

贝泰妮 (300957.SZ)

“皮肤健康生态”的缔造者

中国皮肤学级护肤品行业标杆。自2010年成立,公司便将“打造皮肤健康生态”视为己任,核心品牌“薇诺娜”(收入占比99%)以敏感肌为切入,已成为中国皮肤学级护肤品的行业标杆。至2020年,实现收入26.92亿元(3年CAGR 49.97%)、净利润5.44亿元(3年CAGR 52.37%),毛利率保持在80%以上、净利率20%左右。公司实控人郭博士(上市后一致持股26.1%)本身即为生物工程专家,管理团队亦具专业背景,并通过上市前及上市战略配售实现股权激励。

皮肤学级护肤品:高增长、高集中度、高壁垒。皮肤学级护肤品针对敏感肌肤人群,以缓解/治疗为主,亦可延展至美白抗衰等功效。2019年中国皮肤学级护肤市场规模约140亿元(五年CAGR 22.5% > 化妆品行业10%),渗透率及人均消费支出提升空间巨大,预计2025年市场达370亿元(CAGR 18%)。其产品以专业性摆脱同质化、研发壁垒高,因此消费粘性强、行业集中度高,日本/美国市场CR5分别高达97%/70%,中国也达64%。同时因需借助医生教育、医院和药店进行渠道推广,因此各国市场往往以本土品牌更为占优。“薇诺娜”则以接近20%的市场份额稳居中国市场首位。

竞争优势:技术支撑产品、权威背书品牌、双线推进渠道。1)产品端:以草本差异、以技术支撑(萃取技术11项、年研发费用率3%±),形成针对敏感肌切实有效的拳头产品(复购率30%+)。2)品牌端:药企研发+临床支持+医生推荐,权威背书奠定品牌专业性;知乎/小红书等平台的内容输出、明星/KOL的种草推广,品牌认知度得以放大。3)渠道端:线下已形成“商业公司+直供客户+区域经销商”的完整分销体系,500人+的BA团队推广医院及药店;线上渠道收入近两年CAGR 74%,自主运营各平台旗舰店、并通过核心B2C平台分销,私域流量用户表现更优。

未来发展:紧握手行业红利,眺望皮肤健康生态的星辰大海。短期而言,行业高速增长叠加已有竞争优势,公司只需保持线上渠道的充足活力、同时辅以下渠道的稳步扩张(药店渗透仅2%),便可分享行业红利的巨大蛋糕。中期层面,“薇诺娜”品牌已形成了13个系列50余款单品(“舒敏”系列收入占比近40%、单品舒敏保湿特护霜收入占比18%+),极润/防晒/美白等其他特殊品类具备成长潜力。而放眼长期,缔造完整的皮肤健康生态体系则是广阔的空间,上市则为其组织架构优化、吸纳人才及资本平台提供可能。

投资建议。预计公司2021/2022/2023年收入38.39/53.80/74.19亿元(同增43%/40%/38%,CAGR40%),归母净利润8.00/11.68/16.71亿元(同增47%/46%/43%,CAGR45%)。皮肤级护肤品赛道的成长性及竞争格局优于整体化妆品市场、甚至优于医美行业,而公司作为第一品牌更应具有业绩的成长性及确定性。给予公司2021年100X PE(PEG=2.20),对应股价188.86元、市值800亿元。公司发行价47.33元/股、对应市值201亿元,首次覆盖、给予“买入”评级。

风险提示:行业竞争加剧;产品推广不及预期;产品质量管理风险。

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,944	2,692	3,839	5,380	7,419
增长率 yoy (%)	56.7	38.5	42.6	40.1	37.9
归母净利润(百万元)	412	544	800	1,168	1,671
增长率 yoy (%)	58.1	31.9	47.2	45.9	43.2
EPS 最新摊薄(元/股)	1.14	1.51	2.22	3.24	4.64
净资产收益率(%)	54.3	45.2	16.0	19.9	23.2
P/E(倍)	48.7	36.9	25.1	17.2	12.0
P/B(倍)	26.3	16.7	4.0	3.4	2.8

资料来源:贝格数据,国盛证券研究所

买入(首次)

股票信息

行业	化妆品
最新收盘价	47.33
总市值(百万元)	200.49
总股本(百万股)	423.60
其中自由流通股(%)	12.68%
30日日均成交量(百万股)	/

股价走势



作者

分析师 鞠兴海

执业证书编号: S0680518030002

邮箱: juxinghai@gszq.com

分析师 赵雅楠

执业证书编号: S0680521030001

邮箱: zyn@gszq.com

相关研究



财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	935	1391	4997	5843	7176	营业收入	1944	2692	3839	5380	7419
现金	527	752	4193	4759	5792	营业成本	385	526	706	982	1338
应收票据及应收账款	112	187	240	358	466	营业税金及附加	35	46	79	108	148
其他应收款	10	10	19	21	34	营业费用	843	1263	1862	2556	3450
预付账款	14	29	32	54	64	管理费用	137	169	234	317	423
存货	199	254	354	491	660	研发费用	54	63	92	129	178
其他流动资产	73	160	160	160	160	财务费用	-1	-1	-62	-83	-99
非流动资产	148	211	476	635	724	资产减值损失	-13	-9	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0	其他收益	24	35	40	40	40
固定资产	59	69	256	366	432	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	46	55	63	72	83	投资净收益	0	3	1	1	1
其他非流动资产	43	87	157	197	209	资产处置收益	0	0	0	0	0
资产总计	1084	1602	5473	6477	7901	营业利润	502	650	969	1412	2022
流动负债	296	391	447	568	675	营业外收入	1	1	1	1	1
短期借款	15	0	0	0	0	营业外支出	0	3	4	6	8
应付票据及应付账款	88	135	165	252	316	利润总额	502	648	966	1407	2015
其他流动负债	193	256	283	315	359	所得税	89	104	161	234	338
非流动负债	27	9	9	9	9	净利润	413	544	805	1173	1677
长期借款	0	0	0	0	0	少数股东损益	1	0	5	5	6
其他非流动负债	27	9	9	9	9	归属母公司净利润	412	544	800	1168	1671
负债合计	323	400	456	576	684	EBITDA	511	654	934	1350	1957
少数股东权益	5	3	8	13	19	EPS (元/股)	1.14	1.51	2.22	3.24	4.64
股本	360	360	424	424	424						
资本公积	26	26	2972	2972	2972						
留存收益	371	813	1476	2391	3799						
归属母公司股东权益	756	1199	5009	5888	7198						
负债和股东权益	1084	1602	5473	6477	7901						

现金流量表 (百万元)					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	515	431	665	983	1457
净利润	413	544	805	1173	1677
折旧摊销	21	25	30	55	74
财务费用	-1	-1	-62	-83	-99
投资损失	0	-3	-1	-1	-1
营运资金变动	71	-148	-108	-160	-193
其他经营现金流	12	14	0	0	0
投资活动现金流	-61	-86	-295	-212	-162
资本支出	61	89	266	158	90
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	0	3	-30	-54	-72
筹资活动现金流	-178	-121	3072	-206	-262
短期借款	15	-15	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	311	0	64	0	0
资本公积增加	-23	0	2947	0	0
其他筹资现金流	-481	-106	62	-206	-262
现金净增加额	276	224	3441	565	1033

主要财务比率					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入 (%)	56.7	38.5	42.6	40.1	37.9
营业利润 (%)	60.6	29.4	49.1	45.7	43.2
归属母公司净利润 (%)	58.1	31.9	47.2	45.9	43.2
获利能力					
毛利率 (%)	80.2	80.5	81.6	81.7	82.0
净利率 (%)	21.2	20.2	20.8	21.7	22.5
ROE (%)	54.3	45.2	16.0	19.9	23.2
ROIC (%)	50.6	43.8	15.0	18.3	21.8
偿债能力					
资产负债率 (%)	29.8	25.0	8.3	8.9	8.7
净负债比率 (%)	-64.1	-62.0	-83.4	-80.5	-80.2
流动比率	3.2	3.6	11.2	10.3	10.6
速动比率	2.2	2.4	9.9	9.1	9.3
营运能力					
总资产周转率	2.1	2.0	1.1	0.9	1.0
应收账款周转率	16.9	18.0	18.0	18.0	18.0
应付账款周转率	5.0	4.7	4.7	4.7	4.7
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	1.14	1.51	2.22	3.24	4.64
每股经营现金流 (最新摊薄)	1.43	1.20	1.85	2.73	4.05
每股净资产 (最新摊薄)	2.10	3.33	13.92	16.36	20.00
估值比率					
P/E	48.7	36.9	25.1	17.2	12.0
P/B	26.3	16.7	4.0	3.4	2.8
EV/EBITDA	-0.9	-1.1	-4.5	-3.5	-2.9

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

内容目录

1. 公司简介：中国皮肤学级护肤品行业标杆.....	6
1.1 主营业务：薇诺娜主品牌，定位敏感肌市场.....	6
1.2 发展历程：缘起滇虹，研发为先.....	7
1.3 股权结构：结构稳定，核心人员充分持股.....	7
1.4 募集资金：投向营销渠道及中央工厂建设.....	9
2. 行业概况：高增长、高集中度、高壁垒的黄金赛道.....	10
2.1 行业定义：安全性+功效性催生护肤学级护肤品需求.....	10
2.2 行业规模：皮肤学级百亿规模，黄金赛道.....	11
2.3 竞争格局：皮肤学级专业背书，国牌崛起.....	13
3. 竞争优势：技术支撑产品、权威背书品牌、双线推进渠道.....	18
3.1 品牌优势：专家背书的皮肤健康权威品牌.....	18
3.1.1“药企研发+临床支持+权威推荐”，打造B端权威背书.....	18
3.1.2 电商渠道+新媒体营销，打造C端品牌专业度及亲和力.....	20
3.2 技术优势：研发先行，中药植物王国的掌上明珠.....	21
3.3 产品优势：明星单品亮眼，打造“1+N”品牌及产品序列.....	23
3.3.1 以“薇诺娜”主品牌，打造“1+N”品牌序列.....	23
3.3.2 以“舒敏系列”为明星单品，打造“1+N”产品序列.....	24
3.3.3 产品定价：超越海外药妆品牌，品牌溢价显著.....	26
3.3.4 生产方式：委托加工为主，稳定合作提供质量保证.....	27
3.4 渠道优势：线上/线下、B端/C端渠道融合.....	28
3.4.1 线下渠道：医院及药店渠道，构筑用户基本盘.....	30
3.4.2 线上渠道：重点打造自营平台，B2C大客户份额提升.....	32
3.4.3 渠道融合：私域流量导流，线下/线上双端融合.....	32
4. 财务分析：业绩高速增长，现金流良好.....	34
4.1 经营业绩与盈利质量：收入利润高增增长，盈利能力稳定.....	34
4.2 资产质量与营运能力：存货管理及应收账款优化空间大.....	37
4.3 现金流量：经营性现金流良好，上市补充融资性现金.....	38
5. 盈利预测及估值.....	39
风险提示.....	41

图表目录

图表 1: 公司主要产品品类.....	6
图表 2: 2017-2020 年公司收入利润及增速 (百万元; %).....	6
图表 3: 2017-2020 年公司毛净利率 (%).....	6
图表 4: 公司发展历程.....	7
图表 5: 贝泰妮核心管理团队.....	8
图表 6: 公司上市前股权结构 (%).....	8
图表 7: 本次发行前股本结构 (万股, %).....	9
图表 8: 本次发行后股本结构 (万股, %).....	9
图表 9: 公司子公司/分公司及其主要业务.....	9
图表 10: 本次募集资金投向规划 (亿元, %).....	10
图表 11: 皮肤学级护肤品等专业术语定义.....	10
图表 12: 2021 年 3 月小红书平台护肤话题笔记数量 (万篇).....	11

图表 13: 2020 年中国女性敏感肌各级人群分布 (%)	11
图表 14: 2015-2019OTC 渠道皮肤科用药销售额及增速 (亿元; %)	11
图表 15: 2014-2023E 中国医美行业收入 (亿元)	11
图表 16: 中国美妆个护市场规模及同比增速 (亿元; %)	12
图表 17: 中国护肤品市场规模及同比增速 (亿元; %)	12
图表 18: 中国皮肤学级护肤市场规模及同比增速 (亿元人民币; %)	12
图表 19: 美国皮肤学级护肤市场规模及同比增速 (亿元人民币; %)	12
图表 20: 全球皮肤学级市场渗透率空间对比 (%)	13
图表 21: 全球皮肤学级护肤品人均消费对比 (美元/人)	13
图表 22: 中国 14-49 岁城镇女性皮肤学级护肤品市场规模空间	13
图表 23: 2014-2020 年天猫双十一美妆 TOP10 排行榜	14
图表 24: 2013-2019 年国内皮肤学级护肤品市场 CR5 集中度	14
图表 25: 全球皮肤学级市场与个护市场 CR5 集中度对比	14
图表 26: 中国皮肤学级护肤品市场典型品牌销售额 (单位: 亿元人民币)	15
图表 27: : 2019 年全球皮肤学级护肤品市占率前五品牌	16
图表 28: 国内皮肤学级护肤品牌创立时间、品牌定位及明星产品	16
图表 29: 薇诺娜品牌及产品所获部分荣誉	18
图表 30: 贝泰妮核心技术人员及技术成果	19
图表 31: 何黎教授参与多项在线答疑及直播义诊	19
图表 32: 薇诺娜微博义诊在线专家答疑	19
图表 33: 薇诺娜产品相关内容的学术期刊搜索	20
图表 34: 皮肤学级品牌咨询、品牌发布会等推广合作医院举例	20
图表 35: 薇诺娜等护肤品牌电商渠道粉丝数对比 (万人)	21
图表 36: 线上各大直营店铺用户复购率统计	21
图表 37: 公司已取得/在申请核心专利技术一览	22
图表 38: 2017-2019 年公司研发费用率 (百万元, %)	22
图表 39: 2019 年各公司研发费用率 (%)	22
图表 40: 公司研发人员情况	23
图表 41: 2017-2019 年薇诺娜主品牌营业收入及占比 (百万元, %)	23
图表 42: 舒敏产品系列/单品占主营业务收入比重 (%)	23
图表 43: 贝泰妮旗下品牌矩阵	24
图表 44: 薇诺娜宝贝产品线一览	24
图表 45: 薇诺娜品牌旗下明星单品	25
图表 46: 薇诺娜天猫官方旗舰店在售产品一览	25
图表 47: "特护霜"及同类外资皮肤学级护肤品牌产品价格	27
图表 48: 主要皮肤学级护肤品分品类定价对比 (单 ml/g 价格 (元))	27
图表 49: 公司产品生产模式及占比 (%)	27
图表 50: 前 5 大委托加工供应商采购金额及占比 (百万元, %)	28
图表 51: 前 5 大原材料供应商采购金额及占比 (百万元, %)	28
图表 52: 公司分渠道收入占比一览 (%)	28
图表 53: 2019 年公司各渠道收入及占营业总收入比重 (百万元, %)	29
图表 54: 公司线上/线下渠道进驻时间表	30
图表 55: 公司分销商分渠道数量及变动	30
图表 56: 2017-2019 年公司线上/线下分销商数量 (家)	31
图表 57: 各公司分销收入占营收比例 (%)	31
图表 58: 线下渠道分销商数量构成 (家)	31
图表 59: 线下分销分渠道毛利率水平 (%)	31

图表 60: 商业公司模式下近三年前五大客户共计 8 家	31
图表 61: 2017-2019 年公司线上自营收入及占比 (百万元, %)	32
图表 62: 2017-2019 年公司主要平台占线上自营收入比重 (%)	32
图表 63: 2017-2019 年公司线上分销收入及占比 (百万元, %)	32
图表 64: 2017-2019 年公司前 5 大线上分销客户占营收比例 (%)	32
图表 65: 公司整体分客单价用户人数占比 (%)	33
图表 66: 公司整体分客单价销售额占比 (%)	33
图表 67: 薇诺娜网上商城分客单价销售额占比 (%)	33
图表 68: 薇诺娜专柜服务平台分客单价销售额占比 (%)	33
图表 69: 2017-2020 年营业收入及 YOY (百万元, %)	34
图表 70: 2017-2020 年归母净利润及 YOY (百万元, %)	34
图表 71: 2018-2019 年销售收入增长拆分 (百万元)	34
图表 72: 2017-2019 年分产品收入构成 (百万元)	34
图表 73: 2017-2019 年采购成本构成 (%)	35
图表 74: 2017-2019 年生产模式别产品成本占比 (%)	35
图表 75: 2017-2019 年各公司毛利率 (%)	35
图表 76: 2017-2019 年分产品毛利率 (%)	35
图表 77: 2018-2019 年分渠道单价/毛利率 (元/支, %)	36
图表 78: 2019 年公司分渠道毛利率 (%)	36
图表 79: 2017-2019 年销售/管理/研发/财务费用率 (%)	36
图表 80: 2017-2019 年各公司销售费用率 (%)	36
图表 81: 2017-2019 年公司毛利率/归母净利率 (%)	37
图表 82: 2017-2019 年各公司销售归母净利率 (%)	37
图表 83: 2017-2019 年存货账面价值构成 (百万元)	37
图表 84: 2017-2019 年存货跌价准备构成 (百万元)	37
图表 85: 2017-2019 年存货周转天数 (天)	38
图表 86: 2017-2019 年应收账款周转天数 (天)	38
图表 87: 2017-2019 年经营性现金流及营收 (百万元)	38
图表 88: 2017-2019 年经营/投资/筹资活动现金流 (百万元)	38
图表 89: 盈利预测-公司分品牌营收拆分 (百万元; %)	39
图表 90: 盈利预测-薇诺娜分渠道营收拆分 (百万元; %)	39
图表 91: 盈利预测-公司分业务毛利率拆分 (%)	40
图表 92: 盈利预测-公司核心指标一览 (%)	41
图表 93: 化妆品及医美赛道可比公司估值	41

1. 公司简介：中国皮肤学级护肤品行业标杆

1.1 主营业务：薇诺娜主品牌，定位敏感肌市场

贝泰妮是国内皮肤学级护肤品领先企业，主营业务为化妆品类等的研发、制造与销售，所提供的产品涵盖护肤品类（霜、护肤水、面膜等）、彩妆类（BB霜、卸妆水等）、医疗器械类（透明质酸修护生物膜等，用于屏障受损皮肤护理）。

以薇诺娜品牌为核心，打造敏感肌专用的行业标杆。公司针对敏感性肌肤，专注萃取纯天然的植物活性成分并提供温和、专业的皮肤护理产品，以舒敏保湿特护霜、透明质酸生物膜等口碑单品迅速获得市场认可。2020年公司收入/归母净利润同增38.5%/31.9%至26.92/5.44亿元，旗下主品牌薇诺娜被行业权威杂志《化妆品报》评为“敏感肌护理品类第1名”。

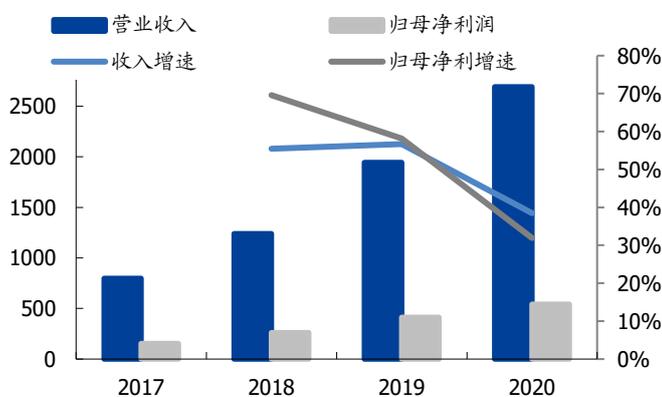
图表1：公司主要产品品类

品类	主要产品/业务	2019年收入（亿元）	均价（元/盒，元/支）	
化妆品	护肤品	霜、护肤水、面膜、精华、乳液	16.80	44.0
	彩妆	隔离霜、BB霜、卸妆水等	0.64	51.6
医疗器械	透明质酸修护生物膜、透明质酸修护贴敷料等	1.90	96.8	
主营业务收入	-	19.34	-	
其他业务收入	医疗美容及其他	0.1	-	
合计	-	19.44	-	

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

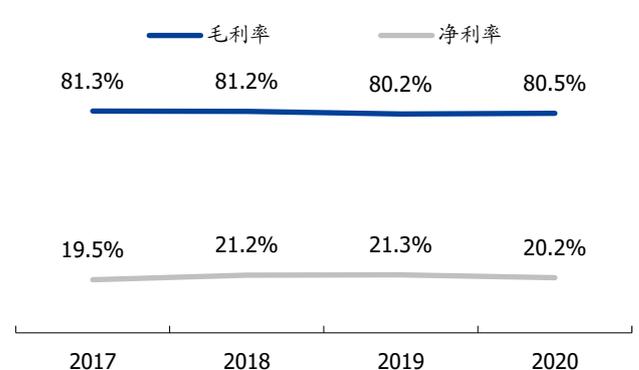
产品创新驱动，收入利润持续高增长。2017年-2020年，公司伴随着产品创新及持续推广，营收及利润持续增长，营收收入从7.98亿元增至26.92亿元（CAGR 49.97%），归母净利润从1.54亿元增至5.44亿元（CAGR 52.37%），毛利率过去四年维持在80%以上、净利率维持在20%左右，业绩增长及盈利能力稳定。

图表2：2017-2020年公司收入利润及增速（百万元；%）



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表3：2017-2020年公司毛净利率（%）



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

1.2 发展历程：缘起滇虹，研发为先

2005年，滇虹药业联合昆明医大第一附属医院、中科院昆明植物研究所立项“薇诺娜”。2010年，集团前身贝泰妮有限公司成立，主要从事化妆品经销业务。2012年，滇虹药业将“薇诺娜”品牌相关资产业务予以剥离，并将“薇诺娜”产品相关的商标、专利、域名等资产以及“薇诺娜”产品的技术、配方的所有权转让给贝泰妮（根据评估报告双方协商确定转让价格为30万元），公司开始独立自主运营“薇诺娜”品牌的研发、生产、销售。2013年，公司成立集团研发中心，设立集团子公司上海贝泰妮生物科技有限公司。2016年，公司速美APP（线上自营平台）正式推出上线，次年双11销售额近三亿。2019年，公司荣登天猫双十一美妆护肤类目TOP9行列；2020年，双十一天猫旗舰店销售额近7亿，美妆前十唯一国货品牌；2021年公司正式上市，登陆创业板。

图表4：公司发展历程



资料来源：公司公告，国盛证券研究所绘制

1.3 股权结构：结构稳定，核心人员充分持股

公司股权结构稳定，近年控股股东、实际控制人均未发生变化。公司控股股东系诺娜科技，实际控制人系 GUO ZHENYU（郭振宇，公司董事长兼总经理）和 KEVIN GUO，二人系父子关系并通过诺娜科技控制本公司 54.2%的股权，KEVIN GUO 通过哈祈生控制公司 3.1%的股权，上市前合计控制公司 57.3%的股权，上市前合计持有公司 30.7%的股权。

董事长郭振宇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。

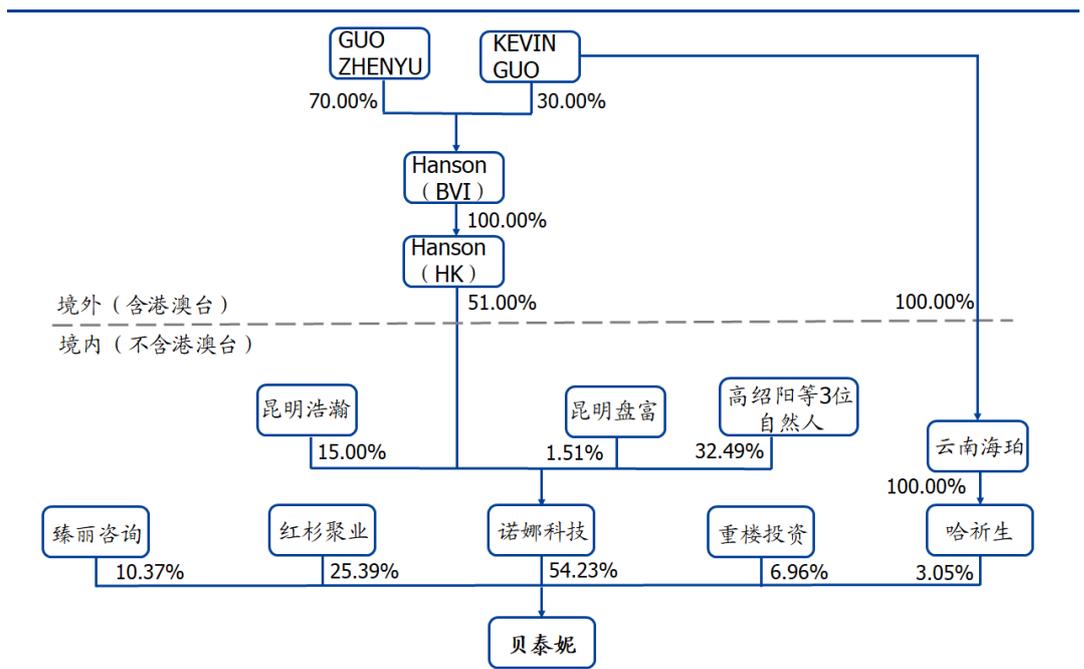
图表 5: 贝泰妮核心管理团队

管理团队	任职	过往经历
郭振宇	董事长、总经理	2014 年加入贝泰妮，现担任董事长兼总经理。2003 年 1 月至 2014 年 11 月任滇虹药业 董事长、总裁，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。
高邵阳	董事、副总经理	2012 年加入贝泰妮有限，现担任公司董事兼副总经理。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。
董俊姿	董事、副总经理	2012 年加入贝泰妮有限，现担任公司董事兼副总经理。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。
马骁	董事、副总经理	2013 年加入贝泰妮有限，现担任公司董事兼副总经理。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。
王飞飞	研发总监（上海际研）	2020 年 3 月至今任上海际研研发总监。2014 年 12 月至 2020 年 3 月任上海贝泰妮研发总监。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。

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

公司核心高管和骨干，包括高邵阳、董俊姿、王龙、周薇等均有通过昆明盘复、昆明浩瀚、重楼投资、诺娜科技等间接或直接持有公司股权，已形成利益绑定。重楼投资主要由董俊姿、冯浩、梁江、李磊等持股，其中董俊姿、马骁为公司董事、副总经理，梁江为公司过往董事、监事，现任公司顾问；臻丽咨询主营业务为生物技术咨询，由董俊姿、南京金茂、太龙金茂、扬州经信等持股。

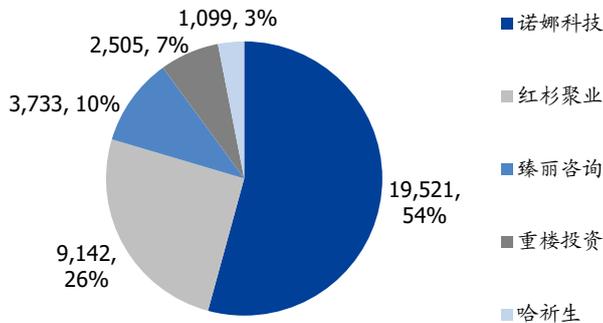
图表 6: 公司上市前股权结构 (%)



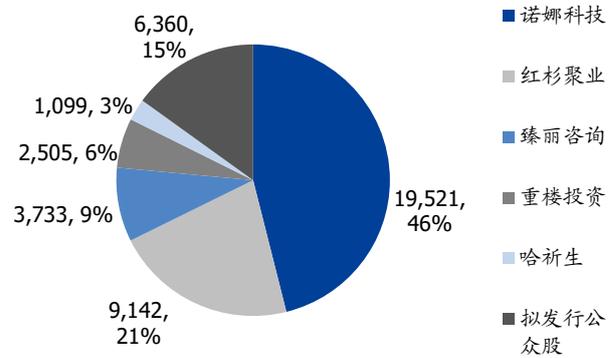
资料来源：公司公告，国盛证券研究所绘制

IPO 战略配售，实现管理团队深度激励和绑定，持续推进公司成长。公司本次发行价格为 47.33 元/股，发行股数 6,360 万股，占比总股本 15.01%。其中战略配售 636 万股，占发行总数量的 10%，限售期为 12 个月，仅有发行人的高级管理人员与核心员工专项资产管理计划，涉及公司 95 名管理人员及核心员工，有利于今后管理团队与公司成长的共赢。

图表 7: 本次发行前股本结构 (万股, %)



图表 8: 本次发行后股本结构 (万股, %)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

子公司分工明确，协助开展业务。目前公司拥有控股子公司 10 家、分公司 1 家，包括上海贝泰妮、上海际研、上海速美等，对公司的业务支持包括产品线上线销售、产品开发、技术支持、电商运营等。其中上海作为公司除总部外的第二大本营，拥有上海贝泰妮、上海际研、上海速美、贝泰妮三家子公司及贝泰妮上海分公司。

图表 9: 公司子公司/分公司及其主要业务

子公司名称	主要负责业务	持股比例
上海贝泰妮	对大型 B2C 客户、淘内客户等线上渠道客户的销售	100%
上海际研	为公司提供技术支持	100%
武汉贝泰妮	公司湖北、海南地区线下销售业务	51%
四川贝泰妮	公司四川地区线下销售业务	51%
贝泰妮销售	公司除四川、湖北、海南等地区外的线下销售业务	100%
上海速美	天猫店铺薇诺娜速美专卖店的运营	100%
昆明速美	公司旗下速美 app 的运营	98%
云妆生物	持有昆明薇诺娜股权，未开展其他业务	100%
昆明薇诺娜	医疗美容业务	100%
供应链公司	销售一类医疗器械、二类医疗器械	100%
贝泰妮上海分公司	公司产品的技术开发	分公司

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

1.4 募集资金: 投向营销渠道及中央工厂建设

本次发行拟募集资金用于生产经营有关项目。公司计划将募集资金 15.35 亿元，其中: 1) 4.38 亿元用于建设中央工厂新基地建设项目，以扩张产能规模满足销售所需，达产后预计每年新增产能 4500 万支; 2) 6.91 亿元建设营销渠道及品牌建设项目，新增线下智慧零售店及售后点，进

一步夯实品牌影响力; 3) 1.05 亿元用于建设信息系统升级项目, 优化公司信息化系统架构; 4) 3.00 亿元用于补充营运资金以满足生产经营所需。

图表 10: 本次募集资金投向规划 (亿元, %)

序号	募集资金投向	预计投入金额 (亿元)	预计投入金额占比 (%)
1	中央工厂新基地建设项目	4.38	28.6%
2	营销渠道及品牌建设项目	6.91	45.0%
3	信息系统升级项目	1.05	6.8%
4	补充营运资金	3.00	19.5%
	合计	15.35	100.0%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

2. 行业概况: 高增长、高集中度、高壁垒的黄金赛道

2.1 行业定义: 安全性+功效性催生护肤学级护肤品需求

安全性+功效性成为护肤两大关键词, 皮肤学级护肤品市场成为黄金赛道。伴随皮肤健康及皮肤管理意识的崛起, 消费者愈发注重护肤品的安全性与功效性, 皮肤学级护肤品兼具上述两大特征, 成为美妆中的黄金赛道。根据 Euromonitor 定义, 皮肤学级护肤品介于药品和普通护肤品之间, 兼具药品的治疗性和化妆品的修饰性功能, 主要用于改善皮肤问题、致力于使皮肤恢复到健康状态, 敏感肌的护理是其重要分支。品牌具有权威认证并被医学专业人员/皮肤科医生认可, 具有制药、实验室或医学背景, 并在医学专业人员/皮肤科医生的控制下进行测试。

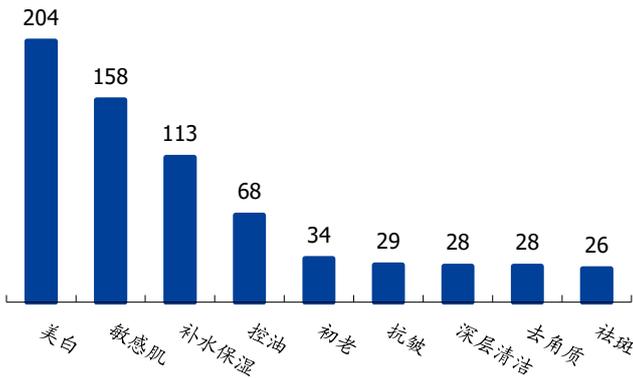
图表 11: 皮肤学级护肤品等专业技术语定义

皮肤学级护肤品	以维稳为主要功能, 通常服务于敏感肌肤人群, 在满足成分与配方的天然与安全性的前提下, 同样也可利用温和的天然或人源成分, 达成祛痘、美白等功效。
功效型护肤品	强调针对性与高效性, 功效性成分添加浓度通常较高, 对皮肤的刺激性更强, 部分产品需要在专业指导下使用。常见成分: 烟酰胺 (淡斑提亮)、水杨酸 (控油祛痘)、虾青素 (抗氧化)、寡肽 (紧致)、玻色因 (抗衰老) 等
敏感肌	主要由于皮肤受损免疫力下降, 角质层变薄致皮肤屏障功能受损, 皮肤神经纤维受到外界刺激过于亢奋, 放大刺激信号传递给免疫系统, 从而产生泛红、发热、瘙痒、刺痛、红肿、皮疹等不适现象。
医用化妆品	海外市场区分普通化妆品及医药化妆品, 国内不具备不存在“药妆品”的概念 (2019年1月《化妆品监督管理常见问题解答 (一)》), 日本界定药妆为医药外部品, 欧洲、美国界定为药品。《欧盟化妆品法规EC1223/2009》认定如果一个产品同时具有药品和化妆品的功能, 应按照药品进行管理,

资料来源: 百度百科, 国盛证券研究所整理

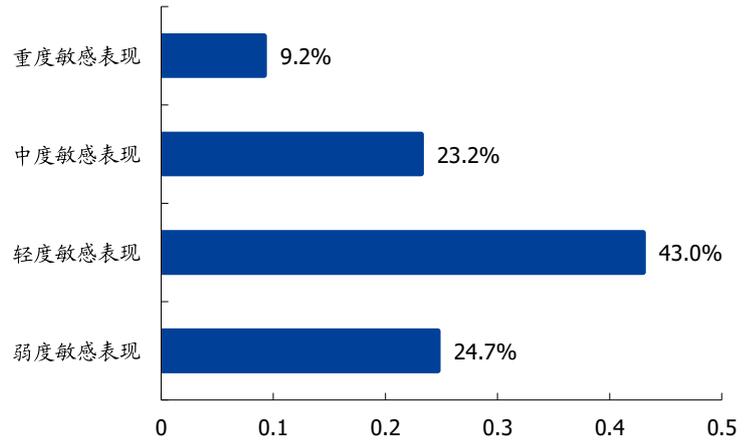
受空气、环境、压力等多因素的影响, 肌肤敏感等皮肤问题发生率也在逐渐提高, 敏感肌人群基数较及覆盖范围扩大。根据 2017 年《中国敏感性皮肤整治专家共识》报告, 我国 36.1% 的女性是敏感性肌。根据艾瑞咨询发布的《2020 年中国女性敏感肌研究白皮书》, 我国 24.7% 的女性属于弱度敏感表现, 43.0% 属于轻度敏感表现, 中度及重度敏感表现合计为 32.4%。

图表 12: 2021年3月小红书平台护肤话题笔记数量(万篇)



资料来源: 小红书 App, 国盛证券研究所

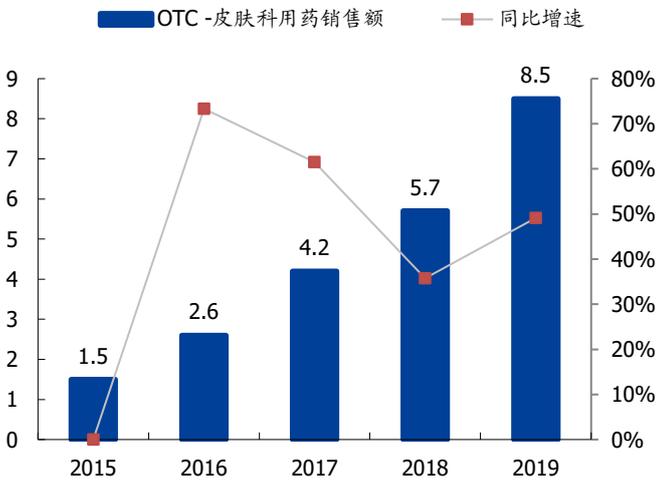
图表 13: 2020年中国女性敏感肌各级人群分布(%)



资料来源: 艾瑞咨询《2020年中国女性敏感肌研究白皮书》, 国盛证券研究所

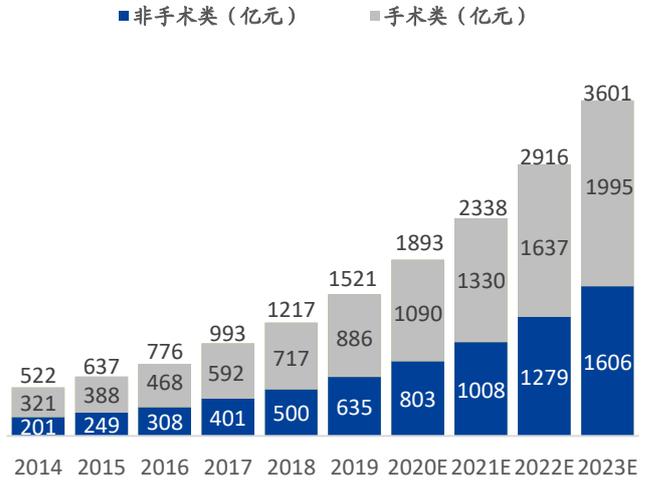
除日常护肤场景外, 皮肤类问题及医美场景催生敏感肌额外需求。2019年我国非处方皮肤科用药销售额同比增长48.6%至8.5亿元, 销售量同比增长21.6%至2483.3万件。在使用相关可能具有刺激性药物同时, 患者需辅以具有舒缓、抗敏、保湿、修复等功能的护肤品维持皮肤状态稳定, 从而带动皮肤学级护肤品需求增长。同时据Frost&Sullivan预测, 伴随手术类及非手术类(注射/光电类项目)医美行业规模增长, 2015-2019年非手术类项目市场规模由249亿元增至600亿元, 复合增速达24.6%, 超过手术类医美项目, 预计2023年市场规模将达到1600亿元。非手术类中的注射类通常伴随面部微创, 光电类可能引起皮肤敏感问题, 因此术后场景的皮肤屏障修复尤为重要。

图表 14: 2015-2019OTC渠道皮肤科用药销售额及增速(亿元; %)



资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

图表 15: 2014-2023E中国医美行业收入(亿元)



资料来源: Frost&Sullivan, 国盛证券研究所

2.2 行业规模: 皮肤学级百亿规模, 黄金赛道

中国化妆品市场规模快速增长, 2019年达4800亿元。根据中国产业信息网, 2019年中国化妆品业市场规模近4,800亿, 2014-2019年CAGR近10%, 其中护肤品占比过半, 规模达2,444亿元, 2014-2019年CAGR达到10.1%。行业增长自2016年以来持续提速, 2019年同比增速接近15%, 高于英美等国4%左右增速。以2020年14亿总

人口为消费基数，人均化妆品消费金额为 341 元；以 6.85 亿女性人口为消费基数，人均化妆品消费金额为 703 元。

图表 16: 中国美妆个护市场规模及同比增速 (亿元; %)



资料来源: 中国产业信息网, 国盛证券研究所

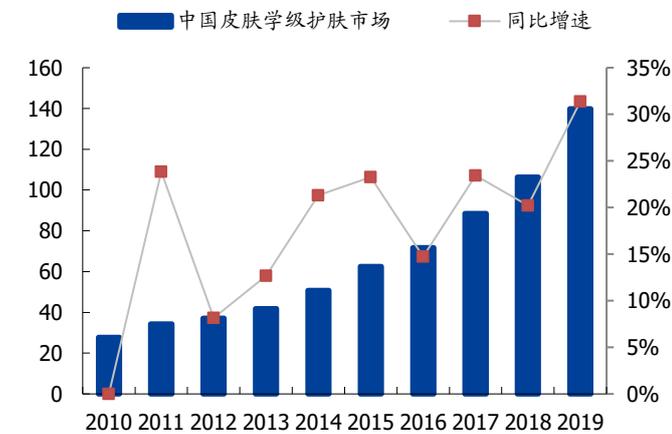
图表 17: 中国护肤品市场规模及同比增速 (亿元; %)



资料来源: 中国产业信息网, 国盛证券研究所

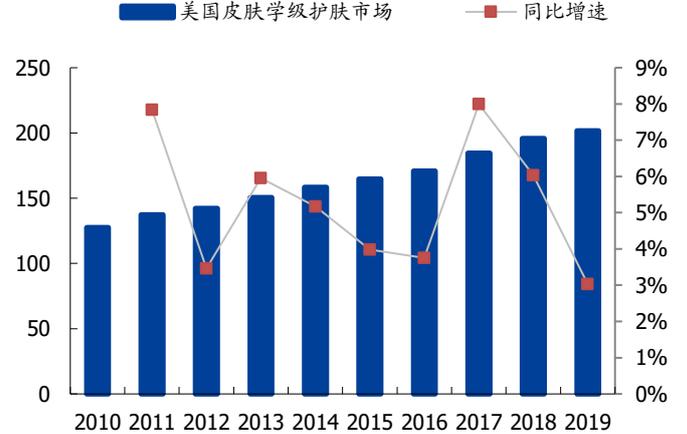
皮肤学级护肤赛道增速远快于行业，已达百亿规模体量。2019 年国内皮肤学级护肤品市场规模约 139.8 亿元，2014- 2019 年 CAGR 达到 22.5%，增速远高于化妆品和护肤品行业的整体增速。相比美国皮肤学级护肤品 200 亿元的存量市场规模，还有接近 50% 的空间，伴随国内渗透率及人均消费支出提升，未来体量有望超过美国市场。

图表 18: 中国皮肤学级护肤市场规模及同比增速 (亿元人民币; %)



资料来源: 中国产业信息网, 国盛证券研究所

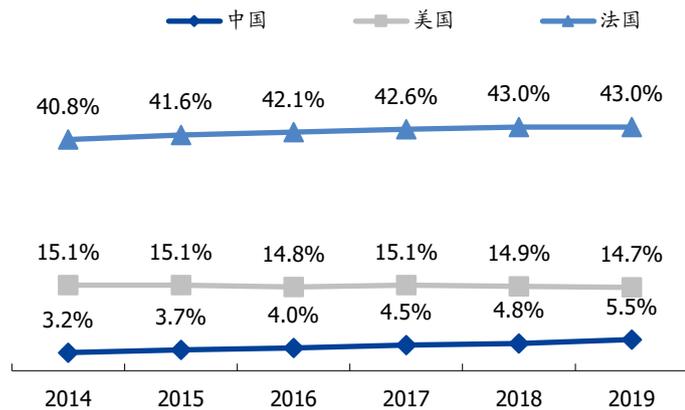
图表 19: 美国皮肤学级护肤市场规模及同比增速 (亿元人民币; %)



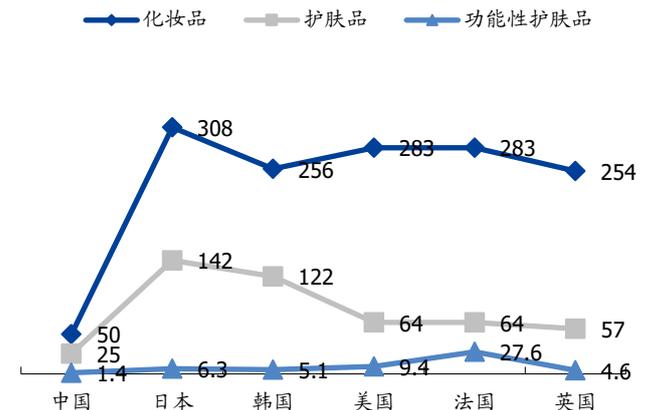
资料来源: 中国产业信息网, 国盛证券研究所

从渗透率及人均消费来看，国内皮肤学级护肤品市场空间巨大。相比于法国 43% 的渗透率、美国 15% 的渗透率，中国皮肤学级市场的渗透率仅为 5.5%。在人均消费支出方面，2019 年我国皮肤学级护肤品人均消费较低，仅为 1.4 美元/人，仅为日本、韩国、美国、法国、英国人均消费的 22%、28%、15%、5%、30%。此外发达国家化妆品及护肤品人均消费水平均远高于我国，伴随国内人均收入及消费水平提高、功效性护肤品渗透率提升，功效性护肤品市场提升空间潜力巨大。

图表 20: 全球皮肤学级市场渗透率空间对比 (%)



图表 21: 全球皮肤学级护肤品人均消费对比 (美元/人)



资料来源: 中国产业信息网, 国盛证券研究所

资料来源: 中国产业信息网, 国盛证券研究所

基于皮肤学级定位的 14-49 岁城镇女性核心群体, 我们测算皮肤学级护肤品的市场规模空间 2025 年将达到 370 亿元 (5 年 CAGR 18%), 核心假设如下:

- 总人口数稳定增长, 增速从 0.3% 降至 0.1%, 预计 2025 年总人口数在 14.2 亿人
- 城镇化率持续提升, 从 2019 年的 60.6% 提升至 2025 年的 65.8%;
- 参考全国人口性别比及年龄结构, 假设 19-49 岁女性占比总城镇人口 20%, 2025 年 19-49 岁城镇女性人口为 1.87 亿人;
- 渗透率提升为核心驱动力, 假设皮肤学级护肤用户渗透率在 19-49 岁城镇女性人口中, 从 2019 年的 25% 提升至 2025 年的 45%, 带动用户数从 2019 年的 0.42 亿人增至 2025 年的 0.84 亿人;
- 人均客单价维持 5% 年均增速, 从 2019 年的 330 元增至 2025 年的 442 元;
- 皮肤学级护肤市场规模预计从 2019 年的 140 亿元增至 2025 年的 371 亿元, 未来五年复合增速达 18%。如考虑男性、婴幼儿及老年女性市场渗透率, 行业规模更大。

图表 22: 中国 14-49 岁城镇女性皮肤学级护肤品市场规模空间

	总人口(亿人)	城镇人口(亿人)	19-49 岁城镇女性(亿人)	皮肤学级护肤用户渗透率	皮肤学级护肤用户数(亿人)	人均客单价(元/人)	市场规模(亿元)
2018	14.0	8.3	1.66	20%	0.33	320	106
2019	14.0	8.5	1.70	25%	0.42	330	140
2020E	14.0	8.7	1.73	30%	0.52	346	180
2021E	14.1	8.8	1.76	34%	0.60	363	218
2022E	14.1	8.9	1.79	37%	0.66	381	253
2023E	14.1	9.1	1.82	40%	0.73	401	291
2024E	14.2	9.2	1.84	43%	0.79	421	333
2025E	14.2	9.3	1.87	45%	0.84	442	371

资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所测算

2.3 竞争格局: 皮肤学级专业背书, 国牌崛起

美妆赛道外资品牌强势进攻, 行业竞争加剧。2012-2014 年, 外资品牌不断入驻天猫, 同时向低线城市开设线下专柜。2018-2020 年外资品牌在双 11、双 12 等大促期间通过买赠加速抢占市场份额, 快速下沉至低线市场。2020 年天猫双十一美妆 TOP10 排行榜中, 仅薇诺娜作为单一国产品牌跻身, 以 6.94 亿元销售额排名第九, 以雅诗兰黛、兰蔻、

欧莱雅为代表的外资知名品牌市场份额持续提升。

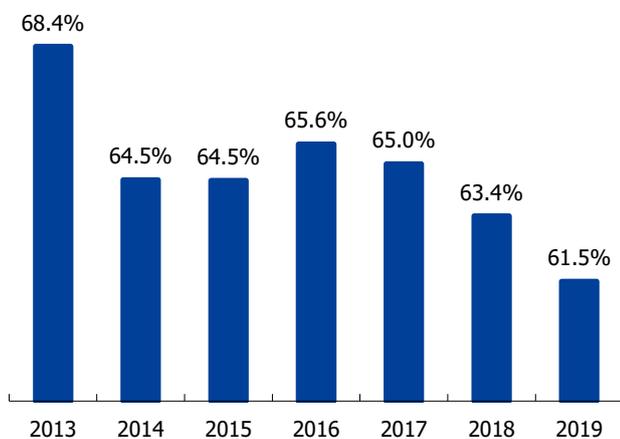
图表 23: 2014-2020 年天猫双十一美妆 TOP10 排行榜

排序	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014
1	雅诗兰黛 (24.04 亿元)	欧莱雅	兰蔻	百雀羚	百雀羚	百雀羚	阿芙
2	兰蔻 (21.09 亿元)	兰蔻	OLAY	兰蔻	欧莱雅	韩束	美即
3	欧莱雅 (20.12 亿元)	雅诗兰黛	欧莱雅	雅诗兰黛	一叶子	自然堂	韩束
4	WHOO 后 (12.15 亿元)	OLAY	雅诗兰黛	自然堂	SK-II	OLAY	百雀羚
5	OLAY (9.69 亿元)	SK-II	SK-II	SK-II	自然堂	欧莱雅	欧莱雅
6	SK-II (9.31 亿元)	自然堂	百雀羚	OLAY	佰草集	阿芙	御泥坊
7	雪花秀 (8.22 亿元)	百雀羚	自然堂	一叶子	韩束	兰蔻	自然堂
8	资生堂 (7.68 亿元)	WHOO 后	HFP	欧莱雅	雅诗兰黛	御泥坊	雅诗兰黛
9	薇诺娜 (6.94 亿元)	完美日记	薇诺娜	悦诗风吟	OLAY	雅诗兰黛	OLAY
10	海蓝之谜 (6.79 亿元)	薇诺娜	悦诗风吟	膜法世家	兰蔻	膜法世家	牛尔

资料来源: 天猫官网, 国盛证券研究所

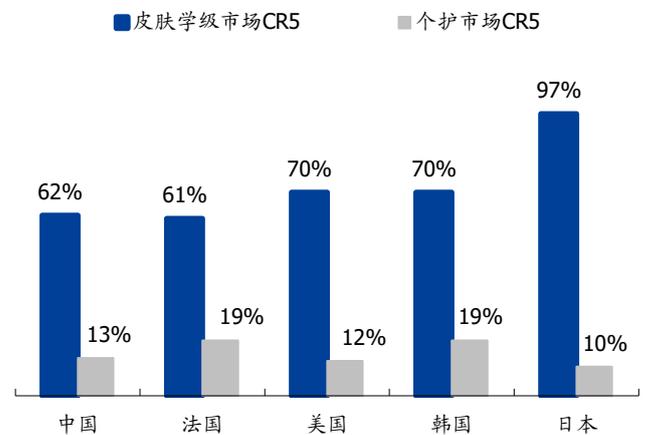
皮肤学级细分赛道口碑与粘性较强, 竞争格局更加集中。由于强调安全与功效性, 皮肤学级护肤品的品牌口碑背书更强, 消费者粘性更高, 因此皮肤学级赛道的竞争格局更加稳定。对比发达国家, 日本皮肤学级市场的前五名集中度在 97%, 美国和韩国在 70%, 国内 CR5 集中度在 64% 左右, 最近几年有所下降, 主要由于国产品牌市占率不断提升, 进口品牌市占率不断下降。伴随未来国产品牌跻身前五, 市场集中度有望进一步提升, 接近甚至超过欧美市场。

图表 24: 2013-2019 年国内皮肤学级护肤品市场 CR5 集中度



资料来源: 中国产业信息网, 国盛证券研究所

图表 25: 全球皮肤学级市场与个护市场 CR5 集中度对比



资料来源: 中国产业信息网, 国盛证券研究所

从皮肤学级护肤品排名来看, 国产品牌薇诺娜一骑绝尘。2019 年, 薇诺娜以 27.8 亿元收入在皮肤学级赛道排名第一, 接近三四名 (理肤泉+贝德玛) 营收总和, 也是跻身皮肤学级护肤品前五名的唯一国产品牌, 后四名均为法国药妆品牌, 其他国产品牌比度克、玉泽分别排名第 10 名、第 12 名。从品牌定位及产品差异度来看: 1) 雅漾、理肤泉、薇姿均以“温泉水”成分为亮点, 明星单品为舒缓调理温泉水喷雾, 仅针对中短期症状; 2) 薇诺娜、玉泽则以纯天然植物成分为亮点, 针对长期修护屏障。中草药材在医药领域已有百年应用历史, 在国内消费者心中认知度较高。

图表 26: 中国皮肤学级护肤品市场典型品牌销售额 (单位: 亿元人民币)

品牌	所属国	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
薇诺娜	中国		0.4	0.6	0.9	1.5	4.0	7.1	11.1	17.4	27.8
雅漾	法国	8.0	9.7	10.9	12.1	14.2	16.5	17.2	18.9	18.7	19.6
理肤泉	法国	3.1	4.1	4.4	5.2	5.9	7.8	8.9	10.6	12.5	16.9
贝德玛	法国		0.1	0.2	0.4	0.9	2.1	4.7	7.9	9.6	12.1
薇姿	法国	10.6	9.6	9.3	10.0	10.2	9.9	9.1	9.0	9.3	9.6
芙丽芳丝	日本	2.1	2.4	2.5	2.6	2.8	3.3	3.6	5.0	6.5	8.6
丝塔芙	法国	0.5	0.8	1.3	2.6	6.4	8.0	7.9	8.3	8.4	8.5
怡思丁	西班牙						0.6	0.9	1.6	3.1	7.1
艾维诺	美国							0.6	1.4	3.1	5.7
比度克	中国	0.3	0.8	1.6	2.2	3.0	4.1	3.6	4.5	5.0	5.4
施巴	德国	2.8	3.3	3.6	4.1	4.1	4.0	4.1	4.5	4.8	5.1
玉泽	中国	0.2	0.2	0.3	0.4	0.6	0.9	1.5	2.1	2.9	3.8
欧缇丽	法国	0.0	0.2	0.3	0.5	0.8	1.0	1.4	1.9	2.0	2.2
妙思乐	法国	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.3	0.4	0.6	0.8
欧树	法国	0.0	2.6	2.0	0.7	0.1	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1
合计		27.7	34.3	37.1	41.8	50.7	62.5	71.7	88.5	106.4	139.8

资料来源: 中国产业信息网, 公司公告, 国盛证券研究所 注: 销售额与上市公司公告营业收入有出入, 为不同披露口径, 销售额存在包含退货及未确认收入, 实际收入以公司公告为准

皮肤学级护肤品研发壁垒强, 以专业化摆脱同质化。护肤品行业进入门槛低, 大量中小型企业涌入低端护肤品市场, 致使竞争加剧利润摊薄、产品同质化严重。而对于皮肤学级护肤品市场而言, 产品对专业性要求较高, 涉及生命科学、皮肤学、植物学等多学科的交叉研究与运用, 需要强大的研究能力加持。行业头部企业凭借卓越的研发能力、深厚的品牌影响力构建中高端产品竞争壁垒, 并以产品差异化策略进一步提高定价权。

皮肤科医生入局护肤市场, 渠道教育重要性凸显。基于皮肤学级护肤品的专业化、高研发壁垒, 国内品牌注重当地医生推广、医院和药店的渠道教育, 使得当地品牌更有优势。从 2019 年各国市占率 TOP5 的分布来看, 市占率第一往往为本土品牌, 尤其是日本、美国, 其本土品牌市占率在五成以上, 美国市场拥有 25000 个皮肤科医生品牌, Sesderma、Murad、Elta MD 等背后都有皮肤科医学博士的身影, 皮肤科医生作为高势能专业群体在护肤市场中发挥的重要作用。

图表 27: 2019 年全球皮肤学级护肤品市占率前五品牌

	第一	第二	第三	第四	第五
中国	薇诺娜 (19.9%)	雅漾 (14.0%)	理肤泉 (12.1%)	贝德玛 (8.7%)	薇姿 (6.9%)
日本	城野医生 (31.1%)	珂润 (27.1%)	D program (13.9%)	雅漾 (13.1%)	Proactiv (12.1%)
韩国	CNP (21%)	霏丝佳 (12.1%)	爱多康 (12.1%)	Aveeno (10%)	雅漾 (9.1%)
美国	Aveeno (20.7%)	Proactiv (20.3%)	丝塔芙 (13.1%)	CeraVe (10.2%)	优色林 (5.5%)
西欧	雅漾 (14.9%)	理肤泉 (13.5%)	薇姿 (12.1%)	优色林 (6.2%)	贝德玛 (4.7%)
东欧	薇姿 (38.7%)	理肤泉 (19.5%)	雅漾 (6.4%)	Lactacyd (5.6%)	贝德玛 (5.5%)

资料来源: 中国产业信息网, 国盛证券研究所 注: 标红品牌为非当地产品牌

国内新生代品牌涌现, 先发品牌更具优势。目前国内皮肤学级护肤品牌主要分为以下三类: 1) 独立品牌与皮肤科医生/医院渠道合作, 包括薇诺娜(贝泰妮集团旗下, 独立品牌切入后发展为多品牌矩阵), 百植萃、博乐达等; 2) 医科大学/医院主导开发的产品品牌, 如标婷、禾宝、四月天、精心等; 3) 护肤品集团旗下针对皮肤学级护肤品开发的子品牌, 主品牌收入占比较高, 子品牌收入占比较低, 包括玉泽(上海家化旗下)、水密码(丹姿集团旗下)、科瑞肤(珀莱雅集团旗下)。

图表 28: 国内皮肤学级护肤品牌创立时间、品牌定位及明星产品

品牌名称	创立时间	创始人及背景	品牌定位	专家背景	明星单品及定价
薇诺娜 Winona	2005	贝泰妮集团旗下品牌, 与昆明医科大学联合组建研发团队, 多位皮肤科医生担任薇诺娜品牌直播及专家顾问	专注敏感肌护肤	与昆明医科大学第一附属医院云南省皮肤病医院院长何黎教授有着深入的合作, 曾发布 11 篇国家级共识与指南, 64 篇基础研究和临床应用文章	舒敏保湿特护霜 50g268 元 舒敏保湿修护精华液 298 元
玉泽	2009	上海家化旗下品牌, 与上海交通大学附属瑞金医院联合研制产品, 2018 年双方成立“瑞金医院-上海家化玉泽联合实验室”	皮肤屏障修护专家	上海交通大学附属瑞金医院联合研制产品, 由 14 名皮肤科专家组成“玉泽皮肤健康研究专家委员会”, 经过数百起临床实验	皮肤屏障修护保湿霜 50g168 元; 皮肤屏障修护保湿水 200ml128 元
百植萃	2012	创始人 Nancy 医学专业出身, 曾工作于美国惠氏药厂, 曾担任雅芳中国销售总监, 阿芙品牌副总经理, 珀莱雅集团电商总经理, 蜜芽网高级副总裁	功效型护肤品牌	皮肤科专家顾问团: 中国医师协会皮肤科医师分会副会长刘玮教授、国内知名皮肤科专家李远宏教授, 中山大学附属第三医院主任医师赖维教授	舒缓修红亮颜精华 30ml298 元
博乐达	2015	诞生于美国实验室的高新科技品牌, 创始人是一位拥有几十年护肤品行业经验的博士	医学功效型产品	与 3000 多家公立医院、医美机构展开合作, 在 10+公立三甲医院多中心临床试验, 推出“医生成长计划”展开线上直播的合作模式	水杨酸面膜 150ml398 元
水密码	2008	丹姿集团旗下, 签约赖维教授为“水密码专研·首席皮肤专家”	专业补水护肤品牌	联合本特塞缪森生命科学研究院诺贝尔奖团队, 以及享有“胜肽之父”之誉的卡尔·林特纳博士(Dr.Karl Lintner)担任水密码专研	白金熨斗双肽电动眼霜 75g228 元

			科学家。		高保湿滋润乳液 50g49元
冰溪	2018	湖南冰溪生物科技有限公司旗下，冰溪与中南大学共建国家级皮肤产品研发中心和中南大学湘雅皮肤科团队达成战略合作协议，共同开发高新科技产品	专注修复敏感肌肤的皮肤屏障	中南大学湘雅医院皮肤科主任谢红付教授及其团队参与，产品委托湖南天龙制药公司生产	冰溪皮肤屏障修护乳 50g198元；皮肤屏障修护水 120ml158元
雅莎尔	2009	雅莎股份公司旗下，源自法国阿尔萨斯的一所著名的皮肤科学美容所	问题皮肤修复专家	2013年成立学术专家库，与众多医科大学、三甲医院有密切的科研合作关系；2015年，与中山大学达安基因全面战略合作，公众号定期面向医生群体的学术讲堂	肌肤修护乳 150g138元；祛痘霜 30g126元
禾宝	2009	上海浦禾药业旗下，创始人张科建是高级中药制药工程师	中医医学护肤（敏感肌肤、痘痘肌肤护理和医美术后修护）	医师白彦萍作为禾宝联合创始人兼首席医学专家，研发团队汇集北京同仁堂、东直门医院、北京市中医院等中医领域的专家，中西医结合皮肤科临床数据	禾宝祛痘精华液定价 30g128元
敷尔佳	2015	哈尔滨敷尔佳科技发展有限公司，前身是黑龙江省华信药业，从事药品省内代理业务。	功能性护肤品	与哈尔滨医科大学、黑龙江中医药大学等高校合作，上市前将经过哈尔滨医科大学附属第一医院、黑龙江中医药大学附属医院等多家医院的临床试验	医用透明质酸钠修复贴 1片 19.9元
标婷	1993	北京鹰华技术开发公司旗下，北京医院研发的产品	开展皮肤保湿补水与营养成分	卫生部北京医院研制	维E乳 100g3瓶装 48.8元
精心	1992	北京协和医院产业控股的北京协和精细化学制品有限公司生产经营	预防及解决皮肤老化、干燥引起的皮肤瘙痒、干裂、粗糙	北京协和医院研制，由我国西医皮肤科开创者李洪迥教授和药剂科陈兰英教授合作开发	精心硅霜 60g23元
京卫本草	2010	北京华风美业科技有限公司旗下，研制方原是中国 301 医院	中医医学护肤	中国人民解放军总医院研制	金盏花爽肤水 248ml24元；蜂胶紧致眼霜 20g26.8元
四月天	2003	上海华山化妆品有限公司旗下，上海华山医院研制	主要针对敏感皮肤、皮肤美白、痘痘皮肤	复旦大学附属华山医院研制	舒缓修红素 178元；爽肤冰露 78元
丽舒丹 Lisudan.Dr.Lo	2018	骆丹教授：江苏省人民医院皮肤科主任医师，博士生导师，从事皮肤科医疗、教学及科研一线工作 30 多年，是江苏省政府重点学科皮肤性病学科带头人	为敏感肌肤提供综合修复方案	以骆丹教授为首的团队，与莱博科技、东方美谷药妆研究院，共同开展医学美容护肤品的研发，产品在全国数十家三甲医院临床应用	氨甲环酸焕颜精华液 30ml99元
海洋物语 Ocean Care	2015	丁慧教授：广州中医药大学第一附属医院皮肤美容科主任医师、硕士研究生导师，华南护肤品研发检测试验中心主任，从事美容临床、教学和科研工作近 30 年	专业高端，护肤科普内容+诊疗式私域服务	以技术服务的形式与国内数十家护肤品企业进行合作	舒缓安肌养肤水 50ml360元；皮肤屏障修护精华乳 50ml380元；舒缓安肌养肤油 30ml320元

碧蒂曼诗 Beauty Myth	2012	丁虹教授：武汉大学药学院教授、博士生导师，研究药学领域	皮肤护理品牌	由武汉大学 Dr.Ding 创新生物医药实验室和华纳药业联合研制	冰肌精华露 50g198元；洁面慕斯 100ml69元
科瑞肤 Correctors	2020	珀莱雅集团旗下品牌，化妆品行业原料世界第一巨头德国巴斯夫签署了战略合作协议	功效型护肤品牌	公立三甲医院的皮肤学专家（严淑贤/陈瑾/吕雪莲/郑跃教授）联手研发产品	毛孔调理精华液 18ml260元

资料来源：公开信息，国盛证券研究所整理

3. 竞争优势：技术支撑产品、权威背书品牌、双线推进渠道

3.1 品牌优势：专家背书的皮肤健康权威品牌

定位专业化，专注敏感肌市场。公司主品牌薇诺娜专注于敏感肌市场，在品牌建设中更多的强调“专业护肤”、“科学配方”、“纯天然”等概念，凭借深入人心的品牌形象和专业型产品迅速获得了市场认可，2019年薇诺娜被行业内权威杂志《化妆品报》评为“敏感肌护理品类第1名”，且目前已连续3年获得天猫金妆奖。

图表 29：薇诺娜品牌及产品所获部分荣誉

时间	颁发单位	授予对象	奖项名称
2019	化妆品报社	“薇诺娜”品牌	敏感肌护理品类第一名
2018	化妆品报社	“薇诺娜”品牌	2018年中国化妆品G20品牌
2018	时尚芭莎	“薇诺娜”极润保湿乳液	2018年最佳乳液人气奖（高效类）
2017	中国美容博览会、C2CC 传媒、化妆品资讯	“薇诺娜”舒敏保湿润肤水	护肤类敏感肌化妆水大奖

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

3.1.1 “药企研发+临床支持+权威推荐”，打造B端权威背书

皮肤学级产品具备较强专业性的特征，因而在品牌树立上遵循从B到C的传导路径，即先获取B端权威人士的信任与认可，以B端推荐辅助C端认知度建立。从管理团队来看，贝泰妮充分发挥其滇虹药业出身+何黎教授加盟的医药基因优势，树立了皮肤健康管理的国民品牌形象。包含郭振宇、高绍阳在内的管理层出自原滇虹药业，具备强药企基因。同时，公司非常注重核心研发人员的培养与激励，以产品研发为导向，拥有多项发明专利及学术论文。

图表 30: 贝泰妮核心技术人员及技术成果

核心技术人员	担任职位	主要职责	发明专利/论文成果
王飞飞	上海际研研发总监	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	已累计申请发明专利 23 项, 实用新型专利 15 项, 其中获得授权发明专利 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	上海际研研发经理	负责原料的评估及准入, 负责立项产品的研发工作	已累计申请发明专利 12 项, 实用新型专利 1 项, 其中获得授权发明专利 4 项, 实用新型专利 1 项
唐杰	上海际研工艺经理	负责产品产业化实施, 为公司全品系产品产业化项目主要参与人	已累计申请发明专利 4 项, 实用新型专利 15 项, 其中获得授权实用新型专利 11 项。
方伟	上海贝泰妮助理研发经理	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	贝泰妮研发主管	负责感官评估及消费者调研, 负责彩妆类产品配方研发	已累计申请发明专利 4 项, 实用新型专利 2 项, 其中获得授权发明专利 3 项, 实用新型专利 2 项, 在国内外学术期刊发表 5 篇论文。
袁永雷	上海际研研发主管	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、主要参与人	已累计申请发明专利 7 项, 实用新型专利 1 项, 其中获得授权实用新型专利 1 项, 发表 3 篇中文核心期刊。
周焱富	上海贝泰妮研发主管	负责公司新品配方研发工作	已累计申请发明专利 7 项, 实用新型专利 2 项, 其中获得授权发明专利 4 项, 实用新型专利 2 项

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

公司与昆明医科大学联合组建研发团队, 皮肤科主任何黎教授担任薇诺娜品牌直播及专家顾问。何黎所在单位昆明医科大学第一附属医院、刘海洋所在单位中国科学院昆明植物研究所在“薇诺娜医学护肤系列产品研制及产业化”、“薇诺娜新型功效性产品关键技术攻关及产业化项目”等合作项目中, 作为合作单位协助公司完成产学研相结合的省院省校合作专项项目。何黎教授母亲、公司前董事李碧云间接持有公司股份 10.85%, 何黎教授于 2018 年将两项专利无偿转让给公司, 与公司深度绑定。

图表 31: 何黎教授参与多项在线答疑及直播义诊



资料来源: 微博官网, 国盛证券研究所

图表 32: 薇诺娜微博义诊在线专家答疑



资料来源: 微博官网, 国盛证券研究所

权威论文及专家临床观察增强背书，学术会议扩大品牌影响力。2009-2017年，薇诺娜的专家团队先后在国内权威杂志上发表了64篇基础研究和临床验证方面的论文。北京大学第一医院、复旦大学华山医院等54家国内最著名的三甲医院一致通过对薇诺娜产品的多中心功效性和安全性的临床观察。同时，公司积极参加各项皮肤学相关的学术交流分享会议，通过与行业内专家进行沟通、交流、学习，了解行业最新动态，并为公司产品的研发、品牌的定位提供新思路，进一步提高品牌权威性与曝光度。

图表 33: 薇诺娜产品相关内容的学术期刊搜索

学术期刊	学位论文	会议	报纸	年鉴	图书	专利	标准	成果
68	5	12	0		0		0	2

检索范围: 总库 主题: 薇诺娜 主题定制 检索历史 共找到 106 条结果

全选 已选: 0 清除 批量下载 导出与分析 排序: 相关性 发表时间↓ 被引 下载 显示: 20

题名	作者	来源	发表时间	数据库	被引	下载	操	
1 薇诺娜舒敏保湿特护霜对新冠疫情防控期间医护人员佩戴医用口罩后皮肤屏障的修复	尤艺璇;涂颖;许爱娥;李利;刁萍 >	中国皮肤性病学杂志	2021-02-04	期刊	90	↓	📄	
2 “双11”销量破7亿,薇诺娜问鼎美妆国货第一	钱丽娜	商学院	2020-12-15	期刊	89	↓	📄	
3 低能量调Q1064nmNd:YAG激光联合含马齿苋及甘草提取物护肤品治疗面部糖皮质激素依赖性皮炎的疗效	马琼;王燕;孙素姣;段静娴	吉林医学	2020-09-15	期刊	116	↓	📄	
4 舒敏仪联合他克莫司及薇诺娜舒敏保湿特护霜治疗面部糖皮质激素依赖性皮炎疗效分析	李辉	中国美容医学	2020-07-10	期刊	100	↓	📄	
5 他克莫司软膏结合薇诺娜透明质酸生物膜治疗面部激素依赖性皮炎的效果	顾丽娟	临床医药文献电子杂志	2020-06-12	期刊	53	↓	📄	
6 旺肤草本抑菌凝胶对肺胃热盛证玫瑰痤疮患者皮肤屏障功能影响的临床疗效观察	李婉溶	湖南中医药大学	2020-06-01	硕士	12	↓	📄	
7 中国民族化妆品品牌的发展策略浅析	龚述辉	日用化学品科学	2020-01-25	期刊	1	963	↓	📄
8 薇诺娜舒敏保湿特护霜联合0.03%他克莫司软膏治疗激素依赖性皮炎临床分析	刘志立	皮肤病与性病	2019-12-20	期刊	227	↓	📄	

资料来源: 知网官网, 国盛证券研究所绘制

图表 34: 皮肤学级品牌咨询、品牌发布会等推广合作医院举例

品牌	涉及医院地区分布	最早开始时间
薇诺娜	华东 7 家+华北 7 家+西南 7 家+华中 4 家+西北 2 家+华南 1 家+东北 1 家, 合计 29 家	2013 年 8 月
玉泽	上海 2 家+广东 1 家, 合计 3 家	2018 年 6 月
雅漾	四川 1 家+上海 4 家+北京 6 家+重庆 1 家+云南 1 家+广东 2 家, 合计 15 家	2012 年 1 月
理肤泉	7 家上海+4 家北京, 合计 11 家	2012 年 8 月

资料来源: 官方微博, 国盛证券研究所整理

3.1.2 电商渠道+新媒体营销, 打造 C 端品牌专业度及亲和力

C 端品牌运营内容化, 渠道+营销双发力。化妆品具有高频重复消费、流量聚集效应强两大性质, 这意味着产品契合电商渠道、品牌营销成为关键。公司借助新零售打造口碑爆款, 同时结合微博、微信、小红书等平台 KOL 种草以及专家免费义诊, 打造 C 端品牌专业度及亲和力。

专业化、内容型营销, 深度绑定消费者。1) 专业化内容输出。通过知乎、小红书等垂直内容输出平台, 以开展皮肤护理专业知识及产品教育等形式进行营销, 树立专业品牌

形象的同时形成内容沉淀，同时双向筛选出潜在消费群体。2) **精准定位用户群，差异化营销**。通过线上自营获取大数据并描绘消费者画像，针对不同群体进行差异化营销。公司建设募集资金投向项目之一“信息系统升级项目”，利于公司赋能数据中台，助力完善客户画像、精准定位客户需求。3) **充分利用新媒体及 KOL 转化流量**。化妆品流量聚集效应明显，公司与具有区域影响力的 KOL 进行深度合作，以公众号、直播、短视频等多种新媒体形式密集输出。同时驻扎微博、微信、小红书等多个平台，营销渠道直达消费者。目前薇诺娜天猫旗舰店积累粉丝接近 800 万、小红书“薇诺娜”官方账号粉丝超过 11 万。

图表 35: 薇诺娜等护肤品牌电商渠道粉丝数对比 (万人)

品牌	微博	小红书	天猫	抖音
薇诺娜	152 万	11.0 万	792.2 万	40.4 万
玉泽	19 万	1.1 万	298.6 万	0.5 万
雅漾	742 万	3.9 万	468.7 万	8.1 万
理肤泉	36 万	10.0 万	447.4 万	19.2 万
薇姿	158 万	5.9 万	192.5 万	4.7 万
珀莱雅	123 万	6.7 万	1254.4 万	49.5 万
佰草集	206 万	2.1 万	486.1 万	8.1 万
丸美	24 万	13.0 万	640.0 万	19.9 万
御泥坊	45 万	6.1 万	1036.0 万	28.8 万

资料来源: 各电商渠道, 国盛证券研究所统计 统计时间: 2021 年 3 月 20 日

敏感性肌肤的消费者忠诚度更高，薇诺娜所树立的专业化形象、知识型营销内容输出，有效增强用户粘性与复购。根据线上各大直营店铺的复购率统计，公司天猫自营店“薇诺娜官方旗舰店”近 3 年公司产品复购率均在 30% 以上，通过线下导流的薇诺娜专柜服务平台、薇诺娜网上商城 2019 年复购率分别超过 50%、40%。

图表 36: 线上各大直营店铺用户复购率统计

店铺名称	2017A	2018A	2019A
薇诺娜官方旗舰店 (天猫)	31.59%	32.51%	30.89%
薇诺娜专柜服务平台	45.62%	50.70%	52.51%
薇诺娜官方旗舰店 (京东)	25.53%	33.05%	32.68%
薇诺娜网上商城	39.69%	34.86%	40.82%
薇诺娜贝泰妮专卖店	22.30%	17.84%	18.22%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

3.2 技术优势: 研发先行, 中药植物王国的掌上明珠

云南特色植物配方, 打造产品定位差异化。核心品牌“薇诺娜”立足于云南高原特色植物优势, 通过专业萃取科技, 提供温和专业的皮肤护理产品, 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。经过多年的研发投入, 目前公司拥有 11 项核心技术, 包括马齿苋及青刺果萃取技术、等渗制剂技术等, 在提炼高原植物成分制备皮肤级护肤品方面具有显著竞争优势。研发技术持续落地转化为经营成果, 公司利用以上核心技术生产产品创收占比超过 95%。同时原先专利技术基础上进行创新拓展, 多项核心技术相关的专利正在申请中。

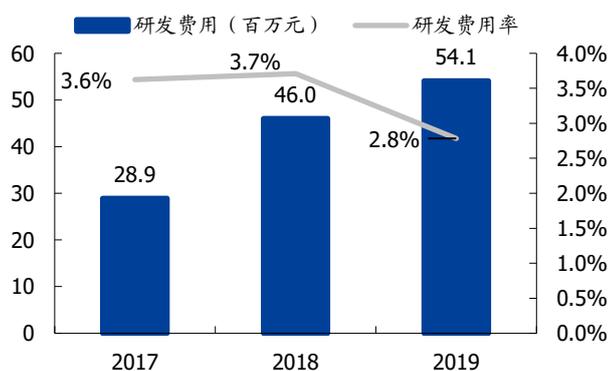
图表 37: 公司已取得/在申请核心专利技术一览

专利技术名称	专利号/申请号	申请状态
《一种含马齿苋提取物的功效性护肤品及制备方法》	专利号: 2012102637778	已取得
《一种含有青刺果油的功效性护肤品及制备方法》	专利号: 2011103726399	已取得
《一种皮肤屏障修复制剂及其制备方法》	专利号: 2014103920621	已取得
《一种含页岩油的复合祛痘制剂及其制备方法》	专利号: 2014103930074	已取得
《一种油包水婴儿护臀霜及其制备方法》	专利号: 2015104015975	已取得
《高含量维生素 CE 稳定体系复合制剂及其制备方法》	专利号: 2014103932436	已取得
《一种马齿苋提取物的腺嘌呤核苷定量方法》	申请号: 2019106662183	申请中
《一种马齿苋提取物的制备方法及应用》	申请号: 2019106658046	申请中
《一种马齿苋低温提取方法》	申请号: 2019106658031	申请中
《一种用于马齿苋植物提取的多段恒温提取设备》	申请号: 2019106657946	申请中
《一种青刺果仁总黄酮提取物的制备方法》	申请号: 2018106629161	申请中
《一种改善雾化效果的喷雾制剂及其制备方法》	申请号: 2018112423325	申请中
《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》	申请号: 2018111759682	申请中

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

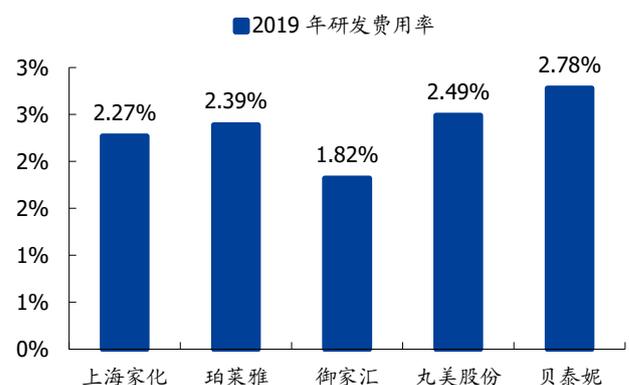
公司持续投入研发并有效转化为经营成果。1) 公司深谙化妆品产品的命脉在于研发建设, 持续提升研发费用投入, 2017-2019 年公司研发费用投入分别为 0.29/0.46/0.54 亿元, 研发费用率有所下降, 主要系营业收入增长较快所致。公司目前研发投入水平处于行业前排, 2019 年研发费用率 2.78% 普遍高于同行业其他公司。2) 公司拥有境内有效专利 46 项, 其中 14 项为发明专利, 14 项为实用新型专利, 18 项为外观设计专利, 具有较强的研发实力。

图表 38: 2017-2019 年公司研发费用率 (百万元, %)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 39: 2019 年各公司研发费用率 (%)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

研发团队人员储备充足, 激励机制充分。公司拥有 100 人的研发团队, 其中本科学历以上的有 84 人, 包括博士学历 3 人, 硕士学历 24 人, 本科学历 57 人。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。

公司制定了《专利与研发成果奖励制度》等管理制度, 调动了员工参与科技创新、技术与工艺改进工作的积极性。同时就核心技术与相关人员签订保密协议并申请专利, 以筑建研发竞争壁垒。

图表 40: 公司研发人员情况

	2017年	2018年	2019年	2020年6月
核心技术人员数量(人)	7	7	7	7
占研发人员总数的比例(%)	10.94	8.24	7.37	7
研发人员数量(人)	64	85	95	100
占员工总数的比例(%)	6.07	6.48	5.99	5.67

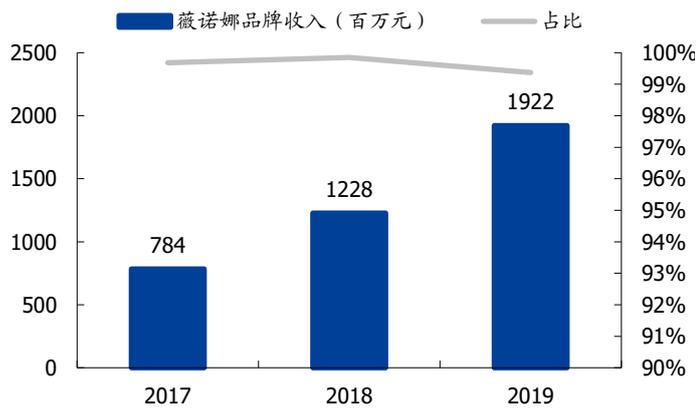
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

3.3 产品优势: 明星单品亮眼, 打造“1+N”品牌及产品序列

3.3.1 以“薇诺娜”主品牌, 打造“1+N”品牌序列

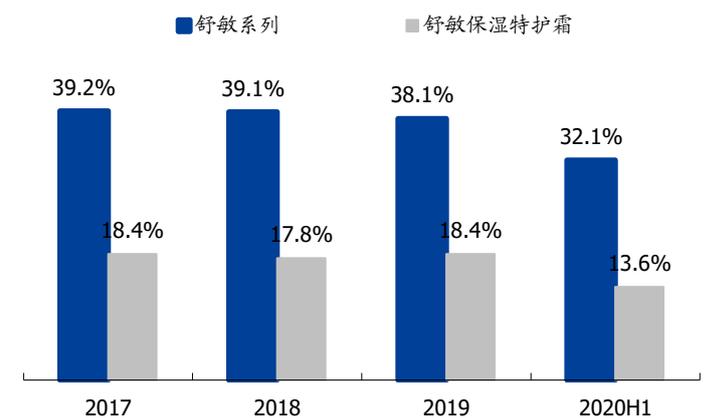
主品牌“薇诺娜”主打敏感肌肤市场, 专注于应用纯天然的植物活性成分提供温和、专业的皮肤护理产品。2017-2019年品牌收入占比在99%以上, 凭借清晰的品牌定位和优质的客户口碑持续增长。

图表 41: 2017-2019年薇诺娜主品牌营业收入及占比(百万元, %)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 42: 舒敏产品系列/单品占主营业务收入比重(%)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

积极丰富旗下品牌矩阵, 围绕皮肤健康问题分人群、分症状管理, 打造皮肤健康的全面管理专家。集团旗下品牌包括面向婴幼儿的“WINONA Baby”、针对痘痘肌肤的“痘痘康”、针对高端皮肤修护及医美渠道的“Beauty Answers”、专注于干燥性皮肤护理的“资润”品牌等, 品牌储备未来将会持续培育。其中, “WINONA BABY”品牌与主品牌“薇诺娜”关联度较高, 因此有望率先发力。

图表 43: 贝泰妮旗下品牌矩阵

品牌	定位	产品
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
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：公司公告，国盛证券研究所

薇诺娜宝贝专注于市场需求较大的婴幼儿护理。薇诺娜宝贝是薇诺娜旗下，专业婴幼儿肌肤功效性护理品牌。品牌针对 0-2 岁和 2-12 岁针对性分阶护理，采用有修护功效的青刺果、舒缓功效的金盏花、高科技成分的益生菌和多项植物精粹成分，以针对宝宝肌肤问题。

图表 44: 薇诺娜宝贝产品线一览

适用区间	产品名称	价格
0-2 岁产品线	薇诺娜宝贝特安养护身体乳	168 元/150ml
	薇诺娜宝贝特安养护洗发沐浴泡	118 元/260ml
	薇诺娜宝贝特安养护按摩油	138 元/100ml
	薇诺娜宝贝特安养护手口湿巾	35 元/64 片
	薇诺娜宝贝特安养护婴儿柔湿巾	32 元/64 片
2-12 岁产品线	薇诺娜宝贝倍润防护洗发露	98 元/150ml
	薇诺娜宝贝倍润防护沐浴乳	98 元/150ml
	薇诺娜宝贝倍润防护润唇膏	28 元
针对性护理线	薇诺娜宝贝特安养护护臀霜	88 元/50g
	薇诺娜宝贝复合紫草修护膏	78 元/15g
	薇诺娜宝贝舒润滋养霜	138 元/100g

资料来源：淘宝官网，国盛证券研究所

Beauty answers 未来将定位于强功效性护肤品。在渠道方面，Beauty answers 计划布局线下医美渠道，希望通过长期的发展不断提升品牌知名度和影响力。公司于 2020 年成立线下团队，主攻美容院和私立医院渠道医生教育，有望跟随医美行业增长。

3.3.2 以“舒敏系列”为明星单品，打造“1+N”产品序列

以“舒敏系列”为核心，极润/防晒/美白抗衰打造增长第二级。薇诺娜品牌分为“舒敏系列”、“极润保湿系列”“淡斑美白”等多个系列，其中“舒敏系列”产品销售收入占比近四成，2019 年仅其中一款畅销单品舒敏保湿特护霜销售收入占比达 18.4%，明星单品收入贡献显著。

图表 45: 薇诺娜品牌旗下明星单品



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

产品线不断丰富, 围绕敏感肌人群挖掘深入功效。从产品布局来看, “薇诺娜”主品牌已形成了 13 个系列 50 余款单品。除主打修护皮肤屏障的“舒敏”系列, 极润、控油、清痘、淡斑均具备产品各自的特殊功效, 围绕敏感肌用户受众的其他特殊需求持续深度挖掘, 利用品牌势能丰富产品矩阵、持续放大品牌优势。

图表 46: 薇诺娜天猫官方旗舰店在售产品一览

产品线	产品名称	21年3月销量(件)	付款人数(人)	价格(元)
舒敏星选(9款)	舒敏保湿特护霜	1万+	2.3万	268(50g)
	舒敏保湿修护精华液	1万+	2.0万	88(15g)
	舒敏保湿润肤水	1000+	8975	188
	舒敏保湿洁面乳	1000+	4772	158
	舒敏保湿丝滑面膜	1000+	2177	168
	舒敏保湿修红霜	1000+	1830	136
	舒敏安肤修红洁面凝胶	500+	819	158
	舒敏安肤修红面膜	500+	791	168
	舒敏保湿喷雾	500+	691	198
极润系列(7款)	极润保湿柔肤水	1万+	1.4万	178
	极润保湿乳液	1万+	1.2万	188
	极润保湿洁面乳	1万+	9604	128
	极润保湿面膜	1000+	4590	168
	极润保湿睡眠面膜	1000+	1929	198
	极润水柔隐形面膜	200+	240	188
	极润保湿水盈霜	100+	98	198
控油系列(5款)	舒缓控油爽肤水	1000+	5307	188
	舒缓控油洁面泡沫	1000+	4506	158

	舒缓控油凝露	1000+	2536	198
	毛孔收缩水	1000+	1303	178
	细致毛孔面膜	1000+	970	188
防晒系列 (2款)	清透防晒乳	1万+	3.4万	188
	清透防晒霜	1000+	1627	218
净痘系列 (2款)	净痘精华霜	1万+	8695	68
	净痘清颜洁面乳	1000+	5662	158
	隐形消痘贴	1000+	4240	68
	净痘清颜霜	1000+	4181	228
	净痘清颜爽肤水	1000+	4027	188
清痘系列 (2款)	清痘修复精华液	1万+	9014	98
	清痘净油面膜泥	1000+	1357	188
透明质酸 (3款)	透明质酸保湿修护精华水	1000+	1248	198
	透明质酸保湿修护洁面凝胶	500+	660	158
	透明质酸保湿修护霜	500+	531	288
紧致系列 (5款)	紧致眼霜	1000+	2320	328
	紧致抗皱精华水	1000+	866	268
	紧致淡纹精华霜	500+	578	378
	紧致密集提拉面膜	200+	315	298
	紧致弹力洁面乳	100+	121	238
淡斑系列 (7款)	光透暂白 BB霜【新】	1000+	1382	188
	光透暂白淡斑精华液	500+	849	398
	光透暂白淡斑面膜	1000+	827	218
	光透暂白晶粹水	500+	784	228
	光透暂白洁面乳【新】	500+	722	198
	光透暂白修护晚霜	500+	597	338
	光透暂白隔离日霜	500+	590	298
喷雾系列 (2款)	青刺果修护保湿喷雾	1000+	5781	139
	马齿苋舒缓保湿喷雾	1000+	5043	139
柔彩系列 (3款)	柔彩幻颜隔离霜	1000+	4516	138
	净澈幻颜卸妆水	500+	628	198
	水光裸肌素颜霜	500+	530	158
水杨酸 (1款)	复合水杨酸焕颜精华液	1000+	3467	236
EGF系列 (2款)	多效修护复合肽冻干粉喷雾	200+	275	198
	逆龄修护胎盘素冻干粉	100+	147	498

资料来源：薇诺娜天猫官方旗舰店，国盛证券研究所

3.3.3 产品定价：超越海外药妆品牌，品牌溢价显著

“特护霜”单品及其他 SKU 定价均高于行业均值，品牌溢价能力强。以明星单品“特护霜”为例，15g“特护霜”零售价 5.87 元/g（近期产品定价从 68 元提升至 88 元），50g 零售价为 5.36 元/g（定价 268 元），高于雅漾、理肤泉等外资药妆品牌，与欧莱雅旗下薇姿的产品定价接近。在其他 SKU 方面，如护肤水、精华、乳液、洁面、眼霜等，分别高于行业均值水平 75%、18%、5%、16%、73%、15% 的水平。高品牌溢价体现了公司的品牌优势，也为持续营销和研发投入强化品牌力与产品力提供资金支持。

图表 47: “特护霜”及同类外资皮肤学级护肤品牌产品价格

所属企业	品牌	天猫旗舰店销量第一面霜	单 ml/g 价格 (元)
贝泰妮	薇诺娜	舒敏保湿特护霜	5.36/5.87
欧莱雅	薇姿	温泉矿物水活霜	5.38
花王株式会社	芙丽芳丝	芙丽芳丝感沁面霜	5.16
欧莱雅	理肤泉	B5 多效修护面霜	2.98
皮尔法伯	雅漾	修护霜	3.23

资料来源: 天猫官网, 国盛证券研究所整理

图表 48: 主要皮肤学级护肤品分品类定价对比 (单 ml/g 价格 (元))

	佰草集	玉泽	珀莱雅	御家汇	丸美股份	薇姿	雅漾	理肤泉	均值	贝泰妮
面霜	4.40	3.96	3.98	2.18	5.36	8.08	3.48	2.78	4.28	5.36
护肤水	1.20	0.88	0.64	0.53	1.18	1.18	0.72	0.85	0.90	1.57
面膜	30.00	33.00	24.90	20.95	12.50	12.00	/	33.00	23.76	28.00
精华	9.33	6.20	8.67	9.97	18.40	7.63	8.27	6.95	9.43	9.93
乳液	3.20	3.60	0.88	0.70	1.52	4.25	5.44	6.38	3.25	3.76
洁面	0.69	0.72	0.98	0.89	0.82	2.25	1.10	1.68	1.14	1.98
眼霜	11.50	23.07	9.90	11.93	8.40	13.27	21.50	14.25	14.23	16.40

资料来源: 天猫官网, 国盛证券研究所整理 注: 面膜为片装价格, 其他为单 ml 价格

3.3.4 生产方式: 委托加工为主, 稳定合作提供质量保证

委托加工占比七成, 中央工厂建成后自主生产比例提升。公司生产模式包括自主生产、委托加工、OEM 生产三种, 其中委托加工作为主要模式, 2017-2019 年产品占比超七成。不同品类生产方式有所差异: **1) 公司护肤品、彩妆产品以委托加工为主**, 主要原因系护肤品类配方研发才是命脉、彩妆类种类较多生产附加值低。**2) 医疗器械产品则以自主生产为主**, 医疗器械产品的专业性质及定位决定了其研发、生产要求水平较高, 公司选择自主生产。募集资金投向之一的中央工厂建成后, 将会进一步提升自主生产模式在产品中的占比。

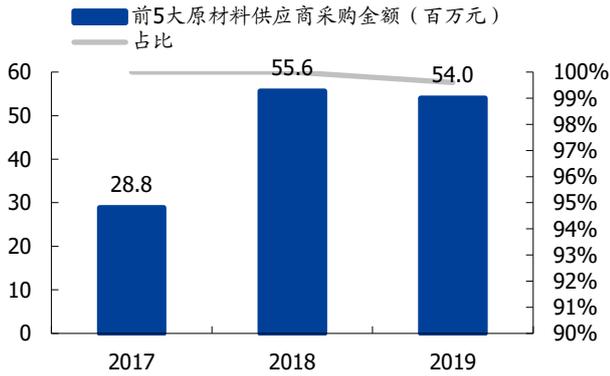
图表 49: 公司产品生产模式及占比 (%)

生产模式	具体形式	占比
自主生产	自行研发、采购原材料并自主进行加工生产。	23%
委托加工	自行配备产品配方, 购买原辅材料和包装材料, 仅将加工生产环节交由委托商。	72%
OEM 生产	向生产厂商提出产品设计、规格、功能等方面要求, 厂商按照要求进行定制化生产	5%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

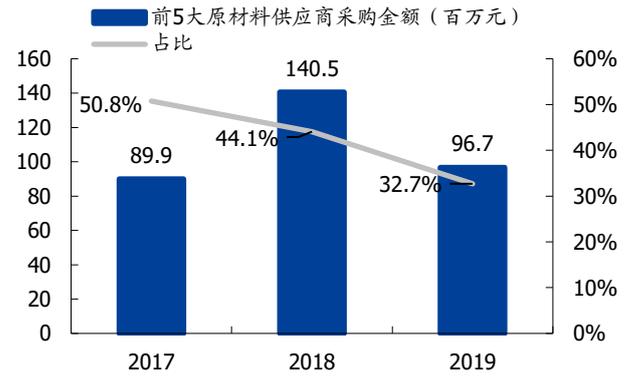
委托加工服务供应商高度集中, 稳定合作提供质量保证。2017-2019 年, 公司委托加工服务的前 5 大供应商采购金额占比接近 100%, 其中前两大供应商占比超过九成, 合作模式稳定。原材料供应商较为分散, 有逐年分散化的趋势。2017-2019 年, 前 5 大供应商采购原材料金额占比分别为 50.8%/44.1%/33.7%, 单家供应商采购金额占比不超过 15%。

图表 50: 前5大委托加工供应商采购金额及占比(百万元, %)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 51: 前5大原材料供应商采购金额及占比(百万元, %)



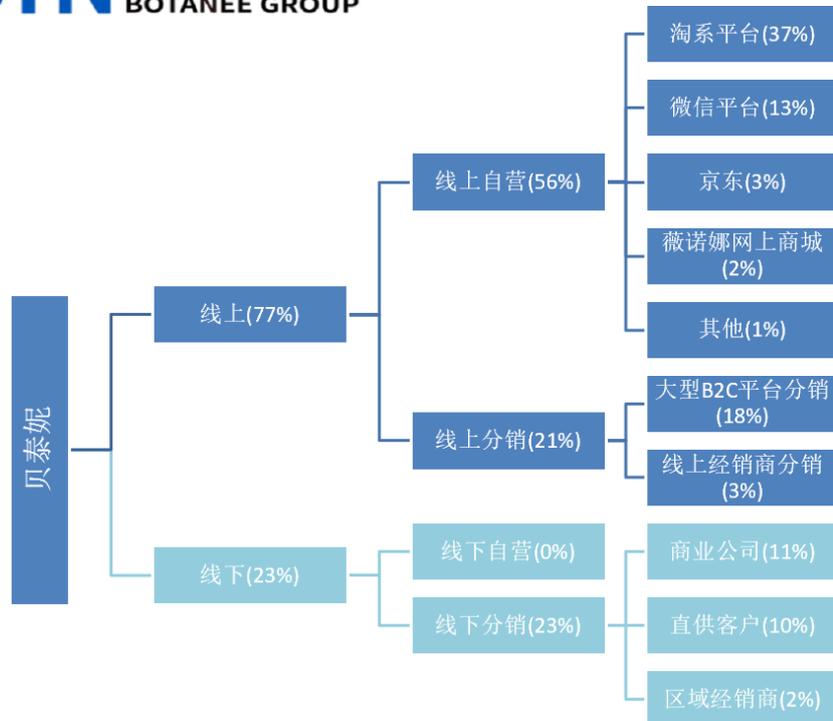
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

3.4 渠道优势: 线上/线下、B端/C端渠道融合

公司搭建了覆盖线上(各大电商平台、自营服务平台、微信小程序、速美APP)/线下(医院、药店、BA专柜)、直营(线上主要模式)/分销模式(线下主要模式)的完整渠道网络,线上大型B2C平台及部分直供客户,公司采用代销方式进行合作,其余分销渠道采用买断式销售模式。

图表 52: 公司分渠道收入占比一览(%)

BTN 贝泰妮集团 BOTANEE GROUP



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

各类渠道具体包括:

- **线上自营:** 1) 在天猫、京东大型 B2C 平台开设自营店铺; 2) 线下终端 BA 引导消费者使用微信小程序、速美 APP 进行产品购买。
- **线上分销:** 1) 通过唯品会、京东、天猫超市等大型 B2C 平台分销, 签订购销结算协议; 2) 线上经销商自行通过电商平台开设店铺进行销售。
- **线下自营:** 开设线下自营店等终端零售店, 公司因战略调整缩窄该渠道, 2019 年线下自营收入约 310 万元, 占比仅 0.2%。
- **线下分销:** 1) 由九州通等商业公司将产品销售给药店、诊所等终端网点; 2) 向连锁药店、诊所等客户直供产品, 为公司重点打造的线下模式; 3) 由区域经销商向协定区域内消费者推广销售产品。

图表 53: 2019 年公司各渠道收入及占营业总收入比重 (百万元, %)

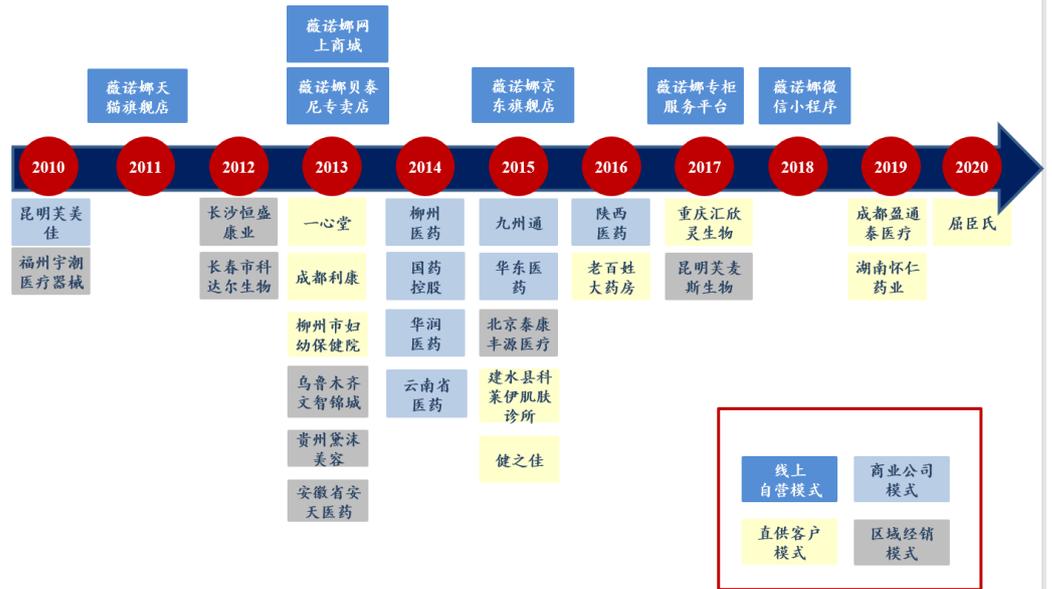
		自营		分销				
	渠道	收入 (百万元)	占比 (%)	渠道	收入 (百万元)	占比 (%)	线上/线下合计	
线上	大型 B2C 平台自营店	1074.8	55.6%	大型 B2C 平台	351.6	18.2%	1483.7	76.7%
	线下推广线上购买			线上经销商分销	57.3	3.0%		
线下	线下自营	3.1	0.2%	商业公司	206.7	10.7%	450.8	23.3%
				直供客户	201.0	10.4%		
				区域经销商	40.0	2.1%		
合计	自营合计	1078.0	55.7%	分销合计	856.5	44.3%	1934.5	100%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

线上渠道快速增长, 成为公司最重要的增长引擎。近两年线上收入规模 CAGR 达 74.3%, 远高于营收 CAGR 56.1%。2019 年线上渠道占比达到 76.7%, 较 2017 年 62.1% 提升 14.6pcts, 其中线上自营业务收入占比 55.6%, 线上分销业务收入占比 21%。2020 年 1-6 月线上渠道销售收入进一步提升至 83.16%。

线上重视自营渠道, 线下以分销渠道为主。2019 年公司分销收入占比仅 44.3%, 低于同行业其他公司如珀莱雅/御家汇/丸美股份 87.4%/52.4%/87.7%, 主要由于线上自营收入占比高达 56%。公司 2019 年分销商数量 982 家, 其中线上 35 家、线下 947 家, 公司在开拓新资源、覆盖新市场的同时, 对于销售低迷的分销商有所精简。2020 年上半年, 受到疫情影响, 线下分销商中直供客户部分关店, 合计分销商减少至 657 家, 其中线上 32 家, 线下 625 家。

图表 54: 公司线上/线下渠道进驻时间表



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所绘制

3.4.1 线下渠道: 医院及药店渠道, 构筑用户基本盘

“医院+药店”构成线下分销渠道, 销售团队注重客户关系维护。公司线下渠道以分销为主, 医院及药店渠道关系的维护由销售人员及 BA 来承担。公司内部重视医院渠道, 早期不以盈利为指标考核渠道业绩, 大力发展直销团队建设。公司目前销售人员共计 1200 余人, 其中 80+% 支持医院渠道, 包括分布在线下终端网点、医院直销团队 (BA) 400 余人, 与辅助销售转化的院边 DTP 药房专柜人员 600 余人。目前在全国范围内拥有皮肤科的 8000-10000 家公立医院中, 薇诺娜达到近 30-40% 覆盖率, 云南省覆盖率 90% 以上。

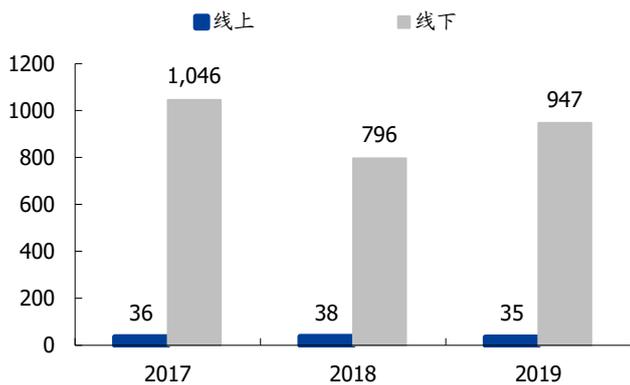
图表 55: 公司分销商分渠道数量及变动

渠道	模式	2017 年			2018 年		2019 年		2020H1	
		分销商	新增数	退出数	分销商	新增数	退出数	新增数	退出数	
线上	大 B2C 平台	7	5	5	13	4	9	1	5	
	经销商分销	29	11	11	22	7	23	6	5	
线下	商业公司	68	25	25	74	23	56	3	21	
	直供客户	964	356	356	855	366	556	98	397	
	区域经销商	14	8	8	18	4	13	2	7	
合计		1,082	405	405	982	404	657	110	479	

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

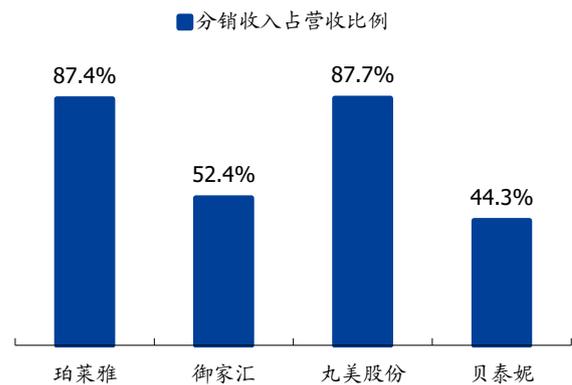
直供客户: 线下分销商数量构成主力, 深度绑定药店诊所。从分销商数量来看, 以线下直供客户为主, 在直供客户模式下, 公司主要与连锁药店、诊所等客户签署购销协议约定价格、质量标准、数量、规格等条款, 同时根据具体订单向直供客户销售产品。直供客户直接向终端消费者销售产品, 以买断式销售为主, 并对部分直供客户采用代销方式合作。2020 年上半年, 由于疫情影响部分线下中小药店关店, 因此线下直供客户数量明显减少, 但仍为线下重要的销售模式, 直销模式与商业公司的毛利率水平接近, 均在 85% 左右。

图表 56: 2017-2019 年公司线上/线下分销商数量 (家)



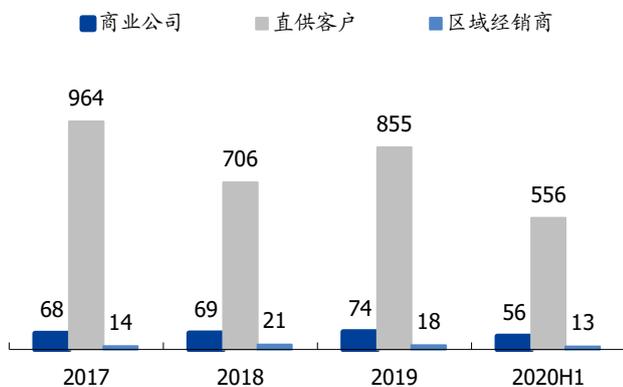
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 57: 各公司分销收入占营收比例 (%)



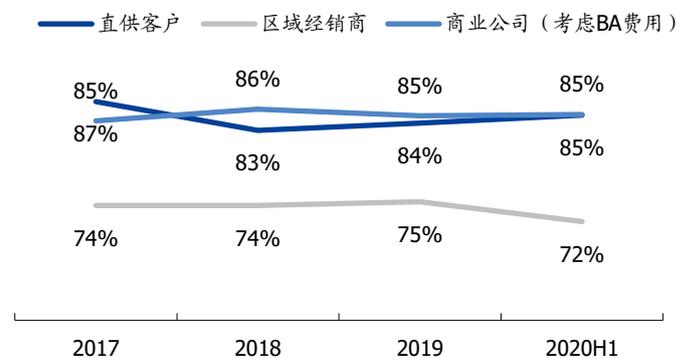
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 58: 线下渠道分销商数量构成 (家)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 59: 线下分销分渠道毛利率水平 (%)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

商业公司:与九州通、国药控股等商业公司签署购销协议,深度战略合作设置 KPI 考核。公司按照合同约定的价格、质量标准、数量、规格等条款,同时根据具体订单向商业公司销售产品。商业公司再将产品销售给药店、诊所等终端网点,终端网点直接向消费者进行产品销售。

图表 60: 商业公司模式下近三年前五大客户共计 8 家

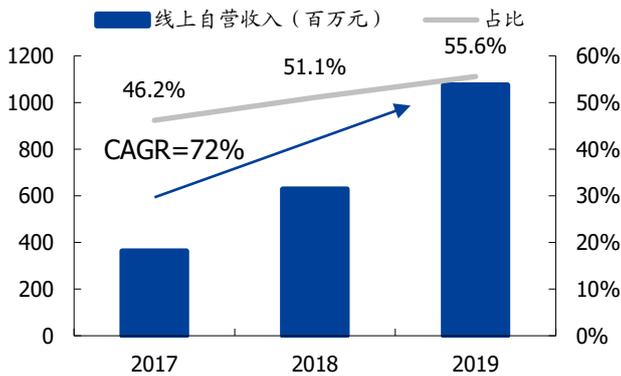
序号	客户名称	合作时间	背景及原因、客户获取来源
1	九州通医药集团股份有限公司	2015	公司主动拜访寻求合作
2	广西柳州医药股份有限公司	2014	公司主动拜访寻求合作
3	国药控股股份有限公司	2014	公司主动拜访寻求合作
4	昆明芙美佳生物技术有限公司	2010	公司主动拜访寻求合作
5	陕西医药控股集团派昂医疗器械有限公司	2016	公司主动拜访寻求合作
6	华东医药股份有限公司	2015	公司主动拜访寻求合作
7	华润医药集团有限公司	2014	公司主动拜访寻求合作
8	云南省医药有限公司	2014	基于该客户的终端网点优势,公司主动联系合作事宜

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

3.4.2 线上渠道：重点打造自营平台，B2C大客户份额提升

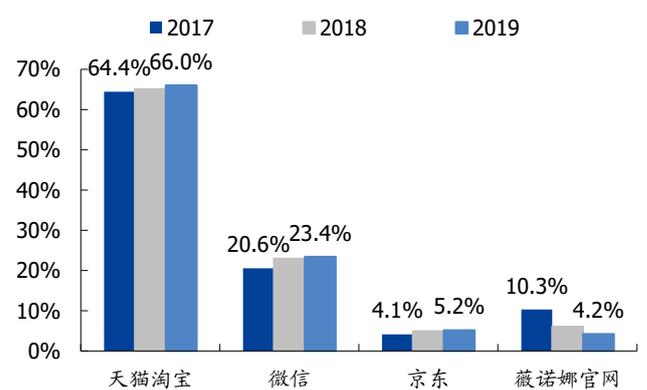
线上自营占比提升，天猫（包括淘宝）占比过半。2019年线上自营渠道收入10.75亿元占比55.6%，2017-2019年CAGR达72.1%。线上自营主要包括电商平台自营店、线下推广线上微信下单等方式，2019年通过天猫（含淘宝）、微信、京东、薇诺娜官网四大平台销售占线上自营收入比例分别为66.0%/23.4%/5.2%/4.2%，天猫（含淘宝）占比超六成。近年公司调整策略加速线上线下融合，微信销售占线上自营比重由2017年20.6%提升2.8pcts至23.4%，而公司官网渠道占比则有所下降。

图表 61：2017-2019 年公司线上自营收入及占比（百万元，%）



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

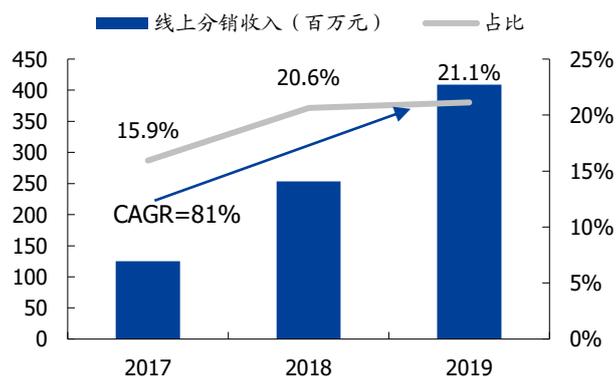
图表 62：2017-2019 年公司主要平台占线上自营收入比重（%）



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

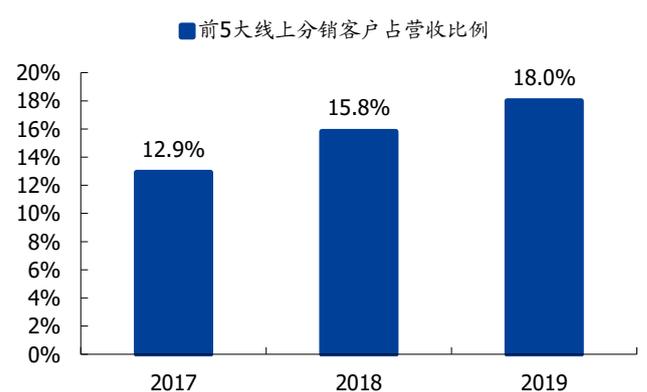
线上分销渠道积极拓宽，B2C大客户份额增加。2019年线上自营渠道收入4.09亿元占比21.1%，2017-2019年CAGR高达81%，远高于公司整体收入增速。线上分销的头部客户系各大B2C平台，这部分大客户所占份额呈增加态势。2019年前五大线上分销客户分别为唯品会、天猫、京东、阿里健康、聚美优品，合计收入占营收比例较2017年提升5.2pcts至21.1%，其中第一大客户唯品会收入占比较2017年提升1.8pcts至10.7%。

图表 63：2017-2019 年公司线上分销收入及占比（百万元，%）



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 64：2017-2019 年公司前 5 大线上分销客户占营收比例（%）



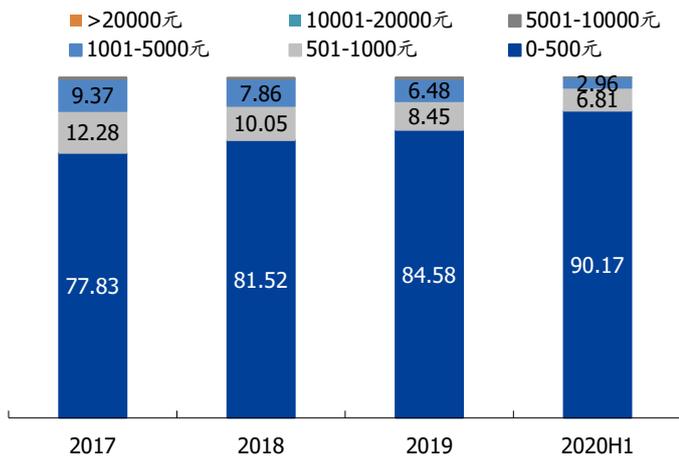
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

3.4.3 渠道融合：私域流量导流，线下/线上双端融合

线下渠道开拓品牌私域流量池，持续提升客户的长期价值。官方旗舰店及专柜服务平台持续承接，通过线下医院及药店渠道积累的基础用户。旗下薇诺娜专柜服务平台主要通过布局在终端销售网点BA进行销售推广，BA向客户提供专业咨询服务后会引导其搭配采购产品，老客户数量占比较高，产品组合销售占比较高。

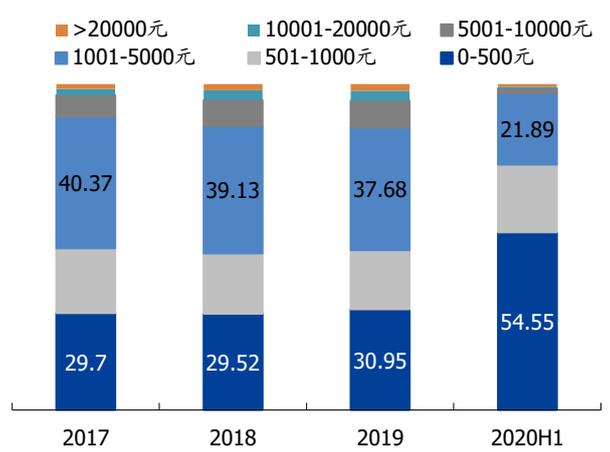
私域流量粘性显著，用户客单价、停留时间等各项指标更优。以1000-5000元价格带为例，2019年公司整体用户在该价格区间的数量占比为6.48%，销售额占比为37.68%，而薇诺娜专柜服务平台在该价格区间的销售额占比为47.5%，薇诺娜网上商城占比为46.5%，作为私域流量的主要承接平台高客单价用户占比显著提升。一方面通过线下终端网点派驻的BA的推广和客户维护，客户的复购率较高；同时由于该店铺主要客户具有线下实体店试用的经验以及得到过BA提供的皮肤管理咨询的服务等优势，客户对产品属性较为熟悉，因此以畅销的大容量产品为主，且大促期间客户组合购买的情形较多。

图表 65: 公司整体分客单价用户人数占比 (%)



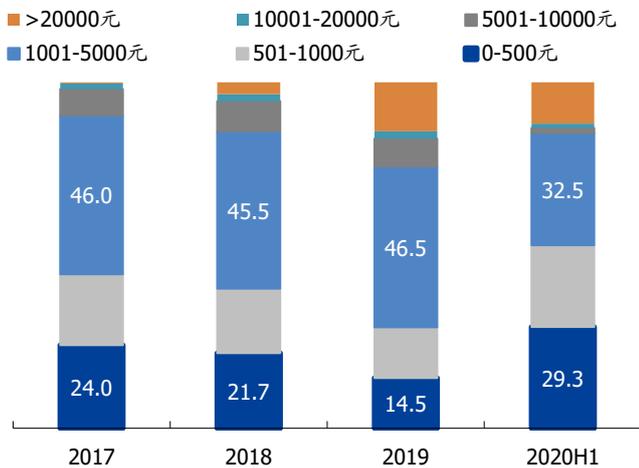
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 66: 公司整体分客单价销售额占比 (%)



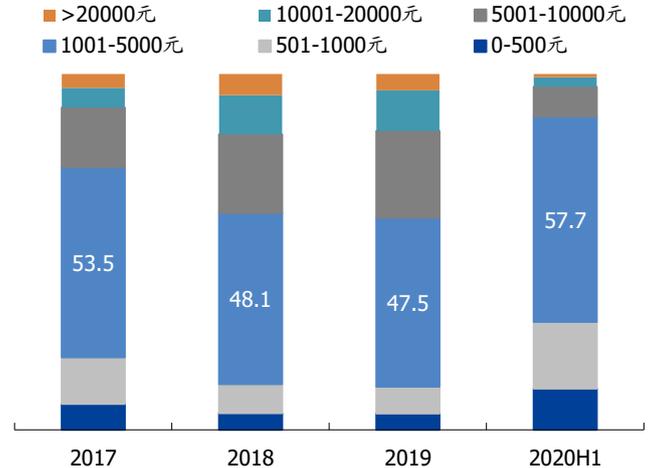
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 67: 薇诺娜网上商城分客单价销售额占比 (%)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 68: 薇诺娜专柜服务平台分客单价销售额占比 (%)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

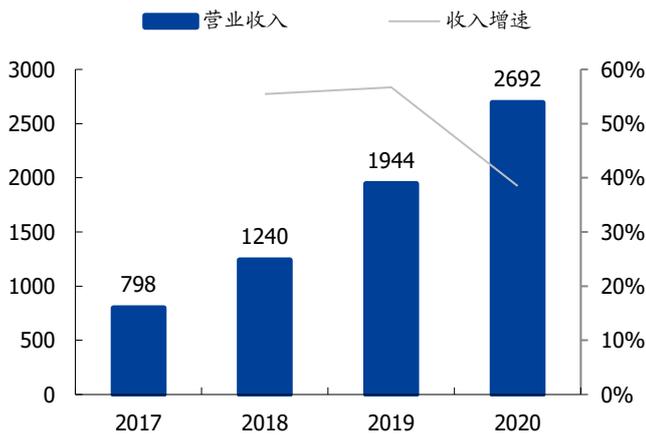
4. 财务分析：业绩高速增长，现金流良好

4.1 经营业绩与盈利质量：收入利润高速增长，盈利能力稳定

收入端：公司牢牢把握皮肤学级护肤品市场，收入与利润实现快速增长。

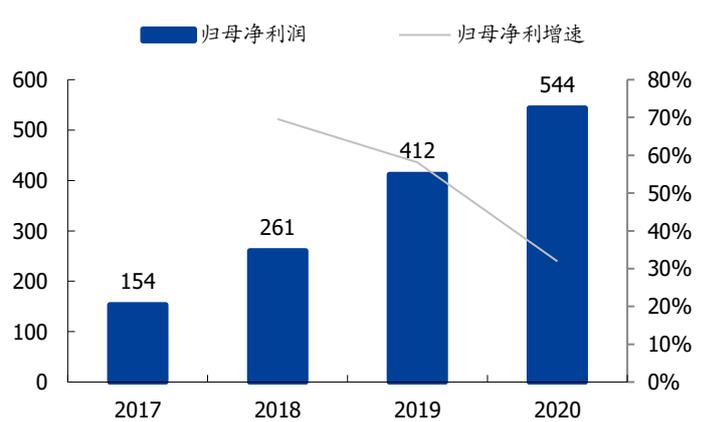
- 综合来看，2020年，公司收入/归母净利润同增38.5%/31.9%至26.92/5.44亿元。2017-2019年公司营业收入分别为7.98/12.41/19.44亿元，2017-2020年CAGR达50%；公司归母净利润分别为1.53/2.61/4.12亿元，2017-2020年CAGR达52%。
- 量价拆分来看，收入增长主要系销售数量提升所致，2018/2019年销售收入分别增加4.43/7.05亿元，其中销量增加带来销售收入增长5.75/7.22亿元，单价变动的影响为-1.32/-0.17亿元。
- 分产品来看，护肤品类创收占比近九成且不断攀升，从2017年6.72亿元占比85.5%攀升至2019年16.80亿元占比86.9%；医疗器械类占比一成左右略有下降，2019年创收1.90亿元占比9.9%。

图表 69: 2017-2020 年营业收入及 YOY (百万元, %)



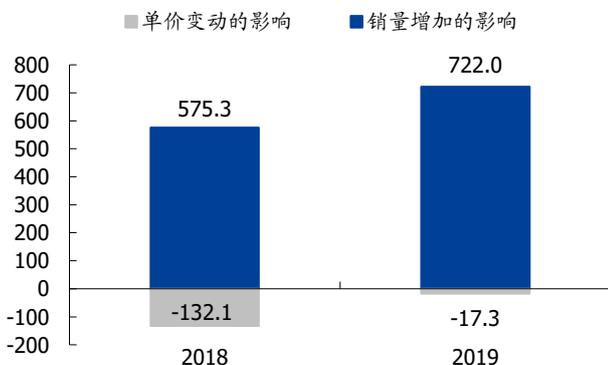
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 70: 2017-2020 年归母净利润及 YOY (百万元, %)



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 71: 2018-2019 年销售收入增长拆分 (百万元)



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

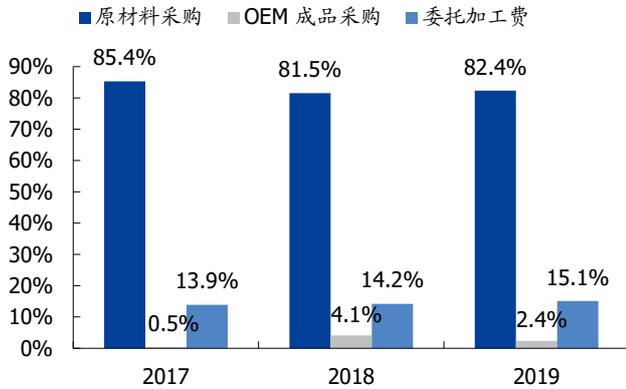
图表 72: 2017-2019 年分产品收入构成 (百万元)



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

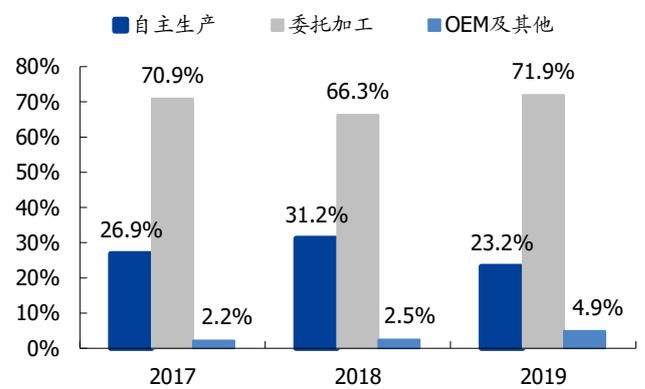
成本端: 1) 分项目来看, 公司采购成本中原材料采购占比逾八成, 委托加工费占比略有提升, 2019年用于原材料采购/委托加工/OEM成品采购的成本分别占82.4%/15.1%/2.4%。
2) 分生产模式来看, 以委托加工生产的产品成本占比最大, 2019年委托加工/自主生产/OEM生产的产品成本占比分别为71.9%/23.2%/4.9%。

图表 73: 2017-2019 年采购成本构成 (%)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 74: 2017-2019 年生产模式别产品成本占比 (%)

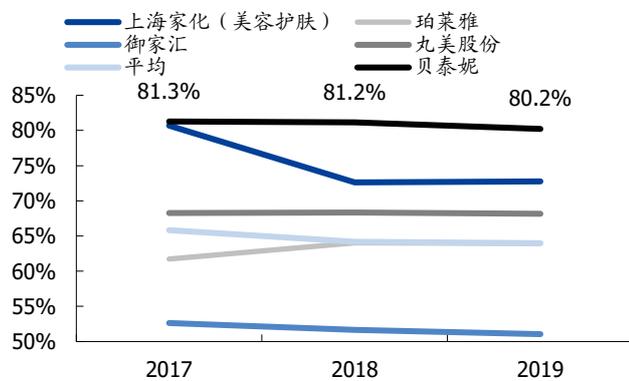


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

毛利率: 公司 2019 年毛利率 80.2%, 远高于同行业其他公司水平。毛利率水平较高主要原因系品牌精准定位消费者粘性更高、自营渠道占比更大、线下商业公司及直供客户渠道毛利高于普通经销商等, 综合拉高公司整体毛利率。2019 年公司毛利率下降 1.0pcts 至 80.2%, 2020 年公司毛利率提升 0.3pcts 至 80.5%。

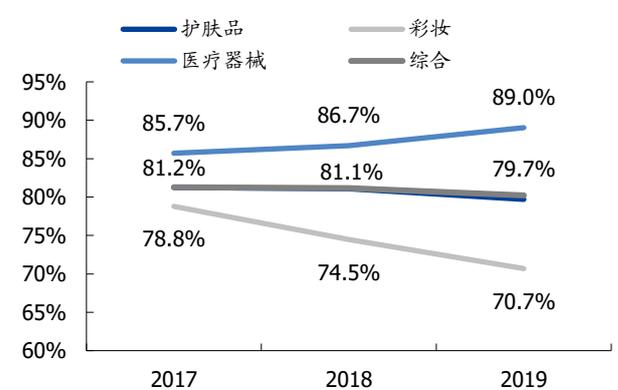
- 分产品来看, 护肤品毛利率基本维持稳定在 80% 左右, 医疗器械类产品毛利率最高, 2019 年为 89% 且逐年攀升, 主要由于医疗器械产品产品单价更高、促销活动少、商业公司渠道占比高, 更高的用户粘性 & 定价权, 随着产品更新换代有望进一步提高。
- 分渠道来看, 线上毛利率低于线下, 自营毛利率/产品单价高于分销。具体来说, 2019 年线上自营/线上 B2C 平台分销/线上分销商分销毛利率分别为 80.6%/72.2%/73.6%, 线下自营/商业公司分销/直供客户/区域经销商分销毛利率分别为 90.5%/91.6%/84.4%/74.7%。线上自营渠道促销活动更多, 同时公司为抢占市场进一步加深与线上 B2C 平台的合作, 故毛利率水平更低; 而线下商业公司、直供客户分销渠道医疗器械产品占比大, 毛利率稳定维持高水平。

图表 75: 2017-2019 年各公司毛利率 (%)



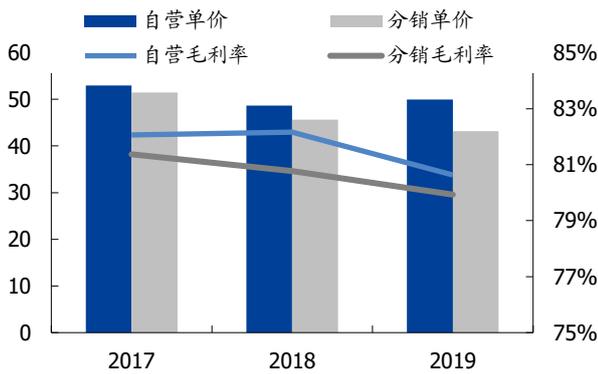
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 76: 2017-2019 年分产品毛利率 (%)



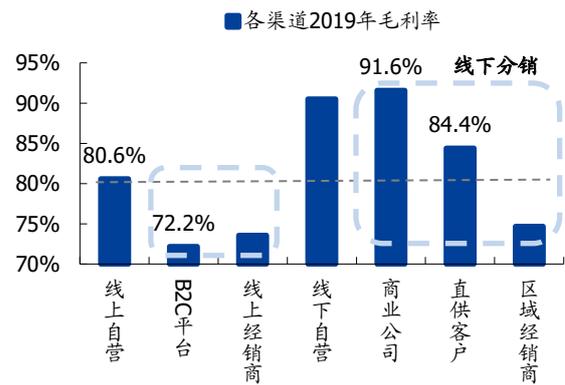
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 77: 2018-2019 年分渠道单价/毛利率 (元/支, %)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

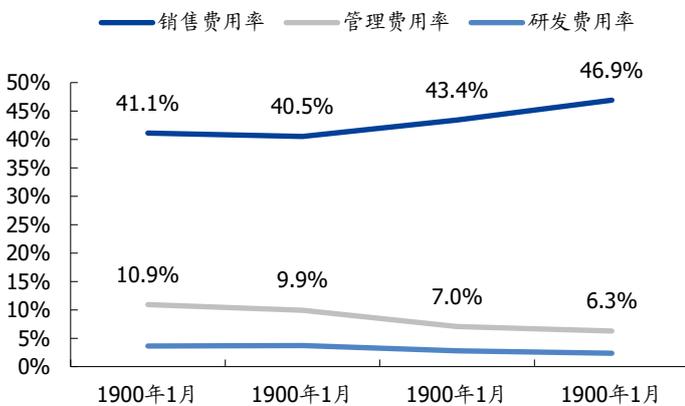
图表 78: 2019 年公司分渠道毛利率 (%)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

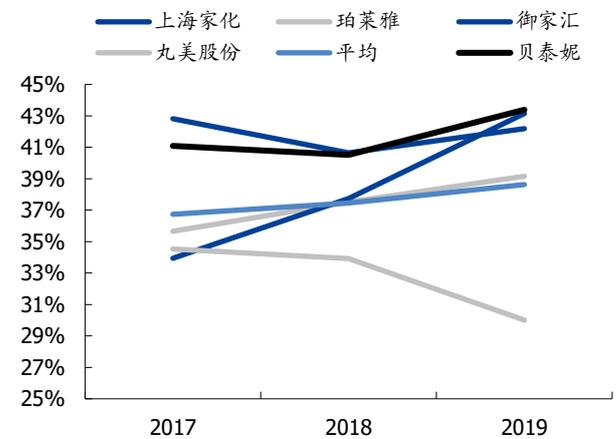
费用率: 销售费用率有提升趋势, 财务、研发费用率略有降低。 1) 化妆品行业的属性决定其期间费用中销售费用占据绝大部分, 2017-2019 年公司销售费用率分别为 41.1%/40.5%/43.3%, 高于行业平均水平, 主要原因系公司自营渠道占比更大、销售所需。2) 管理费用率由 2017 年的 10.9% 下降至 2019 年的 7.0%, 主要系随着收入增加规模效应初显。3) 公司持续提升研发投入, 研发费用率有所下降主要系收入增长较快。2020 年公司销售/管理/研发费用率分别为 46.9%/6.3%/2.4%。

图表 79: 2017-2019 年销售/管理/研发/财务费用率 (%)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

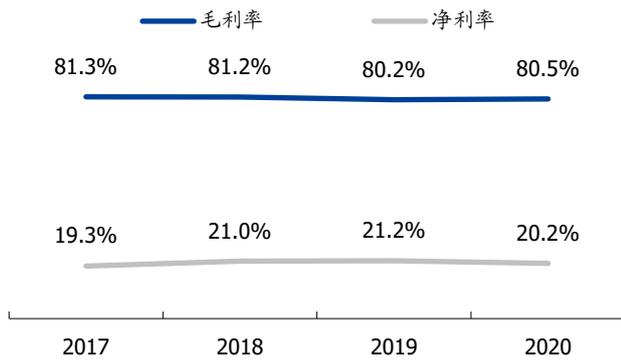
图表 80: 2017-2019 年各公司销售费用率 (%)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

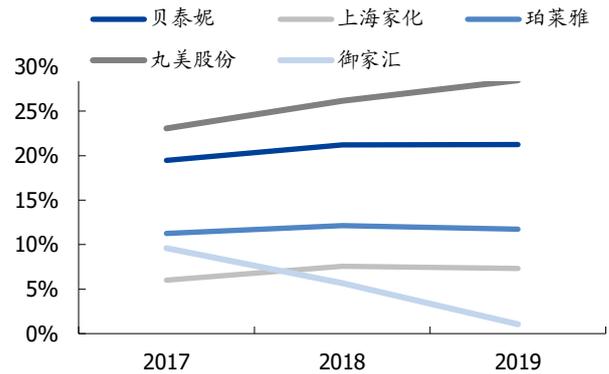
净利率: 净利率水平在 20% 左右, 近年稳中有增。 公司净利润随营业收入快速增长, 公司 2017-2019 年归母净利率分别为 19.3%/21.0%/21.2%, 高于同行业公司上海家化、珀莱雅、御家汇, 低于丸美股份。净利率水平较高主要系品牌消费者粘性更高、自营渠道占比大、规模效应带来期间费用缩减等因素。2020 年公司归母净利率 20.2%。

图表 81: 2017-2019 年公司毛利率/归母净利率 (%)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 82: 2017-2019 年各公司销售归母净利率 (%)

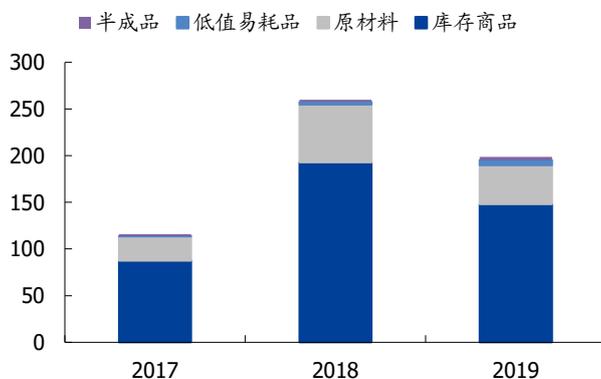


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

4.2 资产质量与营运能力: 存货管理及应收账款优化空间大

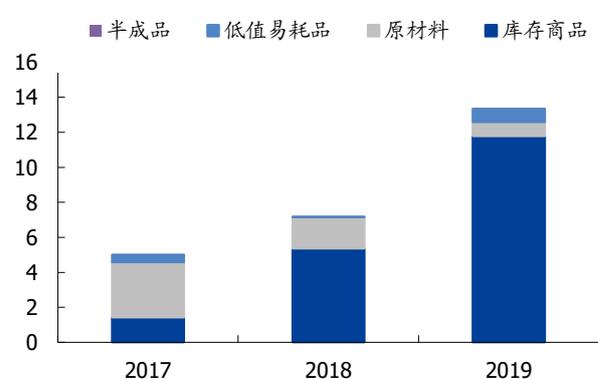
存货方面: 1) 公司存货水平较高, 大部分为库存商品, 其次是原材料。2017-2019 年公司存货账面价值分别为 1.16/2.60/1.99 亿元, 2018 年公司陆续设立区域仓库、储备大量库存商品以满足销售所需, 存货规模较大, 2019 年随着库存优化、仓库管理能力提升已有所好转。2) 公司对部分库龄较长存货计提跌价准备, 其中库存商品占比较多。

图表 83: 2017-2019 年存货账面价值构成 (百万元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 84: 2017-2019 年存货跌价准备构成 (百万元)

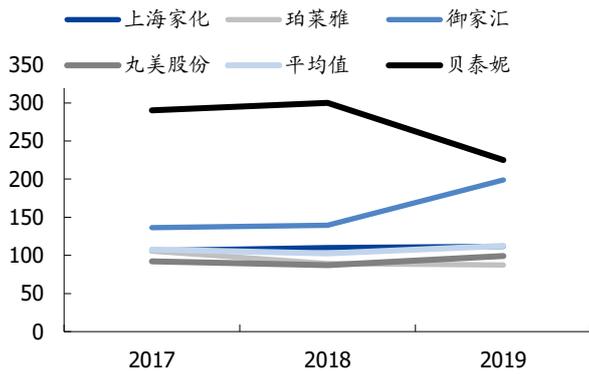


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

存货周转方面: 公司存货周转天数高于行业平均水平, 主要原因系: 1) 公司产品以委托加工为主, 该生产模式拉长公司备货周期; 2) 线上渠道占比超七成, 线上自营占比过半, 公司需要储备大量存货以及时响应线上消费者需求。公司正着手改善存货管理能力, 目前已小有成效, 2019 年存货周转天数比上年同期减少 75 天至 225 天。

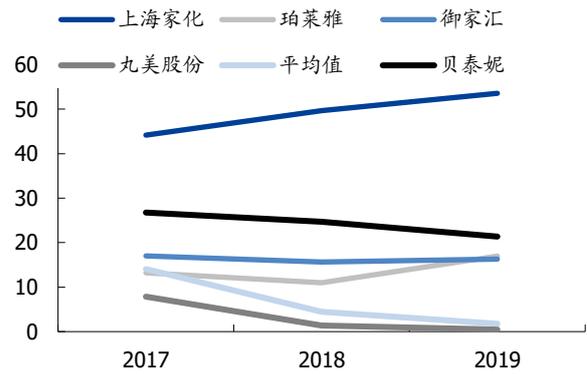
应收账款周转方面: 公司应收账款周转能力弱于行业平均水平。主要由于公司线下分销渠道中商业公司、直供客户模式有别于一般经销商, 公司给予部分客户信用期限, 拉长了应收账款回收期。

图表 85: 2017-2019 年存货周转天数 (天)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 86: 2017-2019 年应收账款周转天数 (天)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

4.3 现金流量: 经营性现金流良好, 上市补充融资性现金

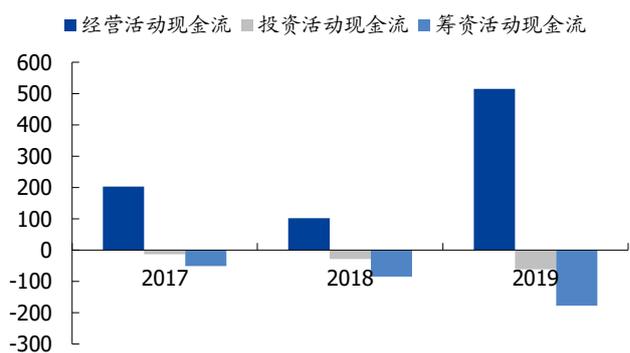
- 经营活动现金流量:** 公司经营性现金流量波动较大, 2017、2019 年经营性现金流略高于净利润, 现金流情况良好。2018 年经营性现金流较低, 主要系: 1) 同年存货水平较高, 占用大量流动资金; 2) 对 B2C 平台、直供客户、商业公司的应收账款余额增加。
- 投资活动现金流量:** 随着公司规模提升, 投资活动现金流量净流出持续扩大, 用于购置相关固定资产、无形资产以满足生产经营所需。
- 筹资活动现金:** 筹资活动现金净流出逐年合理扩大, 包括借款变动、向股东支付现金红利等。

图表 87: 2017-2019 年经营性现金流及营收 (百万元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 88: 2017-2019 年经营/投资/筹资活动现金流 (百万元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

5. 盈利预测及估值

收入端拆分：薇诺娜品牌收入贡献超过 99%，因此核心拆解主品牌。收入端按照薇诺娜/其他品牌收入拆分，薇诺娜由于分渠道增速且量价拆分较为详细，按照线上直营/线上分销/线下直营/线下分销四大渠道拆解，其中线上直营渠道作为重点，按照新客户及客单价、新客户收入占比依次拆分测算。具体测算过程如下：

图表 89：盈利预测-公司分品牌营收拆分（百万元；%）

营收拆分	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
薇诺娜	784	1,228	1,922	2,666	3,789	5,289	7,271
其他	3	2	12	25	50	91	148
薇诺娜 营收占比	99.7%	99.9%	99.4%	99.1%	98.7%	98.3%	98.0%
总营收	787	1,230	1,944	2,692	3,839	5,380	7,419
营收增速		56%	57%	39%	43%	40%	38%

资料来源：公司公告，国盛证券研究所预测

薇诺娜主品牌拆分：1) 线上自营：预计 2021/2022/2023 年营收增长 49%/38%/31%，包括薇诺娜官方旗舰店（天猫）、薇诺娜专柜服务平台、薇诺娜官方旗舰店（京东）、薇诺娜网上商城、薇诺娜贝泰妮专卖店五大核心平台，新老客户增长及客单价提升持续带动线上自营平台营收增长；2) 线上分销：大型 B2C 平台分销快于经销商分销模式，预计 2021/2022/2023 年整体营收增长 47%/43%/38%；3) 线下分销：直供客户增长快于商业公司，区域经销商业务逐步萎缩，预计 2021/2022/2023 年整体营收增长 20%/15%/13%；4) 线下自营：业务体量较小，可以忽略。

图表 90：盈利预测-薇诺娜分渠道营收拆分（百万元；%）

营收拆分	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
线上自营	363	628	1075	1706	2541	3515	4621
YOY		73%	71%	59%	49%	38%	31%
薇诺娜官方旗舰店（天猫）	263	462	793	1178	1818	2567	3411
薇诺娜专柜服务平台	57	156	272	343	484	634	798
薇诺娜官方旗舰店（京东）	18	36	64	105	150	216	305
薇诺娜网上商城	44	44	52	53	56	59	62
薇诺娜贝泰妮专卖店	9	17	23	27	32	38	45
线上分销	125	254	409	505	742	1057	1460
YOY		102%	61%	24%	47%	43%	38%
大型 B2C 平台分销模式	103	198	352	439	659	956	1338
YoY		92%	78%	25%	50%	45%	40%
线上经销商分销模式	22.34	55.79	57.27	65.9	82.3	101.3	121.5
YoY		150%	3%	15%	25%	23%	20%
线下自营	14	8	3	3	3	3	3
YoY		-47%	-59%	0%	0%	0%	0%
线下分销	298	348	451	452	543	624	705
YoY		17%	30%	0%	20%	15%	13%
商业公司	133	174	207	191	229	264	298

YOY		31%	19%	-8%	20%	15%	13%
直供客户	91.67	119.97	200.96	227	341	460	575
YOY		31%	68%	13%	50%	35%	25%
区域经销商	58.97	46.15	39.96	34	30	27	24
YOY		-22%	-13%	-15%	-13%	-10%	-8%

资料来源：公司公告，国盛证券研究所预测

成本端拆分：按照线上直营/线上分销/线下直营/线下分销四大分渠道毛利率进行测算，加总得到整体毛利率水平，预计2021/2022/2023年公司整体毛利率分别为81.6%/81.7%、82.0%。其中：

- 线上自营渠道：毛利率提升幅度为每年0.3个百分点，2023年预计达到82.9%
- 线下自营渠道：毛利率提升幅度为每年0.3个百分点，2023年预计达到86.2%；
- 线下分销渠道：商业公司>直供客户>区域经销商，每年毛利率提升幅度为0.2个百分点，2023年预计整体线下分销渠道毛利率达到87.9%。

图表 91：盈利预测-公司分业务毛利率拆分（%）

分业务毛利率	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
线上自营	81.7%	82.0%	80.6%	82.0%	82.3%	82.6%	82.9%
线上分销	71.4%	73.6%	72.4%	73.2%	74.4%	74.6%	74.8%
-大型 B2C 平台	69.7%	72.7%	72.2%	74.0%	74.2%	74.4%	74.6%
-线上经销商分销	79.0%	76.8%	73.6%	76.0%	76.2%	76.4%	76.6%
线下自营	91.1%	91.7%	90.5%	85.3%	85.6%	85.9%	86.2%
线下分销	85.8%	86.1%	86.8%	87.9%	87.7%	87.8%	87.9%
-商业公司	90.1%	91.1%	91.6%	92.5%	92.7%	92.9%	93.1%
-直供客户	87.1%	83.5%	84.4%	85.4%	85.6%	85.8%	86.0%
-区域经销商	74.2%	74.2%	74.7%	72.2%	72.4%	72.6%	72.8%
整体毛利率	81.7%	81.5%	80.2%	80.5%	81.6%	81.7%	82.0%

资料来源：公司公告，国盛证券研究所预测

费用端拆分：预计2021/2022/2023年整体费用率55.5%/55.4%/54.3%。具体测算如下：

- **销售费用：**由于线上渠道占比提升、流量成本增长，销售费用率近几年称上升趋势，从2017年的41.1%增至2020年的46.9%，预计未来伴随新客占比在线上渠道的下降，销售费用率将会呈现先升后降的趋势，预计2021/2022/2023年销售费用率分别为48.5%/47.5%/46.5%；
- **管理费用：**伴随公司业务增长，管理人员单位人效提升、协同优势显现，管理费用从2017年的10.9%降至2020年的6.3%，预计2021/2022/2023年管理费用率分别为6.1%/5.9%/5.7%；
- **研发费用：**伴随公司规模效应，研发费用率过去几年依次下降，2020年降至2.4%，预计2021/2022/2023年研发费用率维持在2.4%左右。
- **财务费用：**伴随货币现金增长贡献财务收益，预计2021/2022/2023年财务费用为-1.6%/-1.5%/-1.3%。

综上所述，预计公司 2021/2022/2023 年收入 38.39/53.80/74.19 亿元，同比增长 43%/40%/38%，未来三年 CAGR40%，归母净利润 8.00/11.68/16.71 亿元，同比增长 47%/46%/43%，未来三年 CAGR45%。

图表 92: 盈利预测-公司核心指标一览 (%)

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	56.69	38.49	42.63	40.14	37.90
营业利润(%)	60.58	29.40	49.14	45.73	43.22
归母净利润(%)	58.12	31.94	47.24	45.89	43.16
获利能力					
毛利率(%)	80.22	80.46	81.61	81.74	81.96
净利率(%)	21.19	20.19	20.84	21.70	22.53
ROE(%)	54.28	45.24	16.05	19.88	23.24
ROIC(%)	50.64	43.76	15.02	18.31	21.75

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所预测

可比估值: 由于皮肤学级化妆品赛道介于化妆品赛道及医美赛道之间, 我们选取五家化妆品及医美赛道的行业标杆, 包括化妆品赛道的上海家化、丸美股份、珀莱雅, 以及医美赛道的爱美客、华熙生物, 对比五家公司未来的成长性及当前估值水平, 我们可以发现: 1) 五家对应 2021 年平均估值为 72 倍 PE, 爱美客作为头部国产玻尿酸针剂品牌, 存在龙头估值溢价, 21 年估值超过 130 倍 PE, 三家化妆品公司 PE 估值在 36-63 倍; 2) 五家对应 2021 年平均 PEG 为 2.3, 其中爱美客 PEG 为 2.9 倍, 上海家化 PEG 为 3.6 倍。

图表 93: 化妆品及医美赛道可比公司估值

简称	公司代码	股价(元)	归母净利(亿元)				PE				PS	PEG
			19A	20A/E	21E	22E	19A	20E	21E	22E	21E	21E
爱美客	300896.SZ	387.25	3.1	4.4	6.4	8.9	274	191	131	94	73.6	2.9
华熙生物	688363.SH	147.98	5.9	6.5	8.9	13.0	121	110	79	55	18.8	2.1
上海家化	600315.SH	47.35	5.6	4.3	5.1	8.1	58	75	63	40	3.8	3.6
丸美股份	603983.SH	55.72	5.1	5.2	6.3	7.4	43	43	36	30	10.2	1.8
珀莱雅	603605.SH	155.25	3.9	4.7	6.1	7.5	80	66	51	41	6.4	1.4
平均							115	97	72	52	22.6	2.3

资料来源: wind, 国盛证券研究所 注: 以上公司盈利预测为国盛证券团队测算, 爱美客/华熙/上海家化 20 年归母净利为实际值, 其他 20 年为预测值, 股价对应收盘时间为 2021 年 3 月 24 日

投资建议: 皮肤级护肤品赛道的成长性及竞争格局均优于整体化妆品市场、甚至优于医美行业, 而公司作为第一品牌更应具有业绩的成长性及确定性。给予公司 2021 年 100X PE (PEG=2.20), 对应股价 188.86 元、市值 800 亿元。公司发行价 47.33 元/股、对应市值 200 亿元, 首次覆盖、给予“买入”评级。

风险提示

- 行业竞争加剧: 国内外品牌加速入局, 竞争格局加剧;
- 产品推广不及预期: 上线产品用户体验、营销推广效果不达预期;
- 产品质量管理风险: 委托加工及自主生产过程存在产品质量问题。

免责声明

国盛证券有限责任公司（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，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。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，可能会随时调整。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com