

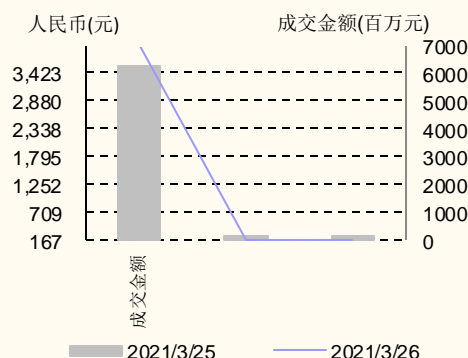
C 贝泰妮 (300957.SZ) 买入 (维持评级)

公司深度研究

市场价格 (人民币): 175.97 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	4.24
已上市流通 A 股(亿股)	0.54
总市值(亿元)	745.41
年内股价最高最低(元)	175.97/162.82
沪深 300 指数	5038
创业板指	2745



敏感肌护肤品牌专家，高景气细分赛道龙头

公司基本情况(人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,944	2,692	3,840	5,113	6,510
营业收入增长率	56.69%	38.49%	42.65%	33.16%	27.32%
归母净利润(百万元)	412	544	773	1,036	1,351
归母净利润增长率	58.12%	31.94%	42.21%	33.99%	30.41%
摊薄每股收益(元)	0.97	1.28	1.82	2.44	3.19
每股经营性现金流净额	1.36	1.13	1.93	2.33	3.09
ROE(归属母公司)(摊薄)	54.47%	45.33%	16.70%	19.73%	22.28%
P/E	167.43	126.90	89.24	66.60	51.07
P/B	77.50	48.89	14.90	13.14	11.38

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **高景气细分赛道，行业前景广阔：**功效性护肤品主打成分温和、特定功效，一线及新一线年轻敏感肌群体为其重度用户。19 年市场规模 112 亿元、占护肤品比重 5%，经测算敏感肌护肤品支出意愿占护肤品比重 16%，功效性护肤品仍有渗透空间。14~19 年功效性护肤品年均增 22%（同期护肤品年均增 10%），主要受益于消费者、品牌及专业 KOL 共同助推下护肤回归理性、注重专业温和成分。受益于未来护肤品行业成长，同时功效性护肤品消费意愿释放/消费人数增多（贡献个位数增长）/功效拓展（防晒、母婴），将助推其持续渗透。行业壁垒较高，产品力为基础，营销及渠道扩大品牌声誉。
- **公司为国内功效性护肤品龙头：**主品牌薇诺娜（贡献 99%+收入），19 年在我国功效性护肤品市占率 23%、排名第 1，20 年双 11 天猫美妆榜单唯一入围国产品牌，孵化 4 个小品牌分别定位高端、婴幼儿、痘痘、干燥性肌肤等细分领域。渠道以线下院边店、连锁药房为基础，线上占主导（19 年电商收入占 77%）。业绩快速增长，17~20 年收入、净利年均增 50%、52%。
- **公司品牌运营能力强，成长、盈利指标出色：**1) 产品端：研发有滇红药业背景、产品力强；2) 营销端：敏感肌定位自带流量、专业形象深入人心；3) 渠道端：布局电商分享渠道红利，线下分销重点拓展、快速增长；4) 对比同业，业绩成长性高，毛利率及净利率持续提升且高于同业，费用率下降规模优势凸显。

投资建议

- 公司为我国功效性护肤品行业龙头，目前已成功打造多款明星产品，未来有望继续丰富产品矩阵、发力多品牌，龙头地位突出、有望分享细分赛道成长红利。
- 20 年下半年公司业绩修复超预期，略上调 21~22 年盈利预测，新增 23 年盈利预测，预计 21~23 年 EPS 分别为 1.82、2.44、3.19 元。考虑公司为功效性护肤品龙头，所处细分行业景气、增速高于普通护肤品，且已占据龙头地位，未来增长确定性高，建议给予高于同业的估值，给予“买入”评级。

风险提示

- 营销投放不及预期、新品销售不及预期、国际大牌发力敏感肌市场。

相关报告

- 1.《敏感肌专业护肤品，各渠道共同发力-贝泰妮深度报告》，2021.2.24

李婕 分析师 SAC 执业编号：S1130520110003
lijie6@gjzq.com.cn

罗晓婷 分析师 SAC 执业编号：S1130520120001
luoxiaoting@gjzq.com.cn

投资要件

■ 关键假设

公司近年线上保持高增速，线上预计获益电商渠道红利等，线上自营及分销模式均保持快速增长，假设 21~23 年线上渠道营收增速分别为 44.80%、35.33%、29.82%；线下自营模式调整承压、预计未来将持续出清，重点布局线下分销渠道、预计未来继续保持高速增长，假设 21~23 年线下渠道营收增速分别为 29.75%、20%、10%。

毛利率总体稳定，预计未来继续保持稳定态势。假设 21~23 年毛利率分别为 79.8%、79.9%、79.9%。

近年随着品牌竞争压力加大，引流成本提升，销售费用率呈上升趋势，预计未来销售费用继续加大投入、销售费用率呈现上升趋势，假设 21~23 年销售费用率分别为 47.80%、48.00%、48.20%；管理费用率在规模效应下继续下降，假设 21~23 年管理费用率分别为 6.10%、6.00%、5.10%；研发费用率保持稳定，假设 21~23 年研发费用率分别为 3.00%、3.00%、3.00%。

考虑 20 年下半年业绩修复超预期，略上调 21~22 年盈利预测，同时新增 23 年盈利预测，预计公司 2021~2023 年 EPS 分别为 1.82、2.44、3.19 元。

■ 本文主要观点

公司为我国功效性护肤品行业龙头，外部获益细分行业成长，内部公司自身竞争力强、具有出色的品牌运营能力：1) 产品端：研发有滇红药业背景、产品力强；2) 营销端：敏感肌定位自带流量、专业形象深入人心；3) 渠道端：布局电商分享渠道红利，线下分销重点拓展、快速增长。

目前公司已经成功打造多款明星产品，未来将继续丰富产品矩阵，拓展精华、祛痘、防晒、母婴类产品，同时发力多品牌，龙头地位突出、有望充分分享细分赛道成长红利。

■ 股价上涨的催化因素

电商大促表现超预期；新品牌发展表现超预期。

■ 投资建议

考虑公司为功效性护肤品龙头，细分行业景气、增速高于普通护肤品，且已占据龙头地位，未来增长确定性高，建议给予高于同业估值水平，给予“买入”评级。

■ 投资风险

营销投放效果不及预期、新品销售不及预期、国际大牌发力敏感肌市场。

内容目录

1、公司概况：功效性护肤品牌商龙头	6
1.1、品牌：功效性护肤龙头品牌.....	6
1.2、渠道：线下为基础，线上为主导.....	7
1.3、股权：股权集中，发行 6360 万新股、员工参与配售激励足.....	8
2、行业情况：处成长期、未来仍有渗透及挖掘空间	9
2.1、概况：主打安全有效，行业景气成长.....	9
2.1.1、概念：功效性护肤品主打成分安全、有效，渗透率不断提升.....	9
2.1.2、用户画像：多因素诱发肌肤敏感，以年轻人群为主.....	10
2.2、格局：本土及海外小众品牌成长、集中度下降.....	12
2.3、空间：功效性护肤品仍待渗透，功效性防晒/婴童护肤品待开发	14
2.3.1、功效性护肤品：消费意愿释放/人数增多/功效拓展等打开空间.....	14
2.3.2、功效性防晒/婴童用品：成长赛道，品牌数量少.....	15
3、公司亮点：品牌运营能力强、业绩快速增长	16
3.1、产品：药学研发背景奠定产品力，打造明星产品	16
3.2、营销：敏感肌定位自带流量，专业形象深入人心	19
3.3、渠道：线下多年培育壁垒深厚，线上高速增长、新兴渠道布局迅速...20	
3.4、财务：业绩快速增长、盈利水平优	21
4、盈利预测与估值	24
4.1、盈利预测.....	24
4.2、相对估值.....	25
4.3、投资建议.....	25
5、风险提示.....	26
6、附录.....	26

图表目录

图表 1：代表性功效性护肤品牌对比.....	6
图表 2：公司围绕“薇诺娜”衍生品牌线.....	6
图表 3：2019 年公司品类收入占比情况.....	6
图表 4：公司销售模式.....	7
图表 5：2019 年公司不同销售模式占销售收入比.....	8
图表 6：2019 年公司线上分不同电商平台收入占比	8
图表 7：公司股权结构.....	8
图表 8：公司首发股战略配售资管计划员工参与情况.....	9
图表 9：募投项目分析.....	9
图表 10：功效性护肤品特征.....	10
图表 11：我国功效性护肤品市场规模及同比增速.....	10
图表 12：我国功效性护肤品市场规模占护肤品比重	10

图表 13: 肌肤的肤质与常见皮肤问题.....	11
图表 14: 2020 年我国敏感肌分不同程度人数占比.....	11
图表 15: 2020 年我国敏感肌分不同城市人数占比.....	11
图表 16: 敏感肌人群分年龄占比.....	12
图表 17: 不同敏感肌类型分年龄占比.....	12
图表 18: 不同程度敏感肌人群化妆频率.....	12
图表 19: 敏感肌人群每月愿意投入抗敏感护肤品花费 (元)	12
图表 20: 2010 年我国功效性护肤品牌市占率.....	13
图表 21: 2019 年我国功效性护肤品牌市占率.....	13
图表 22: 2019 年我国功效性护肤品前十大品牌市占率及产品简介	13
图表 23: 2019 年不同国家护肤品人均消费金额 (美元)	14
图表 24: 2010、2019 年不同国家功效性护肤品占护肤品市场比重.....	14
图表 25: 我国敏感肌人群对功效性护肤品消费意愿支出测算.....	14
图表 26: 未来我国功效性护肤品主力目标消费人口数量测算.....	15
图表 27: 2019 年我国面部功效性、痤疮、抗衰护肤品市场规模 (亿元)	15
图表 28: 我国婴童用功效性护肤品市场规模及同比增速.....	16
图表 29: 我国防晒类功效性护肤品市场规模及同比增速.....	16
图表 30: 我国婴童用功效性护肤品行业品牌市占率.....	16
图表 31: 我国防晒类功效性护肤品行业品牌市占率.....	16
图表 32: 日本、韩国、美国等国家功效性护肤品行业主要品牌研发背景.....	17
图表 33: 公司部分董事、监事、高级管理人员、其他核心人员中曾在滇虹药业 任职的情况.....	18
图表 34: 2019 年化妆品上市公司研发人员数量及占总员工人数比重.....	19
图表 35: 2019 年化妆品上市公司人均研发费用 (万元)	19
图表 36: 历年天猫双 11 美妆销售额排行榜	19
图表 37: “敏感肌肤”报读搜索指数.....	20
图表 38: 薇诺娜微博开展专家义诊.....	20
图表 39: 薇诺娜抖音官方账号.....	20
图表 40: 公司线上自营店铺.....	21
图表 41: 公司营收及同比增速.....	22
图表 42: 公司净利及同比增速.....	22
图表 43: 化妆品上市公司营收增速 (%)	22
图表 44: 化妆品上市公司净利增速 (%)	22
图表 45: 公司毛利率、期间费用率、净利率.....	22
图表 46: 公司三项费用率.....	22
图表 47: 2019 年化妆品公司毛利率对比.....	23
图表 48: 2019 年化妆品公司净利率对比.....	23
图表 49: 公司存货周转率.....	23
图表 50: 公司应收账款周转率.....	23

图表 51: 2019 年化妆品上市公司存货周转率 (次)	24
图表 52: 2019 年化妆品上市公司应收账款周转率 (次)	24
图表 53: 公司盈利预测	25
图表 54: 化妆品同业估值表	25
图表 55: 公司首发股份战略配售资管项目参与人员名单	26

1、公司概况：功效性护肤品牌商龙头

1.1、品牌：功效性护肤龙头品牌

公司旗下拥有 5 个功效性护肤品牌，其中主品牌薇诺娜贡献主要营收（历年营收占比 99%+）、2019 年在功效性护肤品行业中市占率 23.4%、排名第 1。

主品牌薇诺娜核心成分为马齿苋、青刺果提取物，与其他竞品核心成分形成差异化，价格带基本位于 50-300 元区间，定位大众，相较“理肤泉”“雅漾”“薇姿”等国际竞品品牌，薇诺娜定价更高。

