

行业研究/专题研究

2019年06月19日

行业评级:

社会服务 增持(维持)  
旅游综合II 增持(维持)

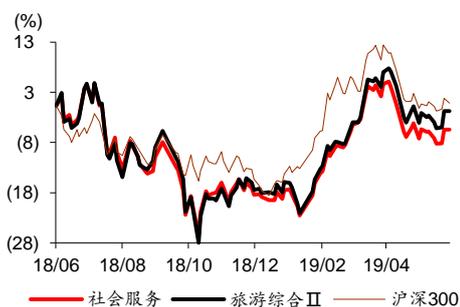
**梅昕** 执业证书编号: S0570516080001  
研究员 021-28972080  
meixin@htsc.com

**孙丹阳** 执业证书编号: S0570519010001  
研究员 021-28972038  
sundanyang@htsc.com

相关研究

- 1 《社会服务: 行业周报(第二十四周)》  
2019.06
- 2 《社会服务: 行业周报(第二十三周)》  
2019.06
- 3 《珀莱雅(603605,买入): 低线美妆消费崛起, 渠道精细化运营制胜》2019.06

一年内行业走势图



资料来源: Wind

# 成分党崛起, 功效护肤品正逢其时

## 化妆品行业系列报告之一

### 功效性护肤品市场逐渐成为行业风口

我国并无对“药妆”的法规界定和专属药妆的批号, 具有保湿舒缓、美白抗衰、祛痘祛斑等特定功效的产品统称为功效性护肤品。随着国内年轻消费者因生活习惯、工作压力等皮肤问题频现, 主打“熬夜急救”和解决“痘痘肌”等问题的功效性护肤品受追捧。海外“药妆”从产品研发制造到渠道都高度成熟: 欧美按药物标准管理, 主打强大科技感; 日本有专门的药妆品类, 要求配方公开、临床证明, 主打高性价比, 药妆店销售。我国功效护肤中高端市场被海外品牌占据; 大众市场中, 国产跨界药企和专注功效护肤的创业公司为主要玩家, 依托电商渠道、社交营销等快速崛起。

### 国外: 历史悠久, 产品制造、渠道专业化

欧美地区对于有药物功效性的护肤品按照药物的标准来管理, 法国三大药妆品牌薇姿、理肤泉和雅漾, 均拥有悠久发展历史, 以药店和药妆店为主要销售渠道。美国药妆的突出特点在于高科技, 以专利配方为主要成分, 如以左旋C为主打有效成分的修丽可; 线下药妆门店分布广泛, 消费者已经形成了到药房购买功效性护肤品的生活习惯。日本单独设立普通产品和药品之间的“医药品外部”, 对“含药化妆品”有明确界定, 并要求药妆产品配方必须完全公开, 有效成分及安全性须经过医学文献和临床测试证明等。日本17年药妆店总数1.97万家, 在日本化妆品渠道中占比第一。

### 国内: 细分功效需求旺盛, 乘社交营销之风

国内年轻消费者因生活习惯、工作压力等皮肤问题频现, 同时消费日趋理性, 对化妆品成分关注度提升, 抗敏/祛斑/美白/修复等功效性护肤品受到追捧。药店受众与化妆品消费人群偏差较大, 日化专营店、KA、百货仍是“药妆”销售主流渠道。同时因社交媒体营销兴起, 电商渠道红利, 线上功效性护肤品交易规模快速增长, 据智研咨询, 到2022年功能护肤电商交易规模将达475亿元, 占同期国内药妆产业规模的50%左右。部分国产小众功能护肤品牌从细分品类切入, 通过电商渠道放大产品影响力, 由产品带出品牌, 从而产生一批忠实拥趸, 形成小众领域有影响力的代表品牌。

### 国货聚焦细分市场, 借力电商渠道、内容营销崛起

年轻消费者消费理念成熟、需求细分催生功效护肤市场, 国货通过持续内容营销, 借力电商渠道, 快速发展。如薇诺娜(前滇红药业董事长创立, 经多家三甲医院临床验证, 电商渠道销售额快速增长)、玉泽(上海家化旗下品牌, 定位通过修护皮肤屏障解决亚健康肌肤问题)、HFP(专注功效成分, 依托社交营销快速发展的新一代电商品牌)。消费者护肤消费理念日趋成熟, 不再单纯依赖品牌, 而对产品功效、成分关注度提升, 加之线上渠道多元化、KOL等新型营销兴起, 新品牌培育周期缩短, 及时捕捉消费者需求、快速应变、加大产品创新迭代的国货企业有望迎来发展机遇。

风险提示: 消费疲软; 外资品牌价格下降、渠道下沉加速。

## 正文目录

国内：发展起步阶段，护肤品行业风口 .....	4
功效护肤快速发展期，本土品牌错位竞争 .....	4
并无官方名分，大多指功效性护肤品 .....	4
行业规模较小，细分板块中增速较高 .....	4
欧美品牌占据高端，本土定位中端 .....	5
消费者需求细化，产品功效差异化竞争 .....	7
药房渠道受阻，线上口碑拉动快速增长 .....	8
国外：历史悠久，产品制造、渠道专业化 .....	10
欧美功效护肤品界定模糊，日本拥有“官方名分” .....	10
欧美：历史沉淀，技术创新，打造高端品牌 .....	10
日本：有法规制度可循，药妆店为主销售渠道 .....	11
国货突围：瞄准细分功能，乘社交营销之风 .....	14
玉泽：家化旗下品牌，医研共创打造医学护肤 .....	14
致力皮肤屏障修复，借助医生传播专业形象 .....	14
线下药房渠道为主，线上渠道快速发展 .....	15
薇诺娜：临床级护肤品牌，研发实力打造护城河 .....	15
专注敏感肌修复，多家三甲医院验证 .....	15
消费者口碑传播，社交新媒体营销助力 .....	16
线下覆盖专柜、OTC，电商渠道快速增长 .....	17
HFP：新一代电商品牌，社交平台内容营销起家 .....	17
以有效成分为特色，品牌口碑成长迅速 .....	17
注重持续内容营销，线上渠道销售为主 .....	19
总结：功效护肤细分市场亮眼，国货具有中端突围潜力 .....	22

## 图表目录

图表 1：我国特殊用途化妆品审批流程 .....	4
图表 2：欧莱雅的活性健康部门整体收入增速 16 年以来高于整体 .....	5
图表 3：我国功效护肤市场规模及增速（亿元） .....	5
图表 4：2017 年全球功效护肤市场区域分布情况 .....	5
图表 5：理肤泉在我国终端零售规模 .....	6
图表 6：我国功能护肤市场竞争层次 .....	7
图表 7：我国目前功能护肤市场十大品牌 .....	7
图表 8：C2CC 传媒功能护肤市场调研问卷 Q：什么样的功能能吸引你？ .....	8
图表 9：C2CC 传媒功能护肤市场调研问卷 Q：小众品牌的优势有哪些？ .....	8
图表 10：娇兰佳人门店里薇姿、理肤泉、艾伊派的展柜 .....	8
图表 11：2016-2022 我国功能护肤电商渗透率预测 .....	9

图表 12: 2018 年淘宝天猫双十一美容/护肤/美体/精油排行榜 .....	9
图表 13: 中国、欧美、日本对于化妆品、药品、“药妆”概念比较 .....	10
图表 14: 欧美药妆市场主要品牌简介 .....	11
图表 15: 美国各大药店连锁 .....	11
图表 16: 日本药妆市场主要品牌简介 .....	12
图表 17: 2000-2017 年日本药妆店整体销售额变化趋势 (亿人民币) .....	12
图表 18: 2016、2017 年日本药妆连锁 TOP10 企业门店数量及占比 .....	13
图表 19: 2016、2017 年日本药妆连锁 TOP10 企业销售额占比 .....	13
图表 20: 薇诺娜、HFP、玉泽主要产品情况 .....	14
图表 21: 玉泽皮肤屏障修护系列 .....	14
图表 22: 玉泽邀请美妆 KOL 对话皮肤科教授 .....	15
图表 23: 薇诺娜明星产品简介 .....	16
图表 24: 薇诺娜运营实体贝泰妮生物股权结构 (截至 2019 年 6 月) .....	16
图表 25: HFP 发展历程 .....	18
图表 26: HFP 产品使用者画像 .....	18
图表 27: HFP 品牌产品信息 .....	19
图表 28: HFP 微信公众号文章塑造温情品牌形象 .....	20
图表 29: HFP 多篇微信公众号文章阅读量达 10 万+ .....	20
图表 30: HFP 公众号投放数量逐月增加 .....	20
图表 31: 2016-2018 年公众号投放次数情况 .....	20
图表 32: 品牌首位原液代言人王一博 .....	21

