功效护肤行业专题

理肤泉的“得”与薇姿的“失”，探讨信息平权和电商红利时代下的功效护肤风口

增持（维持）

2020 年 12 月 27 日

证券分析师 汤军
执业证号：S0600517050001
021-60199793
tangj@dwzq.com.cn
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
研究助理 樊荣
fanr@dwzq.com.cn

投资要点

- **自媒体和电商红利下，功效护肤迎风口：**环境、压力、医美等多因素驱动，结合高粘性特点和电商渠道红利，功效护肤扩容可期。以皮肤学级为例，19 年市场约 **136 亿元，5 年 CAGR 达 23.2%，增速 2 倍于护肤品行业**。从需求和渗透率 2 个视角测算，**预计皮肤学级市场 2030 年将超 900 亿元**，CAGR 超 18%。纵观海外市场，皮肤学级市场具有显著**本土化**和**集中化**特点，日韩法市场前三均为当地品牌，CR3 均超 50%。

- **国货迎浪潮，市占率有望持续提升：**据 EuroMonitor 统计，19 年国内皮肤学级护肤市场，**薇诺娜以 20.5%（+3.5 pct）市占率，超越雅漾成为第一**；其他本土抗敏品牌玉泽、果本等均已有一定认知度。而反观**海外大牌，市占率下滑明显**，自 14 年的 89.3%下降至 19 年的 72.7%。国货拥有更精准消费者洞察和新媒体优势，有望继续推动皮肤学级国产替代。

- **理肤泉 vs 薇姿：业绩分化背后的多维度对比。**薇姿、理肤泉作为欧莱雅旗下代表性的“药妆”品牌，但国内业绩出现明显分化。**薇姿增长乏力**，近 5 年市占率下降约 2/3，19 年终端销售额仅 9.62 亿元，；而**理肤泉则快速攀升**，19 年销售额达到 16.9 亿人民币，16-19 年 CAGR 达 23.4%。我们尝试从产品、营销、渠道三维度进行对比。

（1）产品：薇姿偏泛功效，理肤泉针对性更强。薇姿主打保湿并推抗老和美白，直接面临大牌竞争，而缺乏针对特定皮肤问题的爆品；而理肤泉专业性更强，抓住敏感肌主要痛点痘痘，以，**以祛痘为标签**形成强用户黏性；

（2）营销：薇姿偏传统，理肤泉触电新媒体。薇姿营销仍以传统如 TVC、代言等为主，新媒体投入不足；而理肤泉更精准把握成分党趋势，以“**专家+KOL**”塑造口碑营销，重点投放小红书等**新媒体**，**强调功效和专业**；

（3）渠道：薇姿主力仍在线下，理肤泉乘上电商快车道。薇姿早期专注药房，08 后逐步退出并转入传统美妆渠道，错失电商风口；而理肤泉 **14 年起即积极投入电商和 CRM 维护**，目前猫旗粉丝数已达 412 万，远超薇姿。

- **管中窥豹：功效性、内容营销、渠道红利是风口下的增长要素：**

（1）自媒体打破信息壁垒，泛成分党时代将至。新媒介推动**信息平权**，自媒体塑造大量 KOL，提升大众护肤认知，倒逼品牌关注功效，预计将形成以对护肤成分有一定意识的**泛成分党为主体**的市场，将更青睐功效护肤。

（2）内容营销沟通核心卖点，促更高转化率。新媒介改变用户决策动线，更注重产品干货，促使品牌发力内容营销。即针对性沟通功效与成分，从而影响消费决策提高转化；并通过持续内容输出形成私域流量，加强粘性。

（3）电商渠道红利释放供给，助力功效护肤增长。国内美妆渠道变迁，**电商占比 5 年提升 11.4pct 至 19 年达 30.3%**；直播、私域等新电商玩法，与内容营销相契合，更适应功效护肤供给，把握渠道红利是增长重要驱动力。

- **投资建议：**在美妆行业持续高景气和功效护肤市场风口下，建议关注拟上市的敏感肌修护专家**贝泰妮**、胶原蛋白械字号第一股**创尔生物**；推荐玻尿酸龙头**爱美客**和**华熙生物**；国货之光**珀莱雅**、拥有玉泽、佰草集等功效护肤品牌的老牌家化龙头**上海家化**和东方眼部护理专家**丸美股份**。

- **风险提示：**行业竞争加剧风险；产品质量风险；宏观经济波动风险；

行业走势



相关研究

1、《新消费与机场快递月度跟踪：双十一火热，化妆品高景气，快递量件新高》2020-12-23
2、《社服新消费行业周报：味知香：预制菜第一股，十二年深耕筑成长》2020-12-21
3、《社服新消费行业周报：复盘百年乐高发展，探究泡泡玛特成功奥义》2020-12-14

请务必阅读正文之后的免责声明部分

内容目录

1. 高景气美妆行业中的黄金赛道，功效护肤迎风口 5
1.1. 药与妆的平衡，药企与日化共舞 5
1.2. 皮肤学级市场二十年积累，厚积薄发正当时 6
1.3. 观海外各国，皮肤学级市场本土品牌占绝对优势，行业集中度高 7
1.4. 国内市场，本土品牌后来居上迎浪潮，进口品牌分化明显 8
2. 以皮肤学级为例，探究功效护肤空间几何？ 10
2.1. 需求视角：多因素驱动增长，2030 年皮肤学级需求将超千亿 10
2.2. 渗透率视角：参考全球市场，2030 年国内皮肤学级护肤市场超 900 亿 12
3. 理肤泉 vs 薇姿：业绩分化背后的多维度对比 13
3.1. 欧莱雅旗下活性健康化妆品增速靓丽，但品牌冰火两重天 13
3.1.1. 活性健康化妆品增速领跑欧莱雅产品线 13
3.1.2. 赛道高成长背景下的品牌分化，薇姿理肤泉冰火两重天 14
3.2. 品牌概况：源自温泉水，主打舒缓敏感，价位、功效有所重叠 14
3.2.1. 薇姿：源于火山温泉水，强调天然护肤 14
3.2.2. 理肤泉：专业敏感肌护理概念，主打富硒温泉水 15
3.2.3. 价格带类似，核心卖点相近 16
3.3. 多维度对比：探讨业绩分化的背后原因 17
3.3.1. 产品定位：薇姿偏泛功效，而理肤泉针对性功效更强 17
3.3.2. 营销策略：薇姿偏重传统营销模式，理肤泉加大新媒体投入 19
3.3.3. 销售渠道：薇姿主力仍在线下传统美妆渠道，理肤泉乘上电商快车道 20
4. 管中窥豹：功效性、内容营销、渠道红利是风口下的增长要素 22
4.1. 信息平权时代的功效需求盛行 22
4.1.1. 自媒体等新媒介打破信息壁垒，成信息流通重要渠道 22
4.1.2. 多因素催生皮肤问题，消费者对成分及功效的需求盛行 23
4.2. 顺应需求，内容营销沟通核心卖点，促转化率提高 25
4.3. 电商渠道红利释放供给，助力功效护肤市场增长 26
5. 投资建议 28
5.1. 贝泰妮：源起滇虹，敏感肌修护专家扬帆起航 28
5.2. 创尔生物：胶原蛋白械字号第一股 29
5.3. 爱美客：国产玻尿酸轻医美第一品牌 29
5.4. 华熙生物：全球玻尿酸产业龙头 30
5.5. 珀莱雅：聚焦大众美妆市场，十余载铸造国货之光 31
5.6. 上海家化：多品牌矩阵美妆旗舰，功效护肤品牌引领增长 31
5.7. 丸美股份：东方眼部护理专家 32
6. 风险提示 33

图表目录

图 1：国内外法律对药品和化妆品的不同界定 5
图 2：国内药品上市流程 5
图 3：功效性护肤品主要品牌 6
图 4：19 年中国皮肤学级护肤品市场规模达 135 亿 7
图 5：皮肤学级护肤品增速大幅领先化妆品整体增速（%） 7
图 6：日韩法皮肤学级市场均由本土品牌占据前三，CR3 超 50% 7
图 7：历年日韩美法皮肤学级 CR3 变化 8
图 8：19 年皮肤学级护肤品市占率，薇诺娜登顶第一 9
图 9：本土品牌市占节节高，而欧美品牌分化加剧 9
图 10：欧莱雅集团各部门收入及增速表现 13
图 11：欧莱雅集团各部门利润率（%） 13
图 12：薇姿和理肤泉经营情况对比，业绩分化明显（百万元人民币） 14
图 13：薇姿品牌理念 14
图 14：薇姿 89 保湿精华 15
图 15：薇姿矿物赋能温泉水喷雾 15
图 16：理肤泉品牌理念 15
图 17：理肤泉舒缓调理喷雾 16
图 18：理肤泉祛痘系列 16
图 19：薇姿和理肤泉产品线对比 18
图 20：小红书粉丝和笔记数量对比 19
图 21：百度搜索敏感肌结果 19
图 22：李佳琦、舒淇双十一为理肤泉带货 20
图 23：理肤泉日常自播 20
图 24：天猫店铺粉丝数对比 21
图 25：薇姿和理肤泉旗舰店前十产品销量（单位：个） 21
图 26：不同投放媒介广告营业额占比 22
图 27：微博、微信等新媒介成护肤品信息主要传播渠道 22
图 28：各年龄段有痘痘困扰的人群比例 23
图 29：20 年 6 月小红书护肤话题笔记数量敏感肌排第二 23
图 30：功效已成潜在消费者最重要的关注点 24
图 31：疫情前后美妆品类消费者购买动机讨论比例 24
图 32：各电商平台纷纷推出成分筛选功能 24
图 33：泛成分党时代即将到来 24
图 34：广告主在红人营销模式下的广告投放途径 25
图 35：美妆品牌新媒体营销模式 26
图 36：用户获取化妆、护肤品信息的主要渠道占比 26
图 37：2020 年品牌主将增加营销预算的主要广告形式 26
图 38：2019 年电商服务市场主要品类品牌数量占比 27
图 39：国内化妆品电商渠道占比逐年提升 27

表 1：国内外部分功效性护肤品对比 8

表 2：需求视角下的皮肤学级护肤品空间测算 11
表 3：参考全球市场，皮肤学级护肤品空间测算 12
表 4：四大药妆与温泉水 16
表 5：理肤泉和薇姿类似产品价格对比 17
表 6：薇姿和理肤泉温泉水喷雾主要成分浓度（单位：毫克/升） 18
表 7：2017-2019 年互联网平台对创作者的补贴 23
表 8：贝泰妮核心财务数据一览 28
表 9：创尔生物核心财务数据一览 29
表 10：爱美客核心财务数据一览 30
表 11：华熙生物核心财务数据一览 30
表 12：珀莱雅核心财务数据一览 31
表 13：上海家化核心财务数据一览 32
表 14：丸美股份核心财务数据一览 32

1. 高景气美妆行业中的黄金赛道，功效护肤迎风口

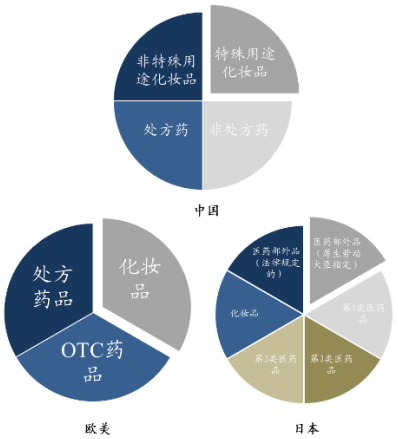
11 月社零消费数据发布，在“双 11”带动下，化妆品类表现惊艳，实现 511 亿元，同比增长 32.3%，在消费升级和国潮兴起大趋势下，**行业正处高景气**。其中，**功效护肤更在信息平权和电商红利的时代异军突起，迎来风口**。

1.1. 药与妆的平衡，药企与日化共舞

本篇报告中，我们将“功效护肤”的概念细化，主要指**介于药和普通护肤品之间的，通过添加有一定医/药用价值的有效成分，能够辅助解决皮肤问题或针对特定皮肤护理需求的一类护肤品。**

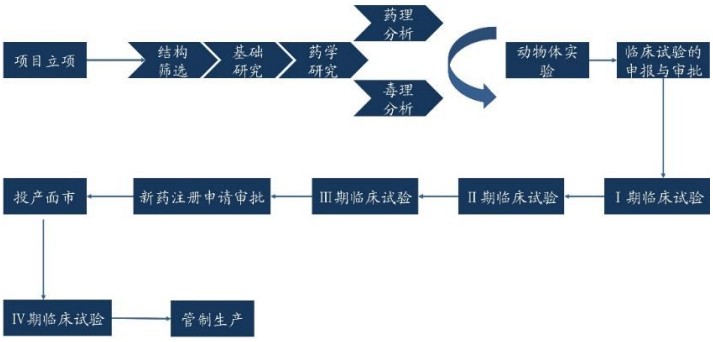
从监管角度，**我国未将功效护肤或者俗称的“药妆”作为单独品类**，而只区分特殊及非特殊用途化妆品。“药妆”一词来源于日本，厚生劳动省将医药品外部细分出“含药化妆品”，欧美等国则将该类产品作为药品实施监管。而在我国，早在 2010 年，《化妆品命名规定》及《化妆品命名指南》就规定禁止使用明示或暗示医疗作用和效果的词语；19 年 1 月 10 日国家药监局进一步发文明确“对于以化妆品名义注册或备案的产品，宣称‘药妆’、‘医学护肤品’等‘药妆品’概念的，属于违法行为”。从审批流程上，我国药品通常需要经过药理分析及毒理分析、临床试验等才能申请批准上市。而功效护肤品作为化妆品，其在上市流程则相对简单。

图 1：国内外法律对药品和化妆品的不同界定



数据来源：前瞻产业研究院，东吴证券研究所

图 2：国内药品上市流程



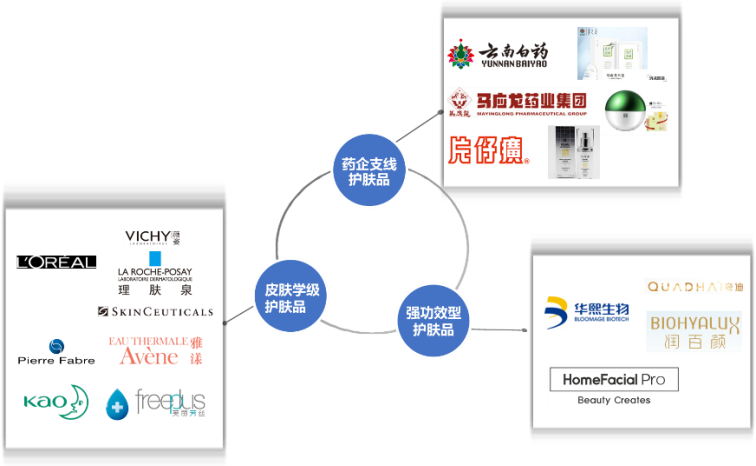
数据来源：国家药品监督管理局，东吴证券研究所

根据 21 年 1 月 1 日将实行的《化妆品监督管理条例》规定，化妆品的功效宣称应当有**充分的科学依据**，包括所依据的文献资料、研究数据或者产品功效评价资料的摘要。功效评价对功效护肤品提出了更高的要求，同时也将驱使功效护肤市场向规范化方向发展，有利于行业的可持续成长和龙头企业的集中度提升。

从市场角度来看，功效性化妆品更多体现了**药与妆的平衡**。以产品来区分，目前主

要有**药企支线护肤品、非药企的皮肤学级护肤品和强功效性护肤品。(1)药企旗下**主要包括如云南白药的采之汲面膜、片仔癀的烟酰胺精华及马应龙眼霜等支线产品，这类产品多标榜中草药成分，充分发掘了本土中医文化，对消费者有一定的吸引力。**(2)皮肤学级护肤品，**也即传统理解中的“药妆”，针对特定皮肤问题如敏感肌、痘痘肌等，包括欧莱雅旗下的薇姿、理肤泉、修丽可，皮尔法伯旗下的雅漾和日本花王旗下的芙丽芳丝，国货中的薇诺娜和玉泽等。这类品牌通常以医学理论为基础、经过临床验证，核心成分和产品效果也具有权威研究支持。**(3)强功效型护肤品**，例如华熙旗下的润百颜、夸迪，HFP 等，主要针对保湿、美白、抗老等功能诉求，以透明质酸等强功能性成分为主打。

图 3：功效性护肤品主要品牌



数据来源：各品牌官网，东吴证券研究所

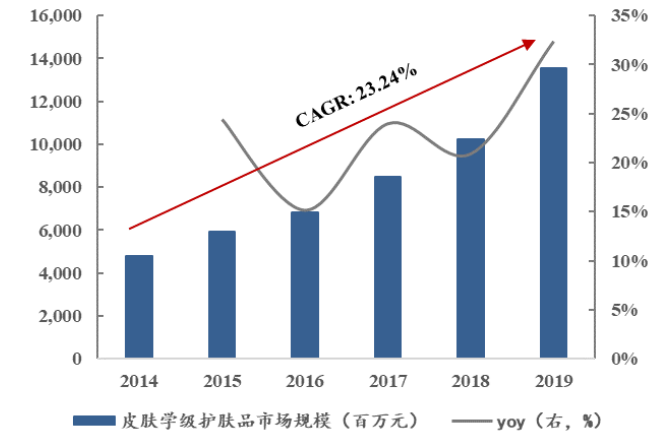
1.2. 皮肤学级市场二十年积累，厚积薄发正当时

皮肤学级护肤二十余年厚积薄发，顺应时代，增速大幅领先。1998 年 7 月，薇姿成为首个进入我国药房的功效护肤品牌，为国内消费者带来了“药妆”概念，同年，上海家化创立佰草集，强调利用中草药古方进行个人护理。随后，各大欧美日韩品牌开始进军中国市场。08 年前后，主打敏感肌护理的国货品牌薇诺娜和玉泽问世，本土品牌开始逐步占领更多市场份额。经历了 20 余年厚积薄发，**在消费者护肤意识觉醒和消费能力提升的背景下，信息平权和电商的时代红利，以皮肤学级护肤为代表的功效护肤驶入快车道。**

据 Euromonitor 统计，19 年中国化妆品市场规模近 4,800 亿，14-19 年 CAGR 近 10%，其中护肤品占比过半，规模达 2,444 亿元，14-19 年 CAGR 达到 10.1%。而皮肤学级护肤品则在时代红利之下异军突起，**19 年皮肤学级护肤品市场规模约 135.5 亿元，14-19 年 CAGR 达到 23.2%**，增速远高于化妆品和护肤品行业的整体增速。

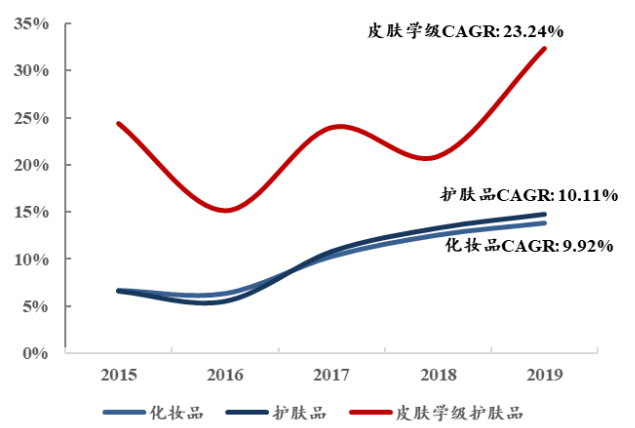
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 4：19 年中国皮肤学级护肤品市场规模达 135 亿



数据来源：Euromonitor，东吴证券研究所

图 5：皮肤学级护肤品增速大幅领先化妆品整体增速（%）



数据来源：Euromonitor，艾媒咨询，东吴证券研究所

1.3. 观海外各国，皮肤学级市场本土品牌占绝对优势，行业集中度高

竞争格局来看，皮肤学级市场有显著的本土化和集中化趋势。功效护肤行业，特别是皮肤学级护肤品市场通常需要与专业的医学等研究机构进行合作研发，市场推广中也需要皮肤科等医学专家的背书，因此当地品牌可以本土的资源优势更容易和医院、医师达成合作；同时对于当地消费者的肤质、需求和习惯有更深刻的理解，因此本土化是皮肤学级市场的重要特点。纵观皮肤学级护肤品发展较为成熟的海外国家，如日韩法，占据市场前三位的均为当地本土品牌；而美国市场前二也均为美国品牌。

同时，**由于皮肤学级护肤品具有明确功效性，消费者对品牌的粘性更强，因此皮肤学级市场也具有集中化的特点。**据 EuroMonitor 统计，2019 年日本皮肤学级市场 CR3 达 72.1%，其中第一位的城野医生达到 31.1%；而韩、美、法 CR3 也均超 50%，集中度高。

借鉴国际成熟市场经验，本土品牌在皮肤学级市场占绝对优势。目前国内皮肤学级品牌也逐渐崭露头角，**未来国内市场本土化、集中化趋势可期。**

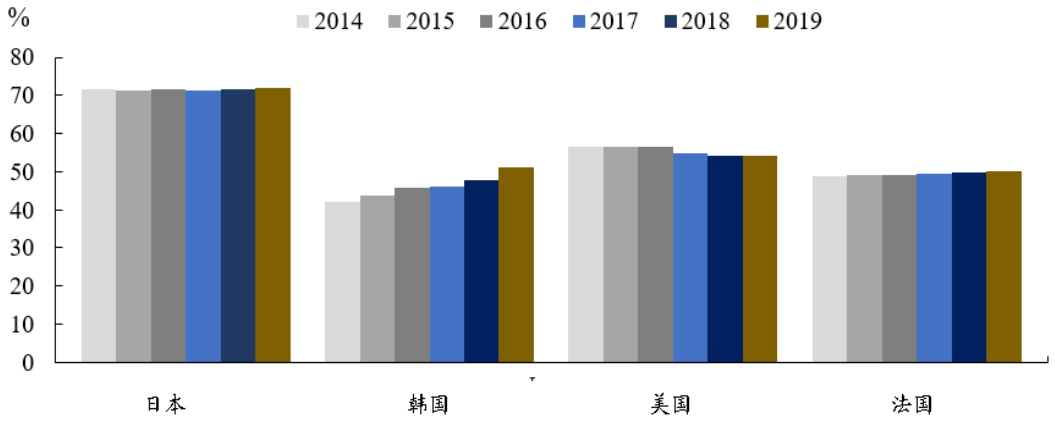
图 6：日韩法皮肤学级市场均由本土品牌占据前三，CR3 超 50%

	日本		韩国		美国		法国	
	品牌	2019市占率	品牌	2019市占率	品牌	2019市占率	品牌	2019市占率
TOP 1	Dr Ci:Labo 城野医生	31.1%	CNP Laboratory GNP 希恩派	27.0%	Aveeno Aveeno 艾惟诺	20.7%	Avène Avène 雅漾	20.1%
TOP 2	Curél 珂润	27.1%	PHYSIOGEL Physiogel 肯丝佳	12.1%	proactiv Proactiv 高伦雅芙	20.3%	LA ROCHE-POSAY 理肤泉 La Roche-Posay 理肤泉	17.8%
TOP 3	d program d program 安肌心语	13.9%	ATOPALM Atopalm 爱多康	12.1%	Cetaphil Cetaphil 丝塔芙	13.1%	BIODERMA Bioderma 贝德玛	12.3%
	CR3	72.1%	CR3	51.2%	CR3	54.1%	CR3	50.2%

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

图 7：历年日韩美法皮肤学级 CR3 变化



数据来源：Euromonitor，东吴证券研究所

1.4. 国内市场，本土品牌后来居上迎浪潮，进口品牌分化明显

回到国内市场，**本土品牌差异化竞争，爆款卖点和定位不尽相同。**欧美品牌更强调经科学研究检验的有效成分，例如走专业护肤路线的修丽可，以及法国诸如理肤泉和雅漾等以具有疗养功能的泉水为卖点的品牌。日本也同样强调实验室研制配方，但更多强调温和、不刺激。而本土品牌则是另辟蹊径，将现代科学研究结合与本土草药文化结合，例如薇诺娜，通过和昆明植物所合作，从 6,000 多种植物中精选 4 种有效成分，分别具有抗炎、修复皮肤屏障、抗痤疮棒状杆菌和美白作用。

国货抢占中端，高端市场仍由进口垄断。定价方面，中端市场主要是本土重点品牌及国外大众化品牌，如薇诺娜“舒敏特护霜”50g 定价 268 元，而理肤泉“SOS”安心霜 40g 定价 285 元，整体价格区间接近。而目前高端市场仍主要被海外品牌占领，如修丽可单品定价可上千元，日本雪肌精单品定价也不会低于 270 元。

薇诺娜占领药房渠道，主流仍在传统美妆渠道和电商。“药妆”产品在欧美地区通常由药店销售，日本有专门的药妆店，而中国药房渠道整体尚不成熟。仅薇诺娜因为其线下模式主要通过皮肤科推荐进行引流转化，从而占领了药房渠道。而其他功效护肤品牌大都还是通过电商、百货和 CS 渠道进行销售。

表 1：国内外部分功效性护肤品对比

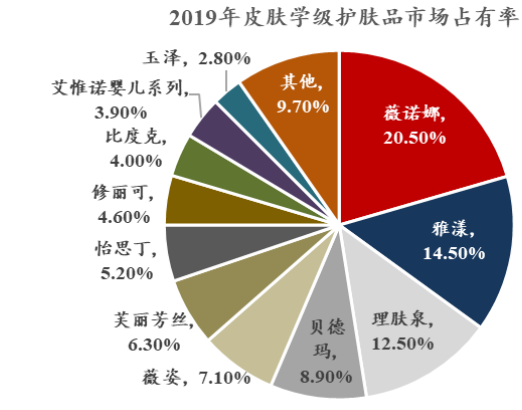
品牌	地区	时间	所属集团	主要成分	主打功效	主要渠道	产品定价（人民币元）
薇诺娜	中国	2008	贝泰妮	云南天然植物提取物马齿苋、青刺果、滇重楼、滇山茶	舒敏、控油祛痘等	药房、电商	68~298
玉泽	中国	2009	上海家化	植物油脂、角鲨烷	舒敏、控油祛痘	电商	78~218

薇姿	法国	1931	欧莱雅	高浓度矿物质火山温泉水	舒敏、抗衰	药房、CS、百货、电商	117~269
理肤泉	法国	1928	欧莱雅	含硒温泉水	舒敏祛痘	药房、CS、百货、电商	119~345
雅漾	法国	1990	皮尔法伯	中性低浓度矿物质泉水	抗敏、除皱抗衰	药房、CS、百货、电商	98~272
依泉	法国	1993	依泉	等渗活泉水	抗敏、受损肌	药房、CS、百货、电商	68~168
修丽可	美国	1997	欧莱雅	植物萃取精华、左旋维 C、玻尿酸、水杨酸、玻色因	除皱防衰、焕白淡斑	电商、美容诊所、零售精品店	595~1490
城野医生	日本	1999	Ci:z Holdings	毛穴复合酸、苯乙基间苯二酚	收敛毛孔、美白淡斑	电商、CS	109~450
芙丽芳丝	日本	2001	佳丽宝	和汉植物萃取精华	抗敏	电商、CS、百货	99~258
雪肌精	日本	1985	高丝	酒精、植物及中草药萃取物	美白	电商、CS、百货	270~540

数据来源：各品牌官网，天猫，东吴证券研究所

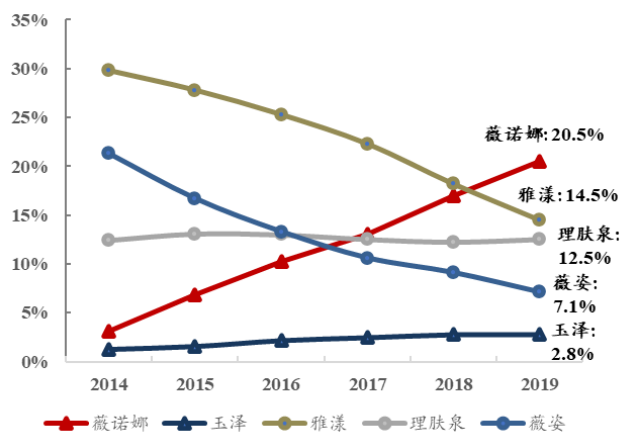
薇诺娜 19 年登顶市占第一，欧美巨头分化明显。据 Euromonitor 统计，2019 年国内皮肤学级护肤品市场中，薇诺娜以 20.5%（+3.5 pct）市占率，超越雅漾成为第一。而反观欧美大牌，则分化明显。总的来看进口品牌占据了 72.7%的市场份额，与 2014 年的 89.3%相比下降了 16.6pct。其中，雅漾和薇姿都出现了较大的份额下滑，芙丽芳丝、理肤泉及贝德玛则相对稳定。目前，我国本土品牌仍在起步发展阶段，随着国内品牌的崛起，过去外国品牌在我国市场中占主导地位的格局正在发生变化，有望实现国货主导。

图 8：19 年皮肤学级护肤品市占率，薇诺娜登顶第一



数据来源：Euromonitor，东吴证券研究所

图 9：本土品牌市占节节高，而欧美品牌分化加剧



数据来源：Euromonitor，东吴证券研究所

2. 以皮肤学级为例，探究功效护肤空间几何？

供需双向促进下，功效护肤市场有望延续高增长趋势。从生活方式、消费认知等多因素驱动下，消费者对于功效护肤的需求与日俱增；而另一方面渠道端也使消费者更容易接触到针对性的优质产品。供需双击，功效护肤市场高增长扩容可期。我们以 EuroMonitor 口径下的皮肤学级护肤品为例，通过需求视角和渗透率视角两个维度来探讨皮肤学级护肤品的 2030 年的市场空间。

2.1. 需求视角：多因素驱动增长，2030 年皮肤学级需求将超千亿

（1）敏感肌人群比例假设：

约 36.1%女性存在敏感性皮肤问题。根据何黎教授、郑捷教授等 31 位皮肤科专家共同发布的《中国敏感性皮肤诊治专家共识》，敏感性皮肤主要发生于面部，通常表现为在受到物理、化学、精神等因素刺激时皮肤易出现灼热、刺痛、瘙痒等症状，可能伴有红斑、鳞屑、毛细血管扩张等客观体征。敏感性皮肤在全球均有较高的比例，女性比例普遍更高，而在我国约 36.1%的女性存在敏感性皮肤问题。

多因素刺激敏感肌肤人群占比或将逐步提升。而随着城市环境污染的日益严重、生活学习等精神压力的增加、以及彩妆、医美市场发展对皮肤造成的负担加重等因素刺激下，敏感性皮肤的发生概率也在逐渐提高。而传统皮肤科的药品以激素药和异维 A 酸两类为主，长期使用容易产生耐受性。因此对皮肤学级护肤品的需求也在持续增加。《专家共识》中提到，亚洲女性的敏感肌比例在 40%-55.98%之间，随着上述提到的多种因素刺激，我们**假设 2030 年我国女性敏感肌肤的比例将上升 10pct，至 46%左右**。

（2）人口假设：

我们以城镇中的 15-64 岁女性作为总人群。据国家统计局，2019 年中国总人口达 14 亿人，增长约 0.33%，城镇化率约 60.6%。其中，女性人口占比约 48.91%，15-64 岁人口占比约 70.65%，则 36.1%的女性敏感肌人群约有 1.06 亿人。

我们假设总人口增长率为 0.33%，而 2030 年的城镇化率达到 70%，同时女性人口占比及 15-64 岁人口占比保持 19 年水平，则 46%的敏感肌女性假设下，约有 **1.62 亿人**。

（3）敏感程度假设：

根据艾瑞咨询统计，弱度（瘙痒、刺痛）、轻度（瘙痒、刺痛、泛红）、中度（瘙痒、刺痛、泛红、红肿）和重度（瘙痒、刺痛、泛红、红肿、发炎）敏感肌人群分别占比约 24.7%、43.0%、23.2%和 9.1%。而在环境、压力、医美等多因素刺激下，未来中度及重度敏感人群占比将有所上升，我们**假设 2030 年弱度及轻度敏感人群占比将下降 6pct 至 61.7%，而中度及重度敏感人群占比将达到 38.3%**。

（4）年均皮肤学级护肤品消费：

对于弱度及轻度敏感消费者，他们的消费行为多为不定期、按需使用，多以品牌的王牌舒敏产品为主。以薇诺娜为例特护霜售价约 268 元，则假设每年使用 2 支和 20%的促销优惠，年均消费约 429 元；而对于中度及重度用户，则需要长期保持使用、甚至需要视症状增加用量，因此假设其会成套使用舒敏产品，以薇诺娜为例，舒敏套装售价 614 元，每年使用 4 套，且可能相应使用 298 元的修护精华液等产品，则在 20%的促销优惠下，年均消费约 2,918 元。假设弱度及轻度用户使用量增加至 3 支/年、中度及重度用户使用量增加至 5 套/年，同时考虑 2%的通货膨胀率，则**假设 2030 年弱度及轻度敏感消费者年均消费约 800 元，中度及重度消费者年均消费约 4,536 元**。

（5）渗透率假设：

参考薇诺娜 2019 年的线上顾客数量及客单价分布，我们假设弱度及轻度敏感用户约有 15%会使用皮肤学级护肤品；相应的考虑到中度及重度的敏感肌消费者可能更多从线下医院及药房渠道消费，因此假设渗透率为 10%，则 2019 年皮肤学级护肤品市场规模为 146 亿元，与 EuroMonitor 的统计相接近。

随着品牌方的内容营销和自媒体 KOL 的信息沟通以及敏感肌肤的渗透率提高，消费者将皮肤学级护肤品的认知更完善、对功效的需求更明确，因此皮肤学级护肤品的渗透率有望快速提升，我们**假设 2030 年弱度及轻度敏感肌人群渗透率将提升到 30%，而中度及重度用户渗透率也将提升到 30%**。

基于上述假设，我们预计 2030 年皮肤学级护肤品市场规模将达到 1,081 亿元，同时尽管男性皮肤敏感的比例远低于女性，但在男性护肤市场教育不断深入的背景下，也有望成为皮肤学级护肤品市场的增量消费者，**市场扩容空间可期**。

表 2：需求视角下的皮肤学级护肤品空间测算

	2019 年	2030 年	假设
人口总数（万人）	79,298	140,005	年复合增长率参考 2019 年为 0.33%
城镇化率	60.6%	70.0%	联合国开发计划署报告
女性人口占比	48.91%		参考 2019 年数据
15-64 岁人口占比	70.65%		参考 2019 年数据
女性敏感肌人群占比	36.1%	46.0%	假设随环境、压力等刺激下，发生率逐渐升高
弱、轻度敏感占比	67.7%	61.7%	假设 19 年渗透率 15%，30 年提升至 30%
弱、轻度敏感人均消费（元/年）	429	533	假设 30 年使用量上升，同时考虑 2%的通货膨胀率
中、重度敏感占比	32.3%	38.3%	假设 19 年渗透率 10%，30 年提升至 30%
中、重度敏感人均消费（元/年）	2,918	3,629	假设 30 年使用量上升，同时考虑 2%的通货膨胀率
皮肤学级护肤市场规模（亿元）	**146**	**1,081**	

数据来源：艾瑞咨询，东吴证券研究所

2.2. 渗透率视角：参考全球市场，2030 年国内皮肤学级护肤市场超 900 亿

根据 EuroMonitor 统计，2019 年国内护肤品市场规模约 2,444 亿元，其中皮肤学级护肤品市场规模约 136 亿元，渗透率约 5.54%。而参考美国，2019 年美国护肤品总市场约 211 亿美元，其中皮肤学级护肤品市场规模约 31 亿美元，渗透率约 14.71%。

过去 14-19 年国内护肤品市场 CAGR 达 10.1%，在需求侧改革和消费升级大趋势下，化妆品市场景气仍将持续，若假设 2019-2025 护肤品市场保持 10%的 CAGR、2025-2030 保持 7.5%的 CAGR，则 2030 年护肤品市场将达到 6,216 亿元。此时渗透率参考美国达到 14.71%，则**皮肤学级护肤品市场规模将达到约 914 亿元，即未来 11 年 CAGR 将接近 19%，空间广阔**。同时对于国货品牌，在其对国内消费者有更深刻理解、拥有丰富电商渠道运营和新媒体营销经验，有望实现国产替代，占据更高的市场份额。

表 3：参考全球市场，皮肤学级护肤品空间测算

	美国：2019 年	中国：2019 年	中国：2030 年	备注
护肤品市场规模	211 亿美元	2,444 亿元	6,216 亿元	假设中国护肤市场增长率： 19-25 年 CAGR：10% 25-30 年 CAGR：7.5%
皮肤学级护肤品市场规模	31 亿美元	136 亿元	**914 亿元**	
渗透率	14.71%	5.54%	14.71%	

数据来源：EuroMonitor，东吴证券研究所

3. 理肤泉 vs 薇姿：业绩分化背后的多维度对比

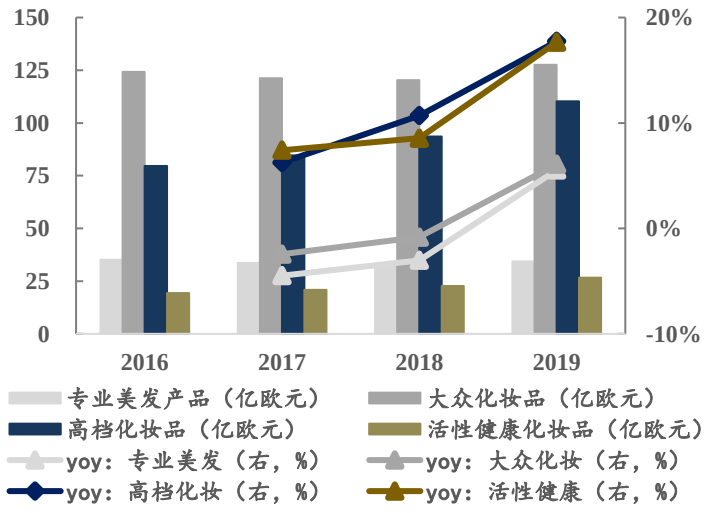
薇姿和理肤泉均是欧莱雅集团旗下代表性的皮肤学级护肤品牌、全球领先的“药妆”，也是最早进入中国的皮肤学级品牌之一。根据 EuroMonitor 统计，2019 年，理肤泉和薇姿分别排名全球皮肤学级护肤品第一和第三，实现终端零售额 17 亿美元和 13 亿美元；理肤泉 2019 年也成为了欧莱雅集团全球第 9 个“十亿欧元”俱乐部品牌。但是如前文所述，理肤泉和薇姿在国内的市场上出现了明显的业绩分化。因此我们试图通过多维度对比理肤泉和薇姿，以期一窥功效护肤市场的竞争要素和核心驱动力。

3.1. 欧莱雅旗下活性健康化妆品增速靓丽，但品牌冰火两重天

3.1.1. 活性健康化妆品增速领跑欧莱雅产品线

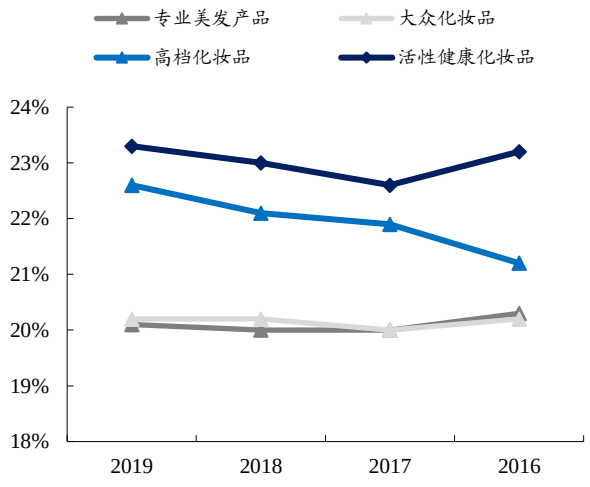
功效护肤增速领跑欧莱雅产品线，占比逐年提升。欧莱雅集团 2019 年实现营收 298.7 亿欧元，16-19 年 CAGR 约 4.9%，而增速的主要驱动因素来自于高档化妆品和活性健康化妆品，CAGR 分别为 11.5%和 11.1%。但是从利润率来看**活性健康护肤品盈利能力可观，未来成长空间广阔。**活性健康化妆品利润率位居四个产品线一位，2019 年其利润率为 23.3%。随着全球消费者对成分的关注提升，活性健康化妆品在未来有望持续增长并成为欧莱雅重要发展部门。

图 10：欧莱雅集团各部门收入及增速表现



数据来源：欧莱雅集团年报，东吴证券研究所

图 11：欧莱雅集团各部门利润率（%）



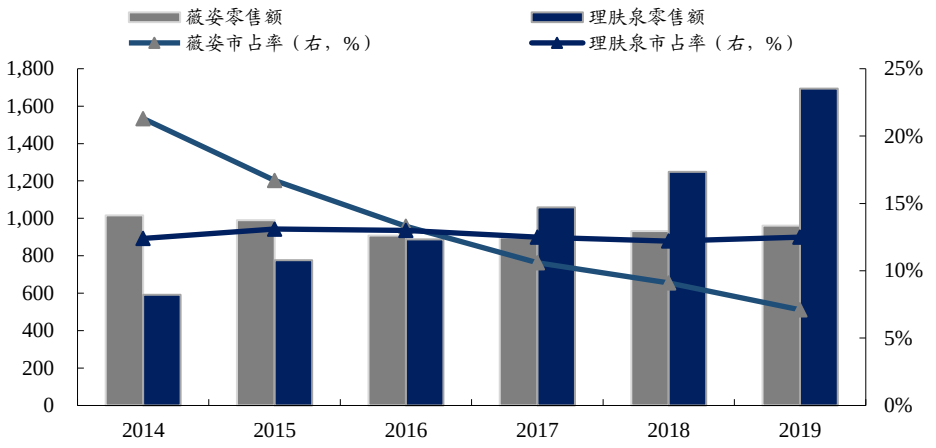
数据来源：欧莱雅集团年报，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

3.1.2. 赛道高成长背景下的品牌分化，薇姿理肤泉冰火两重天

薇姿增长乏力，理肤泉表现突出。在中国功效性护肤品市场快速增长的背景下，薇姿终端销售额反而有所下滑，2014 年薇姿终端销售额 10.15 亿元，到 2019 年仅有 9.62 亿元，市场占有率由 21.3%下降到 7.1%；其中 2017 年销售额低点仅 8.98 亿元。而理肤泉近年来销售规模则快速攀升， 2019 年市占率达 12.5%，销售额由 2014 年的 5.91 亿上升到 16.94 亿人民币，CAGR 达 23.4%。

图 12：薇姿和理肤泉经营情况对比，业绩分化明显（百万元人民币）



数据来源：Euromonitor，东吴证券研究所

3.2. 品牌概况：源自温泉水，主打舒缓敏感，价位、功效有所重叠

3.2.1. 薇姿：源于火山温泉水，强调天然护肤

源自天然火山温泉水。薇姿源自 1931 年的温泉水疗重镇，法国薇姿小镇。品牌创始人分别是美业工程家 GUERIN 先生和皮肤科医学研究人员 HALLER 博士，他们发现薇姿小镇的火山温泉水，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，对人类身体肌肤的健康有很大帮助。因此他们共同创立了薇姿品牌，将温泉水融入护肤产品。其后，欧莱雅于 1955 年收购了薇姿。目前，薇姿已在全球 68 个国家推出，共计 6 万个销售点，1,500 万名忠实顾客，全球年销售瓶数达 6,500 万瓶。

图 13：薇姿品牌理念



数据来源：薇姿官网，东吴证券研究所

核心产品为保湿线，强调天然护肤。薇姿在天猫旗舰店的主打产品为具有保湿抗敏功能的精华液、乳液和爽肤水，支线产品还包括抗老精华、美白精华等。其中，多数产品都强调添加了足量的火山温泉水。以销量最高的明星产品 89 精华为例，作为一款保湿霜，除了添加常规的保湿成分玻尿酸外，还含有 89%的温泉水。薇姿所采用的温泉水矿物质含量较高，拥有 15 种天然矿物元素，没有其他杂质，成分天然。但由于过分强调天然，薇姿的治疗效果并没未充分凸显，主打产品也是较基础的保湿功能。

图 14：薇姿 89 保湿精华



数据来源：天猫，东吴证券研究所

图 15：薇姿矿物赋能温泉水喷雾



数据来源：天猫，东吴证券研究所

3.2.2. 理肤泉：专业敏感肌护理概念，主打富硒温泉水

以理肤泉水为原料。1928 年，一些化学家在法国理肤泉小镇开发出了以当地著名水疗温泉为原料的皮肤科产品，该地温泉水被证明具有镇静肌肤、天然抗氧化的功效，因而成为法国著名的水疗温泉。1989 年，理肤泉正式被欧莱雅收购，历经 30 年发展，2019 年，理肤泉已经成为欧莱雅旗下第九个“十亿欧元”俱乐部品牌。

图 16：理肤泉品牌理念



数据来源：理肤泉官网，东吴证券研究所

专业敏感肌护理，主打抗敏和祛痘。理肤泉主推产品为抗敏系列和祛痘系列，支线产品还包括抗老眼霜等。理肤泉的温泉水 PH 值几乎是中性的，除去基础的矿物元素外，

还含有独特的硅酸盐、硒，硅酸盐能舒缓表皮的刺激感，硒是肌肤防御机制重要的组成部分，帮助肌肤对抗会引起多种皮肤问题的自由基。抗敏系列如 B5 修复霜，SOS 安心霜等，祛痘系列包括 Duo 乳、K 乳、AI 乳等，目前两大主打系列已经成长为拥有庞大高粘性、忠诚客群的核心系列。

图 17：理肤泉舒缓调理喷雾



数据来源：天猫，东吴证券研究所

图 18：理肤泉祛痘系列



数据来源：天猫，东吴证券研究所

3.2.3. 价格带类似，核心卖点相近

温泉水为共同卖点，主打抗敏属性。薇姿和理肤泉不管是品牌起源还是产品原料，都源自法国当地盛行的温泉疗养。两个品牌推出的喷雾都以当地天然矿物温泉水为原料。而其他产品系列中也均有添加，如薇姿的 89 火山能量瓶和理肤泉的清痘净肤爽肤水。而在天然温泉水成分的效用基础上，两个品牌均主打抗敏属性。例如，两者的基础产品温泉水喷雾就有缓解敏感肌肤不适感的作用；而理肤泉的 B5 系列则更进一步主打紧急修复受损肌肤。

表 4：四大药妆与温泉水

品牌	薇姿	理肤泉	雅漾	依泉
位置	法国薇姿小镇	理肤泉温泉水	雅漾温泉水	阿尔卑斯山脉
特点	含有最多的矿物质和微量元素，高达 5000mg/L。特别是丰富的钙、铜、铁、钠、锰，能促进表皮和真皮分子的再生和愈合，坚固皮肤屏障	矿物质、碳酸氢钙、钙和硅酸盐含量较低，可减少对受损皮肤的刺激；而硒的含量是最高的，已被证明具有显著的抗自由基、防晒老功效	具备特殊活性，盐分含量很低（14mg/L），矿物质和微量元素独特而均衡，具有天然的舒缓、抗刺激和抗炎症作用；富含的二氧化硅可形成保护膜，帮助抵御刺激	矿物质和微量元素含量高达 11,000mg/L，尤其富含钙、铜、锌和锰，具有抗炎、舒缓、滋养、修复等效果，对已经或者经常过敏反应、油性皮肤最好

数据来源：中国知网，东吴证券研究所

定价在中端市场，与本土品牌竞争。从天猫官方旗舰店的定价来看，两个品牌同类类似产品价格差异不大，300ml 的喷雾定价均在 180 元左右，保湿霜价格约 270 元。可

请务必阅读正文之后的免责声明部分

以说，两个品牌不仅功能有所重叠，定价也几乎针对相同人群，对于欧莱雅而言，多品牌战略能够细分市场，提高市场占有率，降低品牌单一带来的风险。

表 5：理肤泉和薇姿类似产品价格对比

薇姿	规格	价格	理肤泉	规格	价格
理肤泉舒缓调理喷雾	300ml	185 元	薇姿矿物赋能温泉水	300ml	179 元
理肤泉舒颜紧致抗皱修护眼霜	15ml	345 元	薇姿 89 眼部微精华露	15ml	229 元
理肤泉清痘净肤爽肤水	200ml	200 元	薇姿温泉矿物水活爽肤水	200ml	209 元
理肤泉玻尿酸 B5 精华液	30ml	450 元	薇姿活性维 C 修护安瓶精华液	10ml	229 元
理肤泉 SOS 安心霜	40ml	285 元	薇姿温泉矿物保湿水活霜	50ml	269 元
理肤泉特护清盈防晒霜	50ml	265 元	薇姿每日防晒焕颜霜	40ml	255 元

数据来源：天猫，东吴证券研究所

3.3. 多维度对比：探讨业绩分化的背后原因

3.3.1. 产品定位：薇姿偏泛功效，而理肤泉针对性功效更强

薇姿定位模糊，功效性特点不突出。作为功效护肤品牌，薇姿却始终没有成功推出针对特定皮肤问题的产品线，品牌形象定位**健康抗敏的天然品牌**，主打保湿，同时力推抗老和美白系列，没有针对传统“药妆”消费人群的核心诉求，而对大众护肤则又面临高端大牌的竞争，市场定位相对模糊。其产品原料火山温泉水成分没有特点，虽然含有 15 种矿物质且浓度较高，但矿物质目前并不是护肤市场上推崇的热点成分，效果也偏补水缓释，功效性较弱。明星产品 89 系列成分为 89%温泉水添加其他有效成分，保湿系列主要有效成分为玻尿酸，眼霜系列添加了咖啡因和腺苷，和市场上同类产品区分度不明显。产品定位的逐步模糊和功效性的缺失导致薇姿在当前时代对于消费者而言没有独特性和不可替代性，失去了曾经作为“药妆”代名词的品牌壁垒。

理肤泉专业性强，产品线清晰，祛痘成为招牌标签。理肤泉定位于专业护肤，主线产品为**祛痘系列和敏感肌肤修复系列**，在此基础上推出抗老精华和眼霜。理肤泉对市场的细分非常出色，抓住了目前敏感肌消费者的主要痛点之一，痘痘，使自己和其他品牌产生了区分度，从而能牢牢占据细分市场并形成较强的用户粘性。其原料温泉水硒含量高于其他品牌，硒的功效为抗自由基抗氧化、能舒缓肌肤、增强肌肤的抗炎、抗过敏的功能。祛痘系列包含 K 乳、Duo 乳和 A.I 乳，**以极简有效配方解决痤疮问题，覆盖了祛闭口、祛痘、防痘印等细分步骤，成功树立了品牌在控痘领域的专业形象**。而抗敏系列则添加维生素原 B5，有抗炎舒缓的作用，能紧急修复受损肌肤。薇姿虽然也强调自己适用于敏感肌，但其更多是指产品成分温和，不会对肌肤产生刺激，而理肤泉则能在肌肤受损后进行修复，有更强和更明确的功效作用，能切实解决消费者的需求。

图 19：薇姿和理肤泉产品线对比



数据来源：天猫，东吴证券研究所

表 6：薇姿和理肤泉温泉水喷雾主要成分浓度（单位：毫克/升）

成分	薇姿	理肤泉	成分	薇姿	理肤泉
pH	8.57	7.51	铝	0.827	<0.001
溶解性总固体	2643	462	铅	4.1465	2.456
氟离子	5.29	0.246	砷	0.467	0.014
氯离子	1468	137	钡	0.206	0.104
碳酸氢根	<1	222	铜	0.011	0.01
硫酸根	49.02	65.7	锰	0.1874	0.0007
硝酸根	0	3.564	锌	0.0608	0.1199
钠	434	19.67	锶	1.896	0.2837
硅	21.35	15.88	硒	0.0695	0.1116
钙	168	147	锂	7.048	0.022
钾	240	2.454	镁	13.01	8.76

数据来源：美丽修行，东吴证券研究所

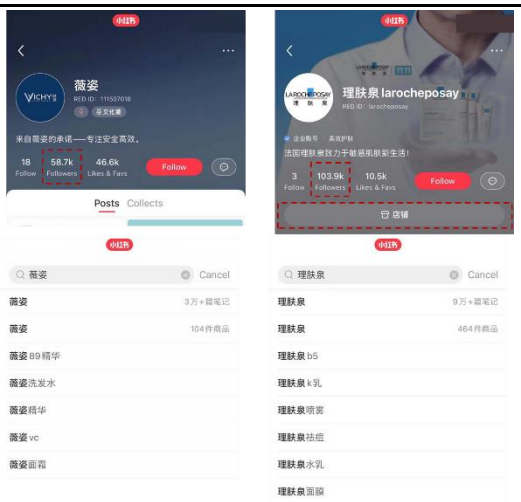
薇姿新品迭代较慢，理肤泉不断推新扩大客群覆盖。近几年理肤泉陆续推出了 B5 面膜、小敏品胜肽精华液、视黄醇眼霜等爆款新品，而薇姿新品上则相对匮乏，仅 89 火山能量瓶实现了较高的热度。而根据 NMPA 的进口化妆品备案数据，2020 年薇姿仅备案 11 个新产品（其中仅 5 个产品为首次备案），而理肤泉备案产品数量则高达 23 个（其中有 12 个产品为首次备案）。持续的成功推新将理肤泉的专业护肤形象刻画的更为深入，也不断的向祛痘、抗敏之外的客群扩展也进一步扩大客户的覆盖面。而薇姿相对较慢的产品迭代也使薇姿的声量与客户的留存相对更难，不利于吸纳新的客群。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

3.3.2. 营销策略：薇姿偏重传统营销模式，理肤泉加大新媒体投入

薇姿线上营销投入不足，着力点偏离市场趋势。随着新媒体和成分党崛起，传统营销渠道效果逐渐式微；线上营销，特别是社媒内容营销、直播等能更充分地向消费者传达信息，刻画完整的产品形象，提升销售转化率较。但薇姿在营销渠道上仍以传统的渠道为主，如 TVC、国际明星代言等，而在新媒体方面表现出了较明显的短板。种草平台小红书上，薇姿官方账号粉丝 5.8 万，相关笔记 3 万多篇，同比理肤泉粉丝达 10 万，相关笔记大于 9 万篇。在百度搜索敏感肌、喷雾、药妆，相关推荐里也不见薇姿的身影。而微博薇姿则几乎已经放弃，相关词条仅 2 条，理肤泉则有 50+条。

图 20：小红书粉丝和笔记数量对比



数据来源：小红书，东吴证券研究所

图 21：百度搜索敏感肌结果



数据来源：百度，东吴证券研究所

理肤泉专注口碑营销，通过“专家+KOL”塑造核心品牌力。理肤泉更专注于自身品牌的“硬核”特性，把握成分党崛起的趋势，将营销重点放在了内容营销和口碑传播上。为了保持“专业+科学”的品牌形象，理肤泉对营销伙伴的专业度要求很高，通常会选择“POL”进行合作，即“Professional”。理肤泉借助合作的皮肤学专家生产专业内容，再通过 POL 以文字、短视频等形式，向消费者传递品牌专业性。代言人选择上，理肤泉也一直坚持“专业”理念，其在国外并没有代言人，而在国内则与舒淇合作代言。由于舒淇本人是大众广为知晓的敏感肌，常被过敏等问题困扰，因此她非常关注自身的皮肤问题，与理肤泉品牌理念高度契合；且作为实力派明星，也更容易建立消费者信任感，并协同理肤泉实力派的印象。

除了自媒体内容营销外，理肤泉也积极参与到直播等新媒体中。今年双十一，理肤泉邀请了代言人舒淇到李佳琦直播间带货，当场直播 UV 260.98 万，预计销量 139 万元，相反薇姿今年却并未与头部主播合作。而且事实上，除了头部主播，理肤泉更倾向于使用自播的方式。理肤泉已经建立起了一支自己的“直播天团”，在专业团队支持下，并不仅将直播作为折扣引流手段，而是利用这样一个媒介为消费者提供皮肤知识的解答和解决方案，从而进一步强化自身功效性、专业型的品牌属性。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 22：李佳琦、舒淇双十一为理肤泉带货



数据来源：淘宝，东吴证券研究所

图 23：理肤泉日常自播



数据来源：理肤泉微博，东吴证券研究所

因此信息平权大趋势想，自媒体营销策略和投入的差异拉大了两品牌的认知差距，使薇姿消费者中的热度有所下降。

3.3.3. 销售渠道：薇姿主力仍在线下传统美妆渠道，理肤泉乘上电商快车道

渠道转型效果不佳，薇姿陷入困境。1998 年，薇姿成为第一个进入中国市场的药妆品牌，同时沿袭了其在欧美市场的经验，和药房签订排他协议，将产品重点放在药房渠道进行销售，也相应的传递品牌“天然、安全、专业”的概念。过去，由于中国医药政策尚不完整，药房渠道的投入和竞争也相对较小，因此薇姿在中国市场表现出色，鼎盛时期进驻药房曾高达 3,000 个。但药房渠道在 2010 年之前也面临了几个问题：（1）国人早年对护肤知识相对匮乏，受口碑和广告影响大而缺乏药房购买护肤品的消费习惯；（2）我国各地的具体药房政策执行不统一，非药销售在各地药房占比差异较大，药房渠道全国范围铺开易受影响。因此 08 年开始薇姿即逐步退出药房渠道，转而进入百货、CS 等传统美妆渠道。以 18 年为例，薇姿在西安共有 11 家专柜，其中仅 1 家药房；北京共有 32 家专柜，其中药房仅 4 家。但在传统美妆渠道，薇姿的竞争则从“药妆”范围扩大到整个护肤品类，而其产品特点又不具有较强的区分度，也因此其药房渠道积累的客群也逐步被其他品牌所分流。

理肤泉乘上电商快车道，薇姿跑输时代风口。薇姿在线下渠道受阻后，并未及时调整自己的渠道策略，尤其是没有抓住中国线上购物的东风。而理肤泉对电商渠道的投入和把控明显强于薇姿。截止 2020 年 12 月，薇姿天猫店铺粉丝数为 193.3 万，同期理肤泉店铺粉丝数已达 412 万，雅漾达 462.8 万。而考虑店铺最火爆的产品，薇姿销量仅 220,978 个，相较之下，理肤泉销量则为 836,617 个。特别是今年受疫情影响，线下渠道受到较大冲击，而在电商渠道的落后也势必将严重拖累薇姿整体业绩。

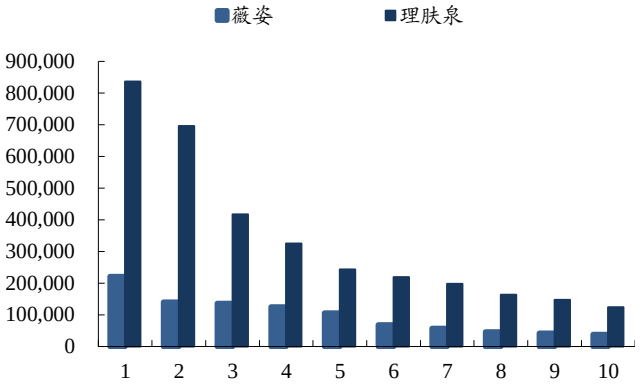
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 24：天猫店铺粉丝数对比



数据来源：天猫，东吴证券研究所

图 25：薇姿和理肤泉旗舰店前十产品销量（单位：个）



数据来源：天猫，东吴证券研究所

重回药房，前景未知。8 月，退出药房渠道多年的薇姿宣布将与国大药房合作，开展“O+O”皮肤健康管理模式，重新回到药房。同时未来和百货不会再以专柜形式进行合作，更多地会去尝试线上化的轻资产运营模式。然而药房的渠道并非独立，一定程度上也需要皮肤科医师的引流与支持。而目前国内的药房渠道也已经有薇诺娜占据较大的份额，薇姿重回药房在与已经成型的薇诺娜的竞争中能否突围仍有待观察。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

4. 管中窥豹：功效性、内容营销、渠道红利是风口下的增长要素

通过薇姿、理肤泉的发展对比，我们认为也代表了功效护肤过去成长的逻辑和未来发展的趋势，即功效型产品、内容营销和渠道红利是品牌的增长要素。

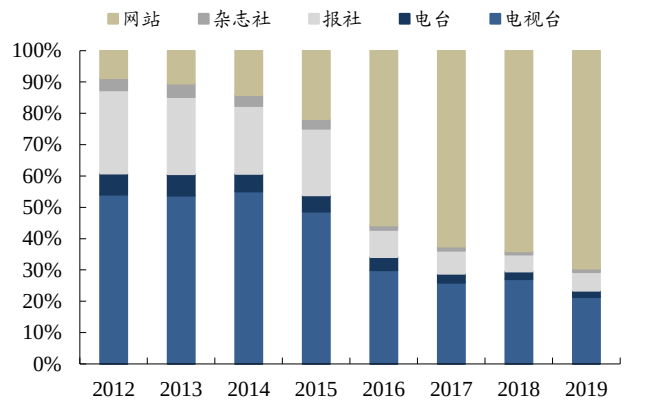
4.1. 信息平权时代的功效需求盛行

4.1.1. 自媒体等新媒介打破信息壁垒，成信息流通重要渠道

传统中心化营销媒介逐渐衰落，自媒体打破信息壁垒。中心化媒介时代，传统媒体掌握大多数话语权，大众接触信息的渠道有限，大品牌可以通过媒介渠道的覆盖建立一定程度上对信息的垄断。也因此对于消费者而言，其对护肤和品牌的认知仅能被动的接受。而互联网时代，媒介向去中心化发展，以广告收入计，12-19 年网站的广告营业额由 182 亿元增长到 4,367 亿元，而传统媒体则基本没有增长，占比由 91%降至 30%。广告收入份额的快速萎缩说明市场增量纷纷转投新媒体，市场从信息匮乏转变为信息爆炸。

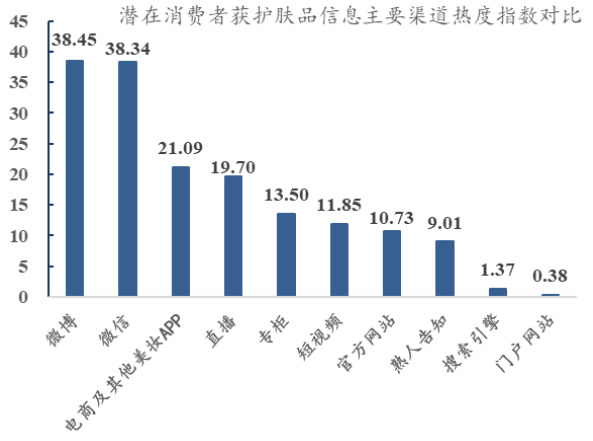
同时各大互联网平台也不断推出补贴政策鼓励创作者生产优质内容，帮助其实现流量变现，为自媒体打开通路。微信、微博、抖音、小红书等平台加持下各种 **KOL 层出不穷，内容输出强调“干货”和“热点”**，借势于互联网强大的传播能力，吸引众多流量。根据新浪微热点大数据研究院推出《2019 年度中国护肤品行业网络关注度分析报告》，微博、微信等平台已成为获取护肤品信息的最主要渠道，而电商及其他美妆 APP 和直播等新媒介热度也增长迅速。

图 26：不同投放媒介广告营业额占比



数据来源：CEIC，东吴证券研究所

图 27：微博、微信等新媒介成护肤品信息主要传播渠道



数据来源：新浪微热点大数据研究院，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

表 7：2017-2019 年互联网平台对创作者的补贴

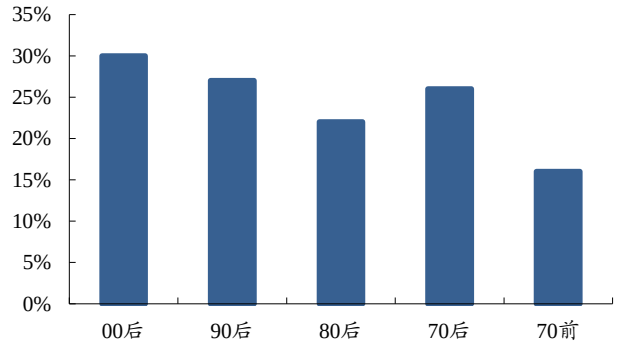
媒体平台	发布年份	补贴名称	补贴内容
百家号	2017	百+计划	通过每月的“原创作者榜”公布获奖作者，给予创作奖金和定制权益
搜狐号	2017	星图计划	以月度形式发布星图榜单，为专注优质内容生产的“搜狐号”优先提供流量红利
今日头条	2018	青云计划	给予针对优质图文及优质账号专项奖励，以文章内容为主要参考依据
微视	2018	达人计划	将按照每万次有效播放量乘以单价作为补贴
全民小视频	2018	拍视频得奖金	内容质量、互动率、活跃度等构成魅力值，魅力值折合奖金
西瓜视频	2018	风车计划	为专业媒体机构提供内容代运营、技术深度支持等一揽子解决方案
企鹅号	2019	TOP 计划	创作者通过新赛道、新平台生产内容，得到内容分成和平台补贴
好看视频	2019	vlog 蒲公英计划	提供 5 亿现金补贴，2 亿流量扶持，并从品牌代言、电商带货、直播打赏方面赋能 vlog 创作者
趣头条	2019	麦浪计划	为原创短视频机构提供百亿流量的支持与综合扶持方案
抖音	2019	创作者成长计划	通过优化流量扶持，提供更多创作工具，更完善的服务后台等方式，在未来一年，帮助一千万创作者在抖音上赚到钱

数据来源：艾瑞咨询，东吴证券研究所

4.1.2. 多因素催生皮肤问题，消费者对成分及功效的需求盛行

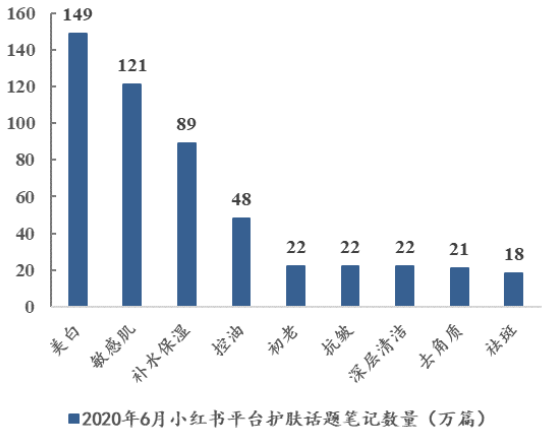
受各种因素影响，皮肤问题变得更加普遍。熬夜、不健康饮食、工作学习压力、缺乏锻炼和城市污染等使得现代人更易受到皮肤问题的困扰。这些皮肤问题不仅出现在年轻人中，年长人群也存在类似皮肤问题。就痤疮这一细分类型而言，大约有 30%的 00 后表示存在痘痘困扰，这一数据在 80 后中仍旧占有 22%，说明皮肤问题事实上属于全民问题。在新冠疫情背景下，口罩脸也成为最近的新鲜话题，欧莱雅发布的《后疫情时代理性护肤白皮书》指出，疫情期间，64%的人认为戴口罩后自己出现了皮肤问题。

图 28：各年龄段有痘痘困扰的人群比例



数据来源：CBNData，东吴证券研究所

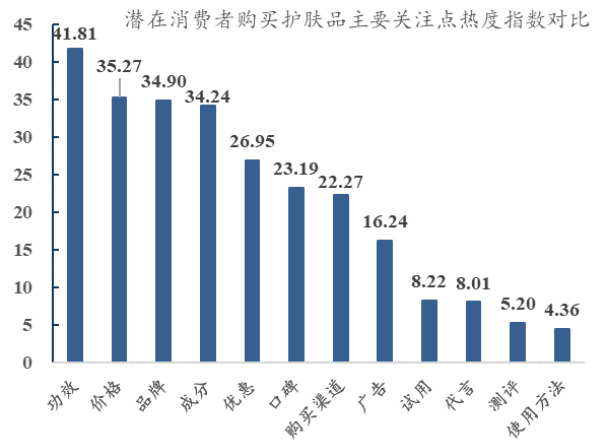
图 29：20 年 6 月小红书护肤话题笔记数量敏感肌排第二



数据来源：艾瑞咨询，东吴证券研究所

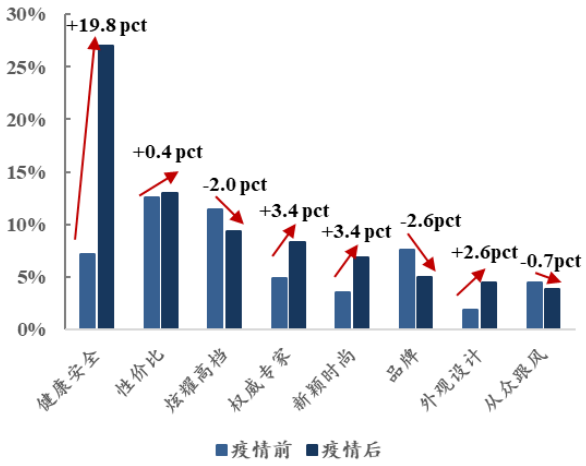
信息壁垒消失后，消费者更关注功效与成分。消费者层面，也可以主动选择浏览的时间和内容，同时也由信息的接收者变成了产生者和传播者，知识生产的“黑匣子”被打开。在多元信息高速传播下，消费者的护肤认知快速提升，消费需求趋向成熟理性，对功效和成分的关注日益加强。据新浪微热点大数据研究院统计，**功效已成为了潜在消费者购买护肤品时最重要的关注点**，而成分也紧随其后，仅次于价格和品牌。

图 30：功效已成潜在消费者最重要的关注点



数据来源：新浪微热点大数据研究院，东吴证券研究所

图 31：疫情前后美妆品类消费者购买动机讨论比例



数据来源：艾瑞咨询，东吴证券研究所

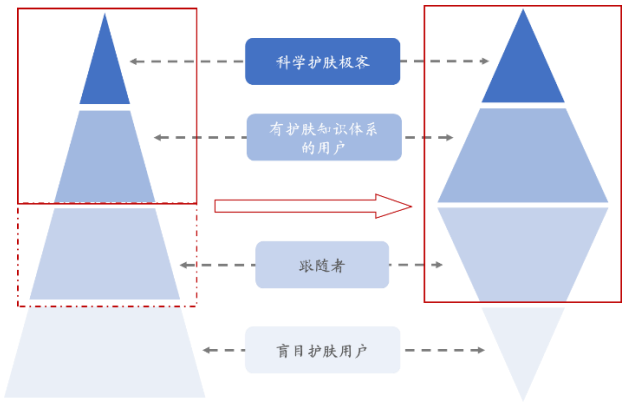
泛成分党时代将至，功效护肤受青睐。消费者偏好变化下，倒逼品牌和平台重视成分需求，例如亚马逊上有成分筛选功能、iHerb 上有含功效成分的化妆品分类、美丽修行有选品功能，用户有多渠道能通过筛选成分来筛选产品，不管是筛选含有还是不含有某一类成分。而根据美丽修行数据显示，当前有 69%的用户会查看产品的全成分表，有 38%的用户会惦记成分表中的成分并进行信息查看，还有 1.9%的用户会直接通过成分筛选产品。因此，我们认为，科学护肤需求将持续崛起，预计未来数年，成分党将进一步破圈，**形成对护肤成分有一定意识的泛成分党用户为主体的消费市场，也将更青睐功效护肤产品。**

图 32：各电商平台纷纷推出成分筛选功能



数据来源：各平台官网，东吴证券研究所

图 33：泛成分党时代即将到来

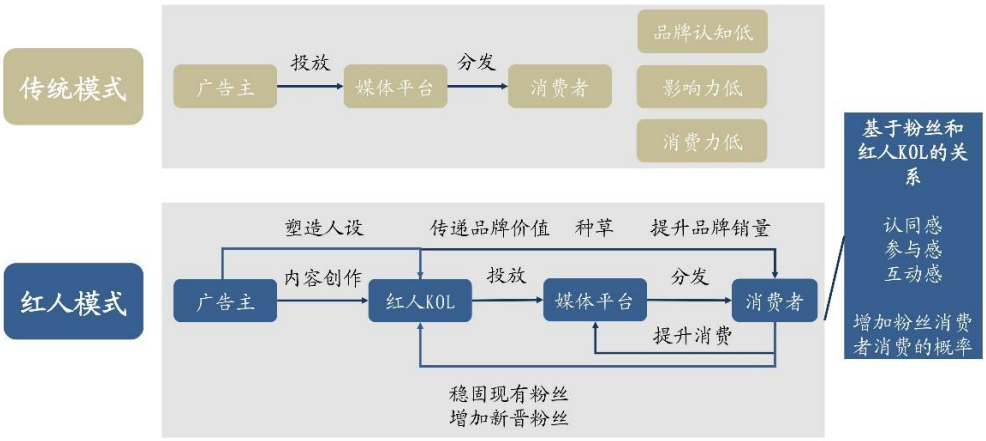


数据来源：美丽修行大数据平台，东吴证券研究所

4.2. 顺应需求，内容营销沟通核心卖点，促转化率提高

传统广告愈发式微，网络营销优势明显。传统模式下，美妆企业通过在纸刊、电视和电台上投放广告，吸引消费者的关注，但这种方式对单个消费者覆盖时间有限，且难以精准营销，导致了品牌认知低、影响力低和消费力低等问题。以纸刊为例，过去由于信息渠道有限，美妆品牌通常会选择时尚杂志作为投放标的，这些杂志代表了行业权威。如今，各种 KOL 层出不穷，内容输出强调“干货”和“热点”，借势于互联网强大的传播能力，吸引了很多流量。同时，通过更新生活化内容，与粉丝创造交互感，打造个人形象，网络红人创造的社交平台圈子具有极大的粘性。时尚杂志失去关注度就失去了话语权，与新媒体的融合目前也未有起色，杂志社开始利用流量明星来维持纸质和电子刊销量，内容产出被轻视，权威性也被打折扣，陷入恶性循环。

图 34：广告主在红人营销模式下的广告投放途径



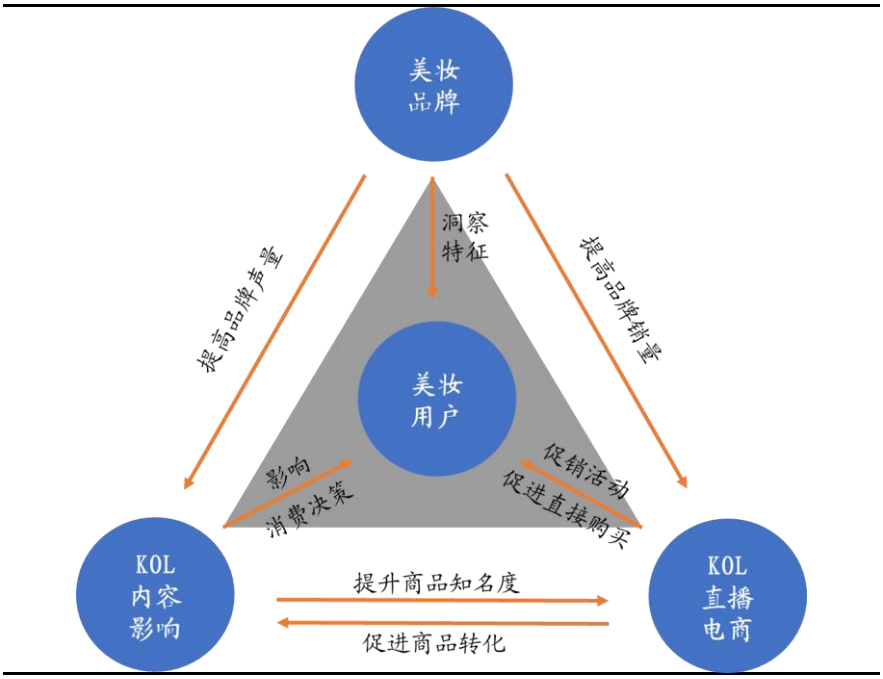
数据来源：艾瑞咨询，东吴证券研究所

消费者决策动线注重产品实质。以种草平台小红书为例，消费者在平台上典型的消费决策由发现、点击、互动、搜索、研究产品才达到最终下单，对于品牌方而言单纯的 TVC 等品牌输出已不足以让消费者达到购买的决策。

顺应需求，品牌方更关注内容营销，强调产品成分及功能。内容营销指软文、广告植入等种种形式。2019 年，77.5%的中国品牌都较为关注内容营销；2020 年，51.7%的广告主表示内容营销将成为他们主要增加预算的营销途径。相比其他视频贴片广告或信息流广告等，内容营销传递成分和功效等有效信息，更适应目前互联网的社区化特征，迎合消费者对内容的追求。除此之外，优质内容对需求者有天然的吸引力，流量转化高于“广撒网”式营销。同时内容账号有望形成自己的私域流量，提升消费者复购率，这在流量见顶的当下显得愈发重要。

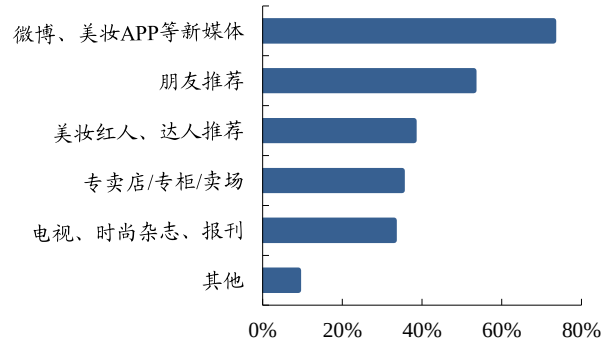
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 35：美妆品牌新媒体营销模式



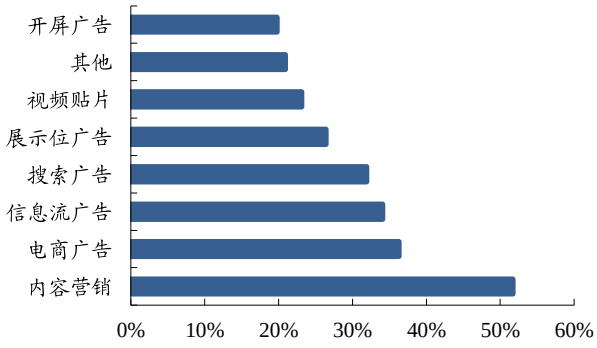
数据来源：Quest Mobile，东吴证券研究所

图 36：用户获取化妆、护肤品信息的主要渠道占比



数据来源：微博数据中心，CIG，东吴证券研究所

图 37：2020 年品牌主将增加营销预算的主要广告形式



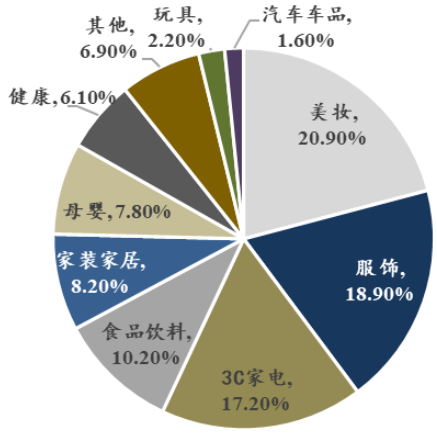
数据来源：艾瑞咨询，东吴证券研究所

4.3. 电商渠道红利释放供给，助力功效护肤市场增长

整体电商市场仍保持高速增长。在天猫、唯品会、京东等电商平台崛起的背景下，化妆品零售的营销思路不再局限于线下。2019 年电商服务市场主要品类品牌数量占比中美妆类达到了 20.9%，位列第一。而据 Euromonitor 统计，国内化妆品销售渠道近年也出现了明显的变迁。电商渠道占比自 2014 年的 18.9%提升至 2019 年的 30.3%；专业渠道稳重有升，19 年达到 18.1%；而百货零售则持续下滑，19 年占比约 22.2%。以欧莱雅为例，2019 年全球 16%的销售额来源于电商渠道，同比增长 52.4%，其中活性健康化

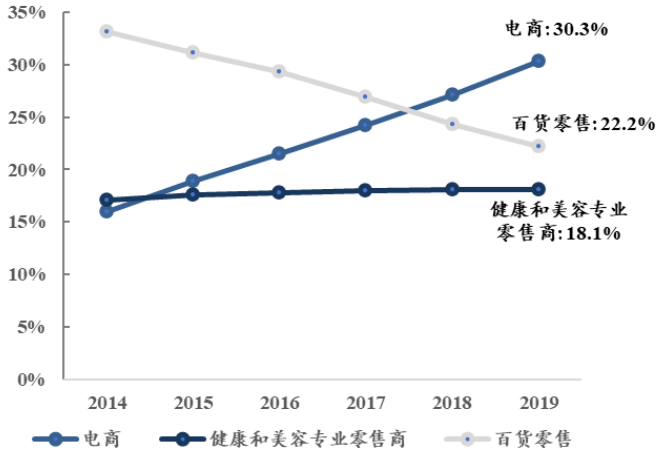
妆品电商渠道同比增长 55.2%。而在今年全球疫情影响之下，欧莱雅等国际大牌也将更多的视线集中到了电商渠道上。2020 年双 11，美妆品类成交额前十中，仅薇诺娜一个国产品牌，其余 9 席均被国际大牌所占据。

图 38：2019 年电商服务市场主要品类品牌数量占比



数据来源：艾瑞咨询，东吴证券研究所

图 39：国内化妆品电商渠道占比逐年提升



数据来源：Euromonitor，东吴证券研究所

除了电商本身的高速增长外，随着直播、私域等新兴的电商玩法，也能和内容营销、成分卖点传递等更好的结合，也更适应于整体美妆行业特别是功效护肤的供给增长。因此对于品牌而言，及时把握渠道红利是保持增长的重要驱动力。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

5. 投资建议

美妆行业高景气，功效护肤方兴未已。以皮肤学级护肤品为例，在自媒体和电商时代红利之下异军突起，过去 5 年市场 CAGR 达到 23.2%，增速远高于化妆品和护肤品行业的整体。在高线城市环境压力导致皮肤敏感、疫情提升消费者健康安全认知、医美渗透率迅速提升等多因素驱动，结合功效护肤高粘性的特点，在供给端随渠道红利迅速放量背景下，功效护肤市场大有可为。

5.1. 贝泰妮：源起滇虹，敏感肌修护专家扬帆起航

贝泰妮原系滇虹药业 08 年前的孵化项目，经过十余年专注敏感肌厚积薄发，**已成皮肤学级市占第一**；18-20 年连续三年双 11 美妆 TOP 9，也是 20 年前十唯一国货，已然成为国货护肤领军者之一。17-20H1 分别实现营收 8.0 / 12.4/ 19.4/ 9.4 亿元，17-19 年 CAGR 达 56.8%；规模效应下，净利增长更快，17-20H1 分别实现归母净利 1.5 / 2.6/ 4.1/ 1.6 亿元，20%左右的净利率行业领先。

与传统欧美大牌不同，公司依靠地利，以医研共创的硬核研发实力，与皮肤科医师共同研发云南特色植物舒敏成分，成功打造王牌单品特护霜，并以此为核心纵深延展全链路产品矩阵。强产品力加强用户粘性，**核心天猫、京东平台复购率 30%+，专柜服务平台可超 50%；同时高客单占比亦远高于可比公司**。同时渠道端，结合功效护肤定位，公司线下聚焦医院和药房渠道，凭多年积累的医学资源和先发优势，牢牢把握难以复制的渠道壁垒；并以线下为基促线上转化，电商快车道下，实现高增长。

行业高速成长下，作为功效护肤的国货领军者，贝泰妮凭借积累的医学资源优势和先发优势，建立了硬核研发支撑的产品力、医学强背书和内容营销形成的品牌力、线下线上共振的渠道力等深厚护城河。多元壁垒下长期竞争优势显著，贝泰妮已于 10 月 30 日过会，即将登陆 A 股市场，建议关注。

表 8：贝泰妮核心财务数据一览

	2017	2018	2019	2020H1
营业收入（万元）	79,804.42	124,049.02	194,374.55	94,153.82
yoy (%)		*55.44%*	*56.69%*	*32.87%*
毛利率（%）	*81.28%*	*81.16%*	*80.22%*	*81.96%*
归母净利（万元）	15,363.08	26,052.66	41,194.52	16,034.46
yoy (%)		*69.58%*	*58.12%*	
归母净利率（%）	*19.25%*	*21.00%*	*21.19%*	*17.03%*
ROE (%)	60.26%	74.43%	68.58%	20.40%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

5.2. 创尔生物：胶原蛋白械字号第一股

创尔生物是一家依托活性胶原生物医用材料，进行活性胶原原料、医疗器械及生物护肤品的研发、生产及销售的高新技术企业，**拥有全国首款无菌 III 类胶原贴敷料**。已经形成了医疗器械品牌“创福康”和化妆品品牌“创尔美”两大品牌；其中“创福康”包括胶原贴敷料、胶原蛋白海绵等“械字号”产品，而“创尔美”产品主要有胶原面膜、胶原舒活补水精华乳、胶原原液等护肤品。

2017-2020H1，创尔生物分别实现营业收入分别为 13,512.42 万元、21,434.64 万元、30,269.47 万元和 13,086.02 万元，**17-19 年 CAGR 达 49.67%**；实现归母净利润分别为 2,647.13 万元、6,708.00 万元、7,322.78 万元和 3,866.41 万元，**17-19 年 CAGR 达 66.32%**。综合毛利率均在 80%以上，高于可比公司；18 年后，净利率在 25-30%之间，盈利能力突出。

公司研发实力突出，截至 12 月 10 日，创尔生物及子公司拥有 28 项专利，其中发明专利 13 项。未来也将持续在医用胶原、生物护肤、精准医疗等领域深入研发推出新品。目前公司主要产品已经覆盖全国超过 320 家三家医院，其中全国百强医院覆盖率达到 47%，被广泛应用于医疗机构的皮肤科、整形美容科等科室。

在突出的研发实力支撑和行业风口下，公司未来长期增长可期。创尔生物已于 12 月 17 日过会，拟登陆科创板，建议关注。

表 9：创尔生物核心财务数据一览

	2017	2018	2019	2020H1
营业收入（万元）	13,512.42	21,434.64	30,269.47	13,086.02
yoy (%)	*70.73%*	*58.63%*	*41.22%*	*15.53%*
毛利率（%）	*80.57%*	*83.65%*	*83.51%*	*82.51%*
归母净利（万元）	2,647.13	6,708.00	7,322.78	3,866.41
yoy (%)	*-17.87%*	*153.41%*	*9.16%*	*95.57%*
归母净利率（%）	*19.59%*	*31.30%*	*24.19%*	*29.55%*
ROE (%)	19.93%	45.06%	41.92%	19.45%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

5.3. 爱美客：国产玻尿酸轻医美第一品牌

“颜值”时代背景下，医疗美容行业持续培育，据艾瑞预测，未来行业增长有望持续，于 23 年达 3115 亿元。在医美非手术类项目耗材中，玻尿酸运用最广泛，据 Frost & Sullivan 预测，国内医美玻尿酸产品市场规模 21 年将超 50 亿元，赛道成长可期。

爱美客差异化产品突出重围，5 项在研项目与募集资金加码或为未来看点。爱美客凭借嗨体、宝尼达、爱美飞等 5 款玻尿酸产品在适用范围、成分、维持时效上的显著优

势，及国产首款面部埋植线紧恋产品屹立于本土品牌前列。公司目前拥有的 5 项在研项目已进入注册申报、临床阶段，运用后将显著增强产品的生物相容性、长期维持填充、除皱等效果，进一步打造强势品牌；募集资金拟用于除皱“童颜针”-肉毒素、减肥药物等研发项目，积极顺应用户医美需求推进研发，扩充产品矩阵，为业绩带来新的增长点。

我们预计 2020-2022 年，公司营业收入分别为 7.12 亿元、10.71 亿元、15.69 亿元，归母净利润分别为 4.08 亿元、6.25 亿元、9.22 亿元，看好公司长期发展，持续推荐。

表 10：爱美客核心财务数据一览

	2017	2018	2019	2020H1
营业收入（万元）	22,249.00	32,101.10	55,771.57	46,443.82
yoy (%)	*58.09%*	*44.28%*	*73.74%*	*17.40%*
毛利率（%）	*86.15%*	*89.34%*	*92.63%*	*91.54%*
归母净利（万元）	8,219.35	12,285.48	30,551.98	29,043.43
yoy (%)	*53.99%*	*49.47%*	*148.68%*	*31.83%*
归母净利率（%）	*36.94%*	*38.27%*	*54.78%*	*62.53%*
ROE (%)	27.96%	33.96%	57.79%	11.52%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

5.4. 华熙生物：全球玻尿酸产业龙头

华熙生物是全球透明质酸产业龙头，在玻尿酸原料端处于绝对的龙头地位，且拥有技术领先优势；医疗终端受益于医美渗透率提升的趋势及自身产品线的不断丰富，增速持续较快；功能性护肤品处于放量阶段，多品类、多渠道、多品牌增长空间广阔。作为产业链一体化发展的公司，其原料业务的深耕为终端产品提供源源不断的发展动能，终端需求的扩大也能够反过来刺激部分原料业务的发展

公司立足原料业务稳步发展，不断向终端医疗器械及终端化妆品等领域延伸，一体化优势稳固，看好长期发展。我们预测公司 2020-22 年实现归母净利润为 6.78、9.15、11.99 亿元，同比增长 15.9%/ 35.0%/ 30.9%，持续推荐。

表 11：华熙生物核心财务数据一览

	2017	2018	2019	2020H1
营业收入（万元）	81,804.92	126,314.57	188,557.07	159,643.73
yoy (%)	*11.58%*	*54.41%*	*49.28%*	*23.96%*
毛利率（%）	*75.48%*	*79.92%*	*79.66%*	*80.88%*
归母净利（万元）	22,226.89	42,386.00	58,560.84	43,756.56
yoy (%)	*-17.50%*	*90.70%*	*38.16%*	*5.12%*
归母净利率（%）	*27.17%*	*33.56%*	*31.06%*	*27.41%*
ROE (%)	15.34%	25.27%	18.69%	9.34%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

5.5. 珀莱雅：聚焦大众美妆市场，十余载铸造国货之光

珀莱雅自 2006 年成立以来，主攻大众护肤美妆市场，产品覆盖护肤品、彩妆、清洁洗护等领域。2008 年开始多品牌发展之路，包括跨境代理品牌在内，截至 20H1 公司旗下拥有超过 15 个品牌；2017 年，公司成为 A 股首家美妆上市公司，积极开拓电商渠道。2019 年，珀莱雅在中国大众美妆市场市占率达 1.3%，名列本土企业第 5。

受益于高景气赛道红利及国产替代趋势，珀莱雅依托平台化灵活组织体系，推动优质产品快速更新，精细运营巩固电商优势。短期彩妆及精华品类发力，长期布局多品牌及全链路外延矩阵，有望实现稳定高速增长。我们预测公司 20-22 年营收分别为 37.5/ 45.2/ 54.3 亿元，归母净利润分别为 4.8/ 6.0/ 7.5 亿元，相应 EPS 分别为 2.37/ 2.98/ 3.74 元/股，坚定看好公司发展前景，持续推荐。

表 12：珀莱雅核心财务数据一览

	2017	2018	2019	2020H1
营业收入（万元）	178,302.87	236,124.88	312,352.02	229,107.09
yoy (%)	*9.83%*	*32.43%*	*32.28%*	*10.14%*
毛利率（%）	*61.73%*	*64.03%*	*63.96%*	*61.72%*
归母净利（万元）	20,078.58	28,718.87	39,268.20	28,499.97
yoy (%)	*30.70%*	*43.03%*	*36.73%*	*18.74%*
归母净利率（%）	*11.26%*	*12.16%*	*12.57%*	*12.44%*
ROE (%)	19.89%	18.22%	21.09%	13.47%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

5.6. 上海家化：多品牌矩阵美妆旗舰，功效护肤品牌引领增长

上海家化是中国最早的民族化妆品企业，历史可追溯到 1898 年。120 多年发展已经形成了全面的品牌矩阵，包括美妆护肤品牌佰草集、玉泽、高夫和双妹等，个人护理品牌六神、汤美星、美加净、启初等，居家护理品牌家安，覆盖了从大众到高端的全域市场。其中，佰草集作为草本护肤中高端品牌，底蕴深厚；而玉泽通过和瑞金医院等医研共创模式主打敏感肌修护，近年实现高速增长。

疫情影响下公司积极采取应对措施，玉泽等多品牌和电商等线上渠道实现高速增长。未来将继续优化产品线和渠道结构，期待新管理层上任后持续变革提效。我们预计 2020-2022 年实现归母净利润为 3.73、4.45、7.06 亿元，持续推荐。

表 13：上海家化核心财务数据一览

	2017	2018	2019	2020H1
营业收入（万元）	648,824.62	713,794.74	759,695.18	536,218.11
yoy (%)	*8.82%*	*10.01%*	*6.43%*	*-6.51%*
毛利率（%）	*64.93%*	*62.79%*	*61.88%*	*61.50%*
归母净利（万元）	38,980.19	54,038.00	55,709.11	31,211.71
yoy (%)	*93.95%*	*38.63%*	*3.09%*	*-42.25%*
归母净利率（%）	*6.01%*	*7.57%*	*7.33%*	*5.82%*
ROE (%)	7.33%	9.66%	9.21%	4.94%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

5.7. 丸美股份：东方眼部护理专家

丸美股份在眼部护理及抗衰老领域具有先发优势，“东方眼部护理专家”的定位明确，持续推进品牌高端化、年轻化。今年推出股权激励有望激活公司组织活力，同时新建智能工厂将有效打开为未来增长空间。我们预测公司 20-22 年总营收 17.5、20.8、24.7 亿元的盈利预测，同比增速分别为-2.7%、18.8%、18.6%；预计公司 20-22 年归母净利润为 5.32、6.13、7.09 亿元，同比增速分别为 3.3%、15.3%、15.6%，持续推荐。

表 14：丸美股份核心财务数据一览

	2017	2018	2019	2020H1
营业收入（万元）	135,232.34	157,576.40	180,085.76	113,729.32
yoy (%)	*11.94%*	*16.52%*	*14.28%*	*-6.13%*
毛利率（%）	*68.28%*	*68.34%*	*68.16%*	*67.44%*
归母净利（万元）	31,191.94	41,527.85	51,488.79	33,796.44
yoy (%)	*34.34%*	*33.14%*	*23.99%*	*-5.88%*
归母净利率（%）	*23.07%*	*26.35%*	*28.59%*	*29.72%*
ROE (%)	34.89%	35.57%	25.46%	12.24%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

6. 风险提示

行业竞争加剧风险。近年来国货美妆品牌迅速发展，国际大牌也越来越重视线上渠道。各类新兴渠道、新兴功效产品层出不穷，细分市场竞争加剧。行业竞争加剧可能产生价格战、营销战，从而影响品牌的盈利能力。

产品质量控制风险。护肤品直接作用于肌肤，特别是功效护肤品，通常针对有一定皮肤问题的客群，对产品质量要求更高。如果发生产品质量事件，可能影响消费者对一类产品的接受度，从而影响行业的增长。

宏观经济波动风险。近年来随着宏观经济发展和居民可支配收入的持续增长，消费升级下美妆行业整体均处于高景气中。若未来宏观经济走向下行周期，居民消费意愿下降，行业景气和增长可能受到较大影响。

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