

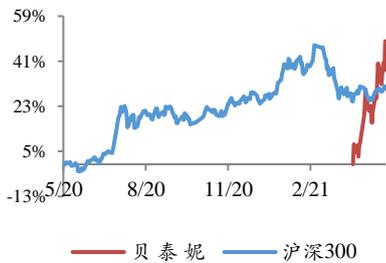
# 卓越研发能力智愈敏肌；差异运营模式强化渠道

## 投资评级：买入（首次）

报告日期：2021-05-05

收盘价 (元)	242.89
近 12 个月最高/最低 (元)	242.89/162.82
总股本 (百万股)	424
流通股本 (百万股)	54
流通股比例 (%)	12.69
总市值 (亿元)	1,029
流通市值 (亿元)	131

### 公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：王洪岩

执业证书号：S0010521010001

邮箱：wanghy@hazq.com

### 相关报告

## 主要观点：

### ● 敏感肌护肤赛道高增长，国货品牌渗透率有望提升

2019 年，全球皮肤学级护肤品市场规模约 144 亿美元（增速+4%）；我国对应的市场规模约人民币 136 亿元（增速+33%）。随着敏感肌困扰的频发及新媒体引导下带动消费者再教育提升，预计 2025 年我国敏感肌护理市场规模有望达到 476 亿元，即 2019-2025 年 CAGR 约 23.2%。

公司旗下薇诺娜品牌市场份额超过雅漾和薇姿成为中国敏感肌 top1，国货新锐崭露头角，市占率快速提升。对标海外成熟市场，国产品牌渗透率有望在中长期进一步提升。

### ● 产品+渠道+营销，多维优势构筑国产敏感肌护肤龙头竞争力

**产品力：**薇诺娜口碑单品富含云南特色植物马齿苋和青刺果活性提取物，修护能力受到学术和皮肤科医生认可。公司重视产品的研发投入，多个新品在研，逐渐形成多品牌矩阵；

**渠道力：**起于药店，受到医生推荐，药房渠道壁垒高；较早布局线上，享受电商增长红利，积累丰富的线上运营经验；积极搭建私域流量池，降低获客成本；

**营销力：**精准营销，专业介绍产品修护敏感肌特点，邀请皮肤科医生带货并参加学术会议，树立品牌专业形象。紧跟流量风口，在众多新媒体平台发力，运营能力明显优于竞品。

### ● 投资建议

目前，我国敏感肌护肤市场具备“空间大+渗透低+高复购+重成分”等特点，处于高成长阶段。公司经过多年发展已成为国内敏感肌护肤赛道的龙头企业，凭借较强的产品力成功打造专业品牌、私域流量转化效率高、积极拥抱新媒体，未来增长确定性高。预计公司 2021~2023 年 EPS 分别为 1.79、2.53、3.39 元/股，对应当前股价 PE 分别为 135、96、72 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

### ● 风险提示

行业竞争加剧、渠道拓展不及预期、营销效果不及预期。

### ● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	2636	3762	5165	6878
收入同比 (%)	35.6%	42.7%	37.3%	33.2%
归属母公司净利润	544	760	1070	1435
净利润同比 (%)	31.9%	39.8%	40.9%	34.1%
毛利率 (%)	76.3%	75.8%	75.9%	76.1%
ROE (%)	45.3%	38.8%	35.3%	32.1%
每股收益 (元)	1.51	1.79	2.53	3.39
P/E	189.30	135.43	96.11	71.68

资料来源：wind，华安证券研究所

## 正文目录

1 专注敏感肌护肤赛道，正在崛起的国货新锐.....	6
1.1 深耕敏感肌护肤领域的国货新锐.....	6
1.2 股权结构稳定，管理层经验丰富.....	6
1.3 盈利水平行业领先，运营效率改善.....	8
2 行业分析：敏感肌护肤蓝海市场.....	10
2.1 中国“颜值经济”火热，化妆品市场渗透率提升空间大.....	10
2.2 竞争格局：本土化+高性价比+新媒体促国货崛起.....	12
2.3 皮肤学级护肤品细分赛道高增长，进入壁垒高.....	14
2.3 敏感肌市场特点：复购率高+注重成分.....	18
2.4 敏感肌护肤品市场规模 2025 年预计超过 470 亿元.....	20
3 研发为本，明星产品生命力持久.....	23
3.1 研发赋能，构筑强大产品力.....	24
3.2 公司产品复购率高，多品牌矩阵形成中.....	28
4 线上+线下相互渗透，私域流量转化效率高.....	30
4.1 线上：新老客户同步增长，积极探索私域流量.....	32
4.2 线下：药房渠道护城河深，拓展空间广.....	35
5 多元化营销，树立专业品牌.....	37
5.1 医生推荐+学术会议，树立品牌专业化形象.....	37
5.2 紧跟流量风口，促进深度种草.....	38
6 盈利预测及投资建议.....	40
盈利预测.....	40
投资建议.....	41
风险提示.....	41
财务报表与盈利预测.....	42

## 图表目录

图表 1 公司深耕敏感肌护肤赛道	6
图表 2 公司股权结构稳定 (截至 2021.3)	7
图表 3 本次募集资金主要用于提高产能及营销项目	7
图表 4 主要管理层经验丰富	8
图表 5 公司营业收入及其增速	8
图表 6 公司收入构成 (%)	8
图表 7 公司毛利及其增速	9
图表 8 归母净利润及其增速	9
图表 9 可比公司毛利率	9
图表 10 可比公司净利率	9
图表 11 公司费用率变化	10
图表 12 可比公司销售费用率 (%)	10
图表 13 存货周转天数	10
图表 14 应收账款周转天数	10
图表 15 全球化妆品市场规模及增速	11
图表 16 中国化妆品市场规模及增速	11
图表 17 2019 年全球化妆品市场分布 (按销售额)	11
图表 18 中国化妆品市场增长 (按定位)	11
图表 19 公各国化妆品市场人均消费额 (美元/人/年)	12
图表 20 外资品牌主导中国化妆品市场	12
图表 21 国产品牌前 20 市场占有率	12
图表 22 具有本土特色的差异化产品	13
图表 23 女性美妆护肤消费者中 18~29 岁年轻女性占比超 50%	13
图表 24 2019 年国产化妆品品牌价格分布	14
图表 25 2019 年外资品牌化妆品品牌价格分布	14
图表 26 国产品牌积极采用新媒体营销方式	14
图表 27 2019 年化妆品细分市场占比	15
图表 28 2019 年护肤品各国人均消费额 (美元/人/年)	15
图表 29 功能性护肤品市场分类	15
图表 30 各国功能性护肤品监管政策	16
图表 31 化妆品功效宣称评价要求	16
图表 32 全球皮肤学级护肤品市场规模及增速	17
图表 33 中国皮肤学级护肤品市场规模级增速	17
图表 34 中国皮肤学级护肤品人均消费额 (美元)	17
图表 35 中国敏感肌市场前五大品牌市占率变化	18
图表 36 2019 年各国敏感肌市占率第一品牌市占率对比 (%)	18
图表 37 敏感肌发作的主要诱因 (%)	19
图表 38 敏感肌主要症状 (%)	19
图表 39 中国女性敏感肌人群画像	19

图表 40: 2020 女性购买美妆护肤产品时主要考虑的因素	20
图表 41: 2020 敏感肌女性选择化妆品的顾虑	20
图表 42 中国女性敏感肌发病率 36.1%	20
图表 43 中国不同敏感肌人群占比	21
图表 44 中国抗敏护肤品人均消费额 (元/人)	21
图表 45 需求角度预计 2025 年中国敏感肌市场规模 478 亿元左右	21
图表 46 各国皮肤学级护肤品占护肤品市场比重	23
图表 47 市场占比方法测算 2025 年中国皮肤学级护肤品市场规模 474 亿元	23
图表 48 公司主要产品	24
图表 49 公司产品富含云南特色活性提取物	25
图表 50 特色成分青刺果和马齿苋舒敏修护功效强	25
图表 51 部分薇诺娜相关学术论文	26
图表 52 2020 年以来薇诺娜医生推荐情况 (部分)	26
图表 53 公司研发费用及增速	27
图表 54 可比公司研发费用率比较	27
图表 55 公司核心技术及应用	27
图表 56 多个专利在申请中	28
图表 57 舒敏保湿特护霜收入占比 (%)	28
图表 58 同行明星单品收入占比对比	28
图表 59 公司自营渠道复购率	29
图表 60 市场对于青刺果油的抗敏效果认知提高	29
图表 61 公司敏感肌护肤市占率第一 (2019)	29
图表 62 2020 年天猫双十一唯一国货	29
图表 63 公司产品矩阵	30
图表 64 多个系列产品在孵化中	30
图表 65 公司形成线上+线下全渠道销售模式	31
图表 66 公司渠道拓展全过程	31
图表 67 线上线下收入及增速	32
图表 68 公司各渠道收入 (百万元)	32
图表 69 公司收入构成 (% , 按渠道)	32
图表 70 公司自营平台收入构成 (%)	32
图表 71 购买频次分布 (%)	33
图表 72 线上自营新客户数量 (万人)	33
图表 73 线上自营单位获客成本 (万元)	33
图表 74 各渠道获客费用率 (%)	33
图表 75 公域流量与私域流量运营过程	34
图表 76 公司流量运营方式	34
图表 77 公域流量与私域流量占线上自营收入的比重 (%)	34
图表 78 公域流量与私域流量占营业收入的比重 (%)	34
图表 79 公域流量与私域流量客单价对比 (%)	35
图表 80 各渠道复购率对比 (%)	35
图表 81 公司线下渠道收入及增速 (百万元、%)	36
图表 82 线下渠道新增客户数量 (家)	36
图表 83 中国零售药店数量及增速	36

图表 84 线下渠道收入按地区拆分 .....	36
图表 85 薇诺娜入住屈臣氏 .....	37
图表 86 屈臣氏中国门店数量 .....	37
图表 87 多元化营销方式 .....	37
图表 88 2020 年中国敏感肌女性品牌认识程度 .....	37
图表 89 产品设计记忆深刻 .....	38
图表 90 疫情前后购买敏感肌护肤品的意见来源 .....	38
图表 91 薇诺娜参加“皮肤学奥运会” .....	38
图表 92 开展知名皮肤科医生线上问诊活动 .....	38
图表 93 2020 中国女性抗敏护肤品信息获取渠道 .....	39
图表 94 公司新媒体营销费用高速增长 .....	39
图表 95 各品牌新媒体平台运营情况(时间: 2021.4.21) .....	39
图表 96 专家+明星+网红共同直播 .....	39
图表 97 IP 跨界营销 .....	40
图表 98 2020 双十一销售额国货第一 .....	40
图表 99 公司盈利预测表 .....	40

# 1 专注敏感肌护肤赛道，正在崛起的国货新锐

## 1.1 深耕敏感肌护肤领域的国货新锐

云南贝泰妮生物科技集团股份有限公司（后简称“公司”）成立于2010年，主营业务集化妆品的生产、研发、销售为一体，专注于敏感肌护肤细分赛道，打造了敏感肌修护领先品牌“薇诺娜”。

**孵化探索期：**滇虹药业于2008年“孵化”出“薇诺娜”产品，当时由于该品牌盈利状况欠佳，因此未能成为公司主要业务，在公司业务构成中占比较小。

**品牌建设期：**2010年公司前身贝泰妮有限成立，最初是“薇诺娜”产品的经销商，从事该品牌系列产品的销售。2011年成立了薇诺娜天猫官方旗舰店。2012年滇虹药业将“薇诺娜”品牌全部资产转让给贝泰妮有限，公司开始独立运营该品牌，并正式成立电商事业部。2014年获得红杉资本投资，发展动力增强。2015年“薇诺娜”成为第一家参与世界皮肤科大会的国货品牌。

**爆发增长期：**2017年以来，公司进入收获期，业绩快速增长，2017-2020年实现营业收入复合增长率约48%。2019年荣登天猫双十一美妆护肤类目TOP9行列，市场份额位列国内皮肤学级护肤品第一。2021年3月，公司成功登陆创业板。

图表 1 公司深耕敏感肌护肤赛道

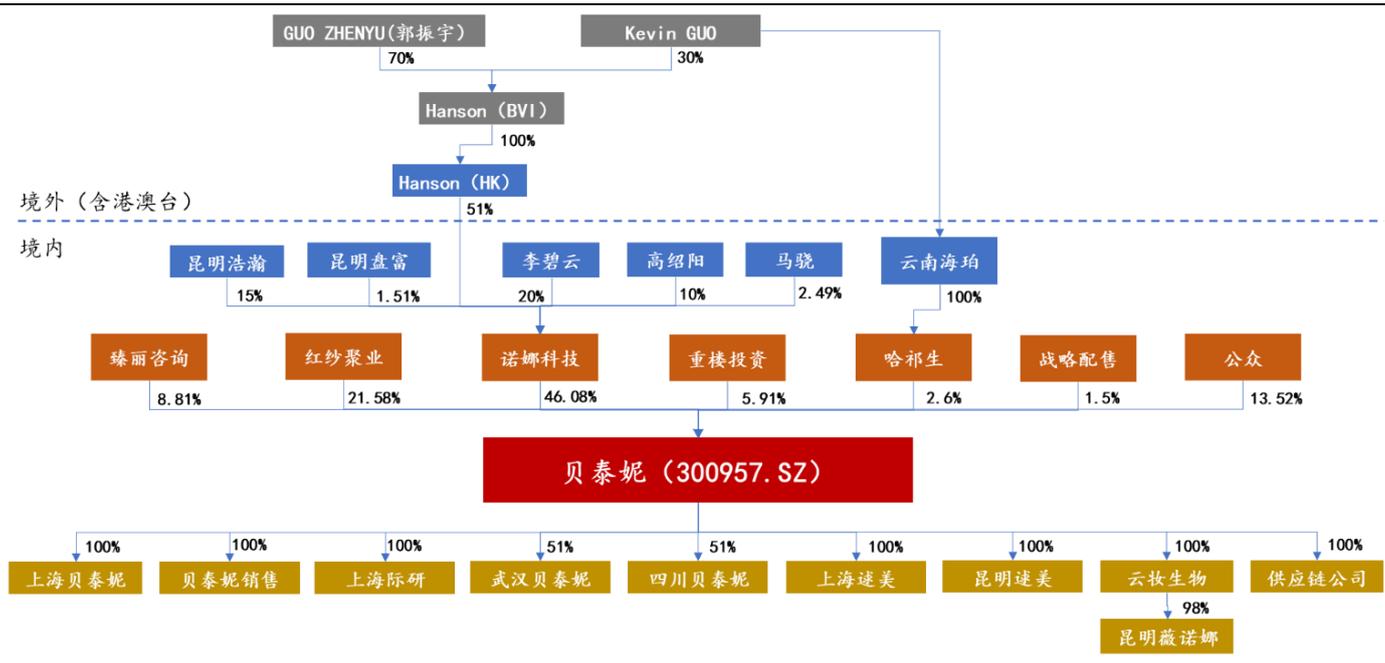


资料来源：公司招股说明书，公司官网，华安证券研究所

## 1.2 股权结构稳定，管理层经验丰富

公司实际控制人为郭振宇，管理层和核心员工参与战略配售：诺娜科技为公司的控股股东，持股占比46.08%；公司实际控制人为郭振宇和Kevin Guo父子，通过诺娜科技和哈祁生间接持股达到26.1%，股权比较集中。公司IPO过程中对于核心管理层及员工进行战略配售，激发员工活力的同时，有助于核心团队形成较强的向心力和稳定性。

图表 2 公司股权结构稳定 (截至 2021.3)



资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

**公司募资主要用于产能基地和营销渠道的建设：**本次募集资金主要投向中央工厂新基地建设项目、营销渠道及品牌建设项目、信息系统升级项目、补充营运资金四个项目。其中，中央工厂新基地建设项目和营销渠道及品牌建设项目资金占比分别为 28.57% 和 45.04%。借力资本赋能，有望提升公司产能规模及巩固渠道优势。

图表 3 本次募集资金主要用于提高产能及营销项目

募集资金投向	项目概况	预计使用募集资金投资金额 (万元)	项目金额占比
中央工厂新基地建设项目	该项目建设目标为 <b>提高公司产能规模</b> ，项目建设完成并全部达产后， <b>每年将新增产能 4,500 万支 (万盒)</b> 。	43,841	28.57%
营销渠道及品牌建设项目	公司将通过本项目 <b>加大线上、线下渠道推广力度</b> ，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。	69,122	45.04%
信息系统升级项目	购置软硬件、新增信息化人员， <b>重新规划公司信息化系统架构</b> 、升级改造 IT 基础架构。	10,506	6.85%
补充营运资金	<b>日常生产经营资金需求</b> ，改善公司财务状况。	30,000	19.55%

资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

**核心管理层大多来自滇虹药业，专业能力强：**公司现有高管人员基本都有滇虹药业从业经验，具有多年的药品研发及销售经验。公司董事长曾任滇虹药业董事长，带领滇虹药业打造了“康王”品牌；主要研发人员具有专业医药背景，曾参与滇虹药业研发及生产过程；外部股东李碧云之女何黎教授就职于昆明医科大学第一附属医院，协助公司完成了专利研究，并为公司提供直播及专家顾问服务。

图表 4 主要管理层经验丰富

姓名	加入时间	职位	负责业务	从业履历
GUO ZHENYU (郭振宇)	2014年6月	董事长、总经理	公司经营管理	曾任 <b>滇虹药业</b> 董事长、总经理
高绍阳	2012年8月	董事、副总经理	公司经营管理	曾任昆明 <b>滇虹药业</b> 有限公司技术员、部门经理， <b>薇诺娜</b> 项目总监；上海 <b>康王</b> 日用化妆品有限公司副总经理， <b>滇虹药业</b> 项目总监
董俊姿	2012年10月	董事、副总经理	负责线上销售业务	曾任 <b>滇虹药业</b> 人事主管、人力资源部经理、人力资源总监、总裁办主任；阳光城集团股份有限公司人力资源总经理
马骁	2013年1月	董事、副总经理	负责研发与供应链	曾任 <b>滇虹药业</b> 研发主管、研发经理，上海 <b>滇虹</b> 副总经理、总经理
余仕汝	2015年7月	中央工厂厂长、监事	负责生产工作	曾任 <b>滇虹药业</b> 技术副总裁
杨祖荣	2017年1月	总经办主任、职工代表监事	负责总经办会议、法务等工作	曾任昆明 <b>滇虹药业</b> 销售有限公司质量负责人、投资部经理、总裁办副主任、总裁办主任、行政部经理
王飞飞	2014年12月	研发总监	负责研发工作	曾任 <b>滇虹</b> 有限研发工程师、研发主管、研发部经理、研发总监、研发中心主任

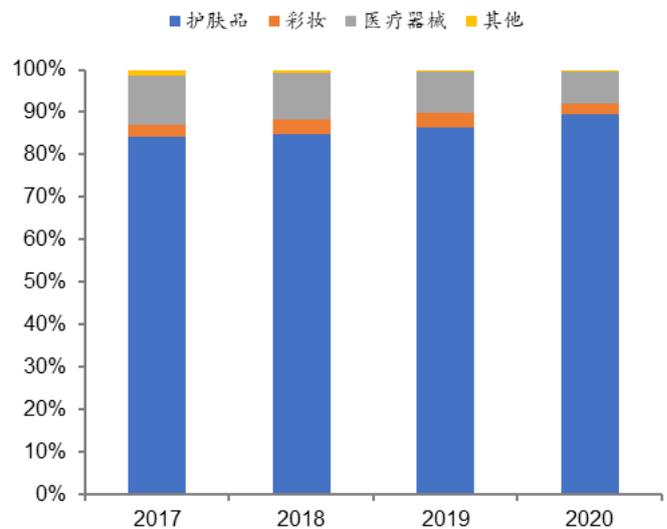
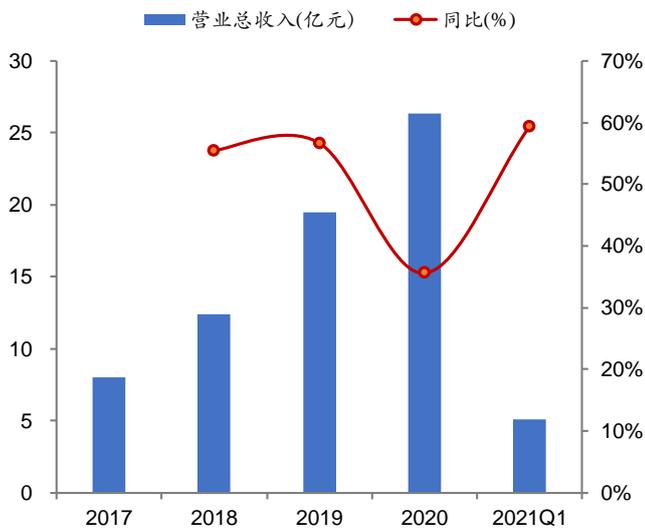
资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

### 1.3 盈利水平行业领先，运营效率改善

营业收入快速增长，护肤品业务为主要贡献力量：公司2018~2020年营业收入分别为8/12/19/26亿元，复合增长率为48%。2020年受疫情影响收入增长有所放缓，但依然维持在36%的较优水平。公司主营业务构成稳定，2020年护肤品收入贡献达到89.5%。

图表 5 公司营业收入及其增速

图表 6 公司收入构成 (%)

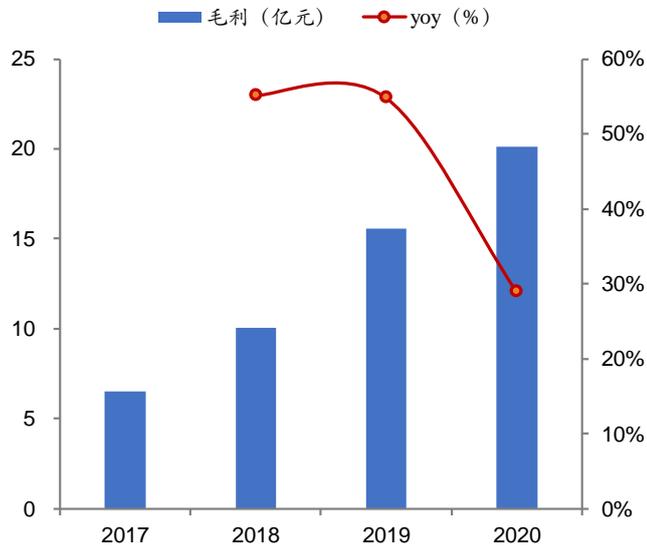


资料来源：wind，华安证券研究所

资料来源：wind，华安证券研究所

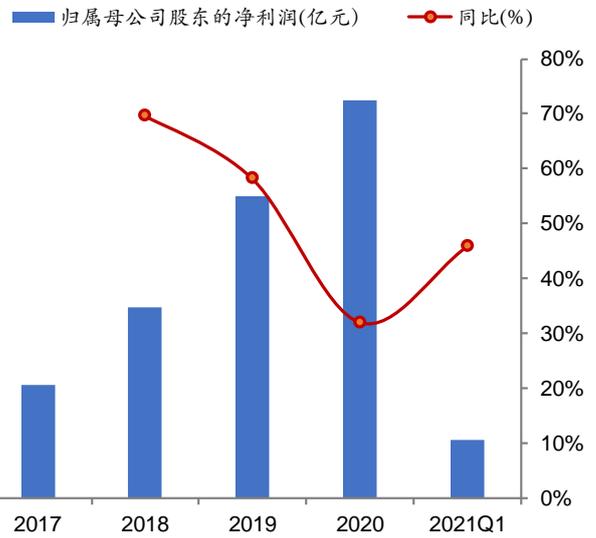
公司毛利率和净利率位维持在较高水平：受疫情影响，公司 2020 年毛利润和净利润增速有所回落。公司 2017-2019 年毛利率均高于 80%，高于同业可比公司。2020 年剔除会计政策调整影响全年毛利率 80.46%；2018-2020 公司净利率分别为 19.5%/21.2%/21.3%/20.6%，净利率在 20% 左右，在同行中处于前列。

图表 7 公司毛利及其增速



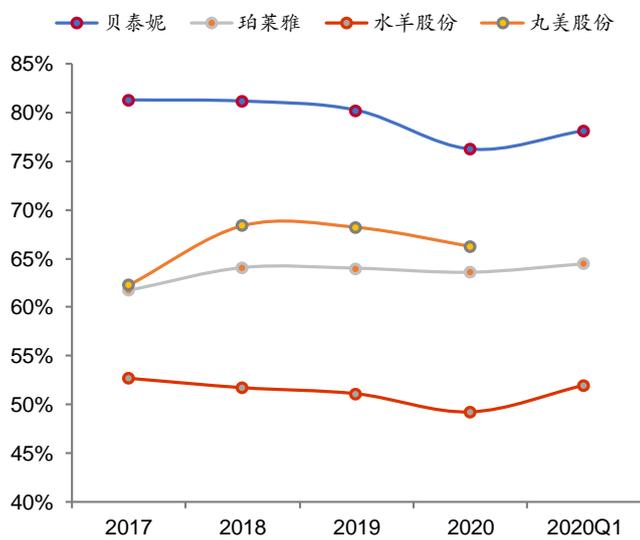
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 8 归母净利润及其增速



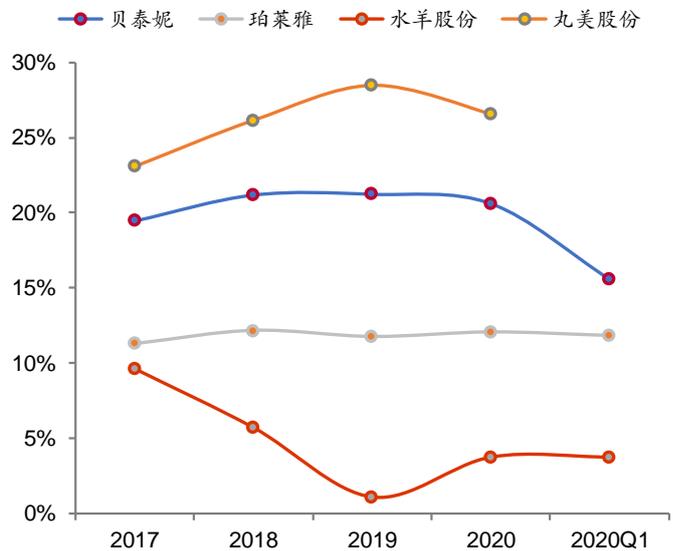
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 9 可比公司毛利率



资料来源：wind，华安证券研究所

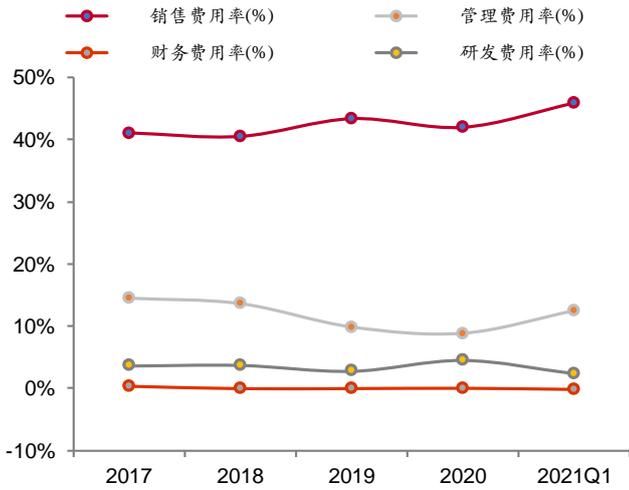
图表 10 可比公司净利率



资料来源：wind，华安证券研究所

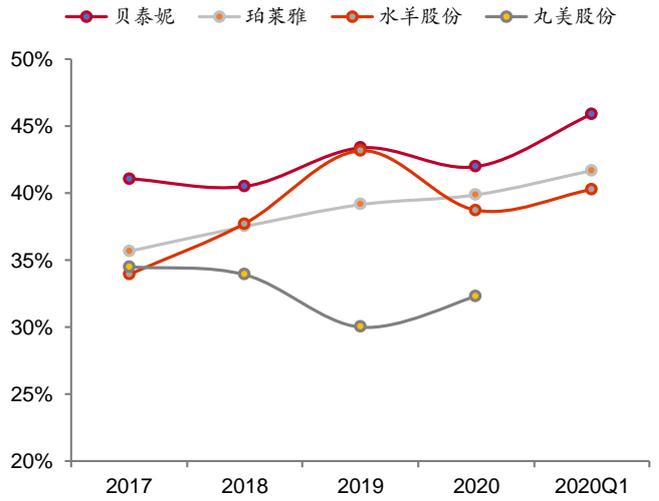
公司销售费用率有所提升，管理费用率呈下降态势：公司 2018-2020 销售费用率分别为 40.5%/43.4%/42.0%，与可比公司相比处于行业较高水平，主要是随着规模提升在广告及渠道营销加大投入。但是，公司管理费用率在 2018-2020 分别为 13.7%/9.8%/8.8%，逐年下降，规模效应下彰显公司强效的管理能力。

图表 11 公司费用率变化



资料来源: wind, 华安证券研究所

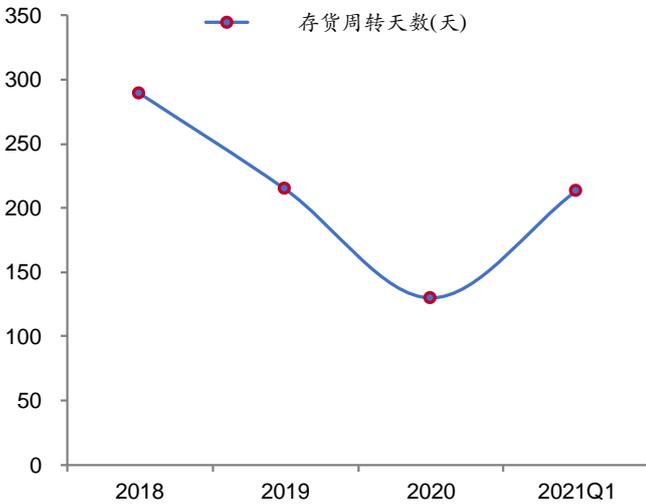
图表 12 可比公司销售费用率 (%)



资料来源: wind, 华安证券研究所

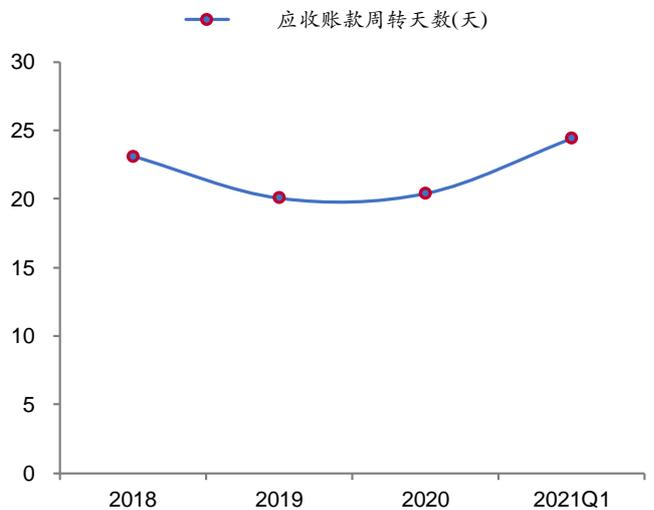
**公司存货和应收账款周转持续改善:** 公司的存货周转天数从 2018 年的 289 天减少为 2020 年的 130 天, 2018~2020 公司应收账款周转天数分别为 23.11/20.06/20.41 天, 公司的存货和应收账款周转效率提升, 营运效率改善。2020Q1 公司存货周转天数提高, 主要是因为公司为第二季度促销活动备货。

图表 13 存货周转天数



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 14 应收账款周转天数



资料来源: wind, 华安证券研究所

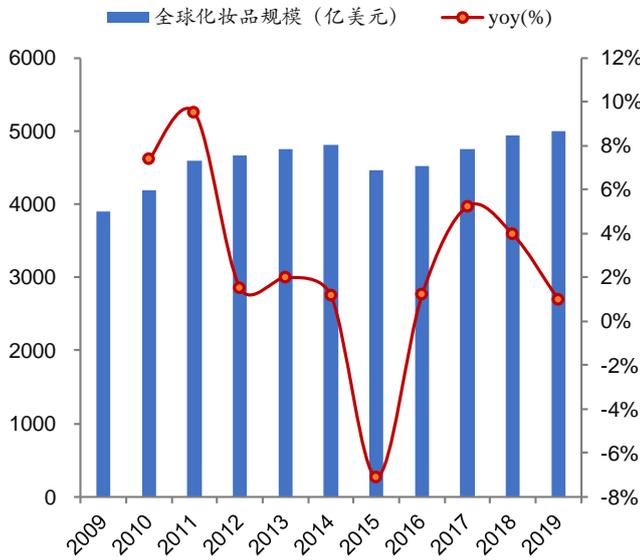
## 2 行业分析: 敏感肌护肤蓝海市场

### 2.1 中国“颜值经济”火热, 化妆品市场渗透率提升空间大

**中国化妆品市场增速高于全球增速:** 随着中国国内经济的发展及人均可支配收入的增长, 中国“颜值经济”迅速崛起, 目前中国已经成为全球第二大化妆品市场, 2019 年中国化妆品市场在全球占比为 14%, 仅次于美国市场的 19%。2019 年全球

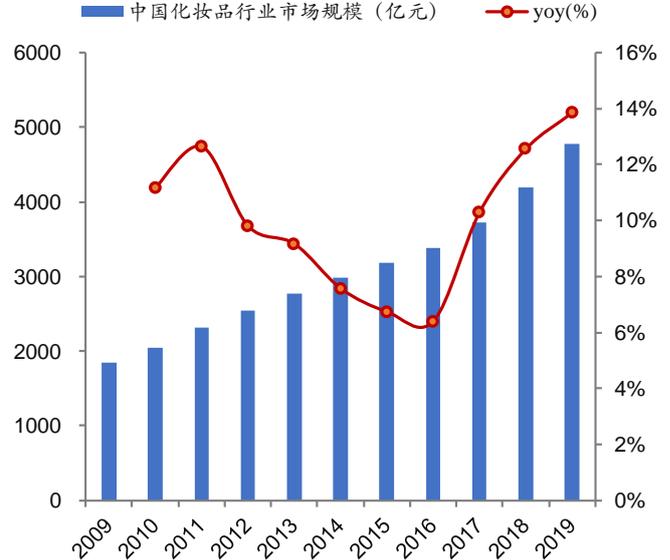
化妆品市场规模为 4996 亿美元，增速为 1%，全球化妆品行业增长趋于稳定，而中国在 2019 年市场规模为 4777 亿元，增速达到 14%，其中高端市场增速达到 31%，大众市场增速为 8%，目前中国化妆品市场已经成为高增长的赛道。

图表 15 全球化妆品市场规模及增速



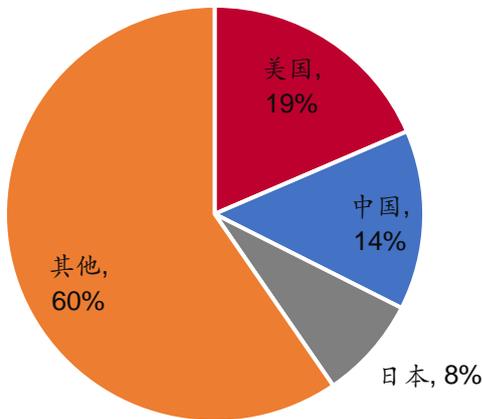
资料来源：欧睿，前瞻产业研究院，华安证券研究所

图表 16 中国化妆品市场规模及增速



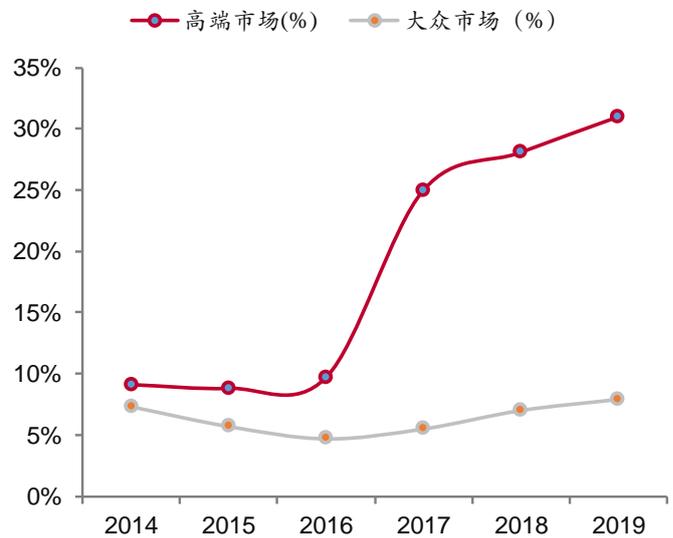
资料来源：欧睿，前瞻产业研究院，华安证券研究所

图表 17 2019 年全球化妆品市场分布 (按销售额)



资料来源：欧睿，前瞻产业研究院，华安证券研究所

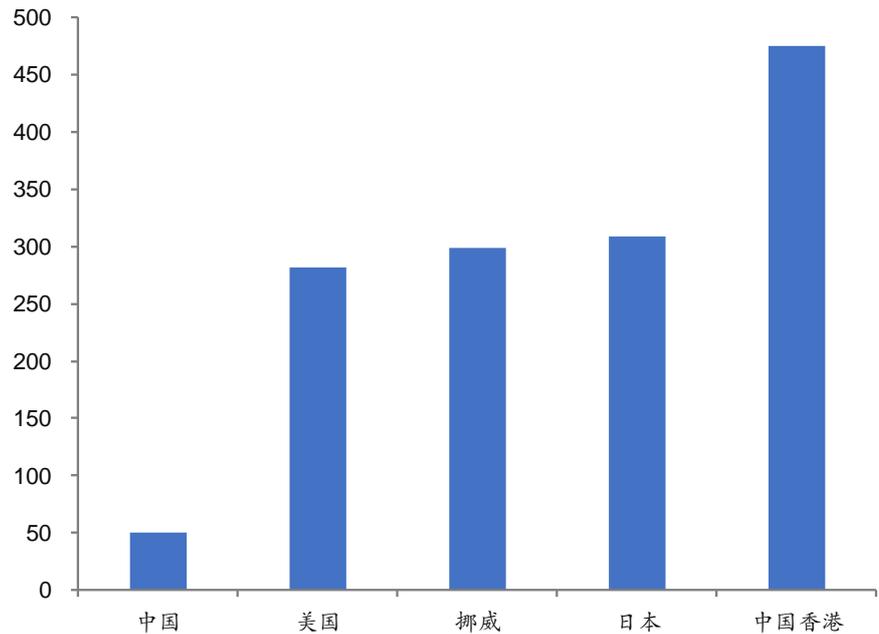
图表 18 中国化妆品市场增长 (按定位)



资料来源：艾瑞咨询，华安证券研究所

**对标海外，中国化妆品人均消费额还有 6 倍增长空间：**中国化妆品市场起步较晚，市场教育还在进行中，2019 年中国化妆品市场人均消费额 50 美元，美国、挪威、日本的人均消费额分别为 282/299/209 美元，而中国香港的人均消费额达到了 475 美元，与美国、挪威、日本相比，中国人均消费额还有 6 倍增长空间，与中国香港相比则还有 8 倍以上增长空间。

图表 19 公各国化妆品市场人均消费额 (美元/人/年)

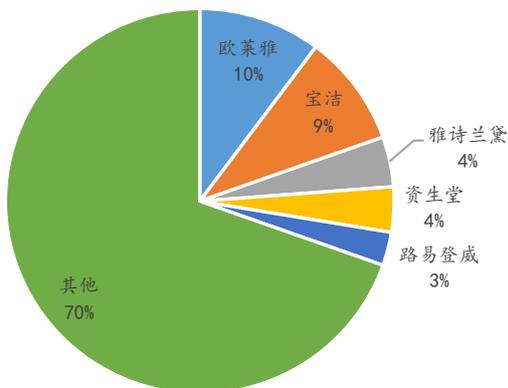


资料来源：欧睿，华安证券研究所

## 2.2 竞争格局：本土化+高性价比+新媒体促国货崛起

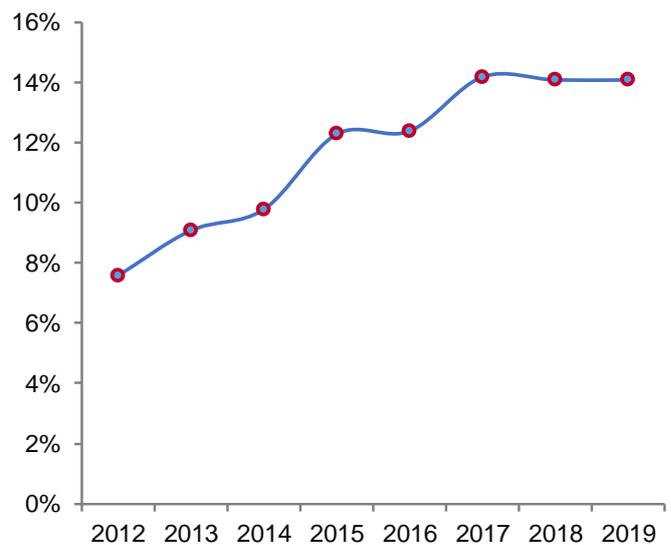
外资品牌主导中国化妆品市场，国产品牌市占率持续提升：中国化妆品市场仍以外资企业为主，总体集中度较低，2019 年中国化妆品市场前 5 大品牌是分别是欧莱雅、宝洁、雅诗兰黛、资生堂和路易登威，总市占率为 30%。随着 90 后消费人群的崛起及国货在产品 and 营销等方面发力，国产品牌前 20 市占率提升比较显著，由 2012 年的 8% 提升为 2019 年 14%。

图表 20 外资品牌主导中国化妆品市场



资料来源：欧睿，华安证券研究所

图表 21 国产品牌前 20 市场占有率



资料来源：欧睿，华安证券研究所

**国产品牌结合本土特色，采用差异化产品策略：**中国国产品牌对于本土的肤质与消费需求把握更为准确，多家国产品牌通过差异化产品定位在化妆品细分市场快速增长。如佰草集、百雀羚、相宜本草等品牌强调中草药及植物草本护肤，珀莱雅主打海洋护肤，御泥坊矿物泥浆护肤，本土品牌结合中国特色，着眼细分赛道增长空间。

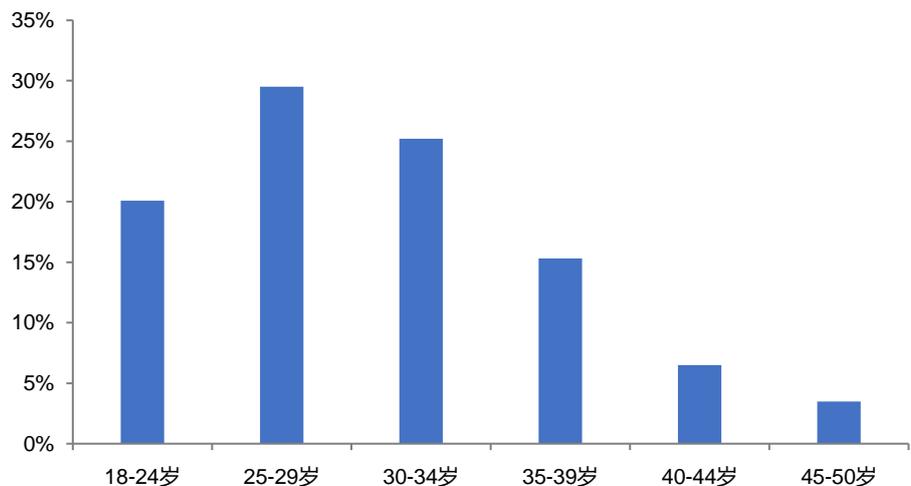
图表 22 具有本土特色的差异化产品



资料来源：各公司官网及公告，华安证券研究所

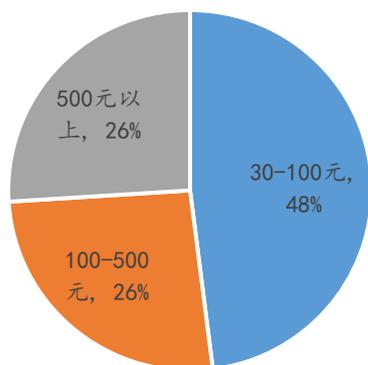
**年轻女性乐于尝试高性价比的国货品牌：**根据艾瑞咨询，中国女性美妆护肤消费者中 18-29 岁的年轻女性的占比已经达到了一半，他们对于国货品牌的接受度更高，并且愿意尝试新鲜产品及爆品。并且由于这些人群基本是大学生及初入职场的年轻女性，在选择护肤品时会考虑在需求范围内性价比更高的产品，国货品牌相对于外资大牌来说具有更高的性价比。

图表 23 女性美妆护肤消费者中 18~29 岁年轻女性占比超 50%



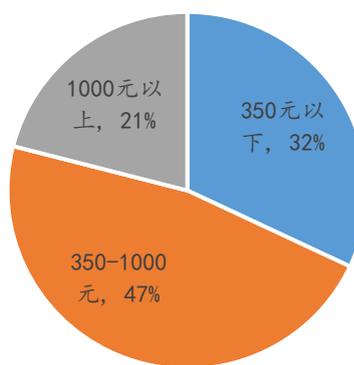
资料来源：艾瑞咨询，华安证券研究所

图表 24 2019 年国产化妆品品牌价格分布



资料来源：海豹研究院，华安证券研究所

图表 25 2019 年外资品牌化妆品品牌价格分布



资料来源：海豹研究院，华安证券研究所

**新媒体营销刺激消费：**微博、微信、小红书、抖音等平台的快速发展使明星、网红等利用图片和短视频等在社交媒体传播分享护肤体验和知识，扩展了营销触及的广度及深度，短视频对于商品的展示生动直观，很容易刺激消费者的购买欲望。2020 年电商渠道成为中国女性抗敏护肤品购买的主要渠道，国产品牌通过与李佳琦、薇娅等网红和 KOL 合作，把握新媒体机会进行营销，促进销售增长。

图表 26 国产品牌积极采用新媒体营销方式

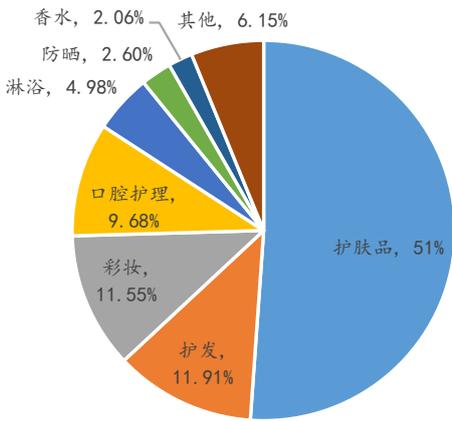


资料来源：艾媒咨询，公开资料经整理，华安证券研究所

### 2.3 皮肤学级护肤品细分赛道高增长，进入壁垒高

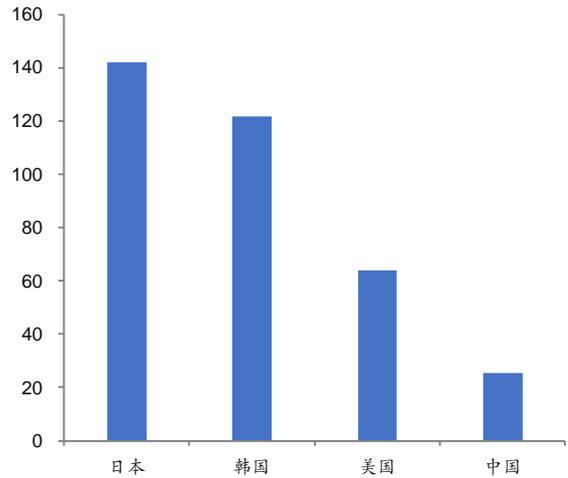
**护肤品在化妆品市场中占比最高，渗透率还处于较低水平：**护肤品是化妆品市场中占比最大的品类，2019 年中国护肤品市场占比达到 51%，护肤品市场规模超过 2000 亿元。从渗透率来看，中国护肤品人均消费金额与发达国家还有较大差距，2019 年中国护肤品人均消费金额 25 美元，约为美国的 40%，韩国的 21%，日本的 18%，中国护肤品市场增长潜力巨大。

图表 27 2019 年化妆品细分市场占比



资料来源：欧睿，前瞻产业研究院，华安证券研究所

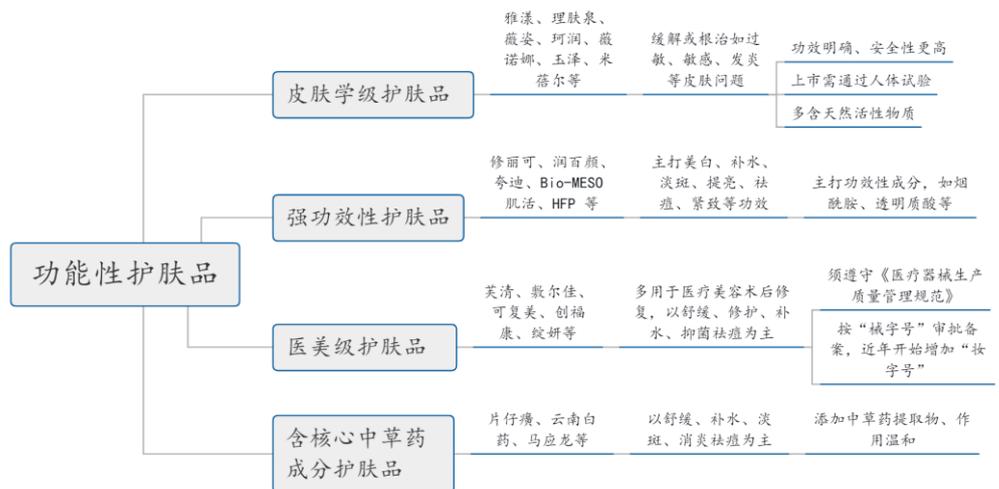
图表 28 2019 年护肤品各国人均消费额 (美元/人/年)



资料来源：欧睿，华安证券研究所

**功能性护肤品具有药和化妆品双重属性，监管更为严格：**随着人们生活水平的提高，对于肌肤问题也越来越重视，对于护肤品的要求不仅仅只局限于清洁、保湿等基础护肤，而是要求其更加精细化，如抗敏、美白、修复、除皱等功能受到人们的关注，这些专门针对问题性皮肤，有一定治疗作用的药理性护肤品通常被称为功能性护肤品。目前，功能性护肤品分为四类，其中皮肤学级护肤品主要是用于缓解缓解或根治如过敏、敏感、发炎等皮肤问题，产品安全性高，上市通常需要通过人体试验。在监管方面，只有日本确立了药妆的法定地位，但是美国、日本和欧美都是将其按照药品进行监管。中国在 2019 年禁止了美妆企业以“药妆”、“医学护肤品”的名义注册或备案产品，品牌营销功能性护肤品更多以专业科学护肤、活性化妆品、特殊用途化妆品等概念向消费者进行宣传。2021 年 4 月 9 日，国家药品监督管理局发布《化妆品功效评价规范》，明确宣称适用于敏感肌的化妆品应当通过消费者使用测试或人体功效评价试验的方式进行功效宣称评价，进一步提高了敏感肌赛道的进入壁垒，利好规范经营的化妆品龙头企业。

图表 29 功能性护肤品市场分类



资料来源：华安证券研究所整理

图表 30 各国功能性护肤品监管政策

中国	化妆品分为 <b>特殊和非特殊用途</b> ，上市前都要通过审批，获得颁发许可证方可生产。
美国	FDA 规定“ <b>产品可以是药品、化妆品或两者兼而有之</b> ”。如果化妆品同时属于药品，则 <b>按药物</b> 进行更高要求的监管。
欧盟	如果一个产品 <b>同时具有药品和化妆品的功能</b> ，该产品应 <b>按照药品</b> 进行管理。
日本	单独设立了普通产品和药品之间的“ <b>医药品外部</b> ”，给予“ <b>药妆</b> ”法定地位。在 <b>管理上属于药品</b> ，但在销售时不如药品严格，任何人都可以购买。

资料来源：华安证券研究所整理

图表 31 化妆品功效宣称评价要求

功效宣称	人体功效评价试验	消费者使用测试	实验室试验	文献资料或研究数据
防脱发	√			
祛斑美白	√			
防晒	√			
祛痘	√			
滋养	√			
修护	√			
抗皱	*	*	*	△
紧致	*	*	*	△
舒缓	*	*	*	△
控油	*	*	*	△
去角质（非物理作用）	*	*	*	△
防断发	*	*	*	△
去屑	*	*	*	△
保湿	*	*	*	*
护发	*	*	*	*
宣称无泪配方	√			
<b>宣称适用于敏感皮肤（肌肤）</b>	*	*		
宣称温和（无刺激）	*	*	*	△
宣称量化指标的 （时间、统计数据等）	*	*	*	△
宣称新功效	根据具体功效宣称选择合适的评价依据。			

资料来源：国家药监局，华安证券研究所

注：1. 选项栏中画√的，为必做项目；

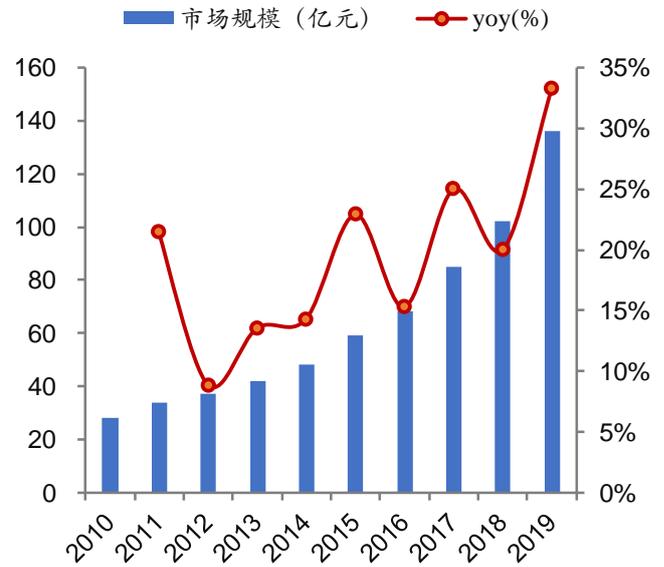
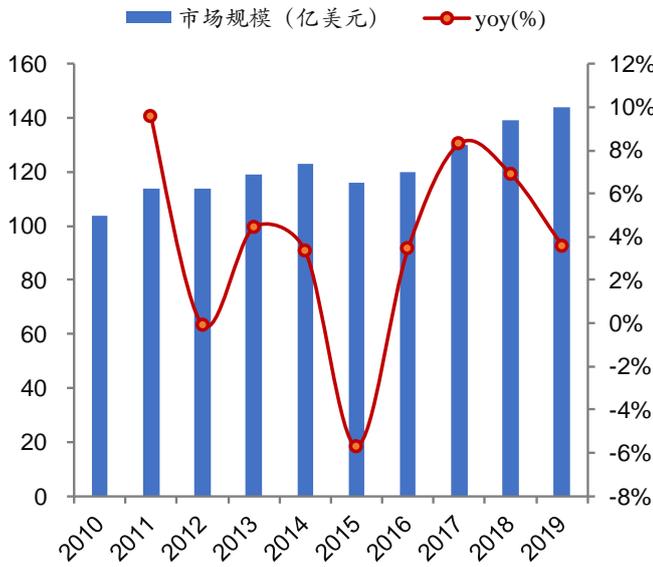
2. 选项栏中画\*的，为可选项目，但必须从中选择至少一项；

3. 选项栏中画△的，为可搭配项目，但必须配合消费者使用测试或者实验室试验一起使用。

**中国皮肤学级护肤品市场规模高速增长，人均消费增长空间大：**与发达国家成熟市场相比，中国皮肤学级护肤品市场高速增长。2019 年全球皮肤学级护肤品市场规模为 144 亿美元，增速 4%，与全球市场的个位数甚至是负增长不同，中国皮肤学级护肤品市场快速增长，2019 年市场规模为 136 亿元，增速达到 33%，远高于全球市场，主要是因为中国新媒体及直播等带动护肤观念的改变和市场教育的普及。但是目前中国护肤品人均消费还有很大增长空间，2019 年中国皮肤学级护肤品人均消费额为 1.2 美元，而韩国为 3.9 美元，因此中国皮肤学级护肤品市场渗透率还有至少 3 倍增长空间。

图表 32 全球皮肤学级护肤品市场规模及增速

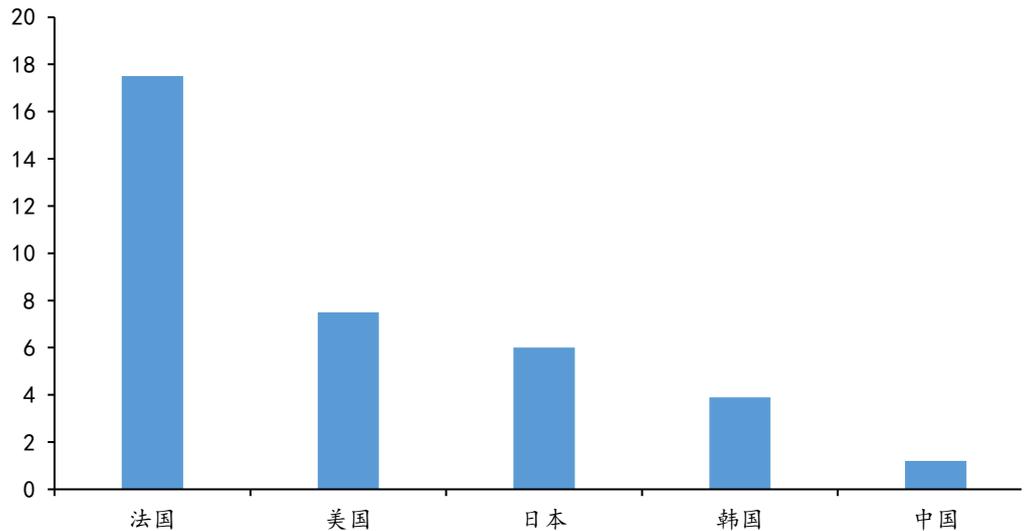
图表 33 中国皮肤学级护肤品市场规模及增速



资料来源：欧睿，华安证券研究所

资料来源：欧睿，华安证券研究所

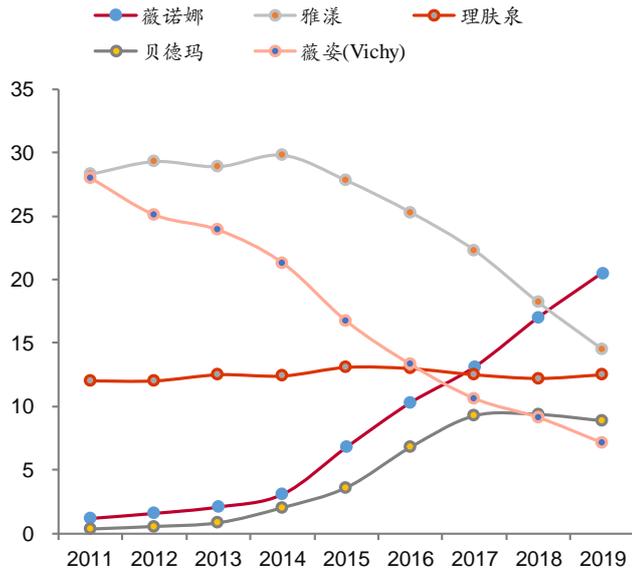
图表 34 中国皮肤学级护肤品人均消费额 (美元)



资料来源：欧睿，华安证券研究所

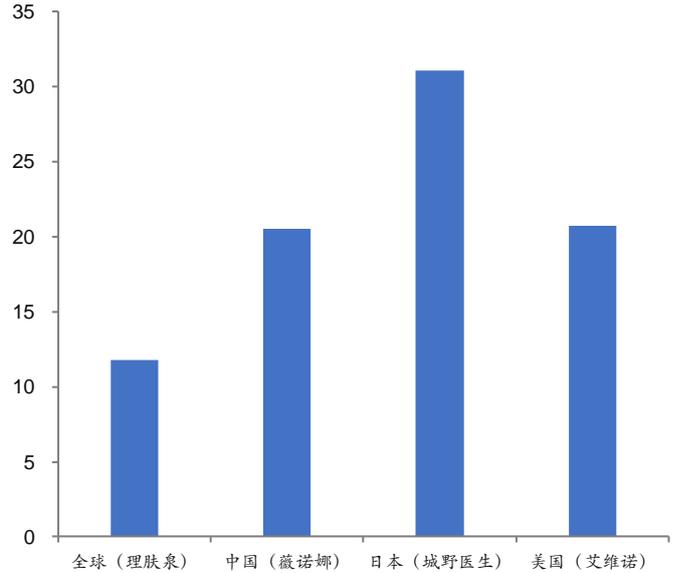
中国国产敏感肌护肤品牌市占率超进口品牌，对标日本市场渗透率仍有增长空间：敏感肌护肤市场中，国产品牌市占率快速增长，2011年雅漾和薇姿市占率分别为28.3%和28.0%，薇诺娜的市占率仅为1.2%；而2019年三家的市占率分别为14.5%、7.1%和20.5%，国产品牌薇诺娜市场份额超过雅漾和薇姿成为中国敏感肌第一。对比全球及美国和日本来看，2019年日本敏感肌龙头城野医生市占率为31.1%，国产品牌市场渗透率仍有望增长。

图表 35 中国敏感肌市场前五大品牌市占率变化



资料来源：欧睿，华安证券研究所

图表 36 2019 年各国敏感肌市占率第一品牌市占率对比(%)

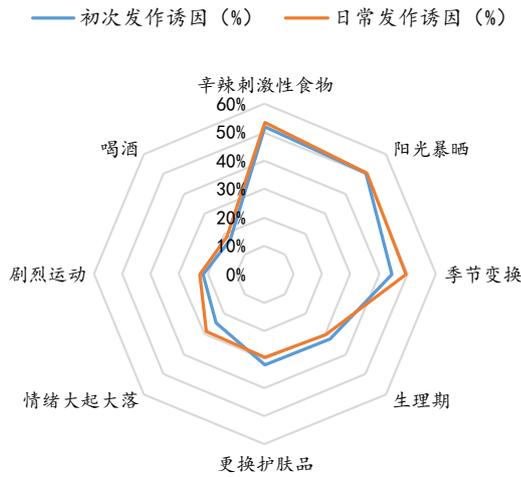


资料来源：欧睿，华安证券研究所

### 2.3 敏感肌市场特点：复购率高+注重成分

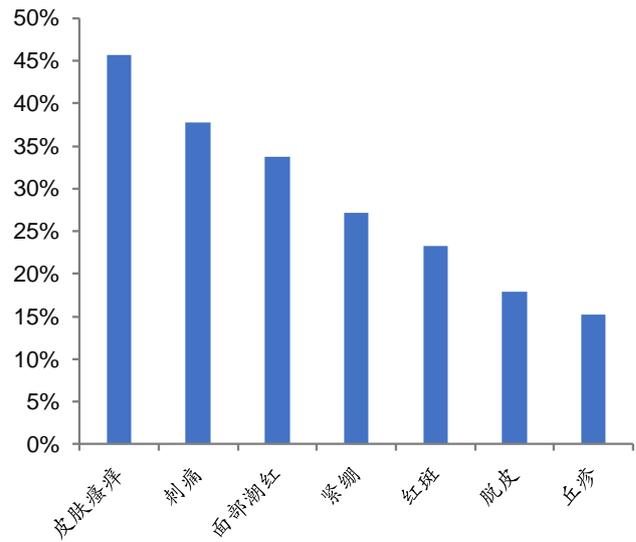
皮肤问题日益增加，敏感肌带来多种困扰：敏感肌的肌肤屏障通常非常脆弱，皮脂膜不完整，角质层较薄，因此皮肤的整体免疫力较低，当外界环境较差时，往往无法抵御外界的刺激，根据艾瑞咨询，辛辣刺激性食物、阳光暴晒及季节转换是造成敏感肌发作的主要原因。46%的敏感肌人群会出现皮肤瘙痒问题，30%以上的人群会出现刺痛及面部潮红问题，而严重的敏感肌患者会产生红斑、脱皮及丘疹症状，影响正常的生活。

图表 37 敏感肌发作的主要诱因 (%)



资料来源：艾瑞咨询，华安证券研究所

图表 38 敏感肌主要症状 (%)



资料来源：艾瑞咨询，华安证券研究所

**轻中度敏感肌人群为主，复购率高助力强者恒强：**中国敏感肌人群以轻度敏感为主，占比为 43%，主要是 26-30 岁的新一线及二线城市的女性。由于敏感肌人群的皮肤屏障比较薄弱，对于护肤品的选择会更为谨慎，通常不会频繁更换护肤品，对于护肤品品牌具有更高的忠诚度，根据《敏感肌护肤品市场调研报告》，92% 的人群会选择回购敏感肌护肤品，即敏感肌消费者对于品牌的粘性高，不会轻易更换护肤品，因此先进入企业具有先发优势，加大了新企业进入难度。

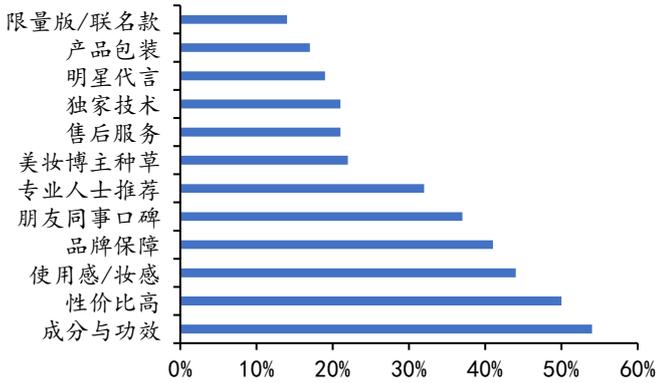
图表 39 中国女性敏感肌人群画像

敏感程度	占比	主要年龄分布	突出分布城市等级
弱度敏感	24.70%	26-30 岁	三四线城市
轻度敏感	43%	26-30 岁	新一线/二线城市
中度敏感	23.20%	18-25 岁	二线城市
重度敏感	9.20%	31-35 岁	一线城市

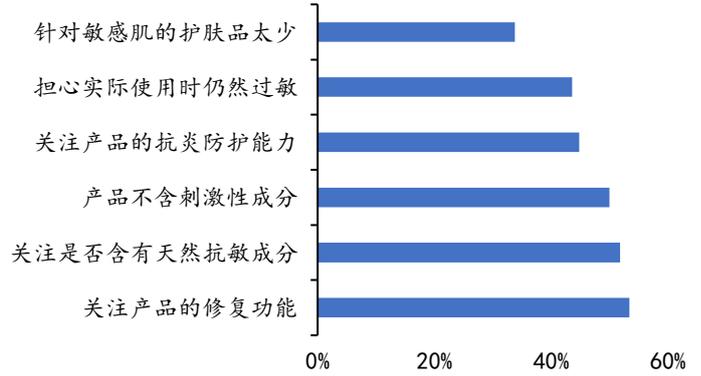
资料来源：艾瑞咨询，华安证券研究所

**成分与功效已经成为购买护肤品时的主要关注点：**根据艾瑞咨询，2020 年超过 50% 的女性在选择护肤品时会更加关注产品的成分与功效以及性价比。由于敏感肌发作时，通常会产生瘙痒、面部潮红等症状，因此敏感肌女性更加关注是否具有抗敏成分，更加倾向于购买具有修复功能、含有天然成分及不含刺激的性成分的护肤品。

图表 40: 2020 女性购买美妆护肤产品时主要考虑的因素



图表 41: 2020 敏感肌女性选择化妆品的顾虑



资料来源: 艾瑞咨询, 华安证券研究所

资料来源: 艾瑞咨询, 华安证券研究所

## 2.4 敏感肌护肤品市场规模 2025 年预计超过 470 亿元

### (一) 从需求端测算:

**敏感肌人数测算:** 我们假设敏感肌护肤品的使用人群是 18-64 周岁的女性, 2019 年在全国人口中占比为 29.55%, 中国总人口约为 14 亿人, 因此 18-64 周岁的女性共有 4.14 亿人, 2019 年中国人口自然增长率为 0.33%, 随着中国人口出生率以及生育意愿的下降, 假设人口自然增长率每年下降 0.04%, 2025 年中国 18-64 周岁人群占比不变, 预计 2025 年中国 18-64 周岁人群共 4.19 亿人。

**敏感肌发病率:** 根据《中国敏感性皮肤诊治专家共识》中国女性敏感肌发病率为 36.1%, 美洲和亚洲分别为 22.3%-50.9%和 40-55.98%, 随着熬夜、化妆频次等增加, 预计敏感肌发病率呈缓慢增长趋势, 假设每年增长 0.05%, 2025 年预计中国女性敏感肌发病率为 36.4%。其中, 根据艾瑞咨询 2019 年弱度、轻度、中度、重度敏感肌占比分别为 24.7%、43%、23.2%、9.2%, 假设弱度和轻度敏感肌占比每年下降 0.05%, 中度和重度敏感肌占比增长 0.05%, 预计 2025 年弱度、轻度、中度、重度敏感肌占比分别为 21.7%、40%、26.2%、12.2%。

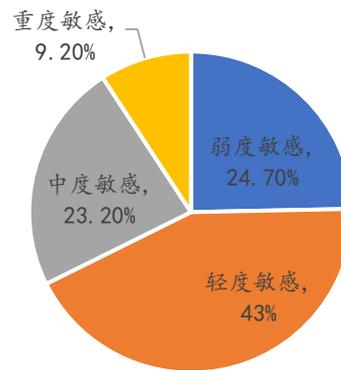
**人均消费额:** 根据艾瑞咨询, 弱度、轻度、中度、重度敏感肌抗敏护肤品的平均消费额分别为 547.5/784.8/910.6/917.9 元, 根据欧睿咨询, 中国皮肤学级护肤品人均消费与欧美相比还有 3 倍增长空间, 因此我们假设人均消费额每年增长 5%。

图表 42 中国女性敏感肌发病率 36.1%

敏感肌发病率 (%)	
欧洲	25.4%-89.9%
澳洲	50%
各地区女性敏感肌发病率	
美洲	22.3%-50.9%
亚洲	40%-55.98%
中国	36.10%

资料来源: 《中国敏感性皮肤诊治专家共识》, 华安证券研究所

图表 43 中国不同敏感肌人群占比



资料来源：艾瑞咨询，华安证券研究所

图表 44 中国抗敏护肤品人均消费额 (元/人)

抗敏护肤品人均花费	假设平均值	弱度敏感占比	轻度敏感占比	中度敏感占比	重度敏感占比
100 元以下	50	0.70%	1.50%	1.40%	0%
100-299 元	200	42.40%	12.20%	8.50%	12.50%
300-499 元	400	19.90%	25.10%	20.40%	21.40%
500-999 元	750	22.50%	34.20%	31.70%	32.10%
1000-1499 元	1250	8.60%	16.40%	21.10%	12.50%
1500-1999 元	1750	4.60%	5.70%	11.30%	7.10%
2000 元及以上	2000	1.30%	4.90%	5.60%	14.30%
平均		547.5	784.8	910.6	917.9

资料来源：艾瑞咨询，华安证券研究所

**敏感肌市场规模在 2025 年预计达到 478 亿元：**根据欧睿咨询，2019 年中国敏感肌市场规模为 136 亿元，而 2019 年我们测算的市场空间为 1149 亿元，即当前市场渗透率为 12%，随着护肤观念的改变以及人均消费水平提高，预计市场渗透率不断增长，假设每年增长 3%，预计 2025 年市场渗透率为 30%。经测算，2025 年中国敏感肌市场规模为 478 亿元。

图表 45 需求角度预计 2025 年中国敏感肌市场规模 478 亿元左右

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
15-64 岁女性人群 (亿人)	4.14	4.15	4.16	4.17	4.18	4.18	4.19
yoy(%)	0.33%	0.29%	0.25%	0.21%	0.17%	0.13%	0.09%
敏感肌发病率 (%)	36.10%	36.15%	36.20%	36.25%	36.30%	36.35%	36.40%
敏感肌发病人群 (亿人)	1.49	1.50	1.51	1.51	1.52	1.52	1.52
<b>弱度敏感肌</b>							
弱度敏感占比 (%)	24.70%	24.20%	23.70%	23.20%	22.70%	22.20%	21.70%
弱度敏感人均消费 (元/人)	548	575	604	634	666	699	734

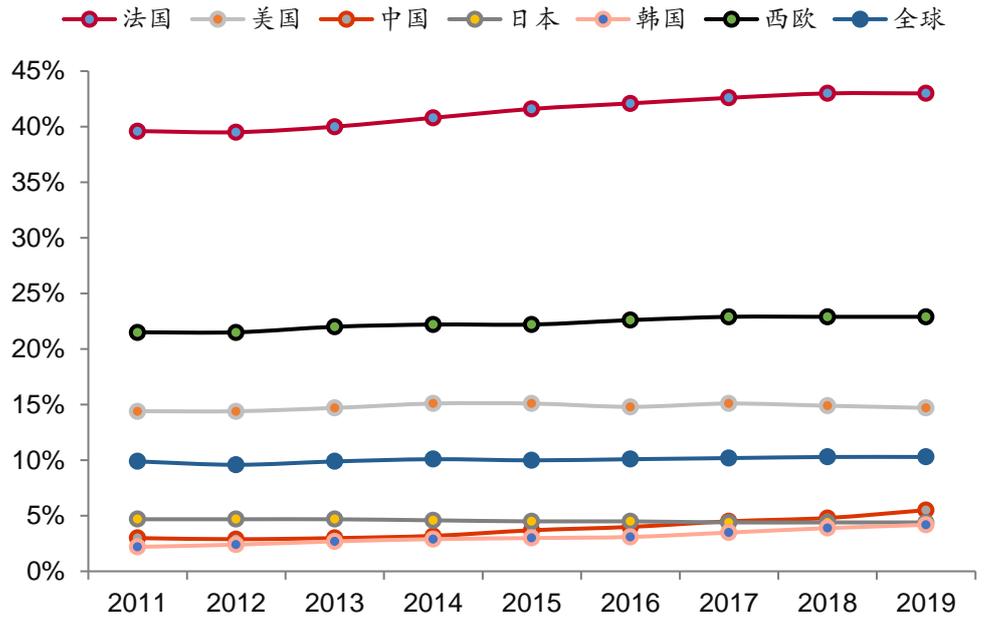
弱度敏感市场空间 (亿元)	202	209	216	223	229	236	243
<b>轻度敏感肌</b>							
轻度敏感占比 (%)	43%	42.50%	42.00%	41.50%	41.00%	40.50%	40.00%
轻度敏感人均消费 (元/人)	785	824	865	909	954	1002	1052
轻度敏感市场空间 (亿元)	504	526	548	570	593	617	641
<b>中度敏感肌</b>							
中度敏感占比 (%)	23.20%	23.70%	24.20%	24.70%	25.20%	25.70%	26.20%
中度敏感人均消费 (元/人)	911	957	1004	1055	1107	1163	1221
中度敏感市场空间 (亿元)	316	340	366	394	423	454	488
<b>重度敏感肌</b>							
重度敏感 (占比)	9.20%	9.70%	10.20%	10.70%	11.20%	11.70%	12.20%
重度敏感人均消费 (元/人)	918	964	1012	1063	1116	1172	1230
重度敏感市场空间 (亿元)	126	140	156	172	190	208	229
<b>总敏感肌市场空间</b>							
渗透率 (%)	12%	15%	18%	21%	24%	27%	30%
敏感肌市场规模 (亿元)	136	180	229	283	342	407	478
yoy(%)	33.33%	32.60%	27.13%	23.48%	20.87%	18.91%	17.37%

资料来源：国家统计局，欧睿，艾瑞咨询，《中国敏感性皮肤诊治专家共识》，华安证券研究所

## (二) 从皮肤学级护肤品市场占比角度：

**敏感肌市场规模在 2025 年预计达到 474 亿元：**2019 年中国皮肤学级护肤品占护肤品市场的比重为 5.5%，而全球平均在 10.3%，美国和西欧分别达到 14.7% 和 22.9%，因此，假设中国皮肤学级护肤品市场占比每年增长 1%，在 2025 年达到 11.5%。中国护肤品市场规模在 2019 年为 2444 亿元，2012-2019 的复合增长率为 9.82%，2020 年受新冠疫情影响，预计增速下降，之后年度增速回升，预计 2025 年增速为 8%。经测算，2025 年中国护肤品市场规模 4098 亿元，皮肤学级护肤品市场规模 474 亿元。

图表 46 各国皮肤学级护肤品占护肤品市场比重



资料来源：艾瑞咨询，华安证券研究所

图表 47 市场占比方法测算 2025 年中国皮肤学级护肤品市场规模 474 亿元

	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
中国护肤市场规模 (亿元)	2444	2640	2903	3194	3513	3794	4098
中国护肤市场规模 yoy (%)	15.2%	8.0%	10.0%	10.0%	10.0%	8.0%	8.0%
中国皮肤学级护肤占比 (%)	6%	7%	8%	9%	10%	11%	12%
<b>中国皮肤学级护肤市场规模 (亿元)</b>	<b>136</b>	<b>173</b>	<b>220</b>	<b>274</b>	<b>336</b>	<b>401</b>	<b>474</b>
中国皮肤学级护肤市场规模 yoy (%)	32%	27%	27%	25%	23%	19%	18%

资料来源：欧睿，华安证券研究所

综上，通过对需求端和市场端两个维度的分析，预计 2025 年我国敏感肌护理市场规模有望达到 476 亿元，即 2019-2025 年 CAGR 约 23.2%，市场仍处于快速发展期。

### 3 研发为本，明星产品生命力持久

**公司产品以敏感肌护肤为核心，布局彩妆和医用器械：**公司产品目前主要以敏感肌护肤品为核心，产品种类包括霜、护肤水、面膜、精华、乳液等护肤品类产品，此外，公司布局隔离霜、BB 霜、卸妆水等彩妆类产品，以及皮肤护理相关医疗器械产品，主要包括透明质酸修护生物膜、透明质酸修护贴敷料等，主要用于微创术后屏障受损皮肤的保护和护理。

图表 48 公司主要产品

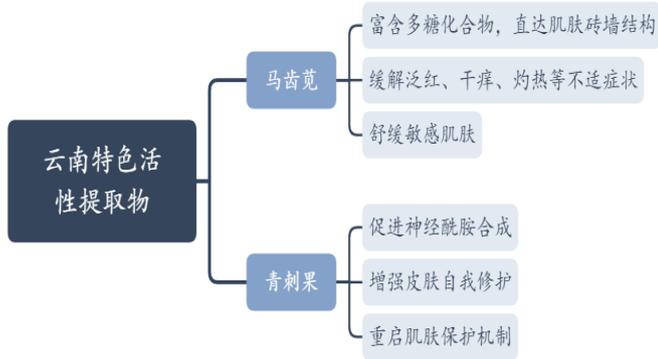


资料来源：薇诺娜官网，华安证券研究所

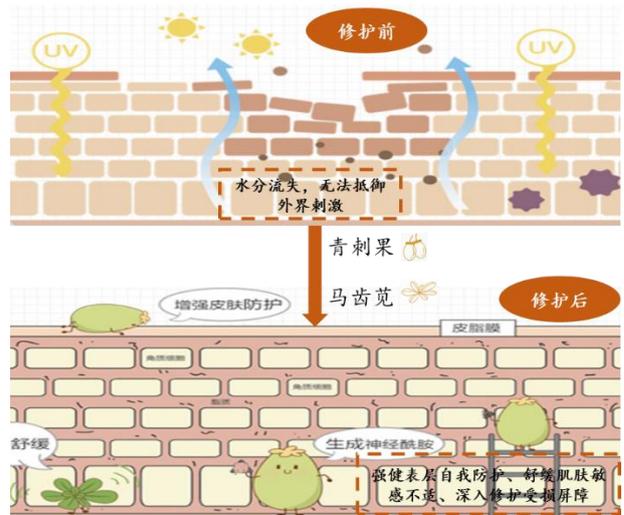
### 3.1 研发赋能，构筑强大产品力

**公司产品富含云南特色成分，舒缓修护功效强：**敏感肌主要是因为角质层过薄，对于外界刺激的屏障不够，因此增强肌肤屏障，促进肌肤的自我修护，舒缓敏感肌肤是敏感肌护肤品主要的关注的问题。薇诺娜口碑单品富含云南特色植物马齿苋和青刺果活性提取物，其中，马齿苋富含多糖化合物，直达肌肤砖墙结构，可以有效缓解泛红、干痒、灼热等不适症状，舒缓敏感肌肤；青刺果能够促进神经酰胺的合成，增强皮肤的自我修护，因此，公司明星产品对于敏感肌具有良好的修护能力，强健皮肤表层的自我防护机制。

图表 49 公司产品富含云南特色活性提取物



图表 50 特色成分青刺果和马齿苋舒敏修护功效强



资料来源：薇诺娜官网，华安证券研究所

资料来源：薇诺娜官网，华安证券研究所

**产品修护能力受到医生及学术认可：**根据知网搜索结果，薇诺娜有关学术论文达到六十多篇，而玉泽只有 30 篇，雅漾和理肤泉在国内发表论文更少。2017 年发布的薇诺娜红宝书中包括了 64 篇高质量研究论文，中国皮肤性病学杂志、中国美容医学杂志等研究表明，薇诺娜特护霜可以有效修护肌肤屏障，改善皮肤敏感状态。众多学术论文的发表使薇诺娜在皮肤科医生中建立了良好口碑，国内超过 2400 家医院皮肤科将薇诺娜应用在临床辅助治疗上，北京大学第一医院主任、复旦大学附属华山医院等众多医生主任认可产品功效，并推荐使用该产品。学术认可及皮肤科医生的背书，提升了敏感肌消费者对于公司产品的安全和修护能力的信任，提升购买意愿。

图表 51 部分薇诺娜相关学术论文

篇名	作者	刊名	发表时间	被引	下载	操作
1 薇诺娜舒敏保湿修护霜对新冠疫情防护期间医护人员面部暴露部位皮肤屏障的修复	尤志远, 徐敏, 许崇, 姚宇, 刘宇, 李	中国皮肤性病学杂志	2021-02-04	147		
2 “双11”销量破7亿, 薇诺娜问鼎美妆国货第一	钱建群	商学院	2020-12-15	133		
3 低能量Nd:YAG激光联合金盏草及甘草提取物护肤霜治疗面部湿疹患者依赖性皮炎的疗效	马晓, 王燕, 孙晓敏, 侯静雅	吉林医学	2020-09-15	127		
4 舒敏保湿修护霜联合他克莫司及薇诺娜舒敏保湿修护霜治疗面部湿疹患者依赖性皮炎疗效分析	李群	中国美容医学	2020-07-10	112		
5 他克莫司软膏联合薇诺娜舒敏保湿修护霜治疗面部湿疹患者依赖性皮炎的疗效	顾建刚	临床医药文献电子杂志	2020-06-12	1	56	
6 中国民族化妆品品牌的发展策略浅析	曹述群	日用化学品科学	2020-01-25	1	1031	
7 薇诺娜舒敏保湿修护霜联合0.03%他克莫司软膏治疗面部湿疹患者依赖性皮炎疗效分析	刘志立	皮肤病与性病	2019-12-20	232		
8 化妆品广告语修辞特点的语用分析——以薇诺娜广告语为例	周心然, 王富银	高级广场	2019-12-19 09:04	18	831	
9 “专业力+产品力”成就品牌力 薇诺娜“双11”营销复盘	李楠	商学院	2019-12-15	295		
10 0.03%他克莫司软膏联合薇诺娜舒敏保湿修护霜治疗小儿神经性皮炎的临床疗效观察	邵红梅	临床医药文献电子杂志	2019-10-28	2	115	
11 舒敏之皇导入薇诺娜舒敏保湿修护霜生物膜治疗玫瑰痤疮的疗效观察	顾建刚	黑龙江医学	2019-07-20	2	223	
12 第24届世界皮肤科大会, 中国护肤品牌薇诺娜闪亮登场	比心	商学院	2019-07-15	244		
13 薇诺娜 全球护肤品牌的中国新势力	杨威	商学院	2019-04-15	507		
14 分析他克莫司软膏联合薇诺娜舒敏保湿修护霜治疗面部湿疹患者依赖性皮炎的疗效	王娟娟	世界最新医学信息文摘	2019-03-15	2	128	
15 薇诺娜舒敏保湿修护霜联合他克莫司软膏治疗面部湿疹患者依赖性皮炎的疗效观察	王燕, 王燕, 刘兴, 刘兴, 刘兴, 刘兴	中国社区医师	2018-12-25	157		
16 红光联合薇诺娜舒敏保湿修护霜治疗面部湿疹患者依赖性皮炎的疗效观察	陈希	皮肤病与性病	2018-12-20	2	162	
17 0.03%他克莫司软膏联合薇诺娜舒敏保湿修护霜对面部湿疹患者依赖性皮炎的治疗评价	贾海阳	Infection International (Electronic Edition)	2018-12-20	1	105	
18 薇诺娜舒敏保湿修护霜治疗神经性皮炎疗效及对皮肤屏障功能的影响研究	孙之中, 刘颖红	中国美容医学	2018-11-15	4	476	
19 他克莫司软膏联合薇诺娜舒敏保湿修护霜生物膜治疗儿童神经性皮炎疗效分析	冯娟娟, 叶伟, 刘珍华	中国临床医药	2018-04-20	4	139	
20 0.03%他克莫司软膏联合薇诺娜舒敏保湿修护霜对面部湿疹患者依赖性皮炎的治疗效果	张琳	中国临床医药	2018-03-16 15:27	9	158	
21 舒敏之皇导入薇诺娜舒敏保湿修护霜治疗面部湿疹患者依赖性皮炎的疗效观察	华颖, 张琳	皮肤病与性病	2018-02-20	3	336	
22 薇诺娜舒敏保湿修护霜联合他克莫司软膏治疗面部湿疹患者依赖性皮炎的疗效观察	鲁巧光, 雨丹丹	皮肤病与性病	2018-02-20	2	116	
23 护理干预在治疗面部敏感性皮炎中的效果观察	蔡国林, 林珍珍, 张少明	全科护理	2017-11-15 14:27	82		
24 他克莫司软膏联合薇诺娜舒敏保湿修护霜治疗面部湿疹患者依赖性皮炎188例疗效观察	张凤	临床医药文献电子杂志	2017-09-22 13:54	1	72	
25 脉冲染料激光联合薇诺娜舒敏保湿修护霜及他克莫司治疗面部湿疹患者依赖性皮炎的疗效观察	刘卫兵, 王燕飞, 王卫, 孙喜梅	中国激光医学杂志	2017-06-15	6	115	

资料来源：薇诺娜官网，华安证券研究所

图表 52 2020 年以来薇诺娜医生推荐情况 (部分)

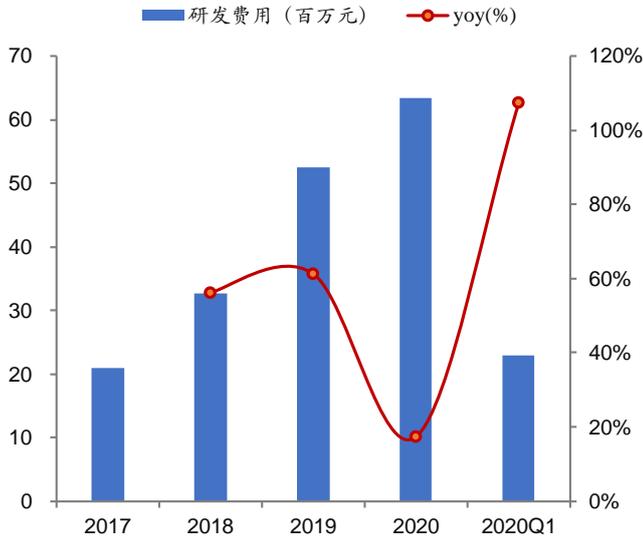
时间	医生	职位
2021.3.19	吴翔磊	上海第九人民医院主治医师
2021.1.12	徐洋	浦东新区人民医院皮肤科医生
2020.11.4	张成锋	复旦大学附属华山医院医生
2020.11.19	李利	四川大学华西医院皮肤科主任医师
2020.10.31	温海	上海长征医院皮肤科主任医师
2020.9.16	梁虹	武汉大学人民医院医疗美容科主任
2020.8.26	郑志忠	复旦大学附属华山医院皮肤科主任
2020.8.12	郝飞	重庆医科大学附属第三医院皮肤科主任
2020.5.6	许爱娥	杭州市第三人民医院皮肤科主任
2020.5.31	黄丽群	上海市第一人民医院宝山分院医生
2020.5.30	冀燕芬	上海市第一人民医院宝山分院医生
2020.5.28	贾传龙	上海市东方医院医生
2020.5.27	黄欣	同济大学附属同济医院医生
2020.5.25	何黎	昆明医科大学第一附属医院皮肤科主任
2020.5.25	黄欣	同济大学附属同济医院医生
2020.5.22	高琳	第四军医大学西京医院皮肤激光美容中心主任
2020.4.23	李利	四川大学华西医院皮肤科主任医师
2020.3.8	陈荪奕	复旦大学附属华山医院皮肤科医生
2020.3.6	孙雯佳	复旦大学附属华山医院皮肤科医生
2020.3.5	陈力	复旦华山医院皮肤科医生
2020.2.20	何黎	昆明医科大学第一附属医院皮肤科主任

资料来源：薇诺娜官方微博，华安证券研究所

公司掌握多项核心技术和专利，技术优势明显：公司重视产品的研发投入，

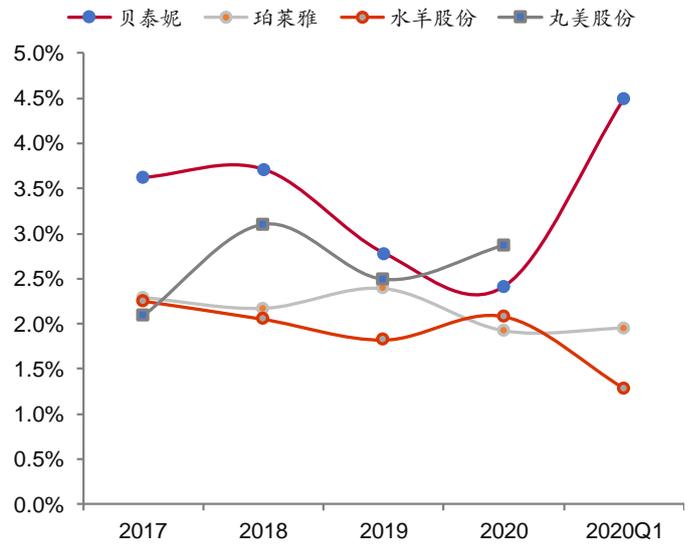
2018-2020Q1 公司研发费用增速分别为 56%/61%/17%/108%，保持高速增长。从横向看，公司的研发费用率明显高于同比公司。截至 2020 年上半年，公司拥有境内有效专利 46 项，并掌握 11 项核心技术，5 项专利正在申请中。公司技术主要是在马齿苋和青刺果的提取及肌肤屏障修护方面，在生产含有马齿苋和青刺果的舒敏修护护肤品方面形成较强的技术优势。

图表 53 公司研发费用及增速



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 54 可比公司研发费用率比较



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 55 公司核心技术及应用

技术名称	已取得专利	主要应用的产品	功效
马齿苋提取物制备方法以及含马齿苋提取物的功效性护肤品的产业化制备方法	一种含马齿苋提取物的功效性护肤品及制备方法 (专利号 2012102637778)	舒敏保湿特护霜、舒缓控油凝露	抗炎、抗刺激、舒敏
青刺果提取物制备方法以及含有青刺果油的功效性护肤品的产业化制备方法	一种含有青刺果油的功效性护肤品及制备方法 (专利号 2011103726399)	舒敏保湿特护霜、舒敏保湿修护红霜	修复皮肤、舒缓、抗老化
皮肤屏障修复制剂及其制备方法	一种皮肤屏障修复制剂及其制备方法 (专利号: 2014103920621)	舒敏保湿修护红霜	提高了制剂的稳定性能
脂质体包裹技术	一种含页岩油的复合祛痘制剂及其制备方法 (专利号: 2014103930074)	青刺果修护保湿喷雾	保湿、提升产品肤感
含页岩油的复合祛痘制剂及其制备方法	一种油包水婴儿护臀霜及其制备方法 (专利号: 2015104015975)	净痘清颜霜	祛痘
油包水技术及其制备方法	高含量维生素 CE 稳定体系复合制剂及其制备方法 (专利号: 2014103932436)	薇诺娜宝贝特安养护护臀霜	提高膏霜的稳定性

资料来源: 薇诺娜官网, 公司招股书, 华安证券研究所

图表 56 多个专利在申请中

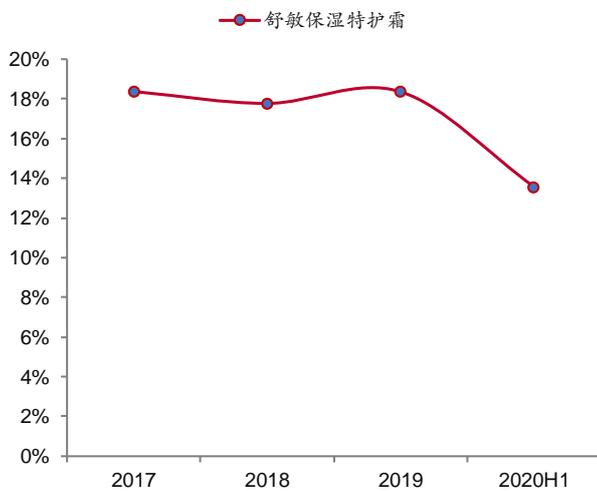
申请中专利名称	申请号	申请进度情况
一种马齿苋提取物的腺嘌呤核苷定量方法	2019106662183	等待实审提案
一种马齿苋提取物的制备方法及其用途	2019106658046	进入实审
一种马齿苋低温提取方法	2019106658031	进入实审
一种用于马齿苋植物提取的多段恒温提取设备	2019106657946	等待实审提案
一种青刺果仁总黄酮提取物的制备方法	2018106629161	一通出案待答复

资料来源：公司招股书，华安证券研究所

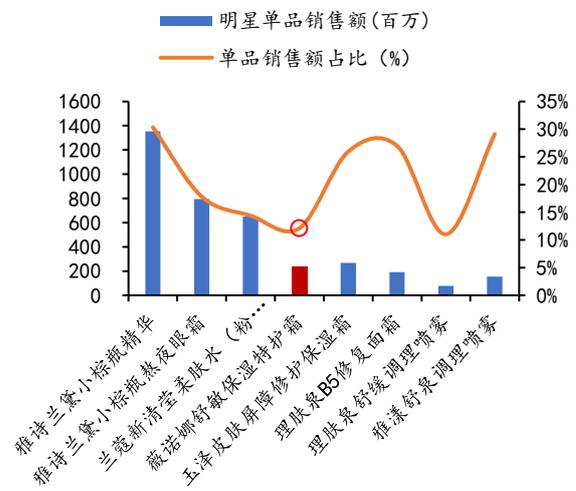
### 3.2 公司产品复购率高，多品牌矩阵形成中

**大单品占比高，但在同行中处于合理范围：**公司“舒敏系列”为公司的畅销系列产品，专注于舒缓肌肤敏感问题，主打产品“舒敏保湿特护霜”（主要包含 15g、50g 等规格），在 2017-2020H1 销售收入占主营业务收入比重分别为 18.37%、17.77%、18.36% 和 13.56%。统计 2020 年 4 月至 2021 年 3 月同行业中明星单品的在天猫旗舰店中收入占比可以看到，雅诗兰黛小棕瓶精华占比 30%，眼霜销售额收入占比约 18%，理肤泉 B5 修复面霜在天猫旗舰店收入占比为 27%，薇诺娜舒敏保湿特护霜收入占比为 12%，因此我们认为公司舒敏保湿特护霜在合理范围。

图表 57 舒敏保湿特护霜收入占比 (%)



图表 58 同行明星单品收入占比对比

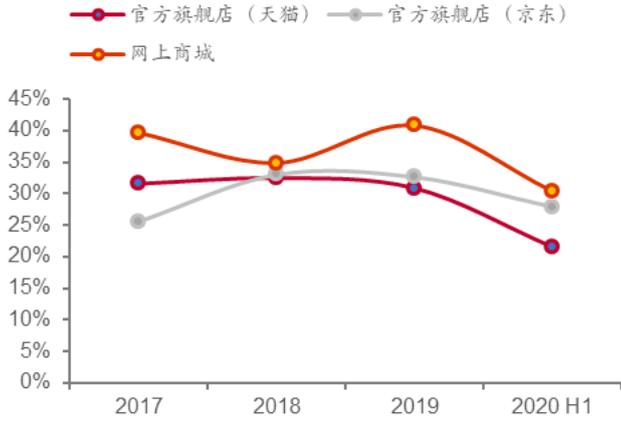


资料来源：公司招股书，华安证券研究所

资料来源：淘数据 (2020.4-2021.3; 单品收入占比=单品销售额/天猫旗舰店销售总额)，华安证券研究所

**高复购+成分认知提升：**线上自营渠道复购率在 2019 年均高于 30%，同行的丸美股份等在 20% 左右，公司复购率在行业中处于较高水平。越来越多的人认识到青刺果油的抗敏效果，根据艾瑞咨询，超过 70% 的消费者认为青刺果油具有抗敏效果，对该成分较为信任，2020 年 1-5 月，京东和天猫平台含有青刺果油的产品数同比增长 366.7%，是抗敏护肤品中增长最高成分，预计消费者认知提升进一步促进公司产品销售。

图表 59 公司自营渠道复购率



资料来源：公司招股书，华安证券研究所

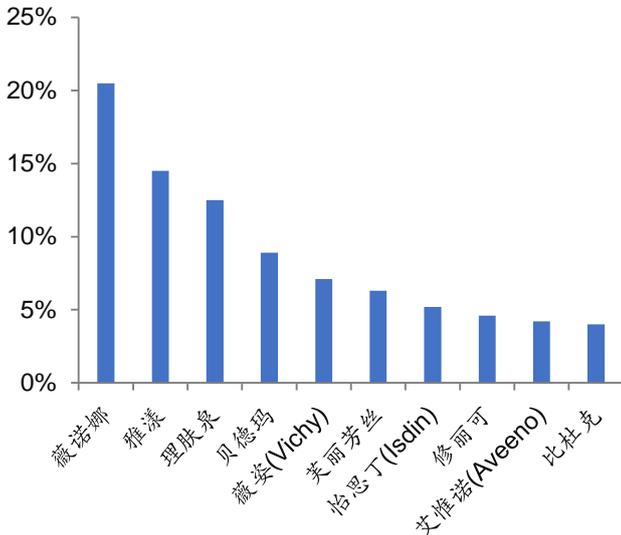
图表 60 市场对于青刺果油的抗敏效果认知提高



资料来源：艾瑞咨询，华安证券研究所

公司已经成为敏感肌护肤龙头，预计新进入企业短期难以取代：2019 年公司在敏感肌护肤市场市占率为 20.5%，超过雅漾、薇姿、理肤泉等国际大牌，成为中国敏感肌护肤市场龙头。2018-2020 年，“薇诺娜”品牌已连续三年获得天猫金妆奖，2020 年天猫双十一销售额前十榜单中薇诺娜成为唯一上榜的国产品牌，公司产品已经形成了较好的口碑，积累了一批忠实粉丝。由于敏感肌护肤品消费者对于护肤品的选择比较谨慎，看中产品的功效和口碑，且更换护肤品可能会出现过敏等现象，更换成本相对较高，预计新进入者短期难以替代。

图表 61 公司敏感肌护肤市占率第一 (2019)



资料来源：欧睿，华安证券研究所

图表 62 2020 年天猫双十一唯一国货

排序	2017	2018	2019	2020
1	百雀羚	兰蔻	欧莱雅	雅诗兰黛
2	自然堂	OLAY	兰蔻	欧莱雅
3	SK-II	欧莱雅	雅诗兰黛	兰蔻
4	OLAY	雅诗兰黛	OLAY	后
5	兰蔻	SK-II	SK-II	OLAY
6	雅诗兰黛	百雀羚	自然堂	SK-II
7	一叶子	自然堂	百雀羚	雪花秀
8	欧莱雅	HFP	后	资生堂
9	膜法世家	薇诺娜	完美日记	薇诺娜
10	薇诺娜	悦诗风吟	薇诺娜	海蓝之谜

资料来源：天猫官网，华安证券研究所

产品矩阵不断完善，在研管线丰富：公司实行“聚焦主品牌、拓展子品牌”发展战略来满足不同类型消费者的护肤需求，除主品牌“薇诺娜”外，公司还拥有“WINONA Baby”、“痘痘康”、“Beauty Answers”、“资润”等品牌。产品规格方面，通过推出小规格的产品来降低客户单次购买的价格，吸引新客户试用，比如舒敏保湿霜产品具有

15g/50g 两种规格可供选择。新产品方面，公司 2021 年 4 月推出了双修双抗精华，加码敏感肌抗衰老赛道，并且公司多个自主培育研发和合作开发项目正在进行中，预计未来有更多彩妆、儿童等系列产品上市，不断丰富公司产品矩阵。

图表 63 公司产品矩阵



图表 64 多个系列产品在孵化中

公司自主研发项目		
项目名称	所处研发阶段	内容与目标
III类医疗器械开发	批文申报	研究不同生物材料对皮肤创面的修复效果，结合无菌制剂技术，开发多款 III 类医疗器械产品。
彩妆系列产品开发	配方研发	针对敏感肌人群对彩妆的需求，结合现有技术，开发敏感肌人群能够适用的彩妆产品。
儿童系列产品开发	配方研发	针对婴幼儿肌肤特点及易发皮肤问题，开发系列安全、温和、有效的产品，满足市场需求。
皮肤屏障受损护理产品开发	配方开发	将皮肤屏障受损进行分型，精准开发用于护理不同屏障受损问题的产品。
消皱诗系列产品开发	配方验证	针对不同渠道消费者的诉求，利用新成分、新技术，开发全新品牌产品。
植物防腐成分开发及应用	中试阶段	攻克国内外技术难关，筛选植物抑菌、杀菌成分，用天然活性成分替代传统防腐成分，进一步提升产品安全性。
云南特色植物青刺果活性成分开发及应用	基础研究	针对云南特色植物青刺果，展开升级研究，筛选不同活性部位，研究其不同功效表达，探索对应作用机制，制定质量标准
植物抗炎活性成分开发及应用	中试阶段	持续筛选云南特色抗炎、抗刺激活性植物，开发下一代抗炎活性植物成分，研究其作用机制，制定质量标准，产业化应用于
公司合作研发项目		
合作方	主要内容	
昆明医科大学第一附属医院	昆明医科大学第一附属医院作为项目承担单位，牵头贝泰妮、云南白药集团股份有限公司参与云南省重大科技专项计划，贝泰妮作为合作（参加）单位负责合作研发项目下独立于课题的研究工作，包括：扩大“薇诺娜”品牌产品的生产能力、新产品的研究开发、创建天然药物筛选和活性成分定向挖掘技术平台等。	
昆明医科大学	推动云南大健康产业发展，按期完成创新团队建设任务。	
昆明医科大学第一附属医院云南省皮肤病医院、中国科学院昆明植物研究所	昆明医科大学第一附属医院云南省皮肤病医院、中国科学院昆明植物研究所协助贝泰妮进行新产品的研究开发。	

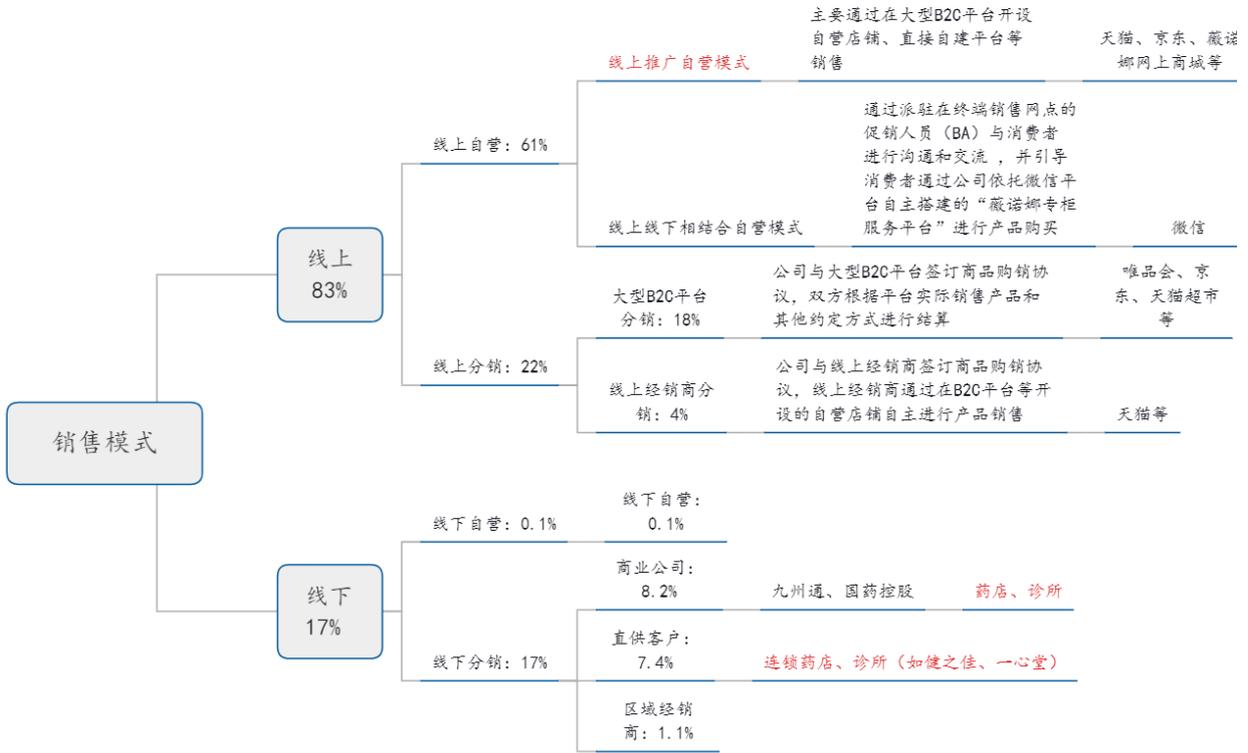
资料来源：公司招股书，华安证券研究所

资料来源：公司招股书，华安证券研究所

## 4 线上+线下相互渗透，私域流量转化效率高

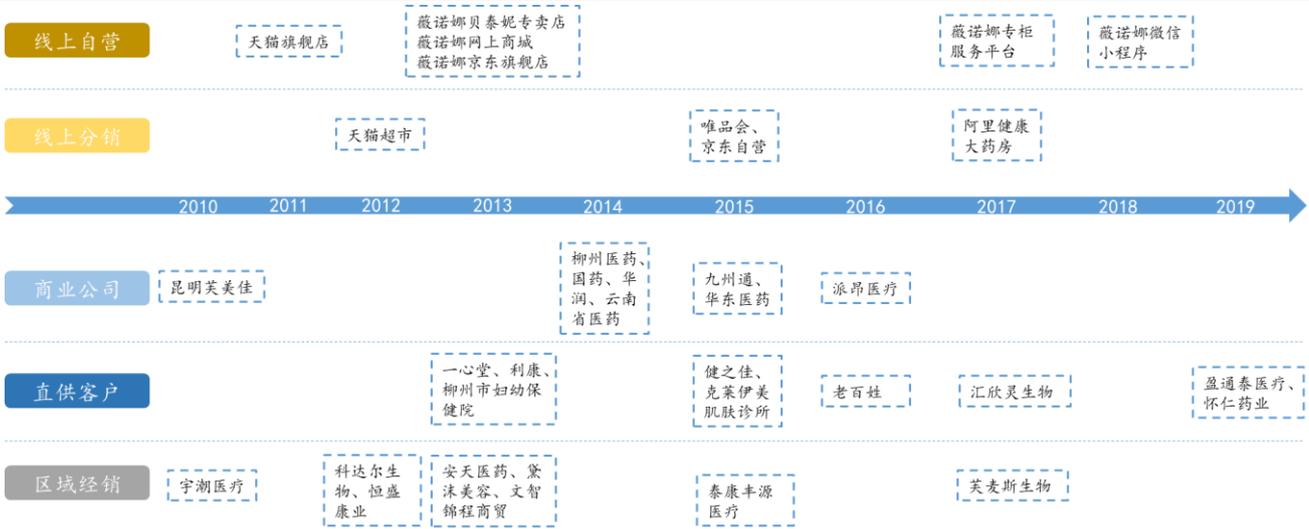
**起于药店，实现全渠道覆盖：**公司最初于线下药房以及医院渠道进行销售，2013 年公司开始与一心堂等连锁药房合作，2014 年后将线下客户拓展至九州通、国药控股、华东医药等拥有广阔终端销售网点及完善物流体系的商业公司。随着互联网的发展，公司积极拥抱电商，2011 年薇诺娜天猫旗舰店成立，随后陆续进驻京东、唯品会、天猫超市等平台，作为最早一批入驻电商的化妆品企业，享受了早期的电商增长红利。公司现已形成线上自营、线上大型 B2C 平台分销、线上经销商分销、线下自营和线下商业公司、直供客户、区域经销商全渠道的销售模式。

图表 65 公司形成线上+线下全渠道销售模式



资料来源: 公司招股书, 华安证券研究所

图表 66 公司渠道拓展全过程

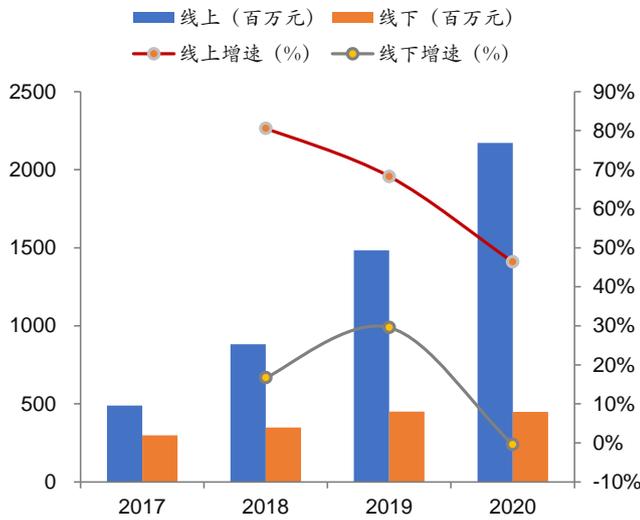


资料来源: 公司招股书, 华安证券研究所

**线上渠道高增长, 以线上自营为主:** 2018-2020 年公司线上渠道销售收入增速分别为 81%、68%和 46%, 保持高速增长, 天猫平台占比最高, 主要是由于公司较早布局电商平台, 具有丰富的电商运营经验; 线下渠道增速分为 17%、30%和 -0.44%, 2018 和 2019 年线下渠道增速明显提高, 主要是由于公司集中精力发展直供客户模式, 直供客户数量增长, 导致该渠道收入快速增长, 2020 年小幅下降主要

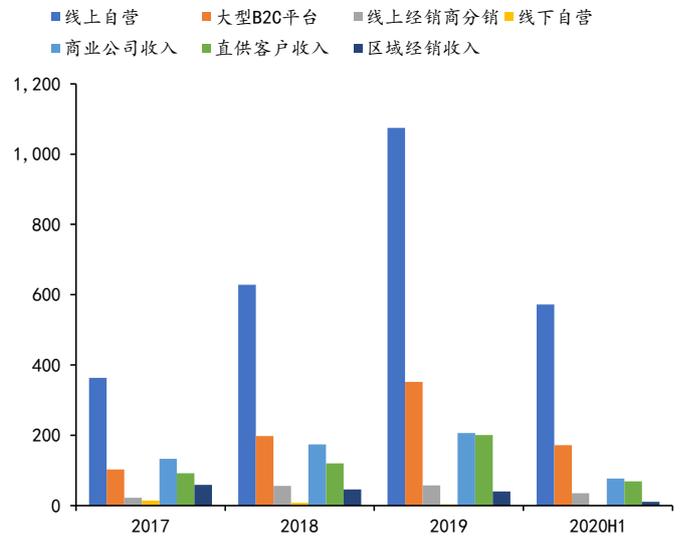
是由于受疫情影响，线下渠道无法正常营业。其中，公司线上自营收入占总收入比重 2017-2020H1 分别为 46%、51%、56%、61%，占线上收入的比重高于 70%。

图表 67 线上线下收入及增速



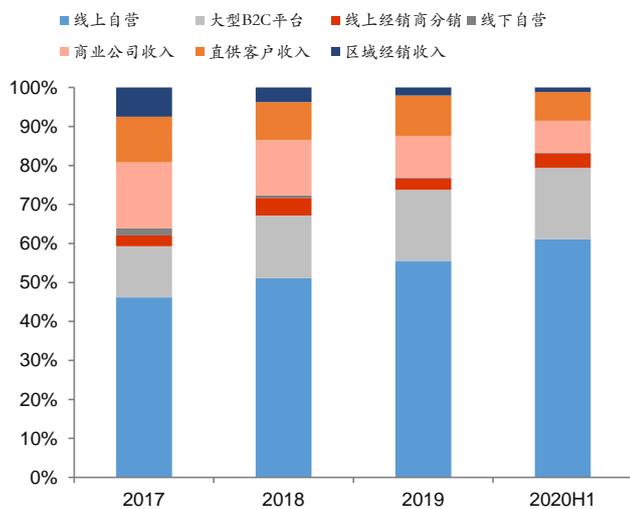
资料来源：公司招股书，华安证券研究所

图表 68 公司各渠道收入 (百万元)



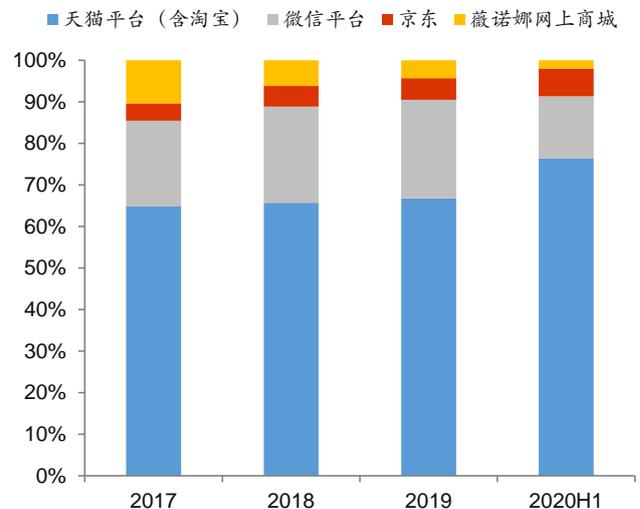
资料来源：公司招股书，华安证券研究所

图表 69 公司收入构成 (%，按渠道)



资料来源：公司招股书，华安证券研究所

图表 70 公司自营平台收入构成 (%)



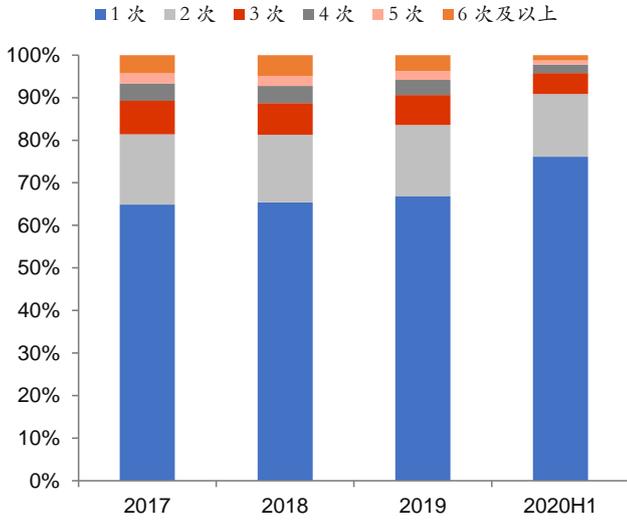
资料来源：公司招股书，华安证券研究所

#### 4.1 线上：新老客户同步增长，积极探索私域流量

线上渠道老客户忠实度高，新客户获取能力强：凭借多年来的品牌经营与推广、良好的产品品质以及线上线下销售渠道相融合的开拓与发展，公司的忠实客户亦在不断积累，2019 年度购买次数在 3 次及以上的客户人数已达到 60 万人以上，约占总客户数量的 17%。同时随着公司规模及电商运营体量的持续增长，公司品牌知名度的提升，线上自营渠道的新客户数量实现了较大幅度增长，天猫旗舰店的新客户数量由 2017 年 64.46 万人增长至 2019 年的 264.27 万人，复合增速为 102.48%；

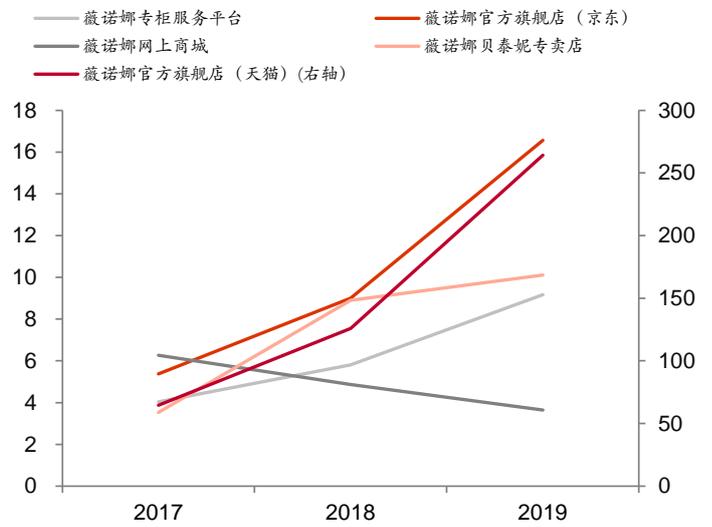
京东官方旗舰店的新客户数量也保持较快增长,2017-2019年复合增长率为75.50%。

图表 71 购买频次分布 (%)



资料来源: 公司招股书, 华安证券研究所

图表 72 线上自营新客户数量 (万人)



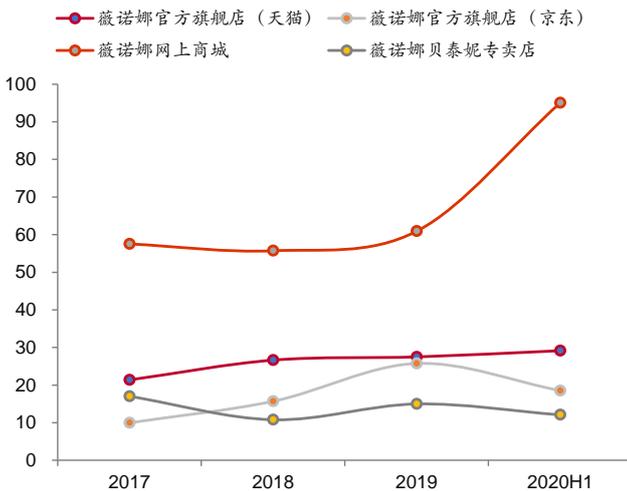
资料来源: 公司招股书, 华安证券研究所

公司积极建设私域流量池:

(1) 主要原因: 公域流量平台获客成本上升

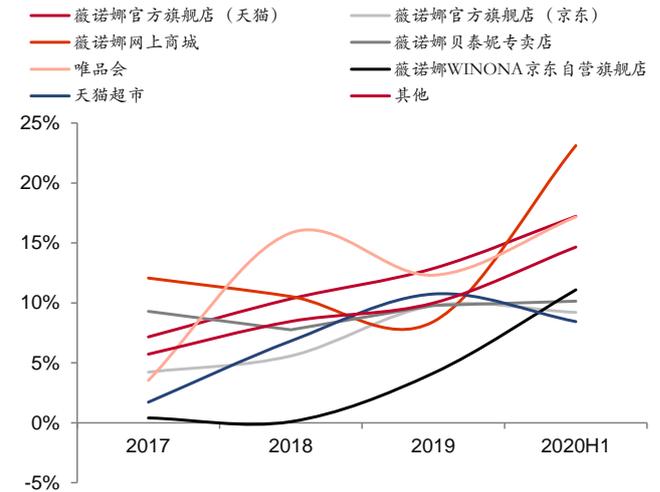
公司现有线上销售主要是通过天猫、京东等第三方平台实现的, 随着潜在的网购用户增量趋于稳定, 互联网流量红利效应逐渐减弱, 竞争日趋激烈, 公司线上自营渠道获客成本不断上升, 公域流量的获客边际效益有所下滑。

图表 73 线上自营单位获客成本 (万元)



资料来源: 公司招股书, 华安证券研究所

图表 74 各渠道获客费用率 (%)



资料来源: 公司招股书, 华安证券研究所

(2) 私域流量运营: 通过线下BA、微信平台等引流

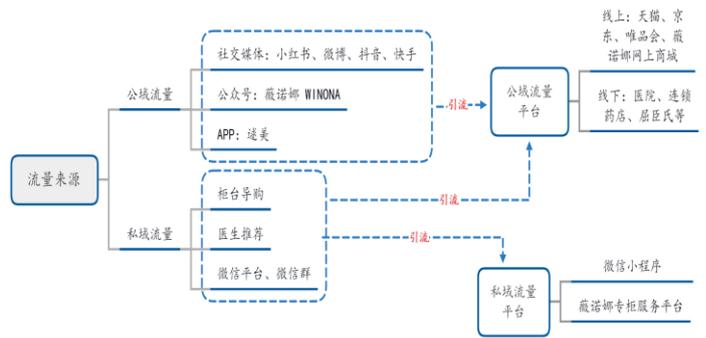
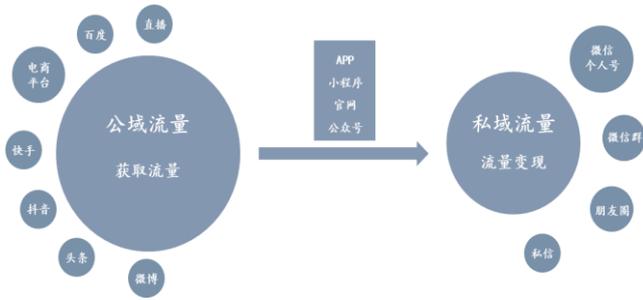
私域流量通过自有账户运营, 有助于增强客户忠实度: 天猫等电商平台、小红书、抖音以及百度等搜索平台获得的流量一般是公域流量, 受众面广, 有助于公司

品牌的快速引流，这些流量通常被引流到公司在天猫、京东、唯品会、小红书、考拉、微信小程序等平台开设的自营店铺或官方商城；私域流量主要通过微信群、朋友圈等自有账户投放广告和短视频获取新用户，并将用户引流到线上平台进行购买，有助于实现精准营销，加强与客户之间的联系，增加老客户的忠实度，实现复购率提升。

**公司微信小程序+薇诺娜专柜服务平台实现私域流量变现：**公司私域流量主要是通过微信小程序和薇诺娜专柜服务平台进行运营，微信小程序流量来源是通过在微信平台投放广告和短视频获得新客户关注公众号，此外公司会通过微信群进行会员维护，增强对于不同客户的需求的了解，提供差异化服务，增强老客户留存和复购；薇诺娜专柜服务平台流量来源是通过派驻在终端销售网点的促销人员（BA）与消费者进行沟通和交流，并引导消费者扫码关注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。2017-2019 年公司私域流量收入占比持续增长，截至 2019 年底，私域流量占营业收入和线上自营收入的比重的比重分为 12.52%和 16.41%。

图表 75 公域流量与私域流量运营过程

图表 76 公司流量运营方式

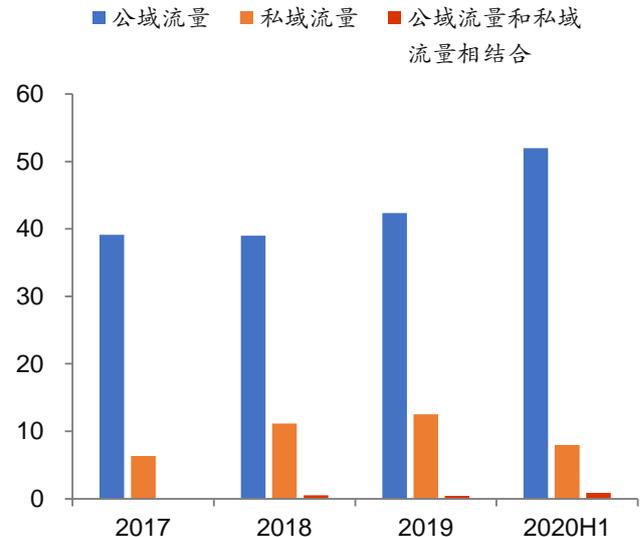
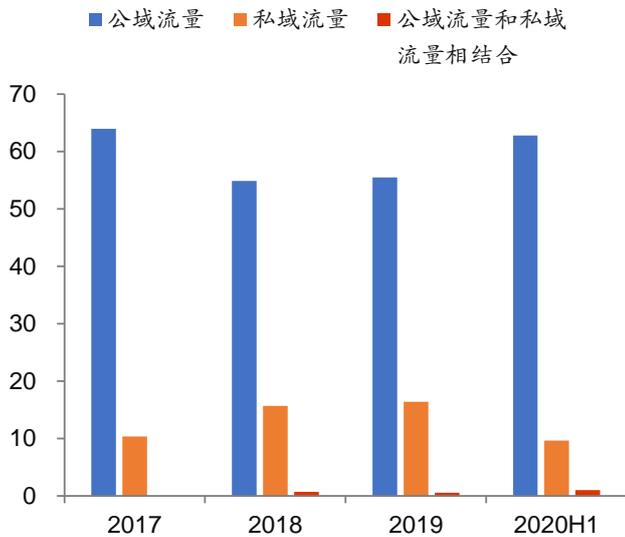


资料来源：美妆头条，华安证券研究所

资料来源：公司招股书，华安证券研究所

图表 77 公域流量与私域流量占线上自营收入的比重 (%)

图表 78 公域流量与私域流量占营业收入的比重 (%)



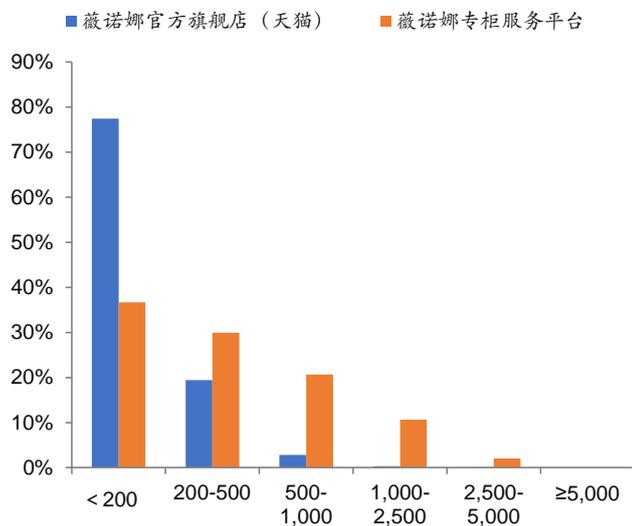
资料来源：公司招股书，华安证券研究所

资料来源：公司招股书，华安证券研究所

**(3) 私域流量优势：客单价和复购率高于公域流量**

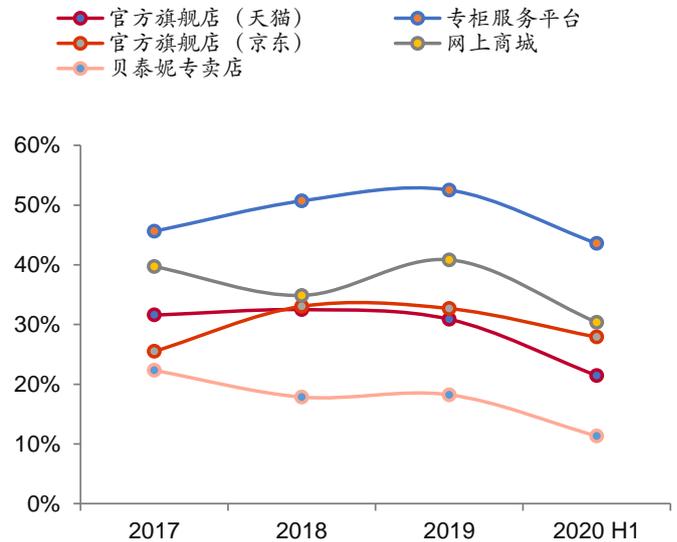
从客单价来看，以天猫旗舰店和薇诺娜专柜服务平台为例，截至 2020H1，天猫旗舰店 77% 的客单价低于 200 元，97% 的客户客单价低于 500 元，仅有 0.3% 的客户客单价高于 1000 元；而薇诺娜专柜服务平台客单价低于 200 元的客户占比为 37%，低于 500 元的占比为 66%，客单价高于 1000 元的客户占比为 12.7%。从复购率来看，2019 年薇诺娜专柜服务平台的复购率达到 52.5%，公域流量平台复购率最高的是天猫旗舰店为 40.8%。薇诺娜专柜服务平台的客单价和复购率明显高于天猫旗舰店，主要是由于天猫等电商的客户流量大，新客户在初次购买时不确定产品效果及是否适合自身肤质，因此倾向于购买试错成本低的产品且购买金额较低，薇诺娜专柜服务平台主要客户是通过线下 BA 的推广以及微信群运营，BA 会向客户提供专业的咨询服务，使得客户对于产品认识更为充分，增强客户粘性，并且大多客户有试用经验，更愿意大额购买。

图表 79 公域流量与私域流量客单价对比 (%)



资料来源：公司招股书，华安证券研究所

图表 80 各渠道复购率对比 (%)

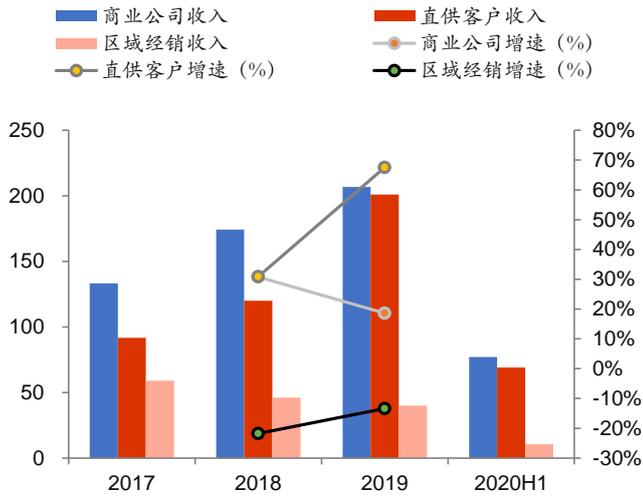


资料来源：公司招股书，华安证券研究所

**4.2 线下：药房渠道护城河深，拓展空间广**

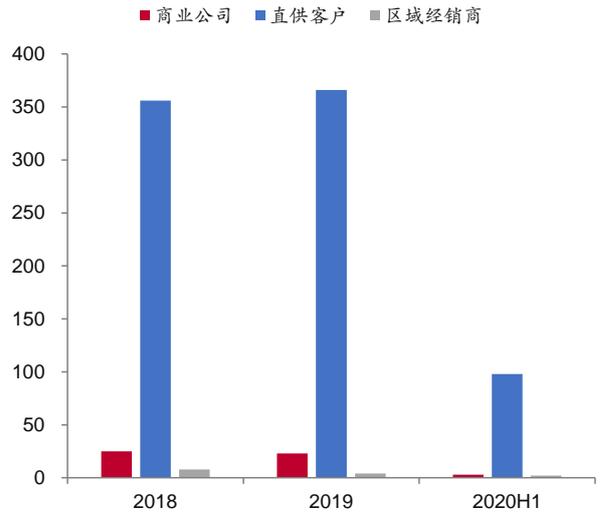
线下渠道以商业公司和直供客户为主，药房渠道壁垒高：2019 年商业公司、直供客户和区域经销商模式收入分别占总收入的比重为 11%、10% 和 2%，商业公司和直供客户模式是公司主要线下渠道，其中商业公司客户主要包括九州通、国药控股等大型商业公司，直供客户模式以健之佳、一心堂等连锁药店和诊所为主。根据国际化妆品品牌的经验，药店渠道会提高消费者对于药妆的信任，是功能性护肤品的重要渠道，公司与云南健之佳合作第一年销售额达到 3000 万元，成为健之佳非药第一品牌。公司具有药企背景，最初以医院药房和药店渠道起家，积累了深厚的医院资源，2019 年公司直供客户新增客户 366 家，总客户数量达到 855 家，竞争者难以短时间复制。2019 年药店收入增速达到 68%，随着公司进行战略调整，线下集中资源发展连锁药店渠道，预计药店收入继续高增长。

图表 81 公司线下渠道收入及增速 (百万元、%)



资料来源: 公司招股书, 华安证券研究所

图表 82 线下渠道新增客户数量 (家)



资料来源: 公司招股书, 华安证券研究所

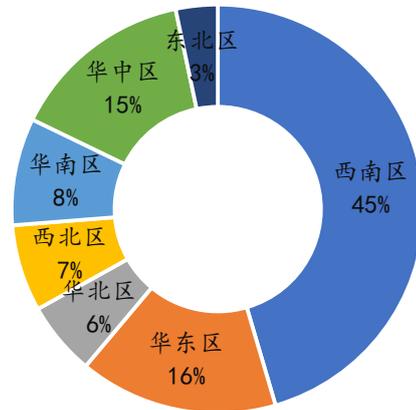
**公司药店覆盖率较低, 且线下渠道有望向全国拓展:** 2019 年中国零售药店数量为 48 万家, 公司覆盖数量还较少, 预计随着药店连锁率的提升以及公司线下渠道拓展力度加大, 药店渠道还有较大增长动力。从地区看, 目前公司线下渠道以公司总部所在的西南地区为主, 随着公司品牌影响力和规模的提升, 线下客户有望在全国范围扩张。

图表 83 中国零售药店数量及增速



资料来源: 前瞻产业研究院, 华安证券研究所

图表 84 线下渠道收入按地区拆分



资料来源: 公司招股书, 华安证券研究所

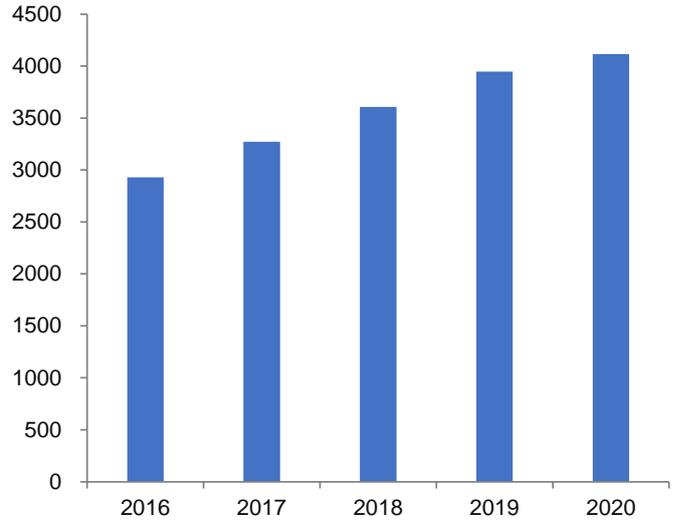
**入驻屈臣氏, 发展彩妆个护零售渠道:** 2020 年 6 月 25 日, 薇诺娜官方微博宣布入驻屈臣氏, 公司首次进入彩妆个护零售渠道, 填补了其新零售渠道的空白。公司首批入驻 574 家屈臣氏门店, 计划到 2021 年拓展至 2000 家, 2020 年屈臣氏内地的门店数量超过 4000 家, 预计进一步提高产品的曝光率, 促进公司品牌的知名度提升。

图表 85 薇诺娜入驻屈臣氏



资料来源：界面新闻，华安证券研究所

图表 86 屈臣氏中国门店数量

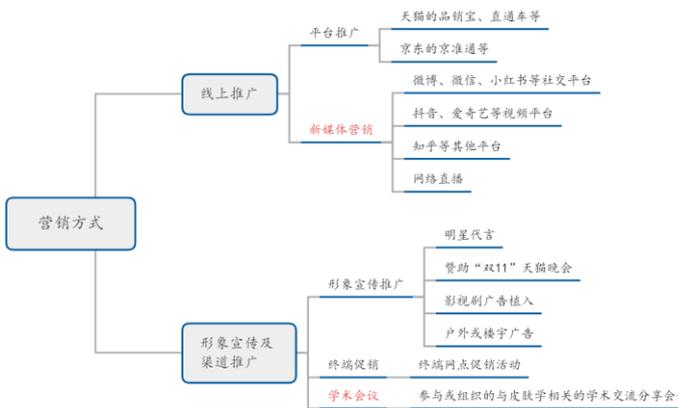


资料来源：屈臣氏 2020 财报，华安证券研究所

## 5 多元化营销，树立专业品牌

公司采用多元化营销方式，形成强大品牌力：公司为了促进品牌的知名度，通过天猫等电商平台、微博微信等社交平台、抖音爱奇艺等长短视频平台、网络直播平台、赞助天猫“双十一”晚会、学术会议、传统广告投放等进行线上线下、传统与新媒体渠道全方位推广，形成了全渠道、多层次营销方式，尽力触及更多的消费群体，持续促进公司品牌力建设。根据艾瑞咨询，薇诺娜已经成为 2020 年中国敏感肌女性认知的国潮品牌 TOP1。

图表 87 多元化营销方式



资料来源：公司招股书，华安证券研究所

图表 88 2020 年中国敏感肌女性品牌认识程度



资料来源：艾瑞咨询，华安证券研究所

### 5.1 医生推荐+学术会议，树立品牌专业化形象

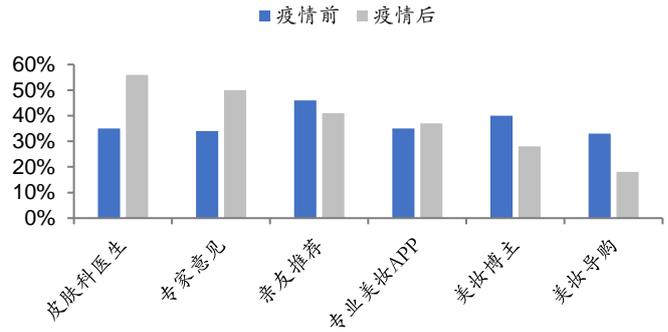
精准营销，强化品牌定位：产品设计上，包装采用吸睛的红白配色，在产品宣传时突出敏感肌关键字，相比理肤泉更多的强调温泉水和舒缓保湿功效，有助于更

加精准地吸引敏感肌护肤消费者的关注。敏感肌患者在选择护肤品时看中产品的功效和口碑，疫情后皮肤科医生和专家意见成为敏感肌患者购买护肤品的优先考虑因素。公司产品经过众多学术验证，受到医院医生的认可和推荐，敏感肌患者去医院就诊时，医生会推荐使用薇诺娜产品，促进了公司口碑的积累。此外，公司参加被誉为“皮肤学奥运会”的世界皮肤科大会，举办敏感性皮肤高峰论坛并且组织皮肤科专家在线问诊等活动，不断加深消费者对于产品专业性的认识，提升消费者信任。

图表 89 产品设计记忆深刻



图表 90 疫情前后购买敏感肌护肤品的意见来源



资料来源：薇诺娜官网、理肤泉天猫旗舰店，华安证券研究所

资料来源：艾瑞咨询，华安证券研究所

图表 91 薇诺娜参加“皮肤学奥运会”



图表 92 开展知名皮肤科医生线上问诊活动



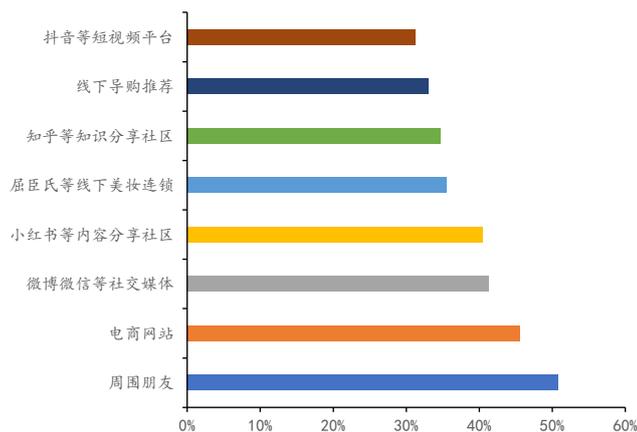
资料来源：贝泰妮官网，华安证券研究所

资料来源：薇诺娜官方微博，华安证券研究所

## 5.2 紧跟流量风口，促进深度种草

**公司新媒体营销高速增长：**随着新媒体的快速发展，微博、小红书、抖音等平台流量迅速增长，图文和短视频、直播等形式成为种草的主要途径。公司紧跟流量风口，及时发力新媒体，2018年和2019年公司新媒体营销费用同比增长分别达到347%和145%，促进品牌声量迅速提升。

图表 93 2020 中国女性抗敏护肤品信息获取渠道



资料来源：艾瑞咨询，华安证券研究所

图表 94 公司新媒体营销费用高速增长



资料来源：公司招股书，华安证券研究所

**营销敏锐度高，IP 跨界、直播带货等实现品牌出圈：**公司紧跟流量风口，在天猫、微博、抖音、小红书等新媒体平台齐发力，运营能力明显优于竞品，公司天猫、官方微博、抖音、小红书粉丝数都位于行业前列。随着直播带货的兴起，公司快速反映，邀请皮肤科专家、明星以及头部和腰部网红 KOL 进行直播，促进产品的深度种草。2019 年双十一期间公司进行了 9 天直播，双十一预售期间与李佳琦、薇娅两大头部主播合作，当天实现全渠道 7.2 亿 GMV。2020 年双十一公司参加了天猫直播盛典，并与迪士尼合作推出了魔法米奇燃梦精华礼盒和魔法米奇柔润保湿霜，吸引了众多 Z 时代年轻人，再次登顶天猫美妆国货 NO.1。

图表 95 各品牌新媒体平台运营情况(时间：2021.4.21)

品牌	天猫粉丝数 (万)	微博官方账号 粉丝数 (万)	抖音官方账号 粉丝数 (万)	小红书官方账号 粉丝数
薇诺娜	797.8	152	47.6	12
玉泽	302	19	1.6	1.2
雅漾	469.9	742	11.2	4.4
理肤泉	449.5	37	27.7	10
贝德玛	63.7	64	2	7.1
薇姿	192.1	158	4.6	5.9
芙丽芳丝	437.8	28	/	4.4

资料来源：各品牌天猫旗舰店，官方微博、抖音、小红书账号，华安证券研究所

图表 96 专家+明星+网红共同直播



资料来源：公司官方微博，华安证券研究所

图表 97 IP 跨界营销



资料来源：薇诺娜天猫旗舰店，华安证券研究所

图表 98 2020 双十一销售额国货第一



资料来源：公司官方微博，华安证券研究所

## 6 盈利预测及投资建议

### 盈利预测

我们根据公司公告对收入（分产品）拆分为：化妆品+医疗器械+其他业务。但是考虑到护肤品和彩妆针对人群及市场扩容并不一致，因此我们在盈利预测（分产品）是按照四类：护肤品+彩妆系列+医疗器械+其他业务，分别进行。考虑因素如下：

- 1、护肤品：**定义为具有保护或护理皮肤作用，能增强皮肤的弹性和活力的化妆品；对“皮肤学级护肤品”定义为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肌肤护理产品。因此，这部分结合我们此前对该部分产品所处细分赛道的市场空间，叠加公司市占率（提升、平稳、下行）三种情况进行综合分析；
- 2、彩妆：**公司目前彩妆产品主要涉及隔离霜、BB霜、卸妆水等等。这部分我们主要结合化妆品市场结合剔除护肤品部分来进行预测；
- 3、医疗器械产品：**公司在这部分业务的发展上，主要从事皮肤护理相关医疗器械产品的研发、生产及销售，相关产品主要包括透明质酸修护生物膜、透明质酸修护贴敷料等，因此我们结合护肤和轻医美两个板块的情况进行预测；
- 4、其他业务：**考虑到其他业务占比较小，我们仅对其给予稳定的预测。具体见下表，不做赘述：

图表 99 公司盈利预测表

业务名称	产品类型	营业收入（单位：百万元）			
		2020A	2021E	2022E	2023E
护肤品	主要包括霜、护肤水、面膜、精华、乳液等护肤品类产品	2360	3389	4666	6216
彩妆	主要涉及隔离霜、BB霜、卸妆水等	65	91	123	161
医疗器械产品	主要包括透明质酸修护生物膜、透明质酸修护贴敷料等	195	263	355	480
其他	-	16	18	20	22
合计	-	2637	3762	5165	6878
同比 yoy	-	36%	43%	37%	33%

资料来源：公司公告，华安证券研究所

## 投资建议

目前，我国敏感肌护肤市场具备“空间大+渗透低+高复购+重成分”等特点，处在高成长阶段。公司经过多年发展已成长为该细分赛道的龙头企业，凭借较强的产品力成功打造专业品牌、私域流量转化效率高、积极拥抱新媒体，未来增长确定性高。预计公司 2021~2023 年 EPS 分别为 1.79、2.53、3.39 元/股，对应当前股价 PE 分别为 135、96、72 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

## 风险提示

**行业竞争加剧：**功能性护肤品领域国际大牌具有多年的品牌和市场积累，若国际大牌调整公司战略，加大在中国的营销推广力度，预计会加剧行业竞争，威胁公司市场地位。

**渠道拓展不及预期：**公司现有收入以线上渠道为主，随着互联网红利减弱，获客成本上升，公司积极发展线下和私域流量渠道，若其增长不及预期，可能会影响公司总体营收的增长。

**营销效果不及预期：**营销推广是化妆品品牌增长的必要过程，公司紧跟流量风口，大力推进新媒体营销，销售费用占比较高，若营销效果不及预期，可能减缓公司品牌发展过程。

财务报表与盈利预测

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E	
<b>流动资产</b>	1391	2380	3568	5231	
现金	752	1387	2354	3658	
应收账款	187	258	349	471	
其他应收款	10	16	22	29	
预付账款	29	41	55	74	
存货	254	511	624	832	
其他流动资产	160	166	164	167	
<b>非流动资产</b>	211	275	344	410	
长期投资	0	0	0	0	
固定资产	69	93	118	140	
无形资产	55	75	96	114	
其他非流动资产	87	107	130	155	
<b>资产总计</b>	1602	2655	3913	5641	
<b>流动负债</b>	391	682	868	1157	
短期借款	0	0	0	0	
应付账款	117	197	260	342	
其他流动负债	275	485	608	816	
<b>非流动负债</b>	9	9	9	9	
长期借款	0	0	0	0	
其他非流动负债	9	9	9	9	
<b>负债合计</b>	400	691	876	1166	
少数股东权益	3	5	7	10	
股本	360	360	360	360	
资本公积	26	26	26	26	
留存收益	813	1573	2644	4079	
归属母公司股东权益	1199	1959	3029	4465	
<b>负债和股东权益</b>	1602	2655	3913	5641	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E	
<b>经营活动现金流</b>	431	712	1050	1380	
净利润	544	760	1070	1435	
折旧摊销	25	16	17	15	
财务费用	1	0	0	0	
投资损失	-3	-3	-4	-5	
营运资金变动	-148	-63	-36	-68	
其他经营现金流	703	825	1109	1507	
<b>投资活动现金流</b>	-86	-78	-82	-76	
资本支出	-89	-80	-86	-81	
长期投资	0	0	0	0	
其他投资现金流	3	3	4	5	
<b>筹资活动现金流</b>	-121	0	0	0	
短期借款	-15	0	0	0	
长期借款	0	0	0	0	
普通股增加	0	0	0	0	
资本公积增加	0	0	0	0	
其他筹资现金流	-106	0	0	0	
<b>现金净增加额</b>	224	635	968	1304	

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

利润表		单位:百万元			
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E	
<b>营业收入</b>	2636	3762	5165	6878	
营业成本	626	912	1245	1647	
营业税金及附加	46	69	93	124	
销售费用	1107	1542	2117	2820	
管理费用	169	271	357	476	
财务费用	-1	0	0	0	
资产减值损失	-9	0	0	0	
公允价值变动收益	0	0	0	0	
投资净收益	3	3	4	5	
<b>营业利润</b>	650	914	1286	1723	
营业外收入	1	0	0	0	
营业外支出	3	0	0	0	
<b>利润总额</b>	648	914	1286	1723	
所得税	104	152	214	285	
<b>净利润</b>	544	762	1073	1438	
少数股东损益	0	2	2	3	
<b>归属母公司净利润</b>	544	760	1070	1435	
EBITDA	650	880	1234	1645	
EPS (元)	1.51	1.79	2.53	3.39	

主要财务比率					
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E	
<b>成长能力</b>					
营业收入	35.6%	42.7%	37.3%	33.2%	
营业利润	29.4%	40.6%	40.8%	33.9%	
归属于母公司净利	31.9%	39.8%	40.9%	34.1%	
<b>获利能力</b>					
毛利率 (%)	76.3%	75.8%	75.9%	76.1%	
净利率 (%)	20.6%	20.2%	20.7%	20.9%	
ROE (%)	45.3%	38.8%	35.3%	32.1%	
ROIC (%)	43.7%	36.7%	33.4%	30.4%	
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	25.0%	26.0%	22.4%	20.7%	
净负债比率 (%)	33.3%	35.2%	28.9%	26.1%	
流动比率	3.56	3.49	4.11	4.52	
速动比率	2.83	2.68	3.33	3.74	
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.65	1.42	1.32	1.22	
应收账款周转率	14.11	14.56	14.80	14.60	
应付账款周转率	5.37	4.62	4.79	4.82	
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益	1.51	1.79	2.53	3.39	
每股经营现金流薄)	1.02	1.68	2.48	3.26	
每股净资产	2.83	4.62	7.15	10.54	
<b>估值比率</b>					
P/E	189.30	135.43	96.11	71.68	
P/B	85.81	52.53	33.97	23.05	
EV/EBITDA	133.36	97.78	68.98	50.92	

## 重要声明

### 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，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表达的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

### 行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 以上；
- 中性—未来 6 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 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 以上；

### 公司评级体系

- 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；
- 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。