

# 贝泰妮 (300957.SZ)

## 医研共创助力品牌稳站中高端市场，私域流量与药房渠道协同打造国货之光

### 新股报告

发行价格： 47.33 元

目标价格区间： 137.6-172 元

#### 发行数据

总股本 (万股)	42360
发行数量 (万股)	6360
发行日期	2021/3/16

#### 一年内股价相对走势

#### 投资要点：

##### ➢ 研发能力较强的国货品牌能在功能性护肤品赛道进入中高端市场

原因：1) 功能性护肤品淡化品牌文化内涵，凸显品牌研发能力；2) 消费者代际切换至具有民族自信感的Z世代人群；3) 我国的天然植物资源丰富，中草药应用于化妆品的历史悠久，赋予我国化妆品企业独特的研发元素。

##### ➢ 公司薇诺娜定位中高端市场，在功能性护肤品赛道的市占率排名第一

公司主品牌薇诺娜主打敏感肌肤护理和修饰，具备较强的客户粘性和市场竞争力。2019年以20.54%的市占率成为功能性护肤品赛道的龙头。2018年-2020年，薇诺娜已连续三年获得天猫金妆奖；2020年双十二，薇诺娜在单价提升2%的情况下，仍然实现销量增长28%，销售额增长31%。

##### ➢ 公司产品配方独具特色，研发壁垒较高，科技成果转化率高

公司依靠云南植物与药材的资源禀赋，与医药、科研机构等共同研究出具备“青刺果油、马齿苋、云南山茶与云南重楼”等独特研发元素的产品矩阵；公司研发团队较强，具备引领行业发展的能力；从研发成果转化来看，公司已具备将技术成果有效转化为经营成果的持续创造能力。

##### ➢ 公司于线下建立了药房的差异化渠道竞争优势，于线上成功打造出品牌私域流量池，线下与线上实现协同效应

在药房渠道，公司竖立起皮肤学级护肤品的专业形象，增加顾客对产品的信赖度，公司的销售半径也随药店网点的扩张而扩大；驻点药店的销售人员，引流顾客进入线上以“薇诺娜专柜服务平台”为主的私域流量池，通过较高的客单价与客户复购率，优化了公司整体收入结构。

**盈利预测：**我们预计公司2020-2022年的营业收入分别为26.9亿元、39.03亿元、52.69亿元，对应增速为39%、45%、35%；归母净利润分别为5.43亿元、7.29亿元、9.74亿元，对应增速为31.94%、34.18%与33.64%；我们认为公司可享受一定的龙头溢价，预计上市后公司PE有望达80-100倍，给予公司上市后目标市值区间：583-729亿，对应目标价区间：137.6-172元。

**风险提示：**行业竞争加剧、品牌相对集中、获客成本上升

#### 团队成员：

分析师 聂博雅  
 执业证书编号：S0210520080005  
 电话：021-20657932/18258256613  
 邮箱：nby2452@hfzq.com.cn

#### 相关报告

财务数据和估值	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	1240.49	1943.75	2691.80	3903.12	5269.21
增长率 (%)	55.44%	56.69%	38.49%	45.00%	35.00%
归母净利润 (百万元)	260.53	411.95	543.51	729.36	974.69
增长率 (%)	69.58%	58.12%	31.94%	34.19%	33.64%
EPS (元/股)	0.724	1.144	1.510	2.026	2.707

数据来源：Wind、华福证券研究所

## 正文目录

一、	公司简介.....	5
1.1	公司概况.....	5
1.2	公司品牌矩阵与竞争力.....	5
1.3	公司股权结构与高管背景.....	7
1.4	财务分析.....	9
二、	皮肤学级护肤品行业分析.....	12
2.1	行业现状.....	12
2.2	行业发展动因.....	16
2.3	为何研发能力较强的国货能在功能性护肤品赛道突围进入中高端市场? ....	19
三、	公司核心竞争力分析.....	23
3.1	公司专注敏感肌, 研发壁垒较高, 科技成果转化率高.....	24
3.2	公司建立线下药房渠道的差异化竞争优势, BA 引流打造线上线下的协同效应	29
3.3	公司的品牌私域流量池打造成功, 公司收入结构得以优化.....	31
四、	公司募投项目.....	35
五、	盈利预测与估值.....	35
六、	风险提示.....	36
6.1	行业竞争加剧.....	36
6.2	品牌相对集中的风险.....	37
6.3	获客成本上升的风险.....	37

## 图表目录

图表 1:	公司发展大事记.....	5
图表 2:	公司品牌矩阵.....	6
图表 3:	公司明星单品“舒敏保湿特护霜”用户评价与 2020 年双十二薇诺娜表现.....	6
图表 4:	2015-2019 年中国 TOP5 功能性护肤品牌市占率及变化趋势情况.....	7
图表 5:	公司股权结构图 (发行前) .....	7
图表 6:	公司部分高管履历 .....	8
图表 7:	2017-2020 年公司营收情况 .....	9
图表 8:	2017-2020 年公司归母净利润概况 .....	9
图表 9:	2017-2020 年 H1 公司毛利率与同行对比 .....	10
图表 10:	2017-2020H1 公司净利润率与同行对比 .....	10
图表 11:	2017-2020 年 H1 公司主品牌“薇诺娜”营收.....	10
图表 12:	2020 年 H1 公司各品牌收入占比 .....	10
图表 13:	2017-2020 年 H1 公司分品类的营收占比与毛利率情况 .....	11
图表 14:	2017-2020 年 H1 公司线上与线下占比 .....	11
图表 15:	2017-2020 年 H1 公司线上自营业务占比.....	11
图表 16:	2017-2020 年 H1 公司分季度的营收情况 .....	12
图表 17:	2014-2019 年我国化妆品市场规模.....	12
图表 18:	2014-2019 年我国皮肤学级护肤品规模 .....	12
图表 19:	2015-2019 年中国功能护肤行业市场规模.....	13
图表 20:	2020 年中国敏感肌女性抗敏护肤品使用周期 .....	13
图表 21:	2019 年全球主要国家皮肤学级护肤品渗透率 .....	14
图表 22:	用户获取化妆/护肤品信息的主要渠道 .....	14
图表 23:	2020 年中国女性抗敏护肤品信息获取渠道.....	15
图表 24:	2020 年中国女性抗敏护肤品购买渠道 .....	15

图表 25: 2018-2020 年 H1 中国移动互联网月活跃用户规模	15
图表 26: 2018-2020H1 中国互联网新增用户规模	15
图表 27: 2017-2020 年 H1 公司与同业可比公司的线上推广费率情况	16
图表 28: 私域流量裂变	16
图表 29: 公域流量与私域流量的运作流程	16
图表 30: 我国消费者购买美妆护肤品主要考虑因素	17
图表 31: 我国消费者购买美妆护肤品主要考虑因素	17
图表 32: 近六成人佩戴口罩后出现了皮肤问题	17
图表 33: 2020 年 6 月小红书护肤话题笔记数量	17
图表 34: 2020 年中国女性除护肤品外敏感肌保养方式	18
图表 35: 影响“口罩脸”消费者购买决策的人群	18
图表 36: 我国化妆品定义与范围的变化	18
图表 37: 2020 年 11-12 月中国护肤品品牌市场占有率	19
图表 38: 我国化妆品市场层次图	19
图表 39: 2018-2020 年天猫双十一前十榜单	19
图表 40: 2015-2019 年中国功能性护肤品市占率	20
图表 41: 2015-2019 年皮肤学级护肤品牌 CR3 情况	20
图表 42: 2019 年 95 后的月均消费金额	20
图表 43: 95 后观影国产电影票房占比	21
图表 44: 曲苑杂坛受 95 后欢迎	21
图表 45: 美容美妆人群年龄分布	21
图表 46: 美容护肤位列 Z 世代的技能搜索 TOP3	21
图表 47: 2020 线上护肤品天然植萃成分代际消费偏好	22
图表 48: 植物或者中草药元素在化妆品的功能	22
图表 49: 抗敏护肤品成分受认知度及热门成分产品增幅	23
图表 50: 薇诺娜与外资品牌功能性护肤品的单价比较	24
图表 51: 公司使用云南独特草本植物概况	25
图表 52: 2020 年 H1 公司研发人员占比	26
图表 53: 2017-2020H1 公司研发人员数量	26
图表 54: 国家教育部创新团队: 薇诺娜研究院	26
图表 55: 2020 年 H1 公司知识产权体系	26
图表 56: 公司核心技术专利情况	27
图表 57: 公司主要研发项目情况	28
图表 58: 2017-2020 年 H1 公司研发投入	28
图表 59: 2017-2019 年公司研发费用率与同行比较	28
图表 60: 市场主要敏感肌品牌的渠道分布	29
图表 61: 老百姓大药房的薇诺娜销售陈列	29
图表 62: 与公司合作的客户名称	30
图表 63: 2019 年我国药店市占率情况	30
图表 64: 2019 年零售药店 CR5 物流仓库数量对比	30
图表 65: 健之佳健康连锁店对公司的采购情况	31
图表 66: 公司私域流量池的主要分类和运作方式	31
图表 67: 公司打造的品牌社区 APP“速美”与薇诺娜公众号	32
图表 68: 2017-2020H1 公司公域、私域销售额占总营收比例	32
图表 69: 2017-2020H1 公司公域、私域销售额占线上销售总收入比例	32
图表 70: 公司薇诺娜专柜服务平台收入情况	33
图表 71: 公司薇诺娜专柜服务平台收入占线上收入比重	33

图表 72: 公司薇诺娜专柜服务平台新增用户 .....	33
图表 73: 公司薇诺娜专柜服务平台客户复购率 .....	33
图表 74: 公司公域流量池（以天猫官方旗舰店为例）与私域流量池（以薇诺娜专柜服务平台为例）的客单价对比 .....	34
图表 75: 公司公域流量池与私域流量池的客单价分布 .....	34
图表 76: 公司私域流量池推升公司销售收入质量 .....	35
图表 77: 公司募集资金拟投资项目 .....	35
图表 78: 公司盈利预测 .....	36
图表 79: 可比公司估值 .....	36
图表 80: 财务预测摘要 .....	38

## 一、 公司简介

### 1.1 公司概况

公司成立于2010年，总部设在昆明。公司位于化妆品产业链利润率较高的品牌端。公司目前已经形成以“薇诺娜”为核心的针对敏感肌护理的品牌矩阵，该品牌旗下品类齐全，涵盖护肤品类、彩妆类、医疗器械类几个大类；另外公司开设了线下医美机构“昆明薇诺娜”。公司产品研发立足于纯天然的植物活性成分，以“打造中国皮肤健康生态”为使命，生产模式以委托加工为主。公司在线上渠道的私域流量池构建成功，线下渠道主要布局药店，打造出差异化的渠道竞争优势。

**图表 1：公司发展大事记**

2005年	薇诺娜品牌由滇红药业联合昆明植物研究所、昆明医科大学共同研发，奠定了品牌扎实的医学基因
2008年	薇诺娜品牌进入市场
2010年	昆明贝泰妮生物科技有限公司成立，主营医疗美容服务
2011年	公司建立天猫薇诺娜官方旗舰店
2012年	滇红药业将薇诺娜品牌转让给公司
2013年	公司开始与柳州市妇幼保健院、一心堂药业、成都利康实业合作，铺设线下的药房与医药销售渠道
2014年	公司获得风投机构“红杉资本”的投资
2015年	薇诺娜成为参与世界皮肤科大会的首个中国品牌
2017年	公司入选国家教育部创新团队协作成员单位，自主搭建了基于微信平台的“薇诺娜专柜服务平台”，开始建设私域流量池
2019年	公司成为云南省人力资源和社会保障厅认定的“省级博士后科研工作站”，薇诺娜被行业权威杂志《化妆品报》评委“敏感肌护理品类第1名”
2020年	公司寻求登陆创业板，薇诺娜连续三年（2018-2020）获得天猫金妆奖

来源：公司招股说明书，华福证券研究所

### 1.2 公司品牌矩阵与竞争力

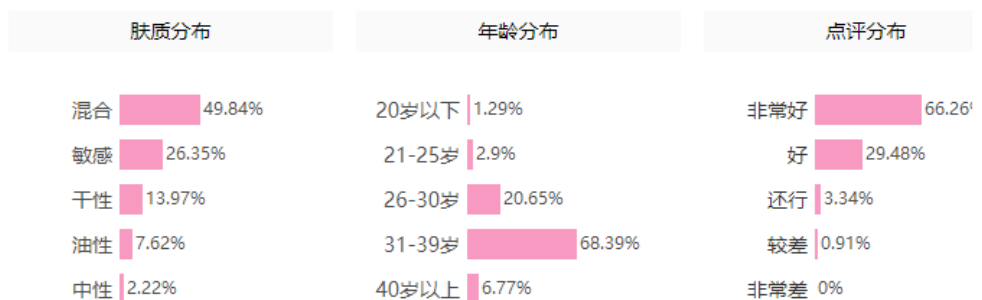
从品牌上看，公司形成以“薇诺娜”为核心的品牌矩阵。公司自主开创并拥有“薇诺娜”、“WINONA Baby”、“痘痘康”、“Beauty Answers”、“资润”等一系列品牌及与之相关 333 项境内注册商标及三百余款化妆品产品。其主要畅销产品为“薇诺娜”系列，包括“薇诺娜舒敏保湿特护霜”、“薇诺娜舒敏保湿润肤水”、“薇诺娜舒敏保湿修护精华液”等；在稳步发展主打品牌市场的同时，公司逐步塑造其他品牌，例如：专业婴幼儿护理的“WINONA Baby”品牌、痘痘肌肤护理的“痘痘康”品牌、高端皮肤修护的“Beauty Answers”品牌和干燥性皮肤护理的“资润”品牌。

**图表 2：公司品牌矩阵**

品牌	品牌定位	主要产品品类
	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

来源：公司招股说明书，华福证券研究所

从市场反馈来看，公司的主品牌薇诺娜在消费者中建立了较好的口碑，客户粘性较高。2018年-2020年，公司旗下“薇诺娜”品牌已连续三年获得天猫金妆奖；2020年双十二，薇诺娜品牌在单价提升2%的情况下，仍然达到销量增长28%，销售额增长31%。根据KMiss的美妆点评，薇诺娜旗下的明星单品“舒敏保湿特护霜”的好评率为95.74%。

**图表 3：公司明星单品“舒敏保湿特护霜”用户评价与 2020 年双十二薇诺娜表现**


	官方旗舰店销售额 (万元)	销售额增长率	销量 (万件)	销量增长率	单价 (元)	单价增长率
薇诺娜	6879	31%	41.39	28%	166	2%

来源：KMISS.com，艾媒数据中心，华福证券研究所

从品牌的市场竞争力来看，薇诺娜超越外资品牌，在功能性护肤品市场的市占率排名第一。2017年起，薇诺娜超越外资品牌薇姿、理肤泉，落后于雅漾，以13.08%的市占率排名第二；2019年，薇诺娜超越雅漾，以20.54%的市占率排名第一。

图表 4：2015-2019 年中国 TOP5 功能性护肤品牌市占率及变化趋势情况

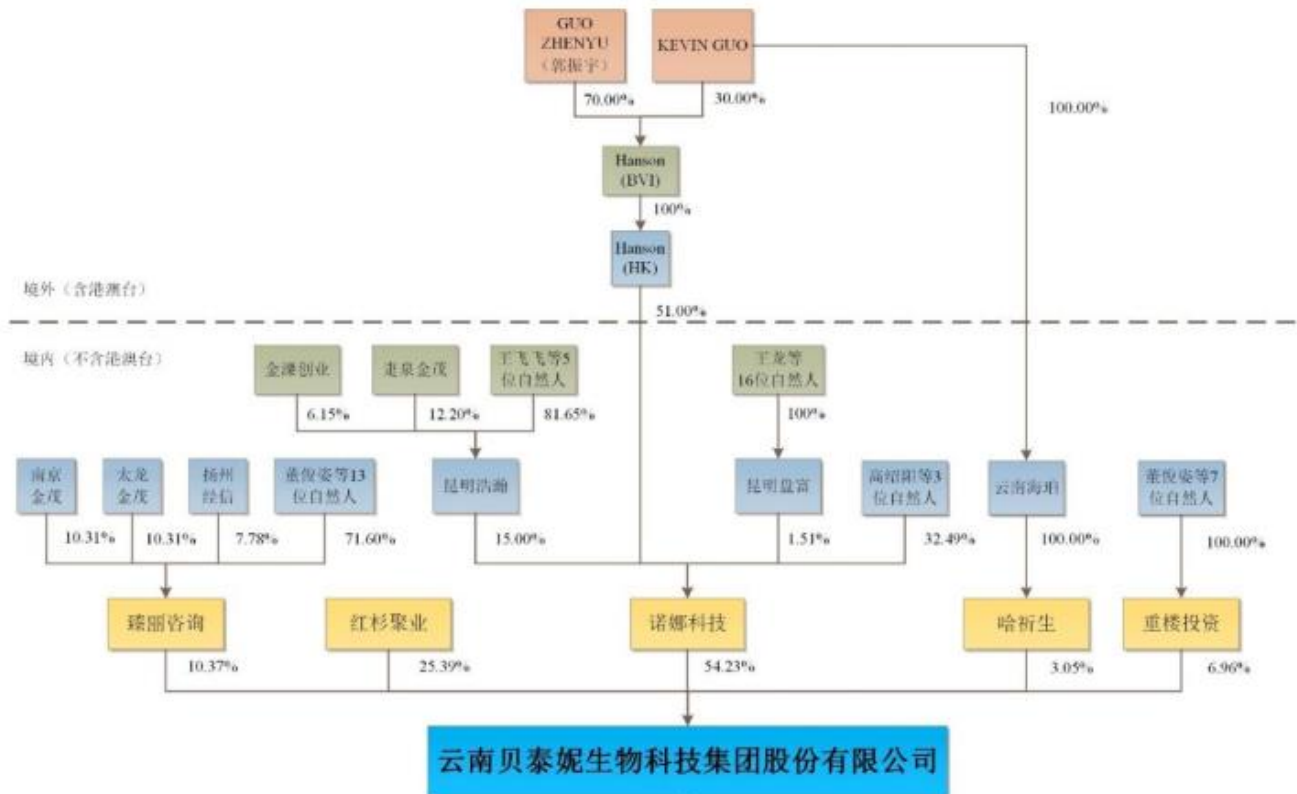
品牌名称	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
薇诺娜	6.76	10.34	13.08	17.04	20.54
雅漾	27.84	25.25	22.3	18.22	14.47
理肤泉	13.07	13.04	12.52	12.21	12.49
贝德玛	3.6	6.83	9.28	9.41	8.93
薇姿	16.67	13.32	10.63	9.08	7.1

来源：Euromonitor，华福证券研究所

### 1.3 公司股权结构与高管背景

公司本次 IPO 发行后，股权结构将较为分散。本次 IPO 前，郭振宇（GUO ZHENYU）和其子 KEVIN GUO 通过诺娜科技和哈祈生合计控制公司约 57.23% 的股份，为公司的实际控制人，但通过诺娜科技和哈祈生间接持有公司股份的比例仅为 30.71%；本次发行完成后，实际控制人持有的股份比例将进一步下降，公司股权将较为分散。

图表 5：公司股权结构图（发行前）



来源：公司招股说明书，华福证券研究所

公司高管普遍具备药学背景，专业度较高，且相关从业经验十分丰富。股东和高管成员多数出自滇虹药业，拥有医药背景。董事长、总经理郭振宇博士于1996年至2002年间任美国乔治华盛顿大学生物医学工程教授，2003年至2014年间任滇虹药业董事长、总裁；其他核心管理人员多数曾为滇虹药业的高管成员，具备制药背景。

图表 6：公司部分高管履历

姓名	职务	教育背景与部分工作履历
郭振宇	董事长、总经理	<b>电机工程博士</b> 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。1986年9月至1988年7月任云南大学无线电系讲师，1988年8月至1989年8月任加拿大新布伦瑞克大学助教，1995年7月至1996年7月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年9月至2002年7月任美国乔治华盛顿大学工学院助理教授、副教授、终身教授，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	董事、副总经理	<b>化学制药专业本科学历</b> 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，2012年11月至2014年6月任贝泰妮有限执行董事、总经理，2014年6月至2016年12月任贝泰妮有限董事、总经理，2016年12月至2017年12月任贝泰妮有限董事，2018年10月至2019年2月任贝泰妮有限董事、副总经理，2019年3月至今任公司董事、副总经理。
董俊姿	董事、副总经理	<b>工商管理专业硕士学历</b> 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，2013年7月至2014年6月任贝泰妮有限副总经理，2014年6月至2019年2月任贝泰妮有限董事、副总经理，2019年3月至今任公司董事、副总经理。
马晓	董事、副总经理	<b>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</b> 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，2013年7月至2014年6月任贝泰妮有限研发与供应链负责人，2014年6月至2017年12月任贝泰妮有限研发与供应链负责人、监事，2017年12月至2019年2月任贝泰妮有限董事、副总经理，2019年3月至今任公司董事、副总经理。
周薇	董事、项目经理	<b>植物保护专业本科学历，研究员</b> 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，2019年6月至今任公司董事、项目经理。

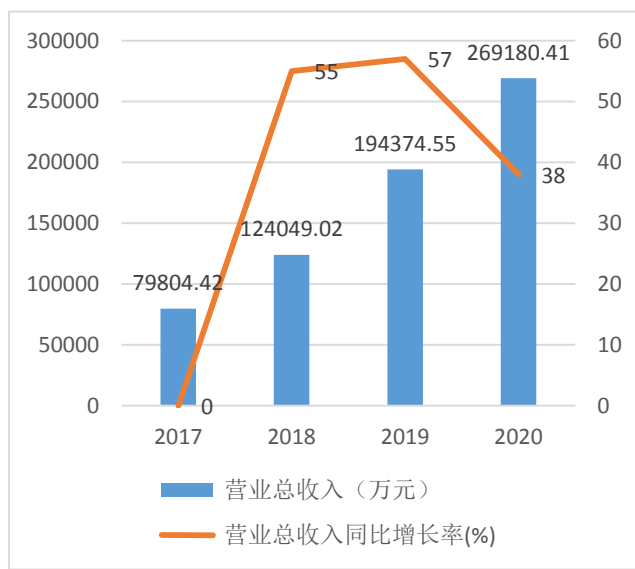
来源：公司招股说明书，华福证券研究所



## 1.4 财务分析

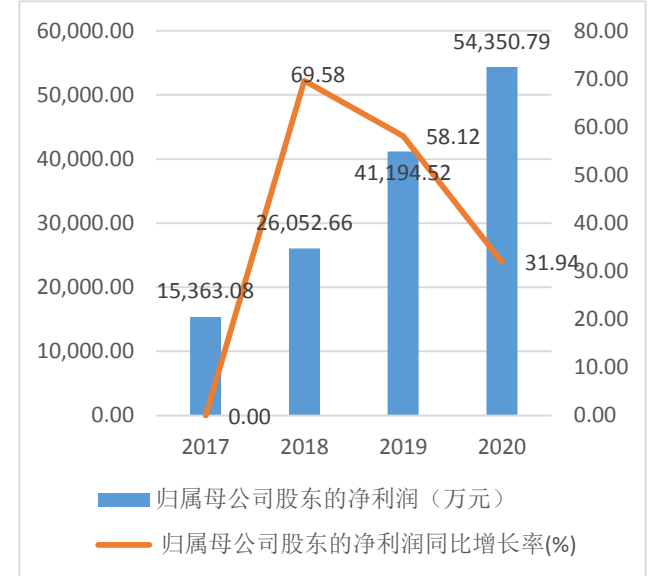
总体来看,公司的营收与净利润均保持着较好的增长态势。2017年至2020年,公司营收从7.98亿元增至26.9亿元,CAGR为50%;归母净利润从1.5亿元增至5.4亿元,CAGR为45.6%。公司预计2021Q1营收达3.8-4.2亿元,同比增长19.3%-31.2%;预计同期净利润为0.64-0.72亿元,同比增长18.8%-33.6%。

图表 7: 2017-2020 年公司营收情况



来源: 公司招股说明书, 华福证券研究所

图表 8: 2017-2020 年公司归母净利润概况

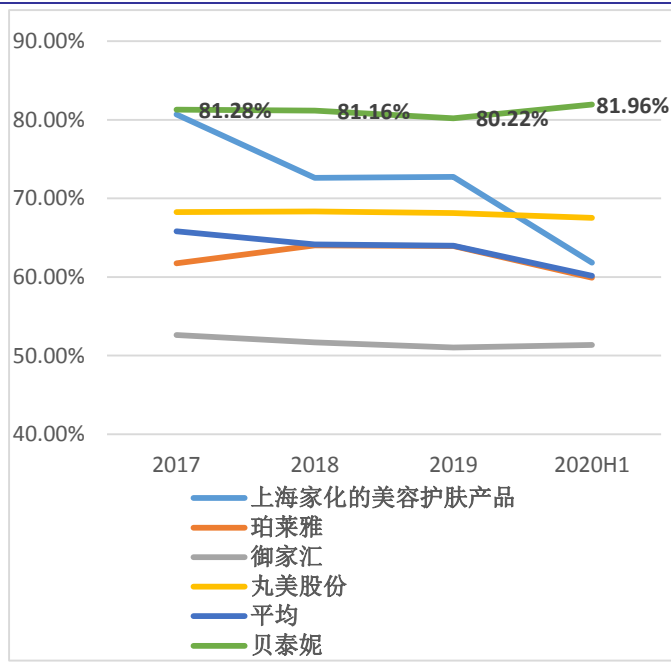


来源: 公司招股说明书, 华福证券研究所

**公司的销售毛利率与净利润率水平较高。**自2017年以来,公司的毛利率均保持在80%以上的高水平,2017-2020年H1,公司分别实现毛利率81.28%、81.16%、80.22%与81.96%,均高于同业可比公司,反映了公司产品的竞争力较强。公司净利润率稳定在20%左右的较高水平。

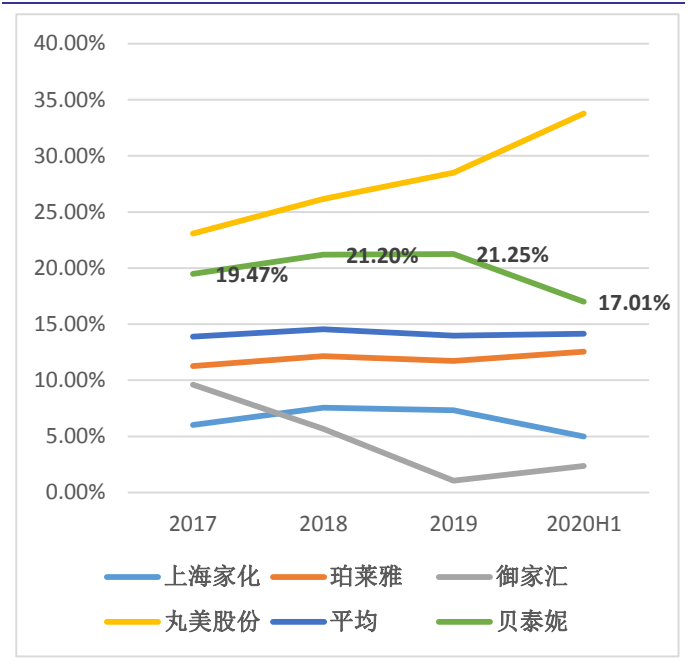
公司毛利率较高的原因是: 1) 产品价格方面: 公司的主要产品定位敏感肌肤护理, 消费者粘性较高, 产品零售价格相对较高; 2) 渠道方面: 线上来看, 公司搭建了完善的线上自营渠道, 直接面向终端消费者销售, 减少了中间流通环节; 线下来看, 不同于行业可比公司一般选择与经销商合作的方式, 公司主要与商业公司、直供客户合作, 因此导致公司的毛利率较高; 3) 产品成本方面: 公司主要品牌“薇诺娜”的产品外包装风格较为简约, 避免了大量过度包装, 节约了包装材料成本; 公司产品容器大部分采用相同规格真空瓶型, 可实现大规模空白瓶生产、分段印刷、集中采购, 故公司的单位产品成本较低。

图表 9：2017-2020 年 H1 公司毛利率与同行对比



来源：公司招股说明书，华福证券研究所

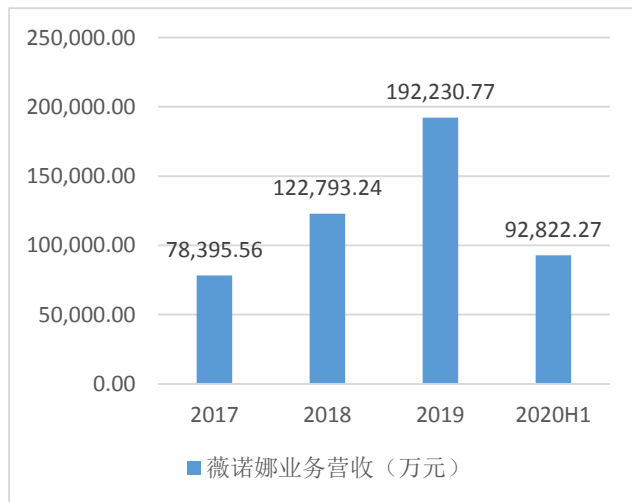
图表 10：2017-2020H1 公司净利润率与同行对比



来源：公司招股说明书，华福证券研究所

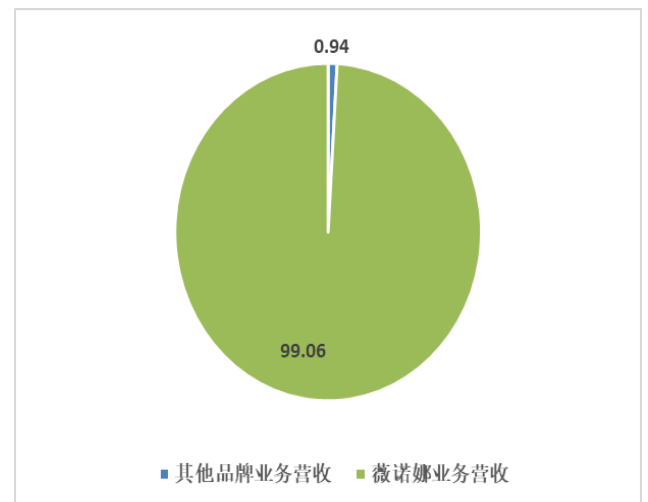
主品牌薇诺娜营收占比较高。2018 年与 2019 年的主品牌薇诺娜的营收同比增速均保持在 57%的高水平。2017 年至 2020 年上半年，薇诺娜的营收占比分别为 99.7%、99.9%、99.4%与 99.1%。

图表 11：2017-2020 年 H1 公司主品牌“薇诺娜”营收



来源：公司招股说明书，华福证券研究所

图表 12：2020 年 H1 公司各品牌收入占比



来源：公司招股说明书，华福证券研究所

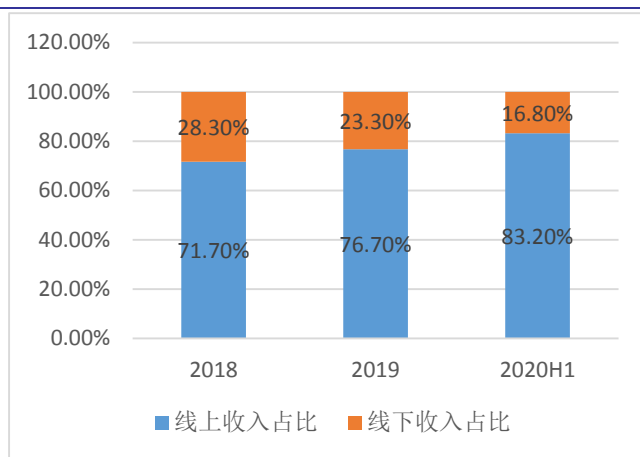
从品类上看,公司的护肤品占比最高,毛利率较高,其他品类逐步完善拓展。公司护肤品业务、彩妆业务和医疗器械业务均保持增长,2017-2019年营收CAGR分别为58%、71%、43%。2020H1年公司护肤品业务营收占比达89.65%,彩妆业务和医疗器械业务的营收分别占比2.0%与8.4%。护肤品与医疗器械毛利率较高,彩妆与其他业务毛利率较低。

**图表 13: 2017-2020 年 H1 公司分品类的营收占比与毛利率情况**

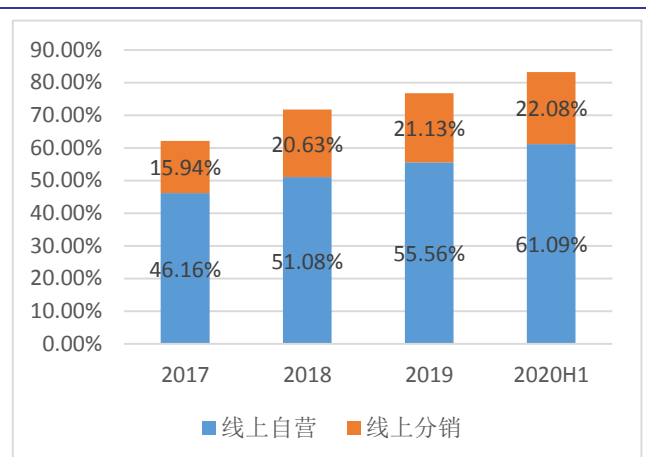
品类	2017 年		2018 年		2019 年		2020H1	
	营收占比 (%)	毛利率 (%)	营收占比 (%)	毛利率 (%)	营收占比 (%)	毛利率 (%)	营收占比 (%)	毛利率 (%)
护肤品	84.23	81.24	84.89	81.08	86.45	79.70	89.22	81.61
彩妆	2.73	78.78	3.24	74.47	3.28	70.69	1.97	69.36
医疗器械	11.59	85.71	11.01	86.69	9.80	89.03	8.32	89.55
其他业务	1.45	52.32	0.87	43.52	0.48	59.24	0.48	67.45

数据来源: 同花顺 ifind, 华福证券研究所

分渠道看,公司线上渠道收入占比较高,且公司主要采取线上自营模式。公司线上业务主要采取自营模式,通过天猫、京东、微信平台(主要是薇诺娜专柜服务平台)、公司自主搭建的薇诺娜网上商城等直接面向消费者销售公司产品。2018年至2020年H1,公司线上销售收入占比从62.10%增加至83.20%。其中,线上自营的销售额占公司主营业务收入的比例从46.16%增加至61.09%。

**图表 14: 2017-2020 年 H1 公司线上与线下占比**


来源: 公司招股说明书, 华福证券研究所

**图表 15: 2017-2020 年 H1 公司线上自营业务占比**


来源: 公司招股说明书, 华福证券研究所

分季度看,受电商大促节影响,公司二季度与四季度收入情况较好。受“双 11”、“双 12”等线上大型促销活动影响,公司的主营业务收入主要集中在第四季度。二季度因受到“5·25”“6·18”等大型促销活动的影响,公司第二季度销售收入占比也相对较高。

图表 16: 2017-2020 年 H1 公司分季度的营收情况

季度	2017 年		2018 年		2019 年		2020 年 H1	
	金额 (万元)	占比 (%)	金额 (万元)	占比 (%)	金额 (万元)	占比 (%)	金额 (万元)	占比 (%)
Q1	12,924.27	16.19	22,883.39	18.45	27,225.86	14.01	31,852.63	33.83
Q2	20,539.19	25.74	26,530.81	21.39	43,847.42	22.56	62,301.20	66.17
Q3	17,658.25	22.13	21,964.79	17.71	36,222.96	18.64	-	-
Q4	28,682.71	35.94	52,670.03	42.46	87,078.32	44.8	-	-
合计	79,804.42	100	124,049.02	100	194,374.55	100	94,153.82	100

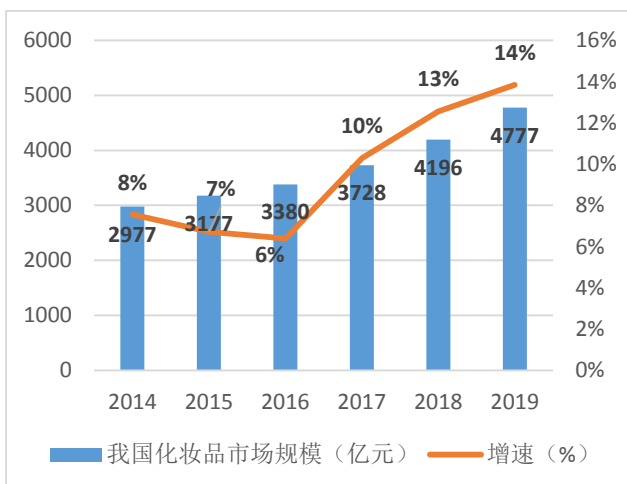
数据来源: 公司招股说明书, 华福证券研究所

## 二、 皮肤学级护肤品行业分析

### 2.1 行业现状

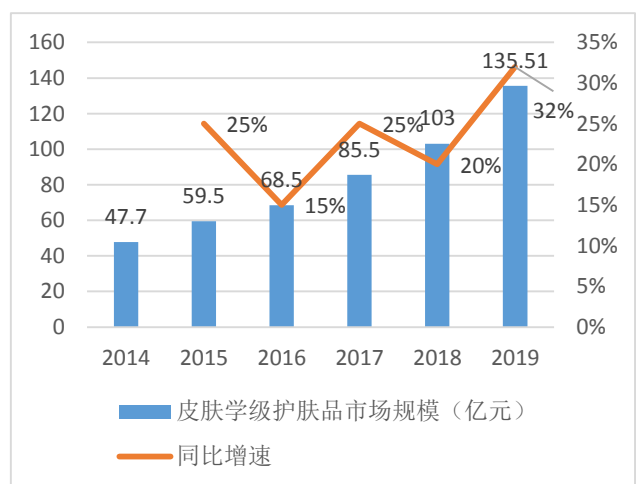
皮肤学级护肤品市场容量较大, 增速远高于化妆品行业与功能性护肤品行业的整体增速。功能性护肤品包括两个子分类: 1) 强功效护肤品; 2) 皮肤学级护肤品。皮肤学级护肤品采用温和科学的配方, 强调产品安全性和专业性, 适用于肌肤敏感等问题。根据 Euromonitor 的统计数据显示, 2019 年度, 中国皮肤学级护肤品市场容量为 135.51 亿元, 2014 年-2019 年中国皮肤学级护肤品市场的年均复合增长率达到 23.2%, 同期我国化妆品市场规模的年均复合增长率为 10%; 2015 年-2019 年, 我国功能性护肤品市场规模的年均复合增长率为 16%。我国的皮肤学级护肤品市场的增速远高于化妆品行业的整体增速, 也高于功能性护肤品行业的整体增速。

图表 17: 2014-2019 年我国化妆品市场规模



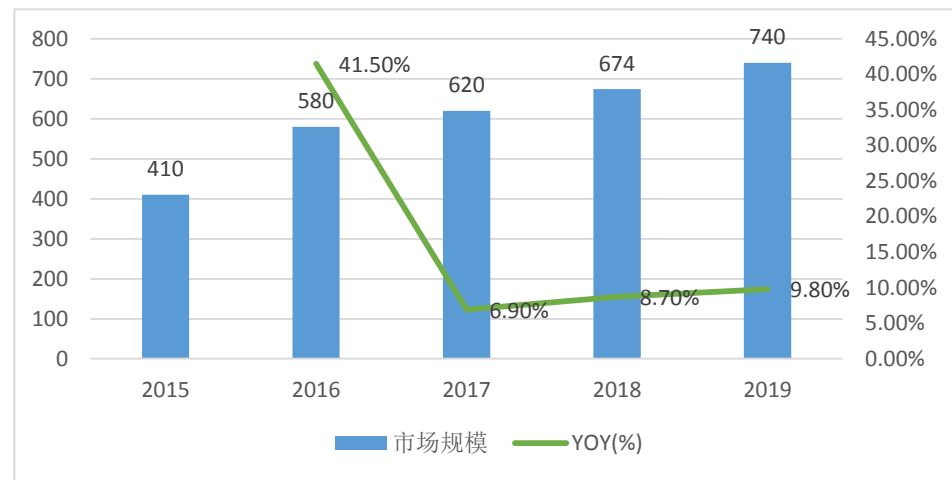
来源: Euromonitor, 华福证券研究所

图表 18: 2014-2019 年我国皮肤学级护肤品规模



来源: Euromonitor, 华福证券研究所

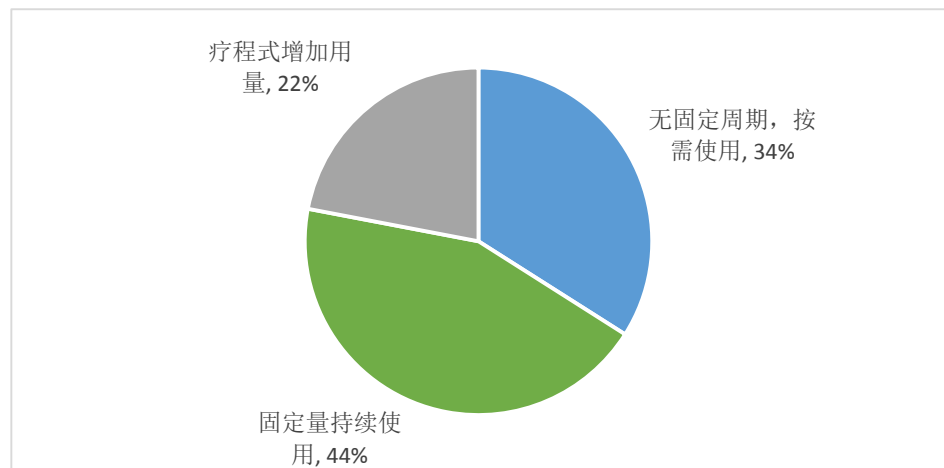
图表 19：2015-2019 年中国功能护肤行业市场规模（亿元）



来源：智研咨询，华福证券研究所

**皮肤学级护肤品更具备必需消费品的属性，客户粘性更强。**相较于彩妆、香氛与普通的化妆品这类可选消费品而言，皮肤学级护肤品有以下特点：1) 客群更加精准。该产品主要针对敏感肌肤人群，这部分人群对产品的安全性、专业性要求更高；2) 配方较为考究。该产品通常采用对皮肤较为温和的配方，不添加或少添加色素、香精、防腐剂等；3) 具备较强的研发壁垒，产品上市需要通过较严格的人体功效测试。因此，具备专业品牌形象的皮肤学级护肤品可以通过消费者的口碑发酵从而建立较强的客户粘性。2020 年，有 44% 的敏感肌女性会固定量的持续使用抗敏护肤品，而有 22% 的敏感肌女性会疗程式增加使用抗敏护肤品。

图表 20：2020 年中国敏感肌女性抗敏护肤品使用周期

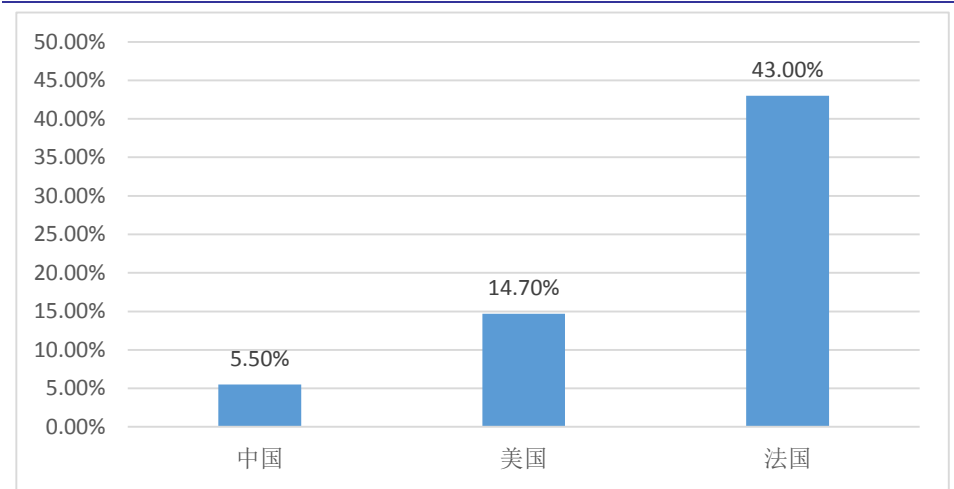


来源：艾瑞咨询，华福证券研究所

**我国的皮肤学级市场渗透率仍然较低，发展空间较大。**根据 Euromonitor 数据显示，2019 年中国皮肤学级产品人均销售额仅为 1.4 美元/人，相较于欧美、日本等国家仍有高达 10 倍左右的差距。另外，2019 年我国的皮肤学级护肤品的渗透率仅为 5.5%，相较于美国与法国，仍有巨大的提升空间。公司产品薇诺娜目前在皮肤学级护肤品的市占率排名第一，未来有望随着我国皮肤学级护肤品整体渗透率的提升，而进

一步提高市占率。

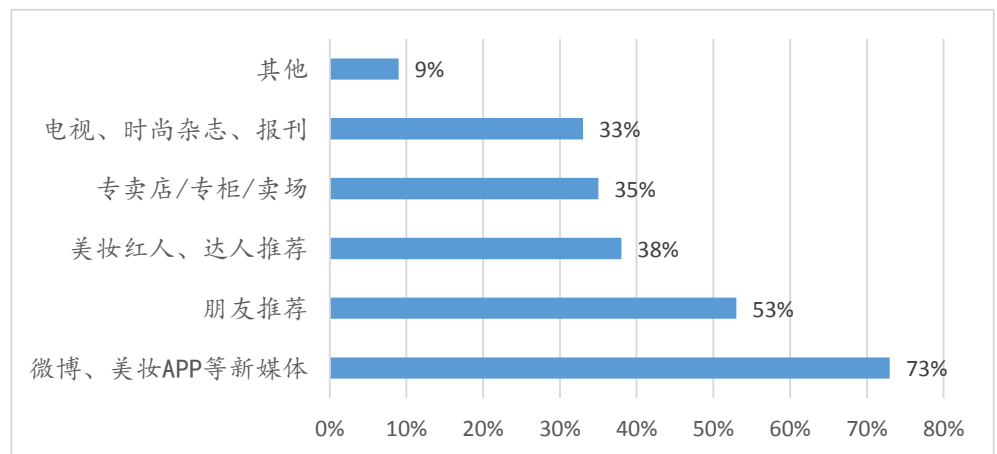
**图表 21：2019 年全球主要国家皮肤学级护肤品渗透率（%）**



来源：Euromonitor，华福证券研究所

**营销渠道多元化，线上渠道是消费者购买的最主要渠道。**随着电商发展，以及网络流量入口的碎片化，使得化妆品的营销渠道从线下转移至线上，线上的营销渠道又呈现出多样化的特征。根据微博数据中心的数据显示，73%的人选择通过微博、美妆APP等新媒体进行化妆/护肤品信息的获取，有38%的人选择通过美妆红人、达人推荐的形式了解化妆/护肤品信息，仅有33%的人选择通过电视、时尚杂志、报刊等传统媒体获取化妆品信息。

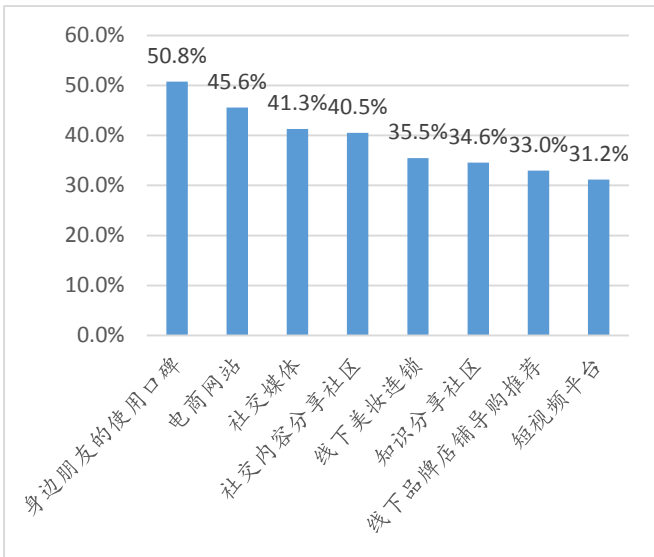
**图表 22：用户获取化妆/护肤品信息的主要渠道**



来源：微博数据中心，CIG，华福证券研究所

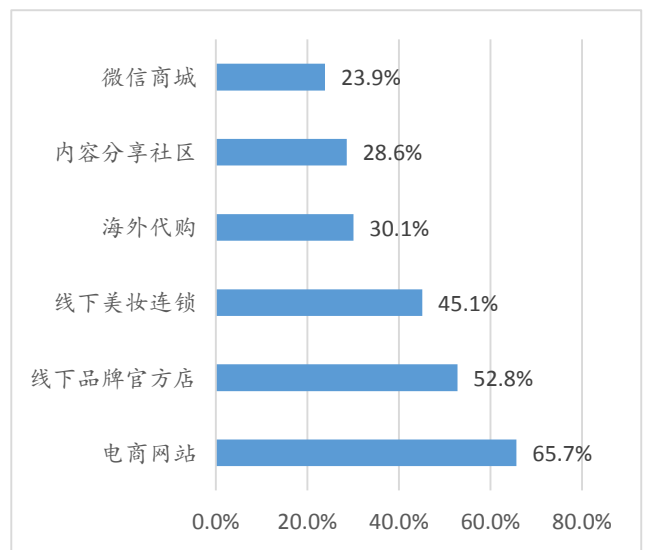
**具体到抗敏护肤产品，线上渠道仍然是消费者最主要的购买渠道。**我国女性有50.8%通过身边朋友的使用口碑获取抗敏护肤品信息，65.7%通过电商网站购买抗敏护肤品。

图表 23：2020 年中国女性抗敏护肤品信息获取渠道



来源：艾瑞咨询，华福证券研究所

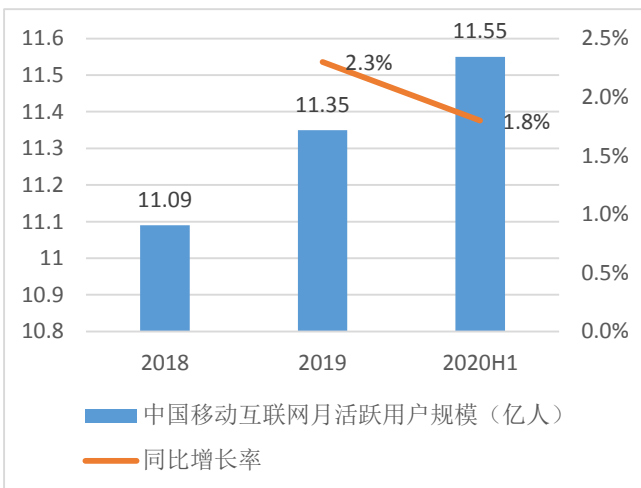
图表 24：2020 年中国女性抗敏护肤品购买渠道



来源：艾瑞咨询，华福证券研究所

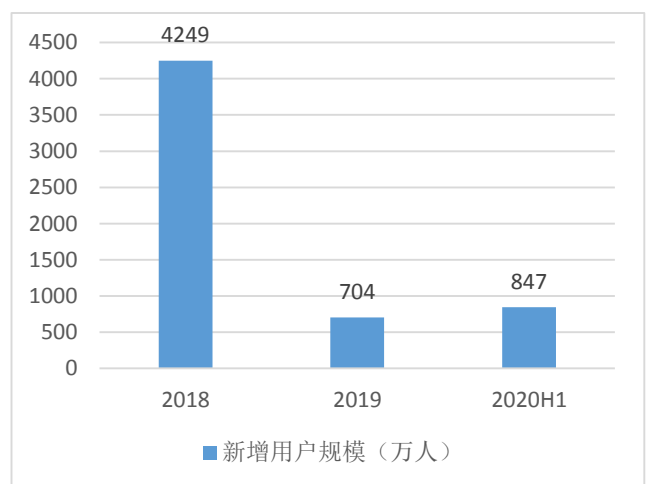
**公域流量竞争激烈，私域流量逐渐崛起。**近两年，互联网人口红利逐渐下降，2018 年至 2020 年 H1，我国移动互联网月活跃用户规模始终保持在 11 亿-11.55 亿之间，同比增长率呈现下降的趋势；新增用户规模从 4249 万人下降至 847 万人。由于传播媒介的多元化、信息碎片化，公域流量呈现越来越分散的趋势，难以做到精准营销。且 2020 年爆发的新冠疫情，极大地占用了公域流量的空间，进一步加剧了公域流量的竞争。

图表 25：2018-2020 年 H1 中国移动互联网月活跃用户规模



来源：QuestMobile，前瞻产业研究院，华福证券研究所

图表 26：2018-2020H1 中国互联网新增用户规模

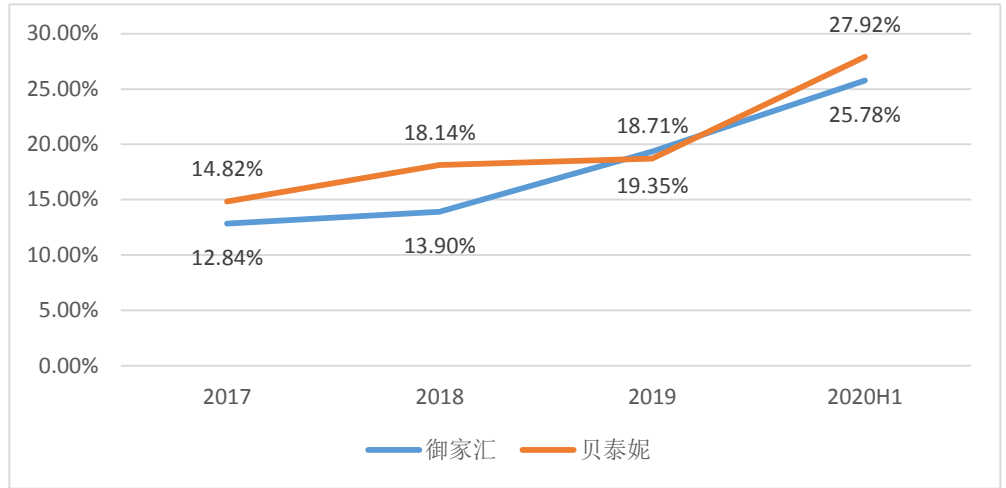


来源：QuestMobile，前瞻产业研究院，华福证券研究所

**化妆品企业在公域流量池的获客成本逐步上升。**从平台角度来看，阿里巴巴 2015 财年的获客成本和单客成本分别是 58.31 元/人和 24.32 元/人，到 2019 财年，获客成本和单客成本分别是 187.29 元/人和 60.83 元/人，分别上涨了 221.2%和 150.1%。从商家角度来看，御家汇和贝泰妮的线上推广费用占线上渠道销售收入的比重在逐年

提升，2017年至2020年H1，御家汇的线上推广费用率从14.82%上升至27.92%，贝泰妮的线上推广费用率从12.84%上升至25.78%。

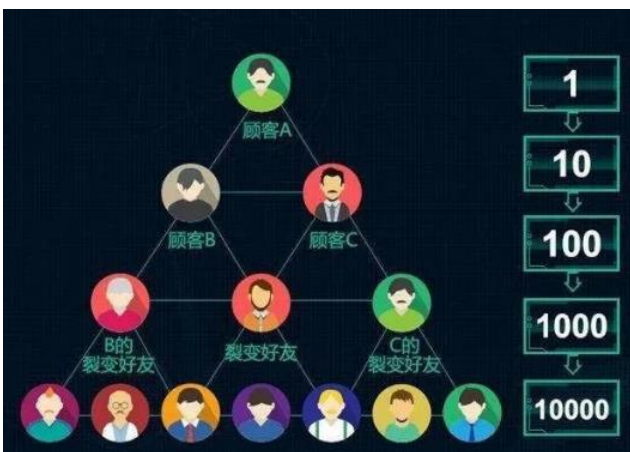
图表 27：2017-2020 年 H1 公司与同业可比公司的线上推广费率情况



来源：公司招股说明书，华福证券研究所

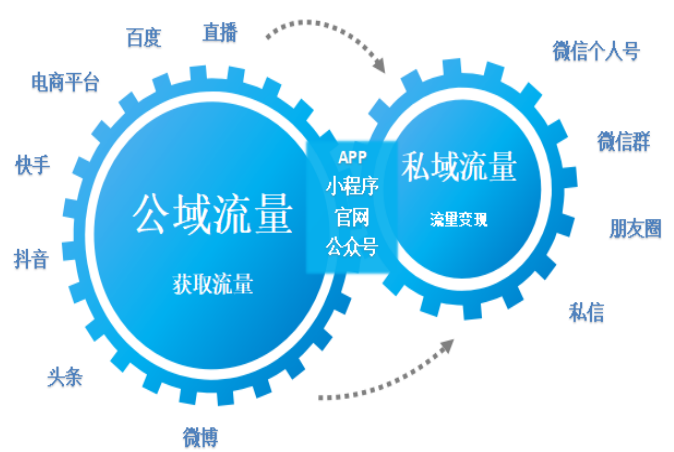
化妆品企业的私域流量池逐步崛起，成为重要的品牌护城河之一。由于私域流量更加凸显不同的社群圈层，因而利于化妆品企业进行精准营销，且私域流量的裂变使得化妆品企业的平均获客成本得以降低。目前，众多化妆品品牌通过微信用户群，微信商城等方式建立品牌的私域流量池，以达到精准营销、紧密维护客户关系并提高产品复购率。

图表 28：私域流量裂变



来源：i美妆头条，华福证券研究所

图表 29：公域流量与私域流量的运作流程



来源：i美妆头条，华福证券研究所

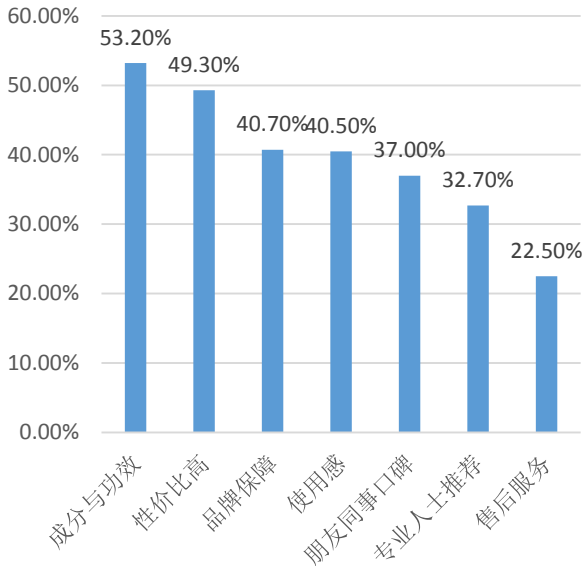
## 2.2 行业发展动因

从长视角看，敏感肌人群数量庞大，消费升级趋势下，消费者更注重专业护肤，成分与功效、产品的修复功能获得较高的关注。在《女性敏感肌肤调查报告》中显示，近54%的被访者认为自己的皮肤是敏感皮肤，其中近70%的被访者于换季时发生肌肤敏感问题，约22%的被访者表示一年四季都会有肌肤敏感问题。而根据《中国皮肤



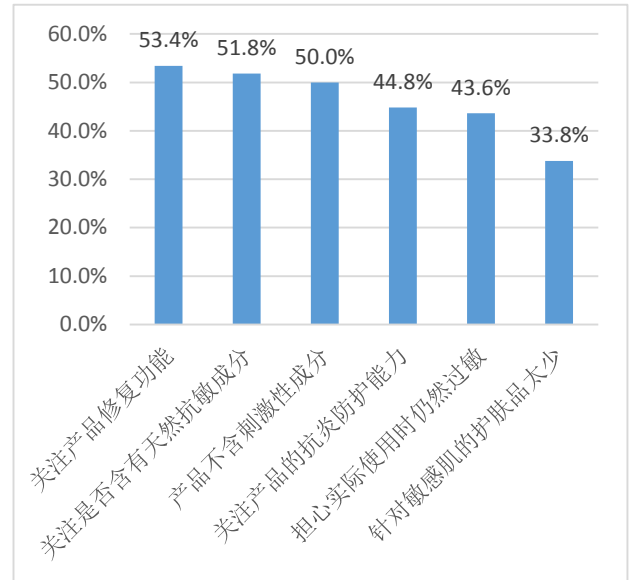
性病杂志》，由于空气、环境、压力等因素的影响，中国有 35%以上女性属于敏感肌人群。根据艾瑞咨询数据，我国消费者购买美妆护肤品的首要考虑因素就是成分与功效，而细分至敏感肌人群，产品的修复功能是其最关切的因素。

图表 30：我国消费者购买美妆护肤品主要考虑因素



来源：艾瑞咨询，华福证券研究所

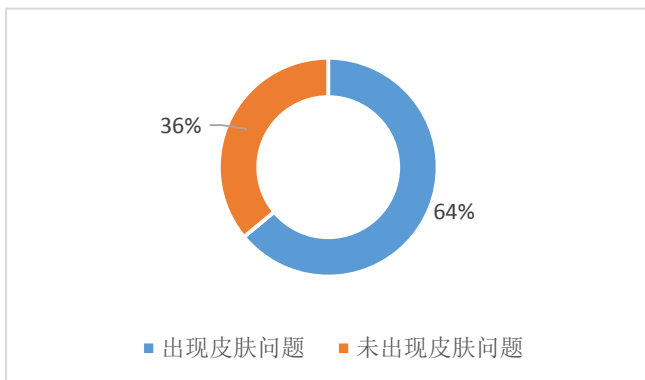
图表 31：我国消费者购买美妆护肤品主要考虑因素



来源：艾瑞咨询，华福证券研究所

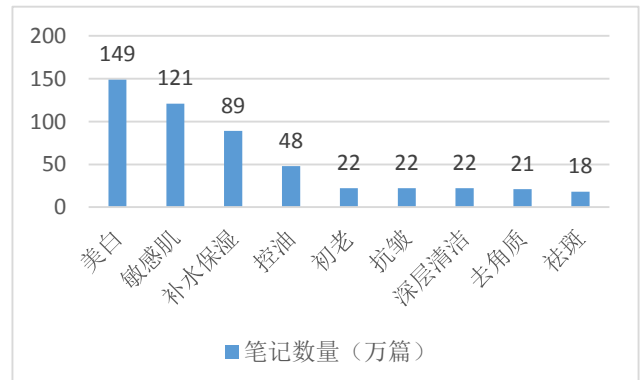
从短视角看，疫情促发“口罩脸”。2020年新冠疫情以来，佩戴口罩成为民众的日常行为，由此产生的“口罩脸”也逐渐受到社会的关注。根据国家药监局，由于长时间佩戴口罩产生的口罩内湿热环境，口罩与皮肤产生的摩擦力，以及口罩生产过程中使用的消毒剂等，会导致佩戴者的皮肤干燥、脱屑；皮肤过敏或者敏感。2020年6月关于敏感肌的小红书笔记数量达到121万篇，仅次于美白。根据《后疫情时代理性护肤白皮书》显示，有64%的人因为戴口罩引发过敏泛红等肌肤问题。

图表 32：近六成人佩戴口罩后出现了皮肤问题



来源：《后疫情时代理性护肤白皮书》，华福证券研究所

图表 33：2020年6月小红书护肤话题笔记数量

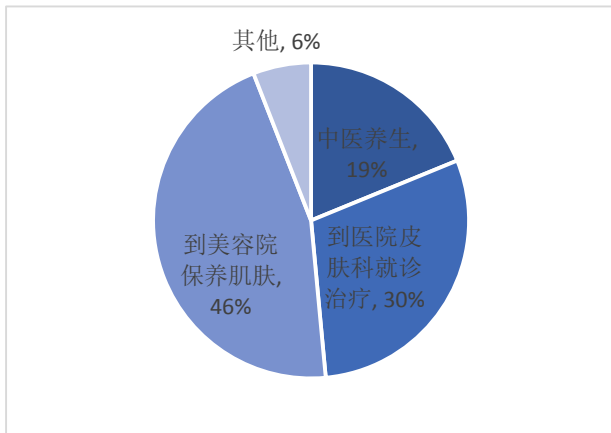


来源：艾瑞咨询，华福证券研究所

从消费者的角度来看，专业机构或者具备专业背景的皮肤科医生更能赢得信赖。有将近 76%的中国敏感肌女性会选择医院皮肤科或者美容院保养皮肤，而在“口罩

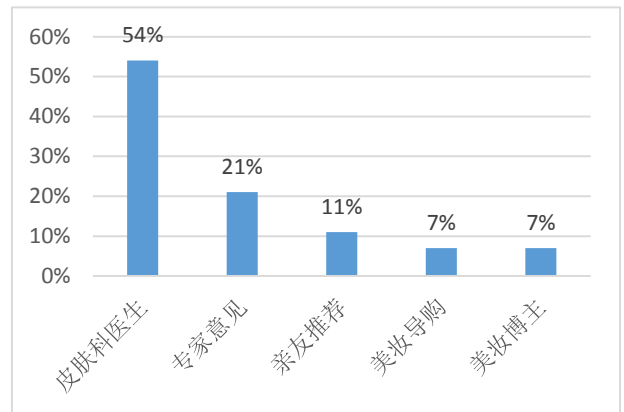
脸”消费者中，皮肤科医生是最能影响其购买决策的因子。

图表 34：2020 年中国女性除护肤品外敏感肌保养方式



来源：艾瑞咨询，华福证券研究所

图表 35：影响“口罩脸”消费者购买决策的人群



来源：《“口罩脸”修复产品市场调研报告》，华福证券研究所

从政策角度来看，化妆品新规实行，监管趋严，劣质企业将逐步让渡市场空间给优质企业。根据《化妆品监督管理条例》第二十二條：化妆品的功效宣称应当有充分的科学依据，化妆品注册人、备案人应当在国务院药品监督管理部门规定的专门网站公布功效宣称所依据的文献资料、研究数据或者产品功效评价资料的摘要，接受社会监督。根据《化妆品注册备案资料管理规定》，自 2022 年 1 月 1 日起，申请祛斑美白、防脱发化妆品注册时，注册申请人应当按照规定，提交符合要求的人体功效试验报告。2021 年 5 月 1 日前申请并取得注册的祛斑美白、防脱发化妆品，注册人应当在 2023 年 5 月 1 日前补充提交人体功效试验报告。2021 年 5 月 1 日至 12 月 31 日期间申请并取得注册的祛斑美白、防脱发化妆品，注册人应当于 2022 年 5 月 1 日前补充提交符合要求的人体功效试验报告。新规实施后，化妆品及化妆品新原料的安全性将有更明确和细致的规定，劣质企业将面临出清淘汰的局面，优质企业有望进一步提升市场占有率。

图表 36：我国化妆品定义与范围的变化

项目	《化妆品卫生监督条例》(旧条例)	《化妆品监督管理条例》(新条例)
化妆品定义	指以涂擦、喷洒或者其他类似的方法，散布于人体表面任何部位（皮肤、毛发、指甲、口唇等），以达到清洁、清除不良气味、护肤、美容和修饰目的的日用化学工业产品	是指以涂擦、喷洒或者其他类似方法，施用于皮肤、毛发、指甲、口唇等人体表面，以清洁、保护、美化、修饰为目的的日用化学工业产品
分类	1) 特殊用途化妆品；2) 非特殊用途化妆品	1) 特殊化妆品；2) 普通化妆品
“特殊”用途	特殊用途化妆品是指用于育发、染发、烫发、脱毛、美乳、健美、除臭、祛斑、防晒的化妆品（9 种）	用于染发、烫发、祛斑美白、防晒、防脱发的化妆品以及宣称新功效的化妆品为特殊化妆品（5+1 种）

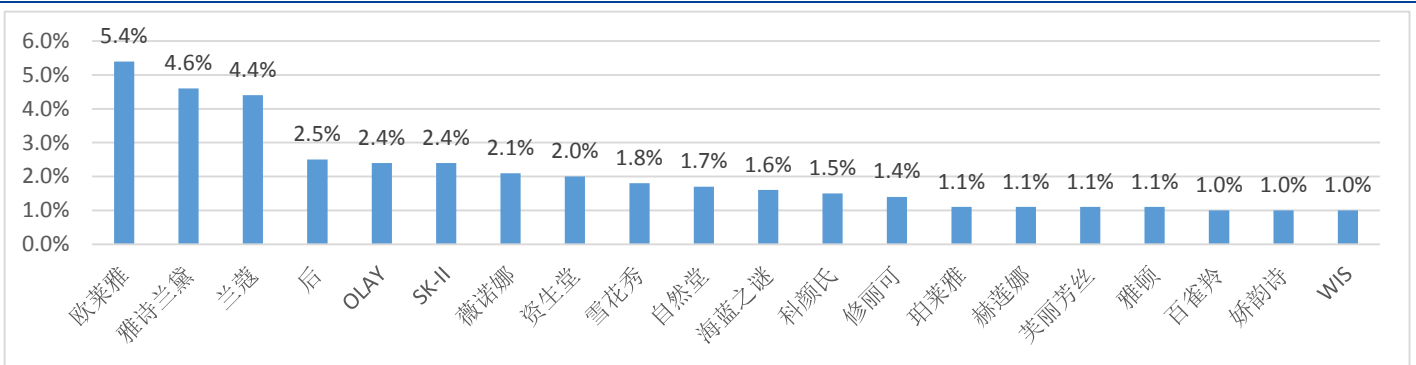
数据来源：国家药监局，华福证券研究所

### 2.3 为何研发能力较强的国货能在功能性护肤品赛道突围进入中高端市场？

一般而言，我们认为化妆品企业靠品牌制胜，品牌则依靠品牌文化内涵和研发元素这两点胜出。国货在品牌文化内涵沉淀方面较弱，存在着品牌形象雷同、缺乏品牌个性等共性问题，同一功能、同一档次的化妆品品牌在消费者眼中识别程度很低。所以在彩妆和部分护肤品的领域，国货较难进入中高端的市场，获得较高的品牌溢价。

从静态角度看，外资品牌在我国化妆品市场占据优势地位。凭借丰富的品牌文化内涵、完善的品牌矩阵、较强的研发实力与广告投入，以及进入我国市场的较早的时间优势，外资品牌在我国化妆品市场占据优势地位。2020年11月-12月，我国护肤品市场占有率前五的均为外资品牌，其中欧莱雅以5.4%的市占率排名第一。

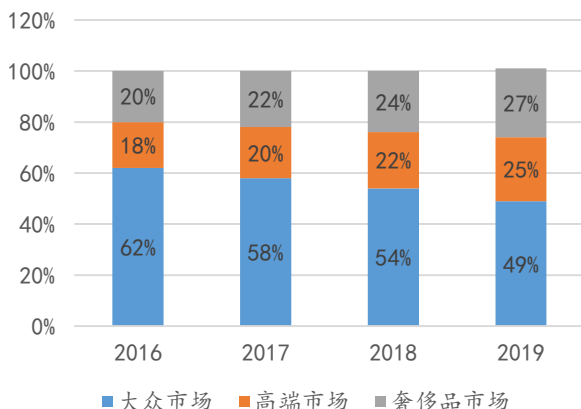
图表 37：2020 年 11-12 月中国护肤品品牌市场占有率



数据来源：艾媒数据中心，华福证券研究所

从动态角度看，在消费升级过程中，外资品牌仍然占据优势地位。我国大众化妆品市场逐渐缩小，而高端与奢侈品市场逐步扩大，呈现较为明显的消费升级趋势。2016年至2019年，我国的化妆品高端与奢侈品市场从38%增加至52%，大众市场从62%缩小至49%。利润较厚的高端与奢侈品市场多被国外品牌占据，国货多集中于利润较薄的大众品市场。但随着欧莱雅收购小护士、羽西等，国际品牌也不断地完善中低端市场的布局，国货的生存空间被进一步挤压。根据2018年至2020年的天猫双十一前十榜单，国货数量已经从4个下降至1个。

图表 38：我国化妆品市场层次图



来源：智妍咨询，华福证券研究所

图表 39：2018-2020 年天猫双十一前十榜单

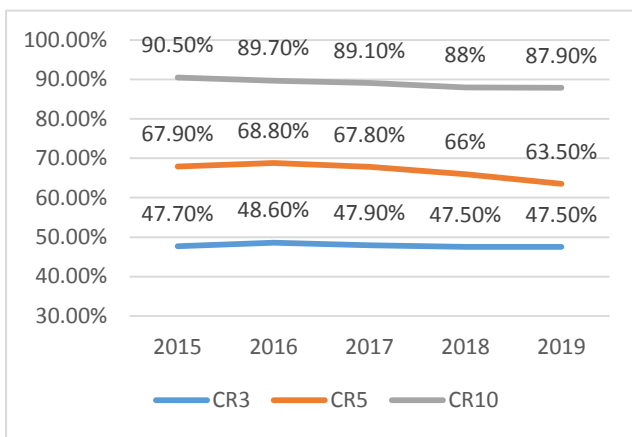
名次	2018	2019	2020
1	兰蔻	欧莱雅	雅诗兰黛
2	OLAY	兰蔻	欧莱雅
3	欧莱雅	雅诗兰黛	兰蔻
4	雅诗兰黛	OLAY	后
5	SK-II	SK-II	OLAY
6	百雀羚	自然堂	SK-II
7	自然堂	百雀羚	雪花秀
8	HOME FACILAL PRO	后	资生堂
9	薇诺娜	完美日记	薇诺娜
10	悦诗风吟	薇诺娜	海蓝之谜

来源：化妆品财经在线，华福证券研究所（标黄为国货品牌）

在功能性护肤品领域，我们认为具备研发能力的国货有机会跳过低价竞争，打入中高端市场。原因有以下三点：1) 功能性护肤品相对的淡化品牌文化内涵，凸显品牌研发能力；2) 消费者代际切换至具有民族自信感的 Z 世代人群；3) 我国的天然植物资源丰富，中草药应用于化妆品领域的历史悠久，赋予了我国化妆品企业独特的研发元素。

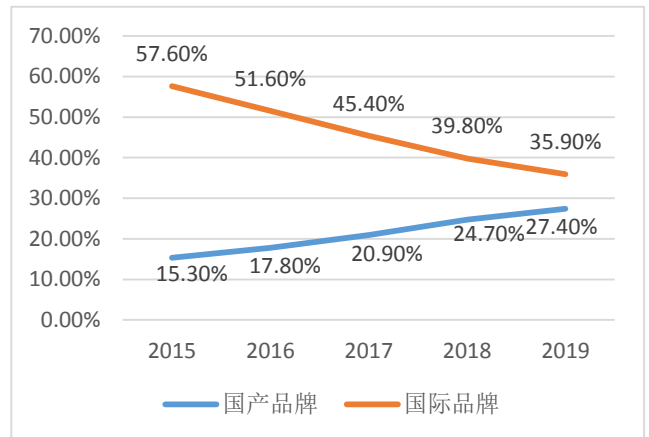
功能性护肤品淡化品牌文化内涵，凸显品牌研发，使得研发能力较强的国货有机会切入中高端市场。整体来看，2015 年至 2019 年，我国的功能性护肤品牌 CR3/CR5/CR10 保持平稳。从皮肤学级护肤品 CR3 来看，国货 CR3 从 2015 年的 15.34% 提升至 2019 年的 27.38%；而国际品牌 CR3 份额从 2015 年的 57.58% 下滑至 2019 年的 35.89%，说明国货皮肤学级护肤品品牌的市占率在逐步提升。

图表 40: 2015-2019 年中国功能性护肤品市占率



来源: Euromonitor, 华福证券研究所

图表 41: 2015-2019 年皮肤学级护肤品牌 CR3 情况



来源: Euromonitor, 华福证券研究所

消费者代际切换至 Z 世代，国货具备一定的“群众基础”。我们认为 Z 世代人群的消费能力、民族自信感与对美妆的较高消费投入，为我国的国产化妆品企业提供了一定的消费者基础。

Z 世代消费人群消费能力较强。根据 OC&C《无国界的一代》显示，Z 世代的开销占全国家庭总开支约 13%。在国内，“95 后”的群体规模已超过 3 亿，占我国总人口的 19%。Z 世代的父母们基本上是 60 年代末或者 70 年代，赶上我国 1978 年的改革开放时期，这也使得“Z 世代”是物质环境较为宽裕的一代。根据艾瑞咨询的统计，我国 95 后的月均消费额在 3017 元/月，消费能力较强。

图表 42: 2019 年 95 后的月均消费金额



来源: 艾瑞咨询, 华福证券研究所

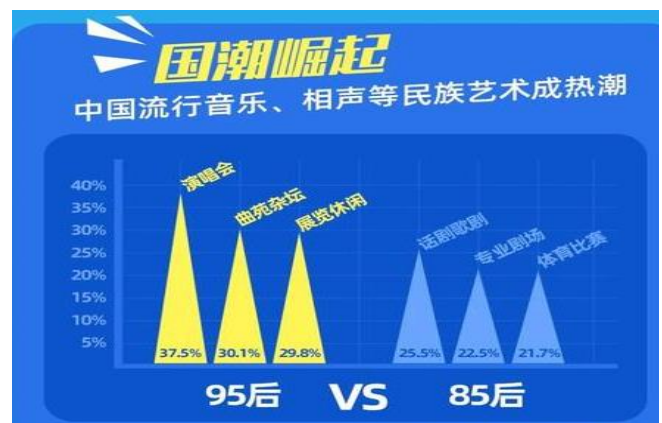
Z世代民族自信感较强，不易盲从大牌，对国货不易产生偏见。随着我国本土流行文化的崛起，国产电影、相声曲艺等传统艺术受到95后年轻人的认可与追捧。在95后的观影总票房中，80%为国产电影。根据《2020年中国消费品牌发展报告》，国潮文化特色商品的消费群体中，年轻客群占比较高。另外，Z世代是在网络中成长起来的一代，从小接触的信息多元，不易盲从大牌，对国货不易产生偏见。例如：2019年上半年，小红书平台关于国货的笔记数量同比增长116%，其中，“品质”“平价”“搭配”是被提及最多的三个关键词。

图表 43: 95后观影国产电影票房占比



来源：《青年文娱消费大数据报告》，阿里研究院，华福证券研究所

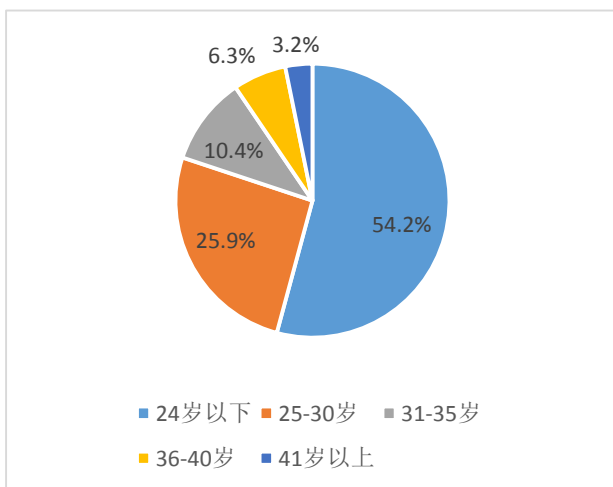
图表 44: 曲苑杂坛受95后欢迎



来源：《青年文娱消费大数据报告》，阿里研究院，华福证券研究所

Z世代注重颜值，是美妆消费的主力军，对天然植萃成分的偏好较高。在美妆的消费方面，根据唯品会2018年数据显示，70后在美妆的消费上增长55%，80后的增长率是90%，90后增长率为202%，95后增幅高达347%。在美妆人群年龄分布中，30岁以下人群占据了80.1%的份额，其中24岁以下人群占据54.2%。而在Z世代的技能搜索排行榜中，美容护肤位列第三位。

图表 45: 美容美妆人群年龄分布



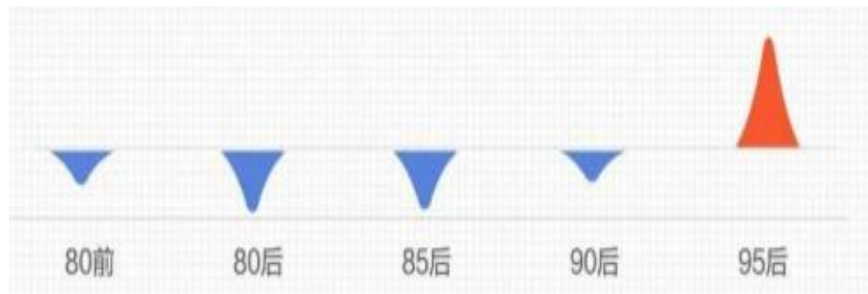
来源：QuestMobile，苏宁金融研究院，华福证券研究所

图表 46: 美容护肤位列Z世代的技能搜索TOP3



来源：《青年文娱消费大数据报告》，华福证券研究所

图表 47：2020 线上护肤品天然植萃成分代际消费偏好



来源：CBNData 消费大数据，《2020 东方美谷蓝皮书（化妆品行业）》，华福证券研究所

背靠我国得天独厚的特色植物自然资源禀赋以及历史悠久的汉方，加之消费者对天然植物成分的认识度提高以及政府支持，国货易打造出差异化的研发元素与配方。

从政策方面来看，2020 年颁布的《化妆品监督管理条例》明确表示，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；十三届全国人大四次会议审查通过的《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》中提到在化妆品消费领域培育出属于中国的高端品牌。

从中草药使用历史来看，我国将植物或者中草药应用于护肤品的历史非常悠久，例如宋代的《太平圣惠方》，元代的《御药院方》所载的七白膏，应用香白芷，白薇，白术，白芨，细辛，白附子，白茯苓七味中药达到祛除黑斑，润肤防皱的功效。

从自然资源禀赋来看，我国的植物资源丰富，很多植物可以应用于化妆品领域。例如：甘草、人参、黄芪、白芍等植物可以抑制酪氨酸酶活力，从而抑制黑色素形成；金银花、白芨、防风等具备抗菌消炎的作用，可以治疗由致病菌或者真菌引起的皮肤炎症。

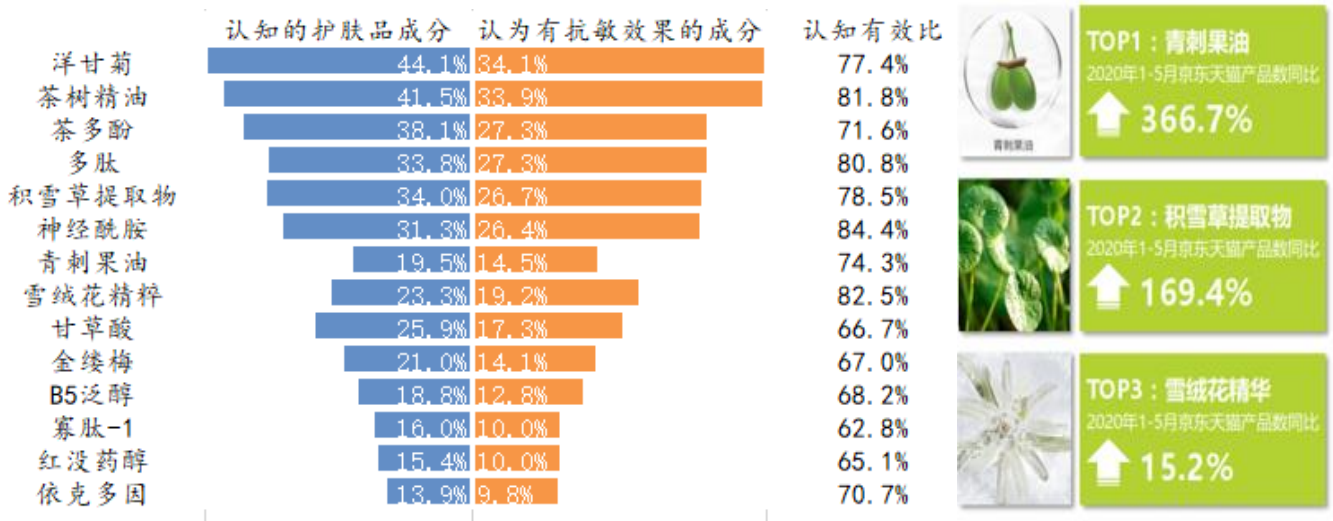
图表 48：植物或者中草药元素在化妆品的功能

功能	常见的植物或者中草药元素
保湿	芦荟、玫瑰、葛根、麦冬、啤酒花
吸收紫外线	黄芩苷、芦丁、汉麻籽油
美白	甘草、人参、黄芪、白芍、桑白皮、当归、地榆、川穹、防风、续随子、西洋参、苦瓜、虎杖、洋甘菊、姜黄、风毛菊、槟榔、牡丹（皮）、灯心草
祛斑	黄芩、丝瓜、燕麦、牛油果、白芨、防风、蒿本、独活、柴胡、当归、白术、白茯苓、芍药、葛根、紫草、乌梅、桂皮、山茱萸、夏枯草、附子、益母草
抗衰老	芍药、丁香、刺梨、鼠尾草、迷迭香、玫瑰、罗勒、黄柏
抗痤疮	丹参、积雪草、大黄、白花蛇舌草、薏仁、天门冬、春黄菊、蒲公英、金银花、白芨、防风、黄芩、小茴香、生姜、千里光
除螨	牡丹根、白柳皮、侧柏叶、百部、丁香

来源：《功能性植物源化妆品的研究与思考》，华福证券研究所

目前,我国消费者对护肤品中植物成分的认知度正在提高,消费者教育日渐成熟。例如,根据京东天猫数据,2020年1-5月,含青刺果油、积雪草提取物与雪绒花精华的产品同比增长率较高。

图表 49: 抗敏护肤品成分受认知度及热门成分产品增幅



来源: 艾瑞咨询, 华福证券研究所 (认知有效比=认为有效%/认知成分%\*100)

### 三、 公司核心竞争力分析

我国的化妆品市场是一个完全竞争的的市场,众多国产品牌仍然在中低端领域竞争,中高端及奢侈品市场普遍由外资品牌占据。

然而,我们将贝泰妮旗下的明星品牌薇诺娜与其他功能性护肤品品牌做了单价对比,发现薇诺娜旗下的一些产品单价与外资明星品牌的单价不差上下,且部分产品的已经超过了一些外资明星品牌的单价。

例如:从喷雾类来看,薇诺娜青刺果修护保湿喷雾为 0.92 元/ml,而雅漾活泉水喷雾为 0.65 元/ml,欧莱雅勃郎圣泉补水喷雾为 0.64 元/ml;从面膜品类看,薇诺娜玻尿酸多效修护精华面膜为 33 元/片,与理肤泉 B5 多效保湿修复面膜的单价一致;从面霜品类来看,薇诺娜舒敏保湿特护霜为 5.36 元/g,高于珂润面霜 (4.5 元/g),与丝塔芙蓝维菊面霜 (3.92 元/g),略低于美丽芳丝 (5.96 元/g);从精华液品类来看,薇诺娜舒敏保湿修护精华液位 9.93 元/ml,薇姿 89 精华液为 6.98 元/ml。

**图表 50：薇诺娜与外资品牌功能性护肤品的单价比较**

品类	产品名称	单价
喷雾类	薇诺娜青刺果修护保湿喷雾	0.92 元/ml
	雅漾活泉水喷雾	0.65 元/ml
	欧莱雅勃朗圣泉补水喷雾	0.64 元/ml
面膜类	薇诺娜舒敏保湿丝滑面膜	28 元/片
	薇诺娜玻尿酸多效修护精华面膜	33 元/片
	理肤泉 B5 多效保湿修复面膜	33 元/片
面霜类	薇诺娜舒敏保湿特护霜	5.36 元/g
	雅漾修红保湿霜	3.75 元/ml
	雅漾舒缓特护保湿霜	5.44 元/ml
	理肤泉 B5 修复霜	2.9 元/ml
	珂润面霜	4.5 元/g
	丝塔芙大白罐温和保湿霜	0.33 元/g
	freeplus 美丽芳丝	5.96 元/g
	丝塔芙蓝雏菊面霜	3.92 元/g
	科颜氏高保湿霜	6.3 元/ml
	欧莱雅勃朗圣泉修红霜	7.12 元/ml
精华液类	薇诺娜舒敏保湿修护精华液	9.93 元/ml
	薇诺娜玻尿酸多效修护精华液	9.93 元/ml
	薇姿 89 精华液	6.98 元/ml
洁面乳类	薇诺娜舒敏保湿洁面乳	1.97 元/g
	薇诺娜舒缓控油洁面泡沫	1.05 元/ml
	薇姿温泉纯净洁面啫喱	0.92 元/ml

来源：天猫，小红书，华福证券研究所

我们认为，公司跳过低价竞争，打入中高端市场，获得较高的品牌溢价的原因，也是公司的核心竞争力是以下三点：1) 公司专注敏感肌，产品配方独特，研发壁垒较高，科技成果转化率高；2) 公司线下深耕药房与医药渠道，获取医生背书，建立了专业化的品牌形象，建立起差异化的线下渠道竞争优势；3) 公司私域流量池打造成功，获得较高的客户复购率与客单价，优化公司收入结构。

### 3.1 公司专注敏感肌，研发壁垒较高，科技成果转化率高

从研发元素与产品配方上来看，公司依靠云南植物与药材资源禀赋，与医药、科研机构等共同研究出以“青刺果油、马齿苋、云南山茶与云南重楼”等独特研发元素的产品配方，构筑差异化的研发元素优势壁垒。云南有着“药材王国”和“植物王国”的美名，云集热带、亚热带、温带甚至寒带的 274 科、2076 属约 17000 种植物，也是我国的中医药材发源宝地。公司立足云南本土植物与药材资源，研发出青刺果、马齿苋、滇重楼、滇山茶的活性提取物，在研发元素与产品配方上建立了差异化的竞争优势。



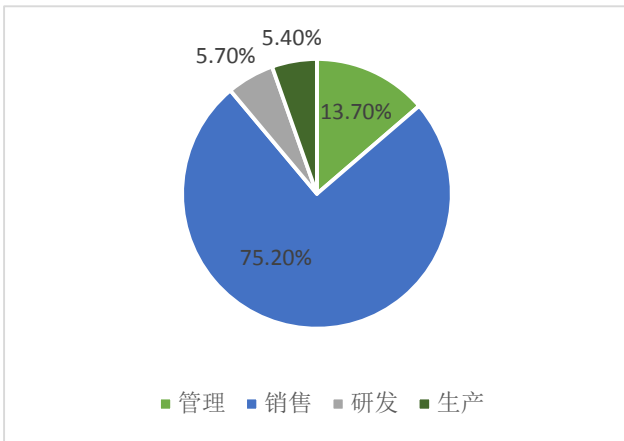
**图表 51：公司使用云南独特草本植物概况**

名称	植物特性与故事	植物功效与相应专利	图片
青刺果	青刺果又名阿那斯果，生在在海拔约32000米的香格里拉雪山上，凌寒而花，迎早而果，拥有非凡的生命力。当地摩梭族、纳西族女性在使用青刺果油涂抹肌肤后，发现有效防止恶劣天气、强烈阳光造成的肌肤干燥、皴裂等问题，会比其他女性的肌肤更柔嫩健康。	公司实验发现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。	
马齿苋	马齿苋是一年生草本植物，耐涝耐旱，生命力顽强，所以也被称作“长命苋”。早在明代，马齿苋就被当做一味中药，《本草经疏》记载：马齿苋可整株入药，清热解毒，止渴，杀虫。同时马齿苋也是一种营养丰富的蔬菜。	公司利用专利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，增强肌肤耐受力，降低敏感度。专利号：CN102764217A	
云南山茶	生长在海拔约2800米的滇中高原和云南西部山地，对生长环境要求苛刻，被列为国家二级保护植物。	2009年，公司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，以专利技术萃取云南山茶精粹，尽可能释放其美肤功效，能够深层滋养，润泽皮肤。专利号：CN104958228A	
云南重楼	生长于海拔约3100米的潮湿隐蔽深山中，具有重要的药用价值，《滇南草本》载：“重楼一名紫河车，一名独角莲。味辛、苦、性微寒。”	公司实验发现，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。	

来源：公司官网，华福证券研究所

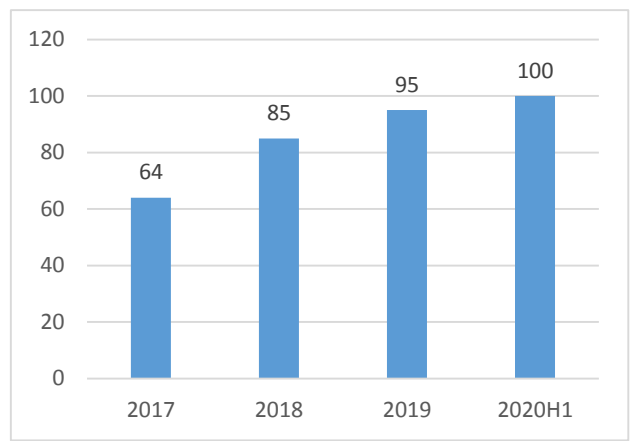
从研发人员来看，公司研发团队较强，专业背景丰富，具备引领行业发展的能力。公司目前的研发团队汇集了药物制剂、药物分析、中药学、生物制药、药理学、生物工程、高分子化学、精细化工、设计等不同学科的各类专业人才，使公司在配方开发、植物提取研究、产品开发和评估技术、包装设计等方面处于行业领先地位。公司拥有100人的研发团队，其中本科学历以上的有84人，包括博士学位3人，硕士学位24人，本科学历57人。公司先后获得云南省科学技术进步一等奖、云南省创新团队一等奖等多项荣誉。2019年，公司被云南省人力资源和社会保障厅批准为省级博士后科研工作站。公司的薇诺娜研究院发布了《薇诺娜皮肤学级护肤品及其在临床中的应用》红宝书，涵盖了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的论文，在中国皮肤科行业和皮肤学级护肤行业的发展中起到了指南性的作用。

图表 52：2020 年 H1 公司研发人员占比



来源：招股说明书，华福证券研究所

图表 53：2017-2020H1 公司研发人员数量



来源：招股说明书，华福证券研究所

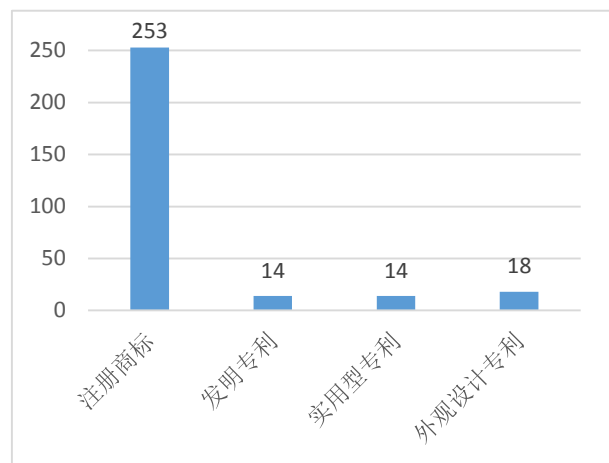
从知识产权体系来看，公司已形成独立、完整的知识产权体系。公司拥有境内有效专利 46 项，其中 14 项为发明专利，14 项为实用新型专利，18 项为外观设计专利，具有较强的研发实力，形成独立、完整的知识产权体系。公司拥有的发明专利占知识产权体系的约 32%。

图表 54：国家教育部创新团队：薇诺娜研究院



来源：公司官网，华福证券研究所

图表 55：2020 年 H1 公司知识产权体系



来源：招股说明书，华福证券研究所

从具体核心技术来看，公司在利用高原特色植物提取物有效成分制备和生产敏感肌肤护理产品方面具有较强的技术优势。目前，公司拥有 11 项核心技术，除《一种含有青刺果油的功效性护肤品及制备方法》为继受取得外，其余专利与非专利技术均为自主研发。

图表 56：公司核心技术专利情况

序号	名称	专利与非专利技术
1	马齿苋提取物制备方法以及含马齿苋提取物的功效性护肤品的产业化制备方法	《一种含马齿苋提取物的功效性护肤品及制备方法》；《一种马齿苋提取物的腺嘌呤核苷定量方法》；《一种马齿苋提取物的制备方法及应用》；《一种马齿苋低温提取方法》；《一种用于马齿苋植物提取的多段恒温提取设备》；“马齿苋提取物的产业化制备方法”；“含有马齿苋提取物的护肤品制备方法”
2	青刺果提取物制备方法以及含有青刺果油的功效性护肤品的产业化制备方法	《一种含有青刺果油的功效性护肤品及制备方法》；《一种青刺果仁总黄酮提取物的制备方法》；“青刺果油超临界萃取技术”；“含有青刺果油的护肤品制备方法”
3	滇重楼提取物的产业化制备方法	“滇重楼提取物的产业化制备方法”
4	等渗制剂技术	《一种改善雾化效果的喷雾制剂及其制备方法》
5	脂质体包裹技术	《高稳定青刺果油脂质体的制备工艺及其在化妆品中的应用》
6	液体制剂雾化技术	《一种改善雾化效果的喷雾制剂及其制备方法》
7	皮肤屏障修复制剂及其制备方法	《一种皮肤屏障修复制剂及其制备方法》
8	含页岩油的复合祛痘制剂及其制备方法	《一种含页岩油的复合祛痘制剂及其制备方法》
9	油包水技术及其制备方法	《一种油包水婴儿护臀霜及其制备方法》
10	高含量维生素 CE 稳定体系复合制剂及其制备方法	《高含量维生素 CE 稳定体系复合制剂及其制备方法》
11	体外/体内产品评估技术	“鸡胚绒毛膜尿囊膜体外眼刺激评价模型”、“感官评估试验模型”、“消费者调研试验模型”、“3D 角膜/3D 皮肤评价模型”、“细胞评价模型”、“斑马鱼评价模型”等

来源：公司招股说明书，华福证券研究所

从研发储备项目来看，公司深挖敏感肌人群护肤的需求，建立了以市场为导向的一系列研发储备项目。目前公司已有 13 个验收完成的项目，23 个在研项目与 3 个待验收项目。例如，在公司已完成验收项目中，有针对老年群体的老年保湿产品，有针对敏感肌人群彩妆需求的彩妆及眼霜系列产品。此外，公司未来将通过搭建数据中台，实现通过销售数据为客户画像，并将数据变为可采集、可识别、可融通的消费者信息，以及及时发现潜在的消费者需求，依据销售数据引导公司研发工作，助力品牌精准定位。

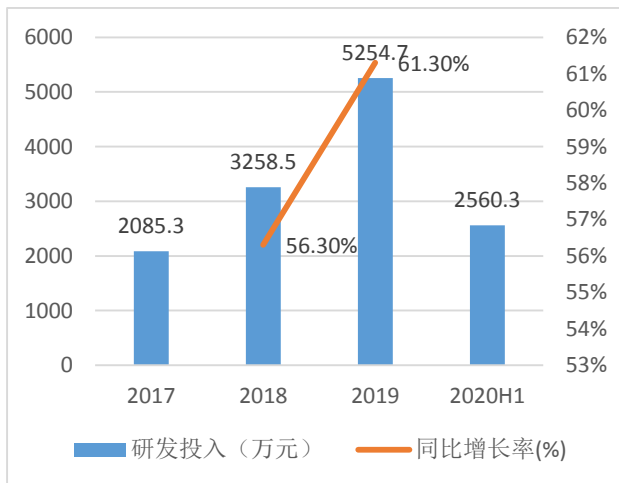
图表 57：公司主要研发项目情况

按项目进展情况分类	项目明细
完成验收项目	电商新品研发及产业化项目；线下渠道新产品开发项目；祛红、老年保湿产品研发项目；护肤品有效成份鉴定系统的研发项目；新型功效性产品关键技术攻关及产业化项目；云南特色植物护肤系列产品研发及产业化；智能 AI 肌肤监测系统的研发；大数据肌肤分析检测软件的研发；捕获旋瓶装置的研发；护肤品配料分析系统的研发；O2O 在线商城交易软件的研发；薇诺娜洁面慕斯新品开发项目；敏感肌肤彩妆及眼霜系列产品研发
进行中的项目	薇诺娜产业升级及儿童系列开发；“泊缇诗”系列新产品研发；薇诺娜护肤新产品研发；藻酸钠 I 类敷料和胶原蛋白 III 类敷料研发；植物手霜系列新品研发；复合肽系列新品研发；薇诺娜医疗器械系列新品研发；颈纹霜、粉底液、卸妆系列产品研发；酵母重组胶原蛋白敷料研发；高功效安瓶系列新品研发；薇诺娜男士控油平衡系列产品开发；马齿苋植物提取的多段恒温提取设备的研发；新型吹吸式探头的研发；新型孔径可调的固定套筒的研发；新型喷雾剂侧漏系统的研发；马齿苋低温提取方法的研发；高稳定青刺果油脂质体的研发；含多元植物成份的化妆品防腐剂的研发；玫瑰痤疮用组合物的研发；茵陈复配型防腐剂的研发；重楼果壳提取物的研发；可湿热灭菌的含油修护敷料的研发；厚朴植物防腐抑菌组合物的研发
结题待验收项目	薇诺娜国际化关键技术研发及应用；薇诺娜玫瑰痤疮系列新品研发；白癜风速瑕产品研发项目

来源：公司招股说明书，华福证券研究所

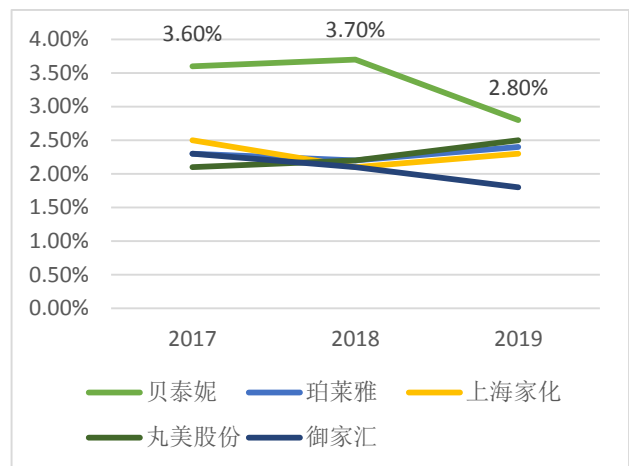
公司重视研发投入。公司 2019 年研发投入 5254.7 万元，较 2018 年增加 61.3%。公司 2017 年至 2019 年的研发费用率分别为 3.6%、3.7%、2.8%，显著高于同行。

图表 58：2017-2020 年 H1 公司研发投入



来源：招股说明书，华福证券研究所

图表 59：2017-2019 年公司研发费用率与同行比较



来源：招股说明书，华福证券研究所

从研发成果转化来看，公司已完全具备将技术成果有效转化为经营成果的持续创造能力，消费者粘性较强。2017 年至 2020 年 H1，公司应用核心技术实现的销售收入占主营业务收入的比例均在 95% 以上。

### 3.2 公司建立线下药房渠道的差异化竞争优势，BA 引流打造线下线上的协同效应

我们认为相比 CS、百货、商超等日渐饱和的线下渠道，公司的药房渠道是重要的差异化竞争优势。原因有以下五点：1) 药房渠道有助于竖立公司皮肤学级护肤品的专业形象，增加顾客对产品的信赖度和认可度；2) 药房渠道通过构建差异化的购买场景，一方面可以避免在百货渠道与众多品牌的竞争，另一方面可以使品牌的产品功能更加清晰，提高品牌的识别度，有效占领消费者心智。例如：薇诺娜与外资品牌“倩碧”均是适合敏感肌的品牌，而可能只有少数消费者会把在高档百货专柜销售的倩碧当作是皮肤学级护肤品，反之，在药店渠道销售的薇诺娜会具备较高的产品用途识别性；3) 公司的销售人员可以在药房渠道担任美导，比较容易展开客群的精准营销，通过引导顾客在公司微信小程序的“薇诺娜专柜服务平台”购买公司的产品，有助于维护品牌私域流量池；4) 药店通常离社区较近，意味着公司在物理距离上更容易触达潜在客群；5) 随着药店网点的扩张，公司的销售半径也可以进一步扩张，另外，公司械字号的护肤品可以用医保支付。

图表 60：市场主要敏感肌品牌的渠道分布

品牌名称	所属公司	渠道分布
薇诺娜	贝泰妮	以电商、药店（OTC）渠道为主，2020 年 6 月起进驻屈臣氏
雅漾	皮尔法伯集团	以电商、百货、屈臣氏为主
理肤泉	欧莱雅集团	以电商、百货、屈臣氏为主，近期撤出药房
薇姿	欧莱雅集团	以电商、药店、屈臣氏为主，近期从百货撤出返回药房渠道
修丽可	欧莱雅集团	以电商、百货、专业诊所（美容诊所）等为主
玉泽	上海家化	以电商、药店、屈臣氏渠道为主

来源：Euromonitor，华福证券研究所

图表 61：老百姓大药房的薇诺娜销售陈列



来源：华福证券研究所

公司的合作伙伴具备较强的行业地位。在商业公司模式下，与公司合作的国药、华润与九州通，分别是 2019 年度中国医药商业百强榜的第 1 名、第 2 名与第 4 名；在直供模式下，与公司建立合作的一心堂和健之佳，分别是云南省市占率排名第一与第二的连锁药店，截至 2018 年底，一心堂在云南地区的市占率为 18.28%，健之佳为 5.04%，与公司合作的老百姓大药房，在全国的市占率为 2.6%，排名第二。

**图表 62：与公司合作的客户名称**

类型	公司的主要客户名称	开始合作时间	客户的行业地位
商业公司 模式	九州通医药集团股份有限公司	2015 年	2019 年度中国医药商业百强榜第 4 名
	广西柳州医药股份有限公司	2014 年	2019 年度中国医药商业百强榜第 16 名
	国药控股股份有限公司	2014 年	2019 年度中国医药商业百强榜第 1 名
	昆明美美佳生物技术有限公司	2010 年	-
	陕西医药控股集团派昂医疗器械有限公司	2016 年	2019 年度中国医药商业百强榜第 32 名
	华东医药股份有限公司	2015 年	2019 年度中国医药商业百强榜第 7 名
	华润医药集团有限公司	2014 年	2019 年度中国医药商业百强榜第 2 名
	云南省医药有限公司	2014 年	2019 年度中国医药商业百强榜第 13 名
直供客户 模式	云南健之佳健康连锁店股份有限公司	2015 年	截至 2018 年底，在云南的市占率为 5.04%
	一心堂药业集团股份有限公司	2013 年	截至 2018 年底，在云南地区的市占率为 18.28%
	老百姓大药房连锁股份有限公司	2016 年	截至 2019 年，在全国的市占率为 2.6%，排名第二
	成都利康实业有限责任公司	2013 年	-
	柳州市妇幼保健院	2013 年	-
	建水县科莱伊美肌肤诊所	2015 年	-
	重庆汇欣灵生物科技有限公司	2017 年	-
	成都盈通泰医疗科技有限责任公司	2019 年	-
	湖南怀仁药业有限公司	2019 年	-

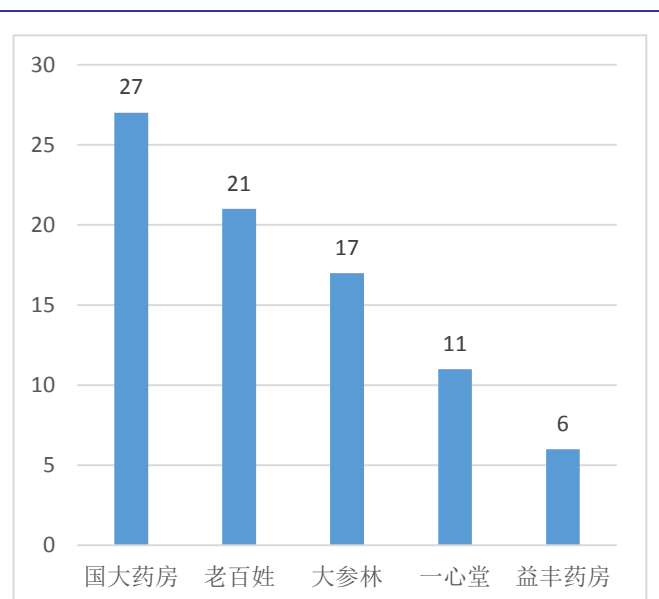
来源：公司招股说明书，健之佳招股说明书，老百姓年报，一心堂年报，中商产业研究院，华福证券研究所

公司线下布局以分销的销售模式为主，一方面可以减少线下直营店的运营成本，另一方面可以利用医药商业公司与连锁药店的物流配送网等资源，扩大公司的产品线销售半径。例如，与公司合作的健之佳，一共拥有 1607 个直营社区药店，1524 个医保药店；一心堂拥有 6683 个直营店，5221 个医保药店，11 个物流仓库；老百姓拥有 3894 个直营店，3484 个医保店，21 个物流仓库。

**图表 63：2019 年我国药店市占率情况**

名称	网点数目与医保门店数目
云南健之佳	截至 2020 年 6 月，有 1607 家直营社区专业便利药房、4 家直营中医诊所、2 家直营社区诊所、1 家直营体检中心、211 家直营便利店和 24 家加盟便利店；医保门店数目为 1524 家。
一心堂	截至 2020 年 6 月，有 6683 家直营店，覆盖云南、四川、广西、山西、海南、贵州、重庆等地区；截至 2019 年底，医保门店数为 5221 家。
老百姓大药房	截至 2019 年，老百姓拥有直营门店 3894 家；医保门店达 3484 家。

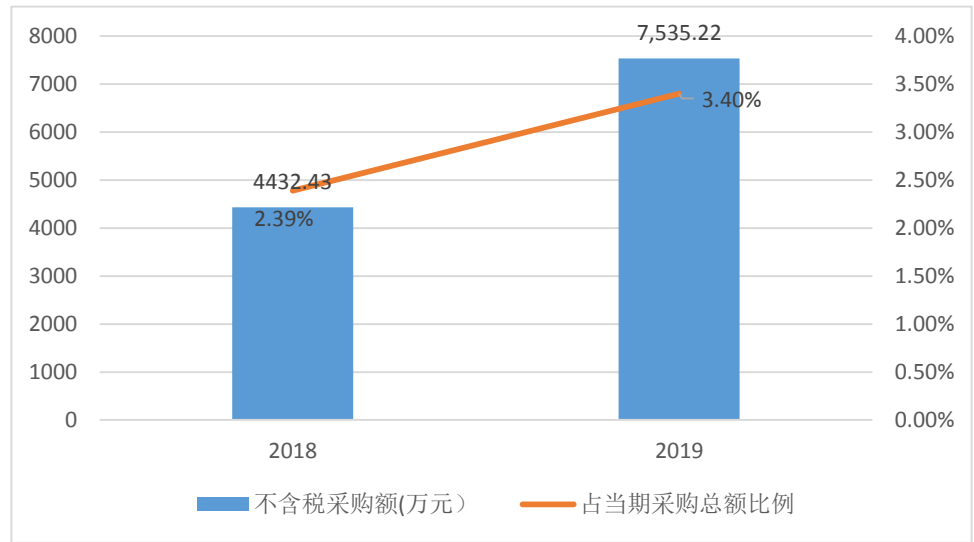
来源：健之佳招股说明书，老百姓年报，一心堂年报，华福证券研究所

**图表 64：2019 年零售药店 CR5 物流仓库数量对比 单位：个**


来源：前瞻产业研究院，华福证券研究所

由于公司产品的较高认可度，公司与药店形成双赢局面。2017年，薇诺娜首次与云南健之佳连锁药店合作，经过一年时间，薇诺娜便成为健之佳的非药第一品牌，通过与公司的合作，健之佳控制住了其个人护理品类销售额的下滑趋势。2018年至2019年，健之佳对公司的不含税采购额从4432.43万元提高至7535.22万元，同增70%；对公司的采购额占比从2.39%提升至3.4%。

图表 65：健之佳健康连锁店对公司的采购情况



来源：健之佳招股说明书，华福证券研究所

### 3.3 公司的品牌私域流量池打造成功，公司收入结构得以优化

公司主要通过建立微信小程序、薇诺娜专柜服务平台以及品牌社区 APP“速美”建立私域流量池。

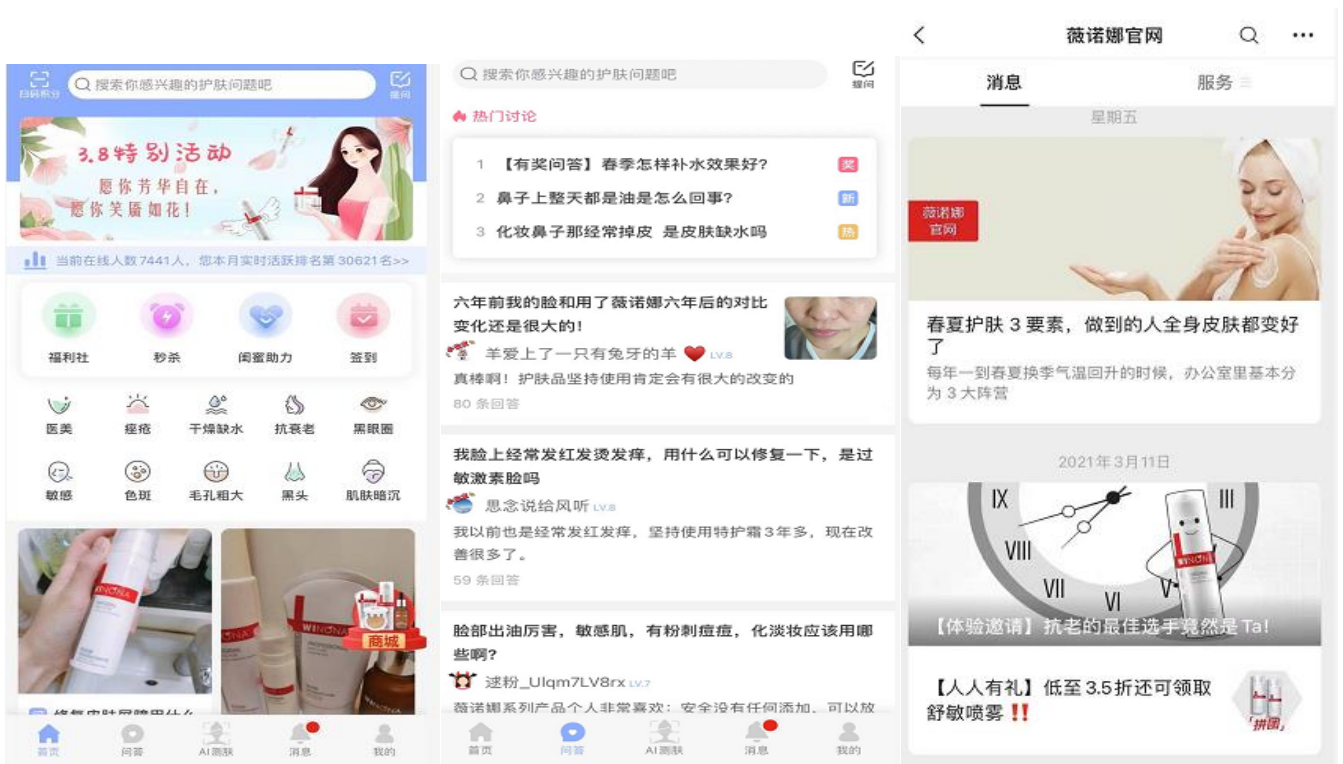
图表 66：公司私域流量池的主要分类和运作方式

私域流量池主要分类	流量来源
微信小程序等	1) 通过在微信平台投放广告、短视频获取新用户关注公司品牌公众号，通过公众号定期文章及活动推送引导销售转化；2) 通过建立微信群进行会员维护，通过定期或不定期推送文章或产品信等方式，进行老客户的留存及复购。
薇诺娜专柜服务平台	公司通过派驻在终端销售网点的 BA（促销人员）引导顾客以扫码等方式关注公司在微信平台自主搭建的“薇诺娜专柜服务平台”，从而实现将线下流量引流到该线上自营店铺。

来源：公司招股说明书，华福证券研究所

公司通过品牌私域流量池展现专业形象，提供专业服务，提高与顾客的情感链接。例如，公司推出的“速美”APP 具备 AI 测肤的功能，而公司的微信公众号每周三与周五均会推进专题护肤知识，每周二则有专家在线答疑。

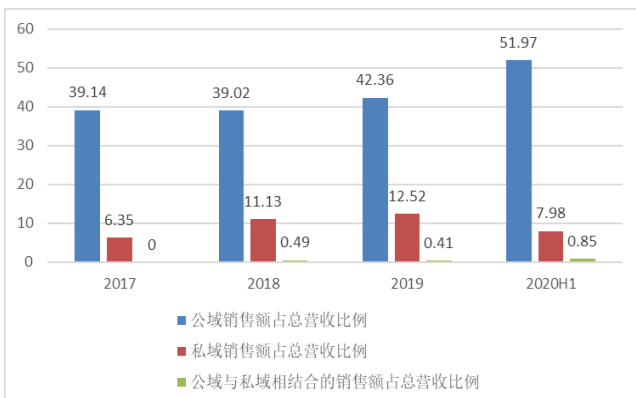
图表 67：公司打造的品牌社区 APP “速美” 与薇诺娜公众号



来源：速美，薇诺娜公众号，华福证券研究所

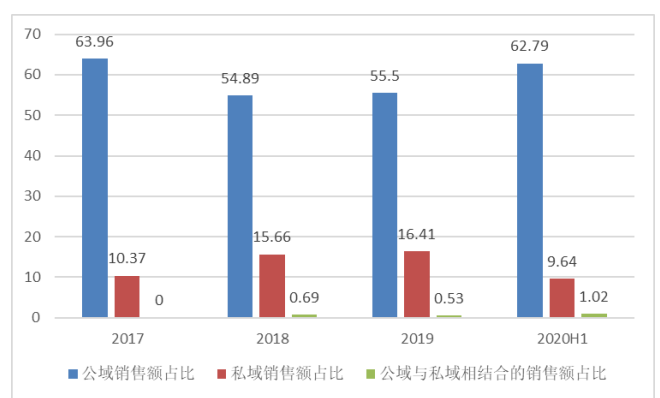
虽然公域流量目前仍然是公司最重要的客户流量来源，但是我们认为公司的私域流量池具备较大发展潜力。2017 年至 2020 年 H1，公司收入来源于私域流量金额占当期营业收入金额比例分别为 6.35%、11.13%、12.52%和 7.98%；占同期线上销售收入金额比例分别为 10.37%、15.66%、16.41%和 9.64%；2020 年 H1，公司收入来源于私域流量金额占比有所下降，主要原因：公司私域流量主要来源于公司通过派驻在线下终端网点的 BA 对线下客户的线上引流。受新冠疫情影响，线下渠道部分终端网点较长时间未能正常营业，线下流量增速下降，导致公司来自于私域流量的收入占比下降。

图表 68：2017-2020H1 公司公域、私域销售额占总营收比例 (%)



来源：公司招股说明书，华福证券研究所

图表 69：2017-2020H1 公司公域、私域销售额占线上销售总收入比例 (%)

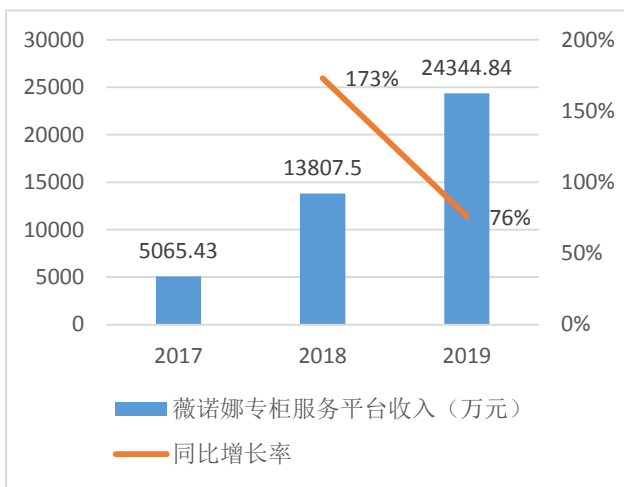


来源：公司招股说明书，华福证券研究所



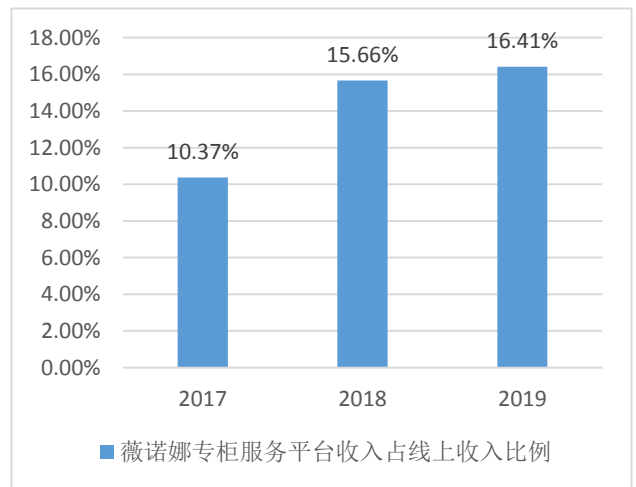
公司私域流量池以差异化和精细化管理，客户复购率较高。公司于2017年3月基于微信平台自主搭建了“薇诺娜专柜服务平台”，通过派驻在终端销售网点的BA（促销人员）引导顾客扫码等方式注册成为平台会员。2017年至2019年，公司薇诺娜专柜服务平台的销售收入分别为5,065.43万元、13,807.50万元、24,344.84万元，占同期线上销售收入金额比例分别为10.37%、15.66%、16.41%；新增注册用户数分别为8.36万人、11.89万人、19.00万人；平台客户的复购率分别为45.62%、50.70%、52.51%。另外，公司于2018年3月上线微信小程序自营平台，截至2020年末，公司超级用户部维护的微信小程序会员社群142个，社群用户数量达到2.22万人。

图表 70：公司薇诺娜专柜服务平台收入情况



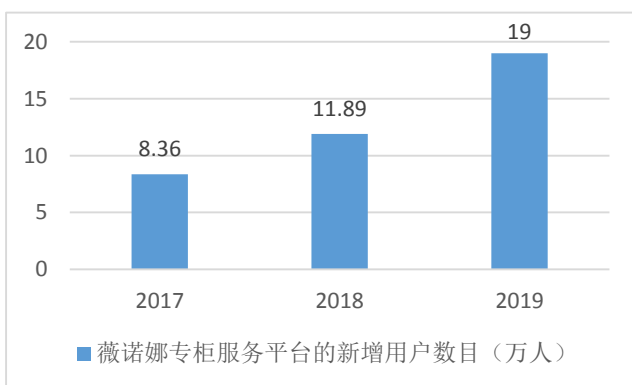
来源：公司招股说明书，华福证券研究所

图表 71：公司薇诺娜专柜服务平台收入占线上收入比重



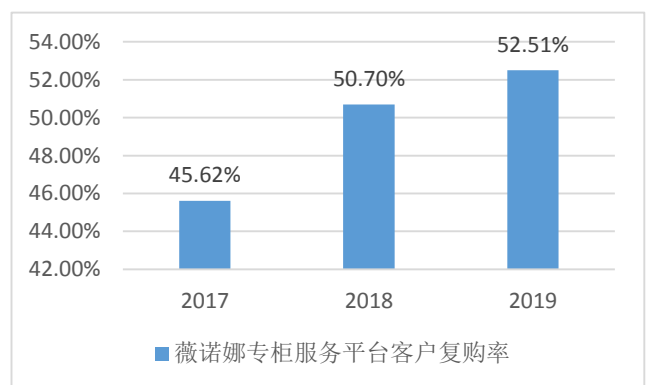
来源：公司招股说明书，华福证券研究所

图表 72：公司薇诺娜专柜服务平台新增用户



来源：公司招股说明书，华福证券研究所

图表 73：公司薇诺娜专柜服务平台客户复购率（%）

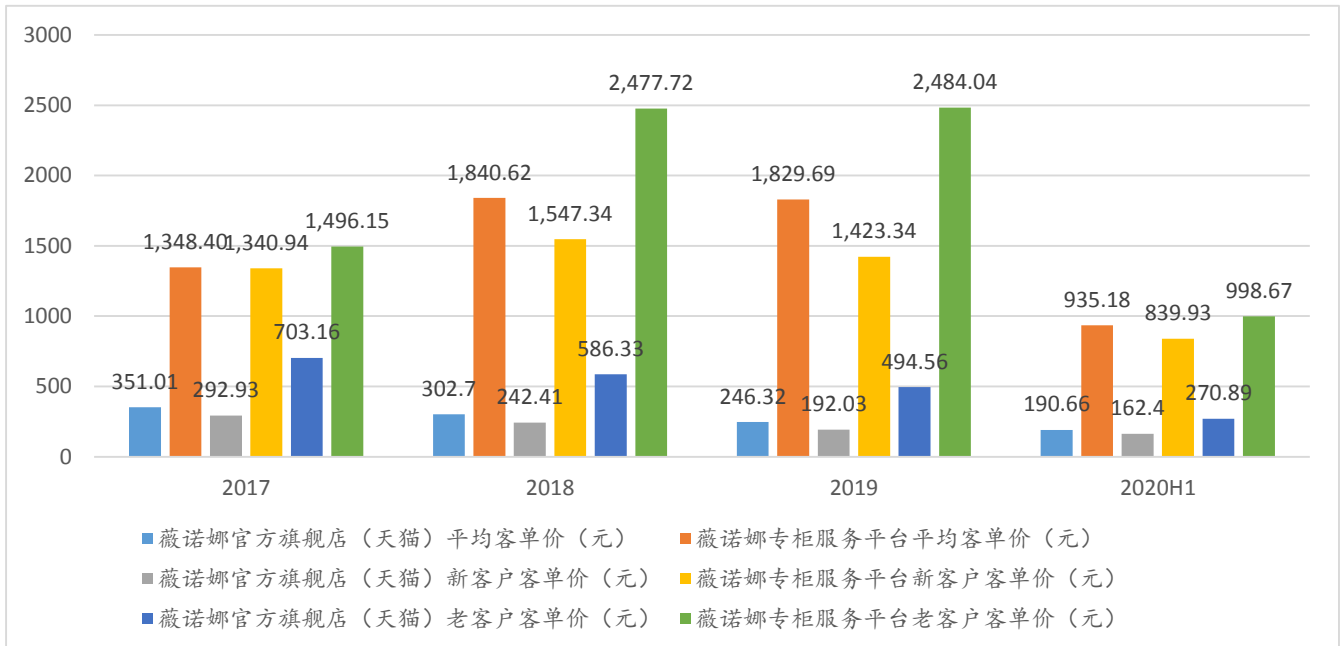


来源：公司招股说明书，华福证券研究所

公司私域流量池的客单价较高。与公司在B2C电商平台开设的自营店铺相比，无论新老顾客，公司薇诺娜专柜服务平台的客单价均较高。2017年至2020H1，薇诺娜专柜服务平台的平均客单价分别为1348.4元、1840.62元、1829.69元与935.18

元；同期天猫旗舰店的客单价分别是 351.01 元、302.7 元、246.32 元与 190.66 元。

图表 74：公司公域流量池（以天猫官方旗舰店为例）与私域流量池（以薇诺娜专柜服务平台为例）的客单价对比



来源：公司招股说明书，华福证券研究所

公司私域流量池的客单价主要集中于 1,001-20,000 元区间内。

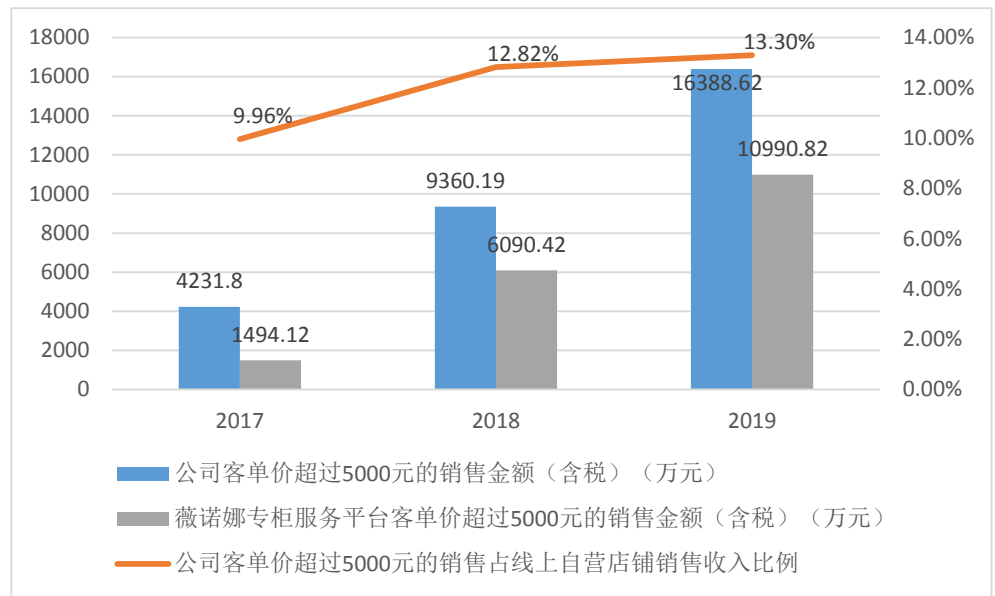
图表 75：公司公域流量池与私域流量池的客单价分布

时间	店铺	<200	200-500	500-1,000	1,000-2,500	2,500-5,000	≥5,000
2020H1	薇诺娜官方旗舰店(天猫)	77.42%	19.43%	2.84%	0.30%	0.01%	0.00%
	薇诺娜专柜服务平台	36.70%	29.93%	20.67%	10.63%	2.03%	0.04%
2019	薇诺娜官方旗舰店(天猫)	74.22%	21.19%	3.85%	0.69%	0.05%	0.01%
	薇诺娜专柜服务平台	27.70%	28.57%	20.57%	16.90%	5.90%	0.36%

来源：公司招股说明书，华福证券研究所

公司私域流量池较高的客单价水平，优化了销售收入的结构。2017年至2020H1，公司客单价超过 5,000 元的销售金额(含税)分别为 4,213.80 万元、9,360.19 万元、16,388.62 万元和 1,779.32 万元，占线上自营店铺销售收入的比例分别为 9.96%、12.82%、13.30%和 2.77%。客单价提高的主要原因是公司的私域流量池打造的较为成功。薇诺娜专柜服务平台的客户的客单价较高，超过 5,000 元以上客单价的销售金额(含税)分别为 1,494.12 万元、6,090.42 万元、10,990.82 万元和 1,011.37 万元，拉高了线上自营模式下超过 5,000 元的客单价区间对应的销售金额占比。

图表 76：公司私域流量池推升公司销售收入质量



来源：公司招股说明书，华福证券研究所

#### 四、 公司募投项目

公司上市募集资金投资主要投向“中央工厂新基地建设项目”、“营销渠道及品牌建设项目”、“信息系统升级项目”和“补充营运资金”。

图表 77：公司募集资金拟投资项目

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)
中央工厂新基地建设项目	43,840.92	43,840.92
营销渠道及品牌建设项目	69,121.74	69,121.74
信息系统升级项目	10,506.35	10,506.35
补充营运资金	30,000.00	30,000.00
合计	153,469.01	153,469.01

来源：公司招股说明书，华福证券研究所

#### 五、 盈利预测与估值

我们看好皮肤学级护肤品市场的成长性，凭借于产品研发配方和渠道竖立的差异化竞争优势，公司未来的市场份额有望进一步提升。我们预计公司 2020-2022 年的营业收入分别为为 26.9 亿元、39.03 亿元、52.69 亿元，对应增速分别为 39%、45%、35%；归母净利润分别为 5.43 亿元、7.29 亿元、9.74 亿元，对应增速分别为 31.94%、34.18%与 33.64%；对应毛利率分别为 80.46%、80.61%、80.61%。

**图表 78：公司盈利预测**

	2018 年	2019 年	2020E	2021E	2022E
营业总收入	124,049	194,375	269,180	390,312	526,921
YOY		57%	39%	45%	35%
其他业务收入	1,076	930	1,003	1040	1050
销售收入	122,973	193,445	268,178	389,272	525,871
YOY	57%	38%	46%	45%	35%
1) 线上销售收入	88,179	148,369	225,269	330,881	446,990
YOY	68%	52%	48%	47%	35%
占比	71%	76%	84%	85%	85%
2) 线下销售收入	34,794	45,076	42,908	58,391	78,881
YOY	30%	-5%	35%	36%	35%
占比	28%	23%	16%	15%	15%

来源：Wind，华福证券研究所

我们认为公司在敏感肌赛道已经成为国内的龙头公司，研发壁垒较强，成长性较高，参照可比公司的估值，我们认为公司可享受一定的龙头溢价，预计上市后公司 PE 有望达 80-100 倍，根据 21 年 7.29 亿归母净利润的盈利预期，给予公司上市后目标市值区间为 583-729 亿，目标价区间为 137.6-172 元。

**图表 79：可比公司估值**

可比公司	代码	市值(亿元) 以 2021/3/17 为准	净利润 ( 百万)			PE		
			2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
珀莱雅	603605.SH	327	478.64	610.92	758.59	68.41	53.6	43.17
上海家化	600315.SH	308	430.2	502.4	763.11	54.73	61.4	40.42
丸美股份	603983.SH	197	532.05	628.02	737.81	37.02	31.36	26.7
御家汇	300740.SZ	103	140.9	223.97	340.35	52.81	45.99	30.27
华熙生物	688363.SH	708	647.12	855.62	1,140.25	108.61	82.75	62.09

来源：Wind，华福证券研究所

## 六、 风险提示

### 6.1 行业竞争加剧

根据《化妆品新原料注册备案资料管理规定》，我国的进口普通化妆品从 2020 年 5 月 1 日起将不再需要进行动物测试，这意味着以前反对动物测试立场的海外美妆品牌进入中国市场门槛降低，我国的化妆品市场将会面临更激烈的竞争。若公司不能及时洞察消费者需求，开发新产品，公司未来的销售收入增长率或将放缓。

## 6.2 品牌相对集中的风险

公司旗下“薇诺娜”品牌实现的销售收入占主营业务收入的比重达到 99%以上，如果未来“薇诺娜”品牌运营策略失败、遭受重大负面新闻、市场认可度降低，或者发生品牌被盗用、被侵权等情况，都可能导致该品牌产品的销售收入下滑，进而对公司经营业绩产生不利影响。

## 6.3 获客成本上升的风险

由于公域流量竞争激烈，2017 年至 2020H1，公司的获客费用率分别为 5.73%、8.46%、9.99%及 14.66%，呈快速增长的趋势。若公司未来不能及时开拓低成本的获客渠道，制定高效的获客策略或者各主要头部平台的营销推广收费标准出现不利调整，公司的获客成本或将进一步提高，为公司收入带来负面影响。

**图表 80：财务预测摘要**

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E
货币资金	527.23	751.95	1084.2	2215.59	营业收入	1943.75	2691.80	3903.12	5269.21
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	减: 营业成本	384.51	525.94	756.73	1021.59
应收和预付款项	135.96	225.73	599.85	514.68	营业税金及附加	34.94	46.06	73.13	98.72
其他应收款(合计)	557.97	1029.2	382.87	557.97	营业费用	843.35	1262.56	1830.72	2471.47
存货	198.77	253.75	397.33	481.63	管理费用	136.79	168.65	302.36	408.19
其他流动资产	73.50	159.74	20.06	20.06	研发费用	54.11	63.44	115.14	155.44
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	-1.45	-0.88	-1.12	-1.12
金融资产投资	0.00	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	-12.52	-9.11	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	加: 投资收益	0.15	3.13	0.00	0.00
固定资产和在建工程	61.41	109.29	99.04	84.71	公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产和开发支出	45.82	55.16	53.91	52.66	其他经营损益	-66.63	-72.55	0.00	0.00
其他非流动资产	41.15	46.24	-	-909.76	营业利润	491.64	629.16	826.16	1114.92
资产总计	1083.8	1601.8	2277.1	3381.87	加: 其他非经营损益	25.21	38.41	25.67	25.67
短期借款	14.96	0.00	0.00	0.00	利润总额	516.85	667.57	826.16	1114.92
交易性金融负债	0.00	0.00	0.00	0.00	减: 所得税	75.15	90.04	121.00	164.31
应付和预收款项	281.20	391.19	458.54	535.34	净利润	441.70	577.53	705.16	950.61
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	减: 少数股东损益	1.12	0.25	0.35	0.47
其他负债	41.61	8.86	471.65	772.38	归属母公司股东净利	411.95	543.51	729.36	974.69
负债合计	322.82	400.05	459.99	536.78	营业收入	1943.75	2691.80	3903.12	5269.21
股本	360.00	360.00	360.00	360.00	减: 营业成本	384.51	525.94	756.73	1021.59
资本公积	25.71	25.71	25.71	25.71	营业税金及附加	34.94	46.06	73.13	98.72
留存收益	370.59	813.30	1438.0	2273.01					
归属母公司股东权益	756.30	1199.0	1823.7	2658.72	<b>成长能力</b>				
少数股东权益	4.72	2.81	3.16	3.63	营业收入增长率	56.69%	38.49%	45.00%	35.00%
股东权益合计	761.02	1201.8	1826.9	2662.35	净利润增长率	62.56%	32.64%	41.94%	33.64%
负债和股东权益合计	1083.8	1601.8	2286.9	3199.13	<b>获利能力</b>				
					ROE	54.47%	45.33%	39.99%	36.66%
					ROIC	194.30%	199.63%	169.00%	138.85%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	29.78%	24.97%	20.20%	15.87%
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	1.79	1.68	1.71	1.56
					应收账款周转天数	17.33	14.41	13.16	14.80
					存货周转率	1.93	2.07	1.90	2.12
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益	1.144	1.510	2.026	2.707
					<b>估值比率</b>				
					P/E	-	-	-	-
					P/B	-	-	-	-

数据来源: Wind, 华福证券研究所

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票 投资评级	以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准	强烈推荐	公司股价涨幅超基准指数 15%以上
		审慎推荐	公司股价涨幅超基准指数 5-15%之间
		中性	公司股价变动幅度相对于基准指数介于±5%之间
		回避	公司股价表现弱于基准指数 5%以上
行业 投资评级	以报告日起 6 个月内，行业指数相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准	推荐	行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
		中性	行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
		回避	行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 联系方式

### 华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区陆家嘴环路 1088 号招商银行上海大厦 18 层

机构销售：金灿灿

联系电话：021-20657884

联系邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn