安信证券 ESSENCE SECURITIES

2021 年 11 月 30 日

华熙生物（688363.SH）

公司深度分析

证券研究报告

生物医药

对标欧莱雅，看华熙生物发展空间

■ **以长期视角探寻华熙生物化妆品业务未来发展空间：**近年来华熙化妆品业务收入占比已提升至六成，潜力可期。我们通过梳理国际龙头欧莱雅的发展历程及核心特质，探寻华熙当前发展阶段，以展望其未来发展空间。

■ **寻欧莱雅成功之道，华熙已初见相似基因。**1). 手握核心原料技术开发独家成分：华熙自研自产活性物驱动产品开发，具有成本优势和独家技术壁垒，玻尿酸龙头地位全球领先，参与国际行业标准制定，且与欧莱雅相似全球布局研发，研发实力在同行业中一马当先。2). 品牌定位居高临下：华熙旗下品牌选择高举高打，品牌调性较高，未来向下拓展更易。欧莱雅初期品牌定位亦是如此。3). "教父级"的创新能力：华熙洞察消费者对于化妆品新鲜卫生的诉求，创新性推出"次抛原液"新品类，以规避传统精华多次开瓶易氧化污染，引来友商争相模仿，这与欧莱雅产品常引得同行效仿相似。

■ **对标欧莱雅，华熙生物正处于 70 年代欧莱雅的发展阶段。**1）品牌矩阵已形成，相比单品牌低天花板更有优势。品牌建设高举高打，未来向低渗透较易；2）华熙在全球首次实现酶切法大规模生产小分子玻尿酸，推出独家"次抛精华"，与欧莱雅早期凭独有技术在洗发剂市场一骑绝尘相似。对标欧莱雅在 80、90 年代的发展，未来十年将是华熙发展的黄金十年，目前已有润百颜年销售额破 10 亿，未来旗下更多品牌有望进入"十亿俱乐部"。我们认为华熙未来将从自建和收购两方面持续扩展品牌矩阵，并向海外市场进一步进军，成为具有国际影响力的国货之光。

■ **投资建议：我们看好公司长期价值，目前股价短期波动，给予买入-A 的投资评级。长期而言，公司手握核心原料技术优势、凭借过硬的产品力收获市场口碑，其核心竞争力难以被复制超越，国潮兴起和颜值经济背景下公司能与行业发展红利共振。**预计公司 2021-2023 年的收入增速分别为 70.6%、45.1%、43.1%，净利润增速分别为 22.5%、43.4%、43.8%，成长性突出；维持买入-A 的投资评级，6 个月目标价为 222.5 元，2022 年 PE 为 94x。

■ **风险提示：新冠疫情持续恶化、新品投放市场效果不及预期等。**

(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营收入	1,885.6	2,632.7	4,492.0	6,517.9	9,324.8
净利润	585.6	645.8	791.0	1,134.4	1,631.1
每股收益(元)	1.22	1.35	1.65	2.36	3.40
每股净资产(元)	9.48	10.46	11.77	13.50	16.01

盈利和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
市盈率(倍)	138.8	125.9	102.8	71.7	49.8
市净率(倍)	17.9	16.2	14.4	12.5	10.6
净利润率	31.1%	24.5%	17.6%	17.4%	17.5%
净资产收益率	12.9%	12.9%	14.0%	17.5%	21.2%
股息收益率	0.2%	0.2%	0.2%	0.4%	0.5%
ROIC	68.1%	28.6%	29.6%	34.5%	47.0%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

投资评级 **买入-A**

维持评级

6 个月目标价： 222.50 元

股价（2021-11-29） 160.96 元

交易数据

总市值（百万元）	77,260.80
流通市值（百万元）	15,263.65
总股本（百万股）	480.00
流通股本（百万股）	94.83
12 个月价格区间	133.50/307.00 元

股价表现

资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-3.47	-14.43	4.32
绝对收益	-3.04	-13.45	8.85

张立聪 分析师

SAC 执业证书编号：S1450517070005

zhanglc@essence.com.cn

王朔 报告联系人

wangshuo2@essence.com.cn

相关报告

华熙生物：华熙生物 2021Q3 点评：前三季度收入增长超 88%，公司战略稳步推进/张立聪	2021-10-27
华熙生物：华熙生物 2021H1 点评：功能性护肤品业务大增拉动收入翻倍，筑高品牌壁垒、推进全产业链布局/刘文正	2021-08-31
华熙生物：华熙生物 2021H1 业绩预告点评：收入同比翻倍超市场预期，国货之星冉冉升起/刘文正	2021-07-04
华熙生物：华熙生物	

本报告版权属于安信证券股份有限公司。

各项声明请参见报告尾页。

内容目录

1. 不止玻尿酸：以长期视角探寻华熙生物化妆品业务未来发展空间 4
1.1. 华熙生物深耕行业近 20 年，从原料市场走向终端 4
1.2. 多种生物活性物平台已建成，功能性护肤品业务占半壁江山 5
2. 欧莱雅成功之鉴：专利成分驱动产品研发+品牌矩阵高举高打+敏锐捕捉行业风口 6
2.1. 独家成分引领行业研发方向，专利成果集团共享 7
2.2. 从高到低拓展品牌矩阵，全面覆盖化妆品各细分赛道 13
2.3. 化妆品行业风口切换迅速，欧莱雅洞察敏锐预见趋势 18
3. 华熙生物：从幕后走向台前，化妆品版图已现 20
3.1. 自研自产活性原料，为化妆品帝国预先布局肥沃土壤 21
3.2. 四大品牌定位明确，高举高打切入化妆品赛道 26
3.3. 洞察消费者痛点，另辟蹊径创造“次抛”蓝海市场，引同行模仿 28
4. 对标欧莱雅，未来可期 30
5. 投资建议： 34
5.1. 分部盈利预测与估值 34
5.2. 绝对估值 37
5.3. 参照欧莱雅，看未来成长空间 39
6. 风险提示 41

图表目录

图 1：华熙生物公司发展历程 4
图 2：华熙生物四大业务版图（截止 21H1） 5
图 3：公司营业收入稳定增长（单位：亿） 5
图 4：公司净利润增长迅速（单位：亿） 5
图 5：2016-2021H1 不同业务占比变化 6
图 6：欧莱雅集团发展历史 7
图 7：欧莱雅旗下兰蔻小黑瓶精华升级至第二代 7
图 8：欧莱雅公司研发支出及占比（单位：亿欧元） 8
图 9：欧莱雅、宝洁及雅诗兰黛研发支出占比 8
图 10：欧莱雅全球研发设施 9
图 11：玻色因作用机理 10
图 12：玻色因两大作用途径 10
图 13：欧莱雅研究中心所发布的科研论文 11
图 14：网红推广计划助力消费者教育 11
图 15：国产玻色因产品 12
图 16：国产玻色因产品备案数量猛增（单位：个） 12
图 17：欧莱雅品牌矩阵 13
图 18：欧莱雅集团收购史 14
图 19：欧莱雅集团四大业务部门 15
图 20：2020 年欧莱雅集团四大部门收入占比（单位：百万欧元） 15
图 21：单一品牌与多品牌策略优势对比 16
图 22：多品牌战略提供第二增长曲线 16

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

图 23：欧莱雅品牌金字塔 17
图 24：欧莱雅蒸汽发膜宣传图 18
图 25：欧莱雅蒸汽发膜 2019 年荣登“天猫 V 榜” 19
图 26：数字化经营深入公司各环节 19
图 27：欧莱雅集团旗下品牌 618 成绩亮眼 20
图 28：华熙生物与欧莱雅具有相似的成功基因 20
图 29：华熙生物研发费用及其收入占比（单位：亿元） 21
图 30：华熙生物、珀莱雅、贝泰妮、上海家化以及丸美研发费用支出占比 21
图 31：华熙生物研发平台 22
图 32：华熙生物研发中心 22
图 33：华熙生物合作高校 22
图 34：华熙生物研发人员数量及增速（单位：人） 23
图 35：华熙生物已申请专利数量（单位：个） 23
图 36：华熙生物已获得 14 项特殊化妆品注册证 24
图 37：公司依托原料平台开发上游原料产品 25
图 38：公司管理体系与发展逻辑 26
图 39：品牌矩阵“降维打击”策略示意图 27
图 40：华熙生物旗下润百颜品牌次抛原液产品 28
图 41：众多品牌紧随其后纷纷推出次抛产品 29
图 42：华熙生物消费者洞察示意图 30
图 43：华熙生物处于欧莱雅发展第二阶段初期 30
图 44：欧莱雅收入体量变化与收购品牌进程 32
图 45：畅想未来华熙生物品牌拓展途径及类别 33
图 46：润百颜 2021 开启华熙生物功能性护肤品 10 亿级时代 33
图 47：泰国美妆博主测评 34
图 48：亚马逊平台 BIOHYALUX 产品页面 34
图 49：欧莱雅过去 10 年间股价变化（单位：欧元） 39
图 50：欧莱雅收入与市值趋势图（单位：亿欧元） 40
图 51：欧莱雅收入与 PE 趋势图（单位：亿欧元） 40

表 1：近年来欧莱雅部分科研成果 9
表 2：玻色因与市面上其他主流抗老成分对比 10
表 3：欧莱雅部分玻色因产品 12
表 4：修丽可品类矩阵 17
表 5：公司上游原料功效及应用 25
表 6：华熙与其他国货及外资精华价格 27
表 7：华熙生物标的盈利预测（数据截止 2021.11.25） 34
表 8：华熙生物盈利预测（单位：百万） 35
表 9：化妆品部分收入测算 35
表 10：华熙生物化妆品部分市值测算（截止于 2021.11.25） 36
表 11：医疗终端部分收入测算 36
表 12：华熙生物医疗终端部分市值测算（截止于 2021.11.25） 36
表 13：原料板块收入测算 37
表 14：华熙生物原料部分市值测算（截止于 2021.11.25） 37

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

表 15：经济利润 DCF 假设（百万元）..... 38
表 16：经济利润 DCF 现金流预测（百万元）..... 38
表 18：估值敏感性分析..... 39

1. 不止玻尿酸：以长期视角探寻华熙生物化妆品业务未来发展空间

自 2019 年华熙生物上市以来，我们持续跟踪并重点推荐华熙生物至今，华熙生物玻尿酸全产业链打通，业务体系由三驾马车升级为四轮驱动，原料研发龙头地位夯实，医美及化妆品产品高成长的特征已逐步被市场认识并认可。

初上市之时，投资者大都将华熙生物看成一个主营生物活性原料业务的制造型企业。然而随着其上下游产业链的贯通，业务边界版图愈加丰富，未来增量可期。特别是近年来化妆品业务收入占比逐步提升至约六成，公司化妆品板块潜力可期。在本篇报告中，我们将通过梳理国际龙头化妆品公司欧莱雅的发展历程，挖掘其核心特质，探寻华熙生物化妆品板块当前所处的发展阶段，以展望其未来发展空间。

1.1. 华熙生物深耕行业近 20 年，从原料市场走向终端

华熙生物深耕行业近 20 年，从原料市场走向终端。公司核心创始团队 1998 年就开始透明质酸的研发、生产和销售业务，2000 年华熙生物科技股份有限公司成立，公司 2012 年“润百颜”注射用修饰透明质酸钠凝胶获 CFDA 批准上市，业务向产业链下游拓展。2014 年，“润百颜”推出了第一代水润次抛精华。2019 年，华熙生物成功登陆 A 股科创板。2021 年，功能性护肤品“润百颜”首先迈入“十亿俱乐部”。

图 1：华熙生物公司发展历程

资料来源：公司官网，安信证券研究中心

1.2. 多种生物活性物平台已建成，功能性护肤品业务占半壁江山

公司业务模式由“三驾马车”向“四轮驱动”转变。公司将逐步构建包括生物活性物原料业务、医疗医美终端业务、功能性护肤品业务、功能性食品在内的四轮驱动业务架构。目前（2021H1）公司的主要业务为透明质酸原料业务（占比 21.46%），医疗终端产品业务（占比 16.23%），功能性护肤品业务(占比 62.07%)以及功能性食品。

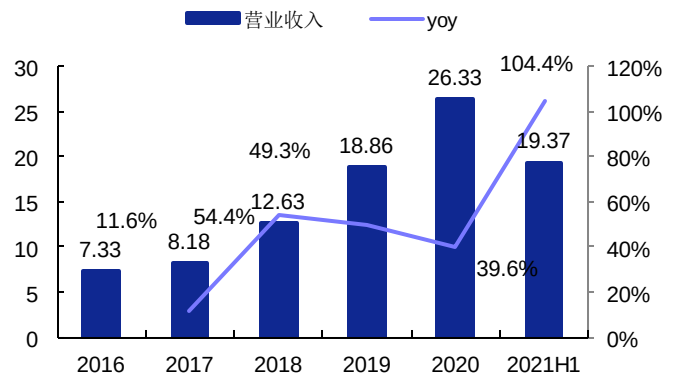
图 2：华熙生物四大业务版图（截止 21H1）

透明质酸原料业务	医疗终端产品	功能性护肤品	功能性食品
B2B 占比21.46%	B2B2C 占比16.23%	B2C 占比62.07%	B2C 占比0.24%
医药级：包括医药外用级、注射级和医疗器械级。 **化妆品级**：新上市BiobloomTM微美态ME-1、HyacrosstTM透明质酸微珠TG300、熙蓝因。 **食品级**：主要为HAPLEX透明质酸钠。 **其他生物活性原料**：GABA、麦角硫因等。	**骨科**：海力达今年中标八省二区带量采购。 **PRP产品**：富血小板血浆制备用套装（PRP），已在17个省份+2个城市挂网销售。 **医美**：主要为注射用玻尿酸润致，2021年是医美业务战略升级元年。	旗下拥有“**润百颜**”、“**丝丽**”、“**米蓓尔**”、“**润月雅**”等多个品牌系列，产品包括次抛原液、各类膏霜水乳、面膜等。	新品牌“**黑零**”于2021年发布，功能性食品已成为公司第四大业务板块。 3月，推出国内首款玻尿酸饮用水“**水肌泉**”。

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

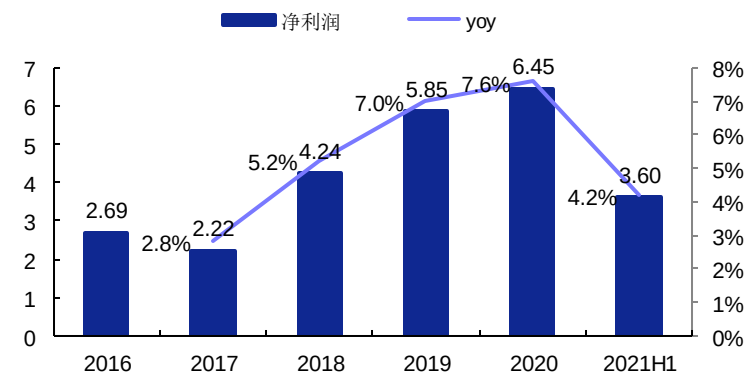
护肤品+医疗终端产品带动公司收入规模高速增长，功能性食品有望成为下一个增长曲线。近年来在护肤品和医疗终端产品的带动下 20 年实现营收和净利润 26.4 亿和 6.5 亿元，21H1 实现营收和净利润 19.4 亿和 3.6 亿元。

图 3：公司营业收入稳定增长（单位：亿）



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

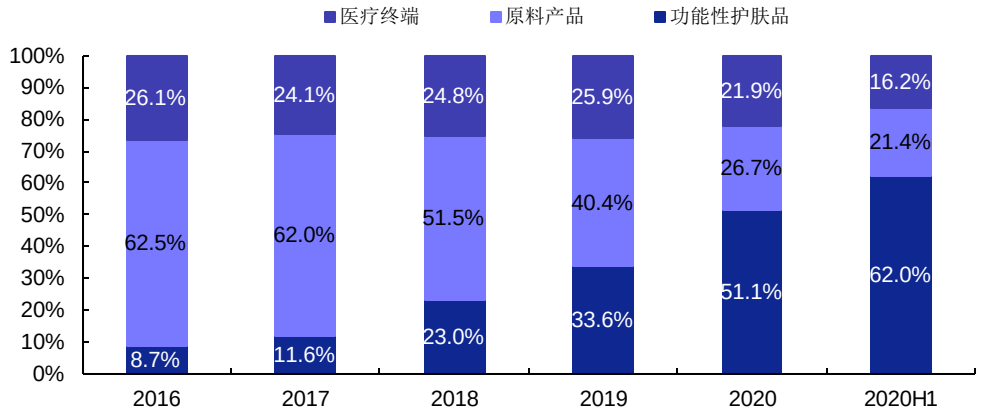
图 4：公司净利润增长迅速（单位：亿）



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

分业务来看，功能性护肤品已占半壁江山。16 年时功能性护肤品占营收比仅为 8.7%，而彼时医疗终端产品营收占比为 26.1%。近两年来随着公司功能性护肤品的不断发力，护肤品板块已成为主要收入来源，2021H1 功能性护肤品业务营收占比 62.07%。

图 5：2016-2021H1 不同业务占比变化



[1]

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

2. 欧莱雅成功之鉴：专利成分驱动产品研发+品牌矩阵高举高打+敏锐捕捉行业风口

复盘欧莱雅成为全球化妆品巨头的轨迹，我们发现欧莱雅的发展壮大伴随着产品不断创新、品牌不断收购。这个过程中各类功能产品、各个维度的品牌相辅相成，如同各块积木共同组建了庞大而有序的有机体。

自 1909 年欧仁•舒莱尔所创立的小公司开始，欧莱雅逐渐成长为全球排名第一的化妆品集团。我们通过复盘其发展历程，梳理核心产品的发布、收购、开设新的分支机构等重大事件，从中探寻其成长为化妆品行业龙头企业的可借鉴之处。

纵观欧莱雅的百年发展历史，可以将其大体概括为三个阶段：

- **初期（1909-1956），核心产品占领消费者心智：**欧莱雅成立于 1909 年，以全球第一支无毒染发剂发家，其爆款产品风行一时，凭借着极强的产品力快速地攻占市场，甚至革新了行业，帮助公司积累了初代品牌影响力。而后不断精耕细作，迎合消费者诉求及行业趋势，在经典产品永流传的基础上推陈出新，不断巩固市场地位，依托明星产品和活力创下国民品牌，从法国本土品牌向海外进发。
- **成长期（1957-2000），完善品牌矩阵形成：**在最初集中营销资源成功打造单一核心品牌后，欧莱雅审时度势，充分认识到单品牌的脆弱以及天花板较低，因此主要通过并购迅速形成稳固的多品牌矩阵。值得注意的是，欧莱雅的并购也并非盲目扩张，而是着重收购体量较小却成长空间较大的品牌。对于新进品牌实施科学的管理，在尊重原本品牌个性的基础上使其融入集团调性，通过欧莱雅集团的知名度和品牌优势提升新收购品牌的影响力。因而，新进品牌与老品牌优势互补，形成完整的品牌矩阵。
- **成熟期（2001 至今），坚持研发为基础，巩固市场地位：**欧莱雅在巩固自己的化妆品巨头地位时，仍然不忘初心，坚持以研发为基础。一方面，研发新的成分与产品，不断为自己输入新鲜的血液，依然走在行业的前列；另一方面，为旗下众多经典单品改良配方，不断升级换代，为老旧品牌不断注入新的活力，以迎合消费者新时代的诉求，以此保证品牌穿越周期。

[1] 资料来源：美国<<女装日报>>全球美妆企业 100 强排行榜，2017 年 4 月

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

图 6：欧莱雅集团发展历史

1909-1956：初期，构建经营模式

1909年：欧仁·莱尔创立“法国无害染发剂公司
1910-1913年：染发剂开始进入欧洲各国；
1939年：正式更名为欧莱雅

1957-1983：国家级集团初成型

1963年：欧莱雅上市；
1964年：收购兰蔻；
1965年：收购卡尼尔；
1970年：收购碧欧泉；
1983年：成立日本研究中心

1984-2000：成为化妆品界翘楚

1985年：拉尔夫·劳伦Polo加盟欧莱雅；
1985年：碧欧泉推出男士护肤产品
1987年：薇姿推出男士护肤产品
1989年：收购赫莲娜
1989年：收购理肤泉
1996年：收购美宝莲
2000年：收购Matrix、Kiehl’s（科颜氏）、SoftSheen-Carson

2001至今：全球化之路

2002年：收购Shu Uemura（植村秀）；与雀巢共同推出Innéov
2003年：收购Skinceuticals；
2004年：收购中国品牌羽西；
2006年：收购SkinEthic、TheBodyShop和Sanoflore；
2007年：收购生态美发品牌PureOlogy；
2008年：收购Yves SaintLaurent；L’Oréal Professionnel 发布男士产品线；
YSL Beauté及YSL 加入欧莱雅奢侈产品部；
2010年：收购essie；
2012年：收购Urban Decay；
2014年：收购Decléor（思妍丽）、Carita、美即（MG）、NYX；
2016年：收购ITCosmetics、Atelier Cologne；买下勃朗圣泉商标许可；
2017年：CeraVe、AcneFree和Ambi三个活性护肤品牌
2018年：为推动数字化战略，收购美妆应用软件开发公司ModiFace；
收购韩妆品牌3CE；收购Logocos Naturkosmetik AG公司；
与Giorgio Armani续约授权许可协议；与Valentino签订授权许可协议；
2020年：收购香水品牌Mugle、阿扎罗；与普拉达签署长期许可协议；

未来

持续专注研发，提升产品长期竞争力。

资料来源：欧莱雅官网，安信证券研究中心

图 7：欧莱雅旗下兰蔻小黑瓶精华升级至第二代

资料来源：兰蔻官网，安信证券研究中心

通过欧莱雅成为全球化妆品巨头的轨迹，我们尝试厘清并总结其成功的驱动因素。主要可归纳为以下三点：1). 多年研究成果积累造就独家成分，引领行业研发方向，专利成分集团研发成果共享；2). 品牌矩阵形成由高向低渗透切入，品牌之间优势互补；3). 在化妆品行业风口快速切换的背景下，具有洞察敏锐预见趋势的能力，而这几点特性恰恰也正是我们在华熙生物现阶段的发展中所看到的相似点与潜力。

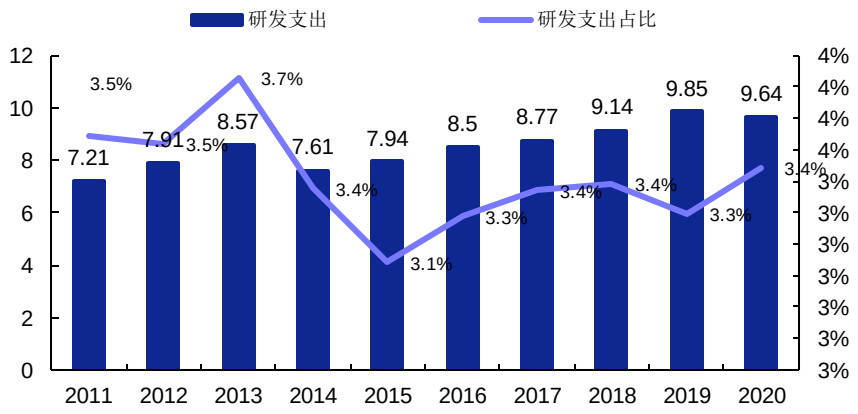
2.1. 独家成分引领行业研发方向，专利成果集团共享

欧莱雅起家于世界第一支无毒染发剂，创立背景刻入专业研发基因。1907 年，法国化学家

欧仁-舒莱尔发明了世界上第一支无毒染发剂，欧莱雅集团在当时将自己命名为“法国无害染发剂公司”。此后，虽然集团不断发展壮大并加入新的品牌成员，但欧莱雅集团整体紧密性较强，专业技术属性仍然如基因般贯穿集团整体，并为全集团品牌与产品背书，因而在C端保持了良好的专业形象，使得消费者愿意持续信任欧莱雅全集团产品并为之买单。

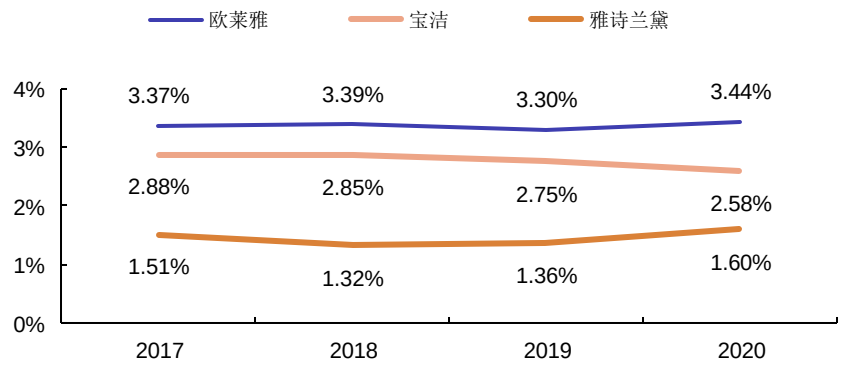
一直以来，欧莱雅集团都对其研发实力引以为傲。其背后是集团一贯以研发为基础的重视，集团研发支出历年来占其收入比重基本维持在3.4%-3.5%， 2020年，欧莱雅集团研发支出为9.64亿欧元，占收入比3.4%，与同业相比较为突出。

图8：欧莱雅公司研发支出及占比（单位：亿欧元）



资料来源：欧莱雅公司公告，安信证券研究中心

图9：欧莱雅、宝洁及雅诗兰黛研发支出占比



资料来源：欧莱雅年报、宝洁年报，雅诗兰黛年报，安信证券研究中心

研发体系完善，研发机构遍布全球。集团拥有3个坐落于欧洲的全球中心，6个地区性中心，21个研究中心，13个评价中心以及58个科技监管部门。欧莱雅在全球共雇佣超过4000名科研人员，2020年共计申请了500项专利。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

图 10：欧莱雅全球研发设施

资料来源：欧莱雅官网，安信证券研究中心

欧莱雅科研研究不仅局限于原材料和配方方面的研究和开发，更延伸至潮流趋势及渠道推广的研究。欧莱雅在生命科学、材料科学和生物技术领域不断创新，以满足全世界消费者的需求。同时公司在全球各个地区进一步进行本土化研究，根据欧莱雅中国官网介绍，其研究从中国消费者的生活文化背景、产品使用习惯以及发展潮流出发，充分深入地了解中国消费者对于化妆品的需求。公司专门设立了"战略创新与消费者研究"部门，负责对中国消费者进行广泛深入的调查研究。例如在 2012 年中进行的研究项目覆盖了中国大陆 20 个省市，研究区域涵盖了 80%以上的中国人口。其中 90%的研究项目涵盖了中国的 3 线城市，有近三分之一的项目覆盖到了 4 线城市，为产品开发和成功上市提供了重要的消费者需求依据。

表 1：近年来欧莱雅部分科研成果

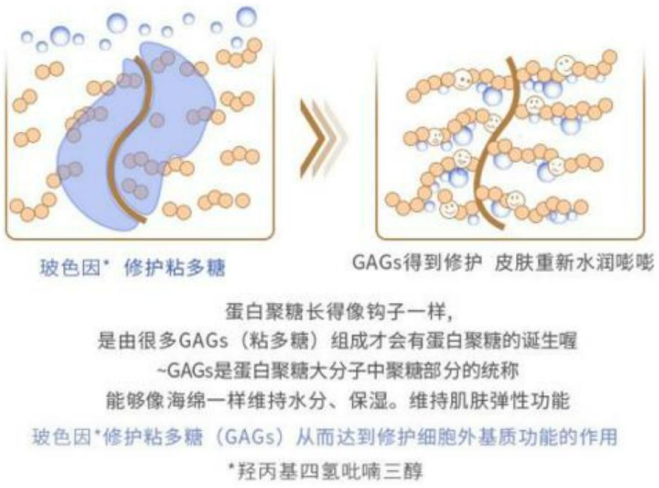
	成分	功效
2012	玫瑰细胞分化因子	有效地增加表皮厚度，刺激生长因子的分泌，以及帮助皮肤组织的更新
2011	LR 2412	作用于表皮的再生能力
2006	玻色因	增强肌肤弹性和紧致性
1995	神经酰胺	促进干性皮肤角质层间的结构重建和紧实
1994	麦色滤	为 UVA 及 UVB 提供最全面最均衡的防护
1994	矿泉浮游生物	清理肌肤毒素、改善肌肤质量及紧致度，缓解肌肤老化

资料来源：欧莱雅官网，安信证券研究中心

欧莱雅独家成分玻色因的诞生即始于公司多年研究成果积累。欧莱雅完善的研发体系为集团创造了层出不穷的有效成分，以玻色因为例，玻色因作为欧莱雅的独家专利成分，凭借其温和不刺激但功效强大的特点，已成为美妆护肤成分党心目中的抗衰“扛把子”成分。玻色因学名“羟丙基四氢吡喃醇“，最早就诞生于欧莱雅的实验室中，它的诞生并非偶然，而是欧莱雅强大研发实力的积累。皮肤组织结构随年龄会发生变化，研发人员致力于寻找能促进黏多糖体合成的分子以重塑表皮组织结构，这是反老龄化的首要目标。而玻色因从榉木中所含的木糖中提取，能触发并促进在真皮及表皮中Ⅳ型和Ⅶ型胶原蛋白的形成以及粘多糖体的合成，充分填充细胞外基质间的间隙，减少皱纹，使肌肤更加细腻，在保湿、增强肌肤弹性和紧致性上十分有效，由此达到抗衰效果。

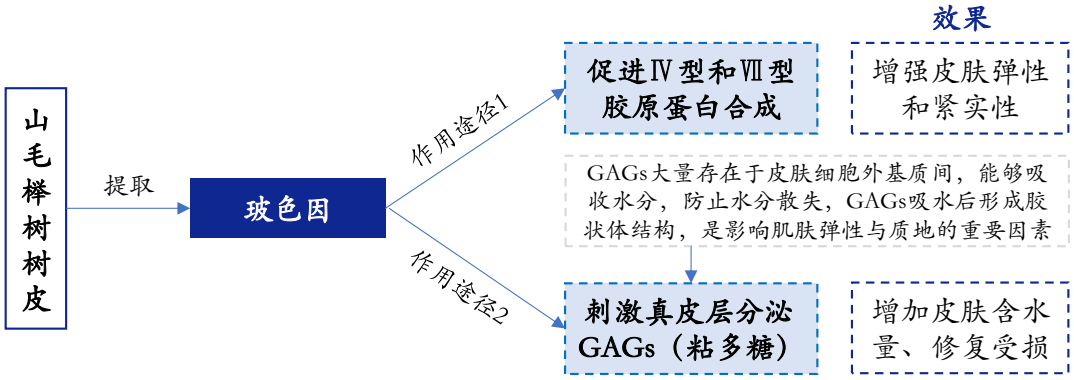
本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

图 11：玻色因作用机理



资料来源：欧莱雅官网，安信证券研究中心

图 12：玻色因两大作用途径



资料来源：欧莱雅官网，安信证券研究中心整理

玻色因解决护肤界核心难题，得以快速风靡全球。长久以来，护肤界有一对困扰护肤品厂商已久的矛盾，即显著的效果与温和的刺激，也就是说，消费者希望在不对皮肤造成高刺激（如刺痛、泛红等）的情况下达到最显著的功效（如抗衰、美白等）。根据中国皮肤性病学杂志中所发布的《中国敏感性皮肤诊治专家共识》，敏感性皮肤在我国女性中发生率高达36.1%，另外，还有大量对敏感性皮肤的预防性需求。与之相对的是，在抗衰界，传统抗衰知名成分视黄醇虽然抗衰效果显著，但一直以来因其高刺激性而被诟病，即使近年来各大品牌通过化学成分转化或小分子包裹途径企图找到效果性与刺激性之间的平衡，但仍无法解决根本问题。然而，经过临床试验，玻色因在适用于几乎所有类型的皮肤的同时，能够实现显著的抗老效果。欧莱雅研发中心宣布，一项为期 6 个月、针对 41 位女性长达半年的研究显示，“在 3%浓度玻色因的作用下，尾纹可淡化 11%，肌肤紧致度可增加 24%”。

表 2：玻色因与市面上其他主流抗老成分对比

成分	玻色因	视黄醇	胜肽
优点	增加肌肤弹性、紧致性、温和不刺激、适用人群广	性价比高、淡纹效果好	饱满肌肤、减少动态纹
缺点	价格较高	高刺激、光敏性、稳定性差	仍有一定刺激性

资料来源：安信证券研究中心整理

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

从新成分推出到消费者认可，良好的消费者教育是欧莱雅核心竞争力之一。作为一个近几年才走入中国大众视野并迅速被大众接受的成分，欧莱雅能够做到让消费者为价格偏高的玻色因主动买单，我们归纳其主要凭借三点策略帮助集团做好消费者教育。1). 欧莱雅集团以研发闻名，早在玻色因问世之前，麦色滤等集团独有的有效活性成分闻名于世界，为集团植入了生物技术基因，其专业度长期得到消费者认可，因此，大厂技术声誉让消费者愿意快速接受玻色因并为其溢价买单。2). 除了自身的研发中心，欧莱雅资助外部实验室，合作发表论文，以寻求第三方专业团队背书。3). 欧莱雅积极把握渠道变革，注重 KOL 的培养。2016 年 10 月，欧莱雅在中国市场推出“BA（美妆顾问）网红化”计划，李佳琦便是在这一计划中脱颖而出，助力玻色因火爆中国市场。通过红人在小红书、淘宝直播等平台密集分享，使得新品成功抓住消费者眼球。

图 13：欧莱雅研究中心所发布的科研论文

Investigative report

Eur J Dermatol 2008; 18 (1): 36-41

Nathalie PINEAU
Françoise BERNERD
Alexandre CAVEZZA
Maria DALKO-CSIBA
Lionel BRETON

L'Oréal Recherche, 90 rue du Général Roguet, 92583 Clichy cedex, France

Reprints: N. Pineau
<npineau@rd.loreal.com>

A new C-xylopyranoside derivative induces skin expression of glycosaminoglycans and heparan sulphate proteoglycans

Severe structural changes, including deterioration of the mechanical properties of the dermis, occur during skin aging. It is well known that the degradation of the extracellular matrix contributes to the physical changes in aged skin. Whereas many studies have been devoted to age-related alterations of collagen fibrils, far less attention has been paid to another major family of extracellular matrix components, the glycosaminoglycans (GAGs) and proteoglycans (PGs). Heparan sulphate-proteoglycans, (HS-PGs), a subclass of the PG family that decreases during aging, regulate proliferation and proteolysis as well as matrix adhesion and assembly, and thus, may have important functions in skin. These PGs may represent important targets for dermo-cosmetology in fighting skin aging. The purpose of this study was to demonstrate the potential of a new C-xylopyranoside derivative (C-β-D-xylopyranoside-2-hydroxy-propane simplified as C-Xyloside) to improve HS-PGs expression in human skin. In an organotypical model of corticosteroid atrophic human skin, characterized by a decrease of PGs expression, treatment with C-Xyloside improved expression of HS-PGs.

Key words: aging, C-Xyloside (C-β-D-xylopyranoside-2-hydroxy-propane derivative), glycosaminoglycan, HS-PG

Article accepted on 10/9/2007

Due to their capacity to interact with cells, growth factors and cytokines, molecular components of the dermal extracellular matrix (ECM) are involved in many physiological processes (*e.g.* cell adhesion and signaling) and are also instrumental in sustaining mechanical properties of the skin. Dramatic changes occurring within the skin during the chronological aging process bring about a progressive deterioration of its functional properties. Alterations are observed within the epidermal and dermal compartments as well as at the dermal-epidermal junction. Many studies have been devoted to age-related changes of elastin and collagen fibrils [1]; in particular type I and III collagens. Limited attention however has been given to another major family of ECM macromolecules, the glycosaminoglycans (GAGs) and proteoglycans (PGs) [2, 3].

GAGs and PGs include a large family of complex molecules that are found either as integral membrane components or constituents of the extra cellular matrix. PGs are glycoconjugates consisting of a core protein and covalently attached saccharides, the most distinctive of which are polyanionic GAGs [4]. Except for hyaluronic acid which contains unsulphated disaccharides, all GAGs are made up of repeated disaccharides, mostly containing a sulphated hexosamine and uronic acid. They vary in size from only a few to thousands of disaccharides, thus the mass of these polymers may vary from as little as a few thousand Daltons to over 10^7. GAGs assume extended structures in an aqueous environment, due to the strong hydrophilic nature of the sulphate groups. These macromolecules are thus able to trap a large number of water molecules and occupy an enormous hydrodynamic space within solutions. Another remarkable property of GAGs is their ability to specifically interact with a number of important growth factors, cytokines and functional proteins. These interactions are often pivotal for the biological functions of these proteins. Although all GAGs share some common features, six subclasses can be distinguished, based on several criteria (e.g. the presence and the number of sulphate groups, epimerization and altered N-acetylation). Four of the subclasses are bound to PGs through a linkage between a serine component of the core protein and the terminal xylose of a common tetrasaccharide (GlcNAc-Gal-Gal-Xyl). These subclasses include chondroitin sulphate, dermatan sulphate, heparin and heparan sulphate [5]. Chain initiation of these GAGs starts with xylosyltransferase-induced binding of xylose to a single serine link of a specific peptide chain sequence [6].

PGs and GAGs are present in all tissues but have a particularly complex expression pattern in the skin. Dermal and epidermal heparan sulphate proteoglycans (HS-PGs), a specific family of PGs, are common constituents at the cell surface (*e.g.* syndecans and CD44) and are also present in basement membranes (*i.e.* perlecan) including the surrounding area of the epithelial compartment of hair follicles [7-9].

Moreover, GAGs and PGs play an important role in skin homeostasis due to their ability to participate in a wide

doi: 10.1684/ejd.2008.0306

资料来源：Researchgate，安信证券研究中心

图 14：网红推广计划助力消费者教育

资料来源：CBO 新闻，安信证券研究中心

集团内部成分共享，满足不同消费者诉求。玻色因最早于 2007 年就已经面市，诞生于兰蔻

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

实验室，添加在兰蔻“Absolue 菁纯”系列中。在集团“配方共享”的框架下，集团内部顶级品牌赫莲娜 HR 黑白绷带中也加入了玻色因，其中黑绷带面霜定位为“贵妇”抗衰产品，添加最高浓度 30%的玻色因，其价格也相应最高（天猫官方旗舰店定价为 5880/100ml 装）。而大众化妆品部门及活性健康化妆品部门的欧莱雅、修丽可、理肤泉等品牌下均有添加玻色因成分的产品，其添加量相对较少，价格区间带与“贵妇”产品有所区别，以适应自身品牌定位。仅以玻色因这种抗衰成分为例，欧莱雅集团通过集团内部配方共享，已形成了一个价格品牌、功效定位不尽相同的产品组合拳，以满足不同消费者的诉求。

表 3：欧莱雅部分玻色因产品

玻色因浓度	品牌	代表产品	价格	
30%	赫莲娜	赫莲娜黑绷带	5880/100ml	
20%	兰蔻	兰蔻黑金面霜	3980/50ml	
15%	羽西	羽西虫草鎏金瓶	600/30ml	
10%	修丽可	修丽可紫米精华	980/30ml	
3%-5%	欧莱雅	欧莱雅紫熨斗眼霜	340/30m	

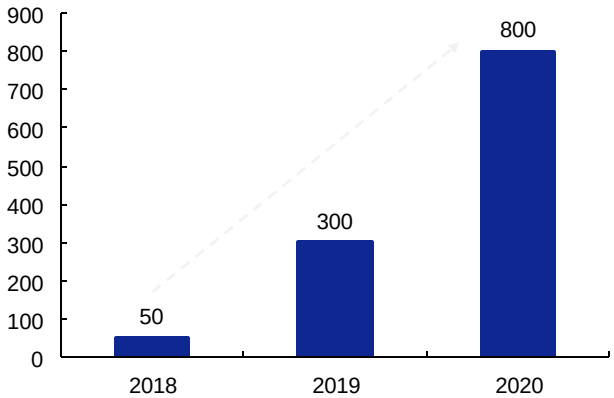
资料来源：欧莱雅官网，天猫旗舰店，安信证券研究中心

专利成分领先市场，引领同业研发风向。玻色因在国内最早于 2017 年在市面上推广，在品牌强势的消费者教育下，短短四年玻色因已经成为风头最强劲的护肤成分之一。随着欧莱雅玻色因专利到期，很多国产品牌嗅到商机，争相模仿，经常在各大展会以及宣传物料中宣传自主研发的玻色因。在研发上，欧莱雅真正做到了引领行业风向，以一己之力推动市场产品创新。

图 15：国产玻色因产品

资料来源：天猫旗舰店，安信证券研究中心

图 16：国产玻色因产品备案数量猛增（单位：个）



资料来源：聚美丽，安信证券研究中心

2.2. 从高到低拓展品牌矩阵，全面覆盖化妆品各细分赛道

由高端开始的品牌发展策略让欧莱雅的品牌矩阵形成之路十分顺畅。1963 年欧莱雅成为上市公司以来，融资渠道助力公司揭开战略并购序曲。1964 年欧莱雅收购兰蔻标志着欧莱雅打造高档化妆品帝国的第一步，与欧莱雅专业染发一道，**开启了自高端渗透进低端品牌的降维打击打法**。在之后半个多世纪里，公司先是继续并购了包括理肤泉、赫莲娜等高档品牌，巩固集团在高端品牌领域的护城河，而后依靠先前基础逐渐向低档品牌进军，并购发展了美宝莲等多个知名品牌在内的化妆品及个护品牌。欧莱雅集团成立百余年来，通过有的放矢的收购，汇集了众多互补的标志性品牌，打造了强大的全球品牌阵容。

图 17：欧莱雅品牌矩阵

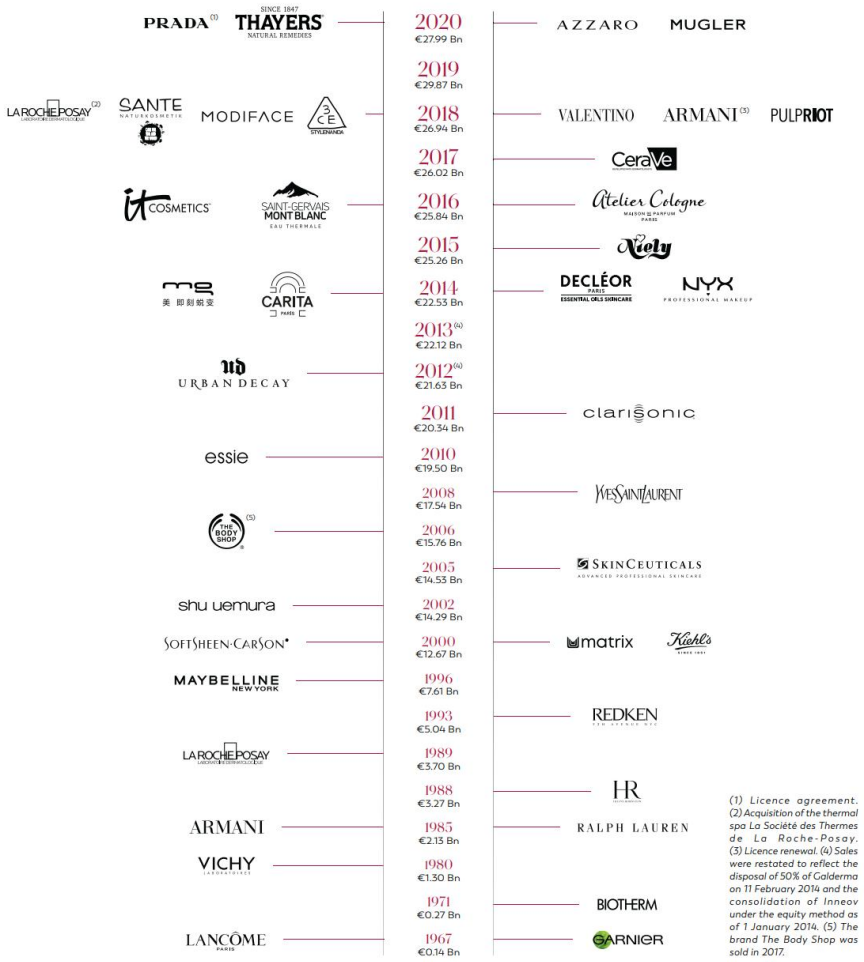
资料来源：欧莱雅官网，安信证券研究中心

集团更是具有战略眼光的前瞻性，优先布局潜力赛道。欧莱雅一路靠收购来建立自己的化妆品帝国，近年来更是将触角伸到了药妆和小众品牌。2013 年，欧莱雅收购来自美国的前卫型彩妆品牌 Urban Decay，2014 年又将大众线彩妆 NXY 纳入麾下。2016 年，欧莱雅集团拿下美国新锐美妆品牌 IT Cosmetics。2017 收购药妆品牌 CeraVe。可以看出欧莱雅的战略布局是靠收购来打造差异化，快速判断行业风口趋势并采取收购措施，丰富集团矩阵。

对于失败收购壮士断腕，及时止损。2006 年，The Body Shop 被欧莱雅集团收购，该品牌率先主打绿色环保概念，也是世界上第一个以化妆品单品牌专卖店模式发展起来的全球品牌，然而在被收购后的几年间持续下滑，虽然一直在努力提振业务却未见成效。收购 The Body Shop 之后，欧莱雅尽可能的保持其独立性。The Body Shop 是唯一一个不从属于欧莱雅集团四大业务部的独立品牌。但随着时间推移，类似 The Body Shop 的有机化妆品品类众多，可替代性太强，从市场上来看，The Body Shop 本身在欧洲和美国等成熟市场里增长放缓，而由于其无动物实验等宗旨与中国监管部门条例不符无法进入中国市场。2017 年欧莱雅对于这项失败的收购案壮士断腕，将 The Body Shop 出售。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

图 18：欧莱雅集团收购史



资料来源：欧莱雅年报，安信证券研究中心

目前，欧莱雅集团旗下四大业事业部：大众化妆品部、欧莱雅高档化妆品部、专业美发产品部、活性健康化妆品的数十个品牌已形成强大矩阵，品牌之间优势互补。值得注意的是，在欧莱雅的并购过程中，其集团战略始终重视大局，新加入品牌往往能填补原有品牌中业务线或区域性的空缺，及达到优势互补又防止集团内耗的效果，其品牌矩阵品牌已充分覆盖消费者诉求。

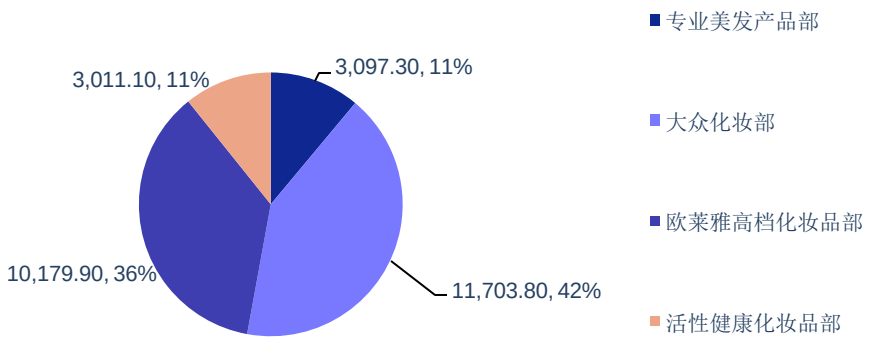
图 19：欧莱雅集团四大业务部门

高档化妆品	大众化妆品	专业美发产品	活性健康化妆品
LANCÔME PARIS, Kiehl's SINCE 1851, GIORGIO ARMANI Beauty, YVES SAINT LAURENT, BIOTHERM, HR, shu uemura, it COSMETICS, URBAN DECAY, RALPH LAUREN, MUGLER, VIKTOR&ROLF, VALENTINO, cacharel, AZZARO, DIESEL, YUESAI, Atelier Cologne, Maison Margiela PARIS, PRADA	Mixa, Nioly, Dark & Lovely, 3CE STYLENANDA, essie, 美即刻蜕变, NYX PROFESSIONAL MAKEUP, GARNIER, L'ORÉAL PARIS, MAYBELLINE NEW YORK	L'ORÉAL PROFESSIONNEL PARIS, KÉRASTASE PARIS, REDKEN 5TH AVENUE NYC, MATRIX, PUREOLOGY serious colour care	LA ROCHE-POSAY LABORATOIRE DERMATOLOGIQUE, VICHY LABORATOIRES, CeraVe, DECLÉOR PARIS ESSENTIAL OILS SKINCARE, SKINCEUTICALS ADVANCED PROFESSIONAL SKINCARE

资料来源：欧莱雅官网，安信证券研究中心

大众化妆品部门及高档化妆品部门共贡献八成收入。在 2020 年欧莱雅集团的收入构成中，大众化妆品部门贡献收入占比 42%，高档化妆品部门贡献收入占比 36%，剩余两成收入由专业美发产品部门与活性健康化妆品部门平分。

图 20：2020 年欧莱雅集团四大部门收入占比（单位：百万欧元）



资料来源：欧莱雅官网，安信证券研究中心

化妆品行业特性使得其参与者较为分散，单一品牌“天花板”不高，多品牌策略覆盖多个细分市场。化妆品消费者的诉求千人千面，因此单一品牌在发展过程中必然会碰到细分赛道“天花板”，且单一品牌一旦面临品牌老化，在市场变革中容易流失客源。多品牌策略有利于将不同档次、不同品类、不同功能的产品加以区分，帮助企业覆盖多个细分市场，提高市场占有率，以及增强抗风险能力。尤其对于“品牌转换者”的消费客群，其通常有猎奇心理，愿意尝试新的品牌，多品牌可以更好抓住这部分客群。另外，多品牌战略通过在不同时机点推出新品牌，更可以为企业提供第二，乃至第 N 增长曲线。从内部而言，多品牌战略也有利于激发企业内部活力，提高整体效益，在营销和研发的关键环节实现边际成本递减从而形成规模效应。

