

强于大市

公司名称	股票代码	股价(人民币)	评级
贝泰妮	300957.SZ	205.38	买入
珀莱雅	603605.SH	156.00	买入

资料来源：万得，中银证券

以 2022 年 07 月 08 日当地货币收市价为标准

相关研究报告

《化妆品及医美行业：5 月疫情影响减弱，化妆品销售逐步复苏》20220612

《化妆品及医美行业：行业增长持续，龙头优势凸现》20220508

《化妆品及医美行业：国牌化妆品龙头呈现强劲增长趋势》20220313

《化妆品及医美行业：2021 年化妆品销售增速持续领跑》20220123

《化妆品及医美行业：国牌龙头实力强劲，市场地位稳固》20211205

《化妆品医美行业年度策略：把握消费趋势，看好高景气赛道》20211202

《化妆品及医美行业：双十一收官，国产龙头品牌战果累累》20211116

《化妆品及医美行业：双十一国货发力，美妆龙头彰显优势》20211107

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

美容护理

证券分析师：郝帅

(8610)66229231

shuai.hao@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300521030002

证券分析师：丁凡

(8610)66229231

fan.ding@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300521090001

证券分析师：郑紫舟

(8610)66229231

zizhou.zheng@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300522050001

化妆品行业专题

从上游功效原料剖析行业发展趋势

支撑评级的要点

- **从产品设计流程出发，细拆上游环节与原料。**化妆品产品开发分为 7 个阶段，结合各阶段，开发流程涉及品牌商与原料供应合作、包材供应合作、代工厂合作。原料细分品类看，不同类别对应运用不同产品中，基质作为产品主体，含量占比接近 80%，较大程度决定产品物理形态。竞争角度，大多原料由海外企业供应，国产企业在表面活性物及防晒剂上表现突出。
- **从供需双方看未来功效性趋势。**化妆品行业的核心消费群体以女性为主，年龄在 17-35 岁，且人群的城市分布较为均匀，根据年龄结构可判断，Z 世代为最核心消费主力，该类消费者在做决策时更多会通过各式信息针对自身需求做出理性判断。随着化妆品行业步入功效元年，活性成分重视度快速提升，保湿、抗氧化、抗衰、美白祛斑、修护、防晒、舒敏、祛痘、去角质、去黑头、控油、去黑眼圈是目前消费者最关注的几大功效。
- **活性成分板块：防晒剂。**防晒剂为产品活性成分中极为重要的部分，多存在于防晒霜和防晒喷雾等产品中，含量占比达到 10%-20%，主要起到抵御光线中的 UVA 和 UVB 的作用。随着防晒产品规模增长以及消费者防晒意识增强，中国防晒剂市场总体呈现较高增长，截至 2021 年市场规模达到 144.29 亿美元，同比增速 6.64%。当下，修护、抗蓝光和全波段等新概念功效需求快速增长，未来趋势方面：1) 防晒场景拓展至室内，驱动防晒光功效需求，未来有望成为研发推新亮点；2) 抗光老化驱动全波段防晒需求；3) 对肤质的适应性选择，催生敏感肌修护防晒需求高增。
- **决定产品功效性的原料：多样化活性成分。**其他核心活性成分在产品中含量占比较低，在产品中含量不超过 10%，但对产品发挥功效发挥重要作用。随着行业监管趋严，安全趋势向好，消费者关注重点开始从安全趋向作用、浓度、活性、配方等功效进阶。当下持续高需求包括保湿、抗氧/抗衰；快速高增需求类型包括美白祛斑和舒敏修护。无论是持续高需求的原料，还是快速需求增长的热门原料，均存在一个共性，即均在需求+供给双侧发力共驱下受到较高关注。因此，我们判断未来活性成分趋势为，抗老愈加精细化，美白需求更追求温和和无刺激；舒敏修护在医美兴起和生活环境影响下热度持续。

投资建议

- 结合强监管政策影响以及行业整体趋势，我们认为未来化妆品企业的竞争将围绕产品功效，把握消费者对于功效喜好的趋势尤为重要。因此，新品研发能力强或已经具备热门功效明星产品的公司有望在当下激烈的竞争中突围。**核心推荐：**具备产品差异化的皮肤学级护肤品赛道，加速布局植物提取技术的贝泰妮；主打大单品策略，不断进行大单品系列拓展，同时高度重视活性成分研发，加大与海外企业进行活性成分合作共研的珀莱雅；**建议关注：**产业链一体化布局，活性成分技术走在最前沿的华熙生物；业务主要涉及防晒剂和合成香料，产能持续拓展的科思股份。

评级面临的主要风险

- 行业竞争加剧；原材料价格上涨；经济不景气影响消费。

目录

一、从产品设计流程出发，细拆上游环节与原料	4
二、各原料性能各异，海外企业占市场主导地位	6
三、从供需双方看未来功效性趋势	9
3.1 消费者聚焦功效性，活性成分布局成为重点	9
3.2 核心功效性成分：防晒剂	11
3.3 决定产品功效性的原料：多样化活性成分	15
四、投资建议	23
风险提示	24

图表目录

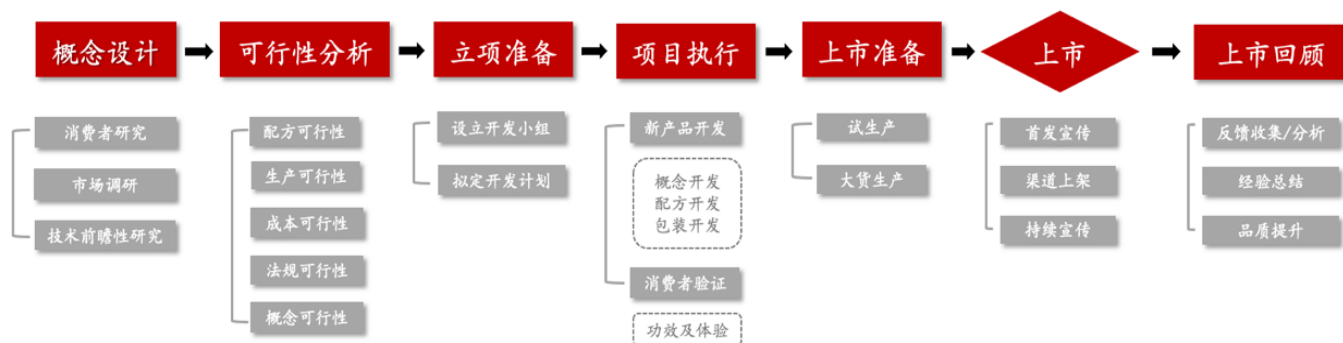
图表 1. 化妆品产品开发流程.....	4
图表 2. 产品研发生产流程中涉及到的与外部企业合作与供应.....	5
图表 3. 表面活性剂的四种类型.....	5
图表 4. 各原料主要细分品类及对应作用.....	6
图表 5. 各原料企业业务对比.....	7
图表 6. 某公司国产化妆品原料应用情况.....	8
图表 7. 2021 年美妆及护肤品年龄集中于 17-40 岁.....	9
图表 8. 2019 年及 2020 年化妆品行业的消费者年龄情况.....	9
图表 9. 2020 年化妆品行业消费者性别划分.....	9
图表 10. 2020 年化妆品行业消费者城市划分.....	9
图表 11. 成分、功效及性价比是中国化妆品消费者主要关注点.....	9
图表 12. 化妆品细分活性成分.....	10
图表 13. 典型防晒产品主要成分及功能.....	11
图表 14. 紫外线主要分类.....	11
图表 15. UVA 和 UVB 对皮肤的影响图.....	12
图表 16. 防晒剂分类.....	12
图表 17. 物理防晒剂和化学防晒剂.....	12
图表 18. 全球及中国防晒剂市场规模剂防晒产品市场规模.....	13
图表 19. 防晒产品相关关键词声量变化.....	13
图表 20. 蓝光与紫外线波长对比情况.....	14
图表 21. 抗蓝光、修护防晒产品.....	14
图表 22. 活性成分起效的添加量.....	15
图表 23. 保湿、抗氧化和抗衰为最受消费者关注的前三大功效.....	15
图表 24. 热门保湿原料榜单.....	16
图表 25. 热门抗衰原料榜单.....	17
图表 26. 热门美白祛斑原料榜单.....	18
图表 27. 热门美舒敏修护原料榜单.....	19
图表 28. 品牌对成分的宣传.....	19
图表 29. 不同属性人群功效宣称相对关注度差异.....	20
图表 30. 2019-2021 美白淡斑功效成分关注矩阵 TOP50 成分分布情况.....	20
图表 31. 舒缓修护细分功效性需求对应成分.....	21
图表 32. 2021 上半年成分生命周期曲线图谱.....	21
图表 33. 消费者对于护肤产品成分的关注程度.....	22
图表 34. 抖音上纯净美妆视频数量及播放情况.....	22
图表 35. 上市公司估值表.....	23

一、从产品设计流程出发，细拆上游环节与原料

化妆品产品开发是指将初始创意转化为产品并最终投放市场的过程，大致可分为 7 个阶段。根据产品改变的层级，可分为新问世产品、新产品线、现有产品线增补产品、改进现有产品、市场重新定位产品以及成本减少型产品。

- 1) 概念设计：是新产品开发的起点。**根据市场调研和技术研究，提出定性的功效描述，可以发掘客户需求、技术潜力，开拓新兴市场，通常包括皮肤科学、产品剂型、功效肤感和成分故事。
- 2) 可行性分析：降低后期开发的工作负担和不确定性。**在新产品开发正式立项之前，组织相关部门召开分析会议，从配方、生产能力、成本、法规、概念的方面论证方案的可行性。
- 3) 立项准备：标志着产品正式进入开发阶段。**首先成立开发小组，按原料开发、配方开发、理化检测、功效评价进行分工。分工确立后，召开产品开发计划会议并编制包括概念、配方、包装等方面的产品开发计划书。同时，划分产品的重要性等级，如分为明星新品、普通新品、老品调整。
- 4) 项目执行：各类工作相互协调，保证开发顺利进行。**配方开发方面，首先选择配方剂型框架和肤感决定原料，其次再选择概念原料和功效原料，并明确核心原料和稳定性范围，配方工程师再与市场部沟通进行微调；此外，进行体外、人体测试以测试概念的功效性，并制作导购教案与宣传物料，精准传达产品概念。
- 5) 上市准备：排错的过程。**试生产时常出现实验室打样时无法预估的问题，通过找到并解决问题，确定大货生产的设备和工艺，再根据实验室和试产测试结果制定产品规格书。配方经市场部确认后正式确立，同时研发部门还要对产品进行风险评估，只有风险可控才能将配方录入生产管理系统，进行大货生产。
- 6) 上市：产品宣传和渠道上架。**首发宣传包括提炼卖点、网站更新、官方账号宣发和明星代言等；其次是各渠道上架产品，制作相关产品详情页；完成上架后还需持续宣传，在社交媒体上投放广告并与各类头部博主合作。
- 7) 上市回顾：后续总结及跟进。**产品推向市场后还有一系列的后续工作。首先进行对开发过程的经验总结，再申请专利转化开发过程中的知识产权，最后跟进消费者反馈，持续改善。

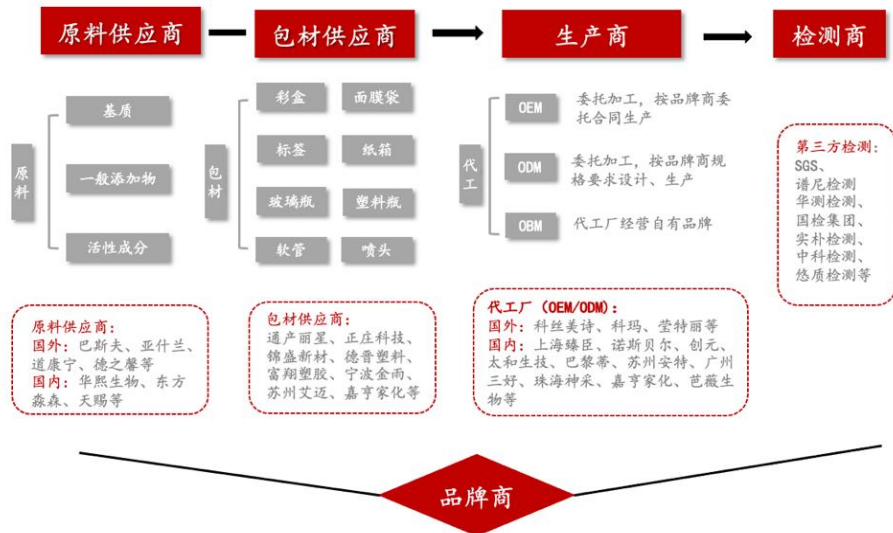
图表 1. 化妆品产品开发流程



资料来源：《化妆品新产品开发流程与管理》蒋丽刚著，中银证券

从整个开发流程看，多个环节涉及品牌商与上游企业合作。从整体市场产业链看，品牌商处于行业中游，从产品全套开发流程看，具体涉及到原料供应合作、包材供应合作、代工厂合作以及第三方检测机构。

图表 2. 产品研发生产流程中涉及到的与外部企业合作与供应



资料来源：艾瑞咨询，中银证券

各上游环节中，原料的选择对产品的肤感、质地和功效影响最大，其中基质原料为产品原料的主体部分。原料可分为基质、一般添加物、功效性原料三大类。基质分为油类、粉类、胶质和表面活性物；一般添加物包括抗氧化剂、防腐剂、香精香料、色素等；活性成分包括防晒剂、保湿剂、美白剂等。从化妆品原料消耗量看，根据欧睿数据可知 2021 年基质消耗量占整体原料比重达到 80.6%，为产品最大组成部分。

图表 3. 表面活性剂的四种类型

原料种类	细分品类	含量情况
基质	油类	2021 年消耗量约 219 万吨 占比约 80.6%
	粉类	
	水剂类	
	表面活性物	
	胶质	
一般添加物	抗氧化剂	2021 年消耗量约 26 万吨 占比约 9.6%
	防腐剂	
	香精香料	
	色素	
活性成分	防晒剂	2021 年消耗量 26.6 万吨 占比约 11.7%
	保湿剂	
	美白剂	
	抗衰等	

资料来源：科思股份招股书，欧睿数据，中银证券

二、各原料性能各异，海外企业占市场主导地位

从各原料的细分品类看，不同类别对应运用于不同产品中，基质作为产品主体较大程度也决定了产品的物理形态。在基质中，油性多出现于膏霜类化妆品、乳液类化妆品、唇膏等，而粉类基质多出现于粉底类、香粉、爽身粉、胭脂、眼影等；溶剂类运用于香水、花露水等液状、浆状、膏状化妆品；表面活性剂运用于洗发水、沐浴露、洗面奶、洁面啫喱等以及膏霜、乳液类产品。

图表 4. 各原料主要细分品类及对应作用

分类	具体品类	成分	作用/功效	对应产品类型
基质	油性	油脂（主要是由脂肪酸甘油酯即甘油三酯构成）、蜡类、高级脂肪酸、脂肪醇和酯类	主要起到护肤、柔滑、滋润、清洁、固化赋形等作用，同时可以作为溶剂和乳化剂等	膏霜类化妆品、乳液类化妆品、唇膏等
	粉类	滑石粉、高岭土、膨润土、云母、钛白粉、锌白、硬脂酸锌、硬脂酸镁、碳酸钙、碳酸镁	遮盖、吸收、延展、调色、填充、摩擦等作用，可遮盖皮肤瑕疵、吸收油脂和汗液、赋予皮肤色彩，也可以做芳香制品中的香料载体	粉底类、香粉、爽身粉、胭脂、眼影等
	溶剂类	水、醇类和酮、醚、酯类芳香族有机化合物等	主要起到溶解、粘合、润滑等作用	香水、花露水等液状、浆状、膏状化妆品
	表面活性剂	阳离子表面活性剂（季铵化物）、阴离子表面活性剂（高级脂肪酸盐硬脂酸等）、非离子表面活性剂（脂肪酸山梨坦等）、两性表面活性剂（氨基酸型、甜菜碱型等）	具有润湿、分散、发泡、稳泡、去污、调理、抗静电、乳化、增溶、灭菌等功能，可在多种化妆品中用作发泡剂、去污剂、调理剂、乳化剂、增溶剂等	洗发水、沐浴露、洗面奶、洁面啫喱等以及膏霜、乳液类产品
	胶质	合成或天然改性高分子水溶性化合物，如聚乙烯醇、聚乙烯吡咯烷酮、聚乙二醇、丙烯酸聚合物、羧甲基纤维素钠（CMC）、羟乙基纤维素（HEC）、羟丙基纤维素（HPC）、改性淀粉和改性瓜耳胶等	具有成膜性、胶凝性、黏合性、触变性、增稠性、悬浮性、保水性及助乳化作用	面膜和凝胶剂型化妆品
一般添加剂	抗氧化剂	丁基羟基茴香醚（BHA）、叔丁基羟基甲苯（BHT）、五倍子酸丙酯、生育酚（维生素E）、磷脂等	防止化妆品成分氧化变质，阻止油脂类原料的自氧化作用，防止酸败	膏霜类、乳液类等多种化妆品
	防腐剂	醇类、尼泊金酯类、甲醛释放体类、甲基氯异噻唑啉酮和甲基异噻唑啉酮的混合物（CMIT/MIT）、碘丙炔醇丁基氯甲酸酯（IPBC）等	杀死和抑制微生物生长，防止化妆品因微生物的作用而变质	膏霜类、乳液类等多种化妆品
	色素	有机合成色素（染料、颜料和色淀）、无机颜料（钛白粉、锌白粉等）、天然色素（指甲花红、紫草宁、高粱红等）、珠光颜料（主要为氯化铋或云母钛）	着色作用	唇膏、眼影、胭脂等
	香料	天然香料（玫瑰油、薄荷油等）、合成香料	赋香作用	香水、花露水等产品
活性成分	保湿剂	油脂类： 植物油脂（霍霍巴油、乳木果油等）；动物油脂（绵羊油等）；矿脂（矿油、凡士林等）；合成油脂（GTCC、2EHP等） 吸湿类： 甘油、丙二醇、丁二醇、尿素、乳酸钠、吡咯烷酮羧酸钠等 亲水大分子类： 透明质酸等 修护类： 神经酰胺、角鲨烷等	在皮肤表面生成一层油脂膜，以此来锁住皮肤内水分，防止水分流失 通过从外界环境中获取水分作用到皮肤角质层，提升皮肤含水量 用于皮肤表面能够形成一层水膜，兼具锁水和补水功效 修护、强韧皮肤屏障结构	爽肤水、护肤精华、面霜、面膜、眼精华、眼霜、粉底液等

资料来源：《现代化妆品科学与技术》袁炳毅、高志红著，科思股份招股书，中银证券

续 图表 4. 各原料主要细分品类及对应作用

分类	具体品类	成分	作用/功效	对应产品类型
活性成分	抗衰	维 A 酸及其衍生物：视黄醇	通过 RAR/RXR 调控皮肤角质形成细胞生长及分化相关的基因表达，达到改善皮肤光老化的作用，可以减少胶原蛋白分解，促进胶原蛋白合成	爽肤水、护肤精华、面霜、面膜、眼精华、粉底液等
		胜肽：抑制神经信号传递（二肽类蛇毒素、乙酰基六肽-3、乙酰基八肽-1、五肽等）、减少胶原蛋白分解（乙酰基五肽-4 等）、促进胶原蛋白合成（六肽-9、棕榈酰五肽-3、棕榈酰三肽-1、棕榈酰六肽等）	促进胶原蛋白合成	
	美白	玻色因：羟丙基四氢吡喃三醇	促进 GAG 合成，增厚皮肤角质，修护皮肤屏障改善肌肤含水量跟光泽度	爽肤水、精华、面霜、面膜、眼精华、粉底液等
		烟酰胺、熊果苷、丁基间二苯酚、377、曲酸、传明酸、壬二酸等	抑制酪氨酸酶的活性	
	防晒	物理防晒：二氧化钛、氧化锌 化学防晒：氨基苯甲酸，水杨酸辛酯，阿伏苯宗，氧苯酮，西诺沙酯，二甲胺本酸辛酯，二羟苯宗，邻氨基苯甲酸甲酯，苯基苯并咪唑磺酸，胡莫柳酯，磺异苯酮，奥克立林，水杨酸三乙醇胺，甲氧基肉桂酸辛酯等	紫外线照射在矿物质微粒上面形成漫反射 通过对紫外线的吸收，达到降低减少对皮肤损伤的目的	爽肤水、精华、面霜、防晒霜、防晒喷雾等

资料来源：《现代化妆品科学与技术》袁炳毅、高志红著，科思股份招股书，中银证券

从各原料市场格局看，海外企业占领国内主要市场。国内的原料供应商大多主营单一或几种原料，如创尔生物、华熙生物、华业香料、赞宇科技、湖南丽臣等；国外企业通常为综合性原料供应商，如巴斯夫、亚什兰、禾大、科莱恩等。从业务覆盖面看，国外厂商涉足的原料范围更广泛，原料业务不仅限于化妆品领域原料生产。从国产化化妆品中细分原料国产化率看，大多细分原料由海外企业供应，但国内企业在表面活性物及防晒剂方面表现突出。

图表 5. 各原料企业业务对比

公司	国内/国外	业务
华业香料	国内	内酯系列合成香料
赞宇科技	国内	表面活性剂和油脂化学品
湖南丽臣	国内	表面活性剂、民用洗涤用品和宾馆洗涤用品
巴斯夫	国外	化学品、塑料、功能性化学品、农用化学品和食用化学品、石油和天然气
亚什兰	国外	车用润滑剂及化学品、生物精炼、建筑与施工、化学加工、商业与公共机构、食品饮料、一般制造业、采矿、市政建设、包装、印刷和印刷、油漆和涂料、个人护理、制药、风能、纸浆及造纸、运输
禾大	国外	个人护理品、医药健康品，家居护理品、润滑油、纺织、电子、油田、涂料和其他功能性化学品
科莱恩	国外	纺织，皮革和纸张化工用品，颜料和添加剂，功能性化工用品

资料来源：公司官网，中银证券

图表 6. 某公司国产化妆品原料应用情况

分类	国产化率/%	产品存在主要问题
油脂蜡	10	生产企业少，产品种类少，缺高端植物油、高端白油凡士林、高端硅油，国产原料颜色、气味、手感普遍不佳，严重缺化妆品用蜡生产企业
乳化剂	10	化妆品用乳化剂种类少，大多数是传统的 PEG 类、聚甘油类、蔗糖酯类、硅油乳化剂，但颜色、气味、手感俱不佳，严重缺化妆品用卵磷脂精制品
防腐剂	25	传统防腐剂生产没问题，转向现在无防腐趋势用的替代防腐剂还较弱
香精油	25	习惯做低端洗涤，高端产品需要的香精不足，受高档香原料和香基所限，品香师对化妆品行业浸润不够，对化妆品香型需求认识有限
有机色淀	0	几乎没有国内产品用于化妆品行业
无机色素	0	一品氧化铁，氟氧化铍等，但还不普及
珠光颜料	25	国产精细化品种不足，批次差异化较大，极细极亮珠光较少，重金属风险较大
功能粉体	5	化妆品用功能粉体几乎没有，代表产品为 Silica、BN、尼龙粉、PMMA、PSQ，几乎都进口
表面活性剂	50	强项，AES、烷基糖苷、烷基磷酸酯都不错，中国这几年特别在氨基酸表面活性剂这块崛起很快，无论生产还是应用技术，颇有赶超之势
发用调理剂	20	阳离子品种几乎都有，小分子阳离子国产气味控制不好；聚季铵盐，阳离子瓜尔胶品种较少
中和剂	25	几乎都进口，氢氧化钾也基本是韩国 UNID 公司的，三乙醇胺基本用进口品（目前国家对 TEA 类反倾销）
防晒剂	75	大部分化学防晒剂基本都能国产化，质量稳定；还缺高端纳米氧化锌和纳米二氧化钛

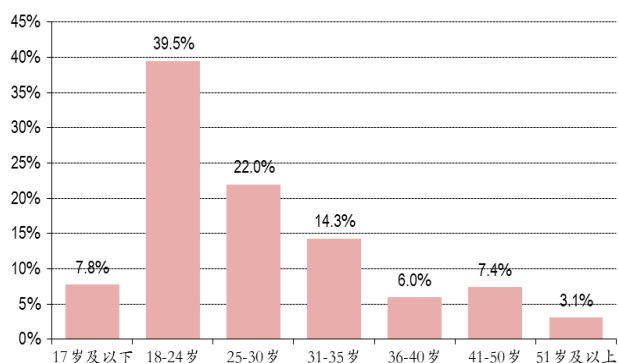
资料来源：《中国化妆品原料产业界的现状和使命》申桂英著，中银证券

三、从供需双方看未来功效性趋势

3.1 消费者聚焦功效性，活性成分布局成为重点

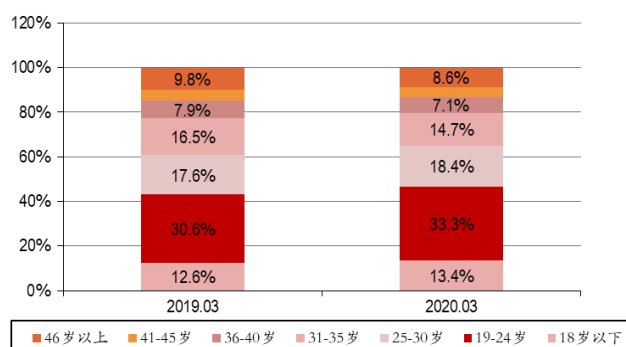
化妆品行业的核心消费群体以女性为主，年龄在 17-35 岁，且人群的城市分布较为均匀。据艾瑞咨询，2021 年护肤品消费者中 18-35 岁人群占比超过 70%，其中 18-24 岁达到 39.5%；性别上，我国女性人群为消费主力，2020 年占比为 76.8%；消费人群的城市划分呈现较均匀的分布，大多城市占比保持在 20%左右。

图表 7. 2021 年美妆及护肤品年龄集中于 17-40 岁



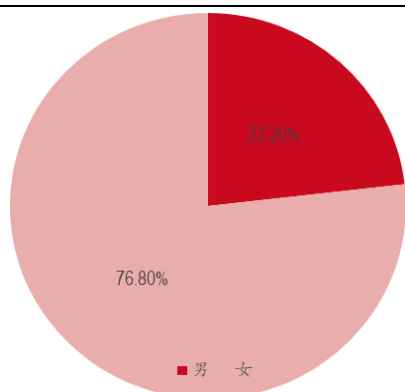
资料来源：艾瑞咨询，中银证券

图表 8. 2019 年及 2020 年化妆品行业的消费者年龄情况



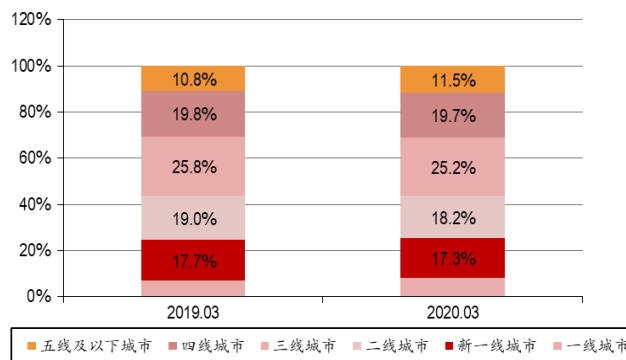
资料来源：艾瑞咨询，中银证券

图表 9. 2020 年化妆品行业消费者性别划分



资料来源：艾瑞咨询，中银证券

图表 10. 2020 年化妆品行业消费者城市划分



资料来源：艾瑞咨询，中银证券

根据年龄结构可判断，Z 世代为最核心消费主力，该类消费者在做决策时更多会通过各式信息针对自身需求做出理性判断。17-35 岁的消费年龄人群主要为 90、95 甚至 00 后，而相比于 80 后消费者，该类人群（Z 世代）因在信息流通的环境中长大，更懂得使用各类媒介进行信息的挖掘；此外，Z 世代消费者大多不盲目相信品牌自身所描述，而是通过信息收纳做出最终决策判断，而拒绝交“智商税”。

图表 11. 成分、功效及性价比是中国化妆品消费者主要关注点

购买原因	成分与功效	性价比	品牌保障	使用感/妆感	朋友同事口碑	专业人士推荐	售后服务	独家技术	美妆博主种草	明星代言	产品包装	限量版/联名款
比例	53.2%	49.30%	40.70%	40.50%	37.00%	32.70%	22.50%	22.10%	20.00%	18.80%	17.80%	15.00%

资料来源：艾瑞咨询，中银证券

随着化妆品行业步入功效元年，活性成分重视度快速提升。活性成分即有效成分，指具有医疗效用或生理活性，可以对人体皮肤产生作用的成分，其在护肤品中起到保湿、抗衰、美白、防晒、舒敏等功效，是化妆品原料企业及品牌方的重点研发和宣传领域。根据美丽修行《2021年中功效成分榜单》，保湿、抗氧化、抗衰、美白祛斑、修护、防晒、舒敏、祛痘、去角质、去黑头、控油、去黑眼圈是目前消费者最关注的几大功效。

图表 12. 化妆品细分活性成分

分类	细分功效成分	对应功效	对应原料
保湿剂	油脂类	在皮肤表面生成一层油脂膜，以此来锁住皮肤内水分，防止水分流失	植物油脂（霍霍巴油、乳木果油等）；动物油脂（绵羊油等）；矿脂（矿油、凡士林等）；合成油脂（GTCC、2EHP等）
	吸湿类	通过从外界环境中获取水分作用到皮肤角质层，提升皮肤含水量	甘油、丙二醇、丁二醇、尿素、乳酸钠、吡咯烷酮羧酸钠等
	亲水大分子类	用于皮肤表面能够形成一层水膜，兼具锁水和补水功效	透明质酸等
	修护类	修护、强韧皮肤屏障结构	神经酰胺、角鲨烷等
抗氧化	传统抗氧化成分	直接攻击氧化自由基	维生素 C、维生素 E
	植物提取物	对活性氧等自由基具有强捕捉/清除能力	植物多酚（茶多酚、葡萄多酚）、白藜芦醇等
	人工合成	消灭完自由基后自身还能保持良好的稳定性，可循环使用	EUK-134、LIPOCHROMAN 等
	其他	使机体内的红细胞免于自由基的损伤/抑制自由基引起的脂质过氧化作用	麦角硫因、虾青素等
抗衰	维 A 酸及其衍生物	通过 RAR/RXR 调控皮肤角质形成细胞生长及分化相关的基因表达，达到改善皮肤光老化的作用，可以减少胶原蛋白分解，促进胶原蛋白合成	视黄醇
	胜肽	促进胶原蛋白合成	抑制神经信号传递的“肽”（二肽类蛇毒素、乙酰基六肽-3、乙酰基八肽-1、五肽等）、减少胶原蛋白分解的“肽”（乙酰基五肽-4 等）、促进胶原蛋白合成的“肽”（六肽-9、棕榈酰五肽-3、棕榈酰三肽-1、棕榈酰六肽等）
	玻色因	促进 GAG 合成，增厚皮肤角质，修护皮肤屏障改善肌肤含水量跟光泽度	羟丙基四氢吡喃三醇
美白祛斑	-	抑制酪氨酸酶的活性	烟酰胺、熊果苷、丁基间二苯酚、377（苯乙基间二苯酚）、曲酸、传明酸、壬二酸等
防晒剂	物理防晒	紫外线照射在矿物质微粒上面形成漫反射	二氧化钛、氧化锌
	化学防晒	通过对紫外线的吸收，达到降低减少对皮肤损伤的目的	氨基苯甲酸，水杨酸辛酯，阿伏苯宗，氧苯酮，西诺沙酯，二甲胺本酸辛酯，二羧苯宗，邻氨基苯甲酸甲酯，苯基苯并咪唑磺酸，胡莫柳酯，磺异苯酮，奥克立林，水杨酸三乙醇胺，甲氧基肉桂酸辛酯等
舒敏修护	-	促进表皮细胞分裂和基底层细胞再生，修复皮肤屏障；去除老化的角质层虚沫，促进皮肤新陈代谢，增加皮肤弹性；促进上皮细胞的生理功能趋于正常，减少干燥引起的死皮和角质层的生成	神经酰胺、积雪草、泛醇、油橄榄叶提取物、甘草酸二钾、马齿苋提取物、红没药醇
祛痘/去角质	-	促进皮肤的废角质脱落；渗透毛囊调理	水杨酸、果酸、维 A 酸、壬二酸、皮傲宁、茶树精华等
控油	-	抑制油脂腺；收敛毛孔；平衡油脂	金盏花、金缕梅、洋甘菊等
去黑眼圈	-	清除有害的自由基、减少眼部水肿；减少眼周色素黯沉；维生素 K 可以促进皮下水分和血液循环，收缩毛细血管，从根本上改善循环功能不良引起的黑眼圈	咖啡因、黑洛西肽（5,7-二羟基黄酮、N-羟基琥珀酰亚胺、棕榈酰三肽-1、棕榈酰四肽-7）、维生素 K 等

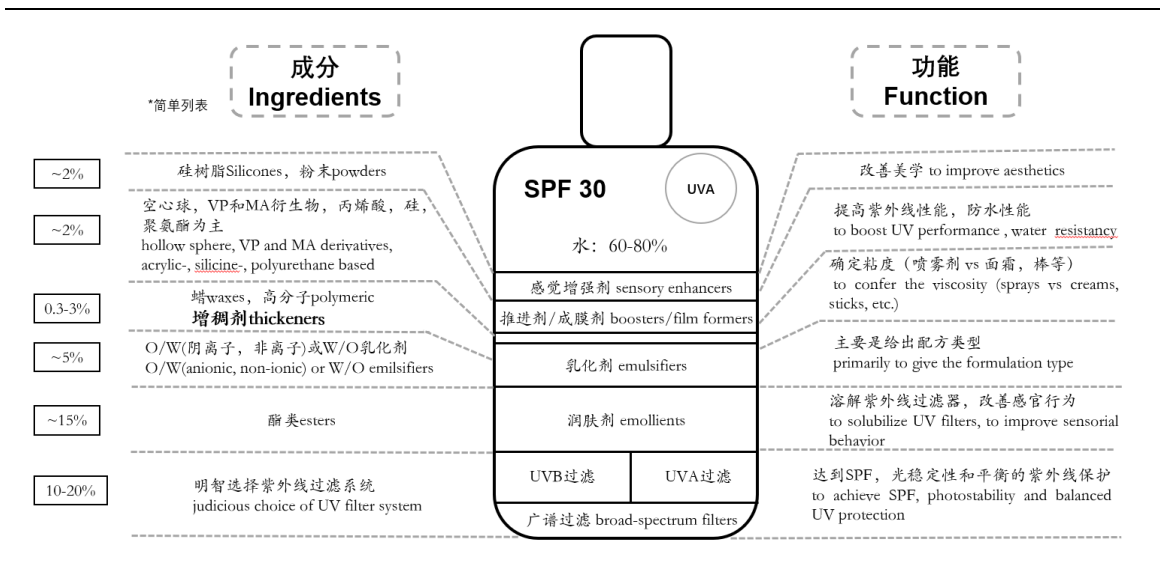
资料来源：用户说，美丽修行，中银证券

3.2 核心功效性成分：防晒剂

3.2.1 防晒需求驱动下，防晒剂市场快速上行

防晒剂为产品活性成分中极为重要的部分，多存在于防晒霜和防晒喷雾等产品中，含量占比较大。随着消费者对防晒意识的提升，除防晒产品外，部分护肤/面部底妆产品中均有添加防晒剂。从防晒剂的含量来看，一般防晒剂的在防晒霜的含量占比通常在 10-20%，高于其他活性成分在一般化妆品中的含量合计占比（一般 1-15%）。

图表 13.典型防晒产品主要成分及功能



资料来源:《Global state of sunscreens》, 中银证券

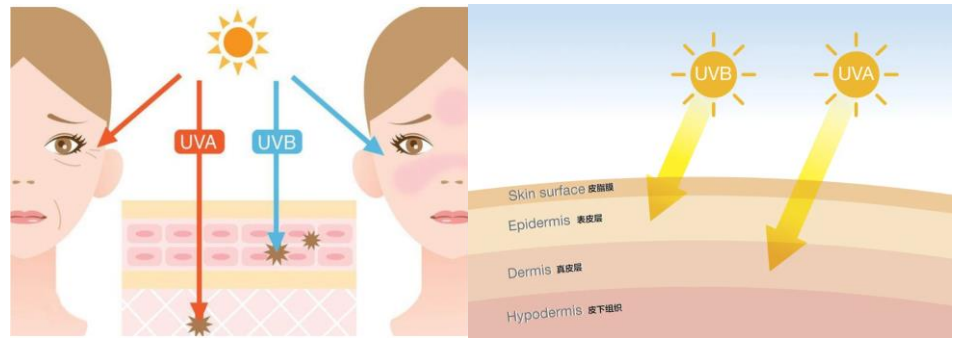
防晒剂主要起到抵御光线中的 UVA 和 UVB 的作用。在光线中, UVA 和 UVB 是损伤皮肤的两种不可见光。在到达地球表面的紫外线辐射中, 按照波长可以划分为 UVA、UVB 和 UVC。UVA 波长 320-400nm, 凭借强穿透能力, 可以穿透皮肤表层, 深入真皮以下组织, 是晒黑、皮肤衰老和皮肤癌的诱因。UVB 波长 280-320nm, 穿透能力较弱, 仅有不足 2%能到达地球表面, 是使皮肤晒伤、晒红的关键因素。防晒剂通过添加在防晒霜/防晒喷雾中, 起到抵御 UVA 和 UVB 作用, 进一步保护皮肤。

图表 14. 紫外线主要分类

	波长	皮肤穿透力	皮肤损伤力	对应防晒化妆品防护能力指标
UVA	长波紫外线 320nm-400nm	穿透力相对强, 可穿透皮肤表层, 深入真皮以下组织	短期: 破坏胶原蛋白等皮肤内部微细结构, 产生皱纹和幼纹, 令皮肤松弛衰老, UVA 的能量是 UVB 的 15 倍, 能使皮肤中结合水的透明质酸减少, 加速黑色素形成, 使肤色变黑; 长期: 诱发皮肤癌	PFA 主要衡量防晒化妆品防止皮肤晒黑的能力, 即 UVA 防护能力 (即市面上常用的 PA 值就是对 PFA 的等级划分)。
UVB	中波紫外线 280nm-320nm	穿透力相对弱, 仅不足 2%能到达地球表面, 可到达表皮层	短期: 正常人日光直晒 25 分钟就易导致皮肤红肿和日光性皮炎 (晒伤); 长期: 损伤细胞 DNA, 诱发皮肤癌	SPF 值主要衡量防晒化妆品防止皮肤晒红、晒伤的能力, 即 UVB 防护能力

资料来源: 用户说, 美丽修行, 中银证券

图表 15. UVA 和 UVB 对皮肤的影响图



资料来源：百度图片，中银证券

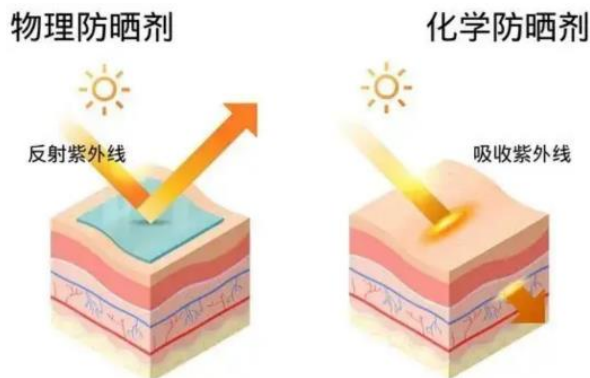
具体来看，防晒剂又可以分为物理防晒和化学防晒。**物理防晒**主要利用反光粒子，通过反射和散射紫外线使到达皮肤的紫外线量得以减少来达到防晒的目的，物理防晒剂的优点为安全性好，不易过敏，缺点为较厚重，涂在面部易泛白、粘腻；**化学防晒**通过吸收紫外线并通过新陈代谢排出体外，达到降低减少对皮肤损伤的目的，化学防晒剂优点为质地轻薄、透明感好和透气水润，缺点为具有一定刺激性，可能对皮肤造成敏感以及防晒时间有限制。

图表 16. 防晒剂分类

作用机理	主要成分	特点
物理防晒 利用反光粒子，反射和散射紫外线，使到达皮肤的紫外线量得以减少来达到防晒的目的	二氧化钛、氧化锌	优点：安全性好，不容易过敏，比较适合儿童和敏感型皮肤；缺点：比较厚重，涂在面部易泛白、粘腻
化学防晒 通过吸收紫外线并通过新陈代谢排出体外，达到降低减少对皮肤损伤的目的	防 UVA: 丁基甲氧基二苯甲酰基甲烷、苯基二苯并咪唑四磺酸酯二钠、二乙氨基羟苯甲酰基苯甲酸己酯、对苯二亚甲基二樟脑磺酸、邻氨基苯甲酸甲酯等； 防 UVB: 对氨基苯甲酸类、胡莫柳酯、甲氧基肉桂酸乙基己酯、水杨酸乙基己酯、苯基苯并咪唑磺酸等； 防 UVA+UVB: 双-乙基己氧苯酚甲氧苯基三嗪、亚甲基双-苯并三唑基四甲基丁基酚、甲酚曲唑三硅氧烷等	优点：质地轻薄、透明感好、透气水润；缺点：具有一定刺激性，可能对皮肤造成敏感，防晒时间有限制

资料来源：用户说，美丽修行，中银证券

图表 17. 物理防晒剂和化学防晒剂



资料来源：百度图片，中银证券

随着防晒产品规模增长以及消费者防晒意识增强驱动多样化化妆品品类中添加防晒剂成分，中国防晒剂市场总体呈现较高增长。从防晒产品市场规模看，截至 2021 年中国防晒产品市场规模达到 144.29 亿美元，同比增速 6.64%，增速远高于全球防晒产品市场规模增速；化妆品市场中，国内市场规模增速同样领跑全球。在消费者防晒需求拉动下，2021 年国内防晒剂市场增速达到 9%，高于全球增速（3.95%）。

图表 18. 全球及中国防晒剂市场规模及防晒产品市场规模

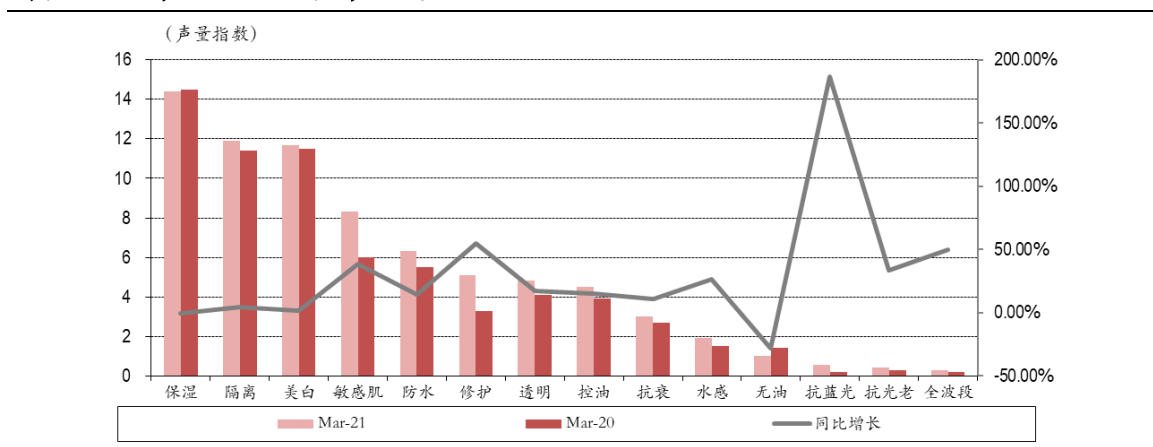
防晒剂市场规模 (吨)									
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
全球	34,810.4	36,462.3	37,370.8	42,821.4	51,559.4	53,598.1	55,606.4	52,888.0	54,978.3
yoy	4.69%	4.75%	2.49%	14.59%	20.41%	3.95%	3.75%	-4.89%	3.95%
中国	4,536.2	5,028.3	5,536.0	6,419.3	8,995.2	9,808.8	10,741.6	11,419.0	12,453.6
占比	13.03%	13.79%	14.81%	14.99%	17.45%	18.30%	19.32%	21.59%	22.65%
yoy	10.52%	10.85%	10.10%	15.96%	40.13%	9.04%	9.51%	6.31%	9.06%
防晒产品市场规模 (亿美元)									
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
全球	114.57	118.48	117.85	107.82	108.85	114.20	119.29	121.06	108.01
yoy	1.30%	3.41%	-0.53%	-8.51%	0.95%	4.92%	4.45%	1.49%	-10.77%
中国	68.16	72.24	78.22	85.04	92.96	101.74	114.31	135.30	144.29
yoy	9.38%	5.99%	8.27%	8.72%	9.31%	9.45%	12.36%	18.36%	6.64%
化妆品市场规模 (亿美元)									
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
全球	4769.8	4826.7	4485.5	4542.3	4781.3	4975.8	5033.2	4840.3	5249.1
yoy	2.0%	1.2%	-7.1%	1.3%	5.3%	4.1%	1.2%	-3.8%	8.4%
中国	357.5	401.8	446.8	485.5	512.0	510.5	553.5	638.9	702.0
yoy	18.0%	12.4%	11.2%	8.7%	5.4%	-0.3%	8.4%	15.4%	9.9%

数据来源：欧睿数据，中银证券

3.2.2 防晒新概念涌现，多样化防晒需求催生行业机遇

当下与防晒相关的功效中，“修护”、“抗蓝光”和“全波段”等新概念功效需求快速增长。根据用户说统计，防晒产品相关关键词的声量变化中，2021 年 3 月“修护”、“抗蓝光”和“全波段”声量增长超过 50%+，其中“抗蓝光”实现 100%+。

图表 19. 防晒产品相关关键词声量变化



资料来源：用户说，中银证券

1) 防晒场景拓展至室内，驱动防蓝光功效需求，未来有望成为研发推新亮点。伴随人均收入水平提升、消费结构升级以及对精细化护肤和功效成分需求兴起，市场对化妆品及其活性成分提出更多和更高的要求，对应防晒场景不再局限于户外和夏天，拓展到任何可能存在 UV 辐射的场景。其中，蓝光属于波长处于 400nm-480nm 之间具有相对较高能量的光线可见光，相比于紫外线，蓝光具有更强的穿透力，可直达人体皮肤真皮层，导致肌肤细胞里的 per-1 时钟肌因活性降低，肌肤的自我修护力会降低，加速皮肤衰老、松弛，会对皮肤甚至基因造成更深层次伤害。而当下消费者使用电脑、手机等电子设备的频率不断增加，在日常室内场景下保护皮肤的需求快速增长，驱动抗蓝光功效需求提升。在具体方式上，一方面可以从物理防晒角度考虑抗蓝光，另一方面可以使用抗氧化剂与生物酶作用抗自由基损伤来达到抗蓝光的效果。

图表 20. 蓝光与紫外线波长对比情况



资料来源：中国美妆网，中银证券

2) 抗光老化驱动全波段防晒需求。皮肤老化存在内在和外在因素影响，内源性的或时间上的衰老主要是由遗传因素所决定的；外在因素主要指光老化，占面部老化的 80% 以上。造成光老化的不仅限于紫外线，部分红外线光等也是造成面部老化的原因。因此随着消费者对护肤需求的愈加精细化，全波段防晒需求高增，其中，全波段=蓝光（高能可见光）+UVA（长波紫外线）+UVB（中波紫外线）+NIR（近红外线）。因此，未来全波段防晒功效也将成为一大产品推新趋势。

3) 对肤质的适应性选择，催生敏感肌修护防晒需求高增。当前市面上大多化学防晒的第一步都是皮肤吸收紫外线的方式，该模式会在皮肤表面会产生热，对应本身皮肤不耐受的消费者来说，会出现过敏症状；此外，大多防晒剂的以小分子化合物为主，也存在脆弱肌肤吸收出现过敏问题。在物理方式方面，质地相对厚重，需要清洁力较强的洗面奶进行清洗，也将对敏感肌有一定刺激，因此若本身防晒产品带有修护/舒敏作用，将一定程度减缓上述症状。也进一步驱动了敏感肌的修护防晒需求研究和推新。

图表 21. 抗蓝光、修护防晒产品



资料来源：淘宝，中银证券

3.3 决定产品功效性的原料：多样化活性成分

3.3.1 热门活性成分聚焦保湿、双抗、美白、舒敏

除防晒剂外，其他核心活性成分在产品中含量占比较低。活性成分原料中，大多所需成分占比不高即可达成产品所需功效性需求，其中需求较高浓度才能其效果的活性成分代表之一为烟酰胺，所需浓度一般在 2%，但高效产品的添加量最高可达到 10%，其余大多活性成分多为 1% 以下浓度即可起效，因此这类核心活性成分尽管含量不高，但对产品发挥功效发挥重要作用。

图表 22. 活性成分起效的添加量

	活性成分	对应起效的添加量
需要高浓度才起效的成分	烟酰胺（维生素 B3）	一般起效浓度是 2%，一些强效产品的添加量甚至可能会达到 5%-10%
	甘草酸二钾	0.1% 以上
	苯乙基间苯二酚	0.2%~0.5%（0.1%~0.3% 就可以起效）
	依克多因	0.1% 以上
	富勒烯	2ppm 以上（1% 就是超高浓度了）
微量添加就有效果的成分	视黄醇（A 醇）	0.05-0.075%（维 A 类成分在去皱抗衰上的高效也意味着褪皮、泛红敏感等副作用，为了平衡效果和副作用，不少产品添加量都不会超过 0.1%）
	乙酰基六肽-8	几十个 ppm
	蓝铜胜肽	几十个 ppm
	α-红没药醇	0.2%~0.5%
	芍药苷	100μg/mL 芍药苷抑制黑素细胞的生长；5~10μg/mL 浓度可促进促黑素细胞的增殖
添加量过高反而导致效果下降的成分		

数据来源：《化妆品标签管理办法（征求意见稿）》，中银证券

随着行业监管趋严，安全趋势向好，消费者关注重点开始从安全趋向作用、浓度、活性、配方等功效进阶。随着我国化妆品市场高速发展和消费者科学护肤意识觉醒，成分在美妆消费决策中的影响力不断扩大。根据美丽修行《2021 年中功效成分榜单》，保湿、抗氧化/抗衰是目前最受关注的成分功效，美白祛斑、修护/舒缓类功效成分用户关注度提升最明显。

图表 23. 保湿、抗氧化和抗衰为最受消费者关注的前三大功效



资料来源：美修大数据，中银证券

1) 持续高需类型成分

保湿：细分市场下的品类王者，位属化妆品市场长青赛道。保湿剂是一类在产品中可在宽广相对湿度范围变化和较长时间内增加或保持皮肤上层水分的化妆品原料，具有低的挥发性，可以保持皮肤上层水分。补水保湿作为基础功效，始终是护肤品的消费关注热点，在补水保湿市场，对功效的高期待与市场的高需求相伴而行，专业、高效的补水保湿产品才能充分释放消费活力。

图表 24. 热门保湿原料榜单

热门原料	功效	代表品牌/产品
透明质酸	在化妆品中，透明质酸主要起到保湿、营养、修复、防晒、润滑及成膜等作用。其中，保湿作用是其最重要的生理功能之一，与其他常用保湿剂，如甘油、山梨醇、吡咯烷酮羧酸钠等相比，透明质酸是人体内天然存在的物质，使用后产生不良反应的风险小，受环境湿度影响较小	华熙生物润百颜玻尿酸水润次抛精华液；华熙生物夸迪 5D 玻尿酸焕颜精粹次抛原液；HFP 玻尿酸原液；理肤泉 B5 玻尿酸精华；修丽可 B5 保湿精华
神经酰胺	是存在于人体皮肤最外侧的角质层细胞间类脂体的主要构成成分(>50%)起着防止水分散发及对外部刺激有防护功能的重要作用，承担着保护皮肤和滋润、保湿功能	CeraVe PM 乳液；伊丽莎白雅顿金致胶囊精华液；玉泽皮肤屏障修护神经酰胺调理乳；修丽可 Triple Lipid Restore 2:4:2；Curel 珂润润浸保湿柔和乳液
泛醇	泛醇具有皮肤调理（和维生素 B6 一起使用后被皮肤吸收能够增加皮肤中的透明质酸含量，促进人体蛋白质、糖类和脂肪的代谢）、强效保湿（其分子量较小，能有效渗透到角质层，滋润皮肤表面的角质层，起到强效保湿的作用）、改善皮肤粗糙、消炎（刺激上皮细胞的生长，促进伤口愈）等功能	理肤泉 B5 修护霜；修丽可维生素 B5 保湿凝胶；百植萃维生素 B5 保湿精华
角鲨烷	角鲨烷是一种具有抗氧化功效的天然保湿因子，可以让皮肤细胞完美紧密地维系在一起，预防个别的皮肤细胞丧失水分，因此形成柔滑细致的健康美肌。它温和低敏、透明无味，好延展不油腻的特性，各种肤质的人都适用，对于性肤质甚至敏感肌肤而言，肌肤的触感和外观会有良好的提升	Kiehls 科颜氏高保湿面霜；PMPM 玫瑰红茶双萃精华油；HABA 角鲨烷精华油；The Ordinary 植物角鲨烷精华
甜菜碱	甜菜碱允许水分子完全被全活细胞吸收利用，当一个水分子占据甜菜碱两性离子中间时就容易将自身水分子释放给周边液体。它可以说是真正意义上的水分子携带者，保湿机理性能高，即便是低浓度的环境下也能长时间保湿	雅诗兰黛樱花版微精华露；瑗尔博士益生菌精研平衡修护水；上水和肌水杨酸祛痘爽肤水

资料来源：美修大数据，用户说，品牌官网，中银证券

抗氧/抗衰：抗老需求呈现精细化年轻化发展态势。随着颜值经济兴起及直播、短视频等的流行，消费者护肤意识强化，抗老意识不断向年轻群体渗透，抗老逐渐成为刚性护肤需求。其中，视黄醇、玻色因、胜肽为热门抗衰原料，具有促进胶原蛋白生成、修护肌肤屏障功效。此外，维生素 C、维生素 E、麦角硫因、二裂酵母、虾青素、阿魏酸等为热门抗氧化成分，从抗氧化、抗糖等方面共同作用，达到延缓肌肤衰老、改善肌肤衰老状态的效果。

图表 25. 热门抗衰原料榜单

热门原料	作用机理	代表品牌产品
视黄醇	视黄醇本质上是维生素 A 的衍生物，维生素 A 是促进细胞更新的重要营养元素之一。视黄醇的生物功效，它有助于应对自由基损伤，自由基是让皮肤衰老的重要因素。在护肤品中的作用，护肤品添加视黄醇后，可以促进皮肤细胞更新，提亮肤色，减少粉刺，并促进胶原蛋白的产生，还能够清除死皮细胞，防止毛孔堵塞和肌肤暗沉。视黄醇亦可以减少皱纹、均匀肤色、修复色斑，在化妆品中使用这些成分，能够有效对抗肌肤衰老，有助于延缓衰老	珀莱雅红宝石精华 2.0；Medature 视黄醇精华；HBN 视黄醇维 A 抗衰老晚霜；露得清 A 醇晚霜
玻色因	一种具有抗衰功效的木糖衍生物，可以促进氨基葡萄糖的生成，防止肌肤水分流失，使肌肤保持水嫩饱满，促进粘多糖和胶原蛋白的合成，进而提升肌肤的紧致度与弹力。此外，相比其他成分，玻色因时可以穿过表皮层作用真皮层的一种成分，能更有效的从源头开始重构肌肤细胞结构，进而达到提拉紧致淡化细纹，延缓衰老的作用	赫莲娜黑绷带面霜；修丽可 Age 面霜；修丽可紫米精华；理肤泉玻色因抗老再生修护眼霜；兰蔻菁纯眼霜
羟丙基四氢吡喃二列酵母发酵产物溶胞物	有很强的抗免疫抑制活性并能促进 DNA 修复，可有效保护皮肤，不受紫外线引起的损伤，用于乳化、水基及水醇体系的护肤、防晒及晒后护理产品，帮助预防表皮及真皮的光老化。二裂酵母发酵产物溶胞物，会产生包括维生素 B 群、矿物质、氨基酸等有益护肤的小分子，是一种只用于护肤的优质酵母精华。其可以加强角质层的代谢，还能捕获自由基，抑制脂质的过氧化，具有美白、抗衰老的功能。其中富含的营养物质，有滋养皮肤的功能	兰蔻小黑瓶精华肌底液；雅诗兰黛小棕瓶；欧莱雅青春密码酵素精华肌底液
乙酰基六肽-8	乙酰基六肽-8 又称为阿基瑞林、类肉毒杆菌素、涂抹式肉毒杆菌等，是由六个氨基酸组成的寡肽。乙酰基六肽-8 是一种常见的化妆品原料，其功效主要是祛除皱纹、促进胶原蛋白生成、修复受损肌肤、改善细胞新陈代谢等	雅诗兰黛线雕精华；珀莱雅红宝石精华 2.0
棕榈酰五肽-4	棕榈酰五肽-4 属于抗衰老成分，在化妆品中作皮肤调理剂、抗氧化剂和保湿剂使用，风险系数为 1，比较安全，可以放心使用。五肽拥有五个氨基酸，这是化妆品中最出名也是最普遍的胶原蛋白胜肽之一。棕榈酰五肽-4 可以刺激皮肤基质的关键部件的合成如胶原蛋白等	SK-II 大红瓶；Olay 新生塑颜空气感凝霜

资料来源：用户说，品牌官网，中银证券

2) 快速高增类型成分

美白祛斑：美白身体部位延伸，需求高增。根据用户说《2022 年美妆成份趋势洞察报告》，在 TOP50 的成分热度榜中，美白需求为主流功效成分之一，且美白市场相较于其他功效需求市场更大，由基础的面部护肤拓展到身体护理。在美白祛斑主要原料中，烟酰胺、光甘草提取物、377 热度较高，其主要通过减少黑色素产生和向表皮层传递、依托抗氧化成分助攻、降低络氨酸酶活性等路径实现淡化色斑、美白肌肤的效果。

