



Research and
Development Center

国货之光，厚积薄发

— C 贝泰妮（300957.SZ）深度报告

2021 年 3 月 26 日

汲肖飞 纺织轻工行业首席分析师

S1500520080003

jixiaofei@cindasc.com

李媛媛 研究助理

S1500120090033

+86 18516582264

Liyuanyuan1@cindasc.com

证券研究报告
公司研究
深度报告
贝泰妮 (300957.SZ)
投资评级 买入
首次覆盖
公司主要数据

收盘价(元)	162.82
52周内股价	162.82
波动区间(元)	
最近一月涨跌幅(%)	244.01%
总股本(亿股)	4.24
流通A股比例(%)	12.69
总市值(亿元)	689.71

资料来源：万得，信达证券研发中心

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

 北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编：100031

国货之光，厚积薄发

2021年3月26日

本期内容提要：

- ◆ **贝泰妮专注皮肤学级护肤，旗下薇诺娜超越外资品牌成为份额第一品牌。**公司成立于2010年，专注于皮肤学级护肤，旗下主品牌薇诺娜经过十余年的发展，在敏感肌修复领域脱颖而出，甩开国际品牌成为细分赛道龙头，截止19年市占率超过20%。公司核心高管团队稳定且持有公司股权，其中实际控制人及一致行动人郭振宇父子持有股比例为30.7%，核心高管高绍阳与董俊姿持股比例分别为6.1%、6.3%。截止2019年，公司收入19.4亿元，近三年复合增长56%，归母净利润4.1亿元，近三年复合增长64%，远好于行业的增长态势。
- ◆ **领先的研发创新能力与超前的用户数据布局助力薇诺娜快速成长，“获得顶尖医院专家认可+快速线上反应能力”具备高壁垒。**薇诺娜近三年50%以上的复合增长背后是高拉新、高复购率、高留存推动，以线上自营渠道为例：1) 新客户数量17-19年复合增长91%，远好于天猫平台的平均水平；2) 薇诺娜近三年复购率约35%，远好于国货龙头品牌20%左右水平；3) 薇诺娜老客户沉淀良好，17-19年老客户数量占比当年客户基数的20%左右。产品品质获得专家认可及用户数据沉淀激发的营销敏感度是快速发展的底层因素。一方面，公司研发创新实力强，严控供应链，产品通过医院临床验证，同时重视学术推广，获得专家认可，强化消费者心智；另一方面，公司成立之初重视线上自营，重视用户数据积累，同时拥有50人数据团队做媒介投放开发等数据系统，对用户变化敏锐程度高，营销反应速度快。
- ◆ **皮肤学级护肤品行业远高于美妆行业平均增速，高弹性品种成长空间大，下沉市场布局及品类产品延展贝泰妮有望获取更高份额。**根据欧睿咨询，2019年皮肤学级护肤品市场规模135亿元，占比护肤品市场规模的5.5%，14-19年复合增长24%，远高于美妆行业10%增长。以专业敏感肌护理为例，未来具备3倍以上成长空间，其增长驱动力在于：1) 不良生活习惯激发更多肌肤问题提升敏感肌人群；2) 新营销助力消费者教育，提升选择专业敏感肌修复品牌的概率；3) 周边产品丰富带来客单价提升。对标全球皮肤学护肤品细分赛道10%的渗透率，中国市场正处于朝阳期。薇诺娜已成为细分赛道第一，占比超过20%，高市占率下薇诺娜持续提升驱动力在于：1) 增大线下用户触点反哺线上，提升区域发展均衡性；2) 扩充细分品类增大用户群体，新产品系列薇诺娜宝宝霜及薇诺娜光透皙白淡斑系列推广正当时。
- ◆ **盈利预测与投资评级：**看好皮肤学级别细分赛道成长性，公司凭借差异化模式及良好的品牌沉淀有望获得更高市场份额。我们预计公司2021-2023年收入分别为39.5亿元、56.5亿元、76.4亿元，归母净利润分别为8.0亿元、11.5亿元、15.3亿元，估值分别为86倍、60倍、45倍。截至3月25日，同业化妆品标的珀莱雅、功效性护肤品标的华熙生物、医美龙头标的爱美客21年估值分别为53倍、82倍、121倍，平均估值为85倍，公司所处的细分赛道景气度高，未来成长空间大，同时公司为细分市场绝对龙头，竞争优势明显，份额可进一步攀升，考虑到同业可比公司平均估值以及公司未来的高速增长，给予“买入评级”。
- ◆ **股价催化剂：**1) 新产品系列销售良好；2) 新品研发进展超预期；3) 线下渠道扩展好于预期。
- ◆ **风险因素：**1) 产品系列及品牌系列相对集中风险；2) 外资品牌发力影响竞争格局；3) 获客成本上升影响盈利水平。

重要财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入(百万元)	1,944	2,692	3,949	5,652	7,644
增长率 YoY %	56.7%	38.5%	46.7%	43.1%	35.2%
归属母公司净利润 (百万元)	412	544	798	1,153	1,531
增长率 YoY%	58.1%	31.9%	46.8%	44.6%	32.8%
毛利率%	80.2%	80.5%	81.1%	81.2%	81.2%
净资产收益率 ROE%	54.5%	45.3%	22.4%	24.3%	24.3%
EPS(摊薄)(港币)	0.97	1.28	1.88	2.72	3.61
市盈率 P/E(倍)	167.43	126.90	86.46	59.81	45.04
市净率 P/B(倍)	91.20	57.52	19.37	14.54	10.94

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测

目 录

投资聚焦	6
公司概况	7
1.1 专注敏感肌护理十余年，薇诺娜品牌占据细分赛道龙头地位	7
1.2 核心高管团队稳定，多员工持股激发团队活力	7
1.3 收入业绩高增长，强现金创造能力	9
业务分析	11
2.1 以敏感肌修复类护肤品为核心，布局彩妆、医疗器械品类	11
2.2 重视自营，线上占比高达 77%，渠道具备合理盈利水平	12
2.3 护肤品委托加工为主，彩妆 OEM 为主，未来自产比重有望提升	14
竞争力分析	15
3.1 优秀体现：高复购+高留存+高拉新构筑独特盈利模型，畅销单品彰显增长品质	15
3.2 竞争力一：研发创新能力领先，产品严格打磨，助力品牌忠诚度提升	16
3.3 竞争优势二：获得国内顶尖皮肤科专家认可，建立专业化敏感肌护理心智	18
3.4 竞争优势三：重视自营渠道及用户数据沉淀，用户运营基础良好，营销敏锐度高	19
成长空间	21
4.1 皮肤学护肤品赛道加速增长，高弹性品类成长空间广	22
4.2 薇诺娜成为绝对龙头，产品延展与用户深触达助力份额提升	24
同业比较	28
盈利预测、估值与投资评级	30
盈利预测及假设	30
估值与投资评级	31
风险因素	31

表 目 录

表 1：公司募集资金用途情况	7
表 2：公司高管背景及履历	8
表 3：公司近 3 年 ROE 变化及分析	11
表 4：薇诺娜明细产品系列情况	11
表 5：公司各个渠道销售收入及毛利率情况（单位：百万）	13
表 6：公司部分核心技术及应用情况	16
表 7：薇诺娜官方微博在线医生咨询等活动涉及医院分布情况	18
表 8：薇诺娜、理肤泉、雅漾、玉泽官方微博在线咨询、品牌发布会等活动涉及的医院情况	19
表 9：皮肤学品牌不同内容营销平台参与情况	20
表 10：以女性为例专业的敏感肌护肤品市场规模弹性测算	23
表 11：专注敏感肌护理护肤品品牌情况	24
表 12：2019 年全球代表市场皮肤学护肤品竞争格局情况（单位：%）	25
表 13：光透皙白淡斑系列及宝宝霜情况介绍	27
表 14：公司 2020-2022 年分渠道收入及毛利率预测（单位：百万）	31
表 15：同业可比公司估值情况	31

图 目 录

图 1: 公司发展历程.....	7
图 2: 公司上市前股权结构.....	8
图 3: 公司组织架构情况.....	9
图 4: 公司 2017-2020H1 收入及增长情况.....	9
图 5: 公司 2017-2020H1 归母净利润及增长情况.....	9
图 6: 公司 2017-2020H1 毛利率及归母净利率.....	10
图 7: 公司 2017-2020H1 期间费用率情况.....	10
图 8: 公司货币资金及经营性现金流净额情况.....	10
图 9: 公司现金周期情况 (单位: 天).....	10
图 10: 公司 2017-2020H1 各品类产品收入 (百万).....	12
图 11: 公司 2017-2020H1 不同产品类型毛利率.....	12
图 12: 公司 2017-2020H1 不同产品类型销量及增速 (万支/盒).....	12
图 13: 公司 2017-2020H1 不同产品销售单价及增速 (元/支或盒).....	12
图 14: 公司渠道布局情况.....	12
图 15: 公司直营模式与分经销模式价值链拆分情况.....	14
图 16: 公司 2019 年各类型产品生产模式结构.....	14
图 17: 以线上自营渠道为例解密薇诺娜高速增长的因素.....	15
图 18: 以线上自营渠道为例解密薇诺娜高速增长的因素.....	15
图 19: 薇诺娜线上自营渠道新老客户收入贡献情况.....	15
图 20: 公司 17-19 年线上自营渠道新老客户变化 (万人).....	15
图 21: 不同品牌官方旗舰店复购率对比.....	16
图 22: 公司 17-20H1 年线上自营渠道复购率变化情况.....	16
图 23: 公司 2019 年各类型员工薪酬对比 (万元/年).....	17
图 24: 2019 年各大化妆品公司研发费率.....	17
图 25: 公司近三年明星产品系列销售情况 (单位: 百万).....	18
图 26: 公司近三年明星单品销售情况 (单位: 百万).....	18
图 27: 薇诺娜官方微博与医生有关的在线咨询等活动统计.....	18
图 28: 公司 18 年以来新媒体营销费用投放占收入比重上升.....	20
图 29: 薇诺娜 2019 年双十一营销打法.....	20
图 30: 公司自营渠道及私域引流收入及占比情况.....	21
图 31: 公司重视用户数据沉淀与运用.....	21
图 32: 皮肤学级护肤品市场规模及增长情况 (亿元).....	22
图 33: 皮肤学级护肤品占护肤品市场规模比重.....	22
图 34: 敏感肌成因 top 因素情况.....	22
图 35: 敏感肌肤人群年龄结构情况.....	22
图 36: 全球皮肤学化妆品市场规模及增速.....	23
图 37: 全球重点市场皮肤学赛道渗透率情况.....	23
图 38: 20 年 2 月-21 年 1 月品牌天猫旗舰店产品 GMV 结构对比.....	24
图 39: 2014-2019 年皮肤学护肤品竞争格局 (单位: %).....	24
图 40: 2009-2019 年品牌零售额变化 (单位: 亿元).....	25
图 41: 2009-2019 年品牌占比护肤品份额变化 (单位: %).....	25
图 42: 2019 年代表国家品牌 CR5 份额情况.....	26
图 43: 公司线下不同地区销售额占比线下渠道销售额.....	26
图 44: 公司线上自营渠道分地区销售额占比线上自营.....	26
图 45: 公司品牌矩阵布局.....	27
图 46: 公司最新研发技术及应用情况.....	27
图 47: 2017-2019 年同行业公司市场份额变化.....	28
图 48: 同行业公司零售额情况 (百万).....	28
图 49: 2017-2019 年同行业公司归母净利润比较.....	28
图 50: 2017-2019 年同行业公司净利率比较.....	28
图 51: 2018-2019 年同行业公司研发费用 (百万).....	29
图 52: 2018-2019 年同行业公司研发费用率.....	29
图 53: 2017-2019 年同行业公司各公司线上渠道营收占比.....	29
图 54: 2019 年同行业公司员工数量及薪酬.....	29
图 55: 2017-2019 年同行业公司员工创收 (百万/人).....	30
图 56: 2017-2019 年同行业公司员工创利 (百万/人).....	30

投资聚焦

我们与市场主流认识不同的是

1. 皮肤学护肤品市场不仅具备高成长性且竞争格局优于普通护肤品，为国货品牌成长提供良好土壤。市场低估了皮肤学护肤品赛道对国货品牌未来触达更高天花板的作用，2019 年皮肤学级别护肤品市场规模 135 亿元，占比护肤品 5.5%，14-19 年复合增长 24%，远高于美妆行业 10% 增长，对标全球成熟市场 10% 的渗透率成长空间广阔。19 年全球成熟市场日本、美国、法国 CR5 为 97%、70%、61%，同期护肤品 CR5 仅 18%、20%、31%，皮肤学护肤品竞争格局远好于护肤品类目。国货品牌拥有强大中草药提取基因，可更好应用于皮肤学护肤领域，为国货品牌在产品力打磨上提供良好的基础。

2. 公司多品类逐渐延展，成长天花板更高。市场普遍担心公司成长天花板不够高，我们认为公司在敏感肌领域份额将继续提升，且近年来新品值得期待。一方面，尽管公司细分领域份额超过 20% 已达市场领先，但赛道 3 倍以上的成长性以及公司积极延展线下触达更多目标用户支撑品牌高速增长，份额可进一步提升；另一方面，公司 19 年以来推出面对差异化人群的宝宝霜以及差异化诉求的淡斑系列产品，伴随未来线上线下推广，有望带来新增长点。

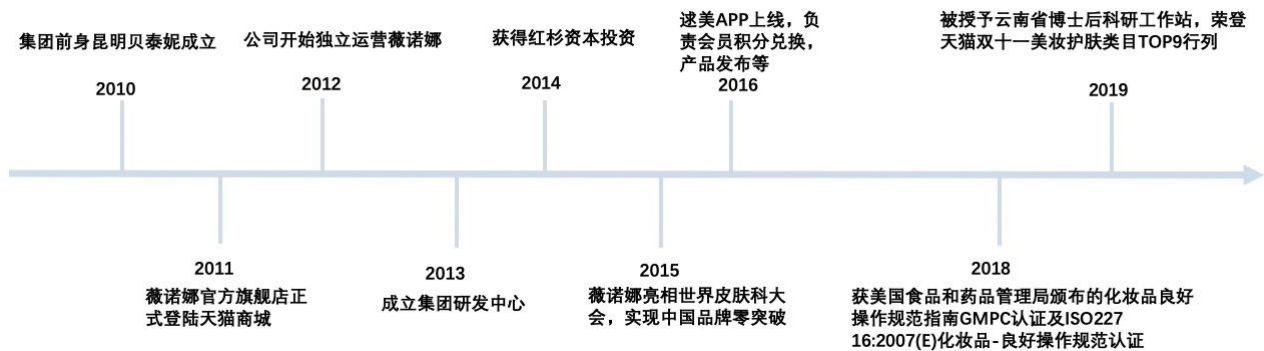
3. 公司构筑强壁垒可部分对冲流量成本上升带来的利润率压力。市场担心流量成本持续上升提升销售费率，将对利润率造成冲击。我们认为：1) 公司基于良好的产品力及品牌心智，具备高复购、高留存，伴随高客单价消费的老客户占比提升，将缓解平均获客成本压力；2) 公司私域流量运营良好，19 年收入占比超过 12%，同时积极扩展线下 OTC 渠道，流量成本更低。

公司概况

1.1 专注敏感肌护理十余年，薇诺娜品牌占据细分赛道龙头地位

公司前身为贝泰妮有限公司，成立于 2010 年，主要从事化妆品经销业务。2012 年，公司开始独立运营自主品牌“薇诺娜”，负责产品的研发、生产、销售。“薇诺娜”是专门针对敏感肌修复的护肤品品牌，发展十余年已成为细分赛道份额第一品牌。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