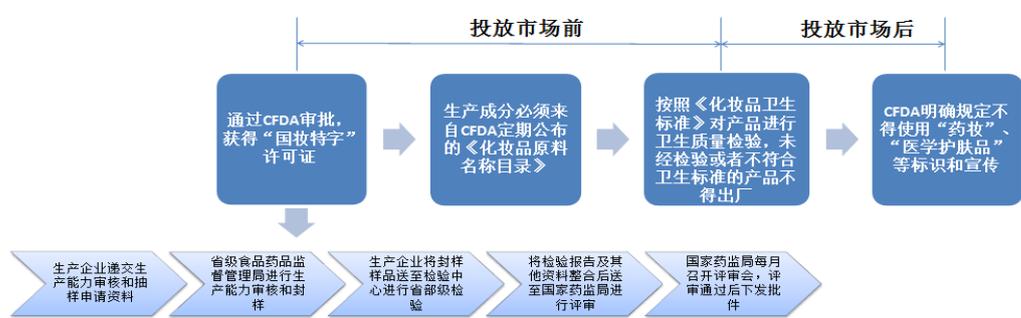
## 国内：发展起步阶段，护肤品行业风口

### 功效护肤快速发展期，本土品牌错位竞争

#### 并无官方名分，大多指功效性护肤品

“药妆”至今在国内尚没有法规层面明确的界定。为避免化妆品的命名对消费者产生误导，国家食品药品监督管理局出台的《化妆品命名规范》中禁止使用“医学”、“医药”、“医生”、“药妆”等相关词语。19年1月10日，国家药监局发文表示“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”。国家卫生部用于规范管理化妆品的主要法规《化妆品卫生监督条例》，仅将化妆品分为特殊、非特殊两类。特殊用途化妆品指作为育发、染发、烫发、脱毛、美乳、健美、除臭、祛斑、防晒等用途的化妆品。因此，在我国以功效性产品为主的“药妆”作为特殊用途化妆品来管理。

图表1：我国特殊用途化妆品审批流程



资料来源：国家食品药品监督管理局官网，华泰证券研究所

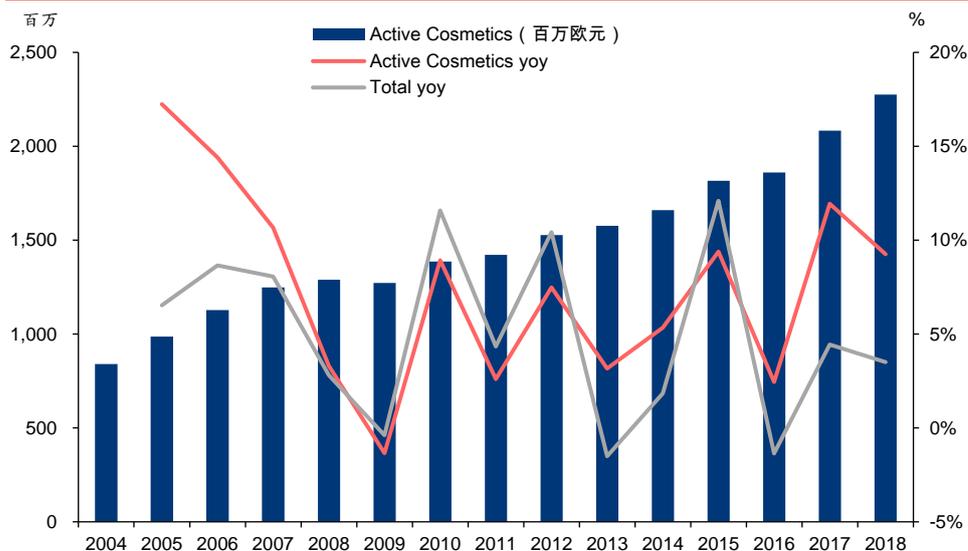
从市场的角度，化妆品行业普遍认同的“药妆”大致分为三类：（1）药品企业延伸出来的“药物化妆品”，如云南白药的采之汲面膜、同仁堂的丽颜坊；（2）由医学人员研发，在医院和药房渠道销售的“医学护肤品”，如标婷、京卫本草、薇诺娜（本文认为“药妆”大范畴上仍属妆字号化妆品，不同于械字号产品，因此械字号医疗美容产品不在本文讨论范畴）；（3）有祛斑祛痘等针对性功能的“功效性护肤品”，如佰草集、相宜本草等品牌旗下的功效性护肤品。前两种概念将“药妆”更多贴近“药”的范畴，而第三种包含范围最广，也是市场认可度最高的“药妆”概念，有一定保湿舒缓、美白抗衰、祛痘祛斑等特定功效。

因此，“药妆”从某种意义上是化妆品行业发展过程中随着消费者需求的升级以及皮肤学研究的深入应运而生的一个细分品类，我国药妆并未得到官方的“名分”。本文所讨论的“药妆”将立足于市场公认的“药妆”概念，泛指功效性护肤品。

#### 行业规模较小，细分板块中增速较高

全球范围来看，功效性护肤品在成熟市场的增长快于化妆品行业整体。以欧莱雅为例，根据公司公告，18年其健康活性部门（包含薇姿、理肤泉、修丽可等功效性护肤产品）内生增速12%，仅次于奢侈品部门的14.4%，高于消费品部门（2.4%）及专业产品部门（2%）。在欧美等成熟市场，健康活性部门增长显著高于整体（如欧莱雅在北美市场整体收入下降2%，健康活性部门增速20%+）；在亚太等新兴市场亦有较高增速。

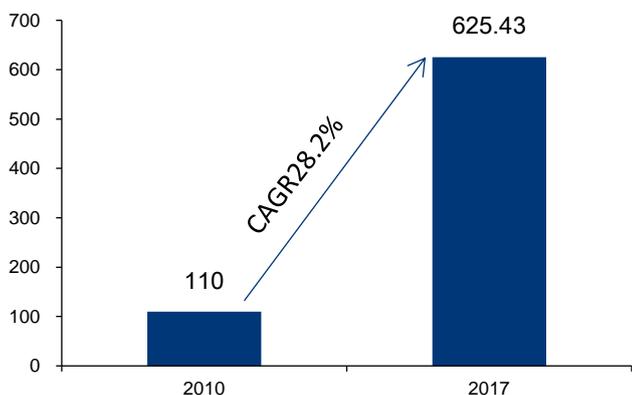
**图表2：欧莱雅的活性健康部门整体收入增速16年以来高于整体**



资料来源：欧莱雅公司公告，华泰证券研究所

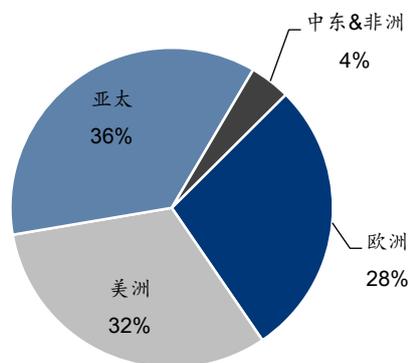
我国功能护肤细分市场占比远低于欧美和日本，未来成长空间广阔。2005年开始日本的FANCL、美国的露得清等国外功效护肤品牌大举进军中国市场，国内企业也纷纷开始涉足。中国功效护肤市场规模从10年的110亿元增长至17年的625亿元，年复合增长率达28.16%。但和欧美、日韩较为成熟的市场相比，我国功能护肤市场规模占化妆品整体市场规模比重较低，根据智研咨询数据，2017年功能护肤市场份额占整个化妆品市场17.3%；2017年在日本药房产品销售比重中，药妆产品（日本承认“药妆”）占到了近一半的份额，欧美国家功效护肤化妆品的市场份额占整个化妆品市场的60%以上。

**图表3：我国功效护肤市场规模及增速（亿元）**



资料来源：中国报告大厅，华泰证券研究所

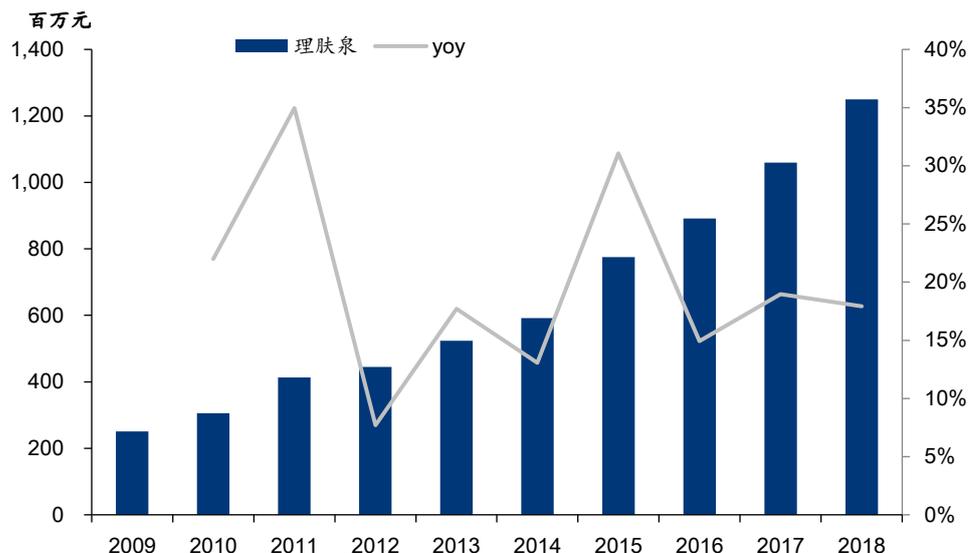
**图表4：2017年全球功效护肤市场区域分布情况**



资料来源：中国报告大厅，华泰证券研究所

**欧美品牌占据高端，本土定位中端**

欧美地区功效护肤品牌较早进入中国市场，占据大部分市场份额，本土品牌积极涌现。1998年欧莱雅旗下品牌薇姿成为最早进入中国的“药妆”品牌。随后，雅漾、理肤泉等相继进入。直至今日，外资品牌仍然牢牢占据着国内三分之二以上的市场份额（智研咨询数据），薇姿、雅漾、理肤泉三大外资品牌在国内药妆市场占有超过60%的市场份额。欧莱雅集团旗下的理肤泉18年在中国市场零售规模达到12.5亿元，09-18年复合增速达到20%，维持较快增长。

**图表5：理肤泉在我国终端零售规模**


资料来源：欧睿数据，华泰证券研究所

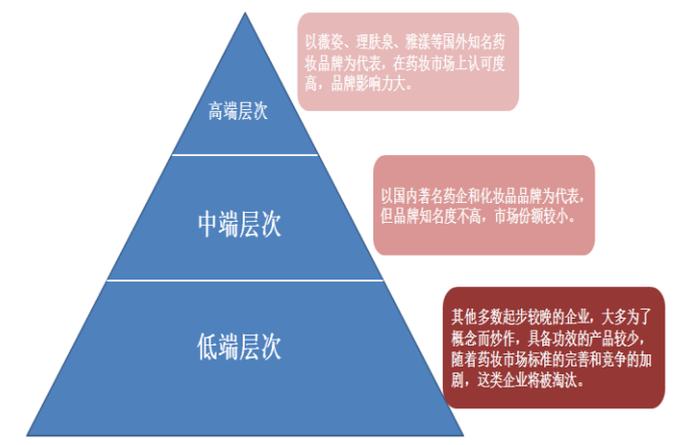
目前我国功能护肤市场主要分为三个层次：1) 以薇姿、理肤泉、雅漾为代表的外资品牌主导高端市场；2) 根据前瞻产业研究院数据，中国已有 170 多家企业涉足功能护肤市场，主要占据中低端市场，包括功能护肤创业公司薇诺娜等，以及“跨界”著名医药企业，如云南白药的采之汲面膜、同仁堂的“同仁御颜”、康恩贝“萃芙理”孕产妇肌肤修复系列、仁和药业的燕窝赋活面膜等。3) 另外还有一些起步较晚的企业，提供产品多为概念性，缺乏实际功效性，随着功能护肤市场标准的完善和竞争的加剧，有可能会被逐渐淘汰。

总体来看，国产品牌尚处于起步阶段，品牌知名度和产品销量远不及国外知名品牌。中国品牌网推出的功能护肤十大品牌排行榜里，清一色为欧美日韩品牌，国产品牌的市场影响力较低。

**依托国内丰富的中草药资源，国产品牌市场份额有望提升。**中国拥有丰富的中草药资源，如松茸、甘草、红景天、红花等，这些是化妆品业界常用的功能护肤品原料。国外功能护肤品牌瞄准国内这些丰富的原料资源，也在寻求和国内品牌的合作，以推进中国功能护肤市场。如 2016 年英国功能护肤龙头 KWS 集团与广州杨森达成战略合作，针对中国消费者肤质特点推出 KWS 的秋冬春季保湿修护系列产品。

国内企业凭借天然的中草药资源优势，有望在功能护肤市场得到迅速成长。如扎根云南昆明的本土品牌薇诺娜以云南特有的植物资源青刺果、马齿苋、滇重楼、滇山茶为产品核心成分，自 08 年成立至今，已拥有大量用户基础，据公司官网数据，2017 年双十一活动中薇诺娜在 24 小时内全线销售额达到 3 亿，是第一个销量破亿的药妆品牌。

图表6：我国功能护肤市场竞争层次



资料来源：华泰证券研究所

图表7：我国目前功能护肤市场十大品牌



资料来源：中国品牌网，华泰证券研究所

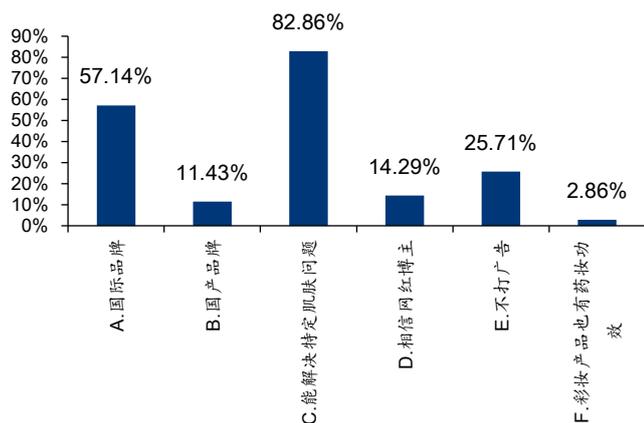
### 消费者需求细化，产品功效差异化竞争

**中国功能护肤市场消费需求“年轻化”趋势明显，祛痘类市场增长迅速。**目前功能护肤消费有越来越“年轻化”的趋势。85后、90后、95后消费者占据市场主体，且95后消费者的消费能力增长最快。伴随着消费者年轻化趋势，功能护肤中主要针对青春痘患者的祛痘类产品需求在不断攀升。专门定制痤疮产品的软件公司MDacne市场调研数据显示，中国的“痘痘肌”人群数量在1亿人左右，至少有6.5亿不同程度的痤疮人群。加之“修仙党”“加班汪”的社会风气在15-30岁人群中盛行，生活压力、作息紊乱已成为痘痘肌人群增多的主要原因。同时，消费者祛痘意识也愈发强烈，祛痘产品已成为功能护肤里面增长较快的一个细分赛道。

