

贝泰妮 (300957.SZ)

公司研究/深度报告

内部夯实和外部拓展并举，竞争力持续强化

—贝泰妮深度报告

深度研究报告/商贸零售

2021年11月4日

报告摘要：

● 皮肤学级护肤品：“核心功能价值”与“二元结构市场”

核心功能价值：相较于大众护肤品，皮肤学级护肤品得益于需求粘性与品牌溢价，同时卡位大众和专业皮肤护理双重“赛道”，兼具高成长、长生命周期、高集中度的投资价值。公司旗下主品牌“薇诺娜”2019、2020年以20.5%/21.6%份额排名国内第一。

二元结构市场：功能性护肤品市场存在典型的二元结构，即高端市场与大众市场共存，一方面修丽可的高定价策略锁定了较高的价格天花板，给予其他品牌更多定价弹性空间，另一方面在消费者认知提升的背景下消费理念趋于理性。

● 解码成功：把握有限资源下的“变与不变”原则

复盘公司的成长历程，我们认为，公司的成功主要源于其清晰的定位，早期对有限资源的高效利用和对变革的及时应对。1) **聚焦皮肤学级护肤“赛道”：**高景气度+长生命周期，渗透率提升背景下市场仍有较大提升空间；2) **聚焦云南当地资源禀赋：**公司在植物提取有效成分制备和敏感肌肤护理产品生产方面已具优势，拥有多项专利和核心技术，在研项目储备丰富；3) **聚焦主品牌和战略性大单品：**主品牌薇诺娜定位清晰，多因素驱动下市占率有望再提升；大单品舒敏保湿特护霜稳定基本盘，同系列连带效用明显；4) **应对碎片化流量：**现代渠道+特渠+互联网，跨平台组合取长补短，2021H公司淘系以外第三方平台收入同比增长65%。

● 未来推演：品类扩张+品牌拓展+出海战略构筑三条成长曲线

参考理肤泉&薇姿等品牌的发展史，均经历了研发积累-品牌化-全球化三个阶段，我们认为，公司未来的增长主要由以下三方面驱动；1) **产品和品类裂变：**推出防晒、紧致、美白等系列产品满足从脱敏初级需求中延展出的“敏感PLUS”二级诉求，2021H，薇诺娜防晒霜系列销售突破2亿；2) **品牌拓展：**Winona Baby抢占婴儿洗护“赛道”，预计今年可贡献1亿左右收入，未来有望复制薇诺娜成功之路；Beauty Answers辐射高端人群布局线下美容院线渠道，切入项目后护理蓝海；3) **并购+出海战略：**公司近日成立海南子公司，推动多项目储备，并推动产品的国际化发展。

● 投资建议

预计 2021-23 年归母净利润为 8.10/11.07/14.59 亿元，EPS 为 1.91/2.61 /3.44 元，PE 为 128/94/71 倍，公司为敏感肌护理龙头，产品力、渠道力、公司治理均优秀，业绩有望快速增长，维持“推荐”评级。

● 风险提示

宏观经济下行，行业竞争加剧

盈利预测与财务指标

项目/年度	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	2,636	3,853	5,379	7,150
增长率 (%)	35.6%	46.1%	39.6%	32.9%
归属母公司股东净利润 (百万元)	544	810	1,107	1,459
增长率 (%)	31.9%	49.1%	36.7%	31.7%
每股收益 (元)	1.51	1.91	2.61	3.44
PE (现价)	162.3	128.2	93.8	71.2
PB	73.6	21.1	17.3	13.9

资料来源：公司公告，民生证券研究院

推荐

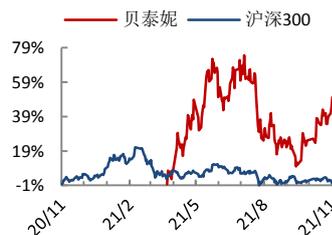
维持评级

当前价格： 245.01 元

交易数据 2021-11-03

近 12 个月最高/最低	272.12/162.55
总股本 (百万股)	423.60
流通股本 (百万股)	57.24
流通股比例 (%)	14%
流通市值 (亿元)	140.24

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：wind，民生证券研究院

分析师：刘正文

执业证 S0100521100009

电话：010-85127632

邮箱：liuwenzheng@mszq.com

相关研究

1. 贝泰妮 (300957.SZ)：2021 三季报业绩点评，业绩高质量增长延续，综合竞争力再强化
2. 贝泰妮 (300957.SZ)：拟赴港上市，加速打造中国皮肤健康生态
3. 贝泰妮 (300957.SZ)：2020 年报 & 21 年一季报点评，Q1 营收同增超 59%，市占率稳居皮肤学级第一

目录

1 成长概览：三大发展阶段，步入高速发展时期.....	3
2 解码成功：把握有限资源下的“变与不变”原则	7
2.1 聚焦功效性护肤“赛道”：高增速+低渗透+大空间+强复购.....	7
2.2 聚焦云南当地资源禀赋：专利丰富+技术突出+强产品力.....	11
2.3 聚焦主品牌和战略单品：产品销量+品牌声量+高市占率.....	15
2.4 跨平台组合取长补短：现代渠道+特渠+互联网.....	20
3 成长续航：三条成长曲线，生命力强劲	23
3.1 第一成长曲线：产品裂变，持续贡献收入增量.....	23
3.2 第二成长曲线：品牌拓展，拓宽辐射范围.....	25
3.3 第三成长曲线：并购及出海战略，值得期待.....	28
4 盈利预测与投资建议.....	30
5 风险提示.....	31
插图目录	33
表格目录	34

1. 成长概览：三大发展阶段，步入高速发展时期

复盘公司成长历程的意义在于以下两点：

- 1) 确定公司成长过程中的驱动因素，以此判断增速是否会维持以及未来增长空间还有多大？
- 2) 以参考国际大牌发展历程，探寻当某一阶段触及天花板之时出路在哪里？

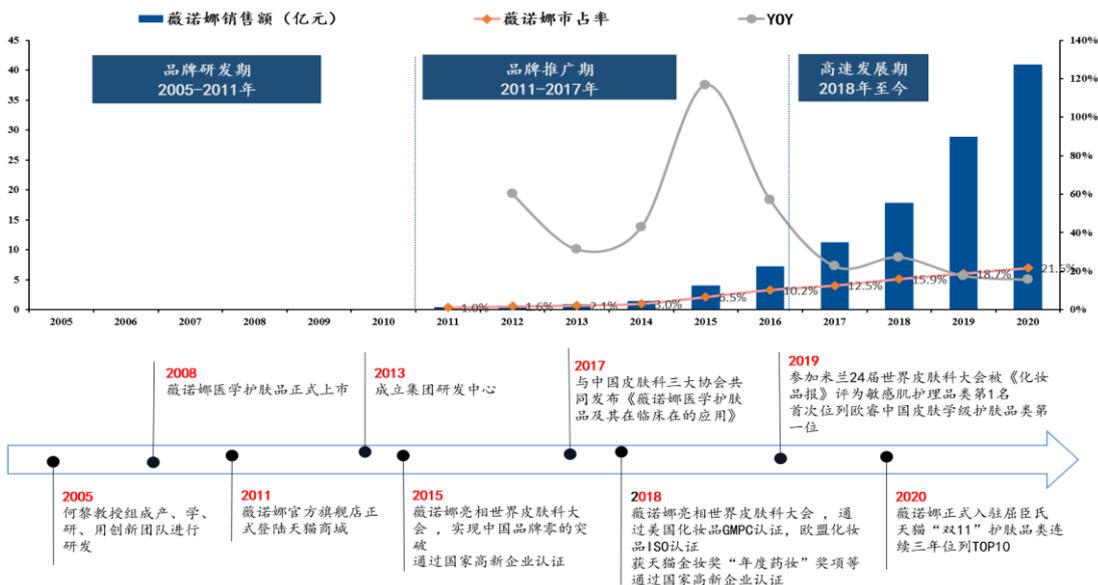
药企出身，专注敏感肌肤修护。“薇诺娜”品牌原为滇虹药业于 2008 年孵化的多个项目之一，因经营状况尚未进入收获期，在 2011 年筹备 A 股 IPO 期滇虹药业将“薇诺娜”品牌相关资产业务予以剥离，2012 年 12 月完成转让予昆明贝泰妮生物科技有限公司，通过归纳公司的发展历程分为以下三个阶段：

阶段一（2005-2010）：核心成分及对应功效确立。2005 年，实控人郭振宇博士决定充分利用云南植物资源，带领团队开始对医学护肤品的研发。2008 年，薇诺娜医学护肤品正式上市，2010 年公司正式成立。

阶段二（2011-2017）：医学背书及品牌化推进。2011 年，薇诺娜官方旗舰店正式登陆天猫商城；2015 年，薇诺娜亮相世界皮肤科大会，实现过往中国品牌零的突破；2017 年，在天猫、京东等线上渠道打开了销路，此外，公司还与中国皮肤科三大协会共同发布《薇诺娜医学护肤品及其在临床中的应用》。

阶段三（2017-至今）：步入快速发展时期。近三年公司收入和利润均实现快速增长、规模不断扩大，2017~2020 年公司收入复合增速为 49.97%，利润复合增速为 52.37%，2021Q1-Q3 公司实现收入 21.13 亿元，同比增长 47.11%。实现归母净利润 3.55 亿元，同比增长 65.03%。2018-2020 年，薇诺娜连续三年位列天猫“双 11”美容护肤前十名，2019 和 2020 公司以 20.5%和 21.6%的份额位居功效性护肤品市占率第一名。

图1： 贝泰妮成长历程复盘



资料来源：欧睿、公司官网、招股说明书，民生证券研究院

图2: 2017-2021Q1-Q3 收入 (亿元) 及增速

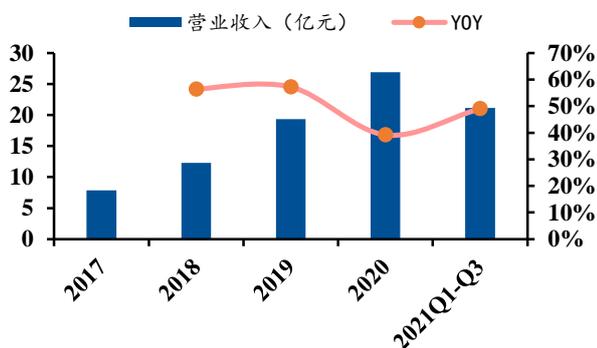


图3: 2017-2021Q1-Q3 净利润 (亿元) 及增速

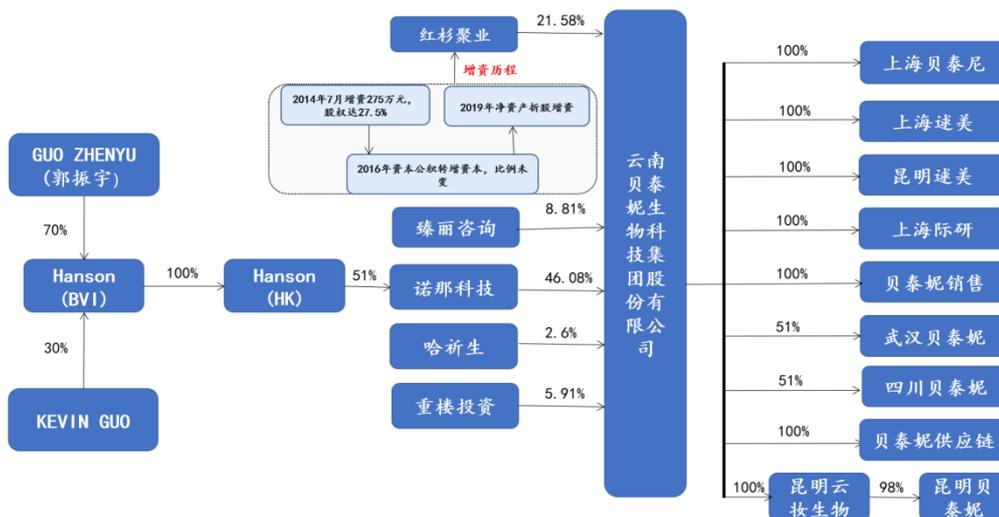


资料来源: wind, 民生证券研究院

资料来源: wind, 民生证券研究院

获红杉资本连续加码, 助力扩展发展边界。作为上市公司创业投资机构, 红杉资本与贝泰妮的首度深度合作还要回到7年前。据招股说明书显示, 2014年, 红杉聚业以货币资金5000万元认缴贝泰妮新增注册资本275万元, IPO前红杉聚业持有贝泰妮25.4%的股份; 上市后, 红杉聚业所持股份被稀释至21.58%, 目前为贝泰妮第二大股东。红杉文德于今年4月以1000万元认缴海南贝泰妮创投新增注册资本1000万元, 至此贝泰妮获得红杉资本四次增资; 并且于今年6月, 红杉资本成立了一个以贝泰妮为主的联合创业基金, 助力其发展和孵化新品牌。

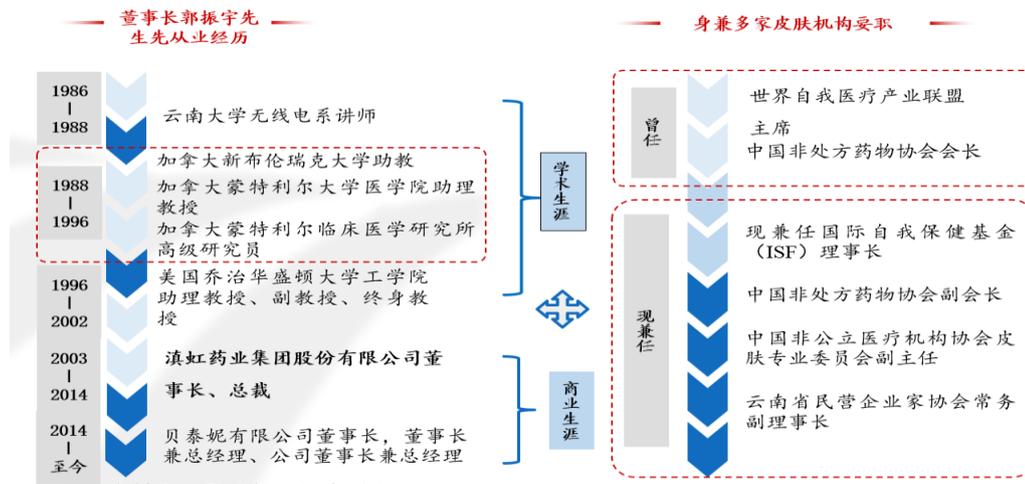
图4: 股权结构示意图



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

管理人员和研发人员经验丰富, 实控人郭振宇博士, 集“专业背景+国际化视野+经营和管理经验”于一身, 擅长将商业和学术深度结合和转化。管理层和研发团队多数出自滇虹药业, 具备专业背景, 涵盖药物制剂、药物分析、高分子化学、生物学、精细化工、应用化学等多个方面。郭振宇先生拥有电机专业博士学位, 先后在国内外多所大学任教, 在多家权威皮肤机构身兼要职, 曾担任过滇虹药业董事长, 在国内外大健康领域均具有不凡的影响力, 不但对皮肤问题有敏锐的洞察力, 同时对产业发展有前瞻性的见解, 擅长将学术和商业深度结合。

图5: 董事长郭振宇先生的介绍



资料来源: 招股说明书, 民生证券研究院

表 1: 贝泰妮管理人员和研发人员介绍

人员	简介
郭振宇	1963年11月出生, 电机工程博士。2003年1月至2014年11月任滇虹药业董事长、总裁。2014年6月至2016年12月任贝泰妮有限董事长, 2016年12月至2019年2月任贝泰妮有限董事长兼总经理, 2019年3月至今任公司董事长兼总经理。
周逢	1968年出生, 2000年毕业于清华大学经管学院, MBA。2005年至今, 就职于红杉资本中国基金, 担任合伙人职务。2016年11月至2019年2月任贝泰妮有限董事, 2019年3月至今任公司董事。
高绍阳	1976年11月出生, 化学制药专业本科学历。1999年7月至2005年2月任昆明滇虹药业有限公司技术员、部门经理, 2005年2月至2008年8月任上海康王日用化妆品有限公司副总经理, 2008年8月至2012年8月任滇虹药业项目总监。2012年8月加入贝泰妮有限, 历任贝泰妮有限执行董事、总经理、副总经理。
董俊姿	1981年2月出生, 工商管理专业硕士学历。2005年3月至2011年5月任滇虹药业人事主管、人力资源部经理、人力资源总监、总裁办主任, 后于阳光城集团股份有限公司任人力资源总经理。2012年10月加入贝泰妮有限, 历任公司董事、副总经理。
马骁	1982年9月出生, 化学工程专业硕士学历, 工商管理硕士, 执业药师, 高级工程师。2004年7月至2010年6月任滇虹药业研发主管、研发经理, 后任上海滇虹副总经理、总经理。2013年1月加入贝泰妮有限, 历任贝泰妮有限研发与供应链负责人、监事、公司董事、副总经理。
周薇	1957年4月出生, 植物保护专业本科学历, 研究员。曾任贵州科学院生物研究所办公室主任, 贵州大学植物保护系总支副书记, 科研处副处长, 海南省农业综合开发总公司投资部经理、副总经理, 海南富海食品工业有限公司董事长, 贵州大学校办产业总公司副总经理, 云南大学微生物发酵工程重点实验室科研主管, “211” 办公室副主任、生物资源保护与利用国家重点实验室研究员。2016年12月至加入贝泰妮, 历任公司董事、项目经理。
姚荣辉	1964年7月出生, 会计专业硕士学历, 教授。1986年7月至今任云南财经大学及其前身云南财贸学院教师, 2014年12月至2020年7月兼任大理药业股份有限公司独立董事。2019年3月至今任公司独立董事。
王飞飞	1984年6月出生, 化学工程专业硕士学历, 高级工程师, 执业药师。2006年7月至2011年4月任滇虹有限研发工程师、研发主管, 2011年4月至2014年12月任上海滇虹研发部经理、研发总监、研发中心主任。2014年12月至2020年3月任上海贝泰妮研发总监。2020年3月至今任上海际研研发总监。
苏温柔	1987年11月出生, 药物化学专业硕士学历, 中级工程师。2013年6月至2020年2月任上海贝泰妮研发经理, 2020年3月至今任上海际研研发经理, 目前主要负责原料的评估及准入, 负责立项产品的研发工作, 已累计申请发明专利12项, 实用新型专利1项, 其中获得授权发明专利4项, 实用新型专利1项。
唐杰	1986年9月出生, 环境工程专业本科学历, 中级工程师。2016年2月至2020年3月任上海贝泰妮工艺主管、经理, 2020年3月至今任上海际研工艺经理, 目前主要负责产品产业化实施, 为公司全品系产品产业化项目主要参与者, 已累计申请发明专利4项, 实用新型专利15项, 其中获得授权实用新型专利11项。
方伟	1989年10月出生, 精细合成化学与分子工程专业硕士学历, 中级工程师。2015年7月起历任上海贝泰妮研发工程师、研发主管, 2020年3月至今任上海贝泰妮助理研发经理, 目前主要负责项目跟进, 把控产品上市进度, 负责多款新品项目的开发工作, 已累计申请发明专利1项, 实用新型专利1项。
莫俊颖	1985年12月出生, 发酵工程专业硕士学历, 中级工程师。2011年7月起历任上海东洋之花化妆品有限公司配方工程师、东方风行(上海)生活多媒体有限公司配方工程师、上海瑞慈化妆品有限公司配方师。2014年9月至今任上海贝泰妮研发主管, 目前主要负责感官评估及消费者调研, 负责彩妆类产品配方研发, 已累计申请发明专利4项, 实用新型专利2项, 其中获得授权发明专利3项, 实用新型专利2项, 在国内外学术期刊发表5篇论文。
袁永雷	1988年4月出生, 药学专业硕士学历, 中级工程师。2013年3月至2017年2月任上海上药第一生化药业有限公司研发工程师。2017年2月至2020年3月任上海贝泰妮资深研发工程师, 2020年3月至今任上海际研研发主管, 目前主要负责公司核心植物活性成分研发产业化相关工作, 是公司植物活性成分研发项目的实施人、主要参与者, 已累计申请发明专利7项, 实用新型专利1项, 其中获得授权实用新型专利1项, 发表3篇中文核心期刊。
周焱富	1987年3月出生, 生物化学与分子生物学专业硕士学历, 中级工程师。2013年8月至2014年5月任科诗美丝(中国)化妆品有限公司研究员。2014年5月至今任上海贝泰妮研发主管, 目前主要负责公司新品配方研发工作, 累计申请发明专利7项, 实用新型专利2项, 其中获得授权发明专利4项, 实用新型专利2项。

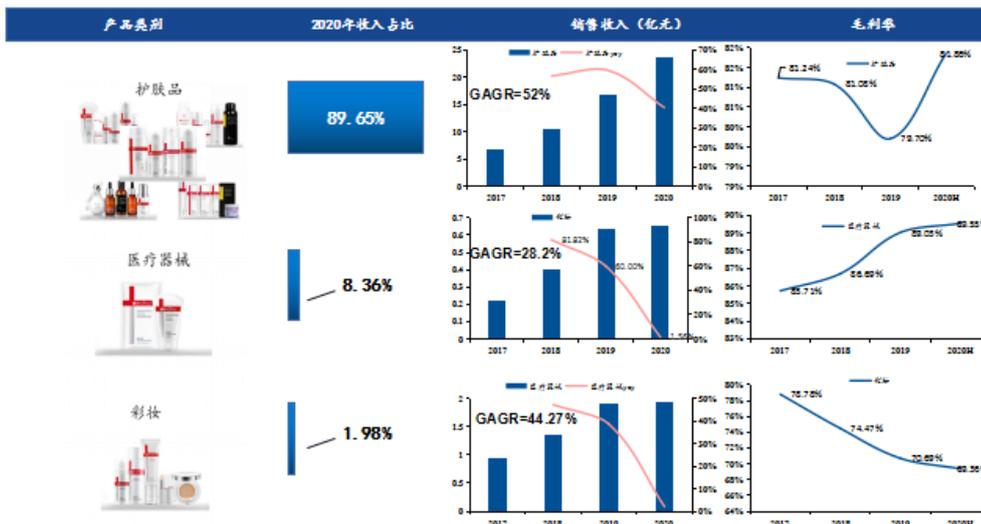
资料来源: 招股说明书, 民生证券研究院

2 解码成功：把握有限资源下的“变与不变”原则

2.1 聚焦功效性护肤“赛道”：高增速+低渗透+大空间+强复购

专注敏感肌修护，卡位敏感&美容双赛道。贝泰妮始终立足高原植物资源优势，专注于应用纯天然的植物活性成分提供温和、专业的皮肤护理产品。根据品类不同，公司产品主要包括护肤品、医疗器械和彩妆三大类，其中护肤品主要包括霜、护肤水、面膜、精华、乳液等产品，重点针对敏感肌肤的护理；医疗器械则是主要包括透明质酸生物膜、透明质酸修护贴敷料等“械”字号产品，主要用于皮肤微创术后屏障受损皮肤的保护和管理，相对更强的安全性和专业性支撑了其更高的毛利率水平。近年来，受益于功效性护肤品消费者的需求提升，公司化妆品板块规模得到明显放量，2020年公司90.11%的主营收入来自护肤品（23.6亿元），医疗器械和彩妆份别以1.95元和0.65亿元贡献收入的7.41%和2.48%，预计医疗器械产品会受益于敏感肌护理和医美渗透率提升的双重拉力，未来有望加速放量。

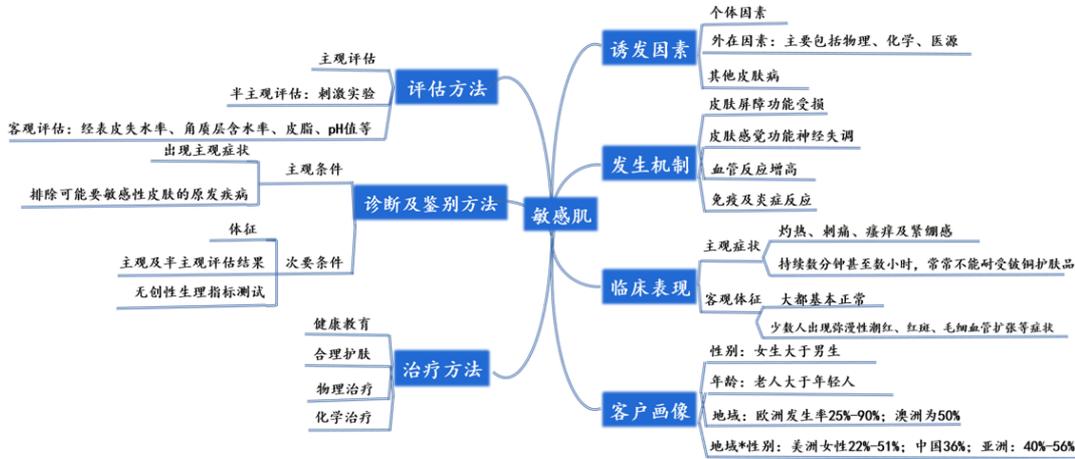
图6：贝泰妮业务拆分



资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

何谓敏感肌？根据《中国敏感性皮肤诊治专家共识》，敏感肌是皮肤在生理或者病理条件下发生的一种高反应状态，主要症状包括发红、刺痛、灼热等，需要注意的是“敏感肌”不等于皮肤过敏，而是一种长期处于“敏感”状态下的问题肤质。主要受空气、环境、压力等因素的影响，频繁化妆和做医美项目也是引起肌肤敏感的重要原因，近年来，肌肤敏感问题的发生率逐渐提高，根据《皮肤性病学杂志》显示，2016年亚洲有40%-56%的女性是敏感肌，我国约36%的女性有敏感肌的烦恼。

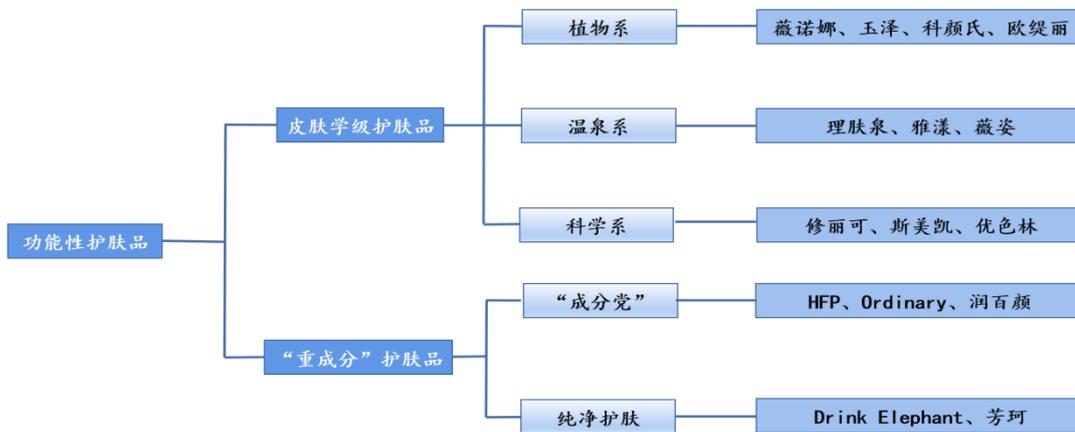
图7: 敏感肌相关因素



资料来源:《中国敏感性皮肤诊治专家共识》, 民生证券研究院

何谓功效性护肤品? 功效性护肤品在此前常常以“药妆”概念出现, 主要以医学理论为核心指导思想, 突出专业性、针对性、功效性、安全性, 旨在解决轻微肌肤问题, 促进皮肤健康。根据产品类型不同可分为专注于敏感肌皮肤学级护理品牌和以集中护理为主打的成分党品牌, 其中前者在用途上更为强调“皮肤屏障修复, 重点围绕敏感肌、痘痘肌等问题, 包括薇姿、理肤泉、修丽可和薇诺娜等品牌; 后者化学成分为主打, 例如华熙生物、HFP、夸迪等品牌。

图8: 功效性护肤品分类



资料来源: 前瞻产业研究院, 民生证券研究院

贝泰妮所深耕的皮肤学级护肤品“赛道”具备高增速+低渗透+大空间+强复购等优质特点, 具体来看:

1) **高增速:** 根据欧睿数据, 2015-2020 年我国皮肤学级护肤品市场的复合增速达到 24%, 增速远高于化妆品行业的整体, 2020 年规模达 189.3 亿元, 同比增长 22.7%, 未来有望受益于敏感肌护理需求和美容业渗透率提升的双重拉动, 市场仍将保持高速增长。2019、2020 年更是以 32.30%和 22.71%增速, 成为我国化妆品行业细分市场增速最高的品类。同时, 不同于高端化妆品的是, 由于功能性护肤品针对的肌肤问题更加聚焦, 需求相对更为刚性, 其增速波动较其他化妆

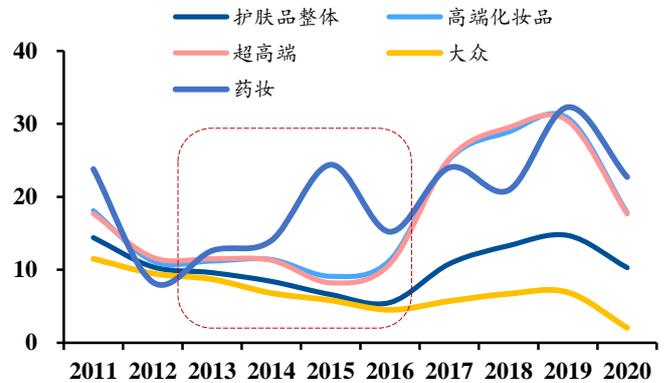
品品类更小，即使在 2012-2016 年中国化妆品行业增速因宏观经济影响放缓的阶段，功效性护肤品细分行业的增速仍能维持稳定向上的趋势。

图9: 功能性护肤品市场规模 (左) 和增速 (右)



资料来源: 欧睿, 民生证券研究院

图10: 2011-2020 化妆品中各细分品类增速 (%)



资料来源: 欧睿, 民生证券研究院

2) **低渗透:** 亚洲主要国家的皮肤学级护肤品渗透率相较欧美国家仍较低。2020 年法国、美国皮肤学级护肤品渗透率分别达到 44.8% 和 16.6%，明显高于中国、日本和韩国。我们分析，这更多源于欧美地区化妆品企业更青睐采取与实验室、研究所联合研发模式生产，在各大巨头对低致敏性科学成分护肤品的积极布局下，消费者教育更为充分。同时，相较日韩，我国皮肤学级护肤品市场的渗透率提升更快。

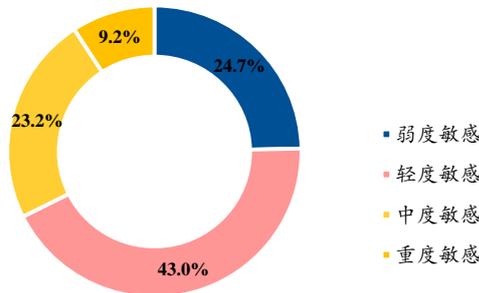
表 2: 主要国家皮肤级护肤品渗透率水平

渗透率	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
美国	15.0%	15.0%	15.3%	15.7%	15.7%	15.4%	15.7%	15.5%	15.2%	16.6%
法国	40.7%	40.7%	41.2%	42.1%	42.9%	43.4%	44.0%	44.4%	44.3%	44.8%
中国	3.4%	3.0%	3.1%	3.3%	3.8%	4.2%	4.8%	5.3%	6.3%	7.0%
日本	4.7%	4.7%	4.7%	4.6%	4.5%	4.5%	4.4%	4.4%	4.3%	4.5%
韩国	2.4%	2.6%	2.9%	3.1%	3.3%	3.4%	3.8%	4.2%	4.6%	5.3%

资料来源: 欧睿, 民生证券研究院

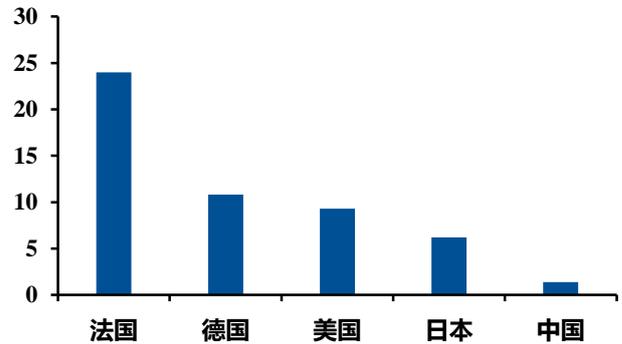
量价齐升驱动渗透率提升: 价增: 根据 Euromonitor 统计, 2019 年中国人均消费皮肤学级护肤品类额仅为 1.4 美元, 相较日本、欧美有四到十几倍的差距, 并且低于世界平均水平 (1.9 美元/人)。**量增:** 我国肌肤敏感问题的发生率逐渐提高的同时, 根据艾瑞咨询, 大约 7 成敏感肌患者为中度及以下程度, 其中大部分可通过使用日常保养护理进行改善。**综上, 我们认为, 随着人均收入的增加以及消费者认知的提升, 皮肤学级护肤品的渗透率水平有望延续快速提升趋势。**

图11: 2020年中国女性敏感肌群体严重程度分布



资料来源: 艾瑞咨询, 民生证券研究院

图12: 2019年主要国家皮肤学级产品人均消费 (美元/人)



资料来源: 欧睿, 民生证券研究院

3) 大空间: “自下而上”升级 VS “自上而下”渗透, 提升空间广阔。 我们采用自下而上和自上而下两种测算方法。**按照自下而上角度** (市场规模=敏感肌人数*人均年花费) 去拆分预测, 预计2030年皮肤学级护肤品市场规模为641.22亿元; **按照自上而下角度** (市场规模=皮肤学级护肤品渗透率*护肤品市场规模) 去拆分预测, 预计2030年皮肤学级护肤品市场规模为838.7亿元。综上, 我们认为, 公司凭借着产品的精准定位, 无论是向高端升级, 还是更深层次的渗透都有足够的空间。

表3: 自下而上测算皮肤学级护肤品市场规模

参数	2020A	2030E	数据来源及依据
女性人口基数 (亿人)	6.88	7.12	国家统计局, 假定人口复合增长0.35%
女性人口敏感肌发病率	0.36	0.45	假定未来敏感肌发病率提升至45%, 日韩均在50%以上
敏感肌人群基数 (亿人)	2.48	3.21	=女性人口基数*女性人口敏感肌发病率
皮肤学级护肤品用户占敏感肌比重	21.80%	40.00%	基于2020年市场规模和客单价测算, 假定未来进一步提升
皮肤学级护肤品人均消费额 (元)	350	500	依据薇诺娜招股说明书披露客单价假设, 假定未来温和提升
皮肤学级护肤品市场规模 (亿元)	189.31	641.22	=敏感肌人群基数*使用皮肤学级护肤品比重*人均年消费额

资料来源: 欧睿, 中国皮肤性病学期杂志, 民生证券研究院

表4: 自上而下测算皮肤学级护肤品市场规模

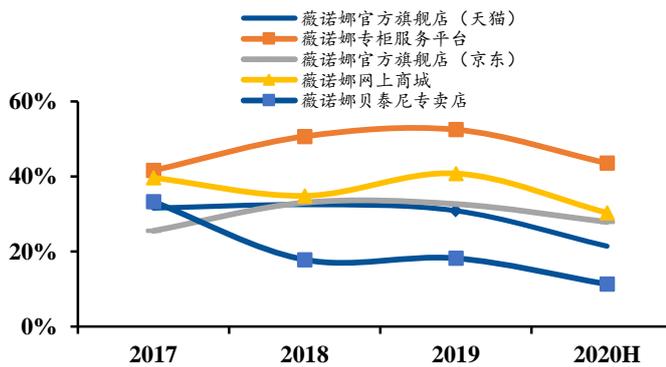
参数	2020A	2030E	数据来源及依据
护肤品市场规模 (亿元)	2700.8	5830.83	欧睿数据库, 假定复合增速保持8%
皮肤学级占护肤品市场渗透率	0.07	0.15	法国, 美国目前为45%/16%
皮肤学级护肤品市场规模 (亿元)	189.31	874.62	功效型护肤逐步替代普通护肤品需求
皮肤学级护肤品用户占敏感肌比重	21.80%	40.00%	基于2020年市场规模和客单价测算, 假定未来进一步提升

资料来源: 欧睿, 民生证券研究院

4) 强复购: 皮肤学级护肤“赛道”粘性更强, 强粘性带来更强定价权。 对敏感肌人群而言,

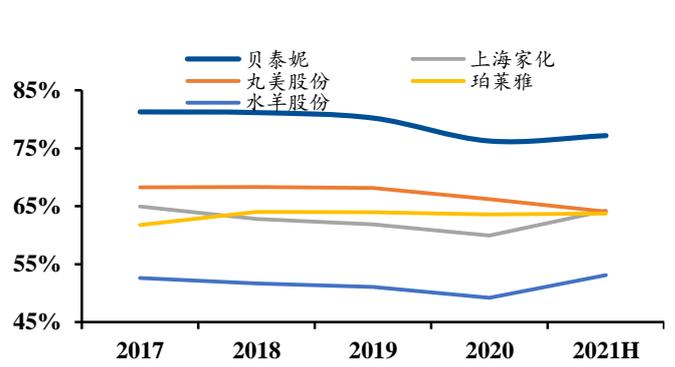
具有较高的试错成本（如果选择不适应肤质的产品，可能造成更严重的皮肤问题），高更换成本带来较高产品忠诚度。具体而言，对于初发皮肤问题的消费者，通常会优先尝试口碑高的品牌，对于二次复发/日常发作皮肤问题的消费者，经常会有有限复购已验证成功的品牌。公司旗下主品牌“薇诺娜”作为皮肤学级的龙头，2019年官方旗舰店的复购率高达30.89%，此外，“薇诺娜”专业精准的定位也为其带来较高的定价权，公司的销售毛利率始终保持在75%以上，显著高于大众护肤品。

图13: 薇诺娜主要线上自营店铺复购率



资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

图14: 可比公司销售毛利率(%)



资料来源：wind，民生证券研究院

2.2 聚焦云南当地资源禀赋：专利丰富+技术突出+强产品力

2.2.1 立足高原植物资源优势，探索“植物王国”美丽秘诀

解密薇诺娜植物宝库。云南因其独特的地理环境及气候，云集了热带、亚热带、温带甚至寒带的几乎所有物种（274科、2076属）约17000种不同的物种，是名副其实的植物宝库。贝泰妮始终依托云南高原特色植物提取物有效成分制备与敏感肌肤护理领域的研究，在植物筛选、有效成分提取、功效验证、制备工艺、质量标准、临床研究及产业化方面均取得成效。目前，已经掌握了包括马齿苋、青刺果、云南山茶、云南重楼、库拉索芦荟等在内的多种植物提取物的产业化植被方法，并且具备将技术成果有效转化为经营成果的持续创造能力，截至2020年底，公司应用核心技术实现的销售收入占主营业务收入比例均在95%以上。

图 15: 薇诺娜的主要成分及原理

主要成分	提取技术	相关产品
 <p>青刺果</p> <p>青刺果又名阿那斯果，生长在海拔约3200米的香格里拉雪山上，据说当地藏族、纳西族女性在使用青刺果油涂抹肌肤后，能有效防止恶劣天气、强烈阳光造成的干燥过敏等问题，肌肤更柔嫩。</p>	<p>提取技术：成熟青刺果去果壳后经干燥得青刺果仁，青刺果仁通过萃取得到青刺果油，脱脂后的青刺果仁通过进一步的分离纯化制备得到总黄酮含量高达50%以上的青刺果仁总黄酮提取物。</p> <p>优点：技术采用特殊制备工艺，使产品质地温和、安全性好，无毒性反应、无过敏反应，可修复受损的皮肤屏障，具有舒缓皮肤、抗皮肤老化等效果。</p>	 <p>青刺果油含人体所需要的不饱和脂肪酸，促进皮肤角质形成细胞合成神经酰胺及透明质酸，帮助修护皮肤屏障，保持皮肤健康。</p>
 <p>马齿苋</p> <p>马齿苋是一种草本植物，对烫灼、生命顽强，也被称作长寿菜，早在明代马宝苋就被当做中药，《本草纲目》记载：马齿苋可整株入药清热解毒，杀虫。</p>	<p>提取技术：通过低温提取、过滤、絮凝、脱色和低温干燥步骤制备马齿苋提取物。</p> <p>优点：本方法可最大程度保证马齿苋中化学成分不被破坏，其主要成分多糖和有机酸在不同批次间稳定性高，且不含去甲肾上腺素和多巴胺等违禁物质，无皮肤光毒性，起到抗炎抗刺激、舒缓等作用。</p>	 <p>用专利萃取技术提取马齿苋精华，利用其消炎抗菌的作用，有效缓解肌肤受到的刺激，增强肌肤耐受性，降低敏感度。</p>
 <p>云南山茶</p> <p>云南山茶特有保湿能量，生长在海拔约2800米的滇中高原山地，对生长环境要求苛刻，被列为国家二级保护植物。云南山茶花油提取物可以修复皮肤屏障，舒解炎症、不饱饱和脂肪酸，可以深层滋养皮肤。</p>	<p>提取技术：通过超声提取工艺及高效液相色谱法比较脂肽和物质重楼总皂苷及其在单体中的含量差异，以总皂苷得率为指标，正交试验优化重楼总皂苷的超声提取工艺后，按照优化的工艺对重楼提取物进行以抑菌活性为导向的活性成分筛选，通过大孔吸附树脂法分离其活性成分。</p>	 <p>以专利科技萃取云南山茶精粹，尽可能释放其抗炎功效，能够深层滋养皮肤。</p>
 <p>云南重楼</p> <p>云南重楼生长于海拔约3100米里潮湿阴蔽深山中，具有重要的药用价值，《滇南本草》中记载：重楼一名紫河车，一名独角莲。味辛、苦、性微寒。</p>	<p>优点：采用高效液相色谱法对重楼总皂苷含量进行测定，确保植物活性成分批次间稳定性，大幅提升重楼提取物得率。</p>	 <p>从云南重楼提取到的甾体皂苷可以解决痘疹问题，阻隔致痘源，对抗诱发因素。</p>

资料来源：招股说明书，民生证券研究

图 16: 待探索的植物

<p>牛油果：成分：不饱和脂肪酸，蛋白质，丰富的矿物质 功效：促进胶原蛋白形成，增强皮肤屏障功能，深层滋养保湿，防止皮肤干燥、脱皮、皲裂，帮助恢复肌肤光滑柔嫩。</p> 	<p>七叶树：成分：七叶皂苷 功效：修复毛细血管，降低其通透性减少肌肤血管的出现，预防皮肤老化。</p> 	<p>芦荟：成分：芦荟胶 功效：成分可直达肌肤深层，有效滋润肌肤，缓解干燥。</p> 	<p>紫松果菊：提取物中含有多种活性成分 功效：具有较强的抗氧化作用，增强肌肤抵抗力和自我修护能力，使肌肤更加光滑细腻。</p> 	<p>木瓜：成分：木瓜蛋白酶 功效：有效催化、分解、去除老化角质，促进新陈代谢。</p> 	<p>熊果叶：成分：熊果苷 功效：减少皮肤色素沉积，祛除色沉、雀斑，并且对黑色素细胞不具有毒性、刺激性、致敏性等副作用。</p> 
<p>榆树钱：成分：多酚成分 功效：收缩毛孔，抑制炎症，控油抗痘减少色素沉着。</p> 	<p>纳豆：成分：异黄酮、皂素、不饱和脂肪酸 功效：使肌肤含水量饱和，恢复光泽弹性，延缓老化，紧致肌肤。</p> 	<p>芦荟：成分：维生素、碳水化合物 功效：控油、抗炎、抗氧化。</p> 	<p>猴面包树：成分：植物多糖成分 功效：保持肌肤水分，紧致肌肤，淡化细纹。</p> 	<p>海藻：成分：半乳糖、污水半乳糖生物聚合物及透明质酸 功效：增强肌肤锁水能力，长效保湿。</p> 	

资料来源：公司官网，民生证券研究

专利丰富+技术突出：截止招股说明书发布时（2021年4月），公司共拥有基于植物成分应用和提取相关境内有效专利46项，掌握11项核心技术，同时，对于前期已取得的专利技术，持续进行迭代创新，并通过核心技术的深度优化不断提升产品品质。此外，公司有包括III类医疗器械、彩妆类以及儿童系列产品等8项在研储备项目，且拥有多项申请中的专利。可以看出，对云南当地植物深度挖掘的技术能力已成为公司可持续发展的重要因素。

表 5: 贝泰妮在研项目

序号	项目名称	所处研发阶段	预算经费 (万元)	内容与目标	技术水平
1	III类医疗器械开发	批文申报	486.40	研究不同生物材料对皮肤创面的修复效果, 结合无菌制剂技术、开发多款III类医疗器械产品。	国内先进
2	彩妆系列产品开发	配方研发	174.40	针对敏感肌肤人群对彩妆的需求, 结合现有技术, 开发敏感肌肤人群能够适用的彩妆产品。	国内先进
3	儿童系列产品开发	配方研发	331.32	针对婴幼儿肌肤特点及易发皮肤问题, 开发系列安全、温和、有效的产品, 满足市场需求。	国内先进
4	皮肤屏障分型护理产品开发	配方研发	179.27	将皮肤屏障受损进行分型, 精准开发用于护理不同屏障受损问题的产品。	国内先进
5	泊缇诗系列产品开发	配方验证	409.76	针对不同渠道消费者的诉求, 利用新成分, 新技术, 开发全新品牌产品。	国内先进
6	植物防腐成分开发及应用	中试阶段	293.29	攻克国内外技术难关, 筛选植物抑菌、杀菌成分, 用天然活菌成分替代传统防腐成分, 进一步提升产品安全性。	国内先进
7	云南特色植物青刺果活性成分开发及应用	基础研究	270.52	针对云南特色植物青刺果, 展开升级研究, 筛选不同活性部位, 研究其不同功效表达, 探索对应应用机制, 制定质量标准并产品化。	国内先进
8	植物抗炎活性成分开发及应用	中试阶段	291.62	持续筛选云南特色抗炎、抗刺激活性植物, 开发下一代抗炎活性植物成分, 研究其应用机制, 制定质量标准, 产品化应用于产品中。	国内先进

资料来源: 公司招股说明书, 民生证券研究院

表 6: 多个专利在申请中

申请中专利名称	申请号	申请进度情况
一种马齿苋提取物的腺嘌呤核苷定量方法	2019106662183	等待实审提案
一种马齿苋提取物的制备方法及应用	2019106658046	进入实审
一种马齿苋低温提取方法	2019106658031	进入实审
一种用于马齿苋植物提取的多段恒温提取设备	2019106657946	等待实审提案
一种青刺果仁总黄酮提取物的制备方法	2018106629161	一通出案待答复

资料来源: 公司招股说明书、NMPA, 民生证券研究院

2.2.2 把握当地高校、医院和医生资源, “产、学、研”三位一体

医研共创提供有效背书性。公司通过与高校、医生和医院的合作, 为早期产品推出打下了坚实的基础, 具体流程如下: 由合作医院提出临床中的需求方向-公司联合当地高校共同研发新品-合作医院用于临床辅助治疗-结合临床反馈推出市场, 过程中经由医生的背书和指引, 药店 OTC 亦是公司非常重要的渠道。根据公司官网, 薇诺娜产品被应用在 2400 多家医院皮肤科的辅助治疗中, 历时 4 年获得 4.6 万份光损性皮肤病源样本。具体来看:

1) 高校+医院: 公司与昆明医科大学第一附属医院、昆明医科大学第一附属医院、云南省皮肤病医院等多家国内知名医疗机构合作开展研发项目, 主要包括“薇诺娜新型功效性产品关键技术攻关及产业化”、“滇产药妆薇诺娜国际化关键技术 研发及应用”、“薇诺娜产业升级及儿童系列医学护肤品开发”、“‘泊缇诗’系列高端功能性护肤品等健康产品开发及产业化”等合作研发项目。

表 7: 公司正在实施的主要研发项目

序号	合作方	主要内容	权利义务划分约定
1	昆明医科大学第一附属医院	昆明医科大学第一附属医院作为项目承担单位,牵头贝泰妮、云南白药集团股份有限公司参与云南省重大科技专项计划,贝泰妮作为合作(参加)单位负责合作研发项目下独立子课题的研究工作,包括:扩大“薇诺娜”品牌产品的生产能力、新产品的研究开发、创建天然药物筛选和活性成分定向挖掘技术平台等。	贝泰妮拥有其负责子课题项下已经形成或未来将可能形成的全部新科技成果的完整、合法的所有权,并独立且排他的享有该等专利权及产品配方产生的经济收益。
2	昆明医科大学	推动云南大健康产业发展,按期完成创新团队建设任务。	该项目形成的知识产权及成果由发明人拥有,项目组(指贝泰妮、昆明医科大学)有优先使用权。
3	昆明医科大学第一附属医院 云南省皮肤病医院、中国科学院昆明植物研究所	昆明医科大学第一附属医院云南省皮肤病医院、中国科学院昆明植物研究所协助贝泰妮进行新产品的研究开发。	该项目产生的专利权和产品配方的权属,以及由前述科技成果产生的经济收益等由贝泰妮独家享有。

资料来源:公司招股说明书,民生证券研究院

2) 医生:公司也在培养医生人才方面承担起了责任,2009年开始面向皮肤科医生,提供从项目建设、到技术学习的一系列培训,迄今已有 2000 多名优秀学员毕业。同时,薇诺娜于 2020 年起,每年 4 月举办中国敏感性皮肤高峰论坛,聚合产学研的各方力量,邀请众多皮肤界泰斗级专家,共话敏感性皮肤护理研究的新观点、新成果、为创新变革的护肤行业提供新标准、新指南,公司通过类似论坛交流等学术推广在医生圈打开口碑。此外,公司也主动组织专家讲座、医生坐诊等,在线答疑敏感肌困扰。

图 17: 贝泰妮与医生的合作

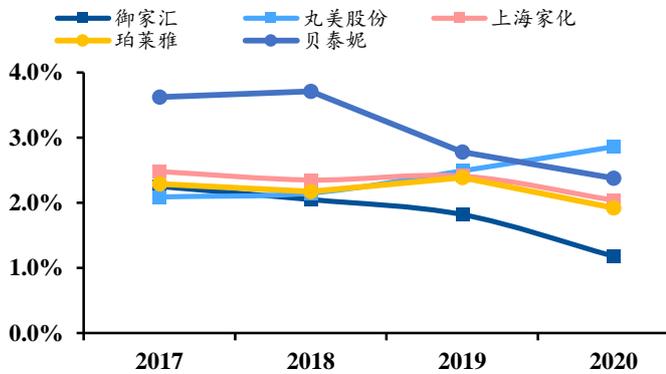


资料来源:公司官网,民生证券研究院

此外,公司对研发和创新保持持续的投入,专业性和影响力突出。研发中心总面积 5000 余平方,建有基础研究部、产品评估部、原料部、消费者调研部、工艺技术部、配方研发部、整合创新部等多个学科研究部。公司 2017-2020 年的研发费用率分别为 3.62%、3.71%、2.78%和 2.41%,高于国内其他可比上市化妆品公司。同时,2009-2017 年,薇诺娜专家团队先后在国内权威期刊发表了 64 篇基础研究和临床验证方面的论文,其核心成果被汇总为《薇诺娜皮肤学护肤品及其在临床中的应用》红宝书,在中国皮肤科行业和皮肤级护肤行业的发展中具有指南性的影响作用。综上,我们认为,基于皮肤问题大数据,以研发为导向,挖掘云南高原植物有效成分

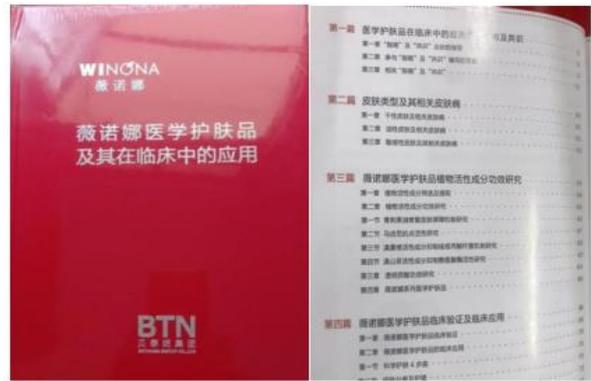
开发功能护肤品是贝泰妮公司成功的关键。

图 18: 可比公司研发费用率



资料来源: 公司招股说明书, 民生证券研究院

图 19: 薇诺娜红宝书



资料来源: 公司官网, 民生证券研究院

2.3 聚焦主品牌和战略单品: 产品销量+品牌声量+市占率齐升

2.3.1 薇诺娜为公司主品牌, 市占率仍有上升空间

聚焦主品牌薇诺娜。公司品牌定位清晰, 具有优秀的品牌塑造能力, 其中, “薇诺娜”专注于敏感肌肤护理和修复, WINONA Baby 专注于婴儿护理, “痘痘康”主要应用于痘痘肌肤, Beauty Answers 为高端修护品牌。过去, 公司集中资源支持“薇诺娜”品牌的发展。2018-2021H 期间, 薇诺娜品牌收入占公司主营收入比例超过 99%, 该品牌旗下产品线齐全, 包括“舒敏保湿”、“清痘净颜”等 13 个系列。

在“薇诺娜”品牌营销推广方面, 公司采用医生+明星+KOL 等多样式手段以撬动品牌声量。聘请国际巨星舒淇为薇诺娜品牌的形象代言人, 邀请流量 KOL 李佳琦站台, 在抖音和小红书上合作头部达人进行广泛用户教育, 此外, 公司还邀请了背书力更强的医生在直播间解释产品的同时普及护肤理念, 进一步提升了“薇诺娜”的品牌形象。使得“薇诺娜”的功能性标签深入人心, 市场认可度逐年提高并积累了一批忠实用户群体(淘宝官方店铺 891.5 万粉丝), “薇诺娜”凭借着良好的口碑在电商平台表现优异, 2018-2020 年连续三年双十一销售额进入品牌 TOP10 品牌, 并获得天猫金妆奖。

图 20: 贝泰妮品牌矩阵



资料来源: 公司官网, 民生证券研究院

图 21：薇诺娜品牌所获得的荣誉


资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

图 22：薇诺娜产品系列

产品类型	产品系列	肌肤问题解决方案
洁面	舒敏保湿 HOT	敏感泛红 HOT
面膜	极润保湿	干燥细纹 HOT
润肤水/喷雾	舒缓控油	斑点暗沉 HOT
精华	清透防晒	毛孔粗大 痘痘 HOT
乳液面霜	清痘净颜	
眼部护理	玻尿酸保湿	
彩妆 NEW	美白淡斑	
特殊护理	舒敏修红	
护肤套装 HOT	紧致纹纹	
	柔润保湿	

资料来源：公司官网，民生证券研究院

2019、2020年薇诺娜以20.5%、21.6%的市占率位列我国皮肤学级护肤品第一位。薇诺娜近年来在国内皮肤学级护肤“赛道”进步明显，由2011年的第9位到2019年首次超越雅漾登顶，2020年市占率进一步提升。我们认为，这一方面是因为其依托于多年的临床试验及学术推广，相关产品壁垒更为深厚，后来者很难短时间超越；另一方面离不开公司对其电商销售、社媒营销力度上的支持，薇诺娜已经形成品牌优势。

表 8：中国皮肤学级护肤品品牌市占率情况 (%)

品牌	公司	国家	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
薇诺娜	贝泰妮	中国	2.1	3.1	6.8	10.3	13.1	17	20.5	21.6
雅漾	Pierre Fabre	中国	28.9	29.8	27.8	25.3	22.3	18.2	14.5	10.5
理肤泉	欧莱雅	法国	12.5	12.4	13.1	13	12.5	12.2	12.5	10.9
贝德玛	贝德玛	法国	0.8	2	3.6	6.8	9.3	9.4	8.9	6.4
薇姿	欧莱雅	法国	23.9	21.3	16.7	13.3	10.6	9.1	7.1	5.3
美丽芳丝	花王	日本	6.3	5.9	5.6	5.3	5.9	6.4	6.3	5.8
怡思丁	怡思丁	西班牙	-	-	1.9	1.3	1.9	3	5.2	2.9
修丽可	欧莱雅	美国	-	-	2.3	4.6	1.4	2.3	4.6	6
Avenno	强生	美国	-	-	3.1	4.2	1.7	3.1	4.2	4
比度克	湖北比杜克	中国	5.4	6.3	7	5.3	5.3	4.9	4	3
施巴	Sebapharma GmbH&Co KG		9.8	8.6	6.7	6.1	5.3	4.7	3.8	2.8
丝塔芙	Galderma SA	美国	6.1	7.2	8.7	6.5	5.3	4.3	3.1	2.4

资料来源：欧睿，民生证券研究院

从行业层面，我们认为，皮肤学级护肤品具备集中度高的特点，在以下因素驱动下薇诺娜集中度有望再提升。具体来看：

驱动因素 1：渗透率较低背景下本土品牌集中度仍有较大提升空间。从各国市占率 TOP5 品牌的分布来看，市占率第一往往为本土品牌，尤其是日本、美国，其本土品牌市占率在五成以上，而韩国市场中，也呈现出本土品牌集中的优势，“薇诺娜”作为我国 TOP5 中唯一的本土品牌，市占率仍有提升空间。

表 9：2019 年各国皮肤学级护肤品市场占有率情况

皮肤学级护肤品市场占有率	第一	第二	第三	第四	第五
中国	薇诺娜 (20.5%)	雅漾 (14.5%)	理肤泉 (12.5%)	贝德玛 (8.9%)	薇姿 (7.1%)
日本	城野医生 (31.1%)	珂润 (27.1%)	D program (13.9%)	雅漾 (13.1%)	Proactiv (12.1%)
韩国	CNP (21%)	霏丝佳 (12.1%)	爱多康 (12.1%)	Aveeno (10%)	雅漾 (9.1%)
美国	Aveeno (20.7%)	Proactiv (20.3%)	丝塔芙 (13.1%)	CeraVe (10.2%)	优色林 (5.5%)
西欧	雅漾 (14.9%)	理肤泉 (13.5%)	薇姿 (12.1%)	优色林 (6.2%)	贝德玛 (4.7%)
东欧	薇姿 (38.7%)	理肤泉 (19.5%)	雅漾 (6.4%)	Lactacyd (5.6%)	贝德玛 (5.5%)

资料来源：欧睿，民生证券研究院

驱动因素 2: 功效性评法规不断完善, 特色植物原料前景广阔, 公司有望获得更多比较优势。

2021 年以来, 国家药监局共实施或发布了 8 项监管政策, 密集程度和严厉程度超过以往, 一系列监督管理政策、法规的出台, 正在对化妆品行业产生深刻影响。其中, 新条例第九条明确指出, “鼓励和支持运用现代科学技术, 结合我国传统优势项目和特色植物资源研究开发化妆品, 推动中国特色植物资源在化妆品领域的应用创新”。我们认为, 通过资本加持、外包生产、流量运营、过度营销等获得快速发展的商业模式或将变得困难, 新品牌孵化或将变少、变慢, 相反“薇诺娜”作为一家具备强产品力、掌握供应链、拥有临床数据、自主检测等能力的品牌有望因此获得消费者更多的信任, 进而对“劣币”加速驱除。

图 23：近五年来国家药监局对于化妆品的行政法规汇总



资料来源：国家药品监督管理局，民生证券研究院

2.3.2 历经考验, 舒敏保湿特护霜已进化为跨越周期的大单品

聚焦战略单品: 何谓大单品? 为何要实施大单品战略? 根据书籍《这样打造大单品》, 大单品是指适合企业资源与能力, 符合消费发展趋势, 对企业的在行业的综合竞争力有战略性价值, 打破市场竞争僵局, 促进企业发展和行业升级有决定性意义的专门性产品。**大单品特征:** 1) 具有较高销售额和普世性 (获得普遍的功效口碑和认可); 2) 高复购、配方稳定、迭代少, 有一定的历史 (配伍反复试验并形成广泛口碑), 生命周期较长, 具有稳定基本盘, 提供高毛利和持续

现金流的作用。就化妆品行业而言，大单品一般集中在护肤品当中，彩妆更强调时尚性而非功能性。

大单品舒敏保湿特护霜是如何练成的？薇诺娜的核心大单品为-“舒敏保湿特护霜”，于2014年上市，已有7年的历史，可见其已成为一款跨越周期产品。成分：除了马齿苋提取物和青刺果油看家成分外，还有牛油果树果脂、角鲨烷和透明质酸钠以及β-葡聚糖，但不含色素和香料，在修护屏障的同时可以有效的舒缓皮肤。**宣传方面：**聚焦于宣传改善敏感肌呈现的各种症状，与用户的链接点是“症状”，强化产品属性的结果更易形成明星大单品。**渠道：**先是由合作医院的医生提出临床中，后抓住互联网线上营销的红利，并且成功打通了线下和线上。**价格管控方面：**产品力强劲的大单品往往终端价格较为稳定，薇诺娜舒敏特护双在11-12月大促季进行调价，并且时间远少于其他品牌的大单品仅调价4天，同期雅诗兰黛调价时间为11天。

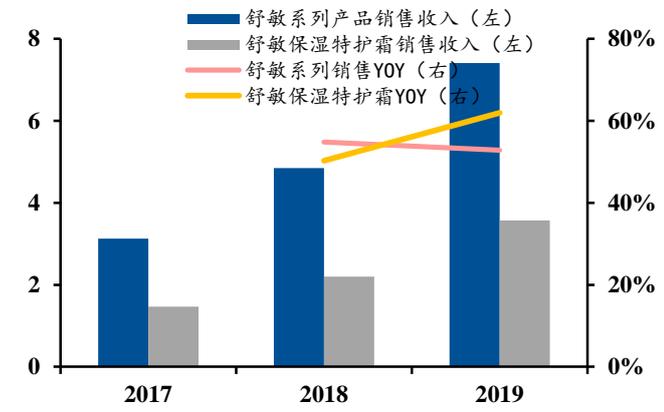
图 24：薇诺娜舒敏保湿特护霜



资料来源：公司官网，民生证券研究院

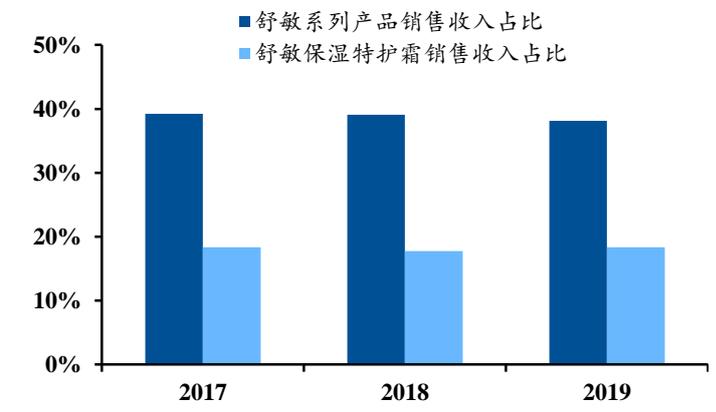
大单品舒敏保湿特护霜的魅力所在：1) **销量连续放量：**2017-2019年销售额占主营业务收入的17%-19%，占比与国内外知名品牌大单品占比相近，2019年实现营收超3亿元，在2020年“双11”当天天猫旗舰店销售额破1.8亿元，同比增长75%，品牌销售占比预计在20%以上。2) **斩获品牌声誉：**舒敏特护霜在2018-2019年，获得“天猫金妆奖”（被誉为美妆界的“奥斯卡”）和“2019天猫金妆奖年度乳液面霜奖”等多项奖项，具备较强的公信力和影响力。3) **套盒+同系列连带：**在大单品“舒敏保湿特护霜”的引领下，薇诺娜孵化了“舒敏保湿喷雾”、“舒敏保湿修护精华液”等产品。

图 25: 舒敏系列销售收入 (亿元) 和 特护霜占比



资料来源: 公司招股说明书, 民生证券研究院

图 26: 舒敏系列和特护霜销售占比



资料来源: 公司招股说明书, 民生证券研究院

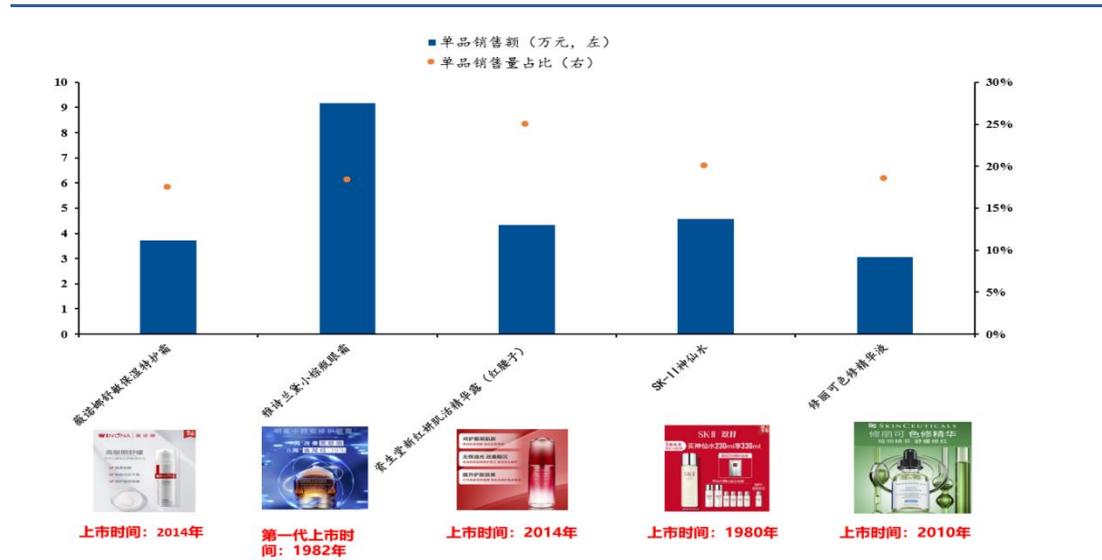
表 10: 舒敏系列产品功效成分迭代详情

	备案时间	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	2017	舒缓敏感、坚韧皮肤屏障		✓	✓	✓		
舒敏保湿润肤水	2017	舒缓肌肤、温和润泽、滋润保湿		✓	✓	✓	✓	
舒敏保湿丝滑面膜	2017	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	2018	保湿补水、舒缓敏感						甜菜碱, 泛醇
青刺果修护保湿喷雾	2018	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: 公司招股说明书、NMPA, 民生证券研究院

大单品舒敏特护霜的天花板有多高? VS 国际一线的护肤品牌, 均有明星大单品系列作为支撑。雅诗兰黛的小棕瓶、SK-II 的神仙水等单品已成为品牌的标签甚至代名词, 其对应品牌的核心大单品战略已得到验证, 通过总结我们发现其有诸多共性: 1) 采用品牌的核心技术或成分; 2) 品类上以精华和面霜类为主, 功效以抗衰为主。我们认为, 薇诺娜舒敏保湿特护霜具有医研共创的专业化卖点, 更适合国人的皮肤。但是根据淘数据, 从单品销售额、单品销售量占比、以及所需要的时间验证等方面均有提升空间。

图 27:2020 年 9 月-2021 年 9 月国际大牌大单品的销量及占品牌收入的比例

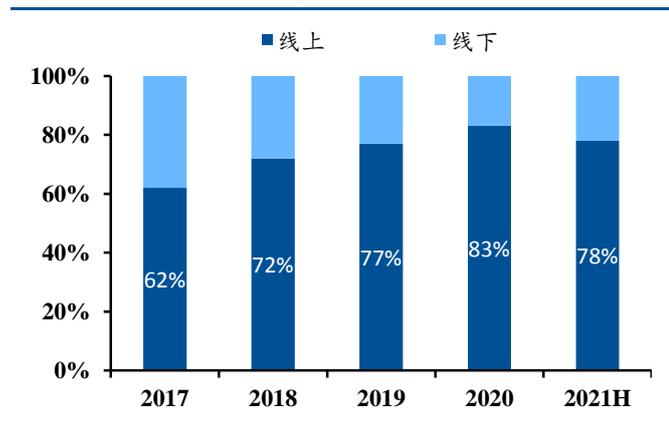


资料来源：淘数据，民生证券研究院

2.4 跨平台组合取长补短：现代渠道+特渠+互联网

专业渠道奠定基本盘，新兴渠道把握红利。公司成功把握住了化妆品行业线上增长的发展机遇，2018-2021H 线上收入分别增长 80.6%、68.3%、46.4% 和 41.2%，线上销售渠道成为公司实现销售收入的最主要渠道，2021H 公司线上收入为 11 亿元，占销售总额的 78%。按照销售模式不同，贝泰妮在线上、线下的销售渠道又分为自营和分销模式。其中，线上自营是公司第一大销售渠道，这一渠道中主要以天猫旗舰店和微信小程序为主。公司线下销售渠道以分销为主，其中商业公司和直供客户是公司线下最重要的销售渠道；与行业不同的是，经销商在其线下销售渠道内的占比较低。

图 28:2017-2021H 公司各渠道营收占比 (%)



资料来源：公司公告，wind，民生证券研究院

图 29: 2017-2021H 公司各渠道营收占比 (%)

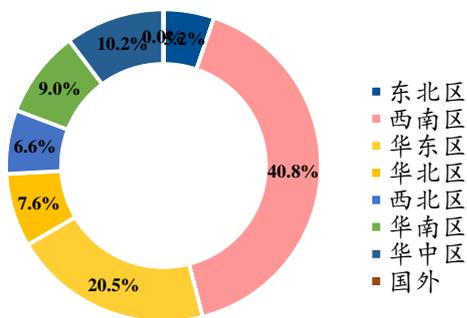


资料来源：Wind，民生证券研究院

线下：基于专业属性，保持品牌调性。1) OTC:薇诺娜在品牌成立之初便进入药店 OTC 渠道，由于产品依托学术活动深度运营医生资源，广受医生专家认可和推荐，之所以能够成功扎根药店渠道，也得益于其与本土医院高校以及渠道方（国药集团、九州通等）的密切合作。2021 年上半

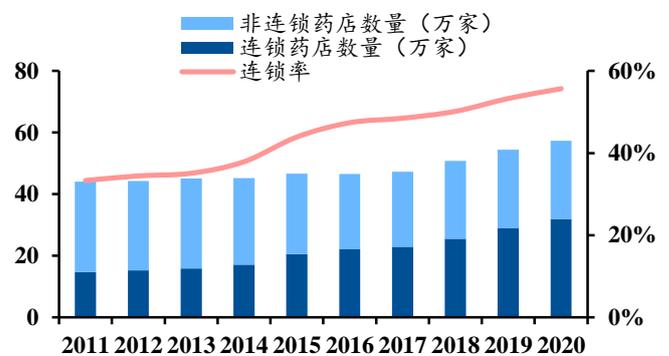
年，公司又分别与山东、广东和湖北等省份的省级连锁药店合作，进一步拓展了 OTC 渠道版图，目前，全国范围内新增覆盖药店 4000 余家，总覆盖量达 1.8 万家，OTC 渠道上半年收入同比增长近 100%。根据招股书，截至 2019 年公司约 40% 的 OTC 渠道收入分布在西南地区，考虑到目前全国药店数量已有近 60 万家，公司的 OTC 销售区域有望由西南总部向其他区域拓展进而带动整体的增长。2) 屈臣氏：公司于 2020 年下半年，开启与屈臣氏的合作，目前，已经进入 4000 余家屈臣氏门店，单店产出的逐步提升。3) 新锐线下渠道：除屈臣氏外，2020 年开始公司产品也已经进入多家美妆集合店，包括美妆集合店-KK、调色师、H.E.A.T 等。公司通过不同渠道不同重点货品的方式防止渠道应负责人间冲突，同时也方便控价。

图 30：2019 年公司 OTC 渠道的地理分部



资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

图 31：我国 2013-2020 年药店数量

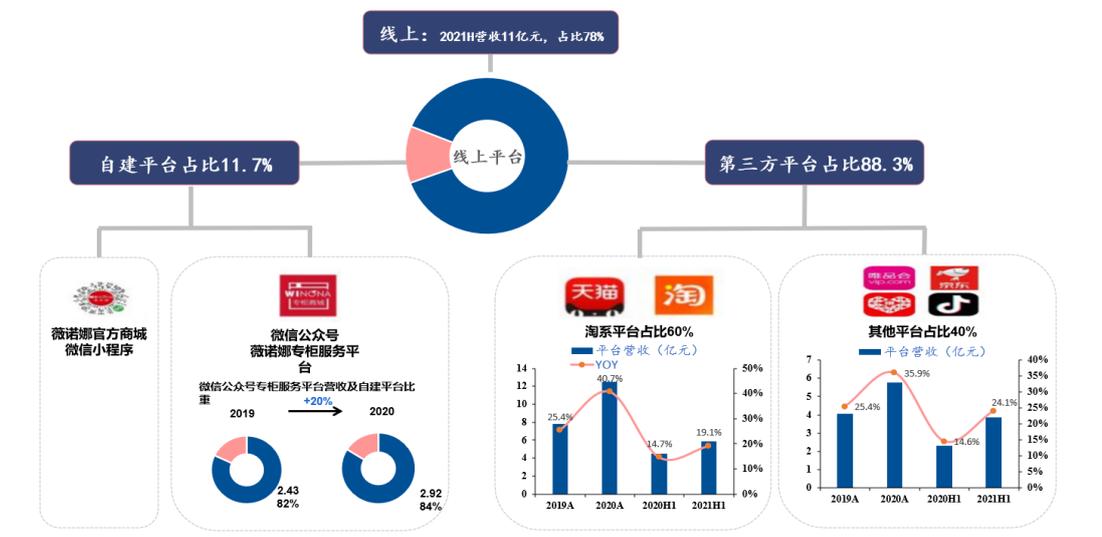


资料来源：wind，民生证券研究院

线上：有效应对网络流量入口碎片化趋势，多平台组合取长补短 1) 天猫、唯品会、京东等知名电商平台进行深度合作，并借助微信平台搭建线上商城进行产品销售。2020 年，公司通过天猫、唯品会、京东、微信四大平台实现的销售收入占其主营业务收入比重逐年上升。2) 在知乎、小红书等垂直领域的内容平台开展专业化的产品教育，直接面向对皮肤护理专业性、安全性要求较高的人群，实现从广度到精度的聚焦。3) 公司在快手和抖音平台上采用日播+自播高频模式实现带货转化双丰收。

线上线下相结合：线上互动与线下体验、线上下单与线下服务的融合，构建“种草-养草-拔草”私域矩阵。**主动运用药店的流量入口优势**，早在 2017 年 3 月，薇诺娜就在微信打造“薇诺娜专柜服务平台”并将线上平台与品牌数量庞大的线下终端绑定，同时，在零售终端派驻大量美容顾问，根据用户的皮肤状况提供专业的咨询服务和产品推荐后，美容顾问会直接引导用户在微信平台上下单，成为公司的第一批私域流量；私域流量的第二层筛选来自：薇诺娜的公众号菜单栏引-专业护肤顾问的企业微信号；在公众号+多内容触点跳转至小程序。

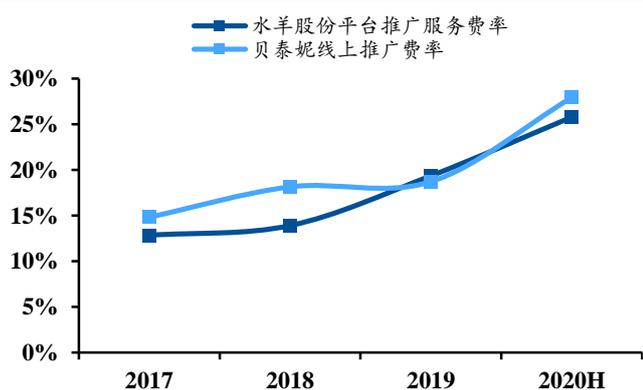
图 32: 公司线上渠道分布情况



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

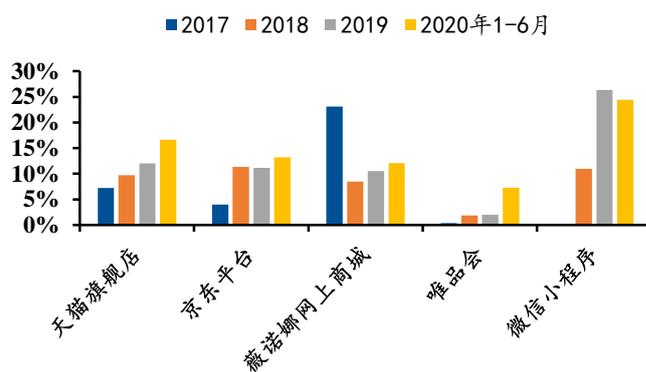
优化线上公域流量获取方式, 通过精准投放降低获客成本。随着线上竞争越发加剧, 淘宝、天猫等平台的流量费用水涨船高, 为此公司主要采取以下应对措施: 1) 与第三方服务商合作, 优化平台推广工具组合, 降低点击成本。2) 利用各类算法工具, 实现精准化投放, 3) 加强新媒体营销布局, 利用直播带货方式, 提升品牌知名度, 提高流量价值, 在线上推广费用越来越贵的趋势下, 公司相对较高的单位流量利用率, 能产生足够深的护城河来抵挡新品牌的进攻。同时, 转化效率的高低决定了增长的质量和盈利水平, 受益于此, 2021H 贝泰妮的销售费用率同比下降 5.30pct 至 45.14%, 净利率水平也有所提升。

图 33: 平台推广费率呈上升趋势



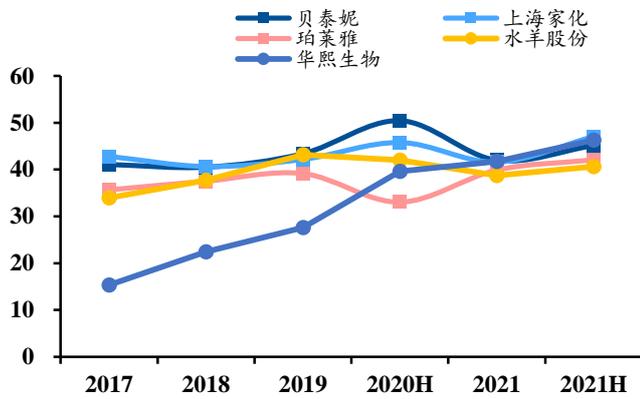
资料来源: 公司招股说明书, 民生证券研究院

图 34: 薇诺娜各平台获客成本/销售收入的比例



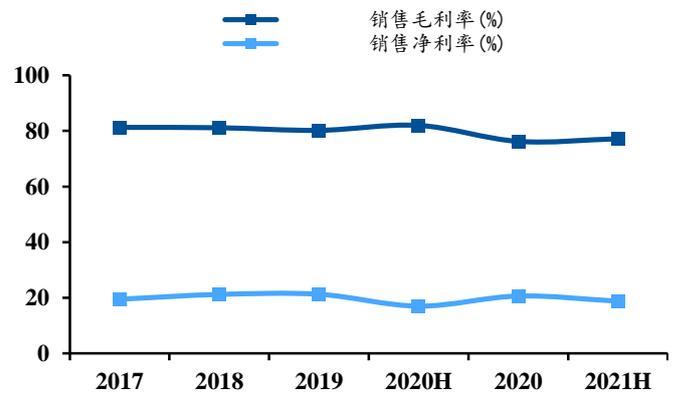
资料来源: 公司招股说明书, 民生证券研究院

图 35: 可比公司销售费用率 (%)



资料来源: 公司公告, wind, 民生证券研究院

图 36: 2017-2021H 公司毛利率和净利率 (%)



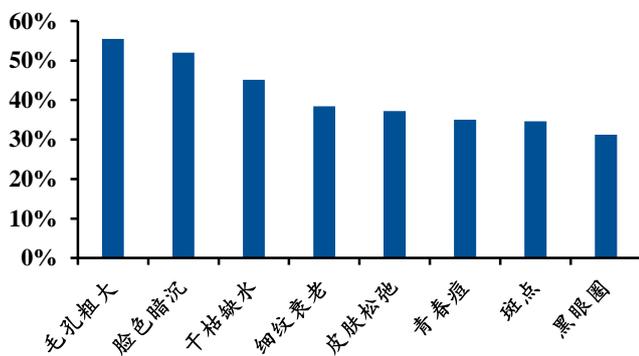
资料来源: Wind, 民生证券研究院

3 成长续航：三条成长曲线，生命活力强劲

3.1 第一成长曲线：产品裂变，持续贡献收入增量

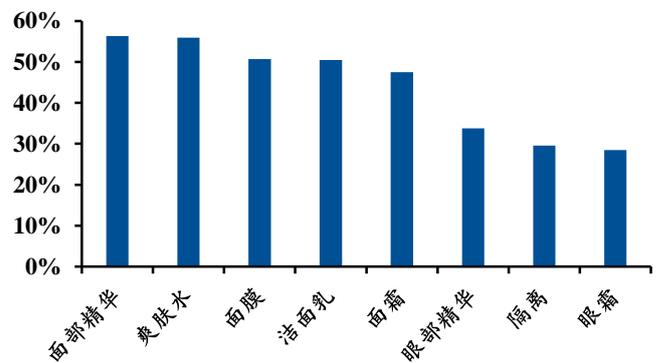
拓展新产品进入新细分市场，注入持续发展动力。根据艾瑞咨询，在功效性护肤品的黄金“赛道”中，除舒敏一级诉求外，美白、防晒、抗衰等“敏感 PLUS”二级诉求也逐渐在敏感肌人群中延展出来。从品类上看，认为适合“敏感肌”的品类占比较高的有面部精华、爽肤水和面膜等多品类，对此，公司也有针对性地开发出了更全面的产品线。

图 37：敏感肌患者的其他皮肤问题



资料来源：艾瑞咨询，民生证券研究院

图 38：认为适合“敏感肌”概念的品类占比



资料来源：艾瑞咨询，民生证券研究院

公司在舒敏的基础上开拓了美白、紧致、抗初老等系列产品。在皮肤屏障修复的过程中使用一般化妆品，可能为皮肤带来新的刺激源，造成二次伤害，而薇诺娜的“敏感+”产品具备舒缓和修复功能，刺激性小，安全性高，同时，在消费者讨论火热的“抗初老”领域，薇诺娜开发出以青刺果油、神经酰胺、马齿苋和酸浆萼提取物为核心成分的潜在单品-双修赋活精华液等抗初老系列。公司在抗衰领域的布局一方面有望为公司业绩增长贡献增量，领跑敏感肌抗初老领域；另一方面也将为“薇诺娜”构筑更强的壁垒。

图 39: 薇诺娜美白、紧致、抗初老系列



资料来源: 公司官网, 民生证券研究院

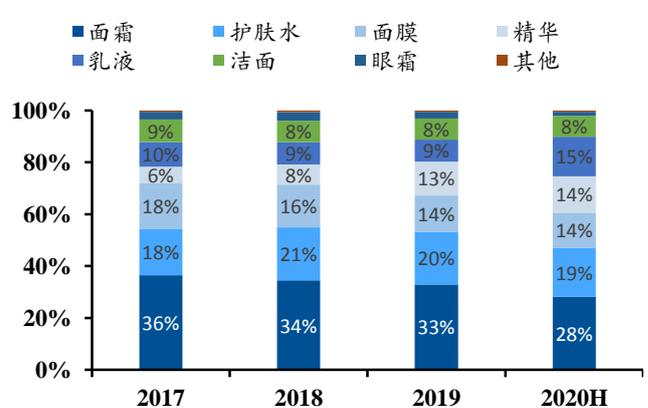
防晒乳系列产品已经显著放量, 面霜类产品依赖度逐渐降低。根据魔镜数据, 目前公司在“敏感+”系列中, 防晒系列业绩最为亮眼, 2021H 单品清秀防晒乳在天猫平台销售额超过 1 亿元, 占收入整体的超过 10%; 同时, 随着护肤水、面膜、精华等品类的放量, 公司对面霜类产品的依赖逐渐降低。

图 40: 薇诺娜防晒系列销售额 (万元) 和增速



资料来源: 魔镜数据, 民生证券研究院

图 41: “薇诺娜”不同类别产品占比



资料来源: 公司招股说明书, 民生证券研究院

3.2 第二成长曲线: 品牌拓展, 拓宽辐射范围

在聚焦皮肤健康的前提下, 公司采用多品牌的战略以打造中国皮肤健康生态。1) 消费者的年龄、购买力、风格和诉求不同, 单品牌可覆盖的客群有限, 多品牌可以突破单品牌天花板, 有助于获取持续增长; 2) 多点开花应对需求变化, 加强经营稳定性, 共享资源, 利用协同性提升运营效率。除 Winona 主品牌外, 公司现在也将资源投放在 Wnona Baby、Beauty Answers 以及定位更为高端抗衰功效品牌的孵化和打造上。

1) Winona baby 抢占中高端婴幼儿功效性护肤“赛道”。Winona Baby 是公司旗下专业婴幼儿肌肤功效性护理品牌, 于 2020 年正式上线, 拥有国内首家 0-12 岁临床测试数据支持, 通过 6

大安全性测试，为宝宝皮肤在不同阶段进行针对性护，明星产品包括舒润滋养霜等。渠道方面，目前 Winona Baby 主要以妇幼保健院、月子会所、医院的儿科和皮肤科为主，线上已为老客户复购提供渠道。

图 42: Winona Baby 产品线

分阶护理		针对性护理
0-2岁	2岁+	-

资料来源：公司官网，民生证券研究院

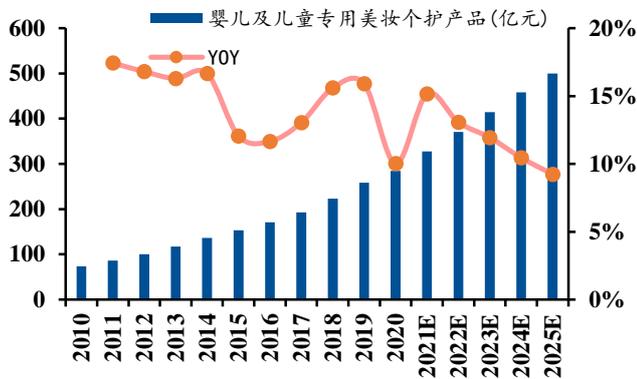
为何选择婴幼儿肌肤护理领域？ 一方面婴幼儿的皮肤抵抗力相较成人更弱，对护理产品的安全性和科学性有着更高的要求，公司具备满足其需求的技术能力；另一方面随着 90 后、95 后女性成为主要孕龄人群，优生优养诉求日益高涨，更加注重婴幼儿的皮肤护理，趋势之下婴幼儿消费品中高端婴幼儿消费品市场不断扩容。根据欧睿数据，2011-2020 年婴儿美妆市场 CAGR 高达 14.2%，2020 年市场规模达 284 亿元，同比增长 10%，预计 2025 年市场规模可达 500 亿元。

表 11: 婴幼儿常见皮肤问题及日常护理

肌肤问题	特征	问题产生的原因	推荐预防/治疗方法
湿疹	轻度：呈现红疹子，摸上去干燥、粗糙、附带小皮屑 重度：有液体渗出，渗出液干燥后结痂	最常见于 1 个月-2 岁 发病原因有遗传、食物过敏、环境干燥/诱发过敏等	√做好保湿，如丝塔芙、妙思优色林等保湿面霜 √中重度需要使用激素药膏，如力言卓/尤卓尔/艾洛松等
尿布疹	为尿布覆盖的部位的皮肤问题，屁股、腹股沟、肛周甚至是生殖器上的小红疹	纸尿裤没有及时更换或者排泄物没有清理干净	√勤换尿布，保持干爽 √涂抹护臀膏隔绝排泄物，且护臀膏含氧化锌或者凡士林效果更佳，如德国优色林、德国 bepanthen √若红疹超过尿布区域，甚至有水泡、鳞屑、破溃、脓液流水等情况，应当及时就医
口水疹	口周、脖子上出现小红疹，严重的出现脱皮、开裂等	口水偏酸性且含消化酶，婴幼儿皮肤娇嫩，皮肤长期与口水接触，角质层被腐蚀从而产生湿疹、发炎	√用药及护理方面与湿疹类似。及时做好清洁及保湿 √若合并真菌或细菌感染，应当及时就医
痱子	易在潮湿、炎热的环境里发生，夏季多见	婴儿的体温调节功能较成人差，抗高热能力差、易出现汗液滞留形成痱子	√不推荐使用花开露水，因多数含有酒精成分 √不推荐使用痱子粉，其影响皮肤的正常散热、易被误吸入呼吸道 √保持凉爽，及时清洁皮表多余汗液，外用炉甘石洗剂，严重及时就医
荨麻疹	瘙痒明显的红疙瘩，可连接成片	食物或环境过敏	√规避可疑的过敏原、外用炉甘石洗剂 √严重就医
蚊虫叮咬	红色质硬的丘疹，顶端可见的小水泡	蚊虫叮咬	√碱性的肥皂水清洗被咬的部位 √外用炉甘石洗剂

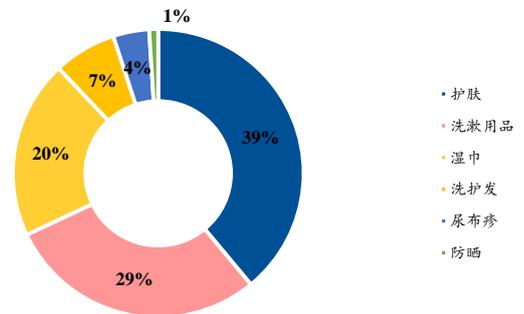
资料来源：华经情报网，民生证券研究院

图 43: 中国婴儿专用个护产品市场规模



资料来源: 欧睿, 民生证券研究院

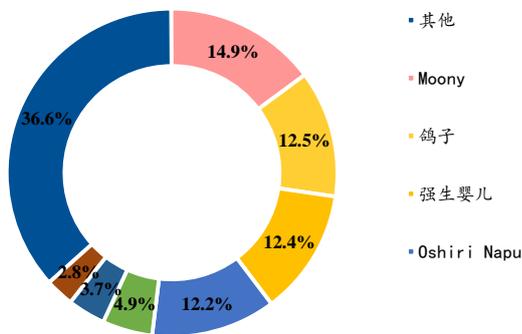
图 44: 2020 年我国婴幼儿日化细分品类市场份额



资料来源: 华经情报网, 民生证券研究院

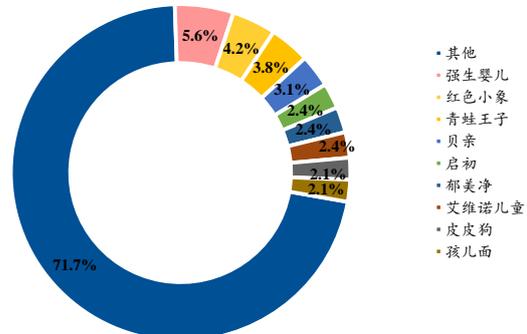
竞争格局尚未固化, 品牌间具有较强协同性。目前市场整体较为分散, 根据欧睿数据, 2020 年市占率最高的强生也仅有 5.6% 的份额, 但同时期的美国和日本, 头部品牌份额是中国的 3 倍左右, 且均为本土品牌。此外, Winona Baby 有望受益于 Winona 的强大的品牌力和付费群体高度的重合率, 争夺更高市场占有率, 沉淀品牌口碑。

图 45: 2020 年日本婴儿洗护市场竞争格局



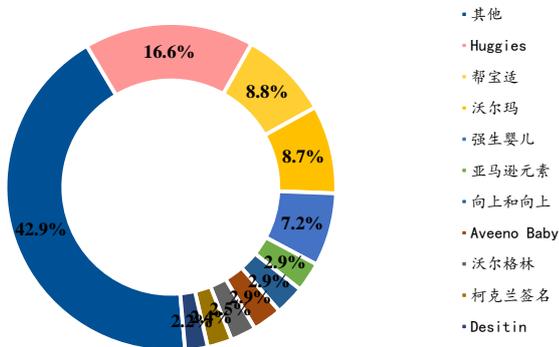
资料来源: 欧睿, 民生证券研究院

图 46: 2020 中国婴儿洗护市场竞争格局



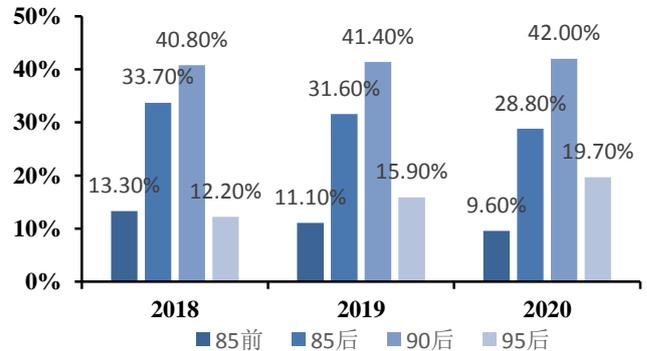
资料来源: 欧睿, 民生证券研究院

图 47: 2020 年美国婴儿洗护市场竞争格局



资料来源: 欧睿, 民生证券研究院

图 48: 新生儿妈妈年龄分布



资料来源: wind, 民生证券研究院

2) **Beauty Answers 布局线下医美渠道, 孵化集团内高端抗衰品牌。** Beauty Answers 是贝泰妮旗下的专业精准修护品牌, 其产品从精准定位问题根源、精准活性物筛选、精准配方调制三个维度, 重新定义肌肤修护“金标准”, 内含高纯度蓝铜胜肽, 可用于补充专业美容项目中, 减少专业美容项目带来的不适, 加乘美肤功效, 也可作为进阶日常护理产品使用。定位上更为高端, 价格或是薇诺娜品牌的 2-3 倍, 预计明年重新发布。目前, 公司正在以内部创业孵化的形式推动其快速发展, 未来或以子公司运营、团队参股等形式推动其孵化和运营。

图 49: Beauty Answers 产品

图片			
产品名称	蓝铜胜肽修护精华液	蓝铜胜肽修护喷雾	蓝铜胜肽修护面膜
产品规格	30ml	150ml	25ml*3/25ml*7
适用肌肤	特殊美容后皮肤问题修护及日常肤色修正		
产品介绍	针对特殊美容后的皮肤问题进行精准护理, 有效修护同时修正肤色。	针对特殊美容后的皮肤问题进行快速舒护, 深层注入修护成分, 快速缓解皮肤干燥不适, 提升肌肤保水力。	
核心成分	蓝铜胜肽: 三肽-1铜 GT Restoring Complex: 陆地棉提取物, 水飞蓟果提取物, 圣罗勒叶提取物		
主要功能	精准修护: 蓝铜胜肽*能将自身承载的修护成分及微量元素运送至皮肤问题区域, 进行根源修护。 修正肤色: GT Restoring Complex*专研复合修护植萃, 从皮肤问题机理入手, 多维度启发皮肤修护系统, 有效修正肤色同时增强皮肤耐受性。 悦弹焕颜: 透明质酸钠协同蓝铜胜肽, 共同作用肌肤底层, 唤醒肌肤自我修护力, 提升肌肤弹性。	精准修护: 蓝铜胜肽能将自身承载的修护成分及微量元素运送至皮肤问题区域, 进行根源修护, 同时促进胶原蛋白合成, 焕发皮肤年轻态。 修正肤色: GT Restoring Complex专研复合修护植萃, 从皮肤问题机理入手, 多维度启发皮肤修护系统, 有效修正肤色同时增强皮肤耐受性。 深层润泽: 泛醇协同甜菜碱, 深层保湿同时, 改善皮肤屏障功能, 润泽焕活肌肤。	

资料来源: 公司官网, 民生证券研究院

院线修复市场空间较大, 低渗透率背景下“Beauty Answers”仍有“弯道超车”机会。根据卫健委发布的《卫生健康统计年鉴》, 2010至2019年, 我国整形外科医院和美容医院的诊疗人次持续增长, 2018年医美市场用户规模740万人, 2020年已超1500万人。但是相对于医美产业更为成熟的美国、韩国, 我国医美市场渗透率和人均医美诊疗次数显著偏低, 同时, 进行项目后消费者对于“安全有保障”产品的需求更为迫切, 目前院线渠道内主要品牌为修丽可、敷尔佳、创福康、可复美、可立金等品牌, Beauty Answers有望凭借着较强的产品力快速占据一定市场份额。

3.3 第四成长曲线:并购及出海战略, 值得期待

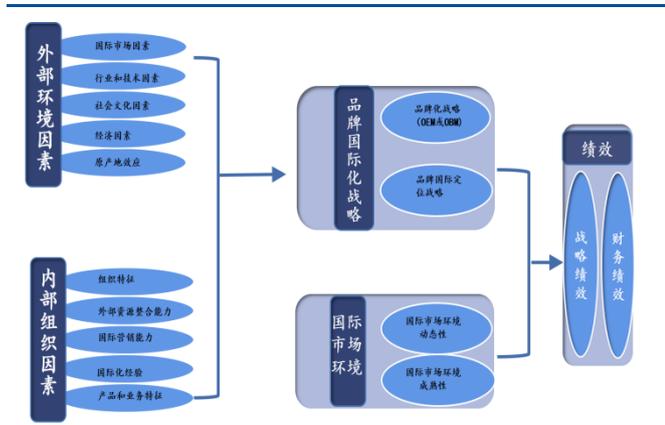
已具备国际化基础。结合国际皮肤科级护肤品品牌的发展历程, 发现其均经过“核心成分对应功效确立”、“医院背书及品牌化推进”和“产品线扩展, 全球化扩张”三个阶段, 且随着技术的进步、传播媒介的多元化和高效化, 整个过程时间正在大幅缩短。就贝泰妮而言, 国际化尚处于初级阶段, 仅限于通过跨境电商售卖产品, 但在经过多位皮肤科专家数年针对国人皮肤问题潜心研究和消费者教育后, 前两阶段已经夯实。同时根据招股书, 公司目前在马来西亚、印度尼西亚、巴基斯坦等地有 25 项境外商标权, 站在当时时点, 公司有望结合外部环境和内部组织因素, 进一步制定和落实其国际化战略。

图 50: 国际主要功效护肤品牌发展历程



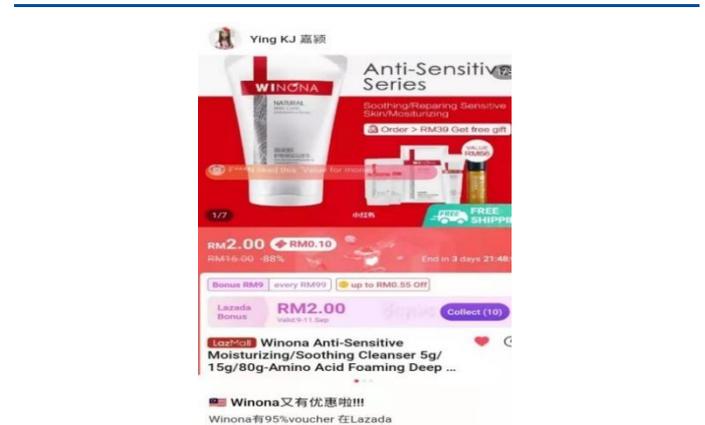
资料来源: 各品牌官网, 民生证券研究院

图 51: 品牌国际化影响因素



资料来源: 《中国品牌国际化营销前沿研究》, 民生证券研究院

图 52: 薇诺娜在马来西亚



资料来源: Lazada官网, 民生证券研究院

成立海南子公司为可持续发展提供项目储备。公司于10月25日公告, 以自有资金4000万元拟设立全资子公司“海南贝泰妮私募基金管理有限公司”, 其设立有利于公司发现和培育符合公司

主业发展方向、具有一定市场前景的项目标的，可以在拓展公司产业结构的同时，进一步提升在皮肤大健康产业领域的影响力和综合竞争力。

4. 盈利预测与投资建议

1) 因“舒敏保湿特护霜”对于部分敏感肌用户属于刚性需求，所以预计接下来仍会保持较高增长，假设以其为主的面霜类产品 21、22、23 年销售额增速为 46%、42%和 30%；2) 根据淘数据，护肤水等其他品类因大单品舒敏保湿特护霜、防晒霜的带动也开始逐步放量，假设护肤水 21、22、23 年销售额增速为 41%、34%和 31%；其他细分品类收入增速如下表。公司 2021-23 年的收入分别为 38.53、53.79、71.90 亿元，同比增长 43.00%、39.61%和 33.67%。

表 12：盈利预测

		2019	2020E	2021E	2022E	2023E
贝泰妮	营业收入	1931	2636	3853	5379	7190
	YOY	57%	38.40%	43.00%	39.61%	33.67%
护肤品	面霜	554.14	792.42	1213.57	1723.27	2240.25
	YOY	53%	43%	46%	42%	30%
	护肤水	341.14	462.24	673.41	902.37	1177.59
	YOY	58%	36%	41%	34%	31%
	面膜	235.41	306.03	407.03	618.69	836.46
	YOY	36%	30%	40%	52%	35%
	精华	218.92	361.22	625.25	956.63	1454.08
	YOY	166%	65%	68%	53%	52%
	乳液	143	200.19	286.28	351.34	463.77
	YOY	59%	40%	43%	34%	32%
	洁面	135.05	155.3	181.70	205.39	225.93
	YOY	54%	15%	17%	13%	10%
	眼霜	44.78	53.74	69.86	97.80	122.25
	YOY	31%	20%	30%	40%	25%
	其他	4.54	3.4	0.46	0.70	0.70
	YOY	-25%	-25%	35%	53%	55%
合计	1676.98	2334.54	3457.56	4856.19	6521.03	
YOY	59%	43%	44%	35%	34%	
彩妆	彩妆	63.7	54.14	62.27	71.61	82.35
	YOY	59%	-15%	15%	15%	15%
医疗器械	医疗器械	190.46	247.6	334.26	451.251	586.63
	YOT	39%	30%	35%	35%	30%

资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

可比公司估值对比（相对 PS 法）：预计公司 2021-22 年可实现营收 38.53、53.79 亿元，对应每股销售额为 9.09、12.69 元；根据当前股价计算得公司 2021-22 年 PS 为 26X 和 19X，与行业可比公司平均 PS 基本持平。公司为敏感肌皮肤护理的龙头，我们看好公司通过扩充品类、品牌以及并购和出海三条增长曲线的潜能，维持“推荐”评级。

表 14:相对 PS 法预测

股票代码	公司简称	收盘价 (2021 年 11 月 3 日) (元)	每股销售额 (元)			PS		
			2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E
300890.SZ	爱美客	581.86	3.28375	6.46	9.21	177.19	90.09	63.16
688363.SH	华熙生物	168.82	5.48	9.38	13.60	30.81	18.00	12.41
603605.SH	珀莱雅	200.29	14.98	22.96	28.29	13.37	8.72	7.08
600214.SH	上海家化	45.49	10.34	12.25	13.86	4.40	3.71	3.28
300740.SZ	水羊股份	18.08	9.04	12.31	16.06	2.00	1.47	1.13
203333.SZ	贝泰妮	245.01	7.32	9.09	12.69	33.47	26.96	19.31
	平均		8.85	12.07	15.62	43.54	24.83	17.73

资料来源：水羊股份预测来自 wind 一致性预期，其余公司数据均来源于民生证券研究院

5 风险提示

1) 行业竞争加剧的风险。在国际品牌、国内品牌纷纷加大投入的情况下，功效性护肤品市场竞争变得越来越激烈。若公司不能及时开发出适应市场需求的新产品，可能会影响公司在细分市场的领先地位，从而使得公司销售收入增长放缓甚至出现下滑，公司的盈利能力可能会受到不利影响。

2) 营销模式无法顺应市场变化的风险。化妆品企业的竞争一定程度上是营销模式的竞争，对时尚的敏锐度和对热点的把握能力，决定了企业能否灵活运用营销方式，进而拥有先发优势。而互联网的高效性也对响应的速度提出了更高的要求。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	2,636	3,853	5,379	7,150
营业成本	626	890	1,250	1,680
营业税金及附加	46	70	97	128
销售费用	1,107	1,626	2,277	3,020
管理费用	169	233	331	450
研发费用	63	87	124	150
EBIT	625	946	1,301	1,721
财务费用	(1)	0	0	0
资产减值损失	(9)	0	0	0
投资收益	3	2	2	2
营业利润	650	976	1,332	1,753
营业外收支	(2)	0	0	0
利润总额	648	975	1,331	1,752
所得税	104	162	221	290
净利润	544	813	1,110	1,462
归属于母公司净利润	544	810	1,107	1,459
EBITDA	650	963	1,320	1,742

资产负债表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	752	4200	5486	6522
应收账款及票据	187	271	368	497
预付款项	29	40	55	75
存货	254	660	531	1047
其他流动资产	20	20	20	20
流动资产合计	1391	5352	6622	8335
长期股权投资	0	2	4	6
固定资产	69	81	91	102
无形资产	55	67	77	86
非流动资产合计	211	245	277	307
资产合计	1602	5597	6899	8642
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	135	206	282	379
其他流动负债	1	1	1	1
流动负债合计	391	668	860	1141
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	9	9	9	9
非流动负债合计	9	9	9	9
负债合计	400	677	869	1150
股本	360	424	424	424
少数股东权益	3	5	8	11
股东权益合计	1202	4920	6030	7492
负债和股东权益合计	1602	5597	6899	8642

资料来源：公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入增长率	35.6%	46.1%	39.6%	32.9%
EBIT 增长率	27.6%	51.4%	37.4%	32.3%
净利润增长率	31.9%	49.1%	36.7%	31.7%
盈利能力				
毛利率	76.3%	76.9%	76.8%	76.5%
净利率	20.6%	21.0%	20.6%	20.4%
总资产收益率 ROA	33.9%	14.5%	16.1%	16.9%
净资产收益率 ROE	45.3%	16.5%	18.4%	19.5%
偿债能力				
流动比率	3.6	8.0	7.7	7.3
速动比率	2.9	7.0	7.1	6.4
现金比率	1.9	6.3	6.4	5.7
资产负债率	0.2	0.1	0.1	0.1
经营效率				
应收账款周转天数	20.4	20.7	20.5	20.6
存货周转天数	130.1	184.9	171.6	169.1
总资产周转率	2.0	1.1	0.9	0.9
每股指标 (元)				
每股收益	1.5	1.9	2.6	3.4
每股净资产	3.3	11.6	14.2	17.6
每股经营现金流	1.2	1.4	3.1	2.6
每股股利	0.5	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	162.3	128.2	93.8	71.2
PB	73.6	21.1	17.3	13.9
EV/EBITDA	144.4	94.9	68.1	51.4
股息收益率	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	544	813	1,110	1,462
折旧和摊销	29	16	19	21
营运资金变动	(148)	(236)	208	(396)
经营活动现金流	420	592	1,336	1,087
资本开支	89	50	49	51
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	(86)	(50)	(49)	(51)
股权募资	0	2,905	0	0
债务募资	(15)	0	0	0
筹资活动现金流	(121)	2,905	0	0
现金净流量	213	3,448	1,286	1,036

插图目录

图 1: 贝泰妮成长历程复盘.....	3
图 2: 2017-2021Q1-Q3 收入 (亿元) 及增速.....	4
图 3: 2017-2021Q1-Q3 净利润 (亿元) 及增速.....	4
图 4: 股权结构示意图.....	4
图 5: 董事长郭振宇先生的介绍.....	5
图 6: 贝泰妮业务拆分.....	6
图 7: 敏感肌相关因素.....	7
图 8: 功效性护肤品分类.....	7
图 9: 功能性护肤品市场规模 (左) 和增速 (右).....	8
图 10: 2011-2020 化妆品中各细分品类增速 (%).....	8
图 11: 2020 年中国女性敏感肌群体严重程度分布.....	9
图 12: 2019 年主要国家皮肤学级产品人均消费 (美元/人).....	9
图 13: 薇诺娜主要线上自营店铺复购率.....	10
图 14: 可比公司销售毛利率 (%).....	10
图 15: 薇诺娜的主要成分及原理.....	11
图 16: 待探索的植物.....	11
图 17: 贝泰妮与医生的合作.....	13
图 18: 可比公司研发费用率.....	14
图 19: 薇诺娜红宝书.....	14
图 20: 贝泰妮品牌矩阵.....	14
图 21: 薇诺娜品牌所获得的荣誉.....	15
图 22: 薇诺娜产品系列.....	15
图 23: 近五年来国家药监局对于化妆品的行政法规汇总.....	16
图 24: 薇诺娜舒敏保湿特护霜.....	17
图 25: 舒敏系列销售收入 (亿元) 和特护霜占比.....	18
图 26: 舒敏系列和特护霜销售占比.....	18
图 27: 2020 年 9 月-2021 年 9 月国际大牌大单品的销量及占品牌收入的比例.....	19
图 28: 2017-2021H 公司各渠道营收占比 (%).....	19
图 29: 2017-2021H 公司各渠道营收占比 (%).....	19
图 30: 2019 年公司 OTC 渠道的地理分部.....	20
图 31: 我国 2013-2020 年药店数量.....	20
图 32: 公司线上渠道分布情况.....	21
图 33: 平台推广费率呈上升趋势.....	21
图 34: 薇诺娜各平台获客成本/销售收入.....	21
图 35: 可比公司销售费用率 (%).....	22
图 36: 2017-2021H 公司毛利率和净利率 (%).....	22
图 37: 敏感肌患者的其他皮肤问题.....	23
图 38: 认为适合“敏感肌”概念的品类占比.....	23
图 39: 薇诺娜美白、紧致、抗初老系列.....	24
图 40: 薇诺娜防晒系列销售额 (万元) 和增速.....	24
图 41: “薇诺娜”不同类别产品占比.....	24
图 42: Winona Baby 产品线.....	25
图 43: 中国婴儿专用个护产品市场规模.....	26
图 44: 2020 年我国婴幼儿日化细分品类市场份额.....	26
图 45: 2020 年日本婴儿洗护市场竞争格局.....	26
图 46: 2020 中国婴儿洗护市场竞争格局.....	26
图 47: 2020 年美国婴儿洗护市场竞争格局.....	27
图 48: 新生儿妈妈年龄分布.....	27
图 49: Beauty Answers 产品.....	27
图 50: 国际主要功效护肤品牌发展历程.....	28

图 51: 品牌国际化影响因素.....	28
图 52: 薇诺娜在马来西亚.....	28

表格目录

表 1: 贝泰妮管理人员和研发人员介绍.....	5
表 2: 主要国家皮肤学级护肤品渗透率水平.....	8
表 3: 自下而上测算皮肤学级护肤品市场规模.....	9
表 4: 自上而下测算皮肤学级护肤品市场规模.....	9
表 5: 贝泰妮在研项目.....	13
表 6: 多个专利在申请中.....	13
表 7: 公司正在实施的主要研发项目.....	14
表 8: 中国皮肤学级护肤品品牌市占率情况 (%).....	15
表 9: 2019 年各国皮肤学级护肤品市占率情况.....	16
表 10: 舒敏系列产品功效成分迭代详情.....	18
表 11: 婴幼儿常见皮肤问题及日常护理.....	25
表 12: 盈利预测.....	30
表 13: 相对 PS 法预测.....	31
公司财务报表数据预测汇总.....	32

分析师简介

刘文正，2016年加入国泰君安证券研究所，2017加入安信证券担任社会服务及零售行业首席分析师，2020年新财富最具潜力奖，2020年新财富批零社服行业第六名。2021年加入民生证券担任新消费组负责人，社服零售及纺织服装行业首席分析师。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅5%~15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的12个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅5%以上

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路8号财富金融广场1幢5F；200120

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座18层；100005

深圳：广东省深圳市深南东路5016号京基一百大厦A座6701-01单元；518001

免责声明

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。