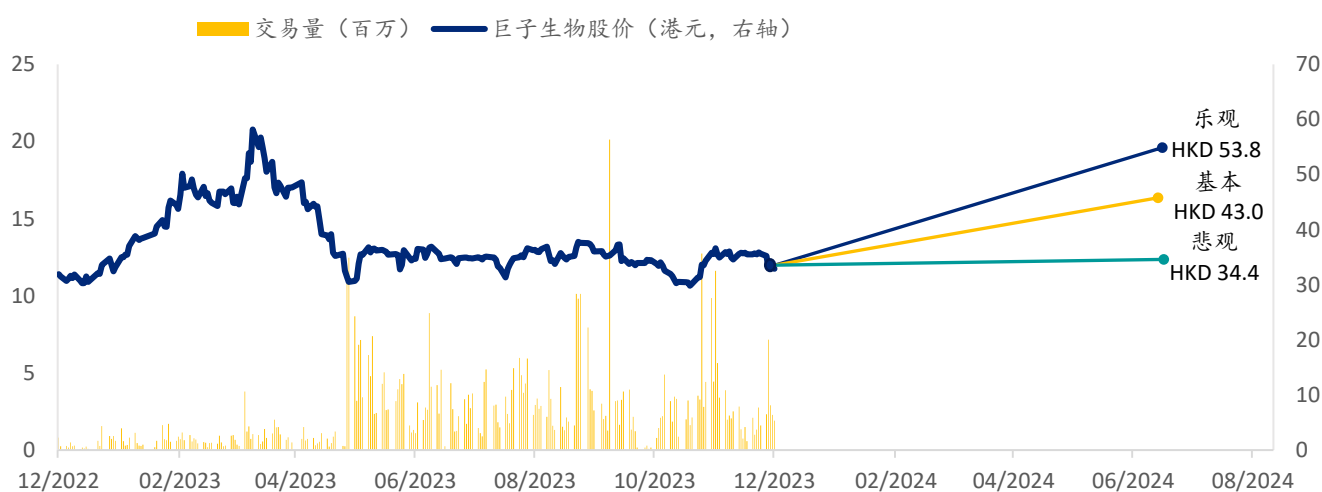
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 62：巨子生物 (2367.HK) 市场普遍预期



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 63：巨子生物 (2367.HK) SPDBI 情景假设



乐观情景：公司收入增长好于预期

目标价：53.8 港元

概率：25%

- 2024 年可复美收入增长超 60%；
- 2024 年公司毛利率水平同比提升 80bps；
- 2024 年销售费用率同比下降 20bps。

悲观情景：公司收入增长不及预期

目标价：34.4 港元

概率：20%

- 2024 年可复美收入增长不及 40%；
- 2024 年公司毛利率水平同比提升 20bps；
- 2024 年销售费用率同比提升 40bps。

资料来源：浦银国际

公司背景

● 公司介绍

巨子生物成立于 2000 年，是一家基于生物活性成分的专业皮肤护理行业的先行者和领军人，致力于将技术从实验室带入生活。公司在 2022 年 11 月成功在港交所挂牌（2367.HK）。

公司旗下拥有“可复美”、“可丽金”、“可预”、“可痕”、“可复平”、“利妍”、“欣苷”、“参苷”共 8 个品牌。品类包括功效性护肤品、医疗器械、功能性食品以及特殊医用食品三大产品方向。

公司是世界首个成功研发重组胶原蛋白护肤品并实现产业化的企业。截至 2023 年 6 月巨子生物拥有包含重组胶原蛋白和稀有人参皂苷在内的共 86 项专利和专利申请。

巨子生物践行核心单品策略，以可复美和可丽金为两个主品牌。其中，可复美以重组胶原蛋白医疗敷料为出发点逐渐丰富产品矩阵至功能性护肤品，而可丽金主打中高端抗衰功能性护肤品。

财务方面，公司 2023 年上半年收入人民币 16.1 亿元，其中可复美和可丽金两品牌收入分别占公司总收入的 76.4%及 20.0%；功能性护肤品和医用敷料的收入占比分别是 74.5%和 24.8%。2023 年上半年公司归母净利润为 6.7 亿元，归母净利润率为 41.5%。

● 前十大股东

图表 64：巨子生物主要股东

	主要股东	占比 (%)
1	Juzi Holding	58.4
2	GBEBT Holding	1.91
3	Vanguard Group	1.51
4	Fullgoal Fund Management	1.08
5	Rosefinch Fund Management	0.92
6	E Fund Management	0.72
7	GF Fund Management	0.40
8	Harvest Fund Management	0.34
9	Invesco	0.32
10	Lemanik Asset Management	0.29

*截至 2023 年 11 月 20 日

资料来源：Bloomberg、浦银国际

● 公司历史

图表 65：巨子生物发展里程碑

时间	里程碑
2000 年	范博士与其团队成功开发了专有的重组胶原蛋白技术，西安巨子生物注册成立
2005 年	专有重组胶原蛋白技术在中国获得行业内首个发明专利授权
2006 年	2005 年 11 月开工的一期工厂竣工，建筑面积约为 3,450 平方米，设计年产能为 16,830,000 盒
2009 年	推出了首款品牌可丽金，一款中高端多功能的功效性皮肤护理品牌
2011 年	推出了可复美品牌，一款皮肤科级别专业皮肤护理品牌
2013 年	研发项目“类人胶原蛋白生物材料的创制及应用”，其专利和衍生的技术已应用于重组胶原蛋白护肤产品，获国务院颁发的国家技术发明奖二等奖
2016 年	专利“一种类人胶原蛋白及其生产方法”获国家知识产权局及世界知识产权组织颁发的中国专利金奖，该技术已应用于重组胶原蛋白护肤产品
2019 年	陕西省西安市高新技术产业开发区、建筑面积约 30,000 平方米的二期工厂投入生产
2021 年	成为了首家被纳入国家皮肤与免疫疾病临床医学研究中心进行皮肤科研发合作的企业
2022 年	成功在港交所挂牌上市

资料来源：公司资料、浦银国际

● 公司管理层

图表 66：巨子生物公司管理层

姓名	职位	履历
严建亚	董事会主席、首席执行官	严先生于 2000 年 5 月创立巨子生物。其为巨子生物若干运营附属公司（包括西安巨子生物及陕西巨子生物技术）的董事及总经理。严先生于 1988 年 7 月于中国西北大学获得化学工程学士学位。 严先生为(i)公司首席科学官范代娣博士的配偶，(ii)公司联席公司秘书兼董事会秘书严钰博女士的父亲，及(iii)公司高级副总裁严亚娟女士的胞兄。
叶娟	执行董事、高级副总裁	叶女士于生物技术及技术工程行业拥有约 20 年的经验。加入集团之前，叶女士自 1993 年 7 月至 2003 年 5 月在中国建设银行股份有限公司风险管理部工作。随后，自 2003 年 7 月至 2010 年 2 月先后分别担任西安达威（美国）通信设备有限公司副总经理及董事会秘书。自 2010 年 4 月至 2015 年 12 月，于西安威尔罗根能源科技有限公司担任董事会秘书。其于 2016 年 4 月加入巨子生物，担任西安巨子生物的副总经理，并自 2020 年 5 月起担任董事。叶女士于 2002 年 7 月获得中国西北工业大学法学学士学位。
方娟	执行董事、高级副总裁	方女士于生物技术行业拥有逾 20 年经验。其于 2000 年 12 月加入巨子生物，担任西安巨子生物经理，并分别自 2003 年 12 月及 2020 年 5 月起担任其副总经理及董事。方女士于 1995 年 7 月获得陕西财经学院（现称西安交通大学经济与金融学院）国际企业管理大专学历。
张慧娟	首席财务官	张女士在会计和财务管理方面拥有约 14 年的经验。于加入巨子生物前，其曾自 2008 年 7 月至 2010 年 12 月在德勤华永会计师事务所天津分所担任高级审计师。其后自 2011 年 1 月至 2018 年 9 月于普华永道中天会计师事务所西安分所担任审计经理。自 2019 年 4 月至 2022 年 1 月，其于易点天下网络科技股份有限公司担任财务总监。张女士于 2017 年 12 月获得中国财政部颁发的注册会计师证书，于 2015 年 3 月获得国际内部审计师协会颁发的注册内部审计师证书，并于 2013 年 10 月获得中国人力资源和社会保障部及中国财政部颁发的中级会计师证书。张女士于 2008 年 7 月获得天津外国语大学颁发的日语（国际商务）学士学位。
段志广	高级副总裁	段先生在生物医用材料和相关医疗器械的开发、高活性天然产品的生物制造研究以及相关产品开发方面拥有约 16 年的经验。自 2012 年 2 月起，其一直担任陕西巨子生物技术的研发总监，负责稀有人参皂苷和其他高活性天然产品、医疗器械产品、保健食品及抗肿瘤药物的开发。于加入集团之前，段先生自 2012 年 7 月至 2018 年 6 月为西北大学的讲师，并自 2018 年 7 月起一直为西北大学副教授。其自 2019 年 3 月至 2022 年 8 月担任精细化学品评审员，并自 2019 年起一直担任西安市医药协会第三届理事会成员。段先生分别于 2021 年 12 月及 2018 年 2 月获得陕西省人民政府授予的陕西省技术发明奖一等奖及陕西省科学技术奖一等奖。其于 2017 年 4 月获得陕西省教育厅授予的陕西高等学校科学技术奖一等奖，于 2016 年 11 月获得中国石油和化学工业联合会授予的中国石油和化学工业联合会科学技术奖一等奖，及于 2016 年 3 月获得西安市人民政府授予的西安市科学技术奖一等奖。段先生于 2005 年 7 月获得中国河南农业大学生物技术学士学位，于 2008 年 6 月获得中国西北大学微生物学硕士学位，及于 2012 年 6 月获得中国西北大学生物化工工程博士学位。
严亚娟	高级副总裁	严女士于生物技术和技术工程行业拥有逾 30 年经验。于加入集团前，严女士自 1990 年 7 月至 1994 年 7 月于武功化工厂担任技术员，其后自 1994 年 3 月至 2002 年 7 月于咸阳市长城集团总公司担任车间主任。严女士自 2002 年 3 月起一直担任西安巨子生物的生产技术总监兼副总经理，并自 2020 年 12 月起一直担任该公司董事。严女士于 1990 年 12 月获得中国西北大学无机化学工程文凭。

资料来源：公司年报、浦银国际

财务报表

图表 67：巨子生物利润表

(百万人民币)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1,552	2,364	3,400	4,691	6,102
同比	30.4%	52.3%	43.8%	37.9%	30.1%
销售成本	-198	-369	-545	-733	-935
毛利	1,354	1,995	2,855	3,957	5,167
毛利率	87.2%	84.4%	84.0%	84.4%	84.7%
销售费用	-346	-706	-1,192	-1,653	-2,152
管理费用	-72	-111	-102	-141	-183
研发费用	-25	-44	-75	-108	-146
核心经营溢利	911	1,134	1,486	2,056	2,686
经营利润率	58.7%	48.0%	43.7%	43.8%	44.0%
其他经营收入和损失	53	31	65	89	116
经营溢利	964	1,165	1,551	2,145	2,802
净融资成本	9	13	6	11	17
其他	0	-1	0	0	0
税前溢利	973	1,178	1,557	2,156	2,819
所得税开支	-145	-176	-233	-322	-422
所得税率	14.9%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%
少数股东权益	0	0	-1	-1	-1
归母净利润	828	1,002	1,325	1,834	2,398
归母净利率	53.3%	42.4%	39.0%	39.1%	39.3%
同比	0.2%	21.0%	32.2%	38.5%	30.8%

资料来源：公司数据、浦银国际预测

图表 68：巨子生物资产负债表

(百万人民币)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
物业、机器及设备	274	491	507	521	535
使用权资产	59	60	68	76	84
投资资产	24	0	0	0	0
预付款	70	41	41	41	41
无形资产	8	7	8	9	10
其他	1	1	1	1	1
非流动资产	437	600	626	649	671
存货	89	184	184	271	346
应收贸易款项	66	69	180	248	323
其他应收款项—即期部分	28	87	87	87	87
金融性资产	156	866	866	866	866
现金及等同现金项目	7,103	1,331	2,657	4,424	6,771
流动资产	7,441	2,538	3,974	5,897	8,394
应付贸易款项	24	55	191	304	425
租赁负债—即期部分	0	1	1	1	1
其他应付款项及应计费用	6,363	136	136	136	136
当期所得税负债	71	75	75	75	75
应付分红	367	0	0	0	0
其他	18	14	14	14	14
流动负债	6,843	281	417	530	651
租赁负债	0	2	2	2	2
递延收益	18	18	20	20	20
应付税款	1	0	0	0	0
非流动负债	18	20	22	22	22
股本	0	0	0	0	0
储备	1,017	2,833	4,158	5,992	8,391
非控制性权益	0	4	3	2	1
权益	1,017	2,837	4,161	5,994	8,392

资料来源：公司数据、浦银国际预测

图表 69：巨子生物现金流量表

(百万人民币)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
除所得税前溢利	973	1,178	1,557	2,156	2,819
折旧	22	24	44	46	47
摊销	1	1	1	2	2
融资开支净额	-9	-13	-6	-11	-17
存货减少／（增加）	-25	-94	0	-88	-75
应收贸易款项（增加）／减少	-11	-4	-111	-68	-75
其他应收款项减少／（增加）	-19	-62	0	0	0
应付贸易款项（减少）／增加	-8	31	136	113	121
其他应付款项及应计费用增加	14	-3	2	0	0
已付所得税	-218	-173	-233	-322	-422
其他	-26	46	2	2	2
经营活动所得（所用）现金净额	692	932	1,393	1,829	2,403
购入物业、机器及设备	-58	-153	-70	-70	-70
购入土地使用权	-36	0	0	0	0
购入无形资产	0	-1	-3	-3	-3
已收取利息	9	13	6	11	17
购入金融性资产	1,447	-719	0	0	0
其他	201	0	0	0	0
投资活动所用现金净额	1,563	-859	-67	-62	-56
股份发行	7,094	-11,646	0	0	0
股东注资	0	4	0	0	0
收购	-68	0	0	0	0
已付股利	-2,550	-367	0	0	0
已付利息	0	-16	0	0	0
其他	0	6,236	0	0	0
融资活动（所用）所得现金净额	4,476	-5,790	0	0	0
现金及现金等价物变动	6,731	-5,717	1,326	1,767	2,347
于年初的现金及现金等价物	368	7,103	1,331	2,657	4,424
现金及现金等价物汇兑差额	4	-55	0	0	0
于年末的现金及现金等价物	7,103	1,331	2,657	4,424	6,771

资料来源：公司数据、浦银国际预测

华熙生物 (688363.CH): 透明质酸龙头, 立志求变

以透明质酸原料 2021 年的销量来看, 华熙生物是全球最大的透明质酸原料销售企业。华熙生物从上游原料生产发展至终端业务的全覆盖, 为公司打造了包括透明质酸原料、医疗终端、功能性护肤品以及功能性食品四条收入增长曲线。近期, 收入占比最高的功能性护肤品收入增速缩窄令公司整体收入承压。在公司坚决对功能性护肤品业务调整的行动下, 我们寄希望于公司未来业务的改善。我们首次覆盖华熙生物, 并给予“持有”评级, 目标价人民币 70.1 元, 潜在升幅 3.5%。

透明质酸龙头的强大实力: 透明质酸应用领域广泛, 可应用于医疗、护肤品或食品领域。华熙生物作为全球最大的透明质酸生产企业, 具备在此领域的研发和生产的先发优势。而且, 公司先于同业布局终端产业链带动收入的快速增长。

基于原料, 辐射终端: 早在 2007 年公司就已获得原料业务的绝对优势。在巩固原料业务的同时, 公司将业务线拓展至医疗终端、功能性护肤品和功能性食品四大领域。得益于功能性护肤品的高速发展红利, 公司 2022 年功能性护肤品收入占比迅速提升至 72.5% 的高水平。

失速的业绩尚待恢复迹象: 截至 2023 年三季度, 受功能性护肤品收入连续 7 个季度同比增速下滑影响, 公司的整体业务也承压。我们认为, 公司功能性护肤品业务受阻主要是由于: (1) 华熙生物功能性护肤品四大品牌在品牌和产品定位上有所重合, 造成内部竞争; (2) 公司由于过于依赖透明质酸原料, 产品商业化能力仍待提升; (3) 公司软性的品牌力在缩减费用率的前提下需要提升。虽然公司已制定相应的业务调整方案, 但我们仍需等待明确的业务反弹迹象出现。

公司固有优势仍是业务恢复的坚实基础: 虽然公司业务调整的效果体现尚需时日, 但是我们认为, 公司原有的优势仍将赋能业务的发展: (1) 原料自产稀缺性赋能终端产品的收入提升; (2) 业内领先的研发投入; (3) 零售与企业客户的双轮驱动。

估值与评级: 公司在原料业务、医美、医疗终端产品上的布局让公司在化妆品业务增长受阻时仍有一定的增长动力。因此, 我们综合考虑可比化妆品企业、医美企业、医疗器械企业以及原材料研发生产企业的估值, 我们用 33x 2024E PE (相较珀莱雅 5% 的折价) 给华熙生物进行估值, 目标价 70.1 元。我们首次覆盖华熙生物, 并给予“持有”评级。

投资风险: 下行风险包括: (1) 整体行业需求继续放缓; (2) 行业竞争大于预期; (3) 功能性护肤品业务调整不及预期。上行风险包括: (1) 功能性护肤品业务调整快于预期; (2) 行业竞争有所放缓。

图表 1: 盈利预测和财务指标

百万人民币	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	4,948	6,359	6,133	7,079	8,901
同比变动 (%)	87.9%	28.5%	-3.6%	15.4%	25.7%
股东应占净利	782	971	840	1,013	1,307
同比变动 (%)	21.1%	24.1%	-13.4%	20.6%	29.0%
PE (X)	41.9	33.7	38.8	32.2	25.0
ROE (%)	14.6%	15.7%	12.1%	13.3%	15.5%

E=浦银国际预测; 资料来源: 公司报告、浦银国际

评级

持有

目标价 (人民币)	70.1
潜在升幅/降幅	+3.5%
目前股价 (人民币)	67.8
52 周内股价区间 (人民币)	65.0-139.4
总市值 (百万人民币)	32,663
近 3 月日均成交额 (百万人民币)	116.7

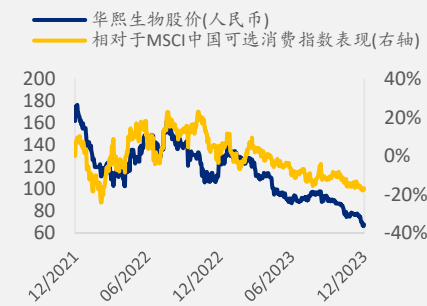
市场预期区间



▲ SPDBI 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间

资料来源: Bloomberg、浦银国际

股价表现



注: 截至 2023 年 12 月 8 日收盘

资料来源: Bloomberg、浦银国际

浦银国际

首次覆盖

华熙生物 (688363.CH)

财务报表分析与预测 - 华熙生物

利润表

(百万人民币)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	4,948	6,359	6,133	7,079	8,901
同比	87.9%	28.5%	-3.6%	15.4%	25.7%
销售成本	-1,085	-1,463	-1,614	-1,720	-2,062
税金	-58	-77	-74	-86	-108
毛利	3,805	4,819	4,445	5,273	6,731
毛利率	76.9%	75.8%	72.5%	74.5%	75.6%
销售费用	-2,436	-3,049	-2,784	-3,314	-4,242
管理费用	-303	-393	-429	-482	-576
研发费用	-284	-388	-393	-452	-555
核心经营溢利	781	988	838	1,025	1,358
经营利润率	15.8%	15.5%	13.7%	14.5%	15.3%
净融资成本	0	49	19	33	43
其他经营收入和损失	124	99	122	122	122
经营溢利	906	1,136	979	1,181	1,523
营业外收入	2	6	6	7	9
营业外支出	-17	-6	-6	-7	-9
税前盈利	890	1,136	979	1,181	1,523
所得税开支	-115	-175	-147	-177	-228
所得税率	14.9%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%
少数股东权益	-7	-10	-8	-10	-13
归母净利润	782	971	840	1,013	1,307
归母净利率	15.8%	15.3%	13.7%	14.3%	14.7%
同比	21.1%	24.1%	-13.4%	20.6%	29.0%

资产负债表

(百万人民币)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
物业、机器及设备	1,609	1,899	2,217	2,502	2,755
使用权资产	117	99	87	61	19
投资资产	19	130	130	130	130
预付款	246	303	303	303	303
无形资产	467	475	516	557	597
在建工程	517	830	830	830	830
其他	544	922	922	922	922
非流动资产	3,520	4,659	5,006	5,305	5,556
存货	709	1,162	1,032	1,099	1,318
应收贸易款项	431	510	458	527	661
预付款	88	172	166	191	240
金融性资产	847	531	531	531	531
现金及等同现金项目	1,807	1,606	1,883	2,190	2,654
其他	102	43	43	43	43
流动资产	3,984	4,023	4,112	4,582	5,446
短期借款	0	139	0	0	0
应付贸易款项	742	916	911	981	1,194
应付职工薪酬及其他	567	491	491	491	491
一年内到期的非流动负债	86	90	90	90	90
其他	6	8	8	8	8
流动负债	1,401	1,644	1,500	1,570	1,783
长期借款	144	108	108	108	108
租赁负债	70	52	52	52	52
其他	187	194	194	194	194
非流动负债	401	355	355	355	355
股本	480	481	481	481	481
储备	5,219	6,153	6,741	7,450	8,365
非控制性权益	3	49	41	31	18
权益	5,702	6,683	7,263	7,962	8,865

E=浦银国际预测

资料来源：Bloomberg、浦银国际预测

现金流量表

(百万人民币)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	776	961	832	1,003	1,294
折旧	135	196	234	281	328
摊销	26	32	9	10	10
融资开支净额	3	-11	-19	-33	-43
存货减少／(增加)	-219	-438	130	-68	-218
应收贸易款项(增加)／减少	-36	-98	58	-95	-182
其他应收款项减少／(增加)	613	-73	-5	70	213
递延所得税资产	-150	-60	0	0	0
其他	127	125	0	0	0
经营活动所得(所用)现金净额	1,276	635	1,239	1,169	1,403
购入物业、机器及设备	-784	-695	-600	-600	-600
收到投资收益	5,072	3,509	10	10	10
支付投资现金	-5,278	-3,650	0	0	0
其他	0	0	0	0	0
投资活动所用现金净额	-990	-836	-590	-590	-590
收到投资现金	10	89	0	0	0
收到借款现金	174	138	-139	0	0
支付利息	-201	-243	-233	-271	-350
其他	-54	-155	0	0	0
融资活动(所用)所得现金净额	-71	-170	-373	-271	-350
现金及现金等价物变动	215	-371	276	308	463
于年初的现金及现金等价物	1,572	1,767	1,606	1,883	2,190
现金及现金等价物汇兑差额	-20	30	0	0	0
于年末的现金及现金等价物	1,767	1,425	1,883	2,190	2,654

财务和估值比率

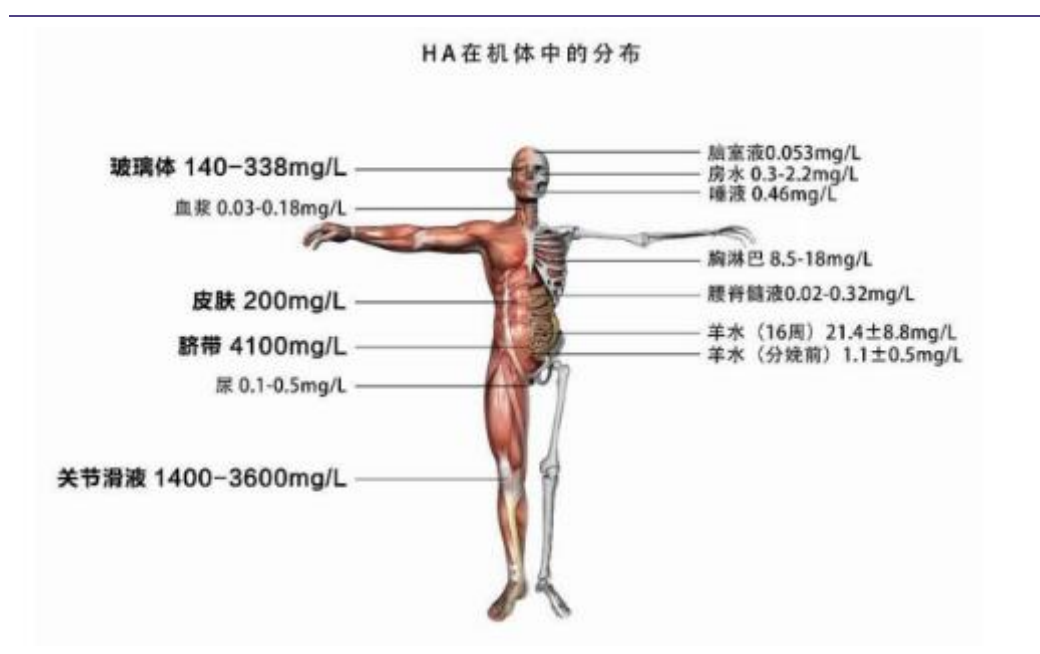
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
每股数据(人民币)					
摊薄每股收益	1.62	2.01	1.75	2.11	2.72
每股销售额	10.25	13.16	12.75	14.72	18.50
每股股息	0.49	0.61	0.52	0.63	0.82
同比变动					
收入	87.9%	28.5%	-3.6%	15.4%	25.7%
经营溢利	10.6%	26.5%	-15.2%	22.3%	32.5%
归母净利润	21.1%	24.1%	-13.4%	20.6%	29.0%
费用与利润率					
毛利率	76.9%	75.8%	72.5%	74.5%	75.6%
经营利润率	15.8%	15.5%	13.7%	14.5%	15.3%
归母净利率	15.8%	15.3%	13.7%	14.3%	14.7%
回报率					
平均股本回报率	14.6%	15.7%	12.1%	13.3%	15.5%
平均资产回报率	10.4%	11.2%	9.2%	10.3%	11.9%
资产效率					
库存周转天数	199.4	233.3	233.3	233.3	233.3
应收账款周转天数	31.1	26.7	26.7	26.7	26.7
应付账款周转天数	169.5	207.0	207.0	207.0	207.0
财务杠杆					
流动比率(x)	2.8	2.4	2.7	2.9	3.1
速动比率(x)	0.9	1.1	1.1	1.2	1.2
现金比率(x)	1.3	1.0	1.3	1.4	1.5
负债/权益(%)	31.6%	29.9%	25.5%	24.2%	24.1%
估值					
市盈率(x)	41.9	33.7	38.8	32.2	25.0
市销率(x)	6.6	5.2	5.3	4.6	3.7
股息率	0.7%	0.9%	0.8%	0.9%	1.2%