**成分党兴起，追求功能护肤品牌的高效安全性。**随着消费者健康安全意识的觉醒，对化妆品成分的认知也在快速增长，对于化妆品的需求已经从单纯地追求功效性过渡到追求既高效又安全的阶段。功能护肤作为功效性化妆品类，其成分越来越受到消费者关注。而功能护肤品牌在进行营销宣传时，也往往会将产品主要成分作为卖点，比如新锐品牌HFP在进行内容营销时常常围绕产品成分进行软文推广。

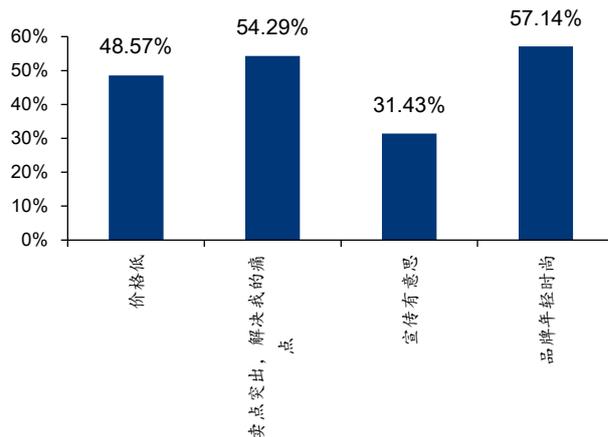
**“精细化”需求兴起，功能护肤市场有望实现差异竞争。**80后、90后作为化妆品市场的消费主体，最显著的消费特点之一，就是更懂得理性选择、重视个性化需求。功能护肤作为功效性化妆品类，细分趋势日益明显。2018年中国化妆品领域C2CC传媒对80、90后消费者进行的功能护肤市场调研结果显示，在功能护肤功效需求问卷调查中，抗敏只排到第4位，占比29%，去黑头、收缩毛孔、祛痘、消除痘印、安全抗皱等更为细分具体的功效占绝对比重。在功能护肤吸引消费者购买的主要因素里面，83%的人认为能解决毛孔粗大、痘痘肌和敏感肌等针对性皮肤问题的功能护肤，是考虑购买的主要因素。

图表8: C2CC 传媒功能护肤市场调研问卷 Q: 什么样的功能能吸引你?



资料来源: C2CC 传媒, 华泰证券研究所

图表9: C2CC 传媒功能护肤市场调研问卷 Q: 小众品牌的优势有哪些?



资料来源: C2CC 传媒, 华泰证券研究所

### 药房渠道受阻, 线上口碑拉动快速增长

药房销售渠道受阻, 日化专营店、KA、百货仍是功能护肤销售主流渠道。1998年, 薇姿进入中国的同时将药房专销护肤品的概念带入中国。相比于 KA、百货、专营店等护肤品传统经销方式, 药房销售能衬托品牌的专业性, 增强消费者对于品牌的信任感。在美国、日本、英国等国家, 人们已经形成了到药房购买功效性护肤品和个人护理用品的生活习惯。功能护肤也一度被认为是可以给国内连锁药店带来更高利润的产品。

然而国内药店的受众与化妆品消费人群存在较大偏差, 且大部分销售人员不具备专业药理和美容知识, 这使得功能护肤在药房的销售受到阻碍, 开始转向 KA、百货等传统渠道。薇姿在经历国内销量下滑后, 也从 98 年进入中国后的 200 多家大型药房专柜缩减为 13 年的 11 个药店专柜, 选择进驻百货专柜。和其他化妆品一样, 日化专营店、商超仍是国内功能护肤品牌销售的主流渠道。据 C2CC 传媒数据, 全国化妆品零售连锁企业娇兰佳人明确提出将提升门店“药妆”占比, 2016 年新改造的 10 家试点店中, “药妆”已经单独作为一个板块出现在门店当中。2016 年“药妆”在总销售额中的占比达到 10%左右, 其余为彩妆、护肤等品类。

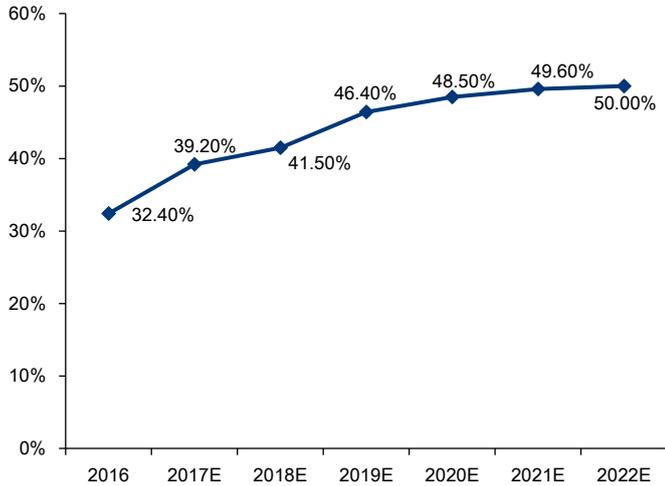
图表10: 娇兰佳人门店里薇姿、理肤泉、艾伊派的展柜



资料来源: C2CC 传媒, 华泰证券研究所

拓展电商渠道，依靠线上口碑传播扩大知名度。据智研咨询预测，到2022年我国国内功能护肤电商交易规模将达475亿元，占功能护肤产业规模50%左右。国内电商的快速发展给一些国产小众功能护肤品牌带来了机会。这些品牌往往从细分品类切入，通过电商渠道放大产品影响力，由产品带出品牌，从而产生一批忠实拥趸。比如当下热门的互联网功能护肤品牌HFP，专注于年轻人祛痘这个细分市场，通过互联网上口碑传播，在淘宝、天猫上迅速扩大知名度，形成小众领域有一定影响力的代表品牌。

图表11：2016-2022 我国功能护肤电商渗透率预测



资料来源：智研咨询，华泰证券研究所

图表12：2018年淘宝天猫双十一美容/护肤/美体/精油排行榜

排名	品牌名称	交易指数
1	Olay/玉兰油	5,418,886
2	Lancome/兰蔻	5,245,778
3	L'oreal/欧莱雅	4,836,510
4	SK-II	4,734,438
5	Estee Lauder/雅诗兰黛	4,432,103
6	PECHOIN/百雀羚	4,096,268
7	CHANDO/自然堂	3,652,470
8	HomeFacialPro	3,480,511
9	Shiseido/资生堂	3,208,371
10	Winona/薇诺娜	3,190,574

资料来源：亿邦动力网，华泰证券研究所

## 国外：历史悠久，产品制造、渠道专业化

### 欧美功效护肤品界定模糊，日本拥有“官方名分”

从全球范围来看，早在1946年就有人首先使用“功效化妆品”的说法，但这个概念清晰地被医学界和化妆品行业广泛接受，一般认为是源于1984年Kligman博士在美国化妆品化学家协会会议上提出了“药妆”这个词。药妆品的英文单词“Cosmeceutical”，是由化妆品“Cosmetics”和药品“Pharmaceuticals”两者组成的，意思是具有药物性质的化妆品。

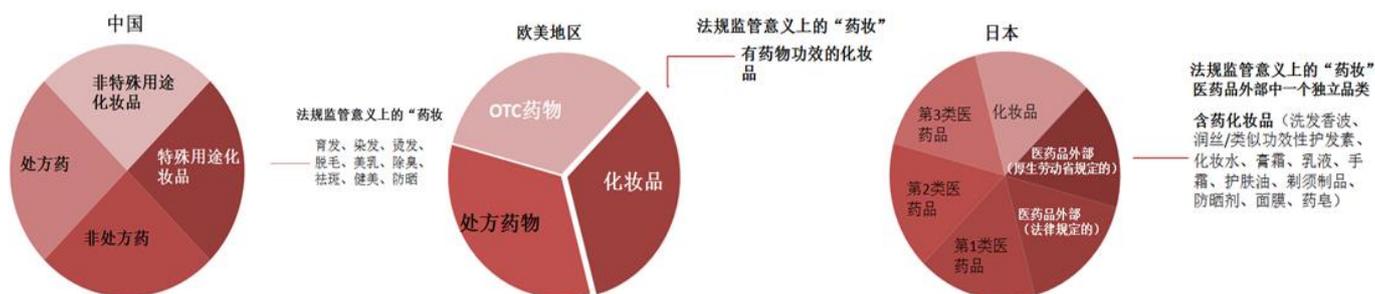
不仅是中国，大多数国家在法规层面至今都没有把“药妆”作为独立的品类，Cosmeceutical这个词其实在大多数国家的法律下并不存在。美国食品药品监督管理局（FDA）对于“药物、化妆品两者兼而有之”的产品归于非处方药，按照药品管理。根据《联邦食品、药品和化妆品法》，药品在上市前必须获得FDA通过新药上市申请程序给予批准，或符合适用于非处方药审查机构确定的特定药品“单行规定”。许多被认为是OTC药品的药妆或含有活性成分的化妆品，如果被认定为“一般而言安全和有效、并标注了所有活性成分”则可以按单行规定流程，无需FDA的上市前审批就可以销售。

与美国类似，欧盟法律《欧盟化妆品法规 EC 1223/2009》认为如果一个产品同时具有药品和化妆品的功能，该产品应按照药品进行管理。欧盟各国相应的执法机构来管理化妆品和药物。以法国为例，药妆属于活性化妆品，监管药妆市场的部门为法国药品及健康产品卫生安全局（ANSM）。该机构负责：药品行业机构成立前审查，发放市场准入许可，产品上市后跟踪监管，原材料、临床试验和产品质量安全性的把控，广告宣传监管等。

日本是唯一给“药妆”官方“名分”的国家。日本对药物、医药部外品进行监管的主要法律依据是《药事法》，监管主体单位是日本厚生劳动省。日本的药品分类非常详细，除了处方药“第1类医药品”之外，还将非处方药分为“第2类医药品”和“第3类医药品”。而且，日本是发达国家中唯一一个用法律定义了“准药/半药”概念的国家，并单独设立了普通产品和药品之间的“医药品外部”，从而在这一基础上给予了“药妆”法定地位。

《药事法》将“医药品外部”定义为药物以外有特定使用目的、对人体作用温和、不是器具或器械的产品。在管理上属于药品，在销售时不如药品那样严格，任何人都可以购买。在医药品外部中有一类是“厚生大臣指定的产品”，可以理解为厚生省特别确认的产品，里面就明确包括“含药化妆品”。“含药化妆品”作为医药品外部的一种，受到的监管和上市条件与医药品外部一致：成分对人体作用温和，以政府审批为准；生产符合GMP标准，高于普通化妆品；上市或进口前需申报审批，由厚生劳动省颁发许可。

图表13：中国、欧美、日本对于化妆品、药品、“药妆”概念比较



资料来源：美业观察网，中国知网，美国食品和药物管理局官网，日本厚生劳动省官网，华泰证券研究所

### 欧美：历史沉淀，技术创新，打造高端品牌

法国三大药妆品牌薇姿、理肤泉和雅漾，均拥有悠久的历史品牌历史，是全球药妆市场高端专业的形象代表。法国生产药妆的企业，很多是具有医学背景、有专门生产线的公司，在法

国一般被称为“专业实验室 (Laboratoire)”，如法国依泉专业实验室 (Laboratoire Dermatologique Uriage)、法国赛诺菲专业实验室 (Sanofi-Aventis) 等。美妆产品成分会通过临床测试，因此具有较高的安全性和专业性。而法国人在选择护肤品的过程中，更倾向于听取皮肤科医生的建议，使用“药妆”品牌。美妆销售以药店为主，法国的药店主要为 Parapharmacie 与 Pharmacie 两种，其中 Pharmacie 属于传统药店，需有专业学位的药师驻店，可以销售处方药、OTC 及美妆。而 Parapharmacie 则是美妆店，只需普通的药剂师，不可以出售处方药等药品，只能出售保健品、美妆产品。

**图表14： 欧美美妆市场主要品牌简介**

美妆品牌	创立时间	所属集团/原产国	独特成分	功效	销售渠道
薇姿	1931	欧莱雅/法国	蕴含硫酸性温泉水、健康活性分子	功效性不强； 适合健康肌肤	超市、药房、百货
理肤泉	1928	欧莱雅/法国	蕴含碳酸性温泉水，含有独特的成分“硒”	保湿舒缓、加快伤口愈合 的功效：适合问题肌肤	百货、药房、 理疗中心
依泉	1993	Uriage 实验室/法国	蕴含天然等渗性温泉水	控油祛痘、祛斑、抗皱	百货、药房
雅漾	1990	皮尔法伯实验室/法国	蕴含雅漾活泉水	补水，修护肌肤水脂膜	百货、药房
修丽可	1994	欧莱雅/美国	高浓度左旋 C 医药专利成份	用于医美护理	皮肤科、整形外科、 高端水疗中心
科颜氏	1851	欧莱雅/美国	金盏花、芦荟等 自然成分配方，结合前沿科技	镇静舒缓，均衡条理肌肤 油脂，强化肌肤天然屏障	起源于社区药房， 后主要在百货专柜 独立门店销售
悦木之源	1990	雅诗兰黛/美国	植物天然成分	针对敏感肌、痘痘肌	百货、药房、免税
自然哲理	1996	科蒂/美国	源于医美和生物医学护理	深层清洁、抗老化	百货、药房

资料来源：各品牌官网，中国知网，华泰证券研究所

不同于法国以天然植物成分为主的美妆品牌，**美国美妆的突出特点在于高科技，以专利配方为主要成分**。一个典型的例子是修丽可 (Skin Ceuticals)，其主要成分左旋 C 是由国际皮肤科医学权威皮尼尔教授及其研发团队结合杜克大学医学中心的技术协助，开发出来的专利系列。左旋 C 产品系列已在全球 16 个国家及地区销售，凭借较强的抗氧化功效在美妆界享有盛名。2005 年，皮尼尔教授又推出了左旋 C 的升级版 C E Ferulic，进一步巩固了 Skin Ceuticals 在美妆界的地位。

美国的线下美妆门店分布广泛，消费者已经形成了到药房购买“美妆”的生活习惯。CVS、Longs Drugs 和 Walgreens、Rite Aid 是全美四大药品连锁店。各药品店的定位也稍有区别：CVS 提供“一站式”购物服务，SKU 品类齐全；Walgreens 1901 年创办至今已经有百余年历史，主要走低价路线；Longs Drugs 所经营的商品种类十分广泛，也是最大的日用品销售商之一；Rite Aid 以销售药品为主。

**图表15： 美国各大药店连锁**



资料来源：各品牌官网，华泰证券研究所

### 日本：有法规制度可循，美妆店为**主流销售渠道**

日本作为全球唯一设立美妆独立品类的国家，对美妆有着更高、更明确的要求：**配方必须完全公开**，所有有效成分及安全性必须经过医学文献和皮肤科临床测试证明；**配方精简**，不含色素、香料、防腐剂及表面活性剂；**有效成分含量高**，针对性强，较一般护肤品功效

显著。产品成分方面，日本药妆注重天然原材料，坚持“健康无添加”的同时，融合科学技术，专利配方获多项国际大奖。不同于欧美市场以中高端为主，日本药妆高中低档次齐全，以高性价比受到众多消费者青睐。

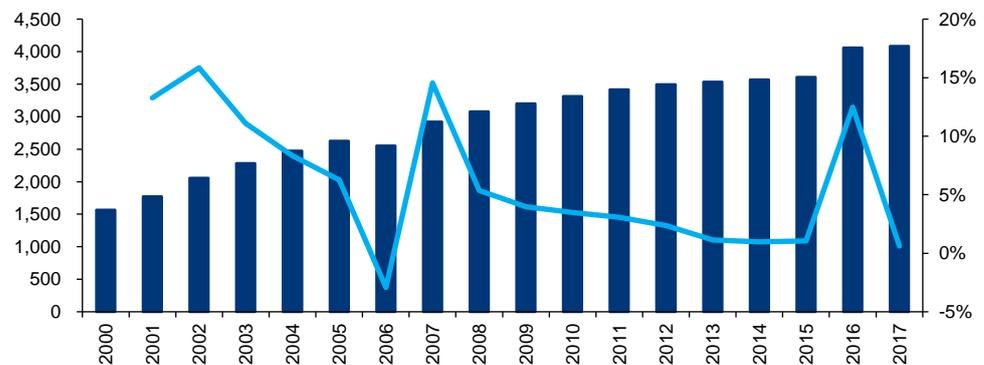
**图表16：日本药妆市场主要品牌简介**

药妆品牌	创立时间	所属集团	独特成分	功效	产品定位
雪肌精	1985	高丝	根据汉代中药处方研制	保湿润泽、改善肤色	高端
城野医生	1999	Ci:z Holdings	以先进的医疗技术为基础，含神奇物质 Gel	收敛毛孔、祛痘去闭口	大众
美丽芳丝	2001	嘉宝娜	包含6种天然植物的萃取精华	适合受环境影响而敏感的肌肤	大众
安耐晒	1992	资生堂	采用多重防晒α技术，防晒含W胶原蛋白等配方		中高端
SANA 豆乳系列	1986	NOEVIR 株式会社	胶原蛋白、纯天然豆腐萃取物	美白、保湿	大众

资料来源：各品牌官网，华泰证券研究所

和中国的销售渠道分布很不相同，药妆店在日本化妆品渠道中占比第一，而电商渠道因为物流人力成本、消费习惯等因素发展较缓慢。二战后欧美品牌进入日本市场，主要占据高端百货渠道。90年代，泡沫经济破裂之后，大众化妆品的需求保持稳健，以中低端市场为主的药妆店成为日本化妆品行业的主流渠道。根据日本连锁药妆协会数据，2017年日本药妆店中约70%的门店由传统的药店发展而来，30%的门店由超市、百货商店等发展而来。日本药妆店在2000年初得到较快的发展，2004年以后增速开始下滑，在龙头企业的带领下，16-17年的增速有所回升。药妆店总数从2000年的1.18万家上升至2017年的1.95万家，平均每年新开店数达430家，整体销售额达4082亿人民币。

**图表17：2000-2017年日本药妆店整体销售额变化趋势（亿人民币）**



资料来源：日本连锁药妆协会《全国药店经营实态调查》，华泰证券研究所

从药妆连锁 TOP10 企业拥有门店数量及销售额来看，日本药妆店的集中度较高。CR10 市场份额从 16 年的 61.4% 增长至 17 年的 66.4%。TOP10 企业拥有的门店数占比从 16 年的 51.37% 增长至 17 年的 52.46%。

图表18: 2016、2017年日本药妆连锁TOP10企业门店数量及占比

	2016年		2017年	
	门店数量	占比	门店数量	占比
松本清	1545	8.19%	1667	8.53%
Welcia	1472	7.8%	1535	7.86%
鹤羽	1383	7.33%	1562	8.00%
可开嘉来	1307	6.92%	1290	6.60%
SUNDRUG	1027	5.44%	1048	5.37%
杉	996	5.28%	1048	5.37%
COSMOS	738	3.91%	791	4.05%
CREATE SD HOLDINGS	613	3.25%	640	3.28%
药的青木	318	1.68%	360	1.84%
河内药品	297	1.57%	307	1.57%
合计	9696	51.37%	10248	52.46%

资料来源: 日本连锁药妆协会《全国药店经营实态调查》, 华泰证券研究所

图表19: 2016、2017年日本药妆连锁TOP10企业销售额占比

	2016年	2017年
	松本清	8.3%
Welcia	8.1%	9.3%
鹤羽	8.1%	8.8%
SUNDRUG	7.8%	7.9%
COSMOS	6.9%	7.4%
杉	6.4%	6.5%
可开嘉来	5.7%	5.7%
河内药品	4%	4%
CREATE SD HOLDINGS	3.6%	3.7%
药的青木	2.5%	4.8%
合计	61.4%	66.4%

资料来源: 日本连锁药妆协会《全国药店经营实态调查》, 华泰证券研究所

## 国货突围：瞄准细分功能，乘社交营销之风

在消费者趋于理性，产品的成分、科技受到越来越多的关注的背景下，本土护肤品牌有望通过以下两个方面实现在国际品牌中的突围：1) 随着消费者对功能护肤功能需求的细化，国内品牌可专注细分市场，针对国内消费者的肤质和痛点研发产品，抓住自己定位的人群；2) 借助国内互联网发展的红利，打造渠道优势。

图表20：薇诺娜、HFP、玉泽主要产品情况

薇诺娜		HFP		玉泽	
创立时间	2008	创立时间	2016	创立时间	2009
舒敏保湿系列	舒敏保湿特护霜68元/15g	明星原液	寡肽原液134元/15ml	皮肤屏障修护系列	皮肤屏障修护身体乳液138元/150ml
	舒敏保湿修护精华液298元/30ml		乳糖酸原液134元/15ml		皮肤屏障修护精华乳168元/25ml
舒敏控油系列	舒敏控油洁面泡沫79元/150ml	口碑面膜	烟酰胺原液134元/15ml	清痘调理系列	清痘调理平衡乳液128元/50ml
	清痘控油祛痘护理套装129元		玻尿酸密集补水面膜84元/5片		清痘修护舒缓喷雾119元/150ml
美白保湿系列	熊果苷美白保湿精华液194元/30ml	水乳面霜	寡肽修复舒缓面膜94元/5片	舒缓修护系列	积雪草修护冻干面膜188元/6片
	熊果苷美白保湿精华乳144元/50g		金盏花舒缓爽肤水114元/180ml		舒缓修护无泡洁面乳168元/150ml
柔润系列	柔润保湿霜88元/80g	眼部护理	低聚糖保湿乳液151元/118g	臻安修护系列	臻安润泽玻尿酸安瓶精华修护128元/7支
	柔润止痒身体乳99元/150g		玻尿酸紧致保湿眼霜204元/18g		臻安润泽修护保湿喷雾118元/150ml
防晒系列	防晒霜套装99元	肌底精华	视黄醇舒纹提亮精华霜274元/16g	深层洁面	
	防晒霜109元/50g		烟酰胺原液进阶版10%浓度提亮肤色精华液224元/15ml		
极润系列	极润保湿柔肤水89元/120ml		烟酰胺原液5%浓度小白瓶面部精华液161元/15ml		
	极润保湿乳液94元/50g		氨基酸净润平衡洁面乳124元/120g	氨基酸温和洁净洁面乳124元/120g	

资料来源：各品牌官网，华泰证券研究所

## 玉泽：家化旗下品牌，医研共创打造医学护肤

### 致力皮肤屏障修复，借助医生传播专业形象

玉泽品牌由上海家化于2009年推出，定位为通过修护皮肤屏障来解决亚健康肌肤问题的护肤品。2003年上海家化即联合上海交通大学医学院附属瑞金医院建立皮肤屏障修护产品的研发等产学研合作项目。04年上海家化正式与瑞金医院开展合作，共同研究解决因皮肤屏障受损引起的肌肤问题/病症，开启专业医疗机构和专业化妆品企业合作模式。历时6年，经过1386例临床验证，2009年玉泽第一代产品“玉泽皮肤屏障修护身体乳”面世，也是国际上第一个经过临床验证，具有辅助治疗与预防功效的护肤品（公司2016年年报公告）。

精选4大产品系列，产品定位大众。从2009年至今，玉泽产品经历了4代更新，2009年第一款产品特润保湿乳受到认可后正式推出整套的“皮肤屏障修护系列”，2013年推出“清痘调理系列”，2018年先后推出舒缓修复和臻安润泽系列，各系列均涵盖身体乳、保湿霜、保湿水等，品类全面，单个产品价格基本在50-200元，价格定位大众档次。

图表21：玉泽皮肤屏障修护系列



资料来源：玉泽官网，华泰证券研究所

品牌传播上，公司着力打造“医学护肤”形象，依靠皮肤科医生进行线上皮肤健康问诊，建立消费者品牌信任、品牌传播，并借助美妆KOL（关键意见领袖，Key Opinion Leader，简称KOL）进一步推广产品、扩大受众。2018年年中开始，玉泽在官方微信公众平台推

出免费皮肤健康 48 小时问诊专栏，联合瑞金皮肤科医生专家以及专家委员会部分专家在平台直接面向消费者，为其解答皮肤亚健康问题，在玉泽官方微博上，玉泽也曾以直播形式，开展 1-2 小时定期问诊活动。19 年 5 月，玉泽还邀请美妆 KOL 对话玉泽研发相关人员，进一步扩大受众，传播品牌知名度。

图表22：玉泽邀请美妆 KOL 对话皮肤科教授



资料来源：玉泽官网，华泰证券研究所

### 线下药房渠道为主，线上渠道快速发展

自 2009 年面世，玉泽的专攻渠道就是药房，立意打造“亚健康肌肤首选的医学护肤产品”专业性形象，根据 C2CC 传媒数据，玉泽目前在全国合作的药房共 400-500 家；同时也进驻了屈臣氏等传统线下渠道。2014 年，玉泽正式打通线上销售渠道，以天猫和京东为主，与线下药房渠道并轨运行，快速发展。

### 薇诺娜：临床级护肤品牌，研发实力打造护城河

#### 专注敏感肌修复，多家三甲医院验证

**专注于国人敏感肌肤修复的本土专业品牌。**薇诺娜品牌创始人郭振宇为美国乔治华盛顿大学终身教授，前滇虹药业董事长、总裁。创业初衷是，在外资品牌占据国内市场的背景下，研发出一个真正适合国人皮肤、安全有效的功能护肤品牌。根据品牌官网，2005 年 6 月薇诺娜科学护肤项目落地于云南，品牌运营实体贝泰妮公司联合昆明医科大学第一附属医院皮肤科、中国科学院昆明植物研究所，通过医、产、学、研结合，从云南 6000 多种植物中，选出青刺果、马齿苋、滇重楼、滇山茶作为产品的四大核心成分，并进行 12000 次以上的肌肤实测验证，2008 年薇诺娜首次于第四届中国皮肤科医师年会上亮相。基于舒敏药理理念，旗下产品涵盖舒敏保湿、舒敏控油、透白、极润、紧致，防晒等 13 系列，80 个单品，单品价格基本在 50-200 元，定位大众。

图表23: 薇诺娜明星产品简介

产品名称	主要成分	产品功效	产品图片
舒敏保湿特护霜	强效的功能草本精华	适用于基础护肤,可与其他顶级美妆产品复合使用,具有优异的包容性	
柔润保湿霜	野生纯净青刺果油、天然马齿苋等多种植物成分	皮炎辅助治疗,特干性皮肤日常护理	
清痘修复精华液	马齿苋,榆秀线菊提取物	祛痘、舒缓	
EGF喷雾	EGF生长因子	舒缓微创术后肌肤	

资料来源:品牌官网,华泰证券研究所

国内外核心期刊学术论文、顶尖机构临床验证奠定专业基础。根据品牌官网,与国内多数化妆品企业应用为主的研究方向相比,薇诺娜一开始即致力于临床功效和基础研究。学术方面,2009年至2018年共在国内外核心期刊上发表了学术论文64篇;临床方面,薇诺娜成为全国唯一功效性和安全性通过北京大学第一医院、复旦大学华山医院等54家国内著名三甲医院多中心临床观察一致验证的医学护肤品牌。2017年9月,薇诺娜和全国顶尖皮肤科医生共同发布了《薇诺娜医学护肤品及其在临床中的应用》红宝书,推动建立了护肤品在皮肤科临床应用中的11项国家级指南,彰显学术底蕴。

据薇诺娜运营主体贝泰妮生物发布的运营报告,薇诺娜品牌2018年1月-12月整体营收为25.88亿元,同比2017年上升35.65%,2019年薇诺娜制定全年目标为30亿。2013年,红杉资本宣布注资薇诺娜运营实体贝泰妮生物,截至19年6月,红杉资本持股比例为25.39%。

图表24: 薇诺娜运营实体贝泰妮生物股权结构(截至2019年6月)



资料来源:天眼查,华泰证券研究所

**消费者口碑传播,社交新媒体营销助力**

专业背书、产品效果奠定初期消费者口碑基础。据薇诺娜官网,其产品被广泛应用在全国2400多家医院皮肤科的临床辅助治疗中,帮助超过600万人次的患者改善,积累受皮肤问题困扰的核心消费者,形成消费者对品牌信赖。

**依托专业 KOL，利用社交平台放大品牌知名度，形成口碑传播。**薇诺娜在微博、知乎、豆瓣、小红书等社交平台均建立了运营矩阵。除常规美妆 KOL，还通过皮肤科专家等专业 KOL 进行品牌宣传，在线下，医生在医院可以向皮肤病患者推荐薇诺娜；在线上，薇诺娜邀请皮肤科专家为消费者答疑解惑，进行在线问诊，解答消费者在护肤方面的疑惑。

根据 C2C 传媒数据，2018 年双 11 期间，薇诺娜的微博直播连续 10 天，每天一场，邀请皮肤学届泰斗以及超人气网红卧蚕阿姨、潘雨润、fairy 菲宝、玉米酱罐头等亲临敏感肌研究所，在线肌肤问题专业答疑，每场直播基本都持续 2-3 个小时，为店铺粉丝持续引流，实现销售转化。

### 线下覆盖专柜、OTC，电商渠道快速增长

**薇诺娜已建成涵盖电商、OTC 和专柜的全渠道体系，全面触达消费者。**

**线下以专柜和 OTC 为依托提供专业服务。**根据品牌官网，目前薇诺娜全国线下专柜超过 500 余家，定位以服务与皮肤学护肤体验为发展助力，面向线下消费者提供定制化服务；覆盖 OTC (over the counter, 即非处方药, 不需要医生处方, 消费者可直接在药房或药店中即可购取药物) 2400 家, 未来计划通过与全国连锁药店如健之佳、一心堂、老百姓、海王星辰等知名连锁药店强强联合, 在全国继续布点开拓这一渠道。目前国内药店渠道尚未成为薇姿、理肤泉等外资品牌主阵地, 医改的推进、成本上升等有望倒逼功能单一的药店向多元化转型, “功能护肤”有望成为大型连锁药店寻求新利润的重要增长点。

**发力电商渠道，消费者口碑传播助力快速增长。**据公司官网，2012 年开始，薇诺娜将品牌建设和推广的主阵地布局在电商平台, 电商运营团队从 2012 年的 7 人发展到如今的 100 多人, 产品入驻天猫、京东等大平台。线下积累的口碑, 让薇诺娜迅速成为线上人气品牌。根据 C2C 传媒数据, 2017 年双 11 线上销售达 2.3 亿, 其中天猫达 1.68 亿, 当天线上线下共销售 3 亿, 同比增长 180%.; 2018 年双十一, 再次成功突围欧美、日韩品牌, 以 2.37 亿元的销售额跃进美妆榜 TOP9。

### HFP：新一代电商品牌，社交平台内容营销起家

**以有效成分为特色，品牌口碑成长迅速**

**HFP 创始人名校背景，具有 8 年宝洁供职经历。**创始人吕博毕业于浙江大学，2006 年获阿尔伯特大学硕士，曾供职于宝洁中国市场研究部 8 年。其最初创立“美颜家 HomeFacial”，定位上门美容领域的 O2O 平台，实际运营实体为广州蛋壳网络科技有限公司。根据公司官网，公司成立之初便获得资本青睐，2014 年 12 月获晨兴资本天使轮投资，融资金额为 300 万元，2015 年 11 月获青松基金及铂涛集团投资，融资金额为 1500 万元。后因美颜家发展受挫，公司开始与日本实验室合作研发护肤品牌，产品包括原液、面膜、洁面卸妆、水乳面霜、精华等。2016 年 2 月，HFP 携“玻尿酸密集补水面膜”亮相官网及官方微博，HFP 由此诞生。

据公司官网，HFP 所有产品均通过上海医药工业研究院卫生部的无刺激实验，并通过国际 SGS 荧光剂检测及 CNAS 实验室认可，品牌理念为“简单、有效，以成分打动肌肤”。产品包装设计以黑白两色为主，产品命名大多采取成分+原液命名，例如“烟酰胺原液”、“虾青素原液”、“寡肽原液”等，品牌主要的目标客群为追求小众的时尚护肤爱好者、关注成分的功能护肤党以及居住江浙沪等城市的小资人群，这部分人群的特点在于对护肤知识有一定了解，同时对社交平台使用娴熟。

图表25: HFP 发展历程



资料来源：公司官网，华泰证券研究所

图表26: HFP 产品使用者画像



资料来源：华泰证券研究所

按产品种类，HFP 产品包括原液、面膜、水乳面霜、眼部护理、肌底精华及深层清洁产品，产品成分有虾青素、玻尿酸、寡肽、熊果苷、烟酰胺、神经酰胺等。截至19年3月，产品SKU共有33个，整体价格区间在109-379元。其中肌底精华价格最高，为299-379元，其余产品价格109-299元。

图表27: HFP 品牌产品信息

产品分类	主要产品	价格区间	SKU	主要成分	产品图片
明星原液	虾青素原液、玻尿酸原液、寡肽原液、烟酰胺原液等	139-239	8	虾青素、玻尿酸、寡肽、烟酰胺	
面膜	寡肽修护祛痘面膜、玻尿酸密集补水面膜、虾青素提亮修护面膜、熊果苷亮肤补水面膜等	99-139	7	寡肽、玻尿酸、虾青素、熊果苷、蜂胶	
水乳面霜	烟酰胺亮肤乳液、神经酰胺保湿面霜、金盏花舒缓爽肤水、低聚糖保湿乳液、酵母嫩肤保湿精华等	119-219	8	烟酰胺、神经酰胺、金盏花、低聚糖、酵母	
眼部护理	玻尿酸保湿眼霜、视黄醇舒纹眼霜、黑啤酵母眼膜贴、角鲨烷手霜组合	109-299	4	玻尿酸、视黄醇、黑啤酵母	
肌底精华	酵母嫩肤精华液、生物糖胶修护精华	299-379	2	酵母、生物糖胶	
深层清洁	氨基酸洁面乳、维生素 E 卸妆水	139-149	4	氨基酸、维生素 E	

资料来源: HFP 官网, 华泰证券研究所

**HFP 品牌专注有效成分、科学配比的研发方向。**据品牌官网, HomeFacialPro 的产品均通过上海医药工业研究院卫生部的无刺激实验、国际 SGS 荧光剂检测和 CNAS 实验室认可。HomeFacialPro 成立了由一线研发师团队组成的 HFP 实验室 TM, 负责从消费者调研、产品研发、封闭测试、新品问世的一系列筹备工作。

**注重持续内容营销, 线上渠道销售为主**

**高密度、系统化的微信公众号软文投放是 HFP 初期发展、打开市场知名度、强化消费者品牌认知的重要营销手段。**

2016 年 9 月 5 日, HFP 通过其官方微信公众账号“HomeFacialPro”发布了第一篇微信公众号推文。根据美商社统计, HFP 官方微信平均每月推送 4-5 次, 截至 19 年 3 月 8 日共计推文 109 篇。HFP 的官方微信公众账号在 2017 年共发布 27 篇阅读量 10 万以上的品牌推广文章, 18 年 4 月就突破一百万粉丝, 自 17 年 2 月起, 公众号发布文章的阅读量几乎保持在 10 万以上。文章标题多次出现“温暖”、“感恩”、“情人节”等词汇, 迅速吸引年轻女性的眼球, 以极富温情与情怀的小故事开篇, 在文章中植入产品广告、促销活动、购买链接等, 提高用户转化率。

图表28: HFP 微信公众号文章塑造温情品牌形象



资料来源: HFP 官网, 华泰证券研究所

图表29: HFP 多篇微信公众号文章阅读量达 10 万+



资料来源: HFP 官网, 华泰证券研究所

除了通过自家官方微信公众号, 在各类型大 V 公众号上全面投放广告软文更是 HFP 早期迅速打开市场、提高知名度的重要途径。据美商社统计, 2016 年 HFP 共计投放约 709 条微信推广文案, 2017 年共计投放约 3473 条推广文案, 投放公众号多为与品牌自身定位相符合的公众号, 以美妆、公信力杂志大号、个人号居多, 所有公众号宣传累计广告费上亿。HFP 对于每一篇微信推文的内容把控较严格, 每一篇文章都经过悉心设计(如穿插实验室照片体现科学感、产品使用前对比图、名人推荐做背书等), 营销效果较好, 据 HFP 品牌官网数据, 2017 年双十一当天 HFP 官方旗舰店销售额突破 1 亿元, 全年销售额突破 3.6 亿元, 2018 年公司营收规模突破 10 亿。

图表30: HFP 公众号投放数量逐月增加



资料来源: 连线家网站, 华泰证券研究所

图表31: 2016-2018 年公众号投放次数情况

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

资料来源: 连线家网站, 华泰证券研究所

在微博、小红书、抖音等社交平台, HFP 也在逐渐发力各种营销推广活动, 进一步扩大消费者群体覆盖。

图表32: 品牌首位原液代言人王一博



资料来源: 公司官网, 华泰证券研究所

## 总结：功效护肤细分市场亮眼，国货具有中端突围潜力

我国处功效性护肤品快速发展期，中高端市场被海外品牌占据。化妆品受益于消费升级，在消费子行业中表现相对较好，18年我国化妆品市场规模4102亿元/+13%（欧睿数据）。19年4-5月（平滑五一小长假影响）化妆品社零同比增速11.7%，较Q1提升0.8pct（国家统计局数据），预计下半年增速维持稳健，中长期有望持续较高景气度。全球范围来看，功效性护肤品在成熟市场的增长快于化妆品行业整体。随着国内年轻消费者因生活习惯、工作压力等皮肤问题频现，主打“熬夜急救”和解决“痘痘肌”等问题的功效性护肤品受追捧，市场快速发展，渐成为行业风口。中国功效护肤市场规模从10年的110亿元增长至17年的625亿元，年复合增速28.16%，占化妆品整体市场规模约17%，和欧美60%以上的市场占比有较大差距。欧美地区“药妆”品牌较早进入中国市场，在中高端市场占据主导地位，国产品牌尚处于起步阶段，品牌影响力尚待建立。

国外功效性护肤市场历史悠久，产品制造、渠道专业化。在海外，“药妆”产品研发制造、渠道都高度成熟：欧美按药物标准管理，主打强大科技感，定位中高端，薇姿、理肤泉和雅漾等均拥有悠久的历史品牌历史，以药店为主要销售渠道，在美国CVS、Longs Drugs和Walgreens、Rite Aid是全美四大药品连锁店。日本有专门的药妆品类，要求配方公开、临床证明，主打高性价比，药妆店销售为主要渠道，17年日本药妆连锁店达1.95万家，整体销售额达4082亿人民币，CR10的连锁药店市场份额达到66%（日本连锁药妆协会数据）。

瞄准细分功能，乘社交营销之风，国货有望突围。薇诺娜品牌由前滇红药业董事长创立，以青刺果、马齿苋、滇重楼、滇山茶为四大核心成分，单品价格基本在50-200元。经多家三甲医院临床验证，电商渠道快速增长，18年品牌营收25.88亿/+35.65%；玉泽为上海家化旗下品牌，定位通过修护皮肤屏障解决亚健康肌肤问题，单品价格基本在50-200元，2009年至今，产品已经历4代更新；HFP创立于2016年，以“简单、有效，以成分打动肌肤”为主要理念，单品价格基本在109-379元，依托社交营销快速发展，成新一代电商品牌。国货通过持续内容营销，借力电商渠道，在大众市场有一定优势，有望持续享受行业增长红利，快速崛起。

风险提示：1) 消费疲软。消费疲软可能导致居民对化妆品的需求放缓，影响化妆品行业的景气度，进而影响企业盈利能力。2) 外资品牌价格下降、渠道下沉加速。外资品牌市若价格下降，可能冲击国内化妆品品牌。若国内品牌的产品质量与营销策略不能及时适应市场变化，可能导致业绩受到影响；外资品牌加速向三四线城市或中低端市场的渠道下沉，也有可能进一步加剧行业竞争，影响国货企业盈利能力。

## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。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报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层  
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com