欧美、日本发展路径几何？——功能性护肤品海外经验对比

增持（维持）

2021 年 02 月 26 日

证券分析师 吴劲草
执业证号：S0600520090006
wujc@dwzq.com.cn
证券分析师 张家璇
执业证号：S0600520120002
zhangjx@dwzq.com.cn
证券分析师 汤军
执业证号：S0600517050001
tangj@dwzq.com.cn
研究助理 樊荣
fanr@dwzq.com.cn

投资要点

- **他山之石：美、日、欧的功能性护肤品发展经验几何？**受资源禀赋、消费习惯、消费结构等因素影响，各国功能性护肤品演化出不同类型，例如美国青睐高科技成分的皮肤学级产品和纯净护肤品，欧洲尤为流行较为温和的温泉系皮肤学级护肤品，日本流行补水和敏感肌修复功效的皮肤学级产品和纯净护肤品。

- **功能性护肤品是国牌崛起的最重要的路径之一。**我国消费者更崇尚天然成分皮肤学级护肤产品和“成分党”的功能性护肤品。20 世纪末以来，我国的皮肤学级护肤品品牌经历了由仅依靠药店渠道、口碑营销，到药店和线上渠道共同发展、以口碑营销为核心的多元化营销阶段。从竞争格局看，国牌崛起成为核心特点，国货皮肤学级护肤品牌薇诺娜 2017 年以来超越薇姿、理肤泉、雅漾，目前以 20.5%市占率位列皮肤学级护肤首位，功能性护肤品牌薇诺娜和 HFP 均位列护肤品份额 TOP30。

- **功能性护肤品的异与同——本土化、专业化、高集中度是共性，是诞生本土超级品牌的重要土壤。（1）产品大多定位中档：**大多为中档定位，类型丰富，消费群体较为广阔。**（2）渠道/营销专业化：**一方面注重专业化渠道和营销方式，例如不少知名皮肤学级护肤品深扎药店渠道，注重口碑营销；另一方面重视线上渠道红利，积极拥抱新媒体营销，玉泽、HFP、润百颜等品牌借此实现知名度与销量齐升。**（3）规模天花板较高：**据 Euromonitor，2019 年我国皮肤学级护肤规模为 137 亿元，在护肤品占比仅 5.5%，对比海外经验看，皮肤学级护肤为护肤品重要组成，占比一般为 15%-40%，由此可知，我国皮肤学级护肤渗透率提升空间广阔，规模天花板较高。根据预测，到 2030 年我国皮肤学级护肤市场规模接近 1300 亿元，在护肤品渗透率超 20%。**（4）高集中度和本土化趋势下，有望诞生本土超级品牌：**从竞争格局看，一是集中度较高，头部市占率和 TOP3 集中度均远高于护肤品整体；二是本土化趋势明显，海外主要市场的 TOP10 皮肤学级护肤品牌中本土占比在 60%-100%，鉴于本土品牌更擅长本土皮肤问题、具有独特资源禀赋以及方便通过医研共创形成专业背书，我们看好我国本土皮肤学级品牌市占率提升。**结合皮肤学级护肤是护肤品重要细分赛道、头部市占率一般较高以及本土化趋势明显，我们认为皮肤学级护肤赛道有诞生本土超级品牌的潜力。**

- **投资建议：**功能性护肤品是增速高、增长确定性强的美妆细分赛道，且国货具有市占率提升的趋势。建议关注即将上市的皮肤学级护肤龙头**贝泰妮**、成功孵化皮肤学级护肤品牌玉泽的**上海家化**、以“HA+”策略打造多品牌矩阵的**华熙生物**和孵化出颐莲等功能性护肤品牌的**鲁商发展**。

- **风险提示：**行业竞争加剧风险，获客成本上升风险，消费需求整体疲软。

行业走势



相关研究

1、《功能性护肤品系列深度报告之一：“药妆”是“药”还是“妆”？——功能性护肤国牌正崛起》2021-02-24

2、《中国品牌化崛起系列深度（一）：万元奢侈品包成本是多少？——深究“品牌溢价”的来源》2021-02-04

表 1：重点公司估值

代码	公司	总市值(亿元)	收盘价（元）	EPS			PE			投资评级
				19A	20E	21E	19A	20E	21E	
A20333	贝泰妮	——	——	1.14	1.47	2.14	——	——	——	无评级
688363	华熙生物	770	160.50	1.22	1.35	1.65	132	119	97	买入
600315	上海家化	312	45.98	0.83	0.63	0.69	55	72	67	买入

资料来源：东吴证券研究所（数据截止 2021 年 2 月 26 日收盘）（注：贝泰妮尚未评级，EPS 预期为 wind 一致预期；华熙生物、上海家化 EPS 预期为东吴研究所预测；华熙生物、上海家化 20 年 EPS 为历史值，非预测值）

请务必阅读正文之后的免责声明部分

内容目录

1. 他山之石：美、日、欧的功能性护肤品发展经验几何？ 5
1.1. 美国市场：科技致胜，纯净护肤风正起 5
1.2. 日本市场：温和保湿，注重敏感肌修护 10
1.3. 欧洲市场：发展较早，温和丰富 16
2. 我国：功能性护肤品是国牌崛起的最重要的路径之一 20
2.1. 产品端：崇尚成分天然，“成分党”品牌不断涌现 20
2.2. 渠道端：从药店到电商，线下线上红利相继释放 24
2.3. 营销端：口碑营销为基，兼顾多元化营销 25
2.4. 竞争格局：呈现本土化趋势，国货龙头进步明显 25
3. 功能性护肤品的异同——本土化、专业化、高集中度是共性，诞生本土超级品牌重要土壤27
3.1. 产品：一般中档定位，类型丰富 27
3.2. 渠道/营销：专业化渠道及营销方式，重视线上渠道红利 28
3.3. 规模：各国护肤品类重要组成，我国渗透率提升空间广阔 29
3.4. 格局：集中度较高，本土化趋势明显，未来有望诞生本土超级品牌 31
4. 投资建议 34
5. 风险提示 37

图表目录

图 1：美国功能性护肤品价格跨度较大 6
图 2：不少美国功能性护肤品创始人为皮肤学家 7
图 3：2019 年美国主要皮肤学级护肤品牌零售额 7
图 4：美国主要皮肤学级护肤品牌在皮肤学级护肤品类市占率，% 7
图 5：美国主要皮肤学级护肤品牌在护肤品类市占率，% 8
图 6：美国主要纯净护肤品牌在护肤品类市占率，% 8
图 7：近年来各主要化妆品集团加速布局功能性护肤品品牌 9
图 8：美国售卖药品及化妆品的 CVS 药房 9
图 9：美容零售商丝芙兰的 Drunk Elephant 专柜 9
图 10：CeraVe 在 TikTok 上的美妆 KOL 营销 10
图 11：Instagram 平台上 Drunk Elephant 用户反馈 10
图 12：日本功能性护肤品在护肤品整体中处于中低端价位 11
图 13：2019 年日本主要皮肤学级护肤品牌零售额 12
图 14：日本主要皮肤学级护肤品牌在皮肤学级护肤品类市占率，% 12
图 15：日本主要皮肤学级护肤品牌在护肤品类市占率，% 12
图 16：日本主要纯净护肤品牌在护肤品类市占率，% 12
图 17：2015-2019 年日本化妆品行业各渠道占比 13
图 18：2019 年日本连锁药妆店增速超 20000 家 14
图 19：2015-2019 年日本连锁药妆店销售额增速 CAGR 为 5.8% 14
图 20：2017-2019 年药妆店美妆护理品类销售额保持在 900 亿元之上 14
图 21：2015-2019 年药妆店美妆护理销售额占比 14
图 22：2014-2019 年日本美容个护线上渠道占比由 6.9%提升至 9.7% 15
图 23：日本 COSME 大赏获奖产品图 15
图 24：欧洲功能性护肤品在护肤品整体中处于中低价位 17
图 25：2019 年西欧主要皮肤学级护肤品牌零售额 18
图 26：西欧主要皮肤学级护肤品牌在皮肤学级护肤品类市占率，% 18
图 27：西欧主要皮肤学级护肤品牌在护肤品类市占率，% 18
图 28：位于巴黎购物中心的 Pharmacie du R.E.R 药店 19
图 29：Marionnaud Paris 线上购物网站 19
图 30：拥有 50 万+粉丝的美妆博主在 Instagram 上推广 ISDIN 品牌产品 20
图 31：知名旅游博主在 Instagram 上推广成立于 2009 年的 Byphasse 品牌产品 20
图 32：中国敏感肌女性主要关注产品修复功能以及是否含天然抗敏成分 22
图 33：2020 年要求天然成分占六成以上的中国敏感肌女性占比为 87% 22
图 34：我国化妆品“成分党”发展历程 23
图 35：中国功能性护肤品在护肤品中整体处于中低价位 23
图 36：薇姿在我国零售额先后在 2011/2016 年被雅漾和理肤泉超越 24
图 37：中国功能性护肤品渠道和营销发展阶段 25
图 38：2019 年中国主要皮肤学级护肤品牌零售额 26
图 39：中国主要皮肤学级护肤品牌在皮肤学级护肤品类市占率，% 26
图 40：中国主要皮肤学级护肤品牌在护肤品类市占率，% 26
图 41：中国主要纯净护肤品牌在护肤品类市占率，% 26
图 42：皮肤学级护肤品牌的“医研共创”覆盖研发、临床、销售等多个环节 29

图 43：2019 年中国皮肤学级护肤品市场规模达 136.8 亿元 30
图 44：中国皮肤学级护肤品渗透率较世界主要国家相差较大 30
图 45：中国皮肤学级产品人均消费额与世界主要国家相差较大 30
图 46：中国皮肤学级护肤品市场规模具体预测 31
图 47：2019 年各国皮肤学级护肤品 TOP1 市占率远高于护肤品整体 31
图 48：2019 年中国排名靠前的护肤品市占率在 3%-5% 31
图 49：2019 年中国皮肤学级护肤品 TOP3 集中度远高于护肤品整体 32
图 50：中国头部皮肤学级护肤品牌在护肤品市占率预测 32
图 51：除中国外的主要市场，TOP10 皮肤学级护肤品牌中本土占比均较高 33
图 52：功能性护肤品本土化的主要机会 34

表 1：重点公司估值 1
表 2：美国代表性功能性护肤品特点及功效 5
表 3：2019 年美国主要皮肤学级护肤品在皮肤学级产品及护肤品整体的排名及市占率 8
表 4：日本代表性功能性护肤品特点及功效 10
表 5：2019 年日本主要皮肤学级护肤品在皮肤学级产品及护肤品整体的排名及市占率 13
表 6：日本化妆品实体渠道定位比较 14
表 7：欧洲代表性功能性护肤品特点及功效 16
表 8：2019 年西欧主要皮肤学级护肤品在皮肤学级产品及护肤品整体的排名及市占率 19
表 9：中国市场代表功能性护肤品一览 20
表 10：2019 年中国主要皮肤学级护肤品在皮肤学级产品及护肤品整体的排名及市占率 27
表 11：各国功能性护肤品大多定位中档 27
表 12：各主要市场功能性护肤品类型 28
表 13：功能性护肤品和其他护肤品销售渠道及营销方式对比 29
表 14：中国皮肤学级护肤品市场规模假设依据 31
表 15：公司估值表（基于 2021 年 2 月 26 日收盘价） 34

1. 他山之石：美、日、欧的功能性护肤品发展经验几何？

1.1. 美国市场：科技致胜，纯净护肤风正起

美国皮肤学级护肤品具有高科技、高功效的特点。美国皮肤学级护肤品擅长使用高科技成分，并通过最佳成分配比实现对皮肤问题的辅助修复作用。例如，修丽可经典的“CE 精华”应用了修丽可大名鼎鼎的 CEF 专利，核心成分为“15%的左旋维生素 C+1%维生素 E+0.5%阿魏酸”，使其成为代表性的抗氧化精华产品。隶属于医美龙头艾尔建的 Skin Medica 代表产品为“TNS 再生修护精华”，其包含的主要成分“TNS 再生修复配方”蕴含了超过 110 种人体的生长因子，经临床试验验证可有效对抗衰老。另外，Proactiv、Clearasil、AcneFree 等品牌均有专业的祛痘产品。

崇尚成分安全、精简的纯净护肤概念兴起。美国年轻消费者对于产品成分更加理性、更加注重成分安全性，因此催生出纯净护肤风潮（英文为“Clean Beauty”）。Drunk Elephant 作为纯净护肤的代表品牌，自 2012 年成立以来一直秉持着“Less is more”的理念，只选取最安全、最有效的成分，且为最大程度减少致敏情况，避免添加芳香精油、硅、酒精等六种成分，是丝芙兰历史上成长最快的品牌。

表 2：美国代表性功能性护肤品特点及功效

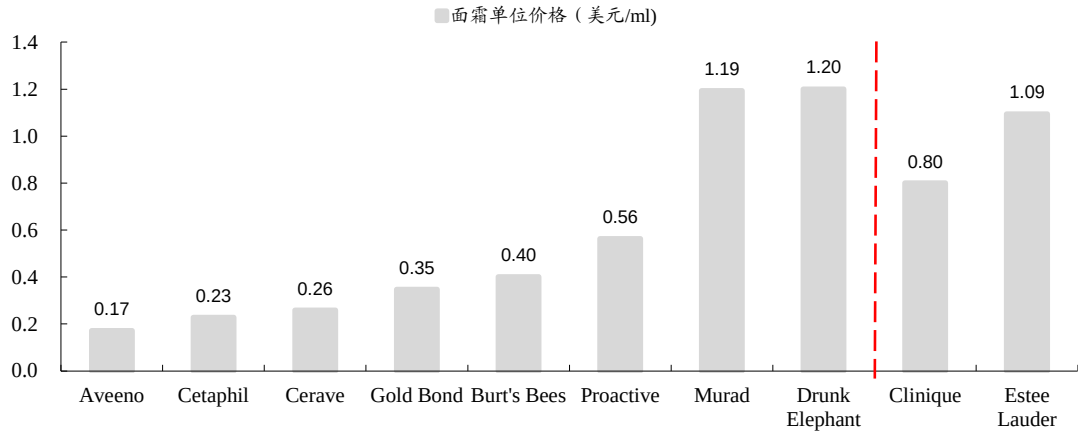
分类	品牌	特点	功效	示例
皮肤学级护肤品	Proactive	由斯坦福大学两位著名皮肤学博士研制，植物成分配方	祛痘	
	Aveeno	纯天然成分，以燕麦和大豆为主，安全高效、质地温和	婴儿护肤；抗敏修护；治疗皮肤疾病，如湿疹，牛皮病，接触性皮炎，水痘，蜂巢和晒伤等	
	CeraVe	添加神经酰胺；长效保湿的 MVE 专利技术	增强皮肤屏障修护	
	Gold Bond	创建可追溯到 1882 年，含有活性成分薄荷醇，有清凉止痒作用	舒缓皮肤刺激，止痒；滋润，护手，淡化颈纹	
	Cetaphil	无香料，无油，成分简洁	敏感、干燥或痘肌的清洁、滋润	

	Murad	由美国皮肤护理专家、USLA Howard Murad 博士创建，对原料和质地的打磨精细	抗氧化、抗衰；祛痘；保湿；应对皮肤问题	
纯净护肤品	Drunk Elephant	Clean Beauty，选取最安全有效的天然成分	敏感性肌肤护理	
	Burt's Bees	成分以蜂蜜、蜂蜡、牛奶、乳木果等为主，天然纯度95%以上，无任何争议化学成分	润唇，护手等	

