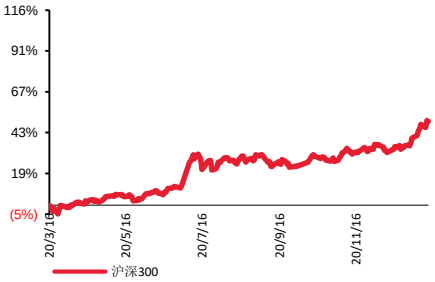
太平洋证券 PACIFIC SECURITIES

商贸零售

“国货之光”贝泰妮：敏感肌护理龙头，星辰大海扬帆起航

合理发行价值区间： 365-405 亿元新股　　新股投资价值分析

■ 走势比较



■ 发行概况

公司全称	云南贝泰妮生物科技集团股份有限公司
所属证监会行业	日常消费—家庭与个人用品—个人用品Ⅲ—个人用品
发行前总股本	3.6 亿股
本次发行新股	6360 万股
发行后总股本	4.24 亿股

证券分析师：郭彬

电话：18621965840

E-MAIL：guobin@tpyzq.com

执业资格证书编码：S119051909001

投资要点：

行业赛道优质：敏感肌护肤需求属于消费代际迭代需求，赛道特点是需求新且不可逆，增长快且上限高，确定性强逻辑长。 敏感肌护肤需求属于经济体量和人民生活水平到一定标准后产生的代际需求。根据 Euromonitor 数据，2019 年我国化妆品行业整体市场容量达到 4,777.20 亿元，2014 年-2019 年的年均复合增长率达到 9.9%。2019 年中国皮肤学级护肤品市场容量为 135.51 亿元。2014 年-2019 年中国皮肤学级护肤品市场的年均复合增长率达到 23.2%，增速远高于化妆品行业的整体增速。根据世界卫生组织，亚洲女性敏感肌发生率为 40%~56%，但我国皮肤学级护肤品渗透率为 5.5%，远低于欧美国家水平。

公司优势：深耕敏感肌护理赛道，品牌力及市场地位有目共睹。 贝泰妮创立超过十年，创始人郭振宇及团队产业基础深厚，创始团队依托滇虹药业与云南白药成功基础与资源禀赋，专注皮肤护理大健康事业。旗下薇诺娜品牌在功能性护肤品大类中品牌力及消费者认可度较高。根据 Euromonitor 数据，“薇诺娜”品牌在 2019 年度国内皮肤学级护肤品市场排名第 1，超过薇姿雅漾等海外头部品牌，是极少数现阶段能在细分市场中打败海外大牌的中国品牌。

投资逻辑：优质赛道中已经证明自身能力的公司，未来核心品牌+单品有望继续深化，渠道端扩张可期，品牌矩阵发轫。 我们认为薇诺娜及舒敏系列品牌力强，有望继续巩固皮肤学级护肤品第一地位，进一步渗透广义功能性护肤品市场。渠道端线上仍维持较高增速，线下五十万家药店及网点中渗透率仍处于较低水平，有较大提升空间。品牌矩阵方面，WINONA Baby（婴幼儿肌肤护理）+ Beauty Answers（高端皮肤修护）等副品牌线具有发展潜力。

盈利预测与投资建议： 我们预计公司 2020-2022 年营业收入分别为 26.9/39/53.3 亿元，归母净利润分别为 5.4/8.1/11.2 亿元。参照 A 股化妆品与医美类公司相关估值水平，考虑到公司属于优质赛道的优质龙头，品牌溢价与市场地位优秀，有望受到市场青睐，**预计上市后公司估值有望达 90-100x，根据 21 年 8.1 亿归母净利润业绩预期，给予公司上市后目标市值 729 - 810 亿。**

风险提示：行业竞争加剧风险，销售平台相对集中风险。

目录

一、 贝泰妮：敏感肌肤产品行业标杆，品牌力铸就龙头 5
(一)公司简介——敏感肌肤产品行业标杆 5
(二)发展历程：医学背景浓厚，专注敏感肌护理 5
(三)股权结构：实控人合计持股 57%，股权结构稳定 6
(四)品牌矩阵：薇诺娜为核心，拓展多层次市场 7
二、 财务分析——营收盈利稳定增长，盈利能力优秀 9
1、 营收规模稳步上升：线上渠道表现亮眼 9
2、 毛利率：公司毛利率维持同行业高水平，盈利能力优秀 9
3、 公司费用率有所增加：主要受线上占比提升所致 10
4、 公司盈利能力：公司营运能力良好，现金流表现乐观 11
三、 行业分析：功能性护肤品市场容量大潜力强 12
1、 功能性护肤品更具专业性科学性 12
2、 功能性护肤品增速高于化妆品整体，但仍有很大发展空间 15
3、 他山之石——国外功能性护肤品发展镜鉴 19
4、 渠道深化驱动行业未来发展 22
四、 电商渠道发力+科研硬实力+优质产品力，竞争优势显著 27
1、 准确把握电商渠道，建立完善的“线下+线上”销售模式 27
2、 学术医学背景强背书+专注研发，打造卓越产品力 28
3、 大单品产品认可度高功效好，中长期品牌矩阵具有潜力 30
五、 盈利预测与估值 31
六、 风险提示 31

图表目录

图表 1：贝泰妮公司发展历程 6
图表 2：股权结构图 7
图表 3：贝泰妮品牌汇总 8
图表 4：各品牌主要产品 8
图表 5：公司营收规模稳步上升 单位：亿元/% 9
图表 6：线上渠道快速增长 单位：万元 9
图表 7：公司归母净利润持续高增长 单位：亿元/% 10
图表 8：毛利率维持 80%+，净利率维持 20%+，定价能力强 单位：% 10
图表 9：公司各类费用率 单位：% 11
图表 10：公司费用率相比同行较高 单位：% 11
图表 11：公司运营能力良好 单位：次/年 12
图表 12：公司现金流充沛 单位：亿元 12
图表 13：敏感性皮肤屏障功能受损示意图 13
图表 14：敏感性皮肤带来一系列皮肤问题 单位：% 13
图表 15：世界各地敏感肌发生率普遍较高 单位：% 14
图表 16：普通护肤品与功能性护肤品的区别 14
图表 17：中国化妆品行业处于增长期 单位：亿/% 15
图表 18：2015 年-2019 中国化妆品类零售总额（亿） 15
图表 19：2019 年我国化妆品市场构成 15
图表 20：2015 年-2019 年护肤品市场保持高速增长 16
图表 21：2015 年-2019 年美妆市场增长迅猛 16
图表 22：2015-2019 北美市场零售额 单位：亿美元 16
图表 23：人均消费额（USD）与欧美日发达国家差距较大 单位：美元 17
图表 24：中国皮肤学级护肤品市场规模增长显著 单位：亿元/% 17
图表 25：2010-2019 我国皮肤学级护肤品市场渗透率较欧美发达国家低 单位：% 18
图表 26：我国化妆品线下渠道销售占比低 单位：% 18
图表 27：2015 年我国功能性护肤主要品牌市占率 19
图表 28：2019 年我国功能性护肤主要品牌市占率 19
图表 29：欧美功能性护肤品市场主要品牌 20
图表 30：日本功能性护肤品市场主要品牌 20
图表 31：日本连锁功能性护肤品店渠道售卖品类占比 单位：% 21
图表 32：资生堂研发与收入占比逐年升高 22
图表 33：资生堂研发费用率行业前列 单位：% 22
图表 34：化妆品行业电商渠道维持高增速 单位：亿元，% 22
图表 35：电商渠道占比持续增长，成护肤品第一大渠道 单位：% 23
图表 36：贝泰妮线上渠道增长显著 单位：% 23
图表 37：直播用户规模不断提高 单位：亿人/% 24
图表 38：直播市场规模翻倍：单位：亿元/% 24
图表 39：林清轩董事长带头直播 24
图表 40：KOL 社群兴起，2020 年 6 月小红书护肤笔记数量 单位:篇 24
图表 41：天猫双十一成分党崛起（2018 年数据） 单位:% 25
图表 42：半数消费者最关注产品修复功能和成分天然无刺激 单位:% 26
图表 43：护肤演变逻辑 26
图表 44：化妆品各成分类销售额对比 26
图表 45：线上+线下模式结合 27
图表 46：薇诺娜线上渠道复购率高 单位:% 28
图表 47：公司部分获奖记录 28

图表 48：研发团队实力雄厚 29
图表 49：贝泰妮研发费用占比较高 单位：% 29
图表 50：薇诺娜定期举行专家在线咨询会 30
图表 51：薇诺娜品牌临床试验 30
图表 52：薇诺娜产品相关论文科研背书 30
图表 53：薇诺娜代表性大单品舒敏保湿特护霜 31
图表 54：薇诺娜舒敏系列收入占比高 单位：% 31

一、 贝泰妮：敏感肌肤产品行业标杆，品牌力铸就龙头

（一） 公司简介——敏感肌肤产品行业标杆

- **公司是以“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，重点针对敏感性肌肤，在产品销售渠道上与互联网深度融合的专业化妆品生产企业。**围绕着已成功塑造的“薇诺娜”品牌，公司在此基础上不断衍生，积极拓展多层次销售市场，塑造了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。公司产品主要包括霜、护肤水、面膜、精华、乳液等护肤品类产品及隔离霜、 BB 霜、卸妆水等彩妆类产品。
- **专注皮肤健康护理领域，敏感肌护理赛道一骑绝尘。**公司以**“打造中国皮肤健康生态”**为使命，深入洞察消费者需求，以皮肤学理论为基础，结合生物学、植物学等多学科技术，持续进行产品研发和技术创新，不断向消费者提供符合不同皮肤特性需求的专业型化妆品。公司坚持走产品专业化路线，随着收入规模的扩大和实力的提升，公司已成为全国领先的化妆品生产企业之一，并树立了针对敏感性肌肤产品的行业标杆。
- **根据 Euromonitor 的统计数据，公司旗下“薇诺娜”品牌在 2019 年度国内皮肤学级护肤品市场排名第 1。**2019 年，公司旗下“薇诺娜”品牌被行业权威杂志《化妆品报》评为“敏感肌护理品类第 1 名”；同时，公司在护肤品细分市场领域中表现出色，根据 Euromonitor 的统计数据，2019 年度，公司爽肤水(护肤水)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。

（二） 发展历程：医学背景浓厚，专注敏感肌护理

- **从公司发展历程来看公司研发水平强，医学背景浓厚。**创始人郭振宇为美国乔治华盛顿大学终身教授，30 岁专注学术研究，50 岁创立薇诺娜品牌，公司前身为昆明贝泰妮生物科技有限公司，2013 年成立集团研发中心，2015 年薇诺娜亮相世界皮肤科大会，2017 年入选国家教育部创新团队协作成员单位，2019 年公司旗下的主品牌薇诺娜国内皮肤学级护肤品市场排名第 1，超过法国巨头品牌雅漾。

