

贝泰妮 (300957)

敏感肌护理国货龙头，高营销投入抢占黄金赛道

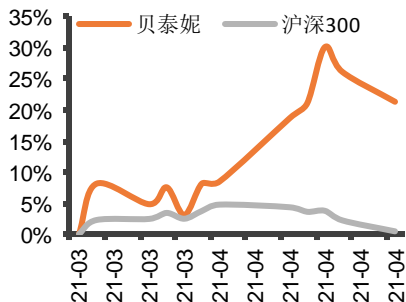
推荐 (首次)

现价: 189.88 元

主要数据

行业	商贸零售
公司网址	www.botanee.com.cn
大股东/持股	昆明诺娜科技有限公司/46.08%
实际控制人	GUO ZHENYU (郭振宇)
	KEVIN GUO
总股本(百万股)	424
流通 A 股(百万股)	54
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	804.33
流通 A 股市值(亿元)	102.04
每股净资产(元)	2.83
资产负债率(%)	25

行情走势图



证券分析师

易永坚 投资咨询资格编号
S1060520050001
yiyongjian176@pingan.com.cn

何沛滨 投资咨询资格编号
S1060520100001
0755-33547155
hepeibin951@pingan.com.cn



平安观点:

- **药企团队打造的敏感肌护理专家:** 贝泰妮是以敏感肌护理龙头品牌“薇诺娜”为核心的护肤品企业。该品牌从药企滇虹药业中孵化,公司高层也多为滇虹药业出身,公司药企背景深厚,在产品研发与功效验证等领域的要求较高。
- **护肤品市场快速增长,敏感肌需求持续提升:** 化妆品是近年来少数加速成长的消费行业之一,行业规模增速有望继续维持 10%以上的高位。敏感肌护理属于化妆品中的黄金赛道,我国 35%以上女性属于敏感肌人群,而其中近 70%通过日常保养护肤即可进行改善,然而我国含敏感肌护肤品在内的皮肤学级护肤品渗透率仅 5.5%,相关市场广阔。在国潮崛起、新渠道、新营销手段等因素的推动下,国货品牌市占率快速提升。薇诺娜 2019 年市占率已达 20.5%,成为国内第一大敏感肌护理品牌。

■ 强效产品+线上布局+持续营销,抢占敏感肌黄金赛道:

1. 在产品端,薇诺娜以**高原特色植物提取物**为核心形成差异化竞争。公司产品的安全性及功效性通过医学论文、临床试验等途径得到**医学认证**,旗下专业的舒敏系列**瞄准敏感肌的表现症状“对症下药”**,而非单纯强调皮肤护理。公司舒敏系列产品单价高于竞品但复购率仍超 30%,充分验证产品的市场认同度。
2. 在渠道建设上,公司电商布局早,成功抢占化妆品消费快速线上化的红利。目前公司**线上营收占比超 80%**,且连续三年获天猫化妆品金奖、占双十一销售榜前十,**品牌站位已贴近海外大牌**。在线下,公司积极将消费者引流至线上私域流量中,培育更高复购率的忠实消费者。
3. 在营销模式上,近年来公司**加强社媒营销、直播带货等新营销模式的投入**,形成以网红 KOL+专业医生直播等特色手段。但也带来了销售费用率的高居不下。然而公司产品、品牌、渠道均有优势,**高营销投**

	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,944	2,692	3,910	5,262	6,849
YoY(%)	56.7	38.5	45.2	34.6	30.2
净利润(百万元)	412	544	764	1,022	1,353
YoY(%)	58.1	32.0	40.5	33.7	32.4
毛利率(%)	80.2	80.5	79.7	78.7	78.5
净利率(%)	21.2	20.2	19.6	19.4	19.8
ROE(%)	54.3	45.2	16.5	19.8	21.9
EPS(摊薄/元)	0.97	1.28	1.80	2.41	3.19
P/E(倍)	195.3	147.9	105.2	78.7	59.5
P/B(倍)	106.4	67.1	17.3	15.6	13.0

入有望助力公司在敏感肌护理的黄金赛道开发中抢得先机。

- **黄金赛道国货龙头，首次覆盖给予“推荐”评级：**贝泰妮仅用数年已在敏感肌护理这一黄金赛道中做到龙头，主因薇诺娜品牌通过高原植物+医学认证形成强品牌力与差异化竞争优势，同时先人一步布局线上渠道并开拓私域流量以扩大、留存消费者。公司在产品、渠道均相对完善的条件下，以持续不间断的高营销投入与新营销手段继续开发敏感肌客群。我们预计 2021-2023 年公司营收将达 39.10、52.62、68.49 亿元，分别同比+45.2%、34.6%、30.2%；归母净利 7.64、10.22、13.53 亿元，分别同比+40.5%、33.7%、32.4%，对应 EPS 1.80、2.41、3.19 元，PE 105、79、60 倍。公司产品强功效、强复购的性质类似药品，我们认为当下百倍 PE 并无高估，首次覆盖给予“推荐”评级。
- **风险提示：**1) 护肤品行业竞争加剧的风险：化妆品行业进入壁垒不高，市场竞争充分，但过多的参与方可能恶化竞争形势，推动行业整体成本上升。2) 品牌相对集中、新产品推广不如预期的风险：公司高度依赖薇诺娜主品牌，特别是舒敏系列产品，也存在新拓展方向如彩妆、婴幼儿护肤等方向竞争更为激烈、新产品推广不如预期的风险。3) 委托加工的风险：公司超 70% 产品生产源于委托加工，相对自有生产线而言生产数量和质量控制上的风险更高。

正文目录

一、 药企团队打造的敏感肌护理专家	6
1.1 敏感肌护理专家，主打天然植物成分	6
1.2 原药企团队控股经营，打造高标准护肤企业	6
1.3 公司业绩维持快速成长，IPO 资金将增强生产与营销	8
二、 护肤品市场快速增长，敏感肌需求持续提升	9
2.1 护肤品市场快速增长，皮肤学级产品渗透率提升	9
2.2 敏感肌需求持续提升，国货品牌快速崛起	10
三、 强效产品+线上布局+持续营销，抢占敏感肌黄金赛道	11
3.1 高原植物成分+专业医学背书，舒敏功效性得到广泛认同	11
3.2 紧抓护肤消费线上化趋势，培育私域流量应对竞争	15
3.3 营销投入持续提升，抢占敏感肌护理黄金赛道	17
四、 投资建议：黄金赛道国货龙头，首次覆盖给予“推荐”	19
五、 风险提示	20

图表目录

图表 1	公司以薇诺娜品牌为核心.....	6
图表 2	薇诺娜舒敏系列为公司核心产品.....	6
图表 3	公司发展历程.....	7
图表 4	多位公司高管曾任职于滇虹药业.....	7
图表 5	贝泰妮股权分布图（2021.03.25）.....	7
图表 6	公司营收及同比增速.....	8
图表 7	公司归母净利润及同比增速.....	8
图表 8	贝泰妮募资计划.....	8
图表 9	中国护肤品市场规模加速增长.....	9
图表 10	国内人均化妆品消费额（USD，2019）较低.....	9
图表 11	皮肤学级护肤品市场规模增速快于整体.....	10
图表 12	我国皮肤学级护肤品渗透率较低（2019）.....	10
图表 13	皮肤敏感是戴口罩引发最大的皮肤问题.....	10
图表 14	近 70% 的敏感肌为弱度或轻度敏感.....	10
图表 15	国内部分知名敏感肌护理品牌.....	11
图表 16	薇诺娜等国货品牌市占率快速提升.....	11
图表 17	公司产品大多以高原植物成分为核心.....	11
图表 18	公司与医疗机构的合作研发、临床观察项目.....	12
图表 19	公司产品功效评估论文曾发表于皮肤学杂志.....	12
图表 20	舒敏霜与舒敏系列营收占比.....	13
图表 21	敏感肌症状类关键词的搜索率和转化率较高.....	13
图表 22	公司舒敏系列产品单价普遍高于竞品.....	13
图表 23	薇诺娜产品在各电商平台上的复购率均较高（2019）.....	14
图表 24	薇诺娜品牌营收占比.....	14
图表 25	薇诺娜彩妆、婴幼儿护肤产品.....	14
图表 26	护肤品在电商渠道的销售占比快速提升.....	15
图表 27	公司线上渠道营收、占比均快速提升.....	15
图表 28	薇诺娜连续三年位列天猫双十一护肤销售额前十品牌.....	15
图表 29	公司线下营收维持较快增长.....	16
图表 30	公司线下渠道毛利率高于线上.....	16
图表 31	护肤品在药店渠道的销售占比持续下滑.....	16
图表 32	公司私域流量营收及占比.....	16
图表 33	公司在多种媒体渠道上持续投入.....	17
图表 34	公司销售费用率维持增长.....	17
图表 35	公司 1H20 销售费用率高于 A 股同业.....	17
图表 36	公司线上获客费用率持续提升.....	18

