

# 国产功能性化妆品龙头贝泰妮招股书 解析（更正）

## ——贝泰妮深度报告

分析师：顾熹闽 执业证号：S0100519080001

2021年03月15日

风险提示：宏观经济下行，品牌及品类扩张不及预期，  
行业竞争加剧

注：本文为2021年3月7日发布的同名报告更正版，更正第22页目标股价

守 民  
正 生  
出 在  
新 勤



# 核心观点和投资建议

- **功能性护肤品龙头贝泰妮是如何炼成的？**贝泰妮是一家集研发、生产和营销于一体，立足云南植被资源，专注于提供温和专业的功能性护肤产品的公司，主要产品线涵盖护肤品、彩妆、医疗器械。旗下主品牌“薇诺娜”具备较高的市场知名度，其中舒敏保湿特护霜为其明星单品，斩获多项市场荣誉，2020年双11，薇诺娜更是以7亿元的销售额登顶双11美妆国货之首，成为唯一——一个上榜的国妆品牌。公司的快速发展离不开创始团队在其产品力+渠道力+品牌力方向的共同发力，**研发生产端**：公司广纳专业研发团队，以品质为第一生产力，掌握自主提取植物提取物的技术实力和产业生产能力，目前已拥有41项研发专利。**渠道端**：建立了完整的线上+线下销售的模式，2020H公司线上销售占比达83%，线下以药店（一心堂、老百姓等）和诊所为主，更为重要的是公司与300家医院渠道合作，而未来三年公司计划进驻屈臣氏，并覆盖其所有境内门店。**营销端**：医生+明星+K2C的组合化营销投放策略，击穿各类兴趣圈层的营销网络，多层次覆盖消费者，促进品牌知名度提高，带动销量持续增长。
- **我国功能性化妆品市场迎来高速增长期，远期成长空间可观。**频繁化妆、长期熬夜、外部环境刺激促使“敏感肌”成为消费者近年的关注焦点。而随着消费者认知升级和移动互联网“种草平台”的普及，其对化妆品的成分和配方的关注度提升，激发了功能性护肤品的需求。根据欧睿数据，2010-2019年中国功能性护肤品行业复合增速为19.3%，远高于中国化妆品行业的整体复合增速9.85%。其中在2019年，功能性护肤品行业更是以32.3%的增速成为中国化妆品行业中增速最快的细分品类。而从海外成熟市场的发展结构看，功能性化妆品也是重要的细分品类之一，如美国功能性化妆品市场已占其化妆品市场规模约15%的市场份额，而我国当前功能性护肤品在市场中的占比仅为5.54%，未来的成长空间相当可观。

- **我们认为中国功能性化妆品行业是一个坡厚雪长的“赛道”**，一方面是因为中国化妆品消费者已经经历了较为充分的市场教育，对化妆品的购买理念日趋成熟，功能性护肤品有望保持高于行业的增长速度；另一方面，对标海外成熟市场，我国功能性护肤品消费占化妆品行业比例较低，中长期看或有3倍左右的提升空间，具备核心竞争优势的贝泰妮有望享受行业成长红利。公司此次A股IPO共计发行股份6360万股，募资15.3亿元，主要用于扩充自有产能，并加强营销及信息化管理能力，后续伴随募投项目完成，贝泰妮在产品力、渠道力、品牌力上的护城河有望进一步加深。预计2021-2023年归母净利润为7.85、10.49、13.92亿元，分别同比增长44.5%、33.6%和32.7%，对应的EPS分别为1.85、2.48和3.29。

## 风险提示：

宏观经济下行，品牌及品类扩张不及预期，行业竞争加剧。

## 盈利预测于财务指标

项目/年度	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	2,692	3,850	5,183	6,945
增长率（%）	38.5%	43.0%	34.6%	34.0%
归属母公司股东净利润（百万元）	544	785	1,049	1,392
增长率（%）	31.9%	44.5%	33.6%	32.7%
每股收益（元）	1.29	1.85	2.48	3.29

资料来源：公司公告，民生证券研究院，注：每股收益按发行后假设总股本计算

# 目 录

1. 功能性护肤品行业：低渗透率，可预期的高成长
2. 国产功能性护肤品龙头是如何炼成的？

守 民  
正 生  
出 在  
新 勤

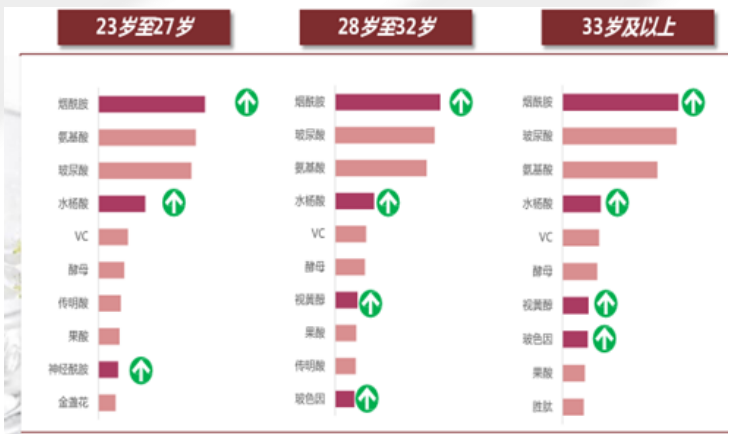


## ● 肌肤敏感已经成为人们重点关注的皮肤问题

- ✓ 敏感肌类型：突发性（1-2月）；季节性（2个月+）；长期性（常年）
- ✓ 功能性护肤品VS普通护肤品：针对性+、功效性+、安全性+
- ✓ 女性敏感肌比例：亚洲（40%-56%）、中国（36%）
- ✓ 护肤笔记数量排名关键词中“敏感肌”排名第二（小红书2020H）

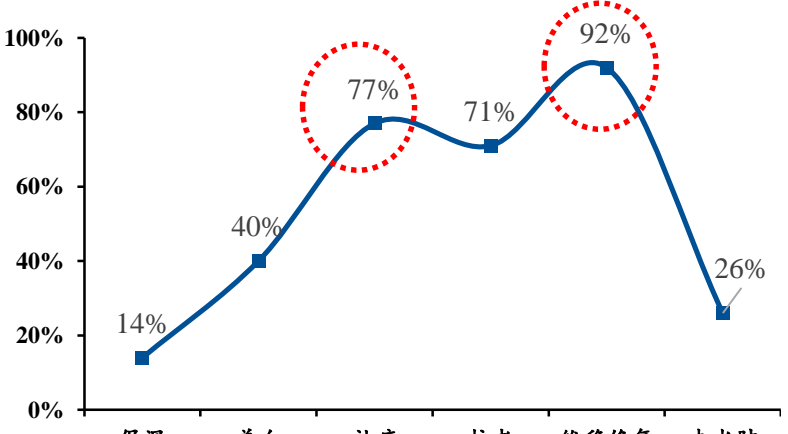
图：2020年上半年轻熟女对美妆成分的关注

度



资料来源：《2020年中小红书美妆洞察报告》，民生证券研究院

图：2020年上半年最受关注功效同比增速

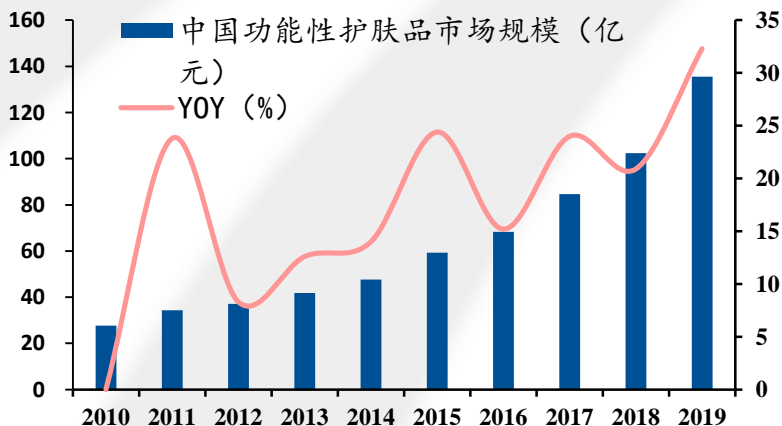


资料来源：《2020年中小红书美妆洞察报告》，民生证券研究院

## ● 市场规模增长迅速，发展速度领先于其他细分品类

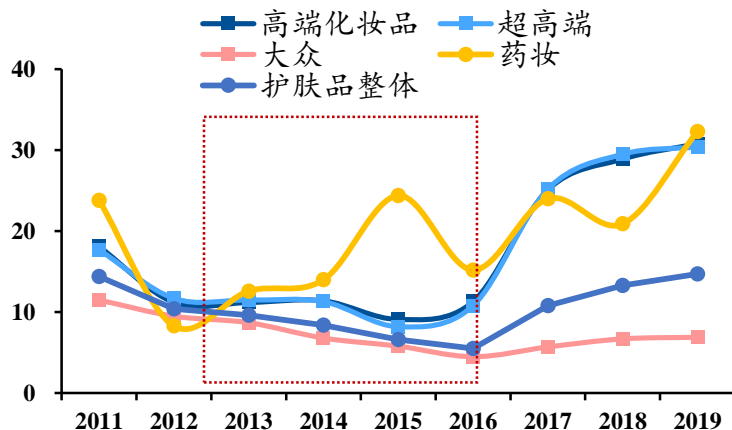
- ✓ 规模：135.51亿元；
- ✓ 增速：**功能性化妆品**：2010-2019年CAGR19.3%，2019年增长32.3%；  
**化妆品整体**：2010-2019年CAGR9.85%，2019年增长14.7%
- ✓ 增速韧性更强：相较基础护肤品，功能性护肤品必选属性更强。

图：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：2011-2019化妆品中各细分品类增速（%）

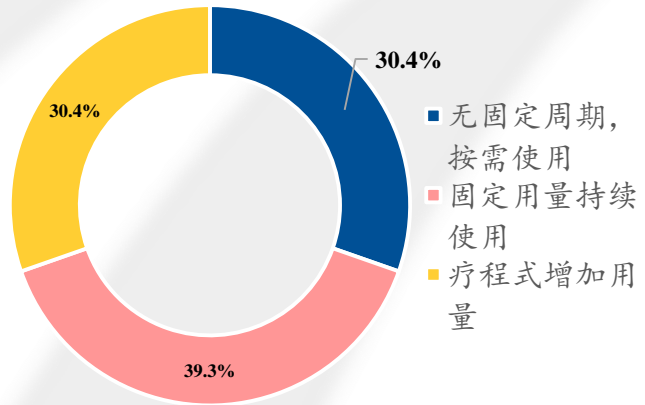


资料来源：欧睿，民生证券研究院

## ● 预计功能性护肤品未来仍将保持高于行业整体增长趋势

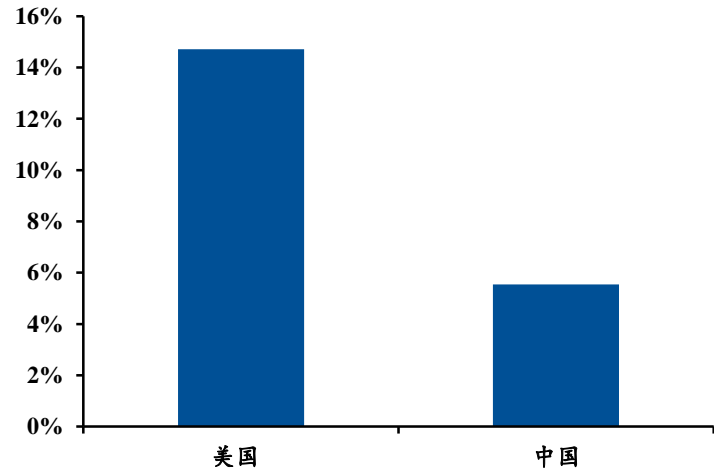
- ✓ 短期：疫情带来的口罩脸，增加对功能性护肤品的需求
- ✓ 渗透率低：估算当前用户群体占比10-20%；中国药科大学吴建新的报告：25%患者选择用药妆调理。
- ✓ 中长期：基础护肤向功能护肤迈进，对标海外至少有3倍的增长空间

图：2020年中国敏感肌女性抗敏护肤品使用周期



资料来源：艾瑞咨询，民生证券研究院

图：功能性护肤品市场规模占比

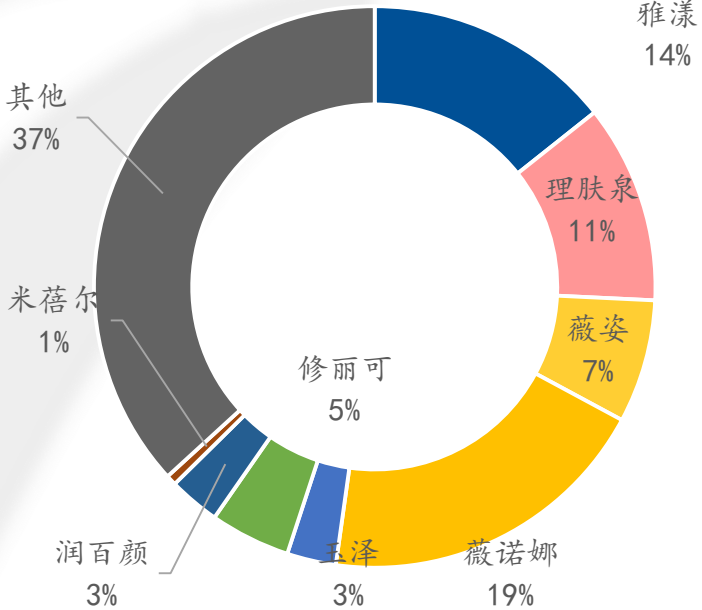


资料来源：欧睿，民生证券研究院

- 过往以外资品牌为主导，优质国货品牌后来居上

- ✓ 2014年以前分为“高中低”端三个层次，高端品牌占60%份额
- ✓ 把握内容营销+直播电商红利，薇诺娜2019年跃居TOP1

图：2019年主要功能性护肤品市占率



资料来源：欧睿，民生证券研究院



## ● 薇诺娜已然成为功能性护肤品行业的销售冠军

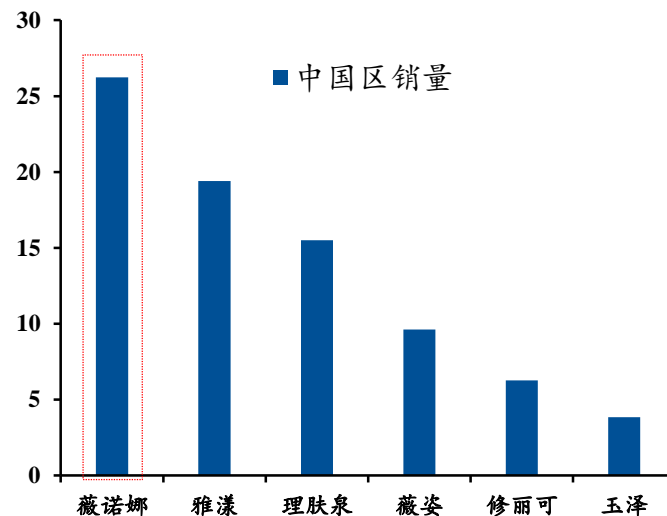
- ✓ 连续三年在天猫“双11”美容护肤/美体/精油类排名中 进军前十
- ✓ 2019年以26亿元的零售规模，超过国际大牌，跃居NO.1

图：天猫双11 美容护肤/美体/精油类排名

排名	2016	2017	2018	2019	2020
1	百雀羚	百雀羚	兰蔻	巴黎欧莱雅	雅诗兰黛
2	巴黎欧莱雅	自然堂	OLAY	兰蔻	巴黎欧莱雅
3	SK-II	兰蔻	巴黎欧莱雅	雅诗兰黛	兰蔻
4	一叶子	雅诗兰黛	雅诗兰黛	OLAY	WHOO后
5	自然堂	SK-II	SK-II	SK-II	OLAY
6	雅诗兰黛	OLAY	百雀羚	自然堂	SK-II
7	韩束	巴黎欧莱雅	自然堂	百雀羚	雪花秀
8	佰草集	一叶子	HomeFacialPro	WHOO后	资生堂
9	OLAY	悦诗风吟	薇诺娜	完美日记	薇诺娜
10	兰蔻	资生堂	悦诗风吟	薇诺娜	海蓝之谜

资料来源：天猫官网，民生证券研究院

图：2019年功能性护肤品销售top6金额(亿元)



资料来源：欧睿，民生证券研究院

# 目 录

1. 功能性护肤品行业：低渗透率，可预期的高成长
2. 国产功能性护肤品龙头是如何炼成的？

守 民  
正 生  
出 在  
新 勤



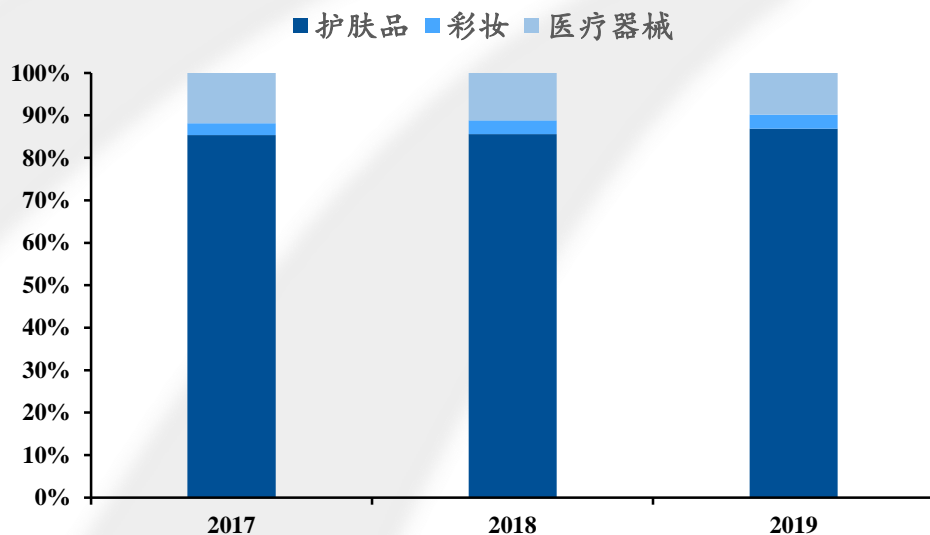
# 国产功能性护肤品龙头是如何炼成的？

## ● 主营业务解析：护肤品为主，匠心打造“薇诺娜”品牌

✓ 主要业务：护肤品（86%）、医疗器械（11%）、彩妆（3%）  
医疗器械主要指透明质酸修护生物膜、透明质酸修护贴敷料

✓ 主品牌：薇诺娜占比99%+，已经形成大单品——舒敏保湿特护霜

图：业务收入结构



资料来源：wind，民生证券研究院

图：主要品牌



资料来源：wind，民生证券研究院

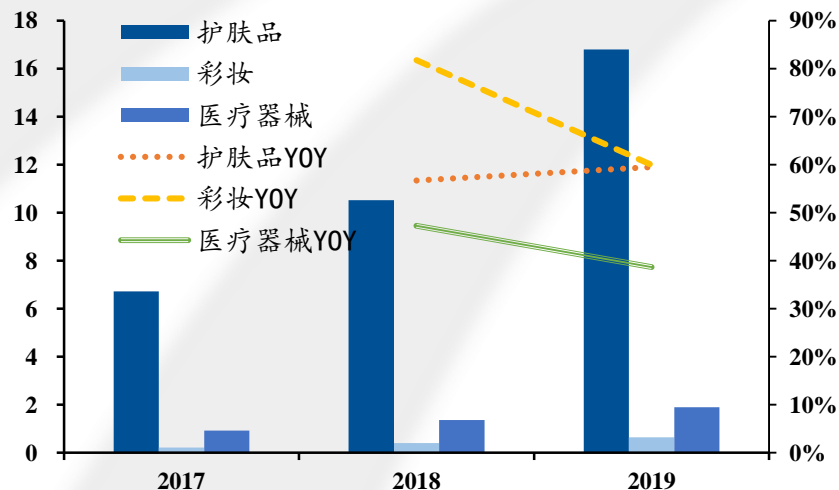
# 国产功能性护肤品龙头是如何炼成的？

## ● 护肤品业务近年来收入增长逐步加速，毛利率较为稳定

✓ 2018-2019年护肤品业分别同比增长56.70%、58.54%，至10.53、16.8亿元

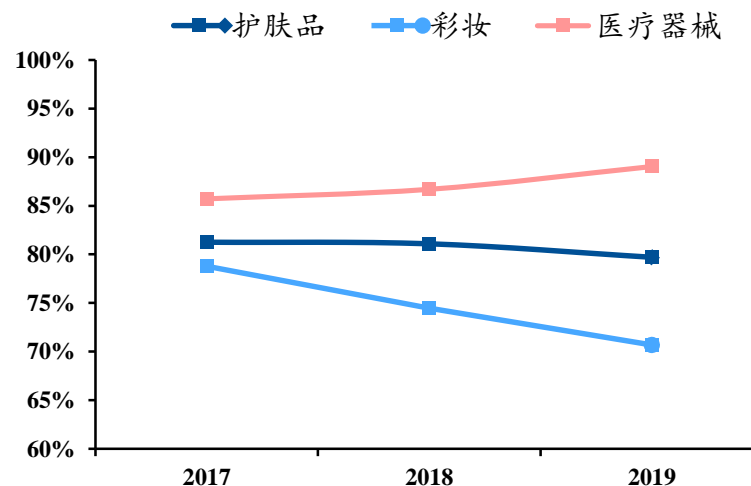
✓ 各业务毛利率：医疗器械>护肤品>彩妆，其中护肤品毛利率较为稳定约80%

图：各业务收入（亿元）和增速



资料来源：wind，民生证券研究院

图：各业务毛利率



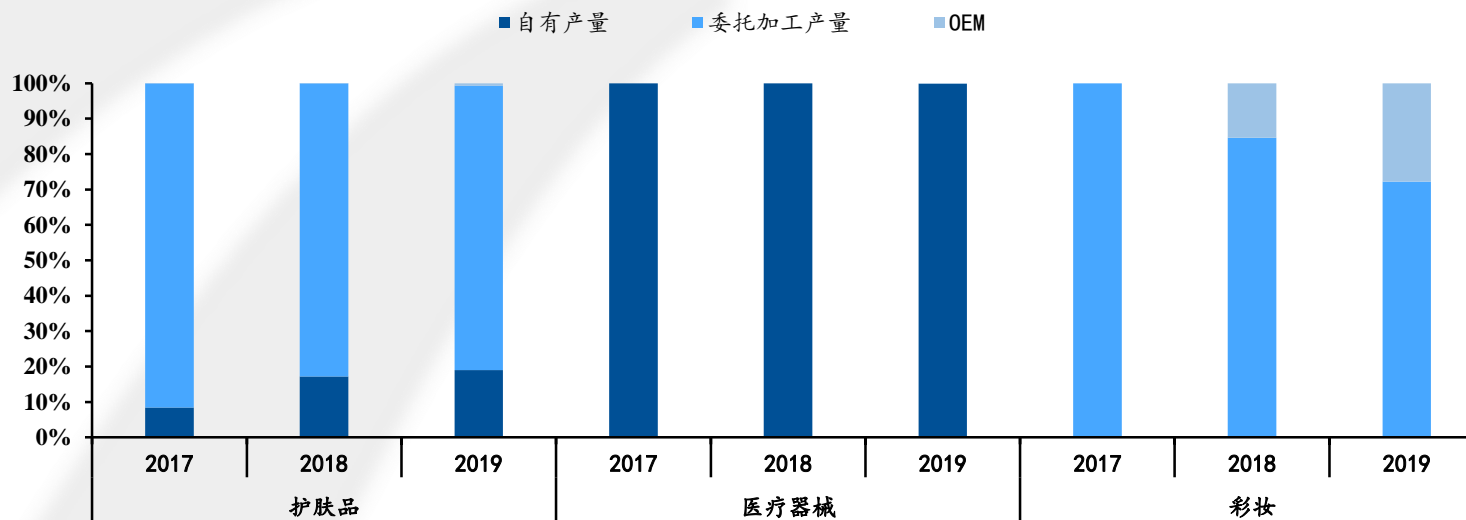
资料来源：wind，民生证券研究院

# 国产功能性护肤品龙头是如何炼成的？

## ● 产能情况：委托加工为主，募资后产能扩张

- ✓ 自主生产+委托加工+OEM相结合，2017-19年委托生产占比为70%+
- ✓ IPO后，公司自有产能占比将逐步提升

图：公司各业务生产方式占比



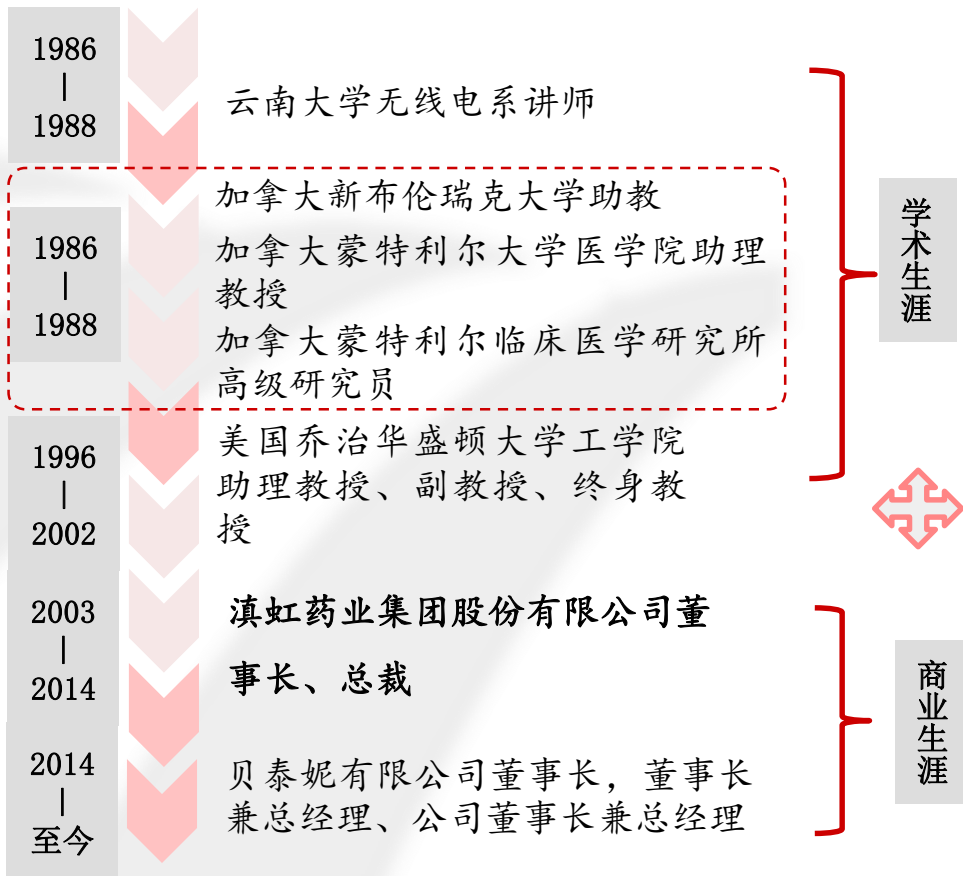
资料来源：wind，民生证券研究院

民生证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明

# 实际控制人背景专业、经验丰富

## 董事长郭振宇先生从业经历

## 身兼多家皮肤机构要职



资料来源：公司招股书，民生证券研究院

# 国产功能性护肤品龙头是如何炼成的？

## ● 产品线：12个系列产品，覆盖多个护肤品类

系列	单价	明星产品	SKU数量(个)
柔彩幻颜系列	79-238元	安心修护精华粉底棒	8
舒敏保湿系列	68-298元	舒敏保湿特护霜 舒敏保湿精华液	13
紧致系列	69.9-498元	紧致密集提拉面膜	10
极润保湿系列	128-298元	极润保湿乳液	8
清痘净颜系列	60-268元	清痘修复精华液	9
美白保湿系列	108-398元	熊果苷透白保湿面膜	8
舒缓控油系列	158-198元	舒缓控油洁面泡沫	5
防晒系列	120-218元	清透防晒乳	3
柔润系列	78-198元	柔润保湿霜	5
玻尿酸系列	198-298元	玻尿酸多效修护精华液	2
舒敏修红系列	68-268元	舒敏保湿修红霜	4
透明质酸系列	78-230元	透明质酸保湿修护霜	7

资料来源：公司官网，民生证券研究院

# 国产功能性护肤品龙头是如何炼成的？

## ● 产品线：核心大单品的价值在于强化品牌在消费者心中的形象

- ✓ 舒敏保湿特护面霜：销售额5.5亿+，占比26%
- ✓ 舒敏精华：销售额2亿+，占比10%



资料来源：公司官网，民生证券研究院



资料来源：公司官网，民生证券研究院



# 国产功能性护肤品龙头是如何炼成的？

## ● 主要功能性护肤品价格对比：修丽可>薇诺娜、理肤泉、雅漾>玉泽、米贝尔

品类	品牌	品名	售价 (元/支)	含量 (ml)	单价 (ml/g/片)
乳液	薇诺娜	\			
	玉泽	皮肤屏障修护神经酰胺调理乳	168	50	3.36
	修丽可	烟酰胺多效修护乳	1080	50	21.60
	雅漾	雅漾舒缓特护保湿乳	272	50	5.44
	薇姿	温泉矿物水光乳液 (多种肤质适用)	319	75	4.25
	理肤泉	修护舒缓修护乳	285	40	7.13
	米蓓尔	\			
面霜	薇诺娜	舒敏保湿特护霜 (g)	268	50	5.36
	玉泽	皮肤屏障修护保湿霜 (g)	178	50	3.56
	修丽可	修丽可皮脂膜修护霜	1580	48	32.92
	雅漾	修护舒缓保湿霜	272	50	5.44
	薇姿	温泉矿物保湿水活霜 (清爽型)	269	50	5.38
	理肤泉	\			
	米蓓尔	角质重构倍润乳霜 (g)	198	50	3.96
精华	薇诺娜	舒敏保湿修护精华液	298	30	9.93
	玉泽	皮肤屏障修护精华乳	218	25	8.72
	修丽可	赋颜丰盈精华液	980	30	32.67
	薇姿	赋能89号微精华露	349	50	6.98
	雅漾	恒润保湿精华液	208	200	1.04
	理肤泉	特安舒缓润修护胜肽精华液	280	20	14.00
	米蓓尔	米蓓尔玻尿酸精华水	208	260	0.80

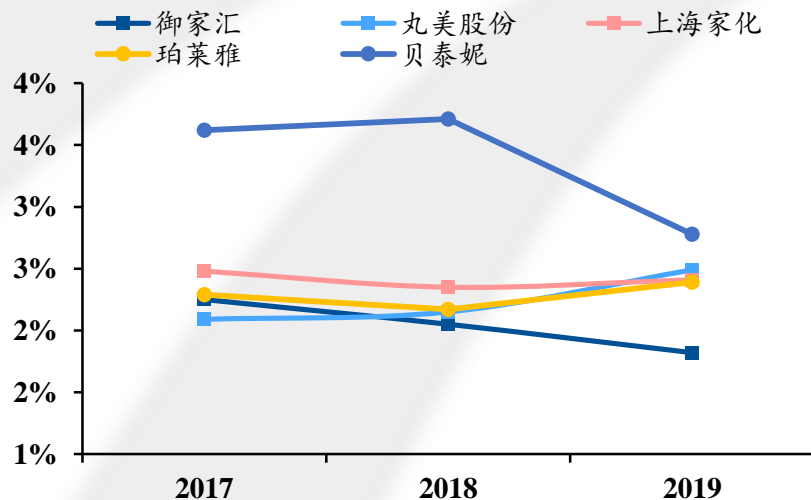
资料来源：各品牌官网，民生证券研究院

## ● 学术背书：自营店复购率极高

- (1) 顶尖级期刊文章120余篇；
- (2) 推动国家级皮肤诊疗共识及指南制定、发布；
- (3) 全国公立医院皮肤主诊医师培训基地（全国仅三家）。

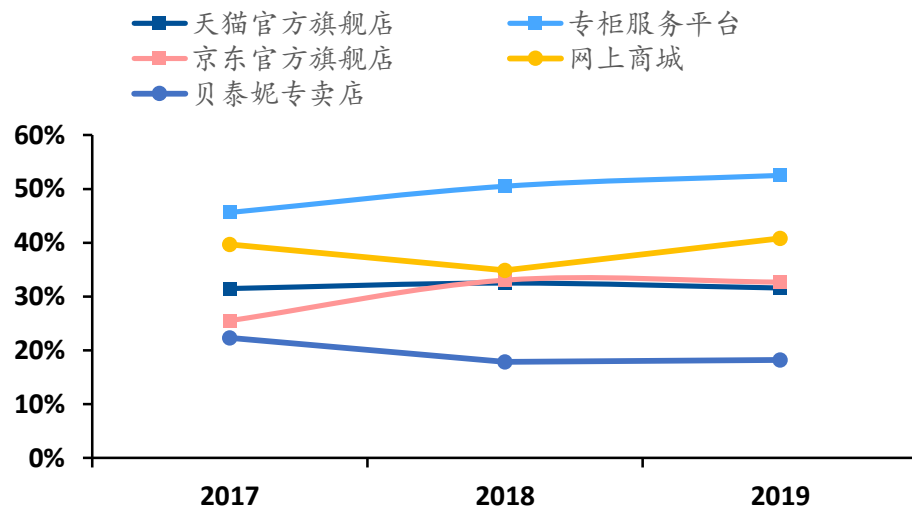
✓ 实际生活中，临床医生开处方给皮肤有问题的人，患者用完后在线上产生复购

图：可比公司研发费用率



资料来源：wind，民生证券研究院

图：自营店铺的复购率情况

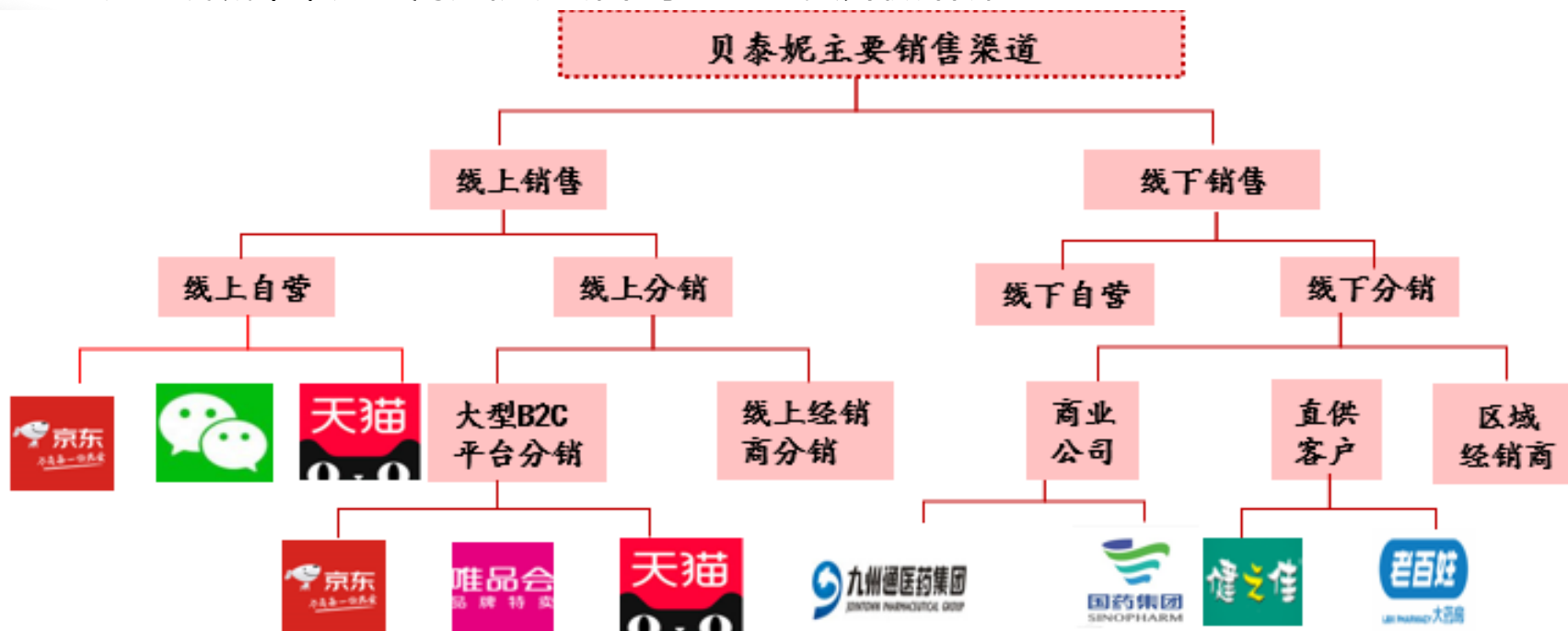


资料来源：wind，民生证券研究院

# 国产功能性护肤品龙头是如何炼成的？

## ● 渠道：线上自营占比较高，线下为未来拓展关键

- ✓ **线上**：占比76%（行业平均50%），以自营为主，但ROI逐年降低；
- ✓ **线下**：深耕医院、药店等分销渠道近十年，全国4000家+设皮肤科医院，目前公司仅布局一、二线城市，如上海九院、新华等医生主要开薇诺娜。

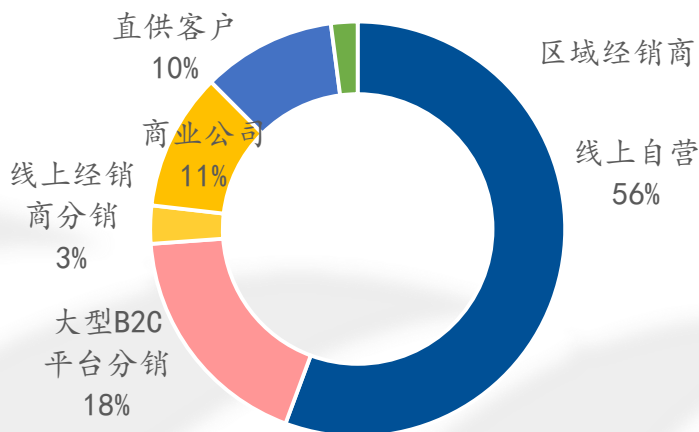


资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

# 国产功能性护肤品龙头是如何炼成的？

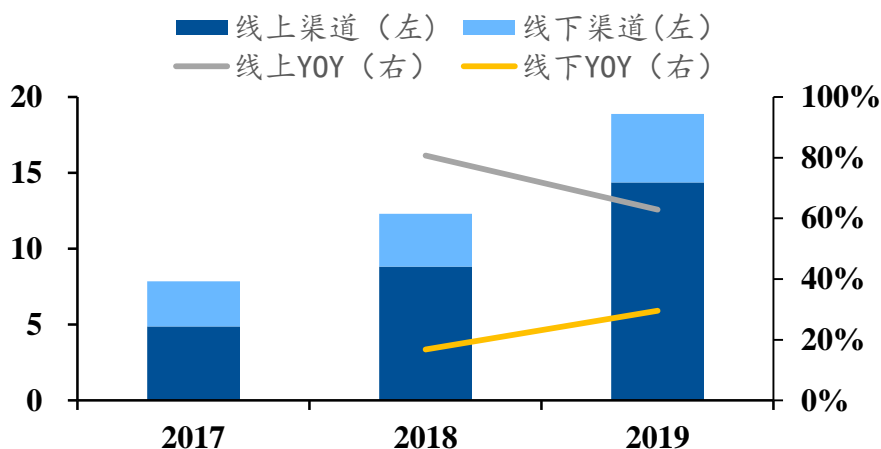
## ● 渠道：线上自营占比较高，线下为未来拓展关键

图：2019年各渠道收入占比



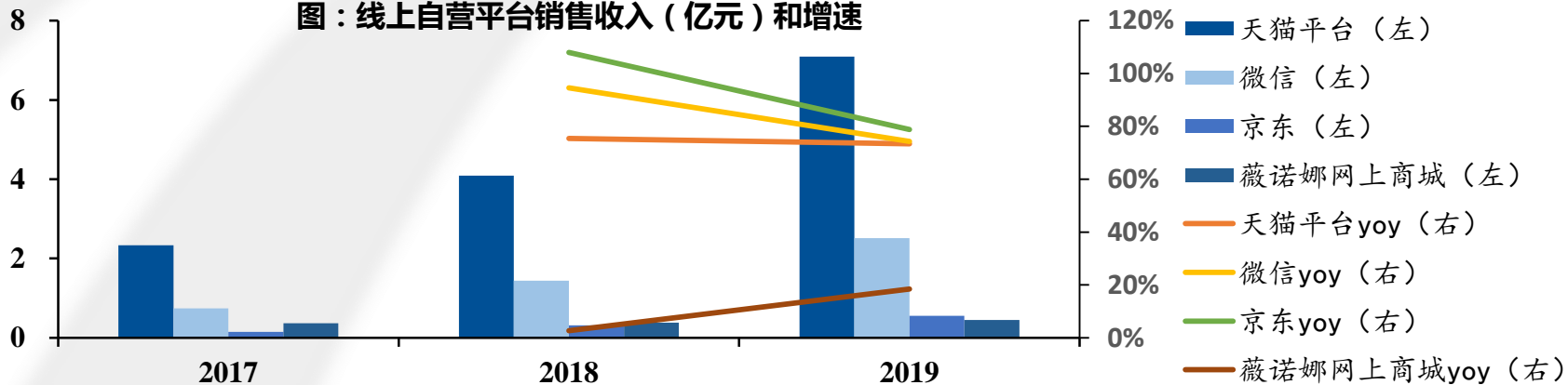
资料来源：wind，民生证券研究院

图：公司线上销售收入（亿元）和增速



资料来源：wind，民生证券研究院

图：线上自营平台销售收入（亿元）和增速



资料来源：wind，民生证券研究院

# 盈利预测

- ✓ 假设以“舒敏特护霜”为主的面霜类产品21、22年销售额增速为46%、40%；护肤水21、22年销售额增速为43%、34.6%；其他细分品类收入增速如下表，则公司2021年收入38.50亿元，同比增加43%，归母公司净利润为7.85亿元。

图：盈利预测（百万元）

		2019	2020E	2021E	2022E
贝泰妮	营业收入	1931	2690	3850	5183
	YOY	57%	38.4%	43%	34.6%
	面霜	554.14	831.22	1213.57	1629.18
	YOY	53%	50%	46%	34%
	护肤水	341.14	477.60	673.41	902.94
	YOY	58%	40%	41%	34%
	面膜	235.41	306.03	407.03	537.09
	YOY	36%	30%	33%	32%
	精华	218.92	372.17	625.25	957.59
	YOY	166%	70%	68%	53%
护肤品	乳液	143.00	200.19	286.28	351.34
	YOY	59%	40%	43%	23%
	洁面	135.05	155.30	181.70	205.39
	YOY	54%	15%	17%	13%
	眼霜	44.78	49.26	54.19	59.60
	YOY	31%	10%	10%	10%
	其他	4.54	3.40	0.46	0.22
	YOY	-25%	-25%	35%	-53%
合计		1676.98	2395.18	344.60	4645.31
	YOY	59%	43%	44%	35%
	彩妆	63.70	54.14	62.27	65.51
彩妆	YOY	59%	-15%	15%	5%
	医疗器械	医疗器械	190.46	247.60	33436
YOY		39%	30%	35%	30%

资料来源：wind，民生证券研究院

估值方法一（相对PE法）：根据公司核心业务板块的分析，2021-2023年公司EPS分别为1.85、2.48、3.29元，可比公司2021年的平均PE48.39X，公司作为功能性护肤品优质“赛道”龙头，预计2021年PE区间为48-60X。

股票代码	公司简称	收盘价	EPS (元)			PE		
		(元)	2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E
603605.SH	珀莱雅	173.3	1.95	2.39	3.18	88.87	72.51	54.50
600214.SH	上海家化	44.79	0.83	0.63	0.74	53.96	71.10	60.53
603983.SH	丸美股份	49.4	1.28	1.32	1.56	36.01	30.51	25.97
300740.SZ	御家汇	26.95	0.07	0.33	0.52	385.00	81.67	51.83
平均			1.03	1.17	1.50	140.96	63.95	48.21

资料来源：wind，民生证券研究院

估值方法二（相对PS法）：预计公司2021年可实现营收38.50亿元，结合可比公司2021年平均PS5.35X，预计公司2021年对应PS区间为5.35-8.9X。

股票代码	公司简称	收盘价	每股销售额(元)			PS		
		(元)	2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E
603605.SH	珀莱雅	173.3	15.54	18.80	23.88	11.15	9.22	7.26
600214.SH	上海家化	44.79	11.20	10.37	15.33	4.00	4.32	2.92
603983.SH	丸美股份	49.4	4.48	4.60	5.55	11.03	10.74	8.90
300740.SZ	御家汇	26.95	5.87	9.04	11.60	4.59	2.98	2.32
平均			9.27	10.70	14.09	7.69	6.81	5.35

资料来源：wind，民生证券研究院

- 分析师简介

顾熹闽，民生证券社会服务业及交通运输业首席分析师，同济大学金融硕士，曾分别于海通证券从事社会服务业研究，航空公司从事股权投资工作。

### 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:

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005  
 上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122  
 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

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

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。