

# 化妆品专题一

## 从护肤消费热点看行业成长阶段与机会

“成分党”的兴起标志着中国化妆品消费者正从粗放式购买向关注产品本质进阶，对护肤品的需求由基础向专业升级。广义上，有效活性成分浓度较高的护肤品均可称为功效护肤品，部分品牌具有皮肤科/药品/原料商研发背景，形成独特的品牌基因，被称为功能性护肤品，成为本轮护肤消费升级的最大受益者。欧莱雅活性健康护肤品部门 2019 年的收入增速 17.1%，分别高出集团整体 6.2pcts；薇诺娜 2018/2019 年收入增速均超过 30%；片仔癀化妆品业务 2018 年收入增速 50%+；玉泽连续维持 50%+ 高速增长；华熙生物旗下功能性护肤品牌收入增速 100%+；创尔生物 2018/2019 前三季度收入增速分别高达 58.19%/29.68%。

国内专业功效护肤品市场提升空间较大，并将带来人均护肤消费的提升。功效护肤品在中国的增长有三大推动力：①对庞大的基础护肤用户进行深挖。护肤消费者教育在中国已普及了近 30 年，存量护肤品消费者随年龄增长，对高机能产品需求自然提升；新生代功效护肤需求年龄前移。②居民消费力的提升为功效类产品的兴起提供了必要条件。城镇人均可选类消费支出较 21 世纪初提升 5 倍左右，可以支持售价较高的功效护肤品。③互联网时代信息透明度显著提升，功效突出的产品在用户体验的对比分享中容易脱颖而出。

国际大牌借护肤消费升级加速下沉，国产品牌深挖定位和专业机构背书两条腿走路。海外高端品牌通常以功效产品为品牌核心，在本轮护肤需求升级中，借助品牌力优势通过电商渠道加速拓展下沉市场，例如雅诗兰黛的线上销售已覆盖 650 座城市。国产传统综合护肤品牌凭借覆盖人口更广的价格带优势，拉新的同时挖掘中低定位客群的消费升级需求。具备功能性护肤品基因的国产新锐护肤品牌高速增长，例如薇诺娜、玉泽等。

功效护肤趋势对上市化妆品企业呈正向影响，优质产品是优质公司支点。我们认为，消费者对护肤品的产品认知和评价力正在逐步提升，护肤品明星 SKU 的生命周期很长，好产品本身是品牌赖以长期发展的基石，预期化妆品行业景气度可长期持续，功能性护肤品类为短期增长热点。对化妆品板块维持长期基本面看好观点，核心推荐【华熙生物】，预期护肤品业务适宜本轮热点风格高速增长，明星成分玻尿酸原料市场同受正向影响维持较快增长，医美注射类业务长期渗透率提升。建议关注牵手国际顶级抗衰原料商，供应链自主掌控力强且产品价格带覆盖人群广的【珀莱雅】，深耕眼部护理和抗衰领域的【丸美股份】，旗下功能性护肤品牌玉泽高速增长、美容护肤业务长期占比提升的【上海家化】。

风险提示：线下零售受疫情影响恢复慢于预期；强功效产品的致敏率风险提升；海外知名品牌持续发起价格战。

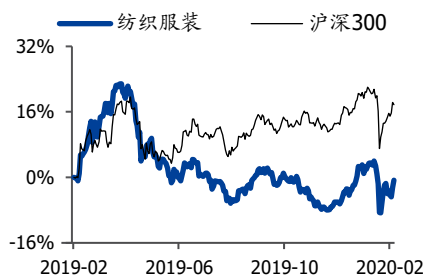
### 重点标的

股票代码	股票名称	投资评级	EPS (元)				PE			
			2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
688363	华熙生物	买入	0.88	1.25	1.65	2.08	106.93	75.28	57.03	45.24
603605	珀莱雅	增持	1.43	1.86	2.43	3.06	80.92	62.21	47.62	37.81
603983	丸美股份	增持	1.04	1.35	1.62	1.91	72.82	56.10	46.75	39.65
600315	上海家化	买入	0.80	0.90	1.00	1.30	34.93	31.04	27.94	21.49

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

增持（维持）

### 行业走势



### 作者

分析师 鞠兴海

执业证书编号：S0680518030002

邮箱：juxinghai@gszq.com

分析师 刘畅

执业证书编号：S0680519070002

邮箱：liuchang@gszq.com

### 相关研究

- 1、《纺织服装：疫情短期冲击测算，关注长期景气的化妆品/运动赛道》2020-02-01
- 2、《时尚消费：景气为先，个股择优》2019-12-26



## 内容目录

1 热点品类符合护肤品行业消费升级趋势 .....	3
2 功效类护肤品崛起 .....	3
2.1 什么是功效类护肤品 .....	3
2.2 功能性护肤品成为新一轮次的护肤消费热点 .....	4
2.3 国内功效类护肤品市场上行空间大，或将提升人均护肤消费额 .....	5
3 强功效护肤品流行趋势对中国护肤市场格局的影响 .....	9
4 上市公司在本轮护肤消费升级中的应对分析 .....	11
4.1 上海家化：老牌国货佰草集推新聚焦强功效产品，新锐玉泽卡位功能性护肤 .....	11
4.2 华熙生物：天生“成分党”，从原料商到实验室风格功能性护肤品 .....	13
4.3 珀莱雅：牵手国际抗衰原料商，原料研发与品牌矩阵拓展双管齐下 .....	14
4.4 丸美股份：深耕抗衰市场 20 年，从眼部护理到面部精华 .....	15
5 消费者护肤消费评价力提升，行业长期回归“产品为王” .....	16
风险提示 .....	17

