

2021年04月07日

“线下为基，线上为翼，私域流量护城河” ——贝泰妮渠道路径揭秘 买入（首次）

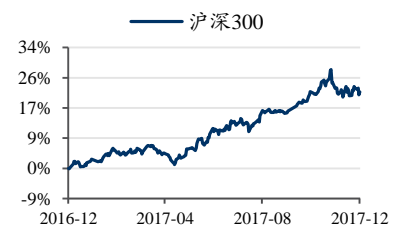
盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	2,692	3,930	5,363	7,158
同比（%）	38.5%	46.0%	36.5%	33.5%
归母净利润（百万元）	544	814	1,141	1,545
同比（%）	31.6%	50.3%	39.9%	35.4%
每股收益（元/股）	1.28	1.92	2.69	3.65
P/E（倍）	150.49	100.49	71.69	52.93

投资要点

- **线下专业渠道药店起家，线上起量。**2020H1 公司线上/线下分别实现营业收入 7.8/1.6 亿元，线上占比超八成且增速更快（2017-2019 年线上/线下收入增速 CAGR 分别为 74%/23%）。线上自营、大型 B2C 分销、商业公司和直供客户是公司最主要的渠道，2020H1 四大渠道合计占比超 95%。
- **线下为基：扎根医院、药店渠道，拓展空间广阔。**线下扎根医院、药店等渠道，其中“械字号”主要布局于医院和 DTP 药房，“妆字号”主要布局于 OTC 药房。2013 年以来持续实施由“药”到“妆”战略布局，在 OTC 药房渠道以专柜形式渗透，优质专柜网点数达 350 家以上。从销售模式看，主要通过商业公司和直供客户的双模式拓展药店，公司连锁药店渗透率提升空间较大，区域上也有望由西南向其他区域拓展。
- **线上为翼：拥抱线上平台，实现流量转化。**公司线上渠道以自营为主、分销为辅，2019 年自营电商的线上占比达七成以上。自营电商中，天猫平台和微信平台占比较大，且增速较快，2019 年同比增速均在 70% 以上。线上自营较快的发展得益于自建电商渠道较早，已搭建起覆盖多平台的成熟团队。与雅诗兰黛、欧莱雅等知名品牌相比，薇诺娜自营电商仍有较大成长空间。
- **私域流量池是贝泰妮特别武器，有效提升转化效率。**（1）**发展契机：**随着线上流量红利的逐步削减和竞争的加剧，传统公域流量获客效率有所下降，渠道及广告宣传费用增加较快。（2）**私域规模及运营方式：**2019 年私域或公私域结合平台实现的收入达 2.51 亿元，其中完全由私域流量转化的“专柜服务平台”占比超九成。公司私域流量池以微信平台的“专柜服务平台”和“小程序商城”为核心，线下 BA/微信广告等为触达入口，由企业微信/微信群进行维护、种草、裂变，最终由“专柜服务平台”和“小程序商城”承载落地。（3）**建立私域流量池优势：**一方面积累高复购、高客单价的核心客户，另一方面降低公司整体获客成本。
- **薇诺娜零售额提升伴随着渠道的不断拓展，反映从认知到复购不断转化的过程。**创立十余年来，核心品牌薇诺娜零售额的每一次飞跃均伴随着渠道的进一步拓展，同时品牌也逐步完成了从构建消费者基础认知，到引导消费者利用多渠道复购的过程，公司作为皮肤学级护肤引领者成长步伐扎实稳健，为长期持续增长打下坚实基础。
- **投资建议：**公司是国内皮肤学级护肤龙头，专业化品牌形象稳固，线上线下各渠道拓展顺利，产品上由“械”到“妆”持续放量。我们预测公司 2021-23 年归母净利润分别为 8.14/11.41/15.45 亿元，同比增速分别为 50.3%/39.9%/35.4%，对应 100/72/53 PE，我们认为龙头应给予一定估值溢价，维持“买入”评级。
- **风险提示：**行业竞争加剧风险、获客成本上升、消费需求整体疲软等。

证券分析师 吴劲草
执业证号：S0600520090006
wujc@dwzq.com.cn
证券分析师 张家璇
执业证号：S0600520120002
zhangjx@dwzq.com.cn
证券分析师 汤军
执业证号：S0600517050001
tangj@dwzq.com.cn
研究助理 樊荣
fanr@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	193.09
一年最低/最高价	157.21/197.48
市净率(倍)	20.03
流通 A 股市值(百万元)	8749.69

基础数据

每股净资产(元)	3.33
资产负债率(%)	24.97
总股本(百万股)	423.60
流通 A 股(百万股)	53.74

相关研究

- 1、《贝泰妮 (300957)：从“药”到“妆”行业翘楚，功能护肤品龙头引领国牌崛起》2021-03-25
- 2、《功能性护肤品系列深度报告之二：欧美、日本发展路径几何？——功能性护肤品海外经验对比》2021-02-26

内容目录

1. 线下专业性渠道药店起家的贝泰妮，真正起量是靠线上渠道	5
2. 线下为基：扎根医院、药店渠道，拓展空间广阔	6
3. 线上为翼：拥抱线上平台，实现流量转化	11
4. 私域流量池：贝泰妮（薇诺娜）特别武器，有效提升转化效率	15
4.1. 在何契机下发展私域流量？	15
4.2. 公司私域流量渠道收入规模及运营方式？	16
4.3. 建立私域流量池有何核心优势？	19
5. 各专业渠道全方位发力，立体化品牌认知度	24
6. 薇诺娜零售额提升伴随着渠道的不断拓展，反映从认知到复购不断转化的过程	25
7. 盈利预测与估值水平	26
7.1. 盈利预测	26
7.2. 估值比较	27
7.3. 投资建议	28
8. 风险提示	28

图表目录

图 1: 2017-2020H1 线上线下收入规模变化	5
图 2: 2018-2020H1 线上线下收入增速变化	5
图 3: 2017-2020H1 各细分渠道主营业务收入占比变化	5
图 4: 2017-2019 年各细分销售渠道营收增速 CAGR	5
图 5: 2017-2020H1 公司各品类收入占比变化	6
图 6: 2017-2019 年公司各品类主营业务收入规模及增速	6
图 7: 公司线下各销售模式梳理	8
图 8: 公司线下各渠道销售模式梳理	9
图 9: 2017-2020H1 线下各渠道收入规模变化	9
图 10: 2018-2019 年线下各渠道收入增速变化	9
图 11: 2019 年商业公司主要客户销售额占比	9
图 12: 2019 年直供客户主要客户销售额占比	9
图 13: 2017-2020H1 线下分销收入及相应返利计提比例	10
图 14: 2019 年公司线下各区域销售收入占比	10
图 15: 2019 年全国零售药店和连锁企业门店数量总共超 50 万家	11
图 16: 2019 年全国零售连锁企业数量超 6000 家	11
图 17: 公司线上销售模式梳理	12
图 18: 2017-2020H1 线上各渠道收入规模变化	12
图 19: 2018-2019 年线上各渠道收入增速变化	12
图 20: 2019 年各线上自营渠道销售额占比	12
图 21: 2019 年线上 B2C 分销主要客户销售额占比	12
图 22: 2017-2020H1 薇诺娜各线上自营渠道营收	13
图 23: 2018-2019 年公司各线上自营渠道营收增速	13
图 24: 公司线上自营销售模式及主要店铺梳理	13
图 25: 薇诺娜连续三年位列天猫“双 11”美容护肤 Top10	14
图 26: 2017-2019 年薇诺娜天猫官旗销售金额增速 CAGR 为 73.5%	14
图 27: 2017-2019 年公司线上营收增速 CAGR 在可比公司中较高	14
图 28: 薇诺娜天猫旗舰店销售金额较国内外知名品牌还有一定提升空间	14
图 29: 品牌推广期公司销售费用率在可比公司中处于较高水平	15
图 30: 公司销售费用中渠道及广告宣传费用增速最快	15
图 31: 公司主要通过专柜线上化打造私域流量	16
图 32: 2017 年以来公司获客成本率逐年提升	16
图 33: 2017-2019 年公司线上自营中来自私域相关流量收入有所提升	16
图 34: 2017-2019 年公司自营微信平台收入增速较快	17
图 35: 2017-2019 年公司自营微信平台收入占线上自营收入占比均在 20%以上	17
图 36: 公司自营微信平台收入以专柜服务平台为主	17
图 37: 2018-2019 年公司专柜服务平台和微信小程序收入增速均较快	17
图 38: 公司建立以“专柜服务平台”和“小程序商城”为核心的私域流量池	18
图 39: 2017-2019 年薇诺娜专柜服务平台复购率在各线上自营专柜平台中最高	19
图 40: 2019 年薇诺娜天猫旗舰店、专柜服务平台复购率均高于行业平均水平	19
图 41: 2019 年公司微信平台大于 5000 元的客单价销售金占比在各线上自营平台中最大	20
图 42: 2017 年以来公司获客成本和获客成本率均有所提升	21

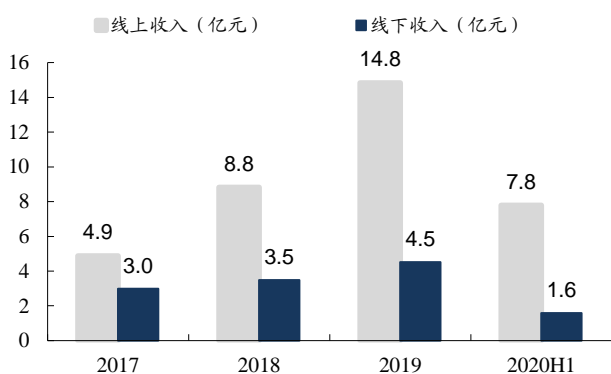
图 43: 2019 年公司获客成本在各平台的分布情况.....	21
图 44: 2019 年薇诺娜天猫旗舰店人均平台推广费较雅漾略低.....	22
图 45: 2017-2019 年薇诺娜单位获客成本提升主要系增加新媒体营销投入.....	22
图 46: 薇诺娜线下 BA 获客成本率远低于天猫旗舰店和公司整体获客成本率.....	24
图 47: 薇诺娜屈臣氏柜台.....	25
图 48: 薇诺娜线下快闪体验店.....	25
图 49: 薇诺娜零售额规模与渠道拓展之间关系梳理.....	26
表 1: 薇诺娜“械字号”和“妆字号”产品销售于不同渠道.....	6
表 2: 公司线下主要覆盖渠道通路的特点及覆盖情况.....	7
表 3: 2019 年公司各主要平台获客方式分布.....	21
表 4: 公司主要获客平台实际收入和成本分析.....	21
表 5: 公司线下 BA 获客成本率测算.....	23
表 6: 各业务营收及毛利率预测 (单位: 万元).....	27
表 7: 公司估值表 (基于 2021 年 4 月 6 日收盘价).....	28

1. 线下专业性渠道药店起家的贝泰妮，真正起量是靠线上渠道

公司线上占比超八成，线上收入快于线下。2020H1 公司线上/线下分别实现营收 7.8/1.6 亿元，主营业务占比分别为 83.2%/16.8%。2017-2020H1，公司线上主营业务占比由 62.1%提升至 83.2%，提升了 21.1pct。从增速上看，2017-2019 年公司线上/线下收入增速 CAGR 分别为 74.3%/23.0%，线上收入保持高增，线下增速也高于行业均值。2020H1 线下收入增速为负，主要系疫情影响，预计随着疫情缓解增速将逐步恢复。

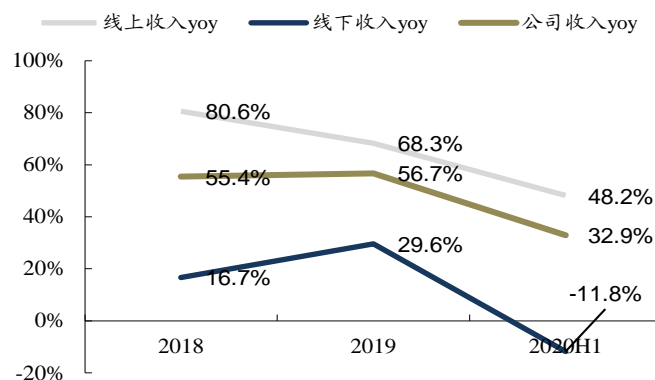
线上自营、大型 B2C 分销、商业公司和直供客户是公司最主要的渠道。2020H1 公司主营业务收入占比最大的渠道分别为线上自营、大型 B2C 分销、商业公司和直供客户，占比分别为 61.1%/18.3%/8.2%/7.4%，四大渠道合计占比达 95%。2017-2019 年，公司线上自营/大型 B2C 分销/商业公司/直供客户营收增速 CAGR 分别为 72.1%/84.7%/24.6%/48.1%。

图 1: 2017-2020H1 线上线下载入规模变化



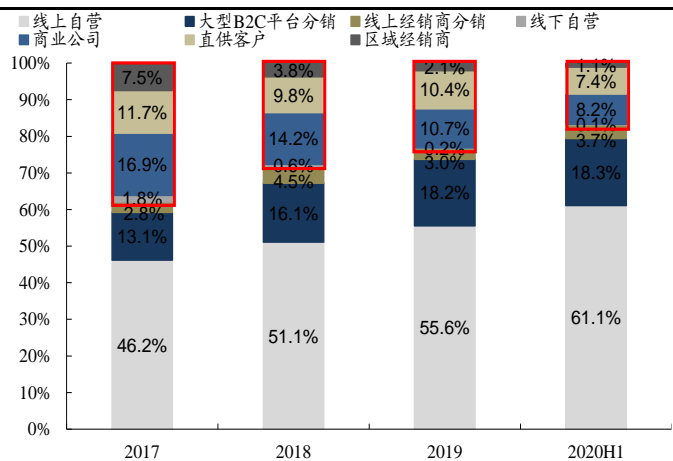
数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

图 2: 2018-2020H1 线上线下载入增速变化



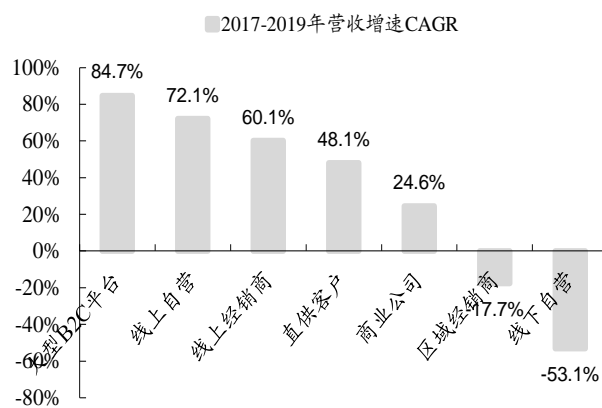
数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

图 3: 2017-2020H1 各细分渠道主营业务收入占比变化



数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

图 4: 2017-2019 年各细分销售渠道营收增速 CAGR



数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

2. 线下为基：扎根医院、药店渠道，拓展空间广阔

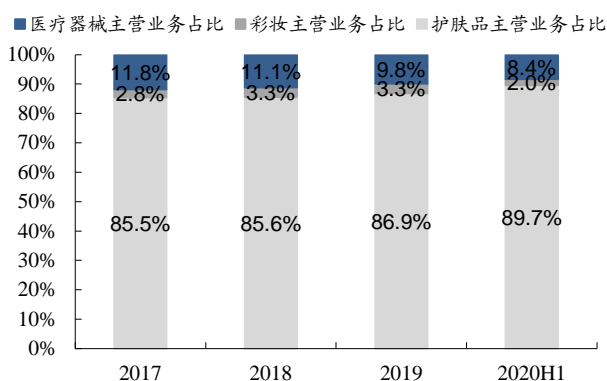
线下扎根医院、药店等渠道，其中“械字号”主要布局于医院和 DTP 药房，“妆字号”主要布局于 OTC 药房。薇诺娜的产品包含 I、II 类医疗器械和化妆品，分别布局于不同的线下渠道。其中，“械字号”产品由于生产严格无菌化、可用作光电类等医疗项目为主的辅助治疗，在线下主要布局于医院和 DTP 药房渠道；而“妆字号”产品品类更为丰富、可用作普通敏感肌消费者的日常保养，在线下主要销售于 OTC 药房、大型连锁 CS 渠道等。2019 年公司医疗器械和化妆品分别实现营收 17.4/1.9 亿元，主营业务占比分别为 86.9%/13.1%。

表 1: 薇诺娜“械字号”和“妆字号”产品销售于不同渠道

产品	销售渠道	生产标准	生产配方	产品功效
械字号	主要为医院、DTP 药房	严格无菌生产线，十万级净化车间	配方精简、安全温和	辅助治疗
妆字号	主要为 OTC 药房、大型连锁 CS、独立体验店	对生产洁净度要求相对较低	配方较为复杂	日常保养

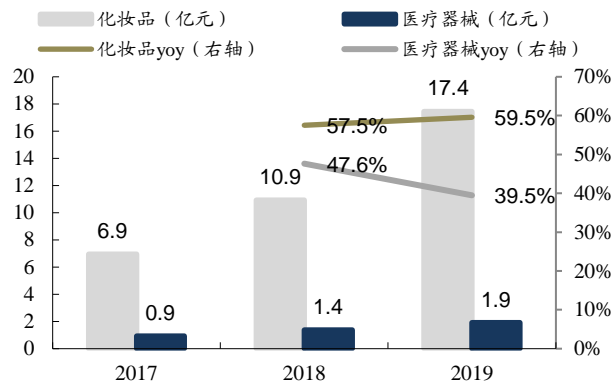
数据来源：用户说，东吴证券研究所

图 5: 2017-2020H1 公司各品类收入占比变化



数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

图 6: 2017-2019 年公司各品类主营业务规模及增速



数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

公司医院药房渗透率较高，以专柜形式布局 OTC 药房。从销售特点看，医院药房销售医疗器械产品主要通过招投标确定，DTP 药房可绕过代理商环节实现对医疗器械产品的直销，OTC 药房销售网点较为广泛、销售妆字号和械字号产品。从公司覆盖情况看，一方面，由于公司大力投入学术推广并与全国 54 家三甲医院合作临床观察，在医院药房渠道公司渗透率较高，据联商网报道公司覆盖率超 70%、处方率超 200 万例；另一方面，2013 年起开始由“械”到“妆”的战略布局，在 OTC 药房渠道以专柜形式渗透，在专柜及专卖店渠道，以“薇诺娜敏感肌肤护理中心”为名的优质网点总数已达 350 家以上。

表 2: 公司线下主要覆盖渠道通路的特点及覆盖情况

渠道	特点	覆盖情况
医院药房	可销售 II 类以上医疗器械, 若产品符合条件且通过各医院招投标程序, 则可销售于医院药房	<ol style="list-style-type: none"> 1. 每个产品上市之前须经过 12000 次以上的医院肌肤实测验证 (经济观察报); 2. 与北京大学第一医院、复旦大学华山医院等 54 家国内著名的三甲医院合作临床观察 (经济观察报); 3. 超过 2400 家医院皮肤科将薇诺娜应用在临床治疗, 帮助超过 600 万人次的患者改善或解决了皮肤屏障损伤问题 (经济观察报); 4. 全国医院的覆盖率超 70%、处方率超过 200 万例 (联商网)
DTP 药房	企业绕开代理商、政府药品招标采购环节, 将产品直接授权给药店作为代理, 主要销售高毛利的专业药物、新特药、自费药等	——
OTC 药房	为发展多元化业务, 获得化妆品或医疗器械销售资质的 OTC 药房可销售各类皮肤学级化妆品和械字号产品, 销售网点广泛	在专柜及专卖店渠道, 以“薇诺娜敏感肌肤护理中心”为名的优质网点总数已达 350 家以上 (公司官网)

数据来源: 经济观察报, 联商网, 公司官网, 东吴证券研究所整理

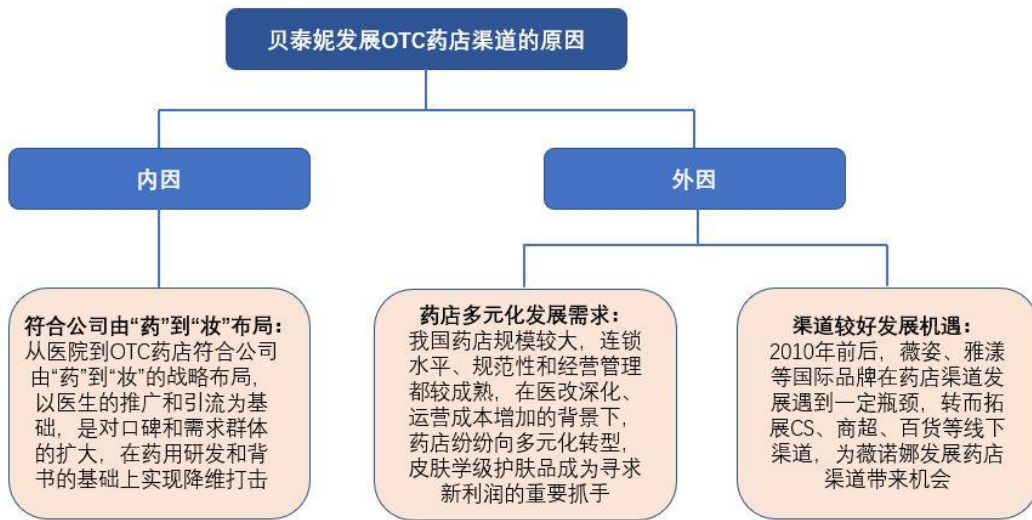
之所以重视药店渠道的拓展, 主要系符合由“药”到“妆”的战略布局、顺应药店多元化发展需求和渠道迎来较好发展机遇。

(1) 符合公司由“药”到“妆”布局: 从医院到 OTC 药店符合公司由“药”到“妆”的战略布局, 以医生的推广和引流为基础, 是对口碑和需求群体的扩大, 在药用研发和背书的基础上, 实现降维打击;

(2) 药店多元化发展需求: 我国药店规模较大, 连锁水平、规范性和经营管理都较成熟, 在医改深化、运营成本增加的背景下, 药店纷纷向多元化转型, 皮肤学级护肤品成为大型连锁药店寻求新利润的重要抓手;

(3) 渠道较好发展机遇: 2010 年前后, 薇姿、雅漾等国际品牌在药店渠道发展遇到一定瓶颈, 转而拓展 CS、商超、百货等线下渠道, 为薇诺娜发展药店渠道带来机会。

图 7: 公司线下各销售模式梳理

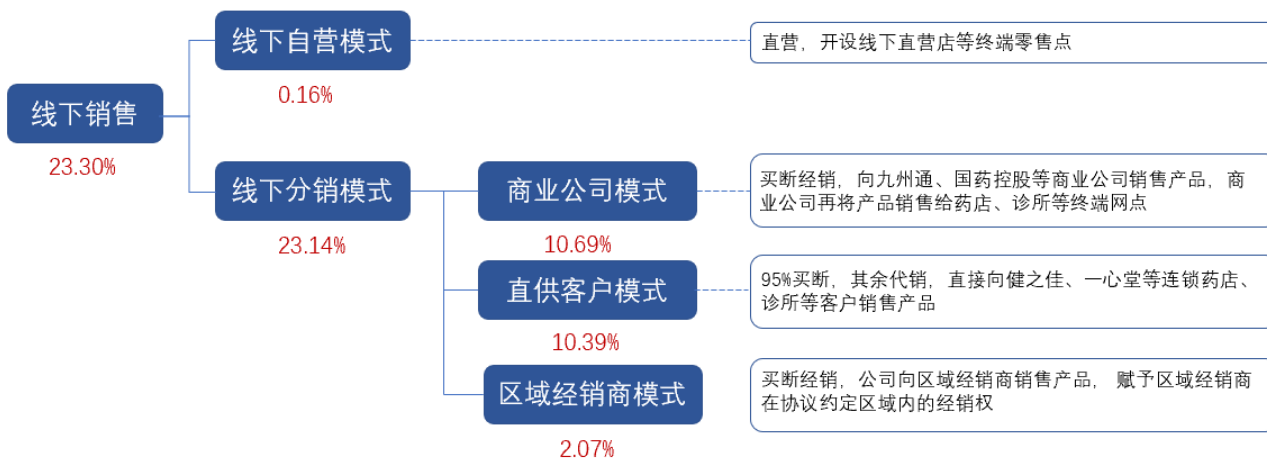


数据来源：东吴证券研究所整理绘制

线下渠道模式以分销为主，主要通过商业公司和直供客户模式覆盖药店网点。从渠道发展模式看，公司线下渠道以分销为主。2019 年线下自营/线下分销分别实现营收 0.03/4.48 亿元，主营业务占比分别为 0.16%/23.14%，分销业务在线下占比达 99%以上。从具体分销方式看，公司主要通过商业公司和直供客户来覆盖 OTC 药店，主要系商业公司具有物流、网点布局优势，直供客户一般是大型药店连锁企业，具有规模和规范化经营的优势。2019 年分销模式中的商业公司/直供客户/区域经销商分别实现营收 2.1/2.0/0.4 亿元，主营业务占比分别为 10.69%/10.39%/2.07%，2017-2019 年商业公司/直供客户/区域经销商营收增速 CAGR 分别为 24.6%/48.1%/-17.7%。

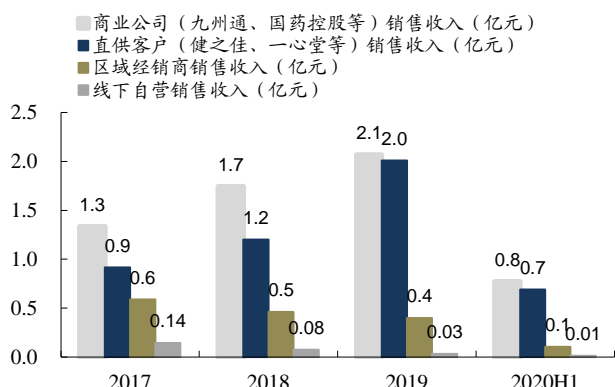
- **商业公司：**商业公司的优势主要在于完善的物流配送体系和广阔的终端销售网点，其基本不参与终端网点对公司产品的具体销售推广。公司与九州通、国药控股等商业公司签署购销协议，商业公司将产品销售给药店、诊所等终端网点，终端网点再直接向消费者进行产品销售。对于部分销售情况较好的终端网点，公司会在评估后派驻 BA 协助终端网点销售。公司与商业公司为买断经销销售模式。2019 年前五大商业公司客户占商业公司渠道的销售比例为 46%，2017 年以来前五大销售占比下降了 7pct，前五大客户总体较为稳定。
- **直供客户：**直供客户主要为大型药店连锁企业，优势主要在于较大的规模和规范性较强。公司与健之佳、一心堂等直供客户签署购销协议，同时根据具体订单向直供客户销售产品，直供客户直接向终端消费者销售产品。公司与直供客户以买断销售为主，部分采取代销，2019 年约 95%的直供客户采取买断销售模式。2019 年前五大直供客户销售占比为 54.5%，较 2017 年提升 27pct，主要系加大对重点客户健之佳、一心堂的开拓力度，销售收入逐年增加。

图 8: 公司线下各渠道销售模式梳理



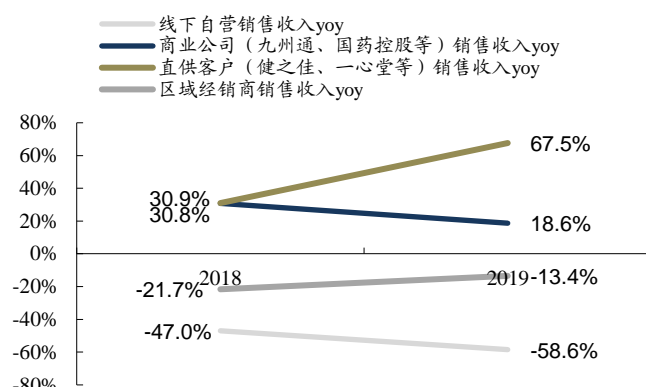
数据来源: 公司招股说明书, 东吴证券研究所绘制 (注: 占比为 2019 年主营业务占比)

图 9: 2017-2020H1 线下各渠道收入规模变化



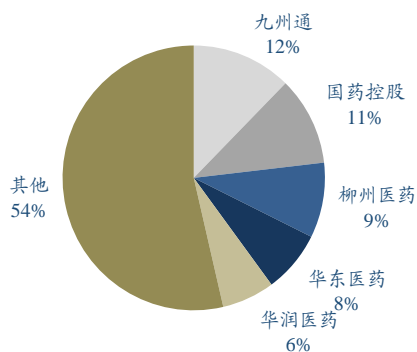
数据来源: 公司招股说明书, 东吴证券研究所

图 10: 2018-2019 年线下各渠道收入增速变化



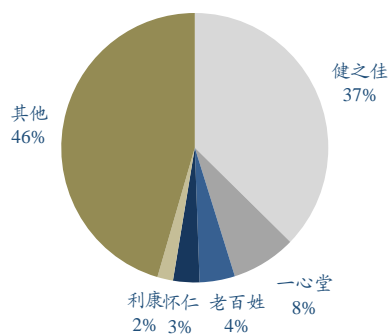
数据来源: 公司招股说明书, 东吴证券研究所

图 11: 2019 年商业公司主要客户销售额占比



数据来源: 公司招股说明书, 东吴证券研究所

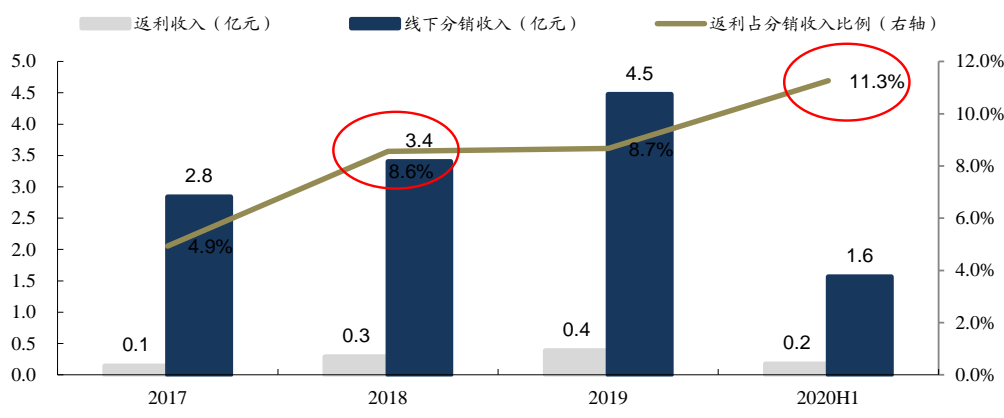
图 12: 2019 年直供客户主要客户销售额占比



数据来源: 公司招股说明书, 东吴证券研究所

返利比例提升,推动线下分销收入快速增长。公司基于与线下分销客户合同的约定,根据客户采购量及客户回款情况等指标,定期与客户结算相应的返利。公司在2018年和2020H1两次调高返利比例,由2017年的4.9%提升至2020H1的11.3%,以推动线下分销收入实现较快增长。

图 13: 2017-2020H1 线下分销收入及相应返利计提比例

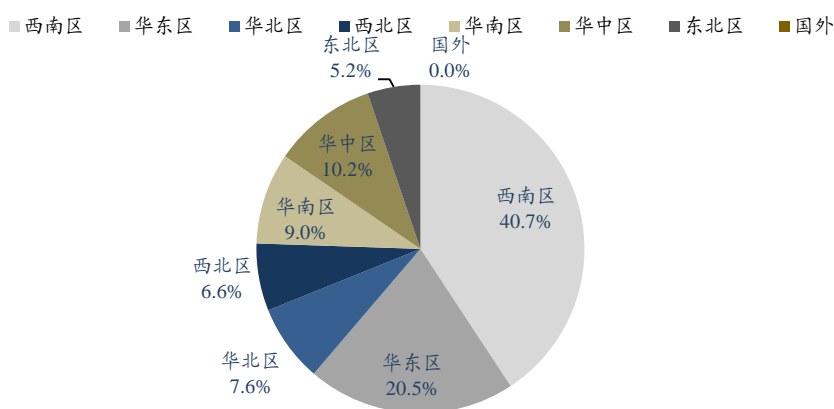


数据来源: 公司招股说明书, 东吴证券研究所

公司连锁药店渗透率提升空间仍较大。截至2019年底,公司共合作74家商业公司和855家直供客户。根据药品监督管理局公布的《2019年度药品监管统计年报》,2019年全国共有零售连锁企业6701家,全国连锁药店数量达29万家,公司对连锁药店的渗透率仍较低,有较大提升空间。

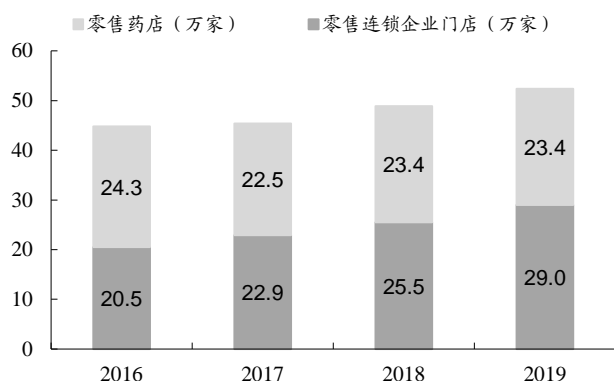
线下销售区域有望由西南总部向其他区域拓展。从覆盖区域看,2019年公司总部所在的西南地区对线下销售的贡献率超40%,主要系发展之初公司在本地认可度及影响力更大,最大的直供客户健之佳和一心堂均为云南本土药店零售龙头。鉴于公司针对的敏感肌修护群体普遍存在于全国各地,且薇诺娜作为本土第一大皮肤学级护肤品牌,知名度日益提升,我们有理由期待未来公司在更多线下区域销售实现突破性增长。

图 14: 2019 年公司线下各区域销售收入占比



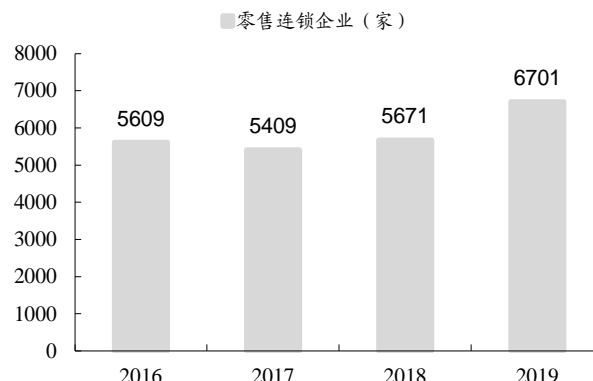
数据来源: 公司招股说明书, 东吴证券研究所

图 15: 2019 年全国零售药店和连锁企业门店数量总共超 50 万家



数据来源:《药品监管统计年报》, 东吴证券研究所

图 16: 2019 年全国零售连锁企业数量超 6000 家



数据来源:《药品监管统计年报》, 东吴证券研究所

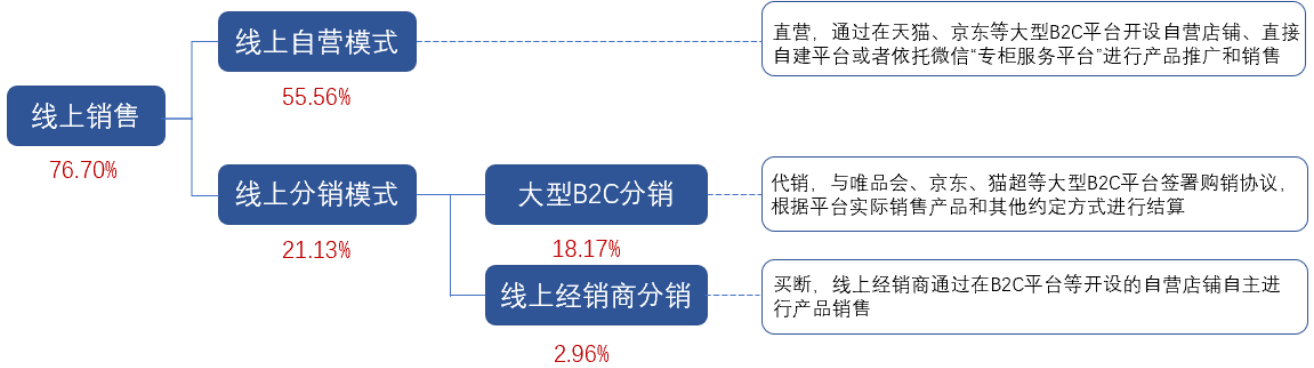
3. 线上为翼: 拥抱线上平台, 实现流量转化

线上渠道模式以自营为主, 分销为辅。公司 2019 年线上自营/线上分销分别实现营收 10.75/4.09 亿元, 主营业务占比分别为 55.56%/21.13%, 在线上占比分别为 72.45%/27.55%。线上分销又可分为大型 B2C 分销和线上经销商分销, 2019 年分别实现营收 3.52/0.57 亿元, 主营业务占比分别为 18.17%/2.96%。2017-2019 年线上自营/线上大型 B2C 分销/线上经销商分销营收增速 CAGR 分别为 72.07%/84.74%/60.12%。

- **线上自营:** 包括线上推广自营模式和线上线下相结合的自营模式, 线上推广自营模式主要通过天猫、京东等大型 B2C 平台开设自营店铺、自建平台进行产品线上销售, 线上线下相结合的自营模式为通过派驻在终端销售网点的 BA 引流、并在线上微信平台的“薇诺娜专柜服务平台”完成商品购买的模式。从平台来看, 天猫、微信、京东、网上商城为最主要的线上自营平台, 2019 年贡献线上自营约 99% 的营收。
- **线上大型 B2C 分销:** 公司与唯品会、京东、天猫超市等大型 B2C 平台签订购销协议, 由大型 B2C 平台向消费者进行产品销售。公司与线上大型 B2C 分销为代销销售模式。2019 年线上大型 B2C 分销最大的客户为唯品会、京东和天猫超市, 对该渠道的收入贡献分别为 59%/19%/19%。
- **线上经销商分销:** 公司与线上经销商客户签署购销协议, 由线上经销商向消费者进行产品销售, 线上经销商客户主要借助天猫等电商平台, 以开设店铺形式向消费者销售产品。公司与线上经销商分销为买断经销的销售模式。2017-2019 年, 线上经销商分销渠道的前五大客户销售占比在 55%-70%, 客户较为稳定。

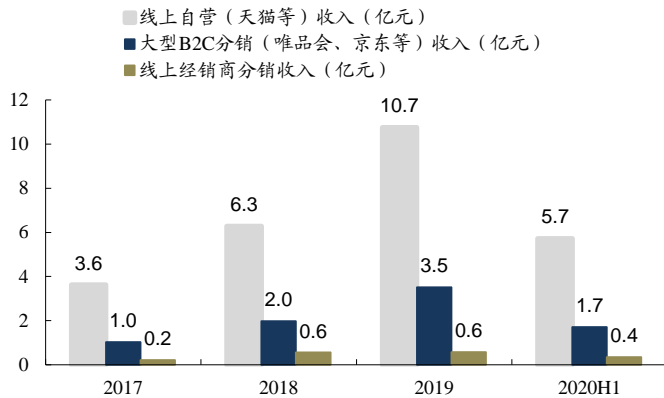
2018 年线上经销商分销增速较快、2019 年增速较慢, 主要系 2018 年为拓展微信渠道与福建平潭悦美优品展开合作, 但 2019 年以来公司微信“专柜服务平台”发展迅速, 战略上集中发展微信线上自营业务, 因此中止与该公司合作。

图 17: 公司线上销售模式梳理



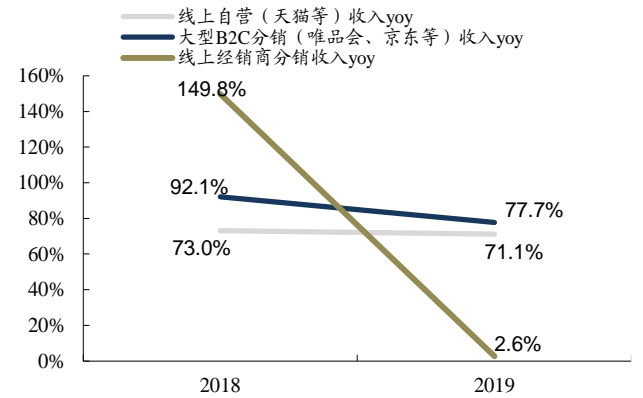
数据来源: 公司招股说明书, 东吴证券研究所绘制 (注: 占比为 2019 年主营业务占比)

图 18: 2017-2020H1 线上各渠道收入规模变化



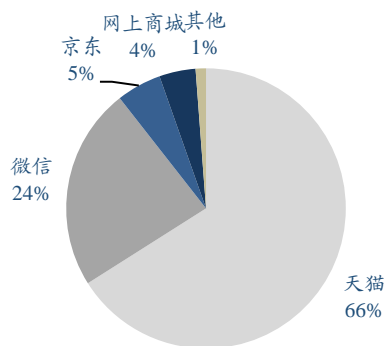
数据来源: 公司招股说明书, 东吴证券研究所

图 19: 2018-2019 年线上各渠道收入增速变化



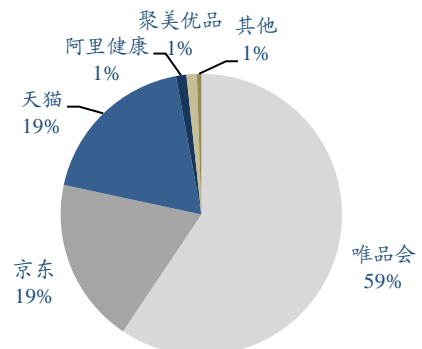
数据来源: 公司招股说明书, 东吴证券研究所

图 20: 2019 年各线上自营渠道销售额占比



数据来源: 公司招股说明书, 东吴证券研究所

图 21: 2019 年线上 B2C 分销主要客户销售额占比

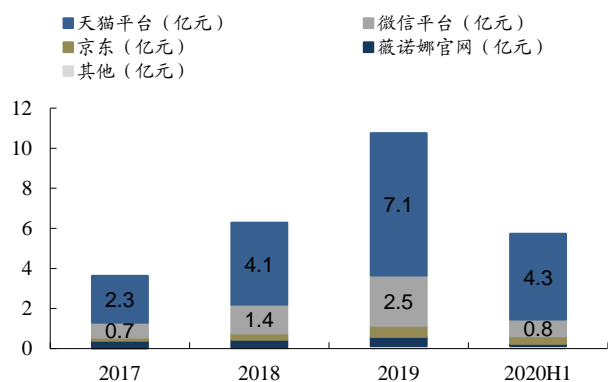


数据来源: 公司招股说明书, 东吴证券研究所

自营电商中，天猫平台和微信平台合计占比九成。公司自营电商主要由天猫淘宝平台、微信平台、京东、薇诺娜官网等组成。其中，2019年公司通过天猫平台和微信平台分别实现营收 7.1/2.5 亿元，两者占自营电商比例合计为 90%。天猫平台主要指公司依赖天猫开设的薇诺娜官方旗舰店、薇诺娜贝泰妮专卖店、薇诺娜速美专卖店等；微信平台主要指薇诺娜专柜服务平台和微信小程序商城。

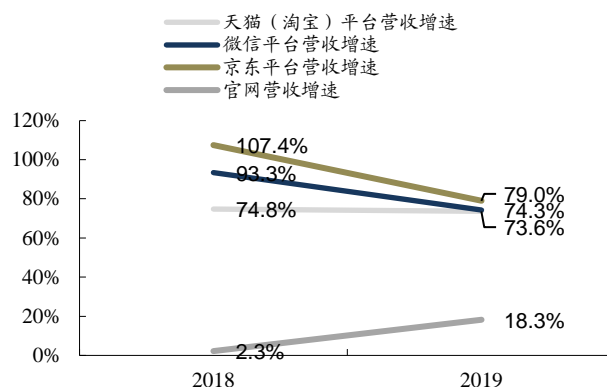
自营平台中，天猫平台、微信平台和京东增速均较快。2019年公司自营电商整体营收增速为 71.11%，其中天猫（淘宝）平台/微信平台/京东增速均较快，增速分别为 73.6%/74.3%/79.0%。

图 22: 2017-2020H1 薇诺娜各线上自营渠道营收



数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

图 23: 2018-2019 年公司各线上自营渠道营收增速



数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

图 24: 公司线上自营销模式及主要店铺梳理

模式分类	平台	主要店铺
线上推广自营 77.35%	天猫 66.03%	专注敏感肌肤 薇诺娜官方旗舰店 薇诺娜贝泰妮专卖店 正品薇诺娜·认准官方授权 薇诺娜速美专卖店 官方直售·正品保证 WINONA Baby
	京东 5.19%	薇诺娜官方旗舰店 WINONA 薇诺娜 官方直售
	网上商城 4.20%	薇诺娜-敏感肌肤护肤品官方网站 国货敏感肌护肤品品牌 WINONA 薇诺娜 薇诺娜自研自主研发 品牌护肤科技 针对敏感肌保养护理 创造出安全有效的护肤品 打造良心国货敏感肌护肤品品牌。 winona旗舰店
	其他平台 1.93%	小红书 聚美优品 JUMEL.COM 蘑菇街 mogu.com 考拉海购 WINONA 薇诺娜 薇诺娜WINONA官方商城小程序
线上线下相结合的自营 22.65%	微信 22.65%	WINONA 薇诺娜 薇诺娜专柜服务平台

数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所绘制（注：占比为 2019 年线上自营占比）

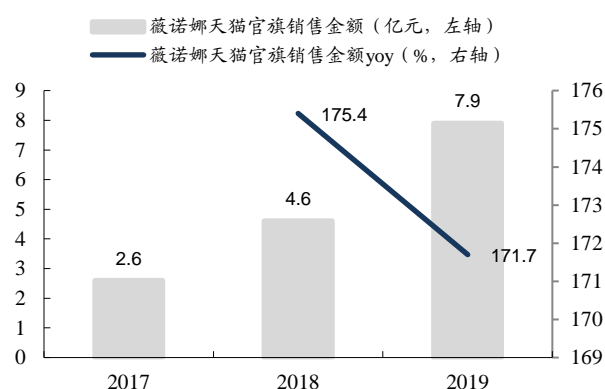
自建电商团队较早，形成覆盖天猫、微信、京东、官网等平台的自营电商网络。公司在薇诺娜品牌建立初期就开展自营电商业务。2009年起，设立薇诺娜品牌官方商城。2011年，设立天猫旗舰店。2012年，正式设立电商事业部。较早重视电商渠道且建立起电商团队，为公司打下坚实基础，2015年薇诺娜线上业务首次破亿，2018-2020年薇诺娜连续三年位列天猫“双11”美容护肤前十名。2017-2019年，薇诺娜天猫旗舰店销售金额由2.6亿元提升至7.9亿元，增速CAGR达73.5%。目前公司已形成覆盖多平台的自营电商网络，电商部门员工超百人。

图 25: 薇诺娜连续三年位列天猫“双11”美容护肤 Top10

排名	2018	2019	2020
1	Olay	欧莱雅	雅诗兰黛
2	兰蔻	兰蔻	兰蔻
3	SK-II	雅诗兰黛	欧莱雅
4	雅诗兰黛	Olay	后
5	欧莱雅	SK-II	Olay
6	百雀羚	百雀羚	SK-II
7	HFP	自然堂	雪花秀
8	自然堂	后	资生堂
9	薇诺娜	薇诺娜	薇诺娜
10	一叶子	修丽可	海蓝之谜

数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

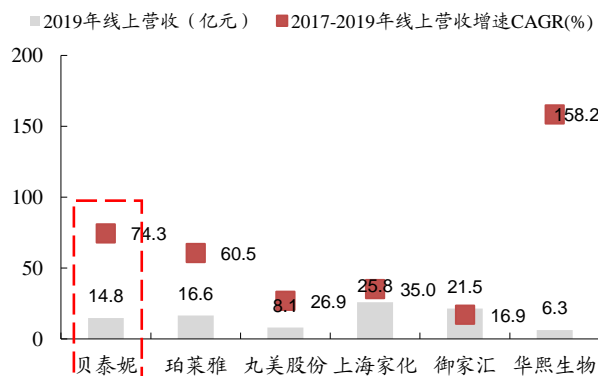
图 26: 2017-2019 年薇诺娜天猫官旗销售金额增速 CAGR 为 73.5%



数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

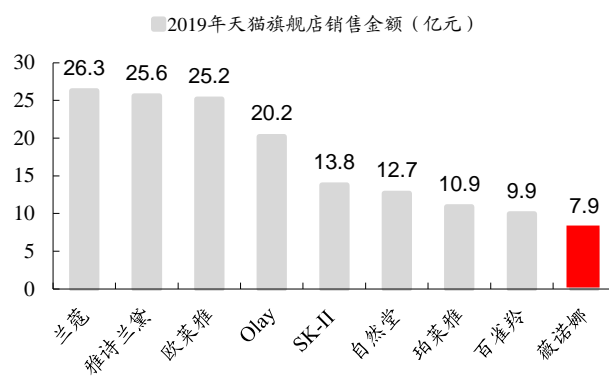
电商增速居国内化妆品上市公司前列，且线上销售仍有较大成长空间。2017-2019年，公司线上收入CAGR为74.3%，增速快于大部分国内可比上市公司。从销售规模上看，公司2019年实现线上营收14.8亿元，薇诺娜单品牌线上收入规模居国内可比公司前列，但其线上销售金额较部分国内外化妆品知名品牌仍有一定空间。例如，兰蔻、雅诗兰黛、欧莱雅2019年天猫旗舰店销售金额较薇诺娜多两倍，自然堂的销售金额也较薇诺娜多一半以上。

图 27: 2017-2019 年公司线上营收增速 CAGR 在可比公司中较高



数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所
(注：御家汇包含代理业务)

图 28: 薇诺娜天猫旗舰店销售金额较国内外知名品牌还有一定提升空间



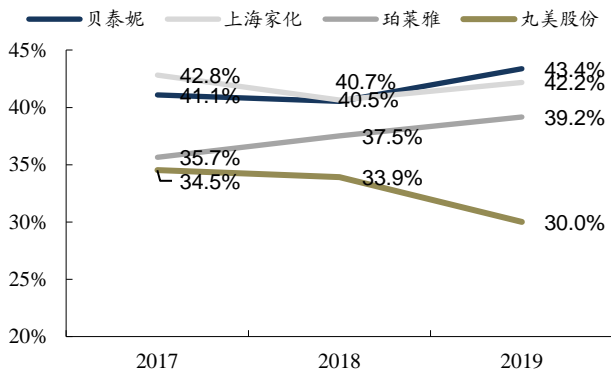
数据来源：淘数据，东吴证券研究所

4. 私域流量池：贝泰妮（薇诺娜）特别武器，有效提升转化效率

4.1. 在何契机下发展私域流量？

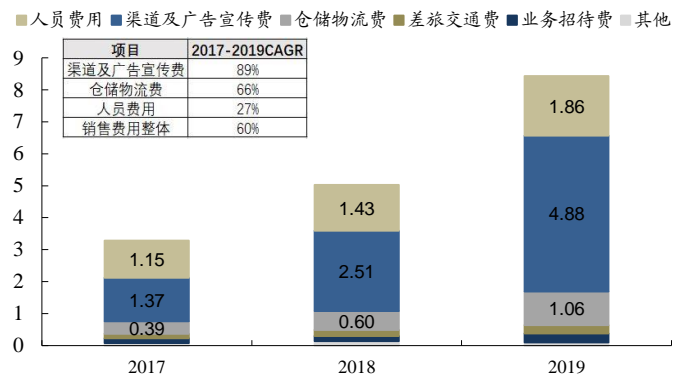
为进一步增加品牌曝光度和知名度，公司渠道及广告宣传费用增加较快，销售费用在可比公司中相对较高。为进一步提升消费者对薇诺娜“敏感肌护理专家”定位的认知和巩固皮肤学级龙头地位，公司 2017 年以来持续加强对新媒体营销（内容营销、KOL 种草、直播带货等）和形象宣传推广（代言广告赞助等）的投入，因此使得公司销售费用中的渠道及广告宣传费用增加较快（2017-2019 年增速 CAGR 为 89% > 销售费用整体增速 CAGR 60%），2017-2019 年公司销售费用率由 41.1% 提升至 43.4%，品牌推广期使得公司销售费用率在可比公司中处于较高水平。

图 29：品牌推广期公司销售费用率在可比公司中处于较高水平



数据来源：公司招股说明书，各公司公告，东吴证券研究所

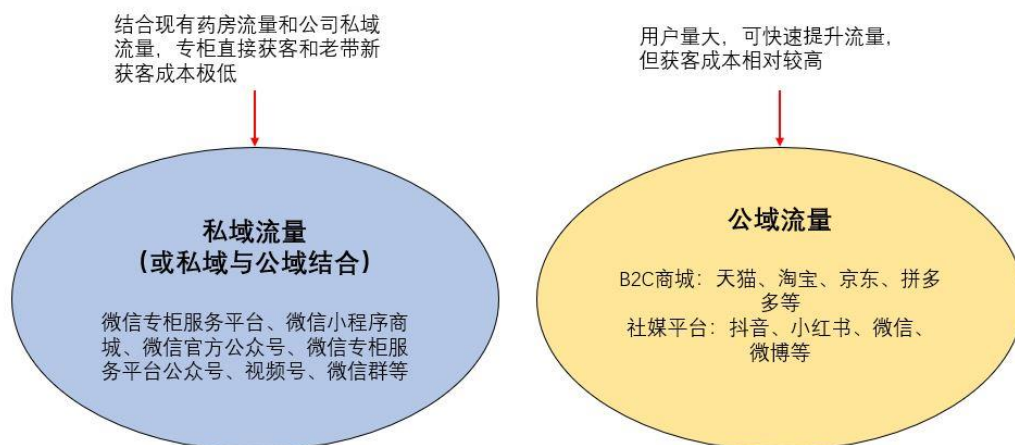
图 30：公司销售费用中渠道及广告宣传费用增速最快



数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所（注：单位为亿元）

为提升流量转化效率及增强客户粘性，2017 年以来公司打造以微信平台为核心的私域流量池。公司在发展线上渠道之初，更多地是通过在天猫、京东等第三方平台开设自营旗舰店或通过线上分销渠道进行拓展。保持店铺曝光和引流的传统方式是投放于公域流量，一方面通过天猫直通车、钻展、京准通等推广工具获取第三方平台的站内流量，另一方面通过直播、短视频等新媒体营销方式获取站外流量。然而，随着线上流量红利的逐步削减和竞争的加剧，传统公域流量获客效率有所下降，公司的获客成本率趋于提升，由 2017 年的 5.7% 提升至 2019 年的 10%。在此情况下，2017 年以来公司通过布局私域流量以增强客户粘性、提升线上获客效率。公司私域流量池（包含私域与公域结合）包括薇诺娜专柜服务平台、小程序商城、公众号、视频号、微信群和线下 BA 等。

图 31: 公司主要通过专柜线上化打造私域流量



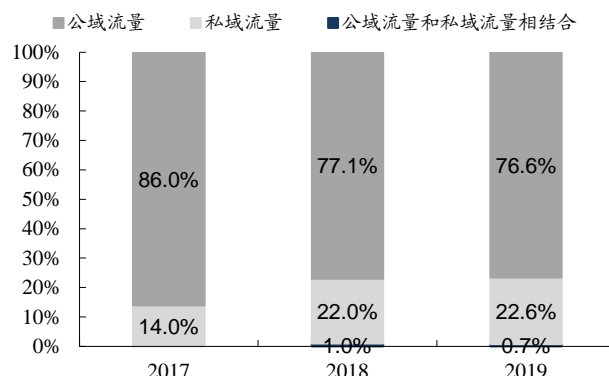
数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

图 32: 2017 年以来公司获客成本率逐年提升



数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

图 33: 2017-2019 年公司线上自营中来自私域相关流量收入有所提升

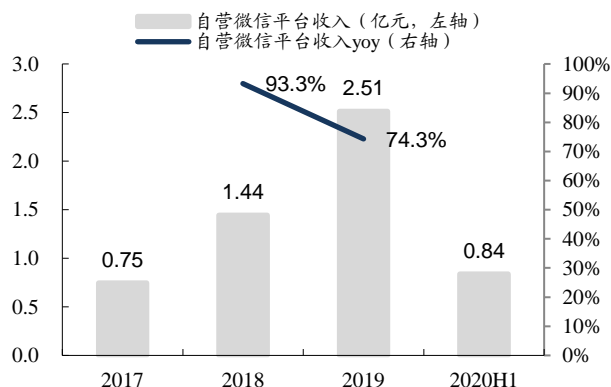


数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

4.2. 公司私域流量渠道收入规模及运营方式?

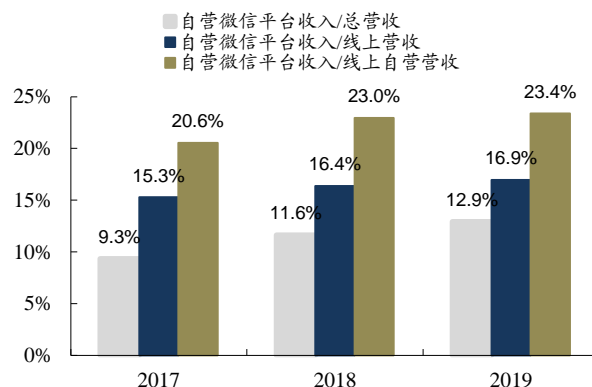
与私域流量相关的自营微信平台规模在线上自营中仅次于天猫平台，且增速持续较快，其中专柜服务平台占比超九成。公司来自私域流量收入即依托微信平台实现的自营收入，由两部分构成：完全由私域流量转化的收入（即“薇诺娜专柜服务平台收入”）以及公域和私域流量相结合转化的收入（即“薇诺娜微信小程序商城收入”）。2017 年发展私域流量以来，公司自营微信平台收入保持高速增长，2017-2019 年收入规模由 0.75 亿元提升至 2.51 亿元，增速 CAGR 为 83.6%，2019 年自营微信平台收入规模在线上自营中仅次于天猫平台。2017-2019 年，自营微信平台收入在线上自营的收入占比由 20.6% 提升至 23.4%，在总收入占比由 9.3% 提升至 12.9%。公司的自营微信平台收入以专柜服务平台为主，2019 年专柜服务平台收入占比达 96.8%。

图 34: 2017-2019 年公司自营微信平台收入增速较快



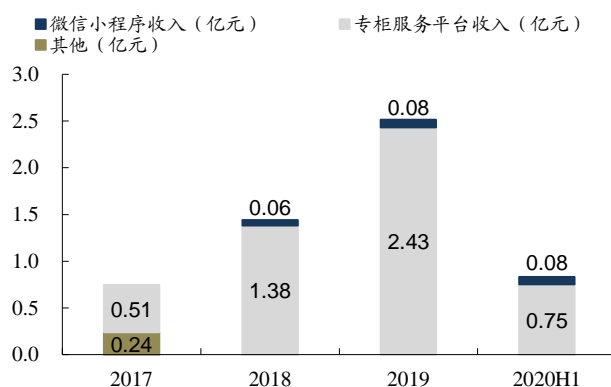
数据来源: 公司招股说明书, 东吴证券研究所

图 35: 2017-2019 年公司自营微信平台收入占线上自营收入占比均在 20% 以上



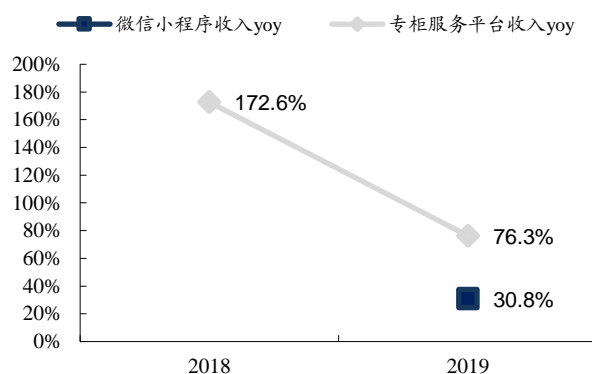
数据来源: 公司招股说明书, 东吴证券研究所

图 36: 公司自营微信平台收入以专柜服务平台为主



数据来源: 公司招股说明书, 东吴证券研究所

图 37: 2018-2019 年公司专柜服务平台和微信小程序收入增速均较快



数据来源: 公司招股说明书, 东吴证券研究所

公司私域流量池以微信平台的“专柜服务平台”和“小程序商城”为核心, 各组成部分分别发挥触达、承载落地和维护种草裂变的作用。

➤ 线下 BA/微信平台广告/短视频/其他线上渠道——触达入口

在线上线下结合的渠道, 公司以派驻专柜的 BA 销售人员作为触达入口, 在完成专柜的销售目标基础上, 引导客户添加其企业微信号和关注“薇诺娜专柜服务平台”, 是触达线下客户的第一步。在线上渠道, 公司私域流量的来源分别为微信朋友圈和公域线上购买渠道。一方面, 通过在微信平台投放朋友圈广告、文章推送广告、短视频等方式获取公域流量客户; 另一方面, 通过其他公域渠道订单附赠的“包裹卡”, 引导用户关注微信公众号。

➤ 企业微信/微信群/视频号/直播入口——维护、种草、客户裂变

在完成消费者的初步触达之后，公司可通过 BA 的企业微信、微信群、视频号、直播入口等方式进行客户的维护、种草和裂变。具体来看，线下专柜的消费者和线上消费者在完成关注或购买后，分别通过被引导加入线下和线上的 BA 企业微信号。在此基础上，BA 通过其企业微信号向消费者推送微信群二维码，以福利或红包的形式吸引消费者加入分层精准运营的微信群，以此实现公域流量向私域流量的转化，并完成客户的维护、促进客户复购。除此之外，公司微信平台内的视频号和直播入口等也通过发送种草视频和购物链接等方式，发挥着客户种草、维护、裂变、引流的多种作用。

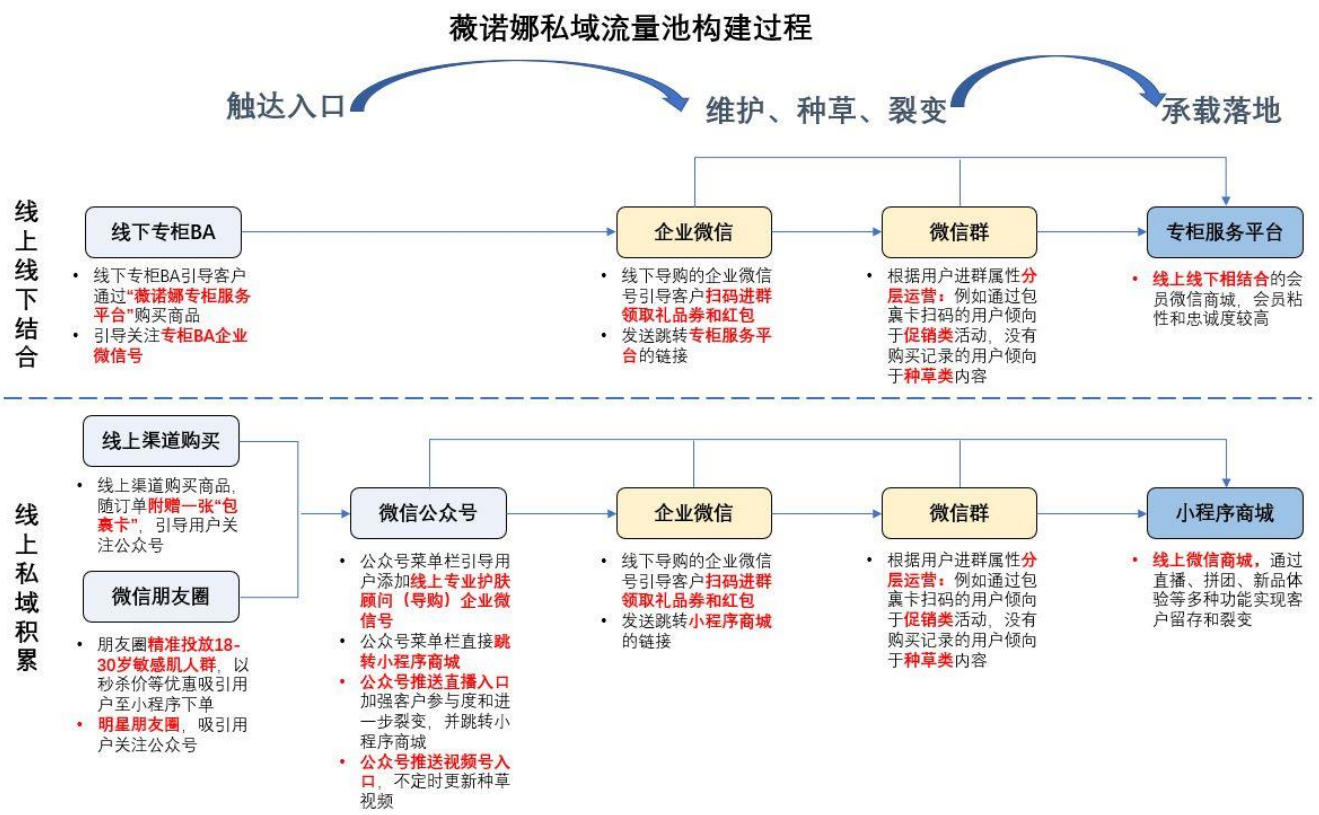
➤ 薇诺娜专柜服务平台——承载落地

“薇诺娜专柜服务平台”由公司于 2017 年 3 月自主搭建，是薇诺娜线上线下结合渠道承载落地的渠道，消费者可在该微信小程序上完成购买。由于其客户主要来自于线下针对性较强的客户或老客户的推荐，客户粘性和忠诚度高于其他渠道。

➤ 薇诺娜小程序商城——承载落地

“薇诺娜小程序商城”于 2018 年 3 月正式上线，是对微信私域流量体系的进一步丰富，通过线上各媒介和渠道关注小程序商城的客户可在平台上完成购买。

图 38: 公司建立以“专柜服务平台”和“小程序商城”为核心的私域流量池



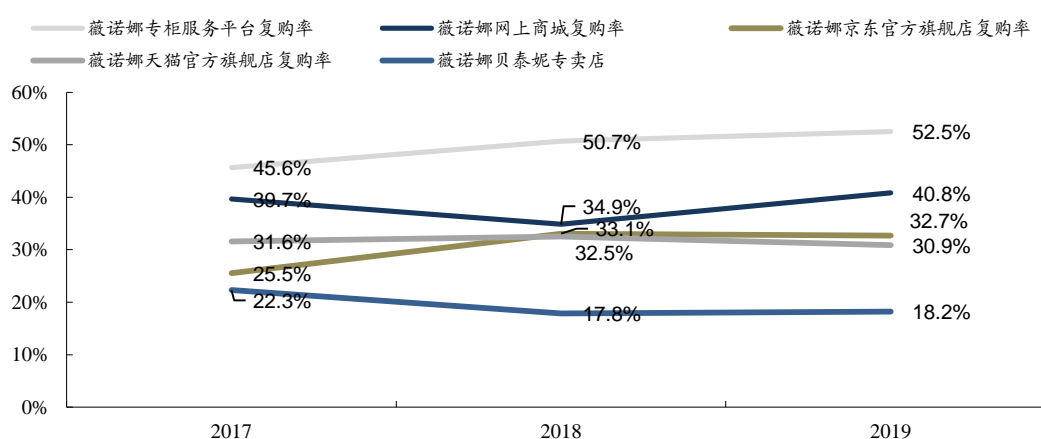
数据来源：克劳锐指数研究院，东吴证券研究所整理绘制

4.3. 建立私域流量池有何核心优势？

第一，私域流量渠道可积累高复购率、高客单价的核心客户。

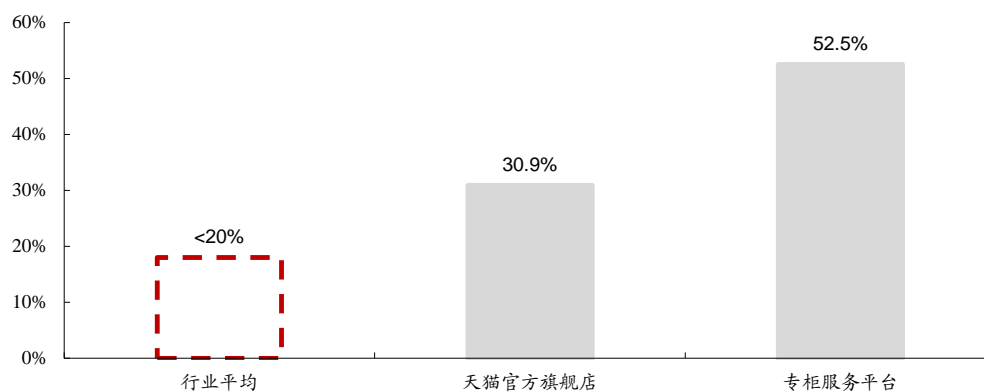
(1) 复购率：2017-2019 年在公司各自营电商渠道中，薇诺娜专柜服务平台的复购率均最高。复购率主要指的是当期各店铺复购客户数量占当期店铺总客户数量比例。2019 年公司专柜服务平台的复购率为 52.5%，天猫旗舰店/京东旗舰店/官网/贝泰妮专卖店的复购率分别为 30.9%/32.7%/40.8%/18.2%。公司私域流量的“专柜服务平台”之所以能够实现较高复购率，主要系公司线下直接接触达消费者并提供服务的模式带来较好体验，以及以微信为载体的线上平台社交属性较强，增强客户粘性。

图 39：2017-2019 年薇诺娜专柜服务平台复购率在各线上自营专柜平台中最高



数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

图 40：2019 年薇诺娜天猫旗舰店、专柜服务平台复购率均高于行业平均水平

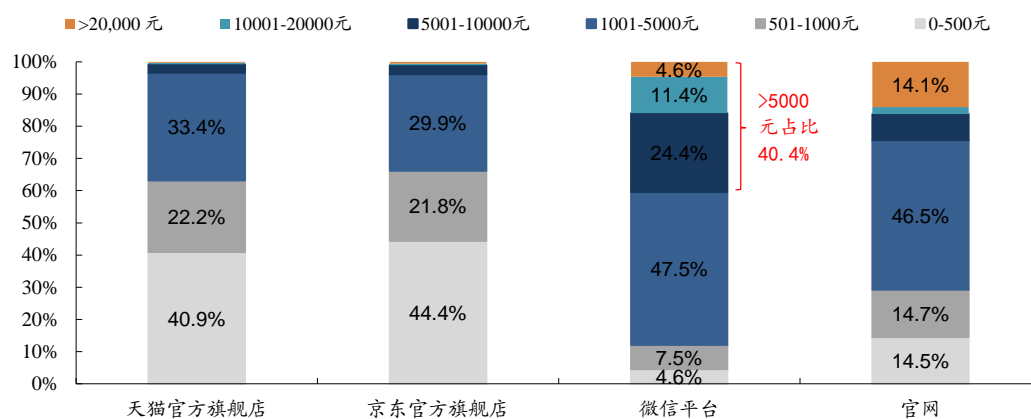


数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

(2) 客单价：在公司各自营电商渠道中，微信平台消费的客单价最高，2019 年微信平台客单价大于 1000 元/大于 5000 元的销售金额占比达到 87.9%/40.4%。总体来看，①天猫旗舰店/京东旗舰店客户主要集中于 0-1000 元的客单价区间，主要系 B2C 平台的自营店铺为公司获取新客户和品牌知名度的重要途径，新客占比较高且倾向于先购买小规格产品试用；②网上商城客户主要集中于 0-5000 元的客单价区间，主要系老客户占比

较 B2C 平台更高；③专柜服务平台客户主要集中于 0-10000 元的客单价区间，主要系客户具有线下实体店使用经验，对产品属性较为熟悉，倾向于组合购买，且经过 BA 的推广和维护复购率较高。

图 41：2019 年公司微信平台大于 5000 元的客单价销售金占比在各线上自营平台中最大



数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所（注：上述客单价为每个顾客每年在各自营店铺的合计成交金额）

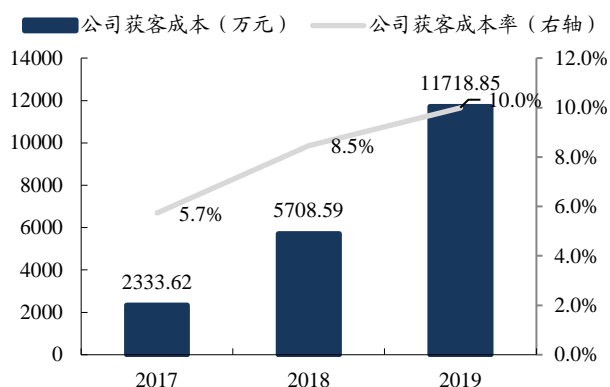
第二，私域流量的实际获客成本率较低。

公司统计的获客成本主要运用于需要运用公域流量引流的线上推广自营模式下各平台店铺。公司统计的获客成本支出主要分布于天猫官方旗舰店、京东官方旗舰店、薇诺娜网上商城等线上推广自营模式下的各平台店铺，具体来看包含平台推广服务成本和新媒体营销成本。平台推广服务成本主要系通过品销宝、直通车、京准通等各线上平台的推广工具获取流量，新媒体营销成本主要系通过直播、短视频、站内种草、小红书或微博、抖音等平台硬广广告投放等新媒体营销方式获取流量。2017-2019 年公司获客成本由 0.23 亿元提升至 1.17 亿元，获客成本率由 5.7% 提升至 10%。

(1)从平台分布看，天猫和京东平台获客成本占比最大，2019 年分别为 79.6%/11.6%，两者占比总共超九成。(2)从获客方式看，天猫平台兼顾平台推广工具和新媒体营销，京东平台运用京准通等平台推广工具，网上商城、唯品会运用搜索引擎广告、站内种草引流等新媒体营销方式，微信小程序主要运用微信自媒体引流等新媒体营销，实际也包含通过微信群等私域方式进行的引流和留存。

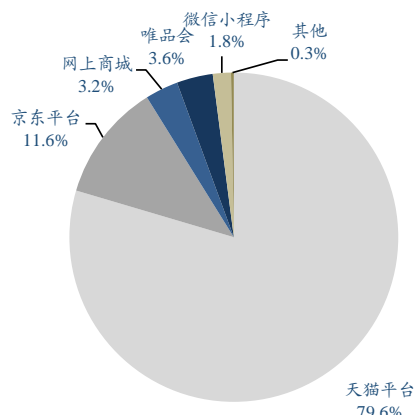
公司线上线下相结合自营模式的获客成本来自于线下 BA，线下 BA 不仅贡献“专柜服务平台”的销售额，还贡献部分商业公司终端网点的销售额。BA 即美容顾问，指公司派驻在终端销售网点的销售人员。公司在微信平台上建立的“专柜服务平台”是一种线上线下相结合的自营模式，其获客成本完全来自于私域流量，由线下专柜 BA 获客引流、在线上完成购买复购。在计算由线下 BA 带来的实际获客成本率时，在收入口径我们还需考虑由 BA 贡献的商业公司网点的部分销售收入。线下 BA 的主要获客成本即 BA 薪酬，其在会计口径表现为销售人员费用。

图 42: 2017 年以来公司获客成本和获客成本率均有所提升



数据来源: 公司招股说明书, 东吴证券研究所

图 43: 2019 年公司获客成本在各平台的分布情况



数据来源: 公司招股说明书, 东吴证券研究所 (注: 各平台获客成本用于平台自营店铺及大型 B2C 分销)

表 3: 2019 年公司各主要平台获客方式分布

获客成本类别	天猫平台	京东平台	网上商城	唯品会	微信小程序
平台推广工具	69%	100%	0%	0%	0%
新媒体营销	31%	0%	100%	100%	100%

数据来源: 公司招股说明书, 东吴证券研究所 (注: 各平台获客成本用于平台自营店铺及大型 B2C 分销, 微信小程序暂不考虑微信群等私域引流和留存方式)

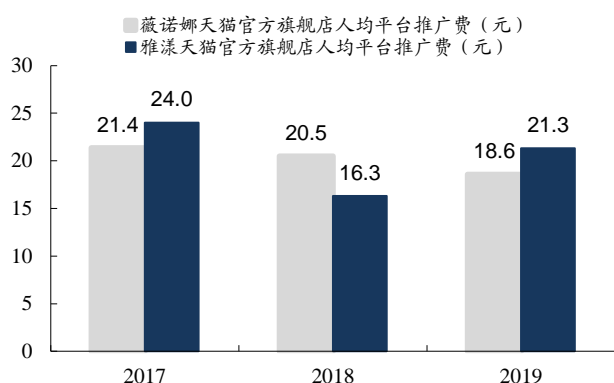
表 4: 公司主要获客平台实际收入和成本分析

获客平台收入口径	实际获客成本	获客成本会计口径
(1) 主要为线上推广模式下的自营平台销售收入; (2) 部分大型 B2C 分销平台销售收入	平台推广服务成本: 主要通过各线上平台的推广工具获取流量, 例如阿里系的品销宝、直通车、钻展、超级推荐和京东平台的京准通等	销售费用: 部分渠道及广告宣传费的线上推广费用
	新媒体营销成本: 通过直播、短视频、站内种草、小红书或微博、抖音等平台硬广告投放等新媒体营销方式获取流量	
(1) 线上线下相结合的自营平台销售收入 (专柜服务平台); (2) 由 BA 贡献的商业公司网点的部分销售收入	主要为 BA 薪酬: 平均 BA 薪酬*BA 数量	销售费用: 部分人员费用

数据来源: 公司招股说明书, 东吴证券研究所

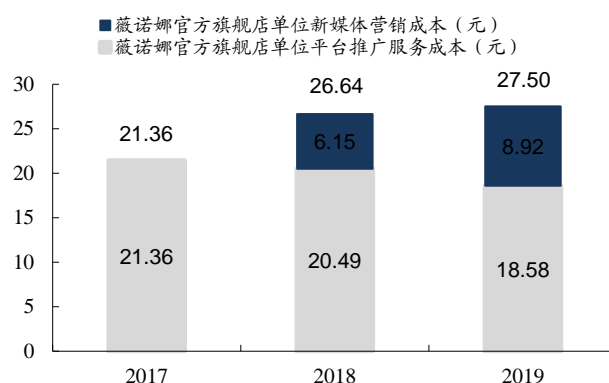
公域获客成本：人均平台推广费用较同业略低，单位新媒体营销成本有所提升。我们对公域流量平台的代表“薇诺娜官方旗舰店”的单位获客成本进行了分析，2017-2019年其单位获客成本总体呈提升趋势，由21.36元提升至27.50元。具体来看，由于运营能力的提升其单位平台推广服务成本有所下降，单位获客成本的提升主要来自于新媒体营销成本的增加。从同业对比看，2019年薇诺娜官方旗舰店人均平台推广费用为18.6元，略低于同为皮肤学级护肤品牌的雅漾官方旗舰店人均平台推广费用（2019年为21.3元）。

图 44：2019 年薇诺娜天猫旗舰店人均平台推广费较雅漾略低



数据来源：公司招股说明书，丽人丽妆公司公告，东吴证券研究所

图 45：2017-2019 年薇诺娜单位获客成本提升主要系增加新媒体营销投入



数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

私域获客成本：获客成本率远低于公司平均水平，具有独特私域流量获客来源。我们对公司与私域流量相关的线下 BA 的获客成本率进行了测算。其中，收入口径假设包含“微信专柜服务平台销售收入”和我们测算的“由 BA 贡献的商业公司网点销售收入”，成本口径假设为 BA 薪酬，计算可得 2017-2019 年公司线下 BA 获客成本率分别为 4.8%/5.1%/6.6%。公司私域流量的获客来源扎根于布局多年的线下药店专柜，为公司带来大部分竞争对手不具备的竞争优势，可为公司提供源源不断的高质量私域客户，并提供更全面的会员数据积累和消费者产品体验机会。

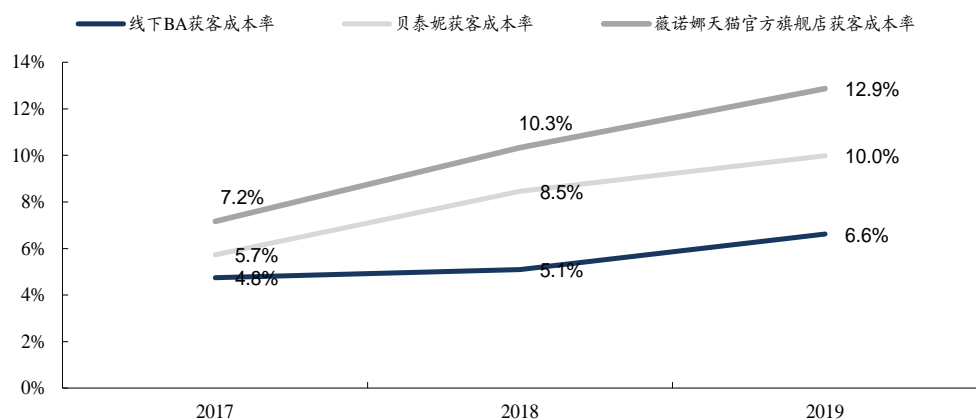
表 5: 公司线下 BA 获客成本率测算

标号	项目	2017	2018	2019	计算依据
1	月平均 BA 人数 (人)	260	300	433	公司招股说明书
2	月平均 BA 薪酬 (万元)	0.3	0.4	0.6	公司招股说明书
3	BA 薪酬 (万元)	1060.8	1584.0	2857.8	1*2 计算可得, 由于终端销售网点的 BA 主要服务于商业公司部分终端网点以及公司线上专柜服务平台, 预计 BA 薪酬也可分为商业公司 BA 薪酬费用和专柜服务平台 BA 薪酬费用
4	商业公司 BA 薪酬 (万元)	706.3	848.7	1194.9	公司招股说明书给出考虑 BA 费用商业公司毛利率和不考虑 BA 费用商业公司毛利率, 计算可得商业公司 BA 费用, 商业公司 BA 费用主要为 BA 人员薪酬
5	专柜服务平台收入 (万元)	7461.4	14424.6	25138.0	公司招股说明书
6	BA 贡献的商业公司网点销售额 (万元)	14863.9	16649.6	18062.2	根据商业公司 BA 薪酬和 BA 总薪酬比例, 计算得出 BA 贡献的商业公司销售额
7	线下 BA 获客成本率	4.8%	5.1%	6.6%	3/(5+6)计算可得

数据来源: 公司招股说明书, 东吴证券研究所测算

对比发现, 公司私域流量实际获客成本率低于公司整体和线上天猫旗舰店。我们比较了与私域流量相关的线下 BA 实际获客成本率、线上旗舰店获客成本率和公司整体的获客成本率。根据上文测算, 2017-2019 年公司线下 BA 获客成本率均低于薇诺娜天猫旗舰店和公司整体, 2019 年线下 BA 获客成本率/公司整体获客成本率/薇诺娜天猫旗舰店获客成本率分别为 6.6%/10.0%/12.9%, 线下 BA 获客效率更高。

图 46: 薇诺娜线下 BA 获客成本率远低于天猫旗舰店和公司整体获客成本率



数据来源: 公司招股说明书, 东吴证券研究所 (注: 线下 BA 获客成本率由上文计算得出, 公司整体获客成本率由招股说明书披露, 薇诺娜天猫旗舰店获客成本率由天猫旗舰店获客成本/销售收入)

5. 各专业渠道全方位发力, 立体化品牌认知度

2020 年以来试水其他专业渠道, 提升品牌覆盖面。除了医院、药店、电商渠道外, 2020 年起公司也着手布局其他有助于维护品牌形象、扩大品牌销量的新渠道。

(1) 入驻专业 CS 连锁: 考虑到屈臣氏对于功效性护肤品的零售基础和其在各线城市广阔的布局, 公司于 2020 年 6 月正式入驻屈臣氏渠道, 也是公司入驻的首家连锁 CS 渠道, 根据界面新闻报道, 公司计划首批入驻 574 家门店, 至 2021 年扩展至 2000 家, 并于三年内覆盖屈臣氏所有门店。

(2) 开设品牌体验店: 未来公司也将开设部分专门的线下品牌体验门店, 内部陈设 AI 测肤等设备, 以达到增加消费者线下体验的机会、完善消费者人群画像、提升品牌形象与知名度的目的。

公司在线下起初进入的是医院和药店 OTC 渠道, 如今也成功进入传统连锁 CS 渠道并取得良好反响, 说明公司品牌已形成一定认知壁垒, 在强认知的基础上在各渠道的落地是水到渠成的事情。

图 47: 薇诺娜屈臣氏柜台



数据来源：界面新闻，东吴证券研究所

图 48: 薇诺娜线下快闪体验店

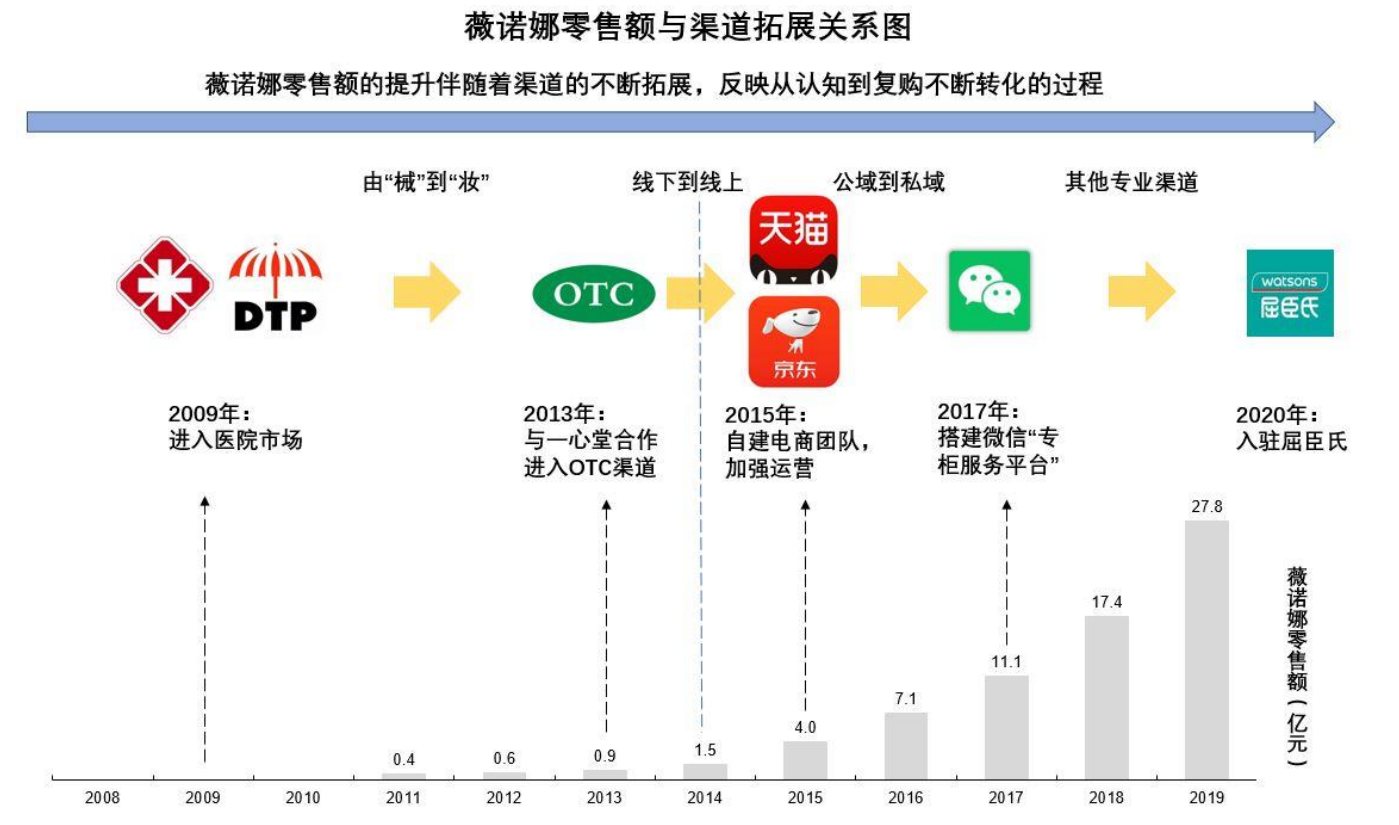


数据来源：CBO 新闻，东吴证券研究所

6. 薇诺娜零售额提升伴随着渠道的不断拓展，反映从认知到复购不断转化的过程

薇诺娜零售额的每一次飞跃均伴随着渠道的进一步拓展，反映品牌认知到品牌复购的转化过程。薇诺娜品牌创立十余年来销售额不断攀升，根据 Euromonitor 统计，2019 年薇诺娜零售额已达 27.8 亿元，成长为国内皮肤学级护肤第一大品牌。纵观其零售额的每一次飞跃，均伴随着渠道的进一步拓展：①2013 年，为实施由“械”到“妆”的发展战略，公司由销售“械字号”产品的医院渠道进入可销售“妆字号”产品的 OTC 药店渠道；②2015 年，为抢占电商发展红利，公司自建电商团队，加强线上运营；③2017 年，由于头部平台竞争日益激烈，公域流量获客边际效应下滑，公司着手搭建线上线下结合的微信“专柜服务平台”，打造私域流量池；④2020 年，公司入驻屈臣氏渠道、开设线下体验店，尝试其他有利于维护专业品牌形象的渠道。我们认为，在公司渠道的不断拓展和延伸的同时，品牌也逐步完成了从构建消费者基础认知，到引导消费者利用多渠道复购的过程，公司作为皮肤学级护肤引领者成长步伐扎实稳健，为长期持续增长打下坚实基础。

图 49：薇诺娜零售额规模与渠道拓展之间关系梳理



数据来源：Euromonitor，东吴证券研究所整理绘制

7. 盈利预测与估值水平

7.1. 盈利预测

盈利预测重要假设：

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

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

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

道，我们预计线下仍将维持较快增长。

表 6: 各业务营收及毛利率预测 (单位: 万元)

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

数据来源: 公司招股说明书, 东吴证券研究所

盈利预测总结:

总体来看, 公司无论线上、线下均有广阔的成长空间, 线上有望延续高速增长、线下也有望维持较快增长。成本费用方面, 公司稳固的竞争优势保障较高毛利率, 同时费用率总体较为平稳。由此, 我们看好公司未来营收、业绩均保持较快增长。

7.2. 估值比较

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

表 7: 公司估值表 (基于 2021 年 4 月 6 日收盘价)

股票代码	证券简称	总市值 (亿人 民币)	收盘价 (元/ 股)	归母净利润 (亿元)			PE			投资 评级
				20A	21E	22E	20A	21E	22E	
300957.SZ	贝泰妮	818	193.09	5.44	8.14	11.41	150	100	72	买入
688363.SH	华熙生物	792	165.00	6.46	7.88	9.38	123	101	84	买入
600315.SH	上海家化	311	45.83	4.3	4.66	7.42	72	67	42	买入

数据来源: Wind, 东吴证券研究所 (数据截止 2021 年 4 月 6 日收盘) (注: 贝泰妮、华熙生物和上海家化归母净利润预期均为东吴研究所预测)

7.3. 投资建议

公司是国内皮肤学级护肤龙头, 专业化品牌形象稳固, 线上线下各渠道拓展顺利, 产品上由“械”到“妆”持续放量。我们预测公司 2021-23 年归母净利润分别为 8.14/11.41/15.45 亿元, 同比增速分别为 50.3%/39.9%/35.4%, 对应 100/72/53 PE, 我们认为龙头应给予一定估值溢价, 维持“买入”评级。

8. 风险提示

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

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

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

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

贝泰妮三大财务预测表

资产负债表 (百万 元)					利润表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	1,391	5,227	6,236	7,678	营业收入	2,692	3,930	5,363	7,158
现金	752	4,141	5,244	6,017	减:营业成本	526	769	1,040	1,389
应收账款	187	250	346	449	营业税金及附加	46	74	96	122
存货	254	626	415	957	营业费用	1,263	1,830	2,496	3,318
其他流动资产	199	211	231	255	管理费用	169	240	322	415
非流动资产	211	262	310	364	研发费用	63	108	147	190
长期股权投资	0	0	0	0	财务费用	-1	-28	-66	-84
固定资产	69	110	151	193	资产减值损失	9	0	0	0
在建工程	41	44	46	47	加:投资净收益	3	2	2	3
无形资产	55	69	82	92	其他收益	35	35	35	35
其他非流动资产	46	39	31	31	资产处置收益	0	0	0	0
资产总计	1,602	5,489	6,546	8,042	营业利润	650	975	1,364	1,847
流动负债	391	451	527	702	加:营业外净收支	-2	-1	-1	-2
短期借款	0	0	0	0	利润总额	648	974	1,363	1,846
应付账款	135	205	246	356	减:所得税费用	104	156	219	297
其他流动负债	256	246	281	346	少数股东损益	0	3	3	4
非流动负债	9	9	9	9	归属母公司净利润	544	814	1,141	1,545
长期借款	0	0	0	0	EBIT	633	925	1,269	1,733
其他非流动负债	9	9	9	9	EBITDA	658	947	1,299	1,764
负债合计	400	460	535	711	重要财务与估值指标				
少数股东权益	3	6	9	13	2020A	2021E	2022E	2023E	
归属母公司股东权益	1,199	5,023	6,001	7,319	毛利率(%)	80.5%	80.4%	80.6%	80.6%
负债和股东权益	1,602	5,489	6,546	8,042	销售净利率(%)	20.2%	20.7%	21.3%	21.6%
					资产负债率(%)	25.0%	8.4%	8.2%	8.8%
					收入增长率(%)	38.5%	46.0%	36.5%	33.5%
					净利润增长率(%)	31.6%	50.3%	39.9%	35.4%
					P/E	150.49	100.49	71.69	52.93
					P/B	68.22	16.28	13.63	11.18
					EV/EBITDA	123.24	81.98	58.95	42.96

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

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

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

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

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

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>