

贝泰妮 (300957.SZ)

敏感肌护肤第一品牌，乘风起航

——贝泰妮深度报告之二

✍️ : 分析师: 马莉 执业证书编号: S1230520070002
☎️ : 联系人: 詹陆雨、王长龙
✉️ : mali@stocke.com.cn

报告导读

公司主品牌薇诺娜精准卡位敏感肌护理，利用本土优势及药企 DNA，通过强大的品牌力、产品力及渠道力击败雅漾、理肤泉等国外大牌，已跃居为国内第一大皮肤学级护肤品品牌。

投资要点

- ❑ **皮肤学级护肤品龙头，定位敏感肌的国货标杆：**公司以“解决中国人常见的问题肌肤”为己任，核心品牌薇诺娜精准卡位敏感肌，乘化妆品行业之东风迅速崛起，树立行业标杆。2020 年公司收入/归母净利分别达 26.9/5.4 亿（近 3 年 CAGR 分别达 50%/52%），毛利率/净利率高达 80%/20%，呈现高增长，高盈利的特征。
- ❑ **行业：多倍成长空间，蛋糕持续做大；高壁垒，国货品牌优势领域。**
- ✓ **渗透率有望翻倍，市场规模提升：**皮肤学级护肤品较普通护肤品具有更高的安全性、更强的功效性及更天然的成分。近年随消费者（如敏肌人群）对皮肤健康，科学护肤的认知度提升，14-19 年其市场规模 CAGR 高达 22%，较同期化妆品市场增速高 12pct。但对标美欧地区（美国/法国 2019 年渗透率分别为 15%/43%），国内皮肤学级护肤品渗透率仅有 5.54%，仍有多倍提升空间。根据 Euromonitor，中国护肤品 2024 年市场规模将突破 4000 亿，若皮肤学级护肤品渗透率翻倍至 12%，则同期中国皮肤学级护肤品市场规模可达 517 亿（2019 年为 136 亿），19-24 年复合增速超 30%。
- ✓ **高壁垒，高集中度，国货品牌优势领域：**一方面，皮肤学级护肤品专业化程度高、研发壁垒强，行业集中度比护肤品大赛道更高（皮肤学级护肤品/护肤品 CR5 为 64%/20%）；另一方面，本土化皮肤学级护肤品因地制宜，因人制宜，更受消费者青睐。纵观各国皮肤学级护肤品市场，本土品牌大概率市场主流。
- ❑ **公司：敏感肌第一品牌，研发+渠道双重壁垒保驾护航。**
- ✓ **品牌力：**较早切入功能性护肤赛道，先发优势明显，知名度及口碑积累深厚，国货敏感肌龙头形象已经建立。未来持续加码营销，以院线专家线上问诊等专业化营销方式为底色，深度打造专业化品牌形象。
- ✓ **产品力：**药企 DNA，来自滇虹药业的原班人马行业资源积累深厚，董事长郭振宇博士专业知识基底深厚，战略眼光领先，曾打造知名皮肤科品牌“康王”（03 年即实现收入破亿）；公司研发投入高于同行，基于云南特色植物产品打造 11 项核心技术，实现专业技术研发与地域特色成分的结合。产品功效性已得到多方权威认证，包括 50 余家三甲医院的认证及业内各大皮肤科泰斗的背书。除核心敏感肌产品，公司在儿童、彩妆及男士护肤品上的布局也值得期待。
- ✓ **渠道力：**线上线下多点触及。线上布局完善，销售占比达 7 成，新媒体运营手法成熟；线下通过全国化药店渠道布局+进驻屈臣氏门店+加码体验店

评级

买入

上次评级	首次评级
当前价格	162.82 ¥

公司简介

公司是以“薇诺娜”品牌为核心，专注于应用纯天然的植物活性成分提供温和、专业的皮肤护理产品，重点针对敏感性肌肤，在产品销售渠道上与互联网深度融合的化妆品生产企业。

覆盖分析师

消费分析师: 马莉
执业证书编号: S1230520070002
mali@stocke.com.cn

消费分析师: 詹陆雨
执业证书编号: S1230520070005
zhanluyu@stocke.com.cn

消费分析师: 王长龙
执业证书编号: S1230521020001
wangchanglong@stocke.com.cn

中小盘分析师: 余剑秋
执业证书编号: S1230520080007
yujianqiu@stocke.com.cn

中小盘研究助理: 汤秀洁
tangxiujie@stocke.com.cn

+深化微信自营与线下专柜合作等方式进一步加强消费者对品牌乃至整个皮肤学级护肤品行业的认知。

- **盈利预测及估值：**功能性化妆品业务的快速爆发，想象空间巨大。我们预计在品牌力、产品力及渠道力的三重驱动下，公司未来3年收入分别增长42.37%/37.25%/36.89%至38.32/52.60/69.90亿元，归母净利润同增43.68%/39.29%/35.69%至7.81/10.88/14.76亿元，对应PE为127/88/63X（对应21年PEG为1.87），首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**疫情或其他影响消费环境的黑天鹅事件发生；核心人员流失或技术泄露；功能性护肤品竞争加剧；产品质量控制的风险

财务摘要

(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
主营收入	2692	3832	5260	6990
(+/-)	38.49%	42.37%	37.25%	32.89%
净利润	544	781	1088	1476
(+/-)	31.94%	43.68%	39.29%	35.69%
每股收益(元)	1.28	1.84	2.57	3.48
P/E	167	127	88	63

正文目录

1. 敏感肌护肤第一品牌，乘风起航	6
1.1. 概况：国内领先的专业化妆品生产公司，主打品牌“薇诺娜”	6
1.2. 经营现状：营收增长迅速，线上渠道主导	7
1.3. 股权结构：多层股权架构，专业高管团	10
1.4. 募投项目：扩产能、攻营销、建信息系统	12
2. 化妆品行业持续景气，皮肤学级护肤细分赛道未来可期	12
2.1. 化妆品行业成长空间巨大，渐显偏刚性需求特征	12
2.2. 敏感肌人群扩大叠加消费者教育提升，皮肤学级护肤品市场渗透率提升空间巨大	14
3. 公司核心优势：国产皮肤学级护肤品第一品牌，塑研发、渠道双重壁垒	15
3.1. 品牌端：先发优势+差异化打法+加码营销，塑敏感肌第一大品牌	15
3.2. 产品端：药企 DNA 赋能，研发实力强悍	21
3.3. 渠道端：深度融合电商，线上线下共同放量	28
4. 同业比较：高毛利，高增速	34
5. 盈利预测	37
6. 风险提示	39

图表目录

图 1：贝泰妮营业总收入规模及增速（亿元，%）	7
图 2：贝泰妮净利润及增速（亿元，%）	7
图 3：贝泰妮分品牌营收规模及占比（%）	8
图 4：贝泰妮分产品营收占比（%）	8
图 5：贝泰妮渠道销售模式	9
图 6：贝泰妮分季度营收占比（%）	10
图 7：贝泰妮 2019 线下分区域营收占比（%）	10
图 8：贝泰妮股权结构	10
图 9：中国化妆品零售额及增速（亿元，%）	12
图 10：中国化妆品市场构成（%）	12
图 11：2019 年各地区人均护肤品消费金额对比（美元）	13
图 12：中国护肤品市场容量及增速（亿元，%）	13
图 13：随经济下行购买意愿的变化（%）	13
图 14：Z 世代和 25 岁以上美妆人群购物偏好指数	13
图 15：小红书护肤话题数量（万）	14
图 16：2020 中国敏感肌女性的其他问题	14
图 17：敏感肌人群月均抗敏消费及占比（元）	14
图 18：敏感肌女性 TOP5 护肤品使用频率	14
图 19：各国家/地区皮肤学级护肤品渗透率	15

图 20: 中国皮肤学级护肤品总量及增速 (亿元, %)	15
图 21: 2019 年各国皮肤学级护肤品、护肤品品牌总数及市场集中度	16
图 22: 中国皮肤学级护肤品代表性品牌占有率变化	17
图 23: 贝泰妮销售费用及增长率 (亿元, %)	18
图 24: 同业销售费用率 (%)	18
图 25: 院线专家线上推广、薇诺娜 X 丁香医生	19
图 26: 贝泰妮多平台营销案例	19
图 27: 头部 KOL/中腰部 KOL/明星推广	20
图 28: 薇诺娜 X 迪士尼, 薇诺娜 X 长草颜团子	20
图 29: 2019 年同业研发费用率比较	23
图 30: 贝泰妮研发费用增长情况 (万元)	23
图 31: 贝泰妮各品类销售收入和增速 (亿元, %)	26
图 32: 贝泰妮拓展儿童、彩妆及男士护肤	27
图 33: 贝泰妮各渠道收入及增速 (百万元, %)	29
图 34: 贝泰妮线上营收及总营收增长 (亿元, %)	29
图 35: 贝泰妮线上线下收入占比 (%)	29
图 36: 贝泰妮 2019 年线上自营主要平台与店铺收入占比 (%)	30
图 37: 贝泰妮线上自营主要店铺复购率	31
图 38: 贝泰妮线上自营主要店铺新增客户数量及增速 (万)	31
图 39: 薇诺娜线下渠道前五大客户销售收入 (万元)	32
图 40: 一心堂营业收入及增长率 (亿元, %)	33
图 41: 健之佳营业收入及增长率 (亿元, %)	33
图 42: 薇诺娜与屈臣氏合作&布局线下专柜	34
图 43: 同业营业收入及增速 (亿元, %)	34
图 44: 同业归母净利润及增速 (亿元, %)	35
图 45: 同业毛利率 (%)	35
图 46: 同业净利率 (%)	35
图 47: 贝泰妮按产品分毛利率	35
图 48: 贝泰妮按渠道分毛利率	36
图 49: 管理费用率及变化 (%)	36
图 50: 同业销售费用率 (%)	36
图 51: 流动比率 (倍)	37
图 52: 资产负债率 (%)	37
表 53: 同业盈利预测及估值	38
表 1: 贝泰妮发展历程	6
表 2: 贝泰妮品牌矩阵	6
表 3: 贝泰妮产品矩阵	8
表 4: 贝泰妮董事及高管团队	11
表 5: 募投资金项目	12
表 6: 典型敏感肌人群画像	14
表 7: 中国皮肤学级护肤品市场空间测算及敏感性分析 (亿元)	15
表 8: 2019 年代表性国家/地区皮肤学级护肤品品牌市占率	16
表 9: 中国主要皮肤学级护肤品牌产品一览	16

表 10: 贝泰妮销售费用拆分及占比 (亿元, %)	18
表 11: 贝泰妮募集营销渠道及品牌建设项目资金	21
表 12: 贝泰妮中曾在滇虹任职的高管及核心技术人员	22
表 13: 公司核心技术人员一览	22
表 14: 与薇诺娜合作的院线专家	23
表 15: 薇诺娜六大明星系列及定位	24
表 16: 薇诺娜的功效性和安全性通过国内多家三甲医院的认证	25
表 17: 公司结合云南特色植物打造核心技术	25
表 18: 可比公司产品定位及售价	26
表 19: 贝泰妮在研项目	27
表 20: 贝泰妮线上+线下销售体系	28
表 21: 贝泰妮线上自营主要店铺人数、客单价及收入	30
表 22: 贝泰妮线上大型 B2C 平台主要客户分销收入及占比 (万元, %)	31

1. 敏感肌护肤第一品牌，乘风起航

1.1. 概况：国内领先的专业化妆品生产公司，主打品牌“薇诺娜”

全国领先的化妆品生产企业，以“薇诺娜”品牌为核心。贝泰妮成立于2010年，前身为贝泰妮有限公司。公司专注于应用纯天然的植物活性成分提供温和、专业的皮肤护理产品，重点针对敏感性肌肤。目前已围绕高原特色植物提取物有效成分制备和敏感肌肤护理进行研究开发并掌握了11项核心技术。公司旗下有“薇诺娜”、“WINONA Baby”、“痘痘康”、“Beauty Answers”、“资润”等一系列品牌，其中以薇诺娜为核心。

表 1：贝泰妮发展历程

时间	事件
1997年	滇虹药业前身滇虹有限成立
2008年	滇虹有限孵化薇诺娜项目，主要负责化妆品的研发和销售
2010年	集团前身昆明贝泰妮生物科技有限公司正式成立
2011年	2011年12月13日滇虹有限全体董事一致同意将“薇诺娜 WINONA”系列无形资产全部转让给贝泰妮有限
2012年	薇诺娜官方旗舰店正式登陆天猫商城 12月完成薇诺娜品牌的交割
2013年	成立集团研发中心，设立集团子公司上海贝泰妮生物科技有限公司 9月滇虹药业终止IPO；10月滇虹药业被德国拜耳整体收购，完成100%股权变更
2014年	获国际著名风投机构红杉资本投资 郭振宇辞任滇虹药业董事长、总裁，担任贝泰妮有限董事长
2015年	通过国家高新技术企业认定 “薇诺娜”亮相世界皮肤科大会，实现中国品牌零的突破
2016年	“薇诺娜”舒敏保湿特护霜获OnlyLady“2015-2016年度最受欢迎乳液/面霜”、迷美APP正式推出上线
2017年	“薇诺娜”舒敏保湿特护霜、“薇诺娜”柔润保湿霜、“薇诺娜”透明质酸修护生物膜得云南名牌产品称号 贝泰妮入选2017年中国化妆品G20公司
2018年	“薇诺娜”品牌被评选为2018年度云南匠心品牌，入选2018年中国化妆品G20 被授予云南省博士后科研工作站，荣登天猫双十一美妆护肤类目TOP9行列
2019年	“薇诺娜”品牌获化妆品报社颁发“敏感肌护理品类TOP1”、中国化妆品电商品牌100强以及天猫新零售引领品牌等称号
2020年	“薇诺娜”清透防晒乳产品获天猫会员臻享品牌称号、薇诺娜品牌连续三年获得天猫金妆奖

数据来源：招股说明书，浙商证券研究

薇诺娜定位敏感肌修护，于2012年正式登陆天猫商城。目前已针对敏感肌人群的各类细分护理与修饰需求打造了12套系列产品，单品舒敏保湿特护霜曾揽获“年度乳液面霜”等多项大奖。2019年，“薇诺娜”品牌被行业权威杂志《化妆品报》评为“敏感肌护理品类第1名”；根据Euromonitor的统计数据，“薇诺娜”品牌在2019年度国内功能性护肤品市场排名第1。除薇诺娜外，公司拓展了“痘痘康”、“Beauty Answers”、“资润”等一系列品牌，并于2020年7月推出“WINONA Baby”，针对婴幼儿皮肤进行分阶护理。

表 2：贝泰妮品牌矩阵

	薇诺娜	WINONA Baby	痘痘康	BeautyAnswers	资润
品牌					
创立	2008年孵化于滇虹有限，	2020年	2014年	2018年	-

时间	2011 年转让给贝泰妮， 2012 年正式登录天猫商城				
品牌 定位	敏感肌护理和修饰	婴幼儿肌肤功效性护理 0-2 岁，2-12 岁针对性分阶 护理	痘痘肌肤护理	高端皮肤修护，专业美 容项目护肤	干燥性皮肤护理。 非公渠道研制开发
产品 形象					
主要 产品/系 列	舒敏保湿系列 极润保湿系列 舒敏修红系列 清痘净颜系列	特安养护系列 倍润防护系列 舒润滋养霜	茶树净痘精油 净痘控油洁面泡沫 净痘精华霜 茶树魔力点痘笔	蓝铜胜肽系列	倍润养护霜 透明质酸修护生物 膜
代表性 产品 定价	舒敏保湿特护霜 268 元/50g 舒敏保湿润肤水 188 元/120ml 舒敏保湿润肤精华液 298 元/30ml 清痘修复精华液 98 元/12g 舒敏保湿修红霜 268 元/50g	舒润滋养霜 138 元/100g 特安养护身体 168 元/150ml 倍润防护润唇膏 28 元/1.4g 特安养护洗发沐浴 118 元/260ml	茶树净痘精油 98 元/10ml 茶树魔力点痘笔 56 元/2ml 净痘控油洁面泡沫 138 元/150ml 净痘精华霜 158 元/50g	-	-

数据来源：招股说明书，浙商证券研究

1.2. 经营现状：营收增长迅速，线上渠道主导

公司近年来发展迅速，2017-2020 年，总营收从 7.98 亿元升至 26.91 亿元 (CAGR 达 49.97%)，归母净利润从 1.54 亿元升至 5.43 亿元 (CAGR 达 52.25%)。

图 1：贝泰妮营业总收入规模及增速 (亿元，%)



数据来源：招股说明书，浙商证券研究所

图 2：贝泰妮归母净利润及增速 (亿元，%)



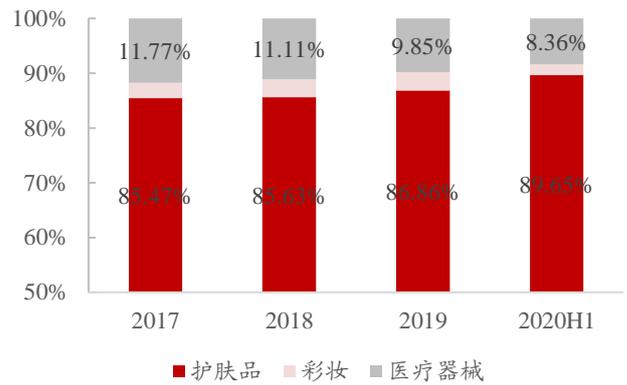
数据来源：招股说明书，浙商证券研究所

分品牌看，集中优势打造“薇诺娜”单一品牌，收入集中。2017/2018/2019/2020H1“薇诺娜”品牌收入占比为 99.68%/99.85%/99.37%/99.06%，遥遥领先于其他品牌；贡献营收由 2017 的 7.84 亿增长至 2019 年的 19.22 亿，占总营收增长的 99.3%。

图 3：贝泰妮分品牌营收规模及占比 (%)



图 4：贝泰妮分产品营收占比 (%)



数据来源：公司招股书，浙商证券研究所

数据来源：公司招股书，浙商证券研究所

分产品看，护肤品领跑，相关品类齐全。公司主要产品可分为化妆品和医疗器械类，85%以上的营业收入由化妆品（包括护肤品和彩妆）贡献。2017/2018/2019/2020H1 化妆品收入占比分别为 88.23% / 88.89% / 90.15% / 91.64%，其中护肤品占 85.47% / 85.63% / 86.86% / 89.65%，占比逐年增加。公司护肤品品类齐全，主要包括霜、护肤水、面膜、精华、乳液等。除化妆品外，公司还从事皮肤护理相关医疗器械产品的研发、生产及销售业务，相关产品主要包括透明质酸修护生物膜、透明质酸修护贴敷料等，主要用于微创术后屏障受损皮肤的保护和护理。但医疗器械产品历年占比仅有 10% 左右。

表 3：贝泰妮产品矩阵

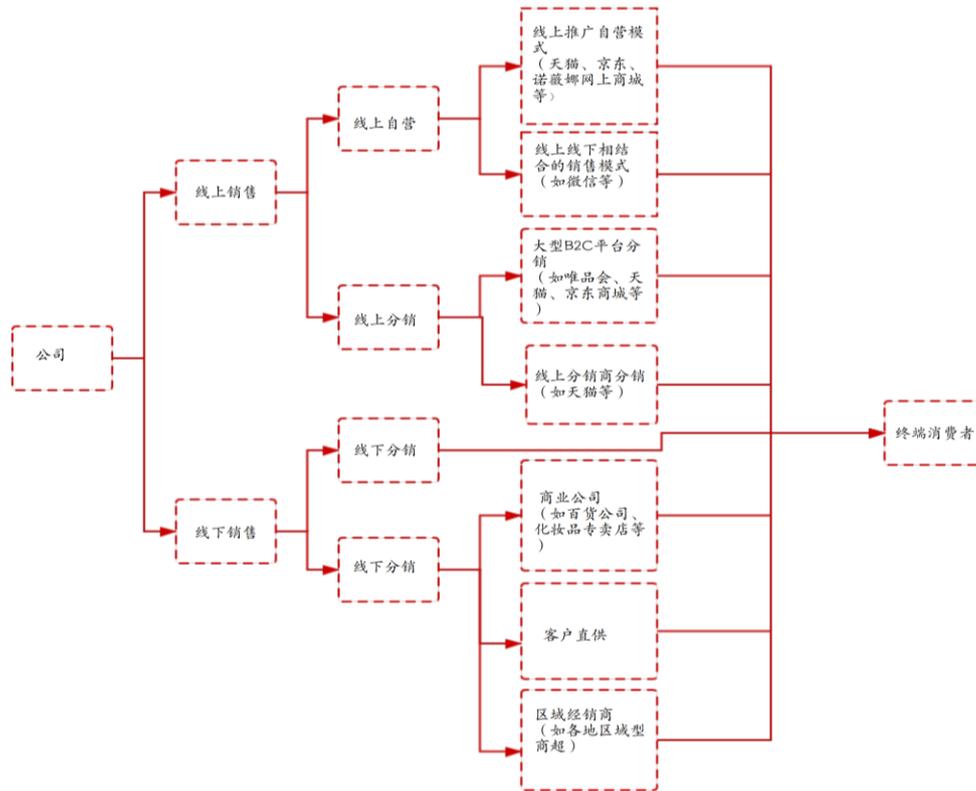
项目	类别	品类	图示	代表性产品及定价
化妆品	护肤品	面霜		舒敏保湿特护霜 268 元/50g、 舒敏保湿修红霜 268 元/50g、 柔润保湿霜 168 元/150g
		护肤水		舒敏保湿润肤水 188 元/120ml、 极润保湿柔肤水 178 元/120ml
		面膜		舒敏保湿丝滑面膜贴 168 元/20ml*6、 极润保湿面膜贴 168 元/20ml*6
		精华		舒敏保湿润肤精华液 298 元/30ml、 极润保湿精华液 298 元/30ml、 清痘修复精华液 98 元/12g
		乳液		极润保湿乳液 188 元/50g
		洁面		舒缓控油洁面泡沫 158 元/150ml
		眼霜		紧致眼霜 328 元/20g
	彩妆	隔离、bb 霜、 卸妆水		柔彩焕颜气垫 bb 霜 238 元/15g、 柔彩焕颜隔离霜 138 元/30g、 净澈焕颜卸妆水 198 元/150ml

医疗器械	医疗器械	透明质酸修护生物膜、透明质酸修护贴敷料等		透明质酸保湿修护面膜贴 248 元/25ml*6、 透明质酸保湿修护洁面凝胶 158 元/80g
------	------	----------------------	---	---

数据来源：招股说明书、浙商证券

分渠道看，线上表现优异，拉动营收增长。近年来公司销售收入尤其是线上渠道销售收入快速增长，2018/2019/2020H1 公司主营业务收入同比增长 56.35%/57.31%/32.87%，其中线上渠道销售收入同比增长 80.55%/68.26%/48.15%。

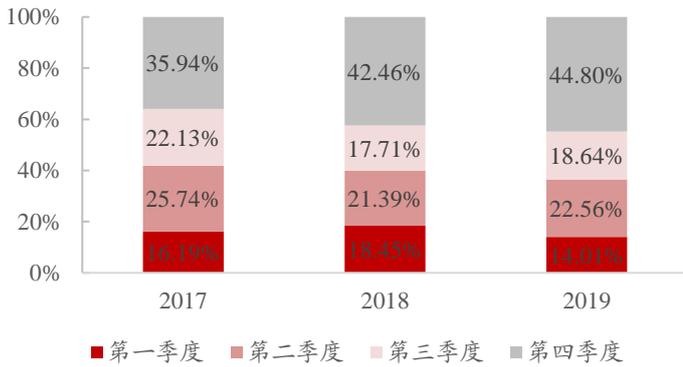
图 5：贝泰妮渠道销售模式



数据来源：公司招股书，浙商证券研究所

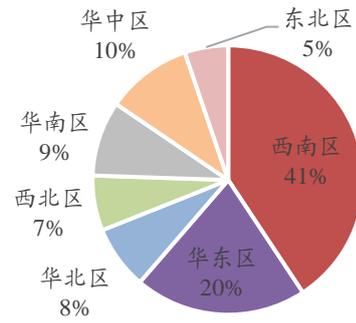
分季节看，受电商大型促销活动影响，营收具有明显季节性。公司线上销售占比高，其中通过电商渠道销售占比高。销售收入在“双十一”，“双十二”等大型促销活动期间存在爆发式增长，导致第四季度营收比重高，且有逐年增加的趋势。分区域看，贝泰妮以线上销售为主，线下销售主要分布在西南区和华东区。公司位于云南省昆明市，利用地域优势与当地知名连锁药店云南健之佳建立了良好的合作关系，健之佳已连续三年成为公司线下分销的头号客户，促进公司在西南打开销售局面。而华东则基于当地较高的经济发展水平和消费水平，销售占比较高。

图 6：贝泰妮分季度营收占比 (%)



数据来源：招股说明书，浙商证券研究所

图 7：贝泰妮 2019 线下分区域营收占比 (%)

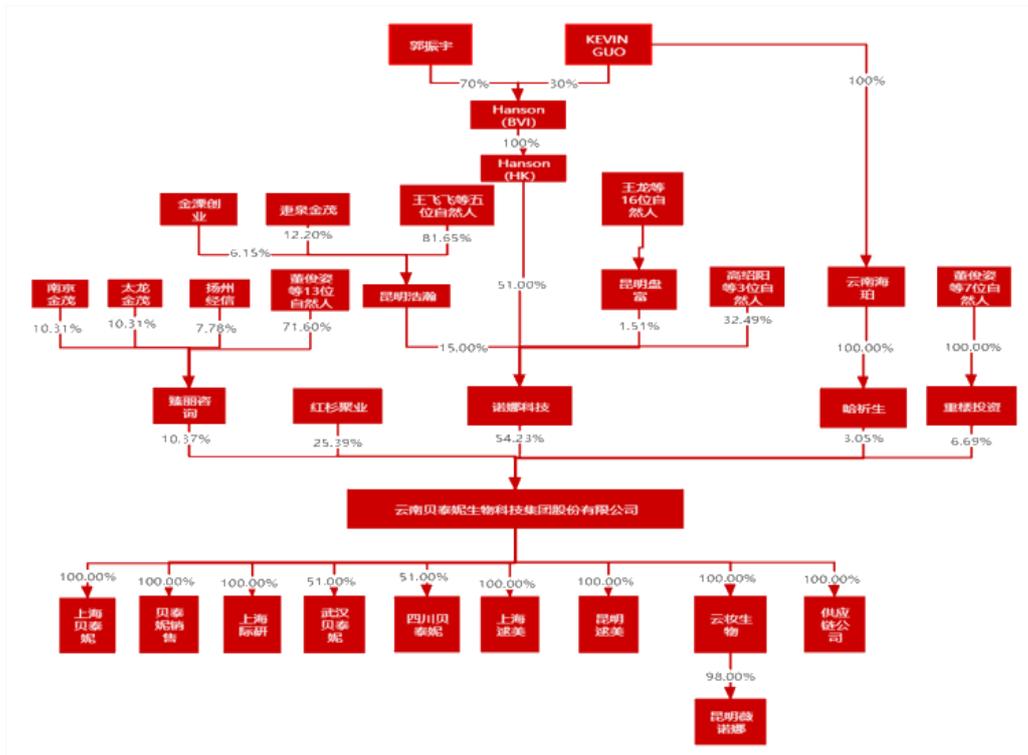


数据来源：招股说明书，浙商证券研究所

1.3. 股权结构：多层股权架构，专业高管团

公司实际控制人为郭振宇和 KEVIN GUO，两人系父子关系。郭振宇父子合计持有 Hanson (BVI) 100%的股权，Hanson (BVI) 在香港设立全资子公司 Hanson (HK)并通过其持有诺娜科技 51%的股权，诺娜科技直接持有公司 54.23%的股份。因此，郭振宇父子通过境外实体及多层股权架构控制公司 54.23%的股份。公司高管团队专业，实际控制人、董事长郭振宇为电机工程博士，曾任世界自我药疗产业联盟主席、中国非处方药物协会会长，现兼任国际自我保健基金 (ISF) 理事长，中国非处方药物协会副会长等。

图 8：贝泰妮股权结构



数据来源：公司招股书，浙商证券研究所

表 4：贝泰妮董事及高管团队

高管姓名	职务	履历
		1986.09-1988.07:任云南大学无线电系讲师 1988.08-1989.08:任加拿大新布伦瑞克大学助教 1995.07-1996.07: 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
郭振宇	董事长、总经理	1996.09-2002.07:任美国乔治华盛顿大学工学院助理教授、副教授、终身教授 2003.01-2014.11:任滇虹药业董事长、总裁。 2014.06-2016.12:任贝泰妮有限董事长 2016.12-2019.02 任贝泰妮有限董事长兼总经理 2019.03 至今: 任公司董事长兼总经理
周适	董事	2000.:毕业于清华大学经管学院, MBA 2005 至今: 就职于红杉资本中国基金, 担任合伙人职务 2016.11-2019.02:任贝泰妮有限董事, 2019.03-至今任公司董事 化学制药专业本科学历 1999.07-2005.02:任昆明滇虹药业有限公司技术员、部门经理 2005.02-2008.08:任上海康王日用化妆品有限公司副总经理 2008.08-2012.08: 任滇虹药业项目总监
高绍阳	董事、副总经理	2012.11-2014.06:任贝泰妮有限执行董事、总经理 2014.06-2016.12:任贝泰妮有限董事、总经理 2016.12-2017.12: 任贝泰妮有限董事 2018.10-2019.02: 任贝泰妮有限董事、副总经理 2019.03 至今:任公司董事、副总经理。
董俊姿	董事、副总经理	工商管理专业硕士学历 2005.3-2011.5: 任滇虹药业人事主管、人力资源部经理、人力资源总监、总裁办主任 2011.05-2012.10: 任阳光城集团股份有限公司人力资源总经理 2013.7-2014.6 任贝泰妮有限副总经理 2014.6-2019.2:任贝泰妮有限董事、副总经理 2019.3 至今: 任公司董事、副总经理。 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
马骁	董事、副总经理	2004.07-2010.06: 任滇虹药业研发主管、研发经理 2010.06-2013.01: 任上海滇虹副总经理、总经理。 2013.07-2014.06: 任贝泰妮有限研发与供应链负责人 2014.06-2017.12: 任贝泰妮有限研发与供应链负责人、监事 2017.12-2019.02: 任贝泰妮有限董事、副总经理 2019.03 至今: 任公司董事、副总经理
周薇	董事、项目经理	植物保护专业本科学历, 研究员 1982.01-1988.10: 任贵州科学院生物研究所办公室主任 1988.10-1993.03: 任贵州大学植物保护系总支副书记、科研处副处长 1993.03-1995.12: 任海南省农业综合开发总公司投资部经理、副总经理、海南富海食品工业有限公司董事长 1995.12-1998.07: 任贵州大学校办产业总公司副总经理 1998.07-2016.12: 任云南大学微生物发酵工程重点实验室科研主管、“211”办公室副主任、生物资源保护与利用国家重点实验室研究员 2016.12-2019.06: 任公司及公司前身项目经理 2019.06 至今: 任公司董事、项目经理

数据来源：公司招股说明书，浙商证券研究

1.4. 募投资项目：扩产能、攻营销、建信息系统

公司拟募集 15.35 亿用于建设中央工厂新基地、加码营销渠道及品牌建设、升级信息系统并补充营运资金，建设期为 3 年。

表 5：募投资金项目

募集项目	金额 (亿元)	必要性及意义	项目概况	建设期
中央工厂新基地建设	4.38	提高自动化水平、扩产能、从上游控制产品品质	(1) 项目拟新增 3 条生产线: 2 条化妆品生产线 (1 条膏霜生产线、1 条水剂生产线) 及 1 条医疗器械生产线 (2) 拟于 2 号车间设置提取生产线, 用于提取部分原料, 提取规模为 75 吨/年。 (3) 建设中央工厂新基地, 预计每年增加 4,500 万支产能	3 年
营销渠道及品牌建设	6.91	提升品牌影响力和渠道竞争优势	(1) 品牌推广: 硬广投入、IP 合作、代言人合作等; (2) 线上渠道推广: 活动资源包购买、线上直播、广告投入等; (3) 线下渠道推广: 营销活动运营、消费者教育、营销物料投入、终端网点生动化陈列等。 (4) 新增线下品牌形象店、线下智慧零售店以及线下售后服务点等形式	3 年
信息系统升级	1.05	提升公司信息化系统的兼容性和数据运用效率、实现消费数据赋能	(1) 搭建技术中台, 数据统一管理赋能 (2) 重新规划 ERP 系统的架构, 实现体系化协同和业务重组	3 年
补充营运资金	3.00	改善公司财务状况, 降低营运资金压力	补充营运资金	-

数据来源：公司招股说明书，浙商证券研究所

2. 化妆品行业持续景气，皮肤学级护肤细分赛道未来可期

2.1. 化妆品行业成长空间巨大，渐显偏刚性需求特征

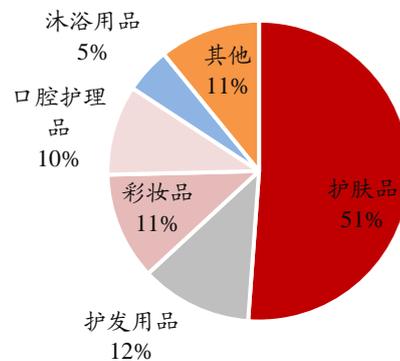
随着消费升级及可支配收入增加，化妆品和其细分护肤品赛道近年来迅猛增长，疫情下景气度持续。扣除价格因素后 2017-2019 年全国居民可支配收入增加 4759 元至 3.1 万元；中国化妆品零售总额的增长率保持在 10% 以上，增速始终高于社会消费品零售总额。在 2020 年受疫情影响国内总体消费不景气，社零跌幅达 3.9% 的情况下，化妆品仍保持 9.5% 的高速增长，韧性十足。

图 9：中国化妆品零售额及增速（亿元，%）



数据来源：国家统计局，浙商证券研究所

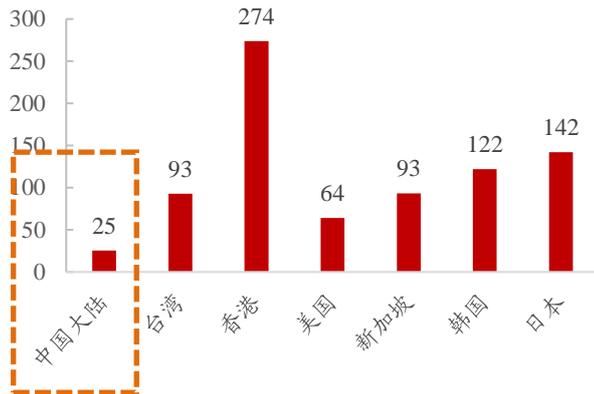
图 10：中国化妆品市场构成（%）



数据来源：Euromonitor，浙商证券研究所

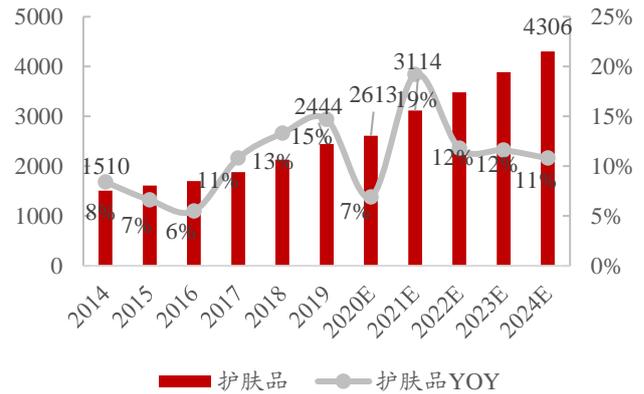
中国护肤品市场占据化妆品市场的半壁江山，成长具有确定性。根据 Euromonitor，中国护肤品市场规模为全球第一，2017-2019 年 CAGR 为 13.98%，预计 2020-2024 年仍能维持 13.3% 的稳健增长，于 2021/2024 年破 3000/4000 亿大关。而从人均护肤品消费金额来看，和有着类似文化背景和消费习惯的日本和韩国等国家和地区还有很大差距。根据 Euromonitor，2019 年我国大陆人均护肤品消费额仅为 25 美元，不足香港人均化妆品消费额的 1/10，日本的 1/5，韩国的 1/4。随着经济水平的提高和消费习惯的养成，国内护肤品市场规模仍有巨大增长空间。

图 11：2019 年各地区人均护肤品消费金额对比（美元）



数据来源：Euromonitor，浙商证券研究所

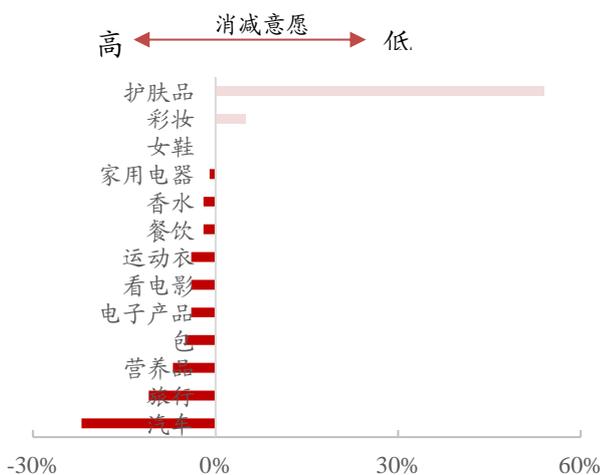
图 12：中国护肤品市场容量及增速（亿元，%）



数据来源：Euromonitor，浙商证券研究所

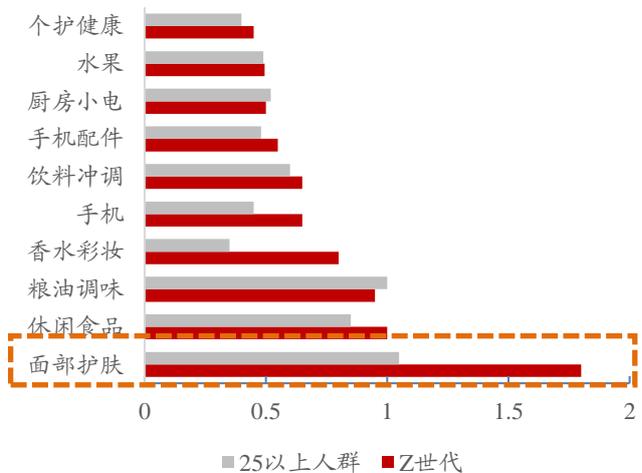
对护肤品的刚性需求渐显，且新一代护肤美妆意识已觉醒，将成为今后护肤品市场发展的极大助力。疫情期间化妆品顶住经济下行压力，表现亮丽。TalkingData 调研也显示，人们不会因经济原因减少对化妆品的购买，尤其是对护肤品的购买。从年龄结构上来看，Z 世代（95 后）美妆人群的在面部护肤和香水彩妆上的消费指数远高于 25 岁以上人群，说明更年轻的一代护肤和美妆的意识都较早成型。今后随着新一代收入水平、消费水平的逐步上升，护肤品和彩妆市场的活力将持续得到释放。

图 13：随经济下行购买意愿的变化 (%)



数据来源：TalkingData，浙商证券研究所

图 14：Z 世代和 25 岁以上美妆人群购物偏好指数

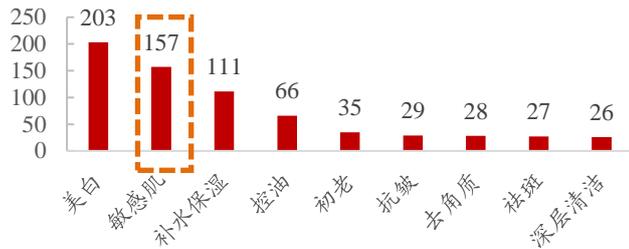


数据来源：TalkingData，浙商证券研究所

2.2. 敏感肌人群扩大叠加消费者教育提升，皮肤学级护肤品市场渗透率提升空间巨大

受环境、压力生活习惯等各种因素影响，敏感肌细分人群基数较大并持续持续增长。敏感肌表现特征多样，从皮肤瘙痒的轻微症状到丘疹发作的严重症状均属于敏感肌范畴。根据《中国皮肤性病杂志》，我国 35% 以上女性属于敏感肌人群。截至 2021 年 3 月 24 日，小红书上关于敏感肌的讨论度已超过补水保湿、控油、初老等话题，相关笔记超过 157 万篇。

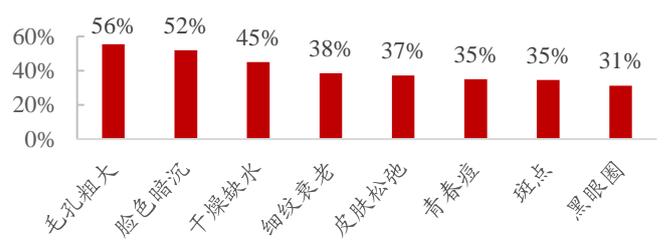
图 15：小红书护肤话题数量（万）



数据来源：小红书，浙商证券研究所

注：截至 2021 年 3 月 24 日

图 16：2020 中国敏感肌女性的其他问题



数据来源：TalkingData，浙商证券研究所

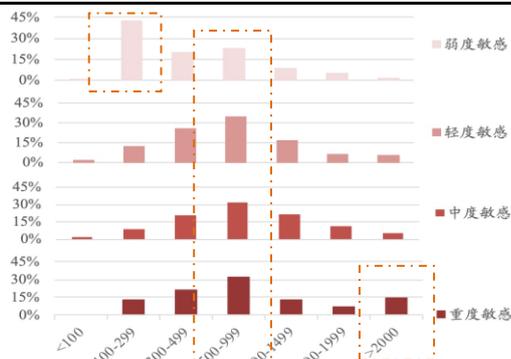
敏感肌人群护肤习惯固定，愿意为抗敏性护肤品付费，并对护肤产品的精细化和专业化抱有较大需求。九成以上的敏感肌人群属于弱度到中度敏感，其中 30 岁以下一般属于弱度敏感。随着敏感程度的提升，人们为抗敏性护肤品支付意愿更强。弱度和轻度敏感人群月均抗敏在 100-1000 元，而中度和重度敏感人群月均消费则可达到千元以上甚至 2000 元。从护肤频率来看，敏感肌人群已养成护肤习惯，对爽肤水、面霜、洁面乳和面部精华的需求较大，六成以上的人每天使用一次或多次。

表 6：典型敏感肌人群画像

敏感肌人群	主要表现	占比	年龄 (岁)	地域分布	月均抗敏护肤品花费(元)
弱度敏感人群	瘙痒、刺痛	24.7%	18-30	三四线城市	100-299
轻度敏感人群	瘙痒、刺痛、泛红	43.0%	31-40	新一线/二线城市	300-999
中度敏感人群	瘙痒、刺痛、泛红、红肿	23.2%	31-35	二线城市	500-1499
重度敏感人群	瘙痒、刺痛、泛红、红肿、发炎	9.2%	31-35	一线城市	500-999 或 >2000

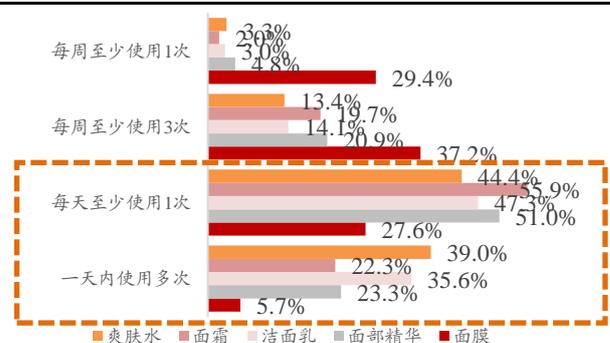
数据来源：艾瑞咨询，浙商证券研究所

图 17：敏感肌人群月均抗敏消费及占比（元）



数据来源：艾瑞咨询，浙商证券研究所

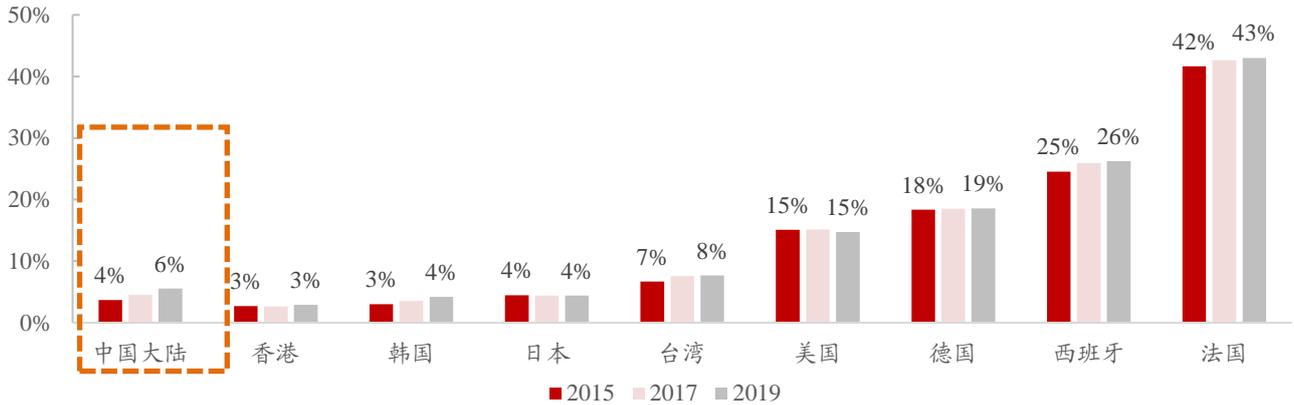
图 18：敏感肌女性 TOP5 护肤品使用频率



数据来源：艾瑞咨询，浙商证券研究所

皮肤学级护肤品市场渗透率仍处低位，想象空间巨大。近年中国皮肤学级护肤品市场迅速崛起，总量达 112.23 亿元，2014 年-2019 年年均复合增长率达到 21.58%，远高于化妆品行业的整体增速。但 2019 年渗透率仅有 6%，参照较为成熟的欧美国家（美国 15%、德国 18%，西班牙 26%、法国 43%）仍有多倍提升空间。若中国大陆皮肤学级护肤品市场渗透率提升至 12-18%，则 2024 年皮肤学级护肤品市场规模将达 517-775 亿。

图 19：各国家/地区皮肤学级护肤品渗透率



数据来源：Euromonitor、浙商证券研究所

表 7：中国皮肤学级护肤品市场空间测算及敏感性分析（亿元）

渗透率	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
9%	235.21	280.30	313.34	349.81	387.50
12%	313.61	373.73	417.78	466.42	516.67
15%	392.01	467.16	522.23	583.02	645.83
18%	470.41	560.60	626.67	699.63	775.00
21%	548.81	654.03	731.12	816.23	904.16
24%	627.21	747.46	835.56	932.83	1033.33
27%	235.21	280.30	313.34	349.81	387.50

数据来源：Euromonitor，浙商证券研究所

注：皮肤学级护肤品市场渗透率=护肤品市场规模/皮肤学级市场规模

图 20：中国皮肤学级护肤品总量及增速（亿元，%）



数据来源：Euromonitor，浙商证券研究所

3. 公司核心优势：国产皮肤学级护肤品第一品牌，塑研发、渠道双重壁垒

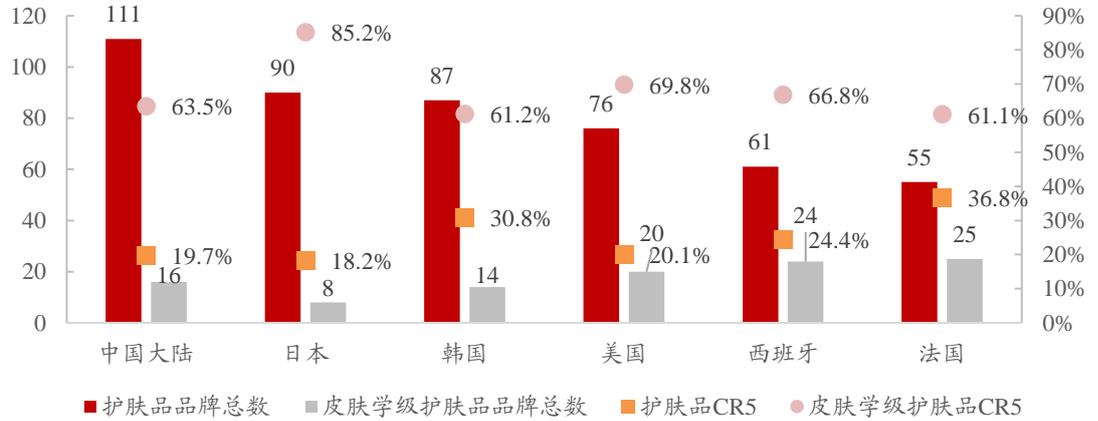
3.1. 品牌端：先发优势+差异化打法+加码营销，塑敏感肌第一大品牌

3.1.1 把握国内皮肤学级护肤品的先发优势，差异化定位塑敏感肌第一大品牌

薇诺娜通过差异化打法较早切入国内皮肤学级护肤品细分赛道，抢占市场先机。

(1) 瞄准功能性护肤品的机遇，于激烈的护肤品市场竞争中打造自身核心优势。护肤品市场普遍竞争激烈，品牌众多，市场集中度低；而功能性护肤品的细分赛道对技术、成分等产品的专业性要求更高，树立了较高行业壁垒，已有品牌供给少，竞争相对缓和。

图 21：2019 年各国皮肤学级护肤品、护肤品品牌总数及市场集中度



数据来源：Euromonitor，浙商证券

(2) 抓住国产品牌上升机遇，以“解决中国人常见的问题肌肤”为宗旨，发挥本土优势突破国外大牌重围。纵观各国，本土品牌在皮肤学级护肤品市场中都占有领先地位。而 2014 年薇诺娜刚进入市场时，前 5 大皮肤学级护肤品品牌皆被国外大牌占据，薇诺娜发挥本土优势，打通线下药店渠道，并结合中国消费者的认知需求，在宣传中强调中国云南特色植物成分，区别于雅漾/理肤泉/薇姿的“活泉水”或“温泉水”，塑造中国专业敏感肌护理的品牌形象。

表 8：2019 年代表性国家/地区皮肤学级护肤品品牌市占率

中国大陆			日本			韩国		
品牌	公司	市占率%	品牌	公司	市占率%	品牌	公司	市占率%
薇诺娜	贝泰妮	20.5	城野医生	强生	31.1	希恩派	LG 生活健康	27
雅漾	皮尔法伯	14.5	珂润	花王	27.1	霏丝佳	葛兰素史克	12.1
理肤泉	欧莱雅	12.5	安肌心语	资生堂	13.9	爱多康	韩佛	12.1
贝德玛	贝德玛	8.9	雅漾	皮尔法伯	13.1	艾惟诺	强生	10
薇姿	欧莱雅	7.1	高伦雅芙	雀巢	12.1	雅漾	皮尔法伯	9.1
美国			西班牙			法国		
品牌	公司	市占率%	品牌	公司	市占率%	品牌	公司	市占率%
艾惟诺	强生	20.7	怡思丁	怡思丁	21	雅漾	皮尔法伯	20.1
高伦雅芙	雀巢	20.3	雅漾	皮尔法伯	18.1	理肤泉	欧莱雅	17.8
丝塔芙	高德美	13.1	理肤泉	欧莱雅	12.9	贝德玛	贝德玛	12.3
适乐肤	欧莱雅	10.2	优色林	拜尔斯道夫	7.9	欧缇丽	欧缇丽	5.9
优色林	拜尔斯道夫	5.5	薇姿	欧莱雅	6.9	欧树	欧树	5

数据来源：Euromonitor、浙商证券研究所

注：加粗部分为本土品牌

表 9：中国主要皮肤学级护肤品牌产品一览

品牌	公司	品牌定位	代表产品	图例	功效	主要宣传成分	价格
雅漾	皮尔法伯 伯药物	敏感肌肤 护理专家	舒护调理喷雾		降低敏感、增强肌 肤耐受性、补水	低矿物活泉水	85 元/50ML

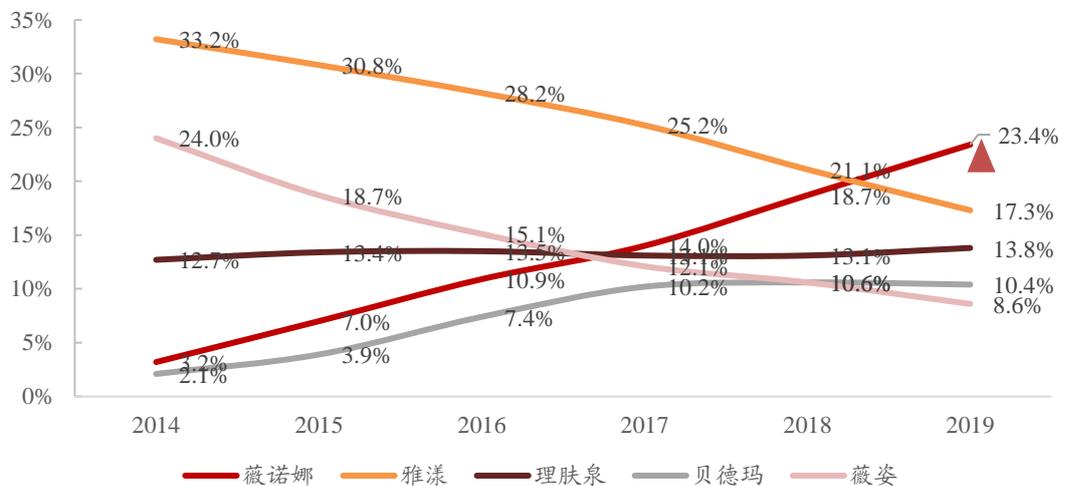
理肤泉	欧莱雅	敏感肌肤新生活	特安舒缓修护乳、特安洁面泡沫		舒缓敏感、修复屏障、滋润锁水	理肤泉温泉水、乳木果油、神经胜肽	修护乳 285 元/45ml 洁面泡沫 210 元/125ml
薇姿	欧莱雅	修护屏障强韧抵御	活泉水玻尿酸精华		保湿锁水、平衡油脂、预防衰老	火山温泉水、玻尿酸	349 元/50ml
玉泽	上海家化	皮肤屏障修复	皮肤屏障修护保湿水、保湿霜、身体乳等		修护皮肤屏障缓解干燥	植物油（红花籽、牛油果树、油橄榄、鳄梨、稻糠）	保湿水 148 元/200ml 保湿霜 180 元/50ml 身体乳 188 元/150ml
丝塔芙	高德美	温柔不刺激呵护敏感肌	舒润保湿霜		补水、保湿	甜扁桃油 向日葵籽油 鲸蜡醇	148 元/550g
芙丽芳丝	佳丽宝	发现敏感赋予的力量	氨基酸洁面乳、化妆水、乳液		清洁、补水、保湿、水油平衡	枣果、川谷子、桃核仁、光果甘草叶等	洁面乳 150 元/100g 化妆水 200 元/100ml
薇诺娜	贝泰妮	专注敏感肌肤护理	舒敏保湿特护霜、润肤水、精华液		舒缓敏感，缓解刺痛、泛红、干痒、灼热	云南高原青刺果油+马齿苋精粹	特护霜 268 元/50g 润肤水 188 元/120ml 精华液 298 元/30ml
贝德玛	贝德玛	生物科技解决肌肤问题	舒妍多效洁肤液		卸妆洁、保湿修	天然糖分	118 元/250ml
比度克	湖北比度克生物科技	年轻肌肤问题解决之道	祛痘膏		净肤、控油、抗痘	黄檗、薄荷醇、牡丹根	75 元/20g
怡思丁	怡思丁	光老化专家	防晒霜		防晒、隔离、保湿	玻尿酸、维生素 C、维生素 E	159 元/30ml
果本	仙迪化妆品	果实精华护肤	坚果保湿锁水系列（洁面乳、锁水液、精华液）		保湿、水油平衡	坚果油（杏仁、荷荷巴、乳木果）、马齿苋	洁面乳 99 元/100g 锁水液 168 元/100ml 锁水乳 88 元/60g

资料来源：各公司官网、浙商证券研究所

(3) 定位清晰，围绕“敏感肌肤护理”精简宣传，深化品牌专业可靠的形象。薇诺娜在宣传方面弱化美白、补水保湿、水油平衡等其他功效，避免产品定位同质化，集中发力“敏感肌护理”有利于将消费者将薇诺娜与敏感肌专家的概念绑定，让产品形象深入人心。

通过一系列差异化打法，薇诺娜 5 年间迅速崛起，市占率由 2014 年的不到 3% 增长至 2019 年的 23.4%，并于 2019 年超过雅漾，成为国内皮肤学级护肤品第一大品牌。

图 22：中国皮肤学级护肤品代表性品牌占有率变化



数据来源：Euromonitor，浙商证券

3.1.2 持续加码营销，拓品牌声量

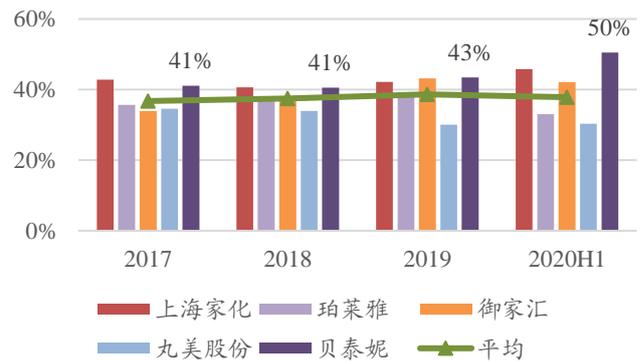
公司持续加码营销，销售费用率呈现稳步上涨的趋势，2019 年达 43.39%，总销售费用达 8.43 亿元。同业比较来看，贝泰妮销售费用率超过行业平均值。公司在各渠道推广方面的投入均不断增加，渠道与广告费占营收比由 2017 年的 17.43% 上升到 2020 年上半年的 34.36%，其中线上推广占比由 2017 年的 8.78% 上升到 2020 年上半年的 22.18%。

图 23：贝泰妮销售费用及增长率（亿元，%）



数据来源：Wind，浙商证券研究所

图 24：同业销售费用率（%）



数据来源：公司招股书，浙商证券研究所

表 10：贝泰妮销售费用拆分及占比（亿元，%）

	2017	2018	2019	2020H1
销售费用	3.28	5.03	8.43	4.75
/收入	41.09%	40.52%	43.39%	50.45%
渠道及广告宣传费	1.37	2.51	4.88	3.22
/收入	17.43%	20.45%	25.21%	34.36%
其中：形象宣传及渠道推广费	0.68	1.02	2.21	1.14
/收入	8.65%	8.27%	11.41%	12.19%
其中：形象宣传推广费	0.15	0.17	0.84	0.36
/收入	1.88%	1.35%	4.33%	3.82%
策 终端促销费	0.47	0.76	1.23	0.01
/收入	6.01%	6.21%	6.34%	7.83%
， 线上推广	0.69	1.50	2.67	2.08
/收入	8.78%	12.19%	13.80%	22.18%
其中：平台推广服务费	0.59	1.17	1.88	1.62
/收入	7.46%	9.51%	9.74%	17.26%
运 新媒体营销	0.06	0.28	0.69	0.43
/收入	0.80%	2.28%	3.56%	4.62%

数据来源：公司招股书、浙商证券研究所

媒体差异化营销提升品牌声量。2018 年以前，公司的线上营销以在大型 B2C 平台推广为主，力争在天猫，京东等头部电商获取高曝光度，对天猫直通车、钻展、品销宝以及京东的京准通等传统推广工具的投入较大。而随着头部 B2C 平台流量红利递减，单位获客成本增加，贝泰妮一方面加大了和其他电商平台如唯品会的合作，另一方面开启全方位的新媒体营销，利用敏感肌专业护肤的细分赛道进行差异化内容输出，通过邀请院线专家坐镇、多平台广泛内容营销、IP 合作，KOL/明星带货强化品牌的专业力、触达力、情感力和爆款力。

- **联手院线专家+健康媒体平台“丁香医生”，强化品牌专业力：**作为拥有药企 DNA 的功能性护肤品品牌，薇诺娜与各大医院院线专家合作紧密，邀请院线各大皮肤科专家参与直播互动、科普敏感肌护肤知识、提供专业而精准的线上答疑问诊。其中，微博直播义诊从 2017 年至今已开展几百场，消费者无需去医院排队挂专家号，而是在家即可通过直播重连线专家，实现免费答疑解惑。截至 2020 年 11 月薇诺娜官方微博粉丝数已增至 153 万，同期以社交媒体出道的 HFP 仅有 40 万，完美日记仅有 57 万。

薇诺娜与医学健康内容与医疗健康服务的平台丁香医生建立合作关系。2020 年 4 月，薇诺娜联手丁香医生发布《敏感肌精准防护指南》，涵盖中国敏感肌皮肤人群现状、敏感肌辨别方式、各类前沿研究观点及敏感肌日常保养方法。该篇微信推文在丁香医生公众号上阅读量超 10 万，充分发挥“科普+引流”优势，深入传达薇诺娜专注敏感肌的品牌理念，塑造专业、可靠的品牌形象。

图 25：院线专家线上推广、薇诺娜 X 丁香医生



杭州市第三人民医院皮肤科主任
直播科普，在线答疑

北京大学第一医院皮肤科教授
微博问诊

薇诺娜 X 丁香医生
微信推文、专业科普

数据来源：薇诺娜官方微博、个人微博截屏，丁香医生微信公众号、浙商证券研究所

- **全线营销+明星/网络红人推广，强化品牌触达力：**通过覆盖年轻消费者日常社交与咨询获取阵地，实现全线“种草”。薇诺娜在微博、微信、知乎、小红书等社交平台；抖音、快手、爱奇艺等视频平台；今日头条、腾讯新闻等资讯平台进行大量内容营销、品牌宣传广告投放。多次和李佳琪、薇娅等头部 KOL 合作，实现品牌引爆；和中腰部 KOL 合作，进行品牌的发酵和多圈层深度触达；聘请罗云熙、吴宣仪分别作为防晒和乳液面霜的代言人，利用明星效应打通粉丝流量。

图 26：贝泰妮多平台营销案例

平台	社交平台	视频号	资讯平台
	小红书	知乎	微信公众号
	快手	抖音	今日头条
	腾讯新闻		
内容示例			
典型营销方式	KOL带货，图文解说	带动敏感肌话题讨论度，宣传产品	微信推文、活动促销
		KOL直播、短视频等分享产品	长文品牌介绍与宣传

数据来源：各平台截图，浙商证券研究所

图 27：头部 KOL/中腰部 KOL/明星推广



数据来源：薇诺娜官方微博，浙商证券研究所

感力：通过 IP 合作建立品牌与客户的情感连接。2018 年 10 月薇诺娜推出首款 IP 定制面膜——“团子能量修复膜盒”联名款，与在微信、QQ 下载量上亿次的 IP 网红表情包长草颜团子跨界合作，天猫旗舰店双 11 预售高达 2.2 万盒。将软萌暖心的 IP 形象和具有抗敏修护呵护的产品形象有效结合，植入了“团子面膜”、“能量修护”有趣的印象。2020 年双十一推出薇诺娜 X 迪士尼的精华和保湿霜，借迪士尼的经典形象持续输出品牌价值。

图 28：薇诺娜 X 迪士尼，薇诺娜 X 长草颜团子



数据来源：薇诺娜天猫旗舰店，浙商证券研究所

➤ **以点打面，强化品牌爆款力：**薇诺娜利用舒敏保湿特护霜以点带面，利用差异化

包装反复制造爆点，打造品牌声量。2019年双十一，薇诺娜推出限量版“旋转木马礼盒”（包含3支50g特护霜+3支10g特护霜小样），双十一当天销量达18.45万套；2020年10月21日双十一预售期间，8万套燃梦特护礼盒（旋转音乐礼盒+特护霜普通版3支+燃瓶版1支）仅10秒全部售罄。以点打面效果良好。2020双十一期间，舒敏保湿特护霜销售额破1.8亿元，同比2019年双11增长75%；同系列精华液销量同比2019年双11增长156%，防晒乳销量同比2019年双11增长409%；而作为年度黑马新品的舒缓修护冻干面膜爆卖136.9万片。

未来公司将通过数据驱动+全渠道营销持续加大品牌力的输出。（1）完善数据驱动的运营体系，实现个性化精准营销。公司于创业初期就成立数据部门作为核心部门之一并建立了数据仓库，2019年技术开发团队中有50余人负责后台数据开发，包括媒介投放的系统和供应链管理。充分利用大数据和互联网营销手段，实现与互联网电子商务的深度融合。今年公司募集1.05亿元升级信息系统，通过搭建数据中台，持续赋能消费者信息，建立消费者画像，包括用户属性，人生阶段，经济水平、兴趣偏好等，用数据指导营销。（2）持续加码营销，为品牌推广、线上渠道和线下渠道募集6.91亿元资金。以提高品牌影响力和市场地位为目标，线上通过硬广投入、IP合作、代言人合作、活动资源包购买、线上直播等手段，全面拥抱化妆品行业线上发展的趋势。线下新增线下品牌形象店、线下智慧零售店以及线下售后服务点等形式，在全国构建辐射范围更广的线下营销网络，扩大营销广度；打通线上线下渠道，完善产品销售到客户服务的升级，提高用户粘性及消费者体验，加强营销深度。

表 11：贝泰妮募集营销渠道及品牌建设项目资金

项目名称	具体描述	募集金额（亿元）
品牌推广费用	硬广投入费用	1.93
	IP合作费	0.09
	代言人合作费用	0.50
	合计	2.52
线上渠道推广	站内资源包购买	0.45
	直播费用	0.45
	广告投入费用	1.10
	合计	2.00
线下渠道推广	运营费用	0.40
	消费者教育	0.42
	营销物料	0.72
	终端陈列费用	0.06
	合计	1.59

资料来源：招股书说明书、浙商证券研究所

3.2. 产品端：药企 DNA 赋能，研发实力强悍

3.2.1. 药企出身，联合院线专家坐镇为产品力背书

贝泰妮含药企 DNA，部门高管团队、核心技术人员均出自滇虹药业，赋能产品研发。滇虹药业多年致力于皮肤研究，曾是云南最大的药企之一。主要从事药品生产和销售业务，主要产品包括“复方酮康唑发用洗剂”、“复方酮康唑软膏”、“糠酸莫米松乳膏”、“尿素维 E 乳膏”等皮肤病药物、药用去屑洗剂产品。2008年滇虹依靠雄厚的研发实力孵化品牌薇诺娜，定位于较高端的医学护肤品，强调安全性、有效性及专业性。2012年薇诺娜由于业绩不佳从滇虹正式剥离，与“薇诺娜”产品相关的商标、专利、域名等资产以及“薇诺娜”产品的技术、配方的所有权转让给贝

泰妮。而贝泰妮实际控制人郭振宇曾出任滇虹药业董事长及总裁，任期11年。在他的带领下滇虹药业核心产品“康王洗剂”于2003年就销售额破亿(2008年云南销售额过亿的药品为11种，其中2种来自滇虹药业)。除郭振宇外，贝泰妮的核心员工中还有6位曾在滇虹任职，其中核心技术人员王飞飞曾任上海滇虹研发总监，目前负责贝泰妮研发体系建设，参与公司全品系产品研发。

表 12：贝泰妮中曾在滇虹任职的高管及核心技术人员

高管姓名	曾在滇虹药业任职	离职时间	加入贝泰妮时间	在贝泰妮任职	职责
郭振宇	董事长、总裁；董事	2014年10月卸任董事长、总裁并担任董事至2020年5月	2014年6月1日	董事长、总经理	公司经营管理
高绍阳	薇诺娜项目总监	2012年8月1日	2012年8月1日	董事、副总经理	公司经营管理
董俊姿	人力资源总监兼总裁办主任	2011年5月1日	2012年10月(加入贝泰妮前任职于阳光城集团股份有限公司)	董事、副总经理	负责线上销售业务
马骁	研发主管、研发经理	2013年1月1日	2013年1月1日	董事、副总经理	负责研发与供应链
余仕汝	副总经理	2015年6月1日	2015年7月1日	中央工厂厂长 监事	负责生产工作
杨祖荣	行政部经理	2016年12月1日	2017年1月1日	总经办主任、职工代表监事	负责总经办会议、法务等工作
王飞飞	上海滇虹研发总监	2014年12月1日	2014年12月1日	研发总监	负责研发工作

数据来源：招股说明书、浙商证券研究所

公司内部技术团队强大，研发基础深厚。公司自2015年起被认定为高新技术企业，2019年被云南省人力资源和社会保障厅批准为省级博士后科研工作站。目前研发团队达100人，其中本科学历以上的有84人，专业背景系统涵盖药物制剂、药物分析、中药学、生物制药、药理学、生物工程、高分子化学、精细化工、设计等多个方面。核心技术人员研发能力强，已发表多篇学术论文及取得多项个人专利。截至2020年6月，公司已在Nature Communications, Journal of Cosmetic Dermatology, Phytochemistry Letters, 《中华皮肤科杂志》，《中国皮肤性病学期刊》及《临床皮肤科杂志》等国内外重要学术期刊上合计发表128篇基础研究与临床验证方面的论文；取得境内有效专利46项，其中14项为发明专利，14项为实用新型专利，18项为外观设计专利，并掌握11项核心技术。2017年至2020年上半年，通过11项核心技术实现的销售收入占主营业务收入的比例均在95%以上，技术成果转换率极高。

表 13：公司核心技术人员一览

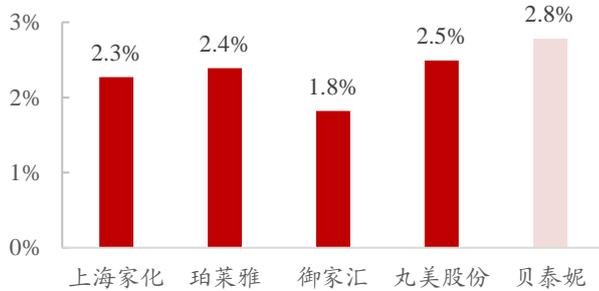
姓名	职务	履历	职责	研究成果
王飞飞	研发总监	化学工程专业硕士学历，高级工程师，执业药师 2006.07-2011.04: 任滇虹有限研发工程师、研发主管 2011.4-2014.12: 任上海滇虹研发部经理、研发总监、研发中心主任 2014.12-2020.3: 任上海贝泰妮研发总监 2020.3至今: 任上海际研研发总监	研发体系建设， 全品系产品的研发	申请发明专利23项(获得授权7项)，实用新型专利15项(获得授权11项)，发表4篇核心期刊学术论文，2篇国家级期刊学术论文
苏温柔	研发经理	药物化学专业硕士学历，中级工程师 2013.6-2020.2: 任上海贝泰妮研发经理 2020.3至今: 任上海际研研发经理	原料的评估及准入， 立项产品的研发	申请发明专利12项(获得授权4项)，获得实用新型专利1项
唐杰	工艺经理	环境工程专业本科学历，中级工程师 2016.2-2020.3: 任上海贝泰妮工艺主管、经理	产品产业化实施，全品系产品产业化项目主要参与者	申请发明专利4项，实用新型专利15项(获得授权11项)
方伟	助理研发经理	精细合成化学与分子工程专业硕士学历，中级工程师 2015.7-2020.3: 任上海贝泰妮研发工程师、研发主管 2020.3-至今: 任上海贝泰妮助理研发经理	项目跟进，把控产品上市进度，新品项目的开发	申请发明专利1项，实用新型专利1项
莫隽颖	研发	发酵工程专业硕士学历，中级工程师	感官评估及消费者调研，	申请发明专利4项(获得授权3

主管	2011.7-2014.9: 历任上海东洋之花化妆品有限公司配方工程师、东方风行(上海)生活多媒体有限公司配方工程师、上海瑞慈化妆品有限公司配方师 2014.9 至今: 任上海贝泰妮研发主管	彩妆类产品配方研发	项), 获得实用新型专利 2 项, 在国内外学术期刊发表 5 篇论文
袁永雷	研发主管 药理学专业硕士学历, 中级工程师 2013.3-2017.2: 任上海上药第一生化药业有限公司研发工程师 2017.2-2020.3: 任上海贝泰妮资深研发工程师 2020.3-至今: 任上海际研研发主管 生物化学与分子生物学专业硕士学历, 中级工程师	核心植物活性成分研发产业化相关工作, 植物活性成分研发项目的实施人及主要参与人	申请发明专利 7 项, 获得实用新型专利 1 项, 发表 3 篇中文核心期刊
周焱富	研发主管 2013.8-2014.5: 任科诗美丝(中国)研究员 2014.5 至今: 任上海贝泰妮研发主管	新品配方研发	申请发明专利 7 项(获得授权 4 项), 获得实用新型专利 2 项

资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

研发投入行业领先, 未来继续以强大的研发能力为基础, 从上游原料提取和信息
系统方面入手, 强化研发能力。目前公司研发占比高于同业可比公司, 2017-2019 年总研发投入达 1.29 亿。随规模扩张, 公司将持续加大研发费用的投入: (1) **深入原料提取上游产业链, 从源头把控产品品质。**招股书中披露公司将募集 4.38 亿元用于中央工厂新基地建设项目, 此现代化提取产业基地采用分离提取技术、后处理技术和制剂技术等先进技术进行青刺果油、马齿苋提取物、重楼提取物等植物提取物的提取。可深入原料提取的上游产业领域, 保证提取物的纯度, 从核心提取物活性成分的生产源头进行品质把控。(2) **通过募集资金进行信息系统升级, 赋能销售数据, 助力产品研发定位。**贝泰妮将投资 1.05 亿元优化信息系统, 搭建数据中台, 进行客户画像, 及时发现潜在的消费者需求, 依据销售数据引导公司研发工作。

图 29: 2019 年同业研发费用率比较



数据来源: 公司招股书, 浙商证券研究所

图 30: 贝泰妮研发费用增长情况 (万元)



数据来源: 公司招股书, 浙商证券研究所

基于优秀的研发能力与药企积淀, 薇诺娜持续分享研究成果, 开展学术会议, 联合各大皮肤科院线专家为产品力背书。2017 年 9 月, 薇诺娜研究院在北京首次发布《薇诺娜医学护肤品及其在临床中的应用》红宝书, 涵盖 11 篇国家级共识与指南与 64 篇基础研究和临床应用文章。发布会邀请 21 位业内大咖坐镇, 给薇诺娜的研究水平与专业性做背书。2020 年, 薇诺娜研究院通过“云发布”召开中国敏感性皮肤高峰论坛, 发布三大行业指南和一个共识, 包括《功效性护肤品在慢性光化性皮炎临床应用指南》、《抗粉刺类护肤品在痤疮中的应用指南》、《舒敏保湿类护肤品在敏感性皮肤中的应用指南》, 和《中国敏感型皮肤诊治专家共识》, 获业界高度评价和广泛认可。

表 14: 与薇诺娜合作的院线专家

姓名	就职医院及职务	履历
朱学骏	北京大学第一医院, 皮肤性病科主任	北京大学第一医院终身教授、中国医师协会皮肤科医师分会名誉会长
郑志忠	复旦大学附属华山医院, 皮肤科主任	世界华人皮肤科医师协会名誉会长
Philippe Humbert	法国贝桑松大学皮肤研究中心, 主任	国际皮肤药理学学会主席
顾军	上海第二军医大学长海医院, 皮肤科主任	中国中西医结合学会皮肤性病专业委员会主任委员
何黎	昆明医科大学第一附属医院, 皮肤科主任、 云南省皮肤性病研究所, 所长	国家临床重点专科负责人、全国座疮研究中心首席专家、薇诺娜首席专家
高天文	-	医学博士、中华医学会皮肤性病学会常委、全国皮肤病理学组副组长
梁虹	武汉大学人民医院, 皮肤科副主任	中国整形美容协会微创与皮肤分会常委

资料来源: 薇诺娜官网、网络公开资料、浙商证券研究所

3.2.2. 围绕敏感肌产品矩阵齐全, 强大功能性+天然成分, 精准卡位敏肌消费者

围绕敏感肌产品矩阵齐全。主品牌薇诺娜包括 6 个明星系列, 其中除净痘清颜系列外, 其他系列定位均覆盖敏感肌人群, 针对八大场景: 换季、日晒、粉尘、冷热交替、美容、频繁化妆、滥用护肤品和天生角质层薄弱带来的敏感症状, 全方位狙击敏感肌需求。其中, 舒敏保湿系列专为敏感肌打造, 产品矩阵齐全, 覆盖“洁面-润肤水-精华液-面霜-面膜”的护肤全流程。爆款“舒敏保湿特护霜”2017-2019 年连续 3 年获天猫年度乳液面霜, 还曾获 2018 年时尚芭莎年度最佳面霜人气奖, 2017 年云南名牌产品等荣誉。

表 15: 薇诺娜六大明星系列及定位

	舒敏保湿系列	极润保湿系列	透明质酸系列	清透防晒系列	净痘清颜系列	柔润保湿
图例						
品类	洁面、霜、精华液、面膜、润肤水	洁面、乳液、润肤水、精华液、面膜	精华水、面膜、生物膜	防晒乳、防晒霜	洁面、霜	霜、唇膏、护手霜、身体乳
定位	敏感肌	干性肌肤/敏感肌	医美术后皮肤、敏感肌	适合所有肤质, 尤其敏感肤	油痘肌 混合性皮肤	干性肌肤/敏感肌
功效	舒缓敏感, 修复皮肤屏障	补水保湿 (面部)	激光、光子嫩肤等术后修护, 敏感肌屏障护理	防晒	控油祛痘 淡化痘印	滋养保湿、舒缓敏感 (面部+身体)

资料来源: 薇诺娜官方商城、浙商证券研究所

强大的功能性已得到权威认证。凭借在敏感肌护理领域表现出的强大产品力, 薇诺娜分别于 2015 年和 2019 年两次受邀参加世界皮肤科大会, 与全世界分享敏感肌护理研究领域的最新成果和理论, 代表中国“舒敏力”荣获国际认可。据披露, 薇诺娜已研究了 4.6 万份光损伤性皮肤病源样本, 修复皮肤屏障的解决方案经过 12000 的人体皮肤测试验证, 应用到全国 2400 多家医院皮肤科的临床辅助治疗中。临床观察方面, 薇诺娜经过了北京大学第一医院、复旦大学华山医院等 54 家国内最著名的三甲医院的临床观察。其中, 舒敏保湿系列中的明星产品“舒敏特护霜”对敏感肌肤修复改善效果已经过法国 CERT 的临床观察认证。

表 16: 薇诺娜的功效性和安全性通过国内多家三甲医院的认证

北京大学第一医院	中国医学科学院皮肤病研究所	广州军区广州总医院	福建医科大学附属第一医院	重庆第三军医大学附属西南医院
北京大学人民医院	中国医科大学第一附属医院	中山大学附属第三医院	厦门大学附属第一医院	重庆市儿童医院
北京市儿童医院	大连医科大学第二附属医院	中南大学湘雅二院	吉林大学第二医院	重庆医科大学附属第一医院
上海新华医院	安徽医科大学第一附属医院	中南大学湘雅医院	内蒙古医科大学附属医院	贵阳医学院附属医院
上海复旦大学附属中山医院	江苏省人民医院	湖南省儿童医院	四川大学华西医院	云南省第一人民医院
上海市皮肤病医院	常熟市第一医院	武汉市第一医院	四川省人民医院	昆明医科大学第一附属医院
上海第二军医大学附属长征医院	天津长征医院	华中科技大学同济医学院附属协和医院	成都市第二人民医院	
上海复旦大学附属华山医院	第四军医大学西京皮肤医院	山西省儿童医院	第三军医大学附属西南医院	

资料来源: 网络公开资料、浙商证券研究所

结合马齿苋、青刺果、滇重楼等高原特色植物打造核心技术。公司在利用马齿苋、青刺果、滇山茶等高原特色植物进行植物提取物的有效成分制备, 以及生产含有高原特色植物活性成分的敏感肌肤护理产品方面具有较强技术优势, 并不断将技术优势融入产品之中。青刺果和马齿苋成为舒敏系列的核心, 相关产品包括舒敏特护霜、柔润保湿霜、面膜和保湿润肤水。

表 17: 公司结合云南特色植物打造核心技术

名称	图例	相关产品	关键工艺及技术	应用	功效
青刺果提取物制备方法以及含有青刺果油的功效性护肤品的产业化制备方法		舒敏保湿特护霜、柔润保湿霜	将特征峰的出峰顺序和相对含量确认为青刺果油的指纹图谱特征, 作为青刺果油的质量控制指标。成熟青刺果去果壳后经干燥即得青刺果仁, 青刺果仁通过萃取得到青刺果油, 脱脂后的青刺果仁通过进一步的分离纯化制备得到总黄酮含量高达 50% 以上的青刺果仁总黄酮提取物	含有青刺果油的功效性护肤品, 含有青刺果油、马齿苋提取液、甘油、1,2-戊二醇、生育酚乙酸酯等成分	采用特殊制备工艺, 使产品质地温和、安全性好、无毒副作用、无过敏反应、可修复受损的皮肤屏障, 具有舒缓皮肤、抗皮肤老化等效果
马齿苋提取物制备方法以及含马齿苋提取物的功效性护肤品的产业化制备方法		舒敏保湿丝滑面膜、舒敏保湿润肤水	通过低温提取、过滤、絮凝、脱色和低温干燥步骤制备马齿苋提取物。采用本制备方法所得的马齿苋提取物, 产量高能耗低, 可最大程度的保证马齿苋中化学成分不被破坏, 其主要成分多糖和有机酸在不同批次间稳定性高, 且不含去甲肾上腺素和多巴胺等违禁物质, 无皮肤光毒性, 起到抗炎、抗刺激、舒敏等作用	含有马齿苋提取物的功效性护肤品, 含有马齿苋提取物、青刺果油、甘油、1,2-戊二醇、透明质酸钠等成分, 其中马齿苋提取物通过脱色树脂水洗脱的方法提取	采用特殊制备工艺, 使产品具有良好的舒缓效果, 产品质地温和、安全性好、无毒副作用、无过敏反应, 对皮肤屏障恢复有辅助作用
滇重楼提取物的产业化制备方法		清痘修复精华、清痘清颜消印霜	通过超声提取工艺及高效液相色谱法比较胶质和粉质重楼总皂苷及其皂苷单体的含量差异; 以总皂苷得率为指标, 正交试验优化重楼总皂苷的超声提取工艺后, 按照优选的工艺对重楼提取物进行以抑菌活性为导向的活性成分筛选, 通过大孔吸附树脂法分离其活性成分; 采用高氯酸显色法对重楼总皂苷含量进行测定, 确保植物活性成分批次间稳定性, 大幅提升重楼提取物得率	-	-

资料来源: 薇诺娜官网、公司招股书、浙商证券研究所

根据艾瑞咨询, 敏感肌人群在选择化妆品/护肤品时最为关注产品的修复功能和产品是否含有天然抗敏成分。薇诺娜旗下产品的敏感肌护理功效强大, 并以云南天然抗敏成分为特色, 在敏感肌人群中收获了良好的口碑和知名度, 已成为认知度最高的国产抗敏品牌, 产品定价高于同业, 复购率可观, 旗下产品全品类均实现收入正增长。(1) 定价来看, 薇诺娜在面膜、护肤水、精华、乳液、洁面和眼霜品类上定价都远超国产品牌的平均水平, 明星产品“舒敏保湿特护霜”定价为 268 元/50g,

高于相似定位的玉泽“皮肤屏障修护保湿霜”。

表 18：可比公司产品定位及售价

公司	上海家化		珀莱雅	御家汇	丸美股份	平均	贝泰妮
旗舰店	伍草集	玉泽	珀莱雅	御泥坊	丸美	-	薇诺娜
面霜	新玉润保湿菁华霜 50g	皮肤屏障修护保湿霜 50g	晶采奇幻素颜气质霜 50g	红石榴晶亮面霜 50g	面霜弹力蛋白水润精华日霜 50g	-	舒敏保湿特护霜 50g
售价(元)	220	198	199	109	268	199	268
主要功效	补水保湿	强韧屏障	美颜亮肤	保湿亮肤	紧致亮肤	-	滋润、修复敏感
护肤水	新玉润保湿化妆爽水 150ml	皮肤屏障修护保湿水 120ml	水动力爽肤水 135ml	玫瑰水爽肤水 150ml	爽肤水 100ml	-	舒敏保湿润肤水 120ml
售价(元)	180	106	86	79	118	114	188
主要功效	补水保湿	屏障修护、保湿	补水保湿	补水保湿	紧致保养	-	舒缓敏感、温和润肤
面膜	冻干粉干面膜 6片	积雪草修护干面膜 6片	泡泡面膜 10片	美白淡斑面膜 20片	面膜弹力蛋白精华面膜 4片	-	极润保湿面膜 6片
售价(元)	180	198	249	419	50	219	168
主要功效	补水亮肤	舒缓修复	补水提亮	美白淡斑	细致毛孔	-	补水、舒缓修复
精华	新玉润保湿精华液 30ml	清痘修护精华液 30ml	双抗精华 30ml	水润保湿茶萃精华 30ml	小棕瓶玻尿酸面部修护精华液 20ml	-	舒敏保湿修护精华液 30ml
售价(元)	280	186	260	299	368	279	298
主要功效	补水保湿	焕肤控油	抗氧抗糖	补水紧致	修护滋养	-	补水、舒缓修复
乳液	平衡露 50g	皮肤屏障修护调理乳 50ml	水动力补水保湿修复乳 100ml	玫瑰滋养润肤乳液 120ml	巧克力丝滑乳 150ml	-	极润保湿乳液 50g
售价(元)	160	180	88	89	228	149	188
主要功效	水油平衡	强韧屏障	补水锁水	补水锁水	滋润紧致	-	补水保湿
洁面	平衡洁面乳 100g	皮肤屏障修护洁面凝露 150ml	芯肌晶采洁面乳 120g	氨基酸小奶泡洗面奶 100ml	洗面奶洁面乳 120ml	-	舒敏保湿洁面乳 80g
售价(元)	69	108	118	89	98	96	158
主要功效	水油平衡、清洁	温和清洁、修理屏障	洁净通透	温和修护、深层清洁	深层清洁	-	温和洁肤、舒缓保湿
眼霜	新玉润保湿眼	臻安润泽修护	眼霜 20g	红石榴眼霜 15g	雪睛眼霜 20g	-	紧致眼霜 20g
售价(元)	230	346	198	179	168	224	328
主要功效	滋润、淡化细纹	补水、淡化细纹	淡化细纹、紧致	补水锁水	滋润、淡化细纹	-	保湿、舒缓刺激

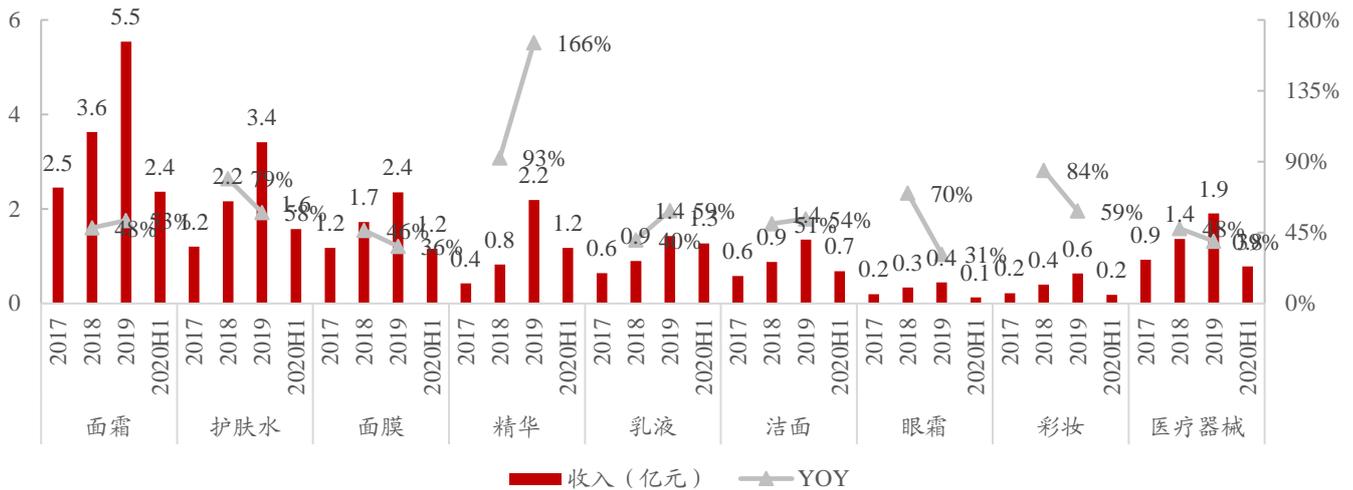
数据来源：公司招股书，浙商证券研究所

注：数据采用截至 2020 年 8 月各品牌天猫旗舰店主要产品中销售量最大的相同或类似规格的产品零售价

(2) 复购率来看，薇诺娜强大的产品力叠加敏感肌人群本身的高客户粘性，使薇诺娜天猫旗舰店复购率保持在 30% 左右，粉丝数量超 600 万。且根据《中国女性敏感肌现状研究白皮书》，在选择抗敏护肤品时，身边朋友的使用口碑是最重要的参照标准和信息获取方式。因此薇诺娜凭专业的品牌形象、稳定的产品功效，未来能够通过消费者的口碑发酵进一步加强客户粘性，提高市场竞争优势。

(3) 从收入来看，2017 年至今全品类均实现收入正增长。护肤品中面霜、护肤水和面膜为核心品类，王牌产品薇诺娜舒敏保湿特护霜 2019 年贡献收入占比达 18.36%。精华、乳液、洁面增长迅速，尤其是精华，销售收入由 0.4 亿迅速增长至 2.2 亿，CAGR 达 134.52%。

图 31：贝泰妮各品类销售收入和增速（亿元，%）



数据来源：公司招股书，浙商证券研究所

3.2.3. 儿童、彩妆及男士护肤布局值得期待

发力儿童、彩妆及男士护肤。2020 年公司成立“薇诺娜宝贝”作为薇诺娜的子公司品牌，推出 5 款彩妆单品及薇诺娜男士护肤产品，分别发力儿童、彩妆及男士护肤线。

图 32：贝泰妮拓展儿童、彩妆及男士护肤



数据来源：公司招股书，浙商证券研究所

(1) 儿童：借力主品牌，瞄准婴幼儿洗护消费向专业功效和精细化转型的机遇，迅速抢占中高端婴幼儿功能性护肤赛道。该品牌定位“专业婴幼儿肌肤功效性护理”，主打“专业、安全、功效”，是国内首个经过 0-2 岁/2 岁+临床验证的品牌。渠道和营销方面，目前已在薇诺娜宝贝母婴天猫旗舰店、薇诺娜宝贝官方商城（小程序）、和薇诺娜线下专柜三大渠道上市，以先打爆品再扩品类的方式，扩展母婴市场。

(2) 彩妆：化妆品赛道竞争激烈，但敏感肌化妆品细分赛道竞争较少。主品牌薇诺娜于 2020 年 9 月彩妆单品，包括眉笔、洁颜油、粉底液、唇部修护精华油和粉底棒，并持续进行彩妆方面的研发投入，打造专为敏感肌使用的化妆品。

表 19：贝泰妮在研项目

类别	项目名称	所处阶段	预算 (万元)	内容与目标
医疗器械	III类医疗器械开发	批文申报	486.40	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
彩妆	彩妆系列产品开发	配方研发	174.40	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
儿童	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
护肤品	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
	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
	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
	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,研究其不同功效表达,探索对应作用机制,制定质量标准并产业化
	植物抗炎活性成分开发及应用	中试阶段	291.62	持续筛选云南特色抗炎、抗刺激活性植物,开发下一代抗炎活性植物成分,研究其作用机制,制定质量标准,产业化应用于产品中

资料来源:公司公告、浙商证券研究所

(3) 男士护肤: 供给端看,据公开数据,2019年男士专用护肤产品渗透率仅达到18.1%,且洁面产品占比高达80%以上。薇诺娜于2020年8月上线薇诺娜男士护肤系列,进军男士护肤市场,把握住了男性护肤细分品类缺失的机遇。需求端看,男性皮肤PH值偏弱酸性,油脂分泌比较多,较女性更容易产生油脂分泌旺盛、毛孔粗大和角质层厚等问题。薇诺娜针对男性典型的油痘问题,推出洗面奶、爽肤水、乳液和面膜,精准定位男性消费者需求。根据CBNDdata及天猫美妆,“他经济”已兴起,90/95后男士护肤消费占比超6成,公司的男士护肤线有望随男士护肤市场迎来长足发展。

3.3. 渠道端: 深度融合电商, 线上线下共同放量

公司紧跟化妆品行业新零售模式的发展趋势,构建线上+线下完备渠道体系。贝泰妮2012年成立电商事业部,线上以自营为主,分销为辅。在天猫(含天猫超市)、唯品会、京东等电商平台、微信平台以及自主搭建的薇诺娜网上商城,搭建了全方位的线上商城进行产品销售。线下以商业公司+直供客户的分销模式为主,利用本土优势,与云南多家药店连锁药店合作,搭建线下销售网络。

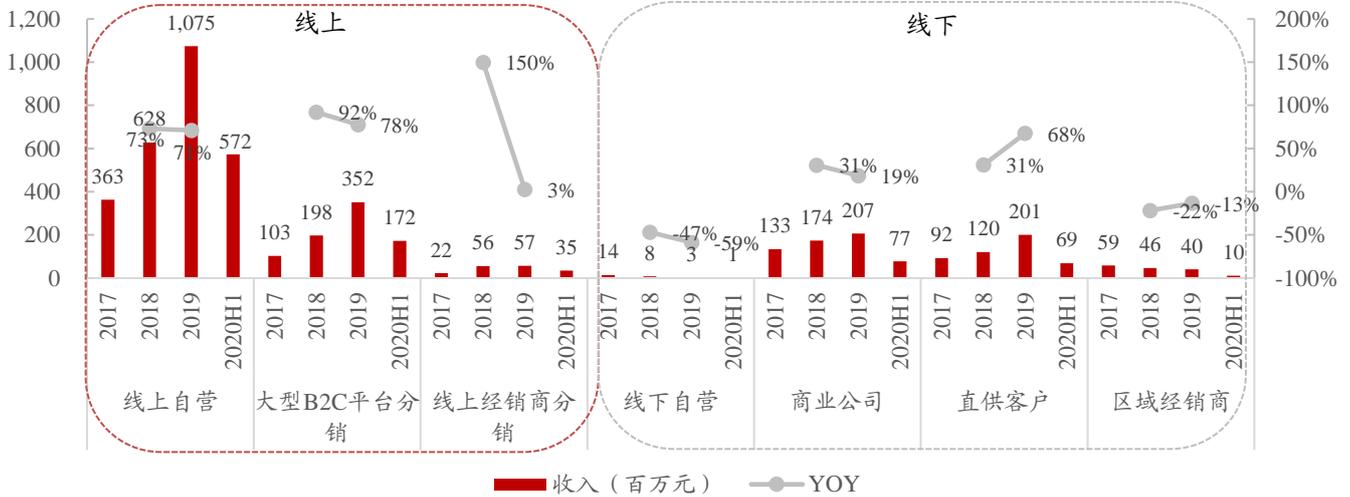
表 20: 贝泰妮线上+线下销售体系

销售渠道	销售模式	销售类型	销售模式介绍	主要平台、客户	占比
线上	线上自营	线上推广自营	通过在大型B2C平台开设自营店铺、直接自建平台等形式进行产品的线上推广与销售	天猫、京东、薇诺娜网上商城等	55.6%
		线上线下自营相结合	通过线下推广的形式引导消费者在公司依托微信平台自主搭建的“薇诺娜专柜服务平台”进行产品购买	微信	
	线上分销	大型B2C平台分销	与大型B2C平台签订商品购销协议,双方根据平台实际销售产品和其他约定方式进行结算	天猫等	18.2%
		线上经销商分销	与线上经销商签订商品购销协议,线上经销商通过在B2C平台等开设的自营店铺自主进行产品销售	-	3.0%
线下	线下自营	线下自营	通过开设线下直营店等终端零售点的形式直接面向消费者进行产品销售	直营店	0.2%
	线下分销	商业公司	与商业公司签署购销协议,按照合同约定同时根据具体订单向商业公司销售产品。商业公司再将产品销售给药店、诊所等终端网点,终端网点直接向消费者进行产品销售	九州通、国药控股等	10.7%
		直供客户	在直供客户模式下,与连锁药店、诊所等客户签署购销协议并根据具体订单向直供客户销售产品	云南健之佳、一心堂等	10.4%
		区域经销商	与区域经销商签订经销协议,赋予区域经销商在协议约定区	-	2.1%

域内的经销权，并按合同约定向区域经销商销售产品

数据来源：公司招股书、浙商证券研究所
注：占比为2019年各渠道销售占比数据

图 33：贝泰妮各渠道收入及增速（百万元，%）



数据来源：公司招股书，浙商证券研究所

3.3.1. 线上领跑，自营渠道强势

深度融合电商，线上渠道成为销售主力。2018、2019、2020H1 公司主营业务收入迅速增长，同比增加 56.35%、57.31%、32.87%，其中线上渠道销售收入同比增长 80.55%、68.26%、48.15%，2017-2019 年 CAGR 高达 74.3%。2019 年线上渠道收入更是高达 14.84 亿元，占总营收的 77.6%。2020 年上半年受疫情影响，线上收入占比进一步增长至 83.16%。

图 34：贝泰妮线上营收及总营收增长（亿元，%）



数据来源：公司招股书，浙商证券研究所

图 35：贝泰妮线上线下收入占比（%）



数据来源：公司招股书，浙商证券研究所

线上自营业务占比逐年提高，五大店铺两大平台为助力。近年来线上自营业务飞速增长，2019 年销售收入达 1.08 亿，其中天猫和微信为主要平台，报告期内公司的线上自营收入主要来自于天猫和微信，而主要店铺包括：薇诺娜官方旗舰店（天猫）、薇诺娜专柜服务平台、薇诺娜官方旗舰店（京东）、薇诺娜网上商城以及薇诺

娜贝泰妮专卖店, 5大店铺 2019 年合计销售收入占公司线上自营收入的 97.92%。

图 36: 贝泰妮 2019 年线上自营主要平台与店铺收入占比 (%)



数据来源: 公司招股书, 浙商证券

各大主要店铺的收入增量主要靠客户数量的增长拉动。(1) 客户数量增长迅速。从 2017 年的 97.72 万高速增长到 2019 年的 377.19 万, CAGR 达 96.47%。薇诺娜网上商城总客户有所减少, 但由于客户总量占比低, 且客单价增长幅度较大, 单店营收依然保持增长。(2) 整体客单价有所下滑。新增客户多, 客单价较老客户略低, 并且公司为拉新, 扩大品牌影响力提高营销及优惠力度。尽管客单价呈下降趋势, 2019 年几大自营店铺平均客单价仍保持在 319.23 元的较高水平。

表 21: 贝泰妮线上自营主要店铺人数、客单价及收入

店铺	2017	2018	2019	2020H1	
薇诺娜官方旗舰店 (天猫)	总客户数量 (万人)	75.06	152.61	322.05	245.17
	YOY		103%	111%	
	客单价 (元)	351.01	302.7	246.32	190.66
	YOY		-14%	-19%	
	收入 (万元)	26339.59	46186.65	79317.16	46739.25
	YOY		75%	72%	
薇诺娜官方旗舰店 (京东)	总客户数量 (万人)	6.34	11.05	21.16	18.54
	YOY		74%	91%	
	客单价 (元)	279.11	327.83	302.13	226.72
	YOY		17%	-8%	
	收入 (万元)	1768.69	3623.63	6393.36	4203.60
	YOY		105%	76%	
薇诺娜专柜服务平台 (微信)	总客户数量 (万人)	4.24	8.48	14.86	9.05
	YOY		100%	75%	
	客单价 (元)	1348.4	1840.62	1829.69	935.18
	YOY		37%	-1%	
	收入 (万元)	5724.10	15605.14	27193.21	8469.00
	YOY		173%	74%	
薇诺娜网上商城 (官网)	总客户数量 (万人)	7.84	7.21	6.25	2.68
	YOY		-8%	-13%	
	客单价 (元)	560.3	615.74	831.63	463.85
	YOY		10%	35%	
	收入 (万元)	4388.38	4442.00	5198.18	1244.35
	YOY		1%	17%	
薇诺娜贝泰妮专卖 (天猫)	总客户数量 (万人)	4.24	10.57	12.87	8.8
	YOY		149%	22%	
	客单价 (元)	210.8	161.38	179.5	134.75
	YOY		-23%	11%	
	收入 (万元)	892.70	1704.64	2310.10	1185.98
	YOY		91%	36%	

五大店铺合计	总客户数量 (万人)	97.72	189.92	377.19	284.24
	YOY		94%	99%	
	客单价 (元)	400.26	376.80	319.23	217.57
	YOY		-6%	-15%	
	收入 (万元)	39113.46	71562.06	120412.01	61842.17
	YOY		83%	68%	

数据来源: 公司招股书, 浙商证券研究所

注 1: 总客户数量为当期新客户数+当期老客户数, 非累计客户总数

注 2: 各店准确销售收入未披露, 按店铺收入=店铺新客户收入 (万元)/店铺新客户收入占比 (%) 计算

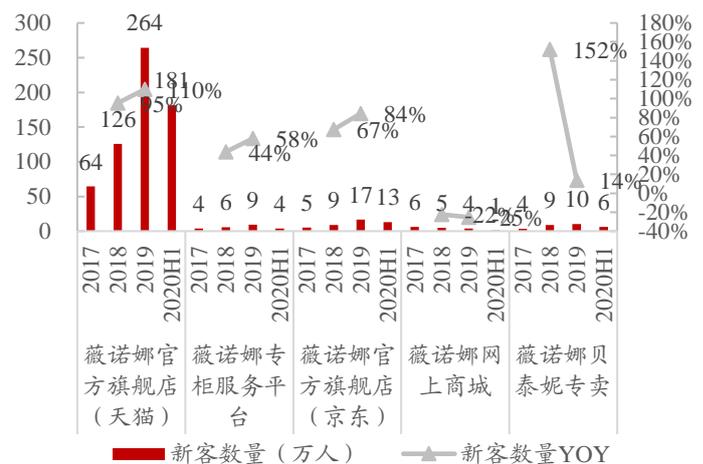
头部 B2C 平台旗舰店为线上自营的主力军。薇诺娜官方旗舰店 (天猫) 和薇诺娜官方旗舰店 (京东) 是公司最主要的线上推广自营销售渠道, 新老客户共同放量。一方面, 由于产品质量稳定, 以及店铺曝光率和品牌知名度提升, 客户忠诚度较高, 2017-2019 年复购率均稳定保持在 30% 以上。另一方面, 公司在该渠道营销投入多, 并在小红书、抖音等平台进行文章或短视频投放、通过网红直播直播带货等新媒体营销方式引流, 使得该平台新客户增长迅速, 2017-2019 年新用户 CAGR 达 96.47%。2020 年双十一, 薇诺娜官方旗舰店 (天猫) 旗舰店销售额破 7 亿, 同比增长 105%, 荣登天猫美妆 TOP9, 并成为国货美妆之首。

图 37: 贝泰妮线上自营主要店铺复购率



数据来源: 公司招股书, 浙商证券研究所

图 38: 贝泰妮线上自营主要店铺新增客户数量及增速 (万)



数据来源: 公司招股书, 浙商证券研究所

线上分销向大型 B2C 平台集中。线上大型 B2C 平台主要客户结构较为稳定, 唯品会、京东、天猫始终排行前五, 其中天猫平台线上分销收入增长迅速, 两年间由 493.66 万增至 6674.77 万, 阿里健康自 2018 年进入主要 B2C 平台线上分销客户以来销售收入也迅速增加, 成长空间巨大。随贝泰妮线上营销持续加码, 以及品牌知名度和产品曝光度的进一步提升, 预计线上分销收入对营收贡献度将会继续提升。

表 22: 贝泰妮线上大型 B2C 平台主要客户分销收入及占比 (万元, %)

	2017	2018	2019	2020H1
唯品会收入 (万元)	7128.36	12289.14	20879.98	10383.77
占总营收 (%)	8.93	9.91	10.74	11.03
京东收入 (万元)	1896.32	4009.11	6584.06	3777.99
占总营收 (%)	2.38	3.23	3.39	4.01
天猫收入 (万元)	493.66	2172.15	6674.77	2504.98
占总营收 (%)	0.62	1.75	3.43	2.66

阿里健康大药房收入 (万元)	-	180.01	421.48	345.93
占总营收 (%)	-	0.15	0.22	0.37
合计收入 (万元)	9518.34	18650.41	34560.29	17012.67
合计占比 (%)	11.93	15.04	17.78	18.07

数据来源：公司招股书，浙商证券研究所

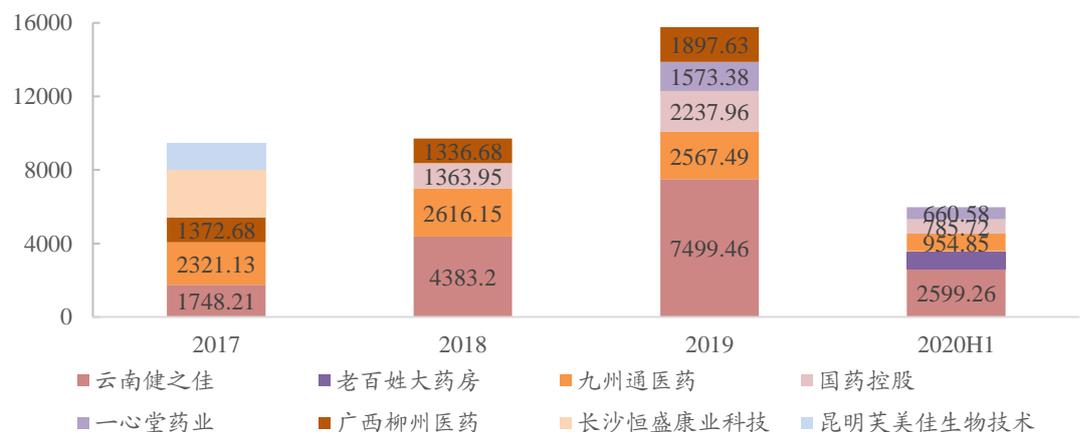
3.3.2. 线下多点开花，加速全国化布局

药店渠道布局领先，重点发展。公司具备滇虹有限的药企 DNA，2018 年已覆盖全国 2400 家 OTC 网点。随功能单一的药店向多元化大型连锁药店转型，专业的功能性护肤品将成为大型连锁药店的新利润抓手。公司和药店的合作将持续深入，随疫情恢复将带来新的成长点。从竞争格局看，国际主流品牌如雅漾和理肤泉早年在中国药店渠道试水后铩羽而归，目前将主渠道锁定在药店之外，公司在药店渠道独占鳌头。从发展规划来看，公司集中资源发展直供客户和商业公司的模式，2017-2019 年，商业公司渠道和直供客户渠道合计销售收入占线下销售收入的 75.45%、84.57%、90.44%。

(1) 商业公司：通过九州通与国药控股等商业公司将产品销售至终端网点。商业公司网点众多、布局广泛、触角深入，驻派 BA 可贴近最终消费者进行精准营销。2017-2019 年，线下商业公司模式占主营业务收入的比例分别为 16.94%、14.17%、10.69%。2020 年上半年受疫情影响，终端网点未恢复营业导致销售收入下降，预计随疫情恢复及公司品牌知名度进一步提升，商业公司模式下的销售收入将继续增长。

(2) 直供客户：利用地缘优势，与同处西南地区的健之佳、柳州市妇幼保健院、一心堂等大型客户强强联合。随健之佳、一心堂等连锁药店规模继续扩大将持续放量。2017-2019 年，直供客户销售收入占主营业务收入的比例分别为 11.66%、9.76%、10.39%。

图 39：薇诺娜线下渠道前五大客户销售收入（万元）



数据来源：公司招股书，浙商证券研究所

药店渠道深耕云南市场，持续拓展全国影响力。云南省医药零售行业已形成以一心堂与公司两大连锁品牌为主导、众多医药零售企业完全竞争的市场竞争格局。

行业集中度和连锁率提升为大势所趋，两大连锁品牌将持续扩张，作为贝泰妮线下主要客户将为其输送新的成长力。

- **健之佳:**公司线下第一大分销商,2020年于A股上市,在西普会发布的“2019-2020年度中国药品零售企业综合竞争力排行榜”排名跨区域连锁第3名。截至2020年6月30日,公司拥有1607家直营社区专业便利药房、4家直营中医诊所、2家直营社区诊所、1家直营体检中心、211家直营便利店和24家加盟便利店,直营门店总经营面积为26.43万平方米,会员人数超过1100万人。
- **一心堂:**公司最重要的直供客户之一,连续多年蝉联全国医药零售连锁十强企业。截至2020年6月30日,在全国拥有6683家直营店,遍及云南、贵州、广西、四川、山西、重庆、天津、上海、海南、河南等多个省。

图 40: 一心堂营业收入及增长率(亿元, %)



数据来源: Wind, 浙商证券研究所

图 41: 健之佳营业收入及增长率(亿元, %)



数据来源: Wind, 浙商证券研究所

线下专柜联合线上微信自营平台, 表现亮眼。薇诺娜线下布局 500 家专柜, 通过终端销售网点布局 BA 进行销售推广, 引导客户在“薇诺娜专柜服务平台”(微信自建平台)购买产品, 2019 年创收 2.7 亿, 2017-2019 年 CAGR 高达 117.96%, 通过精细有效的私域流量运营能力, 使客户粘性强, 新增客户多, 价格水平高, 预计未来将保持高速增长。(1) 线上平台+线下 BA 无缝式服务, 对会员实行差异化和精细化管理, 为消费者提供沉淀公司品牌私域流量池, 客户粘性强。2018 和 2019 年复购率均高于 50%。(2) 新客户增速维持高位, 2018/2019 年总客户数量分别增长 100%/75% 至 8.48/14.86 万, 仍有极大增长空间。(3) 客单价维持高位, 2019 年客单价达 1829.69 元。线下提供实体店试用产品与皮肤管理咨询服务, 客户偏向于组合购买产品或购买大容量产品; 促销力度相对于其他线上自营店铺较大, 为满足优惠条件而进行拼单购买也将带动消费。

入驻屈臣氏及加码线下体验店, 放眼全国加速线下布局。(1) **屈臣氏:** 主品牌薇诺娜 2020 年 6 月进军屈臣氏, 开启公司在彩妆个护零售渠道的布局。屈臣氏拥有功效性护肤品的零售基因, 全国布局基础深厚, 和公司目前线上为主的销售模式形成良性互补。屈臣氏在中国内地 490 个城市拥有超 4000 家门店, 6500 万名会员, 2019 年零售额达 248.9 亿。薇诺娜首批已进驻 574 家屈臣氏门店, 预计 2021 年进驻数量可达 2000 家。(2) **线下体验店:** 公司早在 2018 年已通过开展快闪店的方式对线下体验店进行尝试。快闪店邀请知名皮肤科专家进行一对一诊疗, 并开设“纯植物萃

取肌肤实验室”，提供样品试用及天然植物护肤成分展示，为用户提供沉浸式消费体验。未来公司将在全国多个城市新增品牌形象店、智慧零售店以及售后服务点。

图 42：薇诺娜与屈臣氏合作&布局线下专柜

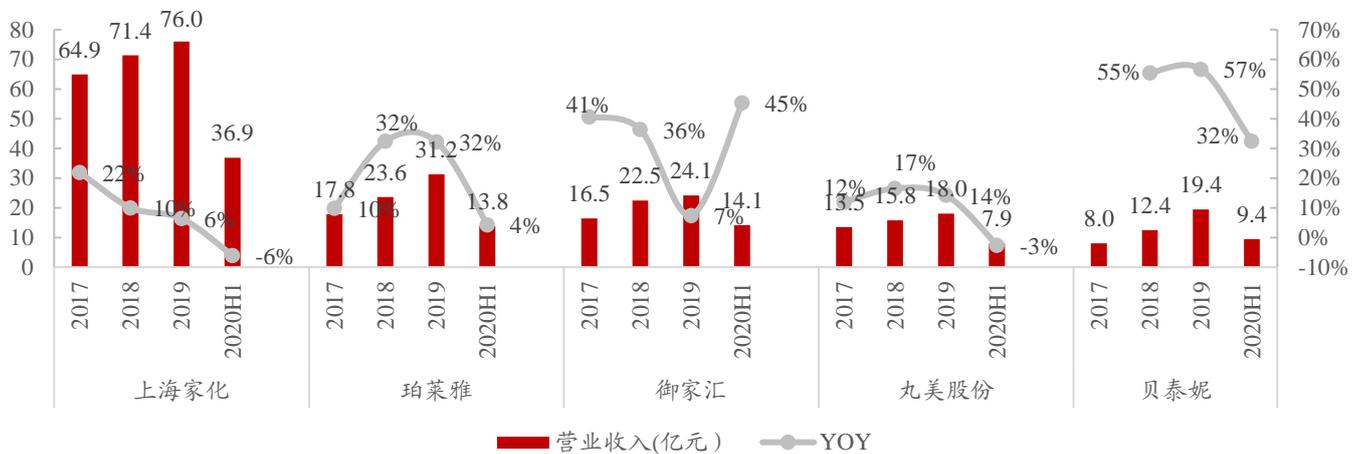


数据来源：屈臣氏官方微博截图、薇诺娜专柜服务中心截图，浙商证券研究所

4. 同业比较：高毛利，高增速

成长能力来看，公司专注于敏感肌护肤品，规模较小，但近年得益于品牌影响力的持续提升叠加强大的产品力成长迅猛，营收及归母净利润均实现了远超行业的增长。2017-2019 年，总营收从 7.98 亿元升至 19.44 亿元（CAGR 达 56.08%），归母净利润从 1.54 亿元升至 4.12 亿元（CAGR 达 63.56%）。

图 43：同业营业收入及增速（亿元，%）



数据来源：Wind，浙商证券研究所

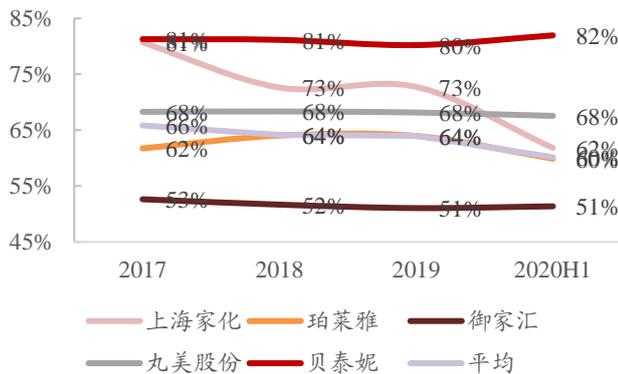
图 44: 同业归母净利润及增速 (亿元, %)



数据来源: Wind, 浙商证券研究所

盈利能力来看, 公司毛利率在同业中拔得头筹, 高居 80% 以上。从产品看, 公司主攻功能性护肤品, 产品力强, 高技术水平、学术能力背书及特色天然成分加成拉高定价; 定位敏感肌人群, 消费者粘性强, 支付意愿较高。从渠道上看, 公司线上直营销售占比较高, 毛利率相较其他以分销模式为主的公司具有显著优势; 线下渠道以商业公司和直供客户为主, 医疗器械销售占比高, 折扣少, 拉高毛利。而上海家化、珀莱雅以及丸美股份的线下传统经销模式的销售占比较高。

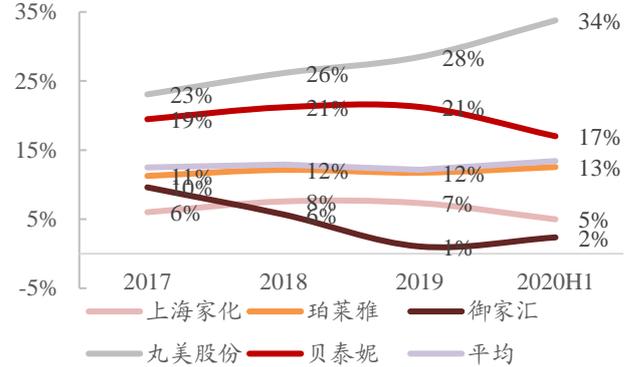
图 45: 同业毛利率 (%)



数据来源: Wind, 浙商证券研究所

注: 上海家化采用美容护肤品数据

图 46: 同业净利率 (%)



数据来源: Wind, 浙商证券研究所

图 47: 贝泰妮按产品分毛利率



数据来源: 招股说明书, 浙商证券研究所

图 48: 贝泰妮按渠道分毛利率



数据来源: 招股说明书, 浙商证券研究所

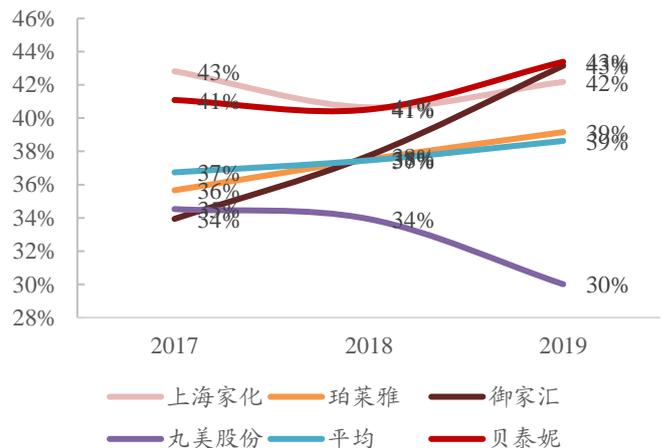
费用端及净利率水平来看, 公司规模效应渐显, 管理费用率连年走低, 销售费用率上行, 净利率仍处行业领先水平。2019 年管理费用率仅为 9.8%。销售费用率持续走高, 系公司采取积极的营销策略扩展品牌影响力以及线上直营销销售占比高所致; 且公司疫情期间进一步加大线上活动力度, 导致 2020H1 净利有所下滑。但相比同业 12-13% 的净利率, 公司 17%-21% 的净利率仍具有极大优势。

图 49: 管理费用率及变化 (%)



数据来源: Wind, 浙商证券研究所

图 50: 同业销售费用率 (%)



数据来源: Wind, 浙商证券研究所

营运能力方面, 贝泰妮的存货周转率和应收账款周转率低于同业可比公司。2019 年公司存货周转率和应收账款周转率分别为 1.6 次/年和 16.85 次/年。主要原因为: (1) 公司自营占比高, 2020 年上半年线上收入占比超 60%, 公司储备较多存货以满足发货需求, 提高顾客体验。(2) 公司除自营外主要销售客户为商业公司和直供客户, 一般有一定的信用期; 而珀莱雅、九美股份以传统经销模式为主, 在与传统经销商合作的过程中一般采用先款后货的结算形式, 因而应收账款周转率较高。(3) 公司主要以委托加工的方式生产, 2019 年委托加工护肤品产量是自有护肤品产量的 4 倍多。在这种生产模式下, 公司需提前与加工厂制定生产计划, 拉长了备货期。

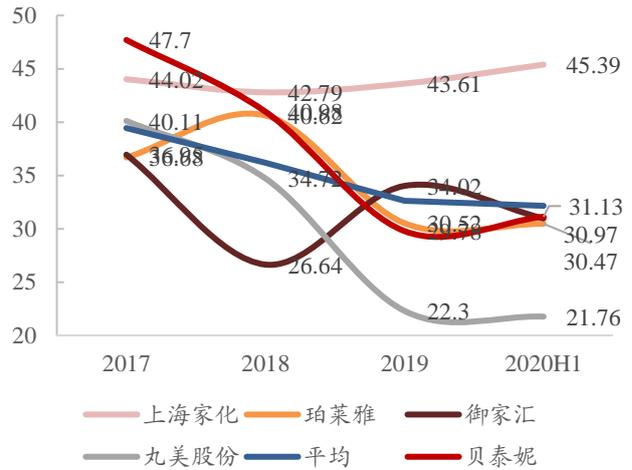
偿债能力方面, 公司的流动比率和速动比率呈上升趋势, 资产负债率下降, 短期偿债能力增强。负债结构以流动负债为主, 占总负债的 90% 以上, 主要是经营性负债, 整体负债结构稳定。同业比较看, 公司流动比率在可比公司中处于领先地位, 资产负债率和行业平均水平相当。

图 51: 流动比率 (倍)



数据来源: Wind, 浙商证券研究所

图 52: 资产负债率 (%)



数据来源: Wind, 浙商证券研究所

5. 盈利预测

从成长路径来看,我们认为随护肤品市场的持续火爆及皮肤学级护肤品市场渗透率的提升,皮肤学级护肤品市场规模将不断扩大。而公司作为国内敏感肌第一品牌,基于强大的产品力及渠道力将保持龙头地位,受益于行业红利:

1) 线上渠道:一方面,老客客群积累到位的同时品牌声量仍不断壮大,新客数量增长迅猛;另一方面,公司将调整产品结构,逐步加强精华、眼霜等价格带更高的产品的推出和投入。

2) 线下渠道:2020 年收入端受疫情影响有所下行,但公司已对线下进行积极布局,看好大型连锁药店及线下专柜的发展。同时,公司进驻屈臣氏,借力其完善的全国布局进行扩张;并计划建设线下体验店、智慧零售点及售后店,不断丰富线下渠道。

综上,我们预计公司未来 3 年收入分别增长 42.37%/37.25%/36.89% 至 38.32/52.60/69.90 亿元,归母净利同增 43.68%/39.29%/35.69% 至 7.81/10.88/14.76 亿元。对应 21-22 年 PE 分别为 88/63X (21 年 PEG 为 1.87)。同业来看,上海家化/丸美股份/珀莱雅 21 年 PEG 分别为 3.94/1.96/1.91。考虑到功能性护肤赛道正处于行业红利期,公司作为行业龙头,盈利能力领跑行业,我们认为公司估值仍具备较大提升空间,首次覆盖给予“买入”评级。

表 53: 贝泰妮收入驱动因素拆分 (百万元)

	2020	2021E	2022E	2023E
一、线上收入	2270	3271	4552	6103
YOY	53%	44%	39%	34%
毛利率	79%	79%	78%	78%
收入占比	84%	85%	87%	87%
(1) 线上自营	1672	2424	3394	4582
YOY	56%	45%	40%	35%
毛利率	82%	82%	81%	81%
收入占比	62%	63%	65%	66%

(2)大型 B2C 平台分销	535	765	1056	1394
YOY	52%	43%	38%	32%
毛利率	73%	73%	73%	73%
收入占比	20%	20%	20%	20%
(3)线上经销商分销	63	82	102	128
YOY	10%	30%	25%	25%
毛利率	73%	72%	71%	70%
收入占比	2%	2%	2%	2%
二、线下收入	422	561	708	887
YOY	-6%	33%	26%	25%
毛利率	87%	87%	87%	87%
收入占比	16%	15%	13%	13%
(4) 线下自营	1	1	1	0
YOY	-60%	-40%	-30%	-30%
毛利率	91%	91%	91%	91%
收入占比	0%	0%	0%	0%
(5) 商业公司	155	194	242	291
YOY	-25%	25%	25%	20%
毛利率	92%	92%	93%	93%
收入占比	6%	5%	5%	4%
(6) 直供客户	237	344	447	581
YOY	18%	45%	30%	30%
毛利率	84%	84%	84%	84%
收入占比	9%	9%	8%	8%
(7) 区域经销商	29	23	18	15
YOY	-29%	-20%	-20%	-20%
毛利率	75%	75%	75%	75%
收入占比	1%	1%	0%	0%
收入	2692	3832	5260	6990
YOY	38%	42%	37%	33%
毛利率	80%	80%	80%	80%

数据来源：公司公告、浙商证券研究所

注：2020 年收入及毛利率数据来自于公司公告，收入拆分部分为浙商研究所预测

表 54：同业盈利预测及估值

上市公司	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE				PEG
		2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E	2021E
贝泰妮*	690	4.12	5.44	7.81	10.88	167	127	88	63	1.87
华熙生物*	705	5.86	6.45	8.60	11.36	120	109	82	62	2.45
鲁商发展	112	3.45	4.94	6.46	8.25	32	23	17	14	0.56
珀莱雅	322	3.93	4.79	6.11	7.59	82	67	53	42	1.91
丸美股份	224	3.93	5.31	6.28	7.39	57	42	36	30	1.96
上海家化	333	5.15	4.3	5.02	7.63	65	77	66	44	3.94
御家汇*	96	0.27	1.41	2.25	3.79	353	68	43	25	0.72

数据来源：Wind 一致预测、浙商证券研究所

注：标*为浙商研究所预测

6. 风险提示

- 1) **重大传染病或其他影响消费环境的事件发生的风险:**如新冠肺炎疫情蔓延时间长于预期,对公司正常的产品开发、生产、客户拓展、物流传递将形成限制。
- 2) **核心技术人员流失或技术泄露风险:**若公司核心研发人才流失或技术及专利保密措施执行不到位,可能影响公司的市场竞争力及未来发展前景;
- 3) **产品质量控制的风险:**主品牌薇诺娜定位敏感肌人群,对产品的质量要求较高。若公司未来在采购、生产过程中未做到有效的质量控制,消费者使用产品时出现过敏等不适现象,可能会引起消费者投诉,甚至有可能面临监管部门行政处罚的风险。若公司并未及时、妥善的进行处理,可能会对品牌的客户信任度、忠诚度产生不利影响,进而影响公司整体经营业绩。
- 4) **行业竞争加剧的风险:**国际知名化妆品品牌依托强势的品牌地位及强大的资金实力,在市场竞争中占据一定优势。近年国际化妆品品牌也开始注重线上渠道的建设,加大线上营销投入,将会挤压本土化妆品品牌在线上渠道的销售份额。

表附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E	单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	1391	2376	3550	5186	营业收入	2692	3832	5260	6990
现金	752	1616	2555	3886	营业成本	526	756	1074	1430
交易性金融资产	0	0	0	0	营业税金及附加	46	72	94	125
应收账款	187	260	298	394	营业费用	1263	1755	2367	3111
其它应收款	10	17	23	29	管理费用	169	241	326	426
预付账款	29	38	50	73	研发费用	63	96	132	175
存货	254	365	518	690	财务费用	(1)	(18)	(31)	(48)
其他	160	80	105	115	资产减值损失	15	24	31	42
非流动资产	211	249	293	341	公允价值变动损益	0	0	0	0
金额资产类	0	0	0	0	投资净收益	3	3	3	3
长期投资	0	0	0	0	其他经营收益	35	24	28	29
固定资产	69	92	108	127	营业利润	650	933	1298	1761
无形资产	55	70	84	96	营业外收支	(2)	(2)	(2)	(2)
在建工程	41	43	49	58	利润总额	648	931	1296	1759
其他	46	44	52	60	所得税	104	150	208	283
资产总计	1602	2625	3843	5527	净利润	544	781	1088	1477
流动负债	391	564	691	902	少数股东损益	0	0	0	1
短期借款	0	0	0	0	归属母公司净利润	544	781	1088	1476
应付款项	135	193	265	362	EBITDA	661	929	1284	1732
预收账款	0	40	32	38	EPS (最新摊薄)	1.28	1.84	2.57	3.48
其他	256	331	394	502	主要财务比率				
非流动负债	9	15	17	13		2020	2021E	2022E	2023E
长期借款	0	0	0	0	成长能力				
其他	9	15	17	13	营业收入	38.49%	42.37%	37.25%	32.89%
负债合计	400	579	708	916	营业利润	29.40%	43.55%	39.21%	35.64%
少数股东权益	3	3	4	4	归属母公司净利	31.94%	43.68%	39.29%	35.69%
归属母公司股东权	1199	2044	3131	4607	获利能力				
负债和股东权益	1602	2625	3843	5527	毛利率	80.46%	80.27%	79.58%	79.55%
					净利率	20.20%	20.39%	20.69%	21.12%
					ROE	55.38%	48.08%	41.98%	38.11%
					ROIC	44.56%	37.50%	33.91%	31.17%
					偿债能力				
					资产负债率	24.97%	22.04%	18.42%	16.56%
					净负债比率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	3.56	4.21	5.14	5.75
					速动比率	2.91	3.57	4.39	4.98
					营运能力				
					总资产周转率	2.00	1.81	1.63	1.49
					应收帐款周转率	18.01	16.78	17.07	16.94
					应付帐款周转率	5.13	5.02	4.96	4.92
					每股指标(元)				
					每股收益	1.28	1.84	2.57	3.48
					每股经营现金	1.02	1.91	2.31	3.15
					每股净资产	3.33	4.82	7.39	10.88
					估值比率				
					P/E	38.49%	42.37%	37.25%	32.89%
					P/B	29.40%	43.55%	39.21%	35.64%
					EV/EBITDA	31.94%	43.68%	39.29%	35.69%

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区深南大道 2008 号凤凰大厦 2 栋 21E02

邮政编码：200127

电话：(8621) 80108518

传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>