

公司研究

专注敏感肌的国产化妆品龙头

——贝泰妮（300957.SZ）投资价值分析报告

要点

贝泰妮：细分敏感肌护肤代表

公司主要经营“薇诺娜”等多个化妆品品牌、定位敏感肌护肤，2019年护肤品、彩妆、医疗器械各占收入比例为87%、3%、10%；渠道方面以线上为主。薇诺娜品牌2019年位居皮肤学级护肤品市场份额第一名、占23.4%市场份额。

2020年公司实现营业收入26.92亿元、归母净利润5.44亿元，2017~2020年CAGR分别为50%、52%。

行业发展红利持续，细分皮肤学级化妆品市场潜力较大

化妆品行业仍处成长期、受疫情影响相对其他品类较小，2020年限额以上化妆品零售额实现9.5%增长；随着消费者消费更加理性，细分市场存在发展机会，皮肤学级化妆品市场2019年规模135.51亿元、14~19年CAGR21%高于化妆品行业总体；渠道方面线上为兵家必争之地；竞争格局方面，虽然总体国际品牌占优、但国内品牌正在凭借细分优势突围，如薇诺娜连续三年位居天猫双十一美妆品类前十名。

业务分析：护肤品类、线上渠道为主，疫情影响有限

分品类来看：1) 2017年~2020H1护肤品收入占比持续提升、为公司业务支柱，保持较高增速；2) 彩妆产品产量和毛利率呈下降趋势；3) 医疗器械类产品增长平稳。

分渠道来看：1) 线上主导地位持续强化、20年疫情背景下增速表现突出，20H1收入占83.2%，重点发展线上自营渠道（20H1线上自营收入占总收入61%、同比增61.7%）；线下渠道占比下降、但结构有所调整。

疫情对公司影响较为有限、主要影响线下，线上保持较好增长；总体收入增速20年上半年和20Q3为30%+，20Q4回升至45%。

公司亮点：1) 多年积累，专家医师背书建立品牌强粘性；2) 把握线上渠道机遇，线上布局早、运营能力已臻成熟，线上线下融合发力、拓展私域流量潜力较大；3) 拓品类、多品牌阵容初具，期待后续多点开花。

盈利预测、估值与评级：IPO 募集 30.10 亿元用于中央工厂新基地建设（拟投入 4.38 亿元）、营销渠道及品牌建设（6.91 亿元）、信息系统升级（1.05 亿元）、补充营运资金（3 亿元）项目。我们认为公司细分市场优势地位突出，收入利润有望保持较快增长，预计 2021~2023 年 EPS1.87、2.55、3.43 元，对应 21~22 年 PE 各为 102 倍、74 倍，综合绝对估值和相对估值结果、首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：线上渠道增速放缓，或者行业竞争加剧；销售平台相对集中；获客成本快速提升；主品牌、产品系列相对集中；新品牌拓展不及预期；新股股价波动风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	1,944	2,692	3,881	5,345	7,127
营业收入增长率	56.69%	38.49%	44.17%	37.72%	33.35%
净利润（百万元）	412	544	791	1,081	1,454
净利润增长率	58.12%	31.94%	45.52%	36.63%	34.56%
EPS（元）	0.97	1.28	1.87	2.55	3.43
ROE（归属母公司）（摊薄）	54.47%	45.33%	16.23%	18.64%	20.67%
P/E	195	148	102	74	55
P/B	90.4	57.0	16.5	13.9	11.4

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-04-15

买入（首次）

当前价：189.88 元

作者

分析师：孙未未

执业证书编号：S0930517080001

021-52523672

sunww@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	4.24
总市值(亿元)	804.33
一年最低/最高(元)	157.21/218.88
近 3 月换手率	49.33%

资料来源：Wind

投资聚焦

关键假设

我们预测公司未来线上渠道收入将继续保持较高速增长，同时线下渠道在 21 年疫情对线下客流影响减弱后迎来增速回升，预计 20~23 年线上渠道收入同比增速分别为 48%、48%、40%、35%，线下渠道收入同比增速分别为 7%、28%、27%、25%。

毛利率方面，我们认为未来线上线下各渠道毛利率将基本保持稳定，但随着线上渠道增速相对较高、占比提升，业务结构变化影响毛利率走势，预计 21~23 年公司总体毛利率分别为 80.24%、80.19%、80.13%。

费用率方面，认为随着流量成本和获客引流费用的持续上行，以及公司加大品牌建设和营销推广相关投入、巩固长期品牌竞争力，销售费用率 20 年开始较之前有所提升，但随着规模效应体现和品牌力提升，销售费用率预计稳中略降；管理费用率预计基本保持稳定；财务费用率预计随着 IPO 资金到位、将出现同比下降。

创新之处

我们认为，在当前化妆品行业总体高景气同时竞争较为激烈、国外品牌占优势的背景下，国产化妆品品牌的机遇在于细分市场差异化竞争（如切入皮肤学级化妆品新兴品类）、把握线上渠道本土化优势，结合公司发展历程，分析认为公司亮点和竞争优势在于：1) 多年积累，专家医师背书建立品牌强粘性，打造良好产品力和品牌力基础；2) 把握线上渠道机遇，线上布局早、运营能力已臻成熟，线上线下融合发力、拓展私域流量潜力较大；3) 拓品类、多品牌阵容初具，期待后续多点开花。

股价上涨的催化因素

经济发展、居民收入提升促化妆品消费更为普及，消费者对敏感肌护肤相关理念接受度提升，皮肤学级化妆品渗透率提高、行业空间扩大；公司线上平台 GMV 增长超预期，线下渠道增长好于预期或拓展加速等。

估值与合理价值

我们预计公司 2021~2023 年营业收入分别为 38.81、53.45、71.27 亿元，同比增长 44.17%、37.72%、33.35%；归母净利润分别为 7.91、10.81、14.54 亿元，同比增长 45.52%、36.63%、34.56%；EPS 分别为 1.87、2.55、3.43 元。

相对估值方面，公司当前股价对应 21~22 年 PE 分别为 102 倍、74 倍，高于行业平均，但我们认为公司的细分行业龙头优势地位和高成长性应享有估值溢价；绝对估值法得出公司合理每股价值为 219.62 元。综合绝对估值和相对估值结果、首次覆盖给予“买入”评级。

目 录

1、公司概况	7
1.1、公司概况	7
1.2、股权结构	9
1.3、公司财务情况及与同业对比	11
2、行业发展红利持续，细分皮肤学级化妆品市场潜力较大	16
2.1、化妆品行业仍处成长期，景气度较高.....	16
2.2、品类：高端定位增长更快，细分行业潜力较大	18
2.2.1、子行业护肤品：占主导的品类、体量较大	18
2.2.2、子行业皮肤学级化妆品：细分品类渗透中、增长潜力大	18
2.3、渠道：线上成为兵家必争之地.....	19
2.4、竞争格局：总体国际品牌占优，国内品牌凭借细分优势突围	21
3、业务分拆：护肤品类、线上渠道为主	24
3.1、按品类：护肤品业务占比高	24
3.1.1、护肤品：收入占比不断提高，为公司业务支柱.....	24
3.1.2、彩妆产品产量及毛利率呈下降趋势	25
3.1.3、医疗器械类产品增长平稳	27
3.2、按渠道：线上渠道占主导，线下渠道调整结构	28
3.2.1、线上主导地位持续强化，重点发展线上自营	28
3.2.2、线下渠道占比下降，结构有所调整.....	30
3.3、疫情影响分析：影响有限、主要影响线下，线上保持较好增长、Q4 增速回升	33
4、公司亮点	33
4.1、多年积累、专家医师背书建立品牌强粘性	33
4.2、把握线上渠道机遇，线上线下融合发力	35
4.2.1、线上布局早、把握电商渠道红利、运营能力已臻成熟.....	35
4.2.2、拓展私域流量、潜力较大	36
4.3、拓品类、多品牌阵容初具，期待后续多点开花	37
5、募投项目分析	39
5.1、中央工厂新基地建设项目	39
5.2、营销渠道及品牌建设项目	40
6、估值与盈利预测	41
6.1、关键假设与盈利预测	41
6.2、相对估值	42
6.3、绝对估值	43
6.4、估值结论与投资评级	44
7、风险分析	45

图目录

图 1: 2019 年公司各品类分生产模式产量占比 (%)	8
图 2: 公司 IPO 发行前股权结构 (截至 2021 年 3 月)	10
图 3: 2017~2020 年公司营业收入及同比增速	11
图 4: 2017~2020 年公司归母净利润及同比增速	11
图 5: 公司 2019 年营业收入和归母净利润与同业对比	11
图 6: 2018~2020 年公司与同业营业收入同比增速 (%)	12
图 7: 2018~2020 年公司与同业归母净利润同比增速 (%)	12
图 8: 2017~2020 年公司毛利率与同业对比 (%)	12
图 9: 2017~2020 年公司归母净利率与同业对比 (%)	12
图 10: 2017~2020 年公司 ROA 与同业对比 (%)	13
图 11: 2017~2020 年公司 ROE 与同业对比 (%)	13
图 12: 2017~2020 年公司期间费用率与同业对比 (%)	13
图 13: 2017~2020 年公司销售费用率与同业对比 (%)	14
图 14: 2017~2020 年公司管理费用率与同业对比 (%)	14
图 15: 2017~2020 年公司财务费用率与同业对比 (%)	14
图 16: 2018~2020 年公司研发费用率与同业对比 (%)	14
图 17: 2017~2020 年公司存货周转天数与同业对比 (天)	15
图 18: 2017~2020 年公司应收账款周转天数与同业对比 (天)	15
图 19: 2017~2020 年公司流动比率与同行平均对比	15
图 20: 2017~2020 年公司速动比率与同行平均对比	15
图 21: 2017~2020 年公司资产负债率与同业对比 (%)	15
图 22: 2017~2020 年公司经营活动净现金流与同行平均对比 (亿元)	16
图 23: 2017~2020 年公司经营活动净现金流同比增速与同行平均对比 (%)	16
图 24: 2005~2024 年我国化妆品行业规模 (亿元) 及同比增速 (%)	17
图 25: 2001~2020 年我国限额以上化妆品零售额 (亿元) 及同比增速 (%)	17
图 26: 2019~2020 年我国社会消费品零售总额和化妆品零售额分月度累计同比增速 (%)	17
图 27: 2019 年我国化妆品行业分品类规模占比 (%)	18
图 28: 2005~2024 年我国护肤品行业规模 (亿元) 及同比增速 (%)	18
图 29: 2010~2019 年我国皮肤学级化妆品行业规模 (亿元) 及同比增速 (%)	19
图 30: 2010~2019 年我国皮肤学级化妆品在化妆品总体市场中的渗透率 (%)	19
图 31: 代表地区女性中敏感肌人数占比 (%)	19
图 32: 2020 年 6 月小红书平台护肤话题笔记数量 (万篇)	19
图 33: 化妆品企业的线下、线上销售渠道	20
图 34: 2006~2025 年我国化妆品行业电商渠道销售规模 (亿元) 及同比增速 (%)	21
图 35: 2006~2024 年我国化妆品行业中电商渠道销售占比 (%)	21
图 36: 我国化妆品行业集中度 (%)	21
图 37: 2010~2019 年我国高端定位、大众定位化妆品及美妆个护总体销售额增速 (%)	22
图 38: 2010~2019 年我国高端、大众定位化妆品市场占比 (%)	22
图 39: 2019 年公司销售收入分品类占比 (%)	24

图 40: 2019 年公司销售收入分渠道占比 (%)	24
图 41: 2017 年~2020H1 公司护肤品营业收入及同比增速	24
图 42: 2017 年~2020H1 公司护肤品销量及同比增速	25
图 43: 2017 年~2020H1 公司护肤品平均单价及同比增速	25
图 44: 2017 年~2020H1 公司分产品毛利率 (%)	25
图 45: 2017 年~2020H1 公司彩妆产品营业收入及同比增速	26
图 46: 2017 年~2020H1 公司彩妆产品销量及同比增速	26
图 47: 2017 年~2020H1 公司彩妆产品平均单价及同比增速	26
图 48: 2017 年~2020H1 公司医疗器械产品营业收入及同比增速	27
图 49: 2017 年~2020H1 公司医疗器械产品销量及同比增速	27
图 50: 2017 年~2020H1 公司医疗器械产品平均单价及同比增速	27
图 51: 2017 年~2020H1 公司线上和线下渠道销售收入 (百万元) 及线上占比 (%)	28
图 52: 2017 年~2020H1 公司线上各渠道销售收入占比 (%)	28
图 53: 2018 年~2020H1 公司线上各渠道销售收入同比增速 (%)	28
图 54: 2018~2019 年公司护肤品线上各渠道销量同比增速 (%)	29
图 55: 2017 年~2020H1 公司护肤品线上各渠道销售单价 (元)	29
图 56: 2017 年~2020H1 公司线上各渠道毛利率 (%)	30
图 57: 2017 年~2020H1 公司线下各渠道销售收入占比 (%)	30
图 58: 2018 年~2020H1 公司线下各渠道销售收入同比增速 (%)	30
图 59: 2018~2019 年公司护肤品线下各渠道销量同比增速 (%)	31
图 60: 2017 年~2020H1 公司护肤品线下各渠道销售单价 (元)	31
图 61: 2017 年~2020H1 公司线下各渠道毛利率 (%)	32
图 62: 2017 年~2020H1 公司线上线渠道平均售价 (元)	32
图 63: 2017 年~2020H1 公司线上线渠道毛利率 (%)	32
图 64: 2021 年 38 节期间公司联合皮肤科专家宣传	34
图 65: 公司明星产品特护霜经过多家医院皮肤科验证宣传语	34
图 66: 2017 年~2020H1 公司研发人数 (人) 及占比 (%)	35
图 67: 2017 年~2020H1 公司研发投入及占收入比例	35
图 68: 公司与化妆品行业、线上渠道收入增速对比 (%)	35
图 69: 2019 年公司与同业线上收入占比 (%)	35
图 70: 用户获取化妆/护肤品信息的主要渠道占比 (%)	36
图 71: 2017 年~2020H1 公司分平台线上销售额占比 (%)	37
图 72: 2017 年~2020H1 公司分平台线上复购率 (%)	37
图 73: 2019 年~2020H1 公司线上分平台客单价 (元)	37
图 74: 2019 年~2020H1 公司线上分平台浏览-下单转化率 (%)	37
图 75: 公司天猫旗舰店产品分为 13 个系列	38
图 76: 公司天猫旗舰店单品按销量排名	38
图 77: 公司中央工厂项目投资金额占比 (%)	40
图 78: 公司营销渠道及品牌建设项目投资金额占比 (%)	40

表目录

表 1: 公司产品介绍.....	8
表 2: 公司主要销售渠道介绍	9
表 3: 公司管理层持股情况 (截止 2021 年 3 月)	10
表 4: 公司发行前后股东持股数量和比例情况.....	10
表 5: 我国化妆品行业代表性品牌份额及排名.....	22
表 6: 天猫双十一美妆品类销售排行	23
表 7: 化妆品行业代表企业介绍和财务情况	23
表 8: 公司代表单品获得荣誉奖项情况.....	38
表 9: 公司旗下品牌情况.....	39
表 10: 公司募投资项目情况.....	39
表 11: 公司营销渠道及品牌建设项目中投入最大的营销推广费投入详细.....	41
表 12: 公司收入和利润数据及未来预测.....	42
表 13: 可比公司估值比较.....	43
表 14: 绝对估值核心假设表	43
表 15: 现金流折现及估值表	44
表 16: 敏感性分析表	44
表 17: 各类绝对估值法结果汇总表	44

1、公司概况

1.1、公司概况

公司以“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，是重点针对敏感性肌肤、在产品销售渠道上与互联网深度融合的专业化妆品生产企业。2021年3月25日公司于创业板上市。

2020年公司实现营业收入26.92亿元，2017~2020年年复合增速为49.97%；归母净利润5.44亿元，2017~2020年复合增速为52.37%。近三年公司收入和利润均实现快速增长、规模不断扩大。

行业地位方面，公司已树立了针对敏感性肌肤产品的行业标杆、占据了细分市场的优势地位。2019年，公司旗下“薇诺娜”品牌被行业权威杂志《化妆品报》评为“敏感肌护理品类第1名”；根据Euromonitor统计数据，公司旗下“薇诺娜”品牌在2019年国内皮肤学级护肤品市场排名第1，占据了23.4%的市场份额。公司在护肤品细分市场领域中亦取得领先地位，2019年公司爽肤水（护肤水）产品市场排名第12，在本土企业中排名第2；面膜产品市场排名第16，在本土企业中排名第7。

历史溯源

“薇诺娜”品牌原为滇虹药业于2008年孵化的多个项目之一，滇虹药业为一家主要从事药品生产和销售业务的企业，薇诺娜项目定位于化妆品的研发和销售，因品牌创立后经营状况一直不佳、未能实现盈利，滇虹药业在2011年筹备A股IPO期间将“薇诺娜”品牌相关资产业务予以剥离，2012年12月完成转让予昆明贝泰妮生物科技有限公司（简称贝泰妮有限）。贝泰妮有限为公司前身，于2010年成立，成立之初主要作为化妆品经销商从事化妆品销售业务；自2012年起，公司开始独立运营自主品牌，截至目前公司已自主开创并拥有“薇诺娜”、“WINONA Baby”、“痘痘康”、“Beauty Answers”、“资润”等品牌。

主要品牌和产品

公司主营业务为化妆品的研发、生产及销售，经营“薇诺娜”等多个化妆品品牌，其中主品牌薇诺娜2019年收入占公司总收入的99.37%，是公司业务的主要贡献者。

分产品来看，公司产品主要包括三类：护肤品、彩妆、医疗器械，2019年分别占公司收入比例为86.86%、3.29%、9.85%。护肤品中以公司明星产品特护霜销售占比为最高，2019年其销售额占公司总收入的18.36%。

表 1: 公司产品介绍

品类	主要产品	代表单品				2019 年该品类收入占比 (%)	2019 年该品类毛利率 (%)
		产品名称	产品图片	单价	月销量 (支)		
护肤品	霜、护肤水、面膜、精华、乳液等	薇诺娜舒敏保湿特护霜		15g68 元; 50g268 元	15g 10000+; 50g 10000+	86.86%	79.70%
彩妆	隔离霜、BB 霜、卸妆水、粉底液等	薇诺娜柔彩焕颜隔离霜		138 元	1000+	3.29%	70.69%
医疗器械	透明质酸修护生物膜、透明质酸修护贴敷料等	薇诺娜透明质酸修护生物膜		198 元	1000+	9.85%	89.03%

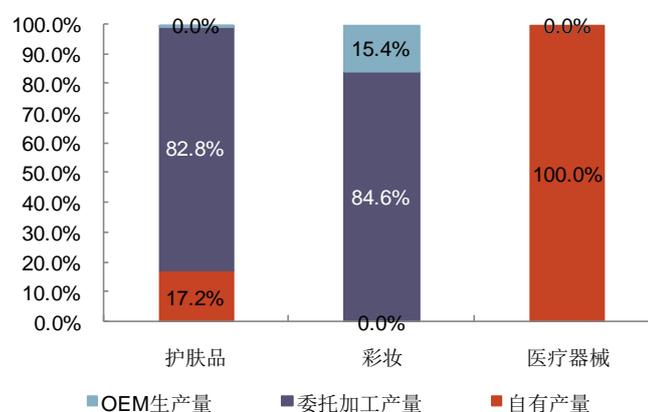
资料来源: 公司招股说明书

生产模式

公司采用自主生产、委托加工、OEM 生产相结合的方式安排生产, 以委托加工模式为主, 2017 年~2020H1 公司通过委托加工模式生产产品的成本占当期生产的全部产品比例分别为 73.93%、71.04%、74.09%和 71.60%。

详细按品类拆分, 护肤品、彩妆的生产以委托加工为主, 2019 年其产量分别占该品类总产量的 83%、85%; 医疗器械业务生产为 100%自产。

图 1: 2019 年公司各品类分生产模式产量占比 (%)



资料来源: 公司招股说明书

公司选择通过委托加工的方式将生产环节委托给委托加工厂商,集中有限资源专注于产品的渠道建设、品牌营销与研发建设,符合化妆品所在的快消品行业的经营逻辑,其核心在于产品渠道建设、品牌营销与研发建设。但随着公司规模的不增长,为了进一步控制生产成本,同时有效保障产品质量,公司计划通过募集资金投资项目“中央工厂新基地建设项目”提高公司自主生产的产能规模,进而提高自产比例。

销售模式

公司通过线上和线下两种渠道对外销售,以线上销售为主,2019年收入占比76.70%,线下渠道占23.30%。公司线上销售主要包括线上自营和大型B2C平台分销、另有少量线上经销商分销业务,线下销售主要通过商业公司、直供客户、区域经销商等对外销售,另有少量线下自营门店销售、占比较小。

表 2: 公司主要销售渠道介绍

销售渠道	销售模式	销售类型	销售模式介绍	主要平台/公司	2019年销售收入占比 (%)	毛利率 (%)
线上销售	线上自营	线上推广自营	主要通过在大 B2C 平台开设自营店铺、直接自建平台等形式进行产品的线上推广与销售	天猫、京东、薇诺娜网上商城等	55.56%	80.60%
		线上线下相结合的自营	主要通过线下推广的形式引导消费者在公司依托微信平台自主搭建的“薇诺娜专柜服务平台”进行产品购买	微信		
	线上分销	大型 B2C 平台分销	公司与大型 B2C 平台签订商品购销协议,双方根据平台实际销售产品和其他约定方式进行结算	唯品会、京东、天猫超市等	18.17%	72.18%
		线上经销商分销	公司与线上经销商签订商品购销协议,线上经销商通过在 B2C 平台等开设的自营店铺自主进行产品销售	天猫等	2.96%	73.55%
		线上分销小计			21.13%	72.37%
	线上销售小计				76.70%	78.33%
线下销售	线下自营	终端零售店	公司主要通过开设线下直营店等终端零售点的形式直接向消费者进行产品销售	-	0.16%	90.51%
	线下分销	商业公司	公司按照与商业公司签订的合同中约定的价格、质量标准、数量、规格等条款,同时根据具体订单向商业公司销售产品。商业公司再将产品销售给药店、诊所等终端网点,终端网点直接向消费者进行产品销售	九州通、国药控股等	10.69%	91.57%
		直供客户	公司主要与连锁药店、诊所等客户签署购销协议约定价格、质量标准、数量、规格等条款,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	云南健之佳健康连锁店股份有限公司、老百姓大药房连锁股份有限公司等	10.39%	84.38%
		区域经销商	公司与区域经销商签订经销协议,赋予在协议约定区域内的经销权,并按合同约定的价格、质量标准、数量、规格等条款向区域经销商销售产品。区域经销商在协议约定区域内进行相关产品推广并向消费者销售产品	福州宇潮医疗器械有限公司、安徽省安天医药有限公司等	2.07%	74.66%
		线下分销小计			23.14%	86.83%
	线下销售小计				23.30%	86.85%

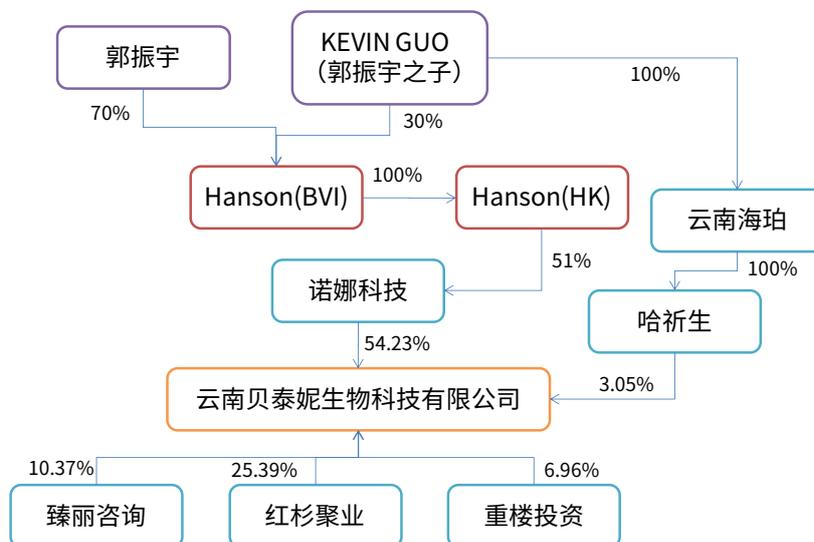
资料来源: 公司招股说明书

1.2、股权结构

公司控股股东诺娜科技持有公司 54.23% (IPO 发行后为 46.08%) 的股份;公司的实际控制人为 GUO ZHENYU (郭振宇) 和其子 KEVIN GUO, 其分别持有 Hanson (BVI) 的 70% 和 30% 的股权、通过 Hanson (HK) 共持有诺娜科技 51% 的股份, KEVIN GUO 还通过哈祈生持有公司 3.05% (IPO 发行后为 2.60%) 的股份。

另外，公司管理层通过诺娜科技、哈祈生、重楼投资等持有公司股份（见下表）。

图 2：公司 IPO 发行前股权结构（截至 2021 年 3 月）



资料来源：公司招股说明书

表 3：公司管理层持股情况（截止 2021 年 3 月）

公司股东	上一层股东/出资人	持股比例	上一层股东/出资人	公司管理层持股情况
诺娜科技	昆明浩瀚	15.00%	李昆、王飞飞等 5 名自然人，2 家私募基金	王飞飞为子公司上海际研发总监、在昆明浩瀚中出资 13.33%
	昆明盘富	1.51%	王龙等 16 名自然人	昆明盘富合伙人均为公司或子公司员工
	李碧云、高绍阳、马骁	32.49%		高绍阳、马骁为公司董事、副总经理，分别出资 10%、2.49%
臻丽咨询	董俊姿等 13 名自然人	71.60%		董俊姿、高绍阳为公司董事、副总经理，分别出资 38.72%、3.22%；高绍阳配偶出资 3.22%
重楼投资	董俊姿等 7 名自然人	100.00%		董俊姿、马骁为公司董事、副总经理，各出资 32.54%、4.40%，梁江为公司顾问、出资 19.07%，李磊、余仕汝为公司监事、各出资 7.33%

资料来源：公司招股说明书

表 4：公司发行前后股东持股数量和比例情况

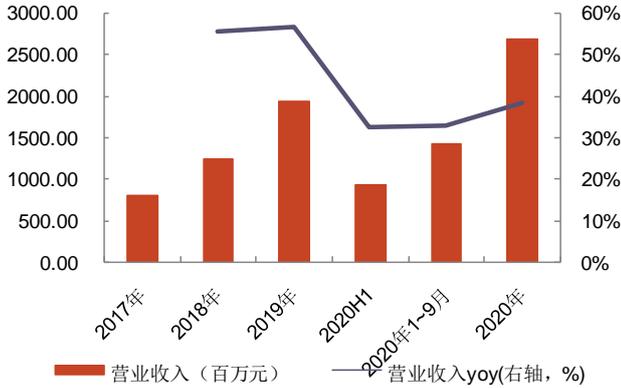
项目	股东	发行前		发行后	
		持股数量 (万股)	持股比例 (%)	持股数量 (万股)	持股比例 (%)
有限售条件的股份	诺娜科技	19521.26	54.23%	19521.26	46.08%
	红杉聚业	9141.53	25.39%	9141.53	21.58%
	臻丽咨询	3733.09	10.37%	3733.09	8.81%
	重楼投资	2504.75	6.96%	2504.75	5.91%
	哈祈生	1099.37	3.05%	1099.37	2.60%
发行社会公众股		-	-	6360.00	15.01%
合计		36000.00	100.00%	42360.00	100.00%

资料来源：公司招股说明书

1.3、公司财务情况及与同业对比

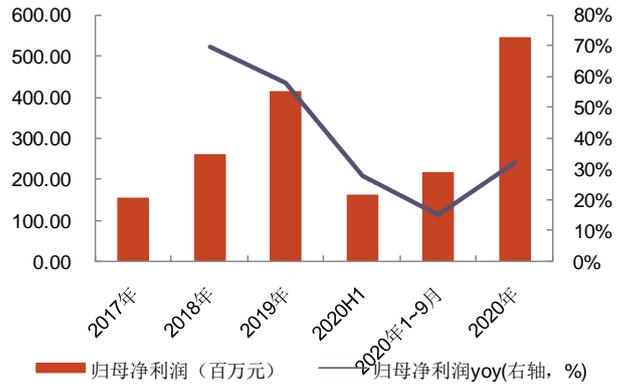
相较于同行其他可比上市公司，公司的规模较小，收入增速较高，近年公司收入保持高速增长，2020年营业收入为26.92亿元，2018、2019年收入同比增速均超过55%，2020年以来受疫情影响，收入增速有所放缓，上半年同比增长32.47%、前三季度同比增长32.99%，但四季度电商旺季增速有所提升、20年全年收入增速为38.49%。

图3：2017~2020年公司营业收入及同比增速



资料来源：Wind，公司招股说明书

图4：2017~2020年公司归母净利润及同比增速

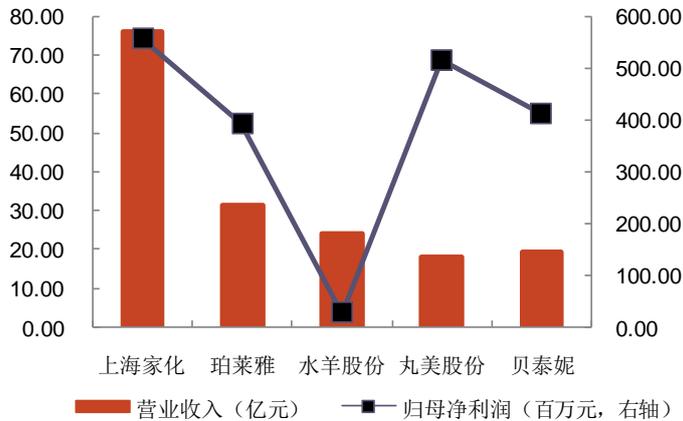


资料来源：Wind，公司招股说明书

2020年公司归母净利润5.44亿元，2018~2020年分别同比增长69.58%、58.12%、31.94%，2017~2019年复合增速为64%、高于收入的复合增速56%。2020年以来受疫情影响、公司费用率有所提升，归母净利润增速出现放缓，归母净利润端表现明显弱于收入，线上竞争加剧、公司相关销售费用等投入明显加大，20年单三季度在收入保持34.02%增速背景下、归母净利润出现了-10.32%的同比下滑。

规模方面，相比于其他A股代表性化妆品品牌商上市公司，公司收入规模处于中下游，但归母净利润规模处于中上游水平。从增速而言，公司18~19年营业收入和归母净利润增速均领先于同业，20年前三季度收入和归母净利润增速仅次于水羊股份、位居第二。

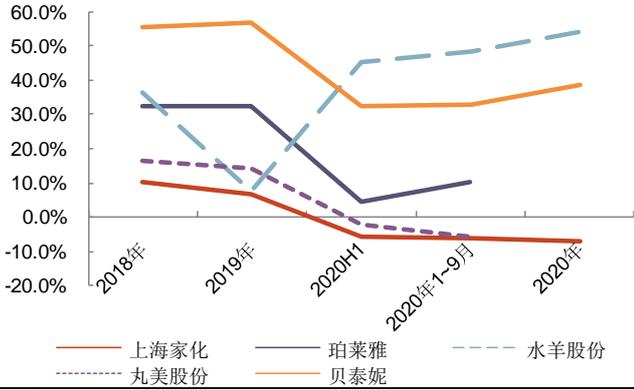
图5：公司2019年营业收入和归母净利润与同业对比



注：御家汇已于2021年4月1日更名为“水羊股份”。

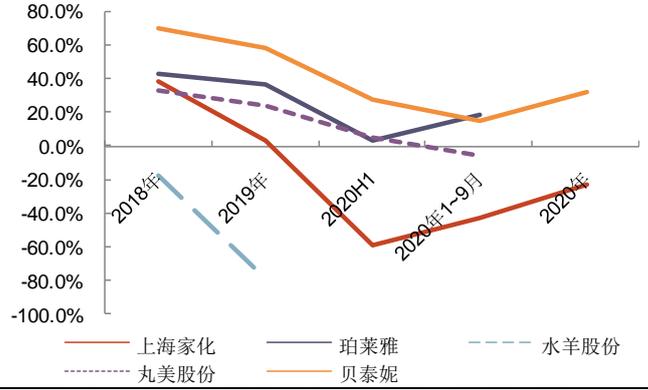
资料来源：Wind，公司招股说明书

图 6：2018~2020 年公司同与同业营业收入同比增速 (%)



注：珀莱雅、丸美股份尚未公布 2020 年年报；水羊股份已披露 2020 年业绩快报。
资料来源：Wind，公司招股说明书，公司 2020 年财报

图 7：2018~2020 年公司同与同业归母净利润同比增速 (%)

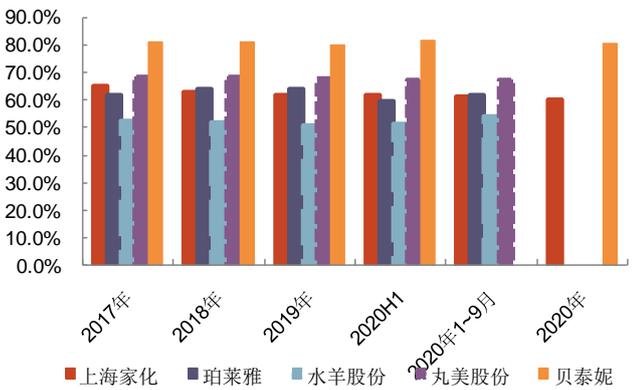


注：因水羊股份 2020 年以来净利润增速较大、均为三位数，此处剔除异常值。
资料来源：Wind，公司招股说明书，公司 2020 年财报

公司近年毛利率较为稳定，高于同行其他可比上市公司，2017~2020 年毛利率分别为 81.28%、81.16%、80.22%、80.46%，公司毛利率较其他公司偏高主要由于：1) 公司定位细分敏感肌市场、消费者忠诚度高，有一定品牌和产品溢价；2) 销售模式上，线上自营和线下的商业公司、直供客户渠道占比较高，这些渠道毛利率高于传统经销商渠道；3) 产品成本方面包装风格简约、容器多实现集中采购，实现了成本节约。

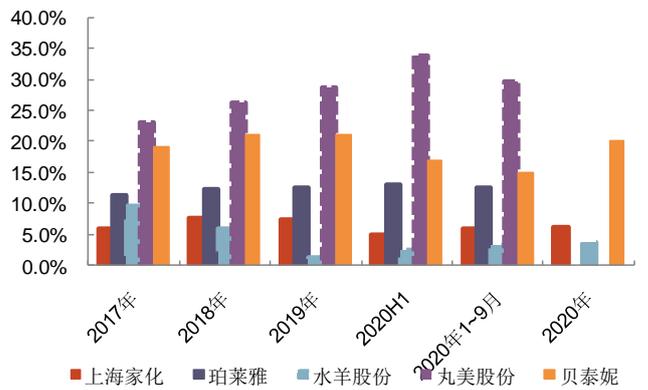
公司归母净利率在同业中处于较高水平，2017~2019 年归母净利率持续上升、2019 年为 21.19%，仅次于丸美股份。2020 年以来受疫情、行业竞争加剧等影响，公司费用投入有所上升，致 20 年归母净利率小幅下降至 20.19%，但 2020 年前三季度公司归母净利率仍处于行业中第二高位。

图 8：2017~2020 年公司毛利率与同业对比 (%)



资料来源：Wind，公司招股说明书，公司 2020 年财报

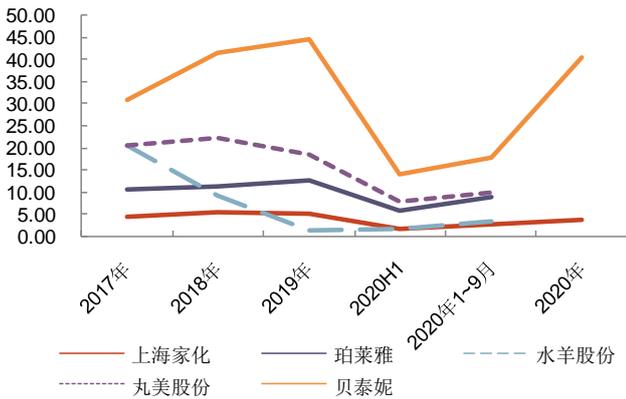
图 9：2017~2020 年公司归母净利率与同业对比 (%)



资料来源：Wind，公司招股说明书，公司 2020 年财报

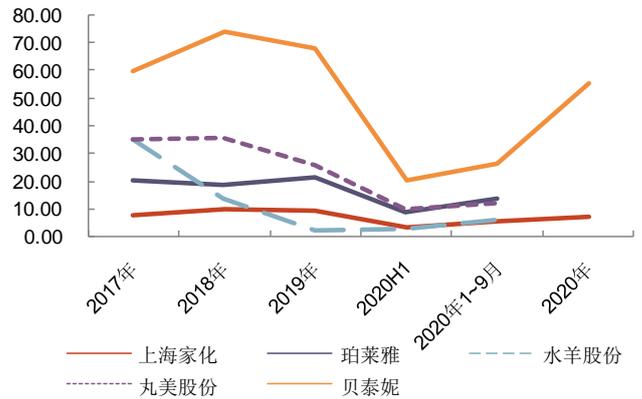
公司 ROA、ROE 均领先于同业，其中 2017~2019 年 ROA 持续上升、2019 年为 44.71%，2020 年小幅回落至 40.49%；ROE2017~2019 年位于 60~70%之间波动，2020 年下降至 55.59%。

图 10: 2017~2020 年公司 ROA 与同业对比 (%)



资料来源: Wind, 公司招股说明书, 公司 2020 年财报

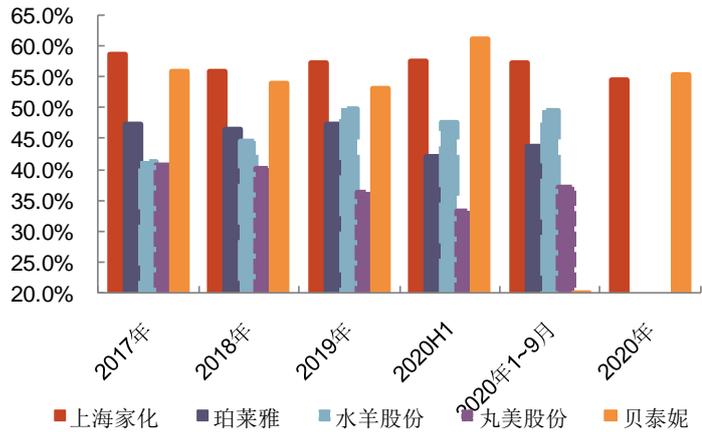
图 11: 2017~2020 年公司 ROE 与同业对比 (%)



资料来源: Wind, 公司招股说明书, 公司 2020 年财报

公司期间费用处于同行其他可比上市公司较高水平, 2017~2019 年公司期间费用率逐年下降, 分别为 55.86%、54.08%和 53.13%、持续下降, 但 2020 年在疫情背景下, 化妆品品牌商纷纷加强线上渠道布局、公司线上渠道投入亦有所较大, 致 20 年期间费用率回升至 55.49%。

图 12: 2017~2020 年公司期间费用率与同业对比 (%)



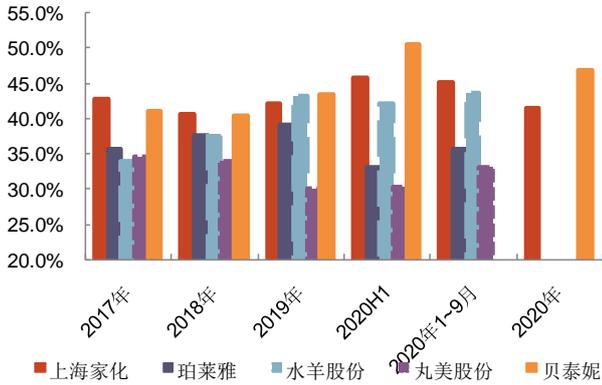
资料来源: Wind, 公司招股说明书, 公司 2020 年财报

从期间费用结构来看, 2020 年公司的销售、管理、研发、财务费用率分别为 46.90%、6.27%、2.36%和-0.03%, 以销售费用为主, 其中主要为渠道及广告宣传费以及人员费用。

近年来公司的管理、研发费用率有下降趋势、财务费用率基本稳定, 而伴随公司在营销渠道和品牌建设上投入增加, 销售费用率呈上升趋势。尤其是 2020 年销售费用率同比提升 3.52PCT 至 46.90%, 主要系 20 年疫情背景下行业竞争加剧、化妆品品牌商加强线上渠道销售布局, 公司亦相应投入了更多线上推广费用, 另外公司 20 年加大了宣传投入, 包括签约代言人、投放电梯广告等。

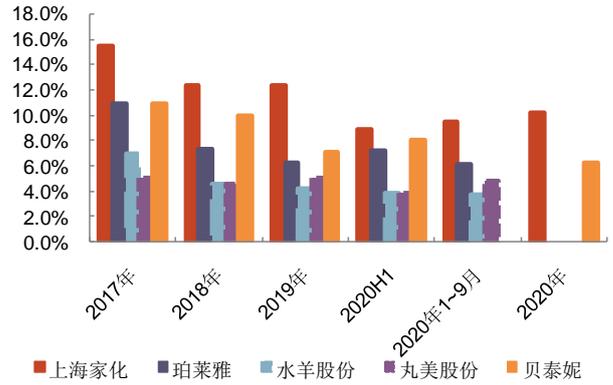
对比同业而言, 公司销售费用率处于较高水平、2020 年上半年提升至行业最高; 管理和财务费用率位于行业中游、波动不大; 研发费用率曾为行业最高、2020 年上半年被丸美股份超越、位居同业中第二位。

图 13: 2017~2020 年公司销售费用率与同业对比 (%)



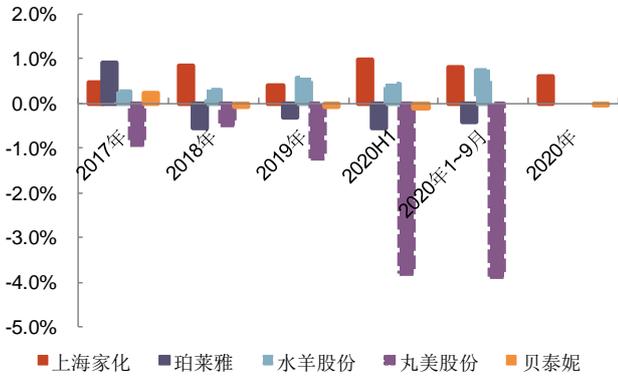
资料来源: Wind, 公司招股说明书, 公司 2020 年财报

图 14: 2017~2020 年公司管理费用率与同业对比 (%)



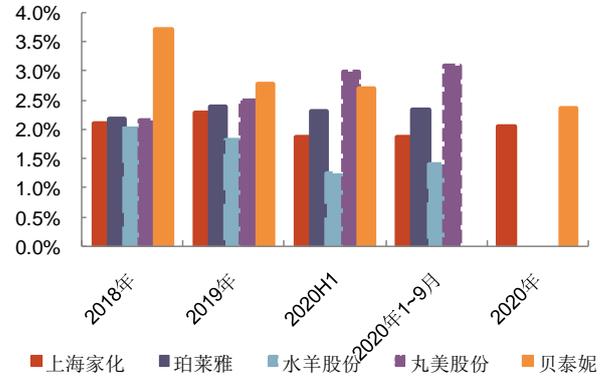
资料来源: Wind, 公司招股说明书, 公司 2020 年财报

图 15: 2017~2020 年公司财务费用率与同业对比 (%)



资料来源: Wind, 公司招股说明书, 公司 2020 年财报

图 16: 2018~2020 年公司研发费用率与同业对比 (%)

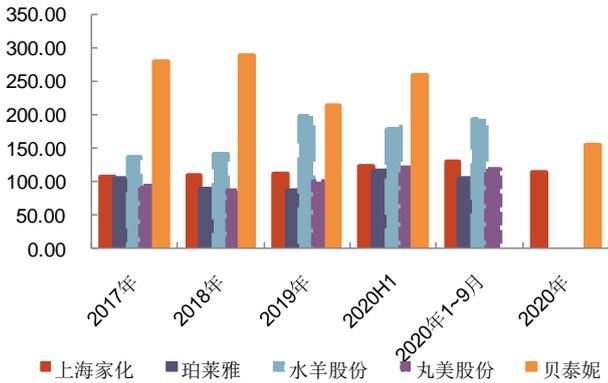


资料来源: Wind, 公司招股说明书, 公司 2020 年财报

公司的存货周转天数 2017~2020 年逐年下降, 自 2017 年的 279.20 天下降至 2020 年的 154.87 天。公司存货周转天数在同行业中为最高水平, 主要为: 1) 公司主要以委托加工的方式进行生产, 因委托加工厂商同时为多家化妆品企业提供加工服务, 公司需要根据与委托加工厂商提前确定的生产计划进行生产, 拉长了公司的备货周期, 需要储备更多的存货以满足日常销售的需要; 2) 公司线上销售占比高于大部分同行业可比公司, 线上自营销售模式下, 公司需要备较多的货以及时发货, 提升消费者体验; 3) 为了及时将产品发运给消费者, 提升线上自营消费者购物体验, 公司陆续在全国主要区域与菜鸟物流等公司合作设立区域仓库, 增加了公司产品的备货; 4) 随着销售规模的不断扩大, 公司逐步推出新产品以使产品种类更加丰富, 产品种类的增加使公司增加了库存商品备货。

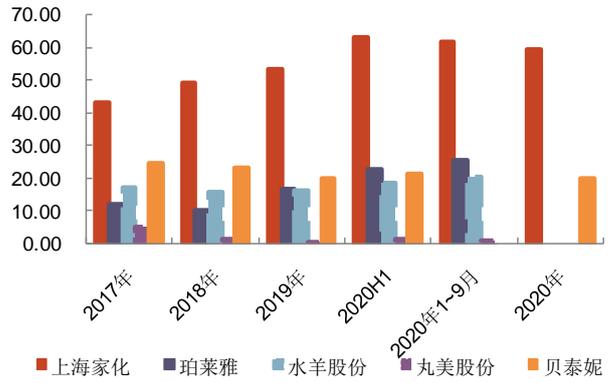
公司应收账款周转天数 2017~2020 年连年下降, 自 2017 年的 24.73 天逐步加快至 2020 年的 19.99 天。相比同业, 公司应收账款周转天数较高、仅次于上海家化, 主要为公司部分客户如商业公司、直供客户等会要求公司给予其一定的信用期, 公司应收账款余额相对营业收入的金额较大, 而同行业可比上市公司珀莱雅、丸美股份以传统经销模式为主, 一般采用先款后货的结算形式, 因此其应收账款周转较快。

图 17: 2017~2020 年公司存货周转天数与同业对比 (天)



资料来源: Wind, 公司招股说明书, 公司 2020 年财报

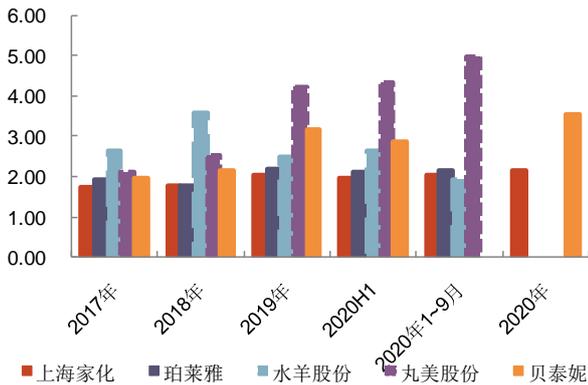
图 18: 2017~2020 年公司应收账款周转天数与同业对比 (天)



资料来源: Wind, 公司招股说明书, 公司 2020 年财报

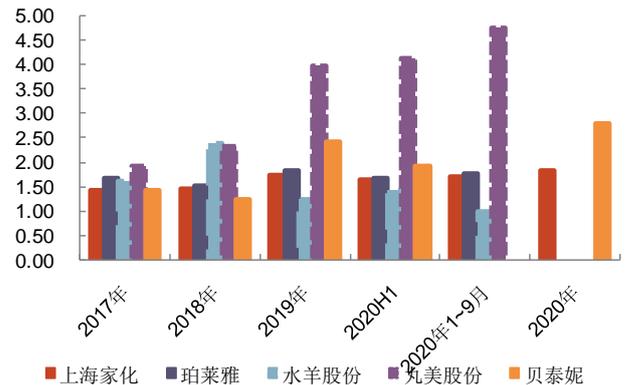
2017~2020 年公司流动比率分别为 1.97、2.16、3.16、3.56 倍, 速动比率分别为 1.42、1.23、2.41、2.78 倍, 均呈持续提升趋势。相比同业而言, 公司流动比率和速动比率均位于中上游。

图 19: 2017~2020 年公司流动比率与同行平均对比



资料来源: Wind, 公司招股说明书, 公司 2020 年财报

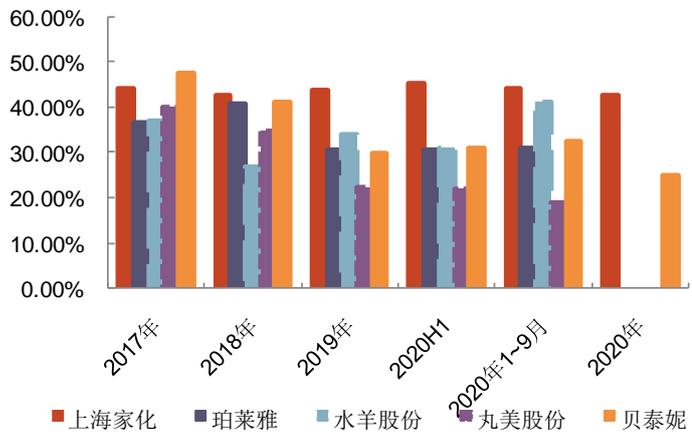
图 20: 2017~2020 年公司速动比率与同行平均对比



资料来源: Wind, 公司招股说明书, 公司 2020 年财报

资产负债率方面, 2017~2020 年公司资产负债率分别为 47.70%、40.98%、29.78%、24.97%, 负债水平总体向好。相比同业, 公司资产负债率位于中游。

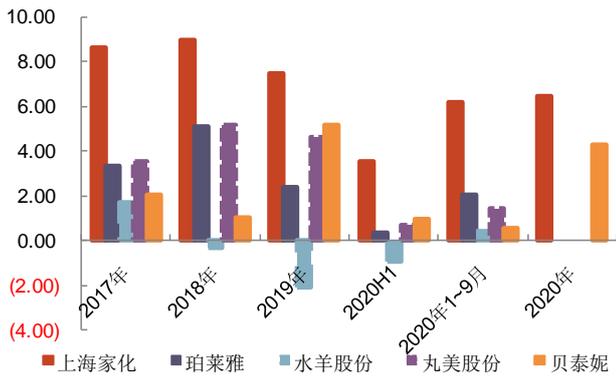
图 21: 2017~2020 年公司资产负债率与同业对比 (%)



资料来源: Wind, 公司招股说明书, 公司 2020 年财报

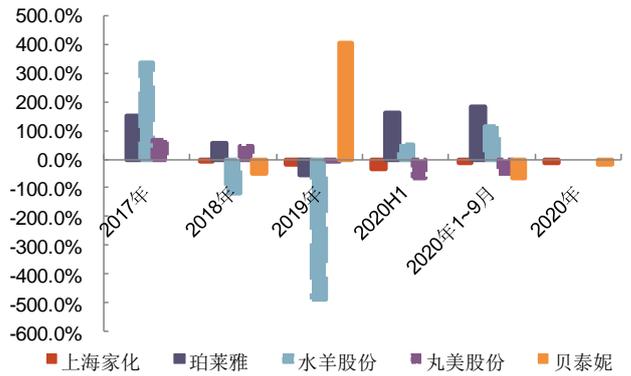
公司经营活动产生的现金流量净额在各期之间波动较大，2017~2020年分别为 2.02、1.02、5.15、4.31 亿元。2017 及 2019 年，公司经营活动产生的现金流量净额略大于净利润，经营活动现金流状况良好；2018 年，公司经营活动产生的现金流量净额低于当期净利润 1.61 亿元，主要原因为一方面为适应生产经营需要、公司存货余额较 2017 年末增加较多，占用了较多经营资金；另一方面，公司 2018 年对直供客户、商业公司及大型 B2C 平台的销售收入增加，上述客户期末应收账款余额增加，影响现金流；2020 年在净利润同比增长 31.94% 背景下，经营净现金流同比减少 16.29% 至 4.31 亿元，与净利润之间差异主要为公司采购商品支付现金和其他经营活动有关现金支出增加幅度较大。

图 22: 2017~2020 年公司经营活动净现金流与同行平均对比 (亿元)



资料来源: Wind, 公司招股说明书, 公司 2020 年财报

图 23: 2017~2020 年公司经营活动净现金流同比增速与同行平均对比 (%)



注: 已删除 2017 年上海家化异常值。

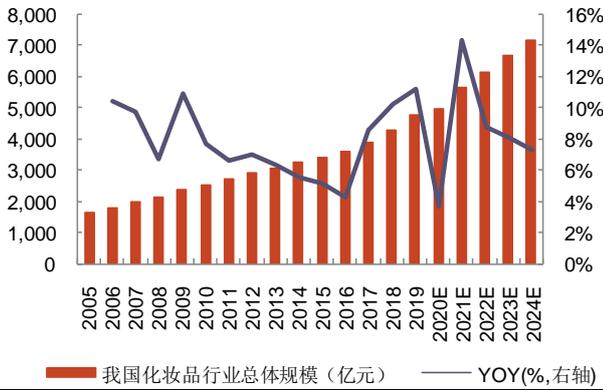
资料来源: Wind, 公司招股说明书, 公司 2020 年财报

2、行业发展红利持续，细分皮肤学级化妆品市场潜力较大

2.1、化妆品行业仍处成长期，景气度较高

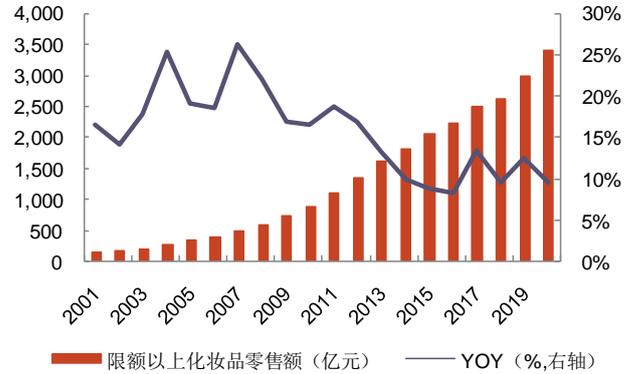
我国化妆品行业仍处于成长期，2017 年以来随着消费升级趋势推进，化妆品行业增长加快。根据欧睿数据，2019 年我国化妆品行业规模 4777.20 亿元、同比增长 11%，14~19 年复合增速为 8%，其中 2018 年开始增速超过 10%；根据国家统计局，2020 年我国限额以上化妆品零售额为 3400.20 亿元、同比增长 9.5%，15~20 年复合增速为 10.7%，2017 年开始增速亦相比 2015~2016 年提升。

图 24: 2005~2024 年我国化妆品行业规模 (亿元) 及同比增速 (%)



资料来源: Eurmonitor

图 25: 2001~2020 年我国限额以上化妆品零售额 (亿元) 及同比增速 (%)

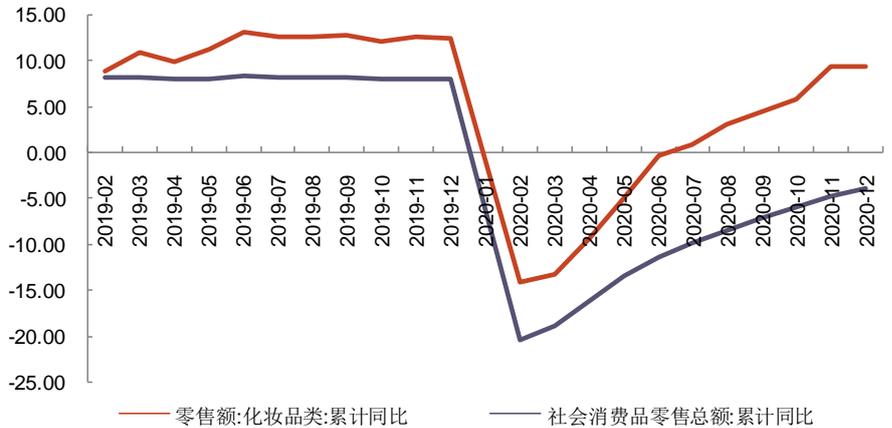


资料来源: Wind, 国家统计局

化妆品行业由于其景气度较高、增速高于社会消费品零售总体，2019 年全年社会消费品零售总额、限额以上化妆品零售额的同比增速分别为 8%、12.6%；2020 年疫情背景下，化妆品零售恢复亦领先于零售总体，20 年全年同比增 9.5%、高于社零总体的-3.9%。

化妆品行业快速发展且表现好于其他消费品，一方面受益于经济快速发展，人均可支配收入持续提高，消费者的消费频次加快，消费金额加大；另一方面，化妆品消费渗透率在不断提升、核心化妆人口持续扩散，市场对化妆品的需求也不断增长。根据欧睿预计，2019~2024 年我国化妆品行业销售额年复合增速仍可达 8%。

图 26: 2019~2020 年我国社会消费品零售总额和化妆品零售额分月度累计同比增速 (%)



资料来源: Wind, 国家统计局

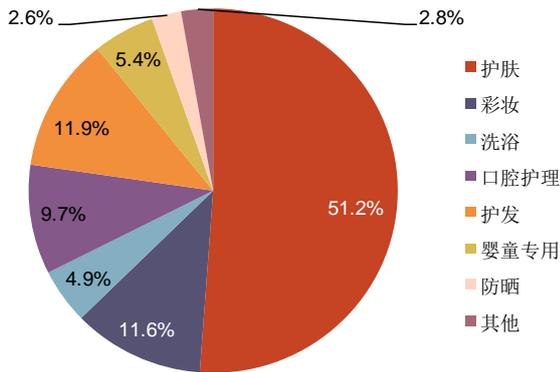
对比发达国家，我国化妆品人均消费额还处于较低水平。根据欧睿，2019 年中国、美国、日本、韩国人均化妆品消费金额分别为 49.6、282.9、308.3、256.3 美元，美国、日本、韩国各为我国的 5.7 倍、6.2 倍、5.2 倍，我国人均化妆品消费额尚有较大提升空间。

2.2、 品类：高端定位增长更快，细分行业潜力较大

2.2.1、子行业护肤品：占主导的品类、体量较大

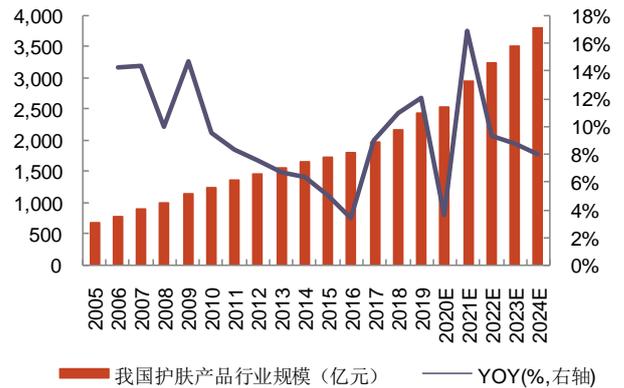
公司销售收入中护肤品类销售占比约为 80% (2019 年为 79.7%)。护肤品是化妆品中的护肤用化妆品子类，主要具有清洁皮肤及补充皮肤养分等功能，主要产品包括霜、护肤水、面膜、精华、乳液等。护肤品为化妆品行业中规模最大的子行业，根据欧睿数据库，2019 年我国护肤子行业规模为 2444.15 亿元、占化妆品行业总体的 51.2%，14~19 年复合增速为 8.1%，预测 19~24 年复合增速仍可达 9.3%。

图 27：2019 年我国化妆品行业分品类规模占比 (%)



资料来源：Eurmonitor

图 28：2005~2024 年我国护肤品行业规模 (亿元) 及同比增速 (%)



资料来源：Eurmonitor

2.2.2、子行业皮肤学级化妆品：细分品类渗透中、增长潜力大

公司核心品牌“薇诺娜”主要定位于敏感性肌肤，属于皮肤学级化妆品。皮肤学级化妆品主要指采用温和科学的配方，强调产品安全性和专业性，适用于肌肤敏感等问题的化妆品产品 (包括护肤和彩妆)。

随着消费者化妆品教育的不断深化，以及整体化妆品市场年龄结构的年轻化趋势使得消费诉求多元化趋势不断加强，行业细分化趋势显现，其中专为敏感肌设计的护肤品需求和关注度正在不断增加。当前受空气和气候、环境、工作生活节奏加快、压力加大等多因素的影响，肌肤敏感等皮肤问题发生率也在逐渐提高，该部分消费者人群对于化妆品的安全性、专业性要求更高，其对于皮肤改善的巨大需求使得皮肤学级护肤品市场规模在近几年实现高速增长。

根据欧睿数据，2019 年我国皮肤学级化妆品规模为 135.51 亿元，14~19 年复合增速为 21%，其中 17~19 年保持了 20%左右的增速，快于化妆品总体。

图 29: 2010~2019 年我国皮肤学级化妆品行业规模 (亿元) 及同比增速 (%)



资料来源: Eurmonitor

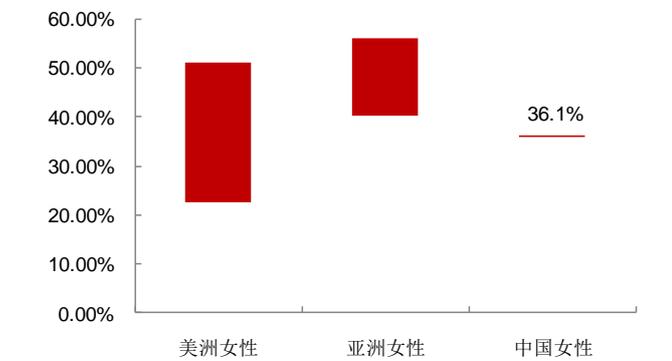
图 30: 2010~2019 年我国皮肤学级化妆品在化妆品总体市场中的渗透率 (%)



资料来源: Eurmonitor

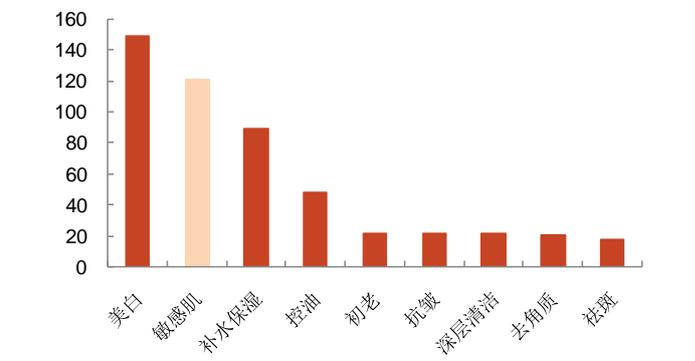
皮肤学级化妆品虽然为细分品类、规模相对较小,但在化妆品总体中的渗透率不断提升,自 2010 年的 1.3% 逐步提升至 2019 年的 2.8%。当前我国敏感肌人群基数较大、且覆盖范围仍在扩大,根据发表于 2017 年 1 月《中国皮肤性病学杂志》的《中国敏感性皮肤诊治专家共识》,我国约 36.1% 的女性属于敏感肌人群,皮肤学级化妆品的需求空间和发展潜力较大。另外,近年敏感肌的搜索热度在护肤话题中较高,2020 年 6 月小红书平台关于敏感肌的笔记数量高达 121 万篇,排名第二。随着敏感肌人群基数不断增加以及对敏感肌关注度的上升,该细分市场预计将在未来继续扩张。

图 31: 代表地区女性中敏感肌人数占比 (%)



资料来源:《中国敏感性皮肤诊治专家共识》,《中国皮肤性病学杂志》2017 年 1 月

图 32: 2020 年 6 月小红书平台护肤话题笔记数量 (万篇)

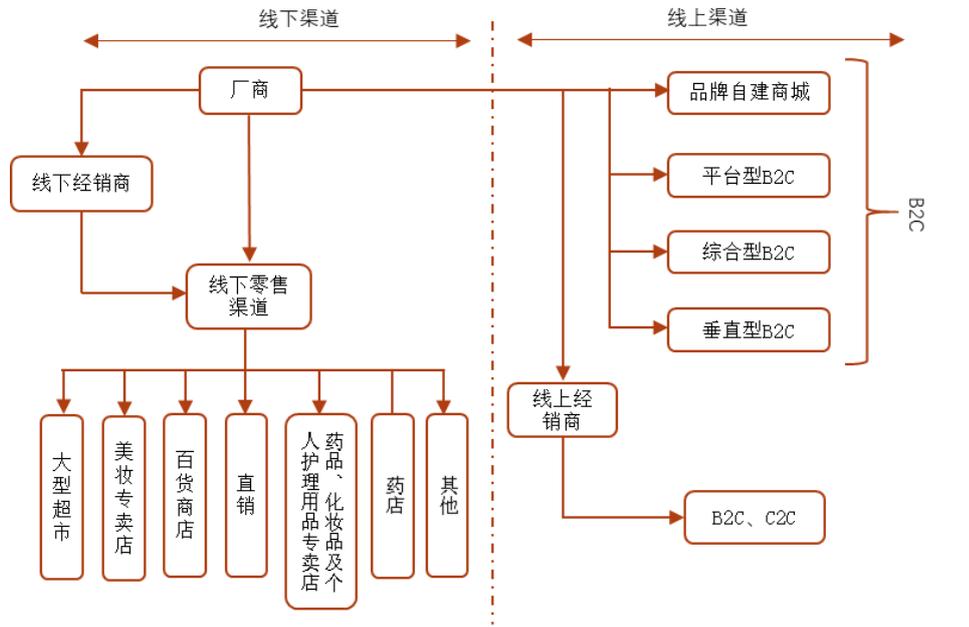


资料来源: 艾瑞咨询

2.3、渠道: 线上成为兵家必争之地

化妆品企业主要通过线上、线下两大销售渠道进行产品销售,且逐渐从线下向线上转移。化妆品线下销售渠道百货商店、大型超市、美妆专卖店、直销、药品化妆品及个人护理用品专卖店、药店等,线上销售渠道主要包含品牌自建商城、B2C 电商平台以及线上经销商等。

图 33：化妆品企业的线下、线上销售渠道



资料来源：公司招股说明书

随着新媒体时代的兴起，化妆品企业的营销模式从以前单一的依赖于电视、时尚杂志、报刊等传统媒体逐渐发展为线上线下全渠道。线上渠道主要指电商渠道，电商渠道是近年来销售额增长最快的化妆品销售渠道，根据欧睿，2019年我国化妆品电商渠道销售额占比达 30.3%，为化妆品销售占比最大的渠道。

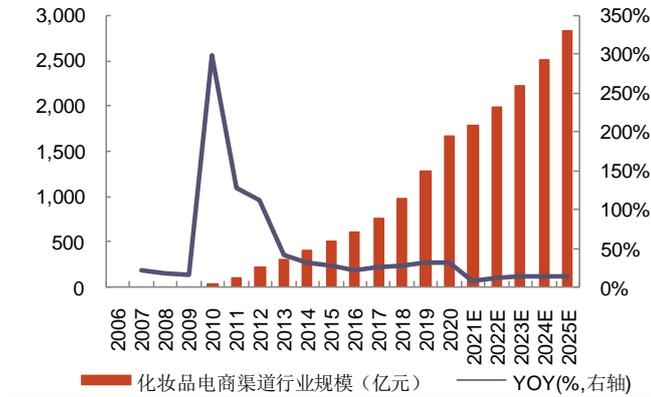
根据欧睿，近年来我国化妆品行业电商销售规模持续高速增长，继早期翻倍增长后仍保持了 20% 以上的增速、2014~2019 年复合增速为 25.74%，其中 2019~2020 年提速至 30% 左右；2020 年我国化妆品行业电商渠道销售占比为 33.6%、较 2014 年的 13.7% 翻倍提升。

根据国家统计局，2019、2020 年我国限额以上化妆品零售额同比增速分别为 12.6% 及 9.5%，而同期淘系化妆品零售额同比增速分别为 37.3% 及 38.0%，远高于化妆品总体零售额的增速。

化妆品具有重复式消费和流量聚集效应强两大特点，天然适合通过电子商务渠道进行销售：1) 从重复式消费来看，化妆品具备标准化程度高、使用周期短、体积较小、价格适中、复购率高等特点，属于重复式消费；2) 从流量聚集效应来看，化妆品消费群体广阔，产品性能、效用、使用方法等能引发持续的话题讨论，化妆品相比其他品类产品更容易带来流量，在产品话题讨论中不断转换为产品购买；3) 从消费者的特征来看，当前正处于消费者代际切换的时代，年轻一代消费者更习惯于通过电商渠道进行消费，国内 80、90、00 后成长于中国互联网兴起之时，习惯网络消费，随着这批新消费者逐渐成为化妆品消费的主力人群，化妆品行业在电商渠道将持续保持高速增长。

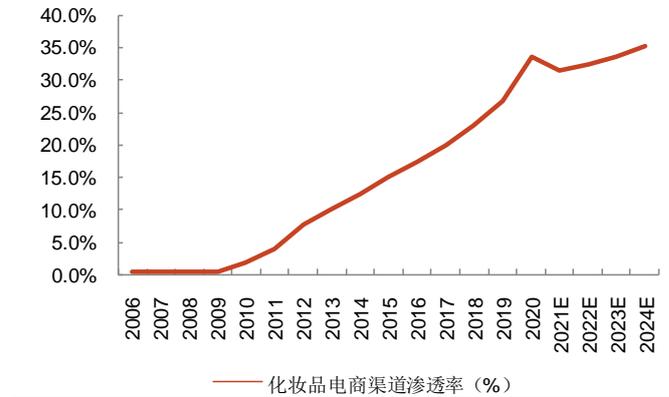
根据欧睿预测，未来我国化妆品行业电商渠道销售 19~24 年复合增速仍可达 14.5%，销售占比逐步攀升至 30% 以上。

图 34: 2006~2025 年我国化妆品行业电商渠道销售规模 (亿元) 及同比增速 (%)



资料来源: Eurmonitor

图 35: 2006~2024 年我国化妆品行业中电商渠道销售占比 (%)

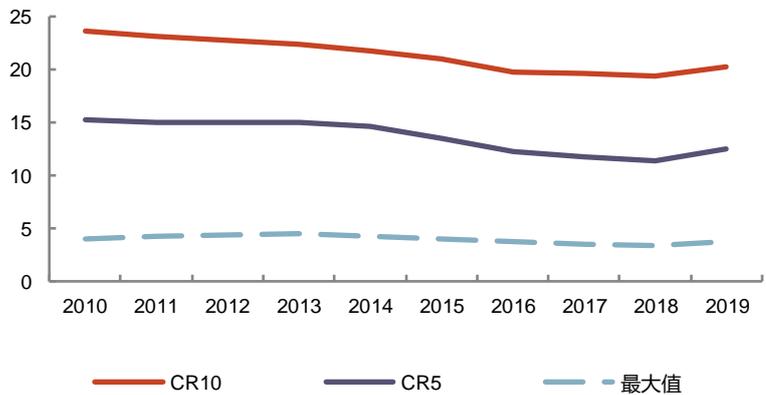


资料来源: Eurmonitor

2.4、竞争格局：总体国际品牌占优，国内品牌凭借细分市场优势突围

我国化妆品格局目前尚未完全成形，龙头领先优势不明显。2010~2017 年化妆品行业快速增长阶段、多数品牌可分享行业性发展红利，总体集中度呈现下降，品牌销售额 CR10 自 2010 年的 23.6% 逐步下降至 2018 年的 19.4%，但在 2019 年出现再次集中趋势，头部品牌份额有所提升。2019 年我国化妆品行业中按销售额市占率最大的品牌为巴黎欧莱雅、品牌份额 3.7%；前十名品牌份额合计为 20.2%。

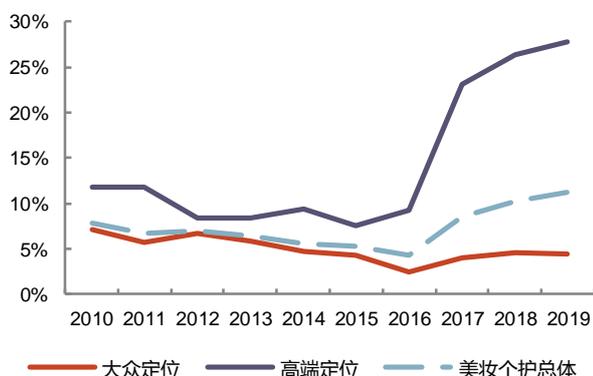
图 36: 我国化妆品行业集中度 (%)



资料来源: Euromonitor

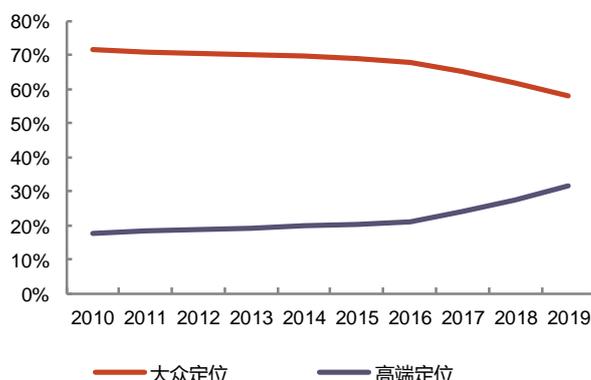
分定位而言，近年来高端化妆品市场增长迅速，份额扩大。2010~2019 年我国高端化妆品销售额的增速高于大众化妆品及美妆个护的增速，在 2019 年达到 28%，同年大众化妆品和美妆个护总体的增速分别仅为 5% 和 11%。同时，我国高端定位化妆品的市场份额不断扩大，从 2010 年的 18% 上升为 2019 年的 32%，而大众定位的化妆品同期市场份额从 72% 下降到 58%。

图 37: 2010~2019 年我国高端定位、大众定位化妆品及美妆个人防护总体销售额增速 (%)



资料来源: Euromonitor

图 38: 2010~2019 年我国高端、大众定位化妆品市场占比 (%)



资料来源: Euromonitor

分品牌而言,我国化妆品市场中排名领先的多为国际品牌、前十名中占据 7 席;大众定位的巴黎欧莱雅、Olay, 高端定位的兰蔻、雅诗兰黛、Dior、SKII 等份额领先。但行业集中度和龙头份额均不高,多个代表性品牌份额在 1~2%上下、相互之间差距不大;另外国产品牌近年来迭代明显,百雀羚、自然堂、韩束、一叶子、薇诺娜、御泥坊、完美日记等品牌 19 年份额较 14 年有所提升。

表 5: 我国化妆品行业代表性品牌份额及排名

排名	品牌	隶属公司	2014 年份额 (%)	2019 年份额 (%)
1	巴黎欧莱雅	欧莱雅集团	4.2	3.7
2	兰蔻	欧莱雅集团	1.3	2.4
3	百雀羚	百雀羚	1.3	2.3
4	雅诗兰黛	雅诗兰黛	1.1	2.2
5	Olay	宝洁	2.7	1.9
6	自然堂	伽蓝集团	1.2	1.8
7	海飞丝	宝洁	2.6	1.8
8	Dior	LVMH	0.8	1.5
9	玫琳凯	玫琳凯	3.2	1.4
10	韩束	上海上美	-	1.2
15	美宝莲	欧莱雅集团	1.4	1.1
16	悦诗风吟	爱茉莉太平洋	0.2	1.0
17	SKII	宝洁	0.3	1.0
24	一叶子	上海上美	-	0.8
26	佰草集	上海家化	1.1	0.8
31	珀莱雅	珀莱雅	0.7	0.7
39	薇诺娜	贝泰妮	-	0.6
43	丸美	丸美股份	0.6	0.5
48	御泥坊	水羊股份	0.2	0.5
53	完美日记	逸仙电商	-	0.5
60	雅漾	Pierre Fabre 公司	0.5	0.4
65	理肤泉	欧莱雅集团	0.2	0.4

注: 浅红色底色为国产品牌。
资料来源: Euromonitor

高端品牌中以国际品牌明显占优,近年来随着国际品牌对线上渠道的重视和加大布局,其在电商渠道和大促活动中的优势不断加强,2018年后国际品牌持续占据了天猫双十一美妆品类销售排行榜前五名。国产品牌则更替较快,新锐品牌崛起,如薇诺娜自2018~2020年连续三年上榜。

表 6: 天猫双十一美妆品类销售排行

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

资料来源: 亿邦动力网、天下网商等, 光大证券研究所整理

化妆品行业上市公司对比来看,国际龙头欧莱雅、宝洁、雅诗兰黛等收入规模领先明显、超过千亿元人民币;国内化妆品行业代表公司上海家化、珀莱雅、丸美股份、水羊股份等目前收入在几十亿元级别,相比国外龙头公司提升空间较大。

表 7: 化妆品行业代表企业介绍和财务情况

公司	主要产品类型	旗下品牌	营业收入 (亿元人民币, 最新财年)	归母净利润 (亿元人民币, 最新财年)	毛利率 (% , 最新财年)
欧莱雅	护肤品、彩妆、香水、护发产品、染发用具、高档消费品等	欧莱雅 (L' ORÉAL)、赫莲娜 (HR)、兰蔻 (Lancome)、乔治阿玛尼 (GiorgioArmani)、薇姿 (Vichy)、理肤泉 (LaRoche-posay) 等	2329.18	292.38	73.00%
宝洁	美容美发、居家护理、健康护理、食品饮料等	SK-II、玉兰油、Illume、ANNASUI、舒肤佳、飘柔等	4643.96	835.45	50.32%
雅诗兰黛	护肤品、彩妆、护发产品、香水等	雅诗兰黛、Aramis、倩碧、悦木之源、魅可、芭比布朗、海蓝之谜和 Aveda 等	935.60	44.77	75.15%
资生堂	护肤品、彩妆、美发产品、香水等	CPB (肌肤之钥)、资生堂 (Shiseido)、茵芙莎 (IPSA)、NARS、欧珀莱 (AUPRES) 等	677.07	44.02	77.48%
上海家化*	美容护肤、个人护理、家居护理产品等	佰草集、玉泽、高夫、美加净、启初、家安等	70.32	4.30	59.95%
丸美股份	眼部类、护肤类、洁肤类、彩妆及其他类产品等	丸美、春纪、恋火等	18.01	5.15	68.16%
水羊股份*	贴式面膜产品、非贴式面膜产品、水乳膏霜产品等	御泥坊、小迷糊、花瑶花、师夷家、薇风, 代理城野医生、KIKO 等品牌	37.17	1.41	51.05%
珀莱雅	护肤类、洁肤类、美容 (彩妆) 类产品等	珀莱雅、优资莱、悦芙媞、韩雅、猫语玫瑰、YNM、彩棠等	31.24	3.93	63.96%
贝泰妮*	护肤品、彩妆、医疗器械	薇诺娜、薇诺娜宝贝、痘痘康、Beauty Answers、资润等	26.92	5.44	80.46%

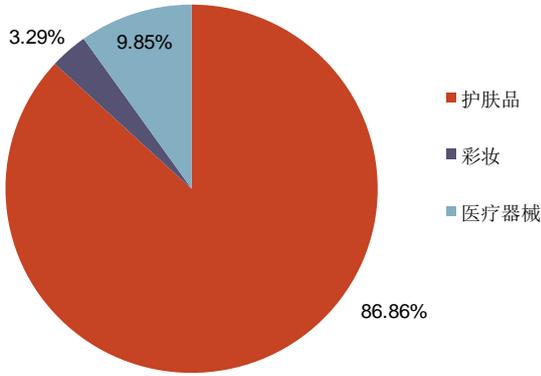
注: 表中营业收入、净利润等均为最新财年数据 (欧莱雅、资生堂为 2019 年数据, 宝洁、雅诗兰黛为截止 2020 年 6 月 30 日的最新财年数据), 货币单位均为人民币, 采用 2021 年 4 月 13 日汇率换算 (1 美元=6.5454 元人民币、1 欧元=7.7968 元人民币、100 日元=5.9836 元人民币); 上海家化、贝泰妮数据为 2020 年, 丸美股份、珀莱雅数据为 2019 年, 水羊股份收入和净利润数据为 2020 年、毛利率为 2019 年。

资料来源: Wind, 公司招股说明书

3、业务分拆：护肤品类、线上渠道为主

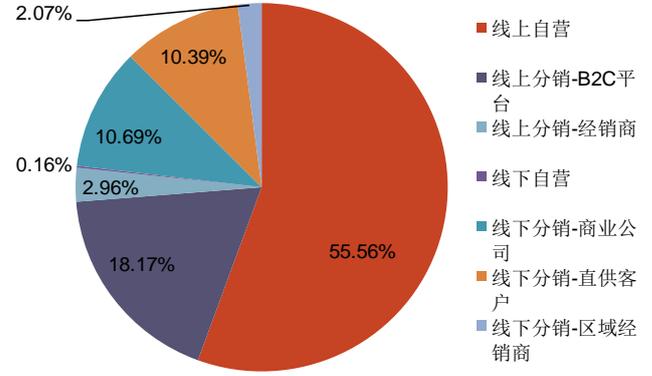
公司销售收入按品类划分为护肤品、彩妆、医疗器械三类，其中以护肤品为主导，2019年护肤品占比87%；按渠道划分为线上和线下，其中线上占主导，2019年占比77%。

图 39：2019 年公司销售收入分品类占比 (%)



资料来源：公司招股说明书

图 40：2019 年公司销售收入分渠道占比 (%)



资料来源：公司招股说明书

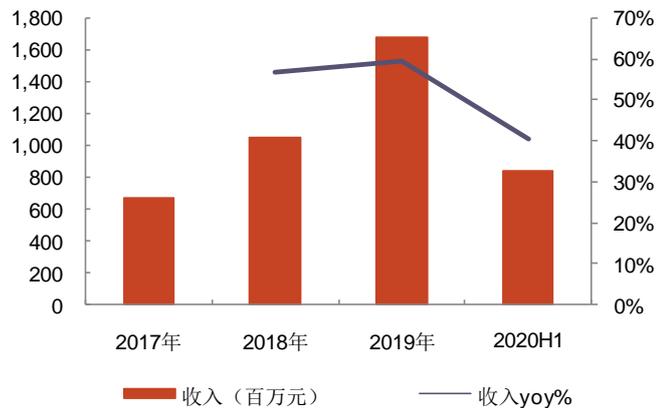
3.1、按品类：护肤品业务占比高

分品类来看，公司护肤品占比最高，2019年占86.86%，2017年~2020H1收入占比分别为85.47%、85.63%、86.86%和89.65%，占比逐年上升。同期彩妆销售收入占比分别为2.77%、3.26%、3.29%、1.98%，占比偏低、略有波动；医疗器械的收入占比分别为11.77%、11.11%、9.85%、8.36%，占比逐年下降。

3.1.1、护肤品：收入占比不断提高，为公司业务支柱

2017年~2020H1公司护肤品销售收入分别为6.72、10.53、16.80和8.40亿元，近三年增长迅速，2018年~2020H1同比增速分别为56.65%、59.57%、40.40%。

图 41：2017 年~2020H1 公司护肤品营业收入及同比增速

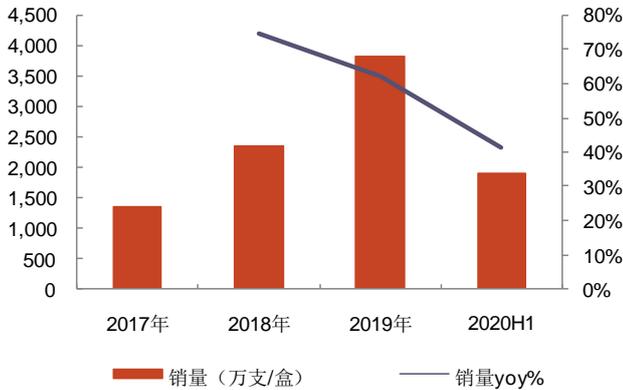


资料来源：公司招股说明书

分拆量价来看，2018年~2020H1护肤品销量分别同比增加74.80%、62.51%、41.59%，平均单价同比增速分别为-10.38%、-1.81%、-0.84%。销量保持较高增速背景下，平均单价逐步下降、但2019年以来降幅有所收窄。

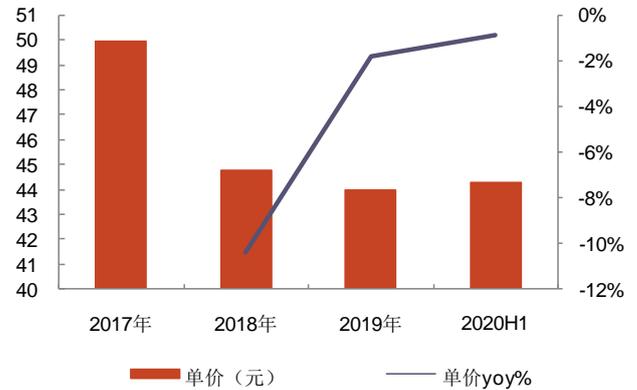
其中，2018年护肤品销售单价较2017年降幅较大主要为：一方面，公司加大“双11”、“6·18”期间的推广促销，加大对部分线上经销商促销返利支持力度，销售单价较低的线上销售渠道占比提高；另一方面，公司加大与大型连锁药店健之佳等直供客户的合作力度，部分单价较低或者规格较小的产品销售占比提高。2019年销售单价较2018年小幅下降，主要原因为销售单价较低的线上自营、大型B2C平台的销售额快速增长。

图 42：2017 年~2020H1 公司护肤品销量及同比增速



资料来源：公司招股说明书

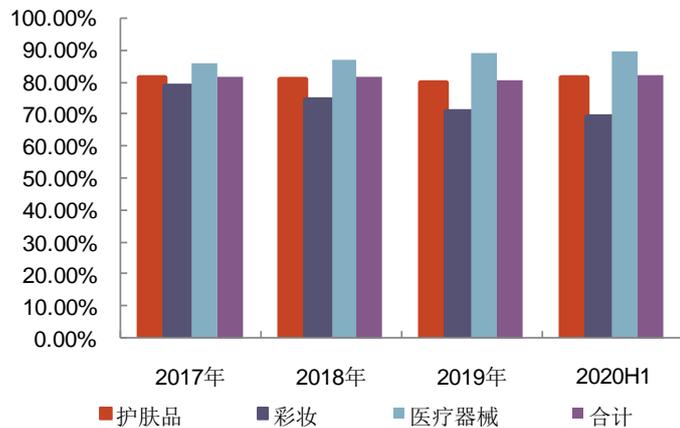
图 43：2017 年~2020H1 公司护肤品平均单价及同比增速



资料来源：公司招股说明书

2017~2020H1 公司护肤品毛利率分别为 81.24%、81.08%、79.70%及 81.61%。2019 年护肤品毛利率较 2018 年略有下降，主要为公司加大了线上自营平台等渠道的促销力度，且毛利率较低的大型 B2C 平台渠道的销售占比提高。2020 上半年护肤品的毛利率较 2019 年略有上升，主要由于公司通常在“双 11”“双 12”以较大力度促销，导致下半年线上自营渠道和大型 B2C 渠道的毛利率较低、且其销售占比较高，2020 年上半年线上促销活动的力度相对较小。

图 44：2017 年~2020H1 公司分产品毛利率 (%)



资料来源：公司招股说明书

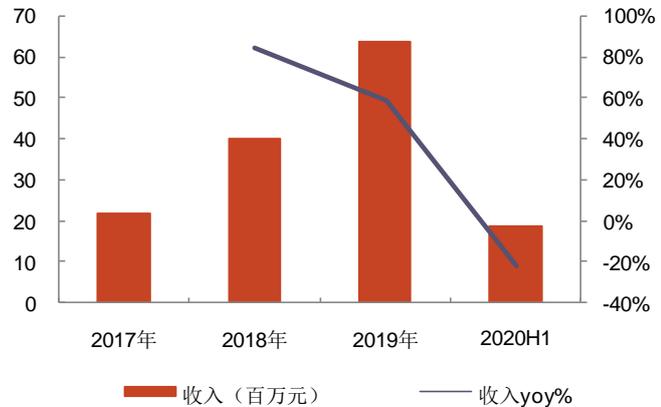
公司未来将继续专注于护肤品的研发及生产，保持并强化在敏感肌护肤品领域的优势。

3.1.2、彩妆产品产量及毛利率呈下降趋势

2017年~2020H1 公司彩妆产品销售收入分别为 2176 万元、4013 万元、6370 万元、1859 万元，2018 年~2020H1 同比增速分别为 84.46%、58.72%、-22.00%。

2020 上半年受疫情影响，消费者对彩妆的需求减少，且公司上半年在线上自营、大型 B2C 平台分销渠道销售的单价较低的唇膏、隔离霜等产品占比较高，拉低了彩妆的平均售价，使得公司彩妆销售收入及占比同比略有下滑。

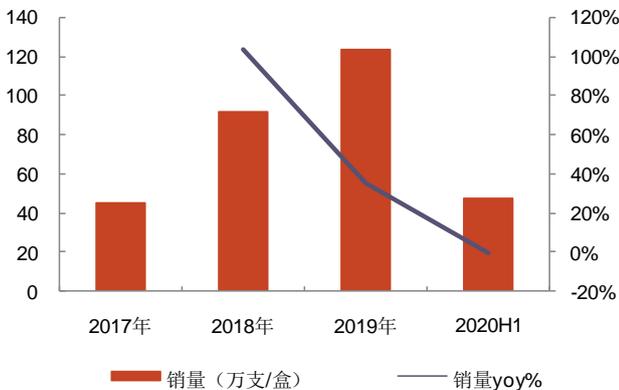
图 45：2017 年~2020H1 公司彩妆产品营业收入及同比增速



资料来源：公司招股说明书

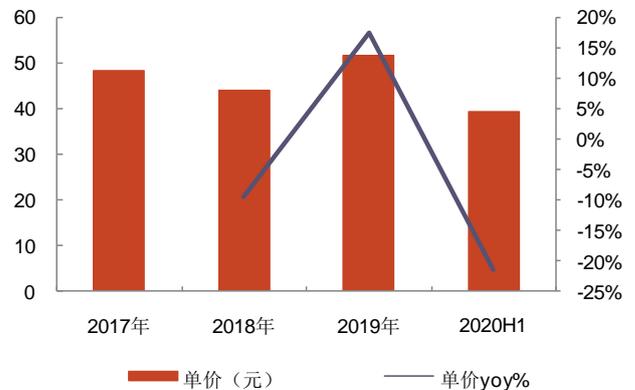
分拆量价来看，2018 年~2020H1 彩妆产品销量分别同比增加 103.59%、35.11%、-0.69%，平均单价同比增速分别为-9.40%、17.47%、-21.45%。2018~2019 年销量快速增长、2020 年上半年在疫情影响下基本持平；单价方面则波动较大，2019 年彩妆单价有所上升的原因为公司推出部分售价相对较高的彩妆新产品，2020 上半年彩妆单价下降幅度较大的主要原因为公司线上销售的单价较低产品占比提高，拉低了平均单价。

图 46：2017 年~2020H1 公司彩妆产品销量及同比增速



资料来源：公司招股说明书

图 47：2017 年~2020H1 公司彩妆产品平均单价及同比增速



资料来源：公司招股说明书

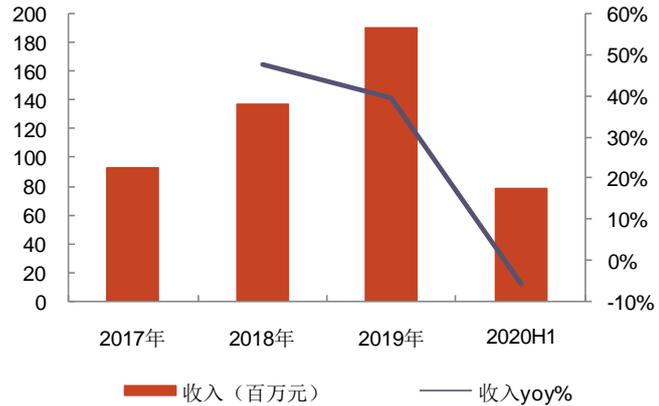
2017 年~2020H1 公司彩妆产品的毛利率分别为 78.78%、74.47%、70.69% 及 69.36%，呈逐年下降趋势。2018 年毛利率较 2017 年下降，主要为公司为了推广彩妆系列产品、投入了更多赠品用于促销活动、导致成本增加；2019 年毛利率继续较 2018 年下降，主要为公司在大促期间派发了部分彩妆产品作为促销品、致彩妆品类成本增加；2020 上半年公司彩妆产品的毛利率相比 2019 年略有下降，主要为公司毛利率相对较低的大型 B2C 平台分销渠道的销售占比略有提升、致彩妆整体毛利率略有下滑。

另外，与其他品类相比，公司彩妆主要采用 OEM 模式进行生产，其成本相对较高，毛利率略低于护肤品等品类。

3.1.3、医疗器械类产品增长平稳

2017年~2020H1公司医疗器械产品销售收入分别为9253万元、1.37亿元、1.90亿元、7837万元，2018年~2020H1同比增速分别为47.59%、39.46%、-5.63%。2020上半年公司医疗器械销售收入同比略有下滑，主要由于受新冠疫情影响，公司部分线下渠道的终端网点长时间未能正常营业，尤其是其中单位售价最高的商业公司渠道受疫情影响、销售数量及占比均出现下滑，使得医疗器械的销售单价降低。

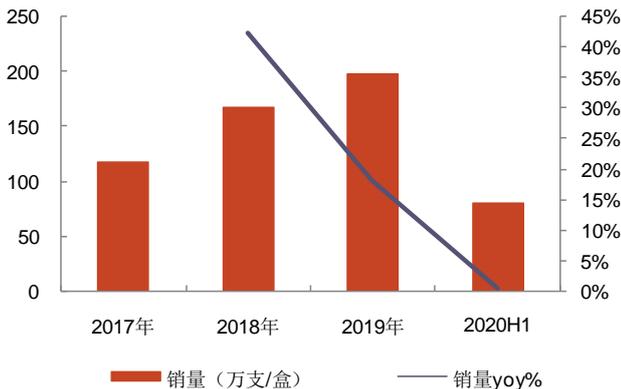
图 48：2017 年~2020H1 公司医疗器械产品营业收入及同比增速



资料来源：公司招股说明书

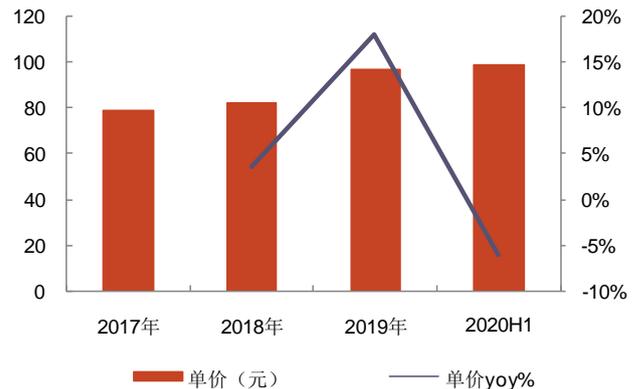
分拆量价来看，2018年~2020H1医疗器械产品销量分别同比增加42.46%、18.13%、0.43%，平均单价同比增速分别为3.60%、18.06%、-6.04%。其中2019年单价提升幅度较大，主要为公司对部分产品进行升级换代，新产品的销售单价较高，且销售占比提高，促使销售单价有所上升；2020年上半年单价下降主要为疫情背景下业务结构变化影响，单位售价最高的商业公司渠道受疫情影响较大、销售数量及占比均现下滑。

图 49：2017 年~2020H1 公司医疗器械产品销量及同比增速



资料来源：公司招股说明书

图 50：2017 年~2020H1 公司医疗器械产品平均单价及同比增速



资料来源：公司招股说明书

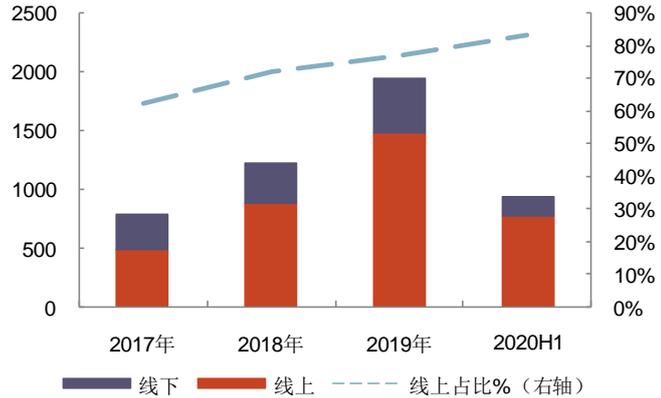
2017年~2020H1公司医疗器械产品的毛利率分别为85.71%、86.69%、89.03%及89.55%，呈逐年上升趋势。公司生产的医疗器械主要包括透明质酸修护生物膜、透明质酸修护贴敷料等，其定位区别于化妆品（护肤品和彩妆产品），公司自主定价能力较强，产品定价普遍较高；且公司医疗器械类产品各渠道全年很少参与促销活动，促其毛利率高于化妆品。2019年公司医疗器械的毛利率同比提升，主要原因为毛利率较高的商业公司渠道的销售额增加较多、占比提升，

且公司对部分医疗器械产品进行升级换代,新产品的销售单价较高、其销售占比提高,促医疗器械的销售单价有所上升。

3.2、按渠道:线上渠道占主导,线下渠道调整结构

公司销售以线上渠道为主、且近年来线上占比持续提升,2017年~2020H1公司线上渠道占比分别为62.09%、71.71%、76.70%、83.16%,17~19年复合增速为74.30%,线下渠道占比则有所下降、增速相对较低,17~19年收入复合增速为22.96%。

图 51: 2017 年~2020H1 公司线上和线下渠道销售收入 (百万元) 及线上占比 (%)



