

专注敏感肌护理，医研结合的云南“国货之光”

——N 贝泰妮 (300957) 首次覆盖报告

买入 (首次)

日期: 2021 年 03 月 24 日

报告关键要素:

公司是重点针对敏感肌、在产品销售渠道上与互联网深度融合的化妆品生产企业。实控人为郭氏父子，多名高管及核心人员间接持股。

投资要点:

- **皮肤学级护肤品行业高成长，贝泰妮旗下薇诺娜市占率第一。**随着日益严重的皮肤肌肤问题显现以及国人对皮肤护理意识的觉醒与加强，我国皮肤学级护肤品市场高速发展，2019 年市场规模达到 135.51 亿元，2012-2019 年 CAGR 为 20.32%，我们预计到 2025 年该市场规模将达到 464.7 亿元。贝泰妮旗下“薇诺娜”品牌在 2019 年国内皮肤学级护肤品市场中市占率达到 20.5%，位列第一。
- **竞争优势：深耕敏感肌护肤，重研发、差异化营销抢占客户心智。**(1) **品牌：**旗下的“薇诺娜”品牌定位于敏感肌肤人群，产品属性带来高客户粘性（天猫旗舰店复购率为 30%）。(2) **研发&管理：**研发团队综合素质强，研发费用率高于同业可比公司；创始人及多名高管团队出身药企，经验丰富且在行业中名声响亮。(3) **渠道&营销：**除了利用微博、抖音、小红书等平台营销外，还与皮肤科医生合作，强化医学背书增进信任。
- **未来看点：多品牌发力，线下渠道增长空间可观。**除主品牌“薇诺娜”以外，公司还布局了多个子品牌协同发展，包括婴幼儿护理品牌“WINONA Baby”、油痘肌品牌“痘痘康”、高端皮肤修护品牌“Beauty Answers”、干皮护理专家“资润”。产品覆盖护肤、彩妆、医疗器械等多个领域，还通过子公司开展医美业务。另外，公司在私域、线下渠道开拓空间较大，未来通过这几大方面拓展，业务维持高增可期。
- **盈利预测与投资建议：**公司依托强产品力与强渠道力，业务近年来快速增长，未来有望凭借主品牌与子品牌协同发力，以及在渠道方面继续扩展，维持业绩高增。我们预计，公司 2020-2022 年 EPS 分别为 1.28/1.87/2.55 元/股。考虑到公司的稀缺性及高成长性，给予公司 2021 年 110-130 倍 PE，对应目标价为 206-243 元，对应市值为 873-1029 亿元，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险因素：**市场竞争加剧，新品牌、渠道拓展不达预期风险。

基础数据

行业	商业贸易
公司网址	
大股东/持股	昆明诺娜科技有限公司 /54.23%
实际控制人/持股	GUO ZHENYU (郭振宇)、KEVIN GUO/30.7%
总股本(百万股)	423.60
流通股A股(百万股)	53.74
收盘价(元)	-
总市值(亿元)	-
流通A股市值(亿元)	-

相关研究

分析师：	陈雯
执业证书编号：	S0270519060001
电话：	18665372087
邮箱：	chenwen@wlzq.com.cn
研究助理：	李滢
电话：	15521202580
邮箱：	liying1@wlzq.com.cn

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,692	3,779	4,995	6,594
增长比率(%)	38.5%	40.4%	32.2%	32.0%
净利润(百万元)	544	794	1,080	1,419
增长比率(%)	31.9%	46.0%	36.1%	31.4%
每股收益(元)	1.28	1.87	2.55	3.35
市盈率(倍)	36.9	25.3	18.6	14.1

数据来源: Wind、万联证券研究所

注: 由于本报告发出时该公司尚未上市, 股价选用发行价 47.33 元计算。

目录

1、公司概况：重点针对敏感性肌肤，财务数据表现亮眼	4
1.1 公司简介：以“薇诺娜”品牌为核心，提供针对敏感肌产品的企业.....	4
1.2 股权结构：郭氏父子为实控人，多名高管及核心人员持股.....	5
1.3 发展历程：从薇诺娜项目到贝泰妮股份的进阶.....	6
1.4 财务简介：公司业务处于快速增长期，毛利相比同业可比公司优势明显.....	7
2、行业分析：皮肤学级护肤品行业高成长，国货品牌市占率第一	10
2.1 化妆品行业整体快速上升，增长空间广阔.....	10
2.2 皮肤学级护肤品行业高成长，国货快速崛起.....	12
3、竞争优势：深耕敏感肌护肤，重研发、差异化营销抢占客户心智	17
3.1 品牌优势：专注扎根带来高复购率，薇诺娜品牌屡获大奖.....	17
3.2 研发&管理优势：注重研发，高管多位出身于药企.....	19
3.3 渠道&营销优势：与皮肤科医生合作强化医学背书，线上打造差异化营销.....	22
4、未来看点：品牌品类齐驱并进，线上线下渠道共同拓展	25
4.1 产品成长性：品牌矩阵丰富化，业务范围边际扩大化.....	25
4.2 渠道拓宽：线上线下渠道相辅相成，共同促进营收持续增长.....	28
5、投资建议	30
6、风险因素	31
图表 1：贝泰妮各品牌对应的主要产品.....	4
图表 2：公司股权结构.....	5
图表 3：公司董事、监事及其他核心人员间接持股情况.....	6
图表 4：公司发展历程.....	7
图表 5：公司历年营业收入及同比增速.....	7
图表 6：公司历年归母净利润及同比增速.....	7
图表 7：化妆品的主要品类护肤品占比稳定.....	8
图表 8：薇诺娜为公司主要品牌.....	8
图表 9：公司线上收入占比逐年提升.....	8
图表 10：2020H1 公司线下销售区域收入比例.....	8
图表 11：公司毛利相比同业可比公司优势明显.....	9
图表 12：公司期间费用率情况.....	9
图表 13：公司分产品毛利.....	9
图表 14：公司分销售方式毛利.....	9
图表 15：公司净利润及增速.....	10
图表 16：2014-2024 年中国化妆品市场规模及增速情况和预测.....	10
图表 17：2014-2024 年全球化妆品市场规模前五大国家增速情况及预测.....	11
图表 18：2014-2019 年世界主要国家人均化妆品消费金额（美元/人）.....	11
图表 19：2014-2024 年中国化妆品市场分品类规模情况及预测（十亿元）.....	11
图表 20：2015-2024 年中国化妆品市场分品类规模增速情况及预测.....	11
图表 21：皮肤学级护肤品市场规模及增速.....	12
图表 22：近年来我国皮肤学级护肤品在整体化妆品与护肤品行业的渗透率提升.....	12
图表 23：2019 年国内外皮肤学级护肤占整体护肤市场的比例.....	13
图表 24：2019 年国内外皮肤学级护肤占化妆品市场的比例.....	13

图表 25: 不同程度敏感肌常见表现	13
图表 26: 2019 年我国敏感肌女性群体不同程度占比	13
图表 27: 2021 年 3 月小红书护肤话题笔记数量 (万篇)	13
图表 28: 2019 年敏感肌人群年龄分布	14
图表 29: 我国皮肤学级护肤品市场规模预测	15
图表 30: 2019 年市占率前五名的皮肤学级护肤品企业及历年市占率对比	16
图表 31: 薇诺娜在 2019 年国内皮肤学级护肤品市场排名第 1	16
图表 32: 2011 年-2019 年我国皮肤学级护肤品品牌市占率 (%)	16
图表 33: 贝泰妮旗下品牌及可比美妆品牌情况	17
图表 34: 薇诺娜主要产品系列	18
图表 35: 薇诺娜品牌近几年所获荣誉奖项	18
图表 36: 公司拥有 11 项核心技术	19
图表 37: 公司研发费用率相比同业可比公司更高	20
图表 38: 公司研发团队人员比例	20
图表 39: 公司研发团队学历分布 (个)	20
图表 40: 公司高管履历情况	21
图表 41: 公司销售渠道类型示意图	22
图表 42: 2019 年各化妆品公司渠道结构	23
图表 43: 公司线上渠道销售收入增速高于行业可比公司	23
图表 44: 可比公司营销对比	23
图表 45: 薇诺娜医学背书方式	24
图表 46: 薇诺娜产品外观强调医学背景	25
图表 47: 以薇诺娜为核心的品牌矩阵	25
图表 48: 婴幼儿护肤品市场规模及增速	26
图表 49: 2018 年婴儿护理用品子品类增长率	26
图表 50: 中国医美市场规模及增速	26
图表 51: Beauty Answers 产品	26
图表 52: 薇诺娜皮肤医疗美容中心	27
图表 53: 公司在研产品系列	27
图表 54: 2019 年天猫旗舰店销售地域分布	28
图表 55: 薇诺娜天猫旗舰店与薇诺娜专柜服务平台客单价对比	28
图表 56: 公司积极与直供客户建立合作	29
图表 57: 老百姓门店地区分布	29
图表 58: 一心堂直营门店地区分布	29
图表 59: 公司收入、毛利率分拆及盈利预测	30
图表 60: 可比公司估值表	30

1、公司概况：重点针对敏感性肌肤，财务数据表现亮眼

1.1 公司简介：以“薇诺娜”品牌为核心，提供针对敏感肌产品的企业

公司是以“薇诺娜”品牌为核心，专注于应用纯天然的植物活性成分提供温和、专业的皮肤护理产品，重点针对敏感性肌肤，在产品销售渠道上与互联网深度融合的专业化妆品生产企业。公司全称为“云南贝泰妮生物科技集团股份有限公司”，以“打造中国皮肤健康生态”为使命，深入洞察消费者需求，以皮肤学理论为基础，结合生物学、植物学等多学科技术，持续进行产品研发和技术创新，不断向消费者提供符合不同皮肤特性需求的专业型化妆品。

公司围绕着已成功塑造的“薇诺娜”品牌，在此基础上不断衍生，积极拓展多层次销售市场。公司产品主要包括霜、护肤水、面膜、精华、乳液等护肤品类产品及隔离霜、BB霜、卸妆水等彩妆类产品。其中，公司长期聚焦和深度打造的主要品牌“薇诺娜”专注于敏感肌肤护理和修饰，该品牌旗下产品线齐全，涵盖护肤品类、彩妆类、医疗器械类几个大类。另外还塑造了专注于专业婴幼儿护理的“WINONA Baby”品牌、专注于痘痘肌肤护理的“痘痘康”品牌、专注于高端皮肤修护的“Beauty Answers”品牌、专注于干燥性皮肤护理的“资润”品牌，以满足不同年龄、不同偏好的消费者需求。

除化妆品外，公司还从事皮肤护理相关医疗器械产品的研发、生产及销售业务，相关产品主要包括透明质酸修护生物膜、透明质酸修护贴敷料等，主要用于微创术后屏障受损皮肤的保护和护理。

图表 1：贝泰妮各品牌对应的主要产品

品牌	品牌名称	品牌定位	主要产品
	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

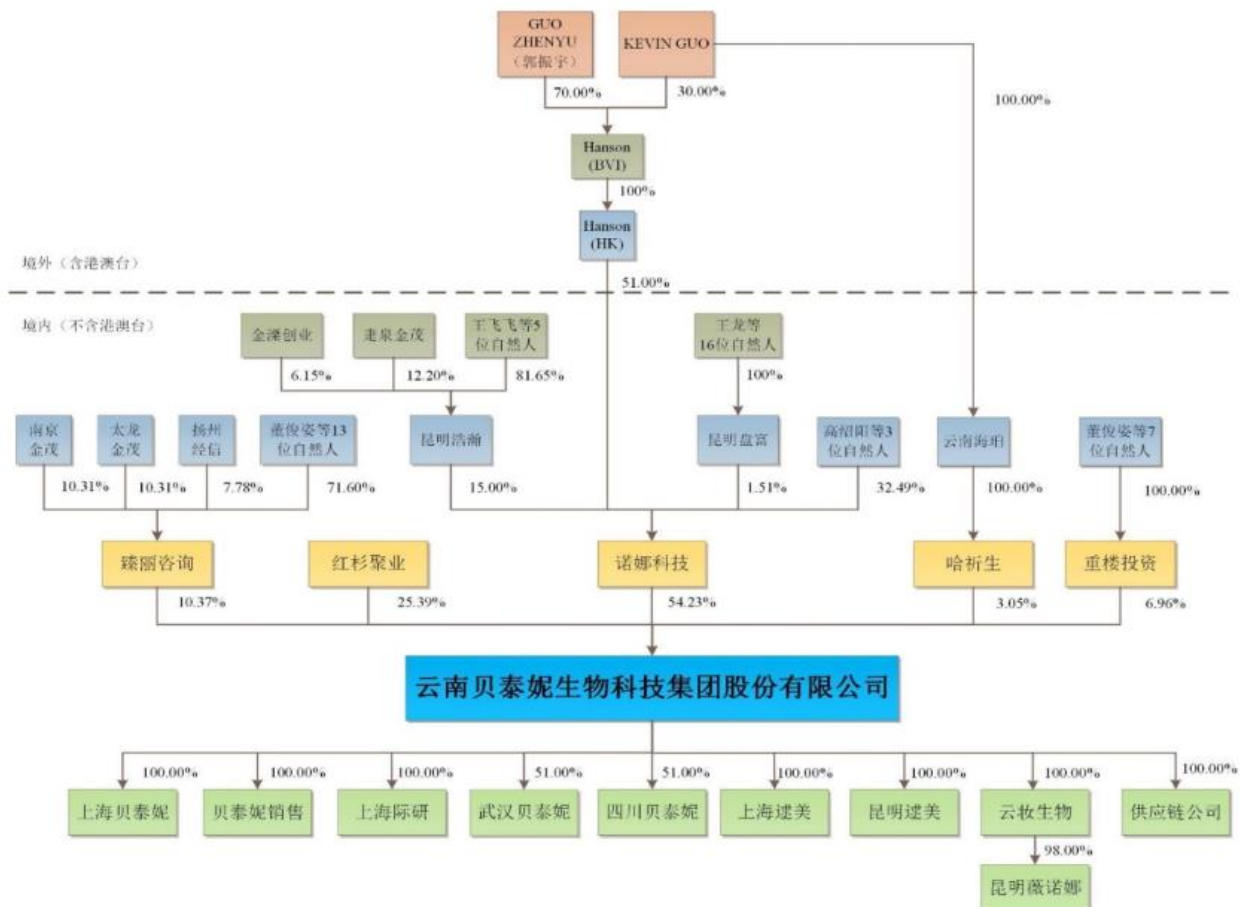
资料来源：公司招股书、万联证券研究所整理

1.2 股权结构：郭氏父子为实控人，多名高管及核心人员持股

公司实际控制人为GUO ZHENYU（郭振宇）先生和KEVIN GUO先生，多名高管间接持股。GUO ZHENYU（郭振宇）先生和KEVIN GUO先生系父子关系，两人分别为加拿大国籍与加拿大和美国双重国籍，两人通过诺娜科技和哈祈生合计控制公司57.8%的股权，实际穿透持股比为30.7%。另外，红杉聚业、臻丽咨询、重楼投资分别持股25.4%、10.4%、7.0%。其中，红杉聚业成立于2010年12月，从事对未上市企业的投资；臻丽咨询成立于2012年8月，从事生物技术咨询、医药信息技术咨询，有公司董事长董俊姿、高邵阳及其配偶持股；重楼投资成立于2015年9月，从事项目投资及对所投资的项目进行管理，有公司董事、监事、顾问、前员工等持股。

公司拥有10家控股子公司和1家分公司，其中，上海贝泰妮主要负责对大型 B2C 客户、淘内客户等线上渠道客户的销售；贝泰妮销售主要负责公司线下销售业务（除四川、湖北、海南等地区外）；上海际研为公司提供技术支持；武汉贝泰妮主要负责公司湖北、海南地区线下销售业务；四川贝泰妮主要负责公司四川地区线下销售业务；上海速美负责天猫店铺薇诺娜速美专卖店的运营；昆明速美负责公司旗下速美app的运营；云妆生物除持有昆明薇诺娜股权外，未开展其他业务；昆明薇诺娜主要为公司开展医疗美容业务；供应链公司为公司提供仓储及物流运输服务。

图表 2：公司股权结构



资料来源：公司招股书、万联证券研究所整理

图表 3：公司董事、监事及其他核心人员间接持股情况

姓名	职务	间接持股比例
郭振宇及其子 Kevin Guo	董事长、总经理	30.71%
董俊姿	董事、副总经理	6.28%
高绍阳及其配偶孟洋	董事、副总经理	6.09%
马骁	董事、副总经理	1.66%
王龙	财务总监、董事会秘书	0.04%
周薇	董事	0.04%
余仕汝	监事会主席	0.51%
李磊	监事	0.51%
杨祖荣	职工代表监事	0.07%
王飞飞	研发总监、其他核心人员	1.08%

资料来源：公司招股书、万联证券研究所整理

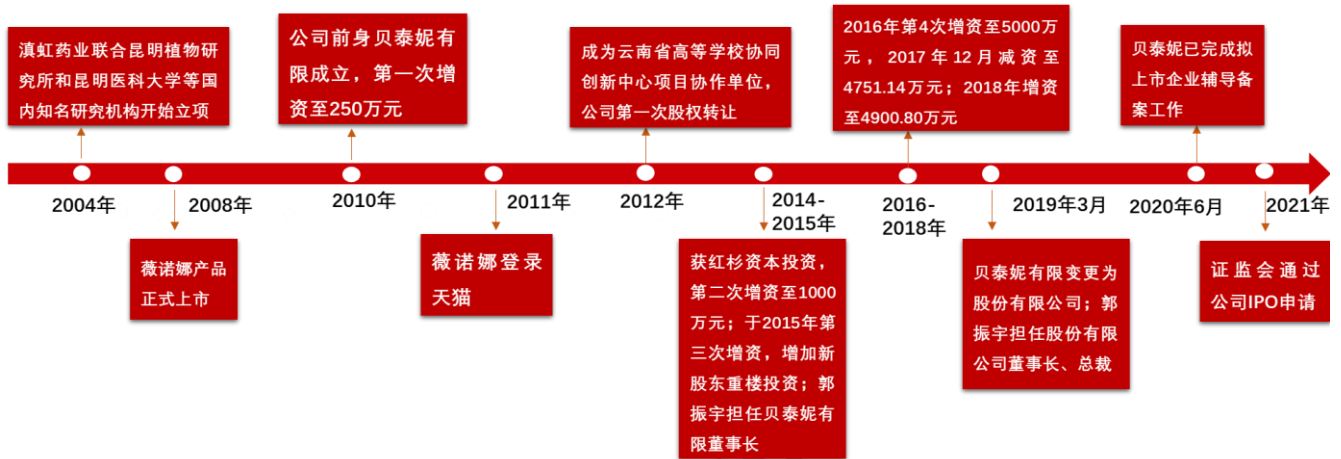
1.3 发展历程：从薇诺娜项目到贝泰妮股份的进阶

“薇诺娜”项目阶段（2004-2010）：薇诺娜在贝泰妮有限成立之前已经面市，是在滇虹药业联合昆明植物研究所和昆明医科大学等国内知名研究机构孵化的项目。滇虹药业于1993年注册成立，其代表品牌为“康王”，其注册商标于2006年1月被认定为“中国驰名商标”。贝泰妮公司董事长、总裁郭振宇曾于2003.01至2014.10担任滇虹药业集团股份有限公司董事长、总裁。滇虹药业于2014年被拜耳收购后，郭振宇担任贝泰妮有限董事长、总经理，并于2019年3月至今担任云南贝泰妮生物科技集团股份有限公司董事长、总裁。

贝泰妮有限阶段（2010-2019）：公司前身贝泰妮有限于2010年成立，由自然人戴开煌、邓小玲、马汝愚于2010年5月13日出资设立。成立之初主要作为化妆品经销商从事化妆品销售业务；自2012年起，公司开始独立运营自主品牌。2010年至2018年共经历了5次增资与1次减资，公司股东由原来的三位自然人转变为诺娜科技（54.23%）、红杉聚业（25.39%）、臻丽咨询（10.37%）、重楼投资（6.96%）和哈祈生（3.05%）。

股份改造到上市准备阶段（2019至今）：5次增资后，2019年3月，公司整体变更为股份公司，注册资本36,000万元，准备IPO。2020年6月贝泰妮已完成拟上市企业辅导备案工作，2021年2月证监会审批同意公司在创业板上市，公司即将登陆A股。

图表 4：公司发展历程

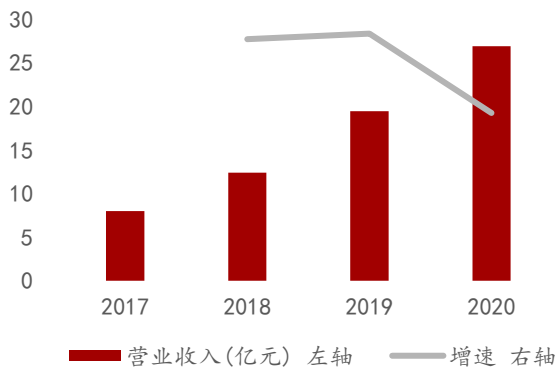


资料来源：公司招股书、公司公告、公司官网、万联证券研究所整理

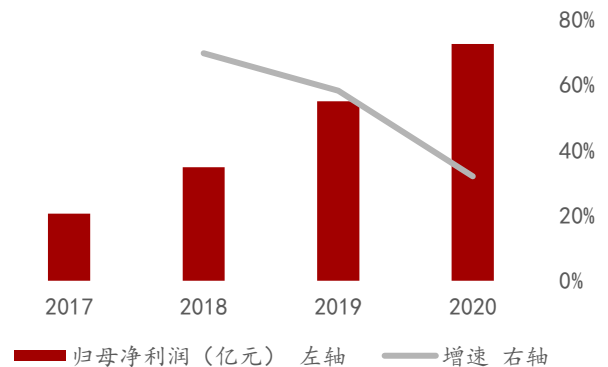
1.4 财务简介：公司业务处于快速增长期，毛利相比同业可比公司优势明显

公司业务处于快速增长期。2017年至2020年度，公司营业收入从7.98亿元上升至26.92亿元，CAGR为50%，增速亮眼；归母净利润从1.54亿元提升至5.44亿元，CAGR为52%。营收与归母净利润均保持50%以上的增速，成长性可观。

图表5：公司历年营业收入及同比增速



图表6：公司历年归母净利润及同比增速



资料来源：公司公告、万联证券研究所整理

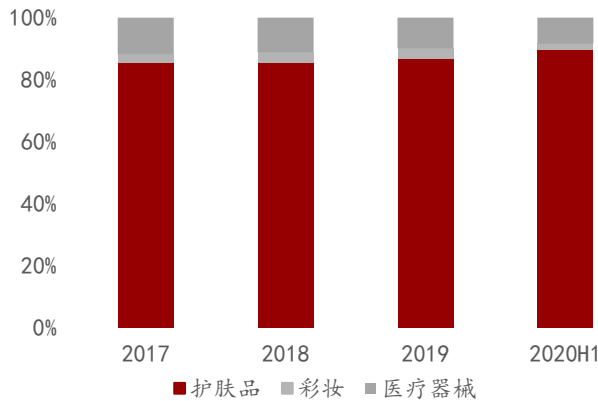
资料来源：公司公告、万联证券研究所整理

主营业务：公司主营业务包括化妆品与医疗器械，其中化妆品的主要品类护肤品占比稳定，保持在85%左右。化妆品为公司主要产品类型，包含护肤品与彩妆，另外公司还有一部分医疗器械收入（透明质酸修护生物膜、透明质酸修护贴敷料等）。2019年，护肤品、彩妆、医疗器械收入占主营收入比例分别为86.86%、3.29%、9.85%。

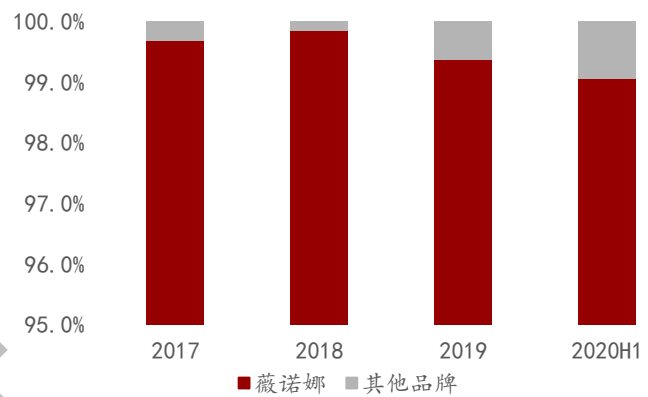
按品牌分类，薇诺娜收入占绝大部分。“薇诺娜”品牌为公司主要品牌，2017至2019年度，公司通过“薇诺娜”品牌实现的销售收入占主营业务收入的比重分别为99.68%、99.85%、99.37%。**按销售渠道及销售模式分类，**公司以线上销售为主，2019年线上

销售占比达到77%，主要包括线上自营和大型B2C平台分销，而线下销售主要通过商业公司、直供客户以及区域经销商对外销售。按产品线销售区域分类，西南区域（20.56%）是占比最大的区域，与贝泰妮设立于云南、基于云南地理优势进行护肤品研发密切相关，其次地区是华东区（10.26%）和华中区（9.01%）。

图表7：化妆品的主要品类护肤品占比稳定



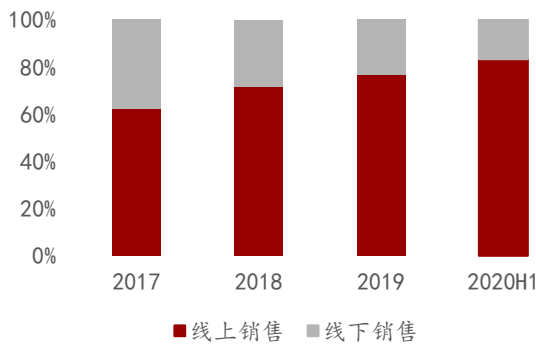
图表8：薇诺娜为公司主要品牌



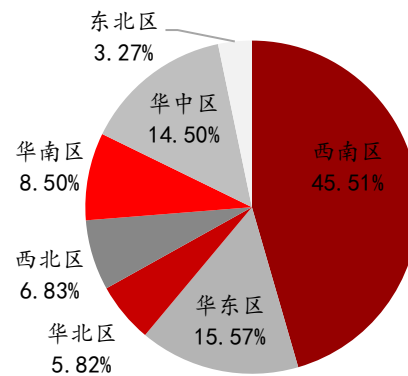
资料来源：公司公告、万联证券研究所整理

资料来源：公司公告、万联证券研究所整理

图表9：公司线上收入占比逐年提升



图表10：2020H1公司线下销售区域收入比例



资料来源：公司公告、万联证券研究所整理

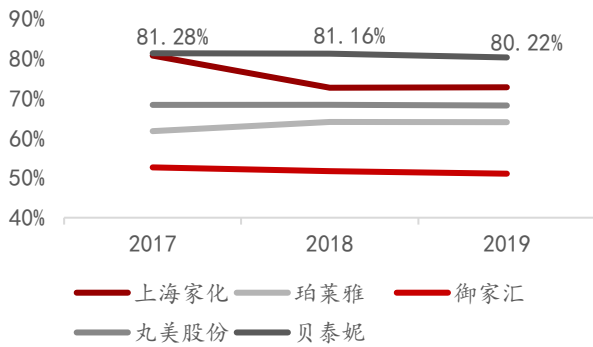
资料来源：公司公告、万联证券研究所整理

公司毛利率亮眼，相比同业可比公司优势明显，反映了公司产品的市场竞争力较强。2017年度、2018年度、2019年度公司毛利保持高水平且较为稳定，分别为81.28%、81.16%和80.22%，相比同业可比公司如珀莱雅、御家汇等有较大优势，主要原因有：
①销售价格方面：公司产品的消费者粘性较高，积累较多忠实客户，因此公司的产品零售价格相对较高；且公司线上自营渠道的销售额占公司主营业务收入的比例高于同行业大部分公司，省去了中间环节，因此拉高了公司产品的平均售价；另外公司选择了主要与商业公司、直供客户合作这种毛利更高的线下渠道。
②产品成本方面：A、公司主要品牌“薇诺娜”产品外包装的简约风格节约了包装材料成本；B、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，能实现集中采购，故公司的单位产品成本较低。

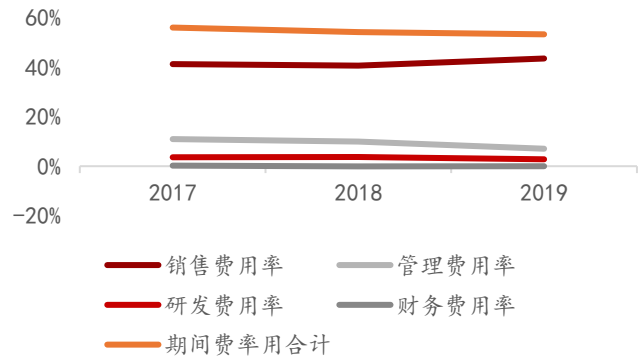
期间费用率较高，管理费用逐步优化。2017至2019年度，公司处于快速成长期，公

司期间费用发生额随着公司营业收入增长不断增加。因化妆品行业需要投入大量资金用于宣传推广，报告期内，公司期间费用率分别为55.86%、54.08%和53.13%，期间费用率较高。管理费用则逐步优化，分别为10.92%、9.94%、7.04%，原因系随着公司规模的扩大，规模效应逐渐显现，公司的管理费用率逐年下降。

图表11：公司毛利相比同业可比公司优势明显



图表12：公司期间费用率情况



资料来源：公司公告、万联证券研究所整理

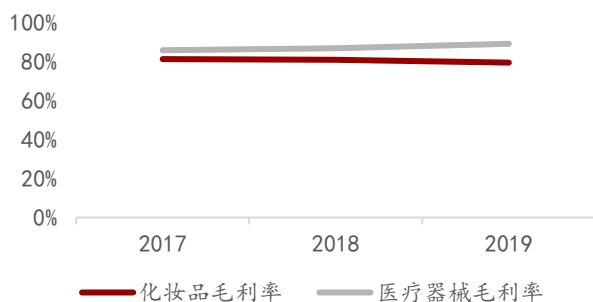
资料来源：公司公告、万联证券研究所整理

注：上海家化数据选自其美容护肤产品部分

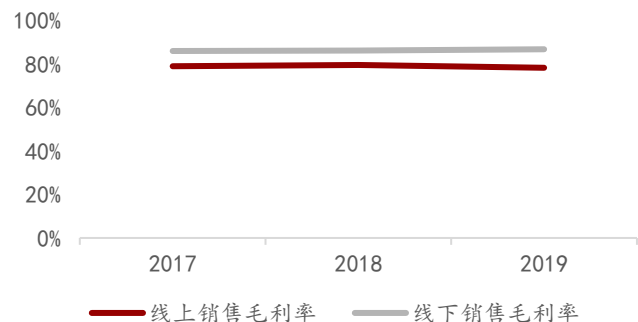
分产品毛利：化妆品毛利率略低于医疗器械毛利率。公司化妆品毛利率维持在80%左右且逐年略微下滑，医疗器械毛利率维持在87%左右。**2019年度，化妆品的毛利率为79.37%，较2018年度下降1.47个pct，主要原因是：**①公司加大了线上自营平台等渠道的促销力度，部分产品的销售价格下降，从而导致护肤品的毛利率略有下降；②公司与大型B2C平台客户（主要为唯品会、京东、天猫超市）的合作进一步加强，对大型 B2C平台客户的销售占比提高，而通过大型 B2C平台进行销售的毛利率低于其他渠道，从而拉低了护肤品的整体毛利率。**而公司的化妆品毛利率略低于医疗器械毛利率，主要原因是**医疗器械产品主要包括透明质酸修护生物膜、透明质酸修护贴敷料等，其定位区别于化妆品，公司自主定价能力较强，因此，产品定价普遍较高；同时根据公司的营销策略，医疗器械类产品各渠道全年很少参与促销活动，从而使得其毛利率高于护肤品、彩妆。

分销售方式毛利：线上销售毛利率略低于线下销售毛利率。公司线上销售毛利率维持在79%左右，线下销售毛利率维持在86%左右。线上销售模式中，主要是因为公司增加了线上自营、线上经销商分销的促销力度，导致部分产品销售价格下降，以及大型B2C平台需要保持一定的利润空间，因此，该渠道的毛利率低于线下销售渠道。

图表13：公司分产品毛利



图表14：公司分销售方式毛利

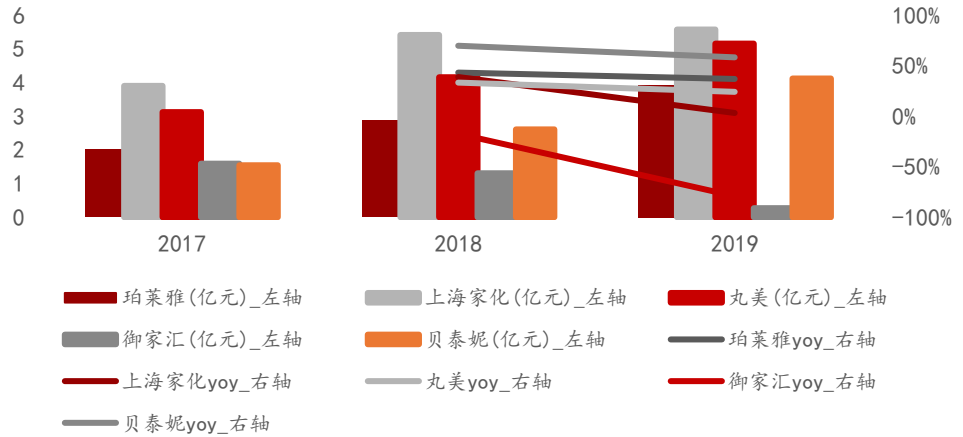


资料来源：公司公告、万联证券研究所整理

资料来源：公司公告、万联证券研究所整理

盈利能力：归母净利润稳步增长。公司2017年度到2019年度归母净利润呈现稳步增长趋势，分别为1.54亿元、2.61亿元、4.12亿元，近两年净利润增速为70%和58%，相比于同业可比公司，增速处于行业较高水平，有后来居上之势。

图表 15：公司净利润及增速



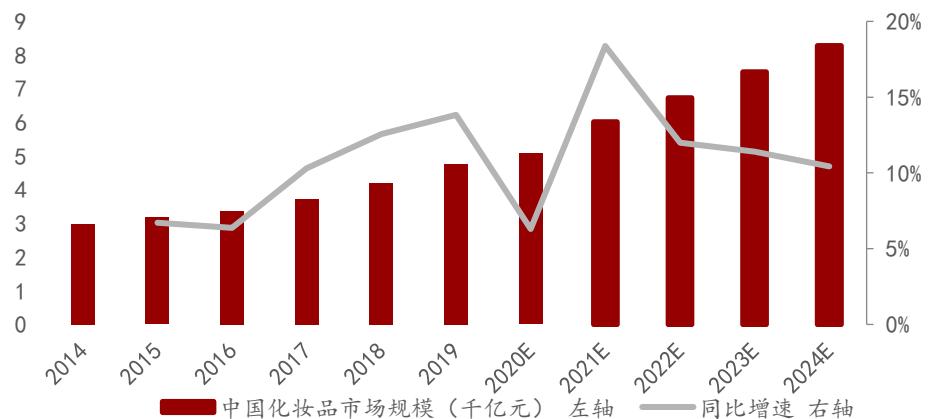
资料来源：公司公告、万联证券研究所整理

2、行业分析：皮肤学级护肤品行业高成长，薇诺娜市占率第一

2.1 化妆品行业整体快速上升，增长空间广阔

化妆品行业未来发展具有巨大的市场空间，整体进入爆发期：根据Euromonitor的统计数据显示，2019年度，我国化妆品行业整体市场容量达到4,777.20亿元，同比增长13.84%，增速为近五年来最高。预计到2020年将突破5000亿元大关，2014年-2019年的年均复合增长率达到9.9%。纵观世界，2019年化妆品市场前五大规模的国家是美国、中国、日本、巴西和德国，中国位列全球第二，并且在体量如此庞大的情况下，2014-2019年的CAGR依然高达9.92%，远超其他规模靠前的国家。

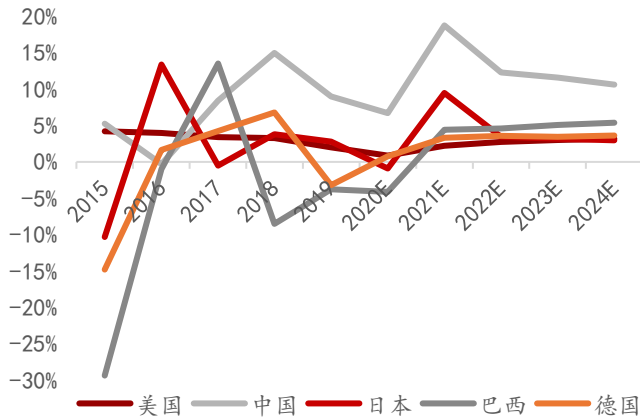
图表 16：2014-2024 年中国化妆品市场规模及增速情况和预测



资料来源：Euromonitor、万联证券研究所整理

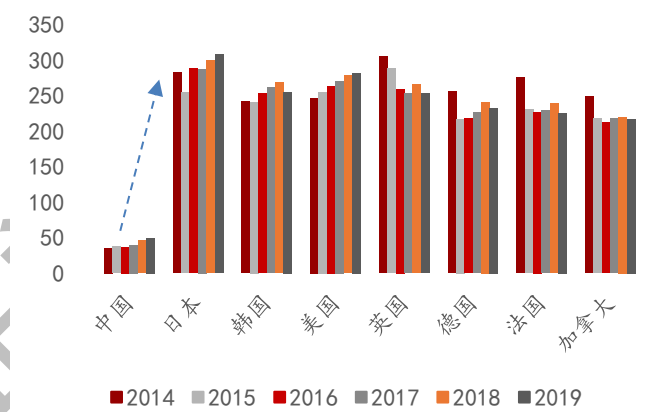
对标世界主要国家人均化妆品消费水平，中国市场有6倍增长空间。根据Euromonitor和联合国贸易发展协会的数据，2019年中国人均化妆品消费金额仅为49.56美元/人，远低于世界主要国家人均化妆品消费水平。我们认为，假设以美国、日本、韩国、英国等主要国家的人均化妆品消费金额作为天花板，未来随着城镇化推进和消费升级，我国化妆品市场至少还有6倍左右的增长空间。

图表17：2014-2024年全球化妆品市场规模前五大国家增速情况及预测



资料来源：Euromonitor、万联证券研究所整理

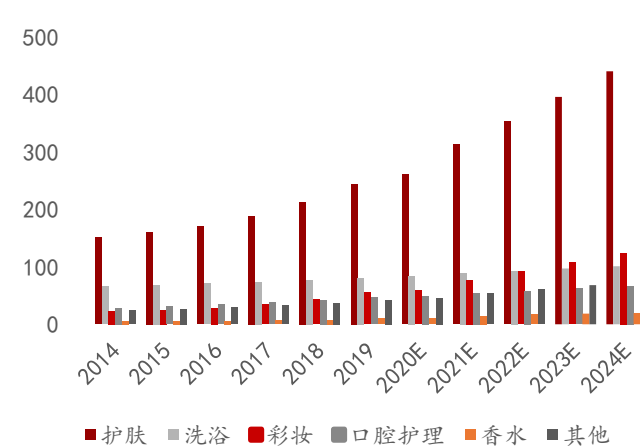
图表18：2014-2019年世界主要国家人均化妆品消费金额（美元/人）



资料来源：Euromonitor、万联证券研究所整理

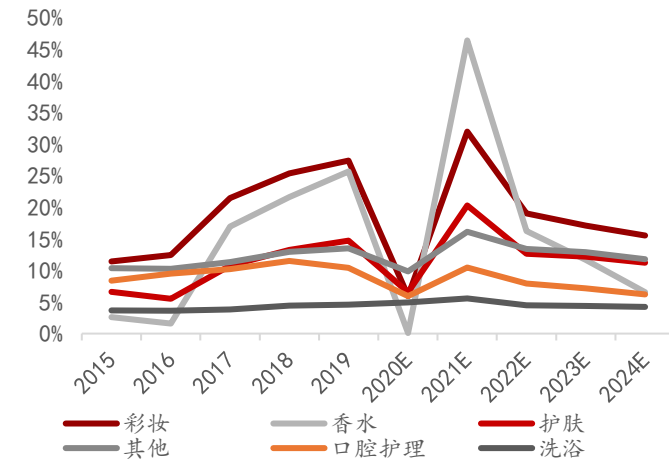
分品类：护肤类市场规模大，彩妆类增速高。化妆品按品类可分为护肤、护发、彩妆、口腔护理、沐浴、防晒、香水等。其中，市场规模最大的是护肤品类。2019年，中国护肤类市场规模为2444.14亿元，占化妆品市场规模的51.16%。作为化妆品行业中规模最大的子行业，我国护肤品市场规模在2024年将达到4,402亿元，2019年至2024年年均复合增长率约12.5%（考虑通货膨胀因素）。

图表19：2014-2024年中国化妆品市场分品类规模情况及预测（十亿元）



资料来源：Euromonitor、万联证券研究所整理

图表20：2015-2024年中国化妆品市场分品类规模增速情况及预测

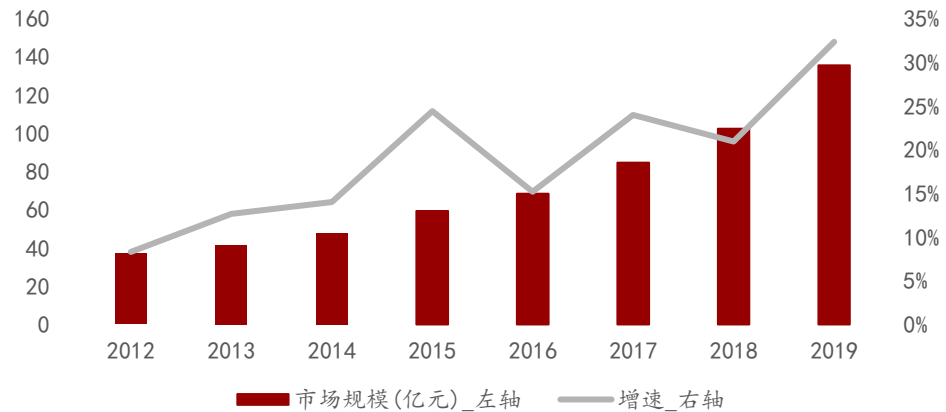


资料来源：Euromonitor、万联证券研究所整理

2.2 皮肤学级护肤品行业高成长，国货快速崛起

2012年至2019年皮肤学级护肤品市场年复合增速为20.32%。根据Euromonitor的分类，皮肤学级护肤品指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的肌肤护理产品。2019年皮肤学级护肤品的市场规模为135.51亿元，同比增速达到32%，2012年至2019年CAGR为20.32%。

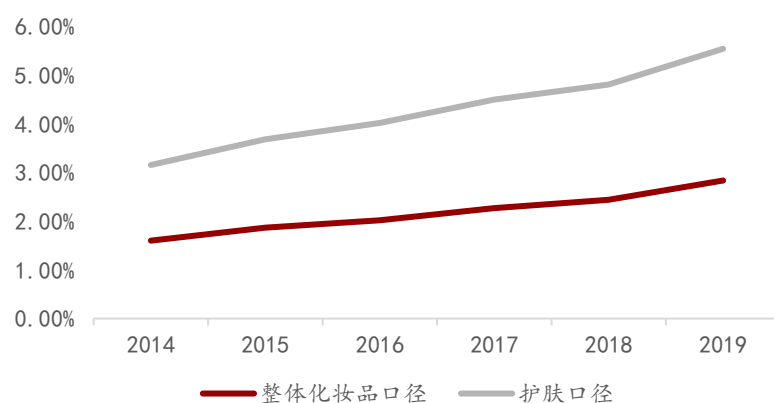
图表 21：皮肤学级护肤品市场规模及增速



资料来源：Euromonitor、万联证券研究所整理

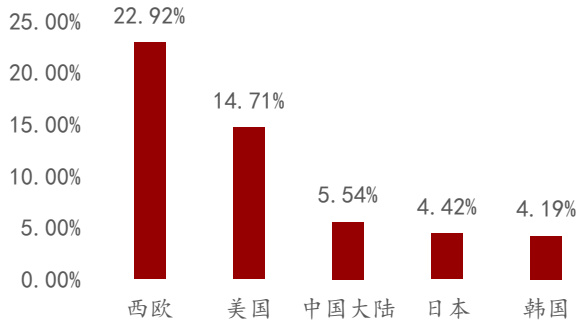
分别按照皮肤学级护肤市场占整体护肤市场比例、皮肤学级护肤市场占整体化妆品市场比例两个口径计算渗透率：2019年渗透率分别为5.54%和2.84%，仍处于较低水平，行业增长空间广阔。首先，2014-2019年，两种口径下计算得出的我国皮肤学级护肤品渗透率均呈现明显的增长趋势，分别从1.6%/3.16%增长至2.84%/5.54%。此外，与其他国家相比，两种计算口径下我国皮肤学级护肤品渗透率依旧低于全球的2.88%/10.28%，按皮肤学级护肤占护肤市场的比例计算，西欧/美国/日本/韩国的渗透率分别为22.92%/14.71%/4.42%/4.19%；按皮肤学级护肤占整体化妆品市场的比例来计算，西欧/美国/日本/韩国的渗透率分别为5.20%/3.34%/2.04%/1.99%。

图表 22：近年来我国皮肤学级护肤品在整体化妆品与护肤品行业的渗透率提升



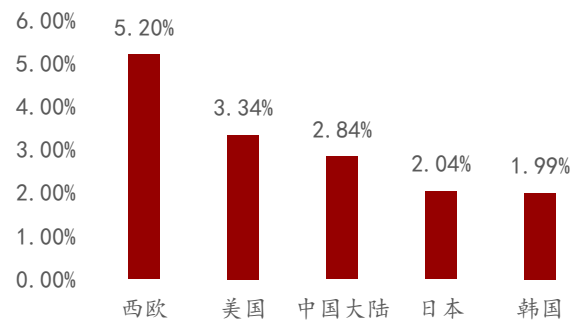
资料来源：Euromonitor、万联证券研究所整理

图表23：2019年国内外皮肤学级护肤占整体护肤市场的比例



资料来源：Euromonitor、万联证券研究所整理

图表24：2019年国内外皮肤学级护肤占化妆品市场的比例



资料来源：Euromonitor、万联证券研究所整理

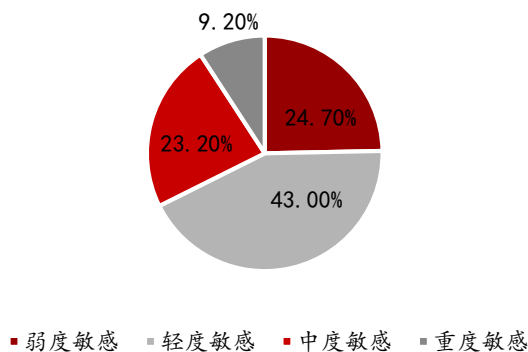
究其原因，主要是敏感肌人群比重大，近年来国人越来越重视敏感肌护肤。根据2017年在《中国皮肤性病学杂志》上发布的《中国敏感性皮肤诊治专家共识》，敏感性皮肤已逐渐成为人们肌肤状态的普遍性问题，其中欧洲约为25.4%-89.9%，澳洲约为50%。女性发病率常高于男性，其中美洲女性的敏感肌发生率为22.3%-50.9%，亚洲女性为40%-55.98%，而我国女性也已经达到约36.1%，即大致超过1/3的女性都可能是敏感肌状态。另外，根据艾瑞咨询的数据，2019年我国处于敏感肌的女性群体中，占比最高的为轻度敏感群体，占比约为43%，依次是弱度敏感/中度敏感/重度敏感，占比分别为24.7%/23.2%/9.2%。敏感肌群体数量之多也让不少人开始重视起敏感肌护肤，截至2021年3月，“敏感肌”在小红书平台护肤话题笔记数量约为158万篇，排名前2，仅次于“美白”的话题，人们对“敏感肌”的关注度颇高。

图表25：不同程度敏感肌常见表现

常见表现	弱度敏感	轻度敏感	中度敏感	重度敏感
瘙痒	✓	✓	✓	✓
刺痛	✓	✓	✓	✓
泛红	×	✓	✓	✓
红肿	×	×	✓	✓
发炎	×	×	×	✓

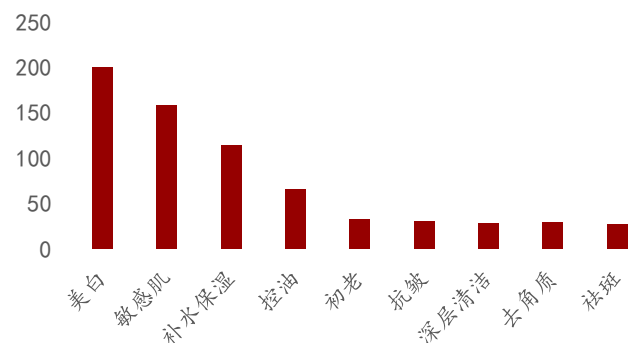
资料来源：艾瑞咨询、万联证券研究所整理

图表26：2019年我国敏感肌女性群体不同程度占比



资料来源：艾瑞咨询、万联证券研究所整理

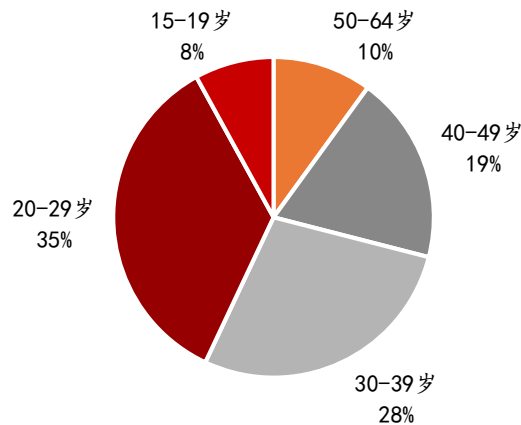
图表27：2021年3月小红书护肤话题笔记数量（万篇）



资料来源：小红书、艾瑞咨询、万联证券研究所整理

电商新经济推动市场格局革新与年轻群体护肤意识的提升加持下，国产品牌借势快速发展。从护肤品消费者年龄分布来看，20-29岁和30-39岁的消费者对应的人群是“80后、90后”，分别占了化妆品消费者总人数的35%和28%，是化妆品消费的主力，该群人的化妆时间相比“00后”更长，且拥有更刚性的护肤需求与更稳定的护肤意识。此外，国产护肤品牌的商家还在营销手段上贴合年轻人的口味，如在小红书上“种草”、请网红在抖音和淘宝上做直播带货、跨界联名搞话题等等。随着微信、小红书、抖音等新式营销方式的流行以及对护肤意识的宣传，大量国产护肤品牌的顺势脱颖而出。

图表 28：2019 年敏感肌人群年龄分布



资料来源：艾瑞咨询、万联证券研究所整理

综合以上分析，我们对皮肤学级市场规模进行了预测：2025年将达到464.7亿元。预测方法如下：

方法一：(1) 首先获取2015年至2019年的人口总数及女性人口总数，我们结合2015-2019年人口的年均复合增长率预测2020-2025年人口总数及女性人数变化。(2) 根据《中国敏感性皮肤诊治专家共识》中提出，我国敏感肌女性占比大约有36.1%，则可得到敏感肌女性群体规模计算公式：敏感肌女性群体人数=总人口*敏感肌女性占比。(3) 根据女神之泪(Goddess Tears)的调研，在敏感肌群体中，女性与男性的性别比约为3:1，由此可得出敏感肌男性群体规模。(4) 将敏感肌女性与男性群体数量加总得到敏感肌人群，我们预计该群体在2025年将会扩大至3.4亿人。(5) 由于2018年和2019年的敏感肌市场规模和敏感肌群体数量均能确定，则可以得出敏感肌人均花费计算公式：人均花费=敏感肌市场规模/敏感肌群体数量。随着敏感肌产品国产品牌的日渐兴起以及群体护肤意识的增强，我们预测敏感肌市场人均花费将按照一定的增速逐年增加，并在2025年达到157.4元。(6) 最后按照皮肤学级护肤品市场规模=人均花费*敏感肌人群数量，得到2020年-2025年皮肤学级护肤品市场规模的预测值，预计2025年该市场规模将达到529.8亿元。

方法二：(1) 我们先预测未来五年的人口增长趋势，预测方法与方法一相同。(2) 根据euromonitor的数据，获取2015-2019年中国皮肤学级护肤品的人均消费数据，计算得出2015年-2019年我国人均消费的CAGR为22.55%，由于《专家共识》中提出，敏感肌群体规模在未来将会进一步扩大，再加上人们对问题性肌肤重视程度日益加深，我们推测未来五年皮肤学级护肤品市场人均花费将会保持在20%左右的年均复合增速稳定增长。(3) 最后按照皮肤学级市场规模=人均花费*敏感肌人群数量，对得到2020年-2025年皮肤学级护肤品市场规模预测值，预计2025年该市场规模将达

到399.7亿元。

我们对以上两种方法计算得出的结果取算术平均值，最终我们得出2025年中国皮肤学级护肤品市场规模将会达到464.7亿元的预测结果。

图表 29：我国皮肤学级护肤品市场规模预测

		方法一							
年份		2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
人口及预测 (亿人)		13.9	14.0	14.1	14.1	14.2	14.2	14.2	14.3
女性 (亿人)		6.8	6.9	6.9	6.9	6.9	7.0	7.0	7.0
敏感肌女性 (亿人)		2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5
敏感肌男性 (亿人)		0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
敏感肌人群 (亿人)		3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	3.4	3.4
人均花费 (元)		31.3	41.4	53.8	68.8	86.7	107.5	131.2	157.4
人均花费增长率预测 (%)			32.3%	30.0%	28.0%	26.0%	24.0%	22.0%	20.0%
皮肤学级护肤品市场规模 (亿元)		102.7	136.4	178.2	229.0	289.4	359.9	440.3	529.8

		方法二										
年份		2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
人口及预测 (亿人)		13.7	13.8	13.9	13.9	14.0	14.1	14.1	14.2	14.2	14.2	14.3
人均花费 (元)		4.3	5.0	6.1	7.4	9.7	11.6	14.0	16.8	20.1	23.7	28.0
人均花费增长率预测 (%)			CAGR:22.55%				CAGR:20%				CAGR:18%	
皮肤学级护肤品市场规模 (亿元)		59.0	68.9	84.6	103.1	135.6	163.5	197.1	237.2	285.4	337.7	399.7

		两种方法取平均:							
年份		2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
皮肤学级护肤品市场规模 (亿元)		102.9	136.0	170.9	213.1	263.3	322.6	389.0	464.7
同比增长 (%)		-	32.2%	25.6%	24.7%	23.6%	22.5%	20.6%	19.5%

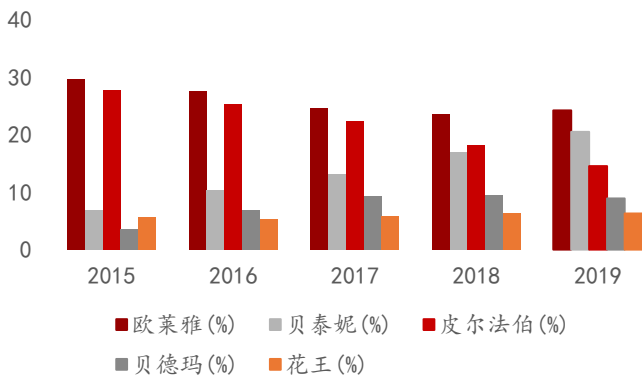
资料来源：世界银行、Euromonitor、《中国敏感性皮肤诊治专家共识》、公开资料整理、万联证券研究所整理

竞争格局：在皮肤学级护肤品市场中，贝泰妮在国内的竞争标的主要包括上海家化，国外的对标有欧莱雅、皮尔法伯、贝德玛、花王等。在2014年，法国皮尔法伯与法国欧莱雅占据了皮肤学级护肤品市场半壁江山，CR2高达63.5%，但随着我国电商经济与人们护肤意识的崛起，国产护肤品牌也迎来了发展的良机。2014年至2019年，贝泰妮的市占率从3.1%上升至20.5%，实现CAGR为45.91%的高速增长，并于2019年成功超越法国皮尔法伯与法国欧莱雅成为皮肤学级护肤品市场的“两强”，在2019年国内皮肤学级护肤品市场中排名第2。市场上的本土公司还有上海家化以及比度克，2019年这两家公司的市占率分别为2.8%及4.0%。我国皮肤学级护肤品市场集中程度较高，CR3/CR5分别为59.2%/74.4%。

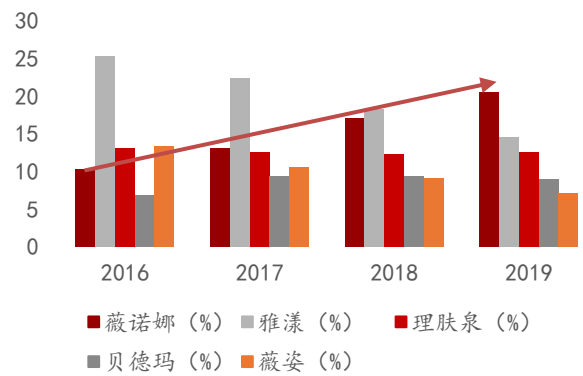
贝泰妮旗下“薇诺娜”品牌在2019年国内皮肤学级护肤品市场首屈一指，树立了标杆地位。贝泰妮旗下品牌“薇诺娜”表现出色，主要竞争标的为：薇姿、雅漾、理肤泉等。在众多外资品牌的竞争环境下，薇诺娜通过重点针对中国人肤质提供温和

专业的皮肤护理产品来实现品牌的快速崛起，凭借“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”等多款敏感肌肤护理产品树立了“敏感肌护肤”的标杆地位。根据Euromonitor (LBN Brand Shares) 的统计，2011年至2019年，薇诺娜的市占率呈现高速增长的趋势，2017年至2018年薇诺娜在国内皮肤学级护肤品市场市占率排名均为第2，2019年度排名取代雅漾跃升为第1，市占率约为20.5%，排名前5的其他品牌包括雅漾、理肤泉、贝德玛、薇姿等知名化妆品品牌。此外，我国其他两个国产品牌比度克、玉泽在2019年的市占率则为4.8%和2.0%，排名分别为第10/13名。

图表30：2019年市占率前五名的皮肤学级护肤品企业及历年市占率对比



图表31：薇诺娜在2019年国内皮肤学级护肤品市场排名第1










资料来源：Euromonitor、万联证券研究所整理

资料来源：Euromonitor、万联证券研究所整理

图表 32：2011 年-2019 年我国皮肤学级护肤品品牌市占率 (%)

品牌名	图片	所属国	所属公司	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
薇诺娜		中国	昆明贝泰妮生物科技股份有限公司	1.2	1.6	2.1	3.1	6.8	10.3	13.1	17.0	20.5
雅漾		法国	Pierre Fabre SA, Laboratoires	28.3	29.3	28.9	29.8	27.8	25.3	22.3	18.2	14.5
理肤泉		法国	L'Oréal Groupe	12.0	12.0	12.5	12.4	13.1	13.0	12.5	12.2	12.5
贝德玛		法国	NAOS SAS	0.3	0.5	0.8	2.0	3.6	6.8	9.3	9.4	8.9
薇姿		法国	L'Oréal Groupe	28.0	25.1	23.9	21.3	16.7	13.3	10.6	9.1	7.1
美丽芳丝		日本	Kao Corp	6.9	6.8	6.3	5.9	5.6	5.3	5.9	6.4	6.3
怡思丁		西班牙	ISDIN SA	-	-	-	-	1.0	1.3	1.9	3.0	5.2
修丽可		美国	L'Oréal Groupe	-	-	-	-	-	1.2	1.4	2.3	4.6
艾惟诺		美国	Johnson & Johnson Inc	-	-	-	-	-	0.8	1.7	3.1	4.2

比度克		中国	湖北比度克生物科技 有限公司	2.3	4.3	5.4	6.3	7.0	5.3	5.3	4.9	4.0
施巴		德国	Sebapharma GmbH & Co KG	9.5	9.6	9.8	8.6	6.7	6.1	5.3	4.7	3.8
丝塔芙		法国	Galderma SA	2.3	3.5	6.1	-	-	-	-	-	3.1
玉泽		中国	上海家化联合股 份有限公司	0.7	0.8	1.0	1.3	1.6	2.2	2.5	2.8	2.8
欧缇丽		法国	Caudalie Sarl	0.7	0.9	1.2	1.6	1.7	2.0	2.3	2.0	1.7
妙思乐		法国	Expanscience SA, Laboratoires	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4	0.5	0.6	0.6
欧树		法国	Laboratoire Nuxe SAS	7.4	5.4	1.7	0.1	0.0	-	-	0.1	0.1

资料来源: Euromonitor、万联证券研究所整理

3、竞争优势：深耕敏感肌护肤，重研发、差异化营销抢占客 户心智

3.1 品牌优势：专注扎根带来高复购率，薇诺娜品牌屡获大奖

旗下的“薇诺娜”品牌定位于敏感肌肤人群，产品属性带来高客户粘性。在化妆品行业激烈的竞争环境下，公司结合自身优势选择了差异化的敏感肌护肤赛道，参与市场竞争，避免产品的同质化。薇诺娜拥有12个产品系列，其中6个明星系列中，舒敏保湿特护系列最为畅销，专注于敏感肌肤人群有利于提高客户粘性，为公司带来稳定客源。在2019年度薇诺娜官方旗舰店（天猫）的复购率为31%，薇诺娜官方旗舰店（京东）复购率为33%，另外薇诺娜专柜服务平台、薇诺娜网上商城、薇诺娜贝泰妮专卖店复购率分别达到53%、41%、18%。

图表33：贝泰妮旗下品牌及可比药妆品牌情况

公司	品牌	品类	定位/理念	明星单品	价格（元）
贝泰妮	薇诺娜	护肤	舒缓敏感	舒敏保湿特护霜	39-498
	WINONA Baby	婴儿	婴幼儿护理	霜	-
	痘痘康	护肤	痘痘肌肤护理	霜、面膜泥等	8-368
	Beauty Answers	护肤	高端皮肤修护	护肤水、面膜、精华等	-
	资润	护肤	干燥性皮肤护理	霜、透明质酸修护生物膜	-
上海家化	玉泽	护肤	舒缓敏感	修护系列	50-200
欧莱雅	薇姿	护肤	舒缓敏感	温泉水	40-445
	理肤泉	护肤	舒缓敏感	喷雾、乳液、精华	75-350
皮尔法伯	雅漾	护肤	舒缓敏感	喷雾	129-298

资料来源：公司官网、淘宝网、天猫旗舰店、小红书、万联证券研究所整理

图表 34: 薇诺娜主要产品系列

系列名称	产品单价 (元)	主打产品	图片
舒敏保湿系列*	68-298	舒敏保湿特护霜	
极润保湿系列*	94-298	极润保湿柔肤水/面膜	
透明质酸系列*	59.9-248	透明质酸修护生物膜	
清透防晒系列*	159-218	清透防晒乳	
净痘清颜系列*	68-218	清痘修复精华液	
柔润保湿系列*	78-198	柔润保湿霜	
舒缓控油系列	158-198	舒缓控油洁面泡沫	
美白保湿系列	54-454	熊果苷透白保湿面膜	
舒敏修红系列	68-268	舒敏保湿修红霜	
柔彩幻颜系列	39-238	柔彩幻颜隔离霜	
紧致系列	59.9-498	紧致眼霜	
玻尿酸系列	198-496	玻尿酸多效修护精华液	

资料来源: 公司招股书、公司官网、万联证券研究所整理

注: 标“*”的为明星系列

在口碑、荣誉奖项层面, 薇诺娜已取得了实质性进展。截至2020年8月, 薇诺娜小红书笔记数量达到5万+, 超越国内同样以生产敏感肌修护功能性护肤品为主的玉泽, 微博粉丝数与主要可比产品如玉泽、理肤泉等的微博粉丝数对比有明显优势。薇诺娜品牌更是在2018年-2020年连续三年获得“天猫金妆奖”、2018年获颁风尚大赏“最受欢迎国货品牌”等等。

图表 35: 薇诺娜品牌近几年所获荣誉奖项

时间	授予对象	奖项
2018-2020 年	“薇诺娜”品牌	天猫金妆奖
2020 年	“薇诺娜”品牌清透防晒乳产品	会员臻享品牌
2019 年	“薇诺娜”品牌	年度数据营销品牌
2019 年	“薇诺娜”品牌	年度新零售引领品牌
2019 年	“薇诺娜”品牌舒敏保湿特护霜产品	年度乳液面霜
2019 年	“薇诺娜”品牌马齿苋舒缓保湿喷雾产品	年度 C2B 创新单品
2019 年	“薇诺娜”品牌	敏感肌护理品类第一名
2019 年	“薇诺娜”品牌	中国化妆品电商品牌 100 强

2018 年	“薇诺娜”品牌	2018 年中国化妆品 G20 品牌
2017 年	“薇诺娜”品牌	2017 年中国化妆品 G20 公司
2017 年	“薇诺娜”品牌舒敏保湿特护霜产品	云南品牌产品
2017 年	“薇诺娜”柔润保湿霜产品	云南品牌产品
2017 年	“薇诺娜”品牌透明质酸修护生物膜产品	云南品牌产品
2019 年	“薇诺娜”舒敏保湿润肤水产品	护肤类敏感肌化妆品大奖
2019 年	“薇诺娜”舒敏保湿修护精华液产品	年度舒敏精华液大奖
2019 年	“薇诺娜”品牌	年度国货之光
2018 年	“薇诺娜”品牌	2018 年度云南匠心品牌
2017 年	“薇诺娜”品牌	亚洲（行业）十大创新力品牌
2018 年	“薇诺娜”极润保湿乳液产品	2018 年度最佳乳液（高效类）乳液人气奖
2018 年	“薇诺娜”舒敏保湿特护霜产品	2018 年度最佳面霜（保湿类）面霜人气奖

资料来源：公司公告、万联证券研究所整理

3.2 研发&管理优势：注重研发，高管多位出身于药企

立足云南植物提取技术，公司具备自主提取植物提取物的技术实力和产业化生产能力。云南拥有独特的地理优势，有“植物王国”、“药材之乡”的美誉，集合了热带、亚热带、温带甚至寒带的几乎所有植物品种，有274科、2076属、约17000种不同的植物，是名副其实的植物宝库。截至2019年末，公司拥有境内有效专利41项，11项核心技术，其中3项技术涉及的植物包括马齿苋、青刺果、滇重楼。青刺果是中国云南特产植物果实，它主要生长在海拔2300米以上的高寒地带，滇重楼主要分布在云南全范围。经过多年投入，公司已在利用高原特色植物提取物有效成分制备方面具有较强的技术优势，已充分具备自主提取植物提取物的技术实力和产业化生产能力。

图表 36：公司拥有 11 项核心技术

技术名称	具体描述	图例
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	马齿苋提取物通过脱色树脂水洗脱的方法提取；该技术采用特殊制备工艺，使产品具有良好的舒缓效果，产品质地温和、安全性好、无毒副反应、无过敏反应，对皮肤屏障恢复有辅助作用，该专利获云南省专利奖一等奖。	
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	将特征峰的出峰顺序和相对含量确认为青刺果油的指纹图谱特征，作为青刺果油的质控指标。成熟青刺果去果壳后经干燥即得青刺果仁，青刺果仁通过萃取得到青刺果油，脱脂后的青刺果仁通过进一步的分离纯化制备得到总黄酮含量高达 50% 以上的青刺果仁总黄酮提取物。	
滇重楼提取物的产业化制备方法	通过超声提取工艺及高效液相色谱法比较胶质和粉质重楼总皂苷及其皂苷单体的含量差异；以总皂苷得率为指标，正交试验优化重楼总皂苷的超声提取工艺后，按照优选的工艺对重楼提取物进行以抑菌活性为导向的活性成分筛选，通过大孔吸附树脂法分离其活性成分；采用高氯酸显色法对重楼总皂苷含量进行测定，确保植物活性成分批次间稳定性，通过上述技术能够大幅提升重楼提取物得率。	

其他 8 项技术

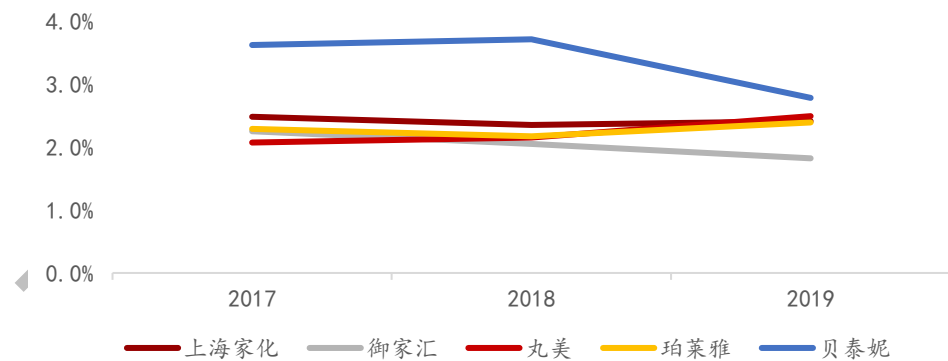
等渗制剂技术、脂质体包裹技术、液体制剂雾化技术、皮肤屏障修复制剂及其制备方法、含页岩油的复合祛痘制剂及其制备方法、油包水技术及其制备方法、高含量维生素 CE 稳定体系复合制剂及其制备方法、体外/体内产品评估技术

-

资料来源：公司招股书、百度百科、人民网、万联证券研究所整理

公司研发费用率相比同业可比公司高，且公司应用自主研发的核心技术实现的销售收入占主营业务收入的比例均达到95%以上。经过多年的研发投入，公司已在植物基础研究、现代配方技术等方面处于国内领先地位，特别是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，并形成了一系列自主研发的核心技术。公司2019年研发费用率为2.78%，高于同行珀莱雅（2.39%）、丸美股份（2.30%）、上海家化（2.27%）、御家汇（1.82%）。

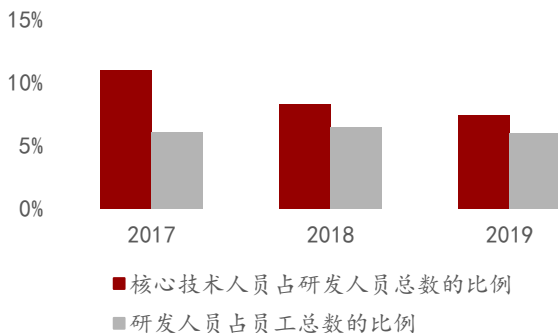
图表 37：公司研发费用率相比同业可比公司更高



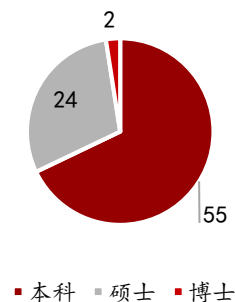
资料来源：公司招股书、Wind、万联证券研究所整理

研发人员占比高、背景强，获得过多项荣誉。公司拥有一支以中青年为主，经验丰富的人才队伍，为新产品研发及产品升级奠定良好基础。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。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，并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个荣誉。

图表 38：公司研发团队人员比例



图表 39：公司研究团队学历分布（个）



资料来源：公司招股书、万联证券研究所整理

资料来源：公司招股书、万联证券研究所整理

创始人出身医学教授，兼具学者、企业家的多重角色，经验丰富且在行业中名声响亮。薇诺娜品牌创始人郭振宇为美国乔治华盛顿大学终身教授，也是改革开放后首批回国创业的美国终身教授，曾于2010年9月经世界自我药疗产业协会（WSMI）理事会选为WSMI主席，成为首位担任这一世界性NGO主席的华人，充分体现了郭振宇博士在世界OTC产业与自我医疗产业的崇高声望。郭振宇也曾担任中国非处方药物协会会长，并主导发起了国际自我保健日。在创立薇诺娜品牌之前，郭振宇也曾担任滇虹药业董事长、总裁，也打造了中国皮肤科知名品牌“康王”，在医药行业已有丰富的经验与战绩。

公司的管理层多出身于滇虹药业，大部分都有化学、药理学背景。具有医学背景与企业管理经验的管理团队会更有助于贝泰妮做大做强，例如在营销层面上，公司品牌“薇诺娜”的商业模式是以学术推广、医生的专业推荐为基础，行成口碑，并且在药店和电商上行成互补的销售渠道，这一渠道的形成与创始人的医学背景、学术背景密不可分。

图表 40：公司高管履历情况

姓名	职称	履历
郭振宇	董事长/总经理	1986.9-1988.7 云南大学无线电系讲师
		1988.8-1989.8 加拿大新布伦瑞克大学助教
		1995.7-1996.7 加拿大蒙特利尔大学医学院助理教授、加拿大蒙特利尔临床医学研究所高级研究员
		1996.9-2002.7 美国乔治华盛顿大学工学院助理教授、副教授、终身教授
		2003.1-2014.11 滇虹药业董事长、总裁
		2014.6-2016.12 贝泰妮有限董事长
董俊姿	董事/副总经理	2016.12-2019.12 贝泰妮有限董事长兼总经理
		2019.3-至今贝泰妮公司董事长兼总经理
		2005.3-2011.5 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
		2011.5-2012.10 阳光城集团有限公司人力资源总经理
		2013.7-2014.6 任贝泰妮有限副总经理
高绍阳	董事/副总经理	2014.6-2019.2 任贝泰妮有限董事、副总经理
		2019.3-至今任公司董事、副总经理
		1999.7-2005.2 任昆明滇虹药业有限公司技术员、部门经理
		2005.2-2008.8 任上海康王日用化妆品有限公司副总经理
		2008.9-2012.8 任滇虹药业项目总监
		2012.11-2014.6 贝泰妮有限执行董事、总经理
		2014.6-2016.12 贝泰妮有限董事、总经理
2016.12-2017.12 贝泰妮有限董事		
马骁	董事/副总经理	2018.10-2019.2 任贝泰妮有限董事、副总经理
		2019.3月-至今任公司董事、副总经理
		2004.7-2010.6 任滇虹药业研发主管、研发经理
		2010.6-2013年1 任上海滇虹副总经理、总经理
		2013.1 加入贝泰妮有限
		2013.7-2014.6 任贝泰妮有限研发与供应链负责人
		2014.6-2017.12 任贝泰妮有限研发与供应链负责人、监事

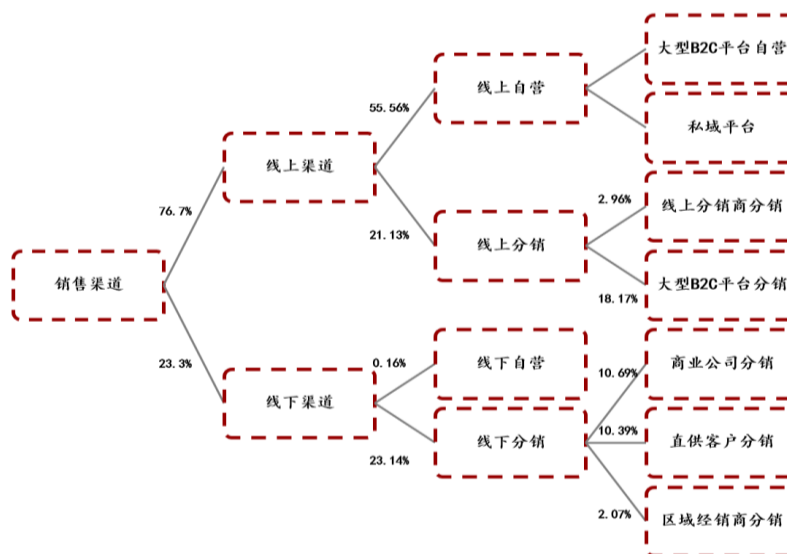
		2017.12-2019.2 任贝泰妮有限董事、副总经理 2019.3 至今任公司董事、副总经理
王龙	财务总监/董 会秘书	2006.7-2011.3 任江苏先声药业有限公司会计、财务经理、财务总经理助理 2011.3-2014.1 月任先声再康江苏药业有限公司财务总监 2014.1-2016.11 任亿腾医药(中国)有限公司高级财务总监 2016.12-2018.10 任贝泰妮有限财务总监 2018.10-2019.2 任贝泰妮有限财务总监、董事会秘书 2019.3-至今任公司财务总监、董事会秘书
周薇	公司董事、项目 经理	1982.1-1988.10 任贵州科学院生物研究所办公室主任 1988.10-1993.3 任贵州大学植物保护系总支副书记、科研处副处长 1993.3-1995.12 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 1995.12-1998.7 任贵州大学校办产业总公司副总经理 1998.7-2016.12 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 2016.12-2019.6 任公司及公司前身项目经理 2019.6-至今任公司董事、项目经理

资料来源：公司招股书、万联证券研究所整理

3.3 渠道&营销优势：与皮肤科医生合作强化医学背书，线上打造差异化营销

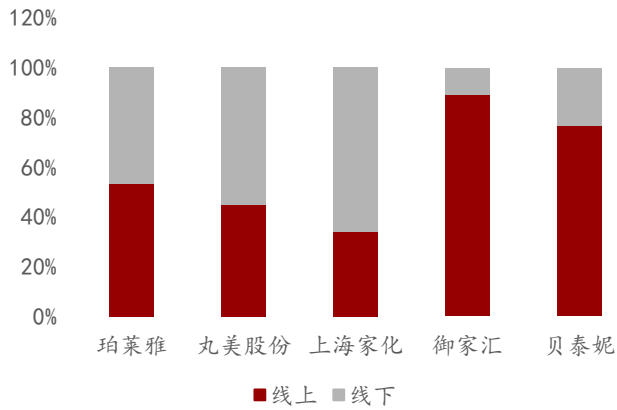
公司坚持以线上渠道为主导，线下渠道为基础的销售模式，采取“线上线下相结合”的营销策略。公司打通线上线下渠道，实现了线上与线下的相互渗透、对消费群体的深度覆盖。公司线上销售主要包括线上自营和线上分销，线下销售包括线下自营、通过商业公司、直供客户以及区域经销商分销四种模式。公司线上发展尤为迅速，2018年度、2019年度公司线上渠道销售收入增长分别为80.55%、68.26%，高于行业可比公司，2019年度公司线上渠道销售收入占比达到75%以上。

图表 41：公司销售渠道类型示意图

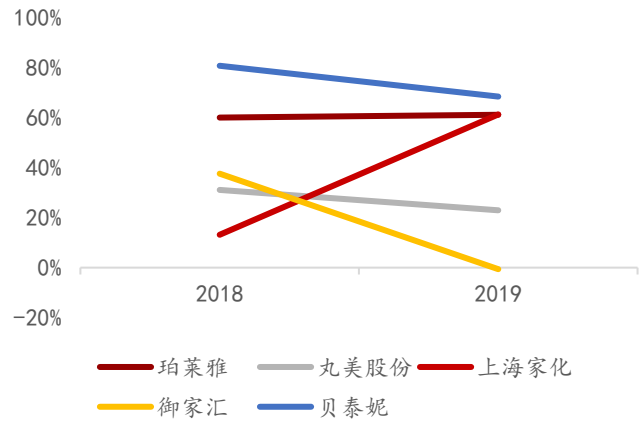


资料来源：招股说明书、万联证券研究所整理

图表42：2019年各化妆品公司渠道结构



图表43：公司线上渠道销售收入增速高于行业可比公司





资料来源：公司公告、万联证券研究所整理

资料来源：各公司年报、万联证券研究所整理

线上：差异化营销，营销团队多维度、多阵营。利用微博、抖音、小红书等平台携手专业博主种草诠释品牌专业内涵是国内多数美妆护肤品牌常用的营销手段，薇诺娜也如此，除了在近两三年来不断以开设快闪店、聘请代言人、进驻屈臣氏等形式外，还采用了不同寻常的营销手段，例如在2020年7月的天猫超品日中开展了限时7天的多维度的营销，除了聘请明星、KOL外，还增设了中国医师协会皮肤科医师分会副会长李利等皮肤科医生，通过皮肤科专家与消费者答疑解惑，在解决消费者困惑的同时提升客户信任度。此外还邀请了曾经参加过大型综艺节目《中餐厅》的国宴主厨林述巍，现场揭秘云南植物愈敏力量，直播烹饪薇诺娜的重要产品成分——青刺果油炒马齿苋，新颖有趣的同时也展现了产品成分的安全性。

图表 44：可比公司营销对比

品牌	品类	具体描述	图例
Home Facial Pro	公众号、微博投放	公众号投放：通过软文对用户进行教育，介绍烟酰胺等成分的功效，同时投放约几百条 KOL 广告；微博投放：以一个故事作为切入点，然后开始介绍产品，再加上大 V 的亲身体验，最后是切中粉丝要害的“优惠福利”。	 <p>你的脸太脏了！这支“网红洗面奶”刷爆朋友圈，60秒让你彻底爱上洗脸！</p> <p>e钱快递柜 6天前</p>
完美日记	与 koi 合作	与快手超级品牌合作：快手为完美日记开设专场，为众多用户提供独家“场景体验”；在微信中统一用品牌 IP “小完子”命名，通过发红包的方式添加用户，之后再邀请进群；日常通过高质量美妆内容、秒杀、抽奖等活动持续运营，而新款发布、用户调查同样在粉丝群中进行。	

<p>玉泽</p>	<p>皮肤科医生、kol(李佳琦等)</p>	<p>与华山医院合作，共同成立皮肤科学联合实验室，旗下明星产品即将经过华山医院临床验证后升级上市；与上海交大附属瑞金医院皮肤科展开合作：双方历时6年，经过1386例临床验证后才上市第一款产品“玉泽皮肤屏障修护身体乳”；以“宝藏品牌”的姿态出现在李佳琦直播间。</p>	 
<p>花西子</p>	<p>Kol、明星、汉服品牌</p>	<p>以古风作为营销点，与首个登上时装周的汉服品牌三泽梦合作推出联名款汉服，与中国新锐服装设计师杨露合作推出联名时装及定制手包；古装明星张嘉倪等在孕期一直使用花西子气垫CC霜并在小红书上分享。</p>	 
<p>薇诺娜</p>	<p>皮肤科医生、kol、明星、厨师</p>	<p>在天猫超品日中开展了限时7天的多维度的营销，除了聘请明星、KOL外，还增设了中国医师协会皮肤科医师分会副会长李利等皮肤科医生、曾经参加过大型综艺节目《中餐厅》的国宴主厨林述巍，现场揭秘云南植物愈敏力量；与昆明医科大学第一附属医院云南省皮肤病医院、中国科学院昆明植物研究所协助贝泰妮进行新产品的研究开发。</p>	

资料来源：公司官网、公司公告、天猫旗舰店、新浪、智能都市秀、万联证券研究所整理

线下：与皮肤科医院合作，将护肤品上升到药品的信任度，质量安全更保障。化妆品需要直接接触皮肤表面，产品质量直接关系到消费者身体健康，若护肤品拥有医学背书，则更能提升消费者的信任。公司与皮肤科医院有着长期合作关系，包括合作研发项目、将产品应用到全国多家医院皮肤科的临床辅助治疗中、邀请皮肤科医生在线诊断、与皮肤科医生向消费者传达护肤教育等。

图表 45：薇诺娜医学背书方式

薇诺娜
<p>课题研究与产品开发：昆明医科大学第一附属医院作为项目承担单位，牵头贝泰妮、云南白药集团股份有限公司参与云南省重大科技专项计划，贝泰妮作为合作（参加）单位负责合作研发项目下独立子课题的研究工作，包括：扩大“薇诺娜”品牌产品的生产能力、新产品的研究开发、创建天然药物筛选和活性成分定向挖掘技术平台等。</p>
<p>产品开发：与昆明医科大学第一附属医院云南省皮肤病医院、中国科学院昆明植物研究所协助贝泰妮进行新产品的研究开发。</p>
<p>举办医学论坛：薇诺娜研究院携五大行业协会、中国皮肤性病学杂志及15位皮肤界泰斗级专家于2020年4月19日在上海云发布首届“中国敏感性皮肤高峰论坛”，从功效、数据、学术三大维度权威解读“科学防护，精准修护”敏感性皮肤。</p>
<p>营销合作（微博答疑/消费者教育）：重庆医科大学附属第三医院皮肤科、北京大学第一医院、武汉大学人民医院等医院皮肤科专家在微博定时直播、答疑；每年5月25日开展全民护肤日大型公益活动。</p>

资料来源：公司公告、万联证券研究所整理

在产品外观方面，薇诺娜采用与医学“红十字”最相关的红色与白色作为主色调，提升产品档次并再次强调医学背景。公司主要品牌“薇诺娜”定位专注敏感肌肤护理，在包材方面较为独特，产品外包装风格较为简约，利用红色与白色结合，既强调了医学背景，又避免大量过度包装，节约了包装材料成本，同时又不失鲜红靓丽以吸引消费者；同时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，能实现集中采购，减少了公司的单位产品成本。

图表 46：薇诺娜产品外观强调医学背景



资料来源：公司招股书、公司官网、天猫旗舰店、万联证券研究所整理

4、未来看点：品牌品类齐驱并进，线上线下渠道共同拓展

4.1 产品成长性：品牌矩阵丰富化，业务范围边际扩大化

“薇诺娜”主品牌为核心，多个子品牌协同发展。公司在发展战略方面集中资源打造“薇诺娜”主品牌针对敏感肌肤细分市场纵深化发展，该品牌旗下产品线涵盖护肤品类、彩妆类、医疗器械类等几个大类，全面覆盖敏感肌消费者的多样化面部应用需求。薇诺娜一直是公司主要收入来源，但2018年以来占比有所下降，公司布局的其他子品牌如婴幼儿护理品牌“WINONA Baby”、油痘肌品牌“痘痘康”、高端皮肤修护品牌“Beauty Answers”、干皮护理专家“资润”正待启航，为公司未来的发展拓宽市场空间，公司近三年将集中提升子品牌的市场地位、市占率。

图表 47：以薇诺娜为核心的品牌矩阵

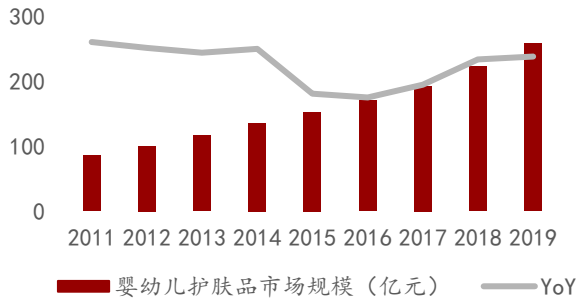


资料来源：公司官网，万联证券研究所整理

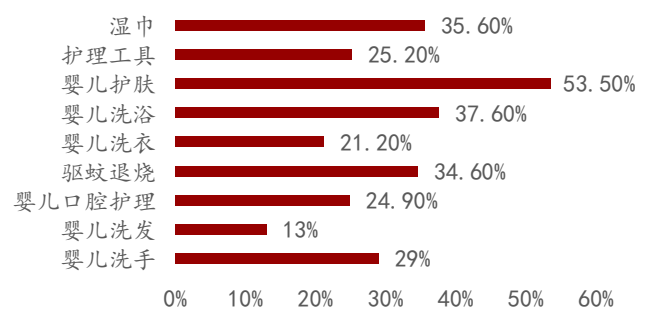
➤ WINONA Baby:

婴幼儿护肤品市场空间广阔，消费意识提升。随着时代的进步，父母对于婴幼儿的健康关注渗透到皮肤护理层面，“千禧妈妈”的护肤观念和消费意识加强，随着国家“二孩”等生育鼓励政策出台，婴幼儿护肤市场迎来了广阔发展空间。2019年婴幼儿护肤品市场突破250亿元，2011年到2019年年均复合增长率达15%呈现高速发展态势。以2018年为例，在婴儿护理产品子品类中婴儿护肤以53.5%的增速一马当先。

图表48：婴幼儿护肤品市场规模及增速



图表49：2018年婴儿护理用品子品类增长率



资料来源：Euromonitor、万联证券研究所整理

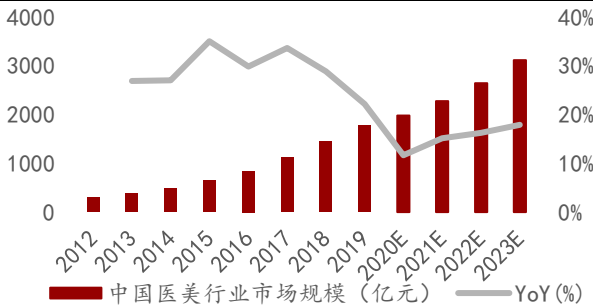
资料来源：母婴研究院、万联证券研究所整理

产品成分安全、功效显著，实现阶段性分阶护理。婴幼儿皮肤屏障功能脆弱，极易干燥失水，对外界的防御力差，且免疫系统尚未完善，所以易出现干燥、红痒和湿疹等皮肤问题。WINONA Baby针对性推出舒润滋养霜，通过湿痒修护成分青刺果、马齿苋和金盏花，修护湿痒，远离干燥，聚焦成分天然、安全两大核心关注问题。同时品牌还为婴幼儿皮肤在不同阶段进行针对性护理，目前现有产品包含**0-2岁产品线**特安养护洗发沐浴泡、特安养护身体乳、特安养护按摩油、特安养护手口湿巾和特安养护婴儿柔湿巾、**2-12岁产品线**倍润防护洗发露、倍润防护沐浴乳和倍润防护润唇膏、**针对性护理线**复合修护紫草膏、特安养护护臀霜和舒润滋养霜。

➤ Beauty Answers:

专注高端化定位，医美项目伴侣品牌。品牌从精准定位问题根源、精准活性物筛选、精准配方调制三个维度和精华、喷雾、面膜三种产品类型入手，覆盖医美项目之后的皮肤修护进程，为专业皮肤管理后的皮肤屏障受损、色素沉着、加速胶原再生等提供解决方案。国内医疗美容市场在近年呈现出快速发展的趋势，自2012年起一直保持着20%以上的增长速度，未来Beauty Answers市场空间广阔，并且能够凭借薇诺娜的线下渠道优势加强市场竞争力。

图表50：中国医美市场规模及增速



图表51：Beauty Answers 产品



资料来源：Frost&Sullivan，万联证券研究所

资料来源：Beauty Answers官网，万联证券研究所

➤ 皮肤医疗美容:

除功效性护肤品牌的培育外,公司还通过子公司积极布局皮肤类医美业务。公司通过子公司昆明薇诺娜开展医疗美容业务,旗下的医美机构以科技为导向,具备“全国独家:教育部创新团队领衔”、“全国典范:CDA全国公立医院皮肤美容主诊医师培训基地”、“全国独创:LIDC皮肤再生疗法”、“5+1+X”一站式服务等独特优势,赢得全国数万客户的优良口碑。

图表 52: 薇诺娜皮肤医疗美容中心



资料来源:中国质检协会官网,万联证券研究所整理

产品类型丰富,新产品线层出不穷未来可期。公司的主要产品类型包括水、乳、霜、精华、面膜等护肤类产品,隔离霜、BB霜、卸妆水等彩妆类产品,透明质酸修护生物膜、透明质酸修护贴敷料等医疗器械类产品。公司的防晒和精华新产品线作为扩品类的新尝试在推出之后都拥有良好表现。目前在研的产品系列共有5种,囊括III类医疗器械、皮肤屏障分型护理、彩妆系列、儿童系列以及泊缇诗系列,其中III类医疗器械已经到达批文申报阶段。

图表 53: 公司在研产品系列

项目名称	所处研发阶段	内容与目标	技术水平	预算经费(万元)
III类医疗器械开发	批文申报	研究不同生物材料对皮肤创面的修复效果,结合无菌制剂技术,开发多款III类医疗器械产品	国内先进	486.4
彩妆系列产品开发	配方研发	针对敏感肌肤人群对彩妆的需求,结合现有技术,开发敏感肌肤人群能够适用的彩妆产品	国内先进	174.4
儿童系列产品开发	配方研发	针对婴幼儿肌肤特点及易发皮肤问题,开发系列安全、温和、有效的产品,满足市场需求	国内先进	331.32
皮肤屏障分型护理产品开发	配方研发	将皮肤屏障受损进行分型,精准开发用于护理不同屏障受损问题的产品	国内先进	179.27
泊缇诗系列产品开发	配方验证	针对不同渠道消费者的诉求,利用新成分,新技术,开发全新品牌产品	国内先进	409.76

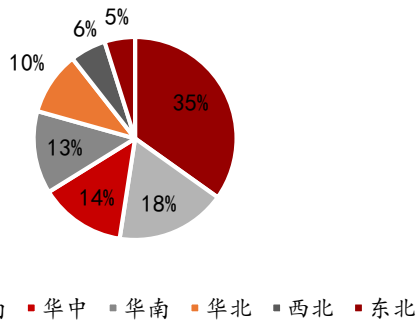
资料来源:公司招股说明书,万联证券研究所整理

4.2 渠道拓宽：线上线下渠道相辅相成，共同促进营收持续增长

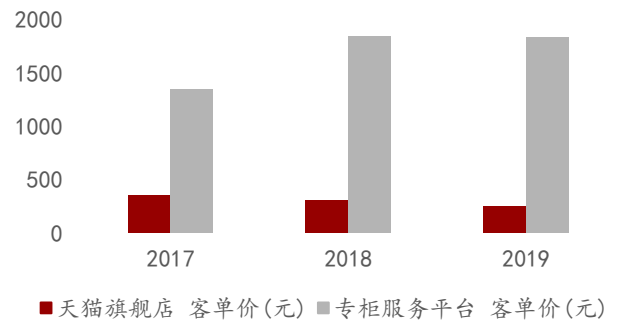
未来，公司将继续巩固在线上渠道和线下渠道的既有优势，进一步完善“线上线下相结合”的营销策略。公司将加大对于优势电商平台的合作力度，做到全网营销，加大薇诺娜专柜服务平台的建设，强化新零售营销。拓展连锁药店以增加线下产品的市场覆盖率。此外，公司未来计划逐步拓展东南亚海外市场，促进国际合作。

线上渠道：公司将加大对于优势电商平台的合作力度，预计线上各渠道将保持高速增长。公司线上渠道的高速增长得益于公司很早便开始积极布局电商渠道：2011年在天猫平台开设了薇诺娜官方旗舰店，2012年成立了电商事业部。目前，公司在天猫、微信、京东、小红书、考拉海购、蘑菇街等平台均设立了线上自营店，也与唯品会、京东、天猫超市等大型B2C平台签署了购销协议。公司计划未来继续加大对于优势电商平台的合作力度，线上自营渠道未来将持续发力，带来较高增长。**部分地区市场仍处于市场培育期，市场增长潜力巨大。**2017-2019年，薇诺娜天猫旗舰店各地区销售金额均保持高速增长，但各地区分布尚且不均，集中度较高，华东地区占比35%，远高于其他地区。可推测在某些地区薇诺娜的市场还不够成熟，正处于高速增长阶段。随着公司品牌知名度的迅速提升以及各电商平台合作力度的加大，销售额较落后地区的市场增长潜力巨大。

图表54：2019年天猫旗舰店销售地域分布



图表55：薇诺娜天猫旗舰店与薇诺娜专柜服务平台客单价对比



资料来源：招股说明书、万联证券研究所整理

资料来源：招股说明书、万联证券研究所整理

实施全网营销战略。继续凭借天猫、京东等头部B2C电商平台的影响力和流量优势，结合营销推广渠道多元化发展为线上自营引流，产生流量聚集效应，提高客户粘性，树立品牌形象。公司将不断强化新媒体营销布局，以目标消费群体的内容偏好为基础，通过强互动的IP内容化营销方式，提升消费者对公司品牌和产品的体验与认知程度，为线上自营店铺引流，提高消费者粘性。并在后续通过社交裂变为公司带来更多低成本的客户流量。例如通过知乎、小红书等垂直领域的内容平台，直接面向对皮肤护理专业性、安全性要求较高的人群，通过开展专业化的产品教育，形成内容沉淀，树立专业的品牌形象。

公司计划继续加大投入建设薇诺娜专柜服务平台，为公司销量增长提供动力。为应对主流平台获客费用率的上涨，公司将线上线下的自营模式相结合，自主搭建了私域流量平台——“薇诺娜专柜服务平台”。专柜服务平台的客单价远高于天猫官方旗舰店的客单价，复购率高，客户粘性强。公司通过平台的运营与内容推送、设置会员体系以及各类会员活动等方式，实现对公司平台会员的差异化精细化管理，增强品牌与消费者的情感关联，从而提高客户复购率与客户粘性。目前该渠道的销售规模暂且较小，具备一定的发展潜力，公司计划继续加大薇诺娜专柜服务平台的

建设，强化新零售营销。

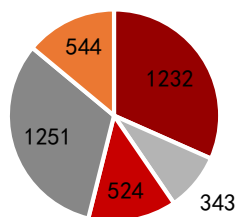
线下渠道：公司计划继续拓展连锁药店。随着连锁药房自身经营规模、经营门店范围的不断扩大，其对公司产品的采购量将不断增加。薇诺娜在OTC渠道的销量稳步上升，2019年直供客户模式下的营收超过2亿元。直供客户模式产生的销售收入逐年上升，是公司重点打造的线下销售领域。公司前五大直供客户较为稳定，以健之佳、老百姓和一心堂为主，三者均系规模较大的医药连锁零售企业，拥有广泛的终端网点，公司在线下渠道开拓过程中，与其建立了良好的合作关系。一心堂目前以西南为核心经营地区、华南为战略纵深经营地区、华北为补充经营地区格局，其门店布局的逐步广泛将推动公司产品向其他地区线下渠道的覆盖。目前药店渠道还处于起步阶段，公司将继续拓展连锁药店渠道，积极寻求新的合作，增加线下产品的市场覆盖率，渠道增长空间乐观。

图表 56：公司积极与直供客户建立合作

客户名称	开始合作时间	背景及原因、客户获取来源
云南健之佳健康连锁店股份有限公司	2015	基于公司当地的品牌影响力，与公司接洽并达成合作意向
一心堂药业集团股份有限公司	2013	公司主动拜访寻求合作
成都利康实业有限责任公司	2013	公司主动拜访寻求合作
建水县科莱伊美肌肤诊所	2015	基于公司的品牌影响力，其主动拜访公司寻求合作
柳州市妇幼保健院	2013	基于公司当地的品牌影响力，与公司接洽并达成合作意向
老百姓大药房连锁股份有限公司	2016	公司主动拜访寻求合作
重庆汇欣灵生物科技有限公司	2017	通过行业信息了解公司产品后，与公司接洽，建立合作关系
成都盈通泰医疗科技有限责任公司	2019	公司主动拜访寻求合作
湖南怀仁药业有限公司	2019	通过行业信息了解公司产品后，与公司接洽，建立合作关系

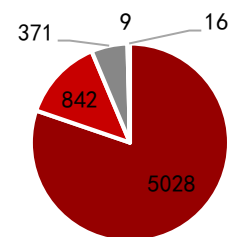
资料来源：招股说明书、万联证券研究所整理

图表 57：老百姓门店地区分布



■ 华中区域 ■ 华南区域 ■ 华北区域 ■ 华东区域 ■ 西北区域

图表 58：一心堂直营门店地区分布



■ 西南地区 ■ 华南地区 ■ 华北地区 ■ 华东地区 ■ 华中地区

资料来源：老百姓年报、万联证券研究所整理

资料来源：一心堂年报、万联证券研究所整理

加快线下布局的步伐，线下渠道多元化发展。薇诺娜于去年入驻屈臣氏，填补了其新零售板块的空缺，为品牌营收带来新的增量。未来公司还可能开设品牌体验门店，以进一步提升品牌影响力。薇诺娜于2020年6月25日宣布入驻屈臣氏。这是薇诺娜首次进入彩妆个护零售渠道，品牌首批将进驻574家屈臣氏门店，计划到2021年拓展至2000家。薇诺娜目前在全国设有400余个线下专柜，而屈臣氏在全球25个市场拥有超过1.5万家店铺，其中中国内地有近4000家。目前薇诺娜线上渠道的消费者所在地域以二、三线城市为主，屈臣氏的消费群体与线上渠道的消费群体形成差异化。

5、投资建议

公司专注敏感性护肤，是皮肤学级护肤品赛道中的龙头，旗下“薇诺娜”品牌市占率第一。公司依托强产品力（深耕敏感肌护肤、重研发、口碑好）与强渠道力（线上差异化营销、线下布局医院/药店），业务近年来处于快速增长期。未来公司有望凭借主品牌薇诺娜与“WINONA Baby”、“痘痘康”、“Beauty Answers”、“资润”等子品牌共同发力，在渠道方面尤其是线下渠道继续扩展，继续维持业绩高增。我们预计，公司2020-2022年EPS分别为1.28/1.87/2.55元/股。考虑到公司的稀缺性及高成长性，给予公司2021年110-130倍PE，对应目标价为206-243元，对应市值为873-1029亿元，首次覆盖给予“买入”评级。

图表 59：公司收入、毛利率分拆及盈利预测

单位：百万元	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	798.04	1240.49	1943.75	2691.80	3779.00	4995.06
yoy		55.44%	56.69%	38.49%	40.39%	32.18%
毛利率	81.28%	81.16%	80.22%	80.46%	81.17%	81.75%
线上：						
收入	488.38	881.79	1483.68	2143.90	3054.32	4070.30
yoy	-	80.55%	68.26%	44.5%	42.5%	33.3%
占营收比例	61.20%	71.08%	76.33%	79.65%	80.82%	81.49%
毛利率	79.05%	79.61%	78.33%	78.85%	79.81%	80.38%
线下：						
收入	298.13	347.94	450.76	528.22	698.51	893.10
yoy	-	16.71%	29.55%	17.2%	32.2%	27.9%
占营收比例	37.91%	28.29%	23.30%	19.77%	18.61%	17.99%
毛利率	86.0%	86.2%	86.9%	86.8%	88.0%	88.6%
费用率：						
销售费用率	41.09%	40.52%	43.39%	46.90%	47.00%	47.00%
管理费用率	10.92%	9.94%	7.04%	6.27%	6.50%	6.50%
研发费用率	3.62%	3.71%	2.78%	2.36%	2.80%	2.80%
财务费用率	0.23%	-0.08%	-0.07%	-0.03%	0.04%	0.10%

资料来源：公司公告、万联证券研究所整理

图表 60：可比公司估值表

公司	市值 (亿元)	营业收入 yoy			归母净利润 yoy			PE			EPS		
		2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
上海家化	321	-7%	18%	13%	-23%	17%	52%	55	64	42	0.6	0.7	1.1
珀莱雅*	312	21%	31%	25%	28%	31%	29%	62	48	37	2.5	3.3	4.2
丸美股份*	224	4%	19%	18%	6%	16%	18%	41	35	30	1.4	1.6	1.9
御家汇	99	54%	29%	28%	418%	61%	52%	44	29	24	0.3	0.6	0.8
贝泰妮*	200	38%	40%	32%	32%	43%	35%	37	26	19	1.3	1.8	2.5

资料来源：Wind、万联证券研究所整理

注：贝泰妮选用发行价计算，其他选用2021年3月24日收盘价计算；带*公司的PE、EPS为我们团队预测，其余的选用wind一致预测。

6、风险因素

市场竞争加剧风险、新品牌拓展不达预期风险、渠道拓展不达预期风险。

万联证券

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

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，以勤勉的执业态度，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。

免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

电话：021-60883482 传真：021-60883484

北京 西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳 福田区深南大道2007号金地中心

广州 天河区珠江东路11号高德置地广场