

贝泰妮(300957)

敏感肌修护新标杆，打造皮肤健康生态

——贝泰妮系列深度报告之一

✍️ 分析师：余剑秋 S1230520080007
 ☎️ 联系人：汤秀洁
 ✉️ 邮箱：tangxiujie@stocke.com.cn

报告导读

公司是功能性护肤龙头，20%+市占率位列榜首，专注渗透低空间大的敏感肌修护，塑造国货化妆品新标杆。

投资要点

□ 敏感肌修护国货龙头——贝泰妮（主品牌名：薇诺娜）

厚积薄发，高速增长的敏感肌修护龙头，塑造国货化妆品新标杆。17-20年公司收入复合增长50%至26.9亿元，归母净利润复合增长52%至5.4亿元，销售毛利率80%，销售净利率20%，盈利能力领跑美妆行业。Euromonitor数据显示，2019年旗下核心品牌薇诺娜以20.5%市占率稳居功能性护肤榜首，天猫自营旗舰店复购率约30%，通过消费者口碑发酵建立较强客户粘性。

1) 厚积薄发，研发先行：孵化自药企云南滇虹药业，借助云南这一天然植物宝库，集结国内外皮肤学、植物学、生物学领域科技人才，组成产学研一体化的薇诺娜研发团队，探索美肤奇迹。产品主要围绕青刺果、马齿苋、山茶花等天然植物的活性成分，经过了全国70余家医院皮肤科的安全性、有效性的多中心临床观察，验证了产品具有良好的安全性和功效性。

2) 专业消费，背书为王：敏感肌消费者试错成本高，消费决策相对谨慎，因此医院临床观察、医生口碑推荐成为积累信任度的重要渠道。薇诺娜开展多中心临床观察验证功效，经由皮肤科医生推荐提升品牌信任度。依据《薇诺娜医学护肤品及其在临床中的应用》，薇诺娜产品功效经过了全国70余家医院的多中心临床观察，并合作发表128篇论文，截至2017年2400多家医院将薇诺娜用作皮肤科临床辅助治疗。

□ 敏感肌护肤赛道为什么是时代性机遇？——敏感肌发生率高且渗透低，增速更快，是最值得关注美妆赛道之一

敏感肌护肤总盘子在变大，渗透率在提升。Euromonitor显示，15-19年中国功能性护肤市场规模复合增长23%至136亿元，高于护肤品市场增速12pcts。

1) 敏感肌发生率高：欧莱雅、中国皮肤科医师协会等调研数据显示，中国女性敏感肌发生率高达30%-50%，平均每3个女性就有1个敏感性皮肤，敏感肌消费市场空间大。此外，根据世界卫生组织调查，亚洲女性平均敏感肌发生率达到40%-56%，理论上未来仍有约10pcts上升空间。

2) 功能性护肤品渗透率低：Euromonitor数据显示，2010-2019年中国功能性护肤品占护肤品市场比例从2.7%提升至5.5%，渗透率大幅提升。同期欧美国渗透率普遍在10%以上，随着消费者对敏感肌识别度与护理意识的增强，预期未来敏感肌护肤品的渗透率可能存在翻倍以上空间。

□ 针对敏感肌护肤的企业比传统美妆表现出怎样的优势？——集中度高、盈利能力强，未来成长性佳

1) 集中度高：护肤品市场中，龙头市占率普遍低于5%，TOP10合计市占率31%；功能性护肤市场中，薇诺娜市占率高达20.5%，TOP10合计市占率88%，集中度更高。一方面，渠道+医研合作成为硬招牌，行业壁垒更高竞争更小；另一方面，效果验证→品牌忠诚→高复购，消费者对某一护肤品牌易形成较高粘性，使龙

评级

上次评级 首次评级

当前价格

单季度业绩 元/股

覆盖分析师

中小盘分析师：余剑秋
 执业证书编号：S1230520080007
 yujianqiu@stocke.com.cn

中小盘研究助理：汤秀洁
 tangxiujie@stocke.com.cn

消费分析师：马莉
 执业证书编号：S1230520070002
 mali@stocke.com.cn

消费分析师：詹陆雨
 执业证书编号：S1230520070005
 zhanluyu@stocke.com.cn

报告撰写人：余剑秋

联系人：汤秀洁

头品牌强者恒强。

2) 盈利能力强: 直击颜值焦虑的痛点, 消费者愿意付出更高产品价格, 价格敏感度降低。例如贝泰妮(旗下品牌薇诺娜) 2019年毛利率高达80%, 比综合性美妆个护公司平均高出约10pcts, 领跑行业。

3) 未来成长性佳: 复购率是检验营销投放 ROI 性价比的核心指标, 是判断一时成长还是塑造品牌长久议价能力的核心。敏感肌消费者粘性佳, 薇诺娜线上渠道复购率超30%, 高复购的消费群体夯实企业长久发展的基础。

□ 盈利预测及估值

公司聚焦高成长性的功能性护肤赛道, 以20%+市占率位列功能性护肤榜首, 专注渗透低空间大的敏感肌修护, 盈利能力领跑行业。预计2021-2023年归母净利润分别为7.8、10.9和14.8亿元, EPS分别为1.84、2.57、和3.48元/股。预计2020-2022年净利润复合增长41%, 给予2021年1.8-2.3倍PEG, 对应74-94倍PE, 目标市值578-734亿元。

风险提示: 行业竞争加剧风险、产能扩张风险、产品结构相对单一风险、税收优惠变化风险等

财务摘要

(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
主营收入	2692	3832	5260	6990
(+/-)	38.49%	42.37%	37.25%	32.89%
净利润	544	781	1088	1476
(+/-)	31.94%	43.68%	39.29%	35.69%
每股收益(元)	1.28	1.84	2.57	3.48
P/E	/	/	/	/

正文目录

1. 简介：源自云南的植物力量，领跑敏感肌护肤市场	6
1.1. 十年磨一剑，厚积薄发的养肤龙头	6
1.2. 营收利润高速增长，盈利能力领跑行业	7
1.3. 缘起云南滇虹药业，团队医学背景深厚	9
2. 行业：渗透低复购高，敏感肌赛道品牌觉醒	10
2.1. 科普篇：敏感肌是常见问题，应重视科学护肤	10
2.1.1. 特征：屏障受损、发生率高、易反复	10
2.1.2. 养护：修护肌肤屏障，成分温和无刺激	12
2.2. 市场篇：赛道增速快、渗透率低、天花板高	13
2.2.1. 趋势：颜值经济见证“精细护肤”崛起	13
2.2.2. 敏感发生率：占女性群体 30%以上	15
2.2.3. 产品渗透率：功能护肤品占比仅 5.5%	17
2.3. 企业篇：公司盈利强、集中度高、格局稳健	19
2.3.1. 集中度高：医研合作成为硬招牌，壁垒高+粘性好	19
2.3.2. 利润率高：品牌商链接上下游掌握主导权，表现为高毛利率、高费用率	22
3. 回顾：强研发团队+牢抓电商红利，稳居榜首	24
3.1. 产品：全品类+多品牌策略增强客户粘性	24
3.2. 销售：精准营销，借助线上红利弯道超车	26
3.3. 研发：重视研发提升，潜心打造专家团队	28
4. 展望：主品牌成长天花板高+子品牌孵化前景佳	29
4.1. 主品牌：敏感肌渗透率低，预计仍有 5 倍空间	29
4.2. 子品牌：婴幼儿+高端医美修护+资润等	30
5. 盈利预测	31
6. 募投项目	33
7. 风险提示	34

图表目录

图 1：护肤+彩妆+医疗器械的产品结构，电商为主+药店、诊所等为辅的渠道结构	6
图 2：孵化自皮肤类药企，皮肤学背景深厚，为品牌稳扎稳打奠定基础	7
图 3：17-20 年公司收入复合增长 50%至 26.9 亿元	7
图 4：17-20 年公司归母净利润复合增长 52%至 5.4 亿元	7
图 5：毛利率约 80%，净利率约 20%	8
图 6：销售费用占比超 40%，高于行业平均水平	8

图 7: 毛利率和净利率领跑同行	8
图 8: 销售费用率高于同行, 管理费用率逐年降低	9
图 9: 实控人合计控制 57% 股权, 股权结构稳定	9
图 10: 一张图读懂敏感肌	11
图 11: 皮肤屏障图示	12
图 12: 从护肤演变逻辑看, 精细化护肤+彩妆趋势明显	14
图 13: 化妆品社零增速持续超过整体社会消费品零售增速	14
图 14: 19 年限额以上零售额同比增速中, 化妆品位列第二	14
图 15: 10-19 年, 中国护肤市场复合增长 10% 至 2444 亿元	15
图 16: 10-19 年, 中国功能性护肤市场复合增长 19% 至 136 亿元	15
图 17: 中国男性皮肤敏感发生情况概览: 整体 30%, 其中较敏感或非常敏感占 7.9%, 25 岁以下最显著	15
图 18: 中国女性皮肤敏感发生情况概览: 整体 46%, 其中较敏感或非常敏感占 14.9%, 25 岁以下最显著	15
图 19: 国家药监局关于不合规和假冒化妆品的通告, 仅 2020 年就超 400 批次	16
图 20: 消费群体对敏感护肤产品认知存在一定滞后	17
图 21: 互联网成为中国功能性护肤品重要的信息获取渠道与占比第一的购买渠道	18
图 22: 功能性护肤赛道内部细分, 覆盖护肤全流程, 基础成分成为品牌卖点	19
图 23: 各国市占率 0.1% 及以上的功能性护肤品牌, 数量相对较少	20
图 24: 国内外功能性护肤龙头企业都拥有深厚的皮肤科背景与合作	21
图 25: 2015 年中国本土主要功能性护肤品牌市占率总计 15.4%	21
图 26: 2019 年薇诺娜品牌以 20.5% 位列功能性护肤市场第一	21
图 27: 半数客户最关注产品修复功能和成分天然无刺激	22
图 28: 近七成用户会长期固定或递增量地使用抗敏产品	22
图 29: 六成用户认为产品确实有抗敏效果所以复购	22
图 30: 舒缓、温和为消费者看重的首要特性	22
图 31: 品牌商掌握着化妆品行业核心的定价权, 通常毛利率可达 50%-80%	23
图 32: 青刺果及其对应产品	24
图 33: 马齿苋及其对应产品	24
图 34: 云南山茶及其对应产品	24
图 35: 云南重楼及其对应产品	24
图 36: 护肤品占主导地位, 营收占比稳步升高	25
图 37: 主品牌“薇诺娜”贡献营收超 99%	25
图 38: 薇诺娜 20 年天猫双十一第一波预售额为护肤品国货品牌第一	25
图 39: 贝泰妮旗下各类产品的营业收入及毛利率	26
图 40: 销售模式以线下渠道销售为基础, 以线上渠道销售为主导	27
图 41: 17-19 年线上渠道销售收入复合增速为 74%	27
图 42: 17-19 年线下渠道销售收入复合增速为 23%	27
图 43: 线上渠道营收占比逐年升高	28
图 44: 线下销售毛利率高于线上渠道	28
图 45: 17-19 年, 研发费用复合增长 37%	28
图 46: 17-19 年, 研究人员数量逐年增多	28
图 47: “聚焦主品牌、拓展子品牌” 发展战略	31
表 1: 天然植物成分的功效与作用	13
表 2: 《欧莱雅: 中国人皮肤类型报告》显示中国女性皮肤敏感发生率 36%	16

表 3: 功能性护肤品是化妆品市场增速最快的赛道之一	17
表 4: 2010-2019 年, 我国功能性护肤品占护肤品市场比例从 2.7%提升至 5.5%.....	17
表 5: 2010-2019 年, 各国功能性护肤市场规模占护肤品市场规模的比例, 中国从 2.7%提升至 5.5%.....	18
表 6: 中国功能性护肤赛道前十品牌集中度高达 87.8%, 分别高于护肤市场与彩妆市场 56.7pcts、39.4pcts。.....	19
表 7: 贝泰妮 2019 年毛利率高达 80%, 比综合性美妆个护公司平均高出约 10pcts, 领跑行业	23
表 8: 核心技术人员简介	29
表 9: 自主研发项目情况	29
表 10: 公司盈利预测	32
表 11: 可比公司估值比较	33
表 12: 募投项目基本情况	33
表附录: 三大报表预测值	35

1. 简介：源自云南的植物力量，领跑敏感肌护肤市场

1.1. 十年磨一剑，厚积薄发的养肤龙头

贝泰妮是以“薇诺娜”品牌为核心，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，重点针对敏感性研发专业化妆品的企业。

1) 产品：护肤为主，彩妆和医疗器械为辅。护肤品以特护霜、乳液、精华等为主，19 年收入占比 87%；彩妆以隔离霜、BB 霜、卸妆水等基础产品为主，19 年收入占比 3%；医疗器械产品包括透明质酸修护生物膜、透明质酸修护贴敷料等，主要用于微创术后屏障受损皮肤的保护和护理，19 年收入占比 10%。

2) 渠道：线上为主，线下为辅。线上主要包括线上自营和大型 B2C 平台分销等，19 年收入占比 77%；线下主要通过商业公司、直供客户以及区域经销商对外销售，布局药店、诊所等渠道，19 年收入占比 23%。

图 1：护肤+彩妆+医疗器械的产品结构，电商为主+药店、诊所等为辅的渠道结构

		分类	19年收入及占比	19年单价(元/支、盒)	主要生产模式/分销商数量	举例
BTN 贝泰妮集团 BOTANEE GROUP	分品类	护肤品	16.8亿元(87%)	44.0	委托加工+自产+OEM生产	霜 护肤水 面膜 精华
		彩妆	0.6亿元(3%)	51.6	委托加工+OEM生产	隔离霜、BB霜、卸妆水等
		医疗器械	1.9亿元(10%)	96.8	自产+OEM生产	透明质酸修护生物膜、透明质酸修护贴敷料等
分渠道	线上自营		10.7元(55.6%)	49.9	-	京东 无惧敏感 燃就购了
	大型B2C平台分销		3.5亿元(18.2%)	27.6	13家	唯品会 vip.com 天猫超市
	线上经销商分销		0.6亿元(3%)	37.0	22家	TMALL 天猫
	线下自营		0.03亿元(0.2%)	97.1	-	
	商业公司		2.1亿元(10.7%)	126.1	74家	九州通医药集团 国药控股
	直供客户		2.0亿元(10.4%)	68.7	855家	健之佳
	区域经销商		0.4亿元(2%)	41.3	18家	长春市科达尔生物

资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

孵化自滇虹药业，药企背景厚积薄发。1) 滇虹药业：药企滇虹药业主要产品包括“复方酮康唑发用洗剂”、“复方酮康唑软膏”、“糠酸莫米松乳膏”、“尿素维 E 乳膏”等皮肤病药物、药用去屑洗剂产品。2) 剥离动机：“薇诺娜”品牌原系滇虹药业于 2008 年孵化的多个项目之一，品牌创立后经营状况不佳，各年销售收入占滇虹药业营业收入比例均不足 3%且持续亏损。2012 年，滇虹药业在筹备境内 IPO 期间将“薇诺娜”品牌相关资产业务（包括商标、专利、域名、技术和配方的所有权）予以剥离，转让给贝泰妮有限。

图 2：孵化自皮肤类药企，皮肤学背景深厚，为品牌稳扎稳打奠定基础

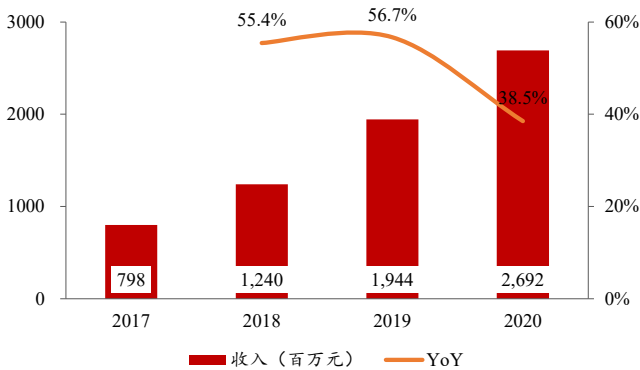


资料来源：公司公告，公司官网，浙商证券研究所

1.2. 营收利润高速增长，盈利能力领跑行业

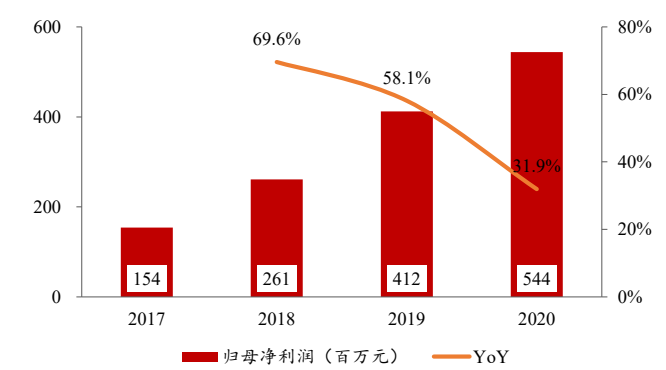
2017-2020年收入和归母净利润分别复合增长50%、52%。1)收入：2017-2020年，收入分别同比增长55%、57%、38%，2020年受新冠疫情影响，公司营业收入增速略有放缓，但随着国内新冠疫情逐步得以控制，经营已基本恢复正常。2)归母净利润：2017-2020年归母净利润分别同比增长70%、58%和32%，利润不断增长但增速逐渐放缓，2020年净利润增速低于营业收入增速，主要是因为新冠疫情期间，公司投入更多推广费用以支持线上销售渠道的发展，销售费用率有所提升。

图 3：17-20 年公司收入复合增长 50%至 26.9 亿元



资料来源：公司招股说明书，浙商证券研究所

图 4：17-20 年公司归母净利润复合增长 52%至 5.4 亿元



资料来源：公司招股说明书，浙商证券研究所

2020年销售毛利率80%，销售净利率20%，领跑美妆行业。公司毛利率领跑国产美妆行业均值，净利率低于华熙生物、丸美股份，其中华熙生物主要系玻尿酸原料业务为2B业务，费用率低净利率高；丸美股份销售费用率和管理费用率低于行业均值。

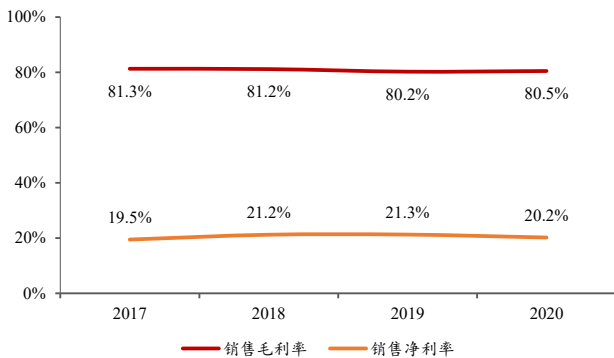
1) 价格体系：消费特点决定零售价格弹性。①公司定位专注敏感肌肤护理，相比于健康皮肤消费者，敏感肌皮肤消费者更关心产品有效性和安全性，价格因素相对次要。薇诺娜凭借优质的产品获得消费者广泛认可，并积累众多忠实客户，其产品零售定价略高于大众护肤品。

2) 产品体系：医疗器械毛利率水平更高。透明质酸修护生物膜、透明质酸修护贴敷料等医疗器械，其定位区别与化妆品，公司自主定价能力较强，价格普高且很少参与促销活动，2019年医疗器械产品（收入占比10%）毛利率高达89%。

3)渠道体系: 自营比例高, 通常自营毛利率高于分销。公司聚焦线上自营渠道, 2019年线上自营收入占比56%, 毛利率81%; 线上B2C分销主要面向唯品会、京东、天猫超市等大型B2C平台, 这类平台需要保持一定利润空间, 收入占比18%, 毛利率72%; 线上经销商存在供货折扣和促销返利支持, 收入占比3%, 毛利率为74%。

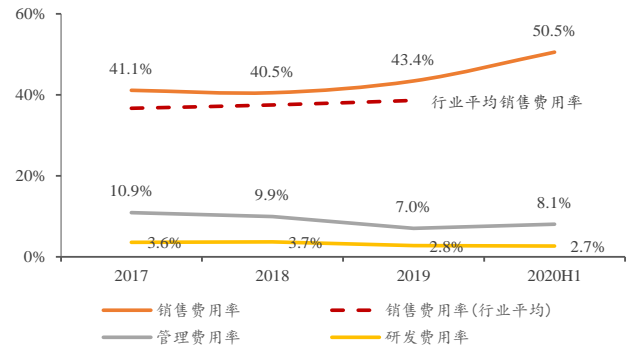
4)成本体系: 包装统一简洁。主品牌薇诺娜产品外包装风格较为简约, 避免了过度包装, 节约了包材成本并且原料可实现集中采购, 故单位产品成本较低。

图 5: 毛利率约 80%, 净利率约 20%



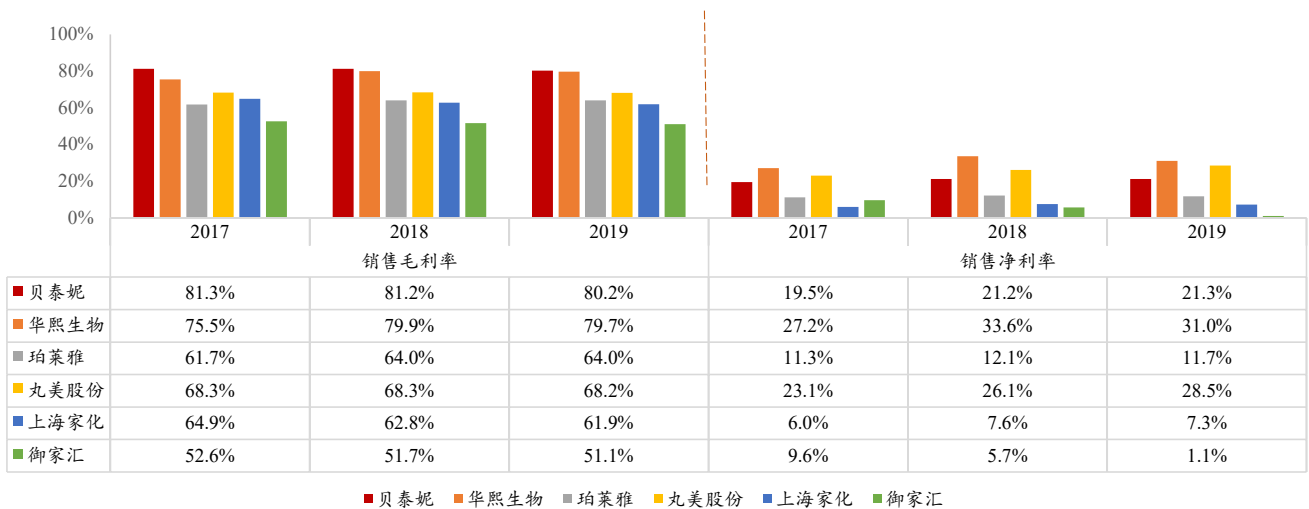
资料来源: 公司招股说明书, 浙商证券研究所

图 6: 销售费用占比超 40%, 高于行业平均水平



资料来源: 公司招股说明书, 浙商证券研究所
注: 行业平均为上海家化、珀莱雅、御家汇和丸美股份均值

图 7: 毛利率和净利率领跑同行



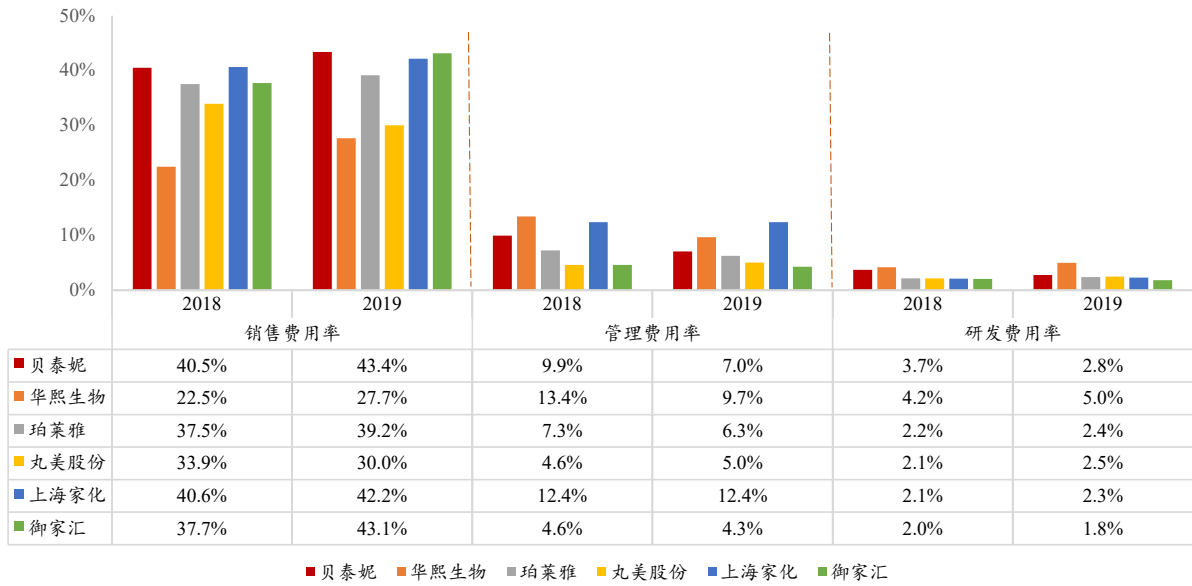
资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

销售费用率超 40% 高于行业平均, 管理费用率受益规模效应逐年下降。2019 年销售费用率 43.4%, 管理费用率 7.0%, 研发费用率 2.8%; 2020 年销售费用率 46.9%, 管理费用率 6.3%, 研发费用率 2.4%。

1) 销售费用率攀升: 主要用于渠道与广告宣传, 近年公司采取积极营销策略, 持续加大营销力度导致销售费用占比逐年提升。其中 2020 年销售费用率高达 46.9%, 主要系上半年疫情背景下, 公司投入更多的宣传推广费用以支持线上渠道发展。

2) 管理费用率和研发费用率降低: 随着公司规模扩大, 规模效应逐渐显现。

图 8：销售费用率高于同行，管理费用率逐年降低

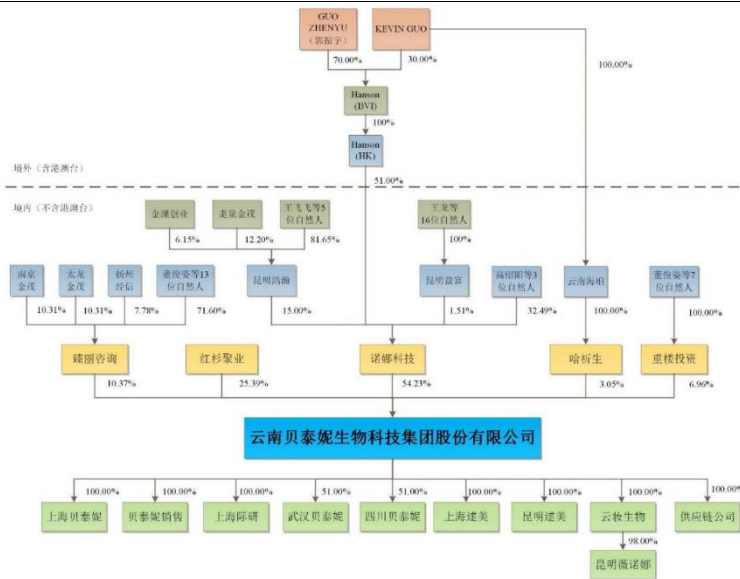


资料来源：公司公告，浙商证券研究所

1.3. 缘起云南滇虹药业，团队医学背景深厚

股权结构稳定，控股子公司分工明确。1)实际控制人为董事长郭振宇先生及其儿子，合计控制 57%股权：一方面，郭振宇及儿子 KEVIN GUO 合计持有 Hanson (BVI) 100% 的股权，Hanson (BVI) 在香港设立全资子公司 Hanson (HK) 并通过其持有诺娜科技 51% 的股权，诺娜科技直接持有公司 54% 的股份，因此，公司实际控制人通过境外实体及多层股权结构控制公司 54% 的股份。另一方面，KEVINGUO 持有云南海珀 100% 的股权，云南海珀持有哈祈生 100% 的股权，哈祈生持有公司 3% 的股权，因此 KEVIN GUO 通过哈祈生控制公司 3% 的股权。截至招股说明书披露日，实控人父子合计控制公司 57% 股权。2) 红杉聚业直接持有公司 25% 的股权。3) 公司控股子公司多负责销售，且根据不同地区及不同销售渠道分工明确。

图 9：实控人合计控制 57% 股权，股权结构稳定



资料来源：公司招股说明书，浙商证券研究所

董事长及多名核心人员曾就职于滇虹药业，皮肤级医学背景深厚。董事长郭振宇曾担任滇虹药业集团股份有限公司董事长、总裁，马骁和王飞飞曾分别担任滇虹药业研发主管和研发部经理。此外，董事长郭振宇具备多年医学领域经验：曾任世界自我药疗产业联盟主席、中国非处方药物协会会长，现兼任国际自我保健基金（ISF）理事长，中国非处方药物协会副会长，中国非公立医疗机构协会皮肤专业委员会副主任，云南省民营企业家协会常务副理事长。

表 1：董事长及多名核心人员有滇虹药业背景

姓名	职务/亲属关系	间接持股(%)	简历
GUO ZHENYU (郭振宇)	董事长 总经理	19.36	曾任世界自我药疗产业联盟主席、中国非处方药物协会会长，现兼任国际自我保健基金（ISF）理事长，中国非处方药物协会副会长，中国非公立医疗机构协会皮肤专业委员会副主任，云南省民营企业家协会常务副理事长 1995/7-1996/7 任加拿大蒙特利尔大学医学院助理教授、加拿大蒙特利尔临床医学研究所高级研究员 1996/9-2002/7 任美国乔治华盛顿大学工学院副教授、终身教授 2003/1-2014/11 任滇虹药业集团董事长、总裁
KEVIN GUO	郭振宇之子 董事	11.35	1994 年 8 月出生，加拿大和美国双重国籍，博士在读
高绍阳	副总经理	5.76	1999/7-2005/2 任昆明滇虹药业技术员、部门经理 2008/8-2012/8 任滇虹药业集团项目总监
孟洋	高绍阳之配偶	0.33	-
董俊姿	董事 副总经理	6.28	2005/3-2011/5 任滇虹药业集团人事主管、人力资源总监、总裁办主任
马骁	董事 副总经理	1.66	2004/7-2010/6 任滇虹药业集团研发主管、研发经理 2010/6-2013/1 任上海滇虹药业有限公司副总经理、总经理
余仕汝	监事会主席	0.51	1997/1-2015/6 任滇虹药业集团技术副总裁
杨祖荣	职工代表监事	0.07	1998/7-2010/9 任昆明滇虹药业采购计划员、供应部副经理、经理 2008/5-2016/12 任昆明滇虹药业销售有限公司质量负责人 2010/9-2016/12 任滇虹药业集团投资部经理、总裁办主任、行政部经理
王飞飞	其他核心人员	1.08	2006/7-2011/4 任昆明滇虹药业研发工程师、研发主管 2011/4-2014 任上海滇虹药业研发部经理、研发总监、研发中心主任

资料来源：公司招股说明书，浙商证券研究所

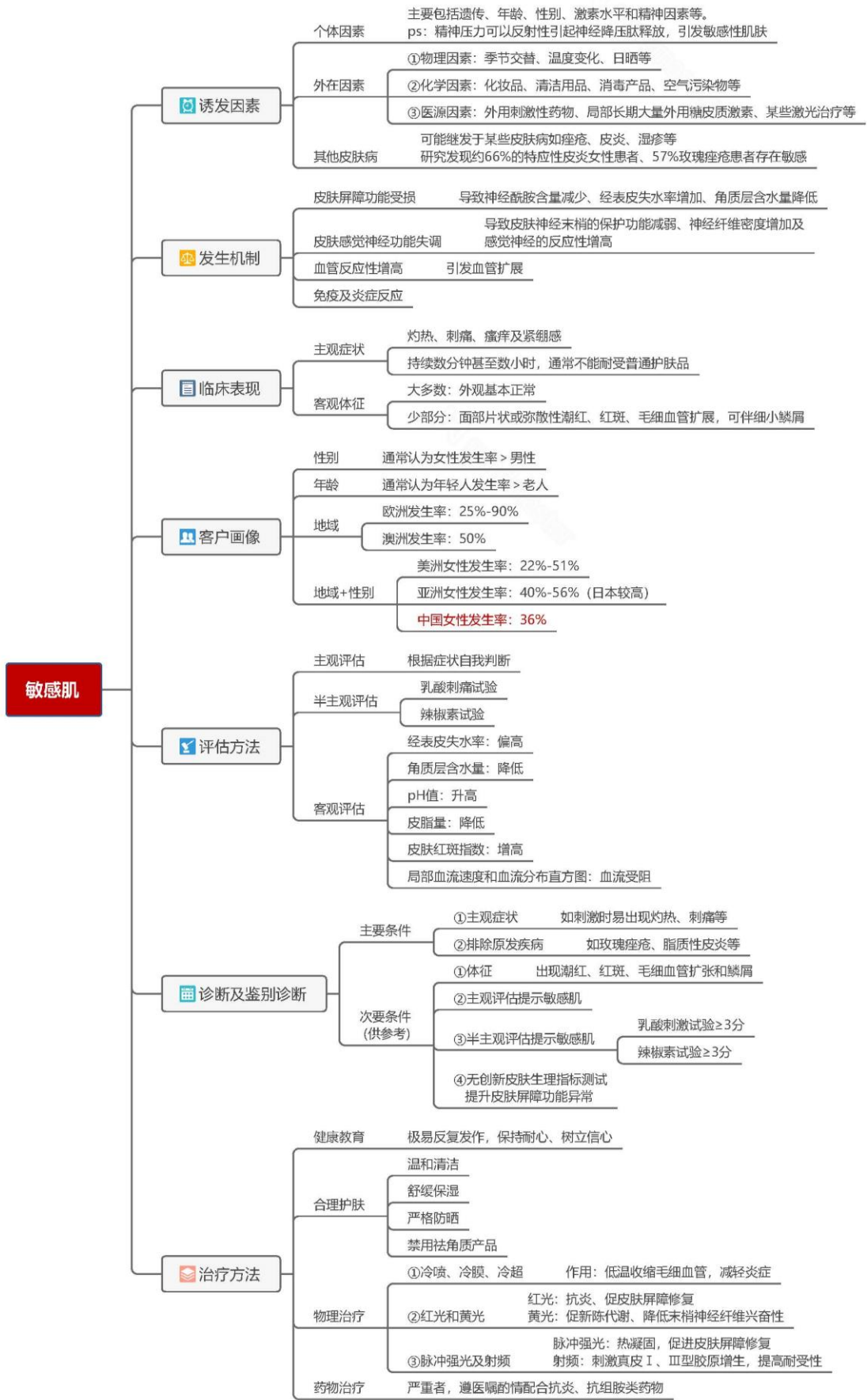
2. 行业：渗透低复购高，敏感肌赛道品牌觉醒

2.1. 科普篇：敏感肌是常见问题，应重视科学护肤

2.1.1. 特征：屏障受损、发生率高、易反复

敏感性皮肤 (sensitive skin, SS): 特指皮肤在生理或病理条件下发生的一种高反应状态，主要发生于面部，临床表现为受到物理、化学、精神等因素刺激时皮肤易出现灼热、刺痛、瘙痒及紧绷感等主观症状，伴或不伴有红斑、鳞屑、毛细血管扩张等客观体征。

图 10：一张图读懂敏感肌

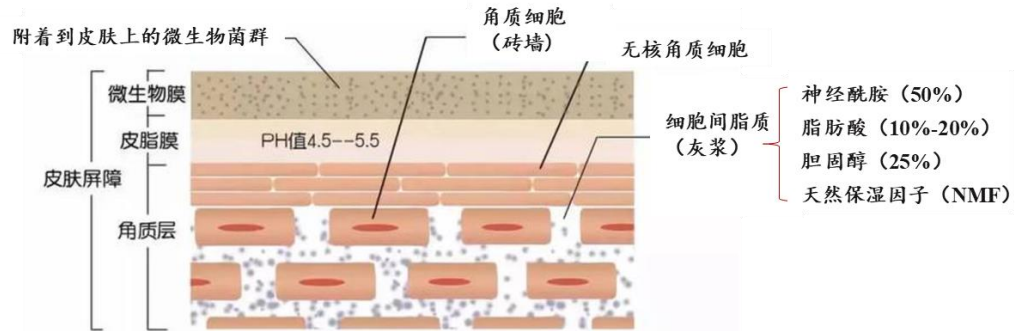


资料来源：《中国敏感性皮肤诊治专家共识》，浙商证券研究所

从定义→诱因→发生→表现→人群画像→诊断→治疗这一链条进行全面了解。

常见定义：根据《中国敏感性皮肤诊治专家共识》，目前研究认为敏感肌的发生是一种“累及皮肤屏障-神经血管-免疫炎症的复杂过程”。在内在和外在因素的相互作用下，皮肤屏障功能受损，引起感觉神经传入信号增加，导致皮肤对外界刺激的反应性增强，引发皮肤免疫炎症反应。

图 11：皮肤屏障图示



资料来源：《中国敏感性皮肤诊治专家共识》，浙商证券研究所

诱发因素：敏感肌的诱因主要包括：1) 个体因素，即由遗传、年龄、性别激素水平和精神压力等导致；2) 外在因素，又可细分为物理因素（如季节交替、温度变化、日晒等）、化学因素（化妆品滥用、消毒产品、空气污染等）与医源因素（外用刺激性药物、激素与激光治疗等）；3) 其它皮肤病，可能继发于痤疮、皮炎、湿疹等皮肤病，有研究发现约 66% 的特应性皮炎患者、57% 的玫瑰痤疮患者存在敏感肌。

临床表现：主观症状主要包括灼热、刺痛、瘙痒及紧绷感，这些症状持续数分钟至数小时不等，并通常不能耐受普通化妆品；客观体征上，在大部分人群中无特殊外观异常，而少部分可能会出现面部片状或弥散性潮红、红斑、毛细血管扩张，可伴随细小鳞屑。

客户画像：通常认为女性敏感肌发生率大于男性，且年轻人群的发生率大于老人。此外，有研究表明地域因素亦影响敏感肌的发生率，如美洲女性发生率在 22%-51%、亚洲女性发生率在 40%-56%（其中日本地区较高），而中国女性发生率约 36%。

诊断鉴别：主要条件包括：1) 主观症状，如刺激时易出现灼热、刺痛等；2) 排除原发疾病，如玫瑰痤疮、脂质性皮炎等。次要可参考条件包括：1) 体征，如出现潮红、红斑、毛细血管扩张和细小鳞屑等；2) 主观评估提示敏感；3) 半主观评估提示敏感，如乳酸刺激试验、辣椒素试验得分大于 3 分；4) 无创皮肤生理指标测试中提示皮肤屏障功能异常。

2.1.2. 养护：修护肌肤屏障，成分温和无刺激

治疗方法：一般的敏感肌需要注重物理治疗搭配合理护肤，严重者需要遵从医嘱搭配抗炎、抗组胺类药物进行治疗。1) 物理治疗：冷喷、冷膜等方式以低温收缩毛细血管，减轻炎症；红光、黄光分别起到抗炎、促皮肤屏障修护与促新陈代谢、降低末梢神经兴奋性的作用；脉冲强光及射频，以热凝固促进皮肤屏障修护，并刺激真皮 I、III 型胶原增生，提高耐受性。2) 合理护肤：需注意温和清洁、舒缓保湿、严格防晒并禁用去角质产品。

中华植物养肤文化源远流长，可追溯到商周、战国时期。战国《山海经》146 种药有 12 种与美容相关，汉代《神农本草经》记载悦泽、美色、轻身等药物 100 种，南北朝《本草经集注》提及美容中药 70 余种。

许多植物具有抗敏修护等功效，化妆品行业已开展广泛的有关天然植物的抗敏研究，其功能包括日常护理、细胞修护、抗炎杀菌、舒缓镇静等。下表列示业内普遍认可的部分具有抗敏功效的植物提取物及其特性。

表 1：天然植物成分的功效与作用

活性成分	提取来源	功效特性	作用机制
羟基酪醇	橄榄果实	强抗氧化，保护红细胞，抑制炎症，抗血管生成	细胞修护
原花青素	葡萄籽	清除自由基，稳定细胞膜	细胞修护
蓝蓟油	蓝蓟种籽	抗氧化，修复细胞膜流动性，促进细胞再生	细胞修护
	薰衣草	清除自由基，促进细胞再生	细胞修护
蓝香烟油	马齿苋	清除自由基，收缩平滑肌，防止干燥老化	屏障修护
松果菊苷	狭叶松果菊细胞	抗氧化，抗衰老，抗增殖，保护血管	屏障修护
褐藻多糖	褐藻	促进神经酰胺生成，抑制炎症，保护血管，促进愈伤	结构维持，屏障修护
羟苄基酒石酸	仙人掌茎	调节细胞增殖，修护损伤，保湿抗氧化	结构维持
白芍总苷	芍药	调节细胞增殖，抗衰老，抑制炎症因子	结构维持
茶多酚	茶叶	抗氧化，调节细胞增殖，抑制炎症因子	结构维持
反式-4-叔丁基环己醇	人工合成	抑制 TRPV1 过表达	神经镇静
牡丹酚苷	牡丹皮	天然抗过敏功效，消炎杀菌	杀菌
黄芩苷	黄芩茎叶	祛斑美白，抑制过敏，抗菌杀菌	杀菌
龙葵总碱	龙葵干燥绿果	抗肿瘤，升血糖，强心，抗过敏，抗菌	杀菌
水苏糖	豆科植物	抑制透明质酸水解，抑制炎症反应	抗炎杀菌
酰基邻氨基苯甲酸	燕麦麸皮	抗组胺，抗过敏，抗炎症，抗氧化	抗炎杀菌
槲皮素	多种植物	抗氧化，抑制炎症，保护血管，减少细胞浸润	抗炎杀菌
β -乳香酸	乳香树脂脂	抑制 5-脂氧合酶、白细胞弹性蛋白酶	抑制炎症
蜂斗菜素/蜂斗菜酮	款冬叶	抗炎，止痛，抗痉挛	抑制炎症

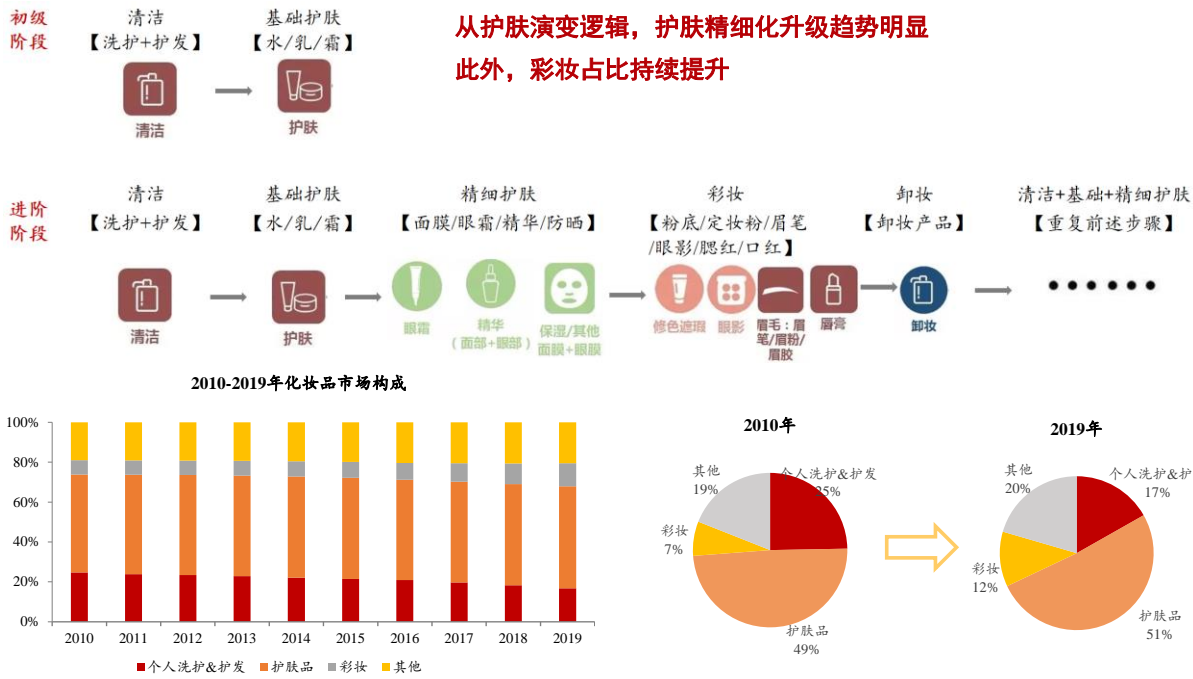
资料来源：知网《敏感皮肤特征指标分析及其修护活性评价方法研究》，浙商证券研究所

2.2. 市场篇：赛道增速快、渗透率低、天花板高

2.2.1. 趋势：颜值经济见证“精细护肤”崛起

护肤需求精细化趋势明显，消费者从基础护肤→寻找更适合的功能性护肤品。1) 初级阶段：护肤品市场占比稳定 50%左右，意味着我国消费者已基本养成护肤习惯，以水乳霜为代表的基础护肤篇使用普及。2) 进阶阶段：逐渐增加更适合自己的精细护肤产品（如功能性护肤品、精华、眼霜等）和彩妆产品（如隔离、粉底、口红、眼影等）。精细护肤和彩妆产品高增长将继续带动化妆品行业景气度持续提升。

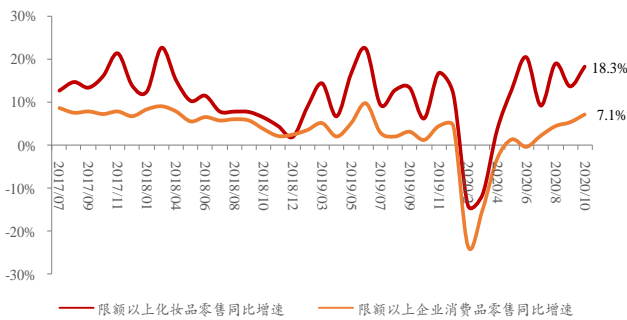
图 12：从护肤演变逻辑看，精细化护肤+彩妆趋势明显



资料来源：国家统计局，Euromonitor，浙商证券研究所

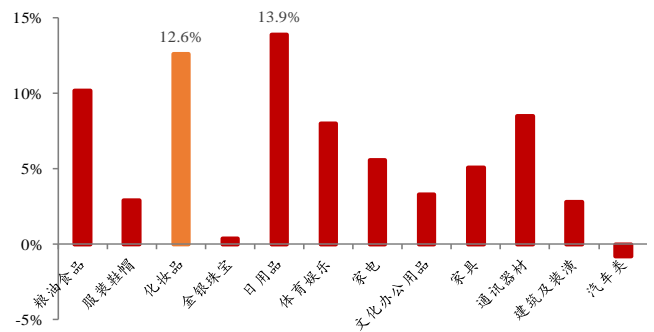
化妆品行业景气度持续，社零增速领跑。受益于新媒催化加速美妆意识崛起、90后和00后消费群形成扩大化妆品消费基础等多重因素影响，2017年起化妆品行业红利期来临。国家统计局数据显示，2019年限额以上化妆品零售额同比增长12.6%至2992亿元，高于同期社会消费品增速4.6个百分点。

图 13：化妆品社零增速持续超过整体社会消费品零售增速



资料来源：艾瑞咨询，浙商证券研究所

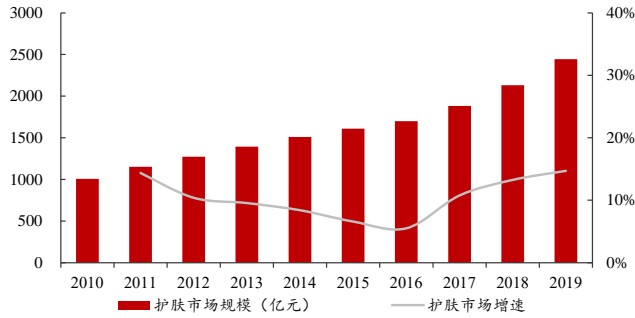
图 14：19年限额以上零售额同比增速中，化妆品位列第二



资料来源：艾媒数据中心，浙商证券研究所

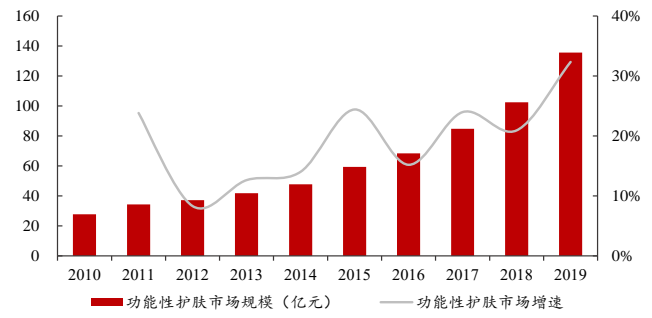
功能性护肤市场增速更是高于护肤市场增速。Euromonitor 统计显示，截至2019年，中国功能性护肤市场（Dermocosmetics Beauty and Personal Care 品类）规模达136亿元，2010-2019复合增长19%，2015-2019年复合增长23%，分别高于中国护肤品市场增长率9pcts、12pcts。

图 15: 10-19 年, 中国护肤市场复合增长 10%至 2444 亿元



资料来源: Euromonitor, 浙商证券研究所

图 16: 10-19 年, 中国功能性护肤市场复合增长 19%至 136 亿



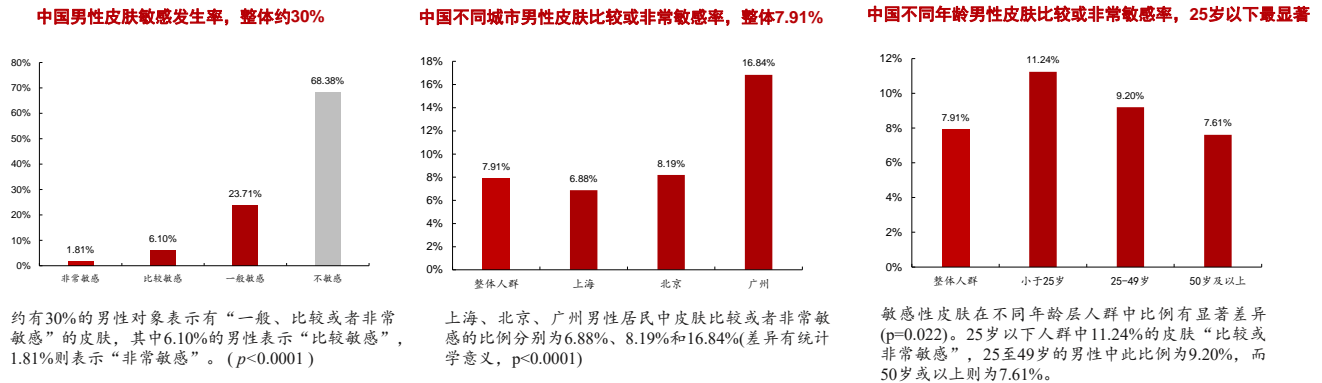
资料来源: Euromonitor, 浙商证券研究所

2.2.2. 敏感发生率: 占女性群体 30%以上

敏感肌发生率有多高? 多项调研显示, 大约 30%以上人群 (特别是女性) 为敏感性肌肤, 其中 7 成左右为轻度或者弱度敏感肌, 3 成左右为中重度敏感肌。

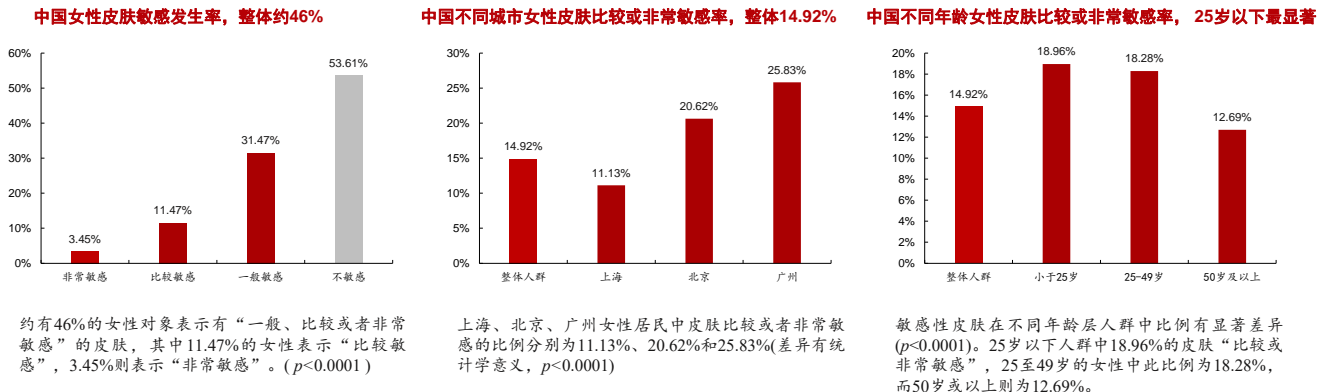
敏感肌发生率调研之一: 约 46%的中国女性和 30%的中国男性发生过不同程度的皮肤敏感。1) 中国皮肤科医师协会 (CDA) 携手雅漾进行一项包含 10297 人, 覆盖三个地区 (上海 6259 人、北京 2023 人、广州 2015 人) 的社区流行病学调查。三地的皮肤科专业医师全程参与, 力求数据客观、准确、专业、权威。结果显示: 约 46%中国女性和 30%中国男性发生过不同程度的皮肤敏感。针对敏感性皮肤日益常见的现象, 中国皮肤科医师协会积极提倡科学护肤、安全护肤的理念, 建议广大消费者关注护肤品的成分和安全性。

图 17: 中国男性皮肤敏感发生情况概览: 整体 30%, 其中较敏感或非常敏感占 7.9%, 25 岁以下最显著



资料来源: 《中国皮肤科医师协会 (CDA): 中国敏感性皮肤流行病学调研》, 浙商证券研究所

图 18: 中国女性皮肤敏感发生情况概览: 整体 46%, 其中较敏感或非常敏感占 14.9%, 25 岁以下最显著



资料来源: 《中国皮肤科医师协会 (CDA): 中国敏感性皮肤流行病学调研》, 浙商证券研究所

敏感肌发生率调研之二：36%的女性属于敏感皮。《欧莱雅：中国人皮肤类型报告》，运用全世界临床皮肤学家认可的高科技研究方法，对2000个、25至60岁的女性进行的抽样调查。研究发现，就全国范围来看，30.8%的女性属于干性皮肤，气候和用水洗脸是形成干性皮肤的两个主要缘由；25.6%的女性属于油性皮肤，嗜好辣的和甜的食物，以及相关因素(曾长过粉刺、皮肤更新、月经不调)都是形成油性皮肤的原因；36%的女性属于敏感皮肤，但在一些嗜好辣味食物的地区，如四川地区，女性敏感皮肤的比例上升到56%。

表 2：《欧莱雅：中国人皮肤类型报告》显示中国女性皮肤敏感发生率 36%

样本范围	皮肤类型	性别	发生率
中国	干性皮肤	女性	30.8%
中国	油性皮肤	女性	25.6%
中国	敏感性皮肤	女性	36%
四川	敏感性皮肤	女性	56%

资料来源：《欧莱雅：中国人皮肤类型报告》，浙商证券研究所

注：样本为2000个、25-60岁中国女性

敏感肌发生率已经高达30%+,未来还有提升空间吗？我们认为，可能仍有10-15pcts提升空间。

使用不合格化妆品+焦虑、食物刺激+过度美妆等会导致敏感肌发生率进一步提升。

1) 不合格化妆品：由于市场监管的滞后性和消费者缺乏专业辨识度，导致不合规或劣质化妆品出现甚至泛滥，不良商家利用消费者快速美容的需求，往产品里添加激素、铅汞等违禁成分，导致消费者皮肤屏障受损，进而引发敏感甚至皮肤病。国家药监局关于不合规和假冒化妆品的通告，仅2020年就超400批次。2) 生活环境：其因素可包括雾霾环境、熬夜加班、焦虑、刺激性食物等。3) 过度美妆/护肤不到位：防晒不到位、过度护肤、频繁去角质等、光电类医美项目等。根据世界卫生组织调查,亚洲女性平均敏感肌发生率达到40%-56%，理论上中国女性敏感肌发生率仍有约10-15pcts上升空间。

图 19：国家药监局关于不合规和假冒化妆品的通告，仅2020年就超400批次

- 国家药监局关于停止销售标识生产企业为广州市采洁化妆品有限公司的“植然魅采洁染发膏（自然黑）”等假冒化妆品的通告
- 国家药监局关于广州微肽生物科技有限公司停产整改的通告（2020年第70号）（2020-10-19）
- 国家药监局关于广州市花姬赏生物科技有限公司停产整改的通告（2020年第69号）（2020-10-19）
- 国家药监局关于2批次检出禁用物质化妆品的通告（2020年第67号）（2020-10-13）
- 国家药监局关于停止销售35批次假冒化妆品的通告（2020年第66号）（2020-10-13）
- 国家药监局关于8批次不合格化妆品的通告（2020年第65号）（2020-10-13）
- 国家药监局关于7批次不合格化妆品的通告（2020年第60号）（2020-09-10）
- 国家药监局关于1批次检出禁用物质化妆品的通告（2020年第59号）（2020-09-10）
- 国家药监局关于停止销售12批次假冒化妆品的通告（2020年第58号）（2020-09-10）
- 国家药监局关于江苏娇颜色比化妆品有限公司停产整改的通告(2020年 第51号) (2020-07-24)
- 国家药监局关于调整疫情期间进口化妆品相关证明性文件提交形式的通告（2020年第38号）（2020-06-16）
- 国家药监局关于停止销售44批次假冒化妆品的通告（2020年第29号）（2020-04-20）
- 国家药监局关于31批次不合格化妆品的通告（2020年第28号）（2020-04-20）
- 国家药监局关于停止销售33批次假冒化妆品的通告（2020年 第22号）（2020-03-18）
- 国家药监局关于34批次不合格化妆品的通告（2020年 第21号）（2020-03-17）

资料来源：国家药监局官网，浙商证券研究所

2.2.3. 产品渗透率：功能护肤品占比仅 5.5%

功能性护肤赛道以大约 20%复合增速领跑，2019 年功能性护肤产品规模占整个护肤品市场的比例仅 5.5%。1) 市场规模：Euromonitor 显示，2019 年中国功能性护肤市场规模达 136 亿元，15-19 年复合增速达 22.9%，此增速分别高于同期彩妆个护总市场、护肤市场与彩妆市场 12.2pcts、11.9pcts 与 1.4pcts。2) 渗透率：中国皮肤科医师协会和欧莱雅等调研数据均显示中国敏感肌人群占比超 30%，而 Euromonitor 显示，2010-2019 年，我国功能性护肤品占护肤品市场比例从 2.7%提升至 5.5%，虽有所提升但仍处于较低水平。

表 3：功能性护肤品是化妆品市场增速最快的赛道之一

指标	2010 年规模(亿元)	2015 年规模(亿元)	2019 年规模(亿元)	2015-2019 年 Cagr	2010-2019 年 Cagr
彩妆与个护总市场	2051	3177	4777	10.7%	9.8%
彩妆市场	148	253	552	21.5%	15.8%
护肤市场	1007	1610	2444	11.0%	10.4%
功能性护肤市场	28	59	136	22.9%	19.3%

资料来源：Euromonitor，浙商证券研究所

表 4：2010-2019 年，我国功能性护肤品占护肤品市场比例从 2.7%提升至 5.5%

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	▲(2010-2019)
功能性护肤在护肤市场的渗透率	2.7%	3.0%	2.9%	3.0%	3.2%	3.7%	4.0%	4.5%	4.8%	5.5%	渗透率 +2.8%
护肤市场规模(亿元)	1007	1152	1272	1393	1510	1610	1698	1881	2131	2444	Cagr 10%
护肤市场同比增速		14%	10%	10%	8%	7%	6%	11%	13%	15%	
功能性护肤市场规模(亿元)	28	34	37	42	48	59	68	85	102	136	Cagr 19%
功能性护肤市场同比增速		24%	8%	13%	14%	24%	15%	24%	21%	32%	

资料来源：Euromonitor，浙商证券研究所

基于功能性护肤品的消费群体对产品/功效成分认知存在一定滞后的特殊属性，与互联网带来的消费者教育加速，预计敏感肌渗透率未来将进一步提升。1) 消费群体对敏感护肤产品认知存在一定滞后，成分党的市场教育需要时间积淀：青刺果油、积雪草提取物、雪绒花精华是近期产品数增长最为迅速的抗敏护肤成分，但敏感肌用户对其认知程度仍相对偏低，但信任程度较高，超过七成受访者认为对应成分具有抗敏护肤效果。

图 20：消费群体对敏感护肤产品认知存在一定滞后



样本：艾瑞 2020 年 iClick 问卷数据，认知哪些护肤品成分，n=533；认为哪些护肤品成分可改善敏感肌问题，n=469；认知有效比：认为有效%/认知成分%*100%。

资料来源：艾瑞咨询，浙商证券研究所

2) 互联网正加速完成消费者对敏感肌的教育工作, 并承担着信息获取+购买途径的双重功能: 互联网+分享社群的兴起加速了产品信息流通, 消费者在分享沟通的过程中也更容易认识到曾经被忽视的肌肤潜在问题, 继而促成向功能性护肤品消费群体的正向转化。根据艾瑞咨询, 45.6%的被访者会从电商网站中获取抗敏产品信息, 同时有 65.7%的被访者选择在电商网站购买抗敏产品, 电商网站正承接信息获取+购买转化的双重功能。

图 21: 互联网成为中国功能性护肤品重要的信息获取渠道与占比第一的购买渠道



样本: 艾瑞 2020 年 iClick 问卷数据, n=612。
资料来源: 艾瑞咨询, 浙商证券研究所

对标欧美, 功能性护肤市场规模占护肤品市场规模的比例普遍在 10%-40%。中国功能性护肤品渗透率在过去 10 年实现翻倍增长, 从 2.7%提升至 5.5%, 预期仍有较大提升空间。所以我们判断, 敏感肌护肤作为功能性护肤重要组成部分, 目前渗透率仍处于较低水平, 未来仍有翻倍以上提升空间。

表 5: 2010-2019 年, 各国功能性护肤市场规模占护肤品市场规模的比例, 中国从 2.7%提升至 5.5%

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	▲(2010-2019)
法国	41.8%	39.6%	39.5%	40.0%	40.8%	41.6%	42.1%	42.6%	43.0%	43.0%	+1.2%
瑞士	23.4%	23.7%	24.1%	27.0%	24.4%	25.0%	25.2%	25.3%	25.3%	28.4%	+5.0%
意大利	26.3%	26.5%	27.2%	27.4%	27.4%	27.7%	27.9%	28.1%	28.0%	28.2%	+1.9%
西班牙	22.5%	22.4%	22.9%	24.0%	24.0%	24.5%	25.1%	25.9%	26.1%	26.3%	+3.8%
德国	15.8%	16.4%	16.8%	17.3%	17.8%	18.4%	18.6%	18.5%	18.6%	18.6%	+2.8%
巴西	11.1%	12.0%	12.0%	13.6%	14.6%	16.8%	17.4%	17.0%	17.6%	18.2%	+7.1%
美国	14.0%	14.4%	14.4%	14.7%	15.1%	15.1%	14.8%	15.1%	14.9%	14.7%	+0.7%
加拿大	14.0%	13.9%	14.0%	13.7%	13.5%	12.9%	12.7%	12.9%	13.0%	13.2%	-0.8%
墨西哥	6.4%	6.9%	7.6%	8.3%	9.2%	10.3%	10.7%	11.0%	11.8%	12.3%	+5.9%
俄罗斯	8.1%	8.0%	8.0%	8.8%	9.2%	9.3%	9.2%	9.1%	9.8%	10.5%	+2.4%
英国	6.8%	7.0%	7.1%	7.2%	7.3%	7.5%	7.8%	7.9%	8.0%	8.2%	+1.4%
沙特阿拉伯	4.7%	4.7%	4.7%	4.9%	5.2%	6.1%	6.9%	7.5%	7.7%	8.1%	+3.4%
泰国	5.2%	5.3%	5.2%	5.6%	5.9%	5.9%	5.9%	5.8%	5.8%	5.8%	+0.6%
澳大利亚	4.3%	4.5%	4.9%	5.2%	5.4%	5.4%	5.6%	5.6%	5.6%	5.6%	+1.3%
中国	2.7%	3.0%	2.9%	3.0%	3.2%	3.7%	4.0%	4.5%	4.8%	5.5%	+2.8%
菲律宾	3.5%	3.5%	3.8%	4.2%	4.6%	4.7%	4.8%	4.9%	5.0%	5.2%	+1.7%
日本	4.5%	4.7%	4.7%	4.7%	4.6%	4.5%	4.5%	4.4%	4.4%	4.4%	-0.1%
韩国	2.1%	2.2%	2.4%	2.7%	2.9%	3.0%	3.1%	3.5%	3.9%	4.2%	+2.1%

渗透率计算方法: 功能性护肤市场规模 ÷ 护肤品市场规模
资料来源: Euromonitor, 浙商证券研究所

2.3. 企业篇：公司盈利强、集中度高、格局稳健

2.3.1. 集中度高：医研合作成为硬招牌，壁垒高+粘性好

企业特点之一：集中度高，薇诺娜市占率 20.5%，前十合计市占率 88%。根据 Euromonitor 数据，中国功能性护肤赛道前十品牌集中度高达 88%，同期护肤市场与彩妆市场前十集中度仅 48%和 31%。

表 6：中国功能性护肤赛道前十品牌集中度高达 87.8%，分别高于护肤市场与彩妆市场 56.7pcts、39.4pcts。

	Top 1	Top 2	Top 3	Top 4	Top 5	Top 6	Top 7	Top 8	Top 9	Top 10	前十集中度	品牌总数
彩妆市占率	美宝莲 9.1%	迪奥 6.6%	巴黎欧莱雅 6.4%	YSL 5.0%	Mac 4.0%	完美日记 4.0%	阿玛尼 3.6%	兰蔻 3.5%	卡姿兰 3.4%	雪奈尔 2.8%	48%	88 个
护肤市占率	巴黎欧莱雅 4.5%	百雀羚 4.5%	兰蔻 3.7%	雅诗兰黛 3.6%	自然堂 3.4%	Olay 3.4%	玫琳凯 2.3%	韩束 2.1%	SK-II 1.9%	一叶子 1.7%	31%	112 个
功能性护肤市占率	薇诺娜 20.5%	雅漾 14.5%	理肤泉 12.5%	贝德玛 8.9%	薇姿 7.1%	芙丽芳丝 6.3%	怡思丁 5.2%	修丽可 4.6%	艾维诺 4.2%	比度克 4.0%	88%	17 个

注：赛道品牌总数，特指 Euromonitor 统计中，市占率 0.1%及以上的主要品牌
资料来源：Euromonitor，浙商证券研究所

功能性护肤赛道内部进一步分化。涵盖护理调理、隔离防晒、卸妆清洁等全护肤流程，单一赛道竞争相对较小。成分来看，各产品使用成分不尽相同，重复率较低，且呈现一产品添加多种成分的趋势。

图 22：功能性护肤赛道内部细分，覆盖护肤全流程，基础成分成为品牌卖点

护肤步骤	品牌	天猫热销产品	功效	成分
护理调理	薇诺娜	舒敏保湿特护霜	保湿修复，舒缓敏感、泛红、干燥、刺痛	青刺果油+蘑菇葡聚糖+天然马齿苋精粹
	雅漾	舒泉调理喷雾	保湿补水、降低敏感、改善皮肤屏障	原始天然生物体Aqua.D+矿物质水
	理肤泉	B5多效保湿修复面膜	晒后修复	维生素原B5+积雪草苷+矿物质温泉水
祛痘	玉泽	皮肤屏障修护保湿霜	皮肤屏障修护、保湿强锁水	神经酰胺+角鲨烷+半乳糖阿拉伯聚糖+牛油果树脂+霍霍巴酯类+油橄榄果油+向日葵籽油
	理肤泉	清痘净肤细致精华乳	控油脂、清黑头、去粉刺闭口	维生素E+肌肽+LHA辛酸水杨酸+AIRLICUIM吸油因子+肌氨酸
	比度克	祛痘膏	舒缓泛红、渗透力强	角鲨烷+天然草本
妆前隔离	薇姿	水光焕亮凝透光采妆前隔离乳	抗氧化提亮肤色	牡丹根精粹+透明质酸
	怡思丁	防晒霜、防晒喷雾	水润防晒不闷痘，抵抗因光照导致的脱皮、长纹等肌肤问题	X2玻尿酸+维生素C+维生素E
卸妆清洁	贝德玛	舒妍多效洁肤液	卸除彩妆污垢、清理PM1-2.5微粒、抵抗重金属刺激	低聚果糖+甘露糖醇+鼠李糖+木糖醇
	芙丽芳丝	氨基酸净润洗面霜	温和、清洁敏感肌	椰油酰甘氨酸钾
	艾维诺	婴儿舒缓柔嫩防护面霜	深层滋润+肌肤免受泛红、干燥、脱屑、刺痛	燕麦精华

资料来源：天猫旗舰店，浙商证券研究所

问题一：为什么 TOP10 能占据 88%市场份额？

我们认为：行业具有研发+背书双重壁垒，竞争格局明显好于普通化妆品市场，单品牌成长空间大。化妆品的消费逻辑与产品研发模式较为成熟，壁垒相对较低，最近几年在电商红利的加持下，新锐品牌新锐背出。Euromonitor 统计，2019 年中国功能性护肤赛道市场份额 0.1%及以上品牌共 17 个，远小于婴幼儿、男士、高端和护肤市场的 27、45、82 与 112 个品牌。

图 23：各国市占率 0.1% 及以上的功能性护肤品牌，数量相对较少

中国	日本	法国	韩国	美国
薇诺娜	Dr Ci:Labo - 城野医生	雅漾	CNP - 希恩派	艾维诺
雅漾	珂润	理肤泉	Physiogel - 霍丝佳	Proactiv - 高伦雅芙
理肤泉	d program (资生堂旗下)	贝德玛	Atopalm - 爱多康	丝塔芙
贝德玛	雅漾	欧缦丽	艾维诺	CeraVe - 适乐肤
薇姿	Proactiv - 高伦雅芙	欧树NUXE	雅漾	Eucerin - 优色林
芙丽丝芳	Arouge (Zenyaku Kogyo Co Ltd)	薇姿	Eucerin - 优色林	Gold Bond (赛诺非)
伊斯丁	施巴	寇萝兰	Uriage - 依泉	StriVectin-SD - 斯佳唯婷
修丽可	Minon - 蜜浓	A-Derma - 艾芙美	理肤泉	Lubriderm (强生)
艾维诺		妙思乐	丝塔芙	理肤泉
比度克		Ducray - 护蕾	Dr Ato - 爱托	Rogaine/Regaine - 落健
施巴		RoC - 洛克	薇姿	珂润
丝塔芙		Rene Furterer - 馥绿德雅	Derma:B (It's Hanbul Co Ltd)	Desitin (强生)
玉泽		Phyto - 发朵	Nizoral - 仁山利舒	Aquaphor (拜耳斯道夫)
欧缦丽		Eucerin - 优色林	Bepanthen/Bepanthol (Bayer AG)	RoC - 洛克
妙思乐		Bepanthen/Bepanthol (Bayer AG)	Rogaine/Regaine - 落健	Selsun (赛诺非)
欧树NUXE		Weleda - 维蕾德		Nizoral - 仁山利舒
		Galénic (Pierre Fabre SA, Laboratoires)		薇姿
		Somatoline (Bolton Group, The)		AcneFree (L'Oréal Groupe)
		Elancyl (Pierre Fabre SA, Laboratoires)		Mustela (Expanscience SA, Laboratoires)
		Alopexy (Pierre Fabre SA, Laboratoires)		PanOxyl (GlaxoSmithKline Plc)
		Percutaféine (Pierre Fabre SA, Laboratoires)		AcneFree (University Medical Products)
		Uriage - 依泉		
		Rogaine/Regaine - 落健		
		Lactacyd - 令特送		
		Lierac (Alès Groupe SA)		

注：以上品牌顺序按照 2019 年各品牌市占率排列

资料来源：Euromonitor，浙商证券研究所

壁垒之一是研发壁垒。敏感肌消费者对产品温和性、修复性等效果要求更高，通常具备强研发能力的品牌有望入局。就国内当前竞争格局看，一般聚焦两类公司：1）医研合作品牌或孵化自药企。例如上海家化的玉泽品牌，由上海家化汇聚瑞金医院等各大医院皮肤科权威的医学专家联合研制；贝泰妮的薇诺娜，孵化自老牌药企滇虹药业；皮尔法伯集团的雅漾，皮尔法伯既是全球美妆集团，也是法国著名的制药企业。2）龙头美妆集团的子品牌。例如全球美妆集团欧莱雅旗下的薇姿和理肤泉。

壁垒之二是背书壁垒。敏感肌消费者的试错成本高，因此购买决策更谨慎。除常见的直播、KOL 等营销渠道外，医院临床观察、医生口碑推荐成为积累信任度的重要渠道。例如薇诺娜在学术期刊发表 128 篇论文，经过全国 70 余家医院皮肤科的多中心临床观察，截至 2017 年已在 2400 家医院使用过。

图 24：国内外功能性护肤龙头企业都拥有深厚的皮肤科背景与合作

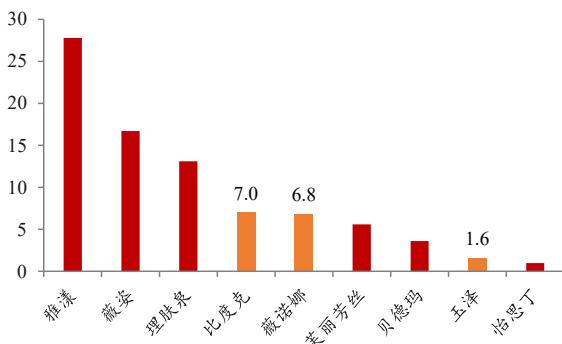


资料来源：品牌官网，《不同美妆品牌定位及渠道对比浅析》，浙商证券研究所

问题二：为什么各国龙头品牌市占率普遍高达 20% 以上？

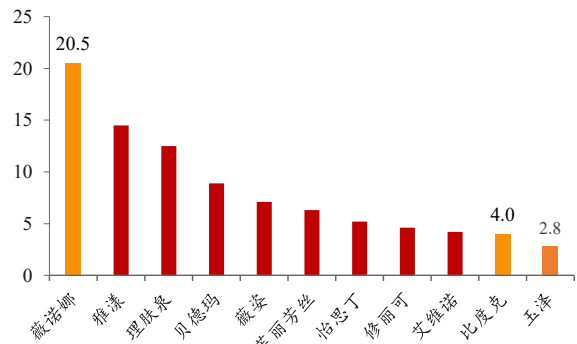
我们认为：敏感肌天然属性使得复购倾向较强，消费粘性有助于提升品牌市占率。根据 Euromonitor 统计，以植物天然提取物为主打的国货功能性护肤品牌正在崛起。15-19 年中国本土功能性护肤品牌市占率总计由 15.4% 上升至 27.3%，其中本土品牌薇诺娜逆袭，在 2019 年以 20.5% 的市占率成为中国功能性护肤头牌。

图 25：2015 年中国本土主要功能性护肤品牌市占率总计 15.4%



资料来源：Euromonitor，浙商证券研究所

图 26：2019 年薇诺娜品牌以 20.5% 位列功能性护肤市场第一



资料来源：Euromonitor，浙商证券研究所

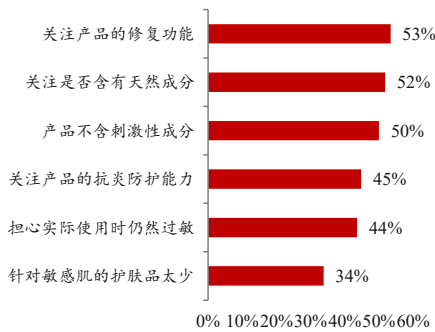
基础护肤品牌市占率通常在 5% 以下，消费者品牌忠诚度不高，而敏感肌消费者更容易对某一功能性护肤品牌产生消费粘性，并持续复购，使得领先的功能性护肤品品牌强者恒强。根据艾瑞咨询调研，44% 的用户表示会按照固定用量持续使用，22% 的用户表示会以疗程式增加用量，长期使用抗敏产品的总占比近七成。

1) 客观角度，应坚持使用敏感肌品牌。敏感肌消费者通常存在皮肤屏障受损，频繁更换护肤品或护肤品成分具有刺激性，易加重敏感程度。因此皮肤科医生会建议患者科学

选择敏感肌护肤品并坚持使用，敏感肌人群倾向于适用固定抗敏品牌，特别是被医生推荐过、自己使用后确实有效的品牌。

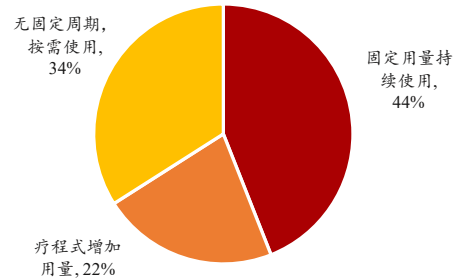
2) 主观感受，形成品牌信赖和依赖。敏感肌消费者存在刺痛、瘙痒等感受并可能伴有潮红等特征，进而引发颜值焦虑，这类消费通常抱着“寻医问药”的态度寻找适合的护肤品，一旦某品牌以产品力说服消费者“我可以挽救你的肌肤”，消费者在心理上自然形成品牌认可和忠诚。

图 27：半数客户最关注产品修复功能和成分天然无刺激



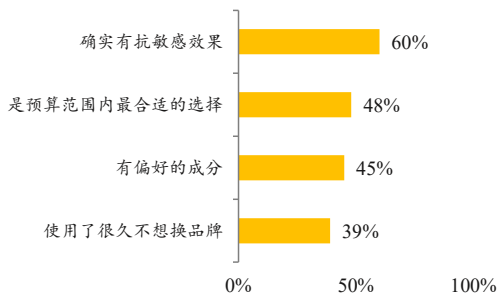
资料来源：艾瑞咨询，浙商证券研究所

图 28：近七成用户会长期固定或递增量地使用抗敏产品



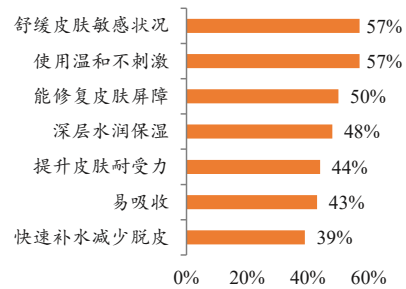
资料来源：艾瑞咨询，浙商证券研究所

图 29：六成用户认为产品确实有抗敏效果所以复购



资料来源：艾瑞咨询，浙商证券研究所

图 30：舒缓、温和为消费者看重的首要特性



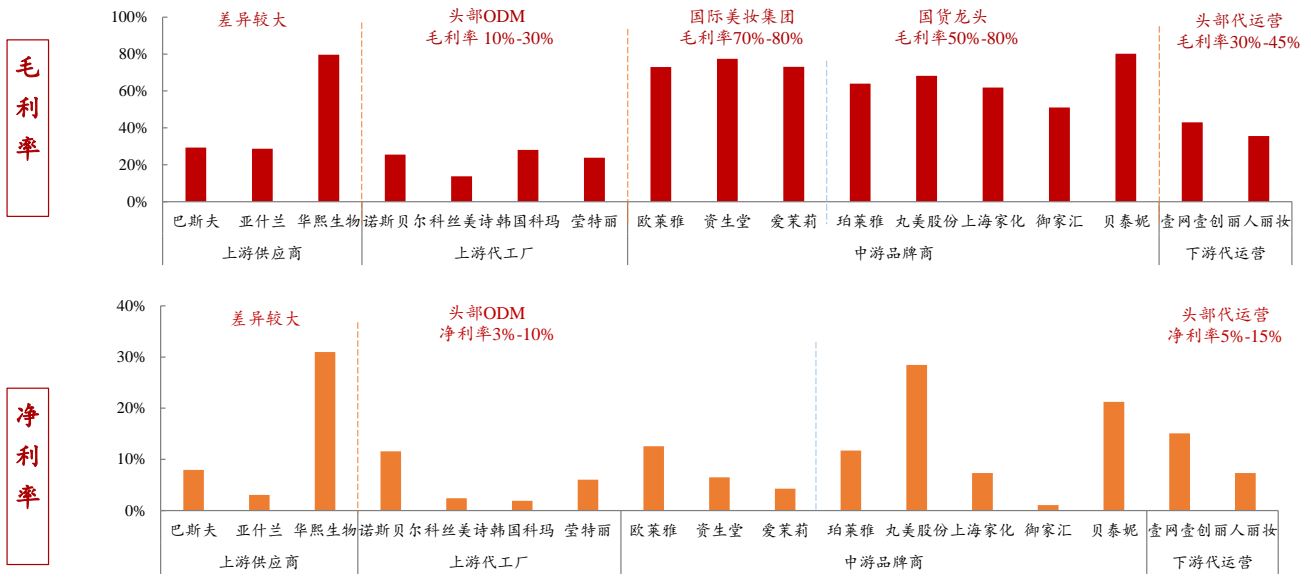
资料来源：艾瑞咨询，浙商证券研究所

2.3.2. 利润率高：品牌商链接上下游掌握主导权，表现为高毛利率、高费用率

企业特点之二：盈利能力强，薇诺娜以 80%+ 毛利率领跑化妆品行业。功能性护肤典型企业贝泰妮的毛利率可达 80%+，而普通化妆品企业的毛利率仅在 50%-70% 的区间，功能性护肤赛道盈利能力更佳。

品牌商掌握着化妆品行业核心的定价权，是化妆品产业链中附加值最高的环节，通常毛利率高达 50%-80%，其中传统国货品牌集中 50%-80%，国际大牌可达到 70%-80%。同时，品牌商具备高毛利率、高费用率特点，特别是销售费用率通常达到 30%-40%，净利率集中 5%-15%。

图 31：品牌商掌握着化妆品行业核心的定价权，通常毛利率可达 50%-80%



资料来源：Wind, Bloomberg, 浙商证券研究所

注：亚什兰为 18 年财年数据，其余为 19 年或 19 财年数据

敏感肌护肤品直击颜值焦虑的痛点，消费者愿意付出更高产品价格，价格敏感度低。化妆品是营销驱动型行业，直击消费者“变美的欲望+变丑的恐慌”。我们认为，敏感肌引发的颜值焦虑，往往更容易直击消费者痛点并使其付出更高的品牌溢价。目前中国敏感肌护肤龙头薇诺娜的母公司贝泰妮 2019 年毛利率高达 80%，比综合性美妆个护公司平均高出约 10pcts，领跑行业。

表 7：贝泰妮 2019 年毛利率高达 80%，比综合性美妆个护公司平均高出约 10pcts，领跑行业

		2015	2016	2017	2018	2019	
国货美妆龙头	珀莱雅	销售毛利率	63.9%	62.0%	61.7%	64.0%	64.0%
	珀莱雅	销售净利率	8.7%	9.5%	11.3%	12.1%	11.7%
	丸美股份	销售毛利率	68.7%	67.7%	68.3%	68.3%	68.2%
	丸美股份	销售净利率	23.6%	19.2%	23.1%	26.2%	28.5%
	上海家化 (化妆品类)	销售毛利率	83.7%	77.7%	80.7%	72.6%	72.7%
	上海家化	销售净利率	37.8%	4.1%	6.0%	7.6%	7.3%
	华熙生物 (功能性护肤品)	销售毛利率		61.4%	72.5%	83.7%	78.5%
	华熙生物	销售净利率		36.8%	27.2%	33.6%	31.0%
	御家汇 (水乳膏霜)	销售毛利率	58.6%	53.6%	48.9%	53.9%	44.7%
	御家汇 (贴式面膜)	销售毛利率	54.3%	53.1%	54.0%	48.8%	49.8%
	御家汇	销售净利率	6.9%	6.2%	9.6%	5.7%	1.1%
	贝泰妮	销售毛利率			81.3%	81.2%	80.2%
	贝泰妮	销售净利率			19.5%	21.2%	21.3%
国际美妆龙头	欧莱雅	销售毛利率	71.2%	71.6%	71.7%	72.8%	73.0%
	欧莱雅	销售净利率	13.4%	12.4%	14.7%	14.5%	12.6%
	资生堂	销售毛利率	74.3%	75.6%	77.0%	78.8%	77.5%
	资生堂	销售净利率	3.4%	4.0%	2.5%	5.9%	6.8%
	爱茉莉太平洋	销售毛利率	75.5%	74.8%	73.1%	72.8%	73.1%
	爱茉莉太平洋	销售净利率	12.3%	11.4%	7.8%	6.3%	4.0%
	雅诗兰黛	销售毛利率	80.6%	79.4%	79.2%	77.2%	75.2%
	雅诗兰黛	销售净利率	9.9%	10.6%	11.3%	12.1%	4.9%

资料来源：Wind, Bloomberg, 浙商证券研究所

3. 回顾：强研发团队+牢抓电商红利，稳居榜首

3.1. 产品：全品类+多品牌策略增强客户粘性

云南作为天然植物宝库，助力薇诺娜探索美肤奇迹。薇诺娜产品主要围绕天然植物的活性成分，例如青刺果、马齿苋、山茶花和重楼。

青刺果又名阿那斯果，生长在海拔约3200米的香格里拉雪山上，凌寒而花，迎旱而果。薇诺娜实验室研究证明，青刺果油含人体所需的不饱和脂肪酸，能促进皮肤角质形成细胞合成神经酰胺及透明质酸，主动修护受损皮肤屏障，保持肌肤健康状态。

马齿苋是一年生草本植物，耐涝耐旱，生命力顽强。《本草经疏》记载：马齿苋可整株入药，清热解毒，止渴，杀虫。根据何黎、温海等《含马齿苋及甘草提取物护肤品对敏感性皮肤辅助治疗作用的临床观察》，薇诺娜利用专利（专利号CN102764217A）萃取技术提取马齿苋精华，利用其消炎、抗敏的作用，有效缓解肌肤受到的刺激，增强肌肤耐受性，降低敏感度。

云南山茶特有保湿能量，生长在海拔约2800米的滇中高原和云南西部山地，被列为国家二级保护植物。2009年，薇诺娜研究院联合中科院昆明研究所、昆明大学第一附属医院皮肤科对云南山茶进行深入研究，以专利（专利号CN104958228A）科技萃取云南山茶精萃，山茶花瓣萃取物可润白亮泽肌肤，籽富含维生素、不饱和脂肪酸，可以深层滋养水润肌肤。

云南重楼生长于海拔约3100米的潮湿荫蔽深山中，具有重要的药用价值，《滇南草木》载：“重楼一名紫河车，一名独角莲。味辛、苦、性微寒。”根据王奇珮、孙东杰等《重楼总皂苷及不同皂苷成分对痤疮相关病原菌抑菌效果的评价》，薇诺娜实验室研究发现，从云南重楼提取到的甾体皂苷，直击痘痘根源，阻隔致痘源污染，对抗各种诱发因素。

图 32：青刺果及其对应产品



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

图 33：马齿苋及其对应产品



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

图 34：云南山茶及其对应产品



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

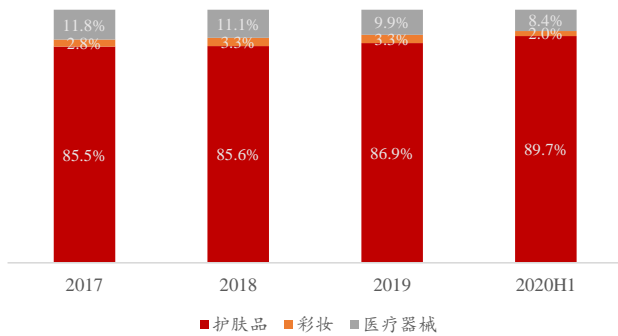
图 35：云南重楼及其对应产品



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

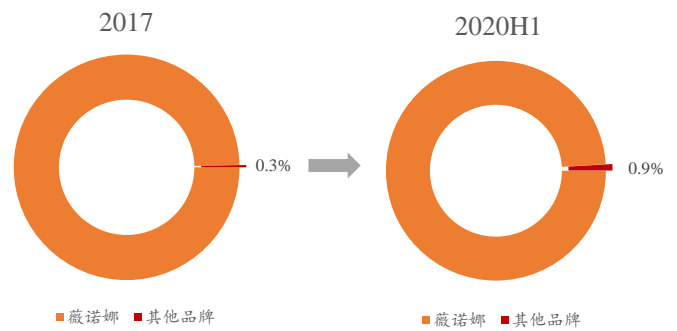
公司产品覆盖护肤品、彩妆和医疗器械。护肤品销售收入占比逐年升高，占比接近九成构成公司收入主要来源。根据 Euromonitor 的统计数据，2019 年度，公司在爽肤水（护肤品）产品市场排名第 12，其中本土企业排名第 2；面膜产品市场排名第 16，其中本土企业排名第 7，在护肤品细分市场领域中表现出色。公司销售的医疗器械产品主要包括透明质酸修护生物膜、透明质酸修护贴敷料等，主要用于微创术后屏障受损皮肤的保护和护理，17-19 年在公司主营业务收入中占比分别为 12%、11%和 10%。

图 36：护肤品占主导地位，营收占比稳步升高



资料来源：公司招股说明书，浙商证券研究所

图 37：主品牌“薇诺娜”贡献营收超 99%



资料来源：公司招股说明书，浙商证券研究所

图 38：薇诺娜 20 年天猫双十一第一波预售额为护肤品国货品牌第一

品牌	销售额排名	品牌	销售额排名	品牌	销售额排名	品牌	销售额排名
estee lauder/雅诗兰黛	1	olay/玉兰油	6	skinceuticals/修丽可	11	kiehl ' s/科颜氏	16
lancome/兰蔻	2	sk-ii	7	winona/薇诺娜	12	cosme decorte/黛珂	17
the history of whoo/后	3	shiseido/资生堂	8	hr/赫莲娜	13	homefacialpro	18
l'oreal/欧莱雅	4	freeplus/美丽芳丝	9	guerlain/娇兰	14	cpb/肌肤之钥	19
sulwhasoo/雪花秀	5	la mer/海蓝之谜	10	elizabeth arden/雅顿	15	curel/珂润	20

资料来源：淘数据，浙商证券研究所

注：标红为国货品牌

彩妆品类销售收入复合增速最高，医疗器械品类毛利率领先。

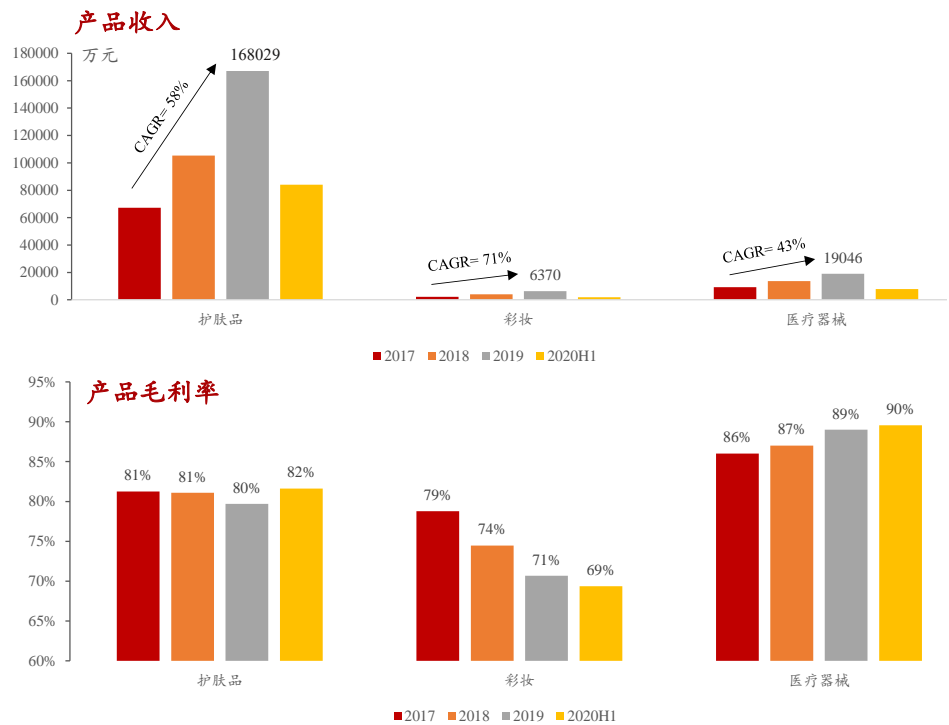
1) 护肤品 17-19 年销售收入以 58%的复合增速增长至 16.8 亿元，毛利率稳定在 81%左右。19 年护肤品的毛利率较 18 年略有下降，主要是公司为了抢占市场加大了线上自营平台等渠道的促销力度，部分产品的销售价格下降，从而导致护肤品的毛利率略有下降，并且公司加大了与毛利率略低的大型 B2C 平台客户（主要是唯品会、京东、天猫超市）的合作。

2) 彩妆 17-19 年收入复合增速为 71%，毛利率呈逐年下降趋势，公司彩妆主要采用 OEM 模式进行生产，其成本相对较高，因此彩妆的毛利率略低。目前彩妆产品属于积极扩展阶段，投入较多赠品用于促销，毛利率有所降低。

3) 医疗器械 17-19 年销售收入的复合增速为 43%，毛利率逐年升高至 90%。医疗器械产品定位区别于化妆品，公司自主定价能力较强，均价约为护肤品的 2 倍，同时全年很少参与促销活动，毛利率较高。19 年较 18 年毛利率增加主要是 19 年商业公司渠道医疗

器械的销售增加较多，而商业公司渠道的毛利率高于其他渠道，因此拉高了医疗器械的平均毛利率。

图 39：贝泰妮旗下各类产品的营业收入及毛利率



资料来源：公司招股说明书，浙商证券研究所

3.2. 销售：精准营销，借助线上红利弯道超车

充分利用新媒体时代的营销渠道多元化趋势，逐步树立专业的品牌形象。近年来，网络流量入口更加碎片化，平台推广、社交媒体、KOL、网络直播、IP 合作等多种营销手段使得化妆品传统营销格局被重构，营销渠道更为多元化。公司倾向于通过知乎、小红书等垂直领域的内容平台，通过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。

坚持线下渠道为基础，线上渠道销售为主导的销售模式。线上销售又分为线上自营（如天猫、京东、公司官网、微信等）、大型 B2C 平台分销（如唯品会、京东、天猫超市等）、线上经销商公司（如天猫等）。线下销售分为线下自营、商业公司模式、直供客户模式和区域经销商模式。19 年线上自营模式营收占比达 56%，为细分渠道中营收贡献最主要的来源。

图 40：销售模式以线下渠道销售为基础，以线上渠道销售为主导

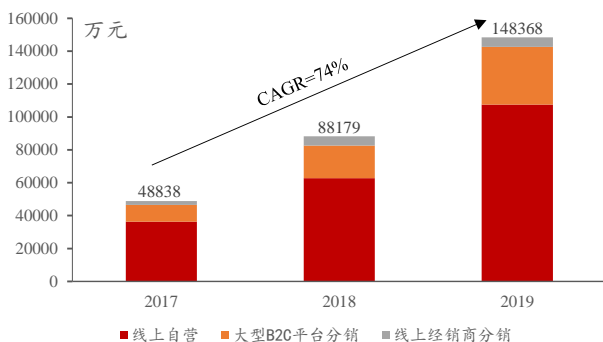
销售模式	简介	主要平台	19年营收占比
线上销售	线上推广自营模式	天猫、京东、公司官网等	55.6%
	线上+线下自营模式	微信	
	大型B2C平台分销模式	唯品会、京东、天猫超市等	18.2%
	线上经销商分销模式	天猫等	3%
线下销售	线下自营		0.2%
	商业公司模式	九州通、国药控股等	10.7%
	直供客户模式	云南健之佳健康连锁店等	10.4%
	区域经销商模式	长春科达尔生物科技等	2.1%

资料来源：公司招股说明书，浙商证券研究所

17-19 年线上渠道销售收入复合增速为 74%，其中线上自营为主要来源。17-19 年线上自营的销售额占线上渠道营业收入比例维持在 70%以上，主要系：1) 紧跟新媒体营销趋势，在微博、微信公众号、小红书、抖音、知乎等新兴媒体上进行内容营销，品牌知名度快速提升；2) 重视自营渠道建设，电商运营团队建立了成熟的运营模式，积累了丰富的营销经验，17-19 年线上自营渠道成交顾客数量分别为 98 万人、192 万人和 377 万人，客群复合增速为 96%。

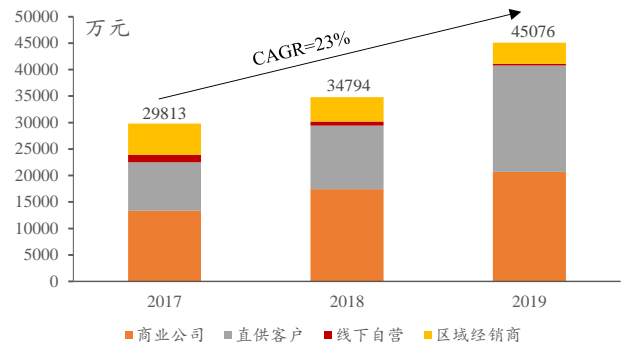
17-19 年线下渠道销售收入复合增速为 23%，其中直供客户渠道增长速度较快。1) 线下渠道中，商业公司收入占比约 45%。该模式下，公司与九州通、国药控股等商业公司签署购销协议，商业公司再将产品销售给药店、诊所等终端网点。该渠道终端网点众多、布局广泛、触角深入。2) 直供客户模式占比从 17 年 31%上升到 19 年 45%。该模式下，公司直接向健之佳、老百姓和一心堂等连锁药店、诊所供货，以买断式销售为主。

图 41：17-19 年线上渠道销售收入复合增速为 74%



资料来源：公司招股说明书，浙商证券研究所

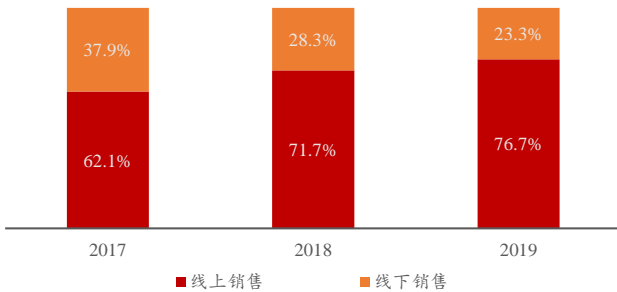
图 42：17-19 年线下渠道销售收入复合增速为 23%



资料来源：公司招股说明书，浙商证券研究所

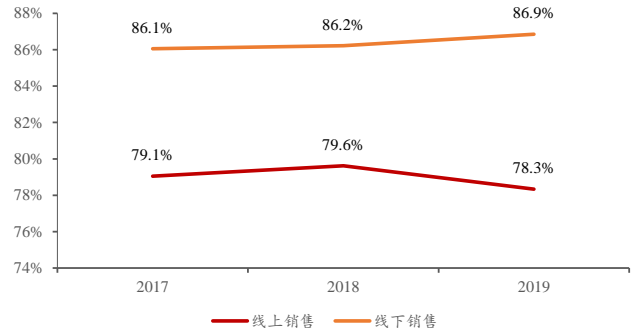
线下销售毛利率超 86%，高于线上渠道。（1）线下商业公司和直供渠道的单价、毛利率较高；（2）线上渠道会参与“618”、“双 11”等线上大促活动，大促期间线上渠道的实际销售折扣高于线下渠道供货折扣。

图 43：线上渠道营收占比逐年升高



资料来源：公司招股说明书，浙商证券研究所

图 44：线下销售毛利率高于线上渠道

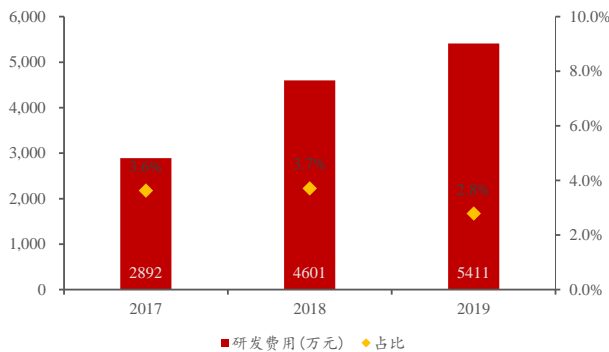


资料来源：公司招股说明书，浙商证券研究所

3.3. 研发：重视研发提升，潜心打造专家团队

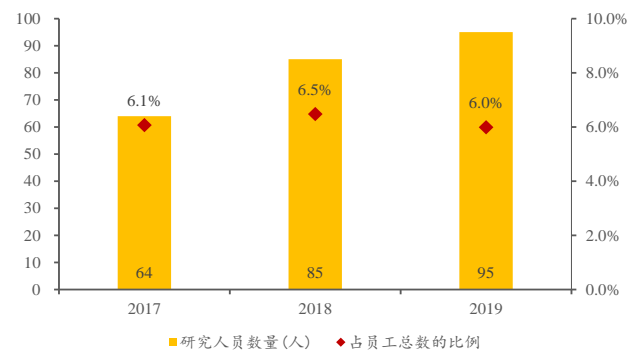
17-19 年研发费用复合增长 37%，研究人员数量逐年增加。研发费用从 17 年 2892 万元上升到 19 年 5411 万元，复合增长 37%，营业收入增速过快带动研发费用率有所下降；17-19 年研发人员数量占比稳定在 6% 以上，研发人员从 17 年 64 人增加到 19 年 95 人。公司重视研发，逐渐加大在研发领域的投入，此次募集资金投资项目“中央工厂新基地建设项目”建设现代化提取产业基地，采用先进技术进行植物提取物的自主提取，积极探索将积累的各项核心技术拓展到上游领域，从生产源头进行品质把控。

图 45：17-19 年，研发费用复合增长 37%



资料来源：公司招股说明书，浙商证券研究所

图 46：17-19 年，研究人员数量逐年增多



资料来源：公司招股说明书，浙商证券研究所

将提升研发实力置于战略发展的核心地位，团队实力雄厚，与高校和医院合作创新。

1) **学术成果**：集结国内外皮肤学、植物学、生物学领域科技人才，组成产学研一体化的薇诺娜研发团队，发布《薇诺娜皮肤学级护肤品及其在临床中的应用》红宝书，包括 15 篇皮肤学级护肤指南及共识、128 篇薇诺娜的基础研究和临床验证方面论文，在中国皮肤科和皮肤学级护肤行业中具有指导作用。2) **研发成果**：拥有境内有效专利 46 项，其中 14 项为发明专利，14 项为实用新型专利，18 项为外观设计专利。目前自主研发项目 8 项，涉及彩妆、儿童系列新产品，1 项全新品牌产品以及 3 项有关植物的产品应用与开发；与医院、高校及研究所合作的在研项目 3 项。

表 8：核心技术人员简介

姓名	职务	内容与目标
王飞飞	研发总监	负责公司研发体系建设，主持并参与公司全品系产品的研发工作，获得授权发明专利 7 项，实用新型专利 11 项，发表 4 篇核心期刊学术论文，2 篇国家级期刊学术论文
苏溫柔	研发经理	负责原料的评估及准入，立项产品的研发工作，获得授权发明专利 4 项，实用新型专利 1 项
唐杰	工艺经理	负责产品产业化实施，公司全品系产品产业化项目主要参与者，获授权实用新型专利 11 项
方伟	助力研发经理	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
莫隽颖	研发主管	负责感官评估及消费者调研，负责彩妆类产品配方研发，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	研发主管	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，获得授权实用新型专利 1 项，发表 3 篇中文核心期刊
周焱复	研发主管	负责公司新品配方研发工作，获得授权发明专利 4 项，实用新型专利 2 项

资料来源：公司招股说明书，浙商证券研究所

表 9：自主研发项目情况

项目名称	所处阶段	预算(万元)	内容与目标
III 类医疗器械	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三类医疗器械产品。
彩妆系列产品	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。
儿童系列产品	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。
皮肤屏障分型护理产品	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。
泊缇诗系列产品	配方研发	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。
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，用天然活性成分替代传统防腐成分，进一步提升产品安全性。
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，探索对应作用机制，制定质量标准并产业化。
植物抗炎活性成分开发及应用	中试阶段	291.62	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，研究其作用机制，制定质量标准，产业化应用于产品。

资料来源：公司招股说明书，浙商证券研究所

4. 展望：主品牌成长天花板高+子品牌孵化前景佳

4.1. 主品牌：敏感肌渗透率低，预计仍有 5 倍空间

1) 敏感肌发生率假设：敏感肌发生率为 1/3，其中 70% 轻弱度敏感，偶发型；30% 中重度敏感，持续型。

① 聚焦城镇消费：中国人口约 14 亿人，城镇化率 60%，则城市人口 $14 \times 60\% = 8.4$ 亿城市人口；

② 聚焦城镇女性消费：按照男女比 1:1 计算，8.4 亿城镇人口中，大约有 $8.4 \div 2 = 4.2$ 亿人城市女性，排除老人、婴幼儿等非主要目标客户，约 3 亿潜在适龄消费城市女性客户；

③ 聚焦城镇敏感肌女性消费：按照 1/3 敏感肌发生率计算，3 亿潜在适龄消费城市女性中，约有 1 亿人敏感肌人群，其构成为 7000 万轻弱度敏感+3000 万中重度敏感。

2) 敏感肌人群年客单价假设：轻弱度敏感肌 300 元，中重度敏感肌 1500 元

轻弱度敏感肌为偶发性，每年买 1 套产品或多次购买小样即可，客单价约 300 元；

中重度敏感肌为持续性，每年预计需要买 3-4 套洁面+水+乳+霜等产品，客单价约 1500 元。

3) 规模测算：城镇女性消费规模约 800 亿元，5 倍空间

轻弱度敏感肌人群：7000 万 × 300 ≈ 200 亿元；

中重度敏感肌人群：3000 万 × 1500 ≈ 450 亿元；

合计约 650 亿元。

Euromonitor 统计显示，截至 2019 年，中国功能性护肤市场（Dermocosmetics Beauty and Personal Care 品类）规模达 136 亿元，预计未来有 5 倍空间。

4) 规模叠加：男性敏感肌消费或仍有百亿市场

Euromonitor 统计显示，男性消费占整体美容个护消费的 12%，女性敏感肌护肤空间规模测算 650 亿元，则男性敏感肌仍有近百亿市场，合计未来市场消费潜力超 700 亿。






5) 市占率假设：龙头品牌市占率 20%-30%，取中位数 25%。

Euromonitor 统计显示，各国功能性护肤市场中，第一大品牌市占率通常集中 20%-30%，例如 2019 年各国龙头功能性护肤品牌市占率，中国-薇诺娜-20.5%、日本-城野医生-31%、韩国-CNP-27%、法国-雅漾-20%、美国-艾维诺-21%。预计薇诺娜市占率将维持 20%-25%，则预计薇诺娜零售规模天花板为 140-175 亿元。

4.2. 子品牌：婴幼儿+高端医美修护+资润等

品牌定位清晰，具有优秀的品牌塑造能力。主品牌“薇诺娜”专注于敏感肌肤护理和修饰，收入占比高达 99%，是公司长期聚焦和深度打造的品牌，在此基础上积极拓展多层次销售市场，塑造专注于专业婴幼儿护理的“WINONA Baby”品牌、专注于痘痘肌肤护理的“痘痘康”品牌、专注于高端皮肤修护的“Beauty Answers”品牌、专注于干燥性皮肤护理的“资润”品牌，以满足不同年龄、不同偏好的消费者需求。

图 47：“聚焦主品牌、拓展子品牌”发展战略

品牌	品牌定位	主要产品
	敏感肌肤护理和修饰	护肤品类：霜、护肤水、面膜、精华、乳液等 彩妆类：隔离霜、BB 霜、卸妆水等 医疗器械类：透明质酸修护生物膜、透明质酸修护贴敷料等
	专业婴幼儿护理	霜
	痘痘肌肤护理	霜、面膜泥等
	高端皮肤修护	护肤水、面膜、精华等
	干燥性皮肤护理	护肤品类：霜 医疗器械类：透明质酸修护生物膜

资料来源：公司招股说明书，浙商证券研究所

专业婴幼儿护理的“WINONA Baby”品牌：婴幼儿皮肤屏障功能脆弱，表皮只有成人厚度的十分之一、皮肤砖墙结构不完整、免疫系统尚未完善，易出现干燥、红痒和湿痒等皮肤问题。薇诺娜 baby 针对不同年龄婴幼儿推出系列产品线。0-2 岁产品线：特安养护洗发沐浴泡、特安养护身体乳、特安养护按摩油、特安养护手口湿巾和特安养护婴儿柔湿巾。2-12 岁产品线：倍润防护洗发露、倍润防护沐浴乳和倍润防护润唇膏。针对性护理线：复合修护紫草膏、特安养护护臀霜和舒润滋养霜。

专注于痘痘肌肤护理的“痘痘康”品牌：借助国际学术前沿的痤疮研究成果，利用欧洲药典祛痘成分澳洲原生茶树精油，致力研发“战痘产品”。

专注于高端皮肤修护的“Beauty Answers”品牌：携手国家教育部创新团队先导研发，基于不同医美项目各个阶段肌肤的独特需求，提供精准修护方案。由皮肤学专家推荐使用，可用于补充专业美容项目中，亦可作为进阶日常护理产品使用。

专注于干燥性皮肤护理的“资润”品牌：历时 3 年潜心研究，针对干燥性问题肌肤所设计，专门针对非公渠道研制开发的专属品牌。

5. 盈利预测

收入端：预计 2021-2023 年同比增速分别为 42.4%、37.3%、32.9%。

按照渠道划分：公司成功打通线下与线上，实现了线下与线上的相互渗透、对消费群体的深度覆盖，同时充分利用了互联网的高效性、主流电商平台汇集的巨大用户流量、灵活的新媒体营销手段，发挥公司在电商运营上的优势，凭借良好的产品质量，在消费升级、国货热流的带动下，实施精准营销，在化妆品行业国际品牌集中度较高的行业大环境下，成功实现了弯道超车，把握住行业快速增长的发展机遇，预计后续线上渠道增速明显高于线下渠道增速。

线上渠道：充分利用新媒体时代的营销渠道多元化趋势，预计线上渠道 2021-2023 年收入同比增速分别为 44%、39%、34%。

线下渠道: 受到新冠疫情等影响, 2020 年上半年部分客户未能正常营业, 2020 年增速明显放缓。目前公司线下经营基本恢复正常, 预计后续通过积极拓展直供客户等方式恢复高增长, 预计线下渠道 2021-2023 年收入同比增速分别为 33%、26%、25%。

费用端: 预计 2020-2022 年毛利率稳定在 80%左右。

费用端

1) 销售费用: 通常和新品推出节奏挂钩, 2020 年受疫情冲击影响, 加大线下营销投放, 2021 年销售费用率略有提升; 随着销售规模提升和费用管控, 预计 2021-2023 年销售费用率稳中有降。预计 2021-2023 销售费用率分别为 45.8%、45.0%、44.5%。

2) 管理费用: 根据公司历史表现, 管理费用率在规模效应下稳中有降, 预计 2021-2023 管理费用率分别为 6.3%、6.2%、6.1%。

3) 研发费用: 公司将提升研发实力置于战略发展的核心地位, 预计在规模效应和重视研发的双重影响下, 后续研发费用率趋于稳定, 预计 2021-2023 研发费用率分别为 2.5%、2.5%、2.5%。

综上, 预计 2021-2023 年归母净利润分别为 7.8、10.9 和 14.8 亿元, EPS 分别为 1.84、2.57、和 3.48 元/股。

表 10: 公司盈利预测

(百万元)	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
总收入	1944	2692	3832	5260	6990
YOY	56.7%	38.5%	42.4%	37.3%	32.9%
毛利率	80.3%	80.3%	80.3%	79.6%	79.5%
线上销售收入	1484	2270	3271	4552	6103
YOY	68.3%	53.0%	44.1%	39.2%	34.1%
线下销售收入	451	422	561	708	887
YOY	29.6%	-6.4%	33.0%	26.2%	25.2%
销售费用率	43.4%	46.9%	45.8%	45.0%	44.5%
管理费用率	7.0%	6.3%	6.3%	6.2%	6.1%
研发费用率	2.8%	2.4%	2.5%	2.5%	2.5%

资料来源: 公司招股说明书, 浙商证券研究所

估值

对标珀莱雅、上海家化和丸美股份。2021 年 3 月 16 日, 1) 珀莱雅: A 股大众化美妆龙头, 329 亿元市值——预计 2020-2022 年复合增长 26%, 2021 年 54x PE, 对应 2.1x PEG; 2) 上海家化: A 股综合美妆龙头, 306 亿元市值——预计 2020-2022 年复合增长 33%, 2021 年 61x PE, 对应 1.8x PEG (部分品牌重塑过程中); 3) 丸美: A 股眼部抗衰龙头, 196 亿市值——2020-2022 年复合增长 18%, 2021 年 31x PE, 对应 1.8x PEG。

贝泰妮: 单品牌渗透率提升+子品牌培育, 预计 2020-2022 年归母净利润复合增长 41%。公司聚焦高成长性的功能性护肤赛道, 以 20%+市占率位列功能性护肤榜首, 盈利能力明显领跑行业。考虑适当的龙头溢价, 给予 1.8-2.3 倍 PEG, 对应约 74-94 倍 PE。预计 2021 年归母净利润 7.81 亿元, 目标市值 578-734 亿元。

表 11：可比公司估值比较

上市公司	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE			
		2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
珀莱雅	329	3.93	4.79	6.11	7.59	84	69	54	43
上海家化	306	5.57	*4.30	5.02	7.63	55	*71	61	40
丸美股份	196	5.15	5.32	6.28	7.38	38	37	31	27

资料来源：Wind，浙商证券研究所

注：上海家化 2020 年净利润为年报披露值

6. 募投项目

本次公开发型不超过 6360 万股，不超过发行后总股本的 15%。预计项目总投资 15.3 亿元，其中募集资金投入 15.3 亿元，募集资金投资项目均围绕公司主营业务开展，并与公司现有生产经营规模、财务状况、技术水平、管理能力和发展目标等相适应。

表 12：募投项目基本情况

序号	募集资金投向	总投资金额 (万元)	预计使用募集资金投资金额 (万元)
1	中央工厂新基地建设项目	43,840	43,841
2	营销渠道及品牌建设项目	69,122	69,122
3	信息系统升级项目	10,506	10,506
4	补充营运资金	30,000	30,000
	合计	153,469	153,469

资料来源：公司招股说明书，浙商证券研究所

项目一：中央工厂新基地建设项目

公司计划投资 43841 万元用于中央工厂新基地建设项目。中央工厂新基地建设项目的建设目标为提高公司产能规模，满足销售增长对于产能扩张的需求。项目建设完成并全部达产后，每年将新增产能 4500 万支（万盒）。项目建设将有助于充分发挥公司规模经济优势，提高公司在化妆品市场上的竞争地位，增强公司盈利能力和抗风险能力。

项目二：营销渠道及品牌建设项目

公司计划投资 69122 万元用于营销渠道及品牌建设项目。公司将通过本项目加大品牌推广投入，加大线上、线下渠道推广力度，同时新增线下品牌形象店、线下智慧零售店以及线下售后服务点，提升公司品牌影响力和渠道竞争优势。

项目三：信息系统升级项目

公司计划投资 10506 万元用于信息系统升级项目。本项目将通过购置软硬件、新增信息化人员的方式，重新规划公司信息化系统架构、升级改造 IT 基础架构，提升公司信息化水平，为公司未来发展提供信息技术支持。

项目四：补充营运资金

公司计划使用募集资金 30000 万元补充营运资金。该部分资金将全部用于公司的主营业务，以改善公司财务，降低营运资金压力，保障公司日常生产经营资金需求。

7. 风险提示

1) 市场竞争加剧的风险

公司是国内生物医用软组织修复材料领域的创新型领先企业，在国内市场具有一定的先发优势。近年来医疗美容市场的需求快速增长，公司所处行业发展前景向好，主导产品行业平均毛利率水平较高，吸引多家企业通过自主研发或者兼并收购的方式进入国内市场，行业竞争将逐渐加剧，具体表现为研发注册、工艺技术、产品质量、产品价格、市场营销和服务、优秀人才等多方面的竞争。如果公司无法妥善应对市场新进入者的竞争，公司的经营业绩可能无法保持增长趋势。

2) 业务资质和产品注册批件无法按时办理续期风险

公司所处行业属受严格监管行业，主营业务开展需取得药监部门的批准，需取得医疗器械生产许可证、医疗器械经营许可证等业务资质，生产相关产品也需取得相关产品的注册批件。报告期内公司及子公司未出现因自身原因导致业务资质和/或产品注册批件无法按期办理续期或相关业务资质和/或产品注册批件过期仍违规开展业务和/或生产的情况。若公司及子公司未能如期取得相关经营资质和/或产品注册批件，将导致公司及子公司不能继续生产或经营相关产品，对公司的持续经营会造成不利影响。

3) 公司综合毛利率下降的风险

报告期内，公司凭借研发技术、营销服务、品牌形象等优势保持了较高的毛利率水平。报告期各期，公司综合毛利率分别为 86.15%、89.34%和 92.63%。随着下游行业发展前景向好，市场容量进一步扩大，将吸引更多企业进入，行业竞争也随之加剧，公司综合毛利率水平存在下降的风险。

4) 下游客户和行业风险

公司下游客户众多，不能完全排除部分经销商在销售、推广公司产品和部分医疗机构及其执业医师在使用公司产品过程中可能存在不符合公司合规经营管理体系或相关法律法规的行为，这可能会影响公司的品牌形象。此外，部分媒体会出现公司所在行业下游客户的负面报道，不论上述报道是否属实或者经过确证，均可能影响消费信心，包括公司在内的行业上游厂家会因此受到不利影响。

5) 其他风险：例如产能扩张风险、产品结构相对单一风险、税收优惠变化风险等。

表附录：三大报表预测值

资产负债表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	1391	2376	3550	5186
现金	752	1616	2555	3886
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	187	260	298	394
其它应收款	10	17	23	29
预付账款	29	38	50	73
存货	254	365	518	690
其他	160	80	105	115
非流动资产	211	249	293	341
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
固定资产	69	92	108	127
无形资产	55	70	84	96
在建工程	41	43	49	58
其他	46	44	52	60
资产总计	1602	2625	3843	5527
流动负债	391	564	691	902
短期借款	0	0	0	0
应付款项	135	193	265	362
预收账款	0	40	32	38
其他	256	331	394	502
非流动负债	9	15	17	13
长期借款	0	0	0	0
其他	9	15	17	13
负债合计	400	579	708	916
少数股东权益	3	3	4	4
归属母公司股东权	1199	2044	3131	4607
负债和股东权益	1602	2625	3843	5527
现金流量表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	431	807	979	1336
净利润	544	781	1088	1477
折旧摊销	25	16	19	21
财务费用	(1)	(18)	(31)	(48)
投资损失	(3)	(3)	(3)	(3)
营运资金变动	(84)	115	37	28
其它	(50)	(84)	(131)	(138)
投资活动现金流	(86)	(54)	(51)	(57)
资本支出	(48)	(31)	(29)	(36)
长期投资	0	0	0	0
其他	(38)	(23)	(23)	(21)
筹资活动现金流	(121)	111	11	51
短期借款	(15)	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	(106)	111	11	51
现金净增加额	224	864	939	1331

利润表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	2692	3832	5260	6990
营业成本	526	756	1074	1430
营业税金及附加	46	72	94	125
营业费用	1263	1755	2367	3111
管理费用	169	241	326	426
研发费用	63	96	132	175
财务费用	(1)	(18)	(31)	(48)
资产减值损失	15	24	31	42
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	3	3	3	3
其他经营收益	35	24	28	29
营业利润	650	933	1298	1761
营业外收支	(2)	(2)	(2)	(2)
利润总额	648	931	1296	1759
所得税	104	150	208	283
净利润	544	781	1088	1477
少数股东损益	0	0	0	1
归属母公司净利润	544	781	1088	1476
EBITDA	661	929	1284	1732
EPS (最新摊薄)	1.28	1.84	2.57	3.48
主要财务比率				
	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入	38.49%	42.37%	37.25%	32.89%
营业利润	29.40%	43.55%	39.21%	35.64%
归属母公司净利	31.94%	43.68%	39.29%	35.69%
获利能力				
毛利率	80.46%	80.27%	79.58%	79.55%
净利率	20.20%	20.39%	20.69%	21.12%
ROE	55.38%	48.08%	41.98%	38.11%
ROIC	44.56%	37.50%	33.91%	31.17%
偿债能力				
资产负债率	24.97%	22.04%	18.42%	16.56%
净负债比率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	3.56	4.21	5.14	5.75
速动比率	2.91	3.57	4.39	4.98
营运能力				
总资产周转率	2.00	1.81	1.63	1.49
应收帐款周转率	18.01	16.78	17.07	16.94
应付帐款周转率	5.13	5.02	4.96	4.92
每股指标(元)				
每股收益	1.28	1.84	2.57	3.48
每股经营现金	1.02	1.91	2.31	3.15
每股净资产	3.33	4.82	7.39	10.88
估值比率				
P/E				
P/B				
EV/EBITDA				

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区深南大道 2008 号凤凰大厦 2 栋 21E02

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>