

中信证券研究部

核心观点



杜一帆
联席首席美妆及商业分析师
S1010521100002



徐晓芳
首席美妆及商业分析师
S1010515010003

2020年以来化妆品行业新规密集推出，2022年大量法规进入具体实施阶段，未来新规的相继落地和持续实施将推动化妆品产业链价值重构。综合分析新规影响，我们提出三条投资主线：①研发实力较强的品牌龙头预计将有更大竞争优势；②化妆品原料龙头企业预计将最为受益；③关注 ODM 企业的调整及 OEM 企业市占率预计将提升。

■ 2020年以来，化妆品行业相关法规发生较大调整，2021年5月1日部分配套法规已启动实施，逾半年以来，行业已体现显著变化；2022年，大量新规进入具体实施阶段，预计未来新规的相继落地和持续实施将对行业产生持续深远的影响。

■ 化妆品注册备案：权责统一是核心，产业链价值分配面临调整。①区分特殊化妆品和普通化妆品，加强对特妆产品监管；②全球首创要求提交化妆品完整产品配方表，严格监管、保障细节；③备案责任和配方权由分离到统一，将导致部分利益关系的重新分配：原法规体系下，化妆品的配方权和备案责任分离，即进行备案的一方不一定实质拥有核心配方；但新规体系下，化妆品注册人（备案人）必须获取配方表，才能完成备案，预计将使备案责任和配方权实际统一；法规的变化对现存的品牌方和代工厂的委托关系产生冲击，预计将形成利益的重新分配。

■ 原料注册备案：打开新原料大门，原料“身份证”实现一码溯源。①分类管理，打开新原料大门：将化妆品原料分为新原料与已使用原料，首次根据风险程度高低对新原料实施注册或备案管理；鼓励和支持运用现代科学技术研究开发新原料，促进相关公司进行新原料的研究、制备和生产。②“唯一性”原料报证码，实现一码溯源：自2022年1月1日起，特妆产品开始实施；自2023年1月1日起，全部产品开始实施；预计将会强化原料生产商和品牌商的合作关系，头部原料企业将大幅受益。

■ 生产经营管理：活动可追溯，硬件设门槛，以“质量安全负责人”为核心设立追责体系。①《化妆品生产经营监督管理办法》已于2022年1月1日起施行，要求企业建立并执行留样管理制度，建立并执行记录管理制度和追溯管理制度，实现全部活动可追溯。②对工厂各项硬件指标列出了具体规定，设立了进入门槛。③以“质量安全负责人”为核心设立追责体系，新规实施后，2021年5月13日，中国首例处罚质量安全负责人案例落地，并且追责到人。

■ 功效宣称：须有科学依据证明，测评费用及时间成本增加。①《化妆品功效宣称评价规范》（以下称《规范》），自2021年5月1日起施行，要求对化妆品的功效宣称进行评价，并在国家药监局指定的专门网站上传产品功效宣称依据的摘要；②功效测评要求显著提升了新品的费用成本和时间成本，新品试错成本大幅提升。

■ 产业链价值重构，原料端龙头预计将最为受益。①品牌端：产品出新降速，研发重要性空前提升，研发实力较强的企业将具有更大的胜率。②原料端：头部原料企业最为受益，品牌方与原料方或将趋向于直接对接、链条缩短，原料端企业有望沿产业链延伸向配方设计环节，原料端企业预计将迎来重要发展机遇。③生产端：ODM模式面临挑战、部分存量合作关系需重新谈判，核心资源稀缺预计将推动OEM企业加速头部集中。

■ 风险因素：宏观经济增速不及预期；相关法规发生重大变化或执行力度不及预期；国货产品能力提升不及预期；流量渠道快速切换。

美妆及商业行业

评级

强于大市（维持）

■ **投资策略。**2020 年以来化妆品行业新规密集推出，2022 年进入大量法规具体实施阶段，未来新规的相继落地和持续实施将推动化妆品产业链价值重构。综合分析新规影响，我们提出三条投资主线：①研发实力较强的品牌龙头预计将有更大竞争优势，重点推荐贝泰妮、珀莱雅、华熙生物、鲁商发展；②化妆品原料龙头企业预计将最为受益，重点推荐科思股份，建议关注嘉必优；③ODM 企业的调整及 OEM 企业市占率预计将提升，建议关注嘉亨家化。

重点公司盈利预测、估值及投资评级

简称	收盘价	EPS				PE				评级
		2020	2021E	2022E	2023E	2020	2021E	2022E	2023E	
贝泰妮	168.70	1.28	1.96	2.72	3.54	131.8	86.1	62.0	47.7	买入
珀莱雅	184.49	2.37	3.00	3.71	4.45	77.8	61.5	49.7	41.5	买入
华熙生物	136.70	1.35	1.58	1.93	2.43	101.3	86.5	70.8	56.3	买入
鲁商发展	11.98	0.63	0.77	0.96	1.24	19.0	15.6	12.5	9.7	买入
科思股份	58.22	1.45	1.45	2.16	2.65	40.2	40.2	27.0	22.0	买入

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2022 年 1 月 14 日收盘价

目录

如何解读新规变化？	1
新规已来，2022 年进入实施阶段.....	1
化妆品注册备案：权责统一是核心，产业链价值分配面临调整	1
原料注册备案：打开新原料大门，原料“身份证”实现一码溯源	6
生产经营管理：活动可追溯，硬件设门槛，以“质量安全负责人”为核心设立追责体系 ..	12
功效宣称：须有科学依据证明，测评费用及时间成本增加	15
如何解读新规对产业链各环节影响？	19
品牌端：产品出新降速，研发重要性空前提升.....	19
原料端：头部原料企业最为受益，迎来重要发展机遇.....	22
生产端：ODM 模式面临挑战，OEM 企业加速头部集中.....	23
风险因素	26
投资建议	26

插图目录

图 1：化妆品新规体系	1
图 2：特殊化妆品 VS 普通化妆品	2
图 3：化妆品分类规则和分类目录	3
图 4：化妆品注册备案标准要求	4
图 5：化妆品注册备案的配方表式样	5
图 6：新规对品牌方和代工厂的委托生产关系的冲击	6
图 7：化妆品行业原料管理流程	7
图 8：新原料注册/备案流程	8
图 9：原料报送码示意图	11
图 10：注册备案相关时间节点	11
图 11：化妆品注册/备案及原料报送流程	12
图 12：生产经营管理相关法律法规实施时间	13
图 13：记录管理制度详情	13
图 14：化妆品注册和备案检验检测机构	18
图 15：人体功效报价区间	18
图 16：化妆品新品注册备案数（万个）	19
图 17：2020 年各国化妆品线上销售渠道占比	20
图 18：完美日记销售费用率	20
图 19：中国电商流量红利见顶	20
图 20：2020 年中国美妆护肤消费者购买考虑因素	20
图 21：中国功效护肤品市场增速	21
图 22：功效化妆品领域竞争格局	21
图 23：华熙生物研发费用	22
图 24：贝泰妮研发费用	22
图 25：化妆品原料销售链条或将趋向于缩短	22

表格目录

表 1：新规发布以来化妆品新原料备案信息	8
表 2：已经受理尚未做出行政许可决定的化妆品新原料	9
表 3：化妆品生产车间环境要求	14
表 4：新规后首例质量安全负责人处罚案例	14
表 5：化妆品功效宣称评价项目要求	16
表 6：广东轻工职业技术学院化妆品功效评价仪器设备购置（重招）中标结果公告	17
表 7：祛痘化妆品功效评价检测周期	18
表 8：化妆品功效评价检测周期	18
表 9：品牌方（珀莱雅）与化妆品原料方直接合作实例	23
表 10：2021 年 7 月-10 月美妆品牌融资情况（不完全统计）	24
表 11：表：2022 年 1 月 11 日广州市依法注销 24 家化妆品生产企业生产许可证	24
表 12：第三方机构人体功效评价测试报价梳理	25
表 13：化妆品质量安全负责人招聘需求列举	26
表 14：相关标的最新盈利预测及估值	27

如何解读新规变化？

新规已来，2022 年进入实施阶段

2020 年以来，化妆品行业相关法规发生较大调整，2021 年 5 月 1 日部分配套法规已启动实施，逾半年以来，行业已体现显著变化；2022 年，大量新规进入具体实施阶段，预计未来新规的相继落地和持续实施将对行业产生深远持续的影响。此前行业实行的法规为《化妆品卫生监督条例》，为 1989 年 9 月 26 日经国务院批准、卫生部于 1989 年 11 月 13 日发布、自 1990 年 1 月 1 日起施行。30 年以来，化妆品行业发生迅猛发展。经过国家食药监局等相关部门几年的调研，反复地征求意见和修改，《化妆品监督管理条例》（下称“《条例》”）于 2020 年 6 月 16 日被国务院批准，并在 2021 年 1 月 1 日开始实施；此后，一系列相关法规逐步出台并开始实施，行业迎来监管趋严带来的重大变化。

我们将化妆品法规体系梳理为 4 部分，以《化妆品监督管理条例》为核心，分别围绕注册备案（包括化妆品及化妆品原料）、生产经营、功效宣称、标签管理展开。

图 1：化妆品新规体系



资料来源：中国政府网，中信证券研究部

化妆品注册备案：权责统一是核心，产业链价值分配面临调整

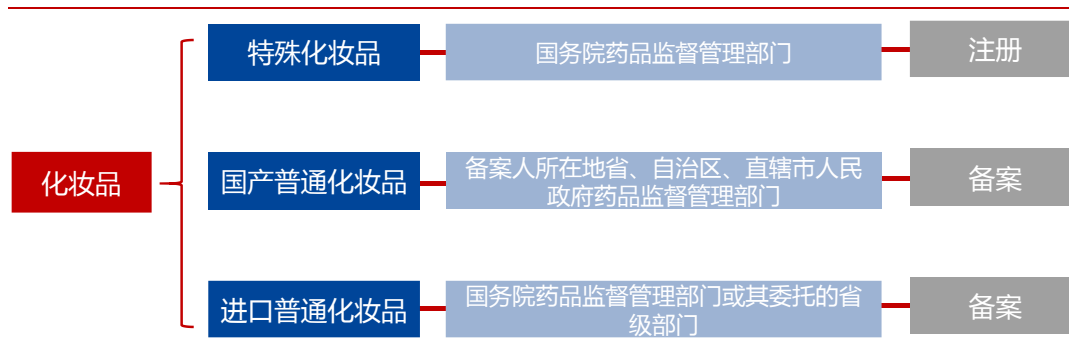
在《化妆品监督管理条例》的指导下，《化妆品注册备案管理办法》《化妆品注册备案资料管理规定》《化妆品分类规则和分类目录》等提高了对化妆品注册备案的要求。其中《化妆品注册备案管理办法》于 2021 年 1 月 7 日公布，《化妆品注册备案资料管理规定》于 2021 年 2 月 26 日公布，《化妆品分类规则和分类目录》于 2021 年 4 月 8 日公布。上述法律法规都于 2021 年 5 月 1 日起执行。

实行化妆品分类管理，提高监管效率

区分特殊化妆品和普通化妆品，提高监管效率，同时降低化妆品风险性。《化妆品监督管理条例》将化妆品分成特殊化妆品以及普通化妆品，其中特殊化妆品是指用于染发、烫发、祛斑美白、防晒、防脱发的化妆品以及宣称新功效的化妆品；普通化妆品是指特殊化妆品以外的化妆品。特殊化妆品经国务院药品监督管理部门注册后方可生产、进口。国产普通化妆品应当在上市销售前向备案人所在地省、自治区、直辖市人民政府药品监督管理部门备案。进口普通化妆品应当在进口前向国务院药品监督管理部门备案。

通过区分特殊和普通化妆品，一方面，提高了监管效率。由国家药监局负责特殊化妆品，确保特殊化妆品的高监管力度；由省级药监局负责普通化妆品，降低国家药监局监管负担，且提高监管直接性。另一方面，提高了可能影响人体的结构和功能的特殊化妆品的审批难度和门槛，提高了对化妆品研发生产者的要求，从而降低了化妆品危害消费者健康和安全的 possibility。

图 2：特殊化妆品 VS 普通化妆品



资料来源：国家药监局，中信证券研究部

根据化妆品的功效宣称、作用部位、产品剂型、使用人群等因素进一步细分，提高化妆品生产有效性，避免产品功效和消费者需求错位。化妆品的注册和备案，都需要根据化妆品的功效宣称、作用部位、产品剂型、使用人群等因素进一步细分。有利于明确化妆品的具体用途和精准目标人群，提高化妆品生产有效性，避免产品功效和消费者需求错位。

图 3：化妆品分类规则和分类目录

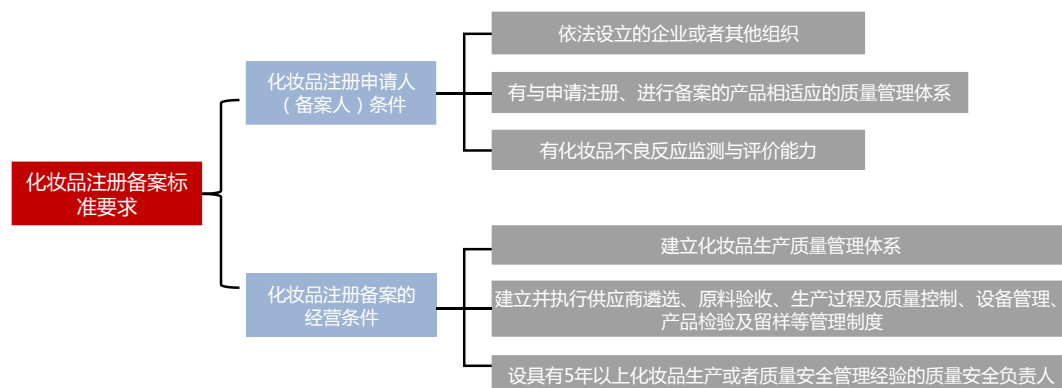
化妆品分类规则和分类目录				
功效宣称	作用部位	使用人群	产品剂型	使用方法
<ul style="list-style-type: none"> 染发 烫发 祛斑美白 防晒 防脱发祛痘 滋养 修护 清洁 卸妆 保湿 美容修饰 芳香 除臭 抗皱 紧致 舒缓 控油 去角质 爽身 护法 防断发 去屑 发色护理 脱毛 辅助剃须剃毛 	<ul style="list-style-type: none"> 头发 体毛 躯干部位 头部 面部 眼部 口唇 手、足 全身皮肤 指（趾）甲 	<ul style="list-style-type: none"> 婴幼儿（0~3周岁，含3周岁） 儿童（3~12周岁，含12周岁） 普通人群 宣称孕妇和哺乳期妇女适用的产品 其他 	<ul style="list-style-type: none"> 膏霜乳 液体 凝胶 粉剂 块状 泥 蜡基 喷雾剂 气雾剂 贴、膜、含基材 冻干 	<ul style="list-style-type: none"> 淋洗 驻留

资料来源：国家药监局，中信证券研究部

提高注册备案标准，树立化妆品行业的安全门槛

提高成为注册人（备案人）的门槛，强化拥有研发能力的企业的护城河。根据《条例》第十八条规定，化妆品注册申请人（备案人）应当具备下列条件：依法设立的企业或者其他组织；有与申请注册、进行备案的产品相适应的质量管理体系；有化妆品不良反应监测与评价能力。化妆品新原料和化妆品注册、备案前，注册申请人、备案人应当自行或者委托专业机构开展安全评估。在生产经营中，《条例》第二十九条规定，化妆品注册人、备案人、受托生产企业应当按照国务院药品监督管理部门制定的化妆品生产质量管理规范的要求组织生产化妆品，建立化妆品生产质量管理体系，建立并执行供应商遴选、原料验收、生产过程及质量控制、设备管理、产品检验及留样等管理制度。此外，《条例》第三十二条规定，化妆品注册人、备案人、受托生产企业应当设质量安全负责人，承担相应的产品质量安全管理和产品放行职责。质量安全负责人应当具备化妆品质量安全相关专业知识和具有5年以上化妆品生产或者质量安全管理经验。因此，政府监管部门对生产质量管理体系、质量管理人员配置的要求，将提高注册备案的门槛，加速不具备质量管理能力的企业退出市场。

图 4：化妆品注册备案标准要求



资料来源：国家药监局，中信证券研究部

提交完整产品配方表，中国特色的化妆品行业监督制度

明确化妆品注册人（备案人）的备案责任，要求提交完整产品配方表，以确保安全性和有效性，保障消费者的利益。《化妆品监督管理条例》第十九条、《化妆品注册备案资料管理规定》第二十六条规定了，注册人、备案人办理注册或者备案时，应当提交以下资料：（一）《化妆品注册备案信息表》及相关资料；（二）产品名称信息；（三）**产品配方或产品全成分**；（四）产品执行的标准；（五）产品标签样稿；（六）产品检验报告；（七）产品安全评估资料。产品配方表要求包括原料序号、原料名称、百分含量、使用目的等详细内容，对于百分含量明确规定的产品配方应当提供全部原料的含量。此外，配方表中也需要提交产品所使用原料的生产商的信息，并上传由原料生产商出具的原料质量安全信息文件，确保化妆品能够实现安全溯源。因此，通过明确用量和原料来源，政府监管部门能够减少监管漏洞，杜绝概念添加品牌，有效确保化妆品的安全性、稳定性、使用性、有效性，以保障消费者利益。

图 5：化妆品注册备案的配方表式样

附 11

配方表式样

一、配方表

序号	标准中文名称	INCI 名称/英文名称	原料含量 (%)	复配百分比 (%)	实际成分含量 (%)	使用目的	备注

二、配方表附件式样

序号	标准中文名称	生产商	原料报送码

填报说明：配方表中成分含量、实际成分含量的有效数字位数原则上不少于一位有效数字不超过五位有效数字。

资料来源：国家药监局

对比欧美、日本等发达国家和地区，上交完整配方表属于中国特色的化妆品行业监督制度。美国、日本等国家中，化妆品和化妆品原料并不要求售前审批，法律只对着色剂或少数原料进行限制、禁用。此外，实行自愿化妆品备案计划，基于企业责任的自律精神，自愿备案化妆品。然而目前国内化妆品行业存在明显的抄袭、山寨现象，造成了化妆品行业的乱象。因此国内目前暂时无法基于企业自愿原则进行化妆品行业监管。更严格的监管制度，更能够维持化妆品行业的秩序和保障拥有配方专利权的企业的利益。

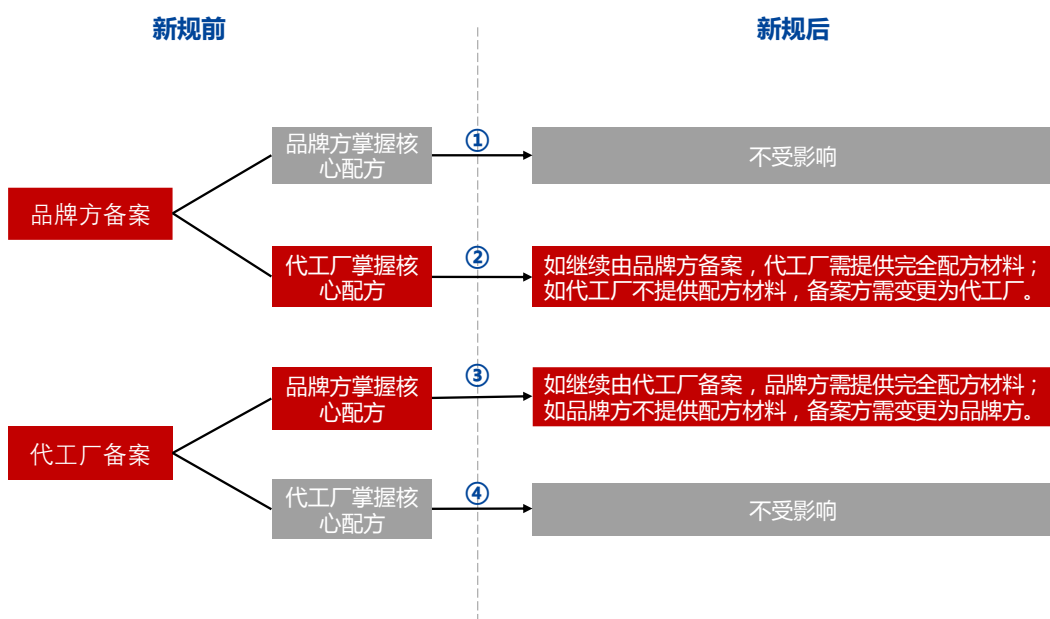
针对企业上交完整配方会造成专利配方泄露的担忧，《化妆品注册备案管理办法》第五十五条规定，未经注册人、备案人同意，药品监督管理部门、专业技术机构及其工作人员、参与审评的人员不得披露注册人、备案人提交的商业秘密、未披露信息或者保密商务信息。然而，未来国家监督部门仍需要进一步提高配方专利的保密性，查处山寨、伪劣企业，保障拥有专利的企业的利益。

备案责任和配方权由分离到统一，将导致部分利益关系的重新分配

原法规体系下，化妆品的配方权和备案责任分离，即进行备案的一方不一定实质拥有核心配方。但新规体系下，化妆品注册人（备案人）必须获取配方表，才能完成备案，将使备案责任和配方权实际统一。法规的变化对现存的品牌方和代工厂的委托关系产生冲击，预计将形成利益的重新分配。

现有的品牌方和代工厂的委托关系中，存在四种情况。①品牌方拥有注册备案能力，同时掌握核心配方；②品牌方和代工厂同时具有注册备案能力，但品牌方负责注册备案，代工厂掌握核心配方；③品牌方掌握核心配方，但不具备注册备案能力，只能由代工厂注册备案；④代工厂拥有注册备案能力和掌握核心配方。其中，第①种和第④种情况不受新规影响。在第②种情况下，品牌方和代工厂都具有注册备案条件，新规将迫使双方重新商讨配方权。在第③种情况下，由于拥有核心配方技术的品牌方暂不具备注册备案能力，那么如何与委托生产企业达成协作关系，将成为核心重点。如果继续由代工厂备案，品牌方需交出配方权；如果品牌方不愿意交出配方权，那么就需要加大固定成本投入，自建质量检测管理体系。

图 6：新规对品牌方和代工厂的委托生产关系的冲击



资料来源：国家药监局官网，中信证券研究部

原料注册备案：打开新原料大门，原料“身份证”实现一码溯源

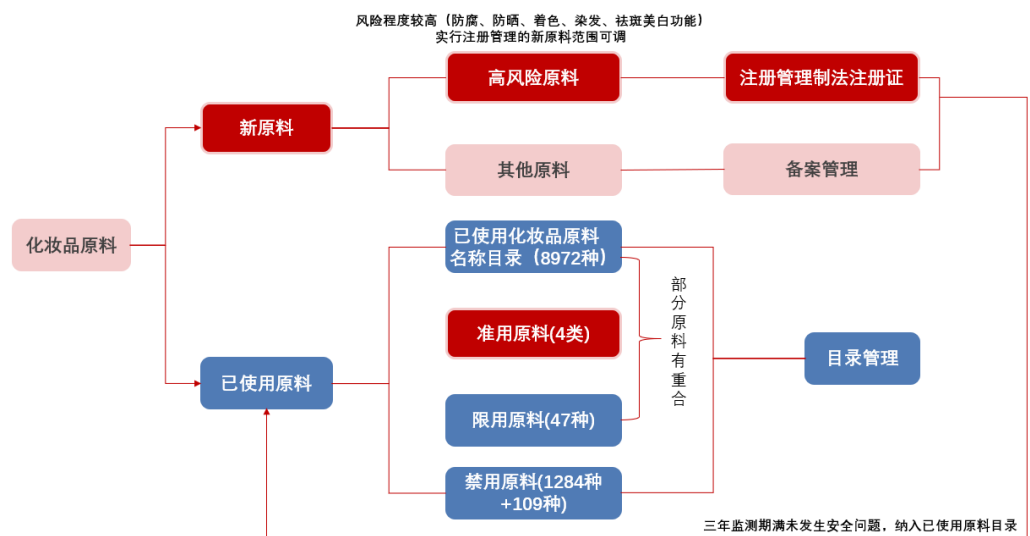
化妆品原料涉及的法规包括：《化妆品监督管理条例》2020年6月29日发布，2021年1月1号正式实施。《化妆品安全技术规范》未进行修订，于2015年12月23日发布，2016年12月1号开始实施，主要是细化化妆品安全技术要求，对化妆品禁限用组分和准用组分表进行详细列表。为了进一步强化化妆品原料管理，保证化妆品质量安全，药监局于2021年5月28日对《化妆品安全技术规范》中的禁用组分和动植物禁用组分进行修订，

形成《化妆品禁用原料目录》和《化妆品植（动）物原料目录》；同时，药监局于 2021 年 4 月 30 号发布《已使用化妆品原料目录》、对 2015 年版本中已使用原料进行了更新。

将化妆品原料按风险差异实施分类管理

《条例》将化妆品原料分为新原料与已使用原料，首次根据风险程度高低对新原料实施注册或备案管理。具有防腐、防晒、着色、染发、祛斑美白功能的化妆品新原料需要经过药监局部门注册后方可使用，其他化妆品新原料需备案后使用。已使用化妆品原料中，新发布的《已使用化妆品原料目录（2021 年版）》对目前已经使用的化妆品原料进行了梳理。新版《目录》收录了 8972 种原料，相比于 2015 年版新增 189 种原料，规范了 517 种原料的名称信息。根据风险程度对化妆品新原料进行分类，将提高我国对化妆品新原料评审速度以及监管效率。新原料根据风险程度分为高风险原料和其他原料，高风险新原料需要进行注册获取注册证，其他原料进行备案管理。经过注册或备案的化妆品新原料进入三年监测期，监测期满若未出现安全问题，则纳入已使用原料目录进行管理。

图 7：化妆品行业原料管理流程

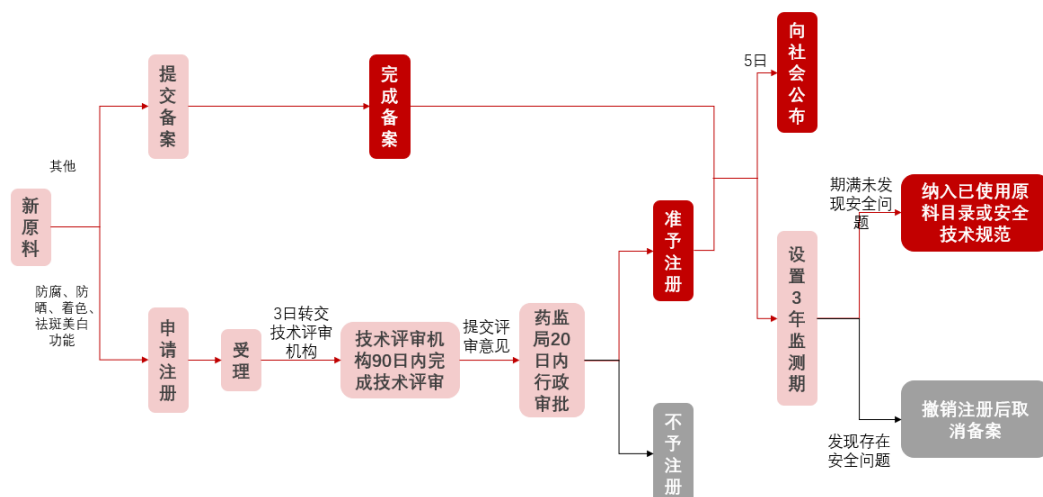


资料来源：国家药监局官网，中信证券研究部

《化妆品注册备案管理办法》对新原料的注册和备案流程进行了详细的规定。针对具有防腐、防晒、着色、染发、祛斑美白功能的化妆品新原料：注册人提交相关资料进行申请注册，受理机构应当自收到申请之日起五个工作日内完成对申请资料的形式审，自受理注册申请后三个工作日内将申请资料转交技术评审机构，技术评审机构应当自收到申请资料之日起 90 个工作日内按照技术评审的要求展开技术评审，给出是否准予注册的结论。其他化妆品新原料进行备案管理。药品监督管理部门应当自化妆品新原料完成注册，备案

之日起五个工作日内向社会公布化妆品新原料注册和备案管理有关信息供公众查询，并设置三年监测期。若监测期内未发生安全问题，则纳入已使用化妆品目录或安全技术规范，如发现存在安全问题，则撤销注册以及取消备案。

图 8：新原料注册/备案流程



资料来源：蒋丽刚（珀莱雅首席研发官）《新法规下化妆品企业对原料管理的思考》，中信证券研究部

新法规相比于以前法规，规范了化妆品新原料的研制，鼓励和支持运用现代科学技术研究开发新原料，促进相关公司进行新原料的研究，制备和生产。原料审批速度的提升，以及对研究成果的保护加急将极大促进相关公司对化妆品新原料的研发和应用。截止至2022年1月14日共有六个化妆品原料获得药监局新原料的备案处于监测期。预测之后陆续将有更多的化妆品原料获得药监局新原料的备案。此前，中国食品药品检定研究院公布了37个化妆品原料的申请，主要是以前系统中留下来的原料备案。有些原料的申请十年前就已经进行了备案。可以看出，新法规将会极大地促进审批工作的进展，促进我国化妆品新原料的品种增多。

表 1：新规发布以来化妆品新原料备案信息

产品名称	通俗名称	备案企业	使用目标及适用范围	安全使用量
月桂酰甲基羟乙基磺酸钠	---	英诺斯派化工（北京）有限公司	清洁剂，可用于洗发产品、沐浴产品、洁面产品等清洁类化妆品，不得用于眼部产品。	---
N-乙酰神经氨酸	燕窝酸；燕窝素；唾液酸	武汉中科光谷绿色生物技术有限公司	为保湿剂，可以用于全身的皮肤保养护理。	低于 2%
月桂酰丙氨酸	超分子氨基酸	苏州唯美生物科技有限公司	清洁剂，表面活性剂	低于 20%
四氟丙烯	---	霍尼韦尔国际公司	无色有轻微似醚气味的气体，在化妆品中用作推进剂	低于 90%
雪莲培养物	---	大连普瑞康生物技术有限公司	用作抗氧化剂。	低于 2%

产品名称	通俗名称	备案企业	使用目标及适用范围	安全使用量
β-丙氨酸羟脯氨酰胺 二氨基丁酸苄胺	---	司	皮肤保护剂	0.00001%-1.0%
		深圳市维琪医药研发有限公司		

资料来源：国家药监局官网、中信证券研究部

表 2：已经受理尚未做出行政许可决定的化妆品新原料

序号	受理编号	产品名称	生产企业	使用目标及适用范围
1	GHZYL1100004	胆碱酯酶	深圳市鼎兴生物医药技术开发有限公司	生物功效类原料，一般用于抗衰老方向
2	JHZYL0900003	羟苯基丙基酰胺苯甲酸	德之馨(德国)有限公司	合成类原料，一般用于抗敏方向
3	JHZYL1000028	甲基氨基甲基环己胺羧基酰胺 HCL	株式会社资生堂	合成类原料，一般用于肌肤修护方向
4	JHZYL1000042	蔷薇红景天 (Rhodiola Rosea) 根提取物	雅诗兰黛公司	植物提取类原料，一般用于皮肤调理方向
5	JHZYL1300010	椰油酰己二酸/三羟甲基丙烷共聚物	路博润先进材料公司	高分子合成类原料，应用尚不清楚
6	JHZYL1800004	PEI-45/TMP/苯二甲基异氰酸酯交联聚合物	国际香料集团公司	高分子合成类原料，应用尚不清楚
7	GHZYL1800002	1,1,1,2-四氟乙烷	中化近代环保化工(西安)有限公司	合成类原料，一般用于喷射剂或助挥发
8	JHZYL1500005	水解蚕丝 PG-丙基甲基硅烷二醇交联聚合物	株式会社成和化成	生物改性原料，一般用于肌肤或毛发的护理
9	JHZYL1600002	水解马铃薯淀粉十二烯基琥珀酸钠	阿克苏诺贝尔表面化学有限责任公司	植物淀粉改性原料，主要用于肤感或流变态调节
10	GHZYL1900001	α-倒捻子素	南京美竹医药科技有限公司	一般属于植物提取类原料，一般用于抗氧化、抗菌或肌肤调理方向
11	GHZYL1400004	N-月桂酰-L-丙氨酸	苏州维美生物科技有限公司	合成类原料，一般用于肌肤清洁方向
12	GHZYL1500001	N-乙酰神经氨酸	武汉中科光谷绿色生物技术有限公司	生物功效类原料，一般用于皮肤调理方向
13	JHZYL1600010	己基甘油	株式会社 ADEKA	合成类原料，一般用于肌肤保湿或助防腐方向
14	JHZYL1600011	环己基甘油	株式会社 ADEKA	合成类原料，一般用于肌肤保湿或助防腐方向
15	JHZYL1800001	四氟丙烯	霍尼韦尔国际公司	合成类原料，尚不清楚用途
16	JHZYL1700003	苄基磺酰基 D-丝氨酸高苯丙氨酸脒基苄胺乙酸盐	帝斯曼营养产品有限公司	合成类原料，尚不清楚用途
17	GHZYL1600002	抗坏血酸乳糖苷	南京华狮新材料有限公司	合成类原料，一般用于皮肤调理方向
18	JHZYL1000036	双鲸蜡硬脂基氨基聚二甲基硅氧烷	迈图高新材料日本有限公司	合成类原料，一般用于皮肤调理方向