从全球范围内来看，10 亿欧元年销售额可看作是单一品牌的天花板。对于绝大多数化妆品品牌而言，其年销售额难以突破 10 亿欧元，在全球范围内能够做到 10 亿欧元年销售额的单品牌化妆品为数不多。根据欧莱雅 2019 年年报披露，其旗下品牌理肤泉（LA ROCHE-

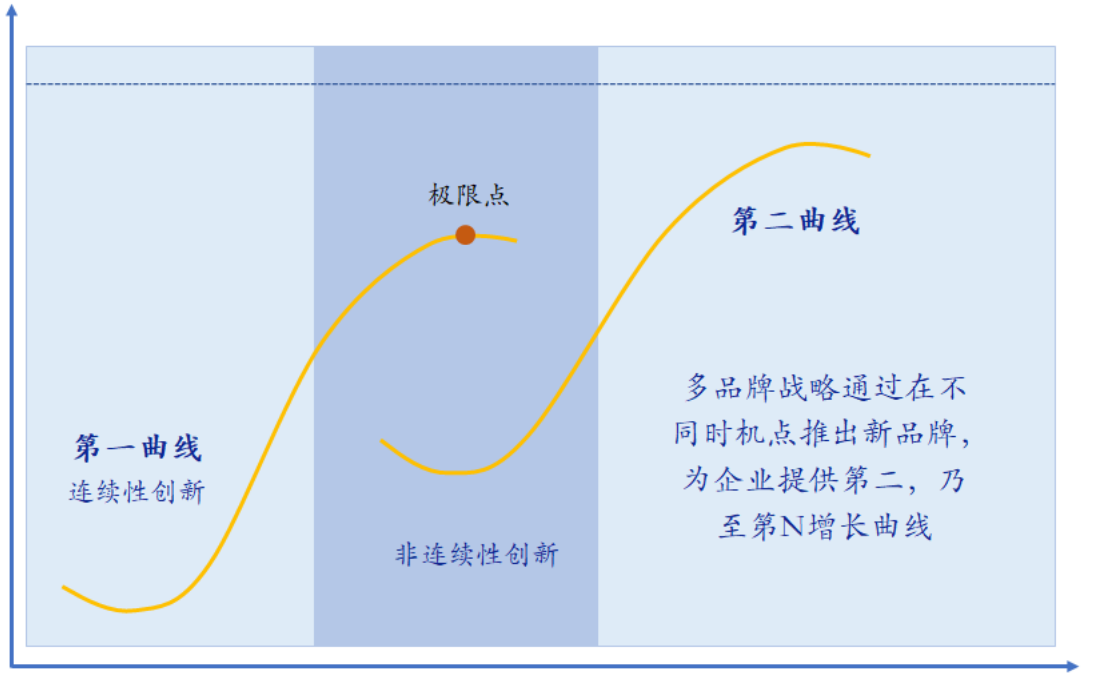
POSAY）销售额首次突破 10 亿欧元。目前欧莱雅集团下数十个品牌中进入“10 亿欧元俱乐部”的仅有 9 个品牌，分别是巴黎欧莱雅、兰蔻、圣罗兰、阿玛尼、科颜氏、卡尼尔、美宝莲、欧莱雅专业美发。理肤泉（LA ROCHE-POSAY）作为全球医生推荐排名第一的药妆品牌[2]，创立于 1975 年，经历 40 余年经营才跻身“10 亿欧元俱乐部”。

图 21：单一品牌与多品牌策略优势对比

	优势	劣势
单一品牌	• 集中资金优势 • 降低成本	• 风险承受能力抵 • 未能充分利用企业资源 • 难以扩大企业整体市场份额 • 被竞争者取代的风险较高
多品牌	✓ 分散风险，当部分品牌失败时，其他品牌可为企业提供保护 ✓ 更容易的从资本市场获得融资 ✓ 发掘企业新的增长点 ✓ 利用未被充分利用的资源 ✓ 利用企业在原品牌中积累的形象和声誉，打开新的产业市场	✓ 成本较高，新资源投入 ✓ 内部经营整合风险 ✓ 产品进入风险

资料来源：注册会计师考试教材，安信证券研究中心整理

图 22：多品牌战略提供第二增长曲线



资料来源：安信证券研究中心整理

品牌金字塔稳固，自上而下占据各个细分消费市场。根据总体价格定位而言，品牌形成了稳固的金字塔模型。欧莱雅集团稳健而均衡的商业模型占据了所有品类、所有价格区间、所有消费人群。

[2] 资料来源:L'Oreal, survey on the dermocosmetics market carried out by IQVIA and other partners (Ipsos, TNS) between September 2017 and August 2018 among dermatologists in 59 countries representing more than 80% of the world's GDP

图 23：欧莱雅品牌金字塔

资料来源：欧莱雅官网，安信证券研究中心

单品牌内部不同产品线功能互补，形成矩阵。除了品牌之间优势互补形成矩阵，在品牌内部的不同产品线之间同样构造了稳固的多边结构，能够做到各个品牌“聚是一团火，散是满天星”，在各自领域形成稳固优势。

以修丽可为例：明星单品+不同功效常驻系列+季节性推新，品类偏精华类。修丽可是来自美国的专业科学护肤品牌，由杜克大学医学院的终身教授、成分党先驱 Sheldon R. Pinnel 医生所创立，开创了“预防、保护和修复”3 步全面抗老的独特护肤理念，是首个与全球整形及皮肤学专家合作的专业护肤品牌。从修丽可的品类矩阵上看，针对肌肤的不同问题分为不同系列，经典明星单品为植萃修护精华（色修）等，辅以水、乳、霜、洁面等产品。

表 4：修丽可品类矩阵

水						果酸焕活净透爽肤水
乳液		焕采无瑕精华乳 烟酰胺多效修护乳				
面霜	舒颜修护霜		**皮脂膜修护霜**		海洋精华保湿霜 舒柔丰润保湿面霜	
眼霜			紧致丰润眼霜 AGE 眼霜（紧致塑颜眼霜）	**抗氧眼精华**		
精华	**植萃亮妍修护精华露**	**发光瓶（臻白焕彩精华液）**	**紫米精华（赋颜丰盈精华液）** 唇周修护精华	CF 油皮抗氧瓶 CE 经典抗氧瓶 RBE 熬夜抗氧瓶 维生素 C 温和修护精华液	B5 保湿精华	果酸焕活复颜精华液
洁面					温和滋润洁面乳	清爽调理洁面凝胶
面膜	植萃舒缓修护精华面膜				维生素 B5 保湿面膜	
	舒缓敏感	**嫩白淡斑**	**焕颜抗皱**	**抗氧化**	**补水保湿**	**控油祛痘**

资料来源：天猫旗舰店，安信证券研究中心整理 注：橙色色块为明星单品，紫色色块为近期新品，下同。

2.3. 化妆品行业风口切换迅速，欧莱雅洞察敏锐预见趋势

一直以来，欧莱雅对市场风向变化、行业潮流动向、消费群体诉求，都有着极为敏锐和深刻的洞察。欧莱雅凭借其敏锐的市场洞察，有针对地从品牌内容，产品沟通内容，购买渠道，以及体验设计服务方案等方面入手推出敢为人先的产品，并通过消费者需求期待，体验反馈，使用口碑等方面不断改良产品。

以“蒸汽发膜”为例：洞察消费者痛点，半年打爆护发新品类蒸汽发膜。

分析潜在用户画像，深挖用户痛点。欧莱雅“蒸汽发膜”的是欧莱雅通过其策略中心和数据银行抓住客户需求而开发的产品。根据 19 年在杭州举办的阿里巴巴 ONE 商业大会上，欧莱雅中国品牌总经理宗国宁的介绍，以个人护理大盘的消费者以阿里年消费力交叉消费频次为维度，切分为四象限，发现护发品类整体有朝向高消费力、高频次的消费者渗透的趋势，且渗透潜力巨大。而这类消费者投射到天猫所谓“八大策略人群”（即精致妈妈、Z 世代、新锐白领、小镇青年、资深白领、都市银发、都市蓝领、小镇中老年）中，正是“新锐白领”和“资深中产”。欧莱雅中国团队从中认为这个群体大有可为。而后对于这类消费者的诉求深挖，发现其“精致生活”的定位，却苦于无“方便实用”的产品，“蒸汽发膜”应运而生。

一直以来，洗护发市场都被限制在“洗+护”的传统步骤中，场景也非常局限。欧莱雅过去推出过护发精华类膏体，而这次则是将膏体放于自加热的帽子中，也就是后来被其他品牌竞相效仿的“蒸汽发帽”。这种使用蒸汽自热科技的发帽，遇水后五秒即热，使得消费者原先在沙龙花费几小时、数百元才能做的护理可以走出沙龙在家中以低廉的价格、便捷的方式得以实现。

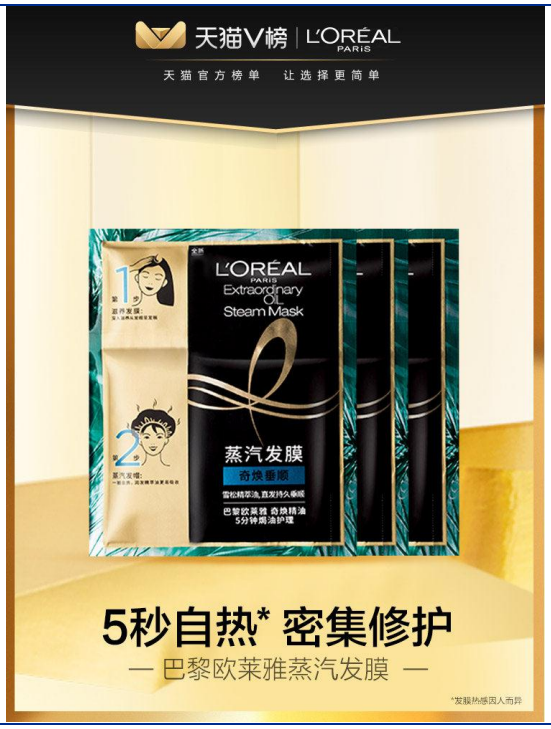
图 24：欧莱雅蒸汽发膜宣传图

资料来源：天猫旗舰店，安信证券研究中心

2019 年，巴黎欧莱雅推出护发新品“蒸汽发膜”，尽管上市不足半年，但它凭借超高的市场需求，仅“双 11”当天，就实现销售额 940 万余元，卖出产品 40 万多片。欧莱雅中国和巴黎欧莱雅品牌也成为了 2019 年天猫“双 11”第一名的美妆集团和第一美妆品牌。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

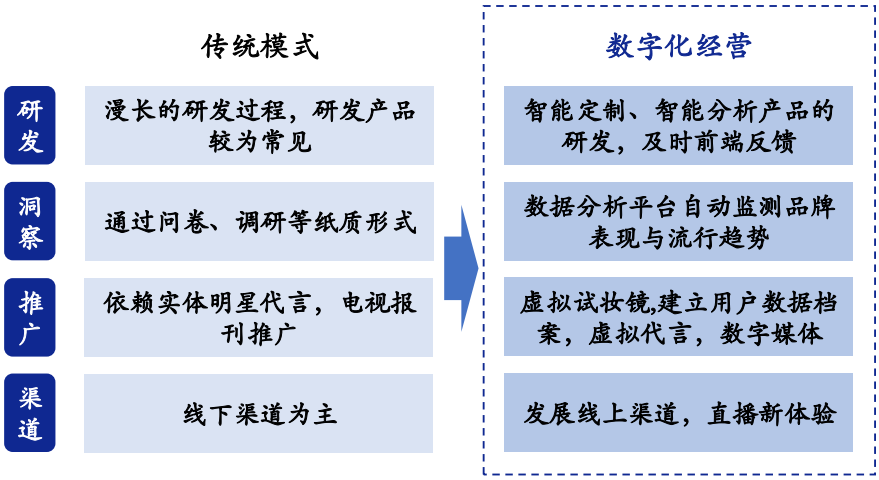
图 25：欧莱雅蒸汽发膜 2019 年荣登“天猫 V 榜”



资料来源：天猫旗舰店，安信证券研究中心

数字化经营为欧莱雅带来更精准的营销策略，构建美妆新业态。2019 年 12 月 18 日，欧莱雅中国凭借“以数据为引擎，以消费者运营为基座，新品新客双轮驱动，引领新消费创新”斩获阿里巴巴“ONE 商业大奖”。欧莱雅的数字化转型早于行业，子品牌兰蔻开创了在官网开拓电商平台的先河。2016 年，欧莱雅在中国设立首席数字营销官职能，推动公司全环节数字化改造，实现以消费者为中心、新营销、新零售、大数据技术、数字化的人才和文化五项核心能力支撑欧莱雅数字化战略，为“吸引我、帮助我、提供便利”的需求闭环提供解决方案。

图 26：数字化经营深入公司各环节



资料来源：安信证券研究中心整理

在数字化技术的推动下，欧莱雅始终专注于渠道营销变革的前沿，把握当下时代流量密码，将电商作为盈利增长和顾客招揽的新销售渠道。在 2020 年全球疫情使得线下消费疲软的背

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

景下，得益于线上渠道发力，公司营收基本于 2019 年持平。2020 年公司线上渠道收入 74 亿欧元，占全年全部收入的 26.6%，同比上年线上渠道收入增长 62%。根据聚美丽数据，今年天猫 618 美妆类目 top10 中就有 4 家为欧莱雅集团旗下品牌。除此之外，欧莱雅通过数字化技术采用创新玩法将品牌内容多样化和个性化，并且建立了一个卓越的数据分析平台，可以实时监控各类数字媒体、了解各子品牌在每个国家的多方面表现。

图 27：欧莱雅集团旗下品牌 618 成绩亮眼

天猫618美妆类目TOP30榜单

排名	店铺	销售额（元）	访问人数	均价（元）	均转化率
1	Estee Lauder雅诗兰黛官方旗舰店	111.6千万	8.4千万	531.61	1.85%
2	欧莱雅官方旗舰店	105.5千万	7.5千万	225.59	4.31%
3	Lancome兰蔻官方旗舰店	78.7千万	9.6千万	470.42	1.18%
4	olay官方旗舰店	48.6千万	3.8千万	349.60	3.12%
5	LA MER海蓝之谜官方旗舰店	39.3千万	1.7千万	1727.59	0.81%
6	SHISEIDO资生堂官方旗舰店	38.3千万	1.4千万	475.02	3.20%
7	后官方旗舰店	37.3千万	0.8千万	1103.76	3.10%
8	HR赫莲娜官方旗舰店	33.8千万	2.7千万	1653.53	0.73%
9	修丽可官方旗舰店	33.6千万	0.9千万	987.54	2.88%
10	薇诺娜官方旗舰店	32.5千万	1.3千万	187.12	7.10%

资料来源：聚美丽，安信证券研究中心

3. 华熙生物：从幕后走向台前，化妆品版图已现

正如前文复盘欧莱雅成长轨迹所归纳的 3 点驱动原因中所述，我们在华熙生物现阶段的发展中看到的潜力：1). 长期坚持底层研发，由活性成分驱动终端产品开发；2). 品牌矩阵初建立，起点选择高举高打；3). 擅长消费者洞察而创新开发引领潮流的新产品，这与欧莱雅发展早期阶段的特点不谋而合。我们认为，国潮兴起和颜值经济背景下公司能与行业发展红利共振，未来发展可期。