数据来源：各公司官网，东吴证券研究所

美国功能性护肤品内部不同品牌价格差异较大。美国功能性护肤品品牌覆盖较广。我们以各品牌面霜品类的单位价格为例进行比较，Aveeno、Cetaphil 等定价相对亲民，占据大众市场；Murad、Drunk Elephant 则定价相对较高，甚至高于雅诗兰黛部分产品单位价格，吸引收入水平较高的消费群体，消费者可依据自己的护肤需求和价格承受能力，选择合适的功能性护肤品。

图 1：美国功能性护肤品价格跨度较大



数据来源：亚马逊，公司官网，东吴证券研究所（以单位面霜价格比较，比较分别为“Aveeno 焕颜保湿日霜”、“Cetaphil 祛红镇静面霜”、“Cerave 面部保湿霜”、“Gold Bond 面部保湿乳液”、“Proactive 抗痘面部保湿霜”、“Murad 水动力面霜”、“Drunk Elephant 鲜奶面霜”、“Burt's Bees 滋养保湿抗皱面霜”、“倩碧水磁场高保湿轻盈凝霜”、“雅诗兰黛控油保湿凝露”）

不少美系功能性护肤品的创始人有过硬的相关研究背景。许多创始人在此之前的职业是药剂师或皮肤科医师，例如 SkinCeuticals 创始人 Sheldon Pinnel 是美国杜克大学皮肤科教授，其奠定了左旋维 C 有效成分的地位；MURAD 是由美国皮肤科学会院士、皮肤护理专家 Murad 慕拉博士于 1989 年创立的护肤品牌，产品结合 50000+例皮肤病患者

治疗经验与身为皮肤病协会院士所拥有的丰富理论基础；Rodan & Fields 创始人 Katie Rodan 博士和 Kathy 博士都是治疗痤疮的皮肤科医生，在 2008 年联合创立 Rodan & Fields。

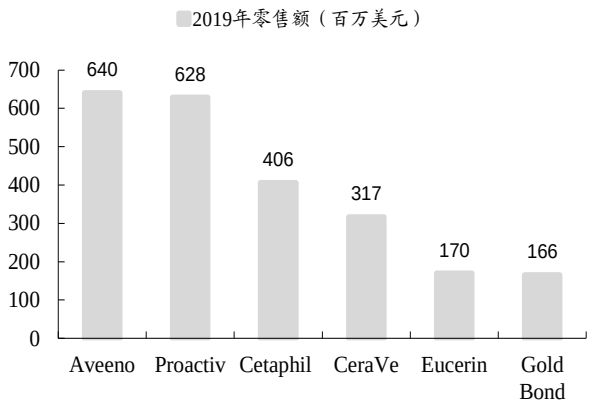
图 2：不少美国功能性护肤品创始人为皮肤学家



数据来源：各公司官网，东吴证券研究所

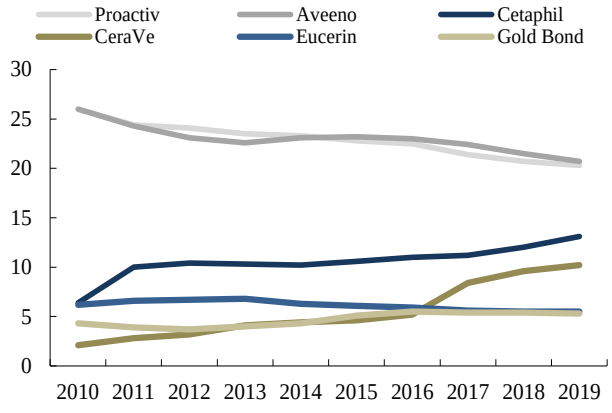
美国主要皮肤学级产品份额较为集中，领先品牌零售额在 6 亿美元以上，在护肤品中皮肤学级护肤品市占率稳步提升、纯净护肤份额亦快速增加。根据 Euromonitor 数据，美国皮肤学级产品份额较为集中，2019 年前十大集中度达 84.8%，其中排名前两位的 Aveeno 和 Proactive 零售额均在 6 亿美元以上。在护肤品各细分领域中，Cetaphil、CeraVe、Gold Bond 等主要皮肤学级护肤品品牌份额稳步提升，纯净护肤品例如 Drunk Elephant 和 Burt's Bees 份额亦快速增加。在 2019 年美国护肤品前十位中，共有 3 个功能性护肤品，其中有 2 个皮肤学级护肤品，1 个纯净护肤品（Burt's Bees）。

图 3：2019 年美国主要皮肤学级护肤品牌零售额



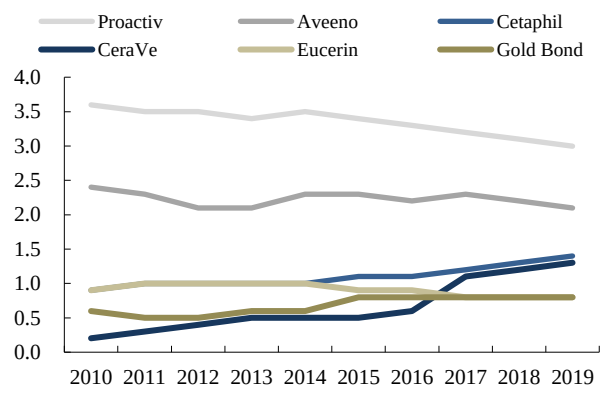
数据来源：Euromonitor，东吴证券研究所

图 4：美国主要皮肤学级护肤品牌在皮肤学级护肤品类市占率，%



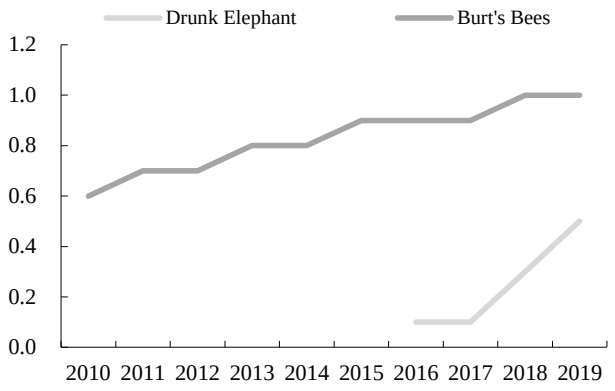
数据来源：Euromonitor，东吴证券研究所

图 5：美国主要皮肤学级护肤品牌在护肤品类市占率，%



数据来源：Euromonitor，东吴证券研究所

图 6：美国主要纯净护肤品牌在护肤品类市占率，%



数据来源：Euromonitor，东吴证券研究所

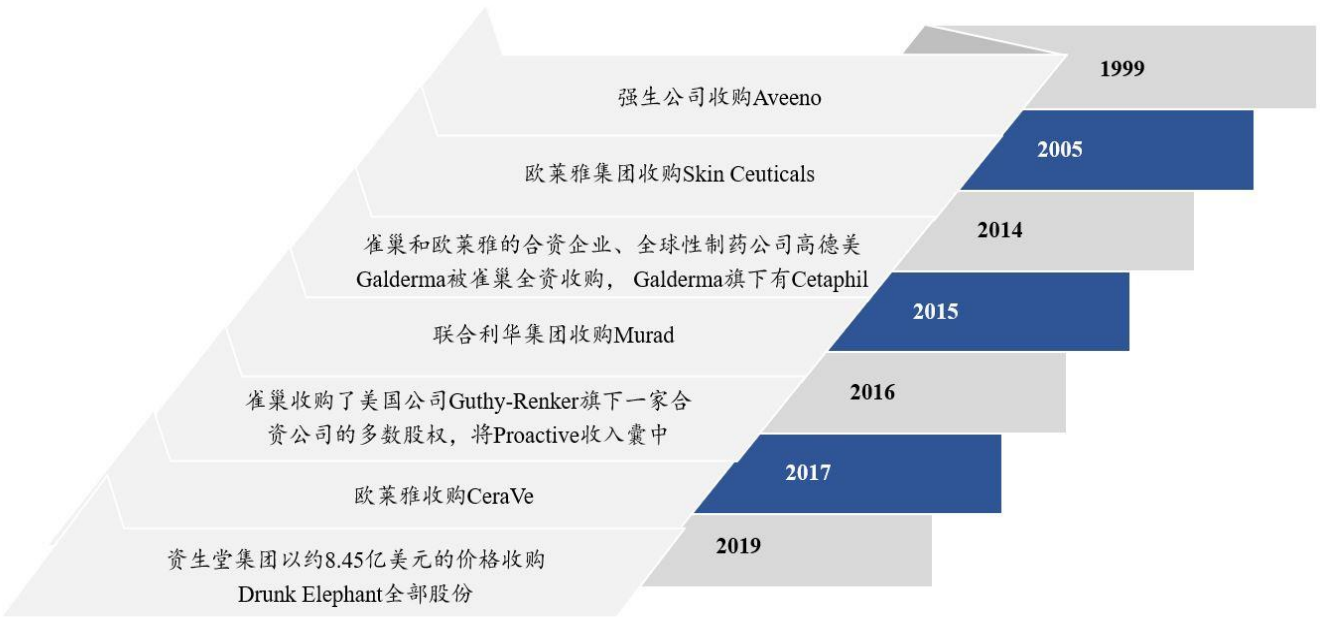
表 3：2019 年美国主要皮肤学级护肤品在皮肤学级产品及护肤品整体的排名及市占率

品牌	在美国皮肤学级产品排名	在美国皮肤学级产品市占率%	在美国护肤品排名	在美国护肤品市占率%
Aveeno	1	20.7	10	2.1
Proactiv	2	20.3	6	3.0
Cetaphil	3	13.1	16	1.4
CeraVe	4	10.2	17	1.3
Eucerin	5	5.5	29	0.8
Gold Bond	6	5.3	30	0.8
StriVectin-SD	7	3.8	43	0.6
Lubriderm	8	3.5	48	0.5
La Roche-Posay	9	2.5	62	0.3
Rogaine	10	2.4	—	—
总计		87.3		10.8

数据来源：Euromonitor，东吴证券研究所（注：排名差异主要系左边统计的是皮肤学级美容护肤产品，包含皮肤学级护肤品等品类，右边统计的是护肤品，包含在美容护肤品类中，皮肤学级美容护肤品与美容护肤品有一定交叉）

近年来主要化妆品集团纷纷收购或入股功能性护肤品品牌，以对产品线形成有效补充。功能性护肤品近年来发展势头良好，而传统化妆品集团以往品牌矩阵中对该细分领域覆盖并不多，主要通过收购或入股方式加码核心功能性护肤品品牌，例如强生集团在 1999 年收购 Aveeno，欧莱雅集团分别于 2005 和 2017 年收购 Skin Ceuticals 和 CeraVe，资生堂集团 2019 年以 8.45 亿美元收购 Drunk Elephant。

图 7：近年来各主要化妆品集团加速布局功能性护肤品品牌



数据来源：各公司官网，Bloomberg，东吴证券研究所

美国功能性护肤品销售渠道较为多元，以线下渠道为主，电商成为新增长点。美国功能性护肤品的线下渠道主要包括药房、化妆品零售商、专业美容院、超市、百货商店等。例如联合利华旗下的 Murad，在美国专业美容院被广泛使用，在美国 Sephora 丝芙兰、Ulta Salon、Cosmetics & Fragrance 等连锁美容零售商以及诺德斯特龙等百货公司出售。同时，电商渠道保持快速增长，2020Q3 欧莱雅集团的活性化妆品部门（包括适乐肤，理肤泉，修丽可等品牌）在北美各渠道总销售额增长率超过 50%，其中电子商务渠道销售额达到惊人的三位数增长。另外，Rodan Fields 和 Proactiv 都将直销作为主要销售渠道，消费者只能够通过品牌官网或从“销售顾问”处购买产品。

图 8：美国售卖药品及化妆品的 CVS 药房



数据来源：Diario Retail Business，东吴证券研究所

图 9：美容零售商丝芙兰的 Drunk Elephant 专柜



数据来源：Cosmetics Design，东吴证券研究所

美国功能性护肤品营销方式趋于多样化，社交媒体成为营销新阵地。较早成立的功能性护肤品品牌大多采取相对传统的电视广告、代言人、线下硬广等方式，例如艾惟诺花费千万美金聘请“美国甜心”珍妮弗·安妮斯顿作为品牌代言人，肌肤哲理十年来先后与四位公众人物合作推广，ChapStick 和 Procactive 把电视广告视作重要营销方式之一。同时，随着社交媒体兴起，全面社交媒体化下的内容营销或将成为主流。例如，适乐肤近年来将数字营销预算扩大了十倍，与 TikTok 上 500 万粉丝量级的美妆 KOL 的合作反响较好。Drunk Elephant 的快速崛起，除了独特的产品理念以及吸引眼球的包装，还离不开 KOL、美妆博主们在 Instagram、Youtube 等社交平台上对其产品的评测和赞誉。

图 10：CeraVe 在 TikTok 上的美妆 KOL 营销



数据来源：TikTok，东吴证券研究所

图 11：Instagram 平台上 Drunk Elephant 用户反馈



数据来源：Instagram，东吴证券研究所

1.2. 日本市场：温和保湿，注重敏感肌修护

日本功能性护肤品包括皮肤学级护肤品和纯净护肤品，总体较为温和，功效主要为补水保湿和敏感肌修护。日本国内皮肤学级护肤品和纯净护肤品均发展较为顺利，皮肤学级护肤品牌包括城野医生、珂润、d program 等，其中不少为专门针对敏感肌人群的品牌，从功效上看由于日本消费者更追求水光感肌肤，所以注重补水保湿且更为温和。纯净护肤品包括芳珂和芙丽芳丝等，例如芳珂是日本最大及最有规模的“无添加”护肤品牌，不含日本政府列出的 102 种对皮肤构成敏感的防腐剂及有损肌肤的添加剂，为保证产品品质不大量生产及大量储货。

表 4：日本代表性功能性护肤品特点及功效

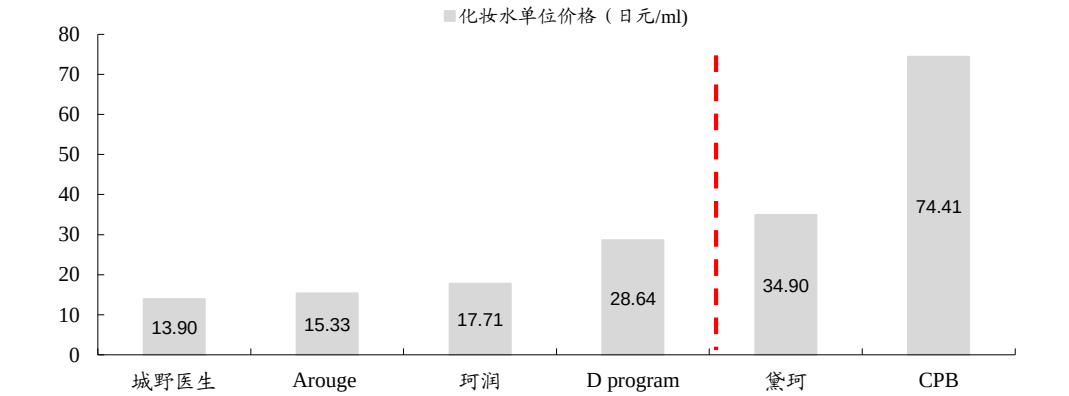
类别	品牌	国别	成立时间	特点	功效	示例
皮肤学级护肤品	城野医生	日本	1999	典型医学护肤特色化妆品品牌，提倡用法简便而高效能的护肤理念，持续研发对肌肤无害的配方	收缩毛孔、保湿、美白	
	珂润	日本	1999	花王旗下专为干燥性敏感肌设计的品牌，最早着眼于肌肤角质细	补水保湿	

			胞间存在的脂质“Ceramide 神经酰胺”的化妆品品牌之一		
	d program	日本	1997	资生堂旗下针对现代女性易受损问题肌的美容护肤品牌，严选温和成分，将敏感肌类型进一步分类并研发对应产品系列	调节肌肤水油平衡、补水保湿、祛痘	
	Arouge	日本	2001	针对因压力、环境、老化等因素导致的敏感肌、干燥肌、不安定肌而研制的护肤品牌，以超微纳米粒子实现卓越的浸透效果	补水保湿、抗炎、敏感肌修复	
	蜜浓	日本	1973	专门针对敏感肌、干燥肌研发而成的低刺激性护肤品牌，主打氨基酸系无添加护肤品	补水保湿	
纯净护肤品	芳珂	日本	1980	日本最大及最有规模的“无添加”护肤及健康食品品牌，以新鲜、高效、安全为原则，小瓶包装传达品牌追求“新鲜”的理念	保湿、卸妆、祛痘	
	芙丽芳丝	日本	2001	主打敏感肌适用和无刺激的护肤品品牌，竭力摒除有可能刺激敏感肌肤的成分	补水保湿、敏感肌修复	

数据来源：各品牌官网，东吴证券研究所

日本功能性护肤品价格主要为中低价位。以各品牌化妆水品类的单位价格为例进行比较，功能性护肤品城野医生、珂润、每毫升价格均低于中高档品牌黛珂、CPB 和 SK-Ⅱ，总体价位适合大众消费者。

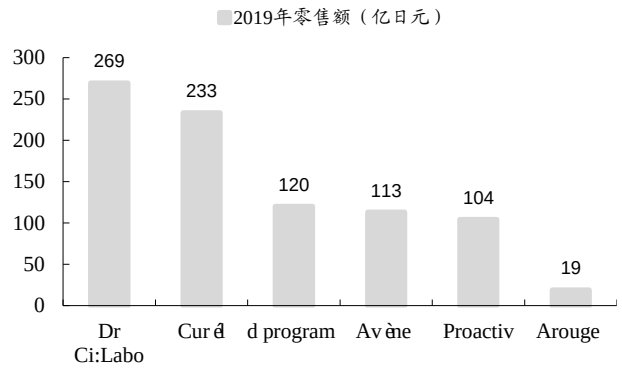
图 12：日本功能性护肤品在护肤品整体中处于中低端价位



数据来源：Cosme Land，品牌官网，东吴证券研究所（以单位化妆水价格比较，比较分别为 “城野医生毛孔收敛水”、“Arouge 保湿化妆水 I ”、“珂润美白化妆水”、“D program 痘肌用化妆水”、 “黛珂时光活妍化妆水”和“CPB 光采赋活爽肤水”）

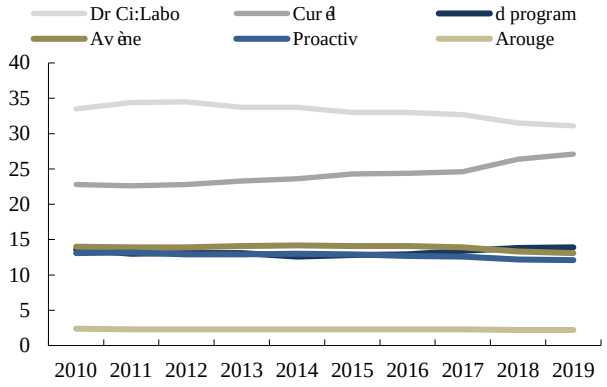
日本主要皮肤学级护肤品前三位均为本土品牌，纯净护肤品牌市占率稳步增加。根据 Euromonitor 数据，日本皮肤学级产品前三位分别为城野医生、珂润和 d program，2019 年地区零售额分别为 269/233/120 亿日元，在皮肤学级产品中份额占比总共超 60%。主要皮肤学级护肤产品在护肤品整体市占率趋势较为平稳。纯净护肤品芳珂近年来在护肤品类市占率稳步提升。

图 13：2019 年日本主要皮肤学级护肤品牌零售额



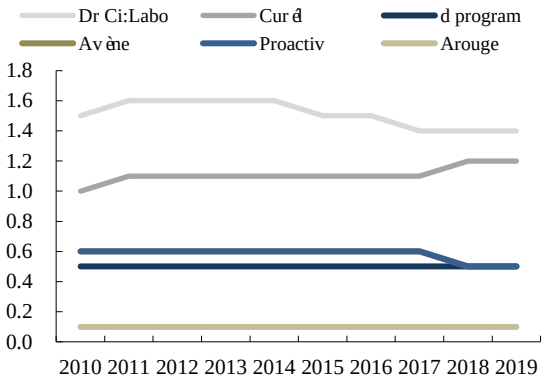
数据来源：Euromonitor，东吴证券研究所

图 14：日本主要皮肤学级护肤品牌在皮肤学级护肤品类市占率，%



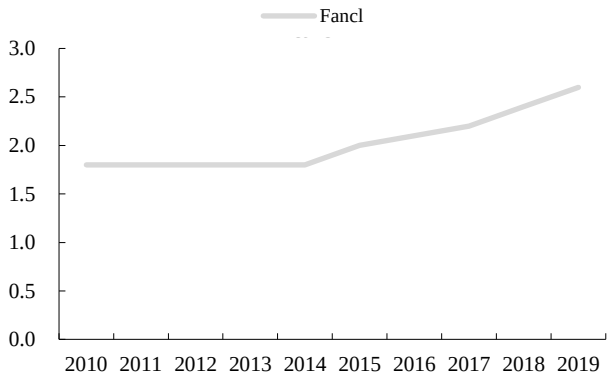
数据来源：Euromonitor，东吴证券研究所

图 15：日本主要皮肤学级护肤品牌在护肤品类市占率，%



数据来源：Euromonitor，东吴证券研究所

图 16：日本主要纯净护肤品牌在护肤品类市占率，%



数据来源：Euromonitor，东吴证券研究所

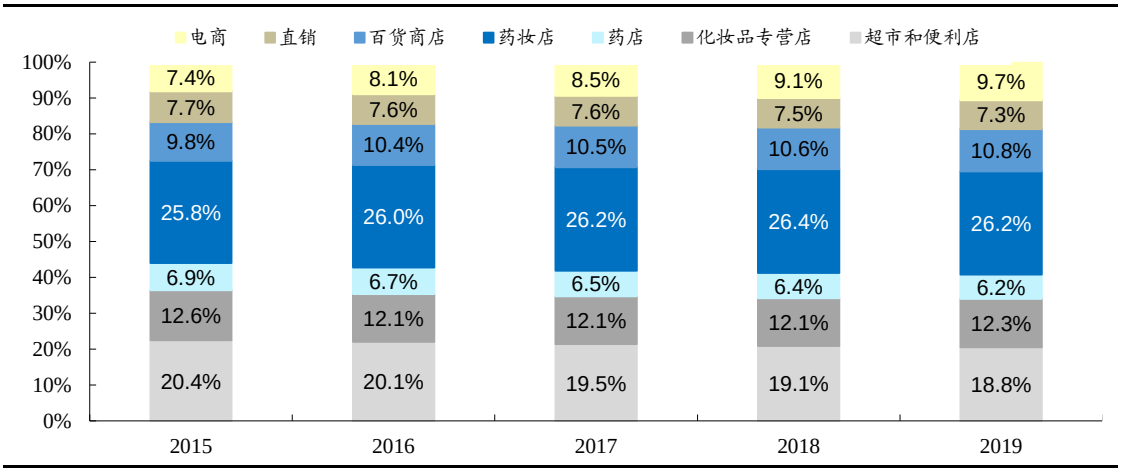
表 5：2019 年日本主要皮肤学级护肤品在皮肤学级产品及护肤品整体的排名及市占率

品牌	在日本皮肤学级产品排名	在日本皮肤学级产品市占率%	在日本护肤品排名	在日本护肤品市占率%
Dr Ci:Labo	1	31.1	14	1.4
Curél	2	27.1	17	1.2
d program	3	13.9	42	0.5
Avène	4	13.1	40	0.5
Proactiv	5	12.1	39	0.5
Arouge	6	2.2	87	0.1
Sebamed	7	0.4	—	—
Minon	8	0.1	—	—
总计		100		4.2

数据来源：Euromonitor，东吴证券研究所（注：排名差异主要系左边统计的是皮肤学级美容护肤产品，包含皮肤学级护肤品等品类，右边统计的是护肤品，包含在美容护肤品类中，皮肤学级美容护肤品与美容护肤品有一定交叉）

药妆店是日本化妆品的主要销售渠道，渠道占比约为四分之一。日本药妆店的崛起主要有两大因素：一是 20 世纪 90 年代经济泡沫崩坏后，日本高端化妆品需求逐渐平缓，大众化妆品需求增加，以中低档产品为主的药妆店迎来快速发展；二是 20 世纪 70 年代日本化妆品产业趋于成熟，但化妆品引起皮肤敏感和受损情况也日益为消费者所关注，针对敏感肌和皮肤问题的皮肤学级护肤产品应运而生。2015 年以来，日本药妆店在化妆品全渠道占比在四分之一左右，其次是超市&便利店和化妆品专营店。

图 17：2015-2019 年日本化妆品行业各渠道占比



数据来源：Euromonitor，东吴证券研究所

日本化妆品品牌根据自身定位选择布局渠道。药妆店定位于大众市场，主要销售中低价位的化妆品。百货商店定位较高，只有高端品牌会在此设立专柜销售。化妆品专营店定位介于药妆店和百货之间，一些高端品牌也会在这里出售，其店铺形象比药妆店更为精致、时尚。

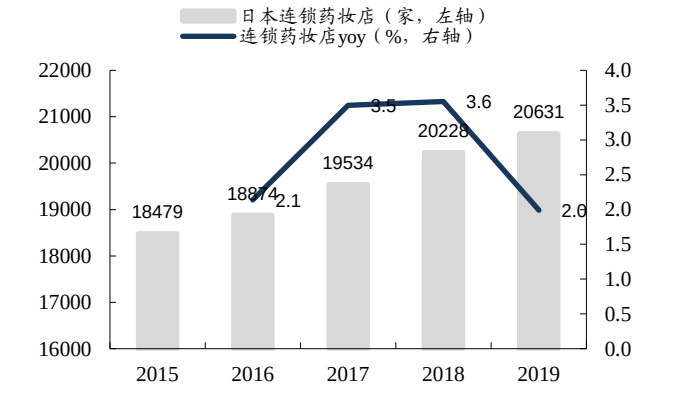
表 6：日本化妆品实体渠道定位比较

渠道	定位	品牌
药妆店	中、低端品牌	花王珂润，Freeplus、NOEVIR 旗下 SANA
化妆品专营店	中高端，介于百货与药妆店之间	资生堂高端品牌 CPB、高丝高端品牌黛珂，ALBION
百货商店	高端品牌	资生堂 The Ginza、宝丽奥蜜思贵妇品牌 POLA

数据来源：搜狐网，东吴证券研究所整理

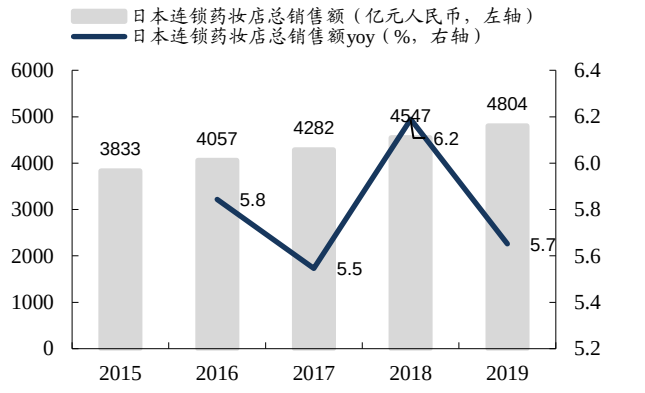
在日本药妆店店铺较为密集且覆盖广，发展较为成熟。日本连锁药妆店总数从 2015 年的 1.85 万家增长到 2019 年的 2.06 万家，平均每年新开店数达 500 多家。2019 年日本药妆店总销售额高达 4804 亿元。比较知名的大型连锁药妆店 WELCIA、鹤羽、松本清、COSMOS 等，店铺数均过千家。

图 18：2019 年日本连锁药妆店增速超 20000 家



数据来源：日本连锁药店协会，东吴证券研究所

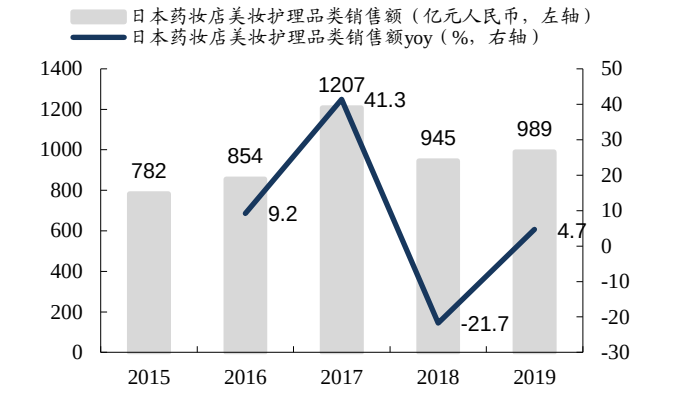
图 19：2015-2019 年日本连锁药妆店销售额增速 CAGR 为 5.8%



数据来源：日本连锁药店协会，东吴证券研究所

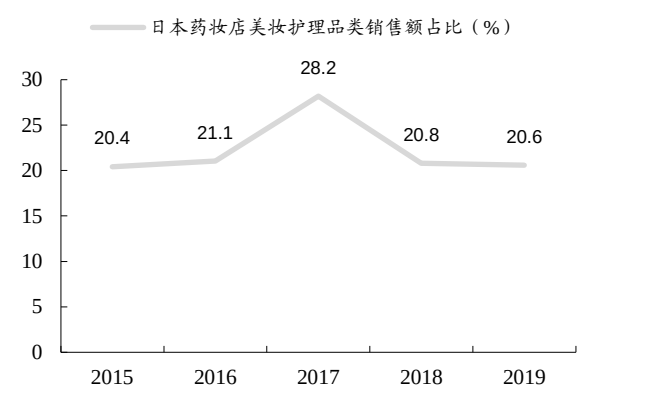
药妆店售卖商品主要包括药品、美妆护理品、食品、日用杂货等，美妆护理品品类销售占比在 20%-30%。日本药妆店实施混业经营，经营品类包括药品、美妆护理品、食品、日用杂货等，其中药品销售占比约六成。2017-2019 年连锁药妆店美妆护理品类销售额均在 900 亿元之上，美妆护理品类的销售占比在 20%-30%之间。

