

食品饮料

FANCL 系列报告二：庖丁解牛，全方位拆解公司增长秘诀

投资要点：

上一篇我们结合日本宏观背景及公司业务进行了详尽的分析和总结，本篇我们想更进一步探寻公司的增长秘诀，从公司总画像出发，思考公司的顶层设计如何顺应和发掘世代需求，从而实现商业化落地，并且化妆品和保健品两大细分板块如何在红海市场实现突破。

➤ 公司端：研发引领+需求捕捉+用户数据分析，大单品落地长青

1) **公司理念及时更新，塑造品牌。**在行业泡沫末期，公司以性价比打造品牌知名度，在行业过度内卷期间，转向品牌势能的塑造，发展阶段公司时刻根据行业环境制定发展规划，把握机会。2) **通过客户洞察和数据分析，寻找大单品概念。**公司通过强大的中台部门收集和分析客户诉求，以客户需求为导向，市场竞争为参考，量体裁衣，设计打造大单品。3) **研发支撑、广告精准投放，大单品矩阵落地。**公司常年坚定投入研发费用，构建2个研究所2个研究中心和1个推进室，助力大单品从想法到实物落地，随后，营销端迅速接力，通过大规模、高强度的营销，迅速绑定核心概念，引爆热点，吸引消费者，确保产品起势。4) **功效迭代及供应链留时间，确保大单品常青。**时代更迭中消费者诉求同步转移，公司在原有特色的基础上，持续更新功能，带动老客户复购和新用户引流，同时小样先行铺垫消费者认可，留足供应链时间，保证产品顺利下沉终端。5) **精细服务绑定忠实客户。**想客户所想，提供个性化色彩浓厚的独特服务，使客户在消费过程之中的参与感、体验感进一步加强，愿意支付更高的品牌溢价。

➤ 保健品：大胆投流叠加差异化战略，不惧波动坚定前行

1) **1994年美护公司如何打入营养品赛道？**价格的差异化帮助公司挖掘了新领域之中的第一桶金，初来乍到的美妆品牌借此在保健品领域站稳脚跟。2) **2015年增长滞缓后如何实现品牌转型？**行业端来看，政策松绑为市场潜力兑现提供条件，保健品市场热度再起。公司端研发+产品+服务+广告并行：研发端积累下，公司特色产品得以快速落地，同时前期公司坚定品牌宣传，品牌安全性受认可，政策放开后大胆投流，品牌形象指数级增长。同时减肥、护眼等新消费趋势显现，公司在产品快速落地和广告赋能下，抢占新赛道，市占率领先。最后，产品设计上安全性和实用性并行，服务精进，消费者幸福感提升。

➤ 化妆品：产品持续迭代，坚定品牌理念

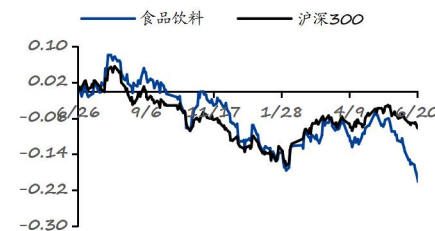
1) **初创阶段：**从创立到发展，FANCL 化妆品业务将锁定无添加概念始终放在战略首位，无添加概念帮助公司构建出了强有力的产品壁垒，且切中了消费者对于“美+健康”的复合追求，亦为公司积累了宝贵的口碑财富。同时无添加绑定敏感肌概念，契合消费者心理，2008财年公司在敏感肌市场的市占率已超15%。2) **成熟阶段：**在大单品的迭代更新下，主品牌势能持续加固，用户粘性及人均消费额持续增长，多品牌矩阵的搭建满足不同细分消费者需求，拓宽品牌边界。同时公司顺应“内服+外用”新趋势，将公司优势业务强强联合，提升消费者认同。最后，公司化妆品业务的海外市场开拓道阻且长，与友商相比，FANCL 在中国市场的拓展尚处于萌芽阶段，公司针对海外市场开拓已提出“Vision2030”计划，力求2030年海外销售额达25%。

➤ 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

分析师：张东雪(S0210523060001)

zdx30145@hfzq.com.cn

联系人：杜采玲(S0210123070007)

dcl30189@hfzq.com.cn

相关报告

1、周观点 | 茅台批价企稳改善，618 承压有亮点——2024.06.23

2、周观点 | 理性看待价格走势，把握白酒起跌反弹——2024.06.17

3、茅台批价波动复盘与思考启示——2024.06.17



正文目录

1 公司端：研发引领+需求捕捉+用户数据分析，大单品落地长青	4
1.1 公司理念：理念及时更新，低价向品牌转向	4
1.2 寻找大单品概念：洞察客户诉求，用户数据分析	6
1.3 落地大单品产品：研发端支撑，广告分流投放，助力精准落地产品矩阵	8
1.4 保持大单品活力：大单品功效持续迭代，供应链留足反应时间	11
1.5 服务端夯实用户：精细服务，深度绑定忠实客户	12
2 保健品：大胆投流叠加差异化战略，不惧波动坚定前行	13
2.1 1994：美护公司如何打入营养品赛道？	13
2.2 2015：增长滞缓后如何实现品牌转型？	14
2.2.1 市场风云：FFC 政策的放开与行业格局的变迁	14
2.2.2 15 年后，FANCL 实施了哪些优于竞争对手的关键举措？	15
3 化妆品：产品持续迭代，坚定品牌理念	19
3.1 初创阶段：红海市场迎来新成员，FANCL 开辟无添加新赛道	19
3.2 成熟阶段：核心大单品创新带动公司成长，客群拓广维持行业地位	20
3.2.1 品牌层面：主品牌带动，全矩阵发力	21
3.2.2 保持产品优势，推陈出新切中新老顾客需求	22
3.2.3 跨业务联动、跨公司联动，协同效应助力化妆品拓展	25
3.2.4 三年计划推动海外扩张，中国市场带来新动能	26
4 风险提示	27

图表目录

图表 1：日本 GDP 及其增速	4
图表 2：日本人口年龄中位数持续上升	4
图表 3：04 财年公司销售额与利润率下滑	5
图表 4：公司 04FY 增长停滞原因拆解	5
图表 5：公司三年计划行动总览	6
图表 6：FANCL 大单品的发布更新全流程-设计	7
图表 7：今天的 SDI 系统	8
图表 8：FIT 系统的三次迭代	8
图表 9：FANCL 大单品的发布更新全流程-落地	9
图表 10：FANCL 研究所的组成	10
图表 11：化妆品和保健品的广告费用率高企	10
图表 12：广告投放精准施策	10
图表 13：FANCL 两大业务的最核心单品更新过程-卸妆油	11
图表 14：FANCL 两大业务的最核心单品更新过程-卡路里限制	11
图表 15：FANCL 大单品的发布更新全流程-服务	12
图表 16：FANCL 旗舰店的皮肤分析服务	13
图表 17：FANCL 皮肤分析 APP	13
图表 18：公司第一代保健品推出时打出的广告	14
图表 19：公司保健品业务在 06 财年阶段见顶	14
图表 20：保健品行业规模 15 年后持续扩容	15
图表 21：细分赛道规模增长	15
图表 22：2014 年后 FANCL 与部分企业的市占率变化 (%)	15
图表 23：大规模广告投放带动营收增长	16
图表 24：15-19 财年公司保健品广告费用持续增长	16
图表 25：QANDO 制作的 FANCL 广告	16
图表 26：FANCL 明星代言广告	16
图表 27：FANCL 在细分赛道市场收入不断提升	17
图表 28：FANCL 在 2015 年之后的明星单品	18
图表 29：创立之初的 FANCL 产品	19



图表 30: ATTENIR 产品系列	19
图表 31: 公司在敏感肌市场中市占率稳步增长	20
图表 32: FANCL 品牌简介	21
图表 33: 公司化妆品业务增长拆分	22
图表 34: 公司化妆品业务营收拆分	22
图表 35: FANCL 化妆品近年的@costume 获奖记录	23
图表 36: 竞品价格对比	23
图表 37: ATTENIR 顾客单人消费额度增长	24
图表 38: FANCL 与资生堂的营业利润率对比	25
图表 39: 中国旅客提振日本化妆品消费	26



上一篇我们结合日本宏观背景及公司业务进行了详尽的分析和总结，本篇我们想更进一步探寻公司的增长秘诀，从公司总画像出发，思考公司的顶层设计如何顺应和发掘世代需求，从而实现商业化落地，并且化妆品和保健品两大细分板块如何在红海市场实现突破。

1 公司端：研发引领+需求捕捉+用户数据分析，大单品落地长青

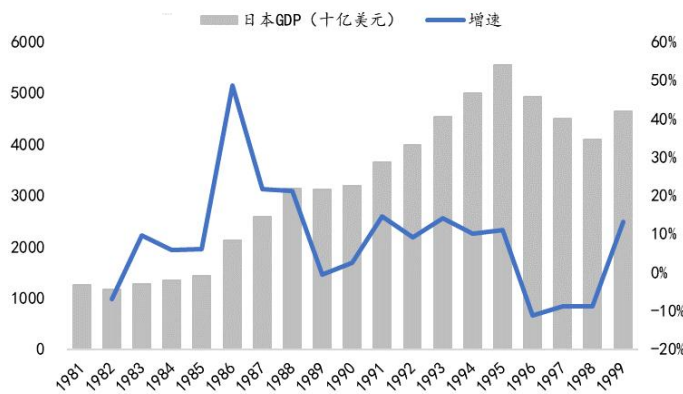
本章从公司顶层设计出发，以设计和推广大单品为线索，研究公司在大单品成功的背后所做出的努力。

1.1 公司理念：理念及时更新，低价向品牌转向

公司设立之初，日本处于经济泡沫时期和第三消费时代，职场女性及单身女性增多，对个性化的呼声加大，公司契合这一趋势以全新的无添加剂的小剂量装的化妆品为突破口进入竞争激烈的化妆品，充分得到了下游消费者的共鸣。

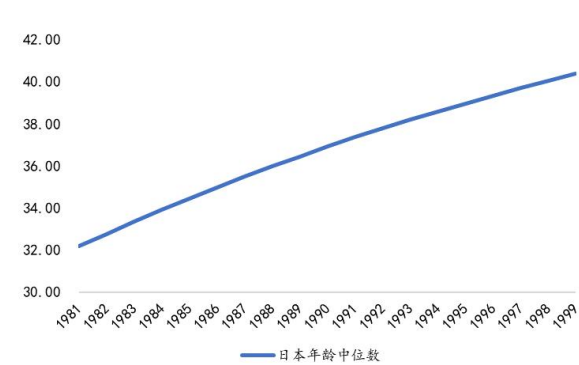
在泡沫经济破裂初期，消费者对收入增长的预期下降，社会消费处于热点切换期，高性价比产品逐渐受到青睐，另一方面，人口角度看老龄少子化问题进一步加剧，健康意识提升，满足中老年消费者需求成为新蓝海。与此同时，公司及时抓住消费转移的趋势，推出了高性价比的 ATTENIR 和保健品，及早的抢占了新消费趋势的重要赛道，提供了公司近 10 年的增长活力。

图表 1：日本 GDP 及其增速



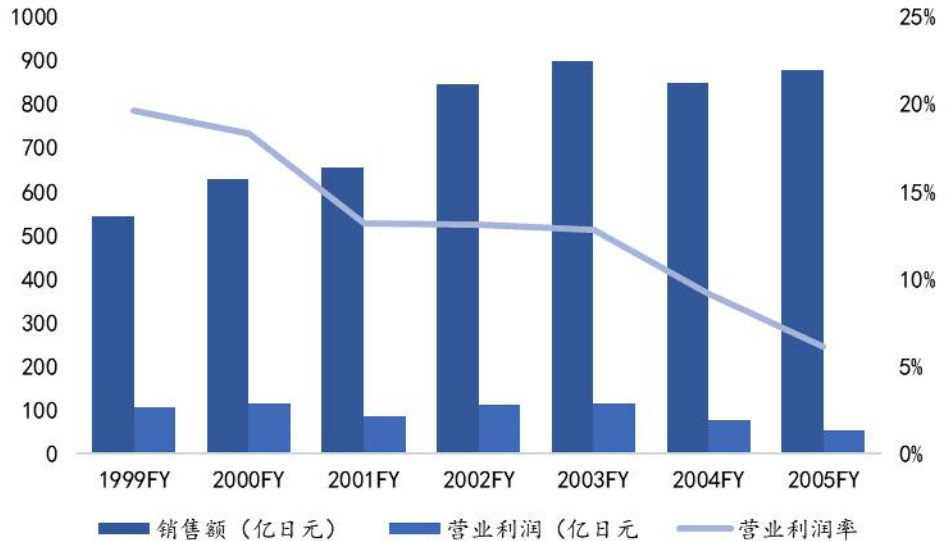
来源：iFind，华福证券研究所

图表 2：日本人口年龄中位数持续上升



来源：iFind，华福证券研究所

2000 年后难敌宏观压力和竞争加剧挤压，04 财年首次面临收入、利润双下滑。 2000 年后，日本宏观经济持续低迷，化妆品市场规模见顶，同时头部化妆品企业看到敏感肌和保健品细分市场机会，相似概念的竞品陆续上市，进一步加剧市场竞争（如医药龙头小林制药创立保健品生命之母品牌，花王发售敏感肌专用的珂润品牌）。市场蛋糕无法继续增大的同时每个公司分到的份额减小，2004 财年，公司销售额同比下降 5.6% 至 849.57 亿日元，营业利润率同比下降 3.7pct 至 9.1%，销售额和利润率的双下滑是公司历史首度。


图表 3: 04 财年公司销售额与利润率下滑


数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

洞悉增长承压原因, 低价策略受到明显挑战, 理念引导战略变革。拆解 04FY 收入及营业利润下降原因, FANCL 化妆品即使在世纪初主动降价向高性价比品牌转向, 但不仅没有促进收入端回暖(-3.3 亿日元), 同时对毛利润产生了明显的负向影响(-1.7 亿日元), 保健品业务也开始出现颓势, 收入增速放缓, 毛利下降, 传统差异化优势带来的增长无以为继。这一阶段日本社会进入“低欲望”和追求精神满足的第四消费时代, 消费者诉求为“在对质量和安全没有担忧的情况下对其特定需求的满足”, 消费者对产品和品牌价值的需求上升, 公司顺应趋势, 改变低价策略, 发掘公司核心研发优势, 推出真正具有原料、功效、技术差异化的高附加值大单品, 提升品牌价值和溢价。

图表 4: 公司 04FY 增长停滞原因拆解

部分主要因素统计			
净销售额下降因素	金额(亿日元)	营业利润下降因素	金额(亿日元)
积极因素:			
ATTENIR 化妆品	1.1	降低促销费用	0.6
营养补充剂	0.4	羽衣甘蓝汁收益改善	0.5
羽衣甘蓝汁	0.5	降低通信费用	0.4
消极因素:			
FANCL 化妆品	-3.3	广告费增加	-0.6
发芽糙米	-1.5	由于化妆品销售和产品组合恶化的毛利下降	-1.7
NGC	-2.7	由于营养补充品原材料价格飙升导致的毛利下降	-0.3
		发芽糙米收益恶化	-0.6
		NGC 邮购业务的利润恶化	-1.1

来源: 公司公告, 华福证券研究所

三年计划引领, 根据宏观和市场变化及时调整战略打法。04FY 开始, 公司根据对宏观环境的研判、市场热点的追踪、公司自我发展阶段的评估, 每三年制定一次三年行动计划, 计划包括明确产品定位、梳理渠道和产品推新、广告先行策略等。



以三年行动计划为指引，公司可以充分利用已有资源，实现效率更大发挥，虽然计划常不及预期，但仍然明确提供了公司发展的主导方向。

图表 5: 公司三年计划行动总览

三年计划	05FY-07FY	07FY-09FY	09FY-11FY	12FY-14FY	14FY-16FY	16FY-18FY	19FY-21FY	22FY-24FY	24FY-26FY	27FY-30FY	
领导人	Kenji Ikemori 池森贤二	Kenji Fujiwara 藤原健二	Yoshifumi Narimatsu成松 义文	Yoshifumi Narimatsu成松 义文	Kazuyoshi Miyajima宫岛 和美	Kazuyoshi Miyajima宫岛 和美	Kazuyoshi Miyajima宫岛 和美	Kazuyuki Shimada岛田 和幸	Kazuyuki Shimada 岛田和幸		
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	重回增长轨道，尝试成为全球性公司	利用最具销售能力的研发制造商的优势，巩固业务基础，恢复增长	广告先行战略，保障持续增长的基本框架	持续稳定增长，促进海外业务的推广	适应社会环境变化，追求国内外的持续增长	积极投资海外业务，培养增长动能	确立海内外长期发展的稳定基础	
重点内容	优化化妆品主打产品，强化产品功能性；精简保健品产品阵营，增加附加值；增加研发和营销支出；新店扩张	改造核心护肤品牌；增加保健品产品的针对性；加强营销；谨慎扩张，加强网络销售	改造化妆品核心产品，强调客户忠诚度；培养保健品热门产品；加强服务；注重海外销售	化妆品通过强调特色提升品牌价值；保健品持续关注老龄化趋势，并走向个性化；持续推进海外市场开发；完善管理系统削减成本	化妆品、保健品关注老龄化市场，开发针对性产品；落成新的研发中心；依靠新信息系系统削减成本	加强化妆品、保健品广告投入；改善店铺网络，增加店铺数量配合广告效果；重点营销明星产品；加强研发力度；充分利用产能	生产流程一致化；化妆品加强新产品开发，重点关注亚洲、北美市场；保健品培育明星产品，加强B2B业务，重点关注中国市场；保障广告投资	创造推广独特价值产品；培育新业务；与Kinn增强协同效应；注重全面全球化；推动人力资源开发利用	化妆品集中资源打造FANCL，扩大基础客户数量；保健品开发“易于形成日常健康措施的产品”；发挥D2C渠道优势，积极投资海外；增强研发、物流、生产；系统作用增强FIT等数据系统作用		

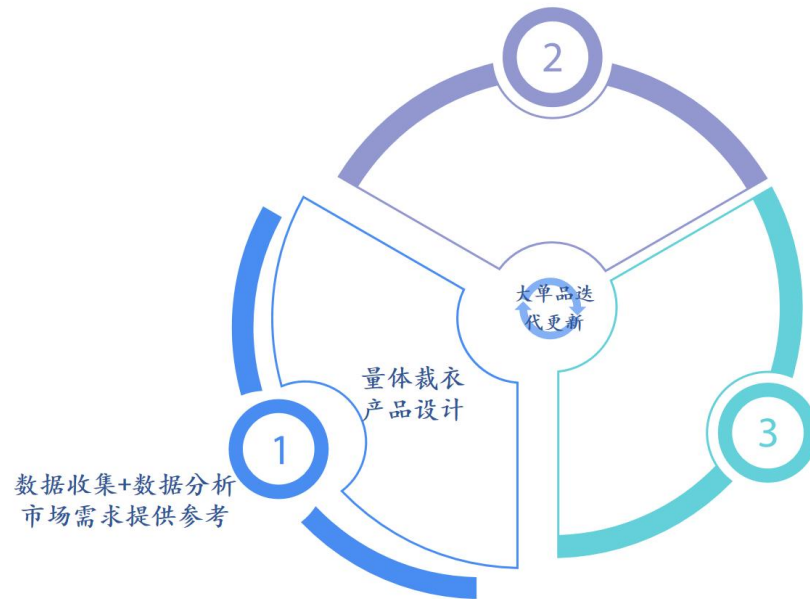
来源：公司年报，华福证券研究所

1.2 寻找大单品概念：洞察客户诉求，用户数据分析

公司理念为致力于解决用户的问题并提供差异化的解决方案，并在 04 年后从高性价比产品向高附加值的大单品转移。从本节开始，我们以打造大单品的周期为核心，从产品创意诞生，到产品商业化落地，再到最后维持产品活力为抓手，找出公司成功打造大单品的核心发力点。

大单品成功的核心底层逻辑为率先发现需求并实现需求。大单品成功与否在于是否持续切中客户的根本需求，只有真正解决消费者需求，并且市场上尚未出现竞争对手，同时契合企业自身核心优势的产品才能贯穿周期，成为高引流、高粘性和高利润的产品，担当品牌吸力增强和品牌调性升级的重要功能。

图表 6: FANCL 大单品的发布更新全流程-设计



数据来源：公司公告，华福证券研究所

强中台设计，以现代化信息网络为载体，全平台收集用户数据，智能化算法作工具，深度解析客户需求。

公司率先试水互联网，20 世纪初便完成数据库搭建。1988 年公司引入 24 小时计算机自动接单系统，及时统筹处理订单，并将用户需求首次以电子化呈现。2000 年代初，公司将注重中台搭建写进公司三年战略打法中，率先构建 ERP 系统，对客户的数据收集分析能力持续走强。同期，借助于互联网销售的便利，公司强化了“客户跟进系统（customer follow-up system）”对于客户消费开展深入分析，借助数据库公司实现不同渠道的信息共享。此外，公司特色的 SDI 电话问询系统亦于 2004 年上线，在帮助消费者查询 FANCL 保健品与药品是否有相互作用同时，能够及时捕捉消费者对于公司产品的了解程度、产品的受关注程度和用户画像等第一线信息，利好后续的产品设计工作。可以认为，公司在 20 世纪初已成功实现对用户数据的全平台收集，这为后续分析用户诉求找寻市场空白提供了强劲支撑。

图表 7: 今天的 SDI 系统



数据来源: 公司官网, 华福证券研究所

数据分析系统持续迭代, 高效分析客户需求。2014 年开始, 公司整合所有渠道 IT 系统, 推出全新的电子信息系统 FIT, 用于直接收集、整理和分析全渠道客户的咨询和订购信息, 帮助公司实现用户数据分析与利用能力的新飞跃。在该系统助力下, 公司推进优化 CRM 战略 (客户关系战略) 部署, 做到根据客户历史数据为客户推送个人定制化的信息与建议。FANCL 强调数据分析中台的重要性, 截至 2023FY, FIT 系统已完成三次迭代, 实现客户购买数据与行为数据 (例如商店与网络的访问记录、呼叫信息等) 的全记录。借助庞大的数据库和大数据分析, 公司已经具备完善的消费者需求定位能力。

图表 8: FIT 系统的三次迭代

阶段	时间	主要特点	重要信息
FIT1	2016 年	替换邮购核心系统	启动于 2014 年, 为 FIT2 和 FIT3 打下基础
FIT2	2018 年	实现电商、店铺数据与核心系统的实时联动	加强了所有渠道的数据集成; 系统升级响应速度加快
FIT3	2022 年	深化客户联系, 提升客户满意度	综合利用购买历史、网站访问、咨询和商店访问数据, 建立估算模型, 为客户提供个性化建议, 推动客户体验价值的提升

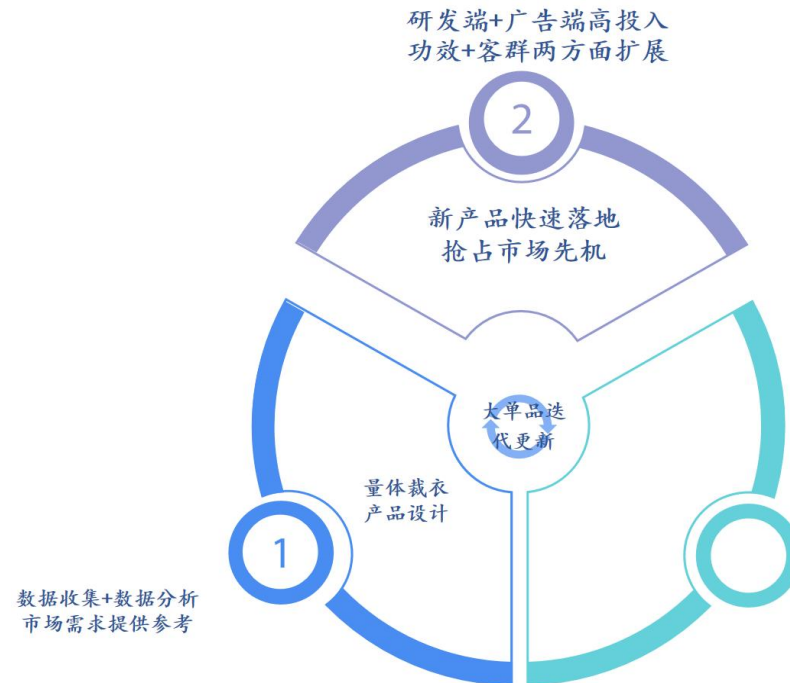
数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

精准捕捉用户诉求, 助力大单品品类术业专攻。数据资源帮助公司提前掌握新的市场增长点, 结合公司对市场竞争格局和产品竞争优势的判断, 可以及早对市场新趋势 (例如近年来兴起的中老年保健品、护眼营养品、面向成熟人士的化妆品、个人定制化妆品等新赛道), 和新政策出台作出快速反应。**总结来说, 公司通过强大的中台部门收集和分析客户诉求, 以客户需求为导向, 市场竞争为参考, 量体裁衣, 设计打造大单品。**

1.3 落地大单品产品: 研发端支撑, 广告分流投放, 助力精准落地产品矩阵

从设计走向落地，FANCL的大单品需要迈步从头越。需求定位是打造大单品的第一步，但如何精确及高水平的产品性能表达、精细化的生产成本控制、匹配的品牌核心优势和调性以及全范围的产品推广营销，是大单品成功落地的核心问题，解答以上问题的关键是公司内部研发支持与营销策略协同。

图表 9: FANCL 大单品的发布更新全流程-落地



数据来源：公司公告，华福证券研究所

周期波动不改研发持续投入，蓄势待发，助力产品迭代及新品强势上市。公司坚定长期研发高投入，研发费用率保持 3% 水平，研究中心每年向全球推出 200 款产品。2000 年初，公司内部已经形成化妆品、功能性食品、基础研究三个研发中心，以基础研究为支撑，针对性地完成产品开发和质量控制，构建完备的研发体系。在转变增长策略、提升产品差异化程度的关键时期，研发端积累的甜豌豆精华、胶原蛋白等新成分和纳米清洁技术等新技术帮助公司落地差异化新品，大单品 FENATTY 等持续兑现研发设计。当前，公司已经形成由化妆品、功能性食品两个研究所、基础技术研究、安全品质研究两个研究中心与研究战略推进室组成的完备研发体系，研究人员超过 200 人。此外，公司持续与国内外科研究所、学校、医院、企业等开展覆盖产品研发前、中、后期的研发与检测合作，实现资源互补、技术共享。



图表 10: FANCL 研究所的组成

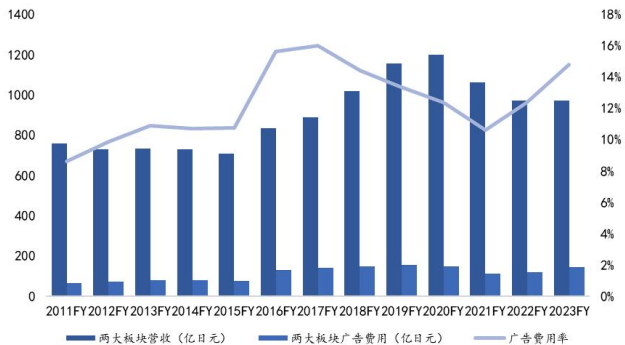
实验室名称	研究领域	具体研究内容
化妆品研究所	化妆品和药用化妆品	开发安全可靠、功能更强大、更易于使用的产品
功能食品研究所	功能性食品	开发功能性食品，注重安全性、功能性、便利性
基础技术研究中心	美容和健康领域的基础技术	研究 FANCL 核心的无添加技术，为美丽与健康创造新价值
安全质量研究中心	化妆品和保健食品安全质量评价	评价化妆品和保健食品的安全性、分析及品质，开发安全评估方法
研究战略推进室	战略和知识产权管理	推进研究战略，管理知识产权和研究成果，提供高效、有效的实验室运营

数据来源：公司官网，华福证券研究所

研发端的积累和赋能下，公司对市场需求的变化可以实现快速反应和产品落地，在新概念出现苗头时抢占先机，例如 FFC 政策放开后，公司凭借大量实证、临床数据和文献积累，迅速落地大量单品抢占了减重、护眼赛道，带动保健品业务回暖。公司在研发端落地产品后，营销端迅速接力，通过大规模、高强度的营销，迅速绑定核心概念，引爆热点，吸引消费者。

广告强调产品特点的表达，强化知名度，其促进大单品变现的作用亦功不可没。公司将广告支出定义为战略性支出，制定“广告先行策略”，以规划性和坚决性为原则投放广告费用。坚决性体现在，公司为了打爆大单品，可以牺牲短期利润，在本就高企的广告费用基础上翻倍投入，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；规划性表现在，公司会利用人工智能技术分析过去数十年的全国销售数据，减少无效广告的投放，同时大规模投放广告不等于盲目性投放广告，公司会明确定位每笔费用的用途，从而达到广告的效用最大化和支出最小化。

图表 11: 化妆品和保健品的广告费用率高企



来源：公司公告，华福证券研究所

图表 12: 广告投放精准施策



来源：公司公告，华福证券研究所

受益于公司广告营销端支持，公司目前已形成明确的大单品布局，品牌调性相



比过去有明显提升。

1.4 保持大单品活力：大单品功效持续迭代，供应链留足反应时间

即使公司的大单品产品能够实现跨越经济周期的逆势增长，但客观规律作用下，其生命周期同样有限。只有根据时下流行的消费需求与创新成果，对大单品不断迭代更新，才能保持大单品活力，做到生命长青。

大单品迭代更新的是功效与客群，保持不变的是其本身价值和公司特色。消费者随时代发展及年龄变化，需求会产生不同的分枝，但复盘其整体诉求，我们认为，新需求是在满足底层需求后的更进一步表达。下图复盘了公司大单品的更新史，我们发现，大单品更新紧随市场热点的变化，主要从两个方向进行迭代：**1) 针对核心功效精进**，例如温和卸妆油在传统配方上增加纳米技术，在不改变温和本质的基础上增强其卸妆能力，适应越来越多样化的彩妆产品；**2) 在核心功效之外，增加附加功能**，例如大单品 ENKIN 推出智能手机 ENKIN，在保护眼睛的核心功效之外，新增解决年轻人长时间看手机的附加功能，带动产品系列吸引更多客群且更有针对性。两大方向的更新都是在保持产品和公司原有特色的基础上，对功效和客群进行进一步拓展，从而带动老用户复购和新用户引流，实现大单品和大单品系列长盛不衰。

图表 13: FANCL 两大业务的最核心单品更新过程-卸妆油

卸妆油Mild Cleansing Oil的迭代历程					
时间	1997	2004	2008	2017	2022
产品					
更新点	正式发布无添加卸妆油	引入纳米清洁系统用于增强清洁效果	“完美混合油”+“纳米清洁技术”，增强清洁强度与油水混合能力	调整配方，关注毛孔护理与滋润皮肤功能	加入啤酒花提取物，提升毛孔净化和补水功能

来源：公司年报，华福证券研究所

图表 14: FANCL 两大业务的最核心单品更新过程-卡路里限制

保健品 Calolimit 的迭代历程				
时间	2000	2012	2017	2019
产品				
更新点	正式发布 Calolimit 产品	添加了新原料成分，增强产品多样性	推出针对中老年人版本的卡路里限制产品	与 Dydo 合作推出卡路里限制茶饮，亦针对中老年人

来源：公司年报，华福证券研究所

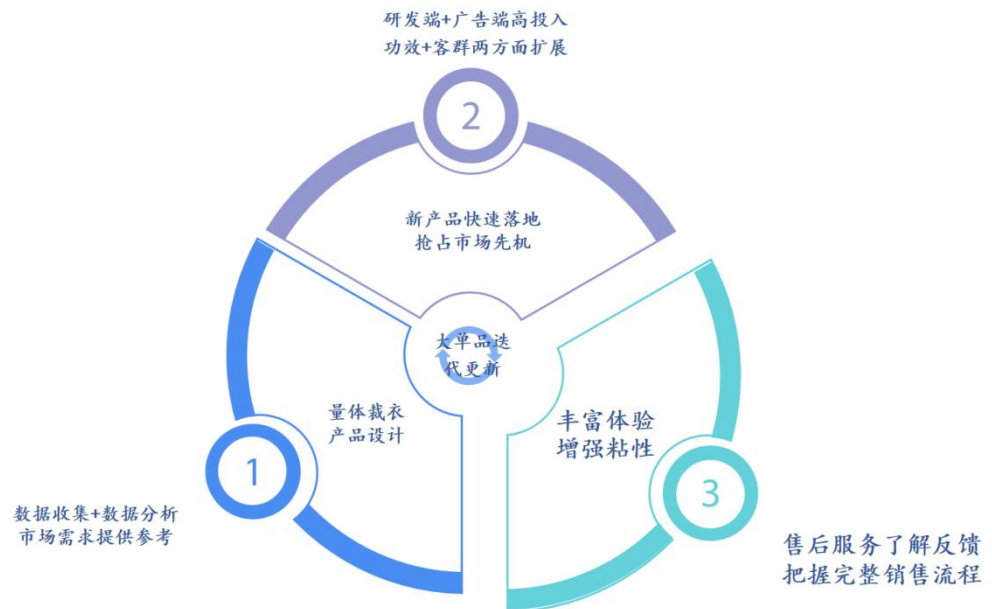
产品迭代过程中，给消费者和分销商留足充分的适应时间，借助广告宣传，保

障新品推广顺畅。产品迭代过程中，由于一些长期用户对原有产品具有较强粘性，并且分销商端存在库存调整的问题，因此新品推出后的窗口期非常重要，公司一方面通过赠送小样、广告宣传等方式，让原有消费者减轻对产品的疑惑，实现顺利引导，另一方面留足充足时间让经销商调整库存，实现新老产品有序替换，保障新品稳步推向终端市场。

1.5 服务端夯实用户：精细服务，深度绑定忠实客户

公司认为自身核心差异之一在于全面而独特的服务，服务是公司吸引新客户及绑定忠实客户的重要方式，也是获取顾客终身价值（LTV）的重要途径，因此不断精进服务以提升品牌价值被写入公司战略。

图表 15: FANCL 大单品的发布更新全流程-服务



数据来源：公司公告，华福证券研究所

服务提升品牌附加值，增强与消费者之间的纽带。早期公司销售以邮购渠道为主，在免费配送之外，公司创新性的推出指定地点配送、退换货等服务，解决消费者上班期间难以收货等问题，同时，为了减轻消费者在选购和使用产品上的顾虑，公司推出免费小样派送和 SDI 电话咨询等服务，极大降低新品试用成本和产品安全顾虑。随公司销售渠道向线下拓展，公司一方面重视终端销售人员培养，通过一对一专业训练、建立 FANCL 学院等方式，培养员工成为具有专业知识、沟通技巧的高素质高水平人才，在消费者终端购物时提供专业的产品推荐建议；另一方面，公司推出线下胶原蛋白检测等仪器，精确分析客户皮肤问题，使消费者感官更加专业化和具有互动感。

之后，公司又逐步完成从“客企互动”走向“个人定制”的新转变，提供个性化色彩浓厚的独特服务，使客户在消费过程之中的参与感、体验感进一步加强，愿意支



付更高的品牌溢价，切中公司的增长逻辑。2020年后，公司在化妆品板块推出个人皮肤状况分析 App 帮助用户进行健康咨询与产品选购，在保健品板块推出 Personal One 定制服务，基于客户个体的身体健康状况，由营养师和药剂师提供一对一咨询，真正做到提供量身定制的服务。值得一提的是，Personal One 的定制平均购买价格较高，仅尿检一项就需要 5500 日元费用，而每月收费甚至可达 40000 日元。公司实际上实现了将绑定客户与提升收益的合二为一。

图表 16: FANCL 旗舰店的皮肤分析服务



来源：公司官网，华福证券研究所

图表 17: FANCL 皮肤分析 APP



来源：公司公告，华福证券研究所

2 保健品：大胆投流叠加差异化战略，不惧波动坚定前行

FANCL 的保健品业务是公司的重要增长引擎，23FY 营收占比 38.5%。最初，FANCL 通过“高质量、低价格”的战略快速抢占了保健品行业市场份额。而后，公司持续坚定研发与广告投入，低价策略失效后成功锁定高附加值赛道实现了品牌转型。在本章，我们将重点关注 FANCL 保健品业务开端与转型两个关键时间节点，研究该业务在顶层设计引导之下历久弥新的奥妙。

2.1 1994：美护公司如何打入营养品赛道？

抓住机遇，果断投流。1990 年代，随日本老龄化程度不断加深，健康营养品的市场在日本逐步扩张。1991 年，日本政府出台了《特定食品保健制度》，允许保健食品标示保健功能。人口老龄化的大背景下，政策端的利好解放了供应端动能，保健品这一新蓝海赛道逐步浮现。在察觉从单一业务走向“妆食同源”的潜在收益后，公司用时仅不到 3 年便完成了从投资，再到供应链、商品落地的全流程布局，与此同时公司核心板块营收刚买入 200 亿日元关口。

差异化定价帮助公司抢滩登陆。彼时，价格较高的美国产品在日本保健品市场占领主要地位，但是随日本经济泡沫破裂，消费者消费预算整体换挡，对低价高品质产品需求提升，**高性价比保健品赛道出现明显真空**，给 FANCL 打入市场提供了良好机会。1994 年，公司首度推出胡萝卜素、维生素 C、钙、益生菌等 28 款产品，以“健康食品是每天的食物，必须低价销售”的广告语推广，销售价格在 1000-3000 日元不等。由于产品的高性价比，FANCL 保健品的一代产品一经推出大受欢迎，在 2 个月

内月销售额就达到 2 亿日元。价格的差异化帮助公司挖掘了新领域之中的第一桶金，初来乍到的美妆品牌借此在保健品领域站稳了脚跟。

图表 18: 公司第一代保健品推出时打出的广告

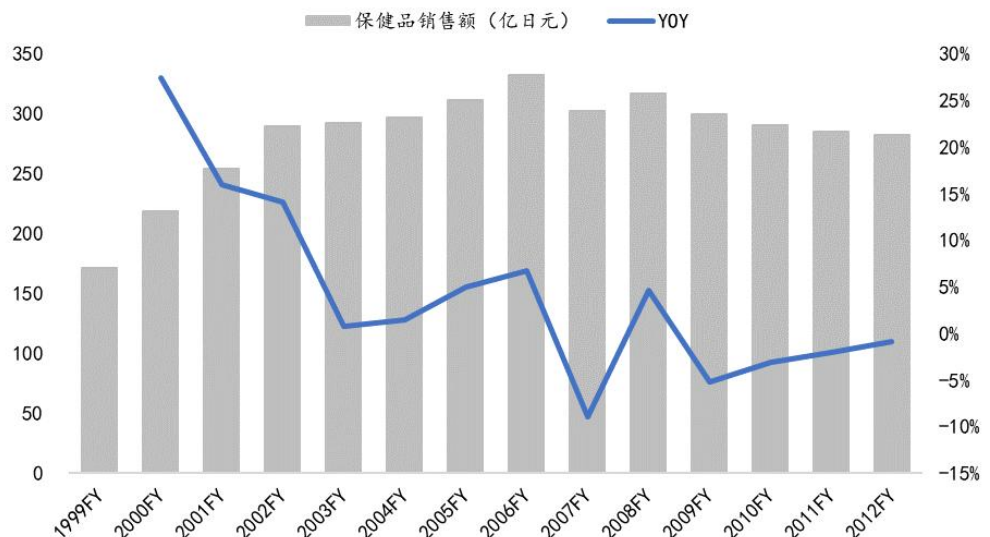


来源: 公司公告, 华福证券研究所

2.2 2015: 增长滞缓后如何实现品牌转型?

2000 年以来, 受制于日本宏观经济增速的低迷和行业竞争的加剧, 日本保健品市场逐步饱和, 价格战愈演愈烈。06FY 达到阶段顶峰后, 公司业务增长难以为继, 客户数和销售额呈现下滑态势, 价格差异化在此失效。2010 年后, 信息时代推进社会生活发生重大变革, 老龄化、富贵病、近视等症状逐渐普遍化, 同时政策端放宽后, 为高度竞争下的保健品市场激发出新活力和新空间。

图表 19: 公司保健品业务在 06 财年阶段见顶



来源: 公司公告, 华福证券研究所

2.2.1 市场风云: FFC 政策的放开与行业格局的变迁

2015 年, 日本推出新《功能性食品标示制度》, 规定企业只需提交科学依据备案, 便可以实施功能性食品标示工作, 缩短了特定保健食品认证时间和成本; 新规亦涵盖了更多健康领域, 保健食品的认证品类大幅增长。政策松绑为市场潜力兑现

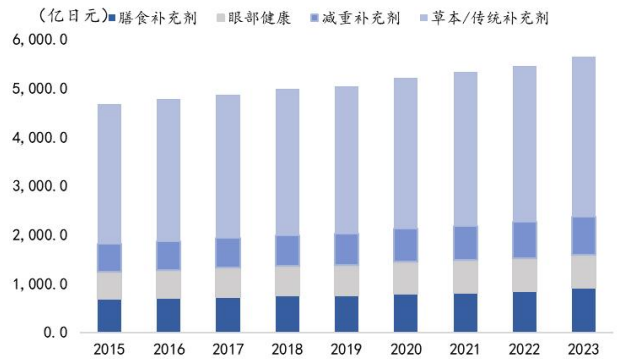
提供条件,保健品市场热度再起。2015年至今,日本保健品赛道持续扩容,8年CAGR为1.5%,其中细分赛道膳食补充剂、眼部健康、减重补充剂8年CAGR分别为3.67%/2.66%/3.75%,远超行业增长,细分赛道机会频现。

图表 20: 保健品行业规模 15 年后持续扩容



来源: 欧睿, 华福证券研究所

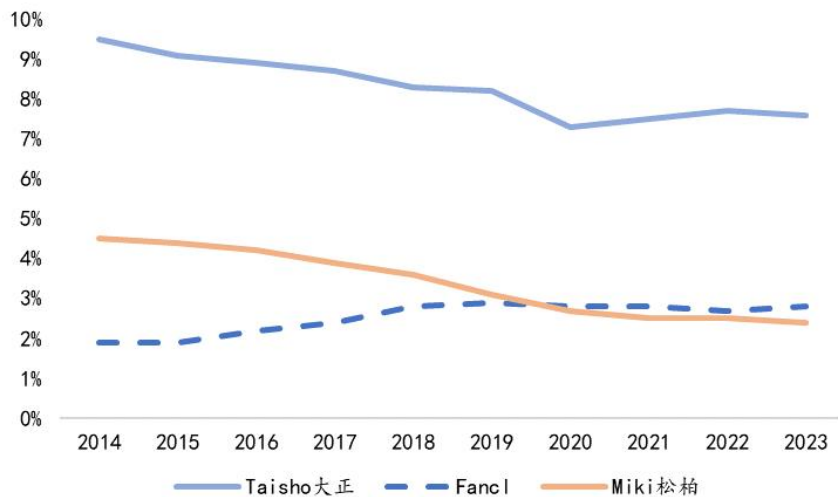
图表 21: 细分赛道规模增长



来源: 欧睿, 华福证券研究所

FFC 政策的利好激发了日本保健品市场参与者的热情,但由于对新规的把握与利用因人而异,2015年前后,日本保健品行业格局变化颇为剧烈,个中参与者喜忧参半。原赛道中的佼佼者松栢股份、大正制药等在 FFC 政策放开后业绩有所滑坡,大正制药的市场份额明显下滑。而以 FANCL 为代表的部分企业却抓住了这次增长良机,率先出击积极引流,将政策利好转变为实际收益,市场份额明显提升。

图表 22: 2014 年后 FANCL 与部分企业的市占率变化 (%)



来源: 欧睿, 华福证券研究所

2.2.2 15 年后, FANCL 实施了哪些优于竞争对手的关键举措?

1) 研发长期积累,特有原料库和长期文献积累,缩短产品推新周期。FANCL 保健品业务背靠功能性强、契合消费新热点的核心大单品,通过依靠高附加值实现转型发展。2000 年以来,在阶段性计划指引之下,公司研发费用率保持在 3%-4% 左右,常年处于行业平均水平 2 倍以上,在高费率投放下,公司原创性的挖掘出具有原料、功效、技术差异化的高附加值大单品,明显提升品牌调性;同时研发端留存

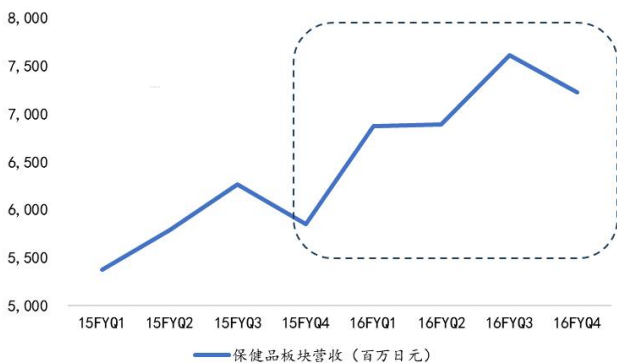


了大量实证、临床数据和文献积累，为 FFC 政策放开后的产品推新和产品功效验证节省了询证环节，大幅缩短推新周期。

2) 持续投流，15 年以前投放品牌提升知名度，15 年以后投放产品打造大单品。公司视广告为战略投资而非纯粹费用，故而在广告端保持长期的高投入。公司广告投放分为两个阶段：15 年以前无法对产品效用做明确广告，因此广告重点放在宣传 FANCL 品牌“安全无负担”的形象上，长期安全品牌形象的巩固，明确提升了消费者粘性和忠诚度，也为后续大单品引流提供铺垫；15 年以后，功能性产品允许投放广告，公司将投入重点放到大单品的概念宣传上，展示 Calorie Limit、Enkin 等产品对减重、眼部健康的益处，迅速绑定新兴细分赛道，帮助大单品份额持续提升。

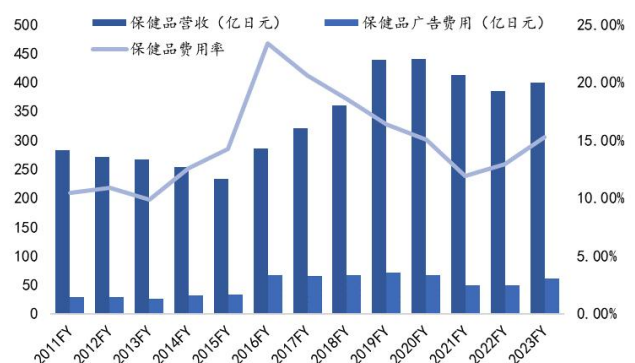
在政策放开之初便大胆投流，多年积淀终爆发。15 年政策放开之初，公司在“广告先行”战略指引下，承受短期利润转负的压力，计划大胆投入 150 亿日元全力培育明星产品，实际上，保健品板块的广告费用率一度高达 23%。在此前品牌“安全无负担”形象的催化以及短期大额投流下，公司营收迎来快速增长阶段，公司广告费用率和营收实现双增，16FYQ3 同比营收增长 21%，广告投放的策略取得了阶段性胜利。

图表 23: 大规模广告投放带动营收增长



来源：公司公告，华福证券研究所

图表 24: 15-19 财年公司保健品广告费用持续增长



来源：公司公告，华福证券研究所

从形式上看，一方面公司通过和广告商 QANDO 等开展合作，制作明星代言、产品和公司介绍等宣传广告在电视、大众媒体平台等媒体广泛铺开，追求拓广知名度。另一方面，利用人工智能、大数据等现代科技手段，依靠 FIT3 系统在分析已有客户数据形成的集成系统之上开展数字化营销、针对性邮件营销等，确保精准施策以降低客户流失率。

图表 25: QANDO 制作的 FANCL 广告

图表 26: FANCL 明星代言广告



QANDO



来源：QANDO，华福证券研究所

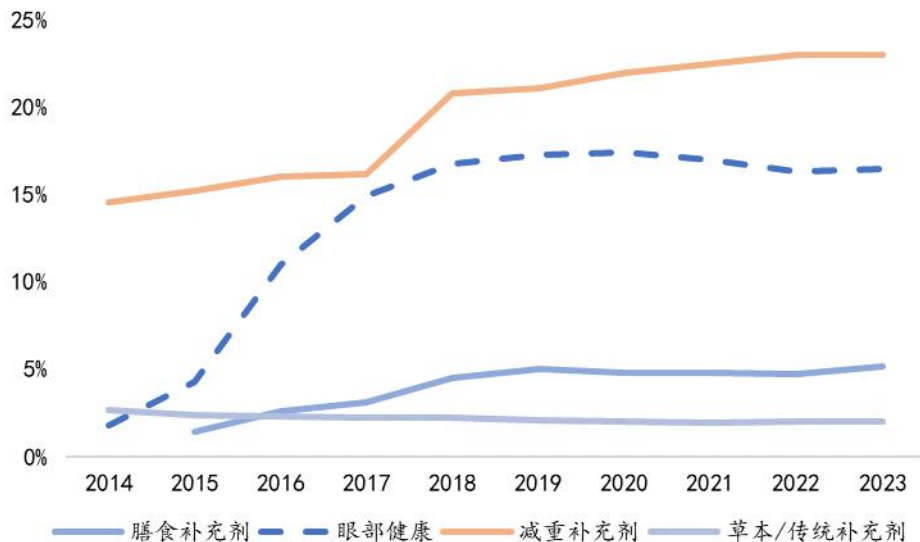


来源：公司官网，华福证券研究所

此外，为确保广告质量，公司一方面不断加强线下门店的铺设（以 350 家门店为目标）与针对批发商的促销活动，以增强消费者的购物环境；一方面于 2018 年专门成立了广告表现审查工作组，负责审核公司广告的合规性和有效性。这样，在机遇来临时，配合营销渠道带来的强劲动能，FANCL 保健品业务能够实现“产品+广告”的汇合发力：高质量产品在广告支撑下迅速起量，销售收入得到快速提升，公司的长期投资进而得到兑现。

3) 这一阶段，公司背靠独特的“新健康理念”，强调保健品的高转化效率与长持续时间，在前述铺垫下，公司快速更新或新推出 Calorie Limit、Enkin、综合维生素营养包、Blood pressure care, Sleep care 等一系列契合消费热点的大单品，在赛道扩容期抢占先发优势，带动公司保健品板块的增速超越市场增速。据欧睿数据，公司在膳食补充剂、眼部健康、减重补充剂方面市占率快速提升，截止 2023 年分别达到 5.2%/16.5%/23.0%，同比 2014 年分别提升 5.2/14.7/8.4pct，市场规模达 907/687/773 亿日元。

图表 27: FANCL 在细分赛道市场收入不断提升



来源：欧睿，华福证券研究所


图表 28: FANCL 在 2015 年之后的明星单品

系列	更新/上市年份	功效&特别因素	产品展示
ENKIN	2015	护眼；为中老年人缓解老花问题	
按年代分综合维生素营养包	2015	综合补剂；1袋营养全覆盖；按年龄和性别做个性化	
Calolimit	2016	减重；降低食物中的糖分和脂肪的吸收	
Sumaho ENKIN	2017	护眼；专门为年轻人电子产品使用优化	
Naishi Support	2017	减重；为男性用户减轻内脏脂肪负担	
Personal ONE	2020	定制化营养补剂方案	

来源：公司公告，华福证券研究所

4) **功效与价格在内，设计感与安全感在外。**设计感：公司精研产品设计，追求成分之间的混合平衡，苛求片剂的气味、质地与可吞咽性，保障消费者体验感的完美。2015年，FANCL推出综合营养包时，便已经非常看重减少内容物的数量与尺寸，力求将数十种营养素浓缩于7枚小型胶囊与含片之中，并将每日剂量的产品采用独立小包装设计，方便用户可以随身携带、随时服用。**安全感：FANCL作为成为行业首家通过美国保健品GMP认证的公司，其工厂要求产品以药品相同的严格标准生产。**此外，公司同医生开展合作，以实验数据验证产品功效，实现产品高质量、有保障的信号传递。2016年，FANCL制定其品牌的共同主张为“正直质量”。2024年，Kobayashi（小林制药）、Kyokuto（极东制药）等先后被曝出保健品产品的安全问题时，公司在质量之上的坚持更显得弥足珍贵。

5) **推动产品与服务的深度融合，不断精进服务端质量。**以信息赋能平台搭建，促进沟通效率提升，FANCL加强与顾客的情感联系。公司建立了专业工作人员随时答复客户问题的客户反馈系统，力求公司的每一名员工都能了解一手客户意见。从线下端看，公司保障线下直营店数量稳中有升的同时，在2013年成立了FANCL学院。该学院通过举办定期研讨会、健康讲座等活动为客户提供产品选购、身体健康的方面的信息与建议，帮助公司与客户开展长期互动。FANCL开发出互为表里的产品+服务结合模式，并于2020年推出了基于用户身体检测的个性化定制化产品**Personal ONE**，实现“产品+服务”的完美融合。

3 化妆品：产品持续迭代，坚定品牌理念

FANCL 的化妆品业务是公司的初始业务，23FY 营收占比达 55.4%，亦是公司的最主要业务。起初，公司凭借“无添加剂化妆品”的新概念打入化妆品市场，“安心、安全”自此成为公司在美护赛道的核心竞争力。为保障化妆品业务的长期发展，公司在多次三年经营计划引导下，依据市场需求对大单品产品及时拓展更新，并发展进程之中逐步形成了 FANCL、ATTENIR、Boscia、BRANCHIC 等一系列优质品牌。本篇关注 FANCL 化妆品业务长盛不衰的成功经验，总结该业务在产品开发、品牌设置与客户绑定方面的高效战略。

3.1 初创阶段：红海市场迎来新成员，FANCL 开辟无添加新赛道

20 世纪 70 年代，日本宏观经济发展迅速，迎来第三消费时代，化妆品行业乘势快速发展。当时，拥挤的红海市场之中已有美国品牌雅诗兰黛、欧莱雅和日本本土品牌资生堂、SK-II 等重量级玩家。然而，当时日本化妆品市场之上的产品普遍粗放，产品多由矿物油混合色素、香料、乳化剂制成，添加剂滥用成风。自 1977 年开始，日本陆续出现由护肤品添加剂引发的肌肤敏感问题，消费者对于护肤品之中防腐剂、杀菌剂及界面活性剂等成分的安全性产生了质疑。响应市场热点，公司创始人池森贤二于 1981 年别出心裁地创立了 FANCL（日语谐音“不安を蹴る”，即“赶走不安”），主打“无添加”的产品特色，尝试以 5ml 容量的安瓿瓶盛装成分清洁、保质期短暂的基础化妆品出售，并于同期发售了日后享誉全国的洁面粉。FANCL 的创意很快被市场接纳，1982 年消费者数量增加到 30000 人，1983-1985 年保持每年双倍增长。

图表 29：创立之初的 FANCL 产品



来源：公司公告，华福证券研究所

图表 30：ATTENIR 产品系列



来源：公司公告，华福证券研究所

经由市场之上的不断探索尝试，FANCL 成功在美护板块的红海市场开辟出了一条新路。在今天的视角来看，公司在成立初期便采取的部分措施和战略极具明智性，对后续 FANCL 的发展变革具有深远影响。

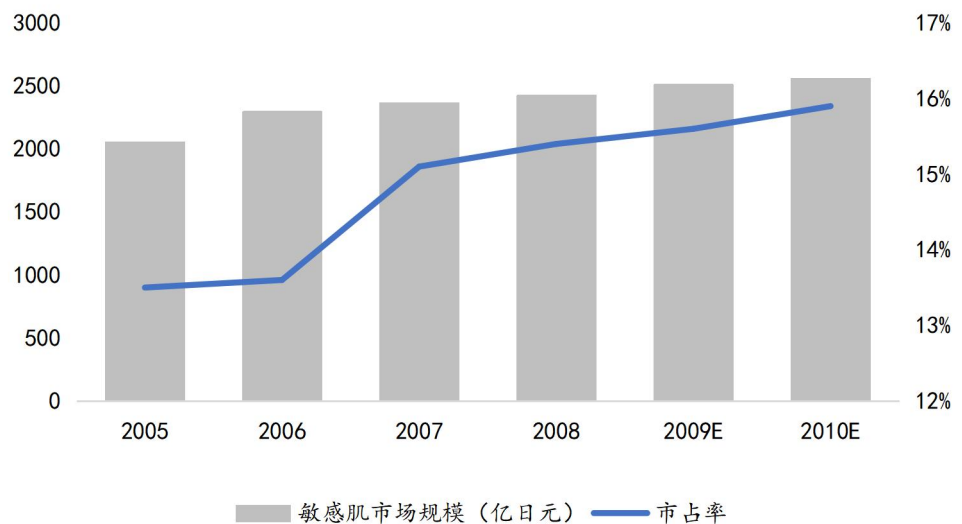
从创立到发展，FANCL 化妆品业务将锁定无添加概念始终放在战略首位。在早期 FANCL 的无添加化妆品、洁面粉获得成功后，公司在 1989 年便打造了副品牌 ATTENIR 系列护肤产品走高性价比路线，意图帮助公司产品吸引市场之中定位不同



的目标客群。然而，虽然定位发生变化，但是 ATTENIR 仍以“无添加”为主要卖点，再次强化了公司产品安心、安全的核心价值。1993 年，全新无添加彩妆品牌 BELMEIL（碧媚儿）上线，无添加化妆品业务版图再一步拓展，该系列为无添加彩妆的全日首发。1997 年，公司初代卸妆油“Mild Cleansing Oil”上线，该产品在日后成为了公司的绝对明星产品。无添加概念帮助公司构建出了强有力的产品壁垒，且切中了消费者对于“美+健康”的复合追求，亦为公司积累了宝贵的口碑财富。

以无添加产品绑定敏感肌概念，深刻把握消费者心理与诉求。对于敏感肌人群而言，“无添加”特性天然具备“安心感”，故而最是无添加化妆品业务的潜在客群所在。品牌创立初期，公司选择以邮购形式向外推销产品，这种形式有利于公司在商品目录、广告宣传品之上宣传公司产品“安心、安全”的特征，很快便吸引了一批饱受添加剂化妆品困扰的女性顾客的关注：1982 年，公司客户数量已达 30000 人。早期的成功让 FANCL 很快认识到了敏感肌市场之中的潜力，进而推动针对性开发具备差异化特征的产品，意图将这部分市场潜力进一步兑现。1999 年，针对干燥敏感肌的专用化妆品 FDR 上线。在越来越多女性客群皮肤敏感的情况下，FANCL 化妆品“无添加”特性与敏感肌相兼容的特性帮助公司产品得到了市场的追捧。2008 财年，公司敏感肌市场市占率已超 15%。

图表 31: 公司在敏感肌市场中市占率稳步增长



来源：公司公告，华福证券研究所

3.2 成熟阶段：核心大单品创新带动公司成长，客群拓广维持行业地位

2000 年前后，受制于日本宏观经济的持续低迷，日本居民消费信心不振，化妆品行业面临见顶趋势，增速滞缓；同时，由于 HABA、Naturaglace 等竞争对手加入无添加赛道，FANCL 化妆品业务面临的市场环境日趋恶劣。在相当长的一段时间内，公司对化妆品业务持续推进变革，为改变增长承压的状况作出了诸多努力，但成效较为一般。2010 年前后，公司产品、广告、渠道等方面的改革力度与针对性持续增强，化妆品业务终究迎来修复，营收与利润重归增长区间。本节重点关注 2010 年前

后业绩转折点前后的公司动态，分析其化妆品业务增势复苏的主要原因。

3.2.1 品牌层面：主品牌带动，全矩阵发力

公司品牌各司其职，带动多元品牌矩阵占据不同细分市场。FANCL 系列是公司化妆品业务的主品牌，打造大单品能力强劲；而 ATTENIR 一如创立之初走高性价比路线；创立 2021 年的新贵 BRANCHIC 角逐奢华市场；Boscia 立足全球视野，在 2014、2021 年两度对中国市场发起冲击。总的来说，几大品牌落脚不同客群，错位竞争扩大覆盖面。

图表 32: FANCL 品牌简介

品牌	品牌图片	理念	核心产品	目标客群
FANCL		引导至真正的裸肌之美，基于最先进的皮肤科学研究的无添加化妆品。	卸妆油、洁颜霜、洁面粉、保湿系列、精华水乳、祛痘系列（FDR）等	覆盖中、高价格带，全年龄段
ATTENIR		持续挑战以 1/3 的价格，提供一流品牌的质量。	卸妆油、精华液、眼霜、洗面奶等	中价格带，关注较成熟年龄段
BRANCHIC		让自我的可能性像枝叶一样茂盛且优美的生长。	洁面凝胶、精华乳液、面膜等	高价格带，年轻女性
BOSICA		诞生于美国，以草本科学为主题的海外专用品牌。	卸妆油、洗面奶、面膜、保湿霜、眼霜等	中价格带，关注海外市场，特别是中国市场

来源：公司公告，华福证券研究所

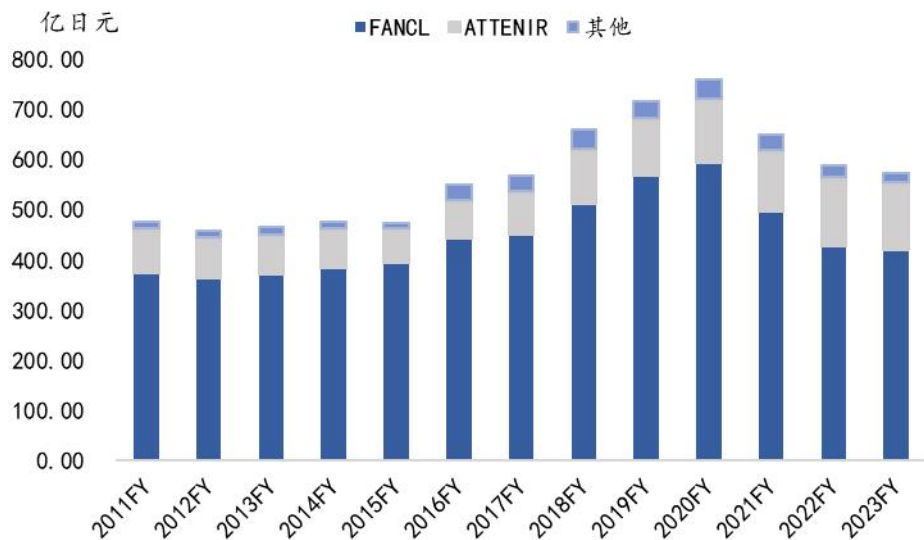
主品牌是公司增长锚，表现强势，副品牌 ATTENIR 一改颓势，逆势增长。2010FY-2023FY 公司主品牌 FANCL 主品牌在明星大单品洁面粉、卸妆油加持下，稳定贡献超过 70% 收入占比，疫情发生之前九年 CAGR 达 5.27%，与公司化妆品业务增速相当；据欧睿，23 年 fancl 在日本化妆品市场的市占率为 3.0%，同比 2014 年提升 1.2pct，排名全日本第 4，已具备挑战 DHC、Pola 等行业顶尖品牌的能力。副品牌 ATTENIR 在震荡承压后重回增长路径，ATTENIR2010-2019 年复合增速为 4.15%，且该品牌在疫情发生后实现了逆势增长，疫情后复合增速仍稳定在 3% 水平，为公司内部唯一在疫情影响下保持增长的品牌。其他品牌在营收上亦有增长，总体占比保持稳定。


图表 33: 公司化妆品业务增长拆分

	疫情前	疫情后
FANCL-CAGR	5.27%	-7.90%
FANCL-平均占比	79.61%	74.06%
ATTENIR-CAGR	4.15%	4.40%
ATTENIR-平均占比	16.39%	21.94%
其他品牌-CAGR	11.22%	-22.55%
其他品牌-平均占比	4.00%	4.00%
总和-CAGR	5.30%	-6.09%

来源: 公司公告, 华福证券研究所 (注: 以收入口径计算)

2010 年至今, 公司主品牌发挥了强势的带动作用, 是化妆品业务持续修复的主要原因, 而在这个过程中, 其他品牌亦依靠鲜明的自身特色实现了细分赛道的全覆盖, 为公司带来了持续而可观的收入、打响了声量, 并为公司产品端的测试与推广、用户端的数据收集提供了高效平台。

图表 34: 公司化妆品业务营收拆分


来源: 公司公告, 华福证券研究所

3.2.2 保持产品优势, 推陈出新切中新老顾客需求

FANCL 对于其他品牌的绝对优势在于其主推大单品的超强影响力。根据 @costume 评选, FANCL 的绝对明星产品如卸妆油、洁面粉连续数年在卸妆、护肤赛道位列全日前列, 其产品且多次获得最佳化妆品殿堂奖, 卸妆油 Mild Cleansing Oil 更是连续三代产品蝉联此殊荣。大单品的成功帮助公司拓展了用户基数、提升了用户黏性, 亦也增强了公司其余产品的关注度。



图表 35: FANCL 化妆品近年的@costume 获奖记录

年份	产品	获奖
2024 上半期	ATTENIR 卸妆油	"@custume" 卸妆类第一名
2024 上半期	ATTENIR 卸妆油无香	"@custume" 卸妆类第二名
2023	FANCL 卸妆油	"@custume" 卸妆类第二名
2022	FANCL 卸妆油	"@custume" 卸妆类第三名
2022	FANCL 酵素洗颜粉	"@custume" 洁面类第三名
2021	ATTENIR 卸妆油	"@custume" 卸妆类第二名
2021	FANCL 深层清洁洗颜粉	"@custume" 洁面类第三名
2020	ATTENIR 卸妆油	"@custume" 卸妆类第一名
2020	FANCL 卸妆油	"@custume" 第一名

来源: @costume, 华福证券研究所

实际上, 日本化妆品赛道竞争激烈, FANCL 品牌与共同处于中档价格带的主要竞争对手 DHC 蝶翠诗、珂润、D Program、城野医生等相比, 并不具备明显的性价比优势。因此, FANCL 在 10FY 后的业务修复并非来自价格优势, 而是依靠其主品牌大单品的高品质、好体验带来的产品溢价。

图表 36: 竞品价格对比

品牌	公司	产品	价格 (日元)	容量 (毫升)	日元/毫升
FANCL	FANCL	卸妆油	1870	140	13.36
		洗面奶	1595	50	31.90
蝶翠诗	DHC	卸妆油	1634	120	13.62
		洗面奶	1100	120	9.17
城野医生	城野医生	卸妆油	2200	150	14.67
		洗面奶	3520	115	30.61
Dprogram	资生堂	卸妆油	2750	120	22.92
		洗面奶	2090	120	17.42
珂润	花王	卸妆油	1650	150	11.00
		洗面奶	1320	150	8.80

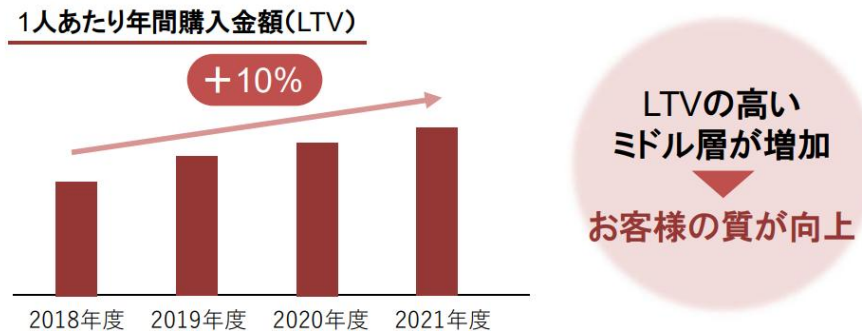
来源: 公司官网, Amazon, 华福证券研究所

通过精研客群特征, 公司切中重点设计新品, 增强用户对于产品的依赖性, 能够保障品牌溢价被广泛接受。

细致入微把握已有客户群体特征, 明星单品量体裁衣满足需求: 以前文曾提及的敏感肌用户为例: 该群体一直是公司客群的重要组成部分, 而公司在敏感肌适用的护肤品市场之中亦始终处于优势地位。市场数据显示, 公司在该类市场中的份额长期稳定在 15% 之上。为了留存敏感肌用户, FANCL 化妆品产品持续为该客群推陈出新: 大单品干燥敏感肌专用化妆品 FDR 历经多次迭代更新, 又于 2016 年专门上新 FDR Acne Care 控油护理系列, 包含保湿液、洁面霜等一系列祛痘产品, 主打重整肌肤防御机能, 帮助敏感肌客群重建健康肤质; 2020 年, 公司又 SURUHA 共同开发的敏感肌肤专用保养品牌 “cera aQua” 等, 以神经酰胺支持成分对于敏感肤质的保护作用为卖点, 极大地帮助公司锁定传统优势区间。受益于在体贴之中精进的产品

设计，FANCL 产品复购率持续上升，各品牌中近年表现抢眼的 ATTENIR 领先增长，19-22FY 单顾客年消费量增长幅度达 10%。

图表 37: ATTENIR 顾客单人消费额度增长



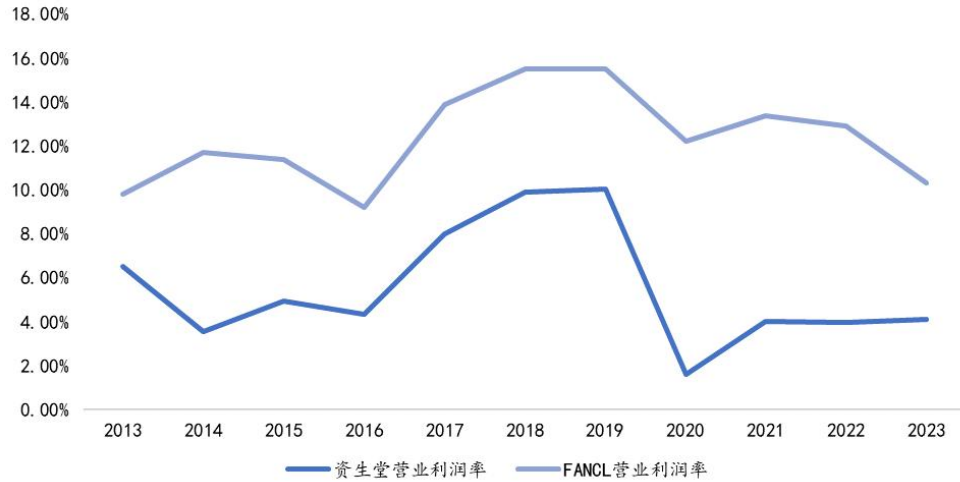
来源：公司公告，华福证券研究所

1) **分析市场变革趋势，瞄准潜在新用户的增长点，抢先开垦新赛道**：2010年后，日本年龄结构的进一步老化导致中老年人美护需求爆发，而信息时代社会思想解放也致使男性美妆成为热点，化妆品业务受众愈发不限于年轻女性。FANCL 及时响应需求，将产品线由年轻女性扩展向中老年顾客、男性顾客等，借助前期积累的品牌口碑与高品质的研发设计能力抢占新的蓝海市场。2012年，针对中老年人改善皮肤干燥、松弛、皱纹和暗斑问题的 BC 系列登场；2016年，无添加男性化妆品 FANCL MEN 成立，专为男性顾客设计的洗面奶、化妆品系列产品纷纷上线。同年，推出 BOUQUET 系列产品针对壮年及以上人群的抗衰需求。随着大单品矩阵的进一步完善，公司实现了全方位、多层次的市场覆盖，且借机带动了其余产品的销售，收入流交叉成网。

2) **市场数据证实了公司在近年的经营之中取得的产品溢价**：公司营业利润率在 10FY 后基本维持在 10%以上区间，18、19FY 一度超越 15%，整体高于产品位于中高价位的资生堂的 5%-10%区间。在均重视广告、研发投入导致期间费用居高不下的情况下，FANCL 产品附加值优势得到凸显。



图表 38: FANCL 与资生堂的营业利润率对比



来源：公司公告，华福证券研究所

3) 研发能力为设想落地创造条件，产品溢价有功效更新保障。公司在研发端的高投入有利于帮助主品牌大单品持续迭代更新，进而保持产品活力，在兑现品牌优势的同时带动其他产品一同增长。2010 年来，公司研发成果井喷式产出：活性神经酰胺等成分、冷冻干燥、去角质等技术呼应产品设计，为客户带来熟悉而新鲜的体验。公司卸妆油、洁面粉等明星产品历经几十年的发展变化后，保持无添加的产品特色之余实现了功效的持续精进：得益于“微细速净技术”等新技术的开发应用与甜豌豆花精华、紫苏叶精华、氨基酸系保湿洁净成分等产品原料的更新迭代，FANCL 大单品矩阵能够在无微相伴用户数十年后，依然带来入微感动。

3.2.3 跨业务联动、跨公司联动，协同效应助力化妆品拓展

区别于竞争对手的业务构成，FANCL 是一家兼具“美丽”与“健康”业务的多元化公司。通过将优势业务强强联合，推动化妆品业务与营养保健品业务融合增长，能够帮助公司顺应“内服+外用”的新趋势。2015FY 起，公司保健品业务增长明显。此时，良好的业务融合方式有利于不同板块的增长保持同频。2002FY，公司首次提出了结合化妆品与营养补充剂、实现内在美与外在美的协同效应的理念，以此为基础推出了美容补品和 FENATTY 系列。虽然 FENATTY 在之后的发展进程之中被 FANCL 系列合并，但公司始终未将“内服”与“外用”的业务完全割裂。近年来，随着美容从表面涂抹走向口服形式演化，公司业务重新走向联动，公司 HTC 胶原蛋白、美白丸、玻尿酸保湿片等产品均迎来了更新。据前瞻产业研究院，2022 年日本药妆连锁店数量已超过 2 万家，健康和美容保养业务在药妆店销售总额中的占比超过 70%，利好于 FANCL 兼具内服与外用功效系列产品的发售与拓展。融合业务帮助公司在近年获取了新增长空间，领先于 SK-II、资生堂、高丝等专攻化妆护肤赛道的竞争对手。

除去自身因素之外，FANCL 通过与 Kirin 的合并，获取了业务扩张的新机遇。本系列第一篇已有介绍，2019 年，Kirin 通过收购股份的完成对于 FANCL 的收购，两家公司的市场份额总和长期排行全日第一。通过利用渠道基础设施的协同效应，FANCL 与 Kirin 可以在多方面实现效益的综合提升，例如对于差异明显的消费者群



体的整合开发。实际上，2007年至2017年，日本男性化妆水市场规模增幅150%、乳液增幅140%，且增长的主要动力是40岁以上客群，而这部分客群又主要是Kirin的存量客户。通过与Kirin的整合，FANCL在新客群的吸引方面获取了拓展良机。Kirin报告显示，在22FY，FANCL+Kirin的组合已惠及全日300万客户，而顾客留存率达到90%（这一数字包含公司的化妆品与保健品业务）。截止6月14日，麒麟控股宣布将启动对FANCL的全资子公司要约收购，本次收购金额约2100亿日元（约合人民币96.8亿元），最早将在2024年年内完成收购。

3.2.4 三年计划推动海外扩张，中国市场带来新动能

以出海为新增长点，为全世界人群的裸肌服务。海外游客消费的增长为公司产品出海带来了灵感，海外市场（尤其中国市场）为公司带来了扩张的机遇。2010年后，赴日旅游热度持续拉升，日本特色产业化妆品自然得到了赴日旅客的追捧。

图表 39: 中国旅客提振日本化妆品消费



来源：日本官方经济产业省，华福证券研究所

2010年后，旅日游客化妆品消费保持高增长，2011-2019年CAGR45.47%，同期中国旅日游客CAGR31.96%，且2019年化妆品消费额占总消费额达20%，为FANCL提供了持续布局海外业务、特别是对华业务的激励与信心。

在21世纪的第一个十年，FANCL已尝试以中高端的定位进入中国市场，10FY在华收入达70.07亿日元。在三年中期计划的顶层设计下，公司增强对中国市场的重视程度，加强对华产品销售的针对性和策略性，通过电子商务渠道将ATTENIR、Boscia、BRANCHIC等主要品牌送入中国。2020年疫情发生后，日本经济复苏进程被打断，消费降级倾向再度产生，公司多品牌营收连年下滑。然而得益于在中国跨境电商销售额的激增影响，ATTENIR销售额仍保持高速增长，23FY,ATTENIR营收同比增长13.0%达151.93亿日元，其中海外高增42.7%至14.78亿日元。

FANCL曾于2018年提出“Vision2030”计划，力求2030年海外销售额达25%的目标，且主要依靠中国市场实现。



然而，相比于早在 1991 年便已在中国成立合资公司的资生堂竞争对手，FANCL 在中国市场的拓展尚处于萌芽阶段。到 2022 年，资生堂中国区销售额已经达到 134.2 亿元，占总收入的比重为 24.2%。未来，公司是否能达到“VISION2030”的预期，还需要市场的检验。

4 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