图 28：华熙生物与欧莱雅具有相似的成功基因

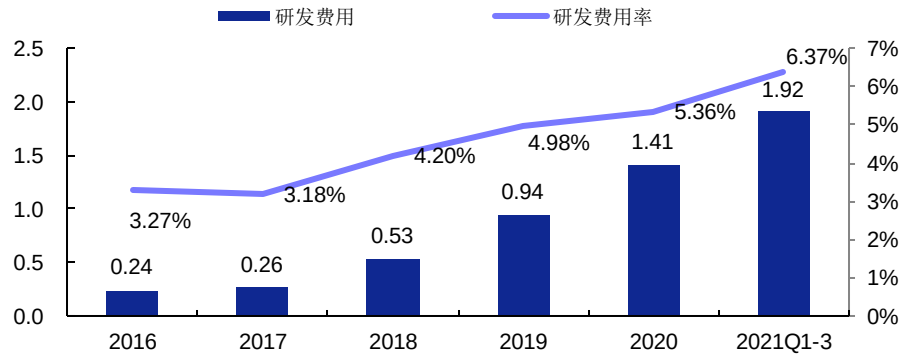
L'ORÉAL PARIS		华熙生物 BLOOMAGE BIOTECH
专业美发起家，第一支无毒染发剂 研发占比大，研发体系完善 创新拳头成分，集团内部共享	长期坚持底层研发	原料起家，生物技术背景背书 六大研发平台，全球研发中心 科学管理体系打造一体化经营
品牌和品类降维打击策略 品牌矩阵优势互补 品牌内明星单品+常驻系列+季节新品	品牌矩阵优势互补	自高端品牌向低端品牌发展 四大品牌已初步探索出差异化方向 产品层次丰富，不同产品线矩阵互补
先人一步把握消费者痛点 “蒸汽发膜”半年打爆护发新品类 数字化经营带来更精准地营销	擅长消费者洞察及创新	深入梳理市场，根据需求大胆创新 “次抛原液”引领行业革新 以消费者为导向，关心消费者动态

资料来源：公司官网，安信证券研究中心整理

3.1. 自研自产活性原料，为化妆品帝国预先布局肥沃土壤

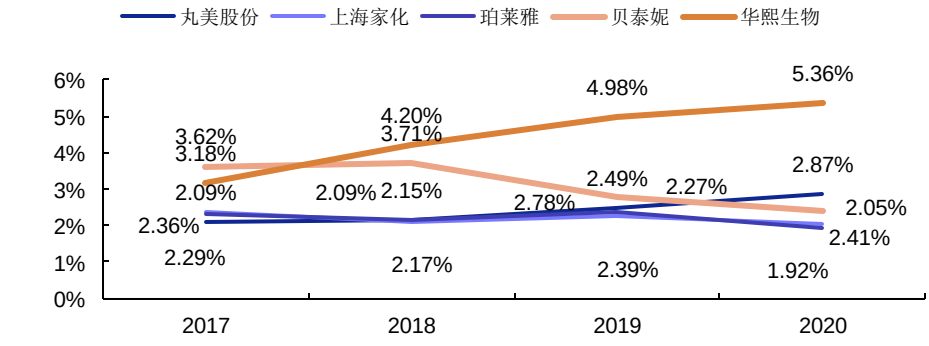
长期坚持基础研究和应用基础研究，研发投入行业领先。早期公司依靠卓越的微生物发酵法生产质量较高的透明质酸，成为欧莱雅等化妆品大厂的原料供应商。如今，公司依然坚持以研发为基础，进一步巩固行业地位。2021 前三季度，公司研发费用 1.92 亿，同比增长 101.18%，占营业收入比重 6.38%，在同业中处于领先位置。2020 年上半年，公司内部研发人员达 467 人，较去年年底增加 90 人。公司在研项目 160 项/+ 37 项，其中功能性护肤品研发 21 项。

图 29：华熙生物研发费用及其收入占比（单位：亿元）



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 30：华熙生物、珀莱雅、贝泰妮、上海家化以及丸美研发费用支出占比



资料来源：Wind，安信证券研究中心

注重基础研究，强大的研发平台为日后稳定输出科学的成分和产品奠定基础。公司充分认识到研发体系对长远发展的重要性，因此高度重视基础研究。公司依托微生物发酵技术、交联技术两大核心技术平台，深入研究不同分子量透明质酸、γ-氨基丁酸、依克多因等生物活性物质及其交联衍生物对人体皮肤的功效。并且，在此两大核心技术平台基础上，公司又进一步组建了四大自主研发平台，包括中试转化平台、配方工艺研发平台、合成生物学研发平台、应用机理研发平台，最终形成了六大技术平台。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

图 31：华熙生物研发平台

资料来源：公司官网，安信证券研究中心

研发中心涉及海外，与欧莱雅研发体系遍布全球相似。公司不仅在济南、上海、北京建立三大研发中心，各自拥有一流的发酵、功效及临床前等实验室，相比于其他国内厂商，还率先注重海外研发团队的组建，在法国、美国、日本等地建立了多个全球研发中心。同时，公司与国际知名高校合作研发也如火如荼地进行，与美国哈佛大学、加州理工大学等海外高校和科研机构，在分子生物学、细胞生物学、皮肤健康等方面展开合作与研究。公司注重研发全球大局体系的建立，这一点恰恰与欧莱雅集团背后的全球研发体系相似。

图 32：华熙生物研发中心

资料来源：华熙生物官网，安信证券研究中心

图 33：华熙生物合作高校

资料来源：华熙生物官网，安信证券研究中心

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

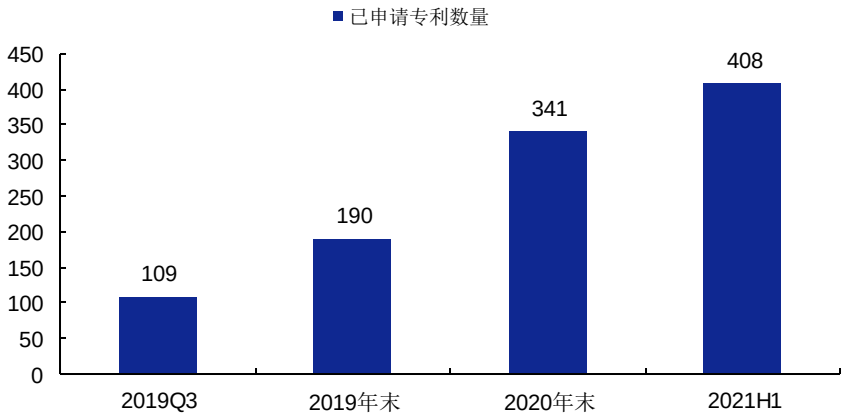
注重培养研发人员，形成可持续的研发活力。在人才招聘上，公司持续加大对研发人员的招募，截至 2021 年上半年，内部研发人员达 467 人，较去年年底增加 90 人。在人才管理上，内部研发人员竞聘成立护肤品细分方向研发工作室，并推行核心管理委员会制，通过研发工作室向委员会直接汇报做到信息互享，协调合作，提高决策效率，制定最优方案。在人才激励上，公司于 2021 年初正式推出限制性股票激励计划，首轮激励对象 206 人，重点覆盖核心研发人员，激发公司长期研发活力。

图 34：华熙生物研发人员数量及增速（单位：人）

资料来源：Wind，安信证券研究中心

研发平台、海内外研发中心与优秀的研发人才为公司带来了强大的研发能力，使得公司研发成果显著。截至 2021 年上半年，公司已申请专利 408 项（含发明专利 335 项），其中已获授权专利 126 项（含中国发明专利 63 项，国外发明专利 4 项），并获得国内外 10 项新认证。并且，作为透明质酸行业的技术引领者，公司科研领域权威性受到官方认可，参与修订欧洲药典及中国药典中的透明质酸标准，提交美国药典透明质酸专论，并主导或参与制定了 4 项透明质酸相关国家行业标准。依靠强大的研发能力，公司开发了一系列皮肤屏障受损、痤疮等不同肌肤问题的功能性护肤品，并在开发祛斑、美白、防晒等特殊功效的产品方面成果突出，已获得 14 项特殊化妆品注册证。

图 35：华熙生物已申请专利数量（单位：个）



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 36：华熙生物已获得 14 项特殊化妆品注册证

"国产特殊化妆品注册信息" 关键字 "华熙" 的内容列表， 共有 14 条记录
1.甜朵水光亮白修护足膜 (国妆特字G20212236 华熙生物科技股份有限公司)
2.甜朵水光亮白修护手膜 (国妆特字G20212237 华熙生物科技股份有限公司)
3.润致臻活®美白祛斑面膜 (国妆特字G20210329 华熙生物科技股份有限公司)
4.润致臻活®美白水光液 (国妆特字G20210331 华熙生物科技股份有限公司)
5.润百颜美白精华液 (国妆特字G20201749 山东华熙海御生物医药有限公司)
6.润百颜淡斑精华液 (国妆特字G20201748 山东华熙海御生物医药有限公司)
7.润百颜柔护轻盈防晒霜SPF30PA+++ (国妆特字G20200929 山东华熙海御生物医药有限公司)
8.润百颜倍护清润防晒乳SPF50+PA++++ (国妆特字G20200951 山东华熙海御生物医药有限公司)
9.夸迪®臻活美白水光液 (国妆特字G20210331 华熙生物科技股份有限公司)
10.Bio-MESO肌活美白淡斑精华液 (国妆特字G20211152 华熙生物科技股份有限公司)
11.Bio-MESO®肌活美白祛斑面膜 (国妆特字G20210328 华熙生物科技股份有限公司)
12.Bio-MESO®肌活美白祛斑肌底液 (国妆特字G20210327 华熙生物科技股份有限公司)
13.Bio-MESO®肌活精研焕白面膜 (国妆特字G20210332 华熙生物科技股份有限公司)
14.Bio-MESO®肌活精研焕白肌底液 (国妆特字G20202652 山东华熙海御生物医药有限公司)

资料来源：NMPA，安信证券研究中心

研发实力傲立群雄，科研技术巩固公司护城河。目前国内大部分化妆品公司依赖代工，拥有的专利数量远远不足。即使近两年国内各家化妆品公司已经认识到研发对于公司长远发展的重要性，开始逐渐加大研发投入，仍然无法实现原料的自供。在同业中，由于华熙生物具有研发的独立自主性，能够在长期实现技术、原料的自给自足。同样，欧莱雅将专利成分玻色因的原料生产权掌控在自己手里，由其子公司 Chimex 生产。

生物科学背景成为公司产品最好的背书。公司以领先的微生物发酵法生产透明质酸原料闻名，原料产品为欧莱雅等一线大厂供货。而后在进军化妆品市场时，也着重强调自己的生物科学背景，帮助公司品牌在鱼龙混杂的国内化妆品市场中脱颖而出。公司的生物科学背景奠定了公司的发展基调，也赢得了消费者的认可，为产品溢价打下基础。

公司生物研发平台将是公司未来发展的重要布局。公司于 2018 年开始布局合成生物研究，现有 6 个合成生物工作室。研发上，麦角硫因、雌马酚、虫草、N-乙酰氨基葡萄糖等自研和合作项目正在开展中，未来持续通过产学研合作，实现在生物活性物研究的革命性突破。我们认为未来公司或将围绕 1-2 个适用性较广、功效性较强的专利成生物活性成分打造引领行业新风向的产品集。

持以研发为基础，确保各品牌有长期竞争力：华熙生物一直以技术与研发闻名于国内化妆品市场，相比于国内其他化妆品厂商，**华熙生物在研发上早有布局，拥有六大研发平台和全球多个研发中心，其研发实力有望支撑未来长期发展**，打造下一个“玻色因”级成分。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

表 5：公司上游原料功效及应用

	功效	下游应用
γ-氨基丁酸	抗氧化、健脑、抗焦虑	大豆和蚕豆等原料开发的食品
银耳多糖	促进非特异性免疫、提高免疫球蛋白、血清总补体的水平、促进肝脏内蛋白质的合成。	保健食品
聚谷氨酸	补水保湿，增加钙及矿物质吸收，γ-PGA 可降低体脂堆积	用于谷物、烘焙、油炸食品、茶饮料、冰激凌等。用于保湿类化妆品护肤品。
神经酰胺	屏障、粘合、保湿、抗衰老	功能性饮料、片剂等营养补助剂和保健食品。活肤精华化妆品。
糙米发酵滤液	抗氧化、提亮肤色暗沉	面膜、膏霜、乳液、精华、面膜等护肤品及洗护产品。
纳豆提取液	清除体内致癌物质、提高记忆力、护肝美容、延缓衰老	食用
乙酰壳糖钠	保湿剂	保湿剂、皮肤调理剂
依克多因	保护、预防、修复和再生	面膜

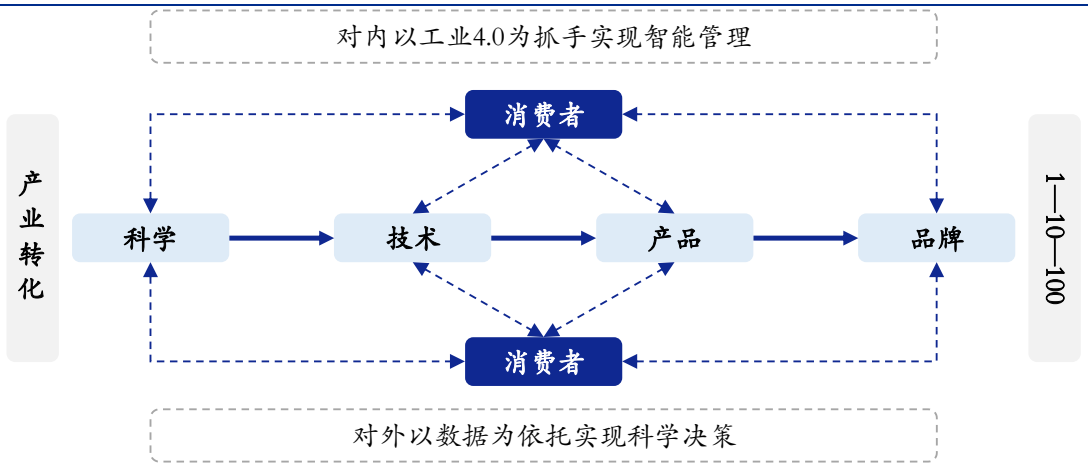
资料来源：百度百科，公司官网，安信证券研究中心

图 37：公司依托原料平台开发上游原料产品

资料来源：公司官网，安信证券研究中心

科学管理体系打造一体化经营。站在一个新的全球化起飞结点，华熙生物更是注重经营的研发与科学管理。华熙生物打造中试转化平台，通过强大的产业转化能力，打造成为生物活性物的“成果转化平台，将研发成果转化变成市场产品。此外，2021 年 1 月，“华熙生物研究院”正式发布上线，公司围绕原料、配方、工艺、数据、商标、服务等多维度，建立 6 大编码体系，向行业上下游进行科技赋能，形成生物科技集合智库平台。通过科学管理体系，公司实现对内以工业 4.0 为抓手实现智能管理，将设备、生产线、工厂、供应商、产品与客户等有机地联系在一起，对外以数据为依托实现科学决策，通过大数据分析，提升生产效率，打造数据智能体系，为 1-10-100 的发展奠定基础。

图 38：公司管理体系与发展逻辑



资料来源：公司官网，安信证券研究中心整理

3.2. 四大品牌定位明确，高举高打切入化妆品赛道

品牌调性高+品类属性强，造就强护城河。多元复杂的品牌并非机械组合即可轻易形成品牌矩阵，事实上，品牌矩阵的有机生长仍需谨慎筹划。从品牌调性层面来看，与大众品牌较为“内卷”的现状不同，高档品牌由于享受品牌调性所带来的溢价空间，因而竞争格局更好。虽然高端品牌通常不需要凭借激烈的价格战占领市场份额，且其客户的忠诚度相较于大众化妆品更高，品牌壁垒更强；但高端化妆品在建立之初，必然需要更高的初期投入以占领消费者心智。而大众化妆品定位与受众群体不同，其目标客群对于价格的敏感度相对高端化妆品更高，因此大众化妆品通常更依赖以成本管控为胜。

从品类上来说，品类之间降维打击的现象更为明显。通常而言，研发难度更高、客户诉求更多的品类，其壁垒更高，因而毛利率水平也相对较高。一般来说，以品类壁垒来看，“眼霜”》“精华”》“面霜”》“水乳”》“面膜”，研发难度依次递减，客户诉求依次递减，毛利率水平也依次递减。对于“面膜”及“水乳”类产品而言，其成分构成较为简单，主要以“水”构成，满足客户日常补水保湿的诉求，而化妆品企业通常会在“精华”及“眼霜”中加入自家的拳头成分，以满足客户“去皱”、“抗衰”等更为高阶复杂的诉求。因而对于“高阶”品类去切入“低阶”品类而言，更能实现降维打击的效果。

因此，欧莱雅矩阵建立初期从高端品牌、“高阶”品类着手。在搭建初始品牌与产品矩阵的过程中，欧莱雅选择了率先建立兰蔻（高档化妆品）+卡尼尔（有机护发）+碧欧泉（高端药妆）+欧莱雅（专业染发）组合。一方面，品牌在各自产品领域定位相对高端。另一方面，在品类选择上选择相对于基础保养更复杂的香氛、精华、药妆及染发等。

图 39：品牌矩阵“降维打击”策略示意图

资料来源：欧莱雅官网，安信证券研究中心整理

华熙生物的品牌矩阵搭建过程与欧莱雅相似，在起点都选择了首先切入高端市场。华熙生物依托其生物技术背景赋能带来的品牌溢价，在建立化妆品品牌初期便选择了进入相对高端的市场，润百颜、夸迪等品牌价格与国际一线大牌同类持平，产品定位明显高出国产品牌平均定价：华熙目前的次抛精华定位 12-19 元/ml，其余国产品牌精华类产品价格集中在 5-10 元/ml，外资大牌价格 15-22 元/ml。同时，次抛原液精华是最初的核心产品，在“高阶”品类帮助提升品牌力后才逐渐拓展到“低阶”水、乳类产品。

表 6：华熙与其他国货及外资精华价格

			产品名称	价格（元/ml）	主要成分	功效
国货	华熙生物	润百颜	润百颜玻尿酸水润次抛安瓶补水精华液	17.3	透明质酸钠、光甘草定	补水保湿
			润百颜 377 小灯管 VC 精华液焕亮肤色玻尿酸原液次抛	14	维 C，透明质酸钠	美白
		夸迪	夸迪战痘次抛原液	12.3	透明质酸钠、北美金缕梅、苦参、小白菊、忍冬	改善闭口粉刺
			夸迪清润次抛原液	12.3	透明质酸钠	补水保湿
			夸迪 5D 玻尿酸焕颜精粹次抛原液	18.6	透明质酸钠、蓝铜胜肽、熙敏修	补水保湿
	珀莱雅		珀莱雅双抗精华液虾青素面部精华	9.8	麦角硫因、虾青素、肌肽、Collrepair	抗氧、抗糖、抗初老
			珀莱雅红宝石精华液	11.6	六胜肽、维 A 醇、神经酰胺、微红藻、烟酰胺、红没要醇、仿生皮脂	淡化细纹、提拉紧致
			珀莱雅水动力均衡调理精华液	9.8	大西洋小球藻、水解三色堇精华、海洋几丁质精华	补水保湿
	丸美股份	丸美	丸美小棕瓶玻尿酸面部修护护肤精华液	5.5	寡肽、β-葡聚糖、玻尿酸	润泽修护、改善粗糙
			丸美钻光瓶美白面部精华液	14	α-熊果苷、VC+VE、VC-IP、烟酰胺	美白淡斑
		恋火	恋火光感亮肤精华液	6	烟酰胺、蜗牛分泌物滤液、鲟鱼子酱提取物、薰衣草花/叶/茎提取物、冬虫夏草提取物、蜂王浆提取物	光泽透亮
外资	欧莱雅	兰蔻	小黑瓶面部精华肌底液	21.6	二裂酵母	维稳肤质
	雅诗兰黛	雅诗兰黛	雅诗兰黛面部精华 第七代小棕瓶精华液	15.3	二裂酵母	修护淡纹

资料来源：天猫，安信证券研究中心

华熙生物的品牌矩阵建立策略在同行中相对稀缺，且具有一定优越性。目前国产化妆品行业公司大多早期脱胎于亲民日化用品。例如，上海家化以大众家化品牌起家，丸美初期以平价（相较于欧美大牌）眼霜闻名，珀莱雅起步于日化渠道，主打小镇青年消费客群。区别于先进入亲民大众品牌再打入高端市场的困难重重，自高向低的品牌发展策略更具天然优越性。以上海家化为例，上海家化脱胎于“广生行”，“9.18”事件后以生产售卖雪花膏、花露水、牙膏等平价国货闻名。但经历了百年发展，上海家化直到今天仍在进军中高端化妆品市场上稍显乏力，最高端品牌双妹不温不火，中高端品牌佰草集提价困难。相较于大众消费者，高端消费人群客户忠诚度更高，对品牌调性的要求更高。以上海家化为代表的大众国货品牌走前易后难得道路，但由于前期平价、朴实的刻板印象深入人心，在后期更难进入高端市场。而华熙生物则选择类似欧莱雅的路线从高端市场做起，有望在后期快速打开大众市场。

产品层次丰富，单品牌下不同产品线矩阵互补。目前华熙生物旗下品牌产品布局处于开拓初期阶段，但核心品牌已经显现其宽广的产品布局视野。与欧莱雅类似，华熙生物在塑造单个品牌上同样打出组合拳，不同产品线形成了矩阵互补，增加留客率。

3.3. 洞察消费者痛点，另辟蹊径创造“次抛”蓝海市场，引同行模仿

公司深入梳理市场，根据消费者需求进行大胆创新。以公司的明星系列产品——次抛原液为例，次抛原液意思是“一次一支一抛”，即将 1ml 左右的精华采用 BFS（药品无菌灌装三合一）技术进行独立包装，需要时每次打开一支使用，使用完毕即可抛弃。当各厂精华品类在功效性竞争上逐渐进入白热化阶段时，华熙生物另辟蹊径，重新梳理出中国消费者可能对于化妆品卫生问题日益重视，创新性地推出次抛原液新品类，以规避传统精华多次打开瓶子容易混入空气氧化变质或污染问题，将其打造为集团多品牌当家系列。

图 40：华熙生物旗下润百颜品牌次抛原液产品

资料来源：润百颜天猫旗舰店，安信证券研究中心

与欧莱雅蒸汽发膜类似，公司坚持做走在市场前沿的引领者，创新产品受到同行追捧。欧莱雅曾在自己的百年成长过程中无数引领化妆品时代风尚，从第一支无毒染发剂到蒸汽发膜，欧莱雅一直以消费者为中心做创新突破。无独有偶，华熙生物同样将自己定位为市场的先驱者而非追随者，在整个市场还没有次抛原液品类，甚至消费者自己还没有意识到对护肤品的卫生、便携诉求日益强烈之时便提前洞悉消费者痛点，进而快速将市场洞察转化为产品开发。因此，华熙生物开发出来的产品往往也是紧扣消费者心理诉求，开创一个新的细分赛道，因而受到消费者追捧，同时引领同业友商争相模仿。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

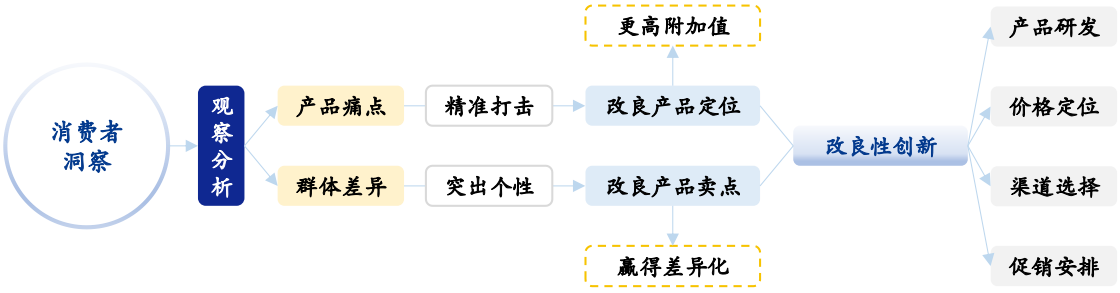
图 41：众多品牌紧随其后纷纷推出次抛产品

资料来源：天猫旗舰店，安信证券研究中心

改良性创新成功的背后是深度思考与整个集团的厚积薄发。华熙生物与欧莱雅都以改良性创新见长，能够从产品定位、特殊卖点等方面对产品进行重新梳理与定位，将原本已有的产品进行二次升级加工，以便给消费者全新的认识，以此促进企业成长，提升品牌形象，带动企业其他产品销售。这两家公司的改良型创新是改良产品定位+改良产品卖点，前者通过对产品持续开发与研究，用较小的收入实现精准打击，以此创造更高附加值，而后者则把握产品差异化，突出其个性与价值。无论是欧莱雅还是华熙生物，他们创新的成功绝非偶然，从前期的消费者洞察准备，到产品研发，再到后期的推广、渠道的选择、促销的安排都需要环环相扣，形成科学的体系链。

这种创新积累背后是以消费者为导向的基因。欧莱雅通过观察到“新锐白领”与“资深中产”群体对于“精致生活”的追求却苦于无“方便实用”的产品，因此迎合消费者潜在需求创新蒸汽发膜。而华熙生物则是积极关心消费动向与趋势，在精华类产品已经竞争较为激烈的背景下，凭借次抛的差异化定位，以小巧轻便、环保安全、无菌速封、长效保活等特点迅速占领化妆品市场热点。

图 42：华熙生物消费者洞察示意图



资料来源：安信证券研究中心整理

4. 对标欧莱雅，未来可期

梳理华熙生物所处发展阶段，与欧莱雅发对比发现，华熙生物化妆品业务整体仍处于产品矩阵初部形成阶段，相当于上世纪 70 年代的欧莱雅。

图 43：华熙生物处于欧莱雅发展第二阶段初期

资料来源：公司官网，安信证券研究中心整理

第一阶段——主要是核心产品占领消费者心智，华熙生物通过次抛原液核心产品方便、安全、无菌等特点迅速打开化妆品市场，核心品牌润百颜更是凭此一跃成为护肤品新秀，**已经顺利完成第一阶段**。

第二阶段——可细分为产品矩阵初步形成、成为化妆品行业翘楚、全球化及多元开花阶段。1964 年欧莱雅收购兰蔻，在奠定了核心品牌欧莱雅、兰蔻等在国内的优势后，欧莱雅加快了并购的步伐。华熙生物已经初步建立了润百颜、夸迪、BM 肌活、米蓓尔专攻护肤品不同赛道的几个核心品牌，**目前来看华熙生物仅处于欧莱雅 70 年代的时间点，即产品矩阵初步形成阶段，**仅有数个核心品牌，且体量也不算庞大。1971 年，欧莱雅实现年收入 2.6 亿欧元，与当前华熙收入相近。

具体来看，华熙生物与 70 年代欧莱雅神似之处在于：

- **品牌定位起步选取了高点，高举高打：**欧莱雅 70 年代时的品牌均为各自细分行业里的

精品品牌，品牌调性较高。尤其欧莱雅将兰蔻纳入旗下时，兰蔻是当时世界上最领先的女性奢侈美容品牌，而彼时欧莱雅 CEO 在收购兰蔻后最先推出的便是首款 Absolute（菁纯）面霜[3]。华熙旗下品牌亦是如此，从价格区间带来看，华熙品牌定位在国产同行中趋前，且在品类上华熙护肤品先做次抛（实质是精华），而后延展至“低维”的水乳。前文我们已经论述了品牌调性高，以及产品品类更高阶的优势之处。因而在起步阶段选取高举高打的路线，未来延伸至中低端品牌品类较为容易；而若选择低端定位，后续逆袭则阻碍较大。

- **基于新开发技术推出革命性产品，与同业相比拥有更强的护城河：**自古人们染发多适用海娜等天然植物（只能将头发染深色而无法染浅色），也有部分人使用烧碱等物质来漂浅发色，而欧莱雅起家就在于舒勒第一次将苯二胺（PPD）商业化用作染发剂，后欧莱雅成为美发产品巨头。70 年代宝洁公司曾一度在洗发剂产品市场中追上欧莱雅，而后欧莱雅推出第一款 Elsve 洗发水（针对染烫发质），开创了不同洗发水适应不同发质的先河，从此稳固其在美发护发行业的绝对龙头地位[4]。在 10 多年前玻尿酸初步应用到化妆品领域时，主要以大分子为主，玻尿酸只能在皮肤表皮层锁水，无法抵达真皮层进行深层滋润。彼时想要得到小分子玻尿酸成本高、杂质多、品质差，反应周期长，因此大众的消费领域很少用到小分子玻尿酸。2011 年，华熙生物在全球首次实现酶切法大规模生产小分子和寡聚透明质酸，降解周期缩短至几个小时，成本大幅降低，且能精准控制玻尿酸的分子量大小。技术的革新，使消费者实现“玻尿酸自由”。现今华熙已推出的 800Da 的微真 HA4 可更好渗透皮肤，并且开创 INFIHA-HYDRA 复配技术，可使皮肤生成内源性玻尿酸。

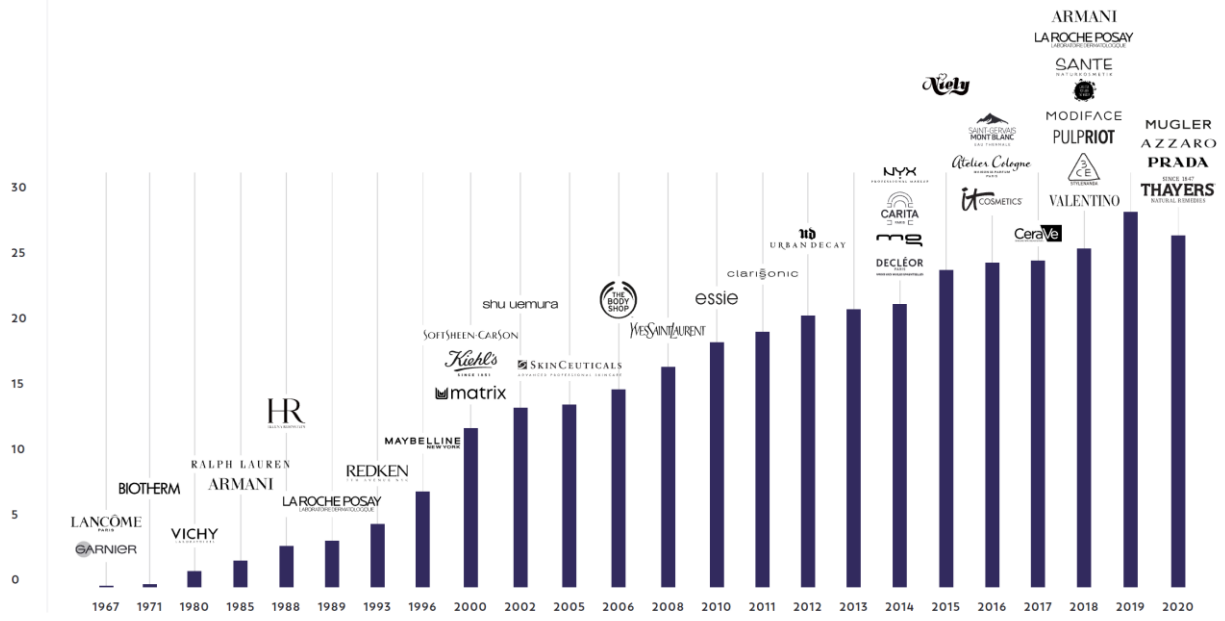
第三阶段——坚持以研发为基础，确保现有品牌有长期竞争力，并进一步扩大品牌矩阵。

核心品牌奠定集团基础，后续增长动力强劲。通过研发投资，战略性产品的研制和发布，欧莱雅迎来了巨大的增长，还明确了集团的品牌形象。这种注重研发的品质依然保留在欧莱雅的基因里，使欧莱雅的自身定位一直是个“科技公司”。1988 年，林塞·欧文中成为欧莱雅第四任总裁，并通过品牌在世界各地的扩张和战略性收购，为欧莱雅打开世界市场，欧莱雅加快并购步伐，陆续收购了乔治阿玛尼、赫莲娜、理肤泉、美宝莲等 36 个来自全球各个国家的品牌。

[3] 资料来源：Digital Makeover: How L'Oreal Put People First to Build a Beauty Tech Powerhouse，Béatrice Collin, Marie Taillard
[4] 资料来源：Evolving through innovation and knowledge reutilization: The case of L'Oréal, Fiorenza Belussi, Silvia Rita Sedita，Andrea Ganzaroli, Luigi Orsi

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

图 44：欧莱雅收入体量变化与收购品牌进程

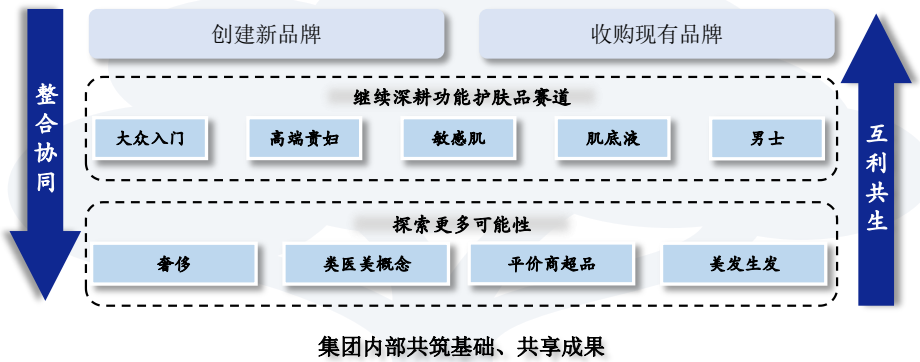


资料来源：公司官网，安信证券研究中心

可以看到，欧莱雅在 70 年代夯实其基础品牌矩阵后，在 80 及 90 年代迎来快速增长。1971 年欧莱雅收入仅为 2.7 亿欧元，而 1980 年其收入以达到 13 亿欧元，至 2000 年时欧莱雅已实现 126.7 亿欧元的收入，1980-2000 这 20 年间收入复合增速约 12%。80、90 年代，欧莱雅陆续收购了 7 个重要品牌，进一步丰富了其品牌矩阵，并扩大了产品覆盖赛道，奠定了其全球化妆品龙头公司的地位。同时，欧莱雅在这 20 年间，积极布局发展中国家市场，实现了真正意义的全球化布局。欧洲国家国土面积小，人口少，历史上原本贸易往来密切，因而欧莱雅早期从法国走向其他欧洲国家（或是文化背景同源的美国）其难度远不如进入中国这样的新兴市场来得大。1997 年欧莱雅进入中国市场，凭借其在中国本土市场的精耕，欧莱雅在中国的业务突飞猛进，目前已成为其全球业务中至关重要的动力增长引擎。

对标欧莱雅的发展路径，我们认为华熙生物未来从创建新品牌和收购现有品牌两方面持续扩展品牌矩阵。为了扩展更具稳固性和多样性的多边立体品牌矩阵结构，公司势必在现有基础上增多品牌数量和品牌类别。目前来看，公司战略集中于打造围绕生物技术背景核心的具有较强凝聚力的护肤品品牌群，主要是公司自己创建新品牌并逐渐培育壮大。未来，我们预计公司除了继续创建新品牌，也会适当收购更多与集团调性较为一致的现有品牌（目前已收购法国丝丽公司）。另外，长期看，我们认为公司有可能向高端顶奢、类医美概念护肤品、低端平价，美发生发（公司已推出丝丽小红帽）、彩妆（2018 年公司推出故宫口红广受好评）赛道进一步进军。

图 45：畅想未来华熙生物品牌拓展途径及类别



资料来源：安信证券研究中心整理

参照欧莱雅的发展路线，随着华熙未来几年现有品牌的持续经营和新品牌的创立或收购，公司规模将在未来 10 年中迎来快速增长。如前文所述，我们认为华熙生物正处于欧莱雅 70 年代的发展阶段，欧莱雅从 1909 年品牌创立初期发展 60 余年后完成其 4 个核心品牌矩阵搭建，而华熙生物 2014 年第一代润百颜推出至今仅 7 年已完成 4 个核心品牌矩阵搭建，因此可见华熙生物前期发展速度远快于彼时的欧莱雅。华熙势能正劲，更有可能在后续发展中以更短时间达成欧莱雅在 80、90 年代所完成的成就。自 1980 年起后 20 年，欧莱雅公司收入增长近 10 倍，我们认为，华熙化妆品业务也将进入发展的快车道。目前，“润百颜”品牌已在今年步入“10 亿俱乐部”，2014 年润百颜推出第一代水润次抛精华，短短几年间，次抛原液开创者润百颜就成为国产护肤届的一匹黑马。凭借着研发实力与创新能力，未来华熙生物更多品牌有望进入“10 亿俱乐部”。

图 46：润百颜 2021 开启华熙生物功能性护肤品 10 亿级时代

资料来源：润百颜旗舰店，安信证券研究中心

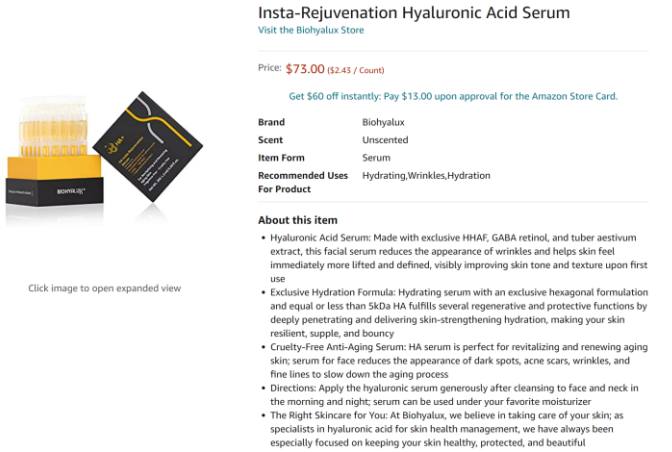
向国际市场进发。与欧莱雅发展路线相似，华熙生物将向海外进军扩大市场。目前，润百颜以 BIOHYALUX 进行海外推广，正处于进入海外市场的初期，且已销往东南亚、美国、

俄罗斯等多个国家或地区，未来华熙生物有望成为可以比肩欧莱雅的国际化妆品龙头公司。

图 47：泰国美妆博主测评

资料来源：YouTube：valentines，安信证券研究中心

图 48：亚马逊平台 BIOHYALUX 产品页面



资料来源：Amazon，安信证券研究中心

5. 投资建议：

我们通过分部估值法和绝对估值法分别分析华熙生物价值，并对标欧莱雅探寻公司未来远期市值空间。

投资建议：随着公司上下游产业链的贯通，业务边界版图愈加丰富，重点推荐华熙生物：①国潮兴起背景下，国产功能性护肤品受到消费者追捧，公司品牌矩阵已形成，率先独创次抛原液抢占消费者心智，品类蓬勃拓展中；②医美大众化及行业规范化驱动正规轻医美市场高速发展，公司产品线丰富竞争力强劲，2021 年是公司医美业务的战略升级元年，公司有望用几年时间在医美市场获得更高的市场份额和市场地位，将“润致”打造成医美知名品牌；③生物研发平台将是公司未来发展的重要布局，食品级玻尿酸政策放开将推动原料市场上行，推动原料业务增长；④食品级玻尿酸获批后，公司推出新品牌“黑零”及“水肌泉”加码终端，有望成为新增长曲线。

我们预计公司 2021 年-2023 年的收入增速分别为 70.6%、45.1%、43.1%，净利润增速分别为 22.5%、43.4%、43.8%，成长性突出。**在相对估值法下，我们给予与公司目标市值区间 892-1084 亿；在绝对估值法下，我们给予公司目标市值区间 1053-1502 亿。取相对估值法及绝对估值法重合区间，给予华熙生物目标市值区间 1053-1084 亿，取中间值 1068 亿，相当于 6 个月目标价 222.50 元，对应 2022 年 94x 的动态市盈率，给予维持买入-A 的投资评级。**

表 7：华熙生物标的盈利预测（数据截止 2021.11.25）

股票代码	公司名称	最新市值（亿元）	归母净利（亿元）				PE		
			2020	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
688363	华熙生物	813.02	6.46	7.91	11.34	16.31	102.8	71.7	49.8

资料来源：Wind，安信证券研究中心预测

注：本盈利预测暂未将公司食品级透明质酸增量考虑在内。

5.1. 分部盈利预测与估值

表 8：华熙生物盈利预测（单位：百万）

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
原料业务销售情况					
销量 (吨)	199.92	195.27	223.04	239.28	293.14
YoY	14.2%	-2.3%	14.2%	7.3%	22.5%
单价（元/g）	3.81	3.60	3.60	3.58	3.56
原料业务营收（百万元）	760.8	703.4	803.5	857.2	1044.3
医疗终端产品针剂类产能情况					
产能 (万支)	400.0	400.0	2400.00	7400.0	9400.0
总产量 (万支)	390.84	473.4	705.4	917.0	1173.8
YOY					
产能利用率（%）	97.71%	118.35%	29.39%	12.39%	12.49%
产销率（%）	99.93%	99.00%	99.00%	99.00%	99.00%
医疗终端产品针剂类销售情况					
销量 (万支)	390.6	468.7	698.3	907.8	1162.0
YoY	29.5%	20.0%	49.0%	30.0%	28.0%
单价（百元/支）	1.23	1.18	1.25	1.30	1.35
医疗终端产品业务营收（百万元）	488.9	575.9	900.2	1199.7	1589.2
功能性护肤品-次抛原液产能情况					
产能 (万支)	4000.0	5000.0	17000.0	36000.0	46000.0
销量 (万支)	4741.11	7870.24	10546.13	13709.96	17137.45
YoY	56.5%	66.0%	34.0%	30.0%	25.0%
单价（元/支）	8.46	10.58	18.15	22.34	26.81
功能性护肤品营收（百万元）	634.4	1346.1	2786.5	4458.4	6687.6
总营业收入（百万元）	1885.6	2631.7	4490.2	6515.3	9321.1
YoY	49.3%	39.6%	70.6%	45.1%	43.1%
净利润	585.6	645.8	791.0	1,134.4	1,631.1

资料来源：Wind，安信证券研究中心

化妆品板块：1. 国潮兴起背景下，国产功能性护肤品受到消费者追捧，公司品牌矩阵已形成，率先独创次抛原液抢占消费者心智，品类蓬勃拓展中。2. 前期市场推广营销费用较高，随着后期品牌建立，预计公司利润率将有所上升。预计 2021-2023 年化妆品板块分别实现营收 27.8 亿元、44.6 亿元、65.5 亿元。

表 9：化妆品部分收入测算

亿元	2021	2022	2023
化妆品收入	27.86	44.58	65.54
yoy	107.0%	60%	47%
毛利	22.29	35.67	52.43
毛利率	80.00%	80.00%	80.00%

资料来源：Wind，安信证券研究中心

考虑到目前华熙生物化妆品板块仍处于发展早期，费用投放较多，且部分品牌仍然处于培育阶段，因此适用 PS 估值更为合适，选取 A 股相关公司珀莱雅和贝泰妮，以及欧莱雅为可比公司，参考可比上市公司估值情况，给予 2022 年 PS10.2 倍±10%，化妆品板块业务对应市值区间 409-500 亿元。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

表 10：华熙生物化妆品部分市值测算（截止于 2021.11.25）

公司名称	最新市值（亿元）	收入（亿元）			归母净利（亿元）			PE		PS	
		FY20	FY21/E	FY22/E	FY20	FY21/E	FY22/E	FY21/E	FY22/E	FY21/E	FY22/E
珀莱雅(CNY)	388.09	37.52	46.27	54.94	4.76	5.96	7.22	65.1	53.8	8.4	7.1
贝泰妮(CNY)	864.31	26.36	37.7	51.66	5.44	7.83	10.85	110.4	79.7	22.9	16.7
欧莱雅(EUR)	2,312.39	279.92	316.71	344.58	35.63	46.16	51.96	50.1	44.5	7.3	6.7
行业估值平均数										12.9	10.2
华熙生物化妆品部分(CNY)			27.86	44.58						对应市值区间	409-500

*资料来源：Wind，Bloomberg，安信证券研究中心*欧莱雅市值截止于2021.11.24，FY21/22 收入及净利预测使用 Bloomberg 一致预测*

医疗终端板块：1. 医美大众化及行业规范化驱动正规轻医美市场高速发展，公司产品线丰富竞争力强劲，2021 年是公司医美业务的战略升级元年，公司有望用几年时间在医美市场获得更高的市场份额和市场地位。2. 凭借医药级原料生产优势，眼科骨科产品成本优势明显，且海力达今年中标八省二区带量采，市场份额进一步扩大。预计 2021-2023 年医疗终端板块分别实现营收 9.0 亿元、12.0 亿元、15.9 亿元。

表 11：医疗终端部分收入测算

亿元	2021	2022	2023
医美板块收入	2.7	3.6	4.7
yoy	40.0%	33.0%	30.0%
眼科、骨科收入	6.0	8.2	11.0
yoy	67.5%	36.2%	34.2%
其他收入	0.3	0.2	0.3
医疗终端总收入	9.0	12.0	15.9
yoy	56.3%	33.3%	32.5%
净利润	4.05	5.40	6.71
净利率	45.0%	45.0	45.0

资料来源：Wind，安信证券研究中心

考虑华熙生物医疗终端板块业务包括医美及眼科、骨科等医疗用品，选取 A 股昊海生科及爱美客为可比公司，昊海生科 21H1 中“整形美容与创面护理”占收入比为 21%，爱美客收入几乎全为医美产品，考虑到华熙生物 21 年为医美战略元年，后续医疗终端板块中医美产品占比将进一步上行，因此给予行业 2022 年平均 PE 67.8 倍+10%溢价后，区间浮动 10%，华熙生物医疗板块业务对应市值区间 362-443 亿元。

表 12：华熙生物医疗终端部分市值测算（截止于 2021.11.25）

公司名称	最新市值（亿元）	收入（亿元人民币）			归母净利（亿元人民币）			PE		PS	
		FY20	FY21/E	FY22/E	FY20	FY21/E	FY22/E	FY21/E	FY22/E	FY21/E	FY22/E
昊海生科	238.38	13.32	19.58	25.48	2.30	4.40	5.96	54.2	40.0	12.2	9.4
爱美客	1,243.25	7.09	14.08	20.00	4.40	9.05	13.00	137.4	95.7	88.3	62.2
行业估值平均数								95.8	67.8	50.2	35.8
华熙生物医疗终端部分						4.05	5.40	对应市值区间	362-443		

资料来源：Wind，安信证券研究中心

原料板块：1. 生物研发平台将是公司未来发展的重要布局，食品级玻尿酸政策放开将推动

原料市场上行，推动原料业务增长。2. 天津工厂投产，收购东营佛思特，华熙生物的产能将逐步提升。预计 2021-2023 年原料块分别实现营收 8.0 亿元、8.6 亿元、9.2 亿元。

表 13：原料板块收入测算

亿元	2021	2022	2023
原料板块收入	8.03	8.57	9.17
yoy	14.2%	6.7%	7.0%
净利润	3.21	3.43	3.67
净利率	40.0%	40.0%	40.0%

资料来源：Wind，安信证券研究中心

鉴于华熙生物在玻尿酸原料市场的龙头地位，选取全球化学防晒剂龙头科思股份头为可比公司。考虑华熙生物医药级玻尿酸壁垒较高，需特定牌照批准，因此参考科思股份 2022 年 PE 给予 20%-40%溢价，即 33-38 倍，华熙生物原料业务对应 121-141 亿元估值区间。

表 14：华熙生物原料部分市值测算（截止于 2021.11.25）

公司名称	最新市值（亿元）	收入（亿元人民币）			归母净利（亿元人民币）			PE		PS	
		FY20	FY21/E	FY22/E	FY20	FY21/E	FY22/E	FY21/E	FY22/E	FY21/E	FY22/E
科思股份	61.41	10.09	11.98	13.58	1.64	1.97	2.24	31.2	27.4	5.1	4.5
华熙生物原料部分						3.46	3.67	对应市值区间	121-141		

资料来源：Wind，安信证券研究中心

综合以上各板块估值分析，我们在分部估值法下给予公司 892-1084 亿目标市值区间。

5.2. 绝对估值

关于基本假设的说明：

目前，公司已实现盈利，且可对未来盈利状况和风险进行预测，并可用货币进行衡量。因而，可使用经济利润 DCF 模型进行估值。接下来，我们将对经济利润 DCF 现模型中的参数进行合理设置，并最终计算公司合理股价。

经济利润 DCF 模型参数设置：

1）选择十年期国债利率作为无风险利率 Rf，参数设置为 2.92%。

2）采用自基日起（2001 年 11 月 26 日）至 2021 年 11 月 25 日万德全 A 指数的年化收益率 8.06%作为市场投资组合预期收益率 Rm。

3）参考可比上市公司最近 52 周β系数，可得 3 家公司 beta 系数（上海家化：0.96；珀莱雅：1.30；丸美股份：1.38，贝泰妮：1.67）的均值为 1.33，我们取 1.33 作为行业的β系数。

4）根据经济利润 DCF 模型，计算公司股权收益率 Ke 为 7.9%。

5）公司债务税前成本取值为 5.00%。公司发展主要依靠资本金及募集资金，无外部长期银行借款。因此，我们参考中国人民银行 2021 年 10 月公布的 5 年期以上贷款市场报价利率

（LPR）4.65%，保守估计，Kd 取 5%；

6）所得税税率，我们预计公司所得税税率在预测期内不会出现太大变化，根据历史税率趋势，取值为 15%。

7）D/(D+E)的取值设定为 20%。2017-2020 年公司短期借款、一年内到期的非流动负债、长期借款和应付债券均较低，因而预期未来公司仍将保持低负债率。

8）根据上述关键假设，公式计算得出公司加权资本成本率 WACC 为 8.66%。

9）将公司预测期分为三阶段：1）2021-2024 年为第一阶段，逐年预测；2）2025-2032 年为第二阶段，公司此时业务成熟，已成长为化妆品行业领先企业，进入稳定增长期，增速可参考行业增速稳定发展，给予半显性期增长率 25%；3）2032 年以后为第三阶段，此时公司业务进入成熟期，公司将保持稳中有升的增长趋势，此时现金流充足，业务稳定，参考我国 CPI 指数情况，因此给予永续增长率 3.0%计算。

表 15：经济利润 DCF 假设（百万元）

EVA 估值			主要假设	
显性预测	4,119.9	3.5%	无风险利率	2.90%
半显性预测	25,290.5	21.3%	风险溢价	5.16%
永续价值	89,264.3	75.2%	β系数	1.33
经济利润附加值	118,674.8	100.0%	Rm	8.06%
加:投入资本和非营业资产	5,103.7		Ke	9.76%
企业价值	123,778.5		Kd	5.00%
减:付息债务	24.1		D/DE	20.00%
减:少数股东权益	-2.4		E/DE	80.00%
权益价值	123,756.8		WACC	8.66%
总股本	480.0		半显性期增长率	25.00%
每股权益价值	257.83		永续增长率	3.00%

资料来源：Wind，安信证券研究中心

表 16：经济利润 DCF 现金流预测（百万元）

	预测年份										半显性预测		终值
	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2032E
经济利润 DCF													
经济利润	552.3	882.3	1,387.7	2,067.4	2,584.2	3,230.3	4,037.9	5,047.3	6,309.1	7,886.4	9,858.0	12,322.6	224,239.2
贴现	548.2	805.9	1,166.5	1,599.4	1,839.9	2,116.5	2,434.8	2,801.0	3,222.2	3,706.7	4,264.1	4,905.3	89,264.3
经济利润附加值													118,674.8

资料来源：Wind，安信证券研究中心

在绝对估值法下，根据 DCF 估值模型，我们测算 WACC 为 8.66%±0.5%，长期增长率为 3.0%±0.5%的范围内，公司参考每股价值区间为 219.31-312.86 元/股，**对应市值 1053-1502 亿。**

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

表 17：估值敏感性分析

WACC						永续增长率
	2.00%	2.50%	3.00%	3.50%	4.00%	4.50%
9.16%	208.19	219.31	232.23	247.43	265.58	287.62
8.96%	215.89	227.90	241.92	258.52	278.45	302.86
8.86%	219.92	232.41	247.03	264.38	285.31	311.02
8.66%	228.37	241.90	257.83	276.84	299.93	328.56
8.56%	232.80	246.90	263.53	283.45	307.73	338.00
8.36%	242.11	257.43	275.61	297.52	324.47	358.39
8.16%	252.07	268.75	288.67	312.86	342.86	381.06

资料来源：Wind，安信证券研究中心

5.3. 参照欧莱雅，看未来成长空间

欧莱雅市值已超过 17,000 亿人民币。自 2020 年 3 月疫情以来欧莱雅股价一路攀升，近期更是屡创新高，截止 2021.11.26 日收盘，欧莱雅市值为 2,243.5 亿欧元（折合人民币超 17,000 亿元），化妆品帝国可谓实至名归。欧莱雅公司 2020 年全年收入近 280 亿欧元，净利润 35.6 亿欧元，当前对应 PE63X，参考 Bloomberg 欧莱雅 2021/2022 年净利润一致盈利预测 46/52 亿欧元，则对应 2021PE 为 49X，2022PE 为 43X。

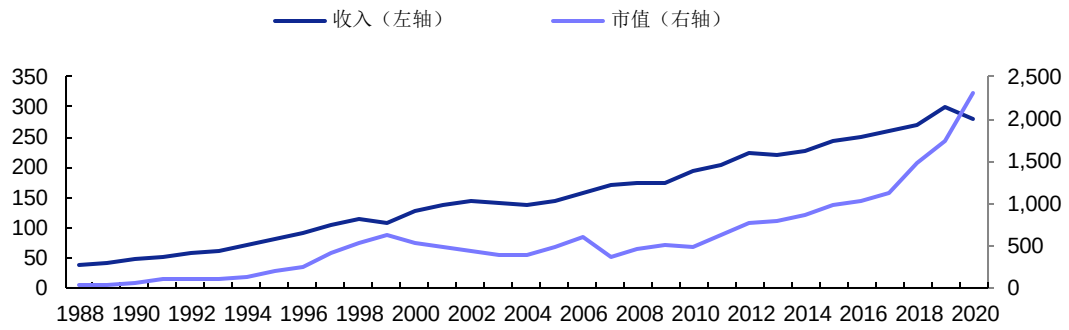
图 49：欧莱雅过去 10 年间股价变化（单位：欧元）

资料来源：LOREAL-FINANCE.COM，安信证券研究中心

相比于各项业务开展都较为成熟且体量庞大的欧莱雅，华熙生物还有较高的发展空间。通过复盘欧莱雅我们看到，一家地区性染发公司是如何在优秀运营和战略布局的加持下成为全球化妆品巨头的。伴随此过程的是欧莱雅股价的一路上涨，其市值已超过 2,243.5 亿欧元（数据截止 2021.11.26），这充分说明了资本市场对于有潜力的行业巨头青睐，因此我们认为华熙在证明其化妆品板块未来的发展动能后，有望迎来戴维斯双击。

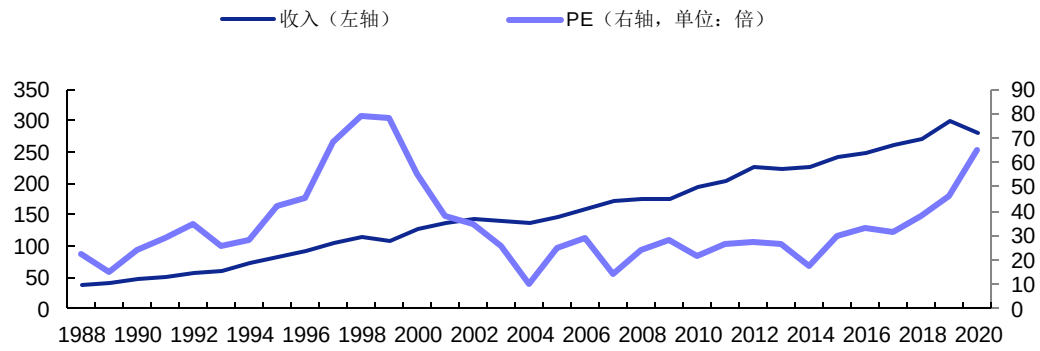
本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

图 50：欧莱雅收入与市值趋势图（单位：亿欧元）



资料来源：Bloomberg,安信证券研究中心整理

图 51：欧莱雅收入与 PE 趋势图（单位：亿欧元）



资料来源：Bloomberg,安信证券研究中心整理

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

6. 风险提示

（1）食品级原料及终端产品拓展不及预期

政策放开后公司食品级原料业务将逐步贡献增量，若食品级原料及终端产品市场拓展不及预期，对公司业绩增长将造成不利影响。

（2）新技术替代风险

公司是典型的研发和技术驱动型企业，业务发展起源于其成立初期在以生物发酵法产透明质酸技术领域的工艺技术突破，如果未来出现革命性的新技术，公司技术存在被替代风险。

（3）经销商管理风险

公司通过与经销商签订经销合同对经销商进行规范管理。若经销商不能较好理解公司发展目标，或营销推广能力跟不上公司发展要求，或违反合同约定，将导致营销管理难度，对公司产品、品牌产生不利影响。

（4）行业监管风险

国家食品药品监督管理局负责对全国保健食品、医药和护肤品市场进行监督管理，若公司未来不能持续满足我国以及进口国行业准入政策，或公司出现违法违规行为，可能受到我国及进口国相关部门的处罚，对公司生产经营不利。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表

(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	1,885.6	2,632.7	4,492.0	6,517.9	9,324.8
减:营业成本	383.6	489.5	840.5	1,217.3	1,745.0
营业税费	25.9	34.3	71.9	143.4	212.6
销售费用	521.4	1,099.3	1,891.2	2,744.8	3,936.0
管理费用	182.1	161.8	508.9	629.6	811.3
研发费用	93.9	141.2	241.7	376.7	594.9
财务费用	-12.5	-0.5	-13.9	33.2	59.4
资产减值损失	-3.9	-16.3	19.0	15.0	19.0
加:公允价值变动收益	-	3.3	-	-	-
投资和汇兑收益	0.4	34.2	-	-5.0	-5.0
营业利润	699.6	757.0	932.7	1,352.8	1,941.7
加:营业外净收支	1.5	1.8	-3.0	-20.0	-25.0
利润总额	701.1	758.9	929.7	1,332.8	1,916.7
减:所得税	116.5	113.9	139.5	199.9	287.5
净利润	585.6	645.8	791.0	1,134.4	1,631.1

资产负债表

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	2.201.5	1.390.3	1.387.0	1.966.0	2.148.9
交易性金融资产	-	722.7	722.7	722.7	722.7
应收帐款	379.1	407.1	988.8	1,016.0	1,834.0
应收票据	1.4	4.8	123.9	46.9	94.1
预付帐款	37.1	44.7	67.6	111.1	149.2
存货	314.5	476.8	684.9	1,051.5	1,522.5
其他流动资产	837.2	617.3	490.3	648.3	585.3
可供出售金融资产	-	-	-	-	-
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	14.6	17.9	17.9	17.9	17.9
投资性房地产	-	-	-	-	-
固定资产	459.7	626.7	580.3	533.9	487.5
在建工程	171.8	618.1	618.1	618.1	618.1
无形资产	385.5	426.7	410.6	394.4	378.3
其他非流动资产	169.4	363.9	221.6	243.9	267.7
资产总额	4,971.7	5,716.9	6,313.7	7,370.6	8,826.2
短期债务	-	24.1	24.1	-	-
应付帐款	151.6	266.3	266.6	562.4	699.1
应付票据	-	-	-	-	-
其他流动负债	214.1	262.5	286.7	237.0	335.9
长期借款	-	-	-	-	-
其他非流动负债	56.4	145.9	88.2	96.8	110.3
负债总额	422.1	698.8	665.6	896.2	1,145.4
少数股东权益	-0.8	-1.6	-2.4	-3.8	-5.8
股本	480.0	480.0	480.0	480.0	480.0
留存收益	4,071.5	4,539.8	5,170.5	5,998.3	7,206.6
股东权益	4,549.6	5,018.1	5,648.1	6,474.5	7,680.9

财务指标

(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长性					
营业收入增长率	49.3%	39.6%	70.6%	45.1%	43.1%
营业利润增长率	33.4%	8.2%	23.2%	45.0%	43.5%
净利润增长率	38.2%	10.3%	22.5%	43.4%	43.8%
EBITDA 增长率	39.6%	11.7%	18.1%	47.6%	42.5%
EBIT 增长率	40.6%	11.3%	20.8%	50.9%	44.4%
NOPLAT 增长率	38.9%	12.2%	21.5%	50.9%	44.4%
投资资本增长率	167.5%	17.3%	29.4%	5.9%	27.6%
净资产增长率	164.9%	10.3%	12.6%	14.6%	18.6%
利润率					
毛利率	79.7%	81.4%	81.3%	81.3%	81.3%
营业利润率	37.1%	28.8%	20.8%	20.8%	20.8%
净利润率	31.1%	24.5%	17.6%	17.4%	17.5%
EBITDA/营业收入	39.4%	31.6%	21.8%	22.2%	22.1%
EBIT/营业收入	36.2%	28.9%	20.5%	21.3%	21.5%
运营效率					
固定资产周转天数	80	74	48	31	20
流动营业资本周转天数	133	152	113	107	101
流动资产周转天数	484	508	326	277	244
应收帐款周转天数	56	54	56	55	55
存货周转天数	47	54	47	48	50
总资产周转天数	672	731	482	378	313
投资资本周转天数	295	334	243	194	159
投资回报率					
ROE	12.9%	12.9%	14.0%	17.5%	21.2%
ROA	11.8%	11.3%	12.5%	15.4%	18.5%
ROIC	68.1%	28.6%	29.6%	34.5%	47.0%
费用率					
销售费用率	27.7%	41.8%	42.1%	42.1%	42.2%
管理费用率	9.7%	6.1%	11.3%	9.7%	8.7%
研发费用率	5.0%	5.4%	5.4%	5.8%	6.4%
财务费用率	-0.7%	0.0%	-0.3%	0.5%	0.6%
四费/营业收入	41.6%	53.2%	58.5%	58.1%	57.9%
偿债能力					
资产负债率	8.5%	12.2%	10.5%	12.2%	13.0%
负债权益比	9.3%	13.9%	11.8%	13.8%	14.9%
流动比率	10.31	6.63	7.73	6.96	6.82
速动比率	9.45	5.76	6.55	5.64	5.35
利息保障倍数	-54.86	-	-65.95	41.77	33.71
分红指标					
DPS(元)	0.37	0.41	0.33	0.64	0.88
分红比率	30.3%	30.5%	20.3%	27.0%	25.9%
股息收益率	0.2%	0.2%	0.2%	0.4%	0.5%

现金流量表

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	584.6	645.0	791.0	1,134.4	1,631.1
加:折旧和摊销	62.9	75.0	62.5	62.5	62.5
资产减值准备	14.7	16.3	-	-	-
公允价值变动损失	-	-3.3	-	-	-
财务费用	-4.5	6.7	-13.9	33.2	59.4
投资损失	-0.4	-34.2	-	5.0	5.0
少数股东损益	-1.0	-0.8	-0.8	-1.5	-2.0
营运资金的变动	-1,101.7	206.5	-695.8	-285.9	-1,086.0
经营活动产生现金流量	364.9	705.1	143.0	947.7	670.1
投资活动产生现金流量	-1,247.4	-1,331.3	-	-5.0	-5.0
融资活动产生现金流量	2,223.9	-159.9	-146.3	-363.8	-482.1

业绩和估值指标

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
EPS(元)	1.22	1.35	1.65	2.36	3.40
BVPS(元)	9.48	10.46	11.77	13.50	16.01
PE(X)	138.8	125.9	102.8	71.7	49.8
PB(X)	17.9	16.2	14.4	12.5	10.6
P/FCF	-94.1	289.0	5,282.8	89.4	128.8
P/S	43.1	30.9	18.1	12.5	8.7
EV/EBITDA	50.8	81.7	80.6	54.2	37.9
CAGR(%)	24.7%	36.2%	23.1%	24.7%	36.2%
PEG	5.6	3.5	4.5	2.9	1.4
ROIC/WACC	6.5	2.7	2.8	3.3	4.5
REP	2.6	9.5	8.2	6.6	3.8

资料来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

■ 公司评级体系

收益评级:

买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

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

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

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

■ 免责声明

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

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

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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

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

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	潘艳	上海区域销售负责人	18930060852	panyan@essence.com.cn
	侯海霞	上海区域销售总监	13391113930	houhx@essence.com.cn
	朱贤	上海区域销售总监	13901836709	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	上海区域高级销售副总监	13917882257	lidong1@essence.com.cn
	钟玲	上海区域销售副总监	15900782242	zhongling@essence.com.cn
	苏梦	上海区域销售经理	13162829753	sumeng@essence.com.cn
	秦紫涵	上海区域销售经理	15801869965	qinzh1@essence.com.cn
	陈盈怡	上海区域销售经理	13817674050	chenyy6@essence.com.cn
	徐逸岑	上海区域销售经理	18019221980	xuyc@essence.com.cn
	杨港	上海区域销售经理	18881569971	yanggang@essence.com.cn
北京联系人	赵丽萍	北京区域公募基金销售负责人	15901273188	zhaolp@essence.com.cn
北京联系人	张莹	北京区域社保保险销售负责人	13901255777	zhangying1@essence.com.cn
	张杨	北京区域销售副总监	15801879050	zhangyang4@essence.com.cn
	温鹏	北京区域销售副总监	13811978042	wenpeng@essence.com.cn
	刘晓萱	北京区域销售副总监	18511841987	liuxx1@essence.com.cn
	王帅	北京区域销售经理	13581778515	wangshuai1@essence.com.cn
	侯宇彤	北京区域销售经理	18210869281	houyt1@essence.com.cn
	游倬源	北京区域销售经理	010-83321501	youzy1@essence.com.cn
深圳联系人	张秀红	深圳区域销售负责人	0755-82798036	zhangxh1@essence.com.cn
	胡珍	深圳区域高级销售副总监	13631620111	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	深圳区域销售副总监	075582558267	fanhq@essence.com.cn
	马田田	深圳区域销售经理	18318054097	matt@essence.com.cn
	聂欣	深圳区域销售经理	13540211209	niexin1@essence.com.cn
	杨萍	深圳区域销售经理	0755-82544825	yangping1@essence.com.cn
	黄秋琪	深圳区域销售经理	13699750501	huangqq@essence.com.cn
	喻聪	深圳区域销售经理	0755-88914832	yucong@essence.com.cn
广州联系人	毛云开	广州区域销售负责人	13560176423	maoyk@essence.com.cn
	郑庆庆	广州区域销售总监	13570594204	zhengqq1@essence.com.cn
	赵晓燕	广州区域销售经理	15521251382	zhaoxy@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。