图 20：2017-2019 年药妆店美妆护理品类销售额保持在 900 亿元之上



数据来源：日本连锁药店协会，东吴证券研究所

图 21：2015-2019 年药妆店美妆护理销售额占比

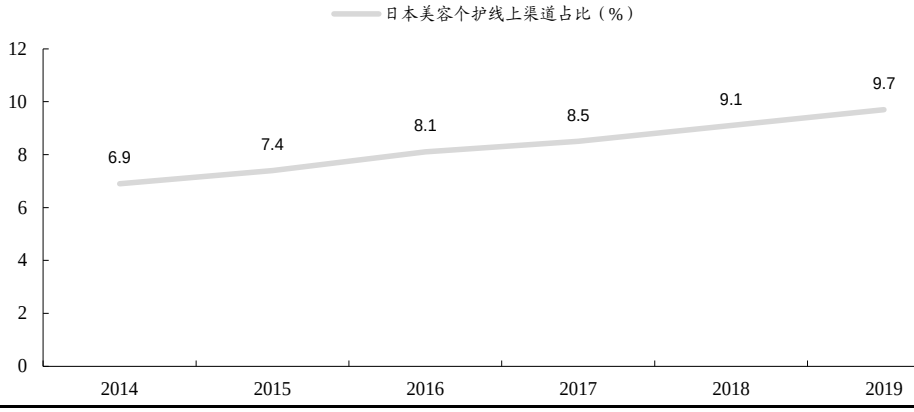


数据来源：日本连锁药店协会，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

年轻群体更习惯网购，促使日本美容个护电商渠道占比不断提升。日本化妆品线上购物渠道主要为亚马逊、乐天和部分品牌自营电商平台，但由于物流成本较高，线下门店普及导致线上需求低等因素，日本化妆品电商渠道占比相对较低。随着消费主力人群向习惯网购的年轻群体转移，化妆品厂商、渠道商等开始积极布局线上，例如资生堂 2017 年上市了以线上销售为中心的品牌“Recipist”，并计划 2020 年之前投入 270 亿日元加强与大型电商企业的合作。运营日本最大美容综合网站“@cosme”的日本 istyle 公司在 2018 年 12 月 3 日仿效中国的“双 11”举办了为期 1 天的促销活动，实现交易额 3 亿日元，占比全年交易额约 10%，助力网购热度升温。2014-2019 年，日本美容个护的线上渠道占比由 6.9%提升至 9.7%，占比提升 2.8pct。

图 22：2014-2019 年日本美容个护线上渠道占比由 6.9%提升至 9.7%



数据来源：Euromonitor，东吴证券研究所

营销方面，日本药妆品牌主要依靠口碑营销，一些新兴药妆品牌借助杂志、电车广告、社媒营销等新型营销渠道来提升知名度。传统老牌药妆比如资生堂、高丝旗下品牌，本身背靠集团强大的研发能力和用户积累，主要通过用户的口口相传来提高销量。为迎合年轻消费者的趋势变化，新兴药妆品牌也开始采用 Instagram 上 KOL 推广、电车广告等新的营销方式。由于日本的杂志业十分发达,拥有庞大且稳定的市场需求，杂志营销也是一种常见的营销方式。此外，不少日本消费者在选购化妆品时会参考日本最大的美容综合网站 Cosme 每年会颁布两次化妆品榜单，排名前列的化妆品外包装上常常印有“COSME 大赏字样”，因此 Cosme 大赏实则是一种潜在的营销方式。

图 23：日本 COSME 大赏获奖产品图



数据来源：COSME 官网，东吴证券研究所

1.3. 欧洲市场：发展较早，温和丰富

欧洲功能性护肤品主要为皮肤学级护肤品，法国品牌尤为突出。欧洲的功能性护肤品主要为皮肤学级护肤品，主要系资源丰富、发展较早及技术较为成熟，尤其法国品牌数量较多。具体来看，可大致分为三类：**（1）温泉系：**充分利用法国温泉小镇温泉水的疗养功效，发展出多个以富含丰富矿物质的温泉水为主要成分的品牌，代表品牌包括薇姿、理肤泉、雅漾；**（2）植物系：**主要研究植物提取物对皮肤的修复功效，代表品牌包括欧缇丽、欧树；**（3）科学系：**依托强大的科研实力研究成分配比，以应用于临床皮肤护理，代表品牌包括优色林。

表 7：欧洲代表性功能性护肤品特点及功效

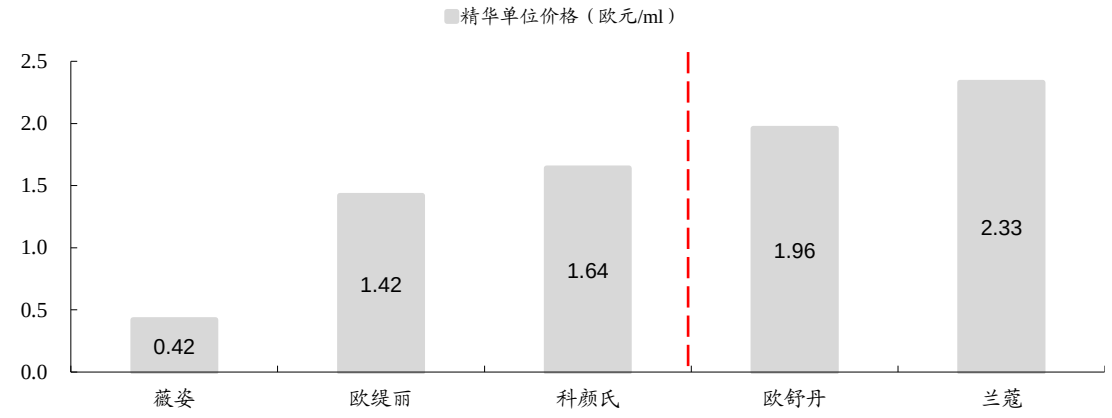
分类	品牌	国别	成立时间	起源	特点及功效
温泉系	薇姿	法国	1931 年	由皮肤科医生 Haller 博士于 1931 年创立。他发现 Vichy 小镇的温泉水对人的肌肤有舒缓、减低刺激感的特殊功效，还能增强肌肤对外界的抵抗力，于是率先把这种稀有的治疗性成分应用于护肤品	修护肌肤敏感、补水保湿
	理肤泉	法国	1975 年	理肤泉温泉水被法国医学学会宣布具有较高的医学价值，1928 年化学家 Rene Levayer 开始开发并研制皮肤科药物以及富含理肤泉温泉水的皮肤科辅助性治疗产品，1975 年，理肤泉实验室成立	补水保湿、舒缓肌肤、抗炎、抗氧化
	雅漾	法国	1990 年	1975 年知名医药企业皮尔法伯在保护活泉自然资源的前提下，对雅漾活泉进行全面的皮肤学科学研究，1990 年皮尔法伯制药集团建立了现代化的活泉护理中心，同时雅漾品牌诞生	改善肌肤屏障、舒缓肌肤、修复肌肤敏感
植物系	欧缇丽	法国	1993 年	创办人为法国拉斐特葡萄酒庄园的经营者 Cathiard Thomas 家族，1993 年已研发出葡萄籽中所含的多酚成分的波尔多大学药学院教授 Vercauteren 博士来访，与拉斐特葡萄酒庄园共同开发出含有葡萄籽多酚的系列保养品，Caudalie 品牌创立	保湿、舒缓、抗氧化
	欧树	法国	1957 年	1957 年，巴黎的一位药剂师兼芳香和植物疗法专家创立了 NUXE 美容品牌，1989 年知名法国女企业家 Aliza Jabes 收购 NUXE 品牌，结合“自然、健康、美丽”三大护肤要素，将植物的功效发挥到极致	保湿、抗皱、修复受损肌肤

科学系	优色林	德国	1900 年	1900 年德国皮肤科专家 Lifschutz 博士研制出一种新型皮肤保湿乳化剂并获得专利，优色林品牌诞生，起初被医生应用于临床皮肤护理或术后皮肤愈合，之后依托拜尔斯道夫集团在德国汉堡的欧洲最大的皮肤科学研究中心不断研发出新	舒缓易敏肌肤的红灼、刺感、紧绷，建立肌肤水润防护屏障

数据来源：各品牌官网，东吴证券研究所

欧洲功能性护肤品价格较为亲民，主要为中低价位。以各品牌精华品类的单位价格为例进行比较，功能性护肤品牌科颜氏、欧缇丽、薇姿等每毫升价格均低于中高档品牌兰蔻和欧舒丹，总体价位较为亲民，利于获得更广阔的消费群体。

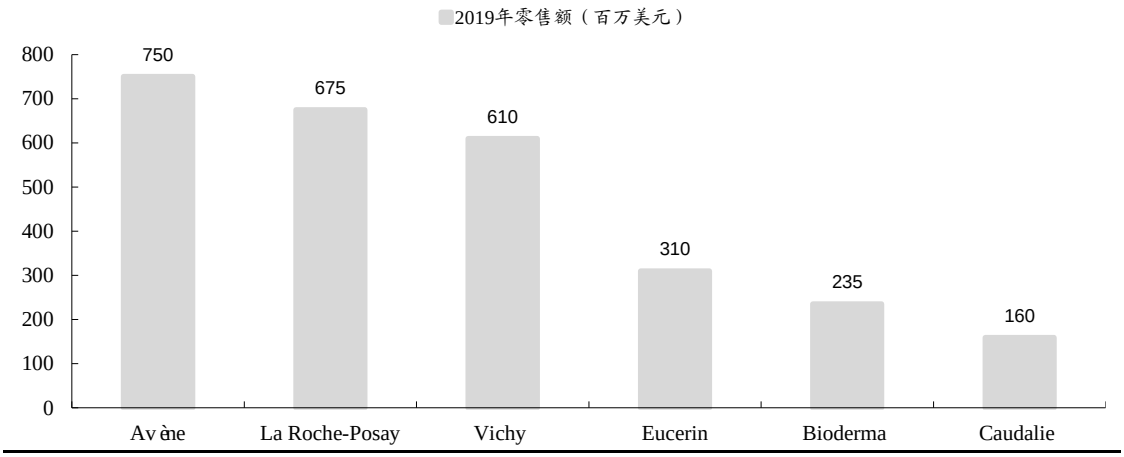
图 24：欧洲功能性护肤品在护肤品整体中处于中低价位



数据来源：Ecentual，东吴证券研究所（以单位精华价格比较，比较分别为“薇姿 89 精华”、“欧缇丽葡萄多酚精华”、“科颜氏淡斑精华”、“欧舒丹星光瓶”和“兰蔻小黑瓶”）

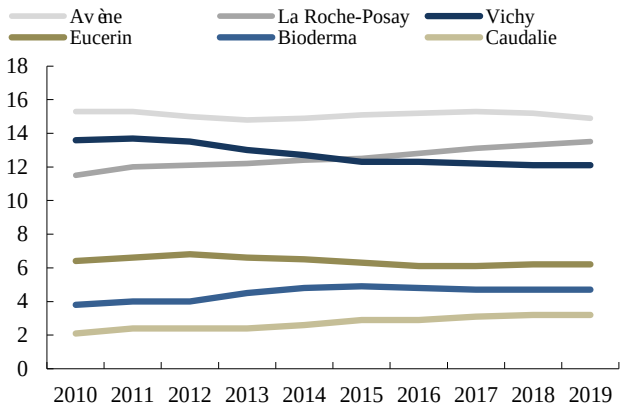
西欧主要皮肤学级产品前三位均为温泉系且零售额均在 6 亿元以上，皮肤学级护肤品牌在护肤品市占率稳中略升。根据 Euromonitor 数据，西欧皮肤学级产品前三位分别为雅漾、理肤泉和薇姿，均为温泉系代表品牌，2019 年在西欧地区零售额分别为 7.5/6.8/6.1 亿元。在皮肤学产品前十名中，从品类上看，共有 3 个温泉系品牌、4 个植物系品牌和 3 个科学系品牌；从国别上看，共有 7 个法国品牌，3 个德国品牌，法国和德国在功能性产品发展上领先于西欧其他地区。另外，2010-2019 年皮肤学级护肤品牌在护肤品整体市占率总体稳中略升，其中理肤泉、贝德玛、欧缇丽提升相对较快。

图 25：2019 年西欧主要皮肤学级护肤品牌零售额



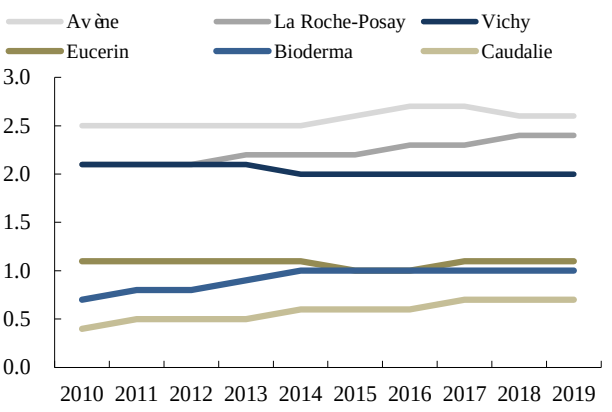
数据来源：Euromonitor，东吴证券研究所

图 26：西欧主要皮肤学级护肤品牌在皮肤学级护肤品类市占率，%



数据来源：Euromonitor，东吴证券研究所

图 27：西欧主要皮肤学级护肤品牌在护肤品类市占率，%



数据来源：Euromonitor，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

表 8：2019 年西欧主要皮肤学级护肤品在皮肤学级产品及护肤品整体的排名及市占率

品牌	国别	在西欧皮肤学级护肤品排名	在西欧皮肤学级护肤品市占率%	在西欧护肤品排名	在西欧护肤品市占率%
Av è ne	法国	1	14.9	5	2.6
La Roche-Posay	法国	2	13.5	7	2.4
Vichy	法国	3	12.1	11	2.0
Eucerin	德国	4	6.2	18	1.1
Bioderma	法国	5	4.7	20	1.0
NUXE	法国	6	3.2	26	0.6
Caudalie	法国	7	3.2	24	0.7
Weleda	德国	8	3.1	47	0.3
Bepanthen	德国	9	2.7	50	0.3
Klorane	法国	10	2.7	—	—
总计			66.3		11.0

数据来源：Euromonitor，东吴证券研究所（注 1：排名差异主要系左边统计的是皮肤学级美容护肤产品，包含皮肤学级护肤品等品类，右边统计的是护肤品，包含在美容护肤品类中，皮肤学级美容护肤品与美容护肤品有一定交叉；注 2：蓝色底色为温泉系，灰色底色为科学系，浅黄色底色为植物系）

欧洲功能性护肤品的传统销售渠道主要为药店、化妆品零售店和百货等，疫情依赖电商平台销售有所增加。传统的线下销售渠道主要包括以下几种：一是同时售卖药品、化妆品甚至某些纤体食品的药店，药店一般由私人开设，并配备药剂师根据皮肤状况选购搭配，药店遍布整个欧洲且十分密集；二是化妆品集合店，例如道格拉斯和丝芙兰；三是百货、超市等其它渠道。疫情以来，由于欧洲疫情的不断反弹和持续蔓延，为线上零售创造很大的未来发展空间，例如一些化妆品零售店道格拉斯、丝芙兰、Marionnaud Paris 的线上网站销售增加。

图 28：位于巴黎购物中心的 Pharmacie du R.E.R 药店



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图 29：Marionnaud Paris 线上购物网站



数据来源：Marionnaud Paris 官网，东吴证券研究所

欧洲传统功能性护肤品牌主要依靠口碑营销，广告投入较少，新兴品牌逐步重视 KOL 在社交媒体的传播。欧洲传统的功能性护肤品牌如雅漾、理肤泉等，由于成立较早、线下渠道渗透较深，多年来较少进行大面积的广告投入，主要依赖药店渠道专业的品牌形象树立以及产品口碑获得消费者的青睐。新兴的功能性护肤品牌，例如 ISDIN、Byphasse 等，也开始逐步重视 KOL 合作以及社媒平台传播，与知名博主开展合作。

图 30：拥有 50 万+粉丝的美妆博主在 Instagram 上推广 ISDIN 品牌产品



数据来源：Instagram，东吴证券研究所

图 31：知名旅游博主在 Instagram 上推广成立于 2009 年的 Byphasse 品牌产品



数据来源：Instagram，东吴证券研究所

2. 我国：功能性护肤品是国牌崛起的最重要的路径之一

2.1. 产品端：崇尚成分天然，“成分党”品牌不断涌现

皮肤学级护肤产品种类丰富，更崇尚成分天然品牌。我国皮肤学级护肤市场品牌种类较为丰富，植物系例如薇诺娜、玉泽、艾维诺等，温泉系例如薇姿、雅漾、理肤泉等，科学系例如修丽可、怡思丁等。我国皮肤学级护肤市场品牌来自中国、欧美、日韩等国家，主要功效为皮肤屏障和敏感肌修护、舒缓补水、防晒修护等。

表 9：中国市场代表功能性护肤品一览

分类		品牌	国别	特点	功效	示例
皮肤学级护肤品	植物系	薇诺娜	中国	源于滇虹药业，临床医学认证，云南特色植物提取成分	修护敏感肌	
		玉泽	中国	上海家化和各大医院皮肤科专家联合研制，产品进行大量实效验证	修护皮肤屏障	
		艾维诺	美国	天然护肤，添加天然燕麦活性成分、梅奥诊所认证，主打身体乳	滋润舒缓	

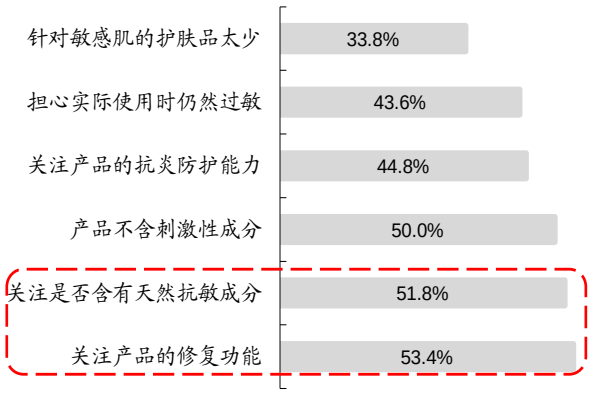
	温泉系	雅漾	法国	法国雅漾小镇温泉水，法国知名药企皮尔法伯集团	舒缓补水	
		理肤泉	法国	源于法国理肤泉温泉小镇，欧莱雅集团	舒缓干痒	
		薇姿	法国	法国薇姿小镇，火山温泉水，皮肤科医生 HALLER 博士创立	修护屏障受损	
	科学系	怡思丁	西班牙	西班牙药妆品牌，由西班牙药企 Esteve 和美容时尚集团 Puig 共同创立	抗光老、防晒修复	
		修丽可	美国	美国杜克大学皮肤学名誉教授 Dr. Pinnell 创立，拥有抗氧化核心专利。倡导“整全医学护肤”	抗氧化	
“成分党”护肤品	“原料桶”品牌	HFP	中国	2014 年成立，关注成分，极简黑白设计，传递简单有效护肤理念	功效各不相同	
		The Ordinary	加拿大	主打高浓度低价格的加拿大平价护肤	功效各不相同	
	“成分优势”品牌	颐莲	中国	背靠福瑞达集团的“玻尿酸+”护肤品牌	保湿弹润	
		润百颜	中国	华熙生物旗下品牌，以透明质酸为核心原料，搭配热门成分，主打次抛原液	补水养肤	

数据来源：各品牌官网，东吴证券研究所整理

中国敏感肌女性较为青睐天然成分产品，天然系皮肤学级护肤产品发展前景十分广阔。根据艾瑞咨询统计，2020 年中国敏感肌女性在选购化妆品时最注重的是产品的修复功能以及是否含有天然抗敏成分。从对天然成分添加程度看，要求天然成分占六成或要求全部天然成分的敏感肌女性占比高达 87%。由此可见，包括植物系和温泉系在内的天然系皮肤学级护肤品，在我国具有长期发展前景。

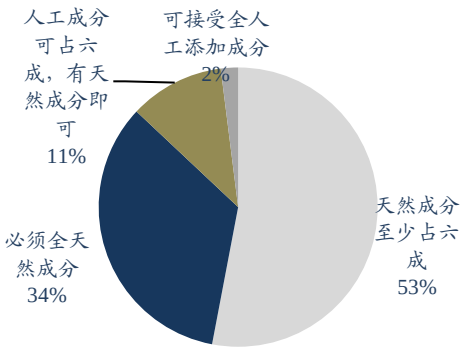
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 32：中国敏感肌女性主要关注产品修复功能以及是否含天然抗敏成分



数据来源：艾瑞咨询，东吴证券研究所

图 33：2020 年要求天然成分占六成以上的中国敏感肌女性占比为 87%



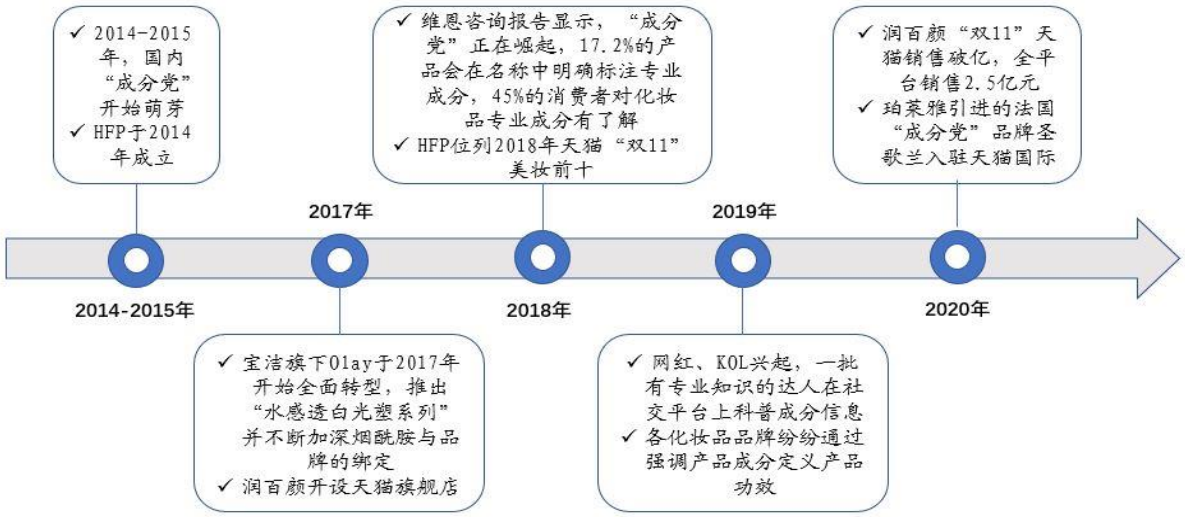
数据来源：艾瑞咨询，东吴证券研究所

理性主义崛起，我国“成分党”品牌不断涌现，未来方向为补齐发展短板。我国“重成分”品牌的主要表现形式为“成分党品牌”。我国“成分党”开始形成于 2014-2015 年，在之后的几年中，Olay 等传统护肤品牌借助宣传某一成分打造爆品大获成功，同时丰富的社交平台方便品牌进行消费者教育，不少年轻消费者对化妆品选购趋于理性。逐渐地，有越来越多品牌加入到产品成分的教育中，品牌也流行以成分来定义产品功效。国内“原料桶”代表品牌 Home Facial Pro 正是成立于 2014 年，并于 2016 年推出首款产品。凭借出色的内容营销，仅用两年时间，2018 年品牌即进入天猫美妆销售前十名、全年销售规模破十亿。国内“成分优势”类型品牌的发展系“成分党”发展的又一阶段，其实质为原料商品牌化，代表品牌为华熙生物旗下的润百颜、夸迪等。

对于“原料桶”或“成分优势”型品牌，其未来发展方向均在于补齐发展的短板，例如“原料桶”型品牌一般营销方式多样，但须加强研发的深度和壁垒，“成分优势”型品牌具有一定研发优势，但须注重爆品打造，并不断加强营销及渠道体系的建设。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

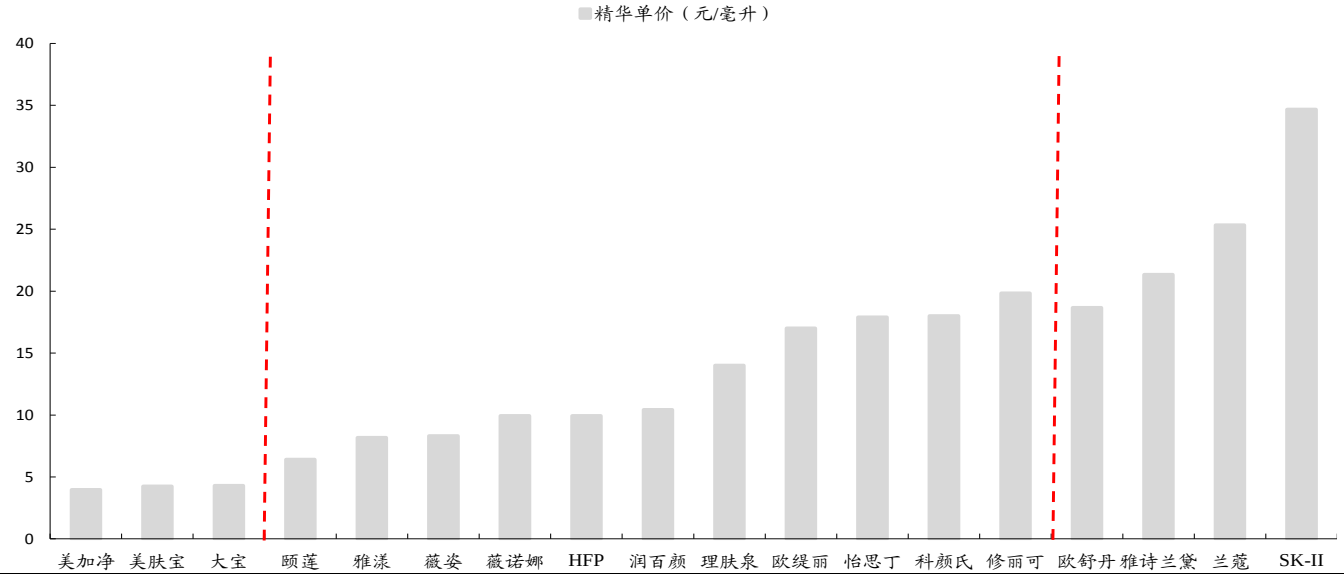
图 34：我国化妆品“成分党”发展历程



数据来源：虎嗅网，维恩咨询，Olay、润百颜、HFP 官网， Olay、润百颜、HFP 微信公众号，东吴证券研究所

中国功能性护肤品整体处于中档价位，利于推广大众群体，推动渗透率提升。从各品牌的精华液单价对比来看，功能性护肤品品牌每毫升单价相较于雅诗兰黛、兰蔻、SK-II 等综合护肤品牌有一定差距，总体处于中档价位，利于打开大众市场，提升功能性护肤品在国内渗透率。

图 35：中国功能性护肤品在护肤品中整体处于中低价位



数据来源：各品牌天猫官方旗舰店，东吴证券研究所（注：精华分别选取美加净橙花精华素、美肤宝精萃透白精华、大宝小红帽精华、颐莲多重修护原液精华、雅漾淡斑精华乳、薇姿 89 精华、薇诺娜舒敏保湿修护精华液、HFP 寡肽原液、润百颜 377 小灯管精华、理肤泉小敏瓶、欧缇丽臻美亮白精华液、怡思丁 7 天小安瓶、科颜氏安白瓶、欧舒丹星光瓶、修丽可色修精华、雅诗兰黛小棕瓶、兰蔻小黑瓶、SK-II 小灯泡）

2.2. 渠道端：从药店到电商，线下线上红利相继释放

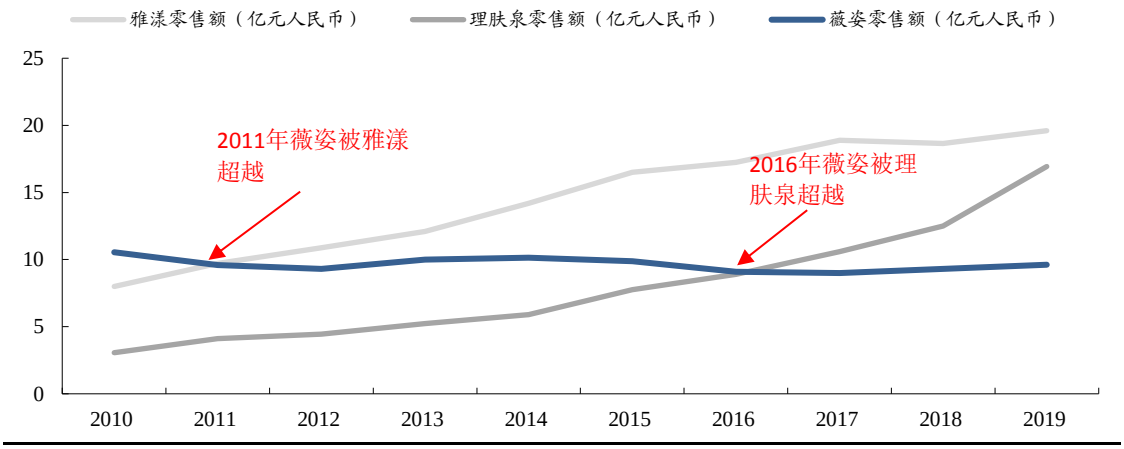
中国功能性护肤品渠道发展历经三个时期：初始期—转型期—线上期。

Ⅰ．初始期（1998-2008 年）：开辟空白药房渠道，口碑营销定位白领女性。薇姿作为第一家进入中国市场的国际药妆品牌，成功开辟了当时几乎空白的药房渠道，短短两年内便在上海、北京、广州、深圳、南京等一二线城市的 200 多家大型药房开通了专柜。药房模式被后来者纷纷效仿，在该模式下品牌和药房互利共赢，品牌获得稳定差异化竞争的渠道，药房得以拓宽业务品类，吸引更多客流。在此期间，早期的本土功能性护肤品牌泽平、可采等也通过入驻一部分药店渠道获取一定市场份额，但之后转型人群定位并不相同的商超渠道过程中逐步衰败。

Ⅱ．转型期（2009-2014 年）：药房渠道天花板显现，生态孱弱，雅漾押注百货成功反超。薇姿作为药房模式“第一人”，在享受了近十年红利后，在 2009 年主动求变，寻求 CS 渠道的突破，而同期雅漾、理肤泉等品牌选择则百货突围。连锁 CS 渠道拓展更快，但费用拖累严重，对品牌力支撑不足；百货渠道虽然入场费高昂，且增速有所放缓，但一旦生态稳定，利于打造长期品牌形象，形成更强的品牌溢价。由于渠道拓展方向的差异，雅漾在皮肤学产品中的市占率于 2011 年反超薇姿，随后差距逐渐拉大。该时期也诞生了一批以薇诺娜、玉泽为代表的国货品牌，主攻国际品牌无暇顾及的药房渠道，并逐步站稳脚跟。

Ⅲ．线上期（2015-至今）：线上红利期，部分品牌借助电商崛起。2015 年-2016 年，代表性皮肤学级护肤品牌如雅漾、芙丽芳丝、怡思丁、修丽可等相继入驻线上天猫渠道，同时代表性“成分党”品牌 Home Facial Pro 于 2016 年入驻天猫渠道，并借助内容营销在短短两年内高速增长，2018 年 Home Facial Pro 闯入天猫“双 11”美妆前十位。国货品牌薇诺娜从 2018 年起连续三年进入天猫“双 11”美妆前十位。

图 36：薇姿在我国零售额先后在 2011/2016 年被雅漾和理肤泉超越



数据来源：Euromonitor，东吴证券研究所

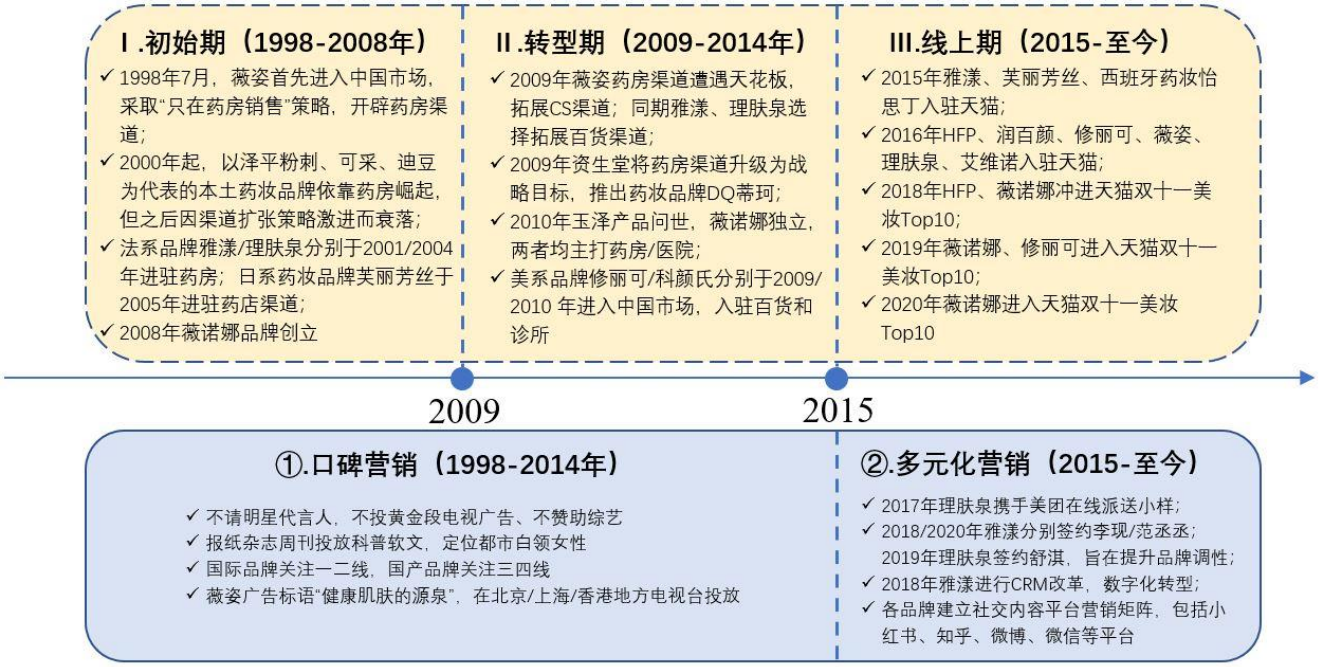
2.3. 营销端：口碑营销为基，兼顾多元化营销

中国功能性护肤品营销方式发展历经两个时期：口碑营销期—多元化营销期。

①. 口碑营销期（1998-2014 年）：在营销方式上，进驻药房渠道的国外知名功能性护肤品牌维持一贯较为保守的基调，以口碑营销为核心营销方式，不请代言人、不抢黄金时段广告、不赞助综艺，仅在报纸周刊杂志投放科普软文，精准定位都市白领女性客群。进驻药房较早的大部分国货品牌尚未摸索出专业化营销方案。

②. 多元化营销期（2015-至今）：各品牌营销体系更为多元化，仍以口碑营销为基础，兼顾广告推广、社媒营销等多元化营销方式。例如 2018 年雅漾品牌签约流量艺人以吸引年轻消费群体，多品牌转型数字化营销，积极搭建覆盖各社交平台的营销矩阵。

图 37：中国功能性护肤品渠道和营销发展阶段

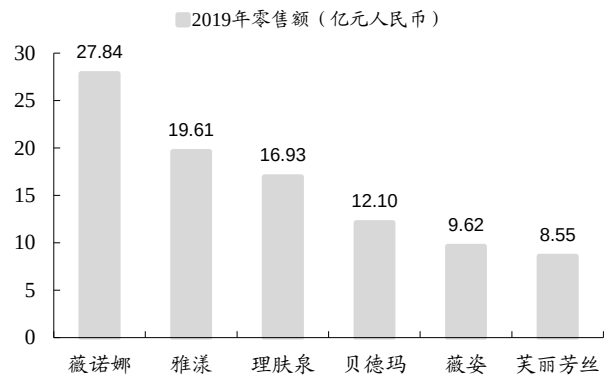


数据来源：《知识经济》，东吴证券研究所绘制

2.4. 竞争格局：呈现本土化趋势，国货龙头进步明显

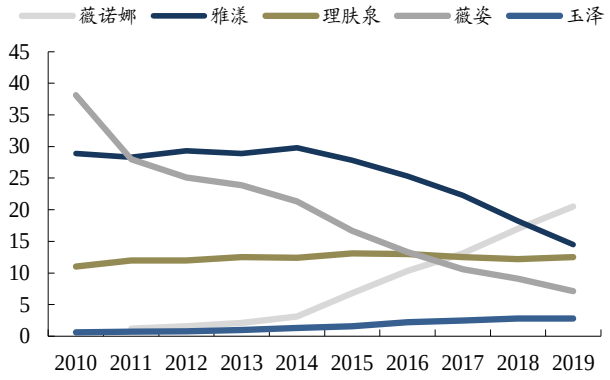
知名皮肤学级品牌在护肤品中份额逐步提升，国货龙头进步明显。近年来大多知名皮肤学级品牌在护肤品整体市占率均有所提升，例如 2015-2019 年薇诺娜/修丽可/理肤泉/玉泽在护肤品市占率分别提升 0.9/0.3/0.2/0.1pct。不过，在 2019 年护肤品 TOP30 中，目前仅有一个皮肤学级护肤品牌薇诺娜和一个“成分党”品牌 HFP，分别位列第 22/26 位，市占率分别为 1.1%/0.9%，功能性护肤品牌仍有较大份额提升空间。另外，国货皮肤学级龙头份额进步较为明显，例如国货品牌薇诺娜在 2017 年超越薇姿、理肤泉后，于 2019 年超越雅漾，2019 年以 20.5%的市占率位列中国皮肤学级护肤品零售额首位。

图 38：2019 年中国主要皮肤学级护肤品牌零售额



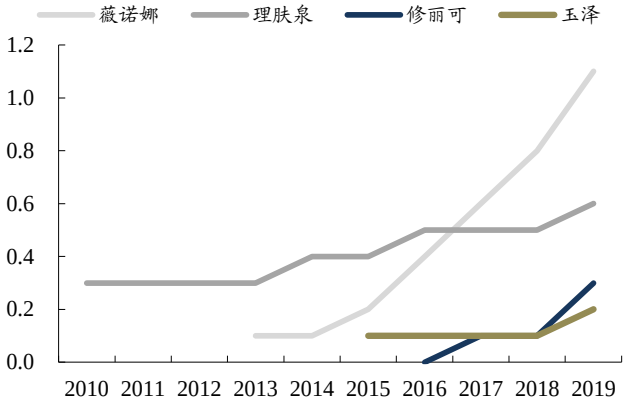
数据来源：Euromonitor，东吴证券研究所

图 39：中国主要皮肤学级护肤品牌在皮肤学级护肤品类市占率，%



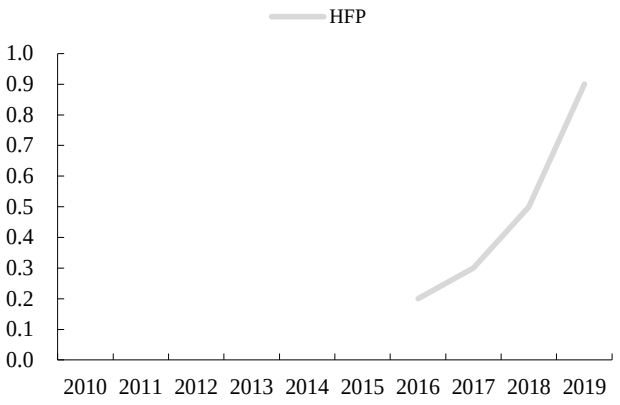
数据来源：Euromonitor，东吴证券研究所

图 40：中国主要皮肤学级护肤品牌在护肤品类市占率，%



数据来源：Euromonitor，东吴证券研究所

图 41：中国主要纯净护肤品牌在护肤品类市占率，%



数据来源：Euromonitor，东吴证券研究所

表 10：2019 年中国主要皮肤学级护肤品在皮肤学级产品及护肤品整体的排名及市占率

品牌	在中国皮肤学级护肤品排名	在中国皮肤学级护肤品市占率%	在中国护肤品排名	在中国护肤品市占率%
薇诺娜	1	20.5	23	1.1
雅漾	2	14.5	32	0.8
理肤泉	3	12.5	37	0.6
贝德玛	4	8.9	47	0.5
薇姿	5	7.1	59	0.4
芙丽芳丝	6	6.3	65	0.3
怡思丁	7	5.2	—	—
修丽可	8	4.6	73	0.3
艾维诺	9	4.2	—	—
比度克	10	4.0	77	0.2
合计		87.8		4.2

数据来源：Euromonitor，东吴证券研究所（注 1：排名差异主要系左边统计的是皮肤学级美容护肤产品，包含皮肤学级护肤品等品类，右边统计的是护肤品，包含在美容护肤品类中，皮肤学级美容护肤品与美容护肤品有一定交叉；注 2：蓝色底色为温泉系，灰色底色为科学系，浅黄色底色为植物系）

3. 功能性护肤品的异同——本土化、专业化、高集中度是共性，诞生本土超级品牌重要土壤

3.1. 产品：一般中档定位，类型丰富

各国功能性护肤品大多定位中档。综合主要国家看，功能性护肤品大多定位于中档，高于普通大众定位的综合型护肤品，但低于高端护肤品牌。具体来看，中国功能性护肤品牌大多处于中档定位，偏基础补水功能的欧洲及日本品牌大多处于中低价位，包含科技系皮肤学级护肤、婴儿皮肤学级护肤、纯净护肤等多种类型的美国品牌则覆盖低中高档定位。

表 11：各国功能性护肤品大多定位中档

	中国	美国	欧洲	日本
低档		✓	✓	✓
中档	✓	✓	✓	✓
高档		✓		

数据来源：Euromonitor，东吴证券研究所整理

受资源禀赋、消费习惯、消费结构等因素影响，各国功能性护肤品存在不同类型。

（1）资源禀赋：欧洲三大皮肤学级护肤品牌均为温泉系品牌，主要系法国本土温

泉资源丰富、有多年温泉疗养及临床验证经验；美国大部分本土皮肤学级护肤品牌为科学系品牌，主要系皮肤科学水平较高。

（2）消费习惯：从功效上看，中国和日本消费者更偏好温和护理，美国消费者更偏好功效直接；从原料成分看，中国消费者对自然成分认知程度较高，偏好自然系皮肤学级护肤品，美国消费者在“重成分”护肤品中更青睐纯净护肤品，也是因为美国消费者对健康、环保、理性的意识均较高。

（3）消费结构：例如我国广阔的区域和经济水平决定消费结构也较为复杂，之所以诞生“原料桶”型成分党品牌，也是因为存在同时追求理性和高性价比的消费人群，可以较低的价格达成特定功效要求，作为一种大牌的平价替代。

表 12：各主要市场功能性护肤品类型

国家市场	功能性护肤品类型
中国	皮肤学级护肤品（**植物系**、温泉系、科学系）、“重成分护肤品”（**原料桶、成分优势**）
美国	皮肤学级护肤品（**科学系**、植物系）、“重成分护肤品”（**纯净护肤品**）
欧洲	皮肤学级护肤品（**温泉系、植物系、科学系**）
日本	皮肤学级护肤品（**科学系**、植物系）

数据来源：Euromonitor，东吴证券研究所整理（注：加粗为具有本土优势的品牌类型）

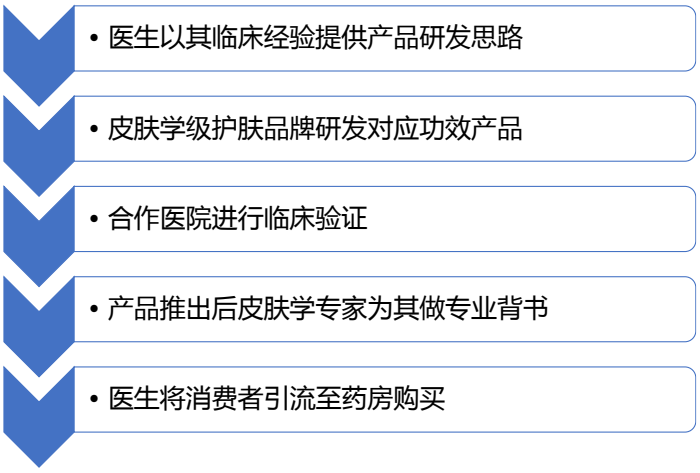
3.2. 渠道/营销：专业化渠道及营销方式，重视线上渠道红利

渠道角度：皮肤学级护肤扎根药店渠道，“重成分”借线上红利快速发展。由于皮肤学级护肤品强调预防性功效和辅助治疗，在药店渠道的露出更容易为品牌树立专业化的品牌形象，国内外皮肤学级护肤品均扎根于药店渠道，日本连锁药房化妆品销售占比可达到 20%-30%。在此基础之上，各品牌也逐步入驻百货、化妆品专营店、电商等销售渠道以扩大销售规模。国内知名皮肤学级护肤品牌薇诺娜和玉泽均是在药房深耕多年后，再借由线上渠道快速发展。“重成分”品牌往往以独特的品牌理念和外观吸引消费者，需要以更直接的渠道与消费者沟通，例如国内的“重成分”品牌 HFP、润百颜等均选择优先拓展线上渠道，美国的“重成分”品牌 Drunk Elephant 则借由渠道网络完善的丝芙兰快速成长。

营销角度：皮肤学级护肤品重口碑营销，“重成分”依赖新媒体营销。皮肤学级护肤品的专业性和销售渠道决定其更加重视口碑营销，国内外知名的皮肤学级护肤品牌往往在产品研发阶段便与皮肤学专家建立紧密合作，合作产品的临床试验，并在产品推出后通过专家进行学术背书及药店销售引流，由此为品牌积累良好的口碑和粘性较高的消费群体。在此基础之上，皮肤学级护肤品牌再通过硬广推广、社媒营销、线上直播等方式提升品牌知名度。若无“医研共创”和口碑营销的积累，皮肤学级护肤品牌很难真正赢得消费者的信赖。对于“重成分”品牌来说，其营销思路亦与其线上销售渠道相符，

一般较为重视社交媒体种草、线上直播等新媒体营销方式。

图 42：皮肤学级护肤品牌的“医研共创”覆盖研发、临床、销售等多个环节



数据来源：东吴证券研究所整理

表 13：功能性护肤品和其他护肤品销售渠道及营销方式对比

品类	销售渠道	营销方式
功能性护肤品	**皮肤学级护肤品：**欧洲、日本、美国等主要国家均深扎于药店渠道，在此基础上拓展电商、百货、化妆品专营店等常规渠道；**“重成分护肤品”：**多依赖线上渠道或化妆品专业渠道发展	**皮肤学级护肤品：**凭借临床试验、学术推荐等方式获得口碑提升，在此基础上辅以社媒营销、硬广推广、线上直播等；**“重成分护肤品”：**多以社媒营销和线上直播等方式获得广泛种草，实现知名度的快速提升
其他护肤品	综合发展化妆品专营店、百货、商超、电商等多渠道	综合运用传统媒体推广、硬广、数字化营销等多种方式

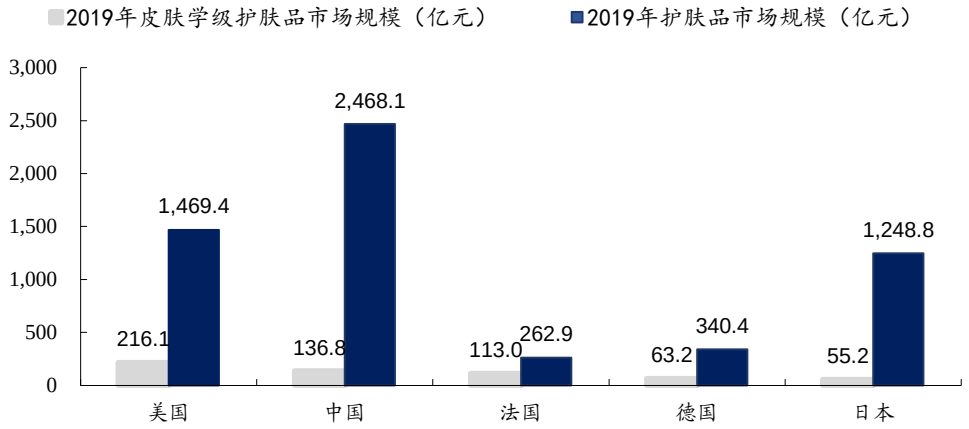
数据来源：Euromonitor，东吴证券研究所整理

3.3. 规模：各国护肤品类重要组成，我国渗透率提升空间广阔

对比国外主要市场发现，皮肤学级护肤品均为护肤中重要组成，我国人均消费额及在护肤品渗透率与世界主要国家相差较大，发展空间广阔。对比世界主要护肤品市场发现，皮肤学级护肤品均为其重要组成，在护肤品的占比主要位于 15%-40%之间。而 2019 年我国皮肤学级护肤品在护肤品的渗透率仅为 5.5%，甚至低于世界平均水平 10.3%。另外，根据 Euromonitor 统计，2019 年中国皮肤学级护肤品市场规模达 136.8 亿元，从整体规模上仅次于美国，然而从人均消费额看仅为 1.4 美元，较欧美、日本有四到十几倍的差距，也低于世界平均水平。综合在护肤品偏低的渗透率及较低的人均消费额即可得出，我国皮肤学级护肤品需求提升空间仍十分广阔。

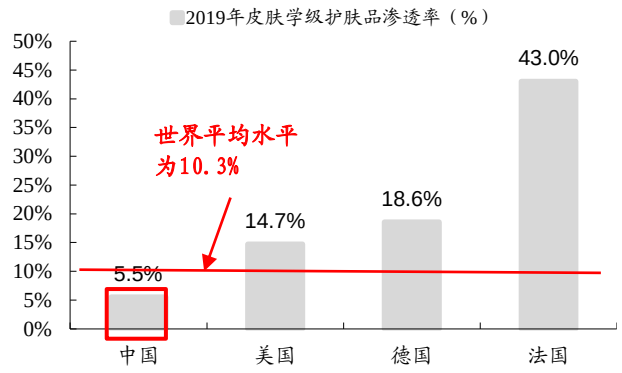
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 43：2019 年中国皮肤学级护肤品市场规模达 136.8 亿元



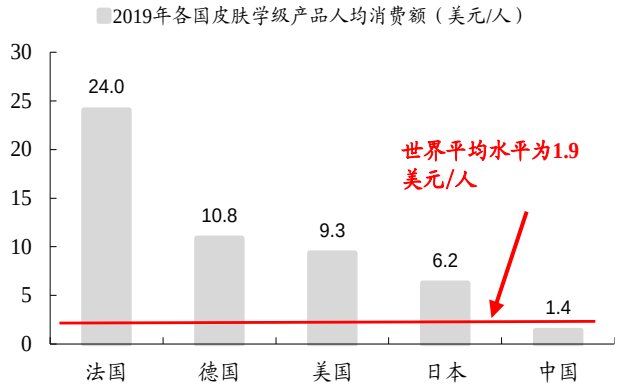
数据来源：Euromonitor，东吴证券研究所（注：以 2019 年 12 月 31 日美元兑人民币汇率，由美元转换为人民币）

图 44：中国皮肤学级护肤品渗透率较世界主要国家相差较大



数据来源：Euromonitor，东吴证券研究所

图 45：中国皮肤学级产品人均消费额与世界主要国家相差较大



数据来源：Euromonitor，东吴证券研究所

预计到 2030 年我国皮肤学级护肤市场规模接近 1300 亿元，在护肤品渗透率超 20%。我们假设受疫情影响，2020 年中国护肤市场和皮肤学级护肤市场增速均有所放慢，但在 2021 年有一定恢复性增长，2022 年起保持较快增速，但随着规模增加增速有所递减。则根据图 46 具体假设条件，我们预计至 2030 年中国护肤品整体规模为 6000 亿元以上，皮肤学级护肤市场规模为 1200-1300 亿元，皮肤学级在护肤品渗透率超 20%。（即根据预计，2019-2030 年中国护肤品市场规模增速 CAGR 为 8.6%，中国皮肤学级护肤市场规模增速 CAGR 为 22.8%）

表 14：中国皮肤学级护肤品市场规模假设依据

假设项目	假设依据
中国护肤市场规模同比增速	2020 年-2024 年依据 Euromonitor 预测进行假设，随着市场规模增加，预计 2025-2030 年增速略有减慢
中国皮肤学级护肤市场规模同比增速	假设 2020 年受疫情影响增速有所减慢，2021 年假设存在一定恢复性增长，假设 2022-2030 年维持较高增速，随着市场规模增加增速略有减慢

数据来源：Euromonitor，东吴证券研究所

图 46：中国皮肤学级护肤品市场规模具体预测

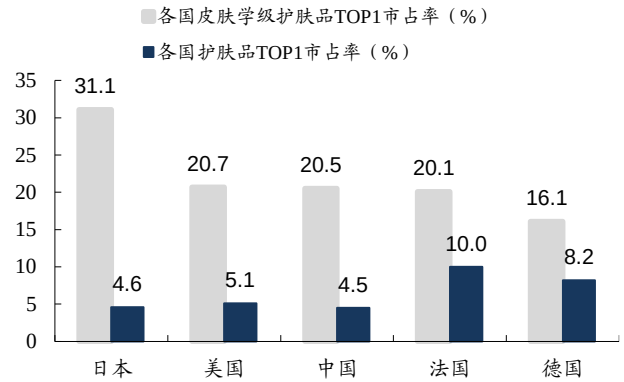
项目	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
中国护肤市场规模（亿元）	2444	2545	2990	3289	3600	3905	4218	4555	4897	5264	5632	6027
中国护肤市场规模 yoy（%）	14.7	4.1	17.5	10.0	9.5	8.5	8.0	8.0	7.5	7.5	7.0	7.0
中国皮肤学级护肤市场规模（亿元）	**136**	**156**	**218**	**273**	**341**	**426**	**524**	**645**	**774**	**928**	**1095**	**1293**
中国皮肤学级护肤市场规模 yoy（%）	32.3	15.0	40.0	25.0	25.0	25.0	23.0	23.0	20.0	20.0	18.0	18.0
中国皮肤学级护肤渗透率（%）	**5.5**	**6.1**	**7.3**	**8.3**	**9.5**	**10.9**	**12.4**	**14.2**	**15.8**	**17.6**	**19.4**	**21.4**

数据来源：Euromonitor，东吴证券研究所

3.4. 格局：集中度较高，本土化趋势明显，未来有望诞生本土超级品牌

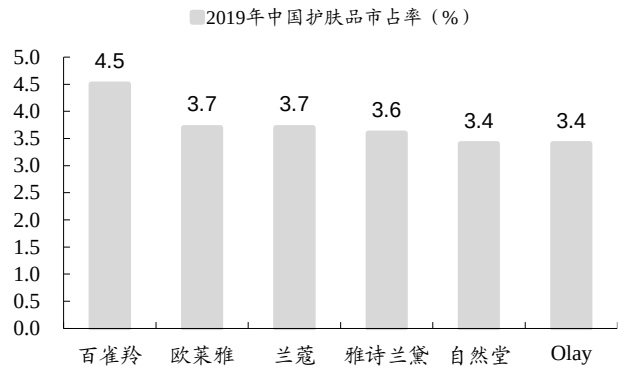
皮肤学级护肤品龙头份额较为集中，头部市占率一般在 15%-30%之间，远高于护肤品整体。对比各主要国家，皮肤学级护肤品 TOP1 品牌在本品类的市占率一般为 15%-30%，远高于护肤品 TOP1 品牌的市占率（一般在 4%-10%）。从中国情况看，尽管薇诺娜在护肤品的市占率仅为 1.1%，但其在皮肤学级护肤品类市占率高达 20.5%，远高于护肤品整体 TOP1 品牌百雀羚的市占率（2019 年为 4.5%）。皮肤学级护肤品头部在品类市占率更高，主要系皮肤学级护肤品往往依托于多年的临床试验及学术推广，使得其产品壁垒更为深厚。

图 47：2019 年各国皮肤学级护肤品 TOP1 市占率远高于护肤品整体



数据来源：Euromonitor，东吴证券研究所

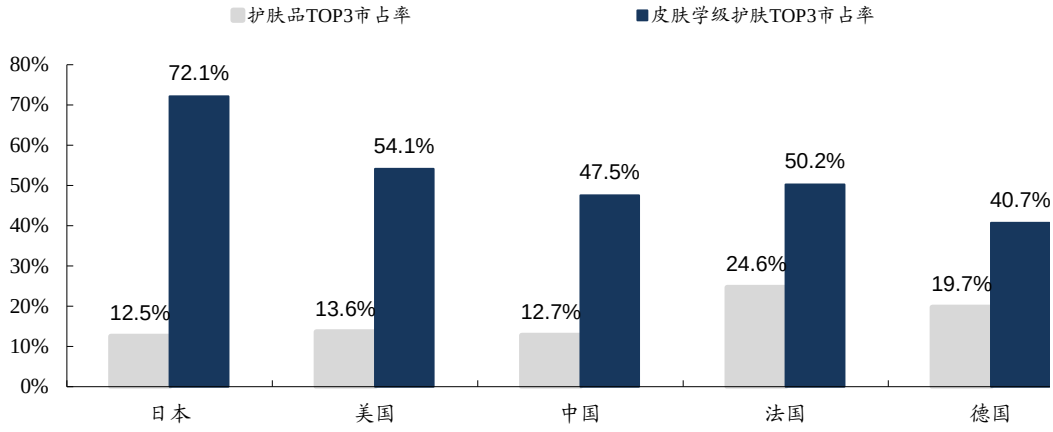
图 48：2019 年中国排名靠前的护肤品市占率在 3%-5%



数据来源：Euromonitor，东吴证券研究所

皮肤学级护肤品 TOP3 集中度大多在 40%-55%，远高于护肤品 10%-20%的集中度。根据 Euromonitor 数据，2019 年各主要国家皮肤学级护肤品 TOP3 集中度范围为 40%-75%，尤其集中于 40%-55%。同时，2019 年各主要国家护肤品 TOP3 集中度仅为 10%-20%。由此可再次印证，皮肤学级护肤品赛道具有高集中度的特点。

图 49：2019 年中国皮肤学级护肤品 TOP3 集中度远高于护肤品整体



数据来源：Euromonitor，东吴证券研究所

随着皮肤学级护肤品渗透率不断提升，其头部品牌在护肤品整体市占率亦有望提升，未来头部规模或可比肩护肤品超级品牌。我们假设 2020-2030 年头部皮肤学级护肤品在品类市占率保持在 20.5%，则随着其在护肤品渗透率的提升，头部品牌在护肤品的市占率预计也将随之提升。参考上文对皮肤学级护肤品渗透率的预测，得出头部皮肤学级护肤品牌在护肤品的市占率至 2030 年预计可提升至 4%以上，头部品牌的零售额预计可提升至 200 亿元以上。从护肤品整体市占率看，4%以上的市占率可比肩百雀羚、欧莱雅等超级品牌。

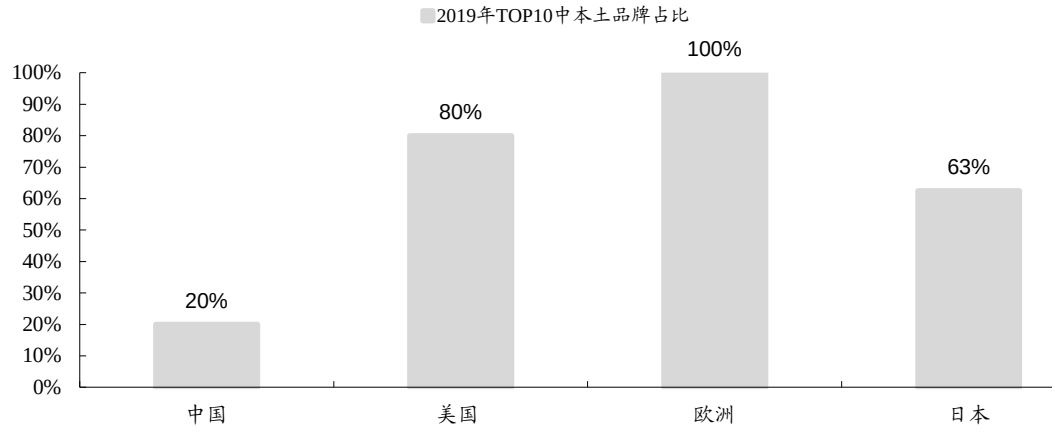
图 50：中国头部皮肤学级护肤品牌在护肤品市占率预测

项目	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
中国皮肤学级护肤品渗透率（%）	5.5	6.4	7.3	8.4	9.7	11.0	12.5	14.3	15.8	17.6	19.5	21.7
头部皮肤学级品牌在皮肤学级产品市占率（%）	20.5	20.5	20.5	20.5	20.5	20.5	20.5	20.5	20.5	20.5	20.5	20.5
头部皮肤学级品牌在护肤品市占率（%）	**1.1**	**1.3**	**1.5**	**1.7**	**2.0**	**2.3**	**2.6**	**2.9**	**3.2**	**3.6**	**4.0**	**4.5**
头部皮肤学级品牌零售额（亿元）	26.2	31.9	44.7	55.9	69.9	87.4	107.4	132.2	158.6	190.3	224.6	265.0

数据来源：Euromonitor，东吴证券研究所

参考海外经验，皮肤学级护肤本土化趋势较为明显，我国本土化提升空间较大。海外主要市场如美国/欧洲的 TOP10 皮肤学级护肤品牌中，本土品牌分别有 8/10 个，除中国外主要市场的 TOP10 皮肤学级护肤品牌中本土占比在 60%-100%。而 2019 年中国 TOP10 品牌中，本土品牌仅两个，本土化提升空间较大。

