

食品饮料

FANCL 历史复盘：成熟市场探索新需求，内外兼修问鼎健康美护赛道

投资要点：

挖掘差异化需求，成熟市场杀出新黑马（1980-2000FY）

在这一阶段日本皮肤过敏、老龄化问题持续加剧，公司找准市场痛点，通过差异化打法进入**化妆品（1982年，无防腐剂产品）和营养补充剂（1994年，低价策略）**赛道，搭建出公司核心框架，并成功在日本这一较为成熟的市场中获得结构性成长的机会。这一阶段，借助于产品更新、板块拓展和渠道完善，公司业务实现高速发展，截止2000财年，公司客户基础增至160万人，相较于1984年CAGR达28.22%，销售额达630亿日元，相较1986年CAGR达5.96%。

增长遇瓶颈，研发加强+组织重塑+战略转向，深度调整（2001-2015FY）

公司在经历高速增长后，进入到业绩平稳期，尽管通过几轮内部改革激发新活力，收入端仍有增长，但是营业利润及净利润持续承压，均未突破2001年的高点。

1) 2001-2010FY：日本经济持续低迷，消费者支出意愿较弱，各细分板块规模在这一阶段陆续见顶，伴随宏观经济进入低增长阶段，公司自身收入增速也迈入了长期低增速区间（-7%~+9%）。**化妆品板块**虽然产品独特性减弱，但公司借由战略调整及品牌力提升，转变研发思路强调功能性，优化产品系列增强竞争力，化妆品板块重回增长区间，2004-2010FY复合增速6.95%；**保健品板块：**市场规模虽持续扩容，但入局者大量增多，进入充分竞争环境，公司低价策略失效，精简产品矩阵，引入健康研究所背书，试水高附加值产品市场，新产品定位向年轻女性和中老年群体转移，但2007FY随日本市场收缩及供给端持续扩容，公司活跃用户数下降带动收入持续下行，迎来失落的十年。

2) 2011-2015FY：日本大地震后，居民消费信心进一步下行，消费税率提升进一步压制需求，两大赛道市场规模均进入负增长期，创始人再度回归一线管理。**化妆品板块：**品牌重塑，将品牌与科学结合，通过实证研究推广无防腐剂科学，强推大单品，重塑产品系列，把握老龄化趋势深化抗衰老产品，在新产品的推动下，2013FY开始化妆品板块收入回暖；**保健品板块：**构建新健康理念，强调产品技术优势两条腿走路，一方面30-50岁人群推广基础保健品，另一方面50岁以上人群推广“Good Aging”高附加值系列产品。

把握政策机遇主动出击，营收利润双增长（2016FY-2024FY）

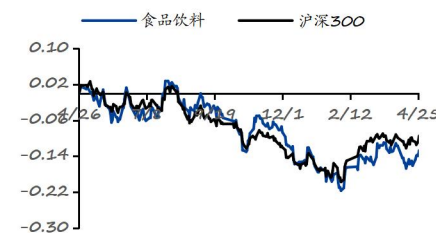
日本老龄化持续加剧，国内消费仍受消费税影响，公司抓住FFC政策放开及旅日化妆品消费高增的风口，一方面扩展品牌和产品矩阵满足各细分赛道需求，另一方面增加渠道铺设、战略性投入大额广告加强品牌触达，通过三轮中期计划指引催化营收及利润实现“V型”反弹。**1) 化妆品业务：**产品针对性更新，广告助推大单品持续起量，构建多品牌矩阵，抓稳Z世代和老龄需求，海外及入境旅游店两手抓，化妆品业务收入及利润回归增长。**2) 保健品业务：**抓住FFC风口，更细分赛道强势推出大单品，B2B合作，扩展品类天花板，引流新用户，推出进阶版Personal One，深度绑定高附加值用户，在日本国内广告先行，绑定概念。同时与国药集团合作，通过跨境电商强势进入中国，2023FY实现海外业务收入43.46亿日元收入，7年CAGR17.69%。

风险提示

安全性风险，下游竞争风险，海外市场恢复不及预期，产品质量风险

强于大市（维持评级）

一年内行业相对大盘走势



团队成员

分析师：刘畅(S0210523050001)

lc30103@hfzq.com.cn

联系人：杜采玲(S0210123070007)

dcl30189@hfzq.com.cn

相关报告

- 1、日本酱油行业专题一：龟行稳健“甲”天下，“万”千风味再出发——2024.04.26
- 2、浅析功能性糖醇的应用空间及市场格局——2024.04.24
- 3、光瓶酒专题（二）：后疫情时代光瓶酒的分化演绎——2024.04.15



正文目录

1 挖掘差异化需求，成熟市场杀出新黑马（1980-2000FY）	5
1.1 以正义消除负面因素，创无防腐剂护肤品新概念（1980-1993FY）	5
1.2 多样化贯彻，低价策略实行，抓住银发经济推出保健品板块（1994-2000FY）	6
2 增长遇瓶颈，研发加强+组织重塑+战略转向，深度调整（2001-2015FY）	8
2.1 产品同质化及价格战打响，公司积极求变（2001-2010FY）	9
2.1.1 化妆品板块：增长放缓，渠道+产品+研发+营销共寻新空间	12
2.1.2 保健品板块：市场逐步迈入充分竞争阶段，业绩登顶后进入漫长调整期	16
2.2 市场深度调整，业务压力倍增，内部改革重塑品牌形象（2011-2015FY）	18
2.2.1 化妆品板块：三步走战略，将品牌与实证挂钩，重塑产品系列	20
2.2.2 保健品板块：原创健康理念，强调美好老龄化	22
3 把握政策机遇主动出击，营收利润双增长（2016FY-2024FY）	23
3.1 化妆品板块：大单品巩固，品牌矩阵扩展	26
3.2 保健品板块：抓住风口主动出击，实现近翻倍增长	28
4 总结	30
5 风险提示	31

图表目录

图表 1: FANCL44 年发展史一览	5
图表 2: Fancl 第一代 5ml 产品	6
图表 3: 高性价比 ATTENIR 品牌产品	6
图表 4: 1987-2000 年日本化妆品市场规模缓增	6
图表 5: 1970 年日本进入老龄化社会	6
图表 6: 1994 年日本医疗支出/GDP 超过 5%	6
图表 7: 1987-2000 年日本健康食品规模高速增长	7
图表 8: 日本经济泡沫破裂后人均 GDP 下行	7
图表 9: Fancl 推出的保健品及玄米、青汁产品	7
图表 10: FANCL 直营店	8
图表 11: FANCL 历代产品	8
图表 12: 1998-2000 财年 fancl 分业务部门销售额及顾客数	8
图表 13: 2000-2011 年日本 GDP 及人均可支配收入增速均在 1%以下	9
图表 14: 2000-2011 年日本化妆品及保健品市场规模及增速	9
图表 15: 2000-2010FY 公司营收及利润情况	10
图表 16: 不同门店定位及渠道情况	11
图表 17: 两轮 CC 计划策略及对比	12
图表 18: Fancl 化妆品板块进入低增速阶段，市占率下降	13
图表 19: 2001-2010FY 化妆品板块新产品矩阵及分品牌业绩情况	14
图表 20: 广告费用率基本保持在 10%以上	15
图表 21: 直营店经历三轮调整	15
图表 22: 邮购为基本盘，直营及批发贡献增量	15
图表 23: FANCL 化妆品海外渠道快速增长	16
图表 24: 日本 FOSHU 市场规模及注册产品数双增长	16
图表 25: 2000-2010 年日本保健品市场部分新品	17
图表 26: FANCL 保健品板块 2006FY 收入阶段性见顶	17
图表 27: 2001-2010FY 保健品板块新产品矩阵	18
图表 28: 健康研究所定制化客户需求	18
图表 29: 消费者信心指数及家庭月均消费支出平稳	19
图表 30: 2010-2016 年日本化妆品和保健品市场承压	19
图表 31: 2010-2015FY 公司业绩承压	19
图表 32: 新三年中期计划改革方向（2014FY-2016FY）及 FANCL 学院培训方向，	



公司利润端波动	20
图表 33: 表皮标记诊断技术	21
图表 34: FANCL 化妆品产品系列及分品牌情况	21
图表 35: FANCL 化妆品板块批发渠道占比提升	22
图表 36: Best Absorption for maximum effect	22
图表 37: 保健品板块四大单品	23
图表 38: 与 KENKOIN 合作方式	23
图表 39: 保健品板块持续承压	23
图表 40: 日本月均家庭消费支出承压	24
图表 41: 赴日游客及游客花费大幅增加	24
图表 42: 日本保健品政策梳理, FFC 市场规模大增	25
图表 43: 日本化妆品出口额及入境游客化妆品消费高增	25
图表 44: 公司实现“V型”反弹	26
图表 45: 2019 年麒麟收购公司 33% 股权, 两公司存在协同互补效应	26
图表 46: 化妆品板块业绩修复	27
图表 47: 化妆品品牌矩阵及收入构成	27
图表 48: 邮购渠道重回增长区间	28
图表 49: FANCL 保健品核心三大策略	29
图表 50: FANCL 保健品收入及利润双升, 四款产品位居前十	29
图表 51: 海外渠道实现近 3 倍增长 (百万日元)	30



本文是 FANCL 系列第一篇，旨在通过梳理公司发展史，结合日本时代背景，客观的呈现出公司快速成长、多样化搭建、革新求变、海外拓展等一系列路径，从历史视角探寻公司成功之道。

➤ **首先我们简短回答第一个问题，FANCL 是谁？**

FANCL 是一家立足于美丽大健康板块的日本企业，其开创性的提出无防腐剂化妆品概念，在红海化妆品市场中开辟了新竞争领域；另一方面，通过低价策略快速抢占保健品赛道，坚定研发投入，在低价策略失效后有强大护城河锁定高附加值赛道实现品牌转型。截止 2023FY，公司实现营收 1035.95 亿日元，9 年 CAGR2.75%，净利润 49.70 亿日元，9 年 CAGR15.65%，其中分拆来看，化妆品板块实现收入 574.48 亿日元，9 年 CAGR2.13%，贡献收入超 50%，实现营业利润率 10.3%，营养补助食品板块实现收入 398.71 亿日元，9 年 CAGR5.14%，为近年核心增长动能，实现营业利润率 8.6%。据欧睿数据，FANCL 在化妆品和保健品市场市占率 1.4%/2.8%，排名第 7/5。

➤ **与企业发展第二个相关的问题，近年来，日本经济及相应赛道营商环境如何？**

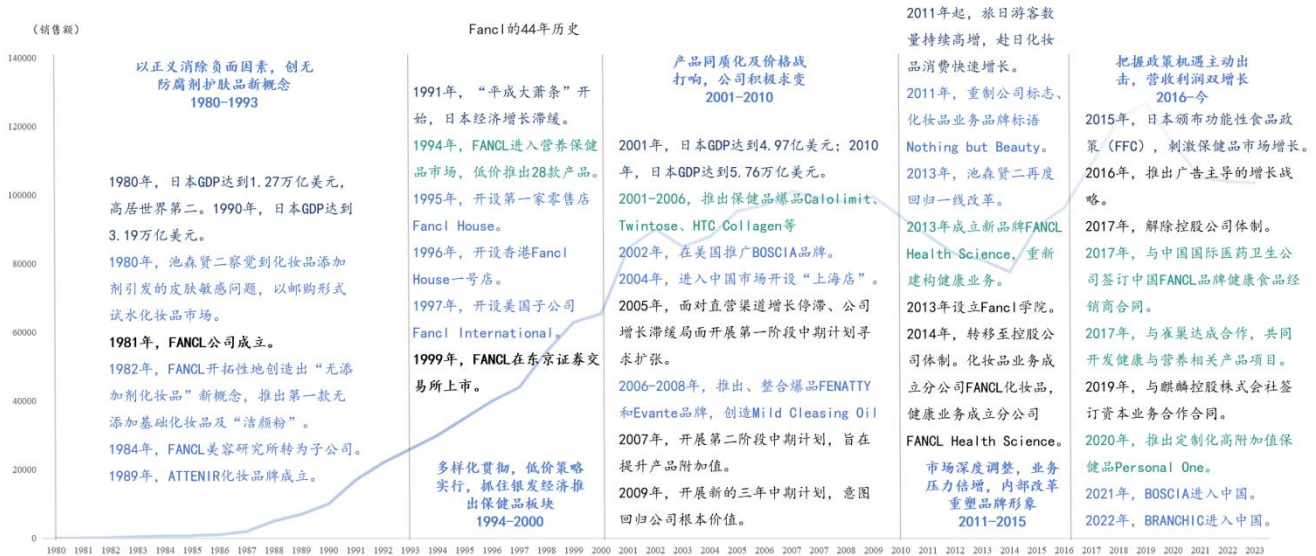
日本 90 年代进入失落的三十年，GDP 增速、人均消费支出、消费意愿均进入低个位数增长甚至负增长阶段，同时老龄少子问题日渐严重，国内医疗负担加重，主力消费人群年龄段逐年提高，Z 世代人群释放新动力。与此相对应，日本化妆品市场消费者年龄层扩张，单一品牌难以满足全市场需求，同时疫情加剧敏感肌市场迸发，对无添加剂、温和产品需求增长。日本保健品市场在快速老龄化下应运而生，三十年来经历：高速增长→市场见顶供给过剩→政策驱动市场扩容三大阶段，自 2015 年 FFC 政策放开后，市场仍在持续扩容中。

➤ **我们为什么要研究 FANCL？**

FANCL 在日本是一个年轻而有拼劲的企业，在其发展过程中，经历过得意，也在市场承压下经历深度调整，但值得庆幸的是，即使市场环境动荡，但公司具有持续投入的勇气和长期研发的底气，在市场风口到来时才具有再次乘风而起的机遇。我们想借本文深度复盘公司的战略变化和具体打法，探讨出一些公司成功之道，也为后续研究打下基础。后文行文均按照行业→公司举措→细分市场分析这样的逻辑完成。



图表 1: FANCL44 年发展史一览



数据来源：公司公告，华福证券研究所

1 挖掘差异化需求，成熟市场杀出新黑马（1980-2000FY）

我们将 1982-2000 年作为研究公司第一个时间节点，在这一阶段公司通过差异化打法进入化妆品（1982 年）和营养补充剂（1994 年）赛道，搭建出公司核心框架，并成功在日本这一较为成熟的市场中获得结构性成长的机会。

1.1 以正义消除负面因素，创无防腐剂护肤品新概念（1980-1993FY）

洞察市场诉求，创造无添加剂新概念产品。1978 年开始，日本陆续出现因化妆品添加剂引起的皮肤敏感问题，公司创始人池森贤二敏锐察觉到这一问题，以邮购销售化妆品为开端试水化妆品市场，并于 1982 年开拓性的创造出“无添加剂化妆品”新概念，推出 5mL 小玻璃瓶封装的第一款无添加基础化妆品及“洁面粉”，该产品的保质期为 1 周。

产品特性决定公司自有工厂生产，邮购渠道保障产品新鲜到达。由于不添加防腐剂，公司产品保质期仅为 1 周，为了使消费者能使用更新鲜的产品，公司通过杂志进行宣传，并借由邮购渠道进行订购化生产（注：邮购渠道为日本传统优势渠道，这一渠道受益于直观、高效、省时等特点在快节奏的日本广受青睐）。同时公司在 1998 年引入 24 小时计算机自动接单系统，1991 年落成流山新厂，进一步优化供应链周转效率和订单应答能力。为消除消费者顾虑，公司在每个产品上标注生产日期，锁定“新鲜无防腐剂”概念。

以概念宣传为突破，fancl 品牌在较为成熟的日本市场揽获大量客户。1984 年“Espoir”创刊，公司借由杂志宣传及《皮肤美容新闻》推广，向消费者传递“无防腐剂的價值”概念，并且通过发送免费的试用套装，揽获大量敏感肌女性成为品牌消费者，至 1984 年公司客户超过 30,000 名，1983-1985 年间公司销售额翻倍。公司

在日本较为成熟稳定的市场中，通过创造新需求获得结构性发展机会，虽然此后珂润等主打敏感肌皮肤的品牌上市，但公司先发优势明显。

化妆品板块构建多品牌矩阵，差异化定位不同客群。核心品牌 fancl 之外，在日本经济泡沫末期，公司创立高性价比的 ATTENIR 品牌（1989 年），锁定低价高质赛道。同时于 1993 年创立 BELMEIL 无添加彩妆，进一步完善美护品牌矩阵。公司通过差异化的三大品牌，覆盖不同消费群体，实现收入快速突破。

根据公司差异化的产品布局、多样化的品牌矩阵及领先的产品宣传，据公司公告，1986 年后公司收入每年近乎翻倍增长，到 1993 年公司收入约 280 亿日元。

图表 2: Fancl 第一代 5ml 产品



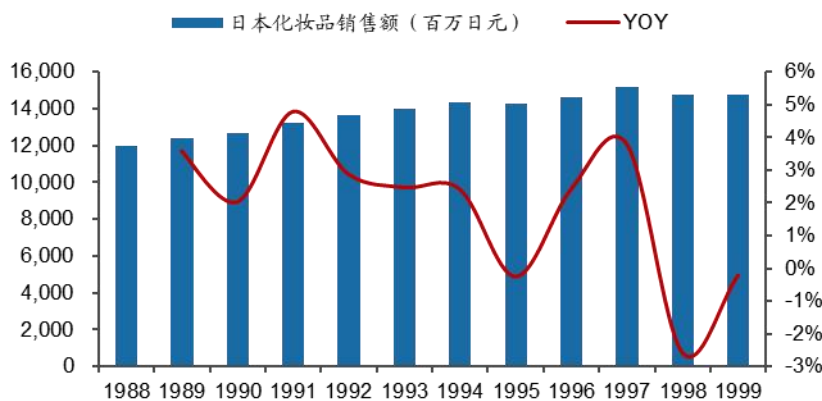
数据来源：公司公告，华福证券研究所

图表 3: 高性价比 ATTENIR 品牌产品



数据来源：公司公告，华福证券研究所

图表 4: 1987-2000 年日本化妆品市场规模缓增



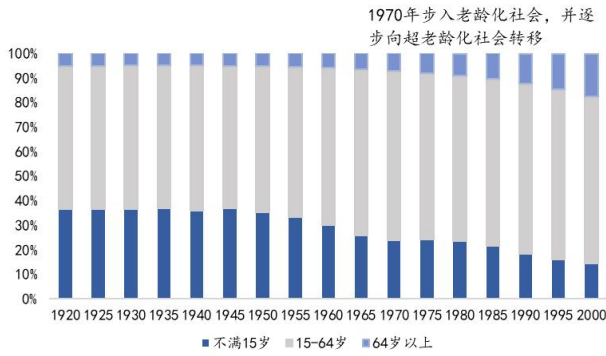
数据来源：日本官方经济产业省，华福证券研究所

1.2 多样化贯彻，低价策略实行，抓住银发经济推出保健品板块(1994-2000FY)

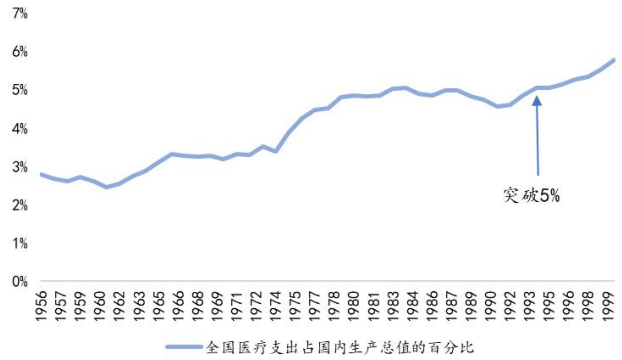
老龄化加剧，国民医疗支出持续增长，拟用保健品减弱国民医疗支出。日本自 1970 年进入老龄化社会，老龄化程度逐年加高，1990 年 75 岁及以上老人占比超过 5%，全国医疗支出占 GDP 的比值也突增到 5% 的水平，国家医疗支出压力增大，日本政府希望借助保健品的使用减少慢性疾病的发生，并于 1991 年设立了特定保健食品制度（该制度允许标示保健功能，可含降低疾病风险的相关提示），制度端放松激发供应端动能，日本保健品市场跳跃式扩容到 4000 亿日元水平。

图表 5: 1970 年日本进入老龄化社会

图表 6: 1994 年日本医疗支出/GDP 超过 5%

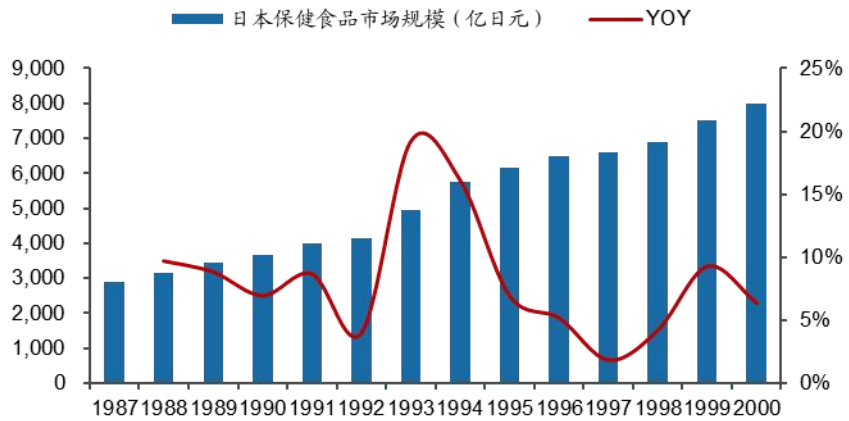


数据来源: 日本统计局, 华福证券研究所



数据来源: CEICDATA, 华福证券研究所

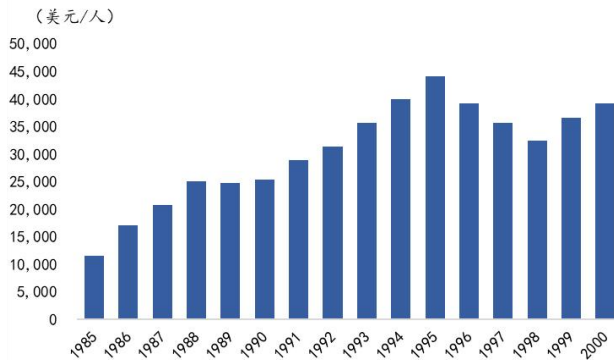
图表 7: 1987-2000 年日本健康食品规模高速增长



数据来源: 日本健康营养食品协会, 欧睿, 华福证券研究所

经济泡沫破裂, 进入失落的二十年, 消费倾向变化, 公司抓住风口, 通过低价策略进入保健品赛道。90年代初日本经济泡沫破裂, 日本经济增速切换到低增速甚至负增速阶段, 消费者的可支配收入和支付意愿下降, 当时日本市场上保健品的相对价值抬升, 公司顺势以较低的价格推出 28 款高性价比的保健品产品, 由于产品高效+价格低廉+需每日服用的高粘性, 公司保健品业务快速成长, 成为第二增长极。后续进一步推出玄米 (1999 年) 和青汁 (2000 年) 产品, 进一步完善健康板块布局。

图表 8: 日本经济泡沫破裂后人均 GDP 下行



数据来源: ifind, 华福证券研究所

图表 9: Fancl 推出的保健品及玄米、青汁产品



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

渠道端拓展, 直营门店进入第一轮扩张周期, 初步试水海外市场。Fancl 以邮寄渠道为主, 为进一步扩展渠道布局, 公司于 1995 年在日本静冈开设了第一家直营零售点 FANCL HOUSE, 并且开始在 7-11 便利店以分销方式销售营养补充剂, 1996 年



网络订购启用，自此公司的渠道网络得以完善。从全球化布局而言，1996年中国香港 FANCL HOUSE1 号店开业，迈出全球化布局第一步，1997年美国子公司成立，全球化布局初现框架。

化妆品板块产品迭代升级，服务跟进，价格带主动下降。产品端而言，受益于研发端精进，公司基础化妆品保质期增长，容器变更为 10ml，同时第一代“Mild Cleansing Oil”、“FDR”、“JINNOUS”等系列推出，为后续公司大单品铺垫基础。**服务端来说**，公司推出无限期退换货服务和指定地点送货服务，两类服务进一步强化邮寄渠道的体验感。**价格端而言**，受益于规模效应显现和服务体系审查带动成本下降，为顺应日本泡沫破裂后理性化的新消费趋势，公司主动大幅下降产品价格。

这一阶段，借助于产品更新、板块拓展和渠道完善，公司业务实现高速发展，截止 2000 财年，公司客户基础增至 160 万人，相较于 1984 年 CAGR 达 28.22%，销售额达 630 亿日元，相较 1986 年 CAGR 达 5.96%。

图表 10: FANCL 直营店



ハイブリッドショップ1号店、ファンケル京都ポルタ店オープン(2014年)

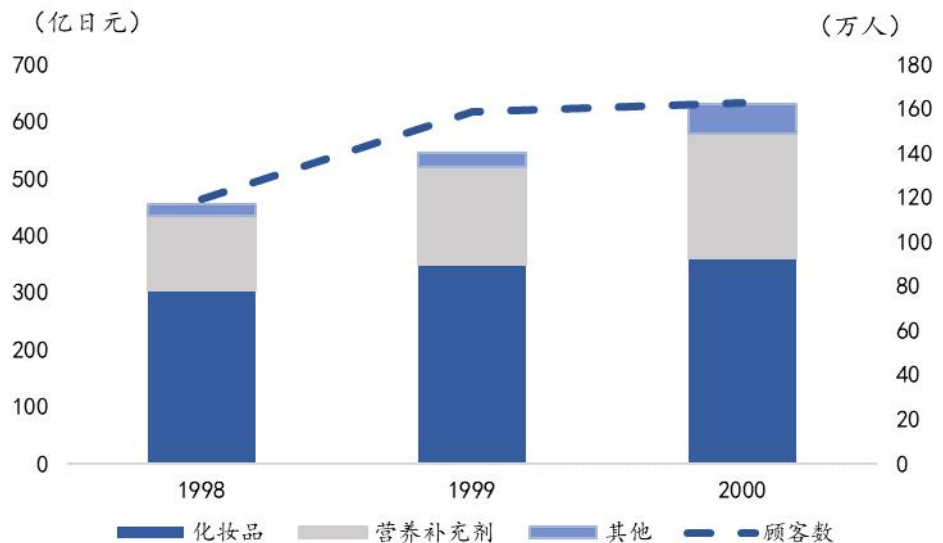
数据来源：公司公告，华福证券研究所

图表 11: FANCL 历代产品



数据来源：公司公告，华福证券研究所

图表 12: 1998-2000 财年 fancl 分业务部门销售额及顾客数



数据来源：公司公告，华福证券研究所

2 增长遇瓶颈，研发加强+组织重塑+战略转向，深度调整



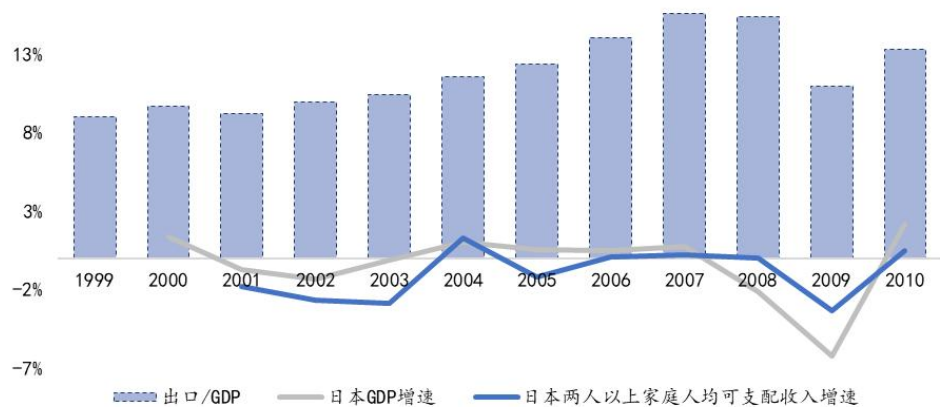
(2001-2015FY)

公司在经历高速增长后，进入到业绩平稳期，尽管收入端仍有增长，但是营业利润及净利润持续承压，均未突破2001年的高点。在这一时期，公司多次制定战略规划，包括两轮CC计划和新三年中期计划（内部改革），本章我们将对公司调整期进行详细拆解。

2.1 产品同质化及价格战打响，公司积极求变（2001-2010FY）

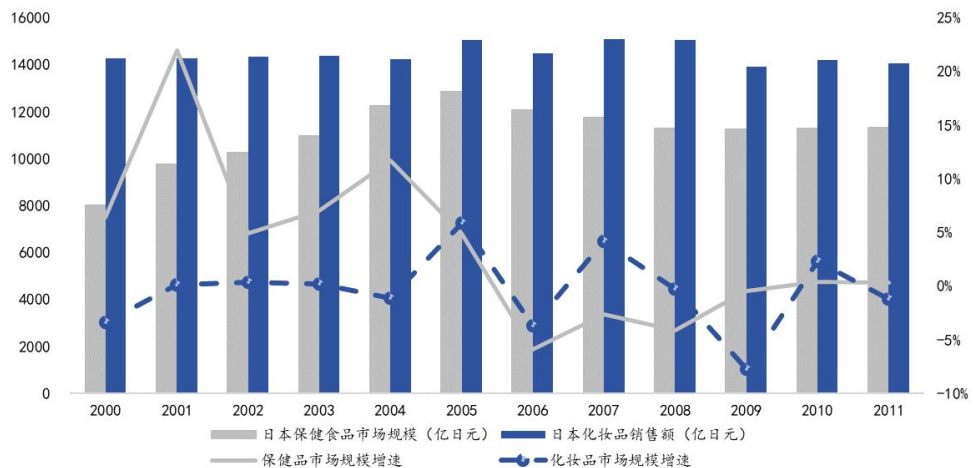
日本经济持续低迷，消费者支出意愿较弱，各细分板块规模在这一阶段陆续见顶。日本进入失落的二十年第二阶段，这一阶段日本整体GDP增速及人均可支配收入增速长期低于1%，出口业务表现不错，但2008-2009年受全球金融危机影响出现大幅下挫，日本经济活跃度较弱。回看细分赛道，2000年后日本化妆品市场基本进入成熟期，市场规模徘徊在15000亿日元，保健品市场在2001年推出营养机能食品制度（可标示特定营养成分的食品）后，进一步放松市场监管政策，刺激2001-2005年保健品市场规模持续高速上行，但进入2006年后，随概念逐步消化及边际需求减弱，保健品市场进入调整期。

图表 13: 2000-2011 年日本 GDP 及人均可支配收入增速均在 1% 以下



数据来源: ifind, 华福证券研究所

图表 14: 2000-2011 年日本化妆品及保健品市场规模及增速



数据来源: 日本健康营养食品协会, 欧睿, 日本官方经济产业省, 华福证券研究所

两轮 CC 计划寻求新增长，公司整体业绩在 2010FY 实现阶段性高点。伴随宏观



经济进入低增长阶段，公司自身收入增速也迈入了长期低增速区间（-7%~+9%），其中 2002FY 收入高增主要系纳入新合并子公司 NGC 和 FANCL Hatsuga，从利润端来看，随广告费用投放加大及高毛利率的化妆品和保健品板块占比下降，2001FY 公司毛利率下探到 60% 区间，净利率下降到个位数区间。为应对不良环境变化，公司推出了两轮 CC 计划及一轮三年中期计划。

品牌宣传：核心品牌从传统高性价比路线向高价值路线转变，FANCL SQUARE 开业，进一步提升品牌知名度和调性。

渠道铺设：第一轮加密线下渠道，第二轮强化邮寄及线上渠道，第三轮将已有门店全面升级。

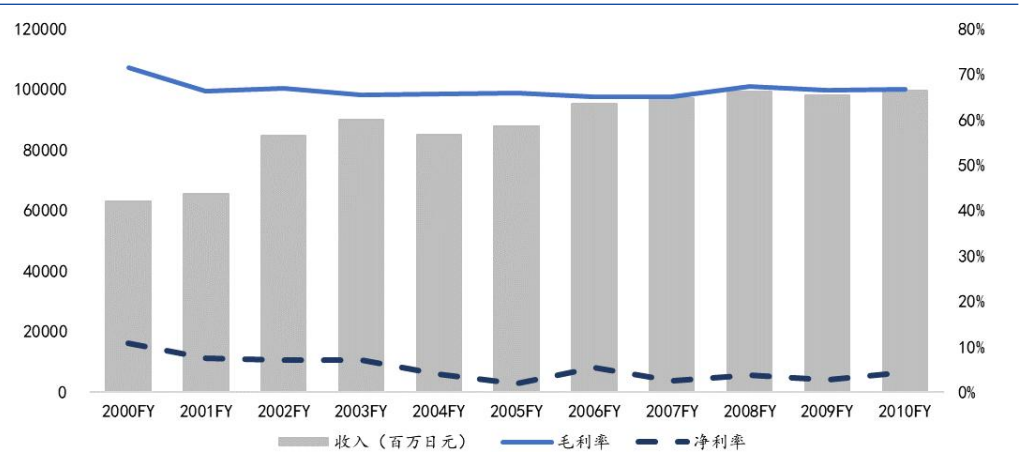
产品设计：注重差异化，通过独特原材料创造差异化概念，研发支出提升至 3%。

广告宣传：广告端增强投放力度，通过定位产品及定位客群等方式精确推广。

组织管理：优化组织结构，分拆化妆品和保健品两大板块，并将销售部门按照渠道拆分，明确各业务部门指标，同时前瞻性引入 ERP 系统，强化中台调配能力。

经过公司三轮改革催化，2010FY 公司实现收入 995.36 亿日元，9 年 CAGR4.77%，高于同期资生堂的表现，净利率从 2005FY 的 1.9% 恢复至 2010FY4.3%，实现阶段性高点。

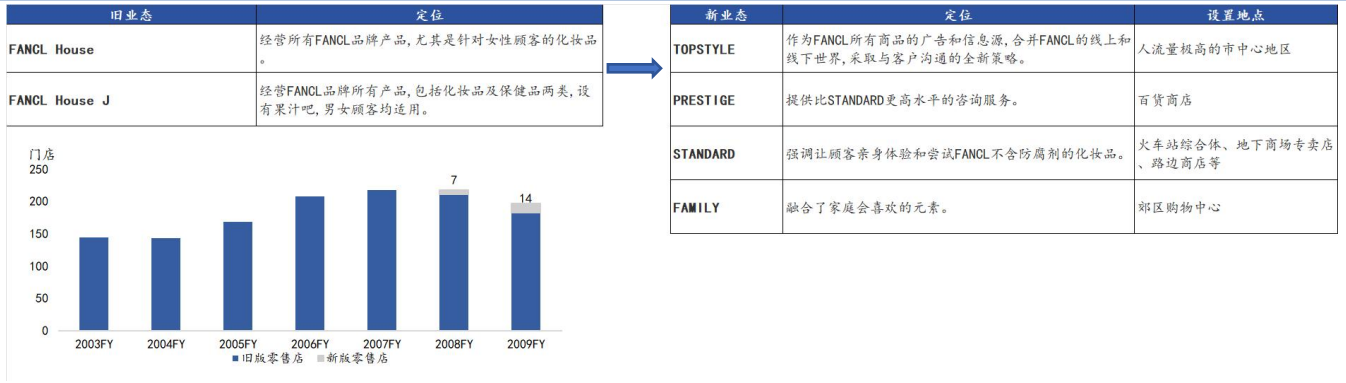
图表 15：2000-2010FY 公司营收及利润情况



数据来源：公司公告，华福证券研究所



图表 16: 不同门店定位及渠道情况



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

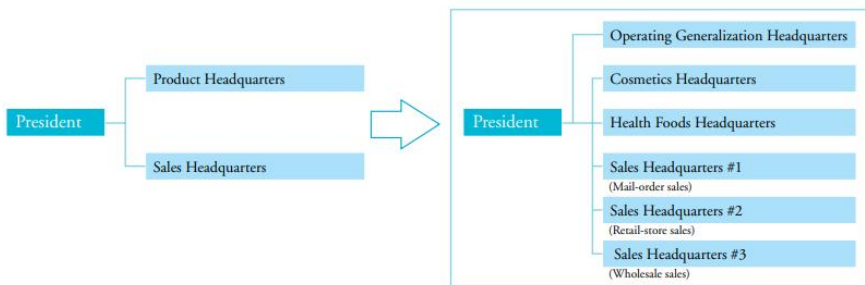


图表 17: 两轮 CC 计划策略及对比

	CC 计划第一阶段	CC 计划第二阶段	新的三年中期计划
时间	05FY-07FY	07FY-09FY	09FY-11FY
领导人	Kenji Ikemori 池森贤二	Kenji Fujiwara 藤原健二	Yoshifumi Narimatsu 成松义文
化妆品板块	优化主打产品; 强调产品功能性; 推出“aid cosmetics”关注防护、减量、修复的理念	改造核心护肤品牌, 搭建以“新鲜、活力、无防腐剂”理念为核心的高性能护肤品产品阵容	推出有竞争力的产品, 强调性能以加强品牌实力; 改造核心产品, 重新推出洗面粉和温和清洁油; 加强 CRM, 利用多渠道优势, 提升客户忠诚度, 精确满足不同客户需求; 特别对于 ATTENIR 化妆品: 采用密集策略和积极营销提高品牌知名度。
保健品板块	精简产品阵容; 基于研发实力推出成分独特的高附加值产品	基于研发实力加强产品开发提高附加值; 开发、升级对于年轻女性的美容&减肥产品和对于中年客户的高附加值产品; 推动营销计划; 培育新的细分市场, 关注 50 岁以上客户	建立基础重新调整保健品增长路径; 培养现有高度独特的产品为热门产品; 强化美容饮食产品和中老年客户产品; 推出新的对于个人客户量身定制的健康咨询服务
其他板块	扩大销售、精简分销, 提高盈利能力	降价; 提高生产系统和分销效率	推广发芽糙米, 加强邮购销售; 提高甘蓝汁产销效率, IIMONO OHKOKU 转型为健康支持邮购公司, 关注中年和老年男性需求, 开发重复购买产品。
渠道铺设	加速零售店网络扩张, 目标 3 年内开设 300 家零售店	加强邮购(尤其是互联网)销售; 转为关注零售店盈利能力, 对于新店开展持有谨慎态度	改革分销网络: 引进最新技术整合新的物流中心; 开发海外尤其是中国市场; 以健康为中心开设下一代零售业态
产品设计	推出原始材料的高附加值产品, 将重点由价格转到附加值之上	化妆品强调无添加的特色, 采用小型、密封容器; 保健品开发对于年轻女性和中年客户的高附加值产品	化妆品上添加甜豌豆精华; 保健品上强化美容饮食产品和中老年客户产品等
研发支出	加大研发投入, 从销售额的 2% 提升到 3%; 与外部组织合作	聘请更多研发人员	
营销推广	加强广告和促销, 第一年投入 240 亿日元; 重点关注 Fenatty 系列的营销	推动积极的营销计划	有针对性的客户营销
价值理念	明确各业务的定位和方向; 优化销售渠道以恢复销售&能力的增长	提高产品开发能力; 加强分销能力和加强运营基础	回归 Fancl 根本的价值, 追求客户满意度而不是销售; 商业化+改进客户服务
服务更新	由公司领导人直接管辖消费者意见中心; 积分服务&免费电话咨询&客户指定送货&无限退货换货保障		门店贴近客户群, 加强门店与客户的沟通; 一对一专业训练员工与顾客进行专业互动; 通过分销网络提升客户服务水平
运营中台		推动引进 ERP 系统加强营运系统: 优化供应链	
组织架构	升级组织框架, 优化人力资源配置 (FANCL ACADEMIC) 和改革企业文化 (见下图)		进行组织改革, 引用产品为中心的公司制度
业绩目标及实际达成情况			

From April 1, 2003 to April 30, 2004

From May 1, 2004



CC 计划第一阶段组织结构改革

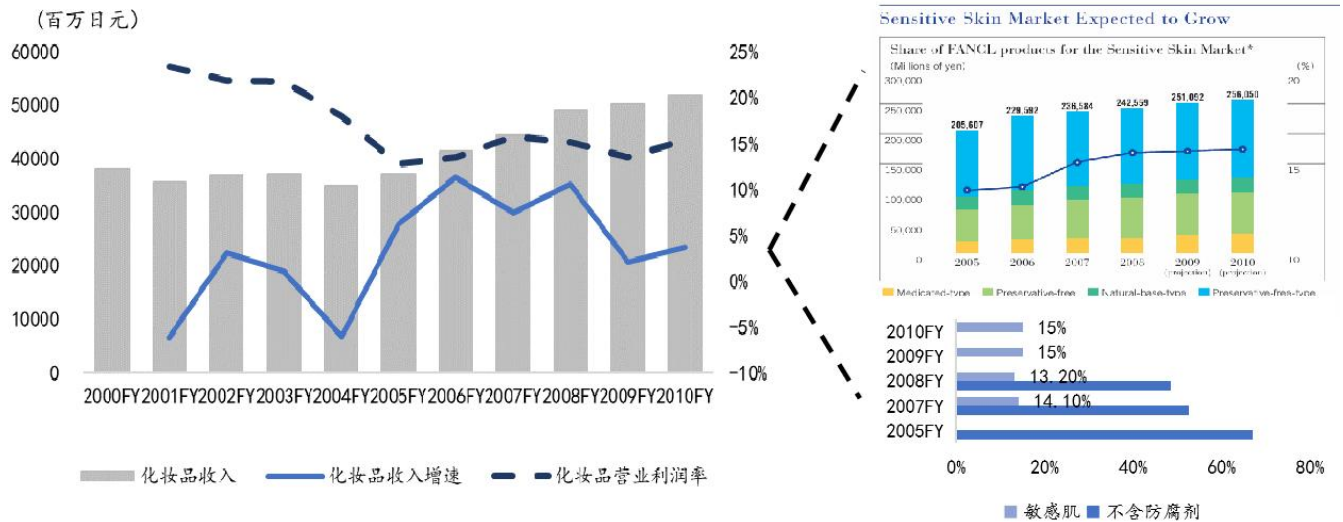
数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

2.1.1 化妆品板块: 增长放缓, 渠道+产品+研发+营销共寻新空间

同类产品陆续上市, 公司产品特殊性减弱, 化妆品业务进入低增速阶段。世纪初, 随同样无防腐剂概念的 HABA、珂润等品牌进入市场, 无添加剂化妆品市场逐



渐进入同质化，公司在市场上的差异化概念减弱，叠加价格下降到低点难以进一步下行，整体业务进入到低增速通道，2001-2004FY 化妆品板块收入持续下行，营业利润率同步下行到 20% 以下，**2005FY 借由公司战略调整及品牌力提升，化妆品板块重回增长区间，2004-2010FY 复合增速 6.95%，高于行业整体水平。**从市占率角度来说，公司在不含防腐剂化妆品市场份额逐步下降到 50% 以下，**敏感肌市场的市占率稳定在 15% 的水平。**

图表 18: Fancl 化妆品板块进入低增速阶段，市占率下降


数据来源：公司公告，华福证券研究所

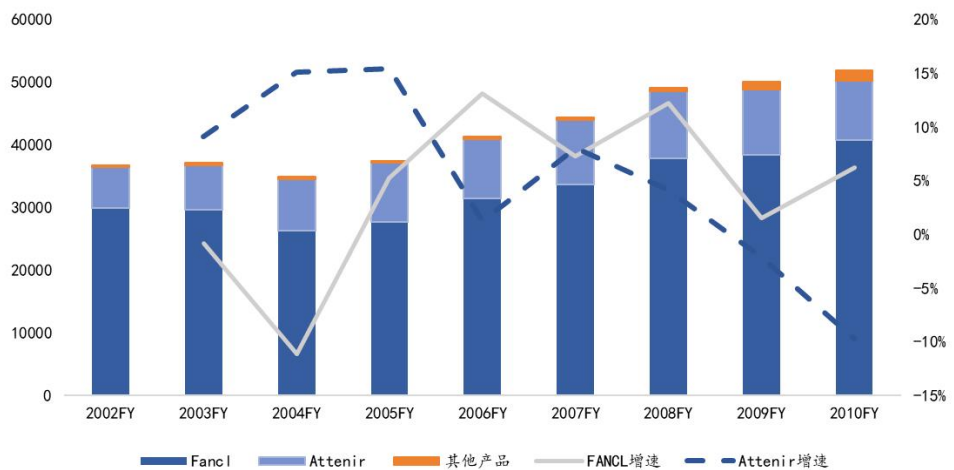
转变产品研发思路，增强产品差异化，提升品牌调性。同质化下，公司转变产品推新思路，从几个方面转变产品策略：**1) 强调产品功能性，突出品牌形象；2) 整合同类产品，强化同品类竞争能力；3) 研发端通过独特成分创造新概念（如甜豌豆精华、胶原蛋白），**这一阶段，公司推出了 FENTAGE 系列（后续整合到 FANCL 品牌下）、抗衰系列，更新了大单品卸妆油和洗面奶系列，产品更新激发大单品活力，如 2006FY 洗面奶更新后销售增长 1.5 倍。同时公司强化副品牌 Attenir，完善产品布局并持续投入大额广告，为主品牌的改革提供缓冲垫。



图表 19: 2001-2010FY 化妆品板块新产品矩阵及分品牌业绩情况

F A N C L 化 妆 品 产 品 更 新	2001	FANCL 开发美白系列, Mild Cleansing Oil 降价30%迎合大众市场; Attenir 开始销售针对不同肌肤类型的Bonage系列	
	2002	推出具有内外共修的FENATTY系列, 全面改造ATTENIR化妆品板块, 无添加基础化妆品包装从10ml 升级为30ml	
	2003	推出BOSCIA品牌面向美国市场, FANCL 推出不含防腐剂化妆品Evante和CLEARTUNE系列, ATTENIR 更新护肤品板块	
	2004	FANCL 推出无防腐剂美妆BELMEIL和CLEVANCE系列, ATTENIR 推出美白产品和美容乳液, 带动收入同增15.1%	
	2005	进入上海开设第一家中国门店, 启用Shiga工厂, FANCL 更新FENATTY和Mild Cleansing Oil (更新纳米清洁系统技术, 可以湿手使用) 两大核心产品, 其中卸妆油在更新后实现翻倍增长, ATTENIR 推出高性能美白乳液	
	2006	FANCL 将各系列洗面奶整合为一个新产品, 并入FANCL 品牌下, 实现销售收入增长1.5倍, 并在此后成为FANCL 大单品, 推出具有功效性的抗老精华产品	
	2007	FANCL 持续强化洗面奶、卸妆油和精华产品, 并且推出了新系列化妆品; ATTENIR 推出化妆品和身体护理产品	
	2008	将FENATTY和Evante品牌整合到FANCL 下, 形成大品牌策略, 将具有抗衰功能的甜豌豆精华加入到FANCL 产品中	
	2009	FANCL 更新美容液和洗面奶	
	2010	更新针对干性敏感肌肤的FDR系列	

(百万日元)

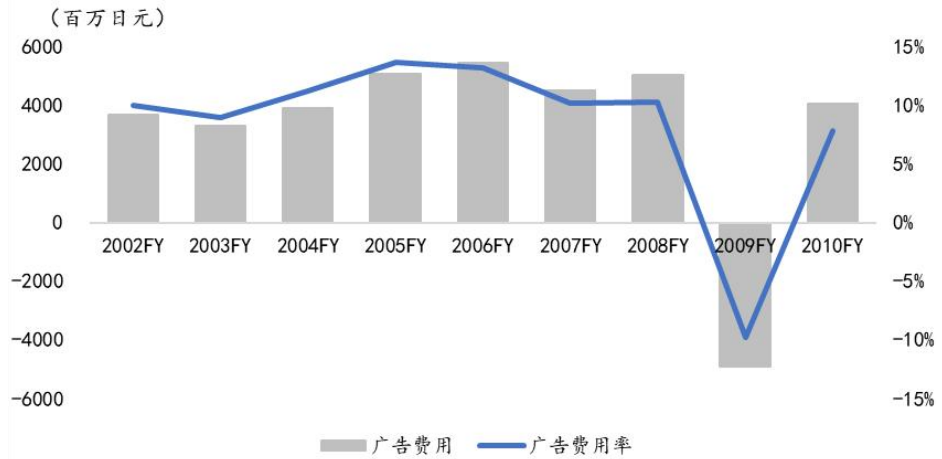


数据来源: 公司公告, 华福证券研究所 注: 年份均为财年口径

广告及促销先行, 线下布局加强, 两轮 CC 计划激发化妆品板块活力, 业绩向好, 增速高于行业整体。

从营销角度, 公司主张广告先行策略, 将广告更多偏向于资本开支定义。这一阶段, 公司通过广告进一步强化无添加剂概念, 并细分客户群体和渠道特性开展针对性广告营销, 广告费用率基本保持在 10%左右。同时公司客群从 30s~40s 年龄段逐渐向 20s (保湿) 和 40s (抗衰) 延伸。

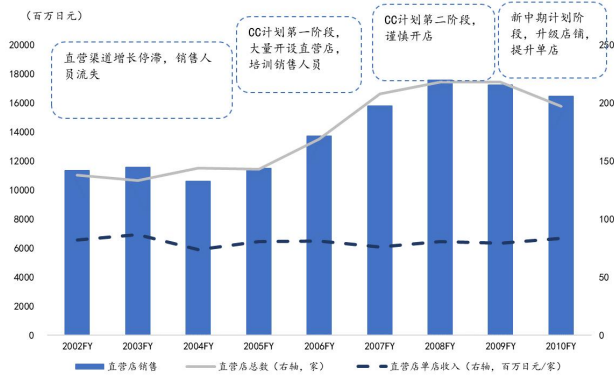
图表 20: 广告费用率基本保持在 10% 以上



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

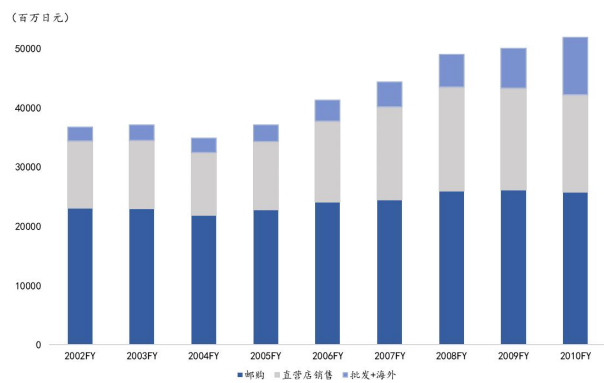
渠道方面, 在经历 2002FY-2004FY 零售点开店停滞及终端销售人员流失后, 公司对渠道端进行了三步走的改革。第一阶段, 公司重启线下门店扩张计划, 加密偏远地区门店密度, 推出新类型门店, 成立 FANCL ACADEMY 加大对线下销售人员培训; 随后在线下门店见顶时, 公司通过强化物流和供应链运转, 转向加强传统邮购渠道和快速发展的互联网渠道; 最后, 在梳理两大渠道后, 从渠道快速拓展向注重单店提升转型, 直营渠道收入占比从 2002FY 的 30.9% 提升至 2010FY 的 31.7%。同时分销渠道主要向罗森、711 等便利店铺设, 业绩表现稳定。

图表 21: 直营店经历三轮调整



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

图表 22: 邮购为基本盘, 直营及批发贡献增量



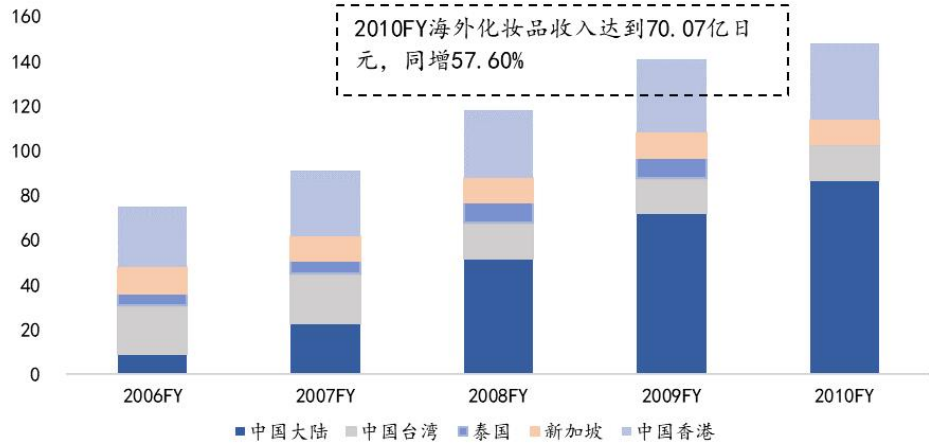
数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

正式进入中国大陆地区, BOSCIA 在北美及欧洲市场拓展, 海外进入收获期。日本国内化妆品需求相对疲软, 头部企业纷纷寻求向海外市场拓展, 主要目的地包括美国 and 高速增长的中国, 截止 2011 年, 日本化妆品出口占比达 14.08%。

对美国市场, 公司开发出针对美国肤质的 BOSCIA 品牌, 而亚洲市场公司借由主品牌 FANCL 通过分销渠道率先进入中国香港, 2004 年在上海开始第一间门店, 正式进入中国大陆市场, 截止 2010FY 在中国大陆已有 87 家零售店。公司产品以中高端定位切入亚洲市场, 在中国售价为日本的 1.6 倍并获得良好反响。2010FY 化妆品板块实现海外收入 70.07 亿日元, 同增 57.6%。



图表 23: FANCL 化妆品海外渠道快速增长

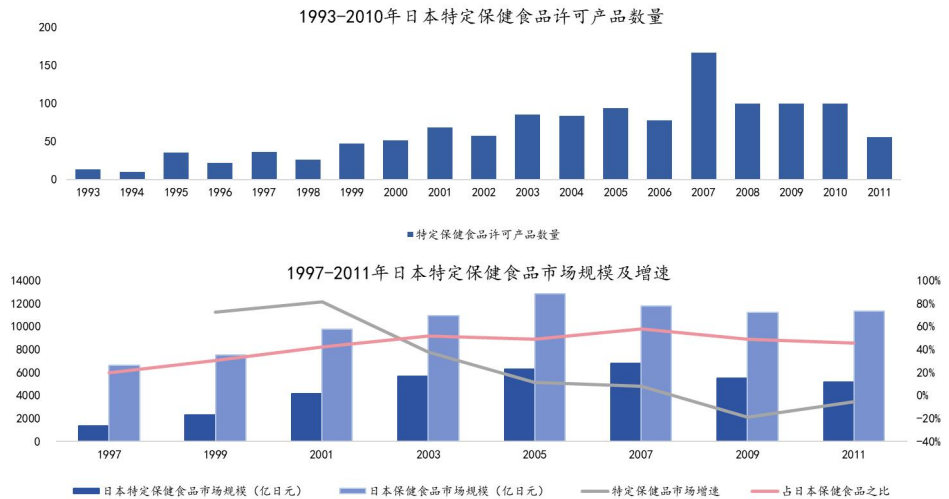


数据来源：公司公告，华福证券研究所

2.1.2 保健品板块：市场逐步迈入充分竞争阶段，业绩登顶后进入漫长调整期

市场规模虽持续扩容，但入局者大量增多，进入充分竞争环境。2001年随营养机能食品制度推出，及日本老龄化程度进一步加深，日本保健品市场增速进一步提振，但同时，进入者大量增多（头部食品企业三得利、医药企业小林制药等），根据日本健康营养食品协会数据，2001-2010年间日本FOSHU累计注册产品数量达989个，供给端增长远超需求端，市场快速进入供过于求的状态，市场竞争激烈。

图表 24: 日本 FOSHU 市场规模及注册产品数双增长



数据来源：日本健康营养食品协会，艾瑞咨询，华福证券研究所

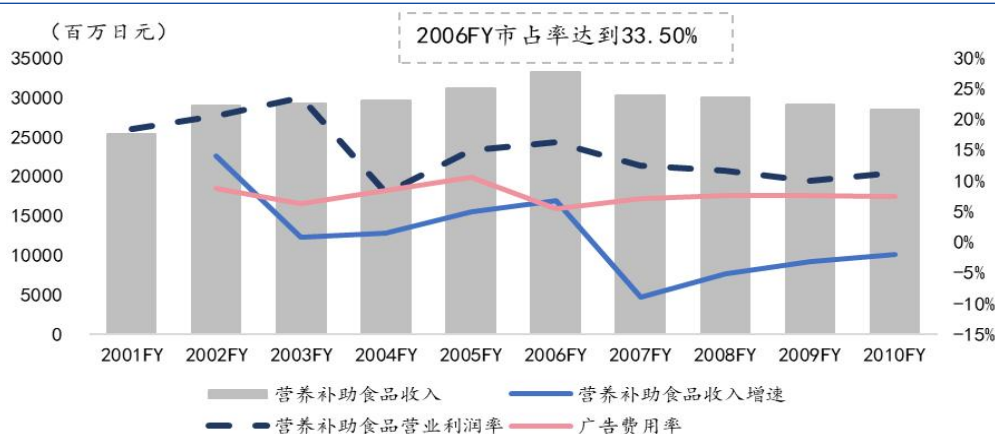
图表 25: 2000-2010 年日本保健品市场部分新品

公司	品牌	产品 (1995至今)	图示
DHC (1972创立)		补充剂系列 (包含DHA补充剂、蓝莓补充剂、维生素与矿物质补充剂)	
		饮食支持 (减肥粉、饮食支持茶等35种产品)	
meiji (1916)	VAAM (始于1995, 明治株式会社旗下品牌)	Verm Smart Fit 系列 (包括水、苏打水、颗粒、粉末、果冻)	
小林制药 (1886, 旗下有157个品牌)	杜仲茶	PET瓶 (含保健成分叮昔酸)	
	生命之母 (2005)	生命之母A (改善更年期疾病) 生命之母 白色系列小酒馆 (月经前抑制食欲的草药处方)	
	BISRAT (2009)	Bisrat Acria EX (针对30岁女性) Bisrat Gold EX (针对45岁女性更年期脂肪) Bisrat Gran EX (针对55岁女性)	
POLA (1929)	Whiteshot Innerlock	Whiteshot Innerlock Tablet IXS N	
	Apex	内片	
	B. A	BA Liquid及片剂	

数据来源: 各公司官网, 华福证券研究所

06 财年达到阶段性高点后, 迎来失落的十年。2003FY 保健品板块收入增速放缓, CC 计划第一阶段公司加强广告费用投放促进消费, 2004-2005FY 广告费用率持续上升, 伴随线下直营和批发渠道开拓, 截止 2006FY, 保健品板块实现收入 332.46 亿日元, 5 年 CAGR5.52%, 高于行业增速带动市占率提升至 33.50%, 营业利润率达到 16.26%, 但 2007FY 随日本市场收缩及供给端持续扩容, 公司活跃用户数下降带动收入持续下行, 迎来失落的十年。截止 2010FY 保健品板块收入 284.92 亿日元, 降到 2001FY 水平, 4 年 CAGR-3.78%, 营业利润率同步下行到 10%左右。

图表 26: FANCL 保健品板块 2006FY 收入阶段性见顶



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

低价策略失效, 精简产品矩阵, 试水高附加值产品市场, 新产品定位向年轻女性和中老年群体转移, 人均活跃客户消费增加。公司以低价策略切入保健品市场并在前期获得了高速发展, 进入 2000 年代后市场快速进入充分竞争阶段, 传统价格战难以维系, 公司从三大方面进行转型。1) 推出具有独特功效或成分的产品, 后期多



款明星产品均在此阶段上市，如 Calolimit、Twintose、HTC Collagen 等；2) 精简产品矩阵，明确核心大单品，例如美容系列及 Calolimit；3) 重新定位客群，将增量市场瞄准美丽焦虑的年轻群体（美容减肥产品）及有钱有需求的中老年群体（预防医学），产品定位从价格导向向高附加值转移。

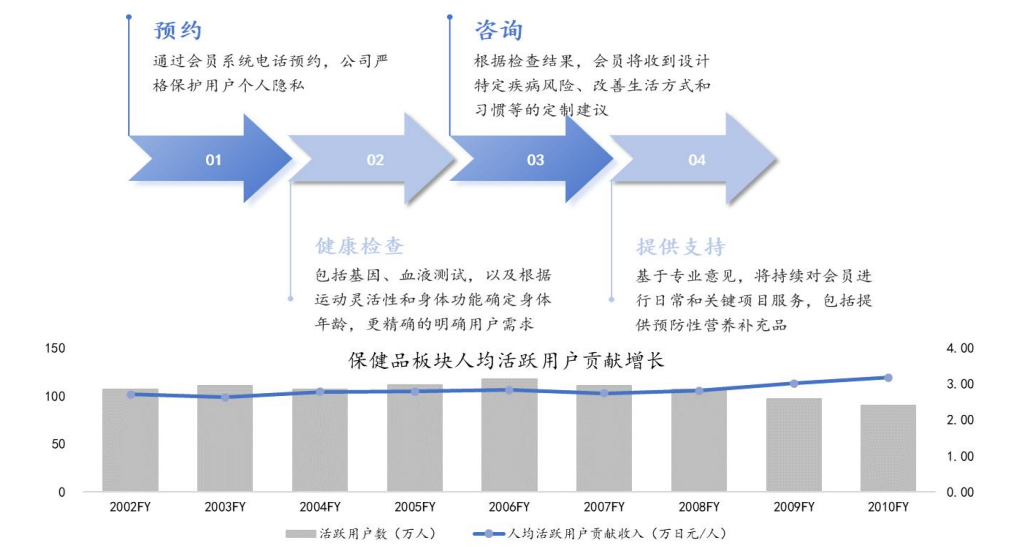
图表 27: 2001-2010FY 保健品板块新产品矩阵

FANCL 化妆品 产品更新	2001	策略: 持续低价策略, 销售价格下降15% 产品: 针对年轻女性推出原创产品限制卡路里摄入的 Calolimit 和 Perfect Slim , 并开始销售复合维生素	
	2002	强化 Perfect Slim 系列、矿物质补充和功能性补充系列产品销售	
	2003	营养补充品的硬质胶囊开始切换为植物性胶囊（普鲁兰）	
	2004	策略: 保健品市场竞争加剧, 公司策略从价格导向向价值导向转移 产品: 精简产品矩阵, 推出高附加值的胶原蛋白饮料 TenseUp DX 和亮肤补充剂 White Advance	
	2005	产品: 推出新的营养补充系列 Twintose , 可以显著提高矿物质的吸收; 引入辅酶 Q10 , 在电视广告宣传后, 辅酶 Q10 销售额增长7倍。 服务: 为了减轻保健品和药物冲突带来的不安全感, 推出SDI系统咨询	
	2006	策略: 目标客群扩展到50-60岁人群, 向他们推出更高价格和更高价值的产品, 同时面向30代强化美容补充剂 产品: 推出含有专利抗老成分的 HTC Collagen 和 Bright Age EX	
	2007	推出16款新产品, HTC Collagen 等美容补充剂、 Calolimit 和 Perfect Slim 等限制饮食的产品表现良好, 但支撑前两年高速增长的辅酶 Q10 大幅下降	
	2008	策略: 重新审视产品矩阵, 强化美容减肥产品及中老年产品（预防医学）, 调整产品名称, 将特有产品向大单品培育	
	2009	针对成年女性推出 BITOKI , 实现目标销售额两倍增长	
	2010	策略: 促进个性化、定制化转型开发, 继续瞄准快速增长的中老年和年轻市场 产品: 推出更新的 WHITE ADVANCE 产品	

数据来源: 公司公告, 华福证券研究所 注: 年份均为财年口径

建立健康研究所, 推出定制化服务, 强化客户粘性。配合保健品业务策略转型, 公司推出 SDI (Supplement & Drug Interactions) 数据系统, 帮助用户确认 FANCL 的保健品与日常药品是否存在互斥风险, 减弱对产品的安全性担忧。同时公司推出健康研究所, 通过对用户基因、血液等测试判断发病风险, 定制化的提供专业建议预防风险发生。服务端持续优化下, 保健品业务的人均活跃用户贡献持续增长。

图表 28: 健康研究所定制化客户需求



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

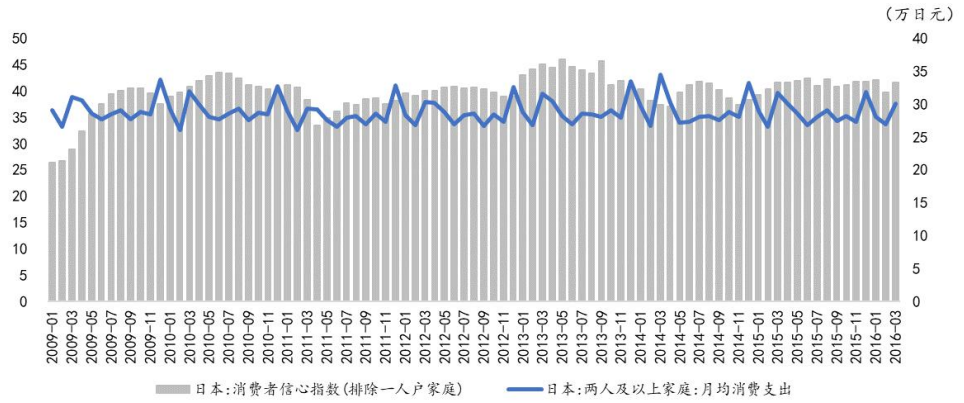
2.2 市场深度调整, 业务压力倍增, 内部改革重塑品牌形象 (2011-2015FY)

日本大地震后, 居民消费信心进一步下行, 消费税率提升进一步压制需求。2011



年日本大地震进一步挫伤消费者信心指数，人均消费意愿疲软，日本 GDP 及家庭月均收入低个位数震荡。2014 年消费税率提升至 8%，进一步压制消费需求，日本国内整体环境承压。

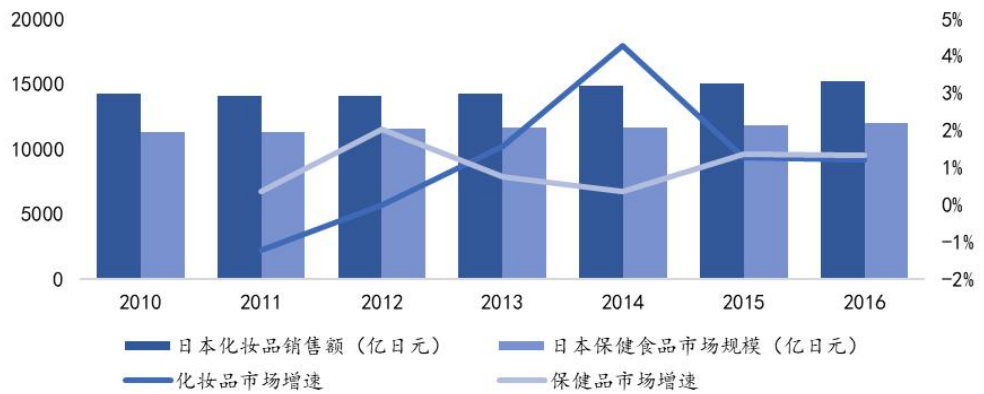
图表 29: 消费者信心指数及家庭月均消费支出平稳



数据来源: ifind, 华福证券研究所

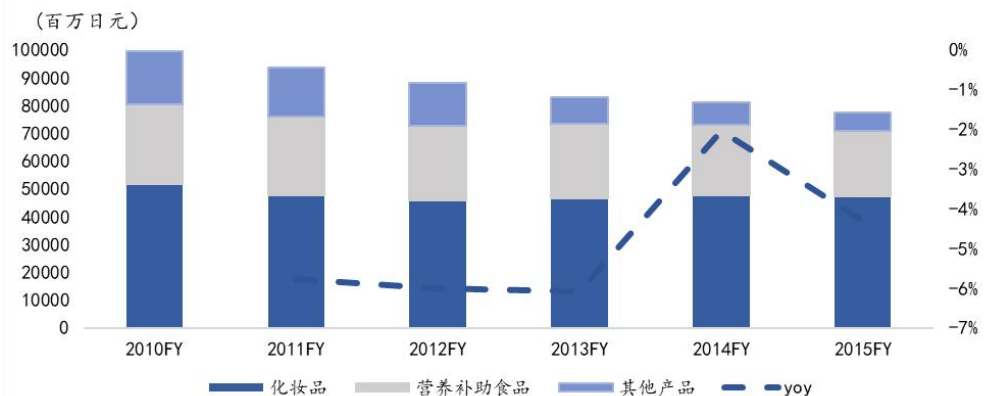
两大赛道市场规模均进入负增长期，创始人再度回归一线管理。日本化妆品和保健品市场规模见顶，市场进入深度调整及充分竞争阶段，受行业总量承压及竞争加剧，公司两大支柱板块均进入负增，公司业绩承压，净利润在 2013FY 转负，为扭转困境，2013 年 1 月创始人池森贤二再度回归一线改革，重新定位 FANCL 品牌。

图表 30: 2010-2016 年日本化妆品和保健品市场承压



数据来源: 日本健康营养食品协会, 欧睿, 日本官方经济产业省, 华福证券研究所

图表 31: 2010-2015FY 公司业绩承压



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所



内部改革剥离亏损业务，FANCL 学院培养优势人才。这一阶段由于外部环境不佳，公司转向向内改革。一方面公司架构改革，将化妆品、保健品业务分设子公司，BOSCIA、ATTENIR 重组分设子公司；另一方面，剥离亏损业务拉升净利润，包括处置美容院 NENUS、亏损直营店，以及退出中国台湾、新加坡零售业务，调整完成后 2014FY 公司净利润提高 6 亿日元，转亏为盈；第三方面加强人才培养，通过建立 FANCL 学院，在基础知识外加强专业技术知识（与化妆品相关的皮肤生理学、化妆技术，与保健品相关的药学、营养学等）；第四方面加强研发投入，建设第二创新实验室孵化新技术，**顺应老龄化趋势推进中年老产品研发，同时与医生合作，以实验数据验证产品功效。**

图表 32：新三年中期计划改革方向（2014FY-2016FY）及 FANCL 学院培训方向，公司利润端波动

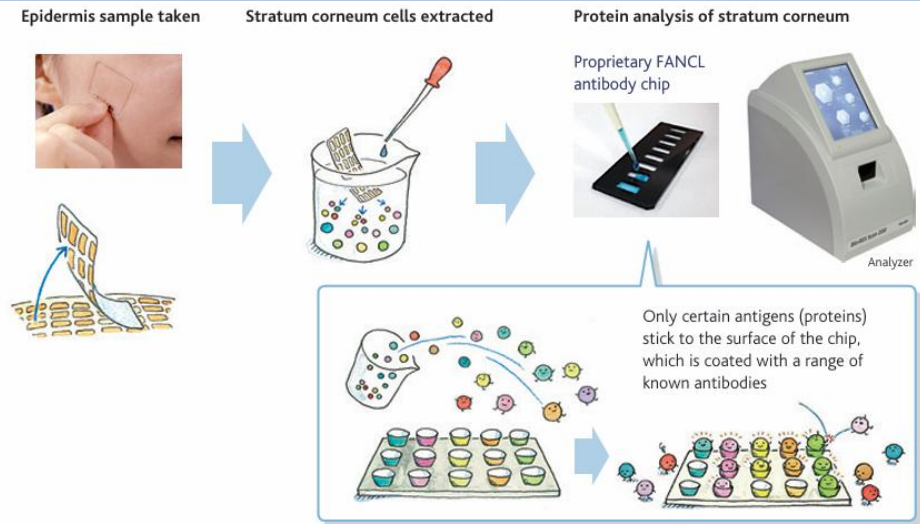


数据来源：公司公告，华福证券研究所

2.2.1 化妆品板块：三步走战略，将品牌与实证挂钩，重塑产品系列

品牌重塑，将品牌与科学结合，通过实证研究推广无防腐剂科学。在中国市场的成功推广，验证了无防腐剂概念的价值，公司通过科学实证研究及与医生合作，验证无防腐剂护肤品可以缓解皮肤压力，快速修复皮肤，以科学的方式进一步将无防腐剂与解决皮肤问题深度结合。同时在终端通过表皮标记诊断技术，以科学、便捷、直观的方式明确消费者皮肤诉求，导购针对性推荐产品，大幅提升消费者可信度及体验感。

图表 33: 表皮标记诊断技术

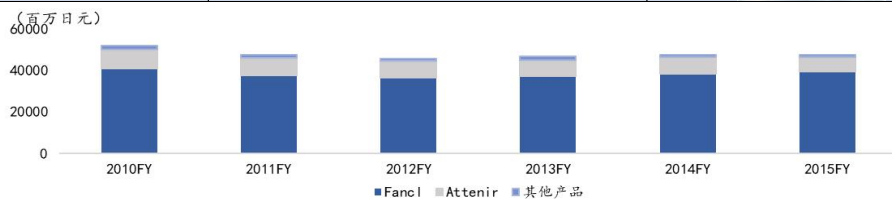


数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

强推大单品, 重塑产品系列, 把握老龄化趋势深化抗衰老产品。 产品端, 持续升级并推广洁颜油、洗面奶大单品。另一方面, 日本老龄化程度进一步加深, 化妆品使用者年龄段逐渐向 40 岁甚至 60 岁以上人群转移, 日本中老年化妆品市场进入爆发启动阶段, 抗衰及美白成为两大功能性主线, 公司 2012FY 推出 whitening 系列针对 30-40 岁人群美白需求, 同时针对 50 岁以上人群推出 BC 系列改善皮肤松弛、雀斑等, 补足空白细分市场。在新产品的推动下, 2013FY 开始化妆品板块收入回暖。

图表 34: FANCL 化妆品产品系列及分品牌情况

系列	功效	代表产品
WHITENING	针对雀斑美白	
AGING CARE	抗衰老护理	
MOISTURIZING	针对干燥皮肤保湿	
ACNE CARE	改善粉刺和痘痘	
BC 系列	改善皮肤干燥、松弛、皱纹和暗斑, 针对 50s 以上人群	
基础系列	无添加剂系列产品, 包括洗面奶、卸妆油等	

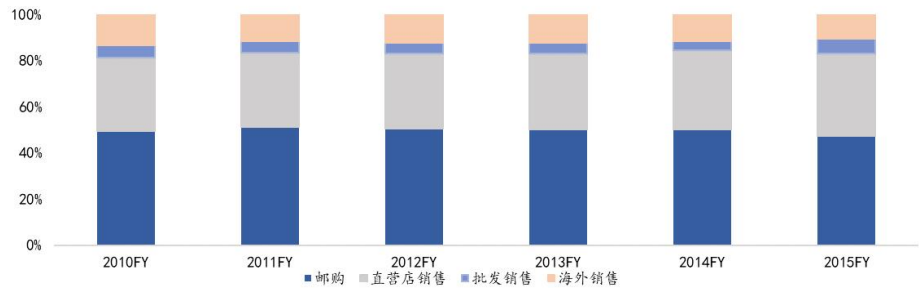


数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

加强分销渠道, 入驻药店。 直营门店优化服务质量, 提升消费者体验感。互联

网方面通过分析客户行为数据，个性化推送产品信息，低成本实现高转化。这一阶段公司注重分销渠道拓展，将核心洗面奶、卸妆油等大单品入驻 6000 个药妆店，加密渠道覆盖。同时公司通过数据库完成全渠道客户信息共享，打通线上线下的壁垒。

图表 35: FANCL 化妆品板块批发渠道占比提升



数据来源：公司公告，华福证券研究所

2.2.2 保健品板块：原创健康理念，强调美好老龄化

构建新健康理念，强调产品技术优势。公司强调保健品的效果在于体内的转化效率及持续时间，而不是单纯的用药剂量，因此构建出全新的“Best Absorption for maximum effect”概念，公司通过对成分及配方的研发，确保产品功效更可持续，提升产品差异性功效。

图表 36: Best Absorption for maximum effect



数据来源：公司公告，华福证券研究所

两条腿走路，1) 30-50 岁人群推广基础保健品；2) 50 岁以上人群推广“Good Aging”高附加值系列产品。

1) 30-50 岁人群：大单品打造，新广告策略尝试。对具有较强保健理念的中年群体，公司通过大幅投入广告培育明星产品，包括抗背痛的 Koshirax、限制卡路里的 Calorie Limit、眼部健康的 Enkin、特有胶囊液体技术的 Ukon Kakumei 等，这几个产品在近年均保持稳定增长，其中 2011FY Calorie Limit 同增 202%。另一方面，广告是促进保健品产品销售的重要方式，受广告法限制不能明确宣传产品功效，因此公司将广告集中于对 FANCL 品牌的推广及公司特有的技术上，强化品牌形象。

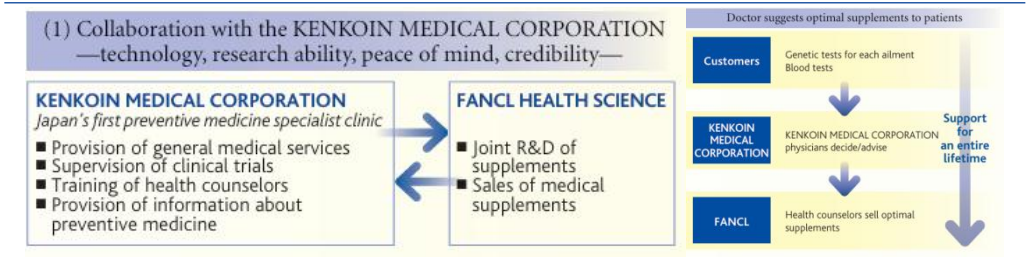
图表 37: 保健品板块四大单品



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

2) 50 岁以上人群: 基因检测+医生监督, “Good Aging” 系列产品支持。50 岁以上人群有较强的健康诉求且支付意愿、支付能力较强, 公司自 2000s 便开始加强中老年板块保健品布局, 并推出“Good Aging”预防医学产品线, 产品包括拥有独有成分的 PSG 系列产品(有效预防动脉硬化)、预防糖尿病、脑老化等产品。另一方面, 为保证产品效果提升消费者信任度, 公司强化基础研究, 与 KENKOINI 医疗机构合作提供临床支持, 同时通过基因和血液测试精确定位消费者需求, 由医生提供产品建议。与医疗机构合作, 为品牌打上可信、科学的标签, 明确提升品牌调性。

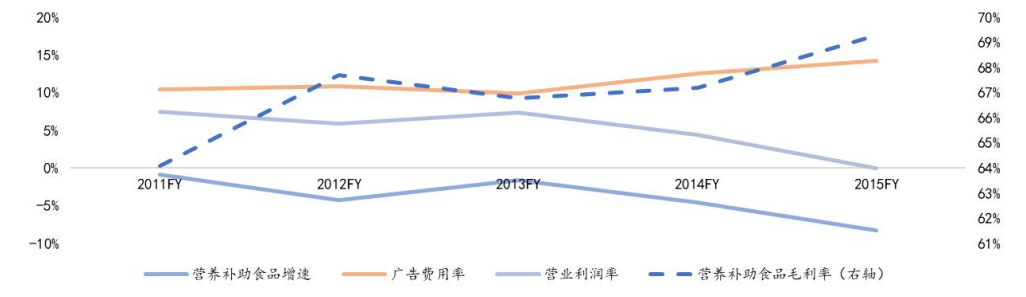
图表 38: 与 KENKOINI 合作方式



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

公司在这一阶段通过大幅广告培育明星产品、布局中老年赛道、强化科学属性等方式提升品牌形象, 但收入端受市场收缩及竞争加剧影响持续低迷, 净利润受广告费用影响持续承压。

图表 39: 保健品板块持续承压



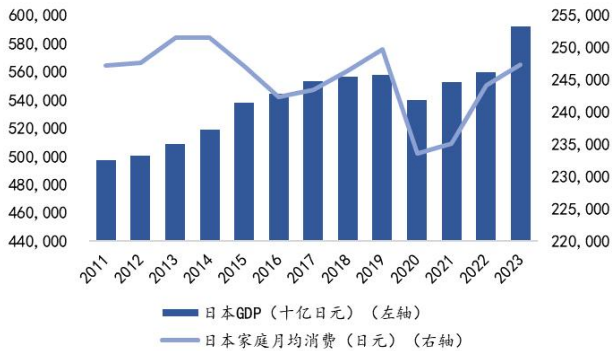
数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

3 把握政策机遇主动出击, 营收利润双增长 (2016FY-2024FY)

老龄化持续加剧, 国内消费仍受消费税影响, 但入境游客增多。为应对老龄化持续加剧及财政支出压力, 2014 年日本消费税上调至 8%, 2019 年进一步上提至 10%, 并预计在后续上提至 15%, 家庭支出明显下降, 国内消费承压, 但受益于旅日游客

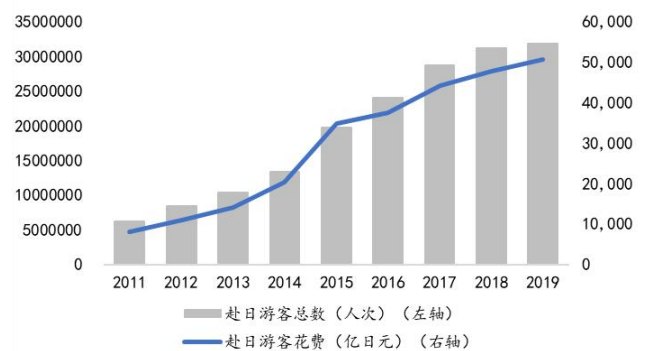
增多，旅游消费收入明显上升。

图表 40: 日本月均家庭消费支出承压



数据来源: ifind, 华福证券研究所

图表 41: 赴日游客及游客花费大幅增加



数据来源: JNTO, JTA, 华福证券研究所

保健品迎来功能性食品制度，市场重启增长动能。日本保健品市场在经历长达十年的徘徊和强广告限制后，2015年功能性食品制度（FFC）开始实行，审核方面允许上市前60天在消费者事务厅备案，政府不对产品安全性和有效性进行审核，同时宣传端放开限制，允许进行健康功能标示，大幅放宽准入限制及广告限制。政策端放开，新产品、新形态（如软糖、加工食品等）的产品大规模上线，叠加更精确的广告宣传，激发消费者热情。需求端来说，日本老龄化加剧，健康意识逐年提升，预防医学、体重管理、保护视力等需求高涨。供需端双重驱动下，2020年日本功能性标识食品市场超过特定保健用食品，市场规模在2023年达到6865亿日元，7年CAGR25.96%，商品数量达到6700种，是特定保健用食品的6倍。



图表 42: 日本保健品政策梳理, FFC 市场规模大增

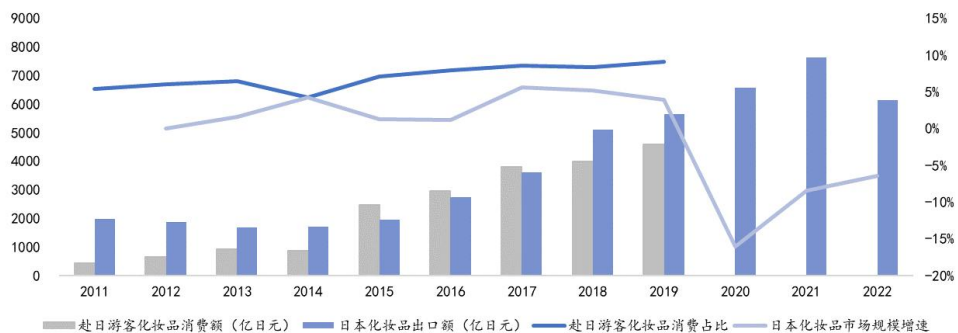
时间	1990年	2001年	2015年
社会背景	日本第三消费时代, 经济高速发展的后半场; 人口结构尚比较健康, 老龄化程度不明显	日本第三、四消费时代的转变, 经历了泡沫经济、金融破产的影响, 经济进入下行区间, 同时老龄化水平进一步加深	进入日本第四消费时代, 同时伴随着非常严重的老龄化现象
人口结构			
日本保健品规模	3620亿日元	9780亿日元	11839亿日元
颁布政策	特定功能保健品 (FOSHU)	营养机能食品 (FNHC)	功能性食品 (FFC)
具体内容	具有特定保健成分的食品, 有助于维持和促进健康;	提供以补充身体健康生长、发育和维持健康所必需的特定营养成分为目的食品;	适用于没有疾病的人群 (未成年人、孕妇和哺乳期的女性除外), 基于科学证据的补充某些营养成分
可标示成分	认证内容主要为七大功效类别	产品可用成分和用量需按照规定使用。包含13种维生素、6种矿物质、1种脂肪酸	机能性相关成分, 需为可定量性的成分
审核方式	政府对其有效性、安全性进行审批, 认证严格, 需要经过临床试验, 大约需花费数十万美元并历经两年审查; 获得消费者事务厅批准后, 可以声称被批准的功能	其功能已经科学证据证实, 符合营养功能标准规定的声称, 无需审批或注册	上市前60天在消费者事务厅进行备案, 提供证明食品安全和有效性科学文献或临床试验等功能评估的依据, 政府不对产品的安全性和有效性进行审查, 但经营者需对产品负责



数据来源: 每日食品, 上观新闻, 富士经济, 矢野经济研究所, 日本健康营养食品协会, 欧睿, 日本内阁府, 日本厚生劳动省, 艾瑞咨询, 华福证券研究所

化妆品国内市场承压, 但游客入境消费及出口规模高增。日本国内化妆品市场进入成熟期后期阶段, 叠加消费支出下降, 国内整体市场规模承压。受益于多年品牌积淀、温和不刺激概念及科学实证支持等, 日本化妆品品牌在国际市场具有较强品牌力, 一方面出口规模高增, 2021年日本出口市场规模达到7644亿日元, 十年CAGR14.48%; 另一方面, 旅日游客在化妆品板块消费明显增长, 截止2019年人均化妆品消费额达3.42万日元, 化妆品消费占总消费超9%。

图表 43: 日本化妆品出口额及入境游客化妆品消费高增



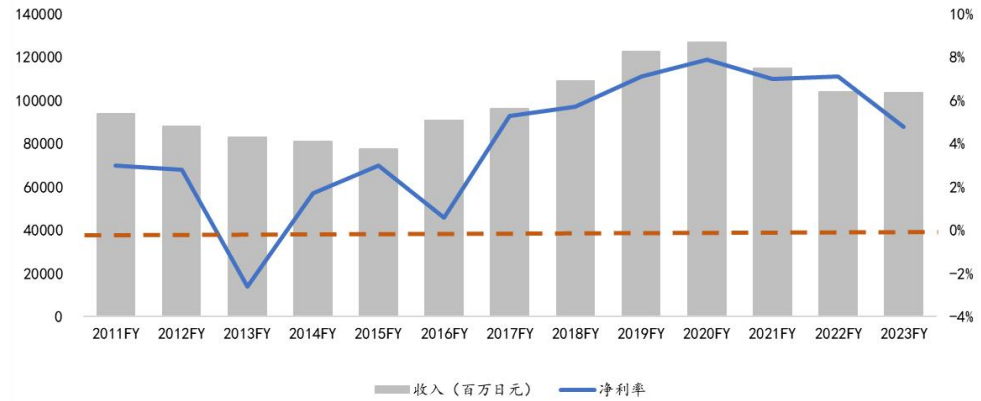
数据来源: ifind, 日本官方经济产业省, 华福证券研究所

三轮改革, 广告先行, 抓住机遇, 公司实现“V型”反弹。公司抓住FFC政策



放开及旅日化妆品消费高增的风口，一方面扩展品牌和产品矩阵满足各细分赛道需求，另一方面增加渠道铺设、战略性投入大额广告加强品牌触达，通过三轮中期计划指引催化营收及利润实现“V型”反弹。

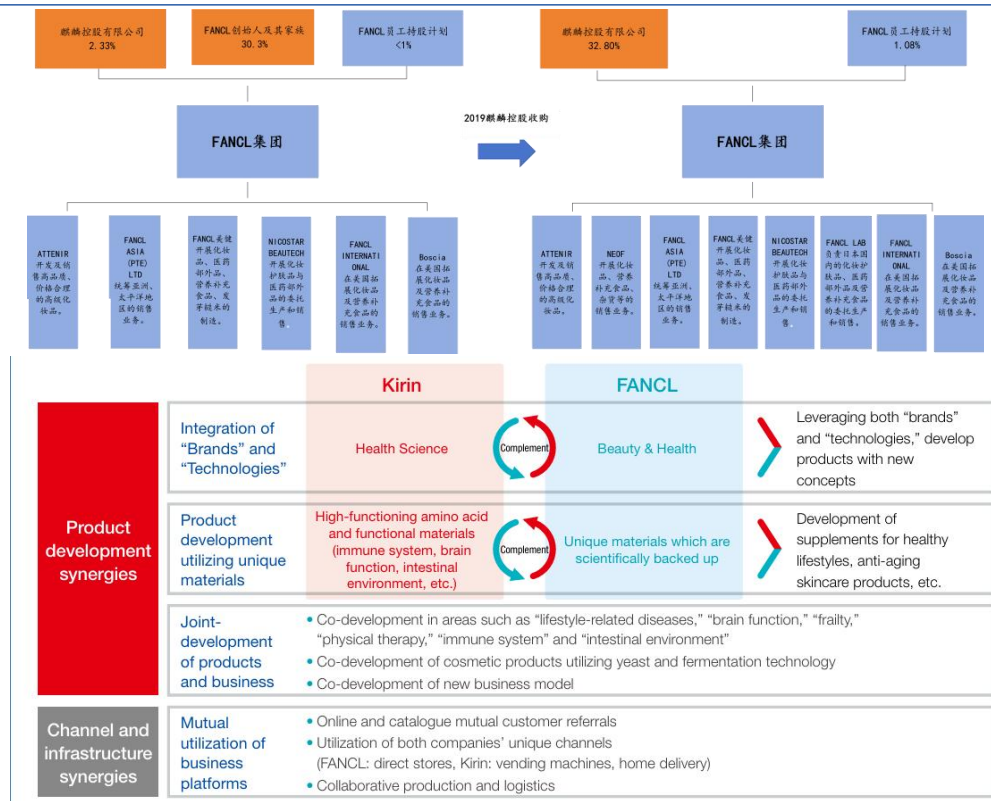
图表 44: 公司实现“V型”反弹



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

麒麟集团控股收购公司 33% 股权, 产品、研发、渠道优势互补。2019 年 FANCL 股权变动成为麒麟集团独立运营的联营企业, 产品研发上, 麒麟长期深耕啤酒酵母成分的研发但商业化有限, 而 FANCL 在化妆品和保健品领域可助其商业化落地销售, 同时麒麟集团渠道完整且擅长全渠道大规模营销, FANCL 可借助麒麟集团渠道实现国内外扩张。

图表 45: 2019 年麒麟收购公司 33% 股权, 两公司存在协同互补效应



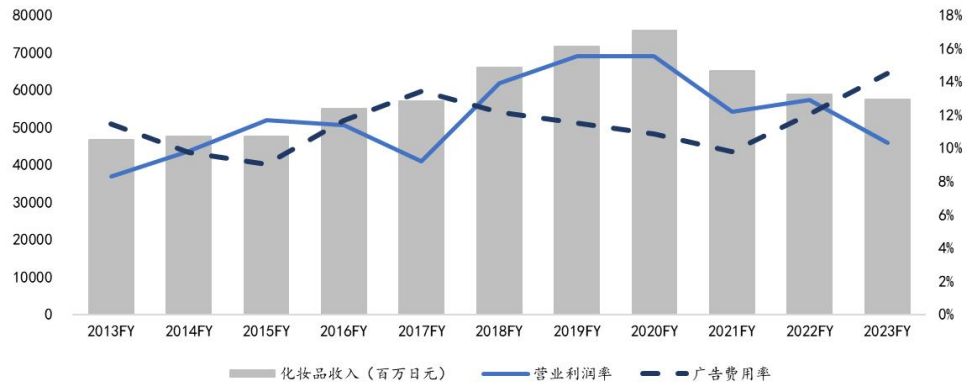
数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

3.1 化妆品板块: 大单品巩固, 品牌矩阵扩展



产品针对性更新，广告助推大单品持续起量。大单品洗面奶、卸妆油针对消费者痛点更新迭代，例如卸妆油更新，解决卸妆后皮肤干燥问题；针对戴口罩皮肤敏感干燥等问题，推出 CORE EFFECTOR 系列。广告持续投入，深化大单品及无添加剂概念，随敏感肌人群增多，通过无添加剂的概念成功导流消费者到核心品牌，从大单品向产品系列扩展，推动化妆品板块业绩修复。

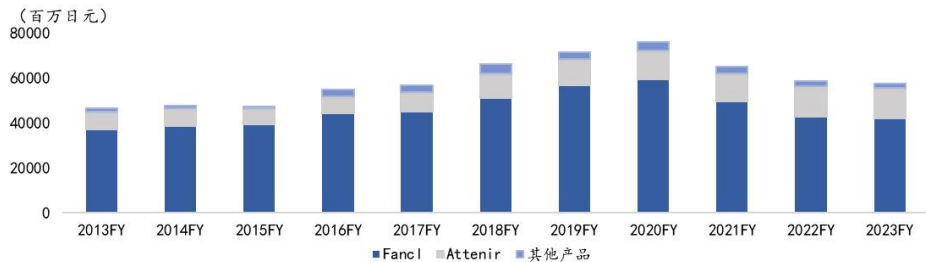
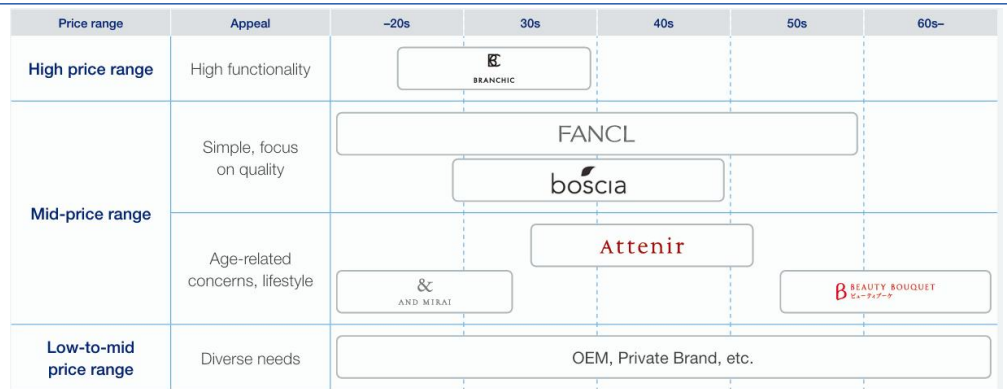
图表 46: 化妆品板块业绩修复



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

抓稳 Z 世代和老龄需求，多品牌卡位全年龄段。公司原有产品集中定位于 30-50 岁群体，但随老龄化加剧，60 岁以上人群对化妆品需求进一步爆发，Z 世代的审美意识强烈，公司推出 BRANCHIC 和 AND MIRAI 针对年轻群体需求等，推出 BOUQUET 针对 60 岁以上人群抗衰需求。到目前，公司已形成 6 大品牌对应消费者不同需求，新品牌的培育有望为公司贡献新增长级。

图表 47: 化妆品品牌矩阵及收入构成



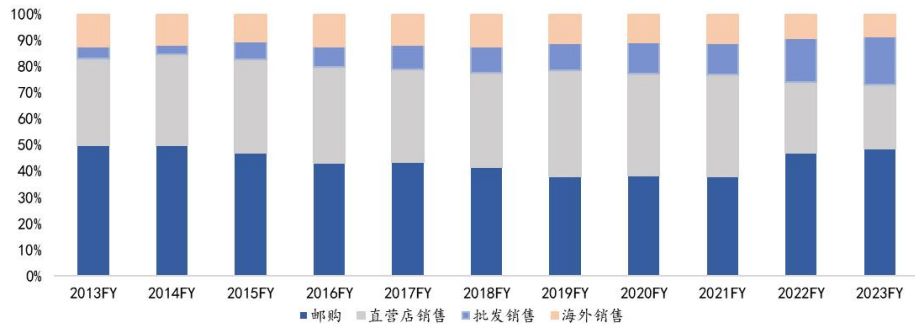
数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

海外业务拓展，副品牌进入中国市场。渠道端进一步加宽大单品在药妆店覆盖率，2016FY 洗面奶已在 10000 家药妆店铺设，同时顺应入境游客增多趋势，加大在



重点旅游区域的覆盖。顺应疫情后向邮购渠道转移的趋势，加强线上业务布局，并将广告预算更多投向网络渠道，邮购业务重新增长。海外业务巩固 BOSCIA 在欧美地区优势，促进 ATTENIR 和 BRANCHIC 通过跨境电商进入中国，拓展新市场。

图表 48: 邮购渠道重回增长区间



数据来源：公司公告，华福证券研究所

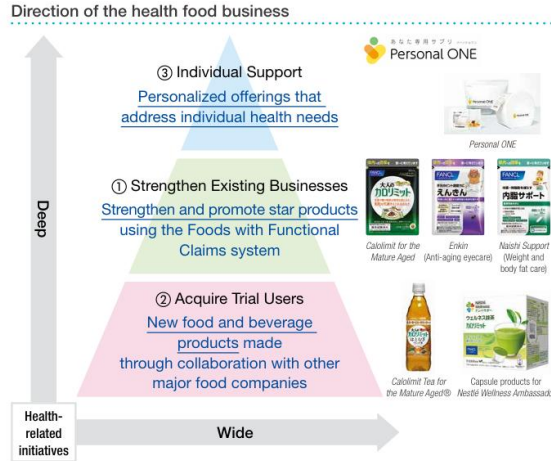
3.2 保健品板块：抓住风口主动出击，实现近翻倍增长

抓住 FFC 风口，更细分赛道强势推出大单品。基于公司多年研发积累和文献支撑，FFC 政策放开后，公司快速反应，在原有产品线上推出新系列：卡路里赛道推出成人卡路里限制等全系列产品，ENKIN 推出智能手机 ENKIN 解决年轻人长时间看手机的问题。**热门赛道公司也积极出击**，针对睡眠问题、40 岁以上男性内脏脂肪问题、中老年尿酸问题和血压问题等，分别推出 Sleep&Fatigue Care、Nyosan、Naishi、Ketsuatsu 系列，同时针对不同性别、不同年龄段推出系列综合维生素包，便于消费者选择。**各大细分赛道强势进驻，公司完成保健品板块闭环，实现消费者人数和粘性双提升。**

B2B 合作，扩展品类天花板，引流新用户。顺应健康化发展趋势，公司与雀巢、三得利、DYDO 等公司合作，推出含补充剂的胶囊饮料、限制热量的茶饮等新品类，进入更广义的 H/B 食品赛道，破壁保健品市场限制，**触达大众消费者实现新用户导流。**

推出进阶版 Personal One，深度绑定高附加值用户。公司此前在个性化服务方面做了诸多努力，包括通过基因检测精准定位用户需求等，通过在这个赛道的持续积累，公司推出个性化进阶版产品 Personal One。用户在经过尿检和问卷调查后，营养师和药剂师会提供一对一咨询服务，通过 SDI 系统保障产品组合的安全性，同时根据身体状况、季节变化及最新尿检结果公司将试试调整产品组合，实现个性化最优解。**Personal One 的推出一方面反映出 FANCL 在保健品板块的研发积淀，同时为消费者提供了一站式的健康解决方案，尿检结果帮助实现复购的正向循环，提升深度消费者的消费额及黏性。**

图表 49: FANCL 保健品核心三大策略

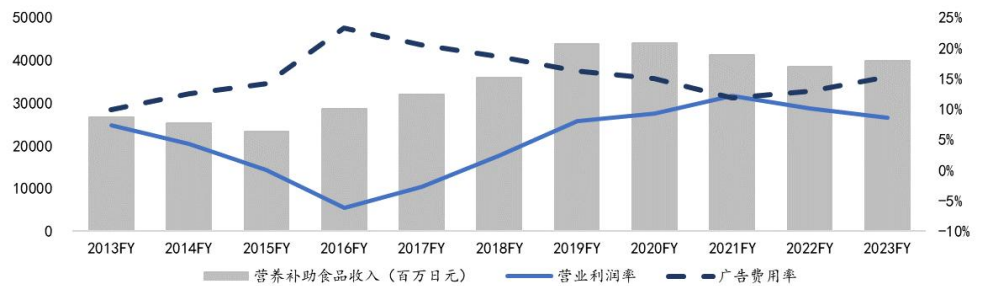


数据来源：公司公告，华福证券研究所

广告先行战略，政策放开初期强势通过广告绑定概念，占领细分赛道。产品端持续推新的同时，公司牺牲短期利润，在广告营销方面大举投入，保健品板块广告费用率长期保持在 15% 以上。通过密集的电视广告投放明确产品功效，深度绑定细分市场概念，保健品板块收入端强势反弹，营业利润率回归到高个位数水平，据前瞻产业研究院，FANCL 在体重管理、保护视力等多个细分赛道均位居前列。

图表 50: FANCL 保健品收入及利润双升，四款产品位居前十

2020 年日本畅销功能食品 TOP10			
排名	品牌	类别	产品
1	FANCL	体重管理	大人的卡路里
2	FANCL	体重管理	内脂支持
3	KAGOME	降血压	食盐无添加番茄汁
4	乐敦制药	保护视力	乐敦 V5
5	伊藤园	体重管理	浓茶
6	FUJIFILM	体重管理	MetabARRIER
7	DHC	降低血脂	DHA
8	森下仁丹	通便	BiffinaS
9	FANCL	体重管理	卡路里
10	FANCL	改善视力	Enkin



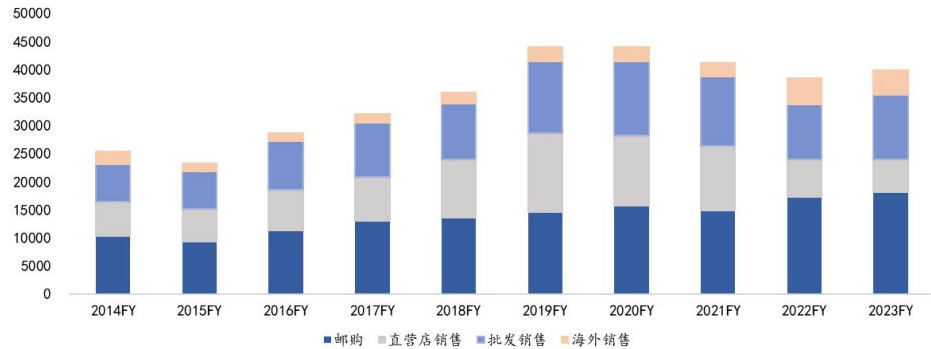
数据来源：前瞻产业研究院，35 斗，每日食品，公司公告，华福证券研究所

与国药集团合作，通过跨境电商强势进入中国。中国逐步进入老龄化社会，健康意识提升，《健康中国 2030》指引下，中国保健品市场增量空间可期。为抓住中国市场机会，公司一方面与国药集团合作，通过跨境电商在 17 年 10 月进入中国市



场，另一方面，针对中国消费者需求和特有属性，加大研发和销售投入，争取在获得批证后向线下渠道大规模拓展。19 年品牌在双十一销量同比增长 13 倍，在 2021 年双十一进入滋补品前十榜单，并在 2023 双十一进入天猫海外保健品品牌 TOP6。2023FY 实现海外业务收入 43.46 亿日元收入，7 年 CAGR17.69%。

图表 51: 海外渠道实现近 3 倍增长 (百万日元)



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

4 总结

复盘 FANCL44 年历史，我们认为公司成功可能取决于以下几个方面：

1) **提前规划，实时调整。**公司以三年为周期实行长期规划，并根据宏观情况实时调整，时刻跟踪行业情况。同时，公司运用内部 FANCL 学院培养专科人才，贯彻公司创业理念。

2) **中台数据分析，洞察客户诉求。**公司在 2000 年代初便注重中台数据库搭建，包括后续 FIT 系统搭建都为公司分析客户需求、搭建 SDI 数据库提供了支持，在掌握客户需求后，公司可以针对性进行产品宣传和产品研发。

3) **战略性投放广告，坚定投入研发，长期积累。**公司将广告支出定义为战略性支出，对广告的投放具有规划性和坚决性，这帮助公司在行业快速发展期打出声量，在供给扩容期绑定细分赛道概念，助力大单品起量和顺畅用户导流。另一方面，公司长期坚定研发投入，在市场萎缩期仍然坚定新材料、新产品研发积累，这也是公司在 FFC 政策放开后可以快速推出热门新产品的核心原因。

4) **大单品功能持续迭代，新赛道持续布局。**大单品的生命周期同样有限，只有根据消费热点和消费需求不断迭代大单品才是产品常青之道，公司针对洗面奶产品精简产品系列，持续迭代升级，保证洗面奶成为 FANCL 持续大单品。另一方面，市场多变，一个品牌或一个赛道终有天花板，公司保持创业理念持续创业创新，布局新赛道，为公司后续发展埋下伏笔。

5) **精细化服务，深度绑定忠实客户。**忠实客户是业绩稳定的基石，公司坚定在服务端精进，包括推出指定送货服务、免费试用装派送的方式提升消费体验感，推出胶原蛋白检测、基因检测等多种方式与客户互动，并且通过 SDI 系统、线上客服



等进行消费者解惑，服务端保障是公司在保健品失落的十年中，单客贡献稳中有升的原因，也是公司能够推出 PERSONAL ONE 的底气。

以上的分析只是公司增长秘诀的冰山一角，我们后续将以 FANCL 第二篇报告进行深入解析。

5 风险提示

安全性风险：公司着力于无防腐剂技术，若出现产品安全问题，将对业绩产生较大风险；日本小林制药保健品出现安全性问题，若传导至公司保健品业务，将对保健品板块发展产生风险。

下游竞争风险：化妆品和保健品板块市场竞争者众多，若公司产品或技术不及预期，或面临竞争力减弱风险。

海外市场恢复不及预期。若海外市场内生需求增长不及预期，公司的下游客户订单或将减少，从而传导至公司营收不及预期。

产品质量风险：生产企业若发生质量问题，可能面临客户丢失、份额缩减风险。



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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

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

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。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	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfys@hfzq.com.cn