

推荐（维持）

功效护肤掀热潮 国货新锐初露峥嵘

2019 年 11 月 25 日

化妆品行业深度（二）

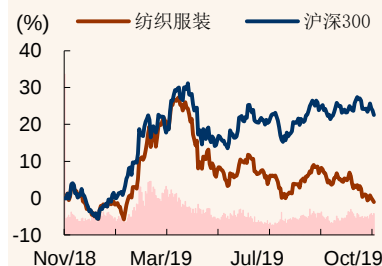
上证指数 2906

行业规模

		占比%
股票家数（只）	108	2.9
总市值（亿元）	5912	1.1
流通市值（亿元）	4847	1.1

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	-5.2	-9.7	-5.4
相对表现	-4.1	-15.2	-25.2



资料来源：贝格数据、招商证券

相关报告

1、《品牌时尚行业 2020 年度投资策略——时尚消费新时代 赛道之变革与分化》2019-11-02

2、《化妆品行业深度（一）一百年资生堂 科技与艺术之完美结合》2019-09-26

刘丽

liuli14@cmschina.com.cn
S1090517080006

纪敏

0755-82960304
jimin@cmschina.com.cn
S1090511040039

漆经纬

qijingwei@cmschina.com.cn
S1090519050001

自 2016 年开始，功效护肤开始走入美妆人群的视线，在随后的几年迅速发酵，当前位列美妆消费者购买关注度第一的位置。本文通过剖析功效护肤崛起的逻辑并预判未来的成长空间，探寻功效护肤风口上潜在投资机会。

□ **当前功效护肤在美妆领域备受瞩目。**自 2016 年开始，主打化学成分的功效护肤品开始走入美妆人群的视线，随后几年迅速发酵，当前位列美妆消费者购买关注度第一位置。主打氨基酸/虾青素/神经酰胺/寡肽/玻尿酸/烟酰胺等成分的产品由于美白、抗衰老、保湿、祛痘功效显著，销量获得了巨大提升，国产新锐品牌层出不穷，HFP/WIS/薇诺娜/润百颜迅速放量；OLAY 老树开新花；老牌巨头雅诗兰黛、欧莱雅加快功能升级。

□ **新需求/新营销/新供给，驱动功效护肤占领风口：**1）美妆人群年轻化、高知化、消费力提升，因此对产品本身的功能性以及安全性诉求更加强烈。2）内容营销盛行，消除了品牌商和消费者之间的信息屏障，品牌商千篇一律夸大功能的洗脑手法已经落伍，具备专业知识的 KOL 科普式营销助力品牌传播。3）产品端升级，功效更加契合美妆人群的抗衰老、美白、维稳等高阶需求，注重有效成分的添加。

□ **功效护肤潮流将成为长期趋势，具备产品强创新力/功能高度差异化/高效营销的品牌有望胜出。**功效护肤兴起的本质是消费者日趋成熟，消费行为回归产品功能本身的一种体现。因此美妆人群对功效护肤的诉求不会是昙花一现，而是长期趋势。从品牌商的角度看，在消费诉求升级的趋势下，众多新品牌/新产品/新成份的兴起对原有品牌会带来冲击，竞争加剧，倒逼原有品牌商在功能开发上加速创新迭代，同时加速供应链整合，提高新品开发供货能力。

□ **国货新锐润百颜，功效护肤潜在领军品牌。**2016 年华熙生物推出润百颜美妆品牌，品类从玻尿酸原液扩展至面膜、面霜、彩妆等，受益于功效护肤风口以及全渠道精准营销驱动，华熙生物 2018 年功效护肤收入规模 2.67 亿（绝大部分为润百颜贡献），2016 年-2018 年收入 CAGR 达 100%+。**五大竞争优势总结：**1）背靠全球最大玻尿酸原料生产商华熙生物，拥有技术背书+供货保障；2）多年来重视研发投入及人才建设，4%的研发费用率水平显著高于竞争对手；3）管理团队专业度领先，前上海家化技术总监、佰草集中草药研究所所长、“国宝级”科研负责人李慧良自 2018 年 12 月加盟公司担任技术官，助力公司化妆品业务发展提速。4）产品具备功能差异化&高性价比优势。明星单品玻尿酸次抛原液依托独家的蜂巢玻尿酸结构搭建起稳固的配方体系，衍生出添加二裂酵母的紧致型、添加水杨酸的净肤型等针对大众不同痛点的产品。同时依托原料研发及规模优势，产品定价低，具备明显的性价比优势。5）新营销：利用微博、小红书、淘宝直播进行精准营销投放，同时采用“IP+产品”的形式（故宫口红）引导美妆人群从文化及艺术角度重新定义产品，开启了产品艺术内涵与品牌价值的提升之路。

□ **风险提示：**功效护肤需求增速回落、品牌竞争加剧的风险。

正文目录

一、功效护肤崛起的历史契机与逻辑.....	4
1、美妆群体年轻化、高知化、购买力提升	4
2、新营销推波助澜.....	5
1) 传统电视广告模式下，消费者无法获知产品配方及功能.....	5
2) 多元化新营销快速提升品牌声量	6
3、品牌商加强有效成分研发，提升产品功能差异化.....	7
1) 功能持续升级的典范：生命力长达三十载的雅诗兰黛小棕瓶	8
2) 老树开新花的 OLAY	8
4、如何看待功效护肤未来的发展空间？	9
二、润百颜：国货新锐 功效护肤潜在领军品牌	10
1、背靠全球玻尿酸制造龙头，拥有强大技术背书	11
2、重研发投入以及研发人才建设.....	12
3、管理团队专业度领先	13
4、产品具备功能差异化&高性价比优势	13
5、全渠道精准营销 借力国潮提升品牌价值.....	14
1) 全渠道高效精准营销	14
2) 联名国潮+街头，提升品牌文化内核	15
三、风险提示	16