图 51：除中国外的主要市场，TOP10 皮肤学级护肤品牌中本土占比均较高



数据来源：Euromonitor，东吴证券研究所（注：日本为前八大占比）

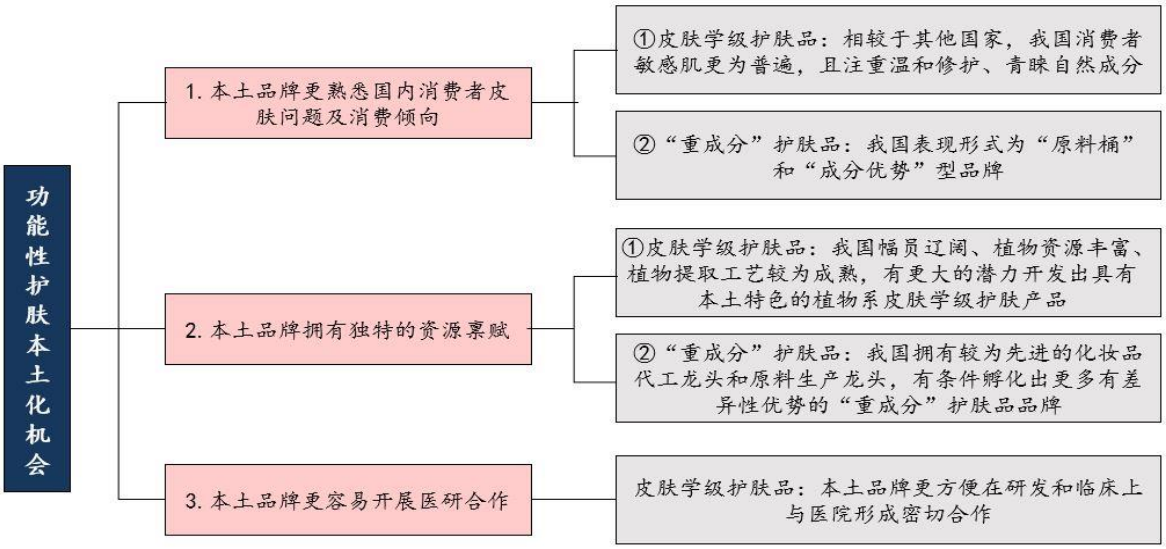
我们看好皮肤学级护肤品本土化的原因如下：

（1）本土品牌更擅长本土皮肤问题和消费倾向。①皮肤学级护肤品：例如受城市污染、生活压力大等多因素影响，中国女性敏感肌问题较为普遍，美国消费者遇到的晒伤、痤疮等皮肤问题较多。另外，中国消费者在解决皮肤问题中注重温和修护、青睐自然成分，而一些国外皮肤学级护肤品牌功效较为强烈、通过科学配比实现功效。②“重成分”护肤品：中国分别通过“原料桶”和“成分优势”型品牌吸引重性价比的消费者和消费能力较高的消费者，而欧美流行的“Clean Beauty”在国内还处于萌芽阶段。

（2）本土企业拥有独特的资源禀赋。①皮肤学级护肤品：各国皮肤学级护肤品牌的发展往往离不开特定的资源禀赋，例如法系皮肤学级护肤品牌多起源于著名温泉地，美系皮肤学级护肤品牌往往有强大的研发背景。同样地，中国皮肤学级护肤品牌也拥有一些独特的资源禀赋。例如，幅员辽阔、植物资源丰富、植物提取工艺较为成熟，使得有更大的潜力开发出具有本土特色的植物系皮肤学级护肤产品。②“重成分”护肤品：例如中国拥有较为先进的化妆品代工龙头和部分原料生产的龙头企业，有条件孵化出更多有差异性优势的“重成分”护肤品牌。其他国家一些具有原料研发生产优势的企业、或对纯净成分有深刻理解的企业，也有希望孵化出更多“重成分”护肤品牌。

（3）立足医研合作，本土品牌更容易积累良好口碑。皮肤学级护肤品牌的品质与口碑建设，离不开与皮肤学专家的密切合作，包括在研发阶段即根据临床反馈进行针对性的研发、产品生产后合作展开临床试验、若效果满意医生还有望向患者推荐购买，从而为品牌积累专业化的良好口碑。而国外品牌对本土医院系统不够熟悉，很难实现产品本土化。

图 52：功能性护肤品本土化的主要机会



数据来源：东吴证券研究所绘制

综合皮肤学级护肤是护肤品重要细分赛道、头部市占率一般较高以及本土化趋势明显，我们认为皮肤学级护肤赛道有诞生本土超级品牌的潜力。尤其是，贝泰妮旗下的薇诺娜目前已位列皮肤学级护肤市占率首位，产品力卓越、知名度较高，若能延续发展趋势和领先地位，未来成长空间广阔。

4. 投资建议

功能性护肤品是增速高、增长确定性强的化妆品细分赛道，且国货品牌具有市占率持续提升的趋势。建议关注即将上市的皮肤学级护肤龙头**贝泰妮**、以“HA+”策略打造多品牌矩阵的**华熙生物**、成功孵化皮肤学级护肤品牌玉泽的**上海家化**、孵化出颐莲、 瑷尔博士等功能性护肤品牌的**鲁商发展**和生产销售生物护肤品品牌创尔美的**创尔生物**。

表 15：公司估值表（基于 2021 年 2 月 26 日收盘价）

股票代码	证券简称	总市值（亿人民币）	收盘价（元/股）	EPS			PE			投资评级
				19A	20E	21E	19A	20E	21E	
A20333.SZ	贝泰妮	——	——	1.14	1.47	2.14	——	——	——	无评级
688363.SH	华熙生物	770	160.50	1.22	1.35	1.65	132	119	97	买入
600315.SH	上海家化	312	45.98	0.83	0.63	0.69	55	72	67	买入
600223.SH	鲁商发展	125	12.39	0.34	0.49	0.64	36	25	19	无评级
A20236.SH	创尔生物	——	——	0.86	——	——	——	——	——	无评级

数据来源：东吴证券研究所（数据截止 2021 年 2 月 26 日收盘）（注 1：贝泰妮、鲁商发展、创尔生物尚未评级，贝泰妮、鲁商发展 EPS 预期为 wind 一致预期，创尔生物无 wind 一致预期；注 2：华熙生物、上海家化 EPS 预期为东吴研究所预测；注 3：上海家化、华熙生物 2020 年 EPS 为历史值，非预测值）

（1） 贝泰妮：薇诺娜皮肤学护肤份额领先，强劲科研保障产品创新

选对赛道，成就敏感肌护理领导者。贝泰妮专注于利用云南高原特色植物活性成分，切入需求广阔的自然系皮肤学级护肤市场，深耕敏感肌护理十几载，成就敏感肌护肤龙头企业，旗下的薇诺娜已成为国内领先的植物系皮肤学护肤品牌。

“薇诺娜”品牌为核心，打造多品牌矩阵。贝泰妮积极拓展多层次销售市场，塑造以薇诺娜为主、覆盖差异化消费人群的多品牌结构。并且，2017-2019 年主品牌“薇诺娜”营收实现高速增长，增速 CAGR 为 56.59%，其在主营业务收入占比始终在 99%以上，2019 年零售额居皮肤学级护肤市场第一。

研发费用率处于行业较高水平，“产学研”模式保障产品安全性和可靠性。2019 年公司研发费用率为 2.78%，处于国内可比公司中最高水平。同时，公司始终践行“产学研”相结合的方式。一方面，其产品在全国 54 家知名三甲医院多中心进行临床观察。另一方面，公司目前已发表 128 篇基础研究和临床试验方面的论文，共发布 15 篇皮肤学级护肤指南及共识，为国内少有兼顾学术研究与临床应用的企业。

（2） 上海家化：玉泽引领“医研共创”模式，创新营销打造专业化品牌形象

上海家化旗下皮肤屏障修护品牌“玉泽”始终坚持医研共创，零售额连续十年快速增长。玉泽诞生于 2009 年，始终积极与各大医院皮肤科权威医学专家合作联合研制产品，且产品须经严格临床试验验证。2010 年以来玉泽零售额保持快速增长，据 Euromonitor 数据显示，玉泽零售额从 2010 年的 0.17 亿元增长至 2019 年的 3.83 亿元，2010-2019 年零售额增速 CAGR 超 40%。

植物提取物修护皮肤屏障，产品“少而精”，核心系列贡献较大。玉泽产品一大核心特点是通过独创的“PBS 植物仿生脂质技术”实现皮肤屏障智修护、重建肌肤自愈力。此外由于较高安全性及有效性要求，目前仅含四个产品系列。其中，2019.11-2020.10 一年内，核心系列 “皮肤屏障修护系列”在天猫旗舰店销售占比高于 80%。

创新营销形式，打造专业化品牌形象，扩大品牌影响力。一方面，玉泽深耕医院及药店渠道、与医院皮肤科合作临床试验以及建立微信问诊平台等方式，打造专业化的品牌形象。另一方面，近年来玉泽加大数字化营销投入，将品效合一、提升效率作为重要的发展方向，还建立了内部评估系统评估营销 ROI。另外，玉泽通过搭建超头部主播+中腰部主播+店铺自播的直播矩阵，提升品牌知名度。

（3） 华熙生物：凭借全球领先的技术优势，以“HA+”策略打造多品牌矩阵

华熙生物功能性护肤品业务高速增长，2019 年该业务销售规模已与原料、医疗终端三足鼎立。2019 年华熙生物功能性护肤品业务实现营收 6.34 亿元，同比增长 118.5%，增速领涨各业务，2016-2019 年公司功能性护肤品业务增速 CAGR 为 115%。截至 2019 年，功能性护肤品业务收入占比达 33.6%，与原料、医疗终端业务形成三足鼎立之势。

功能性护肤品牌以“HA+”策略，通过不同品类覆盖差异化人群。华熙生物旗下功能性护肤品品牌润百颜、夸迪、BM 肌活、米蓓尔等均围绕“HA”展开，但在主打的品类和功效上存在一定差异的，例如润百颜主打次抛原液，肌活主打肌底液精华米蓓尔专注敏感肌修护且以 4DHA 和 B12 为主要成分，以此覆盖满足更多消费者差异化需求。

功能性护肤品以线上电商销售模式为主，润百颜、夸迪天猫旗舰店 GMV 规模保持高速增长。华熙生物与天猫、京东、淘宝、小红书等主要电商平台均建立了良好合作关系，并拥有经验丰富的电商运营人才。2020 年以来，旗下代表性功能性护肤品牌天猫旗舰店表现突出，2020 年润百颜/夸迪 GMV 分别同增 188%/10076%，实现高速增长。

（4） 鲁商发展：积极布局玻尿酸产业链，打造化妆品知名品牌

积极打造功能性护肤品板块多品牌矩阵，功能性护肤品营收增长快、发展空间较大。鲁商发展目前拥有颐莲、瑷尔博士、善颜等功能性护肤品牌。“颐莲”为主品牌，专研玻尿酸护肤 37 年，以玻尿酸智能保湿科技为核心，打造具有差异性的“玻尿酸+”产品。2018 年以来公司功能性护肤品营业收入增速较快，2019 年实现营收 3.1 亿元，同增 41.8%，2020H1 实现营收 1.9 亿元，同增 26.3%，未来发展空间广阔。

线上销售为主，加快全渠道运营。鲁商发展紧抓电商红利，积极探索网红直播带货等新渠道，2019 年化妆品网上销售实现 2.4 亿元，同比增长 79%，占比化妆品总收入的 78%。同时，鲁商发展重视全渠道销售策略，例如在线下全面开设康妆大道体验店等，不断深化产品市场渗透，实现线上线下全国市场的覆盖，并逐步打通国际市场。

专注研发领域 30 余年，不断牢筑科技实力。鲁商发展旗下山东福瑞达创始人为中国玻尿酸之父凌沛学先生，30 多年来他带领团队坚持对玻尿酸科技的钻研和运用。鲁商发展现拥有 1 个国家企业技术中心、1 个院士工作站和 1 个省级企业重点实验室及 7 个省级企业技术中心/工程技术研究中心。凭借强大研发系统，获得研究成果丰硕，共完成了 100 多项成果，获得了多项发明专利，为产品研发提供有力的技术和学术支持。

（5） 蛋壳网络：HFP 主打原液产品，优秀内容营销助力销售增长

旗下成分党品牌 HFP 销售额高速增长，成立仅五年销售额破 20 亿元。据 Euromonitor 数据，HFP 零售额由 2016 年 2.8 亿元增长至 2019 年 22.8 亿元，CAGR 为 101.7%，成立仅五年 HFP 品牌销售额即破 20 亿元，远快于传统护肤品牌零售额增长速度。据统计，珀莱雅/佰草集/丸美达到 20 亿元零售额所用时间分别为 8/14/15 年。

产品差异化定位“原料桶”型成分党，包装性冷淡风、突出专业性。HFP 的天猫旗舰店中，原液产品（即单一成分高浓度的精华液）SKU 占比为 26%，为第一大品类，体现品牌“原料桶”型的产品定位。产品包装多为简约、性冷淡风的“黑白瓶”，类似实验室风格，产品的背面还印有研发师的签名，凸显产品专业性。

营销以微信为核心投放平台，兼顾小红书、微博等其他社交平台，内容设计吸引眼

球。微信端是 HFP 最为核心的内容营销平台，2017 年以来保持高频的微信公众号投放，据连线家网站统计，2016 年 3 月到 2018 年 8 月，HFP 累计在 1428 个公众号上投放了 6247 篇软文。并在此基础上，以小红书、微博、手淘等为补充投放平台。此外，HFP 注重内容设计，能够在短时间内吸引人眼球、普及成分信息并引流至公众号或店铺。

（6） 创尔生物：深耕活性胶原赛道二十载，医疗器械、生物护肤齐发力

功能性护肤产品种类丰富，在活性胶原生物医用材料领域领先。公司主要涉及医药器械产品、生物护肤品两大板块，拥有“创福康”、“创尔美”两大品牌。“创福康”为胶原蛋白类敷料产品领导品牌， 2019 年“创福康”在我国贴片式医用皮肤修复敷料市场上市场份额(按销售额计)排名第二。“创尔美”品牌主要用于皮肤屏障护理，在市场中属于中高端定位，其产品通过先进胶原制备技术开发，具有较好的品牌价值和成长空间。

天猫、京东等第三方平台增速较快推动线上直销占比提升，经销模式以公立医院销售为主。2017-2020H1 公司直销模式占比由 40.1%提升至 67.7%，主要系公司相继在天猫、京东等电商平台开设品牌旗舰店，推动以第三方平台为主的线上直销高速增长。经销方面，创尔生物一直注重医疗机构渠道拓展，加之其专业产品力获各大医疗机构认可，公立医院成为经销模式最主要销售终端，2019 年胶原贴敷料公立医院经销商数达 777 家。

积极开展“产学研”合作，研发成果实现产业化。公司研发团队研发人员占员工总数的比例超过 15%，团队通过持续自主研发掌握 3 大技术类别、共 6 项核心技术生物医用级活性胶原大规模无菌提取制备技术，其技术已达到国内领先水平。公司的研发过程体现“产学研”合作，且合作研发成果不断产出并实现产业化，截至 2019 年末公司产品已覆盖超过 320 家三甲医院，其中全国百强医院覆盖率达到 47%。

5. 风险提示

行业竞争加剧风险：随着越来越多的国内外品牌进入中国市场，化妆品品牌、产品之间有竞争加剧的风险。

获客成本上升风险：随着互联网流量红利效应逐渐减弱，未来获客成本可能大幅增长，对行业公司业绩造成一定影响。

消费需求整体疲软：若宏观经济整体面临下行趋势，造成消费需求不振，则将影响功能性护肤品行业需求增速。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址： http://www.dwzq.com.cn