图表 37	公司加大新媒体与直播等新营销模式的投入.....	18
图表 38	网红 KOL+专业皮肤科医生的直播为公司营销的新特色	18
图表 39	公司毛利率高于 A 股同业（2019）.....	19
图表 40	敏感肌护理仍有广阔市场空间待开拓.....	19
图表 41	可比公司比较.....	20

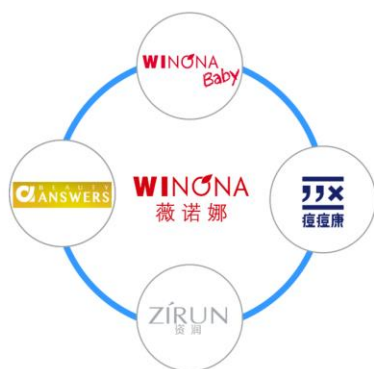
一、药企团队打造的敏感肌护理专家

1.1 敏感肌护理专家，主打天然植物成分

以“薇诺娜”品牌为核心的敏感肌护理专家。贝泰妮公司是以“薇诺娜”品牌为核心，专注于应用纯天然的植物活性成分提供温和、专业的皮肤护理产品，重点针对敏感性肌肤的专业化妆品生产企业。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，已成为全国领先的化妆品生产企业之一，并树立了针对敏感性肌肤产品的行业标杆。除薇诺娜品牌外，公司在积极拓展多层次销售市场，塑造了专注于专业婴幼儿护理的“WINONA Baby”等其他品牌，以满足不同年龄、不同偏好的消费者需求。

主打天然植物成分概念，舒敏系列为核心产品。公司围绕马齿苋、青刺果、滇山茶等高原特色植物提取物有效成分，进行敏感肌肤护理产品的生产与销售。其中以舒敏保湿特护霜为代表的舒敏系列为公司的畅销产品，近年来相关销售收入占主营业务收入比重达 30-40%。

图表1 公司以薇诺娜品牌为核心



资料来源：招股说明书，平安证券研究所

图表2 薇诺娜舒敏系列为公司核心产品

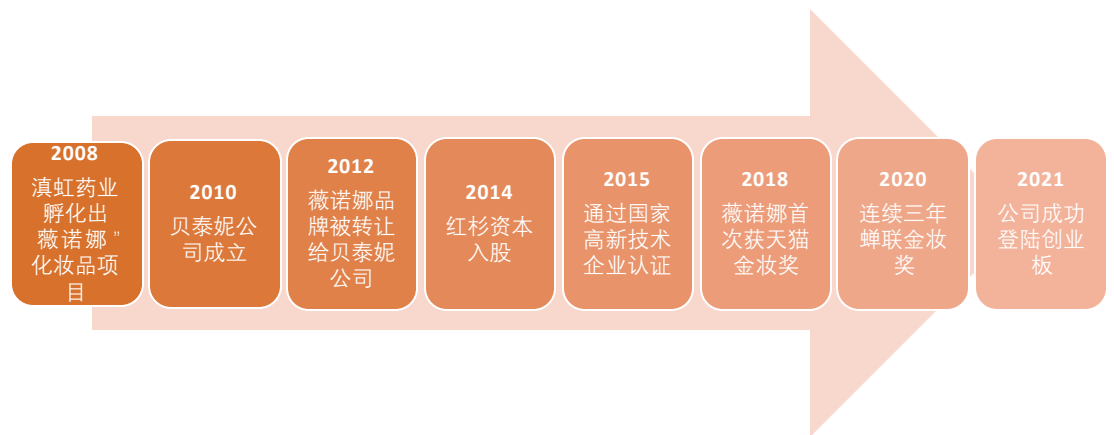


资料来源：天猫旗舰店，平安证券研究所

1.2 原药企团队控股经营，打造高标准护肤企业

曾为滇虹药业孵化项目，高管团队带来药企高标准。薇诺娜品牌原为药企滇虹药业于 2008 年孵化的化妆品项目，滇虹药业是国内知名的皮肤病药物、药用去屑洗剂生产企业，拥有“康王”等知名品牌。由于彼时市场教育不够充分，薇诺娜项目未能盈利并于 2012 年被出售予贝泰妮公司。2014 年滇虹药业被整体出售予拜耳药业，时任滇虹董事长郭振宇总离开滇虹，并带领一众高管转战贝泰妮，将工作重点放在薇诺娜品牌的经营上。我们认为，贝泰妮公司的高层多为滇虹药业出身，皮肤医学知识、技术的积累丰富，将药企原料应用和生产技术上的高标准赋予贝泰妮，这也成为了公司强产品力、品牌力的根基。

图表3 公司发展历程



资料来源：公司官网，平安证券研究所

图表4 多位公司高管曾任职于滇虹药业

姓名	曾在滇虹药业任职情况	在贝泰妮任职情况	在贝泰妮工作内容
郭振宇	董事长、总裁；董事	董事长、总经理	公司经营管理
高绍阳	薇诺娜项目总监	董事、副总经理	公司经营管理
董俊姿	人力资源总监、总裁办主任	董事、副总经理	负责线上销售业务
马骁	研发主管、研发经理	董事、副总经理	负责研发与供应链
余仕汝	副总经理	中央工厂厂长、监事	负责生产工作
杨祖荣	行政部经理	总经办主任、职工代表监事	负责总经办、法务等
王飞飞	上海滇虹研发总监	研发总监	负责研发工作

资料来源：招股说明书，平安证券研究所

股权集中于高管与长期投资者，股本结构稳定。在公司上市后的股本结构上，董事长郭振宇总及其儿子 KEVIN GUO 先生通过诺娜科技、哈祈生等股东掌控贝泰妮，为公司实控人。其余原滇虹高管也通过诺娜科技、臻丽咨询、重楼投资等平台入股公司，分享公司发展红利。此外，著名风投红杉资本也于 2014 年开始入股，目前持股比例已达 21.58%，为公司第二大股东。整体上看，公司股本集中于公司高管团队与长期价值投资者，结构较为稳定。

图表5 贝泰妮股权分布（2021.03.25）

排名	股东名称	占总股本比例(%)
1	昆明诺娜科技有限公司	46.08
2	天津红杉聚业股权投资合伙企业(有限合伙)	21.58
3	昆明臻丽咨询有限公司	8.81
4	昆明重楼投资合伙企业(有限合伙)	5.91
5	云南哈祈生企业管理有限公司	2.60
6	鼎信 8 号资管计划	1.50
7	中国石油化工集团公司企业年金计划	0.02

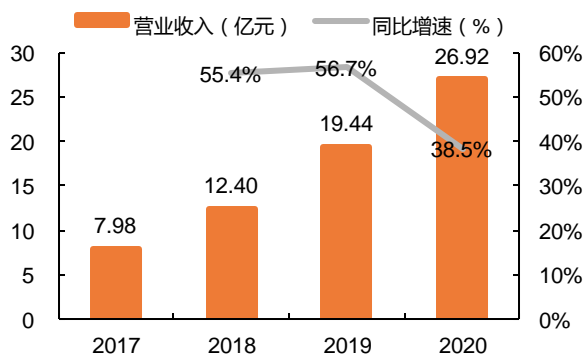
8	中国工商银行股份有限公司企业年金计划	0.02
9	中国石油天然气集团公司企业年金计划	0.02
10	中国建设银行股份有限公司企业年金计划	0.02
合 计		86.56

资料来源: Wind, 平安证券研究所

1.3 公司业绩维持快速增长, IPO 资金将增强生产与营销

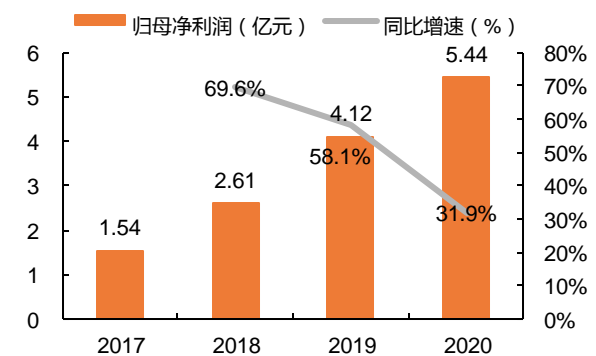
公司业绩维持快速增长。近年来化妆品行业发展迅速、敏感肌的护肤需求与日俱增,促使公司产品影响力持续扩大,推动公司快速成长,2018 年至今公司营收与利润均维持高速增长。2020 年公司营收达 26.92 亿元,同比+38.5%。同年公司归母净利达 5.44 亿元,同比增速达 31.9%。公司也已披露 2021 年一季度业绩预告,预计公司营收为 3.80-4.18 亿、同比+19.3%-31.2%,归母净利 0.64-0.72 亿、同比+18.8%-33.6%。

图表6 公司营收及同比增速



资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

图表7 公司归母净利及同比增速



资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

工厂建设与营销升级为募投项目重点。根据公司公告的募投项目表,新工厂的建设与营销/品牌的强化是两大重点项目。2019 年公司化妆品、医疗器械产量为 6787.93 万支 (万盒),其中委托加工产量为 5149.36 万支 (万盒),即自有产能率不足 25%。新工厂三年建设完成并全部达产后,每年将新增产能 4500 万支 (万盒)。公司表示,新工厂建成后自有产能占比有望提升至 40%,有助于公司提高自动化生产能力、加强产品质量管控、达成规模经济优势。在营销与品牌投入上,由于护肤品行业的竞争日趋激烈,新募集资金有助于公司继续提高品牌知名度与营销辐射半径,增强公司在线上线下多个渠道中的市场竞争力。而 IT 系统升级、补充营运资金等项目则有利于公司提高管理水平与效率。

图表8 贝泰妮募资计划

募集资金投向	总投资金额 (亿元)
中央工厂新基地建设项目	4.38
营销渠道及品牌建设项目	6.91

信息系统升级项目	1.05
补充营运资金	3.00
合计	15.35

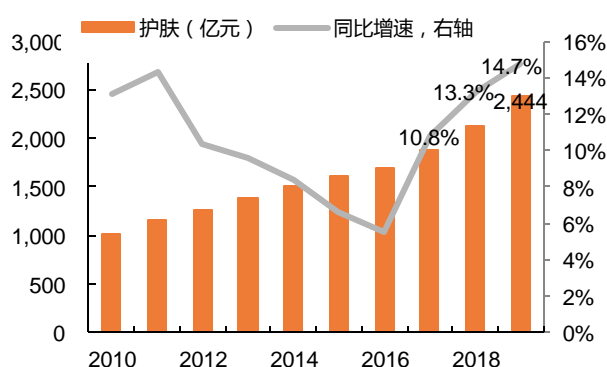
资料来源：招股说明书，平安证券研究所

二、 护肤品市场快速增长，敏感肌需求持续提升

2.1 护肤品市场快速增长，皮肤学级产品渗透率提升

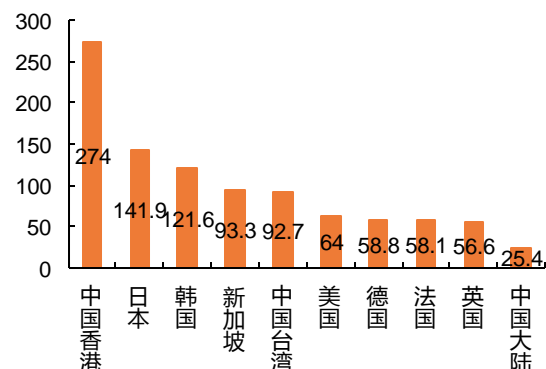
护肤品市场快速发展，人均消费水平向美日韩等靠拢。化妆品是近年来少数加速成长的消费行业之一，行业影响力、受众加速扩大，其中护肤品市场2019年规模达2444亿元，同比增速提升至14.7%。从护肤品的人均消费水平上看，2019年我国人均消费额仅为25.4美元/年，仅为美国的约40%，更是远低于文化相似的日韩地区（分别为141.9、121.6美元）。化妆品消费是经济发展到一定阶段，人们开始追求美丽和享受而逐渐产生的需求。在经济发展、消费升级的推动下，我国护肤品的人均消费水平也有望继续向国际高水平靠拢、行业规模增速有望继续维持10%以上的高位。

图表9 中国护肤品市场规模加速增长



资料来源：Euromonitor，平安证券研究所

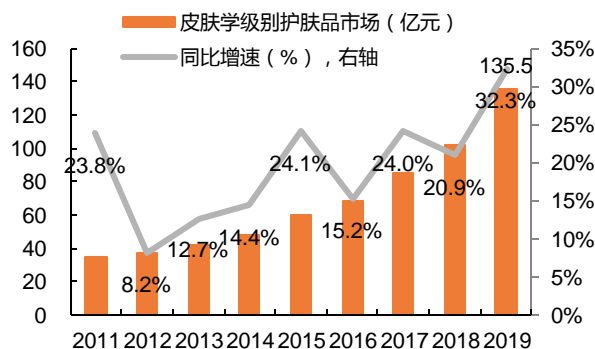
图表10 国内人均化妆品消费额 (USD, 2019) 较低



资料来源：Euromonitor，平安证券研究所

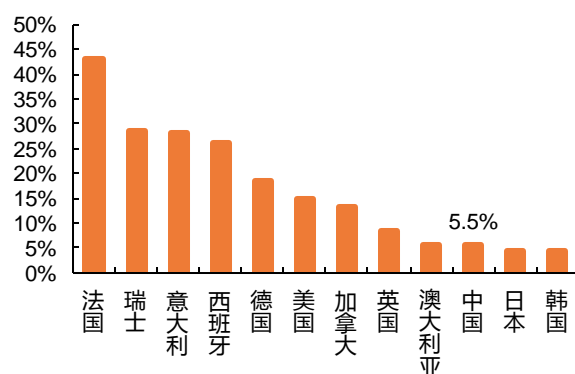
消费者选择化妆品的专业度提升，皮肤学级护肤品市场规模快速增长。随着生活水平的提高及消费理念不断趋于成熟，消费者不再单一的追求化妆品美白、保湿等基础功效，而更加关注产品的安全性、针对性、专业性，对于产品成分的关注度也不断提升，更多消费者开始注重购买适合自己肤质的化妆品。因此，突出有效成分、专注于敏感肌等功能性更强的“皮肤学级”护肤品市场规模快速增长，且增速显著高于护肤品整体。但相较于欧美发达国家，我国皮肤学级护肤品的渗透率（皮肤学级护肤品占整体护肤品的比例）仍较低，提升空间较大。

图表11 皮肤学级护肤品市场规模增速快于整体



资料来源: Euromonitor, 平安证券研究所

图表12 我国皮肤学级护肤品渗透率较低 (2019)



资料来源: Euromonitor, 平安证券研究所

2.2 敏感肌需求持续提升，国货品牌快速崛起

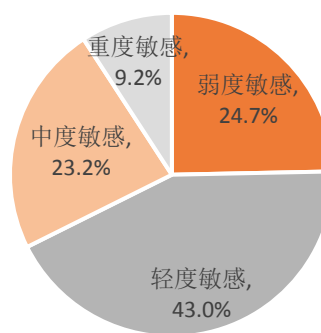
敏感肌人群占比达 35%，其中 70%可通过日常护肤改善。2020 年新冠病毒疫情发生后，我国居民已养成长期戴口罩习惯，日常戴口罩的时长也大幅提升，然而 CBDdata 的调查显示 64%的受访者称戴口罩后出现皮肤问题。“口罩脸”带来的问题主要包括皮肤敏感等，或导致疫情完全结束前，消费者持续存在对解决敏感皮肤问题的需求。从长期看，口罩虽终有一天会被摘下，但《中国皮肤性病学杂志》数据显示，我国 35%以上女性属于敏感肌人群，远高于 5.5%的皮肤学级护肤品渗透率，或表明仍有较多敏感肌人群未使用针对性的护肤品进行护理。而受空气、环境、压力等多因素的影响，肌肤敏感等皮肤问题发生率也在逐渐提高，敏感肌人群范围或将越来越大。同时，艾瑞咨询的研究发现，近 70%的敏感肌女性的敏感程度属于弱度或轻度，通过日常保养护肤即可进行改善，这为敏感肌护肤品提供了广阔的市场空间。

图表13 皮肤敏感是戴口罩引发的最主要皮肤问题



资料来源: CBDdata, 平安证券研究所

图表14 近 70%的敏感肌为弱度或轻度敏感



资料来源: 艾瑞咨询, 平安证券研究所

国内外品牌竞争敏感肌护理领域，薇诺娜等国货品牌市占率快速提升。敏感肌肤人群对于化妆品的安全性、专业性要求更高，普通的化妆品无法满足敏感肌肤人群对于皮肤改善的需求。部分皮肤学级的护肤品采用对皮肤较为温和的配方，不添加或少添加色素、香精、防腐剂等，突出有效成分，具有舒缓敏感肌肤等效果。目前，国内敏感肌护理品牌包括海外的理肤泉、雅漾，和国货品牌薇诺

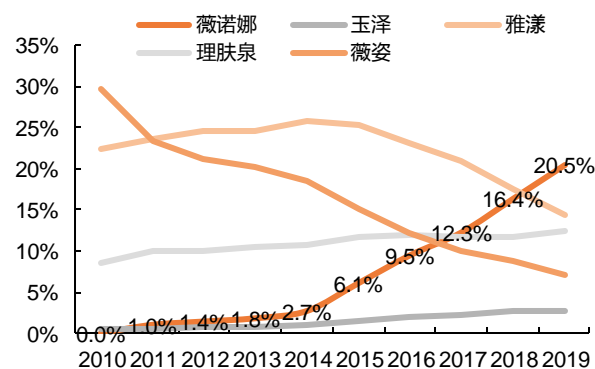
娜、玉泽、米蓓尔等。在国潮崛起、新渠道、新营销手段等因素的推动下，国货品牌市占率快速提升。以薇诺娜为例，2014年起品牌市占率快速提升，至2019年已达20.5%，反超外资品牌成为国内第一大敏感肌护理品牌。

图表15 国内部分知名敏感肌护理品牌

品牌名	所属公司	品牌主打概念
修丽可	欧莱雅	专业皮肤抗氧化
理肤泉	欧莱雅	温泉水舒缓敏感肌
薇姿	欧莱雅	专业敏感肌护肤
雅漾	皮尔法伯	敏感肌护理专家
薇诺娜	贝泰妮	植物成分敏感护理
玉泽	上海家化	皮肤屏障修护专家
米蓓尔	华熙生物	敏感肌护理

资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表16 薇诺娜等国货品牌市占率快速提升



资料来源: Euromonitor, 平安证券研究所

三、强效产品+线上布局+持续营销，抢占敏感肌黄金赛道

3.1 高原植物成分+专业医学背书，舒敏功效性得到广泛认同

高原植物舒敏作用显著，打造差异化竞争优势。在国内外诸多敏感肌护理品牌中，薇诺娜最大的特点是以高原特色植物提取物为核心成分，敏感肌护理相关的产品营收占比高达95%。公司在此领域掌握了包括青刺果、马齿笕提取技术在内的11项核心技术，并在此基础上推出了包含薇诺娜核心大单品舒敏系列在内的一系列护肤产品。公司研究发现青刺果油能促进皮肤角质形成细胞合成神经酰胺及透明质酸，主动修复受损皮肤屏障，而马齿笕则有消炎、抗敏作用，可缓解肌肤所受刺激、降低肌肤敏感度。

目前市面上多以温泉水或化学物质为核心进行皮肤舒敏或屏障修复，因此薇诺娜在众多品牌中通过高原植物概念独树一帜，且上述核心技术多为专有技术，较行业通用技术的优势显著，公司产品优势不易被动摇。此外，植物等天然成分温和、安全的概念在国内的认同度高，因此公司产品无毒副反应、过敏反应的宣称也更容易被消费者接受，进一步突出了公司在敏感肌护理中的优势地位。

图表17 公司产品大多以高原植物成分为核心

	青刺果	马齿笕	云南山茶	云南重楼
主要功效	促进神经酰胺、透明质酸合成	为肌肤砖墙结构补充多糖化合物	肌肤深层滋润	清痘修复
	增强皮肤屏障修复能力	缓解泛红、干痒、灼热等皮肤不适	肌肤润白亮泽	阻隔痘源污染
对应产品	舒敏保湿霜	舒敏保湿丝滑面膜	极润保湿面膜	清痘修复精华
	柔润保湿霜	舒敏保湿润肤水	极润保湿BB霜	净痘清颜消印霜

资料来源: 公司官网, 平安证券研究所

产品获专业医学背书，安全性与功效性得到认证。在宣传高原植物成分特色概念的同时，公司还通过医学试验、学术论文发表等途径证明自身产品的功效性。首先，公司积极与多家医疗机构及其工作人员开展合作，进行产品的合作开发及产品功效的临床观察和检测等，其中包括昆明医科大学第一附属医院、四川大学华西医院、深圳市儿童医院等知名医疗机构。此外，公司称薇诺娜产品得到了全国数十家三甲医院皮肤科临床验证，并累计被 128 篇基础研究及功效验证论文收录或推荐，其中中华皮肤科杂志曾收录公司舒敏保湿特护霜修复敏感肌皮肤屏障功能的评估论文。国内有 8000 家公立医院设有皮肤科，其中薇诺娜覆盖、并产生销量的医院 3000 多家，三甲以上医院覆盖率在 80% 左右。公司产品的安全性与功效性因此得到了医学群体的认证，产品的可信度与认同度得到大幅提升。

新监管条例施行，强监管利好公司发展。2021 年起国家开始施行新《化妆品监督管理条例》，对化妆品行业的功效评价提出了新的要求：功效宣称要有依据，需公布功效宣称所依据的文献资料、研究数据或者产品功效评价资料的摘要。我们认为该条例将对行业进行整顿，部分中小厂家和不合规的产品将被出清，有利于包括薇诺娜在内的一批功效性、安全性明确的品牌加速发展。

图表 18 公司与医疗机构的合作研发、临床观察项目

薇诺娜新型功效性产品关键技术攻关及产业化
滇药妆薇诺娜国际化关键技术研发及应用
薇诺娜产业升级及儿童系列医学护肤品开发
泊缇诗系列高端功能性护肤品等健康产品开发及产业化
舒润滋养霜对婴儿、儿童特应性皮炎临床症状的临床观察
滋润倍润养护霜改善皮肤干燥的临床功效、安全性研究

资料来源：招股说明书，平安证券研究所

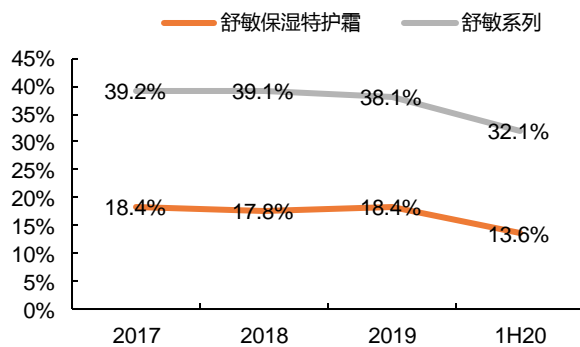
图表 19 公司产品功效评估论文曾发表于皮肤学杂志



资料来源：公司官网，平安证券研究所

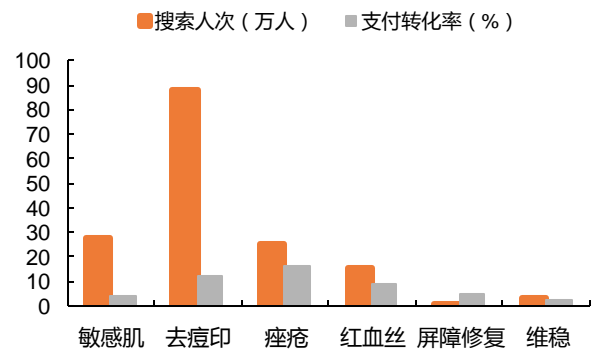
打造专业舒敏系列，瞄准敏感肌症状“对症下药”。在专业医学的背书下，薇诺娜品牌成功建立起了以高原植物成分来缓解肌肤敏感问题的专业形象，打造了以舒敏保湿特护霜为代表的舒敏系列知名产品。相较竞品，公司产品线精简、SKU 总数不足 70 个，其中 2020 年上半年舒敏保湿特护霜营收占比达 13.6%，而舒敏系列（舒敏用途的膏霜水乳等）营收占比则达 32.1%，为公司核心产品。正如其名，该系列核心作用为舒缓敏感肌造成的干痒、泛红、起皮等问题，因此更为突出“症状”及“症状护理”的概念，在产品宣传上享有更高的搜索率与转化率。

图表20 舒敏霜与舒敏系列营收占比



资料来源：招股说明书，平安证券研究所

图表21 敏感肌症状类关键词的搜索率和转化率较高



资料来源：隐马数研，平安证券研究所

高产品单价+小规格装，产品复购率超 30%。薇诺娜的专业舒敏形象也反映在了产品的价格上，比较同类舒敏+修护竞品，薇诺娜舒敏系列除核心品类护理霜外，在高端精华和入门级洁面乳中的单价均较高，充分证明其产品力得到市场的广泛认同。为了应对竞争，相较于竞品 50g/ml 的最小规格，公司提供规格 15g、定价 88 元的舒敏霜，降低消费者尝鲜成本、扩大潜在使用者范围。由于敏感肌用户对功效性、安全性要求高，一旦产品效果得到核实，将形成长期不变的消费习惯。而根据公司披露的 2019 年数据，薇诺娜产品在微信、官网、天猫、京东等核心线上店中的复购率均超 30%，在天猫上的第二品牌店复购率也近 20%，远高于一般护肤品复购率仅约 10% 甚至更低的水平。我们认为，高复购率再次印证了公司产品的功效性与安全性。

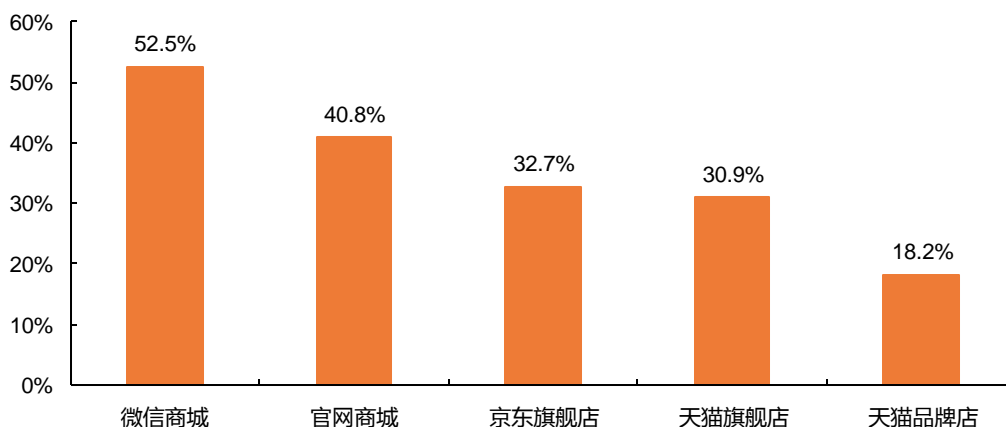
图表22 公司舒敏系列产品单价普遍高于竞品

品牌	精华	霜	洁面/清洁
薇诺娜	产品	舒敏保湿修护精华液 (30ml)	舒敏保湿特护霜 (50g)
	价格	298	268
	每 g/ml 单价	9.9	5.4
玉泽	产品	皮肤屏障修护精华乳 (25ml)	皮肤屏障修护保湿霜 (50g)
	价格	242	198
	每 g/ml 单价	9.7	4.0
雅漾	产品	恒润密集保湿精华露 (30ml)	修护舒缓保湿霜 (50ml)
	价格	248	272
	每 g/ml 单价	8.3	5.4
理肤泉	产品	duo 乳精华 (40ml)	B5 修复面霜 (40ml)
	价格	245	119
	每 g/ml 单价	6.1	3.0
			特安洁面泡沫洗面奶 (125ml)
			210
			1.7

薇姿	产品	89 精华 (30ml)	-	温泉纯净泡沫洁面霜 (125ml)
	价格	249	-	185
	每 g/ml 单价	8.3	-	1.5

资料来源：天猫，平安证券研究所

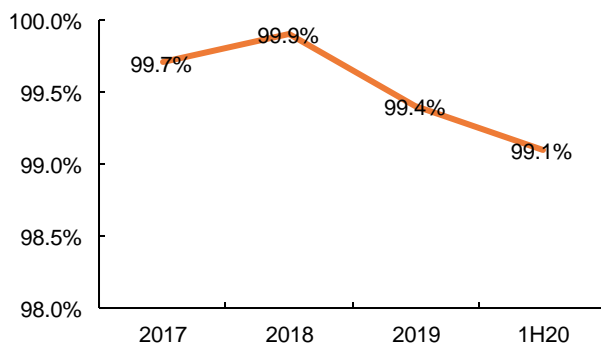
图表 23 薇诺娜产品在各电商平台上的复购率均较高 (2019)



资料来源：招股说明书，平安证券研究所

舒敏系列继续推动公司高速增长，围绕舒敏需求仍有新市场可挖掘。目前，薇诺娜单品牌营收占公司总营收的比重达 99%，其中舒敏护肤系列的占比达 30%以上，是公司的核心收入来源。展望未来，薇诺娜产品的功效性与安全性已得医学背书+市场认同，公司有望在快速增长的敏感肌护理市场中持续扩大市场份额，舒敏系列有望继续成为公司高速增长的核心动力来源。此外，同样基于高原植物的舒敏作用，公司已推出彩妆和婴儿儿童护肤品，在敏感肌各类需求中继续布局。我们认为，公司已在成人敏感肌护理中验证产品有效性与安全性，彩妆、婴幼儿护肤将是成人护肤外的自然延伸，或无需重头进行消费者培育，这些领域有望成为公司除舒敏护肤外的新爆发式增长点。目前，市面上针对敏感肌用户的彩妆产品较少，在敏感肌护肤领域高知名度的支撑下，我们认为公司进行彩妆消费者培育的根基牢固，彩妆领域或能为公司后续发展带来明显增量。