图表目录

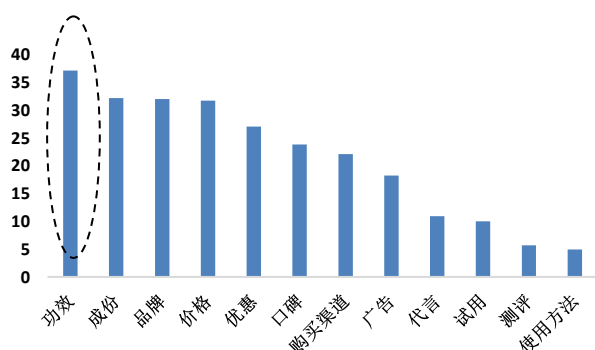
图 1：潜在消费者购买护肤品主要关注点热度指数	4
图 2：具有美白淡斑功效的烟酰胺成分百度搜索指数.....	4
图 3：天猫唇膏购买人群以 90 后、95 后为主.....	5
图 4：90 后、95 后占据美妆兴趣用户近七成.....	5
图 5：不同世代时尚品类消费渗透率	5
图 6：Z 世代消费支出占家庭总支出比例.....	5
图 7：早期美白产品广告.....	6
图 8：早期抗衰老产品广告	6
图 9：知名功效护肤 KOL 汇总	6
图 10：倩碧捏脸霜营销侧重功效宣传	7

图 11: 欧莱雅酵素精华强调成分纯度.....	7
图 12: 雅诗兰黛小棕瓶的升级之路.....	8
图 13: OLAY 大众市场市占率自 2018 年开始触底回升.....	9
图 14: 历年天猫双十一 OLAY 销售排名	9
图 15: OLAY 光感小白瓶添加有效成分烟酰胺	9
图 16: 添加了 A 醇的 OLAY 超 A 瓶主打抗衰功能.....	9
图 17: 新时代倒逼品牌商变革升级.....	10
图 18: 润百颜品牌美妆产品品类丰富	10
图 19: 功效护肤收入规模及占比.....	11
图 20: 次抛原液及面膜是功效护肤的主要品类.....	11
图 21: 功效护肤按模式划分收入结构	11
图 22: 功效护肤按照线上/线下划分收入结构	11
图 23: 全球透明质酸产量规模及增速	12
图 24: 华熙生物为全球透明质酸生产龙头	12
图 25: 研发费用及占收入的比例.....	13
图 26: 对标公司研发支出占收入比例	13
图 27: 润百颜玻尿酸护肤原理	14
图 28: 薇娅携手 MikeAngelo 直播销售润百颜面膜	15
图 29: 范冰冰在小红书推广润百颜玻尿酸精华.....	15
图 30: 润百颜在“微抖红”进行品牌传播.....	15
图 31: 润百颜线下快闪店.....	15
图 32: 润百颜 故宫文创口红	15
图 33: PBC 小罐喷产品形象.....	16
图 34: 艺术家涂鸦作品	16
表 1: 2018 年-2019 年天猫双十一美妆销量排行	4
表 2: 2018 年销售火爆的成分及对应产品	7
表 3: 华熙生物玻尿酸产品质量远超中、日、欧药典质量标准	12
表 4: 公司管理团队阵容强大	13
表 5: 热门玻尿酸原液价格对比.....	14

一、功效护肤崛起的历史契机与逻辑

近三年受消费群体年轻化/功能创新/渠道红利/社群营销驱动，美妆领域景气持续高涨，其中功效护肤备受瞩目。自 2016 年开始，主打化学成分的功效护肤品开始走入美妆人群的视线，在随后的几年迅速发酵，当前位列美妆消费者购买关注度第一的位置。主打氨基酸、虾青素、神经酰胺、寡肽、玻尿酸、烟酰胺等成分的产品因显著的美白、抗衰、抗敏、补水功效，销量获得了巨大的提升。国产品牌 HFP、薇诺娜、WIS 在 2018 年双 11 晋级天猫“亿元俱乐部”，其中薇诺娜更是连续两年进入了天猫双十一美妆品类销售排行 TOP10。海外品牌紧跟热点，OLAY 凭借小白瓶（烟酰胺）老树开花，完成了品牌年轻化改造；倩碧“捏脸霜”（玻尿酸、多肽）引发媒体热议。

图 1：潜在消费者购买护肤品主要关注点热度指数



资料来源：新浪、招商证券（统计时间范围 2019 年 8 月）

图 2：具有美白淡斑功效的烟酰胺成分百度搜索指数



资料来源：百度指数、招商证券

表 1：2018 年-2019 年天猫双十一美妆销量排行

排名	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2018 年	兰蔻	OLAY	欧莱雅	雅诗兰黛	SKII	百雀羚	自然堂	HFP	薇诺娜	悦诗风吟
2019 年	欧莱雅	兰蔻	雅诗兰黛	OLAY	SKII	自然堂	百雀羚	后	完美日记	薇诺娜

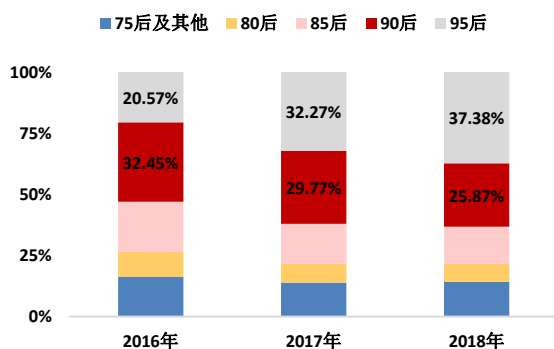
资料来源：亿邦动力网、招商证券

我们认为近年来功效护肤的崛起主要缘于三大因素：第一、年轻的 90 后、95 后群体受教育程度更高、消费实力更强，因此对产品本身的功能性以及安全性诉求更加强烈。第二、内容营销盛行，消除了品牌商和消费者之间的信息屏障，品牌商千篇一律夸大功能的洗脑手法已经落伍，具备专业知识的 KOL 科普式营销助力品牌传播。第三、产品端升级，功效更加契合美妆人群的抗衰老、美白、维稳等高阶需求，注重有效成分的添加。

1、美妆群体年轻化、高知化、购买力提升

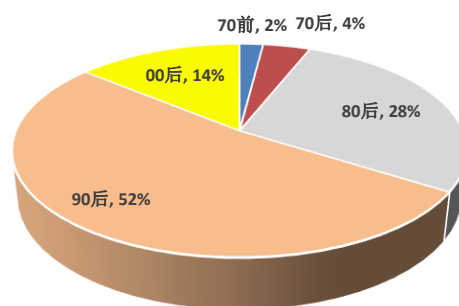
90 后、95 后人群为美妆的主要消费群体，相对于 80 后而言，这部分群体更加年轻，消费欲望强，90 后/95 后占 2018 年天猫唇膏购买人群的比例超过 60%，占微博美妆兴趣用户近七成，而彩妆在 95 后人群的渗透率与 95 前相比相差无几。年轻消费者文化程度更高，从关注产品代言人和营销向着关注产品配方转变。同时由于家庭支持，消费能力更强，根据 OC&C 统计，95 后人群消费支出占家庭总支出比例达 13%，明显超过巴西、意大利、美国、法国。

图 3: 天猫唇膏购买人群以 90 后、95 后为主



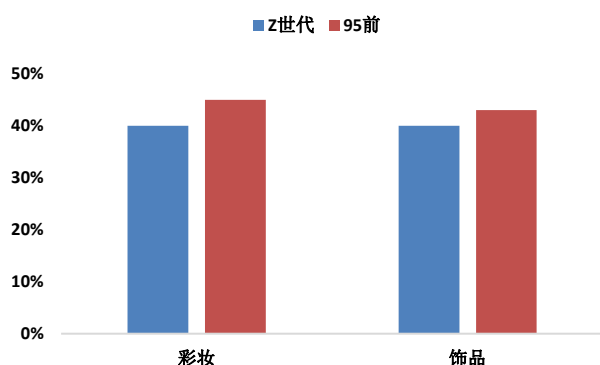
资料来源: CBN DATA、招商证券

图 4: 90 后、95 后占据美妆兴趣用户近七成



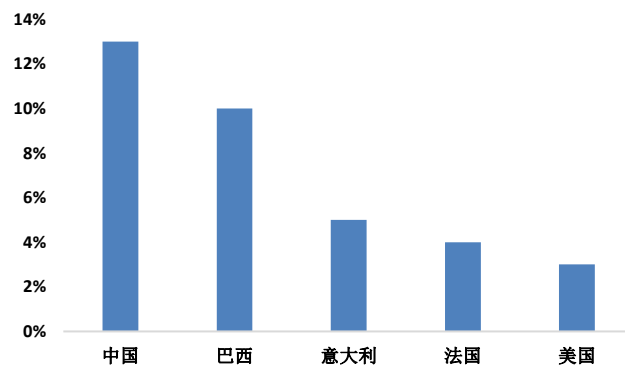
资料来源: 微博数据中心、招商证券

图 5: 不同世代时尚品类消费渗透率



资料来源: 凯度《Z世代消费力白皮书》、招商证券

图 6: Z 世代消费支出占家庭总支出比例



资料来源: OC&C、招商证券

2、新营销推波助澜

1) 传统电视广告模式下，消费者无法获知产品配方及功能

传统电视媒体时代，消费者获取信息的渠道有限，接触到的品牌数量不多，同时化妆品广告往往存在夸大功效、配方模糊、广告内容同质化的问题，如“海洋科技、航天科技、中草药科技”这种笼统的高大上词汇广泛运用到产品宣传上。因此消费者对成分配方、功效了解甚少，品牌知名度和价格成为了购买的决策因素。而进入互联网时代后，意见领袖以层出不穷、更多的新品牌进入市场，在一定程度上填补了信息不对称的鸿沟，倒逼品牌商强化成分及功能宣传，消费行为回归产品功能本质。

图 7：早期美白产品广告



资料来源：搜狐、招商证券

图 8：早期抗衰老产品广告



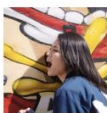
资料来源：搜狐、招商证券

2) 多元化新营销快速提升品牌声誉

➤ 功效护肤领域的 KOL 大多拥有较高专业度

不同于传统美妆产品多选用高颜值 KOL 或流量明星导流，功效护肤意见领袖的主要来自化妆品相关研发工程师、医生、技术人员等，因其科研及专业背景，故而是拥有独特光环与影响力的“高势能人群”，在种草的同时亦扮演了拔草的角色，更容易获得功效护肤主要消费群体-高知人群的认可。

图 9：知名功效护肤 KOL 汇总

 言安堂 言安堂、基础研究的创始人三亩大叔本名黄焱，清华化工博士，资深配方师，2006年至2016年于强生工作，曾任强生全球研发中心资深研发经理。	 基础研究 方俊平，微博粉丝873万，毕业于浙江大学，先后任职于搜狐、目标软件等国内知名互联网企业，后创立品牌JUNPING。	 糊奔奔 糊奔奔，运营同名微博（粉丝数122万）和微信公众号，科普化妆品成分功效和护肤知识。
 kenji joel Kenji joel，微博粉丝271万。借助其医学教育背景和专业背景，推出成分党人群所需的理性护肤理念，通过同名微博和微信公众号进行科普。	 蓉点儿 蓉点儿，IFA国际芳疗师，运营同名微信公众号和微博，微博粉丝25.2万。通过测评视频和文章向消费者输送产品成分信息和护肤科普教程。	 单Niel 单Niel，微博著名护肤博主，粉丝数43.6万，运用其专业知识和先进护肤理念科普推荐功效性护肤品。

资料来源：搜狐、知乎、招商证券

➤ 成分查询 APP 快速聚集流量，助力品牌商完成用户基础教育

在功效护肤领域，最知名的 APP 非美丽修行莫属，该 APP 发展 3 年以来，已经储备起 200 万个护肤产品成分数据，拥有 1000 万累积用户，并长期在 iOS 应用商店的美妆类 APP 下载中位于市场领先地位。由于用户群体庞大，该 APP 已经与部分顶级全球 500 强原料方和化妆品品牌方建立了深度的战略合作。