2020 年 7 月，公司提交招股书，拟发行股份 6360 万股，占发行后总股本的 15.02%，拟募集资金 15.3 亿元，募集资金主要用于中央工厂新基地建设、营销渠道及品牌建设、信息系统升级及补充流动资金。2020 年 10 月，公司 IPO 审核通过。

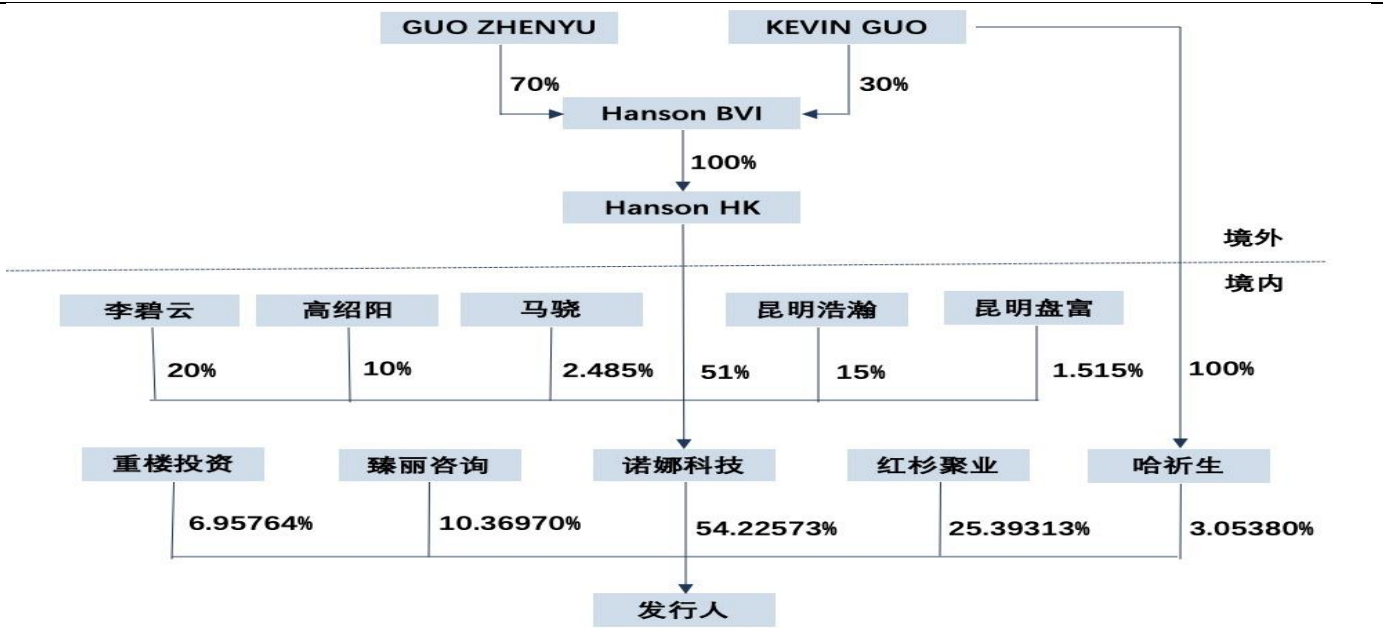
表 1：公司募集资金用途情况

募集资金投向	总投资金额 (万元)	预计使用募集资金投资金额 (万元)	项目效果
中央工厂新基地建设项目	43,840.92	43,840.92	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)，项目建设将有助于充分发挥公司规模经济优势，提高自动化程度和生产管理水平，增强盈利能力和抗风险能力。
营销渠道及品牌建设	69,121.74	69,121.74	项目实施后将对公司销售业务产生明显的促进作用，有利于拓展公司营销网络的广度和深度，有力支撑公司业务的持续增长，增强品牌盈利变现能力。
信息系统升级项目	10,506.35	10,506.35	项目将提升公司信息化系统的兼容性，实现消费数据赋能，有助于提高公司数据运用效率。
补充营运资金	30,000.00	30,000.00	该部分资金将全部用于公司的主营业务，以改善公司财务状况，降低公司的营运资金压力，保障公司日常生产经营资金需求。
合计	153,469.01	153,469.01	

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

1.2 核心高管团队稳定，多员工持股激发团队活力

公司上市前实际控制人及一致行动人持股比例 30.71%，多名员工持有公司股份。公司实际控制人为郭振宇、KEVIN GUO 父子，目前通过诺娜科技与哈祁生间接持有公司股份 30.71%。公司第二、三、四大股东分别为红杉聚业、臻丽咨询、重楼投资，分别持有公司股份比例为 25.39%、10.37%、6.96%，其中臻丽咨询与重楼投资向上穿透均有员工股东。除实际控制人外，公司拥有去重穿透自然人股东 46 人，超过 20 人为公司员工。

图 2：公司上市前股权结构


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

核心高管团队稳定，大部分具有滇虹药业从业背景，未上市前持股比例超过 16%（除实控人）。公司核心高管团队大部分曾就职于昆明滇虹药业有限公司，自加入公司以来稳定，未出现重大变动。从未上市融资前持股比例较高的高管履历看，集中在公司品牌渠道管理、人力资源管理、研发与技术管理、供应链管理等领域，体现强研发+运营阵容。

表 2：公司高管背景及履历

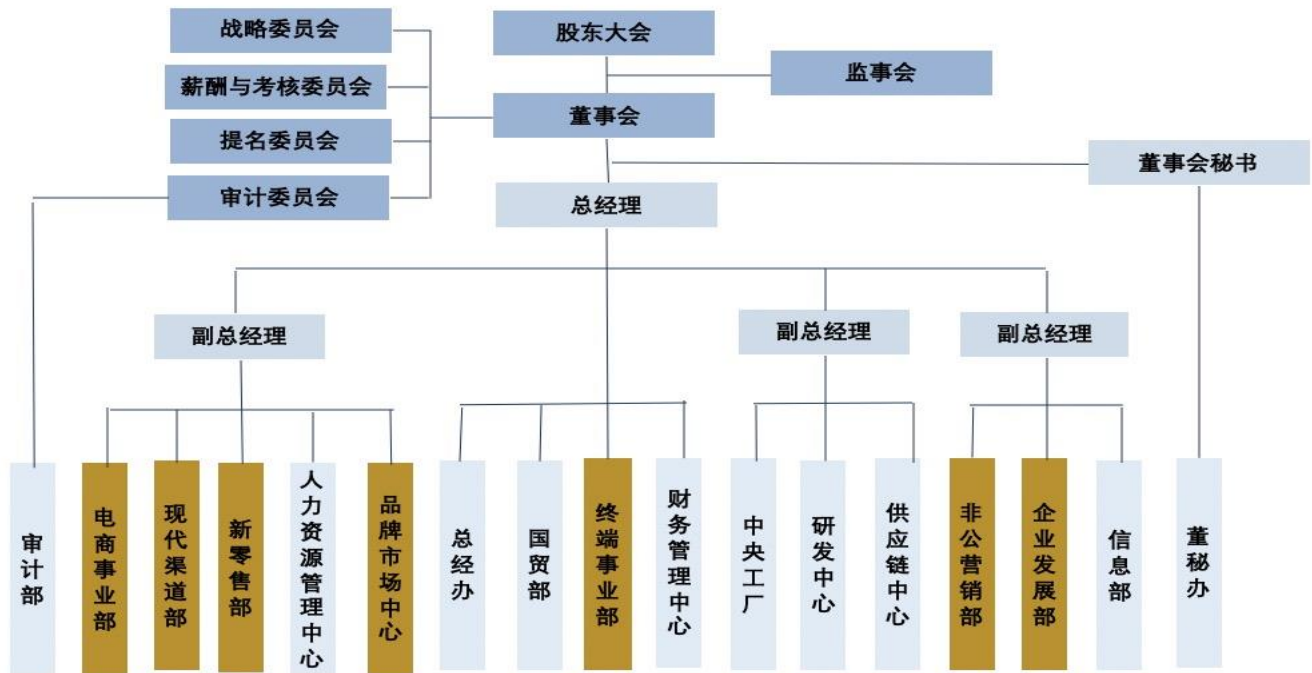
姓名	出生年份	职位	持股比例	国籍	从业履历
郭振宇	1963 年	董事长、总经理	19.36%	加拿大	曾任职滇虹药业董事长、总经理，2014 年 6 月进入贝泰妮
高绍阳	1976 年	董事、副总经理	6.09%	中国	曾任职滇虹药业项目总监，2012 年 8 月进入贝泰妮
董俊姿	1981 年	董事、副总经理	6.28%	中国	曾任职滇虹药业/阳光城人力资源总监，2012 年 10 月进入贝泰妮
马骁	1982 年	董事、副总经理	1.66%	中国	曾任职上海滇虹总经理，2013 年 1 月进入贝泰妮
周薇	1957 年	董事	0.04%	中国	曾任职云南大学，2016 年 12 月加入贝泰妮
余仕汝	1971 年	监事会主席	0.51%	中国	曾任职滇虹药业技术副总裁，2015 年 7 月加入贝泰妮
李磊	1979 年	审计总监、监事	0.51%	中国	曾任职天音通信、龙润集团财务经理，2012 年 8 月加入贝泰妮
王飞飞	—	研发总监	1.08%	中国	曾任职滇虹药业研发主管、上海滇虹研发总监，2014 年 12 月进入贝泰妮
王龙	—	财务总监董秘	0.04%	中国	曾任职先声药业、先声再康江苏药业、亿腾医药财务总监，2016 年 12 月加入贝泰妮

资料来源：公司公告，信达证券研发中心（备注：持股比例为未上市融资前股权比例）

公司组织架构扁平化，核心高管管理不同板块，分工明晰。公司实际控制人郭振宇负责终端事业部、财务中心等部门，同时统辖管理其他三大副总所管理部门；公司董事及副总经理董俊姿负责电商事业部、现代渠道部、零售部、新零售部、人力资源中心，集中

在薇诺娜品牌的渠道管理及品牌建设等事务；公司董事及副总经理高绍阳负责非公营销部、企业发展部、信息部三大部门；公司董事及副总经理马骁主要负责研发及供应链管理，负责中央工厂、研发中心、供应链中心。

图 3：公司组织架构情况



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

1.3 收入业绩高增长，强现金创造能力

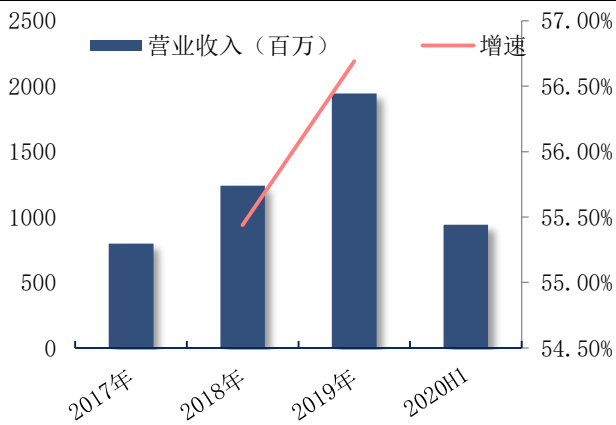
公司 17-19 年收入归母净利润保持高速增长，高管理费用率存在下降空间。收入净利润方面，公司 19 年收入、归母净利分别为 19.4 亿元、4.1 亿元，17-19 年复合增长 56.1%、63.8%，得益于薇诺娜品牌快速成长，公司业绩快速增长。20 年上半年收入 9.4 亿元，同增 32.5%，归母净利润 1.6 亿元，同增 27.6%，受疫情影响增速有所放缓，仍远好于行业表现，下半年将迎来电商旺季，进行加速。

盈利能力方面，公司 19 年归母净利率 21.2%，17-19 年略有提升，高盈利水平得益于较高的产品定位及精细化费用投放，规模优势下管理费用率仍有优化空间。

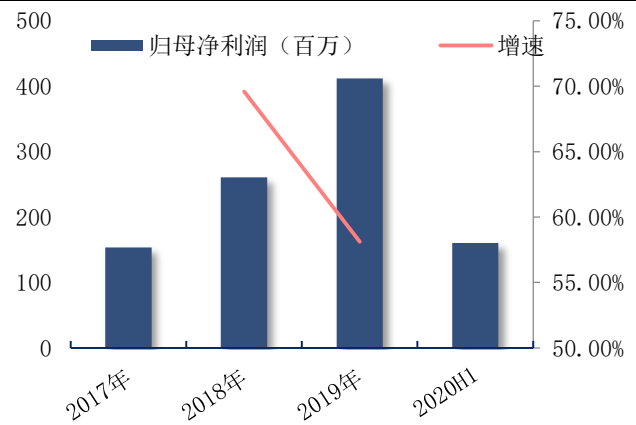
研发投入方面，公司 19 年研发投入 0.54 亿，研发费用率为 2.8%，考虑到公司品牌矩阵数量及产品 SKU 数量，其研发投入水平处于国产化妆品前列。

图 4：公司 2017-2020H1 收入及增长情况

图 5：公司 2017-2020H1 归母净利润及增长情况

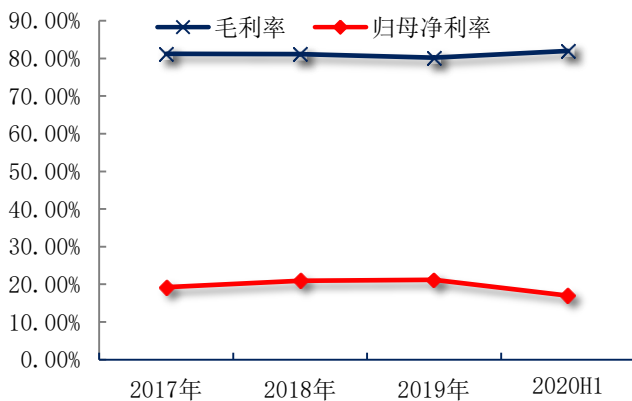


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心



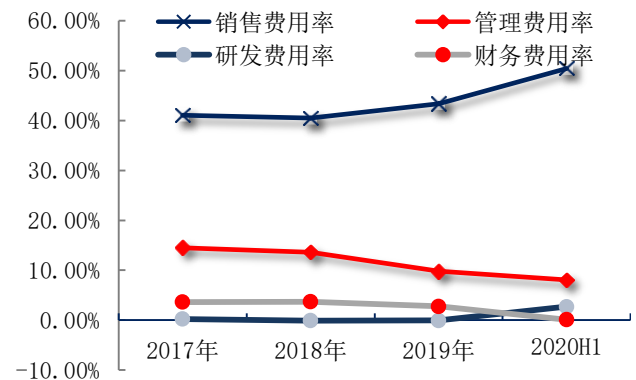
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 6: 公司 2017-2020H1 毛利率及归母净利率



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

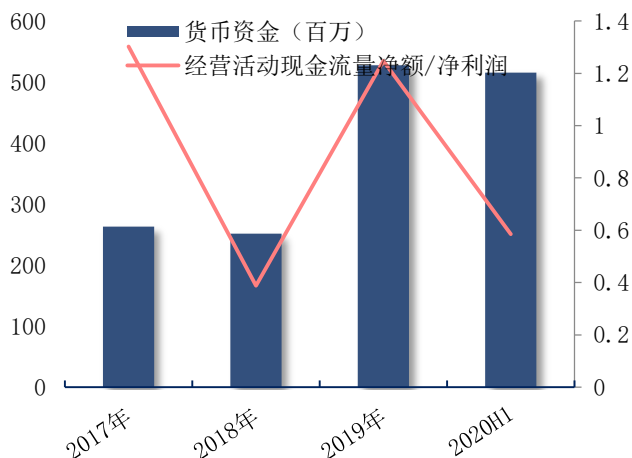
图 7: 公司 2017-2020H1 期间费用率情况



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

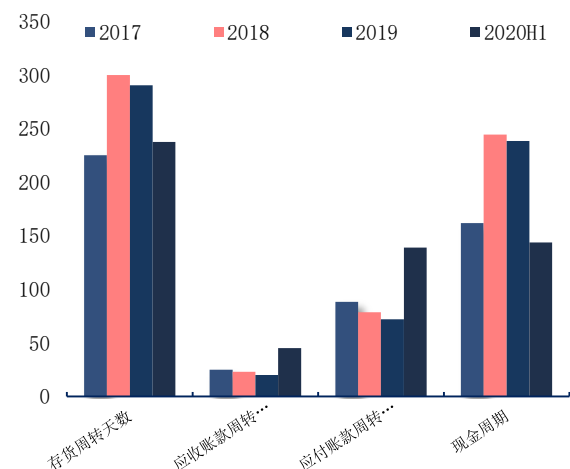
公司现金流状况良好, 自我造血能力较佳。截止 19 年年末, 公司货币资金 5.3 亿元, 17-19 年经营活动现金流净额累计值与净利润累计值基本相当, 具备较强自我造血能力。由于公司自营比例高, 且以委托加工生产模式为主, 公司整体备货充足, 存货周转天数较高, 一定程度上影响现金周转周期。

图 8: 公司货币资金及经营性现金流净额情况



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 9: 公司现金周期情况 (单位: 天)



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

得益于轻资产生产模式及高盈利水平，公司净资产收益率高。公司 17-19 年 ROE 均超过 60%，高 ROE 主要得益于：1) 高盈利水平；2) 轻资产生产模式及重自营带来的快周转。融资后短期将影响资产周转情况，ROE 预计有所下降。

表 3：公司近 3 年 ROE 变化及分析

	2017	2018	2019
净资产收益率 (%)	60.26	74.43	68.58
销售净利率 (%)	19.25	21	21.19
资产周转率 (次)	1.59	1.96	2.1
权益乘数	1.97	1.81	1.54

数据来源：公司公告，信达证券研发中心

业务分析

2.1 以敏感肌修复类护肤品为核心，布局彩妆、医疗器械品类

以薇诺娜品牌为核心，专注于敏感肌修复，差异化布局护肤品产品系列，向彩妆、医疗器械等品类延展。公司 95% 以上的收入来自自主品牌“薇诺娜”，薇诺娜立足于云南高原特色植物优势，通过专业萃取科技，以皮肤学理论为基础，结合医学、植物学等多学科知识，专注于敏感肌修复，成为行业标杆。薇诺娜品牌拥有护肤品、医疗器械、彩妆三大类产品：1) 护肤品形成 6 大明星产品系列，差异化解决舒敏修复、清痘淡印、美白焕颜、紧致等各细分诉求问题，覆盖洁面、水乳、精华、面霜、面膜、眼霜等多个品类；2) 医疗器械产品主要为两款生物修复膜产品，适用于术后护理；3) 彩妆以防晒等面部彩妆为主，适用于敏肌感人群。整体上，公司产品定位偏中端，新品推进上向高单价护肤产品延伸。

表 4：薇诺娜明细产品系列情况

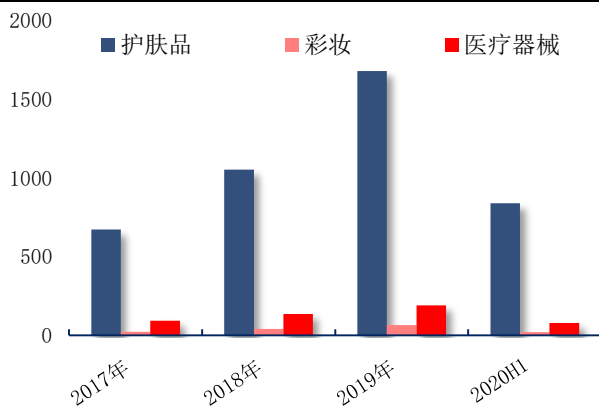
产品系列	定位	代表产品	SKU	定价
舒敏保湿系列	舒敏+修复	舒敏保湿特护霜、舒敏保湿修护精华液	9	68-298 元/件
极润保湿系列	补水+保湿	极润保湿乳液、极润保湿柔肤水	7	128-198 元/件
透明质酸系列	保湿+舒缓+修护	透明质酸修护生物膜、透明质酸保湿修护精华水	6	59.9-288 元/件
清透防晒系列	舒缓+防晒	清透防晒乳、清透防晒霜	2	188-218 元/件
净痘清颜系列	淡印+抑痘	净痘清颜霜、清痘修复精华液	6	34-268 元/件
柔润保湿系列	滋润+修护	柔润保湿霜、柔润修护润唇膏	4	88-168 元/件

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

护肤品类收入占比超过 85%，成为增长引擎，毛利率稳定。收入结构方面，公司 2019 年护肤品收入达 16.8 亿元，占比 87%，17-19 年复合增长为 58%，占比提升 1.4pct，护肤品类成为增长引擎；彩妆 2019 年收入为 0.64 亿元，占比 3%，17-19 年复合增长为 71%，占比提升 0.5pct；医疗器械产品 2019 年收入为 1.9 亿元，占比 10%，17-19 年复合增速为 43%。2020 年上半年护肤品收入 8.4 亿元，预计全年收入持续增长。毛利率方面，2019 年护肤品类目毛利率为 79.7%，17-19 年略有下降，主要系促销力度有所增加；2019 年彩妆类目毛利率为 70.7%，17-19 年下降 8.1pct，主要系 OEM 生产成本较高，

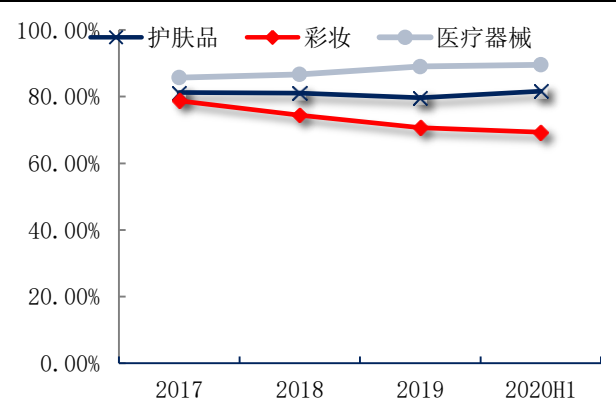
报告期内大型促销活动派发部分彩妆产品为赠品，拉低毛利率；2019年医疗器械产品毛利率为89%，17-19年提升3.3pct，主要系产品系列升级换代提升单价及高毛利渠道占比提升。

图 10：公司 2017-2020H1 各品类产品收入（百万）



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

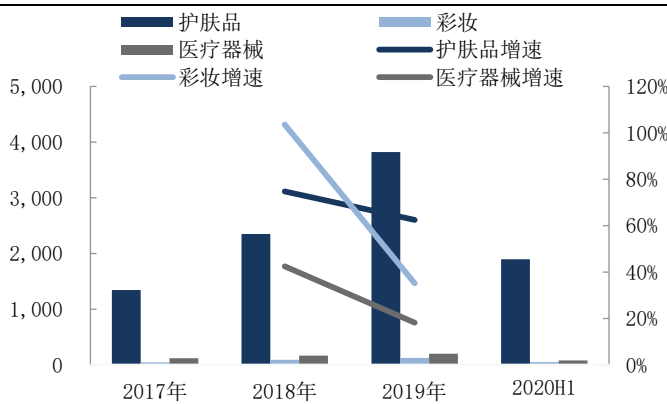
图 11：公司 2017-2020H1 不同产品类型毛利率



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

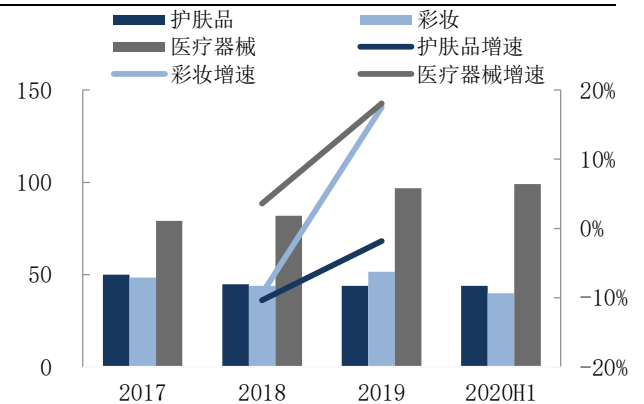
护肤品以销量增长为核心驱动力，医疗器械、彩妆产品实现量价齐升。公司护肤品近三年销量复合增速为69%，单价近三年复合增速为-6%，产品结构及促销有所加大影响均价提升；公司17-19年彩妆品类销量和单价复合增长分别为66%和3%，医疗器械产品销量和单价17-19年复合增速分别为30%和11%，彩妆与医疗器械产品实现量价齐升。

图 12：公司 2017-2020H1 不同产品类型销量及增速（万支/盒）



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 13：公司 2017-2020H1 不同产品销售单价及增速（元/支或盒）

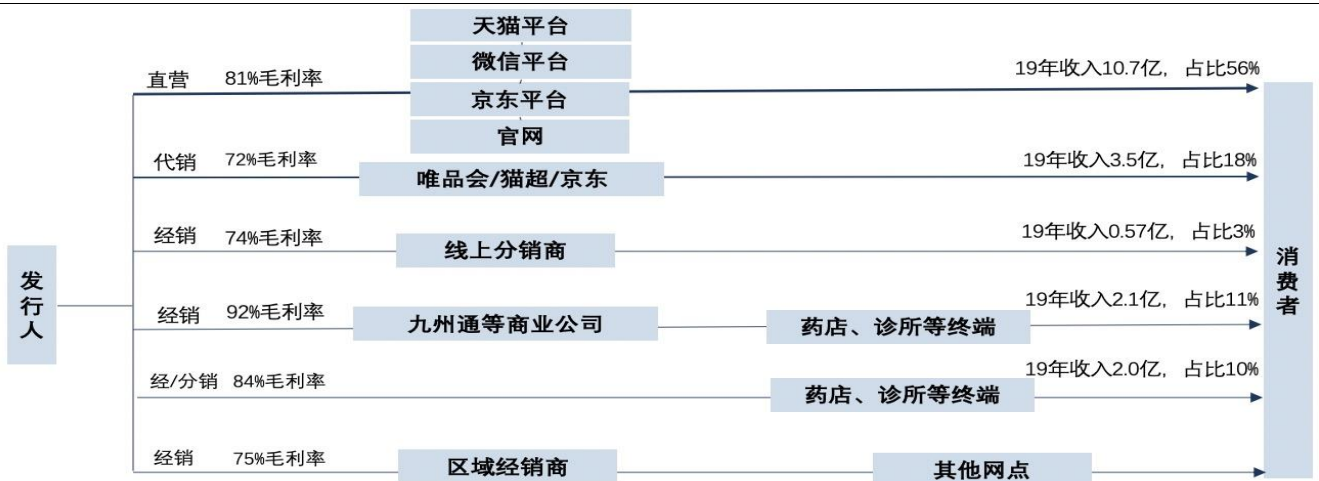


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

2.2 重视自营，线上占比高达77%，渠道具备合理盈利水平

公司渠道分为直营、经/分销、代销三种模式：1) 直营渠道主要分为天猫两大店铺、微信平台、京东旗舰店、公司官网等线上渠道和线下自营专柜等，19年收入10.7亿元，占比56%，是占比最大的渠道，其中微信平台、官网等渠道对收入贡献突出，19年两大渠道收入3.0亿元，占比15%，体现出公司自营渠道较强的地位；2) 代销渠道主要为线上唯品会、天猫超市、京东三大渠道，19年收入3.5亿元，占比18%；3) 经/分销主要包括线上分销和线下分销，其中线下主要对接云之健、九州通等商业公司和药店诊所等终端网点，19年收入为5.0亿，占比26%。

图 14：公司渠道布局情况



资料来源: 欧瑞咨询, 信达证券研发中心

公司表现出较强的自营思维, 注重用户数据及运营。一方面, 公司将线下自营渠道向线上专柜服务平台引流, 体现出对用户信息回流的重视程度, 另一方面, 尽管线下经销为主, 但是公司大力发展直供客户, 减少与用户传导链条。整体上, 公司线上占比高达77%, 线上自营占比56%, 具备对终端用户变化的良好感知基础。

表 5: 公司各个渠道销售收入及毛利率情况 (单位: 百万)

	2017年	2018年	2019年	2020H1	17-19年复合增速
一、自营渠道收入	363.03	628.16	1,074.84	572.38	72%
毛利率 (%)	81.70	82.04	80.60	82.97	
(1) 天猫	233.87	408.85	709.67	—	74%
(2) 微信	74.61	144.25	251.38	—	84%
(3) 京东	15.02	31.16	55.78	—	93%
(4) 官网	37.34	38.18	45.16	—	10%
(5) 线下	14.23	7.55	3.12	—	-53%
二、代销渠道收入	103.01	197.84	351.58	171.83	85%
毛利率 (%)	69.71	72.69	72.18	74.67	
三、经/分销渠道收入	306.24	396.18	504.90	191.66	28%
毛利率 (%)	85.30	84.80	85.33	85.79	
(1) 商业公司	133.26	174.27	206.72	77.15	25%
(2) 直供客户	91.67	119.97	200.96	69.03	48%
(3) 线下区域经销	58.97	46.15	39.96	10.45	-18%
(4) 线上经销	22.34	55.79	57.27	35.03	60%

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

从价值链条拆分看, 渠道商拥有合理的毛利空间。公司直营渠道平均单件销售价格与非直营渠道平均出厂单件销售价格溢价率为13.4%。从线上渠道直营与非直营毛利率相差

7-8pct 可推测出线下溢价率高于平均水平，同时，线下渠道销售医疗器械类产品比重更高，促销力度较弱，预计整体单价更具竞争力。以公司线下重点经销商健之佳为例，其医疗器械品类及个护品类 19 年毛利率分别为 42%、28%，由此可见，公司经销商拥有较为合理的毛利空间。

图 15：公司直营模式与分经销模式价值链拆分情况

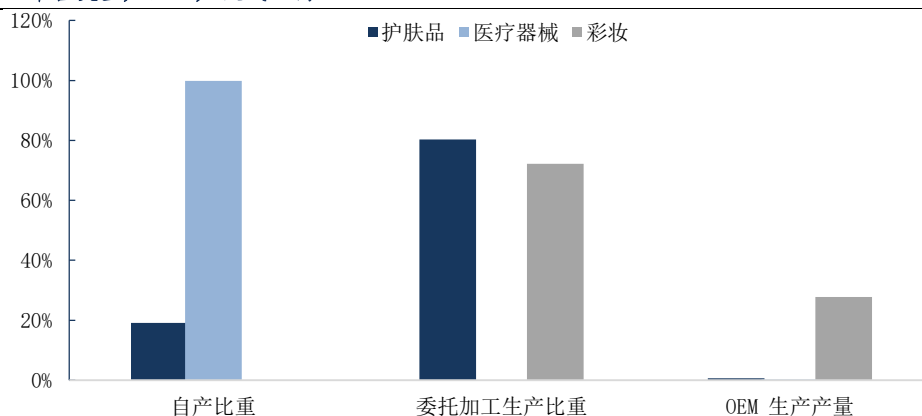


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

2.3 护肤品委托加工为主，彩妆 OEM 为主，未来自产比重有望提升

目前公司以委托加工生产为主，占比 70%左右。公司分为三种生产模式，分别为自主生产、委托加工生产、OEM 生产，其中委托加工生产指公司向委托加工厂商提供生产所需要的原料、包装材料，工厂按照公司要求生产，属于来料加工模式；OEM 生产指公司向生产厂商提出产品设计、规格、功能等需求，生产厂商按照公司定制化需求进行生产。目前，公司医疗器械产品基本自主生产；护肤品以委托加工生产为主，自主生产为辅；彩妆 OEM 为主，委托加工为辅。