图表 1：贝泰妮公司发展历程

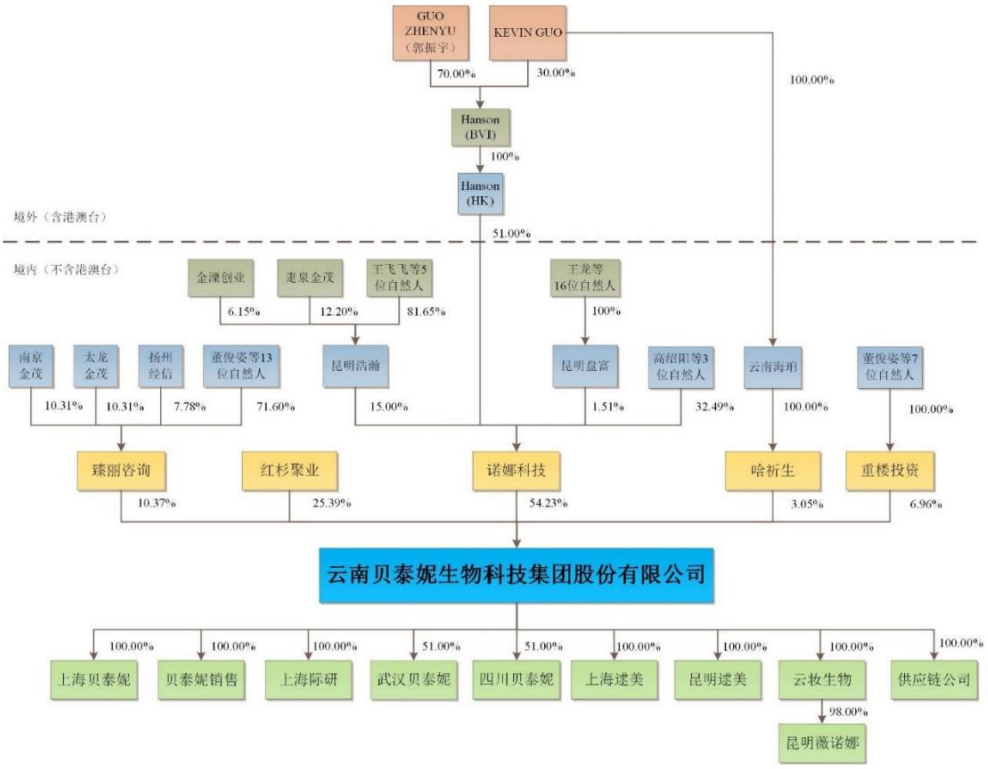
时间	事件
2010	集团前身昆明贝泰妮生物科技有限公司正式成立
2011	薇诺娜官方旗舰店正式登陆天猫商城
2012	成为云南省高等学校协同创新中心项目协作单位
2013	成立集团研发中心，设立集团子公司上海贝泰妮生物科技有限公司
2014	获国际著名风投机构红杉资本投资
2015	通过国家高新技术企业认定，薇诺娜亮相世界皮肤科大会，实现中国品牌零的突破
2016	速美 APP 正式推出上线
2017	入选国家教育部创新团队协作成员单位
2018	集团质量管理体系获美国食品和药品管理局颁布的化妆品良好操作规范指南 GMPC 认证及 ISO 22716:2007(E)化妆品-良好操作规范认证
2019	被授予云南省博士后科研工作站，荣登天猫双十一美妆护肤类目 TOP9 行列

资料来源：贝泰妮官网，太平洋研究院整理

（三） 股权结构：实控人合计持股 57%，股权结构稳定

- **公司股权结构稳定。**公司实际控制人为 GUO ZHENYU（郭振宇）和 KEVIN GUO 父子，首发前两人合计持股 57.27953%。另一大股东红杉聚业是公司于 2014 年引入的天使轮投资者，持有 25.39313%的股份。
- **公司目前有 6 家全资子公司：**上海贝泰妮、贝泰妮销售、上海际研、上海速美、昆明速美、云妆生物；2 家控股子公司：武汉贝泰妮(51%股权)、四川贝泰妮(51%股权)；1 家 2 级子公司：昆明薇诺娜（云妆生物持股 98%）。

图表 2：股权结构图



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

（四） 品牌矩阵：薇诺娜为核心，拓展多层次市场

“薇诺娜”品牌专注于敏感肌肤护理和修饰，是公司长期聚焦和深度打造的主要品牌。该品牌旗下产品线齐全，涵盖护肤品类、彩妆类、医疗器械类几个大类。围绕着已成功塑造的“薇诺娜”品牌，公司在此基础上不断衍生，积极拓展多层次销售市场，塑造了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。

图表 3：贝泰妮品牌汇总

资料来源：贝泰妮招股说明书，太平洋研究院整理

图表 4：各品牌主要产品

品牌	品牌定位	主要产品
WINONA 薇诺娜	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
WINONA Baby	专业婴幼儿护理	霜
痘痘康	痘痘肌肤护理	霜、面膜泥等
BEAUTY ANSWERS	高端皮肤修护	护肤水、面膜、精华等
ZIRUN 资润	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

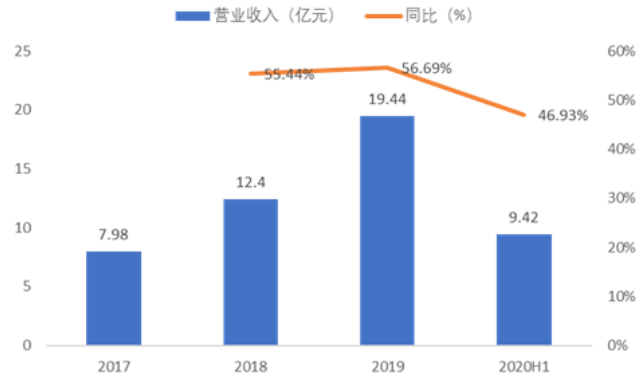
资料来源：贝泰妮招股说明书，太平洋研究院整理

二、 财务分析——营收盈利稳定增长，盈利能力优秀

1、 营收规模稳步上升：线上渠道表现亮眼

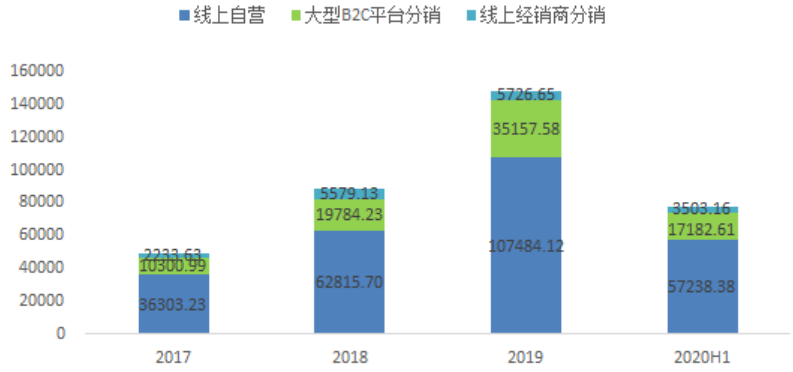
- **公司近几年营收规模稳步上升**，总营收从 2017 年的 7.98 亿增长至 2019 年的 19.44 亿，营收的 CAGR 为 56.1%。盈利规模整体呈上升趋势，**公司净利润从 2017 年的 1.54 亿元到 2019 年 4.12 亿元，净利润的 CAGR 高达 63.6%。**高增长主要由于公司近几年应用互联网思维，实现了线下与线上的相互渗透、对消费群体的深度覆盖。公司发挥在电商运营上的优势，凭借良好的产品质量，在消费升级、国货热潮的带动下，成功把握住化妆品行业快速增长的发展机遇。2020 年 H1，公司实现总营收 9.42 亿元，同比增长 32.47%。其中线上销售（线上自营+线上分销）金额为 7.8 亿元（占比 83.2%），线下销售（线下自营+线下分销）金额为（占比 16.8%）。线上销售渠道成为公司实现销售收入最主要的销售渠道。
- **公司销售收入尤其是线上渠道销售收入快速增长**，2018 年度、2019 年度和 2020 年 1-6 月，公司主营业务收入分别较上年同期增长 56.35%、57.31%和 32.87%，其中线上渠道销售收入增长分别为 80.55%、68.26%和 48.15%。

图表 5：公司营收规模稳步上升 单位：亿元/%



资料来源：贝泰妮招股书，太平洋研究院整理

图表 6：线上渠道快速增长 单位：万元



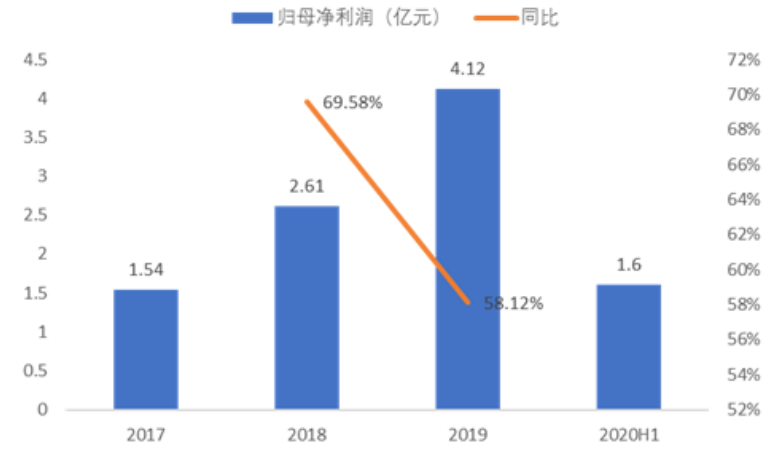
资料来源：贝泰妮招股书，太平洋研究院整理

2、 毛利率：公司毛利率维持同行业高水平，盈利能力优秀

- **公司 2017 年至 2019 年毛利率分别为 81.28%、81.16%和 80.22%，净利率分别为 19.47%、21.20%、21.25%远高于行业内其他公司。**主要是因为：（1）公司线上渠道占主营业务收入的

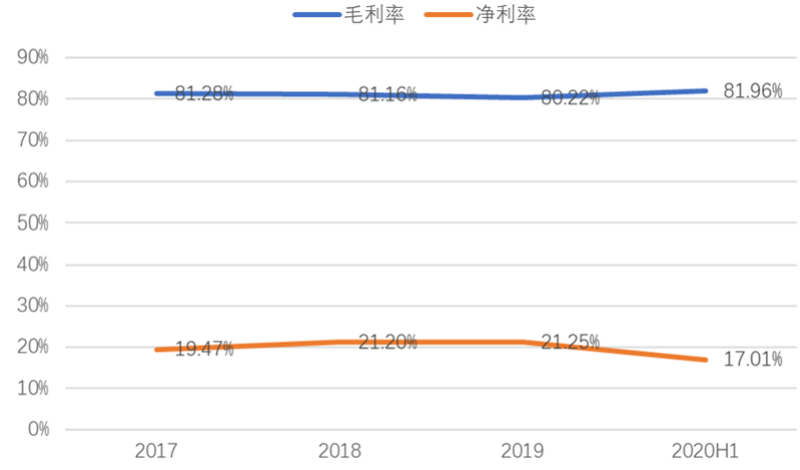
比例超过 70%，其中的线上自营模式，公司直接面向终端消费者销售，减少了中间流通环节。（2）公司以“打造中国皮肤健康生态”为使命，深入洞察消费者需求，以皮肤学理论为基础，结合生物学、植物学等多学科技术，持续进行产品研发和技术创新，不断向消费者提供符合不同皮肤特性需求的专业型化妆品。（3）在激烈的竞争环境下，公司结合自身优势选择了差异化的赛道参与市场竞争，避免产品的同质化。公司产品主要受众为敏感肌人群，该人群有巨大的皮肤改善需求，不仅消费动力大，而且客户粘性高。以公司薇诺娜官方旗舰店（天猫）为例，近三年公司产品复购率已经接近 30%。

图表 7：公司归母净利润持续高增长 单位：亿元/%



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 8：毛利率维持 80%+，净利率维持 20%+，定价能力强 单位：%

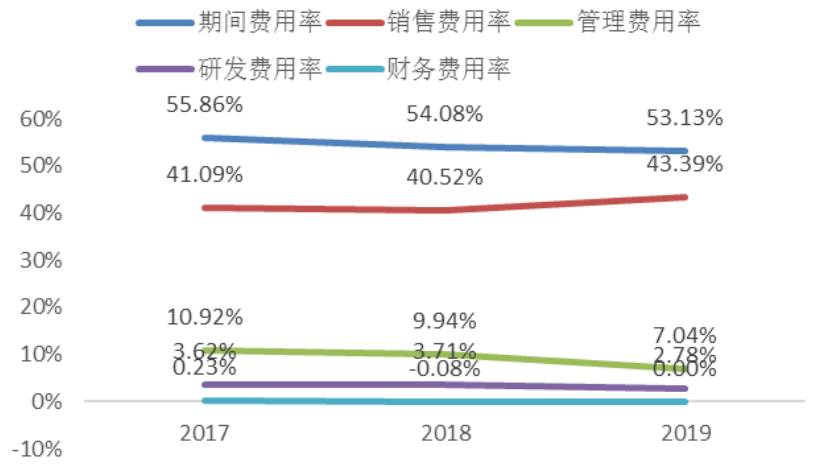


资料来源：Wind，太平洋研究院整理

3、 公司费用率有所增加：主要受线上占比提升所致

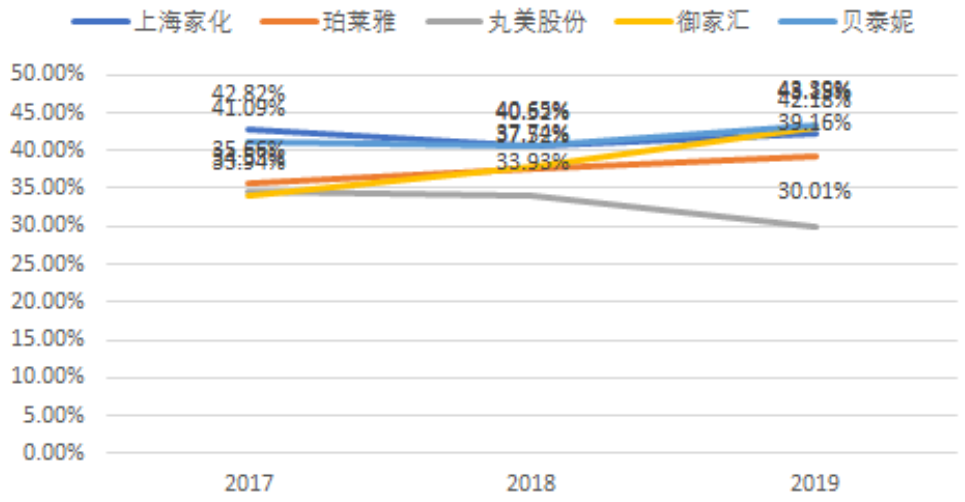
- **公司快速增长，费用率不断提高。**2017-2019 年期间费用率分别为 55.86%、54.08%、53.13%。公司 2017-2019 年销售费用率分别为 41.09%、40.52%/、43.39%，与上海家化、御家汇的销售费用率水平基本一致。

图表 9：公司各类费用率 单位：%



资料来源：贝泰妮招股书，太平洋研究院整理

图表 10：公司费用率相比同行较高 单位：%



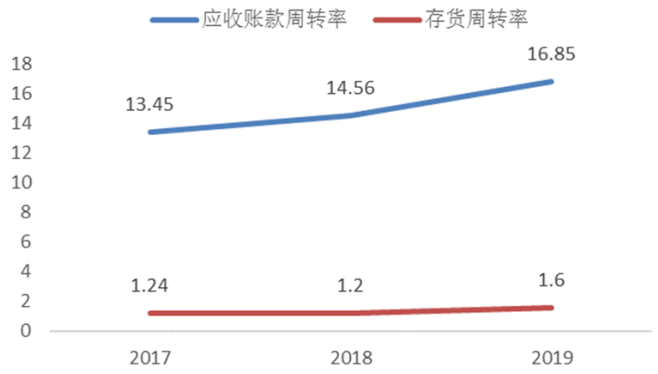
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

4、 公司盈利能力：公司营运能力良好，现金流表现乐观

- **公司存货周转和营收账款周转稳定，运营能力表现良好。**2017-2019 年公司存货周转率分别为 1.24 次/年、1.2 次/年、1.6 次/年；应收账款周转率分别为 13.45 次/年、14.56 次/年、16.85 次/年，一方面，公司主要以委托加工方式进行生产，由于加工厂商同时要为多家化妆品企业生产产品，这种生产模式下会加长公司的备货周期，即公司需要更多的存货以满足日常销售需要;另一方面，公司以线上销售为主，这要求公司备货充足来随时满足消费者的订单需求。而且公司产品种类繁多也对需要有一定的库存。经营性现金流总额 2017-2019 年分别为 2.02 亿元、1.02 亿元、5.15 亿元，现金流表现良好。公司主要营收中线上自营模式占了 60%以上，以天猫自营平台为例店铺佣金自买家向商户支付的订单款项中实时扣除，能够保证公司能够获得及时的现金流。

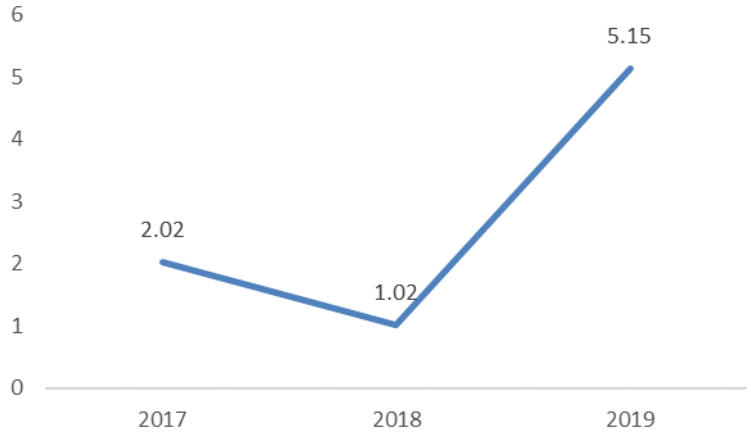
●

图表 11：公司运营能力良好 单位：次/年



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 12：公司现金流充沛 单位：亿元



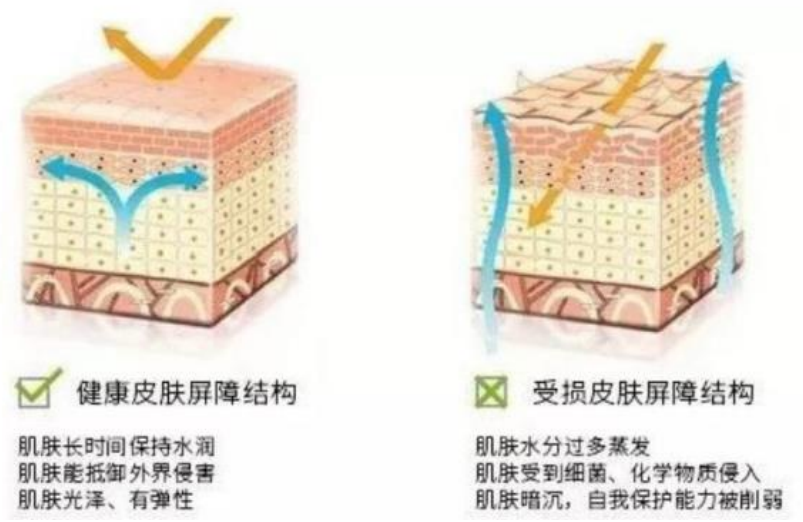
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

三、 行业分析：功能性护肤品市场容量大潜力强

1、 功能性护肤品更具专业性科学性

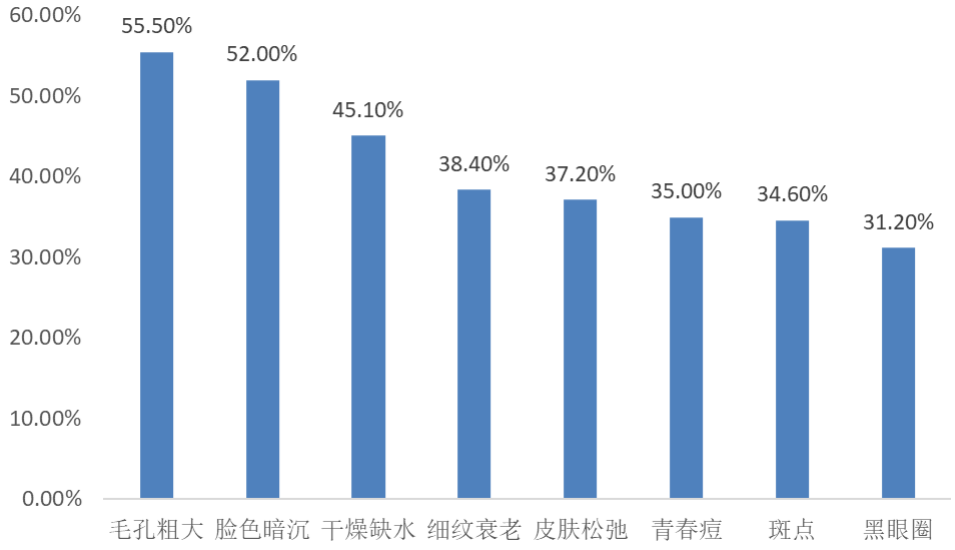
- **敏感肌问题普遍存在。**根据肤质不同，临床上常把皮肤分为五大类：中性、干性、油性、混合性、敏感性。其中敏感性皮肤（sensitive skin，SS）：指皮肤表皮较薄，肌肤滋润度不足导致无法抵抗外部刺激，容易发红、发热、发痒、刺痛、起皮、起红疹等现象，此类皮肤极难护理。敏感性皮肤有先天敏感与后天敏感之分，后天敏感肌肤成因主要有过度清洁、接触紫外线、干燥、作息、饮食不规律等。敏感肌的发生机理极为复杂，目前研究认为敏感肌的发生主要是由于皮肤屏障受损，皮肤屏障作用就是保护肌肤受到外界刺激、抵御紫外线、温差、刺激成分的损害肌肤，同时保证肌肤的吸收能力。皮肤屏障受损进而引发肌肤出现有红血丝、干痒红斑、油脂分泌过剩、刺痛等敏感状况。
- **现代人工作压力大，生活习惯不规律，刺激性化妆品使用频繁，因此极易导致敏感肌的发生。**敏感性皮肤在世界各国发生率普遍很高。但是由于调查方法不同，各地报道敏感肌发生率差异较大。欧洲为 25.4%-89.9%，澳洲约 50%。女性发生率普遍高于男性，美洲女性为 22.3%-50.9%。**根据世界卫生组织调查，亚洲女性敏感肌发生率为 40%~56%；根据《欧莱雅：中国人皮肤研究最新报告》，我国女性敏感肌发生率为 36%。**

图表 13：敏感性皮肤屏障功能受损示意图



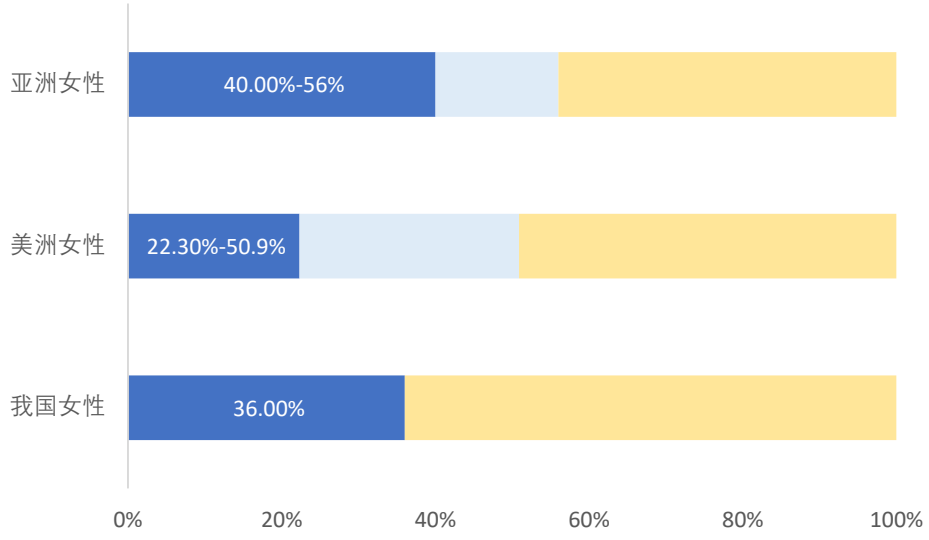
资料来源：搜狐网，太平洋研究院整理

图表 14：敏感性皮肤带来一系列皮肤问题 单位：%



资料来源：中国女性敏感肌权威研究白皮书（2020 版），太平洋研究院整理

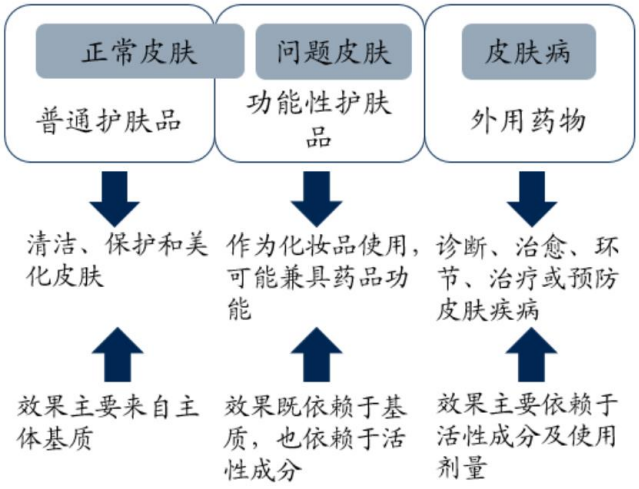
图表 15：世界各地敏感肌发生率普遍较高 单位：%



资料来源：中国女性敏感肌权威研究白皮书（2020 版），太平洋研究院整理

- **功能性护肤品更具专业性科学性。功能性护肤品是一种针对特定的皮肤特性，有一定治疗作用的药理性护肤品。**功能性护肤品在我国没有官方明确的定义，其中一类为专门针对敏感肌、痘痘肌、皱纹、色斑、毛孔粗大等特定肤质人群使用的皮肤学级护肤品，俗称“功能性护肤品”，其定位介于化妆品与药品之间，代表品牌包括国外的雅漾、薇姿、理肤泉以及国产品牌薇诺娜等。与普通化妆品不同的是，其以医学理论为指导（包括西医理论和中医理论），针对皮肤问题和皮肤健康需求设计，成分作用机制较为明确，能够修复皮肤屏障、护理敏感肌肤，进而达到美白、抗衰等作用。另外功能性护肤品往往经过临床测试，以保证产品刺激性更小、过敏反应发生率更低等，因此更为安全可靠。**总之，功能性护肤品较一般护肤品更为专业，针对性强，效果显著，安全可靠。**

