

商业贸易

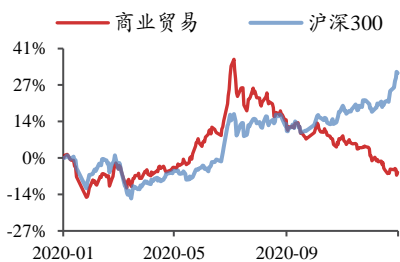
2021年01月09日

投资评级：看好（维持）

化妆品专题：从贝泰妮看“医研赋能”助力敏感肌护肤国货崛起

——行业深度报告

行业走势图



数据来源：贝格数据

黄泽鹏（分析师）

huangzepeng@kysec.cn

证书编号：S0790519110001

● 皮肤学级护肤品黄金赛道：大空间、低渗透，高增长、强黏性

我国约有 36% 女性存在敏感肌烦恼，敏感肌的高发也为皮肤学级护肤品创造了发展机会。我们采用自上而下（护肤品市场规模*渗透率）和自下而上（人均敏感肌产品消费*敏感肌人数）方法，测算得到我国皮肤学级护肤品潜在市场规模在千亿级别，但目前渗透率仅 5.5%，相较海外仍处于较低水平。从 Euromonitor 数据我们也看到，行业 2014 年-2019 年复合增速达 23%，已持续呈现高景气。再看消费人群，敏感肌人群普遍具有较高抗敏支出，用户高粘性也带来了高复购；而在强研发构筑的行业高壁垒下，皮肤学级护肤品行业集中度和头部公司毛利率水平也更高。整体看，敏感肌修护是一条优质黄金赛道。

● 他山之石：复盘敏感肌海外巨头成长路径，强研发高渗透是成熟市场特点

我们复盘海外敏感肌修护市场巨头的成长路径，可分为三类：（1）从药企/药房切入，深耕皮肤学级护肤品领域，代表为雅漾母公司皮尔法伯集团；（2）从药企/药房切入，通过自建+收购品牌发展，代表为拜尔斯道夫集团；（3）通过收并购和内部孵化布局，代表为欧莱雅和花王集团。从海外巨头经验看，专业背景和科学研究显著帮助了品牌成长；在充分的消费者教育下，欧美成熟市场的皮肤学级护肤品渗透率已达到较高水平（法国 43%、美国 15%），行业格局集中、稳定。

● 国货崛起：供需共振，“医研赋能”正向循环打造中国品牌

目前我国皮肤学级护肤品参与者包括薇诺娜、玉泽、雅漾、理肤泉、修丽可等，其中薇诺娜 2019 年市占率已跃居行业第一（20.5%），玉泽市占率也持续上升。我们认为，短期疫情催化抗敏舒缓需求，长期看，理性护肤是重要消费趋势，而监管趋严也将进一步助力行业出清。目前，国货品牌已在产品和渠道端构筑差异化竞争优势：产品方面，与医院联合打造，更适合国人的肤质特点，所添加修护成分的消费者认知度也更高；渠道方面，医院等专业渠道背书助力口碑打造，专业化营销获客引流。供需共振之下，国货品牌凭借“医研赋能”，有望通过“研发/产品——渠道/营销——品牌力”的正向链路循环，实现全方位成长。

● 贝泰妮：深耕敏感肌修护赛道的国货化妆品龙头

贝泰妮（薇诺娜）是深耕敏感肌修护赛道的国货龙头品牌。研发/产品方面，公司研发团队与昆明医科大学联合组建，产品功效性和安全性得到医学机构临床观察验证背书，核心大单品舒敏保湿特护霜长盛不衰，强功效+吸睛设计深受欢迎，好口碑高粘性下，用户复购率接近 30%。渠道/营销方面，早期以线下医院渠道切入打造口碑，而后紧抓电商红利发力线上，结合社交种草、专业化直播等新兴营销方式，实现了连续多年快速增长和敏感肌修护品牌打造，竞争力突出。

● **风险提示：**经济下滑影响消费需求；疫情影响线下渠道恢复；行业竞争加剧。

相关研究报告

《行业周报-围绕“人货场”的渠道效率升级仍是零售行业主题》-2021.1.3

《商贸零售行业周报-SHEIN 推出跨境电商美妆独立站 SHEGLAM》-2020.12.27

《商贸零售行业周报-社会消费稳步复苏，看好消费升级类商品表现》-2020.12.20

目录

1、敏感肌黄金赛道：大空间、低渗透，高增长、强黏性.....	4
1.1、敏感性皮肤概览：症状机理、治疗方法和用户画像.....	4
1.2、竞争格局分析：国货品牌已构筑差异化竞争优势.....	7
1.3、赛道特点：专业渠道重要性突出，高壁垒高粘性带来高利润率.....	9
2、他山之石：欧美巨头成长路径多样，强研发高渗透是特点.....	10
3、空间测算：皮肤学级护肤品潜在市场规模在千亿级别.....	13
4、供需共振，“医研赋能”正向循环打造中国品牌.....	15
4.1、产品端：“医研赋能”，打造优质产品.....	15
4.2、渠道端：连锁药房等专业渠道助力口碑打造，线上电商高景气.....	17
4.3、营销端：紧抓直播风口，加码专业化营销.....	18
4.4、国货逻辑：短期看疫情催化抗敏舒缓需求，长期看“研发/产品——渠道/营销——品牌力”链路清晰.....	18
5、贝泰妮：深耕敏感肌修护赛道的国货美妆龙头.....	20
5.1、与昆明医科大学联合组建，强研发构筑竞争壁垒.....	21
5.2、经典大单品长盛不衰，高功效+吸睛设计深受消费者欢迎.....	22
5.3、线下渠道切入打造好口碑，线上电商发力推动高增长.....	23
5.4、全渠道营销加码专业化直播，助力品牌成长.....	25
6、敏感肌行业受益标的：上海家化、贝泰妮（拟上市）等.....	26
6.1、上海家化：玉泽表现亮眼，新帅引领渠道营销转型升级.....	26
6.2、贝泰妮（拟上市）：深耕敏感肌修护赛道的国货化妆品龙头.....	27
7、风险提示.....	28

图表目录

图 1：个体因素、外在因素均会导致皮肤屏障受损，进而导致敏感性皮肤.....	4
图 2：敏感性皮肤治疗方法主要包括健康教育、合理护肤、物理治疗和药物治疗 4 种.....	5
图 3：根据症状差异可以将敏感肌人群分为不同敏感程度，中、重度人群的月均抗敏支出在 500 元以上.....	5
图 4：相较一般护肤品消费人群，敏感肌人群会更倾向于主动获取信息，购买渠道涉及医院等专业渠道.....	6
图 5：针对敏感肌的皮肤学级护肤品增速领跑化妆品各细分赛道.....	6
图 6：薇诺娜、玉泽等国货品牌在皮肤学级护肤品类目中市占率逐年提升.....	7
图 7：国货品牌打造细分品类明星大单品，构筑差异化竞争优势.....	8
图 8：专业渠道是海外成熟市场化妆品的重要购买渠道.....	9
图 9：欧莱雅活性健康化妆品营业利润率高于其他产品.....	10
图 10：贝泰妮毛利率高于其他化妆品公司.....	10
图 11：海外皮肤学级护肤品主要参与者包括欧莱雅、皮尔法伯、拜耳斯道夫和花王等.....	10
图 12：皮尔法伯集团在皮肤学级护肤品深耕.....	11
图 13：雅漾活水是雅漾产品的核心成分.....	11
图 14：拜耳斯道夫集团通过孵化/收购完善品牌矩阵.....	11
图 15：拜耳斯道夫股价上涨超过 10 倍.....	11
图 16：欧莱雅皮肤学级护肤品覆盖多个价位.....	12
图 17：修丽可创始人杜克大学皮肤学教授.....	12
图 18：皮肤学级护肤品 2019-2025 年 CAGR 有望达到 18%.....	13
图 19：理想情景下，皮肤学级护肤品潜在市场规模有望达到千亿级别.....	14

图 20:	薇诺娜品牌主要成分经过基础研究和临床认证.....	15
图 21:	玉泽品牌由上海家化与瑞金医院皮肤科共同打造.....	15
图 22:	我国主打敏感肌修护的护肤品品牌产品添加了各类热门屏障修护成分.....	16
图 23:	我国敏感肌修护产品所添加成分的“认知有效比”通常在 70%以上.....	16
图 24:	疫情后皮肤科医生渠道成为最受消费者信任渠道.....	17
图 25:	薇诺娜布局药房渠道.....	17
图 26:	线上渠道已成为我国化妆品第一大销售渠道.....	17
图 27:	2020 年双十一李佳琦、薇娅直播皮肤学级护肤品.....	18
图 28:	薇诺娜天猫品牌日与皮肤学专家联合直播.....	18
图 29:	“敏感肌肤”的百度指数持续上升.....	18
图 30:	疫情后消费者对化妆品的安全性和成分关注度明显提升.....	19
图 31:	国货品牌“研发/产品——渠道/营销——品牌力”发展链路清晰.....	20
图 32:	薇诺娜已形成“研发/产品——渠道/营销——品牌力”的正向循环.....	20
图 33:	贝泰妮是国家教育部创新团队.....	21
图 34:	贝泰妮研发费用率保持较高水平.....	21
图 35:	贝泰妮拥有多项专利.....	21
图 36:	贝泰妮发布医学护肤品红宝书.....	21
图 37:	薇诺娜打造了经典产品舒敏保湿特护霜.....	22
图 38:	舒敏保湿特护系列销售占比高.....	22
图 39:	舒敏保湿特护霜采用青刺果油、马齿苋成分.....	22
图 40:	薇诺娜产品红白相间设计非常吸睛.....	22
图 41:	贝泰妮（薇诺娜）已形成完善的线上+线下渠道布局.....	23
图 42:	贝泰妮线上渠道连续高增长.....	23
图 43:	贝泰妮线下渠道毛利率较高.....	23
图 44:	线上自营和大型 B2C 分销渠道增速较快.....	24
图 45:	线上自营毛利率在线上渠道中最高.....	24
图 46:	贝泰妮线下渠道发力直供客户（单位：亿元）.....	24
图 47:	贝泰妮线下渠道毛利率较高.....	24
图 48:	薇诺娜采取全渠道营销.....	25
图 49:	薇诺娜成为首个参与天猫品牌日的国货护肤品品牌.....	25
图 50:	上海家化形成覆盖多品类的品牌矩阵.....	26
图 51:	华山医院背书为玉泽新品背书.....	26
图 52:	玉泽 2019 年 11 月开展直播后销量迅速提升.....	26
图 53:	贝泰妮经营业绩连续高速增长.....	27
图 54:	贝泰妮保持较高的毛利率、净利率水平.....	27
图 55:	贝泰妮打造了以薇诺娜为核心的多品牌矩阵.....	27
图 56:	薇诺娜 2020 年双十一领跑国货护肤品类.....	27
表 1:	皮肤分为中性、干性、油性和混合性皮肤，对应护肤要点和护肤品选购方向不同.....	7
表 2:	相较中日韩而言，欧美国家的皮肤学级护肤品渗透率水平更高.....	12
表 3:	我国人均护肤品消费/人均 GDP 相较日韩等亚洲国家仍然较低.....	13
表 4:	《化妆品监督管理条例》2021 年开始实施，涉及 4 方面内容.....	19
表 5:	敏感肌修护行业受益标的：上海家化、贝泰妮（拟上市）.....	28

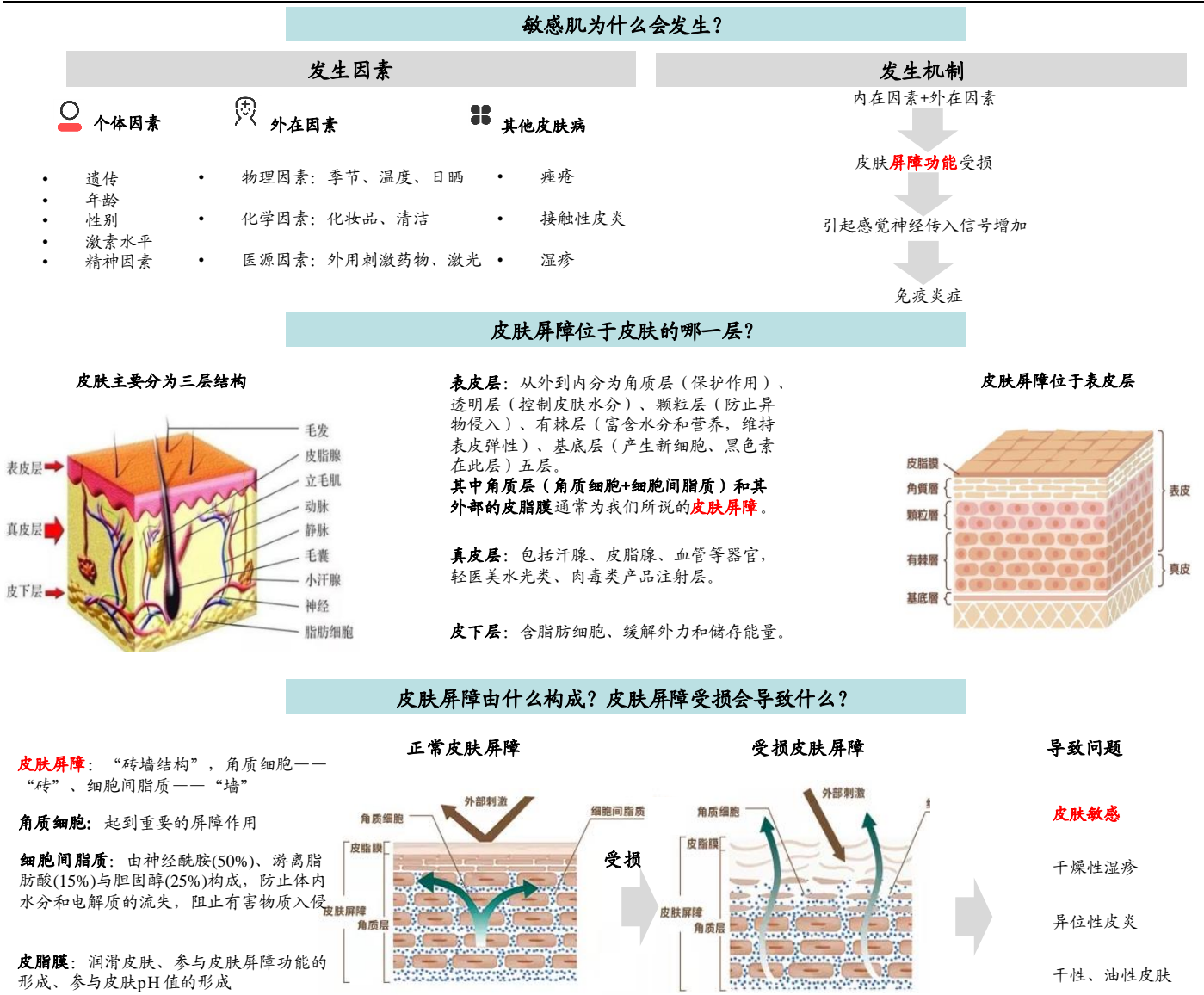
1、敏感肌黄金赛道：大空间、低渗透，高增长、强黏性

1.1、敏感性皮肤概览：症状机理、治疗方法和用户画像

敏感性皮肤通常包括灼热、刺痛、瘙痒和紧绷感等症状。根据《中国敏感性皮肤诊治专家共识》的定义：敏感性皮肤是皮肤在生理或病理条件下发生的高反应状态，多发生于面部，其临床表现为皮肤受到物理、化学、精神等因素刺激时，易出现灼热、刺痛、瘙痒及紧绷感等主观症状，部分伴随红斑、鳞屑、毛细血管扩张等客观体征。