图表 26. 热门美白祛斑原料榜单

热门原料	作用机理	代表品牌产品
光果甘草根提取物	光果甘草提取物能够深入皮肤内部，并保持高活性，有效抑制黑色素生成过程中多种酶（如抑制酪氨酸酶）的活性，又能抑制多巴色素互变和 DHICA 氧化酶的活性，是一种快速、高效、安全、绿色的防晒、美白祛斑化妆品添加剂，在全球化妆品界有“美白黄金”的美称	谷雨光甘草雪肌水乳；后秘贴焕然新生精华液；黛珂莹润粹白菁华液；伊丽莎白雅顿晶璨皙颜多效夜间精华液
传明酸	传明酸在化妆品中作皮肤调理剂、保湿剂和美白剂使用。它有抑制黑色素增强的因子群，从而彻底阻绝因紫外线照射而形成黑色素的途径，让黑斑不再变浓扩大，有效防止皮肤色素沉积。该成分的添加量在 2%-3% 之间	ipsa 流金水；cpb 光透白密集焕亮精华；UFACE 传明算精华
烟酰胺	烟酰胺有抑制黑色素、修复肌肤屏障、抗衰老、保湿、控油等护肤效果。对于美白功效，烟酰胺可以抑制肌肤上黑色素的产生以及沉淀，从而可以美白肌肤，改善肤色泛黄的情况。此外，烟酰胺可以修复肌肤平整，改善受损的肌肤角质层，同时对于皮肤上的红血丝也能改善。使用含有烟酰胺的护肤产品，可以减缓皮肤衰老的问题，帮助肌肤减少面部皱纹和色斑，刺激胶原蛋白再生，促进皮肤代谢，保持肌肤年轻	The Ordinary 10% 烟酰胺精华；Olay 淡斑小白瓶；SK-II 光蕴环采钻白精华露
熊果苷	熊果苷当中的某些成分可以通过抑制体内酪氨酸酶的活性，防止酪氨酸的氧化，影响多巴及多巴醌的合成，抑制黑色素的生成，减少皮肤色素的沉积，从而达到淡化色斑、美白肌肤的效果	The Ordinary α -2% 熊果苷 HA 亮白淡斑精华液；薇诺娜熊果苷美白保湿精华乳；HBN 熊果苷精萃水
苯乙基间苯二酚 (377)	能有效抑制 B16V 细胞合成黑色素的活性，以及改善肤色不均，降低紫外线照射肌肤引起的皮肤着色，同时具有抗皱能力	城野医生 377 美白精华；优时颜 377 小白瓶；伊丽莎白雅顿橘灿 2.0；巴黎欧莱雅注白瓶

资料来源：用户说，品牌官网，中银证券

舒敏修护：伴随敏感肌人群基数逐年增长+消费者皮肤管理意识增强，舒缓修护释放潜力，新型功效同步诞生。一方面，受多种外部因素（如环境问题、换季、饮食习惯、压力、作息不规律等）、自身护肤误区、医美术后修复等多方面原因的影响，敏感肌人群基数逐年增长；另一方面，随着消费者对皮肤健康管理意识增强和敏感肌人群修复意识提升，敏感肌人群加速转化为用户。在此背景下，舒敏修护迎来市场机会。舒敏修护主要原料为马齿苋提取物、依克多因、油橄榄叶提取物、蓝铜胜肽等，通过调节表皮细胞间脂质的含量和组成来修复皮肤屏障，达到舒缓、抗刺激、消炎的作用。

图表 27. 热门美舒敏修护原料榜单

热门原料	作用机理	代表品牌产品
马齿苋提取物	马齿苋提取物在化妆品、护肤品中的主要作用是抗炎剂、抗菌剂和抗氧化剂，其风险系数较低，比较安全，没有致痘性。主要用于抗过敏、抗炎消炎和抗外界对皮肤的各种刺激作用，特别是对于长期使用激素类化妆品产生的皮肤过敏有明显的抗过敏作用	薇诺娜特护霜；薇诺娜马齿苋舒缓保湿喷雾
四氯甲基嘧啶羧酸（依克多因）	作为一种渗透压补偿性溶质存在于耐盐菌中，在细胞内起到化学递质样作用，对细胞在逆环境中具有稳定性的保护作用，也能稳定生物体内酶蛋白的结构，有活肤抗衰的功能；可提供良好的保湿和防晒功能，并有美白皮肤的作用；四氢甲基嘧啶羧酸也可保护中性粒细胞，显示有抗炎作用	量克依克多因精华
油橄榄叶提取物	油橄榄叶提取物具有抗炎作用。可以刺激巨噬细胞活性，一方面在炎症早期促进炎症反应，杀灭细菌并吞噬，抑制组织胺的释放，降低致炎因子 TNF- α 和 IL-1 β 的 mRNA 表达，具有抗炎作用，另一方面在炎症后期抑制炎症反应，促进细胞增殖、胶原沉积，改善炎症引起的红血丝、刺激脱皮、炎性痘疹、炎症后色素沉着	欧玛油橄榄精华凝胶；希妍萃橄榄积雪草舒颜精华液；米蓓尔舒缓安肤精华液
三肽-1 铜（蓝铜胜肽）	常用于美容护肤抗皱，还具备促进头发生长、伤口愈合等功效，它不但可以促进肌肤上皮组织再造，修复皮肤年青、减少大小皱纹与疤痕、改善肌肤弹性、使角质层细胞和纤维母细胞增长，更可以让皮下组织变厚，使皮肤不再敏感敏感，提升肌肤弹性与韧度，也让护肤品在脸部能被最大化的吸收运用	薇诺娜蓝铜胜肽精华；华熙生物夸迪 5D 玻尿酸焕颜精粹次抛原液；瑗尔博士蓝铜胜肽次抛
甘草酸二钾	作为皮肤调理剂使用，主要为甘草根部及茎部的甘草甜素（甘草酸）成分适合过敏性肌肤，抗刺激及控油，退红肿消炎愈合作用。可有效预防皮肤受刺激时敏感发炎现象。对日照引起的炎症具有消炎镇静作用，常被用于抗过敏及修复化妆品中	修丽可紫米精华；赫莲娜黑绷带面霜

资料来源：用户说，品牌官网，中银证券

无论是持续高需求的原料，还是快速需求增长的热门原料，均存在一个共性，即均在需求+供给双侧发力共驱下受到较高关注。需求端，消费者对美白、抗老、舒敏方面需求得到满足；供给端，品牌通过精准捕捉不同消费者群体护肤痛点、与活性成分供应商合作开发“独家成分/功效卖点”，同时依托强大医学背景专家背书，以数据支撑，锁定消费者护肤痛点、场景、市场趋势和机会点，进行卖点包装和创意梳理，以此为产品故事进行推广，有助于加速对消费者成分功效教育，进一步拉动成分热度提升。

图表 28. 品牌对成分的宣传

珀莱雅红宝石精华2.0



全新2.0
红宝石精华⁺

20%³六胜肽-1溶液
1%³超分子维A醇

修丽可AGE面霜



蓝莓精华
改善肌肤松弛

波色因
恢复弹性 充盈紧致

植物鞘氨醇
舒缓干燥紧绷

资料来源：淘宝，中银证券

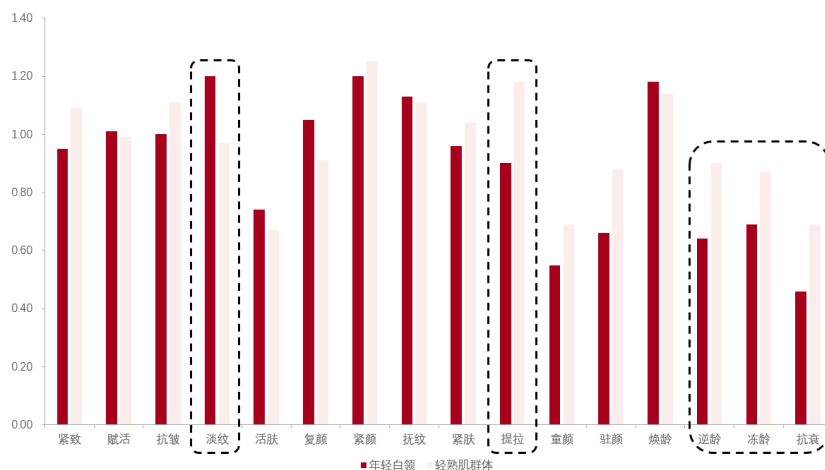
3.3.3 从供需双方看未来功效性趋势

从需求到供给端看未来活性成分趋势：功效性需求方面，抗老愈加精细化，美白需求更追求温和无刺激；舒敏修护在医美兴起和生活环境影响下热度持续。

➤ 需求端驱动型功效性趋势：

1) 抗衰需求呈现不同年龄段人群更精细化的发展态势。根据美丽修行《抗衰消费者洞察报告》，从目标人群画像来看，一、二线城市、25-44 岁人群更关注抗衰老功效，且均以女性为主。消费者对于抗衰的关注趋于年轻化，集合浏览占比、浏览增长及 TGI 分析认为，年轻白领（25-29 岁）和轻熟肌群体（30-34 岁）为抗衰重点人群。进一步从目标人群关注来看，年轻白领和轻熟肌群体都比较关注抗皱、紧颜、焕龄；但年轻白领更关注淡纹，轻熟肌群体更关注提拉、逆龄、冻龄。

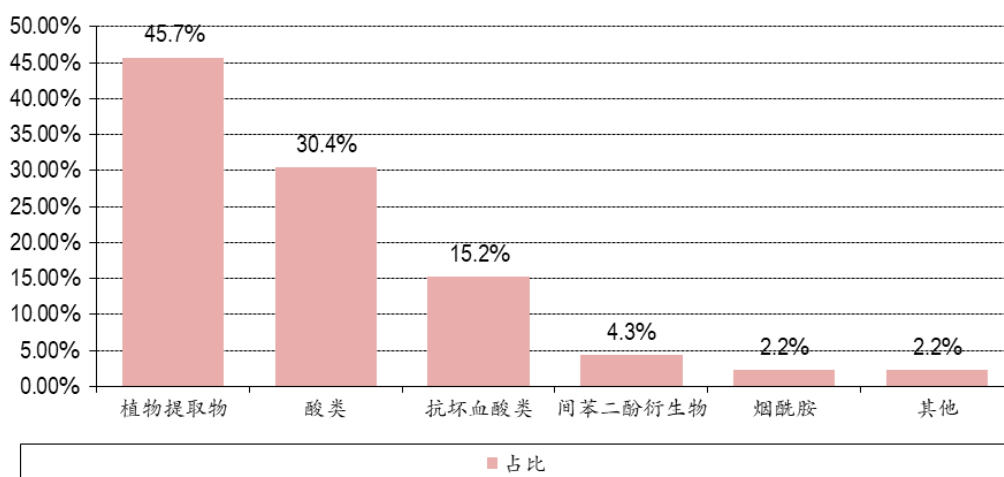
图表 29. 不同属性人群功效宣称相对关注度差异



资料来源：美丽修行大数据，中银证券

2) 近年来美白淡斑成分类别关注度发生变化，凭借植物提取物温和和安全特性，植物成分赛道突出重围。在消费者心智中，植物萃取是温和安全的代表，消费者对植物萃取成分的追求，推动植物萃取成为美白淡斑功效成分备案中上升最快的成分。据美丽修行《2021 美白新洞察》，美白淡斑功效成分备案关注度矩阵 TOP50 中，植物提取类占比达 45.7%。

图表 30. 2019-2021 美白淡斑功效成分关注矩阵 TOP50 成分分布情况



资料来源：美丽修行，中银证券

3) 舒敏需求热度持续，同时针对性护理拉动精细化舒敏需求。在医美持续高热度下，消费者对于皮肤的舒敏护理需求将呈现持续高增；同时，消费者也会根据不同皮肤状态提出更精细化的功效性需求，其中包括平衡肌肤微生态、舒缓镇静、肌肤修护等。

图表 31. 舒缓修护细分功效性需求对应成分

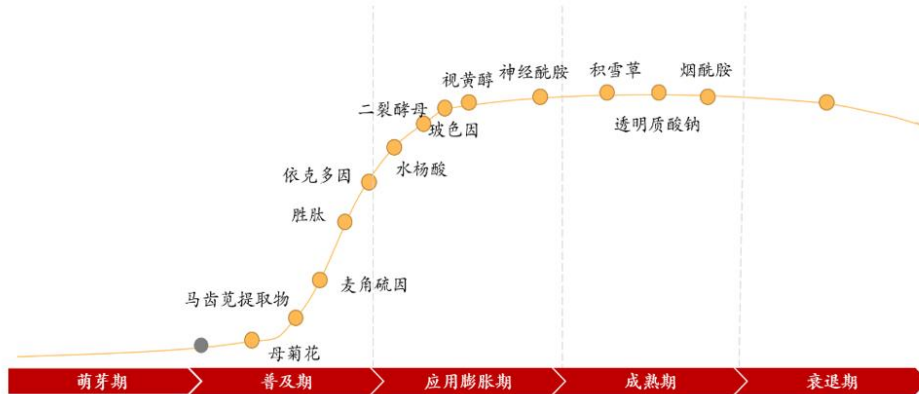
细分功效需求	重点关注成分		作用原理/功效
	植物、草本成分	化学成分	
平衡肌肤微生态	益生菌	-	通过益生菌调节皮肤表层微生态，抑制有害菌的繁殖，促进表皮葡萄球菌的产生，维持皮肤菌群平衡，维持皮肤弱酸性值
舒缓镇静	积雪草、山茶花、洋甘菊	-	舒缓干痒翻红
肌肤修护	海茴香、青刺果、松茸	神经酰胺、依克多因	2%的依克多因促进细胞修护和抵御紫外线损伤
抗菌消炎	洋甘菊、油橄榄	红没药醇、依克多因	油橄榄叶提取物可以发挥抗氧抗炎、抑菌功效

资料来源：用户说，中银证券

➤ 供给端驱动型功效性趋势：

1) 单一活性成分均存在生命周期，品牌方通过成分复配和浓度配比调整，保持自身产品强竞争力。化妆品中的特定成分具有较为明显的生命周期，不同的周期状态对应着不同的竞争力。对于品牌而言，跨越成分周期，是实现产品热度延续以及保持品牌生命力的重要前提，因此品牌方把拥有同种功效但原理不同的成分搭配在一起，从多个角度协同发挥成分效果可以使单一效果最大化，进而赢得用户口碑，扩大市场份额。

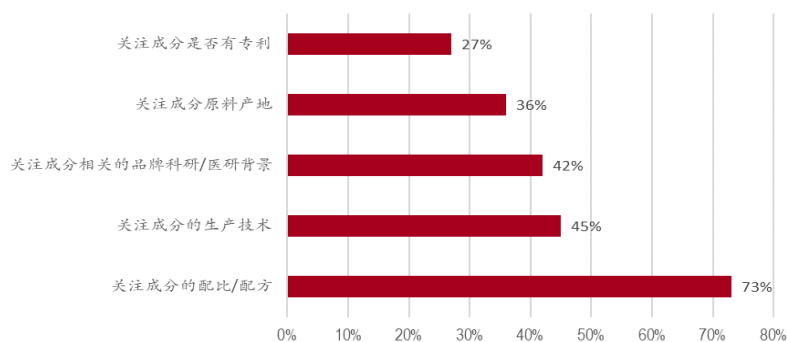
图表 32. 2021 上半年成分生命周期曲线图谱



资料来源：美丽修行，中银证券

品牌的护肤概念推广影响消费者认知，随着品牌方通过成分浓度配比和复配模式打破局限产品发展的成分周期，进行产品宣传，消费者端也体现了对成分浓度配比以及复配多效的需求凸显。根据CBNdata，73%消费者会关注成分的配比/配方，超四成消费者会关注成分的生产技术和相关的研究背景，消费者需求呈现进阶，在原有成分需求基础之上，逐步迈向配方和浓度。

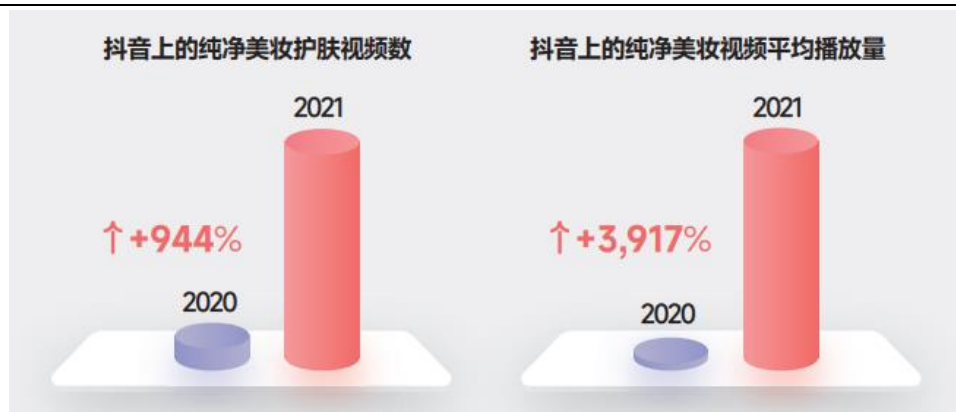
图表 33. 消费者对于护肤产品成分的关注程度



资料来源: CBNDATA, 中银证券

2) 碳中和大环境下, 纯净美妆理念逐渐兴起。纯净美妆主要指无添加、成分天然、环境友好的产品。在绿色环保和可持续发展背景下, 纯净美妆概念崛起, 2021 年一批主打安全无害的海外美妆小众品牌率先进入国内市场, 带动了国内各品牌加速布局增强对消费者认知教育, 2021 年纯净美妆抖音视频数量和播放量均实现较大幅度增长。

图表 34. 抖音上纯净美妆视频数量及播放情况



资料来源: 用户说, 中银证券

四、投资建议

结合强监管政策影响以及行业整体趋势，我们认为未来化妆品企业的竞争将围绕产品功效，把握消费者对于功效喜好的趋势尤为重要。因此，新品研发能力强或已经具备热门功效明星产品的公司有望在当下激烈的竞争中突围。

核心推荐：具备产品差异化的皮肤学级护肤品赛道，加速布局植物提取技术的**贝泰妮**；主打大单品策略，不断进行大单品系列拓展，同时高度重视活性成分研发，加大与海外企业进行活性成分合作共研的**珀莱雅**；**建议关注：**产业链一体化布局，活性成分技术走在最前沿的**华熙生物**；业务主要涉及防晒剂和合成香料，产能持续拓展的**科思股份**。

图表 35. 上市公司估值表

公司简称	股价 (元/股)	总股本 (亿股)	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			每股收益(元/股)			市盈率(x)		
				2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
贝泰妮	205.38	4.24	869.99	11.89	15.53	19.83	2.81	3.67	4.68	73.17	56.02	43.87
珀莱雅	156.00	2.81	439.01	7.30	9.03	10.89	2.59	3.21	3.87	60.14	48.62	40.31
华熙生物	135.68	4.81	652.74	10.34	13.62	17.60	2.15	2.83	3.66	63.13	47.94	37.10
科思股份	41.48	1.69	70.23	2.20	2.78	3.38	1.30	1.64	2.00	31.87	25.24	20.76

资料来源：万得，中银证券

注：股价截止日7月8日，华熙生物及科思股份盈利预测来自万得一致预期

风险提示

行业竞争加剧：当所处行业竞争加剧下，若出现较激烈价格战或其他恶性竞争，对行业的良性稳步发展有一定影响。

原料价格上涨：若未来化妆品上游原材料价格上行，对化妆品企业的盈利能力将有一定影响。

经济不景气影响消费：若整体经济状态呈现不景气，将直接影响下游消费需求，进一步传导到上游端，可能对工厂订单有所影响，进一步影响其规模发展。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不得以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话：
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371