➤ 品牌商顺势而为，更注重成分及功效宣传，强化消费者认知

倩碧捏脸霜：倩碧作为雅诗兰黛集团中第二个进入中国市场的品牌，受产品升级缓慢以及营销保守的原因，品牌在消费者认知中出现了断层，业绩在中国市场连续多年下滑。倩碧捏脸霜主要包含 4 重胜肽+3 种玻尿酸，将充盈回弹和提拉紧致两种功效二合一。

此次捏脸霜在命名上极富新意，营造医美级效果预期。其在新品上市前，通过带话题转发微博抽选捏脸霜体验员，并借微博抽奖活动提高转发量扩大传播，为新产品提前造势。随后通过微博、小红书等平台进行内容营销，借助微博 KOL 发布测评及推广软文，发起“捏脸霜”“捏出立体脸”等微博话题引导消费者关注品牌产品，提高品牌讨论热度（截止 11 月 22 日“捏脸霜”微博阅读量达到 7940 万次）。聘请品牌大使戚薇微博视频推广，明星杨蓉小红书视频推广。

欧莱雅酵素肌底液（黑精华）：通过精准化投放 KOL 内容营销实现爆品销售：在社交电商上与微博、微信、抖音、小红书、B 站五大社交平台合作进行内容投放，追踪收集消费者意见并采取针对性产品改进措施。线下限时开放欧莱雅“青春密码奇境工厂”浸入式快闪店，品牌方携手流量明星陈飞宇、赖冠霖带领消费者深入了解欧莱雅黑精华从原料到配方再到灌装的全过程。

图 10：倩碧捏脸霜营销侧重功效宣传



资料来源：搜狐、招商证券

图 11：欧莱雅酵素精华强调成分纯度



资料来源：搜狐、招商证券

3、品牌商加强有效成分研发，提升产品功能差异化

现如今无论是国内新兴品牌还是海外大牌，在产品功能升级方面大做文章，抗衰老及抗炎修复成为新的战场，即便是传统的保湿和美白功能，应用的有效成分也有很大程度的创新。如传统的保湿产品大量使用甘油，但容易导致皮肤出油，而目前消费者更倾向于锁水控油能力更强的玻尿酸；传统的美白产品主要靠 VC 发挥功效，但容易伤害角质层，当前副作用更低的烟酰胺明显更受消费者欢迎。

表 2：2018 年销售火爆的成分及对应产品

	成分	产品	天猫累计销量	功效
抗氧化	虾青素	HFP 虾青素原液	月销 9178 笔	抗氧化
	咖啡因	悦木之源咖啡因保湿凝乳	月销 1.7 万笔	去水肿，减缓红血丝、炎症
美白	烟酰胺	SK2 小灯泡美白精华	月销 1.6 万笔	抗炎修复，美白提亮，减缓衰老
		Olay 光感小白瓶	月销 39 万笔	
	维生素 C	科颜氏美白淡斑精华	月销 2.3 万笔	
	传明酸	修丽可发光瓶美白精华	月销 1.5 万笔	
抗衰老	二裂酵母发酵产物	兰蔻小黑瓶肌底精华液	月销量 4.2 万+	加强角质层代谢，抗衰老
		欧莱雅青春密码精华肌底液	月销 20 万笔	
		雅诗兰黛小棕瓶	月销量 6.5 万+	
	维 A 醇	OLAY 密集焕颜精华	月成交 4.9 万笔	
		HFP 视黄醇紧肤修复面霜	月成交 3565 笔	抗皱修复

露得清抗皱修复晚霜		月成交 1.5 万笔	
保湿	玻尿酸	润百颜玻尿酸次抛原液	累计销量 20.6 万笔
舒敏修复	甘草酸二钾	IPSA 流金水	月销 3.6 万笔
祛痘	果酸	修丽可果酸精华	月销 1.3 万笔
	寡肽	HFP 寡肽原液	月销 5 万笔
		保湿锁水	
		舒缓修复	
		修复角质层，保湿抗氧化	
		抗炎杀菌	

资料来源：天猫、招商证券

1) 功能持续升级的典范：生命力长达三十载的雅诗兰黛小棕瓶

雅诗兰黛小棕瓶最早诞生于 1982 年，是一瓶作用于 DNA 层面、激发肌肤自我修护力的功效型精华。其主打成分为如今已成为明星成分的二裂酵母发酵产物溶胞物(Bifida Ferment Lysate)，能够有效防护肌肤损伤、改善肌肤问题，历经 37 年的更新迭代，当前市场热销的第六代“小棕瓶”，其主要成分除沿用至今的二裂酵母发酵产物溶胞物外，还包括高含量的脂质体化二裂酵母发酵产物溶胞物、脂质体化乳酸杆菌发酵产物、酵母提取物和脂质体化的酵母提取物，实现了肤感和修复功能的进一步升级。

图 12：雅诗兰黛小棕瓶的升级之路

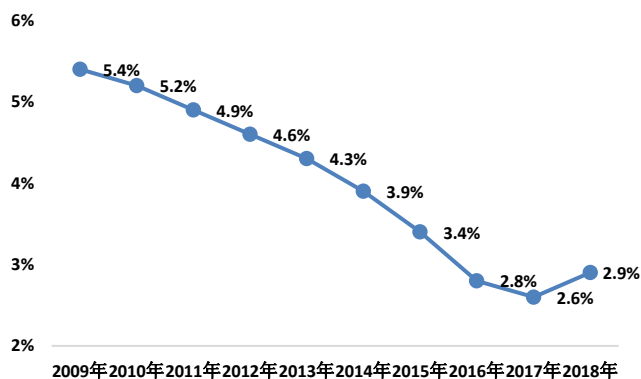


资料来源：美丽修行 APP、招商证券

2) 老树开新花的 OLAY

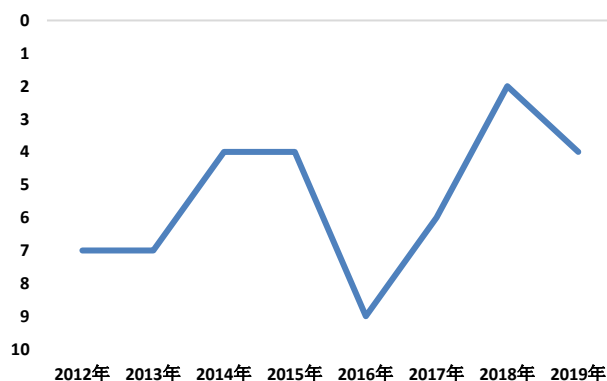
OLAY 作为经典品牌之一，由于品牌老化，产品同质化严重，近年来被消费者打上“妈妈品牌”的标签，在国内大众市场的市占率从 2009 年的 5.4%一路下滑至 2017 年的 2.6%。2016 年，Olay 推出光感小白瓶产品，凭借化妆品市场中功效护肤兴起浪潮和互联网社交平台、KOL 营销，借势明星成分“烟酰胺”，拉近了与年轻一代消费者的距离，成功实现品牌年轻化改造。2018 年双十一，Olay 依靠烟酰胺概念排名第一；2019 年天猫 618 活动，OLAY 的光感小白瓶、淡斑小白瓶 15 分钟内销售额破千万，销售量超过 10 万件；市占率也从 2017 年的 2.6%提升至 2018 年的 2.9%。2019 年天猫双十一活动光感小白瓶卖出 47 万件，累计售出 232 万件。

图 13: Olay 大众市场市占率自 2018 年开始触底回升



资料来源: 搜狐、招商证券

图 14: 历年天猫双十一 Olay 销售排名



资料来源: 搜狐、招商证券

在功能升级方面, Olay2016 年推出的光感小白瓶被消费者称作 SK-II 小灯泡的完美平价替代品, 主打美白功效, 主要成分包括烟酰胺、Sepitonic M3、Sepiwhite MSH、抗坏血酸葡萄糖苷 (AA2G)、己基癸醇以及肌醇, 泛醇这些 Olay 系产品常添加的功效成分。宝洁在烟酰胺成分的推广上功不可没, 从 2002 年《英国皮肤学杂志》发表了一篇关于烟酰胺的学术论文开始, 十多年里宝洁研发成员相继在国际权威学术期刊上发布了 10 多篇有关烟酰胺的实验论文。

继烟酰胺后, Olay 又推出了主要成分为 A 醇的 Olay 超 A 瓶, 对接千禧一代这类主要消费人群的初抗老需求, 引领抗衰风潮。相比于传统的 A 醇产品, Olay 的 A 醇 Pro 是 A 酯+烟酰胺+长角豆提取物的复合物, 比 A 醇更具温和型与稳定性, 有效避免了传统 A 醇产生的脱皮等不耐受反应。

图 15: Olay 光感小白瓶添加有效成分烟酰胺



资料来源: 天猫、招商证券

图 16: 添加了 A 醇的 Olay 超 A 瓶主打抗衰功能



资料来源: 天猫、招商证券

4、如何看待功效护肤未来的发展空间?

功效护肤的兴起, 是以美妆消费人群的购买力、受教育水平提升为前提的。本质是在消费者日趋成熟, 消费行为回归产品功能本身的一种体现。因此美妆人群对功效护肤的诉求不会是昙花一现, 而是长期趋势。

从品牌商的角度看, 在消费诉求升级的趋势下, 众多新品牌、新产品、新成份的兴起对原有品牌会带来冲击, 竞争加剧, 倒逼原有品牌商在功能开发上加速创新迭代, 同时加速供应链整合, 提高新品开发供货能力。

图 17：新时代倒逼品牌商变革升级

好产品	好故事	新运营
• 有技术壁垒的原料开发能力 • 高颜值赋予产品社交属性	• 打造品牌黑科技故事 • 与KOL合作制造内容，并吸引素人进行传播	• 碎片化媒体环境下，用户需求为出发点，联合KOL红人运营

资料来源：招商证券

二、润百颜：国货新锐 功效护肤潜在领军品牌

2016 年华熙生物推出功效护肤品牌“润百颜”，品类方面包括次抛原液、面膜、导入液、肌底液、水乳霜、彩妆等多品类产品，其中次抛原液及面膜是核心品类，2019 年后品类扩张顺利进行，故宫联名口红快速放量。剔除法国丝丽精华液中国区收入后，华熙生物旗下功效护肤品（绝大部分为润百颜贡献）收入规模从 2016 年的 6386 万元增长至 2018 年的 2.67 亿元，2016 年-2018 年 CAGR 达 105%。

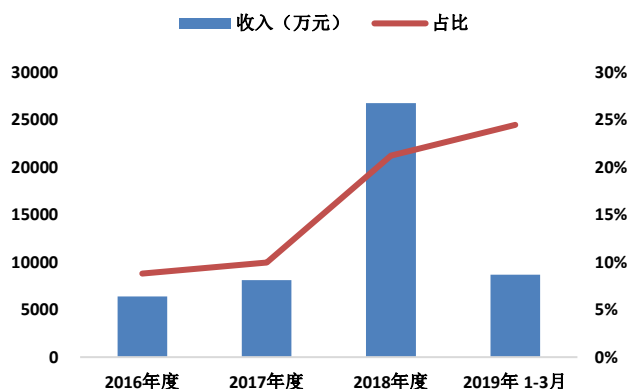
在渠道方面，润百颜采用线上与线下结合，自营与经销结合的方式。线下渠道主要为医疗美容、生活美容等机构。线上渠道采用直销和经销两种模式，从收入结构来看，润百颜线上收入占比从 2016 年的 25.84% 提升至 2019Q1 的 57.07%，主要为天猫、京东等主流电商平台；从模式来看，润百颜直营模式收入占比多年来维持在 60%。

图 18：润百颜品牌美妆产品品类丰富



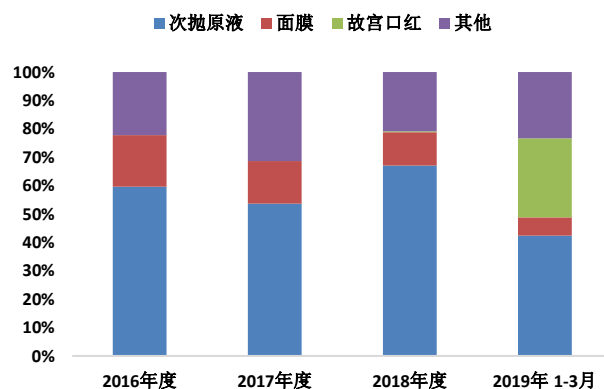
资料来源：天猫、招商证券

图 19: 功效护肤收入规模及占比



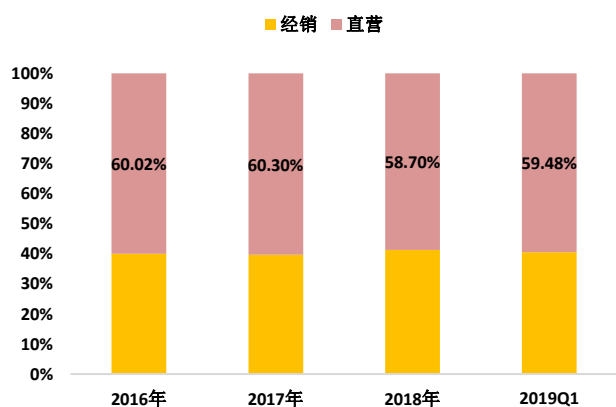
资料来源：招股书、招商证券（剔除丝丽精华液）

图 20: 次抛原液及面膜是功效护肤的主要品类



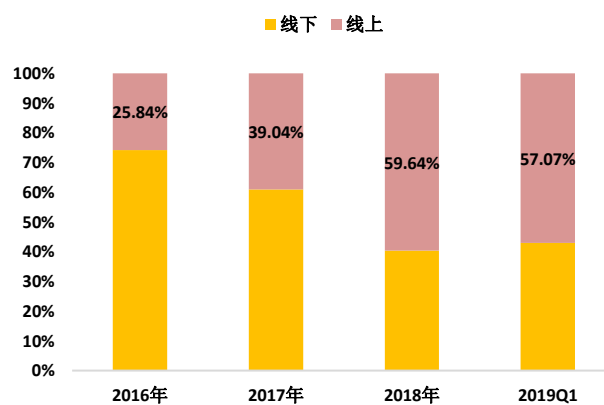
资料来源：招股书、招商证券(剔除丝丽精华液)

图 21: 功效护肤按模式划分收入结构



资料来源：招股书、招商证券

图 22: 功效护肤按照线上/线下划分收入结构

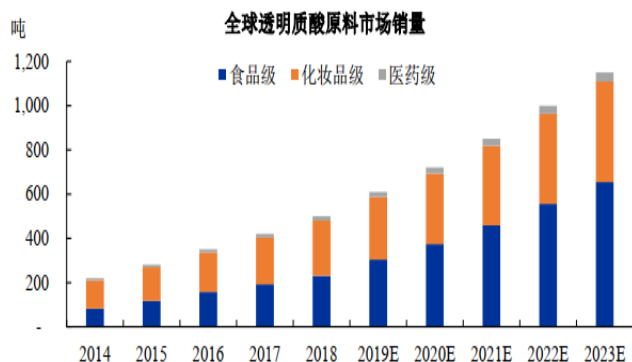


资料来源：招股书、招商证券

1、背靠全球玻尿酸制造龙头，拥有强大技术背书

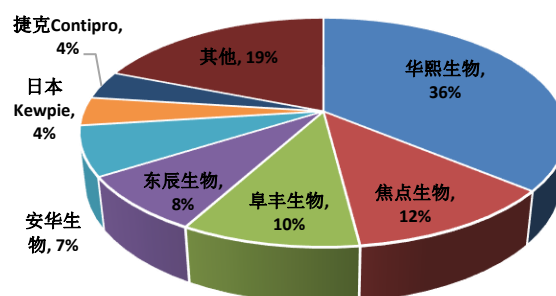
母公司华熙生物是世界最大的透明质酸生产及销售企业：2018 年透明质酸原料产品产量近 180 吨。根据研究机构 Frost & Sullivan 的分析，2018 年，全球透明质酸原料销量达到 500 吨，按照销量口径计算，华熙生物全球市占率接近 36%。分领域看，华熙生物化妆品品级透明质酸原料的销量 108.72 吨，市场的占有率达到 43.49%。

图 23: 全球透明质酸产量规模及增速



资料来源: Frost & Sullivan、招商证券

图 24: 华熙生物为全球透明质酸生产龙头



资料来源: Frost & Sullivan、招商证券

行业标准制定者: 华熙生物是国内唯一同时拥有发酵法生产玻尿酸钠原料药和药用辅料批准文号, 并实现商业化生产的企业。主导或参与制定“医用透明质酸钠凝胶行业标准、组织工程医疗器械产品透明质酸钠行业标准、整形手术用交联透明质酸钠凝胶行业标准、化妆品应用透明质酸钠行业标准”四项行业标准。

分子量控制能力强: 凭借全球领先的低分子和寡聚透明质酸的酶切技术, 及高、中、低多种分子量段的分段控制发酵和纯化精准控制技术, 华熙产品分子量范围实现低至 2kDa 高至 4000kDa 的产业化技术突破。

在产品纯度及精度方面, 品质超过欧洲药典标准和日本药典标准, 核酸、内毒素等杂质水平分别为 0.01(A260nm) 和 0.0025 EU/mg, 分别是欧洲药典国际标准规定值的 1/50 和 1/20。

表 3: 华熙生物玻尿酸产品质量远超中、日、欧药典质量标准

项目	欧洲药典	日本药典	国家药品标准	公司产品实测值
蛋白质	小于等于 0.3%	小于等于 0.05%	N.A	未检出
核酸	小于等于 0.5	小于等于 0.02	小于等于 0.3	0.01
内毒素	小于 0.05IU/mg(眼内、关节内制剂)	N.A	小于 0.05EU/mg (骨科注射用)	0.0025EU/mg

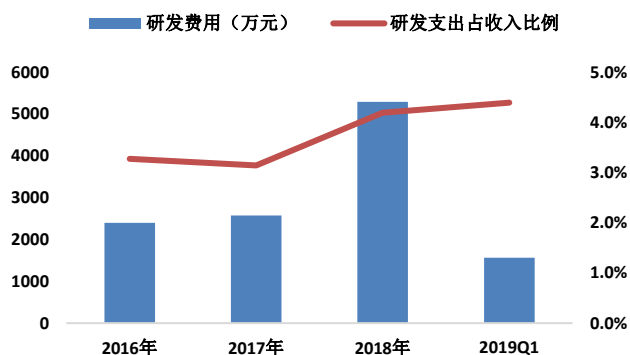
资料来源: 招股书、招商证券

产业化能力突出: 华熙生物透明质酸发酵产率达到 10-13g/L, 远高于文献报道的行业最优水平 6-7g/L, 透明质酸产量从 2000 年的 0.8 吨提高至 2018 年的近 180 吨。

2、重研发投入以及研发人才建设

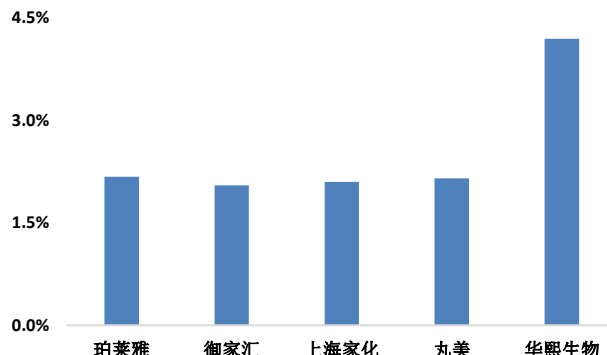
华熙生物 2016 至 2018 年, 公司累计投入与研发相关的支出达 2.38 亿元, 研发费用占收入的比例从 2016 年的 3.14% 提升至 2019Q1 的 4.39%。研发人员数量不断增加, 从 2016 年末的 126 人增加至 2019Q1 末的 208 人。其中硕士及以上学历 95 人, 教育背景涉及发酵工程、生物工程、微生物学、化学工艺、药物化学、生物化工、分析化学等交叉学科专业, 人才梯队结构合理, 充分支持公司新技术、新工艺、新产品的持续创新能力。**多地布局研发中心。**华熙生物在国内拥有济南、上海两大研发中心, 在法国拥有专业的皮肤管理研究团队。

图 25: 研发费用及占收入的比例



资料来源：招股书、招商证券

图 26: 对标公司研发支出占收入比例



资料来源：招股书、招商证券

3、管理团队专业度领先

华熙生物首席科学家郭学平博士领导的研发团队共 208 人，其中核心技术人员郭学平、刘爱华、栾贻宏均拥有超过 20 年的透明质酸相关行业从业经历和丰富的研发经验，为公司基础技术研究、产品研发、工艺放大、产业化生产和质量管理全流程提供了有效的人才保证。此外，特别需要强调的是，李慧良自 2018 年 12 月加盟公司担任技术官，此前为上海家化技术总监，佰草集中草药研究所所长，“国宝级”科研负责人，李慧良的加入助力公司化妆品业务发展加快。

表 4: 公司管理团队阵容强大

姓名	职位	研究领域/成果
郭学平	副总经理、首席科学家	专注透明质酸研发 30 年，先后承担了十余项国家级科研项目，带领研发团队开发了近 200 个规格的透明质酸系列原料产品，产品分子量范围覆盖最广且能够实现精确控制，并实现了透明质酸酶及酶切寡聚透明质酸钠产品的工业化生产。
刘爱华	副总经理、核心技术人员	在透明质酸原料及终端产品的产研方面建树颇深，促进以透明质酸为核心的系列原料产品和终端产品的研发、国际国内注册及上市，主导并参与济南两个生产厂区的建设，提升产业化能力；参与修订欧洲药典及中国药典标准，使得公司成为 HA 产品在全球注册备案资质最全的企业，因在透明质酸领域的重大技术贡献获得了“国家科技进步二等奖”等多项权威奖项。
栾贻宏	副总经理	2004 年 9 月至今，历任华熙生物科技股份有限公司研发部长、质量部长、生产部长、副总经理。在透明质酸和终端产品应用的研究方面进行了多项创新。
林伶俐	董事、副总经理	2009 年至 2014 年于艾尔建公司任亚太区医美资深总监兼中国医美总经理；2019 年 1 月至 2019 年 3 月任华熙福瑞达首席战略官、副总裁。现任公司董事、副总经理、首席战略官。
李慧良	副总经理	1988 年至 2014 年在上海家化任资深研究员（总监级），技术总监等职务；2018 年 12 月至 2019 年 3 月担任华熙福瑞达首席技术官。

资料来源：招股书、招商证券

4、产品具备功能差异化&高性价比优势

产品差异化程度高：首先，其具有形态上的独特性，在包装上采取了 BFS 无菌灌装技术，一体成型，单支为一次用量，不含防腐剂。其次，次抛原液利用独家的蜂巢玻尿酸结构搭建起稳固的配方体系，大分子玻尿酸快速成膜，减少水分流失；小分子玻尿酸表层锁水，细腻肌肤；而华熙生物的专利技术 mini 分子玻尿酸透皮吸收率可达 69.5%，可以促进有效成分渗透，根源锁水。在此基础上开发了添加二裂酵母的紧致型、添加水杨酸的净肤型等针对大众不同痛点的产品。

图 27：润百颜玻尿酸护肤原理



资料来源：天猫、招商证券

高性价比：从平均售价（元/ml）来看，由于拥有强大原料生产能力，润百颜玻尿酸次抛原液的单价为 9.23 元/ml，在同类产品中价格偏低，具备明显的性价比优势。

表 5：热门玻尿酸原液价格对比

品牌	润百颜	巴黎欧莱雅	HFP	AHC
产品	玻尿酸次抛原液	玻尿酸安瓶精华液	玻尿酸原液	玻尿酸原液精华
当前零售价	369 元/40ml	380 元/21ml	139 元/15ml	275 元/30ml
平均售价 (元/ml)	9.23	18.1	9.27	9.16
				

资料来源：招股书、招商证券

5、全渠道精准营销 借力国潮提升品牌价值

1) 全渠道高效精准营销

润百颜玻尿酸医美注射产品率先在医美领域积累了一定的客户，为功效护肤产品的推出奠定了品牌和客户口碑基础。

2017 年后顺应新营销趋势，品牌声量逐渐放大。2017 年范冰冰小红书笔记中出现了润百颜蜂巢玻尿酸次抛原液，为润百颜带来了巨大的品牌流量。此后，随着品牌声量的逐渐发酵，润百颜顺势在小红书、微博、微信等平台进行了一系列口碑营销投放，并开始尝试淘宝直播。线下则以快闪店的形式进行品牌宣传。

效率为先，成本可控。润百颜不同于部分新锐品牌推新品、大水漫灌式的高投入营销实现短期的爆发式增长，而是有着严格的销量和毛利率考核要求，在这个前提之下精准定位客群，进行高效投放。

图 28: 薇娅携手 MikeAngelo 直播销售润百颜面膜



资料来源：招股书、招商证券

图 29: 范冰冰在小红书推广润百颜玻尿酸精华



四海八荒传说中的面膜篇来啦！我只能说分享是种美德！

资料来源：招股书、招商证券

图 30: 润百颜在“微料红”进行品牌传播



资料来源：小红书、微信、招商证券

图 31: 润百颜线下快闪店



资料来源：招股书、招商证券

2) 联名国潮+街头，提升品牌文化内核

2018 年底润百颜乘国潮之风，联名故宫推出故宫口红，瞬间引爆全网。在这次联名合作中，润百颜团队借鉴了故宫藏品进行口红外观设计，并结合多件国宝色彩作为口红颜色，故宫口红也因此获得了 2018 年天猫金妆奖。

图 32: 润百颜 故宫文创口红



资料来源：微博、招商证券

回归街头：2019 年 6 月，润百颜与知名涂鸦团队“北京喷子”的艺术家合作，推出瓶身带有涂鸦的 PBC 小罐喷，包括梵仙、摩尔与夜灵猫。同时邀请国内多位街头艺术家在在武汉、成都等多个城市进行合作，力推 PBC 小罐喷街头属性。使得润百颜品牌能够以 PBC 小罐喷产品为契机，突破产品局限，将护肤深入年轻的街头男女。

图 33: PBC 小罐喷产品形象



资料来源：官网、招商证券

图 34: 艺术家涂鸦作品



资料来源：微信公众号、招商证券

无论是走国潮路线的故宫口红，还是走街头路线的小罐喷，润百颜采用“IP+产品”的形式引导美妆人群从文化及艺术角度重新定义产品，开启了产品艺术内涵与品牌价值的提升之路。

三、风险提示

经济增速放缓导致美妆行业增速不达预期的风险

品牌之间竞争过于激烈的风险

行业监管政策调整风险

参考报告:

- 1、《服饰纺织行业 2019 年策略报告（品牌篇）——低增长时代 拥抱全数字化运营转型方可异军突起》2018-11-26
- 2、《品牌时尚行业 2019 年中期策略报告-新经济周期下 大众品牌消费将成为主导》2019/06/15
- 3、《2019 招商证券资本市场峰会奢侈品专家交流精要——消费升级与消费全球化趋势下中国品牌的未来》2019-07-02
- 4、《丸美股份（603983）新股分析——眼部护理领军企业 享受电商渠道红利规模扩张优势》2019-07-15
- 5、《化妆品行业深度（一）——百年资生堂 科技与艺术之完美结合》2019-09-26

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

招商家电及纺织服装研究组:

纪敏 复旦大学, 计算机专业学士和硕士。2012-至今, 任招商证券家电行业首席分析师。

隋思誉 北京大学金融硕士, 香港中文大学经济学硕士, 北京大学文学和经济学双学士。2017 年入职。

刘丽 对外经济贸易大学会计学硕士, 2011-2015 年就职于国美控股集团投资部, 2015-2017.7 太平洋证券服饰纺织行业分析师, 2017 年 8 月加入招商证券。

团队荣誉:

金牛奖: 2018 最具价值金牛分析师 & 2018 最佳行业金牛分析师

新财富: 2017-第 4 名 2016-第 3 名 2015-第 3 名 2014-第 3 名 2013-第 5 名

金牛奖: 2017-第 2 名 2016-第 4 名 2015-第 3 名 2014-第 3 名 2013-第 4 名

水晶球: 2018-第 4 名 2017-第 2 名 2016-第 5 名 2015-第 4 名 2014-第 4 名 2013-第 5 名

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内, 公司股价相对同期市场基准 (沪深 300 指数) 的表现作为标准:

强烈推荐: 公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐: 公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性: 公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避: 公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A: 公司长期竞争力高于行业平均水平

B: 公司长期竞争力与行业平均水平一致

C: 公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准 (沪深 300 指数) 的表现作为标准:

推荐: 行业基本面向好, 行业指数将跑赢基准指数

中性: 行业基本面稳定, 行业指数跟随基准指数

回避: 行业基本面向淡, 行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息, 但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价, 在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外, 本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载, 否则, 本公司将保留随时追究其法律责任的权利。