图 16：公司 2019 年各类型产品生产模式结构



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

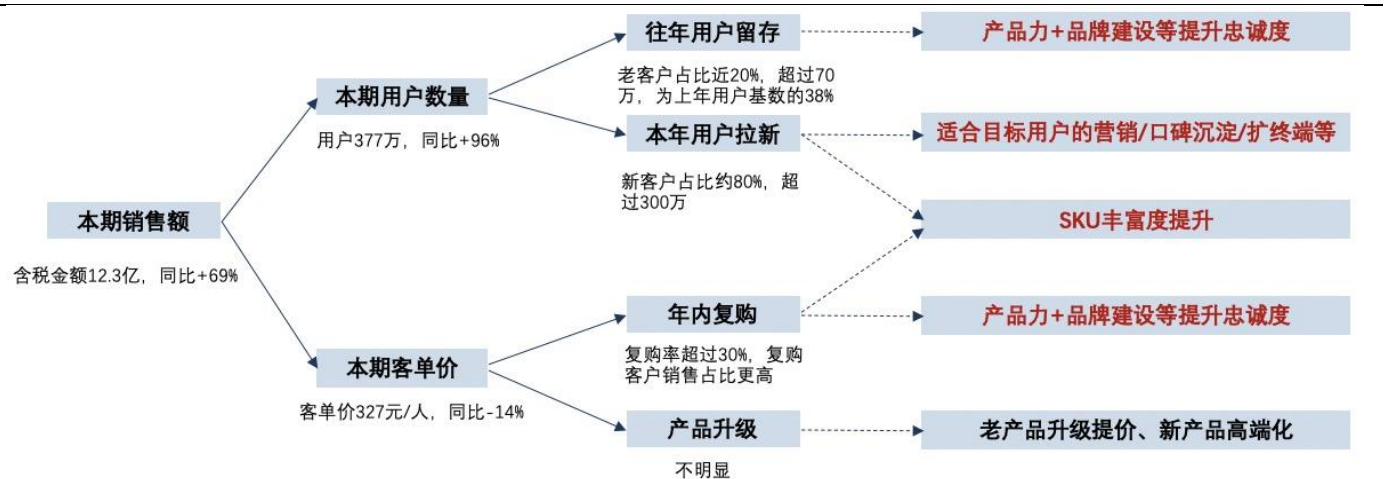
未来公司将提升自产比重，控制生产成本。本次公司募集资金将有 4.38 亿元用做中央工厂新基地建设，建成后预计产能为 4500 万支/盒（19 年销量约 4200 万支/盒，其中自产约 1500 万支/盒），提高公司自产比例，压减成本。

竞争力分析

3.1 优秀体现：高复购+高留存+高拉新构筑独特盈利模型，畅销单品彰显增长品质

公司近三年维持 50% 以上的复合增速，以线上自营渠道为例，我们认为可以从几个维度解密公司快速增长的驱动力：1) 用户较高的忠诚度带来高用户留存率与复购率，从而稳定客户群；2) 良好营销举措助力新用户获取，新用户增长良好。具体而言：

图 17：以线上自营渠道为例解密薇诺娜高速增长的因素



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 18：以线上自营渠道为例解密薇诺娜高速增长的因素

客单价区间 (元)	2017年度			2018年度			2019年度			2020年1-6月		
	销售金额 (百万元)	客单价 (元)	客户数量 (万人)	销售金额 (百万元)	客单价 (元)	客户数量 (万人)	销售金额 (百万元)	客单价 (元)	客户数量 (万人)	销售金额 (百万元)	客单价 (元)	客户数量 (万人)
0-500元	126	164	76.50	216	137	156.89	381	120	318.87	351.03	134	261.47
501-1000元	84	700	12.07	135	699	19.35	222	698	31.85	133.82	678	19.74
1001-5000元	171	1,854	9.21	286	1,889	15.13	464	1,898	24.44	140.85	1,642	8.58
5001-10000元	28	6,593	0.42	57	6,597	0.87	101	6,657	1.51	9.71	6,473	0.15
10001-20000元	8	13,903	0.06	23	13,297	0.17	38	12,695	0.30	3.14	15,700	0.02
>20000元	6	30,525	0.02	14	34,013	0.04	25	50,550	0.05	4.94	49,400	0.01

17-19年客户数量增长60%以上，客单价平稳

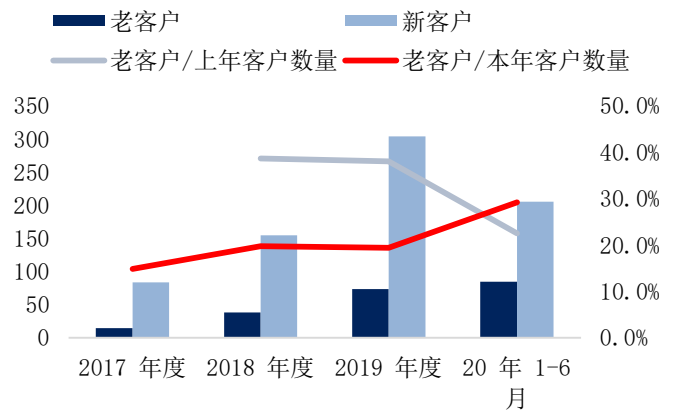
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

1) 高拉新：薇诺娜新用户获取能力突出，超过线上用户增长。2019 年公司线上自营渠道客户数量为 377 万人，17-19 年复合增长 96%，其中 19 年新客户数量为 304 万人，17-19 年复合增速为 91%，表现出极强的新客户获取能力。我们认为，一方面得益于灵活的价格策略，例如薇诺娜畅销产品拆分低单价的小规格产品便于尝新，双十一等电商旺季低折扣获取新用户，另一方面在于持续的品牌沉淀，便于新客获取。

图 19：薇诺娜线上自营渠道新老客户收入贡献情况

图 20：公司 17-19 年线上自营渠道新老客户变化 (万人)

	2017年	2018年	2019年	20H1
新用户数量 (万)	84	154	304	205
yoy		83%	97%	
新用户收入 (百万)	291	456	715	360
yoy		57%	57%	
新客户客单价 (元/年)	346	296	235	176
老用户数量 (万)	15	38	73	85
yoy		153%	92%	
老用户收入 (百万)	132	274	516	283
yoy		108%	88%	
老客户客单价 (元/年)	880	721	707	333



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

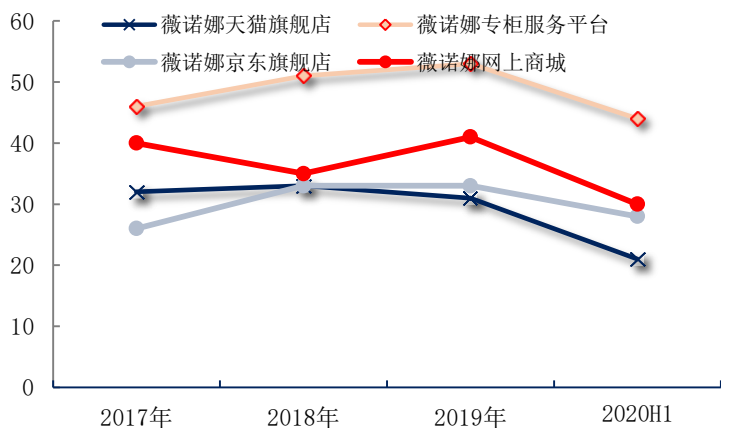
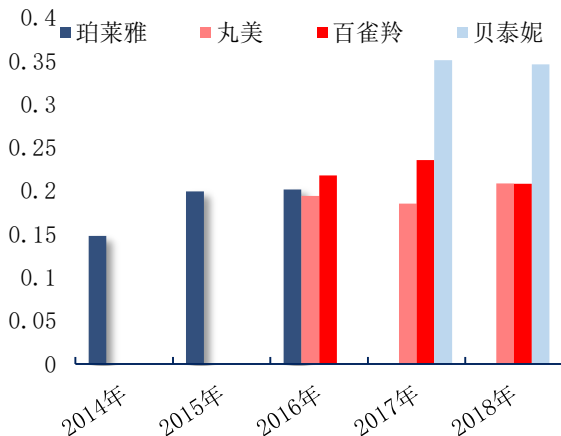
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

备注: 此处收入为含税收入, 与报表营收存在差异

2) 高复购率+高留存率: 薇诺娜客户粘性高, 复购率超过行业平均水平, 老客户持续沉淀。复购率指一段时间内重复购买产品的消费者比例, 留存率我们定义为上年购买产品本年继续购买的用户的比例。以薇诺娜线上自营渠道为例, 一方面, 薇诺娜产品复购率可观, 17-19 年其产品复购率保持在 35%左右水平, 同业比较看, 头部国产品牌丸美、珀莱雅、百雀羚等旗舰店复购率 20%左右, 薇诺娜处于行业较高水准。另一方面, 薇诺娜品牌老客户沉淀良好, 以线上自营渠道为例, 17-19 年老客户客户数量占比当年客户基数约 20%左右, 占比上年客户基数为 38%左右, 同时老客户的客单价整体更高, 销售额占比更高, 表现出品牌跨年度高忠诚度。

图 21: 不同品牌官方旗舰店复购率对比

图 22: 公司 17-20H1 年线上自营渠道复购率变化情况



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

备注: 贝泰妮复购率统计口径为线上自营平台, 其他品牌为天猫官方旗舰店

3.2 竞争力一: 研发创新能力领先, 产品严格打磨, 助力品牌忠诚度提升

公司拥有业内领先的研发实力, 研发成果转化效率高。截止 2019 年年末, 公司拥有境内有效专利 41 项 (13 项发明专利), 掌握 11 项核心技术, 尤其在高原特色植物提取物有效成分制备和生产上有领先的技术优势, 且善于将核心技术转化为经营成果, 近三年公司核心技术实现收入占比各期收入的 95%以上。

表 6: 公司部分核心技术及应用情况

技术名称	应用	功效
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	舒敏保湿特护霜、舒缓控油凝露	抗炎、抗刺激、舒敏
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、舒敏保湿修红霜	修复皮肤、舒缓、抗老化
皮肤屏障修复制剂及其制备方法	舒敏保湿修红霜	提高了制剂的稳定性能
脂质体包裹技术	青刺果修护保湿喷雾	保湿、提升产品肤感
含页岩油的复合祛痘制剂及其制备方法	净痘清颜霜	祛痘
油包水技术及其制备方法	薇诺娜宝贝特安养护臀霜	提高膏霜的稳定性

资料来源：公司公告，信达研发中心

核心团队强研发背景，研发投入较高，细分赛道对产品力依赖程度更高。截止 2019 年公司拥有 95 人的研发团队，其中硕士及以上学历 26 人，汇集药物制剂、药物分析、中药学、生物制药、药理学、生物工程、高分子化学、精细化工等各方面人才，研发人员 2019 年平均薪酬约 20 万/年，仅次于管理人员平均薪酬，体现出产品研发在公司的地位。同时，公司核心高管团队中，郭振宇、高绍阳、马骁、王飞飞等多名高管均为研发及技术相关背景，强研发实力有保障。横向比较下，贝泰妮 19 年研发费率为 2.78%，高于其他 4 家公司；尽管公司研发费用投入绝对额仅 0.54 亿，低于珀莱雅、家化，但考虑到贝泰妮品牌数量及产品系列的精简性，相对投入仍具有优势。皮肤学护肤品领域，对产品质量及功效要求更高，有助于放大公司研发优势，助力产品力沉淀。

图 23：公司 2019 年各类型员工薪酬对比（万元/年）

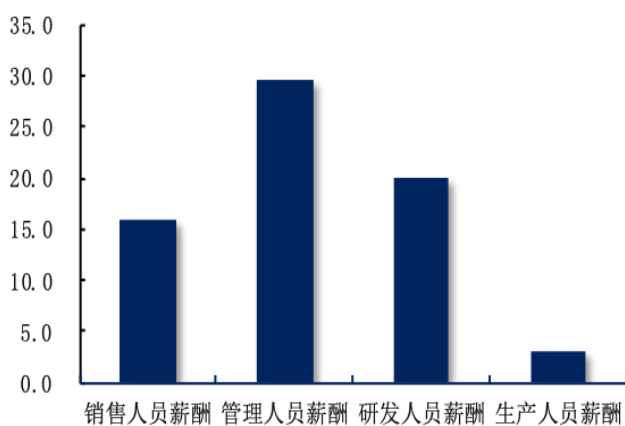
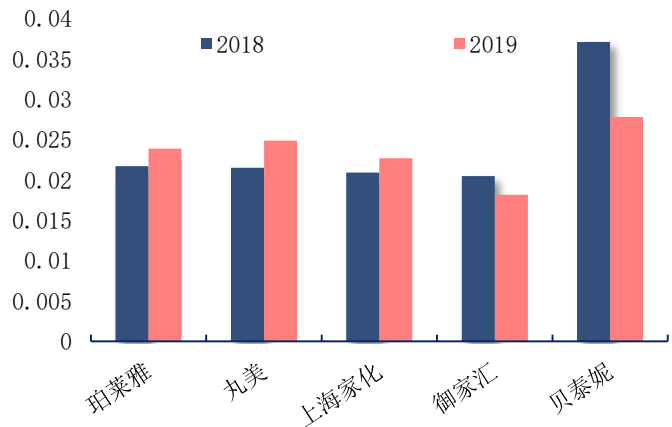


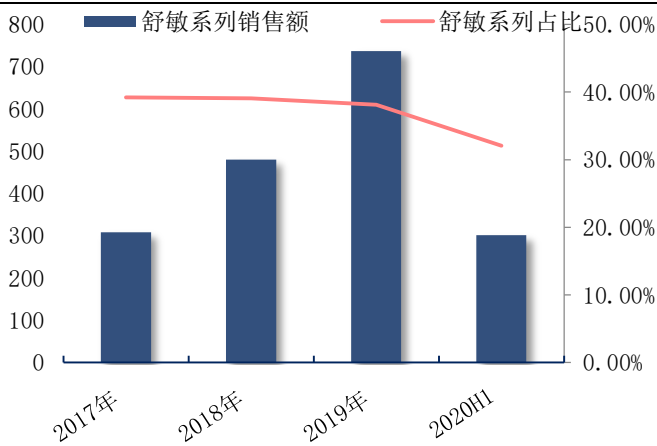
图 24：2019 年各大化妆品公司研发费率



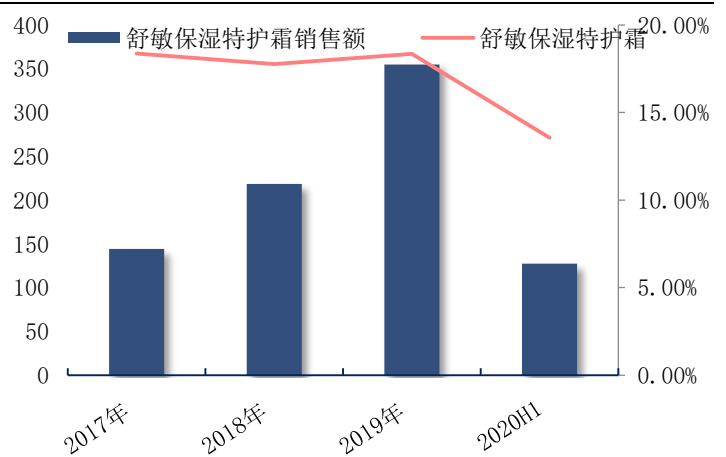
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