序号	受理编号	产品名称	生产企业	使用目标及适用范围
19	JHZYL1000040	拜秀姿 C 1001	拜耳材料科技股份有限公司	结构以及具体用途暂不明确
20	JHZYL1100027	丙烯酸(酯)类/聚三甲基硅烷氧基甲基丙烯酸酯共聚物	道康宁公司	高分子合成材料,可能用于肌肤或毛发护理方向
21	JHZYL1200004	聚硅氧烷季铵盐-22	赢创工业集团	高分子合成材料,一般用于肌肤或毛发护理方向
22	JHZYL1400004	聚氨酯-48	拜耳材料科技股份有限公司	高分子合成类原料,一般用作膜材料
23	JHZYL1400005	双-二异丙基氨-丙基丙二醇聚二甲基硅氧烷/双-异丁基 PEG-14 共聚物	道康宁公司	高分子合成材料,一般用于肌肤或毛发护理方向
24	JHZYL1400006	聚二甲基硅氧烷/双-异丁基 PPG-20 交联聚合物	道康宁公司	高分子合成材料,一般用于肌肤或毛发护理方向
25	JHZYL1600004	月桂酰/肉豆蔻酰甲基葡糖酰胺	科莱恩产品(德国)有限公司	合成类原料,一般用作肌肤或头发清洁方向
26	JHZYL1700001	二甲氧基苯乙基间苯二酚	优旌真公司	合成类原料,一般用作肌肤美白方向
27	JHZYL1900001	Caryodendron orinocense 籽油	KAHAI 有限公司	具体结构尚不明确,用作润肤油脂可能性较大
28	JHZYL2000001	聚硅氧烷季铵盐-20	丝而得公司	高分子合成材料,一般用于肌肤或毛发护理方向
29	JHZYL2000002	TMP 月桂基聚二甲基硅氧烷	丝而得公司	高分子合成材料,一般用于肌肤或毛发护理方向
30	JHZYL2000003	乙基聚甲基硅氧烷	丝而得公司	高分子合成材料,一般用于肌肤或毛发护理方向
31	JHZYL2000004	C18-C22 羟烷基羟丙基瓜尔胶	宁柏迪股份有限公司	高分子合成材料,一般用于肌肤或毛发护理方向
32	JHZYL2000005	鹰嘴豆芽素 A	韩国科玛株式会社	植物提取类材料,一般用于皮肤调理方向
33	GHZYL2000001	重组胶原肽-123	江苏江山聚源生物技术有限公司	生物制剂类原料,一般用于皮肤调理方向
34	GHZYL2000002	植物源重组人血清白蛋白	武汉禾元生物科技股份有限公司	生物制剂类原料,一般用于皮肤调理方向
35	GHZYL2000003	赤芝孢子油	金华寿仙谷药业有限公司	植物提取类原料,一般用于皮肤调理方向
36	JHZYL2000006	红藜(Chenopodium formosanum)提取物	大江生医股份有限公司	植物提取类原料,一般用于皮肤调理方向
37	JHZYL2000007	海葡萄(Caulerpa lentillifera)提取物	大江生医股份有限公司	植物提取类原料,一般用于皮肤调理方向

资料来源:中国食品药品检定研究院,中信证券研究部

“唯一性”原料报送码,实现一码溯源

我国对《已使用化妆品原料目录(2021 年版)》中的原料实行报送码制度。《化妆品

注册备案申报资料规范》中规定我国原料生产商需要根据《化妆品原料质量安全相关信息报送指南》提交报送原料质量安全相关信息后获得原料报送码。针对同一种原料，不同的原料生产商在生产工艺、质量控制和风险控制上都有可能不同，每一个生产企业生产的每一种原料都需要申请一个相应的报送码，相当于原料的身份证。同一原料在不同公司会生成不同的报送码。如果选择未获得报数码的企业，有可能无法获得原料的安全信息文件，这将直接影响化妆品产品的注册备案。

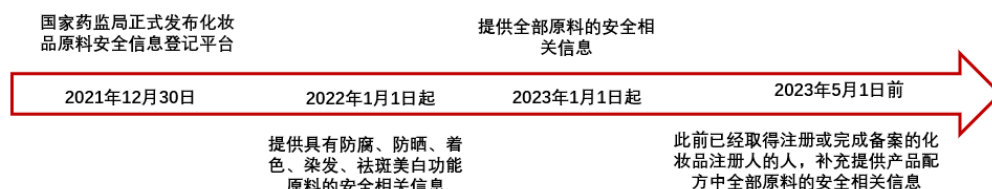
图 9：原料报送码示意图



资料来源：国家药品监督管理局《化妆品原料质量安全相关信息报送指南》，中信证券研究部

国家药监局于 2021 年 12 月 30 日正式发布化妆品原料安全信息登记平台。自 2022 年 1 月 1 日起，注册人备案人申请注册或进行备案时，应当按照规定的要求，提供具有防腐、防晒、着色、染发、祛斑美白功能原料的安全相关信息；自 2023 年 1 月 1 日起，注册人备案人申请注册和进行备案时，应当按照规定的要求提供全部原料的安全相关信息，此前已经取得注册或完成备案的化妆品注册人的人，应当在 2023 年 5 月 1 日前补充提供产品配方中全部原料的安全相关信息。

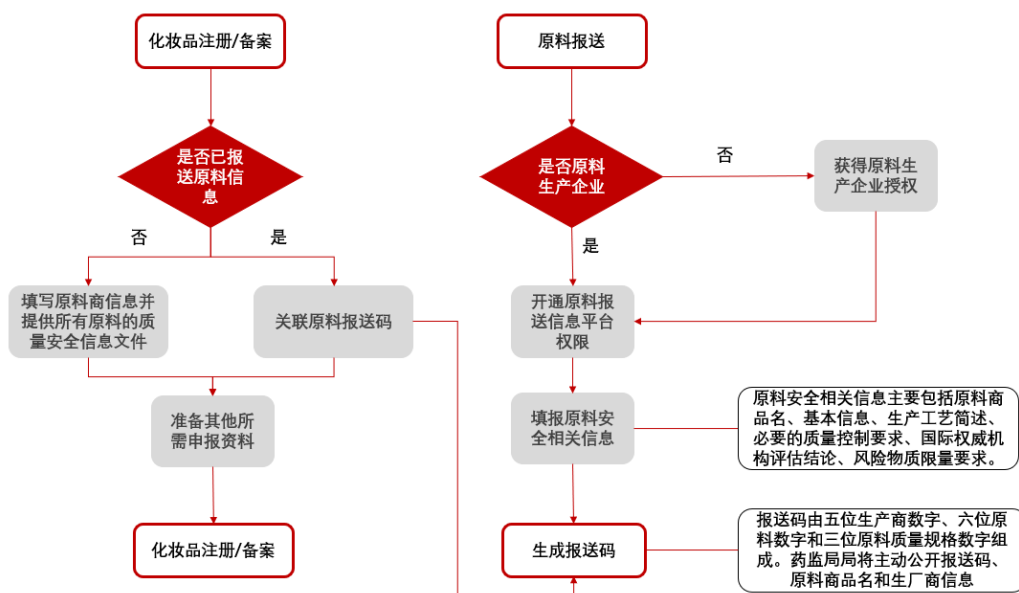
图 10：注册备案相关时间节点



资料来源：《化妆品注册备案资料规定》，中信证券研究部

原料报送码机制将会强化原料生产商和品牌商的合作关系，绑定原料商和品牌商。生产商可以授权其他境内企业对原料质量安全相关信息进行报送和日常维护，但是同一规格的原料质量安全相关信息只能授权一家企业。从流程上看，一方面化妆品企业可以向原料生产企业索要所用原料的质量安全信息文件，整理后逐一提交；另一方面原料生产企业可以自行报送原料的相关信息，并将原料报送码向化妆品企业进行传递，使用了该原料的所有化妆品企业都可直接关联报送码即可。化妆品企业备案的时候会跟原料报送码绑定，使原料商和产品商的关联度加强。遇到原料断供或者更换原料商的情况，注册人/备案人必须变更原料信息。以前出现货不及时的情况，品牌方可能会选择直接换其他厂家的原料，但是报送码机制之后，化妆品品牌方主动变更原料商意愿度或将降低。

图 11：化妆品注册/备案及原料报送流程



资料来源：瑞欧科技 Reach24h，中信证券研究部

生产经营管理：活动可追溯，硬件设门槛，以“质量安全负责人”为核心设立追责体系

关于化妆品生产经营管理，目前已批准法规有如下文件：（1）2020 年 6 月 29 日，国务院发布《化妆品监督管理条例》，自 2021 年 1 月 1 日起施行，在原料与产品、生产经营两个层面明确了监督管理措施和对应的法律责任，为促进中国化妆品产业高质量发展和提高化妆品科学监管水平提供了坚实的法制保障；（2）2021 年 8 月 6 日，市场监管总局第 12 次局务会议通过《化妆品生产经营监督管理办法》（以下称《办法》），自 2022 年 1 月 1 日起施行，是落实《化妆品监督管理条例》的重要法规文件，细化化妆品生产许可的条件，明确了化妆品生产质量管理规范，创新监管方式，落实企业主体责任；（3）2022 年 1 月 7 日，国家药监局发布《化妆品生产质量管理规范》（以下称《规范》），自 2022 年 7 月 1 日

起施行，是国家药品监督管理局为规范化妆品生产质量管理，根据《化妆品监督管理条例》及相关规定制定的规范；（4）2021年4月23日，国家药监局发布《化妆品补充检验方法管理工作规程》，自2021年7月1日起施行，依据《化妆品监督管理条例》为规范化妆品补充检验方法管理工作而制定。

图 12：生产经营管理相关法律法规实施时间



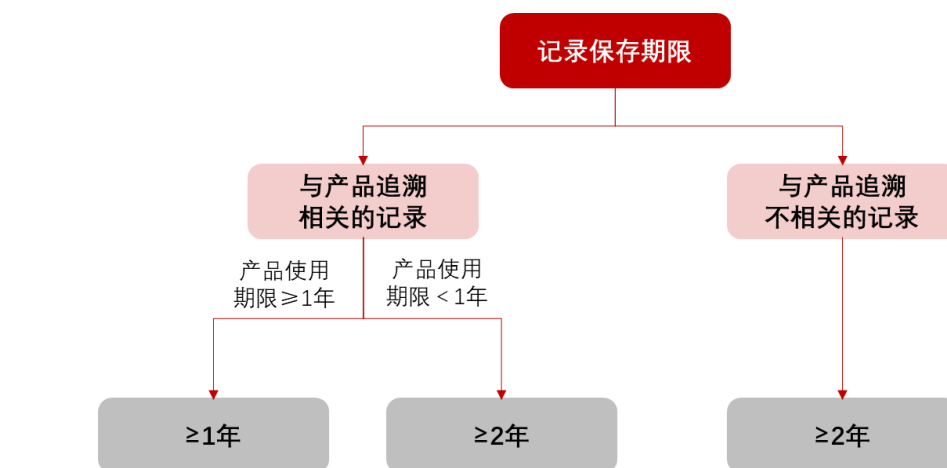
资料来源：国务院，国家药监局，市监局（国家市场监督管理总局），中信证券研究部

此外，相关法规征求意见稿中有如下文件：（1）2019年11月11日药监局综合司发布《化妆品境外检查暂行管理规定》征求意见稿；（2）2020年9月28日，国家药监局发布《化妆品抽样检验管理规范》征求意见稿和《化妆品不良反应监测管理办法》征求意见稿。尚未发布法规有《化妆品风险检测工作规范》、《化妆品检查管理规定》、《化妆品稽查检查指南》

要求全部活动可追溯

《办法》要求企业建立并执行留样管理制度，对出厂的化妆品留样并记录，并且受托生产企业同样适用。《规范》要求企业建立并执行记录管理制度和追溯管理制度，对原料、内包材、半成品、成品制定明确的批号管理规则，与每批产品生产相关的所有记录应当相互关联，保证物料采购、产品生产、质量控制、贮存、销售和召回等全部活动可追溯。

图 13：记录管理制度详情



资料来源：《化妆品生产质量管理规范》，中信证券研究部

对工厂各项硬件指标列出了具体规定

《规范》对厂房设施与设备管理进行了具体要求。一方面，从选址、车间功能区域划分、车间环境等方面要求企业维护好车间与生产环境的安全。企业应当按照生产工艺流程

及环境控制要求设置生产车间，在生产车间划分洁净区、准洁净区、一般生产区。并且企业应当建立并执行空气净化系统，生产用水至少达到生活饮用水卫生标准要求，应当由取得资质认定的检验检测机构对生产用水进行检测，每年至少一次。另一方面，企业应当配备与生产相适应的设备，设置唯一编号，并且制定生产设备管理制度，以及维护生产环境的相关规程。

表 3：化妆品生产车间环境要求

区域划分	产品类别	生产工序	环境参数	其他参数
洁净区	眼部护肤类化妆品④、儿童护肤类化妆品④、牙膏	半成品贮存①、填充、灌装，清洁容器与器具贮存	悬浮粒子②： $\geq 0.5\mu\text{m}$ 的粒子数 ≤ 10500000 个/ m^3 $\geq 5\mu\text{m}$ 的粒子数 ≤ 60000 个/ m^3 浮游菌②： $\leq 500\text{cfu}/\text{m}^3$ 沉降菌②： $\leq 15\text{cfu}/30\text{min}$	静压差：相对于一般生产区 $\geq 10\text{Pa}$ ，相对于准洁净区 $\geq 5\text{Pa}$
	眼部护肤类化妆品④、儿童护肤类化妆品④、牙膏	称量、配制、缓冲、更衣		
准洁净区	其他化妆品	半成品贮存①、填充、灌装，清洁容器与器具贮存、称量、配制、缓冲、更衣	空气中细菌菌落总数③： $\leq 1000\text{cfu}/\text{m}^3$	\
一般生产区	\	包装、贮存等	保持整洁	

资料来源：《化妆品生产质量管理规范》，中信证券研究部

以“质量安全负责人”为核心设立追责体系

《办法》和《规范》重复提到设立质量安全负责人并明确了质量安全负责人的设立条件和责任义务。质量安全负责人应当具备熟悉相关法律法规、强制性国家标准、技术规范，并具有 5 年以上化妆品生产或质量管理经验的条件。质量安全负责人应当协助法定代表人承担相应产品质量安全管理和产品放行，定期向法定代表人报告质量管理体系运行情况，产品质量安全问题决策及有关文件签发等职责。上述质量安全负责人的设立条件和责任义务同样适用于委托生产的委托方。此外，企业应当建立化妆品质量安全责任制，逐级履行相应的化妆品质量安全责任。

新规实施后，2021 年 5 月 13 日，中国首例处罚质量安全负责人案例落地，并且追责到人。张灿标作为广州腾跃生物科技有限公司的质量安全负责人，在配合广东省药品监督管理局调查企业违法案件过程中，向监管部门提供了涉案产品的虚假价格信息和产品召回证明材料。

表 4：新规后首例质量安全负责人处罚案例

项目	内容
行政相对人名称	张灿标
行政相对人类别	个人
行政处罚决定书文号	粤药监妆罚(2021) 2006 号
违法行为类型	在配合监督检查期间提供虚假证据材料
违法事实	当事人在本局调查有关案件过程中,向本局提供了涉案产品的虚假价格信息和产品召回证明材料,

项目	内容
处罚依据	《广东省化妆品安全条例》第三十八条第二款
处罚类别	罚款
处罚内容	罚款 20000 元。
罚款金额（万元）	2
没收违法所得、没收非法财物的金额(万元)	0
暂扣或吊销证照名称及编号	
处罚决定日期	2021 年 5 月 13 日
处罚有效期	1 年
处罚机关	广东省药品监督管理局
处罚机关统一社会信用代码	11440000MB2D034421

资料来源：广东省药品监督管理局，中信证券研究部

功效宣称：须有科学依据证明，测评费用及时间成本增加

为贯彻落实《化妆品监督管理条例》，国家药监局于 2021 年 4 月 9 日发布了《化妆品功效宣称评价规范》（以下称《规范》），自 2021 年 5 月 1 日起施行，从而规范和指导化妆品功效宣称评价工作。化妆品注册人、备案人应当依据《规范》的要求对化妆品的功效宣称进行评价，并在国家药监局指定的专门网站上传产品功效宣称依据的摘要。

功效越强，则越需要充分的科学依据以证明

《规范》规定，①能够通过视觉、嗅觉等感官直接识别的（如清洁、卸妆、美容修饰、芳香、爽身、染发、烫发、发色护理、脱毛、除臭和辅助剃须剃毛等），或者通过简单物理遮盖、附着、摩擦等方式发生效果（如物理遮盖祛斑美白、物理方式去角质和物理方式去黑头等）且在标签上明确标识仅具物理作用的功效宣称，可免于公布产品功效宣称依据的摘要。②仅具有保湿和护发功效的化妆品，可以通过文献资料调研、研究数据分析或者化妆品功效宣称评价试验等方式进行功效宣称评价。③具有抗皱、紧致、舒缓、控油、去角质、防断发和去屑功效，以及宣称温和（如无刺激）或量化指标（如功效宣称保持时间、功效宣称相关统计数据等）的化妆品，应当通过化妆品功效宣称评价试验方式，可以同时结合文献资料或研究数据分析结果，进行功效宣称评价。④具有祛斑美白、防晒、防脱发、祛痘、滋养和修护功效的化妆品，应当通过人体功效评价试验方式进行功效宣称评价。具有祛斑美白、防晒和防脱发功效的化妆品，应当由化妆品注册和备案检验机构按照强制性国家标准、技术规范的要求开展人体功效评价试验，并出具报告。⑤进行特定宣称的化妆品（如宣称适用敏感皮肤、宣称无泪配方），应当通过人体功效评价试验或消费者使用测试的方式进行功效宣称评价。通过宣称原料的功效进行产品功效宣称的，应当开展文献资料调研、研究数据分析或者功效宣称评价试验证实原料具有宣称的功效，且原料的功效宣称应当与产品的功效宣称具有充分的关联性。

表 5：化妆品功效宣称评价项目要求

序号	功效宣称	人体功效评价试验	消费者试用测试	实验室试验	文献资料或研究数据
1	祛斑美白	√			
2	防晒	√			
3	防脱发	√			
4	祛痘	√			
5	滋养	√			
6	修护	√			
7	抗皱	*	*	*	△
8	禁止	*	*	*	△
9	舒缓	*	*	*	△
10	控油	*	*	*	△
11	去角质	*	*	*	△
12	防断发	*	*	*	△
13	去屑	*	*	*	△
14	保湿	*	*	*	*
15	护发	*	*	*	*
16	特定宣称 (宣称使用 敏感皮肤、 无泪配方)	*	*		
17	特定宣称 (原料功 效)	*	*	*	*
18	宣称温和 (无刺激)	*	*	*	△
19	宣称量化指 标的(时间、 统计数据 等)	*	*	*	△
20	宣称新功效	根据具体功效宣称选择合适的评价依据。			

资料来源：《化妆品功效宣称评价规范》附件，中信证券研究部

说明：1. 选项栏中画√的，为必做项目； 2. 选项栏中画*的，为可选项目，但必须从中选择至少一项； 3. 选项栏中画△的，为可搭配项目，但必须配合人体功效评价试验、消费者使用测试或者实验室试验一起使用。 注释：① 仅通过物理遮盖作用发挥祛斑美白功效，且在标签中明示为物理作用的，可免于提交产品功效宣称评价资料；② 如功效宣称作用部位仅为头发的，可选择体外真发进行评价。

设置缓冲期。不同时间段注册、备案的要求不同。药监局规定，自 2022 年 1 月 1 日起，化妆品注册人、备案人申请特殊化妆品注册或者进行普通化妆品备案的，应当依据《规范》的要求对化妆品的功效宣称进行评价，并在国家药监局指定的专门网站上传产品功效宣称依据的摘要。2021 年 5 月 1 日前已取得注册或者完成备案的化妆品，化妆品注册人、备案人应当于 2023 年 5 月 1 日前，按照《规范》要求，对化妆品的功效宣称进行评价，并上传产品功效宣称依据的摘要。2021 年 5 月 1 日至 2021 年 12 月 31 日期间取得注册或者完成备案的化妆品，化妆品注册人、备案人应当于 2022 年 5 月 1 日前，按照《规范》要求，对化妆品的功效宣称进行评价，并上传产品功效宣称依据的摘要。

化妆品进行功效测评成本增加

化妆品进行功效测评费用增加。目前国家对于化妆品功效评价没有统一的指导价，检测机构的报价是根据志愿者费用、测试时长、样本数量等多方面的成本而定。功效测评主要成本可以分为两大类：器械购买成本及测评团队搭建成本。2018 年广东轻工职业技术学院发布了其功效评价仪器设备购置（重招）中标结果公告，其共购买 6 台功效测评仪器，可观察到为较基础的测评类型，共花费近 120 万元。可知如需制备齐全的测评类器械，需进行一定规模的固定资产投资。如果采用第三方检测机构进行功效测评，该环节成本将给企业带来不小的负担。

表 6：广东轻工职业技术学院化妆品功效评价仪器设备购置（重招）中标结果公告

主要中标、成交标的名称	规格型号	数量	单价（元）	服务要求	中标、成交金额
皮肤水分测试仪	德国 CK, Corneometer CM825 MPA	1 台	¥ 97,000	质量保证期：2 年	¥ 1,199,000
方式效果测试仪	美国 solar, Light, SPF-290AS	1 台	¥ 378,000	质量保证期：2 年	
皮肤黑色素和血红素测试仪	德国 CK, Mexameter MX18 MPA	1 台	¥ 98,000	质量保证期：2 年	
皮肤弹性测试仪	德国 CK, Cutometer dual MPA580	1 台	¥ 198,000	质量保证期：2 年	
皮肤皱纹测试仪	德国 CK, Skin Visioline VL650	1 台	¥ 218,000	质量保证期：2 年	
皮肤显微镜激活性皮肤表面分析系统	德国 CK, Visioscan VC98	1 台	¥ 210,000	质量保证期：2 年	

资料来源：广东轻工职业技术学院官网，中信证券研究所

截至 2022 年 1 月，国内共有 304 家检测机构，其中仅有 29 家具备人体安全性检验及功效评价资质。青眼根据对多家检测机构的调查了解到，目前在人体功效评价中，防脱发的报价最高，普遍为 24 万元左右。而祛痘宣称的检测价格则相差较大，从几万元到十几万元不等，其中中山大学附属第三医院化妆品评价中心的报价达 16 万元。此外，滋养、修护、抗皱、紧致、舒缓等宣称的人体功效试验的报价则普遍在 5 万元左右。

图 14： 化妆品注册和备案检验检测机构

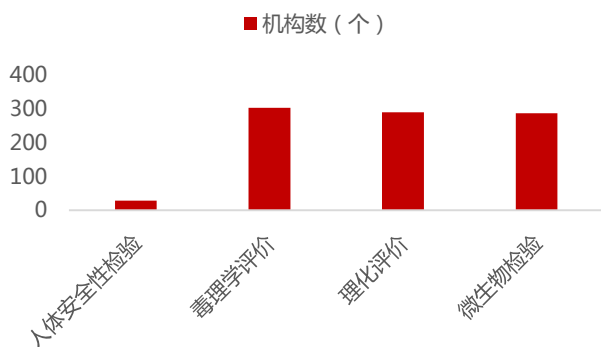
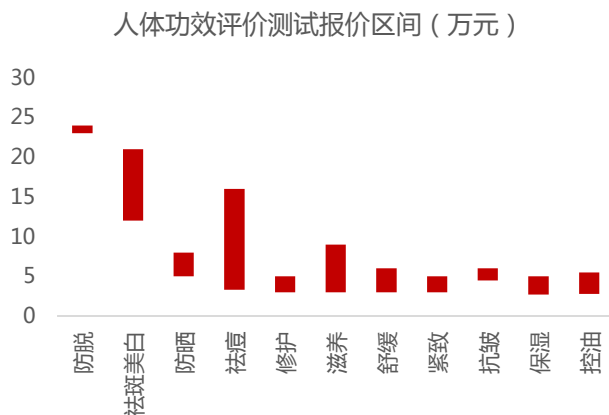


图 15： 人体功效报价区间



资料来源：国家药品监督管理局，中信证券研究部

资料来源：青眼，中信证券研究部

化妆品功效测评时间增加。化妆品备案费用成本大幅上涨的同时，时间成本的增加也不可忽视。部分产品检测周期需要 14 天，有的则需 28 天甚至更长，且这一周期时间是不能压缩的。据麦贺达集团副总裁田黎明表示，以临床功效检测为例，可能需要至少半年甚至 1 年以上的检测时间。从时间上看，弹性较大的就是志愿者招募的时间。根据青眼《化妆品企业这项成本上涨近百倍！》报道：一般志愿者的招募时间需要 2-4 周，甚至更长；现在已经出现企业排队检测的情况，未来估计排队的时间会更长。

表 7：祛痘化妆品功效评价检测周期

项目	内容
志愿者人数	至少 35 人（保证 30 个有效数据）
评估部位	颜面部
回访时间	共回访 5 次，分别为使用前、使用产品后第 3、7、14、28 天

资料来源：广州易贝化妆品备案微信公众号，中信证券研究部

表 8：化妆品功效评价检测周期

序号	功效宣称	受试者人数	实验周期
1	祛斑美白	35-70 人	4-8 周
2	防晒	35-70 人	4-12 周
3	防脱发	60-70 人	12 周
4	祛痘	35 人	4 周
5	滋养	35 人	4 周
6	修护	35 人	3-4 周
7	抗皱	35 人	12 周
8	紧致	35 人	8 周
9	舒缓	35 人	4 周
10	控油	30-35 人	4-5 周
11	去角质	35 人	4 周
12	去屑	35 人	4 周

序号	功效宣称	受试者人数	实验周期
13	保湿	30-35 人	4-5 周

资料来源：中国美妆网，中信证券研究部

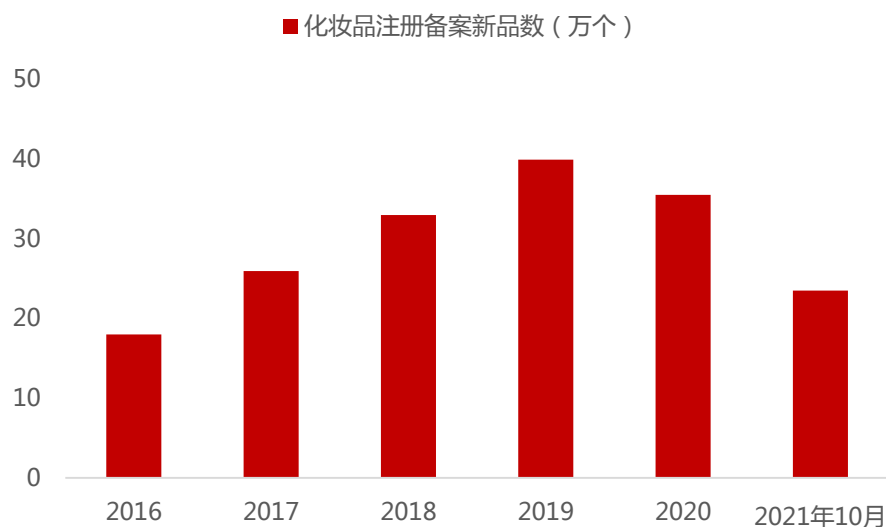
■ 如何解读新规对产业链各环节影响？

品牌端：产品出新降速，研发重要性空前提升

化妆品品牌出新速度将有所放缓

自新规实施以来，国内化妆品的注册备案数都有所下降。2020 年共注册备案化妆品 355,387 款，月均化妆品注册备案 2.96 万款；然而截至到 2021 年 10 月，月均化妆品注册备案数下降到了 2.14 万款。

图 16：化妆品新品注册备案数（万个）



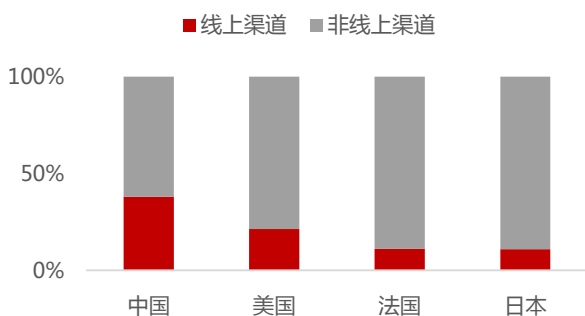
资料来源：国家药品监督管理局，中信证券研究部

原料报送码拉长了注册备案时长，进而降低了申报速度。《条例》规定，2022 年 1 月起，产品注册备案时，应提供具有防腐、防晒、着色、染色、祛斑美白功能原料的安全相关信息，即原料报送码。由于原料企业需要先认证，再报送原料信息，申报原料报送码，后续再有功效评价依据和化妆品安全评估。因此相比以往，需要更长的申报时间，申报频率有所下降。

品牌竞争将空前聚焦研发端

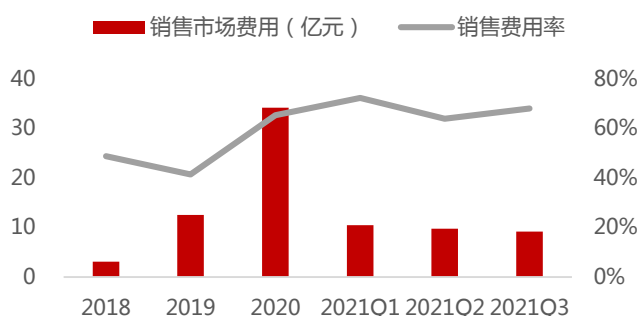
近年来，由于国内线上渠道和互联网营销的蓬勃发展，众多国产化妆品品牌凭借着高性价比的差异化定位，得以冲出重围，如御泥坊、完美日记、花西子等。然而大多数国产品牌都存在重线上轻线下、重营销轻研发的特性。

图 17： 2020 年各国化妆品线上销售渠道占比



资料来源：欧睿，中信证券研究部

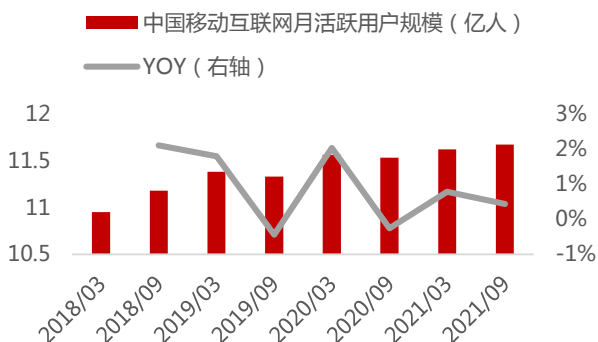
图 18： 完美日记销售费用率



资料来源：逸仙电商年报，中信证券研究部

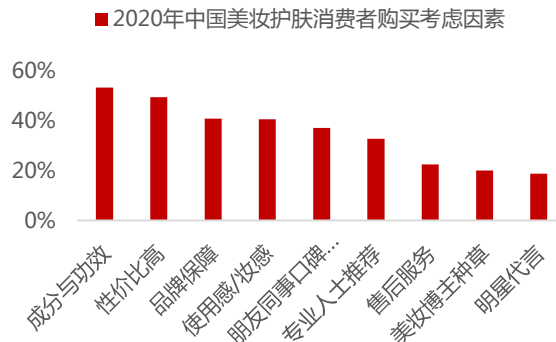
随着化妆品市场竞争加剧，线上渠道红利降低，且品牌概念性宣传效果减弱，国产品牌需要寻找新出路。在线上渠道上，一方面随着互联网用户数量见顶，电商红利的逐渐降低；另一方面，国际品牌逐渐意识到了中国线上渠道的重要性，并逐步加大了对国内线上渠道的营销力度。同时面对中国追求性价比的年轻消费群体，国际品牌进一步对产品线进行改良，推出性价比较高的产品。欧莱雅、雅诗兰黛、资生堂的年报数据显示，2020 年的电商营收占比分别是 27%/19%/25%，其中在中国市场的销售额增长率分别是 24.1%/15.4%/11%。在品牌营销上，以 Z 世代为代表的年轻消费者不再仅仅追求“颜值消费”和品牌效应，而是更加注重成分和功效。品牌仅单纯依靠概念性营销难以获取芳心。因此，由于中国化妆品市场竞争激烈，国产品牌原有的线上渠道红利、互联网概念性营销红利在减弱，国产品牌再次走到了发展的十字路口。

图 19： 中国电商流量红利见顶



资料来源：QuestMobile，中信证券研究部

图 20： 2020 年中国美妆护肤消费者购买考虑因素



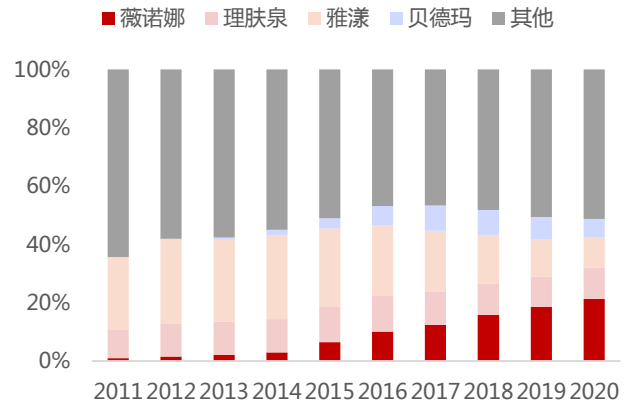
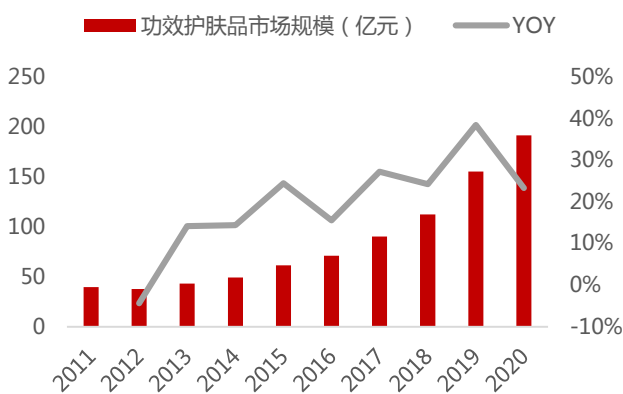
资料来源：艾瑞咨询，中信证券研究部

现阶段，国产化妆品品牌正在从原先的营销和渠道争夺流量，转变为研发功效成分，以技术研发基础和科学传播体系形成品牌故事，从而塑造国产品牌的核心竞争力。近年来，国内外功效化妆品市场逐渐兴起，并成为化妆品行业的新一轮增长潜力。2020 年国内功

效护肤品市场规模达到了 191 亿元，同比增长 23%。2015 年-2020 年年复合增长率达到 26%。以薇诺娜为代表的国产化妆品企业通过功效成分，改善容颜和皮肤结构，形成新一轮的品牌热点。如薇诺娜以云南特色植物成分提取为核心竞争优势，佐以学术论文、专利技术、全面功效临床验证和皮肤科医生的背书，形成科学技术体系。进一步，通过“皮肤科专家-专业 KOL-消费者”的方式进行内容建设和科学传播。2020 年薇诺娜研发投入费用达到 6,344 万元，同比增长 17%。2020 年其在国内功效化妆品领域位居第一，市占率达到了 21.3%，远超国际品牌。如华熙生物以生物发酵技术为核心竞争力生产玻尿酸，实现更高的生产效率，最终通过规模化生产降低成本、提高效益。

图 21：中国功效护肤品市场增速

图 22：功效化妆品领域竞争格局

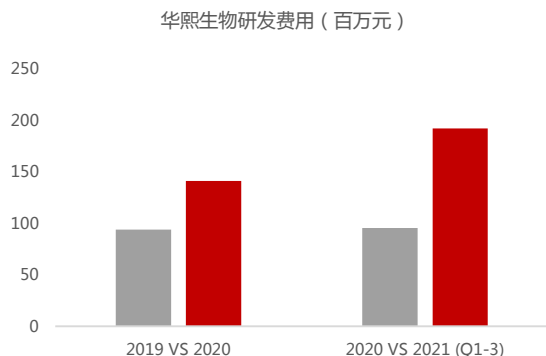


资料来源：欧睿，中信证券研究部

资料来源：欧睿，中信证券研究部

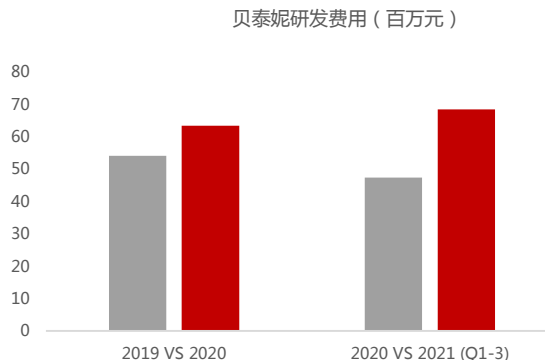
新规对配方的严格监管，将助推国产化妆品品牌加速聚焦研发端。正如前文所述，在以《条例》为指导的新规中，一方面，要求国产化妆品注册备案提供功效评价和完整配方表，使得品牌企业不得不深入详细研发配方功效成分，减少了伪功效和概念性添加的可能性，提高了对品牌企业的研发要求；另一方面，监管部门保障化妆品的核心配方权，使得拥有核心配方专利的品牌企业的权利得到更有效的保障，能够形成更高的“护城河”。2021 年 Q1-3，薇诺娜和华熙生物的研发费用比例都超过了 2020 年全年的研发费用，分别达到了 6,848 万元/14,116 万元，同比增速分别达到 44%/101%。因此在责任和权利的双重驱动下，国产化妆品品牌将加速聚焦研发端，形成新一轮的核心竞争力。

图 23： 华熙生物研发费用



资料来源：华熙生物公司公告，中信证券研究部

图 24： 贝泰妮研发费用



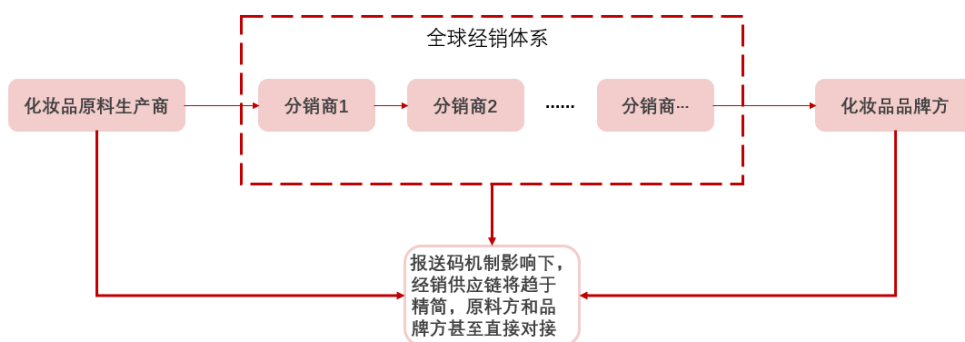
资料来源：贝泰妮公司公告，中信证券研究部

原料端：预计头部原料企业最为受益，迎来重要发展机遇

品牌方与原料方获将趋向于直接对接，链条缩短

在化妆品原料的新规下，预计品牌方与原料方的联系会趋于精简或直接对接，产业链条将进一步缩短。目前品牌方使用的化妆品原料大部分是由国际原料生产企业进行生产提供。国际化妆品原料生产企业拥有覆盖全球的经销体系。由于化妆品原料的种类复杂多样，品牌方倾向于通过经销商统一采购多种化妆品原料，所以生产商购买原料一般会经历几层经销商的渠道的中转。但是在化妆品新规下的原料报送码机制将会使原料与化妆品原料生产商进行绑定，报送码变更手续的复杂性以及变更带来的缺货等相关问题会使得化妆品品牌方不太愿意去变更合作方，倾向于直接与原料生产商进行直接合作减少相关风险，导致整个经销的链条精简甚至直接对接。珀莱雅公司近来分别与美国亚什兰、德国巴斯夫、西班牙 Lipoture 公司进行合作，表明品牌方与原料方具有较强的合作意向及趋势。

图 25： 化妆品原料销售链条或将趋向于缩短



资料来源：中信证券研究部

珀莱雅在 2021 年先后与美国亚什兰、德国巴斯夫达成战略合作协议。美国亚什兰主要提供个人护理、头发护理、皮肤护理、口腔护理以及家用护理创新原料的相关业务。多年来一直为众多国际一线品牌专供各种明星单品中的核心成分。德国巴斯夫是全球最大的化工企业和化妆品原料生产商，具备全球行业领先研发能力。两家全球化妆品原料生产企业将共同为珀莱雅研发具有本土市场趋势和独家专供成分的化妆品原料，品牌方与原料方进行了直接的合作对接。西班牙 Lipoture 公司是多胜肽原料的主要生厂商，供应抗衰老化妆品三类多肽：信号肽（长度为 5~30 个氨基酸，如五肽、六肽），载体肽（三肽）和神经递质阻断肽（六肽）。珀莱雅通过与 Lipoture 公司合作，使用六胜肽打造出红宝石精华的爆款产品。

表 9：品牌方（珀莱雅）与化妆品原料方直接合作实例

原料合作方	合作模式	合作方介绍	合作时间
美国亚什兰	签署了战略合作协议	美国亚什兰主要提供业务涉及个人护理，头发护理，皮肤护理，口腔护理以及家用护理创新原料的相关业务，多年来一直为众多国际一线品牌专供各种明星单品中的核心成分。	2021 年 1 月 22 日
德国巴斯夫	签署了战略合作协议	德国巴斯夫是全球最大的化工企业和化妆品原料生产商，具备全球行业领先研发能力。	2021 年 3 月 15 日
西班牙 Lipoture	与西班牙化妆品公司 PRIMA-DERM,S.L 共同投资设立合资公司 Singuladerm Asia Company	西班牙 Lipotec 公司是全球的主要多胜肽生产商，主要供应抗衰老化妆品三类抗衰老多肽：信号肽（长度为 5~30 个氨基酸，如五肽、六肽），载体肽（三肽）和神经递质阻断肽（六肽）。	2019 年 11 月 6 日

资料来源：珀莱雅公司公告及公司官方微信公众号，中信证券研究部

原料端企业沿产业链延伸向配方设计环节

新规下原料方将可能沿化妆品产业链向下延伸，逐步涉及配方研究等方面的业务。化妆品原料方具备原料的研究生产优势，对化妆品原料功效及应用方面具备更深刻的认识。为了满足品牌方日益增长的配方设计需求，原料端可进行化妆品配方的研发，甚至于开始 ODM 业务。化妆品原料研发和生产的公司科思股份于 2021 年与南京江宁区签署《投资建设协议》，计划建设高端个人护肤品产业基地，建设内容包括高端个人护肤品生产中心、工程技术中心、产品应用中心、国际合作中心以及科思研发中心及配套功能区。此次投资，科思股份意在打造自己的化妆品配方研究中心，加快企业从原料生产研发，到配方设计的延伸以及 ODM 业务的拓展。