华熙生物（688363.CH）：透明质酸龙头，立志求变

透明质酸的市场前景与运用

透明质酸（玻尿酸）是一种自然存在于人体内的高分子多糖，广泛存在人体中，并起到重要的生理功能，比如，润滑关节、促进伤口愈合等。其中皮肤中的透明质酸含量最高，约占 50%。

图表 2：人体中透明质酸的分布



资料来源：公司招股书、浦银国际整理

但随着年龄增长，人体制造透明质酸的能力逐渐下降。人体中的透明质酸含量下降与皮肤老化、关节退化、动脉硬化、眼花等症状密切相关。

透明质酸良好的保水性、润滑性、生物降解性和相容性都让其在医疗、化妆品和食品等领域有广泛的应用。

研究人员也早已意识到透明质酸的特性和广泛的应用空间。早在 20 世纪初，美国教授就已成功开发动物组织提取法，但因新鲜动物组织供应较少、生产成本高以及纯度低的问题较难实现量产。1980 年代，日本研发出透明质酸发酵法，带动透明质酸进入量产时代。同时，由于透明质酸的生产不再依赖于动物组织，因此在透明质酸的质量提升同时，生产成本也下降。

华熙生物是国内最早实现以发酵法生产透明质酸的企业之一。华熙生物首席科学家郭学平教授首创的微生物发酵法让我国的透明质酸生产水平赶超领先海外水平，推动了我国透明质酸量产、质量提升，进而带动透明质酸在各个领域的应用。

● 透明质酸是否真的有效、安全？

虽然透明质酸已被运用到众多终端产品中，消费者对其功效、特性等有一定的了解，但仍有不少消费者对其实际功效以及安全性有一定的顾虑：

1. 医美填充物的移位、残留、变形等问题：

透明质酸在医美领域多应用在面部的填充和水光产品中。通过我们在医美平台以及社交媒体中的观察，消费者在选择透明质酸轻医美项目时，主要关心填充移位、交联剂遗留、填充变形等问题。

这些问题也随着透明质酸的研发和生产工艺精进迎刃而解。首先，除了外部挤压等因素外，透明质酸移位主要是因面部肌肉带动和引力拉动下垂所致。为解决这一问题，透明质酸填充生产厂家针对不同的填充位置，设计了具备不同内聚性和粘弹性的产品，可以根据肌肉移动的特性进行选择。比如，大分子多用于下巴、鼻子等部位，中分子多用于软组织填充；单相交联的透明质酸粘性较强，不容易移位，双相交联则塑型能力强，但不持久。

图表 3：透明质酸的各类交联方式及效果

	单相交联	双相交联	微交联
交联度和形态	6%-13%，呈固态凝胶状	1%-5%，呈颗粒状	<1%
特性	硬度不大，不易扩散移位，塑形持久，但延展性差	延展性高、塑形效果差、注射阻力大	流动性和弹性较好，比非交联透明质酸更具稳定性，无交联剂残留
适用部位	塑形、填充鼻子、下巴，修补深层皱纹；隆胸、丰臀、富平周围	修补鼻唇沟、泪沟、嘴唇、皮肤表面的浅层皱纹	面部凹陷和皱纹填充，水光产品

资料来源：浦银国际整理

其次，交联剂遗留的问题，当前研发出的水溶性交联等新兴技术减少了交联剂的运用，继而使透明质酸在保持填充形态的同时，减少遗留问题，也减少了后期透明质酸变形的问题。而且，基本上所有透明质酸中已经成功交联的交联剂都是可以代谢掉的，因此选择大品牌的产品可以避免担心交联剂残留的问题。

2. 化妆品中的透明质酸能否真正被皮肤吸收？

透明质酸的分子大小会影响化妆品中透明质酸的吸收度。消费者需要根据自身皮肤的需要，选择适合自己的产品。

图表 4：透明质酸的分子大小和功效

	大分子	中分子	小分子
护肤品功效	在皮肤表面形成透气薄膜，防止水分流失	帮助肌肤在角质层锁住大量水分	可以渗透到肌肤角质层，帮助肌肤深层补水
医美功效	提供支撑度和立体度，硬度较高、维持时间较长	质地较柔软的同时具有一定的支撑力	质地细腻，能补充真皮层的水分
医美适用部位	隆鼻、垫下巴等轮廓雕塑	苹果肌、丰唇、法令纹等大范围凹陷填补	眼下细纹、颈纹、全脸补水等细纹填补或长效保湿

资料来源：浦银国际整理

同时，消费者也需要关注产品的透明质酸浓度。虽然透明质酸含量越高，保湿效果越佳，但如果含量高于 5%，则需要加上清水进行稀释使用，避免透明质酸从皮肤中吸水。

研发实力强的品牌在生产护肤品时会充分考虑分子大小及含量问题，因此我们认为这些产品更具备安全性和功效性。

3. 透明质酸能通过口服被人体吸收吗？

口服透明质酸的吸收效果在市场中仍有争论。部分认为透明质酸的组织链条将在肠道中分解，无法作为透明质酸被人体吸收，所以没有补水效果；另外一部分通过实验数据证明，口服小分子透明质酸的实验对象在一定时间范围内的皮肤水分有一定的提升。

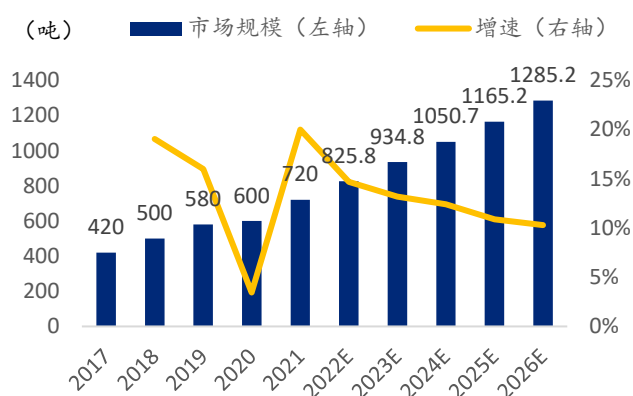
根据央视网的报道，目前市场上的口服透明质酸制品虽已取得安全性评估，但是它所宣称的有效性仍需要更多的研究证明。

华熙生物的发展历史

华熙生物成立于 2000 年，以透明质酸（玻尿酸）的原料生产和研发起家。公司以透明质酸原料生产起家，并在 2007 年成为全球范围内规模最大的透明质酸生产厂商。

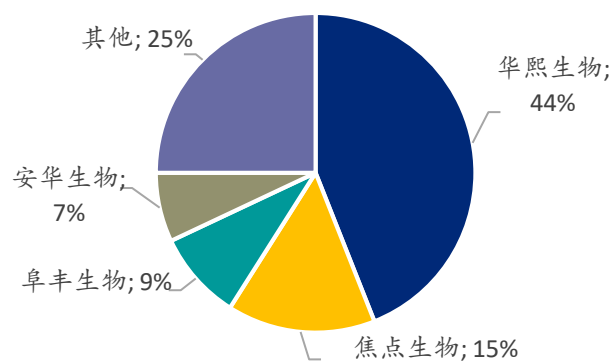
根据弗若斯特沙利文数据，2021 年全球透明质酸原料市场规模达 720 吨，其中 82% 来自中国。华熙生物的销量占全球销量的 44%，远超其他透明质酸生产厂商的市场占有率，是原料市场中绝对的龙头。

图表 5：全球透明质酸原料销量规模及同比增速，2017-2026E



E=弗若斯特沙利文预测；资料来源：弗若斯特沙利文、浦银国际

图表 6：全球透明质酸原料市场竞争格局按销量，2021



资料来源：弗若斯特沙利文、浦银国际

除了保持透明质酸原料生产的龙头地位外，华熙生物深知透明质酸可运用在众多领域，因此也采取多线并行的发展策略，业务覆盖医疗终端、护肤品以及功能性食品。

华熙生物选择与原料业务更相关、专业性更高的医疗终端业务作为下游市场的切入口。自 2012 年起，公司面向医美和医院的骨科以及眼科提供适用的透明质酸医疗终端产品，如透明质酸填充剂和眼科凝胶等。

2016 年，华熙生物以次抛透明质酸原液入局功能性护肤品行业，抓住了互联网营销以及“成分党”兴起的风口，并孵化了包括润百颜、夸迪在内的功能性护肤品品牌。

时间快进到 2021 年，华熙生物布局功能性食品赛道，并完成透明质酸下游市场的全布局。目前公司已推出多款功能性食品产品，这些产品仍有待市场以及公司的进一步发展。

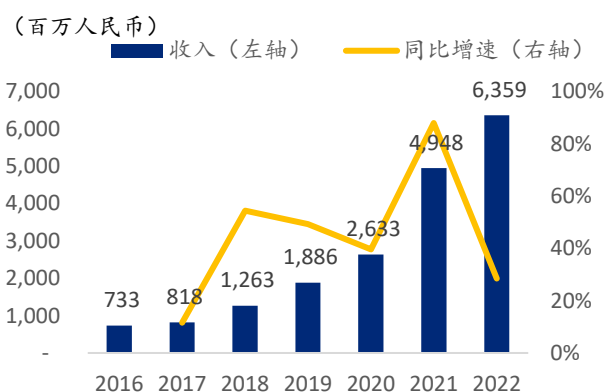
图表 7：华熙生物业务发展时间轴



资料来源：公司资料、浦银国际整理

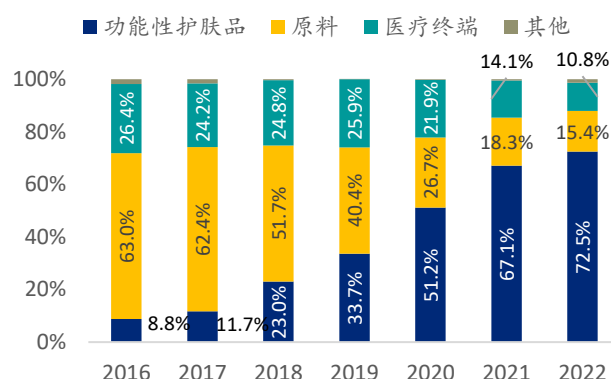
随着功能性护肤品的快速增长，华熙生物的收入结构也在不断向护肤品领域倾斜，由原料业务为主导转变为以功能性护肤品业务为主导，2022 年功能性护肤品的收入占比已经达到 72.5%。

图表 8：华熙生物收入规模及增速，2016-2022



资料来源：公司数据、浦银国际

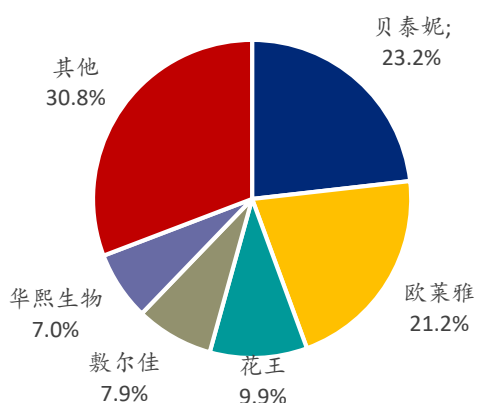
图表 9：华熙生物各产品线的收入比例，2016-2022



资料来源：公司数据、浦银国际

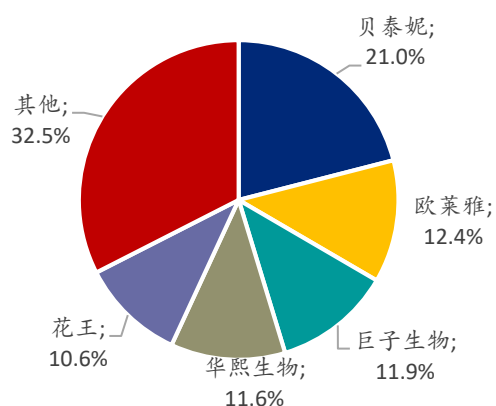
按照 Euromonitor 数据，2022 年华熙生物在皮肤学科护肤品领域的市场占有率为 7%，是行业内第五名。在整体功能性护肤品市场，按照弗若斯特沙利文数据，2021 年华熙生物市场占有率是 11.6%，为行业内第四名。

图表 10：中国皮肤学级护肤品市场占有率分布，2022



资料来源：Euromonitor、浦银国际

图表 11：中国功能性护肤品市场占有率分布，2021



资料来源：弗若斯特沙利文、浦银国际

华熙生物收入占比最大的功能性护肤品在细分市场中较高的市场占有率本可以表明公司在功能性护肤品领域的品牌力和未来收入提升的确定性。但是，近两年公司功能性护肤品增速明显放缓，公司管理层进入业务调整阶段，给不论是功能性护肤品业务条线亦或是公司整体收入未来的增长都带来不确定性。

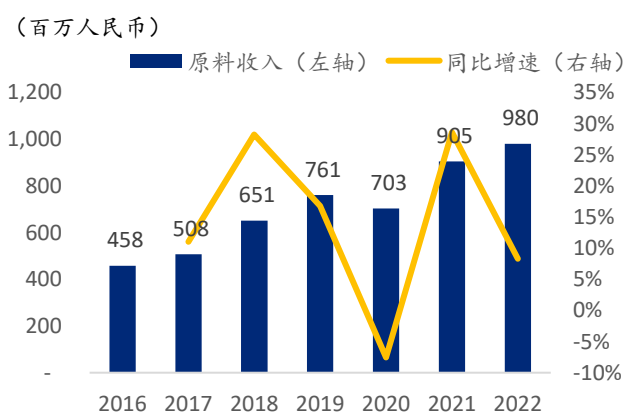
基于原料，四线并展

华熙生物以透明质酸原料业务起步，并在实现原料业务的世界领先后，探索透明质酸下游产业的机会。如今，公司共有四大业务条线，为整体收入和盈利的提升打造多条增长曲线。

● 原料业务：透明质酸龙头试水新赛道

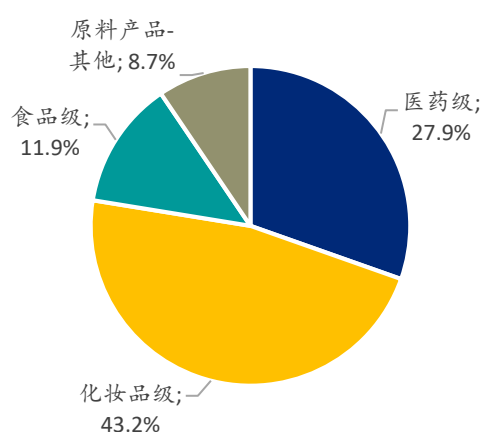
公司的原料业务可分为医药级、化妆品级和食品级以及非透明质酸原料。根据 2021 年数据，公司医药级和化妆品级原料业务收入分别占到原料业务整体收入的 28%和 43%。作为公司的基石业务，原料业务的增速也在下游市场需求增长以及国际化的铺排中保持较快的增速，2017-2022 年原料业务收入的 5 年复合增长率达到 14%。

图表 12：华熙生物原料业务收入及同比增速，2016-2022



资料来源：公司数据、浦银国际

图表 13：原料业务各类产品收入占比，2021



资料来源：公司数据、浦银国际

(1) 基本盘的稳老拓新

根据弗若斯特沙利文数据，2021 年华熙生物所生产的透明质酸原材料占世界销量的 44%，是世界透明质酸原料销量第一的公司。得益于华熙生物在研发创新、原料储备和产能效率的优势，以及公司在海外业务拓展上的决心。

研发上的先发优势是公司在原料业务上的首要优势。公司首席科学家研发的透明质酸发酵法是公司实现透明质酸量产的前提，后又首创了微生物酶切技术，可大规模生产低分子和寡聚透明质酸。叠加精准的分子控制技术，华熙生物实现不同分子量的量产，技术领先全球。

在世界领先的生产技术的加持下，目前公司在医药级、化妆品级和食品级透明质酸共拥有超 200 个规格的产品，应用在药品、医疗器械、化妆品、功能食品等领域。

图表 14：不同类别原料的特性和盈利能力

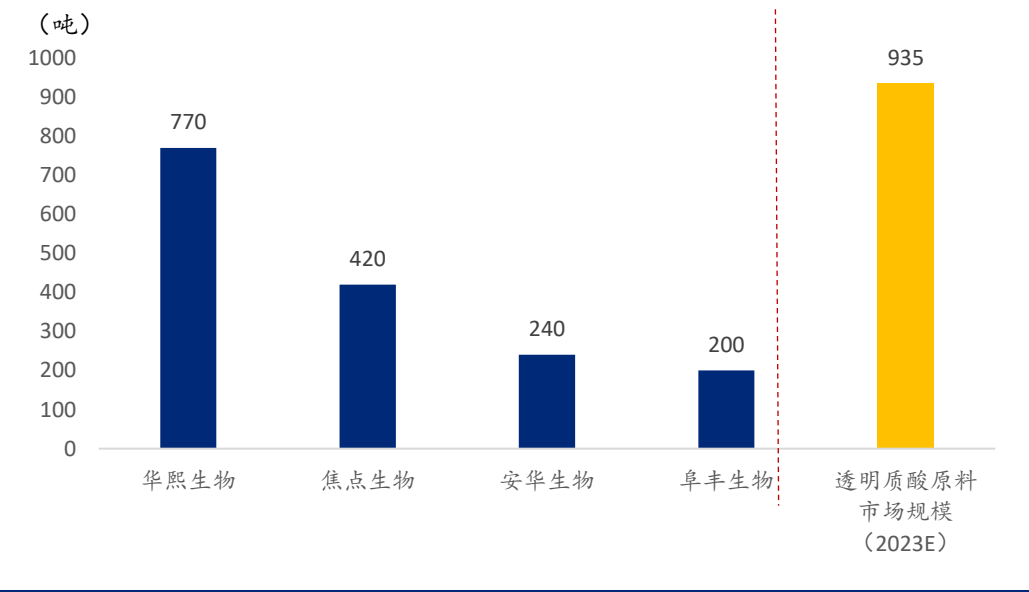
原料产品类别	售价	盈利能力	性能	透明质酸含量	公司产品质量
医药级	高	强	黏弹性、润滑性	95%-105%	内毒素<0.5IU/mg（滴眼液级）， 内毒素<0.05IU/mg（注射级）
化妆品级	中等偏高	中	保湿性、成膜性、生物活性	≥95%	无内毒素控制； 蛋白质≤0.05%
食品级	低	低	溶解性、堆积密度	≥91%	无内毒素、无蛋白质控制

资料来源：公司资料、浦银国际整理

华熙生物产能的不断扩张助力公司保持原料业务世界第一的地位。公司通过扩建、新建和收购等方式以资本开支增长提高产能，也以提升透明质酸发酵法产率的方式(由 2019 年的 12-14g/L 提升至 2022 年的 13-15g/L)，带动公司的单位生产成本下降并持续释放产能。截至 2023 年 6 月末，华熙生物透明质酸钠产能达到 770 吨，产业化规模位居国际前列。

但让我们比较担忧的是，透明质酸的其他原料生产厂商也都在扩张产能。仅前 4 大原料生产厂商的产能就已超整体原料市场规模。这一方面压缩了华熙生物原料销量的增长空间，另一方面也意味着市场玩家之间的竞争将更加激烈，盈利空间缩窄。

图表 15：中国透明质酸厂家透明质酸产能与透明质酸原料市场规模对比，1H23



E=弗若斯特沙利文预测；

资料来源：公司资料、弗若斯特沙利文、浦银国际

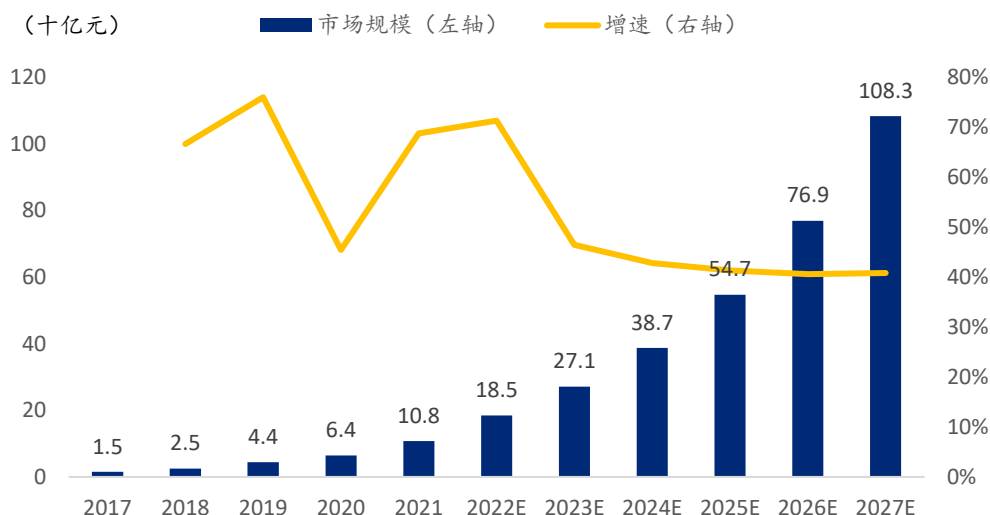
（2） 生物活性物原料打造新机遇

2018 年以来，国家科技部以及各地方政府都将合成生物学列为重点发展项目。在国家政策的扶持下，公司拓展原料矩阵至生物活性物原料。

目前公司拥有通过天然植物、微生物发酵及合成生物技术提取的超 500 种活性物原料。截至 2023 年 6 月末，公司正在研发的原料和合成生物项目共 121 个。公司仍在不断推进新原料的研发落地，不断丰富活性生物矩阵。

在生物活性物原料中，华熙生物重点瞄准胶原蛋白。重组胶原蛋白市场目前仍未充分竞争，市场规模的增速远高于透明质酸。公司计划通过复制自身透明质酸业务的发展策略，从原料起步延伸到终端产品中去。

图表 16：重组胶原蛋白市场规模及同比增速



E=弗若斯特沙利文预测；资料来源：弗若斯特沙利文、浦银国际

目前行业内多家同业也在纷纷布局重组胶原蛋白的终端产品。其中，胶原蛋白原料生产厂家巨子生物和锦波生物均已推出以胶原蛋白为核心的护肤品、医美产品和医疗器械，并获得市场认可。

华熙生物的胶原蛋白生产制造经验并不长，在 2021 年才实现了自研胶原蛋白的关键技术的突破。华熙生物在 2022 年收购北京益而康 51% 的股权，加快重组胶原蛋白医疗终端业务的布局。截至 2023 年中期，公司已经实现重组人源胶原蛋白原料的试产，终端产品也将进入临床阶段。

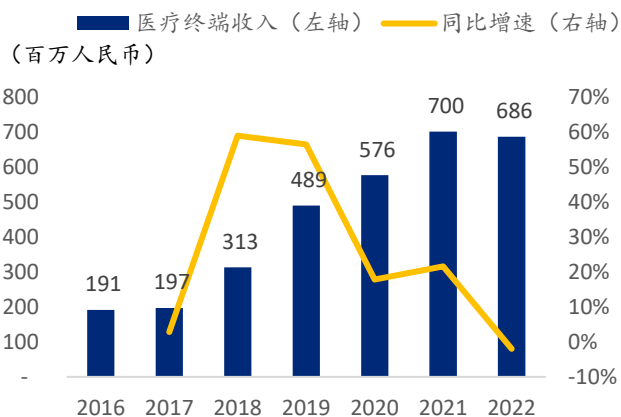
我们认为目前胶原蛋白的终端市场仍有扩容空间，因此华熙生物在原料制造和终端产品的提前布局，有助于公司原料业务线的拓展和收入的提升。

● 医疗终端：医美和医疗成为透明质酸终端产品基石

医疗终端业务是华熙生物正式从原料生产转到终端产品的第一步。公司也逐渐建立起医疗终端透明质酸品牌。其中，医美端，公司通过自创品牌推出“润百颜”以及“润致”两个品牌；医疗端，骨科和眼科分别拥有知名品牌“海力达”和“海视健”。

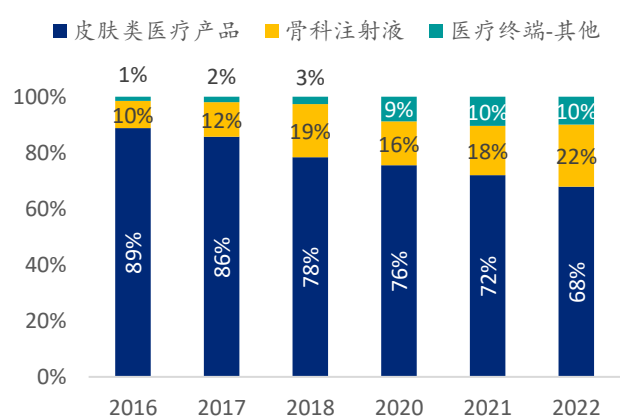
2022 年公司医疗终端收入达到 6.86 亿元，占公司整体收入的 10.8%，2017-2022 年 5 年复合增长率达 28%。在中国医美行业如火如荼的扩张中，公司医美用透明质酸销售额快速提升，收入占整体医疗终端收入的 68%。

图表 17：华熙生物医疗终端收入及同比增速，2016-2022



资料来源：公司数据、浦银国际

图表 18：医疗终端业务各类产品收入占比

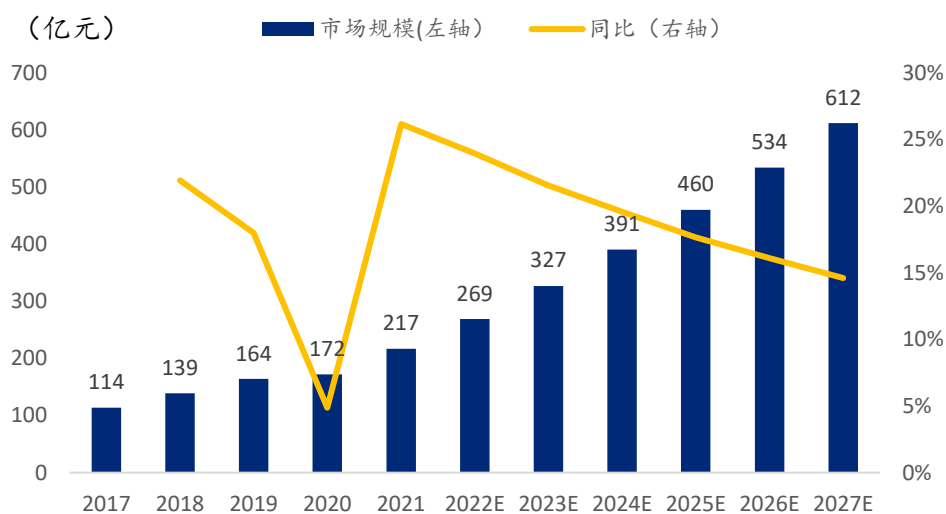


资料来源：公司数据、浦银国际

(1) 多样化的产品打造专业医美材料企业

轻医美项目以不开刀、恢复期短、见效快的特性，受到我国消费者的喜爱，带动市场规模不断拓张。轻医美项目包含透明质酸填充和肉毒瘦脸等注射项目（肌肤焕活），以及热玛吉、超声刀等光电类项目。根据弗若斯特沙利文数据，肌肤焕活市场的透明质酸市场规模 2022-2027 年将保持 17.9% 的 5 年复合增长率。

图表 19：中国透明质酸肌肤焕活市场规模及同比增速，2017-2027E



E=弗若斯特沙利文预测；资料来源：公司资料、弗若斯特沙利文、浦银国际

华熙生物主要通过润致和润百颜两大品牌服务医美终端客户。其中，润百颜所生产的注射用修饰透明质酸钠凝胶是中国境内首个获批的国产交联透明质酸软组织填充剂，品牌也因此获得抢占市场的先发优势。

图表 20：润百颜产品塑形玻尿酸



资料来源：公司官网、浦银国际

图表 21：润致产品



资料来源：公司官网、浦银国际

两大品牌针对不同的面部问题，通过分子大小、注射部位以及功效的差异化产品，为客户提供解决方案：（1）润百颜品牌的针剂主要用于鼻唇部，在真皮组织的中层到深层进行注射；（2）润致作为华熙生物首推品牌，旗下的产品矩阵相对更加完善，包含了针对静态额部皱纹、鼻唇部皱纹、中面部的多个品种，利用多种产品分层注射的方式达到分层抗老的目的。

公司在产品矩阵涉及各类交联技术，包含单相交联透明质酸、双相交联透明质酸、微交联透明质酸和各类分子大小的透明质酸。公司更是以梯度 3D 交联技术解决了透明质酸中交联剂使用的有效性、精准度和代谢的问题，该技术在行业内领先。

在新氧医美平台上，我们看到润致娃娃针常居保湿补水项目的前五名，已获得消费者的信赖。

图表 22：华熙生物医美产品系列

系列	产品系列	推广效果	适用范围
润致	娃娃针	长效水光	用于面部真皮组织浅层到中层注射，纠正静态额部皱纹
	润致 Natural	自然填充	用于面部真皮组织中层到深层注射，纠正中重度鼻唇部皱纹（单双相）
	润致 2 号	浅层修饰，柔美流畅	
	润致 3 号	强效支撑，丰盈自然	
	润致 5 号	精塑骨相轻颜	用于皮下至骨膜上层注射，纠正中面部容量缺失
润百颜	润百颜玻尿酸系列		用于面部真皮组织中层到深层注射，纠正中重度鼻唇部皱纹

资料来源：浦银国际整理

我们看到，整体医美注射剂领域国产产品的占比很小，主要是因为医美注射剂在我国被认定为 III 类医疗器械，产品获批时间较长，准入门槛较高。目前，我国的透明质酸医美产品以进口产品为主导，且价格相对较高。

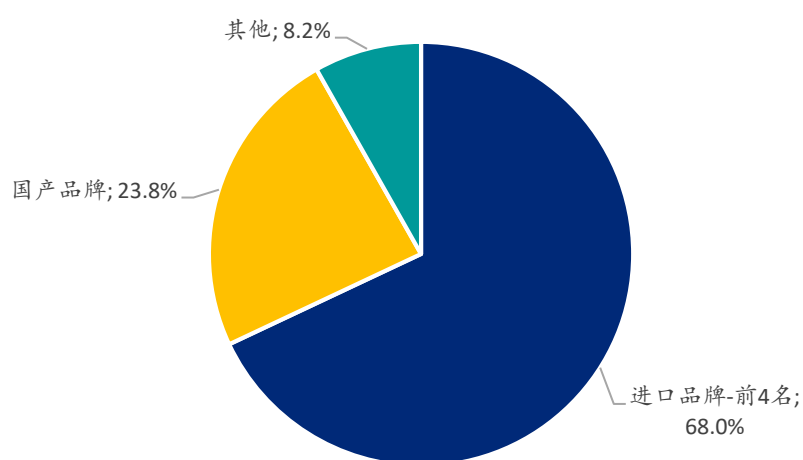
图表 23：玻尿酸医美产品及价格

功效	产品名	进口或国产	价格（元/支）
塑形	乔雅登极致	进口	4,964
	乔雅登雅致	进口	2,928
	艾莉薇	进口	2,209
	瑞蓝瑞缦	进口	2,608
	瑞蓝 2 号	进口	1,381
	润致 2 号	国产	1,793
	润致 3 号	国产	1,213
水光	瑞蓝唯缦	进口	2,569
	娃娃针	国产	931

资料来源：新氧，浦银国际整理

根据弗若斯特沙利文数据，2019 年医美透明质酸市场前 4 名均为进口品牌，占市场总额的 68%，随后是包括爱美客、华熙生物和昊海生物在内的国产品牌，合计占市场总额的 23.8%。

图表 24：进口和国产医美透明质酸市场占有率，2019 年



资料来源：弗若斯特沙利文，浦银国际整理

我们认为，当前国产合规产品稀缺，国产品牌质量的提升和技术的创新，以及消费者更加理性化的消费，均有助于华熙生物的透明质酸医美产品凭借高性价比受到消费者青睐，带动医美产品销量提升。

(2) 医疗器械：医药级原料优势赋能

华熙生物在医药终端产品的优势是公司医药级原材料高标准的体现。公司借助多年的基础研发和技术积累，为医疗端的产品研发提供原材料上的便利。

华熙生物针对透明质酸应用最多的骨科和眼科的治疗，研发并推出了“海力达”和“海视健”等产品。其中，骨科注射液产品是公司医疗终端业务的第二大收入来源，它采用终端湿热灭菌技术，将无菌水平由千分之一提高至百万分之一。

图表 25：华熙生物医药产品和适用症状

品牌名	获批时间	适用治疗	备案
海力达	2014 年	膝关节、骨关节炎、肩周炎的治疗	医保乙类药品
海视健	2016 年	白内障和人工晶体的植入	III 类医疗器械
海润通	2014 年	导管或内窥镜进入人体的润滑剂	II 类医疗器械
美御	2017 年	妇科检查润滑剂	II 类医疗器械
瑞珍	2017 年	抽取患者血液制备富血小板血浆	III 类医疗器械

资料来源：公司官网，浦银国际整理

“海力达”产品也在积极参与各省级联盟集中带量采购及各省挂网销售资格的申请，带动销量的快速增长。2022 年公司骨科注射液产品实现 1.52 亿元的收入，占整体医疗终端业务收入的 22%，且占比不断提升。

短期内，公司将在骨科器械上继续积极参与集中采购，扩大非中标区域、民营医院、第三方终端的市场份额；公司将继续推动眼科产品“海视健”在重点省份的挂网销售以及市场份额的提升。公司在医疗渠道和集采的拓展均将带动公司的市场份额和销量的增长。

长期来看，透明质酸在骨科的治疗应用度提升，以及我国老龄化程度加深带来的眼科治疗需求的增长，都会带动透明质酸医药器械市场规模的增长，进而拉动公司医药级器械销量的增长。

因此，随着透明质酸医疗器械市场的扩容，在公司产品知名度和行业领先的品质的加持下，我们相信华熙生物的医疗器械板块也将实现较为稳定的拓展。

● 功效型护肤品：战略性调整或将重启增势

公司旗下拥有“润百颜”、“夸迪”、“BM肌活”、“米蓓尔”在内的多个品牌。产品品类包含华熙生物最具代表性的次抛精华，以及水乳、面膜等。

图表 26：华熙生物功能性护肤品品牌汇总

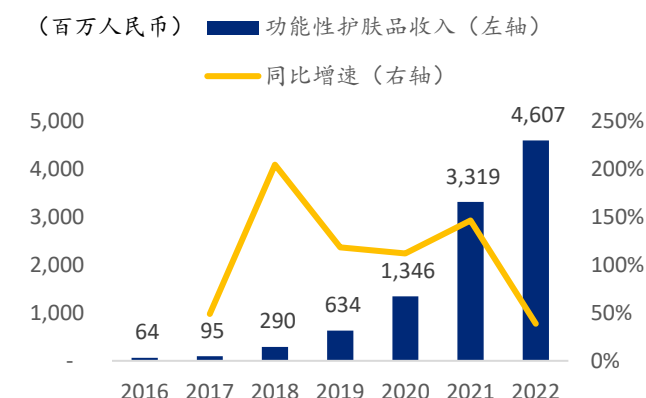
品牌名	品牌特色	热门单品
润百颜 	智慧玻尿酸护肤	次抛精华液 
夸迪		5D玻尿酸清润次抛原液
QUADHA 夸迪	冻龄抗初老	
BM肌活 	专研生物发酵技术	糙米水 
米蓓尔		酵母肌底液小粉水
MEDREPAIR 米蓓尔 专为敏感肌肤研制	专注改善敏感肌肤	

资料来源：公司官网，浦银国际整理

得益于公司坚实的研发基础、我国功能性护肤品市场的蓬勃发展以及线上营销和销售对品牌力快速提升的支持，华熙生物功能性护肤品在过去 5 年内高速增长，收入规模从 2017 年不到 1 亿元达到 2022 年的 46 亿元，5 年复合增长率达 117%。

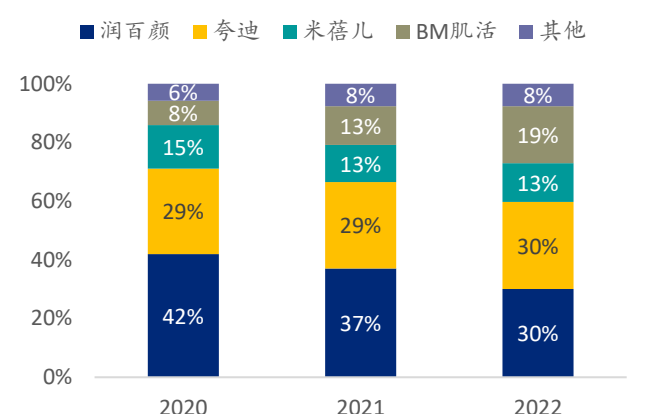
在过去 3 年中，公司旗下四大品牌也在各自的细分赛道有所建树。其中，2022 年润百颜和夸迪均已成长为超 10 亿元年营收的品牌，各占功能性护肤品整体收入的 30%。

图表 27：功能性护肤品收入规模及增速，2016-2022



资料来源：公司数据、浦银国际

图表 28：功能护肤收入按品牌分布，2020-2022



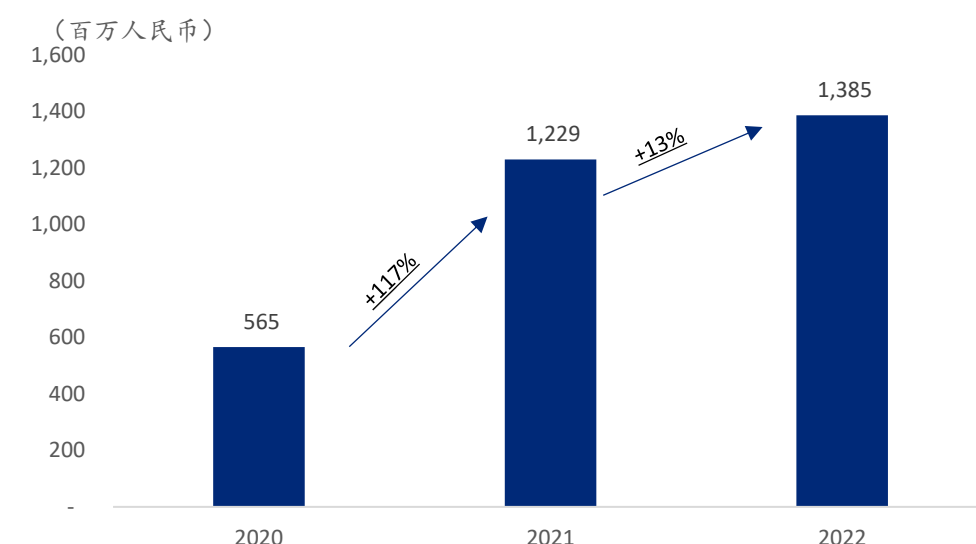
资料来源：公司数据、浦银国际

(1) 润百颜：定位修护的透明质酸原料龙头品牌

润百颜是华熙生物旗下推出的首个功能性护肤品品牌。品牌基于透明质酸原料，在用次抛原液的概念打开市场后，针对消费者需求，叠加成分推出了补水、抗老、控油、修复等功效的原液产品。

在次抛精华液大单品的带动下，润百颜的营收得到了长足增长，2020-2022年收入复合增长 56.5%，达到 13.9 亿元。

图表 29：润百颜品牌收入增长，2020-2022



资料来源：公司数据，浦银国际

华熙生物在大单品的基础上对产品进行迭代和品类的扩张。润百颜根据不同功效及皮肤类型推出包含白纱布（屏障修护）、水光（抗氧修护）、抚纹（抗皱修护）、净肤（清洁平衡）、水润（补水透亮）系列产品，品类包含次抛精华液、乳液、精华水、面膜等，实现了大品牌的全品类矩阵建设。

图表 30：润百颜产品矩阵



资料来源：公司官网，浦银国际

进入 2023 年，在整体功能性护肤品业务调整的基调下，公司将润百颜升级定调成为“玻尿酸科技修护美学”品牌，强化品牌的科技属性，并强调以修护屏障为品牌主要的功效定位。

公司高效践行大单品策略，带动屏障修护、光损伤修护以及抗时光修护三个系列的销售占比占整体品牌收入的 50%以上。

渠道方面，除了淘系平台和抖系平台的维护和深化外，润百颜也开始摸索线下渠道的建立。截至 2023 年 6 月，润百颜在全国拥有 11 个专柜，并不断探索门店运营逻辑。

（2） 夸迪：科技冻龄

夸迪创立于 2019 年，以 5D 玻尿酸和 CT50 作为核心科技，开拓高端抗初老市场。

夸迪与润百颜在品类上的发展轨迹较为相似，均是以次抛原液向面霜、面膜等全品类矩阵拓展。从价格带来看，夸迪也是凭借着高端市场中的“次抛+抗老”的差异化定位进入高端市场，并在 2022 年实现 13.68 亿元的收入，2020-2022 年复合增长近 250%，成为公司第二个收入超 10 亿元的品牌。

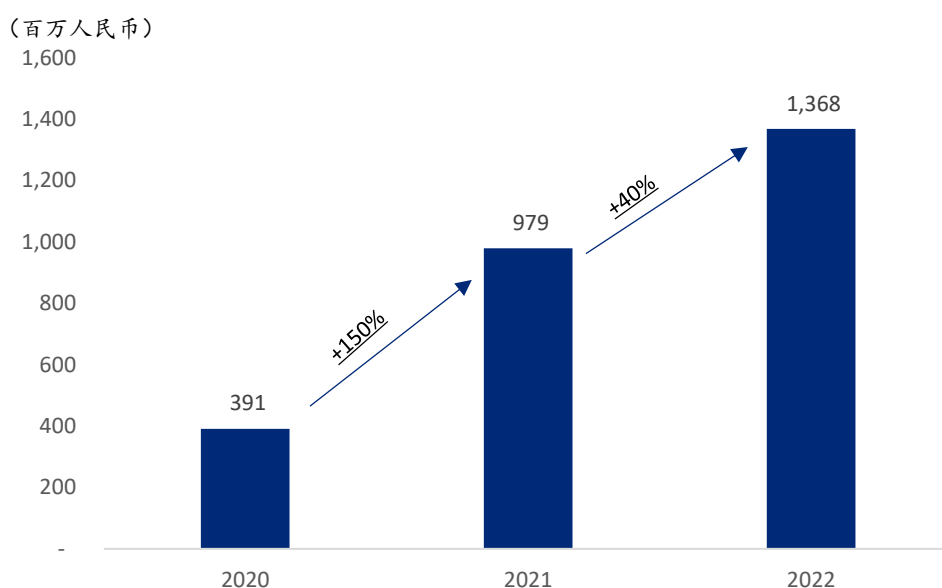
图表 31：夸迪线下门店、专柜类型



资料来源：公司官网，浦银国际

在渠道上，夸迪差异化地布局线下市场，借助仪器为消费者定制护肤产品，目前已经在线下成立 20 余家线下专柜和 200 多家线下专业科技美肤中心（包含 SPA、皮肤管理中心以及光电中心）。

图表 32：夸迪品牌收入增长，2020-2022



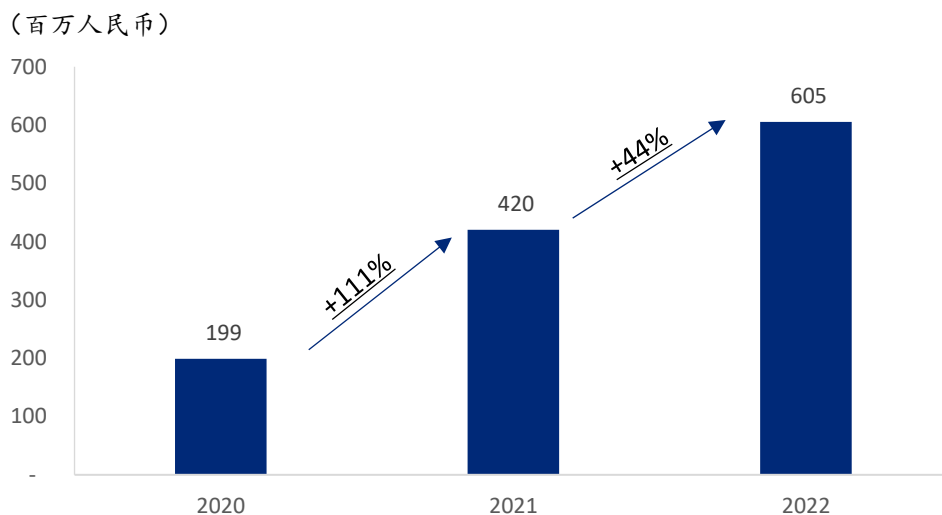
资料来源：公司数据，浦银国际

(3) 米蓓尔：敏感肌分级修护

米蓓尔品牌深耕敏感肌细分赛道，帮助消费者正确认识肌肤问题。米蓓尔以“分级修护”为产品理念，建立屏障修护、轻龄紧致、舒缓修护和多元修护四大产品系列。

品牌持续推出针对敏感肌的大单品，带动了品牌收入的快速成长。其中，蓝绷带和小粉水分别利用了全新米蓓尔 ECT-HA 科技及专研的熙蓓稳科技，解决敏感肌泛红等多种问题。2022 年，米蓓尔品牌实现了 6.1 亿元的收入，2020-2022 年收入年复合增幅达到 74.4%，实现了较快的增长。

图表 33：米蓓尔品牌收入增长，2020-2022



资料来源：公司数据，浦银国际

在敏感肌领域，米蓓尔拥有包含立体保湿的 Hymagic™-4D 以及舒缓敏感的超活玻尿酸熙敏修等强科技专利。但直面薇诺娜以及一系列国际品牌的直接竞争，目前米蓓尔在敏感肌上的宣传优势并不突出。公司只能通过不断，加强医研宣传，提升在米蓓尔品牌力，把米蓓尔打造成一个更具专业性的品牌。

(4) BM 肌活：年轻人的油皮护肤选择

在华熙生物强大的活性成分研发能力以及丰富的活性成分储备的支持下，公司利用专研的发酵活性成分打造了主打油皮护肤的 BM 肌活品牌。

目前 BM 肌活具有四大产品线：

1. 糙米系列：利用华熙生物研发的糙米发酵滤液，帮助肌肤维稳，维持水油平衡；
2. HA 盈润系列：使用玻尿酸复合原料 Tarcol HA 成分实现维稳修护；
3. GABA 系列：利用发酵活性成分 GABA（氨基丁酸）成分实现紧致淡纹；
4. 功效精华系列：根据不同皮肤特性定制肌底精华。

图表 34：糙米系列



资料来源：公司官网、浦银国际

图表 35：GABA 系列



资料来源：公司官网、浦银国际

在品牌宣传上，BM 肌活突出“和年轻人玩到一起，相互吸引”、“不仅要功效，更要懂我”、“能成就更好的合作伙伴，而不是偶像”的品牌理念，建立与消费者之间更强的情感连接。

● 功能性食品：新领域的新尝试

功能性食品是指可以增强人体机能、带来保健养生效果的食品。华熙生物在 2021 年设立功能性食物板块，将透明质酸在内的多种生物活性物更加广泛地应用到食品饮料等领域。

目前公司在功能性食品领域已经推出包含“水肌泉”、“黑零”、“休想角落”以及“WPlus+”四个品牌。该板块 2022 年的收入达到 7500 万元，目前仍在大单品策略下不断拓展品类。

图表 36：华熙生物功能性食品品牌介绍

产品名	产品类型
水肌泉	玻尿酸饮用水
黑零	活性生物健康零食
休想角落	以 GABA 和玻尿酸等有益成分聚焦熬夜人群的睡前饮品
Wplus	围绕着健康身材、美肤营养概念打造口服科技产品

资料来源：公司官网，浦银国际

我们认为，目前功能性食品市场仍在发展的初期阶段，华熙生物透明质酸和胶原蛋白的美容饮品需要在消费者接受度提升、健康需求增长以及产品形成矩阵的前提下，才能迈向更加成熟的阶段。

困境中的改革为未来积蓄能量

华熙生物在中国透明质酸领域的领先地位毋庸置疑。我们认为公司能够走到行业龙头的地位来之不易，而业绩的维持更是需要公司战略、产品、渠道和生产端的长期支持才可以达成。

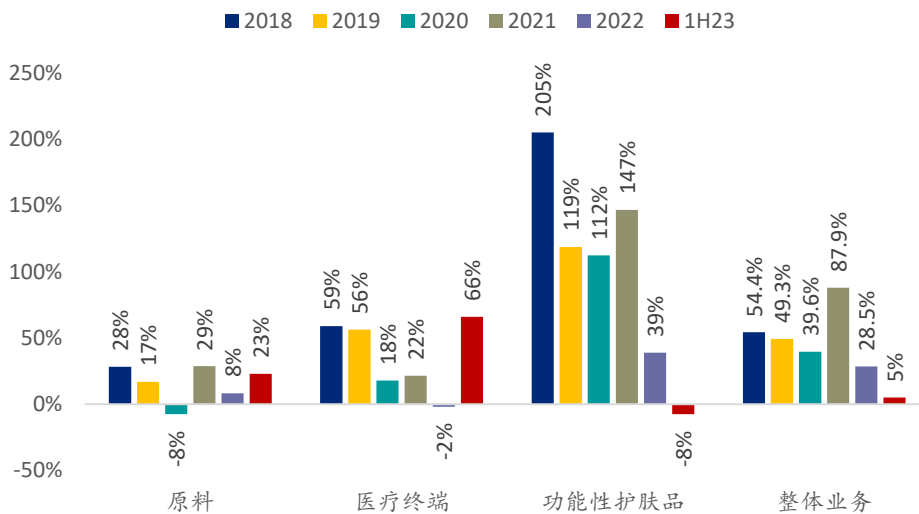
● 失速的业绩和业务的困境

在疫情结束后消费力疲弱的大环境下，线上流量的投入和产出比下降，也让公司不得不面对华熙生物旗下功效性护肤品业绩的下滑和转弱的事实。

自 2022 年一季度起，公司单季度收入增幅均同比缩窄。2023 年三季度，公司更是首次录得单季收入负增长（-17%），其原因主要是公司业务占比最大的功能性护肤品业务的收入下滑。

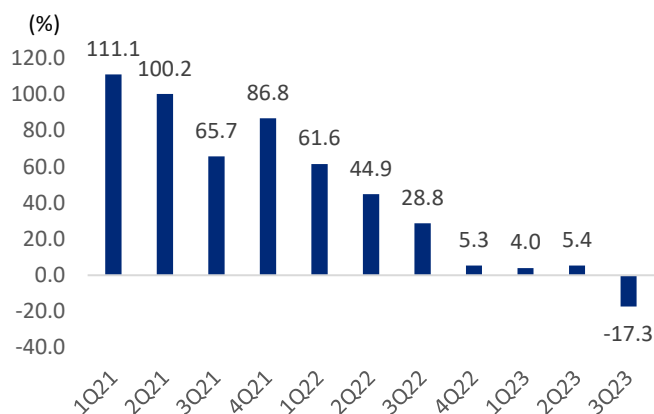
细看功能性护肤品内部分类，我们也可以看到公司四大品牌自 2021 年下半年起开始收入下滑，同时 2023 年上半年各品牌均录得收入的负增长。

图表 37：华熙生物各业务线同比增速，2018-1H23



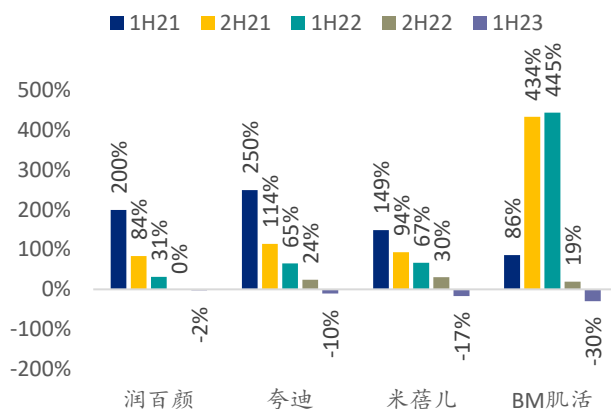
资料来源：公司数据，浦银国际

图表 38: 华熙生物单季收入同比增速, 1Q21-3Q23



资料来源: 公司数据、浦银国际

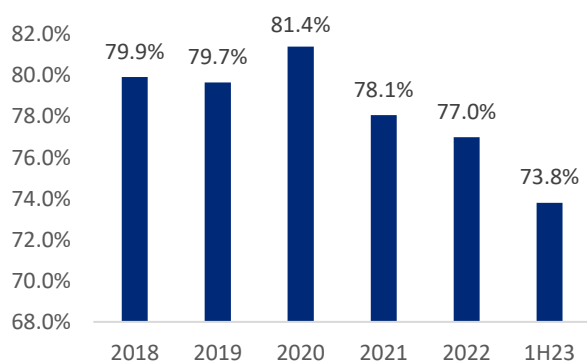
图表 39: 功能性护肤品各品牌的收入同比增速, 1H21-1H23



资料来源: 公司数据、浦银国际

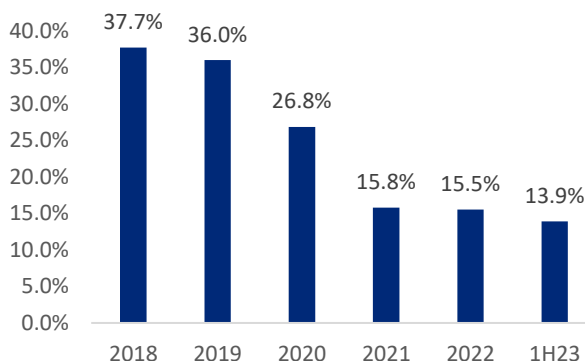
功能性护肤品收入增速的下滑也势必造成公司整体毛利率水平的下降。此外, 为保持功能性护肤品的品牌声量, 线上营销费用率仍保持在较高的水平, 从而也令核心经营利润率大幅下降。

图表 40: 华熙生物毛利率, 2018-1H23



资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 41: 华熙生物核心经营利润率, 2018-1H23



资料来源: 公司数据、浦银国际

我们深挖公司功能性护肤品业绩增长乏力的主要因素:

• 四大品牌的内部竞争:

润百颜和夸迪两大品牌均是基于公司专利的透明质酸原料而衍化而生, 但两个品牌在品牌特性、明星产品以及价格带上重合度较高。

例如, 润百颜作为玻尿酸次抛精华液的开创者, 它的次抛原液的功效矩阵已非常完整, 从补水到抗老均有覆盖。而夸迪品牌, 虽然整体以抗老为主, 但其次抛产品也是明星产品, 并也主打除抗老外的其他功效。

图表 42：润百颜和夸迪次抛产品汇总

品牌名	产品名	功效	价格（元/45ml）
润百颜	HACE 次抛	提拉、抗皱	479
	白纱布次抛	敏感肌调理	459
	水润次抛	补水保湿	359
	修光棒次抛	抗氧化、抗糖	459
夸迪	GABA 次抛	提拉抚纹	702
	5D 玻尿酸次抛	保湿、修复屏障	621
	蓝次抛	抗皱修护	562
	清润粉次抛	补水保湿	447
	绿次抛	控油祛痘	447

资料来源：天猫、浦银国际

• 产品商业化需求打造略有欠缺：

华熙生物虽拥有透明质酸以及合成生物技术的强研发和生产能力，但是在原料向终端产品的商业化转化过程中却未像同业一般打造出引领潮流的爆款单品或跟进风潮。

正如早前的珀莱雅打造的“早 C 晚 A”风潮在功能型护肤品中的流行，许多品牌尽管没有做到引领潮流，但也在紧跟市场需求跟进新品的推出和营销。华熙生物未能顺应潮流跟进风口，主要原因在于其原料业务专注透明质酸和活性原料，无法迅速响应市场快速做出相应的调整。

图表 43：珀莱雅早 C 晚 A



资料来源：珀莱雅官微、浦银国际

图表 44：欧莱雅早 C 晚 A 套装

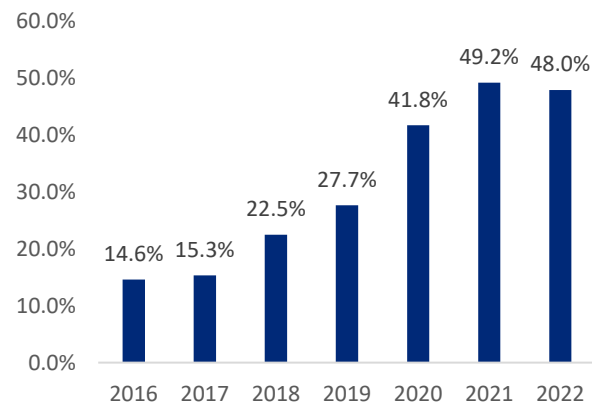


资料来源：欧莱雅天猫、浦银国际

• 品牌力尚待提升：

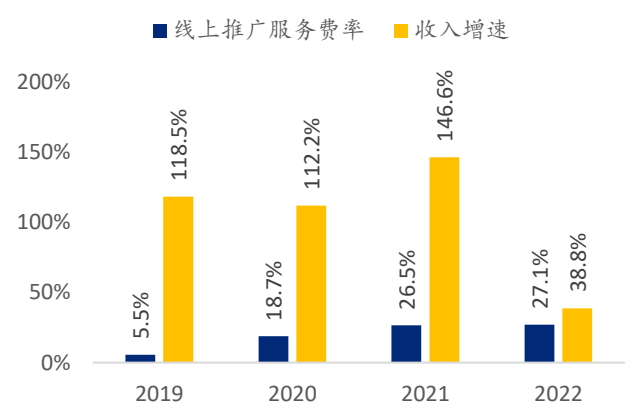
与其他互联网化妆品企业兴起的路径相同，华熙生物在功能性化妆品在公司整体收入的占比提升的同时，公司的营销费用率也在不断攀升。尤其是线上推广服务费用率，由 2019 年的 5.5% 一路大幅上升至 2022 年的 27.1%。

图表 45：华熙生物销售费用率，2016-2022



资料来源：公司数据、浦银国际

图表 46：线上推广服务费用率和功能性护肤品收入增速比较，2019-2022



资料来源：公司数据、浦银国际

在过去几年中，华熙生物通过大量的销售费用投入、与头部主播合作开拓市场。但是营销的投入产出比因坑位费的提升和流量的分流不再合算。又因华熙生物旗下品牌尚未形成强大的品牌力，所以难以通过消费者建立起的情感纽带来提高复购率。

图表 47：李佳琦推荐夸迪产品



资料来源：淘宝、浦银国际

图表 48：润百颜与明星直播



资料来源：润百颜官微、浦银国际

基于以上原因，公司在 2023 年开始进行战略调整，提升核心竞争力，进而提升功效型护肤品整体的经营效率。我们认为以下 3 个方面的调整将会对业务发展有一定贡献。

1. 产品端推行以点带面的大单品策略

公司计划通过在各品牌内部打造大单品，并进而以大单品为核心拓展大单品系列来提升产品的差异化优势、消费者心中的记忆点和购买率。

截至 2023 年 6 月末，公司旗下润百颜品牌的大单品系列已基本建立完毕。以润百颜的大单品系列（屏障修护、光损伤修护以及抗时光修护）为例，整体大单品占润百颜的收入比例已经提升到 50% 以上。

图表 49：润百颜白纱布系列（屏障修护）



资料来源：天猫、浦银国际

图表 50：润百颜抗氧化系列



资料来源：天猫、浦银国际

收入占比的提升说明了大单品策略的可实施性，但华熙生物仍需将大单品系列复制到其他功能性护肤品品牌中，以及需要持续观测大单品策略复购率的提升情况。

2. 提升自有渠道占比

在头部主播坑位费上升以及投放效率逐步下降的时期，公司计划加大自播渠道占比，降低渠道费用率。同时，公司通过自有渠道的建设也可减少产品与超头之间的绑定，规避过度依赖外部主播带来的销售风险。

3. 品牌力的提升

在消费理性化的当下，消费者更加重视产品以及品牌可以给予的情绪化价值。因此，在品牌营销上，公司计划加强与消费者的情感连接。

作为华熙生物旗下最大的品牌，公司将润百颜作为首推品牌，在 2023 年母亲节推出特别企划短片《韧性的答案》，为母亲们发声。米蓓尔和 BM 肌活则是通过专业形象的建立来占领消费者心智。米蓓尔通过医学研发和医学端科普的方式，优化建立米蓓尔自身的专业敏感肌定位；BM 肌活是通过发表期刊文章和《2023 油性皮肤护肤指南》建立品牌的专业形象。

由于功效型护肤品收入占公司整体收入的 70% 以上，功效型护肤品所面临的问题也正是公司层面收入能否回归快速增长曲线的基础。我们认为公司虽然已建立包含产品、营销、渠道的改善方案，但仍在调整初期，具体的策略执行效果和收入端的传导性仍待进一步观察。

● 固有优势仍可再显身手

(1) 原料自产，辐射 C 端

华熙生物坚守生物科技和生物材料科技公司的定位，以合成生物作为驱动力。公司自身材料研发的能力是其纵向产业的延伸的基础和信心，也为产品打响名气提供保障。

公司原料的信心来自于华熙生物首席科学家郭学平博士所研发的中国透明质酸微生物发酵法，该方法将中国的透明质酸生产方式提升至国际水准。时至今日，华熙生物透明质酸原料的生产质量、产量和精度均达到世界领先水平。

同时在我国化妆品公司中，华熙生物上下游全覆盖的商业模式相比其他化妆品厂商来说具有高度的优势。这主要是来源于原料业务的技术门槛较高以及高度稀缺性。更多的公司是从原料生产厂家直接购买，再由品牌方或代工厂家进行终端生产。

一体化的原料和终端产品生产方式在我国功能性护肤品领域逐渐增加，许多业内企业也走上原材料自研自产的道路。但我们认为关键原料生产的研发技术以及产能扩张都需要一段时间的积累才能真正赋能终端产品的生产和销售。

图表 51：各公司的自产原料成分

公司	原料成分
华熙生物	透明质酸、透明质酸钠、重组人源胶原蛋白、麦角硫因、依克多因等
巨子生物	重组胶原蛋白、人参皂苷
贝泰妮	青刺果、马齿苋等植物活性成分
水羊生物	透明质酸等
丸美	重组胶原蛋白、指橙提取物

资料来源：浦银国际整理

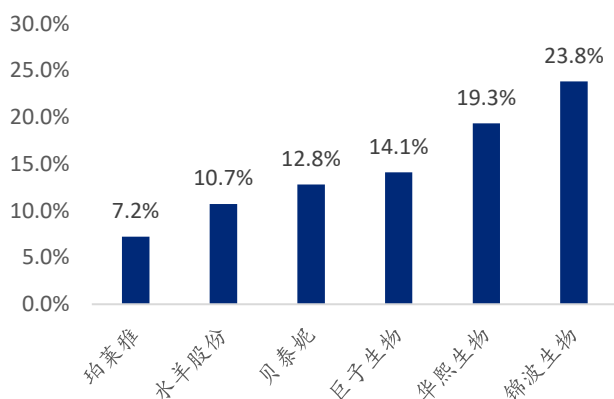
(2) 业内领先的研发投入

作为一家以原料生产起家的企业，自身强大的研发能力是华熙生物得以起家以及长期发展的核心竞争力。

为支持公司四大业务线的发展，2022 年公司研发团队的人员数量高达 822 人，占整体员工数的 19%，研发费用率高达 6.1%，远超同业。

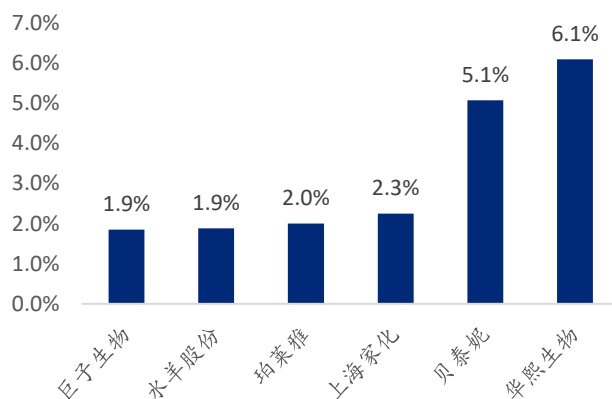
历经多年的沉淀，2022 年公司拥有 337 个发明专利，并保持着每年超 100 个新增专利的增长。这样高比例的研发人员比例、研发费用率和发明专利的持有量，不论是在原料生产亦或是功能性护肤品行业都是领先的。

图表 52：研发人员占比，2022



资料来源：公司数据、浦银国际

图表 53：研发费用率，2022



资料来源：公司数据、浦银国际

在公司对研发的重视下，华熙生物才得以打造超过国际标准的透明质酸原料，抢占市场份额。此外，公司在多种透明质酸延伸市场持续以研发带动业务发展，让各业务板块都拥有了具有知名度的品牌，获得消费者的信赖。

(3) ToB & ToC 双轮驱动

目前四大业务线对公司来说不单纯是业务线的拓展，更是客户端由 ToB 到 ToC 的拓展。

在 2018 年之前，华熙生物主要面向 B 端市场。在原料业务的带领下，华熙生物和上游企业与中游化妆品制造商、医用器械厂商建立长期合作关系在此基础上，华熙生物在进入医疗器械领域后所面向的终端客户也更多的是以医疗机构和医美机构在内的企业客户，使公司 ToB 客源以及需求保持相对稳定。

在华熙生物进入功效性护肤品市场后，业务的重心向 C 端客户倾斜，以线上零售业务为主。通过有效的市场营销，线上零售渠道红利驱动功效性护肤品成为公司收入占比最大的业务条线，带动着公司收入规模的快速增长。

我们认为在稳定的 B 端收入的基础上，公司所发展的 C 端业务均是公司业绩增长的推动器，为公司未来业务发展提供更宽更广的想象空间。

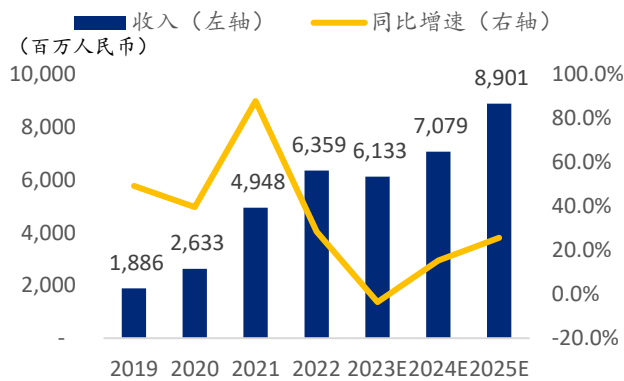
盈利预测

(1) 收入

我们认为在公司对功能性护肤品 2023 年进行调整而增速放缓的大背景下，公司收入在 2023 年将会承压，同比小幅下滑 4%。

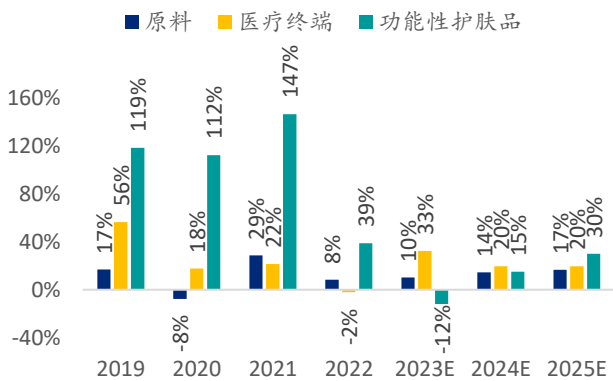
展望 2024-2025 年，我们预计原料业务将会在医药原料的需求增长的情况下稳定增长，医疗终端业务也将在医美和集采的带动下保持 20%左右的收入增长。同时我们预计，2024 年功能性护肤品业务将低基数和业务调整在上半年初步调整完毕的影响下，进入收入重回上升通道。

图表 54：华熙生物公司收入及同比增速，2019-2025E



E=浦银国际预测；资料来源：公司数据、浦银国际

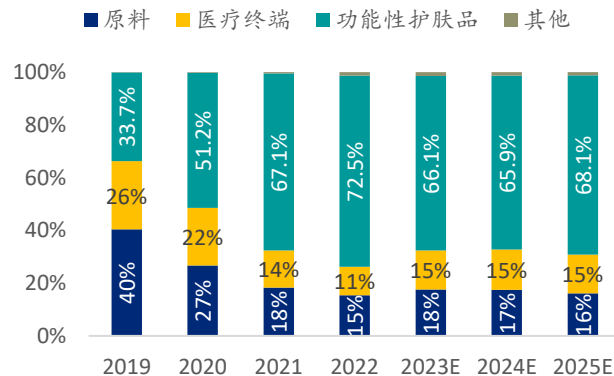
图表 55：华熙生物主营业务各条线收入增速，2019-2025E



E=浦银国际预测；资料来源：公司数据、浦银国际

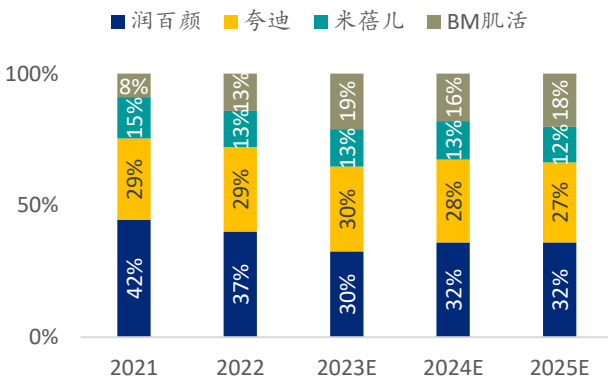
我们预计华熙生物的功能性护肤品仍将是公司收入的主要收入来源，但相比 2022 年，2023 年功能性护肤品收入占整体收入比例将下降 6.4 个百分点，后续逐步提升。

图表 56：华熙生物收入按品类分布，2019-2025E



E=浦银国际预测；资料来源：公司数据、浦银国际

图表 57：华熙生物功能性护肤品各品牌收入占功能性护肤品收入比例，2021-2025E

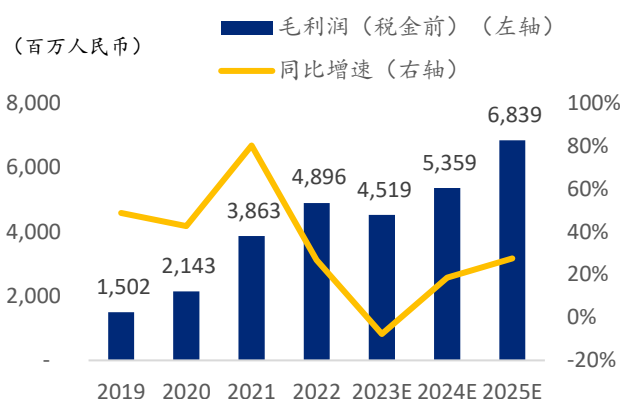


E=浦银国际预测；资料来源：公司数据、浦银国际

(2) 利润率

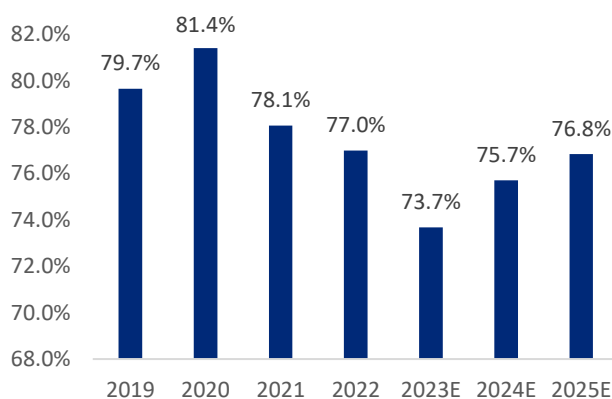
在业务调整的大背景下，功能性护肤品收入占比下降，同时原料业务中食品类别为抢占市场而进行价格战，造成 2023 年毛利率大幅下降。展望 2024-2025 年，我们认为功能性护肤品业务收入的修复、价格战停止、医药级原料收入占比提升都将带动公司毛利率逐年提升。

图表 58：华熙生物毛利（不含税金）与同比增速，2019-2025E



E=浦银国际预测；资料来源：公司数据、浦银国际

图表 59：华熙生物毛利率（不含税金），2019-2025E

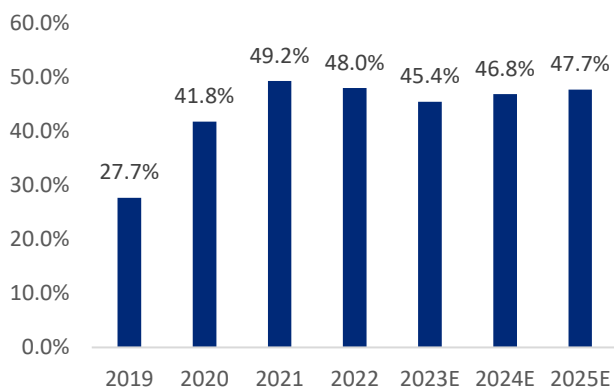


E=浦银国际预测；资料来源：公司数据、浦银国际

我们认为，由于功能性护肤品业务调整、线上推广费用率下降，2023 年华熙生物的销售费用率下降至 45.4% 的低位，但在未来 2 年会因为功能性护肤品业务调整后增速重启而逐步回升。

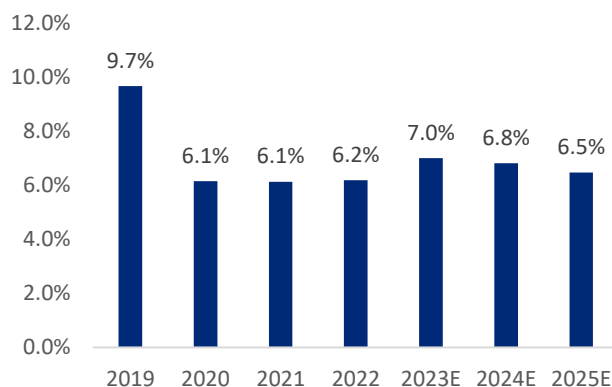
管理费用率方面，我们认为由于业务调整而带来的咨询费用的增长，将令公司 2023 年到 2024 年的管理费用率提升至 7% 左右，并在 2025 年回落至 6.5%。

图表 60：华熙生物销售费用率，2019-2025E；



E=浦银国际预测；资料来源：公司数据、浦银国际

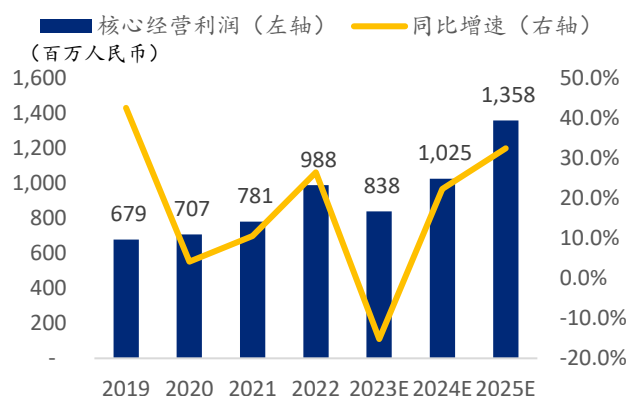
图表 61：华熙生物管理费用比例，2019-2025E



E=浦银国际预测；资料来源：公司数据、浦银国际

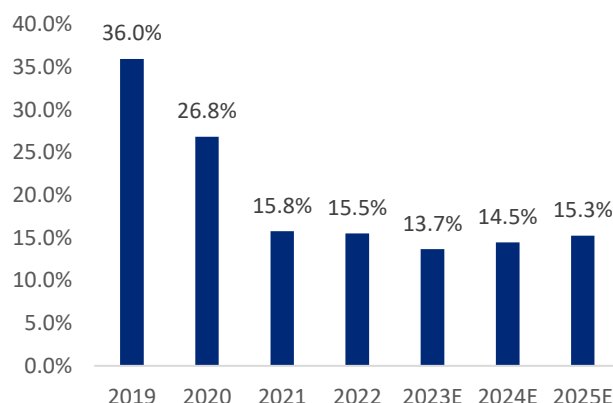
综上所述，我们认为华熙生物核心经营利润率将在 2023 年触底到 13.7%，之后将逐年回升。

图表 62：华熙生物核心经营利润与同比增速，2019-2025E



E=浦银国际预测；资料来源：公司数据、浦银国际

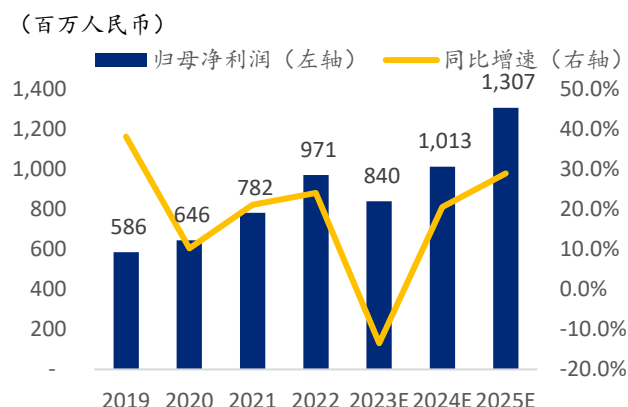
图表 63：华熙生物核心经营利润率，2019-2025E



E=浦银国际预测；资料来源：公司数据、浦银国际

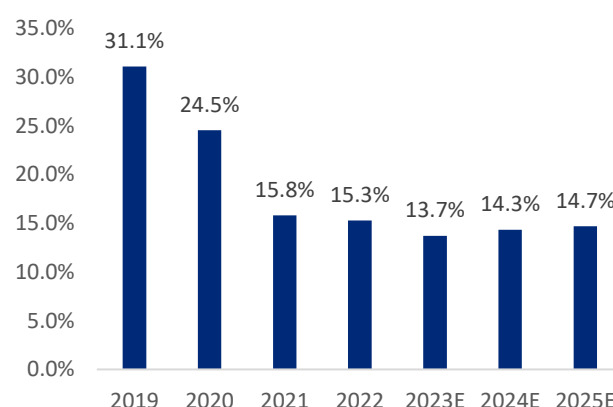
(3) 净利润与净资产回报

图表 64：华熙生物归母净利润与同比增速，2019-2025E



E=浦银国际预测；资料来源：公司数据、浦银国际

图表 65：华熙生物核心净利率，2019-2025E



E=浦银国际预测；资料来源：公司数据、浦银国际

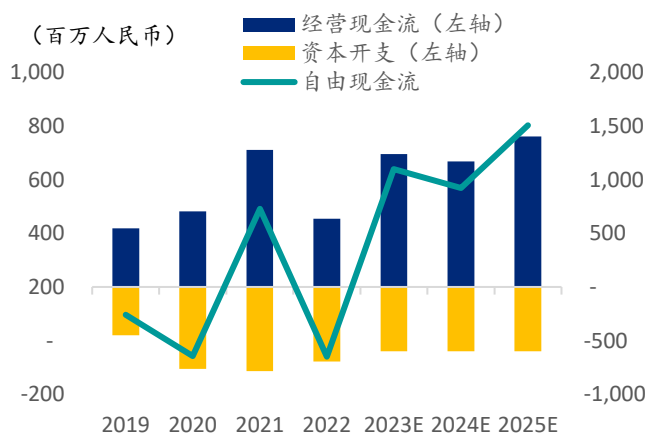
图表 66：杜邦净资产收益率（ROE）分析

	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
毛利率	78.3%	80.1%	76.9%	75.8%	72.5%	74.5%	75.6%
销售、管理费用率	42.3%	53.3%	61.1%	60.2%	58.8%	60.0%	60.4%
EBIT 利润率	36.0%	26.8%	15.8%	15.5%	13.7%	14.5%	15.3%
税前利润/EBIT	103.3%	107.4%	113.9%	115.0%	116.8%	115.1%	112.1%
净利润/税前利润	83.4%	85.0%	87.1%	84.6%	85.0%	85.0%	85.0%
归母净利润/净利润 率（少数股东前）	100.2%	100.1%	100.9%	101.0%	101.0%	101.0%	101.0%
净利润率	31.1%	24.5%	15.8%	15.3%	13.7%	14.3%	14.7%
资产周转率	53.5%	49.3%	74.8%	78.6%	68.9%	74.5%	85.2%
财务杠杆	112.4%	111.7%	123.3%	130.7%	127.6%	124.8%	124.1%
ROE	18.7%	13.5%	14.6%	15.7%	12.1%	13.3%	15.5%

资料来源：公司数据，浦银国际

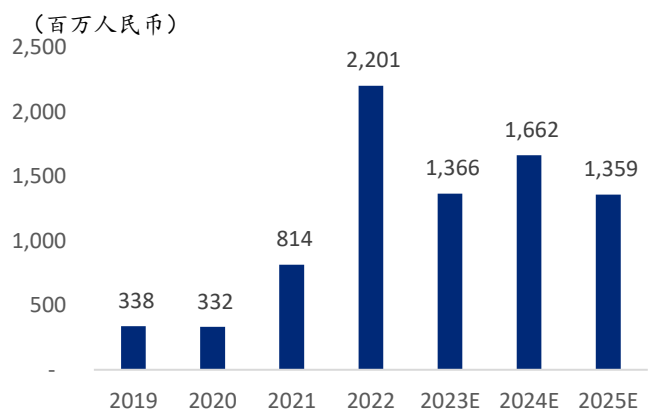
(4) 资产负债表与现金流

图表 67：华熙生物经营现金流、资本开支与自由现金流



E=浦银国际预测；资料来源：公司数据、浦银国际

图表 68：华熙生物的净现金，2019-2025E



E=浦银国际预测；资料来源：公司数据、浦银国际

目标价与估值

公司在原料业务、医美、医疗终端产品上的布局让公司在化妆品业务增长受阻时仍有一定的增长动力。因此，我们综合考虑可比化妆品企业、医美企业、医疗器械企业以及原材料研发生产企业的估值，我们用 33x 2024E PE（相较珀莱雅 5% 的折价）给华熙生物进行估值，目标价人民币 70.1 元。我们首次覆盖华熙生物，并给予“持有”评级。

图表 69：SPDBI 目标价：华熙生物（688363.CH）



资料来源：Bloomberg、浦银国际

风险提示

华熙生物股价可能面对的下行风险包括：

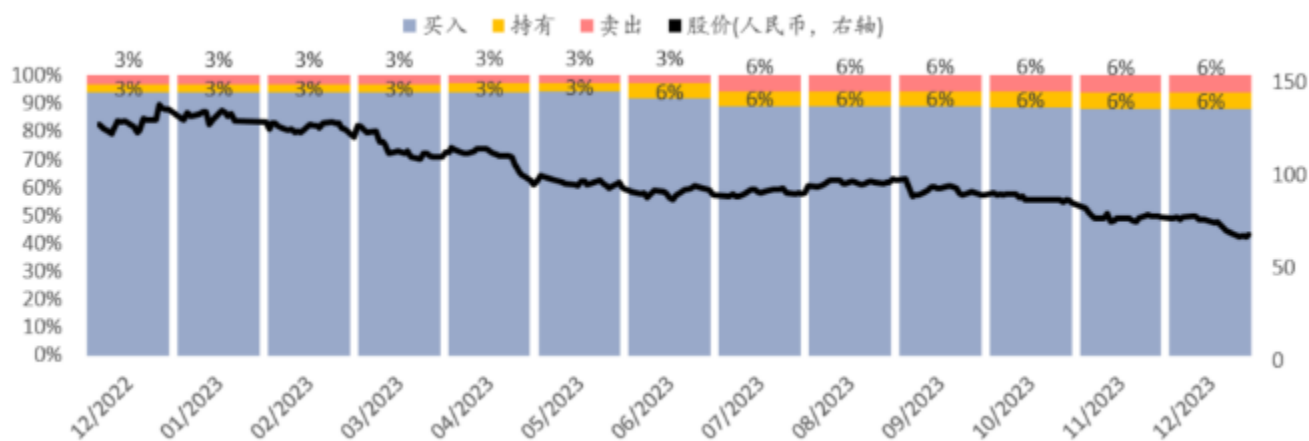
- （1）整体行业需求继续放缓；
- （2）行业竞争大于预期；
- （3）功能性护肤品业务调整不及预期。

华熙生物股价可能面对的上行风险包括：

- （1）功能性护肤品业务调整快于预期；
- （2）行业竞争有所放缓。

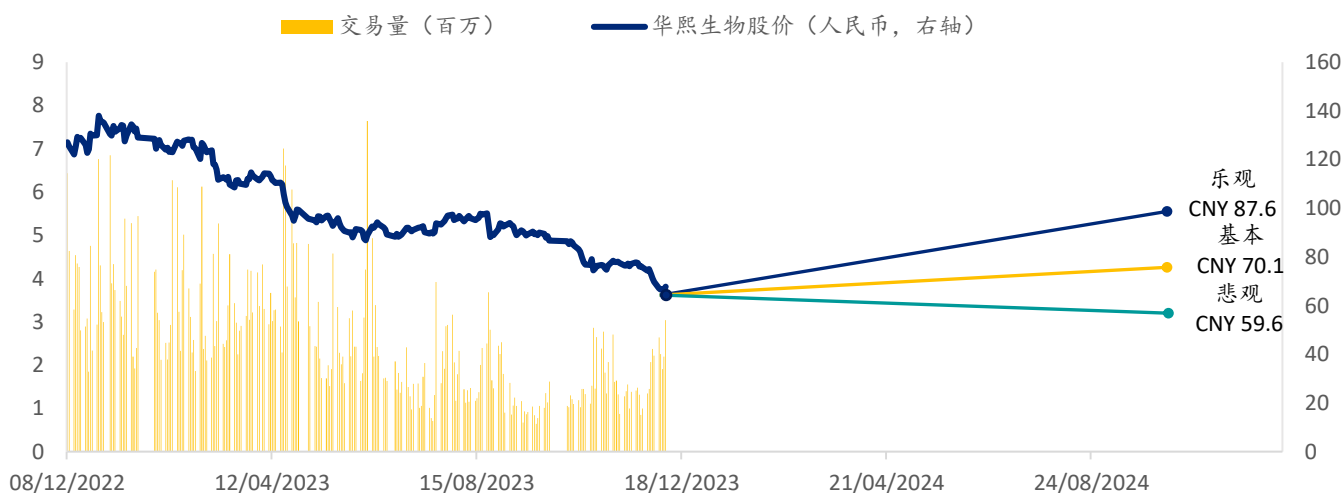
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 70：华熙生物（688363.CH）市场普遍预期



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 71：华熙生物（688363.CH）SPDBI 情景假设



乐观情景：公司收入增长好于预期	悲观情景：公司收入增长不及预期
目标价：人民币 87.6 元 概率：25%	目标价：人民币 59.6 元 概率：20%
2024 年功能性护肤品收入同比增长 20%以上； 2024 年医疗终端业务收入同比增长 30%以上； 2024 年公司毛利率同比增长 300bps。	2024 年功能性护肤品收入同比增长不及 10%； 2024 年医疗终端业务收入同比增长不及 10%； 2024 年公司毛利率同比增长 150bps。

资料来源：浦银国际

公司背景

● 公司介绍

华熙生物是一家中国知名的生物科技公司 and 生物材料公司，公司以合成生物科技为驱动，主要聚焦在功能糖、蛋白质、多肽、氨基酸、核苷酸、天然活性化合物等有助于生命健康的生物活性物开发和产业化应用。公司 2019 年在科创板挂牌上市。

华熙生物拥有研发人员 600 余人，研发人员具有药学、药物制剂、发酵工程、材料学、生物医学工程、分子生物学、微生物学等交叉学科专业背景，近 50% 的研发人员拥有博士及研究生以上学历。

公司是全球最大的透明质酸研发、生产及销售企业，其透明质酸产业化水平居世界首位。作为生物科技全产业链平台型企业，公司业务目前涵盖生物活性物原料、医疗终端产品、消费终端产品（功能性护肤品和功能性食品）。

公司旗下业务及品牌包含：

- 原料业务：医药、护肤品、食品等级的原料；
- 医美：润致及润百颜；
- 医药：海力达、海视健、海润通、美御、瑞珍；
- 功能性护肤品：润百颜、夸迪、米蓓尔、BM 肌活等；
- 功能性食品：黑零、水肌泉、休想角落、Wplus+。

财务上，公司 2023 年上半年收入人民币 30.8 亿元，归母净利润为 4.25 亿元，归母净利润率为 13.8%。

● 前十大股东

图表 72：华熙生物主要股东

	主要股东	占比 (%)
1	Huaxi Xinyu Investment Co	58.85
2	China Life Chengda Shanghai Heal	7.15
3	China Asset Management Co Ltd	2.86
4	BJ CH Life Taihe PHA1 EQU	1.21
5	TJ Huajie Haihe Medic Inv	1.12
6	Hong Kong Securities Clearing Co Ltd	1.07
7	West Supreme Limited	1.04
8	E Fund Management Co Ltd	1.01
9	China Universal Asset Management Co Ltd	0.88
10	China Merchants Fund Management Co Ltd	0.72

注：数据截至 2023 年 11 月 25 日

资料来源：Bloomberg、浦银国际

● 公司历史

图表 73：华熙生物发展里程碑

时间	里程碑
2000	华熙生物成立，开始采用微生物发酵法量产透明质酸。
2007	华熙生物成为全球规模最大的透明质酸生产商。
2011	华熙生物在国际上首创酶切法，并用该方法大规模制备低分子及寡聚透明质酸。
2012	中国的第一个国产交联透明质酸真皮填充剂“润百颜”获批上市。
2013	华熙生物“海视健透明质酸钠凝胶”上市，用于眼科白内障摘除及人工晶体植入术产品，同时通过欧盟 CE 认证。
2014	华熙生物开发用于治疗骨关节炎的药品“海力达玻璃酸钠注射液”获批上市。
2016	国内第一条透明质酸次抛原液专用生产线在山东济南华熙生物投产。
2018	华熙生物与故宫博物院联合推出的“润百颜·故宫口红”成为现象级产品。
2019	华熙生物成功登陆 A 股科创板。

资料来源：公司资料、浦银国际

● 公司管理层

图表 74：华熙生物公司管理层

姓名	职位	履历
赵燕	董事长、 总经理	生物专业本科毕业，理学学士，美国福坦莫大学工商管理硕士。2000 年至 2002 年，任华熙昕宇投资有限公司的总经理；自 2003 年至 2019 年 3 月任华熙福瑞达生物医药有限公司董事。
刘爱华	副总经理、 核心技术人员	毕业于沈阳药学院药物制剂专业，本科学历。1983 年 8 月至 1993 年 8 月，任济南第三制药厂实验室副主任、科研所所长、副厂长；1993 年 8 月至 1998 年 7 月，任济南永宁制药有限公司副总经理兼科研所所长；1998 年 8 月至 2002 年 11 月任山东省生物药物研究院副院长 2002 年 12 月至 2016 年 4 月任华熙福瑞达总经理；2016 年 5 月至 2018 年 3 月任华熙国际投资集团有限公司副总经理；2018 年 4 月至 2019 年 3 月任华熙福瑞达副总经理。
郭学平	董事、 副总经理、 首席科学家	毕业于山东大学微生物与生化药学专业，博士学历。国家科技进步二等奖获得者，吴阶平-保罗·杨森医药研究奖获得者，享受国务院特殊政府津贴的专家，山东省有突出贡献的中青年专家。1987 年至 1998 年，任山东省生物药物研究院主任及副院长 2000 年至 2019 年 3 月任华熙福瑞达生物医药有限公司首席科学家。现任公司董事、副总经理、首席科学家。
郭珈均	董事、 副总经理、 首席运营官	毕业于美国福坦莫大学，MBA，研究生学历。1998 年 8 月至 2001 年 10 月，任山东省威海市住房公积金管理中心科员；2002 年 1 月至 2008 年 8 月，任华熙国际投资集团有限公司行政部经理；2008 年 9 月至 2012 年 6 月，任华熙生物科技有限公司执行董事；2008 年 8 月至 2018 年 5 月，任华熙国际投资集团有限公司副总经理；2018 年 5 月至 2019 年 3 月任华熙福瑞达生物医药有限公司首席运营官；2019 年 3 月至 12 月任公司董事、副总经理、财务总监、首席运营官。
徐桂欣	副总经理	毕业于中国人民大学，研究生学历。1995 年 7 月至 1996 年 5 月，任三联集团生物产业公司技术员；1996 年 6 月至 1997 年 3 月，任金泉集团技术员；1997 年 4 月至 2000 年 1 月，任山东博士伦福瑞达制药有限公司沈阳办省区经理；2000 年 1 月至 2019 年 3 月任华熙福瑞达物料部经理、销售部经理、销售总监、销售副总经理、常务副总经理。
栾依峰	副总经理、 财务总监	毕业于清华大学经济管理学院会计系，研究生学历，中国注册会计师非执业会员，国际特许金融分析师。2009-2013 年历任瑞银证券有限责任公司分析员、经理、副董事，2013-2015 年就读于美国西北大学凯洛格商学院，2015-2017 年任弘毅投资健康产业部投资经理，2017-2018 年任高瓴资本医疗组高级投资经理、副总裁。2019 年加入华熙生物，任财务中心总经理。
高屹	副总经理	毕业于中央财经大学会计学专业，本科学历。1996 年 7 月至 1999 年 12 月任职于中国光大集团；2000 年 1 月至 2001 年 2 月任职于联想集团；2001 年 2 月至 2003 年 2 月任职于国务院发展研究中心；2003 年至 2018 年 3 月先后于华熙国际投资集团有限公司、北京华熙海御科技有限公司、华熙国际医学皮肤管理科技（北京）有限公司担任要职；2018 年 4 月加入华熙生物，任品牌中心总经理，现任公司副总经理，分管知识产权战略管理中心、法务中心、品牌与传播战略中心。

资料来源：公司年报、浦银国际

财务报表

图表 75：华熙生物利润表

(百万人民币)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	4,948	6,359	6,133	7,079	8,901
同比	87.9%	28.5%	-3.6%	15.4%	25.7%
销售成本	-1,085	-1,463	-1,614	-1,720	-2,062
税金	-58	-77	-74	-86	-108
毛利	3,805	4,819	4,445	5,273	6,731
毛利率	76.9%	75.8%	72.5%	74.5%	75.6%
销售费用	-2,436	-3,049	-2,784	-3,314	-4,242
管理费用	-303	-393	-429	-482	-576
研发费用	-284	-388	-393	-452	-555
核心经营溢利	781	988	838	1,025	1,358
经营利润率	15.8%	15.5%	13.7%	14.5%	15.3%
净融资成本	0	49	19	33	43
其他经营收入和损失	124	99	122	122	122
经营溢利	906	1,136	979	1,181	1,523
营业外收入	2	6	6	7	9
营业外支出	-17	-6	-6	-7	-9
税前盈利	890	1,136	979	1,181	1,523
所得税开支	-115	-175	-147	-177	-228
所得税率	14.9%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%
少数股东权益	-7	-10	-8	-10	-13
归母净利润	782	971	840	1,013	1,307
归母净利率	15.8%	15.3%	13.7%	14.3%	14.7%
同比	21.1%	24.1%	-13.4%	20.6%	29.0%

资料来源：公司数据、浦银国际预测

图表 76：华熙生物资产负债表

(百万人民币)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
物业、机器及设备	1,609	1,899	2,217	2,502	2,755
使用权资产	117	99	87	61	19
投资资产	19	130	130	130	130
预付款	246	303	303	303	303
无形资产	467	475	516	557	597
在建工程	517	830	830	830	830
其他	544	922	922	922	922
非流动资产	3,520	4,659	5,006	5,305	5,556
存货	709	1,162	1,032	1,099	1,318
应收贸易款项	431	510	458	527	661
预付款	88	172	166	191	240
金融性资产	847	531	531	531	531
现金及等同现金项目	1,807	1,606	1,883	2,190	2,654
其他	102	43	43	43	43
流动资产	3,984	4,023	4,112	4,582	5,446
短期借款	0	139	0	0	0
应付贸易款项	742	916	911	981	1,194
应付职工薪酬及其他	567	491	491	491	491
一年内到期的非流动负债	86	90	90	90	90
其他	6	8	8	8	8
流动负债	1,401	1,644	1,500	1,570	1,783
长期借款	144	108	108	108	108
租赁负债	70	52	52	52	52
其他	187	194	194	194	194
非流动负债	401	355	355	355	355
股本	480	481	481	481	481
储备	5,219	6,153	6,741	7,450	8,365
非控制性权益	3	49	41	31	18
权益	5,702	6,683	7,263	7,962	8,865

资料来源：公司数据、浦银国际预测

图表 77：华熙生物现金流量表

(百万人民币)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	776	961	832	1,003	1,294
折旧	135	196	234	281	328
摊销	26	32	9	10	10
融资开支净额	3	-11	-19	-33	-43
存货减少／(增加)	-219	-438	130	-68	-218
应收贸易款项(增加)／减少	-36	-98	58	-95	-182
其他应收款项减少／(增加)	613	-73	-5	70	213
递延所得税资产	-150	-60	0	0	0
其他	127	125	0	0	0
经营活动所得(所用)现金净额	1,276	635	1,239	1,169	1,403
购入物业、机器及设备	-784	-695	-600	-600	-600
收到投资收益	5,072	3,509	10	10	10
支付投资现金	-5,278	-3,650	0	0	0
其他	0	0	0	0	0
投资活动所用现金净额	-990	-836	-590	-590	-590
收到投资现金	10	89	0	0	0
收到借款现金	174	138	-139	0	0
支付利息	-201	-243	-233	-271	-350
其他	-54	-155	0	0	0
融资活动(所用)所得现金净额	-71	-170	-373	-271	-350
现金及现金等价物变动	215	-371	276	308	463
于年初的现金及现金等价物	1,572	1,767	1,606	1,883	2,190
现金及现金等价物汇兑差额	-20	30	0	0	0
于年末的现金及现金等价物	1,767	1,425	1,883	2,190	2,654

资料来源：公司数据、浦银国际预测

贝泰妮 (300957.CH): 敏感肌龙头, 仍待新增长曲线

贝泰妮旗下薇诺娜 (Winona) 品牌作为中国功能性护肤品赛道龙头企业多年来积累了消费者的口碑及信赖, 并借助着线上平台红利期迅速扩张。但近年来, 受到线上增长放缓和单品牌策略导致的收入转弱影响, 公司整体业绩承压。本文中, 我们将深挖贝泰妮各项重点策略, 叙述贝泰妮的成功路径及探讨当前面临的问题。我们首次覆盖贝泰妮, 并给予“持有”评级, 目标价人民币 76.5 元, 潜在升幅 12.5%。

· **敏感肌赛道专营龙头:** 皮肤敏感是中国消费者普遍面对的问题。随着中国消费者对皮肤问题了解的加深, 我国功能性护肤品市场和敏感肌护肤品市场快速增长, 且增速快于整体护肤品。得益于贝泰妮在敏感肌赛道中的独特定位, 公司功能护肤品市场占有率在 2019 年就超越理肤泉, 成为中国第一品牌。

· **功效叠加完善, 但多品牌尚未成型:** 薇诺娜以大单品策略在敏感肌赛道打出名号, 并在大单品的基础上拓展系列产品。为满足消费者多重需求, 公司以“敏感肌 Plus”战略, 叠加热门功效, 驱动业绩增长。但是公司主要依靠薇诺娜单品牌, 收入集中度高于 95%。在主品牌增长放缓的背景下, 公司整体业绩承压。虽然公司已通过自建和收购尝试打造多品牌矩阵, 但是这些品牌都仍处于初步发展阶段, 尚未对公司业绩做出明显贡献。

· **以研发实力打造专业形象:** 公司的自研植物成分和敏感肌配方是公司研发中差异性和专业性的体现。依靠着药企背景, 公司与学术机构和皮肤科医生共同研发, 打造医研一体的研发体系。此外, 公司通过皮肤科医生的线上解答等直播活动, 打造医生认可的专业功效品牌形象。

· **线上线下共同拓张, 却都略有压力:** 公司在线上多渠道布局, 近期面临阿里系平台的增速放缓, 公司开始拓展增速更快的抖音渠道, 但因基数较小, 尚未能平衡在阿里系平台收入由升转跌的趋势。与此同时, 线下客流增长, 公司也以 OTC 药房、CS 渠道以及直营门店的方式拓展线下业务, 但仍需平衡直营门店利润率较低的压力。

· **估值与评级:** 考虑到薇诺娜主品牌收入增速放缓, 以及多品牌矩阵贡献仍较小, 我们用 24.5x 2024E PE (相较珀莱雅 30%的折价), 得到目标价人民币 76.5 元, 潜在升幅 12.5%。

· **投资风险:** 下行风险包括: (1) 整体行业需求继续放缓; (2) 行业竞争大于预期; (3) 主品牌增速慢于预期; (3) 副品牌成长慢于预期。上行风险包括: (1) 行业竞争有所放缓; (2) 公司主品牌在抖音渠道放量; (3) 副品牌增长快于预期。

图表 1: 盈利预测和财务指标

百万人民币	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	4,022	5,014	5,974	7,684	8,835
同比变动 (%)	52.6%	24.6%	19.1%	28.6%	15.0%
股东应占净利	863	1,051	1,148	1,322	1,498
同比变动 (%)	58.8%	21.8%	9.2%	15.1%	13.3%
PE (X)	32.1	27.4	25.1	21.8	19.2
ROE (%)	28.9%	20.3%	20.1%	21.0%	20.5%

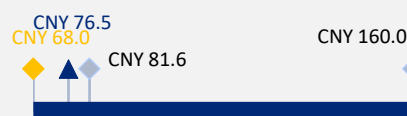
E=浦银国际预测; 资料来源: 公司报告、浦银国际

评级

持有

目标价 (人民币)	76.5
潜在升幅/降幅	+12.5%
目前股价 (人民币)	68.0
52 周内股价区间 (人民币)	66.87-154.8
总市值 (百万人民币)	28,809
近 3 月日均成交额 (百万人民币)	226.7

市场预期区间



▲ SPDBI 目标价 ◆ 当前价 ◆ 市场预期区间

资料来源: Bloomberg、浦银国际

股价表现



注: 截至 2023 年 12 月 8 日收盘

资料来源: Bloomberg、浦银国际

财务报表分析与预测 - 贝泰妮

利润表

(百万人民币)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	4,022	5,014	5,974	7,684	8,835
同比	52.6%	24.6%	19.1%	28.6%	15.0%
销售成本	-965	-1,243	-1,474	-1,945	-2,206
税金及附加	-52	-56	-67	-86	-99
毛利	3,005	3,715	4,433	5,653	6,530
毛利率	74.7%	74.1%	74.2%	73.6%	73.9%
销售费用	-1,681	-2,048	-2,475	-3,223	-3,719
管理费用	-245	-343	-392	-533	-618
研发费用	-113	-255	-335	-434	-516
核心经营溢利	966	1,069	1,231	1,462	1,677
经营利润率	24.0%	21.3%	20.6%	19.0%	19.0%
净融资成本	10	14	22	27	36
其他收益	27	72	72	72	72
投资净收益	19	81	60	40	20
其他	-6	-24	-36	-20	0
营业利润	1,016	1,212	1,349	1,581	1,805
营业外收入	11	9	11	14	16
营业外支出	-9	-7	-9	-11	-13
税前溢利	1,018	1,214	1,351	1,584	1,808
所得税开支	-154	-163	-203	-238	-271
所得税率	15.1%	13.5%	15.0%	15.0%	15.0%
少数股东权益	-1	1	0	-24	-39
归母净利润	863	1,051	1,148	1,322	1,498
归母净利率	21.5%	21.0%	19.2%	17.2%	17.0%
同比	58.8%	21.8%	9.2%	15.1%	13.3%

资产负债表

(百万人民币)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
物业、机器及设备	113	206	200	193	183
使用权资产	122	110	123	131	111
投资资产	0	92	92	92	92
在建工程	197	349	349	349	349
无形资产	65	78	78	78	77
长期待摊费用	41	67	67	67	67
其他	50	101	101	101	101
非流动资产	587	1,004	1,012	1,012	981
存货	463	671	672	887	1,006
应收贸易款项	328	509	547	635	695
预付款项	46	42	50	64	73
金融性资产	781	1,434	1,434	1,434	1,434
现金及等同现金项目	2,035	2,514	2,747	3,545	4,573
其他	1,571	546	546	546	546
流动资产	5,225	5,715	5,996	7,111	8,327
应付贸易款项	362	372	435	574	651
合同负债	71	58	69	89	102
应付职工薪资	105	104	104	104	104
应交税款	122	119	119	119	119
其他应付	187	272	272	272	272
其他	53	65	65	65	65
流动负债	900	992	1,066	1,225	1,315
租赁负债	76	51	51	51	51
长期应付款	50	11	11	11	11
递延收益	6	56	56	56	56
其他	2	8	8	8	8
非流动负债	134	125	125	125	125
股本	424	424	424	424	424
储备	4,332	5,129	5,343	6,275	7,331
非控制性权益	23	50	50	74	113
权益	4,778	5,602	5,816	6,773	7,868

E=浦银国际预测

资料来源：Bloomberg、浦银国际预测

现金流量表

(百万人民币)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	864	1,050	1,149	1,347	1,537
折旧	53	83	93	120	149
摊销	21	35	10	10	11
融资开支净额	4	5	-22	-27	-36
存货减少 / (增加)	-221	-214	-2	-215	-119
应收贸易款项 (增加) / 减少	-45	-223	-46	-102	-69
应付贸易款项 (减少) / 增加	491	119	74	159	90
已付所得税	0	-29	0	0	0
其他	-13	-57	0	0	0
经营活动所得 (所用) 现金净额	1,153	769	1,255	1,291	1,563
购入物业、机器及设备	-270	-353	-110	-130	-130
收回投资收到的现金	-2,282	342	0	0	0
其他	-6	-7	-536	0	0
投资活动所用现金净额	-2,558	-18	-646	-130	-130
吸收投资收到的先进	2,925	0	-60	0	0
取得借款收到的现金	0	0	0	0	0
已付股利和利息	-191	-255	-317	-363	-405
其他	-70	-65	0	0	0
融资活动 (所用) 所得现金净额	2,664	-320	-377	-363	-405
现金及现金等价物变动	1,258	431	233	798	1,028
于年初的现金及现金等价物	752	2,010	2,514	2,747	3,545
现金及现金等价物汇兑差额	0	0	0	0	0
于年末的现金及现金等价物	2,010	2,442	2,747	3,545	4,573

财务和估值比率

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
每股数据 (人民币)					
摊薄每股收益	2.12	2.48	2.71	3.12	3.54
每股销售额	9.88	11.83	14.10	18.14	20.86
每股股息	0.60	0.80	0.80	0.92	1.04
同比变动					
收入	52.6%	24.6%	19.1%	28.6%	15.0%
经营溢利	54.5%	10.7%	15.2%	18.8%	14.6%
归母净利润	58.8%	21.8%	9.2%	15.1%	13.3%
费用与利润率					
毛利率	74.7%	74.1%	74.2%	73.6%	73.9%
经营利润率	24.0%	21.3%	20.6%	19.0%	19.0%
归母净利率	21.5%	21.0%	19.2%	17.2%	17.0%
回报率					
平均股本回报率	28.9%	20.3%	20.1%	21.0%	20.5%
平均资产回报率	14.8%	16.8%	16.7%	17.5%	17.2%
资产效率					
库存周转天数	135.6	166.5	166.5	166.5	166.5
应收账款周转天数	19.7	18.8	18.8	18.8	18.8
应付账款周转天数	93.9	107.8	107.8	107.8	107.8
财务杠杆					
流动比率 (x)	5.8	5.8	5.6	5.8	6.3
速动比率 (x)	0.9	1.2	1.2	1.3	1.3
现金比率 (x)	2.3	2.5	2.6	2.9	3.5
负债 / 权益 (%)	21.6%	19.9%	20.5%	19.9%	18.3%
估值					
市盈率 (x)	32.1	27.4	25.1	21.8	19.2
市销率 (x)	6.9	5.7	4.8	3.7	3.3
股息率	0.9%	1.2%	1.2%	1.4%	1.5%

贝泰妮 (300957.CH): 敏感肌龙头, 仍待新增长曲线

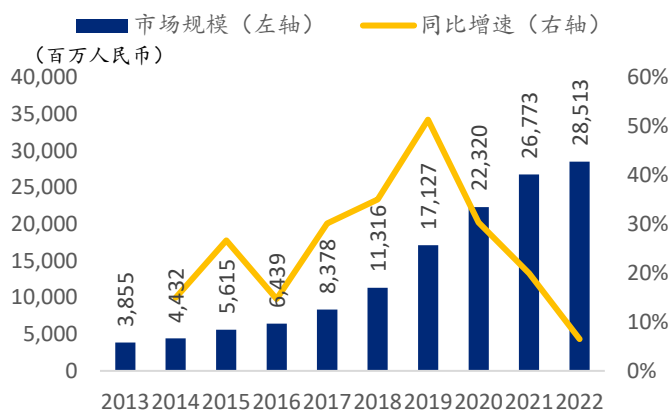
敏感肌赛道仍有扩容空间

随着中国经济快速发展、消费者护肤意识的提升,中国的化妆品市场规模迅速增长。而与此同时,消费者对化妆品的需求也越来越细化。

在电商和线上营销的拓展下,中国的护肤品品牌把握到消费者对护肤品的自然成分和快速功效的推崇趋势。所以,在此期间成长的国产护肤品品牌多数以入功效型护肤品为主赛道,在细分市场抢占消费者心智。

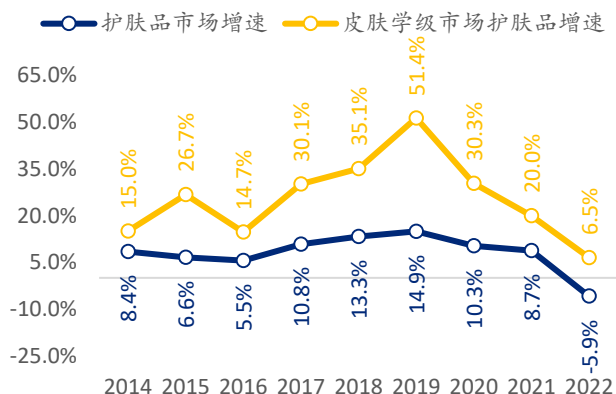
因此,我国皮肤学级化妆品市场规模迅速从 2013 年的 38.6 亿元增长至 2022 年的 285.1 亿元,和美国皮肤学级护肤品 2022 年市场规模相当。中国皮肤学级护肤品市场 2017-2022 年 5 年复合增长率高达 28%,远超整体化妆品市场 8% 的增速。

图表 2: 中国皮肤学级护肤品市场规模及增速, 2013-2022



资料来源: Euromonitor、浦银国际

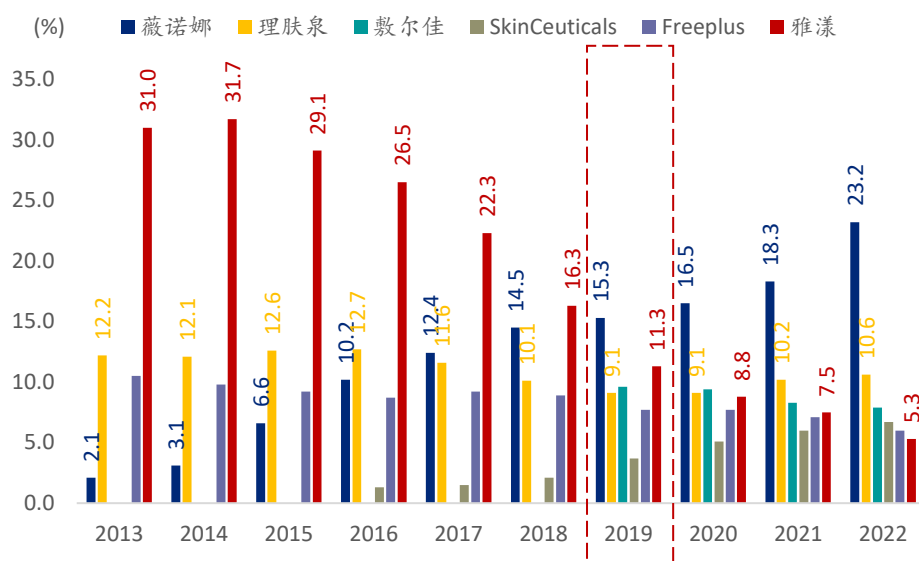
图表 3: 中国护肤品及皮肤学级护肤品市场增速对比, 2014-2022



资料来源: Euromonitor、浦银国际

贝泰妮旗下品牌薇诺娜聚焦皮肤学级护肤品,专注天然成分,为敏感肌进行温和护理。根据 Euromonitor 数据,薇诺娜在 2019 年超越海外品牌雅漾成为皮肤学级护肤品中最大的玩家。2022 年,薇诺娜占有市场份额达 23.2%,比第二名理肤泉高约 13 个百分点。

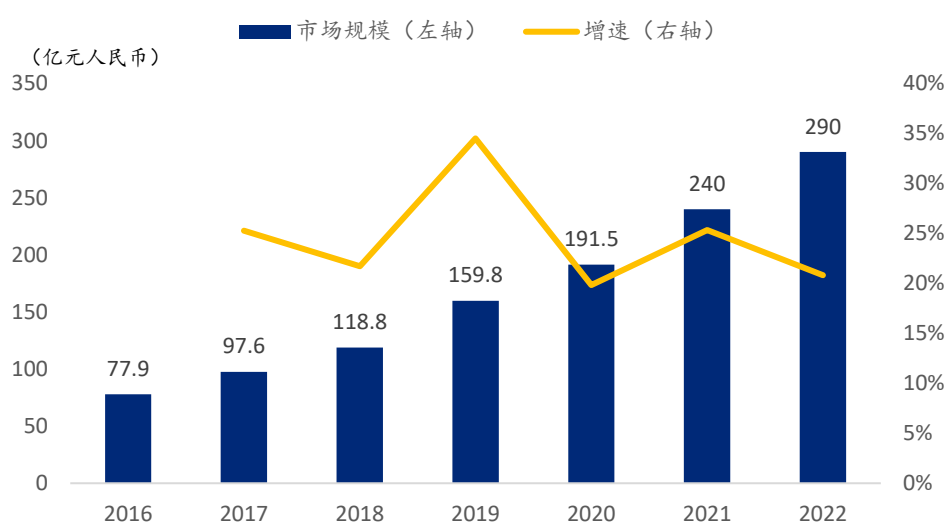
图表 4：中国皮肤学级护肤品市场前六名市场份额



资料来源：Euromonitor，浦银国际

薇诺娜市场份额的高速提升得益于其在敏感肌护理上的巧妙定位。随着“成分党”的崛起、消费者对自身皮肤和使用护肤品的理解加深，追求更加安全且有效的产品来解决皮肤敏感的问题。在这样的潮流下，我国皮肤学级护肤品的细分赛道敏感肌护肤品市场的热度和规模也不断提升。根据艾瑞咨询数据，中国敏感肌护肤品市场规模从 2016 年的 77.9 亿元迅速增长至 2022 年的 290 亿元，2017-2022 年 5 年复合增长率达 24%。

图表 5：中国敏感肌护肤品市场规模及同比增速，2016-2022



资料来源：艾瑞咨询，浦银国际

展望未来，我们认为以下三个因素将驱动敏感肌市场未来保持较高的增速：

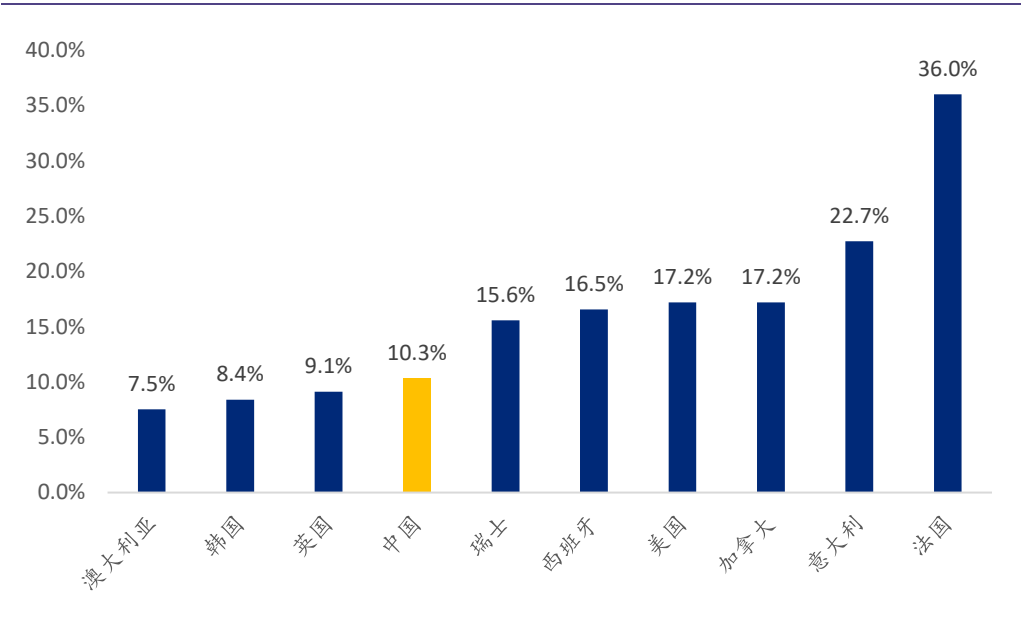
1. 敏感肌专业护理在消费者中的渗透率提升

皮肤敏感在我国消费者中属于多发问题。但极少数敏感肌是天生的，更多的是由于多度清洁、过度护肤损伤角质层导致。虽然敏感肌多发且市场已快速增长一段时间，但我们认为敏感肌护肤品的渗透率仍有较大的提升空间：

一方面，消费者决定购买周期较长。消费者从皮肤出现敏感症状到最终决定购买敏感肌适用产品所需时间较长。因此，我们认为部分有需求的消费者仍处于确认自己是否为敏感肤质或寻找合适产品的中间阶段，还没有到购买敏感肌护肤品的决定阶段。

另一方面，皮肤学级市场渗透率仍较低，与发达国家有较大差距。从皮肤学级市场来看，我国的渗透率虽然已大幅提升，但与发达国家仍有较大的差距。2022 年，中国皮肤学级护肤品规模占整体护肤品市场比例仅为 10.3%，远低于法国的 36%，仍有很大的增长空间。

图表 6：各国皮肤学级护肤品市场占整体护肤品比例，2022



资料来源：Euromonitor，浦银国际

我们认为，随着消费者对皮肤问题的认知提升和对护肤品功效的了解加深，皮肤学级和敏感肌护肤品的市场规模将进一步提升。

2. 敏感肌护肤品的功效升级

市场时常担心，敏感肌护肤品的市场规模已达到天花板。这主要是由于包含乳液、精华、乳霜等敏感肌产品在内的产品矩阵均已搭建完善，并认为仅就舒敏这一需求的市场增长空间较小。

但我们认为，随着敏感肌护肤市场成熟度的提升，产品功效也会进一步增长。而这需要从两方面来考虑，其一是成分的升级以及固有效效（如舒敏能力）的提升，其二是功效上的叠加，比如“舒敏+美白”、“舒敏+抗衰”等。

图表 7：功效提升：雅漾速修霜



资料来源：淘宝、浦银国际

图表 8：功效叠加：薇诺娜修白瓶



资料来源：淘宝、浦银国际

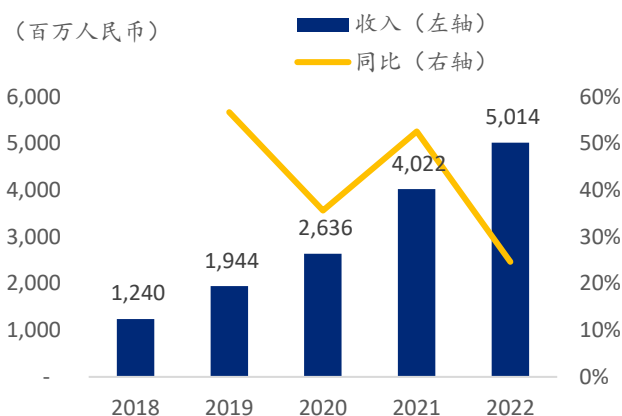
在功效升级以及功效叠加下，我们认为敏感肌护肤的产品矩阵仍可进一步扩张，以满足消费者更多需求，带动敏感肌护肤的市场持续增长。

考虑到未来敏感肌护肤品市场仍有扩容空间，我们认为敏感肌护肤品赛道龙头贝泰妮有能力随着市场的增长而取得可观的业绩增长。本文中，我们将对贝泰妮的研发能力、薇诺娜产品矩阵、渠道实力、多品牌策略等方面进行讨论。

立足敏感肌，功效 1+1>2

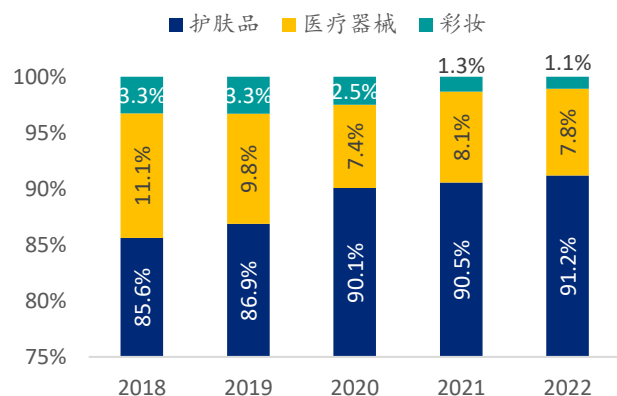
贝泰妮依靠薇诺娜单品牌起家，以专业敏感肌护肤在行业内打出名声，并在 2019 年成为皮肤学级化妆品的市占率第一的品牌，公司收入也在此期间不断攀升。

图表 9：贝泰妮收入及同比增速



资料来源：公司数据、浦银国际

图表 10：贝泰妮主营业务按品类分布



资料来源：公司数据、浦银国际

● 聚焦大单品，树立品牌特性

薇诺娜旗下第一大单品舒敏保湿特护霜，主推提升皮肤的修护能力、增强皮肤的防御能力，并以“30s 舒缓干痒红，4 周减少敏感反复”来宣传产品。它的青刺果核心成分，也成为了品牌的核心卖点。

图表 11：薇诺娜舒敏保湿特护霜广告



资料来源：淘宝，浦银国际

薇诺娜特护霜“88%即刻舒缓，80%消费者认同减少敏感反复”的功效性也为其带来一定的产品溢价。当前，薇诺娜特护霜与同样功效的国际品牌的定价相近。

图表 12：与薇诺娜特护霜功能相近的面霜价格和功能

产品名	价格（元/50ml）	功效
理肤泉 B5	161	舒缓、屏障修护
雅漾速修霜	310	敏肌保湿、退红、舒缓
薇姿水活霜	272	修护敏感肌、保湿
薇诺娜舒敏特护霜	268	舒敏、补水、修护屏障

资料来源：淘宝，浦银国际整理

在薇诺娜大单品的策略下，舒敏特护霜受到了消费者的青睐，产品在 2019 年实现超 3 亿元的收入，占当年整体收入的 15%。2023 年“双十一”期间，舒敏保湿特护霜在全网的销量突破 400 万支。

● 完善敏肌矩阵，打造敏感 Plus 矩阵

舒敏保湿特护霜大单品的成功也促使公司完善舒敏保湿系列的产品矩阵。公司在 2022 年“618”期间推出重点精华爆品“舒敏保湿特护精华”。目前，舒敏保湿系列的产品矩阵已较为完整，推出了从洁面到面膜的全矩阵产品。

图表 13：舒敏保湿产品矩阵

产品		价格（元）	规格	功效
洁面乳		158	80g	修护敏感肌
润肤水		188	120ml	调理敏感肌底
喷雾		198	150ml	缓解泛红
特护霜		268	50g	舒缓干痒红，减少敏感
精华液		298	30ml	补水舒缓修护肌肤屏障
面膜		168	6片	告别灼热 舒缓保湿
马齿苋保湿喷雾		198	150ml	迅速舒敏
青刺果修护保湿喷雾		198	150ml	专为屏障脆弱受损肌肤研发

资料来源：淘宝，浦银国际整理

薇诺娜在满足了敏感肌最重要的舒敏需求后，为了满足消费者对更多功效的需求，在舒敏的基础上叠加其他功效成分，将产品策略延伸至“敏感 Plus”。

目前公司产品已针对消费者的不同肤质（干敏皮、油敏皮）、皮肤问题（皮肤受损、痘痘、泛红），以及深度的护肤需求（抗衰、美白）创立共 9 个系列产品，且品类上的布局已经较为完整。

图表 14：薇诺娜各系列及其功效和品类

系列	功效	品类
极润保湿	针对大干皮，深润修护、补水保湿	洁面、保湿乳液、柔肤水、面霜、面膜
透明质酸	多维锁水	洁面、精华水、面霜、医用敷料
净痘清颜	深层净痘、舒缓清颜、清爽控油	洁面、爽肤水、精华、面霜、痘痘贴、面膜
柔润保湿	修护屏障，水润保湿	面霜、身体乳、手霜、唇膏
光透皙白淡斑	先修后白，淡斑修护	洁面、精华、面霜、面膜、BB 霜
舒缓控油	控油保湿，舒缓清痘	洁面、爽肤水、精华、面膜
舒敏保湿修红	修护角质层，舒缓大红脸	洁面、爽肤水、面霜
紧致系列	紧致抗皱	洁面、精华水、眼霜、面霜
柔彩幻颜	养肤彩妆	隔离霜、素颜霜、卸妆

资料来源：淘宝，浦银国际整理

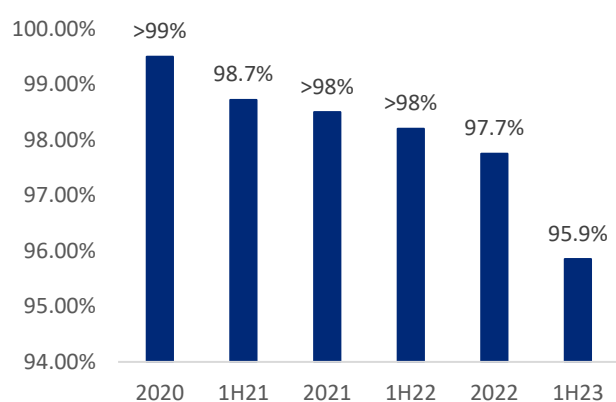
我们认为，薇诺娜聚焦敏感肌以大单品策略起步，后从大单品拓展至大单品系列，再从单系列拓展至满足多种需求的多系列“敏感 Plus”策略。在公司的产品战略中，公司围绕敏感肌获得忠实消费者群体，又为他们的延伸护肤需求提供更多的产品选择。这样的策略丰富了公司收入来源，并为公司持续增长带来可能。

多品牌策略尚未成型

多年以来，贝泰妮以薇诺娜单一品牌拓展市场。截至 2023 年上半年，薇诺娜品牌收入占整体收入比率超 95%。品牌集中度过高也是市场对公司的担忧之一。如果薇诺娜的品牌势能转弱，将会极大地影响公司的收入情况。

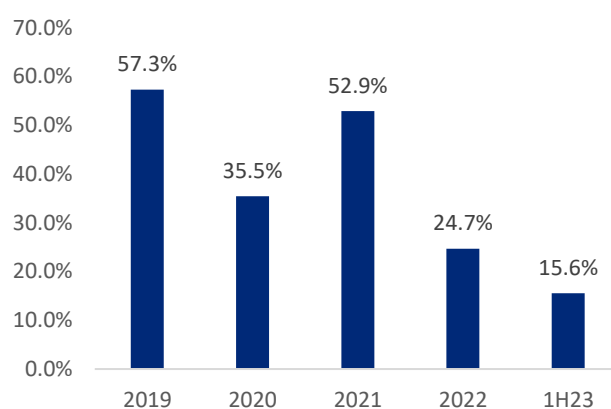
目前公司的情况也印证了这一点。贝泰妮目前的主营业务收入增速下滑，盈利能力转弱，且电商红利锐减，仅凭薇诺娜在敏感肌市场中“窄路走宽”的业务逻辑，难以提供新的增长点。

图表 15：薇诺娜收入占整体收入比例



资料来源：公司数据、浦银国际

图表 16：主营业务收入增速



资料来源：公司数据、浦银国际

参照海外成功化妆品企业的成熟化轨迹，利用新品牌来拓展赛道和品类是必由之路。因此，贝泰妮也走上了多品牌的探索之路。公司拓展的多个品牌仍延续公司皮肤学级专业护肤品的形象，横向为贝泰妮专注领域带来延伸。

● 薇诺娜宝贝：专注于儿童敏感肌

薇诺娜宝贝 (Winona Baby) 品牌在 2020 年正式上市。薇诺娜宝贝是一个专注于婴幼儿功效型护肤品的品牌，在各类产品策略中延续主品牌的战略。

1. 大单品策略：

薇诺娜宝贝重点打造的核心大单品“舒润霜”被称为“湿痒小救星”。品牌依靠大单品在母婴消费者中获得良好的口碑。在大单品的带动下，薇诺娜宝贝在天猫大促期间婴童护肤品类中，排名逐次靠前。

图表 17：薇诺娜宝贝舒润霜



资料来源：薇诺娜宝贝官网、浦银国际

图表 18：2023 年“618”、“双十一”婴童护肤榜单



资料来源：薇诺娜官微、浦银国际

当然公司也在大单品的基础上拓展产品矩阵，并进一步拓展产品系列，关注不同年龄段的婴幼儿需求。

图表 19：薇诺娜宝贝产品线

品类	产品名	适用年龄	功效
面霜	舒润霜	0-12 岁	舒缓干痒红
	舒润安心面霜	0 岁+	舒缓干痒红，减少抓挠，长效保湿
	倍护高保湿霜	0 岁+	长效缩水保湿
	倍护轻盈面霜	0 岁+	舒缓干燥，轻盈缩水
	舒缓保湿霜	0 岁+	即可保湿，安抚晒后干红
身体护理产品	倍护身体乳	0 岁+	润护皮脂膜
	倍护儿童防晒	0 岁+	敏感肌婴童专研防晒
	倍护舒缓爽身凝露	0 岁+	舒痒修红，多效爽肤
	舒润护肤油	0 岁+	舒缓泛红，改善干燥，补水保湿
	紫草舒缓棒	0 岁+	蚊虫叮咬止痒膏
唇膏	倍润宝宝润唇膏	3 岁+	舒缓干燥、强韧屏障
清洁产品	洁面泡沫	3 岁+	提升肌肤抵御力
	沐浴洗发二合一	0 岁+	温和无泪配方
	舒润沐浴油	0 岁+	舒缓干痒红
	倍护沁柔洗发露	0 岁+	养护头皮，强韧发丝
	倍润防护洗发露	3 岁+	温和舒缓，深润发丝
	倍润沐浴乳	3 岁+	水润净肤

资料来源：淘宝，浦银国际整理

2. 专业形象打造

薇诺娜宝贝延续了薇诺娜主品牌专业皮肤学级护肤的理念。品牌在专业学术周刊上发表了有关产品的临床测试数据，邀请皮肤学科专家进行直播和内容营销，教育消费者关注儿童肌肤健康，扩大产品的市场规模。通过这些举措，薇诺娜宝贝建立起专业形象，取得消费者的信任，较竞品获得溢价。

图表 20：薇诺娜宝贝邀请儿童皮肤学科专家参加世界皮肤科大会上分享儿童肌肤护理研究



资料来源：中国网，浦银国际整理

3. 全渠道覆盖

薇诺娜宝贝品牌跟随主品牌脚步，以线上为主要销售渠道，目前已覆盖阿里系、京东系、抖音快手等主要电商平台。在线下渠道方面，品牌目前已入驻OTC药房、屈臣氏以及中高端月子中心。

截至2023年6月末，薇诺娜宝贝已经成为公司第二大品牌，但对公司整体收入贡献仅为3.1%。我们期待未来薇诺娜宝贝品牌在与薇诺娜品牌的协同下，进一步拓展渠道、拓展产品矩阵，成为公司收入增长的动力之一。

● AoxMed：高端抗衰

贝泰妮于 2022 年末推出瑗科缦 (AoxMed) 品牌，品牌定位为高端专业抗衰护肤品，定价在千元以上。

公司针对消费者不同的抗衰需求，打造专妍、美妍和萃妍三个产品系列。其中，专妍针对医美项目后的皮肤修复，美妍专注脆敏、松弛皮肤的日常护肤需求，萃妍则是主攻内服饮品。

图表 21：AoxMed 品牌矩阵



资料来源：AoxMed 官网，浦银国际整理

与薇诺娜一致，AoxMed 坚持利用自研的专利成分、参与专业学术活动和联合医美机构和美容院宣传的方式打造专业形象。

截至 2023 年 6 月末，AoxMed 收入贡献尚不到公司整体收入的 1%。我们认为，AoxMed 还处于品牌的初创推广期，消费者的接受度仍需时间来验证。

● Beforteen：AI 科技赋能的祛痘品牌

贝泰妮在 2023 年 7 月推出贝芙汀 (Beforteen) 品牌，将人工智能科技和护肤相结合，向消费者提供更加精准的诊疗产品。目前 Beforteen 包含洁面、痘痘贴、口服液在内的 16 款产品。

品牌的 AI 平台通过收集的皮肤病大数据，辅助诊断消费者的痤疮类型和级别。消费者可以通过官方小程序将面部照片上传，AI 会在识别图片后进行痤疮分级，并在诊断后推送给客户一个包含药品、Beforteen 护肤品以及内服产品的服务包，为消费者提供个性化的诊疗、护肤方案，减少了消费者的试错成本。

图表 22: Beforteen 分级痘肌解决方案



资料来源: Beforteen 官微, 浦银国际整理

目前品牌还在初创期。我们认为公司的 AI 赋能特性有助于扩大品牌的影响力, 但是否可以转化成收入还未可知。

● 收购悦江投资股权

2023 年 10 月, 公司宣布以 5.4 亿元收购拥有原资生堂旗下的 Za 姬芮和泊美两大大众化妆品品牌的悦江投资 51% 股权。其中, Za 姬芮的品牌定位是 18-21 岁年轻女性的平价化妆品, 泊美的定位是聚焦植物科技护肤产品。

这一收购案有望扩大公司在大众护肤和彩妆的产品矩阵, 并可以充分运用悦江互联网化妆品公司的线上渠道运营管理能力, 赋能贝泰妮的线上运营。

悦江投资作出业绩承诺: 在 2023-2025 年所产生的净利润分别不低于人民币 5000 万、8000 万和 1.05 亿元, 以及 3 年累计净利润不低于人民币 2.35 亿元。我们认为此次收购有望增厚贝泰妮业绩表现。

综上, 贝泰妮通过自创和收购的方式拓展新品牌, 增加收入曲线。但是当前公司的子品牌均处于起步阶段, 仅有带有“薇诺娜”品牌名的薇诺娜宝贝对公司的收入贡献高于 3%。我们认为, 这些品牌能否被成功孵化、是否可以成为公司的第二增长曲线, 都仍需要时间去验证。

研发实力建立专业形象

大众对薇诺娜的普遍认知是其对敏感肌的深耕以及功能性护肤品领域的强产品力。而这样的认知是由薇诺娜产品所采用的天然成分，以及强大的专业医学和学术机构以及专家的背书带来的。

● 自主研发天然成分对产品的加持

贝泰妮在云南成立，发源地拥有丰富的自然资源。也正是因此，公司聚焦云南特色植物并提取有效成分，将其运用在护肤品配方中。薇诺娜的皮肤学专家团队在公司成立之初就从各种植物及成分中选定青刺果和马齿苋用于大单品舒敏保湿特护霜。

图表 23：薇诺娜舒敏保湿特护霜中的成分



资料来源：薇诺娜官网，浦银国际

在青刺果和马齿苋两大明星成分的基础上，公司也围绕特色植物提取物，不断进行创新研发，开发新的植物成分。目前公司已从青刺果、马齿苋、滇山茶、云南重楼、滇黄精、栀子等特色植物之中成功提取了敏感肌适用的成分，适用于舒缓抗炎、抗衰老、屏障修复等护肤需求。公司在此基础上建立了植物研发资源库。

图表 24：薇诺娜植物提取物及其功效

成分	功效
马齿苋	消炎、抗敏、舒缓刺激
青刺果	促进皮肤角质强化，修护受损皮肤屏障
滇山茶	深层滋润皮肤
云南重楼	抗痘及对抗诱发因素
滇黄精	增加表皮厚度，延缓皮肤衰老
栀子提取物	抗炎、抗衰老
牡丹提取物	抗炎、抗敏

资料来源：浦银国际整理

截至 2023 年 6 月末，贝泰妮围绕着云南特色植物提取物等有效成分的制备以及敏感肌领域的自主研发拥有多项核心技术和专利。根据公司公告，在公司主营业务中，应用核心技术创造的销售额占整体主营业务的 95% 以上。

我们认为，贝泰妮在植物成分的制备方面为公司建立有别于同业的成分库，创造了独特的竞争力。同时，公司基于植物提取物打造的敏感肌领域的核心技术是公司强大研发能力的体现。

● 学术机构和专业人士背书

贝泰妮的前身是滇虹药业。公司药企的背景使其医研合作比例更高。因此，在终端消费者眼中，公司更具专业性。

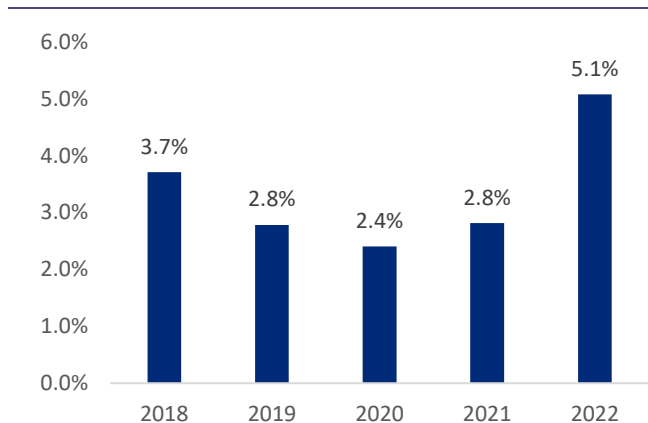
贝泰妮先后在昆明、上海设立研发中心，也与医院、医科学校和研发机构等专业机构合作，共同设立特色研发中心。例如，公司牵头联合云南省药物研究所、云南大学、云南农业大学，在 2021 年建立云南特色植物提取实验室，并实现了植物提取物的产业化。目前已累计成功实现功效性化妆品原料自主研发 40 项，已上市的云南植物活性成分达到 11 个。另外，公司也在 2022 年与 63 家医院的皮肤学科一同进行临床研究及效果观察。

公司也与何黎教授等多位皮肤科专家开展合作，并将研究成果转化为产品应用，进行新品开发。其中，何黎教授在 2018 年将两项专利转让给公司。

除了强大的外界研发支持，公司内部研发团队同样实力强劲。公司的研发团队均具备药学、生物学、化学等专业学科背景。截至 2022 年末，公司拥有近 400 名研发人员，占公司整体员工数量的 12.8%，以及 34 项发明专利。

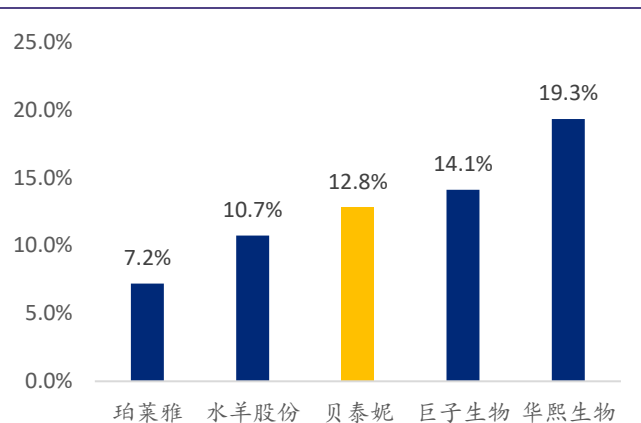
公司积极建立研发基地、重视研发团队并与外界专业机构和专家合作。这些举措都使贝泰妮相较同业拥有更多的临床经验以及数据依据，在业内具备较强专业性。相对应的，研发费用率也相较同业处于高位，2022 年的研发费用率达 5.1%。

图表 25：贝泰妮研发费用率，2018-2022



资料来源：公司数据、浦银国际

图表 26：各公司研发人员占比，2022



资料来源：公司数据、浦银国际

● 专业形象营销

化妆品市场竞争激烈。除产品的优势外，贝泰妮通过参与或举办业内活动、联合医生线上义诊等方式打造专业形象，加强消费者信赖，增强购买意愿。

- 公司通过发表专业研究报告、收集医生口碑以及针对性的专业论坛，树立敏感肌专业护肤的专业形象。例如，公司通过联合皮肤学专家发布《薇诺娜医学护肤及其在临床中的应用》，并举办了薇诺娜冠名的“中国敏感性皮肤高峰论坛”。
- 薇诺娜联合医生直播线上义诊和专家答疑，关注消费者的皮肤问题。直播针对具有皮肤困扰的人群，提升品牌的专业形象，让消费者从购买商品中更多产品的附加价值。

图表 27: 何黎教授参与薇诺娜义诊直播



资料来源：薇诺娜微博、浦银国际

图表 28: 薇诺娜组织皮肤学科专家线上答疑活动



资料来源：薇诺娜微博、浦银国际

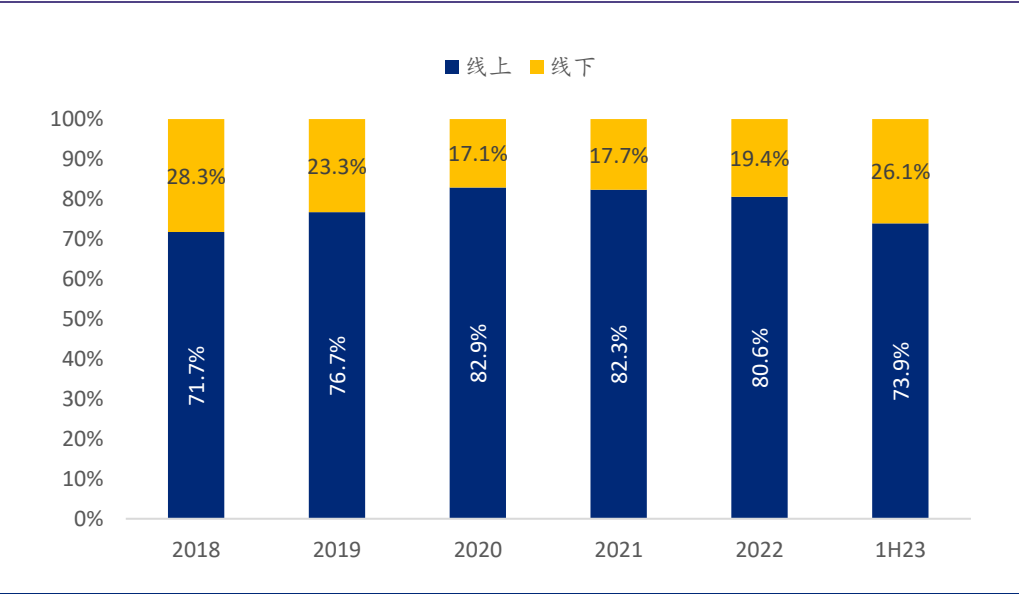
我们认为，公司通过特色植物成分研发、与专业机构和专业人士合作，以及不断在营销中树立其专业形象，建立起了消费者与品牌之间的信任纽带，带动产品势能的转化。

线下为本，线上提升

在公司成立之初，电商渠道尚未完全建立，薇诺娜依靠着线下专业渠道建立起品牌初期的渠道模型。公司利用医患之间的口口相传在医院及药房渠道站稳脚跟。

公司早在 2011 年就开始布局天猫平台，早于同业，抢占电商平台先机。伴随着线上电商平台的高速发展，截至 2023 年 6 月末，公司线上渠道业务收入占整体收入的 73.9%。

图表 29：贝泰妮线上、线下业务收入占比，2018-1H23



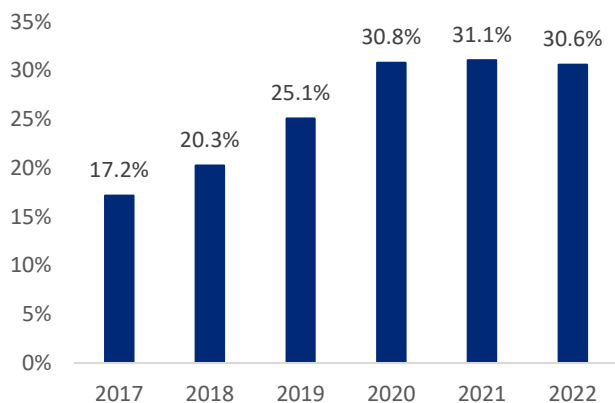
资料来源：公司数据，浦银国际

线上多渠道放量

与珀莱雅、丸美这类从线下到线上转型的品牌不同，公司线上渠道的布局是与公司品牌创建同步的。也正因为如此，薇诺娜把握了渠道发展红利，成为电商美妆的代表。

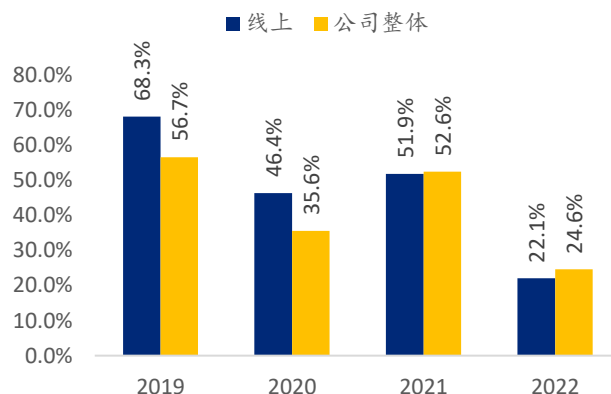
在此阶段，化妆品公司不可避免的需要在线上进行大量投放。在 2018 年左右，贝泰妮加强了新媒体方面的营销投放，与头部主播及 KOL 建立起紧密的合作，为线上收入的增长打下坚实基础。

图表 30：贝泰妮渠道及广告费用率，2017-2022



资料来源：公司数据、浦银国际

图表 31：线上收入增长与公司整体收入增长对比，2019-2022



资料来源：公司数据、浦银国际

随着电商市场的扩张以及新兴平台的涌出，公司目前已在抖音、天猫、唯品会、京东以及薇诺娜自建的专柜服务平台搭建起电商平台渠道矩阵。截至2023年上半年，公司在阿里系平台上的收入占公司线上收入的比例超47%。

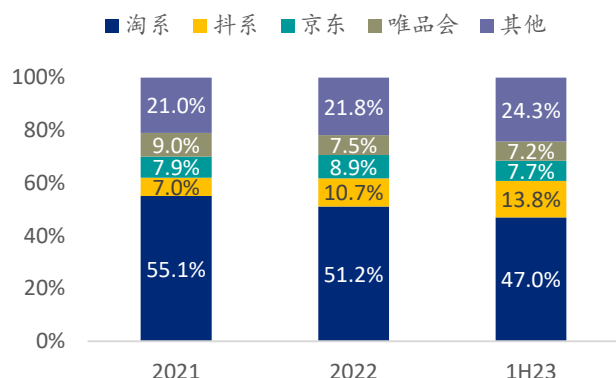
公司早期在大促期间集中投放，令这段时间的销售远高于其他月份。公司在2023年调整产品的销售策略，关注日常投放，减少对大促的依赖；并在日常投放的积累下，前置大促的投放来拉长整体大促的销售时长，减少与竞品的直接竞争。

近两年，公司在阿里系平台的收入增速逐年下降，在1H23甚至录得负增长。一方面是因为这部分收入基数扩大所致，另外是因为新兴渠道的快速崛起，令流量和渠道更加分散。在这个过程中，公司也在抖音、快手等新兴平台中建立旗舰店，进入消费者所在的各个渠道。

在新兴渠道中，抖音平台的收入增速最快，2023年“618”期间抖音和快手两平台的GMV增速也达98%，为公司的线上渠道收入增长带来新动力。

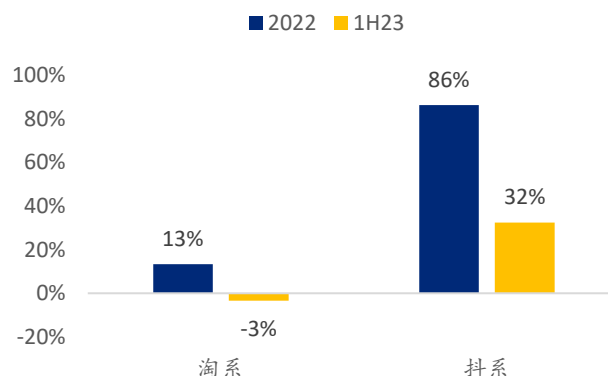
我们也必须清楚，在当前“淘转抖”的转型过程中，虽然抖音平台销售高速增长，但其收入占整体收入的比例仍不及10%，相较于贝泰妮发展多年的淘宝系和自建平台基数仍很小。因此，在阿里系平台收入放缓，甚至在2023年上半年同比下降3.4%时，抖音平台营收的快速增长无法逆转整体线上收入疲弱的颓势，令公司整体收入增速放缓，业绩承压。因此，我们认为公司线上平台向抖音的转型尚未完成。

图表 32：贝泰各渠道收入占整体线上收入比例，2021-1H23



资料来源：公司数据、浦银国际

图表 33：淘系、抖系渠道收入增速，2022-1H23



资料来源：公司数据、浦银国际

我们认为，相较于渠道的转型，公司在线上平台间的均衡发展才是现阶段最重要的事情。公司一方面需稳住阿里系固有优势的基本盘，另一方面需把握住抖音、快手等新兴渠道快速增长的红利期，这样才能为公司业务带来增长动力，而不是顾此失彼。

● 重点持续拓展线下业务

公司业务发展初期是以线下业务建立起品牌优势。公司利用皮肤学级护肤品的形象以及药企的背景，通过医生的宣传打入药店和医院体系，实现了品牌的“从无到有”。

根据公司介绍，截至 2022 年，全国 OTC 药房约有 65 万家，覆盖 26 个省份，且在不断增长。除专业渠道外，公司也在线下开设经销及直营店铺，拓展零售市场。公司在 2020 年入驻屈臣氏，并自 2021 年起开设百货专柜，截至 2022 年末，公司共经营 77 家直营店铺。

图表 34：屈臣氏中薇诺娜陈列



资料来源：新浪新闻、浦银国际

图表 35：薇诺娜专柜



资料来源：贝泰妮官网、浦银国际

但从收入的组成来看，直营门店的收入占比仍非常小，仅占 2023 年上半年线下收入的 2.3%，其余仍是分销和代销渠道的贡献。此外，根据过往经验，自营渠道的布局的成本高昂，效益率不及线上。因此我们认为，目前直营门店对公司盈利能力的提升尚没有太大的贡献，但经、分销渠道（线下 CS 门店和专业机构）则是公司的优势所在。

● 私域融合线上线下的

公司通过线下门店的专业销售，引导消费者进入私域微信群，后续从“薇诺娜专柜服务平台”下单，提升客户留存率和复购率。

截至 2022 年末，公司的私域自有平台已创造超 4.6 亿元的收入，同比提升 11%，客单价和复购率均显著高于其余线上平台。

图表 36：薇诺娜专柜商城小程序



资料来源：微信小程序，浦银国际

我们认为，贝泰妮线下渠道（经销和分销）是公司业务稳定发展的基石，而线上渠道的早早布局则是业务进入快速发展期的动力。但当前薇诺娜对超头的依赖较重，线上的销售，尤其是淘系的收入极度依赖于超头上的投放，给公司占比最大的线上收入带来不确定性。

股东持续减持，管理层注入决心

在贝泰妮上市之前，公司的三大股东诺娜科技、红杉聚业和臻丽咨询分别持有贝泰妮 54.2%、25.4%和 10.4%的股份。

随着业绩增速的放缓以及 2022 年 3 月末限售期的结束，2022 年 4 月起，公司的大股东开始接连减持贝泰妮股票。截至 2023 年 8 月，红杉聚业减持 7% 至 14.6，臻丽咨询共减持 2.3%至 6.5%

图表 37：贝泰妮大股东减持进展

	诺娜科技	红杉聚业	臻丽咨询
上市前	54.2%	25.4%	10.4%
上市后	46.1%	21.6%	8.8%
2022 年 4 月-5 月		-2.8%	
2022 年 5 月-6 月		-1.2%	
2022 年 7 月-8 月			-0.2%
2022 年 8 月-9 月		-1.0%	-0.5%
2022 年 11 月		-2.0%	-0.1%
2023 年 1 月			-0.2%
2023 年 2 月			-0.2%
2023 年 3 月			-0.1%
2023 年 4 月			-0.3%
2023 年 5 月-6 月			-0.1%
2023 年 6 月-7 月			-0.2%
2023 年 7 月-8 月			-0.4%
总计	46.1%	14.6%	6.5%

注：数据截至 2023 年 12 月 9 日

资料来源：公司资料，浦银国际

在连续超过一年的大股东减持的情况下，市场质疑企业发展的可持续性和业绩扩张的预期，导致股价跌至低位。从目前来看，大股东的减持暂告一段落，预计因大股东减持造成的股价波动预计也将暂停。

为了给市场注入信心，贝泰妮于 2023 年 8 月发布公告称将以后的一年之内，耗资人民币 1-2 亿元来回购股票（预计将共回购 77 万-154 万股），并将回购全部用于实施股权激励计划中。截至 2023 年 11 月 30 日，公司已成功回购 790,600 股，共支付 5988 万元。本次回购表明了管理层对公司长期发展的信心和决心。

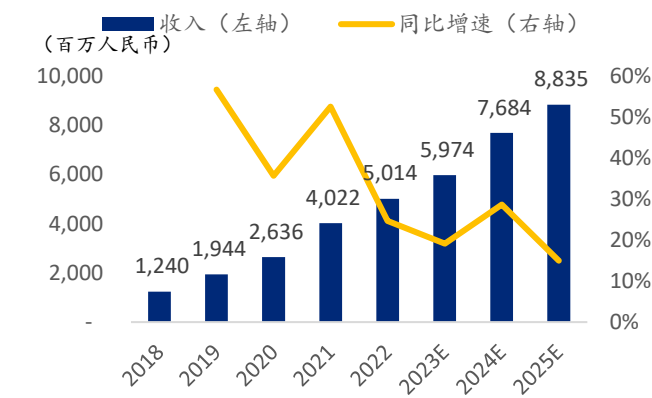
公司 2023 年 3 月发布限制性股票激励计划，向 298 名核心管理、技术人员发行共计 635.4 万股。通过股票激励计划，公司希望可以吸引和留住公司内优秀人才，调动人员的积极性，将公司利益和员工个人利益相结合，促进公司长期发展。

盈利预测

(1) 收入

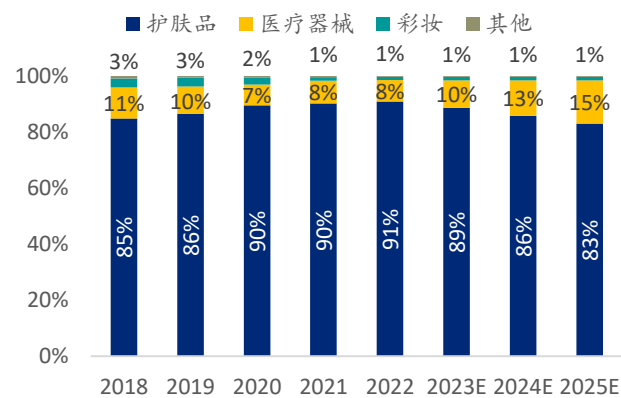
我们预计，公司在子品牌的赋能、以及新兴渠道和线下渠道拓展的带动下，主营业务 2023-2025E 将实现 13%-18% 的收入增长。与此同时，公司收购悦江在 2023 年 11 月末并表，预计在 2024-2025 年将增厚公司收入。

图表 38：贝泰妮收入与同比增速，2018-2025E



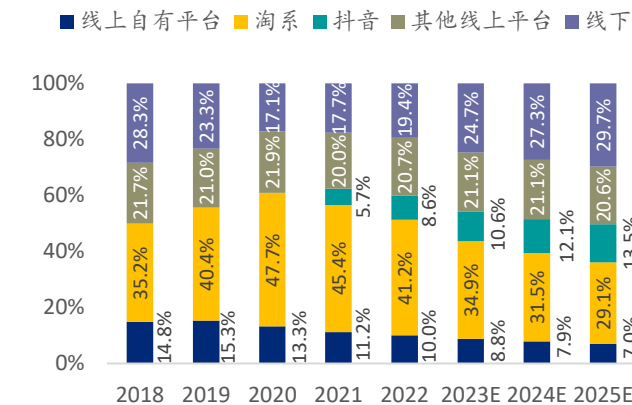
E=浦银国际预测；资料来源：公司数据、浦银国际

图表 39：



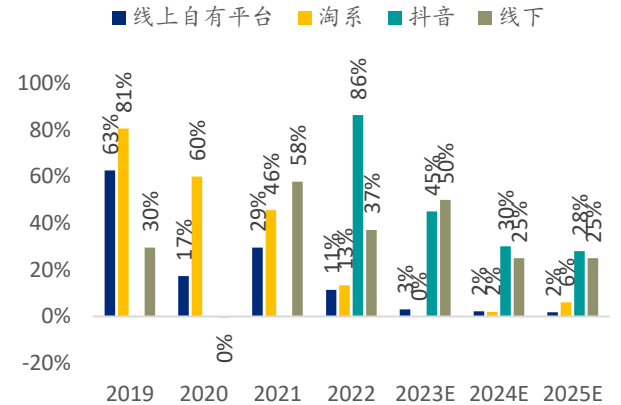
E=浦银国际预测；资料来源：公司数据、浦银国际

贝泰妮收入按渠道分布，2018-2025E
图表 40：



E=浦银国际预测；资料来源：公司数据、浦银国际

贝泰妮各渠道收入同比增长 2019-2025E
图表 41：

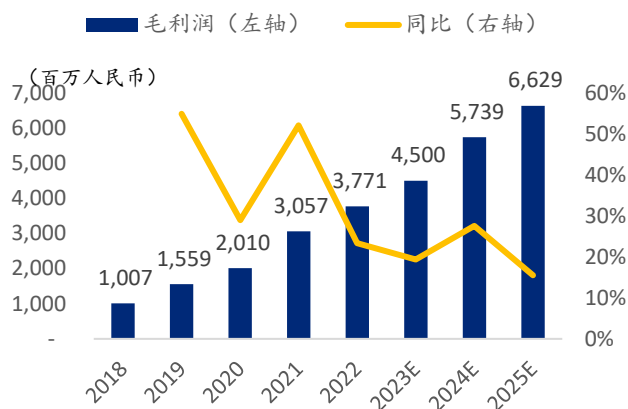


E=浦银国际预测；资料来源：公司数据、浦银国际

(2) 利润率

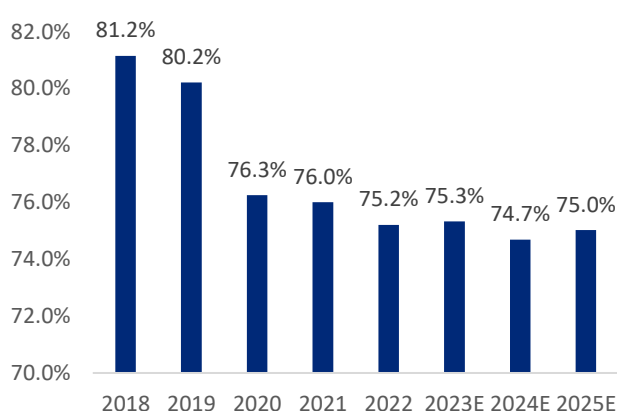
我们预计，在公司高毛利产品销售比例提升的带动下，公司的内生毛利率将按年逐步提升至 2025E 的 75.8%。但由于悦江的产品以中低端产品为主，可能将拖累整体公司的毛利率表现。但我们寄希望于贝泰妮对悦江的赋能，带动其对整体公司的利润率负面影响减少。

图表 42: 贝泰妮毛利(不含税金)与同比增速, 2018-2025E



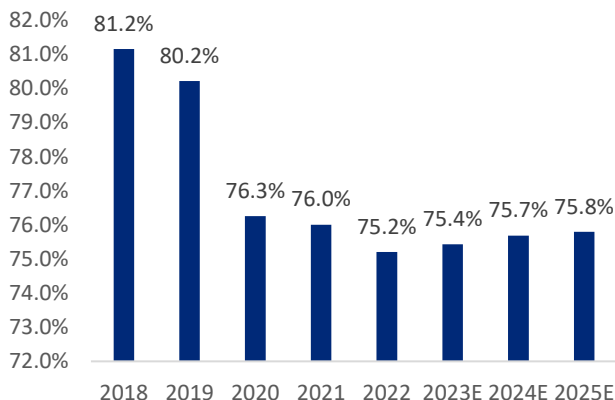
E=浦银国际预测；资料来源：公司数据、浦银国际

图表 43: 贝泰妮公司整体毛利率 (不含税金), 2018-2025E



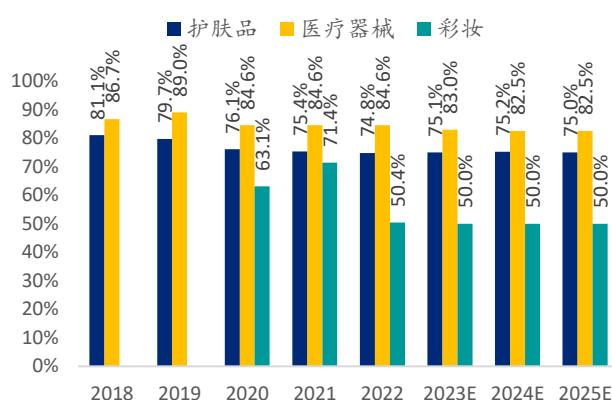
E=浦银国际预测；资料来源：公司数据、浦银国际

图表 44: 贝泰妮内生业务毛利率



E=浦银国际预测；资料来源：公司数据、浦银国际

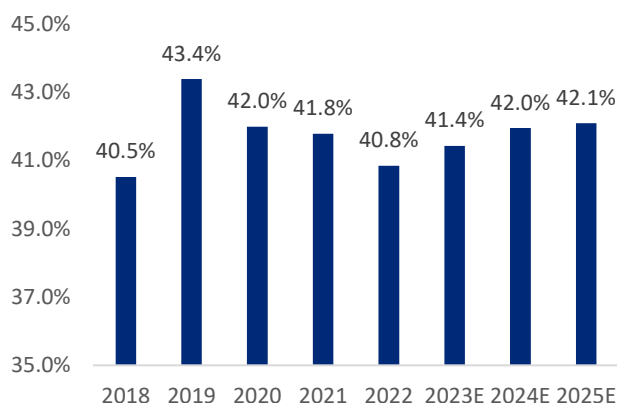
图表 45: 贝泰妮各品类内生毛利率



E=浦银国际预测；资料来源：公司数据、浦银国际

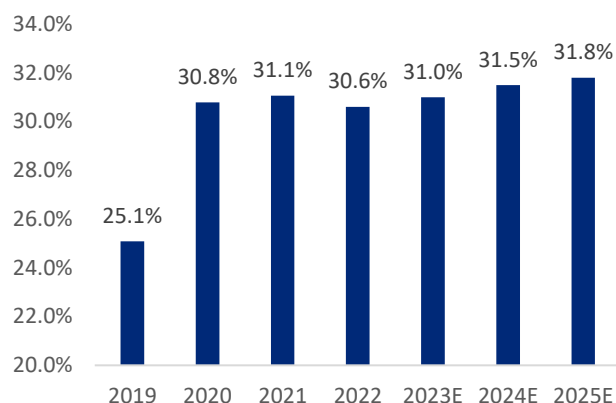
我们预计贝泰妮在线上渠道转型时期，以及线下渠道的重新铺排时期，销售费用率将适度提升。

图表 46：贝泰妮销售费用率，2018-2025E



E=浦银国际预测；资料来源：公司数据、浦银国际

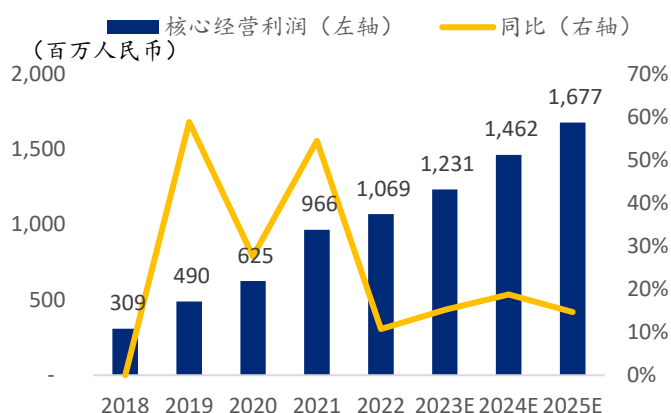
图表 47：贝泰妮渠道及广告宣传费占收入费用比例，2019-2025E



E=浦银国际预测；资料来源：公司数据、浦银国际

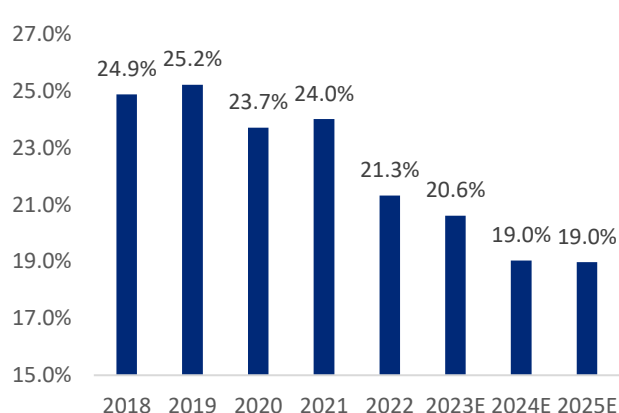
综上，我们认为公司经营利润因悦江的并表将在 2024E 快速增长 19%，但 2025E 将恢复 15% 的同比增长。核心经营利润率方面，由于毛利率的略微下降，以及费用率因宣传以及悦江并表的影响而提升，我们预计核心经营利润率也将在 2024 年达到 19.0%。

图表 48：贝泰妮核心经营利润与同比增速，2018-2025E



E=浦银国际预测；资料来源：公司数据、浦银国际

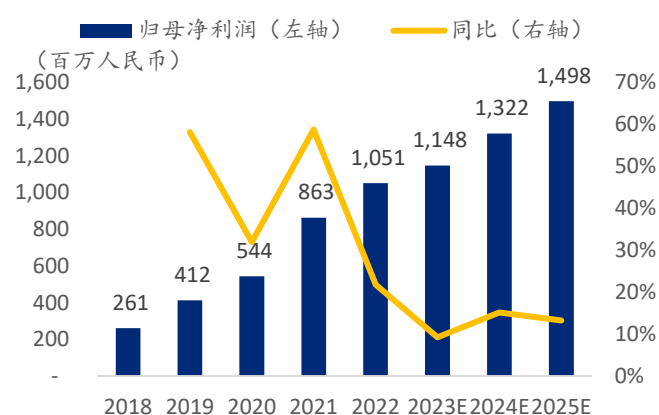
图表 49：贝泰妮核心经营利润率，2018-2025E



E=浦银国际预测；资料来源：公司数据、浦银国际

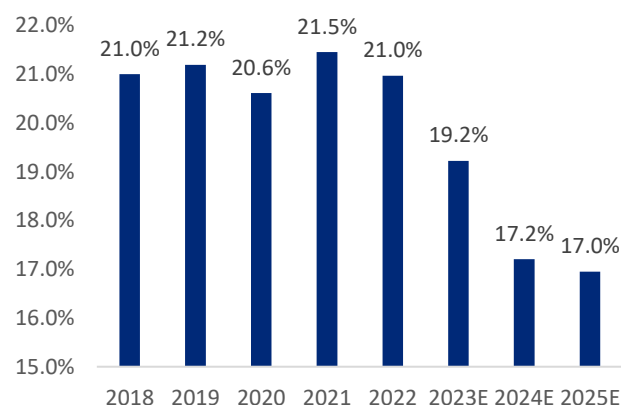
(3) 净利润与净资产回报

图表 50: 贝泰妮归母净利润与同比增速, 2018-2025E



E=浦银国际预测; 资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 51: 贝泰妮归母净利率, 2018-2025E



E=浦银国际预测; 资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 52: 杜邦净资产收益率 (ROE) 分析

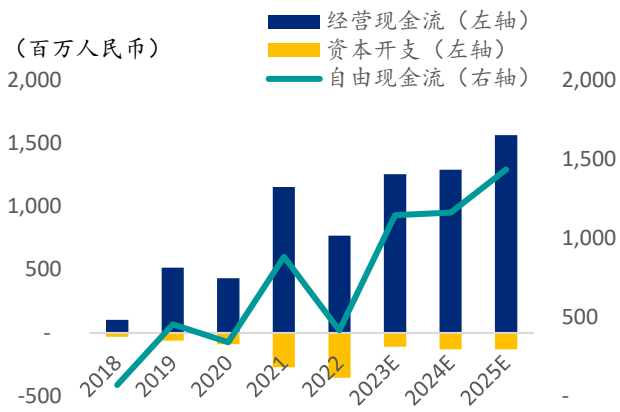
	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
毛利率	78.4%	74.5%	74.7%	74.1%	74.2%	73.6%	73.9%
销售、管理费用率	53.2%	50.8%	50.7%	52.8%	53.6%	54.5%	54.9%
EBIT 利润率	25.2%	23.7%	24.0%	21.3%	20.6%	19.0%	19.0%
税前利润/EBIT	1.02	1.04	1.05	1.14	1.10	1.08	1.08
净利润 (少数股东权益前) / 税前利润	0.82	0.84	0.85	0.87	0.85	0.85	0.85
归母净利润/净利润 (少数股东权益前)	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	0.98	0.97
归母净利率	21.2%	20.6%	21.5%	21.0%	19.2%	17.2%	17.0%
资产周转率	2.10	1.96	1.09	0.80	0.87	1.02	1.01
财务杠杆	1.52	1.37	1.24	1.21	1.20	1.20	1.19
ROE	68.0%	55.4%	28.9%	20.3%	20.1%	21.0%	20.5%

E=浦银国际预测;

资料来源: 公司数据, 浦银国际

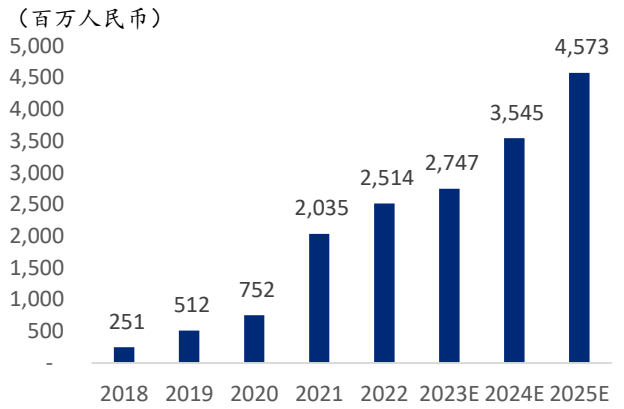
(4) 资产负债表与现金流

图表 53: 贝泰妮经营现金流、资本开支与自由现金流



E=浦银国际预测；资料来源：公司数据、浦银国际

图表 54: 贝泰妮的净现金，2018-2025E



E=浦银国际预测；资料来源：公司数据、浦银国际

目标价与估值

考虑到薇诺娜主品牌收入增速放缓，以及多品牌矩阵贡献仍较小，我们给予公司 24.5x 2024E PE（相较珀莱雅 30%的折价），得到目标价人民币 76.5 元，潜在升幅 12.5%。

图表 55：SPDBI 目标价：贝泰妮（300957.CH）



资料来源：Bloomberg、浦银国际

风险提示

贝泰妮股价可能面对的下行风险包括：

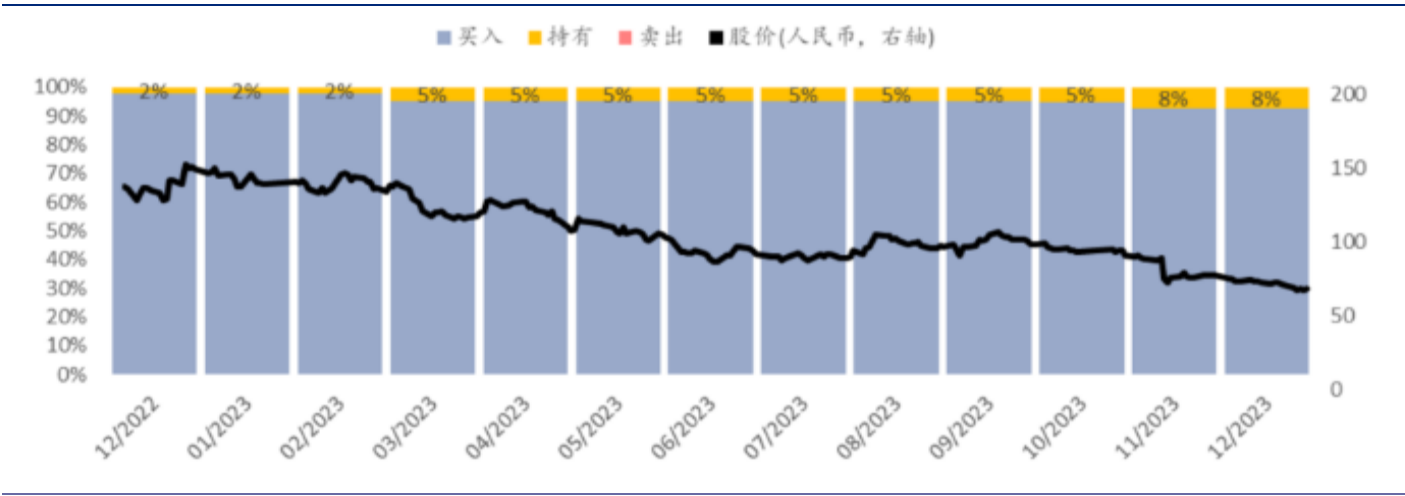
- （1）整体行业需求继续放缓；
- （2）行业竞争大于预期；
- （3）主品牌增速慢于预期；
- （4）副品牌成长慢于预期。

贝泰妮股价可能面对的上行风险包括：

- （1）行业竞争有所放缓；
- （2）公司主品牌在抖音渠道放量；
- （3）副品牌增长快于预期。

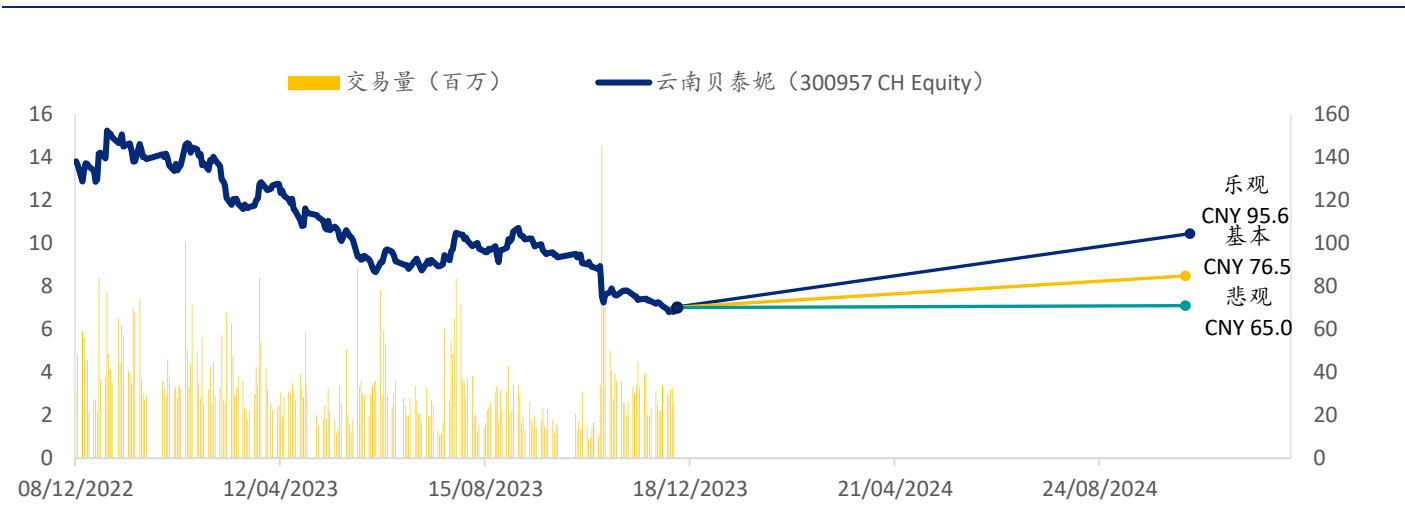
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 56：贝泰妮（300957.CH）市场普遍预期



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 57：贝泰妮（300957.CH）SPDBI 情景假设



乐观情景：公司收入增长好于预期	悲观情景：公司收入增长不及预期
目标价：人民币 95.6 元	目标价：人民币 65.0 元
概率：25%	概率：20%
2024 年电商渠道增速超 15%； 2024 年公司毛利率水平同比提升 100bps； 2024 年公司整体费用率提升 20bps。	2024 年电商渠道增速同比持平； 2024 年公司毛利率水平同比提升 20bps； 2024 年公司整体费用率提升 120bps。

资料来源：浦银国际

公司背景

● 公司介绍

云南贝泰妮生物科技集团股份有限公司成立于 2010 年，是一家集研发、生产和营销为一体，定位于皮肤健康、互联网+的大健康产业集团。公司于 2021 年 3 月 25 日登陆深交所创业板，股票代码 300957，为中国功效性护肤品第一股。

公司旗下拥有“薇诺娜”、“薇诺娜宝贝”、“AoxMed”、“Beforteen”等品牌。通过线下医药渠道打基础、线上全网覆盖的渠道策略，贝泰妮自成立以来每年均实现高速增长。借助互联网和人工智能新技术，贝泰妮打造了新零售全触点系统，成功跨界实现 OMO 营销，成为中国大健康产业互联网+的领先企业。

财务上，公司 2023 年上半年收入人民币 23.7 亿元，其中护肤品、医疗器械、彩妆品牌收入分别占公司总收入的 86.6%、11.7%及 1.3%，公司归母净利润为人民币 4.5 亿元，归母净利润率为 19%。

● 前十大股东

图表 58：贝泰妮主要股东

	主要股东	占比 (%)
1	KM Nuo Tech Co	46.08
2	Tianjin Hongshan Juye Equity Investment	14.58
3	Xiamen Zhenli Cons Co	6.54
4	YN HAQISHENG ENT MGNT	2.60
5	Hong Kong Securities Clearing Co Ltd	2.44
6	XM Chonglou Inv Par Ent	2.36
7	State of Kuwait	0.97
8	Franklin Resources Inc	0.90
9	UBS AG	0.49
10	National Social Security Fund	0.49

注：截至 2023 年 11 月 22 日

资料来源：Bloomberg、浦银国际

● 公司历史

图表 59：贝泰妮发展里程碑

时间	里程碑
2010	集团前身昆明贝泰妮生物科技有限公司正式成立
2011	薇诺娜官方旗舰店正式登陆天猫商城
2012	成为云南省高等学校协同创新中心项目协作单位
2013	成立集团研发中心，设立集团子公司-上海贝泰妮生物科技有限公司
2014	获国际风投机构红杉资本投资
2015	通过国家高新技术企业认定；薇诺娜亮相世界皮肤大会，实现中国零的突破
2017	入选国家教育部创新团队写作成员单位
2019	授予云南省博士后科研工作站；荣登天猫双十一美妆护肤类目 TOP9 行列
2020	位于昆明马金铺的贝泰妮中央工厂新基地建设项目启动建设
2021	正式登陆深交所科创板
2022	牵头建设云南特色植物提取实验室

资料来源：公司资料、浦银国际

● 公司管理层

图表 60：贝泰妮公司管理层

姓名	职位	履历
郭振宇	董事长、总经理	电机工程博士。曾任世界自我药疗产业联盟主席、中国非处方药物协会会长，现兼任国际自我保健基金（ISF）理事长，中国非处方药物协会副会长，中国非公立医疗机构协会皮肤专业委员会副主任，云南省民营企业家协会常务副理事长。1986年9月至1988年7月任云南大学无线电系讲师，1988年8月至1989年8月任加拿大新布伦瑞克大学助教，1995年7月至1996年7月任加拿大蒙特利尔大学医学院助理教授、加拿大蒙特利尔临床医学研究所高级研究员，1996年9月至2002年7月任美国乔治华盛顿大学工学院助理教授、副教授、终身教授，2003年1月至2014年11月任滇虹药业集团股份有限公司董事长、总裁。2014年6月至2016年12月任贝泰妮有限公司董事长，2016年12月至2019年2月任贝泰妮有限公司董事长兼总经理，2019年3月至今任公司董事长兼总经理。
高绍阳	副总经理	化学制药专业本科学历。1999年7月至2005年2月任昆明滇虹药业有限公司技术员、部门经理，2005年2月至2008年8月任上海康王日用化妆品有限公司副总经理，2008年8月至2012年8月任滇虹药业集团股份有限公司项目总监。2012年8月加入贝泰妮有限，2012年11月至2014年6月任贝泰妮有限执行董事、总经理，2014年6月至2016年12月任贝泰妮有限董事、总经理，2016年12月至2017年12月任贝泰妮有限董事，2018年10月至2019年2月任贝泰妮有限董事、副总经理，2019年3月至今任公司董事、副总经理。
马骁	副总经理	化学工程专业硕士学历，工商管理硕士，执业药师，高级工程师。2004年7月至2010年6月任滇虹药业集团股份有限公司研发主管、研发经理，2010年6月至2013年1月任上海滇虹药业有限公司副总经理、总经理。2013年1月加入贝泰妮有限公司，2013年7月至2014年6月任贝泰妮有限公司研发与供应链负责人，2014年6月至2017年12月任贝泰妮有限公司研发与供应链负责人、监事，2017年12月至2019年2月任贝泰妮有限公司董事、副总经理，2019年3月至今任公司董事、副总经理。
王龙	财务总监兼董事会秘书	清华大学会计学专业本科学历，澳洲注册会计师。2006年7月至2011年3月任江苏先声药业有限公司会计、财务经理、财务总经理助理，2011年3月至2014年1月任先声再康江苏药业有限公司财务总监，2014年1月至2016年11月任亿腾医药（中国）有限公司高级财务总监。2016年12月至今任贝泰妮有限公司财务总监，2018年10月至2019年2月任贝泰妮有限公司财务总监、董事会秘书，2019年3月至今任公司财务总监兼董事会秘书。

资料来源：公司年报、浦银国际

财务报表

图表 61：贝泰妮利润表

(百万人民币)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	4,022	5,014	5,974	7,684	8,835
同比	52.6%	24.6%	19.1%	28.6%	15.0%
销售成本	-965	-1,243	-1,474	-1,945	-2,206
税金及附加	-52	-56	-67	-86	-99
毛利	3,005	3,715	4,433	5,653	6,530
毛利率	74.7%	74.1%	74.2%	73.6%	73.9%
销售费用	-1,681	-2,048	-2,475	-3,223	-3,719
管理费用	-245	-343	-392	-533	-618
研发费用	-113	-255	-335	-434	-516
核心经营溢利	966	1,069	1,231	1,462	1,677
经营利润率	24.0%	21.3%	20.6%	19.0%	19.0%
净融资成本	10	14	22	27	36
其他收益	27	72	72	72	72
投资净收益	19	81	60	40	20
其他	-6	-24	-36	-20	0
营业利润	1,016	1,212	1,349	1,581	1,805
营业外收入	11	9	11	14	16
营业外支出	-9	-7	-9	-11	-13
税前溢利	1,018	1,214	1,351	1,584	1,808
所得税开支	-154	-163	-203	-238	-271
所得税率	15.1%	13.5%	15.0%	15.0%	15.0%
少数股东权益	-1	1	0	-24	-39
归母净利润	863	1,051	1,148	1,322	1,498
归母净利率	21.5%	21.0%	19.2%	17.2%	17.0%
同比	58.8%	21.8%	9.2%	15.1%	13.3%

资料来源：公司数据、浦银国际预测

图表 62：贝泰妮资产负债表

(百万人民币)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
物业、机器及设备	113	206	200	193	183
使用权资产	122	110	123	131	111
投资资产	0	92	92	92	92
在建工程	197	349	349	349	349
无形资产	65	78	78	78	77
长期待摊费用	41	67	67	67	67
其他	50	101	101	101	101
非流动资产	587	1,004	1,012	1,012	981
存货	463	671	672	887	1,006
应收贸易款项	328	509	547	635	695
预付款项	46	42	50	64	73
金融性资产	781	1,434	1,434	1,434	1,434
现金及等同现金项目	2,035	2,514	2,747	3,545	4,573
其他	1,571	546	546	546	546
流动资产	5,225	5,715	5,996	7,111	8,327
应付贸易款项	362	372	435	574	651
合同负债	71	58	69	89	102
应付职工薪资	105	104	104	104	104
应交税款	122	119	119	119	119
其他应付	187	272	272	272	272
其他	53	65	65	65	65
流动负债	900	992	1,066	1,225	1,315
租赁负债	76	51	51	51	51
长期应付款	50	11	11	11	11
递延收益	6	56	56	56	56
其他	2	8	8	8	8
非流动负债	134	125	125	125	125
股本	424	424	424	424	424
储备	4,332	5,129	5,343	6,275	7,331
非控制性权益	23	50	50	74	113
权益	4,778	5,602	5,816	6,773	7,868

资料来源：公司数据、浦银国际预测

图表 63：贝泰妮现金流量表

(百万人民币)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	864	1,050	1,149	1,347	1,537
折旧	53	83	93	120	149
摊销	21	35	10	10	11
融资开支净额	4	5	-22	-27	-36
存货减少／(增加)	-221	-214	-2	-215	-119
应收贸易款项(增加)／减少	-45	-223	-46	-102	-69
应付贸易款项(减少)／增加	491	119	74	159	90
已付所得税	0	-29	0	0	0
其他	-13	-57	0	0	0
经营活动所得(所用)现金净额	1,153	769	1,255	1,291	1,563
购入物业、机器及设备	-270	-353	-110	-130	-130
收回投资收到的现金	-2,282	342	0	0	0
其他	-6	-7	-536	0	0
投资活动所用现金净额	-2,558	-18	-646	-130	-130
吸收投资收到的先进	2,925	0	-60	0	0
取得借款收到的现金	0	0	0	0	0
已付股利和利息	-191	-255	-317	-363	-405
其他	-70	-65	0	0	0
融资活动(所用)所得现金净额	2,664	-320	-377	-363	-405
现金及现金等价物变动	1,258	431	233	798	1,028
于年初的现金及现金等价物	752	2,010	2,514	2,747	3,545
现金及现金等价物汇兑差额	0	0	0	0	0
于年末的现金及现金等价物	2,010	2,442	2,747	3,545	4,573

资料来源：公司数据、浦银国际预测

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法团—浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其联属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有关研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司(巨星传奇 6683.HK)在过去 12 个月内有投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写; (ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券财富管理团队

王玥

emily_wang@spdbi.com

852-2808 6468

浦银国际证券有限公司

SPDBInternationalSecuritiesLimited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