核心高管亲自挂帅严控产品品质，精耕细作产品系列打造十年畅销爆品。公司早期发展过程中为专注于配方研发及品牌建设等核心环节，采用委托加工为主的生产模式。公司对委托厂商的开发、审核、质量控制要求严格；同时，公司对产品配方进行加密处理，将关键物料做隐藏代码处理，加工厂仅生产制造，未掌握产品配方，关键技术泄漏风险小。此外，公司更倾向于精耕细作产品系列，预计爆款产品系列过十亿元零售额。公司早期上市的明星产品舒敏系列销售良好，预计零售额可达十亿左右，强研发实力下产品力领先。根据公司公告，薇诺娜明星产品系列舒敏 2017-2019 年销售额分别为 3.1 亿、4.8 亿、7.4 亿，占比公司总收入的 39.2%、39.1%、38.1%，三年复合增长率为 55%，体现出极强的生命力。2020 年上半年舒敏保湿特护霜销售额仅占总收入 13.6%，主要在于：根据公司价格策略，以该产品为代表的核心面霜类产品仅在“双 11”期间以较大优惠力度对外销售，因而“双 11 期间”此类产品销售占比更高。

图 25：公司近三年明星产品系列销售情况（单位：百万）


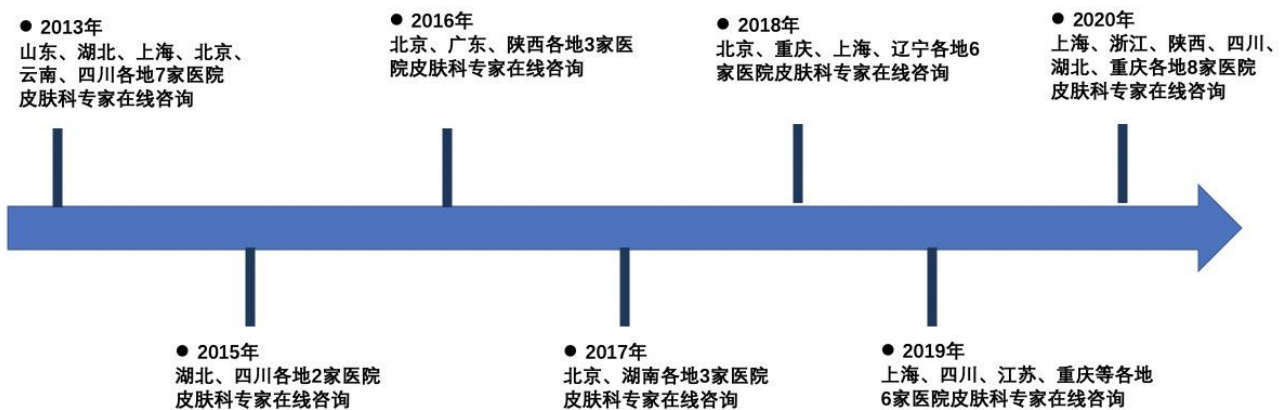
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 26：公司近三年明星单品销售情况（单位：百万）


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

3.3 竞争优势二：获得国内顶尖皮肤科专家认可，建立专业化敏感肌护理心智

薇诺娜产品获得皮肤科专家认可，建立专业性敏感肌护理品牌心智。自 2010 年以来，薇诺娜就基础研究、制剂工艺、临床验证发表了 64 篇学术论文，推动了护肤品临床实践中专家共识和指南，推动 11 个国家级指南的发表，达到国际先进水平。同时，薇诺娜通过全国 54 家三甲医院的皮肤科临床验证，科研基础获得国家级认可，为获取皮肤科专家的认可打下良好的基础。根据公司官方微博及公众号等公开信息，薇诺娜自 2013 年以来在官微上公布国内一线医院机构皮肤科专家的在线咨询等活动，足以展现出专家对薇诺娜产品的认可；截止 20 年 8 月，与薇诺娜在线咨询等活动合作过的医院有几十家，包括北京协和医院、中国医学科学院皮肤病医院、上海华山医院、四川华西医院等顶级医院。薇诺娜以药企思维做化妆品，直接获得离重度敏感肌患者最近的专家认可，强化品牌形象，降低用户选择成本，树立消费者心智。

图 27：薇诺娜官方微博与医生有关的在线咨询等活动统计


资料来源：薇诺娜官方微博号，信达证券研发中心

表 7：薇诺娜官方微博在线医生咨询等活动涉及医院分布情况

地区	医院名称
华东	山大第二附属医院、华山医院、同仁医院、长征医院、上海市皮肤病医院、苏州大学第一附属医院、杭州第三人民医院
华北	北京大学第一医院、中国医学科学院、北京协和医院、中国医学科学院整形外科医院、中国医学科学院皮肤病医院、北京军区总医院、解放军空军总医院
西南	昆明医科大学第一附属医院、华西医院、成都市第一人民医院、成都市第二人民医院、西南医院、重庆医科大学附属第一医院、重庆医科

大学附属第三医院

华南	中山大学附属第三医院
华中	武汉第一医院、武汉协和医院、武汉人民医院、湘雅医院
西北	西安交大第二附属医院皮肤病院、西京医院
东北	中国医科大学附属第一医院

资料来源：薇诺娜官方微博号，信达证券研发中心（数据截止2020年8月底）

薇诺娜并非该模式先行者却展现出后来者居上的魄力。早期国际皮肤学级护肤品进入中国市场依托中国皮肤科专家做临床实验，如雅漾、薇姿等，作为皮肤问题临床辅助治疗手段，获取专家认可。这一做法上薇诺娜并非先行者，但是，经过十余年的发展，薇诺娜在医院、药店等终端的积累上已表现绝对优势。我们根据各品牌官方微博在线咨询等活动以及品牌发布会等公开活动进行逐一统计，尽管薇诺娜不是最早开始使用该模式，但与其发生过关联的医院机构合计 29 家，高于其他品牌。我们认为，薇诺娜在专家认可广度及深度上，具备绝对优势。

表 8：薇诺娜、理肤泉、雅漾、玉泽官方微博在线咨询、品牌发布会等活动涉及的医院情况

品牌	涉及医院地区分布	最早开始时间
薇诺娜	华东 7 家+华北 7 家+西南 7 家+华中 4 家+西北 2 家+华南 1 家+东北 1 家，合计 29 家	2013 年 8 月
理肤泉	7 家上海+4 家北京，合计 11 家	2012 年 8 月
雅漾	四川 1 家+上海 4 家+北京 6 家+重庆 1 家+云南 1 家+广东 2 家，合计 15 家	2012 年 1 月
玉泽	上海 2 家+广东 1 家，合计 3 家	2018 年 6 月

资料来源：各品牌官方微博号，信达证券研发中心（数据截止2020年8月底）

产品实效性、学术推广深度等各方面因素助力薇诺娜后来者居上。一方面，薇诺娜的学术研究已成为行业标杆，产品获得医学界认可；另一方面，公司核心高管团队具有药企背景，具备一定的终端资源，同时，公司重视学术推广，深入各大城市医疗机构推广产品。综合而言，薇诺娜品牌形象更加深入人心。

3.4 竞争优势三：重视自营渠道及用户数据沉淀，用户运营基础良好，营销敏锐度高

公司营销敏锐度高，善于抓取用户变化，专业 KOL 背书+新媒体营销助力用户获取。伴随行业销售渠道更迭及新生代用户消费习惯变化，化妆品行业产品营销方式发生几轮变化：1) 线下渠道为王时代产品主要依托电视广告、明星代言、时尚杂志等传统媒体进行推广，拥有深入人心的广告语、现象级代言人显得尤为重要；2) 视频网站等兴起，剧集、综艺等冠名或植入式广告火热；3) 数字媒体快速发展带来小红书、抖音、微博、知乎等新媒体流量爆发时增长，网红直播、明星种草、短视频等新媒体方式成为主流推广方式。公司采用药店或医生推荐方式打入消费群体，获得专业 KOL 背书后通过专业渠道或电商渠道沉淀用户，积淀口碑。近几年内容营销风口，薇诺娜几乎走在同类型品牌前列，营销敏锐度高。根据各大社交媒体官方号注册时间及粉丝沉淀，薇诺娜在小红书上粉丝数量与理肤泉相当，笔记数量居第一；薇诺娜在抖音、知乎上入驻时间、粉丝积累等方面均

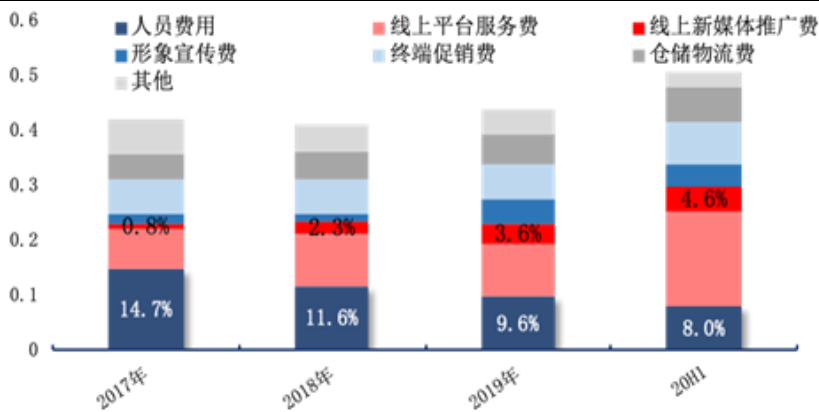
好于竞争对手；根据销售费用投放明细，17年-20上半年新媒体费用占比收入分别为0.8%/2.3%/3.6%/4.6%，18年以来公司加大两微一抖小红书等新媒体营销费用投放。

表 9：皮肤学品牌不同内容营销平台参与情况

		微博	小红书	抖音	知乎
薇诺娜	注册时间	2011/10/11	2018/4/10	2018/5/25	2018/7/19
	粉丝数量（万）	152.6	11.7	32.5	0.2
	笔记数量	14701	327	221	116
理肤泉	注册时间	2011/3/31	2020/4/1	2020/6/10	无官方账号
	粉丝数量（万）	36.7	10.5	17.3	
	笔记数量	7479	172	31	
薇姿	注册时间	2011/2/11	2018/03	2019/10/24	无官方账号
	粉丝数量（万）	158.3	5.9	4.7	
	笔记数量	5885	351	50	
雅漾	注册时间	2010/12/31	2019/6/12	2020/2/10	无官方账号
	粉丝数量（万）	742.3	3.7	4.9	
	笔记数量	10790	293	207	
玉泽	注册时间	2017/1/1	2019/5/21	2019/10/21	无官方账号
	粉丝数量（万）	19.6	1.1	0.5	
	笔记数量	769	60	9	

资料来源：各社交软件 APP，信达证券研发中心（截止 2021 年 2 月）

图 28：公司 18 年以来新媒体营销费用投放占收入比重上升



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

2019年双十一预售期间，薇诺娜线上线下全渠道全方位拦截消费者注意力，采用人气网红+权威皮肤科医生配搭方式进行9天直播，双十一预售期间与李佳琦、薇娅两大头部主播合作，当天实现全渠道7.2亿GMV，营销推广敏锐度直击外资大牌。2020年双十一再次占据全行业前十榜单，与外资品牌抗衡。

图 29：薇诺娜 2019 年双十一营销打法

抖音、小红书、楼宇等线上线下种草；双十一前阿里系8大APP闪屏联投



20多位权威皮肤科大咖搭超人气网红及敏感守护官罗云熙连续9天直播



头部主播预售带货

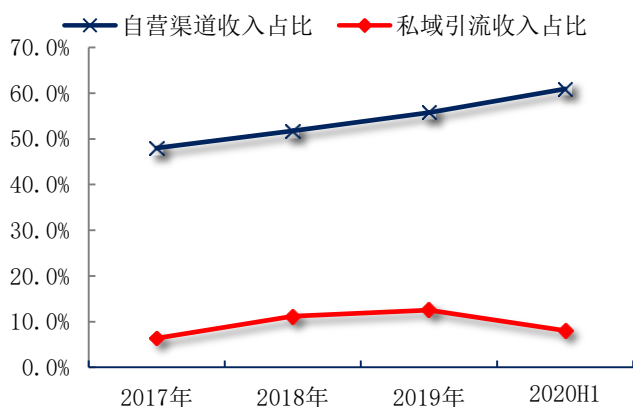
资料来源：公司官网，信达证券研发中心

前端重自营回流用户数据、后端数据团队的系统开发及运用，助力公司用户运营，营销推广效果更佳，具体而言：

1) 公司重视自营渠道建设，直达用户便于用户数据沉淀。一方面，公司重视直接接触用户的渠道建设，截至2019年，公司线上自营渠道占比56%，拥有近400万年消费用户，便于对用户行为变化的数据积累；同时线下重视发展直供客户，拥有400余人BA队伍对接终端用户，便于线下用户洞察。另一方面，公司较早布局私域流量运营，通过线下BA引导用户通过微信平台搭建的“薇诺娜专柜服务平台”进行购买，对于用户数据沉淀及用户洞察高度重视，2019年，公司私域流量达成销售额占比收入12.5%。

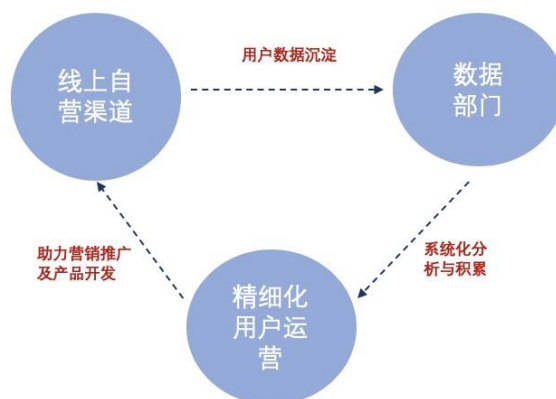
2) 公司创立之初成立数据部门作为核心部门之一，拥有自己的数据仓库。该部门通过自营渠道回流的的数据，分析用户属性，包括用户的经济水平、感兴趣的内容等，通过对用户的细微洞察更精准触达目标用户，并尽量减少用户思考过程。同时，公司技术开发团队拥有近50人做后台数据开发，包括媒介投放系统、供应链管理等。

图 30：公司自营渠道及私域引流收入及占比情况



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 31：公司重视用户数据沉淀与运用



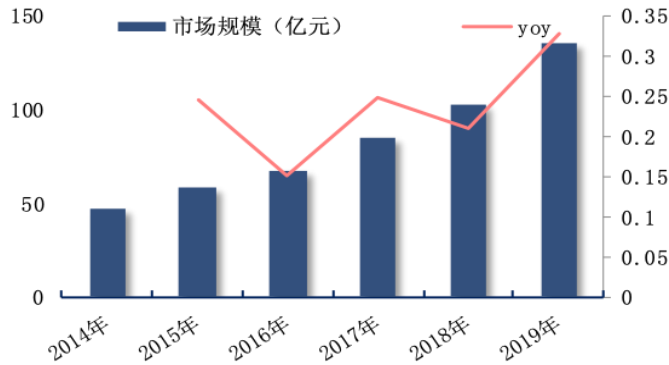
资料来源：信达证券研发中心

成长空间

4.1 皮肤学护肤品赛道加速增长，高弹性品类成长空间广

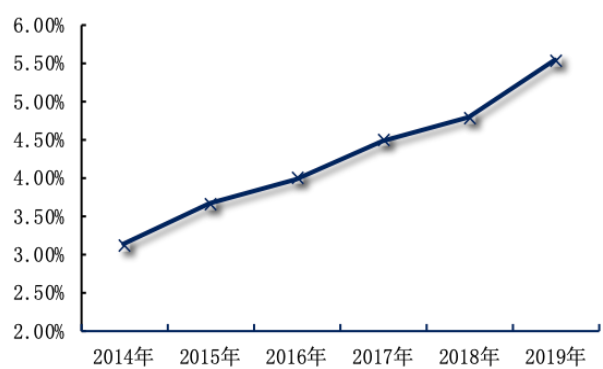
皮肤学护肤品市场规模达 135 亿元，占护肤品比重 5.5%，快速渗透正当时。皮肤学级别护肤品主要指采用温和科学的配方，强调产品安全性和专业性，适合肌肤敏感等问题肌肤的护理产品。根据欧瑞咨询，2019 年皮肤级别护肤品市场规模达 135 亿元，增长 33%，近五年复合增速为 23.5%，远高于护肤品大类同期 10.1% 的复合增速。截止 2019 年，皮肤级别护肤品占比护肤品市场规模的 5.53%，相比于上年提升 0.75%，是近五年以来渗透率提升最快的一年。

图 32：皮肤学级护肤品市场规模及增长情况（亿元）



资料来源：欧瑞咨询，信达证券研发中心

图 33：皮肤学级护肤品占护肤品市场规模比重

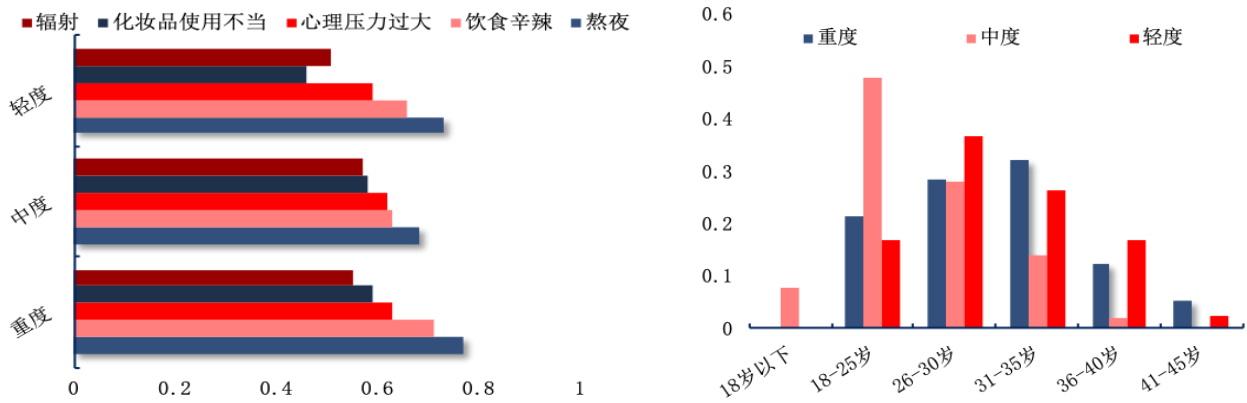


资料来源：欧瑞咨询，信达证券研发中心

高弹性细分品类，用户属性更年轻化，借助新营销工具放大需求。敏感肌修复、清痘等类型产品是皮肤学级护肤品重点子类目，以敏感肌修复产品类型为例，未来增长驱动力在于：1) 化妆、熬夜等生活习惯激发更多肌肤问题（敏感肌人群占比提升）。根据艾瑞咨询样本统计，34% 以上的用户本身存在肌肤敏感问题；同时“金领一族”熬夜成为常态，年轻消费者尝试各类美妆产品意愿强，易刺激肌肤，放大肌肤健康问题，舒敏真实需求旺盛。2) 敏感肌用户年轻化，平台助力细分需求挖掘扩大用户池（选择敏感肌品牌概率提升）。从线上环境看，用户年轻化是平台重要诉求，敏感肌等具备良好的用户基础，且未来伴随彩妆年轻化普及，目标用户或更年轻化；另外，细分需求挖掘是美妆市场扩容的重要驱动因素，敏感肌修复、祛痘等符合诉求，挖掘潜力大。3) 新营销加速消费者教育，加快释放需求弹性（选择敏感肌品牌概率提升）。面对严重的肌肤问题，用户主动出击概率更高，对于轻度肌肤问题，消费者教育发挥更大作用；小红书、抖音等社交媒体的内容营销加深用户对肌肤状态认识，配合 KOL 等背书，尤其对于低线城市用户的教育，扩大用户池，带来新流量。4) 敏感肌周边产品丰富度提升（客单价提升）。传统喷雾、乳霜外，主打敏感肌修复的品牌以安全为特色，可丰富品类，从基础护肤到深度护理、日常彩妆等，带来客单价提升，同时增强用户粘性。

图 34：敏感肌成因 top 因素情况

图 35：敏感肌人群年龄结构情况

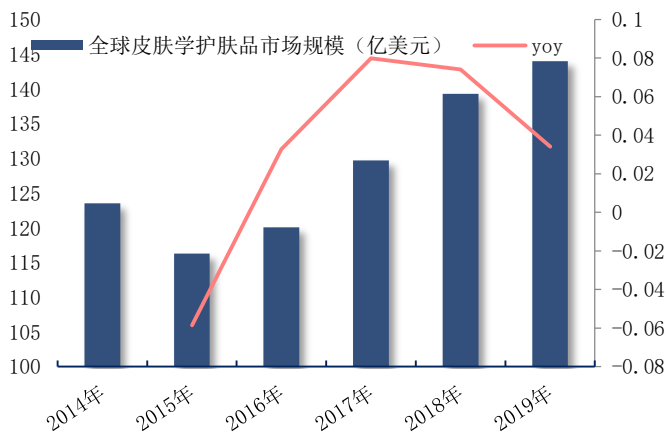


资料来源: 艾瑞咨询, 信达证券研发中心

资料来源: 艾瑞咨询, 信达证券研发中心

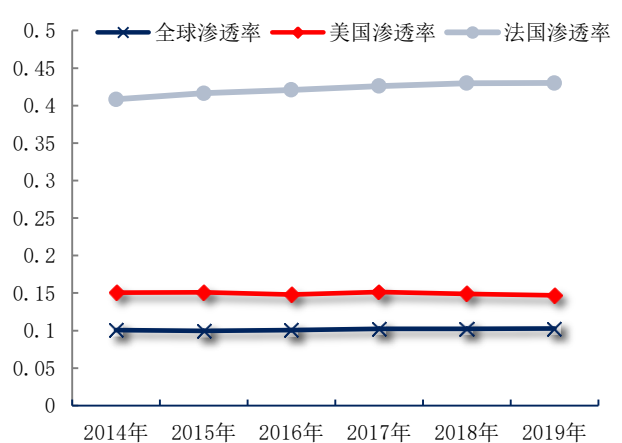
对标全球皮肤学化妆品 10% 的渗透率，国内市场大有可为。根据欧瑞咨询，2019 年全球皮肤学护肤品市场规模 144 亿美元，占比全球护肤品市场规模的 10.3%，整体稳中有升；成熟欧美发达市场皮肤学护肤品渗透率更高，2019 年法国、美国两大化妆品消费成熟市场皮肤学护肤品渗透率分别为 43.0%、14.7%，皮肤学护肤品作为精准护肤需求，欧美成熟市场更为流行。国内市场从满足基础护肤需求向精致护肤需求升级，皮肤学护肤品市场大有可为。

图 36: 全球皮肤学化妆品市场规模及增速



资料来源: 欧瑞咨询, 信达证券研发中心

图 37: 全球重点市场皮肤学赛道渗透率情况



资料来源: 欧瑞咨询, 信达证券研发中心

皮肤学级赛道弹性空间 3 倍以上。以敏感肌护肤细分领域为例，其市场容量=各年龄阶段人群*敏感肌比重*选择专业品牌概率*客单价。根据国家统计局（不同年龄段人数）及中国皮肤性病学杂志第 31 卷第 1 期（不同年龄段敏感肌人群）统计，20-59 岁女性敏感肌人群约 4500 万左右，假设低龄化人群更依赖专业敏感肌护肤品护理，综合选择专业敏感肌品牌比重为 94%，则目标人群约 4200 万。假设该人群人均消费金额为 1000-1200 元/年之间，则市场规模为 417-500 亿元，当前皮肤学级护肤品市场规模 135 亿，存在 3.1-3.7 倍空间。考虑到敏感肌周边产品类型的丰富，例如彩妆产品，预计市场空间更大。

表 10: 以女性为例专业的敏感肌护肤品市场规模弹性测算

年龄段	人数 (万)	敏感肌人群比重	敏感肌人群 (万)	选择专业护肤品概率	人均消费金额 (元/年)	市场规模 (亿元)
20-24 岁	3898	44%	1715	100%	1000-1200	172-206
25-29 岁	5520	30%	1656	100%	1000-1200	166-199

30-34岁	5653	8%	452	100%	1000-1200	45-54
35-39岁	4923	8%	394	60%	1000-1200	24-28
40-59岁	21200	1%	212	50%	1000-1200	11--13
合计	41194	11%	4429	94%	1000-1200	417-500

资料来源：国家统计局，中国皮肤病学杂志第31卷第1期，信达证券研发中心

备注：人数及敏感肌人群比重采用静态数据，选择专业敏感肌护肤品概率及人均消费为预测值

4.2 薇诺娜成为绝对龙头，产品延展与用户深触达助力份额提升

➤ 薇诺娜凭借口碑沉淀持续抢占细分市场份额，19年市场份额超过20%

从竞争格局上，国内皮肤学护肤品头部品牌主要有薇诺娜、雅漾、理肤泉、贝德玛、薇姿等。从产品定价上，头部品牌定价差异性较小，以舒敏面霜为例，薇诺娜特护霜、雅漾舒缓保湿霜、理肤泉特安乳三大王牌产品定价分别为268元/50g、272元/50ml、255元/40g；从产品核心成分上，雅漾、理肤泉等品牌均拥有独特的活泉水基地，强调水质中矿物质成分，其他配方上均添加具备舒敏作用的植物油，如雅漾舒缓保湿霜添加具备修复皮肤功能的红花籽油，理肤泉添加具备修复皮肤的积雪草提取物，而薇诺娜除了添加具备舒缓皮肤的高原植物青刺果提取物之外，添加抗炎成分马齿苋提取物，头部品牌产品配方存在一定差异；从产品结构看，根据淘数据2020年2月-2021年1月旗舰店GMV结构情况，雅漾喷雾水占比较高，薇诺娜面霜及面部护理套装更占优。

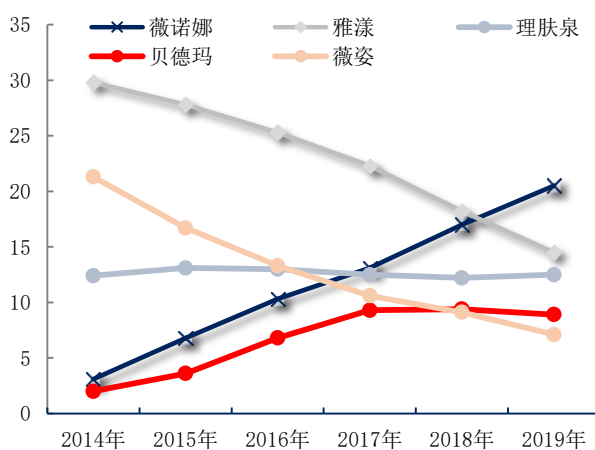
表 11：专注敏感肌护理护肤品品牌情况

品牌名称	上市时间	核心卖点	明星产品系列	定价
薇诺娜	2008年	1) 云南高原植物马齿苋、青刺果、滇重楼、滇山茶等提取物；2) 中科院昆明植物研究所和昆明医科大学等国内知名研究机构背书，全国皮肤科一线专家郭振宇、何黎、朱学骏等背书	舒敏保湿系列 透明质酸系列 净痘清颜系列	舒敏保湿特护霜（50g）/268元 透明质酸生物膜（80g）/198元 清痘修复精华液（30g）/218元
雅漾	2003年	1) 取用 Avène 活泉水作为生产原料，富含丰富的矿物质与活性成分；2) 建立雅漾泉水实验室进行研究管理与日常监控。	舒敏产品：喷雾/敏感肌乳霜等 抗痘系列	舒缓保湿霜（50ml）/272元 抗痘修复精华露（30g）/228元
理肤泉	2001年	1) 取用理肤泉温泉水作为生产原料，“硒”含量丰富，pH值几乎中性；2) 理肤泉实验室、一线皮肤科专家吴艳等背书。	喷雾/特安系列等 清痘系列 B5痘印修复系列	特安乳（40ml）/255元 水杨酸K乳（40ml）/278元 B5多效修复霜（40ml）/119元
薇姿	1998年	1) 法国薇姿小镇火山温泉水，富含多种矿物质与微量元素；2) VICHY 实验所与全球科学界和医学界紧密合作，获得皮肤科专家背书。	89修复系列等 清痘系列	面部精华（30ml）/249元 精华乳（50ml）/185元
玉泽	2003年	1) PBS 植物仿生皮脂技术，添加与皮肤屏障组分相似的天然植物油脂进行屏障修复；2) 由皮肤科专家郝捷教授以及瑞金医院等医院背书。	舒敏：皮肤屏障系列等 清痘系列	皮肤屏障修护调理乳（50ml）/148元 清痘精华液（30ml）/158元

资料来源：天猫旗舰店，美丽修行，信达证券研发中心

图 38：20年2月-21年1月品牌天猫旗舰店产品 GMV 结构对比 图 39：2014-2019年皮肤学护肤品竞争格局（单位：%）

	薇诺娜	玉泽	雅漾	修丽可	药都仁和
面部护理套装	42%	55%	7%	60%	2%
乳液面霜	24%	21%	26%	6%	43%
精华	9%	3%	3%	28%	11%
化妆水/爽肤水	7%	3%	39%		
防晒霜	5%		7%		
洁面	4%		5%		
贴片面膜	4%	8%	3%		14%
眼霜					13%
身体乳		4%	3%		
其他	6%	6%	7%	6%	9%

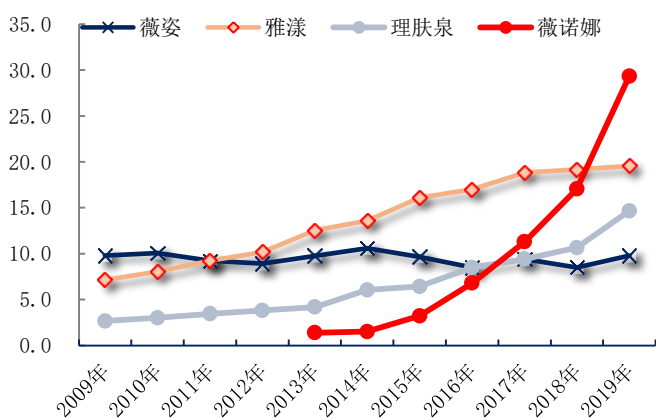


资料来源: 淘数据, 信达证券研发中心

资料来源: 欧瑞咨询, 信达证券研发中心

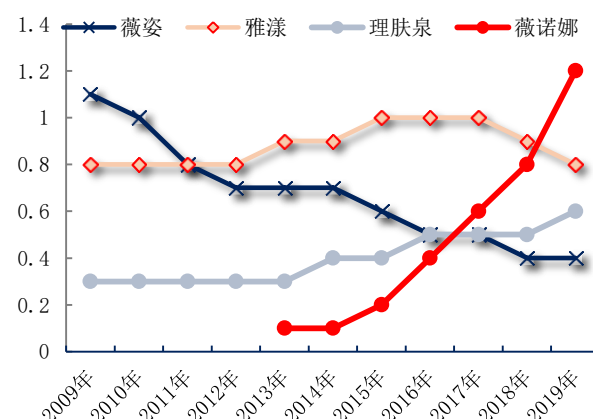
根据欧睿数据, 截止2019年, 薇诺娜、雅漾、理肤泉、薇姿品牌在中国地区零售额分别约29亿元、20亿元、15亿元、10亿元, 14-19年复合增速分别为81%、8%、19%、-2%, 薇诺娜领跑细分赛道, 市占率持续提升。截止2019年, 薇诺娜零售额占比护肤品市场份额约1.2%, 14-19年提升1.1pct。皮肤学级护肤品赛道而言, 19年薇诺娜市场份额为20.5%, 首次超过雅漾成为细分领域第一。

图 40: 2009-2019 年品牌零售额变化 (单位: 亿元)



资料来源: 欧瑞咨询, 信达证券研发中心

图 41: 2009-2019 年品牌占比护肤品份额变化(单位:%)



资料来源: 欧瑞咨询, 信达证券研发中心

➤ 对标海外市场, 本土品牌细分赛道更占优, 且竞争格局优于护肤品市场

一方面, 海外代表市场皮肤学护肤品市场中本土品牌更具竞争力: 根据欧瑞数据, 法国、日本、韩国、美国本土品牌占据细分市场龙头地位, 前五大品牌中本土品牌分别占据5席、3席、2席、1席, 本土品牌竞争力突出。另一方面, 海外市场皮肤学护肤品赛道竞争格局优于护肤品行业: 根据欧睿数据, 日本、美国、韩国、法国市场细分市场前五大品牌市场集中度分别为97%、70%、70%、61%, 而同期护肤品行业前五大品牌对应集中度分别为18%、20%、31%、37%。我们认为, 皮肤学护肤品因专业性更强进入壁垒更高、不同地区人种对问题肌肤形成机制存在差异等因素带来细分赛道更优竞争格局。

表 12: 2019 年全球代表市场皮肤学护肤品竞争格局情况 (单位: %)

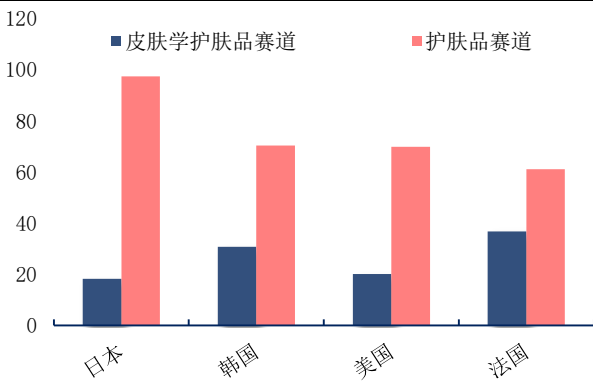
日本			韩国			美国			法国		
品牌	份额	所属国	品牌	份额	所属国	品牌	份额	所属国	品牌	份额	所属国

TOP1	城野医生	31.1	美国(原日本)	希思派	27	韩国	艾惟诺	20.7	美国	雅漾	20.1	法国
TOP2	花王	27.1	日本	霏丝佳	12.1	英国	高伦雅芙	20.3	瑞士	理肤泉	17.8	法国
TOP3	d program	13.9	日本	爱多康	12.1	韩国	丝塔芙	13.1	法国	贝德玛	12.3	法国
TOP4	雅漾	13.1	法国	艾惟诺	10	美国	CeraVe	10.2	法国	欧缦丽	5.9	法国
TOP5	高伦雅芙	12.1	瑞士	雅漾	9.1	法国	优色林	5.5	德国	欧树	5	法国
CR5		97.3			70.3			69.8			61.1	

资料来源: 欧瑞咨询, 信达证券研发中心

备注: 美国市场护肤品牌TOP2 品牌 RODAN + FIELDS 类似于皮肤学品牌, 占比护肤品行业份额为 4.7%, 为本土品牌, 上述统计中不涉及该品牌

图 42: 2019 年代表国家品牌 CR5 份额情况

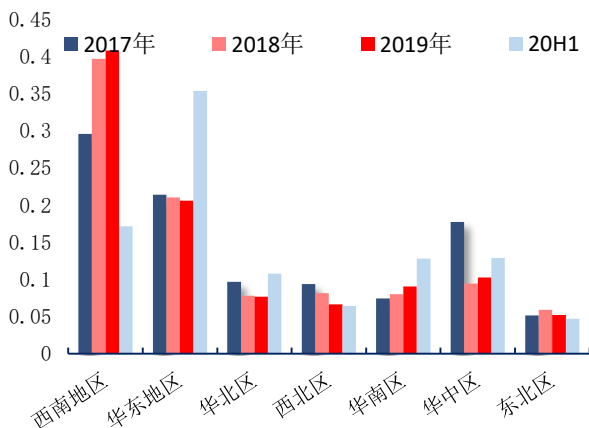


资料来源: 欧瑞咨询, 信达证券研发中心

➤ 品类延展与终端下沉提升用户触达助力薇诺娜扩大市场份额

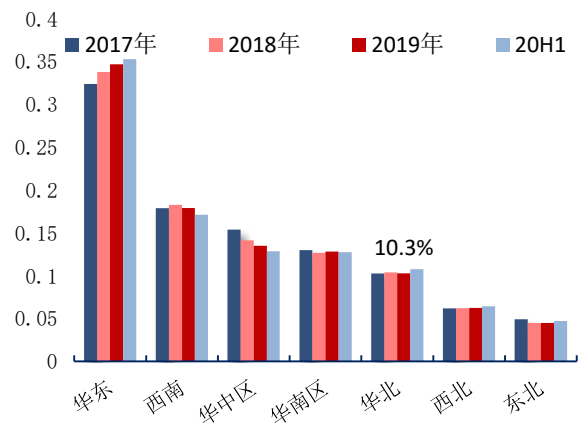
1) 公司地区分布不平衡, 用户触点未触及天花板, 存在延展空间。以线下渠道为例, 西南地区与华东地区占比较高, 2019 年收入占比超过 60%, 近两年保持双位数以上的增长, 而华北、华南、华中等传统化妆品大区销售占比仅在 5-10%之间; 另外, 从终端数量看, 公司直供客户数量仅千家左右, 商业客户十余家, 存在巨大提升空间。总体上, 地区均衡发展及终端网点的提升助力薇诺娜品牌扩宽用户群, 凭借公司良好的线上运营能力及扎实的产品实力, 用户生命周期内消费可期。

图 43: 公司线下不同地区销售额占比线下渠道销售额



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 44: 公司线上自营渠道分地区销售额占比线上自营



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

2) 爆款产品丰富产品规格，降低尝新成本，助力新客户获取。从产品系列丰富度上，薇诺娜形成舒敏系列畅销品外，推出了清痘、控油保湿、美白等不同细分产品系列，同时丰富品类，布局眼霜、精华、彩妆等产品类型，品展稳健延展。从爆款产品系列看，公司丰富规格，满足新客户获取需求，比如舒敏保湿霜产品规格具有 15g/50g 两种规格可供选择，医疗器械产品透明质酸修护生物膜具有 20g/50g/80g 三种规格可供选择。

3) 产品系列延展，人群延展可期，天花板有望突破。公司 19 年开始线下推广光透皙白淡斑系列及 WINONA Baby 的宝宝霜，20 年下半年官方商城开始推广，新产品系列推出突破现有目前人群，天花板有望突破。其中光透皙白淡斑系列目前已上线 7 款 SKU，该产品系列采用四位一体的淡斑科技，核心成分为滇山茶花、光甘草啶等，获得祛斑美国妆特字号批文，产品定价高于舒敏产品；薇诺娜宝宝霜目前已上线 2 款 SKU（仅规格不一样），定价低于舒敏产品高于竞品，该产品采用青刺果、金盏花、马齿苋等提取物，针对 0-12 岁宝宝肌肤干燥泛红等症状，通过 600 多例婴幼儿临床观察，实验证明该产品有效。光透皙白淡斑系列及宝宝霜均有望成为细分领域爆款产品，两者具备良好成长空间。

表 13: 光透皙白淡斑系列及宝宝霜情况介绍

产品系列	定价	核心成分
光透皙白淡斑精华	398 元/30ml	
光透皙白隔离日霜	298 元/50g	
光透皙白修复晚霜	338 元/50g	四位一体淡斑科技（祛斑美国妆特字号）
光透皙白精萃水	228 元/120ml	
光透皙白淡斑面膜	218 元/6 片	
宝贝舒润滋养霜	138 元/100g	青刺果、金盏花、马齿苋等提取物

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

4) 薇诺娜之外，差异化品牌矩阵有望形成。公司拥有专业婴幼儿护理的“WINONA Baby”品牌、专注于痘痘肌肤护理的“痘痘康”品牌、专注于高端皮肤修护的“Beauty Answers”品牌、专注于干燥性皮肤护理的“资润”品牌，目前处于孵化初级阶段，细分定位差异化，有望打开新局面。

图 45: 公司品牌矩阵布局

图 46: 公司最新研发技术及应用情况



项目名称	所处研发阶段	预算经费 (万元)	项目内容
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。
彩妆系列产品开发	配方研发	174.40	针对敏感肌人群对彩妆的需求, 结合现有技术, 开发敏感肌人群能够适用的彩妆产品。
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。
皮肤屏障分型护理产品开发	配方研发	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。
云南特色植物育果活性成分开发及应用	基础研究	270.52	针对云南特色植物育果, 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。

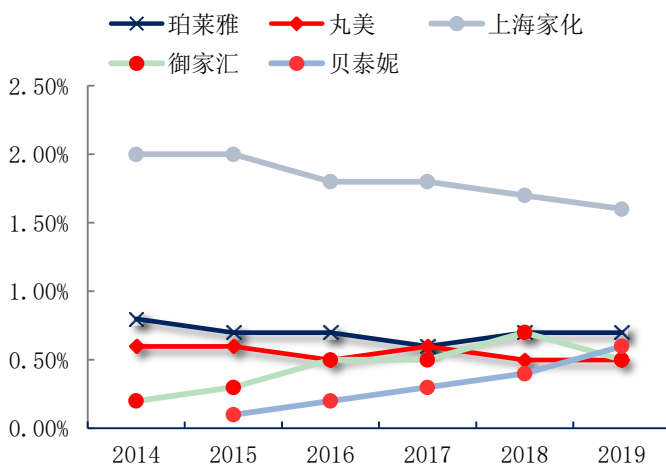
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

资料来源: 公司微信小程序, 信达证券研发中心

同业比较

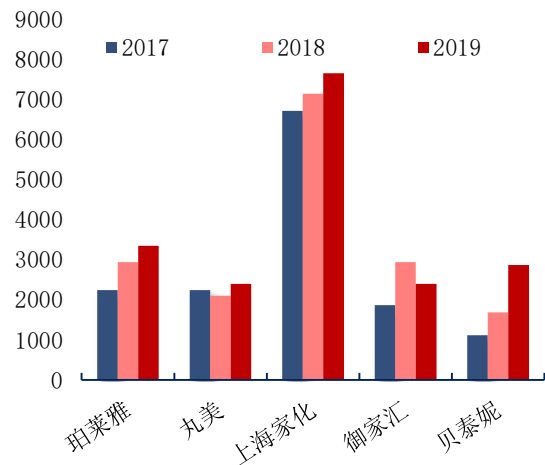
贝泰妮零售端市场份额提升迅速, 仅次于上海家化与珀莱雅。根据欧睿咨询化妆品行业品牌集团市场份额, 2019 年贝泰妮市场份额为 0.6%, 逐年稳步提升, 仅次于上海家化 (1.6%) 与珀莱雅 (0.7%)。欧睿咨询行业数据统计, 预计 19 年贝泰妮零售端额 28.7 亿元, 三年期复合增速为 60%, 增长势头超过其他品牌。

图 47: 2017-2019 年同行业公司市场份额变化



资料来源: 欧瑞咨询, 信达证券研发中心

图 48: 同行业公司零售额情况 (百万)

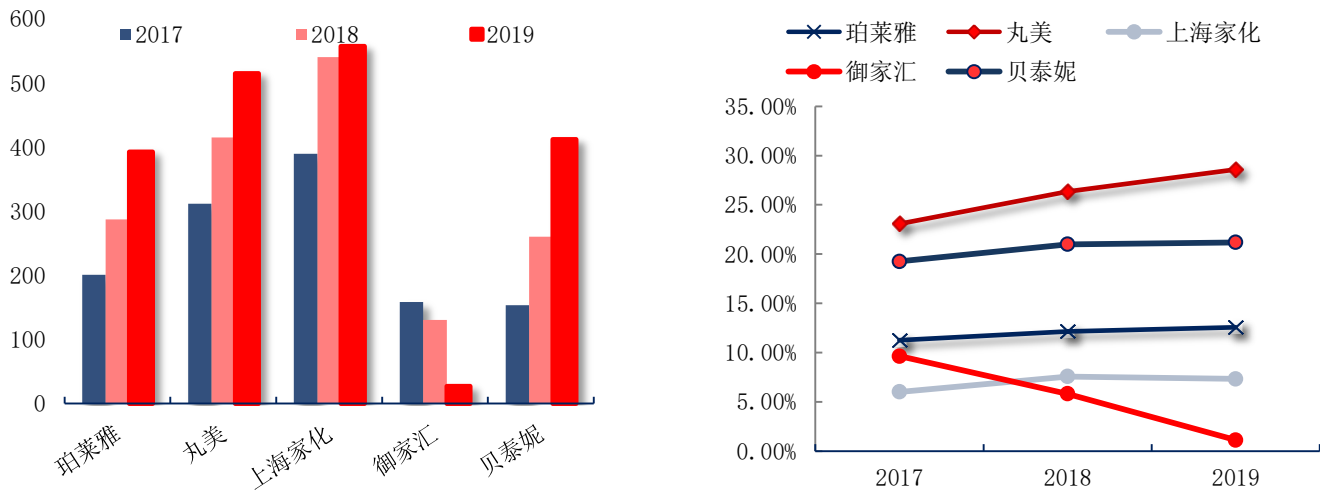


资料来源: 欧瑞咨询, 信达证券研发中心

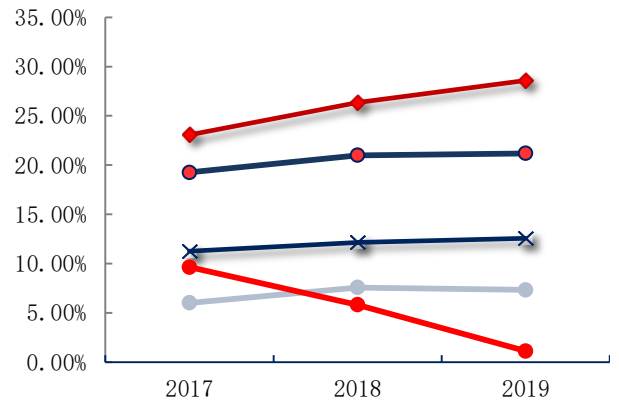
贝泰妮盈利能力突出, 归母净利率仅次于丸美股份。从营业收入来看, 贝泰妮 2019 年营业收入为 19.4 亿元, 与丸美股份类似, 低于其他公司; 从盈利能力看, 贝泰妮归母净利率 20%左右, 仅次于丸美股份; 综合看, 公司归母净利润水平超过珀莱雅次于丸美和家化。畅销大单品战略、偏中端定位及高效率的营销投放等各方面因素带来贝泰妮高净利率。

图 49: 2017-2019 年同行业公司归母净利润比较

图 50: 2017-2019 年同行业公司净利率比较



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

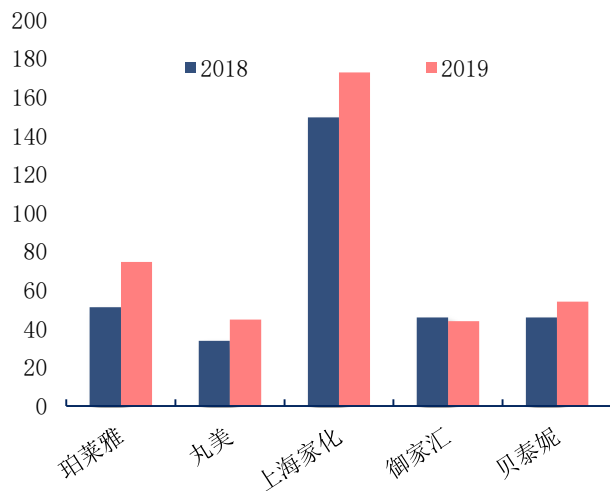


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

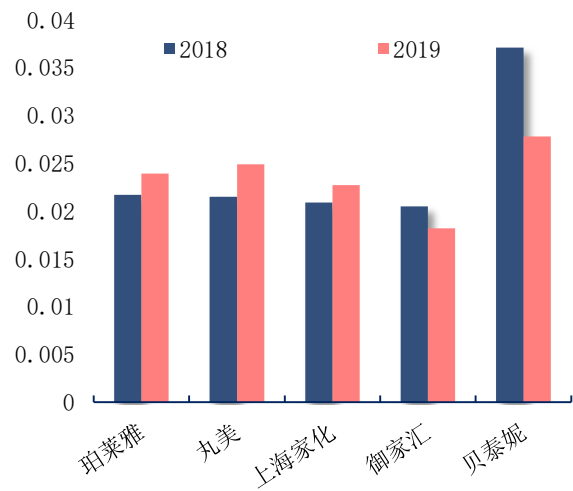
贝泰妮研发投入比例大, 研发较为聚焦。贝泰妮 19 年研发费率为 2.78%, 高于其他 4 家公司; 尽管公司研发费用投入绝对额仅 0.54 亿, 低于珀莱雅、家化, 但考虑到贝泰妮品牌数量及产品系列的精简性, 相对投入仍具有优势。

图 51: 2018-2019 年同行业公司研发费用 (百万)

图 52: 2018-2019 年同行业公司研发费用率



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

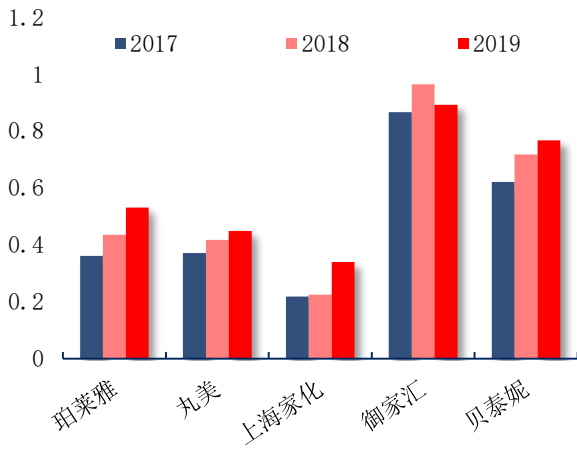


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

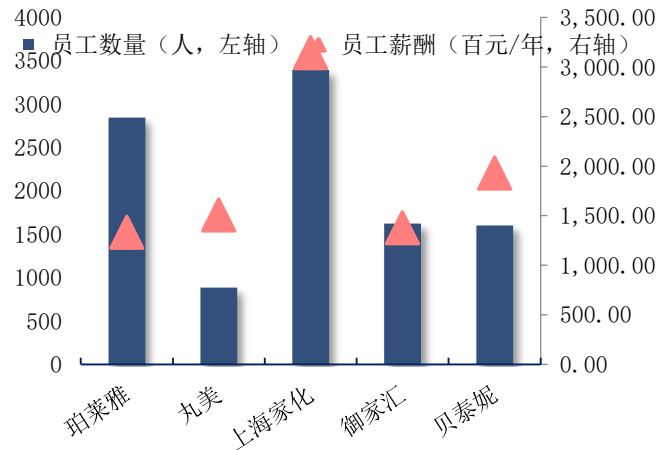
贝泰妮线上占比较高, 线下终端存在较大空间。贝泰妮线上占比仅次于淘系起家的御家汇, 而目前线下直供网点仅 855 家, 预计商业公司及区域经销商覆盖的终端数量有限; 未来同时重点打造直供客户过程中, 预计线下终端将存在优化空间。

图 53: 2017-2019 年同行业公司各公司线上渠道营收占比

图 54: 2019 年同行业公司员工数量及薪酬



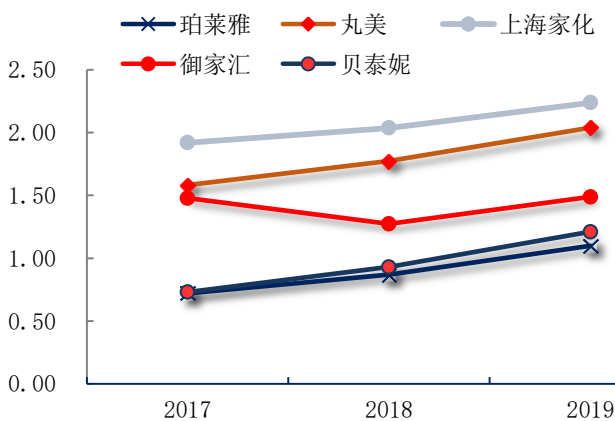
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

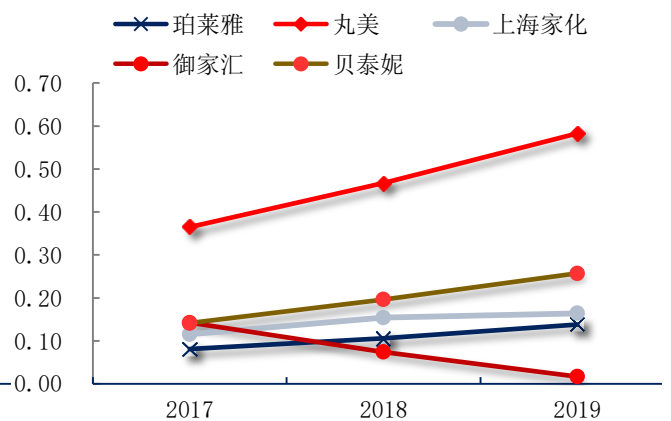
贝泰妮员工薪酬水平行业中等偏上, 人均创利仅次于丸美。贝泰妮 2019 年在册员工数量为 1587 人, 考虑到自营为主的业务模式, 员工数量处于行业较低水平; 其人均创收为 121 万元/年, 呈上升趋势; 员工薪酬为 19.3 万/年, 仅次于家化; 员工创造归母净利润为 26 万元/年, 仅次于丸美。

图 55: 2017-2019 年同行业公司员工创收 (百万/人)



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 56: 2017-2019 年同行业公司员工创利 (百万/人)



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

盈利预测、估值与投资评级

盈利预测及假设

我们看好皮肤学护肤品细分赛道成长性, 公司凭借差异化模式及良好的品牌沉淀有望获得更高市场份额。收入成本方面, 我们预计公司 2020-2022 年收入分别为 26.9 亿元、39.5 亿元、56.5 亿元, 对应增速分别为 39%、47%、43%, 对应毛利率分别为 81%、81%、81%。具体而言: 1) 线上自营渠道 2020-2022 年收入分别为 17.4 亿元、27.3 亿元、41.3 亿元, 对应增速为 61%、58%、51%, 对应毛利率为 82%、82%、82%; 2) 线上其他平台 2020-2022 年收入分别为 5.0 亿元、6.3 亿元、7.8 亿元, 对应增速为 21%、28%、24%, 对应毛利率为 74%、74%、74%; 3) 线下渠道 2020-2022 年收入分别为 4.3 亿元、5.5 亿元、7.1 亿元, 对应增速为 5%、28%、29%, 对应毛利率为 88%、88%、87%。

我们预测公司 2021-2022 年归母净利润分别为 8.0 亿元、11.5 亿元, 对应增速分别为 46.8%、44.6%。

表 14：公司 2020-2022 年分渠道收入及毛利率预测（单位：百万）

	2018N	2019N	2020E	2021E	2022E
收入	1230	1934	2,692	3,949	5,652
yoy		57.3%	39%	47%	43%
毛利率(%)	81	80	81	81	81
(1) 线上自营	628	1075	1735	2734	4127
yoy		71%	61%	58%	51%
毛利率(%)	82	81	82	82	82
(2) 线上分经销	254	409	495	632	780
yoy		61%	21%	28%	24%
毛利率(%)	74	72	74	74	74
(3) 线下渠道	348	451	429	548	706
yoy		30%	5%	28%	29%
毛利率(%)	86	87	88	88	87

数据来源：信达证券研发中心预测

估值与投资评级

- 截至 3 月 25 日，同业化妆品标的珀莱雅、功效性护肤品标的华熙生物 21 年估值分别为 53 倍、82 倍，具备高增长+强壁垒的医美标的爱美客 21 年估值为 121 倍，三者平均估值为 85 倍。公司所处的细分赛道景气度高，未来成长空间大，同时公司为细分市场绝对龙头，竞争优势明显，份额可进一步攀升。截至 3 月 25 日，公司 21 年 PE 为 86 倍，考虑到同业可比公司平均估值以及公司未来的高速增长，给予“买入评级”。

表 15：同业可比公司估值情况

		2020 年	2021E	2022E
珀莱雅	归母净利润增速	21.89%	27.64%	24.17%
	PE	67.24	52.68	42.43
华熙生物	归母净利润增速	11.00%	32.22%	33.27%
	PE	108.6	82.35	62.14
爱美客	归母净利润增速	43.93%	50.68%	44.61%
	PE	179.04	120.88	83.59

数据来源：WIND, 信达证券研发中心（截止 2021 年 3 月 25 日）

风险因素

产品系列及品牌系列相对集中风险。公司旗下“薇诺娜”品牌销售占比超过 99%，同时薇诺娜品牌旗下的“舒敏保湿系列”销售占比约 40%，伴随薇诺娜品牌市场认可度提升，将不断衍生出针对不同细分需求、不同年龄段的新品牌或新产品。公司在新产品及新品牌培育孵化过程中面临不确定性，存在依赖单品牌及产品系列集中风险。

细分赛道竞争加剧风险。皮肤学护肤赛道维持高景气度，公司旗下“薇诺娜”品牌已在细分市场获得龙头地位，仍面临国际知名化妆品品牌如理肤泉、雅漾等竞争，同时，越来越多国内化妆品品牌积极推出针对敏感肌护肤相关产品或品牌，各大品牌加大市场投入的背景下，细分赛道竞争将更加激烈，影响公司收入快速增长甚至高盈利水平。

获客成本快速增长影响利润率风险。公司线上销售占比超过7成，随着互联网流量红利效应减弱，头部电商平台商家竞争激烈，公域流量获客边际效应有所下滑近年来获客成本出现上升趋势。尽管公司善于消费者洞察，营销策略灵活，仍将面临获客成本快速上升影响利润率水平的风险。

会计年度	单位:百万元				
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	935	1,391	3,868	5,244	7,039
货币资金	527	752	3,068	4,171	5,650
应收票据	0	0	0	0	0
应收账款	112	187	227	325	440
预付账款	14	29	25	32	40
存货	199	254	368	525	708
其他	84	169	181	191	202
非流动资产	148	211	244	277	310
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产(合计)	59	69	99	129	159
无形资产	46	55	55	55	55
其他	43	87	90	93	96
资产总计	1,084	1,602	4,112	5,521	7,349
流动负债	296	391	539	765	1,032
短期借款	15	0	0	0	0
应付票据	0	18	0	0	0
应付账款	88	117	168	233	315
其他	193	256	372	531	717
非流动负债	27	9	9	9	9
长期借款	0	0	0	0	0
其他	27	9	9	9	9
负债合计	323	400	548	773	1,040
少数股东权益	5	3	3	3	3
归属母公司股东权益	756	1,199	3,561	4,745	6,306
负债和股东权益	1,084	1,602	4,112	5,521	7,349

会计年度	单位:百万				
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	1,944	2,692	3,949	5,652	7,644
同比(%)	56.7%	38.5%	46.7%	43.1%	35.2%
归属母公司净利润	412	544	798	1,153	1,531
同比(%)	58.1%	31.9%	46.8%	44.6%	32.8%
毛利率(%)	80.2%	80.5%	81.1%	81.2%	81.2%
ROE%	54.5%	45.3%	22.4%	24.3%	24.3%
EPS(摊薄)(元)	0.97	1.28	1.88	2.72	3.61
P/E	167.43	126.90	86.46	59.81	45.04
P/B	91.20	57.52	19.37	14.54	10.94
EV/EBITDA	113.79	89.02	72.80	49.71	35.83

会计年度	单位:百万元				
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	1,944	2,692	3,949	5,652	7,644
营业成本	385	526	746	1,065	1,435
营业税金及附加	35	46	68	97	131
销售费用	843	1,263	1,887	2,696	3,639
管理费用	137	169	245	350	474
研发费用	54	63	99	141	199
财务费用	-1	-1	-7	-13	-17
减值损失合计	-13	-9	0	0	0
投资净收益	0	3	1	1	2
其他	23	30	39	57	38
营业利润	502	650	952	1,374	1,824
营业外收支	0	-2	-2	0	0
利润总额	502	648	950	1,374	1,824
所得税	89	104	153	221	293
净利润	413	544	798	1,153	1,531
少数股东损益	1	0	0	0	0
归属母公司净利润	412	544	798	1,153	1,531
EBITDA	511	650	905	1,304	1,767
EPS(当年)(元)	0.97	1.28	1.88	2.72	3.61

会计年度	单位:百万元				
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	515	431	785	1,106	1,480
净利润	413	544	798	1,153	1,531
折旧摊销	21	25	0	0	0
财务费用	0	1	0	0	0
投资损失	0	-3	-1	-1	-2
营运资金变动	71	-148	-14	-47	-49
其它	10	12	2	0	0
投资活动现金流	-61	-86	-4	-2	-1
资本支出	-61	-89	-2	0	0
长期投资	0	0	0	0	0
其他	0	3	-2	-2	-1
筹资活动现金流	-178	-121	1,535	0	0
吸收投资	0	0	64	0	0
借款	15	-15	0	0	0
支付利息或股息	-193	-104	0	0	0
现金流净增加额	276	224	2,316	1,104	1,479

研究团队简介

汲消飞，北京大学金融学硕士，五年证券研究经验，2016年9月入职光大证券研究所纺织服装团队，作为团队核心成员获得16/17/19年新财富纺织服装行业最佳分析师第3名/第2名/第5名，并多次获得水晶球、金牛奖等最佳分析师奖项，行业研究经验丰富，从长周期研判行业发展趋势。

李媛媛，复旦大学金融硕士，三年消费品行业研究经验，2020年加入信达证券，从事纺织轻工行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北	卞双	13520816991	bianshuang@cindasc.com
华北	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@cindasc.com
华北	欧亚菲	18618428080	ouyafei@cindasc.com
华北	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华东总监	王莉本	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东	孙斯雅	18516562656	sunsiya@cindasc.com
华东	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华南总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com
华南	焦扬	13032111629	jiaoyang@cindasc.com
华南	江开雯	18927445300	jiangkaiwen@cindasc.com
华南	曹曼茜	18693761361	caomanqian@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。