生产端：ODM 模式面临挑战，OEM 企业加速头部集中

ODM 生产模式面临挑战

与 ODM 合作服务的议价能力较弱的品牌方出现速度会放缓。根据品观数据，2021 年下半年以来，美妆领域的融资数量约 30 起，获得融资的美妆品牌商仅占 10 余家。融资规模在百万和千万级别为主，而在 19 年美妆融资火热之时，平均单笔融资金额达 3.37 亿。2021 年以来，新锐国货彩妆出现了一批关店潮，CROXX、KATH、抓猫、仙妮蒂卡等品牌关店或者转型，2020 年 2 月成立的中国风彩妆品牌牌技在 2021 年 9 月就已下架天猫旗

舰店的全部彩妆产品。整体而言，美妆消费在资本市场的降温可能使未来新锐品牌出现速度放缓。目前市场处于社交红利的末期，与 ODM 合作服务的议价能力较弱的品牌方通过强力营销的方式出圈难度增加。总之，溢价能力较低的品牌方出现数量放缓且生存环境变差，预计这种负面影响将传导到上游对应的 ODM 厂商。

表 10：2021 年 7 月-10 月美妆品牌融资情况（不完全统计）

品牌	主营产品类	融资轮次	融资金额	投资方
言安堂	护肤	A 轮	数千万元	阿普塔
溪木源	护肤	C 轮	3 亿元	Coatue、高鹄资本、H Capital
林清轩	护肤	B 轮	数亿元	韩国未来资产集团、碧桂园创投
一期一会	护肤	A 轮	数千万元	海纳亚洲创投
拾颜	护肤	A 轮	约亿元	高榕资本、天图投资
醒肌密	护肤	战略融资	约千万元	
蓝系	男士护肤	Pre-A 轮	约千万元	启赋资本
理派	男士护肤	种子轮	数百万元	/
菲鹿儿	彩妆	A 轮	数千万美元	XVC、五源资本
奈玑子	彩妆	天使轮	数百万元	立壹科技
啪啵	彩妆	天使轮	数百万元	/

资料来源：品观网，中信证券研究部

ODM 之前合作的议价能力较强的品牌，谈判中较为强势，可能向 ODM 企业要求注册和备案的权利，例如向 ODM 企业索要配方所有权。ODM 企业出于维持合作关系的原因，可能会出让配方。如果说 ODM 坚持保护配方所有权，则可能会失去部分头部客户，所以 ODM 企业将会面临进退两难的局面，行业挑战加剧。

核心资源稀缺驱动 OEM 头部集中

《规范》要求化妆品生产的每个环节都专业化的操作与管理，这将导致行业内一批不达标的工厂进行规范与整改。从生产经营的要求来看，中小企业需要在短时期内满足《规范》中对生产经营全环节可追溯和生产车间硬件的严格要求。随着化妆品行业的门槛提高，新规实施之前低水平的中小企业面临严峻的生存危机。

2022 年 1 月 11 日，广州市市场监督管理局发布通告称，根据《中华人民共和国行政许可法》《化妆品监督管理条例》及《化妆品生产许可工作规范》的有关规定，已经依法注销 24 家化妆品生产企业的化妆品生产许可证。

表 11：2022 年 1 月 11 日广州市依法注销 24 家化妆品生产企业生产许可证

序号	企业名称	许可证编号	备注
1	广州市亚蓝卡化妆品有限公司	粤妆 20161527	主动注销
2	蓝海药业（广州）有限公司	粤妆 20160711	主动注销
3	广州姿媛秀生物科技有限公司	粤妆 20161224	主动注销
4	广州丽臣精细化工有限公司	粤妆 20161401	主动注销
5	广州慕洋化妆品有限公司	粤妆 20200014	主动注销
6	广州市韩朵化妆品有限公司	粤妆 20160730	主动注销

序号	企业名称	许可证编号	备注
7	广州市三姿化妆品有限公司	粤妆 20170026	主动注销
8	百草堂医药股份有限公司	粤妆 20161466	主动注销
9	广州市采悦日用化妆品有限公司	粤妆 20161447	主动注销
10	广州冠红化妆品有限公司	粤妆 20170245	主动注销
11	广州市姿泊泉化妆品有限公司	粤妆 20161192	主动注销
12	广州赛妃化妆品有限公司	粤妆 20161354	主动注销
13	广州市白云区激至精细化工厂	粤妆 20161455	主动注销
14	广州舒泰生物技术有限公司	粤妆 20160336	主动注销
15	广州飘蝶化妆品有限公司	粤妆 20161732	主动注销
16	广州市洁奥日化有限责任公司	粤妆 20161598	主动注销
17	广州智尚生物科技有限公司	粤妆 20161525	主动注销
18	广州艾婷化妆品有限公司	粤妆 20170350	主动注销
19	时润(广东)化妆品有限公司	粤妆 20210352	主动注销
20	广州天香生物科技有限公司	粤妆 20160165	主动注销
21	广州市添姿化妆品有限公司	粤妆 20180162	主动注销
22	广州雅奥化妆品有限公司	粤妆 20160952	主动注销
23	广州白云巨星家用品厂	粤妆 20170045	主动注销
24	广州优钻化妆品有限公司	粤妆 20170033	主动注销

资料来源：广州市市场监督管理局，中信证券研究部

从成本来看，如果企业自建功效测评体系，设备大概需要几百万的投入，且自建团队需要 1-2 年时间，这对于企业来说时间成本过高。如果采取第三方检测，据中山大学第三附属医院化妆品评价中心官网公开的报价表显示，《规范》实施之前，最高的一次检测费用不到 3 万元，而现在最低的保湿功效检测就要约 5 万元，企业检测成本大幅度提升。

表 12：第三方机构人体功效评价测试报价梳理

功效宣称	费用区间
防脱	23-24 万
祛斑美白	12 万-21 万
防晒	5-8 万
祛痘	3.3-16 万
修护	3-5 万
滋养	3-9 万
舒缓	3-6 万
紧致	3-5 万
抗皱	4.5-6 万
保湿	2.7-5 万
控油	2.8-5.5 万

资料来源：青眼《化妆品企业这项成本上涨近百倍！》，中信证券研究部

从人才资源来看，化妆品企业对质量安全负责人的需求激增。根据猎聘及 BOSS 直聘，已经有大量的化妆品质量安全负责人招聘需求，其薪水普遍高于行业其他岗位。并且，行业头部品牌相比于中小品牌从薪资、平台资源等方面更具有吸引人才的优势，可以快速抢

占行业内稀缺的优秀质量安全负责人资源。短期内中小品牌面临着招不到足够专业人才导致退出行业的风险。

表 13：化妆品质量安全负责人招聘需求列举

招聘单位	工资	地点
美图公司	20-30k	北京
北京尚捷优蓝科技有限公司	8-20k	
中湘龙生物科技(佛山)有限公司	11-22k	佛山
广州市明月亮化妆品有限公司	5-10k	广州
海南艾纳香生物科技发展股份有限公司	6-10k	海口
米友圈	8-15k	杭州
厦门莱坊商贸有限公司	4-6k	泉州
欧浩云供应链管理公司	7-10k	汕头
上海丽客化妆品有限公司	10-15k	上海
上海欧芭赫生物科技有限公司	10-15k	
上海宝伯诗生物科技有限公司	10-15k	
上海芭丝优芙欧科技有限公司	9-10k	
赞意	15-20k	
上海御眸生物科技有限公司	10-25k	
上海施美士生物科技有限公司	10-20k	
苏州榭睿迦医疗科技发展有限公司	8-13k	苏州
采词化妆品	12-18k	云浮
重庆市链福电子商务有限公司	6-7k	重庆

资料来源：猎聘，BOSS 直聘，中信证券研究部

■ 风险因素

宏观经济增速不及预期；相关法规发生重大变化或执行力度不及预期；国货产品能力提升不及预期；流量渠道快速切换。

■ 投资建议

2020 年以来化妆品行业新规密集推出，2022 年进入大量法规具体实施阶段，未来新规的相继落地和持续实施将推动化妆品产业链价值重构。综合分析新规影响，我们提出三条投资主线：①研发实力较强的品牌龙头预计将有更大竞争优势，重点推荐贝泰妮、珀莱雅、华熙生物、鲁商发展；②化妆品原料龙头企业预计将最为受益，重点推荐科思股份，建议关注嘉必优；③ODM 企业的调整及 OEM 企业市占预计将提升，建议关注嘉亨家化。

表 14：相关标的最新盈利预测及估值

板块	公司名称	最新市值 (亿元)	归母净利润（亿元人民币）				PE		PEG
			FY20	FY21/E	FY22/E	22/21 增速	FY21/E	FY22/E	
化妆品 /品牌	珀莱雅	370.84	4.76	6.03	7.45	24%	61	50	2.1
	丸美股份	126.25	4.64	4.17	4.45	7%	30	28	4.2
	上海家化	255.34	4.30	5.28	6.71	27%	48	38	1.4
	华熙生物	656.16	6.46	7.61	9.28	22%	86	71	3.2
	贝泰妮	714.61	5.44	8.31	11.07	33%	86	65	1.9
	鲁商发展	120.90	6.39	7.77	9.71	25%	16	12	0.5
化妆品 /供应链	科思股份	65.72	1.63	1.64	2.44	49%	40	27	0.6
	嘉亨家化*	37.41	0.93	0.92	1.36	48%	41	27	0.6
	青松股份*	55.89	4.61	3.03	4.81	59%	18	12	0.2
化妆品 /代运营	壹网壹创	114.92	3.10	4.13	5.64	37%	28	20	0.6
	丽人丽妆*	99.10	3.39	4.17	4.76	14%	24	21	1.5
	若羽臣*	27.04	0.89	0.85	1.08	28%	32	25	0.9

资料来源：Wind，中信证券研究部预测；*标的盈利预测为 Wind 一致预期，其余标的盈利预测为中信证券研究部预测。

相关研究

- 美妆及商业行业复盘、业绩前瞻、展望—历尽千帆，再出发 (2022-01-04)
- 美妆及商业行业重大事项点评—从头部主播税收事件看化妆品等行业影响：回归产品力，回归长期主义 (2021-12-21)
- 美妆及商业行业 2021 双十一特征分析—国货崛起，竞争升级 (2021-11-15)
- 美妆及商业行业三季度淘系数据复盘及重点公司三季报前瞻—淡季实淡，短看双十一，长看第二增长曲线 (2021-10-13)
- 胶原蛋白系列专题之一—胶原类医疗器械和化妆品，颜值产业重要驱动力量 (2021-09-28)
- 化妆品板块 2021 年四季度投资策略—以成长化解估值，以跨越打破瓶颈 (2021-09-24)

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧洲经济区由 CLSA Europe BV 分发；在英国由 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalamal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会会员）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》及《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34 及 35 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 024/12/2020。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

英国：本研究报告归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在英国由 CLSA（UK）分发，且针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士。涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。

欧洲经济区：本研究报告由荷兰金融市场管理局授权并管理的 CLSA Europe BV 分发。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及 CHI-X 的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2022 版权所有。保留一切权利。