图表 1：代表性功效性护肤品牌对比

品牌	品牌定位	代表产品	核心活性成分	产品价格（元）	单位产品价格
薇诺娜	针对油性敏感肌护理	舒敏保湿特护霜 50g	马齿苋、青刺果	268	5.38 元/g
		舒敏保湿特护霜 15g	马齿苋、青刺果	68	4.53 元/g
		舒敏保湿修复精华液 30ml	角鲨烷、马齿苋、青刺果	298	9.93 元/g
		舒敏保湿喷雾 150ml	马齿苋、库拉索芦荟	198	1.32 元/ml
玉泽	针对干性敏感肌护理	皮肤屏障修护保湿霜 50g	神经酰胺	168	3.36 元/g
		清痘调护舒缓喷雾 150ml	烟酰胺、尿囊素、PCA 钠、水解珍珠	128	0.85 元/ml
		安瓶精华 10.5ml	泛醇、低聚果糖、甘草酸二钾、神经酰胺、羟基积雪草甙	128	12.19 元/ml
理肤泉	针对敏感肌护肤，主打祛痘	B5 修复面霜（去痘印）40g	葡糖酸锌（油脂调理）、羟基积雪草甙	119	2.97 元/g
		温泉水喷雾 300ml	（美白/抗氧化）、泛醇、维生素 E 水	370	1.23 元/ml
雅漾	针对敏感肌护肤	舒泉调理喷雾 300ml	水	186	0.62 元/ml
		修复霜 40ml	牛油果树、红花	129	3.23 元/ml
		修复霜 100ml	牛油果树、红花	268	2.68 元/ml
薇姿	针对敏感肌护肤	火山温泉水 300ml	水	179	0.60 元/ml
		89 号微精华霜 30ml	生物糖胶-1（保湿）、透明质酸钠（保湿）	249	8.3 元/ml

来源：品牌天猫旗舰店、美丽修行、国金证券研究所

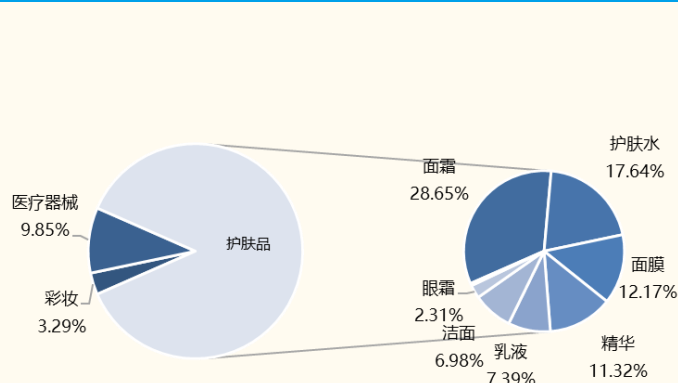
公司其他四大品牌基于主品牌衍生、如下图所示，针对不同需求、不同年龄段打造，定位清晰，目前仍处于培育阶段。其中 Baby 与主品牌客群有一定的协同性，有望复制主品牌发展路径；Beauty Answers 定位医美术后肌肤敏感问题修复、未来线下渠道以民营医院为主。

图表 2：公司围绕“薇诺娜”衍生品牌线



来源：公司公告、国金证券研究所

图表 3：2019 年公司品类收入占比情况



来源：公司公告，国金证券研究所

公司品类以护肤品为主，此外还有彩妆、医疗器械等。2019 年护肤品、彩妆、医疗器械营收贡献分别为 87%、3%、10%，20H1 占比分别为 90%、2%、8%。

1.2、渠道：线下为基础，线上为主导

公司渠道以线下为基础、线上占主导。2019 年公司线上、线下营收分别为 15、4 亿元，占比分别为 77%、23%。

公司线下通过医生口碑推荐、引流至院边专柜及院边店，或广告引流至离医院稍远的连锁药房。在院边专柜及院边店，公司配备专业的 BA（导购）、BA 引导消费者在微信的“薇诺娜专柜服务平台”购买公司产品（对应公司微信营收、2019 年为 2.51 亿元）。

截止 20H1 公司线下合作的商业公司、直供客户和区域经销商分别为 56、556 和 13 家，线下直营店则已由 2017 年的 160 家缩减至 1 家，院边专柜数量约 500 家，覆盖 10 万家药房（院边店+连锁药房）、未来仍有 50 万家药店拓展空间。

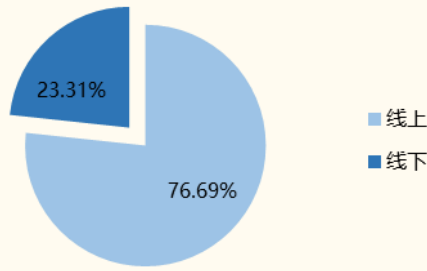
线上布局天猫、淘宝、阿里大健康、京东、唯品会、微信、抖音等平台。2019 年阿里系、微信、唯品会、京东占线上营收比重分别为 53%、17%、14%、8%。

图表 4：公司销售模式

销售模式	2019 年营收占比	销售模式	2019 年营收占比	销售类型	销售模式介绍	主要平台/客户
线上	77%	自营	56%	线上推广自营模式	主要通过在大中型 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
				线上线下相结合的自营模式	主要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
		分销	18%	大型 B2C 平台分销模式	公司与大型 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	唯品会、京东、天猫超市等
			3%	线上经销商分销模式	公司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	天猫等
线下	23%	自营	0.12%	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	线下直营店
		分销	11%	商业公司	由商业公司负责将产品销售给药店、诊所等终端网点，再由终端网点向消费者销售产品。	九州通、国药控股、广西柳州医药等
			10%	直供客户	由连锁药店、诊所等直供客户直接向终端消费者销售产品	健之佳、老百姓大药房、一心堂等
			2%	区域经销商	由区域经销商负责在协议约定区域内进行相关产品推广并向消费者销售产品	宇潮医疗器械、黛沫美容、达尔生物科技等

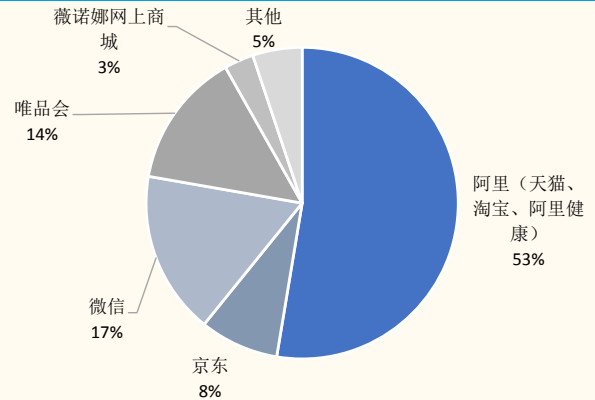
来源：公司公告、国金证券研究所

图表 5：2019 年公司不同销售模式占销售收入比



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 6：2019 年公司线上分不同电商平台收入占比



来源：公司公告，国金证券研究所

1.3、股权：股权集中，发行 6360 万新股、员工参与配售激励足

公司前身贝泰妮有限公司于 2010 年 5 月 13 日设立，诺娜科技、红杉聚业等于 2017 年 12 月出资变更方式设立股份公司。

3 月 25 日公开发行新股 6360 万股，其中战略配售 636 万股，战略配售对象为 95 名公司高管、核心员工参与设立的鼎信 8 号资管计划（限售一年），该计划持有公司股份 1.5%。

本次发行后，公司控股股东为诺娜科技、持有公司 46% 股份；公司实际控制人为董事长郭振宇和其子 KEVIN GUO，两人通过诺娜科技和哈祈生合计持有公司 48.68% 的股权、股权集中。此外，公司第二大股东为红杉聚业，红杉聚业及其基金管理人为红杉资本。

图表 7：公司股权结构

类别	股东名称	本次发行后		可上市交易日期 (非交易日递延)
		持股数量 (百万股)	持股比例	
首次公开发行前已发行股份	诺娜科技	195	46.08%	2024 年 3 月 25 日
	红杉聚业	91	21.58%	2022 年 3 月 25 日
	臻丽咨询	37	8.81%	2022 年 3 月 25 日
	重楼投资	25	5.91%	2022 年 3 月 25 日
	哈祈生	11	2.60%	2024 年 3 月 25 日
	小计	360	84.99%	-
首次公开发行战略配售股份	鼎信 8 号资管计划	6	1.50%	2022 年 3 月 25 日
	小计	6	1.50%	-
首次公开发行网上、网下发行股份	网下发行股份	31	7.43%	2021 年 3 月 25 日
		4	0.83%	2021 年 9 月 25 日
	网上发行股份	22	5.25%	2021 年 3 月 25 日
	小计	57	13.51%	-
合计		424	100.00%	-

来源：公司公告、国金证券研究所

图表 8：公司首发股战略配售资管计划员工参与情况

序号	姓名	职务	是否为上市公司高级管理人员或核心员工	实际缴款金额 (万元)	资管计划参与比例
1	GUO ZHENYU (郭振宇)	董事长/总经理	高级管理人员	3,000	8.24%
2	董俊姿	董事/副总经理	高级管理人员	3,800	10.44%
3	高绍阳	董事/副总经理	高级管理人员	3,000	8.24%
4	马骁	董事/副总经理	高级管理人员	3,000	8.24%
5	王龙	财务总监/董事会秘书	高级管理人员	2,500	6.87%
6	其他公司核心员工	他公司核心员工		21,100	57.97%

来源：公司公告、国金证券研究所

注：详细名单请见文末附录

本次发行股份 6360 万股、发行价格 47.33 元/股，扣除发行费用后募集净额 28.84 亿元，主要投向“中央工厂新基地建设项目”、“营销渠道及品牌建设”、“信息系统升级项目”和“补充营运资金”。

图表 9：募投项目分析

序号	募集资金投向	项目介绍	项目实施周期	预计使用募集资金投资金额 (万元)	占比 (%)
1	中央工厂新基地建设项目	项目建设完成并全部达产后，每年将新增产能 4,500 万支 (万盒)	3	4.38	28.57%
2	营销渠道及品牌建设	品牌推广、线上及线下渠道推广	3	6.91	45.04%
3	信息系统升级项目	信息化系统及 IT 基础架构建设	3	1.05	6.85%
4	补充营运资金	-	-	3.00	19.55%
	合计	-	-	15.35	100.00%

来源：公司公告、国金证券研究所

2、行业情况：处成长期、未来仍有渗透及挖掘空间

2.1、概况：主打安全有效，行业景气成长

2.1.1、概念：功效性护肤品主打成分安全、有效，渗透率不断提升

■ 功效性护肤品安全有效

功效性护肤品是指针对问题肌肤、具有特殊用途的护肤品，对皮肤有特定的护理作用，例如美白、祛斑、抗皱、抗衰老、舒缓等功效。其与传统普通护肤品的区别主要在于成分多为临床试验认证安全、无毒副作用的植物提取成分或人体小分子蛋白，而传统普通化妆品成分多为精细化工原料，作用机理多为物理（剥离摩擦）、化学（腐蚀遮盖）等修饰作用、无法从根本上解决皮肤问题，甚至为了提升产品的功效、有可能添加对皮肤有害的化学成分。

功效性护肤品发展于上世纪 70 年代后。当时随着生命科学的发展，肌肤问题的成因逐步得到认识，化学界、生物界不断开发各种功效型原料，逐步出现了功效性护肤品。

图表 10：功效性护肤品特征

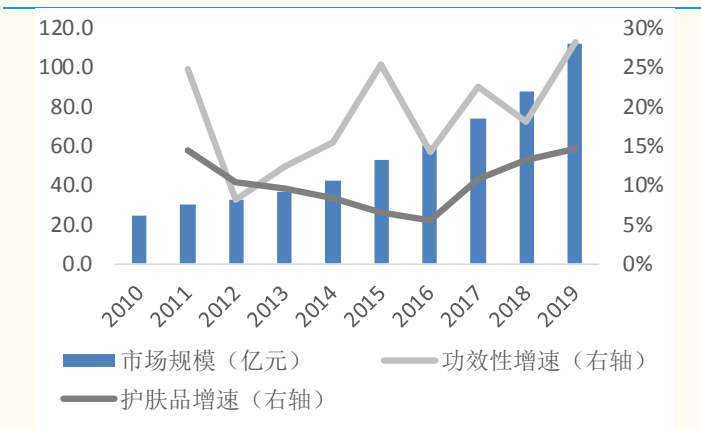
功效明确	临床验证	配方精简	温和不刺激
<ul style="list-style-type: none"> 所有有效成分都经过实验室和临床试验 	<ul style="list-style-type: none"> 通过人体试验，验证产品的临床功效和安全性 	<ul style="list-style-type: none"> 无添加香精/色素/酒精/激素/重金属/防腐剂等 	<ul style="list-style-type: none"> 产品刺激性小、过敏反应发生率更低

来源：国金证券研究所

■ 我国功效性护肤品为护肤品领域景气细分方向之一，渗透率不断提升

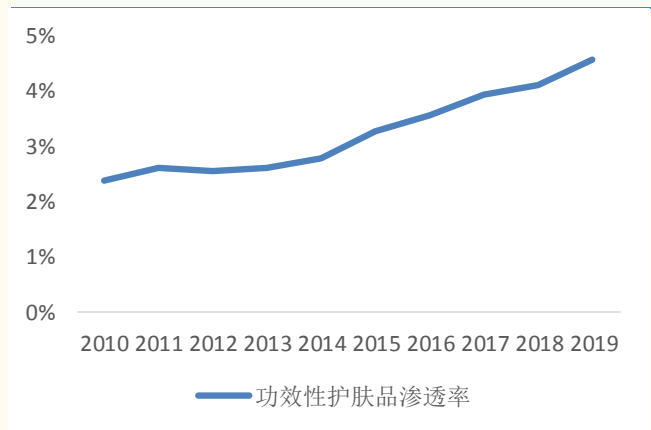
近十年我国功效性护肤品快速发展，2019 年我国功效性护肤品市场规模为 112.2 亿元，2014~2019 年均复合增速为 21.59%，较同期护肤品行业总体年均复合增速 10.11% 更高。功效性护肤品持续渗透，2019 年占护肤品行业总体比重为 4.59%、较 2010 年的 2.39% 提升。

图表 11：我国功效性护肤品市场规模及同比增速



来源：Euromonitor、国金证券研究所

图表 12：我国功效性护肤品市场规模占护肤品比重



来源：Euromonitor、国金证券研究所

2.1.2、用户画像：多因素诱发肌肤敏感，以年轻人群为主

■ 敏感肌护理为功效性护肤品的功效之一

肌肤的问题包括痤疮（黑头、痘痘等）、敏感、皮肤老化、色素沉着，从而催生了功效性护肤品的几大功效，如祛痘/痘印、修复肌肤敏感、抗衰、美白/祛斑等。

其中，敏感肌是指皮肤受到物理、化学、精神等刺激时皮肤容易出现灼热、刺痛、瘙痒肌紧绷感、伴有红斑、毛细血管扩张等症状。据《中国敏感性皮肤整治专家共识》，我国女性约有 36.1% 为敏感肌。

图表 13：肌肤的肤质与常见皮肤问题



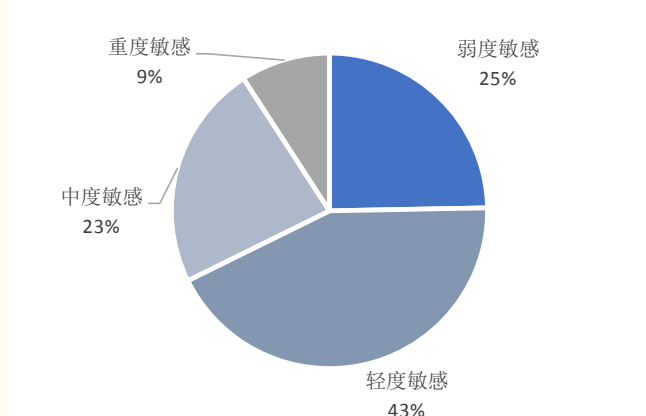
来源：Euromonitor、国金证券研究所

注：1) 不同的皮肤类型均会发生一种或多种的皮肤问题；2) 据 Euromonitor，2019 年我国痤疮面部护肤品市场规模为 10.32 亿元、抗衰老为 575.29 亿元，面部敏感肌护肤品为 91.21 亿元（由于功效性护肤品主要针对敏感肌，此处的敏感肌市场规模实际为功效性面部护肤品）。

■ 敏感肌人群画像：年轻、爱美的一线及新一线城市重度彩妆消费者

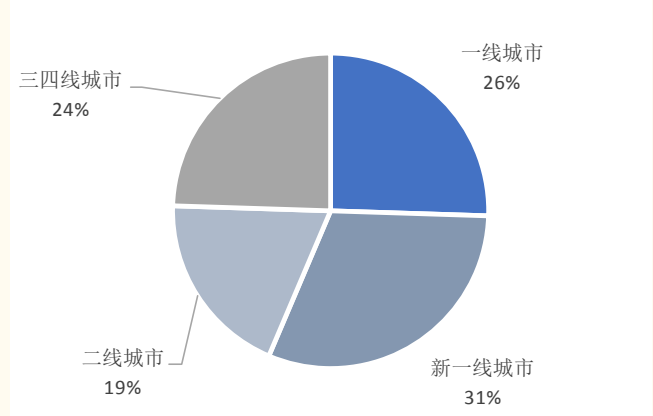
敏感肌人群以弱度、轻度敏感为主，占比近 7 成。据艾瑞咨询，弱度、轻度、中度、重度敏感肌占敏感肌总人群比重分别为 24.70%、43.00%、23.15%、9.15%，主要集中在一线及新一线城市、占比为 56.41%。

图表 14：2020 年我国敏感肌分不同程度人数占比



来源：艾瑞咨询、国金证券研究所

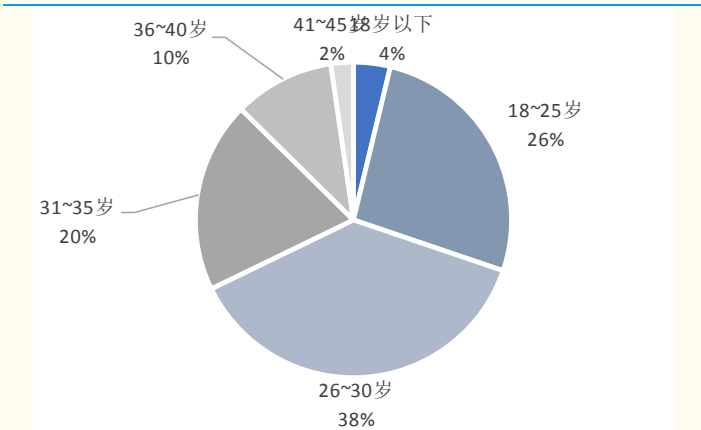
图表 15：2020 年我国敏感肌分不同城市人数占比



来源：艾瑞咨询、国金证券研究所

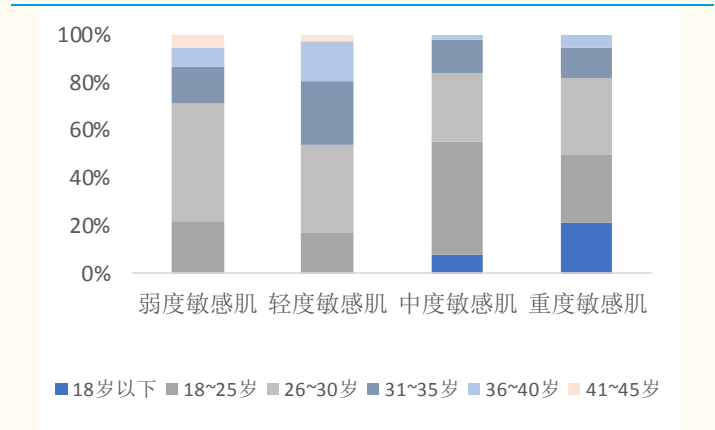
敏感肌以 18~35 岁的年轻群体为主（占比 83.68%），其中弱度、轻度敏感肌以 85 后、90 后为主，中度、重度等敏感肌出现年轻化趋势、18 岁以下的人群出现中度、重度敏感，而在弱度、轻度敏感肌中尚无 18 岁以下人群。

图表 16：敏感肌人群分年龄占比



来源：艾瑞咨询、国金证券研究所

图表 17：不同敏感肌类型分年龄占比

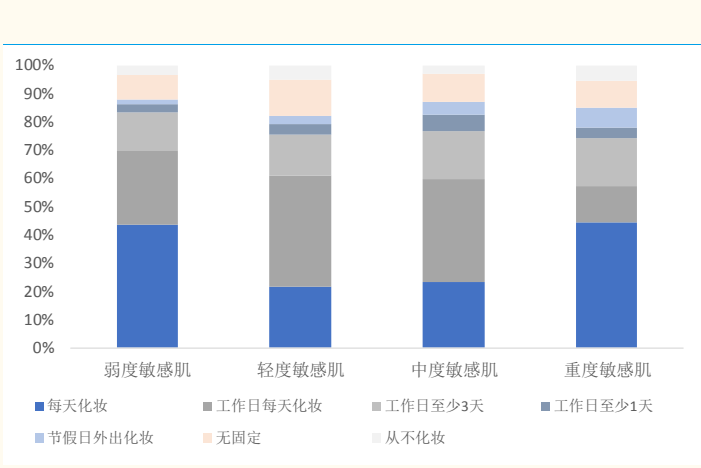


来源：艾瑞咨询、国金证券研究所

敏感肌主要为重度彩妆消费者，超 60% 的敏感肌人群每天/每个工作日化妆，不化妆的占比不超过 5%。

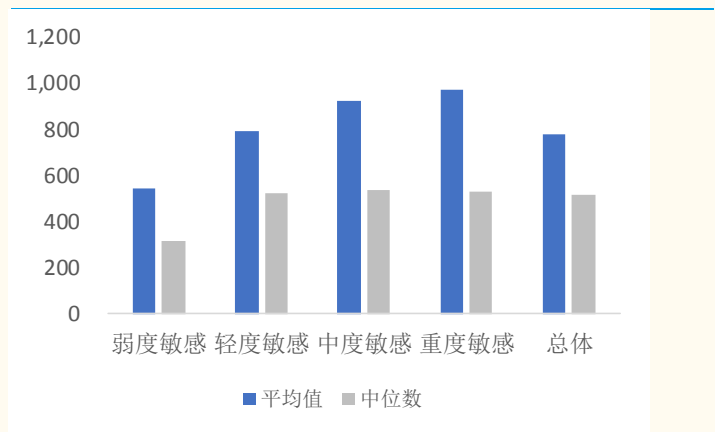
敏感肌护肤品消费支出意愿高，月均抗敏护肤品消费意愿支出为 777 元，其中弱度、轻度、中度、重度敏感肌意愿支出为 543、792、923、973 元。

图表 18：不同程度敏感肌人群化妆频率



来源：艾瑞咨询、国金证券研究所

图表 19：敏感肌人群每月愿意投入抗敏感护肤品花费(元)



来源：艾瑞咨询、国金证券研究所

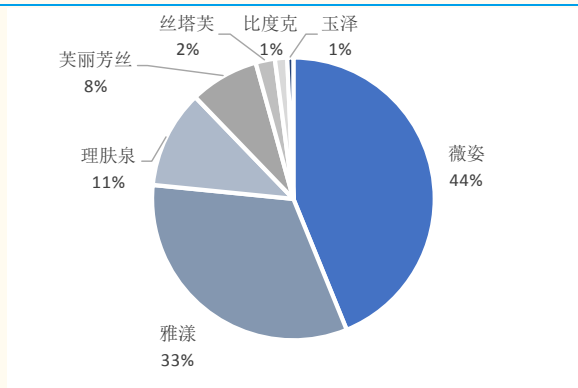
2.2、格局：本土及海外小众品牌成长、集中度下降

不同于护肤品行业总体市场，我国功效性护肤品的品牌数量更少、集中度更高。2010 年我国功效性护肤品合计品牌数量为 9 家，2019 年增至 16 家。

2010 年行业主要由薇姿、雅漾、理肤泉等老牌国际敏感肌护肤品牌占据，CR3 市占率为 87.7%，至 2019 年下降为 47.5%。

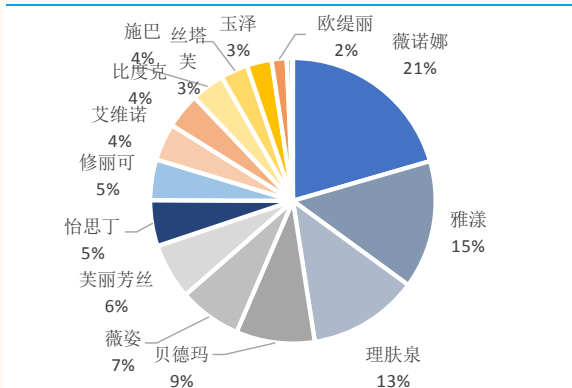
近年本土品牌薇诺娜、玉泽、比度克等本土品牌以及贝德玛、怡思丁、艾维诺、丝塔芙、欧缇丽等海外小众品牌市占率不断提升。

图表 20：2010 年我国功效性护肤品牌市占率



来源：Euromonitor、国金证券研究所

图表 21：2019 年我国功效性护肤品牌市占率



来源：Euromonitor、国金证券研究所

上述品牌市占率的提升，一方面为把握住了行业的红利期，另一方面品牌的独特定位、在消费者心中占领心智。如薇诺娜、玉泽等拥有专业皮肤科医学研发背景，获得国内皮肤学医生推荐，同时通过微博、微信、小红书等新媒体及网红达人的宣传、提高品牌传播力度，提升品牌知名度；贝德玛通过温和卸妆水、怡思丁通过温和防晒、修丽可通过高端色修精华、艾维诺和丝塔芙等通过温和婴儿护肤产品、欧缦丽通过葡萄籽喷雾等切入细分市场，建立起温和护肤的品牌形象。

图表 22：2019 年我国功效性护肤品前十大品牌市占率及产品简介

品牌	市占率 (%)	产品系列 (按系列热销排序)	热销单品 (天猫旗舰店月销量)
薇诺娜	20.50	舒敏系列、极润系列、控油系列、防晒系列、净痘系列、喷雾系列、喷雾系列、透明质酸系列、紧致系列、柔彩系列、水杨酸系列、淡斑系列、冻干粉系列	薇诺娜舒敏保湿特护霜 (8~12 万)、薇诺娜柔润保湿霜 (8 万+)、薇诺娜敏感肌舒敏修护面膜 (5 万+)
雅漾	14.50	明星喷雾、特殊护理系列、面霜系列、卸妆清洁系列、爽肤水系列、精华系列、修复系列、身体护理系列、防晒隔离系列、彩妆系列、婴儿护理系列	雅漾舒泉调理喷雾 (5 万+)、雅漾舒缓保湿面膜 (2 万+)
理肤泉	12.50	B5 修复系列、清痘净肤系列、舒缓喷雾、特安舒护系列、防晒隔离系列、温泉活化系列、抗皱紧致系列、孕产护肤系列、男士护肤系列	理肤泉 B5 修护面霜 (2~3 万)、理肤泉 B5 多效保湿修复面膜 (2 万+)、理肤泉舒缓喷雾 (2 万+)
贝德玛	8.90	舒颜修护系列、净颜控油系列、润颜水润系列、皙颜防晒系列、赋颜滋润系列	贝德玛卸妆水 (5~9 万)
薇姿	7.10	修护系列、卓效抗老系列	薇姿蓝水 (1 万)
美丽芳丝	6.30	保湿修护系列、滋肤紧致系列、控油修护系列、纯白凝皙系列、沁润舒缓系列、底妆系列	美丽芳丝净润洗面霜 (13 万~20 万+)、美丽芳丝保湿修护水乳套装 (2 万)
怡思丁	5.20	防晒系列、鲜活安瓶系列、卸妆特护、母婴护理	怡思丁防水隔离防晒霜 (2~5 万)
修丽可	4.60	舒缓敏感系列、嫩白淡斑系列、补水保湿系列、抗氧化系列	修丽可色修精华 (2 万+)、修丽可紫米精华 (1 万+)
艾维诺	4.20	婴儿沐浴露系列、婴儿润肤乳系列、成人沐浴露系列、成人润肤乳系列	艾维诺婴儿倍护身体乳 (2 万+)、艾维诺每日倍护洗发沐浴露 (2 万)
比度克	4.00	油痘肌系列、油光/毛孔管理系列、细肤淡印系列、敏感肌安心系列、冰川保湿系列	比度克祛痘膏 (2 千)、比度克洗面奶 (1 千)
施巴	3.80	宝贝洗护系列、秀发护理系列、日常洁肤系列、净颜系列、滋润系列	施巴婴儿护面霜 (6 千+)、施巴婴儿泡泡沐浴露 (4 千+)
丝塔芙	3.10	经典温和系列、净颜控油系列、营润修护系列、防晒系列	丝塔芙舒润保湿霜 (1~5 万)、
玉泽	2.80	屏障修护系列、清痘调护系列、臻安润泽系列、舒缓修护系列	玉泽皮肤屏障修护调理乳 (13 万)、玉泽屏障修护保湿霜 (4 万+)、玉泽积雪草修护安心面膜 (3 万)

来源：品牌天猫旗舰店、国金证券研究所

2.3、空间：功效性护肤品仍待渗透，功效性防晒/婴童护肤品待开发

2.3.1、功效性护肤品：消费意愿释放/人数增多/功效拓展等打开空间

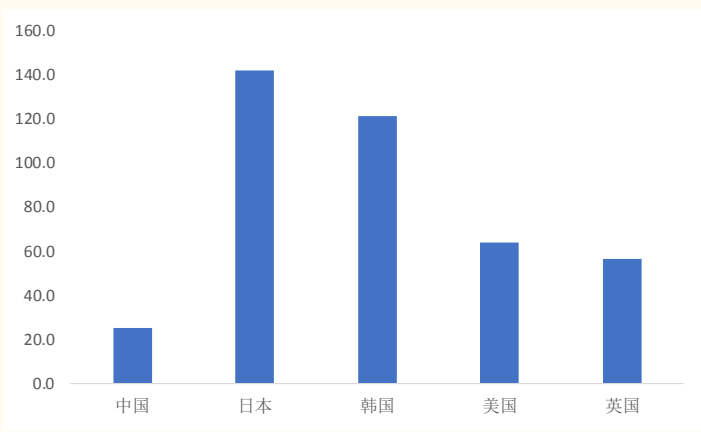
功效性护肤品行业未来仍将保持快速发展，一方面为护肤品行业总体的成长，另一方面为注重功效的消费趋势下，我国功效性护肤品占护肤品行业的比重提升。

■ 敏感肌人群功效性护肤品消费意愿高，需求仍待满足

对比发达国家，我国护肤品人均消费额水平还较低，2019年我国护肤品人均消费金额为25.4美元、发达国家是我国的2~6倍。未来随着我国经济发展、消费继续升级，我国护肤品行业仍将保持快速发展。

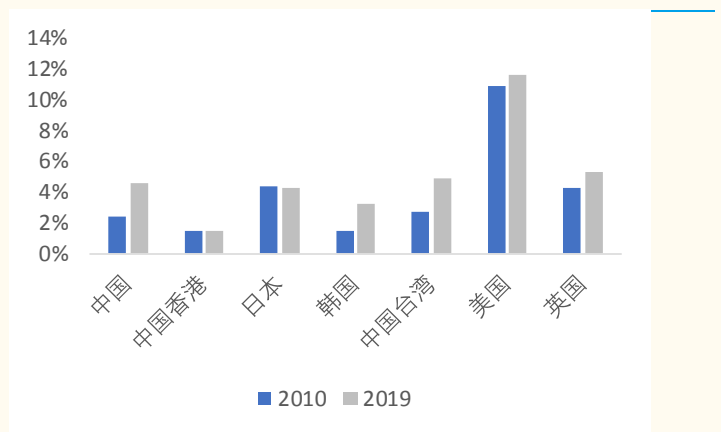
2019年我国功效性护肤品占护肤品的比重为5%，高于日本（4%）、韩国（3%），低于美国（12%），与英国（5%）相当。虽然从静态看，我国功效性护肤品相对护肤品的渗透水平较高，但从动态角度看，多数国家功效性护肤品渗透水平在过去十年在不断提升，主要为护肤理念变化、技术水平的提升（安全有效的成分不断增多）、倡导科学护肤的网红达人等的推波助澜，其中中国、中国台湾、韩国等地区渗透率提升幅度最为显著，2019年较2010年均提升2PCT。

图表 23：2019 年不同国家护肤品人均消费金额（美元）



来源：Euromonitor、国金证券研究所

图表 24：2010、2019 年不同国家功效性护肤品占护肤品市场比重



来源：Euromonitor、国金证券研究所

以功效性护肤品功效之一——敏感肌护理为例，该部分人群的消费潜力尚未完全释放。据艾瑞咨询，敏感肌主要人群为18~35岁，据国家统计局，2019年我国20~35岁女性人口占总人口比例为10.53%，而我国敏感肌女性发病率为35%，预计我国敏感肌女性人口数量为5160万人，参考艾瑞咨询不同程度敏感肌人群占比及护肤品消费意愿支出，经测算2019年我国敏感肌女性在护肤品的消费支出意愿为401亿元（见下表所示），占2019年我国护肤品总规模的比重为16.41%，高于当前功效性护肤品占护肤品比重（5%），显示当前仍有部分敏感肌人群尚未选择功效性护肤品，因此我们认为功效性护肤品占护肤品比重将继续提升。

图表 25：我国敏感肌人群对功效性护肤品消费意愿支出测算

项目	弱度敏感肌	轻度敏感肌	中度敏感肌	重度敏感肌	合计
不同程度的敏感肌人数占比	24.70%	43.00%	23.15%	9.15%	100%
不同程度敏感肌数量 (万人)	1274.49	2218.75	1194.51	472.13	5159.88
不同程度敏感肌消费意愿支出	542.75	792.20	922.70	973.3	-
市场规模 (亿元)	69.17	175.77	110.22	45.95	401.11

来源：艾瑞咨询、国家统计局、国金证券研究所

注：假设不同年龄段女性的敏感肌发病率、不同程度的敏感肌发病率均为35%，男性与女性不同程度的敏感肌人数分布结构相同。

■ 敏感肌人群数量增长

落实到具体成长路径，当前功效性护肤品人群以 90 后、95 后、00 后等年轻客群为主，未来新年轻人口的加入，将增大功效性护肤品的客户群体。经测算，未来客群数量的增加预计贡献行业单个位数的增长。

图表 26：未来我国功效性护肤品主力目标消费人口数量测算

年份	人口数量 (亿人)	年份	适龄女性数量年均增长率
2019 年 20~35 岁女性	1.47	-	-
2024 年 20~40 岁女性	1.80	2019~2024	4.11%
2029 年 20~45 岁女性	2.15	2024~2029	3.62%
2034 年 20~50 岁女性	2.51	2029~2034	3.13%

来源：国家统计局、国金证券研究所

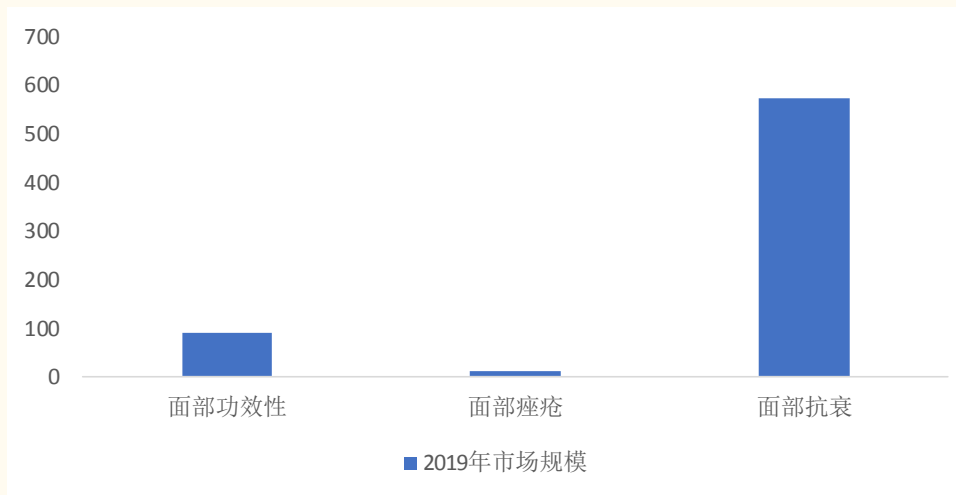
注：2019 年我国功效性护肤品主要客群为 20~35 岁女性，5 年后、即 2024 年我国功效性护肤品主要客群将新增 2019 年年龄为 15~19 岁的女性（在不考虑死亡率的情况下），以此类推。

■ 功效拓展打开行业成长空间

上述测算只考虑了针对敏感肌修复的功效性护肤品，但实际上，敏感肌只是肌肤问题的一种，功效性护肤品的安全、有效性还可以针对其他肌肤问题，例如温和祛痘、温和抗衰、温和美白/祛斑等，均可以成为未来功效性护肤品的拓展方向。

据 Euromonitor，2019 年我国面部痤疮、面部抗衰的市场规模分别为 10.32、575.29 亿元，同期我国面部功效性护肤品的市场规模为 91.21 亿元，其中以敏感肌的修复、保湿等产品为主。

图表 27：2019 年我国面部功效性、痤疮、抗衰护肤品市场规模（亿元）

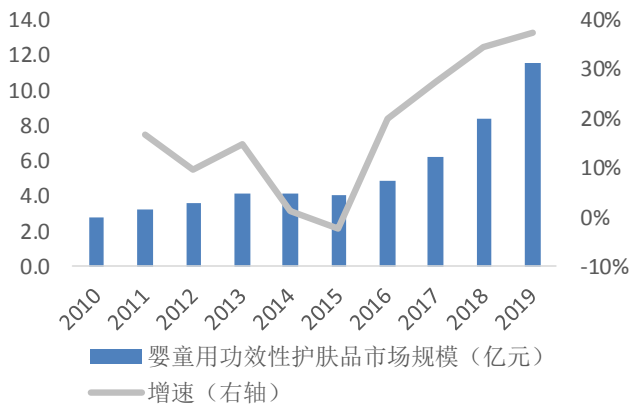


来源：Euromonitor、国金证券研究所

2.3.2、功效性防晒/婴童用品：成长赛道，品牌数量少

功效性成分除了应用在护肤品外，还可以应用于婴童产品及防晒产品等细分领域，近年亦呈现快速增长。2019 年婴童用功效性护肤品及防晒类功效性护肤品市场规模分别为 11.58 亿元、10.64 亿元，并且近年保持快速增长，2010~2019 年其市场规模年均复合增速分别为 33.19%、61.39%。

图表 28：我国婴童用功效性护肤品市场规模及同比增速



来源：Euromonitor、国金证券研究所

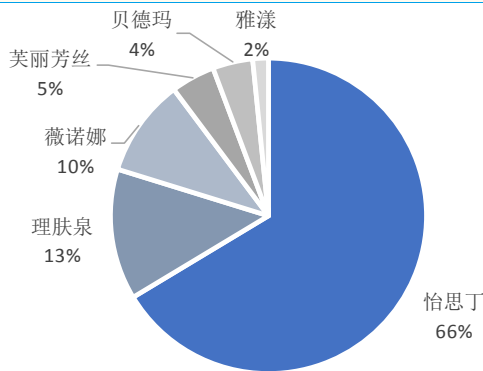
图表 29：我国防晒类功效性护肤品市场规模及同比增速



来源：Euromonitor、国金证券研究所

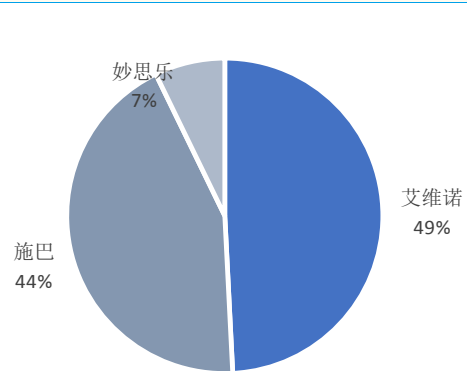
该类细分赛道成长性高，但同时品牌数量相对较少，新品牌有望分享行业红利，获得快速增长。

图表 30：我国婴童用功效性护肤品行业品牌市占率



来源：Euromonitor、国金证券研究所

图表 31：我国防晒类功效性护肤品行业品牌市占率



来源：Euromonitor、国金证券研究所

3、公司亮点：品牌运营能力强、业绩快速增长

3.1、产品：药学研发背景奠定产品力，打造明星产品

公司以“打造中国皮肤健康生态”为使命，深入洞察消费者需求，以皮肤学理论为基础，结合生物学、植物学等多学科技术，持续进行产品研发和技术创新，不断向消费者提供符合不同皮肤特性需求的专业型化妆品。

■ 研发：公司人均研发投入高，研发团队具有滇红药业背景

观察海外成熟市场主要的功效性护肤品牌均具有医学背景或是所属集团具有较强的科研背书。如多年蝉联日本功效性护肤品市占率第一的城野医生创始人作为医学博士，韩国功效性护肤品第一品牌 CNP 为配方最初由朴秉德博士为其肌肤敏感的儿子开发。

图表 32：日本、韩国、美国等国家功效性护肤品行业主要品牌研发背景

品牌	19 年市占率 (%)	品牌创立年份	所属公司	自建/收购	产品定位	医学背景
日本						
城野医生	31.1	1999	强生	2019 收购	针对肌肤受损问题研发，为日本化妆品中的“Medical Cosmetics (药妆)”领域的先驱之一。	创始人城野亲德为庆应医塾大学医学博士
珂润	27.1	1999	花王	自建	针对干燥性敏感肌。	花王皮肤科学研究室于 1985 年发现神经酰胺 (Ceramide) 作用并发表学术论文，1987 年成功开发珂润核心成分润浸保湿神经酰胺 (Ceramide)
d program	13.9	1997	资生堂	自建	针对易受损问题肌 (由季节、压力、生活环境变化等引起的肌肤敏感问题)。	资生堂于 1871 年开设日本第一个西式药房，在 1970s 前就已协同众多皮肤学科专家研究易受损问题肌，1971 年研发首款针对性产品 Evenese，核心成分 BH 酶获得 2010 年“第 26 届 IFSCC (国际化妆品技术者会联盟)”基础部门-最优秀赏
雅漾	13.1	1990	皮尔法伯	1875 收购	敏感肌肤护理专家	1736 年雅漾泉水理疗作用被发现，皮尔法伯接手后订制了全面的科学研究计划，2010 年开发的无菌仓专利 (无菌包装技术) 实现了将不含防腐剂的产品长时间保持在大容量的包装中，并保持纯净无菌
高伦雅芙	12.1	1995	雀巢	2016 收购	专业祛痘、抑痘	创始人 Katie Rodan 和 Kathy A. Fields 为皮肤科医生 (毕业于斯坦福医学院)，于 80 年代开发，1995 年开始由 Guthy-Renker 运营
Arouge	2.2	-	葛兰素史克	收购	专为易产生肌肤问题的敏感肌、干燥肌、不安定肌而研制的低刺激、无添加化妆品	品牌为日本制药公司全药工业研发、创立
韩国						
CNP	12.1	2000	爱敬集团	自建	针对敏感肌	产品配方最初由 Dr. Raymond Park (朴秉德) 为其肌肤敏感的儿子开发；品牌拥有 Multi-Lamellar Emulsion 多层薄膜乳化物技术 (用于改善肌肤屏障)
爱多康	12.1	2000	葛兰素史克	自建	针对干燥敏感、受损肌肤的屏障修护	由集团旗下有着 165 年皮肤科研究经验的施泰福实验室 Stiefel laboratory 出品
霏丝佳	10.0	1945	强生	收购	天然护肤、平衡舒缓	由美国发明家和慈善家 Musher 兄弟创立，后与全美第一私人诊所 Mayo 梅奥诊所合作，核心成分为燕麦提取物
艾惟诺	9.1	1743 (雅漾泉水) 1990 (雅漾品牌)	皮尔法伯	1875 收购	敏感肌肤护理专家	1736 年雅漾泉水理疗作用被发现，皮尔法伯接手后订制了全面的科学研究计划，2010 年开发的无菌仓专利 (无菌包装技术) 实现了将不含防腐剂的产品长时间保持在大容量的包装中，并保持纯净无菌
雅漾	8.2	1882	拜尔斯道夫	收购	健康焕肤	最初创立于德国汉堡一家药房，由德国皮肤科专家 Lifschütz 博士创始，研发出新型霜剂寄出配方奠定品牌基础
美国						
艾惟诺	20.7	1945	强生	收购	天然护肤、平衡舒缓	由美国发明家和慈善家 Musher 兄弟创立，后与全美第一私人诊所 Mayo 梅奥诊所合作，核心成分为燕麦提取物
高伦雅芙	20.3	1995	雀巢	2016 收购	专业祛痘、抑痘	创始人 Katie Rodan 和 Kathy A. Fields 为皮肤科医生 (毕业于斯坦福医学院)，于 80 年代开发，1995 年开始

品牌	19年市占率(%)	品牌创立年份	所属公司	自建/收购	产品定位	医学背景
丝塔芙	13.1	1947	高德美	自建	塑造健康肌肤，每日温和护肤的理念	由 Guthy-Renker 运营 最初由美国德克萨斯州的一位药剂师在发现了一种简单、有效的温和洁肤配方，并就此成功研制出第一款丝塔芙产品——丝塔芙洁面乳，核心成分鲸蜡醇
适乐肤	10.2	2005	欧莱雅	自建	针对屏障受损肌肤	由皮肤科医生开发，使用多泡囊乳化传输（MVE）专利技术配置，核心成分为三种神经酰胺（1, 3 和 6-II）的特殊混合物
优色林	5.5	1882	拜尔斯道夫	收购	健康焕肤	最初创立于德国汉堡一家药房，由德国皮肤科专家 Lifschütz 博士创始，研发出新型霜剂寄出配方奠定品牌基础
Gold Bond	5.3	1908	Sanofi	1996 收购	针对干燥、湿疹等肌肤问题	1882 年，来自 Rhode Island State Medical Association 的医生们开发了最初的产品配方；1908 年，Guilford 购得配方创立品牌

来源：品牌官网、Euromonitor、国金证券研究所

贝泰妮研发团队曾任职于滇虹药业，传承滇虹药业优秀的研发实力。滇虹药业为国内知名制药公司，拥有“滇虹”、“康王”、“彼康王”等品牌及与之相关的四百余项注册商标并主要生产销售“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。

图表 33：公司部分董事、监事、高级管理人员、其他核心人员中曾在滇虹药业任职的情况

姓名	曾在滇虹药业任职情况	从滇虹药业离职的时间	加入贝泰妮时间	在贝泰妮任职情况	在贝泰妮的工作内容	加入贝泰妮的理由
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	董事长、总经理	公司经营管理	整体出售滇虹药业后寻求新的个人事业重心
高绍阳	薇诺娜项目总监	2012 年 8 月	2012 年 8 月	董事、副总经理	公司经营管理	个人职业规划
董俊姿	人力资源总监兼总裁办主任	2011 年 5 月	2012 年 10 月	董事、副总经理	负责线上销售业务	个人职业规划
马骁	研发主管、研发经理	2013 年 1 月	2013 年 1 月	董事、副总经理	负责研发与供应链	个人职业规划
余仕汝	副总经理	2015 年 6 月	2015 年 7 月	中央工厂厂长、监事	负责生产工作	个人职业规划
杨祖荣	行政部经理	2016 年 12 月	2017 年 1 月	总经办主任、职工代表监事	负责总经办办公会议、法务等工作	个人职业规划
王飞飞	上海滇虹研发总监	2014 年 12 月	2014 年 12 月	研发总监	负责研发工作	个人职业规划

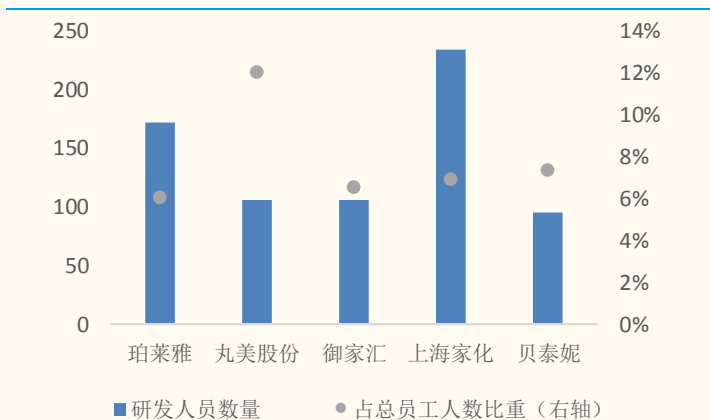
来源：公司招股书、国金证券研究所

公司目前的研发团队汇集了药物制剂、药物分析、中药学、生物制药、药理学、生物工程、高分子化学、精细化工、设计等不同学科的各类专业人才，使公司在配方开发、植物提取研究、产品开发和评估技术、包装设计等方面处于行业领先地位。公司研发团队能不断产生独具特色的研发创意，并将研发创意转化为技术成果。

截止 20H1 公司拥有境内有效专利 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。

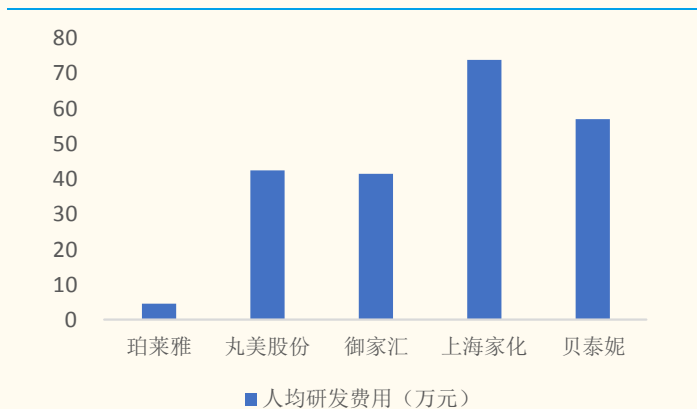
对比其他化妆品上市公司，公司研发人员数量并不占优，但人均研发费用处于同业较高水平，显示公司总体研发效率较高。

图表 34：2019 年化妆品上市公司研发人员数量及占总员工人数比重



来源：Wind、国金证券研究所

图表 35：2019 年化妆品上市公司人均研发费用 (万元)



来源：Wind、国金证券研究所

■ 产品：两大明星成分，有效针对敏感肌

经过多年的研发投入，公司已在植物基础研究、现代配方技术等方面处于国内领先地位，特别是在利用高原特色植物提取物有效成分制备和生产敏感肌肤护理产品方面具有较强的技术优势，并树立了针对敏感性肌肤产品的行业标杆。

薇诺娜明星产品舒敏保湿霜含有云南特有植物青刺果油及马齿苋提取物，分别具有修复肌肤屏障、舒缓敏感的功效。2020 年 11 月薇诺娜天猫旗舰店销售额同增 103.63%，明星产品舒敏保湿霜销量为 77 万瓶，2020 年在国际大牌纷纷大力促销、国产品牌竞争压力较大背景下，薇诺娜仍成为天猫双 11 美妆榜单唯一一个进入前十的品牌。

图表 36：历年天猫双 11 美妆销售额排行榜

品牌排名	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
1	雅诗兰黛	阿芙	百雀羚	百雀羚	百雀羚	百雀羚	兰蔻	欧莱雅	雅诗兰黛
2	御泥坊	美即	韩束	韩束	欧莱雅	自然堂	玉兰油	兰蔻	欧莱雅
3	阿芙	御泥坊	自然堂	自然堂	SK-II	兰蔻	欧莱雅	雅诗兰黛	兰蔻
4	牛尔	欧莱雅	玉兰油	玉兰油	一叶子	雅诗兰黛	雅诗兰黛	玉兰油	后
5	欧莱雅	牛尔	欧莱雅	欧莱雅	自然堂	SK-II	SK-II	SK-II	玉兰油
6	美即	百雀羚	阿芙	阿芙	雅诗兰黛	玉兰油	百雀羚	自然堂	SK-II
7	玉兰油	玉兰油	兰蔻	兰蔻	韩束	欧莱雅	自然堂	百雀羚	资生堂
8	相宜本草	膜法世家	御泥坊	御泥坊	佰草集	一叶子	HFP	后	雪花秀
9	膜法世家	雅诗兰黛	雅诗兰黛	雅诗兰黛	玉兰油	悦诗风吟	薇诺娜	完美日记	薇诺娜
10	兰芝	相宜本草	膜法世家	膜法世家	兰蔻	资生堂	悦诗风吟	薇诺娜	海蓝之谜

来源：亿邦动力网、国金证券研究所 注：加粗的为本土品牌

3.2、营销：敏感肌定位自带流量，专业形象深入人心

薇诺娜定位敏感肌修复，敏感肌自身具有较强的关注度、话题度。据百度搜索指数，敏感肌搜索热度持续上升。

图表 37：“敏感肌肤”报读搜索指数



来源：百度指数、国金证券研究所

公司产品力出色，经过了全国知名的 16 家顶级医院、54 家三甲医院临床验证以及 64 篇专业学术论文的验证，广泛获得医学界专家们的认可和推荐。

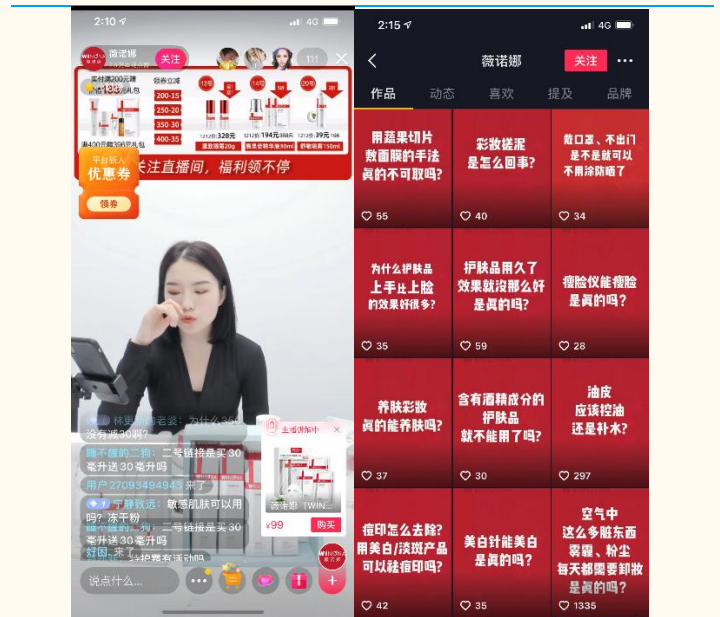
为了扩大品牌影响力，公司邀请专家不定期在微博直播进行义诊，增强品牌专业形象，同时广泛合作 KOL，如李佳琪、薇娅等头部网红以及骆王宇、叶小喵、潘雨润等知名化妆品 KOL。同时快速布局抖音等新兴短视频平台，并开通抖小店，全天 24 小时店铺自播卖货；上传专业的护肤品知识，吸引成分党。

图表 38：薇诺娜微博开展专家义诊



来源：薇诺娜官方微博、国金证券研究所

图表 39：薇诺娜抖音官方账号



来源：抖音 APP、国金证券研究所

3.3、渠道：线下多年培育壁垒深厚，线上高速增长、新兴渠道布局迅速

公司线下以院边店为主，广获医生口碑推荐。沉淀多年临床数据证明产品力、获得医生信赖，举办学术会议扩大学术影响力。目前公司已经覆盖线下 10 万家院边店，占据一定的先发优势。

公司线上以自营为主，2019 年线上收入中自营占比 72.44%，线上自主运营能力出色。2012 年设立了电商事业部，并开始积极拓展电商渠道，公司充分

利用互联网的高效性、主流电商平台汇集的巨大用户流量、灵活的新媒体营销手段，发挥公司在电商运营上的先发优势，凭借良好的产品质量，在消费升级、国货热潮的带动下，成功把握住化妆品行业快速增长的发展机遇。

线上渠道布局广泛，覆盖天猫、唯品会、京东等主流电商平台、以及微信小程序、抖音小店等新社交电商平台。

图表 40：公司线上自营店铺

平台	主营产品	店铺名称	网址链接
天猫	薇诺娜	薇诺娜官方旗舰店	https://winona.tmall.com/
	薇诺娜	薇诺娜贝泰妮专卖店	https://winonabtn.tmall.com/
	薇诺娜	薇诺娜速美专卖店	https://winonaqumei.tmall.com
	薇诺娜	薇诺娜宝贝母婴旗舰店	https://weiuonabaobei.tmall.com/
微信	薇诺娜	薇诺娜专柜服务平台	微信公众号
	薇诺娜	薇诺娜微信小程序	微信小程序
京东	薇诺娜	薇诺娜官方旗舰店	https://winona.jd.com/
薇诺娜网上商城	薇诺娜	薇诺娜网上商城	http://www.winona.cn/
小红书	薇诺娜	薇诺娜旗舰店	小红书
聚美优品	薇诺娜	薇诺娜聚美旗舰店	聚美优品
蘑菇街	薇诺娜	薇诺娜官方旗舰店	蘑菇街
考拉海购	薇诺娜	薇诺娜旗舰店	https://kmall.kaola.com/pc/819012451

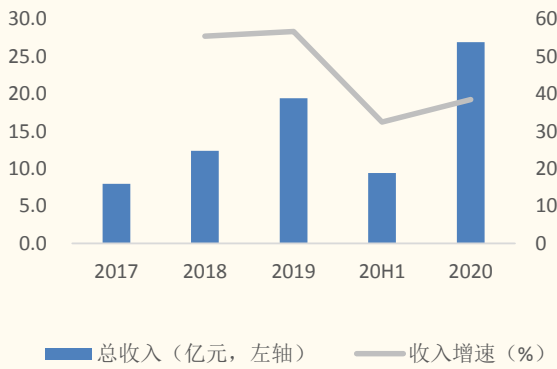
来源：公司招股书、国金证券研究所

3.4、财务：业绩快速增长、盈利水平优

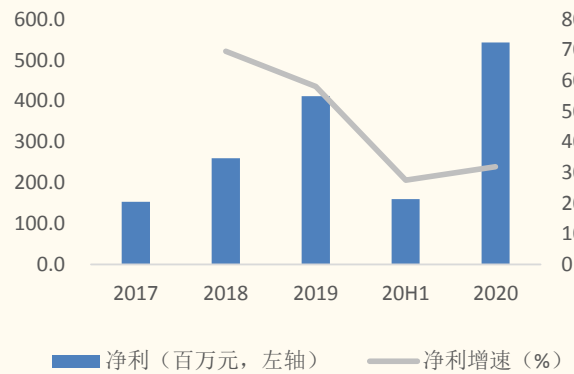
2018-2019 年公司收入和净利均维持 55%以上的高速增长，2020H1 受疫情影响，营收和净利分别同增 32.47%和 27.56%、有所放缓，下半年随着疫情缓解及“双 11”大促表现、业绩有所改善，20 年全年营收、净利分别同增 38.49%、31.94%。

21Q1 公司营业收入预计为 3.8~4.18 亿元，同增 19.30~31.23%；归母净利润 6400~7200 万元，同增 18.75~33.60%；扣非净利 6300~7100 万元，同增 31.99~48.75%。

图表 41: 公司营收及同比增速



图表 42: 公司净利及同比增速

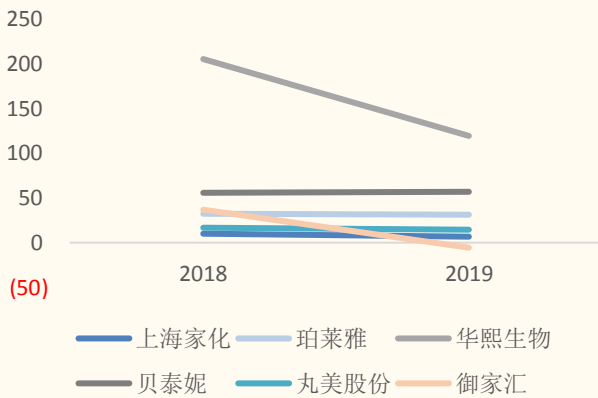


来源: Wind、国金证券研究所

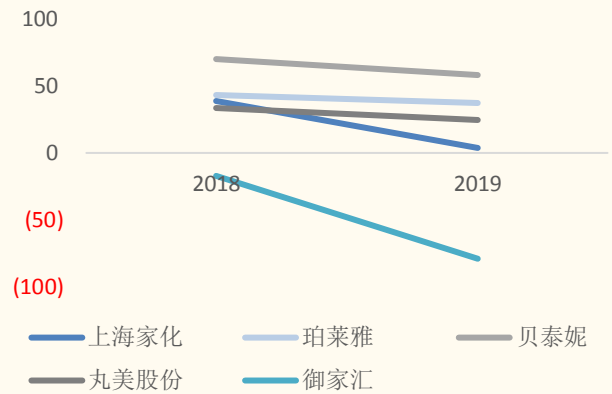
来源: Wind、国金证券研究所

对比成长性来看, 公司业绩成长性处于行业前列。公司收入增速高于同业, 净利增速处于护肤品行业领先地位。

图表 43: 化妆品上市公司营收增速 (%)



图表 44: 化妆品上市公司净利增速 (%)



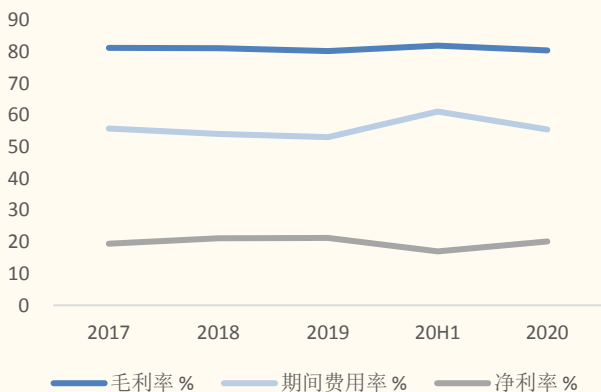
来源: Wind、国金证券研究所 注: 华熙生物为功能性护肤品营收数据

来源: Wind、国金证券研究所

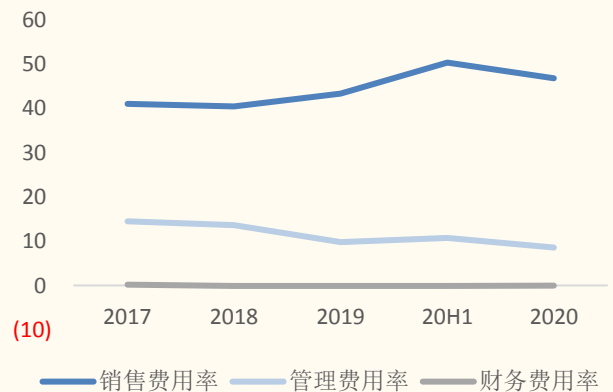
毛利率稳定在 80~82%、获客成本上升致销售费用率呈上升趋势, 管理费用率下降, 净利率维持在 20%左右。2017~2019 公司线上获客成本分别为 2334 万元、5708 万元、1.17 亿元, 线上获客费用率分别为 5.73%、8.46%、9.99%; 渠道广告费用占收入比分别为 17.18%、20.27%、34.20%。

对比同业, 公司毛利率、净利率等盈利指标处于较高水平。

图表 45: 公司毛利率、期间费用率、净利率



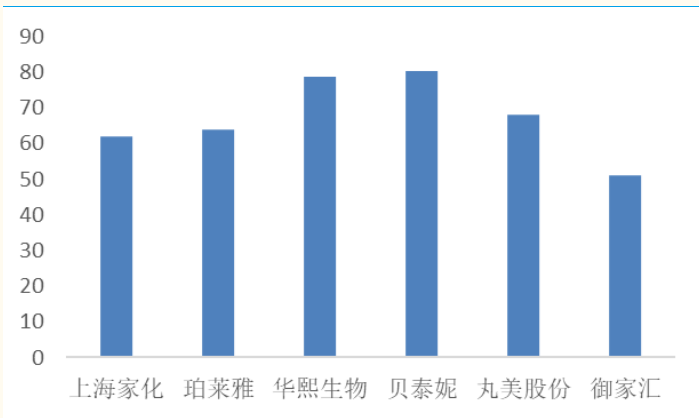
图表 46: 公司三项费用率



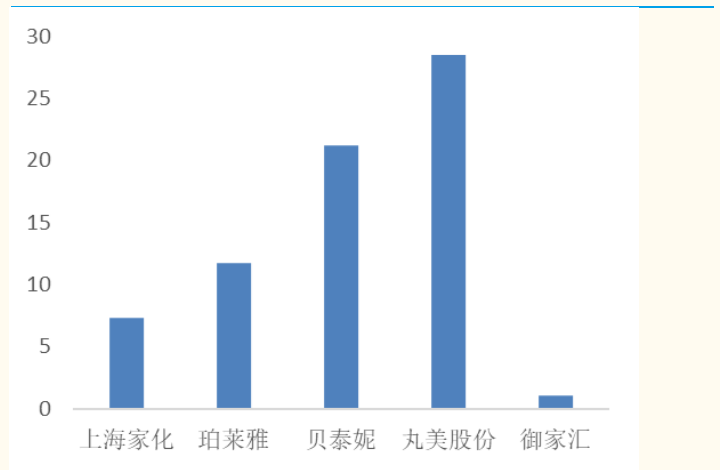
来源: Wind、国金证券研究所

来源: Wind、国金证券研究所

图表 47：2019 年化妆品公司毛利率对比



图表 48：2019 年化妆品公司净利率对比



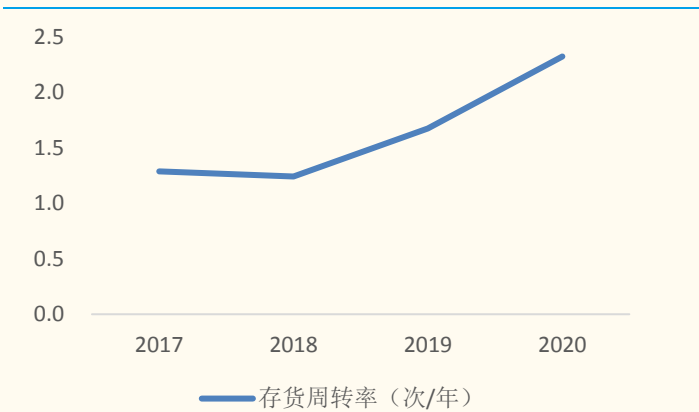
来源：Wind、国金证券研究所 注：华熙生物为功能性护肤品毛利率

来源：国金证券研究所

获益营收快速增长，公司存货及应收账款周转不断加快。

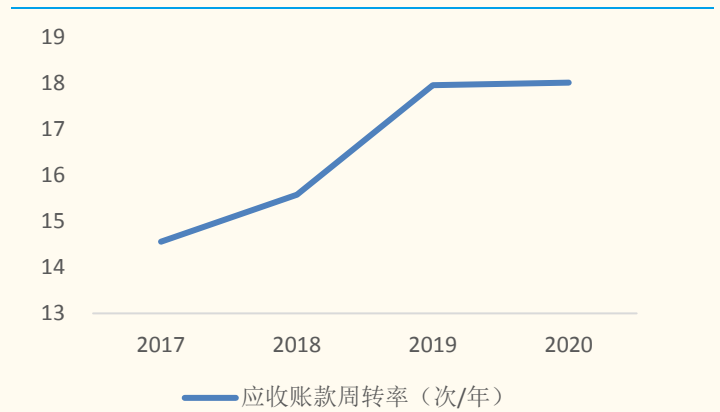
公司存货周转率处于行业中的末位，系线上自营、委托生产为主，面对终端消费者、受供应链影响大，周转效率较低。公司应收账款周转率处于行业中水平，主要为公司线上线下销售模式综合所致；线上重自营、直接面对更强势的电商平台，存在较多的应收账款；线下重经销、相对经销商较为强势（先款后货），应收账款余额较少。

图表 49：公司存货周转率



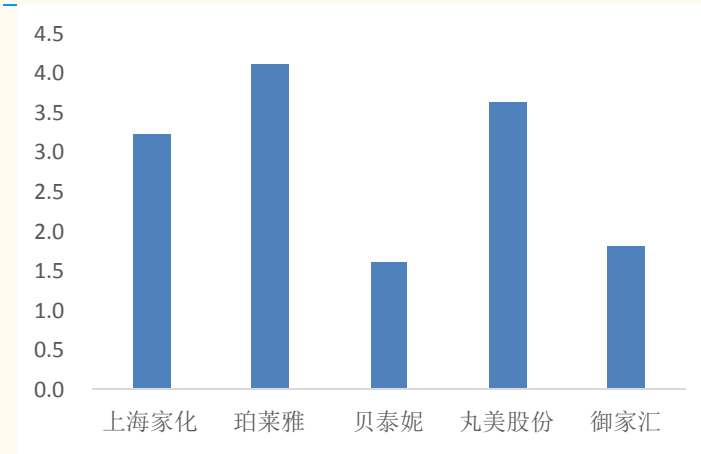
来源：wind，国金证券研究所

图表 50：公司应收账款周转率



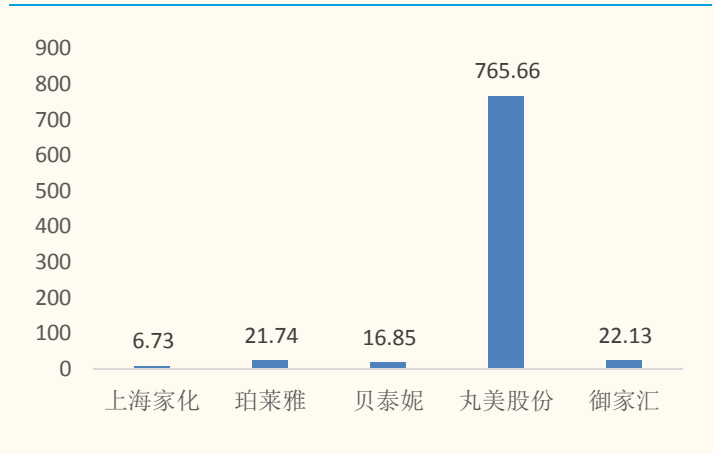
来源：wind，国金证券研究所

图表 51：2019 年化妆品上市公司存货周转率（次）



来源：Wind、国金证券研究所

图表 52：2019 年化妆品上市公司应收账款周转率（次）



来源：Wind、国金证券研究所

4、盈利预测与估值

4.1、盈利预测

公司近年线上保持高增速，线上预计获益电商渠道红利等，线上自营及分销模式均保持快速增长，假设 21~23 年线上渠道营收增速分别为 44.80%、35.33%、29.82%；线下自营模式调整承压、预计未来将持续出清；重点布局线下分销渠道，预计未来继续保持高速增长，假设 21~23 年线下渠道营收增速分别为 29.75%、20%、10%。

毛利率总体稳定，预计未来继续保持稳定态势。假设 21~23 年毛利率分别为 79.8%、79.9%、79.9%。

近年随着品牌竞争压力加大，引流成本提升，销售费用率呈上升趋势，预计未来销售费用继续加大投入、销售费用率呈现上升趋势，假设 21~23 年销售费用率分别为 47.80%、48.00%、48.20%；管理费用率在规模效应下继续下降，假设 21~23 年管理费用率分别为 6.10%、6.00%、5.10%；研发费用率保持稳定，假设 21~23 年研发费用率分别为 3.00%、3.00%、3.00%。

考虑 20 年下半年业绩修复超预期，略上调 21~22 年盈利预测，同时新增 23 年盈利预测，预计公司 2021~2023 年 EPS 分别为 1.82、2.44、3.19 元。

图表 53：公司盈利预测

渠道	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
线上	881.79	1483.68	2280.98	3302.77	4469.57	5802.47
yoy	80.55%	68.26%	53.74%	44.80%	35.33%	29.82%
线上自营	628.16	1074.84	1687.50	2531.25	3543.75	4784.06
yoy	73.03%	71.11%	57.00%	50.00%	40.00%	35.00%
线上分销	253.63	408.84	593.48	771.52	925.82	1018.40
yoy	102.35%	61.19%	45.16%	30.00%	20.00%	10.00%
线下	347.94	450.76	410.82	533.02	639.63	703.59
yoy	16.71%	29.55%	-8.86%	29.75%	20.00%	10.00%
线下自营	7.55	3.12	0.80	0.00	0.00	0.00
yoy	-46.95%	-58.61%	-74.30%	-100.00%	0.00%	0.00%
线下分销	340.39	447.64	410.02	533.02	639.63	703.59
yoy	19.90%	31.51%	-8.40%	30.00%	20.00%	10.00%
主营业务收入	1229.73	1934.45	2691.80	3835.79	5109.20	6506.06
yoy	56.35%	57.31%	39.15%	42.50%	33.20%	27.34%
其他业务收入	10.76	9.30	0.00	4.00	4.00	4.00
总营收	1240.49	1943.75	2691.80	3839.79	5113.20	6510.06
yoy	55.44%	56.69%	38.48%	42.65%	33.16%	27.32%
归母净利	260.53	411.95	543.51	772.90	1035.60	1350.55
yoy	-	58.12%	31.94%	42.21%	33.99%	30.41%
EPS (元) (摊薄)	-	0.97	1.28	1.82	2.44	3.19

来源：Wind、国金证券研究所预测；注：公司未披露 20 年分渠道营收营收，上表为国金证券研究所预估值

4.2、相对估值

当前 A 股化妆品公司品牌商 21 年平均估值水平为 50 倍，3 年 CAGR 为 15.77~125.46%，PEG 为 0.33~3.31。

考虑公司为功效性护肤品龙头，细分行业景气、增速高于普通护肤品，且已占据龙头地位，未来增长确定性高，可以享有比同业更高的估值水平。

图表 54：化妆品同业估值表

公司名称	收盘价	EPS				PE				19~22 年 CAGR	PEG 20 年	市值 (亿元)
	2021/3/25	19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E			
珀莱雅	160.03	1.95	2.40	3.17	3.99	82	67	51	40	26.93%	1.88	322
丸美股份	55.75	1.28	1.41	1.70	1.99	44	40	33	28	15.77%	2.08	224
上海家化	49.05	0.82	0.63	1.12	1.49	60	77	44	33	21.94%	2.00	333
华熙生物	146.80	1.22	1.35	1.78	2.38	120	109	82	62	24.87%	3.31	705
御家汇	23.40	0.07	0.34	0.57	0.76	353	68	41	31	125.46%	0.33	96
平均	-	-	-	-	-	132	72	50	39	-	-	-
贝泰妮	162.82	0.97	1.28	1.82	2.44	167	127	89	67	35.96%	2.48	690

来源：Wind、国金证券研究所预测

4.3、投资建议

公司为我国功效性护肤品行业龙头，外部获益细分行业成长，内部公司自身竞争力强、具有出色的品牌运营能力：1) 产品端：研发有滇红药业背景、产品力强；2) 营销端：敏感肌定位自带流量、专业形象深入人心；3) 渠道端：布局电商渠道分享渠道红利，线下分销重点拓展、快速增长。

目前公司已经成功打造多款明星产品，未来将继续丰富产品矩阵，拓展精华、祛痘、防晒、母婴类产品，同时发力多品牌，龙头地位有望充分分享细分赛道成长红利。

预计公司 2020~2022 年 EPS 分别为 1.82、2.44、3.19 元。考虑公司为功效性护肤品龙头，细分行业景气、增速高于普通护肤品，且已占据龙头地位，未来增长确定性高，建议给予高于同业的估值水平，给予“买入”评级。

5、风险提示

营销投放效果不及预期：化妆品品牌竞争激烈，一方面需要产品力作为支撑，另一方面需要大量营销触达消费者，因此化妆品企业销售离不开营销。当前公司营销投放力度不断加大，销售费用持续走高，拉动销售快速增长。若未来公司营销投放效果不及预期、将影响公司的成长性与盈利性。

新品销售不及预期：公司积极丰富产品及品牌矩阵，满足敏感肌多样化的护肤需求，若新推产品研发产品力不足，或营销不够精准触达消费者，新品销售不及预期，将限制公司发展。

国际大牌发力敏感肌市场：理肤泉、薇姿等国际功效性护肤品产品力强，若未来其所在集团战略发力中国功效性护肤品市场，将加剧行业竞争，国际大牌有可能弯道超车。

6、附录

图表 55：公司首发股份战略配售资管项目参与人员名单

序号	姓名	职务	是否为上市公司高级管理人员或核心员工	实际缴款金额（万元）	资管计划参与比例
1	GUO ZHENYU (郭振宇)	董事长/总经理	高级管理人员	3,000.00	8.24%
2	董俊姿	董事/副总经理	高级管理人员	3,800.00	10.44%
3	高绍阳	董事/副总经理	高级管理人员	3,000.00	8.24%
4	马骁	董事/副总经理	高级管理人员	3,000.00	8.24%
5	王龙	财务总监/董事会秘书	高级管理人员	2,500.00	6.87%
6	周薇	董事/项目经理	公司核心员工	2,000.00	5.49%
7	张梅	上海贝泰妮品牌市场中心总经理	公司核心员工	1,500.00	4.12%
8	梁江	投资总监	公司核心员工	1,000.00	2.75%
9	项华	电商事业部副总经理	公司核心员工	1,000.00	2.75%
10	余仕汝	监事/中央工厂厂长	公司核心员工	800.00	2.20%
11	张聪	人力资源管理中心总监	公司核心员工	800.00	2.20%
12	李磊	监事/审计部总监	公司核心员工	600.00	1.65%
13	杨祖荣	监事/总经办主任	公司核心员工	600.00	1.65%
14	张英卓	上海贝泰妮副总经理	公司核心员工	600.00	1.65%
15	王飞飞	上海际研研究院执行院长	公司核心员工	500.00	1.37%
16	李福祥	贝泰妮销售专柜营销部营销总监	公司核心员工	400.00	1.10%
17	管茂锦	上海贝泰妮物流部总监	公司核心员工	350.00	0.96%
18	姜振华	贝泰妮销售大区经理	公司核心员工	300.00	0.82%
19	张钧	贝泰妮销售终端营销部营销总监	公司核心员工	300.00	0.82%
20	王皓	贝泰妮销售运营总监	公司核心员工	300.00	0.82%
21	任奎	上海贝泰妮会员数据中心总监	公司核心员工	300.00	0.82%
22	李光灿	四川贝泰妮总经理	公司核心员工	300.00	0.82%
23	马春伟	贝泰妮销售 OTC 营销部营销总监	公司核心员工	250.00	0.69%

24	何国庆	上海速美技术总监	公司核心员工	250.00	0.69%
25	殷绍莲	云妆生物副总经理	公司核心员工	250.00	0.69%
26	王文正	贝泰妮销售两广特区经理	公司核心员工	200.00	0.55%
27	姜涛	贝泰妮销售大区经理	公司核心员工	200.00	0.55%
28	肖瑶	贝泰妮销售营销副总监	公司核心员工	200.00	0.55%
29	杨雪嫣	上海贝泰妮商品中心副总监	公司核心员工	200.00	0.55%
30	温江芳	客户服务部副总监	公司核心员工	200.00	0.55%
31	李晓龙	上海贝泰妮客户运营部副总监	公司核心员工	200.00	0.55%
32	赵明丽	上海贝泰妮计划部总监	公司核心员工	200.00	0.55%
33	刘兆丰	高级会计经理	公司核心员工	200.00	0.55%
34	钟巍	董事长助理兼董秘办主任	公司核心员工	200.00	0.55%
35	汤洋	证券事务总监	公司核心员工	200.00	0.55%
36	朱红玲	高级产品经理	公司核心员工	200.00	0.55%
37	王明鸣	贝泰妮销售大区经理	公司核心员工	150.00	0.41%
38	冯伟	贝泰妮销售销管部经理	公司核心员工	150.00	0.41%
39	李明仁	上海贝泰妮财务部副总监	公司核心员工	150.00	0.41%
40	窦蕾蕾	公司预算经理	公司核心员工	150.00	0.41%
41	赵德霖	贝泰妮销售财务经理	公司核心员工	150.00	0.41%
42	刘俊	会计经理	公司核心员工	150.00	0.41%
43	许玲	证券事务代表	公司核心员工	150.00	0.41%
44	周士涵	法务经理	公司核心员工	150.00	0.41%
45	陆姝妮	大客户经理	公司核心员工	150.00	0.41%
46	曲丽萍	上海际研研发总监	公司核心员工	150.00	0.41%
47	苏溫柔	上海际研研发经理	公司核心员工	150.00	0.41%
48	李艳	贝泰妮销售中级省区经理	公司核心员工	125.00	0.34%
49	惠亚利	贝泰妮销售中级省区经理	公司核心员工	125.00	0.34%
50	胡逸枝	上海贝泰妮采购部经理	公司核心员工	100.00	0.27%
51	庄磊	贝泰妮销售中级省区经理	公司核心员工	100.00	0.27%
52	孙彤彤	贝泰妮销售省区经理	公司核心员工	100.00	0.27%
53	熊卫兵	贝泰妮销售中级省区经理	公司核心员工	100.00	0.27%
54	耿长令	贝泰妮销售中级省区经理	公司核心员工	100.00	0.27%
55	易庭芳	贝泰妮销售中级省区经理	公司核心员工	100.00	0.27%
56	杨军	贝泰妮销售中级省区经理	公司核心员工	100.00	0.27%
57	陈娜	贝泰妮销售中级省区经理	公司核心员工	100.00	0.27%
58	万金茹	贝泰妮销售省区经理	公司核心员工	100.00	0.27%
59	万长安	贝泰妮销售中级省区经理	公司核心员工	100.00	0.27%
60	万大明	贝泰妮销售省区经理	公司核心员工	100.00	0.27%
61	沙剑	贝泰妮销售省区经理	公司核心员工	100.00	0.27%
62	张伟	贝泰妮销售省区经理	公司核心员工	100.00	0.27%
63	边浩源	贝泰妮销售省区经理	公司核心员工	100.00	0.27%
64	徐春来	贝泰妮销售省区经理	公司核心员工	100.00	0.27%
65	范晓丽	贝泰妮销售会员运营经理兼标杆专柜经理	公司核心员工	100.00	0.27%
66	郑伊林	贝泰妮销售全国大客户经理	公司核心员工	100.00	0.27%
67	谢璋敏	贝泰妮销售销管经理	公司核心员工	100.00	0.27%
68	肖玉玲	贝泰妮销售数据分析经理	公司核心员工	100.00	0.27%
69	丁晔	学术市场经理	公司核心员工	100.00	0.27%
70	姜建林	运营经理	公司核心员工	100.00	0.27%
71	姜玲玲	高级推广经理	公司核心员工	100.00	0.27%
72	陈丽	活动运营高级经理	公司核心员工	100.00	0.27%
73	张跃华	上海贝泰妮设计经理	公司核心员工	100.00	0.27%

74	李建永	上海贝泰妮运营经理	公司核心员工	100.00	0.27%
75	印桂龙	上海贝泰妮数据开发经理	公司核心员工	100.00	0.27%
76	胡斌	上海贝泰妮开发经理	公司核心员工	100.00	0.27%
77	易俊雄	上海贝泰妮开发经理	公司核心员工	100.00	0.27%
78	石园园	上海贝泰妮高级产品经理	公司核心员工	100.00	0.27%
79	刘航	上海贝泰妮信息经理	公司核心员工	100.00	0.27%
80	胡雷	昆明迷美系统经理	公司核心员工	100.00	0.27%
81	陈梦龄	人力资源经理	公司核心员工	100.00	0.27%
82	李博昱	人力资源经理	公司核心员工	100.00	0.27%
83	雷益琴	资深 HRBP	公司核心员工	100.00	0.27%
84	王熙婷	内控经理	公司核心员工	100.00	0.27%
85	王祖定	项目经理	公司核心员工	100.00	0.27%
86	杨敏	行政经理	公司核心员工	100.00	0.27%
87	夏晶	政府事务经理	公司核心员工	100.00	0.27%
88	余俊	上海贝泰妮法务经理	公司核心员工	100.00	0.27%
89	方伟	上海贝泰妮助理研发经理	公司核心员工	100.00	0.27%
90	唐杰	上海际研工艺经理	公司核心员工	100.00	0.27%
91	王中伟	安保经理	公司核心员工	100.00	0.27%
92	普会兰	仓储经理	公司核心员工	100.00	0.27%
93	王治艳	仓储管理部副总监	公司核心员工	100.00	0.27%
94	白蕊	贝泰妮销售工会主席/销管主管	公司核心员工	100.00	0.27%
95	孙超	上海贝泰妮高级设计经理	公司核心员工	100.00	0.27%
		合计		36,400.00	100.00%

来源：公司公告、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	1,240	1,944	2,692	3,840	5,113	6,510	货币资金	244	511	752	4,101	4,549	5,189
增长率		56.7%	38.5%	42.6%	33.2%	27.3%	应收账款	123	186	336	341	455	579
主营业务成本	-234	-385	-526	-777	-1,044	-1,324	存货	260	199	254	319	429	544
%销售收入	18.8%	19.8%	19.5%	20.2%	20.4%	20.3%	其他流动资产	22	23	49	51	62	73
毛利	1,007	1,559	2,166	3,063	4,069	5,186	流动资产	649	919	1,391	4,813	5,494	6,385
%销售收入	81.2%	80.2%	80.5%	79.8%	79.6%	79.7%	%总资产	84.9%	84.8%	86.8%	94.3%	93.3%	93.0%
营业税金及附加	-26	-35	-46	-19	-26	-33	长期投资	0	0	0	0	0	0
%销售收入	2.1%	1.8%	1.7%	0.5%	0.5%	0.5%	固定资产	62	77	109	196	274	343
销售费用	-503	-843	-1,263	-1,835	-2,454	-3,138	%总资产	8.1%	7.1%	6.8%	3.8%	4.6%	5.0%
%销售收入	40.5%	43.4%	46.9%	47.8%	48.0%	48.2%	无形资产	44	68	76	98	118	138
管理费用	-123	-137	-169	-234	-307	-332	非流动资产	115	164	211	293	392	481
%销售收入	9.9%	7.0%	6.3%	6.1%	6.0%	5.1%	%总资产	15.1%	15.2%	13.2%	5.7%	6.7%	7.0%
研发费用	-46	-54	-63	-115	-153	-195	资产总计	764	1,084	1,602	5,106	5,886	6,866
%销售收入	3.7%	2.8%	2.4%	3.0%	3.0%	3.0%	短期借款	0	15	0	0	0	0
息税前利润 (EBIT)	309	490	625	859	1,129	1,488	应付款项	191	123	197	240	323	408
%销售收入	24.9%	25.2%	23.2%	22.4%	22.1%	22.9%	其他流动负债	113	158	194	223	299	382
财务费用	1	1	1	50	90	101	流动负债	304	296	391	464	621	790
%销售收入	-0.1%	-0.1%	0.0%	-1.3%	-1.8%	-1.5%	长期贷款	0	0	0	0	0	0
资产减值损失	10	14	15	0	0	0	其他长期负债	9	27	9	11	12	14
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	负债	313	323	400	475	633	803
投资收益	0	0	3	0	0	0	普通股股东权益	445	756	1,199	4,629	5,250	6,060
%税前利润	0.1%	0.0%	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%	其中：股本	49	360	360	424	424	424
营业利润	313	502	650	909	1,218	1,589	未分配利润	332	330	727	1,191	1,812	2,622
营业利润率	25.2%	25.8%	24.1%	23.7%	23.8%	24.4%	少数股东权益	6	5	3	3	3	3
营业外收支	1	0	-2	0	0	0	负债股东权益合计	764	1,084	1,602	5,106	5,886	6,866
税前利润	313	502	648	909	1,218	1,589	比率分析						
利润率	25.2%	25.8%	24.1%	23.7%	23.8%	24.4%		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
所得税	-50	-89	-104	-136	-183	-238	每股指标						
所得税率	16.0%	17.8%	16.1%	15.0%	15.0%	15.0%	每股收益	-	0.972	1.283	1.825	2.445	3.188
净利润	263	413	544	773	1,036	1,351	每股净资产	-	2.101	3.331	10.927	12.394	14.307
少数股东损益	2	1	0	0	0	0	每股经营现金净流	-	1.358	1.131	1.931	2.335	3.088
归属于母公司的净利润	261	412	544	773	1,036	1,351	每股股利	-	-	-	0.730	0.978	1.275
净利率	21.0%	21.2%	20.2%	20.1%	20.3%	20.7%	回报率						
							净资产收益率	58.53%	54.47%	45.33%	16.70%	19.73%	22.28%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	34.10%	38.01%	33.93%	15.14%	17.59%	19.67%
							投入资本收益率	57.46%	51.94%	43.66%	15.76%	18.26%	20.86%
净利润	263	413	544	773	1,036	1,351	增长率						
少数股东损益	2	1	0	0	0	0	主营业务收入增长率	55.44%	56.69%	38.49%	42.65%	33.16%	27.32%
非现金支出	3	8	16	19	29	38	EBIT增长率	67.51%	58.78%	27.57%	37.38%	31.41%	31.85%
非经营收益	-1	-3	-5	13	0	0	净利润增长率	69.58%	58.12%	31.94%	42.21%	33.99%	30.41%
营运资金变动	-181	71	-148	12	-75	-81	总资产增长率	52.23%	41.87%	47.80%	218.76%	15.28%	16.65%
经营活动现金净流	83	489	407	818	989	1,308	资产管理能力						
资本开支	-32	-61	-89	-115	-128	-128	应收账款周转天数	23.4	20.3	20.3	20.0	20.0	20.0
投资	3	0	0	-10	0	0	存货周转天数	293.4	217.7	157.0	150.0	150.0	150.0
其他	0	0	3	0	0	0	应付账款周转天数	79.6	73.0	71.2	71.2	71.2	71.2
投资活动现金净流	-29	-61	-86	-125	-127	-128	固定资产周转天数	16.1	11.2	9.3	11.9	12.3	11.9
股权募资	0	0	0	2,966	0	0	偿债能力						
债权募资	-43	15	-15	0	0	0	净负债/股东权益	-55.70%	-67.31%	-62.57%	-88.55%	-86.60%	-85.59%
其他	-42	-193	-106	-309	-414	-540	EBIT利息保障倍数	-297.4	-338.2	-711.3	-17.1	-12.6	-14.8
筹资活动现金净流	-85	-178	-121	2,656	-414	-540	资产负债率	40.98%	29.78%	24.97%	9.29%	10.76%	11.70%
现金净流量	-31	250	200	3,349	447	640							

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	7	9	9	9	9
增持	2	2	2	2	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.22	1.18	1.18	1.18	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

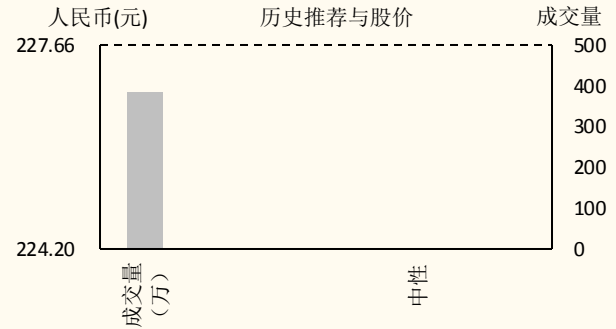
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2021-02-24	买入		N/A

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有,未经事先书面授权,任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,对由于该等问题产生的一切责任,国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考,不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下,国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》,本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用;非国金证券C3级以上(含C3级)的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402