

从“药”到“妆”行业翘楚，功能护肤品龙头 引领国牌崛起

2021年03月25日

买入 (首次)

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	2,692	3,930	5,363	7,158
同比 (%)	38.5%	46.0%	36.5%	33.5%
归母净利润 (百万元)	544	814	1,141	1,545
同比 (%)	31.6%	50.3%	39.9%	35.4%
每股收益 (元/股)	1.28	1.92	2.69	3.65
P/E (倍)	126.90	84.74	60.45	44.63

投资要点

■ **国货之光，功能性护肤本土引领者。**贝泰妮是一家以皮肤学理论为基础，持续进行产品创新研发的领先本土化妆品企业。目前已形成以“薇诺娜”主品牌为核心、覆盖差异化需求和人群的多品牌矩阵。产品端看，以“械字号”为基，逐步实现“妆字号”放量，化妆品占比已约九成。渠道端看，线下为基础，线上为主导，2020H1线上占比已超八成，占比较大的渠道包括线上自营、线上 B2C 分销、商业公司和直供渠道。股权结构看，创始人控股比例集中，核心员工间接持股且红杉多年来赋能领投。另外，2017-2020 年公司营收/净利润增速 CAGR 分别为 50%/52.3%，增速领先同业，且盈利水平较高。

■ **从“药”到“妆”，薇诺娜品牌强在何处？**核心在于树立专业化形象，使得其“敏感肌修护”的功能性标签深入人心。另外，品牌成长路径为功能性护肤品牌经典的从“药”到“妆”，即线下背书圈粉、线上复购放量，在药用研发和背书的基础上，实现由“药”到“妆”的降维打击。

■ **薇诺娜为什么实施“大单品策略”？**产品策略的核心为“大单品策略”，具体为大单品的持续高贡献，以及加强对同系列的连带。之所以能够实施“大单品策略”，原因有三：第一，赛道适合，皮肤学级护肤品赛道具有高复购和迭代周期较长的特点，适合实施“大单品战略”；第二，存在本土化倾向，由于本土品牌更擅长皮肤问题和消费倾向、拥有独特的资源禀赋以及更方便通过开展医研合作，皮肤学级护肤品赛道存在明显本土化趋势，本土龙头更有可能推出代表性大单品；第三，薇诺娜龙头地位稳固，在我国皮肤学级护肤市占率第一，多年来扎根功能性护肤赛道，“敏感肌修护”的专业化形象深入人心，且品牌持续高复购，具有较好的实施“大单品战略”的土壤。

■ **薇诺娜品牌成长空间几何？**基于国内外皮肤学级护肤龙头市占率均较高，我们假设我国皮肤学级龙头在未来仍可维持 20%左右市占率，且薇诺娜凭借专业化的品牌形象和卓越的品质维持龙头地位，则随着皮肤学级护肤渗透率不断提升，薇诺娜品牌空间也将不断扩大，预计至 2030 年规模有望提升至 200 亿元以上，在护肤品市占率提升至 4%以上，参考护肤品整体市占率，其有望成长为可比肩百雀羚、欧莱雅等超级品牌。

■ **投资建议：**公司是国内皮肤学级护肤龙头，专业化品牌形象稳固，线上线下各渠道拓展顺利，产品上由“械”到“妆”持续放量。我们预测公司 2021-23 年归母净利润分别为 8.14/11.41/15.45 亿元，同比增速分别为 50.3%/39.9%/35.4%，对应 85/60/45 PE，我们认为龙头应给予一定估值溢价，首次覆盖给予“买入”评级。

■ **风险提示：**行业竞争加剧风险、获客成本上升、消费需求整体疲软等。

证券分析师 吴劲草

执业证号：S0600520090006

wujc@dwzq.com.cn

证券分析师 张家璇

执业证号：S0600520120002

zhangjx@dwzq.com.cn

证券分析师 汤军

执业证号：S0600517050001

tangj@dwzq.com.cn

研究助理 樊荣

fanr@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	162.82
一年最低/最高价	162.82/162.82
市净率(倍)	16.89
流通 A 股市值(百万元)	8749.69

基础数据

每股净资产(元)	2.83
资产负债率(%)	24.97
总股本(百万股)	423.60
流通 A 股(百万股)	53.74

相关研究

- 1、《功能性护肤品系列深度报告之一：“药妆”是“药”还是“妆”？——功能性护肤国牌正崛起》2021-02-24
- 2、《功能性护肤品系列深度报告之二：欧美、日本发展路径几何？——功能性护肤品海外经验对比》2021-02-26

内容目录

1. 贝泰妮：国货之光，功能性护肤引领者	5
1.1. 由“械”至“妆”延续专业背书，搭建覆盖线上线下的渠道模式	6
1.2. 创始人控股比例集中，红杉战略投资赋能，公司高管医药专业背景强大	9
1.3. 营收业绩增速领先，盈利水平较高	11
2. 薇诺娜品牌强在何处？——“敏感肌修护”的功能性标签深入人心	13
2.1. 专注功能性赛道，敏感肌护理深入人心	13
2.2. 专业渠道、专业影响力、专业化口碑，共塑品牌形象	14
2.3. 从“药”到“妆”，线下背书圈粉、线上复购放量是经典崛起路径	18
2.4. 根据品牌记分板理论，薇诺娜是具有高投资价值的品牌	20
3. 产品策略核心是什么？——大单品持续放量，加强同系列连带	21
4. 为什么薇诺娜能够成功实施大单品战略？——赛道适合、本土化倾向及龙头地位	24
4.1. 皮肤学级护肤品复购率高、迭代周期长，实施“大单品战略”收效更佳	24
4.2. 皮肤学级护肤品牌本土化趋势明显，国产龙头优势较大	26
4.3. 薇诺娜是本土代表性皮肤学级护肤品牌，具备实施大单品战略的土壤	27
5. 薇诺娜品牌成长空间几何？——若保持头部地位，我们预计至 2030 年规模有望超 200 亿元	28
5.1. 我国人均渗透率极低，预计至 2030 年我国皮肤学级护肤品规模超 1200 亿元	28
5.2. 薇诺娜国内份额第一，若保持头部地位，我们预计 2030 年规模超 200 亿元	30
6. 盈利预测与估值水平	31
6.1. 盈利预测	31
6.2. 估值比较	32
6.3. 投资建议	33
7. 风险提示	33

图表目录

图 1: 薇诺娜品牌发展历程	5
图 2: 薇诺娜主要产品系列	7
图 3: 2017-2020H1 各产品主营业务收入占比变化	7
图 4: 2019 年公司主要产品类型主营业务占比	7
图 5: 2017-2020H1 各细分渠道主营业务收入占比变化	8
图 6: 2019 年公司主要销售渠道主营业务占比	8
图 7: 2017-2020H1 线下各渠道收入增速变化	9
图 8: 2017-2020H1 线上各渠道收入增速变化	9
图 9: 发行前公司股权结构图	10
图 10: 2017-2020 年公司营收增速 CAGR 为 50.0%	12
图 11: 2017-2020 年贝泰妮及可比公司营收增速	12
图 12: 2017-2020 年公司归母净利润增速 CAGR 为 52.3%	12
图 13: 2017-2020 年贝泰妮及可比公司归母净利润增速	12
图 14: 2017-2019 年薇诺娜品牌营收增速 CAGR 为 56.6%	13
图 15: 2011-2019 年薇诺娜品牌零售额增速 CAGR 在 70%以上	13
图 16: 2017-2020 年贝泰妮及可比公司毛利率	13
图 17: 2017-2020 年贝泰妮及可比公司净利率	13
图 18: 薇诺娜哔哩哔哩相关种草视频评论云	14
图 19: 2010-2019 年国内市场主要皮肤学级护肤品市占率变化	15
图 20: 贝泰妮研发费用率处于国内可比公司较高水平	16
图 21: 贝泰妮的“产学研”合作机制	16
图 22: 薇诺娜“红宝书”+发布会	17
图 23: 薇诺娜参加第 23 届世界皮肤科大会	17
图 24: 相较于早期功能性护肤品牌, 薇诺娜营销上更加注重专业化口碑	18
图 25: 薇诺娜由“药”到“妆”过程经历线下圈粉, 线上复购	19
图 26: 薇诺娜小红书笔记数量在功能性护肤品牌中居前	20
图 27: 薇诺娜官方微博粉丝数量在功能性护肤品牌居前	20
图 28: 薇诺娜与李佳琦合作直播带货	20
图 29: 薇诺娜“双 11”前推出的迪士尼 IP 联名礼盒	20
图 30: 品牌溢价来源公式——“计分板”理论	21
图 31: 薇诺娜“舒敏保湿特护霜”收获诸多荣誉	21
图 32: 薇诺娜“舒敏保湿特护霜”和“舒敏系列”销售占比	22
图 33: 2020.07-2020.12 部分品牌天猫官方旗舰店畅销单品销售额占比	22
图 34: 薇诺娜、玉泽、雅诗兰黛和珀莱雅不同的产品策略	23
图 35: 2020.11-2020.12 各品牌天猫旗舰店代表产品价格变动情况	24
图 36: 皮肤学级护肤品牌适合实施大单品战略	25
图 37: 除中国外的主要市场, TOP10 皮肤学级护肤品牌中本土占比均较高	27
图 38: 2019 年薇诺娜位列中国皮肤学级产品市占率第一位	27
图 39: 2017-2019 年薇诺娜天猫、京东官方旗舰店复购率均在 30%以上	28
图 40: 2019 年中国皮肤学级护肤品市场规模达 136 亿元人民币	28
图 41: 中国皮肤学级护肤品渗透率较世界主要国家相差较大	29
图 42: 中国皮肤学级产品人均消费额与世界主要国家相差较大	29

图 43: 中国皮肤学级护肤品市场规模预测	29
图 44: 2019 年各国皮肤学级护肤品 TOP1 市占率远高于护肤品	30
图 45: 中国排名靠前的护肤品市占率在 3%-5%	30
图 46: 中国头部皮肤学级护肤品牌在护肤品市占率预测	30
图 47: 2019 年中国皮肤学级护肤品市占率排名	31
表 1: 贝泰妮主要品牌特点及产品简介	6
表 2: 公司“械字号”和“妆字号”产品备案及审批情况	8
表 3: 贝泰妮公司高级管理人员介绍	11
表 4: 2020.11-2020.12 各品牌天猫旗舰店代表产品调价次数、调价天数及折扣	24
表 5: 部分皮肤学级护肤品研发及临床验证特点	25
表 6: 中国皮肤学级护肤品市场规模假设及依据	29
表 7: 各业务营收及毛利率预测 (单位: 万元)	32
表 8: 公司估值表 (基于 2021 年 3 月 25 日收盘价)	32

1. 贝泰妮：国货之光，功能性护肤引领者

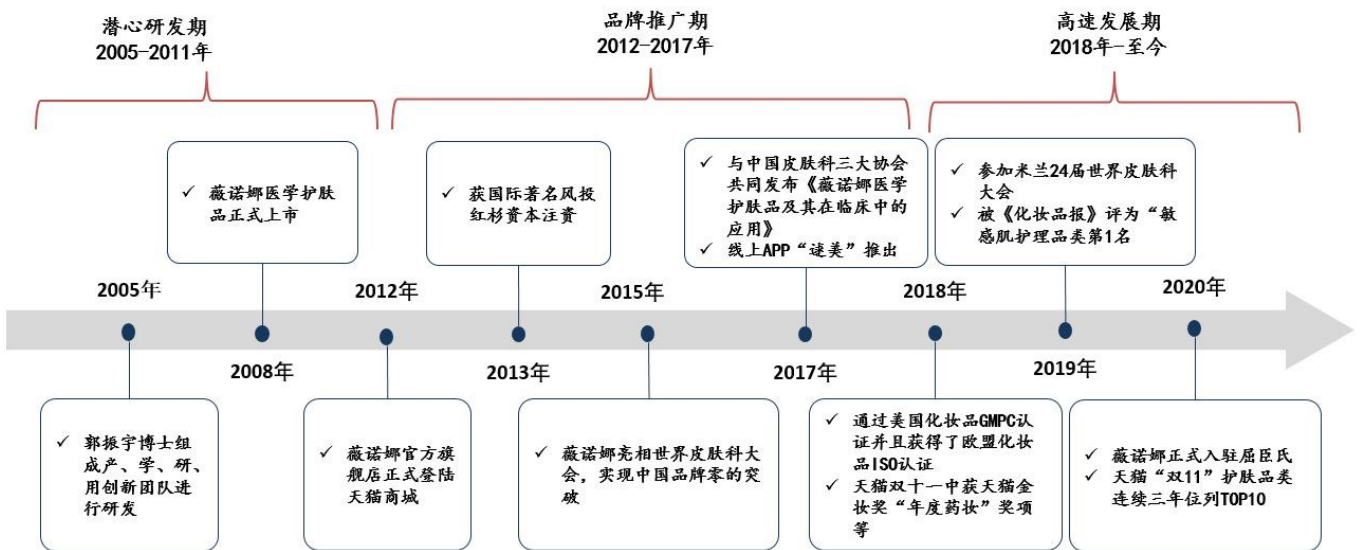
贝泰妮旗下的薇诺娜是国内领先的植物系皮肤学护肤品牌。贝泰妮是一家以皮肤学理论为基础，结合植物学、生物学等多学科技术，持续进行产品创新研发的全国领先化妆品企业，其核心品牌“薇诺娜”是利用云南高原特色植物活性成分、促进皮肤屏障自我修复的皮肤学级护肤品牌。薇诺娜发展至今共可分为三个阶段：

(1) 潜心研发期(2005-2011年)：2005年，企业家郭振宇博士决定充分利用云南植物资源，带领团队开始薇诺娜医学护肤品的研发；2008年，薇诺娜医学护肤品正式上市。

(2) 品牌推广期(2012-2017年)：2011年，薇诺娜官方旗舰店正式登陆天猫商城；2014年，获国际著名风投红杉资本注资。2015年，薇诺娜亮相世界皮肤科大会，实现中国品牌零的突破；2016年开发出线上APP“速美”；2017年，薇诺娜双管齐下，在线上天猫、京东上打开了销路，另外还与中国皮肤科三大协会共同发布《薇诺娜医学护肤品及其在临床中的应用》。

(3) 高速发展期(2018年-至今)：2018-2020年，薇诺娜连续三年位列天猫“双11”美容护肤前十名；2019年，薇诺娜首次位列欧睿中国皮肤学级护肤品首位；2020年，薇诺娜正式入驻屈臣氏，打开线下零售新渠道。

图 1：薇诺娜品牌发展历程



数据来源：东方咨询，东吴证券研究所

1.1. 由“械”至“妆”延续专业背书，搭建覆盖线上线下的渠道模式

以“薇诺娜”主品牌为核心、覆盖差异化需求和人群的多品牌矩阵。薇诺娜”主品牌为利用云南高原特色植物活性成分、促进皮肤屏障自我修复的皮肤学级护肤品。其他品牌还包括专注于婴幼儿护理的薇诺娜 Baby、专注于痘痘肌肤护理的痘痘康、专注于高端皮肤修护的 Beauty Answers 和专注于干燥性皮肤护理的资润，从针对皮肤问题和覆盖消费群体上均具有较大丰富性。

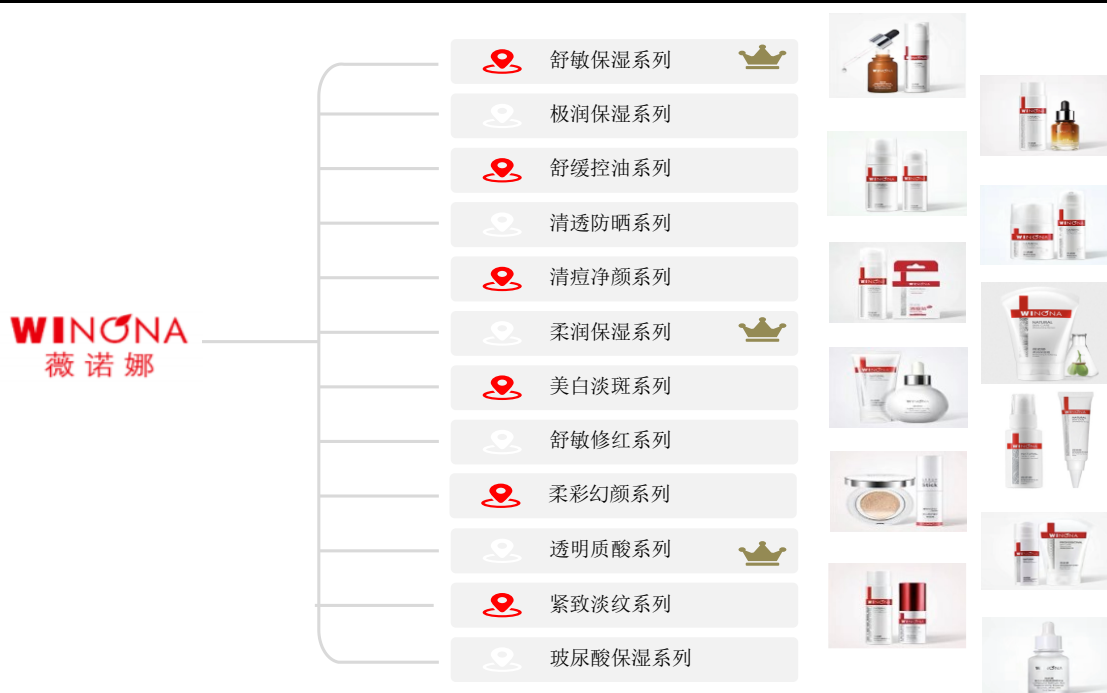
表 1: 贝泰妮主要品牌特点及产品简介

品牌	定位	产品	简介
	敏感肌肤护理和修饰	护肤类（水乳霜、精华等） 彩妆类（隔离霜等） 医疗器械类（透明质酸修护生物膜、透明质酸修护贴敷料）	研发过程联动皮肤学领域专家、科学萃取植物的活性成分，产品的安全性和功效性获临床验证
	专业婴幼儿护理	护肤类（霜、身体乳等）	国内首个经过 0-12 岁临床多中心验证有效的儿童专用润肤剂，注重分阶护理
	痘痘肌肤护理	护肤类（霜、面膜泥等）	借助国际学术前沿的痤疮研究成果，利用欧洲药典祛痘成分澳洲原生茶树精油的品牌
	高端皮肤修护	护肤类（护肤水、面膜、精华等）	携手国家教育部创新团队提供的精准修护方案，用于专业美容项目或作为进阶日常护理产品
	干燥性皮肤护理	护肤类（霜等） 医疗器械类（透明质酸修护生物膜）	历时 3 年潜心研究，专门针对非公渠道研制开发的品牌

数据来源：贝泰妮公司官网，东吴证券研究所

实施大单品战略，核心单品及系列贡献稳定。主品牌“薇诺娜”目前共包含 12 个产品系列，其中“舒敏系列”为主打系列，2017-2019 年主营业务收入占比在 38%-40%，畅销单品“舒敏保湿特护霜”2017-2019 年主营业务收入占比在 17%-19%，核心单品及系列贡献较为稳定，公司主要通过核心大单品及系列的不断放量拉动销售增长。

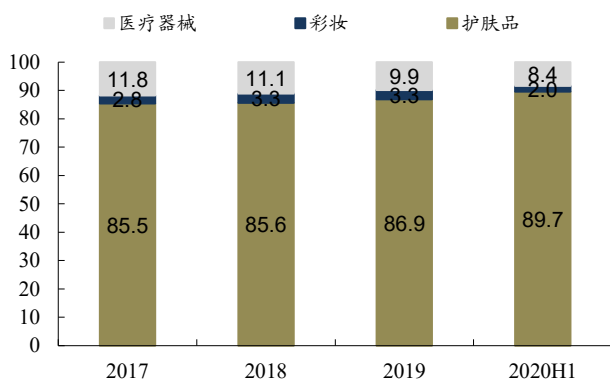
图 2: 薇诺娜主要产品系列



数据来源: 公司招股说明书, 东吴证券研究所

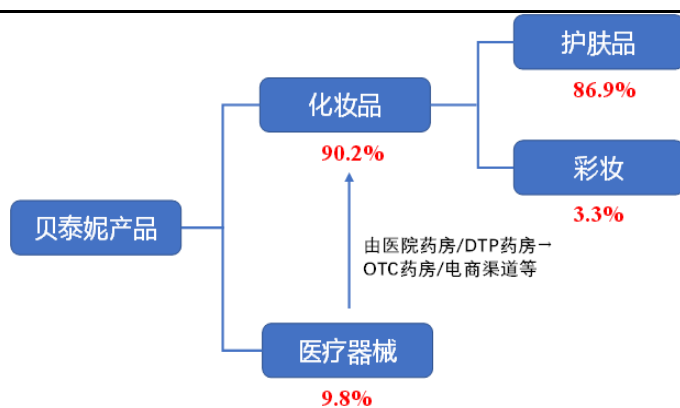
以“械字号”为基，逐步实现“妆字号”产品的放量，化妆品占比约九成。公司产品可大致分为 I、II 类的“械字号”产品和“妆字号”的化妆品。作为滇虹药业的孵化企业，贝泰妮最初先从事的是医疗器械的生产，其中 I 类产品包括医用冷敷贴和伤口护理软膏，II 类产品包括透明质酸修护生物膜、透明质酸修护贴敷料、化学换肤术护理包、医用冷敷贴和伤口护理软膏。公司目前仍在进行 III 类医疗器械的开发，已处于批文申报阶段。化妆品由护肤品和彩妆组成，其中护肤品占比较大。近年来，由于功能性护肤品消费者需求明显提升，公司化妆品板块规模得到明显放量，截至 2020H1 “妆字号”产品占比已约九成。

图 3: 2017-2020H1 各产品主营业务收入占比变化



数据来源: 公司招股说明书, 东吴证券研究所

图 4: 2019 年公司主要产品类型主营业务占比



数据来源: 公司招股说明书, 东吴证券研究所

表 2: 公司“械字号”和“妆字号”产品备案及审批情况

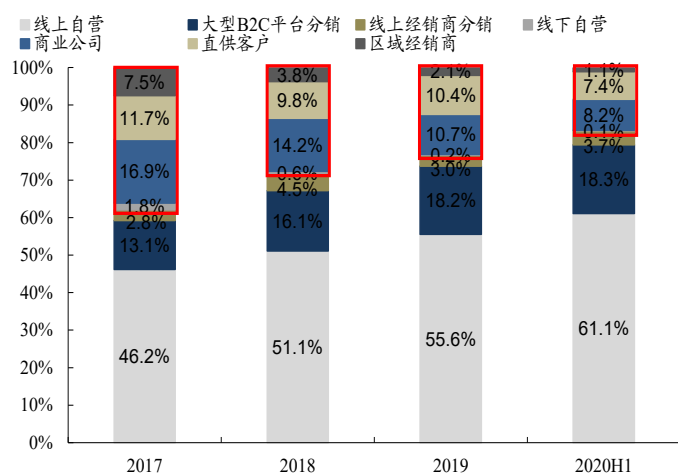
类别	产品名称	审批机关	备案/审批编号
I 类	医用冷敷贴	昆明市市场监督管理局	滇昆械备 20180014 号
	伤口护理软膏	昆明市市场监督管理局	滇昆械备 20190023 号
II 类	透明质酸修护贴敷料	云南省药品监督管理局	滇械注准 20192140006
	透明质酸修护生物膜	云南省药品监督管理局	滇械注准 20192140007
	化学换肤术护理包	云南省药品监督管理局	滇械注准 20192140008
III 类	对皮肤创面具有修复效果的生物材料	——	批文申报阶段
化妆品	舒敏保湿修复霜	国家药品监督管理局	云 G 妆网备字 2019000918
	舒敏保湿修护精华液	国家药品监督管理局	云 G 妆网备字 2017001008

数据来源: NMPA, 东吴证券研究所

线上渠道为主导，线上自营是公司第一大销售渠道。线上渠道包括线上自营、B2C 平台分销以及线上经销商分销，2019 年线上销售主营业务占比达 76.7% (其中线上自营/B2C 分销/线上经销商占比分别为 55.6%/18.2%/3%)，2020H1 线上累计占比达 83.16%，线上占比在国内可比化妆品上市公司中较高。其中，包含薇诺娜天猫官旗、微信、京东官旗、网上商城等店铺的线上自营渠道是公司第一大渠道。

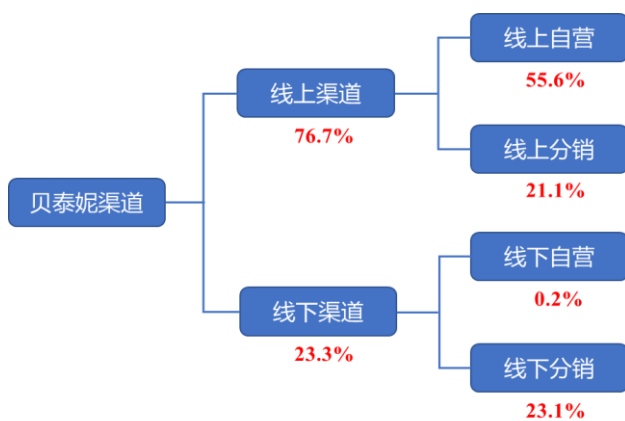
线下渠道为基础，重点发力商业公司和直供客户，药店、诊所为主要终端网点。线下渠道包括商业公司、直供客户、区域经销商和线下自营，2019 年累计占比达 23.3%。其中，面向综合型医药公司及药房诊所的商业公司和直供客户是重点拓展渠道，而高成本投入的线下自营和规模较小的区域经销商渠道则规模逐步收窄。

图 5: 2017-2020H1 各细分渠道主营业务收入占比变化



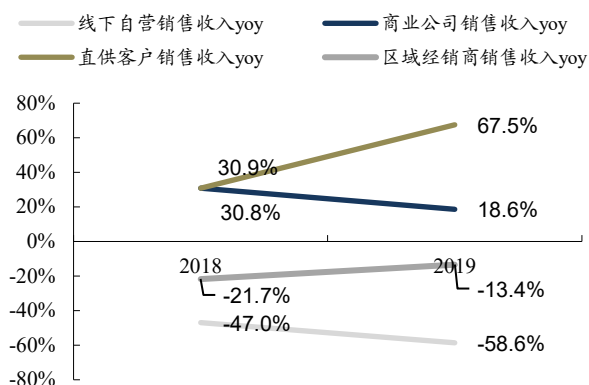
数据来源: 公司招股说明书, 东吴证券研究所

图 6: 2019 年公司主要销售渠道主营业务占比



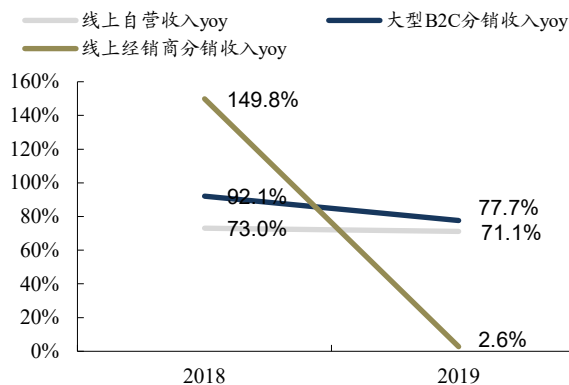
数据来源: 公司招股说明书, 东吴证券研究所

图 7：2017-2020H1 线下各渠道收入增速变化



数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

图 8：2017-2020H1 线上各渠道收入增速变化



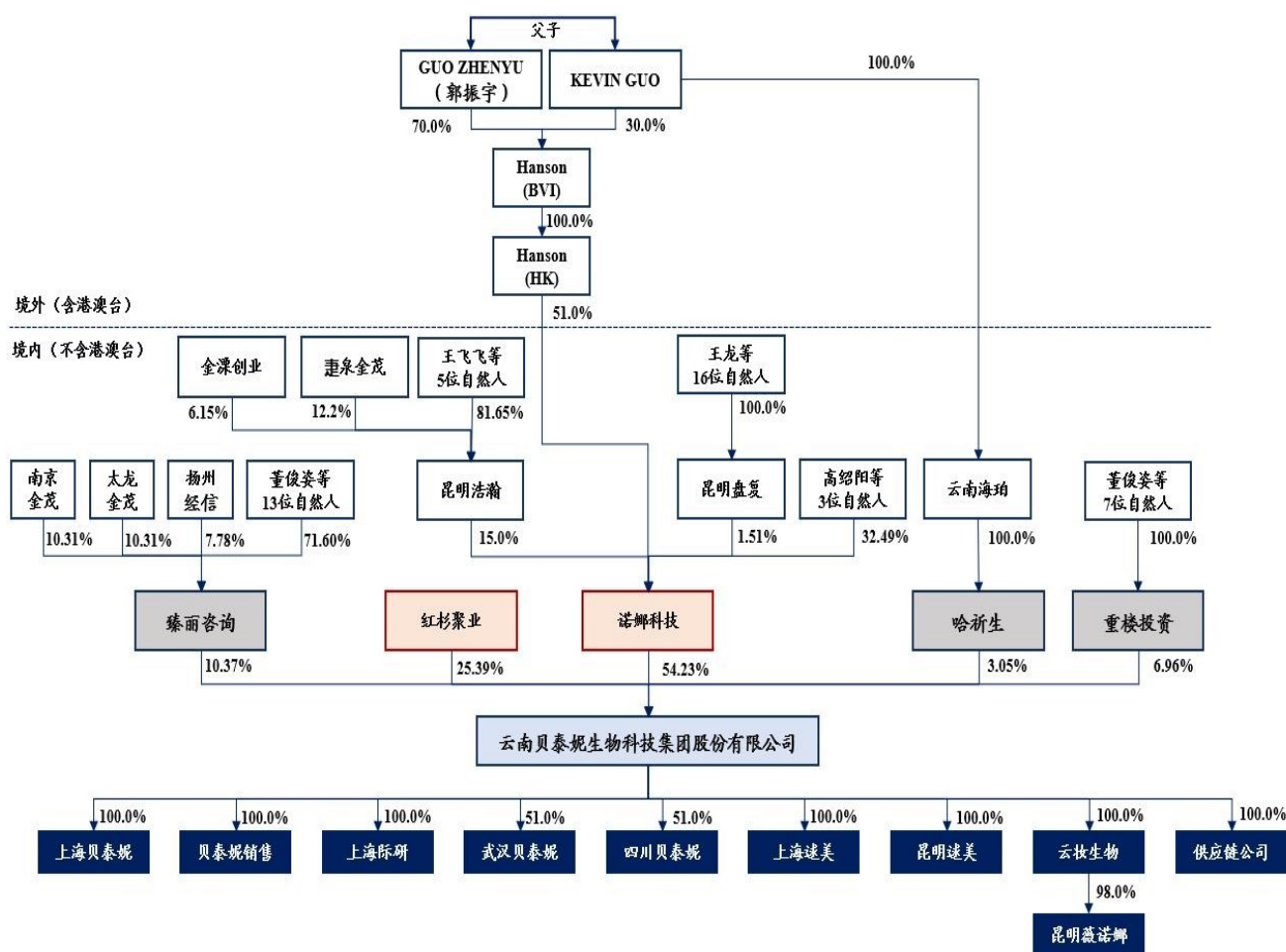
数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

1.2. 创始人控股比例集中，红杉战略投资赋能，公司高管医药专业背景强大

创始人控股比例集中，核心员工间接持股实现利益绑定。公司控股股东为诺娜科技，实际控制人为 GUO ZHENYU（郭振宇）和 KEVIN GUO 父子，发行前两人合计持有诺娜科技 51% 股权。另外，KEVIN GUO 还通过哈祈生持有公司 3.05% 的股权。因此，二人共通过诺娜科技和哈祈生间接持有公司 30.71% 股份，合计控制公司 57.28% 的股权，公司控股权集中较为集中。另外，我们发现公司核心管理人员也通过间接持股实现利益绑定，例如公司董事、副总经理高绍阳及其配偶间接持股比例为 6.09%，负责线上销售业务的董事、副总经理董俊姿间接持股比例为 6.28%，负责研发及供应链的董事、副总经理马骁间接持股比例为 1.66%，研发总监王飞飞间接持股比例为 1.08%。

红杉领投赋能长期发展，公司为红杉投资的第一家本土日化企业。公司第二大股东为红杉资本旗下的天津红杉聚业股权投资合伙企业，其于 2014 年 7 月以 5000 万元投资公司天使轮，目前持有 25.39% 的股份。红杉资本位列胡润研究院发布《2019 胡润全球独角兽活跃投资机构百强榜》第一位。作为红杉投资的第一家本土日化企业，公司可受益于红杉带来的现金流和知名度背书，利于公司长期快速稳健发展。

图 9：发行前公司股权结构图



数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

公司核心高管多数来自滇虹药业，医药研发背景强大。公司高管具有化学制药、化工、植物保护等专业背景，并且多数高管曾任职于滇虹药业，在医药研发、技术等领域有丰富的的工作经验，为公司建立起强大的医药研发背景。

表 3: 贝泰妮公司高级管理人员介绍

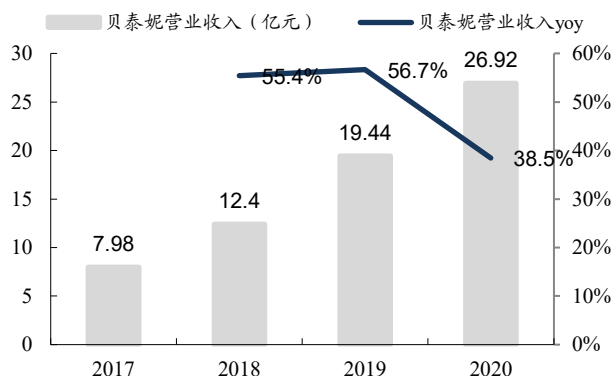
姓名	职位	工作内容	个人简介
郭振宇	董事长、总经理	公司经营管理	曾任滇虹药业董事长、总裁，2014 年 6 月至今历任贝泰妮董事长、总经理
高绍阳	董事、副总经理	公司经营管理	曾任昆明滇虹药业有限公司技术员与部门经理、上海康王日用化妆品有限公司副总经理、滇虹药业项目总监，2012 年 8 月至今历任贝泰妮执行董事、董事、副总经理
马骁	董事、副总经理	负责研发与供应链	曾任滇虹药业研发主管与研发经理、上海滇虹副总经理与总经理，2013 年 1 月至今历任贝泰妮研发与供应链负责人、监事、公司董事、副总经理
周薇	董事、项目经理	负责研发工作	曾任云南大学微生物发酵工程重点实验室科研主管、“211”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等，2019 年 6 月至今任贝泰妮董事、项目经理
董俊姿	董事、副总经理	负责线上销售业务	曾任滇虹药业人事主管、人力资源部经理、人力资源总监、总裁办主任等，2012 年 10 月至今历任贝泰妮董事、副总经理
余仕汝	中央工厂厂长、监事	负责生产工作	曾任昆明八达植物化工有限公司技术员、滇虹药业技术副总裁，2015 年 7 月至今历任贝泰妮中央工厂厂长、监事会主席
王飞飞	研发总监	负责研发工作	曾任滇虹药业研发主管，上海滇虹研发部经理、研发总监、研发中心主任，2014 年 12 月至 2020 年 3 月任上海贝泰妮研发总监，2020 年 3 月至今任上海际研研发总监
王龙	财务总监、董事会秘书	负责财务工作	曾任江苏先声再康江苏药业财务总监，亿腾医药、高级财务总监，2016 年 12 月至今历任贝泰妮财务总监、董事会秘书

数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

1.3. 营收业绩增速领先，盈利水平较高

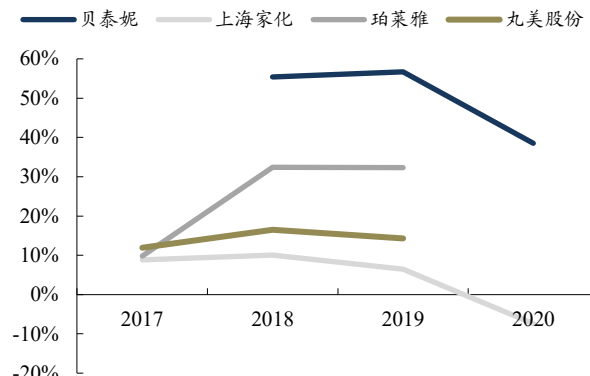
营收业绩高速增长，增速领先同业。2017-2020 年，公司营业收入从 7.98 亿元增长至 26.92 亿元，增速 CAGR 约为 50.0%；归母净利润从 1.54 亿元增长至 5.44 亿元，增速 CAGR 约 52.3%。受益于细分赛道的高速成长及公司的领先地位，无论从营收还是归母净利润增速，均领先于可比国内化妆品公司。

图 10: 2017-2020 年公司营收增速 CAGR 为 50.0%



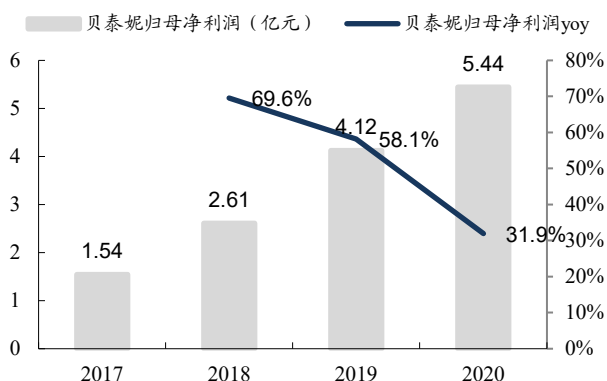
数据来源: 公司招股说明书, 东吴证券研究所

图 11: 2017-2020 年贝泰妮及可比公司营收增速



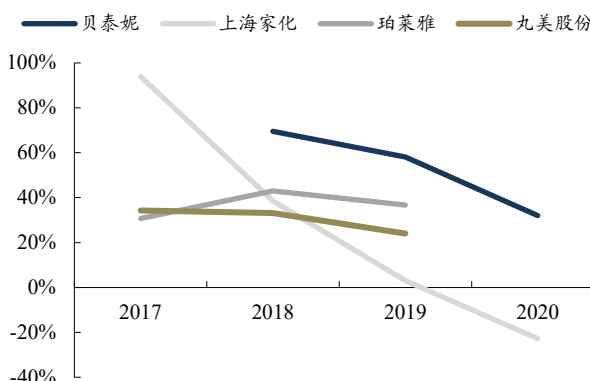
数据来源: 公司招股说明书, 东吴证券研究所

图 12: 2017-2020 年公司归母净利润增速 CAGR 为 52.3%



数据来源: 公司招股说明书, 东吴证券研究所

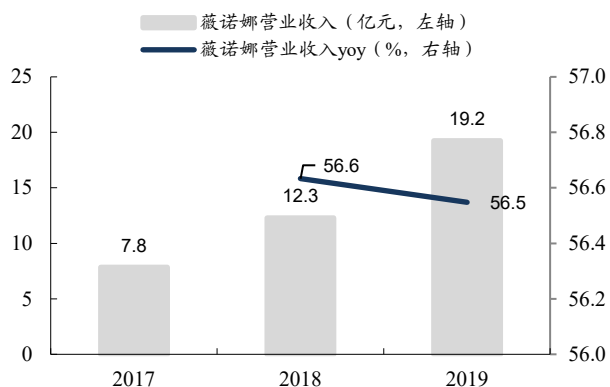
图 13: 2017-2020 年贝泰妮及可比公司归母净利润增速



数据来源: 公司招股说明书, 东吴证券研究所

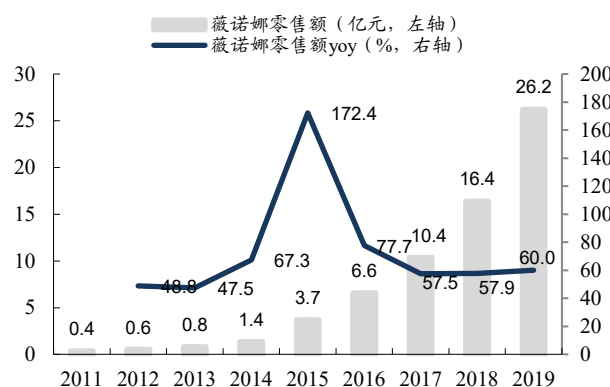
薇诺娜品牌营收及零售额持续高速增长, 2019 年零售额位列皮肤学级护肤市场第一位。薇诺娜品牌自创立以来保持高速增长, 2017-2019 年, 主品牌“薇诺娜”营业收入从 7.84 亿元增长至 19.22 亿元, 增速 CAGR 为 56.59%, 其在主营业务收入占比始终在 99% 以上。另外, Euromonitor 数据显示, 2011-2019 年薇诺娜在中国零售额由 0.37 亿元增长至 26.23 亿元, 增速 CAGR 在 70% 以上。2019 年薇诺娜在中国皮肤学级产品市场以 20.5% 的市占率位列第一位。

图 14: 2017-2019 年薇诺娜品牌营收增速 CAGR 为 56.6%



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 15: 2011-2019 年薇诺娜品牌零售额增速 CAGR 在 70%以上

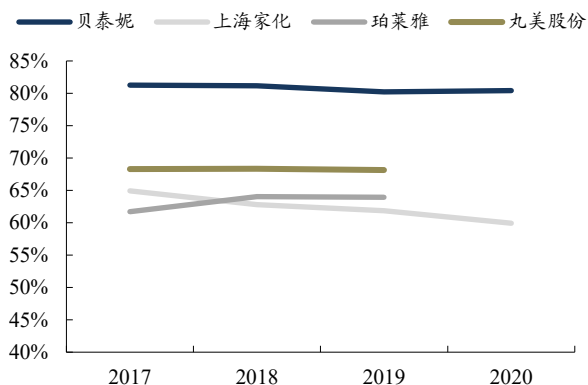


数据来源: Euromonitor, 东吴证券研究所

毛利率保持 80%以上, 领先同行业可比公司。2017-2020 年, 公司毛利率均保持在 80%以上, 位居可比公司第一。主要系以下原因: A. 毛利率较高的线上自营模式占比高于大部分可比公司; B. 线下以商业公司、直供客户等毛利率较高渠道为主; C. 产品独特定位于敏感肌护理, 依托强大研发及产品力, 推动零售价格相对较高; D. 产品外包装风格简约, 节约材料成本, 且产品容器大部分规格相同, 可实现规模化生产采购。

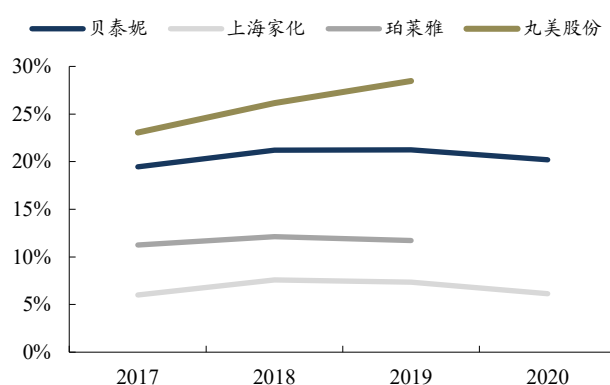
净利率稳中有升, 在可比公司中较高。2017-2020 年, 公司净利率分别为 19.5%/21.2%/21.3%/20.2%, 处于可比公司中较高水平, 且实现稳步增长, 体现公司强盈利能力和显著竞争优势。

图 16: 2017-2020 年贝泰妮及可比公司毛利率



数据来源: 公司招股说明书, 东吴证券研究所

图 17: 2017-2020 年贝泰妮及可比公司净利率



数据来源: 公司招股说明书, 东吴证券研究所

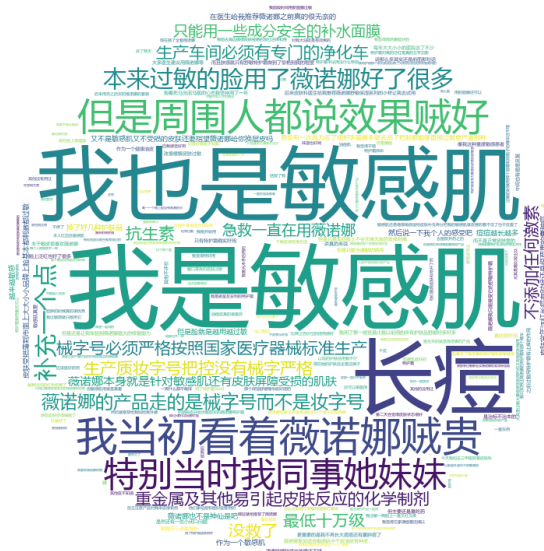
2. 薇诺娜品牌强在何处? —— “敏感肌修护” 的功能性标签深入人心

2.1. 专注功能性赛道, 敏感肌护理深入人心

“薇诺娜” 专注功能性护肤赛道, 敏感肌护理深入人心。贝泰妮主品牌 “薇诺娜” 始终专注于功能性赛道, 打造以云南高原特色植物活性成分为特色的皮肤学级护肤品,

敏感肌护理形象深入人心。其代表性的舒敏保湿系列专门针对敏感肌人群，具有舒敏、修复皮肤屏障等功效。分析薇诺娜哔哩哔哩相关种草视频评论发现，其关键词也集中于敏感肌、过敏等，反映品牌敏感肌护理专家的定位较为成功。

图 18: 薇诺娜哔哩哔哩相关种草视频评论云



数据来源：哔哩哔哩，东吴证券研究所

2.2. 专业渠道、专业影响力、专业化口碑，共塑品牌形象

(1) 专业渠道：药房渠道起家，维护品牌专业化形象

起家于药店 OTC 渠道，线下渠道拓展谨慎，维护专业化品牌形象。薇诺娜在品牌成立之初便进入药店 OTC 渠道，由于产品功效较好且主要高管具有药企背景，能够较快渗透入西南地区部分药店系统，截至 2019 年底已通过 855 家直供客户和 74 家商业公司覆盖西南、华东、华北等地药店渠道。公司对线下渠道的布局不仅是为了扩大销售规模，更重要的是维护专业化形象、积累流量和提升消费者体验，因此公司在线下渠道布局一直较为谨慎，除了药店以外仅选择布局部分大型连锁 CS 渠道（2020 年起入驻屈臣氏，计划三年内覆盖全部门店）及线下体验店，要求维护品牌形象的统一性。

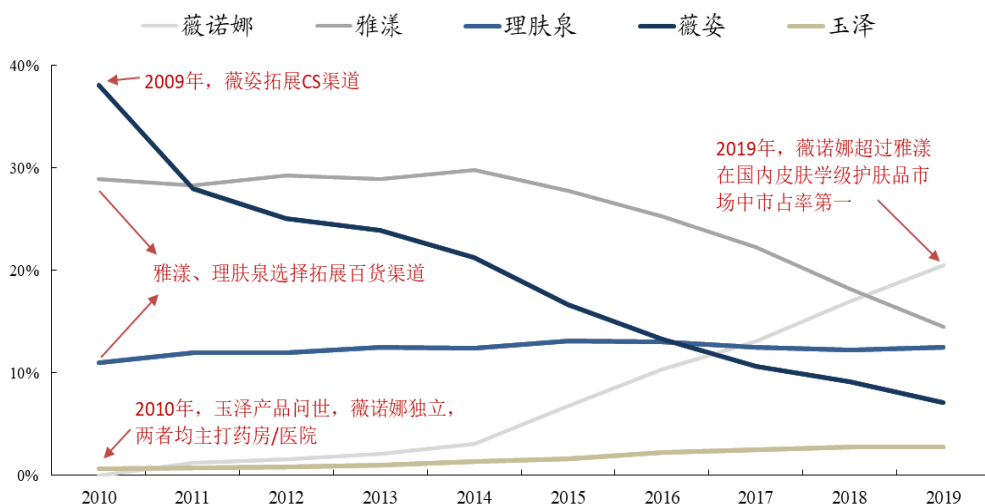
以海外品牌为鉴，坚守专业渠道是品牌之基，盲目拓展其他渠道易降低消费者信任。从世界皮肤学级护肤品牌的发展路径看，药店渠道一直是最为重要的专业渠道，不少传统的欧系、日系和美系的品牌均扎根于药店发展壮大。我国药店渠道发展尚处于初期，药店本身推广能力有限，因此入驻药店渠道的皮肤学级护肤品牌方主动的引流及经营支持。

①薇姿之殇：药店浅尝辄止，盲目开拓其他渠道致使市占率加速下滑。位列全球皮肤学级前三位的欧莱雅旗下品牌薇姿，在初入中国市场时就选择打入药店渠道，但经历了短暂的红利期后，由于与国内医院、药店 OTC 关系并不紧密，于 2009 年左右遭遇增长瓶颈。在此之后，薇姿开始转移渠道重心，缩小对药房的支持力度，转而投入相对成

熟的CS和商超渠道。然而,对专业渠道的忽视反而淡化了薇姿经营多年的专业化形象,薇姿在国内的市占率由2010年的38.1%下降至2019年的7.1%,市占率排名由第一下降至第五。面对市场份额的流失,薇姿于2020年通过携手国大药房建立皮肤健康科学管理中心,重返药店系统,希望借此提升在消费者心目中的专业化印象。

②薇诺娜之路:“医生引流+BA入驻+私域转化”,一站式解决药店引流销售难点,助力品牌积累高质量私域客户。薇诺娜在成立之初即进入药店渠道,彼时也有部分国货美妆品牌(如可采、泽平、姗拉娜)进入药店渠道,但由于未能重视医院背书引流,未有长期系统的投入规划、以及快速切入CS商超等其他渠道,大多国货品牌终是昙花一现。与大多数国货品牌不同,薇诺娜作为皮肤学级护肤品牌具有较为成熟长期的规划,一是借由合作临床观察的皮肤学医生向附近药店OTC引流,完成初步客户和口碑积累;二是向核心药店门店派驻专业BA,协助药店完成销售目标;三是由BA在门店销售目标完成的基础上,加强对线上专柜平台、微信群等私域流量平台的引流,以帮助品牌积累高质量的私域客户。由此可见,薇诺娜之所以能够成功扎根药店渠道,得益于其与本土医院高校以及渠道方的密切合作,以及主动运用药店的流量入口优势。

图 19: 2010-2019 年国内市场主要皮肤学级护肤品市占率变化

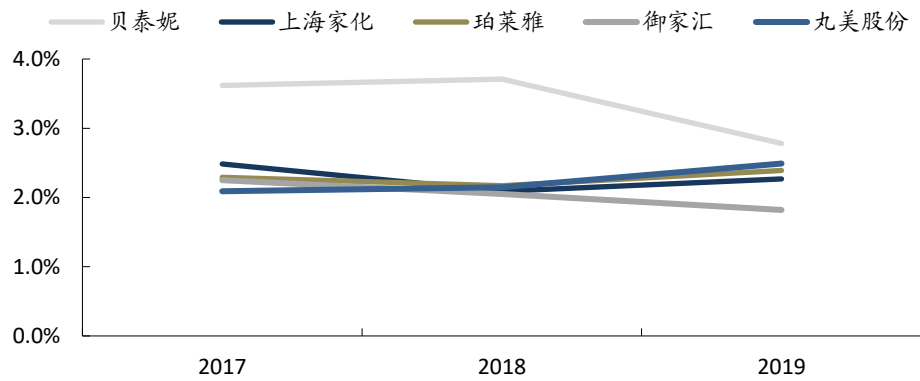


数据来源: Euromonitor, 东吴证券研究所

(2) 专业影响力: 坚持产学研合作与临床验证, 高管大多具有药企背景

贝泰妮研发费用率同行业领先, 研发团队具有药企背景。贝泰妮2017-2019年研发费用率分别为3.62%/3.71%/2.78%, 高于国内其他可比化妆品上市公司。截至2020H1, 公司拥有一支100人的经验丰富的研发团队, 团队负责人王飞飞曾任滇虹药业研发总监。公司共拥有境内有效专利46项, 掌握11项核心技术, 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。

图 20: 贝泰妮研发费用率处于国内可比公司较高水平

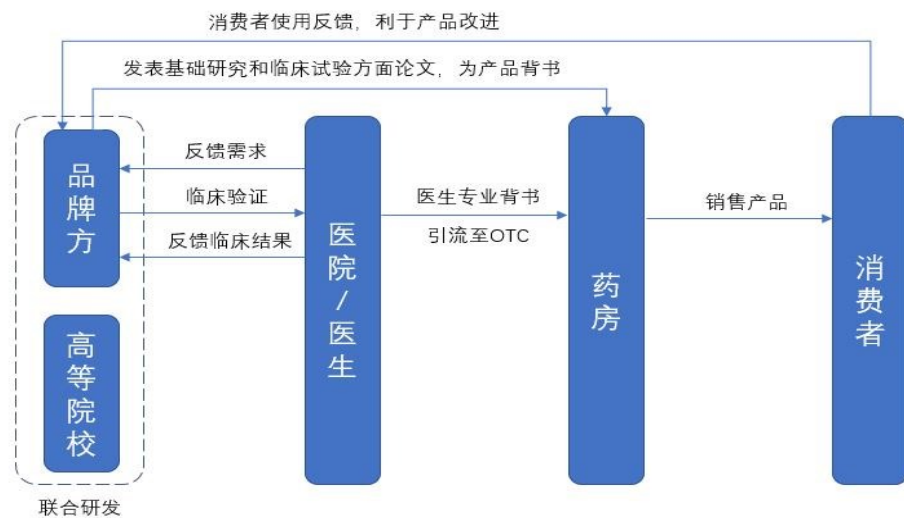


数据来源: 贝泰妮招股说明书, 各公司公告, 东吴证券研究所

坚持“产学研”合作及临床试验验证, 保障产品安全可靠。贝泰妮在产品开发中坚持产学研合作, 其大单品的诞生经历了这样的过程: 先是由合作医院的医生提出临床中的需求方向, 贝泰妮作为品牌方了解到后联合当地高校共同研发新品, 新品诞生后由全国合作的医院用于临床辅助治疗, 最终结合临床反馈的产品推出市场, 并经由医生的背书和引流, 通过药店 OTC 渠道销售给消费者。根据薇诺娜官网的报道, 薇诺娜产品被应用在全国 2400 多家医院皮肤科的辅助治疗中, 历时 4 年获得 4.6 万份光损伤性皮肤病源样本, 正是由于其以科学钻研的精神打磨产品, 才逐步发展为让业界尊敬的皮肤学级护理领先品牌。

作为国内少有的兼顾学术研究与临床应用的功能性品牌, 贝泰妮的优秀之处还在于擅于将其专业性的影响力最大化, 从 2009-2017 年, 薇诺娜专家团队先后在国内外权威期刊发表了 64 篇基础研究和临床验证方面的论文, 其核心成果被汇总为《薇诺娜皮肤学护肤品及其在临床中的应用》红宝书, 成为薇诺娜多年积累的宝贵学术财富, 对于传播专业影响力发挥重要作用。

图 21: 贝泰妮的“产学研”合作机制



数据来源: 贝泰妮招股说明书, 东吴证券研究所

图 22: 薇诺娜“红宝书”+发布会



数据来源：薇诺娜官网，东吴证券研究所

图 23: 薇诺娜参加第 23 届世界皮肤科大会



数据来源：薇诺娜官网，东吴证券研究所

公司高管多数来自滇虹药业，具有化学制药、化工、植物保护等专业背景。薇诺娜的产品均是按照 GMP 标准研发生产，即按照制药标准制作，能够对皮肤起到辅助治疗的作用，且通过严谨的临床测试之后才上市。并且多数高管曾任职于滇虹药业，在医药研发、技术等领域有丰富的工作经验和人脉资源，能够接触到全国顶尖的皮肤科专家，为公司建立起强大的医药研发背书。

(3) 专业化口碑：宣传强调专业化标签，注重医生或皮肤学专家背书

类似国际知名皮肤学级护肤品牌，薇诺娜是较早重视口碑营销的国产皮肤学级护肤品牌。不同于其他品类化妆品，国内外皮肤学级护肤品的营销特点均为注重口碑营销。然而，国内一些较早的国货品牌却走了不少弯路，薇诺娜作为较早重视口碑营销的国货品牌，其成功并非偶然。

①可采：成立于 1997 年的可采曾是早期较为瞩目的国货皮肤学级护肤品牌，也曾希望借助药店渠道成为“中国的薇姿”。然而，其在营销方式上并未将树立专业口碑作为主要目标，反而采取类似保健品的营销方式。例如，在宣传语中强调“草本、时尚、美丽”，在营销上依赖平面和视频广告以及经销商促销，而为强调其“祛痘”的核心功效。其后，由于始终未能建立专业影响力，且在面膜品类遇到越来越激烈的竞争，可采品牌发展并不顺利。

②薇诺娜：成立于 2008 年的薇诺娜是滇虹药业孵化的化妆品项目，成立以来便采取适合皮肤学级护肤品的专业口碑营销方式，例如宣传语突出“敏感肌”功效标签，擅于利用医生引流和在社媒平台的背书，虽然口碑积累和发酵需要一定时间，但扎实的品牌口碑对专业化形象和品牌长期发展形成较大的助力。

图 24：相较于早期功能性护肤品牌，薇诺娜营销上更加注重专业化口碑



可采：“保健品式”营销，宣传语未能突出专业功效，营销依赖分销渠道和广告



薇诺娜：专业功能性护肤品营销，宣传语突出“敏感肌”标签，营销注重医生专家背书，强调口碑营销

数据来源：中国营销传播网，薇诺娜官方微博，薇诺娜官方旗舰店，东吴证券研究所

2.3. 从“药”到“妆”，线下背书圈粉、线上复购放量是经典崛起路径

贝泰妮的核心发展战略之一是以“药”养“妆”，即线下背书圈粉、线上复购放量，在药用研发和背书基础上，实现降维打击。一方面，在线下扎根医院、DTP 药房销售“械字号”敷料产品、通过渗透 OTC 药房销售“妆字号”产品，专业产品、专业医生引流和专业渠道共同为品牌打下良好的认知基础。另一方面，以线上渠道为主打打开销路，将产品认知和口碑转化为复购，实现销量和规模的提升。在更为严格的药用研发和背书的基础上，实现由“药”到“妆”的降维打击。

从“药”到“妆”已成为功能性护肤品牌的经典崛起路径。类似贝泰妮，实施以“药”养“妆”的品牌还包括华熙生物的润百颜、创尔生物的创福康和创尔美以及上海家化的玉泽，从“药”到“妆”已成为功能性护肤品牌的经典崛起路径。

图 25: 薇诺娜由“药”到“妆”过程经历线下圈粉，线上复购



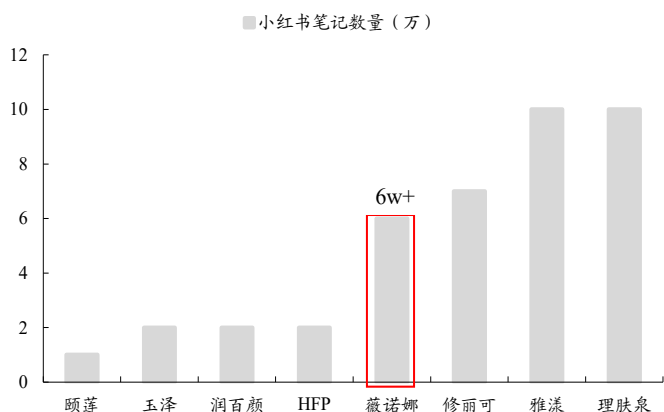
数据来源：东吴证券研究所整理绘制

为提升线上复购，薇诺娜还采取了以下营销方式：

(1) 精准新媒体营销，实现对主流消费人群的高效触达。通过“优质内容+社媒联动”，叠加小红书种草，形成口碑联动，并最终促成带货引流的效果。例如，2020年10月，薇诺娜发布以《无惧敏感，燃就购了》为主题的TVC广告，以“燃”梦情怀引发年轻消费者的共鸣，相关微博话题获得上千万的阅读量，为之后的“双11”大促有效品牌造势。据统计，薇诺娜官方微博粉丝数量在功能性护肤品牌中相对居前，仅少于雅漾等少数国际品牌。另外，小红书平台的评测类、成分党、美妆类等多类账号，也从不同角度为品牌声量提升助力。截至2020年12月，薇诺娜的小红书笔记数量为6w+，在整体功能性护肤品牌中数量居前，远超一般国产功能性护肤品牌。

(2) 多途径的传统营销方式。①品牌代言：分别邀请罗云熙和吴宣仪为薇诺娜防晒产品代言人和乳液面霜代言人；②晚会赞助：2019、2020年连续成为天猫“双11”赞助商之一，代言人现身深化品牌定位；③TVC、楼宇、影院广告：2020年“双11”前发布品牌TVC广告《无惧敏感，燃就购了》，2019年10-11月，薇诺娜携手分众传媒，实现了近30万分众楼宇智能屏连续覆盖，在110个城市、1124家影院上万个大屏连续4周覆盖；④IP联名：2020年“618”前与中国邮政联名限量礼盒和潮流周边，“双11”前与经典IP迪士尼联名推出“薇诺娜魔法米奇燃梦精华礼盒”和“魔法米奇柔润保湿霜”。

图 26: 薇诺娜小红书笔记数量在功能性护肤品牌中居前



数据来源: 各品牌小红书, 东吴证券研究所

图 27: 薇诺娜官方微博粉丝数量在功能性护肤品牌居前



数据来源: 各品牌官方微博, 东吴证券研究所

图 28: 薇诺娜与李佳琦合作直播带货



数据来源: 淘宝直播, 东吴证券研究所

图 29: 薇诺娜“双 11”前推出的迪士尼 IP 联名礼盒



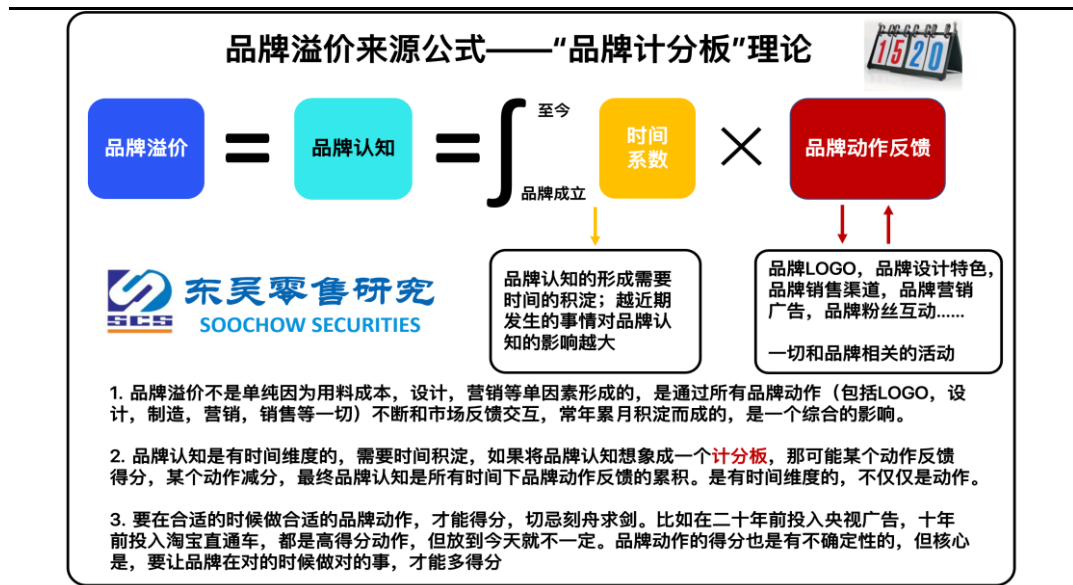
数据来源: YOKA 时尚网, 薇诺娜官方微博, 东吴证券研究所

2.4. 根据品牌记分板理论, 薇诺娜是具有高投资价值的品牌

根据品牌“记分板”理论, 薇诺娜皮肤学级护肤品市占率第一的行业地位、持续较高的增速和以往各阶段正确战略的实施, 使得薇诺娜成为具有高投资价值的品牌。我们曾在《中国品牌化崛起系列深度(一): 万元奢侈品包成本是多少? ——深究“品牌溢价”的来源》中提出品牌“记分板”理论, 主要指的是品牌是有时间维度的, 是各阶段品牌战略实施效果的集中反馈, 结合所处行业发展阶段及竞争格局看, 这些战略的实施并不可简单直接复制。薇诺娜之所以能够成为国内皮肤学级护肤市占率第一的品牌, 也是得益于其创立以来一系列正确的举措, 例如和医院、高校的研发临床联动、进入专业药店渠道、重视口碑营销等。根据贝泰妮招股说明书和 Euromonitor 数据, 2019 年薇诺娜品牌营收和零售额分别为 19.3/27.8 亿元, 2017-2019 年增速 CAGR 分别为 56.1%/58.5%。

皮肤学级护肤行业第一的规模、高增长以及持续有效品牌战略的实施，使得薇诺娜成为具有高投资价值的品牌。

图 30: 品牌溢价来源公式——“计分板”理论



数据来源：东吴证券研究所整理绘制

3. 产品策略核心是什么？——大单品持续放量，加强同系列连带

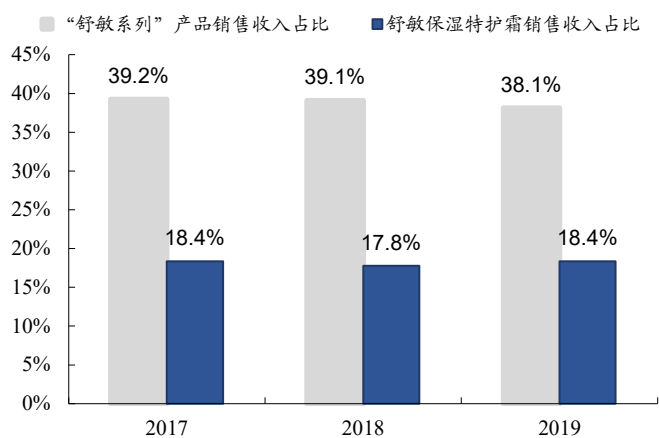
硬核大单品获市场认可，助力“薇诺娜”弯道超车。作为代表性功能性护肤品牌，薇诺娜依赖其高粘性、高复购的消费群体，发展“大单品策略”，其核心大单品“舒敏保湿特护霜”2019年实现营收超3亿元，2017-2019年主营业务收入占比在17%-19%，占比与国内外知名品牌大单品占比相近（雅诗兰黛、玉泽、花西子代表大单品占比均在20%左右）。大单品“舒敏保湿特护霜”在2020年“双11”当天天猫旗舰店销售额破1.8亿元，同比增长75%，品牌销售占比预计在20%以上（品牌天猫旗舰店销售>7亿），曾获得PCLADY年度人气大奖、闺蜜网年度口碑美妆奖等多项荣誉。

图 31: 薇诺娜“舒敏保湿特护霜”收获诸多荣誉



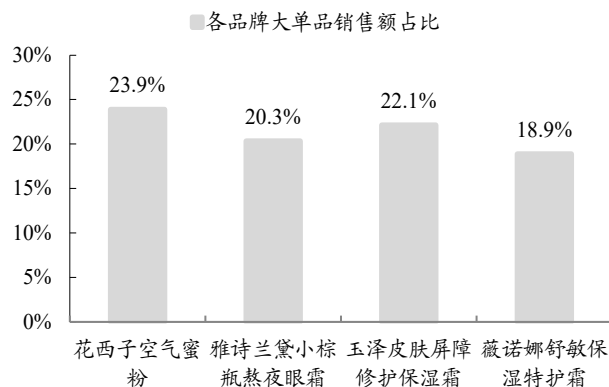
数据来源：薇诺娜官网，东吴证券研究所

图 32: 薇诺娜“舒敏保湿特护霜”和“舒敏系列”销售占比



数据来源: 公司招股说明书, 东吴证券研究所

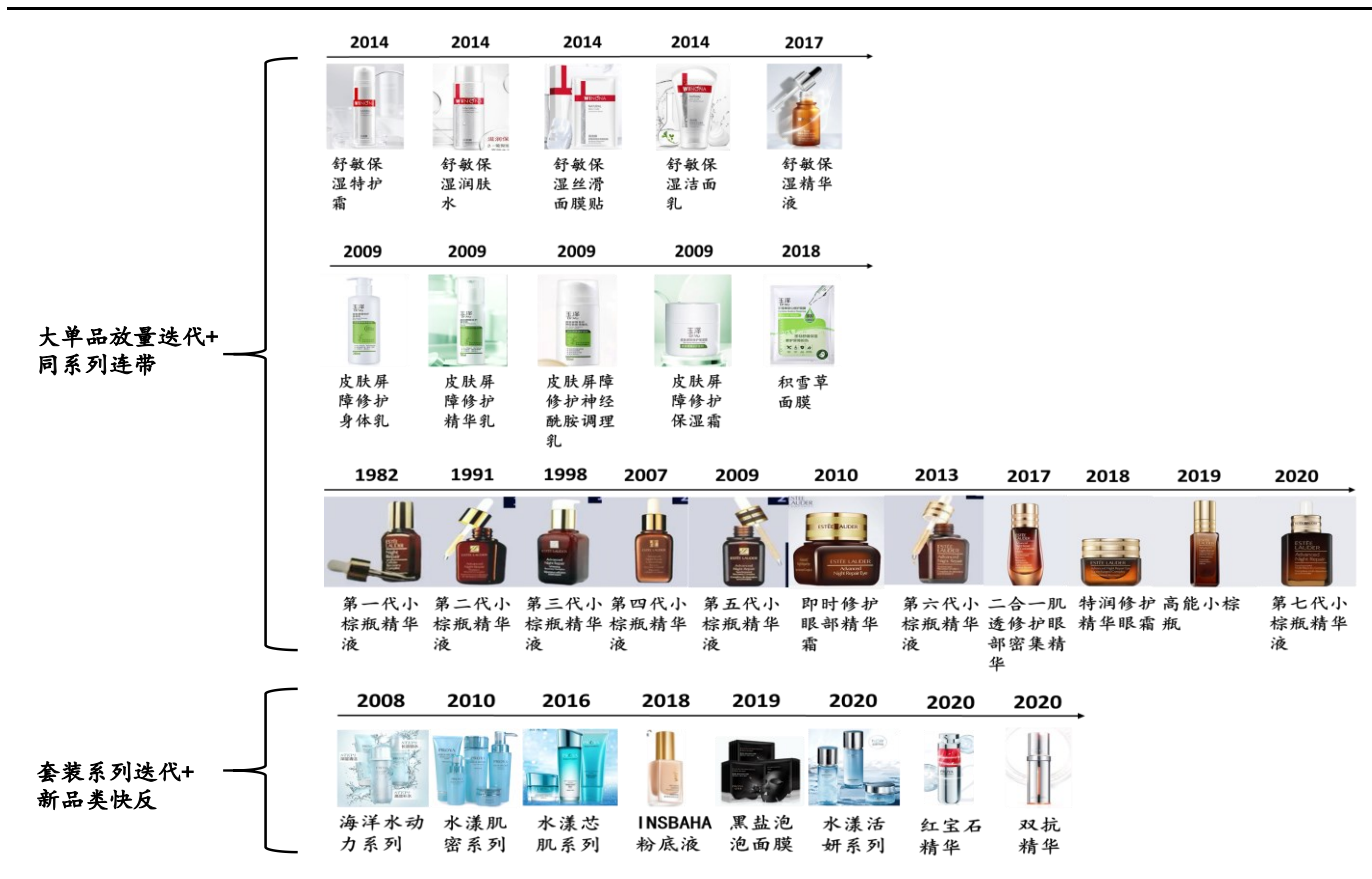
图 33: 2020.07-2020.12 部分品牌天猫官方旗舰店畅销单品销售额占比



数据来源: 淘数据, 东吴证券研究所

薇诺娜的大单品策略主要体现为“大单品放量迭代+同系列连带”。大单品策略并不意味着简单的单一产品放量, 往往还伴随着大单品的不断迭代以及同系列产品连带的加强。例如, 雅诗兰黛的核心大单品“小棕瓶”已迭代至第七代, 同时 2010 年以来逐步丰富了同系列的即时修护眼部精华、高能小棕瓶等系列产品。薇诺娜和玉泽也分别在大单品“舒敏保湿特护霜”、“皮肤屏障身体乳”、“皮肤屏障保湿霜”的基础上不断推广“舒敏保湿系列”和“皮肤屏障修护系列”, 以大单品为引领、同系列单品为补充的核心系列竞争力不断加强。与“大单品策略”相对应的“快反策略”, 则更为重视整体系列的迭代以及新品类的补充。以珀莱雅为例, 其与“海洋补水”相关的套装产品 2008 年以来已经历三次迭代, 同时 2018 年以来加强对彩妆、面膜、精华等新品类的快速反应, 以适应消费者需求的快速变化。

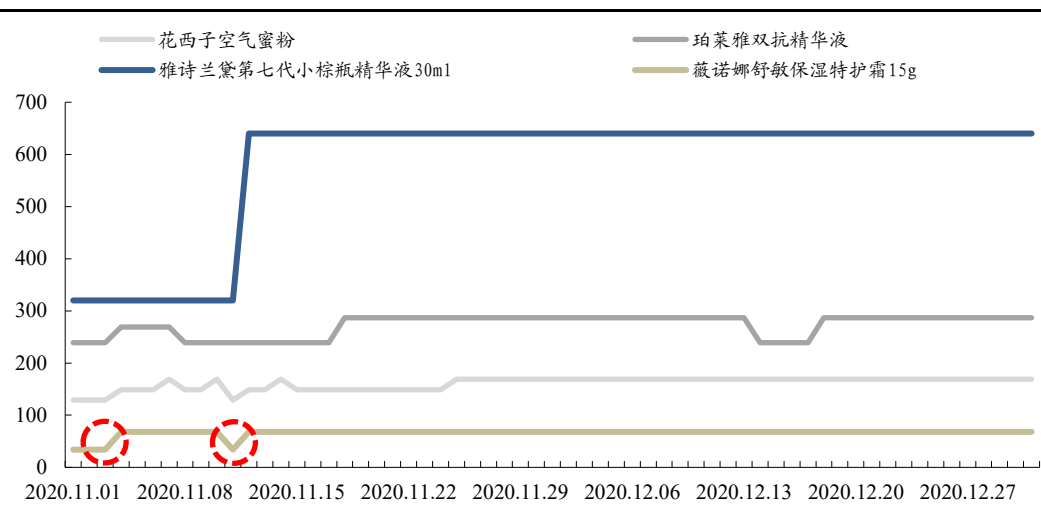
图 34: 薇诺娜、玉泽、雅诗兰黛和珀莱雅不同的产品策略



数据来源: 各品牌官网, 各品牌天猫旗舰店, 东吴证券研究所

大单品“特护霜”产品力强劲，价格锚定较好。产品力强劲的大单品往往终端价格也更为稳定，调价次数更少、调价时间更短、调价幅度更小。我们对部分国内外知名品牌大单品 2020 年 11 月-12 月天猫旗舰店价格进行对比分析。**(1) 调价次数:**“雅诗兰黛小棕瓶”和“薇诺娜特护霜”分别调价 1 次和 2 次，小于“花西子空气蜜粉”和“珀莱雅双抗精华”的调价次数（分别为 6 次和 4 次）。**(2) 调价时间:**薇诺娜大单品在 11-12 月大促季的调价时间远少于其他品牌的大单品，仅调价 4 天，同期雅诗兰黛/珀莱雅/花西子大单品的调价时间分别为 11/21/21 天。**(3) 调价幅度:**“珀莱雅双抗精华”和“花西子空气蜜粉”的调价幅度最低分别为 83 折和 76 折，“雅诗兰黛小棕瓶”和“薇诺娜特护霜”的调价幅度最低为 5 折。综上，薇诺娜在大促期间调价时间最短、调价次数较少（仅在 11 月 1-3 日和 10 日降价），且调价幅度不低于国际品牌雅诗兰黛，在几个国内外知名品牌中价格锚定水平较好，反映大单品产品力强劲。

图 35: 2020.11-2020.12 各品牌天猫旗舰店代表产品价格变动情况



数据来源: 淘数据, 东吴证券研究所

表 4: 2020.11-2020.12 各品牌天猫旗舰店代表产品调价次数、调价天数及折扣

品牌	代表产品	调价次数	调价天数	折扣
花西子	空气蜜粉	6	21	76折-88折
珀莱雅	双抗精华液	4	21	83折-94折
雅诗兰黛	第七代小棕瓶精华 30ml	1	11	买 30ml 送 29ml, 相当 于 5 折
薇诺娜	舒敏保湿特护霜 15g	2	4	5 折

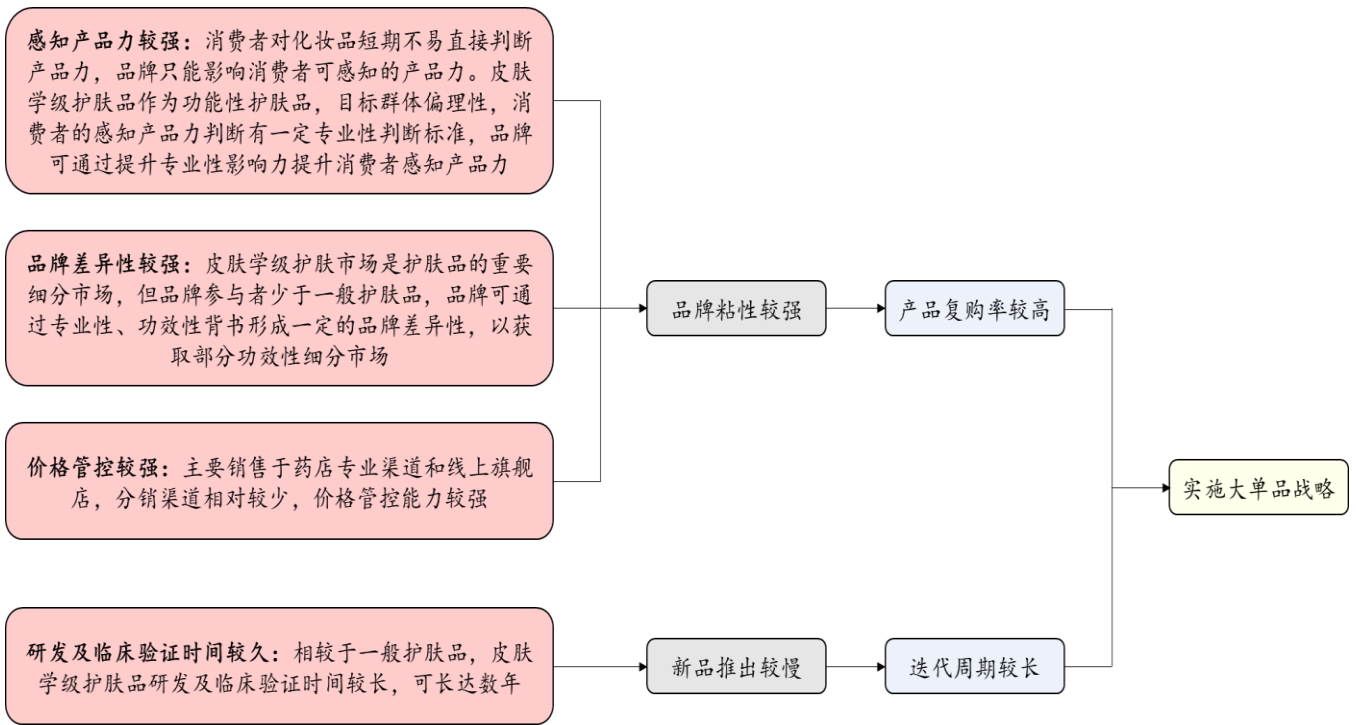
数据来源: 淘数据, 东吴证券研究所

4. 为什么薇诺娜能够成功实施大单品战略? ——赛道适合、本土化倾向及龙头地位

4.1. 皮肤学级护肤品复购率高、迭代周期长, 实施“大单品战略”收效更佳

(1) 皮肤学级护肤赛道品牌粘性更强, 因此产品复购率也更高。“大单品战略”的实施基础是产品持续较高的复购率, 高产品复购往往又反映出较强的品牌粘性。我们从产品力、品牌差异度、价格管控三方面影响因素分析, 均可得出皮肤学级护肤赛道品牌粘性一般更强。①**感知产品力**: 护肤品的消费者不易在短期内凭感觉直接判断产品差异, 我们在此引入感知产品力概念, 由于消费者更理性、且有专业指标、功效性证明作为判断标准, 我们认为皮肤学级护肤品是更容易提升感知产品力的品类; ②**品牌差异性**: 皮肤学级护肤品是十分重要的细分市场, 且由于具有一定专业性门槛, 品牌参与者相对较少, 品牌更容易形成品牌差异度; ③**价格管控力**: 皮肤学级护肤品销售渠道更加专业和集中, 价格管控力通常也更强。在较高的品牌粘性下, 功能性护肤品牌复购率一般较高。

图 36: 皮肤学级护肤品牌适合实施大单品战略



数据来源: 东吴证券研究所绘制

(2) 皮肤学级护肤品牌研发、临床验证历时久，因此迭代周期更长。相较于普通护肤品牌，皮肤学级护肤品不仅需要产品具有高功效，还需要通过临床验证等方式增强背书。国内外知名的皮肤学级护肤品牌往往在研发阶段就与医生、专家、学院进行密切合作，根据临床需求反复打磨产品，产品生产后通过严谨的临床试验再推向市场，核心产品从研发到临床可长达 4-6 年，远长于一般护肤品 1-2 年甚至更短的研发周期。更长的新品推出周期意味着品牌方在核心产品和系列上投入更多，因此对产品系列的整体迭代成本更大、周期更长。

表 5: 部分皮肤学级护肤品研发及临床验证特点

品牌	研发	临床验证
理肤泉	1928 年化学家 Rene Levayer 开始开发并研制皮肤科药物以及富含理肤泉温泉水的皮肤科辅助性治疗产品，1975 年，理肤泉实验室成立	理肤泉的产品推出需对 600 至 1000 人进行临床测试，才能注册、生产
玉泽	坚持“医研共创”之路，2003 年携手上海瑞金医院，正式开展针对皮肤屏障受损导致的皮肤问题的研究，历时 6 年推出第一款产品“玉泽皮肤屏障修护身体乳”。2019 年与华山医院成立皮肤科学联合实验室，开发玉泽清痘产品	产品上市前须经过大量临床验证，例如大单品“玉泽皮肤屏障修护身体乳”在推出前通过 1386 例临床观察

薇诺娜

品牌创立之初，通过 12 种皮肤问题，收集 4.6 万份光损伤性皮肤病源样本，历时 4 年进行产品研发

产品通过全国 54 家知名三甲医院多中心进行临床观察，每项产品均通过严谨临床测试，经过 12000 次以上肌肤实测验证

数据来源：各公司官网，东吴证券研究所

综上，一方面，皮肤学级护肤品牌由于可感知产品力更强、具有较强的品牌差异度和较强的价格管控能力，因此品牌粘性和产品复购率也容易更高。另一方面，皮肤学级护肤品牌由于研发、临床验证历时久，迭代周期也更长。由于高产品复购率和迭代周期较长是实施以大单品放量为核心的“大单品战略”的基础，皮肤学级护肤品牌实施大单品战略收效更佳。

4.2. 皮肤学级护肤品牌本土化趋势明显，国产龙头优势较大

皮肤学级护肤品本土化趋势明显，主要有以下原因：

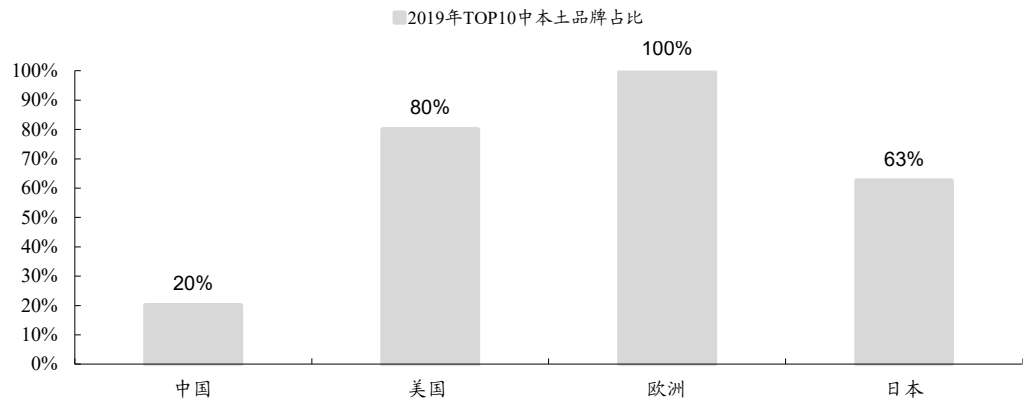
(1) 本土品牌更擅长解决本土皮肤问题、熟悉本土消费倾向。例如受城市污染、生活压力大等多因素影响，中国女性敏感肌问题较为普遍，美国消费者遇到的晒伤、痤疮等皮肤问题较多。另外，中国消费者在解决皮肤问题中注重温和修护、青睐自然成分，而一些国外皮肤学级护肤品牌功效较为强烈、通过科学配比实现功效。

(2) 本土企业拥有独特的资源禀赋。各国皮肤学级护肤品牌的发展往往离不开特定的资源禀赋，例如法系皮肤学级护肤品牌多起源于著名温泉地，美系皮肤学级护肤品牌往往有强大的研发背景。同样地，中国皮肤学级护肤品牌也拥有一些独特的资源禀赋。例如，幅员辽阔、植物资源丰富、植物提取工艺较为成熟，使得有更大的潜力开发出具有本土特色的植物系皮肤学级护肤产品。

(3) 立足医研合作，本土品牌更容易积累良好口碑。皮肤学级护肤品牌的品质与口碑建设，离不开与皮肤学专家的密切合作，包括在研发阶段即根据临床反馈进行针对性的研发、产品生产后合作展开临床试验、若效果满意医生还有望向患者推荐购买，从而为品牌积累专业化的良好口碑。而国外品牌对本土医院系统不够熟悉，很难实现产品本土化。

除中国外的主要市场，TOP10 皮肤学级护肤品牌中本土占比均较高，我国本土化提升空间较大。海外主要市场如美国/欧洲的 TOP10 皮肤学级护肤品牌中，本土品牌分别有 8/10 个，除中国外主要市场的 TOP10 皮肤学级护肤品牌中本土占比在 60%-100%。而 2019 年中国 TOP10 品牌中，本土品牌仅两个，本土化提升空间较大。

图 37: 除中国外的主要市场, TOP10 皮肤学级护肤品牌中本土占比均较高

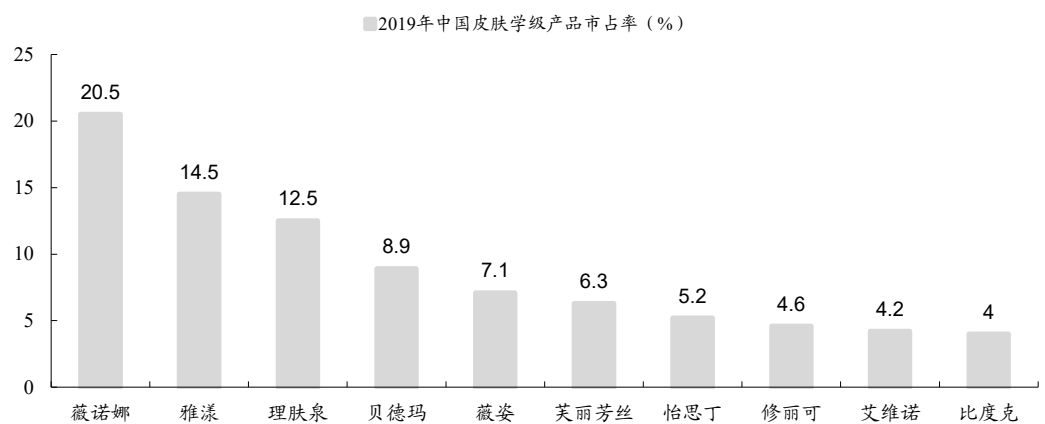


数据来源: Euromonitor, 东吴证券研究所 (注: 日本为前八大占比)

4.3. 薇诺娜是本土代表性皮肤学级护肤品牌, 具备实施大单品战略的土壤

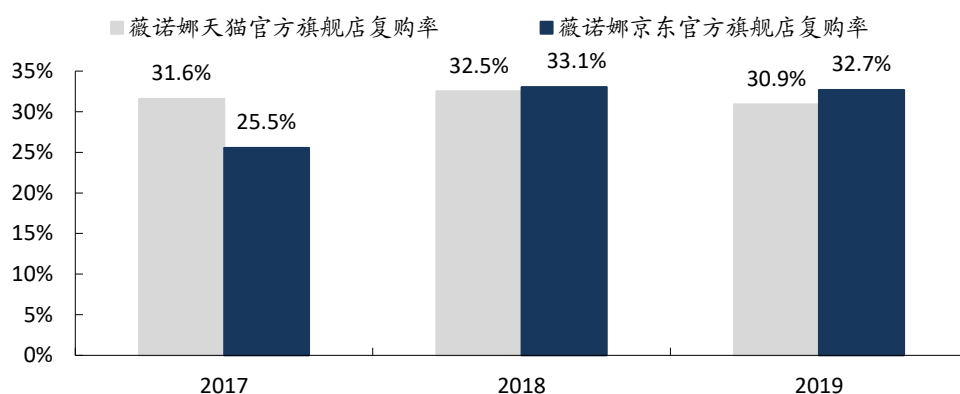
从品牌层面看, 薇诺娜是本土最具代表性的皮肤学级护肤品牌, 市占率领先, 具有较好的实施“大单品战略”的土壤。薇诺娜多年来扎根于皮肤学级护肤赛道, 开辟出一条专业化发展之路, 是本土最具代表性的皮肤学级护肤品牌。根据 Euromonitor 统计, 2019 年其在中国皮肤学级产品市场以 20.5% 的市占率位列第一位。由于“敏感肌修护”的专业化形象深入人心, 品牌高复购持续较高。2018-2019 年, 薇诺娜在天猫和京东旗舰店复购率均在 30% 以上, 高于一般护肤品 20% 左右的复购率, 薇诺娜专柜服务平台的复购率甚至在 40% 以上。由此, 我们认为薇诺娜具备较好的实施大单品战略的土壤。

图 38: 2019 年薇诺娜位列中国皮肤学级产品市占率第一位



数据来源: Euromonitor, 东吴证券研究所

图 39: 2017-2019 年薇诺娜天猫、京东官方旗舰店复购率均在 30%以上



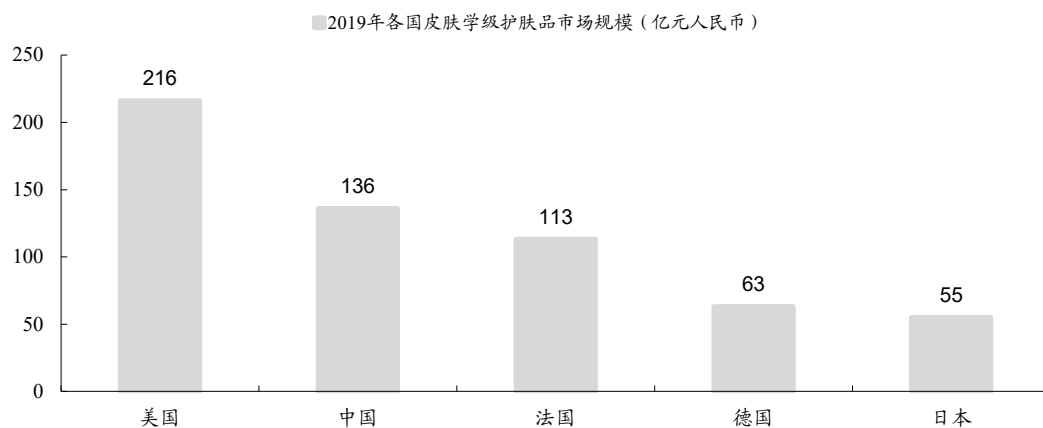
数据来源: 公司招股说明书, 东吴证券研究所

5. 薇诺娜品牌成长空间几何? ——若保持头部地位, 我们预计至 2030 年规模有望超 200 亿元

5.1. 我国人均渗透率极低, 预计至 2030 年我国皮肤学级护肤品规模超 1200 亿元

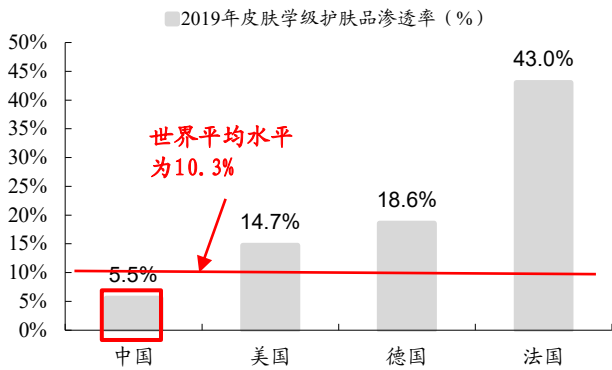
皮肤学级护肤品均为护肤中重要组成, 我国人均消费额及在护肤品渗透率与世界主要国家相差较大, 发展空间广阔。对比世界主要护肤品市场发现, 皮肤学级护肤品均为其重要组成, 在护肤品的占比主要位于 15%-40%之间。而 2019 年我国皮肤学级护肤品在护肤品的渗透率仅为 5.5%, 甚至低于世界平均水平 10.3%。另外, 根据 Euromonitor 统计, 2019 年中国皮肤学级护肤品市场规模达 136 亿元人民币, 从整体规模上仅次于美国, 然而从人均消费额看仅为 1.4 美元, 较欧美、日本有四到十几倍的差距, 也低于世界平均水平。综合在护肤品偏低的渗透率及较低的人均消费额即可得出, 我国皮肤学级护肤品需求提升空间仍十分广阔。

图 40: 2019 年中国皮肤学级护肤品市场规模达 136 亿元人民币



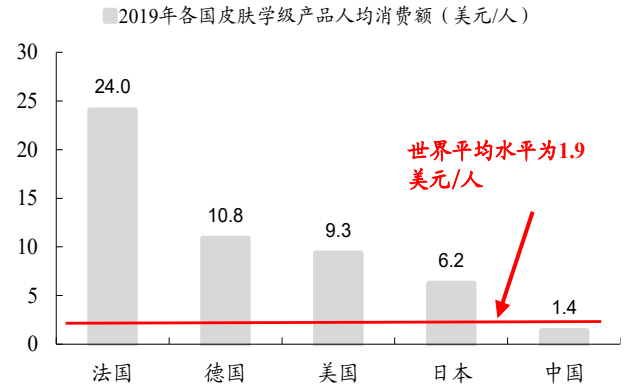
数据来源: Euromonitor, 东吴证券研究所 (注: 以 2019 年 12 月 31 日美元兑人民币汇率)

图 41: 中国皮肤学级护肤品渗透率较世界主要国家相差较大



数据来源: Euromonitor, 东吴证券研究所

图 42: 中国皮肤学级产品人均消费额与世界主要国家相差较大



数据来源: Euromonitor, 东吴证券研究所

我们预计到 2030 年我国皮肤学级护肤市场规模接近 1300 亿元, 在护肤品渗透率超 20%。假设受疫情影响, 2020 年中国护肤市场和皮肤学级护肤市场增速均有所放慢, 但在 2021 年有一定恢复性增长, 2022 年起保持较快增速, 但随着规模增加增速有所递减。则根据图 43 我们的预计, 2019-2030 年中国护肤品市场规模增速 CAGR 为 8.6%, 中国皮肤学级护肤市场规模增速 CAGR 为 22.8%, 我们预计至 2030 年中国皮肤学级护肤市场规模为 1200-1300 亿元, 在护肤品渗透率超 20%。

表 6: 中国皮肤学级护肤品市场规模假设及依据

假设项目	具体假设及依据
中国护肤市场规模 yoy (%)	2020 年-2024 年依据 Euromonitor 预测进行假设, 随着市场规模增加, 预计 2025-2030 年增速略有减慢
中国皮肤学级护肤市场规模 yoy (%)	假设 2020 年受疫情影响增速有所减慢, 2021 年假设存在一定恢复性增长, 假设 2022-2030 年维持较高增速, 随着市场规模增加增速略有减慢

数据来源: Euromonitor, 东吴证券研究所

图 43: 中国皮肤学级护肤品市场规模预测

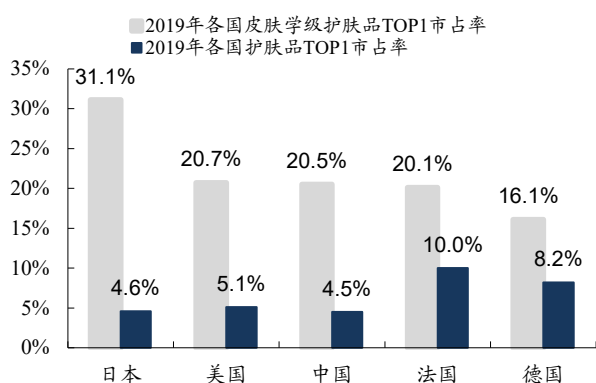
项目	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
中国护肤市场规模 (亿元)	2444	2545	2990	3289	3600	3905	4218	4555	4897	5264	5632	6027
中国护肤市场规模 yoy (%)	14.7	4.1	17.5	10.0	9.5	8.5	8.0	8.0	7.5	7.5	7.0	7.0
中国皮肤学级护肤市场规模 (亿元)	136	156	218	273	341	426	524	645	774	928	1095	1293
中国皮肤学级护肤市场规模 yoy (%)	32.3	15.0	40.0	25.0	25.0	25.0	23.0	23.0	20.0	20.0	18.0	18.0
中国皮肤学级护肤渗透率 (%)	5.5	6.1	7.3	8.3	9.5	10.9	12.4	14.2	15.8	17.6	19.4	21.4

数据来源: Euromonitor, 东吴证券研究所

5.2. 薇诺娜国内份额第一，若保持头部地位，我们预计 2030 年规模超 200 亿元

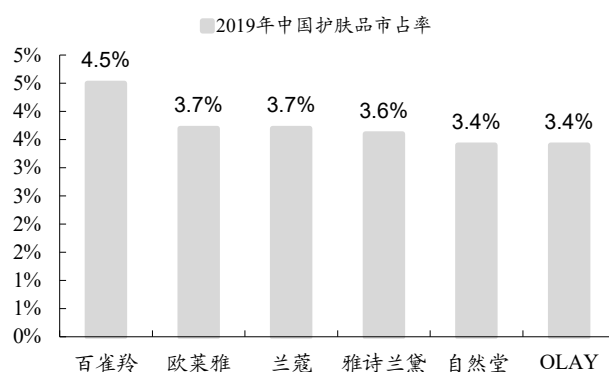
皮肤学级护肤品龙头份额较为集中，头部市占率一般在 15%-30%之间，远高于护肤品。对比各主要国家，2019 年皮肤学级护肤品 TOP1 品牌在本品类的市占率一般为 15%-30%，远高于护肤品 TOP1 品牌的市占率（一般在 4%-10%）。从中国情况看，尽管薇诺娜在护肤品的市占率仅为 1.1%，但其在皮肤学级护肤品类市占率高达 20.5%，远高于护肤品整体 TOP1 品牌百雀羚的市占率（2019 年为 4.5%）。皮肤学级护肤品头部在品类市占率更高，主要系皮肤学级护肤品往往依托于多年的临床试验及学术推广，使得其产品壁垒更为深厚。

图 44: 2019 年各国皮肤学级护肤品 TOP1 市占率远高于护肤品



数据来源: Euromonitor, 东吴证券研究所

图 45: 中国排名靠前的护肤品市占率在 3%-5%



数据来源: Euromonitor, 东吴证券研究所

随着皮肤学级护肤品渗透率不断提升，其头部品牌在护肤品整体市占率亦有望提升，未来头部规模或可比肩护肤品超级品牌。我们假设 2020-2030 年头部皮肤学级护肤品在品类市占率保持在 20.5%，则随着其在护肤品渗透率的提升，头部品牌在护肤品的市占率预计也将随之提升。参考上文对皮肤学级护肤品渗透率的预测，得出至 2030 年头部品牌的零售额预计可提升至 200 亿元以上。

图 46: 中国头部皮肤学级护肤品牌在护肤品市占率预测

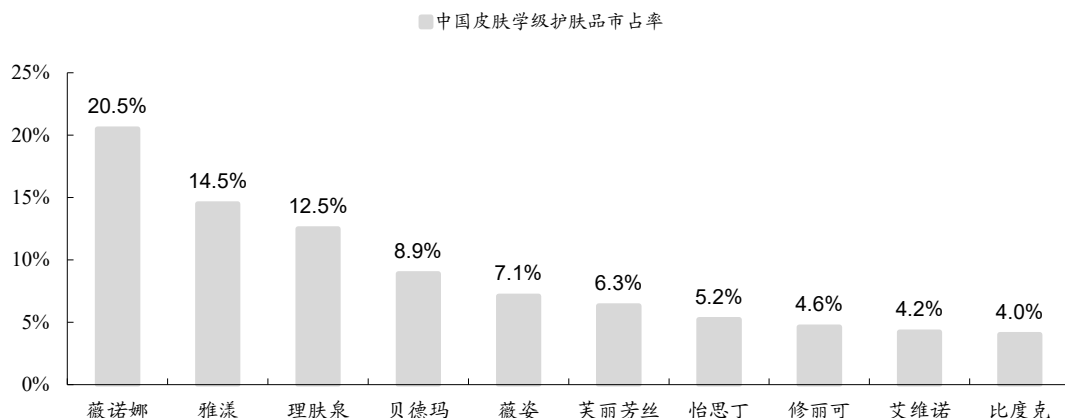
项目	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
中国皮肤学级护肤品渗透率 (%)	5.5	6.4	7.3	8.4	9.7	11.0	12.5	14.3	15.8	17.6	19.5	21.7
头部皮肤学级品牌在皮肤学级产品市占率 (%)	20.5	20.5	20.5	20.5	20.5	20.5	20.5	20.5	20.5	20.5	20.5	20.5
头部皮肤学级品牌在护肤品市占率 (%)	1.1	1.3	1.5	1.7	2.0	2.3	2.6	2.9	3.2	3.6	4.0	4.5
头部皮肤学级品牌零售额 (亿元)	26.2	31.9	44.7	55.9	69.9	87.4	107.4	132.2	158.6	190.3	224.6	265.0

数据来源: Euromonitor, 东吴证券研究所测算

薇诺娜为国内皮肤学级护肤品龙头品牌，2019 年市占率第一。薇诺娜近年来在国内皮肤学级护肤赛道进步明显，由 2011 年的第九位到 2019 年首次超越雅漾登顶。2019 年

薇诺娜以 20.5% 的市占率位列我国皮肤学级护肤品第一位。

图 47：2019 年中国皮肤学级护肤品市占率排名



数据来源：Euromonitor，东吴证券研究所

因此，我们认为若薇诺娜未来能够继续巩固领先地位，保持头部市占率，则至 2030 年零售额有望提升至 200 亿元以上，在护肤品市占率可提升至 4% 以上，参考护肤品整体市占率，其有望成长为可比肩百雀羚、欧莱雅等超级品牌。

6. 盈利预测与估值水平

6.1. 盈利预测

盈利预测重要假设：

- **毛利率假设：**由于公司产品在敏感肌护理方面具有较强竞争力，且高毛利的自营渠道占比较大，我们预计毛利率维持较高水平。
- **费用率假设：**随着皮肤学级护肤赛道仍处于渗透率提升阶段，公司也将持续发力品牌推广，我们预计销售费用率仍保持较高水平；随着规模效应的逐步显现，我们预计管理费用率有所下降。总体费用率基本平稳。
- **收入结构假设：**

(1) 线上业务方面，天猫、微信、京东等线上自营平台、以及唯品会等线上大型 B2C 平台均增速较快，且较国际知名品牌仍有较大差距，我们预计未来线上业务仍将保持高速增长。

(2) 线下业务方面，在医院“械字号”的有效背书下，公司与大型商业公司及直供客户紧密合作，共同巩固线下药店 OTC 渠道的优势，同时开拓大型连锁 CS 店等新兴渠道，我们预计线下仍将维持较快增长。

表 7: 各业务营收及毛利率预测 (单位: 万元)

项目	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
线上业务	88,179.1	148,368.4	229,510.4	345,864.1	481,783.0	654,113.8
YOY	80.6%	68.3%	54.7%	50.7%	39.3%	35.8%
毛利率	79.6%	78.3%	79.5%	79.6%	79.6%	79.7%
营收占比	71.1%	76.3%	85.3%	88.0%	89.8%	91.4%
线下业务	34,793.7	45,076.3	38,833.3	46,345.1	53,823.2	61,054.3
YOY	16.7%	29.6%	-13.8%	19.3%	16.1%	13.4%
毛利率	86.2%	86.9%	86.8%	87.1%	87.3%	87.3%
营收占比	28.0%	23.2%	14.4%	11.8%	10.0%	8.5%
其他业务	1,076.3	929.9	836.9	753.2	677.9	610.1
YOY	-6.7%	-13.6%	-10.0%	-10.0%	-10.0%	-10.0%
毛利率	43.5%	59.2%	59.2%	59.2%	59.2%	59.2%
营收占比	0.9%	0.5%	0.3%	0.2%	0.1%	0.1%
总收入	124,049.0	194,374.6	269,180.5	392,962.4	536,284.1	715,778.2
YOY	55.4%	56.7%	38.5%	46.0%	36.5%	33.5%
毛利率	81.2%	80.2%	80.5%	80.4%	80.6%	80.6%

数据来源: 公司招股说明书, 东吴证券研究所

6.2. 估值比较

对比可比化妆品上市公司, 公司处于增速更快、景气度更高的皮肤学级护肤赛道, 且以优异的品牌、渠道等运营能力位居赛道市占率第一。结合赛道优势、龙头地位和较大成长空间, 我们认为公司应当享有一定的估值溢价。

表 8: 公司估值表 (基于 2021 年 3 月 25 日收盘价)

股票代码	证券简称	总市值 (亿人 民币)	收盘价 (元/ 股)	EPS			PE			投资 评级
				19A	20E	21E	19A	20E	21E	
300957.SZ	贝泰妮	690	162.82	0.97	1.28	1.92	167	127	85	买入
688363.SH	华熙生物	710	147.98	1.22	1.42	1.65	121	104	90	买入
600315.SH	上海家化	321	47.35	0.83	0.63	0.69	57	75	69	买入

数据来源: Wind, 东吴证券研究所 (数据截止 2021 年 3 月 25 日收盘) (注: 贝泰妮、华熙生物和上海家化 EPS 预期为东吴研究所预测, 贝泰妮、上海家化 2020 年 EPS 为历史值, 而非预测值)

6.3. 投资建议

公司是国内皮肤学级护肤龙头，专业化品牌形象稳固，线上线下各渠道拓展顺利，产品上由“械”到“妆”持续放量。我们预测公司 2021-23 年归母净利润分别为 8.14/11.41/15.45 亿元，同比增速分别为 50.3%/39.9%/35.4%，对应 85/60/45 PE，我们认为龙头应给予一定估值溢价，首次覆盖给予“买入”评级。

7. 风险提示

行业竞争加剧风险：随着越来越多的国内外品牌进入中国市场，化妆品品牌、产品之间有竞争加剧的风险。

获客成本上升风险：随着互联网流量红利效应逐渐减弱，未来获客成本可能大幅增长，对行业公司业绩造成一定影响。

消费需求整体疲软：若宏观经济整体面临下行趋势，造成消费需求不振，则将影响功能性护肤品行业需求增速。

新股短期波动较大：上市初期作为次新股有股价波动较大的风险，或对短期收益造成一定波动。

贝泰妮三大财务预测表

资产负债表 (百万 元)					利润表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	1,391	5,227	6,236	7,678	营业收入	2,692	3,930	5,363	7,158
现金	752	4,141	5,244	6,017	减:营业成本	526	769	1,040	1,389
应收账款	187	250	346	449	营业税金及附加	46	74	96	122
存货	254	626	415	957	营业费用	1,263	1,843	2,507	3,328
其他流动资产	199	211	231	255	管理费用	169	240	322	415
非流动资产	211	262	310	364	研发费用	63	108	147	190
长期股权投资	0	0	0	0	财务费用	-1	-28	-66	-84
固定资产	69	110	151	193	资产减值损失	-9	-13	-11	-11
在建工程	41	44	46	47	加:投资净收益	3	2	2	3
无形资产	55	69	82	92	其他收益	35	35	35	35
其他非流动资产	46	39	31	31	资产处置收益	0	0	0	0
资产总计	1,602	5,489	6,546	8,042	营业利润	650	975	1,364	1,847
流动负债	391	451	527	702	加:营业外净收支	-2	-1	-1	-2
短期借款	0	0	0	0	利润总额	648	974	1,363	1,846
应付账款	135	205	246	356	减:所得税费用	104	156	219	297
其他流动负债	256	246	281	346	少数股东损益	0	3	3	4
非流动负债	9	9	9	9	归属母公司净利润	544	814	1,141	1,545
长期借款	0	0	0	0	EBIT	633	925	1,269	1,733
其他非流动负债	9	9	9	9	EBITDA	658	947	1,299	1,764
负债合计	400	460	535	711	重要财务与估值指标				
少数股东权益	3	6	9	13	2020A	2021E	2022E	2023E	
归属母公司股东权益	1,199	5,023	6,001	7,318	每股收益(元)	1.28	1.92	2.69	3.65
负债和股东权益	1,602	5,489	6,546	8,042	每股净资产(元)	2.83	11.86	14.17	17.28
					发行在外股份(百万股)	360	424	424	424
					ROIC(%)	120.2%	88.5%	141.6%	112.2%
					ROE(%)	45.2%	16.2%	19.0%	21.1%
现金流量表 (百万 元)									
	2020A	2021E	2022E	2023E	毛利率(%)	80.5%	80.4%	80.6%	80.6%
经营活动现金流	431	423	1,276	1,000	销售净利率(%)	20.2%	20.7%	21.3%	21.6%
投资活动现金流	-86	-72	-76	-82	资产负债率(%)	25.0%	8.4%	8.2%	8.8%
筹资活动现金流	-121	3,038	-97	-144	收入增长率(%)	38.5%	46.0%	36.5%	33.5%
现金净增加额	224	3,389	1,103	773	净利润增长率(%)	31.6%	50.3%	39.9%	35.4%
折旧和摊销	25	23	30	31	P/E	126.90	84.74	60.45	44.63
资本开支	89	51	48	54	P/B	57.52	13.73	11.49	9.42
营运资本变动	-148	-387	170	-494	EV/EBITDA	103.74	68.46	49.07	35.70

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