资料来源: 公司招股说明书

3.2.1、线上主导地位持续强化,重点发展线上自营

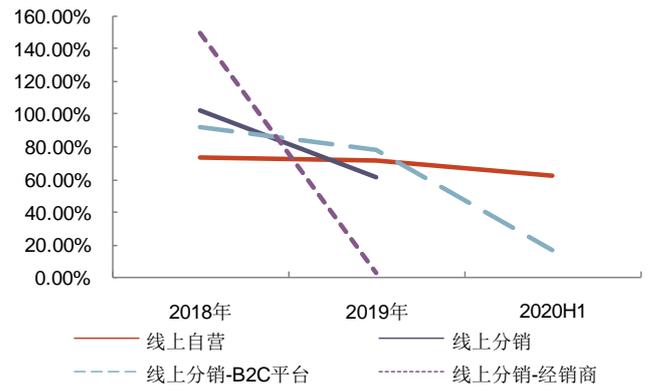
近年公司线上销售份额不断扩大,2019年占总营业收入的76.70%,其中以线上自营渠道为主,2019年线上自营销售占总收入55.56%,线上分销渠道占21.13%。

图 52: 2017 年~2020H1 公司线上各渠道销售收入占比 (%)



资料来源: 公司招股说明书

图 53: 2018 年~2020H1 公司线上各渠道销售收入同比增速 (%)



资料来源: 公司招股说明书

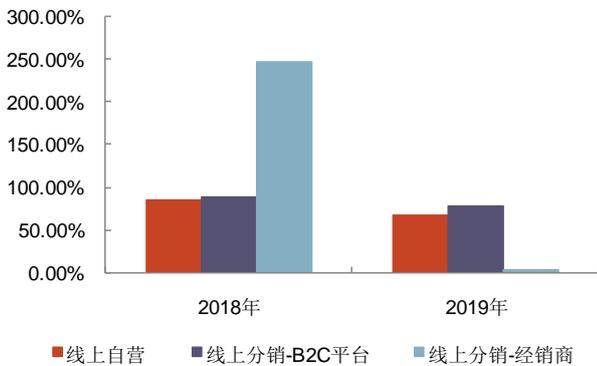
线上自营是公司最重要的销售渠道,该模式下公司主要通过天猫、京东、微信平台(主要是薇诺娜专柜服务平台)、公司自主搭建的薇诺娜网上商城等直接面向消费者销售公司产品。2017年~2020H1公司线上自营渠道的销售额分别为3.63、6.28、10.75和5.72亿元,2018年~2020H1同比增速分别为73.03%、71.11%、61.69%,占总收入比例自2017年的46.16%逐步提升至2020H1的61.09%。

线上自营渠道高速增长，主要由于公司通过持续研发投入、围绕核心产品不断推陈出新、丰富产品种类，并借助已建立的品牌知名度和消费者信任度，新推出产品可以快速得到消费者认可。另外公司抓住电商发展机遇，创新、精准营销，加强与大型电商平台合作，以及打通线上线下渠道、通过 BA 推广实现线下向线上引流、微信平台销售收入快速增长。2020 年疫情背景下消费总需求受到冲击，同时疫情加剧化妆品各品牌商加大线上投入、竞争加剧，公司收入增速有所放缓，2020 年上半年线上自营收入增速为 61.69%，其增速相比 2019 全年的 71.11% 有所放缓；但横向对比其他渠道，2020 年上半年线上自营的收入增速仍为最高，主要由于 2020 年上半年尤其是 6·18 大促期间天猫、京东两大头部电商平台加强资源投入、增加流量，同时线下销售网点较长时间未能正常营业，导致依赖 BA 获取新客户的微信端线上自营店的销售增速受到一定影响。

除线上自营外，公司通过线上渠道还开展分销业务，包括大型 B2C 平台分销、线上经销商分销，二者 2019 年占总收入比例分别为 18.17%、2.96%，以大型 B2C 平台分销为主。

在大型 B2C 平台分销模式下，公司与唯品会、京东、天猫超市等 B2C 签署购销协议，公司将产品销售给 B2C 平台，再由其负责销售给消费者。大型 B2C 平台分销业务 2018 年~2020H1 销售收入同比增速分别为 92.06%、77.71%、16.79%，收入占比逐年提升、自 2017 年的 13.10% 提升至 2020H1 的 18.34%。其中，2020 年上半年大型 B2C 平台分销业务收入增速相比 2019 年有所放缓，主要为 6·18 期间天猫、京东增多的流量对如唯品会等非头部电商造成了冲击，如公司 2020H1 对唯品会的销售增速放缓至 10.68%，公司对线上自营渠道投入增多也对大型 B2C 平台的销量形成挤压、如公司 2020H1 对天猫超市的销售增速放缓至 0.51%。

图 54: 2018~2019 年公司护肤品线上各渠道销量同比增速 (%)



资料来源：公司招股说明书

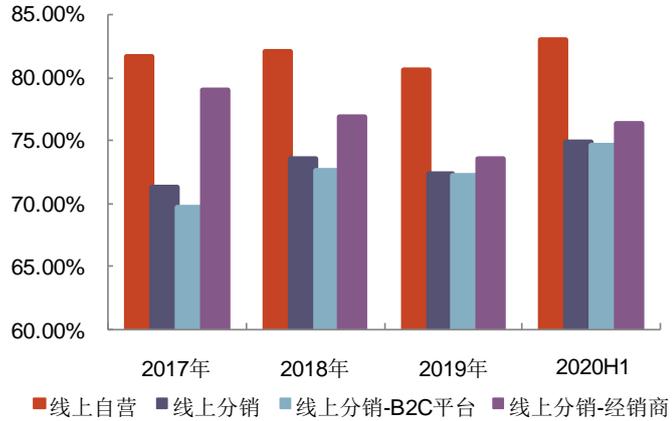
图 55: 2017 年~2020H1 公司护肤品线上各渠道销售单价 (元)



资料来源：公司招股说明书

线上各渠道对比来看，一般情况下，线上自营的单位售价、毛利率最高，线上经销商分销渠道次之，大型 B2C 平台分销的销售单价、毛利率最低。在线上自营模式下，公司直接面向终端消费者销售，减少了中间流通环节，因此销售单价、毛利率相对较高；线上经销商模式下，线上经销商需要自主负责其线上店铺的推广且保持一定的利润空间，因此公司对该渠道的销售单价低于线上自营渠道直接对外销售的单位售价；而大型 B2C 平台需要保持一定的利润空间，且“双 11”、“6·18”等线上大促活动期间的销售占比较高，因此其销售单价、毛利率最低。

图 56: 2017 年~2020H1 公司线上各渠道毛利率 (%)



资料来源: 公司招股说明书

3.2.2、线下渠道占比下降, 结构有所调整

近年来公司线下渠道销售占比逐年下降, 自 2017 年的 37.91% 逐步下降至 2020 年上半年的 16.84%, 线下渠道收入端 2018~2019 年呈现同比下滑。

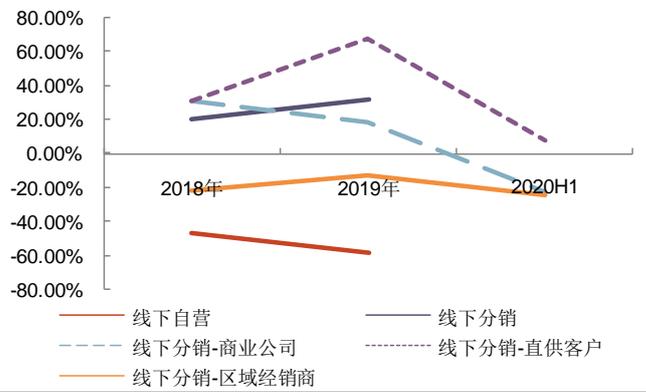
公司线下渠道分为线下自营和线下分销, 其中线下分销再可分为商业公司、直供客户、区域经销商三种渠道。公司线下渠道销售以商业公司和直供客户占为主导, 2019 年二者占总收入比例分别为 8.23%、7.23%, 线下自营和线下对区域经销商的分销业务收入占比较小, 分别为 0.12%、1.12%。公司对线下渠道进行有选择有重点的扶持, 优化线下渠道结构。

图 57: 2017 年~2020H1 公司线下各渠道销售收入占比 (%)



资料来源: 公司招股说明书

图 58: 2018 年~2020H1 公司线下各渠道销售收入同比增速 (%)



资料来源: 公司招股说明书

在商业公司模式下, 公司与九州通、国药控股等商业公司签署购销协议, 按照合同约定的价格、质量标准、数量、规格等条款, 同时根据具体订单向商业公司销售产品, 商业公司再将产品销售给药店、诊所等终端网点, 终端网点直接向消费者进行产品销售。商业公司具有网点众多、布局广泛、触角深入的优点, 公司在合理选择网点驻派 BA 的情况下能够提高服务水平, 贴近最终消费者进行精准营销。公司对商业公司的销售收入 2018 年~2020H1 同比增速分别为 30.78%、18.62%、-22.43%。2020 上半年受新冠疫情影响, 公司商业公司模式下的终端网点较长时间未能正常营业, 导致该模式下销售收入出现同比下滑。

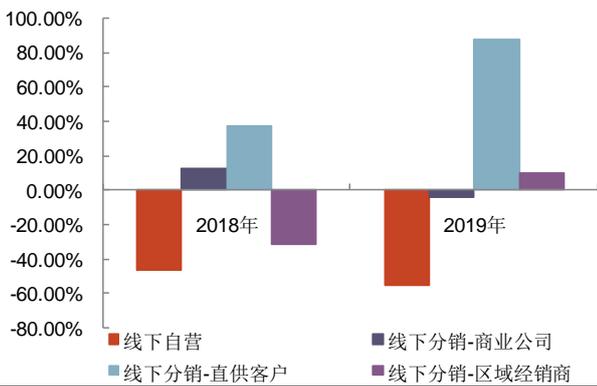
在直供客户模式下, 公司主要与连锁药店、诊所等客户签署购销协议, 按照合同约定的价格、质量标准、数量、规格等条款, 同时根据具体订单向直供客户

销售产品，直供客户直接向消费者销售产品。公司直供客户模式下的销售收入 2018 年~2020H1 同比增速分别为 30.86%、67.51%、7.39%。直供客户模式销售收入保持增长，主要得益于公司品牌知名度的提升和产品在该渠道较好的销售表现，使得连锁药店加大与公司的合作力度；2020 上半年公司直供客户模式下销售收入同比实现增长，优于商业公司和区域经销商渠道，主要由于药店作为疫情防控的重点行业，部分店铺在疫情期间得以继续营业。

线下经销商模式下，公司 2018 年~2020H1 销售收入同比持续下滑、分别同比-21.75%、-13.41%、-24.37%，主要为公司战略调整，进一步集中资源发展线上渠道、商业公司、直供客户等渠道，相应减少了对区域经销商渠道的资源投入，2018 年上半年公司与部分区域经销商解除合作关系、转为与直供客户直接合作，导致公司通过区域经销商渠道产生的销售收入逐年下降。

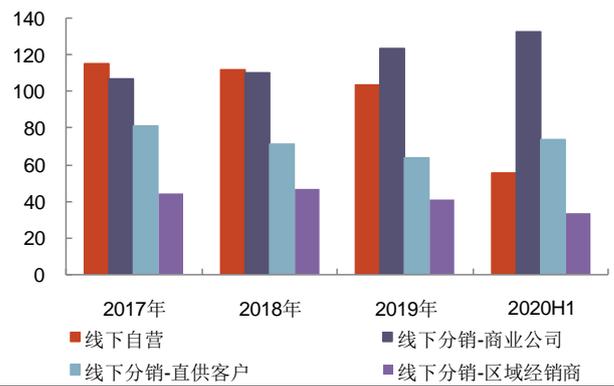
线下自营模式为非重点发展渠道。2017 年~2020H1 公司通过线下自营模式实现的销售收入占总收入的比例分别为 1.81%、0.61%、0.16%和 0.12%，销售收入持续同比减少、占比逐年下降，主要为公司进行战略调整，缩减线下自营渠道，集中精力发展直供客户模式。

图 59：2018~2019 年公司护肤品线下各渠道销量同比增速 (%)



资料来源：公司招股说明书

图 60：2017 年~2020H1 公司护肤品线下各渠道销售单价 (元)

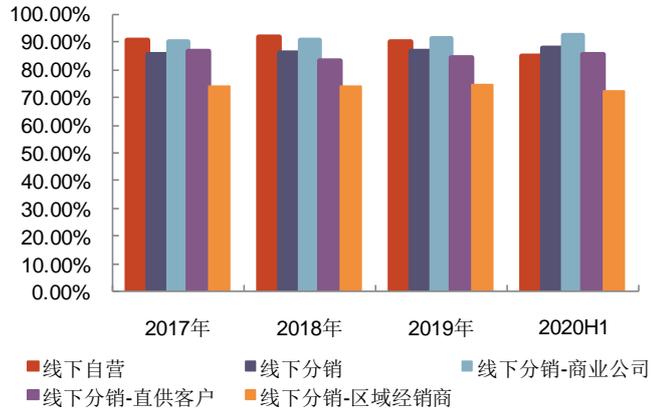


资料来源：公司招股说明书

线下渠道中，一般情况下，商业公司的单位售价最高，直供客户的单位售价次之，区域经销商渠道的单位售价最低，线下自营渠道因销售规模较小，产品销售结构和促销活动等对其销售单价影响较大，故单价存在一定的波动。

详细拆解来看：1) 商业公司渠道的单位售价最高，主要系公司与商业公司合作主要看中商业公司完善的物流配送体系、广阔的终端销售网点布局、能及时响应市场需求，在商业公司合作模式下，一般情况下需要公司提供部分促销方案，同时公司会根据终端网点的销售情况择优选取配置 BA 协助终端网点销售，因此，公司给予商业公司的供货价格高于其他渠道；2) 直供客户直接利用自身的终端销售网点及自有员工面向消费者销售产品，需要公司提供的人员及促销方案支持需求低于商业公司，因此公司给予直供客户的销售单价低于商业公司；3) 公司与区域经销商合作过程中，公司将产品销售给区域经销商后，由其独立负责指定区域内的销售、推广工作，公司负责的流程较少，因此该渠道的供货价格和毛利率最低。

图 61: 2017 年~2020H1 公司线下各渠道毛利率 (%)

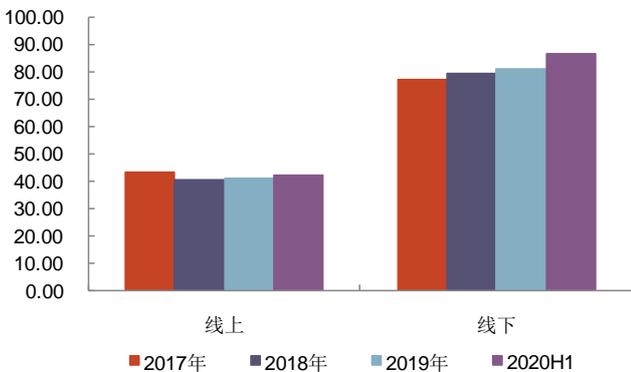


资料来源: 公司招股说明书

再综合对比公司线上和线下渠道的单价和毛利率表现, 公司线下渠道销售单价及毛利率高于线上渠道, 线下渠道单价在 80 元左右、且呈逐年增长的趋势、20H1 提升至 86.84 元, 毛利率自 86% 逐步提升至 20H1 的 87.88%。而线上渠道的单价和毛利率较低且呈现波动, 总体在 40~44 元之间波动、2020 年上半年单价为 42.32 元/支、盒, 毛利率在 78~80% 左右、20H1 为 80.84%。

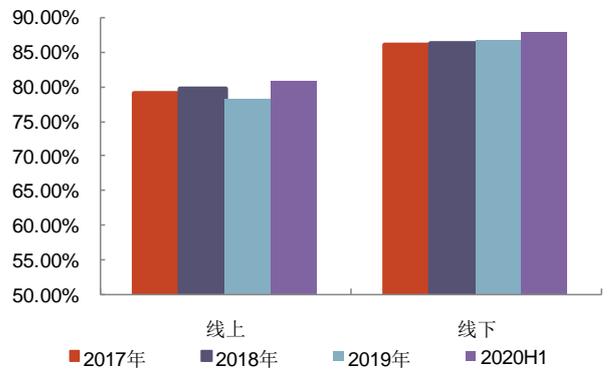
线下渠道单价及毛利率较高主要由于商业公司和直供客户渠道销售占比较高, 这两种线下渠道的毛利率高于线上毛利率最高的线上自营渠道, 主要为产品结构、不同渠道运营策略、不同渠道消费者差异等因素影响。具体来看, 商业公司、直供客户渠道销售医疗器械产品较多、该产品单位售价较高; 其次线上自营模式中销售小规格产品 (如 15g 特护霜) 占比较高、用于吸引新客户, 促其单位售价和毛利率偏低; 商业公司渠道销售单位售价较高的面霜类产品占比高于线上自营, 而线上自营销售价格相对较低的护肤水、面膜类占比则高于商业公司; 双十一大促时线上自营折扣力度更大、吸引线下消费者购买, 但大促外线上自营和线下渠道售价相当; 线下渠道消费者对价格敏感度更低, 通过药店等线下终端购买时对品牌认可度更高、粘性更高。

图 62: 2017 年~2020H1 公司线上线下渠道平均售价 (元)



资料来源: 公司招股说明书

图 63: 2017 年~2020H1 公司线上线下渠道毛利率 (%)



资料来源: 公司招股说明书

3.3、疫情影响分析：影响有限、主要影响线下，线上保持较好增长、Q4 增速回升

疫情对公司影响相对有限，2020 年上半年、单三季度、单四季度公司营业收入同比增速分别为 32.47%、34.01%、45.26%，相比于 19 年全年的增速 56.69%，20 年前三季度收入增速有所放缓，四季度电商旺季中已现好转、回升至 40%以上。

分渠道而言，20 年疫情主要影响公司占比不大的线下渠道、收入出现同比下滑，占主导的线上渠道保持了较好增长。2020 年上半年公司线上渠道、线下渠道收入分别同比增长 48.15%、-11.79%，其中线下渠道受新冠疫情影响，部分终端网点较长时间未能正常营业，使得商业公司渠道、区域经销商渠道的销售收入同比下滑。

线上渠道方面，2020 年上半年收入同比增长 48.15%，主要为上半年尤其是“6·18”期间天猫、京东两大头部电商平台加强资源投入、平台流量增加，2020 年 6 月淘系平台化妆品成交额同比增长 50.2%，其中美容护肤类成交额同比增长 51%；2020 年 6 月 18 日当天京东美妆成交额同比增长 80%。公司发挥了线上自营占比高的运营优势，薇诺娜官方旗舰店（天猫）的销售额同比增长 81.65%，薇诺娜官方旗舰店（京东）的销售额同比增长 60.19%。

我国化妆品行业仍处于成长红利期，较其他可选消费品类而言、20 年受疫情影响相对较小且恢复较快，2020 年 1~3 月化妆品零售同比下滑 13.2%，自 20 年 4 月开始单月增速转正、早于其他可选品类，20 年全年同比增长 9.5%，相比于疫情前 19 年的全年增速 12.6%，化妆品增速已经恢复到较好水平、21 年有望进一步恢复，2021 年 1~2 月化妆品零售额在低基数背景下同比增长 40.7%。

公司预告 2021 年一季度营业收入同比增长 19.30~31.23%，归母净利润同比增长 18.75~33.60%，扣非归母净利润同比增长 31.99~48.75%。

4、公司亮点

4.1、多年积累、专家医师背书建立品牌强粘性

公司所面向的敏感肌肤人群对于化妆品的安全性、专业性要求更高，专业型护肤品采用对皮肤较为温和的配方，相较于普通型护肤品有较强的研发壁垒和专业性优势，在树立专业的品牌形象后，更能通过消费者的口碑发酵建立较强的客户粘性，敏感肌消费者更换产品的风险较大，因此现有企业较新进入者拥有更强的市场竞争优势。