图表 24 薇诺娜品牌营收占比



资料来源：招股说明书，平安证券研究所

图表 25 薇诺娜彩妆、婴幼儿护肤产品

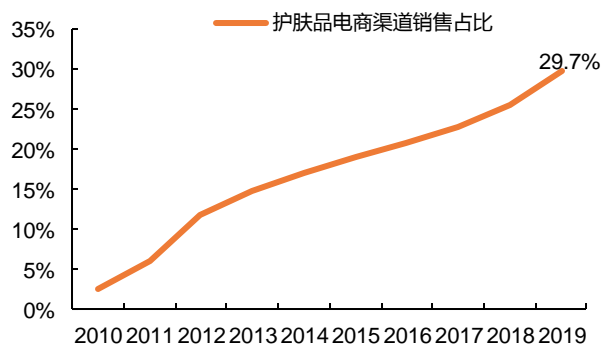


资料来源：天猫，平安证券研究所

3.2 紧抓护肤消费线上化趋势，培育私域流量应对竞争

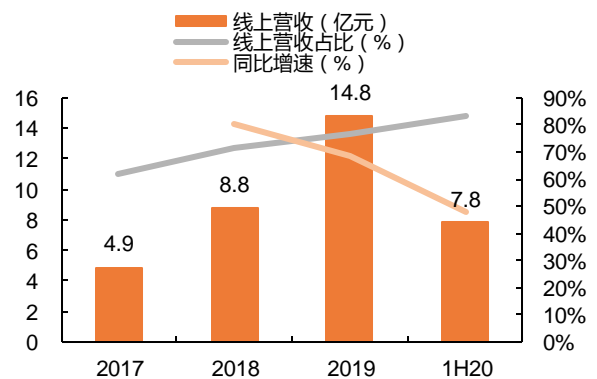
护肤品消费快速线上化，公司线上布局早、占比高。2010年以来，国内护肤品销售的主阵地从线下快速向线上转移，线上销售额占比从不足 3%快速提升至 2019 年的近 30%，2020 年的疫情进一步强化了消费线上化的趋势，护肤品线上销售占比有望接近甚至超过 40%。如同其他快速崛起的国货护肤品牌，公司也是护肤品行业在电商领域的先行者。公司早于 2012 年已设立电商事业部，通过天猫等线上主流平台获取了巨额流量，成功抓住了护肤品消费线上化的大趋势。2017-2019 年间公司线上营收维持高速增长，至 2020 年上半年，公司线上营收占比已超 80%。

图表 26 护肤品在电商渠道的销售占比快速提升



资料来源: Euromonitor, 平安证券研究所

图表 27 公司线上渠道营收、占比均快速提升



资料来源: 招股说明书, 平安证券研究所

线上已打响品牌名声，外资大牌冲击下屹立不倒。在多年的线上经营后，公司已成功建立起了品牌知名度与美誉度。2018-2020 年薇诺娜品牌连续三年获得天猫金妆奖，并已在天猫旗舰店上积累了超 700 万粉丝。2017 年以来外资大牌开始重视线上渠道的作用，凭借数十年的品牌美誉成功在线上渠道实现反超，在国货品牌纷纷让出天猫双十一前十位置之时，仅薇诺娜等少数国货品牌逆流而上，成功维持在前十名中，或证明其品牌力已得消费者广泛认同，品牌地位逐步提升至与外资大牌平起平坐。

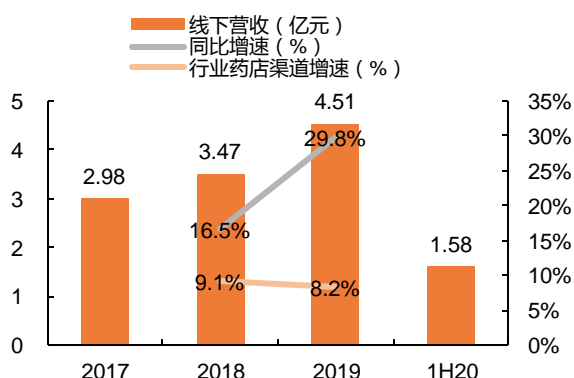
图表 28 薇诺娜连续三年位列天猫双十一护肤销售额前十品牌

2016	2017	2018	2019	2020
百雀羚	百雀羚	玉兰油	欧莱雅	雅诗兰黛
欧莱雅	自然堂	兰蔻	兰蔻	欧莱雅
SK-II	SK-II	欧莱雅	雅诗兰黛	兰蔻
一叶子	玉兰油	SK-II	玉兰油	后
自然堂	雅诗兰黛	雅诗兰黛	SK-II	资生堂
雅诗兰黛	兰蔻	百雀羚	百雀羚	SK-II
韩束	欧莱雅	自然堂	后	玉兰油
佰草集	一叶子	HomeFacialPro	自然堂	雪花秀
玉兰油	资生堂	资生堂	资生堂	海蓝之谜
兰蔻	膜法世家	薇诺娜	薇诺娜	薇诺娜

资料来源: 星图数据, 平安证券研究所

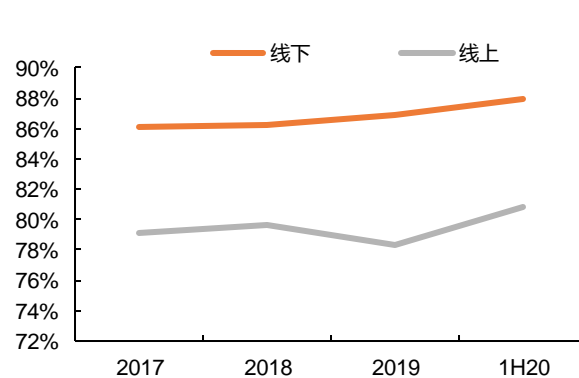
线下渠道（药店为主）维持较快增长，毛利率显著高于线上。参考雅漾、理肤泉等海外品牌的发展历程，同时或受公司高层药企背景的影响，公司线下销售主要通过药店等专业渠道进行。公司产品曾主要通过九州通、国药控股等医药经销商在各地药店进行销售。近年来，公司开始直接对接健之佳、一心堂、老百姓等连锁药店，进一步增加销售终端的覆盖。2018、2019年公司线下渠道营收同比增速分别达到16.5%、29.8%，远高于同期行业药店渠道9.1%、8.2%的增速。同时，由于线下渠道竞争不如线上激烈、价格透明度也相应较低，因此线下渠道的毛利率持续高于线上渠道约7-8个百分点。综上，公司线下渠道的存在有助于增强产品的专业性背书并增厚公司利润，仍具备继续发展的必要性。

图表29 公司线下营收维持较快增长



资料来源：招股说明书，平安证券研究所

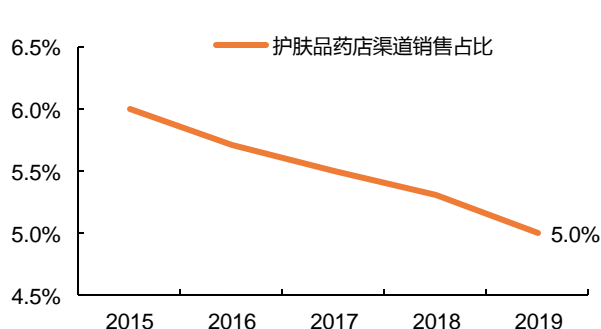
图表30 公司线下渠道毛利率高于线上



资料来源：招股说明书，平安证券研究所

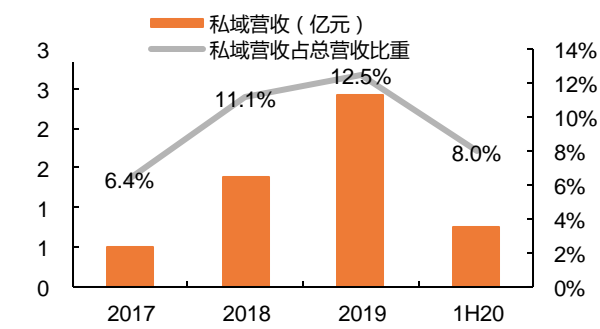
行业药店渠道销售占比下滑，公司开拓私域流量客户群以应对。然而，随着电商的崛起与消费习惯的改变，在护肤品销售中医院、药房等专业渠道的占比开始下滑，不利于公司线下渠道的后续发展。对此，公司通过在终端网点中的驻点 BA 将线下消费者引流至线上，将线下消费者留存在公司的自营微信商城内，培育私域流量。2017-2019年，公司私域流量带来的营收快速增长，占总营收的比重从6.4%快速提升至12.5%，2020年上半年占比有所下滑，主因疫情导致大量终端长期无法正常营业、客流量下滑，我们认为2020年下半年起，私域流量营收占比有望重新提升。2019年公司沉淀在微信商城里的私域消费群体复购率高达50%，随着私域流量的增加与占比提升，公司有望愈发从容地应对外部的激烈竞争。此外，公司开始对接屈臣氏等日化美妆店，继续拓展薇诺娜品牌的线下触点。

图表31 护肤品在药店渠道的销售占比持续下滑



资料来源：Euromonitor，平安证券研究所

图表32 公司私域流量营收及占比



资料来源：招股说明书，平安证券研究所

3.3 营销投入持续提升，抢占敏感肌护理黄金赛道

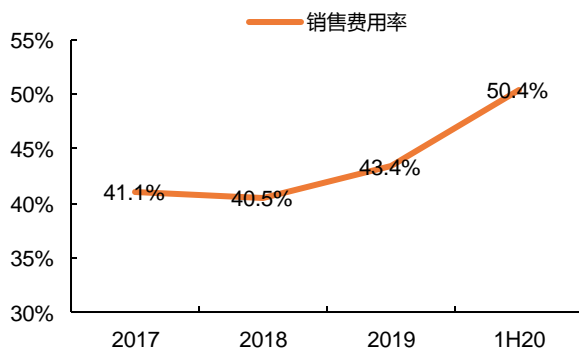
多种媒体渠道持续投入，销售费用率维持高位且持续增长。在产品和渠道上均选中高速增长赛道后，公司持续在传统、影视化、新型等多种媒体渠道上持续投入，增强消费者触达能力，但同时也导致了公司销售费用率的持续增长。至 2020 年上半年，公司销售费用率已达 50.4%，高于其余 A 股同业公司。

图表33 公司在多种媒体渠道上持续投入



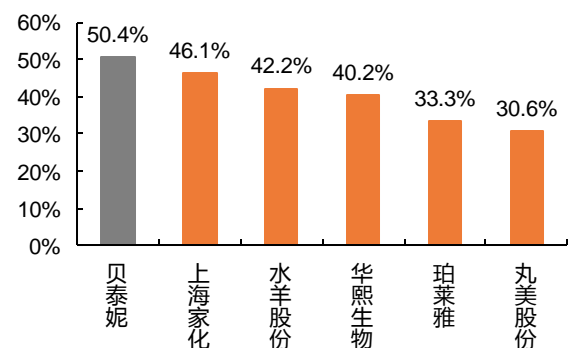
资料来源：招股说明书，平安证券研究所

图表34 公司销售费用率维持增长



资料来源：Wind，平安证券研究所

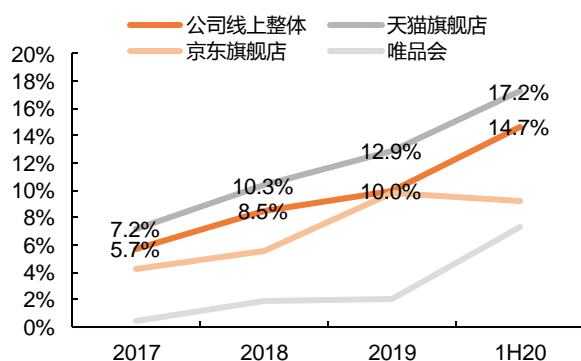
图表35 公司 1H20 销售费用率高于 A 股同业



资料来源：Wind，平安证券研究所

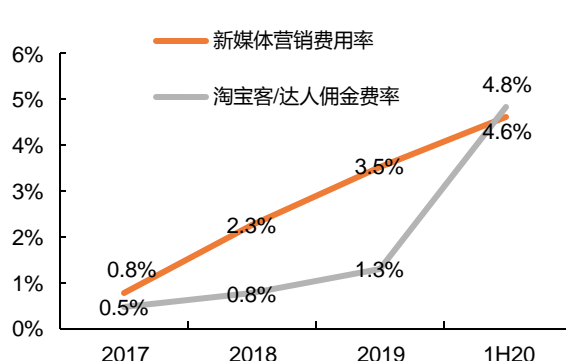
线上获客费用率逐步提升，加强新营销模式的投入。近年来随着主流电商平台的渗透率逐步见顶，消费品企业在天猫、京东等平台上的发展红利逐步消失、获客费用率逐步提升。由于目前公司营收近超 80%源于线上，因此需对营销手段进行调整，加大社交媒体营销、短视频营销、直播带货等新营销模式的投入。2019 年以来，公司强化了图文、短视频和直播带货上的投入，特别在直播带货领域，在与头部主播的合作外，公司加强了与明星、中腰部主播的合作。2020 年上半年，公司在小红书、抖音快手等新媒体上的营销费用占营收的比重已达 4.6%，对淘宝客/达人直播的佣金费用占营收的比重也达 4.8%，两者费用率合计已近 10%、占总销售费用率的比重近 20%。

图表36 公司线上获客费用率持续提升



注：获客费用率=各线上店铺的获客成本/销售收入
资料来源：招股说明书，平安证券研究所

图表37 公司加大新媒体与直播等新营销模式的投入



注：淘宝客/达人佣金指淘宝直播中的明星、主播支付的佣金
资料来源：招股说明书，平安证券研究所

其中，网红 KOL+专业医生的直播模式是公司最具特色的营销手段。2019年起，直播带货由于受众广泛、互动性强、转化率高等优点而逐步成为化妆品行业标配的营销手段。然而不同于常见的网红、明星或专业主播的直播带货，薇诺娜产品由于具备专业医学论文的背书，因此在主播选择上可采取专业度和消费者信任度更高的皮肤科专家，进一步增强直播间的说服力。目前，公司已形成每月数次的医生直播活动，并在双十一等重大电商节中连续开展 KOL+医生的直播活动，较竞品进一步突出专业、可靠的概念。

图表38 网红 KOL+专业皮肤科医生的直播为公司营销的新特色

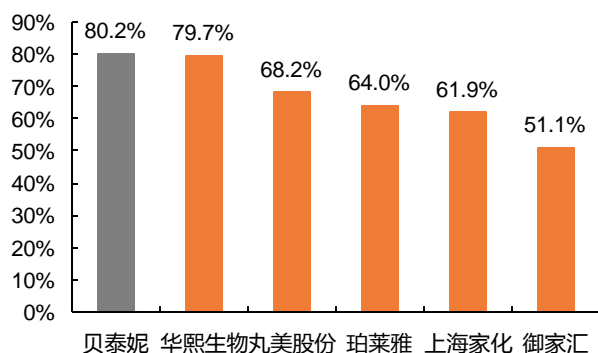


资料来源：百度图片，平安证券研究所

高销售费用率具备合理性，抢占敏感肌护理黄金赛道。相较于普通护肤品，敏感肌护理产品由于针对性强、功效明显等特点而具备较高的复购率，客户维系成本相对较低。然而贝泰妮的销售费用率显著高于同行，但我们认为这仍具备合理性。首先，同样由于敏感肌护理的特殊性，公司享有较高的毛利水平，2019年公司毛利水平高于一般护肤品公司10个百分点以上，为销售费用率的提升打下基

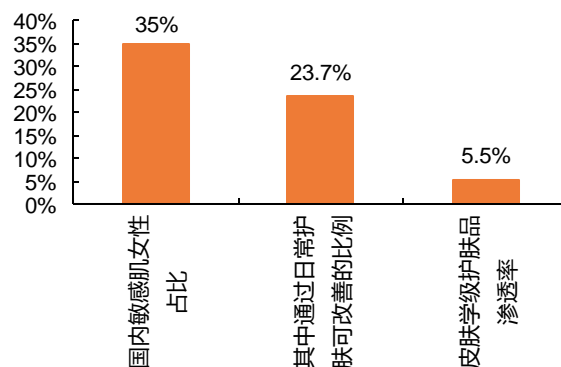
础。其次，目前国内 35%的女性存在一定程度的敏感肌问题，其中大多数（即约 24%的女性）能通过日常护肤来改善敏感肌情况，然而国内包含敏感肌护理在内的皮肤学级护肤品的渗透率不足 6%，或意味着敏感肌护肤仍有大批的潜在消费者。而公司目前产品力强、品牌优势明显、渠道建设完善，通过维持高营销投入，有望在敏感肌护理的黄金赛道中抢占先机。因此，我们认为在中短期内，公司销售费用率将维持现有水平或以上。

图表39 公司毛利率高于 A 股同业（2019）



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表40 敏感肌护理仍有广阔市场空间待开拓



资料来源：艾瑞咨询，Euromonitor，平安证券研究所

四、投资建议：黄金赛道国货龙头，首次覆盖给予“推荐”

敏感肌护理黄金赛道上的国货龙头，高营销持续扩大受众范围。 综上，我国化妆品行业成长空间巨大，其中敏感肌护理更是黄金赛道中的黄金赛道，利于国货品牌在其中迅速发展壮大。对于贝泰妮而言，公司仅用数年已做到敏感肌护理行业龙头，薇诺娜品牌通过高原植物+医学认证形成强品牌力与差异化竞争优势，同时先人一步布局线上渠道并开拓私域流量以扩大、留存消费者。公司在产品、渠道均相对完善的条件下，以持续不间断的高营销投入与新营销手段继续开发敏感肌客群。我们看好公司中长期发展空间，公司有望在行业快速发展的东风下维持敏感肌护肤的龙头地位，持续扩大用户群体，并通过强产品力将新消费者源源不断转化为复购用户。从市占率的角度看，目前国内敏感肌护理行业 CR3 不足 50%，相较于日本的约 70%和美国的约 55%仍有提升空间。我们认为敏感肌护理的特殊性决定了消费者不会轻易更换产品，公司的高投入有望换来对中小品牌的替代、市占率进一步提升。

展望未来 1-3 年，我们预计公司在敏感肌好赛道上维持快速增长的态势，护肤品业务有望取得稳健而高于行业水平的增速、彩妆业务有望迎来爆发性增长、医疗器械业务维持稳健增长。从费用率上看，公司虽仍需持续投入以抢占市场，但高营收增速将带来销售费用率上的相对稳定。总体看，我们预计 2021-2023 年公司营收将达 39.10、52.62、68.49 亿元，分别同比+45.2%、34.6%、30.2%；归母净利 7.64、10.22、13.53 亿元，分别同比+40.5%、33.7%、32.4%，对应 EPS 1.80、2.41、3.19 元，PE 105、79、60 倍。公司产品强功效、强复购的性质类似药品，我们认为当下百倍 PE 并无高估，首次覆盖给予“推荐”评级。

图表41 可比公司比较

证券简称	收盘价 (20210415)	总市值 (亿元)	EPS 2020E	EPS 2021E	EPS 2022E	PE 2020	PE 2021	PE 2022
贝泰妮	189.88	804	1.28	1.80	2.41	148	105	79
华熙生物	179.84	863	1.35	1.70	2.09	133	106	86
珀莱雅	175.45	353	2.45	2.95	3.59	72	59	49
丸美股份	50.26	202	1.32	1.56	1.83	38	32	27
上海家化	44.17	299	0.63	0.74	1.13	70	60	39

注：丸美股份、上海家化EPS预测取自万得一致预期，其中上海家化2020EPS为实际值（已出2020年报）

资料来源：Wind，平安证券研究所

五、风险提示

护肤品行业竞争加剧的风险：化妆品行业进入壁垒不高，市场竞争充分，但过多的参与方可能恶化竞争形势，推动行业整体成本上升。

品牌相对集中、新产品推广不如预期的风险：公司高度依赖薇诺娜主品牌，特别是舒敏系列产品，也存在新拓展方向如彩妆、婴幼儿护肤等方向竞争更为激烈、新产品推广不如预期的风险。

委托加工的风险：公司超70%产品生产源于委托加工，相对自有生产线而言生产数量和质量控制上的风险更高。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	935	1652	4969	5902
现金	527	810	4128	4365
应收票据及应收账款	112	242	245	428
其他应收款	10	11	20	21
预付账款	14	28	30	49
存货	199	521	489	989
其他流动资产	73	41	57	49
非流动资产	148	144	202	255
长期投资	0	0	0	0
固定资产	59	53	57	87
无形资产	46	52	60	70
其他非流动资产	43	38	85	98
资产总计	1084	1795	5171	6157
流动负债	296	572	492	968
短期借款	15	7	11	9
应付票据及应付账款	88	131	192	270
其他流动负债	193	433	289	689
非流动负债	27	18	22	20
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	27	18	22	20
负债合计	323	590	514	988
少数股东权益	5	6	10	14
股本	360	360	424	424
资本公积	26	26	2972	2972
留存收益	371	788	1315	2070
归属母公司股东权益	756	1199	4647	5155
负债和股东权益	1084	1795	5171	6157

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	515	411	670	772
净利润	413	546	768	1025
折旧摊销	21	14	16	21
财务费用	-1	0	-32	-57
投资损失	-0	-0	-0	-0
营运资金变动	71	-151	-82	-218
其他经营现金流	12	2	-1	0
投资活动现金流	-61	-11	-74	-74
资本支出	61	-0	56	54
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	0	-11	-18	-20
筹资活动现金流	-178	-118	2723	-460
短期借款	15	-7	4	-2
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	311	0	64	0
资本公积增加	-23	0	2947	0
其他筹资现金流	-481	-110	-291	-459
现金净增加额	276	282	3318	237

利润表

单位:百万元

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1944	2692	3910	5262
营业成本	385	526	792	1119
营业税金及附加	35	58	79	105
营业费用	843	1263	1799	2368
管理费用	137	169	254	358
研发费用	54	64	117	158
财务费用	-1	0	-32	-57
资产减值损失	-13	0	0	0
其他收益	24	36	20	20
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
资产处置收益	-0	-0	-0	-0
营业利润	502	649	921	1232
营业外收入	1	1	1	1
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	502	649	921	1232
所得税	89	104	153	207
净利润	413	546	768	1025
少数股东损益	1	2	4	4
归属母公司净利润	412	544	764	1022
EBITDA	516	654	901	1190
EPS(元)	0.97	1.28	1.80	2.41

主要财务比率

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入(%)	56.7	38.5	45.2	34.6
营业利润(%)	60.6	29.3	41.8	33.8
归属于母公司净利润(%)	58.1	32.0	40.5	33.7
获利能力				
毛利率(%)	80.2	80.5	79.7	78.7
净利率(%)	21.2	20.2	19.6	19.4
ROE(%)	54.3	45.2	16.5	19.8
ROIC(%)	51.2	44.0	15.8	18.8
偿债能力				
资产负债率(%)	29.8	32.8	9.9	16.1
净负债比率(%)	-64.1	-65.2	-88.0	-83.9
流动比率	3.2	2.9	10.1	6.1
速动比率	2.2	1.9	8.9	5.0
营运能力				
总资产周转率	2.1	1.9	1.1	0.9
应收账款周转率	16.9	15.2	16.1	15.6
应付账款周转率	5.0	4.8	4.9	4.8
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.97	1.28	1.80	2.41
每股经营现金流(最新摊薄)	0.95	0.97	1.58	1.82
每股净资产(最新摊薄)	1.79	2.83	10.97	12.17
估值比率				
P/E	195.3	147.9	105.2	78.7
P/B	106.4	67.1	17.3	15.6
EV/EBITDA	131.6	103.3	71.3	53.8

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司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。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责声明：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2021 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层
邮编：100033