敏感性皮肤的发生机制涉及“累及皮肤屏障-神经血管-免疫炎症”的复杂过程。根据《中国敏感性皮肤诊治专家共识》：（1）在发生因素上，个体因素、外在因素和其他皮肤病均可能导致敏感性皮肤；（2）在发生机制上：在内在和外在因素相互作用下，皮肤屏障功能受损，引起感觉神经的传入信号增加，导致皮肤对外界刺激的反应性增强，进而引发皮肤免疫炎症反应。

图1：个体因素、外在因素均会导致皮肤屏障受损，进而导致敏感性皮肤



资料来源：《中国敏感性皮肤诊治专家共识》、《皮肤屏障与保湿》、《继续医学教育——皮肤屏障》、玉泽官方旗舰店、开源证券研究所

敏感肌治疗方法：包括健康教育、合理护肤、物理治疗和药物治疗等4种。《中国敏感性皮肤诊治专家共识》显示，敏感性皮肤的总体治疗原则是强化健康教育、促进皮肤屏障修复、降低神经血管高反应性和控制炎症反应等，目的是提高皮肤耐受性。

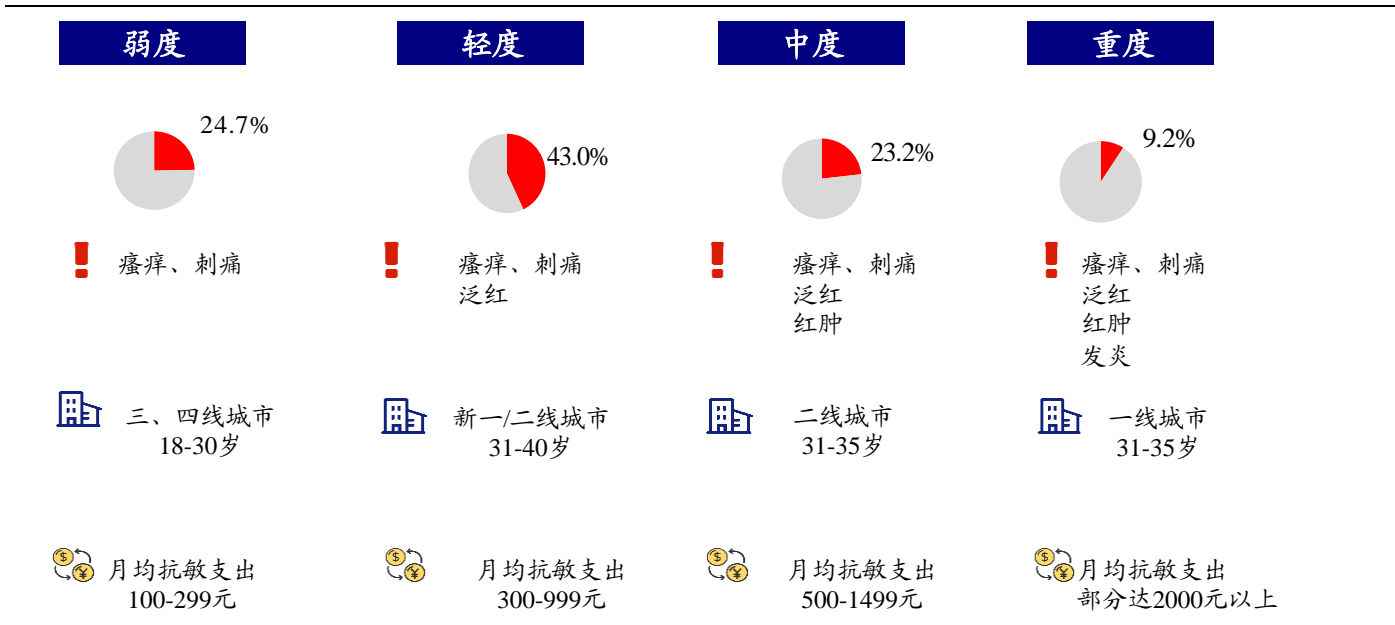
图2：敏感性皮肤治疗方法主要包括健康教育、合理护肤、物理治疗和药物治疗4种

健康教育	合理护肤	物理治疗	药物治疗
<p>避免触发因素</p> <ul style="list-style-type: none"> 日晒 辛辣 饮酒 情绪激动 密闭热环境 滥用化妆品 <p>定期治疗、随访</p> <ul style="list-style-type: none"> 配合治疗 保持耐心 树立信心 	<p>修复受损皮肤屏障</p> <ul style="list-style-type: none"> 温和清洁 舒缓保湿 严格防晒 <p>护肤原则</p> <ul style="list-style-type: none"> 禁用去角质 宜温水洁面 洁面次数不宜过多 	<p>冷喷、冷膜、冷超</p> <p>低温物理方法收缩毛细血管</p> <p>红光和黄光</p> <p>红光：抗炎、促进皮肤屏障修护 黄光：促进细胞新陈代谢 降低末梢神经纤维兴奋性</p> <p>强脉冲光及射频</p> <p>强脉冲光：促进皮肤屏障修复、缓解敏感 射频：刺激真皮I、III型胶原增生 提高皮肤耐受性</p>	<p>抗炎、抗组胺</p> <ul style="list-style-type: none"> 灼热 刺痛 瘙痒 紧绷 <p>抗焦虑</p> <ul style="list-style-type: none"> 焦虑 抑郁

资料来源：《中国敏感性皮肤诊治专家共识》、开源证券研究所

敏感肌用户画像：敏感肌人群普遍具有较高的抗敏支出。根据艾瑞咨询定义，根据瘙痒刺痛、泛红、红肿和发炎等症状不同，敏感程度可分为弱度、轻度、中度、重度四类，其中轻度及以上敏感人群占比超过75%；从城市线级上看，目前二线及二线以上城市的敏感肌肤人群会更多；用户支出方面，随着敏感程度加重，用户投入的抗敏支出也随之增加，中度敏感肌人群的月均抗敏支出在500元以上。从产品成分选择偏好上看，敏感肌用户群体对天然成分需求较高，要求“全部为天然成分”和“至少六成以上为天然成分”的占比分别达到34%和53%。

图3：根据症状差异可以将敏感肌人群分为不同敏感程度，中、重度人群的月均抗敏支出在500元以上



资料来源：艾瑞咨询、开源证券研究所

信息获取：敏感肌用户群体会倾向于主动获取敏感肌相关信息。通常，护肤品消费群体的信息获取路径包括主动和被动两种，相较而言，敏感肌群体由于病症在一定程度上会影响工作和生活，因而抗敏舒缓需求较强、对产品起效时间要求也较高（艾瑞咨询数据显示，78%的用户期望使用产品后2个月内能见效），因此敏感肌消费者在获取产品信息时会更倾向于征求朋友使用口碑和主动求助医院等专业渠道。目前，这类专业渠道也是“械”字号产品的重要销售渠道（医用敷料达到无菌标准，可向药监局申报注册第二/第三类医疗器械，即通常所说的“械”字号，目前国货品牌薇诺娜、创福康等均有“械”字号产品）。除了主动获取之外，敏感肌用户群体也会在电商平台浏览、购物时被动接受部分敏感肌产品的信息。

图4：相较一般护肤品消费人群，敏感肌人群会更倾向于主动获取信息，购买渠道涉及医院等专业渠道



资料来源：开源证券研究所

针对敏感肌的皮肤学级护肤品近年来持续高景气，增速领跑化妆品各细分赛道。Euromonitor 将皮肤学级护肤品（Dermocosmetics Beauty and Personal Care）定义为适用于敏感皮肤、能缓解和治疗特定皮肤相关问题并有医疗人士或皮肤科医生认可的产品。根据 Euromonitor 数据，我国皮肤学级护肤品 2019 年市场规模达到 136 亿元，2014 年-2019 年复合增速为 23.2%，在化妆品各细分赛道中领跑，景气度较高。

图5：针对敏感肌的皮肤学级护肤品增速领跑化妆品各细分赛道

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2014-2019五年CAGR
总规模	2310	2536	2768	2978	3177	3380	3728	4197	4777	
总规模同比增速	13%	10%	9%	8%	7%	6%	10%	13%	14%	9.9%
护肤	1152	1272	1393	1510	1610	1698	1881	2131	2444	
护肤同比增速	14%	10%	10%	8%	7%	6%	11%	13%	15%	10%
抗衰	246	279	312	330	341	356	404	472	575	
抗衰同比增速	17%	14%	12%	6%	4%	4%	13%	17%	22%	12%
彩妆	166	181	205	227	253	285	346	433	552	
彩妆同比增速	13%	9%	13%	11%	11%	12%	21%	25%	27%	19.4%
皮肤学级	34	37	42	48	59	68	85	102	136	
皮肤学级同比增速	24%	8%	13%	14%	24%	15%	24%	21%	32%	23%

数据来源：Euromonitor、开源证券研究所

1.2、竞争格局分析：国货品牌已构筑差异化竞争优势

从市占率看，近年来薇诺娜、玉泽等国货品牌表现出色。从当前我国皮肤学级护肤品的竞争格局来看，根据 Euromonitor 数据，国货品牌中主打敏感肌修护的薇诺娜品牌市占率从 2013 年的 2.1% 提升至 2019 年的 20.5%，玉泽品牌市占率也从 1.0% 提升至 2.8%。而在国际品牌中，雅漾市占率较高，但近年来在持续下降，2019 年已被薇诺娜超过；芙丽芳丝、修丽可等品牌相对表现较好。

图6：薇诺娜、玉泽等国货品牌在皮肤学级护肤品类目中市占率逐年提升

品牌	公司	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	趋势
薇诺娜	贝泰妮	2.1	3.1	6.8	10.3	13.1	17.0	20.5	↑
雅漾	Pierre Fabre SA	28.9	29.8	27.8	25.3	22.3	18.2	14.5	↓
理肤泉	欧莱雅	12.5	12.4	13.1	13.0	12.5	12.2	12.5	→
贝德玛	贝德玛	0.8	2.0	3.6	6.8	9.3	9.4	8.9	→
薇姿	欧莱雅	23.9	21.3	16.7	13.3	10.6	9.1	7.1	↓
芙丽芳丝	花王	6.3	5.9	5.6	5.3	5.9	6.4	6.3	↑
怡思丁	怡思丁	-	-	1.0	1.3	1.9	3.0	5.2	↑
修丽可	欧莱雅	-	-	-	1.2	1.4	2.3	4.6	↑
Aveeno	强生	-	-	-	0.8	1.7	3.1	4.2	↑
比度克	湖北比度克	5.4	6.3	7.0	5.3	5.3	4.9	4.0	↓
施巴	Sebapharma GmbH & Co KG	9.8	8.6	6.7	6.1	5.3	4.7	3.8	↓
丝塔芙	Galdema SA	6.1	7.2	8.1	6.5	5.3	4.3	3.1	↓
玉泽	上海家化	1.0	1.3	1.6	2.2	2.5	2.8	2.8	↑
欧缦丽	Caudalie Sarl	1.2	1.6	1.7	2.0	2.3	2.0	1.7	↓
Mustela	Expanscience SA, Laboratoires	0.3	0.3	0.3	0.4	0.5	0.6	0.6	↓
欧树	Laboratoire Nuxe SAS	1.7	0.1	0.0	-	-	0.1	0.1	↓

数据来源：Euromonitor、开源证券研究所

皮肤可分为干性、油性、混合、中性，消费者在选购护肤品时需要会按照肤质选购。根据欧莱雅《中国人皮肤类型报告》，除正常的中性皮肤外，我国有 30.8% 女性属于干性皮肤、25.6% 女性属于油性皮肤，二者因为角质层水分含量较低或皮质分泌等问题，容易出现皮肤屏障受损情况，因此皮肤屏障修护需求非常旺盛。而对于不同肤质的消费群体而言，在选取化妆品时的成分也有差异化要求：例如，油性皮肤在选购敏感肌修护产品时，若选用了含较多油脂性成分的产品，则会加重皮肤问题。

表1：皮肤分为中性、干性、油性和混合性皮肤，对应护肤要点和护肤品选购方向不同

类型	参数标准	皮肤表现及问题	产生原因	对应护肤要点
中性皮肤	角质层含水量达 20%，皮脂分泌适中	皮肤富有弹性，毛孔细腻；不易发红、发痒；不易长痘	正常肌肤	作息正常；睡眠充足；做好基础补水保湿
干性皮肤	角质层水分含量低于 10%，皮脂分泌少	皮肤有 紧绷感 ；眼角和嘴角易有 小细纹 ；皮肤没有光泽感， 缺乏弹性 ； 易过敏	内分泌失调，雌性荷尔蒙分泌量过多；紫外线的过度照射，生活习惯等原因	注意补水保湿；保持皮肤水油平衡；避免过度清洁
油性皮肤	角质层含水量正常或降低，皮脂分泌旺盛，易发生痤疮及毛囊炎	皮肤表面 经常出油 ；毛孔粗大；经常 长痘痘 ；鼻子黑头明显；化妆时 易脱妆	内分泌失调，雄性荷尔蒙比例偏高，皮脂腺活动旺盛，分泌过多油脂，阻塞毛孔形成粉刺；若清洁不当会感染细菌，伤及真皮导致发炎红肿形成青春痘	每天注意清洁；适当按摩，改善皮肤血液循环；注重皮肤修复，加快皮肤新陈代谢；保持毛孔通畅，注重补水；少吃辛辣油腻食物
混合皮肤		额部、鼻部、口周、下颌部位油脂分泌旺盛；面颊干	天生；油性演变；护理不当；滥用化妆品。	分区护理

资料来源：《皮肤美容学》、《主观皮肤类型与皮肤屏障功能的关系》、小红书、开源证券研究所

国货品牌通过打造细分品类的明星大单品，构筑差异化竞争优势。我们对皮肤学级护肤品市占率排名较高的国内外品牌产品进行了梳理，薇诺娜、玉泽、修丽可均主打皮肤屏障修护，不过修丽可价位相比国货产品而言较高，目标群体具有一定差异性。多数皮肤学级护肤品品牌均推出了分别适合干性和油性皮肤的产品，但亦有所侧重，如玉泽、芙丽芳丝明星产品均主要针对干性皮肤（玉泽针对油性皮肤也专门推出了玉泽清痘调护系列）。我们认为打造细分品类的明星大单品，有助于形成品牌调性、树立品牌形象，目前我国国货品牌薇诺娜、玉泽凭借优质产品，已经在皮肤屏障修护领域形成了竞争优势，品牌形象深入人心。

图7：国货品牌打造细分品类明星大单品，构筑差异化竞争优势

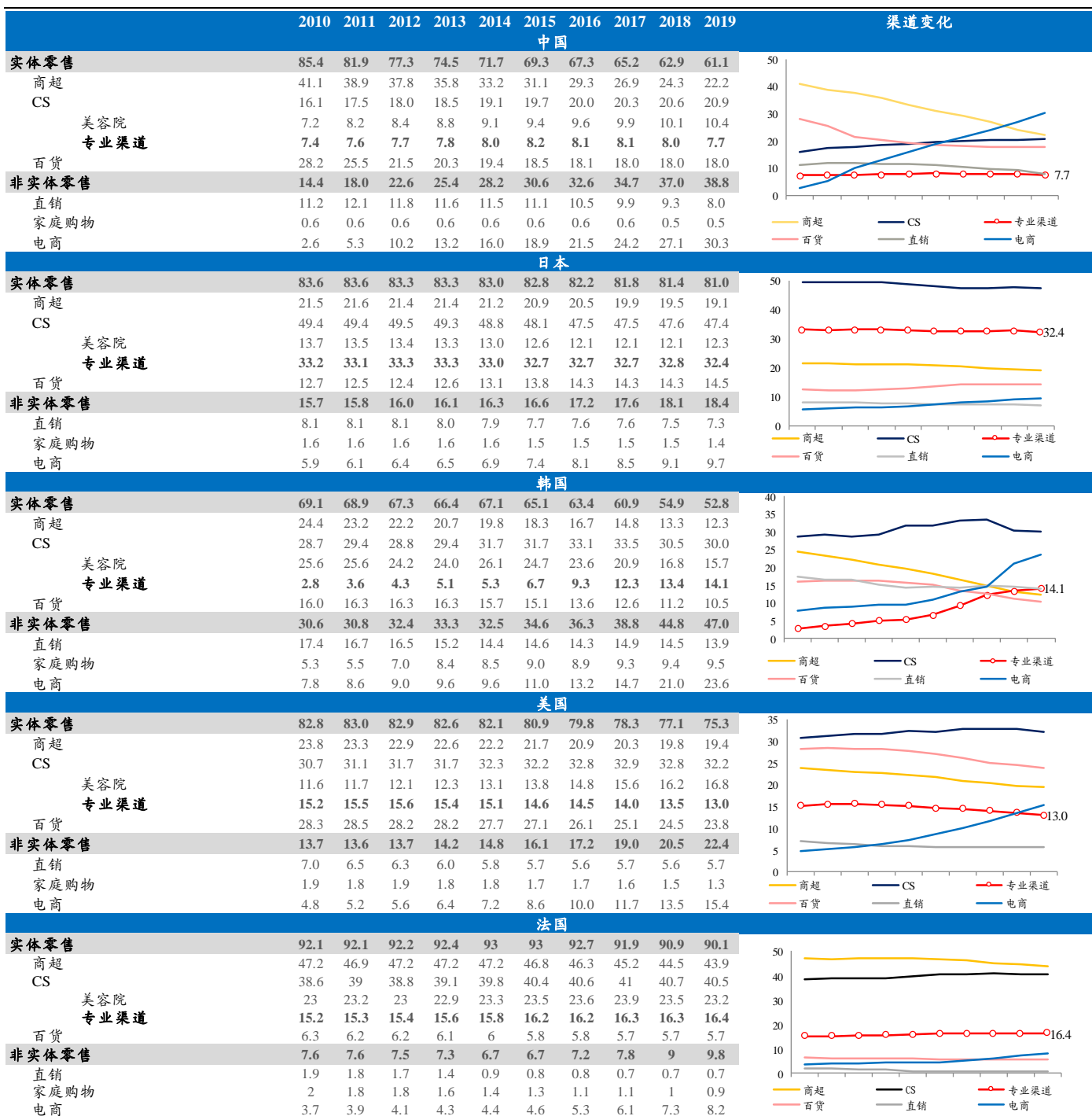
		大众					高端
品牌	玉泽 Dr.Yu	freeplus 芙丽芳丝	LA ROCHE-POSAY 理肤泉	EAU THERMALE 雅漾 Avène	WINONA 薇诺娜	VICHY 薇姿 LABORATOIRES	SKINCEUTICALS 修丽可
	汇集各大医院皮肤科权威联合研制，致力于从根源解决皮肤屏障受损引起各种肌肤问题。	选取不易给肌肤添加负担的原料，采用触感舒适的配方，不含防腐剂、香料、酒精等。	取用理肤泉温泉水作为核心生产原料，其成分具有舒缓和加快伤口愈合的特点。	以蕴含独特生物和矿物遗产雅漾活泉水为核心，具有舒缓、抗刺激、软化的特性。	以皮肤学理论为基础，采用云南青刺果油提取物等天然成分实现皮肤屏障修护。	产品富含薇姿火山温泉水和特殊活性分子，有舒缓、抗过敏，加强皮肤屏障。	由杜克大学Dr. Pinnell创立，为顾客提供整套护肤方案，全面提升肌肤健康
品牌	玉泽 Dr.Yu	freeplus 芙丽芳丝	LA ROCHE-POSAY 理肤泉	EAU THERMALE 雅漾 Avène	WINONA 薇诺娜	VICHY 薇姿 LABORATOIRES	SKINCEUTICALS 修丽可
清洁	屏障修护洁面凝露 108/150mL	净润洗面霜 150/100mL 泡沫洗面奶 150/150mL 净透卸妆油 170/125ml	特安泡沫洗面奶 210/125ml	舒润洁面乳 178/200ml 洁面摩丝 218/150ml	舒敏保湿洁面乳 158/80mL	泡沫洁面霜 225/100ml 温泉泡沫洁面霜 185/125ml	清润温和洁面乳 380/200ml
干性皮肤	清爽保湿乳液 189/50g 修护保湿面霜 198/50g	补水保湿喷雾 160/150ml 轻吻之水爽肤水 200/130ml 沁心润面霜 258/50g	舒缓调理喷雾 185/300mL 安心霜乳液 285/40ml 特安舒护乳液 255/40ml	调理喷雾 186/300ml 恒润保湿水 288/400ml 恒润保湿乳 228/40ml	极润保湿面膜 168/120mL 马齿苋喷雾 198/150mL	蓝水 138/125ml 水活霜 269/50ml 水活精华液 479/50ml	B5补水精华 680/30ml 植萃精华面膜 640/60ml B5保湿面膜 640/75ml
抗皱	玻尿酸修护安瓶精华液 255/14支		视黄醇a醇精华 420/30ml B5抗皱紧致精华 360/40ml		紧致淡纹精华霜 189/30g	至臻紧致日霜 399/50ml 至臻焕活晚霜 409/50ml 10号魔法液 595/50ml	紫米精华 980/30ml 紧致塑颜面霜 1760/48ml
屏障修复	修护保湿霜 178/50g 神经酰胺调理乳 360/100ml 修护身体乳 110/120ml		B5修复面霜 119/40mL B5玻尿酸精华液 450/30ml	修复霜 129/40ml	舒敏保湿特护霜 268/50ml 舒敏修护精华液 298/30ml	皮脂膜修护精华 295/100ml 89修护精华 450/75ml 89安瓶面膜 290/10片	美白精华液 980/30ml 杜克抗氧瓶 1490/30ml 皮脂膜修护面霜 1580/48ml
油性皮肤	调护洁面泡 98/150ml		洁面啫喱洗面奶 185/200g	控油洁肤凝胶 158/200ml	净痘清颜洁面乳 158/80g	控油祛痘啫喱 160/200ml	净透毛孔洁面啫喱 ¥ 380/200ml
控油保湿	平衡水油爽肤水 108/200ml 调护舒缓喷雾 148/150ml		控油蓝喷喷雾 195/300ml 收敛爽肤水 200/200g mat乳 228/40g	控油精华露 228/30ml 控油爽肤水 187/200ml	控油爽肤水 188/120ml 控油凝露 198/50g		海洋菁萃保湿霜 ¥ 700/60ml
祛痘	清痘调护平衡乳液 148/50ml		清痘净肤爽肤水 200/200mL k乳清痘精华 278/40mL 清痘修护AI乳 180/15ml	控油抗痘修护精华露 228/30ml	净痘爽肤水 188/120ml 清痘修复精华液 98/12g	祛痘保湿精华乳 185/50ml	杜克色修 phyto ¥ 595/30ml

资料来源：薇诺娜、玉泽、修丽可等各品牌官网、小红书、开源证券研究所（标粉色底为各品牌明星产品）

1.3、赛道特点：专业渠道重要性突出，高壁垒高粘性带来高利润率

在海外成熟市场，药店等专业渠道是化妆品的重要线下销售渠道。海外成熟市场有发达的连锁药店渠道，其店内销售产品类目主要涵盖非处方药及保健品、化妆品等，并通常设置导购和专业药师为消费者提供皮肤咨询等健康服务。根据 Euromonitor 数据，2019 年专业渠道（包括 Chemists/ Pharmacies/Drugstores 等）在日本化妆品销售渠道中占比接近 1/3，美国化妆品的专业渠道购买占比也达到 13.0%。我们认为专业渠道可以起到口碑树立和引流等重要作用。但我国情况有所不同，快速发展的电商渠道已成为化妆品购买主要渠道，而专业渠道占比近年来稳定在 8% 左右。

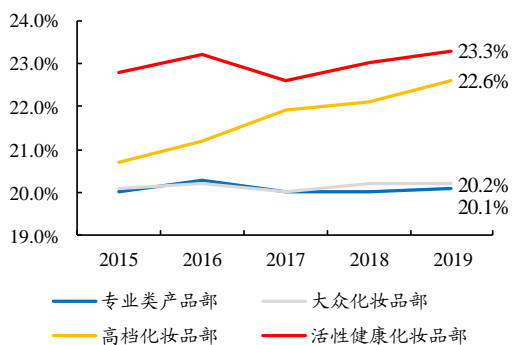
图8：专业渠道是海外成熟市场化妆品的重要购买渠道



数据来源：Euromonitor、开源证券研究所（专业渠道属于 CS 渠道的细分）

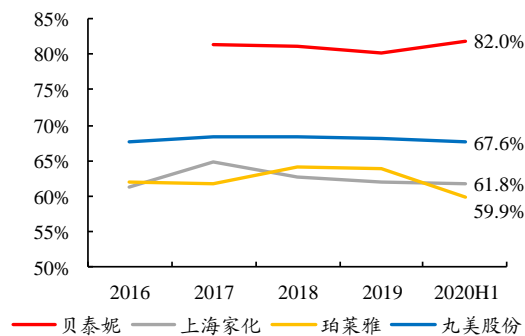
皮肤学级护肤品赛道的高壁垒和用户高粘性带来了产品的高利润。海外市场以欧莱雅集团为例，从集团内各事业部的利润率比较来看，以理肤泉、修丽可为代表针对敏感肌人群的活性健康化妆品事业部，其营业利润率要显著高于高端化妆品、大众化妆品、专业美发产品部等其他事业部；国内公司方面，主打敏感肌修护的贝泰妮毛利率亦处于行业领先地位。我们认为，一方面主打敏感肌修护的产品具有研发壁垒，带来产品溢价；另一方面敏感肌用户黏性和复购率也更高（因为更换产品风险大）。

图9：欧莱雅活性健康化妆品营业利润率高于其他产品



数据来源：欧莱雅公司公告、开源证券研究所

图10：贝泰妮毛利率高于其他化妆品公司

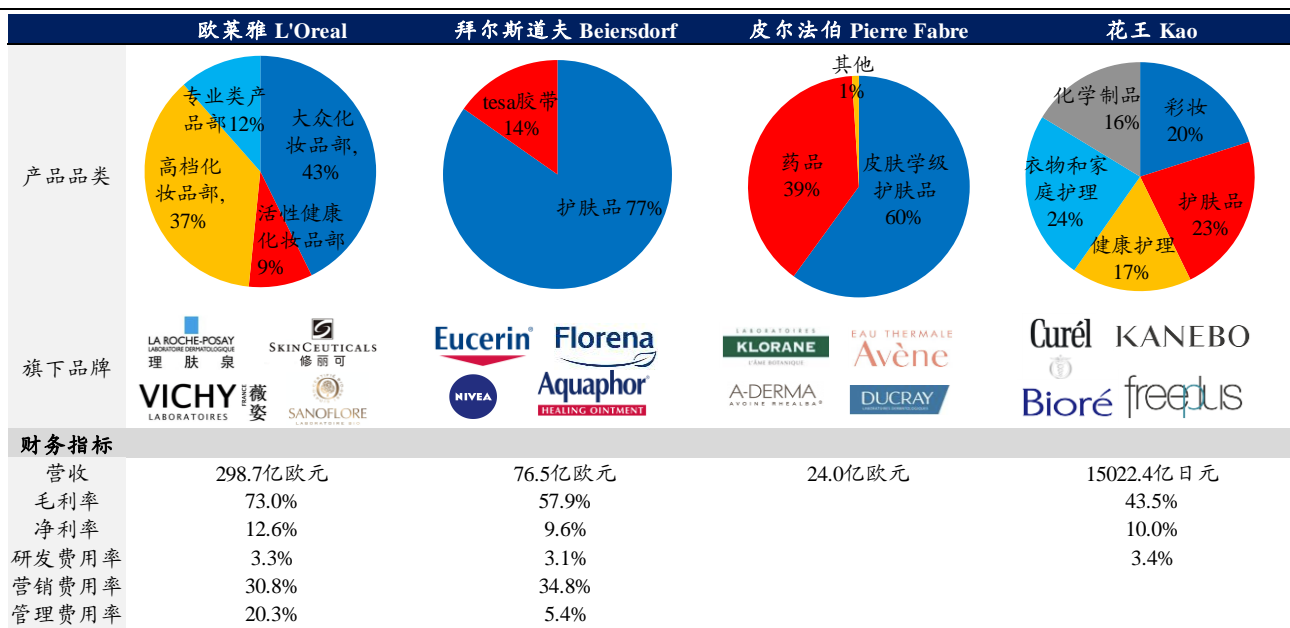


数据来源：贝泰妮、上海家化等公司公告、开源证券研究所

2、他山之石：欧美巨头成长路径多样，强研发高渗透是特点

我们对海外皮肤学级护肤品的主要参与者发展历程进行复盘。目前参与敏感肌修护赛道的海外巨头主要包括欧莱雅集团（法国，拥有理肤泉、薇姿等品牌）、拜尔斯道夫集团（德国，拥有优色林、La Prairie 等品牌）、皮尔法伯集团（法国，雅漾母公司）和花王集团（日本，拥有芙丽芳丝、珂润等品牌）等。成长路径可大致分为以下三类：（1）从药企/药房切入，在皮肤学级护肤品领域持续深耕，代表为皮尔法伯集团；（2）从药企/药房切入，通过自建、收购品牌发展为综合性护肤品跨国集团，代表为拜尔斯道夫集团；（3）通过收并购和内部孵化方式布局，代表为欧莱雅和花王集团。

图11：海外皮肤学级护肤品主要参与者包括欧莱雅、皮尔法伯、拜尔斯道夫和花王等

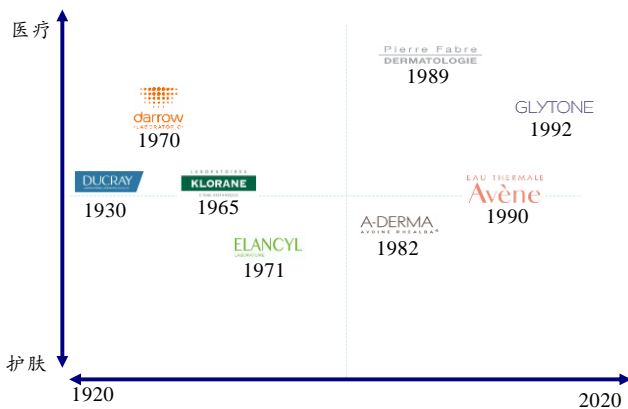


资料来源：欧莱雅、拜尔斯道夫、花王公司公告、皮尔法伯官网、开源证券研究所（财务指标均为2019财年）

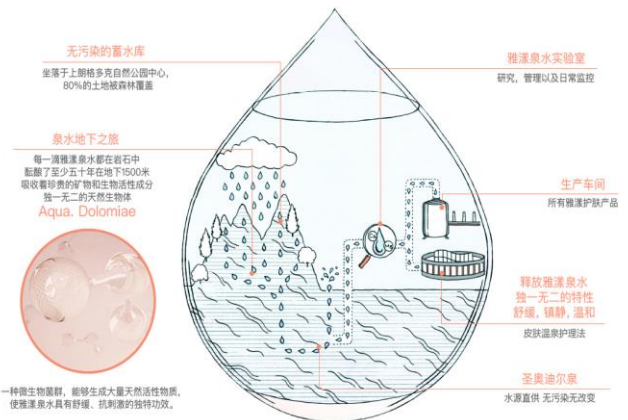
成长路径一：皮尔法伯(雅漾母公司)，从小药房到世界级药品/皮肤学级护肤品集团。皮尔法伯集团是全球第二大皮肤学护肤品集团，同时也是法国第二大私人制药企业，公司1951年由药剂师和植物学家皮尔法伯在法国西南部小药房建立，经历近70年发展，2019年实现营收24亿欧元，其中国际业务销售收入占比达64%。公司深耕皮肤学级护肤品领域，目前皮肤学级护肤品收入占比达60%，代表性品牌雅漾远销120个国家，特有的雅漾活泉水蕴含独特生物和矿物遗产，功效已经过150多项科学研究证实。公司注重研发，品牌以自主孵化为主，先后孵化了皮尔法伯皮肤科、护蕾等专注于敏感肌肤护理的品牌。我们认为皮尔法伯集团属于从药房出发，在皮肤学级护肤品专业领域深耕，最后打造为国际巨头的典型代表。

图12：皮尔法伯集团在皮肤学级护肤品深耕

图13：雅漾活水是雅漾产品的核心成分



资料来源：皮尔法伯集团官网、开源证券研究所

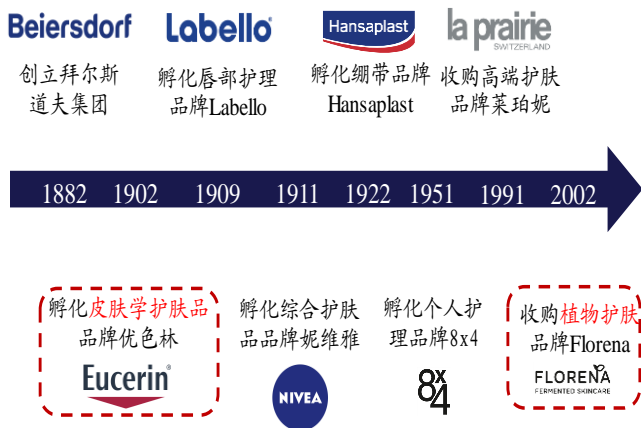


资料来源：雅漾官网

成长路径二：拜耳斯道夫(优色林母公司)，由药剂师创办，自建+并购发展为综合性护肤品跨国集团。拜耳斯道夫集团拥有欧洲最大的皮肤学研究中心，是全球护肤品行业功效评估标准的制定者。公司1882年在德国创立，经历百年发展，2019年实现营收77亿欧元。公司通过自主孵化和并购方式完善产品矩阵，目前旗下包括自主孵化的致力于敏感肌修护的品牌优色林以及收购的高端护肤品品牌莱珀妮 La Prairie等，2019年公司皮肤学级产品表现优异，销售额上升7.5%。拜耳斯道夫集团在全世界设立了7个皮肤学实验室，有约900名科学家致力于护肤品业务领域的研究和开发，公司股价自1990年上市以来表现也较为优异。

图14：拜耳斯道夫集团通过孵化/收购完善品牌矩阵

图15：拜耳斯道夫股价上涨超过10倍



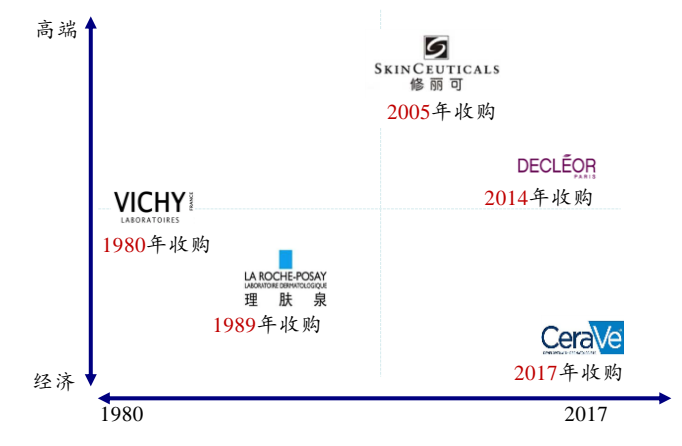
资料来源：拜耳斯道夫集团官网、开源证券研究所



数据来源：Bloomberg、开源证券研究所

成长路径三：欧莱雅集团，通过收并购方式加码皮肤学级护肤品，成立专门事业部。欧莱雅于1980年收购皮肤学级护肤品品牌薇姿，接下来通过收购方式逐渐丰富皮肤学级护肤品的品牌矩阵，并成立了专门的活性健康化妆品部，目前旗下品牌包括薇姿、理肤泉、修丽可、CeraVe和Decleor，覆盖多个价格带，满足不同层级消费需求。目前，活性化妆品部已成为欧莱雅集团营收和利润的主要增长动力之一：2020年上半年，欧莱雅活性健康部门在疫情线下渠道整体承压背景下，仍然逆势取得了9%的收入增长，同期其他部门均有一定下滑；此外，盈利能力方面，活性健康部门的营业利润率也为欧莱雅四个事业部门之首，2020年上半年达到28.9%。

图16: 欧莱雅皮肤学级护肤品覆盖多个价位



资料来源：欧莱雅官网、开源证券研究所

图17: 修丽可创始人杜克大学皮肤学教授



资料来源：欧莱雅官网

相较中日韩而言，欧美国家的皮肤学级护肤品渗透率水平较高。法国、美国2019年皮肤学级护肤品渗透率（定义为皮肤学级护肤品市场规模/护肤品总体市场规模，其中护肤品采用Euromonitor数据中的Skin care口径，下同）分别达到43.0%、14.7%，与中日韩相比，渗透率明显更高。我们认为这主要是由于欧美地区化妆品企业更青睐采取与实验室、研究所联合研发模式生产（例如上文复盘我们提到的欧莱雅活性健康化妆品事业部和皮尔法伯集团均是医药学背景公司），在各大巨头对低致敏性科学成分护肤品的积极布局下，消费者教育也更充分，带来了较高的渗透率。相较而言，日韩护肤品集团对皮肤学级护肤品侧重相对较少。

欧美成熟市场皮肤学级护肤品的市场格局已相对稳定。欧美市场皮肤学级护肤品的头部品牌已非常稳定：雅漾、理肤泉、贝德玛、欧缦丽、欧树连续五年位居法国皮肤学级护肤品品牌前五名，市占率上下波动在0.5%以内；美国皮肤学级护肤品品牌市占率前五名亦无明显波动。我们认为，随着护肤理性化、皮肤学级护肤品概念进一步普及，科学、低致敏性的护肤品将是行业发展的重要趋势。

表2: 相较中日韩而言，欧美国家的皮肤学级护肤品渗透率水平更高

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
法国	39.6%	39.5%	40.0%	40.8%	41.6%	42.1%	42.6%	43.0%	43.0%
美国	14.4%	14.4%	14.7%	15.1%	15.1%	14.8%	15.1%	14.9%	14.7%
中国	3.0%	2.9%	3.0%	3.2%	3.7%	4.0%	4.5%	4.8%	5.5%
日本	4.7%	4.7%	4.7%	4.6%	4.5%	4.5%	4.4%	4.4%	4.4%
韩国	2.2%	2.4%	2.7%	2.9%	3.0%	3.1%	3.5%	3.9%	4.2%

数据来源：Euromonitor、开源证券研究所（计算方法：渗透率=皮肤学级护肤品市场规模/护肤品总体市场规模）

3、空间测算：皮肤学级护肤品潜在市场规模在千亿级别

方法一（自上而下）：护肤品总体市场规模*皮肤学级护肤品渗透率测算

护肤品总体市场规模：我国消费者护肤品消费结构与日韩相似，目前日本、韩国的人均护肤品消费/人均 GDP 比值已相对稳定在 0.35%-0.4%之间。而我国人均护肤品消费/人均 GDP 2019 年为 0.25%，参照日韩同期水平仍有 1.5 倍左右提升空间。中性假设下，2019-2025 年我国人均护肤品消费/人均 GDP 比值每年提升 0.01%，则到 2025 年比值可达到 0.31%，对应测算得到护肤品市场规模为 4307 亿（2019 年护肤品市场规模 2444 亿元）。理想假设下，若人均护肤品消费/人均 GDP 能达到韩国水平（0.38%），则 2025 年护肤品市场规模有望达到 5318 亿元。

皮肤学级护肤品渗透率：我们认为在消费者护肤理性和品牌方市场教育的双重合力下，“科学护肤”是行业长期趋势，我国皮肤学级护肤品渗透率有望持续提升。在空间测算时，我们假设我国皮肤学级护肤品市场渗透率每年提升 0.5%（2014 年渗透率为 3.2%，2019 年已提升至 5.5%，过去 5 年平均每年提升约 0.5%），则到 2025 年皮肤学级护肤品渗透率有望达到 8.5%。而在理想假设下，若我国皮肤学级护肤品渗透率能达到美国水平（14.7%），则对应 2019 年有 2.7 倍的提升空间。

市场空间测算：延续上文测算，2025 年我国皮肤学级护肤品市场规模有望达 4307*8.5%=366 亿元，对应未来 6 年 CAGR 为 18%；理想假设下，市场空间有望达到 5318*14.7%=782 亿元。

表3：我国人均护肤品消费/人均 GDP 相较日韩等亚洲国家仍然较低

	2015	2016	2017	2018	2019
中国	0.23%	0.23%	0.23%	0.23%	0.25%
日本	0.33%	0.33%	0.34%	0.35%	0.35%
韩国	0.41%	0.42%	0.40%	0.39%	0.38%
美国	0.09%	0.09%	0.10%	0.10%	0.10%
法国	0.16%	0.16%	0.15%	0.14%	0.14%

数据来源：Euromonitor、国家统计局、开源证券研究所

图18：皮肤学级护肤品 2019-2025 年 CAGR 有望达到 18%

	护肤规模	×	皮肤学级渗透率	=	潜在空间	复合增速
2025年 中性假设	4307亿		8.5%		366亿	18%
假设依据	$\frac{\text{人均护肤}}{\text{人均GDP}}$ 每年提升0.01%		每年提升0.5%			
参考数据	2019年我国护肤品市场规模为2444亿， 人均护肤/人均GDP为0.25% 2025年人均护肤/人均GDP提升到 0.31%		2019年我国为5.5% 2025年渗透率提升到 8.5%		2019年我国为136亿	
2025年 理想假设	5318亿		14.7%		782亿	
假设依据	$\frac{\text{人均护肤}}{\text{人均GDP}}$ 提升到韩国水平		提升到美国水平			
参考数据	2019年日本人均护肤/人均GDP为 0.35%，韩国为 0.38%		2019年美国为 14.7%			

资料来源：Euromonitor、国家统计局、开源证券研究所

方法二（自下而上）：人均敏感肌护肤品消费*敏感肌人群数量测算

人均敏感肌消费：我们分别对玉泽、理肤泉、雅漾、薇诺娜、修丽可五个常见品牌皮肤屏障修护类经典产品的年用量和单价（按照2020年11月销售均价估计）测算：由于各品牌的产品单价和使用周期不同，测算下来使用玉泽、理肤泉、雅漾、薇诺娜、修丽可明星产品一年所需的金额分别约为800元/1345元/1308元/1290元/9480元（详细数据见下文图22），即市场上多数产品的年消费金额在800-1300元区间。

敏感肌人群数量：根据population pyramids数据，2019年我国15岁-49岁女性人口约为3.74亿；而根据《中国敏感性皮肤流行病学调研》，约有46%女性发生过不同程度皮肤敏感，其中14.92%为皮肤比较敏感或非常敏感（对应人数为0.56亿，该部分人群以下统称为“较敏感”人群），另有31.47%为一般敏感（对应人数1.18亿）。

市场空间测算：延续上文测算，我们以主流敏感肌护肤品产品为代表进行情景分析。不同情景差别为单价提升、消费频次提升和消费人群扩容。（1）情景一：使用市场主流敏感肌护肤品，平均单价约为140元；一年大约一半时间使用，每支2个月，总用量共3支；仅较敏感消费者使用；测算结果为市场空间为234亿元；（2）情景二：消费升级，单品价格由140元提升至薇诺娜明星单品舒敏保湿特护霜的销售均价215元，其他条件不变，对应市场空间为360亿元；（3）情景三：消费频次提升，消费者使用产品时间从半年提升至1年，其他不变，对应市场空间为720亿元；（4）情景四：消费人群扩容，除“较敏感”用户外，一般敏感用户也有50%比例开始使用敏感肌护肤产品，使用周期为半年，加上这部分增量后，市场空间合计约1100亿元。

图19：理想情景下，皮肤学级护肤品潜在市场规模有望达到千亿级别

	单件产品价格P	年消费件数Q1	消费人群Q2	市场空间
情景一	140元 假设：主流敏感肌护肤品销售均价（概数）	3 一件使用2个月 使用半年	5580万 仅“较敏感”消费者使用	234亿
情景二	215元 假设：薇诺娜舒敏保湿特护霜销售均价	3 一件使用2个月 使用半年	5580万 仅“较敏感”消费者使用	360亿
情景三	215元 假设：同上	6 一件使用2个月 使用一年	5580万 仅“较敏感”消费者使用	720亿
情景四	215元 假设：同上	3 一件使用2个月 使用半年	5900万 “较敏感”消费者全部使用 “一般敏感”用户也有50%比例使用	381亿

资料来源：population pyramids、《中国敏感性皮肤流行病学调研》、开源证券研究所

4、供需共振，“医研赋能”正向循环打造中国品牌

短期看，后疫情时代口罩佩戴常态化，抗敏舒缓需求占据风口；展望未来，一方面消费者更为理性，对产品安全性提出较高需求，另一方面国家药监局等机构监管趋严，两者叠加有助于行业出清。目前，国货品牌在产品、渠道等方面已构筑差异化优势，通过基于优质产品的正向循环链路，最终实现从“产品力”到“品牌力”的飞跃。

4.1、产品端：“医研赋能”，打造优质产品

国内皮肤学级护肤品多采用与医院联合打造方式，保证产品质量同时起到背书作用。以薇诺娜为例，薇诺娜母公司贝泰妮与昆明医科大学联合组建研发团队，昆明医科大学第一附属医院皮肤科主任何黎教授担任薇诺娜品牌直播及专家顾问，同时，薇诺娜品牌的功效性和安全性也经过了北京大学第一医院、复旦大学华山医院等 54 家国内著名医学机构的临床观察。玉泽品牌则由上海家化与上海交通大学医学院瑞金医院皮肤科共同打造，源于 2003 年上海家化瑞金医院建立的“医研共创”项目。我们认为，未来随着消费者日趋理性，产品力将成为护肤品行业的关键竞争要素，而医院、医科大学工作人员的临床经验丰富，对国人皮肤的特点也更为了解，企业采取与医院、医科大学联合开发方式，将有力保证产品的产品力，也将构成国货品牌差异化的竞争优势所在。

图20：薇诺娜品牌主要成分经过基础研究和临床认证



资料来源：薇诺娜官网

图21：玉泽品牌由上海家化与瑞金医院皮肤科共同打造



资料来源：玉泽天猫旗舰店

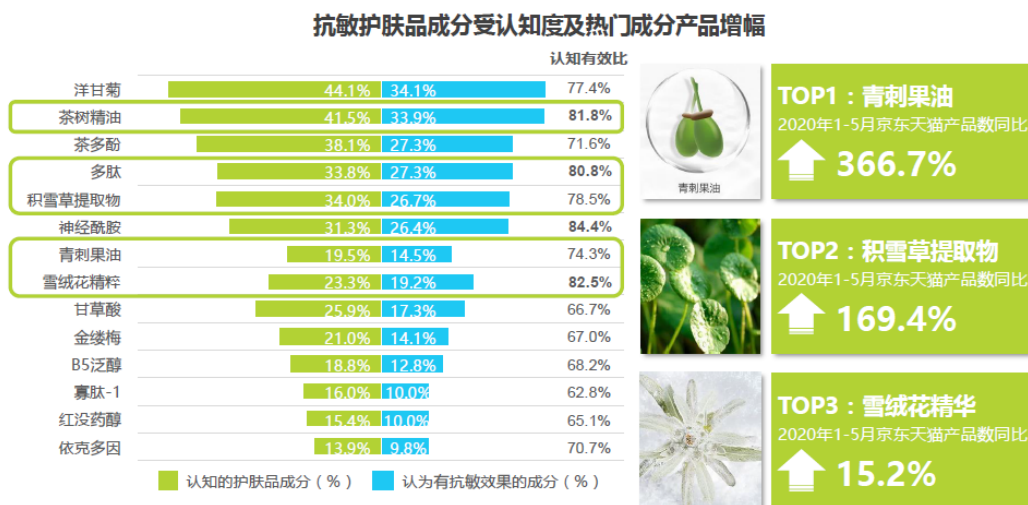
从成分看，国货产品添加敏感肌修护成分的“认知有效比”普遍较高。皮肤屏障修护产品成分的主要功效包括舒缓刺激、促进皮肤屏障成分（神经酰胺）形成、强韧皮质膜等，热门成分包括神经酰胺、生育酚（维生素 E）、角鲨烷、半乳糖阿拉伯聚糖、马齿苋、青刺果油等。我们对海内外主打皮肤屏障修护的产品进行对比：我国国货品牌通常包含较多热门明星成分且从成分认知的有效性来看，根据艾瑞咨询调研数据，国货品牌有效成分的认知有效比（定义为“消费者认为该成分有效”/“消费者知道该成分”）较高：例如，薇诺娜主要成分青刺果油主打皮肤屏障修护，认知有效比达到 74.3%，但不足之处在于其市场认知度仅有 19.5%。我们认为，未来随着消费者认知提升，市场空间很大。而从价格上看，我们测算使用玉泽、理肤泉、雅漾、薇诺娜、修丽可明星皮肤屏障修护产品一年所需金额分别约为 800 元/1345 元/1308 元/1290 元/9480 元，除高端品牌修丽可外，其余国货品牌价格与海外品牌同类产品相比并无显著性差异。

图22: 我国主打敏感肌修护的护肤品品牌产品添加了各类热门屏障修护成分

品牌	玉泽	理肤泉	雅漾	薇诺娜	修丽可
品牌					
产品	皮肤屏障神经酰胺调理乳	理肤泉特安舒缓修复霜	雅漾修护舒缓保湿霜	薇诺娜舒敏保湿特护霜	修丽可皮脂膜修护霜
保湿成分	半乳糖阿拉伯聚糖、1,2-己二醇、 1,3-丙二醇 、 向日葵籽油 、乙基己基甘油、甜菜碱、双丙甘醇、氯化卵磷脂、海藻糖、 生育酚(维生素E) 、生物糖胶-2、 丁二醇 、甘油、 神经酰胺3 、角鲨烷	角鲨烷 、甘油、1,2-戊二醇	矿油、甘油、 角鲨烷 、丝氨酸	透明质酸钠、牛油果、β-葡聚糖、 丁二醇 、甘油、1,2-戊二醇	腺苷、 向日葵籽油 、 皂化物 、双丙甘醇、 生育酚(维生素E) 、 神经酰胺1 、甘油、 神经酰胺3 、迷迭香叶油
抗氧化成分	生育酚乙酸酯、氯化卵磷脂、扭刺仙人掌茎提取物、 生育酚(维生素E) 、 神经酰胺3 、 季戊四醇四(双-叔丁基羧基氯化肉桂酸)酯	乙酰基二肽-1鲸蜡酯	-	马齿苋提取物、牛油果	腺苷、 生育酚(维生素E) 、 神经酰胺1 、 神经酰胺3
美白成分	-	-	-	-	-
舒缓成分	尿囊素、麦冬根提取物	乙酰基二肽-1鲸蜡酯	-	β-葡聚糖、青刺果油	-
产品功效宣称	高保湿，深润修护，强锁水	修护、保湿、滋润	舒缓保湿、滋养润肤	舒缓敏感，长期修护维稳	使用8周后，神经酰胺含量+57%，胆固醇含量+50%，脂肪酸含量
主要成分功效	皮肤调理、保湿抗敏	皮肤调理、保湿、舒缓抗敏	皮肤调理、保湿	保湿柔润抗菌、皮肤调理	抗衰、PH调节、成膜、柔润
标准价格	180元/50ml	285元/40ml	272元/50ml	268元/50g	1580元/48ml
销售均价 (2020年11月)	160元	269元	218元	215元	1580元
直播价格	66元	-	-	106.5元	1530元
使用周期	2-3个月	2-3个月	2个月	2个月	2个月
全年消费额 (按11月销售均价)	800元	1345元	1308元	1290元	9480元

资料来源: 美丽修行、天猫数据、开源证券研究所

图23: 我国敏感肌修护产品所添加成分的“认知有效比”通常在70%以上



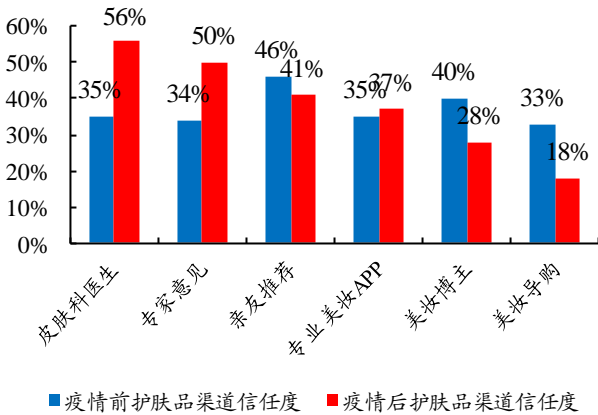
样本: 艾瑞2020年Click问卷数据, B7.认知哪些护肤品成分, n=533; B8.认为哪些护肤品成分可改善敏感肌问题, n=469; 认知有效比: 认为有效%/认知成分%*100%。
来源: 艾瑞Ectracker电商平台销量监测数据产品。

资料来源: 艾瑞咨询

4.2、渠道端：连锁药房等专业渠道助力口碑打造，线上电商高景气

随着消费者对皮肤科医生信任度提高，专业渠道将有效起到口碑打造作用。根据CBNData&欧莱雅中国《后疫情时代理性护肤白皮书》数据，疫情后我国消费者对征求皮肤科医生和专家意见的渠道信息信任度明显提升，受信任程度分别排在前两位（而在疫情前，信任度排名前两位的是亲友推荐和美妆博主）。从全球数据横向对比来看，消费者也都具有较强的使用科学美容产品的倾向：欧睿咨询《2018年美妆行业洞察报告》对20个国家超过2万名消费者的调查数据显示，近半数消费者拜访过皮肤科医生或领域专业人士咨询皮肤护理建议，18%表示会选择经皮肤科医生认证的产品。目前我国皮肤学级护肤品品牌如薇诺娜、创福康等，也纷纷布局药房渠道。我们认为，随着护肤品市场发展日趋成熟，消费者对皮肤科专业人士信任度提升，医院、连锁药房等专业化渠道将起到重要的口碑树立和引流作用，消费者在医院获得产品认知并完成初次消费，后续则逐步拓展到线下、线上其他购买渠道。

图24：疫情后皮肤科医生渠道成为最受消费者信任渠道



数据来源：CBNData&欧莱雅中国、开源证券研究所

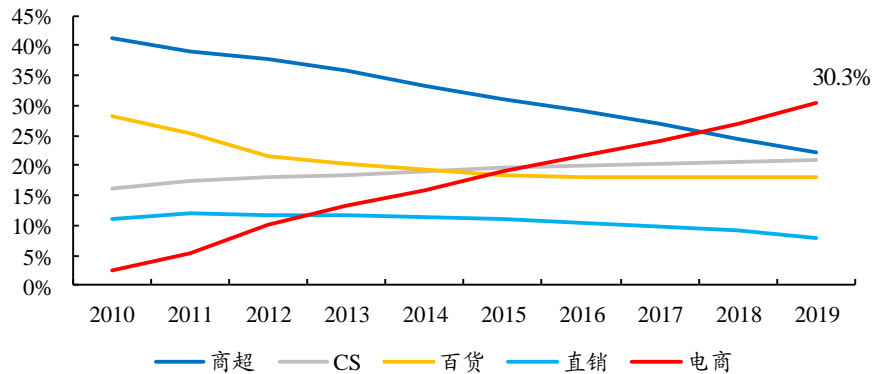
图25：薇诺娜布局药房渠道



资料来源：新浪新闻

线上渠道近年来保持高景气度，占据化妆品消费主导地位。目前线上渠道已经成为我国化妆品第一大销售渠道，直播、社交电商等新模式红利对国货品牌崛起也起到助推作用。在此背景下，国货品牌一方面持续加码KOL直播、店铺自播等方式，另一方面也采取与医院、专家等联合直播模式加码专业化直播。我们认为，未来在皮肤学级护肤品领域，线上渠道也将保持较高景气。

图26：线上渠道已成为我国化妆品第一大销售渠道



数据来源：Euromonitor、开源证券研究所

4.3、营销端：紧抓直播风口，加码专业化营销

借助 KOL 直播实现迅速提升品牌认知度，加码专业化营销打造品牌形象。国内品牌紧抓直播风口，与头部 KOL 联合展开直播，销售成绩优异。以玉泽为例，玉泽 2019 年 11 月开始直播营销，带动销量迅速上升，也提高了玉泽的品牌认知度。除此之外，国货品牌也紧抓理性化消费趋势，加码专业化直播：薇诺娜在天猫品牌日与皮肤学专家联合进行直播，玉泽在公众号推出皮肤健康 48 小时专家免费问诊服务，通过互动有效提升了转化率和客户留存率，快速建立起品牌信任度。

图27：2020年双十一李佳琦、薇娅直播皮肤学级护肤品



资料来源：李佳琦、薇娅直播间

图28：薇诺娜天猫品牌日与皮肤学专家联合直播

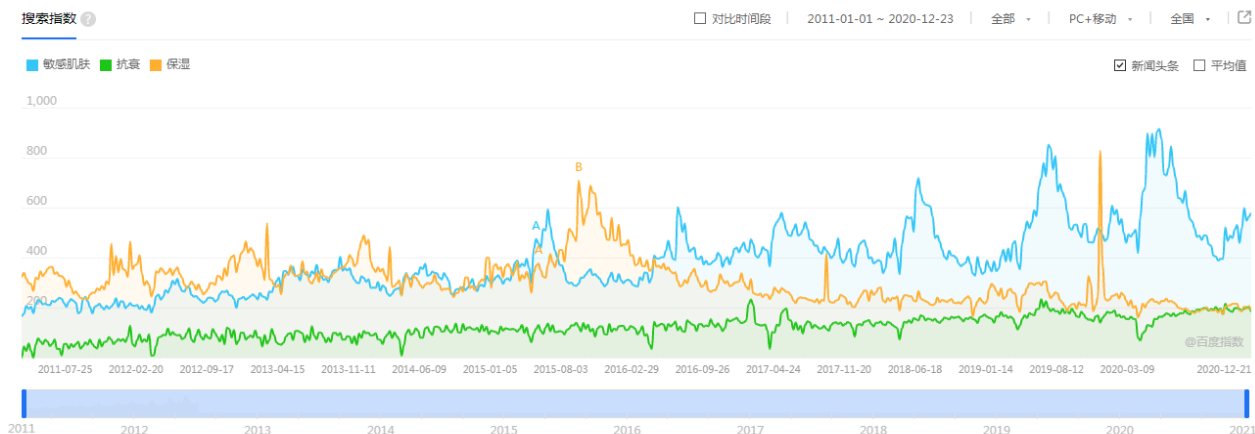


资料来源：薇诺娜官微

4.4、国货逻辑：短期看疫情催化抗敏舒缓需求，长期看“研发/产品——渠道/营销——品牌力”链路清晰

敏感肌肤关注度持续升高，疫情催化抗敏舒缓需求。近年来，敏感肌修护保持较高热度，根据艾瑞咨询，2020年6月小红书平台敏感肌相关笔记数量达121万篇，仅次于美白（149万）排在第二位，高于补水、抗初老等话题。与此同时，后疫情时代口罩佩戴常态化后，也给部分消费者带来皮肤困扰问题，舒缓镇定需求进一步上升。根据CBNData&欧莱雅《后疫情时代理性护肤白皮书》数据，超过6成消费者佩戴口罩后出现皮肤过敏、泛红等症状，女性消费群体产生“口罩脸”问题（皮肤敏感、闷痘致痘等）比例更高。从搜索数据上看，淘宝天猫的“口罩脸”“屏障修复”搜索和百度指数的敏感肌肤搜索指数均在持续上升。

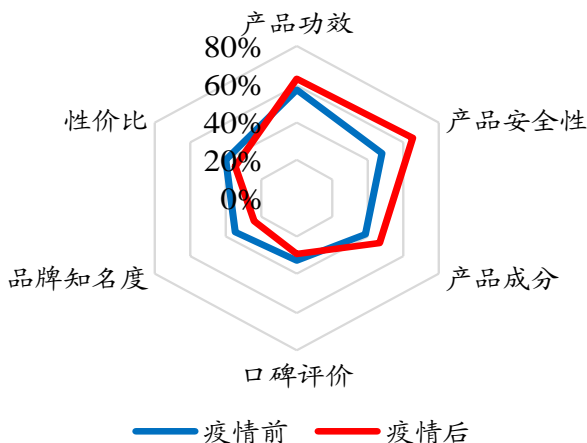
图29：“敏感肌肤”的百度指数持续上升



资料来源：百度指数（蓝色为敏感肌肤、绿色为抗衰、黄色为保湿）

护肤理性化是行业长期趋势。随着护肤教育普及，护肤消费日趋理性化，消费者选购护肤品时开始更加注重产品的功效，成分党随之崛起。根据 CBNDData&欧莱雅中国《后疫情时代理性护肤白皮书》数据，在消费者选购产品的考虑因素中，产品安全性、产品功效等要素在疫情后明显提升，品牌知名度等指标的关注度则有所下降。因此，具有优质产品（但品牌力暂时稍逊）的国货品牌有望迎来机会。

图30: 疫情后消费者对化妆品的安全性和成分关注度明显提升



数据来源: CBNDData&欧莱雅中国、开源证券研究所

化妆品新管理条例 2021 年正式开始实施，监管趋严也将助力行业出清。随着消费者对护肤品成分、安全性等方面关注提升，成分党、“药妆”等成为护肤品风口，商家也围绕相关元素进行营销。但其中也不乏部分商家虚假、夸大宣传成分等现象，其中最具代表性的就是“械字号面膜”错误命名和将妆字号面膜宣称为“医学护肤品”等。为整治行业乱象，国家药监局 2019 年发布政策明确规定：化妆品不得宣称具有医疗作用，其标识不得标注夸大功能、虚假宣传等内容。此外，《化妆品监督管理条例》2021 年正式开始实施，内容由 35 条增加到 80 条，对原料及产品、生产经营、监督管理、法律责任等方面都提出了明确要求。我们认为，未来随着行业监管趋严，有望帮助真正具有优质产品的行业优秀企业脱颖而出。

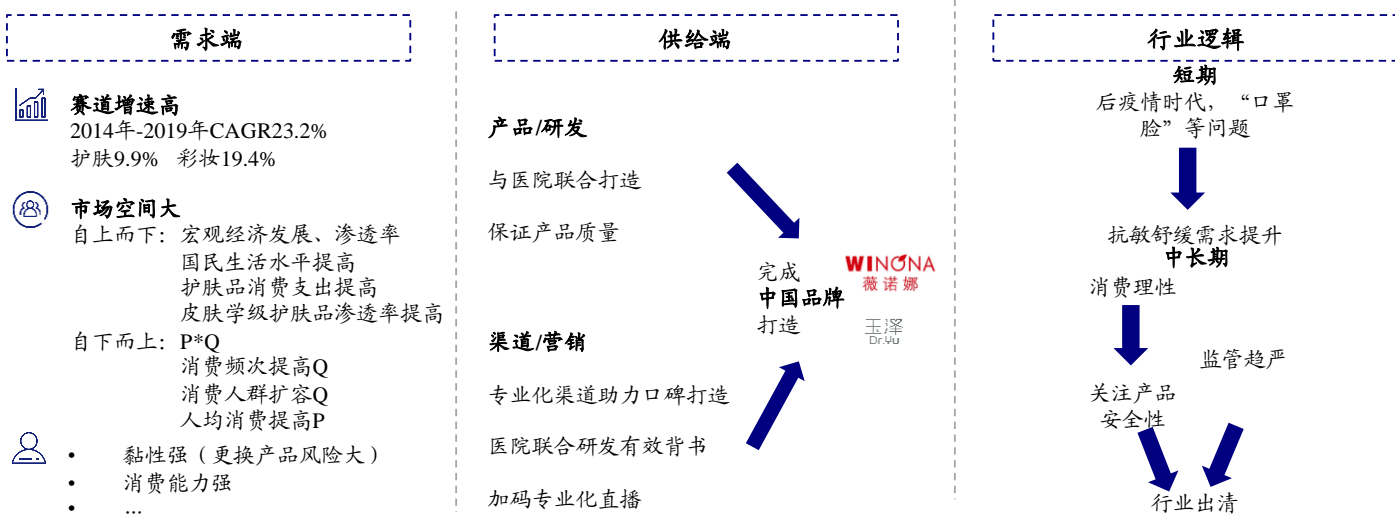
表4: 《化妆品监督管理条例》2021 年开始实施，涉及 4 方面内容

基本方面	具体内容
原料及产品	1、化妆品新原料应当进行注册或备案。
	2、化妆品分为特殊化妆品和普通化妆品。
	3、化妆品新原料和化妆品注册、备案前，注册申请人、备案人应当自行或者委托专业机构开展安全评估。
	4、牙膏参照条例内有关普通化妆品规定进行管理，香皂不适用本条例，但是宣称具特殊化妆品功效的适用本条例。
生产经营	1、化妆品注册人、备案人、受托生产企业应当设质量安全负责人，承担相应的产品质量安全管理和产品放行职责。
	2、电子商务平台经营者应当对平台内化妆品经营者进行实名登记，承担平台内化妆品经营者管理责任，应当全面、真实、准确、及时披露所经营化妆品的信息。
监督管理	1、化妆品检验机构按照国家有关认证认可的规定取得相关资质认定后，方可从事化妆品检验活动。
	2、国家建立化妆品不良反应监测制度和化妆品安全风险监测和评价制度。
法律责任	针对化妆品在原料、注册和备案、生产许可、生产环境、包材、使用期限等多个方面的情况，最高处罚力度可以达到：对于违法生产经营企业，15 倍以上 30 倍以下的罚款、10 年内不受理化妆品备案或行政许可申请；对于违法单位，责任人员终身禁止从事化妆品生产经营活动。

资料来源: 品观 APP、化妆品观察、开源证券研究所

国货品牌“研发/产品——渠道/营销——品牌力”的发展链路清晰。需求端看，皮肤学级护肤品赛道增速高、空间大、用户黏性强，赛道非常优质；供给端看，国货品牌已构筑差异化竞争优势，在理性护肤和监管严格等行业趋势下有望显著受益，从“研发/产品”到“渠道/营销”最终打造“品牌力”的发展路径已非常清晰。

图31: 国货品牌“研发/产品——渠道/营销——品牌力”发展链路清晰

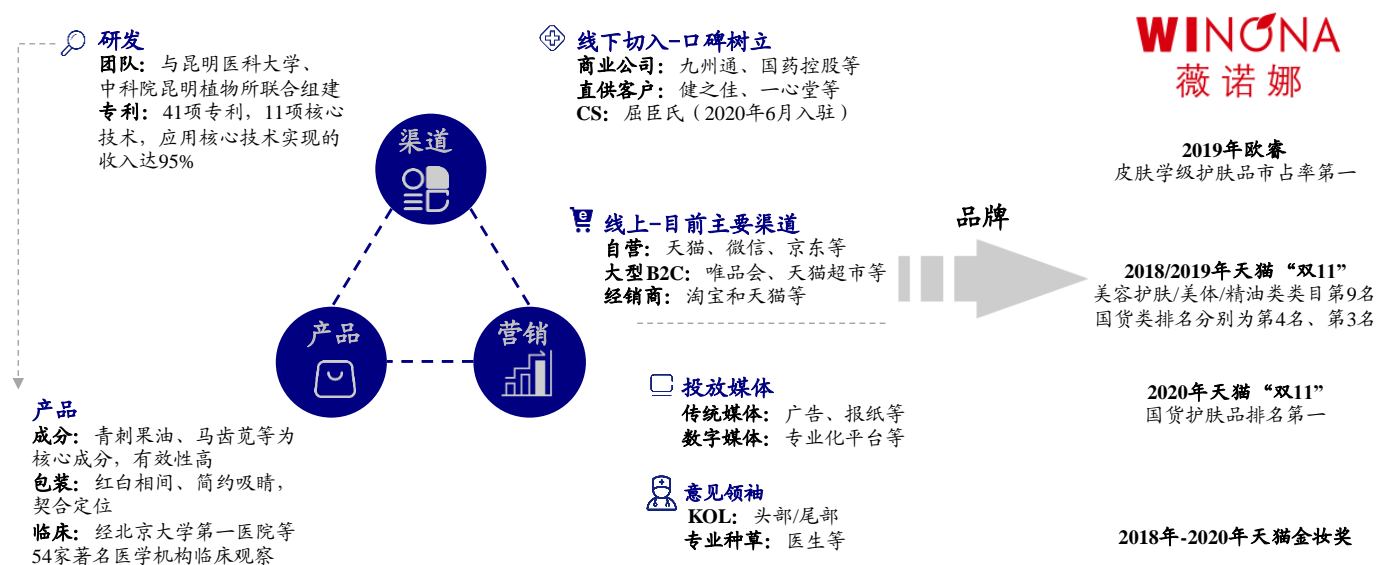


资料来源: 贝泰妮公司公告、贝泰妮公司官网、Euromonitor、开源证券研究所

5、贝泰妮: 深耕敏感肌修护赛道的国货美妆龙头

薇诺娜品牌已形成“研发/产品——渠道/营销——品牌力”的正向循环。薇诺娜是敏感肌修护赛道的国货龙头品牌，品牌市占率2019年正式超越雅漾位列我国皮肤学级护肤品领域第1，2018-2020年连续三年获得天猫金妆奖（有“美妆奥斯卡”之称）。在本章节中，我们复盘薇诺娜的发展经验和成长路径，可简要概括为：薇诺娜品牌成立之初在产品、线下渠道方面首先构筑竞争优势，而后乘电商东风发力线上，进一步借力直播、社交电商等营销，在销售连续高增长同时，逐步完成品牌打造。

图32: 薇诺娜已形成“研发/产品——渠道/营销——品牌力”的正向循环

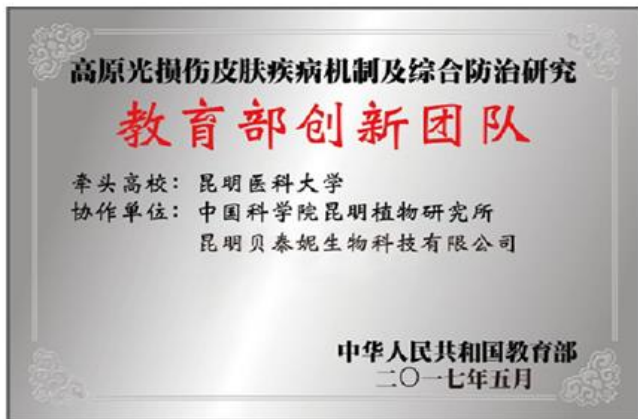


资料来源: 贝泰妮公司公告、贝泰妮公司官网、Euromonitor、开源证券研究所

5.1、与昆明医科大学联合组建，强研发构筑竞争壁垒

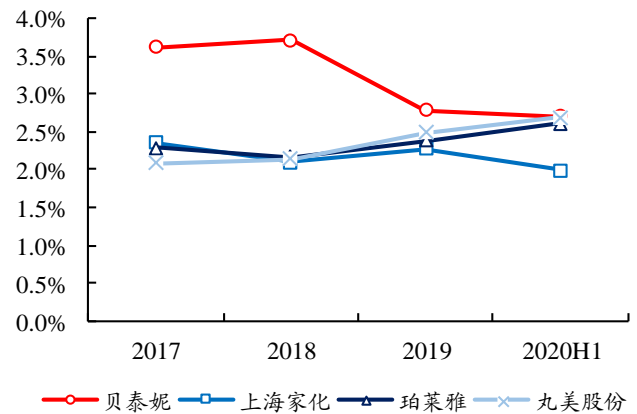
专业的研发团队构筑了薇诺娜品牌的竞争壁垒。薇诺娜母公司贝泰妮与昆明医科大学、中国科学院昆明植物研究所联合组建研发团队，引进国际皮肤药理学学会主席法国 Philippe Humbert 教授等 3 位高端人才，集结国内外皮肤科、植物学、生物学领域科技人才。截至 2019 年末，公司拥有 95 人研发团队，其中本科学历以上 81 人，包括博士学位 2 人、硕士学历 24 人，研发团队具有较大国内外影响力。从研发费用率上看，贝泰妮研发费用率在 3% 左右，处于行业较高水平。

图33：贝泰妮是国家教育部创新团队



资料来源：贝泰妮官网

图34：贝泰妮研发费用率保持较高水平



数据来源：贝泰妮、上海家化等公司公告、开源证券研究所

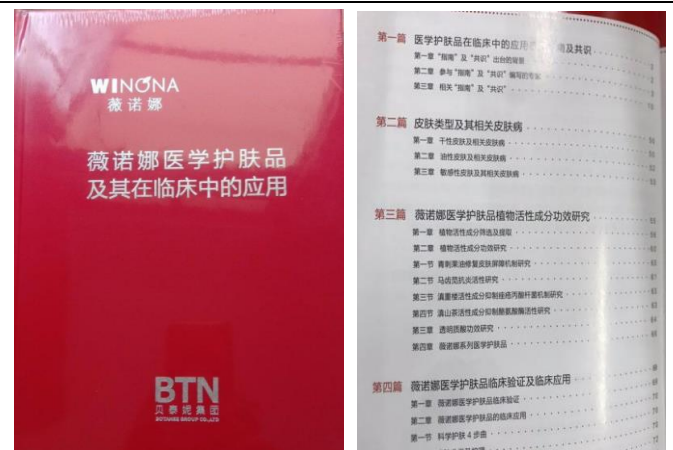
贝泰妮应用核心专利技术实现收入占九成以上。截至 2019 年末，贝泰妮及其子公司共拥有 41 项专利、掌握 11 项核心技术，具有较强的研发实力。贝泰妮应用核心技术实现的销售收入占其主营业务收入比重达到 95% 以上，有效将技术成果转化为经营成果。除此之外，贝泰妮在领域内不断深耕，临床经验丰富，2017 年发布《薇诺娜医学护肤品及其在临床中的应用》红宝书，其中包含超过 60 篇基础研究和临床应用文章。前文提到，医院、医科大学工作人员的临床经验丰富，对国人皮肤的特点也更为了解，贝泰妮采取与医院、医科大学联合开发方式，一方面保证了产品功能的有效性，另一方面在消费者日趋理性背景下，也起到质量背书的作用，有助于帮助公司实现从“产品力”向“品牌力”的飞跃。

图35：贝泰妮拥有多项专利

专利名称	专利应用
1 马齿苋/青刺果/滇重楼提取物制备方法	保证植物中化学成分不被破坏，提高稳定性，使产品质地温和、安全性好、无毒副作用、无使细胞处于最舒适状态，为敏感性皮肤人群带来高耐受产品，具有温和舒敏、保湿、修复皮肤等效果。
2 等渗制剂技术	提升活性成分生物利用度，使产品具备较好的肤感和保湿性能。
3 脂质体包裹技术	使得喷雾颗粒均匀细小，使用体验大幅提升，在兼具良好安全性的同时，及时补充肌肤水分。
4 液体制剂雾化技术	解决了复合神经酰胺的溶解问题，提高了制剂的稳定性能，具有对皮肤屏障进行多重修复的作用。
5 皮肤屏障修复制剂及其制备方法	减少了乳化剂对皮肤的刺激性，增强制剂稳定性，具有良好的祛痘效果。
6 含页岩油的复合祛痘制剂及其制备方法	建立并完善多种皮肤及细胞评价模型，用于原料和产品的体外评估。
7 体外/体内产品评估技术	

资料来源：贝泰妮公司公告、开源证券研究所

图36：贝泰妮发布医学护肤品红宝书



资料来源：贝泰妮网站

5.2、经典大单品长盛不衰，高功效+吸睛设计深受消费者欢迎

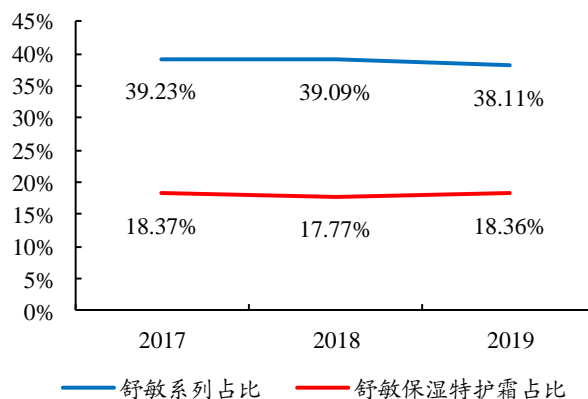
薇诺娜打造了经典单品舒敏保湿特护霜。薇诺娜口碑星品舒敏保湿特护霜选取天然马齿苋精萃、云南高原青刺果油等天然成分，致力于解决皮肤泛红、干痒、灼热等问题，自上市以来始终保持优异的销售成绩，曾荣获美容风云榜面霜类年度人气大奖、潮流盛典最受欢迎经典单品等多项荣誉。根据公司公告，舒敏保湿特护霜系列在公司销售占比中达到 18.4%。我们认为经典大单品体现了公司的强产品力，也有助于公司产品牌力的长期构建。

图37：薇诺娜打造了经典产品舒敏保湿特护霜



资料来源：薇诺娜天猫旗舰店

图38：舒敏保湿特护系列销售占比高



数据来源：贝泰妮公司公告、开源证券研究所

有效成分为薇诺娜带来高产品功效，吸睛的产品设计打动消费者。成分方面，舒敏保湿特护霜采用青刺果和马齿苋作为敏感肌舒缓、修护核心成分，其中青刺果具有促进神经酰胺合成的功效，可以增强皮肤自我修护、重启肌肤保护机制，马齿苋富含多糖化合物，可以直达肌肤砖墙结构，有效缓解皮肤泛红、干痒、灼热等不适现象。根据艾瑞咨询数据，含有青刺果油成分的产品对敏感肌修护作用的认知有效比超过了 70%，具有较高的有效性。在产品外观设计方面，薇诺娜品牌产品采取红白相间配色，简洁又契合薇诺娜敏感肌肤修护的品牌定位，可以给消费者留下深刻印象。在高功效和优质外观设计的共同帮助下，薇诺娜深受消费者欢迎，产品复购率较高：根据公司公告，2019 年薇诺娜官方旗舰店的复购率接近 30%。

图39：舒敏保湿特护霜采用青刺果油、马齿苋成分



资料来源：薇诺娜官网

图40：薇诺娜产品红白相间设计非常吸睛














资料来源：薇诺娜官方旗舰店

5.3、线下渠道切入打造好口碑，线上电商发力推动高增长

贝泰妮（薇诺娜）已形成完善的线上+线下渠道布局。贝泰妮最初从线下药店等专业渠道切入，近年来借电商红利发力线上，目前线上渠道已成为公司主要渠道且保持较高增长。目前，公司线上渠道包括线上自营、大型 B2C 分销和线上经销商分销；线下渠道主要以商业公司和直供客户为主，2020 年 6 月新拓展了屈臣氏 CS 渠道。

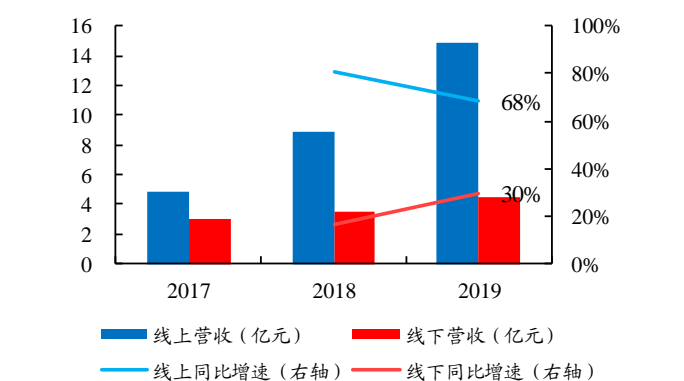
图41：贝泰妮（薇诺娜）已形成完善的线上+线下渠道布局

线上 (76.7%)			线下 (23.3%)			
线上自营 55.6%	大型B2C 18.2%	线上经销商3.0%	商业公司 10.7%	直供客户 10.4%	区域经销商2.1%	
 占自营66.0%  占自营23.4%  占自营5.2%  占自营4.2%	与大型B2C平台签订商品购销协议，双方根据平台实际销售产品和其他约定方式进行结算 唯品会 vip.com  	与线上经销商签订商品购销协议，线上经销商通过在B2C平台等开设的自营店铺自主进行产品销售 主要平台是天猫等	  公司将产品销售给九州通、国药集团等商业公司，再由商业公司销售给药店、诊所等	   与连锁药店、诊所等客户签署购销协议，是目前公司重点发展模式	与区域经销商签订经销协议，在协议约定的区域市场内进行产品销售 线下自营 0.2% 开设线下直营店 目前公司选择集中精力发展直供客户，收入逐渐下降	
毛利率	80.6%	72.2%	73.6%	91.6%	84.4%	74.7%/90.5%
2019营收增速	71.1%	77.7%	2.6%	18.6%	67.5%	-13.4%/-58.6%

资料来源：贝泰妮公司公告、开源证券研究所

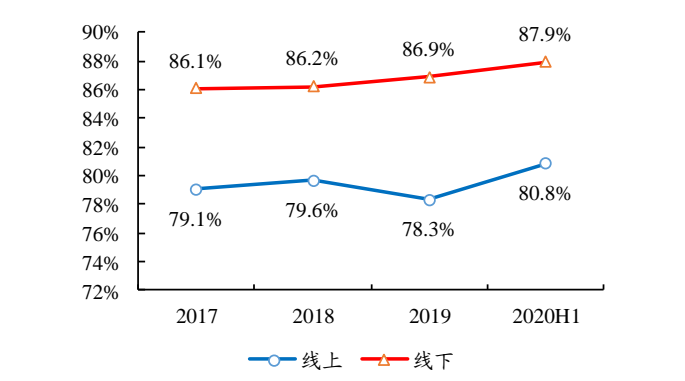
贝泰妮线上渠道高增长，线下渠道表现稳健。2019 年贝泰妮线上渠道实现收入 14.84 亿，占总收入 76.7%，同比增长 68%，两年复合增速达 74.2%；线下收入为 4.51 亿，占总收入 23.3%，同比增长 30%，两年复合增速为 23.0%，保持平稳增长。从毛利率角度看，贝泰妮线下渠道毛利率较高，主要是因为线下渠道以医疗器械销售为主，品类毛利率本身就偏高且较少参加折扣活动。2017-2020 年，贝泰妮线上销售毛利率在 80%左右小幅波动，低于线下渠道主要是因为线上渠道通常会参加“双十一”、“618”等大促活动，销售折扣较高。

图42：贝泰妮线上渠道连续高增长



数据来源：贝泰妮公司公告、开源证券研究所

图43：贝泰妮线下渠道毛利率较高

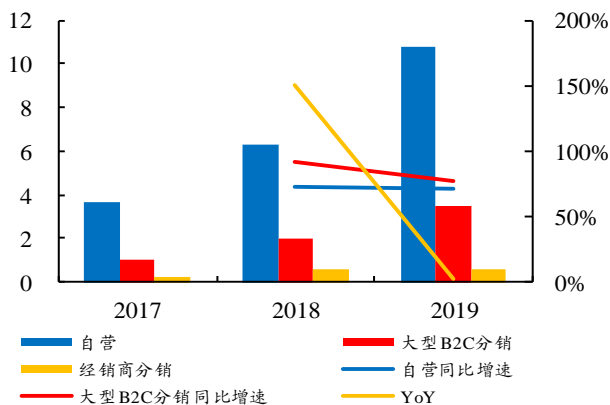


数据来源：贝泰妮公司公告、开源证券研究所

贝泰妮线上销售模式包括线上自营、线上大型 B2C 分销和线上经销商分销模式。2019 年三种运营模式在线上占比分别为 72.4%/23.7%/3.9%。(1) 线上自营（天猫、京东等 B2C 平台开设自营店铺模式）是线上主要运营模式，贝泰妮电商团队（目前

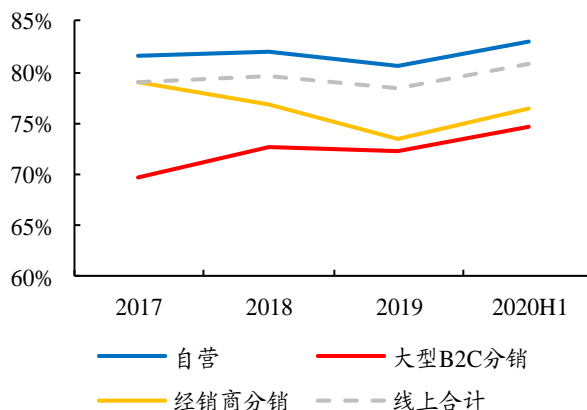
超过 200 人) 具有丰富的运营经验。根据公司招股书数据, 2019 年在线上自营模式中, 天猫平台占比为 66%, 同比增长 74%; 微信平台占比为 23.4%, 同比增长 74%, 微信平台主要采取线上线下相结合的自营模式, 通过线下推广形式引导消费者在公司自主搭建的微信端“薇诺娜专柜服务平台”进行购买; 此外, 京东平台和薇诺娜官网在线上自营中占比较小, 分别为 5.2% 和 4.2%。(2) 线上大型 B2C 分销(唯品会、京东、天猫超市等签署合作协议向消费者销售) 2019 年同比增长 78%。(3) 线上经销商分销指线上经销商在天猫等平台开设自营店铺销售, 目前占比较小。

图44: 线上自营和大型 B2C 分销渠道增速较快



数据来源: 贝泰妮公司公告、开源证券研究所

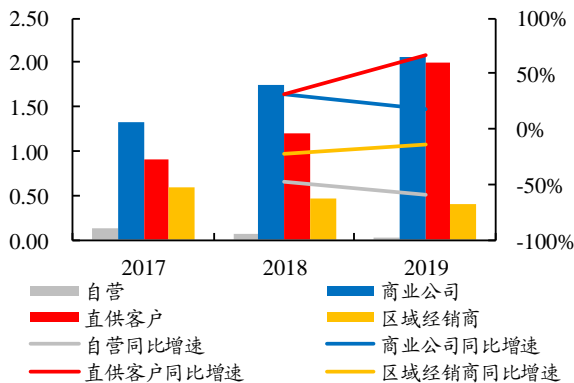
图45: 线上自营毛利率在线上渠道中最高



数据来源: 贝泰妮公司公告、开源证券研究所

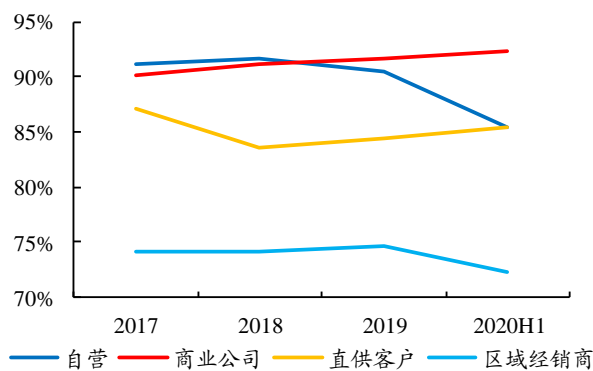
贝泰妮最初借助线下渠道切入, 专业渠道起到了重要的口碑树立作用。目前贝泰妮线下运营模式包括线下自营、商业公司、直供客户和区域经销商模式, 2019 年四种运营模式在线下收入占比分别为 0.7%/45.9%/44.6%/8.9%。(1) 商业公司(贝泰妮与九州通、国药控股等商业公司签署买断经销协议, 再由后者销售给药店、诊所等终端网点): 在线下渠道占比最大, 增长稳健且毛利率高。由于此类商业公司拥有发达的医院、线下药店渠道布局, 自然成为贝泰妮线下布局的重要一环。(2) 直供客户(贝泰妮与连锁药店等客户签署买断经销或代销协议, 由直供客户直接向消费者销售): 重点发力布局健之佳、一心堂、老百姓等连锁药房, 2019 年营收同比增长 68%; 我们认为随着护肤消费理性化, 线下专业化渠道将起到重要引流作用, 未来有望保持高增长。(3) CS 渠道: 贝泰妮 2020 年 6 月官宣入驻屈臣氏, 进一步拓展完善了线下渠道, 有望帮助薇诺娜品牌拓展新区域市场。

图46: 贝泰妮线下渠道发力直供客户 (单位: 亿元)



数据来源: 贝泰妮公司公告、开源证券研究所

图47: 贝泰妮线下渠道毛利率较高



数据来源: 贝泰妮公司公告、开源证券研究所

5.4、全渠道营销加码专业化直播，助力品牌成长

薇诺娜采用全渠道营销方式，同时加码专业化直播。薇诺娜营销最初主要依托传统媒体营销，如采取广告、报纸杂志、节目冠名等方式；随着数字媒体兴起，薇诺娜也紧随时代趋势发力线上营销，积极布局网红直播、种草和短视频模式。代言人方面，薇诺娜 2019 年签约了流量小生罗云熙，2020 年 7 月官宣火线少女 101 成员吴宣仪为薇诺娜霜膏乳液代言人，拥抱年轻群体；KOL 营销方面，薇诺娜围绕“敏感肌”等于“薇诺娜”，联合 KOL 进行营销：依靠头部 KOL 拉升，尾部 KOL 维持高热度 and 声量，实现长尾效应。此外，薇诺娜也积极加码专业化种草，早在 2018 年开始就多次在微博通过直播方式进行专家答疑，消费者在线上即可得到原来要在医院获得的专家问诊，便利性较高。目前薇诺娜仍以每月 1-2 次的固定频率在微博上答疑，截至 2020 年 8 月，薇诺娜官方微博粉丝数达到 151 万，在各化妆品品牌官微中领跑。

图48：薇诺娜采取全渠道营销



资料来源：贝泰妮公司公告、贝泰妮公司官网、开源证券研究所

薇诺娜与“天猫超级品牌日”合作，成为首个参与天猫品牌日的国货护肤品品牌。2020 年 7 月 22-28 日，薇诺娜与“天猫超级品牌日”达成合作，以“薇诺娜敏感肌研究所”打造专业 IP，在天猫开展了为期 7 天的全方位营业。过往与天猫品牌日合作过的美妆品牌主要为雅诗兰黛、资生堂、阿玛尼等国际大牌，薇诺娜是首个参与到天猫品牌日的国货护肤品牌。与天猫品牌日的合作，对薇诺娜的品牌形象、品牌粉丝数及品牌成交额均带来了明显的提升。

图49：薇诺娜成为首个参与天猫品牌日的国货护肤品品牌



资料来源：薇诺娜官微

6、敏感肌行业受益标的：上海家化、贝泰妮（拟上市）等

6.1、上海家化：玉泽表现亮眼，新帅引领渠道营销转型升级

上海家化是国内美妆日化巨头，产品覆盖多领域满足消费者需求。上海家化（600315.SH）1995年成立于上海，品牌种类丰富，覆盖美妆、个护等多个细分领域。其中美容护肤品牌主要包括佰草集、玉泽、双妹、高夫等，个人护理包括六神、美加净、启初等，家居护理为家安品牌。2020年5月，前欧莱雅高管潘秋生正式上任公司CEO，新帅上任后围绕“一个中心、两个基本点、三个助推器”经营方针，运营思路清晰；2020年10月公司限制性股票激励计划落地，彰显管理层信心。

图50：上海家化形成覆盖多品类的品牌矩阵



资料来源：上海家化官网、开源证券研究所

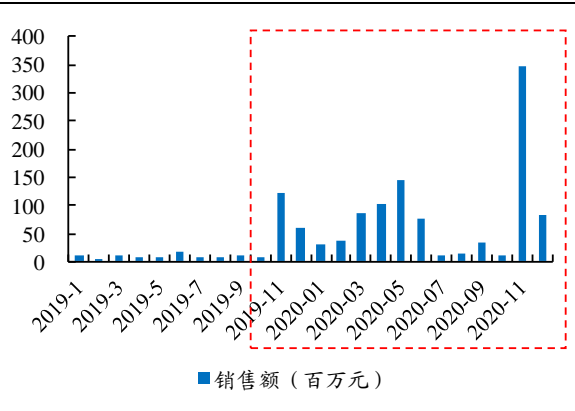
上海家化通过“医研共创”项目，铸造专注敏感肌修护品牌玉泽。玉泽品牌由上海家化与上海交通大学医学院瑞金医院皮肤科共同打造，源于2003年上海家化瑞金医院建立的“医研共创”项目，是上海家化针对亚健康肌肤推出的专业皮肤科学护肤品牌，从皮肤屏障调理角度解决肌肤敏感、干燥等问题。初代产品历经6年研发，千余例临床验证后，开发PBS技术修复肌肤屏障，可以直接修护受损皮肤屏障，受到专业医生认可背书。玉泽2019年11月开启直播，带动销量迅速上升，也提高了玉泽的品牌认知度。2020年双十一电商购物节玉泽销售额同比增长131%，业绩亮眼。

图51：华山医院背书为玉泽新品背书



资料来源：上海家化官方公众号

图52：玉泽2019年11月开展直播后销量迅速提升



数据来源：天猫数据、开源证券研究所

6.2、贝泰妮（拟上市）：深耕敏感肌修护赛道的国货化妆品龙头

贝泰妮营收、净利润连续高增长，盈利能力强。2019年贝泰妮营收为19.4亿，同比增长56.7%，营收两年CAGR达56.1%；2019年公司实现归母净利润4.1亿元，同比增长58.1%，两年CAGR达63.7%，业绩增长亮眼。2020年疫情背景下，公司表现出较强韧性，上半年主营业务收入同比增长32.9%。盈利能力方面，贝泰妮保持较高的毛利率、净利率水平，公司毛利率始终在80%以上，2020年上半年净利率有小幅下降，主要是由于加大营销宣传带来的销售费用率上升。

图53：贝泰妮经营业绩连续高速增长

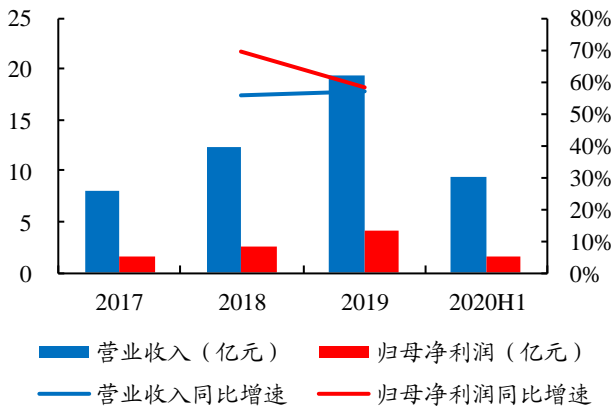
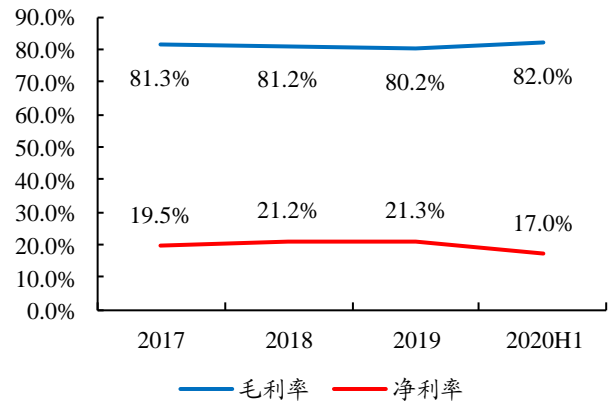


图54：贝泰妮保持较高的毛利率、净利率水平



数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

贝泰妮形成了以薇诺娜为核心的多品牌布局，薇诺娜销售表现持续亮眼。薇诺娜是贝泰妮的核心品牌，其品牌功效性和安全性已经过复旦大学华山医院等54家国内著名医学机构临床观察，具有医院背书。薇诺娜品牌近三年在公司总销售收入占比中超过99%，连续三年获得具有“美妆奥斯卡”之称的天猫金妆奖；根据欧睿咨询数据，薇诺娜2019年在中国皮肤学级护肤品领域品牌市占率已位居第一。此外，公司在深耕主品牌基础上，也开拓了薇诺娜宝贝、痘痘康等品牌，实行多品牌运营，满足不同消费者的需求。2020年双十一，薇诺娜天猫旗舰店销售额破7亿，同比增长105%，夺得国货化妆品第一名；其中明星单品舒敏保湿特护霜销售量破1.8亿，同比2019年双十一增长75%。

图55：贝泰妮打造了以薇诺娜为核心的多品牌矩阵



资料来源：贝泰妮官网、开源证券研究所

图56：薇诺娜2020年双十一领跑国货护肤品类



资料来源：薇诺娜官微

表5: 敏感肌修护行业受益标的: 上海家化、贝泰妮 (拟上市)

证券代码	股票简称	评级	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS			PE		
					2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
600315.SH	上海家化	未评级	253	37.34	0.55	0.74	1.07	67	50	35
A20333.SZ	贝泰妮	未评级	-	-	-	-	-	-	-	-

数据来源: Wind、开源证券研究所 (收盘价日期为 2021/01/08, 其中上海家化采用 Wind 一致预期预测数据)

7、风险提示

宏观经济下滑, 影响可选消费需求;

受疫情影响, 化妆品线下渠道恢复缓慢;

行业竞争加剧, 新品类、新渠道拓展不及预期。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

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。本报告所载的资料、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金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn