

## 贝泰妮 (300957.SZ)

2021年03月25日

## 敏感肌修护黄金赛道，“医研赋能”成就国货王者

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

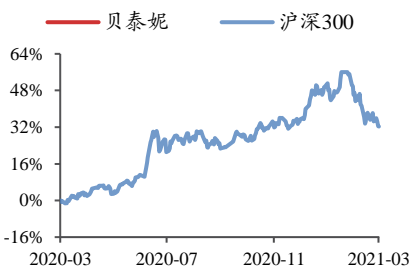
黄泽鹏（分析师）

huangzepeng@kysec.cn

证书编号：S0790519110001

日期	2021/3/25
当前股价(元)	162.82
一年最高最低(元)	180.00/157.21
总市值(亿元)	689.71
流通市值(亿元)	87.50
总股本(亿股)	4.24
流通股本(亿股)	0.54
近3个月换手率(%)	71.16

### 股价走势图



数据来源：贝格数据

### ● 公司是国货敏感肌修护龙头，首次覆盖，给予“买入”评级

贝泰妮是敏感肌修护领域龙头，2019年市占率位居全国皮肤学级护肤品第一名。我们认为，敏感肌修护作为护肤品黄金赛道，增速高、渗透低、空间大、黏性强。公司作为细分领域冠军，已在优质产品研发、专业化品牌形象树立和明星大单品打造等方面构筑竞争优势，未来品牌和渠道延伸还将带来新增长。我们预计公司2021-2023年归母净利润为7.98/11.13/15.04亿元，对应EPS为1.88/2.63/3.55元，当前股价对应PE为86.4/62.0/45.9倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

### ● 敏感肌赛道增速高、渗透低、空间大、黏性强，国货品牌具备差异化优势

**护肤品行业：大单品是品牌突围之道。**护肤品消费日趋理性，优质产品始终是品牌竞争基础核心；但由于行业竞争加剧，差异化品牌形象宣传也成为关键要义。考虑到直播、社媒营销占据风口，新生代消费群体接受KOL种草、购买细分明星单品的消费习惯逐渐养成，打造大单品的关键性愈加凸显，成为品牌突围之道。**敏感肌黄金赛道：增速高、渗透低、空间大、黏性强。**（1）**增速高：**皮肤学级护肤品行业2014年-2019年复合增速达23%，领跑护肤行业；（2）**渗透低：**行业渗透率仅5.5%，相较海外处于较低水平；（3）**空间大：**我们测算我国敏感肌潜在市场规模在千亿级别；（4）**黏性强：**更换产品的高风险带来了消费者的强黏性。敏感肌赛道内，国货品牌凭借“医研赋能”，打造差异于外资品牌的竞争优势。

### ● 贝泰妮：敏感肌赛道冠军品牌，大单品深入人心，品牌渠道拓展空间广阔

贝泰妮（薇诺娜）是深耕敏感肌修护赛道的国货龙头品牌，医研赋能加专业背书打造冠军单品。细分赛道“冠军品牌”：薇诺娜在敏感肌修护领域市占率第一，已打造“敏感肌=薇诺娜”的强品牌效应。护肤细分领域“明星单品”：舒敏保湿特护霜双十一销售额位居乳液面霜品类前三名，相对竞品优势明显，有望打造为长生命周期大单品。**未来增长点：**主品牌薇诺娜仍有充足发展空间；拓展WINONA Baby等新品牌打造品牌矩阵；直供客户渠道延伸带来新增量。

### ● 风险提示：新品牌拓展不及预期；渠道拓展不及预期；行业竞争加剧。

### 财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,944	2,692	3,812	5,187	6,864
YOY(%)	56.7	38.5	41.6	36.1	32.3
归母净利润(百万元)	412	544	798	1,113	1,504
YOY(%)	58.1	31.9	46.9	39.4	35.1
毛利率(%)	80.2	80.5	80.5	80.4	80.3
净利率(%)	21.2	20.2	20.9	21.5	21.9
ROE(%)	54.3	45.2	39.9	35.7	32.6
EPS(摊薄/元)	0.97	1.28	1.88	2.63	3.55
P/E(倍)	167.4	126.9	86.4	62.0	45.9
P/B(倍)	91.2	57.5	34.5	22.2	14.9

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

## 目录

1、	投资摘要	5
2、	贝泰妮是国货敏感肌龙头	7
2.1、	贝泰妮是国货敏感肌龙头，营收、归母净利润高速增长	7
2.2、	公司实控人有药企背景，管理层深耕领域经验丰富	9
3、	行业分析：敏感肌是护肤品优质细分赛道，国货具备差异化竞争优势	10
3.1、	护肤品行业：大单品是品牌突围之道，多品牌战略打造行业巨头	11
3.1.1、	行业概览：消费者日趋理性，外资品牌表现强势	11
3.1.2、	行业趋势：社媒、直播渠道兴起，驱动优质大单品成为品牌突围之路	12
3.1.3、	打造品牌矩阵是护肤品企业突破自身天花板的破局之锤	15
3.2、	敏感肌黄金赛道：增速高、渗透低、空间大、黏性强	17
3.2.1、	敏感性皮肤概览：症状机理、治疗方法和用户画像	17
3.2.2、	皮肤学级护肤品赛道：增速高、渗透低、空间大、黏性强	18
3.2.3、	竞争格局：国货品牌表现优异、构筑差异化竞争优势	22
4、	贝泰妮：“研发/产品——渠道/营销——品牌”链路清晰	24
4.1、	研发：强研发构筑竞争壁垒，研发团队专业背景突出	24
4.2、	产品：产品涵盖整个护肤流程，明星大单品经久不衰	26
4.3、	渠道：线上、线下全渠道布局，电商发力带来销售高增长	30
4.3.1、	线上渠道：自营平台发力快速增长	33
4.3.2、	线上线下相结合：薇诺娜专柜服务平台运用私域流量，客单价&复购率高	34
4.3.3、	线下渠道：布局医院、连锁药房等专业渠道，打造品牌形象	36
4.4、	营销：全渠道营销，助力品牌增长	37
4.5、	同业比较：营收、归母净利润高速增长，盈利能力行业领先	41
5、	增长空间：品牌拓展，渠道延伸	43
5.1、	品牌：主品牌空间广阔，Winona Baby&Beauty Answers 持续拓展	43
5.2、	渠道：直供客户渠道延伸，有望贡献增量	45
6、	盈利预测和估值	46
6.1、	关键假设	46
6.2、	盈利预测与估值	48
7、	风险提示	48
附：	财务预测摘要	49

## 图表目录

图 1：	贝泰妮竞争优势突出，品牌发展链路清晰	6
图 2：	贝泰妮公司飞速发展	7
图 3：	贝泰妮营收高增长	7
图 4：	贝泰妮归母净利润高增长	7
图 5：	公司经营品类以护肤品为主	8
图 6：	医疗器械品类毛利率最高	8
图 7：	贝泰妮具有较高的毛利率和净利率	8
图 8：	贝泰妮销售费用率上升、管理费用率下降	8
图 9：	公司实控人为郭振宇及其子 KEVIN GUO	9

图 10:	强功效性、皮肤学级护肤品正处于护肤品细分赛道风口	10
图 11:	针对敏感肌的皮肤学级护肤品增速领跑化妆品各细分赛道	10
图 12:	护肤品行业在快速发展	11
图 13:	疫情后消费者护肤日趋理性	11
图 14:	以百雀羚为代表的国货品牌在 2012-2017 年间表现优异 (市占率, %)	11
图 15:	2020 年外资品牌天猫旗舰店同比增速更高	12
图 16:	社媒渠道和直播营销为大单品兴起创造条件	13
图 17:	头部大单品在小红书种草笔记数更多	13
图 18:	雅诗兰黛小棕瓶历经 7 代发展	13
图 19:	销售较好店铺里, 明星单品的占比也更高	13
图 20:	天猫 2020 年 11 月各细分品类销售额前三的商品均具有强市场影响力 (按销售额排序)	14
图 21:	海内外护肤品行业, 头部单品牌的市占率普遍在 2%-7% 之间	15
图 22:	海外头部护肤品公司在本国市占率可达 10% 以上	16
图 23:	个体因素、外在因素均会导致皮肤屏障受损, 进而导致敏感性皮肤	17
图 24:	敏感性皮肤治疗方法主要包括健康教育、合理护肤、物理治疗和药物治疗 4 种	18
图 25:	皮肤学级护肤品 2019-2025 年 CAGR 有望达到 18%	19
图 26:	理想情景下, 皮肤学级护肤品潜在市场规模有望达到千亿级别	20
图 27:	欧莱雅活性健康化妆品营业利润率高于其他产品	21
图 28:	贝泰妮毛利率高于其他化妆品公司	21
图 29:	国货品牌“研发/产品——渠道/营销——品牌力”发展链路清晰	21
图 30:	薇诺娜、玉泽等国货品牌在皮肤学级护肤品类目中市占率逐年提升	22
图 31:	国货品牌针对特定肤质打造细分品类明星大单品, 构筑差异化竞争优势	23
图 32:	贝泰妮是国家教育部创新团队	24
图 33:	贝泰妮研发费用率保持较高水平	24
图 34:	公司核心技术人员专业背景雄厚, 并引入国外皮肤科高端人才和医院皮肤科专家	24
图 35:	贝泰妮具有多项专利	25
图 36:	贝泰妮发布红宝书	25
图 37:	薇诺娜涵盖护肤全产品线	26
图 38:	薇诺娜打造了经典产品舒敏保湿特护霜	26
图 39:	舒敏保湿特护系列销售占比高	26
图 40:	青刺果和马齿苋分别为修护皮肤屏障和舒缓功能	27
图 41:	修丽可通过添加皮肤屏障成分实现修护功能	27
图 42:	薇诺娜添加的青刺果油成分“认知有效比”在 70% 以上	27
图 43:	薇诺娜产品采用红白相间设计, 形象专业	28
图 44:	薇诺娜的经典产品销售占比在行业中处于健康水平	28
图 45:	薇诺娜在敏感肌修护乳液领域属于绝对龙头	29
图 46:	公司已打通线上线下全渠道布局	30
图 47:	贝泰妮线上渠道连续高增长	31
图 48:	贝泰妮线下渠道毛利率更高	31
图 49:	贝泰妮已形成线上+线下全渠道布局, 其中线上自营是最重要增长渠道	31
图 50:	公司逐步拓展线上线下渠道, 形成全渠道布局	32
图 51:	线上自营和大型 B2C 分销增速较快	33
图 52:	线上自营的毛利率在线上渠道中最高	33
图 53:	线上自营整体保持较高增速 (单位: 百万元)	33
图 54:	唯品会是线上 B2C 第一大客户 (单位: 百万元)	33

图 55: 薇诺娜专柜服务平台客单价高于其他线上自营	34
图 56: 薇诺娜专柜服务平台复购率高于其他线上自营	34
图 57: 公司 2017-2019 年私域流量销售金额占比提升	34
图 58: 薇诺娜专柜服务平台的客单价&复购率高	35
图 59: 公司发力直供客户 (单位: 亿元)	36
图 60: 公司线下渠道毛利率整体较高	36
图 61: 薇诺娜线下药店渠道	36
图 62: 薇诺娜入驻屈臣氏 CS 渠道	36
图 63: 公司采取线上+线下全渠道营销模式	37
图 64: 渠道及广告宣传费带动公司销售费用率上升	38
图 65: 渠道及广告宣传中平台推广服务费占比提升	38
图 66: 公司平台推广服务主要包括平台推广工具和平台服务费佣金支出	39
图 67: 何黎出席中华医学会皮肤性病学分会	40
图 68: 何黎为薇诺娜提供直播及专家顾问服务	40
图 69: 李佳琦直播薇诺娜产品	40
图 70: 采用皮肤科专家+人气明星+网红博主联合直播	40
图 71: 贝泰妮营收增速在行业领先	41
图 72: 贝泰妮归母净利润增速在行业领先	41
图 73: 公司毛利率行业领先	41
图 74: 公司销售费用率较高	41
图 75: 贝泰妮 ROE 行业领先	42
图 76: 贝泰妮净利率较高	42
图 77: 贝泰妮化妆品自有产量逐年提升	42
图 78: 薇诺娜单品牌在国内尚未达到天花板	43
图 79: 2020 年天猫旗舰店 TOP 品牌 GMV 可达 40 亿元	43
图 80: 贝泰妮形成了多品牌布局	43
图 81: 薇诺娜宝贝是专业婴幼儿肌肤功效性护理品牌	44
图 82: Beauty Answers 是专业精准修护品牌	44
图 83: 专业渠道是海外成熟市场化妆品的重要购买渠道	45
表 1: 公司管理层经验丰富	9
表 2: 2020 年双十一榜单, 外资品牌表现强势	12
表 3: 相较中日韩而言, 欧美国家的皮肤学级护肤品渗透率水平更高	18
表 4: 我国人均护肤品消费/人均 GDP 相较日韩等亚洲国家仍然较低	19
表 5: 皮肤分为中性、干性、油性和混合性皮肤, 对应护肤要点和护肤品选购方向不同	22
表 6: 贝泰妮储备了丰富的在研项目	25
表 7: 公司渠道和广告宣传费主要分为线上推广和形象宣传及渠道推广费	38
表 8: 贝泰妮核心财务数据假设	47
表 9: 公司作为敏感肌修护领域龙头, 赛道高景气, 公司成长性强, 给予一定估值溢价	48

## 1、投资摘要

贝泰妮是国货敏感肌龙头，旗下薇诺娜品牌在皮肤学级护肤品领域市占率位居第一。受益于敏感肌细分赛道高景气，叠加优质产品和专业化背书构筑的竞争优势，公司近年来实现快速增长，营收/归母净利润 2017-2020 年三年 CAGR 分别达到 50.0%/52.4%。我们认为，公司卡位优质赛道，核心竞争力突出，发展前景看好。

**怎样看待护肤品行业竞争要义？**

**优质产品是基础，叠加直播、新兴社媒助力，大单品推动品牌突围。**

- **从需求端看，护肤品行业消费日趋理性，优质产品是基础要义。**近年来护肤品行业消费日趋理性，成分党兴起，产品安全性、产品功效等要素关注度明显提升，医生和专家渠道也成为护肤品消费者最信任的渠道。因此优质产品是品牌推广的前提，也是长久发展的关键所在。
- **从竞争格局看，护肤行业景气度高但竞争加剧，差异化宣传助力品牌脱颖而出。**护肤品行业 2016-2019 年 CAGR 达 12.9%，行业整体增速较高，但随着外资品牌在营销方面加码布局，行业竞争在持续加剧。在此背景下，具备差异化宣传卖点将帮助品牌形象更加深入人心，获取竞争优势。
- **社媒和直播仍把握流量入口，细分领域冠军&明星大单品成为了品牌破局之锤。**在消费品领域，细分领域冠军往往可以实现“品牌即品类”效应（例如，想到洗衣液即想到蓝月亮，想到无糖气泡水即想到元气森林），这是品牌力的最高象征。现阶段随着社媒和直播等占据流量入口，在 KOL 宣传及社媒红人种草模式的推波助澜下，明星大单品能够获得更多曝光，重要性也愈发凸显。

**怎样看待敏感肌细分赛道？**

**高增长、低渗透、大空间、强黏性的优质细分赛道。**

- **敏感性皮肤的发生机制涉及“累及皮肤屏障-神经血管-免疫炎症”的复杂过程。**敏感性皮肤是皮肤在生理或病理条件下发生的高反应状态，多发生于面部。治疗方法包括健康教育、合理护肤、物理治疗、药物治疗等。
- **敏感肌赛道具有高增长、低渗透、大空间、强黏性特点。**（1）增速高：皮肤学级护肤品行业 2014 年-2019 年复合增速达 23%，领跑护肤行业；（2）渗透低：行业目前渗透率仅 5.5%，相较海外仍处于较低水平；（3）空间大：我们测算我国敏感肌潜在市场规模在千亿级别；（4）粘性强：高更换产品风险带来强黏性。
- **国货品牌在敏感肌修护赛道具备差异化竞争优势。**近年来薇诺娜、玉泽等国货品牌通过打造细分品类的明星大单品，构筑差异化竞争优势，市占率逐年提升。

**怎样看待贝泰妮的竞争优势？**

**医研赋能+专业医生背书&细分领域冠军&明星大单品，构筑核心竞争优势。**

- **贝泰妮采用与医院联合开发的模式，保证产品有效性。**贝泰妮与昆明医科大学第一附属医院等医疗机构合作开展研发项目，皮肤科医生对国人肤质更为了解，可以保障产品的有效性。薇诺娜品牌的功效性和安全性经过北京大学第一医院等 54 家国内著名医学机构临床观察，优质产品构筑公司发展基石。

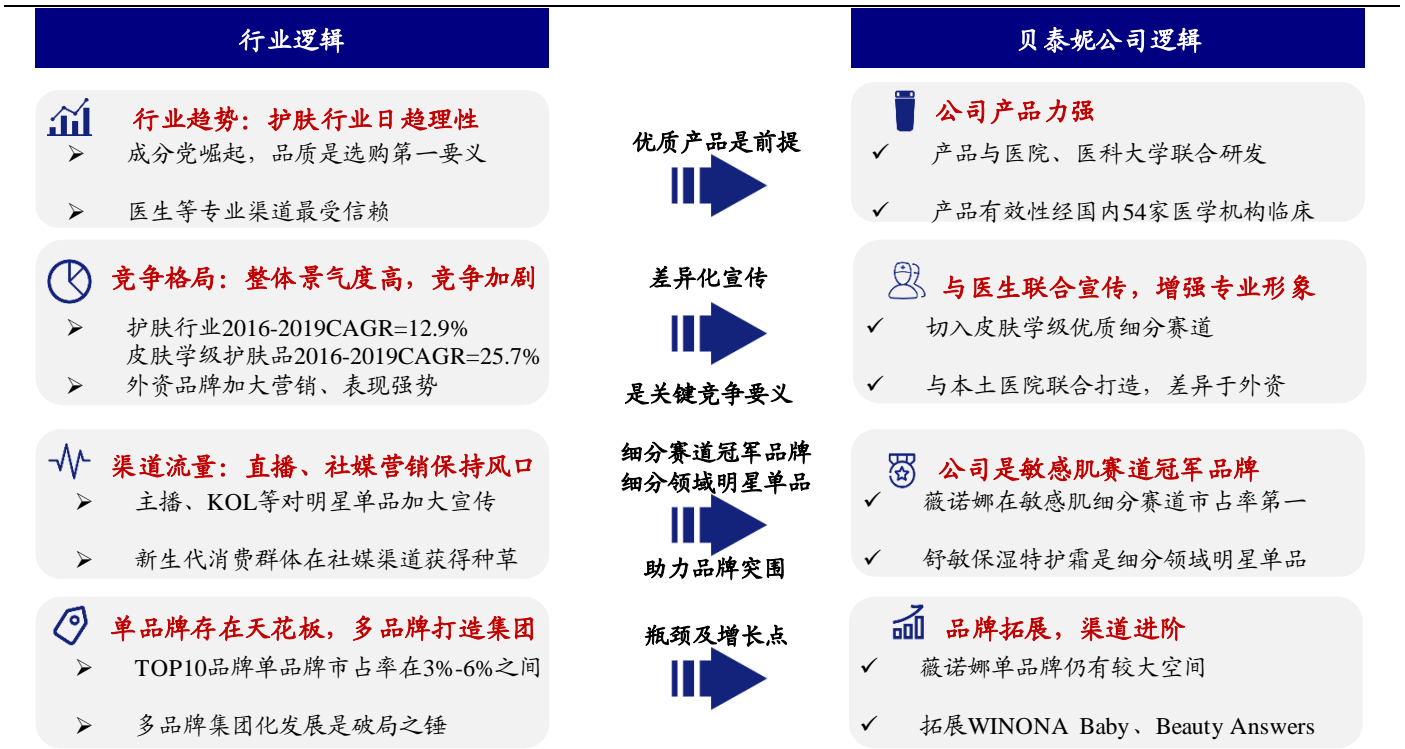
- **皮肤学界泰斗背书、专业人员联合宣传，打造差异化的专业品牌形象。**在进行产品推广时，薇诺娜品牌拥有行业泰斗何黎背书，围绕“三甲医院皮肤科”和“专业敏感肌品牌”进行宣传，打造专业形象更易获得消费者信任，相较于外资品牌也构筑了差异化竞争优势。
- **薇诺娜已成为敏感肌细分赛道冠军品牌，大单品舒敏保湿特护霜深入人心。**根据 Euromonitor 数据，薇诺娜在皮肤学级护肤品赛道的市占率从 2013 年的 2.1% 提升至 2019 年的 20.5%，位居细分赛道第一名。消费者想到敏感肌即会想到薇诺娜，品牌形象已深入人心。此外，薇诺娜的明星单品舒敏保湿特护霜，在竞品中优势明显，一方面有助于提升品牌形象，也有望打造为长生命周期的大单品。

怎样看待贝泰妮未来的增长点？

单品牌空间仍然广阔、多品牌战略持续拓展，新渠道锦上添花。

- **贝泰妮主品牌薇诺娜市场空间广阔。**根据 Euromonitor 数据，2019 年欧莱雅和百雀羚护肤口径零售额达到 110 亿元，市占率排名前十的单品牌零售额均在 40 亿元以上；单电商口径看，2020 年欧莱雅、雅诗兰黛、兰蔻等天猫旗舰店 GMV 均超 40 亿元。贝泰妮 2020 年实现收入 26.9 亿元，薇诺娜单品牌仍有较大空间。
- **WINONA Baby 和 BEAUTY ANSWERS 多品牌矩阵持续拓展。**薇诺娜推出专注于婴幼儿肌肤护理的 WINONA Baby，是国内首家 0-2 岁临床测试数据支持的 品牌；BEAUTY ANSWERS 定位高端，借助医美渠道推广，有望享受医美行业高景气红利。随着公司多品牌矩阵拓展，新品牌亦有望不断为公司贡献增量。
- **继续推进直供客户渠道布局，打造专业形象。**药房等专业线下渠道是海外护肤品的重点购买渠道，随着贝泰妮继续推进专业渠道布局，新渠道也将贡献增量。

图1: 贝泰妮竞争优势突出，品牌发展链路清晰



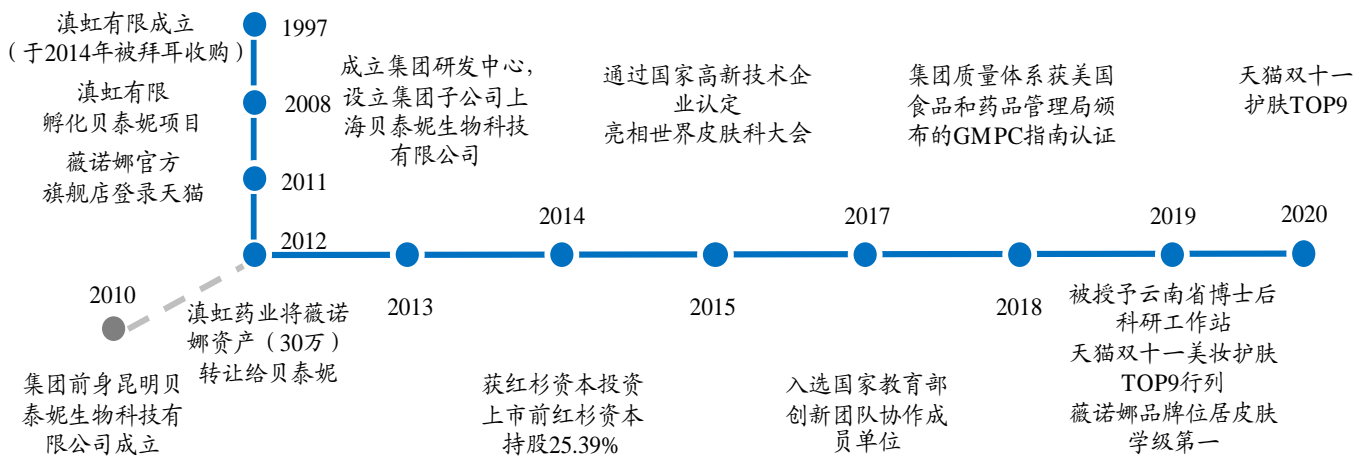
资料来源：公司公告、Euromonitor、开源证券研究所

## 2、贝泰妮是国货敏感肌龙头

### 2.1、贝泰妮是国货敏感肌龙头，营收、归母净利润高速增长

贝泰妮是国货敏感肌龙头，旗下薇诺娜品牌在皮肤学级护肤品领域市占率第一。云南滇虹药业 2008 年孵化了薇诺娜项目，并在 2012 年将薇诺娜转让给贝泰妮有限。公司发展至今，在深耕主品牌薇诺娜基础上，也逐步形成了主打婴幼儿护理的 WINONA Baby 和专注于高端皮肤修护的 BEAUTY ANSWERS 等多品牌矩阵，覆盖不同细分赛道、多年龄阶层；而在渠道方面，公司线下通过医院、药店等渠道树立专业品牌形象，线上通过电商渠道实现销售快速增长。根据 Euromonitor 数据，公司旗下薇诺娜品牌 2019 年在皮肤学级护肤品领域市占率位居第一，2020 年双十一销售额继续在国货护肤品中领跑。

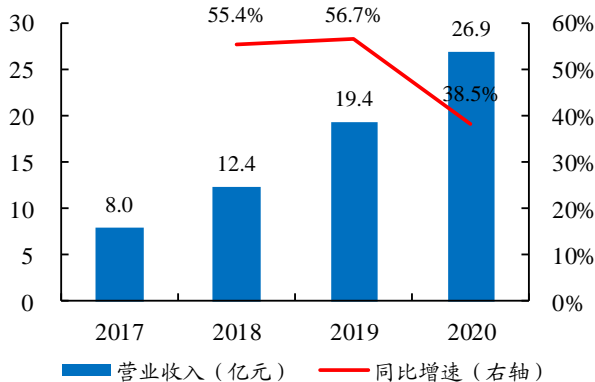
图2：贝泰妮公司飞速发展



资料来源：公司公告、开源证券研究所

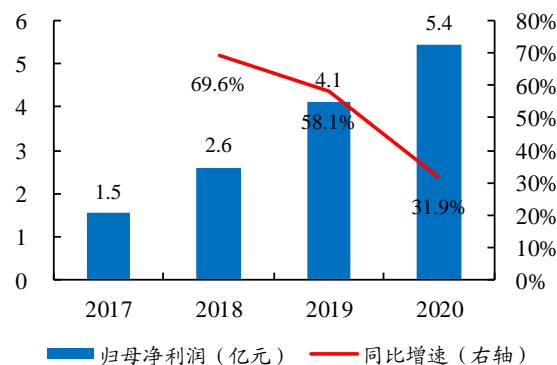
贝泰妮营收、净利润持续高增长。2020 年，贝泰妮营收为 26.9 亿元，同比增长 38.5%，营收 2017-2020 年三年 CAGR 达 50.0%；实现归母净利润 5.4 亿元，同比增长 31.9%，三年 CAGR 达 52.4%，公司在疫情背景下业绩表现仍然亮眼。根据公司招股书注册稿的业绩预告：2021Q1 公司营业收入预计为 3.8 亿元-4.2 亿元，同比增长 19.30%-31.23%，归母净利润预计为 6400 万元-7200 万元，同比增长 18.75%-33.60%。

图3：贝泰妮营收高增长



数据来源：公司公告、开源证券研究所

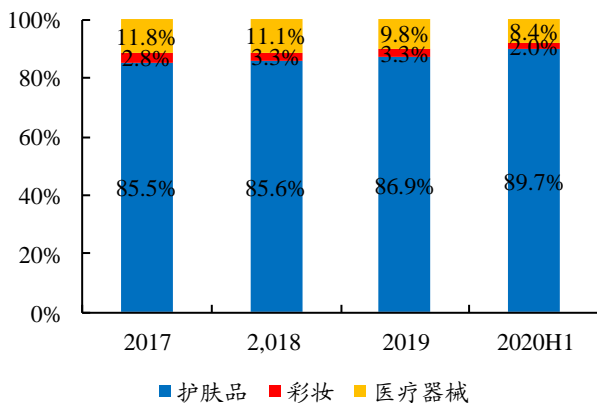
图4：贝泰妮归母净利润高增长



数据来源：公司公告、开源证券研究所

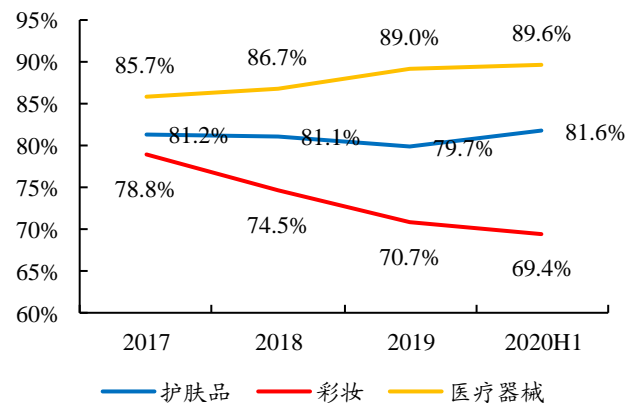
公司经营品类以护肤品为主。公司经营品类包括护肤品、彩妆和医疗器械，2019年三种品类收入占比分别为86.9%、3.3%和9.8%。其中护肤品主要包括霜、护肤品和面膜等，彩妆主要包括BB霜、卸妆水等，医疗器械（注册为械字号的产品）指的是透明质酸修护生物膜、透明质酸修护贴敷料等。从增速上看，2019年公司护肤品/彩妆/医疗器械品类增速分别为60%/59%/39%，其中护肤品是增长主力，彩妆品类由于基数较小近年来增长也较快。从毛利角度看，公司毛利率稳定，医疗器械毛利率最高，主要是由于其生产要求较高，带来一定产品溢价且较少参加促销活动。

图5：公司经营品类以护肤品为主



数据来源：公司公告、开源证券研究所

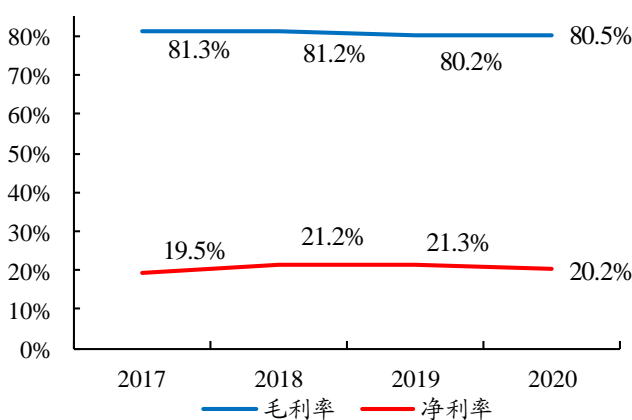
图6：医疗器械品类毛利率最高



数据来源：公司公告、开源证券研究所

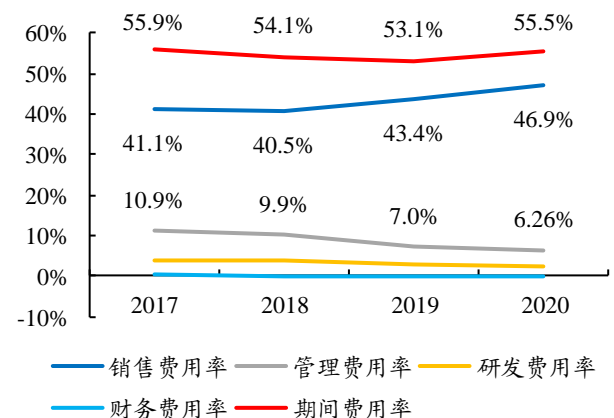
公司盈利能力较强，加大品牌宣传导致销售费用率有所提升。贝泰妮具有行业领先的盈利能力，2017-2020年毛利率均高于80%，我们认为主要是由于公司卡位敏感肌修护赛道，产品具有一定的议价权。期间费用率方面，2020年公司期间费用率受销售费用率带动上行，从2019年的53.1%提升2.4pct至2020年的55.5%。销售费用率方面，公司2020年加大了营销投入，导致销售费用率从2019年的43.4%提升3.5pct至2020年的46.9%（公司加大网络渠道宣传）；管理费用率方面，2017-2020年公司规模扩张拉动管理费用率稳步下降；公司研发费用率保持在2.5%以上。

图7：贝泰妮具有较高的毛利率和净利率



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图8：贝泰妮销售费用率上升、管理费用率下降



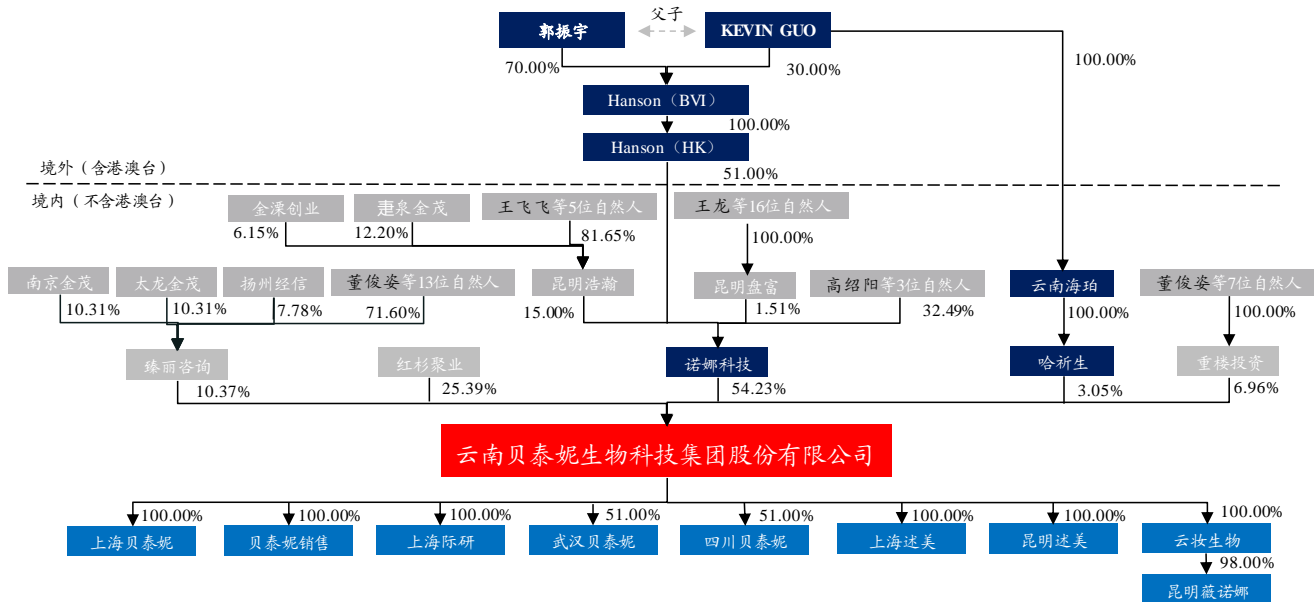
数据来源：公司公告、开源证券研究所



## 2.2、公司实控人有药企背景，管理层深耕领域经验丰富

公司实控人郭振宇是原云南滇虹药业董事长。上市前实控人郭振宇和其子 KEVIN GUO 通过诺娜科技和哈祈生合计持有公司 57.28% 股权。2014 年贝泰妮获红杉资本投资，上市前红杉资本持股比例为 25.39%。总体来看公司股权较为集中，公司高级管理人员及核心员工通过间接方式持有公司股份实现利益绑定，并参与战略配售。

图9：公司实控人为郭振宇及其子 KEVIN GUO



资料来源：公司公告、开源证券研究所

公司多名管理人员为原云南滇虹药业核心成员，行业经验丰富。贝泰妮原是云南滇虹药业（注册成立于 1993 年，旗下拥有康王、皮康王等丰富的 OTC 产品，2014 年被德国拜耳收购）孵化项目，滇虹药业线下具有遍布全国的优质销售渠道，现公司多名管理层为原滇虹药业核心成员，具有丰富的行业经验。

表1：公司管理层经验丰富

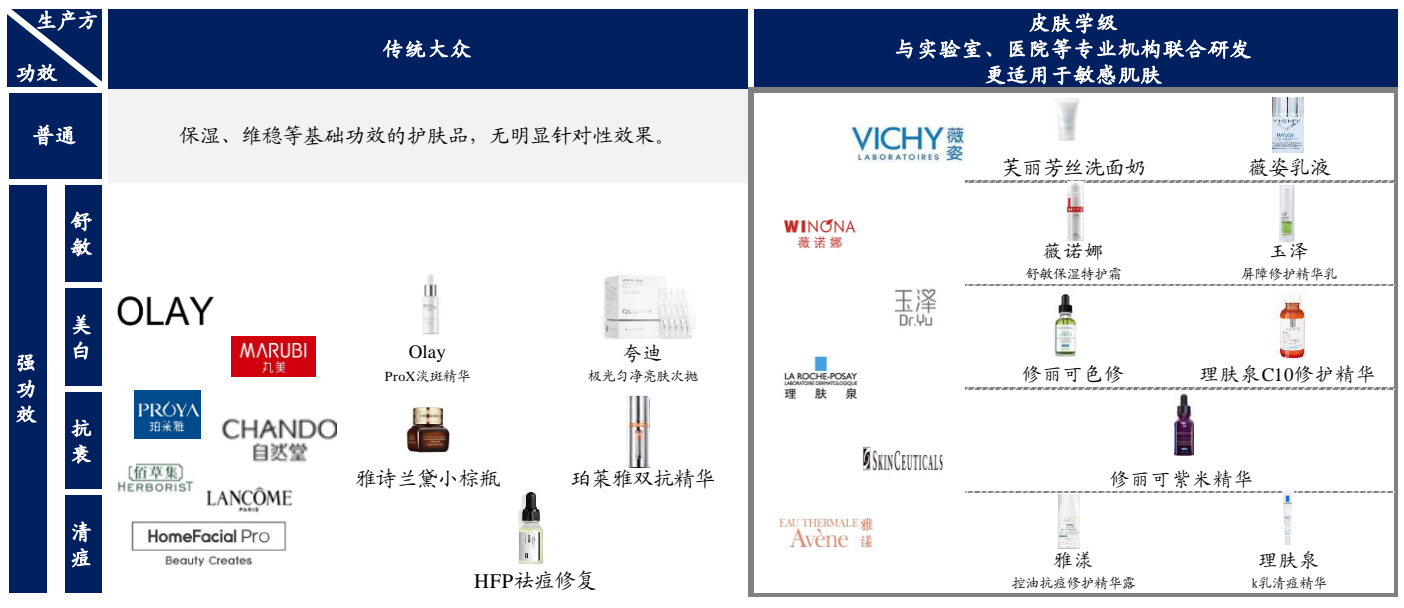
姓名	职位	简历
郭振宇	董事长	电机工程专业博士学位。1986 年 9 月至 1988 年 7 月任云南大学无线电系讲师，1988 年 8 月至 1989 年 8 月任加拿大新布伦瑞克大学助教，1995 年 7 月至 1996 年 7 月任加拿大蒙特利尔大学医学院助理教授、加拿大蒙特利尔临床医学研究所高级研究员，1996.9-2002.7 任美国乔治华盛顿大学工学院助理教授、副教授、终身教授。2003 年 1 月至 2014 年 11 月任滇虹药业集团股份有限公司董事长、总裁。2014 年 6 月至 2016 年 12 月任贝泰妮有限董事长，2016 年 12 月至 2019 年 2 月任贝泰妮有限董事长兼总经理，2019 年 3 月至今任公司董事长兼总经理。
高绍阳	董事、副总经理	化学制药专业本科学历 昆明滇虹药业、上海康王日用化妆品、曾任职滇虹药业集团，2012 年起在贝泰妮任职
董俊安	董事、副总经理	工商管理专业硕士学历，曾任职滇虹药业、阳光城股份有限公司人力资源总经理，2012 年在贝泰妮任职
马骁	董事、副总经理	化学工程专业硕士学历，工商管理硕士，执业药师，高级工程师 曾任职滇虹药业集团股份，2013 年起在贝泰妮任职
王龙	财务总监、董事 会秘书	会计学专业本科学历，澳洲注册会计师 曾任职江苏先声药业、亿腾医药，2016 年起在贝泰妮任职

资料来源：公司公告、开源证券研究所

## 3、行业分析：敏感肌是护肤品优质细分赛道，国货具备差异化竞争优势

从供给端讲，护肤品行业可分为传统经典护肤品和皮肤学级护肤品（Euromonitor将皮肤学级护肤定义为适用于敏感皮肤、能缓解治疗特定皮肤相关问题并有医疗人士或皮肤科医生认可的产品）；从功效角度讲，护肤品行业可分为（1）具有保湿、维稳等基础功效，无明显针对性效果的普通护肤品和（2）具有舒敏、美白、抗衰老功能的强功效性护肤品。随着美容知识科普率的提高和美妆消费教育的普及，消费者护肤开始向着规范化与理性化发展，细分优质赛道保持高景气。

图10：强功效性、皮肤学级护肤品正处于护肤品细分赛道风口



资料来源：Euromonitor、开源证券研究所

针对敏感肌的皮肤学级护肤品近年来持续高景气，增速领跑化妆品各细分赛道。根据 Euromonitor 数据，我国皮肤学级护肤品 2019 年市场规模达到 136 亿元，2014 年-2019 年复合增速为 23.2%，在化妆品各细分赛道中领跑，景气度较高。

图11：针对敏感肌的皮肤学级护肤品增速领跑化妆品各细分赛道

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2014-2019五年CAGR
总规模	2310	2536	2768	2978	3177	3380	3728	4197	4777	
总规模同比增速	13%	10%	9%	8%	7%	6%	10%	13%	14%	9.9%
护肤	1152	1272	1393	1510	1610	1698	1881	2131	2444	
护肤同比增速	14%	10%	10%	8%	7%	6%	11%	13%	15%	10%
抗衰	246	279	312	330	341	356	404	472	575	
抗衰同比增速	17%	14%	12%	6%	4%	4%	13%	17%	22%	12%
彩妆	166	181	205	227	253	285	346	433	552	
彩妆同比增速	13%	9%	13%	11%	11%	12%	21%	25%	27%	19.4%
皮肤学级	34	37	42	48	59	68	85	102	136	
皮肤学级同比增速	24%	8%	13%	14%	24%	15%	24%	21%	32%	23%

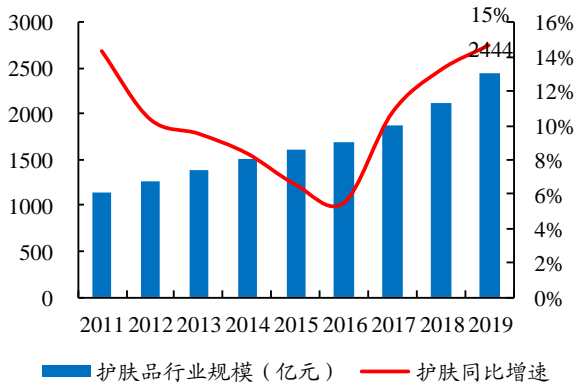
数据来源：Euromonitor、开源证券研究所

## 3.1、护肤品行业：大单品是品牌突围之道，多品牌战略打造行业巨头

### 3.1.1、行业概览：消费者日趋理性，外资品牌表现强势

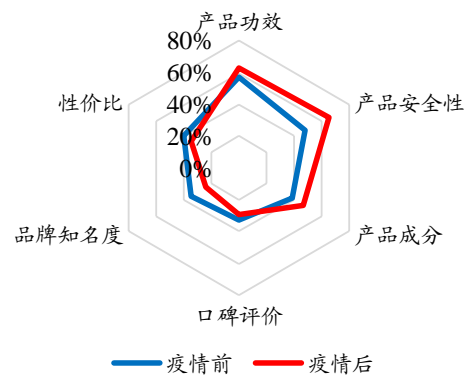
**行业发展背景：护肤品行业迅速发展，产品安全性、功效性越来越受到消费者重视。**根据 Euromonitor 数据，2019 年我国护肤品市场规模达 2444 亿元，2016-2019 年复合增速达 12.9%，保持较高增速。从行业趋势上讲，消费者对护肤品安全性提出更高需求。根据 CBNDData&欧莱雅中国数据，在消费者选购产品考虑的因素中，产品安全性、产品功效等要素明显提升，因此优质产品成为行业竞争中核心要素之一。

图12：护肤品行业在快速发展



数据来源：Euromonitor、开源证券研究所

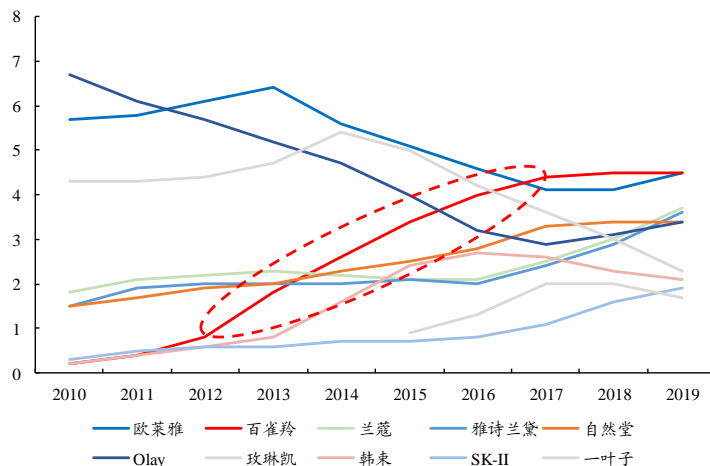
图13：疫情后消费者护肤日趋理性



数据来源：CBNDData&欧莱雅中国、开源证券研究所

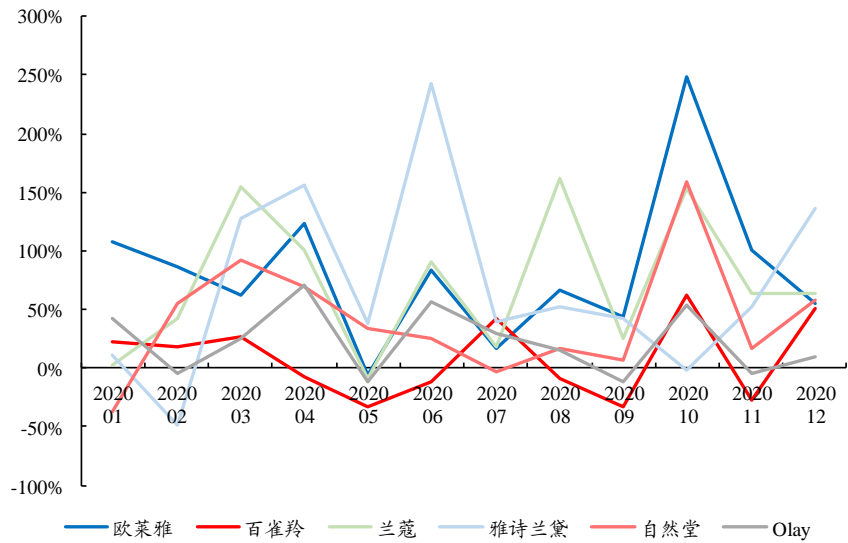
**国际品牌加大营销投入，行业竞争日趋激烈。**自 2012 年以来，以百雀羚为代表的国货品牌表现优异，百雀羚在护肤领域市占率持续上升，其市占率（数据来源 Euromonitor）从 2010 年的 0.2% 提升至 2019 年的 4.5%（2017-2019 年位居护肤领域市占率第一）。但随着国际巨头加大品牌宣传与投入，化妆品行业竞争逐渐激烈，从天猫双十一数据看，2014-2016 年天猫双十一化妆品销售榜单仍以国货品牌为主，而 2017 年以来外资品牌表现较为强势，到 2020 年天猫双十一护肤品销售额前十中国货品牌仅有薇诺娜；根据我们对线上数据的跟踪，2020 年全年外资品牌线上表现强势，欧莱雅、兰蔻、雅诗兰黛天猫旗舰店同比增速分别实现 84%、63%、65%，在高体量基础上保持高增速，总体而言行业竞争日趋激烈，不确定性在增强。

图14：以百雀羚为代表的国货品牌在 2012-2017 年间表现优异（市占率，%）



数据来源：Euromonitor、开源证券研究所（选取 2019 年市占率前十品牌）

图15: 2020年外资品牌天猫旗舰店同比增速更高



数据来源: 天猫数据、开源证券研究所 (采用天猫旗舰店口径)

表2: 2020年双十一榜单, 外资品牌表现强势

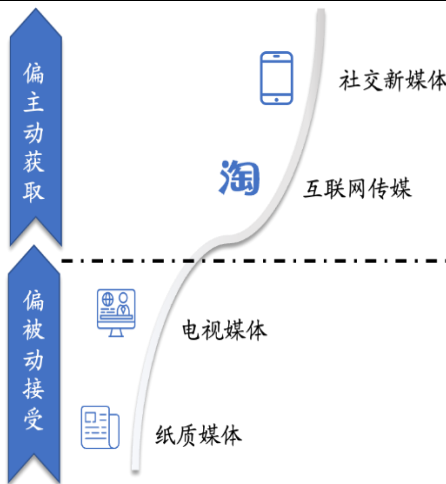
排序	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
1	阿芙	百雀羚	百雀羚	百雀羚	兰蔻	欧莱雅	雅诗兰黛
2	美即	韩束	欧莱雅	自然堂	OLAY	兰蔻	欧莱雅
3	韩束	OLAY	SK-II	SK-II	欧莱雅	雅诗兰黛	兰蔻
4	百雀羚	阿芙	一叶子	OLAY	雅诗兰黛	OLAY	后
5	欧莱雅	御泥坊	自然堂	兰蔻	SK-II	SK-II	OLAY
6	御泥坊	欧莱雅	雅诗兰黛	雅诗兰黛	百雀羚	自然堂	SK-II
7	自然堂	雅诗兰黛	韩束	一叶子	自然堂	百雀羚	雪花秀
8	雅诗兰黛	兰蔻	佰草集	欧莱雅	HFP	后	资生堂
9	OLAY	膜法世家	玉兰油	膜法世家	薇诺娜	完美日记	薇诺娜
10	牛尔	自然堂	兰蔻	薇诺娜	悦诗风吟	薇诺娜	海蓝之谜

资料来源: 天猫官网、开源证券研究所 (标红为国货品牌)

### 3.1.2、行业趋势: 社媒、直播渠道兴起, 驱动优质大单品成为品牌突围之路

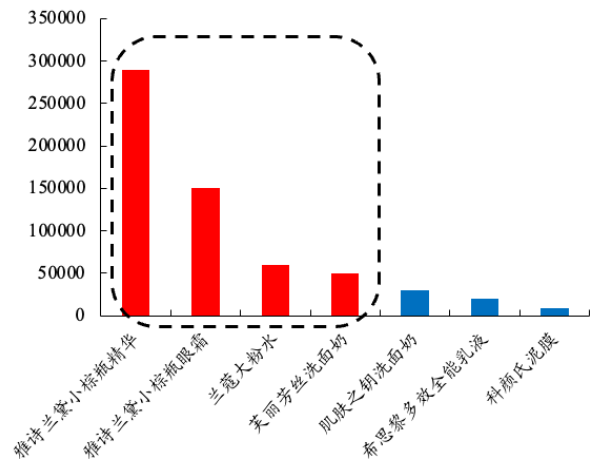
为什么大单品现象日益明显? ——渠道流量变革, 社媒渠道和直播营销保持风口。早期消费者对护肤品的认知主要来自于传统媒体如广告、报纸杂志等, 在这一时期消费者更多接触的是对品牌整体的宣传和推广。随着流量入口变迁, 社媒、直播等新媒体营销兴起并持续占据风口, 给大单品的推广创造了条件。具体而言, 在社媒渠道上, 一方面普通消费者能够根据需求主动搜索, 另一方面平台方也会根据大数据精准推送, 消费者因此有机会快速了解大单品的成分、功效等, 达到对产品较为全面的认知。进一步, 该消费者下单使用后在社交媒体上继续记录单品使用体验, 则推动着明星单品被更多潜在用户发现, 消费者基数将持续扩大, 从而实现完整正向循环。在直播渠道方面, 大单品也会在头部 KOL 直播间获得较多曝光, 加深在消费者心目中的印象。总体而言, 社媒和直播渠道的兴起, 进一步推动大单品效应的形成。

图16: 社媒渠道和直播营销为大单品兴起创造条件



资料来源: 开源证券研究所

图17: 头部大单品在小红书种草笔记数更多



数据来源: 小红书、开源证券研究所

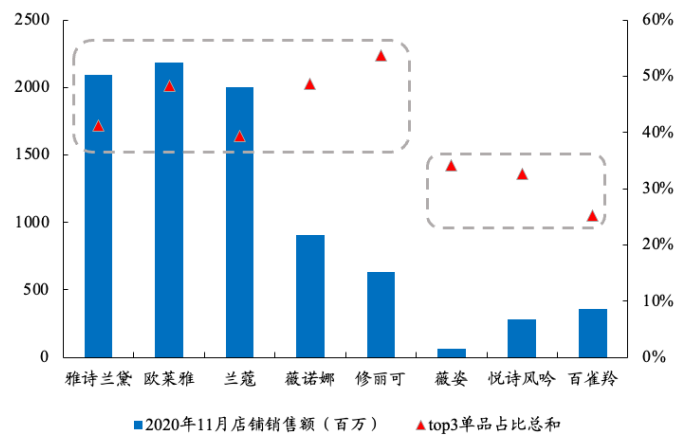
**大单品为什么重要? ——有助于品牌形象打造, 并可以获得持续的收入和现金流。**一方面, 明星单品聚集了公司的研发精髓, 通过持续推广营销, 明星单品已在消费者心中形成了相应形象, 甚至品牌力也在很大程度上和明星单品的口碑相挂钩, 例如, 消费者想到抗衰就会想到雅诗兰黛小棕瓶。另一方面, 由于明星单品口碑较好, 消费者容易产生优惠时必买的冲动, 获得新客的可能性也在上升。此外, 大单品的忠诚度较高, 复购率也得到保证, 因此, 品牌依托明星大单品, 有望持续获得收入和现金流。我们通过对部分化妆品品牌 2020 年 11 月淘宝销售额数据的复盘, 发现销售较好的品牌店铺中, Top3 产品销售额占比往往相对更高, 可见, 明星单品对品牌整体销售额的提升作用愈发显著。

图18: 雅诗兰黛小棕瓶历经 7 代发展



资料来源: 雅诗兰黛官网

图19: 销售较好店铺里, 明星单品的占比也更高



数据来源: 天猫官网、开源证券研究所

**优质大单品是品牌的突围之路。**我们对近年来表现优异的品牌进行了复盘, 表现优异的品牌均具有明星单品, 如雅诗兰黛小棕瓶、兰蔻粉水、芙丽芳丝洗面奶等。我们认为, 当一个品牌在细分品类排名领先时, 即可形成“品牌即品类”的效应, 例如想到洗衣液即想到蓝月亮, 想到无糖气泡水即想到元气森林, 想到敏感肌即想到薇诺娜; 而当护肤领域具有明星大单品时, 在各社交平台内也会被更多 KOL、KOC 种草, 使得单品脱颖而出。以天猫 2020 年 11 月为例, 各细分品类销售额前三名均具有强市场影响力和优质口碑, 这些明星单品对品牌形象树立也起到显著作用。

图20: 天猫 2020 年 11 月各细分品类销售额前三的商品均具有强市场影响力 (按销售额排序)

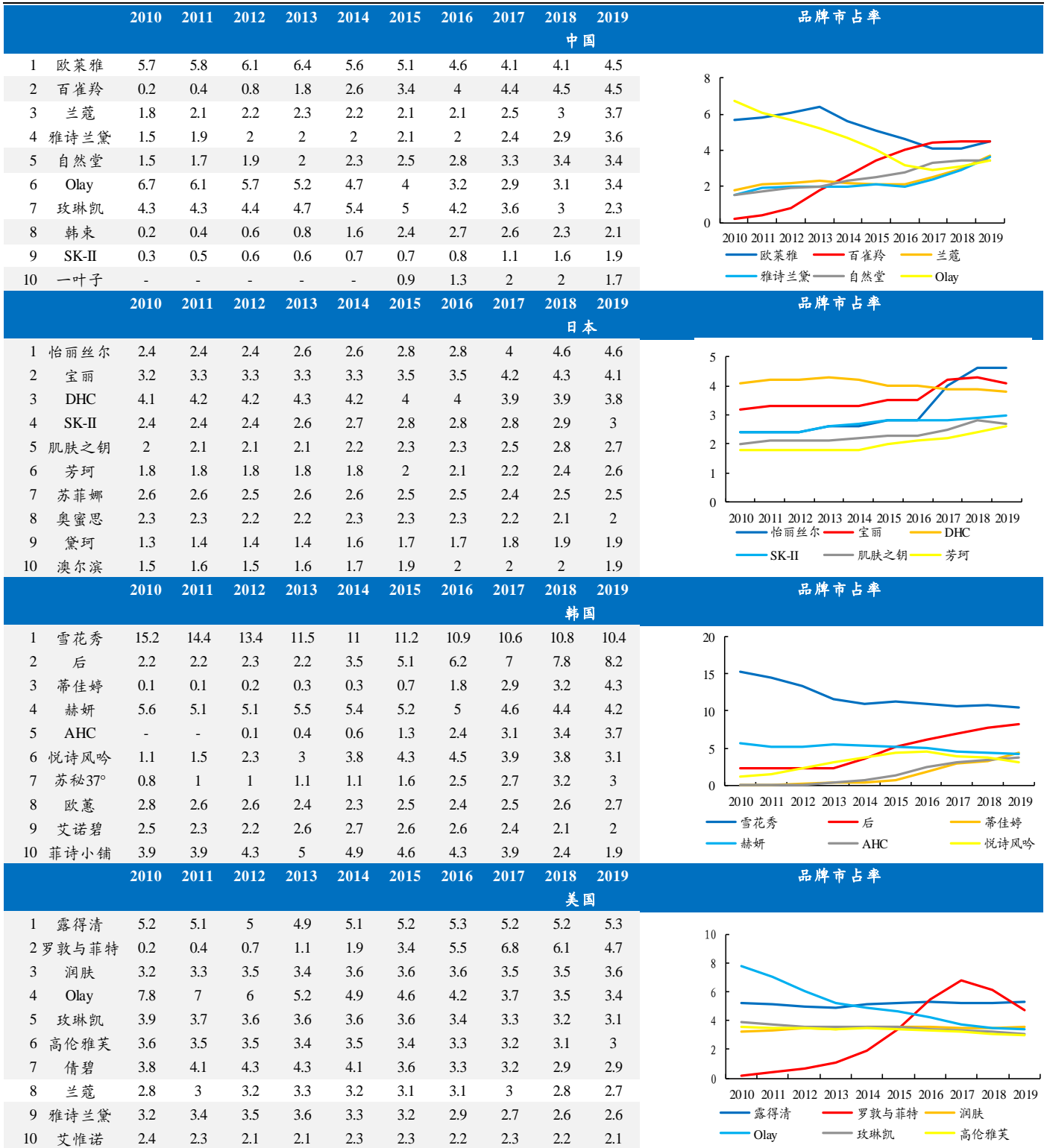
面部精华		面膜		乳液		眼部护理		化妆品		洁面	
品名	销售额	品名	销售额	品名	销售额	品名	销售额	产品	明细	品名	销售额
 雅诗兰黛小棕瓶	销售额: 2.76亿 成交均价: 437元	 欧莱雅安瓶面膜(合)	销售额: 3.62亿 成交均价: 430元	 希思黎全能乳液(合)	销售额: 1.7亿 成交均价: 1620元	 雅诗兰黛小棕瓶眼霜(合)	销售额: 4.86亿 成交均价: 520元	 兰蔻大粉水(合)	销售额: 3.03亿 成交均价: 435元	 芙丽芳丝洗面奶	销售额: 2.61亿 成交均价: 128元
 欧莱雅黑精华	销售额: 1.86亿 成交均价: 382元	 WIS水润面膜	销售额: 2.56亿 成交均价: 196元	 薇诺娜舒敏保湿特护霜(合)	销售额: 1.47亿 成交均价: 214元	 欧莱雅紫熨斗眼霜(合)	销售额: 3.65亿 成交均价: 380元	 茵芙莎流金水(合)	销售额: 0.87亿 成交均价: 715元	 EltaMD氨基酸洁面乳	销售额: 0.90亿 成交均价: 324元
 兰蔻小黑瓶精华	销售额: 1.16亿 成交均价: 912元	 自然堂补水面膜	销售额: 2.39亿 成交均价: 95元	 兰蔻菁纯面霜	销售额: 1.50亿 成交均价: 1467元	 兰蔻焕亮眼霜	销售额: 2.37亿 成交均价: 1080元	 科颜氏爽肤水(合)	销售额: 0.73亿 成交均价: 353元	 AOEO洁面乳	销售额: 0.29亿 成交均价: 84元
 OLAY光感小白瓶	销售额: 0.85亿 成交均价: 273.6元	 欧莱雅黑精华面膜	销售额: 0.67亿 成交均价: 449元	 科颜氏面霜	销售额: 1.24亿 成交均价: 353元	 怡丽丝尔眼霜	销售额: 0.67亿 成交均价: 480元	 悦木之源菌菇水(合)	销售额: 0.72亿 成交均价: 402元	 至本修护洁面乳	销售额: 0.21亿 成交均价: 51.4元
 OLAY淡斑小白瓶	销售额: 0.81亿 成交均价: 448元	 御泥坊氨基酸面膜	销售额: 0.65亿 成交均价: 93元	 赫莲娜修复晚霜	销售额: 1.18亿 成交均价: 3479元	 兰蔻小黑瓶眼霜	销售额: 0.64亿 成交均价: 530元	 勃朗圣泉爽肤水	销售额: 0.36亿 成交均价: 165元	 雪花秀洗面奶	销售额: 0.21亿 成交均价: 320元
 修丽可杜克精华	销售额: 0.67亿 成交均价: 980元	 欧诗漫美白面膜	销售额: 0.65亿 成交均价: 99元	 LA MER海蓝之谜面霜	销售额: 0.81亿 成交均价: 2680元	 兰蔻大眼精华	销售额: 0.45亿 成交均价: 680元	 兰蔻大粉水(天猫)	销售额: 0.31亿 成交均价: 371元	 肌肤之钥洗面奶	销售额: 0.20亿 成交均价: 450元
 雅诗兰黛微精华	销售额: 0.59亿 成交均价: 860元	 珀莱雅面膜	销售额: 0.64亿 成交均价: 99元	 雅诗兰黛胶原霜	销售额: 0.80亿 成交均价: 790元	 雅诗兰黛紧颜眼霜	销售额: 0.40亿 成交均价: 980元	 HFP爽肤水	销售额: 0.29亿 成交均价: 145元	 多芬氨基酸洁面	销售额: 0.20亿 成交均价: 84元
 雅顿精华	销售额: 0.58亿 成交均价: 760元	 科颜氏泥膜	销售额: 0.51亿 成交均价: 290元	 欧莱雅小蜜罐	销售额: 0.54亿 成交均价: 341元	 诗兰黛小棕瓶眼精华	销售额: 0.31亿 成交均价: 600元	 雅诗兰黛粉水	销售额: 0.28亿 成交均价: 400元	 悦诗风吟绿茶洁面乳	销售额: 0.20亿 成交均价: 136元
 L'ORÉAL 玉兰油小白瓶	销售额: 0.57亿 成交均价: 274元	 仑纳索28天冰白面膜	销售额: 0.50亿 成交均价: 2402元	 SK-II精华霜	销售额: 0.48亿 成交均价: 960元	 九美眼霜	销售额: 0.29亿 成交均价: 318元	 雅漾舒泉喷雾	销售额: 0.26亿 成交均价: 186元	 EVE LOM洁颜霜	销售额: 0.19亿 成交均价: 465元
 赫莲娜绿宝瓶精华	销售额: 0.52亿 成交均价: 1296元	 菲洛嘉熬夜面膜	销售额: 0.49亿 成交均价: 419元	 OLAY大红瓶面霜	销售额: 0.39亿 成交均价: 294元	 欧珀莱小紫钻眼霜	销售额: 0.29亿 成交均价: 420元	 颐莲爽肤水	销售额: 0.22亿 成交均价: 105元	 雅诗兰黛洗面奶	销售额: 0.18亿 成交均价: 542元

资料来源: 天猫数据 (2020 年 11 月天猫旗舰店数据, 相同产品以及同一产品不同规格也进行了加总)、开源证券研究所

### 3.1.3、打造品牌矩阵是护肤品企业突破自身天花板的破局之锤

护肤品行业品牌竞争格局通常相对分散。我们对我国及海外护肤品品牌市占率进行了梳理,参照化妆品行业发展相对成熟的海外市场,头部单品牌市占率普遍在2%-7%之间,总体而言相对分散,单品牌市占率存在天花板。从国别上看,海外国家护肤品品牌以本土品牌为主。

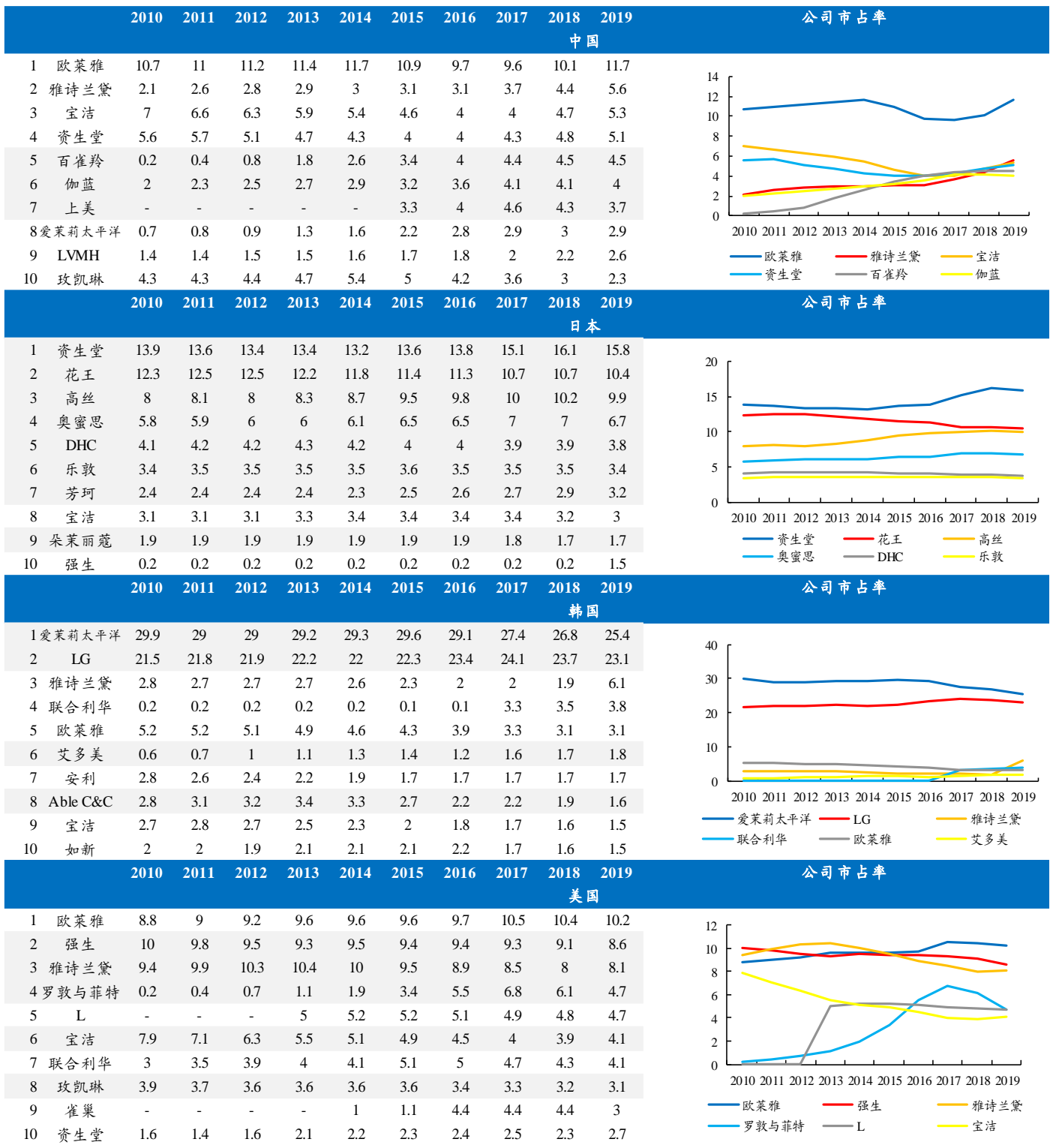
图21: 海内外护肤品行业, 头部单品牌的市占率普遍在2%-7%之间



数据来源: Euromonitor、开源证券研究所 (标灰为本土品牌)

从海外巨头经验来看,通过并购与孵化打造品牌矩阵、建立化妆品集团是最终方向。海外护肤品公司在本国市占率可达 10%左右,欧莱雅、雅诗兰黛、资生堂等巨头也是通过多品牌以及向海外扩张方式逐步打造成国际集团型化妆品巨头。鉴于前文已经提到,单品牌存在一定天花板,因此打造多品牌矩阵是化妆品企业长期打破营收天花板关键所在。

图22: 海外头部护肤品公司在本国市占率可达 10%以上



数据来源: Euromonitor、开源证券研究所 (标灰为本土公司)



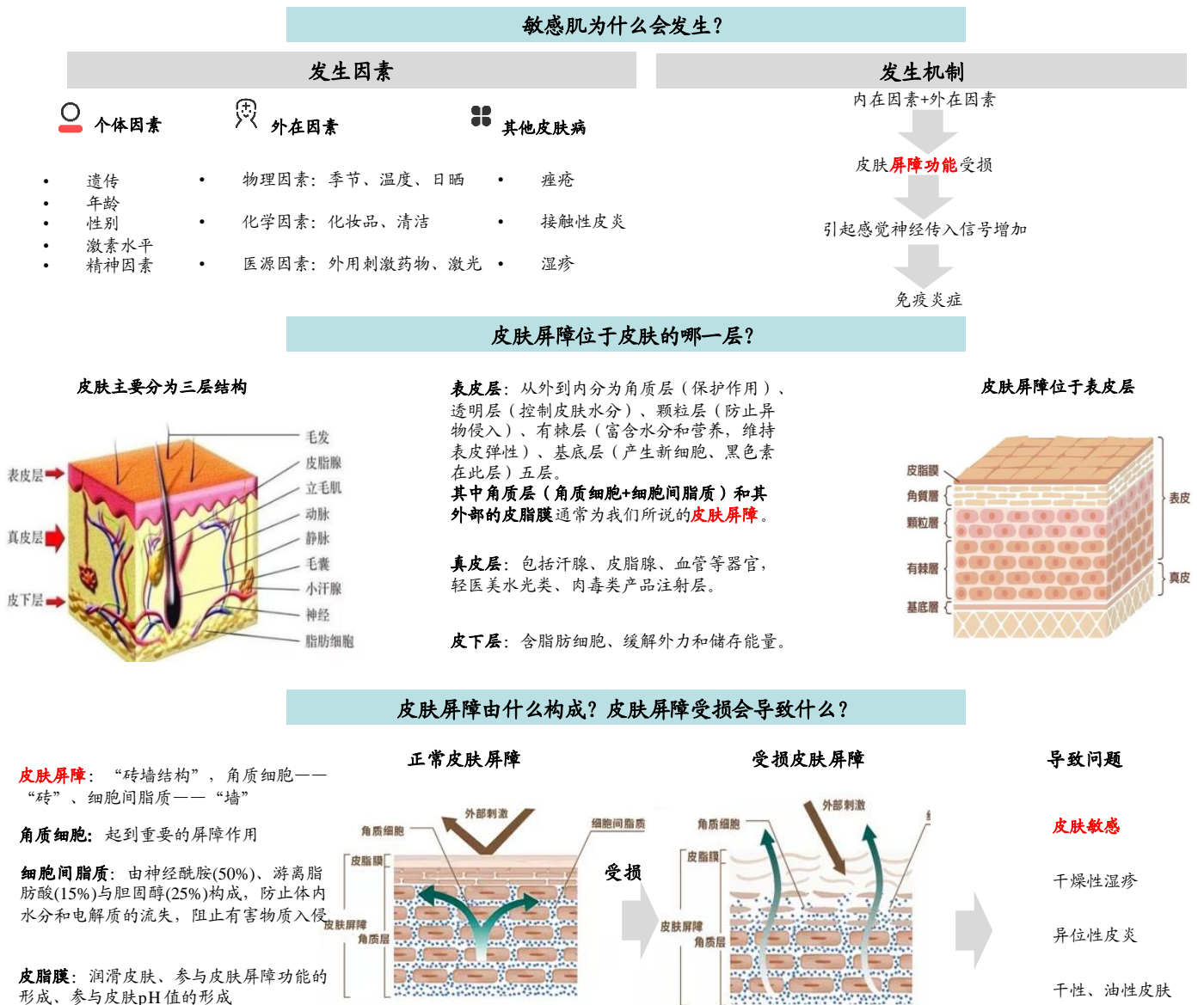
## 3.2、敏感肌黄金赛道：增速高、渗透低、空间大、黏性强

### 3.2.1、敏感性皮肤概览：症状机理、治疗方法和用户画像

敏感性皮肤通常包括灼热、刺痛、瘙痒和紧绷感等症状。根据《中国敏感性皮肤诊治专家共识》的定义：敏感性皮肤是皮肤在生理或病理条件下发生的高反应状态，多发生于面部，其临床表现为皮肤受到物理、化学、精神等因素刺激时，易出现灼热、刺痛、瘙痒及紧绷感等主观症状，部分伴随红斑、鳞屑、毛细血管扩张等客观体征。

敏感性皮肤的发生机制涉及“累及皮肤屏障-神经血管-免疫炎症”的复杂过程。根据《中国敏感性皮肤诊治专家共识》：（1）在发生因素上，个体因素、外在因素和其他皮肤病均可能导致敏感性皮肤；（2）在发生机制上：在内在和外在因素相互作用下，皮肤屏障功能受损，引起感觉神经的传入信号增加，导致皮肤对外界刺激的反应性增强，进而引发皮肤免疫炎症反应。

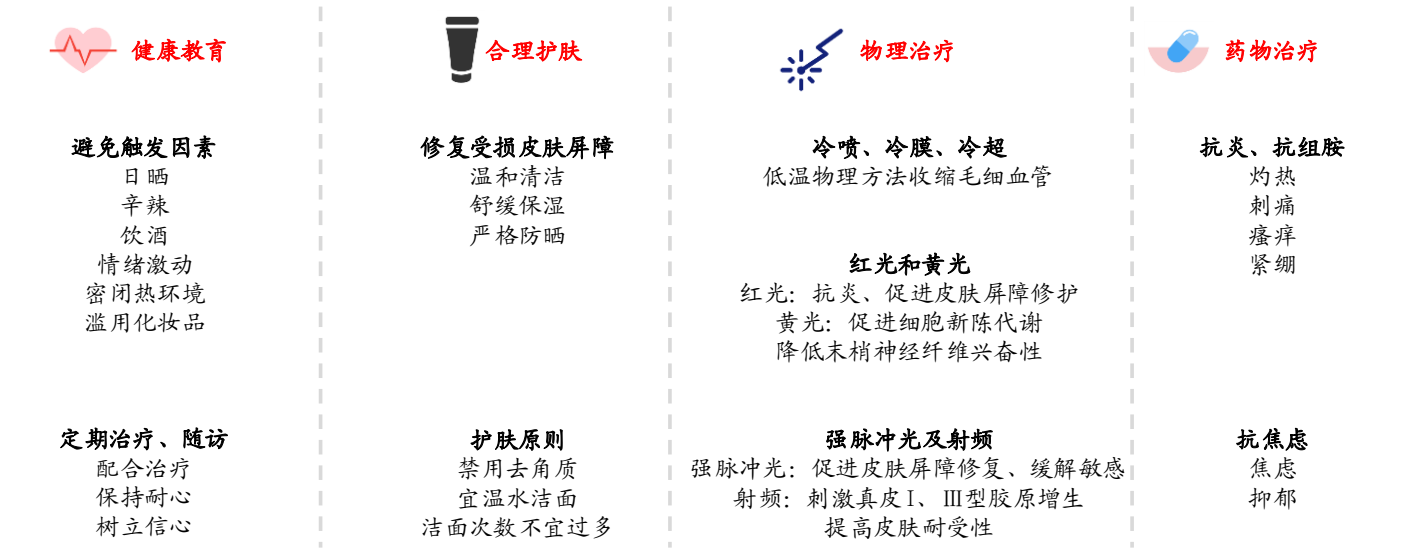
图23：个体因素、外在因素均会导致皮肤屏障受损，进而导致敏感性皮肤



资料来源：《中国敏感性皮肤诊治专家共识》、《皮肤屏障与保湿》、《继续医学教育——皮肤屏障》、玉泽官方旗舰店、开源证券研究所

**敏感肌治疗方法：包括健康教育、合理护肤、物理治疗和药物治疗等4种。**《中国敏感性皮肤诊治专家共识》显示，敏感性皮肤的总体治疗原则是强化健康教育、促进皮肤屏障修复、降低神经血管高反应性和控制炎症反应等，目的是提高皮肤耐受性。

图24：敏感性皮肤治疗方法主要包括健康教育、合理护肤、物理治疗和药物治疗4种



资料来源：《中国敏感性皮肤诊治专家共识》、开源证券研究所

### 3.2.2、皮肤学级护肤品赛道：增速高、渗透低、空间大、黏性强

(1) **增速高**：在本报告第三节开篇，我们已经对皮肤学级护肤品高增速进行了阐释。

(2) **渗透低**：相较欧美国家而言，中日韩的皮肤学级护肤品渗透率水平较低。法国、美国2019年皮肤学级护肤品渗透率(定义为皮肤学级护肤品市场规模/护肤品总体市场规模,其中护肤品采用Euromonitor数据中的Skin care口径,下同)分别达到43.0%、14.7%，与中日韩相比，渗透率明显更高。我们认为这主要是由于欧美地区化妆品企业更青睐采取与实验室、科研院所联合研发模式生产，在各大巨头对低致敏性科学成分护肤品的积极布局下，消费者教育也更充分，带来了较高的渗透率。相较而言，日韩护肤品集团对皮肤学级护肤品侧重相对较少。与此同时，欧美成熟市场皮肤学级护肤品的市场格局已相对稳定。欧美市场皮肤学级护肤品的头部品牌已非常稳定：雅漾、理肤泉、贝德玛、欧缇丽、欧树连续五年位居法国皮肤学级护肤品品牌前五名，市占率上下波动在0.5%以内；美国皮肤学级护肤品品牌市占率前五名亦无明显波动。我们认为，随着护肤理性化、皮肤学级护肤品概念进一步普及，科学、低致敏性的护肤品将是行业发展的重要趋势。

表3：相较中日韩而言，欧美国家的皮肤学级护肤品渗透率水平更高

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
法国	39.6%	39.5%	40.0%	40.8%	41.6%	42.1%	42.6%	43.0%	43.0%
美国	14.4%	14.4%	14.7%	15.1%	15.1%	14.8%	15.1%	14.9%	14.7%
中国	3.0%	2.9%	3.0%	3.2%	3.7%	4.0%	4.5%	4.8%	5.5%
日本	4.7%	4.7%	4.7%	4.6%	4.5%	4.5%	4.4%	4.4%	4.4%
韩国	2.2%	2.4%	2.7%	2.9%	3.0%	3.1%	3.5%	3.9%	4.2%

数据来源：Euromonitor、开源证券研究所（计算方法：渗透率=皮肤学级护肤品市场规模/护肤品总体市场规模）

(3) 空间大: 我们采用自上而下和自下而上两种方式, 测算行业规模在千亿级别。

#### 方法一 (自上而下): 护肤品总体市场规模\*皮肤学级护肤品渗透率测算

**护肤品总体市场规模:** 我国消费者护肤品消费结构与日韩相似, 目前日本、韩国的人均护肤品消费/人均 GDP 比值已相对稳定在 0.35%-0.4% 之间。而我国人均护肤品消费/人均 GDP 2019 年为 0.25%, 参照日韩同期水平仍有 1.5 倍左右提升空间。中性假设下, 2019-2025 年我国人均护肤品消费/人均 GDP 比值每年提升 0.01%, 则到 2025 年比值可达到 0.31%, 对应测算得到护肤品市场规模为 4307 亿 (2019 年护肤品市场规模 2444 亿元)。理想假设下, 若人均护肤品消费/人均 GDP 能达到韩国水平 (0.38%), 则 2025 年护肤品市场规模有望达到 5318 亿元。

**皮肤学级护肤品渗透率:** 我们认为在消费者护肤理性化和品牌方市场教育的双重合力下, “科学护肤” 是行业长期趋势, 我国皮肤学级护肤品渗透率有望持续提升。在空间测算时, 我们假设我国皮肤学级护肤品市场渗透率每年提升 0.5% (2014 年渗透率为 3.2%, 2019 年已提升至 5.5%, 过去 5 年平均每年提升约 0.5%), 则到 2025 年皮肤学级护肤品渗透率有望达到 8.5%。而在理想假设下, 若我国皮肤学级护肤品渗透率能达到美国水平 (14.7%), 则对应 2019 年有 2.7 倍的提升空间。

**市场空间测算:** 延续上文测算, 2025 年我国皮肤学级护肤品市场规模有望达  $4307 * 8.5% = 366$  亿元, 对应未来 6 年 CAGR 为 18%; 理想假设下, 市场空间有望达到  $5318 * 14.7% = 782$  亿元。

表4: 我国人均护肤品消费/人均 GDP 相较日韩等亚洲国家仍然较低

	2015	2016	2017	2018	2019
中国	0.23%	0.23%	0.23%	0.23%	0.25%
日本	0.33%	0.33%	0.34%	0.35%	0.35%
韩国	0.41%	0.42%	0.40%	0.39%	0.38%
美国	0.09%	0.09%	0.10%	0.10%	0.10%
法国	0.16%	0.16%	0.15%	0.14%	0.14%

数据来源: Euromonitor、国家统计局、开源证券研究所

图25: 皮肤学级护肤品 2019-2025 年 CAGR 有望达到 18%

	护肤规模		皮肤学级渗透率		潜在空间	复合增速
<b>2025年 中性假设</b>	<b>4307亿</b>	×	<b>8.5%</b>	=	<b>366亿</b>	<b>18%</b>
假设依据	人均护肤/人均GDP 每年提升0.01%		每年提升0.5%			
参考数据	2019年我国护肤品市场规模为2444亿, 人均护肤/人均GDP为0.25% 2025年人均护肤/人均GDP提升到 <b>0.31%</b>		2019年我国为5.5% 2025年渗透率提升到 <b>8.5%</b>		2019年我国为136亿	
<b>2025年 理想假设</b>	<b>5318亿</b>	×	<b>14.7%</b>	=	<b>782亿</b>	
假设依据	人均护肤/人均GDP 提升到韩国水平		提升到美国水平			
参考数据	2019年日本人均护肤/人均GDP为0.35%, 韩国为 <b>0.38%</b>		2019年美国为 <b>14.7%</b>			

资料来源: Euromonitor、国家统计局、开源证券研究所

## 方法二（自下而上）：人均敏感肌护肤品消费\*敏感肌人群数量测算

**人均敏感肌消费：**我们分别对玉泽、理肤泉、雅漾、薇诺娜、修丽可五个常见品牌皮肤屏障修护类经典产品的年用量和单价（按照 2020 年 11 月销售均价估计）测算：由于各品牌的产品单价和使用周期不同，测算下来使用玉泽、理肤泉、雅漾、薇诺娜、修丽可明星产品一年所需的金额分别约为 800 元/1345 元/1308 元/1290 元/9480 元（详细数据见下文图 22），即市场上多数产品的年消费金额在 800-1300 元区间。

**敏感肌人群数量：**根据 population pyramids 数据，2019 年我国 15 岁-49 岁女性人口约为 3.74 亿；而根据《中国敏感性皮肤流行病学调研》，约有 46% 女性发生过不同程度皮肤敏感，其中 14.92% 为皮肤比较敏感或非常敏感（对应人数为 0.56 亿，该部分人群以下统称为“较敏感”人群），另有 31.47% 为一般敏感（对应人数 1.18 亿）。

**市场空间测算：**延续上文测算，我们以主流敏感肌护肤品产品为代表进行情景分析。不同情景差别为单价提升、消费频次提升和消费人群扩容。（1）情景一：使用市场主流敏感肌护肤品，平均单价约为 140 元；一年大约一半时间使用，每支 2 个月，总用量共 3 支；仅较敏感消费者使用；测算结果为市场空间为 234 亿元；（2）情景二：消费升级，单品价格由 140 元提升至薇诺娜明星单品舒敏保湿特护霜的销售均价 215 元，其他条件不变，对应市场空间为 360 亿元；（3）情景三：消费频次提升，消费者使用产品时间从半年提升至 1 年，其他不变，对应市场空间为 720 亿元；（4）情景四：消费人群扩容，除“较敏感”用户外，一般敏感用户也有 50% 比例开始使用敏感肌护肤产品，使用周期为半年，加上这部分增量后市场空间合计约 1100 亿元。

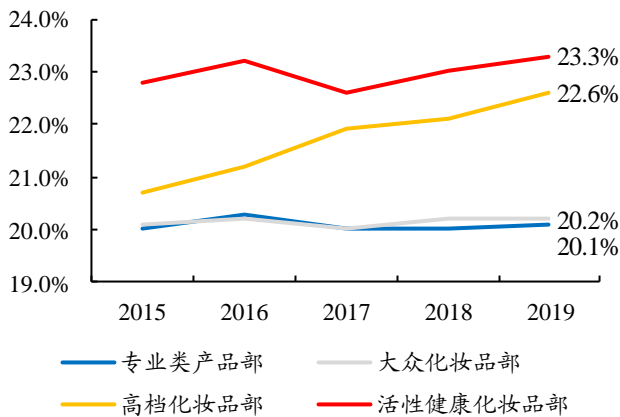
图26：理想情景下，皮肤学级护肤品潜在市场规模有望达到千亿级别

	单件产品价格P	年消费件数Q1	消费人群Q2	市场空间
<b>情景一</b>	140元 假设：主流敏感肌护肤品销售均价（概数）	3 一件使用2个月 使用半年	5580万 仅“较敏感”消费者使用	234亿
<b>情景二</b>	215元 假设：薇诺娜舒敏保湿特护霜销售均价	3 一件使用2个月 使用半年	5580万 仅“较敏感”消费者使用	360亿
<b>情景三</b>	215元 假设：同上	6 一件使用2个月 使用一年	5580万 仅“较敏感”消费者使用	720亿
<b>情景四</b>	215元 假设：同上	6 一件使用2个月 使用一年	5580万 “较敏感”消费者全部使用	720亿
<b>情景四</b>	215元 假设：同上	3 一件使用2个月 使用半年	5900万 “一般敏感”用户也有50%比例使用	381亿

资料来源：population pyramids、《中国敏感性皮肤流行病学调研》、开源证券研究所

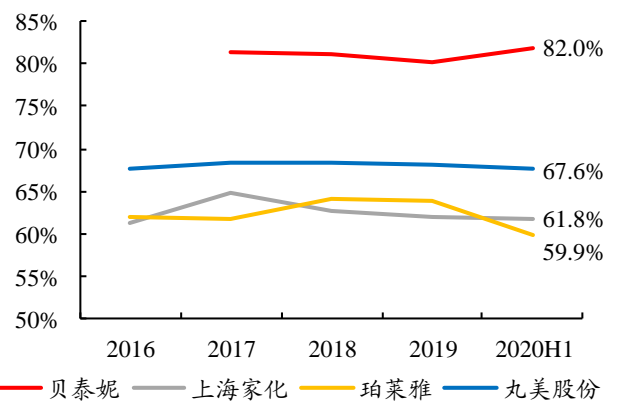
(4) 黏性强: 敏感肌群体更换产品风险较大, 带来需求端较强黏性。对敏感肌人群而言, 产品如果不适应肤质, 可能造成更严重的皮肤问题, 因此消费者在使用习惯后, 不会轻易尝试更换产品, 薇诺娜 2019 年官方旗舰店的复购率接近 30%。高用户黏性也带来了行业内公司较高的利润率。海外市场以欧莱雅集团为例, 从集团内各事业部的利润率比较来看, 以理肤泉、修丽可为代表针对敏感肌人群的活性健康化妆品事业部, 其营业利润率要显著高于高端化妆品、大众化妆品、专业美发产品部等其他事业部; 国内公司方面, 主打敏感肌修护的贝泰妮毛利率亦处于行业领先地位。

图27: 欧莱雅活性健康化妆品营业利润率高于其他产品



数据来源: 欧莱雅公司公告、开源证券研究所

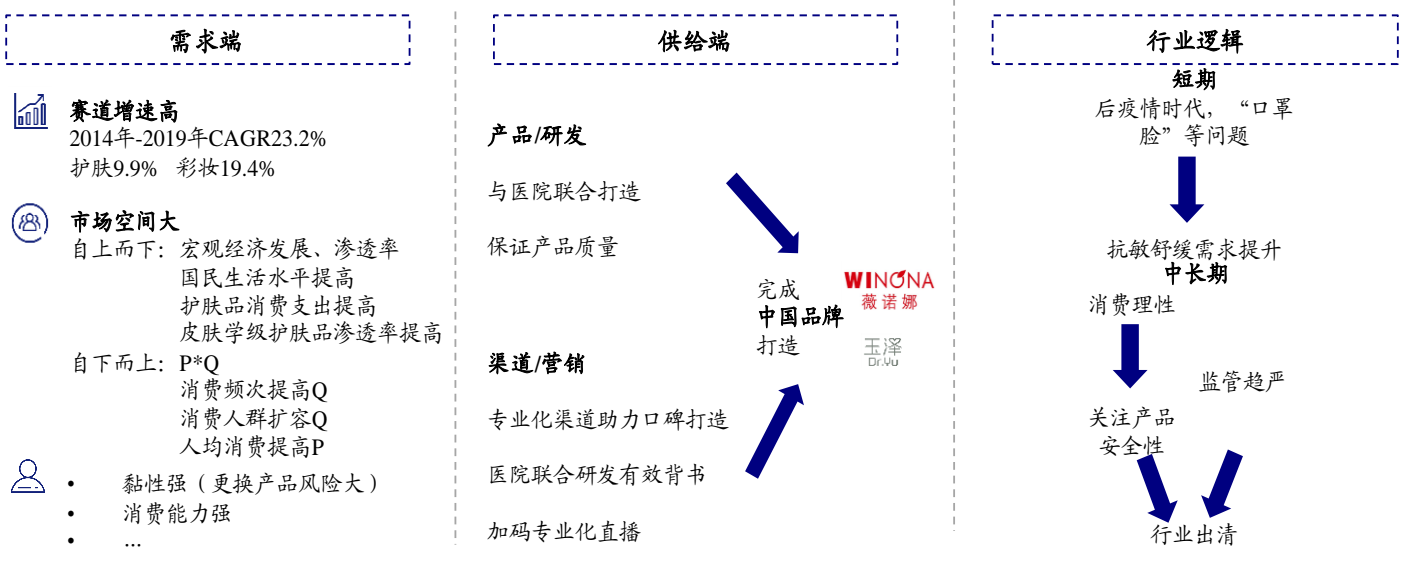
图28: 贝泰妮毛利率高于其他化妆品公司



数据来源: 贝泰妮、上海家化等公司公告、开源证券研究所

敏感肌优质赛道上, 国货品牌“研发/产品——渠道/营销——品牌力”发展链路清晰。需求端看, 皮肤学级护肤品赛道增速高、空间大、用户黏性强, 赛道非常优质; 供给端看, 国货品牌可以享受与医院联合研发的差异化竞争优势, 在理性护肤和监管严格等行业趋势下有望显著受益, 从“研发/产品”到“渠道/营销”最终打造“品牌力”的发展路径已非常清晰。

图29: 国货品牌“研发/产品——渠道/营销——品牌力”发展链路清晰



资料来源: 贝泰妮公司公告、贝泰妮公司官网、Euromonitor、开源证券研究所

### 3.2.3、竞争格局：国货品牌表现优异、构筑差异化竞争优势

从市占率看，近年来薇诺娜、玉泽等国货品牌表现出色。从当前我国皮肤学级护肤品的竞争格局来看，根据 Euromonitor 数据，国货品牌中主打敏感肌修护的薇诺娜品牌市占率从 2013 年的 2.1% 提升至 2019 年的 20.5%，玉泽品牌市占率也从 1.0% 提升至 2.8%。而在国际品牌中，雅漾市占率较高，但近年来在持续下降，2019 年已被薇诺娜超过；芙丽芳丝、修丽可等品牌相对表现较好。

图30：薇诺娜、玉泽等国货品牌在皮肤学级护肤品类目中市占率逐年提升

品牌	公司	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	趋势
薇诺娜	贝泰妮	2.1	3.1	6.8	10.3	13.1	17.0	20.5	↑
雅漾	Pierre Fabre SA	28.9	29.8	27.8	25.3	22.3	18.2	14.5	↓
理肤泉	欧莱雅	12.5	12.4	13.1	13.0	12.5	12.2	12.5	↔
贝德玛	贝德玛	0.8	2.0	3.6	6.8	9.3	9.4	8.9	↔
薇姿	欧莱雅	23.9	21.3	16.7	13.3	10.6	9.1	7.1	↓
芙丽芳丝	花王	6.3	5.9	5.6	5.3	5.9	6.4	6.3	↑
怡思丁	怡思丁	-	-	1.0	1.3	1.9	3.0	5.2	↑
修丽可	欧莱雅	-	-	-	1.2	1.4	2.3	4.6	↑
Aveeno	强生	-	-	-	0.8	1.7	3.1	4.2	↑
比度克	湖北比度克	5.4	6.3	7.0	5.3	5.3	4.9	4.0	↓
施巴	Sebapharma GmbH & Co KG	9.8	8.6	6.7	6.1	5.3	4.7	3.8	↓
丝塔芙	Galderma SA	6.1	7.2	8.1	6.5	5.3	4.3	3.1	↓
玉泽	上海家化	1.0	1.3	1.6	2.2	2.5	2.8	2.8	↑
欧缇丽	Caudalie Sarl	1.2	1.6	1.7	2.0	2.3	2.0	1.7	↓
Mustela	Expanscience SA, Laboratoires	0.3	0.3	0.3	0.4	0.5	0.6	0.6	↓
欧树	Laboratoire Nuxe SAS	1.7	0.1	0.0	-	-	0.1	0.1	↓

数据来源：Euromonitor、开源证券研究所

皮肤有干性、油性、混合、中性之分，消费者在选购护肤品时需按照肤质选购。根据欧莱雅《中国人皮肤类型报告》，除正常的中性皮肤外，我国有 30.8% 女性属于干性皮肤、25.6% 女性属于油性皮肤，二者因为角质层水分含量较低或皮质分泌等问题，容易出现皮肤屏障受损情况，因此皮肤屏障修护需求非常旺盛。而对于不同肤质的消费群体而言，在选取化妆品时的成分也有差异化要求：例如，油性皮肤在选购敏感肌修护产品时，若选用了含较多油脂性成分的产品，则会加重皮肤问题。

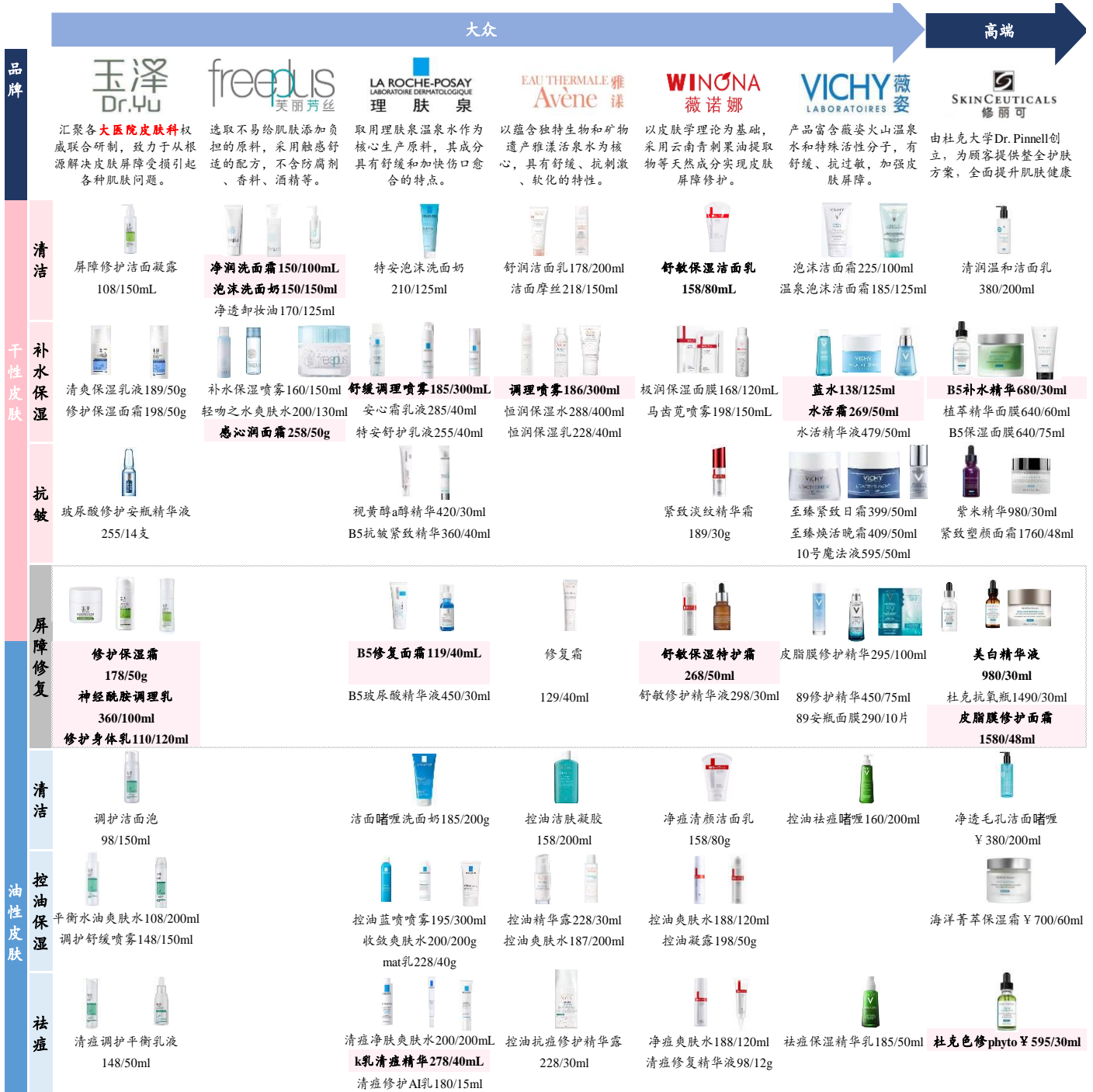
表5：皮肤分为中性、干性、油性和混合性皮肤，对应护肤要点和护肤品选购方向不同

类型	参数标准	皮肤表现及问题	产生原因	对应护肤要点
中性皮肤	角质层含水量达 20%，皮脂分泌适中	皮肤富有弹性，毛孔细腻；不易发红、发痒；不易长痘	正常肌肤	作息正常；睡眠充足；做好基础补水保湿
干性皮肤	角质层水分含量低于 10%，皮脂分泌少	皮肤有 <b>紧绷感</b> ；眼角和嘴角易有 <b>小细纹</b> ；皮肤没有光泽感， <b>缺乏弹性</b> ； <b>易过敏</b>	内分泌失调，雌性荷尔蒙分泌量过多；紫外线的过度照射，生活习惯等原因	注意补水保湿；保持皮肤水油平衡；避免过度清洁
油性皮肤	角质层含水量正常或降低，皮脂分泌旺盛，易发生痤疮及毛囊炎	皮肤表面 <b>经常出油</b> ；毛孔粗大；经常 <b>长痘痘</b> ；鼻子黑头明显；化妆时 <b>易脱妆</b>	内分泌失调，雄性荷尔蒙比例偏高，皮脂腺活动旺盛，分泌过多油脂，阻塞毛孔形成粉刺；若清洁不当会感染细菌，伤及真皮导致发炎红肿形成青春痘	每天注意清洁；适当按摩，改善皮肤血液循环；注重皮肤修复，加快皮肤新陈代谢；保持毛孔通畅，注重补水；少吃辛辣油腻食物
混合皮肤	-	额部、鼻部、口周、下颌部位油脂分泌旺盛；面颊干	天生；油性演变；护理不当；滥用化妆品。	分区护理

资料来源：《皮肤美容学》、《主观皮肤类型与皮肤屏障功能的关系》、小红书、开源证券研究所

国货品牌针对特定肤质打造细分品类的明星大单品，构筑差异化竞争优势。我们对皮肤学级护肤品市占率排名较高的国内外品牌产品进行了梳理，薇诺娜、玉泽、修丽可均主打皮肤屏障修护，不过修丽可价位相比国货产品而言较高，目标群体具有一定差异性。多数皮肤学级护肤品品牌均推出了分别适合干性和油性皮肤的产品，但亦有所侧重，如玉泽、芙丽芳丝明星产品均主要针对干性皮肤（玉泽针对油性皮肤也专门推出了玉泽清痘调护系列）。我们认为打造细分品类的明星大单品，有助于形成品牌调性、树立品牌形象，目前我国国货品牌薇诺娜、玉泽凭借优质产品，已经在皮肤屏障修护领域形成了竞争优势，品牌形象深入人心。

图31：国货品牌针对特定肤质打造细分品类明星大单品，构筑差异化竞争优势



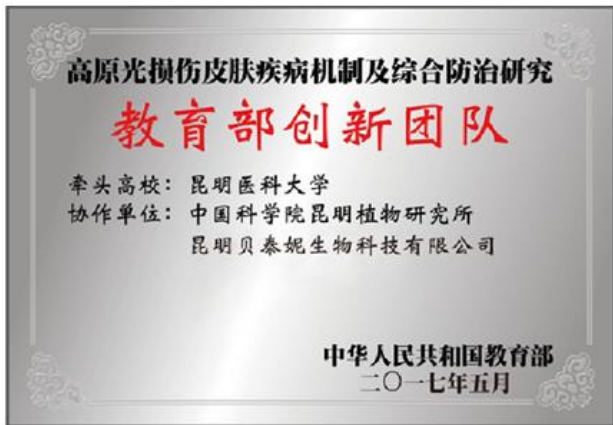
资料来源：薇诺娜、玉泽、修丽可等各品牌官网、小红书、开源证券研究所（标粉色底为各品牌明星产品）

## 4、贝泰妮：“研发/产品——渠道/营销——品牌”链路清晰

### 4.1、研发：强研发构筑竞争壁垒，研发团队专业背景突出

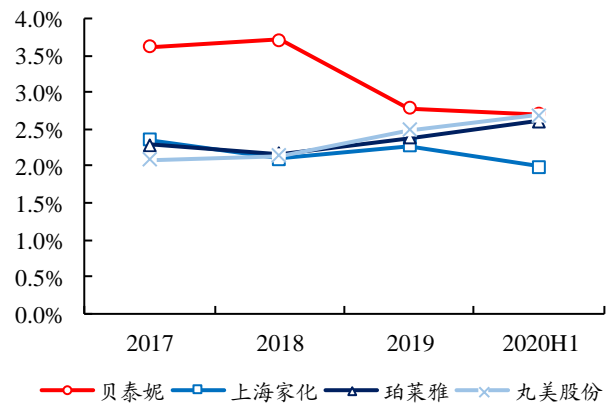
贝泰妮集结了国内外皮肤科、植物学、生物学领域的科技人才。截至2019年末，公司拥有95人研发团队，其中本科学历以上81人，包括博士学位2人，硕士学历24人，研发团队具有较大的国内外影响力。从研发费用率上看，贝泰妮研发费用率在3%左右，保持较高水平。

图32：贝泰妮是国家教育部创新团队



资料来源：公司官网

图33：贝泰妮研发费用率保持较高水平



数据来源：Wind、开源证券研究所

公司核心技术人员专业背景扎实，并引入国外皮肤科高端人才和医院皮肤科专家。公司研发团队由昆明医科大学、中国科学院昆明植物研究所打造，研发总监王飞飞具备化学工程硕士学历，研发经理苏温柔具备药学化学专业硕士学历；与此同时，公司还引入国际皮肤药理学学会主席法国 Philippe Humbert 教授等三位高端人才。除此之外，公司与医院皮肤科建立了合作关系，聘请昆明医科大学教授、昆明医科大学第一附属医院皮肤科主任、亚太皮肤屏障研究会副主席何黎为公司提供直播及专家顾问服务，李钊、刘玮等各大医院主任医师也多次参加薇诺娜中国敏感性皮肤高峰论坛等活动。我们认为，采取与医院联合开发的模式，可以保证产品功效，引入皮肤科专家联合宣传有助于实现公司品牌的背书。

图34：公司核心技术人员专业背景雄厚，并引入国外皮肤科高端人才和医院皮肤科专家

公司核心技术人员	简介	医院皮肤科专家	简介
王飞飞	研发总监，化学工程专业硕士学历，高级工程师，执业药师		昆明医科大学教授、昆明医科大学第一附属医院皮肤科主任、亚太皮肤屏障研究会副主席等
苏温柔	研发经理，药物化学专业硕士学历，中级工程师	何黎	
唐杰	工艺经理，环境工程专业本科学历，中级工程师	刘玮	解放军空军总医院主任医师
国外皮肤科高端人才	简介	李利	四川大学华西医院皮肤科主任
	国际皮肤药理学学会主席、法国著名皮肤科专家	郑捷	上海交通大学附属瑞金医院皮肤科主任
Philippe Humbert		马慧群	西安交通大学医学院第二附属医院副主任医师

资料来源：公司公告、贝泰妮官网、薇诺娜官博、知网、中国科学院昆明植物研究所、开源证券研究所



专利方面，公司应用核心技术实现的销售收入占比较高，并储备了丰富在研项目。截至 2019 年末，贝泰妮及其子公司共拥有 41 项专利，掌握 11 项核心技术，具有较强的研发实力。公司应用核心技术实现的销售收入占主营业务收入比例达到 95% 以上，有效将技术成果转化为经营成果。此外，贝泰妮在领域内不断深耕，临床经验丰富，2017 年发布《薇诺娜医学护肤品及其在临床中的应用》红宝书，其中包含超过 60 篇基础研究和临床应用文章。除此之外，贝泰妮还储备了丰富的在研项目，包括 III 类医疗器械、彩妆类产品和儿童系列产品等。我们认为，强大的研发能力是保持公司长久竞争力的关键。

图35: 贝泰妮具有多项专利

专利名称	专利应用
1 马齿苋/青刺果/滇重楼提取物制备方法	保证植物中化学成分不被破坏，提高稳定性，使产品质地温和、安全性好、无毒副反应、无使细胞处于最舒适状态，为敏感性皮肤人群带来高耐受产品，具有温和舒敏、保湿、修复皮肤等效果。
2 等渗制剂技术	提升活性成分生物利用度，使产品具备较好的肤感和保湿性能。
3 脂质体包裹技术	使得喷雾颗粒均匀细小，使用体验大幅提升，在兼具良好安全性的同时，及时补充肌肤水分。
4 液体制剂雾化技术	解决了复合神经酰胺的溶解问题，提高了制剂的稳定性，具有对皮肤屏障进行多重修复的作用。
5 皮肤屏障修复制剂及其制备方法	减少了乳化剂对皮肤的刺激性，增强制剂稳定性，具有良好的祛痘效果。
6 含页岩油的复合祛痘制剂及其制备方法	建立并完善多种皮肤及细胞评价模型，用于原料和产品的体外评估。
7 体外/体内产品评估技术	

资料来源：公司公告、开源证券研究所

图36: 贝泰妮发布红宝书



资料来源：公司官网

表6: 贝泰妮储备了丰富的在研项目

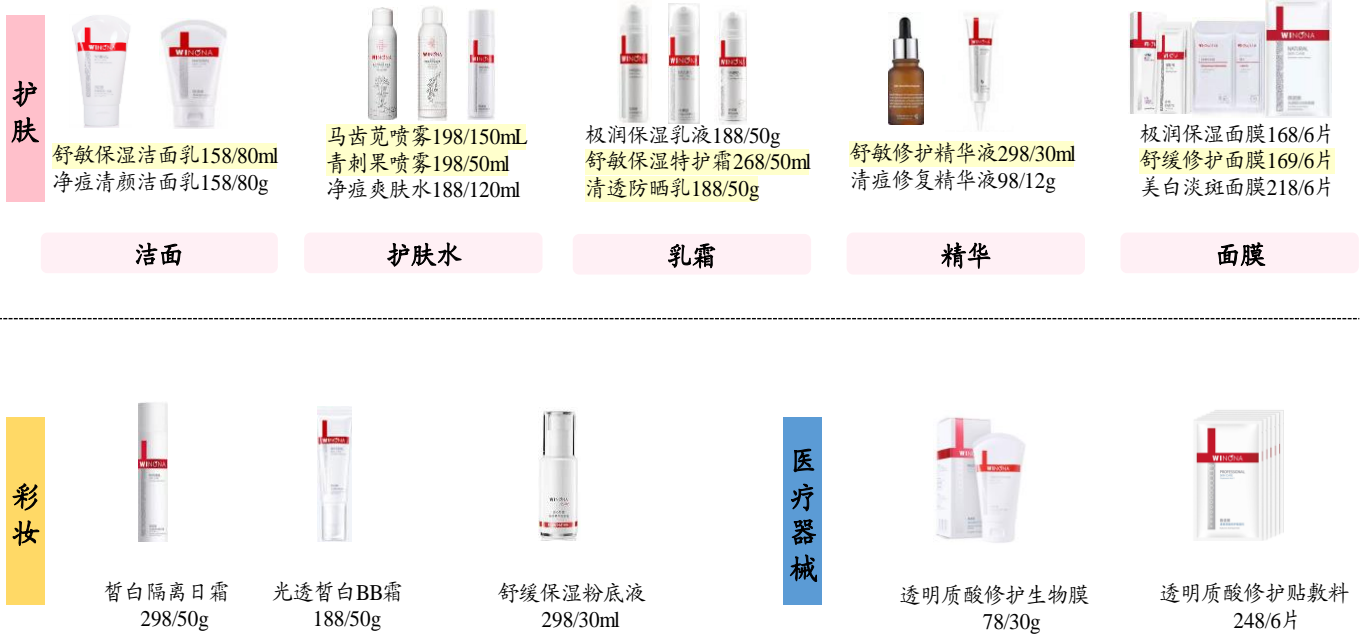
序号	项目名称	所处研发阶段	预算经费 (万元)	内容与目标	技术水平
1	III 类医疗器械开发	批文申报	486.4	研究不同生物材料对皮肤创面的修复效果，结合无菌制剂技术，开发多款 III 类医疗器械产品。	国内先进
2	彩妆系列产品开发	配方研发	174.4	针对敏感肌肤人群对彩妆的需求，结合现有技术，开发敏感肌肤人群能够适用的彩妆产品。	国内先进
3	儿童系列产品开发	配方研发	331.32	针对婴幼儿肌肤特点及易发皮肤问题，开发系列安全、温和、有效的产品，满足市场需求。	国内先进
4	皮肤屏障分型护理产品开发	配方开发	179.27	将皮肤屏障受损进行分型，精准开发用于护理不同屏障受损问题的产品。	国内先进
5	泊缇诗系列产品开发	配方验证	409.76	针对不同渠道消费者的诉求，利用新成分，新技术，开发全新品牌产品。	国内先进
6	植物防腐成分开发及应用	中试阶段	293.29	攻克国内外技术难关，筛选植物抑菌、杀菌成分，用天然活性成分替代传统防腐成分，进一步提升产品安全性。	国内先进
7	云南特色植物青刺果活性成分开发及应用	基础研究	270.52	针对云南特色植物青刺果，展开升级研究，筛选不同活性部位，研究功效表达、作用机制，制定质量标准并产业化。	国内先进
8	植物抗炎活性成分开发应用	中试阶段	291.62	筛选云南特色抗炎、抗刺激活性植物，开发抗炎活性植物成分，研究作用机制，制定质量标准，产业化应用产品。	国内先进

资料来源：公司公告、开源证券研究所

## 4.2、产品：产品涵盖整个护肤流程，明星大单品经久不衰

薇诺娜的产品涵盖护肤、彩妆、医疗器械三类。2020年1-6月护肤品销售收入占主营业务收入比重为89.65%，彩妆占比1.98%，医疗器械占比8.36%。护肤方面，公司产品覆盖了从洁面到面膜的完整流程，且每个流程都打造出经典大单品，包括马齿苋喷雾、舒敏保湿特护霜、清透防晒乳、舒敏修护精华液等。除护肤之外，彩妆产品包括皙白BB霜、保湿粉底液等，医疗器械产品包括透明质酸修护生物膜、透明质酸修护贴敷料等。

图37：薇诺娜涵盖护肤全产品线



资料来源：薇诺娜官方旗舰店、开源证券研究所

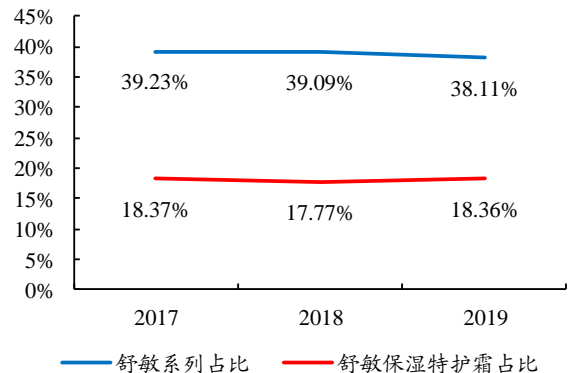
薇诺娜打造了经典单品舒敏保湿特护霜。薇诺娜口碑星品舒敏保湿特护霜选取天然马齿苋精萃、云南高原青刺果油等天然成分，致力于解决皮肤泛红、干痒、灼热等问题，自上市以来始终保持优异的销售成绩，曾荣获美容风云榜面霜类年度人气大奖、潮流盛典最受欢迎经典单品等多项荣誉。根据公司公告，舒敏保湿特护霜系列在公司销售占比中达到18.4%。我们认为经典大单品体现了公司的强产品力，也有助于公司品牌力的长期构建。

图38：薇诺娜打造了经典产品舒敏保湿特护霜



资料来源：薇诺娜天猫旗舰店

图39：舒敏保湿特护系列销售占比高

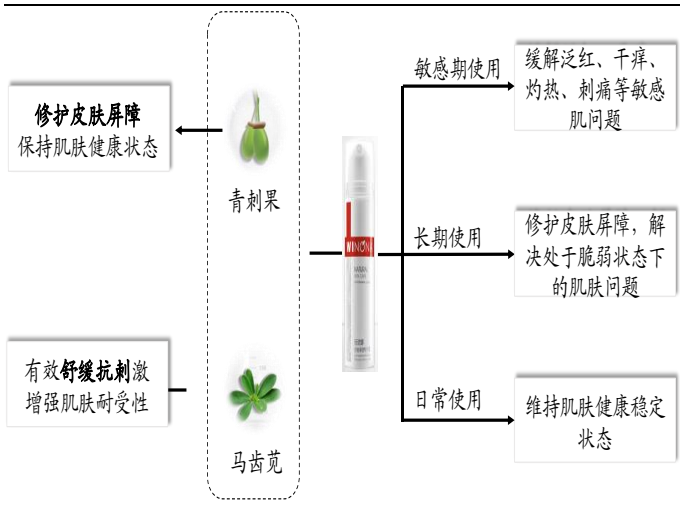


数据来源：公司公告、开源证券研究所

解析薇诺娜明星单品舒敏保湿特护霜——成分有效性高，产品设计吸睛。

**成分：**有效成分为薇诺娜带来高产品功效。敏感肌修护产品通常主要围绕皮肤屏障修护解决敏感肌肤问题。薇诺娜舒敏保湿特护霜主打青刺果和马齿苋两种植物成分，其中青刺果可以起到促进神经酰胺合成作用，实现皮肤屏障修护；马齿苋则富含多糖化物，可以直达砖墙结构，有效舒缓泛红/干痒/灼热等皮肤敏感问题。除植物成分修复外，修丽可 242 皮脂膜修护霜按照神经酰胺、胆固醇、脂肪酸 2:4:2 黄金比例实现皮肤屏障修护（皮肤屏障中结构型脂质由上述三种成分构成）。我们认为多种成分均可实现皮肤屏障修护进而解决敏感肌肤问题，而根据艾瑞咨询调研数据，薇诺娜主要成分青刺果油成分有效比（定义为“消费者认为该成分有效”/“消费者知道该成分”）达到 74.3%，产品认知有效比较高，且其市场认知度仅有 19.5%。我们认为，未来随着消费者认知提升，市场空间很大。

图40：青刺果和马齿苋分别为修护皮肤屏障和舒缓功能



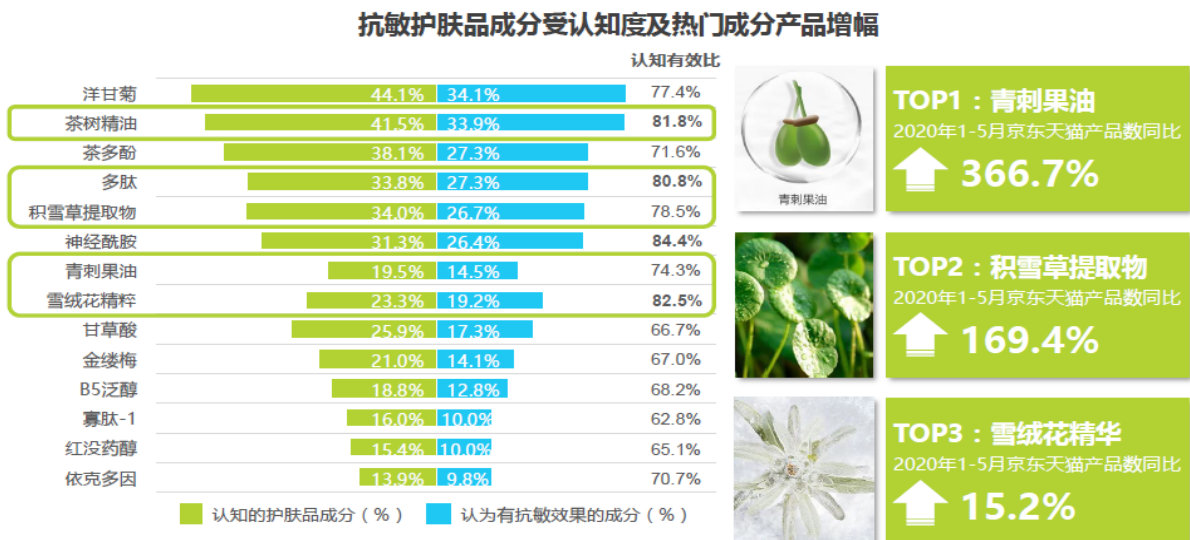
资料来源：薇诺娜天猫旗舰店、开源证券研究所

图41：修丽可通过添加皮肤屏障成分实现修护功能



资料来源：修丽可官方旗舰店

图42：薇诺娜添加的青刺果油成分“认知有效比”在 70%以上



样本：艾瑞2020年iClick问卷数据，B7.认知哪些护肤品成分，n=533；B8.认为哪些护肤品成分可改善敏感肌问题，n=469；认知有效比：认为有效/认知成分\*100%。  
来源：艾瑞Ectracker电商平台销量监测数据产品。

资料来源：艾瑞咨询

**设计：红白相间设计吸睛，形象专业。**在产品外观设计方面，薇诺娜品牌产品采取红白相间配色，简洁又契合薇诺娜敏感肌肤修护的专业品牌定位，可以给消费者留下深刻印象。在高功效和优质外观设计的共同推动下，薇诺娜深受消费者欢迎，产品复购率较高：根据公司公告，2019年薇诺娜官方旗舰店的复购率达30%。

图43：薇诺娜产品采用红白相间设计，形象专业



资料来源：公司官网

薇诺娜经典大单品的销售额占比与国际品牌相当。我们对部分品牌的经典大单品2020年线上数据（天猫旗舰店）进行统计：雅诗兰黛小棕瓶精华+眼霜合计销售额在品牌中占比约20%，芙丽芳丝洗面奶单品销售额占比超20%，而薇诺娜舒敏保湿特护霜的销售额占比为13%（根据公司公告，薇诺娜舒敏保湿特护霜在2017-2020H1销售占比分别为18.37%、17.77%、18.36%和13.56%），横向比较处于健康水平。

图44：薇诺娜的经典产品销售占比在行业中处于健康水平

产品	销售额（万元）	占比
 雅诗兰黛小棕瓶精华	37351.2	8.8%
 雅诗兰黛小棕瓶眼霜	49412.0	11.7%
 芙丽芳丝洗面奶	16703.3	20.8%
 理肤泉B5修复面膜	3839.4	5.5%
 理肤泉B5修复霜	4265.7	6.1%
 薇诺娜舒敏保湿特护霜	24499.6	13.0%
 兰蔻清滢柔肤水（粉水）	48836.7	11.4%

资料来源：天猫数据（采用2020年全年数据，对于同款产品不同产品组合做加总处理）、开源证券研究所

薇诺娜在敏感肌修护乳液领域已构筑竞争优势，短期内其他品牌难以动摇。我们对主打皮肤屏障的产品进行了梳理，主要包括薇诺娜舒敏保湿特护霜、玉泽皮肤屏障神经酰胺调理乳、理肤泉特安舒缓修复霜、雅漾修护舒缓保湿霜和修丽可皮脂膜修护霜等。(1)从销售额角度讲，薇诺娜舒敏保湿特护霜在薇诺娜天猫旗舰店年销售额为3.2亿元(统计时间为2020.02-2021.02)，领先竞品较多；(2)从价格角度讲，除修丽可皮脂膜修护霜标准价格高(1580元)以外，薇诺娜舒敏保湿特护霜标准价格为268元、玉泽皮肤屏障神经酰胺调理乳标准价格为180元、理肤泉特安舒缓修复霜标准价格为285元，雅漾修护舒缓保湿霜标准价格为272元，价格悬殊不大；(3)从促销方式讲，薇诺娜除“双11”参与李佳琦直播带货等促销以外，其余时间极少参与线上打折促销活动，且直播促销均多以买赠方式进行。

我们认为，薇诺娜在200-300元价格带的乳液产品中已经树立深入人心的形象，短期内其他品牌难以动摇。从长期来看，以雅诗兰黛小棕瓶、倩碧黄油等为代表的明星单品具有长产品生命周期，薇诺娜舒敏保湿特护霜在细分领域先发优势较为明显，有望持续为公司贡献增量。

图45: 薇诺娜在敏感肌修护乳液领域属于绝对龙头

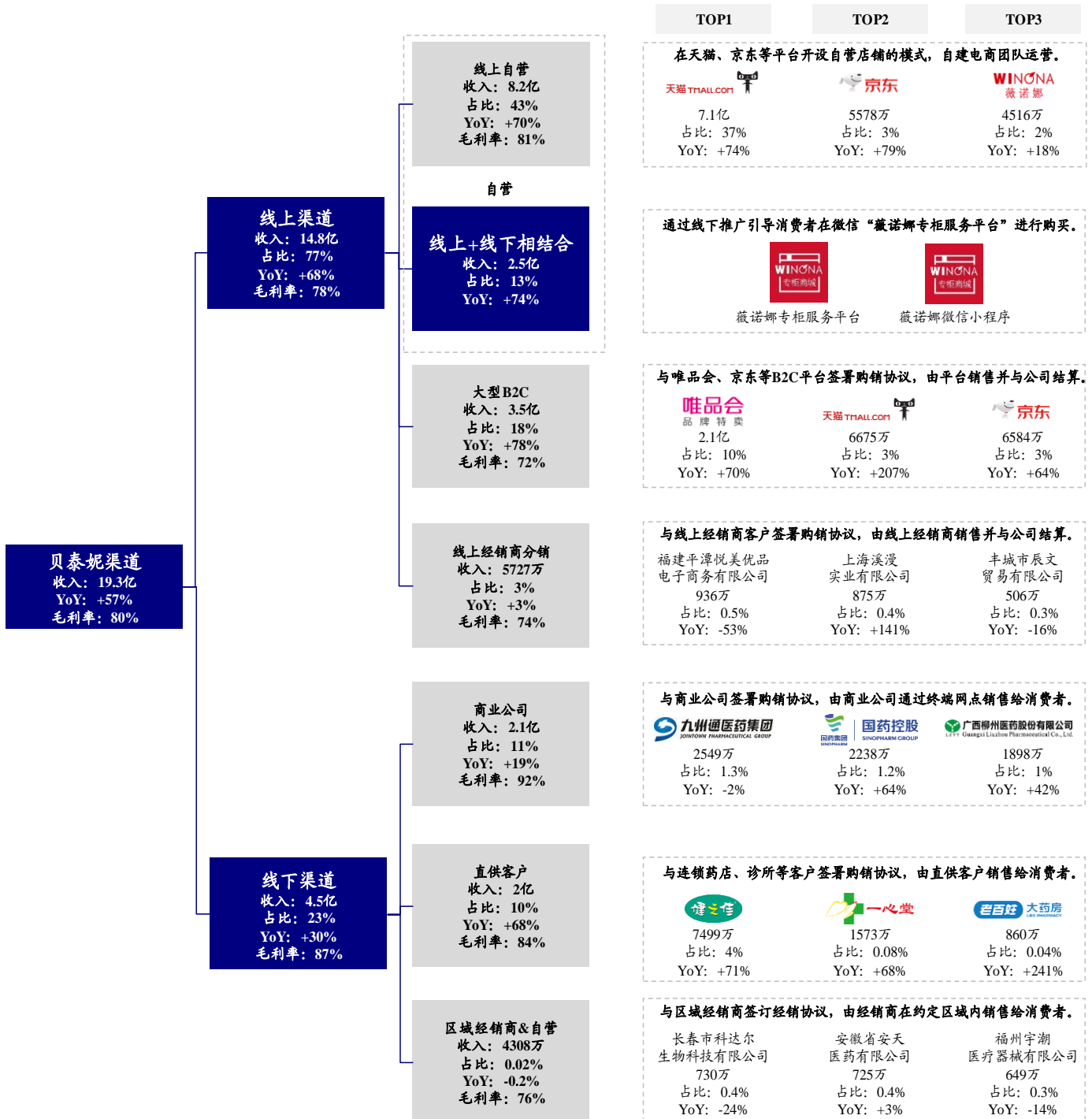
品牌	玉泽	理肤泉	雅漾	薇诺娜	修丽可
					
	皮肤屏障神经酰胺调理乳	理肤泉特安舒缓修复霜	雅漾修护舒缓保湿霜	薇诺娜舒敏保湿特护霜	修丽可皮脂膜修护霜
天猫旗舰店年销售额 (2020.02-2021.02)	1.12亿	1550万	3508万	3.2亿	4043万
保湿成分	半乳糖阿拉伯聚糖、1,2-己二醇、 <b>1,3-丙二醇</b> 、 <b>向日葵籽油</b> 、乙基己基甘油、甜菜碱、双丙甘醇、氢化卵磷脂、海藻糖、 <b>生育酚(维生素E)</b> 、生物糖胶-2、 <b>丁二醇</b> 、甘油、 <b>神经酰胺3</b> 、角鲨烷	<b>角鲨烷</b> 、甘油、1,2-戊二醇	矿油、甘油、 <b>角鲨烷</b>	透明质酸钠、牛油果、β-葡聚糖、 <b>丁二醇</b> 、甘油、1,2-戊二醇	腺苷、 <b>向日葵籽油</b> 、 <b>皂化物</b> 、双丙甘醇、 <b>生育酚(维生素E)</b> 、神经酰胺1、甘油、 <b>神经酰胺3</b> 、迷迭香叶油
抗氧化成分	生育酚乙酸酯、氢化卵磷脂、扭刺仙人掌茎提取物、 <b>生育酚(维生素E)</b> 、 <b>神经酰胺3</b> 、 <b>季戊四醇四(双-叔丁基羧基氧化肉桂酸)酯</b>	乙酰基二肽-1鲸蜡酯	-	马齿苋提取物、牛油果	腺苷、 <b>生育酚(维生素E)</b> 、神经酰胺1、 <b>神经酰胺3</b>
美白成分			-		-
舒缓成分	尿囊素、麦冬根提取物	乙酰基二肽-1鲸蜡酯	-	β-葡聚糖、青刺果油	-
产品功效宣称	高保湿，深润修护，强锁水	修护、保湿、滋润	舒缓保湿、滋养润肤	舒缓敏感，长期修护维稳	使用8周后，神经酰胺含量+57%，胆固醇含量+50%，脂肪酸含量
主要成分功效	皮肤调理、保湿抗敏	皮肤调理、保湿、舒缓抗敏	皮肤调理、保湿	保湿柔润抗菌、皮肤调理	抗衰、PH调节、成膜、柔润
标准价格	180元/50ml	285元/40ml	272元/50ml	268元/50g	1580元/48ml
销售均价 (2020年11月)	160元	269元	218元	215元	1580元
直播价格	66元	-	-	106.5元	1530元
使用周期	2-3个月	2-3个月	2个月	2个月	2个月
全年消费额 (按11月销售均价)	800元	1345元	1308元	1290元	9480元

资料来源: 美丽修行、天猫数据、开源证券研究所

### 4.3、渠道：线上、线下全渠道布局，电商发力带来销售高增长

公司已打通线上线下全渠道布局。2019年公司线上、线下渠道分别实现营业收入14.8亿元、4.5亿元，分别同比增长68%、30%。我们认为：近年来线上渠道持续高景气，公司自建电商团队运营经验丰富，未来有望保持较快增长；线下渠道方面，公司在医院、药房等专业渠道具有广泛布局，已经树立了专业形象，未来随着公司线下直供客户渠道继续拓展，线下药房渠道也将持续贡献增量。本小节中，我们对贝泰妮的各个渠道情况进行展开介绍。

图46：公司已打通线上线下全渠道布局



资料来源：公司公告、开源证券研究所

**线下渠道稳健、线上电商渠道高增长。**薇诺娜最初从线下药店等专业渠道切入，近年来借电商红利发力线上，后者已成为主要渠道且仍保持较快增长。目前，公司线上渠道主要包括线上自营、大型 B2C 分销和线上经销商；线下渠道主要以商业公司和直供客户为主，2020 年 6 月新拓展了屈臣氏 CS 渠道。2019 年公司线上渠道实现收入 14.84 亿元，占总收入的 76.7%，同比增长 68%，两年复合增速达 74.2%，线下收入为 4.51 亿元，占总收入的 23.3%，同比增长 30%，两年复合增速为 23.0%，保持平稳增长。从毛利率角度看，公司线下渠道毛利率较高，主要是因为线下渠道以医疗器械销售为主，品类毛利率本来就偏高且较少参加折扣活动。

图47：贝泰妮线上渠道连续高增长

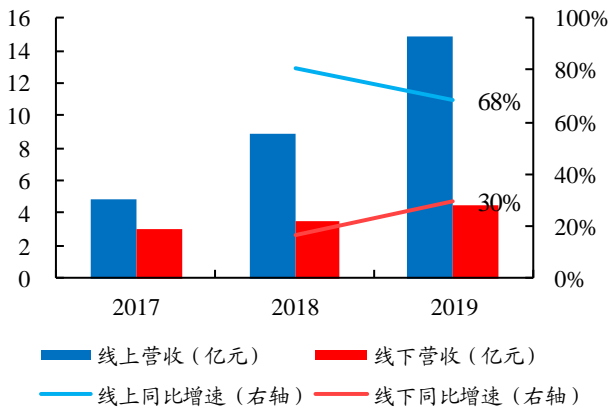
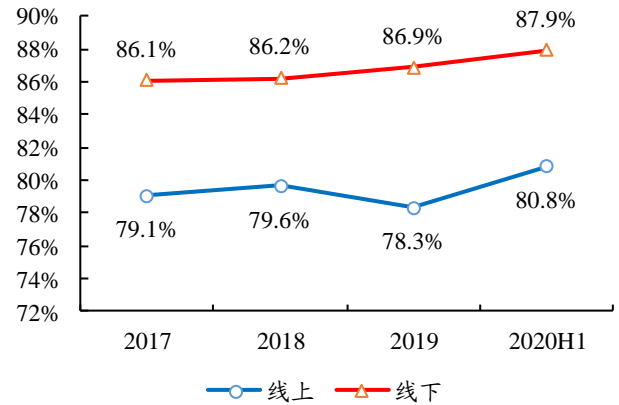


图48：贝泰妮线下渠道毛利率更高



数据来源：公司公告、开源证券研究所

数据来源：公司公告、开源证券研究所

图49：贝泰妮已形成线上+线下全渠道布局，其中线上自营是最重要增长渠道

线上				线下					
		占比	同比增速	毛利率		占比	同比增速	毛利率	
线上自营	2017	46%		82%	商业公司	2017	17%	90%	
	2018	51%	73%	82%		2018	14%	31%	91%
	2019	56%	71%	81%		2019	11%	19%	92%
	2020H1	61%	62%	83%		2020H1	8%	-22%	92%
大型 B2C	2017	13%		70%	直供客户	2017	12%	87%	
	2018	16%	92%	73%		2018	10%	31%	83%
	2019	18%	78%	72%		2019	10%	68%	84%
	2020H1	18%	17%	75%		2020H1	7%	7%	85%
线上经销商分销	2017	3%		79%	区域经销商及自营	2017	9%		
	2018	5%	150%	77%		2018	4%		
	2019	3%	3%	74%		2019	2%		
	2020H1	4%		76%		2020H1	1%		

数据来源：公司公告、开源证券研究所

2010年以来，公司逐步拓展线上线下渠道，目前已形成全渠道布局。2020H1公司线上、线下渠道分别占比83%、17%，其中线下渠道受到疫情影响较大。线上渠道方面，公司2019年线上渠道销售额位居前三的分别为天猫旗舰店（自营）、薇诺娜专柜服务平台（线上线下相结合销售模式）、唯品会（分销）；线下渠道方面，公司通过主动拜访等方式逐步拓展线下渠道，2019年健之佳、一心堂、老百姓分别为公司前三大直供客户，九州通、国药控股、柳州医药为公司前三大商业公司客户。

图50：公司逐步拓展线上线下渠道，形成全渠道布局

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
线上		天猫旗舰店 6.9亿 (2019)		薇诺娜贝泰妮 专卖店 2132万 (2019)						
	线上自营 61% (2020H1)			薇诺娜网上商 城 4516万 (2019)				薇诺娜专柜服 务平台 2.4亿 (2019)	薇诺娜微信 小程序 793万 (2019)	
				薇诺娜京东旗 舰店 5578万 (2019)						
	线上分销 22% (2020H1)		天猫超市 6675万 (2019)			唯品会 2亿 (2019) 京东自营 6584万 (2019)		阿里健康大药 房 421万 (2019)		
商业公司	昆明芙美佳 1658万 (2018)				② 国药控股 2238万 (2019)					
					③ 柳州医药 1898万 (2019)	① 九州通 2549万 (2019)		陕西医药 1128万 (2017)		
				云南省医药 455.2万 (2020H1)		④ 华东医药 1565万 (2019)				
				⑤ 华润医药 1339万 (2019)						
直供客户			② 一心堂 1573万 (2019)			① 健之佳 7499万 (2019)				⑤ 成都盈通泰 医疗 383万 (2019)
			④ 成都利康 641万 (2019)			建水县科莱伊 美肌肤诊所 153万 (2017)	③ 老百姓大 药房 860万 (2019)	重庆汇欣灵生 物 231万 (2018)		④ 湖南怀仁药 业 185万 (2020H1)
			柳州市妇幼保 健院 113万 (2017)							
区域经销商			长春市科达尔 生物 730万 (2019)	安徽省安天医 药 725万 (2019)						
	福州宇湖医 疗器械 649万 (2019)		长沙恒盛康业 466万 (2018)	贵州黛沫美容 303万 (2019)		北京泰康丰源 医疗 404万 (2017)		昆明芙美斯生 物 415万 (2019)		
			乌鲁木齐文智 锦程 98万 (2020H1)							

资料来源：公司公告、开源证券研究所（图中标蓝为公司商业公司渠道和直供客户渠道前五大客户，薇诺娜专柜服务平台属于线上线下相结合的销售模式；对应年份为拓展时间）



### 4.3.1、线上渠道：自营平台发力快速增长

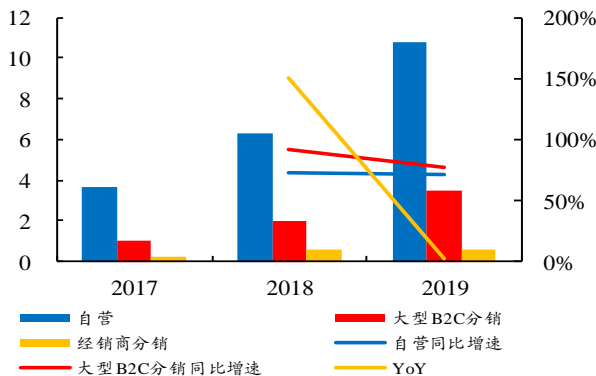
薇诺娜线上销售模式包括线上自营、线上大型 B2C 分销和线上经销商模式。2019 年公司线上自营、线上大型 B2C 分销和线上经销商模式分别实现收入 10.8 亿元、3.5 亿元、0.57 亿元，分别同比增长 71%、78%、3%。从毛利率角度看，线上自营渠道毛利率最高，公司整体毛利率稳定在 80%以上。

**线上自营：是线上主要运营模式，同比高速增长。**线上自营模式是指薇诺娜在天猫、京东等平台开设自营店铺的模式。公司早期即抓住线上红利，2011 年布局天猫商城，并于 2012 年建立电商事业部，实现自营渠道高速增长。我们认为，薇诺娜自营电商团队具有丰富运营经验，未来线上自营渠道仍有望保持较高增速。

- **天猫：**薇诺娜官方旗舰店于 2011 年正式登录天猫商城，目前是公司线上自营主要平台，2019 年天猫平台在线上自营模式中收入占比为 66%，同比增长 74%；
- **京东&网上商城：**2019 年京东平台和薇诺娜官网在线上自营中占比分别为 5.2% 和 4.2%，同比增速为 79%和 18%；
- **微信：**属于线上线下相结合的运营模式，我们将在 4.3.2 详细论述。

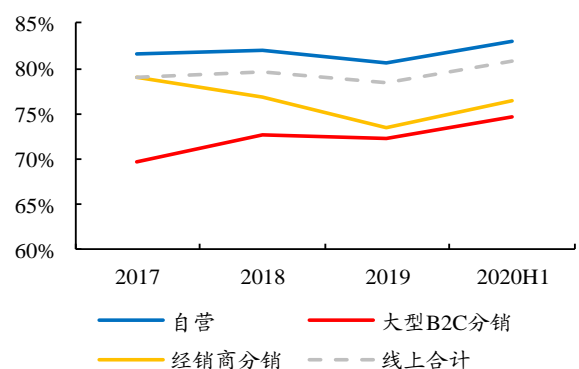
**线上大型 B2C 分销：保持较快增速。**线上大型 B2C 分销模式指的是贝泰妮与唯品会、京东、天猫超市等大型 B2C 平台签署购销协议，由大型 B2C 平台向消费者进行销售的模式。唯品会、天猫、京东分别为 2019 年公司大型 B2C 分销前三大客户。

图51：线上自营和大型 B2C 分销增速较快



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图52：线上自营的毛利率在线上渠道中最高



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图53：线上自营整体保持较高增速（单位：百万元）

	2017	2018	2019	2020H1
线上自营	363	628	1075	572
YOY		73%	71%	62%
渠道占比		51%	56%	61%
天猫	234	409	710	427
YOY		75%	73.6%	82%
微信	75	144	251	84
YOY		93%	74.3%	
京东	15	31	56	37
YOY		107%	79%	60%
薇诺娜网上商城	37	38	45	11
YOY		2%	18%	

数据来源：公司公告、开源证券研究所

图54：唯品会是线上 B2C 第一大客户（单位：百万元）

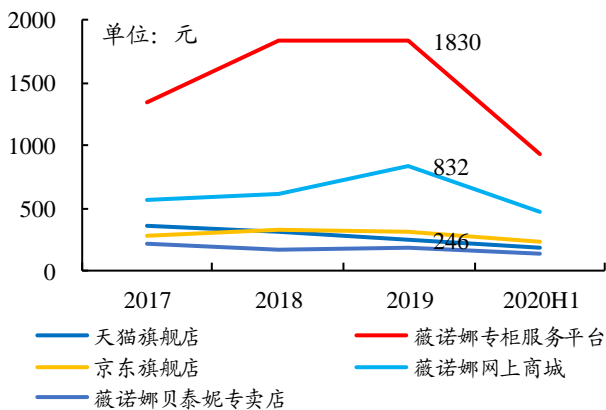
	2017	2018	2019	2020H1
大型 B2C	103	198	352	172
YOY		92%	78%	17%
渠道占比		16%	18%	18%
唯品会	71	123	209	104
YOY		72%	70%	
京东	19	40	66	38
YOY		111%	64%	
天猫	5	22	67	25
YOY		340%	207%	
阿里健康		2	4	3
YOY			134%	

数据来源：公司公告、开源证券研究所

### 4.3.2、线上线下相结合：薇诺娜专柜服务平台运用私域流量，客单价&复购率高

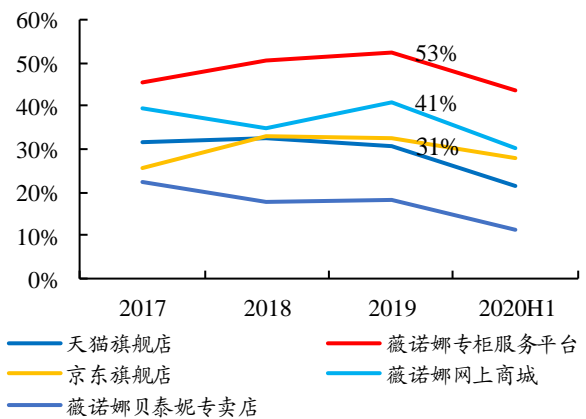
主要运用私域流量运营的薇诺娜专柜服务平台具有较高客单价&复购率。微信渠道包括薇诺娜专柜服务平台（私域流量）和薇诺娜小程序（公域流量与私域流量相结合）。其中薇诺娜专柜服务平台依托于公司驻派在终端销售网点的BA对线下终端客户进行沟通和推广，引导客户通过“薇诺娜专柜服务平台”购买公司产品，属于线上线下相结合的自营模式，运用流量来自于私域流量。2019年公司微信平台实现营业收入2.5亿元，同比+74.3%。由于线下BA可以为客户提供专业咨询服务并会引导其搭配采购产品，因而薇诺娜专柜服务平台的整体客单价高于其他线上自营渠道，2019年客单价达1830元，而天猫旗舰店客单价为246元；从复购率角度看，2019年薇诺娜专柜服务平台复购率达52.5%，也领先于其他线上自营平台。

图55：薇诺娜专柜服务平台客单价高于其他线上自营



数据来源：公司公告、开源证券研究所

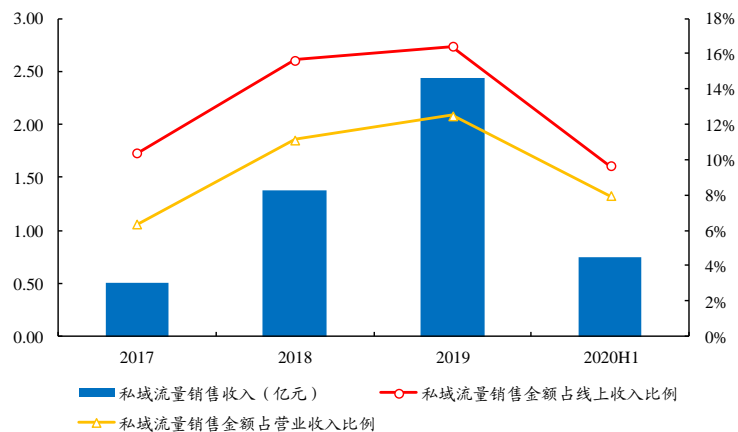
图56：薇诺娜专柜服务平台复购率高于其他线上自营



数据来源：公司公告、开源证券研究所（复购率计算方法为当期店铺复购客户数量/当期店铺总客户数量）

公司运用私域流量销售收入占总收入比重逐渐上升。2019年公司运用私域流量销售金额达2.43亿元，占线上比重从2017年的10.4%提升6.0pct至2019年的16.4%，占总收入比重从2017年的6.4%提升6.1pct至2019年的12.5%。我们认为，在公域获客成本增加背景下，积极布局私域流量可以有效利用现有流量价值，进而提升公司经营效率并降低运营成本。

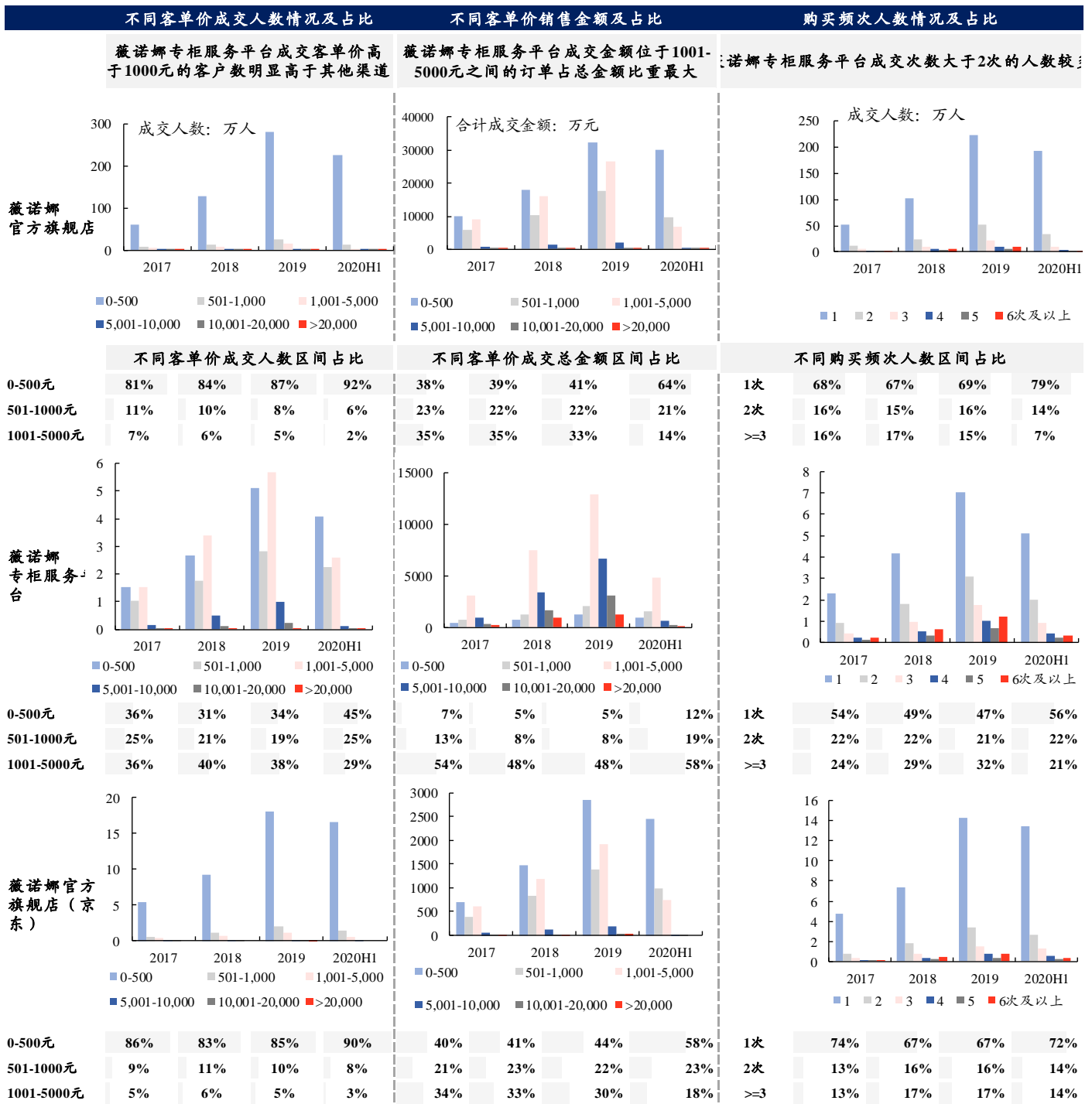
图57：公司2017-2019年私域流量销售金额占比提升



数据来源：公司公告、开源证券研究所

薇诺娜专柜服务平台客单价较高。截至 2020H1，公司自营渠道中天猫官方旗舰店、薇诺娜专柜服务平台、薇诺娜京东旗舰店、薇诺娜网上商城、薇诺娜贝泰妮旗舰店累计购买客户数分别达到 660.3 万、24.2 万、50.2 万、19.3 万、34.0 万。从具体渠道数据来看，公司主要通过线下私域流量引流的薇诺娜专柜服务平台客单价较高，消费金额位于 1001-5000 元的订单占比达到 50%。

图58: 薇诺娜专柜服务平台的客单价&复购率高



资料来源: 招股说明书、开源证券研究所

### 4.3.3、线下渠道：布局医院、连锁药房等专业渠道，打造品牌形象

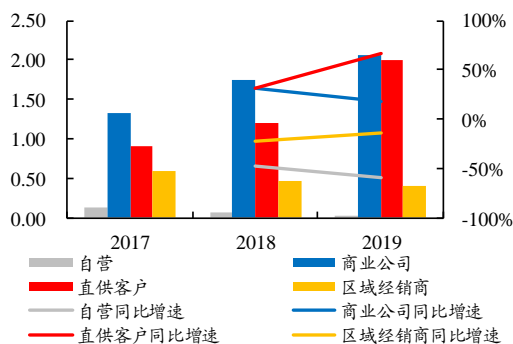
薇诺娜最初借助线下渠道切入，专业渠道对薇诺娜起到了重要的口碑树立作用。薇诺娜品牌功效性和安全性经过北京大学第一医院等 54 家国内著名医学机构临床观察，“械”字号产品可在医院、药店等渠道销售。目前公司线下运营模式包括线下自营、商业公司、直供客户和区域经销商模式，2019 年四种运营模式在线下收入占比分别为 0.7%/45.9%/44.6%/8.9%。从毛利率角度看，公司线下毛利率较高，2019 年公司线下渠道毛利率达 86.9%。

**商业公司：**目前在线下渠道占比最大，保持稳健增速。商业公司模式指的是公司与九州通、国药控股等商业公司签署买断经销协议，再由商业公司销售给药店、诊所等终端网点。2019 年商业公司渠道营收同比增速为 19%，毛利率也更高，九州通、国药控股等商业公司具有发达的医院、线下药店渠道布局，构成公司线下重要一环。

**直供客户：**重点发力，布局健之佳、一心堂、老板姓等连锁药房。直供客户模式指的是公司与连锁药店等客户签署买断经销或代销协议，由直供客户直接向消费者销售。直供客户模式是公司近年来重点发力建设的渠道，2019 年营收同比增速达 68%。云南健之佳、一心堂、老百姓是公司前三大直供客户，2019 年三者合计收入在直供客户中占比达 49.4%。我们认为随着护肤消费群体消费理性化，线下专业化渠道具有医师等推荐，将起到重要的引流作用，未来有望保持较高增速。

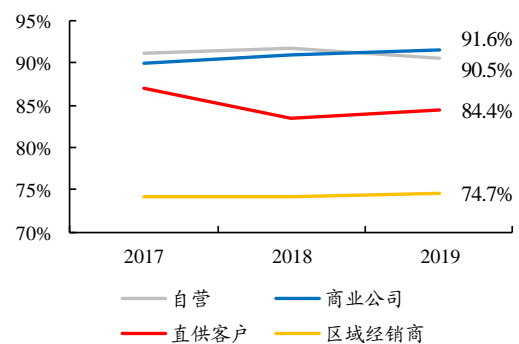
**CS 渠道：**入驻屈臣氏，线下布局持续完善。薇诺娜 2020 年 6 月 25 日官宣入驻屈臣氏，推动线下渠道进一步拓展，我们认为未来 CS 渠道有望为薇诺娜贡献新的增量。

图59：公司发力直供客户（单位：亿元）



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图60：公司线下渠道毛利率整体较高



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图61：薇诺娜线下药店渠道



资料来源：新浪新闻

图62：薇诺娜入驻屈臣氏 CS 渠道

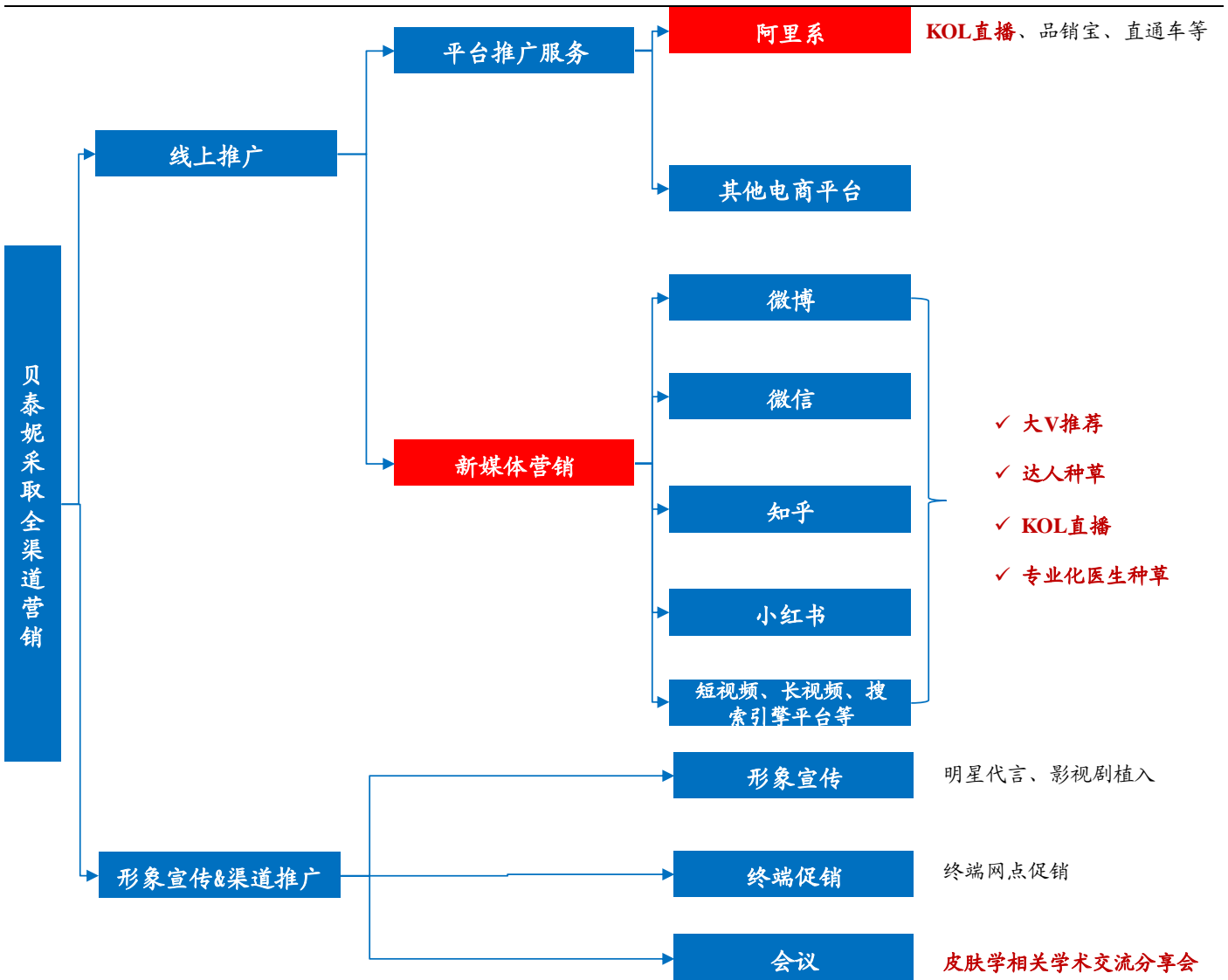


资料来源：新浪新闻

## 4.4、营销：全渠道营销，助力品牌增长

全渠道营销方式，加码专业化直播。薇诺娜营销最初主要依托于传统媒体和影视化媒体，如采取广告、报纸、杂志、节目冠名等方式，后期随着数字媒体兴起，薇诺娜紧随时代趋势，发力线上营销，积极布局网红直播、种草和短视频模式。代言人方面，薇诺娜 2020 年 7 月官宣吴宣仪为薇诺娜霜膏乳液代言人，2021 年签约熊梓淇作为品牌形象大使，3 月 24 日官宣舒淇为品牌代言人，拥抱多样化粉丝群体；KOL 营销方面，薇诺娜围绕“敏感肌等于薇诺娜”，联合头部 KOL 和腰部尾部 KOL 进行营销，依靠头部 KOL 拉升、尾部 KOL 维持高热度和声量，实现长尾效应。除此之外，薇诺娜还积极加码专业化种草，早在 2018 年开始就多次在微博通过直播方式进行专家答疑，消费者在线上即可得到原来要在医院获得的专家问诊，目前仍以每月 1-2 次的固定频率在微博上答疑，截至 2020 年 8 月，薇诺娜官方微博粉丝数达 151 万，领跑化妆品品牌官微。

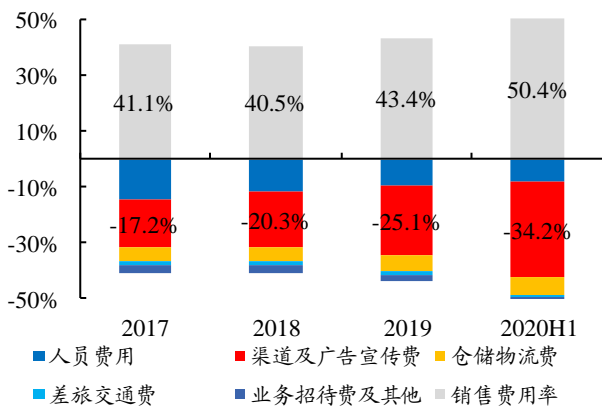
图63：公司采取线上+线下全渠道营销模式



资料来源：公司公告、开源证券研究所

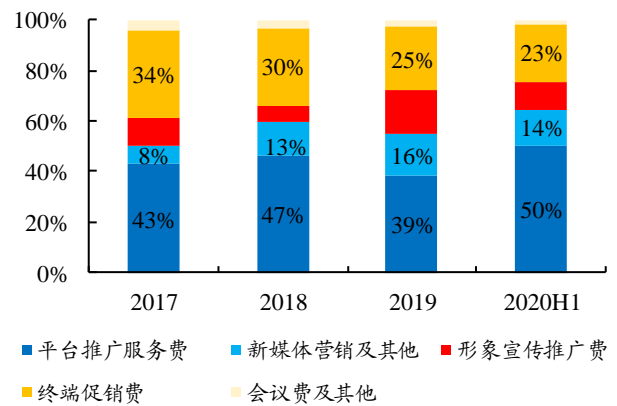
公司加大了平台推广力度。贝泰妮 2017-2020H1 销售费用 3.3 亿元、5.0 亿元、8.4 亿元、4.7 亿元，销售费用率分别为 41.1%、40.5%、43.4%、50.4%。销售费用主要分为人员费用、渠道和广告宣传费、仓储物流费、差旅交通费和业务招待费。人员费用包括线下终端网点的 BA 等，在 2017-2020H1 分别占销售费用的 35.2%、28.5%、22.1%、15.8%。渠道和广告宣传费是销售费用主要构成部分，2017-2020H1 分别占销售费用的 41.8%、50.0%、57.8%、67.8%，渠道和广告宣传费又分为线上推广（平台推广服务费+新媒体营销）和形象宣传及渠道推广费（形象宣传推广费+终端促销费+会议费），近年来随着 KOL 直播营销、社媒渠道兴起，公司加大了线上推广的投入力度，2020H1 公司平台推广服务费、新媒体营销投入占渠道及广告宣传比例分别达 50%、14%。

图64：渠道及广告宣传费带动公司销售费用率上升



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图65：渠道及广告宣传中平台推广服务费占比提升



数据来源：公司公告、开源证券研究所（线上采用蓝色系）

表7：公司渠道和广告宣传费主要分为线上推广和形象宣传及渠道推广费

渠道	类型	详细内容	主要影响因素
平台推广服务	费	①平台推广工具：包括天猫平台的 <b>品销宝</b> 、 <b>钻展</b> 、 <b>直通车</b> 、 <b>超级推荐</b> 等以及京东平台的 <b>京准通</b> 等推广工具。 ② <b>平台服务费</b> 、 <b>淘宝客</b> 等佣金支出、 <b>平台的优惠折扣使用费</b> （如京东京豆、天猫淘宝聚划算或返点积分）等。	在平台网页、APP、明星/品牌专区等展示或搜索，按照 <b>千次展示（曝光）或搜索点击量</b> 等计。 <b>成交额*费率收费</b> 一般在完成每笔订单时根据服务费率等进行扣减或根据平台规则或合同约定比例支付相应佣金。
线上推广	新媒体营销	①通过微博、微信、知乎、小红书等 <b>社交平台</b> ，抖音、快手等 <b>视频平台</b> ，百度等 <b>搜索引擎</b> 以及今日头条、腾讯新闻等 <b>资讯平台</b> 进行内容营销、品牌宣传投放，并配合活动引流； ②通过 KOL 在社交媒体平台、短视频平台或电商平台，通过图文/视频等内容形式，进行 <b>产品推广和入店引流</b> ； ③通过在直播平台或者电商平台的 <b>直播频道</b> ，通过网络直播的形式，进行品牌宣传、产品推广和客户引流。	①图文/视频等内容制作费以及广告投放方案的执行及推广效果，按照广告投放或品牌推广合同约定的金额收费； ②根据合同约定稿费收费； ③根据合同约定价格收费，或根据销售转化金额进行佣金抽成等。
形象宣传推广	费	<b>明星代言</b> 、赞助 <b>“双 11”天猫晚会</b> 、 <b>影视剧广告植入</b> 、户外或 <b>楼宇广告</b> 等方式推广。	明星代言的合同约定价格、广告植入的排期频率及投放平台的媒介资源成本等。
终端促销费	费	公司通过终端网点促销活动等提升下品牌知名度和促进渠道销售而产生的宣传物料支出、自产产品促销领用等。	公司品牌宣传与促销活动的预算、活动频率及促销支持力度。公司与拥有广泛终端网点的直供客户的合作、终端网点促销活动等。
会议费	费	公司参与或组织的与皮肤学相关的 <b>学术交流分享会议</b> 相应的会议费支出。	会议活动的频率及规模等。

资料来源：公司公告、开源证券研究所

公司加大了直播带货和 KOL 种草等新媒体营销投入。公司平台推广工具主要分为品销宝、直通车、钻展和超级推荐；平台服务费和佣金支出主要包括平台服务费、淘宝客/达人佣金、聚划算和积分费用。在直播营销和社媒占据风口的背景下，公司 2020H1 加大了淘宝客/达人佣金、新媒体营销上投入。我们认为加大直播、社媒营销投入符合营销发展阶段规律，公司紧抓流量风口，在提高销售收入同时，也有利于品牌知名度的提升。

图66: 公司平台推广服务主要包括平台推广工具和平台服务费佣金支出



资料来源: 公司公告、淘宝官网、薇诺娜官方旗舰店、开源证券研究所

依托行业泰斗何黎教授，打造专业品牌形象。公司与皮肤学行业泰斗何黎绑定深入，何黎是昆明医大第一附属医院皮肤科主任，具有较大的行业影响力，其母李碧云通过薇诺娜科技间接持有公司 10.85% 股份。我们认为，何黎教授的专业背景在保证功效性的同时，还有助于品牌推广和打造，具体来讲：一方面何黎凭借其在领域内深耕的专业性，作为嘉宾广泛参与到行业峰会中，具有强行业影响力，其背书的产品易获得美容院、医美机构的认可；另一方面，在消费者端何黎为薇诺娜提供直播及专家顾问服务，进行专业答疑，也有助于品牌在消费者心目中树立专业形象。

图67：何黎出席中华医学会皮肤性病学分会



资料来源：CSDCMA 资讯平台

图68：何黎为薇诺娜提供直播及专家顾问服务



资料来源：薇诺娜官方微博

公司抓住直播风口，与头部 KOL、人气明星、网红博主联合直播。头部 KOL 方面，薇诺娜与李佳琦展开合作，根据公司公告，2019、2020H1 公司支付给美腕的新媒体营销费分别为 184.0 万元、169.5 万元。从直播场次来看，旺季月均直播场次在 4 次及以上；从折扣角度讲，公司明星产品舒敏保湿特护霜在直播间不打折，仅采取买赠的方式，与海外品牌类似，体现了公司的强产品力。除头部 KOL 外，公司还与人气明星、网红博主联合直播，以覆盖更广泛的用户群体。我们认为，公司紧抓流量入口布局直播有助于提升品牌在消费者心中的认知度。

图69：李佳琦直播薇诺娜产品



资料来源：薇诺娜官方微博、李佳琦 Austin 官方公众号

图70：采用皮肤科专家+人气明星+网红博主联合直播



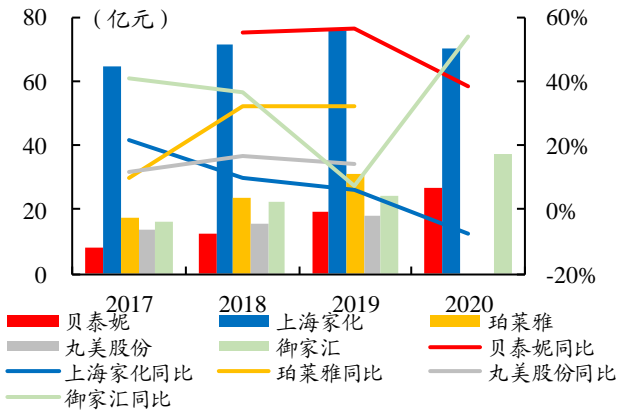
资料来源：薇诺娜官方微博



## 4.5、 同业比较： 营收、 归母净利润高速增长， 盈利能力行业领先

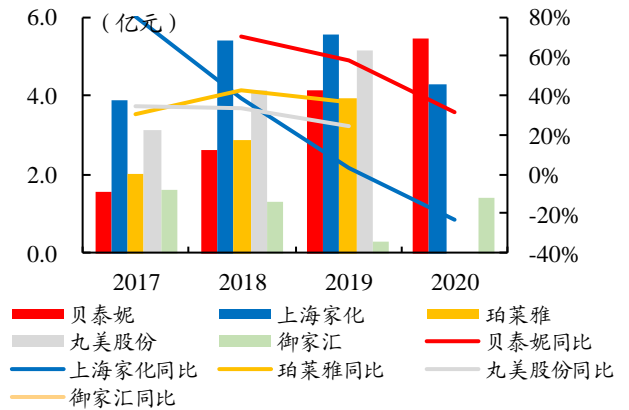
贝泰妮营收、归母净利润处于行业领先水平。2017-2019年贝泰妮营收CAGR达56.1%，归母净利润CAGR达63.7%，在上市护肤品公司中处于领先地位。我们认为敏感肌行业具有较高景气度，在行业保持20%左右增速的背景下，公司作为领域龙头，有望保持较高增速。

图71： 贝泰妮营收增速在行业领先



数据来源：各公司公告、开源证券研究所（珀莱雅、丸美股份尚未披露2020年年报）

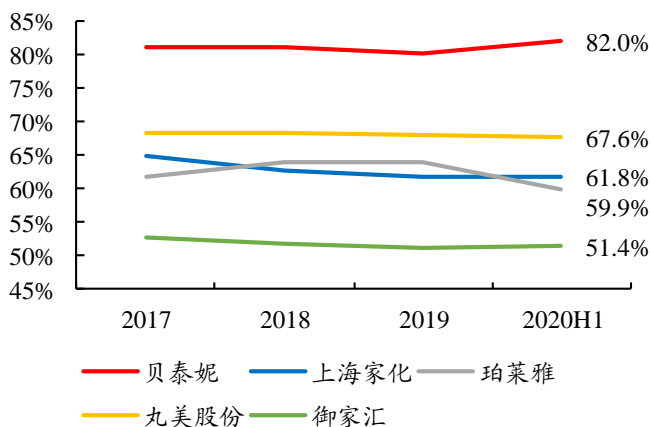
图72： 贝泰妮归母净利润增速在行业领先



数据来源：各公司公告、开源证券研究所（珀莱雅、丸美股份尚未披露2020年年报）

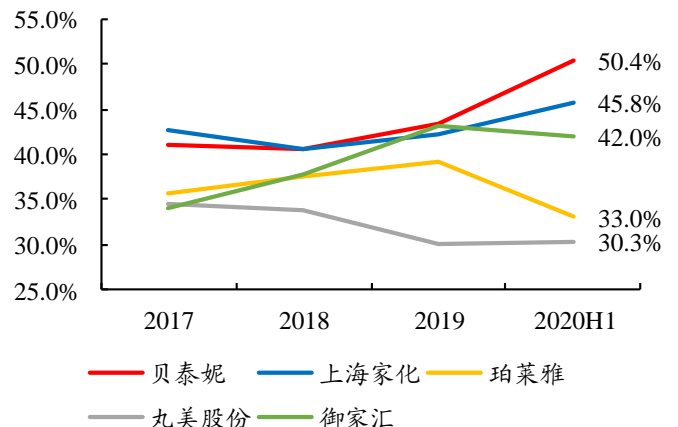
公司具有行业领先的毛利率，线上投入增加带动销售费用率上行。贝泰妮2017-2020H1毛利率分别为81.3%、81.2%、80.2%、82.0%，处于行业领先地位，我们认为主要得益于收入端，公司已经打造了深入人心的品牌形象，可以带来品牌溢价，与此同时，渠道端公司以线上直营为主，减少了经销环节。销售费用率角度，公司销售费用率从2017年的41.1%上升至2020H1的50.4%，主要是由于公司紧跟行业营销趋势变化，加大了线上营销力度，布局了直播营销、社媒营销等方式。

