



## 商业贸易

优于大市（维持）

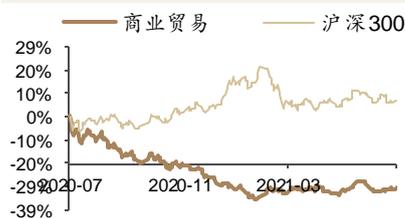
### 证券分析师

郑澄怀  
资格编号：S0120521050001  
邮箱：dengch@tebon.com.cn

### 研究助理

易丁依  
邮箱：yidy@tebon.com.cn

### 市场表现



### 相关研究

- 《植发行业深度报告：从雍禾 IPO，看植发产业大发展》，2021.6.22
- 《医美行业点评：八部委政策出台，合规加速行业出清》，2021.6.11
- 《618 热度不减，国货表现亮眼》，2021.6.8
- 《医美行业深度：颜值经济乘风起，医美产业相辉映》，2021.5.21

# 化妆品深度一：从贝泰妮到创尔生物，看功能性护肤品行业变迁

——贝泰妮、创尔生物深度对比

### 投资要点：

- **导语：**本报告将功能性护肤品再细分，将贝泰妮和创尔生物进行深度对比，结合行业特征，从渠道端和产品端两维度探究市场容量及竞争格局分化本质，成分党护肤意识崛起促进妆字号增长，医美术后修复带动械字号发展。
- **功能性护肤品再度细分，市场容量及竞争格局分化。**将护肤品分为普通护肤、功能性护肤、医疗护肤三个类别，功能性护肤品领域可分为以强功效性及皮肤学级为代表的妆字号和医美级的械字号。妆字号和械字号产品的本质区别在于监管端，审批流程上来看，械字号的注册周期较长，且 II 类及 III 类医疗器械需提供临床试验报告，面临更高的生产技术要求，III 类医疗器械另需国务院审批临床试验，注册证含金量较高。强功效和皮肤学级护肤品 2016-2020 年 GAGR 都在 22% 左右，2019 年销售额均超过 100 亿元，品牌打造叠加消费者教育成果逐渐兑现，带来国内功能性护肤品行业爆发式增长，皮肤学级护肤品 CR5 达 63.5%，强功效性护肤品竞争更为激烈，CR5 低于 35%；医美行业普及率较低且行业乱象存在，市场对修复类产品关注度较低，械字号市场规模相对较小，CR5 达 62%，市场集中度略高。
- **渠道端：妆字号线上多元布局，械字号从线下走向线上。**国内化妆品渠道持续线上渗透，但 2019 年我国专业渠道占比仅 7.7%，落后于日本、韩国、美国的 32.4%、14.1%、13.0%，专业渠道的落后来自监管端、需求端及供给端三方面原因，妆字号和械字号品牌之间渠道差异有限，布局相似但结构略有不同。**贝泰妮：**渠道从商业公司及区域经销商拓展，线上实现全渠道布局：①参与移动互联网快速崛起的“盛宴”，线上布局具备先发优势；②积极向私域流量转型以对冲获客成本上升掣肘，当前已取得积极成效，率先入局抖音，营销效果同行领先；③坚守线下渠道阵地，打造专业品牌形象。**创尔生物：**积极把握电商发展红利，顺应时代潮流，医疗器械从线下走到线上，护肤品持续深耕线上渠道，线下渠道以三甲公立医院为主导。随着疫情催化消费者信任度提升叠加药店布局化妆品业务，未来持续深入专业渠道。
- **产品端：多元化布局，实现护肤品与医疗器械协同。**功效型妆字号品牌主打配方及成分，械字号品牌更聚焦：皮肤学级及强功效性护肤品为妆字号，医美级为械字号产品，多用于医美术后的舒缓和修复。**贝泰妮：**初期以“械字号”为主，“妆字号”产品矩阵不断拓展：①研发能力突出、深度绑定核心研发人员，聚焦四大核心成分，掌握 11 项核心成分；②坚持舒敏保湿特护霜大单品发展，核心在于不断升级调整功效成分；③医疗器械单价领先，产品拥有定价权。**创尔生物：**是否含有胶原蛋白及是否为医疗器械进行分类，可将公司产品划分为 2X2 产品矩阵，医疗器械类产品单价及毛利率更高，公司在天猫、京东等平台增加销售费用，实现从械到妆上的快速增长。公司的核心竞争力在于积累六大核心技术，实现活性胶原多领域的应用，并且成为行业内少数获得 III 类产品批文的企业之一。
- **展望未来：妆字号受益成分党崛起，械字号受益于医美发展。****妆字号：**我们认为强功效性护肤品和皮肤学级护肤品的驱动力一致：①皮肤问题治疗需求人群庞大；②渠道教育促进成分党兴起，消费者追求产品功效性；③消费群体年轻化、高频化妆且购买力高，保障客单增长，本质在于护肤意识的提升。疫情爆发催化消费者更关注成分，同时对专业医生的信任度增加，皮肤学级护肤品依托医院及药店渠道发展，具有不可替代性，未来皮肤学级护肤品的市场将优于强功效性护肤品市场，从下至上和从上至下两种方法测算 2024 年皮肤学级市场规模将达到 431 亿元，对应 2019 年的年化复合增速达 26.0%。**械字号：**需求端来看，抗衰老需求呈现年轻化，高学



历人群熟龄化共促医美大发展，供给端来看，监管从严加快市场出清，未来医美术后创面修复需求增加，在此需求的驱动下用于屏障受损皮肤护理的医用敷料市场将持续增加。

- **投资建议：成分党护肤意识崛起促进妆字号增长，医美术后修复带动械字号发展，重点推荐贝泰妮、关注创尔生物。** 皮肤问题治疗需求人群庞大+渠道教育促进成分党兴起、消费者追求产品功效性+消费群体年轻化、高频化妆且购买力高，保障客单增长，未来功能性护肤品持续高速增长。细分来看，结构略有分化，考虑到消费者更关注产品成分、皮肤学级护肤品进入医院及药店等专业渠道，具有一定壁垒，预计未来皮肤学级护肤品市场表现将优于强功效性护肤品市场。而械字号市场与妆字号略有差别，渠道端均实现线上线下全链条布局，但结构略有分化，械字号的产品更聚焦，监管审批及生产工艺要求更严苛，使用场景针对于医美项目的术后修复，随着未来内在需求外在供给双双推动医美市场进一步渗透下沉扩容，医用敷料相关功能性护肤品将随之增长。重点推荐贝泰妮、关注创尔生物。
- **风险提示：**行业景气度下降风险；行业竞争加剧风险；产品审批失败风险

#### 行业相关股票

股票代码	股票名称	EPS			PE			投资评级	
		2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E	上期	本期
300957.SZ	贝泰妮	1.51	1.87	2.67	178.8	144.2	101.0	买入	维持

资料来源：德邦研究所

注：最新数据截止至7月14日

## 内容目录

1. 功能性护肤品再度细分，市场容量及竞争格局分化 .....	7
1.1. 如何界定功能性护肤品? .....	7
1.2. 妆字号和械字号产品的本质区别在于监管端.....	8
1.3. 市场端：妆字号赛道市场容量大，械字号市场集中度高.....	9
1.4. 贝泰妮：深耕敏感肌肤护理，成就皮肤学级护肤品龙头.....	12
1.5. 创尔生物：二十载胶原贴敷料耕耘，医美级护肤领先者.....	14
2. 渠道端：妆字号线上多元布局，械字号从线下走向线上.....	17
2.1. 线上渠道持续渗透，专业渠道相对落后 .....	17
2.2. 贝泰妮：从线下到线上，全链条协同发展.....	20
2.3. 创尔生物：顺应时代潮流，从线下走到线上.....	23
2.4. 药房支持叠加需求提升，未来专业渠道持续深化.....	24
2.5. 渠道布局战略：妆字号线上多元布局，械字号从线下走向线上.....	25
3. 产品端：多元化布局，实现护肤品与医疗器械协同 .....	27
3.1. 妆字号品牌主打配方及成分，械字号品牌更聚焦.....	27
3.2. 贝泰妮：初期以“械字号”为主，“妆字号”产品矩阵不断拓展.....	28
3.3. 创尔生物：从医疗器械到护肤品，打造 2X2 产品矩阵 .....	31
3.4. 产品布局战略：多元化发展，实现护肤品与医疗器械协同.....	35
4. 未来：妆字号受益成分党崛起，械字号受益于医美发展.....	36
4.1. 妆字号增长驱动在于护肤意识提升、成分党崛起.....	36
4.2. 械字号受益于医美修复需求增加 .....	40
5. 投资建议：推荐贝泰妮、关注创尔生物.....	42
6. 风险提示 .....	43

## 图表目录

图 1: 医疗器械类产品审批流程复杂且审批周期较长	8
图 2: III 类医疗器械临床试验审批流程	9
图 3: 中国功能性护肤品行业发展历程	10
图 4: 2017 年至今化妆品市场规模增速超过 10%	10
图 5: 护肤品市场规模增速略高于化妆品市场	10
图 6: 强功效和皮肤学级护肤品井喷式发展 (单位: 亿元)	11
图 7: 全球皮肤学级市场增速在 10% 以内	11
图 8: 2019 年中国皮肤学级市场增速达 32.71%	11
图 9: 贝泰妮作为行业后起之秀, 赶超欧美品牌打造行业龙头	12
图 10: 2017-2020 营收及归母净利润 CAGR 为 48.94%、52.37%	13
图 11: 规模效应带来期间费用率逐年降低	13
图 12: 规模效应有效平抑毛利率降低, 净利率保持稳定	13
图 13: 创尔生物发展历程	14
图 14: 创尔生物营收及归母净利润增速略有分化	15
图 15: 2019 年我国贴片式医用敷料市场市占率 (按销售额计算)	15
图 16: 2019 年我国贴片式医用敷料市场市占率 (按销售量计算)	15
图 17: 化妆品市场传统渠道落幕、电商渠道占据领导地位	17
图 18: 我国专业渠道占比落后于海外市场	17
图 19: 国内化妆品更受中年消费者青睐	18
图 20: 国内消费者对药妆认知较为模糊	18
图 21: 线上全渠道布局、线下追求渠道聚焦	20
图 22: 把握电商发展红利, 积极布局线上渠道 (单位: 亿元)	21
图 23: 线下渠道毛利率高于线上渠道	21
图 24: 专柜服务平台复购率达 50%, 领先其他渠道	22
图 25: 专柜平台客单价集中在 500-5000 区间	22
图 26: 把握电商发展红利, 积极布局线上渠道 (单位: 亿元)	23
图 27: 护肤品直销为主, 医疗器械逐步完成转型 (单位: 亿元)	23
图 28: 医疗器械类产品加大线上渠道布局	23
图 29: 护肤品持续深耕线上渠道	23
图 30: 产品终端销售以公立医院为主导, 整体保持稳定	24
图 31: 胶原贴敷料终端销售中三甲医院占据主导	24
图 32: 胶原蛋白海绵终端销售中三甲医院占据主导	24

图 33: 疫情后消费者对皮肤科医生及专家信任度明显提升.....	25
图 34: 护肤品营业收入贡献度近 90%.....	29
图 35: 三大业务毛利率略有分化, 医疗器械保持领先.....	29
图 36: 贝泰妮研发费用略低于可比公司.....	29
图 37: 贝泰妮研发费用率位于行业前列 (单位: %).....	29
图 38: 医疗器械单价领先于“妆字号”产品 (单位: 元).....	31
图 39: 三大业务毛利率略有分化, 医疗器械保持领先.....	31
图 40: 多年发展, 创尔生物打造 2X2 产品矩阵.....	32
图 41: 胶原产品营业收入贡献度近 90% (单位: 亿元).....	33
图 42: 四大板块毛利率略有分化, 胶原类产品保持领先.....	33
图 43: 械字号产品平均售价高于妆字号产品, 展现更高议价权.....	33
图 44: 销售费用逐年增加, 复合增速超过营收 (单位: 万元).....	34
图 45: 近三年在线上推广及广告宣传持续投入.....	34
图 46: 护肤品销量实现快速增长, 妆字号转型已有成效.....	34
图 47: 我国女性敏感肌发生率较高.....	36
图 48: 佩戴口罩带来多种皮肤问题, 女性发生比例近七成.....	36
图 49: 护肤进阶之路带来对护肤品及彩妆需求增加.....	37
图 50: 2020 年消费者对美妆护肤品的首要考量是成分与功效.....	37
图 51: 疫情后对健康安全、权威专家讨论比例提升.....	37
图 52: 年轻消费群更考虑护肤专业度.....	38
图 53: 成分党消费能力强劲.....	38
图 54: 敏感肌群体画像: 高频化妆且支付能力强的都市女性.....	38
图 55: 敏感肌人群叠加入均花费增加, 预计 2024 年中国皮肤学级市场规模达 431 亿.....	40
图 56: 主要医美市场每千人诊疗次数 (次/每千人).....	41
图 57: 各国医美项目渗透率对比.....	41
表 1: 按受用群体将护肤品分级别划分.....	7
表 2: 各国对功效性护肤品定义及相关法规.....	7
表 3: 医疗器械产品申请方法.....	8
表 4: 械字号产品与妆字号产品生产技术要求对比.....	9
表 5: 2019 年中国功能性护肤品三大细分赛道市占率情况.....	11
表 6: 中国皮肤级护肤品品牌市占率情况.....	14
表 7: 医用敷料面膜头部品牌基本情况.....	16

表 8: 国内外头部功能性护肤品牌渠道发展路径.....	20
表 9: 渠道优势之一: 参与移动互联网快速崛起的“盛宴”, 线上布局具备先发优势.....	21
表 10: 线上全渠道布局, 私域流量转型已有成效.....	22
表 11: 2020 年多家药店积极布局化妆品业务.....	25
表 12: 功能性护肤品细分赛道定位差异.....	27
表 13: 各品牌主打产品、品牌定位、核心技术及核心成分介绍.....	27
表 14: 薇诺娜及创福康热门产品核心成分.....	28
表 15: 产品四大核心成分及应用情况.....	30
表 16: 舒敏系列产品功效成分迭代情况.....	30
表 17: 积累六大核心技术, 实现活性胶原多领域的应用.....	34
表 18: 我国整体医用皮肤修复敷料及各细分成分敷料供应情况.....	35
表 19: 与竞品相比, 创尔生物代表产品具有明显技术优势.....	35
表 20: 中国皮肤学级市场渗透率有明显提升, 但较海外相比渗透率及人均消费仍较低.....	39
表 21: 皮肤学级护肤品渗透率提升, 预计 2024 年中国皮肤学级市场规模达 431 亿.....	40

## 1. 功能性护肤品再度细分，市场容量及竞争格局分化

### 1.1. 如何界定功能性护肤品？

根据华经产业研究院，按照受用群体将护肤品分为普通护肤、功能性护肤、医疗护肤三个类别，普通护肤针对所有消费者群体，且可用于清洁、保湿等不同场景，受众面广且使用场景多元化；功能性护肤品则为针对性保养，针对美白、祛痘等场景，强调细分功效，具体又可分为妆字号及械字号；医美级护肤品则为械字号，针对皮肤病的治疗。广义上的功能性护肤品市场包含了强功效型护肤品、皮肤学级护肤品（狭义概念的功能性护肤品）及医美级护肤品。

表 1：按受用群体将护肤品分级别划分

护肤级别	产品类型	批准字号	宣传特征	作用	使用性质
普通护肤	大众护肤品	妆字号	禁止宣传医疗作用、禁称药妆	基础清洁、保湿、防晒	日常保养
	高端护肤品	妆字号	禁止宣传医疗作用、禁称药妆	抗衰、紧致、美白等	日常保养
功能性护肤	<b>强功效性护肤品</b>	妆字号	禁止宣传医疗作用、禁称药妆， <b>宣传时通常强调产品成分和功效</b>	美白、抗氧、抗糖等	针对性保养
	<b>皮肤学级护肤品</b>	妆字号	禁止宣传医疗作用、禁称药妆， <b>医学护肤品通常用皮肤科医生推荐等作为宣传背书</b>	舒敏、祛痘、祛斑等	针对性保养
	<b>医美级护肤品</b>	械字号	禁含“美容、保健”宣传字样， <b>常用于医美项目术后修复</b>	修护等	治疗/保养
医疗护肤	皮肤用药	药字号	禁含“美容、保健”宣传字样	治疗皮肤病	治疗

资料来源：华经产业研究院、德邦研究所

**功效性护肤品在国际上尚未形成统一定义。**从功效上看，医美级护肤品介于妆字号产品及药字号产品之间，兼有二者的功能特征，当前主要用于医美项目术后修复。从定义上来看，日本《药事法》定义“医药部外品”，兼顾了功效和美容的共同需求，药妆店中普通化妆品和医药部外品均有销售；美国 FDA 未明确药妆的定义和规范，化妆品祛屑类和防晒产品按照药品 OTC 类管理；法国看重产品安全性和有效性，并不拘泥于其定义。国内来看，国家药监局 2021 年 4 月 8 日发布的《化妆品功效宣称评价规范》指出，具有祛斑美白、防晒、防脱发、祛痘、滋养和修护功效的化妆品，应通过人体功效评价试验方法进行功效宣称评价。

表 2：各国对功效性护肤品定义及相关法规

国家	相关法律	监管方式
中国	新《化妆品监督管理条例》规定特殊化妆品由 9 类缩减至 5 类，增加宣称新功效化妆品为特殊化妆品	特殊用途化妆品来监管
日本	《药事法》将“医药品外部”定义为药物以外有特定使用目的、对人体作用温和、不是器具或器械的产品；在管理上属于药品，销售对象较为宽松	医药品外部来监管
韩国	韩国将化妆品分成 2 大类进行管理：一般化妆品（与中国非特殊用途化妆品概念相似）和机能性化妆品（与中国特殊用途化妆品概念相似），如参照中国化妆品的概念和范围，还有一部分化妆品在韩国按医药外品管理	机能性化妆品、医药外品来监管
美国	美国食品药品监督管理局（FDA）1938 年通过的《联邦食品、药品和化妆品法》规定“产品可以是药品、化妆品或两者兼而有之”，如果两者都是，则按药物进行更高要求的监管，FDA 明确认为“cosmeceuticals”（药妆）这一术语在美国法律下不存在	药品来监管
欧盟	《欧盟化妆品法规 EC 1223/2009》认为如果一个产品同时具有药品和化妆品的功能，该产品应按照药品进行管理	药品来监管

资料来源：中国国家药监局、日本厚生劳动省、韩国食品医药品安全部、美国食品药品监督管理局、欧盟委员会、德邦研究所

**械字号产品按照风险等级划分为三类。**我国对医疗器械产品进行分机构管辖管理，即按照风险等级由低到高对应不同等级的行政等级监管机构，Ⅰ类医疗器械需向市级政府提供备案资料，实行备案管理制度；Ⅱ类及Ⅲ类医疗器械实行注册管理制度，Ⅱ类需向省、自治区、直辖市提供资料，而Ⅲ类医疗器械则需向国务院进行申请，并且提交的申请材料中需包含检验机构出具的检验报告及临床试验报告，审查过程严格，Ⅱ类及Ⅲ类医疗器械的注册要求较高，存在稀缺性。

表 3：医疗器械产品申请方法

医疗器械类别	风险程度	管理措施	申请方法	检查资料
第一类	低度风险	实行常规管理可以保证其安全、有效的医疗器械	向所在地设区的市级人民政府食品药品监督管理部门提交备案资料	产品检验报告可以自检报告；临床评价资料不包括临床试验报告，可以通过文献、同类产品临床使用获得的数据
第二类	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	向所在地省、自治区、直辖市人民政府食品药品监督管理部门提交注册申请资料	产品检验报告应当是医疗器械检验机构出具的检验报告；临床评价资料应当包括临床试验报告
第三类	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	向国务院食品药品监督管理部门提交注册申请资料	

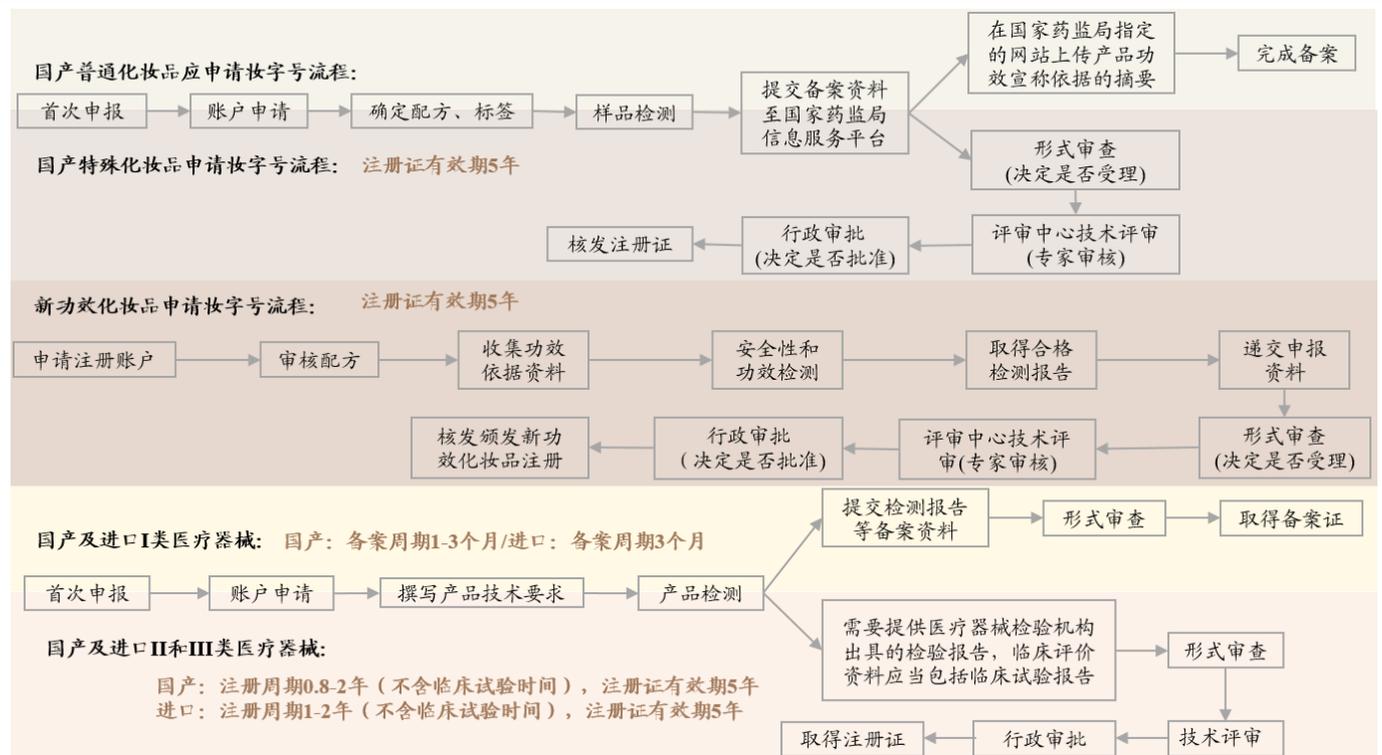
数据来源：《医疗器械监督管理条例》、德邦研究所

## 1.2. 妆字号和械字号产品的本质区别在于监管端

审批流程上来看，医疗器械的注册周期长于其他类型产品。注册周期方面，II类及III类医疗器械的注册周期为0.8-2年，长于I类医疗器械的1-3个月，同时II类及III类医疗器械需提供临床试验报告，是否需要开展临床试验、临床试验的实际开展情况以及获得周期，决定了审批时间的长短。提交注册申请后，技术审批环节较为关键，需要召开专家咨询会，外聘专家审批或与药品审批机构联合审评，展开体系核查，审批难度取决于资料的充分性及技术难易情况。

注册流程方面，《化妆品监督管理办法》2021年正式开始实施，对原料及产品、生产经营等方面均提出新的要求，《化妆品功效宣称评价规范》对功效性护肤品提出了新的要求，审批流程方面则需进行安全性和功效性检验并取得合格的检测报告，抗皱、紧致、舒缓等功效的产品需提供实验室试验，对行业的强监管有利于市场出清，部分中小企业或不合格的产品及原料将会退出市场，有利于研发实力强的品牌发展。

图 1：医疗器械类产品审批流程复杂且审批周期较长



资料来源：NMPA、德邦研究所

**II类及III类械字号产品面临更高的生产技术要求。**人员要求方面：企业负责人需为大专及以上学历，管理者代表（II类）需为大专及以上学历或初级及以上技术职称，并具有3年以上质量管理或生产、技术管理工作经历，III类管理者代表则对学历提出更高的要求，需本科及以上学历或中级及以上技术职称。场地要求方面，生产车间需无源无菌且非植入产品，车间至少300平米，30万级洁净度，且需微生物实验室，实验室要求万级洁净度，并且配备2套独立空压系统。对于生产企业的生产环境提出严苛要求，提高行业准入门槛。

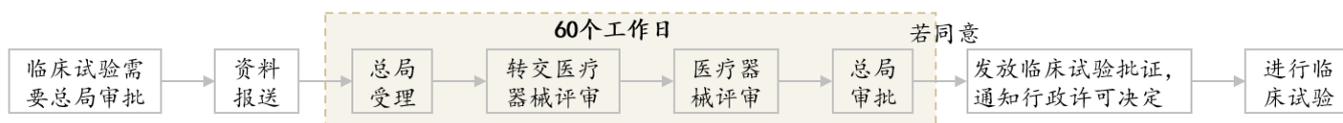
表 4：械字号产品与妆字号产品生产技术要求的对比

类别	工厂环境	成分
械字号产品	工厂环境要求高，须严格按照国家医疗器械标准生产，工厂必须通过医疗器械体系认证，生产车间必须达到医用级别万级净化车间，且有《医疗器械生产质量管理规范》和《第三方生产环境检测报告》的监督	械字号产品成分和效果上不允许添加任何激素、抗生素、重金属及其他易引起皮肤反应的化学制剂
妆字号产品	妆字号生产需要化妆品厂资质和备案，妆字号生产加工要按照《化妆品卫生监督条例》标准进行生产，没有太高的医药制备条件要求，生产环境要求干净整洁，符合卫生管理条例即可	妆字号产品的药用和治疗效果较低，且妆字号护肤品在允许范围内可以添加：酒精、香精、防腐剂、色素荧光剂等添加剂

资料来源：NMPA、德邦研究所

**III类医疗器械另需国务院审批临床试验。**2021年3月推出的《医疗器械监督管理条例》指出，具有较高风险的III类医疗器械需先由国务院药品监督管理部门审批临床试验，对机构设备、专业人员、医疗器械的风险程度、临床试验实施方案、临床受益与风险对比分析报告等进行综合分析，临床试验采取默认制度，国务院药品监督管理部门自受理申请之日起60个工作日内作出决定并通知临床试验申办者，临床试验获批略有提速，但整体注册周期较其他类别医疗器械较长。

图 2：III类医疗器械临床试验审批流程



资料来源：NMPA、德邦研究所

### 1.3. 市场端：妆字号赛道市场容量大，械字号市场集中度高

功能性护肤品步入第三阶段，产品力为基础盘，渠道为锚、营销为盾。随着薇姿率先进入中国市场，开启功能性护肤的蓝海市场。经历二十余年的发展，当前国产品牌表现较好，市占率不断提升，薇诺娜、玉泽等品牌市占率位列行业前十名，消费者更注重产品的功效，以敏感肌龙头贝泰妮旗下的薇诺娜品牌为例，2017-2019年其“舒敏系列”产品的销售收入占比为39.23%、39.09%、38.11%，系列中的畅销单品“舒敏保湿特护霜”销售收入占比为18.37%、17.77%、18.36%，产品推出多年仍受到消费者的热捧，核心在于贝泰妮使用多种核心成分打造产品力，树立消费者的品牌意识。站在当下时点，随着移动互联网形式多样化，除了传统的电视广告营销外，各品牌注重线上流量的获取，积极参与社媒营销、直播带货等多种营销方式，布局小红书、抖音等平台。

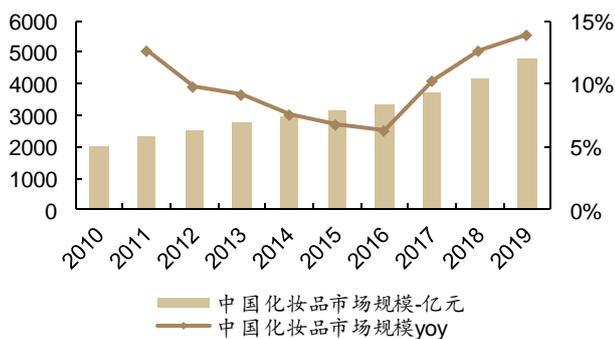
图 3：中国功能性护肤品行业发展历程

	1998-2008年 起步期	2009-2014年 转型期	2015-至今 国产品牌崛起期
品牌发展情况	<p><b>国际品牌进驻，开启中国功能性护肤品市场</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>1998年，薇姿品牌率先进入中国市场，开辟护肤品在药房销售渠道</li> <li>2004年，法系品牌雅漾和理肤泉进入中国市场</li> </ul>	<p><b>品牌开展渠道转型应对发展瓶颈</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>2010年开始，薇姿品牌遭遇增长瓶颈，销售额增速逐渐放缓</li> <li>泽平、可采等国产功能护肤性品牌因转型商超渠道策略失败导致衰退</li> </ul>	<p><b>国产品牌市场表现好，市占率不断提高</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>2017-2019年，薇诺娜营收从7.8亿元增长至19.2亿元，复合增速为56.6%</li> <li>2014-2019年，国产功能性护肤品市占率由10.7%提升至27.3%</li> </ul>
销售渠道	<ul style="list-style-type: none"> <li>药店/药房为主要渠道</li> <li>1998-2000年，薇姿与药房合作，在200+大型药房设立专柜</li> <li>2006年，资生堂旗下功能性护肤品牌菲璐泽在中国7个城市550个药房布局销售</li> </ul>	<p><b>销售渠道拓展至百货和医院渠道</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>2009年，雅漾和理肤泉品牌从药房渠道向百货渠道方向拓展</li> <li>2009年，玉泽品牌以药房和医院为主要销售渠道</li> <li>2010年，美国修丽可品牌进入中国，布局医疗诊所和百货商场</li> </ul>	<p><b>线上渠道占比持续提升，成为主流渠道</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>2016-2019年，华熙生物功能性护肤品线上渠道占比从25.8%提升至57.1%</li> <li>2019年，薇诺娜品牌线上渠道占比达76.7%</li> </ul>
营销特点	<p><b>口碑式营销</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>营销形式：科普软文宣传为主，仅部分品牌投放电视广告</li> <li>营销特点：品牌对营销持保守态度，不请代言人、不参与综艺等影视节目广告植入，依赖于用户口碑推荐宣传</li> </ul>		<p><b>高投入打造多元化营销</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>2020H1，国产功能性护肤品牌销售费用率为40-50%</li> <li>社媒营销、广告宣传和流量带货等多种营销方式</li> </ul>

资料来源：头豹研究院、德邦研究所

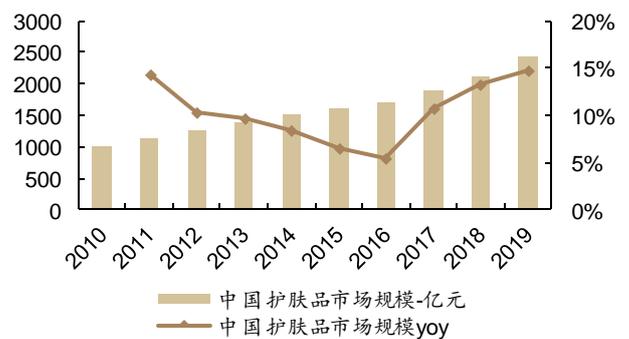
中国护肤品市场占比逐渐提升，市场快速增长。2019年化妆品市场规模达4777亿，2010-2019年复合增速达9.85%，2019年护肤品市场达2444亿，年化复合增速达10.35%，略超化妆品市场整体。2017年随着短视频、小红书、直播等新兴平台的兴起，引领护肤品行业爆发，迈入直播、社交电商时代，预计未来护肤品市场将持续保持高复合增速。

图 4：2017 年至今化妆品市场规模增速超过 10%



资料来源：Euromonitor、德邦研究所

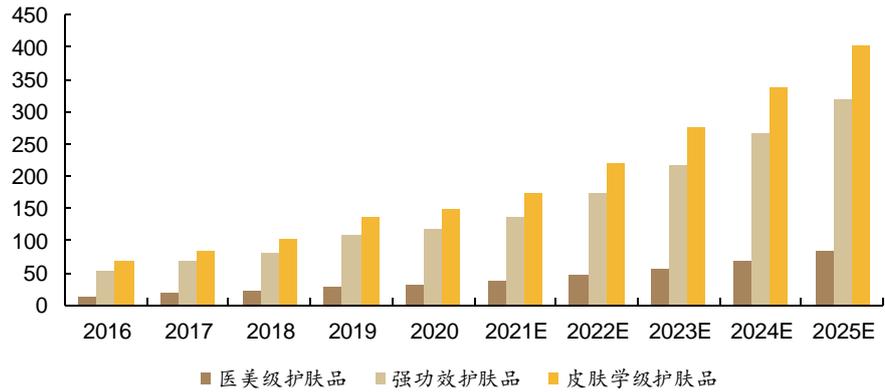
图 5：护肤品市场规模增速略高于化妆品市场



资料来源：Euromonitor、德邦研究所

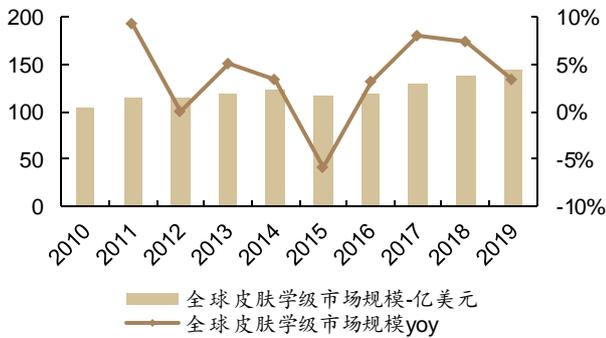
功效性护肤品市场规模快速增长，强功效和皮肤学级护肤品井喷式发展。强功效和皮肤学级护肤品增速相近，2016-2020年GAGR都在22%左右。2016-2020年强功效护肤品销售额从53.6亿元增长至117.5亿元；而皮肤学级护肤品2019年市场规模为136亿元，规模角度来看强功效和皮肤学级护肤品市场发展情况十分相似。全球皮肤学级市场增速在10%以内，2019年市场规模达144亿美元；而中国2019年市场规模为136亿元/YOY+32.71%，年化复合增速远超全球市场。国内品牌的快速发展，品牌打造叠加消费者教育的成果逐渐兑现，贡献国内功能性护肤品行业爆发式增长。相比之下，械字号的医美护肤品市场规模相对较小，截至2020年销售额仅为30.9亿元，远低于妆字号市场规模，过去医美行业普及率较低且行业乱象普遍存在，消费者对术后修复类的产品关注度较低。

图 6：强功效和皮肤学级护肤品并喷式发展（单位：亿元）



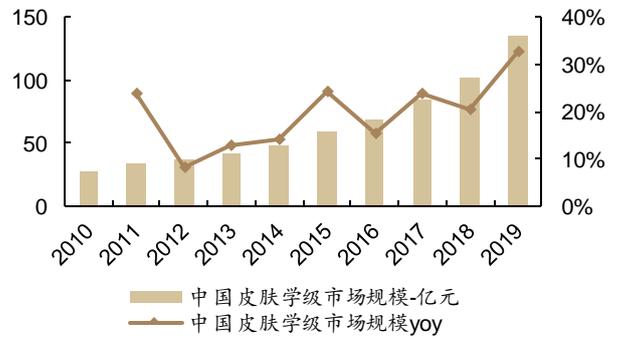
资料来源：头豹研究院，德邦研究所

图 7：全球皮肤学级市场增速在 10%以内



资料来源：Euromonitor、德邦研究所

图 8：2019 年中国皮肤学级市场增速达 32.71%



资料来源：Euromonitor、德邦研究所

皮肤学级护肤品和医美级护肤品竞争格局更为相似，而强功效护肤品市场竞争更激烈。Euromonitor 数据统计，皮肤学级护肤品品牌中薇诺娜最为畅销，2019 年市场份额占比 20.5%，紧跟其后的雅漾、理肤泉、贝德玛分别占有 14.5%、12.5%、8.9% 的份额；而强功效护肤品品牌中 HFP 销售情况最好，市场份额占比 12%，紧跟其后的华熙生物、悦木之源等份额均不足 5%。反观医美级护肤品市场，遵循械字号审批流程的医美护肤品赛道，对安全性的高要求、对生产环境的高标准形成天然壁垒，前五大品牌市占率达 62%，其中敷尔佳市占率达 37%。皮肤学级护肤品和医美级护肤品竞争格局更相似，背后来自强功效性的背书及专业渠道壁垒。

表 5：2019 年中国功能性护肤品三大细分赛道市占率情况

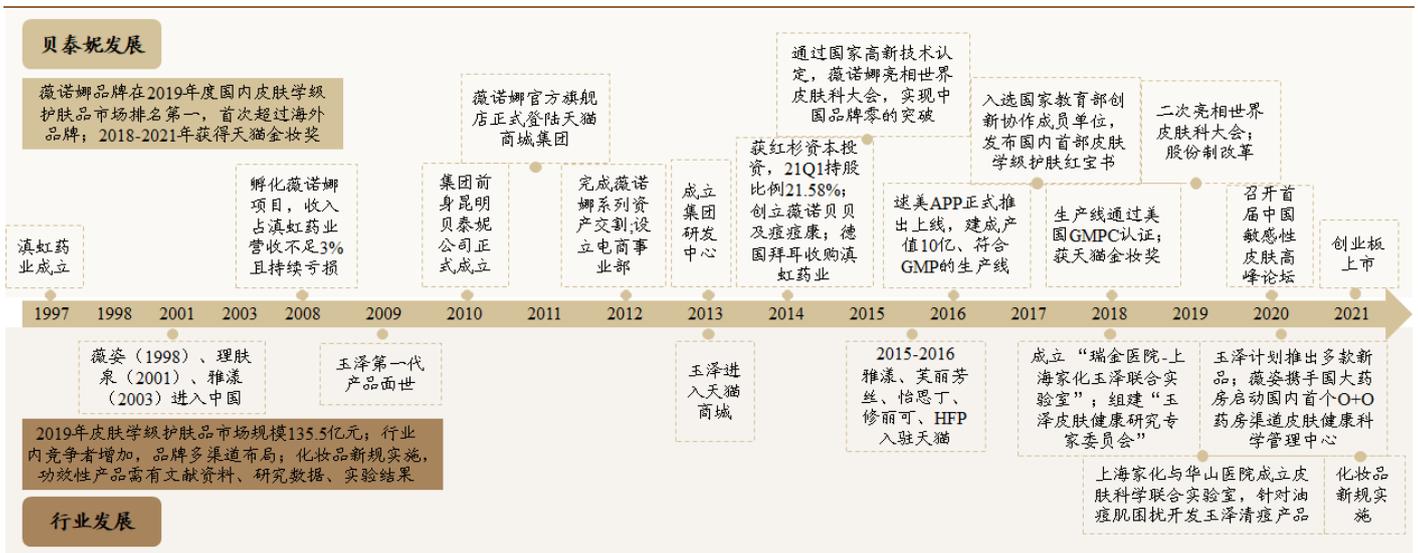
品牌	市场份额-%	品牌	市场份额-%	品牌	市场份额-%
薇诺娜	20.5%	HFP	12%	敷尔佳	37%
雅漾	14.5%	华熙生物	4%	创福美	8%
理肤泉	12.5%	悦木之源	4%	可复美	8%
贝德玛	8.9%	修丽可	3%	荣晟	5%
薇姿	7.1%	比度克	3%	芙芙	4%
美丽芳丝	6.3%	李医生	3%	绽妍	4%
怡思丁	5.2%	蒂佳婷	1%	可孚	2%
其他	25%	其他	70%	其他	32%
<b>CR7</b>	<b>75%</b>		<b>30%</b>		<b>68%</b>