## 图表目录

图表 1: 国产综合性护肤品正式起步于千禧年前后 .....	3
图表 2: 基础护肤、功能护肤与医疗护肤 .....	3
图表 3: 药、医用敷料、功能性护肤品、一般护肤品 .....	4
图表 4: 消费者护肤需求点热度指数对比 .....	5
图表 5: 消费者护肤需求点热度指数对比 .....	6
图表 6: 修丽可 VS 赫莲娜产品成分对比 .....	7
图表 7: 杜克面霜与黑绷带价格对比 .....	7
图表 8: 杜克面霜与赫莲娜产品对比 .....	7
图表 9: 近年来热点化妆品成分 .....	8
图表 10: 自然堂爆款化妆水 55 元一瓶 (135ml) .....	9
图表 11: 自然堂 2019 年新品“蓝胖子”提亮精华 158 元一瓶 (30ml) .....	9
图表 12: “成分党”OLAY 小白瓶&修丽可色修精华 .....	9
图表 13: “高肌能”兰蔻小黑瓶&雅诗兰黛小棕瓶 .....	9
图表 14: OLAY 定价约为珀莱雅的 1.5 倍 (单位: 元) .....	10
图表 15: 薇诺娜十大明星产品 .....	11
图表 16: 佰草集新品突出展示功效成分 .....	11
图表 17: 功能性护肤品牌玉泽 .....	11
图表 18: 玉泽与竞品价格带对比 .....	12
图表 19: 玉泽品牌与“带货王”李佳琦深度合作 .....	13
图表 20: 护肤品构成解析 .....	14
图表 21: 圣罗兰明星产品“小蓝胶”紧致眼胶 .....	15
图表 22: 雅诗兰黛小棕瓶眼霜 .....	15
图表 23: 丸美 BB 新肌雪睛眼霜 .....	15
图表 24: MARUBI TOKYO “日本珠”系列产品 .....	16

## 1 热点品类符合护肤品行业消费升级趋势

国产护肤品起步于千禧年前后，初期聚焦空间广袤的基础保湿市场。中国的化妆品市场是一个发展阶段较初级的市场，当下市占率前列的多渠道综合性护肤品牌基本诞生于2000年左右。萌芽期护肤市场消费者的主要诉求是基础补水保湿，根据聚美丽走访终端数据，40%左右的CS门店是由补水保湿类撑起过半的SKU供应和销售额，约30%的CS门店补水保湿类SKU和销售额占比在30%-50%。

图表1: 国产综合性护肤品正式起步于千禧年前后

1998前:	1998:	2000:				
百雀羚	佰草集	相宜本草	2001:	2002:	2003:	
羽西、小护士、大宝等 (被海外收购)	水密码	美肤宝	丸美	自然堂	韩束	珀莱雅

资料来源: 药监局, 国盛证券研究所 注: 除美肤宝(防晒)、丸美(抗衰)外均以保湿为核心品类

按针对性程度，我们可以将护肤行为分成使用护肤品保养的基础护肤、功能性护肤和借助仪器与药品的医疗护肤三个级别。其中“基础护肤”指的是“清洁、保湿、防晒”三个护肤基本步骤，适用于所有肤质，拥有最广泛的使用群体和深刻的消费者教育，保湿系列是几乎所有护肤品牌的标配产品系列，同时也是多数综合性国产护肤品牌的核心系列。随着护肤意识升级，消费者对护肤产品的需求从基础的清洁、保湿与防晒，向个性化的细分功效进阶，功效明显的护肤品成为新一轮增长热点，例如高浓度精华。

图表2: 基础护肤、功能护肤与医疗护肤

护肤级别	作用	产品举例
基础护肤	清洁、保湿、防晒	洗面奶、日常保湿类水乳膏霜、日常保湿面膜、防晒霜等
功能护肤	抗衰、美白、舒敏等	精华类、功效型面膜类等
医疗护肤	治疗皮肤病	医生开具的药品

资料来源: 国盛证券研究所整理

## 2 功效类护肤品崛起

### 2.1 什么是功效类护肤品

皮肤是人体的器官之一，人们希望健康状态的皮肤得以保持，非健康状态的皮肤得以治愈。面部皮肤长时间裸露在外，受到外部环境与内部身体机能变化的双重影响。比较严重的肌肤病变和肌肤创伤，需要在专业医师指导下使用药物治疗；而护肤品的作用在于日常养护皮肤，按国家规定，不可以宣传治疗效果，仅可施用在皮肤表面。功能性护肤品，按国家规定，不可以宣称“药妆”，属于护肤品的一种类型，相较于一般护肤品，功能性护肤品的配方精简、针对性强（有效成分浓度较高）、致敏率低（安全性方面通常由医学文献和皮肤科临床测试证明）。广义而言，综合型护肤品牌推出的有效成分浓度较高的功效类产品同样属于功能性护肤品。

图表3: 药、医用敷料、功能性护肤品、一般护肤品

类型	批准字号	可否破皮施用	宣传特征	使用目的	举例
皮肤用药	药字号	可	禁含“美容、保健”等宣传字样	治疗	
医用敷料	械字号	可	禁含“美容、保健”等宣传字样	治疗/保养	
功能性护肤品	妆字号	不可	禁止宣传医疗作用、禁称药妆、医学护肤品 通常用“皮肤科医生推荐”等作为宣传背书	(针对性)保养	
一般护肤品	妆字号	不可	禁止宣传医疗作用、禁称药妆、医学护肤品	保养	

资料来源: 药监局, 国盛证券研究所

## 2.2 功能性护肤品成为新一轮次的护肤消费热点

如上节所述, 功能性护肤品与一般护肤品在国家官方审核与施用方法层面完全一致, 但该类护肤品近两年显示了大幅优于行业平均的强劲增长力。

- 欧莱雅集团活性健康护肤品部门 2017/2018/2019 年的收入增速 11.9%/9.2%/17.1%, 分别高出集团整体 7.5pcts/5.7pcts/6.2pcts。
- 2019 年双十一当天, 功能性护肤品牌“薇诺娜”实现全渠道销售额 7.2 亿元, 同比增长 80%, 跻身天猫护肤类全排名第 9, 国产护肤第 3;
- 片仔癀化妆品业务 2018 年 3.02 亿元, 同比增长 50%;
- 上海家化旗下玉泽品牌 2019 年销售额增长接近 100%;
- 华熙生物旗下润百颜 2019 年双十一天猫旗舰店成交额增长 100%, 京东平台成交额增长 170%, 旗下多个功能性护肤品牌迅速过亿;
- 珀莱雅牵手西班牙知名肽类原料商, 分享抗老功能性护肤品牌“圣瑰兰”的品牌资产。
- 医用敷料和功能性护肤品生产商创尔生物(创福康和创尔美的母公司), 2017/2018/2019 前三季度收入增速分别高达 69.88%/58.19%/29.68%。

近两年“成分党”的兴起标志着中国化妆品消费者正在从粗放式购买向关注化妆品产品

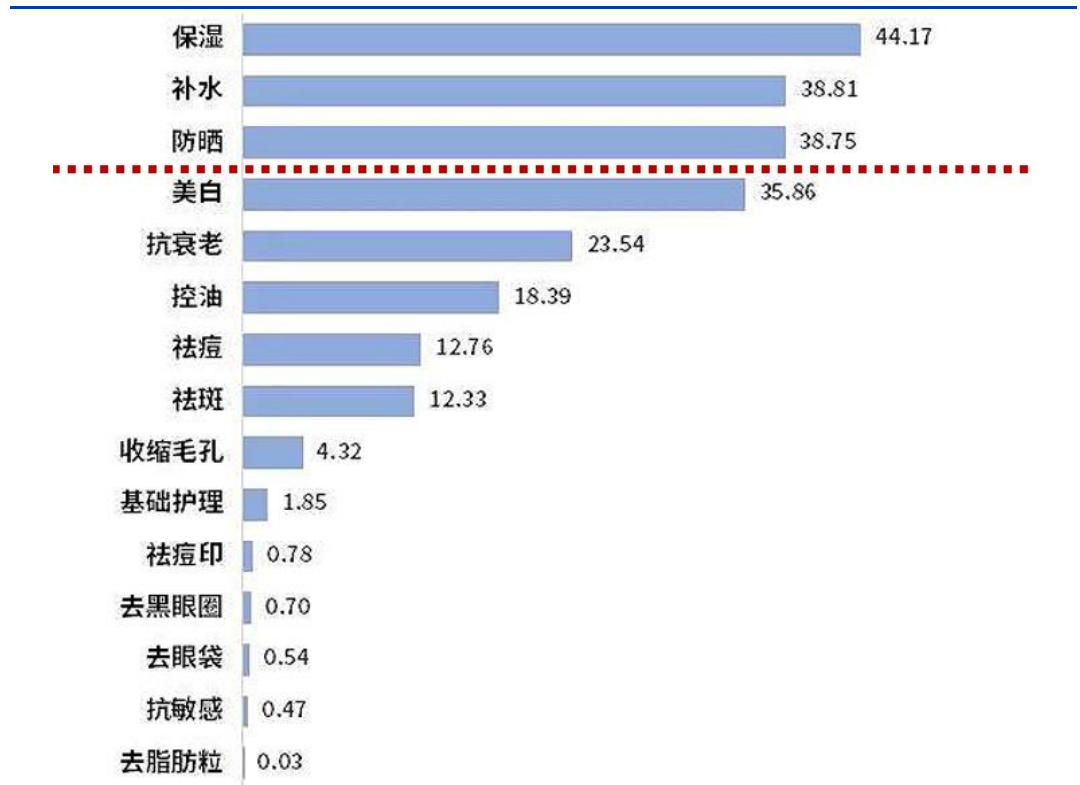


本质进阶。在化妆品（尤其护肤品）这样信息不对称性较高的行业中，相比于普通化妆品，功能性化妆品突出强调产品中某几种有效活性成分，具有“卖点鲜明、配方精简、单效突出见效快”的优势，使体感产品信息透明度增高，并迎合了消费者变美需求的迫切性特点。

### 2.3 国内功效类护肤品市场上行空间大，或将提升人均护肤消费额

市场对庞大的基础护肤用户进行深挖。从20世纪90年代（1990-1999）海外护肤品牌打开中国市场，到21世纪初（2000年前后）国产护肤品牌萌芽，到如今天猫已入驻3400多个品牌同台竞争，中国的护肤市场消费者教育已有30年，存量护肤品消费者随着年龄的增长，肌肤对高肌能产品需求自然提升；新增护肤品消费者则直接在更早的年龄接受更丰富专业的护肤意识科普，促进护肤年龄的前移。

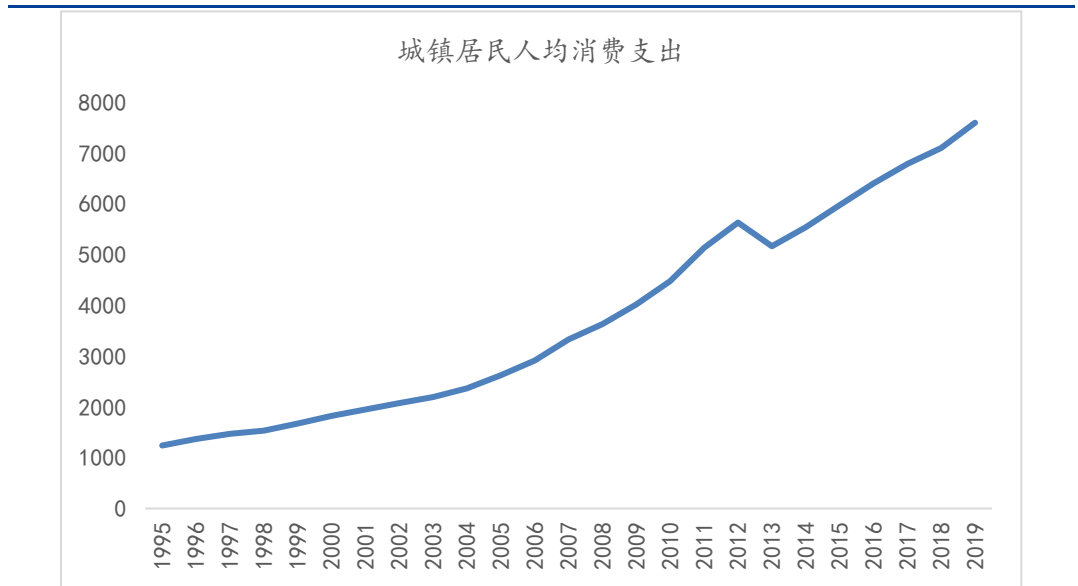
图表4：消费者护肤需求点热度指数对比



资料来源：新浪微指数，国盛证券研究所 注：统计时间为2019年8月

居民消费力的提升为功效类产品的兴起提供了必要条件。中国居民消费力提升，剔除食、住、行、医的必要消费后，城镇人均可选类消费支出较21世纪初提升5倍左右。功效类护肤品由于在原材料方面添加更高浓度的有效成分，并且这类产品通常作为品牌的核心明星产品，投入更大的研发和营销资源，因此同品牌的功效类护肤品的售价通常高于基础护肤品。同一品牌的功效类产品相比于基础护肤产品的售价更高，功效类护肤品的使用渗透率提升，将提升整个中国护肤市场的人均消费额，并提升国产护肤品牌的毛利率。

图表 5: 消费者护肤需求点热度指数对比



资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所 注: 2013年有口径变化, 数据出现缺口

互联网时代信息透明度显著提升, 功效突出的产品在用户体验的对比分享中容易脱颖而出。互联网给社会提供了信息互通的便利, 随着社交媒体平台的崛起, 用户充分发挥社交媒体的分享属性, 一定程度上提高了化妆品行业的科技透明度。化妆品的技术壁垒主要体现在五个维度: ①成分与原料质量、②成分之间的配伍性和协同增效性、③配方生产工艺(例如添加顺序、温度、搅拌工艺等)、④产品经皮输送体系、⑤制剂包装形式。由此可见, 即使成分表看上去相似度极高, 不同产品的肤感与功效仍然会呈现不同。如下表所示, 欧莱雅集团的旗下两个品牌——高端品牌修丽可的“杜克面霜”与贵妇品牌赫莲娜的“黑绷带”, 两者成分相似度接近 90%, 质地肤感存在差异, 功效相近, 定价差距一倍。消费者了解这些信息后, 可以根据自己的经济承受力和消费偏好做出最合适的选择。

图表6: 修丽可 vs 赫莲娜产品成分对比

修丽可紧致塑颜面霜	成分功效	赫莲娜活颜修复舒缓晚霜
水 玻色因 丙二醇	皮肤调理剂 (抗氧化)	水 玻色因 丙二醇
水		水
聚二甲基硅氧烷 聚二甲基硅氧烷 PEG-10/15 交联聚合物	成膜剂	聚二甲基硅氧烷 聚二甲基硅氧烷 PEG-10/15 交联聚合物
环己硅氧烷	成膜剂	环己硅氧烷
异十六烷	溶剂	异十六烷
丙二醇 水 欧洲越桔果提取物	皮肤调理剂	丙二醇 水 欧洲越桔果提取物
甘油		保湿剂
合成蜡	增稠剂	合成蜡
淀粉辛烯基琥珀酸铝 水	增稠剂	淀粉辛烯基琥珀酸铝 水
丙二醇		皮肤调理剂 (保湿、抗菌)
CI 77163 羟基硬脂酸乙基己酯	着色剂 (珠光色)	CI 77163 羟基硬脂酸乙基己酯
		乳化剂
苯氧乙醇	防腐剂	苯氧乙醇
硫酸镁	填充剂	硫酸镁
丙烯酸 (酯) 类共聚物	成膜剂	丙烯腈/甲基丙烯酸甲酯/亚乙烯基二氯共聚物
水杨酰植物鞘氨醇	皮肤调理剂 (修复、亮泽)	
羟苯甲酯	防腐剂	
EDTA 二钠 水	螯合剂	EDTA 二钠 水
羟苯乙酯	防腐剂	
香精	芳香剂	香精
	皮肤调理剂 (舒敏、保湿)	甘草酸二钾
	皮肤调理剂 (保湿)	透明质酸钠

资料来源: 药监局, 国盛证券研究所

图表7: 杜克面霜与黑绷带价格对比

修丽可紧致塑颜精华霜48ml 杜克AGE玻色因改善肌肤  
缓解干燥 恢复弹性 淡化细纹

SKINCEUTICALS

付定金享预订礼  
12/13 0:00-12/31 23:59

抢付尾款  
1/1 0:00-1/3 23:59

买48ml享6ml

HR赫莲娜活颜修护晚霜15/50ml 滋润黑绷带面霜补水保湿舒缓修护  
传向润肤 紧致修护

HR 至美力量 逆时 在我

12.16-12.21限量享守护1件礼

价格 ¥1760.00  
定金 ¥150.00

运费 江苏苏州 至 上海 快递: 0.00  
付尾款后7天内发货

预计件数 36件

累计评价 771

化妆品净含量 48ml

数量 1 件 库存59件 (每人限购20件)

花呗分期 ① 支付尾款时可用以下花呗分期: 什么息花呗分期

¥549.00x3期 (含手续费) ¥280.40x6期 (含手续费) ¥144.22x12期 (含手续费)

价格 ¥3480.00 红包优惠券

运费 江苏苏州 至 德州 快递: 0.00

月销量 506 累计评价 10322 送天猫积分 1740

化妆品净含量 50ml

数量 1 件 库存40件 (每人限购2件)

花呗分期 ① 什么息花呗分期

¥1186.67x3期 (含手续费) ¥606.10x6期 (含手续费) ¥311.75x12期 (含手续费)

资料来源: 天猫, 国盛证券研究所

图表8: 杜克面霜与赫莲娜产品对比



资料来源: 小红书, 国盛证券研究所

近两年来“成分党”群体，基于消费者对产品成分安全和信息透明化需求的日益攀升，而逐渐壮大，成分类APP“美丽修行”已积累超过1000万用户，国家药监局亦上线了化妆品备案信息查询APP。从**2016-2018**年的成分热度趋势来看，消费者选择促成了“明星成分”诞生，例如美白功效的烟酰胺、保湿功效的玻尿酸、舒敏功效的神经酰胺等。

图表9: 近年来热点化妆品成分

成分名称	美修指数	近3年该成分备案商品占总备案商品百分比	16-18年该成分备案商品CAGR
1. 烟酰胺	14562	8.05%	32.01%
2. 生育酚乙酸酯	12406	11.42%	19.56%
3. 视黄醇棕榈酸酯	12202	0.37%	6.67%
4. 角鲨烷	10358	8.30%	20.57%
5. 透明质酸钠	10206	33.60%	31.32%
6. 生育酚(维生素E)	6476	13.81%	21.85%
7. 尿囊素	6252	19.02%	30.15%
8. 视黄醇	5586	0.19%	16.13%
9. 甘草酸二钾	5576	9.47%	24.63%
10. 水杨酸	5508	0.65%	15.95%
11. 神经酰胺 3	4726	2.69%	36.43%
12. 凝血酸	3806	1.55%	31.46%
13. 抗坏血酸(维生素C)	3632	2.24%	10.12%
14. 半乳糖酵母样菌发酵产物滤液	3564	0.01%	-30.61%
15. 二裂酵母发酵产物溶胞物	3530	0.31%	72.44%
16. 积雪草(CENTELLA ASIATICA)提取物	3384	6.19%	48.49%
17. 寡肽-1	3344	4.59%	48.92%
18. 海藻糖	3216	8.86%	29.20%
19. 乳酸	3122	1.53%	27.18%
20. 抗坏血酸葡萄糖苷	3100	0.52%	-0.26%
21. 羟丙基四氢吡喃三醇	2784	0.04%	-15.57%
22. 库拉索芦荟(ALOE BARBADENSIS)叶提取物	2686	4.91%	64.58%
23. 突厥蔷薇(ROSA DAMASCENA)花水	2656	0.51%	32.39%
24. 库拉索芦荟(ALOE BARBADENSIS)叶汁	2638	1.68%	31.90%
25. 北美金缕梅(HAMAMELIS VIRGINIANA)提取物	2580	4.48%	15.35%
26. 神经酰胺 1	2506	1.44%	16.29%
27. 酵母提取物	2472	1.82%	16.97%
28. 红没药醇	2448	3.69%	17.27%
29. 茶(CAMELLIA SINENSIS)叶提取物	2396	4.52%	45.39%
30. 光果甘草(GLYCYRRHIZA GLABRA)根提取物	2394	4.19%	45.12%

资料来源: 美丽修行, 国盛证券研究所

与护肤市场发展较早的海外国家相比，中国的功效类护肤品市占率有较大上行空间。以美国护肤市场、日本护肤市场和全球最大的化妆品集团欧莱雅为例：根据欧睿的终端零售数据，美国前十大护肤品牌中有7个高肌能/专业功能性护肤品牌，合计占美国护肤市场超过1/4市场份额；日本是国际上唯一将强调功效的“药妆”从普通化妆品中分离出来，并列入《药事法》的国家；欧莱雅集团的功能性护肤品部和以高肌能产品为核心的奢侈化妆品部占集团收入比重由2004年的32%上升至2019年的46%，15年复合增速约为8%。



图表 10: 自然堂爆款化妆水 55 元一瓶 (135ml)



资料来源: 天猫, 国盛证券研究所

图表 11: 自然堂 2019 年新品“蓝胖子”提亮精华 158 元一瓶 (30ml)



资料来源: 天猫, 国盛证券研究所

### 3 强功效护肤品流行趋势对中国护肤市场格局的影响

海外高端品牌通常以功效类产品为品牌核心, 在本轮功效升级中, 借助电商渠道加速拓展下沉市场。原料供应商透明、代工环节发达、研发费用率只有 2%-3%、而销售费用率高达 35%-40%的化妆品行业, 长期以来呈现品牌壁垒高于技术壁垒。海外大牌抓住行业消费升级机遇, 2019 年的双十一期间纷纷推出“买一送一”的促销活动。雅诗兰黛集团 2019 财年亚太区销售额同比增长 21%, 具体到中国市场销售额占雅诗兰黛全球销售额比例高达 17%, 较 2017 年提升 8pcts。欧莱雅集团 2019 年财报显示, 亚太区销售额同比增长 30.4%, 理肤泉、修丽可、兰蔻表现出色。从本轮大牌下沉度来看, 例如雅诗兰黛在最新的财报会议中表示, 在中国的线下销售网点已落地 121 座城市, 线上销售已辐射 650 座城市。

图表 12: “成分党”OLAY 小白瓶&修丽可色修精华



资料来源: 天猫, 国盛证券研究所

图表 13: “高机能”兰蔻小黑瓶&雅诗兰黛小棕瓶

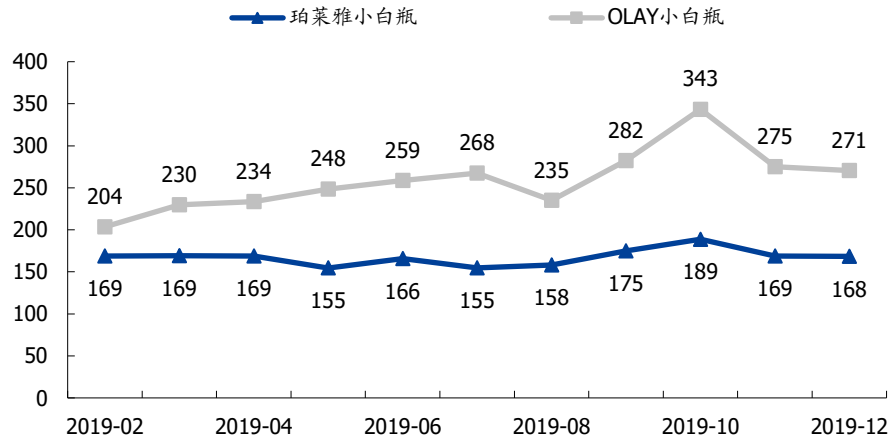


资料来源: 天猫, 国盛证券研究所

国产传统综合护肤品牌挖掘中低定位客群的消费升级需求。海外品牌的核心功效类产品定价区间较高 (非活动期 300-数千), 在自然消耗情况下, 50ml 的精华, 每人每年需消

耗3瓶左右，按用户在“双十一”等大型促销活动期以“买一送一”的价格下两次订单（不考虑优惠券、直播折扣等），则在“精华”这一个单品上，全年使用OLAY光感小白瓶的花销为550元，坚持使用雅诗兰黛小棕瓶需1180元，全年使用兰蔻小黑瓶的花销高达2160元。与以上相比，以国产品牌珀莱雅为例，全年使用珀莱雅小白瓶精华的花销仅300多元。中国人口按城市级别二八分化，全部36个省、直辖市、计划单列市合计人口占比20%多，其余皆为三线及以下城市，国产品牌依然占据覆盖人口更广的价格带优势。从21世纪前后起步的国产传统综合护肤品牌已经有了20年左右的品牌积淀和相应定位客户积累，老客的消费升级和利用社媒手段的拉新，将共同促进品牌销售额增长。

图表 14: OLAY定价约为珀莱雅的1.5倍(单位:元)



资料来源: 天猫, 国盛证券研究所

国产新锐功能性护肤品牌高速增长，医院背书成为上佳晋身梯。近代化妆品是西方舶来品，面对海外品牌多年沉淀的品牌壁垒，国产品牌也寻找到了合适的过墙梯。品牌力的筑成通常包含了“时间”维度的口碑发酵，而医院作为“权威机构”，在需要解决皮肤问题的“患者”（护肤用户）处拥有天然高级话语权，国产新锐护肤品牌借助医院背书与社媒时代的信息传播效率，迅速打开品牌知名度。例如主打舒敏的功能性护肤品牌薇诺娜，全国近3000家医院与薇诺娜有合作，并得到多家三甲医院的科研支持和品牌背书。薇诺娜2018年实现营业收入25.88亿元，同比增长35.65%；2019年双十一当天，品牌实现全渠道销售额7.2亿元，同比增长80%，跻身天猫护肤类全排名第9，国产护肤第3。除医院背书外，有药品生产线背景的品牌也跻身快车道，例如华熙生物的润百颜，医用敷料品牌敷尔佳等。

图表 15: 薇诺娜十大明星产品



资料来源: 薇诺娜官网, 国盛证券研究所

## 4 上市公司在本轮护肤消费升级中的应对分析

### 4.1 上海家化: 老牌国货佰草集推新聚焦强功效产品, 新锐玉泽卡位功能性护肤

从品类结构来看, 上海家化个护: 美妆: 家清 (含其他) 约为 6:3:1。个护与家清品类毛利率较低 (个护类 60%-, 家清类 50%-, 线上直营成本较高, 以线下商超深度分销为主; 美容护肤品类毛利率较高, 2018 年该板块整体毛利率 72.62%, 在本轮渠道向线上转移过程中得以成长。从 2019 年开始, 集团层面确立了重点拓展美容护肤业务的后续经营方针, 该板块主要涵盖佰草集、玉泽、双妹等品牌, 对集团销售收入贡献在 33% 左右。

图表 16: 佰草集新品突出展示功效成分



资料来源: 天猫, 国盛证券研究所

图表 17: 功能性护肤品牌玉泽



资料来源: 天猫, 国盛证券研究所

佰草集 2019 年加大对功效类产品的推广，上架新七白冻干面膜、新七白冻干精华、太极日月精华等强功效型 SKU，并迅速成为爆款。2019 年 Q2 主推款新七白冻干面膜一经推出，迅速贡献了品牌上半年全渠道 7% 的销售额；Q4 主推款太极日月精华上市后购买需求旺盛，预计对四季度全渠道销售收入贡献超过 15%。老牌国货佰草集通过功效类新品顺应了当下护肤市场消费趋势，2019 年品牌天猫旗舰店收藏数增长近 80 万，品牌招新进程顺利，新老客占比约为 1:1。2020 年，佰草集已储备发酵太极水、升级版太极丹、太极眼霜等多款功效升级 SKU，在复苏品牌“太极明星系列”方面更进一步。

玉泽品牌正式诞生于 2009 年，第一代产品扎根“皮肤屏障修护”领域，由上海家化联合瑞金医院经过 6 年时间研发和 1000 余例临床验证后推出，奠定了其实验室功能性护肤品的品牌基因。功能性护肤品风口到来后，已建立起口碑的玉泽品牌乘风而起，近几年维持 50% 以上的高速增长，2019 年品牌预计贡献约 3 亿元的销售收入，占集团 4% 左右。品牌单品均价在 200 元左右，属于国产中高端实验室风格功能性护肤品牌，玉泽线上起步较晚（天猫旗舰店年成交量 150 万件+，店铺收藏数 170 万+），从同处于该价格带的海外中端相同风格品牌的天猫旗舰店成交量（200 万件+，店铺收藏数 300 万+），以及定位相近的最热门国产功能性护肤品牌薇诺娜（成交量近 700 万件，店铺收藏数 500 万+）来看，玉泽还有较大的新客挖掘空间。品牌抓住本轮功能护肤品机遇，从 2019 年下半年品牌共参与直播 1000 多场，其中百万以上粉丝主播 80 余场，薇娅、李佳琦两大带货王 20 余场。三甲医院皮肤科背书+充分社媒营销，让玉泽迅速打开知名度，品牌目前渠道结构 90% 左右依赖线上，线下除药房外已逐渐打开屈臣氏渠道，预期该品牌将继续处于快速成长通道，不断提升对集团的收入贡献度。

图表 18: 玉泽与竞品价格带对比

均价水平	直接竞品品牌（含功能性护肤品品牌基因）
150 元左右	国产大众：薇诺娜、片仔癀等
200 元左右	国产中高端：玉泽、润百颜等；海外中端：理肤泉、freeplus、薇姿等
高端&奢侈	海外高端/奢侈：菲洛嘉、修丽可等

资料来源：天猫，国盛证券研究所



图表 19: 玉泽品牌与“带货王”李佳琦深度合作

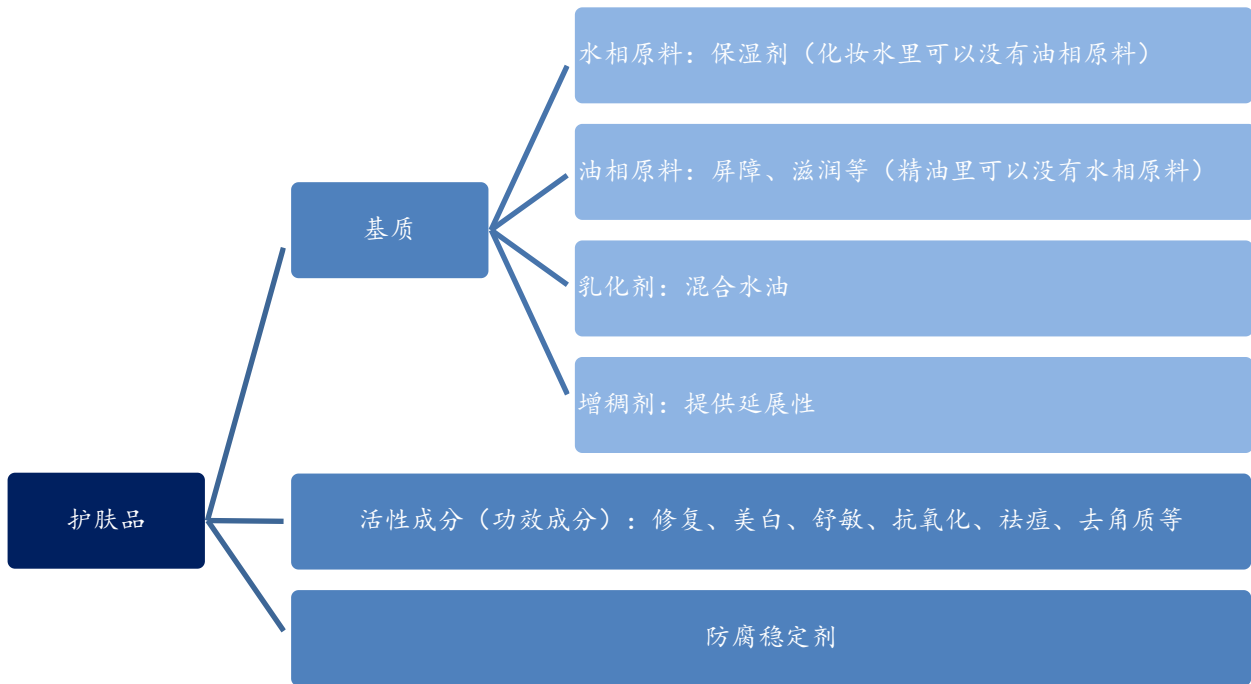


资料来源: 李佳琦微博, 国盛证券研究所

#### 4.2 华熙生物: 天生“成分党”, 从原料商到实验室风格功能性护肤品

透明质酸(玻尿酸)是护肤品行业的明星保湿成分, 可担任“基质-水相原料”、“功效成分-保湿”、“增稠剂”三种职能, 华熙生物作为全球玻尿酸龙头供应商, 深刻掌握该重要原料的制备与应用技术, 同时可利用发酵平台制备其他 20 余种活性成分。

图表 20: 护肤品构成解析



资料来源：美丽修行，国盛证券研究所

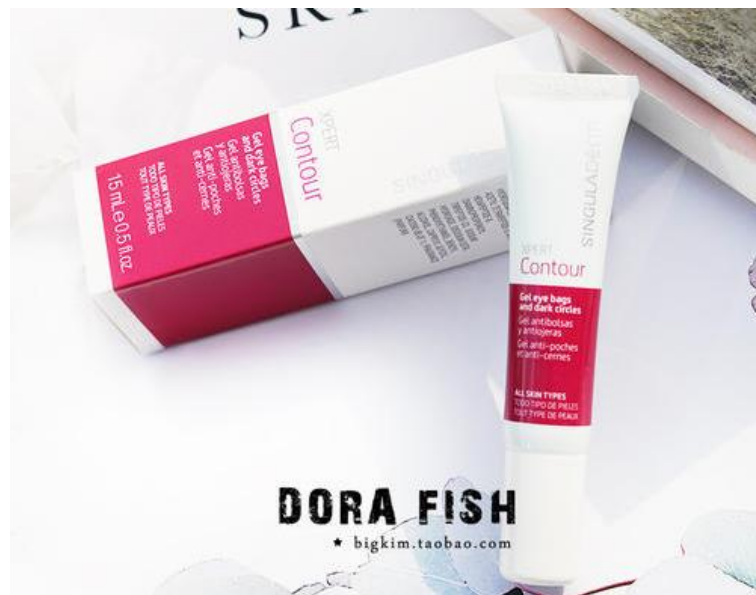
明星成分核心供应商，以及眼药水、骨科注射液等药品生产线背景，赋予了华熙生物旗下品牌天然的实验室风格功能性护肤品基因。公司目前销售额过亿的品牌有润百颜、夸迪、米蓓尔、肌活等，各子品牌复制“核心成分+明星单品+品类拓展”的经营思路，例如润百颜的多重玻尿酸次抛原液、肌活的虾青素肌底液等。华熙的护肤品业务搭乘功能性护肤品风潮快速成长，新的子品牌培育效率较高，例如肌活的天猫旗舰店开设不足一年，7个月成交总额已超过6000万元。

华熙生物的三大业务中，护肤品的可拓展市场空间远大于原料市场和玻尿酸注射市场，预计2019年全年，护肤品对公司的收入贡献在1/3左右，并趁“成分党”趋势继续维持高速增长，2020年将成为公司第一大业务。

### 4.3 珀莱雅：牵手国际抗衰原料商，原料研发与品牌矩阵拓展双管齐下

2019年11月，珀莱雅与西班牙著名抗衰类活性成分原料商PRIMA-DERM公司达成合作协议，设立合资公司，负责PRIMA-DERM公司旗下抗衰护肤品牌圣瑰兰在中国和亚太其他部分地区的推广与销售。圣瑰兰是西班牙小众抗衰护肤品牌，核心成分“肽”被称为“可涂抹的肉毒素”，其母公司的研发团队拥有40多年的抗衰原料研发经验。该品牌2012年由经销商引入中国市场，随着2017年西班牙药妆点燃中国护肤市场（安瓶、抗皱霜等概念普及），圣瑰兰积累了一小波中国护肤达人粉丝。

图表 21: 玫瑰兰明星产品“小蓝胶”紧致眼胶



资料来源: 天猫, 国盛证券研究所

珀莱雅促成本次合作的短期意义在于添加抗衰老功能性护肤品牌玫瑰兰以丰富公司的品牌矩阵; 长期意义在于以优惠价格获得 **PRIMA-DERM** 公司的抗衰老活性成分原料, 促进旗下所有品牌尤其主品牌珀莱雅的抗衰老功效产品的研产, 推出有效成分浓度更高的产品。

#### 4.4 丸美股份: 深耕抗衰老市场 20 年, 从眼部护理到面部精华

与其他从基础保湿向功效类护肤拓展/升级保湿功效的国产品牌不同, 丸美是罕有的从品牌创立伊始便扎根于抗衰老市场的国产护肤品牌。公司的王牌品类“眼部护理产品”占总销售收入比例超过 30%, 品牌形象与眼霜深度绑定。对比相同平台(天猫旗舰店), 丸美最畅销的雪睛眼霜售价 118 元/(20g+20g), 雅诗兰黛最畅销的小棕瓶眼霜售价 510 元/(15ml+15ml, 约 24g), 国际大牌眼霜与丸美眼霜的实际使用价差和视觉价差分别为 7.2 倍和 4.3 倍。如前所述, 大促期国际大牌的买赠价格依然远高于国产品牌大众线, 同时大牌在线上促销节的集中打折将透支日销, 留给了国产品牌成长空间。

图表 22: 雅诗兰黛小棕瓶眼霜



资料来源: 天猫, 国盛证券研究所

图表 23: 丸美 BB 新肌雪睛眼霜



资料来源: 天猫, 国盛证券研究所

丸美品牌在本轮护肤消费升级中, 同样采取了加大营销投入的策略以拓展市场份额。

2020年3月起将于头部代运营商合作，促进电商销售；在营销投入方面，已储备了两大热门剧目《卖房子的人》(孙俪、罗晋)、《孤城闭》(王凯、江疏影)，和两大热门综艺《青春有你2》(爱奇艺女团选秀)、《创造101第三季》(腾讯女团选秀)的植入资源，并成立了专门的社媒部，加大社媒营销比例。在产品方面，继续巩固眼霜产品的基础上，**MARUBI TOKYO**系列Q2上架新系列“日本珠”，**MARUBI TOKYO**系列均以面部精华为核心产品，深入挖掘丸美系列老客的消费升级，目前该高端系列的客户结构为老客比例60%。

图表 24: MARUBI TOKYO “日本珠”系列产品



资料来源：丸美官方微博，国盛证券研究所

## 5 消费者护肤消费评价力提升，行业长期回归“产品为王”

我们认为，消费者对化妆品的产品认知和评价力正在逐步提升，好产品本身是品牌赖以长期发展的基石。其中，功能性护肤品的天然优势使得这类品牌更容易迎合当下消费者对化妆品的产品认知层次，成为本轮护肤消费升级的最大受益者。当前中国化妆品行业的基础护肤类产品的代运营贴牌加工产业发达，低门槛使得众多新品牌与跨界品牌涌入分羹(其他行业与化妆品的联名跨界除彩妆外，以保湿面膜为主)，功效类产品由于通常被选为品牌的核心王牌，拥有自主研产能力的公司将更大程度上避免产品同质化。

已上市的化妆品公司基本为行业内现金流充足、供应链完整、经过较长时间市场检验、具备出色渠道力和国内前沿研发能力的公司，在本轮功效类护肤崛起过程中，具备较强的市场竞争力。其中，珀莱雅和华熙生物的化妆品业务的渠道结构更轻，受线下零售掣肘较小，上海家化与丸美股份的电商份额也在稳步提升。综合来看，我们预期化妆品行业的线上高增长将延续，功能性护肤品类为新一轮增长热点。



## 风险提示

- 疫情冲击线下零售渠道，短期销售额下滑，严重可能出现经销商资金链断裂而损失终端售点的风险。
- 功效类护肤品通常含有较高有效浓度，可能出现产品批次致敏率高的风险。
- 国际大牌常态降价，对国产中高端定位品牌造成价格降维冲击风险。

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com