从薇诺娜、玉泽和润百颜看功能性护肤品赛道

——化妆品行业深度报告之四

推荐|维持

报告要点：

- **消费群体变化+营销触达加速，促进功能性护肤品需求释放**

近年来功能性护肤品市场快速崛起，其中细分的皮肤学级市场空间 2019 年达到 135.51 亿元，2014-2019 年均复合增长率达到 23.2%，增速远高于化妆品行业的整体增速。国产品牌中，以成分原料为主导的护肤品牌 HomefacialPro、华熙生物旗下润百颜、以及皮肤学级护肤品牌薇诺娜、玉泽等品牌均实现强势爆发。我们认为，功能性护肤品赛道快速爆发的主要原因有二：一方面，90 后为核心的年轻消费群体在化妆品消费领域增速最快，他们对于美妆消费的需求更加细分；另一方面，功能性护肤品的品牌故事（医研共创、成分故事）在 90 后消费群体中的认可度更高，同时内容营销与直播电商成为品牌“放大器”，一批功能性护肤品牌快速成长。

- **功能性护肤品信任背书强，自带自然流量，后续盈利提升空间大**

功能性护肤品产品门槛较高，研发周期与研发投入通常高于大众护肤品，但对于消费者而言具备更强的信任背书，品牌自带自然流量，从欧莱雅集团各部门的营业利润率对比中可以看出，活性健康化妆品部平均比大众化妆品部高 3pct，同时国产化妆品公司中贝泰妮的盈利能力显著领先，长期看这一赛道品牌盈利空间大。此外，对标国际头部功能性护肤品牌雅漾、理肤泉 80-100 亿的规模，国内仅有薇诺娜收入规模接近 20 亿，其余规模均在 5 亿以下，目前仍处于高速成长期。

- **投资建议与盈利预测**

功能性护肤已成为当前美妆消费的风口之一，预计在消费者代际切换、美妆消费持续升级的情况下，行业仍将保持快速增长。同时因功能性护肤的医研背景或原料背景，天然具备强大背书，年轻群体认可度高；并且品牌本身具备强内容属性，在内容营销和直播电商的红利期下，销售额迅速被放大。建议关注：**上海家化**：国内日化用品龙头，具备多品牌多渠道矩阵，2019 年在自有电商团队运营下，推动功能性护肤品牌玉泽异军突起，2020 年管理层换帅有望为公司经营效率、盈利能力带来边际改善；**华熙生物**：全球透明质酸龙头，在原料、医疗终端、护肤品等板块全产业链布局，2018 年发力功能性护肤品板块后推出多个差异化定位的品牌，在强大原料优势下有望顺应行业趋势快速增长；**贝泰妮**：旗下主品牌薇诺娜为国内 TOP1 功能性护肤品牌，近年在电商渠道与线下医药渠道均有良好表现，当前 IPO 正式获深交所受理。

- **风险提示**

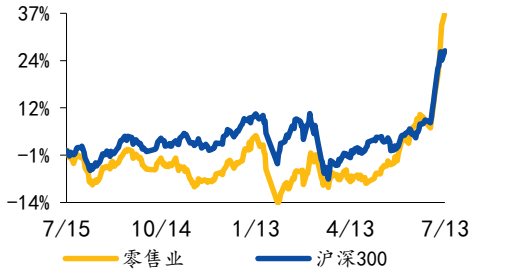
品牌市场竞争加剧，行业景气度下滑，新冠疫情影响具有不确定性。

附表：重点公司盈利预测

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘（元）	总市值（百万元）	EPS			PE		
					2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E
600315	上海家化	买入	47.14	31642.65	0.83	0.72	0.86	56.80	65.65	54.58
688363	华熙生物	买入	154.08	73958.40	1.22	1.47	1.92	126.29	104.60	80.06

资料来源：Wind，国元证券研究中心

过去一年市场行情



资料来源：Wind

相关研究报告

《国元证券行业研究-商贸零售行业点评：618 大促增速超去年，直播电商全面爆发》2020.06.22

《国元证券行业研究-商贸零售行业点评：最强“618”开启，直播电商高增长》2020.06.06

报告作者

分析师 李典
执业证书编号 S0020516080001
邮箱 lidian@gyzq.com.cn

联系人 杨柳
邮箱 yangliu@gyzq.com.cn

联系人 刘慧敏
邮箱 liuhuimin@gyzq.com.cn

联系人 刘巧
邮箱 liuqiao@gyzq.com.cn

目 录

1、功能性护肤品赛道快速崛起，红利凸显 4
1.1 消费群体变化+营销触达加速，促进功能性护肤品需求释放 6
1.1.1 需求端：年轻群体美妆消费快速增长，对敏感肌护肤等细分需求旺盛 6
1.1.2 营销端：功能性护肤品内容属性强，品牌故事年轻群体接受度高，同时内容营销+直播可迅速放大这一优势 8
1.2 功能性护肤品信任背书强，品牌自带自然流量，后续盈利提升空间大 9
1.3 品牌空间测算：国产功能性护肤品牌仍处于高成长期 11
2、重点品牌与公司 13
2.1 贝泰妮：旗下主品牌薇诺娜专注定位敏感肌修护 13
2.2 上海家化：玉泽品牌坚持医研共创，积累优良口碑厚积薄发 15
2.3 华熙生物：凭借原料技术优势，快速攻占功能性护肤品赛道 17
3、投资建议 21
4、风险提示 21

图表目录

图 1：功能性护肤品分类及其中主要玩家 4
图 2：中国皮肤学级护肤品市场规模及增速 4
图 3：薇诺娜品牌中国地区零售额及增速 5
图 4：玉泽品牌中国地区零售额及增速 5
图 5：HomefacialPro 品牌中国地区零售额及增速 5
图 6：华熙生物旗下功能性护肤品板块营业收入与增速 5
图 7：2010-2019 年欧莱雅集团各部门增速 6
图 8：2018 年不同代际人群美妆消费增速 7
图 9：年轻女性美妆消费意愿 7
图 10：敏感肌人群占比情况 7
图 11：敏感性皮肤屏障功能受损示意图 7
图 12：2020 年 6 月小红书平台护肤笔记数量 8
图 13：2020 年中国敏感肌女性抗敏护肤品使用周期 8
图 14：薇诺娜微博定期举行专家在线咨询 8
图 15：重点品牌微博粉丝数对比 8
图 16：HomefacialPro 微信公众号投放统计情况 9
图 17：李佳琦直播带货催化玉泽销售爆发 9
图 18：2020 年 6 月品牌淘系平台销售额及直播渗透率 9
图 19：主要国产化妆品公司研发费用率 10
图 20：欧莱雅集团各部门营业利润率 10
图 21：主要国产化妆品公司毛利率 10
图 22：主要国产化妆品公司净利率 11

图 23：主要国产化妆品公司销售费用率.....11
图 24：薇诺娜品牌发展历程.....13
图 25：2017-2019 薇诺娜品牌收入及增速.....14
图 26：2017-2019 贝泰妮渠道占比.....14
图 27：薇诺娜畅销明星产品.....15
图 28：玉泽天猫旗舰店月度成交额及同比增速.....15
图 29：玉泽品牌发展历程.....16
图 30：华熙生物发展历程.....18
图 31：透明质酸分层锁水补水.....18
图 32：华熙生物品牌矩阵情况.....19
图 33：润百颜淘系销售金额情况.....19
图 34：米蓓尔淘系销售金额情况.....19
图 35：夸迪淘系销售金额情况.....20
图 36：肌活淘系销售金额情况.....20

表 1：国内外知名功能性护肤品梳理.....12
表 2：薇诺娜产品线梳理.....14
表 3：玉泽产品线梳理.....17

1、功能性护肤品赛道快速崛起，红利凸显

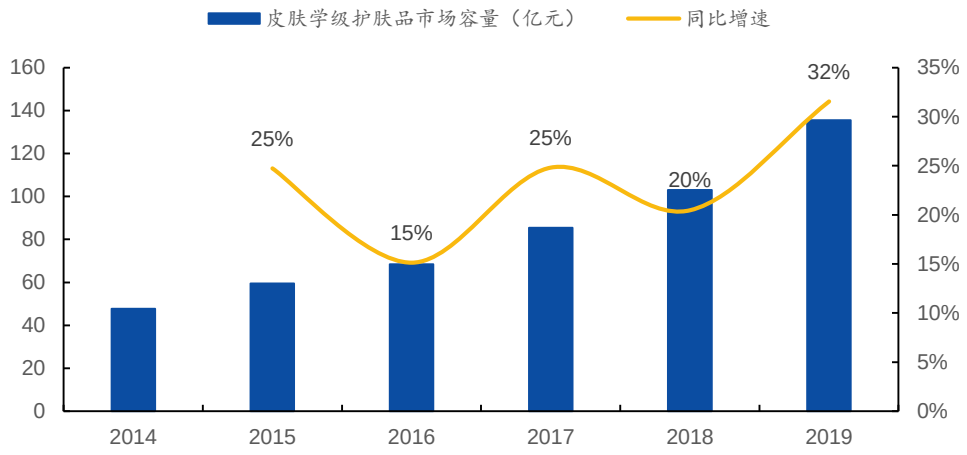
功能性护肤品市场快速崛起，成为化妆品板块风口。功能性护肤品在中国暂无官方定义，在实际使用中通常指两类产品，一类是专门针对敏感肌、痘痘肌等特定肤质人群使用的皮肤学级护肤品，俗称“药妆”，通常以医学理论为指导，或经过临床验证，对于问题肌肤具备较强的针对性与功效性，代表品牌包括雅漾、薇姿、理肤泉、薇诺娜、玉泽等。另一类是以强功能性的化学成分为主打，针对保湿、美白、抗衰等某种强功能诉求的护肤品，代表品牌包括润百颜、夸迪、修丽可、HomefacialPro 等。近年来功能性护肤品市场快速崛起，以细分的皮肤学级市场空间为例，2019 年皮肤学级市场规模达到 135.51 亿元，2014-2019 年均复合增长率 23.2%，增速远高于化妆品行业的整体增速。

图 1：功能性护肤品分类及其中主要玩家



资料来源：贝泰妮招股说明书，国元证券研究中心

图 2：中国皮肤学级护肤品市场规模及增速

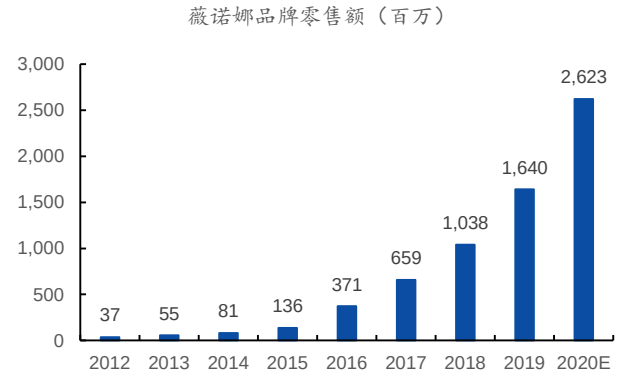


资料来源：贝泰妮招股说明书，Euromonitor，国元证券研究中心

国产品牌中，以成分原料为主导的护肤品牌 HomefacialPro、华熙生物旗下润百颜以及皮肤学级护肤品牌薇诺娜、玉泽等品牌均实现强势爆发。HomefacialPro 清晰定位“成分党”，从包装到营销都十分突出产品成分及功效，2016 年起依靠强大的内容

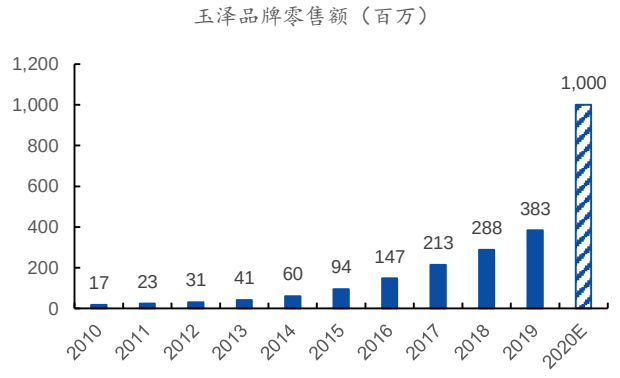
生产力，成功捕捉微信公众号生态红利进行深度用户教育，拉动销售迅速增长，2016-2019 年品牌零售额由 2.78 亿增长至 22.82 亿，CAGR 高达 101.92%。华熙生物为全球透明质酸龙头，在原料端具备强大实力与背书，自 2018 年开始发力功能性护肤品业务后，2018、2019 年公司功能性护肤品板块分别实现收入 2.90、6.34 亿元，同比增速达到 205.04%与 118.40%，连续实现强势增长。薇诺娜 2019 年双十一天猫旗舰店销售额达到 3.47 亿元，同比+72%，跻身天猫护肤品类目 TOP9，2020 年品牌持续高增长，618 位列国货护肤品牌第二名。玉泽自 2019 年下半年起爆发，双十一期间销售额接近 1 亿，同比增长约 100%，2020 年 Q1 增速超 500%，预计 2020 年品牌规模有望从 3 亿成长至 10 亿左右。

图 3：薇诺娜品牌中国地区零售额及增速



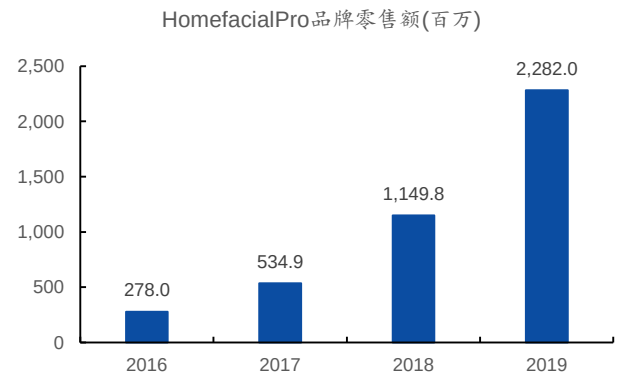
资料来源：Euromonitor，国元证券研究中心（注：以上为欧睿数据库零售额口径，与公司口径数据可能存在一定差异）

图 4：玉泽品牌中国地区零售额及增速



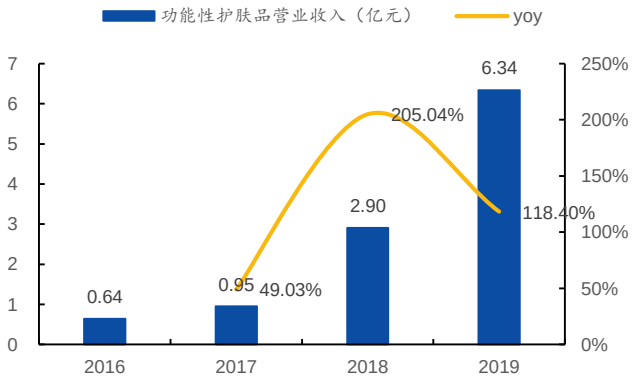
资料来源：Euromonitor，国元证券研究中心（注：以上为欧睿数据库零售额口径，与公司口径数据可能存在一定差异）

图 5：HomefacialPro 品牌中国地区零售额及增速



资料来源：Euromonitor，国元证券研究中心

图 6：华熙生物旗下功能性护肤品板块营业收入与增速

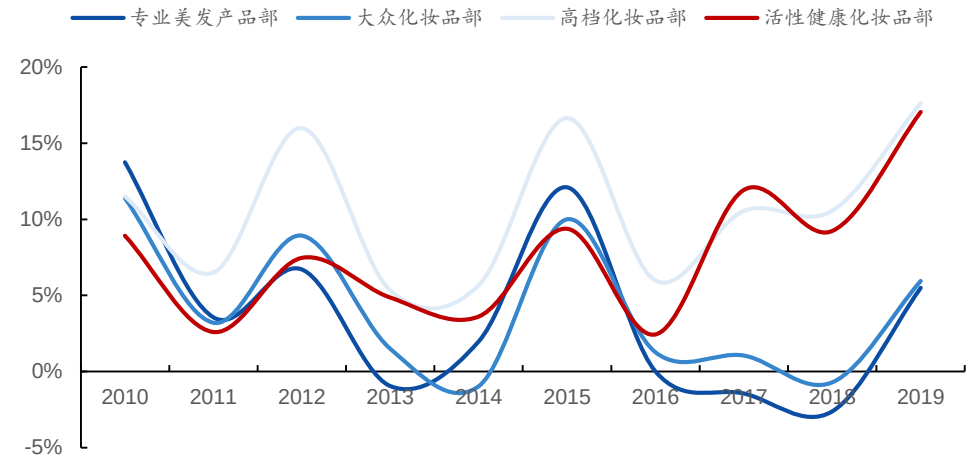


资料来源：公司公告，国元证券研究中心

国际品牌在功能性护肤品领域同样表现突出，以欧莱雅集团为例，2017 年以来集团旗下活性健康化妆品部门（包括薇姿、理肤泉、修丽可、适乐肤、香邂格蕾等品牌）成为公司增长的主要驱动力之一。根据欧莱雅财报描述，2018 年公司旗下的所有部门在以中国为首的亚太地区都实现了双位数的增长，其中高档化妆品部和活性健康

化妆品部增长最为强劲，定位高功能护肤的活性化妆品品牌修丽可在中国的表现创下记录；2019 年活性化妆品部门收入增速达到 17%，旗下品牌理肤泉销售额首次突破 10 亿欧元（约合人民币 77 亿元），增速超 40%，成为集团第九个“十亿欧元俱乐部成员”。

图 7：2010-2019 年欧莱雅集团各部门增速



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

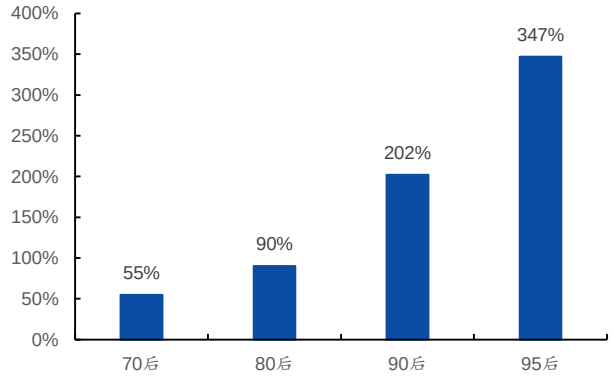
1.1 消费群体变化+营销触达加速，促进功能性护肤品需求释放

我们认为，功能性护肤品赛道快速爆发的主要原因有二：一方面，90 后为核心的年轻消费群体在化妆品消费领域增速最快，他们对于美妆消费的需求更加细分；另一方面，功能性护肤品的品牌故事（医研共创、成分故事）在年轻消费群体中的认可度更高，同时内容营销与直播电商成为品牌“放大器”，使得一批功能性护肤品牌快速成长。

1.1.1 需求端：年轻群体美妆消费快速增长，对敏感肌护肤等细分需求旺盛

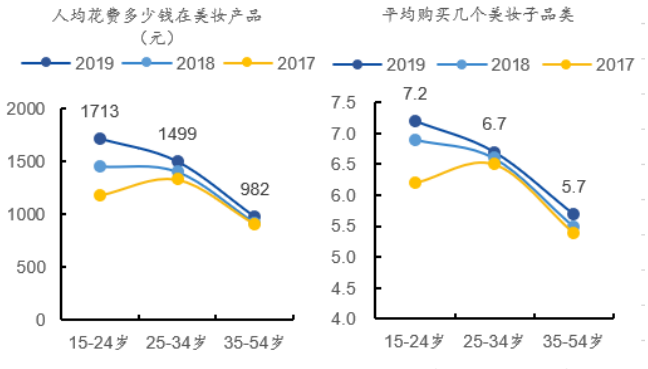
90 后年轻群体美妆消费增速快且金额高，对美妆消费需求更加细分化。近几年我国的消费人群结构发生显著变化，随着 90 后逐渐步入职场、进入事业上升期，正逐步成长为我国新消费的主导力量。唯品会数据显示，2018 年 70 后在美妆的消费上增长 55%，80 后的增长率是 90%，90 后为 202%，95 后增幅更是高达 347%，90 后群体对美妆的消费增长最快。根据凯度消费者调研的数据，15-24 岁消费者 2019 年人均美妆消费超过 1700 元，显著高于 25 岁以上群体，且增长趋势最为显著。同时，年轻群体对美妆消费的需求更加细分化，2019 年 15-24 岁人群平均购买的美妆子品类有 7.2 个，显著高于 35-54 岁年龄段的 5.7 个。功能性护肤品对应的功效包括抗敏感、祛痘、保湿、美白、抗衰等，符合当前消费者的细分化需求。

图 8：2018 年不同代际人群美妆消费增速



资料来源：唯品会，国元证券研究中心

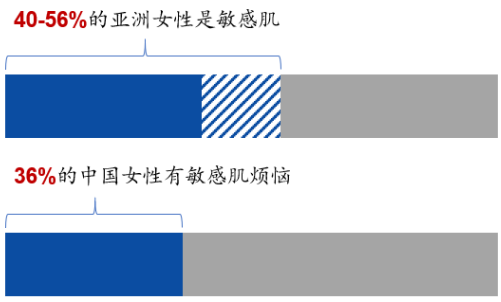
图 9：年轻女性美妆消费意愿



资料来源：凯度消费者指数，国元证券研究中心

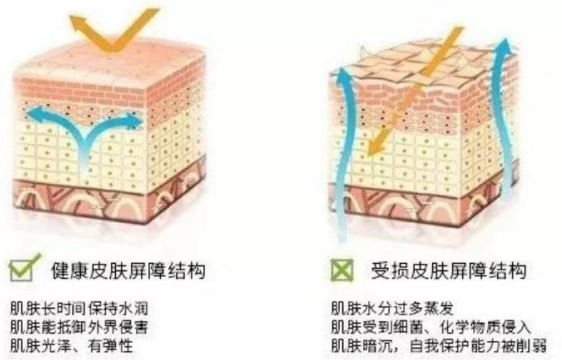
社交媒体兴起促进护肤消费者教育，年轻群体对自身肌肤状态认知度高，对应护肤品选择更具针对性，推动功能性护肤品需求释放。根据中国皮肤性病学杂志发布的《中国敏感性皮肤诊治专家共识》，中国女性敏感肌发生率约为 36%，但过往用户对自身肌肤状态认知度较低，对应产品匹配度较低。随着互联网的普及，微博、小红书、微信公众号、美丽修行 APP 等媒体平台上的护肤知识与产品推荐内容逐渐丰富，用户对自身肌肤状态的了解逐渐深入。2020 年 6 月小红书平台护肤笔记数量排名前列的关键词中，“敏感肌”已排在第二位。根据艾瑞咨询的调查研究，敏感肌用户在关注到自身肌肤问题后，在护肤方面表现十分勤快，超五成用户每天坚持使用面部精华、洁面乳、爽肤水，超 60%的用户在周期内会坚持使用抗敏护肤品。消费者教育的深入促进功能性护肤品渗透率持续提升，需求逐渐释放。

图 10：敏感肌人群占比情况



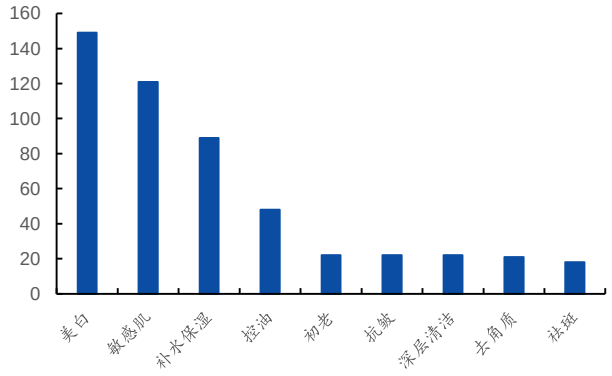
资料来源：《中国敏感性皮肤诊治专家共识》，国元证券研究中心

图 11：敏感性皮肤屏障功能受损示意图



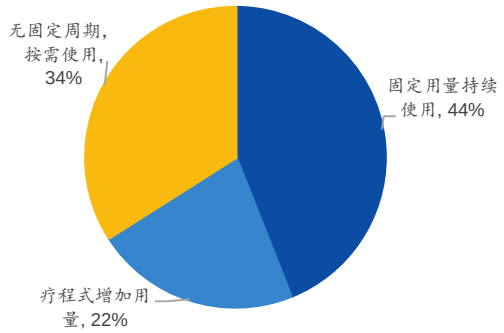
资料来源：搜狐网，国元证券研究中心

图 12：2020 年 6 月小红书平台护肤笔记数量



资料来源：艾瑞咨询，小红书，国元证券研究中心

图 13：2020 年中国敏感肌女性抗敏护肤品使用周期



资料来源：艾瑞咨询，国元证券研究中心

1.1.2 营销端：功能性护肤品内容属性强，品牌故事年轻群体接受度高，同时内容营销+直播可迅速放大这一优势

功能性护肤品内容属性强，品牌故事（医研共创、成分故事）更受年轻消费者青睐。区别于普通护肤品，功能性护肤品因其医研背景或原料背景，天然具备强大背书与说服力，内容营销中具备较强优势。以薇诺娜为例，品牌自 2017 年起在官方微博上定期联合皮肤科医生进行互动直播，帮助目标消费者解决肌肤问题，同时进行品牌推广，使得专注皮肤问题的医药级护肤品定位深入人心。在优质内容的持续输出下，薇诺娜积累了大批忠诚度高的粉丝，薇诺娜官方微博粉丝数高达 150 万，显著高于同样深谙线上营销的新锐品牌完美日记、花西子等。另一注重内容种草的品牌 HomefacialPro 则主打成分功效，重点通过微信公众号进行投放，据爬虫数据，2016 年 3 月-2018 年 8 月期间 HFP 累计合作 1428 个公众号，投放超 6200 篇推文，对于重点账号会多次投放，通过“功效+品牌故事+优惠”的文案架构深度种草，成功捕捉核心客群并形成销售转化。

图 14：薇诺娜微博定期举行专家在线咨询



资料来源：薇诺娜官方微博，国元证券研究中心

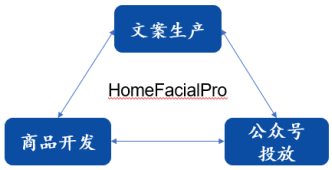
图 15：重点品牌微博粉丝数对比



资料来源：微博，国元证券研究中心

图 16：HomefacialPro 微信公众号投放统计情况

	2016年3-12月		2017年		2018年1-8月		2016-2018	
单公众号投放次数	公众号数	投放数量	公众号数	投放数量	公众号数	投放数量	公众号数	投放数量
>10次	13	159	70	1165	62	764	176	3358
5-9次	12	78	104	698	173	1160	180	1199
1-4次	215	308	505	791	645	1164	1072	1717
合计	240	545	679	2654	880	3088	1428	6274



资料来源：聚美丽，我是 CK，爬虫数据，国元证券研究中心

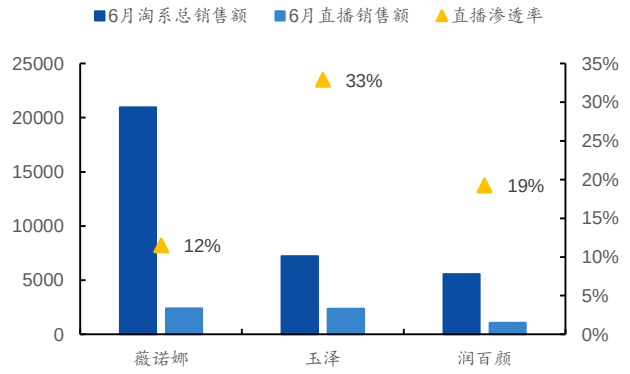
内容营销和直播电商的崛起成为功能性护肤品快速发展的“放大器”。2019 年电商直播迎来爆发期，淘宝直播成交额超 2500 亿元，连续三年增速超 150%，2020 年抖音、快手等内容平台持续加码直播，推动直播电商行业进一步发展。功能性护肤品牌由于自带内容的特点，使得其可以快速抓住内容营销和直播电商的发展红利。以玉泽为例，早期品牌多依靠口碑传播，以人传人，营销投放较小，但仍实现了较好的自然增长，在线上渠道布局成熟后，玉泽积极把握内容营销、电商直播等新趋势，2019 年下半年起品牌合作淘宝直播头部主播李佳琦，在直播中多次传播品牌“医研结合”的理念，成功打造出爆款单品积雪草冻干面膜与玉泽面霜等，一举催化品牌爆发。2020 年玉泽明星产品在直播间单场可实现超 9 万件的销量，2020 年 6 月玉泽淘系平台直播销售额占品牌销售额的比例达到 33%，在非节庆促销月份这一比例更高。此外，薇诺娜、润百颜、夸迪、肌活等功能性品牌也积极加码直播电商，在头部主播直播间中均有主推爆品，通过直播触达主播背后广大的粉丝群体，扩大品牌的知名度与影响力

图 17：李佳琦直播带货催化玉泽销售爆发



资料来源：淘宝直播，爬虫数据，国元证券研究中心

图 18：2020 年 6 月品牌淘系平台销售额及直播渗透率



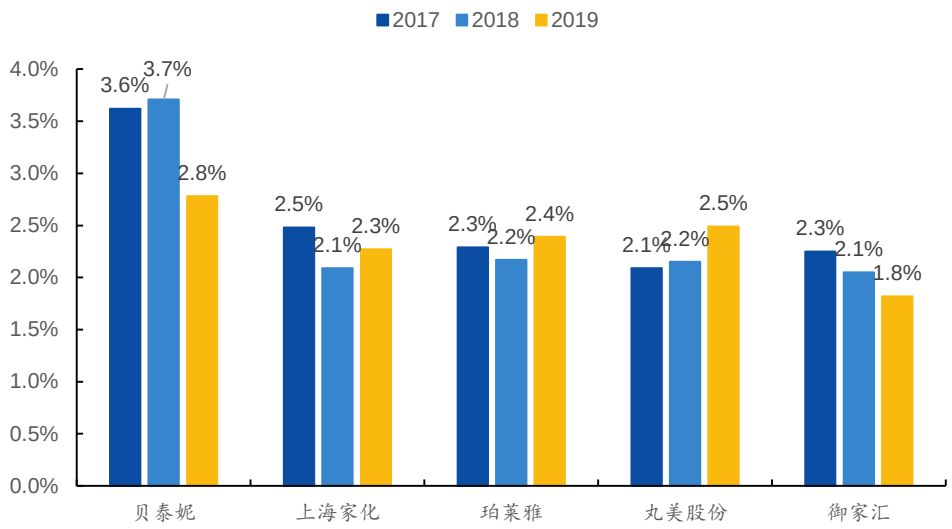
资料来源：数据成，国元证券研究中心

1.2 功能性护肤品信任背书强，品牌自带自然流量，后续盈利提升空间大

功能性护肤品产品门槛较高，但对于消费者而言具备更强的信任背书，品牌自带自然流量。功能性护肤品的研发周期与研发投入通常较高，上海家化早在 2003 年就开始与瑞金医院皮肤科合作，共同研究解决因皮肤屏障受损引起的肌肤问题，经过 6 年的沉淀才正式推出玉泽品牌首个针对皮肤屏障修护的产品；薇诺娜母公司贝泰妮的

研发费用率在 2017、2018 年均超过 3.5%，显著高于其他国产化妆品公司。但研发成功后，无论是“医研共创”型，还是功能性原料主导型，都给消费者以较强的信任背书，具备天然的流量优势。

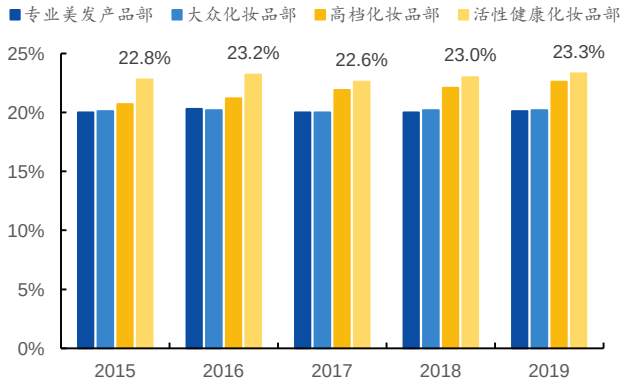
图 19：主要国产化妆品公司研发费用率



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

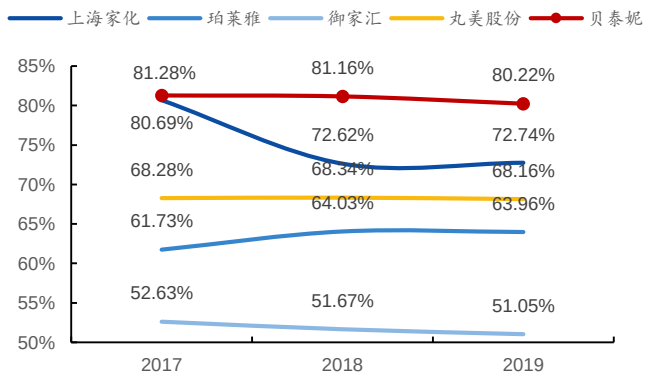
盈利能力上看，功能性护肤品整体盈利能力较强。从欧莱雅集团各部门的营业利润率对比中可以看出，2015 年至今，活性健康化妆品部门的营业利润率维持在 23%左右，为所有部门中最高，平均比大众化妆品部门高出 3pct.。国产化妆品公司中，主打功能性护肤品的贝泰妮净利润率达到 21.25%，明显高于大众护肤品品牌公司珀莱雅与御家汇。虽然目前以薇诺娜、玉泽为代表的功能性护肤品牌在成长期销售费用投入仍较高，净利润率优势未完全体现出来，但未来随着品牌规模的扩张与稳定，净利润率提升空间较大。

图 20：欧莱雅集团各部门营业利润率



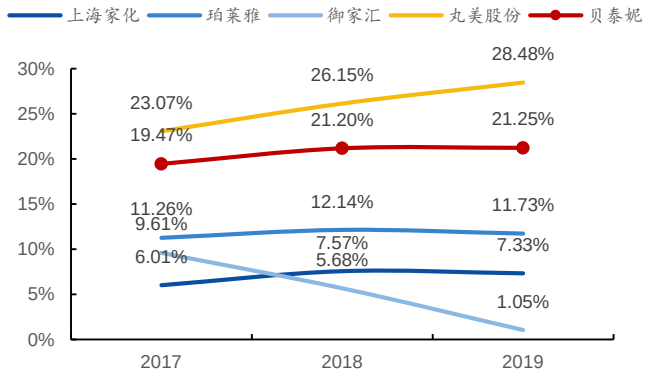
资料来源：公司公告，国元证券研究中心

图 21：主要国产化妆品公司毛利率



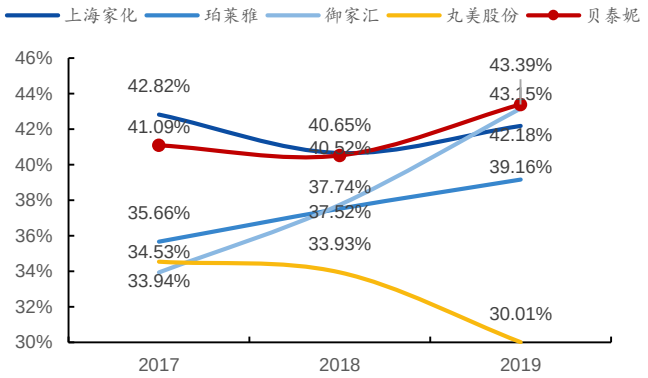
资料来源：公司公告，国元证券研究中心

图 22：主要国产化妆品公司净利率



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

图 23：主要国产化妆品公司销售费用率



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

1.3 品牌空间测算：国产功能性护肤品牌仍处于高成长期

对标国际头部功能性护肤品牌雅漾、理肤泉 80-100 亿的规模，国内头部功能性护肤品牌薇诺娜收入规模接近 20 亿，玉泽、润百颜、夸迪、米蓓尔等规模均在 5 亿以下，国产功能性护肤品牌未来成长空间大。对标国内外功能性护肤品品牌，法国知名药妆品牌雅漾全球零售规模超 13 亿美元（超 90 亿人民币），中国地区销售规模接近 20 亿元；欧莱雅旗下的药妆品牌理肤泉全球规模超 10 亿欧元（约 80 亿人民币），中国地区零售规模超 15 亿元。国内功能性护肤品 TOP1 薇诺娜 2019 年收入接近 20 亿元，零售规模超 25 亿元，且仍保持年均 50%+增速。玉泽 2019 年收入规模超 3 亿元，欧睿口径下零售规模 3.83 亿元，预计 2020 年零售额有望突破 10 亿元，同比增速超 300%。华熙生物旗下润百颜、夸迪、米蓓尔、肌活等品牌规模 2019 年均小于 5 亿，2020 年处于高增长期。整体看，国内功能性护肤品牌仍处于快速成长期，距离品牌天花板仍有较大空间。

表 1：国内外知名功能性护肤品梳理

品牌名称	所属公司	品牌定位	创立背景	品牌全球规模	2019 品牌中国地区销售规模（百万元）
雅漾	皮尔法伯集团	专业皮肤科学护肤品牌	1875 年皮尔法伯对雅漾活泉进行全面的皮肤科学研究	13.83 亿美元（约 96 亿人民币）	19.40
理肤泉	欧莱雅集团	专业科学护肤品牌	1975 年化学家 Rene Levayer 建立实验室，研发富含理肤泉温泉水的皮肤科辅助治疗产品	10 亿欧元+（约 80 亿人民币）	15.51
薇姿	欧莱雅集团	专业敏感肌肤护肤品牌	1931 年美容学家 GUERIN 先生和 HALLER 博士共同创立了薇姿健康护肤产品，将 VICHY 温泉水融入美容护肤的高科技产品		9.62
cerave	欧莱雅集团	干敏肌屏障修护品牌	2005 年皮肤科专家开始研究修复皮肤屏障的护肤产品		-
优色林	拜尔斯道夫	科研护肤品牌	1900 年发明油包水露剂，随后创始品牌		-
薇诺娜	贝泰妮	医学护肤品牌	2004 年滇虹药业联合昆明植物所、昆明医药大学开始立项	26.23	26.23
玉泽	上海家化	专业皮肤科学护肤品牌	2003 年上海家化与瑞金医院合作共同研究解决因皮肤屏障受损引起的肌肤屏障问题	3.83	3.83
修丽可	欧莱雅集团	专业医学护肤品牌	1989 年美国杜克大学 Sheldon Pinnell 教授发现精纯左旋维 C 的配方参数，被授予杜克抗氧化专利	6.27	6.27
润百颜	华熙生物	专研玻尿酸的护肤品	1990 年发酵法生产透明质酸研制成功	约 4 亿	约 4 亿
米蓓尔	华熙生物	专业功能性护肤品牌	1998 年核心团队开始创业并开始透明质酸产品的研发、生产和销售	0.80	0.80

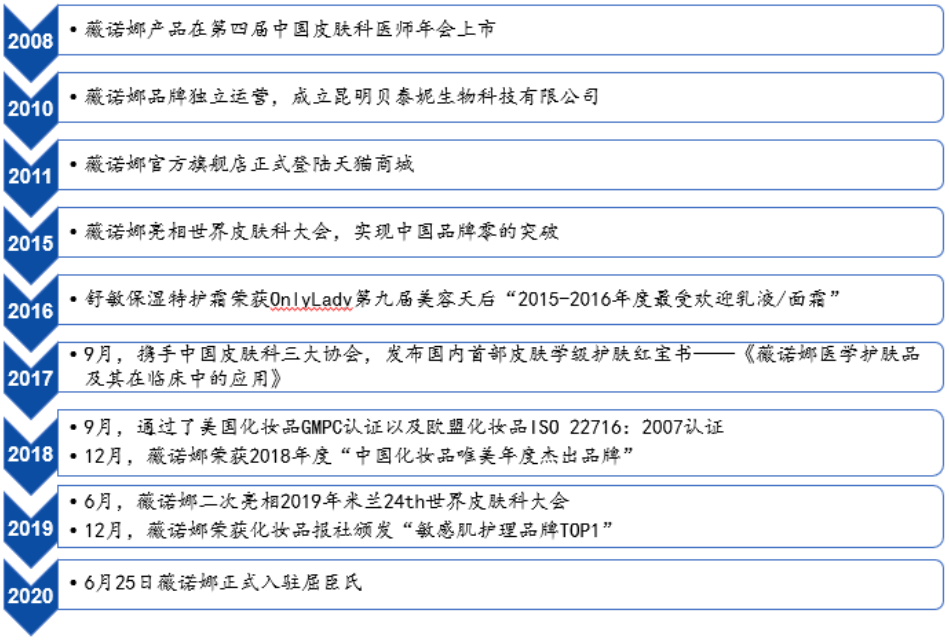
资料来源：品牌官网，Euromonitor，国元证券研究中心

2、重点品牌与公司

2.1 贝泰妮：旗下主品牌薇诺娜专注定位敏感肌修护

薇诺娜清晰定位“专注敏感肌肤，修护肌肤屏障”，产品功效经过临床检验。贝泰妮旗下主品牌薇诺娜（收入占比超 99%）原为滇虹药业（2007 年被德国拜尔收购）下孵化的护肤品项目，主要针对敏感性肌肤，专注纯天然植物护肤，创始人郭振宇曾任滇虹药业董事长，具备深厚医药背景。2008 年薇诺娜产品在第四届中国皮肤科医师年会面市，2010 年薇诺娜品牌独立运营，成立昆明贝泰妮生物科技有限公司，2011 年薇诺娜旗舰店正式登陆天猫商城，2015 年薇诺娜亮相世界皮肤科大会，实现中国品牌零的突破。此后公司线上、线下双双发力，品牌规模迅速成长，2017 年双 11，薇诺娜首次挤入天猫美妆品类 TOP 10，全年销售回款破 10 亿元；2019 年薇诺娜荣获“敏感肌护理品牌 TOP1”的称号。从创立之初，品牌一直在产品功效和基础研究上潜心研究，获得了国际认证及学术的高度认可，同时迅速将科研实力转化为产品能力，产品销量口碑双丰收，在竞争激烈的护肤品市场中脱颖而出。

图 24：薇诺娜品牌发展历程

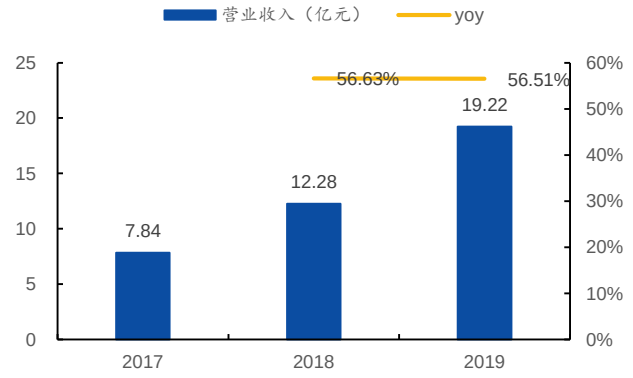


资料来源：公司公告，公司官网，国元证券研究中心

薇诺娜品牌收入规模接近 20 亿，销售渠道以线上为主，线下进驻高壁垒的医药渠道。2017-2019 年薇诺娜品牌收入由 7.84 亿增长至 19.22 亿，CAGR 达到 56.57%，收入占贝泰妮公司总收入比例超过 99%。渠道方面，公司线上线下均有布局，近 3 年积极把握线上渠道高增长红利，2019 年公司线上收入 14.84 亿，同比增长 68.26%，占比高达 76.69%。线下薇诺娜为极少数进驻医药渠道的品牌之一，主要销售模式分为商业公司和直供客户两种，商业公司主要指综合型医药公司，包括九州通、国药控股、柳州医药、华东医药等，2019 年这一模式收入 2.07 亿元，同比增长 18.62%，占比 10.69%；直供客户主要面向药房及诊所，大客户包括老百姓药房、一心堂等知

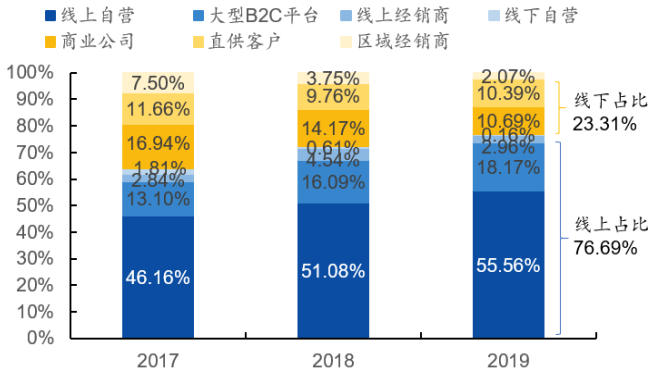
名大药房，2019 年收入 2.01 亿，同比增长 67.51%，占比 10.39%。

图 25：2017-2019 薇诺娜品牌收入及增速



资料来源：贝泰妮招股说明书，国元证券研究中心

图 26：2017-2019 贝泰妮渠道占比



资料来源：贝泰妮招股说明书，国元证券研究中心

薇诺娜拥有 12 条产品线，其中舒敏保湿特护霜、清透防晒乳等为品牌明星产品。薇诺娜长期致力于打造问题肌肤专属的医学护肤品，为了应对干燥、松弛、敏感、泛红等多元皮肤问题，共推出了舒敏保湿、舒缓控油、舒敏修红、防晒等 12 个系列产品，共包含 82 个 SKU，产品覆盖水乳霜、面膜、BB 霜、冻干粉、精华液等多个美妆护肤品类。产品包装契合品牌“医学背景”定位，均采用红白配色，简洁明确的传达出品牌定位于理念。产品方面，乳液/面霜、化妆水、防晒为品牌的强势品类，明星产品舒敏保湿特护霜曾获得 2019 年 OnlyLady 美容天后大赏“年度人气面霜单品”奖项，2020 年 1-6 月累计销售超 40 万件；口碑防晒单品清透防晒乳入围 2020 年天猫金妆奖“年度最佳防晒”，2020 年 4-6 月累计销售超 10 万件。

表 2：薇诺娜产品线梳理

系列	SKU 数量	单价	明星产品
舒敏保湿系列	13	68-298	舒敏保湿特护霜、舒敏保湿精华液
极润保湿系列	8	128-298	极润保湿乳液
舒缓控油系列	5	158-198	舒缓控油洁面泡沫
防晒系列	3	120-218	清透防晒乳
清痘净颜系列	9	60-268	清痘修复精华液
柔润系列	5	78-198	柔润保湿霜
美白保湿系列	8	108-398	熊果苷透白保湿面膜
舒敏修红系列	4	68-268	舒敏保湿修红霜
柔彩幻颜系列	8	79-238	安心修护精华粉底棒
透明质酸系列	7	78-230	透明质酸保湿修护霜
紧致系列	10	69.9-498	紧致密集提拉面膜
玻尿酸系列	2	198-298	玻尿酸多效修护精华液

资料来源：品牌官网，品牌天猫旗舰店，国元证券研究中心

图 27：薇诺娜畅销明星产品

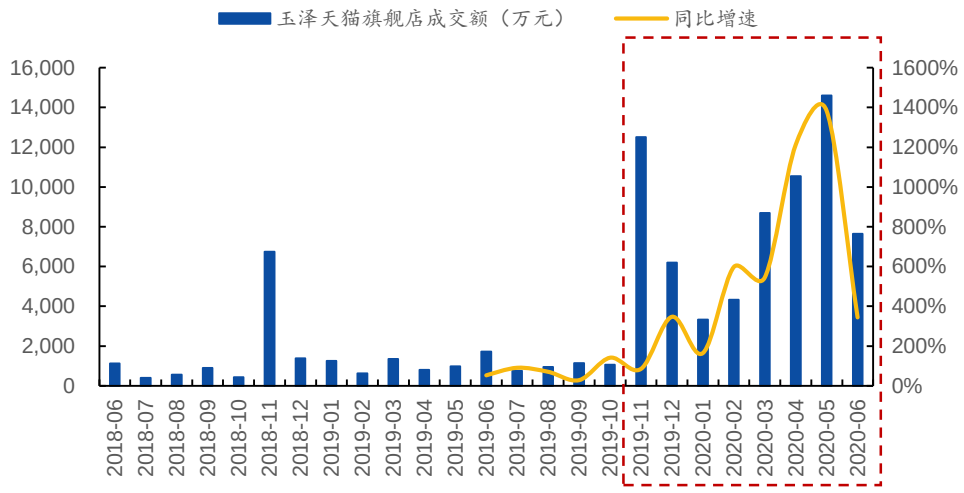


资料来源：薇诺娜天猫旗舰店，国元证券研究中心

2.2 上海家化：玉泽品牌坚持医研共创，积累优良口碑厚积薄发

2019 年双十一期间，电商促销叠加直播带货推动，玉泽爆发。玉泽品牌诞生于 2009 年，致力于通过医研结合解决皮肤屏障受损问题，由上海家化汇聚各大医院皮肤科权威的医学专家联合研制，具备很强大专业背书与产品实力。多年以来玉泽一直稳健发展，至 2018 年品牌规模仅 2 亿左右，2019 年上半年在功能性护肤高增长的趋势下，玉泽取得了良好的自然增长，2019 年双十一期间，电商促销叠加直播带货推动，玉泽开始爆发，仅双十一期间天猫旗舰店成交额约 1 亿元，同比增速接近 100%。2020 年来，玉泽持续高增长，Q1 实现了 500%+的爆发式增长，此后根据我们追踪的爬虫数据，玉泽在 4、5 月单月销售额均达到 1 亿元左右，同比增速约 10 倍，6 月公司减少直播间投放，整体销售额环比略有下滑，但同比增速仍超过 300%。

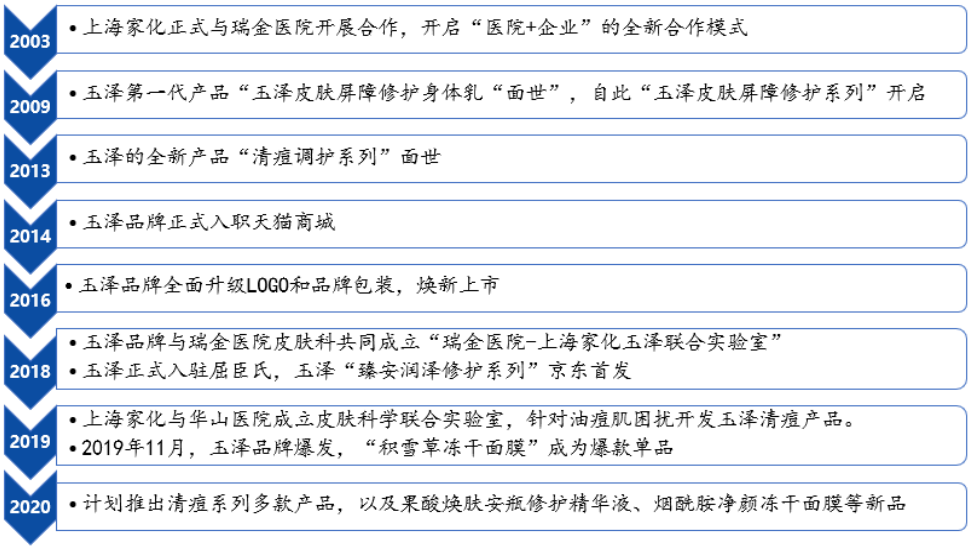
图 28：玉泽天猫旗舰店月度成交额及同比增速



资料来源：爬虫数据，国元证券研究中心

玉泽始终坚持“医研共创”，针对各类皮肤问题开发优质产品、积累良好口碑。早在2003年，家化就与上海交通大学附属瑞金医院皮肤科合作，共同研究解决因皮肤屏障受损引起的肌肤问题，经过6年的沉淀，第一款“玉泽皮肤屏障修护身体乳”正式推出，随后玉泽推出整套“皮肤屏障修护系列”，经过口碑的累积以及临床功效验证，于2009年开始进驻各地主流医院以及各大药房。2013年品牌继续推出针对痘痘肌肤的“清痘调护系列”，2014年正式入驻天猫商城。2016年，玉泽品牌全面升级LOGO和品牌包装，焕新上市。2018年玉泽又先后上市“舒缓修护系类”和“臻安润泽修护系列”，同年正式入驻屈臣氏，进入CS渠道。近几年品牌持续夯实医研共创理念，2018年与瑞金医院皮肤科共同成立“瑞金医院-上海家化玉泽联合实验室”，2019年与华山医院成立皮肤科学联合实验室，为持续产出优质产品奠定深厚基础。

图29：玉泽品牌发展历程



资料来源：品牌官网，CBO化妆品财经在线，国元证券研究中心

目前玉泽拥有4条产品线，其中“皮肤屏障修护系列”中的保湿霜、积雪草冻干面膜、调理乳、身体乳等产品成为品牌明星单品。2009年至今，玉泽共推出了四个系列的产品线，包含致力于深度解决肌肤屏障问题的“皮肤屏障修护系列”；针对痘痘肌肤的“清痘调护系列”；针对敏感性肌肤的“舒缓修护系列”；针对缺水性肌肤的“臻安润泽修护系列”，合计有SKU 29个，覆盖安瓶、面膜、化妆水、面霜、沐浴露、身体乳等品类，其中的“皮肤屏障修护系列”为品牌最具代表性的系列，同时具有临床效果验证与良好口碑积累。该系列中经典产品皮肤屏障修护保湿霜2020年1-6月累计销量40万+，“积雪草安心修护冻干面膜”累计销量40万+、皮肤屏障修护调理乳累计销量30万+，多个单品对品牌月销售额的贡献超过20%，部分月份单品销售额占比达到50%左右。多个高口碑明星单品的成功打造，为品牌声量的提升与品牌形象的塑造起到了重要作用。

表 3：玉泽产品线梳理

系列	皮肤屏障修护系列	清痘调护系列	舒缓修护系列	臻安润泽修护系列
产品图片				
上市时间	2009	2013	2018	2018
主打功效	修护皮肤屏障，重焕肌肤健康态	有效清痘不留痕，提升屏障防御力	维护肌肤稳定，强韧皮肤屏障	修护保湿双重奏，拒绝反复“干”扰
SKU 数量	10	8	3	8
单价	68-198 元	98-195 元	118-228 元	118-288 元
主要产品	洁面凝露、保湿水、神经酰胺调理乳、精华乳、保湿霜、沐浴露、身露、烟酰胺净颜冻干面膜、舒体乳、倍润身体乳、水漾凝露、积缓喷雾、清痘修护精华液、果雪草安心修护面膜	洁面泡、爽肤水、平衡乳、凝酸安瓶精华	喷雾、无泡洁面乳、调理乳霜	玻尿酸安瓶精华液、玻尿酸精华液、氨基酸洁颜霜、保湿面霜、保湿乳液、晚安面膜、保湿喷雾、精华眼霜

资料来源：品牌官网，品牌天猫旗舰店，国元证券研究中心

2.3 华熙生物：凭借原料技术优势，快速攻占功能性护肤品赛道

透明质酸原料起家，功能性护肤品“底气十足”。公司成立于 1998 年，以透明质酸原料起家，致力于功能性研究，遵循制药的高标准研发生产，继 2012 年公司的注射用修饰透明质酸凝胶获批上市后，公司成功的塑造了在市场上有影响力的“润百颜”品牌，并将“润百颜”的系列产品扩充到原液、面膜等护肤品类，自此开始涉足功能性护肤品领域，并逐步确定了“多品牌多渠道”的战略。2018 年底，有“中国化妆品研发第一人”之称的李慧良先生加入公司，成为化妆品线研发核心人物。公司深入研究不同分子量透明质酸、γ-氨基丁酸、依克多因等生物活性物质及其交联衍生物对人体皮肤的功效，并以此为核心成分，开发了一系列针对敏感皮肤、皮肤屏障受损、面部红血丝等皮肤问题的功能性护肤品，并在研发、生产和品种管理等多个环节按照制药的高标准进行，保证功效性和安全性。

图 30：华熙生物发展历程



资料来源：公司官网，国元证券研究中心

不同分子量透明质酸的组合配比实现全方位补水。公司自 2000 年起产业化生产透明质酸原料，不断突破原料分子量范围和应用场景，公司通过精准酶切法可实现大、中、小以及 mini 级别不同分子量透明质酸的产业化生产，通过基础研究获取了可透皮吸收的 mini-HA，对透明质酸护肤品定位于不用针塑造“水光肌”、涂抹式水光针定位，通过配比大分子、小分子和寡聚透明质酸(mini-HA)产品，让不同大小的玻尿酸可以精准定位，大分子 HA 可在皮肤表层形成透气水化膜，减少皮肤内部水分蒸发，小分子 HA（分子量小于 10KDa）可在肌肤表面实现锁水补水，mini 级别 HA 可打开肌肤吸收通道，实现肌底吸收，深层补水，根据意大利 Farcoderrm srl 检测机构实验数据，mini-HA 产品透皮吸收率 24 小时达到 68.5%，真正实现透明质酸透皮吸收。

图 31：透明质酸分层锁水补水



资料来源：搜狐网，国元证券研究中心

目前华熙生物拥有 14 条品牌线，打造“多品牌、多渠道”战略。2018 年至今，公司以润百颜为抓手，推出了 14 个子品牌。公司致力于快速推出各级品牌，利用目前“华熙生物”、“润百颜”的成长风口，快速占领其他细分领域需求，产品种类从次抛

原液扩展到各类膏霜水乳、面膜、洗发水、手膜、喷雾等。并且，各品牌形成差异化定位，公司针对不同年龄、不同性别、不同肌肤护理方式，如婴幼儿、敏感肌肤、熟龄肌肤等群体，分别研究构建了功效指向性更强的科学配方和产品体系，“润百颜”主打玻尿酸补水、“ BIO-MESO”主推虾青素肌底液、“米蓓尔”主要针对敏感肌、“夸迪”定位初老肌。

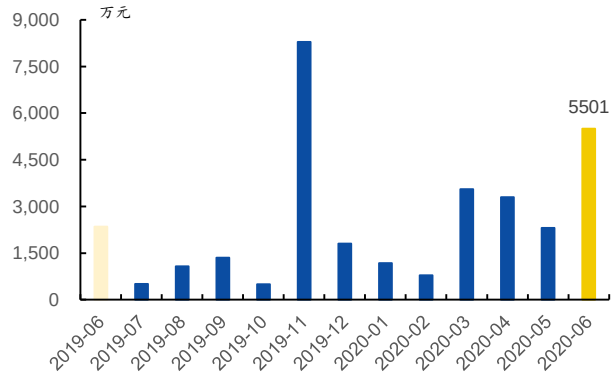
图 32：华熙生物品牌矩阵情况



资料来源：公司官网，国元证券研究中心

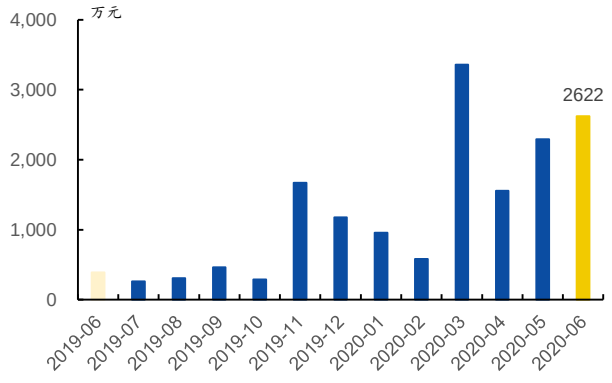
内部建立“赛马机制”，一主三次品牌梯队逐渐形成，618 助力 6 月创新高。目前公司的子品牌已经形成以润百颜为核心的第一梯队，以米蓓尔、夸迪、肌活三个品牌为第二梯队的品牌格局。根据淘宝和天猫旗舰店数据，2020 年 1-6 月润百颜实现销售量 58 万+，6 月单月销售额创今年新高，单月同比增速达 134%，今年上半年累计销售额 1.66 亿元；米蓓尔实现销量 90 万+，6 约单月销售额创历史新高，超过去年双十一水平，上半年累计销售额 1.13 亿元。公司对护肤品事业线采用内部赛马机制，公司支持内部创新、市场创新，给予启动资金，“自负盈亏”，另外还有华熙颐宝、佰奥本集等数个处于培育期的品牌，品牌储备丰富，后续有望再造规模化品牌。

图 33：润百颜淘系销售金额情况



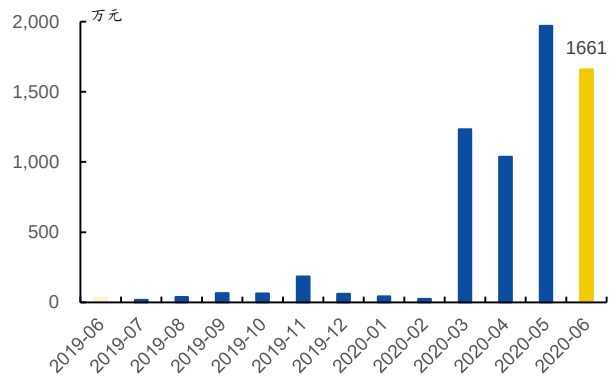
资料来源：爬虫数据，国元证券研究中心

图 34：米蓓尔淘系销售金额情况



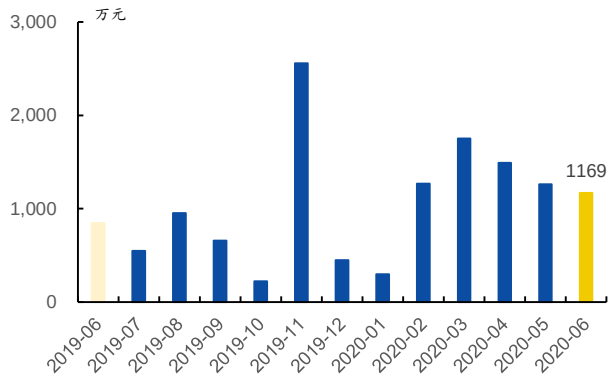
资料来源：爬虫数据，国元证券研究中心

图 35：夸迪淘系销售金额情况



资料来源：爬虫数据，国元证券研究中心

图 36：肌活淘系销售金额情况



资料来源：爬虫数据，国元证券研究中心

3、投资建议

功能性护肤已成为当前美妆消费的风口之一，预计在消费者代际切换、美妆消费持续升级的情况下，行业仍将保持快速增长。同时因功能性护肤的医研背景或原料背景，天然具备强大背书与说服力，年轻群体认可度高，并且品牌本身具备较强的内容属性，在内容营销和直播电商的红利期下，销售额迅速被放大。建议关注：**上海家化**：国内日化用品龙头企业，具备多品牌多渠道矩阵，2019 年在自有电商团队运营下，成功推动功能性护肤品牌玉泽异军突起，2020 年管理层换帅有望为公司经营效率、盈利能力带来边际改善；**华熙生物**：全球透明质酸龙头企业，在原料、医疗终端、护肤品等板块实现全产业链布局，2018 年发力功能性护肤品板块后推出多个差异化定位的护肤品品牌，在强大原料优势下有望顺应行业趋势持续快速增长；**贝泰妮**：公司旗下主品牌薇诺娜为国内 TOP1 功能性护肤品牌，近几年在电商渠道与线下医药渠道均有良好表现，2020 年 7 月 6 日公司 IPO 正式获深交所受理。

4、风险提示

品牌市场竞争加剧，行业景气度下滑，新冠疫情影响具有不确定性。

投资评级说明

（1）公司评级定义		（2）行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000),国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（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。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。 本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、 分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究中心

合肥	上海
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编：230000	邮编：200135
传真：（0551）62207952	传真：（021）68869125
	电话：（021）51097188