资料来源：Euromotior、创尔生物招股说明书、头豹研究院，德邦研究所

### 1.4. 贝泰妮：深耕敏感肌肤护理，成就皮肤学级护肤品龙头

贝泰妮作为行业后起之秀，赶超欧美品牌打造行业龙头。公司主要产品为护肤品、彩妆系列、医疗器械，将贝泰妮的发展大致分为三个阶段：第一阶段为孵化期（2008年-2011年）：滇虹药业孵化薇诺娜项目，期间滇虹药业拟冲刺IPO，而早期的薇诺娜营收贡献较少且持续亏损，遂将其剥离；第二阶段为培育期（2012年-2014年）：设立电商事业部标志全面进入线上时代，同时获得红杉资本的股权投资；第三阶段为快速发展期（2015年至今）：薇诺娜产品多次亮相世界皮肤科大会，实现国产品牌零的突破，生产线通过了美国GMPC认证，并且牵头召开敏感性皮肤高峰论坛，在2021年成功实现创业板上市。功能性护肤品行业中不乏老牌选手，着眼于“修复肌肤屏障”的薇姿成立于1933年，成立时间远领先于薇诺娜，薇姿、理肤泉、雅漾海外成熟品牌于千禧年前后进入中国市场；行业中的新秀加速进入市场，上海家化旗下的玉泽2009年推出第一代产品，2014年成立的HFP秉持“以成分打动肌肤”，行业中竞争者众多，而贝泰妮在2019年首次超过海外品牌，位列国内皮肤学护肤品市场占有率第一名。

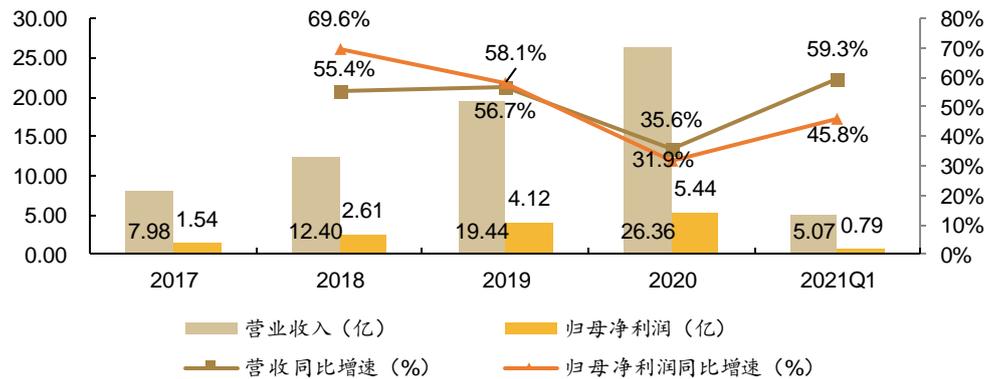
图9：贝泰妮作为行业后起之秀，赶超欧美品牌打造行业龙头



资料来源：公司招股说明书、德邦研究所

公司2017-2020年营收及归母净利润CAGR近50%，保持高速增长。公司2017/2018/2019/2020年的营收分别为7.98/12.40/19.44/26.36亿元，年化复合增速达48.94%；归母净利润分别为1.54/2.61/4.12/5.44亿，年化复合增速为52.37%，营收和归母净利润规模均翻三倍，21Q1营收达5.07亿/YOY+59.32%，归母净利润0.79亿/YOY+45.83%。平均产品单价由2017年的52.19元降至2020年的47.75元，主因公司渠道由线下向线上进行转换，对经销商给予较大的支持力度及折扣活动。公司抓住了电商的发展机遇，加强与天猫、京东等大型平台进行合作，实现了销售量的快速增长，围绕核心产品推陈出新，不断的建立品牌知名度 and 消费者信任度，同时公司打通线下终端网点BA，实现与消费者的深度交流，以期达成微信平台的销售收入增长。

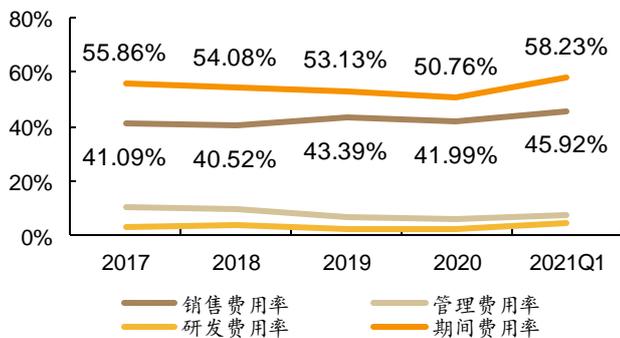
图 10：2017-2020 营收及归母净利润 CAGR 为 48.94%、52.37%



资料来源：公司招股说明书、公司公告、德邦研究所

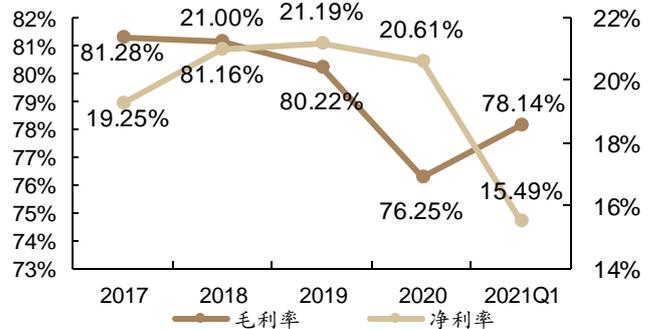
公司加大销售费用端投入，规模效应逐渐显现。公司 2017-2020 年销售费用率保持在 40%-45% 区间中，随着化妆品品牌方纷纷布局线上渠道，公司加大对线上推广的投入以支持线上渠道的发展，同时签约代言人、投放电梯广告等形式进行品牌塑造，公司的知名度持续提高。管理费用率由 2017 年的 10.92% 下降至 2020 年的 6.40%，研发端持续加大投入，但费用率由 2017 年的 3.62% 下降至 2020 年的 2.41%，营收规模的迅速扩张有效摊平费用的支出，整体期间费用率则降至 2020 年的 50.76%，较 2017 年下降 5.10pct，呈现逐年下降趋势。新收入准则调整后公司毛利率降低至 76.25%，若剔除准则影响则实现 80.46% 的毛利率，净利率稳定在 20%-22% 区间中。21Q1 的期间费用率达 58.23%，净利率降至 15.49%，受到 618 及双十一活动影响，公司的销售收入主要集中在第二及第四季度，季节效应带来期间费用率较高。

图 11：规模效应带来期间费用率逐年降低



资料来源：公司招股说明书、公司公告、德邦研究所

图 12：规模效应有效平抑毛利率降低，净利率保持稳定



资料来源：公司招股说明书、公司公告、德邦研究所

中国功能性护肤市场竞争刚刚开始，贝泰妮保持行业内领先。2019 年中国皮肤学级护肤品市场中 CR10 达 87.8%，较 2011 年下降 10.8pct，薇诺娜作为国产品牌在 2019 年首次超过雅漾、理肤泉等海外成熟品牌，中国品牌比杜克及玉泽 2019 年市占率分别位于第 10 名、第 13 名，国产新锐品牌兴起冲击国内市场，相比于全球红海竞争，国内蓝海市场刚刚起步。

表 6：中国皮肤级护肤品品牌市占率情况

所属公司	品牌	国家	成立时间	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2011-2019 年变化
贝泰妮	薇诺娜	中国	2010	1.2	1.6	2.1	3.1	6.8	10.3	13.1	17.0	20.5	19.3
皮尔法伯	雅漾	法国	1990	28.3	29.3	28.9	29.8	27.8	25.3	22.3	18.2	14.5	-13.8
欧莱雅	理肤泉	法国	1928	12.0	12.0	12.5	12.4	13.1	13.0	12.5	12.2	12.5	0.5
贝德玛	贝德玛	法国	1977	0.3	0.5	0.8	2.0	3.6	6.8	9.3	9.4	8.9	8.6
欧莱雅	薇姿	法国	1931	28.0	25.1	23.9	21.3	16.7	13.3	10.6	9.1	7.1	-20.9
花王	美丽芳丝	日本	2001	6.9	6.8	6.3	5.9	5.6	5.3	5.9	6.4	6.3	-0.6
怡思丁	怡思丁	西班牙	1975	-	-	-	-	1.0	1.3	1.9	3.0	5.2	5.2
欧莱雅	修丽可	美国	1997	-	-	-	-	-	1.2	1.4	2.3	4.6	4.6
强生	艾维诺	美国	1945	-	-	-	-	-	0.8	1.7	3.1	4.2	4.2
比杜克	比杜克	中国	2005	2.3	4.3	5.4	6.3	7.0	5.3	5.3	4.9	4.0	1.7
<b>CR10</b>				<b>98.6</b>	<b>98.5</b>	<b>97.9</b>	<b>92.3</b>	<b>90.6</b>	<b>89.6</b>	<b>89.1</b>	<b>88</b>	<b>87.8</b>	<b>-10.8</b>

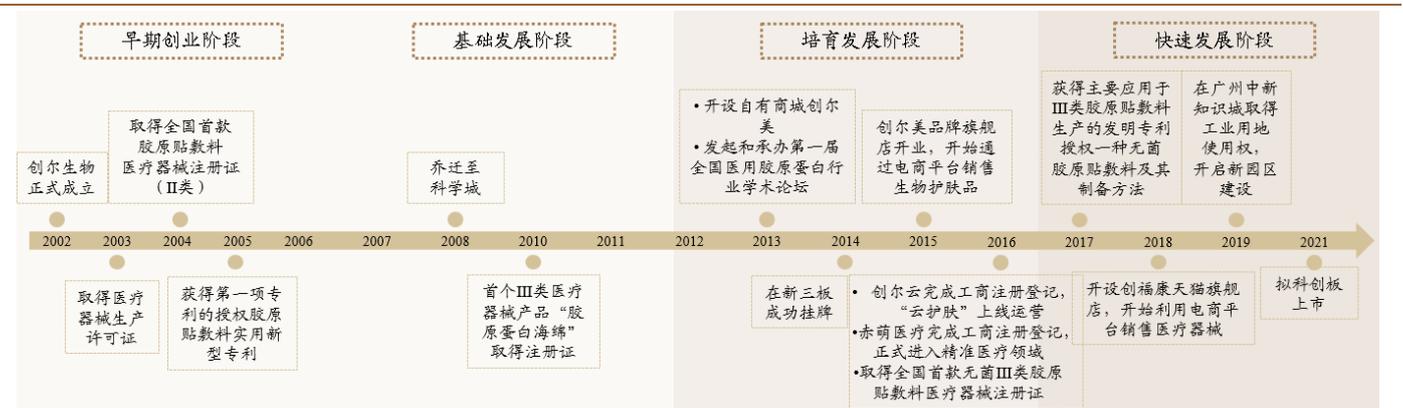
资料来源：Euromonitor、各公司官网、德邦研究所

### 1.5. 创尔生物：二十载胶原贴敷料耕耘，医美级护肤领先者

公司掌握生物医用活性胶原材料关键技术，以高活性、高纯度的胶原蛋白为基础，研发出医疗器械、生物护肤品、活性胶原原料等系列产品。自创设以来，公司主营业务、主要产品、主要经营模式的演变大致经历四个阶段：

- 第一阶段为早期创业阶段（2002 年至 2006 年）：公司成立，取得全国首款胶原贴敷料医疗器械注册证（II 类），开始正式生产和销售胶原贴敷料。
- 第二阶段为基础发展阶段（2007 年至 2011 年）：公司着手胶原润眼液、胶原蛋白凝胶、胶原蛋白海绵、鼻炎喷剂、关节腔注射液等产品的研究开发，丰富医疗器械产品种类。
- 第三阶段为培育发展阶段（2012 年至 2016 年）：开拓线上销售渠道，设立自有商城创尔美、天猫 trauemy 创尔美旗舰店和皮肤科产品互联网销售平台“云护肤”，成功在新三板挂牌，并正式进入精准医疗领域，实现多元化布局。
- 第四阶段为快速发展阶段（2017 年至今）：开设天猫创福康旗舰店，医疗器械转向线上销售，形成规模化、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。

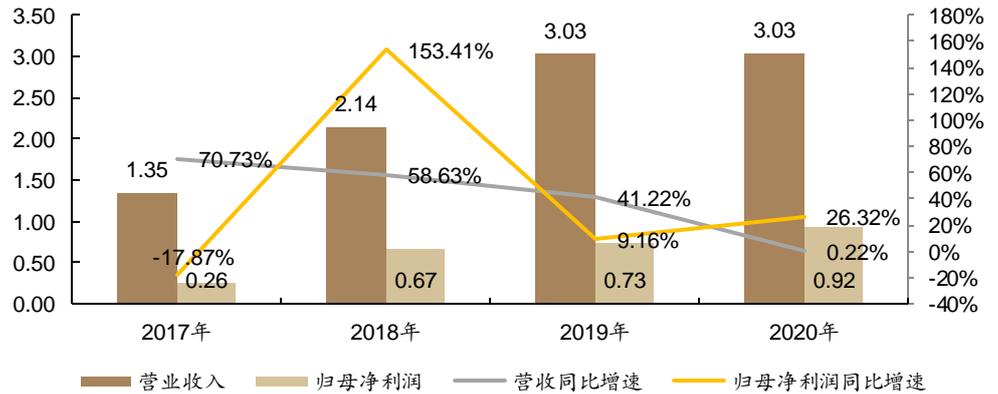
图 13：创尔生物发展历程



资料来源：创尔生物招股说明书、德邦研究所

公司 2017-2020 年营收 CAGR 超 30%，归母净利润 CAGR 超 50%，保持高速增长。公司 2017/2018/2019/2020 年的营收分别为 1.35/2.14/3.03/3.03 亿元，年化复合增速达 30.94%；归母净利润分别为 0.26/0.67/0.73/0.92 亿，年化复合增速为 51.75%。2019 年公司加大营销端投入，销售费用率高达 44.72%，带来营收及归母净利润增速出现分化；2020 年疫情影响部分医疗机构的正常医疗服务，公司的经营业绩受到影响，2020 年营收较 2019 年基本持平，而公司减少销售费用投放 2049 万，同时获得政府补助 594 万，带来归母净利润同比增长 26.32%。

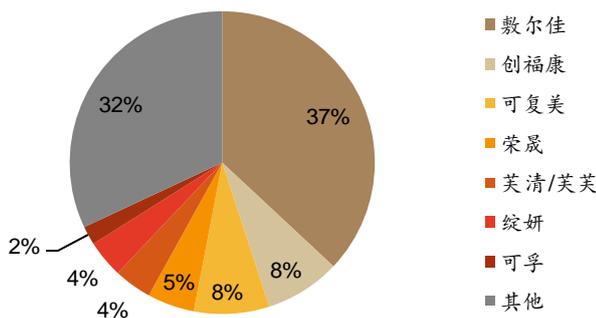
图 14：创尔生物营收及归母净利润增速略有分化



资料来源：创尔生物招股说明书、德邦研究所

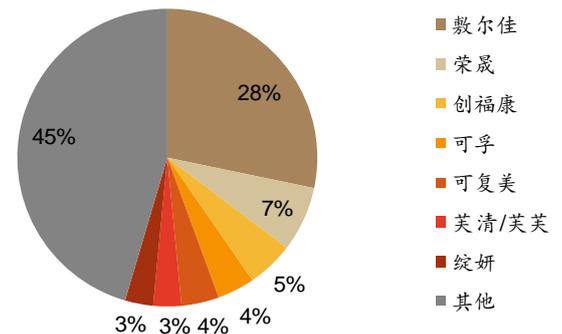
创尔生物市场份额排名前列，头部公司中少数拥有 III 类医疗器械的品牌。以销售量测算，2019 年我国贴片式医用敷料行业中 CR7 达 55%，市场集中度较高，创福康以 5% 的市占率排名第三，销售额角度来看，创福康以 8% 的市占率位列行业第二。头部品牌中以 II 类敷料为主，仅创福康拥有 III 类敷料批文；主要功效成分来看，胶原蛋白、透明质酸和其他成分各占三分之一，创福康为胶原蛋白敷料领域的领先品牌。

图 15：2019 年我国贴片式医用敷料市场市占率（按销售额计算）



资料来源：创尔生物招股说明书、德邦研究所

图 16：2019 年我国贴片式医用敷料市场市占率（按销售量计算）



资料来源：创尔生物招股说明书、德邦研究所

**表 7：医用敷料面膜头部品牌基本情况**

品牌名	代表产品	主要成分	生产企业名称	管理类别	产品单价(元/片)	品牌背景	发展特征	渠道特点
敷尔佳	医用透明质酸钠修复贴	透明质酸钠	哈三联	II类	23.6	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	线上销售为主
创福康	胶原贴敷料	胶原蛋白	创尔生物	II类	25.2	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、线上销售
	胶原贴敷料	胶原蛋白	创尔生物	III类	26.7			
可孚	医用透明质酸钠修复贴	透明质酸钠	运美达	II类	7.5	均为委托加工生产，委托方-可孚医疗属于国内知名的家用医疗产品生产企业	核心成分为透明质酸钠，低价策略开拓市场，并逐渐扩大产品群	线上销售为主
可复美	类人胶原蛋白敷料	类人胶原蛋白	巨子生物	II类	37.6	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、线上销售

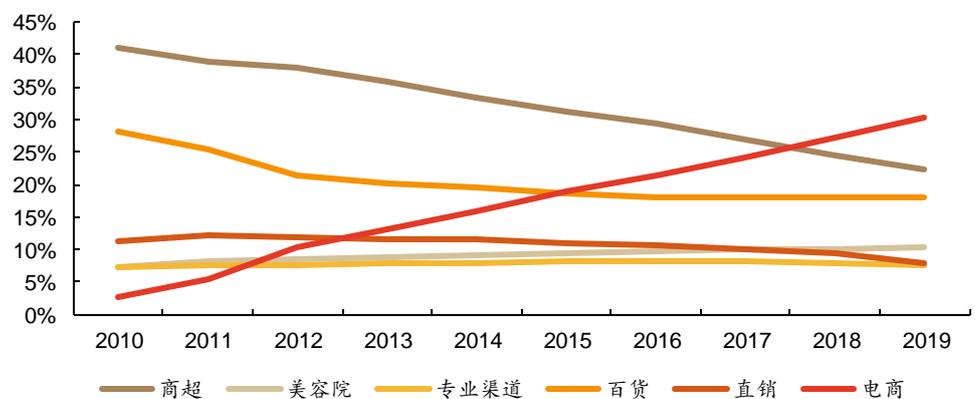
资料来源：创尔生物招股说明书、德邦研究所

## 2. 渠道端：妆字号线上多元布局，械字号从线下走向线上

### 2.1. 线上渠道持续渗透，专业渠道相对落后

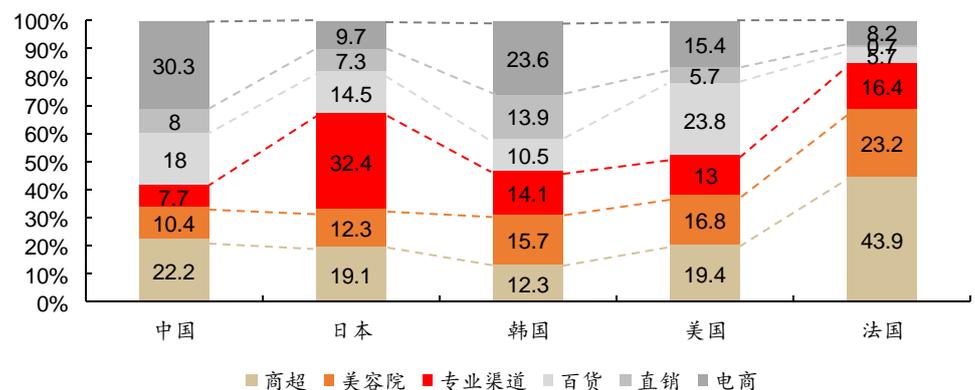
国内化妆品渠道持续线上渗透，专业渠道占比相对落后。信息传播渠道的变迁大致可以分为三个阶段，早期以纸质、电视等传统媒体为主要营销方式；随着淘宝的进场及双十一推出标志着进入移动互联网、电商时代，多个淘品牌应运而生；当抖音、快手、小红书等平台兴起，标志着直播及社交电商的时代来临，销售端运用至各个环节。化妆品领域中商超、百货等传统渠道占比逐渐降低，2019年累计占比为40.2%，较2010年下降29.1pct，借助互联网时代的发展，化妆品渠道逐渐向线上渗透，并且愈发垂直化、多元化，电商渠道2018年成为第一大渠道，2019年的占比持续提升至30.3%，而美容院、专业渠道、直销占比保持稳定。细分来看，2019年我国专业渠道占比仅7.7%，落后于日本的32.4%、韩国的14.1%及美国的13.0%。

图 17：化妆品市场传统渠道落幕、电商渠道占据领导地位



资料来源：Euromonitor、德邦研究所

图 18：我国专业渠道占比落后于海外市场



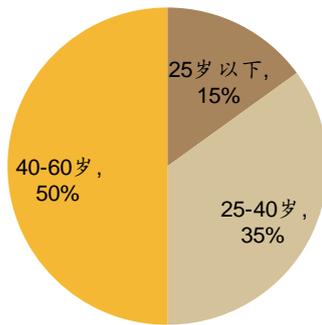
资料来源：Euromonitor、德邦研究所

**专业渠道落后原因一（监管端）：我国对功能性护肤品界定晚于海外。**早期宣称药妆的品牌，多由药师、医师创立，通常在药店、诊所、美容院等渠道销售，市场存在乱象，2019年国家药监局发文，化妆品禁止宣称“药妆”，市场乱象略有好转。自2021年4月9日国家药监局关于发布《化妆品功效宣称评价规范》之前，我国尚未明确定义功能性护肤品，也未设定专属批号，公告后明确功效性

项目，涵盖美白、防晒、祛痘等多功能，并要求进行人体功效评价试验、消费者使用测试、实验室测试、文献资料或研究数据。日本除了三大类医药产品外，《药事法》定义介于普通产品和药品间的产品为“医药品外部”，药妆则属于该分类，日本连锁药店协会数据显示，2019年连锁药妆店突破2万家、总销售额达989亿元。欧美将功能性护肤品以药品标准进行监管和销售，相比于海外市场，国内市场的发展尚处于起步阶段。

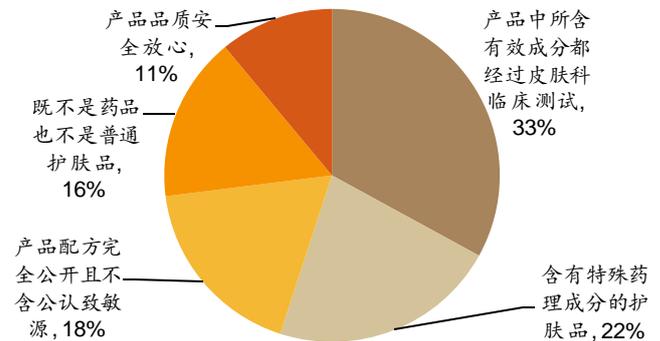
**专业渠道落后原因二（需求端）：消费者对药妆认知模糊，购物首选仍为线上或商超。**根据前瞻经济学人数据显示，中年群体占药妆消费的50%左右，年轻消费者以普通化妆品为主，未来随着脸部肌肤问题年轻化、年轻消费者对药妆关注度提升，未来药妆的消费将逐渐年轻化。国内消费者对于药妆存在质疑与认知模糊，成分党兴起将对消费者进行有效教育，但消费者对药妆认识仍为不足，购买渠道首选仍为电商和商超，削弱潜在购买力。

图 19：国内化妆品更受中年消费者青睐



资料来源：前瞻经济学人、德邦研究所

图 20：国内消费者对药妆认知较为模糊



资料来源：前瞻经济学人、德邦研究所

**专业渠道落后原因三（供给端）：我国专业药店渠道对化妆品发展支持力度较低。**一心堂、益丰药店、老百姓等连锁药店销售化妆品的占比不足5%，化妆品的毛利率相对较低，与较高毛利的药品和医疗器械相比，化妆品销售的盈利空间有限。化妆品业务要求药店在客户定位、营销方式方面进行转变，且需配置人员推销产品，整体对于传统药店存在难度。

综合来看，不论是从需求端来看，消费者尚未培育出通过药房来购买护肤品的习惯，从供给端看，专业药店渠道对化妆品的发展支持力度较低，带来专业渠道占比落后海外市场。

对核心功能性护肤品进行梳理，我们发现，品牌大多从药店或者医院开始发展，薇姿、理肤泉、雅漾进入中国时便重点布局药店渠道，而国产品牌薇诺娜、玉泽则从医院开始创立，虽海外品牌曾因盈利指标及渠道宣传情况退出药房市场，薇姿2020年重回药房展现其对专业渠道的重视。

➤ **薇姿：从药房出发，几经辗转回归药房。**（1）1955年进驻药房，开创皮肤学级护肤品新领域，旨在“全世界只在药房销售”。（2）1998年进入中国，成为首家进驻中国药房的知名全球专业护肤品牌，重点在药房渠道销售；2001年在全国设立22家旗舰店，配备专用皮肤测试仪器，为消费者提供皮肤咨询。（3）鼎盛时期进驻药房曾高达3000余个，消费者对药妆护肤知识相对匮乏、各地药房政策执行不统一、非药占比较大，海外品牌对KPI有考核要求，2008年逐步退出药房渠道，进入百货、CS等传统渠道。（4）2012年入驻天猫，成为较早入驻电子商务平台的海外品牌。（5）2020年携手国大药房，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，重回线下药房渠道。

➤ **理肤泉：乘对手之风，抓流量红利。**（1）薇姿进入中国市场对消费者进行渠道教育，理肤泉2001年进入中国则较易被市场接受。（2）几乎与薇姿同期入驻各大百货中心、购物广场。（3）2016年进入天猫，虽入驻时间

晚于薇姿，但理肤泉更注重对线上渠道的运营，特别是对社交平台和直播内容的运营。①小红书：截止至 2021 年 5 月，理肤泉官方账号粉丝近 11 万，获赞与收藏 1.9 万次，平台上相关笔记超过 10 万篇；薇姿官方账号粉丝近 6 万，笔记 353 篇，获赞与收藏 4.9 万次，平台上相关笔记超过 3 万篇。②微博：薇姿官方账号粉丝 158 万，话题讨论 8.5 万，阅读 1001.9 万，理肤泉官方账号粉丝 38 万，话题讨论 5.5 万，阅读 6858 万。③天猫：理肤泉粉丝 241 万、薇姿 44 万。④京东：理肤泉粉丝 455 万、薇姿 193 万。

➤ **雅漾：线下屈臣氏、娇兰佳人、旗舰店多元布局。**（1）雅漾 2004 年进入中国市场，2005 年推出产品，进入国内市场以药店为主要销售渠道，2004 年便与屈臣氏展开合作，遍布全国 50 多个城市，2008 年左右进军百货渠道。（2）2013 年调整并扩大专卖店、商场的专柜以及美容院等销售渠道。（3）2015 年 8 月，天猫雅漾官方旗舰店开业，转型线上布局，截至 2021 年 5 月，天猫、京东旗舰店分别拥有 473 万、273 万粉丝。（4）2017 年与娇兰佳人达成全面合作协议，全面进驻娇兰佳人全国 1600+ 家门店。（5）2020 年，位于上海港汇恒隆广场的首家旗舰店正式开业，成为国内首家在商场内设立旗舰店而非柜台的功能性护肤品牌。

➤ **贝泰妮：深度绑定医院渠道，抢先布局线上渠道。**薇诺娜与中国科学院昆明植物研究所等 9 所著名实验室合作研发出的配方和膏体，被送往中国皮肤科医师协会、北京大学第一医院、上海复旦大学附属华山医院等 16 所医院进行临床验证。依靠着皮肤科专家的推荐逐步走入大众视野，截至 2013 年，薇诺娜已和 30 多个省市的 1000 多家医院进行合作。通过皮肤科医师推荐来推广的同时，薇诺娜将销售重心放在了线上。2012 年 1 月，薇诺娜登陆天猫商城，领先其他品牌；2017 年搭建薇诺娜专柜服务平台，通过 BA 引导消费者入驻平台，构建私域流量雏形；2020 年 6 月底，宣布入驻屈臣氏，首批将进驻 574 家屈臣氏门店，计划到 2021 年底拓展至 2000 家。

➤ **玉泽：线下出师不顺，线上平稳发展。**玉泽面世起就以药房为主要渠道，初期通过医院及药房销往上海、浙江、江苏三地，涉及 60 个左右的药房和医院。尽管此时薇姿、理肤泉、雅漾等外资品牌也正从药房渠道撤出大部分精力转向传统渠道，但药房渠道受制于国人观念等原因并不通畅，在外资品牌持续经营的情况下趋于饱和，玉泽首战并没有取得多大成果。2014 年玉泽抓住互联网发展浪潮，入驻天猫商城，进入快速增长阶段。2018 年玉泽正式入驻屈臣氏，进入 CS 渠道。截至 2021 年 5 月，玉泽天猫官方旗舰店拥有粉丝 307 万。

➤ **创尔生物：深耕专业渠道，线上同步发展。**创尔生物从医疗器械发展，布局医院、药店等专业渠道，2013 年创尔美商城上线、2014 年开设淘宝创尔美旗舰店、2015 年开设京东创尔美品牌旗舰店，公司在线上线下取得全面发展。

➤ **HFP：把握线上流量红利，实现全覆盖、广撒网。**区别于其他品牌，HFP 从互联网开始发展，通过微信公众号 KOL 的公信力进行全方位用户教育并获取用户，通过公众号流量、微博、淘系内容投放拉动线上业务增长。品牌定位“成分党+功效渲染”的内容营销，应用烟酰胺、玻尿酸、氨基酸等热门成分，与多个草根号合作，根据账号内容、气质定制内容营销，将“成分党+功效渲染”内容营销到极致。

表 8：国内外头部功能性护肤品牌渠道发展路径

	2010 年之前 传统渠道时代	2010-2017 年 移动互联网时代	2017 年之后 直播社群时代
薇姿	1998: 进入中国 2008: 减少药房渠道投入, 转战商超和百货渠道	2012: 开设天猫旗舰店, 开启线上渠道销售进程 2015: 薇姿京东自营官方旗舰店开业	2018: 在北上广深尝试快闪店 2020: 重返 OTC 渠道, 与国大药房联合推出 O+O 药房渠道, 收缩百货专柜渠道
理肤泉	2001: 进入中国, 以药店和专业医学渠道为主 2008: 入驻各大百货中心、购物广场	2015: 理肤泉京东自营官方旗舰店开业 2016: 理肤泉天猫旗舰店开业 2017: 开启母婴渠道	2019: 注册微信小程序进行私域流量的销售
雅漾	2004: 进入中国, 以药房为主要渠道 2008: 转战百货渠道及屈臣氏	2015: 雅漾天猫旗舰店开业 2017: 入驻京东, 与专营店合作试水 CS 渠道	2018: 注册微信小程序进行私域流量销售 2020: 成立新零售部门, 在上海成立首家实体旗舰店
贝泰妮	2008: 滇虹药业孵化薇诺娜项目	2010: 首次与商业公司及区域经销商合作 2011: 薇诺娜官方旗舰店正式登陆天猫商城集团 2012: 设立电商事业部 2016: 速美 APP 正式上线; 调整线下战略, 加大与商业客户及直供客户合作, 减少与经销商的合作	2017: 搭建薇诺娜专柜服务平台, 通过 BA 引导消费者入驻平台 2018: 进入小红书、抖音等多电商渠道 2020: 进入屈臣氏, 2021 年拟入驻 2000 家
玉泽	2009: 玉泽第一代产品推出, 以药房为主要渠道	2014: 玉泽官方旗舰店在天猫商城开业	2018: 入驻屈臣氏, 进入 CS 渠道 2021: 玉泽旗舰店在京东开业; 微信小程序“玉泽微商城”建立, 获得私域流量
创尔生物	2002: 创尔生物创立 2004: 正式生产、销售胶原贴敷料	2013: 创尔美商城正式上线运作 2014: 创尔美旗舰店在淘宝开业 2015: 创尔美品牌旗舰店在京东开业 2016: 互联网销售平台“云护肤”上线	2018: 开设创福康天猫旗舰店 2020: “创尔美商城”小程序上线
HFP		2014: HFP 成立 2016: 进驻天猫, 开启线上销售渠道 2017: 注册微信小程序进行销售	2018: 进驻京东, 扩大线上网络销售渠道

资料来源：公司公告、招股说明书、各品牌官方网站、德邦研究所

## 2.2. 贝泰妮：从线下到线上，全链条协同发展

从“械”到“妆”：渠道从商业公司及区域经销商拓展，线上实现全渠道布局。线下方面则聚焦发展，贝泰妮最早与商业公司和经销商进行合作销售，后又拓展一心堂、国药控股、九州通、健之佳等客户，2016 年至今开始调整线上战略布局，加大对商业客户及直供客户的合作，该部分客户以销售医疗器械为主且较少参与营销活动，有效保障盈利能力，同时通过药房的销售建立敏感肌领域专业度。2011 年开设天猫旗舰店，2012 年成立电商事业部以拓展线上渠道，公司始终把握线上流量红利，2013 年开设京东旗舰店，公司抓住直播及社交电商浪潮，布局小红书、抖音等平台。2017 年在微信平台搭建平台，在行业中率先实现了线上和线下的相互渗透，通过派驻在终端网点的 BA 与客户进行沟通，后引导客户加入会员，实现了线下带动线上的协同发展。

图 21：线上全渠道布局、线下追求渠道聚焦

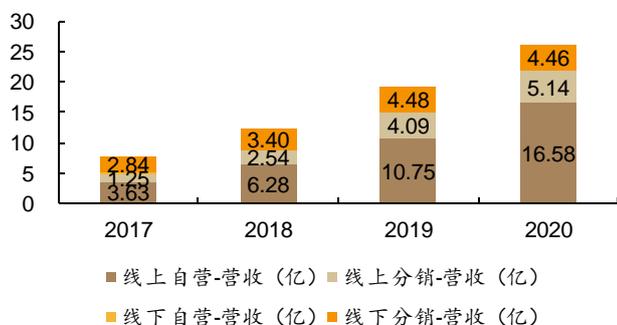


资料来源：公司招股说明书、公司官网、德邦研究所

积极把握电商发展红利，加大对线上渠道的建设。线上自营收入占比由 2017 年的 46.16% 提升至 2020 年的 63.28%，公司在天猫、京东等大型 B2C 平台开设自营店铺并建立薇诺娜网上商城进行商品的推广与销售，通过微信深耕私域流量，公司跟随行业趋势增加线上平台的促销力度，积极参与 618、双 11、双 12 等活动，部分产品的销售价格下降带来毛利率的降低。线上分销部分包括与唯品会、京东、天猫等 B2C 平台合作及经销商分销，公司加大与 B2C 平台合作并为其保

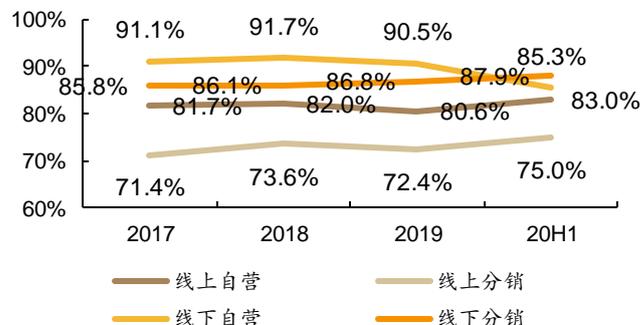
留利润空间，经销商端为公司大力发展的目标，加大促销返利支持力度，使得毛利率低于其他渠道。线下自营毛利率较高，但公司渠道战略进行大幅调整，对线下自营渠道进行缩减，2020年营收贡献仅0.09%；公司集中资源发展线下分销渠道客户，线下分销渠道中医疗器械的占比较高且较少参与促销活动，单位售价、毛利率较高的商业公司渠道及直供客户渠道销售占比较高，带来线下渠道毛利率高于线上渠道。

图 22：把握电商发展红利，积极布局线上渠道（单位：亿元）



资料来源：公司招股说明书、公司公告、德邦研究所

图 23：线下渠道毛利率高于线上渠道



资料来源：公司招股说明书、公司公告、德邦研究所

### 2.2.1. 参与移动互联网快速崛起的“盛宴”，线上布局具备先发优势

把握移动互联网快速发展时期，线上布局具备先发优势。2012年前后进入移动互联网时代，从传统的渠道转为线上销售，2009年淘宝双十一销售额仅0.5亿元，而2012年则达191亿元，淘宝全年GMV达0.66万亿，2012-2015年复合增速达54.4%，薇诺娜2011年便开设天猫旗舰店，充分把握移动互联网快速发展的红利期。而随着流量红利的充分释放、移动互联网覆盖率几近饱和，淘宝2016-2021财年GMV复合增速放缓至21.3%，彼时薇姿、雅漾、理肤泉、修丽可等海外品牌开始布局线上渠道，薇诺娜极具先发优势，且天猫旗舰店粉丝数量达815万人，远领先其他品牌。

表 9：渠道优势之一：参与移动互联网快速崛起的“盛宴”，线上布局具备先发优势

品牌	渠道布局	天猫旗舰店 开设时间	粉丝数量 (万人)	京东旗舰店 开设时间	粉丝数量 (万人)
薇诺娜	线上布局天猫、京东、抖音、唯品会、小红书、聚美优品、蘑菇街、考拉海购等平台，率先进入微信渠道；线下布局连锁药店、诊所、日化店等	2011/04	814.9	2015/08	240.6
玉泽	成立初期专攻药房，2014年前后进入天猫、京东，药房+电商协同发展	2014/01	306.2	2015/04	74.1
薇姿	进入以线下药店进入中国市场；2008年，从药房转为百货、屈臣氏、电商等多渠道；2016年进入天猫；2020年8月与国大药房合作O+O模式，未来将不进入百货	2016/04	193	2016/04	43.7
雅漾	初期以药房为主渠道进入中国，2008年转型百货模式，2015年进入天猫，以百货、药房、电商三个渠道为主	2015/07	471.1	2015/08	271.9
理肤泉	早期是药房渠道，后期在电商、CS、商超、百货布局	2016/04	453.3	2015/03	239.9
修丽可	医生诊所、天猫(线上)、商场(线下)三个渠道的“O+O+O”模式。	2016/08	437.9	2019/05	3.9

资料来源：公司招股说明书、天猫、京东、德邦研究所

注：粉丝数量时间截止至2021年5月14日

### 2.2.2. 私域流量转型，新兴渠道取得成效

积极向私域流量转型以对冲获客成本上升掣肘，当前已取得积极成效。公域流量的获客成本上升，带来边际收益下降，公司2017年3月在微信平台搭建专柜服务平台，主要面向私域浏览量，通过BA引导线下消费者成为平台会员，对会员实现差异化和精细化运营，提高客户流量价值、复购率及客户粘性，渠道收入占比从2017年的6.35%提升至2019年的12.52%，2019年新增客户达19万

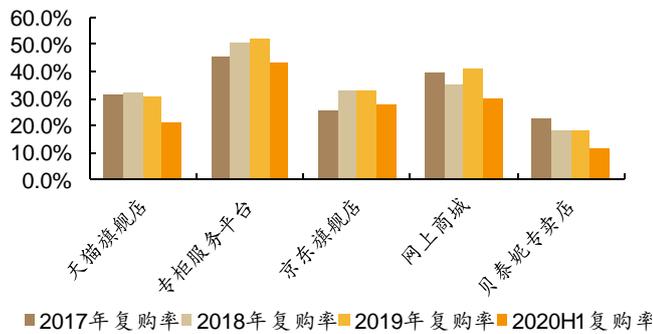
人，流量规模不断扩大，复购率达 52.5%，领先于其他渠道。微信小程序以广告及短视频获取公域流量，多种方式引导消费者进入社群，实现公域流量向私域流量的转化，2020 年底社群已达 142 个，用户数达 2.2 万人，渠道收入取得稳定增长。

表 10：线上全渠道布局，私域流量转型已有成效

销售模式	销售类型	主要平台	流量来源	2017 年		2018 年		2019 年		2020H1	
				营收 (万元)	占比 (%)	营收 (万元)	占比 (%)	营收 (万元)	占比 (%)	营收 (万元)	占比 (%)
线上自营	线上推广自营模式	天猫、京东、唯品会、小红书、抖音、考拉等 薇诺娜网上商城	公域流量	31,238	39.14	48,402	39.02	82,346	42.36	48,931	51.97
			公域流量和私域流量相结合	-	-	607	0.49	793	0.41	796	0.85
	线上线下相结合的自营模式	薇诺娜专柜服务平台	私域流量	5,065	6.35	13,808	11.13	24,345	12.52	7,511	7.98
合计				<b>36,303</b>	<b>45.49</b>	<b>62,816</b>	<b>50.64</b>	<b>107,484</b>	<b>55.3</b>	<b>57,238</b>	<b>60.79</b>

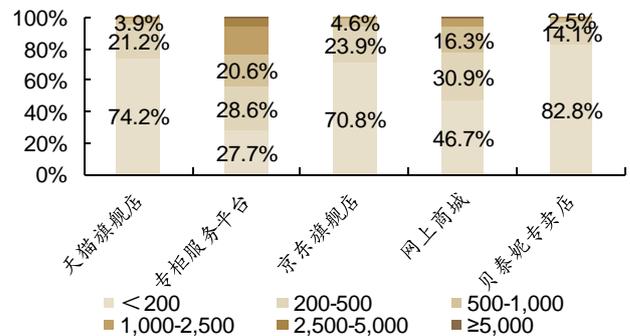
资料来源：公司招股说明书、德邦研究所

图 24：专柜服务平台复购率达 50%，领先其他渠道



资料来源：贝泰妮招股说明书、德邦研究所

图 25：专柜平台客单价集中在 500-5000 区间



资料来源：贝泰妮招股说明书、公司公告、德邦研究所

基于庞大的用户基础及营销链路整合，未来市场的增量机会在于抖音。第一，抖音拥有庞大的客户基础：2020 年 11 月抖音企业号生态大会上表示，抖音日活达 6 亿，30 分钟以上用户使用时长占比达到 35%，企业号数量为 500 万，企业号每天能够被看到 200 亿次，平均 1 个企业号视频能带来 18 个商机。第二，打造“流量+内容+电商”完整闭环：营销方式以传统的品牌广告为主，旨在提高曝光和渗透情况，后转为基于人群标签投放和成交 GMV 优化的效果广告，当下消费者注重内容，通过互动数据的流量池着重关注完播率和互动数据。抖音已经通过达人矩阵、信息流投放、品牌广告的投放打造成熟的营销平台，打造品效合一。

贝泰妮率先入局抖音，营销效果同行领先。旗下品牌薇诺娜在抖音已有 55.2 万粉丝，抖音直播互动率为 1.03%，略次于雅漾的 1.28% 及佰草集的 1.06%；从场均销售额角度来看，薇诺娜在可比公司中实现领先，场均销售额达到 46.6 万，仅次于珀莱雅的 64 万。

### 2.2.3. 坚守线下渠道，打造专业品牌形象

坚守线下渠道阵地，打造专业品牌形象。薇姿以“药房专销护肤品”的形象进入中国，巅峰时期在中国药店的专柜数量达 3000 个，年销售额突破 15 亿元，但海外品牌面临利润考核因素，药店渠道的铺设要经历长时期的消费者教育，需要度过低投入回报的阵痛期，不符合国际品牌 KPI 要求，于是在 2008 年逐渐退出药房渠道转为百货、屈臣氏，2020 年与国大药房合作重回 OTC 渠道。贝泰妮大量投入资源，2016 年便已通过 1000 家公立医院功效型和安全性临床观察，形成了以头部三甲医院为核心，通过药店辐射全国。公司出生于滇虹药业，带有医药背

景，在医生中获得较高认可度，通过维护医生关系及学术推广工作以打造“医研共创”模式，随着疫情提高消费者对医生的信任度及产品成分安全性和功效性的考量，与医生建立深厚合作关系的贝泰妮将从消费行为转变中受益。

### 2.3. 创尔生物：顺应时代潮流，从线下走到线上

**渠道端：积极把握电商发展红利，加大对线上渠道的建设。**2018年以前，公司以线下销售为主，多采用经销模式。近年来，公司加大对线上渠道的建设，线下业务规模占比逐年缩减，线上自营收入占比由2017年的38.97%提升至2020年H1的66.29%，公司通过在天猫、京东等大型B2C平台开设自营店铺并建立自有平台“云护肤”和创尔美商城进行商品的推广与销售。分品类而言，护肤品自面世以来，主要采用线上直销的模式进行，医疗器械类也逐步完成从线下经销渠道向线上直销渠道的转型。

图 26：把握电商发展红利，积极布局线上渠道（单位：亿元）



资料来源：创尔生物招股说明书、德邦研究所

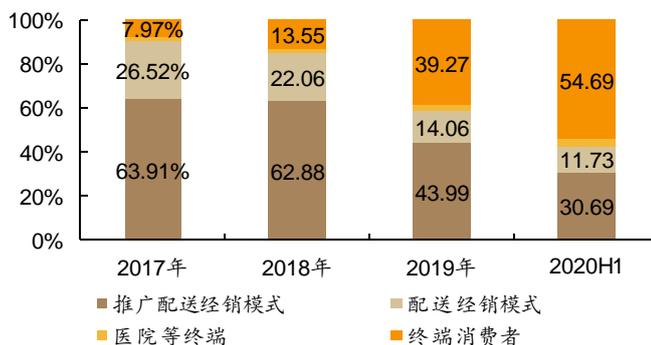
图 27：护肤品直销为主，医疗器械逐步完成转型（单位：亿元）



资料来源：创尔生物招股说明书、德邦研究所

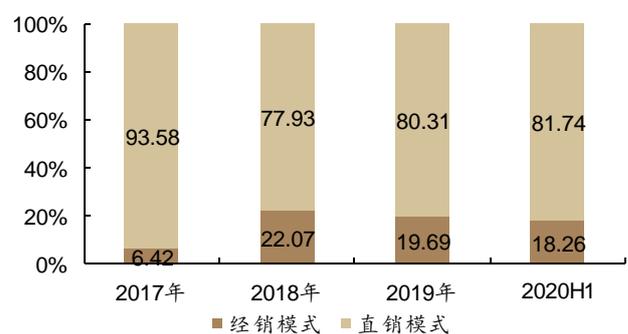
**医疗器械从线下走到线上，护肤品持续深耕线上渠道。**医疗器械类产品主要采用经销模式，包括推广配送经销模式及配送经销模式两种，2018年末开设天猫创福康旗舰店，利用电商平台实现收入快速增长，2019年终端消费者销售金额占医疗器械类的比重达39.27%，较2017年提升31.3pct，医院等终端渠道销售金额稳中略有增长。护肤品领域，通过天猫、京东等电商平台进行线上销售，销售占比达80%，2018年拓展经销渠道带动经销收入略有提升。

图 28：医疗器械类产品加大线上渠道布局



资料来源：创尔生物招股说明书、德邦研究所

图 29：护肤品持续深耕线上渠道



资料来源：创尔生物招股说明书、德邦研究所

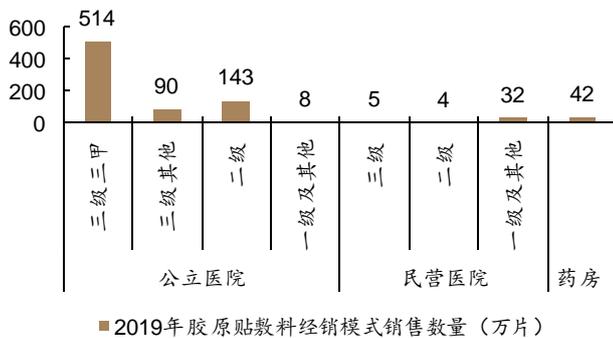
**产品终端销售以公立医院为主导，其中三甲医院占比较高。**2019年胶原贴敷料产品覆盖972家终端，其中医院为892家、药店仅80家，考虑到民营企业逐步打造自有品牌产品，故通过民营医院分销渠道获得的客户数量在逐渐减少，合作公立医院数量稳定在700家以上。其中，公立医院以三甲为主，2019年销量占比达49.38%，公立医院销量占比累计达71.07%。胶原蛋白海绵方面，公立医院销量占比达98.96%，其中三甲占比73.72%。

图 30：产品终端销售以公立医院为主导，整体保持稳定



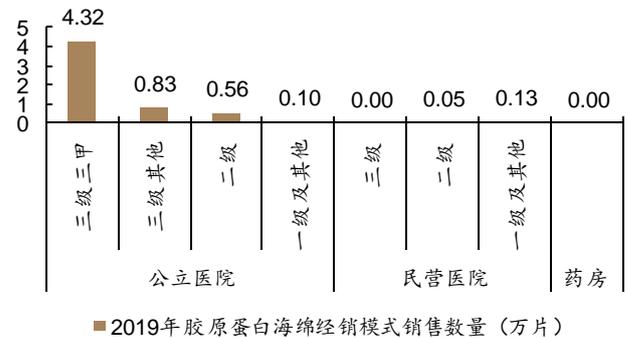
资料来源：创尔生物招股说明书、德邦研究所

图 31：胶原贴敷料终端销售中三甲医院占据主导



资料来源：创尔生物招股说明书、德邦研究所

图 32：胶原蛋白海绵终端销售中三甲医院占据主导



资料来源：创尔生物招股说明书、德邦研究所

## 2.4. 药房支持叠加需求提升，未来专业渠道持续深化

**医院及药店渠道打造专业口碑，进入渠道存在较高壁垒。**我们认为随着护肤品市场逐渐成熟，直播及社群对消费者进行充分及全面的护肤教育，成分党逐渐崛起，贝泰妮举办多场学术交流活动，并邀请知名皮肤科医生进行直播宣传等活动，医院、药店等专业渠道起到树立口碑和引流的作用。药店对产品的质量控制和购销存在严格规定，品牌进入渠道存在一定壁垒，产品质量能够得到保障。OTC渠道的美导在药品领域的专业能力更强，化妆品推广效果更易受到消费者信服。

**供给端：2020年多家药店布局化妆品业务，专业渠道持续深化。**多个连锁药店在2010年前后布局化妆品业务，但表现略有分化，同仁堂作为早期的布局者，2009年退出该业务；2011年老百姓及海王星辰药店试水化妆品业务，涵盖品牌包括薇姿、理肤泉等；健之佳与贝泰妮深度合作。2020年多个药店逐步转型，国大药房与薇姿合作O+O（线下与线上渠道融合）模式，11月已开设23家美妆零售药房；一心堂10月与贝德玛、绽颜医疗展开合作，11月份一心堂首家化妆品店在海南自由贸易港中心城市海口开业；5月上海首家雷允上化妆品店开业，化妆品包括日本CANMAKE彩妆系列。我们认为，在成分党增加、护肤意识觉醒的当下，消费者注重专业化服务，药店凭借专业医师的优势持续巩固消费者，中康CMH数据显示，2019年OTC渠道零售规模近4000亿，市场空间广阔，药店纷纷转型为化妆品公司提供渠道拓展的新增长点，我们认为未来药店与化妆品的合作将会持续深化。

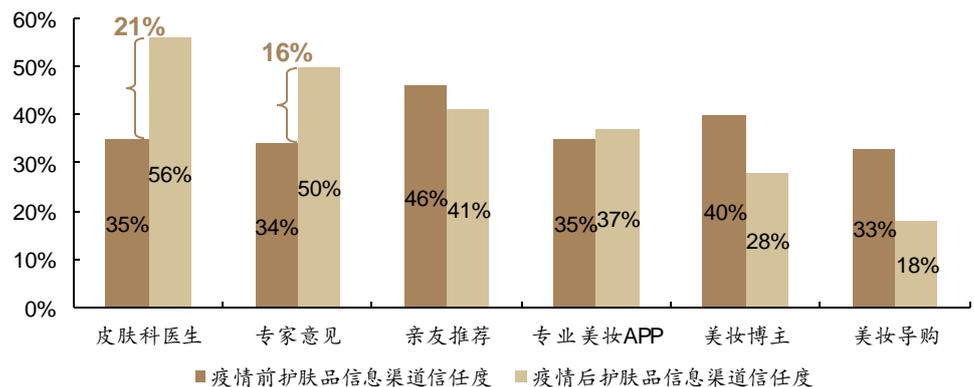
表 11：2020 年多家药店积极布局化妆品业务

2020 年前		2020
国大药店		8 月与薇姿合作，在上海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 11 月已有 23 家美妆新零售药房，门店包括薇姿、雅漾、怡思丁等品牌
同仁堂	自产自销化妆品产品，2008 年化妆品收入仅 2000 万元，2009 年退出药房销往美容院但以失败告终	
一心堂		10 月与法国贝德玛、绽颜医疗美容开启战略合作；绽颜医疗美容代理下的法国贝德玛正式入驻一心堂电商平台“一心到家”、“一心优品”社交电商共享创业型平台 11 月一心堂首家化妆品店在海南自由贸易港中心城市海口开业
大参林	只销售少量面膜产品，如创福康胶原贴敷料，森田玻尿酸符合原液面膜等	
老百姓大药房	2011 年首度试水化妆品，包括薇姿、理肤泉、尚惠、春纪、玉兰油、百雀羚等品牌	
桐君阁	销售医用敷料面膜，如芙清和可复美	
海王星辰	2011 年在深圳开首家化妆品店；线上药店销售面膜，包括森田，李医生等品牌	
健之佳	截至 2017 年 6 月底，在云南、四川、重庆、广西有 45 家化妆品店	
雷允上		5 月上海首家雷允上化妆品店开业，化妆品包括日本 CANMAKE 彩妆系列
片仔癀	自产自销化妆品产品	

资料来源：公司公告、各药店官方网站、德邦研究所

**需求端：疫情催化消费者信任度提升。**《后疫情时代理性护肤白皮书》数据显示，疫情后消费者对亲友推荐、美妆博主及美妆导购提供信息的信任度有不同程度的下滑，对皮肤科医生及专家意见信任度明显提高，消费者对产品的选择愈发理性。我们认为随着消费者群体逐渐年轻化，且受到互联网教育程度更高，未来会持续保持对成分的追求，而在品牌建立及专业化形象打造方面，专业渠道将成为各品牌的发展重点。

图 33：疫情后消费者对皮肤科医生及专家信任度明显提升



资料来源：CBNData、德邦研究所

## 2.5. 渠道布局战略：妆字号线上多元布局，械字号从线下走向线上

我们对功能性护肤品各品牌渠道布局进行总结，发现**妆字号和械字号品牌之间渠道差异有限，布局相似但结构略有不同**。皮肤学级护肤品和强功效型护肤品专注线上渠道，以 HFP 为例，线上对用户进行全方位教育，多元化拉动线上业务发展，线上发展孕育了 HFP 的诞生。**妆字号的品牌尤其是皮肤学级护肤品，海外品牌的渠道布局以线上为基本盘，同时发展线下专业渠道，国内品牌则从医院及**

药店专业渠道出发，线上发展增加市场影响力。械字号的产品多以线下开始发展，早期进入医院、药房等渠道，以创尔生物为例，医院渠道采取一级、二级、三级层级覆盖，在专业渠道方面搭建夯实基本盘，销售医疗器械类产品，同时通过多品牌、多产品的布局，从线下走向线上，并逐步在线上营销环节中扩大品牌的影响力，实现线上线下差异化布局。

### 3. 产品端：多元化布局，实现护肤品与医疗器械协同

#### 3.1. 妆字号品牌主打配方及成分，械字号品牌更聚焦

**定位之异：皮肤学级及强功效性护肤品为妆字号，医美级为械字号产品。**广义所言的功能性护肤品仔细划分可分为三个赛道——皮肤学级护肤品、强功效性护肤品和医美级护肤品。皮肤学级护肤品是最狭义的功能性护肤品，强调配方精简，着力于修复肌肤屏障对抗敏感肌，产品经过临床试验证实。强功效性护肤品主打成分较单一、浓度高，追求主添加成分对应的功效，如美白、抗衰老等。医美级护肤品遵循械字号审批流程，生产环境和流程要求严格高于以上两种，以富含胶原蛋白、透明质酸等成分的敷料为主，多用于医美术后的舒缓和修复。

表 12：功能性护肤品细分赛道定位差异

分类	定位
皮肤学级护肤品 (狭义功能性护肤品，妆字号)	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 强调配方精简，原料严格筛选，不含或尽量少含易损伤皮肤或引起皮肤过敏的物质，产品包装更注意防范污染</li> <li>✓ 依据不同类型皮肤生理特点及皮肤病的发病机制进行研发，其产品成分作用机制明确，经过临床试验证实，能对一些皮肤病起到辅助治疗作用</li> </ul>
强功效性护肤品 (妆字号)	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 有效成分高浓度，一般添加一种或两种热门功效性化学成分，如：透明质酸、烟酰胺、神经酰胺、水杨酸、虾青素、寡肽等</li> <li>✓ 主要追求主添加成分对应的功效，如：补水、抗衰、美白、紧致、提亮、淡斑等</li> </ul>
医美级护肤品 (械字号)	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 产品作为医疗器械上市，按“械字号”审批备案，多用于医疗美容术后修复</li> <li>✓ 生产过程严格依照 GMP 制药标准，产品安全性要求较高</li> <li>✓ 功效以舒缓皮肤、清痘抑菌、修复皮肤屏障为主</li> </ul>

资料来源：公开信息整理、德邦研究所

**功效型妆字号品牌主打配方及成分，械字号品牌更聚焦。**皮肤学级护肤品赛道中代表性企业包括国产的薇诺娜、玉泽、海外的薇姿、雅漾等品牌，较普通护肤品而言，该类护肤品主打成分精简和聚焦，但就薇诺娜而言，其定位于敏感肌护理，热门产品“舒敏保湿特护霜”中成分包含青刺果、马齿苋、透明质酸钠等，玉泽产品中的成分包括霍霍巴籽油、向日葵籽油、油橄榄果油等多种，薇姿主打火山温泉水。强功效性护肤品中强调化学成分，如透明质酸、烟酰胺、神经酰胺、水杨酸、虾青素、寡肽等。功效型妆字号产品较普通产品更强调配方精简，但就械字号而言，以创福康的明星产品Ⅱ类及Ⅲ类胶原贴辅料为例，其成分仅为胶原蛋白原液及少量防腐剂，敷尔佳的产品医用透明质酸钠修复贴仅包含五种成分，械字号的成分更为聚焦。

表 13：各品牌主打产品、品牌定位、核心技术及核心成分介绍

类别	细分品牌	主打产品	品牌定位	核心技术	核心成分
皮肤学级护肤品	薇姿 (法国)	以火山温泉水为基础的水、喷雾、面霜和精华等	强韧焕活肌肤，抵抗外界侵袭	薇姿火山温泉水、高活性成分玻尿酸	薇姿火山温泉水、生物糖胶-1、透明质酸钠
	理肤泉 (法国)	以温泉水为基础的喷雾、修复霜、面膜、精华等	为了敏感肌肤的美好生活	理肤泉温泉水	牛油果树果脂、泛醇、季戊四醇四酯、辛酸甘氨酸、羟基积雪草苷、生育酚、葡糖酸铜、葡糖酸锌、葡糖酸锰
	雅漾 (法国)	以温泉水为基础的喷雾、乳、霜、精华等	敏感肌肤护理专家	雅漾温泉水	牛油果、温泉水、各种酯类
	珂润 (日本)	具有润浸保湿功效的系列产品	解决干燥性敏感肌肤困扰	润浸保湿神经酰胺 (Ceramide) 护理	蓝桉叶提取物
	薇诺娜	具有舒敏保湿功效的系列产品	专注敏感肌肤护理	云南特色植物提取物	牛油果树果脂、青刺果油、透明质酸钠、马齿苋提取物、β-葡聚糖
	玉泽	具有皮肤屏障修护功效的系列产品	致力于皮肤屏障修复	PBS 植物仿生脂质技术	霍霍巴籽油、向日葵籽油、油橄榄果油、角鲨烷、霍霍巴脂类、牛油果树果脂、麦冬、神经酰胺 3 等

强功效性护肤品	HFP	重要护肤成分原液及衍生产品	以成分，打动肌肤	金盏花、玻尿酸、烟酰胺、寡肽、神经酰胺、氨基酸、牛油果等
	The Ordinary (加拿大)	重要护肤成分原液	有诚意的成分美妆	咖啡因、烟酰胺、水杨酸、果酸、玻尿酸、熊果苷
	修丽可 (美国)	重要护肤成分精华液及衍生产品	以科学为基础，专业皮肤抗氧化的先驱	维他命原液专利 色修精华：油橄榄叶提取物、黄瓜果提取物、迷迭香叶提取物、柚果提取物、麝香草花叶提取物、透明质酸钠、桑根提取物 CE 精华：抗坏血酸、生育酚、阿魏酸、透明质酸钠
	润百颜	以玻尿酸为基础的系列产品	科技让生命活力触手可及	三重玻尿酸和酶切法制作 miniHA 透明质酸钠、肌酸、尿囊素
	夸迪	以 5D 透明质酸为基础的系列产品	品质、品味、品格	5D 玻尿酸 水杨酸、5D 玻尿酸
	Bio-MESO 肌活	重要护肤成分精华液、肌底液及衍生产品	成分党最爱	Hymagic™-4D 透明质酸技术 虾青素、左旋乳酸
医美级护肤品	荣晟	以透明质酸为基础的医用冷敷贴	以人为本、康养结合	透明质酸
	敷尔佳	重要护肤成分为基础的修复性产品	专业修复 贴心呵护	透明质酸钠、虾青素、传明酸、胶原蛋白
	可复美	以胶原蛋白为基础的系列修复性产品	致力于国人肌肤修复，解决皮肤问题	类人胶原蛋白研发技术 类人胶原蛋白
	创福康	以创面的辅助治疗为导向的系列产品	专业修复皮肤屏障	活性胶原生物医用材料制备关键技术 活性胶原
	芙清	以解决痘痘为导向的系列产品	专注痘痘肌	立体水杨酸 立体水杨酸、控油肽、抗菌肽

资料来源：各品牌官方网站、德邦研究所

表 14：薇诺娜及创福康热门产品核心成分

品牌	产品	成分
薇诺娜	舒敏保湿特护霜	青刺果、马齿苋提取物、透明质酸钠、牛油果树果脂、β-葡聚糖等
	舒敏保湿修护精华液	青刺果、马齿苋提取物、透明质酸钠、角鲨烷、β-葡聚糖、聚谷氨酸钠、水解小核菌胶、丁二醇等
敷尔佳	医用透明质酸钠修复贴	透明质酸钠、注射用水、对羟基苯甲酸乙酯钠、对羟基苯甲酸丙酯钠、卡波姆 940、非织造布
创福康	胶原蛋白贴医用敷料 (III 类)	胶原蛋白原液、少量防腐剂、非织造布
	胶原贴敷料 (II 类)	胶原蛋白原液、少量防腐剂、非织造布

资料来源：科技网、德邦研究所

### 3.2. 贝泰妮：初期以“械字号”为主，“妆字号”产品矩阵不断拓展

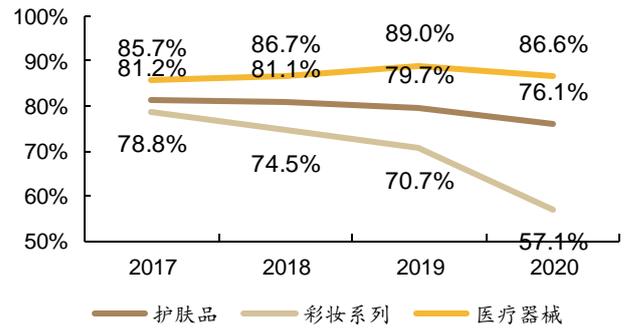
成立初期销售以“械”字号产品为主，当前“妆字号”产品矩阵不断拓展。公司早期从线下渠道拓展，主要销售医疗器械产品，后续开拓霜、护肤水、面膜、精华、乳液等“妆字号”产品。“械字号”领域 I 类产品包括医用冷敷贴和伤口护理软膏，II 类产品包括透明质酸修护生物膜、透明质酸修护贴敷料、化学换肤术护理包、医用冷敷贴和伤口护理软膏，公司拟投入 486.4 万元进行 III 类医疗器械开发，项目已处于批文申报阶段。2020 年护肤品类营收贡献达到 89.52%；医疗器械的营收占比下降至 2020 年的 7.40%。

图 34：护肤品营业收入贡献度近 90%



资料来源：贝泰妮招股说明书、公司公告、德邦研究所

图 35：三大业务毛利率略有分化，医疗器械保持领先

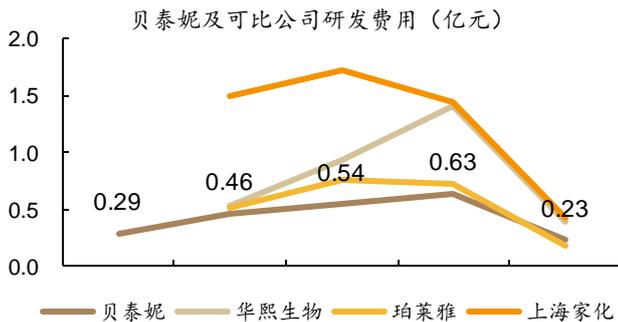


资料来源：贝泰妮招股说明书、公司公告、德邦研究所

### 3.2.1. 研发能力突出、绑定核心成分

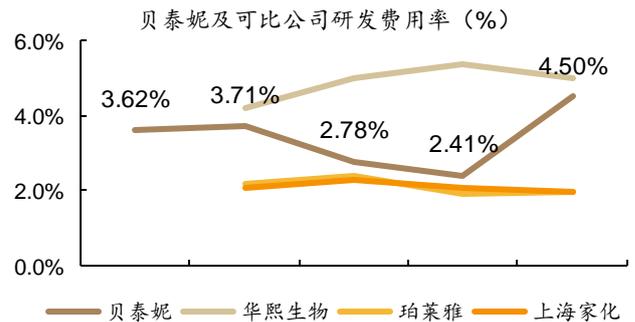
**研发端持续投入。**2017-2020 年研发费用为 0.29 亿/0.46 亿/0.54 亿/0.63 亿，研发费用率为 3.62%/3.71%/2.78%/2.41%，相比于国内可比公司，贝泰妮的研发费用率位于行业前列。

图 36：贝泰妮研发费用略低于可比公司



资料来源：贝泰妮招股说明书、各公司公告、德邦研究所

图 37：贝泰妮研发费用率位于行业前列 (单位：%)



资料来源：贝泰妮招股说明书、各公司公告、德邦研究所

**深度绑定七位核心研发人员。**七大核心研发人员均具备相关化学、药学、生物学的背景，均为硕士学历毕业，参与多项发明专利及新型专利，招股说明书披露，研发总监王飞飞间接持有公司总股本 390.33 万股，研发经理苏温柔通过鼎信 8 号资管计划战略配售持股 2.62 万股，工艺经理及助理研发经理均通过战配持有 1.75 万股。截止至 2020H1，公司 100 人研发团队中包括博士学历 3 人，硕士学历 24 人，本科学历 57 人，专业背景系统涵盖药学、中药学、生物制药、药理学等多个方面。2020 年底共有研发人员 104 人，占总员工的比重为 5.46%，位于行业中游。

**聚焦四大植物成分，掌握 11 项核心成分。**公司基于皮肤学理论，糅合前沿科研力，产品主要围绕天然植物的活性成分，例如青刺果、马齿苋、山茶花和重楼，青刺果主要用于修护受损皮肤屏障，是舒敏保湿系列中的核心成分，主要用于特护霜；马齿苋有效缓解肌肤受到的刺激；云南山茶可深层滋养水润肌肤；云南重楼可阻隔致痘源污染，成分用于清痘系列中。公司挖掘四大核心成分，更为重要的是制备方法及其护肤品产业化的制备方法，根据招股说明书披露，公司拥有境内有效专利 46 项，11 项自主研发的核心技术，在敏感肌肤护理领域保持领先。

表 15：产品四大核心成分及应用情况

成分名	生长环境	功效	成分图片	应用产品名	产品应用
青刺果	生长在3200米海拔的香格里拉雪山上	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		舒敏保湿特护霜 柔润保湿霜	
马齿苋	一年生草本植物、耐涝耐旱	薇诺娜利用专利萃取提取马齿苋精华，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		舒敏保湿丝滑面膜 舒敏保湿润肤水	
云南山茶	生长在2800米滇中草原和云南西部山地	花瓣萃取物可润白亮泽肌肤、籽富含维生素、不饱和脂肪酸，可以深层滋养水润肌肤		极润保湿面膜 极润保湿BB霜	
云南重楼	生长在3100海拔的潮湿荫蔽深山中	从云南重楼提取到的甾体皂苷，直击痘痘根源，阻隔致痘源污染，对抗各种诱发因素		清痘修复精华 净痘清颜消印霜	

资料来源：薇诺娜网上商城、德邦研究所

### 3.2.2. 推行大单品策略，实现功能聚焦

**坚持舒敏保湿特护霜大单品发展。**2017-2020H1“舒敏系列”产品的销售收入占比为 39.23%/39.09%/38.11%/32.06%，其中系列中的畅销单品“舒敏保湿特护霜”销售收入占比为 18.37%/17.77%/18.36%/13.56%，2019 年单产品的营收超 3 亿元，与雅诗兰黛小棕瓶、SK-II 神仙水的大单品战略趋同。

**大单品战略的核心在于不断升级调整功效成分。**雅诗兰黛的核心大单品“小棕瓶”已迭代至第七代，推出即时修护眼部精华霜、特润修复精华眼霜、高能小棕瓶等系列产品，雅诗兰黛极致的推出小棕瓶大单品，每一代产品的背后在于功效成分的调整与升级。对贝泰妮也同样适用，舒敏保湿特护霜于 2014 年进行备案，同年润肤水及丝滑面膜贴备案，三款产品的核心功效成分的区别仅在于β-葡萄糖及甘油聚醚-26，成分差异度较小。2016 年推出保湿喷雾采用库拉索芦荟叶提取物，2017 年修护精华液则在特护霜功效成分的基础上添加聚谷氨酸钠，新产品的推出是在原有产品基础上进行升级及功能细化。

表 16：舒敏系列产品功效成分迭代情况

	上市时间	主要功效	共有成分	甘油	透明质酸钠	β-葡聚糖	甘油聚醚-26	特有成分
舒敏保湿特护霜	2014	舒缓敏感、坚韧皮肤屏障	1,2-戊二醇、丁二醇、马齿苋提取物	√	√	√		
舒敏保湿润肤水	2014	舒缓肌肤、温和润泽、滋润保湿		√	√	√	√	
舒敏保湿丝滑面膜贴	2014	舒缓敏感、密集补水、滋润保湿		√	√		√	
舒敏保湿喷雾	2016	舒缓肌肤、清爽补水、滋润保湿	1,2-戊二醇、丁二醇、马齿苋提取物					库拉索芦荟叶提取物
舒敏保湿修护精华液	2017	舒缓敏感、修复肌底、锁水保湿		√	√	√		聚谷氨酸钠
马齿苋舒缓保湿喷雾		保湿补水、舒缓敏感						甜菜碱、泛醇
青刺果修护保湿喷雾		修复屏障、补水保湿		√				青刺果油、莲提取物、卵磷脂、柠檬酸

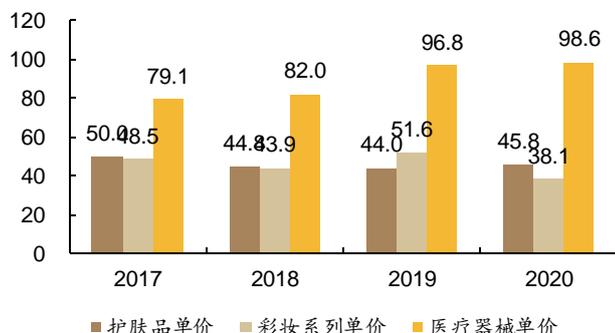
资料来源：德邦研究所

### 3.2.3. 医疗器械单价领先，产品拥有定价权

**医疗器械单价领先，产品拥有定价权。**医疗器械产品为透明质酸修护生物膜、透明质酸修护贴敷料等，主要用于微创术后屏障受损皮肤的保护和护理，面向商

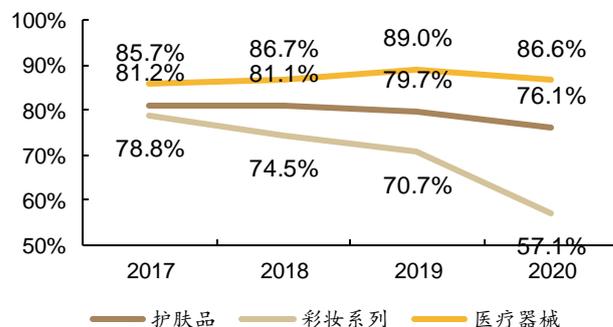
业客户和直供客户保留较高的定价权，毛利率高于其他品类。产品单价来看，医疗器械平均单价达 98.6 元，远高于护肤品的 45.8 元及彩妆的 38.1 元，背后是产品定价权的体现。化妆品多以线上销售为主，对大型 B2C 平台给予一定支持力度，为了吸引客户群体在线上进行多元化促销活动，而械字号的销售以线下为主，专业渠道较少参与促销，更具溢价能力。

图 38：医疗器械单价领先于“妆字号”产品（单位：元）



资料来源：贝泰妮招股说明书、公司公告、德邦研究所

图 39：三大业务毛利率略有分化，医疗器械保持领先



资料来源：贝泰妮招股说明书、公司公告、德邦研究所

### 3.3. 创尔生物：从医疗器械到护肤品，打造 2X2 产品矩阵

#### 3.3.1. 创尔生物打造 2X2 产品矩阵

多年发展，创尔生物打造 2X2 产品矩阵。按照是否含有胶原蛋白及是否为医疗器械进行分类，可将公司产品划分为 2X2 产品矩阵，对于医疗器械品类而言，胶原蛋白类产品包括胶原贴敷料、胶原蛋白海绵等，为 II 类或 III 类医用，需要严格控制管理以保证其安全、有效，而非胶原蛋白类均为 I 类医用产品，医疗器械主要由创福康品牌进行销售。护肤品领域主要由创尔美品牌销售，涵盖生物护肤品及一般护肤品。从备案起始日来看，公司从胶原蛋白类的医疗器械开始发展，逐步向非胶原蛋白产品及护肤品拓展，契合从“械”到“妆”的发展思路。价格角度，医疗器械略高，胶原蛋白类敷贴 2019 年平均售价为 11.41 元/片，高于护肤品贴膜 10.42 元/片的均价。

图 40：多年发展，创尔生物打造 2X2 产品矩阵

医疗器械			护肤品			
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	III类医用	创尔美胶原多效修复面膜	创尔美胶原净撤祛痘面膜	创尔美胶原多效修护原液(升级版)	创尔美胶原舒活补水喷雾
产品						
备案起始日	2016.7	2017.5	2020.12	2018.7	2020.1	2018.7
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
天猫零售价	37元/片	27.6元/片	29元/片	24元/片	228元/30ml	99元/100ml
招股说明书	11.41元/片		6.39元/cm <sup>3</sup>		10.42/片	2.6元/ml
医疗器械			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		水杨酸精华液
产品						
备案起始日	2019.8	2019.8	2019.8	2019.12	2018.7	
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		
天猫零售价		99元/100ml	108元/30g	29元/片		
招股说明书		39.19元/支		5.42元/片		

资料来源：创尔生物招股说明书、德邦研究所

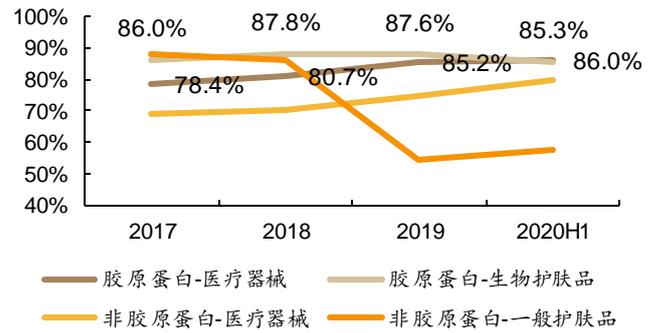
胶原类产品营收贡献超 90%，一般护肤品收入贡献提升。2019 年胶原类产品营收贡献达到 91.03%，其中，医疗器械贡献 56.14%，占比较 2017 年下降 5.59pct；一般护肤品收入贡献由 2017 年的 2.12% 提升至 2019 年的 6.23%。胶原类产品毛利率从 2017 年的 81.08% 提升至 2019 年的 86.11%，主要系主要产品胶原贴敷料单片价格持续提升及产品成本控制得当所致。2017 年胶原贴敷料单片价格为 8.93 元，2020H1 年上涨至 11.41 元，涨幅 27.78%，主因线上直销模式收入占比上升。2019 年一般护肤品毛利率大幅下降主要是引入水杨酸祛痘面膜所致，公司其他一般护肤品平均毛利率在 80% 左右，而水杨酸祛痘面膜毛利率不足 30%，但该产品营收贡献度仅占 5%，对整体盈利情况影响有限。

图 41：胶原产品营业收入贡献度近 90%（单位：亿元）



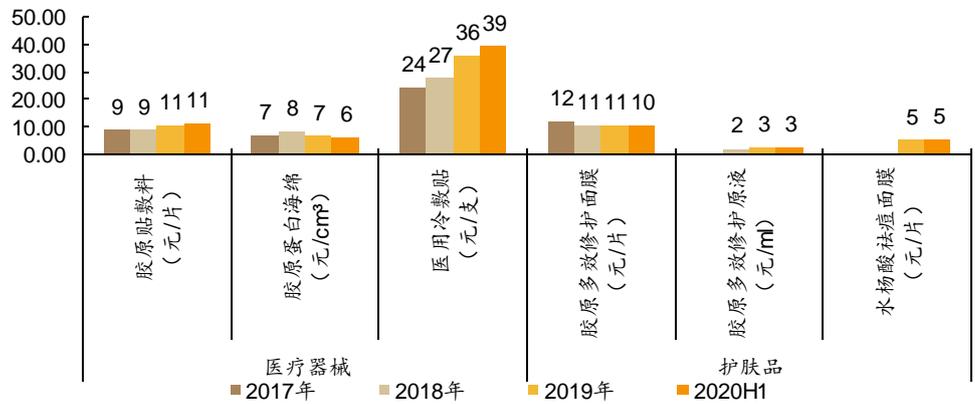
资料来源：创尔生物招股说明书、德邦研究所

图 42：四大板块毛利率略有分化，胶原类产品保持领先



资料来源：创尔生物招股说明书、德邦研究所

图 43：械字号产品平均售价高于妆字号产品，展现更高议价权



资料来源：创尔生物招股说明书、德邦研究所

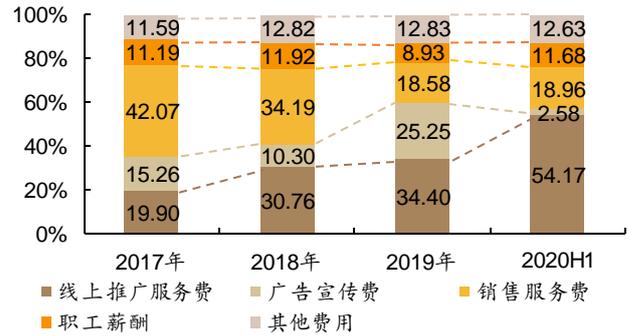
从“械”到“妆”另一验证角度是逐年增加的销售费用，实现护肤品销量上的突破。公司销售费用从2017年的0.55亿增长至2019年的1.36亿，CAGR达56.97%，略超营收49.67%的复合增速，销售费用占比由40.66%提升至44.72%，销售费用的增加主要在于公司加大对线上推广服务、广告宣传及销售服务的投入，三项费用占销售费用的比重稳定在75%-80%区间。创尔美天猫旗舰店2015年开业，截止至2021年6月，已积累109万粉丝，公司在天猫、京东等电商平台参与直通车、钻展、品销宝等活动，同时2019年冠名芒果TV哈哈农夫综艺节目，销售费用的变动契合行业趋势。销售量角度来看，胶原贴敷料销售量2017-2019年复合增速为31.85%，低于胶原多效修护面膜的62.61%，且该产品2019年销售量突破600万片，胶原多效修护原液2018年上市后销售量便达364万毫升，2019年增至627万毫升，护肤品销量实现快速增长，妆字号转型已有成效。

图 44：销售费用逐年增加，复合增速超过营收（单位：万元）



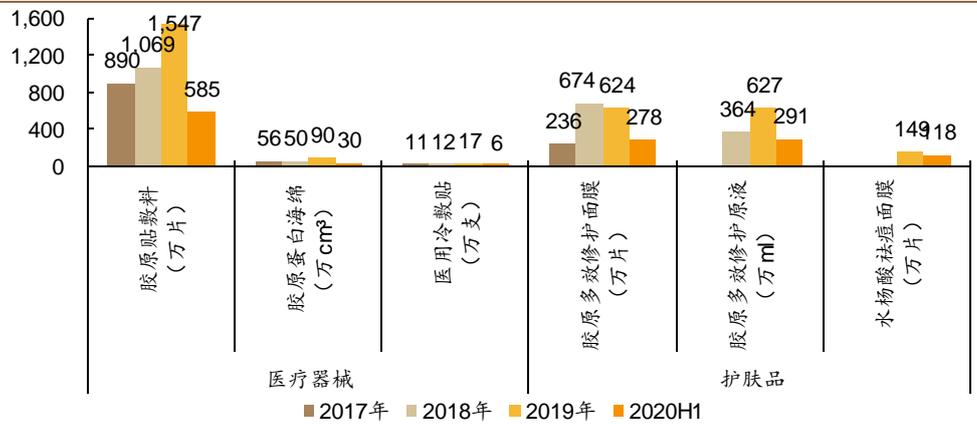
资料来源：创尔生物招股说明书、德邦研究所

图 45：近三年在线上推广及广告宣传持续投入



资料来源：创尔生物招股说明书、德邦研究所

图 46：护肤品销量实现快速增长，妆字号转型已有成效



资料来源：创尔生物招股说明书、德邦研究所

### 3.3.2. 六大技术及医疗器械资质支撑构筑核心竞争力

积累六大核心技术，实现活性胶原多领域的应用。公司核心技术涉及三大类别、共六项核心技术，生物医用级活性胶原大规模无菌提取制备技术以及复合产品成型技术，实现活性胶原在多个领域的应用，从源头保证公司产品的功效和品质。六项技术均为公司自主研发，其中三项为独家运用技术，在国内具有创新性，尚未见到国内有覆盖核心技术要点及查新点内容的文献。

表 17：积累六大核心技术，实现活性胶原多领域的应用

技术类别	核心技术名称	技术应用的产品
胶原提取、纯化与免疫原性清除技术	精细化酶法提取技术	生物医药级胶原原料；
	高纯度胶原制备技术	胶原贴敷料（II类）；
	动物来源材料免疫原性清除技术	胶原贴敷料（III类）；
	原料前处理工序精准加工技术	胶原蛋白海绵； 生物护肤品
病原及微生物控制技术	高效病毒灭活技术	生物医药级胶原原料； 胶原贴敷料（II类）； 胶原贴敷料（III类）； 胶原蛋白海绵； 生物护肤品
	产品最终灭菌技术	生物医药级胶原原料； 胶原贴敷料（III类）

资料来源：创尔生物招股说明书、德邦研究所

**III类医疗器械审查极严，创尔生物成为少数获批产品的企业之一。**截止至2020年6月底，我国III类医用敷料批文仅通过3个，包括创尔生物在内的两家为国内公司，均生产胶原贴敷料，医用敷料领域以I类的医用冷敷贴为主。就细分成分而言，含透明质酸钠的医用敷料产品达38个，多于含胶原蛋白敷料数量，但透明质酸钠产品多以I类和II类产品为主，未有III类批文，胶原产品已注册通过2个III类医疗器械批文，对企业的技术水平和生产能力提出更高要求，同时为创尔生物的技术及生产背书。

表 18：我国整体医用皮肤修复敷料及各细分成分敷料供应情况

标准	管理类别	批文数量 (个)	成份	管理类别	批文数量 (个)
为创面敷料，且适用关键字中包含“过敏”/“痤疮”/“光子”/“激光”等关键字	合计	102	透明质酸钠	合计	38
	第三类	3		第二类	21
	第二类	45		第一类	17
	第一类	54		合计	19
产品名为“医用冷敷贴”，且明确为面部整体使用	合计	365	胶原	第三类	2
	第一类	365		第二类	8
				第一类	9
<b>合计</b>		<b>467</b>		合计	9
			透明质酸和胶原	第二类	4
				第一类	5
			<b>合计</b>		<b>66</b>

资料来源：创尔生物招股说明书、德邦研究所

**与竞品相比，创尔生物代表产品具有明显技术优势。**创尔生物以胶原贴敷料为代表性产品，获取II类及III类注册证，而同类竞品以I类和II类产品为主，公司产品在核心成分、核心技术、制造工艺、产品功效等多个维度领先同类竞品，价格上定位于中高端，体现出产品具有较高的品牌价值。

表 19：与竞品相比，创尔生物代表产品具有明显技术优势

项目	创尔生物	同类竞品
代表产品	胶原贴敷料	医用透明质酸钠修复贴、类人胶原蛋白敷料等
注册证级别	II类、III类医疗器械	I类、II类医疗器械
核心成分	活性胶原	透明质酸、重组胶原
核心技术	生物医用级活性胶原大规模无菌提取制备技术	发酵技术
制造工艺	GMP生产	非GMP生产、GMP生产
产品功效	适用于皮肤过敏、激光、光子术后创面修复辅助治疗	抗敏祛痘、淡化色素疤痕、术后修复等
销售单价	30-35元/片	10-40元/片

资料来源：创尔生物招股说明书、德邦研究所

### 3.4. 产品布局战略：多元化发展，实现护肤品与医疗器械协同

**化妆品公司多元化布局，实现护肤品与医疗器械协同。**贝泰妮从医疗器械产品开始发展，线上布局时以护肤品产品为主，2020年医疗器械平均单价达98.6元，远高于护肤品的45.8元及彩妆的38.1元；医疗器械的毛利率为86.58%，高于护肤品的76.12%及彩妆的57.12%，背后是产品定价权的体现。根据招股说明书披露，贝泰妮投入486.40万元研发胶原蛋白III类医疗器械产品，当前处于批文申报阶段，贝泰妮深耕医院、药店等专业渠道，向医疗器械产品发展具有渠道及产品优势。创尔生物方面，则沿袭从“械”到“妆”的发展思路，可以有效保证产品的品质和客单价，通过切入化妆品领域，面向更广泛的客群，有效实现量上的突破。我们认为，具备高研发、强壁垒的功能性护肤品公司，通过在械字号产品的抢先布局，发展线下渠道，未来有望进入其他功能性护肤品领域，同时加大线上渠道布局，实现护肤品和医疗器械端的协同发展。

## 4. 未来：妆字号受益成分党崛起，械字号受益于医美发展

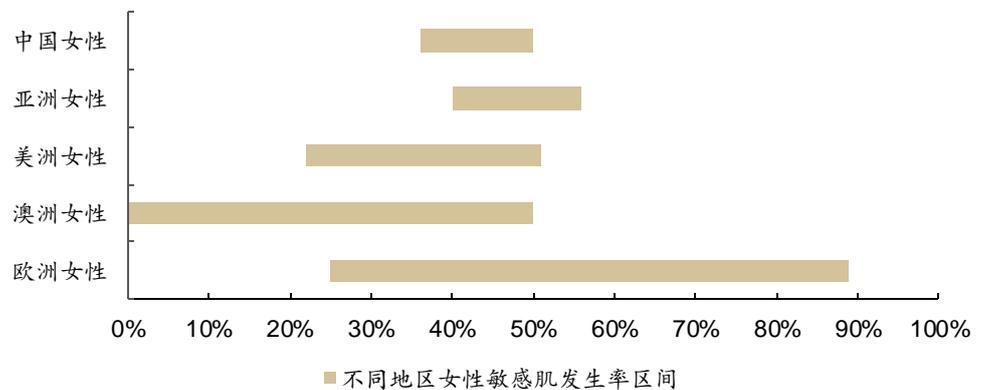
### 4.1. 妆字号增长驱动在于护肤意识提升、成分党崛起

我们认为未来功能性护肤品的发展将持续受到三个因素的贡献。

#### 驱动力之一：皮肤问题治疗需求人群庞大

敏感性皮肤指皮肤在生理或病理条件下发生的一种高反应状态，皮肤受到物理、化学、精神等因素刺激时产生灼热、刺痛、瘙痒及紧绷感，最重要的特征是皮肤屏障受损，加剧皮肤早衰。《中国敏感性皮肤诊治专家共识》披露的数据显示，欧洲敏感肌发生率为 25.4%-89.9%，澳洲为 50%，且女性敏感肌发生率大于男性，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%。随着环境、饮食习惯、心理状况诱发敏感肌之外，不合理的治疗、美容院的抗衰老套餐、外用激素为引起敏感肌的重要原因，随着医美市场的蓬勃发展，因过度护肤而诱发的敏感肌发生率将进一步提高。

图 47：我国女性敏感肌发生率较高



资料来源：《中国敏感性皮肤诊治专家共识》、德邦研究所

**佩戴口罩带来多种皮肤问题，女性发生比例近七成。**疫情爆发以来，佩戴口罩成为大众习惯，口罩会摩擦皮肤、皮肤不透气以及佩戴区域升温，带来屏障受损、微生物滋生、泛红、瘙痒等皮肤问题，根据《后疫情时代理性护肤白皮书》数据显示，佩戴口罩后有 64% 的人出现皮肤问题，其中女性发生率达 69%，后疫情时代佩戴口罩催化多种皮肤问题。

图 48：佩戴口罩带来多种皮肤问题，女性发生比例近七成



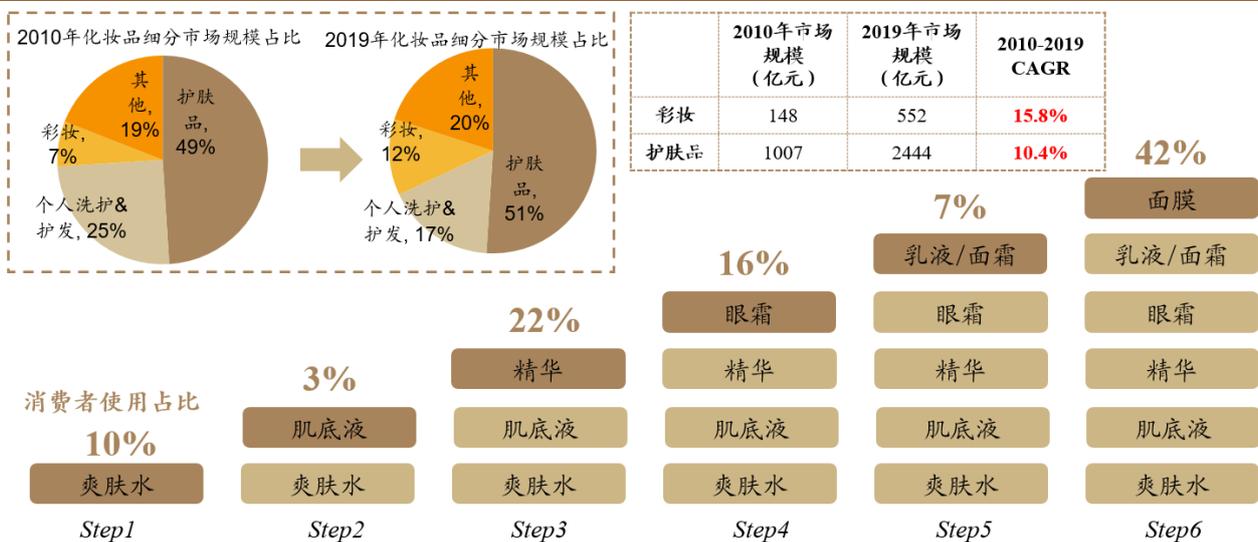
资料来源：CBNData、欧莱雅中国、德邦研究所

## 驱动力之二：渠道教育促进成分党兴起，消费者追求产品功效性

电商平台是信息主要获取平台，KOL 及 KOC 加强消费者教育。克劳锐数据显示，电商平台搜索为消费者信息获取主要平台，经历大众媒体、移动互联网时代后，当前买入直播、社交电商时代，衍生出垂直领域的 KOL 及 KOC，其对消费者进行成分和品牌教育，新品牌依托线上内容营销打造品牌路径，品牌、KOL 及消费者组成的黄金三角构成了成分党的生态。社群经济逐渐兴起，KOC 入场参与产品营销环节，通过形成小的圈层，与消费者产生更强的互动以及更深的文化交流，提高消费者的粘性。

护肤进阶之路带来对护肤品及彩妆需求增加。消费者对护肤步骤处于不断进阶、学习过程中，当前已经有 42% 的消费者护肤通过爽肤水→肌底液→精华→眼霜→乳液/面霜→面膜六个步骤完成，护肤步骤逐渐进阶带来对面膜、精华、眼霜的关注增加，同时彩妆及护肤品行业 2019 年规模分别为 552 亿、2444 亿，对应 2010-2019 年 CAGR 为 15.8%、10.4%，占行业比重为 12%/+5pct、51%/+2pct。精细护肤及彩妆产品将带动化妆品行业维持高增长。

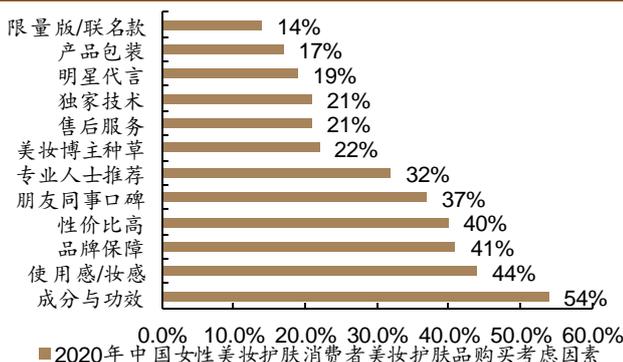
图 49：护肤进阶之路带来对护肤品及彩妆需求增加



资料来源：Euromonitor、百度搜索大数据、德邦研究所

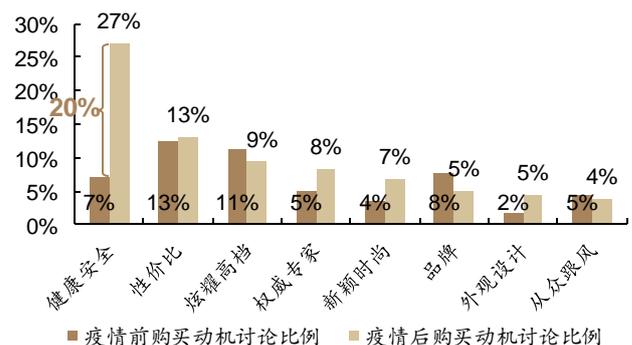
护肤需求升级的进一步演化为对产品功效性的追求，疫情爆发催化需求。(1) 消费者角度来看，随着成分党的兴起，消费者对产品的成分与功效性越发的注重，成为其购买护肤品时的首要考虑因素，疫情影响下让消费者对产品的安全性追求提升。(2) 公司角度来看，广告宣传对消费者的影响力在减弱，消费者追求产品具体功效，提升了公司配方师及相关皮肤科医生的地位，护肤品品牌从渠道驱动转变为产品驱动，消费者的认知转变催化功效性护肤品的发展。

图 50：2020 年消费者对美妆护肤品的首要考量是成分与功效



资料来源：艾瑞咨询、德邦研究所

图 51：疫情后对健康安全、权威专家讨论比例提升

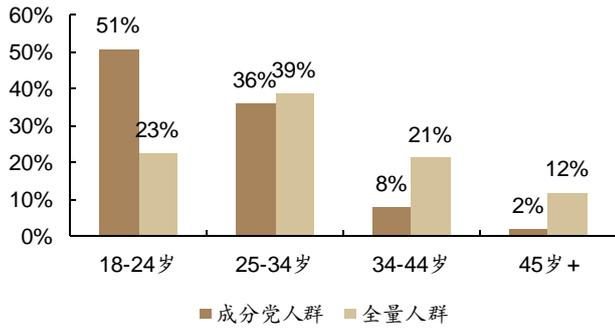


资料来源：科尼尔、德邦研究所

### 驱动力之三：消费群体年轻化、高频化妆且购买力高，保障客单增长

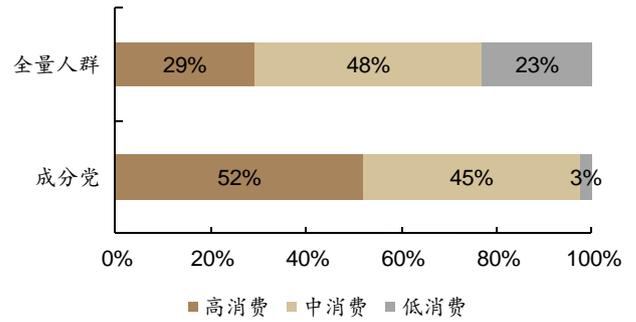
护肤市场消费群更显年轻化，成分党崛起也提升购买力。在年轻消费者当中，更注重成分的考量，CBNData 数据显示，成分党中 18-24 岁群体逾 5 成，年轻消费者拥有更多获取、接收信息的渠道，对护肤成分的认知度较高，34 岁以上的女性中成分党占比不足 10%，功效性市场由年轻消费者为主导的特征愈发明显。背后有更强的购买力为支撑，与全量人群相比，成分党消费能力强劲，高消费者水平占比高达 52.00%，品牌不再是高消费水平群体购物的唯一选择标准，消费者更关注产品的成分配方和实际功效。

图 52：年轻消费群更考虑护肤专业度



资料来源：CBNData、个推大数据、德邦研究所

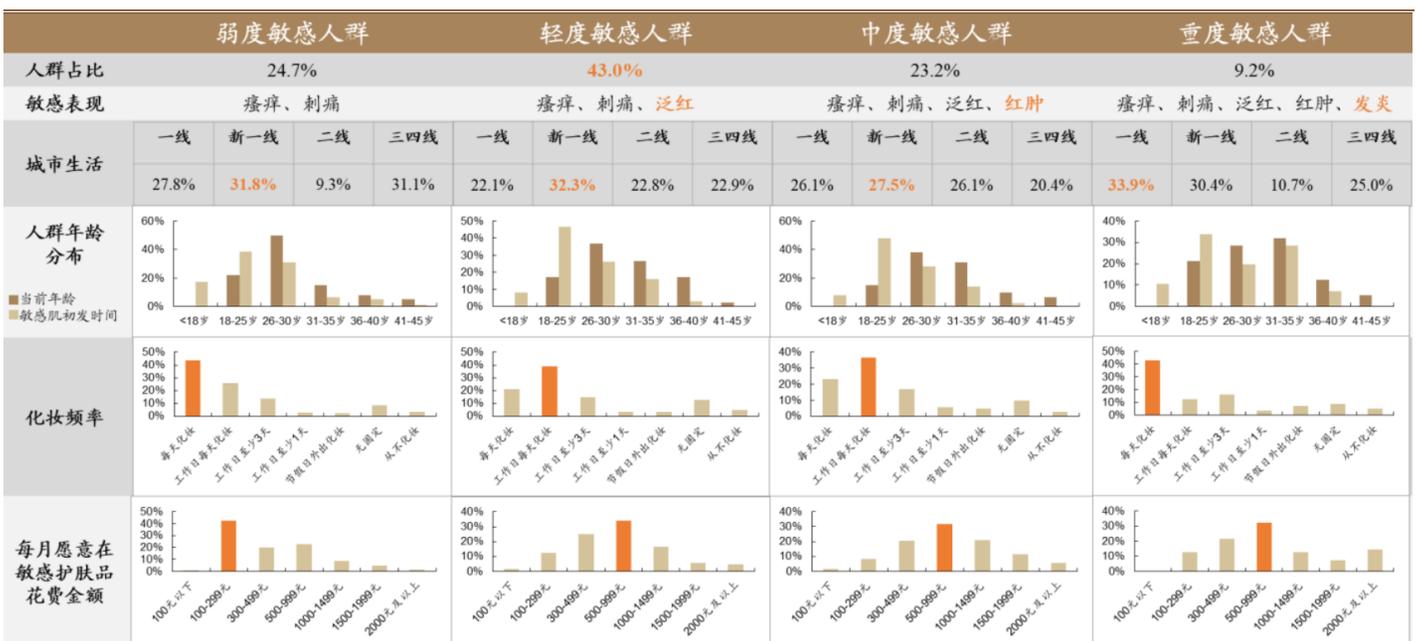
图 53：成分党消费能力强劲



资料来源：CBNData、个推大数据、德邦研究所

**敏感肌群体画像：高频化妆且支付能力强的都市女性。**根据艾瑞咨询数据统计，敏感人群中以轻度型为主，肌肤表现多为瘙痒、刺痛、泛红、红肿、发炎等，从所属城市来看，轻度敏感人群多承受较大都市生活压力，生活习惯等外部因素造成皮肤问题。敏感肌肤群体化妆普遍高频，大部分群体坚持工作日每天化妆，消费能力角度来看，弱度敏感人群月均花费位于 100-299 区间中，其他群体花费金额则处于 500-999 元区间，重度敏感人群花费在 2000 元以上的比例高达 14.3%，肌肤状态的好坏影响人群的购买力，同时敏感肌群体会坚持使用相关修复产品，超五成的敏感肌客户会因产品的效力而复购，40% 消费者为品牌而进行复购，敏感肌群体对产品的粘性大且专一性强。

图 54：敏感肌群体画像：高频化妆且支付能力强的都市女性



资料来源：艾瑞咨询、德邦研究所

展望未来，我们认为强功效性护肤品和皮肤学级护肤品的驱动力一致，均为：(1) 皮肤问题治疗需求人群庞大；(2) 渠道教育促进成分党兴起，消费者追求产品功效性；(3) 消费群体年轻化、高频化妆且购买力高，保障客单增长，一切的本质在于护肤意识的提升。我们认为未来皮肤学级护肤品的市场将优于强功效性护肤品市场，疫情爆发催化消费者更关注成分，同时对专业医生的信任度增加，皮肤学级护肤品依托医院及药店渠道发展，具有不可替代性，譬如薇诺娜联合北京大学第一医院、复旦大学华山医院，玉泽与瑞金医院，皮肤科医生的权威背书增加消费者的信任度。

以皮肤学级护肤品为例，我们通过两种方式测算未来的市场空间。

我国皮肤学级市场渗透率及人均消费仍有提升空间。从渗透率来看，皮肤学级市场占比从2010年的2.7%提升至2019年的5.5%，提升2.8pct，增速领先于全球平均水平及主要国家，但从数值来看，渗透率远低于全球的10.3%及西欧、美国的22.9%、14.7%。人均消费角度，中国的消费额从2010年的0.4美元提升至2019年的1.4美元，低于美国/日本/法国的9.4美元/6.3美元/25.0美元，与国外相比，中国的皮肤学级市场仍有较大的提升空间。

表 20：中国皮肤学级市场渗透率有明显提升，但较海外相比渗透率及人均消费仍较低

	皮肤学级市场占护肤品市场比重						皮肤学级护肤品人均消费（美元）					
	全球市场	西欧	美国	中国	日本	韩国	全球市场	法国	美国	中国	日本	韩国
2010	9.9%	21.7%	14.0%	2.7%	4.5%	2.0%	1.5	26.7	7.4	0.4	5.7	1.9
2011	9.9%	21.5%	14.4%	3.0%	4.7%	2.2%	1.5	25.0	7.7	0.4	5.8	2.2
2012	9.6%	21.5%	14.4%	2.9%	4.7%	2.4%	1.5	24.6	7.7	0.5	6.0	2.5
2013	9.9%	22.0%	14.7%	3.0%	4.7%	2.7%	1.6	25.0	8.0	0.5	6.0	2.9
2014	10.1%	22.2%	15.1%	3.2%	4.6%	2.9%	1.6	25.8	8.3	0.6	5.9	3.3
2015	10.0%	22.2%	15.1%	3.7%	4.5%	3.0%	1.7	26.6	8.5	0.7	5.8	3.6
2016	10.1%	22.6%	14.8%	4.0%	4.5%	3.1%	1.7	26.2	8.7	0.8	5.9	4.0
2017	10.2%	22.9%	15.1%	4.5%	4.4%	3.5%	1.8	25.9	9.1	0.9	6.0	4.4
2018	10.3%	22.9%	14.9%	4.8%	4.4%	3.9%	1.8	25.4	9.4	1.1	6.2	4.8
2019	10.3%	22.9%	14.7%	5.5%	4.4%	4.2%	1.9	25.0	9.4	1.4	6.3	5.1
2010-2019年变化	0.4%	1.2%	0.7%	2.8%	-0.1%	2.2%	0.4	-1.7	2.0	1.0	0.6	3.2

资料来源：Euromonitor、德邦研究所

预计未来敏感肌发生率仍将维持较高水平。随着功能性护肤品的市场教育持续推进，消费者对敏感肌的重视程度及护理专业度逐渐提升，但我们认为未来敏感肌肤的发生率仍有提升空间。一是来自于生活环境的影响，包括雾霾等环境因素，同时都市生活带来的熬夜加班等影响。二是过度护肤带来的“物极必反”，2020年不合规和假冒化妆品的通告超过400批次，随着5月1日化妆品新规的出台，将对化妆品行业起到规范作用，有效规避不合规化妆品对皮肤的伤害，不可避免的是轻医美项目蓬勃发展，过度护肤、频繁去角质易损害消费者的皮肤屏障，相比于亚洲女性为40%-55.98%的敏感肌发生率，我国女性的敏感肌发生率达36%，预计未来仍将维持较高的水平。

#### 测算方法一：国内护肤品市场规模 X 皮肤学级护肤品渗透率

皮肤学级护肤品渗透率提升，预计2024年中国皮肤学级市场规模达431亿。护肤品市场持续增长，越来越多的消费者转为成分党，对皮肤专业护理的需求提升，渠道及品牌对消费者的教育效果逐渐显现，预计皮肤学级市场将持续高速增长。2019年中国细分市场渗透率仅5.5%，低于全球的10.3%，全球市场渗透率稳定在10%左右，美国的市场占比则稳定在14%，预计2024年中国市场渗透率达到10%，对应着2024年皮肤学级市场规模为431亿，年化复合增速达26.0%。

表 21：皮肤学级护肤品渗透率提升，预计 2024 年中国皮肤学级市场规模达 431 亿

	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2019-2024 复合增速
护肤品市场规模 (亿元)	2444	2613	3114	3482	3887	4306	12.0%
yoy		6.9%	19.2%	11.8%	11.6%	10.8%	
皮肤学级市场规模 (亿元)	136	166	229	287	355	431	26.0%
yoy	32.7%	22.3%	38.0%	25.5%	23.8%	21.1%	
市场渗透率	5.5%	6.3%	7.3%	8.2%	9.1%	10.0%	

资料来源：Euromonitor、德邦研究所

### 测算方法二：敏感肌人群数量 X 人均年花费

敏感肌人群叠加入均花费增加，预计 2024 年中国皮肤学级市场规模达 431 亿。若将药妆的使用人群圈定在城镇的美妆人口，以 2019 年数据推算我国敏感肌人群共 1.31 亿，人均花费额为 103 元；测算 2019 年美国皮肤学级市场规模为 30.85 亿美元，敏感肌发生人口约 0.43 亿人，对应的人均消费为 72 美元。假设 2024 年全国人口、敏感肌主要消费群体 15-59 岁年龄占比及性别占比与 2020 年人口普查数据维持一致，预计城镇化率提升至 65%，考虑环境及社会因素的影响，预计 2024 年女性敏感肌发生率达到 45%，对应全国敏感肌群体为 1.72 亿。客单价方面，预计客单价为 250 元，较 2019 年客单价提升 142%，但也仅为 2019 年美国客单价的一半，客单价的提升来自于功效性产品的单价提升，同时也有敏感肌群体的渗透率提升，也即随着功效性护肤的教育普及，敏感肌人群逐渐意识到自我皮肤问题并针对性的进行购买产品。

另一维度佐证客单价提升的合理性，艾瑞咨询对 612 名敏感肌人群的采访调研结果显示，99% 的受访者每月愿意在敏感肌护肤品花费 100 元，则一年为 1200 元，考虑爽肤水、精华、面霜等多产品的运用，一年的花费远超 250 元，考虑平均情况预计对应人均 250 元的花费较为合理。

综合测算，预计 2024 年我国皮肤学级市场规模将达到 430.60 亿元，对应 2019 年的复合增速达 26.0%。

图 55：敏感肌人群叠加入均花费增加，预计 2024 年中国皮肤学级市场规模达 431 亿

	全国人口 (万人)	城镇化率	15-59 岁占比	性别	女性占比	敏感肌发生率	敏感肌人群	人均花费 (元)	市场规模 (亿)
2019 年	140005	60.60%	65.09%	女性	48.91%	36%	9,723	103.36	135.50
				男性	51.09%	12%	3,385		
假设条件	预计 2024 年总人口与 2020 年普查数据一致	2020 年城镇化率为 63.89%，预计 2024 年提升至 65%	预计 2024 年总人口与 2020 年普查数据一致	预计 2024 年总人口与 2020 年普查数据一致	对比亚洲女性发生率，预计 2024 年提升至 45%，男性:女性=1:3 测算			该方法测算，2019 年美国敏感肌人群人均花费 72 美元，预计 2024 年我国人均花费 250 元	
2024 年	141178	65.00%	63.35%	女性	48.76%	45%	12,756	250.00	430.60
				男性	51.24%	15%	4,468		

资料来源：国家统计局、德邦研究所

综合两种方法测算，预计 2024 年皮肤学级市场规模将达到 431 亿元，对应 2019 年的年化复合增速达 26.0%，未来国内市场将呈现高速增长。

### 4.2. 械字号受益于医美修复需求增加

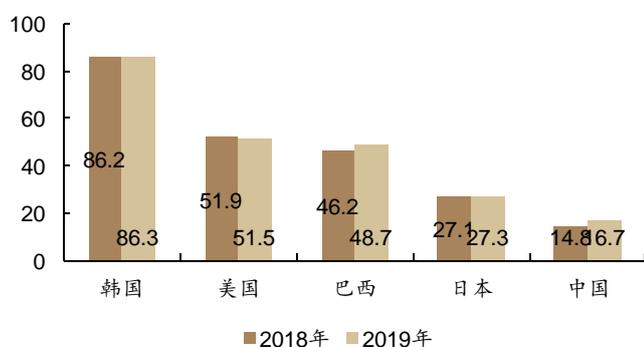
我们在 2021 年 5 月 21 日外发报告《医美行业深度：颜值经济乘风起，医美产业相辉映》中，从内在需求外在供给两个角度分析医美市场在消费升级大背景下具有高增长确定性。需求端：抗衰老需求年轻化+高学历人群熟龄化共促医美大发展；供给端：监管从严+高性价比国产针剂崛起加速本土医美龙头诞生。具体来看：

**1) 需求端:** 国内医美市场 2019 年预计 1436 亿元 (2015-19 年 CAGR 达 29%; 手术类/非手术类为 836 亿元/600 亿元)。**①分拆用户画像看**, 女性占 9 成, 年轻化&熟龄化明显。我们认为, 医美年轻化主要系 90、95 后对新事物接受度高 & 花钱意愿强, 来自职场及婚恋等多方面压力更大, 在医美针剂等功效日益齐全+小红书等 KOL 种草+医美平台加速推广普及下, 对抗衰老和皮肤保养等医美需求实现快速普及。医美熟龄化则主要是 70 后等新一代熟龄群体拥有更高教育&经济条件, 对抗衰老医美的触达率、接受度和购买力相比 60 后群体均更强, 因此对医美的使用和渗透率也在快速增长。**②分拆需求类目看**, 轻医美 (非手术类) 创伤小、恢复快及价位适中, 对入门群体友好, 在我国 2015-19 年收入规模实现翻倍增长, 占比提至 42%。此外, 求美群体消费习惯一旦形成难以完全戒掉, 高粘性高复购属性突出。对比海外, 国内目前医美渗透率约 3.6%, 远低于日本 (11.0%) 和韩国 (20.5%), 且轻医美占比 42% 同样低于日韩的 60%+ 占比, 重点看好国内轻医美及医美整体产业未来 10 年的大发展。

**2) 供给端:** **①分拆终端医院看**, 国内 2019 年非法经营的医美机构超 8 万家, 占比 86%, 有证并合规医美仅占 12%; 且医美针剂等应用中估测 3 枚就有 2 枚为水货&假货 (据经济学人数据), 总体需求大于供给的市场背景下“黑医美&水货假货”现象丛生。**②分拆竞争格局看**, 国家不断出台政策监管形为打击实为保护合规药械企业和服务机构, 预计合规医美机构占比将从 2019 年的 40% 提升至 2025 年的 75%; 叠加资本助力, 本土医美药剂龙头+正规品牌医院连锁化和市占率有望加速提升。

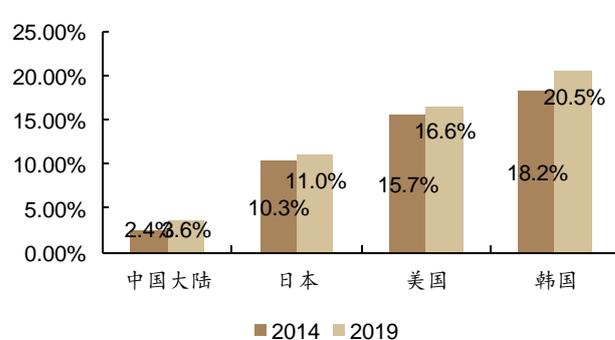
**我国医美渗透率较低, 未来具有大幅提升空间。**相较于医美产业更为成熟的美国、韩国, 我国医美市场目前渗透率和人均医美诊疗次数显著偏低。2019 年我国医美项目渗透率为 3.6%, 而日本和韩国则高居 11.0% 和 20.5%。同年韩国和美国每千人医美诊疗次数达 86.3 次和 51.5 次, 而中国仅为 16.7 次。医美市场的繁荣受到经济环境、人口、审美文化乃至社会平等状况多维度因素影响。我们认为, 未来中国医美渗透率的提升潜力可观。

图 56: 主要医美市场每千人诊疗次数 (次/每千人)



资料来源: Fastdata, 德邦研究所

图 57: 各国医美项目渗透率对比



资料来源: 头豹研究院, 德勤, 德邦研究所

**未来医美项目带动术后修复需求增加, 医用敷料相关功能性护肤品将随之增长。**需求端, 抗衰老需求呈现年轻化, 高学历人群熟龄化共促医美大发展, 供给端来看, 监管从严加快市场出清, 未来医美术后创面修复需求增加, 在此需求的驱动下用于屏障受损皮肤护理的医用敷料市场将持续增加。械字号的医疗器械产品具备严格的生产标准, 并且注册审批具备稀缺性, 尤其是 II 类及 III 类医疗器械产品, 其产品的成分简单但修复能力强, 有效契合医美术后修复需求。未来随着应用场景逐渐扩展至日常护肤场景, “械字号”护肤产品市场仍具上升空间。

## 5. 投资建议：推荐贝泰妮、关注创尔生物

**投资建议：成分党护肤意识崛起促进妆字号增长，医美术后修复带动械字号发展，重点推荐贝泰妮、关注创尔生物。**皮肤问题治疗需求人群庞大+渠道教育促进成分党兴起、消费者追求产品功效性+消费群体年轻化、高频化妆且购买力高，保障客单增长，未来功能性护肤品持续高速增长。细分来看，结构略有分化，考虑到消费者更关注产品成分、皮肤学级护肤品进入医院及药店等专业渠道，具有一定壁垒，预计未来皮肤学级护肤品市场表现将优于强功效性护肤品市场。而械字号市场与妆字号略有差别，渠道端均实现线上线下全链条布局，但结构略有分化，械字号的产品更聚焦，监管审批及生产工艺要求更严苛，使用场景针对于医美项目的术后修复，随着未来内在需求外在供给双双推动医美市场进一步渗透下沉扩容，医用敷料相关功能性护肤品将随之增长。重点推荐贝泰妮、关注创尔生物。

## 6. 风险提示

### (1) 行业景气度下降风险

借助化妆品行业红利公司快速发展，若经济下滑、投资者需求下降，将对整体经营环境带来不利影响。

### (2) 行业竞争加剧风险

化妆品竞争越发激烈，尤其是线上渠道，多个化妆品品牌积极推进敏感肌护理细分领域的相关产品，行业竞争格局趋于恶化。

### (3) 产品审批失败风险

化妆品新规出台后，对功效性护肤品的审批提出新的要求，械字号产品审批要求较高，若企业无法适当调整策略，将会影响经营情况。

# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

郑澄怀，德邦证券研究所商贸零售&社会服务首席分析师，伦敦政治经济学院金融学，杜伦大学计算机学双硕士，曾任安信证券商社团队高级分析师。2020年新财富商社第六名&最具潜力奖核心成员，第二届新浪金麒麟新锐分析师第一名核心成员。2021年加入德邦证券研究所。擅长消费产业趋势分析及公司和行业的深度基本面研究，核心覆盖：酒店、免税、人力资源、餐饮、旅游、医美、化妆品、茶饮、零售等多个板块。

易丁依，德邦证券研究所商贸零售&社会服务助理研究员，上海财经大学金融硕士，擅长基本面研究、行业趋势分析及大数据研究，2021年加入德邦证券研究所商社团队，核心覆盖化妆品、景区、酒店等领域。

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	类别	评级	说明
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	买入	相对强于市场表现20%以上；
		增持	相对强于市场表现5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现5%以下。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平10%以下。

## 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦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。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。