图73： 公司毛利率行业领先



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

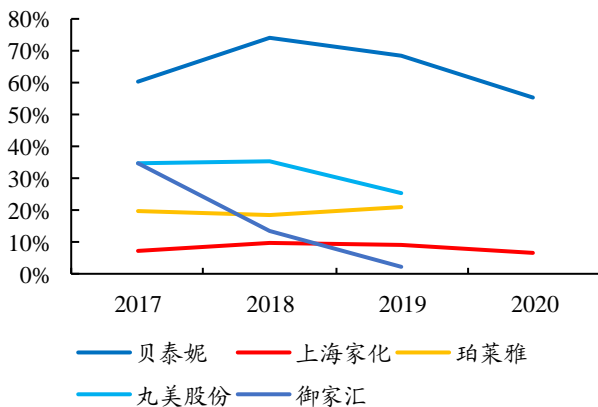
图74： 公司销售费用率较高



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

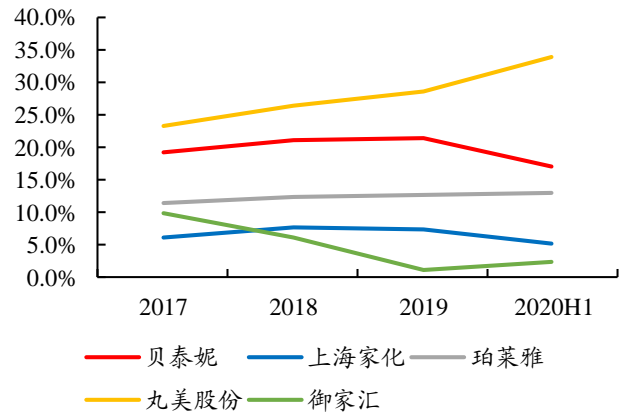
**贝泰妮 ROE 行业领先。**2020 年贝泰妮 ROE 为 55.6%，处于行业领跑地位。公司在生产上采取轻资产运营模式，以委托加工为主。公司取得《医疗器械生产许可证》和《化妆品生产许可证》，生产方式上医疗器械全部采用自主生产模式，护肤品和彩妆以委托加工为主，公司对产品配方进行加密处理，关键技术泄漏风险较小，公司委托加工成本总体上在总成本中占比为 70%左右。与其他美妆品牌方公司相比，薇诺娜资产较轻，近年总体固定资产规模在上升，从 2017 年的 1541 万元增加至 2019 年的 5940 万元。根据公司公告，本次公司募集资金中，公司拟将 4.38 亿元用于中央工厂新基地建设项目，包括 3 条生产线，其中 2 条为化妆品生产线（1 条膏霜生产线、1 条水剂生产线），1 条为医疗器械生产线，随着公司规模扩大，我们认为公司资产预计会继续呈现上升趋势。

图75: 贝泰妮 ROE 行业领先



数据来源: 各公司公告、开源证券研究所

图76: 贝泰妮净利率较高



数据来源: 各公司公告、开源证券研究所

图77: 贝泰妮化妆品自有产量逐年提升

	2017	2018	2019
护肤品			
自有产量	8.4%	17.2%	19.0%
委托加工产量	91.5%	82.8%	80.3%
OEM生产产量	0.1%	0.0%	0.6%
彩妆			
自有产量	0.0%	0.0%	0.0%
委托加工产量	100.0%	84.6%	72.2%
OEM生产产量	0.0%	15.4%	27.8%
医疗器械			
自有产量	99.8%	100.0%	100.0%
委托加工产量	0.0%	0.0%	0.0%
OEM生产产量	0.2%	0.0%	0.0%

数据来源: 公司公告、开源证券研究所

## 5、增长空间：品牌拓展，渠道延伸

### 5.1、品牌：主品牌空间广阔，Winona Baby&Beauty Answers 持续拓展

主品牌薇诺娜市场空间广阔。根据 Euromonitor 数据，2019 年欧莱雅和百雀羚护肤口径零售额达到 110 亿元，市占率排名前十的单品牌零售额均在 40 亿元以上；单看电商渠道，根据天猫数据，2020 年欧莱雅、雅诗兰黛、兰蔻等天猫旗舰店 GMV 均超过 40 亿元。贝泰妮 2020 年实现收入 26.9 亿元，总体而言薇诺娜单品牌仍具有较大空间。

图78：薇诺娜单品牌在国内尚未达到天花板

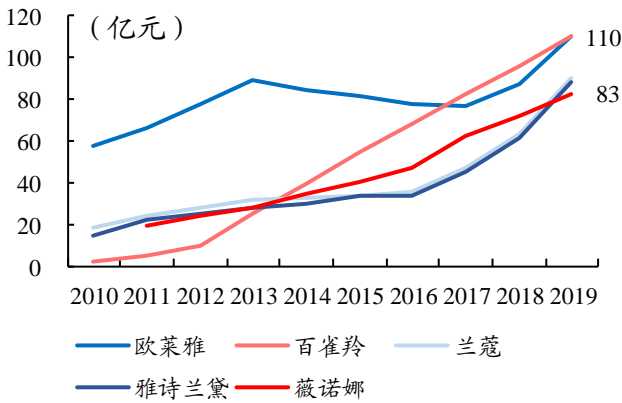
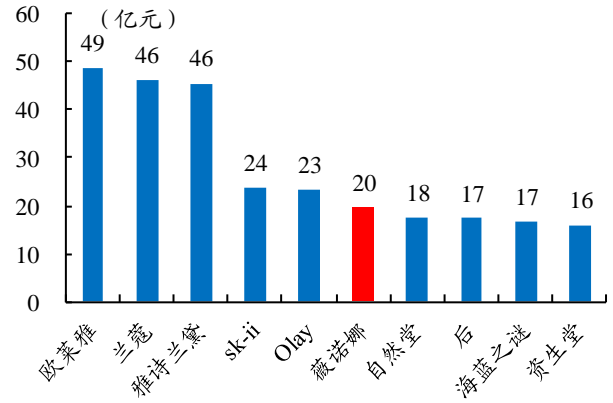


图79：2020 年天猫旗舰店 TOP 品牌 GMV 可达 40 亿元



数据来源：Euromonitor、开源证券研究所

数据来源：天猫数据、开源证券研究所（2020.02-2021.02）

**多品牌矩阵持续拓展。**除薇诺娜品牌外，公司还打造了 WINONA Baby、痘痘康、Beauty Answers、资润，形成了多品牌矩阵。其中，（1）WINONA Baby 主打婴幼儿肌肤功能性护理，为宝宝提供针对性分阶护理。（2）Beauty Answers 主打专业精准修护，定位高端。（3）痘痘康借助国际学术前沿的痤疮研究成果和澳洲原生茶树精油，致力于研发专属中国人肤质的痤疮护理产品。（4）资润专注于解决肌肤干燥问题，是针对非公开渠道研制开发的专属品牌。我们认为，新品牌发展有望不断为公司贡献增量。

图80：贝泰妮形成了多品牌布局



资料来源：薇诺娜官网、开源证券研究所

**WINONA Baby 专注于婴幼儿肌肤护理。** WINONA Baby 产品线涵盖面霜、身体乳、洗发水、沐浴乳在内全套护理流程，成分主打青刺果、金盏花等多项植物精粹，以解决婴童皮肤问题。从功效角度讲，WINONA Baby 舒润滋养霜临床测试表明 0-2 岁/2-12 岁宝宝使用后湿痒反复率下降 68%/38%，产品效果明显。从安全性角度讲，WINONA Baby 产品经过 6 大安全性测试，安全无人工添加成分（0 香精、0 激素、0 色素），也是国内首家 0-2 岁临床测试数据支持的品牌，品牌安全性高。随着公司 2021 年加大对 WINONA Baby 品牌的推广，有望不断为公司贡献增量。

图81: 薇诺娜宝贝是专业婴幼儿肌肤功效性护理品牌



资料来源：贝泰妮官网

**专业精准修护品牌 Beauty Answers 主打高端人群。** Beauty Answers 品牌与皮肤学领域专家联手，基于 4.6 万份光损伤性皮肤样本，针对中国人 12 种常见皮肤问题的发生原因、治疗和护理机理进行了深入探索，为产品研发打下了坚实基础。而从产品效果出发，Beauty Answers 筛选了上千种植物活性物，优选最佳成分，同时精准采用效用比最高的浓度设定，以实现效果最优化。目前，Beauty Answers 主推产品包括精华液、喷雾和面膜等，主要投放至医美渠道用于专业医美项目中。我们认为，随着医美市场持续扩容，Beauty Answers 有望深度覆盖医美人群，为公司营收增长赋能。

图82: Beauty Answers 是专业精准修护品牌

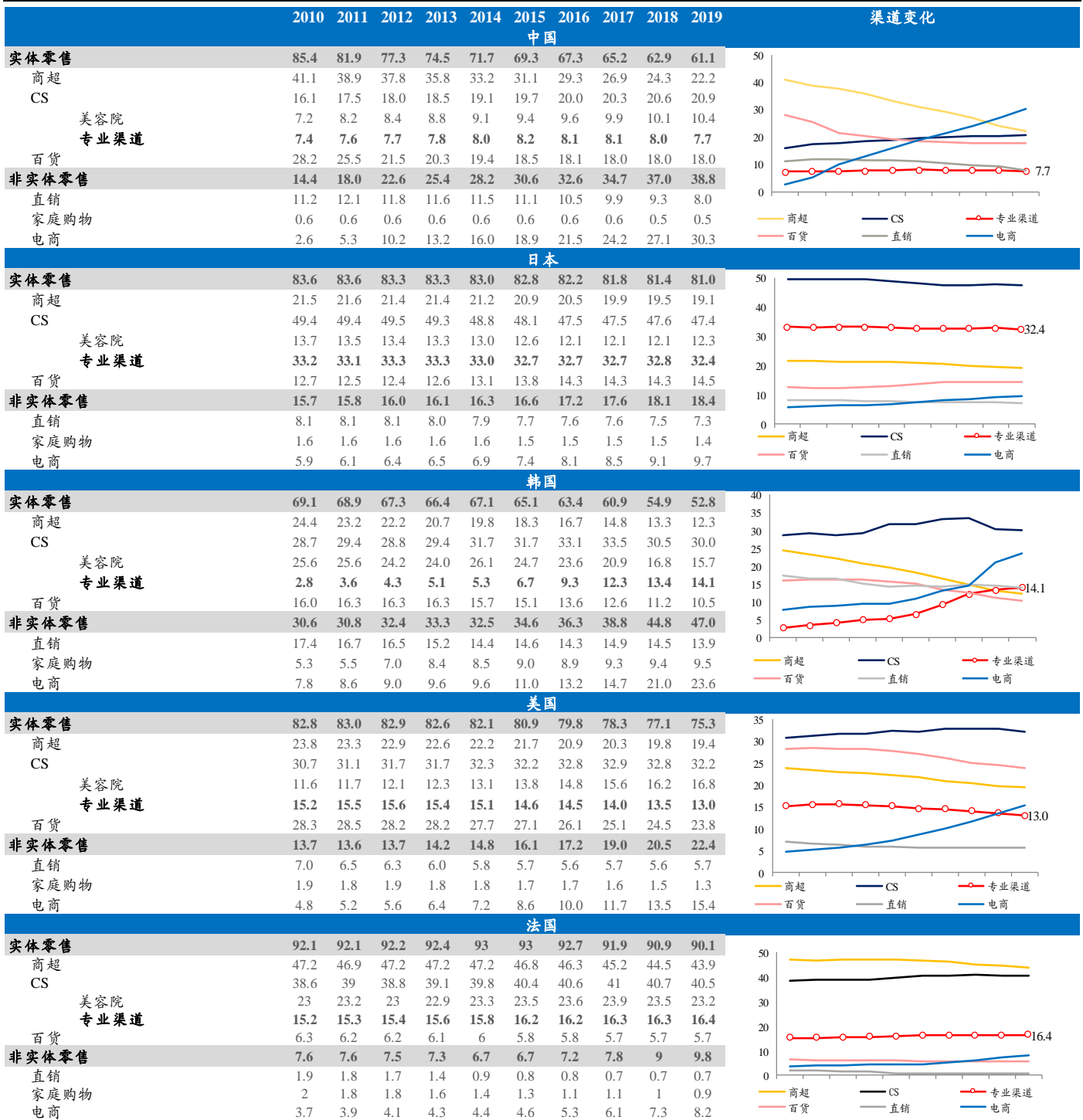


资料来源：Beauty Answers 官网

## 5.2、渠道：直供客户渠道延伸，有望贡献增量

线下直供客户渠道空间较大。药房渠道在海外是护肤品重要销售渠道之一，根据 Euromonitor 数据，2019 年专业渠道（包括 Chemists/ Pharmacies/ Drugstores 等）在日本化妆品销售渠道中占比接近 1/3，美国化妆品的专业渠道购买占比也达到 13.0%。贝泰妮属于药企出身，积累了优质业界口碑，公司线下直供客户渠道主要包括健之佳、一心堂、老百姓等药房。凭借专业形象，我们认为未来公司在药房等专业渠道仍有较大发展空间；此外，公司 2020 年入驻屈臣氏渠道后，也有望贡献增量。

图83：专业渠道是海外成熟市场化妆品的重要购买渠道



数据来源：Euromonitor、开源证券研究所（专业渠道属于CS渠道的细分）

## 6、盈利预测和估值

### 6.1、关键假设

分渠道收入及增速：

#### (1) 线上渠道：

- **线上自营：天猫：**天猫渠道继续保持主流消费渠道，我们认为有望保持高增长，预计公司天猫自营 2021/2022 年同比分别+55%/+45%；**微信：**公司布局私域流量建设，预计 2021/2022 年同比分别+30%/+30%；**京东：**目前体量较小，有望继续保持较高增速，预计 2021/2022 年同比分别+50%/+40%。
- **大型 B2C：**过去保持较高增速，未来我们认为大型 B2C 渠道有望保持稳定增长，2021/2022 年同比分别+40%/+35%。
- **线上经销商：**主要为淘 C 渠道，采取保守估计，2021/2022 年同比分别+10%/+10%。

#### (2) 线下渠道：

- **商业公司：**公司与商业公司保持稳定合作，我们预计商业公司渠道 2021/2022 年同比分别+10%/+5%；
- **直供客户：**公司重点布局直供客户渠道，2020H1 新增了屈臣氏渠道，公司在敏感肌修护领域打造了专业形象，随着公司直供客户渠道推进，有望实现高增长，我们预计 2021/2022 年分别同比+40%/+30%；
- **区域经销商：**非公司重点布局渠道，采取保守估计。

毛利率及关键费用率假设：

(1) **毛利率：**公司切入敏感肌优质赛道，品牌形象深入人心，同时强产品力还可以为公司带来溢价，我们认为公司未来毛利率有望稳定保持在较高水平。

#### (2) 费用率：

- **销售费用率：**近年来公司重视营销布局以打造品牌形象，2021、2022 年销售费用率可能仍然会较高；
- **管理费用率：**随着公司规模扩张，管理费用率有望下降；
- **研发费用率：**公司保持稳定的研发投入，研发费用率预计保持稳定。

**表8: 贝泰妮核心财务数据假设**

	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>798</b>	<b>1,240</b>	<b>1,944</b>	<b>2,692</b>	<b>3,812</b>	<b>5,187</b>	<b>6,864</b>
毛利率	81.28%	81.16%	80.22%	80.51%	80.46%	80.39%	80.30%
YOY		55%	57%	39%	42%	36%	32%
<b>线上</b>	<b>488</b>	<b>882</b>	<b>1,484</b>	<b>2,232</b>	<b>3,247</b>	<b>4,520</b>	<b>6,128</b>
YOY		81%	68%	50%	45%	39%	36%
渠道占比	62%	72%	77%	83%	85%	87%	89%
毛利率	79%	80%	78%	79%	79%	79%	80%
<b>线上自营</b>	<b>363</b>	<b>628</b>	<b>1075</b>	<b>1677</b>	<b>2489</b>	<b>3513</b>	<b>4835</b>
YOY		73%	71%	56%	48%	41%	38%
渠道占比		51%	56%	62%	65%	68%	71%
毛利率	82%	82%	81%	81%	81%	81%	81%
<b>天猫</b>	234	409	710	1242	1925	2791	3908
YOY		75%	73.6%	75%	55%	45%	40%
<b>微信</b>	75	144	251	302	392	510	663
YOY		93%	74.3%	20%	30%	30%	30%
<b>京东</b>	15	31	56	84	117	152	198
<b>薇诺娜网上商城</b>	37	38	45	50	55	60	66
<b>大型 B2C</b>	<b>103</b>	<b>198</b>	<b>352</b>	<b>492</b>	<b>689</b>	<b>930</b>	<b>1209</b>
YOY		92%	78%	40%	40%	35%	30%
渠道占比		16%	18%	18%	18%	18%	18%
毛利率	70%	73%	72%	74%	74%	74%	74%
<b>线上经销商分销</b>	<b>22</b>	<b>56</b>	<b>57</b>	<b>63</b>	<b>69</b>	<b>76</b>	<b>84</b>
<b>线下</b>	<b>298</b>	<b>348</b>	<b>451</b>	<b>451</b>	<b>556</b>	<b>658</b>	<b>728</b>
YOY		17%	30%	0%	23%	18%	11%
渠道占比	38%	28%	23%	17%	15%	13%	11%
毛利率	86%	86%	87%	87%	87%	87%	87%
<b>线下自营</b>	<b>14</b>	<b>8</b>	<b>3</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>2</b>
<b>商业公司</b>	<b>133</b>	<b>174</b>	<b>207</b>	<b>186</b>	<b>205</b>	<b>215</b>	<b>226</b>
YOY		31%	19%	-10%	10%	5%	5%
渠道占比	17%	14%	11%	7%	5%	4%	3%
毛利率	90%	91%	92%	92%	92%	92%	92%
<b>直供客户</b>	<b>92</b>	<b>120</b>	<b>201</b>	<b>231</b>	<b>324</b>	<b>421</b>	<b>484</b>
YOY		31%	68%	15%	40%	30%	15%
渠道占比	12%	10%	10%	9%	9%	8%	7%
毛利率	87%	83%	84%	85%	85%	85%	85%
<b>区域经销商</b>	<b>59</b>	<b>46</b>	<b>40</b>	<b>32</b>	<b>26</b>	<b>20</b>	<b>16</b>
<b>销售费用率</b>	<b>41.1%</b>	<b>40.5%</b>	<b>43.4%</b>	<b>46.9%</b>	<b>46.0%</b>	<b>45.5%</b>	<b>45.0%</b>
<b>管理费用率</b>	<b>10.9%</b>	<b>9.9%</b>	<b>7.0%</b>	<b>6.3%</b>	<b>5.5%</b>	<b>5.2%</b>	<b>5.0%</b>
<b>研发费用率</b>	<b>3.6%</b>	<b>3.7%</b>	<b>2.8%</b>	<b>2.4%</b>	<b>2.5%</b>	<b>2.5%</b>	<b>2.5%</b>
<b>财务费用率</b>	<b>-0.2%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>
<b>净利润率</b>	<b>19.5%</b>	<b>21.2%</b>	<b>21.3%</b>	<b>20.2%</b>	<b>20.9%</b>	<b>21.5%</b>	<b>21.9%</b>

数据来源: 公司公告、开源证券研究所 (蓝色为假设项)

## 6.2、盈利预测与估值

贝泰妮是敏感肌修护领域龙头，2019 年市占率位居全国皮肤学级护肤品第一名。我们认为，敏感肌修护作为护肤品黄金赛道，增速高、渗透低、空间大、黏性强。公司作为细分领域冠军，已在优质产品研发、专业化品牌形象树立和明星大单品打造等方面构筑竞争优势，未来新品牌和新渠道延伸还将带来新增长。

我们预计公司 2021-2023 年归母净利润为 7.98/11.13/15.04 亿元，对应 EPS 为 1.88/2.63/3.55 元，当前股价对应的 PE 为 86.4/62.0/45.9 倍。对比护肤品行业可比公司，公司目前估值水平高于平均水平（行业平均估值对应 2022 年 49.3 倍），考虑到公司布局赛道的稀缺性和公司优质成长性，给予公司一定估值溢价。

首次覆盖，给予“买入”评级。

**表9：公司作为敏感肌修护领域龙头，赛道高景气，公司成长性强，给予一定估值溢价**

证券代码	股票简称	评级	总市值	收盘价	EPS		PE		同比增速		复合增速	PEG (2022)
					2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E		
603605.SH	珀莱雅	未评级	322	160	3.04	3.77	52.7	42.4	27.6%	24.2%	25.89%	1.59
688363.SH	华熙生物	未评级	705	147	1.78	2.38	82.4	61.8	32.2%	33.3%	32.74%	1.90
600315.SH	上海家化	未评级	333	49	0.74	1.13	66.2	43.6	16.8%	51.9%	33.19%	1.27
<b>A 股平均</b>							<b>67.1</b>	<b>49.3</b>				
300957.SZ	贝泰妮	买入	690	163	1.88	2.63	86.4	62.0	46.9%	39.4%	43.1%	1.44

数据来源：Wind、开源证券研究所（收盘价日期为 2021/03/25，珀莱雅、华熙生物、上海家化的 EPS、PE 均使用 Wind 一致预期预测数据）

## 7、风险提示

新品牌拓展不及预期；

渠道拓展不及预期；

行业竞争加剧。



**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	935	1391	2310	3485	5076	<b>营业收入</b>	1944	2692	3812	5187	6864
现金	527	752	1477	2427	3729	营业成本	385	526	745	1017	1352
应收票据及应收账款	112	187	237	339	423	营业税金及附加	35	46	65	89	117
其他应收款	10	10	19	20	31	营业费用	843	1263	1754	2360	3089
预付账款	14	29	31	51	58	管理费用	137	169	210	270	343
存货	199	254	387	488	675	研发费用	54	63	95	130	172
其他流动资产	73	160	160	160	160	财务费用	-1	-1	-1	-2	-2
<b>非流动资产</b>	148	211	235	266	300	资产减值损失	-13	-9	9	9	9
长期投资	0	0	0	0	0	其他收益	24	35	30	30	30
固定资产	59	69	94	121	150	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	3	3	3
其他非流动资产	43	87	77	72	67	资产处置收益	-0	-0	-5	-5	-5
<b>资产总计</b>	1084	1602	2545	3751	5375	<b>营业利润</b>	502	650	963	1341	1812
<b>流动负债</b>	296	391	472	565	686	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	3	3	3
应付票据及应付账款	88	135	181	250	323	<b>利润总额</b>	502	648	961	1339	1810
其他流动负债	193	256	291	315	363	所得税	89	104	163	227	306
<b>非流动负债</b>	27	9	9	9	9	<b>净利润</b>	413	544	798	1113	1504
长期借款	0	0	0	0	0	少数股东损益	1	0	0	0	0
其他非流动负债	27	9	9	9	9	<b>归母净利润</b>	412	544	798	1113	1504
<b>负债合计</b>	323	400	481	574	695	EBITDA	508	650	947	1307	1751
少数股东权益	5	3	3	3	3	EPS(元)	0.97	1.28	1.88	2.63	3.55
股本	360	360	424	424	424	<b>主要财务比率</b>					
资本公积	26	26	26	26	26	<b>成长能力</b>	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
留存收益	371	813	1471	2339	3601	营业收入(%)	56.7	38.5	41.6	36.1	32.3
<b>归属母公司股东权益</b>	756	1199	2061	3174	4678	营业利润(%)	60.6	29.4	48.2	39.2	35.1
负债和股东权益	1084	1602	2545	3751	5375	归属于母公司净利润(%)	58.1	31.9	46.9	39.4	35.1
						<b>获利能力</b>					
						毛利率(%)	80.2	80.5	80.5	80.4	80.3
						净利率(%)	21.2	20.2	20.9	21.5	21.9
						ROE(%)	54.3	45.2	39.9	35.7	32.6
						ROIC(%)	50.4	43.5	38.4	34.1	30.9
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率(%)	29.8	25.0	18.9	15.3	12.9
						净负债比率(%)	-64.1	-62.0	-73.5	-77.7	-80.6
						流动比率	3.2	3.6	4.9	6.2	7.4
						速动比率	2.2	2.4	3.7	4.9	6.1
						<b>营运能力</b>					
						总资产周转率	2.1	2.0	1.8	1.6	1.5
						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
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益(最新摊薄)	0.97	1.28	1.88	2.63	3.55
						每股经营现金流(最新摊薄)	1.22	1.02	1.67	2.38	3.23
						每股净资产(最新摊薄)	1.79	2.83	4.72	7.34	10.89
						<b>估值比率</b>					
						P/E	167.4	126.9	86.4	62.0	45.9
						P/B	91.2	57.5	34.5	22.2	14.9
						EV/EBITDA	134.8	104.9	71.3	50.9	37.3

现金流量表(百万元)					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	515	431	706	1008	1370
净利润	413	544	798	1113	1504
折旧摊销	21	25	20	26	34
财务费用	-1	-1	-1	-2	-2
投资损失	-0	-3	-3	-3	-3
营运资金变动	71	-148	-113	-132	-168
其他经营现金流	12	14	5	5	5
<b>投资活动现金流</b>	-61	-86	-46	-60	-70
资本支出	61	89	44	58	67
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	0	3	-2	-2	-2
<b>筹资活动现金流</b>	-178	-121	65	2	2
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	0	0	0
其他筹资现金流	-481	-106	1	2	2
<b>现金净增加额</b>	276	224	725	950	1302

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn