

功能性护肤品系列深度报告之一

2021年02月24日

“药妆”是“药”还是“妆”？——功能性护肤国牌正崛起  
增持（维持）

证券分析师 吴劲草  
执业证号: S0600520090006  
wujc@dwzq.com.cn  
证券分析师 张家璇  
执业证号: S0600520120002  
zhangjx@dwzq.com.cn  
证券分析师 汤军  
执业证号: S0600517050001  
tangj@dwzq.com.cn  
研究助理 樊荣  
fanr@dwzq.com.cn

投资要点

- 功能性护肤品可分为皮肤学级护肤品和“重成分”护肤品。其中，皮肤学级护肤品即所谓的“药妆”，可细分为植物系、温泉系和科学系；“重成分”护肤品主要包括“成分党”护肤品和“纯净护肤品”。
- 监管趋严下专业功能性护肤品更迎发展良机。从新的监管政策看，总体趋势是更加严格且科学，一方面科学调整部分功效划分、设定严格功效宣称条件，另一方面制定负责及惩罚办法，有望推动行业迎来洗牌，专业功能性护肤品品牌迎来更好地发展契机。
- 中国皮肤学级产品规模超百亿，增速远高于护肤品整体，处于渗透率提升阶段，“成分党”品牌也初具规模。根据 Euromonitor 统计，2019 年中国皮肤学级产品规模为 135.5 亿元，同增 32.3%，增速较快且 2012 年以来总体呈提升趋势。2016-2019 年中国皮肤学级护肤品/护肤品整体的增速 CAGR 分别为 25.7%/12.9%，皮肤学级护肤品增速远超护肤品整体。2019 年中国皮肤学级产品人均销售额仅为 1.4 美元/人，较欧美、日本有四到十几倍的差距，渗透率提升空间大，行业天花板尚远。另外，我国部分“成分党”代表品牌也初具规模。根据 Euromonitor 数据，2019 年国内“原料桶”品牌 HFP 的零售额为 22.82 亿元。另根据公告数据，具备透明质酸产业链优势的华熙生物和鲁商发展的化妆品板块 2019 年营收规模分别为 6.34/3.13 亿元，已初具规模。
- 由于本土皮肤问题及需求不同、本土品牌具有一定资源禀赋且方便医研共创，功能性护肤品是本土品牌崛起的一个重要路径。2011 年，我国功能性护肤品牌主要为较早进入国内药店渠道的法系品牌和个别德国、日本品牌，国外品牌占据绝对领先地位。2019 年，功能性护肤品牌已丰富为皮肤学级护肤品牌和“成分党”品牌两大类，且在针对的皮肤问题和应用的核心成分上具有很大丰富性。从排名看，国货品牌进步较为明显，薇诺娜、比度克、玉泽份额均有所提升，2019 年薇诺娜以 20.5% 的市占率一跃成为我国第一大皮肤学级护肤品牌。未来我们看好国货功能性护肤品牌市占率持续提升，主要系更熟悉本土的皮肤问题及消费倾向、可通过医研共创积累较好口碑以及本土品牌拥有独特的资源禀赋。
- 投资建议：功能性护肤品是增速高、增长确定性强的化妆品细分赛道，且国货品牌具有市占率持续提升的趋势。建议关注即将上市的皮肤学级护肤龙头贝泰妮、以“HA+”策略打造多品牌矩阵的华熙生物、成功孵化皮肤学级护肤品牌玉泽的上海家化和孵化出颐莲、瓊尔博士等功能性护肤品牌的鲁商发展和生产销售生物护肤品品牌创尔美的创尔生物。
- 风险提示：行业竞争加剧风险，获客成本上升风险，消费需求整体疲软。

行业走势



相关研究

- 1、《商业贸易行业跟踪周报：京东物流拟赴港 IPO，核心数据披露：20 年底员工总数 26 万，Q1-3 亏损收窄至 0.12 亿》2021-02-21
- 2、《中国品牌化崛起系列深度（一）：万元奢侈品包成本是多少？——深究“品牌溢价”的来源》2021-02-04

表 1: 重点公司估值

代码	公司	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS			PE			投资评级
				19A	20E	21E	19A	20E	21E	
A20333	贝泰妮	—	—	1.14	1.45	2.16	—	—	—	未评级
688363	华熙生物	896	186.73	1.22	1.42	1.65	153	132	113	买入
600315	上海家化	341	50.31	0.83	0.63	0.69	61	79	73	买入

资料来源：Wind，东吴证券研究所（数据截止 2021 年 2 月 23 日收盘）（注：贝泰妮尚未评级，EPS 预期为 wind 一致预期；华熙生物、上海家化 EPS 预期为东吴研究所预测；上海家化 20 年 EPS 为历史值，非预测值）

## 内容目录

1. “功能性”护肤品，是怎样一个范畴？ .....	5
2. 化妆品监管趋严下市场洗牌，专业功能性护肤品更迎发展契机 .....	6
3. 从“成分党”到“药妆”，本地化品牌迎崛起契机 .....	9
3.1. 皮肤学级护肤规模增长迅猛，成分党快速崛起 .....	9
3.2. 功能性护肤品牌日益丰富，国货产品进步明显 .....	13
4. 从润百颜到薇诺娜，功能性护肤品是本土护肤品牌崛起的重要路径 .....	14
4.1. 贝泰妮：薇诺娜皮肤学护肤份额领先，强劲科研保障产品创新 .....	14
4.2. 上海家化：玉泽引领“医研共创”模式，借助线上渠道高速增长 .....	18
4.3. 华熙生物：凭借全球领先的技术优势，以“HA+”策略打造多品牌矩阵 .....	22
4.4. 鲁商发展：积极布局玻尿酸产业链，打造化妆品知名品牌 .....	26
4.5. 蛋壳网络：HFP 主打原液产品，优秀内容营销助力销售增长 .....	29
4.6. 创尔生物：深耕活性胶原赛道二十载，医疗器械、生物护肤齐发力 .....	33
5. 投资建议 .....	37
6. 风险提示 .....	38

## 图表目录

图 1: 功能性护肤品分类与主要品牌 .....	5
图 2: 主要国家对化妆品及药品的分类有所差别 .....	6
图 3: 2010-2019 年世界皮肤学级产品规模增速 CAGR 为 3.7% .....	10
图 4: 2019 年美国、中国、法国皮肤学级产品占全世界比例总共超 40% .....	10
图 5: 2010-2019 年中国皮肤学级产品规模增速 CAGR 为 19.3% .....	10
图 6: 中国皮肤学级产品规模增速快于美容个护整体规模增速 .....	10
图 7: 中国皮肤学级产品渗透率持续提升 .....	11
图 8: 中国皮肤学级产品人均消费额与世界主要国家相差较大 .....	11
图 9: 疫情后消费者选购护肤品更多考虑产品安全性 .....	11
图 10: 长期佩戴口罩引发肌肤问题搜索词词云 .....	11
图 11: 2019 年中国主要“成分党”护肤品规模 .....	12
图 12: 功能性护肤品本土化的主要机会 .....	14
图 13: 薇诺娜品牌发展历程 .....	15
图 14: 2017-2019 年薇诺娜品牌营收增速 CAGR 为 56.6% .....	16
图 15: 2011-2019 年薇诺娜品牌零售额增速 CAGR 在 70% 以上 .....	16
图 16: 薇诺娜主要品牌系列 .....	16
图 17: 薇诺娜进行研发提取活性成分的主要本土植物 .....	17
图 18: 贝泰妮研发费用率在国内可比公司中最高 .....	18
图 19: 2019 年贝泰妮线上自营销售占比过半 .....	18
图 20: 2017-2019 年薇诺娜天猫官旗销售金额增速 CAGR 为 73.5% .....	18
图 21: 玉泽品牌发展历史 .....	19
图 22: 2010-2019 年玉泽零售额增速 CAGR 为 41% .....	20
图 23: 2019 年上海家化宣布设立“玉泽医学护肤研究基金” .....	21
图 24: 玉泽微信公众号皮肤 48 小时问诊平台 .....	21
图 25: 玉泽与超头部主播合作的直播链接 .....	21
图 26: 玉泽销售渠道拓展历程 .....	22
图 27: 华熙生物功能性护肤品发展历史 .....	23
图 28: 2016-2019 年华熙生物功能性护肤品营收 CAGR 为 115% .....	23
图 29: 华熙生物功能性护肤品业务占比快速提升 .....	23
图 30: 米蓓尔 4D 玻尿酸各分子量 HA 皮肤渗透示意图 .....	24
图 31: 夸迪 5D 玻尿酸各分子量 HA 皮肤渗透示意图 .....	24
图 32: 公司加大销售费用投入打造功能性护肤品品牌力 .....	25
图 33: 华熙生物多样化营销方式 .....	25
图 34: 2021 年 1 月份润百颜、夸迪、BioMESO 天猫旗舰店 GMV 规模均在 3000 万元以上 .....	26
图 35: 2020.2-2021.1 润百颜 GMV 规模及同比增速 .....	26
图 36: 2020.2-2021.1 夸迪 GMV 规模及 YOY .....	26
图 37: 2020.2-2021.1 BioMESO 肌活 GMV 规模及 YOY .....	26
图 38: 鲁商发展功能性护肤品发展历史 .....	27
图 39: 2019 年鲁商发展功能性护肤品营收增速为 41.8% .....	27
图 40: 2019 年鲁商发展功能性护肤品主营业务占比为 3.1% .....	27
图 41: 鲁商发展功能性化妆品各销售渠道销售收入及增速 .....	29
图 42: 鲁商发展功能性化妆品各渠道销售收入构成 .....	29

图 43: HFP 品牌发展历史 .....	30
图 44: 2016-2019 年 HFP 品牌销售额 CAGR 高达 101.7% .....	30
图 45: HFP 天猫旗舰店 SKU 分布 .....	31
图 46: HFP 产品外包装 .....	31
图 47: HFP 研发师签名和「研发师说」 .....	31
图 48: HFP 投放内容设计吸引眼球 .....	32
图 49: HFP 近一年销售额达 15.6 亿元 .....	33
图 50: 创尔生物发展历史 .....	34
图 51: 2017-2020H1 创尔生物各品类销售收入及增速 .....	34
图 52: 2017-2020H1 创尔生物各品类销售占比 .....	34
图 53: 2017-2020H1 创尔生物各细分渠道收入占比变化 .....	35
图 54: 2019 年创尔生物线上直销收入占比结构 .....	35
图 55: 2017-2020H1 创尔生物天猫平台营收及增速 .....	36
图 56: 2017-2020H1 创尔生物京东平台营收及增速 .....	36
图 57: 创尔生物作为发起人承办全国医用胶原蛋白行业学术论坛 .....	36
表 1: 重点公司估值 .....	1
表 2: 主要国家对不同化妆品及药品细分类别实施差异化审批流程 .....	6
表 3: 功能性护肤品在主要国家具体分类 .....	7
表 4: 主要功能性护肤品核心单品我国均被列为普通化妆品 .....	7
表 5: 新旧化妆品监管条例对比 .....	8
表 6: 部分化妆品功效宣称评价项目要求 .....	9
表 7: 2011 年和 2019 年中国皮肤学级产品零售额排名及市占率对比 .....	13
表 8: 玉泽主要产品系列介绍 .....	20
表 9: 华熙生物旗下主要功能性护肤品牌简介 .....	24
表 10: 鲁商发展主要功能性护肤品牌主要特点及产品介绍 .....	28
表 11: 2016-2018 年 HFP 公众号 KOL 投放次数情况 .....	32
表 12: 创尔生物主要功能性护肤品牌产品介绍 .....	35
表 13: 国内代表性功能性护肤公司及品牌 .....	37
表 14: 公司估值表 (基于 2021 年 2 月 23 日收盘价) .....	38

## 1. “功能性”护肤品，是怎样一个范畴？

功能性护肤品主要包含皮肤学级护肤品及“重成分”护肤品。随着我国化妆品产业的发展，产品端呈现细分化、差异化的趋势，功能性护肤品成为近年来发展较快的细分品类。对于功能性护肤品尚未有十分明确的定义，但在实际应用中主要涉及两大方向：

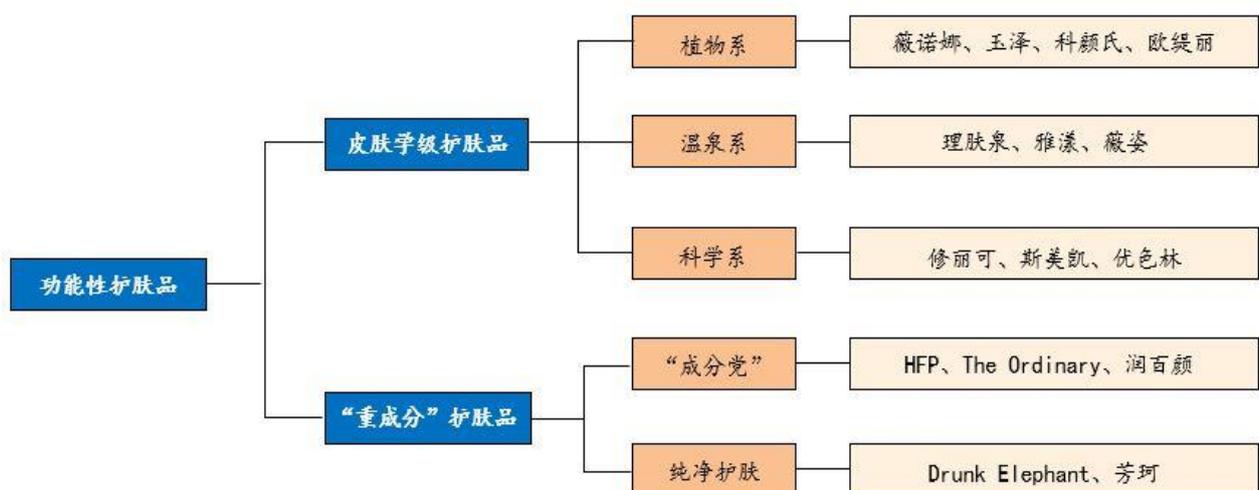
**(1) 皮肤学级护肤品：**即所谓的“药妆”，往往以天然活性物质为主要组成，具有修复皮肤屏障、或缓解刺痛、红肿、发炎、长痘、痤疮等皮肤问题的功效。国内代表品牌包括薇诺娜、玉泽，国外代表性品牌包括理肤泉、薇姿、雅漾、科颜氏、修丽可等，大致可按照成分及研究特点分为温泉系、植物系和科学系。

**(2) “重成分”护肤品：**重视成分构成及产品功效的护肤品，主要包括“成分党”护肤品和“纯净护肤品”。

“成分党”护肤品近几年在国内发展势头良好，又可分类为“原料桶”型品牌和“成分优势”型品牌。“原料桶”型品牌具有核心成分高浓度、成分构成相对精简、性价比较高的特点，代表性品牌为 Home Facial Pro 和 The Ordinary；“成分优势”型品牌能够凭借其产业和研发优势，在某一重要产品成分的应用上更为突出，例如由全球透明质酸产业龙头华熙生物研发的润百颜、夸迪，以及由具有胜肽研发及供应优势的西班牙 LipoTec 实验室孵化的 SingulaDerm。

“纯净护肤品”为目前欧美较为流行的细分品类（英文称“Clean Beauty”），其主要特点为“天然、精简、无添加、高效”（“无添加”主要指不添加人工香精、色素等可能致敏或有害的人工合成成分），代表品牌包括 Drunk Elephant、Tatcha、Trilogy。

图 1：功能性护肤品分类与主要品牌

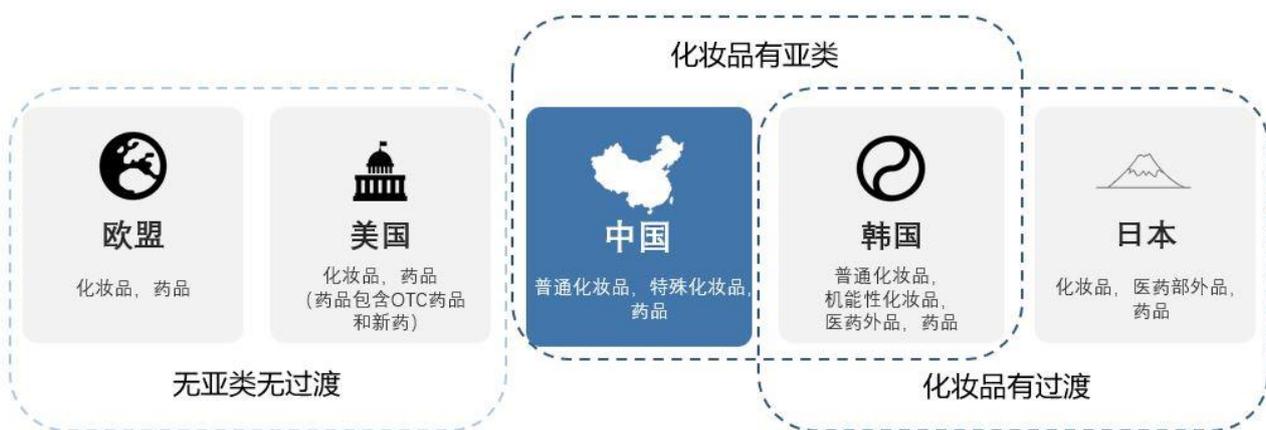


数据来源：东吴证券研究所整理

## 2. 化妆品监管趋严下市场洗牌，专业功能性护肤品更迎发展契机

世界主要国家对化妆品与药品严格区分，中国对化妆品划分亚类、依据风险程度规定审批流程。为了避免产生误解、方便监管及控制风险，各国监管部门对化妆品及药品均进行严格区分。具体有以下几种类型：一是为化妆品及药品无亚类无过渡，代表国家和地区为美国和欧盟；二是化妆品和药品之间有过渡品类，代表国家为韩国和日本；三是化妆品有亚类，代表国家为中国和韩国。从审批流程上看，各国对化妆品或有亚类中风险较低的品类实施备案制监管，对风险较高的化妆品品类、过渡品类和药品均实施注册制监管。由此可见，我国对化妆品的分类吸取各方之长，既鼓励产品功效的丰富性和多样性、审批的便利性，又保障梯度的风险控制。

图 2：主要国家对化妆品及药品的分类有所差别



数据来源：Regulation (EC), FDA, NMPA, MFDS, Health Canada, 厚生劳动省, 东吴证券研究所整理绘制  
注：中国《化妆品分类规则和分类目录（征求意见稿）》可能与最终版本有所不同

表 2：主要国家对不同化妆品及药品细分类别实施差异化审批流程

国家	细分类别	审批流程	监管机构
中国	普通化妆品	备案制	NMPA
	特殊化妆品	注册制	NMPA
	药品	注册制	NMPA
欧盟	化妆品	备案制	欧盟各国政府相关部门
	药品	注册制	EMA 和欧盟各国相关政府机构
美国	化妆品	备案制	FDA
	OTC 药品	注册制	FDA
	新药药品	注册制	FDA
日本	化妆品	备案制	MHLW
	医药部外品	注册制	MHLW

	药品	注册制	MHLW
	普通化妆品	备案制	NIFDS
韩国	功能性化妆品	注册制	NIFDS
	医药外品	备案制/注册制	NIFDS
	药品	注册制	MFDS

数据来源：NMPA，EMA，FDA，MHLW，NIFDS，东吴证券研究所

各国类型划分具体至产品，对功能性护肤品品牌的监管总体与其他化妆品品牌无差异，我国大部分功能性护肤品的核心单品按照普通化妆品审批。各国的类型划分细化具体产品层次而不是品牌层次，具体分类与产品本身功效风险程度有关，而与品牌类型无太大关系，并不会因为是功能性护肤品品牌而实施更为严格的审批及监管。对比各国情况，美国规定化妆品包含的功效最少，相对应地不少美国本土功能性护肤品品牌直接对标药品，美系产品以“猛药”著称；中国、欧盟、韩国被划归至化妆品品类的功效相对较多，根据统计，大部分在我国知名度较高的功能性护肤品品牌的核心单品（例如薇诺娜的“舒敏保湿特护霜”和雅漾的“舒护调理喷雾”）按照普通化妆品申报及管理。

表 3：功能性护肤品在主要国家具体分类

国家	功能性护肤品分类
中国	(1) 大部分归为普通化妆品；(2) 祛斑美白、防晒功效的产品归为特殊化妆品
欧盟	(1) 大部分归为化妆品；(2) 部分祛斑美白、祛痘功效产品归为药品
美国	(1) 抗皱、除臭等个别功效产品归为化妆品；(2) 防晒、祛痘等功效产品系列归为 OTC 药品；(3) 祛斑美白等功效产品系列归为新药
日本	(1) 抗皱及部分防晒功效产品归为化妆品；(2) 祛斑美白、祛痘、除抽、抑汗等功效产品归为医药部外品
韩国	(1) 仅抑汗、除臭类等少数功效产品归为普通化妆品；(2) 大部分如祛斑美白、防晒、抗皱、祛痘等功效产品归为机能性化妆品；(3) 除臭、抑汗等功效产品归为医药外品；(4) 美乳、健美归为药品

数据来源：NMPA，EMA，FDA，MHLW，NIFDS，东吴证券研究所

表 4：主要功能性护肤品核心单品我国均被列为普通化妆品

品牌	核心产品	批准文号	化妆品分类
薇诺娜	舒敏保湿特护霜	云 G 妆网备字 2017000520	普通化妆品
玉泽	皮肤屏障神经酰胺调理乳	沪 G 妆网备字 2019021236	普通化妆品
雅漾	舒护调理喷雾	国妆备进字 J201710500	普通化妆品
理肤泉	新 B5 多效修复乳霜	国妆备进字 J20179905	普通化妆品
润百颜	蜂巢玻尿酸水润次抛原液	鲁 G 妆网备字 2018000889	普通化妆品
HFP	寡肽原液	粤 G 妆网备字 2019021070	普通化妆品

数据来源：NMPA，各品牌官方旗舰店，东吴证券研究所

新《化妆品监督管理条例》即将实施，科学调整部分功效划分、设定严格功效宣称条件、并制定负责及奖惩办法。为协调高速发展的化妆品行业与化妆品法规相对滞后之间的矛盾，我国于2020年6月29日正式发布《化妆品监督管理条例》，并即将于2021年1月1日起正式施行，届时1989年颁布实施的《化妆品卫生监督条例》将同时废止。

通过对比，我们发现新旧监管条例主要存在以下不同：**(1) 产品功效划分不同**：根据规定特殊化妆品由9类缩减至5类。美乳、健美等品类预计将不再作为特殊化妆品管理，增加宣称新功效化妆品为特殊化妆品；**(2) 设定功效宣称条件**：以往对化妆品功效宣称并无具体依据，新出台的《化妆品监督管理条例》将功效宣称要求细化，其中特殊化妆品须按照规定方法实施最为严格的人体功效评价试验，其他功效产品也须按要求实施人体功效评价试验、消费者使用测试或实验室试验；**(3) 制定负责及惩罚办法**：以往并未要求设立具体负责人，新出台的《化妆品监督管理条例》要求应有化妆品注册人、备案人对化妆品的质量安全和功效宣称负责，另外惩罚范围由5种扩大至40多种，惩罚力度也更大。

总之，新规推出后对化妆品类别的划分更为合理，且将宣称新功效的产品列为须实施严格人体功效试验的特殊化妆品，对于其他功效产品也须进行一定人体功效试验或其他试验。另外，新规也制定了更为严格的负责及惩罚办法。**更加严格且科学的化妆品新规有望推动行业迎来洗牌，迫使品质不过关的产品主动退出市场，而专业的功能性护肤品牌将迎来更好的发展契机。**

表5：新旧化妆品监管条例对比

条例	《化妆品卫生监督条例》	《化妆品监督管理条例》
出台时间	1989年	2020年
分类方式	分为特殊用途化妆品和非特殊用途化妆品，其中规定特殊用途化妆品共9类	分为特殊化妆品和普通化妆品，其中规定特殊用途化妆品共5类
审批方式	对特殊用途化妆品实施注册管理，对非特殊用途化妆品实施备案制度	对特殊化妆品实施注册管理，对普通化妆品实施备案管理
负责制度	无	应有化妆品注册人、备案人对化妆品的质量安全和功效宣称负责
功效宣称	无	化妆品的功效宣称应有充分的科学依据，化妆品注册人、备案人应当在国务院药品监督管理部门规定的专门网站公布功效宣称所依据的文献资料、研究数据或产品功效评价资料的摘要，接受社会监督
惩罚制度	惩罚范围为5种违法行为，最严重的处罚违法所得3-5倍罚款，责令停产或者吊销化妆品生产许可证	惩罚范围为40多种违法行为，惩治力度也更为严格

数据来源：《化妆品卫生监督条例》，《化妆品监督管理条例》，东吴证券研究所

表 6: 部分化妆品功效宣称评价项目要求

功效	人体功效评价试验	消费者使用测试	实验室试验
防晒	√+		
祛斑美白	√+		
宣称新功效	√+		
祛痘	√		
修护	√		
抗皱	*	*	*
紧致	*	*	*
舒缓	*	*	*
控油	*	*	*
去角质（非物理作用）	*	*	*
宣称温和（如无刺激）	*	*	*
量化指标（如功效保持时间）	*	*	*
宣称适用于敏感皮肤（肌肤）	*	*	*

数据来源：《化妆品功效宣称评价规范》（征求意见稿），东吴证券研究所整理绘制（注：“√+”“必选且由化妆品注册和备案检验检测机构按照强制性国家标准、规范规定的试验方法进行；“√”为必选项；“\*\*\*\*”为三选一；“\*”为二选一）

### 3. 从“成分党”到“药妆”，本地化品牌迎崛起契机

#### 3.1. 皮肤学级护肤规模增长迅猛，成分党快速崛起

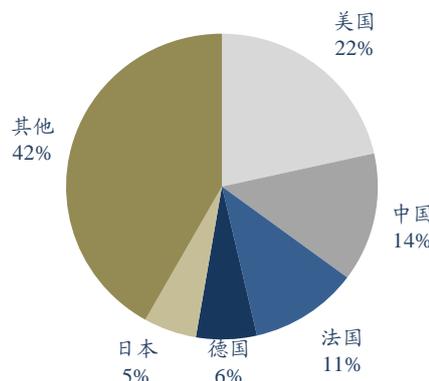
世界皮肤学级产品规模约千亿元人民币，美国、欧洲、中国、日本规模占比较大。根据 Euromonitor 统计，2019 年世界皮肤学级产品规模达 144 亿美元（约为 993 亿元人民币），同增 3.4%，2010-2019 年世界皮肤学级产品规模增速 CAGR 为 3.7%，以低个位数增长。其中，美国、欧洲、中国、日本份额占比较大，并根据消费趋势、资源禀赋等因素发展出各具特色的皮肤学级护肤品牌和产品。

图 3: 2010-2019 年世界皮肤学级产品规模增速 CAGR 为 3.7%



数据来源: Euromonitor, 东吴证券研究所

图 4: 2019 年美国、中国、法国皮肤学级产品占全世界比例总共超 40%



数据来源: Euromonitor, 东吴证券研究所

**中国皮肤学级产品规模超百亿，增速较快且趋于提升，渗透率提升空间大。**根据 Euromonitor 统计，2019 年中国皮肤学级产品规模为 135.5 亿元人民币，同增 32.3%，增速较快且自 2012 年以来总体呈提升趋势，2016-2019 年中国皮肤学级产品规模增速 CAGR 为 25.7%，远高于护肤品规模增速（2016-2019 年中国护肤品规模增速 CAGR 为 12.9%）。作为化妆品的重要细分领域，未来行业天花板仍较高，主要系中国皮肤学级产品的渗透率远低于世界主要国家水平，甚至低于世界平均水平。我们以各国零售额除以总人口得出人均销售额，发现 2019 年中国皮肤学级产品人均销售额仅为 1.4 美元/人，较欧美、日本有四到十几倍的差距（2019 年法国人均销售额达 24 美元/人，日本人均销售额为 6.2 美元/人），甚至低于世界平均水平（世界平均水平为 1.9 美元/人）。

图 5: 2010-2019 年中国皮肤学级产品规模增速 CAGR 为 19.3%



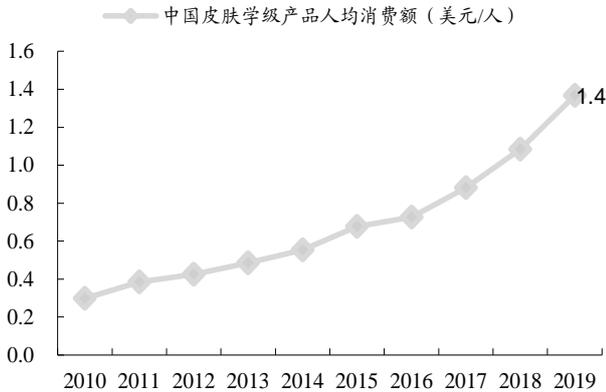
数据来源: Euromonitor, 东吴证券研究所

图 6: 中国皮肤学级产品规模增速快于美容个护整体规模增速



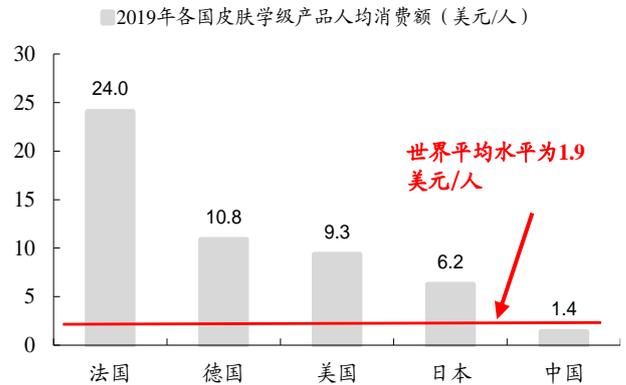
数据来源: Euromonitor, 东吴证券研究所

图 7: 中国皮肤学级产品渗透率持续提升



数据来源: Euromonitor, 世界银行, 联合国贸易和发展会议, 东吴证券研究所

图 8: 中国皮肤学级产品人均消费额与世界主要国家相差较大

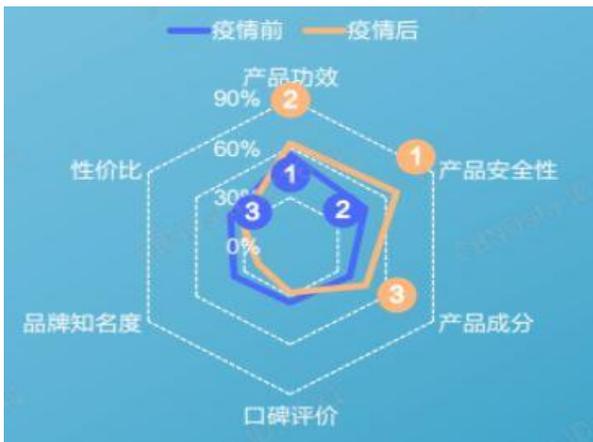


数据来源: Euromonitor, 世界银行, 联合国贸易和发展会议, 东吴证券研究所

我国皮肤学级产品需求快速增长, 主要系以下原因:

- ✓ **消费趋势:** 生活压力及环境变化产生诸多皮肤问题, 健康护肤意识不断提升, 疫情后“口罩脸”催生敏感肌护理需求。近年来, 随着城市化的推进和城市污染的加重, 不少年轻群体面临较大的生活和工作压力, 继而产生皮肤敏感、起痘等问题。根据世界卫生组织的调查, 40%-56%的亚洲女性是敏感肌, 我国女性中约 36%有敏感肌烦恼, 皮肤问题的产生使得消费者在护肤时健康意识不断提升。另外, 疫情爆发以来, 戴口罩成为抗疫的必备, 长期佩戴口罩容易产生过敏、闷痘的问题, 催生更多消费者产生敏感肌护理的需求。

图 9: 疫情后消费者选购护肤品更多考虑产品安全性



数据来源: CBNDATA 消费大数据, 东吴证券研究所

图 10: 长期佩戴口罩引发肌肤问题搜索词词云



数据来源: CBNDATA 消费大数据, 东吴证券研究所

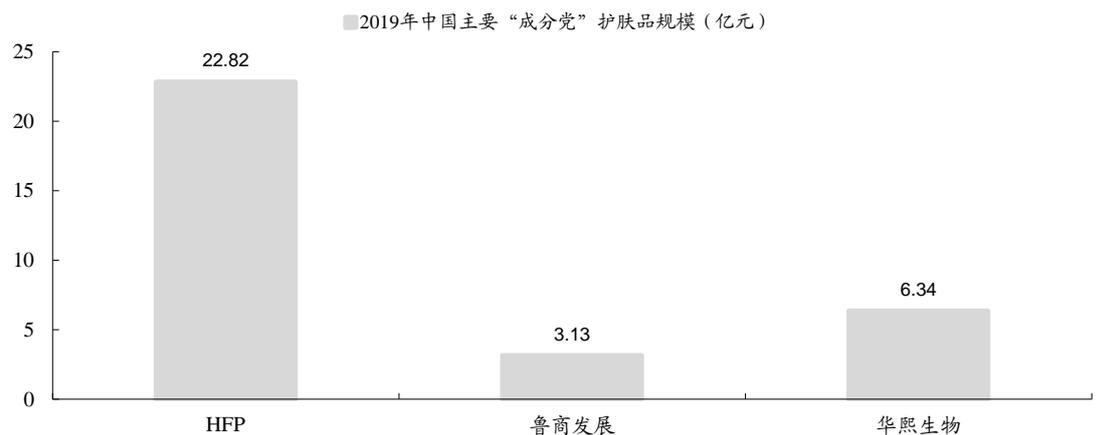
- ✓ **渠道发展:** 线上渠道发展便于品牌快速推广及下沉, 专业 CS 渠道、药店渠道亦保持较快发展。线上渠道如天猫、京东等平台不仅可作为销售渠道的拓展, 也逐步成为品牌形象宣传和推广的新阵地, 不少新兴品牌利用线上渠道更快地实现不同城市

层级消费者地覆盖。线下的专业 CS 渠道和药店渠道也是皮肤学级护肤品牌的重要渠道，药店能够更好维持品牌的专业形象，专业 CS 渠道门店也通过引进皮肤学级护肤品牌或设立专门柜台更好地吸引顾客，例如玉泽和薇诺娜分别于 2018 年和 2020 年入驻屈臣氏渠道。

- ✓ **多样化营销：**通过口碑营销、内容营销、知识营销、直播电商等多种方式增加消费者关注度，实现传播与引流。除了入驻药店渠道、争取医生推荐以实现口碑营销外，我国功能性护肤品牌尝试的营销方式还包括通过皮肤学医生等专业 KOL 在社交平台上宣传推广、通过微信公众号等平台传播专业知识和品牌理念、以及通过直播电商等提升品牌知名度等。

我国主要“重成分”护肤品表现为“成分党”，已初具规模。根据 Euromonitor 数据，2019 年国内“原料桶”品牌 Home Facial Pro 的零售额为 22.82 亿元。另根据公告数据，具备透明质酸产业链优势的华熙生物和鲁商发展的化妆品板块 2019 年收入规模分别为 6.34/3.13 亿元，分别同增 118.5%/41.84%。我国部分“成分党”代表品牌已初具规模。

图 11：2019 年中国主要“成分党”护肤品规模



数据来源：华熙生物公告，鲁商发展公告，Euromonitor，东吴证券研究所（注 1：华熙生物旗下护肤品包括润百颜、夸迪等，鲁商发展旗下护肤品包括颐莲、瑗尔博士等；注 2：华熙生物、鲁商发展为收入规模，HFP 为 Euromonitor 所统计的零售额规模，口径有所不同）

我国差异化消费结构诞生“原料桶”品牌，原料商品牌化或将持续。在我国“成分党”的两大类中，类似 Home Facial Pro、The Ordinary 的品牌主要服务于理性意识萌发的下沉或年轻消费群体，这类消费者能够较为清晰地判断护肤的需求、主动学习产品见的成分差异，并乐于接受核心成分浓度较高、配方较为精简、具有性价比优势的“原料桶”品牌。另一类为类似润百颜、夸迪、颐莲的护肤品牌，依托于大型透明质酸生产企业华熙生物和鲁商发展，具有天然的原料背书优势，若能够逐步具备底层的研发能力、配合一定的爆品营销能力和渠道发展能力，有望形成差异化优势。近两年润百颜等品牌的成功经验或吸引更多有类似优势的原料企业走向化妆品品牌化。

### 3.2. 功能性护肤品牌日益丰富，国货产品进步明显

我国功能性护肤品牌类型日益丰富，国货产品市占率进步明显。2011年，我国功能性护肤品品牌主要为皮肤学级护肤品牌，且排名靠前的品牌主要为通过药店渠道较早进入中国的法系品牌和个别德国、日本品牌。2019年，我国功能性护肤品品牌已形成皮肤学级护肤品牌和“成分党”品牌两大主要类别，其中皮肤学级护肤品牌包含更多产地的品牌、涉及敏感肌修复、婴童皮肤护理、抗光老化等多类型，不少品牌通过线上渠道实现较快的增长。从市场份额角度，国货品牌进步较为明显，薇诺娜、比度克、玉泽份额均有所提升，其中薇诺娜提升最快，由1.2%提升至20.5%，一跃成为皮肤学级产品份额第一的品牌。

表 7：2011 年和 2019 年中国皮肤学级产品零售额排名及市占率对比

年度	2011				2019			
	排名	品牌	零售额 (百万人民币)	国别	市占率 (%)	品牌	零售额 (百万人民币)	国别
1	雅漾	970.4	法国	28.3	薇诺娜	2783.7	中国	20.5 ↑
2	薇姿	960	法国	28.0	雅漾	1960.6	法国	14.5 ↓
3	理肤泉	412.8	法国	12.0	理肤泉	1692.9	法国	12.5 ↑
4	施巴	326.7	德国	9.5	贝德玛	1210.4	法国	8.9 ↑
5	欧树	255.1	法国	7.4	薇姿	961.8	法国	7.1 ↓
6	芙丽芳丝	237.5	日本	6.9	芙丽芳丝	855	日本	6.3 ↓
7	丝塔芙	80	法国	2.3	怡思丁	705.5	西班牙	5.2 ↑
8	比度克	78.6	中国	2.3	修丽可	627.1	美国	4.6 ↑
9	薇诺娜	40.5	中国	1.2	艾维诺	573.3	美国	4.2 ↑
10	欧缦丽	23.8	法国	0.7	比度克	543.4	中国	4.0 ↑
11	玉泽	22.9	中国	0.7	施巴	514.2	德国	3.8 ↓
12	贝德玛	9.8	法国	0.3	丝塔芙	419.5	法国	3.1 ↑
13	妙乐	9	法国	0.3	玉泽	383	中国	2.8 ↑

数据来源：Euromonitor，东吴证券研究所（注：浅黄色代表市占率较 2010 年提升，浅蓝色代表市占率较 2010 年有所下降，字体加粗为中国品牌）

看好未来国货功能性护肤品牌市占率持续提升，主要原因如下：

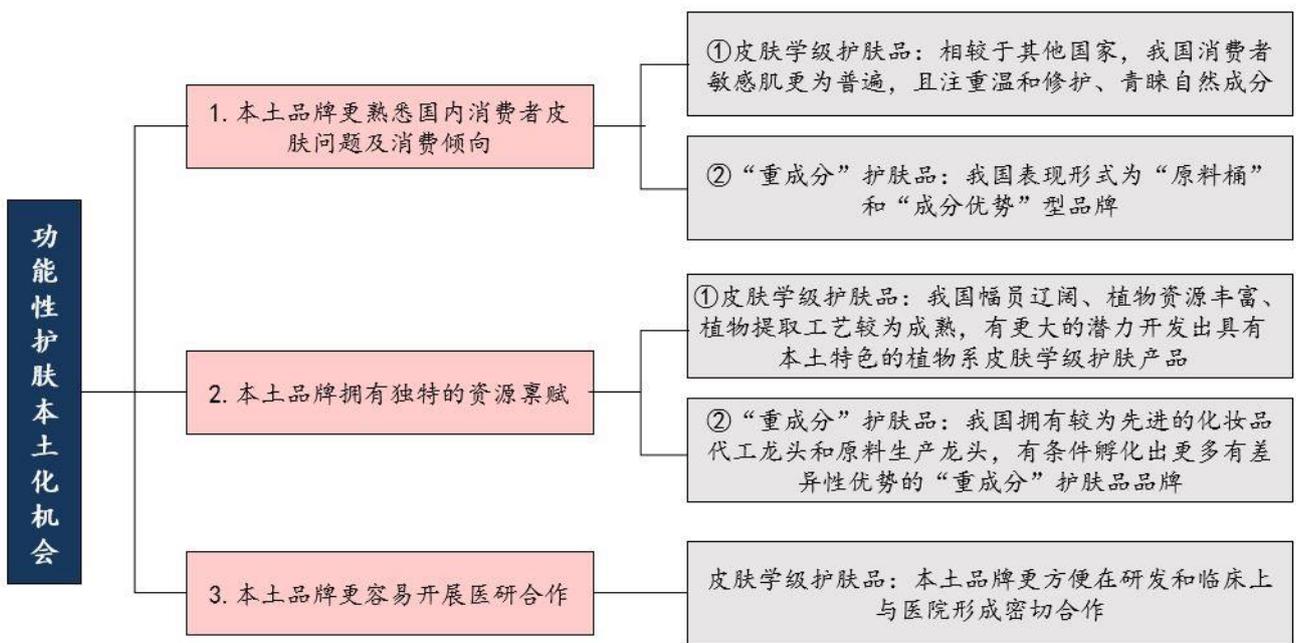
（1）我国消费者面临的皮肤问题和存在的消费倾向与国外有所差异，利于本土品牌差异化入局。①皮肤学级护肤品：受城市污染、生活压力大等多因素影响，我国女性敏感肌问题较为普遍，美国消费者遇到的晒伤、痤疮等皮肤问题在国内则较为少见。另外，我国消费者在解决皮肤问题中注重温和修护、青睐自然成分，而一些国外皮肤学级护肤品牌功效较为强烈、通过科学配比实现功效。这些不同使得本土品牌有机会迎合消费需求和趋势，差异化入局。②“重成分”护肤品：我国消费人群存在分化，分别通过“原料桶”和“成分优势”型品牌吸引重性价比的消费者和消费能力较高的消费者，欧

美流行的“Clean Beauty”在国内还处于萌芽阶段。

**(2) 我国企业拥有独特的资源禀赋。** ①**皮肤学级护肤品**：各国皮肤学级护肤品牌的发展往往离不开特定的资源禀赋，例如法系皮肤学级护肤品牌多起源于著名温泉地，美系皮肤学级护肤品牌往往有强大的研发背景。同样地，我国皮肤学级护肤品牌也拥有一些独特的资源禀赋。例如，我国幅员辽阔、植物资源丰富、植物提取工艺较为成熟，有更大的潜力开发出具有本土特色的植物系皮肤学级护肤产品。②**“重成分”护肤品**：我国拥有较为先进的化妆品代工龙头和部分原料生产的龙头企业，有条件孵化出更多有差异性优势的“重成分”护肤品品牌。

**(3) 立足医研合作，本土品牌更容易积累良好口碑。** 皮肤学级护肤品牌的品质与口碑建设，离不开与皮肤学专家的密切合作，在研发阶段即根据临床反馈进行针对性研发、产品生产后合作展开临床试验、若效果满意医生还有望向患者推荐购买，从而为品牌积累专业化的良好口碑。而国外品牌对国内医院系统不够熟悉，很难实现产品本土化。

图 12：功能性护肤品本土化的主要机会



数据来源：东吴证券研究所绘制

## 4. 从润百颜到薇诺娜，功能性护肤品是本土护肤品牌崛起的重要路径

### 4.1. 贝泰妮：薇诺娜皮肤学护肤份额领先，强劲科研保障产品创新

贝泰妮旗下的薇诺娜是国内领先的植物系皮肤学护肤品牌。贝泰妮是一家以皮肤学理论为基础，结合植物学、生物学等多学科技术，持续进行产品创新研发的全国领先化

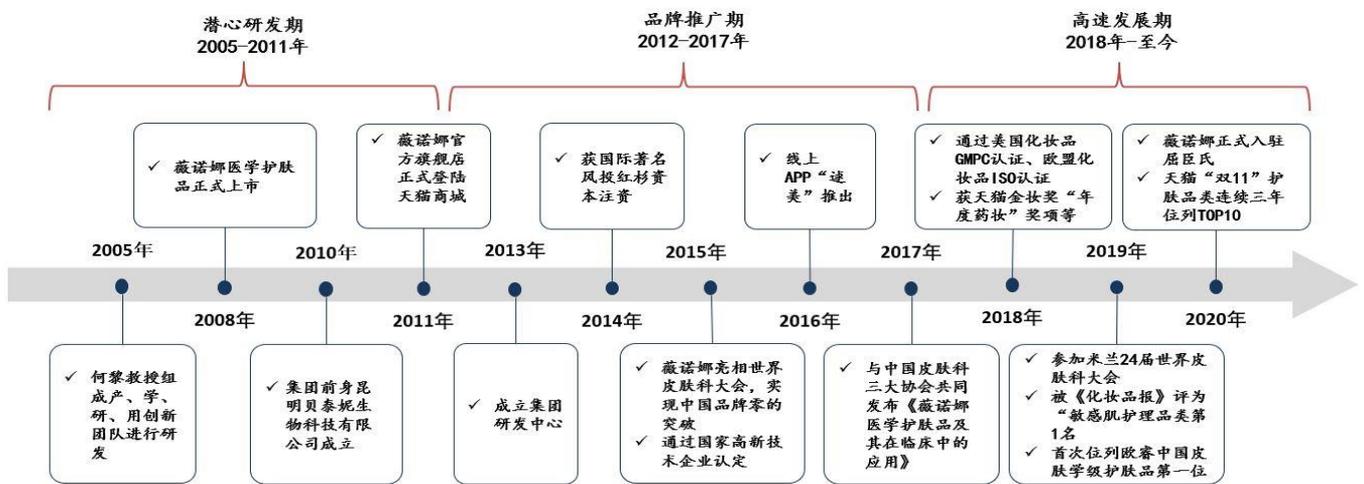
化妆品企业，其核心品牌“薇诺娜”是利用云南高原特色植物活性成分、促进皮肤屏障自我修复的皮肤学级护肤品牌。薇诺娜发展至今共可分为三个阶段：

**(1) 潜心研发期 (2005-2011年)：**2005年，企业家郭振宇博士与知名皮肤学家何黎教授决定充分利用云南植物资源，带领团队开始薇诺娜医学护肤品的研发。何黎教授坚持临床—科研—临床的原则，领衔昆明医科大学附属第一医院、中科院昆明植物研究所、昆明贝泰妮生物科技有限公司组成产、学、研、用创新团队进行研发；2008年，薇诺娜医学护肤品正式上市。

**(2) 品牌推广期 (2012-2017年)：**2011年，薇诺娜官方旗舰店正式登陆天猫商城；2014年，获国际著名风投红杉资本注资。2015年，薇诺娜亮相世界皮肤科大会，实现中国品牌零的突破；2016年开发出属于自己的线上APP“速美”；2017年，薇诺娜双管齐下，在线上天猫、京东上打开了销路，另外还与中国皮肤科三大协会共同发布《薇诺娜医学护肤品及其在临床中的应用》。

**(3) 高速发展期 (2018年-至今)：**2018年，薇诺娜通过了美国化妆品GMPC认证和欧盟化妆品ISO认证，荣获天猫金妆奖“年度药妆”奖项；2019年，薇诺娜品牌被《化妆品报》评为“敏感肌护理品类第1名，并首次位列欧睿中国皮肤学级护肤品首位；2020年，薇诺娜正式入驻屈臣氏，打开线下零售新渠道。

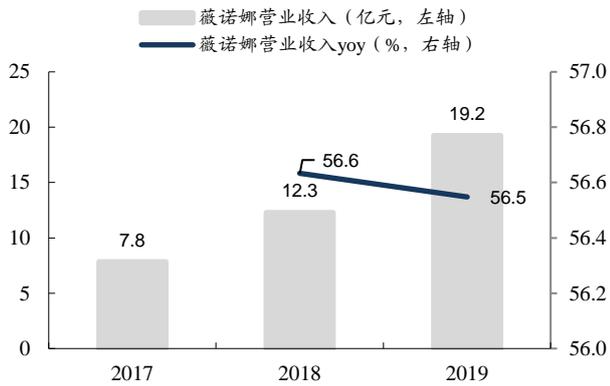
图 13：薇诺娜品牌发展历程



数据来源：东方咨询，东吴证券研究所

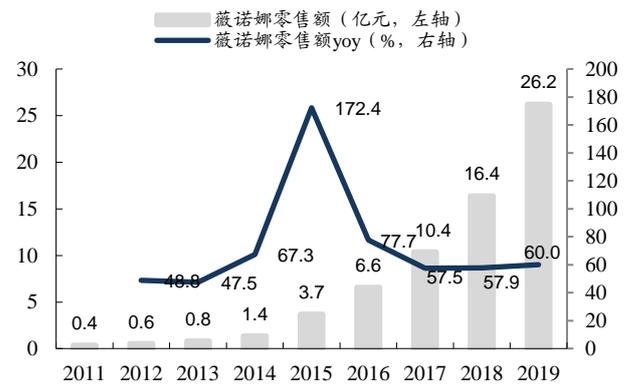
**薇诺娜品牌营收及零售额持续高速增长，2019 年零售额位列皮肤学级护肤市场第一位。**薇诺娜品牌自创立以来保持高速增长，2017-2019 年，主品牌“薇诺娜”营业收入从 7.84 亿元增长至 19.22 亿元，增速 CAGR 为 56.59%，其在主营业务收入占比始终在 99% 以上。另外，Euromonitor 数据显示，2011-2019 年薇诺娜在中国零售额由 0.37 亿元增长至 26.23 亿元，增速 CAGR 在 70% 以上。2019 年薇诺娜在中国皮肤学级产品市场以 20.5% 的市占率位列第一位。

图 14: 2017-2019 年薇诺娜品牌营收增速 CAGR 为 56.6%



数据来源: 贝泰妮公司公告, 东吴证券研究所

图 15: 2011-2019 年薇诺娜品牌零售额增速 CAGR 在 70%以上



数据来源: Euromonitor, 东吴证券研究所

深耕敏感肌护理十几载, 建立以薇诺娜为主、覆盖差异化人群的多品牌结构, 薇诺娜核心产品系列及核心单品贡献稳定。贝泰妮积极拓展多层次销售市场, 塑造了以主品牌薇诺娜为主、覆盖差异化消费人群的多品牌结构, 其他品牌还包括专注于婴幼儿护理的薇诺娜 Baby、专注于痘痘肌肤护理的痘痘康、专注于高端皮肤修护的 Beauty Answers 和专注于干燥性皮肤护理的资润。目前薇诺娜品牌共包含舒敏保湿、极润保湿、透明质酸、柔润、清痘净颜等 12 个产品系列, 满足不同细分需求的消费者。其中, “舒敏系列” 为 主打系列, 2017-2019 年主营业务收入占比在 38%-40%, 该系列的畅销单品 “舒敏保湿特护霜” 主营业务收入占比在 17%-19%。

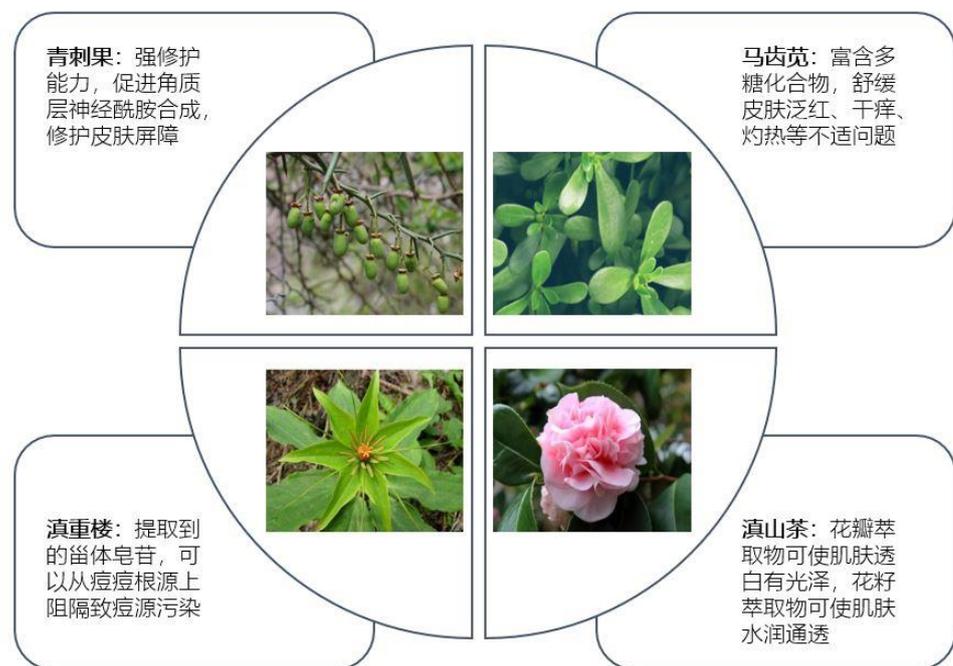
图 16: 薇诺娜主要品牌系列



数据来源: 贝泰妮招股说明书, 薇诺娜官网, 东吴证券研究所

**本土植物活性成分，切入需求广阔的自然系皮肤学级护肤市场。**我国敏感肌人群更为青睐成分自然的产品，在自然系皮肤学护肤品牌之中，较早进入中国的欧洲温泉系品牌知名度较高，但植物系皮肤学级护肤产品在很长时间内缺乏代表性品牌。在此背景下，薇诺娜结合中国传统医学理念，从云南丰富的植物资源中筛选出多种针对皮肤护理需求的活性成分，形成独特的产品定位和优势产品。据何黎教授介绍，薇诺娜在国内率先对青刺果、马齿苋、滇重楼、滇山茶四种云南本地优势植物进行活性成分提取及功效研究，在薇诺娜的大力推动下，这四种植物的活性成分已经被 CFDA 纳入中国化妆品原料目录。我们认为，背靠云南“植物宝库”的薇诺娜品牌，有望在未来持续加深植物提取物在问题肌肤应用与研发上的实力。

图 17：薇诺娜进行研发提取活性成分的主要本土植物

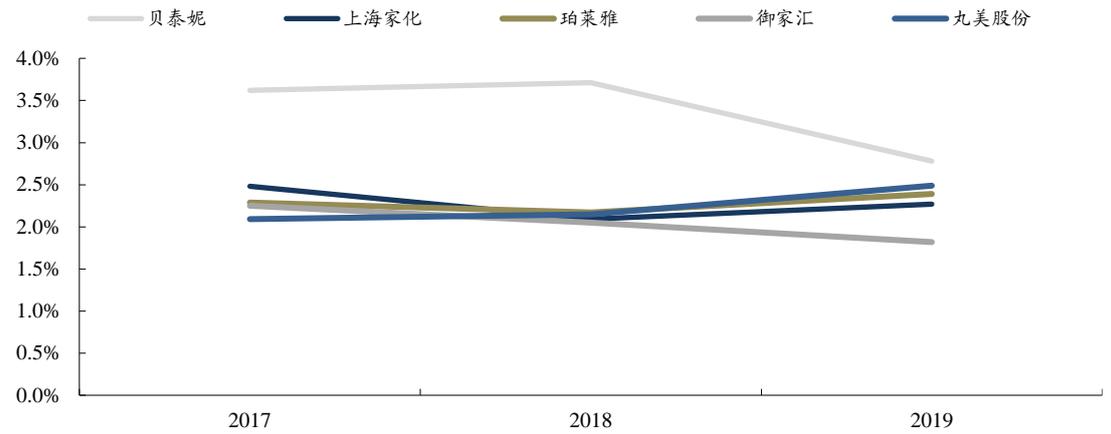


数据来源：中国新闻网，东吴证券研究所

**研发费用率处于行业较高水平，“产学研”模式保障产品安全性和可靠性。**截至 2020H1，公司已形成一支汇集国内外皮肤学、植物学、生物学人才的 100 人的研发团队，通过“产学研”相结合的方式，不断深化研究成果。具体来看，中科院昆明植物研究所负责在云南发掘、提取植物活性成分，薇诺娜在此基础上进行产品研发和产业化，同时昆明医科大学第一附属医院、北京大学第一附属医院、复旦大学华山医院等等全国 54 家知名三甲医院多中心进行临床观察。

截至 2020H1，公司已拥有有效专利 46 项，掌握 11 项核心技术，尤其在利用高原特色植物提取物有效成分制备和生产敏感肌肤护理产品方面具有较强的技术优势。公司已发表 128 篇基础研究和临床试验方面的论文，共发布 15 篇皮肤学级护肤指南及共识，成为国内少有的兼顾学术研究与临床应用的企业。2019 年公司研发费用率为 2.78%，在国内可比公司中处于最高水平。

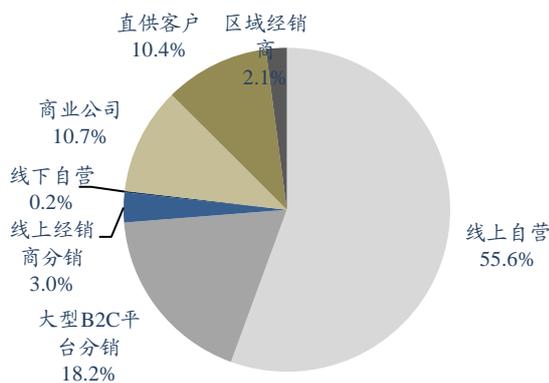
图 18: 贝泰妮研发费用率在国内可比公司中最高



数据来源: 各公司公告, 东吴证券研究所

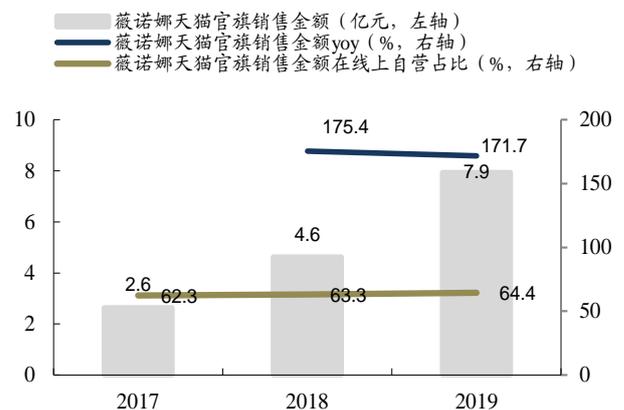
**构建线上线下全渠道销售体系, 线上自营占比过半。**随着国内电商渠道的快速兴起, 薇诺娜积极探索新渠道营销模式, 通过提升线上线下协同效应, 打造多维度、深层次的营销体系。其中, 线上渠道包括线上自营、B2C 平台分销以及线上经销商分销, 2019 年累计占比达 76.7%, 其中包含薇诺娜天猫官旗、专柜服务平台、京东官旗等店铺的线上自营占比达 55.6%, 是公司销售占比第一的渠道。线下渠道包括商业公司、直供客户、区域经销商和线下自营, 2019 年累计占比达 23.3%, 其中面向综合型医药公司及药房诊所的商业公司和直供客户是重点发展渠道, 而高成本投入的线下自营店铺和规模较小的区域经销商业业务则规模逐步收窄。

图 19: 2019 年贝泰妮线上自营销售占比过半



数据来源: 贝泰妮公司招股说明书, 东吴证券研究所

图 20: 2017-2019 年薇诺娜天猫官旗销售金额增速 CAGR 为 73.5%



数据来源: 贝泰妮招股说明书, 东吴证券研究所

#### 4.2. 上海家化: 玉泽引领“医研共创”模式, 借助线上渠道高速增长

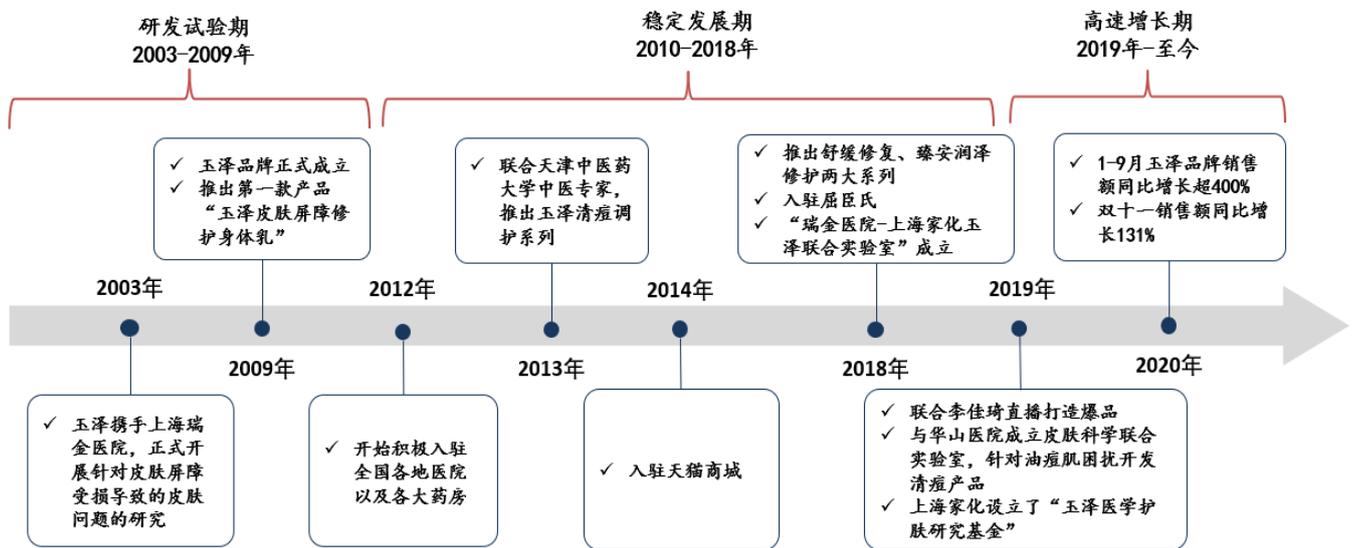
上海家化旗下的玉泽是国内领先的皮肤屏障修护品牌。玉泽品牌诞生于 2009 年, 始终积极与各大医院皮肤科权威的医学专家合作联合研制产品, 从其开始研发至今, 可分为三个阶段。

(1) **研发试验期 (2003-2009年)**: 2003年, 玉泽就开始“医研共创”之路, 携手上海瑞金医院, 正式开展针对皮肤屏障受损导致的皮肤问题的研究。2009年, 玉泽推出第一款产品“玉泽皮肤屏障修护身体乳”。

(2) **稳定发展期 (2010-2018年)**: 2012年起, 玉泽开始积极入驻全国各地医院以及各大药房。之后陆续推出新的产品线, 2013年联合天津中医药大学中医专家, 推出玉泽清痘调护系列, 2018年推出舒缓修护、臻安润泽修护系列。2014年, 玉泽开始入驻天猫商城。

(3) **高速增长期 (2019年-至今)**: 2018年, 上海家化与瑞金医院展开深度合作, “瑞金医院-上海家化玉泽联合实验室”成立。2019年, 玉泽与华山医院合作, 成立皮肤科学联合实验室。2019年底起, 玉泽开始发力线上渠道, 与超投主播合作迅速提升品牌知名度, 销售额也实现高速增长。2020年“双11”玉泽销售额同比增长131%。

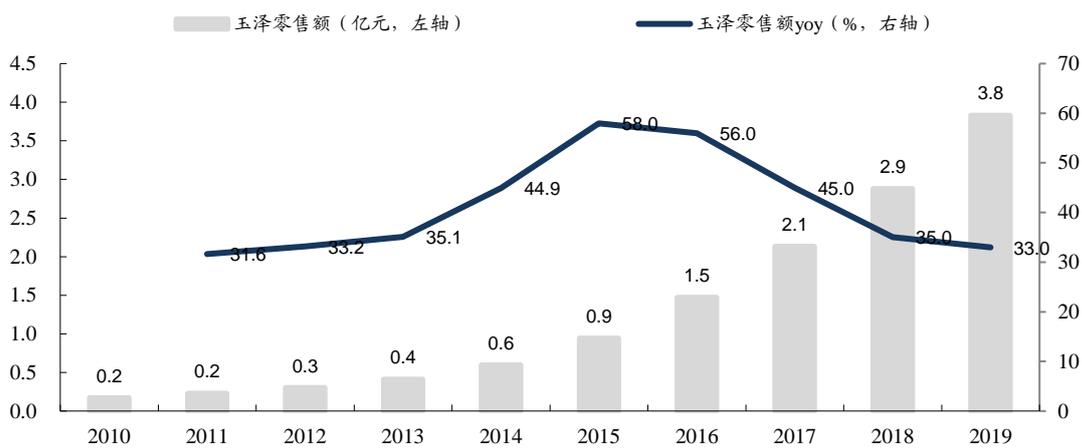
图 21: 玉泽品牌发展历史



数据来源: 上海家化官网, 时尚周刊网, C2CC, 东吴证券研究所

**玉泽零售额连续十年快速增长。**基于玉泽良好的市场定位, 线上线下销售渠道的融合以及上海家化对玉泽研发创新的支持和重视, 2010年以来玉泽零售额保持快速增长。根据 Euromonitor 数据显示, 玉泽零售额从2010年的0.17亿元增长至2019年的3.83亿元, 2010-2019年零售额增速CAGR超40%。

图 22: 2010-2019 年玉泽零售额增速 CAGR 为 41%



数据来源: Euromonitor, 东吴证券研究所

**植物提取物修护皮肤屏障，产品“少而精”，核心系列及单品贡献较大。**玉泽产品的一大核心特点是，通过独创的“PBS 植物仿生脂质技术”实现皮肤屏障智修护、重建肌肤自愈力。“PBS 植物仿生脂质技术”是指通过精选多种天然植物油脂，成分、结构、配比三重仿生，快速补充皮肤所需脂质。从产品系列上看，玉泽对安全性及有效性要求较高，目前仅包含皮肤屏障修护、清痘调护、舒缓修护和臻安润泽四个产品系列，SKU 仅几十个。其中，代表性系列为“皮肤屏障修护系列”，根据我们统计在 2019.11-2020.10 一年的期间内，该系列在天猫旗舰店的销售占比在 80%以上。代表性单品包括皮肤屏障修护保湿霜、积雪草安心修护面膜等。

表 8: 玉泽主要产品系列介绍

产品系列	主要功效	示例
皮肤屏障修护系列	直击皮肤干燥根源，修护皮肤屏障，强健皮肤屏障功能	
清痘调护系列	快速祛痘不留痕，提升皮肤屏障抵御力	
舒缓修护系列	快速舒缓、抑制刺激反应，降低敏感率，守护敏感肌	
臻安润泽系列	提升自我保湿力，水润修护力和屏障抵御力	

数据来源: 玉泽官网, 玉泽天猫旗舰店, 东吴证券研究所

**坚持“医研共创”发展思路，产品经临床试验严格验证。**玉泽始终坚持“医研共创”

之路，与各大医院皮肤科权威的医学专家合作联合研制产品，且其产品须经严格临床试验验证。例如，于 2009 年推出的第一款产品“皮肤屏障修复身体乳”在诞生之前曾历经六年与瑞金医院皮肤科的联合研发，经过 1386 例临床观察。2020 年在与华山医院近一年的研发与临床后，“玉泽清痘调护平衡乳”和“玉泽清痘修护精华液”升级上市。2018 年，玉泽力邀 14 名国内外顶尖的皮肤科医生和专家成立“玉泽皮肤健康研究专家委员会”。2019 年，为促进皮肤病学基础与临床结合的研究发展，上海家化正式创立“玉泽医学护肤研究基金”，并聘任瑞金医院皮肤科主任郑捷教授和美国北加州研究教育所研究员蔺茂强教授担任“上海家化玉泽首席科学家”。

图 23: 2019 年上海家化宣布设立“玉泽医学护肤研究基金”



数据来源：上海家化官网，东吴证券研究所

**创新营销形式，打造专业化品牌形象，扩大品牌影响力。**一方面，玉泽通过深耕医院及药店渠道、与医院皮肤科合作临床试验以及建立微信问诊平台等方式，打造专业化的品牌形象。另一方面，近年来玉泽加大对数字化营销的投入，建立了一套品牌创新规划，将品效合一、提升效率作为重要的发展方向，还建立了内部评估系统评估营销 ROI。另外，玉泽通过搭建超头部主播+中腰部主播+店铺自播的直播矩阵，通过一定的直播露出提升品牌知名度。

图 24: 玉泽微信公众号皮肤 48 小时问诊平台



数据来源：玉泽微信公众号，东吴证券研究所

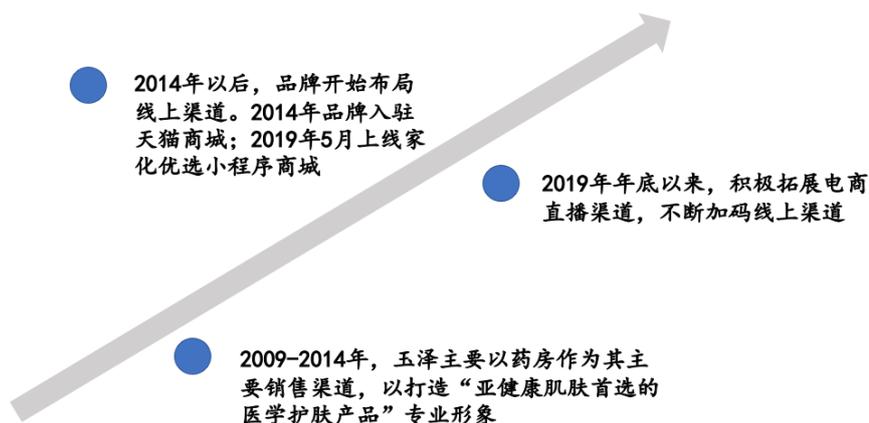
图 25: 玉泽与超头部主播合作的直播链接



数据来源：淘宝网，东吴证券研究所

**线上线下销售渠道并轨运行，加快全渠道建设。**2009-2014年，玉泽主要以药房作为其主要销售渠道，以打造“亚健康肌肤首选的医学护肤产品”专业形象；2014年以后，品牌开始布局线上渠道。2014年，品牌入驻天猫商城；2019年5月，上线家化优选小程序商城，进一步整合品牌和渠道资源。2019年年底以来，玉泽进一步扩大电商渠道优势，在电商直播带动下，玉泽不断加码线上渠道，线上收入占比规模超高速增长。2019年“双11”当天，玉泽销售额进入天猫护肤前十名，2020年“双11”玉泽总销售额同比增长131%，其中玉泽积雪草安心修护面膜共售出近900万片，玉泽皮肤屏障修护保湿霜共售出50万罐。

图 26: 玉泽销售渠道拓展历程



数据来源：上海家化官网，时尚周刊网，C2CC，东吴证券研究所

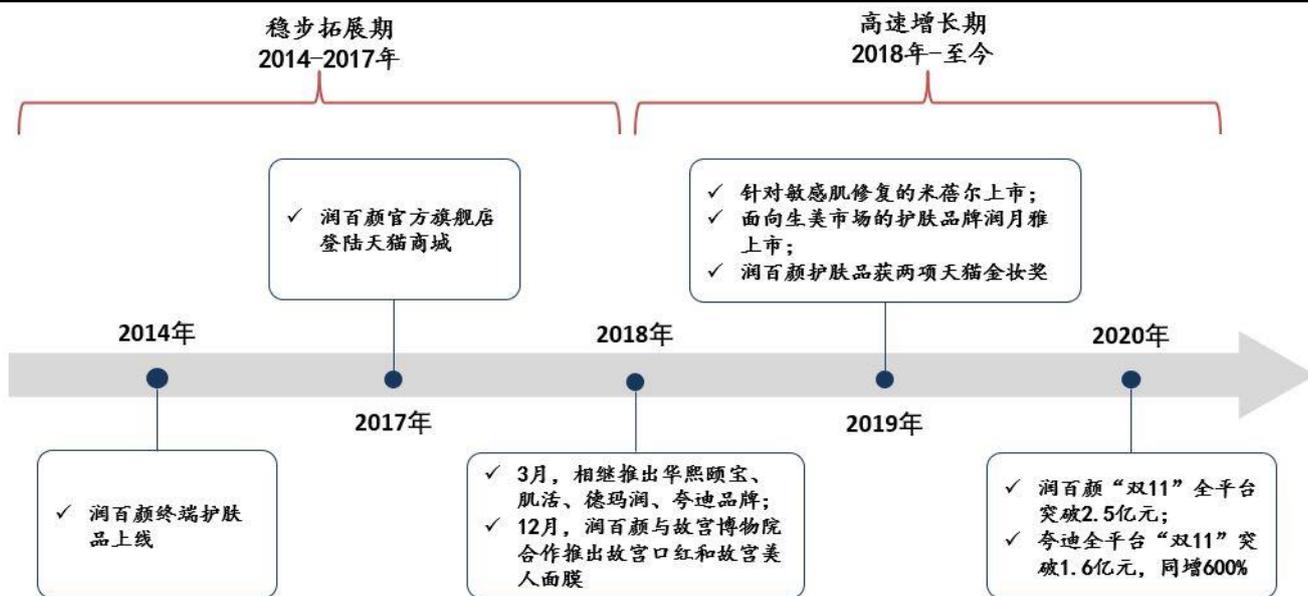
#### 4.3. 华熙生物：凭借全球领先的技术优势，以“HA+”策略打造多品牌矩阵

华熙生物旗下的功能性护肤品品牌包括润百颜、夸迪、BM肌活、米蓓尔等。华熙生物的功能性护肤品板块始于2014年，至今大致可分为两个阶段：

**(1) 研发试验期（2014-2017年）：**2014年，华熙生物推出首个功能性护肤品品牌润百颜，并上市“蜂巢玻尿酸水润次抛”。2017年，润百颜开设天猫官方旗舰店。

**(2) 高速增长期（2018年-至今）：**一方面，以“HA+”策略打开多品牌矩阵，先后推出华熙颐宝、Bio-MESO肌活、德玛润、夸迪等定位不同年龄段、价位段的功能性护肤品品牌；另一方面，持续加强品牌投入和线上营销投入，2018年底通过与故宫的跨界营销打开知名度，2020年是华熙生物的“品牌元年”，通过社媒种草、直播带货、广告露出等多维方式发力品牌建设，提升公司整体和功能性护肤品的品牌力。

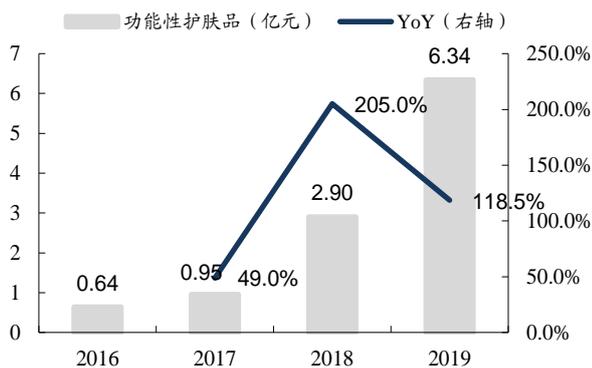
图 27: 华熙生物功能性护肤品发展历史



数据来源: 华熙生物官网, 华熙生物公告, 东吴证券研究所

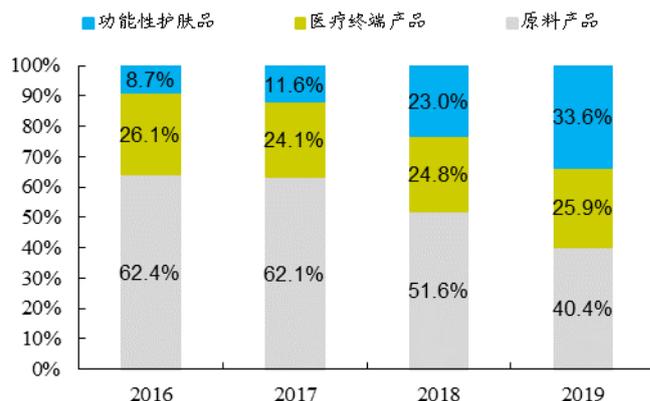
功能性护肤品业务高速增长, 2016-2019 年营收增速 CAGR 为 115%, 2019 年该业务销售规模已与原料、医疗终端三足鼎立。2019 年公司功能性护肤品业务实现营收 6.34 亿元, 同比增长 118.5%, 增速领涨各业务, 2016-2019 年公司功能性护肤品业务增速 CAGR 为 115%。截至 2019 年, 功能性护肤品业务收入占比达 33.6%, 基本与原料、医疗终端业务形成三足鼎立之势。

图 28: 2016-2019 年华熙生物功能性护肤品营收 CAGR 为 115%



数据来源: 华熙生物公告, 东吴证券研究所

图 29: 华熙生物功能性护肤品业务占比快速提升



数据来源: 华熙生物公告, 东吴证券研究所

华熙生物旗下功能性护肤品牌以“HA+”策略, 以不同品类覆盖差异化人群和价格带。华熙生物旗下不同品牌的功能性护肤品都围绕“HA”展开, 但在主打的品类和功效上是有一定差异的。例如, 润百颜主打次抛原液, 是以大、小、mini 分子(miniHA)、乙酰化HA 等复配而成的玻尿酸组合, 覆盖群体和价位段较为广泛; 肌活主打肌底液精华, 力争做到专瓶专效, 主要针对 30 岁以下较为年轻的群体; 米蓓尔以 4DHA 和 B12 为主

要成分，专注敏感肌修护。

表 9：华熙生物旗下主要功能性护肤品牌简介

品牌	覆盖年龄段	核心价位带	主要产品品类	主要成分	主打功效
润百颜	23-45 岁	100-500 元	次抛原液、面膜、水乳	miniHA、烟酰胺、植物提取物	一般肌肤水润保湿
夸迪	23-45 岁	50-800 元	次抛原液、面膜、水乳、精华	5D 玻尿酸、多肽（抗衰老）、水杨酸（温和祛痘）	高端 5D 玻尿酸，淡化眼纹、妊娠纹
肌活	18-30 岁	50-300 元	肌底液精华系列	依克多因、糙米发酵液、虾青素、左旋乳酸	成分党，专瓶专效
德玛润	15-30 岁	50-200 元	灌注液精华系列	以多重玻尿酸为核心、添加烟酰胺、神经酰胺等量肤定制	主打灌注液精华，配合滚轮享居家院线式护理
米蓓尔	23-45 岁	50-200 元	化妆水、面膜	Hymagic-4D 玻尿酸、B12（修护受损肌）	专注敏感肌修护
润熙泉	35-55 岁	/	次抛原液、滋养液、面膜	多重复配玻尿酸、烟酰胺、活性肽	适合熟龄肌的抗衰老护肤品

数据来源：各品牌官网，华熙生物招股说明书，淘数据，东吴证券研究所

图 30：米蓓尔 4D 玻尿酸各分子量 HA 皮肤渗透示意图



数据来源：淘宝网，东吴证券研究所

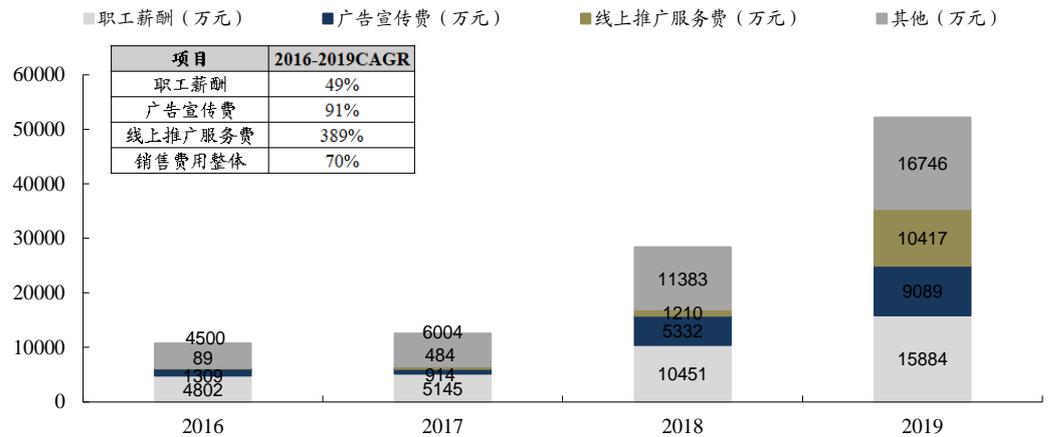
图 31：夸迪 5D 玻尿酸各分子量 HA 皮肤渗透示意图



数据来源：淘宝网，东吴证券研究所

近年来公司持续加大广告宣传费用和线上推广费用投入，提升功能性护肤品品牌力。公司持续加大销售费用投入，尤其是对于广告宣传费用和线上推广服务费用的投入（2016-2019 年增速 CAGR 分别为 91%/389%，高于销售费用整体增速），以加强各功能性护肤品品牌的社媒营销投入、企业整体品牌投入和向第三方平台支付的佣金费、服务费等。从长期来看，由于产品差异化带来更高的客户粘性，公司销售费用有较大的回落空间。

图 32: 公司加大销售费用投入打造功能性护肤品品牌力



数据来源: 华熙生物招股说明书, 东吴证券研究所

**营销方式不断升级, 形成多维营销体系:**

- (1) **IP 联名:** 2018 年起和故宫联名发布口红、面膜化妆品;
- (2) **直播带货:** 公司润百颜、夸迪等产品多次由李佳琦、薇娅等淘宝头部主播以及部分腰部主播带货;
- (3) **社媒达人种草:** 在微博、微信、抖音、小红书等社媒平台上广泛传播种草, 例如 2020 年上半年通过微博发起“百颜证言智慧玻尿酸”项目, 由百位专业 KOL 亲测力证润百颜“智慧玻尿酸”产品, 公司还在小红书上邀请乐乐团长、林果然等知名 KOL 为品牌种草;
- (4) **邀请代言人:** 2020 年 4 月官宣李治廷为米蓓尔品牌代言人;
- (5) **电视广告:** 在央视投放集团 TVC 广告, 提升集团及品牌形象。

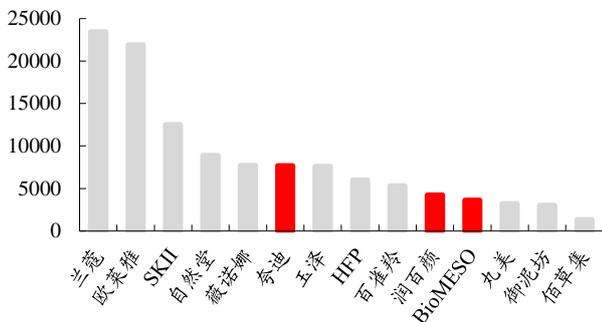
图 33: 华熙生物多样性营销方式



数据来源: 润百颜天猫旗舰店, 米蓓尔微博、小红书, 东吴证券研究所

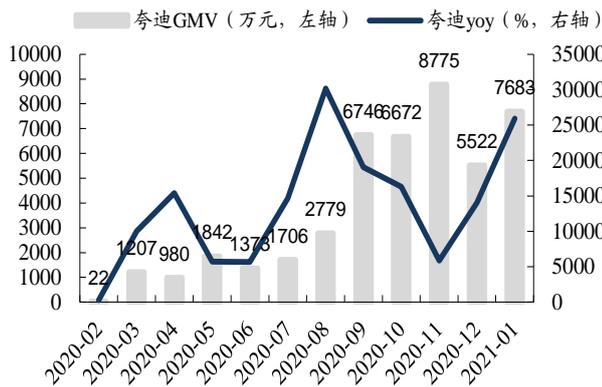
公司功能性护肤品以线上电商销售模式为主，近一年润百颜、夸迪天猫旗舰店 GMV 规模保持高速增长，润百颜、夸迪规模已可比肩部分知名化妆品品牌。公司与天猫、京东、淘宝、小红书等主要电商平台均建立了良好的合作关系，并拥有经验丰富的电商运营人才。2020 年以来，公司旗下代表性功能性护肤品牌天猫旗舰店表现突出，持续高速增长，近 12 个月润百颜/夸迪 GMV 分别同增 203.8%/11153.2%。从 GMV 规模看，2021 年 1 月润百颜/夸迪/BioMESO 的 GMV 规模均突破 3000 万元，分别为 4199/7683/3595 万元，主要品牌规模均已可比肩国内外部分知名化妆品品牌，但是与头部的兰蔻、欧莱雅等品牌还有较大差距。

图 34：2021 年 1 月份润百颜、夸迪、BioMESO 天猫旗舰店 GMV 规模均在 3000 万元以上



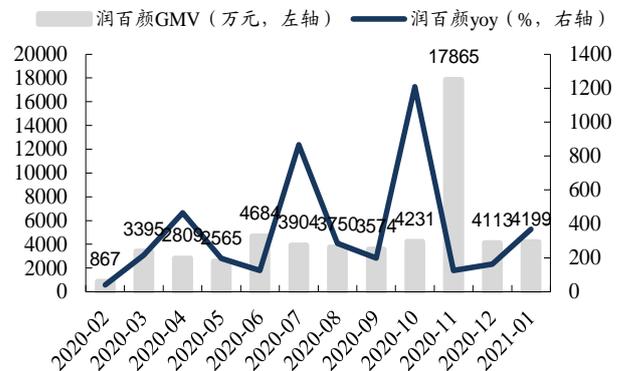
数据来源：淘数据，东吴证券研究所

图 36：2020.2-2021.1 夸迪 GMV 规模及 YOY



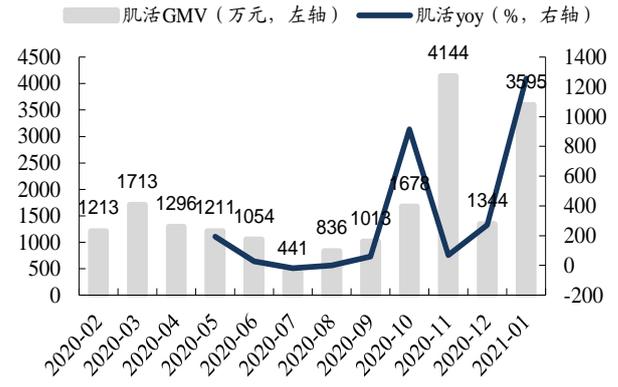
数据来源：淘数据，东吴证券研究所

图 35：2020.2-2021.1 润百颜 GMV 规模及同比增速



数据来源：淘数据，东吴证券研究所

图 37：2020.2-2021.1 BioMESO 肌活 GMV 规模及 YOY



数据来源：淘数据，东吴证券研究所

#### 4.4. 鲁商发展：积极布局玻尿酸产业链，打造化妆品知名品牌

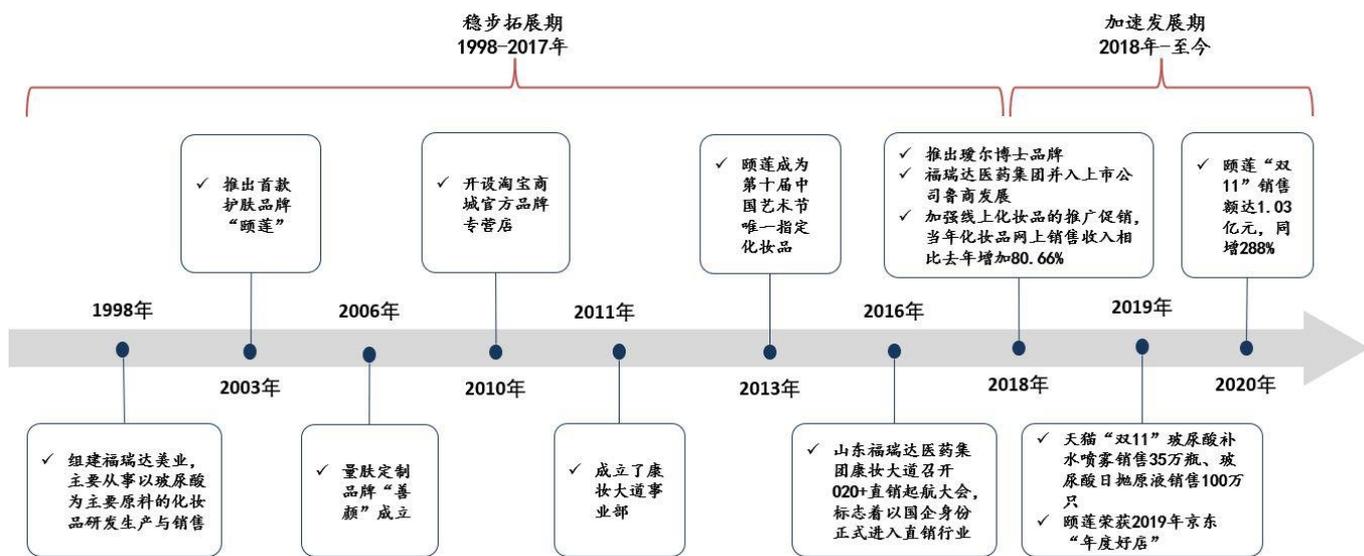
鲁商发展旗下的功能性护肤品品牌包括颐莲、瓊尔博士、善颜等。鲁商发展的功能性护肤品板块始于 1998 年，至今大致可分为两个阶段：

(1) 稳步拓展期 (1998-2017 年)：1998 年，福瑞达医药集团组建山东福瑞达生物

工程有限公司（简称“福瑞达美业”），分别于2003年和2006年成立颐莲和善颜品牌。2010年进驻淘宝商城渠道，2011年福瑞达医药集团成立康庄大道事业部，凭借“O2O+直销”模式拓展全国市场，产品涉及保健、美容以及家居生活多方面。

**(2) 高速增长期（2018年-至今）：**2018年，福瑞达医药集团整体并入上市公司鲁商发展，进入新的资本化发展阶段，同年推出瓊尔博士品牌，并开始加快投入线上销售。2019年，颐莲荣获京东“年度好店”。2020年，颐莲品牌“双11”销售同增288%。

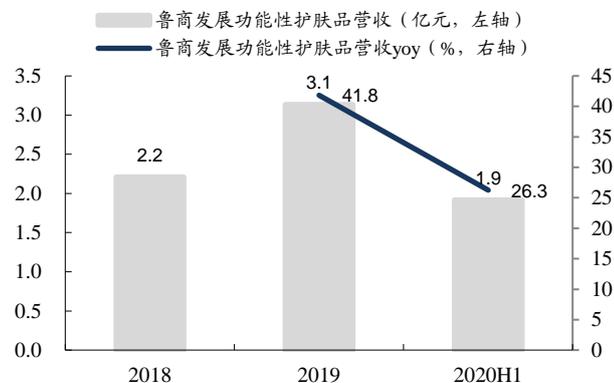
图 38：鲁商发展功能性护肤品发展历史



数据来源：鲁商发展公司公告，福瑞达医药官网，中国日报中文网，东吴证券研究所

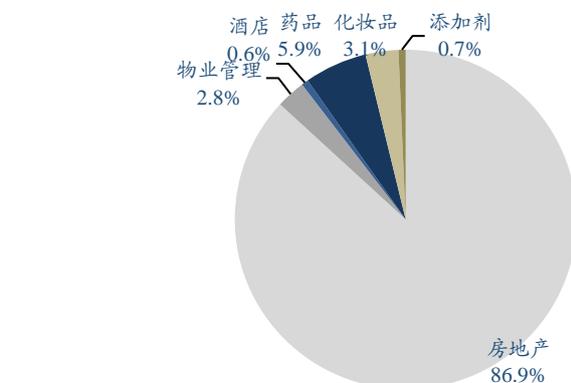
**功能性护肤品营收快速增长，发展空间较大。**2018年以来鲁商发展功能性护肤品营业收入增速较快，2019年实现营收3.1亿元，同增41.8%，2020H1实现营收1.9亿元，同增26.3%。2019年功能性护肤品业务在鲁商发展的主营业务占比仅为3.1%，且较同业基数仍较低，未来发展空间广阔。

图 39：2019年鲁商发展功能性护肤品营收增速为41.8%



数据来源：鲁商发展公司公告，东吴证券研究所

图 40：2019年鲁商发展功能性护肤品主营业务占比为3.1%



数据来源：鲁商发展公司公告，东吴证券研究所

**持续创新研发，打造多品牌矩阵。**公司目前有颐莲、瑗尔博士、善颜等化妆品品牌。“颐莲”作为主品牌，专研玻尿酸护肤 37 年，以玻尿酸智能保湿科技为核心，打造具有差异性的“玻尿酸+”产品，提高竞争力。品牌现拥有 8 大系列，其中肌初赋活为主打系列。善颜是“量肤定制一人一方”的开创者，致力于实现皮肤精细化管理，其以“福瑞达肌肤诊疗系统”大数据为基础，提倡“科学护肤，评价先行”，通过对消费者进行皮肤生理学检测，深入了解肌肤问题，从而提供定制化专属护肤方案和产品搭配建议。瑗尔博士作为新锐护肤品牌，定位于“专研微生态科学”的护肤市场空白领域。

表 10: 鲁商发展主要功能性护肤品牌主要特点及产品介绍

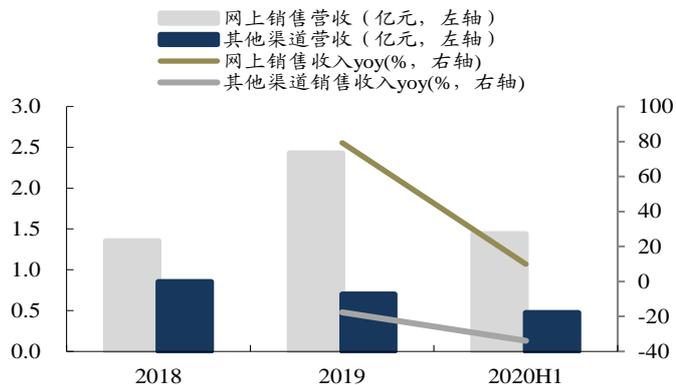
品牌名称	主要特点	明星产品
颐莲	以玻尿酸智能保湿科技为核心，打造差异化“玻尿酸+”产品	   辣木籽氨基酸洁面泡 玻尿酸水光肌原液面膜 玻尿酸嘭润水乳套装
善颜	量肤定制，通过对消费者进行皮肤生理学检测，从而提供定制化专属护肤方案和产品搭配建议	   舒颜肌修护微精水 舒颜沁肤修护精华蜜 润颜保湿赋活面膜
瑗尔博士	新锐护肤品牌，专研微生态科学，专注微生物平衡护肤	   益生菌精研平衡修复水 益生菌精研深层修护面膜 精研肌底前导精华露

数据来源：鲁商发展公司公告，福瑞达医药官网，各品牌天猫旗舰店，东吴证券研究所

**注重网络营销，不断提高消费者粘性。**福瑞达集团一直以来注重网络营销，2011 年开始，通过开展优化颐莲官方网站、百度搜索引擎推广、全网社会化媒体投放、培养颐莲网络红人等活动，提高了品牌网络覆盖率，全面提升品牌形象。此外，公司还通过打造会员体系，为会员提供定制服务等建立起庞大的固有消费群体。2019 年，福瑞达主动紧跟新零售大环境，与零售商合作推出“护肤盛宴”等活动，在几十家门店开展体验感与互动性较强的路演活动，效果较好。

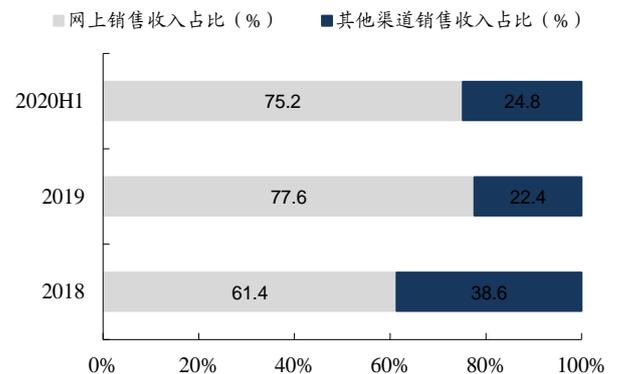
**线上销售为主，加快全渠道运营。**近几年，福瑞达母公司鲁商发展加快网上销售渠道销售，紧抓电商红利，积极探索网红直播带货等新渠道，2019 年化妆品网上销售实现 2.4 亿元，同比增长 79%，占比化妆品总收入的 78%。同时，公司重视全渠道销售策略，例如在线下全面开设康妆大道体验店等，不断深化产品的市场渗透，进一步加大化妆品销售区域，实现线上线下全国市场的覆盖，并逐步打通国际市场。

图 41: 鲁商发展功能性化妆品各销售渠道销售收入及增速



数据来源: 鲁商发展公司公告, 东吴证券研究所

图 42: 鲁商发展功能性化妆品各渠道销售收入构成



数据来源: 鲁商发展公司公告, 东吴证券研究所

**专注研发领域 30 余年，不断筑牢科技实力。**鲁商发展旗下山东福瑞达创始人为中国玻尿酸之父凌沛学先生，他带领团队潜心研发玻尿酸，90 年代初，研发团队发明了生物提取技术提取玻尿酸，打破了西方玻尿酸的垄断，公司现具备批量生产玻尿酸的能力，并且 30 多年来一直坚持对玻尿酸科技的钻研和运用，由最初的国际玻尿酸原料供应商延展至玻尿酸护肤品牌，以打造肌肤生态美学。公司依托山东省药学科学院和山东省医药工业设计院两家省级科研院所，先后投资了多家高科技企业，拥有 1 个国家企业技术中心、1 个院士工作站和 1 个省级企业重点实验室及 7 个省级企业技术中心/工程技术研究中心。凭借强大的研发系统，公司研究成果丰硕，共完成了 100 多项成果，获得了多项发明专利，从而为产品研发提供有力的技术和学术支持。

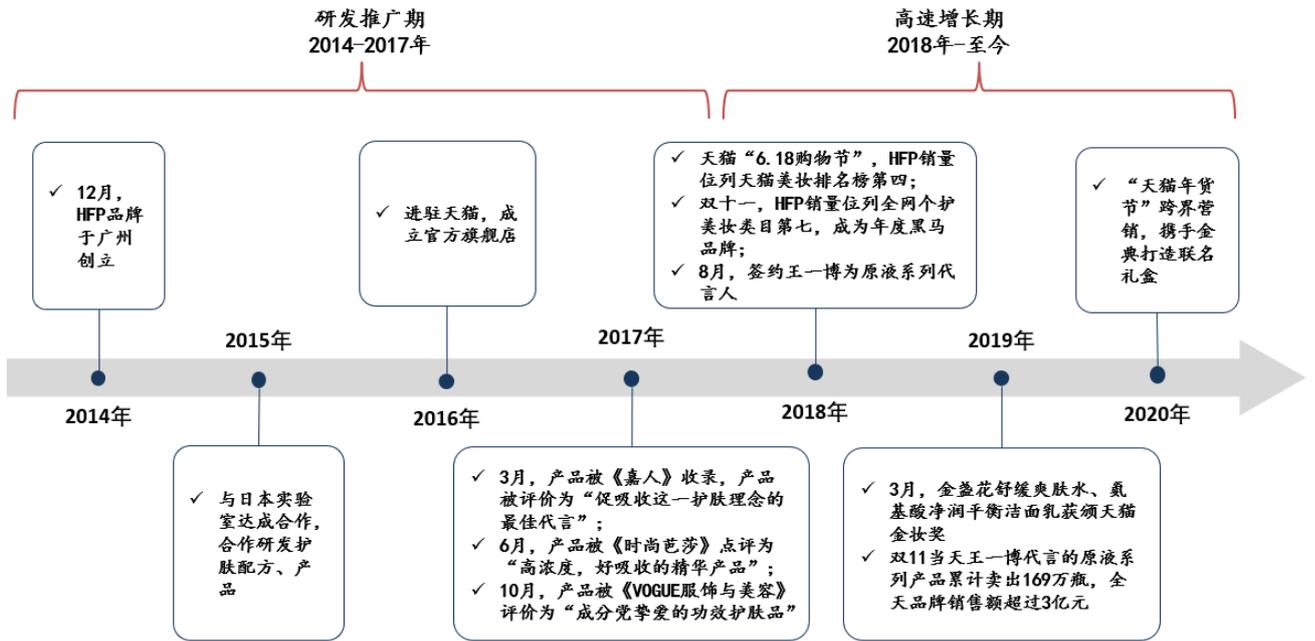
#### 4.5. 蛋壳网络: HFP 主打原液产品，优秀内容营销助力销售增长

广州蛋壳网络旗下的 Home Facial Pro 是主打成分的护肤品牌。蛋壳网络旗下品牌 Home Facial Pro 成立于 2014 年，是我国代表性的“原料桶”型成分党品牌，其发展至今可分为两大阶段:

**(1) 研发推广期 (2014-2017 年):** 2014 年，Home Facial Pro 品牌在广州创立。2015 年，品牌与日本实验室达成合作，合作研发护肤配方、产品。2016 年，入驻天猫，建立首个线上官方销售渠道。2017 年，产品获《嘉人》、《时尚芭莎》、《VOGUE》等时尚杂志好评。

**(2) 高速增长期 (2018 年-至今):** 2018 年，Home Facial Pro 品牌聘请王一博为原液系列代言人，在微信公众号的大规模内容投放获得较好的销售转化，2018 年“双 11”HFP 销量位列全网个护美妆类目第七，成为年度黑马品牌。2019 年“双 11”当天，原液系列产品累计卖出 169 万瓶，全天品牌销售额超过 3 亿元。2020 年“天猫年货节”期间携手金典打造联名礼盒。

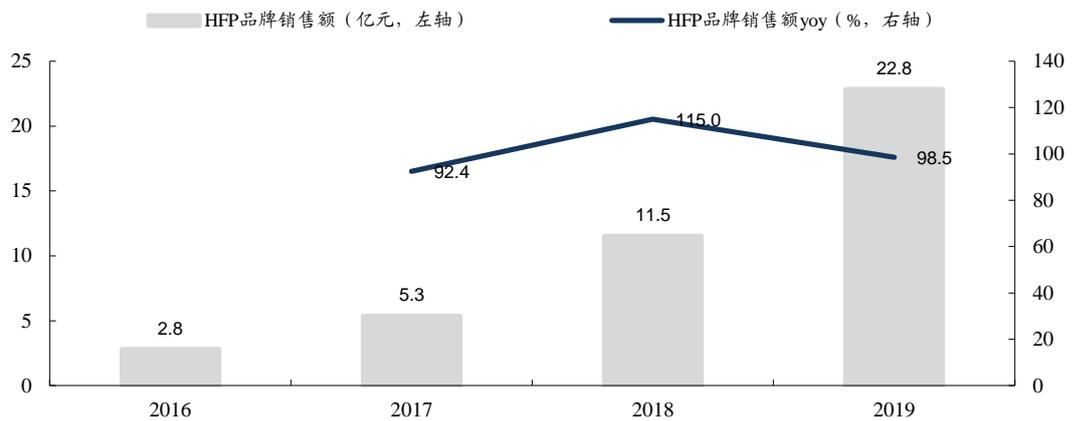
图 43: HFP 品牌发展历史



数据来源: HFP 官网, 东吴证券研究所

**HFP 品牌销售额保持高速增长, 成立仅五年销售额破 20 亿元。**据 Euromonitor 数据, 其零售额由 2016 年的 2.8 亿元增长至 2019 年的 22.8 亿元(2016-2019 年增速 CAGR 为 101.7%), 成立仅五年 HFP 品牌销售额即破 20 亿元, 远快于传统护肤品牌零售额增长速度。据统计, 珀莱雅/佰草集/丸美达到 20 亿元零售额所用时间分别为 8/14/15 年。

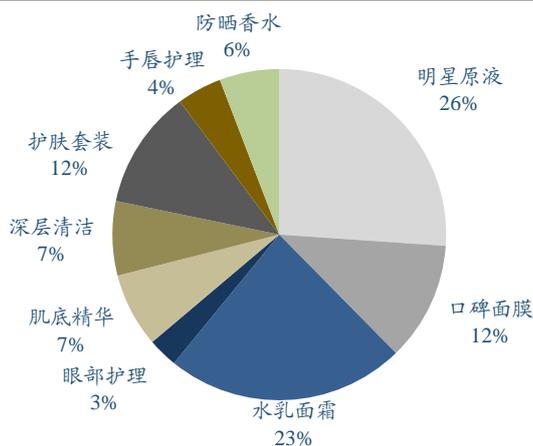
图 44: 2016-2019 年 HFP 品牌销售额 CAGR 高达 101.7%



数据来源: Euromonitor, 东吴证券研究所

**产品差异化定位“原料桶”型成分党, 包装性冷淡风、突出专业性。**HFP 的产品 SKU 与传统护肤品相比并不是十分丰富, 根据我们统计, HFP 的天猫旗舰店 SKU 数目共 69 个, 其中原液产品 (即单一成分高浓度的精华液) SKU 占比为 26%, 为第一大品类, 体现品牌“原料桶”型的产品定位。从产品包装看, 多为简约、性冷淡风的“黑白瓶”, 类似实验室风格, 产品的背面还印有研发师的签名, 凸显产品专业性。

图 45: HFP 天猫旗舰店 SKU 分布



数据来源: HFP 天猫旗舰店, 东吴证券研究所 (注: 统计日期为 2020 年 11 月底)

图 46: HFP 产品外包装



数据来源: HFP 官网, 东吴证券研究所

图 47: HFP 研发师签名和「研发师说」



数据来源: HFP 官网, 东吴证券研究所

营销方面, 以微信为核心投放平台, 以小红书、微博、手淘等为补充投放平台, 内容设计吸引眼球。微信端是 HFP 最为核心的内容营销平台, 投放的多为与自身定位相符的公众号、美妆杂志大号和个人号。2017 年以来 HFP 保持持续高频的微信公众号投放, 据连线家网站统计, 2016 年 3 月到 2018 年 8 月, HFP 累计在 1428 个公众号上投放了 6247 篇软文。在此基础上, 兼顾小红书、微博等其他社交平台。HFP 不仅坚持频繁投放的战略, 而且注重内容设计, 能够在短时间内吸引人眼球、普及成分信息并引流至公众号或店铺。

表 11: 2016-2018 年 HFP 公众号 KOL 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 年合计	
	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

数据来源: 连线家网站, 东吴证券研究所

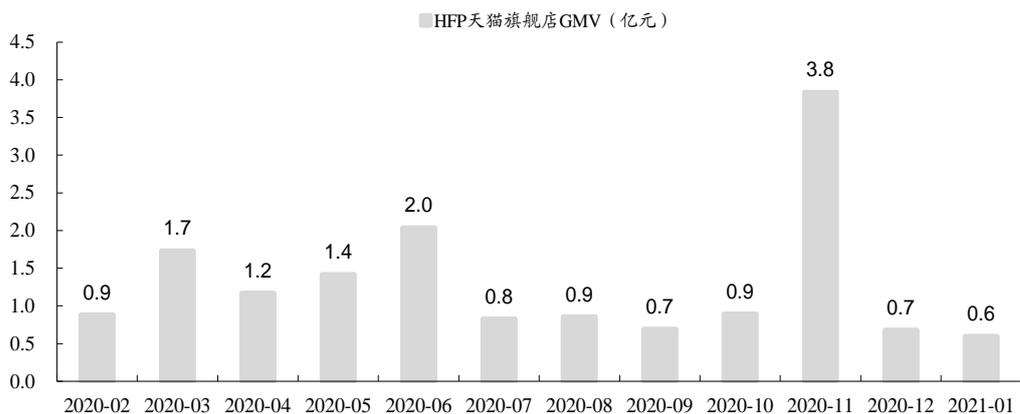
图 48: HFP 投放内容设计吸引眼球



数据来源: 名创优品微信广告, 东吴证券研究所

尚无线下门店, 在天猫、京东、小红书开设官方旗舰店。在渠道拓展方面, HFP 尚未拓展线下渠道, 线上在天猫、京东、小红书设有旗舰店, 品牌官网也可向天猫旗舰店引流。根据淘数据跟踪, 2020.2-2021.1 期间 HFP 的天猫旗舰店 GMV 约 15.6 亿元, 单月 GMV 在 0.6-4 亿元之间。HFP 本身作为功效性护肤品, 故事属性较强, 品牌理念的传播在线上更为高效, 预计短时间内仍会以线上渠道为主。

图 49: HFP 近一年销售额达 15.6 亿元



数据来源：淘数据，东吴证券研究所（注：近一年统计区间为 2020 年 2 月-2021 年 1 月）

#### 4.6. 创尔生物：深耕活性胶原赛道二十载，医疗器械、生物护肤齐发力

创尔生物旗下的拥有创福康和创尔美两大品牌。创尔生物成立于 2002 年，至今大致可分为四个阶段：

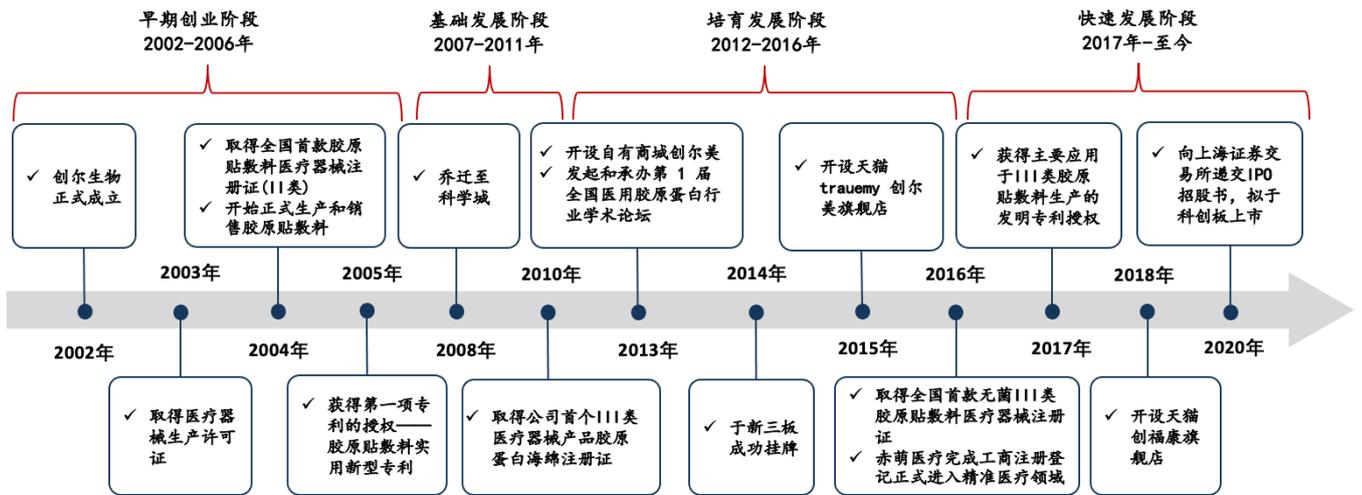
**（1）早期创业阶段（2002-2006 年）：**公司于 2002 年成立，开始立足于活性胶原，逐步完成了工艺技术和早期客户资源积累 2003 年取得医疗器械生产许可证；2004 年取得全国首款胶原贴敷料医疗器械注册证(II 类)，并开始正式生产和销售胶原贴敷料。

**（2）基础发展阶段（2007-2011 年）：**公司围绕活性胶原进行产业化，丰富医疗器械产品种类，同时布局生物护肤领域。2010 年取得公司首个 III 类医疗器械产品胶原蛋白海绵注册证。

**（3）培育发展阶段（2012-2016 年）：**公司开拓电商销售模式，2013 年开设自有商城创尔美。2015 年开设天猫 trauemy 创尔美旗舰店。2016 年，公司取得全国首款无菌 III 类胶原贴敷料医疗器械注册证。

**（4）快速发展阶段（2017 年至今）：**经历 15 年的技术沉淀与营销渠道布局，已形成了规模化、系统化的活性胶原原料、医疗器械和生物护肤品研发、生产及销售能力。2018 年末开设天猫创福康旗舰店。2020 年向上海证券交易所递交 IPO 招股书，拟于科创板上市。

图 50: 创尔生物发展历史



数据来源: 创尔生物招股说明书, 东吴证券研究所

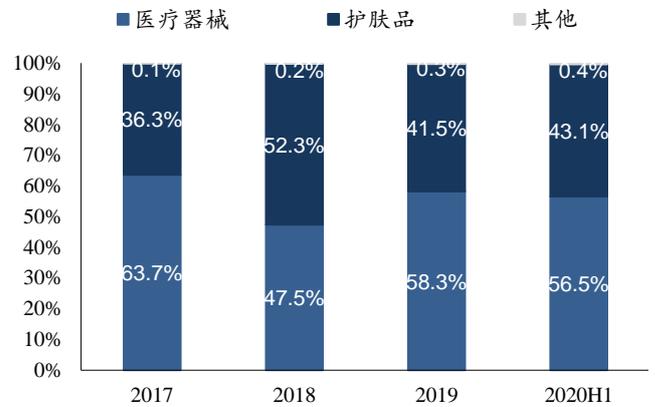
医疗器械、护肤品板块均保持较快营收增速。2017年来创尔生物医疗器械、护肤品板块营收增速均较快, 2017-2019年营收增速CAGR分别为43.2%/60.0%。2019年医疗器械/护肤品营收占比分别为58.3%/41.5%。2019年医疗器械增速较快, 主要系创福康开设天猫旗舰店提升其线上销售。

图 51: 2017-2020H1 创尔生物各品类销售收入及增速



数据来源: 创尔生物招股说明书, 东吴证券研究所

图 52: 2017-2020H1 创尔生物各品类销售占比



数据来源: 创尔生物招股说明书, 东吴证券研究所

功能性护肤产品种类丰富, 在活性胶原生物医用材料领域领先。公司依托于生物医用级活性胶原的关键制备技术研制出多种功能性护肤产品并成功实现产业化, 主要产品为医药器械产品和生物护肤品。“创福康”为胶原蛋白类敷料产品的领导品牌, 主要销售“械”字号产品, 用于创面的辅助治疗, 在“医美面膜”领域为消费者所熟知, 2019年“创福康”在我国贴片式医用皮肤修复敷料市场上市场份额(按销售额计)排名第二。“创尔美”品牌创尔美主要用于皮肤屏障护理, 在市场中属于中高端定位, 其产品通过先进胶原制备技术开发, 具有较好的品牌价值和成长空间。

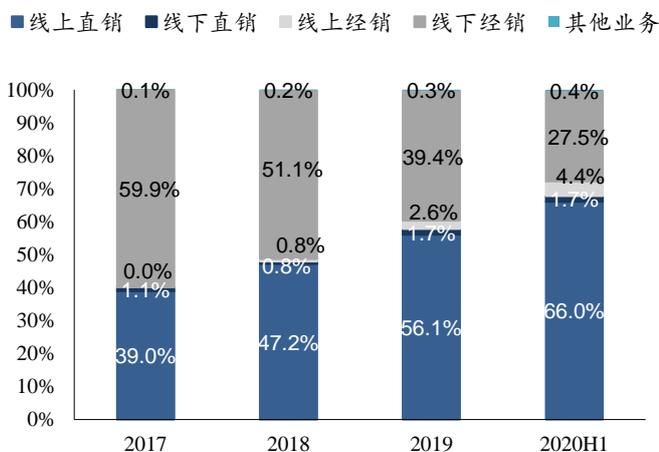
表 12: 创尔生物主要功能性护肤品牌产品介绍

品牌名称	主要产品	产品功能	注册号	示例
创福康	胶原贴敷料	适用于皮肤过敏、激光、光子术后创面修复辅助治疗	械字号	
创福康	胶原蛋白海绵	用于皮肤出血创面的止血以及开放性损伤创面的修复	械字号	
创福康	液态辅料	用于浅表性创面及周围皮肤的护理，通过在创面表面形成保护层，起物理屏障作用	械字号	
创尔美	胶原多效修护面膜	有效解决肌肤敏感、泛红、干燥、痘印等屏障受损问题	妆字号	
创尔美	胶原多效修护原液	舒缓敏感，提高耐受性，维稳修护	妆字号	
创尔美	胶原净澈祛痘面膜	消平痘痘、痘肌修护、收缩毛孔	妆字号	

数据来源：创尔生物官网，创尔美官方商城，创福康天猫旗舰店，创尔美天猫旗舰店，东吴证券研究所

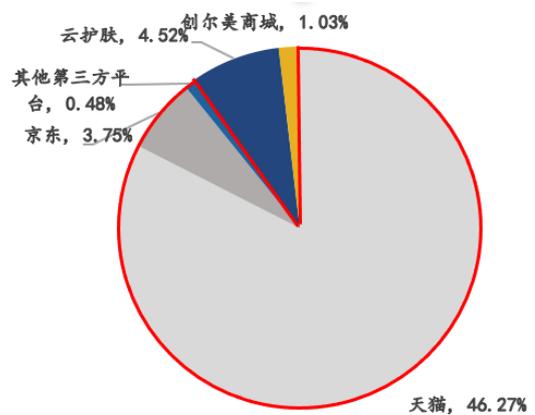
天猫、京东等第三方平台增速较快推动线上直销占比提升，经销模式以公立医院销售为主。2020H1 公司直销/经销模式分别实现营收 0.89/0.42 亿元，占比分别为 67.7%/31.9%。2017-2020H1 公司直销模式占比由 40.1%提升至 67.7%，占比提升 27.6pct，主要系公司相继在天猫、京东等电商平台开设品牌旗舰店，推动以第三方平台为主的线上直销实现高速增长。经销方面，公司一直以来注重医疗机构渠道的拓展，加之其专业的产品力深受各大医疗机构的认可，尤其是公立医院成为经销模式最主要销售终端，2019 年主打产品胶原辅料贴的公立医院经销商数量高达 777 家。

图 53: 2017-2020H1 创尔生物各细分渠道收入占比变化



数据来源：创尔生物招股说明书，东吴证券研究所

图 54: 2019 年创尔生物线上直销收入占比结构



数据来源：创尔生物招股说明书，东吴证券研究所  
(注：红圈部分为第三方平台、其余为自有平台)

图 55: 2017-2020H1 创尔生物天猫平台营收及增速



数据来源: 创尔生物招股说明书, 东吴证券研究所

图 56: 2017-2020H1 创尔生物京东平台营收及增速



数据来源: 创尔生物招股说明书, 东吴证券研究所

**积极开展“产学研”合作，研发成果实现产业化。**公司目前拥有一支持续创新的自有研发团队，研发人员占员工总数的比例超过 15%。团队通过持续自主研发掌握 3 大技术类别、共 6 项核心技术生物医用级活性胶原大规模无菌提取制备技术，其技术已达到国内领先水平。公司的研发过程体现“产学研”合作，一是作为发起人创建了广东省医用胶原工程技术研究开发中心，与华南理工大学、清华大学、中国科学院等知名高校及科研院所共建人体组织功能重建产学研创新联盟、广东省生物医学创新平台等；二是连续七年发起、承办全国最具影响力的医用胶原学术研讨与行业开放性交流平台——全国医用胶原蛋白行业学术论坛。最终，合作研发成果不断产出并实现产业化，截至 2019 年末公司产品已覆盖超过 320 家三甲医院，其中全国百强医院覆盖率达到 47%。

图 57: 创尔生物作为发起人承办全国医用胶原蛋白行业学术论坛



数据来源: 北国网, 东吴证券研究所

## 5. 投资建议

功能性护肤品是增速高、增长确定性强的化妆品细分赛道，且国货品牌具有市占率持续提升的趋势。建议关注即将上市的皮肤学级护肤龙头**贝泰妮**、以“HA+”策略打造多品牌矩阵的**华熙生物**、成功孵化皮肤学级护肤品牌玉泽的**上海家化**、孵化出颐莲、瑗尔博士等功能性护肤品牌的**鲁商发展**和生产销售生物护肤品品牌创尔美的**创尔生物**。

表 13: 国内代表性功能性护肤公司及品牌

公司	功能性护肤品牌	代表性产品
贝泰妮	薇诺娜、痘痘康、BEAUTY ANSWERS	 <p>舒敏保湿特护霜 柔润保湿霜 舒敏保湿精华液 舒敏保湿面膜</p>
上海家化	玉泽	 <p>皮肤屏障保湿霜 皮肤屏障身体乳 积雪草修护面膜 清痘调护平衡乳</p>
华熙生物	润百颜、夸迪、肌活、米蓓尔、德玛润等	 <p>润百颜蜂巢水润次抛 夸迪战痘软安瓶原液 米蓓尔粉水 肌活虾青素肌底液</p>
鲁商发展	颐莲、善颜、瑗尔博士	 <p>颐莲补水喷雾 颐莲补水保湿面膜 善颜修护微精水 瑗尔博士前导精华露</p>
蛋壳网络	Home Facial Pro	 <p>寡肽原液 金盏花爽肤水 乳酸糖原液 低聚糖保湿乳液</p>
创尔生物	创福康、创尔美	 <p>胶原辅料贴 胶原多效修护面膜 胶原多效修复原液 水杨酸净澈祛痘精华液</p>

数据来源：各品牌官网，各品牌天猫旗舰店，东吴证券研究所

表 14: 公司估值表 (基于 2021 年 2 月 23 日收盘价)

股票代码	证券简称	总市值 (亿人 民币)	收盘价 (元/ 股)	EPS			PE			投资评级
				19A	20E	21E	19A	20E	21E	
A20333.SZ	贝泰妮	---	---	1.14	1.45	2.16	---	---	---	无评级
688363.SH	华熙生物	896	186.73	1.22	1.42	1.65	153	132	113	买入
600315.SH	上海家化	341	50.31	0.83	0.63	0.69	61	79	73	买入
600223.SH	鲁商发展	150	14.82	0.34	0.49	0.64	44	30	23	无评级
A20236.SH	创尔生物	---	---	0.86	---	---	---	---	---	无评级

数据来源: 东吴证券研究所 (数据截止 2021 年 2 月 23 日收盘) (注 1: 贝泰妮、创尔生物尚未评级, 贝泰妮、鲁商发展 EPS 预期为 wind 一致预期, 创尔生物无 wind 一致预期; 注 2: 华熙生物、上海家化 EPS 预期为东吴研究所预测; 注 3: 上海家化 2020 年 EPS 为历史值, 非预测值)

## 6. 风险提示

**行业竞争加剧风险:** 随着越来越多的国内外品牌进入中国市场, 化妆品品牌、产品之间有竞争加剧的风险。

**获客成本上升风险:** 随着互联网流量红利效应逐渐减弱, 未来获客成本可能大幅增长, 对行业公司业绩造成一定影响。

**消费需求整体疲软:** 若宏观经济整体面临下行趋势, 造成消费需求不振, 则将影响功能性护肤品行业需求增速。

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准：

### 公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