长期以来，公司以研发护理敏感肌肤的产品作为主要切入点，旗下“薇诺娜”品牌主打专注敏感肌肤护理，利用云南高原特色植物活性成分，促进皮肤屏障自我修复，实现对敏感肌肤的护理。凭借旗下薇诺娜舒敏保湿特护霜、薇诺娜柔润保湿霜、薇诺娜透明质酸生物膜等明星单品，经过多年的品牌塑造，“薇诺娜”品牌在消费者群体中已经具备了较高的知名度，并积累了一批忠实用户群体。2018 年-2020 年，公司旗下“薇诺娜”品牌已连续三年获得天猫金妆奖。截至 2021 年 3 月 4 日，公司薇诺娜官方旗舰店（天猫）已积累了 789 万粉丝，2019 年度公司线上自营渠道产生实际购买的消费者达到 377 万人，2019 年度薇诺娜官方旗舰店（天猫）的复购率接近 30%，公司产品的消费者粘性较高。2019 年“薇诺娜”品牌获得由《化妆品报》评选的中国化妆品细分品类排行榜之“敏感肌护理品类第 1 名”。根据 Euromonitor 统计，2019 年度贝泰妮旗下“薇诺娜”品牌在国内皮肤学级护肤品市场销售额排名第 1，排名前 5 的其他品牌包括雅漾、

理肤泉、贝德玛、薇姿等知名化妆品品牌，公司在国内皮肤学级护肤品市场占据了 23.4% 的市场份额，打造了良好的产品力和品牌力基础。

公司与皮肤科医生、医院多年紧密合作，合作方式主要包括产品合作研发、委托产品功效临床观察与检测、学术会议交流、专家顾问及知识教育等，树立了品牌在敏感肌护肤领域的专业形象，亦通过皮肤科专家护肤科普为消费者提供增量服务、增强了购买粘性。

图 64：2021 年 38 节期间公司联合皮肤科专家宣传



资料来源：薇诺娜天猫旗舰店

图 65：公司明星产品特护霜经过多家医院皮肤科验证宣传图

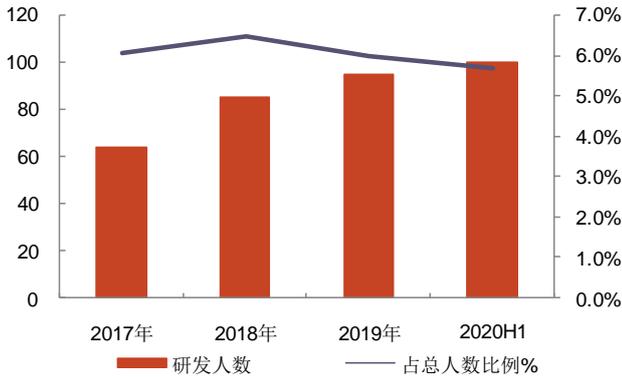


注：特护霜“修护敏肌力经多家医院皮肤科验证”是指该产品经由昆明医科大学第一附属医院等多家医院观察验证并发表 11 篇论文
资料来源：薇诺娜天猫旗舰店

公司经过多年的研发积淀，通过主要围绕高原特色植物（马齿苋、青刺果、滇重楼等）提取物有效成分制备与敏感肌肤护理领域的研究，形成了 11 项核心技术，并持续深耕、升级迭代，目前仍有 5 项与核心技术相关的专利正在申请中。

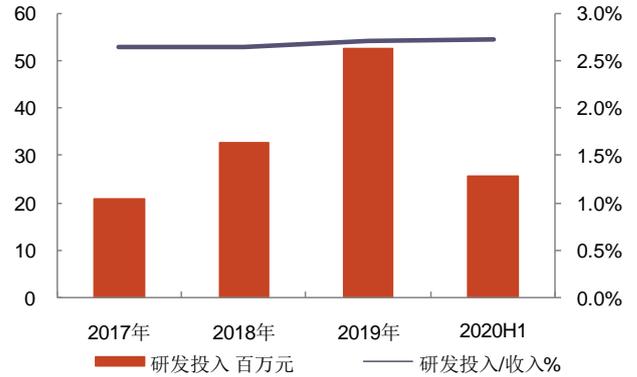
研发投入和团队建设方面，公司拥有 100 人的研发团队，其中本科学历及以上的有 84 人，包括博士学位 3 人，硕士学位 24 人，本科学历 57 人。研发团队专业背景系统涵盖药物制剂、药物分析、中药学、生物制药、药理学、生物工程、高分子化学、精细化工、设计等多个方面。公司研发团队一直专注于皮肤健康领域的学科创新，并先后获得云南省科学技术进步一等奖、云南省创新团队一等奖等多个荣誉。投入方面，公司研发人员数量和研发投入金额逐年提升、随着业务规模扩大而扩大，占比保持相对稳定。

图 66: 2017 年~2020H1 公司研发人数 (人) 及占比 (%)



资料来源: 公司招股说明书

图 67: 2017 年~2020H1 公司研发投入及占收入比例



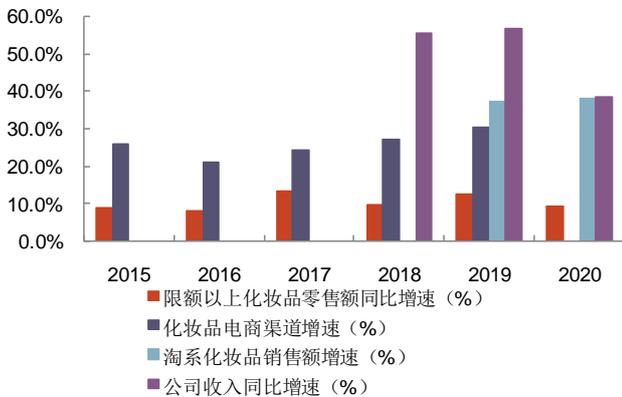
资料来源: 公司招股说明书

4.2、把握线上渠道机遇，线上线下融合发力

4.2.1、线上布局早、把握电商渠道红利、运营能力已臻成熟

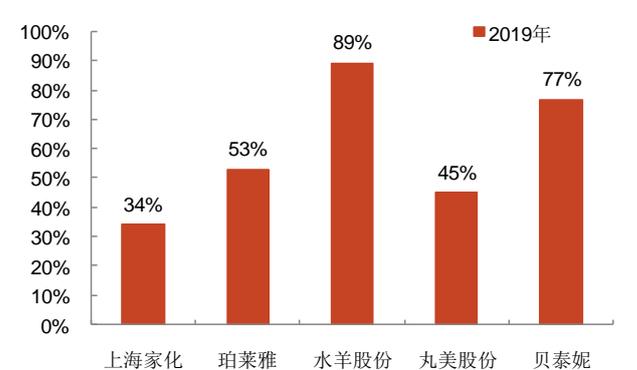
公司布局线上渠道较早、且以线上渠道为主导的模式较好地分享了国内化妆品行业和电商渠道快速增长的红利，实现了规模快速扩张、品牌知名度提升和淘系平台的深度合作。公司主品牌薇诺娜连续 3 年进入天猫双十一美妆品类前十名、且为为数不多的国内品牌，展现了公司突出的电商运营能力。

图 68: 公司与化妆品行业、线上渠道收入增速对比 (%)



资料来源: 公司招股说明书, Wind, 第三方机构抓取的淘宝、天猫平台公开数据

图 69: 2019 年公司线上收入占比 (%)



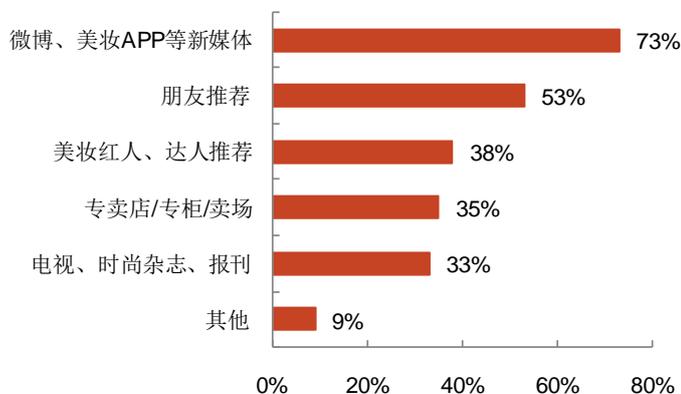
资料来源: 各公司公告

近年来化妆品电商渠道高速增长，网络流量入口更加碎片化，平台推广（如平台佣金、直通车、钻展等）、社交媒体、KOL、网络直播、IP 合作等多种营销手段使得化妆品传统营销格局被重构，营销渠道更为多元化。

公司充分利用新媒体时代的营销渠道多元化趋势，而非采用单一依靠电视广告等传统媒体进行无差别的大众化推广，更倾向于通过知乎、小红书等垂直领域的内容平台，通过开展专业化的产品教育，与具有公信力的 KOL 进行深度合作，以线上直播、短视频等形式密集输出专业护肤知识，转递正确的护肤理念，逐步形成内容沉淀、树立了专业的品牌形象，直接面向对皮肤护理专业性、安全性要求较高的人群，实现精准营销。

2020年，公司主品牌薇诺娜作为国货护肤品牌登录天猫超级品牌日，另外聘请罗云熙、吴宣仪分别作为公司旗下防晒产品代言人、乳液面霜代言人，有效提升公司品牌的知名度及话题度，实现了粉丝运营的新突破。

图 70：用户获取化妆/护肤品信息的主要渠道占比 (%)



资料来源：公司招股说明书，微博数据中心、CIG

4.2.2、拓展私域流量、潜力较大

近年来互联网流量红利效应逐渐减弱、潜在网购用户增量趋于稳定、头部电商竞争日趋激烈，导致薇诺娜官方旗舰店（天猫）、薇诺娜网上商城等以公域流量为主的平台获客费用率上升，获客边际效益有所下降。在原有电商平台已经树立规模优势、继续实现良好增长的背景下，公司积极拓展私域流量、利用微信公众号等开放平台建立线上自营店铺、将线下流量引流到线上自营店铺等方式自主获取流量、获客性价比更高，并可促进线上渠道多元化、拓展新增长点。

分公域和私域流量来看，来自公域流量（天猫、京东、唯品会、小红书、抖音、考拉等平台，以及公司自有的薇诺娜网上商城）的销售额在总体线上销售中占比最大，2019年占55.50%，2018~2019年贡献销售额分别同比增长55%、70%，20年上半年占比提升至62.79%；私域流量（薇诺娜专柜服务平台，线下BA向线上引流）方面2017~2019年逐年提升至16.41%，20年上半年受疫情影响、线下门店较长时间未能正常营业、因此线下BA向线上引流贡献的私域流量销售亦有受损。但值得注意的是，私域流量（薇诺娜专柜服务平台）2017年~2020H1新增注册用户数分别为8.36万人、11.89万人、19.00万人和8.85万人，该渠道复购率在各平台中为最高、2018~2019年超过50%，明显高于公司其他平台30%左右的复购率。另外，该业务的客单价和成交转化率均为各线上平台中最高，说明公司通过线下BA的推荐形成了更强的用户忠诚度，线下向线上引流效果明显。

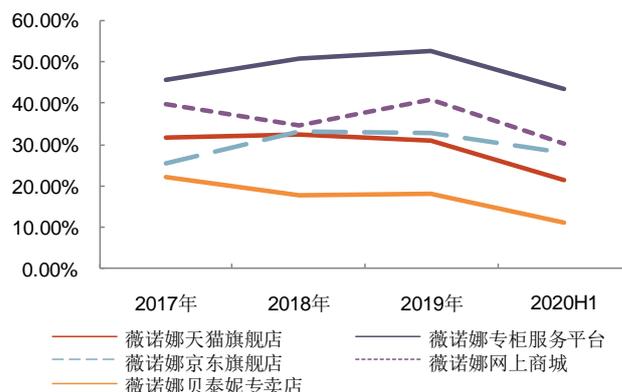
另外，公司还将公域流量和私域流量相结合，自2018年初开始，公司通过在微信平台投放广告、短视频获取新用户关注公司品牌公众号（薇诺娜WINONA），通过公众号定期文章及活动推送引导销售转化；与此同时通过建立微信群进行会员维护，通过定期或不定期推送文章或产品信息等方式，进行老客户的留存及复购。该销售渠道有效实现了公域流量和私域流量的结合，尽管目前销售规模及占比尚较小（占线上销售的1%左右），但具备一定的发展潜力。微信小程序于2018年度上线以来，截至2020年末公司超级用户部维护的微信小程序会员社群142个，社群用户数量达到2.22万人。

图 71: 2017 年~2020H1 公司分平台线上销售额占比 (%)



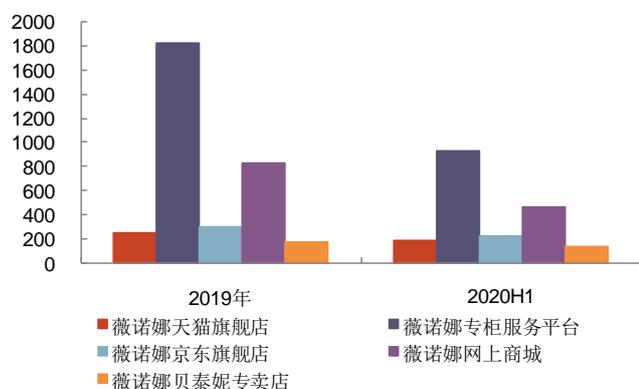
资料来源: 公司招股说明书

图 72: 2017 年~2020H1 公司分平台线上复购率 (%)



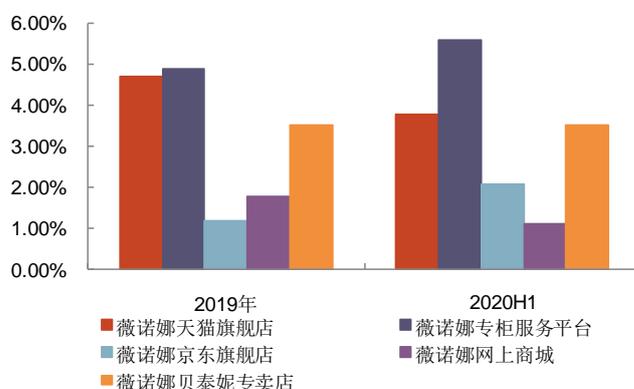
资料来源: 公司招股说明书

图 73: 2019 年~2020H1 公司线上分平台客单价 (元)



资料来源: 公司招股说明书

图 74: 2019 年~2020H1 公司线上分平台浏览-下单转化率 (%)



资料来源: 公司招股说明书

4.3、拓品类、多品牌阵容初具，期待后续多点开花

公司明星单品特护霜 2019 年占主营业务收入的 18.36%，在此基础上延伸出了 13 大系列，其中舒敏系列为最强势系列、2019 年收入占比为 38.11%。除了明星单品特护霜和王牌舒敏系列持续畅销外，公司在 2020 年成功实现了防晒乳产品单品的打造、该款产品获得 2020 年天猫会员臻享品牌荣誉，明星单品不断扩充。

图 75: 公司天猫旗舰店产品分为 13 个系列



资料来源: 公司天猫旗舰店截图

图 76: 公司天猫旗舰店单品按销量排名



资料来源: 公司天猫旗舰店截图 (2021 年 3 月 16 日)

表 8: 公司代表单品获得荣誉奖项情况

时间	颁发单位	授予对象	奖项名称
2020 年	天猫	薇诺娜品牌清透防晒乳产品	会员臻享品牌
2019 年	天猫	薇诺娜品牌舒敏保湿特护霜产品	年度乳液面霜
2019 年	天猫	薇诺娜品牌马齿苋舒缓保湿喷雾产品	年度 C2B 创新单品
2019 年	中国美容博览会、C2CC 传媒、化妆品资讯	薇诺娜舒敏保湿润肤水产品	护肤类敏感肌化妆水大奖
2019 年	瑞丽	薇诺娜舒敏保湿修护精华液产品	年度舒敏精华液大奖
2018 年	时尚芭莎	薇诺娜极润保湿乳液产品	2018 年度最佳乳液 (高效类) 乳液人气奖
2018 年	时尚芭莎	薇诺娜舒敏保湿特护霜产品	2018 年度最佳面霜 (保湿类) 面霜人气奖

资料来源: 公司招股说明书

公司将采取“聚焦主品牌、拓展子品牌”的品牌策略。未来在主品牌薇诺娜方面, 公司将继续围绕敏感肌护肤主题开发新品, 如美白、防晒、抗衰等功效领域, 并拓展品类至儿童 (WINONA BABY)、彩妆等品类, 提升主品牌的市场份额。目前薇诺娜主品牌占公司收入比例较高, 2019 年收入占比 99.37%; 另储备有规模较小的定位痘痘肌肤护理的品牌痘痘康、高端皮肤修护品牌 Beauty answers、定位干燥性皮肤护理的资润品牌, 多品牌发展具想象空间。

表 9：公司旗下品牌情况

品牌 LOGO	品牌	品牌定位	主要产品
	薇诺娜 WINONA	敏感肌肤护理和修饰	护肤品类：霜、护肤水、面膜、精华、乳液等 彩妆类：隔离霜、BB 霜、卸妆水等 医疗器械类：透明质酸修护生物膜、透明质酸修护贴敷料等
	薇诺娜宝贝 WINONA Baby	专业婴幼儿护理	霜
	痘痘康	痘痘肌肤护理	霜、面膜泥等
	Beauty Answers	高端皮肤修护	护肤水、面膜、精华等
	资润 ZIRUN	干燥性皮肤护理	护肤品类：霜 医疗器械类：透明质酸修护生物膜

资料来源：公司招股说明书

5、募投项目分析

公司本次公开发行 6360 万股份，共募集资金 30.10 亿元，拟将募集资金净额 28.84 亿元用于以下项目：

表 10：公司募投项目情况

序号	募集资金投向	总投资金额 (百万元)	预计使用募集资金投资金额 (百万元)	项目内容	项目周期	项目回报率
1	中央工厂新基地建设项目	438.41	438.41	拟新增 3 条生产线，包括 2 条化妆品生产线（1 条膏霜生产线、1 条水剂生产线）、1 条医疗器械生产线，并拟于 2 号车间设置提取生产线，用于提取部分原料，提取规模为 75 吨/年；年新增产能 4500 万支（万盒）	3 年	税后投资回收期 6.23 年，内部收益率 28.55%
2	营销渠道及品牌建设	691.22	691.22	加大品牌推广投入，加大线上、线下渠道推广力度，同时新增线下品牌形象店、线下智慧零售店以及线下售后服务点	3 年	本身不直接产生经济收入，其效益体现在公司通过销售收入实现的整体经济效益中
3	信息系统升级项目	105.06	105.06	购置软件硬件、新增信息化人员，重新规划公司信息化系统架构、升级改造 IT 基础架构，提升公司信息化水平	3 年	不直接产生经济收入
4	补充营运资金	300.00	300.00	-	-	-
合计		1534.69	1534.69	-	-	-

资料来源：公司招股说明书

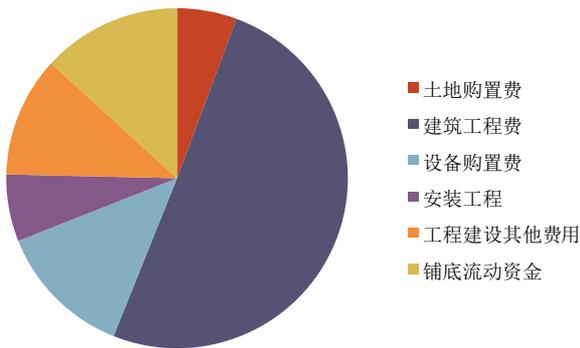
5.1、中央工厂新基地建设项目

公司计划投资 4.38 亿元用于中央工厂新基地建设项目，建设期为三年，其中投入 3.81 亿元进行为期三年的固定资产建设，在第三年投入 5768.61 万元铺底流动资金。该项目拟新增 3 条生产线，包括 2 条化妆品生产线（1 条膏霜生产线、1 条水剂生产线）及 1 条医疗器械生产线，项目建设完成并全部达产后，每年将新增产能 4500 万支/盒；除此之外，项目拟于 2 号车间设置提取生产线，用于提取部分原料，提取规模为 75 吨/年。

本次新建的生产线具备高度自动化水平的生产能力,投产后有利于提高劳动生产率和准确率,提高产品质量和生产稳定性,有利于降低生产成本,缩短生产周期,保证生产均衡性,有利于生产数据的采集、归纳、统一和分析。

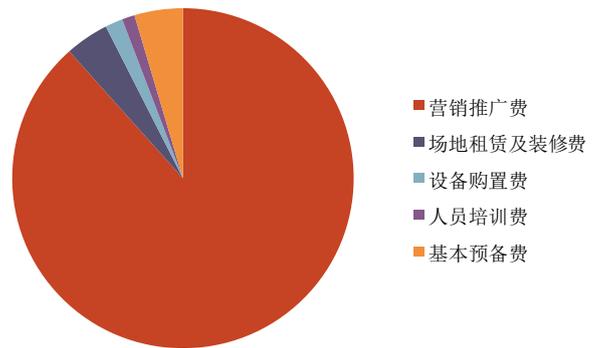
公司目前委托加工模式生产产品的成本占比为 74.09% (2019 年)、71.60% (2020 年上半年),仍以外协占主导。化妆品企业在企业发展早中期通常选择通过委托加工的方式将生产环节委托给委托加工厂商,集中有限资源专注于产品的渠道建设、品牌营销与研发建设。在企业发展到一定规模后,为了进一步控制生产成本,同时更有效保障产品质量,企业会逐步降低委托加工的比例,提高自产比例。该项目建设完成后将有助于充分发挥公司规模经济优势,提高自产规模和占比,提高公司在化妆品市场上的竞争地位,增强公司盈利能力和抗风险能力。

图 77: 公司中央工厂项目投资金额占比 (%)



资料来源: 公司招股说明书

图 78: 公司营销渠道及品牌建设项目投资金额占比 (%)



资料来源: 公司招股说明书

5.2、 营销渠道及品牌建设项目

公司计划投资 6.91 亿元用于营销渠道及品牌建设项目,建设期为三年,三年中的投入主要为基本预备、营销推广、场地租赁及装修、设备购置和人员培训。公司将通过本项目加大品牌推广投入,加大线上、线下渠道推广力度,同时新增线下品牌形象店、线下智慧零售店以及线下售后服务点,提升公司品牌影响力和渠道竞争优势。具体营销渠道计划投入如下:

- 1) 公司品牌推广投入主要包括:硬广投入、IP 合作、代言人合作等;
- 2) 公司线上渠道推广投入主要包括:活动资源包购买、线上直播、广告投入等;
- 3) 公司线下渠道推广投入主要包括:营销活动运营、消费者教育、营销物料投入、终端网点生动化陈列等。
- 4) 公司计划通过新增线下品牌形象店、线下智慧零售店以及线下售后服务点等形式,拓展营销网络的广度和深度,实现线上、线下销售的进一步融合,促进产品的销售,增强公司品牌的盈利变现能力。

本项目实施后将对公司销售业务产生明显的促进作用,提升公司市场营销能力,有力支撑公司业务的持续增长。项目本身不直接产生经济收入,其效益体现在公司通过销售收入实现的整体经济效益中。

表 11: 公司营销渠道及品牌建设项目中投入最大的营销推广费投入详细

编号	项目	总投资金额 (百万元)	占比 (%)
	营销推广费	611.30	100.00%
1	品牌推广费用	252.00	41.22%
1.1	硬广投入费用	193.00	31.57%
1.2	IP 合作费	9.00	1.47%
1.3	代言人合作费用	50.00	8.18%
2	线上渠道推广费用	200.00	32.72%
2.1	站内资源包购买	45.00	7.36%
2.2	直播费用	45.00	7.36%
2.3	广告投入费用	110.00	17.99%
3	线下渠道推广费用	159.30	26.06%
3.1	运营费用	39.54	6.47%
3.2	消费者教育	41.57	6.80%
3.3	营销物料	72.48	11.86%
3.4	终端陈列费用	5.70	0.93%
对比公司 2020 年财务数据			
	销售费用	1262.56	
	其中: 渠道及广告宣传费	867.16	

资料来源: 公司招股说明书, 公司 2020 年财报

6、估值与盈利预测

6.1、关键假设与盈利预测

按渠道划分, 我们预测公司未来线上渠道收入将继续保持较高速增长, 同时线下渠道在 21 年疫情对线下客流影响减弱后迎来增速回升, 预计 20~23 年线上渠道收入同比增速分别为 48%、48%、40%、35%, 线下渠道收入同比增速分别为 7%、28%、27%、25%。

毛利率方面, 我们认为未来线上线下各渠道毛利率将基本保持稳定, 但随着线上渠道增速相对较高、占比提升, 业务结构变化影响毛利率走势, 预计 21~23 年公司总体毛利率分别为 80.24%、80.19%、80.13%。

费用率方面, 我们认为随着流量成本和获客引流费用的持续上行, 以及公司加大品牌建设和营销推广相关投入、巩固长期品牌竞争力, 销售费用率 20 年开始较之前有所提升, 但随着规模效应体现和品牌力提升, 销售费用率预计稳中略降; 管理费用率预计基本保持稳定; 财务费用率预计随着 IPO 资金到位、将出现同比下降。

综上, 预计公司 2021~2023 年营业收入分别为 38.81、53.45、71.27 亿元, 同比增长 44.17%、37.72%、33.35%; 归母净利润分别为 7.91、10.81、14.54 亿元, 同比增长 45.52%、36.63%、34.56%; EPS 分别为 1.87、2.55、3.43 元。

表 12: 公司收入和利润数据及未来预测

	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E
线上渠道收入 (百万元, 下同)	488.38	881.79	1483.68	2199.06	3251.12	4545.76	6128.93
YOY%		80.55%	68.26%	48.22%	47.84%	39.82%	34.83%
毛利率%	79.05%	79.62%	78.33%	78.89%	78.98%	79.02%	79.02%
线下渠道收入	298.13	347.94	450.76	482.90	619.82	788.92	988.24
YOY%		16.71%	29.55%	7.13%	28.35%	27.28%	25.27%
毛利率%	85.80%	86.10%	86.83%	88.12%	87.19%	87.20%	87.23%
主营业务收入合计	786.51	1229.73	1934.45	2681.96	3870.94	5334.68	7117.17
YOY%		56.35%	57.31%	38.64%	44.33%	37.81%	33.41%
毛利率%	81.61%	81.45%	80.31%	80.56%	80.29%	80.23%	80.16%
其他业务收入	11.53	10.76	9.30	9.84	9.86	9.86	9.86
YOY%		-6.68%	-13.60%	5.84%	0.15%	0.00%	0.00%
毛利率%	58.87%	47.63%	61.36%	54.51%	60.00%	60.00%	60.00%
营业收入合计	798.04	1240.49	1943.75	2691.80	3880.77	5344.50	7126.98
YOY%		55.44%	56.69%	38.49%	44.17%	37.72%	33.35%
毛利率%	81.28%	81.16%	80.22%	80.46%	80.24%	80.19%	80.13%
营业毛利	648.65	1006.78	1559.27	2165.83	3114.01	4285.89	5711.24
销售费用率%	41.09%	40.52%	43.39%	46.90%	47.00%	46.50%	46.00%
管理费用率%	10.92%	9.94%	7.04%	6.27%	6.60%	6.50%	6.50%
研发费用率%	3.62%	3.71%	2.78%	2.36%	3.00%	3.00%	3.00%
财务费用率%	0.23%	-0.08%	-0.07%	-0.03%	-1.89%	-1.11%	-0.79%
归母净利润	153.63	260.53	411.95	543.51	790.92	1,080.64	1,454.09
YOY%		69.58%	58.12%	31.94%	45.52%	36.63%	34.56%
EPS (元/股)	0.36	0.62	0.97	1.28	1.87	2.55	3.43

资料来源: 公司招股说明书, 光大证券研究所预测

6.2、相对估值

公司主营为化妆品品牌业务, 我们选取业务类似的 A 股化妆品品牌类上市公司珀莱雅、上海家化、水羊股份、丸美股份, 另外华熙生物虽然有透明质酸原料和医疗终端业务, 但其目前功能性护肤品自有品牌业务占比已经较高, 亦作为同业公司来进行对比。

同业可比上市公司 2021~2022 年平均 PE 为 60 倍、44 倍, 考虑到公司在细分敏感肌市场的龙头品牌地位, 以及线上占比高、成长性领先于同业, 当前公司虽然 PE 估值较高, 但反映了其产品力和品牌力溢价, 并且未来可通过高成长逐步消化。

表 13: 可比公司估值比较

公司名称	收盘价 (元)	EPS (元)				PE (X)				CAGR	PEG	市值 (亿元)
	2021/4/15	19A	20A	21E	22E	19A	20A	21E	22E			
珀莱雅	175.45	1.95	2.38	3.04	3.77	90	74	58	47	24.54%	2.35	353
上海家化	44.17	0.82	0.63	0.74	1.13	54	70	60	39	11.07%	5.38	299
水羊股份	22.96	0.07	0.34	0.55	0.84	347	67	42	27	133.07%	0.31	94
丸美股份	50.26	1.28	1.32	1.56	1.84	39	38	32	27	12.78%	2.52	202
华熙生物	179.84	1.22	1.35	1.67	2.24	147	134	107	80	22.38%	4.80	863
同业平均	-	-	-	-	-	135	76	60	44	-	-	-
贝泰妮	189.88	0.97	1.28	1.87	2.55	195	148	102	74	37.92%	2.68	804

注: 2020 年 EPS 贝泰妮、华熙生物、上海家化、水羊股份采用已公布数据, 珀莱雅、丸美股份采用 Wind 一致预期。

资料来源: 其他同业公司预测为 wind 一致预期, 贝泰妮为光大证券研究所预测, 股价日期为 2021 年 4 月 15 日

6.3、绝对估值

1、长期增长率: 由于化妆品行业和公司目前仍处于成长期、行业景气度相对较高, 假设长期增长率为 3%;

2、β 值选取: 采用化妆品行业上市公司的行业平均 β 作为公司无杠杆 β 的近似;

3、税率: 我们预测公司未来税收政策较稳定, 结合公司过去几年的实际税率, 假设公司未来税率稳定、为 16.62%。

表 14: 绝对估值核心假设表

关键性假设	数值
第二阶段年数	8
长期增长率	3.00%
无风险利率 Rf	3.17%
β(levered)	0.97
Rm-Rf	4.33%
Ke(levered)	7.38%
税率	16.62%
Kd	0.00%
Ve	11441.32
Vd	0.00
目标资本结构	25.00%
WACC	5.54%

资料来源: 光大证券研究所预测

表 15: 现金流折现及估值表

	现金流折现值 (百万元)	价值百分比
第一阶段	3432.20	3.69%
第二阶段	14349.48	15.42%
第三阶段 (终值)	75257.80	80.89%
企业价值 AEV	93039.48	100.00%
加: 非经营性净资产价值	(1.75)	0.00%
减: 少数股东权益 (市值)	5.63	-0.01%
减: 债务价值	0.00	0.00%
总股本价值	93032.11	99.99%
股本 (百万股)	423.60	
每股价值 (元)	219.62	
PE (隐含)	117.62	
PE (动态)	101.70	

资料来源: 光大证券研究所预测

表 16: 敏感性分析表

WACC	2.00%	2.50%	3.00%	3.50%	4.00%
5.04%	199.77	231.43	278.64	356.52	509.39
5.29%	182.76	208.66	245.89	303.93	407.01
5.54%	168.18	189.67	219.62	264.27	337.94
5.79%	155.55	173.59	198.10	233.31	288.22
6.04%	144.51	159.81	180.14	208.48	250.73

资料来源: 光大证券研究所预测

表 17: 各类绝对估值法结果汇总表

估值方法	估值结果	估值区间		敏感度分析区间
FCFF	219.62	144.51	— 509.39	贴现率±0.5%, 长期增长率±1%
APV	155.26	113.25	— 260.20	贴现率±0.5%, 长期增长率±1%
EVA	232.26	156.24	— 525.19	贴现率±0.5%, 长期增长率±1%

资料来源: 光大证券研究所预测

根据以上几种绝对估值、取中值, 得到公司合理价值为每股 219.62 元。

6.4、估值结论与投资评级

我们认为公司细分敏感肌市场行业龙头地位、产品力和品牌力兼具, 成长性突出, 未来期待持续巩固优势、实现持续增长。根据绝对估值方法认为公司合理价值为每股 219.62 元, 预计公司 2021~2023 年 EPS 为 1.87 元、2.55 元、3.43 元, 对应 21~23 年 PE 分别为 102 倍、74 倍、55 倍, 首次覆盖给予“买入”评级。

7、风险分析

线上渠道增速放缓或者竞争加剧的风险

线上销售渠道是公司实现销售收入最重要的销售渠道，2020 上半年该渠道收入占比为 83.16%。国际品牌与新兴品牌加大线上投入，化妆品品牌线上渠道竞争加剧，可能对公司线上销售产生不利影响。

越来越多的国内化妆品品牌也在积极推出针对敏感肌肤护理相关的产品，公司具有竞争优势的细分市场的竞争变得越来越激烈。若公司不能及时开发出适应市场需求的新产品，可能会影响公司在细分市场的领先地位，使盈利受到不利影响。

销售平台相对集中的风险

2017 年~2020H1，公司通过天猫（包括天猫超市）、唯品会、京东、微信四大平台总共实现的销售收入占其主营业务收入比重分别为 55.85%、67.01%、73.18%和 79.79%，对公司影响较大。如果公司未来出现与上述平台之间的合作关系发生变化、平台流量下滑、平台销售政策及收费标准出现调整等情况，且未能及时拓展其他具有竞争力的平台，则公司的经营业绩可能受到不利影响。

获客成本快速增长的风险

公司获客成本支出主要分布于线上的主要电商平台，2017 年~2020H1 公司获客费用率不断上升，分别为 5.73%、8.46%、9.99%及 14.66%。近年互联网流量红利效应逐渐减弱，电商平台的商家竞争日趋激烈，公域流量获客性价比下降。如果公司未来不能及时开拓低成本的获客渠道，制定高效的获客策略，获客成本可能进一步提高，获客效率下降，进而影响公司的盈利能力。

对单一品牌依赖度较高、产品系列相对集中的风险

“薇诺娜”品牌是公司收入的主要来源，2017~2020H1 该品牌实现的销售收入占主营业务收入的比重分别为 99.68%、99.85%、99.37%和 99.06%，其中畅销的“舒敏系列”同期的销售收入占主营业务收入比重分别为 39.23%、39.09%、38.11%和 32.06%。若未来“薇诺娜”品牌发生运营策略失败、遭受重大负面新闻等情况，或“舒敏系列”等畅销产品因质量问题、产品定位不当等原因出现销量下滑，将会对公司整体经营业绩造成较大影响。

新品牌发展前景不稳定的风险

公司以薇诺娜品牌为中心拓展品牌矩阵，以覆盖更广的消费人群、延伸消费段位，但在细分领域中面对不同竞争压力，新品牌培育和拓展存在不确定性，若拓展新品牌策略失败，可能会对公司带来业绩打击。

新股股价波动风险

公司于 2021 年 3 月 25 日上市，目前上市时间较短，股价可能存在波动。

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	1,944	2,692	3,881	5,345	7,127
营业成本	385	526	767	1,059	1,416
折旧和摊销	12	14	20	31	41
税金及附加	35	46	78	107	143
销售费用	843	1,263	1,824	2,485	3,278
管理费用	137	169	256	347	463
研发费用	54	63	116	160	214
财务费用	-1	-1	-74	-60	-56
投资收益	0	3	2	2	2
营业利润	502	650	949	1,299	1,742
利润总额	502	648	949	1,300	1,742
所得税	89	104	158	219	287
净利润	413	544	792	1,081	1,455
少数股东损益	1	0	1	1	1
归属母公司净利润	412	544	791	1,081	1,454
EPS(按最新股本计)	0.97	1.28	1.87	2.55	3.43

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	515	431	715	973	1,344
净利润	412	544	791	1,081	1,454
折旧摊销	12	14	20	31	41
净营运资金增加	224	330	354	487	592
其他	-132	-457	-450	-625	-744
投资活动产生现金流	-61	-86	-189	-148	-93
净资本支出	-61	-89	-191	-125	-95
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	0	3	2	-23	2
融资活动现金流	-178	-121	2,958	-99	-160
股本变化	311	0	64	0	0
债务净变化	15	-15	0	0	0
无息负债变化	-5	92	186	181	221
净现金流	276	224	3,484	727	1,091

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	80.2%	80.5%	80.2%	80.2%	80.1%
EBITDA 率	28.2%	25.8%	23.7%	24.3%	24.7%
EBIT 率	27.1%	24.9%	23.2%	23.7%	24.1%
税前净利润率	25.8%	24.1%	24.5%	24.3%	24.4%
归母净利润率	21.2%	20.2%	20.4%	20.2%	20.4%
ROA	38.1%	33.9%	14.5%	16.5%	18.1%
ROE (摊薄)	54.5%	45.3%	16.2%	18.6%	20.7%
经营性 ROIC	54.6%	46.7%	43.4%	45.6%	48.6%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	30%	25%	11%	12%	12%
流动比率	3.16	3.56	8.81	8.00	7.63
速动比率	2.49	2.91	8.16	7.33	6.94
归母权益/有息债务	50.57	-	-	-	-
有形资产/有息债务	67.20	-	-	-	-

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	1,084	1,602	5,463	6,567	8,027
货币资金	527	752	4,236	4,963	6,054
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	112	187	254	352	469
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	10	10	15	21	28
存货	199	254	371	508	677
其他流动资产	73	160	160	160	160
流动资产合计	935	1,391	5,082	6,067	7,473
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	59	69	127	172	203
在建工程	2	41	126	155	161
无形资产	46	55	64	73	81
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	8	13	13	13	13
非流动资产合计	148	211	381	500	554
总负债	323	400	586	767	988
短期借款	15	0	0	0	0
应付账款	88	117	176	243	326
应付票据	0	18	23	32	42
预收账款	15	0	39	53	71
其他流动负债	-2	-1	-1	-1	-1
流动负债合计	296	391	577	758	980
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	27	9	9	9	9
非流动负债合计	27	9	9	9	9
股东权益	761	1,202	4,877	5,800	7,039
股本	360	360	424	424	424
公积金	66	112	3,011	3,058	3,058
未分配利润	330	727	1,439	2,315	3,553
归属母公司权益	756	1,199	4,874	5,796	7,034
少数股东权益	5	3	3	4	5

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	43.39%	46.90%	47.00%	46.50%	46.00%
管理费用率	7.04%	6.27%	6.60%	6.50%	6.50%
财务费用率	-0.07%	-0.03%	-1.90%	-1.12%	-0.79%
研发费用率	2.78%	2.36%	3.00%	3.00%	3.00%
所得税率	18%	16%	17%	17%	17%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.00	0.00	0.37	0.51	0.69
每股经营现金流	1.43	1.20	1.69	2.30	3.17
每股净资产	2.10	3.33	11.51	13.68	16.61
每股销售收入	5.40	7.48	9.16	12.62	16.82

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	195	148	102	74	55
PB	90.4	57.0	16.5	13.9	11.4
EV/EBITDA	127.0	100.0	83.9	59.3	43.4
股息率	0.0%	0.0%	0.2%	0.3%	0.4%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE