

商业贸易

功能性护肤开启黄金时代，国货品牌乘势而起

证券研究报告

2021年04月14日

投资评级

行业评级

强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

刘章明

分析师

SAC 执业证书编号: S1110516060001

liuzhangming@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《商业贸易-行业深度研究:中公系列深度五 | 财经: 聚焦城市金领, 延长培训周期, 由小而美走向大而全》 2021-04-09
- 2 《商业贸易-行业点评:中国有赞 | 为老商家创造价值逐年提升, 看好长期发展》 2021-03-30
- 3 《商业贸易-行业点评:三只松鼠 | 四季度总体扭亏为盈, 线上渠道京东盈利天猫边际改善, 线下门店实现整体盈利, 分销表现靓丽, 拐点或已至》 2021-03-30

皮肤学级+功效性+械字号组成功能性护肤市场，国产品牌加速抢占市场

功能性护肤品主要包含皮肤学级护肤品、功效性护肤品和医美“械字号”，国内功能性护肤市场迅速崛起，外资品牌凭借产品力+品牌力占据先发优势，国产功能性护肤品牌有望凭借本土优势实现弯道超车，薇诺娜、玉泽、润百颜等品牌迅速崛起中。

皮肤学级护肤：核心成分成就产品力，医生背书提升专业度

多重因素引发敏感性肌肤人群比例居高，疫情期间长期戴口罩加重皮肤问题，皮肤学级市场规模增速高于整体护肤品行业。1) **核心成分成就产品力**：国际品牌方面，法国三大药妆品牌理肤泉、雅漾、薇姿均主打温泉水，由于地理位置等差异成分、功效不尽相同，薇诺娜依靠云南地理优势开辟新成分青刺果油、马齿苋提取物等，成功开辟并抢占新市场，玉泽独创 PBS 技术。2) **医生背书提升专业度**：国际品牌采用药房渠道开拓中国市场，国内品牌薇诺娜依靠医学背书优势积极布局线下渠道充分利用皮肤科专家问诊进行推广，玉泽不断加强医研共创。

功效性护肤：立足成分打造明星产品，成分+功效概念不断营销强化

随着护肤教育普及和护肤理性化趋势加强，消费者对产品成分、具体功效的关注日益提升。1) **立足成分打造明星产品**：国际品牌方面修丽可以抗氧化成分起家，The Ordinary 以高浓度成分+平价为特点。国内品牌华熙生物润百颜和夸迪以玻尿酸为核心原料，代表性产品次抛产品深入人心，HFP 提供秉持“以成分打动肌肤”。2) **成分+功效消费者教育不断营销强化**：功效性护肤品牌持续以专业性研究成果背书，以最优化配方原则开发单品，产品多以产品+功效命名强化概念，包装常见滴管瓶、次抛包装提升专业感，通过营销不断强化消费者教育打造明星产品。

医美“械字号”：紧扣消费者痛点，医用敷料市场快速增长

医美接受度提升，医美市场快速增长拉动术后修复产品需求，“械字号”产品因温和性和专业性迎合消费者需求迎高增。1) **紧扣消费者痛点带动品牌销售**：创福康把握电商红利迎高增，敷尔佳凭借公开的温和配方和皮肤科医生认可的专业形象吸引消费者，可复美打造“类人胶原蛋白”口碑收获关注。2) **“械字号”监管趋严**：医疗器械监管新条例颁布，通过强化主体、完善监管、加大惩处推动行业健康发展。

强产品+耕渠道+精营销，本土品牌有望弯道超车

1) **产品端**：品牌力影响弱化，产品功效成为主要决策点，国货市占提升迎发展机遇；2) **渠道端**：线上全渠道全平台竞争，线下差异化竞争，药房与 CS 渠道有望成为下沉市场的补充扩展；3) **营销端**：以医院精准“营销”叠加医生“权威代言”提升专业度，跨界联名扩大声量并进行品牌升级，持续发力直播营销。

投资建议：功能性护肤市场迎来黄金时代，产品功效成为主要决策点，线上+线下多平台多渠道竞争，营销契合医生+跨界联名+发力直播，国货崛起进行时。关注皮肤学级护肤品龙头【贝泰妮】，生物活性物从原料到终端的全产业链公司【华熙生物】，孵化医研共创品牌玉泽的【上海家化】，活性胶原生物医用材料领先公司【创尔生物】。

风险提示：行业竞争加剧、获客成本快速增长、产品质量控制的风险

内容目录

1. 细分皮肤学级+功效性+械字号，外资品牌占优国货厚积薄发	6
1.1. 皮肤学级+功效性+械字号组成功能性护肤市场	6
1.2. “药妆”概念起家，国内行业发展迅速	6
1.3. 各国监管环境差异化，国内监管趋严	8
2. 护肤品赛道新升级，功能性护肤站上行业风口	9
2.1. 中国护肤品市场增速领先，功能性护肤市场广阔	9
2.2. 敏感肌人群+成分关注度+医美接受度提升，催生细分赛道规模扩张	10
2.2.1. 皮肤学级护肤：敏感性肌肤人群比例居高，疫情加重皮肤问题	10
2.2.2. 功效性护肤：成分+功效关注度日益提升，年轻化、高消费趋势明显	11
2.2.3. 医美“械字号”：医美接受度显著提升，医用敷料市场进入快速增长期	12
2.3. 功能性护肤赛道集中度高，各品牌差异化竞争	13
3. 皮肤学级：敏感肌站上行业风口，国货正当时	14
3.1. 国际：法国温泉水功效差异化，药房起步开拓中国市场	15
3.1.1. 理肤泉：独特成分“硒”，赋予品牌医用价值	15
3.1.2. 雅漾：活性温泉水，从健康到美丽	16
3.1.3. 薇姿：火山温泉水，强韧焕活能力	18
3.2. 国内：成分另辟蹊径，国货龙头乘势而起	19
3.2.1. 薇诺娜：专研敏感、专业守护	19
3.2.2. 玉泽：致力于皮肤屏障修护	21
3.3. 核心成分成就产品力，医生背书提升专业度	22
4. “成分党”崛起催生功效护肤蓝海	25
4.1. 国际功效品牌国内走红，高端平价各有天地	26
4.1.1. 修丽可：抗氧化先驱者	26
4.1.2. The ordinary：平价原料桶	27
4.2. 国内：华熙生物引领玻尿酸市场，HFP 势头强劲	28
4.2.1. 华熙生物：润百颜+夸迪，透明质酸行业专家，次抛原液开创者	28
4.2.2. HFP：以成分，打动肌肤	31
4.3. 以成分为焦点，功效教育进行时	32
5. 医美“械字号”迎风高增，国产品牌引领市场	35
5.1. 字号种类繁多，“械字号”因安全性高备受关注	35
5.2. 医用敷料市场以国货为主，抓住营销痛点线上销售高增	36
5.2.1. 创尔生物：长期致力于活性胶原蛋白	37
5.2.2. 敷尔佳：医用透明质酸钠修复贴第一品牌	39
5.2.3. 可复美：科技创新赋能产品	41
5.3. “械字号”监管趋严，紧扣营销痛点抓住发展机遇	42
6. 强产品+耕渠道+精营销，本土功能护肤品牌有望弯道超车	44
6.1. 产品力：强化产品功效，研发成就核心壁垒，国货市占率不断提升	44
6.2. 渠道：线上全渠道竞争，线下差异化竞争	46
6.2.1. 线上渠道仍是功能性护肤品牌角逐的主战场	46

6.2.2. 线下渠道：差异化打法将成为线下渠道拓展的亮点	46
6.3. 营销力：多种方式并头演进，看国货功能性护肤品牌花式营销	49
7. 投资建议	51
8. 风险提示	51

图表目录

图 1：全球护肤品行业发展历程	6
图 2：中日功能性护肤发展历史对比	7
图 3：近年全球化妆品市场规模增速反弹	9
图 4：2012-2020 年中国化妆品市场规模（亿元）及增速（%）	9
图 5：社零总额和化妆品类同比增速	10
图 6：2014-2019 年中国护肤品市场规模（亿元）及增速（%）	10
图 7：2010-2023E 年全球功能护肤行业市场规模（亿美元）	10
图 8：2015-2019 年中国功能护肤行业市场规模（亿元）	10
图 9：2020 年中国女性敏感肌各级严重程度人群分布	11
图 10：超六成消费者佩戴口罩后发现皮肤问题	11
图 11：2020 年 6 月小红书平台护肤话题笔记数量（万篇）	11
图 12：中国皮肤学级护肤品市场规模（亿元）	11
图 13：95 后群体是成分党主力军	12
图 14：成分党消费水平分布	12
图 15：超六成消费者接受医美	12
图 16：2015 年和 2017 年消费动机对比	12
图 17：全球医用敷料市场规模（亿美元）	13
图 18：中国医用敷料市场规模（亿元）	13
图 19：功能性护肤市场集中度保持平稳	13
图 20：敏感性皮肤在世界各国均有较高的发生率	14
图 21：敏感肌成为护肤市场的新搜索热点	14
图 22：理肤泉发展历史	15
图 23：理肤泉产品介绍	15
图 24：2014-2019 年理肤泉全球销售额	16
图 25：2014-2019 年理肤泉中国区市占率	16
图 26：雅漾发展历程	17
图 27：雅漾产品介绍	17
图 28：2014-2019 年雅漾全球销售额	18
图 29：2014-2019 年理肤泉中国市占率	18
图 30：薇姿发展历程	18
图 31：薇姿产品介绍	19
图 32：2014-2019 年薇姿全球销售额	19
图 33：2014-2019 年薇姿中国市占率	19
图 34：薇诺娜发展历史	20

图 35: 贝泰妮产品图.....	20
图 36: 薇诺娜品牌销售额及增速	21
图 37: 薇诺娜品牌营业收入.....	21
图 38: 玉泽品牌发展历史	21
图 39: 玉泽产品图	21
图 40: 玉泽产品在国内零售额	22
图 41: 理肤泉皮肤科专家直播	23
图 42: 薇姿 O+O 药房渠道	23
图 43: 雅漾开启专家问诊	25
图 44: 薇诺娜借助医院+医生实现学术营销	25
图 45: 超半成消费者在购买美妆护肤产品时会考虑成分与功效	25
图 46: 修丽可发展历程.....	26
图 47: 修丽可明星产品.....	26
图 48: The Ordinary 产品介绍.....	27
图 49: 小红书笔记多围绕成分展开.....	27
图 50: The Ordinary 工厂、门店、实验室等.....	27
图 51: 润百颜、夸迪发展历程.....	28
图 52: 润百颜明星产品图	29
图 53: 夸迪产品图	29
图 54: 功能性护肤品收入及毛利率.....	30
图 55: 功能性护肤品营业收入占比.....	30
图 56: 润百颜与夸迪的销售额持续高速增长（单位：万元）	30
图 57: 大单品润百颜次抛与夸迪次抛销售额表现突出（单位：万元）	30
图 58: 润百颜线上活动.....	30
图 59: 李佳琦、薇娅直播间带货夸迪和润百颜.....	30
图 60: HFP 发展历程.....	31
图 61: HFP 产品图	31
图 62: HFP 营销策略.....	32
图 63: 微信号投放重点突破.....	32
图 64: 护肤成分讨论度及增速表	32
图 65: 各成分对应主要功能一览	32
图 66: 修丽可：抗氧化权威，浓郁医学色彩的包装设计	34
图 67: The Ordinary：各类高浓度维生素精华液，消费者好评不断.....	34
图 68: 润百颜“百颜证言，智慧玻尿酸”、品牌形象片投放.....	35
图 69: HFP 摄影展、品牌影片、跨界联名等活动	35
图 70: 贴片式医用皮肤修复敷料市场高速增长.....	36
图 71: 19 年贴片式医用皮肤修复敷料市场品牌份额（按销售额）	37
图 72: 19 年贴片式医用皮肤修复敷料市场品牌份额（按销量）	37
图 73: 创尔生物发展历程	38
图 74: 创尔生物主营产品按品类划分	39
图 75: 2019 年医疗器械收入同比增长 73.4%（万元）	39

图 76: 医疗器械为营业收入主要来源	39
图 77: 敷尔佳发展历程	40
图 78: 敷尔佳主营产品	40
图 79: 巨子生物发展历程	41
图 80: 可复美主营产品	41
图 81: 皮肤修复敷料品牌各天猫旗舰店销售额 (万元)	42
图 82: 疫情前/后选择护肤品的关键考虑因素	44
图 83: 潜在消费者购买护肤品主要关注点热度指数对比	44
图 84: 理肤泉&薇姿产品主打泉水成分	45
图 85: 薇诺娜产品主打植物性成分	45
图 86: 2017-2019 线上护肤品各天然成分消费占比	45
图 87: 2016-2019 护肤品品牌市场分额	45
图 88: 各大品牌线上渠道营收占比 (%)	46
图 89: 疫情前/后护肤品信息渠道信任度	46
图 90: 日本连锁药妆店及增速	47
图 91: 日本连锁药妆店集中度	47
图 92: 薇诺娜、玉泽等功能性护肤品在线上药房渠道销售	48
图 93: 2020 年 6 月薇诺娜入驻屈臣氏门店	49
图 94: 屈臣氏、丝芙兰门店数量 (家)	49
图 95: 薇诺娜近年营销打法拆解: 医学背书+跨界联名+直播营销	49
图 96: 薇诺娜产品修护能力经学术认证	50
图 97: 张予曦魔法米奇燃梦精华礼盒抖音视频数据	50
图 98: 明星流量造势和首次联名破圈, 吸引大量粉丝	50
图 99: 薇诺娜天猫双 11 直播 GMV 数据	50
表 1: 功能性护肤定义细分	6
表 2: 各国监管情况	8
表 3: 新旧化妆品管理条例对比	8
表 4: 功能性护肤细分赛道介绍	13
表 5: 各品牌核心成分	23
表 6: 玉泽线上线下与皮肤科医生联手	24
表 7: 各品牌定位、成分及产品	33
表 8: 各公司营销方式对比	34
表 9: 不同字号的区别	35
表 10: 医疗器械分类监管体制	35
表 11: 我国贴片式医用皮肤修复敷料的需求量	36
表 12: 贴片式医用皮肤修复敷料主要品牌渠道特点	37
表 13: 品牌成分研发及营销对比图	42
表 14: 新条例主要修改内容	43
表 15: 我国贴片式医用皮肤修复敷料市场主要品牌	43
表 16: 相关公司估值表	51

1. 细分皮肤学级+功效性+械字号，外资品牌占优国货厚积薄发

1.1. 皮肤学级+功效性+械字号组成功能性护肤市场

近年功能性护肤品市场迅速崛起，表现亮眼。国内对于功能性护肤品还未给出明确定义，根据目标人群不同我们认为，功能性护肤品主要包含皮肤学级护肤品、功效性护肤品和医美械字号：

(1) 皮肤学级护肤品：即所谓“药妆”，多以天然活性物质为主要组成，采用温和科学的配方，具有修复皮肤屏障、缓解刺痛、红肿、发炎、长痘、痤疮等皮肤问题的功效，强调产品安全性和专业性，适用于肌肤敏感等问题的肌肤护理产品。国内代表性品牌包括薇诺娜、玉泽等；国外代表性品牌包括理肤泉、薇姿、雅漾等。

(2) 功效性护肤品：指在保证其安全性基础上，通过实验或临床验证，具有一定功效性的护肤品，可针对性地解决某类皮肤问题，如保湿、抗氧化、抗皱、舒缓等。国内代表性品牌包括润百颜、夸迪、HomeFacialPro 等；国外代表性品牌包括 The Ordinary、修丽可等。

(3) 医美“械字号”：是风险程度低，实行国家常规管理可以保证其安全、有效的医疗器械。“械字号”医用敷料的代表性品牌包括创福康、敷尔佳、可复美。

表 1：功能性护肤定义细分

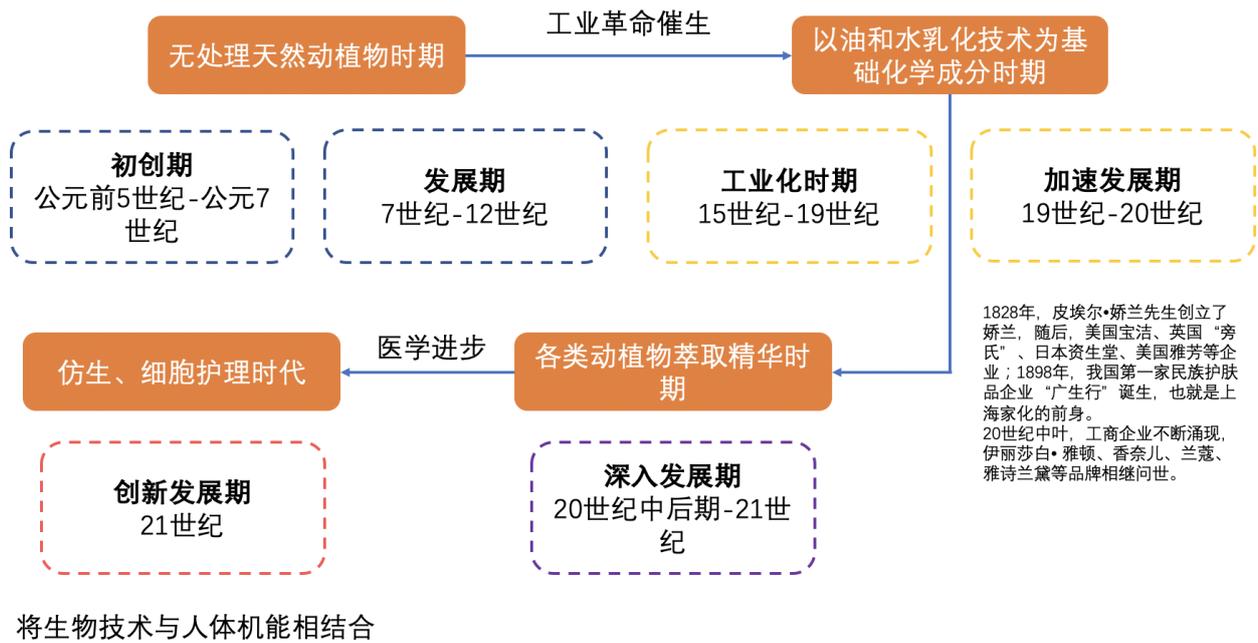
分类	定义	代表品牌	效果
皮肤学级护肤品	采用温和科学的配方，强调产品安全性和专业性，适用于肌肤敏感等问题的肌肤护理产品	国内：薇诺娜、玉泽、米蓓尔等 国外：理肤泉、薇姿、雅漾等	修复皮肤屏障、缓解刺痛、红肿、发炎、长痘、痤疮等皮肤问题
功效性护肤品	在保证其安全性基础上，通过实验或临床验证，具有一定功效性的护肤品	国内：润百颜、夸迪、HomeFacialPro 等 国外：The Ordinary、修丽可等	针对性地解决某类皮肤问题
医美械字号	械是风险程度低，实行国家常规管理可以保证其安全、有效的医疗器械。	创福康、敷尔佳、可复美等	医美术后修复

资料来源：前瞻产业研究院，《功效性护肤品与敏感性皮肤（期刊）》，贝泰妮招股说明书，中国化妆品微信公众号，天风证券研究所

1.2. “药妆”概念起家，国内行业发展迅速

护肤品发展历史悠久，可以将全球护肤品的发展历程大致分为四个阶段：无处理天然动植物时期；以油和水乳化技术为基础化学成分时期，各类动植物萃取精华时期，仿生、细胞护理时代。15 世纪-19 世纪时期，随着石油化学工业的迅速发展，在以油和水乳化技术为基础，添加香料、色素等其他化学成分的合成护肤品时期，人们对于美的追求和渴望得到了一定程度的满足。但因化学合成添加剂损伤皮肤细胞，进而造成敏感、长斑、长痘、毛孔粗大等问题，而危险护肤品时期（基于人们求快心态，在护肤品中添加激素、铅汞等特效成分）进一步放大了问题的严重性，各地“化妆品索赔”层出不穷，护肤品回归浪潮。

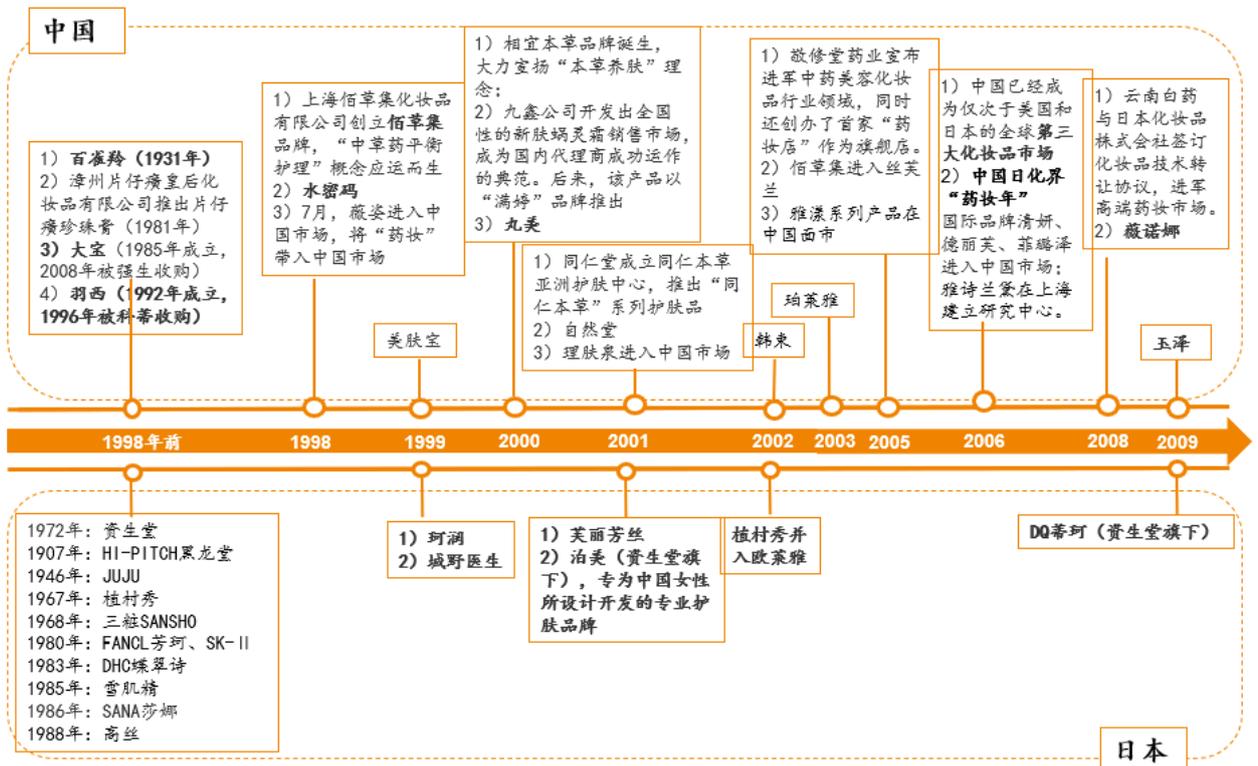
图 1：全球护肤品行业发展历程



资料来源：前瞻产业研究院，天风证券研究所

技术迭代，功能性护肤品市场应运而生。功能性化妆品在此前常常以“药妆”概念出现在消费者面前，功能性护肤品以医学理论为核心指导思想，突出专业性、针对性、功效性、安全性，主要用途是美容护肤和促进皮肤健康，解决轻微肌肤问题。2008年左右薇诺娜等打敏感肌护理的国货品牌问世，本土品牌开始战略更多市场份额，至今消费者教育已有20余年，消费者护肤意识和消费能力逐渐觉醒。

图2：中日功能性护肤发展历史对比



资料来源：知识经济，中国发展门户网，华夏经纬网，天风证券研究所

1.3. 各国监管环境差异化，国内监管趋严

西方主要市场和大陆的法律对功能性护肤这一类同时具有药物特性和化妆品特性的产品定义不一，外延到法律、监管层面也各不相同。

表 2：各国监管情况

国家	监管主体单位	主要法律依据	最早法律出台时间	监管要求
美国	美国食品药品监督管理局 (FDA)	《联邦食品、药品和化妆品法》	1938 年	只要出现了有“治疗性质”的宣称必须提交给药品评估研究中心 (CDER) 注册为药品，接受等同于药品级别的监管；OTC 药物生产需按照 GMP 标准，高于普通化妆品；化妆品不得使用带有治疗预期的宣传语，宣传的治疗功效需要提交临床试验资料。
欧盟	各有相应的执法机构，如法国为法国药品及健康产品卫生安全局 (ANSM)	《欧盟化妆品法规 EC 1223/2009》	1976 年	如果一个产品同时具有药品和化妆品的功能，该产品应按照药品进行管理。
日本	日本厚生劳动省	《药事法》	1943 年	生产以 GMP 标准，高于普通化妆品。
中国	国家食品药品监督管理总局 (CFDA)	《化妆品监督管理条例》	1987 年	上市前要通过审批，与普通化妆品一样，无需 GMP 标准；《关于印发化妆品命名规定和命名指南的通知》详细规定了宣称禁用词语和可宣称用词；成分必须来自 CFDA 定期公布的《化妆品原料名称目录》。

资料来源：美业观察，天风证券研究所

化妆品行业监管趋严，要求对功效宣称负责。2020 年 6 月 29 日我国正式发布《化妆品监督管理条例》，并于 2021 年 1 月 1 日起正式施行，新版条例要求应有化妆品注册人、备案人对化妆品质量和功效宣称负责，惩罚力度也更大。

表 3：新旧化妆品管理条例对比

	旧——《化妆品卫生监督条例》	新——《化妆品监督管理条例》
出台时间	1989 年	2020 年
分类方式	化妆品分为特殊用途化妆品和非特殊用途化妆品 特殊化妆品共 9 类：育发、染发、烫发、脱毛、健美、除臭、祛斑、防晒的化妆品	化妆品分为特殊化妆品和普通化妆品 特殊化妆品共 5 类：染发、烫发、祛斑美白、防晒、防脱发的化妆品
审批方式	特殊用途化妆品需要生产前取得批准文号	特殊化妆品实行注册管理； 普通化妆品实行备案管理
惩罚制度	第 24-28 条：共计 5 种违法行为，最严重的处违法所得 3-5 倍罚款，责令停产或者吊销化妆品生产许可证	第 59-65 条：计入违法行为更广泛，其中严重者，货值金额 1 万元以上的，处货值金额 15 倍以上 30 倍以下罚款
新材料管理	所有类型化妆品新原料实行注册管理	具有防腐、防晒、着色、染发、祛斑美白功能的化妆品新原料，须经国务院药品监督管理部门注册后方可使用
负责制度	-	化妆品注册人、备案人须对化妆品质量和功效宣称负责

资料来源：药监局，天风证券研究所

《化妆品监督管理条例》第三章第四十三条要求：化妆品广告的内容应当真实、合法。化妆品广告不得明示或暗示产品具有医疗作用，不得含有虚假或者引人误解的内容，不得欺骗、误导消费者。因此在“药妆”宣传方面，由于我国法规层面不存在“药妆”的概念，故化妆品标签、小包装或者说明书上不得注有适应症，不得宣传疗效，不得使用医疗术语，广告宣传中不得宣传医疗作用；对于以化妆品名义注册或备案的产品，宣称“药妆”“医学护肤品”等“药妆”概念的，均属于违法行为。

2. 护肤品赛道新升级，功能性护肤站上行业风口

2.1. 中国护肤品市场增速领先，功能性护肤市场广阔

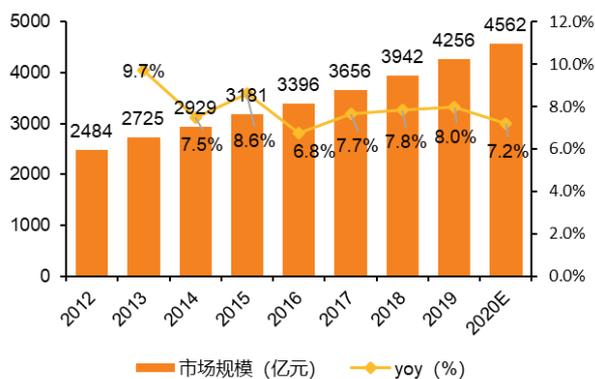
全球化妆品市场近年来反弹趋势明显，中国市场增速领先全球。2010-2015年，全球经济放缓导致化妆品市场规模增速明显走低，2015年甚至出现负增长的情况，原因是欧元区需求不振及南美经济出现严重下滑。2016年以后，全球化妆品市场迎来触底反弹，扭转了此前的发展颓势。根据欧睿国际数据统计，2018年全球化妆品市场规模已经达到4880亿美元。随着全球中产阶级和高收入阶层的崛起，以及越来越多消费者在寻找满足他们多样化愿望和对美的无限追求的产品，2019年全球化妆品市场规模持续增长，达到5148亿美元。2012年到2019年中国化妆品市场规模从2484亿元增长到4256亿元，CAGR为7.9%，增速领先全球市场。

图 3：近年全球化妆品市场规模增速反弹



资料来源：前瞻产业研究院，天风证券研究所

图 4：2012-2020 年中国化妆品市场规模（亿元）及增速（%）



资料来源：艾媒咨询，天风证券研究所

化妆品类弹性大，增速领先社零总额。后疫情时代之下可选消费属性增长弹性更大，2020年由于疫情的影响行业受到了一定的冲击，但相比于社会零售总额同比增速，化妆品行业增速持续领先。2014-2019年护肤品市场CAGR为10.11%，2019年达到2444亿元规模，在化妆品市场中处于快速增长的赛道之一，未来市场广阔。

图 5：社零总额和化妆品类同比增速



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

图 6：2014-2019 年中国护肤品市场规模（亿元）及增速（%）



资料来源：华经情报网，天风证券研究所

19 年全球功能性护肤市场规模达 524 亿美元，中国达 740 亿元。2019 年全球功能性护肤行业市场规模达 524 亿美元，约合人民币 3,409 亿元，预计 2019-2023 年复合增速为 15.42%，2023 年市场规模有望达 930 亿美元，约合人民币 6,050 亿元。2019 年中国功能性护肤市场规模为 740 亿元，同比增长 9.8%，假设 2019-2023 年 CAGR 与全球保持一致为 15%，2023 年市场规模有望达到 1,294 亿元。

图 7：2010-2023E 年全球功能护肤行业市场规模（亿美元）



资料来源：前瞻经济学人，华经情报网，天风证券研究所

图 8：2015-2019 年中国功能护肤行业市场规模（亿元）



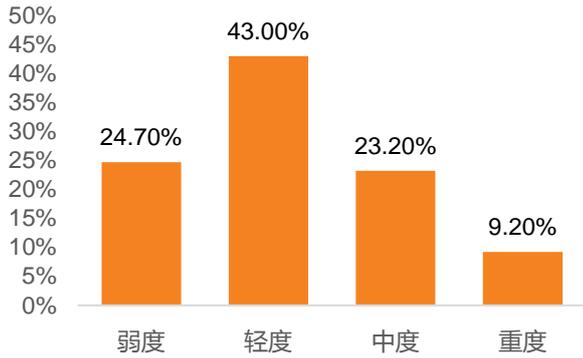
资料来源：智研咨询，天风证券研究所

2.2. 敏感肌人群+成分关注度+医美接受度提升，催生细分赛道规模扩张

2.2.1. 皮肤学级护肤：敏感性肌肤人群比例居高，疫情加重皮肤问题

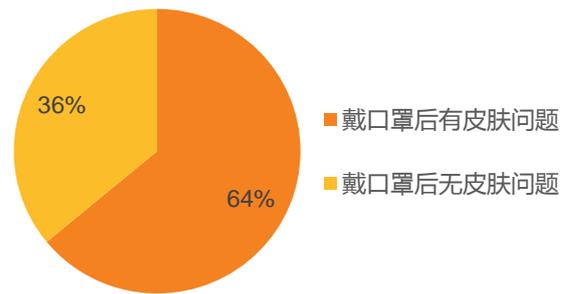
多因素引发全球各国敏感肌发生率较高，疫情期间戴口罩加重皮肤问题。由于调查方法不同，各地报道的发生率差异较大，欧洲为 25.4%~89.9%，澳洲为 50%；女性普遍高于男性，美洲女性为 22.3%~50.9%，亚洲女性为 40%~55.98%，其中我国女性为 36.1%。受环境、气候、压力、刺激性食物等多因素影响，我国敏感肌发生率居高，整体而言，超过七成的敏感肌女性其肌肤敏感程度处于弱度或轻度，通过日常保养护肤就可以对敏感肌进行改善，另一方面有近三成的敏感肌女性肌肤问题较为严重，已出现红肿/发炎等敏感表现。自疫情爆发以来，佩戴口罩已经成为大众的习惯，超六成消费者佩戴口罩后发现皮肤过敏、致痘、毛孔粗大等症状，其中女性受困扰比例更高。

图 9：2020 年中国女性敏感肌各级严重程度人群分布



资料来源：艾瑞咨询，天风证券研究所

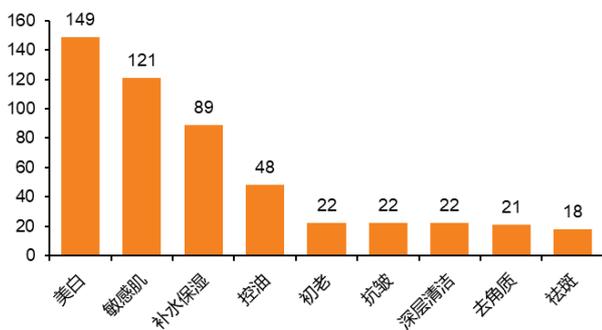
图 10：超六成消费者佩戴口罩后发现皮肤问题



资料来源：CBNData，天风证券研究所

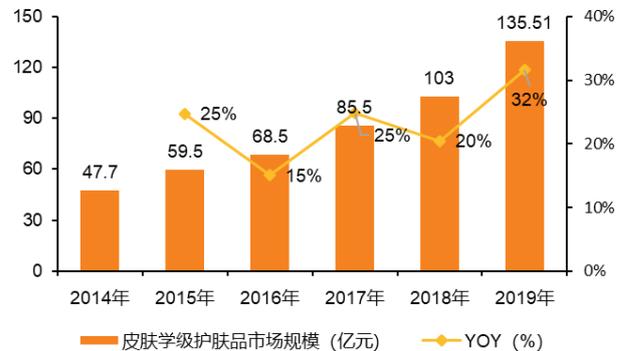
中国皮肤学级护肤品市场约 135.5 亿元，远高于护肤品行业整体增速。中国敏感肌肤群体庞大，对于安全有效的护肤品需求快速增长。敏感肌肤容易出现皮肤泛红、刺痛的问题，中国有 35% 以上女性属于敏感肌人群（根据《中国皮肤性病学期刊》），敏感肌肤话题在网络中被热议，2020 年 6 月关于敏感肌的小红书笔记数量超过了补水保湿。“皮肤学级护肤品”主要采用温和科学的配方，强调产品安全性和专业性，适用于肌肤敏感等问题。2019 年中国皮肤学级护肤品市场约 135.5 亿元，2014-2019 年 CAGR 达到 23.2%，该类目市场容量增速远高于护肤品行业整体。

图 11：2020 年 6 月小红书平台护肤话题笔记数量（万篇）



资料来源：艾瑞咨询，天风证券研究所

图 12：中国皮肤学级护肤品市场规模（亿元）



资料来源：贝泰妮招股说明书，天风证券研究所

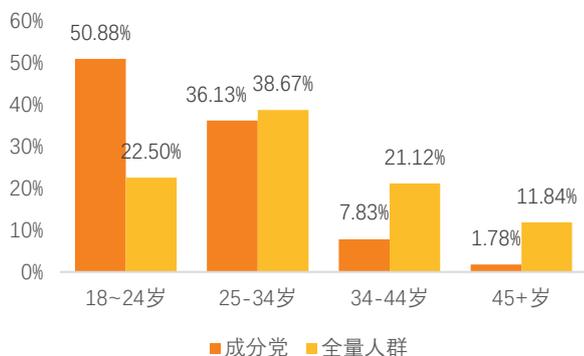
2.2.2. 功效性护肤：成分+功效关注度日益提升，年轻化、高消费趋势明显

随着护肤教育日益普及+护肤理性化趋势日益显著，消费者对产品成分、具体功效的关注日益增强。根据 CBNData&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，根据潜在消费者对护肤品主要关注点进行统计，2020 年第一季度，产品功效以 35.37 的热度指数位于首位，而品牌、价格和成分分别以 28.46、25.82、24.12 的热度指数位于第二至四位。成分越来越受到消费者关注，而功效性护肤品牌在进行营销宣传时，也往往会将产品主要成分作为卖点。

成分党人群呈现年轻化和高消费趋势。个推大数据显示，成分党中女性占比 84.83%，以压倒性的比例优势凸显其对成分的重视。从年龄分布来看，成分党中 18-24 岁群体超过 5 成，

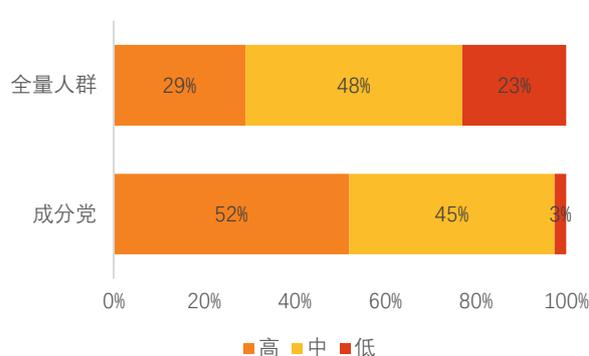
随着“年轻化”趋势对整个护肤市场的逐渐覆盖,95 后的消费喜好对市场而言也愈显重要。与全量人群相比,成分党消费能力强劲,高消费者水平占比高达 52.00%。

图 13: 95 后群体是成分党主力军



资料来源: 个推大数据, 天风证券研究所

图 14: 成分党消费水平分布

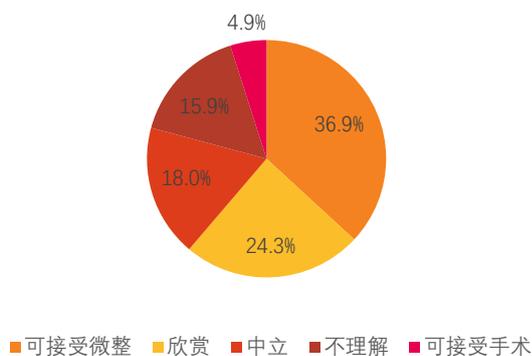


资料来源: 个推大数据, 天风证券研究所

2.2.3. 医美“械字号”: 医美接受度显著提升, 医用敷料市场进入快速增长期

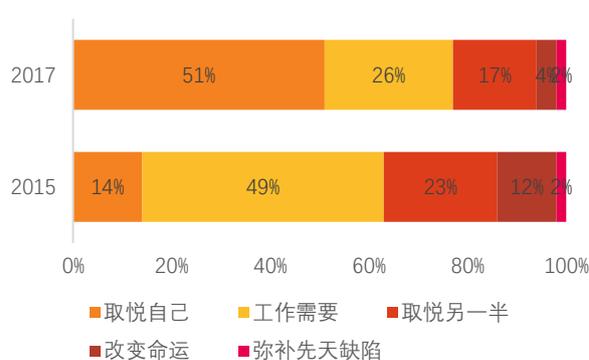
医美接受度提升, 医用敷料市场快速增长。 医美市场的快速增长源自民众观念的改变, 据新氧大数据调研, 2018 年中国大众对医美整体持正面态度, 其中 36.9% 的人愿意微调, 24.3% 的人持欣赏态度, 4.9% 的人愿意尝试手术类项目。同时, 2015 年至 2017 年, 表示做医美是为了取悦自己的人群由 14% 升至 51%, 表现出消费者对医美的态度也更加轻松。

图 15: 超六成消费者接受医美



资料来源: 艾瑞咨询, 天风证券研究所

图 16: 2015 年和 2017 年消费动机对比



资料来源: 艾瑞咨询, 天风证券研究所

医用敷料市场保持稳定增长, 国内进入快速发展期。 随着全球人口老龄化问题的日益突出和由此带来的溃疡、褥疮等病症患者的增加, 全球医用敷料市场规模保持稳定增长, 根据 BMI Research 和前瞻产业研究院数据, 2014-2018 年由 111.01 亿美元增长至 121.58 亿美元, 预期 2020 年规模将达到 132.84 亿美元。近年来, 我国医疗资源逐渐丰富, 医疗保障力度逐渐加大, 基础医疗设施建设加快, 同时受益于大众对医美的认可度提升和医美市场规模的快速增长, 医用敷料市场亦随之迎来快速发展时期, 2014-2018 年由 39.89 亿元增长至 65.38 亿元, 预期 2020 年将达到 82.25 亿元。

图 17：全球医用敷料市场规模（亿美元）



资料来源：前瞻产业研究院，天风证券研究所

图 18：中国医用敷料市场规模（亿元）

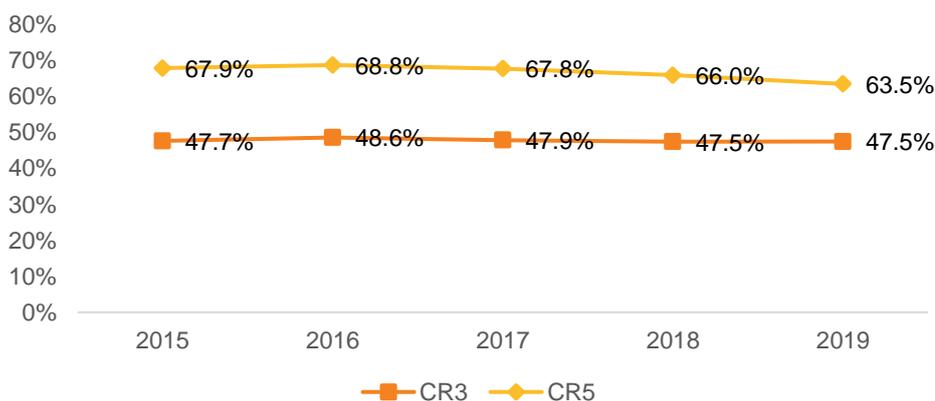


资料来源：前瞻产业研究院，天风证券研究所

2.3. 功能性护肤赛道集中度高，各品牌差异化竞争

功能性护肤市场集中度较高，2015年，中国功能性护肤品牌CR3/CR5分别为47.7%/67.9%，2019年，CR3/CR5分别为47.5%/63.5%，总体保持平稳。

图 19：功能性护肤市场集中度保持平稳



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

皮肤学级护肤品的品牌代表有国际品牌理肤泉、薇姿、雅漾，和国内品牌薇诺娜、玉泽；功效性护肤品牌代表有修丽可、The Ordinary，和国内品牌润百颜、夸迪和HFP；医美“械字号”代表品牌有创福康、敷尔佳和可复美。各自通过不同的成分、功效、产品、营销等立足于功能性护肤赛道。

表 4：功能性护肤细分赛道介绍

	品牌	所属集团	成立时间	适用人群	明星产品名称	功效
皮肤学级	理肤泉	欧莱雅	1928	敏感肌	理肤泉 B5 修复面霜	补水保湿去痘印修护敏感肌
	薇姿	欧莱雅	1931	针对不同类型的皮肤，提供具有不同特点的系列产品	89 精华	修护肌底、强韧屏障、补水保湿

护肤品	雅漾	皮尔法伯集团	1990	敏感肌	雅漾舒泉调理喷雾	舒缓敏感肌
	薇诺娜	贝泰妮	2008	皮肤敏感、泛红、干痒、刺痛 皮肤屏障受损引起的脱屑、干痒、皴裂、粗糙、粉刺、刺痛、泛红等多种肌肤问题	舒敏保湿特护霜	快速舒缓敏感问题
功效性护肤品	玉泽	上海家化	2003	主打高浓度低价格，部分产品敏感肌不是用	the ordinary10%烟酰胺精华原液	皮肤屏障修复系列 皮肤屏障修复
	The Ordinary	DECIEM BEAUTY GROUP INC	2013	主打高浓度低价格，部分产品敏感肌不是用	the ordinary10%烟酰胺精华原液	提亮肤色 水油平衡
医美械字号	修丽可	欧莱雅	1997	主打皮肤抗氧化	CE 经典抗氧瓶	紧致修护抗氧亮肤 面部抗皱
	润百颜	华熙生物	2012	主打玻尿酸，无菌无防腐剂无化学添加，敏感肌使用更放心	蜂巢玻尿酸水润次抛原液	补水保湿，光滑细嫩
	夸迪	华熙生物	2018	主打玻尿酸，针对熬夜肌、干燥肌等	夸迪 5D 复合酸战痘绿次抛原液	补水 保湿 水润 水油平衡 清爽
	Home Facial Pro	广州蛋壳网络科技有限公司	2014	针对不同类型的皮肤，提供具有不同特点的系列产品	HFP 寡肽原液	祛痘印痘、改善暗沉肤色
	创福康	广州创尔生物技术股份有限公司	2002	医美术后修复过敏人群	胶原蛋白贴医用敷料	创面修复、治疗皮肤过敏
	敷尔佳	哈尔滨敷尔佳科技发展有限公司	2015	主打透明质酸，针对术后修复，以及干敏肌、痘肌等	敷尔佳医用透明质酸钠修复贴	祛痘淡化痘印抗敏感肌
	可复美	陕西巨子生物技术有限公司	2011	主打类胶原蛋白，针对激光术后，及敏感肌、干燥肌、晒红晒伤肌等	可复美医美医用液体敷料	敏感肌 晒伤 创面护理

资料来源：公司官网，淘宝网，天风证券研究所

3. 皮肤学级：敏感肌站上行业风口，国货正当时

敏感肌成为护肤市场的新热点。随着肌肤问题人群的扩大以及消费者对皮肤护理认知与消费意识的觉醒，带动了包括功能性护肤品、皮肤学级护肤品、敏感肌修护等品类概念以及成分党、功效党消费概念的兴起。化妆品成分查询 APP 美丽修行的 1500 万注册用户中，有 60% 的用户自测或标签为敏感肌；2011 年至今，百度平台搜索“敏感肌”相关内容的指数逐步上升，并且在每年 2-5 月春季干燥过敏高发季节呈现出明显的阶段性搜索高峰。

图 20：敏感性皮肤在世界各国均有较高的发生率

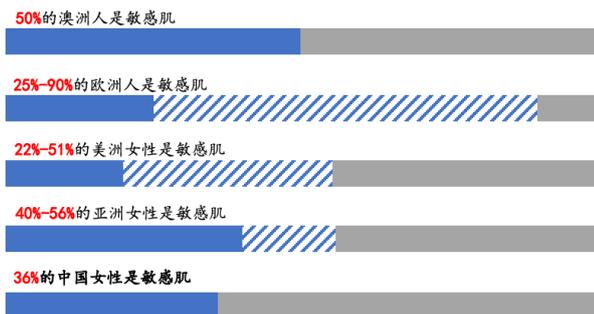
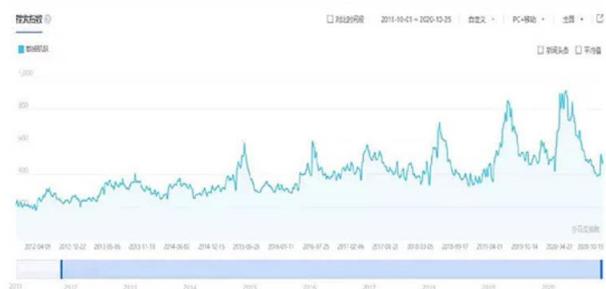


图 21：敏感肌成为护肤市场的新搜索热点



资料来源：《中国敏感性皮肤诊治专家共识》（作者：何黎等），天风证券研究所

资料来源：百度指数，天风证券研究所

所

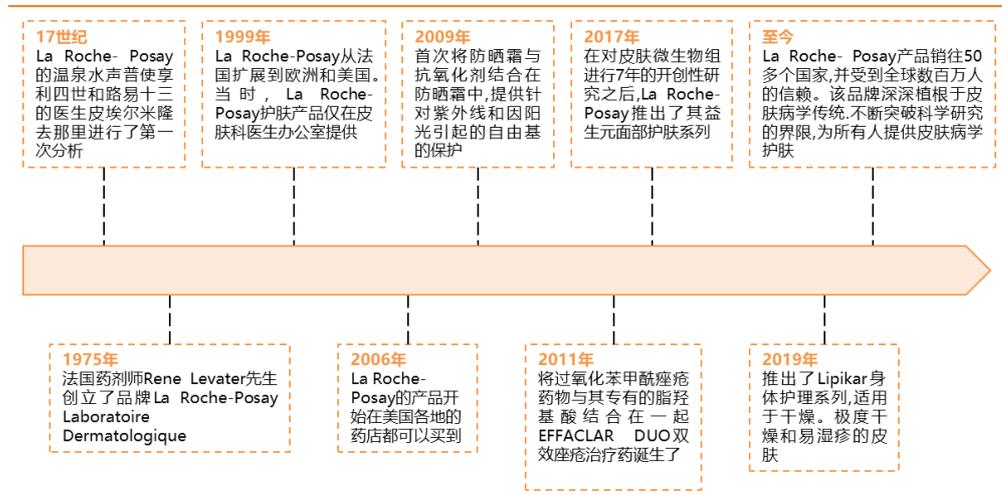
3.1. 国际：法国温泉水功效差异化，药房起步开拓中国市场

理肤泉、雅漾、薇姿为法国三大药妆品牌，其中，理肤泉品牌主打成分安全有效；雅漾为法国当地针对敏感肌皮肤最知名的护肤品；薇姿为进入中国最早的药妆品牌，且与同时期的进口护肤品相比性价比更高，三大品牌均可有效缓解皮肤的泛红、消炎、痘痘、闭口等问题。

3.1.1. 理肤泉：独特成分“硒”，赋予品牌医用价值

源于法国理肤泉小镇医学水疗中心，为全球提供皮肤病学护肤。早在 17 世纪，理肤泉温泉水已经有了斐然的声誉，吸引了欧洲皇室的医生进行研究。理肤泉于 1975 年由法药剂师创立，后于 1999 年扩展至欧洲和美国。初期理肤泉仅由皮肤科医生办公室提供，随后逐步覆盖美国各地药房。2009 年首次推出防晒霜，并在之后陆续推出双效痤疮治疗药，益生元面部护肤系列和身体护理系列。目前该品牌已经受到全球五十多个国家、数百万人的信赖。

图 22：理肤泉发展历史



资料来源：理肤泉官网，天风证券研究所

理肤泉产品成分安全有效、严格遵循 GMP 标准生产、共有六大系列。理肤泉产品分为以下六个系列：1) 舒缓喷雾：补水、保湿、舒缓喷雾；2) 特安舒护：保湿、舒缓肌肤、修护；3) 清痘净肤：修护、滋养、舒缓修护；4) 温泉保湿：补水、保湿、水润清透；5) 防晒隔离：补水、防晒、隔离、清爽；6) 营润身体：保湿、滋润、修护、滋养肌肤。产品生产严格遵循 GMP 标准，包装无菌安全。

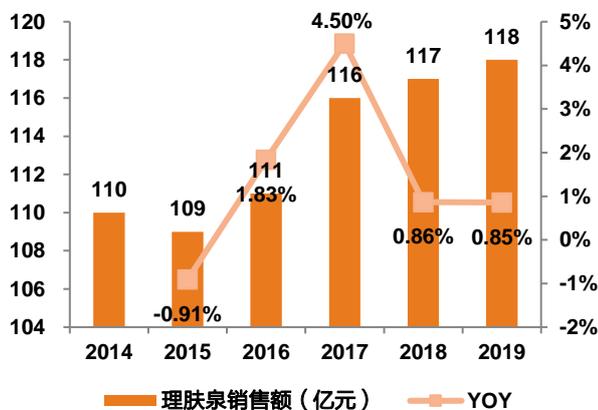
图 23：理肤泉产品介绍

类别	舒缓喷雾		特安舒护		清痘净肤	
产品	舒缓喷雾	控油蓝喷雾	安心特安柔肤爽肤水	精华安心霜	精华K乳	微晶收敛水
价格	185元/300ML	195元/300ML	225元/200ML	285元/40ML	278元/40ML	200元/200ML
成分	100%纯天然LA ROCHE-POSAY 理肤泉温泉水	Zinc Sulfate硫酸锌, 理肤泉温泉水	2%烟酰胺 理肤泉温泉水	神经胜肽 天然乳木果油 理肤泉温泉水	辛酰水杨酸, 水杨酸, 维生素E, 肌肤	水杨酸, 乳酸, 硅石微晶, 葡萄糖酸锌, 温泉水
功效	抗炎, 止痒, 舒缓, 抗自由基	控油	舒缓表皮干痒, 强韧肌肤屏障, 24H长效保湿	舒缓敏感, 修护受损屏障, 保湿	控油, 抑制闭口粉刺, 预防痘痘	对抗黑头闭口粉刺, 温和去角质, 保湿收敛毛孔
类别	温泉保湿		防晒隔离		B5修护	
产品	温泉润肤水	温泉保湿睡眠面膜	防晒小哥小	BB遮瑕乳	B5修复霜	B5面膜
价格	200元/200ML	235元/75ML	168元/30ML	283元/30ML	119元/40ML	165元/10片
成分	理肤泉温泉水	理肤泉温泉水	维生素E, 理肤泉温泉水	二氧化钛	维生素原B5 (泛醇)	维生素原B5 (泛醇)
功效	保湿	保湿, 强化肌肤屏障	高倍UVA防护	隔离遮瑕, 提亮肤色	舒缓肌肤不适, 加速肌肤修护	屏障修复

资料来源：天猫官网，天风证券研究所

公司销售额整体实现稳步增长。据欧睿咨询统计，2014-2019 年理肤泉全球销售额年复合增长率 1.4%，2019 年理肤泉品牌全球销售额达 118 亿元，同比增 0.85%。其中理肤泉在中国区市场占比 12.5%。仅次于薇诺娜、雅漾。渠道营销方面，理肤泉已入驻天猫、京东、唯品会、小红书等电商平台，其中天猫旗舰店、京东旗舰店分别储备 448 万和 239 万粉丝，公司以敏感肌为目标人群，找准刚需市场，更易完成现有流量变现。

图 24：2014-2019 年理肤泉全球销售额



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

图 25：2014-2019 年理肤泉中国区市占率

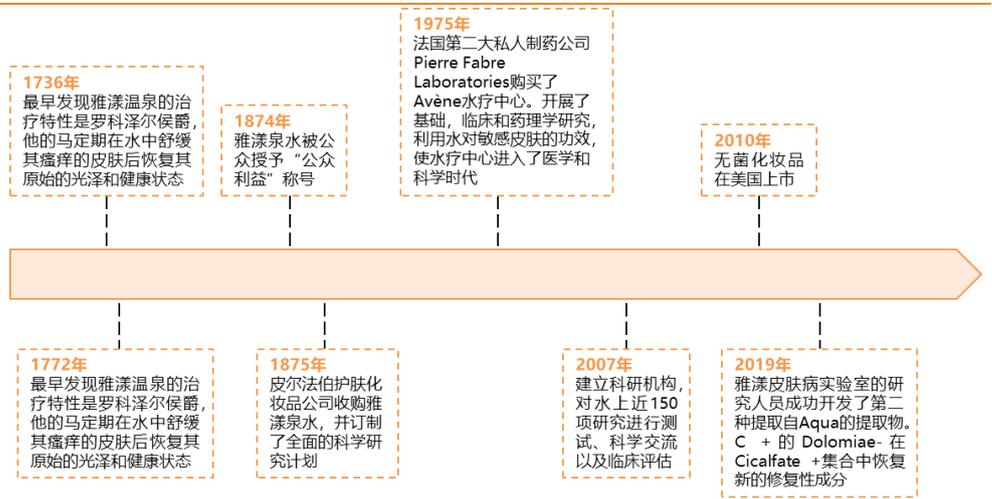


资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

3.1.2. 雅漾：活性温泉水，从健康到美丽

源于雅漾活泉护理中心，依托制药背景，成为皮肤学护肤品牌。最早在 1736 年，雅漾温泉的舒缓瘙痒功能受到了关注，并于 1772 年其治疗特性和功效受到欧洲皮肤病学权威蒙彼利埃医学院的认可。1875 年皮尔法伯护肤化妆品公司收购了雅漾泉水，开始对其进行科学研究。一个世纪后的医学科学时代，法国第二大私人制药公司 Pierre Fabre Laboratories 购买了 Avène 水疗中心并开展研究，并与 1990 年雅漾品牌诞生，直到 2017 年建立了科研级都并对水进行了 150 项研究，雅漾皮肤病研究人员基于雅漾泉水研制了多种化妆品。

图 26：雅漾发展历程



资料来源：雅漾官网，天风证券研究所

雅漾产品采用无菌技术、安全性较高、严格遵循 GMP 标准生产。雅漾产品分为舒泉调理、舒缓特护、SOS 修复、修护、修红、基础护理六个系列。产品生产严格遵循 GMP 标准，是市场上首个采用无菌技术的皮肤医学护肤品系列。产品使用的皮肤类型广泛，包括泛红肌肤、油性痘痘肌、敏感肌肤、干性肌肤等十种皮肤类型。产品可用于卸妆清洁、舒缓调理肌肤、面部护理、防晒遮瑕等多种用途。产品种类涵盖喷雾、洁面乳、面膜、手霜、润唇膏等。雅漾获得众多皮肤学专家的推荐。

图 27：雅漾产品介绍

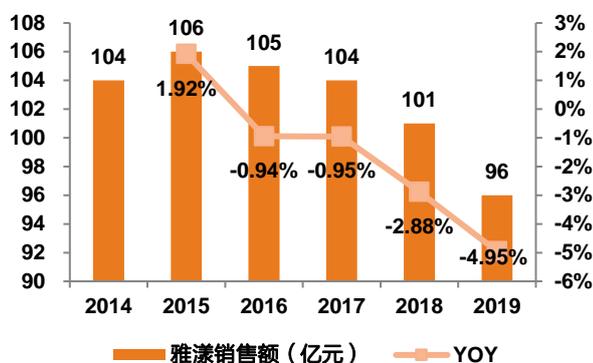
类别	雅漾舒全调理喷雾	舒缓特护系列	SOS 修复系列
产品	雅漾舒全调理喷雾	精简特护乳	SOS 修复霜
价格	186元/300ML	272元/50ML	129元/40ML
成分	天然生物体 Aqua.D	雅漾泉水，甘油	硫磺铝，硫酸锌，硫酸铜，雅漾泉水
功效	改善敏感	修护舒缓	修复舒缓
类别	修复系列	修红系列	防晒隔离系列
产品	0号修护霜	修红精华	清爽倍护温和防晒乳
价格	272元/50ML	298元/30ML	270元/50ML
成分	降敏因子帕色林，雅漾泉水，角鲨烷	假叶树提取物	光稳定成分
功效	改善敏感，重建屏障	调和泛红，修护舒缓	防晒

资料来源：天猫官网，天风证券研究所

据欧睿咨询统计，从 2015 年到 2019 年雅漾品牌全球销售额受到一定程度的挤压，2019

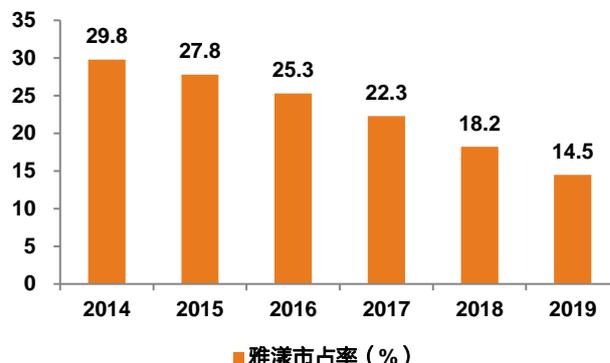
年雅漾品牌全球销售额达 96 亿元，同比降 4.95%，其中中国区市占率为 14.5%。渠道营销方面，雅漾已经入驻天猫、京东、唯品会、小红书等平台，其中天猫旗舰店积累 469 万粉丝、京东旗舰店积累 276 万粉丝。

图 28：2014-2019 年雅漾全球销售额



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

图 29：2014-2019 年理肤泉中国市占率

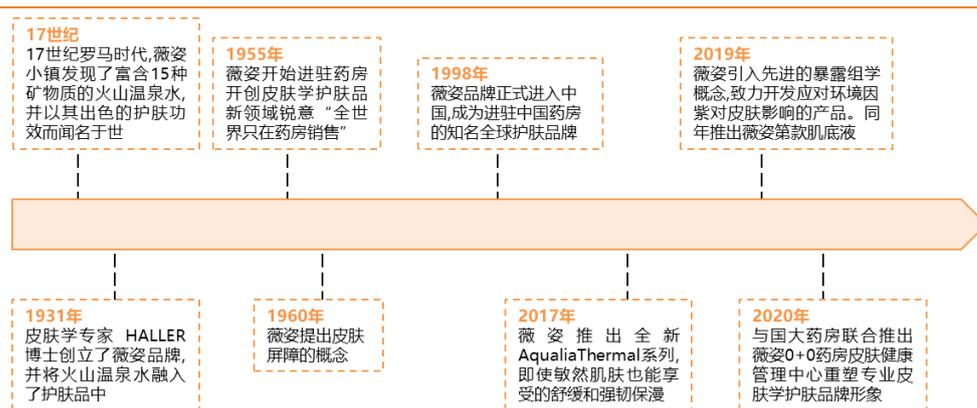


资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

3.1.3. 薇姿：火山温泉水，强韧焕活能力

源于奥维涅火山区的温泉，注入美容护肤的高科技产品中，成为皮肤学护肤品牌。17 世纪罗马时代，薇姿小镇火山温泉水因其出色的护肤功效闻名于世。1931 年皮肤学专家 HALLER 博士创立了全球第一个医美品牌精姿，并将火山温泉水应用于护肤品中，最初产品仅在药房销售。1998 年，薇姿作为全球知名护肤品配牌进入中国市场，2020 年与国大药房联合推出薇姿 0+0 药房皮肤健康管理中心，重塑专业皮肤学护肤品牌形象。薇姿先后提出了皮肤屏障和暴露组学概念，并且致力于研发应对环境因子对皮肤影响的产品。

图 30：薇姿发展历程



资料来源：薇姿公众号，天风证券研究所

薇姿产品源于法国药房，安全、高效、富含薇姿火山温泉水。薇姿产品分为润泉舒缓喷雾、温泉矿物水活、理想焕白、RETIC 焕颜修颜和美体塑身五个系列。薇姿成立至今坚持使用最纯净、最具活性的 VICHY 温泉水为原料，坚持为消费者守护肌肤健康而努力。产品的类型覆盖卸妆品、面膜、乳液、化妆水、净化、喷雾等 12 个类型，具有改善细纹、防晒隔离、淡化暗沉、光泽皮肤等功效。产品经过临床实验证明，获得专业皮肤科医师的推荐。

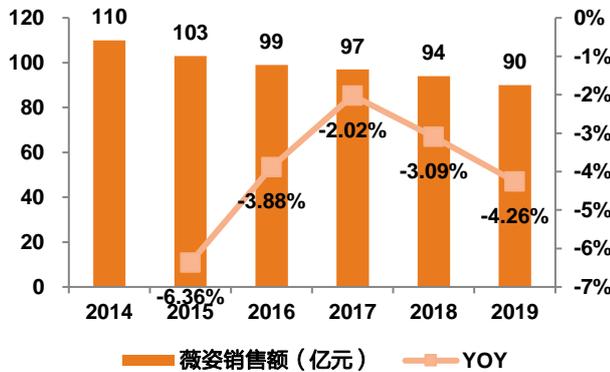
图 31：薇姿产品介绍

类别	舒缓喷雾	温泉矿物质活系列	理想焕白系列
产品	火山温泉水 	精简特护乳 	388美白精华小白瓶
价格	179元/300ML	209元/200ML	349元/30ML
成分	钾、钠、碳酸氢根、硼、钙、镁等15种矿物质	净肤因子硫酸铜、保湿甘油、火山温泉水	馨肤白377（核心成分）、3维E
功效	修护，锁水，舒缓	舒缓，平衡水油	淡斑美白
类别	焕彩修颜系列	清痘调理系列	
产品	焕彩泡沫洁面霜 	薇姿小绿瓶 	
价格	225元/100ML	185元/50ML	
成分	椰油基葡萄糖苷、辛酰水杨酸、薇姿火山温泉水	益生菌精粹、2%藻糖ACG、水杨酸、火山温泉水、维生素CG	
功效	矿物清洁	控油抑痘	

资料来源：天猫官网，天风证券研究所

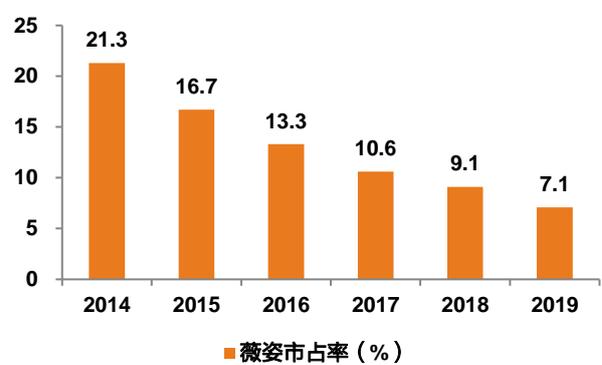
据欧睿咨询统计，2019年薇姿品牌全球销售额达90亿元，同比下降4.26%，其中中国区域市占率达7.1%。渠道营销方面，薇姿已经入驻天猫、京东等平台，其中天猫旗舰店粉丝192万粉丝、京东旗舰店44万粉丝。

图 32：2014-2019 年薇姿全球销售额



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

图 33：2014-2019 年薇姿中国市占率



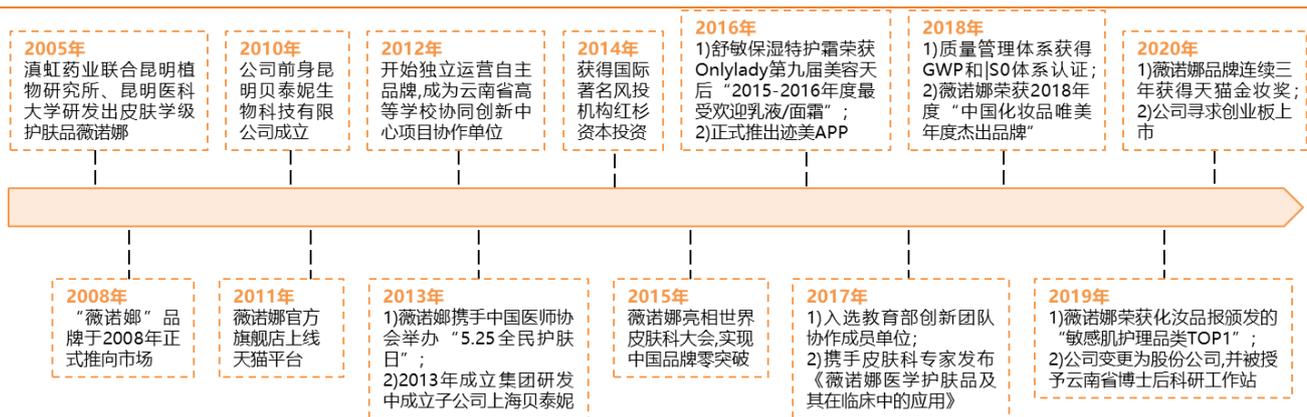
资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

3.2. 国内：成分另辟蹊径，国货龙头乘势而起

3.2.1. 薇诺娜：专研敏感、专业守护

薇诺娜品牌创建于2006年，品牌上市之前，滇虹药业已经开始与昆明植物研究所，昆明医科大学合作研究薇诺娜产品。2010年昆明贝泰妮公司成立。随着薇诺娜在天猫上线，品牌逐渐受到关注。2014年获得红杉资本的投资。随后薇诺娜品牌参加世界皮肤科大会，获得2018年中国化妆品唯美年度杰出品牌，品牌也逐渐得到认可。2020年公司开始寻求创业板上市。

图 34：薇诺娜发展历史



资料来源：公司官网，公司招股说明书，《知识经济》，欧睿国际，天风证券研究所

主打舒敏保湿，sku 逐步扩充完整。薇诺娜有 13 个产品系列，其中 6 个明星产品系列，39 个明星单品。其中舒敏保湿系列、极润保湿系列产品销量最高。公司以“解决中国人常见的问题肌肤”为初心，集结了国内外皮肤学、植物学、生物领域的科研人员，深入研究并研发了中国敏感肌肤护理产品薇诺娜。薇诺娜产品类型广泛，包括洁面乳、面膜、爽肤水、精华、面霜、眼霜、喷雾、防晒、彩妆九种类型产品。

图 35：贝泰妮产品图

类别	舒敏系列		极润系列		透明质酸系列
产品	舒敏特护霜	修护精华液	柔肤水	保湿洁面乳	保湿修护剂
价格	268元/50g	298元/30ML	178元/120ML	128元/80g	198元/80g
成分	高原青刺果油、天然马齿苋精粹	高原青刺果油、天然马齿苋精粹	天然马齿苋精粹、滇山茶花提取物	滇山茶籽提取物、马齿苋、青刺果	透明质酸钠
功效	高敏期舒缓	肌底修护	保湿修护	氨基酸洁面	修护表皮
类别	清爽防晒系列		净痘清颜系列		柔润保湿系列
产品	清透防晒乳	清痘修复精华液	净痘清颜霜	柔润保湿霜	
价格	188元/50g	98元/12g	68元/15g	88元/80g	
成分	马齿苋精粹、生育酚、尿素素	马齿苋精粹、滇重楼提取物	维生素B3、马齿苋精粹	牛油果树果酯	
功效	防晒修护	纠正角化异常 淡化痘印痘坑	淡化痘印	舒缓敏感	

资料来源：薇诺娜官网，天风证券研究所

公司薇诺娜产品的销售额自 2012 年以来逐年增长，且增长率保持在 47%以上，最高达到 172.8%。据欧瑞咨询估算，2020 年薇诺娜的销售额将达到 26.23 亿元，同比增长 59.9%。2017-2019 年公司营业收入增长约 2.5 倍。2020H1 公司薇诺娜品牌营收 9.3 亿元。

图 36: 薇诺娜品牌销售额及增速



资料来源: 前瞻网, 欧睿国际, 天风证券研究所

图 37: 薇诺娜品牌营业收入

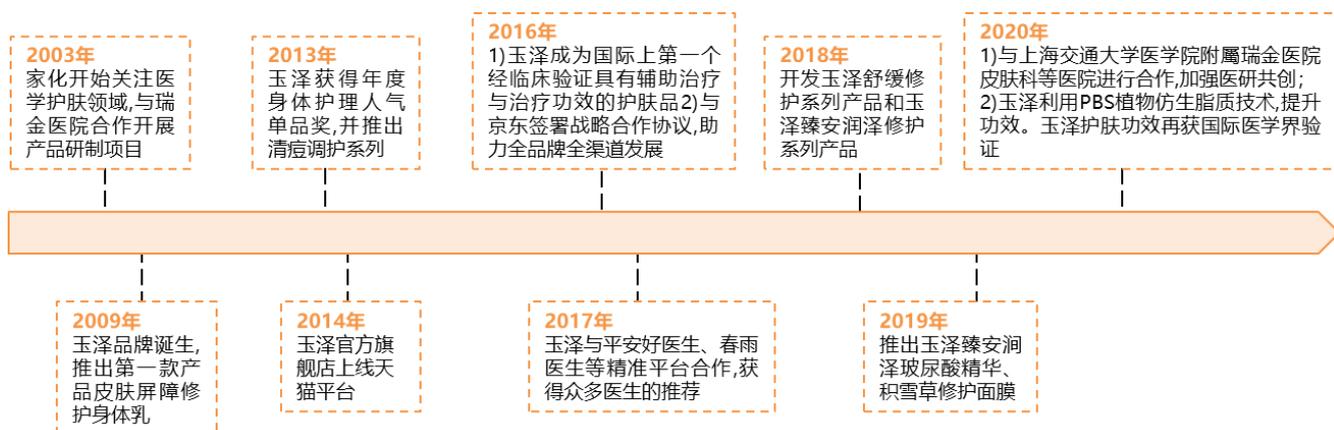


资料来源: 招股说明书, 天风证券研究所

3.2.2. 玉泽: 致力于皮肤屏障修护

上海家化与 2003 年开始关注医学护肤领域, 并与瑞金医院展开合作。并与 2009 年推出玉泽品牌第一个产品。2013 年玉泽获得年度身体护理人气单品奖。随后逐渐推出了皮肤屏障修护系列、清痘调护系列、臻安润泽等系列产品。上海家化加强与瑞金医院等之间的合作, 加强医研共创。

图 38: 玉泽品牌发展历史



资料来源: 上海家化官网, 天风证券研究所

玉泽系列致力于皮肤屏障修护, 解决皮肤屏障受损引起的肌肤问题。玉泽产品主要有皮肤屏障修护、清痘调护、舒缓修护、臻安润泽和面膜五大系列。薇诺娜产品类型包括洁面乳、面膜、爽肤水、精华、面霜、喷雾、身体乳等类型产品。玉泽是皮肤学级护肤产品, 成分安全, 配方精简, 严格生产, 安全性高。

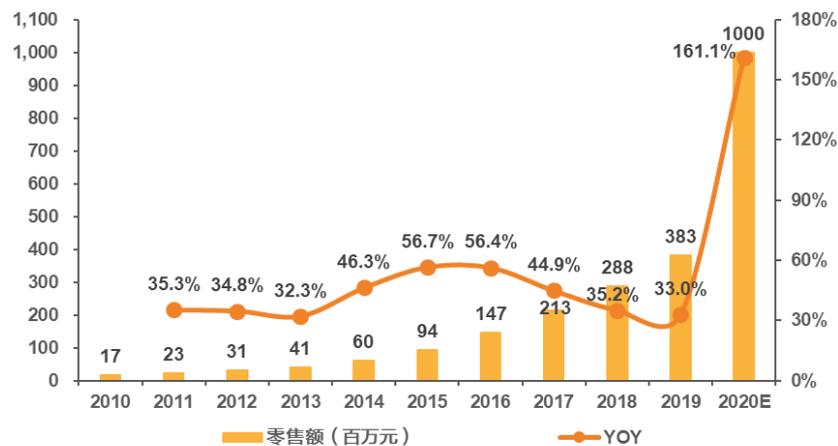
图 39: 玉泽产品图

类别	屏障修护系列	清痘调护系列
产品	皮肤屏障修护保湿霜 	清痘调护舒缓喷雾 
价格	168元/50g	128元/150ML
成分	神经酰胺、角鲨烷	PCA钠、烟酰胺、四物清肌、生物糖胶-2
功效	修护补水	控油祛痘
类别	臻安润泽系列	舒缓修护系列
产品	臻安润泽修护保湿喷雾 	舒缓修护喷雾 
价格	118元/150ML	118元/150ML
成分	海藻糖、益生元（低聚果糖）	麦冬根提取物、生物糖胶-2
功效	保湿	补水

资料来源：天猫官网，天风证券研究所

玉泽系列产品在国内的销售额逐年递增，2010-2019 年，销售额从 0.17 亿元增长至 3.83 亿元，年平均增长率 41.4%。据欧睿国际推算，2020 年预计销售额突破 10 亿元，同比增长 161.1%。

图 40：玉泽产品在国内零售额



资料来源：前瞻网，欧睿国际，天风证券研究所

3.3. 核心成分成就产品力，医生背书提升专业度

国际品牌方面，法国三大药妆品牌理肤泉、雅漾、薇姿均主打温泉水；国内品牌另辟蹊径，薇诺娜开辟新成分青刺果油、马齿苋提取物等，玉泽独创 PBS 技术。在护肤品领域，法国温泉水已经成为地理标志产物，温泉水是一种位于地下深处的矿泉水，研究发现温泉水可以缓解各种皮肤问题，同时还能作为敏感皮肤护理产品的活性成分之一，温和无副作用。虽然品牌核心成分同样源自温泉水，但由于地理位置的差异，理肤泉、薇姿、雅漾三者之间使用的温泉水成分不尽相同，其中侧重的微量元素各有千秋。国内贝泰妮依托地域及背景优势自行研究开辟新成分如青刺果油、马齿苋提取物等，抢先占领市场并避开了与其他抗敏产品在成分卖点上进行正面竞争。玉泽独创皮肤屏障修护技术——PBS 植物仿生脂质技术，运用于皮肤屏障修护精华乳等多种产品中。

表 5：各品牌核心成分

品牌	来源	功效	产品
薇姿	薇姿 (VICHY) 小镇位于法国中部, 拥有“温泉皇后”的美誉	薇姿的温泉水源自法国奥维涅火山区, 含有 17 种矿物质, 13 种微量元素, 其中包括钙、铜、铁、钠、锰等元素, 对皮肤健康起着重要作用, 具有舒缓、抗过敏、加强皮肤屏障保护的功。经研究发现, 薇姿温泉水能促进人体肌肤复原, 对抗自由基, 令皮肤富有弹性。此外, 薇姿温泉水具有与血液中浓缩盐分相近的渗透压, 因此更容易被人体吸收。	薇姿蓝水、89 精华等
雅漾	法国南部, 坐落于上朗格多克自然公园中心	雅漾活泉富含丰富的矿物质。如矽酸盐、碳酸盐、钾、钙、镁离子及多种微量元素。研究发现雅漾活泉水的盐分含量很低, 每升仅含 14 毫克, 同时富含二氧化硅, 可以增加皮脂膜的厚度, 帮助受损肌肤形成保护膜, 具有舒缓、抗敏和修护皮肤的作用, 适合敏感性皮肤。	舒泉调理喷雾、修护舒缓保湿霜, 以及活泉修复霜等
理肤泉	理肤泉小镇位于法国中部, 距离巴黎约 300 公里, 属于法国“Poitou-Charentes”区的一个小乡镇。	理肤泉温泉水中硒含量异常高, 这种微量元素是肌肤防御机制重要的组成部分, 帮助肌肤对抗会引起多种皮肤问题的自由基。另外, 理肤泉温泉水具有非凡的稳定性, 能维持肌肤生理平衡的矿物质的稳定性, 没有任何污染, 泉水不经过任何加工, 所有成分维持原封不动, 特性不会被改变。	精华 K 乳、B5 修复霜、舒缓喷雾等
薇诺娜	云南因其独特的地理环境及气候, 有“植物王国”、“药材之乡”的美誉, 青刺果于海拔约 3200 米的香格里拉雪上被发现。	青刺果又名阿那斯果, 青刺果油含人体所需的不饱和脂肪酸, 能促进皮肤角质形成细胞合成神经酰胺及透明质酸, 主动修护受损皮肤屏障, 保持肌肤健康状态。 马齿苋是一年生草本植物, 耐涝耐旱, 生命力顽强, 所以也被称作“长命苋”。薇诺娜利用专利萃取技术提取马齿苋精华, 利用其消炎、抗敏的作用, 有效缓解肌肤受到的刺激, 增强肌肤耐受性, 降低敏感度。	青刺果: 舒敏保湿特护霜、柔润保湿霜 马齿苋: 舒敏保湿丝滑面膜、舒敏保湿润肤水
玉泽	玉泽独创的皮肤屏障修护技术——PBS 植物仿生脂质技术	PBS 植物仿生脂质技术能激活 PPAR 受体, 激活人体皮肤自动生成神经酰胺, 实现肌肤自我修复, 重建肌肤自愈力。	玉泽皮肤屏障修护精华乳等

资料来源：聚美丽，雅漾官网，理肤泉官网，薇诺娜官网，玉泽微信公众号，天风证券研究所

与皮肤科医生建立强关联，医研共创增强专业度。国际品牌方面，理肤泉、薇姿、雅漾在开拓中国市场时均采用药房渠道来深化品牌的口碑和定位；在品牌传播方面注重与皮肤科医生携手，面向消费者进行科学、专业内容的传达。国内品牌方面，薇诺娜与皮肤科医生保持长期、高频、密切联系，依靠其医学背书优势，充分利用皮肤科专家问诊的方式进行推广；玉泽继续加强医研共创，与上海交通大学医学院附属瑞金医院皮肤科、复旦大学附属华山医院、上海市皮肤病医院进行合作，强化品牌资产，辅以直播营销并不断优化。

图 41：理肤泉皮肤科专家直播

图 42：薇姿 O+O 药房渠道



资料来源：理肤泉官方微博，天风证券研究所



资料来源：C2CC，天风证券研究所

表 6：玉泽线上线下与皮肤科医生联手

品牌	线上	线下
薇姿	邀请各大皮肤科专家来到自己的天猫直播间，并且尝试其他社媒平台的直播。	1998 年进驻国内药房渠道并带来了药房专售化妆品的新概念。2020 年重回药房渠道，携手全国医药零售连锁国大药房启动国内首个为药房渠道设计的 O+O(线下与线上渠道融合)皮肤健康科学管理中心，驻点药师可以通过企业微信根据消费者需求的变化建议针对性的对策，提供一站式皮肤健康管理方案。
雅漾	微信小程序“雅漾知肤”中开通了专家在线咨询栏目。	更倾向与皮肤科医生共同展开皮肤科学领域的研究，与中国国家皮肤与免疫疾病临床医学研究中心，共同建立协同创新实验室，与北京大学第一医院皮肤科联合推动研发新产品。另外邀请知名皮肤科专家来为其明星产品进行专业背书。
理肤泉	线上 2020 年双 11 期间连续 6 天邀请皮肤科专家直播介绍皮肤护理知识，12 月在其官方抖音平台开设了皮肤学专家直播间，邀请多位上海三甲医院皮肤科医生坐镇。	线下也在积极联动国内皮肤科专家举行高峰论坛，20 年 9 月 6 日举办首届痤疮高峰论坛，邀请国内皮肤科专家进行学术讨论，并联合中国人群皮肤影像资源库(CSID)，得出中国痤疮患者皮肤护理行为与认知调查报告。
薇诺娜	通过直播医学专家与播主、明星进行互动，为敏感肌人群提供专业解决方案，同时配合品牌多渠道的宣发引爆，使得薇诺娜专业敏感肌护肤品牌的形象深入人心。	全国超 2400 家医院皮肤科推荐薇诺娜作为问题皮肤辅助治疗的产品，帮助超过 600 万的患者改善或解决了皮肤屏障损伤问题。从 2013 到现在近 7 年，薇诺娜将义诊完善到每个月会进行 2 到 4 期薇诺娜专业护肤、在线专家答疑或直播义诊。
玉泽	2018 年起联合多位著名皮肤科专家打造玉泽皮肤健康 48 小时问诊平台；邀请皮肤科专家进入直播间答疑解惑。	成立“皮肤科学健康研究院”；与瑞金医院皮肤科主任郑捷领衔的专家团队合作，开启“医研共创”模式；2018 年成立“瑞金医院——上海家化玉泽联合实验室”并推出线上免费问诊服务；2019 年上海家化设立“玉泽医学护肤研究基金”。

资料来源：聚美丽，C2CC，薇姿微信公众号，玉泽微信公众号，天风证券研究所

图 43：雅漾开启专家问诊



资料来源：雅漾微信公众号，天风证券研究所

图 44：薇诺娜借助医院+医生实现学术营销

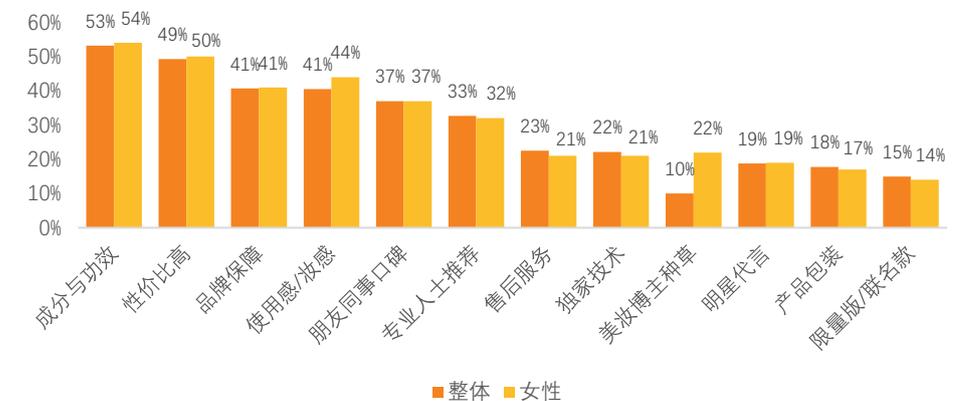


资料来源：《E 药经理人》微信公众号，天风证券研究所

4. “成分党”崛起催生功效护肤蓝海

“成分党”崛起，产品成分和品质更受消费者关注。根据艾瑞咨询的数据，2020年中国美妆护肤消费者在购买美妆护肤品时，超过半数会考虑成分和功效。愈发重视产品效果的消费者，更加追求通过特定成分针对性地解决肌肤问题，并具有一定的从成分、功效等辨别产品的能力。在该趋势下，具有核心成分、功效明确的中高端功能性护肤品更容易出圈。同时，相比整体来说女性对成分和功效的关注度更高。

图 45：超八成消费者在购买美妆护肤产品时会考虑成分与功效



资料来源：艾瑞咨询、天风证券研究所

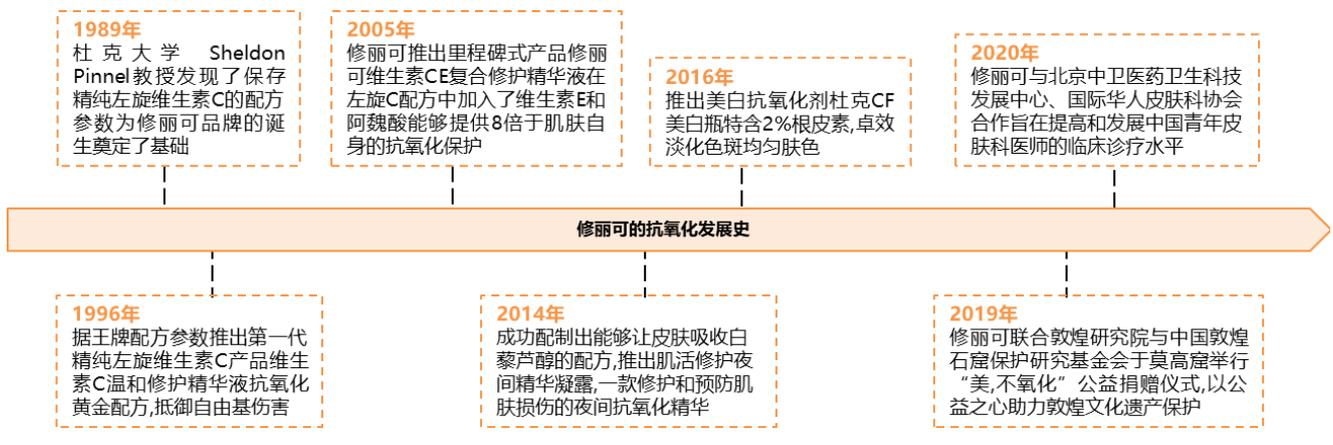
品牌塑造模式重构，皮肤科医生/专业人士的地位提高。从消费者的角度，对皮肤科医生/专业人士的信任得到增强，经历了疫情后的消费者，对安心感的追求显著提升，如今选择护肤品时更理性，专业人士的意见成为了最主流、最信任的信息渠道。从公司的角度，以往产品定位对市场人员的依赖性更大，随着品牌信息的日益透明，消费者可以通过网站/APP 很方便地查询产品的成分，通过 KOL 去做研究型购买，反向推动对产品具体功效的追捧，使得从公司角度配方师/皮肤科医生的地位日益提升。皮肤科医生/专业人士在消费者+公司角度地位的提高，促使护肤品品牌塑造模式进行重构，进一步释放了功效性护肤产品的发展潜力。

4.1. 国际功效品牌国内走红，高端平价各有天地

4.1.1. 修丽可：抗氧化先驱者

修丽可是源自美国的专业科学护肤品牌，1997 年于美国成立，品牌渊源可以追溯至上世纪 80 年代。1989 年，美国杜克大学的首席皮肤科学家 Sheldon Pinnell 发现了保存精纯左旋维 C 的配方参数，三大黄金标准使维生素 C 可以透皮吸收，被授予“杜克抗氧化专利”，也为修丽可品牌奠定了基础。Sheldon Pinnell 教授进行了一系列皮肤研究，并重新定义抗氧化，也因为修丽可的创新与坚持，抗氧化剂愈渐被认为抵御肌肤衰老、维持健康光彩的护肤优选品。

图 46：修丽可发展历程



资料来源：修丽可公司官网，天风证券研究所

产品成分针对性强，功效多样而互补。修丽可主打成分为 15%左旋维生素 C，立足于此成就抗氧化权威，又以传明酸、玻色因等为主要成分陆续推出多种产品，整体产品多样全面，几乎所有皮肤问题都可以在修丽可的产品线中找到对应的强有效的解决方案，各个产品间又有很大搭配性进行功效互补。另外，修丽可产品成分简单纯粹，功效直接强大，多以滴管瓶为样式包装简单。

图 47：修丽可明星产品

类别	精华液	精华液	精华液
产品	修丽可臻白焕彩精华液 	维生素CE复合修护精华液 	赋颜丰盈精华液
价格	980元/30ML	1490元/30ML	980元/30ML
成分	传明酸、烟酰胺、曲酸、磺酸	15%左旋维生素C、1%α-生育酚、0.5%阿魏酸	10%玻色因PROXYLANE、2%甘草酸二钾、0.2% 紫米精华、1.2%透明质酸
功效	改善顽固性色斑，淡化色素沉着,淡化黑色痘印,提升肌肤均匀度	抵御自由基侵害,提供持久抗氧化保护,预防光老化;促进胶原合成,淡化细纹、皱纹等岁月痕迹	激活澎湃透明质酸,促进透明质酸合成,帮助减缓透明质酸流失

资料来源：天猫官网，修丽可官网，天风证券研究所

4.1.2. The ordinary: 平价原料桶

专注于科学护肤和有效成分，快速崛起。DECIEM 成立于 2013 年，由“美丽世界最令人兴奋的颠覆者” Brandon Truaxe 创立，是一家专注于科学护肤和有效成分的护肤品牌，源自加拿大，拥有创新、谦虚而真实的品牌。团队专注于材料化学和生物化学，目前旗下已有 The Ordinary、Niod、Abnomaly、Hylamide、the Chemistry Brand、Hif 和 Loopha，七大品牌。产品涉及护肤、洗护发、身体护理等领域。其中最为中国消费者所熟知的就是 The Ordinary，主要产品有 2%α-熊果苷+透明质酸、5%咖啡因+EGCG、10%烟酰胺+1%锌等。

图 48: The Ordinary 产品介绍

类别	酸类	分子类	分子类	分子类
产品	2%α-熊果苷+透明质酸 	5%咖啡因+EGCG 	10%烟酰胺精华原液+1%锌 	多重胜肽+1%蓝铜 
价格	114元/30ML	83元/30ML	73元/30ML	350元/30ML
成分	2%α-熊果苷+透明质酸	5%咖啡因+EGCG	10%烟酰胺+1%锌	多重胜肽+1%蓝铜
功效	有助于减少脸部斑点和过度色素沉着	针对眼周浮肿和黑眼圈	改善毛孔粗大及堵塞，提升皮肤光泽，有效平衡油脂分泌	针对皮肤老化、松弛，促进皮肤整体健康

资料来源: 天猫官网, 天风证券研究所

“平价原料桶”营销独树一帜，依靠“成分党”广泛传播。The Ordinary 品牌理念就是希望每个消费者根据自己的情况自行搭配产品，The Ordinary 的产品都是直接以有效成分来命名，且产品浓度都非常高，官网上也有产品购买搭配指南，产品售价在百元以内，有“平价猛药”之称。品牌产品涵盖面非常广，无论是油皮、痘皮、混合皮，还是敏感皮、干皮，都能从中找到合适的产品。The Ordinary 的包装也是独树一帜，采用欧美系护肤品牌一贯的简约包装——简单的瓶身、素雅的纸盒、白色磨砂玻璃滴瓶、棕色玻璃滴瓶、塑料管子等等，从包装到色彩，都带着浓浓的“实验感”，迎合了千禧一代“极简主义”的审美取向。营销和推广方面 The Ordinary 不走美妆品牌的“老套路”，没有明星代言，更没有传统广告，只有一个官网以及 Facebook、Twitter、Instagram 等社交账号而已，希望先让那些敢于尝鲜与分享的成分党喜欢上这些产品，然后再让这些间接影响其他普通消费者。

图 49: 小红书笔记多围绕成分展开



资料来源: 小红书, 天风证券研究所

图 50: The Ordinary 工厂、门店、实验室等



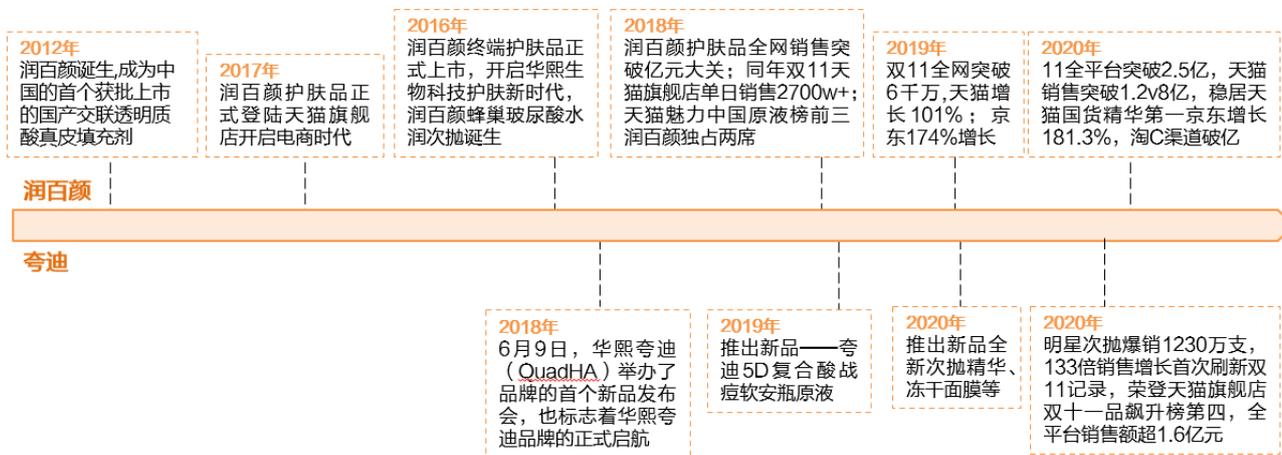
资料来源: The Ordinary 微信公众号, 天风证券研究所

4.2. 国内：华熙生物引领玻尿酸市场，HFP 势头强劲

4.2.1. 华熙生物：润百颜+夸迪，透明质酸行业专家，次抛原液开创者

品牌知名度逐步扩大，线上销售高速增长。润百颜诞生于 2012 年，2016 年终端护肤品正式上市，润百颜蜂巢玻尿酸水润次抛诞生，标志着华熙生物科技护肤新时代的开启。2017 年 2 月，润百颜护肤品正式登陆天猫旗舰店，一经销售获得广泛市场好评，仅用约一年时间就突破 1 亿元销售额大关。2018 年 12 月，故宫博物院与华熙生物联名推出“故宫口红”。截至 2020 年，润百颜始终保持高速增长，双十一稳居天猫国货精华第一。2018 年 6 月，夸迪品牌正式发布，以 5D 玻尿酸为核心陆续推出多个新品，2020 年双十一明星次抛销售超 1230 万支，实现 133 倍销售增长刷新双十一记录。

图 51：润百颜、夸迪发展历程



资料来源：润百颜公司官网，夸迪微信公众号，天风证券研究所

“润百颜”定位智慧玻尿酸专家、玻尿酸次抛原液开创者。润百颜为华熙生物核心战略品牌，业务涵盖医疗美容、功能性护肤品两大业务板块。依托华熙生物专注玻尿酸 20 余年的科研实力匠心智造“智慧玻尿酸”护肤新方式，采用 HA+生物活肤技术，让活性成分与玻尿酸协同作用，针对不同肌肤问题，分级呵护，致力于为每位爱美者提供精准肌肤解决方案。润百颜包含次抛大师、水光、水润、高保湿等多个系列，涵盖次抛原液、乳液/面霜、精华水/喷雾、面膜等产品品类，主打明星产品蜂巢玻尿酸水润次抛原液、蜂巢玻尿酸紧致次抛原液、蜂巢玻尿酸净肤次抛原液等。

图 52：润百颜明星产品图

类别	次抛系列	次抛系列
产品	菁透焕亮次抛原液30支 	水润次抛原液 
价格	469元/45ML	419元/45ML
成分	377微脂囊精粹、活力VC	玻尿酸
功效	提亮肤色、补水保湿	改善细纹、提亮肤色、补水保湿

资料来源：天猫官网，天风证券研究所

夸迪主打 5D 玻尿酸，爆款星品 5D 玻尿酸战痘次抛原液、5D 焕颜精粹次抛精华原液和 5D 极光匀净亮肤次抛原液等，产品类别涉及洁面、面膜、爽肤水等多个品类，并针对温和清洁、补水保湿、控油滋养等功效进行分类。

图 53：夸迪产品图

类别	次抛类	面膜	面霜	眼霜
产品	5D复合酸战痘软安瓶原液 	5D战痘焕活修护次抛面膜 	动能支撑轻龄霜 	蕴能紧致轻龄眼霜 
价格	368元/30ML	339元/5片	658元/50g	350元/30ML
成分	水杨酸、5D玻尿酸	5D玻尿酸	5D玻尿酸	618元/18g
功效	补水保湿、平衡水油	平衡水油	补水保湿	淡化眼部细纹

资料来源：天猫官网，天风证券研究所

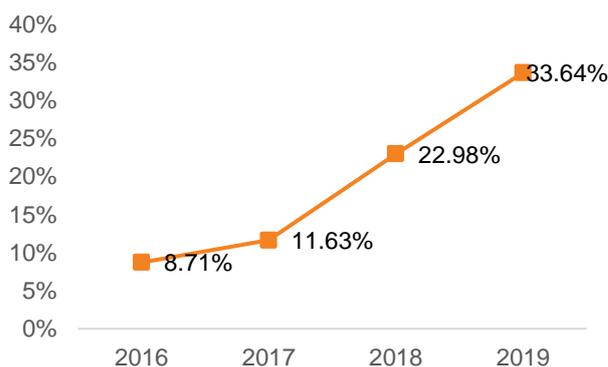
功能性护肤品终端，华熙生物凭借透明质酸原料的供应优势，在国内消费者健康护肤意识逐步增强的背景下，持续推动功能性护肤品的研发与销售，收入持续攀升并成为终端业务第一大品类；毛利率受规模效应及平均销售价格提高的影响，整体亦呈上升趋势。

图 54：功能性护肤品收入及毛利率



资料来源：Wind，天风证券研究所

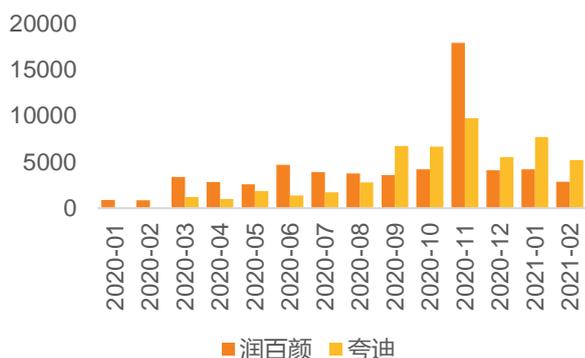
图 55：功能性护肤品营业收入占比



资料来源：Wind，天风证券研究所

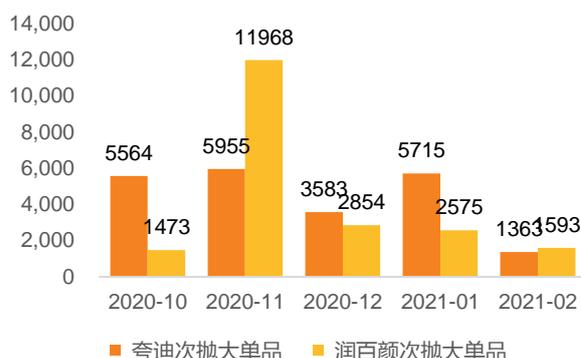
润百颜夸迪大品牌+大单品模式带动销量大增。润百颜与夸迪为华熙主推的两大品牌，次抛原液为主推的大单品，以大品牌+大单品的模式带动其余品牌及单品的销售。从淘宝数据看，润百颜与夸迪的销售额持续高速增长，次抛原液等大单品表现突出。

图 56：润百颜与夸迪的销售额持续高速增长（单位：万元）



资料来源：淘宝网、天风证券研究所

图 57：大单品润百颜次抛与夸迪次抛销售额表现突出（单位：万元）



资料来源：淘宝网、天风证券研究所

建立多元化的营销渠道，同时通过有效的营销管理巩固营销方式。公司已积极拥抱多种渠道，如线上的 KOL 的直播带货、线下对临床医生和患者进行学术研讨、培训等方式。在产品端总体采用大单品带动小单品的形式，积极推进品牌力的建设。

图 58：润百颜线上活动



图 59：李佳琦、薇娅直播间带货夸迪和润百颜



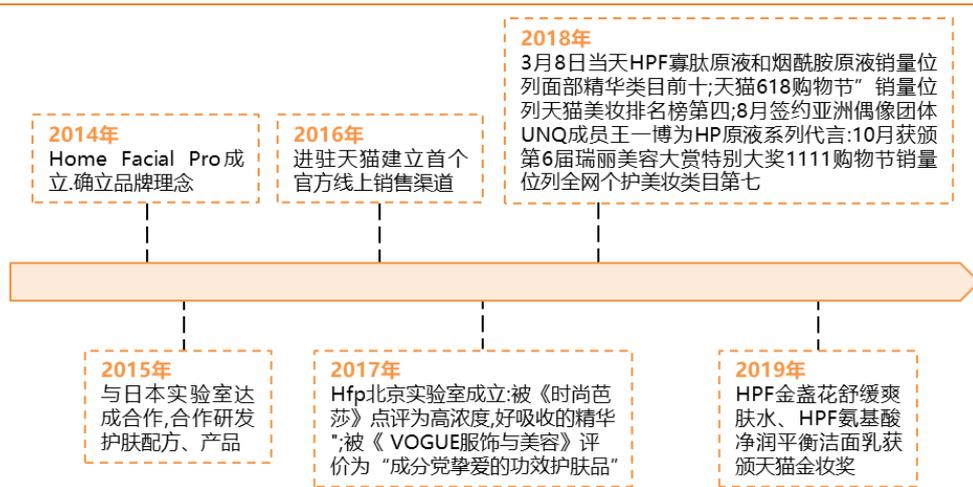
资料来源：润百颜微信公众号，天风证券研究所

资料来源：淘宝直播间，天风证券研究所

4.2.2. HFP：以成分，打动肌肤

秉持“以成分，打动肌肤”的理念，为国内主打成分的功效性品牌。HomeFacialPro 简称 HFP，成立于 2014 年，是国内主打成分的功效护肤品牌。品牌拥有原液、面膜、洁面卸妆、水乳面霜、精华等系列产品。HomeFacialPro 本意是“在家也能用的功效护肤品”，品牌秉持“以成分，打动肌肤”的理念，从消费者肌肤诉求出发，用简洁的态度追求本质护肤功效，精简配方不作冗余添加，为当下年轻一代定制更具针对性的精简护肤方案。

图 60：HFP 发展历程



资料来源：HFP 公司官网，天风证券研究所

强化成分和功效概念，潜移默化进行成分护肤教育。在产品命名上，HomeFacialPro 的每款产品都以核心成分和功效命名，如“HFP 乳糖酸去黑头鼻贴”，“金盏花舒缓爽肤水”等，通过简单易懂的方式帮助消费者挑选到适用的护肤品，辅以不同浓度的成分添加；另外，分系列以成分命名进行编号，让成分护肤植入到更多消费者的观念中，给消费者更佳体验。

图 61：HFP 产品图

类别	原液	原液	原液	原液	原液	原液	精华液
	B01玻尿酸原液	B04寡肽原液	B07虾青素原液	B09乳糖酸原液	B10基础版	B11肌肽原液	B15腺苷精华液
产品							
价格	149元/30ML	149元/30ML	189元/30ML	109元/30ML	149元/30ML	169元/30ML	239元/30ML
成分	4X玻尿酸	寡肽-1, 季铵盐-73	虾青素	乳糖酸	3%/5%/10%烟酰胺	肌肽、阿魏酸	腺苷、神经酰胺、氰钴氨、
功效	4X玻尿酸层层补水，促进肌肤营养吸收	祛痘修护，重现肌肤嫩滑	有效清除自由基，保持粉嫩年轻肤色	细致毛孔、改善出油、疏通毛孔	淡化痘印，美白淡斑	缓解肤色暗黄和暗沉，增加皮肤平滑度	抗初老，深层弹嫩，紧致不垮脸

资料来源：天猫官网，HFP 官网，天风证券研究所

微信重点突破，其他第三方平台开展规模化合作。线上营销方面，2016 年 HFP 就借助微信公众号的流量红利开启了国货社交媒体营销的 1.0 时代，通过大量投放各类微信公众号，提供粉丝福利，扩大了消费者认知。HFP 利用消费者对于微信的信任感不断对消费者进行科普和宣传，完成客户的获取、销售转化，以及沉淀至官方公众号和天猫旗舰店的用户留存。2020 年疫情的到来再次放大了“种草经济”，由于疫情隔离，消费者在家时间增多，微信公众号阅读量暴涨，HFP 充分抓住了这次机遇，HFP 在微信私域流量的开拓已经形成了一个完整的引流-营销-消费-固客-回购的微信生态闭环利用私域流量带来销售增量。

图 62：HFP 营销策略



资料来源：用户说了公众号，天风证券研究所

图 63：微信号投放重点突破

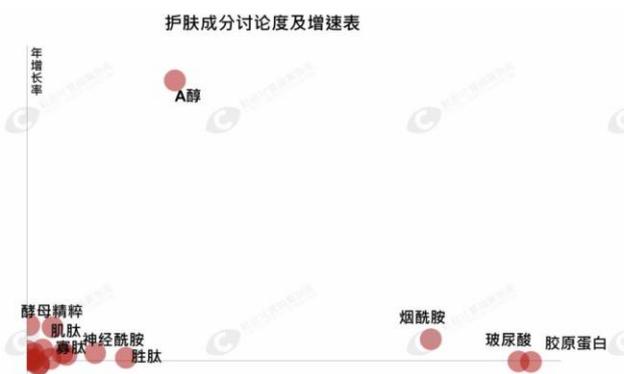


资料来源：用户说了公众号，天风证券研究所

4.3. 以成分为焦点，功效教育进行时

成分成为产品焦点，美白、抗衰受关注。胶原蛋白、玻尿酸是传统的护肤成分概念，认知虽高但讨论度增速有所下降，近年的成分概念主要应用于美白和抗衰老上。烟酰胺、A 醇是品牌宣传的爆点，如 Olay 小白瓶、倩碧 VC 精华；酵母精华、肌肽等增速紧随其后，神经酰胺作为具有复合性功能的成分，既能保湿亦能抗衰老，讨论度跻至前列。

图 64：护肤成分讨论度及增速表



资料来源：社会化营销案例库官网，天风证券研究所

图 65：各成分对应主要功能一览

各成分对应主要功能一览	
保湿	
<ul style="list-style-type: none"> • 玻尿酸 • 神经酰胺 • 胶原蛋白 	
美白	
<ul style="list-style-type: none"> • 烟酰胺 • 酵母精华/精粹 • VC 	<ul style="list-style-type: none"> • 胶原蛋白 • 谷胱甘肽
抗衰	
<ul style="list-style-type: none"> • 神经酰胺 • 胜肽 • A醇 	<ul style="list-style-type: none"> • 肌肽 • 活性肽 • 寡肽 • 乙酰基六肽

资料来源：社会化营销案例库官网，天风证券研究所

理念契合消费者诉求，立足成分打造明星产品。国际品牌方面，修丽可主打成分精纯左旋维 C 并立足抗氧化权威，搭配玻色因、紫米精华等其他成分推出一系列受到市场高度欢迎

的产品；The Ordinary 以高浓度成分为特点，售价在百元以内，有“平价原料桶”之称，产品涵盖面非常广，无论是油皮、痘皮、混合皮，还是敏感皮、干皮，都能从中找到合适的产品。华熙生物润百颜和夸迪以多种分子大小的玻尿酸为核心原料，代表性产品次抛产品深入人心；HFP 秉持“以成分打动肌肤”，精简配方不作冗余添加，为当下年轻一代定制更具针对性的精简护肤方案。

表 7：各品牌定位、成分及产品

	理念/定位	成分	产品
修丽可	抗氧化权威	抗氧化主打精纯左旋维 C 可以抵御自由基侵害，提供持久抗氧化保护，预防光老化；玻色因促进粘多糖（GAGS）合成；甘草酸二钾 + 紫米精华有效抑制透明质酸酶活性，帮助减缓透明质酸流失等	维生素 CE 复合修护精华液含 15%左旋维 C，卓效改善老化痕迹的日用抗氧化精；臻白修护日间精华液结合 10%左旋维 C+根皮素，能够淡化色斑的日用抗氧化精华；赋颜丰盈精华液激活澎湃透明质酸等
The Ordinary	平价原料桶	α-熊果苷、透明质酸、咖啡因+EGCG、烟酰胺、锌等	α-熊果苷+透明质酸有助于减少脸部斑点和过多色素沉着；咖啡因+EGCG 针对眼周浮肿和黑眼圈；烟酰胺+锌改善毛孔粗大及堵塞，提升皮肤光泽
润百颜	智慧玻尿酸专家	以透明质酸为核心原料，通过生物活肤技术与众多生物活性物协同作用，基于华熙酶切技术润百颜在不同分子量玻尿酸的复配上具有独特优势，可以发挥玻尿酸在皮肤各个层次的最大功效	蜂巢玻尿酸水润次抛原液、蜂巢玻尿酸紧致次抛原液、蜂巢玻尿酸净肤次抛原液、多元修护次抛原液、水光盈透次抛保湿原液等
夸迪	顶尖玻尿酸全品类	5D 玻尿酸为 Hyacross、Hymagic 5D、microHA、miniHA、AcHA 五重大小形态不同的玻尿酸分子形成的络合物总称。	5D 玻尿酸战痘次抛原液、5D 玻尿酸焕颜精粹次抛精华、5D 玻尿酸焕颜精粹次抛精华等
HFP	以成分，打动肌肤	VA 及 VC 的金盏花提取物、玻尿酸、烟酰胺、寡肽-1、神经酰胺等	B01 玻尿酸原液、B03 烟酰胺原液、B04 寡肽原液、B05 神经酰胺原液等

资料来源：公司官网，公司微信公众号，天风证券研究所

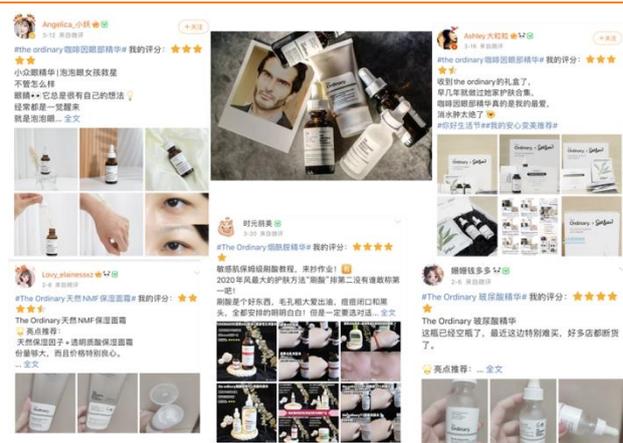
成分+功效概念不断强化，消费者教育持续进行。功效性护肤品牌持续以专业性研究成果为产品效果背书，以最优化配方原则开发单品，产品营销多以产品+功效命名强化概念。国际品牌中，修丽可以“科技护肤”身份出现，官网提供大量科学文献，微信公众号定期推送抗氧化权威、专业科普说等系列文章；The Ordinary 产品以成分配方直接命名，标注有效成分及浓度，以高浓度功效成分、效果显著、价格低廉以及极简性冷淡包装为消费者熟知。国内品牌中，润百颜持续打造全球玻尿酸领导的品牌形象，先后发起系列活动使“润百颜=智慧玻尿酸”的定位深入人心；夸迪全渠道运营，全网宣传声量破 1 个亿，不断升温高端国货的 5D 热潮；HFP 简洁产品包装采取主打成分命名和“成分+功效”的组合命名，帮助消费者读懂有效成分，打造《成分对谈》摄影展、推出品牌影片《关于成分的 7 种想象》呼应 HFP “以成分，打动肌肤”的品牌理念。

图 66：修丽可：抗氧化权威，浓郁医学色彩的包装设计



资料来源：搜狐网，公司官网，天风证券研究所

图 67：The Ordinary：各类高浓度维生素精华液，消费者好评不断



资料来源：搜狐网，微博，天风证券研究所

表 8：各公司营销方式对比

营销方式

修丽可	依靠专业性科研背书慢慢成为人们解决皮肤问题的护肤品牌，近几年在中国以小众护肤品牌、“科技护肤”的身份在社交媒体中出现，与腰部、头部博主合作做“种草”。修丽可官网上提供了大量科学文献，展现出其高度专业性，而微信公众号定期推送抗氧化权威、专业科普说、星品收藏夹等系列文章，携手丁香医生等为消费者提供专业的成分知识、使用方法、高效搭配等，大大提升了消费者的参与与认可度。
The Ordinary	不请明星代言，不打刻意的广告，产品名称直接就是成分名，The ordinary 精华产品素有“猛药”之称，成分浓度极高，价格又十分亲民。
润百颜	将“润百颜”的品牌建设列入战略规划，致力打造“润百颜”全球玻尿酸领导的品牌形象，先后发起“百颜证言，智慧玻尿酸”、“玻尿酸自由”等活动，在全国 8 大城市核心地段写字楼多时段播放“润百颜”品牌形象片，使“润百颜=智慧玻尿酸”的品牌定位及品牌认知深入人心，在消费者心智中实现“智慧玻尿酸”的占位。
夸迪	从最基础最百搭的清润次抛原液延伸到现在的顶尖玻尿酸全品类护肤品，以全新的产品理念、以及全渠道运营的新零售机制，5 大系统自主研发打通，贯穿纵向美业全业态。全网宣传声量破 1 个亿，不断升温高端国货的 5D 热潮；线下美业布局稳步前行，9 个月 10 家肌肤美学体验中心落地五大省份。
HFP	简洁产品包装采取主打成分命名和“成分+功效”的组合命名，帮助消费者读懂有效成分，呼应 HFP “以成分，打动肌肤”的品牌理念。内容营销紧扣成分这一核心卖点，2019 年邀请摄影师张家诚为原液系列产品打造《成分对话》摄影展；同年推出将成分具象化的品牌影片《关于成分的 7 种想象》，并在线下围绕产品成分进行扩展性的体验式营销；用打造产品周边、跨界联名、线下体验、科普护肤知识等活动让成分理念深入人心，在消费者心中树立起科学护肤专家的品牌形象。

资料来源：公司官网，公司微信公众号，36 氪，天风证券研究所

图 68：润百颜“百颜证言，智慧玻尿酸”、品牌形象片投放



资料来源：搜狐网，时尚中国，天风证券研究所

图 69：HFP 摄影展、品牌影片、跨界联名等活动



资料来源：搜狐网，天风证券研究所

5. 医美“械字号”迎风高增，国产品牌引领市场

5.1. 字号种类繁多，“械字号”因安全性高备受关注

化妆品行业种类繁多，不同的产品有不同的批准字号，市面上的化妆品除了常见的妆字号以外往往还会有械字号、消字号、特字号等。近两年械字号由于安全性高受到高度关注，其风险程度低主要表现在生产标准高、需要经过国家食品药品监督管理局备案、生产车间必须有专门的净化车、需要通过医疗器械的专用体系认证等。一般作为化妆品销售的“医美面膜”、“械字号面膜”实质为医用敷料，属于医疗器械范畴，医用敷料可以与创面直接或间接接触，具有吸收创面渗出液、支撑器官、防粘连或者为创面愈合提供适宜环境等医疗作用。

表 9：不同字号的区别

类别	妆字号	特字号	消字号	械字号
品类	普通化妆品	特殊化妆品	消毒用品	医疗器械
审批部门及方式	药品监管部门备案	国家药监局注册	卫生部门批准	药品监管部门注册或者备案
使用人群	健康人群	健康人群、特殊人群	健康人群、特殊人群	健康人群、特殊人群
作用功能	清洁、保护、美化、修饰等	染发、烫发、祛斑美白、防晒、防脱发	消毒杀菌	预防、诊断、治疗、监护、缓解等

资料来源：中国食品药品网，天风证券研究所

我国对医疗器械按照风险程度实行分类管理，第三类安全性最高。第一类是风险程度低，实行常规管理就可以保证其安全、有效的医疗器械；第二类是具有中度风险，需要严格控制管理以保证其安全、有效的医疗器械；第三类是具有较高风险，需要采取特别措施严格控制管理以保证其安全、有效的医疗器械。医用敷料产品中，凡是声称无菌的，其管理类别最低为第二类医疗器械；若接触真皮深层或其以下组织受损的创面，或用于慢性创面，或可被人体全部或部分吸收的，其管理类别为第三类医疗器械。

表 10：医疗器械分类监管体制

类别	分类管理	注册与备案制度	生产许可与备案制度
第一类	实行常规管理可以保证其安全、有效	备案管理，向设区的市级药品监督管理部	向所在地设区的市级食品药品监

	效的医疗器械	门提交备案资料	督管理部门备案
第二类	需要严格控制管理以保证其安全、有效的医疗 器械	注册管理，由省、自治区、直辖市药品监督管理局审查，批准后发给医疗器械注册证	向所在地省、自治区、直辖市药品 监督管理局申请生产许可
第三类	需要采取特别措施严格控制管理以保证其安全、 有效的医疗器械	注册管理，由国家食品药品监督管理总局审查，批准后发给 医疗器械注册证	向所在地省、自治区、直辖市药 品 监督管理局申请生产许可

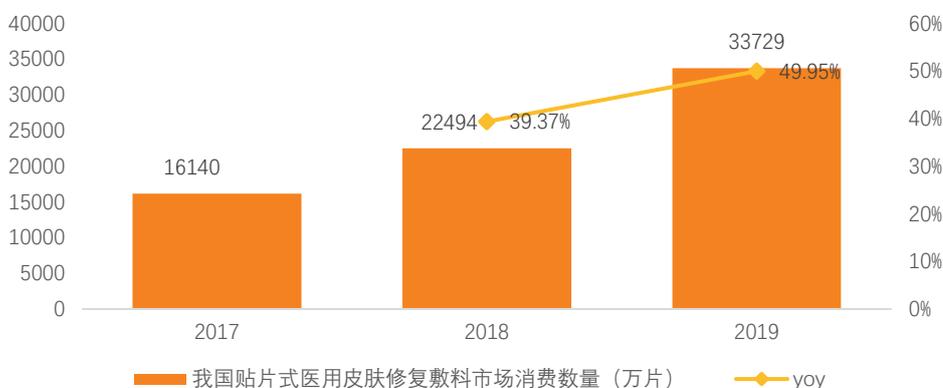
资料来源：创尔生物招股书，天风证券研究所

5.2. 医用敷料市场以国货为主，抓住营销痛点线上销售高增

贴片式医用皮肤修复敷料用途多元，为医用敷料主流。医用皮肤修复敷料可分为贴片式医用皮肤修复敷料和非贴片式医用皮肤修复敷料两大类，其中贴片式医用皮肤修复敷料是主流，更加适用于皮肤修复。贴片式医用皮肤修复敷料的用户可分为三类：1) 一类为具有痤疮、皮炎等皮肤问题的患者；2) 一类为接受轻医美手术后急需皮肤修复的医美人群；3) 一类为追求功能性护肤的普通消费者。从消费实力看，后两者的消费能力和消费频率更高，是我国贴片式医用皮肤修复敷料市场成长的新生推动力量。

贴片式医用皮肤修复敷料市场高增。随着大众尤其是新一代消费者对美的关注和投入增多，以及“医美面膜”概念快速传播，我国贴片式医用皮肤修复敷料市场快速成长，近三年 CAGR 超过 40%，2019 年消费量达到 3.4 亿片，销售额超过 50 亿元，渗透率约 30%。

图 70：贴片式医用皮肤修复敷料市场高速增长



资料来源：创尔生物招股书，标点医药，天风证券研究所

我国贴片式医用皮肤修复敷料发展较快，当前渗透率约 30%。我国医用皮肤修复敷料行业发展较快，相关产品供给充分，市场竞争较为激烈，且以一类、二类管理的医用皮肤修复敷料医疗器械为主。根据标点医药数据，我国贴片式医用皮肤修复敷料的年总需求量为 11 亿片，2019 年消费量达到 3.4 亿片。结合市场总需求量和实际消费量看，我国贴片式医用皮肤修复敷料的渗透率约 30%。

表 11：我国贴片式医用皮肤修复敷料的需求量

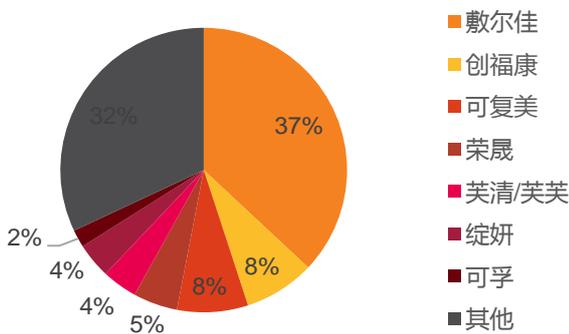
患者类型	人数	片数	总片数
痤疮患者	8,700 万人次	10 片	8.7 亿片
面部皮炎患者	600 万人次	10 片	0.6 亿片

轻医美消费者	465 万人次	10 片	0.5 亿片
功能性护肤品消费者		1.3 亿片	
合计总需求量		11 亿片	

资料来源：标点医药，天风证券研究所

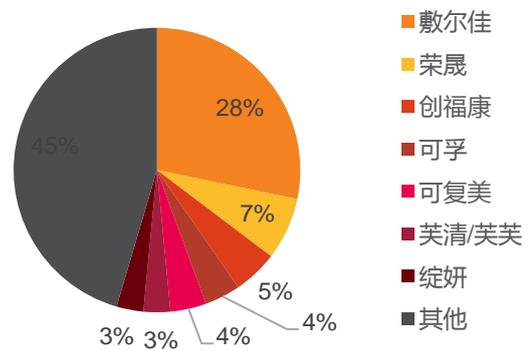
国产品牌占我国贴片式医用皮肤修复敷料市场主导地位。我国贴片式医用皮肤修复敷料市场中国内品牌或公司占据主导地位，“创福康”以及“敷尔佳”、“荣晟”、“可孚”、“可复美”、“芙清/芙芙”、“绽妍”等国内品牌共同占据了接近 70% 的市场份额（按销售额测算），国际品牌或公司的市场份额较小。

图 71：19 年贴片式医用皮肤修复敷料市场品牌份额（按销售额）



资料来源：创尔生物招股书，标点医药，天风证券研究所

图 72：19 年贴片式医用皮肤修复敷料市场品牌份额（按销量）



资料来源：创尔生物招股书，标点医药，天风证券研究所

贴片式医用皮肤修复敷料销售渠道以线上为主。主要品牌中敷尔佳以线上销售为主，创福康和可复美渠道和线上销售并重发展。

表 12：贴片式医用皮肤修复敷料主要品牌渠道特点

品牌名	品牌背景	发展特征	渠道特点
敷尔佳	委托三联药业生产，三联药业为国内知名药企	核心成分为透明质酸钠，“医美面膜”概念的市场教育者	以线上销售为主
创福康	传统医用皮肤修复敷料品牌，是前几品牌中唯一拥有三类注册证的企业	医用皮肤修复敷料的先行者之一，核心成分为活性胶原	医院渠道和线上销售并重
可复美	传统医用皮肤修复敷料品牌	核心成分为“类人胶原蛋白”	医院渠道和线上销售并重

资料来源：创尔生物招股书，天风证券研究所

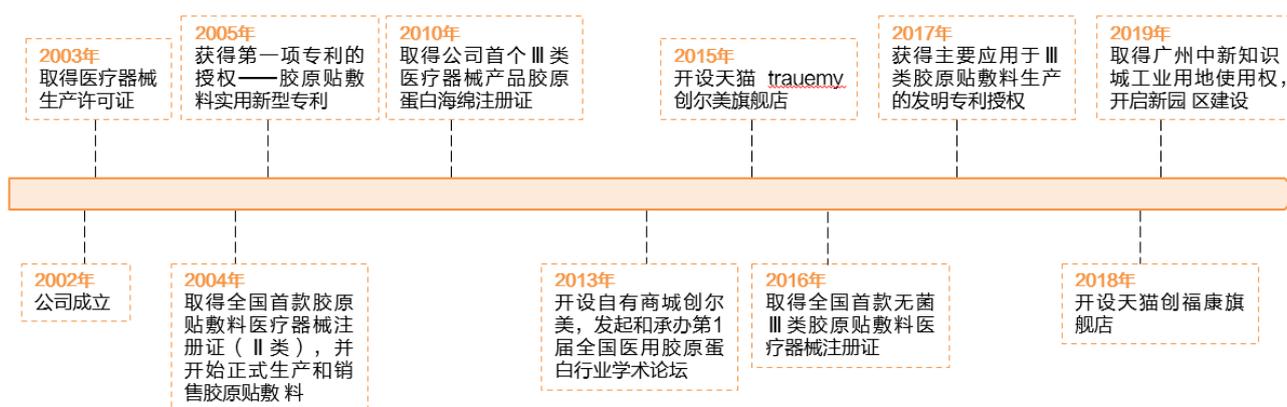
5.2.1. 创尔生物：长期致力于活性胶原蛋白

长期致力于活性胶原蛋白开发，成为国内生物医用活性胶原材料细分领域的领先企业。创尔生物是一家应用活性胶原生物医用材料制备关键技术，进行活性胶原原料、医疗器械及生物护肤品的研发、生产及销售的高新技术企业，是我国胶原贴敷料产品的开创者，拥有全国首款无菌Ⅲ类胶原贴敷料。经过近二十年的发展，创尔生物已成为国内活性胶原生物

医用材料细分领域的领先企业。

立足活性胶原开发，借助电商拓宽经营领域，实现多元化布局。2002年8月公司取得营业执照，创尔生物正式成立。之后在2002至2006年的早期创业阶段，创尔生物逐步取得医疗器械生产许可证、“胶原贴敷料”医疗器械注册证、“胶原贴敷料”实用新型专利。此期间，公司立足于活性胶原的研究开发，逐步完成了工艺技术和早期客户资源积累，为后续持续发展奠定基础。2007年至2011年期间，公司继续围绕活性胶原进行产业化，丰富医疗器械产品种类，开始着手胶原润眼液、胶原蛋白凝胶、胶原蛋白海绵等产品的研究开发。同时，公司加大力度布局生物护肤领域，将活性胶原应用到生物护肤品。2012年至2017年期间，公司积极拓宽经营领域，电商成为新的利润增长点；同时进军互联网销售、精准医疗领域，实现多元化布局。2018年末，公司开设创福康天猫旗舰店，开始利用电商平台销售医疗器械。

图 73：创尔生物发展历程



资料来源：创尔生物招股书，天风证券研究所

公司产品可按产品成分是否含有胶原分为胶原产品和非胶原产品两大类。胶原产品包括医疗器械和生物护肤品，非胶原产品包括医疗器械和一般护肤品。医疗器械一般指直接或者间接用于人体的仪器、设备、器具、体外诊断试剂及校准物等，而生物护肤品指利用从生物中提取的活性成分，从根本上调理和改善皮肤健康状态的护肤产品。胶原蛋白产品中，医疗器械包括胶原贴敷料、胶原蛋白海绵等产品，生物护肤品包括胶原多效修护面膜、胶原多效修护原液等产品。非胶原产品中，医疗器械包括医用冷敷贴、液体敷料等产品，一般护肤品包括水杨酸祛痘面膜、净肤亮采面膜等产品。

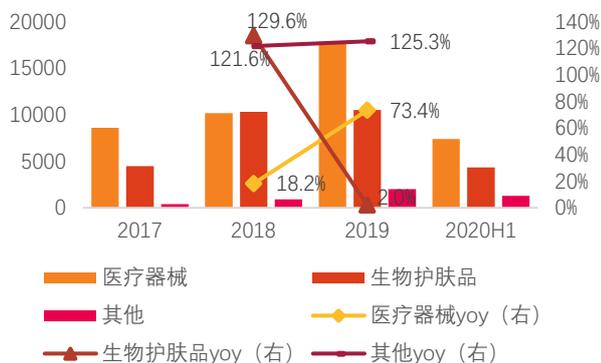
图 74：创尔生物主营产品按品类划分

类别	胶原蛋白						
	医疗器械			生物护肤品			
产品	胶原贴敷料		胶原蛋白海绵	生物护肤贴膜		水剂	
	III类医用	II类医用		创尔美胶原多效修复面膜	创尔美胶原净澈祛痘面膜	创尔美胶原多效修护原液	创尔美胶原舒活补水喷雾
价格	145元/5片	145元/5片	120元/5片	145元/5片		228元/30ML	
成分	活性胶原		海绵	活性胶原		活性胶原、德敏舒	
功能	适用于皮肤过敏、激光、光子术后创面修复辅助治疗	适用于轻中度炎症痤疮、痤疮愈后早期色素沉着、表浅性疤痕、皮肤过敏、激光、光子治疗术后的疤痕	该产品用于皮肤出血创面的止血以及开放性损伤创面的修复	主要用于面部皮肤护理、补水和保湿滋润，可以改善因各类问题造成的肌肤不适，提升肌肤耐受性		主要用于面部皮肤的补水、保湿和滋润，改善肌肤干燥等不适，对常见肌肤问题起到改善作用	
类别	非胶原蛋白				一般护肤品		
	医用冷敷贴	液体敷料	光子冷凝胶	水杨酸祛痘面膜			
产品							
价格	168元/5片		108元/30g	132元/50ml			
成分	敷料		光子冷凝胶	水杨酸			
功能	通过在创面表面形成保护层，起物理屏障作用，用于浅表性创面及周围皮肤的护理		配合光子治疗设备使用，起隔热和导光的作用	改善痘痘闭口、缓解黑头粉刺、调节水油平衡、深入清洁毛孔、预防痘印产生			

资料来源：创尔生物招股书，天猫官网，天风证券研究所

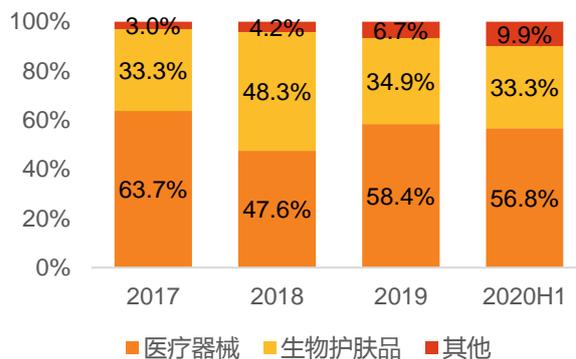
医疗器械为创尔生物主要营收来源。创尔主营业务收入可按医疗器械和生物护肤品分类，其中医疗器械为主要收入来源，占主营业务收入比例基本保持在 50%以上，2019 年同比增速 73.4%，在高基数基础上仍取得较快增长；生物护肤品占主营业务收入比例基本保持在 30%以上，2019 年增速放缓。

图 75：2019 年医疗器械收入同比增长 73.4%（万元）



资料来源：创尔生物招股书，天风证券研究所

图 76：医疗器械为营业收入主要来源



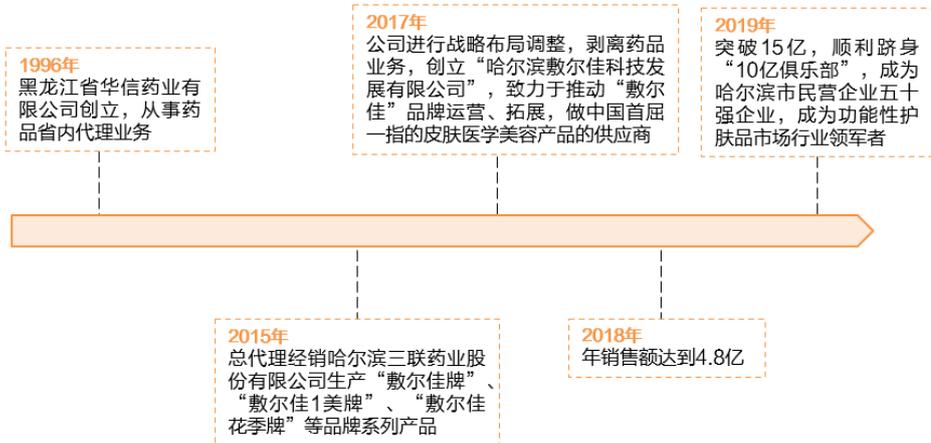
资料来源：创尔生物招股书，天风证券研究所

5.2.2. 敷尔佳：医用透明质酸钠修复贴第一品牌

“敷尔佳”牌医用透明质酸钠修复贴成为国内医学护肤类面膜的第一品牌。哈尔滨敷尔佳科技发展有限公司创立于 2015 年，其前身是成立于 1996 年的黑龙江省华信药业有限公司。1996 年，华信药业创立，从事药品省内代理业务。2015 年总代理经销哈尔滨三联药业股

份有限公司生产“敷尔佳牌”、“敷尔佳 1 美牌”、“敷尔佳花季牌”等品牌系列产品。2017 年，敷尔佳剥离药品业务，哈尔滨敷尔佳科技发展有限公司创立。2018 年年销售额达到 4.8 亿，2019 年更是突破 15 亿，顺利跻身“10 亿俱乐部”，成为哈尔滨民营企业五十强企业。2019 年，敷尔佳成为功能性护肤品市场行业领军者。

图 77：敷尔佳发展历程



资料来源：敷尔佳官网，天风证券研究所

主打透明质酸医用修复贴，不断迭代升级产品。公司产品覆盖面膜、精华、乳液、喷雾等多个品类，主要成分包含透明质酸钠、虾青素传明酸等，产品功效关键词多为创面愈合与皮肤修复，并同时具备补水保湿、抗油抗痘、匀亮肤色等作用。公司产品分为医疗器械和非医疗器械，其中医疗器械主打产品透明质酸钠修护膜，第一代产品白膜成分纯粹，仅含透明质酸钠，随后产品不断迭代升级，第二代产品黑膜加入备长炭，清洁效果更佳明显，第三代产品绿膜（非医疗器械）有补水保湿、提亮肤色的功效。

图 78：敷尔佳主营产品

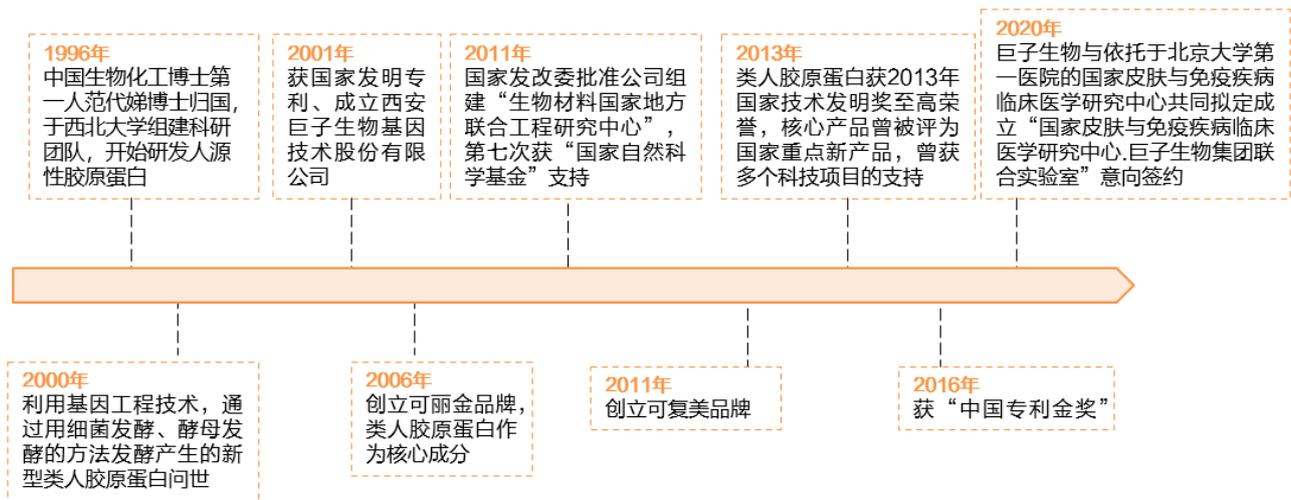
类别	非医疗器械		医疗器械	
	精华液	修护乳	酸钠修护膜（黑膜）	修护贴（白膜）
产品				
价格	199元/30ML	168元/30ML	199元/5片	148元/5片
成分	虾青素传明酸	虾青素传明酸	透明质酸钠	透明质酸钠
功能	1.暗沉、干燥发黄肌肤的护理。 2.敏感性肌肤的护理。	1.暗沉、干燥发黄肌肤的护理。 2.敏感性肌肤的护理。	舒缓修护、痘痘修护、补水保湿。	适用于轻中度痤疮、促进创面愈合与皮肤修复；对痤疮愈后、皮肤过敏与激光光子治疗后早期色素沉着和减轻瘢痕形成有辅助治疗作用。
类别	修复液		次抛修复液	修护喷雾
产品				
价格	128元/60ML		388元/60支	128元/60g
成分	透明质酸钠		透明质酸钠	透明质酸钠
功能	1.适用于轻中度痤疮、促进创面愈合与皮肤修复； 2.对痤疮愈后、皮肤过敏与激光光子治疗后早期色素沉着和减轻瘢痕形成有辅助治疗作用。		1.适用于轻中度痤疮、促进创面愈合与皮肤修复； 2.对痤疮愈后、皮肤过敏与激光光子治疗后早期色素沉着和减轻瘢痕形成有辅助治疗作用。	补水保湿、精准修护。

资料来源：天猫官网，天风证券研究所

5.2.3. 可复美：科技创新赋能产品

科技创新赋能专注产品，临床验证应用于护肤流程。可复美创立于 2011 年，属于陕西巨子生物技术有限公司。从 2000 年到 2020 年得益于母公司的硬核研发实力，可复美品牌将科技创新赋能专注于产品，将临床验证应用于护肤流程，无论是在医学美容领域、在产品力、还是在消费者口碑中，都走出了一条扎实的不凡之路。可复美品牌作为皮肤医学和美容领域有口皆碑的元老级品牌，已覆盖全国上百个城市，入驻 1100 余家医院及医疗机构，服务于 3000 余名专业医生。

图 79：巨子生物发展历程



资料来源：公司官网，可丽金官网，天风证券研究所

类人胶原蛋白为核心，注重安全性和有效性。可复美旗下产品包括类人胶原蛋白医用敷料、面霜、洁面、喷雾和非胶原蛋白的冰淇淋面膜、可复美祛痘面膜、可复美柔肤水等，其中类人胶原蛋白医用敷料为医疗器械，获得国家药监局“械字号”批号。可复美特别注重产品安全性和有效性，富含专利成分类人胶原蛋白，核心技术荣获国家技术发明奖和中国专利金奖，更适合肌肤娇嫩脆弱等易敏感人群。

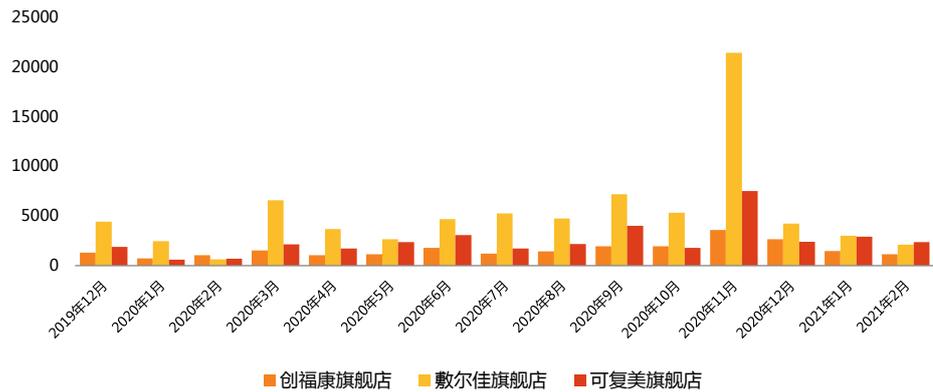
图 80：可复美主营产品

类别	类人胶原蛋白			
产品	可复美医用敷料	可复美类人胶原蛋白舒护面霜	可复美类人胶原蛋白舒护洁面乳	可复美类人胶原蛋白舒护喷雾
价格	178元/5片	358元/50g	168元/100g	120元/50ML
成分	类人源胶原蛋白液	类人源胶原蛋白、神经酰胺	类人源胶原蛋白、红没药醇和姜根	类人源胶原蛋白、姜锌矿提取物
功能	缓解敏感性肌肤等不适症状，抑制炎症痤疮等肌肤炎症问题，提供激光术后创面愈合环境，减轻炎症后色素沉着于瘢痕形成风险	持久保湿，减少敏感诱因和刺激，紧致健肤	清洁肌肤，减少敏感诱因和刺激，柔润不紧绷	补水保湿，缓解肌肤不适，减少敏感诱因，持久莹润
类别	非胶原蛋白			
产品	可复美焕能肌底修护面膜	可复美净痘修护面膜	可复美焕能舒润柔肤水	可复美透明质酸钠修护贴
成分	178元/165g	138元/5片	150元/500ML	148元/5片
成分	角鲨烷、积雪草	积雪草	乳酸杆菌发酵产物、透明质酸钠	透明质酸钠、聚谷氨酸钠
功能	维稳舒缓、亮肤细腻、修护屏障	油性肤质，净痘抑痘，淡化痘印	柔滑皮肤，补水保湿、平衡水油	舒缓敏感，敏肌深补水，屏障修护，紧致弹润

资料来源：天猫官网，天风证券研究所

敷尔佳销售额领先，创福康、可复美销售稳定。从各皮肤修复敷料品牌天猫旗舰店销售额来看，敷尔佳旗舰店销售额稳定领先，创福康与可复美旗舰店销售额相差不大，但总体趋势上可复美旗舰店销售额略大于创福康旗舰店。11月受双十一大促销影响均有大幅同比增长。从近半年各皮肤修复敷料品牌天猫旗舰店 TOP2 热销单品来看，创福康旗舰店销量稳定领先，敷尔佳旗舰店次之。各品牌热销单品名称中多含“医美”、“医用”、“术后修复”、“抗敏感”等关键词，体现消费人群对敏感肌修护以及医美修复的高度关注。

图 81：皮肤修复敷料品牌各天猫旗舰店销售额（万元）



资料来源：淘宝网，天风证券研究所

5.3. “械字号”监管趋严，紧扣营销痛点抓住发展机遇

强调医美功效的温和性与专业性，紧扣消费者痛点带动品牌销售。目前，主要品牌的营销以硬核研发实力为立足点，基于微博、小红书、抖音等社交平台的文章推送、笔记分析、短视频推荐的多元内容营销成为主流。同时，“医医用”定位为品牌带来专业形象，注入活力，被植入医美概念的消费者对产品开始具有功能性需求，探索更多医美护肤内容。

表 13：品牌成分研发及营销对比图

	成分及研发	营销
创福康	创尔生物不断深化技术创新，提升产能，推出高技术含量新品	公司线上推广费主要为支付给天猫、京东等电商平台的费用，其金额及占销售费用比例均呈上升趋势；2019 年公司独家冠名芒果 TV 推出的真人秀综艺节目《哈哈农夫》树立品牌知名度。
敷尔佳	定位“专业修复、贴心呵护的功能性护肤品牌”，以透明质酸钠、虾青素、传明酸、胶原蛋白等成分为主。	凭借公开的温和配方和经皮肤科医生认可的专业形象迅速吸引消费者，主动切入小红书，与众多 KOL 合作，佳琦直播间吹起“医美面膜”的大风，帮助消费者建立消费信心。以“械字号”医用级无菌产品打响市场后，又布局“妆字号”功能性皮肤护理产品。
可复美	基于完全拥有自主知识产权的核心技术“类人胶原蛋白”口碑打造，现其主要重心为研发	2010 年后目标市场主要是在医院，奠定了较好的口碑基础，近三五年来才开始电商，购物节线上集中发力，聚焦天猫、京东渠道，结合站内外推广，大量头部 KOL 进行产品种草，多媒体直播渠道助阵。

资料来源：创尔生物招股书，魔镜市场情报，亿邦动力网，天风证券研究所

新条例正式颁布，监管趋严推动行业健康发展。2021 年 3 月 17 日，新修订的《医疗器械监督管理条例》正式发布，将于 2021 年 6 月 1 日起正式施行，《医疗器械监督管理条例》

于 2000 年制定, 2014 年和 2017 年做了全面修订和部分修改, 对保障医疗器械质量安全、推动行业健康发展发挥了重要作用。

表 14: 新条例主要修改内容

修改方向	具体内容
一、落实注册人、备案人制度, 强化企业主体责任	1、规定取得医疗器械注册证或者办理医疗器械备案的企业、研制机构为注册人、备案人, 对医疗器械研制、生产、经营、使用全过程中的安全性、有效性依法承担责任
	2、明确注册人、备案人义务, 规定注册人、备案人应当建立并有效运行质量管理体系, 开展上市后研究和风险管控事件监测和再评价, 建立执行产品追溯和召回制度等
	3、厘清注册人备案人与其他市场主体的权责, 明确受托生产企业、电子商务平台经营者使用单位主体的义务
二、落实改革举措, 鼓励行业创新发展	1、将医疗器械创新纳入发展重点, 完善医疗器械创新体系, 提高自主创新能力
	2、优化审批程序, 简化审批材料, 对延续注册和临试验实行默示许可, 缩短生产经营许可审查期限等
	3、优化备案程序, 减少备案事项, 实行告知性备案
三、完善监管制度, 提高监管效能	1、加强监管队伍建设, 建立职业化专业化检查员制度
	2、丰富监管手段, 增设产品唯一标识追溯、延伸检查、失信惩戒等监管措施
	3、进一步明确药品监督管理部门与卫生主管部门职责分工, 对医疗器械使用行为加强监督检查
	4、强化问责, 增加针对未依法履职部门和地方政府主要负责人的约谈制度
四、加大惩处力度, 提高违法成本	1、落实“处罚到人”要求, 对严重违法单位的相关责任人员, 没收违法行为发生期间自本单位所获收入, 最高可并处 3 倍罚款, 禁止其 5 年直至终身从事相关活动
	2、加大行业和市场禁入处罚力度, 视违法情节对违法单位处以吊销许可证、一定期限内紧致从事相关活动等处罚措施; 境外注册人、备案人拒不履行行政处罚决定的, 10 年内禁止其医疗器械进口
	3、大幅提高罚款幅度, 对涉及质量安全的严重违法行为最高可处以货值金额 30 倍的罚款
	4、结合新冠肺炎防控实践, 为进一步提高应对特别重大突发卫生事件的能力, 增加了医疗器械紧急使用制度, 规定出现特别重大突发公共卫生事件或者其他严重威胁公共健康的紧急事件, 可以在一定范围和期限内紧急使用医疗器械

资料来源: 药监局, 中国食品药品网, 天风证券研究所

创福康拥有稀有三类医疗器械, 敷尔佳和可复美均为二类。创尔生物自成立以后深耕活性胶原敷料市场, 经过多年发展, 生产技术、产品质量达到国内领先水平。截至 2020 年 6 月 30 日, 我国仅有 3 个按照三类管理的医用皮肤修复敷料医疗器械产品, 其中国内企业分别为创尔生物和浙江崇山生物制品有限公司 (主要产品为消加术——Ⅲ类胶原贴敷料), 产品均为“胶原贴敷料”; 1 家进口企业为瑞典墨尼克医疗用品有限公司, 产品属于非胶原类修复敷料。

表 15: 我国贴片式医用皮肤修复敷料市场主要品牌

	代表产品	主要成分	生产企业名称	管理类别	产品单价 (元/片)
敷尔佳	医用透明质酸钠修复贴	透明质酸钠	哈尔滨三联药业股份有限公司	第二类	23.6
创福康	胶原贴敷料	胶原蛋白	广州创尔生物技术股份有限公司	第二类	25.2
	胶原贴敷料	胶原蛋白	广州创尔生物技术股	第三类	26.7

可复美	类人胶原蛋白敷料	类人胶原蛋白	陕西巨子生物技术有 限公司	第二类	37.6
-----	----------	--------	------------------	-----	------

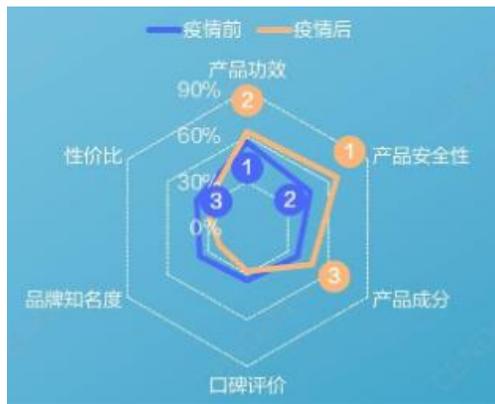
资料来源：创尔生物招股书，标点医药，天猫旗舰店，天风证券研究所

6. 强产品+耕渠道+精营销，本土功能护肤品牌有望弯道超车

6.1. 产品力：强化产品功效，研发成就核心壁垒，国货市占率不断提升

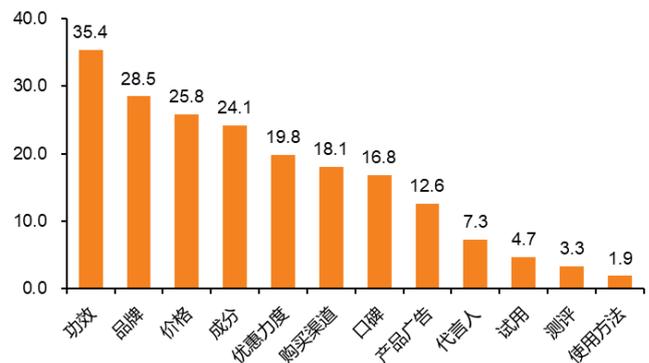
品牌力地位被弱化，产品功效取替品牌成为第一决策点。功能护肤作为功效性化妆品类，其功效成分越来越受到消费者关注。结合 CBNDData 数据，我们发现疫情前后消费者对于护肤品的选择，关键考虑因素中产品的安全性、功效性和成分比重不断加大，相对来看，品牌的知名度比重却呈现了一定程度的缩减。根据潜在消费者对护肤品主要关注点的统计，2020 年第一季度，产品功效以 35.37 的热度指数位于首位，而品牌和成分分别以 28.46 和 24.12 的热度指数位于第二、四位。

图 82：疫情前/后选择护肤品的关键考虑因素



资料来源：CBNDData，天风证券研究所

图 83：潜在消费者购买护肤品主要关注点热度指数对比



资料来源：CBNDData，天风证券研究所

产品功效的提升核心在于研发上的进步。从全维度看，过去国际品牌在研发端做的多属于品类和化学成分的研发，以国际品牌欧莱雅集团为例，通过研发试验发现山毛榉木糖的 C-糖苷抗老活性分子羟丙基四氢吡喃三醇（俗称玻色因），申请独家专利成分。通过专利保护期（20 年）成功构建竞争对手准入壁垒。而国内护肤品牌多数做的是配方研发，相对竞争优势不足。薇诺娜找准过去核心壁垒塑造中的痛点所在，结合自身地理优势，相较国际药妆品牌雅漾、理肤泉、薇姿以天然矿泉水或温泉水成为作为营销卖点切入市场，开辟植物青刺果油、马齿苋提取物，以新成分为成分卖点迎合消费者心智，从而达成快速切入并抢占功能性护肤市场的目的，与市场其他抗敏产品进行错位正面竞争。

图 84：理肤泉&薇姿产品主打泉水成分



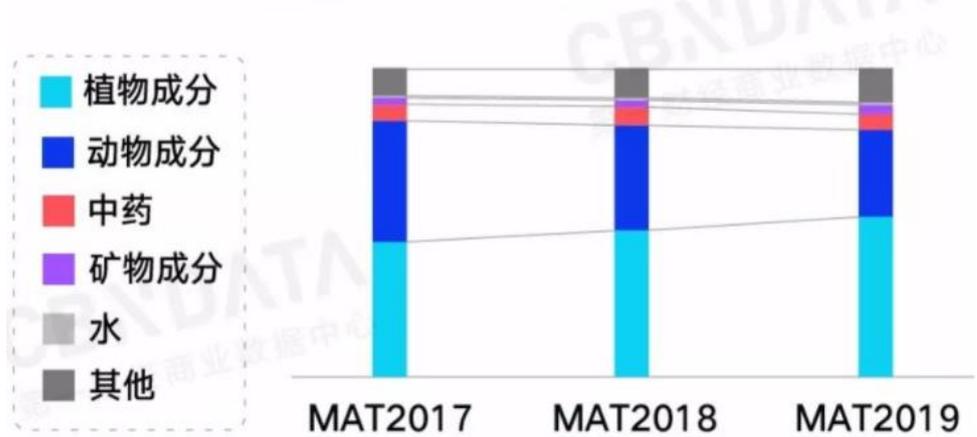
资料来源：天猫商城，天风证券研究所

图 85：薇诺娜产品主打植物性成分



资料来源：公司官网，天风证券研究所

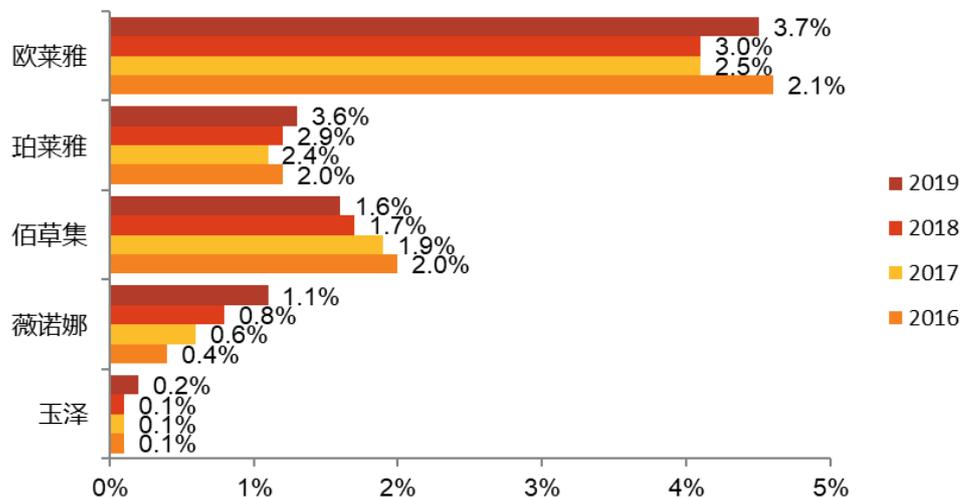
图 86：2017-2019 线上护肤品各天然成分消费占比



资料来源：CBNData，天风证券研究所

国货更容易实现弯道超车，整体市占率得到提升。从业绩结果来看，横向比较下，各大国内功能性护肤品牌市场份额均处于稳步提升状态。

图 87：2016-2019 护肤品品牌市场份额



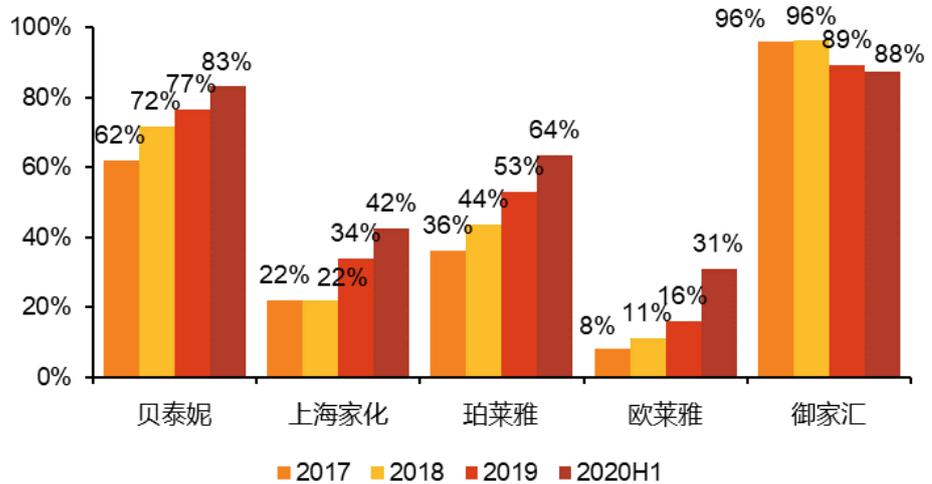
资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

6.2. 渠道：线上全渠道竞争，线下差异化竞争

6.2.1. 线上渠道仍是功能性护肤品牌角逐的主战场

线上电商渠道竞争激烈，未来仍是功能性护肤品牌角逐的主战场。目前各大品牌已逐渐优化线上电商端全渠道的优化布局，无论是利用个体内容创作者输出的优质品牌营销内容吸引流量，还是创新打造其他网红商业营销模式，线上端的竞争已极为激烈，销售费率持续提升。从销售收入角度来看，商业变现能力也较为突出。全渠道、全平台、强营销品牌有望在线上渠道角逐中占据主动地位。

图 88：各大品牌线上渠道营收占比（%）

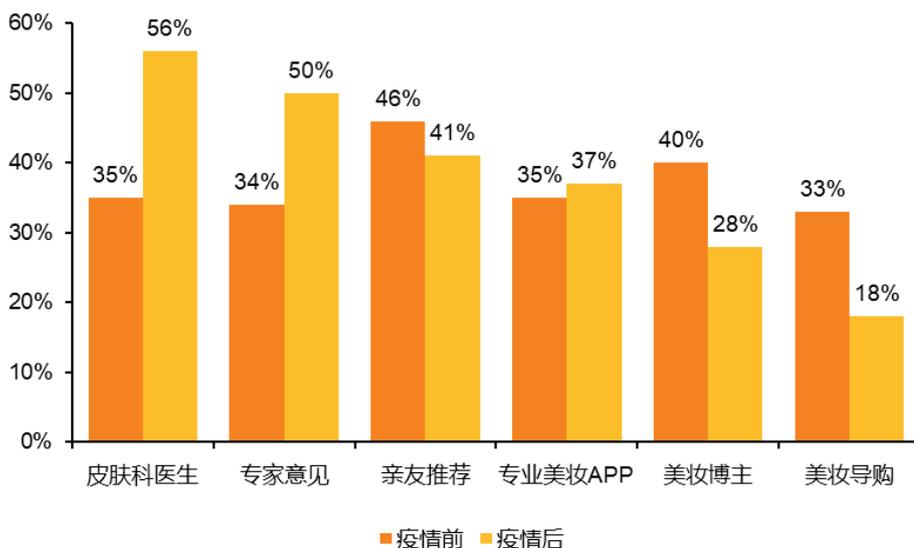


资料来源：Wind，天风证券研究所

6.2.2. 线下渠道：差异化打法将成为线下渠道拓展的亮点

决策路径改变，营销与渠道相融合。经历了疫情后的消费者对安心感的追求显著提升，对于皮肤科医生以及相关专业人士的信任度进一步加强。消费决策路径的改变使得皮肤科医生以及专业人士的意见成为占领主流传播、购买渠道的关键。相比以往，护肤品的传统销售渠道主要依赖于各大美妆专柜以及 CS 店铺，而营销效果及创造的业绩收入更多取决于广告宣传的影响力以及覆盖广度，营销与渠道泾渭分明。随着消费者消费决策路径的改变以及疫情催化下专业医生/人士在消费市场中社会地位的提高，配方师/皮肤科医生的角色不再局限于产品功效的基础研发，更促进了医院、药房渠道与产品信息传播营销的相互融合，模式重构，功能性护肤市场的发展潜力有望得到进一步的释放。

图 89：疫情前/后护肤品信息渠道信任度



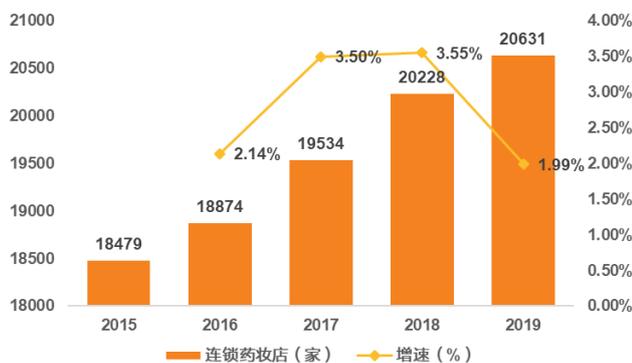
资料来源：CBNData，天风证券研究所

■ 功能性护肤品在 OTC 药店销售占比仍较小，充当补充销售渠道作用

药房属性与功能性护肤品天然契合，各大品牌不断试水药店销售渠道。1998 年 7 月，薇姿开始切入我国各大药房，通过代理商和药店合作，2 年内在全国 200+ 家大型药房设立了薇姿护肤专柜，将“药妆”引入国内，完成了“药房销售的药妆护肤品”概念的初步渗透。与薇姿等国外功能性护肤品牌相比，薇诺娜入驻药房、诊所的时间更晚。但薇诺娜在药房和诊所入驻方面主打差异化策略，对三四线城市的药房和乡镇卫生院重点发力，一方面借助药房的终端形象可以让部分消费者可以买到更放心的产品，更易获得消费者信赖，促进消费者对品牌黏性，另一方面对三四线城市药房深耕，完成销售渠道补足，享受低线城市消费能力+敏感肌人群崛起的红利。

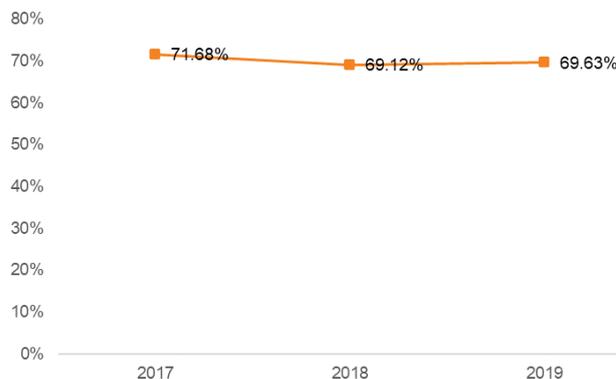
较日本相比，中国功能性护肤品药房渠道占比仍较小。日本药店药妆销售开始较早，且到目前发展较为成熟。据日本连锁药店协会数据显示，日本连锁药妆店在 2019 年达到 20631 家，而连锁药妆店的美妆护理总销售额近年来在 700 亿元以上。且日本连锁药妆店集中度较高，约 70%。根据欧睿国际数据，日本皮肤学级产品前三位分别为城野医生、珂润和 D program，2019 年地区零售额分别高达 269/233/120 亿日元。药妆店已成为日本功能护肤品的主要销售渠道。

图 90：日本连锁药妆店及增速



资料来源：日本连锁药妆协会，前瞻产业研究院，天风证券研究所

图 91：日本连锁药妆店集中度



资料来源：日本连锁药妆协会，前瞻产业研究院，天风证券研究所

差距源于不同国家的药房性质定位。中国的药房定位与日本、澳洲药房相去甚远，基于中国人对于传统药房的思维惯性，进药店购买日化用品的人群占比极为少数。且虽然邻国日本“药妆”概念影响深远，但从实体经营销售的角度来看，药店经营护肤品，过去更多的是护肤品与现有药店零售连锁企业的合作销售，药妆店并没有被官方引入中国，且国内药店亦没有学习配备导购人员，与消费者之间缺乏信任感的建立，国内尤其大城市的医药零售连锁企业的护肤品销售普遍不景气，故只有少数化妆品品牌以药店作为主要销售渠道。基于当前中国药房与海外药房属性上的差异，药房更多的充当补充销售渠道的作用。

新场景新突破，线上“药妆”店有望打破惯性束缚，成为新渠道。相较于海外其他国家，中国在线上电商销售以及物流基建中具备明显优势，这为护肤品在“线上药妆店”销售的可行性提供了基础条件。且线上药房解决了中国人对于传统药房的思维惯性的束缚，目前可以看到像薇诺娜、玉泽这些功能性护肤的国货品牌已经在阿里健康等线上药房渠道上线销售。受益于疫情催化下，消费者线上转移消费的红利，线上药店有望成为新亮点销售渠道。

图 92：薇诺娜、玉泽等功能性护肤品在线上药房渠道销售



资料来源：淘宝网，天风证券研究所

■ CS 渠道：看好未来丝芙兰 & 屈臣氏作为线下销售渠道的拓展

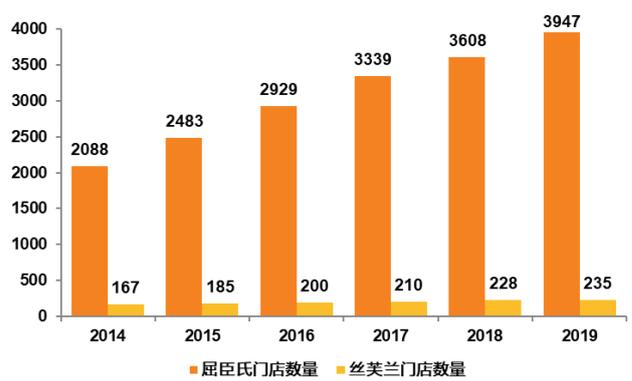
看好 CS 作为对标日本药房的补充线下营销渠道。薇诺娜入驻屈臣氏门店，发力新零售完成渠道闭环，完成全局化布局“功能性护肤”品牌，拓展阶段品牌增量的重要一步。截止至 2019 年，屈臣氏现有全国门店近 4000 家。2020 年 6 月薇诺娜正式入驻全国 574 家屈臣氏门店，预计 2021 年将拓展至 2000 家，3 年内覆盖屈臣氏所有门店。看好 CS 渠道作为代替国内实体药店渠道，成为下沉市场的补充扩展，有望反哺薇诺娜营销增长。

图 93：2020 年 6 月薇诺娜入驻屈臣氏门店



资料来源：界面新闻，天风证券研究所

图 94：屈臣氏、丝芙兰门店数量（家）

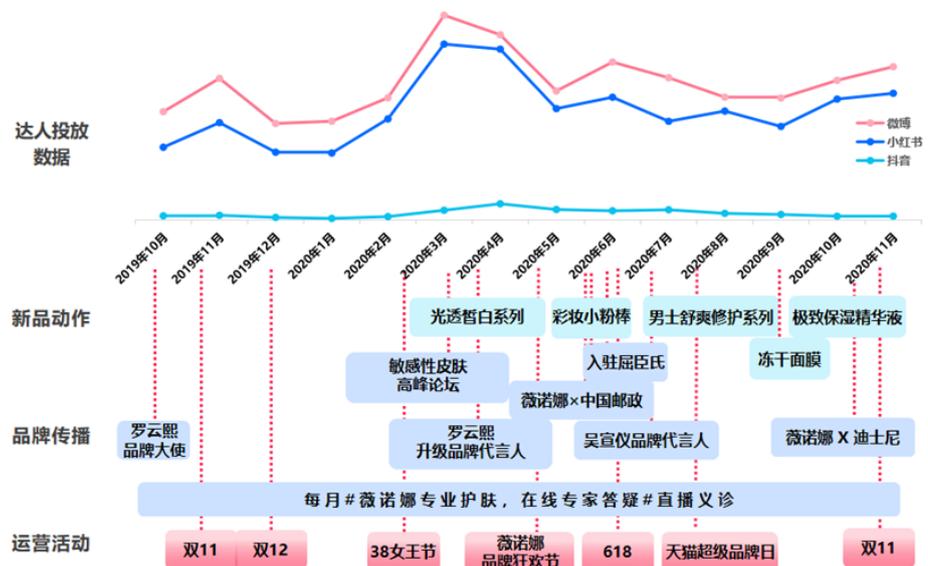


资料来源：中商产业研究院，天风证券研究所

6.3. 营销力：多种方式并头演进，看国货功能性护肤品牌花式营销

我们以国货敏感肌护肤品牌薇诺娜为例，看多种营销方式并头演进下的国货品牌成熟的营销打法和亮点。

图 95：薇诺娜近年营销打法拆解：医学背书+跨界联名+直播营销



资料来源：集瓜，天风证券研究所

- **以医药背景为背书，产品力亮点营销得以极限放大。**2017 年 9 月薇诺娜红宝书的发布囊括了 64 篇高质量研究论文，以及其产品应用于国内超过 2400 家医院皮肤科的临床辅助治疗。薇诺娜植物性成分的修护能力在经历过众多国内知名医院的临床观察验证以及学术期刊论证后，医院、医生所代表的天然的专业性，使得公司在研发能力上表现出的领先优势得到了较为权威性的认证背书。薇诺娜深知医学背书优势，充分利用皮肤科专家义诊方式进行推广，深入触达消费者心智。自 2013 年，薇诺娜开启第一场公益微博在线专家义诊，每个月进行 2-4 期，在互动交流的过程中更能抓住消费者的需求和痛点，在获取消费者信任的同时，更能通过信息反馈反哺公司专业敏感肌

护肤品牌的形象塑造以及相关产品的研发，将品牌产品力亮点不断放大。

图 96：薇诺娜产品修护能力经学术认证

1. 修护敏肌力经多家医院皮肤科验证：特护霜产品经由昆明医科大学第一附属医院、贵阳医学院附属医院、四川大学华西医院、成都市第二人民医院、中南大学湘雅二院、普洱市人民医院、云南省曲靖市第一人民医院、山西省阳泉市第一人民医院、广东省佛山市高明区慢性病防治站、安徽中医药大学附属六安市中医院、湖南中医药大学附属宁乡市人民医院、河南科技大学第二附属医院、解放军404医院、陕西省渭南市富平县医院，观察验证并发表《含青刺果等舒缓保湿特护霜联合他克莫司序贯治疗激素依赖性皮炎64例临床观察》等11篇论文

2. 双11"天猫乳液面霜类目TOP1：取自2017年11月11日0-24点阿里生意参谋里所有特护霜销量

* 舒缓的研究结论：《云南马齿苋提取物抗炎机制研究》[J].中华皮肤科杂志, 2013, 46(1):58-60

* 修护屏障的研究结论：《青刺果油对神经酰胺合成及神经酰胺酶表达的影响》[J].中华皮肤科杂志, 2012, 45(10):718-722

* 多年科研确定马齿苋、青刺果提取物活性成分：马齿苋、青刺果提取物进行植物活性成分筛选、提取，并进行功效研究，结论发表于《含青刺果及马齿苋的医学护肤品对湿疹屏障修复作用的观察》[J].中华皮肤科杂志, 2013, 46(10):753-755；《含青刺果护肤品抗皮肤老化临床观察》[J].临床皮肤科杂志.2009, 38(6):361-363

资料来源：天猫商城，天风证券研究所

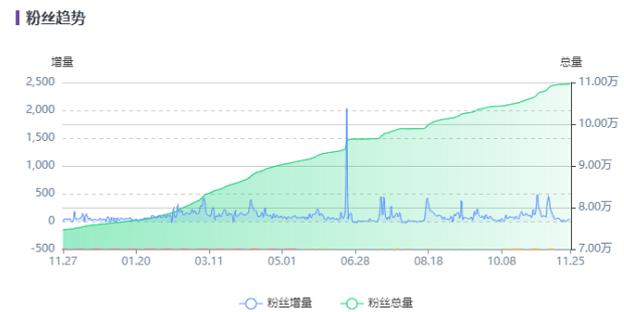
- **跨界联名，加速品牌出圈扩粉。**2020年618和双11电商活动节点，薇诺娜分别与中国邮政及迪士尼跨界合作，联名款单品推出后反响火爆。从营销手法上来看，无论是以“敏感”和“守护”为主题的薇诺娜618定制礼盒，还是邀请明星张予曦合作发布视频「横店在逃公主“靠脸吃饭”的秘籍是...」，都极为切合近年国货浪潮、迪士尼在逃公主等高热度话题。公司联动各大内容平台抖音、小红书、微博等内容平台进行布局推广，流量不断扩大声量促进品牌再升级。

图 97：张予曦魔法米奇燃梦精华礼盒抖音视频数据



资料来源：集瓜，天风证券研究所

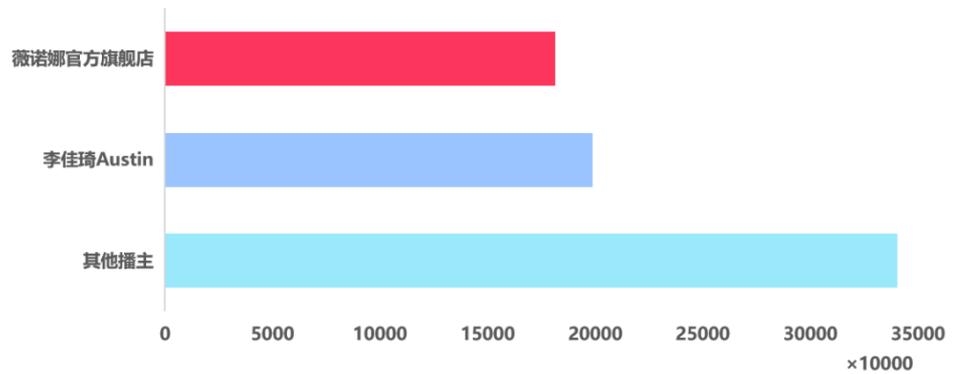
图 98：明星流量造势和首次联名破圈，吸引大量粉丝



资料来源：集瓜，薇诺娜官网，天风证券研究所

- **切入直播带货，完成淘内收割。**当下直播带货成为行业常态，仅2020年双十一预售第一天，李佳琦、薇娅直播间二人合计创造超90亿元GMV，直播带货模式可见一般。双十一期间薇诺娜抓住先机，快速抢占坑位，通过李佳琦直播间6场直播，为公司创造近2亿GMV；同时，薇诺娜发力官方旗舰店直播间，在完成80余场直播后收获近2亿GMV，叠加其他头部及腰部直播间引流，最终收获7亿销售额，完成淘内收割。

图 99：薇诺娜天猫双11直播GMV数据



资料来源：集瓜，天风证券研究所

7. 投资建议

功能性护肤市场迎来黄金时代，产品功效成为主要决策点，线上+线下多平台多渠道竞争，营销契合医生+跨界联名+发力直播，国货崛起进行时。

关注皮肤学级护肤品龙头【贝泰妮】，生物活性物从原料到终端的全产业链公司【华熙生物】，孵化医研共创品牌玉泽的【上海家化】，活性胶原生物医用材料领先公司【创尔生物】。

表 16：相关公司估值表

		营业收入（亿元）				净利润（亿元）				PE			
		2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
贝泰妮	300957.SZ	19.44	26.92	39.30	55.81	4.12	5.44	8.25	11.78	181.55	137.50	90.67	63.50
华熙生物	688363.SH	18.86	26.33	38.65	54.79	5.86	6.46	7.63	10.62	135.15	122.60	103.80	74.58
上海家化	600315.SH	75.97	70.32	74.74	83.53	5.57	4.3	5	8.4	57.45	74.42	64.00	38.10
创尔生物	A20236.SH	3.03	-	-	-	0.72	-	-	-	-	-	-	-

资料来源：Wind，天风证券研究所

8. 风险提示

① 行业竞争加剧的风险

近年来，化妆品企业通过线上渠道实现的销售占比逐年提升，国际知名化妆品品牌也开始重视线上渠道的建设，并逐步加大了线上渠道的营销力度。相较于本土化妆品品牌，国际知名化妆品品牌依托强势的品牌地位及强大的资金实力，在市场竞争中占据一定优势。

② 获客成本快速增长的风险

随着潜在的网购用户增量趋于稳定，互联网流量红利效应逐渐减弱，主要头部电商平台的商家竞争日趋激烈，公域流量的获客边际效益有所下滑，获客成本快速增长。如果未来不能及时开拓低成本的获客渠道，制定高效的获客策略，不断开拓品牌私域流量池并提升客户的长期价值，则可能导致公司的获客成本进一步提高，获客效率下降，进而对经营业绩带来不利影响。

③ 产品质量控制的风险

行业公司产品多适用于肌肤较为敏感的人群，产品适用人群的定位决定了公司对于产品的质量要求较其他化妆品更高，若未来在采购、生产过程中未做到有效的质量控制，消费者使用公司产品产生过敏等不适现象，可能会引起消费者投诉，甚至有可能面临监管部门行

政处罚的风险。此外，如若大批量的货品存在类似质量问题，且公司并未及时、妥善的进行处理，有可能会对品牌的客户信任度、忠诚度产生不利影响，进而影响公司整体经营业绩。

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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com