图表 16：普通护肤品与功能性护肤品的区别

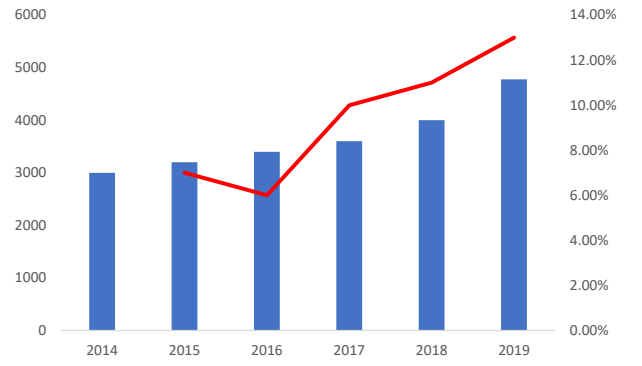


资料来源：贝泰妮招股说明书，太平洋研究院整理

2、 功能性护肤品增速高于化妆品整体，但仍有很大发展空间

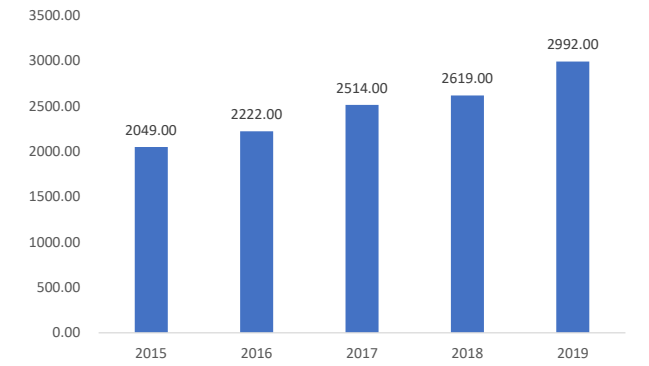
- **中国化妆品行业整体处于增长期。国内化妆品行业近五年来保持近 10%复合增长。**得益于经济的快速发展，人均可支配收入持续提高，化妆品成为生活中不可或缺的一部分。随着化妆需求的不断提高，化妆品行业持续高速增长。根据 Euromonitor 的统计数据显示，2019 年度，**我国化妆品行业整体市场容量达到 4,777.20 亿元，2014 年-2019 年的年均复合增长率达到 9.9%。**
- **细分化妆品行业，其两大领域护肤品与美妆仍维持高速增长。**护肤品作为化妆品子类，主要具有清洁皮肤及补充皮肤养分等功能，包括霜、护肤水、面膜、精华、乳液等，其**市场容量达到了 2444.15 亿元，占化妆品整体市场 51.16%的份额。**而彩妆市场容量较小，2019 年为 552 亿元，但增速更为迅猛，2019 年同比+27.4%。

图表 17：中国化妆品行业处于增长期 单位：亿/%



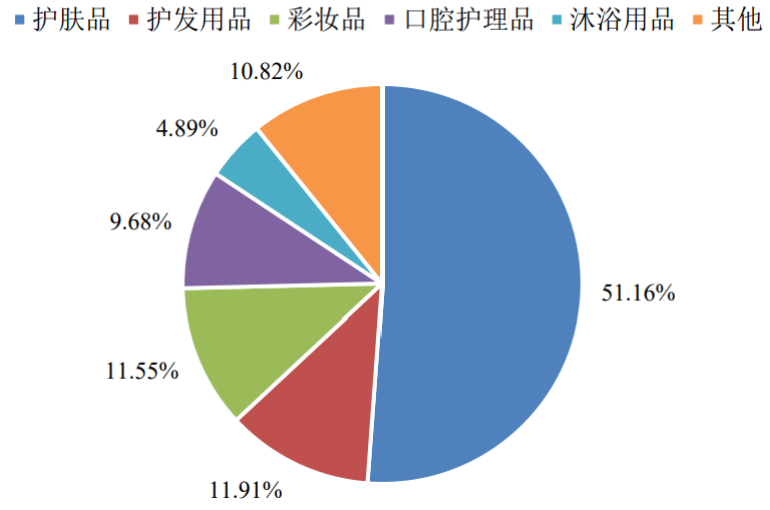
资料来源：Euromonitor，太平洋研究院整理

图表 18：2015 年-2019 中国化妆品类零售总额（亿）



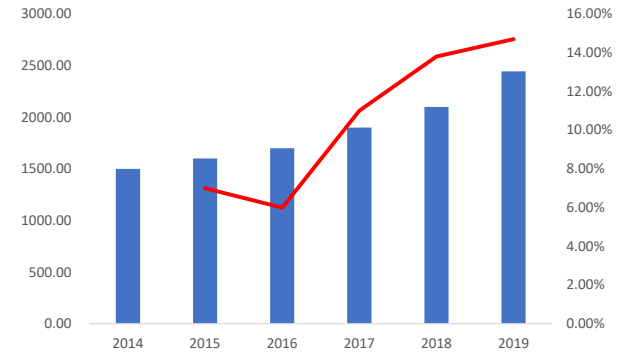
资料来源：Euromonitor，太平洋研究院整理

图表 19：2019 年我国化妆品市场构成



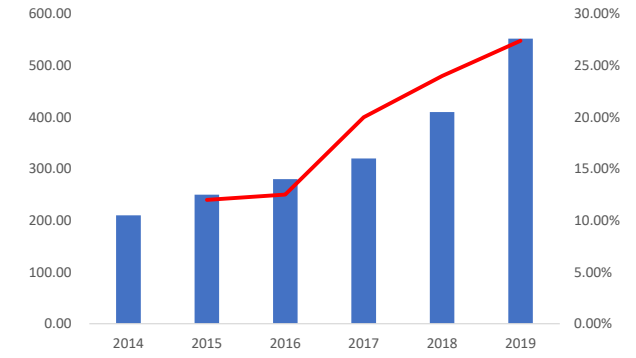
资料来源：Euromonitor，太平洋研究院整理

图表 20：2015 年-2019 年护肤品市场保持高速增长



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

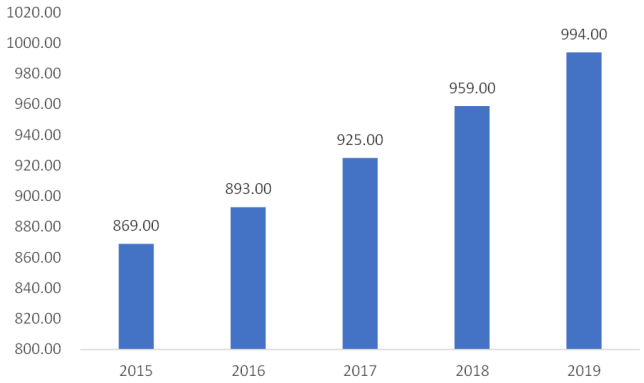
图表 21：2015 年-2019 年美妆市场增长迅猛



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

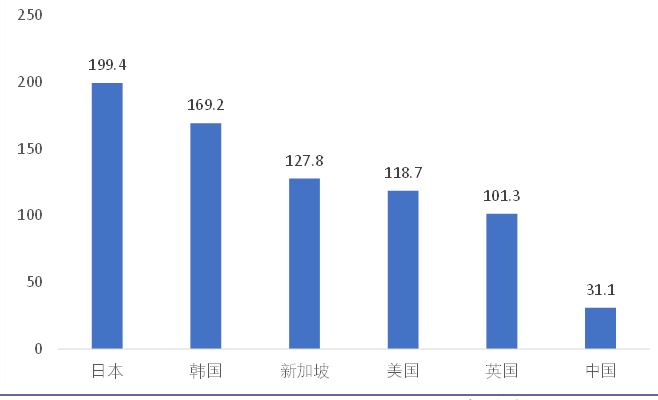
- **我国化妆品市场与欧美日发达国家仍存在差距。**从化妆品零售总额来看，我国远远落后于北美市场；在人均消费水平上，我国仅为美国的 1/4，更远低于日韩地区。尽管我国的化妆品市场保持了高速的增长，但是考虑到我国庞大的人口基数与消费群体，化妆品还远未达到成熟水平。从化妆品的零售总额来看，2019 年我国仅为北美市场的 1/4；人均消费额方面，我国仅为 31.1 美元，约为美国的 1/4，而日本更是高达 199.4 美元。随着我国 GDP 的增长，全面实现小康社会的进程，化妆品额未来的发展空间很大。

图表 22：2015-2019 北美市场零售额 单位：亿美元



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

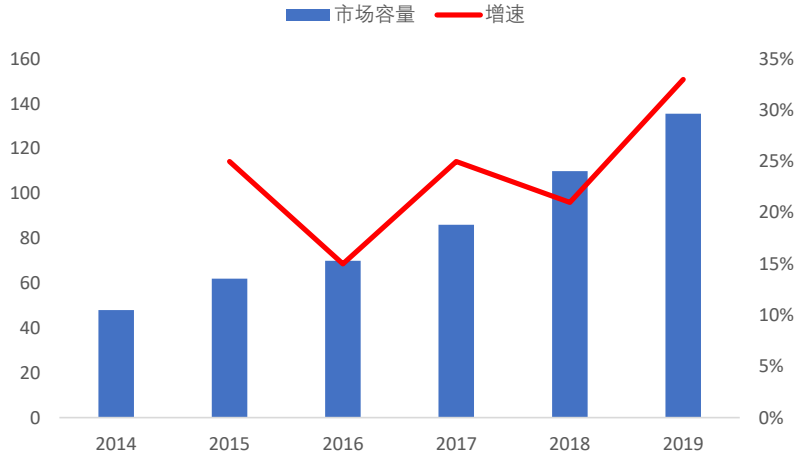
图表 23：人均消费额（USD）与欧美日发达国家差距较大 单位：美元



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

- **皮肤学级护肤品整体规模较小，但增速远超护肤品。**根据 Euromonitor 的统计数据显示，2019 年度，中国皮肤学级护肤品市场容量为 135.51 亿元。2014 年-2019 年中国皮肤学级护肤品市场的年均复合增长率达到 23.2%，增速远高于化妆品行业的整体增速。

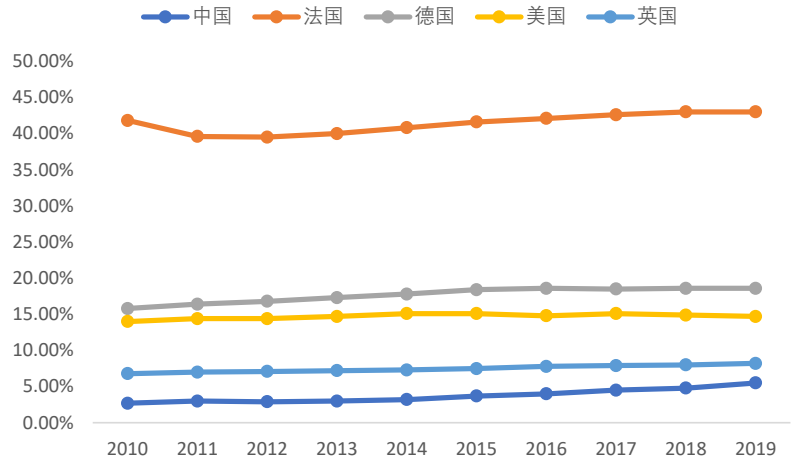
图表 24：中国皮肤学级护肤品市场规模增长显著 单位：亿元/%



资料来源：Euromonitor，太平洋研究院整理

- **中国敏感肌发生率高，皮肤学级护肤品渗透率低，发展空间巨大。**敏感性皮肤在世界各国发生率普遍很高。根据《欧莱雅：中国人皮肤研究最新报告》，我国女性敏感肌发生率为 36%。因此，主打皮肤学级护理的功能性护肤品拥有庞大的消费群体。
- **Euromonitor 数据显示，2019 年我国皮肤学级护肤品渗透率为 5.5%，处于较低水平。**对标欧美国家，其渗透率普遍在 10%以上。因此，综合考虑客单价提升等因素，我国整个功能性化妆品市场相对于欧美仍有 8-10 倍的空间。

图表 25：2010-2019 我国皮肤学级护肤品市场渗透率较欧美发达国家低 单位：%

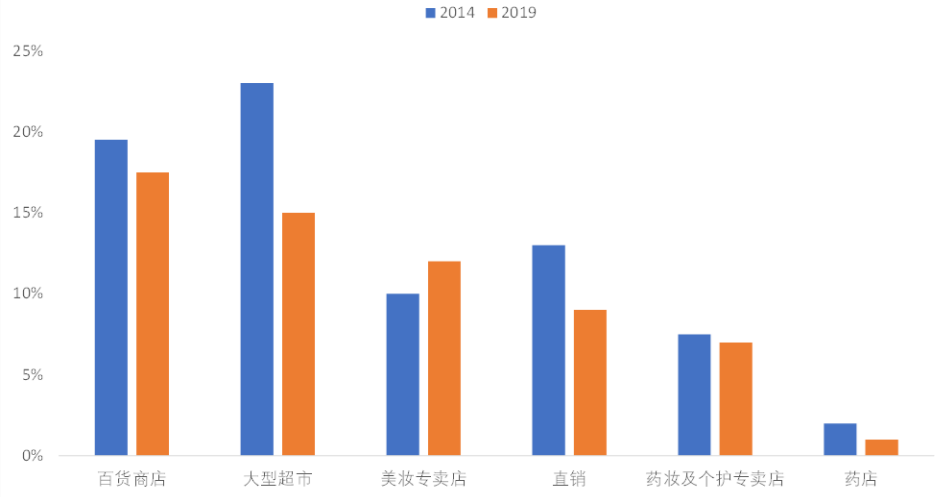


注：渗透率=皮肤学级护肤市场规模/护肤品市场规模 资料来源：Euromonitor，太平洋研究院

- **渠道端：对标国外市场，我国功能性护肤品渠道不够完善，仍有效率提升空间。**从国外来看，进口的功能性护肤品品牌坚持以零售药店作为主要的销售渠道，欧美和日本的功能性化妆品之所以较为发达的原因之一是由于其拥有较为完善和专业的功能性护肤品店渠道。在药店渠道购买功能性化妆品的安心感更强且体验也更专业化。

  整体来看，我国功能性护肤品的线下渠道主要包括百货商超、CS、连锁药店渠道。百货商超渠道无法为消费者提供专业性的体现，而 CS 渠道发展不均，除一二线城市外多数地区的 CS 渠道在品牌与产品的规划上较为落后传统。而作为国外皮肤学级护肤品主要销售渠道的连锁药店渠道，它只占我国整体化妆品市场的 5%不到。其主要的因素有：1）连锁药店的营销缺乏，我国药店销售的品类相对封闭单一，对“功能性护肤品”这一新品类还不适应，这导致了消费者的思维定势，认为药店只售卖药品，使得药店难以转型为“功能性护肤品”店 2）监管角度上 2019 年 1 月 10 日，国家药品监督管理局正式取消“功能性护肤品”概念，各类功能性护肤品品牌刻意淡化“药”这一概念，使零售药店失去了品类的优势，不得不与大型商超及一线 CS 店同台竞技。

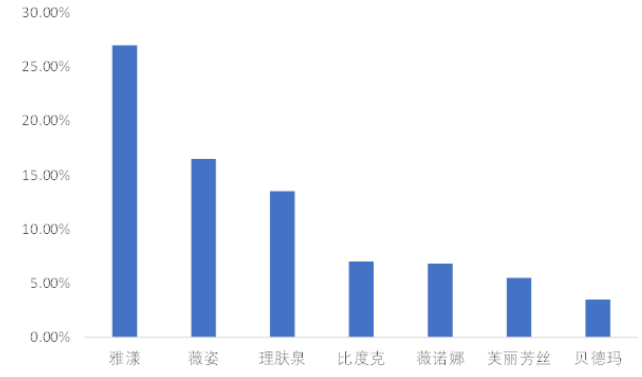
图表 26：我国化妆品线下渠道销售占比低 单位：%



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

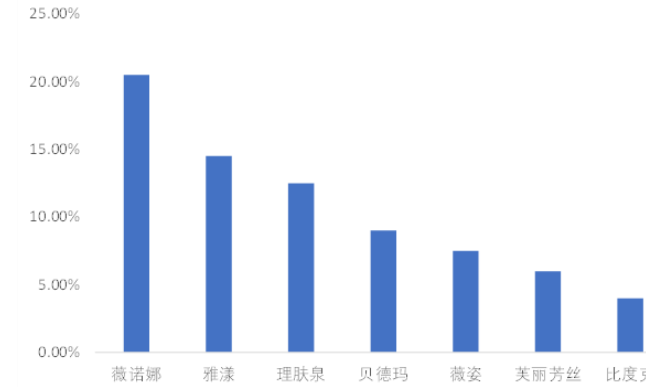
- **功能性化妆品高端市场被外资占据，但近年来以薇诺娜为代表的国产品牌表现亮眼。**
  高端市场：主要被进军较早的薇姿、理肤泉、雅漾等外资品牌占据，认可度高，主要靠历史沉淀品牌影响力大。
  中端市场：以薇诺娜，云南白药、片仔癀为代表的本土品牌，凭借天然的中草药资源优势得到消费者认可。**薇诺娜主要聚焦中端市场，2019 年已经超过外资品牌。**
  低端市场：借功能性护肤品概念炒作的小众本土品牌，产品较少，随着竞争的加剧将被淘汰。

图表 27：2015 年我国功能性护肤主要品牌市占率



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 28：2019 年我国功能性护肤主要品牌市占率



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

3、 他山之石——国外功能性护肤品发展镜鉴

从海外市场来看，主要功能性护肤品品牌市场有欧洲（法国为代表），日本，美国：

- **法国功能性护肤品品牌历史悠久，行业地位高。法国三大功能性护肤品品牌薇姿、理肤泉和雅漾，均拥有悠久的品牌历史，是全球功能性护肤品市场高端专业的形象代表。**法国生产功能性护肤品的企业，很多是具有医学背景、有专门生产线的公司，在法国一般被称为“专业实验室”， 如法国依泉专业实验室、法国赛诺菲专业实验室等。功能性护肤品产品成分会通过临床测试，因此具有较高的安全性和专业性。而法国人在选择护肤品的过程中，更倾向于听取皮肤科医生的建议，使用“功能性护肤品”品牌。
- **美国功能性护肤品主攻科技，创新力强。**美国功能性护肤品的突出特点是科技，以专利配方为主要成分。一个典型的例子是修丽可，其主要成分左旋 C 是由国际皮肤科医学权威皮尼尔教授及其研究团队结合杜克大学医学中心的技术协助，开发出来的专利系列。左旋 C 产品系列已在全球 16 个国家及地区销售，凭借较强的抗氧化功效在功能性护肤品界享有盛名。2005 年，皮尼尔教授又推出了左旋 C 的升级版 CEFerulic，进一步巩固了修丽可在功能性护肤品界的地位。
- **日本功能性护肤品安全系数高，市场信赖度强。**日本功能性护肤品注重天然原材料，坚持“健康无添加”的同时，融合科学技术，专利配方获多项国际大奖。典型的如雪肌精，根据中国汉代中药处方研制，具有保湿润泽、改善肤色的功效。日本是全球功能性护肤品市场发展较早的国家之一，并将“功能性护肤品”作为独立的品类写入法规。作为全球唯一设立功能性护肤品独立品类的国家，日本对功能性护肤品有着更高、更明确的要求：配方必须完全公开，所有有效成分及安全性必须经过医学文献和皮肤科临床测试证明；配方精简，不含色素、香料、防腐剂及表面活性剂；有效成分含量高，针对性强，较一般护肤品功效显著。

图表 29：欧美功能性护肤品市场主要品牌

药妆品牌	创立时间	所属集团/原产国	独特成分	功效	销售渠道
薇姿	1931	欧莱雅/法国	蕴含硫酸性温泉水、健康活性分子	功效性不强，：适合健康肌肤	超市、药房、百货
理肤泉	1928	欧莱雅/法国	蕴含碳酸性温泉水，含有独特的成分“硒”	保湿舒缓、加快伤口愈合的功效：适合问题肌肤	百货、药房、理疗中心
依泉	1993	Uriage实验室/法国	蕴含天然等渗性温泉	控油祛痘、祛斑、抗皱	百货、药房
雅漾	1990	皮尔法伯实验室/法国	蕴含雅漾活泉水	补水，修护肌肤水脂膜	百货、药房
修丽可	1994	欧莱雅/美国	高浓度左旋C医药专利成分	用于医美护理	皮肤科、整形外科、高端水疗中心
科颜氏	1851	欧莱雅/美国	金盏花、芦荟等自然成分配方，结合前沿科技	镇静舒缓，均衡调理肌肤油脂，强化肌肤天然屏障	起源于社区药房、后主要在百货专柜独立门店销售
悦木之源	1990	雅诗兰黛/美国	植物天然成分	针对敏感肌、痘痘肌	百货、药房、免税
自然哲理	1996	科蒂/美国	源于医美和生物医学护理	深层清洁、抗老化	百货、药房

资料来源：Wind，太平洋研究院整理

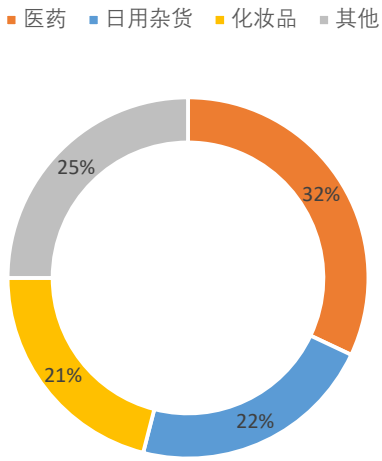
图表 30：日本功能性护肤品市场主要品牌

药妆品牌	创立时间	所属集团/原产国	独特成分	功效	销售渠道
雪肌精	1985	高丝	根据汉代中药处方研制	保湿润泽、改善肤色	高端
城野医生	1999	Ci:zHoldings	以先进的医疗技术为基础，含神奇物质Gel	收敛毛孔、祛痘去闭口	大众
芙丽芳丝	2001	嘉宝娜	包含6种天然植物的萃取精华	适合受环境影响而敏感的肌肤	大众
安耐晒	1992	资生堂	采用多重防晒α技术，含W胶原蛋白等配方	防晒	中高端
SANA豆乳系列	1986	NOEVIR株式会社	胶原蛋白、纯天然豆腐萃取物	美白、保湿	大众

资料来源：Wind，太平洋研究院整理

- **渠道端：药店销售为主要渠道。日本和法国的功能性护肤品主要以药店销售为主**，法国有 Parapharmacie 与 Pharmacie 两种类型的功能性护肤品店。而日本的药店发展得很成熟，在实体渠道中，功能性护肤品店占比 60%-70%，成为超过百货、超市和化妆品店的第一大实体销售渠道。据日本连锁药店协会数据显示，日本连锁功能性护肤品店在 2019 年达到 20631 家，而连锁功能性护肤品店的美妆护理总销售额近年来在 700 亿元以上，其中 2017 年突破 1000 亿元，增速高达 41.33%。不同于欧美市场以中高端为主，日本功能性护肤品高中低档次齐全，以高性价比受到众多消费者青睐。**美国功能性护肤品销售渠道较多元化**，功能性护肤品产品不仅在药店销售，而且还在 CS 店、商超、百货和电商等渠道销售。
- **从海外发展经验来看，功能性护肤品未来在零售药店为代表的专业化渠道会有大发展。我国目前零售药店还未形成规模，但提升显著。**近几年零售药店平均客单价及品单价提升明显，客单价从 2014 年的 57.41 元提升至 2019 年的 77.44 元，升幅约 34.9%；品单价由 2014 年 21.66 元增长至 2019 年 29.15 元，升幅约 34.6%，进而也带动了龙头连锁药房公司同店增长率的快速提升。无论是生产企业、药品代理商还是零售药店都已经开始或计划进军功能性护肤品领域，可以预见未来将会有大的发展。
-
-

图表 31：日本连锁功能性护肤品店渠道售卖品类占比 单位：%

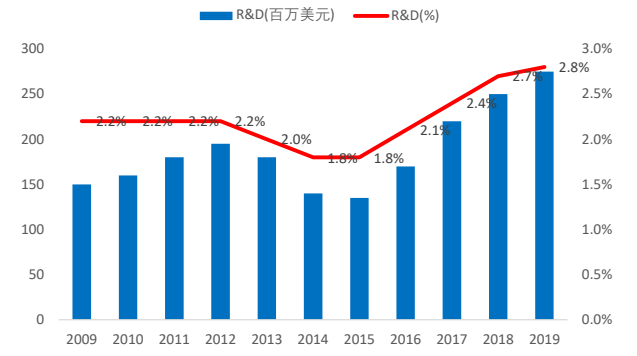


资料来源：Wind，太平洋研究院整理

国外著名公司分析：研发为本，品牌矩阵覆盖多层次客群

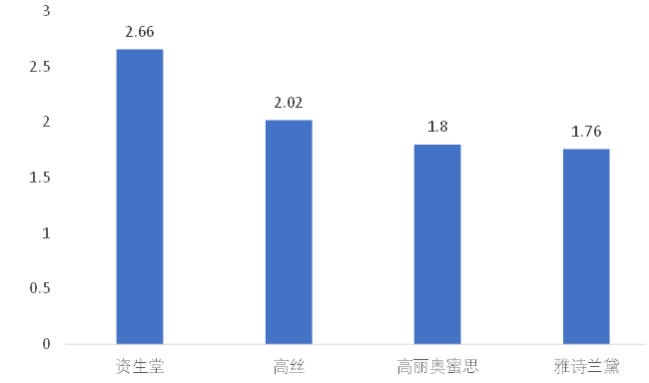
- **资生堂：深耕功能性化妆品领域，“百年匠心，让美资生”。**
  1. **公司历史：**资生堂如今是日本第一大、全球第五大化妆品公司，在全球拥有约4.6万名员工，产品行销全球89个国家和地区。1872年，福原有信在东京银座开设自己的药房，名为资生堂，这是全日本第一间西式药房。1897年，资生堂创制出Eudermine。这是一支突破性的美颜护肤化妆水，也就是现在著名的资生堂酒红色化妆水，从此入足功能性化妆品。但是此时资生堂仍以药品为主营业务。1916年，福原有信之子福原信三回国，毕业于哥伦比亚大学药学院的福原信三，在资生堂药店旁建起一栋楼，命名为资生堂化妆品部，将化妆品从药店分离，标志资生堂化妆品之路的起点。
  2. **强大的研发实力孕育高品质产品：**福原信三最为人称道的口头禅：“一切让商品说话”已刻在资生堂的DNA中。资生堂在日本、中国大陆、中国台湾、东南亚、欧洲、美国等全球范围内拥有8个研发中心及13个生产基地。2020年研发人员数量从1000人提升到1500人，研发占收入占比提升至3%，处于行业前列。从1976年到2018年，资生堂在国际化妆品化学家学会联盟（IFSCC）每年的大会中共获奖26次。其主要竞争对手获奖次数均小于10次，这也是公司研发技术实力的证明。
  3. **多品牌矩阵覆盖各级消费市场：**资生堂旗下共有40多个品牌，覆盖高中低端全线，做到了差异化的产品策略，以应对不同群体的需求。以中国市场为例，高端品牌占领中高端渠道，80%左右的收入来源于中高端百货渠道；高端品牌外，资生堂选择向二三级市场下沉，与中国本土化妆专营店合作，如公司进驻以屈臣氏、千色店、丝芙兰为主的个护化妆品连锁店。不同品牌销售渠道极具适配性，覆盖广大的消费群体。**凭借着多品牌矩阵的策略，中国市场已超美国成为资生堂第二大海外市场。**
  4. **Vision 2020开启本土化营销战略：**CEO鱼谷雅彦入职后，抛弃公司长久以来的总部集权制，启动矩阵式的全球经营模式。新的扁平化管理模式，使得公司对区域管理者放权，更适合进行本土化战略规划。

图表 32：资生堂研发与收入占比逐年升高



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 33：资生堂研发费用率行业前列 单位：%



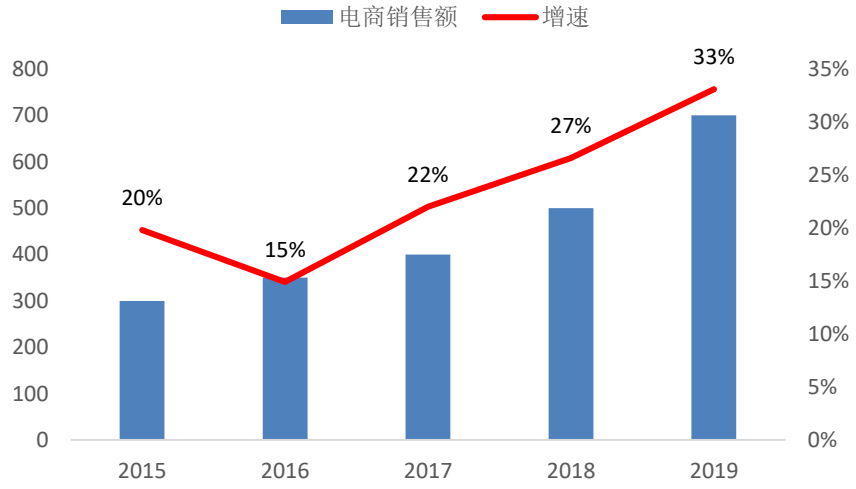
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

- **致力研发+多品牌本土化布局打造国际化妆品巨头。**纵观日本资生堂这家国际巨头的发展历史，公司起源于医药，并在自己的相关领域内不断扩展，致力于研发新的功能性品类，形成了极高的行业壁垒；多品牌的战略覆盖了多级市场，迎合广大的消费群体；Vision 2020 扁平化式的管理助力公司开拓海外市场。

4、 渠道深化驱动行业未来发展

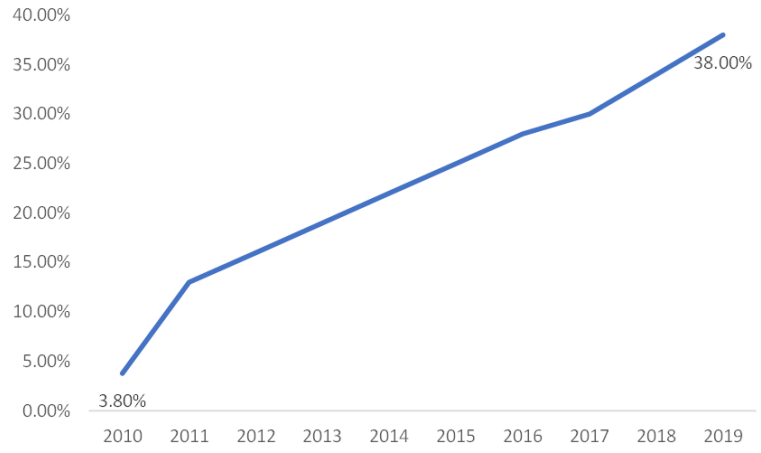
- **电商渠道维持高景气度，成为功能性护肤品第一大渠道。**线上电商近 10 年来发展已趋于饱和，但化妆品类电商渠道增速维持稳健水平。目前电商已成为护肤品销售的第一大渠道，占比近 30%。由于年初疫情的冲击，线下渠道下滑明显，只有线上电商维持了较高的增速。国产品牌如贝泰妮等发挥自身本土优势，洞悉国内消费者需求，凭借电商渠道相继崛起。

图表 34：化妆品行业电商渠道维持高增速 单位：亿元，%



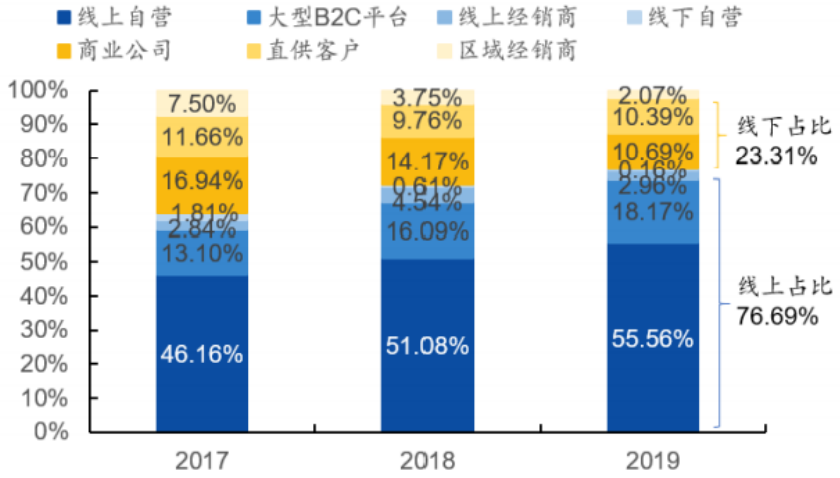
资料来源：Euromonitor，太平洋研究院整理

图表 35：电商渠道占比持续增长，成护肤品第一大渠道 单位：%



资料来源：Euromonitor，太平洋研究院整理

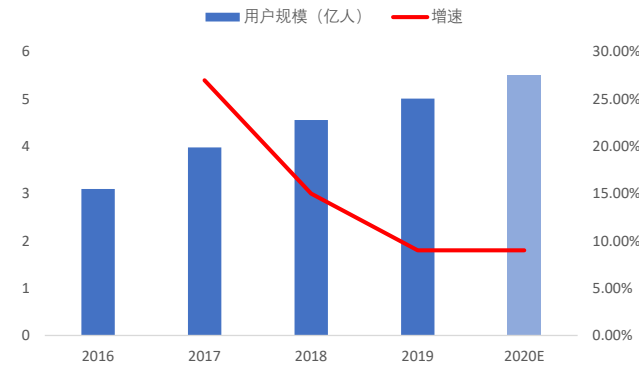
图表 36：贝泰妮线上渠道增长显著 单位：%



资料来源：贝泰妮招股说明书，太平洋研究院整理

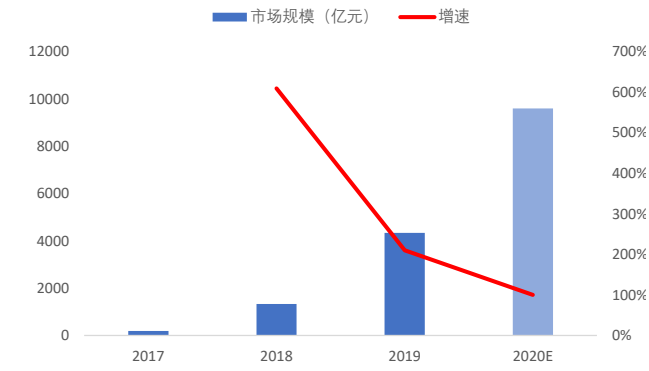
- **直播带货+KOL 种草，新社媒刺激行业加速成长。**随着新媒体时代的兴起，越来越多的化妆品企业开始选择在微博、微信公众号、小红书、抖音、知乎等新兴媒体上凭借 KOL 种草、公众号文章、直播、短视频等各类方式进行产品内容营销推广。目前直播行业发展呈井喷之势，据 iiMedia 数据显示，2019 年中国直播用户规模已达 5.01 亿人，直播电商市场规模为 4338 亿元。以直播为代表的 KOL 模式给消费者带来更好的互动体验，更为专业、精准的营销，为消费者种草功能性护肤品，增大产品曝光度与认可度。

图表 37：直播用户规模不断提高 单位：亿人/%



资料来源：iiMedia，太平洋研究院整理

图表 38：直播市场规模翻倍：单位：亿元/%

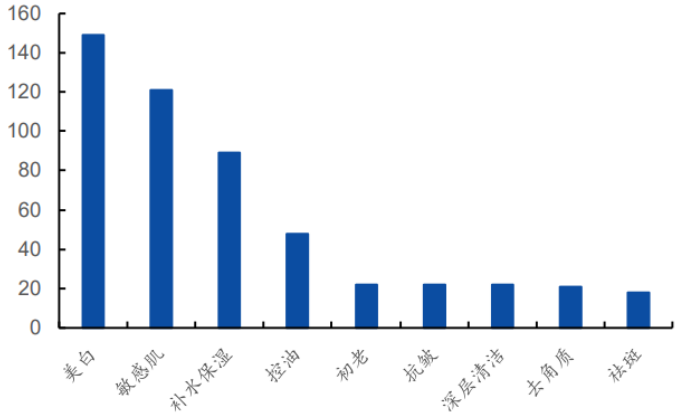


资料来源：iiMedia，太平洋研究院整理

图表 39：林清轩董事长带头直播

资料来源：百度图片，太平洋研究院整理

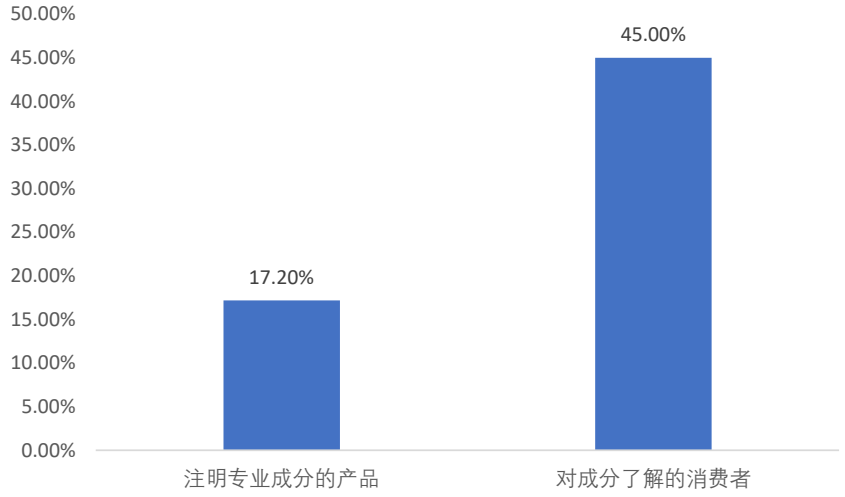
图表 40：KOL 社群兴起，2020 年 6 月小红书护肤笔记数量 单位:篇



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

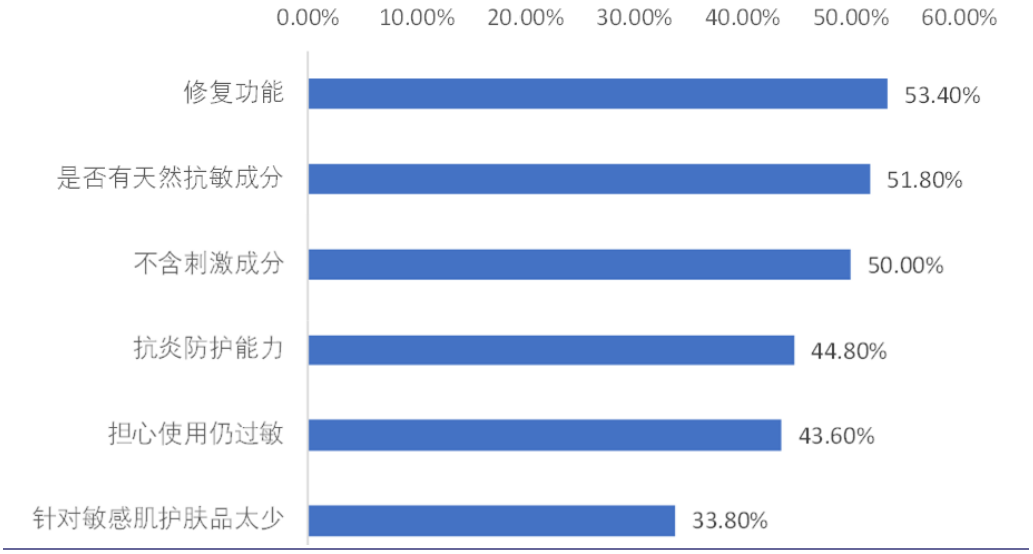
- **成分党崛起，功能性化妆品更受青睐。**随着国民受教育水平的提高，以及知乎小红书等新社媒的推广，新一代消费者对于化妆品的诉求从简单的护肤美容集中到其具体的成分功效上。据阿里数据显示，2018 年天猫双 11 中，17.2%的产品会在名称中明确标注专业成分，45%的消费者对化妆品专业成分有了解，成分党正在崛起。根据最新的艾瑞 2020 年 iClick 问卷数据显示，半数消费者最关注产品修复功能和成分天然无刺激。**人们对护肤品的需求已从基础的清洁到如今的专业化精细化护理。**
- **专业性产品趋势强。功能性化妆品也从最初的动植物成分，中草药成分，逐渐过渡到针对性更强、更为专业的化学成分上。**根据 CBNDATA 的数据显示，当前以化学原料为主的成分关注度不断提升。具体来看，受关注度较高的成分有玻尿酸、烟酰胺、 神经酰胺、VC、胜肽和多肽。
- **玻尿酸——保湿补水。**玻尿酸又称透明质酸，原本就存在于皮肤内，但是,皮肤的透明质酸从 25 岁以后就开始流失，30 岁时只剩下幼年期 65% 、60 岁时只剩下 25% ,皮肤的水分也会跟着透明质酸而散失,失去弹性与光泽,长久下来便出现皱纹的老化现象。因此玻尿酸能够帮助皮肤从体内及皮肤表层吸得水分,还能增强皮肤长时间的保水能力.当透明质酸吸收水分后,使得弹力纤维及胶原蛋白处在充满湿润的环境中,皮肤因此具有了弹性。
- **烟酰胺——美白。**烟酰胺是维生素 B3 的一种衍生物，紫外线照射肌肤，我们肌肤中的黑色素细胞为了保护 DNA，就分泌黑色素来阻挡紫外线对细胞损伤。黑色素细胞分泌了黑色素，通过树突将黑色素传递到表皮层阻挡紫外线，烟酰胺能够能够有效地抑制黑色素从黑色素细胞向角质细胞传递，可以减少黑色素在表皮层的呈现，从而在这个路径上让肌肤呈现白皙。
- **寡肽——高效修复。**寡肽又称作表皮生长因子,是人体内存在的生长因子，它是由 2~10 个氨基酸残基组成的肽，在体内体外都对多种组织细胞有强烈的促分裂作用，分子量通常在 1000 以下。容易被皮肤吸收使皮肤细胞的生长速度加快，其含量的多少直接影响着皮肤细胞生长繁殖的数量。寡肽和周围组织的亲合性好，具有修复组织的作用。
- **胶原蛋白——抗衰老。**胶原蛋白是一种高分子生物物 bai 质，补充胶原蛋白是人体延缓衰老的营养物质，一个成年人约有 3 公斤的胶原蛋白，占全身蛋白质的 30%以上。胶原蛋白可以说是人体的生命支架，随着岁月的流逝，胶原蛋白也会随着流失，从 20 岁开始胶原蛋白就逐渐流失，25 岁之后就进入到流失的高峰期，一直到 40 岁的时候身体里面所含有的胶原蛋白还不到 18 岁时候的一半。随着胶原蛋白的流失，皮肤会出现皱纹、雀斑、干燥、松弛、无弹性托众多衰老的现象，想要抵抗衰老，最直接有效的方法就是补充胶原蛋白。

图表 41：天猫双十一成分党崛起（2018 年数据） 单位:%



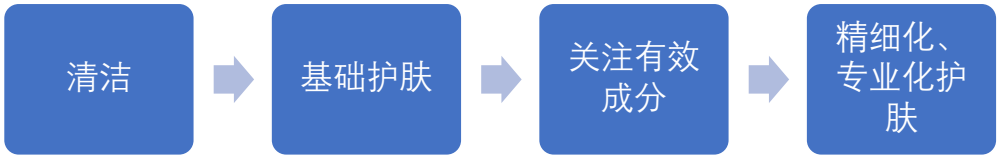
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 42：半数消费者最关注产品修复功能和成分天然无刺激 单位:%



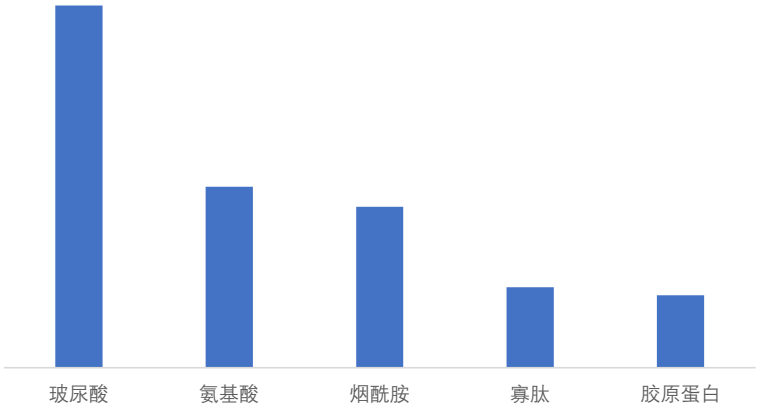
资料来源：中国女性敏感肌权威研究白皮书（2020 版），太平洋研究院整理

图表 43：护肤演变逻辑



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 44：化妆品各成分类销售额对比



资料来源：CBN DATA，太平洋研究院整理

四、 电商渠道发力+科研硬实力+优质产品力，竞争优势显著

1、 准确把握电商渠道，建立完善的“线下+线上”销售模式

- **贝泰妮线下从医院渠道不断扩展至药店百货 cs 店。**从线下发源，基于专业化的产品、功效性定位，同时也借助创始人的医药背景和前期医院资源积累（滇虹药业创始人周家礽多年的医药经历及滇虹药业自身康王品牌、及医院渠道资源是其他竞品难以复制的壁垒，2019 年公司线下分销中商业公司和直供客户分别有 74 家和 855 个），公司主攻医院及相关渠道，包括医药商业公司及直供的连锁药店、诊所等。随着业务扩张，公司也扩张至百货专柜等线下网点进行销售。2020 年 6 月薇诺娜还入驻了屈臣氏，未来 3 年薇诺娜有望进一步覆盖屈臣氏渠道。当前线下业务占比不足 1/4，但是为公司发展之基，也为公司线上业务蓬勃增长提供了质量保证（临床验证有效）和医生口碑、功效背书。
- **抓住电商机遇，线上表现优秀。**贝泰妮早早抓住机遇于 2011 年就成立了天猫旗舰店。随后陆续在淘宝、京东、微博等平台创设线上购买渠道。同时公司充分利用了主流电商平台汇集巨大户量灵活的新媒体营销手段和先进的大数据分析法方法实现精准营销，迎来了不俗的业绩表现。2018-2019 年公司旗下“薇诺娜”品牌已连续获三年得天猫金妆奖。**薇诺娜天猫官方旗舰店积累 600 多万粉丝；2019 年线上自营产生实际购买的消费者达 377 万人，2019 年天猫官方旗舰店复购率约 30%。**2018 年、2019 年公司主营业务收入分别较上年增长 56.35%、57.31%，其中线上渠道销售收入增长分别为 80.55%、68.26%，**2019 年公司线上渠道销售收入占比达到 75%以上。2020 年 H1 公司线上渠道销售收入占比达到了 83.16%。**线上销售渠道成为公司实现销售收入最主要的销售渠道。

图表 45：线上+线下模式结合

销售模式			简介	主要平台	19年营收占比
线上销售	线上自营	线上推广自营模式	在大型B2C平台开设自营店铺，直接自建平台等形式进行产品的线上推广与销售	天猫、京东、公司官网	55.60%
		线上+线下自营模式	推广线下推广的形式引导消费者在公司依托微信平台自主搭建的“薇诺娜专柜服务平台”进行产品购买	微信	
	线上分销	大型B2C平台分销模式	与大型B2C平台签订商品购销协议，双方根据平台实际销售产品和其他也定方式进行结算	为您会、京东、天猫超	18.20%
		线上经销商分销模式	于线上经销商签订商品购销协议，线上经销商通过在B2C平台开设的自营店自主进行产品销售	天猫等	3%
线下销售	线下自营	主要通过开设线下直营店等终端零售店的形式直接面向消费者进行产品销售			
	线下分销	商业公司模式	与商业公司签订购销协议，根据具体订单想起销售产品，商业公司再将商品销售给要点、诊所等终端网点	九州通、国药控股等	10.70%
		直供客户模式	与连锁药店、诊所等客户签订购销协议，向其销售产品，职工客户直接向消费者销售产品	云南健之佳健康连锁店	10.40%
		区域经销商模式	赋予区域经销商经销权，区域经销商在协议约定趋于内进行相关产品推广并向消费者销售产品	长春科达尔生物科技等	2.10%

资料来源：贝泰妮招股说明书，太平洋研究院整理

图表 46：薇诺娜线上渠道复购率高 单位:%

薇诺娜线上专营渠道复购率					
渠道	店铺	2017	2018	2019	2020H1
线上专营渠道	薇诺娜官方旗舰店（天猫）	32%	33%	31%	21%
	薇诺娜专柜服务平台	46%	51%	53%	44%
	薇诺娜官方旗舰店（京东）	26%	33%	33%	28%
	薇诺娜网上商城	40%	35%	41%	30%
	薇诺娜贝泰妮专卖店	22%	18%	18%	11%

资料来源：贝泰妮招股说明书，太平洋研究院整理

图表 47：公司部分获奖记录

序号	颁发单位	时间	奖项名称
1	天猫	2019年	年度数据营销品牌
2	天猫	2019年	年度新零售引领品牌
3	化妆品社报	2019年	敏感肌护理品类第一
4	化妆品社报	2019年	中国化妆品电商100强
5	第一财经	2019年	年度国货之光

资料来源：贝泰妮官网，太平洋研究院整理

2、 学术医学背景强背书+专注研发，打造卓越产品力

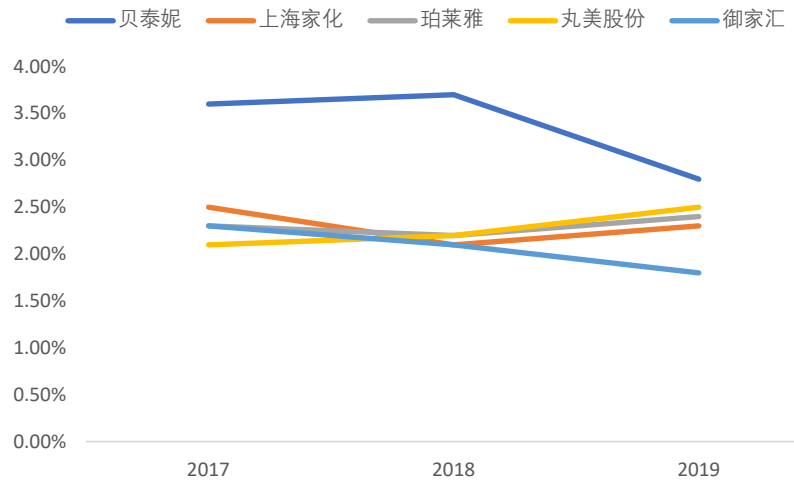
- **创始人学术出身，研发团队实力雄厚。**公司创始人郭振宇先生，云南大学学士及硕士、加拿大麦吉尔大学博士、加拿大西安大略大学博士后，任美国乔治华盛顿大学终身教授，在国际权威学术刊物上及学术会议上先后发表 60 多篇学术论文，学术功底深厚。在他的领导下，公司专注于核心产品技术的研发。公司多名董监高及核心人员曾就职于滇虹药业，医学背景深厚，且研究人员学历高，专业广泛。
- **目前公司拥有境内有效专利 46 项，并掌握 11 项核心技术。**在利用马齿苋、青刺果、滇山茶等高原特色植物进行植物提取物的有效成分制备，以及生产含有高原特色植物活性成分的敏感肌肤护理产品方面具有较强的技术优势。
- **研发为本，公司每年研发费用投入较大。**2019 年公司投入研发费用为 5,254.66 万元，费用率为 3.97%，同比+0.86pct，研发费用率行业领先。除自主研究项目外，公司还与昆明医科大学及昆明医科大学第一附属医院合作研发项目。
- **行业权威认证背书，资源禀赋独特，专业医院及机构临床合作确保产品功效。**薇诺娜经北京大学第一医院、上海复旦大学附属华山医院、昆明医科大学第一附属医院等 54 家全国知名医院，近 3000 位顶级生，200 万个医生处方的临床实证，薇诺娜所含大舒敏药理成份能够切实解决肌肤问题，不含 4 大致敏源，相关论文多达 64 篇，且部分在《Nature Communications》等有世界影响力的刊物上发表。

图表 48：研发团队实力雄厚

核心人员	职位	学历	经历
GUO ZHENYU（郭振宇）先生	董事长、总经理	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。
高绍阳先生	董事、副总经理	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
董俊姿先生	董事、副总经理	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；2011年5月至2012年10月任阳光城集团股份有限公司人力资源总经理；2012年10月加入贝泰妮有限
马骁先生	董事、副总经理	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；2010年6月至2013年1月任上海滇虹副总经理、总经理；2013年1月加入贝泰妮有限
周薇女士	董事、项目经理	植物保护专业本科学历，研究员	1982年1月至1988年10月任贵州科学院生物研究所办公室主任，1988年10月至1993年3月任贵州大学植物保护系总支副书记、科研处副处长，1993年3月至1995年12月任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，1995年12月至1998年7月任贵州大学校办产业总公司副总经理，1998年7月至2016年12月任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2019年6月任公司及公司前身项目经理
汪鳌先生	独立董事	药学专业本科学历	1994年7月至1998年12月任卫生部医院管理研究所干部，1999年1月至2003年12月任深圳三九医药贸易有限公司浙江办事处主管，2004年1月至今任中国非处方药物协会秘书长。2019年3月至今任公司独立董事
余仕汝先生	监事会主席	有机化工专业本科学历，执业药师、高级工程师	1995 年 7月至 1996 年 12月任 昆明八达植 物化工有限公司技术员， 1997 年 1月至 2015 年 6月任 滇虹药业 技术副总裁。 2015 年 7月至 2019 年 2月任贝泰妮有限 中央工厂长 ， 2019 年 3月至今任公司中央 工厂长， 2019 年 6月至今任 公司监事会主席 。
王飞飞先生	上海际研研发总监	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

资料来源：贝泰妮招股说明书，太平洋研究院整理

图表 49：贝泰妮研发费用占比较高 单位：%



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

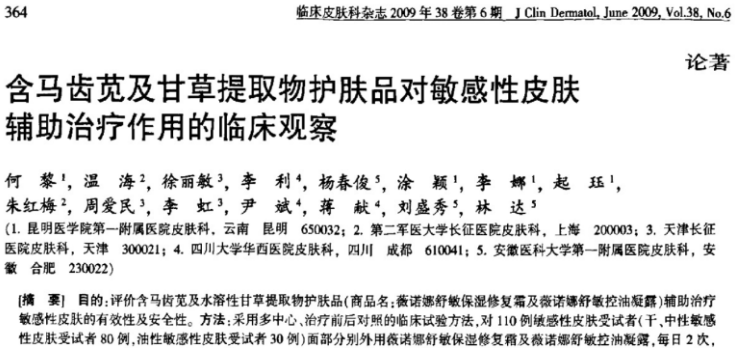
图表 50：薇诺娜定期举行专家在线咨询会

资料来源：薇诺娜官方微博，太平洋证券整理

图表 51：薇诺娜品牌临床试验

资料来源：贝泰妮官网，太平洋证券整理

图表 52：薇诺娜产品相关论文科研背书



364 临床皮肤科杂志 2009 年 38 卷第 6 期 J Clin Dermatol, June 2009, Vol.38, No.6

论著

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

何 黎[1]，温 海[2]，徐丽敏[3]，李 利[4]，杨春俊[5]，涂 颖[1]，李 娜[1]，起 珏[1]，朱红梅[2]，周爱民[3]，李 虹[3]，尹 斌[4]，薛 献[4]，刘盛秀[5]，林 达[5]

(1. 昆明医学院第一附属医院皮肤科，云南 昆明 650032；2. 第二军医大学长征医院皮肤科，上海 200003；3. 天津长征医院皮肤科，天津 300021；4. 四川大学华西医院皮肤科，四川 成都 610041；5. 安徽医科大学第一附属医院皮肤科，安徽 合肥 230022)

[摘 要] 目的：评价含马齿苋及水溶性甘草提取物护肤品(商品名：薇诺娜舒敏保湿修复霜及薇诺娜舒敏控油凝露)辅助治疗敏感性皮肤的有效性及安全性。方法：采用多中心、治疗前后对照的临床试验方法，对 110 例敏感性皮肤受试者(干、中性敏感性皮肤受试者 80 例，油性敏感性皮肤受试者 30 例)面部分别外用薇诺娜舒敏保湿修复霜及薇诺娜舒敏控油凝露，每日 2 次，

资料来源：中国知网，太平洋研究院整理

3、 大单品产品认可度高功效好，中长期品牌矩阵具有潜力

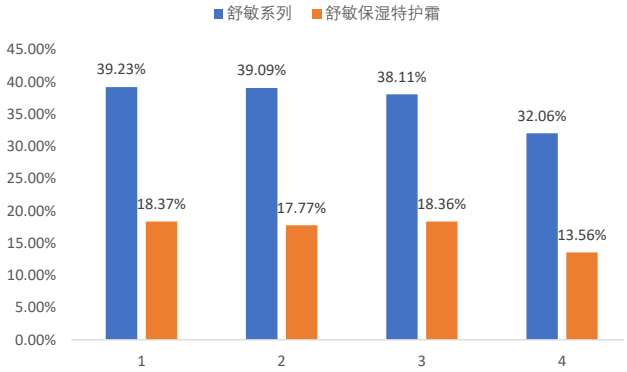
公司主品牌薇诺娜产品根据功效可以细分为“舒敏系列”、“极润保湿系列”、“柔润系列”等多个系列产品。“舒敏”系列为公司明星产品，专注舒缓敏感肌问题，其占公司主营业务收入的 30-40%，比重较大；爆款单品舒敏保湿特护霜主打成分是青刺果提取物与马齿苋提取物，富含双分子透明质酸钠三重保湿成分，配合天然蘑菇葡聚糖等成分，**能够修护皮肤屏障，有效缓解皮肤刺激。**

大单品舒敏系列天花板高。根据《中国皮肤病学杂志》数据，**我国女性中 35%以上为敏感肌人群，对于舒敏系列的需求极大。**2019 年公司营业收入约为 19.4 亿元，其中舒敏系列收入约为 7.4 亿元，占皮肤学级护肤品市场份额的 23.4%，其市场规模约为 30 亿元，中长期市场广阔，发展潜力大。从整体护肤品的 tier-1 级别大单品对标，以 SK-II 神仙水及大红瓶为例，全球销售额在 10 亿美元级以上水平，单品天花板上限可观。

图表 53：薇诺娜代表性大单品舒敏保湿特护霜

资料来源：贝泰妮官网，太平洋研究院整理

图表 54：薇诺娜舒敏系列收入占比高 单位：%



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

品牌矩阵初具雏形，WINONA Baby+ Beauty Answers 等副产品线具有潜力。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。2019 年度推出 WINONA Baby 舒润滋养霜等新产品反响良好，婴幼儿敏感肌护理市场潜力大。

五、 盈利预测与估值

核心假设：我们预计未来三年公司线上收入保持 49%左右的复合增速，线下保持 25-30%左右的复合增速水平，毛利率水平稳定，销售费用率略有提升，管理与研发费用率相对稳定。所得税率继续维持 15%高新企业标准，其他因素稳定。

基于以上假设，我们预计公司 2020-2022 年营业收入分别为 26.9/39/53.3 亿元，归母净利润分别为 5.4/8.1/11.2 亿元。参照 A 股化妆品与医美类公司相关估值水平，考虑到公司属于优质赛道的优质龙头，品牌溢价与市场地位优秀，有望受到市场青睐，预计上市后公司估值有望达 90-100x，根据 21 年 8.1 亿归母净利润盈利预期，给予公司上市后目标市值 729 - 810 亿。

六、 风险提示

行业竞争加剧风险。近年来，化妆品企业通过线上渠道实现的销售占比逐年提升，国际知名化妆品品牌也开始重视线上渠道的建设，并逐步加大了线上渠道的营销力度。相较于本土化妆品品牌，国际知名化妆品品牌依托强势的品牌地位及强大的资金实力，在市场竞争中占据一定优势。未来公司面临行业竞争加剧风险。

销售平台相对集中的风险。报告期内，公司通过天猫（包括天猫超市）、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分别为 55.85%、67.01%、73.18% 和 79.79%，占比逐年上升，上述平台对公司的影响较大。如果公司未来出现与 上述平台之间的合作关系发生变化、平台流量下滑、平台销售政策及收费标准出 现调整等情况，将有可能对公司在上述平台的业务开展产生不利影响。同时，若公司未能及时拓展其他具有竞争力的平台，则上述情况将会对公司的经营业绩带 来不利影响。

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平－5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销 售 团 队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售副总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafl@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com

研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。