

证券研究报告—深度报告

商业贸易

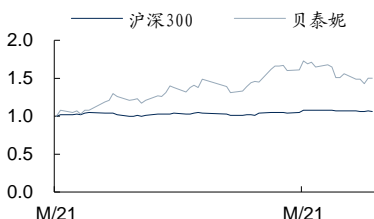
化妆品

贝泰妮(300957)
买入

合理估值: 283.0-288.85 昨收盘: 243.89 元 (首次评级)

2021年06月12日

一年该股与沪深300走势比较


股票数据

总股本/流通(百万股)	424/54
总市值/流通(百万元)	103,312/13,106
上证综指/深圳成指	3,590/14,801
12个月最高/最低(元)	285.00/157.21

证券分析师: 张峻豪

 电话: 021-60933168
 E-MAIL: zhangjh@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980517070001

联系人: 柳旭

 电话: 13246725957
 E-MAIL: liuxu1@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

深度报告

敏感肌护肤龙头, 全方位构建品牌壁垒

● 贝泰妮: 高速成长的专业皮肤护理品牌运营商

贝泰妮以“薇诺娜”品牌为核心, 以敏感肌护肤产品为特色, 经过20年深耕, 不断夯实自身产品研发实力, 并抓住线上渠道和社媒营销红利, 实现基本面高速增长。2020年公司营收和归母净利润分别为26.36亿元/5.44亿元, 分别同比增长35.64%和31.94%, 过去三年复合增速分别为45.79%和44.44%, 实现持续高速增长。

● 行业概况: 功效性护肤快速成长, 国货趁势崛起

2020年公司深耕的皮肤学级护肤市场规模189.31亿元, 2015-2020年复合增速25.24%, 远高于日化行业整体。受益消费升级下居民护肤理念不断成熟, 以及社媒营销红利的释放, 行业高景气仍将得到保障。同时, 监管强化以及流量成本提升将加速出清中小品牌推动集中度提升, 2020年CR10市占率82.4%, 其中薇诺娜份额21.6%排名第一。

● 公司分析: 坚守专业护肤定位, 研发+渠道+营销不断夯实品牌力

公司以“打造中国皮肤健康生态”为使命, 深入洞察消费者需求实现产品力提升: 1) 研发端, 以云南中草药天然提取为特色, 并积极践行医研共创实现产品有效性背书, 最终实现明星单品打造; 2) 渠道端, 坚持以线下专业药房渠道为根基, 线上为突破(20年占比达82.88%)的销售模式, 并探寻私域流量建设实现客群的深度绑定(私域渠道客单接近千元, 复购率超40%); 3) 营销端, 充分利用新媒体营销手段, 以专业型宣传为特点, 精准触达并不断抢占目标客群的消费心智。

● 风险提示

行业竞争加剧的风险, 收入季节性波动的风险, 流量成本上升的压力; 营销模式无法顺应市场变化的风险, 产品质量控制的风险。

● 合理估值: 敏感肌护肤龙头, 全方位构建品牌壁垒, 给予“买入”

公司多年深耕已建立了坚实的品牌壁垒, 未来通过有效研发支持下的产品升级推新, 以及渠道端的全平台加速拓展, 有望继续夯实主品牌功效性护肤龙头地位; 并在此基础上持续开拓多品牌多品类布局, 实现长期稳定高增长。预计公司21-23年归母净利润为8.34/11.93/16.05亿元, EPS1.97/2.82/3.79元/股, 对应PE124/87/64倍。考虑绝对及相对估值, 公司合理区间283.0-288.85元/股, 首予“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2,636.49	3,987.76	5,629.49	7,497.50
(+/-%)	35.64%	51.25%	41.17%	33.18%
净利润(百万元)	543.51	833.94	1,192.93	1,605.05
(+/-%)	31.94%	53.44%	43.05%	34.55%
摊薄每股收益(元)	1.51	1.97	2.82	3.79
EBIT Margin	0.26	0.24	0.24	0.24
净资产收益率(ROE)	0.45	0.45	0.42	0.39
市盈率(PE)	161.54	123.88	86.60	64.37
EV/EBITDA	125.58	107.46	75.70	56.76
市净率(PB)	73.23	55.36	36.63	25.17

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测 注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

投资摘要

估值与投资建议

贝泰妮是国内领先的化妆品品牌运营集团，公司专注于化妆品行业中近年来呈现爆发式增长的皮肤学级护肤品（功效性护肤）细分赛道，产品以有效解决敏感性肌肤问题为突破口，并在渠道运营上与互联网深度融合，实现了业绩的快速成长。2020年公司的营业收入/归母净利润分别同比增长35.64%和31.94%，过去三年复合增长分别为45.79%/44.44%，保持了极为优异的成长性。

公司多年深耕已建立了坚实的品牌壁垒，未来通过有效研发支持下的产品升级推新，以及渠道端的全平台加速拓展，有望继续夯实主品牌功效性护肤龙头地位；并在此基础上持续开拓多品牌多品类布局，实现长期稳定高增长。预计公司21-23年EPS1.97/2.82/3.79元/股，对应PE124/87/64倍。考虑绝对及相对估值，给予公司合理区间283.0-288.85元/股，首予“买入”评级。

核心假设与逻辑

- 1、公司在研发端，以云南中草药天然提取为特色，并积极践行医研共创实现产品有效性背书，多年深耕已经积累了较强的产品研发能力，能够保障公司明星单品的升级以及未来新品的持续打造；
- 2、渠道端，坚持以线下专业药房渠道为根基，线上为突破（20年占比达82.88%）的销售模式，并探寻私域流量建设实现客群的深度绑定（私域渠道客单接近千元，复购率超40%），全渠道运营能力的强化支持了公司充分分享行业红利；
- 3、营销端，充分利用新媒体营销手段，以专业型宣传为特点，精准触达并不断抢占目标客群的消费心智，从而同时实现了客群的有效拉新以及复购。

与市场的差异之处

- 1、市场认为公司产品所布局的敏感肌护肤市场较为小众，未来发展空间有限。我们认为首先敏感肌作为一种肌肤问题状态在当前女性消费者当中较为普遍，其次公司在建立敏感肌护肤的品牌认知基础上通过积极开拓敏感肌+的新品类，不断延伸了公司品类布局，打开了品牌发展空间。
- 2、市场认为公司渠道以天猫电商为主，平台较为集中业务存在不稳定性，我们认为首先天猫等电商平台是当前化妆品销售的主要渠道，这已是行业趋势；其次公司近年也在积极开拓全渠道全平台布局，线下药房连锁仍有较大发展空间，同时，线上新兴平台的布局如抖音等也将为公司带来渠道增量。

股价变化的催化因素

- 1、线上多平台开拓能力得到验证，公司在抖音等新兴内容电商平台实现快速成长，为线上业务带来增量；
- 2、产品推新能力不断强化，升级款明星单品打造成功，助推品牌实现量价提升；
- 3、多品牌布局超预期，新品牌打造能力得到验证，一方面为公司基本面增长带来新增量，另一方面也打开公司长期成长空间。

核心假设或逻辑的主要风险

- 1、疫情反复，终端消费需求受到持续压制；
- 2、线上推广营销效果不达预期，营销效率较低，造成销售费用率较高；
- 3、线下网点扩张过程中经营管理不善，库存压力提升。

内容目录

投资摘要	2
与市场的差异之处.....	2
股价变化的催化因素.....	2
核心假设或逻辑的主要风险.....	2
估值与投资建议	7
相对估值法: 210.23-283 元/股.....	7
绝对估值法: 273.82-288.85 元/股.....	10
投资建议: 敏感肌护肤龙头, 全方位构建品牌壁垒, 首予“买入”评级.....	11
公司概况: 敏感肌护肤龙头, 产品及渠道布局领先	12
贝泰妮介绍: 高速成长的专业皮肤护理品牌运营集团.....	12
股权结构及管理层介绍: 创始人学术背景深厚, 具备成功企业运营经验.....	15
募投项目分析: 提升营销实力, 扩大公司产能.....	17
行业分析: 功效性护肤快速成长, 国货趋势崛起	19
行业细分及规模现状: 美妆景气度高企, 功效护肤表现亮眼.....	19
行业驱动: 消费升级为底层驱动力, 新媒体电商爆发是重要催化剂.....	21
竞争格局: 护肤品整体格局相对分散, 但功效护肤市场集中度较高.....	24
公司分析: 坚守专业护肤定位, 三维度夯实产品力	30
产品定位: 明确敏感肌护肤赛道优异, 大单品策略获取优质用户资产.....	30
研发基石: 天然植物提取突出独特性, 医研共创提供有效性背书.....	32
渠道深耕: 以线下专业渠道为根基, 通过线上自营打开发展空间.....	35
营销布局: 积极运用新媒体营销手段, 不断强化消费者心智.....	38
多品牌拓展: 母婴品牌快速增长, 高端院线品牌布局未来.....	40
同类公司比较分析: 成长性突出, 盈利能力优异	43
经营规模比较.....	43
盈利能力比较分析.....	44
营运能力比较分析.....	45
盈利预测	47
核心假设.....	47
盈利预测结果.....	49
风险提示	50
附表: 财务预测与估值	52
国信证券投资评级	53
分析师承诺	53
风险提示	53
证券投资咨询业务的说明	53

图表目录

图 1: 公司历史沿革	12
图 2: 公司营业收入/归母净利润及增速情况 (亿元、%)	12
图 3: 薇诺娜品牌占主营收入比重 (%)	13
图 4: 公司品牌矩阵	13
图 5: 薇诺娜舒敏系列占主营收入比重 (%)	14
图 6: 薇诺娜舒敏保湿特护霜收入占主营收入比重 (%)	14
图 7: 公司线上/线下销售收入占比 (%)	14
图 8: 公司线上/线下销售收入及增速 (万元、%)	14
图 9: 公司股权结构 (截至 2021 年一季度)	16
图 10: 委托加工模式生产产品成本占当期全部产品比例	17
图 11: 公司中央工厂新基地建设项目新增生产线情况	17
图 12: 营销渠道及品牌建设项目具体投向的金额占比 (%)	18
图 13: 信息系统升级项目具体投向的金额占比 (%)	18
图 14: 中国美妆个护规模及增速 (亿元、%)	19
图 15: 中国美妆个护细分市场规规模-护肤品 (亿元、%)	19
图 16: 中国皮肤学级护肤品市场规模及增速 (亿元、%)	20
图 17: 功能性护肤品的分拆定义	20
图 18: 敏感肌主要为皮肤屏障受损导致	21
图 19: 我国敏感肌人群比例较高	21
图 20: 消费升级下美丽产业的进阶升级	22
图 21: 2020 年各国皮肤科级护肤品人均消费 (美元)	22
图 22: 电商成为化妆品主要销售渠道 (%)	22
图 23: 中国美妆个护市场中健康和美容专家渠道占比 (%)	22
图 24: 消费者获取化妆品信息的主要渠道占比 (%)	23
图 25: 专家型 KOL 种草示例	23
图 26: 美妆和医美在功效性护肤领域实现融合发展	24
图 27: 不同美妆细分品类对于营销和技术的重要性要求	27
图 28: 各国皮肤学级护肤品市场占比较高的均为本土品牌	27
图 29: 化妆品功效宣称评价项目要求	29
图 30: KOL 头部化明显	29
图 31: 水羊股份/贝泰妮平台推广费率呈现上升趋势 (%)	29
图 32: 国内敏感肌人群年龄结构分布	30
图 33: 薇诺娜天猫旗舰店销售的地区分布	30
图 34: 资生堂的红色蜜露系列单品历经百年更迭	31
图 35: 公司明星单品占收入比例	31
图 36: 薇诺娜品牌 TOP10 单品覆盖多元化需求	32
图 37: 公司新品单价较高	32
图 38: 公司产品开发立足与云南特色植物	33
图 39: 公司产品开发立足与云南特色植物	33
图 40: 公司 2020 上半年线下渠道占比情况 (%)	35
图 41: 公司直供客户模式收入情况 (万元、%)	36
图 42: 中国零售药店连锁化率 (%)	36

图 43: 2019 年不同平台在公司线上自营收入中的占比.....	36
图 44: 双十一天猫美妆品牌销售排名.....	36
图 45: 公司私域流量产生收入占公司收入比重 (%).....	37
图 46: 公司薇诺娜专柜服务平台新注册用户数 (万人).....	37
图 47: 公司不同平台的客单价水平 (元).....	38
图 48: 公司不同平台的复购率水平 (%).....	38
图 49: 公司线上推广占公司服务与广告营销费用比例 (%).....	38
图 50: 公司新媒体营销投放占比不断增加 (%).....	38
图 51: 专家型 KOL.....	39
图 52: 美妆品牌通过数据赋能精准营销示意.....	39
图 53: 公司品牌明星代言矩阵.....	39
图 54: 公司与迪士尼的产品跨界联名.....	39
图 55: 二孩、三孩占比提升.....	40
图 56: 2020 年中国 95 后妈妈选购孕产用品关注要素 (%).....	40
图 57: 2020 年中国婴幼儿 TOP10 日化品牌市占率 (%).....	41
图 58: 艾维诺在华市占率稳步提升 (%).....	41
图 59: 艾维诺进入中国经历了三个阶段.....	41
图 60: 艾维诺婴儿多效果修护系列.....	41
图 61: Winona Baby 舒润滋养霜针对宝贝湿痒.....	42
图 62: 贝泰妮 Winona Baby 产品小红书口碑好.....	42
图 63: Beauty Answers 主要产品.....	43
图 64: 可比公司营收规模比较 (亿元).....	43
图 65: 可比公司营收增速比较 (%).....	43
图 66: 可比公司归母净利润规模比较 (亿元).....	44
图 67: 可比公司归母净利润增速比较 (%).....	44
图 68: 可比公司毛利率水平 (%).....	44
图 69: 可比公司期间费用率水平 (%).....	44
图 70: 可比公司销售费用率水平 (%).....	45
图 71: 可比公司净利率水平 (%).....	45
图 72: 可比公司存货周转天数比较 (天).....	46
图 73: 可比公司应收账款周转天数比较 (天).....	46
图 74: 可比公司经营现金流净额/营收比较 (%).....	46
图 75: 可比公司资产负债率比较 (%).....	46
表 1: 可比公司主营业务介绍.....	7
表 2: 可比公司 2019/2020 年主要财务数据.....	8
表 3: 可比公司盈利预测及估值情况.....	8
表 4: 基于行业增长以及竞争格局假设下的公司 25 年零售额敏感性分析.....	9
表 5: 国际成熟化妆品公司近年估值水平变化情况.....	9
表 6: 公司盈利预测假设条件 (%).....	10
表 7: 绝对估值的基本假设条件.....	11
表 8: FCFF 估值结果对折现率和永续增长率的敏感性分析.....	11
表 9: FCFE 估值结果对折现率和永续增长率的敏感性分析.....	11
表 10: 公司主营收入分产品情况 (万元、%).....	13

表 11: 公司线上渠道拆分 (万元、%)	15
表 12: 公司线下渠道拆分 (万元、%)	15
表 13: 公司高管履历	16
表 14: 公司募投项目一览.....	17
表 15: 国内外知名的专业功能性化妆品品牌介绍	20
表 16: 护肤品市场竞争格局 (品牌市占率/%)	25
表 17: 日本和美国护肤品品牌市占率/% (标蓝为功效护肤品牌)	26
表 18: 皮肤学护肤品市场竞争格局 (品牌市占率/%)	26
表 19: 化妆品行业主要法规及政策.....	28
表 20: 《化妆品监督管理条例》相关配套法规文件	28
表 21: 珀莱雅/薇诺娜/欧莱雅天猫旗舰店售价 TOP10 产品 (21 年 1 月 31 日)	31
表 22: 公司核心技术及介绍	33
表 23: 公司研究团队情况.....	34
表 24: 公司在研项目情况.....	34
表 25: 公司与外部团队合作开发项目进展.....	35
表 26: 公司私域流量布局情况	37
表 27: 公司营收分拆及预测 (万元、%)	48
表 28: 公司盈利预测简要结果	49

估值与投资建议

贝泰妮是国内领先的化妆品品牌运营集团，主要业务为化妆品产品的研发生产和销售。整体来看，公司专注于化妆品行业中近年来呈现爆发式增长的皮肤学级护肤品（功效性护肤）细分赛道，产品以有效解决敏感性肌肤问题为突破口，并在渠道运营上与互联网深度融合，实现了业绩的快速成长。2020年公司的营业收入/归母净利润分别同比增长35.64%和31.94%，过去三年复合增长分别为45.79%/44.44%，保持了极为优异的成长性。考虑到公司所处行业处于渗透率和消费水平快速提升阶段，已上市相关公司均有成熟可比的商业模式，并且公司已经多年稳定盈利。我们认为结合相对估值法与绝对估值法能够更好的体现当前市场对于该行业的估值认知，并采用PE及FCFF估值方法对其估值。

相对估值法：210.23-283元/股

在可比公司的选择上，目前A股主营美妆护肤品研发、生产及销售的上市公司主要有珀莱雅、上海家化、水羊股份等，均以护肤品类目的产品销售为主，渠道上也均在近来积极布局电商渠道，并成为推动收入增长的主要渠道驱动力。同时考虑到目前生活美容和医疗美容融合发展趋势明显，且医美企业积极布局日常功能性护肤领域，如华熙生物的玻尿酸次抛原液，爱美客的嗨体颈膜等伴侣型护肤品，而贝泰妮自身亦开展皮肤医疗美容服务。据此，我们可比公司选择珀莱雅、上海家化、丸美股份、水羊股份、爱美客及华熙生物。

表 1：可比公司主营业务介绍

股票代码	公司简称	与贝泰妮的业务差异	与贝泰妮的业务共性
600315.SH	上海家化	多品牌布局更为全面，包括六神、佰草集、玉泽、美加净、高夫等实现不同定位人群以及不同品类的覆盖	以护肤品类目为主，电商占比持续提升
603605.SH	珀莱雅	产品定位大众中低端，线下渠道以经销模式下的CS终端布局为主	以护肤品类目为主，电商占比逐年提升
300740.SZ	水羊股份	以面膜品类为突破口，除自有品牌业务外还布局有海外品牌代理业务	以护肤品类目为主，电商占比较高
300896.SZ	爱美客	医美玻尿酸领军企业，包括溶液类注射产品、凝胶类注射产品、面部埋植线产品和化妆品四大类	医美产品供应商龙头，2C化妆品业务逐步开启布局，广泛利用电商渠道
688363.SH	华熙生物	玻尿酸全产业链龙头，覆盖原料业务、医疗终端产品和功能性护肤品	功效性护肤品类目高增长，电商占比逐年提升

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

贝泰妮及五家可比公司相关财务数据如下表所示：综合来看，贝泰妮2019/2020年营业收入分别为19.44亿元/26.36亿元，归母净利润分别为4.12亿元/5.44亿元，规模体量在可比公司中处于中上水平。从成长性看，公司展现了优异的业绩增速，2018-2020年营收复合增速45.79%，仅次于爱美客的48.65%，归母净利润复合增速44.44%，处于可比公司领先地位。盈利能力方面，公司毛利率和净利率水平处于可比公司中上游，2020年毛利率76.25%，仅次于爱美客的92.17%和华熙生物的81.41%，远高于传统美妆企业，2020年加权ROE水平56.57%，在可比公司中同样处于领先地位。

表 2: 可比公司 2019/2020 年主要财务数据

日期	指标	600315	603605	300740	300896	688363	300957
		上海家化	珀莱雅	水羊股份	爱美客	华熙生物	贝泰妮
2019 年	营业收入(亿元)	75.97	31.24	24.12	5.58	18.86	19.44
	yoy	6.43%	32.28%	7.43%	73.74%	49.28%	56.69%
	归母净利润(亿元)	5.57	3.93	0.27	3.06	5.86	4.12
	yoy	3.09%	36.73%	-79.17%	148.68%	38.16%	58.12%
	扣非净利润(亿元)	3.8	3.86	0.06	2.97	5.67	3.91
	yoy	-16.91%	39.07%	-94.14%	145.71%	35.16%	56.81%
	毛利率(%)	61.88%	63.96%	51.05%	92.63%	79.66%	80.22%
	净利率(%)	7.33%	11.73%	1.05%	53.43%	31.00%	21.25%
2020 年	ROE(%)	9.21%	21.09%	2.08%	44.01%	24.59%	68.58%
	营业收入(亿元)	70.32	37.52	37.15	7.09	26.33	26.36
	yoy	-7.43%	20.13%	54.02%	27.18%	39.63%	35.64%
	18-20 年复合增速	-0.74%	26.06%	28.63%	48.65%	44.37%	45.79%
	归母净利润(亿元)	4.3	4.76	1.4	4.39	6.46	5.44
	yoy	-22.78%	21.22%	415.28%	43.93%	10.29%	31.94%
	18-20 年复合增速	-10.78%	28.74%	3.59%	89.19%	23.44%	44.44%
	扣非净利润(亿元)	3.96	4.7	1.36	4.24	5.68	5.13
	yoy	4.30%	21.69%	2094.56%	42.95%	0.13%	31.05%
	毛利率(%)	59.95%	63.55%	49.20%	92.17%	81.41%	76.25%
净利率(%)	6.12%	12.04%	3.72%	61.10%	24.50%	20.62%	
ROE(%)	6.73%	21.82%	10.87%	25.31%	13.46%	56.57%	

资料来源:Wind、公司公告、国信证券经济研究所整理

PE 法估值: 如下图所示,公司在 A 股的可比公司 21 及 22 年预测利润对应的总市值加权平均 PE 分别为 143/102 倍。整体来看,颜值经济赛道(包括美妆及医美)近年来景气度高企,同时当前行业整体渗透率仍相对较低,过去三年在新媒体营销以及电商渠道红利驱动下呈现加速爆发态势,且站在当前时点,长期发展空间依旧广阔,因此 A 股板块内国内上市公司整体估值处于高位。

而公司所处的功效性护肤赛道在产品特性上:兼具传统美妆产品的日常保养属性和 2C 属性因而具备近期产品渗透率高和短期爆发力强的特点,以及医疗产品的功效性特征因而能通过建立产品壁垒更好的占据差异化和独占性的消费者心智。也因此,公司在发展过程中同时具备高成长性和相对良好的竞争格局,在盈利能力极为突出的同时,中长期持续成长的确定性也较为明确。以上两大特征也较为符合当前市场的选股偏好,即兼具成长性及确定性溢价的优质赛道选股思维,这一选股思维主要由于当前市场流动性充裕但优质资产相对稀缺的特殊背景下产生的,但从目前的宏观环境来看,两大因素未来仍将大概率延续,因此我们预计相关类型企业的高估值特征也将未来一段时间内持续。

表 3: 可比公司盈利预测及估值情况

代码	公司简称	股价 2021/6/11	总市值			EPS			PE		
			亿元	20A	21E	22E	20A	21E	22E		
600315	上海家化	55.40	375.60	0.63	0.83	1.21	87.31	66.92	45.90		
603605	珀莱雅	173.36	348.66	2.37	3.04	3.81	73.25	57.01	45.56		
300740	水羊股份	21.62	88.87	0.34	0.55	0.88	63.36	38.99	24.57		
300896	爱美客	654.00	1,414.99	2.03	3.34	4.96	321.77	196.09	131.93		
688363	华熙生物	240.98	1,156.70	1.35	1.77	2.27	179.10	136.28	106.19		
加权平均							214.62	142.87	101.87		
300957	贝泰妮	243.89	1,033.12	1.28	1.97	2.82	190.08	123.88	86.60		

资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理预测

我们将详细从优质赛道选股思维下去评判公司在较为突出和确定的成长性下估值水平：贝泰妮虽然目前收入和利润规模绝对额相对居中，但过往以业绩增速为指标的成长能力，和以毛利率及净利率为指标的盈利能力均处于领先水平。从公司当前所处细分赛道的优质性和自身产品、渠道布局情况来看，在未来的五年内仍有望支撑其保持确定性的领先地位。因此，我们将测算公司五年维度的业绩水平，给予一个能够反映其赛道龙头成长性的相对估值水平。

首先，从赛道成长性维度来看，公司所处的皮肤学级护肤品市场规模 2020 年为 189.31 亿元，过去五年复合增速超过 25%，一直保持着相对整体美妆个护市场增速的 2.45 倍水平，未来皮肤学级护肤品在功效性护肤受益消费升级和消费者消费理念强化下的渗透率加速提升，以及对应新渠道和新营销红利的不断释放，仍处于爆发式增长的初期，未来有较大且较确定的增长空间。因此，我们认为公司所处的皮肤学级护肤品市场仍可维持过往高于美妆个护整体行业的增速水平，未来 5 年仍有望保持 20% 以上的复合增长水平。

其次，从赛道格局来看，公司在皮肤科技护肤品领域的品牌市占率 2020 年达到 21.6%，提升 2.9pct，排名第一，且与第二名的差距已拉开至 10.7pct，展现了不断强化的消费者认知和品牌影响力。且随着公司登陆资本市场在资金与品牌背书下有望进一步提升其市占率水平。同时，从海外成熟市场来看，功效性护肤品牌市场的头部企业通常都有 30% 左右的市占率水平（详细分析见行业分析段落）因此我们认为未来五年公司有望进一步将其市占率提升至 30% 左右。在上述假设下预计公司在 2025 年有望实现终端零售规模 131.90-177.60 亿元，中值 153.49 亿元规模。

表 4：基于行业增长以及竞争格局假设下的公司 25 年零售额敏感性分析

公司市占率	行业 21-25 年复合增速				
	18%	20%	22%	24%	26%
26%	112.60	122.48	133.03	144.30	156.31
28%	121.27	131.90	143.26	155.40	168.34
30%	129.93	141.32	153.49	166.50	180.36
32%	138.59	150.74	163.73	177.60	192.39
34%	147.25	160.16	173.96	188.70	204.41

资料来源:国信证券经济研究所分析整理

此外，从公司自身业务发展来看，未来预计公司整体渠道布局仍将维持线上为主线下为辅的模式，下游渠道端销售分成保持相对稳定的约 25% 左右，在此假设下预计 25 年的零售规模对应公司实际收入水平约为 98.93-133.2 亿元，同时随着公司品牌力提升带来的客单价水平提升以及规模效应下成本费用的稳定，预计公司净利率水平有望保持现阶段水平的 20%，对应净利润规模约为 19.79-26.64 亿元。

表 5：国际成熟化妆品公司近年估值水平变化情况

公司名称	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E
欧莱雅	15.5x	27.8x	38.7x	48.2x	46.3x	42.3x
GAPP 净利润增速 (%)	15.31%	8.77%	-3.73%	-4.98%	35.29%	9.48%
雅诗兰黛	33.3x	28.2x	38.3x	39.1x	48.3x	41.7x
GAPP 净利润增速 (%)	12.02%	-11.29%	61.10%	-61.68%	201.05%	22.75%
资生堂	93.8x	44.2x	42.0x	39.2x	124.7x	55.0x
GAPP 净利润增速 (%)	-29.13%	169.92%	19.80%	-	-	112.40%
FANCL 芳珂	39.0x	55.9x	41.6x	49.3x	45.0x	35.8x
GAPP 净利润增速 (%)	885.82%	20.31%	39.70%	15.45%	-19.72%	18.94%
平均估值	45.4x	39.0x	40.1x	43.9x	66.1x	43.7x

资料来源:彭博一致预期，国信证券经济研究所整理

注：FANCL 财报年度截止 3 月 31 日；雅诗兰黛财报年度截止 6 月 30 日

最后，在上述的业绩假设条件下，我们参考国际成熟化妆品企业市盈率水平，如上表所示，剔除 21 财年少数企业因疫情导致业绩波动影响外，国际成熟化妆品企业基本估值水平稳定的保持在 40-45 倍水平。同时，我们以上对于贝泰妮公司业务的测算也主要是针对公司现有业务，随着公司登陆资本市场后，也不排除利用外延并购方式积极推进多品牌和多赛道布局打开新的增长空间，也需要考虑一定的外延溢价。据此，我们给予公司对应 25 年 45 倍 PE，对应股价 210.23-283.0 元/股，对应参考市值 890.55-1198.80 亿元。

绝对估值法：273.82-288.85 元/股

我们采用三阶段模型，对公司价值进行 DCF 折现。

首先，从行业层面看：如前文所述，国内美妆行业景气度仍处高位，且对比国际成熟市场，整体渗透率以及客单价消费水平未来仍有巨大的增长空间，而公司产品主要布局的皮肤学级护肤品市场又属于行业中增长最快的细分赛道。

其次，从公司层面看：

1、公司营收稳定高增长：公司作为行业龙头，通过领先的渠道布局，新品研发，以及营销强化，有望不断夯实公司品牌在行业中的领先地位，提升市占率，从而取得高于市场平均水平的增长。具体来看：虽然疫情对公司 20 年线下渠道的业绩造成了较大的影响，但凭借电商渠道的前期布局，公司仍实现了整体收入远高于同行的高增长，而未来随着公司进一步加大线上和线下的多元化渠道开拓，以及在挖掘消费者需求后的新产品推新，有望继续支撑收入端的持续增长。

2、毛利率长期保持稳定：在行业整体竞争加剧，公司推广力度逐步加大以及相对低毛利的线上渠道占比提升，公司毛利率短期预计有所波动，但长期来看随着公司品牌力提升，以及积极的产品结构升级优化带来的客单价稳固，整体毛利率仍将保持相对稳定；

3、公司三费先升后降：同时虽然短期近两年预计公司在行业营销流量成本上升过程中销售费用将有所提升，但随着规模扩张带来的议价能力逐渐体现，以及管理机制的改善，长期公司管理和销售费用率仍有望呈现稳定趋势。

4、所得税率保持稳定：公司及部分子公司作为高新技术企业，2017-2019 年按 15% 缴纳企业所得税，未来我们认为公司所得税率仍将保持在 15% 附近水平；详细的盈利预测及业务分拆分析见下文的盈利预测分析段落。

表 6：公司盈利预测假设条件（%）

	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
营业收入增长率	35.64%	51.25%	41.17%	33.18%	30.00%	28.00%	25.00%	22.00%	20.00%
营业成本/销售收入	23.75%	23.38%	23.10%	22.91%	22.00%	21.50%	21.00%	20.50%	20.00%
管理费用/营业收入	6.27%	6.80%	6.88%	6.95%	6.20%	6.20%	6.20%	6.00%	5.50%
销售费用/销售收入	41.99%	43.86%	43.90%	43.92%	43.50%	43.50%	42.50%	42.50%	41.50%
营业税及附加/营业收入	1.75%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%
所得税税率	16.07%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%
股利分配比率	19.19%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%

资料来源：Wind、公司数据、国信证券经济研究所预测

表 7: 绝对估值的基本假设条件

基本假设			
无风险利率	3.2%	风险溢价	6.50%
永续增长率	3.5%	实际所得税率	15%
公司市值 (百万元)	103782	E/ (D+E)	99.99%
债务总额 (百万元)	10	D/ (D+E)	0.01%
Ke	8.40%	WACC	8.40%

资料来源: Wind、公司公告、国信证券经济研究所预测

表 8: FCFE 估值结果对折现率和永续增长率的敏感性分析

273.82	7.4%	7.9%	8.40%	8.9%	9.4%
4.5%	467.85	390.06	332.51	288.30	253.32
4.0%	406.03	345.97	299.83	263.34	233.81
3.5%	360.06	311.91	273.82	243.01	217.60
3.0%	324.54	284.79	252.63	226.12	203.93
2.5%	296.27	262.70	235.03	211.87	192.24
2.0%	273.23	244.35	220.18	199.69	182.13
1.5%	254.10	228.87	207.48	189.15	173.29

资料来源: 国信证券经济研究所整理预测

表 9: FCFE 估值结果对折现率和永续增长率的敏感性分析

288.85	7.4%	7.9%	8.40%	8.9%	9.4%
4.5%	495.65	412.74	351.41	304.28	267.01
4.0%	429.75	365.75	316.57	277.68	246.21
3.5%	380.75	329.43	288.85	256.01	228.93
3.0%	342.89	300.53	266.26	238.00	214.36
2.5%	312.75	276.98	247.49	222.82	201.89
2.0%	288.20	257.42	231.66	209.83	191.11
1.5%	267.80	240.91	218.12	198.60	181.70

资料来源: 国信证券经济研究所整理预测

综上, 我们得到公司绝对估值合理价值区间为 273.82-288.85 元/股, 对应参考市值 1159.90-1223.57 亿元。

投资建议: 敏感肌护肤龙头, 全方位构建品牌壁垒, 首予“买入”评级

整体来看, 公司多年深耕已建立了坚实的品牌壁垒, 未来通过有效研发支持下的产品升级推新, 以及渠道端的全平台加速拓展, 有望继续夯实主品牌功效性护肤龙头地位; 并在此基础上持续开拓多品牌多品类布局, 实现长期稳定高增长。预计公司 21-23 年归母净利润为 8.34/11.93/16.05 亿元, EPS1.97/2.82/3.79 元/股, 对应 PE124/87/64 倍。考虑绝对及相对估值情况, 我们给予公司合理区间为 283.0 元/股-288.85 元/股, 对应参考市值 1198.80-1223.57 亿元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

公司概况：敏感肌护肤龙头，产品及渠道布局领先

贝泰妮介绍：高速成长的专业皮肤护理品牌运营集团

贝泰妮有限公司成立于 2010 年 5 月。公司是以“薇诺娜”品牌为核心，专注于应用纯天然的植物活性成分提供温和、专业的皮肤护理产品，重点针对敏感性肌肤，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。

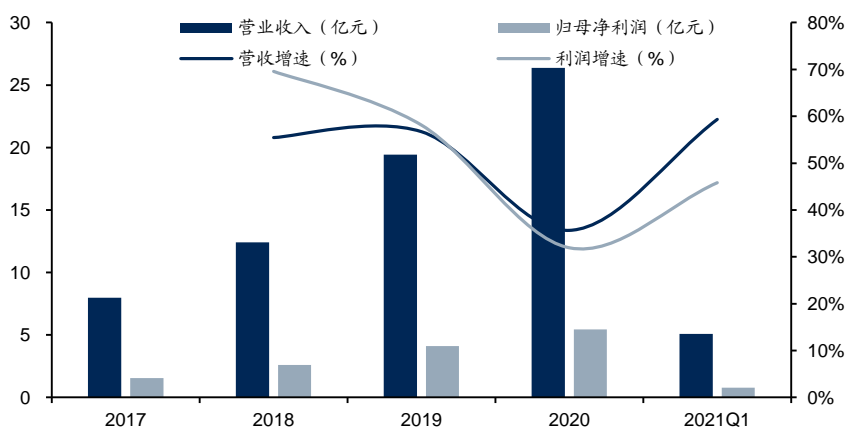
图 1：公司历史沿革



资料来源:公司招股书、公司官网、国信证券经济研究所整理

2020 年公司营收和归母净利润分别为 26.36 亿元/5.44 亿元，分别同比增长 35.64%和 31.94%。虽有疫情影响，但在功能性护肤品行业高增长、公司自身产品研发实力优异以及抓住线上渠道和社媒营销红利的背景下，公司的收入和利润均实现高速增长。2018-2020 年公司营收和归母净利润年复合增速分别为 45.79%和 44.44%。而在今年一季度，公司在去年疫情低基数以及自生持续渠道扩张下，业绩迎来强势加速增长，2021Q1 实现营收和归母净利润分别为 5.07、0.79 亿元，分别同比增长 59.32%和 45.83%。

图 2：公司营业收入/归母净利润及增速情况（亿元、%）



资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

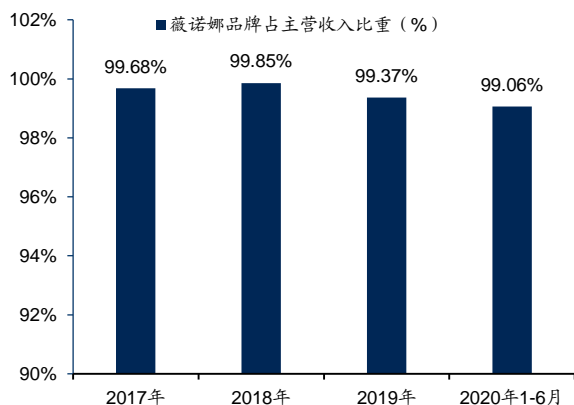
►品牌端：以“薇诺娜”品牌为核心

公司以“薇诺娜”品牌为核心，2017-2020 上半年，“薇诺娜”品牌占公司主营收入的比重分别为 99.68%、99.85%、99.97%和 99.06%。“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。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。根据 Euromonitor 的统计数据，公司旗下“薇诺娜”品牌在 2020 年度国内皮肤学级护肤品市场

排名第 1，市占率达到 21.6%，领先第二名 10.7pct。

围绕已成功塑造的“薇诺娜”品牌，公司在此基础上不断衍生，打造了专注于专业婴幼儿护理的“WINONA Baby”品牌、专注于高端皮肤修护的“Beauty Answers”品牌、专注于痘痘护理的“痘痘康”品牌、专注于干燥性皮肤护理的“资润”品牌。同时专注男士护肤的“WINONA MEN”系列也与去年推出上市。

图 3：薇诺娜品牌占主营收入比重（%）



资料来源：公司招股书、国信证券经济研究所整理

图 4：公司品牌矩阵



资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

► 产品端：以舒敏护肤品为主，明星单品打造能力优异

公司的产品主要可以分为三大类：护肤品、彩妆和医疗器械，其中护肤品类主要包括霜、护肤水、面膜、精华、乳液等；彩妆类主要包括隔离霜、BB霜、卸妆水等；医疗器械类主要包括透明质酸修护生物膜、透明质酸修护贴敷料等。护肤品类收入占比最高，2019年及2020年占主营收入的比重分别达到 86.86% 和 90.07%；医疗器械类产品收入占比次之，2019年和2020年分别为 9.85% 和 7.44%；彩妆类产品占比最小，2019年为 3.29%，2020年受疫情影响占比下降至 2.49%。

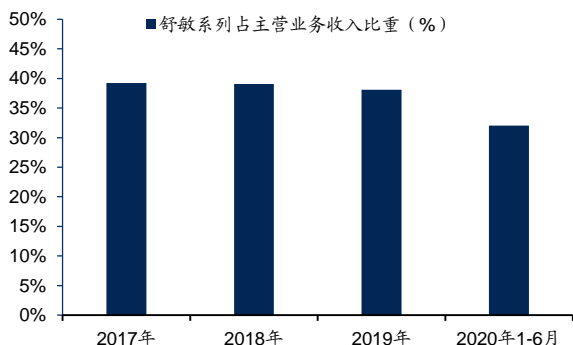
表 10：公司主营收入分产品情况（万元、%）

产品	2017年		2018年		2019年		2020年	
	主营收入(万元)	占比(%)	主营收入(万元)	占比(%)	主营收入(万元)	占比(%)	主营收入(万元)	占比(%)
护肤品	67,222.14	85.47%	105,302.58	85.63%	168,028.60	86.86%	236,027.69	90.07%
彩妆	2,175.69	2.77%	4,013.18	3.26%	6,369.88	3.29%	6,532.59	2.49%
化妆品小计	69,397.83	88.23%	109,315.76	88.89%	174,398.48	90.15%	242,560.28	92.56%
医疗器械	9,253.31	11.77%	13,657.00	11.11%	19,046.17	9.85%	19,497.79	7.44%
合计	78,651.15	100.00%	122,972.76	100.00%	193,444.66	100.00%	262,058.07	100.00%

资料来源：公司招股书、公司财报、国信证券经济研究所整理

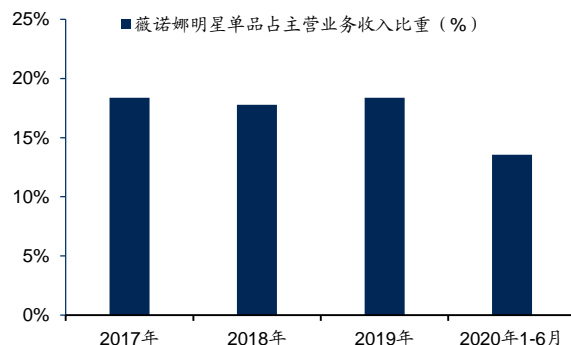
此外，从产品系列来看，“薇诺娜”品牌产品根据产品功效可以细分为“舒敏系列”、“极润保湿系列”、“柔润系列”等多个系列产品。其中“舒敏系列”为公司的畅销系列产品，专注于舒缓肌肤敏感问题。2017-2020 上半年，公司“舒敏系列”产品的销售收入占主营业务收入的比重分别为 39.23%、39.09%、38.11% 和 32.06%，占比较高。此外，“舒敏系列”中的畅销单品“舒敏保湿特护霜”（主要包含 15g、50g 等规格），2017-2020 上半年销售收入占主营业务收入比重分别为 18.37%、17.77%、18.36% 和 13.56%。核心单品系列的成功打造可以帮助公司树立差异化的品牌调性，提升核心目标客群的消费粘性，并成为贡献收入增长的稳定基本盘。

图 5: 薇诺娜舒敏系列占主营收入比重 (%)



资料来源: 公司招股书、公司财报、国信证券经济研究所整理

图 6: 薇诺娜舒敏保湿特护霜收入占主营收入比重 (%)

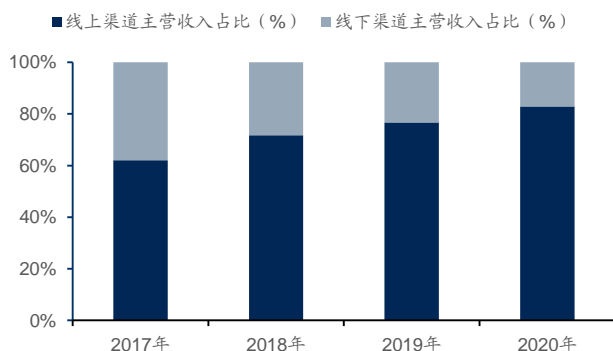


资料来源: 公司招股书、公司财报、国信证券经济研究所整理

►渠道端: 线上占比高, 线下渠道区别于一般化妆品品牌

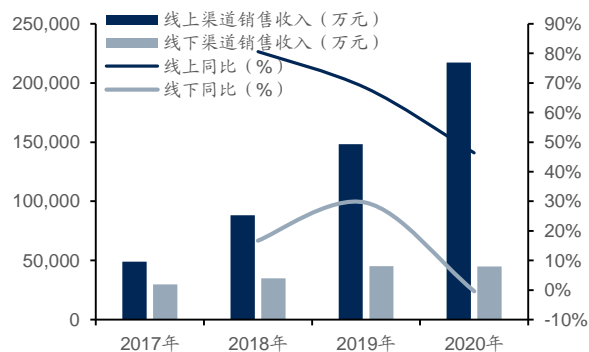
公司通过线上和线下两种渠道对外销售, 以线上销售为主, 2018-2020 年公司线上收入占比分别为 71.71%、76.70%和 82.87%, 同期线上和线下销售收入的 CAGR 分别为 56.94%和 13.57%。2020 年在“新冠”疫情影响背景下, 公司线下渠道收入略下滑 0.44%, 线上渠道成为推动公司继续实现快速增长的主要驱动力, 同比增长 46.38%。

图 7: 公司线上/线下销售收入占比 (%)



资料来源: 公司招股书、公司财报、国信证券经济研究所整理

图 8: 公司线上/线下销售收入及增速 (万元、%)



资料来源: 公司招股书、公司财报、国信证券经济研究所整理

1) 线上渠道看: 公司于 2012 年设立电商事业部, 开始积极拓展电商渠道。具体从线上销售模式来看, 线上分为自营和经销, 与大多数化妆品企业不同的是, 公司线上销售主要以自营模式为主, 2020 年线上自营占整体主营业务收入比重为 63.28%, 同比提升 7.72pct, 占线上收入比重为 76.35%。

表 11: 公司线上渠道拆分 (万元、%)

销售模式	销售类型	销售模式介绍	主要平台	2020 年销售收入 (万元)	2020 年收入占比 (%)	2019 年销售收入 (万元)	2019 年收入占比 (%)	2018-2020CAGR (%)
线上自营	线上推广 自营模式	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、公司官网等	165,826.70	63.28%	107,484.12	55.56%	62.48%
	线上线下的 相结合的 自营模式	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 模式	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	51,353.39	19.60%	40,884.23	21.13%	42.29%
	线上经销 商分销模 式	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					
线上总计				217,180.09	82.87%	148,368.35	76.70%	56.94%

资料来源: 公司招股书、公司财报、国信证券经济研究所整理

2) 从线下销售来看, 公司线下销售以分销为主, 而自营业务收入不断收缩, 目前占比极小, 2019 年/2020 年占比分别仅有 0.16%/0.09%。而不同于一般的化妆品, 公司的产品为皮肤学级护理产品和医疗器械, 因此, 公司分销客户主要是以药店和诊所为下游渠道的商业公司和直供客户, 而非传统化妆品的 CS 或 KA 渠道区域经销商。2019 年, 商业公司和直供客户渠道收入占比为 21.08%, 占线下渠道收入的 90.44%; 2020 上半年, 商业公司和直供客户渠道收入占比为 15.60%, 占线下渠道收入的 92.68%。

表 12: 公司线下渠道拆分 (万元、%)

销售模式	销售类型	销售模式介绍	2020 年销售收入 (万元)	2020 年收入占比 (%)	2019 年销售收入 (万元)	2019 年收入占比 (%)	2018-2020CAGR (%)
线下自营	自营门店	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。	248.46	0.09%	312.47	0.16%	-42.63%
	商业公司	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。					
线下分销	直供客户	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。	44,629.52	17.03%	44,763.84	23.14%	14.50%
	区域经销商	在区域经销商模式下, 公司与区域经销商签订经销协议, 区域经销商在协议约定的区域市场内进行产品销售。公司赋予区域经销商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。					
线下总计			44,877.98	17.13%	45,076.31	23.30%	13.57%

资料来源: 公司招股书、公司财报、国信证券经济研究所整理

股权结构及管理层介绍: 创始人学术背景深厚, 具备成功企业运营经验。公司的实际控制人为 GUO ZHENYU (郭振宇) 先生和 KEVIN GUO 先生 (父子关系), 截至 2021 年一季报, 二人通过诺娜科技和哈祈生合计控制公司 48.68% 的股权。其中郭振宇先生通过中外合资企业诺娜科技间接持有公司 16.45% 的股份, KEVIN GUO 通过诺娜科技和哈祈生持有公司 9.65% 的股份, 合计间接持有公司 26.10% 的股份。此外, 红杉资本通过红杉聚业持有公司 21.58% 的股份。

图 9：公司股权结构（截至 2021 年一季报）



资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

创始人郭振宇先生专业背景深厚，且具备丰富的企业管理运作经验：郭振宇先生为美国乔治华盛顿大学终身教授，曾任世界自我药疗产业联盟主席、中国非处方药物协会会长，现兼任国际自我保健基金（ISF）理事长，中国非处方药物协会副会长，中国非公立医疗机构协会皮肤专业委员会副主任。2003年至2014年，郭振宇任滇虹药业集团股份有限公司董事长、总裁，在此期间也曾带领滇虹药业实现快速增长，打造出了如“康王”洗发水等知名日化品牌。

表 13：公司高管履历

股东名称	职位	履历
郭振宇	董事长、总经理	电机工程博士，现兼任国际自我保健基金（ISF）理事长，中国非处方药物协会副会长，中国非公立医疗机构协会皮肤专业委员会副主任，云南省民营企业家协会常务副理事长。2003年1月至2014年11月任滇虹药业董事长、总裁。
董俊姿	董事、副总经理	工商管理专业硕士学历。2005年3月至2011年5月任滇虹药业集团股份有限公司人事主管、人力资源部经理、人力资源总监、总裁办主任，2013年7月至2014年6月任贝泰妮有限副总经理，2019年3月至今任公司董事、副总经理。
高绍阳	董事、副总经理	化学制药专业本科学历。2008年8月至2012年8月任滇虹药业集团股份有限公司项目总监。2014年6月至2016年12月任贝泰妮有限董事、总经理，现任公司董事、副总经理。
马晓	董事、副总经理	化学工程专业硕士学历，工商管理硕士，执业药师，高级工程师。2010年6月至2013年1月上海滇虹药业有限公司副总经理、总经理。2019年3月至今任公司董事、副总经理。
周薇	董事、公司项目经理	植物保护专业本科学历，研究员。2013年4月至2016年12月任云南大学生物资源保护与利用国家重点实验室研究员。2019年6月至今任公司董事、政府事务经理。
余仕汝	监事会主席，中央工厂厂长	有机化工专业本科学历，执业药师，高级工程师。1995年7月至1996年12月任昆明八达植物化工有限公司技术员，1997年1月至2015年6月任滇虹药业集团股份有限公司技术副总裁。2019年6月至今任公司监事会主席。现任公司中央工厂厂长、监事会主席。
李磊	监事，审计总监	EMBA。2005年12月至2011年12月任天音通信有限公司财务主管、财务经理，2012年8月至2016年12月任贝泰妮有限财务总监，2019年3月至今任公司任贝泰妮有限审计总监、监事。
杨祖荣	总经办主任、职工代表监事	中药学本科学历，工程师，执业药师。2010年9月至2016年12月任滇虹药业集团股份有限公司投资部经理、总裁办副主任、总裁办主任、行政部经理，2017年1月至2018年10月任贝泰妮有限总裁办主任，2019年3月至今任公司总裁办主任、职工代表监事。现任公司总裁办主任、监事。
王龙	财务总监、董事会秘书	会计学专业本科学历，澳洲注册会计师。2006年7月至2014年1月任江苏先声药业有限公司会计、财务经理、财务总经理助理、财务总监，2014年1月至2016年11月任亿腾医药（中国）有限公司高级财务总监。2016年12月至2018年10月任贝泰妮有限财务总监，现任公司财务总监、董事会秘书。

资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

从高管团队的履历来看，公司的主要核心管理团队此前多数均在滇虹药业集团中任职。一方面，团队出身药企专业性背景较强，从履历中也可以看出多数具备较高的专业学术背景；另一方面，高管团队共同协作多年，在公司运营过程中配合默契，且主要高管在上市前就直接或间接持有公司一定比例股份，与公司利益实现绑定，保障了公司经营管理的稳定性，从而推动公司有序健康发展。

募投项目分析：提升营销实力，扩大公司产能

公司 IPO 募集资金将主要用于实施营销渠道及品牌建设项目、中央工厂新基地建设项目、补充营运资金以及信息系统升级项目，预计使用募集资金投入金额 15.35 亿元，若募集资金金额（扣除发行费用后）不足以满足项目的投资需要，不足部分公司将通过自筹资金等方式解决。若募集资金金额超过项目投资资金需求，则多余的募集资金将用于补充与公司主营业务相关的营运资金。

表 14：公司募投项目一览

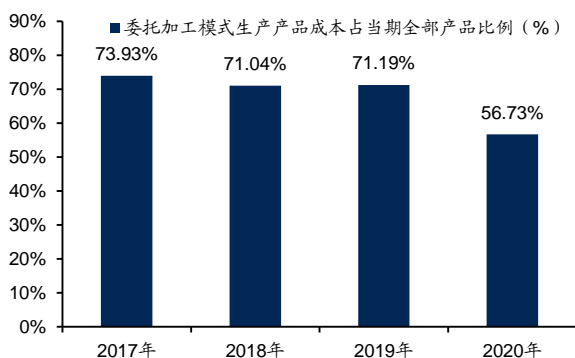
序号	募集资金投向	总投资金额（万元）	预计使用募集资金投资金额（万元）
1	中央工厂新基地建设项目	43,840.92	43,840.92
2	营销渠道及品牌建设项目	69,121.74	69,121.74
3	信息系统升级项目	10,506.35	10,506.35
4	补充营运资金	30,000.00	30,000.00
合计		153,469.01	153,469.01

资料来源：公司招股书，国信证券经济研究所整理

中央工厂新基地建设项目

公司目前采用自主生产、委托加工和 OEM 相结合的方式生产，其中 2017-2020 上半年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%、71.19%和 56.73%，为公司主要的生产模式。但委托加工的模式短板明显：一方面，在公司借助电商渠道实现销售爆发增长的同时，委托加工模式将面临无法满足产能短期快速扩张的需求，另一方面，对于“薇诺娜”这样主打敏感肌护理的品牌，对产品质量要求严格，委托加工无法完全保障生产过程中产品的安全性和有效性。因此，公司计划投资 4.38 亿元用于中央工厂新基地建设项目，为提高公司的产能，满足销售增长对于产能扩张的需求。从 2020 年情况来看，公司委托加工模式生产占比已明显降低。

图 10：委托加工模式生产产品成本占当期全部产品比例



资料来源：公司招股书，国信证券经济研究所整理

图 11：公司中央工厂新基地建设项目新增生产线情况



资料来源：公司招股书，国信证券经济研究所整理

具体而言，中央工厂新基地建设项目具体投向包括建筑工程（占投资金额的 50.39%）、铺底流动资金（占投资金额的 13.16%）、设备购置（占投资金额的 12.94%）等，拟新增 3 条生产线，包括 2 条化妆品生产线（1 条膏霜生

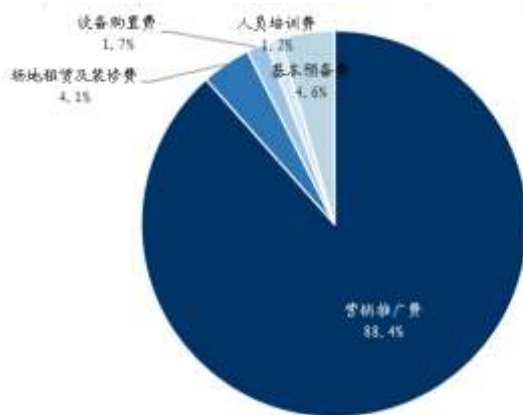
产线、1 条水剂生产线) 及 1 条医疗器械生产线; 除此之外, 项目拟于 2 号车间设置提取生产线, 用于提取部分原料, 提取规模为 75 吨/年。项目建设完成并全部达产后, 每年将新增产能 4500 万支 (万盒), 将有助于充分发挥公司规模经济优势, 提高公司在化妆品市场上的竞争地位, 增强公司盈利能力和抗风险能力。

► 营销渠道及品牌建设项目

化妆品品牌作为传递产品价值与理念的载体, 代表着公司产品在消费者心目中树立的独特印象。品牌建设对于提升消费者对公司品牌的忠诚度、扩大公司产品的市场份额等方面具有重大意义。目前来看, 公司已初步具有一定的品牌影响力, 并在过去的运营中, 积累了丰富的线上渠道运营与推广经验, 和线下渠道营销体系。但化妆品行业的营销模式以及宣传热点变化速度极快, 同时行业竞争也在不断加剧, 因此公司仍需进一步加强品牌宣传力度, 实现更广阔潜在客户群的获取, 并增强原有客户的品牌粘性。

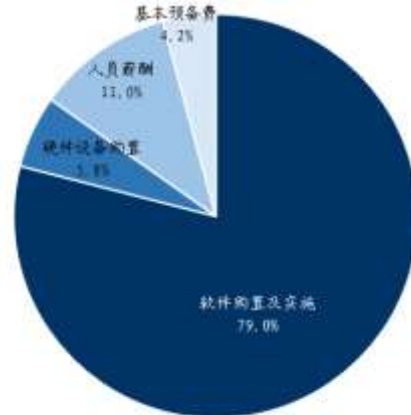
公司计划投资 6.91 亿元用于营销渠道及品牌建设项目, 具体投向包括营销推广 (占投资金额的 88.44%)、场地租赁及装修 (占投资金额的 4.13%)、设备购置 (占投资金额的 1.66%) 等。其中营销推广费用中又包括品牌推广费用 (约占 41%)、线上渠道推广费用 (约占 33%)、线下渠道推广费用 (约占 26%)。

图 12: 营销渠道及品牌建设项目具体投向的金额占比 (%)



资料来源:公司招股书、国信证券经济研究所整理

图 13: 信息系统升级项目具体投向的金额占比 (%)



资料来源:公司招股书、国信证券经济研究所整理

► 信息系统升级项目

公司计划投资 1.05 亿元用于信息系统升级项目, 本项目将通过购置软硬件、新增信息化人员的方式, 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, 为公司未来发展提供信息技术支持。具体投向包括软件购置及实施 (占投资金额的 79%)、硬件设备购置 (占投资金额的 5.81%)、人员薪酬 (占投资金额的 10.95%) 和基本预备费 (占投资金额的 4.24%)。

► 补充营运资金:

公司计划投资 3 亿元用于补充流动资金, 资金将全部用于公司主营业务以改善公司财务状况, 降低公司的营运资金压力, 保障公司日常生产经营资金需求。

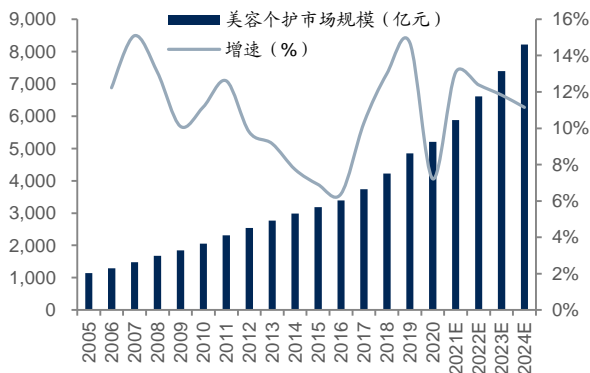
行业分析：功效性护肤快速成长，国货趋势崛起

行业细分及规模现状：美妆景气度高企，功效护肤表现亮眼

我们通常所定义的美妆市场主要为美容用品及个人护理品类，包括 11 大细分子品类。根据 Euromonitor 数据，2020 年我国美容用品及个人护理品类市场容量约为 5199.46 亿元，同比+7.22%，过去十年复合增速达 9.75%。同时，根据国家统计局数据显示，2020 年全年，限额以上的化妆品零售额为 3400 亿元，疫情影响下仍取得同比+9.5%的增速，增速在所有消费品类中位居第四，疫情影响下逆势实现稳健增长。

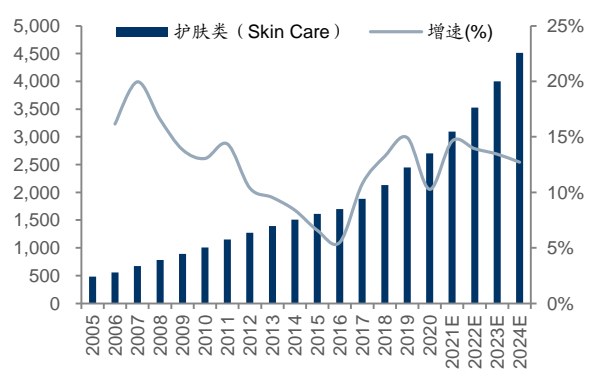
其中公司主要业务所布局的护肤品市场是目前美妆行业中占比较大同时也是增速较快的子板块，期间也走出了大量的国内外知名品牌。2020 护肤品市场实现销售规模 2700.80 亿元，同比+10.28%，过去十年复合增速 10.37%。

图 14：中国美妆个护规模及增速（亿元、%）



资料来源：Euromonitor、国信证券经济研究所整理

图 15：中国美妆个护细分市场规模-护肤品（亿元、%）



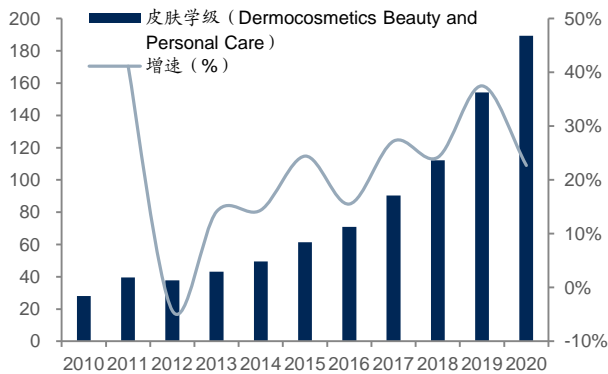
资料来源：Euromonitor、国信证券经济研究所整理

功效性护肤细分市场是近年来护肤品市场增长的主力

更进一步看，功效性护肤品又是护肤品行业内近年来增速最为迅猛的细分赛道。功效性护肤品在此前常常以“药妆”概念出现在消费者面前，主要指以医学理论为核心指导思想，突出专业性、针对性、功效性、安全性，主要用途是美容护肤和促进皮肤健康，解决轻微肌肤问题。目前这一市场按照产品类型不同，又可以分为两类：

- 1) 一类是专注于敏感肌皮肤护理的品牌，相对而言这类品牌的产品在成分上强调天然提取无化学添加物，在用途上强调“皮肤屏障的修复”，同时品类较为齐全，是围绕着敏感肌问题从洁面到水乳膏霜方面的全方位护理；
- 2) 另一类是主打集中护理的成分党品牌，相对而言，它们主打的成分均以化学成分为主，根据想要达到的不同护肤效果，突出所对应的护肤成分，进行密集集中的针对性解决。包括传统大牌旗下的产品线，如主打针对美白问题的烟酰胺成分的 Olay 小白瓶系列，和以特色成分为主要卖点的成分党品牌，如华熙生物旗下主打针对保湿补水问题的玻尿酸成分的润百颜等。

图 16: 中国皮肤学级护肤品市场规模及增速 (亿元、%)



资料来源: Euromonitor, 国信证券经济研究所整理

图 17: 功能性护肤品的分拆定义



资料来源: 公司招股书, 国信证券经济研究所整理

针对第一种类别, 相应市场规模可参考 Euromonitor 统计的皮肤学级护肤品市场规模数据, 根据数据显示, 2020 年度皮肤学级护肤品市场容量为 189.31 亿元, 2015 年-2020 年年均复合增长率达到 25.24%, 增速高于化妆品行业的整体水平。而受益消费升级大趋势, 以及社媒营销红利的释放和专业型销售渠道的完善, 皮肤学级护肤品市场未来预计仍将保持高速增长。

具体从目前国内外知名的专业功能性化妆品品牌的品牌背景来看, 我们所熟知的针对敏感肌护理的雅漾、丝塔芙、理肤泉、Cerave 和薇诺娜品牌, 以及主打成分的功效性化妆品品牌修丽可、润百颜以及赛缪斯等均有制药的背景, 它们均由药剂师/皮肤学家/生物制药企业创立, 后来在发展过程中, 也有部分品牌被化妆品巨头和私募基金收购。

表 15: 国内外知名的专业功能性化妆品品牌介绍

品牌	品牌主打	品牌创立背景	目前所属公司
敏感肌护理化妆品品牌			
雅漾	安全低敏	创始人药剂师皮尔法伯	目前属于法国制药巨头皮尔法伯制药集团
丝塔芙	安全低敏	丝塔芙由雀巢公司和欧莱雅公司合资建立的一家制药公司所创立, 该制药公司专门致力于皮肤科药物的研究和生产。	2019 年被瑞士私募股权投资联合阿布扎比投资局收购
理肤泉	安全低敏	1617 年法国理肤泉成为欧洲第一个皮肤病温泉治疗中心, 1975 年, 理肤泉实验室成立	1989 年被欧莱雅集团收购
CeraVe	安全低敏	2005 年由美国医学研究员与专业皮肤科医生合作开发的 CeraVe 品牌诞生	2017 年欧莱雅集团从加拿大威朗制药集团收购该品牌
Eucerin	安全低敏	皮肤科专家 Lifschütz 博士	德国拜尔斯道夫集团
薇诺娜	安全低敏	创始人原滇虹药业创始人郭振宇教授	云南贝泰妮生物科技集团股份有限公司
主打成分的功效性化妆品品牌			
修丽可	高效原液护肤	创始人杜克大学皮肤学荣誉教授谢尔顿·皮纳尔	2005 年被欧莱雅集团收购
润百颜	主打玻尿酸护肤	国内玻尿酸原料龙头华熙生物创立	华熙生物
赛缪斯	生物科技、细胞护肤	2014 年美国赛诺凡生物科技联合华东医药创立	赛诺凡生物科技公司

资料来源: 各公司官网, 国信证券经济研究所整理

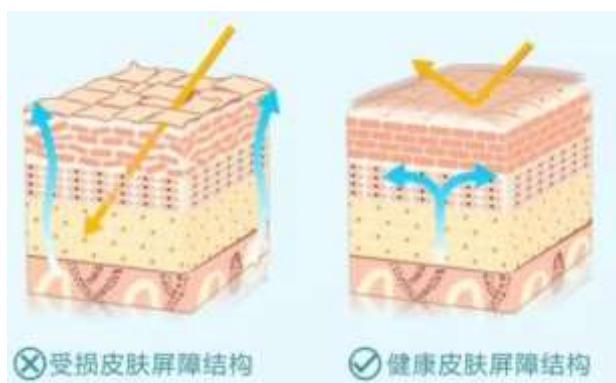
►什么是敏感肌肤?

薇诺娜主力产品所针对的为功效性护肤市场下的敏感肌肤护理, 根据《中国敏感性皮肤诊治专家共识》中对敏感肌肤的定义, 特指皮肤在生理或者病理条件

下发生的一种高反应状态，主要发生于面部，表现为受到物理、化学、精神等因素刺激时，皮肤容易出现灼热，刺痛，瘙痒以及紧绷感等主观症状，有时还伴有红斑、鳞屑、毛细血管扩张等客观体征。

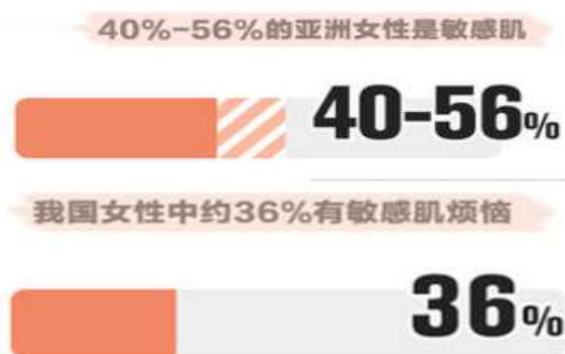
需要注意的是，“敏感肌”不等于“皮肤过敏”，而是一种长期处于“敏感”状态下的问题肤质。通常由于皮肤屏障受损、角质层过薄等因素，导致皮肤对某些外在作用，如酒精、酸性较强化妆品、暴晒、甚至是换季等刺激因素的耐受性降低。因此，敏感肌护肤主要强调的是修复和舒缓受损的皮肤屏障，采用温和科学的配方，凸显产品的安全性和专业性。

图 18：敏感肌主要为皮肤屏障受损导致



资料来源：《中国敏感性皮肤诊治专家共识》，国信证券经济研究所整理

图 19：我国敏感肌人群比例较高



资料来源：《中国敏感性皮肤诊治专家共识》，国信证券经济研究所整理

由于近年来受空气、环境、压力等多因素的影响，肌肤敏感等皮肤问题发生率也在逐渐提高，根据《中国皮肤性病杂志》2017 年 1 月所刊布的《中国敏感性皮肤诊治专家共识》描述，敏感性皮肤在各国均有较高的发生率，预计欧洲为 25.4~89.9%，澳洲约为 50%，美洲女性为 22.3%~50.9%，亚洲女性为 40%~55.98%，我国女性约为 36.1%。庞大的用户基数支撑了市场的长期发展空间。

行业驱动：消费升级为底层驱动力，新媒体电商爆发是重要催化剂

我们从国际化妆品发展趋势来看，化妆品市场在走向成熟的过程，都会经历由基础护肤向功能性护肤过渡的过程。虽然这两者并不存在取代关系，如基础护肤可以理解为正常皮肤的居家日常保养，而功效性护肤则是针对出现的具体问题进行解决。但一定程度上体现了两个层面的进阶：1) 需求端，消费升级是底层驱动力，居民护肤消费理念的进步，使得对产品功效越发重视，并且伴随收入水平的提升将有效支撑客单价提升。2) 供给端，相关产品的研发生产技术升级提供了产品在实际效果水平提升上的支撑。

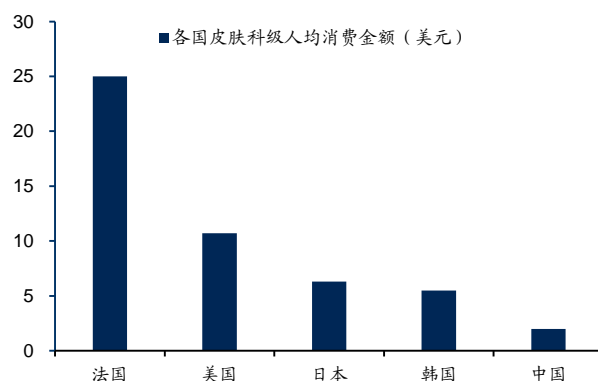
根据 Euromonitor 数据显示，最近 10 年来全世界皮肤学级护肤品销售规模一直稳步上升，整体来看，欧美地区内发达国家的皮肤学级护肤品市场已占护肤品市场较高的水平，如美国/法国 2019 年分别为 14.71%/43.01%，而我国 2019 年仅约 6% 左右，因此从行业渗透率角度，对标欧美市场看我国功能性护肤市场仍有数倍的发展空间。同时，综合考虑客单价提升等因素，预计我国整个功能性化妆品市场相对于欧美仍有 8-10 倍的空间。

图 20: 消费升级下美丽产业的进阶升级



资料来源: 国信证券经济研究所分析整理

图 21: 2020 年各国皮肤科级护肤品人均消费额 (美元)



资料来源: Euromonitor、国信证券经济研究所整理

消费升级推动下对于安全性和功效性的诉求日益增长

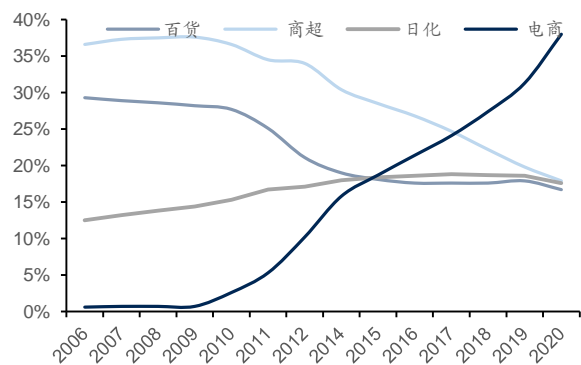
我们认为包括敏感肌护肤在内的功能性化妆品崛起的本质在于，在国内消费升级大背景下，消费者正在追求更安全、更健康 and 更高效的生活方式。这不仅反映在化妆品的消费上，也反映在食品、服装等消费，是我国经济发展从量的增长过渡到质的增长的重要体现之一。而从化妆品行业发展阶段来看，我国护肤品已经经历了高速发展期，护肤品的渗透率已经相对较高，整个护肤品行业正在逐渐迈入成熟期，与此相对的就是消费习惯正在不断地趋于成熟。消费者越来越关注护肤品的具体成分与功效，追本溯源。此外，生活环境的变化加速了功能性化妆品的崛起。随着城镇化进程的推进，各类污染逐渐加重，而皮肤作为人体接触外部环境的主要器官受到影响较大；同时，年轻一代生活和工作压力不断提升，带来一定程度皮肤状态不稳定的同时，衰老现象也在不断提前。

渠道的专业化升级为品牌发展提供土壤

我国过去传统的化妆品店渠道很难提供给消费者专业、健康的产品体验。而近年来随着线上渠道加速发展以及线下 CS (日化专营店) 渠道转型升级，有望逐步解决这一行业桎梏。

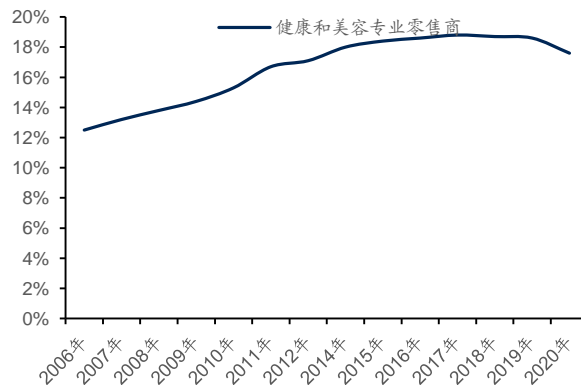
1) 以天猫旗舰店为主的线上渠道近年来通过内容运营提升了品牌的体验感和专业度，目前已有不少功能性化妆品品牌均通过线上渠道实现了崛起。同时当前电商与内容平台之间的深度融合，使得功效性护肤品牌能够实现品宣与销售的合二为一，有效提升销售转化率。当前大部分专业的功能性化妆品品牌的营收的线上占比均过半，电商已经成为其主要的销售渠道。

图 22: 电商成为化妆品主要销售渠道 (%)



资料来源: Euromonitor、国信证券经济研究所整理

图 23: 中国美妆个护市场中健康和美容专家渠道占比 (%)



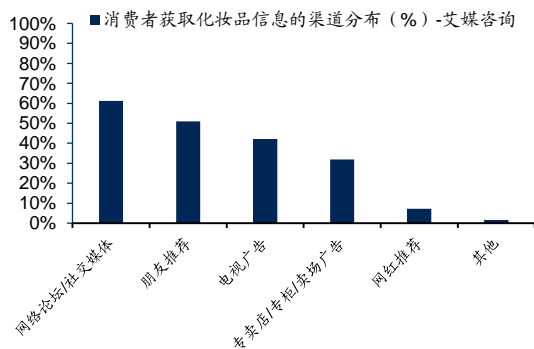
资料来源: Euromonitor、国信证券经济研究所整理

2) **大型专业连锁渠道正在进行转型和调整**: 由之前的夫妻店不断升级为连锁CS店, 相对而言连锁化的专业渠道通过对店铺形象、品类结构和管理意识等方面的革新, 提升了对客群的吸引力, 同时也通过多样化的体验式服务手段, 提升消费者复购率。同时, 屈臣氏等专业度和体验程度较高的化妆品店渠道也在加大下沉的力度, 为功能性护肤品牌的下沉也提供了专业的销售平台。

► **社媒营销的崛起起到了强大的市场教育作用**

当前化妆品品牌方在营销上的思路均已经从传统的营销转化为新兴社交媒体营销, 化妆品也已成为了社交电商的重要品类之一。过去, 传统媒介本身距离感较强, 品牌方很少将这种严谨、枯燥的专业护肤知识传达给消费者。但进入到新媒体时代, 品牌多年的科研积淀正不断通过短视频以及小红书文案等生动的方式传递给消费者。同时, 2015年网红经济爆发之后, 大量的KOL也需要寻求流量变现, 而美妆品类由于营销竞争相对激烈, 整体产品佣金率也相对较高, 使得大量的网红KOL也具备较强的带货动力。根据微博数据中心调查问卷显示, 有73%的人选择通过微博、美妆APP等新媒体进行化妆/护肤品信息的获取。这期间, 不少国产化妆品品牌植根本土市场, 能够更快速地捕捉市场偏好, 并结合市场热点利用新兴媒体打造口碑爆款。

图 24: 消费者获取化妆品信息的主要渠道占比 (%)



资料来源: 艾媒咨询, 国信证券经济研究所整理

图 25: 专家型 KOL 种草示例



资料来源: 聚美丽, 国信证券经济研究所整理

具体来看, 一方面, 当下品牌充分利用内容营销新媒介, 将医生和学术界人士作为KOL来背书, 他们运用浅显易懂的话语对化妆品的功效原理进行二次创作与传播。另一方面, 很多KOL也为了积攒流量, 开始进行化妆品功效的讨论和推荐, 而基于专业的护肤知识的营销本身就具有较强的社交价值。这些业界专家以及KOL们对成分和产品功效的宣传在消费者当中形成裂变, **起到了消费者教育的作用, 使得越来越多的人普通消费者也开始关注、讨论、并购买功效性化妆品。**

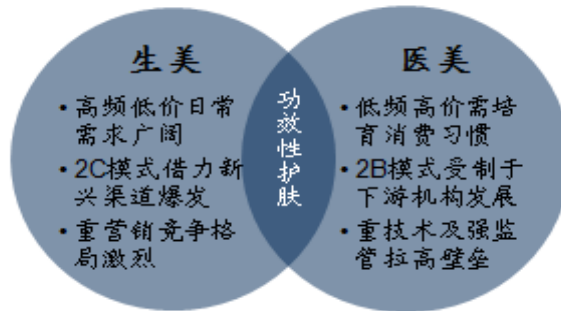
► **双美融合加速, 有望不断做大蛋糕**

近年来看, 传统化妆品的生活美容行业和不断崛起的医疗美容出现了一定交融, 整体来看, 两者由于商业模式、产品特征, 以及用户画像的差异, 展现出较为不同的发展特征:

1) **行业爆发空间**: 生活美容>医疗美容; 医美行业虽然空间广阔且壁垒较高, 但作为上游产品生产企业由于其2B销售模式(受制于下游医美机构渠道发展), 以及产品特征(相对低频, 单价较高), 导致行业销量上的爆发力以及消费者渗透率相对化妆品较低。

2) **行业竞争格局:** 医美>生美; 化妆品行业景气度持续高位, 但竞争格局相对较差, 单一品牌市占率提升空间有限, 且品牌生命周期在激烈的竞争下有不断缩短的趋势, 单一品牌很难实现兼具确定性和持续性的高增长。而医美产品生产方一方面本身有着更高的研发生产水平, 另一方面合规监管上有着严格的注册批准准入制度, 因此已进入市场的相关企业竞争格局相对化妆品较优, 相应的经营稳定性也更强。

图 26: 美妆和医美在功效性护肤领域实现融合发展



资料来源:国信证券经济研究所分析整理

目前来看, 双方均有向彼此融合的倾向, 融合过程中, 两者在产品端的交合点就是**功效性护肤品**: 一方面, 化妆品企业在竞争加剧下, 打造核心产品力是突围关键, 而目前功效性护肤不仅是增长最快的品类, 并且具备一定研发产品壁垒, 有利于企业建立可持续的差异化优势。另一方面, 医美产品企业也有诉求依托其较强的产品优势, 和前期在专业渠道树立起来的品牌形象, 进入需求更加广阔的化妆品业务赛道, 获取企业增长的新动能。

从上市公司层面我们看到, 上海家化作为传统化妆品龙头也在积极发展专注功效护肤的“玉泽”品牌业务, 同时华熙生物作为国产玻尿酸医美龙头企业也通过“润百颜”品牌实现了向护肤品业务的切入发展。而在头部玩家不断切入市场的过程中, 行业蛋糕也有望被不断做大。

竞争格局: 护肤品整体格局相对分散, 但功效护肤市场集中度较高

随着国内企业研发实力的提升、产品质量的提高, 本土化妆品企业依靠对国内用户需求的深度理解以及本地资源优势, 逐渐摸索出了适合自身发展的品牌定位, 同时借助消费升级以及电商渠道的快速发展, 在市场上迅速崛起, 行业地位、品牌影响力不断提高, 竞争优势也越来越明显。根据 Euromonitor 的统计, 2020 年已经有 3 个本土品牌跻身护肤品市场前十榜单, 其中贝泰妮旗下薇诺娜品牌在护肤品市场排名第 12, 较 2019 年提升明显。但整体来看, 国内护肤品市场的市场集中度相对较低, 同时目前市占率排名靠前的均为大众护肤品牌, 皮肤学级护肤品牌相对靠后。

表 16: 护肤品市场竞争格局 (品牌市占率/%)

品牌	所属公司	2015 (%)	2016 (%)	2017 (%)	2018 (%)	2019 (%)	2020 (%)
兰蔻	欧莱雅中国有限公司	2.1	2.1	2.5	3.0	3.7	4.6
雅诗兰黛	雅诗兰黛(上海)商贸有限公司	2.1	2	2.4	2.9	3.6	4.4
巴黎欧莱雅	欧莱雅中国有限公司	4.1	3.7	3.2	3.2	3.7	4.3
百雀羚	上海百雀羚日化有限公司	3.4	4.0	4.4	4.5	4.5	4.1
Olay	宝洁(广州)有限公司	3.9	3.2	2.9	3.1	3.4	3.2
自然堂	伽蓝集团有限公司	2.5	2.8	3.3	3.4	3.4	3.1
SK-II	宝洁(广州)有限公司	0.6	0.7	1.0	1.5	1.7	2.1
海蓝之谜	雅诗兰黛(上海)商贸有限公司	0.4	0.5	0.6	0.8	1.2	1.7
玫琳凯	杭州玫琳凯有限公司	5.0	4.1	3.5	2.9	2.3	1.7
欧珀莱	资生堂中国有限公司	1.7	1.7	1.7	1.6	1.6	1.5
珀莱雅	珀莱雅化妆品有限公司	1.3	1.2	1.1	1.2	1.3	1.4
薇诺娜	云南贝泰妮有限公司	0.2	0.4	0.6	0.8	1.1	1.4
资生堂	资生堂中国有限公司	0.4	0.5	0.6	0.8	1.0	1.3
御泥坊	水羊股份	0.7	1.0	1.0	1.3	0.9	1.2
Dior	轩尼诗路易·威登 SA	0.8	0.9	1.0	1.1	1.2	1.2
悦诗风吟	爱茉莉太平洋化妆品(上海)有限公司	0.9	1.4	1.5	1.6	1.5	1.1
法国娇兰	轩尼诗路易·威登 SA	0.5	0.5	0.6	0.6	0.8	1.1
后	LG	0.4	0.6	0.7	0.8	0.9	1.1
佰草集	上海家化	2.1	2.0	1.9	1.7	1.6	1.0
HFP	广州蛋壳	-	0.2	0.3	0.5	0.9	1.0

资料来源: Euromonitor、国信证券经济研究所整理

► 国际上专业功效性护肤品牌市占率排名靠前

虽然目前我国功效护肤品牌市占率在整个护肤品市场仍相对较低,但在当前美国和日本等成熟市场均已出现了市占率较高的专业功效性化妆品品牌。具体来看,在日本护肤品市场中,主打无添加的 Orbis、Fancl 等专业功能性化妆品品牌市占率均较高,市占率分别为 2.3%、2.1%和 1.4%,居于护肤品中第 7、8 和第 14 位。

在美国护肤品市场中,市占率第一的 Rodan+Fields 就是一个功效性护肤品品牌,于 2002 年由皮肤专家 KatieRodan 和 KathyFields 创立,这一品牌为各种皮肤问题研制,主要应对四大领域:成人痤疮、皱纹、皮肤光老化和皮肤敏感。此外,专注痘肌护理的 Proactiv 以及专注敏感肌护肤的 Cetaphil 以及 Cerav 市占率也较高。我们认为,对标美国日本等成熟市场,未来我国专业功能性化妆品品牌市占率有望得到进一步提升。

表 17: 日本和美国护肤品品牌市占率/% (标蓝为功效护肤品牌)

日本护肤品品牌市占率/%		美国护肤品品牌市占率/%	
Pola	4.3	Rodan + Fields	6.1
DHC	3.9	Neutrogena	5.3
Elixir	3.6	Olay	3.5
SK-II	3	Bath & Body Works	3.5
Clé de Peau Beauté	2.6	Proactiv	3.1
Sofina	2.5	Lancôme	3
Fancl	2.3	Mary Kay	3
Orbis	2.1	Clinique	2.9
Kosé	1.9	Estée Lauder	2.6
Saishunkan Seiyakusho	1.7	Aveeno	2.2
Cosme Decorte	1.7	L'Oréal Paris	1.9
Bioré	1.6	Shiseido	1.7
Aqualabel	1.5	Jergens	1.6
Hada Labo	1.5	Kiehl's	1.4
Dr Ci:Labo	1.4	Victoria's Secret	1.3
Menard	1.3	Cetaphil	1.3
Albion	1.3	CeraVe	1.2
Sekkisei	1.2	Murad	1.1
Private label	1.1	Private Label	2.4

资料来源: Euromonitor、国信证券经济研究所整理

► 国内皮肤学级护肤细分赛道中，薇诺娜作为国货代表已实现弯道超车

在国内皮肤学级护肤品的细分赛道领域，根据 Euromonitor (LBN Brand Shares) 的统计，2020 年贝泰妮旗下“薇诺娜”品牌在国内皮肤学级护肤品市场市占率排名第 1，排名前 5 的其他品牌包括理肤泉、雅漾、贝德玛、修丽可等知名国际化妆品品牌。贝泰妮凭借“薇诺娜舒敏保湿特护霜”、“薇诺娜舒敏保湿润肤水”、“薇诺娜舒敏保湿修护精华液”等多款敏感肌肤护理产品在国内皮肤学级护肤品市场占据了 21.6% 的市场份额。

表 18: 皮肤学护肤品市场竞争格局 (品牌市占率/%)

品牌	所属公司	2015 (%)	2016 (%)	2017 (%)	2018 (%)	2019 (%)	2020 (%)
薇诺娜	云南昆明贝泰妮有限公司	6.5	10.2	12.5	15.9	18.7	21.6
理肤泉	欧莱雅中国有限公司	12.1	12.1	11.3	10.7	10.5	10.9
雅漾	法国雅漾	26.9	24.3	20.9	16.6	12.7	10.5
贝德玛	贝德玛实验室有限公司	-	6.6	8.7	8.6	7.8	6.4
修丽可	欧莱雅中国有限公司	-	1.2	1.4	2.1	4.1	6.0
芙丽芳丝	日本佳丽宝	5.4	5.1	5.5	5.8	5.5	5.8
城野医生	强生	-	-	-	-	5.9	5.4
CNP 希思派	LG	4.0	4.1	3.3	3.7	5.7	5.3
薇姿	欧莱雅中国有限公司	16.1	12.8	10.0	8.3	6.2	5.3
玉泽	上海家化	1.5	2.1	2.4	2.6	2.5	5.2

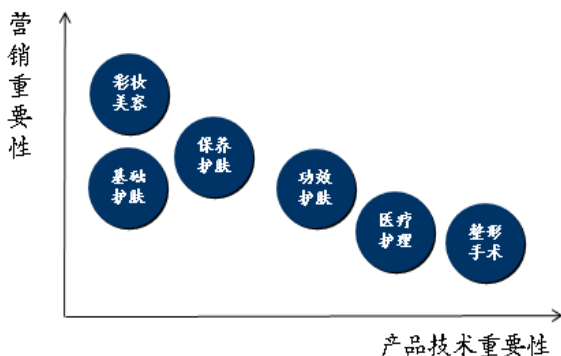
资料来源: Euromonitor、国信证券经济研究所整理

我们认为，从基础护肤到功效型护肤再到轻医美，对于产品硬研发技术实力的要求变得越来越高，而对于纯粹的品牌营销能力要求相对没有那么高，或者说营销的出发点越来越基于产品本身。这也是为什么在功效型护肤领域国产品牌相对更加具备弯道超车可能的原因之一：本土品牌在品牌力层面的营销与国际品牌相比差距缩短需要时间的沉淀和文化等外部环境因素加成，而产品硬实力差距的缩短在短期则更有可能性。

其次，我们也看到，国际上皮肤学级护肤市场均是本土的品牌市占率靠前，一方面，各个国家的药妆渠道都有其独特性，本土品牌相对更能把握本土渠道变迁下的机遇；另一方面，本土功效护肤品牌相对更加了解本土居民的肤质特点，

能够推出更具针对性的修复产品；此外，从我国目前情况来看，年轻消费者越来越聪明，互联网解决了信息不对称性，消费者在消费过程中更加注重产品本身，对于国货也不再存在偏见。

图 27：不同美妆细分品类对于营销和技术的重要性要求



资料来源：国信证券经济研究所分析整理

图 28：各国皮肤学级护肤品市场占比较高的均为本土品牌

国家	市占率前三品牌	2019 年销售市占率	本土/海外
美国	Proactiv (Nestlé SA)	20.30%	本土
	Aveeno 艾唯诺	17.70%	本土
	Cetaphil 丝塔芙	13.10%	本土
法国	Avène 雅漾	20.10%	本土
	La Roche-Posay 理肤泉	17.70%	本土
	Bioderma 贝德玛	12.30%	本土
日本	Dr.Ci.Labo 城野医生	31.10%	本土
	Curel 珂润	27.10%	本土
	d program	13.90%	本土

资料来源：Euromonitor、国信证券经济研究所整理

多因素促进提升市场集中度，头部玩家有望强者恒强

近年来，我国化妆品的渗透率大幅提升，化妆品行业在产品、营销和渠道方面快速变迁，整个行业高速发展。在产品变迁的背景下，很多新兴品牌为了塑造差异化形象，都宣称自己的产品具有一定功能特性，但实际只是概念或包装层面的变化，并非具备真正功效，让功能性护肤品类更多流于形式。特别是在前期营销方式刚刚切换的时候，新兴的内容营销成本相对较低，大量品质低下的中小品牌因此崛起。但在未来，我们认为在监管加强、功效性评价不断完善以及营销成本提升的背景下，功能性化妆品行业有望迎来规范化发展，集中度也有望得到一定程度提升。

1) 监管加强、功效性评价不断完善

当前政府主管部门已公布了一系列涉及化妆品行业发展的政策文件和法律法规，旨在鼓励行业的研发、创新，促进新技术的推广应用，同时加强行业监管，保证行业规范发展。自 21 年 1 月 1 日《化妆品监督管理条例》正式施行以来，相关配套法规文件陆续出台，化妆品行业整体监管趋严的趋势较为确定。如 21 年 4 月 9 日，国家药监局连发三条新规，分别是《化妆品功效宣称评价规范》、《化妆品分类规则和分类目录》和《化妆品安全评估技术导则（2021 年版）》，明确了化妆品分类，同时指明了不同功效宣称的评价试验要求和安全评估的方法论，并均于 21 年 5 月 1 日施行。完善的政策法规将有助于为化妆品市场构建一个良性健康的发展环境，那些具备较强的产品研发实力，并已经在消费者心目中树立了专业形象的品牌将有望持续受益，资质不完全的中小企业将在监管压力下逐步淘汰，市场进一步出清。

表 19: 化妆品行业主要法规及政策

序号	文件名称	文件号	发文时间
1	化妆品注册备案管理办法	国家市场监督管理总局令第 35 号	2021 年
2	化妆品监督管理条例	中华人民共和国国务院令 第 727 号	2020 年
3	国务院关于印发“十三五”国家食品安全规划和“十三五”国家药品安全规划的通知	国发[2017]12 号	2017 年
4	关于对取消和下放行政审批事项加强事中事后监管的意见	食药监法[2015]65 号	2015 年
5	关于公布实行生产许可制度管理的食品化妆品目录的公告	国家食品药品监督管理总局公告 2014 年第 14 号	2014 年
6	关于进一步明确化妆品注册备案有关执行问题的函	食药监药化管便函[2014]70 号	2014 年
7	关于调整化妆品注册备案管理有关事宜的通告	国家食品药品监督管理总局通告 2013 年第 10 号	2013 年
8	关于严格规范进口化妆品销售证明文件审查要求的函	食药监药化管便函[2013]191 号	2013 年
9	关于印发国家食品药品监督管理局国产特殊用途化妆品行政许可批件等式样的通知	国食药监许[2011]134 号	2011 年
10	关于印发化妆品行政许可申报受理规定的通知	国食药监许[2009]856 号	2009 年
11	关于切实加强化妆品卫生监督管理工作的紧急通知	国食药监电[2009]5 号	2009 年
12	关于化妆品委托加工企业申请卫生条件审核有关问题的通知	食药监许函[2009]177 号	2009 年
13	关于加强国产非特殊用途化妆品备案管理工作的通知	国食药监许[2009]118 号	2009 年
14	关于化妆品卫生行政许可有关事项的公告	国食药监办[2008]503 号	2008 年
15	化妆品标识管理规定	中华人民共和国国家质量监督检验检疫总局令 第 100 号	2007 年

资料来源:公司招股书、国信证券经济研究所整理

表 20: 《化妆品监督管理条例》相关配套法规文件

发布单位	政策文件	相关内容	施行时间
国家药监局	《化妆品功效宣称评价规范》	化妆品的功效宣称应当有充分的科学依据,宣称适用敏感皮肤、无泪配方,应当通过人体功效评价试验或消费者使用测试的方式进行功效宣称评价。	2021 年 5 月 1 日
国家药监局	《化妆品分类规则和分类目录》	化妆品应当根据功效宣称分类目录所列的功效类别选择对应序号,功效宣称应当有充分的科学依据。	2021 年 5 月 1 日
国家药监局	《化妆品安全评估技术导则(2021 年版)》	原料的安全性是化妆品产品安全的前提条件,化妆品安全评估应遵循证据权重原则,以现有科学数据和相关信息为基础等	2021 年 5 月 1 日
国家药监局	《化妆品新原料注册备案资料管理规定》	化妆品新原料注册和备案资料应当以科学研究为基础,客观、准确地描述新原料的性状、特征和安全使用要求等	2021 年 5 月 1 日
国家药监局	《化妆品注册备案管理办法》	我国境内首次使用于化妆品的天然或者人工原料为化妆品新原料等	2021 年 5 月 1 日
国家药监局	《化妆品注册备案资料管理规定》	对资料的格式和规范性要求、用户开通资料、化妆品注册备案资料、变更和延续资料等进行了具体规定	2021 年 5 月 1 日

资料来源:国家药监局、国信证券经济研究所整理

随着《化妆品功效宣称评价规范》的落地施行,其对化妆品功效进行了有效分类,也明确了不同功效宣称的评价试验要求和安全评估的方法。如能够通过视觉、嗅觉等感官直接识别的,且在标签上明确标识仅具物理作用的功效宣称,可免于公布产品功效宣称依据的摘要;而具有祛斑美白、防晒、防脱发、祛痘、滋养和修护功效的化妆品,应当通过人体功效评价试验方式进行功效宣称评价。我们认为,化妆品行业的整体监管以产品安全性和营销宣传的合规性为主要方向。随着监管强化,长期秉承规范发展,建立了良好的科学评价体系的国货龙头一定程度上有望受益于行业乱象肃清,获得更加友好的发展环境。

图 29: 化妆品功效宣称评价项目要求

序号	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
1	祛斑美白 ^①	√			
2	防晒	√			
3	防晒度	√			
4	祛痘	√			
5	滋养 ^②	√			
6	修护 ^②	√			
7	抗皱	*	*	*	△
8	紧致	*	*	*	△
9	舒缓	*	*	*	△
10	控油	*	*	*	△
11	去角质	*	*	*	△
12	防脱发	*	*	*	△
13	去屑	*	*	*	△
14	保湿	*	*	*	*
15	护发	*	*	*	*
16	特殊宣称(宣称适用敏感皮肤, 无泪配方)	*	*		
17	特殊宣称(原料功效)	*	*	*	*
18	宣称温和(无刺激)	*	*	*	△
19	宣称量化指标的(时间、统计数据等)	*	*	*	△
20	宣称新功效	根据具体功效宣称选择合适的评价依据。			

说明: 1. 选项框中画√的, 为必做项目;
2. 选项框中画*的, 为可选项目, 但必须从中选择至少一项;
3. 选项框中画△的, 为可选项目, 但必须配合人体功效评价试验、消费者使用测试或者实验室试验一起使用。

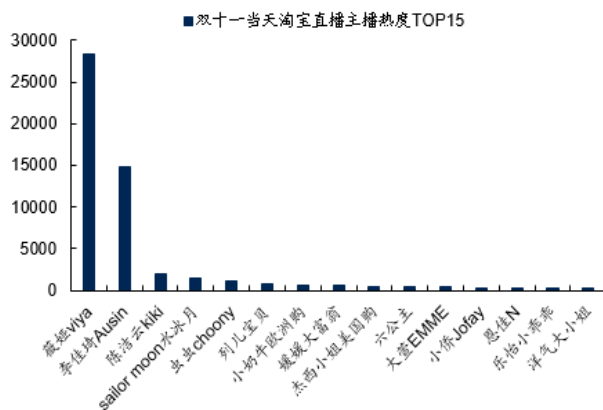
资料来源:《化妆品功效宣称评价规范》、国信证券经济研究所整理

2) 流量成本攀升, 品牌精细化运营是决胜关键

在电商平台发展的早期, 网购用户保持高速增长, 商家相对处于较为稀缺的状态, 平台上的商家引流费用较低。但当前, 随着线上竞争越发加剧, 各个商家都开始大投入抢夺用户, 导致淘宝、天猫等平台的流量费用水涨船高。同时, 在品牌主们纷纷拥抱如直播带货等新兴营销方式后, 优质内容越发显得稀缺, 优质 KOL 头部化也正不断加速, 相应的投放成本也水涨船高, 如根据 Quest Mobile 的数据显示, 2019 年双十一当天, 淘宝直播中 KOL 薇娅和李佳琦热度远高于其他主播, 第二名的李佳琦的热度是第三名的 7 倍还多。

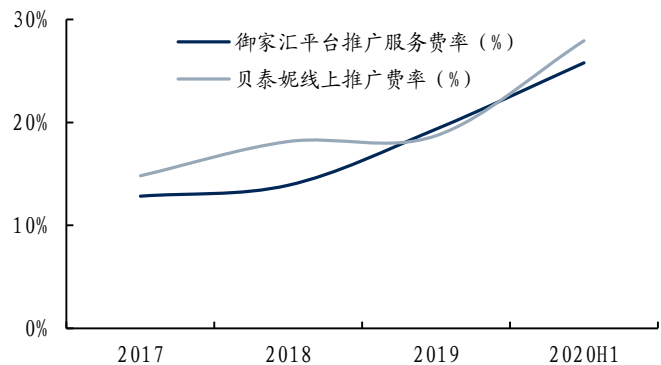
总体而言, 蓝海的社媒营销正逐步进入红海市场, 多数美妆企业的收入/平台推广费用比正在不断攀升, 流量获客成本正在提升, 这一过程中, 具有一定知名度的大品牌凭借已经建立起来的规模优势、不断提升的品牌议价能力, 以及成熟的营销投放体系, 相对而言更加有实力抵御逐步提升的流量成本压力。而对于中小品牌来说, 未来想要凭借营销出线的机会将会大大降低。

图 30: KOL 头部化明显



资料来源: 艾媒咨询, 国信证券经济研究所整理

图 31: 水羊股份/贝泰妮平台推广费率呈现上升趋势 (%)



资料来源: 公司招股书, 国信证券经济研究所整理

公司分析：坚守专业护肤定位，三维度夯实产品力

贝泰妮公司以“打造中国皮肤健康生态”为使命和定位，旗下助力品牌“薇诺娜”明确敏感肌护肤为产品定位，深入洞察所面向消费者的需求，并通过研发、渠道、营销三维度赋能，实现品牌力的持续提升：**研发端**，以皮肤学理论为研发基础，结合生物学、植物学等多学科技术，持续进行产品研发和技术创新，向消费者提供符合不同皮肤特性需求的专业型化妆品。**渠道端**，坚持以线下渠道销售为基础，以线上渠道销售为主导的销售模式，并应用互联网思维，成功打通线下与线上，实现对消费群体的深度覆盖；**营销端**，充分利用互联网的高效性，通过灵活的新媒体营销手段和精准的营销方式，不断抢占消费心智。

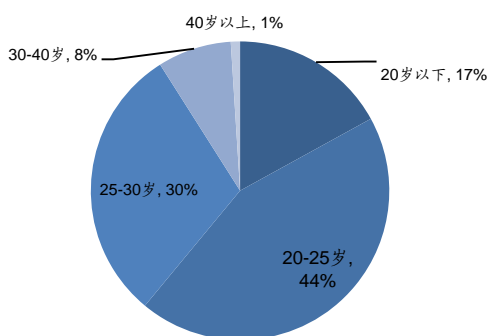
产品定位：明确敏感肌护肤赛道优异，大单品策略获取优质用户资产

一方面，敏感肌受众客户的整体消费力强，消费习惯成熟，且粘性较高。而公司产品针对消费者的主要痛点切入，通过针对性的明星单品深耕占据消费者心智后实现深厚的壁垒。而在通过一个单品系列获得高价值客户后，再通过围绕该客群需求展开的丰富品类延伸，实现品牌持续成长。另一方面，敏感肌护肤为主的功效性护肤市场在全球范围内都仍处于快速发展的阶段，在国内市场更是处于景气度持续升温的阶段，公司已经在行业内占据了重要的市场地位，而在上市后有了资金的加持预计将进一步实现对该市场的优势巩固。

►产品用户画像以一二线年轻客群为主，消费习惯良好且消费能力强

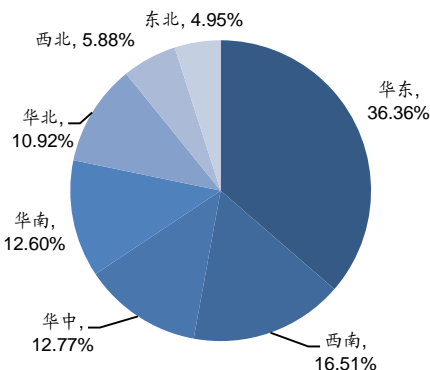
据腾讯时尚调查显示，腾讯网友中 20-30 岁的女性是敏感肌的主要群体，从关注程度上来说，北上广占据了前三名的位置。因此，敏感肌护肤市场本身就是以 18-35 岁的一二线消费人群为主。这一客群的特征在于：一是消费习惯上已经逐步从基础护肤过渡到功效型护肤；二是消费能力强，粘性高；三是对待品牌不迷信，注重产品品质本身。而从公司的情况来看，薇诺娜天猫旗舰店/薇诺娜专柜服务平台等的销售地域分布主要也是以其中经济发展水平较高、购买力较强的华东地区为主。

图 32：国内敏感肌人群年龄结构分布



资料来源:腾讯时尚, 国信证券经济研究所整理

图 33：薇诺娜天猫旗舰店销售的地区分布



资料来源:公司招股书, 国信证券经济研究所整理

从实际售价我们可以看到，公司的产品售价水平处于国货品牌中相对较高的水平，并接近于国际品牌：

表 21: 珀莱雅/薇诺娜/欧莱雅天猫旗舰店售价 TOP10 产品 (21 年 1 月 31 日)

排序	珀莱雅	价格	薇诺娜	价格	欧莱雅	价格
1	深海蕴活三件套	900 元	特护霜 50g*4	1072 元	松露原液+精华+乳液	1450 元
2	红宝石水乳霜套装	635 元	敏感肌全套礼盒	942 元	紫熨斗眼霜套装	959 元
3	深海蕴活精华液/30ml	450 元	急救舒敏特护霜/180g	804 元	抗初老明星爆款	925 元
4	深海蕴活眼霜	380 元	抗痘护理套装	770 元	精华蜜+琉金蜜+小蜜罐	859 元
5	深海蕴活面霜	360 元	舒敏修红明星 3 件套	754 元	黑精华+奶盖水+小蜜罐	849 元
6	深海蕴活精华乳	360 元	痘痘专用护理套装	738 元	黑精华+微精华露+日霜	829 元
7	靓白芯肌套组	288 元	光透皙白修护明星套装	736 元	奶盖水+紫熨斗+零点霜	759 元
8	红宝石面霜/50g	269 元	紧致青春套组 (眼霜 20g+精华霜 30g)	706 元	逆时精华+紫熨斗	609 元
9	小夜灯眼霜/20g	249 元	保湿水肌套装	640 元	安瓶面膜/30 片	599 元
10	红宝石活肤乳/120ml	249 元	舒敏保湿修护防晒四部曲	614 元	黑精华+小蜜罐	599 元

资料来源:珀莱雅/薇诺娜/欧莱雅天猫旗舰店、国信证券经济研究所整理

►打造大单品系列提升品牌调性，根据消费者需求进行品类延伸

在通过敏感肌护肤作为切入点后，公司过去几年也致力于打造其核心大单品，目前来看，公司已初具大单品系列的打造能力，公司舒敏产品系列在过去品牌整体爆发增长的 17-19 年三间收入占比维持在 35%-40%之间，同时其中的特护霜单品收入占比则维持在 17%-19%之间。

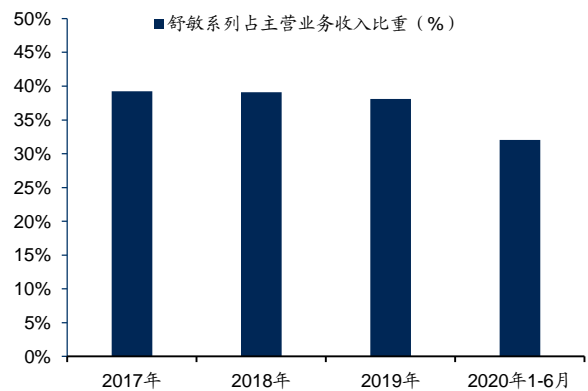
纵观国际知名品牌的发展过程中，均有明星大单品系列作为支撑。如兰蔻的小黑瓶系列，雅诗兰黛的小棕瓶系列，以及资生堂的红色蜜露系列等。大单品一般指的是在较长一段时间内，能够给单一品牌贡献稳定且较高比例的单个产品系列。大单品的成功打造能够在中长期帮助公司树立并稳固品牌调性，提升用户的忠诚度，并在业绩上贡献稳定的收入基本盘，强化品牌发展的长期稳定性。

图 34: 资生堂的红色蜜露系列单品历经百年更迭



资料来源:YOKA 时尚网，国信证券经济研究所整理

图 35: 公司明星单品占收入比例



资料来源:公司招股书，国信证券经济研究所整理

而公司的薇诺娜品牌所定位的功效性护肤品类本身具备天然的大单品打造特性，我们在前文行业分析中已有阐述，传统化妆品品牌整体在产品效用同质化较为严重，更多的是通过营销的差异化塑造去获取客户的青睐，但营销的卖点往往随着时尚热点、文化变迁和消费者喜好而不断改变，这要求品牌需要不断推陈出新去进行跟进；而功效性护肤品是通过强调其针对性的功效，强调产品能有效解决具体皮肤问题的特点来吸引客户，而消费者对于一种具体功效的需求在较长时期内是比较固定的。因此，相关企业只要具备并不断强化其产品的科研实力和应用能力，就有利于其打造出常青的明星单品。

其次，在以敏感肌作为切入点打造出明星单品的同时，公司也在积极围绕客群的需求开拓新品系列。通过打造多款敏感肌+系列产品，一方面进一步挖掘原有客群需求，提升销售连带率以及品牌的忠诚度，另一方面，通过新系列产品也扩大了品牌覆盖客群，增加了品牌新的收入增长来源点，提升品牌生命周期。

图 36: 薇诺娜品牌 TOP10 单品覆盖多元化需求



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

图 37: 公司新品单价较高



资料来源: 天猫, 国信证券经济研究所整理

最后，结合公司产品端的明星单品能力和新品推广能力，公司品牌能够在树立差异化的品牌消费者心智基础上，通过原有单品的升级以及高单价新品的推广，在产品结构优化下，实现品牌客单价和销量的齐升，从而推动品牌的持续健康发展。

研发基石：天然植物提取突出独特性，医研共创提供有效性背书

在行业介绍中，我们提到，目前全球知名的功能性化妆品品牌均有一定来自专业级或医学界的背景。一方面，专业功能性化妆品领域的研发壁垒本身相对普通化妆品品牌较高，**这些品牌一般需要更强的技术加成，包括核心活性成分和提取技术的研发创新等，通常都需要来自专业医学研发团队主导**；在这一过程中，对于本土企业而言研发已经不能仅仅是一个快速模仿他人产品的配方体系，而是需要树立实实在在的技术壁垒，从而告别同质化的产品竞争。

与多数国产品牌不同，公司脱胎于药企，对于研发的理解和传统化妆品不同，注重产学研一体化。而公司产品所定位的功效型护肤相对于品牌化妆品，往往有着较强的研发壁垒和专业性优势，**在研发过程中就解决了产品差异化营销的锚点，和有效性背书的难点，而这种专业的品牌形象一旦树立，就能够通过消费者的口碑发酵建立较强的客户粘性和市场竞争优势。**

➢以云南特色植物为基础，研发端树立产品差异化

首先，公司在原料开发方面立足于云南植物王国的地域优势，采用独特萃取科技，对云南植物成分进行筛选，提取分离出高原特色植物的有效部位，建立质量标准，进行产业化并应用于自身核心产品中。

图 38: 公司产品开发立足与云南特色植物



资料来源:公司官网, 国信证券经济研究所整理

图 39: 公司产品开发立足与云南特色植物



资料来源:公司官网, 国信证券经济研究所整理

而在未来, 公司将继续围绕云南特有植物对皮肤护理的安全性和功效性进行系统研究, 在植物筛选、有效成分提取、功效验证、制备工艺、质量标准、临床研究及产业化方面提高研发成果含金量。

表 22: 公司核心技术及介绍

名称	介绍
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	通过低温提取、过滤、絮凝、脱色和低温干燥步骤制备马齿苋提取物。采用本制备方法所得的马齿苋提取物, 产量高能耗低, 可最大程度的保证马齿苋中化学成分不被破坏, 其主要成分多糖和有机酸在不同批次间稳定性高, 且不含去甲肾上腺素和多巴胺等违禁物质; 无皮肤光毒性, 起到抗炎、抗刺激、舒敏等作用。 多种含有马齿苋提取物的功效性护肤品, 含有马齿苋提取物、青刺果油、甘油、1,2-戊二醇、透明质酸钠等成分, 其中马齿苋提取物通过脱色树脂水洗脱的方法提取; 该技术采用特殊制备工艺, 使产品具有良好的舒缓效果, 产品质地温和、安全性好、无毒副作用、无过敏反应, 对皮肤屏障恢复有辅助作用。
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	将特征峰的出峰顺序和相对含量确认为青刺果油的指纹图谱特征, 作为青刺果油的质控指标。成熟青刺果去果壳后经干燥即得青刺果仁, 青刺果仁通过萃取得到青刺果油, 脱脂后的青刺果仁通过进一步的分离纯化制备得到总黄酮含量高达 50% 以上的青刺果仁总黄酮提取物。 多种含有青刺果油的功效性护肤品, 含有青刺果油、马齿苋提取液、甘油、1,2-戊二醇、生育酚乙酸酯等成分; 该技术采用特殊制备工艺, 使产品质地温和、安全性好、无毒副作用、无过敏反应、可修复受损的皮肤屏障, 具有舒缓皮肤、抗皮肤老化等效果。
滇重楼提取物的产业化制备方法	通过超声提取工艺及高效液相色谱法比较胶质和粉质重楼总皂苷及其皂苷单体的含量差异; 以总皂苷得率为指标, 正交试验优化重楼总皂苷的超声提取工艺后, 按照优选的工艺对重楼提取物进行以抑菌活性为导向的活性成分筛选, 通过大孔吸附树脂法分离其活性成分; 采用高氯酸显色法对重楼总皂苷含量进行测定, 确保植物活性成分批次间稳定性, 通过上述技术能够大幅提升重楼提取物得率。
等渗制剂技术	医学上正常人的体液(血液、眼泪、细胞液、细胞间质等)渗透压为 280-320 mOsm/L。在等渗环境下, 皮肤无渗透压差, 细胞处于最舒适状态。公司运用等渗亲肤科技, 设计创新配方, 能够为敏感性皮肤人群带来高耐受产品, 具有温和舒敏、保湿、修复皮肤等效果。
脂质体包裹技术	采用脂质体包裹技术, 可以解决活性成分稳定性不佳、刺激性大、生物利用度低、溶解度差等问题, 通过脂质体包裹的活性物可以很方便的应用在配方中并大大提高利用效率。公司采用磷脂作为脂质体的载体系统, 磷脂作为皮肤结构的一部分, 能够使活性成分生物利用度得到进一步提升, 公司运用上述脂质体包裹技术使产品具备较好的肤感和保湿性能。
皮肤屏障修复制剂及其制备方法	解决了复合神经酰胺的溶解问题, 减少了低温条件下神经酰胺结晶析出对稳定性的影响, 提高了制剂的稳定性能, 具有对皮肤屏障进行多重修复的作用。
液体制剂雾化技术	采用独特雾化技术, 通过雾化组合物和保湿成分的搭配, 降低液体表面张力, 大幅度改善雾化效果, 使得喷雾颗粒均匀细小, 喷雾效果更加细密轻柔, 使用体验大幅提升, 在兼具良好安全性的同时, 及时补充肌肤水分, 带来持久水润。
含页岩油的复合祛痤疮剂及其制备方法	不添加乳化剂, 减少了乳化剂对皮肤的刺激性, 同时使用特殊的制备工艺, 减少强电解质页岩油磺酸酯钠、水杨酸对于制剂粘度及稳定性能方面的影响, 具有良好的祛痘效果。
油包水技术及其制备方法	一种油包水婴儿护臀霜及其制备方法, 采用的 W/O 配方体系具备抗水成膜性, 使产品能留驻在婴儿臀部发挥功效, 解决了产品容易被婴儿臀部尿液溶解洗去的问题, 解决了油包水类膏霜的低温析出问题, 解决了高含量氧化锌在膏霜体系中的难添加问题, 提高了膏霜的稳定性。
高含量维生素 CE 稳定体系复合制剂及其制备方法	通过无水体系极大降低高含量维生素 C 和 E 和氧气、重金属的接触, 再通过维生素 C 保护维生素 E, 反过来维生素 E 又能对维生素 C 形成协调保护, 使其复合制剂有肤感好, 易吸收等优点。

资料来源:公司招股书, 国信证券经济研究所整理

► 研发团队的专业性突出, 医研共创实现产品有效性背书

在立足差异化的研究优势之上, 公司搭建了一支强大的研发团队, 实现研发技术的迭代发展。截至 20 年 6 月底, 公司拥有 100 人的研发团队, 其中本科学历以上的有 84 人, 包括博士学位 3 人, 硕士学历 24 人, 本科学历 57 人。公司目前的研发团队汇集了药物制剂、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、设计等不同学科的各类专业人才, 使公司在配方开发、植物提取研究、产品开发和评估技术、包装设计等方面处于行业领先地位。公司研发团队一直专注于化妆品领域的研发创新, 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项荣誉。2019年，公司被云南省人力资源和社会保障厅批准为省级博士后科研工作站。

表 23: 公司研究团队情况

项目	2020年6月末	2019年末	2018年末	2017年末
核心技术人员数量(人)	7	7	7	7
占研发人员总数的比例(%)	7.00	7.37	8.24	10.94
研发人员数量(人)	100	95	85	64
占员工总数的比例(%)	5.67	5.99	6.48	6.07

资料来源:公司招股书、国信证券经济研究所整理

截至20年6月底,公司拥有境内有效专利46项,掌握11项核心技术。报告期内,公司应用核心技术实现的销售收入占主营业务收入的比例均达到95%以上,公司已完全具备将技术成果有效转化为经营成果的持续创造能力。且根据公司招股书披露,公司目前在研发项目储备丰富,不仅包括对已有产品研发技术的升级,还包括了针对彩妆、母婴等日化新品类和三类医疗器械产品系列的研发,这些潜在项目的推出也有望帮助公司打开新的增长空间。

表 24: 公司在研项目情况

序号	项目名称	研发阶段	预算经费(万元)	项目主要成员	内容与目标	技术水平
1	III类医疗器械开发	批文申报	486.40	王飞飞、张超、吴巧霞、程党党、唐杰	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。	国内先进
2	彩妆系列产品开发	配方研发	174.40	王飞飞、方伟、程党党、张超、莫隽颖、唐杰	针对敏感肌肤人群对彩妆的需求,结合现有技术,开发敏感肌肤人群能够适用的彩妆产品。	国内先进
3	儿童系列产品开发	配方研发	331.32	王飞飞、方伟、邢晓平、吴巧霞、周焱富、张超、唐杰	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。	国内先进
4	皮肤屏障分型护理产品开发	配方开发	179.27	王飞飞、周焱富、邢晓平、张超、莫隽颖、唐杰	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。	国内先进
5	泊缇诗系列产品开发	配方验证	409.76	王飞飞、方伟、苏温柔、周焱富、吴巧霞、邢晓平、卞燕南、张超、莫隽颖、唐杰	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。	国内先进
6	植物防腐成分开发及应用	中试阶段	293.29	王飞飞、吴信浪	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。	国内先进
7	云南特色植物青刺果活性成分开发及应用	基础研究	270.52	王飞飞、袁永雷、吴信浪	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,制定质量标准并产业化。	国内先进
8	植物抗炎活性成分开发及应用	中试阶段	291.62	袁永雷、邓亚雷	持续筛选云南特色抗炎、抗刺激活性植物,开发下一代抗炎活性植物成分,研究其作用机制,制定质量标准,产业化应用于产品中。	国内先进

资料来源:公司招股书、国信证券经济研究所整理

此外,公司也极为重视医研共创,公司多款产品的研发过程中,与知名皮肤科医院以及医科大学等专业团队开展合作,组成了“产、学、研”一体的创新科研团队,从而进一步加强公司研发的实用性,并树立了专业化的研发壁垒。根据公司招股说明书披露,公司与外部团队的合作包括且不限于:**1) 合作研发:**报告期内,公司与昆明医科大学第一附属医院、昆明医科大学第一附属医院云南省皮肤病医院等多家国内知名医疗机构合作开展研发项目;**2) 产品功效临床观察与检测:**报告期内,委托多家国内知名医疗机构开展产品功效临床观察研究与检测;**3) 参与各类学术会议:**参与各大皮肤学相关学术交流分享会以及世界皮肤科大会等国际知名学术会议,与行业内专家进行沟通、交流、学习,为公司产品的研发、品牌的定位提供新思路。**4) 专家顾问及知识教育:**聘请医疗机构的专家学者作为公司顾问,为公司产品研发提供学术指导与知识分享。

通过与权威专家的合作开发,以及在临床上的试验验证,公司产品在日后的营销宣传中也得以告别“自卖自夸”的同质化营销,实现真正的有效性权威背书。

表 25: 公司与外部团队合作开发项目进展

序号	合作方	主要内容	权利义务划分约定
1	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子课题的研究工作, 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。	贝泰妮拥有其负责子课题项下已经形成或未来将可能形成的全部科技成果的完整、合法的所有权, 并独立且排他的享有该等专利权及产品配方产生的经济收益。
2	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。	该项目形成的知识产权及成果由发明人拥有, 项目组(指贝泰妮、昆明医科大学)有优先使用权。
3	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。	项目产生的专利权和产品配方的权属, 以及由前述科技成果产生的经济收益等由贝泰妮独家享有。

资料来源:公司招股说明书, 国信证券经济研究所整理

渠道深耕: 以线下专业渠道为根基, 通过线上自营打开发展空间

► 线下传统药房渠道是根基, 同时也是持续稳定增长的来源

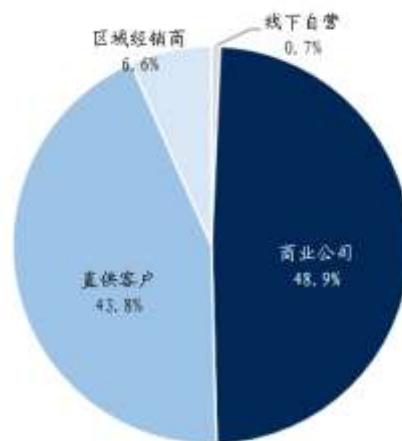
与传统化妆品企业不同的是, 公司线下渠道主要通过商业公司对接医院诊所以及 OTC (药房) 渠道直供业务进行开展。公司 2019/2020 年线下渠道增速分别为 29.55%/-0.44%, 受疫情影响, 2020 年线下渠道加速向线上转移, 出现负增长情况。虽然目前公司线下渠道在电商快速爆发下占比正不断下降, 但对于公司在进行差异化的品牌运营过程中意义非凡。

1) 通过线下专业渠道积累品牌的“原点”客户, 为品牌带来背书

普通消费者出现较为严重的皮肤问题的第一反应还是寻求专业渠道的帮助, 而公司在品牌创立之初, 就通过医院诊所以及药房渠道的深耕积累了大量的品牌“原点”用户, 这部分客群粘性高、复购率高, 是品牌成长的基本盘。

而在未来, 预计公司仍将继续深耕线下专业渠道, 在巩固传统药房渠道的同时, 积极开拓连锁药店渠道和屈臣氏等一线 CS 渠道, 实现销售收入增长的同时不断树立并夯实专业品牌形象。

图 40: 公司 2020 上半年线下渠道占比情况 (%)



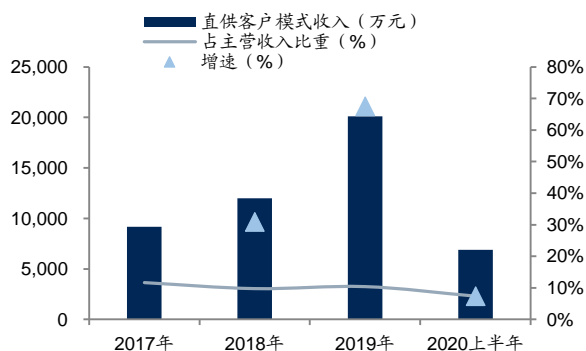
资料来源:公司招股书, 国信证券经济研究所整理

2) 预计未来公司连锁药房为主直供渠道仍将有进一步增长空间

公司招股书数据显示, 直供客户模式 (包括大型连锁药店、单体药店和诊所) 2018/2019 年销售收入增速分别为 30.86%/67.51%, 实现稳定高增长, 2020 上半年疫情影响下仍取得同比+7.39%的增长, 增速高于线下渠道整体水平。未来在公司持续通过开拓与跨区域的药房连锁机构的合作下, 该项业务预计仍有较大提升空间。

一方面，药店行业自身连锁化率也在不断提升，从 2010 年的 34.34% 提升至 2019 年的 58.12%，一定程度上有利于品牌方通过绑定大型连锁企业实现稳步发展；另一方面，从药店自身的需求看，也在积极寻求经营品类的多元化，商品组合逐步向非处方药和非药品商品进行延伸，主要基于集采降价冲击部分药品毛利考虑和顺应目前居民“以疾病治疗为中心”向“以健康管理为中心”转移的消费趋势，推出更多保健食品、日化品及功能性护肤品等。

图 41：公司直供客户模式收入情况（万元、%）



资料来源：公司招股书、国信证券经济研究所整理

图 42：中国零售药店连锁化率（%）



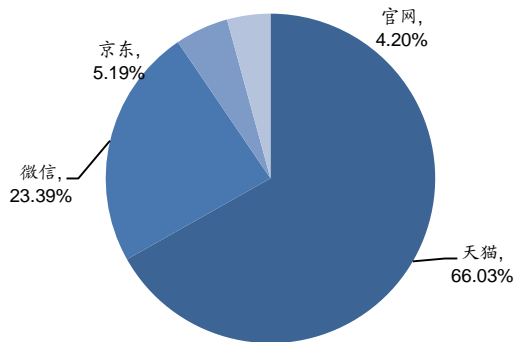
资料来源：商务部、国家药监局、国信证券经济研究所整理
注：2018 年为 2018 年 1 月-11 月数据

► 电商渠道布局完善，顺应趋势实现爆发增长

电商渠道是公司近年来增长的主要驱动力。2018 年度、2019 年度和 2020 年，公司线上渠道收入增长分别为 80.55%、68.26% 和 46.38%，而在疫情影响线下销售的情况下，20 年占比已达 82.87%。公司已经连续三年在天猫“双 11”主营类目（美容护肤/美体/精油类）店铺销量排名中挤入前十，并在今年国货品牌中排名第 1。具体来看公司的布局方式：

- 1) 直营模式为主，提升电商渠道可控性。**公司线上渠道主要以直营为主，且为自建电商团队运营。直营模式数据获取较为直接（订单数据、流量数据、用户数据），指导后端开发加快反应速度，同时对于公司整体毛利率也有显著带动。
- 2) 以天猫平台为主，但已开拓多平台布局。**在平台布局上，公司天猫平台占据主要比重，本身天猫是美妆电商布局较为成熟的平台，根据 16 年 CBNDATA 统计数据显示，天猫平台在美妆线上销售中占比一度近 70%。借助在优势平台的布局，公司实现了电商的快速增长。同时近年来公司也积极开拓京东、唯品会以及微信等多元化的渠道，丰富了公司电商增长的来源点。

图 43：2019 年不同平台在公司线上自营收入中的占比



资料来源：公司招股书、国信证券经济研究所整理

图 44：双十一天猫美妆品牌销售排名

排名	2019	2020
1	欧莱雅	薇诗兰黛
2	兰蔻	欧莱雅
3	薇诗兰黛	兰蔻
4	玉兰油	后
5	SK-II	玉兰油
6	自然堂	SK-II
7	百雀羚	雪花秀
8	后	资生堂
9	完美日记	薇诺娜
10	薇诺娜	海蓝之谜

资料来源：天猫，国信证券经济研究所整理

►私域流量布局将为公司未来打开高质量发展空间

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，主要头部电商平台的商家竞争日趋激烈，公域流量的获客边际效益有所下滑，导致公司报告期内获客成本快速增长。2017-2020年上半年公司的获客费用率由5.73%提升至了14.66%，呈快速增长的趋势。因此，及时寻找低成本的获客渠道，制定高效的获客策略，不断开拓品牌私域流量池并提升客户的长期价值，是公司提升获客效率，并推动经营业绩稳步提升的重要方向。

私域流量是相对于公域流量的概念，主要系公司利用微信公众号等开放平台建立线上自营店铺，通过将线下流量引流到线上自营店铺等自主获取流量的方式，直接向目标受众群体获取的客户流量。在私域流量对应的渠道下，公司可以不用通过向平台付费等形式而直接触达到目标用户。

表 26: 公司私域流量布局情况

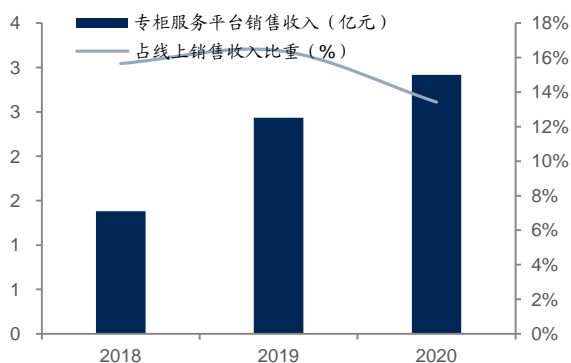
平台	流量来源	具体划分依据	2019年收入
微信小程序等	线上公域流量和私域流量相结合	流量来源：(1) 通过在微信平台投放广告、短视频获取新用户关注公司品牌公众号，通过公众号定期文章及活动推送引导销售转化；(2) 通过建立微信群进行会员维护，通过定期或不定期推送文章或产品信息等方式，进行老客户的留存及复购。	24,344.84 万元
薇诺娜专柜服务平台	线上线下相结合的自营模式	流量来源：公司通过派驻在终端销售网点的 BA（促销人员）引导顾客以扫码等方式关注公司在微信平台自主搭建的“薇诺娜专柜服务平台”，从而实现将线下流量引流到该线上自营店铺。	793.17 万元

资料来源:公司招股书、国信证券经济研究所整理

目前来看，公司的私域流量获取和留存分为两步：**1) 线下获取**：公司通过派驻在终端销售网点的 BA（促销人员）引导顾客以扫码等方式关注公司在微信平台自主搭建的“薇诺娜专柜服务平台”，从而实现将线下流量引流到该线上自营店铺；**2) 线上留存复购**：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。

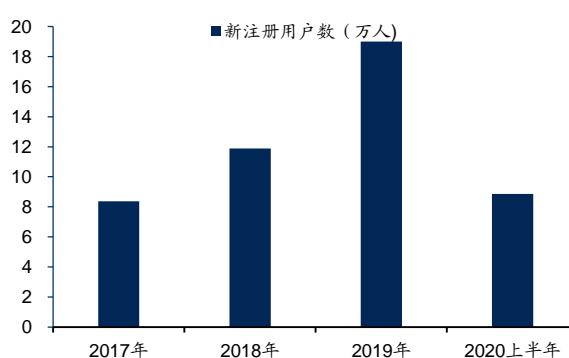
通过近年的深耕布局，公司私域流量布局初显成效：一方面，公司薇诺娜专柜服务平台的销售收入 19 年/20 年分别达到 2.43 亿元/2.92 亿元，占线上销售收入的比重分别为 16.41%；新注册用户数也呈现逐年上升趋势，17-19 年分别为 8.36 万人、11.89 万人、19.00 万人。此外，截至 2020 年末，公司超级用户部维护的微信小程序会员社群 142 个，社群用户数量达到 2.22 万人。

图 45: 公司私域流量产生收入占公司收入比重 (%)



资料来源:公司招股书、国信证券经济研究所整理

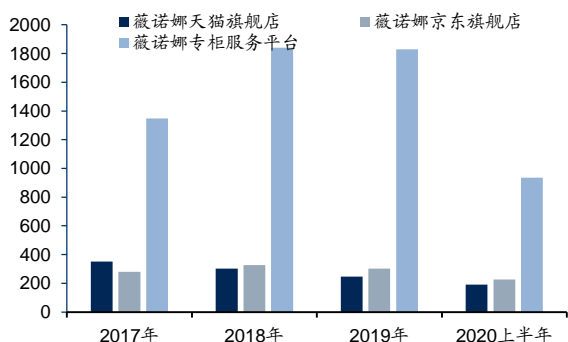
图 46: 公司薇诺娜专柜服务平台新注册用户数 (万人)



资料来源:公司招股书、国信证券经济研究所整理

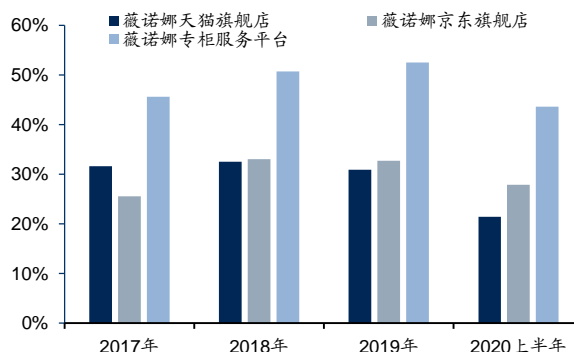
另一方面，从私域用户质量来看，私域流量所转化的平台客户的复购率分别保持在 50.7%/52.5%/43.6% 的较高水平，客单价也达到千元级别以上，均显著高于天猫、京东等公域流量平台的水平。

图 47: 公司不同平台的客单价水平 (元)



资料来源:公司招股书、国信证券经济研究所整理

图 48: 公司不同平台的复购率水平 (%)



资料来源:公司招股书、国信证券经济研究所整理

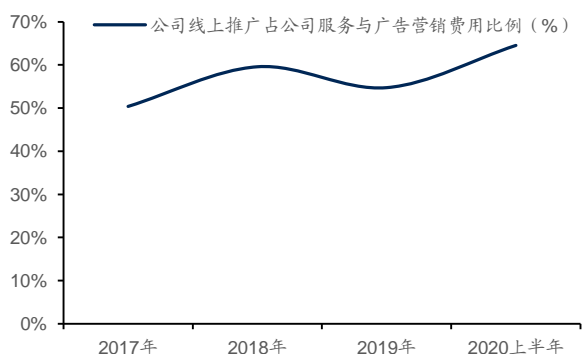
营销布局: 积极运用新媒体营销手段, 不断强化消费者心智

我们在前文行业分析中已经提到, 17 年以来化妆品行业的快速发展离不开网红经济催化下的新媒体营销应用带来的驱动, 化妆品市场营销也因此发生了巨大的变化。小红书、抖音、微博、知乎等新兴媒体流量呈现爆发式增长, 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。而品牌在这一阶段只有抓住了新媒体营销的红利, 才可能实现快速成长。

➤营销手段: 顺应大势积极运用社媒手段, 分享新媒体营销红利

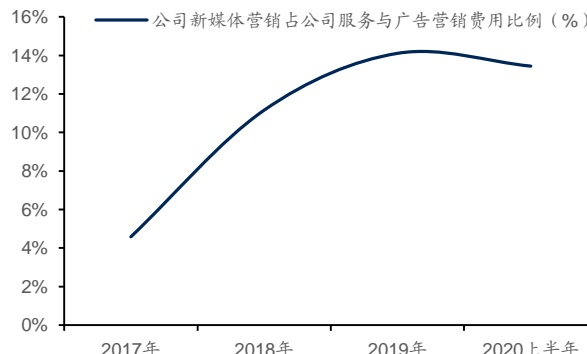
从贝泰妮公司布局来看, 公司顺应发展趋势, 近年来不断强化新媒体营销布局, 以目标消费群体的内容偏好为基础, 依托知乎、小红书等垂直领域的内容平台, 通过直播主播、网络达人等强互动的 IP 内容化营销方式, 与消费者建立情感关联, 传播和推广公司的品牌理念与核心价值, 提升消费者对公司品牌和产品的体验与认知程度, 从而提高消费者粘性, 逐渐转变为公司品牌的忠实用户, 形成品牌口碑效应, 并以忠实核心用户为出发点, 通过社交裂变触达更多的消费者, 为公司带来更多的免费或低成本的客户流量。

图 49: 公司线上推广占公司服务与广告营销费用比例 (%)



资料来源:公司招股书、国信证券经济研究所整理

图 50: 公司新媒体营销投放占比不断增加 (%)



资料来源:公司招股书、国信证券经济研究所整理

➤营销方向一: 充分利用专家背书, 强化原点客群心智建立

公司在对原点客群 (即敏感肌护肤重度用户) 的营销过程中紧抓自身产品内容特色, 充分利用自己产品的医学背景和科研实力, 在整体的内容传播上, 不断通过专业化的渠道和媒介, 通过开展专业化的产品教育, 形成内容沉淀, 强调

夯实产品“专注敏感肌肤”的用户心智。具体来看：

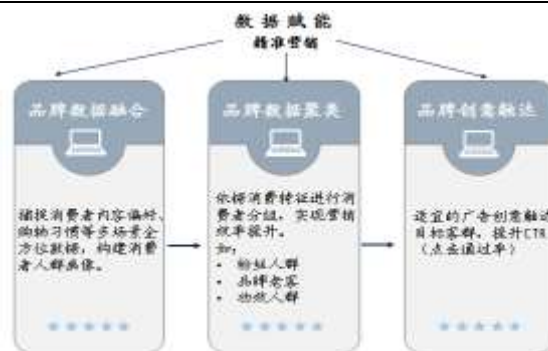
- 1、以产品为导向发掘客群偏好选择营销平台和方式。1) 功效性护肤品属于营销中“说理”系产品，且具备较大重复分享的价值，因此微博和小红书相对更加适合。2) 专家型 KOL 的应用。搭建属于自己的专家 KOL 合作库，借助与国内一众知名皮肤科医生之间建立的良好合作关系，通过权威专家在现身说法式的“带货”，为公司品牌进一步树立了专业的形象。
- 2、充分利用好已有的 700 多万会员。根据会员数据的标签化处理，针对性的通过线上课堂，福利推送等方式深度挖掘用户价值，提升品牌粘性和复购率。

图 51：专家型 KOL



资料来源:淘宝, 国信证券经济研究所整理

图 52：美妆品牌通过数据赋能精准营销示意



资料来源:聚美丽, 国信证券经济研究所整理

➤营销方向二：积极开展营销“破圈”，实现有效拉新

除了不断强化“原点”客群的营销外，公司也在积极进行品牌“破圈”，提升其在更多的敏感肌潜在用户中的认知度，实现有效拉新。我们在前文的行业分析中提到，预计我国敏感肌女性人群占比约 36%，也就是有超过 2 亿人群的潜在目标客群，但公司截止去年会员数也仅不到 800 万人，因此未来的渗透率提升空间极为广阔。但针对这部分对敏感肌认知不足，消费理念也尚不成熟的消费者，公司除了上述的专业营销方式外，更需要通过切入用户圈层的品牌宣传投入来提升公司品牌声量。

图 53：公司品牌明星代言矩阵



资料来源:公司官网, 国信证券经济研究所整理

图 54：公司与迪士尼的产品跨界联名



资料来源:公司官网, 国信证券经济研究所整理

因此我们看到公司去年开始更为积极的开展了诸如跨界联名，官宣流量明星作为代言人等品宣方面的投入，主要目的也是在于更好的实现品牌在不同圈层人群中的露出，实现对更多潜在消费者的有效拉新，在通过专业的产品和专家的

背书，教育并培育相关用户的消费习惯，最终实现新客向老客的转化。

多品牌拓展：母婴品牌快速增长，高端院线品牌布局未来

►母婴系列：Winona Baby 抢占母婴日化市场

公司母婴系列 Winona Baby 主要定位于专业婴幼儿肌肤功效性护理品牌，推出针对湿痒的明星产品舒润滋养霜、还为宝宝皮肤在不同阶段进行针对性护理等，现有产品包含 0-2 岁产品线及 2-12 岁产品线，功效方面有修护成分-青刺果、舒缓王牌-金盏花、高科技成分-益生等。

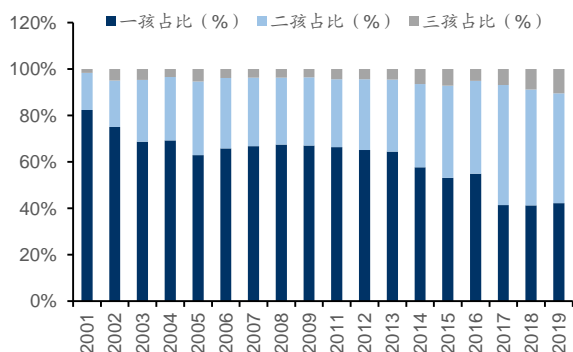
首先从行业发展现状上来看，当前母婴日化需求旺盛：我们认为人口出生率、居民收入水平以及家庭、人口结构影响母婴零售行业规模。行业未来驱动因素可以概括为：

驱动因素 1： 三胎政策放开以及后续配套政策的落地，有望缓和打破生育率走低困局，中童比例提升再添增长点。

驱动因素 2： 居民收入不断提升，消费升级促进高端婴童消费。据 Frost&Sullivan 的数据，中国城镇家庭的婴幼儿年平均消费金额从 2007 年的 4260 元快速增长至 2012 年的 8702 元，年均复合增长率为 15.4%，预计 2017 年在 14000 元左右，年复合增长率持续维持在 12% 以上，保持高速增长预期。

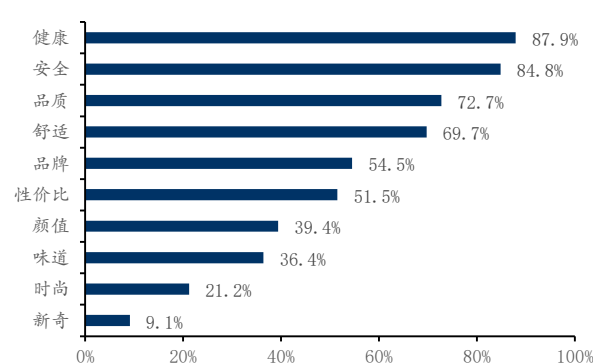
驱动因素 3： 家庭及人口结构转变，90 后孕育者促进母婴消费观念升级。消费升级除了传统商品价量提升外，更重要在于母婴家庭对于早教、亲子游乐等服务的重视。

图 55：二孩、三孩占比提升



资料来源:国家统计局、国信证券经济研究所整理

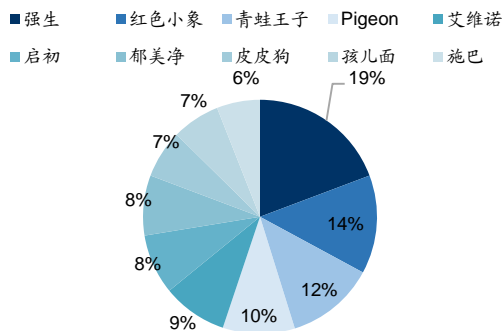
图 56：2020 年中国 95 后妈妈选购孕产用品关注要素 (%)



资料来源:艾媒咨询、国信证券经济研究所整理

其次，从目前我国婴幼儿日化品牌竞争格局来看：我国婴幼儿日化市场海外、本土品牌共存，海外品牌分化，本土品牌强势发展。以 2020 年为例，强生品牌以 5.8% 市占率居首，该品牌 1992 年在中国上市，持续保持市占率第一水平，但市占率持续下降；国产品牌红色小象和青蛙王子市占率分别第一（4.1%）、第二（3.7%）；口碑品牌 Aveeno 从 2016 年进入中国市场后市占率稳步提升，从 2016 年 0.3% 提高到 2020 年 2.7%，位列第五；国产品牌启初、郁美净紧随其后，市占率均为 2.5%。

图 57：2020 年中国婴幼儿 TOP10 日化品牌市占率（%）



资料来源: Euromonitor、国信证券经济研究所整理

图 58：艾维诺在华市占率稳步提升（%）



资料来源: Euromonitor、国信证券经济研究所整理

从同类品牌艾维诺表现来看：Aveeno 艾惟诺是北美第一大天然护肤品牌，在全球有 75 年的良好口碑，在进驻中国之前已经有很好的品牌背书，1945 年 Musher 兄弟受梅奥”诊所委托开发了采用 100% 纯正燕麦磨碎制成的洗澡护肤系列，此款产品对干燥、过敏、虫咬、瘙痒、出疹等皮肤问题十分有效，此后艾维诺在全美由该综合排名第一的“梅奥”诊所推荐了 60 年之久，并在被强生公司收购，此后全面开发婴儿护肤系列。

产品方面，艾维诺主打天然、温和，成分方面，获得了 FDA “燕麦作为皮肤有效护理成分”的认证；功效方面，获得了全美湿疹协会的认证。艾维诺 2016 年正式进入中国市场，进行品牌式管理，线上与天猫、京东展开了深度合作，建立了良好的品牌知名度和美誉度，线下进入高端母婴店和高端大型超市卖场，成为母婴品牌爆款。其婴儿护理系列产品选用燕麦精华等天然成分，推出多效修护系列可以有效帮助宝宝舒缓肌肤。

图 59：艾维诺进入中国经历了三个阶段



资料来源:艾维诺、国信证券经济研究所整理

图 60：艾维诺婴儿多效果修护系列



资料来源:艾维诺、国信证券经济研究所整理

而从薇诺娜 baby 的情况来看，公司的当前主要竞争优势包括：

- 1) 受认可的功效型产品，获医生推荐：薇诺娜 baby 专注婴幼儿肌肤功效性护理，目前主要产品有舒润滋养霜、沐浴泡、身体乳、按摩油等，主打功效针对宝宝湿痒、干燥，帮助增强肌肤屏障功能，调节宝贝皮肤微生态。公司当前主要产品在此前通过临床表现认可，且在小红书、淘宝平台具有良好口碑。薇诺娜 baby 产品最早通过药房、月子中心等专业渠道进行销售，通过专业化的品牌形象建立口碑传播的基础。

图 61: Winona Baby 舒润滋养霜针对宝贝湿疹



资料来源: 公司官网、国信证券经济研究所整理

图 62: 贝泰妮 Winona Baby 产品小红书口碑好



资料来源: 小红书、国信证券经济研究所整理

- 2) 沿用主品牌渠道优势，发挥协同效应。公司在自营渠道模式成熟，电商渠道覆盖广泛，包括天猫、京东、唯品会等，互联网电商营销经验丰富；在线下分销渠道中，相对于一般化妆品的区域经销商，公司专业化渠道运营能力成熟，在公司提供的人员配置及促销方案的支持需求方面具备完善的配套机制。薇诺娜 baby 借助主品牌口碑与品牌号召力，在渠道方面沿用主品牌成熟模式，有望发挥协同效应，帮助新品牌快速推进市场。
- 3) 薇诺娜 baby 客群与主品牌用户较为匹配，具备优质用户资产导流效应，配合私域流量灵活运用迅速锁定目标消费者。主品牌用户画像以一二线年轻女性客群为主，消费习惯良好且消费能力强，注重产品品质，薇诺娜主品牌已通过口碑建立品牌效应，形成一批优质粉丝，品牌忠诚度高。而薇诺娜 baby 客群同样主要为一二线城市具有一定消费能力的年轻妈妈，她们注重产品功效，二者客群高度重合，因此主品牌深耕下品牌力也将为 baby 系列提供坚实的引流基础。

► Beauty Answers 定位高端，专注皮肤精准修护

Beauty answers 定位于强功效性护肤品，专注皮肤精准修护。该品牌产品基于过去近十年间 4.6 万份光损伤性皮肤样本，携手国家教育部创新团队先导研发，从精准定位问题根源、精准活性物筛选、精准配方调制三个维度，提供精准修护方案。由皮肤学专家推荐使用，可用于补充专业美容项目中，减少专业美容项目带来的烦恼不适，加乘护肤功效，亦可作为进阶日常护理产品使用。

同时在渠道方面，Beauty Answers 拟从线下渠道发展，对私立医院和高端美容会所的医师进行教育，沿袭“医生背书”模式，为高客单价消费人群服务，未来同样不排除在院线建立品牌优势后进军 C 端市场，从而补齐公司的高端品牌短板。

图 63: Beauty Answers 主要产品



资料来源:公司官网、国信证券经济研究所整理

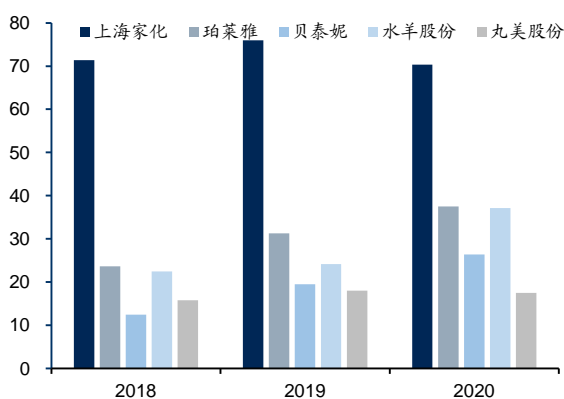
同类公司比较分析: 成长性突出, 盈利能力优异

日化行业产业链的上市公司主要有上海家化、珀莱雅、丸美股份、水羊股份以及青松股份、壹网壹创、拉芳家化和名臣健康等, 其中主营美容护肤的品牌且过去三年经营业绩相对比较稳定公司主要有上海家化、珀莱雅、丸美股份和水羊股份, 我们选取这四家公司与贝泰妮进行比较分析。

经营规模比较

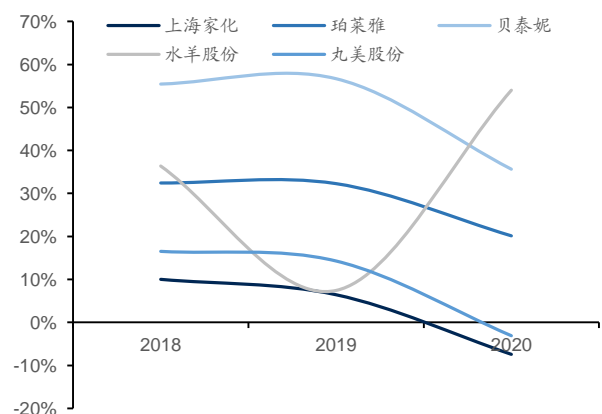
从营收规模来看, 贝泰妮在可比公司中整体规模较小, 但成长性突出。**2019 年/2020 年贝泰妮的收入规模为 19.44 亿元/26.36 亿元**, 在可比公司中相对不高。但从营收增速看, 贝泰妮的成长性领先可比公司, 2019 年/2020 年收入增速分别位居可比公司中第一位/第二位, 同时受益于功效性护肤市场的高增长和公司自身在渠道方面的深耕, 尤其是电商渠道布局的持续见效。

图 64: 可比公司营收规模比较 (亿元)



资料来源:Wind、公司公告、国信证券经济研究所整理

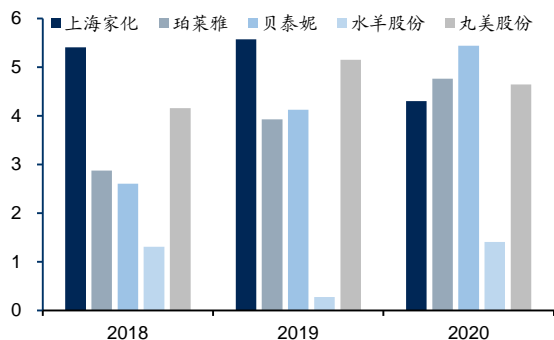
图 65: 可比公司营收增速比较 (%)



资料来源:Wind、公司公告、国信证券经济研究所整理

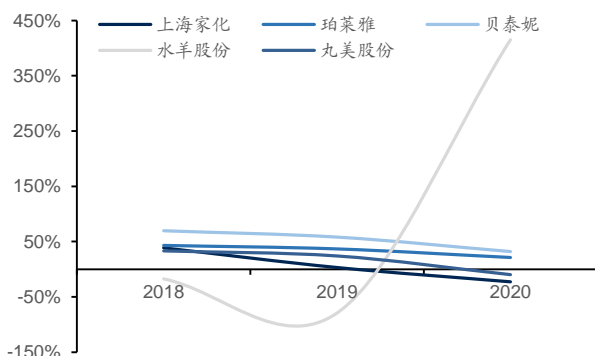
从归母净利润规模看, 贝泰妮整体处于行业中上水平, 2020 年归母净利润规模 5.44 亿元, 位列第一, 2019 年在 5 家可比公司中位列第三, 整体近年来公司的盈利能力显著提升。

图 66: 可比公司归母净利润规模比较 (亿元)



资料来源:Wind、公司公告、国信证券经济研究所整理

图 67: 可比公司归母净利润增速比较 (%)



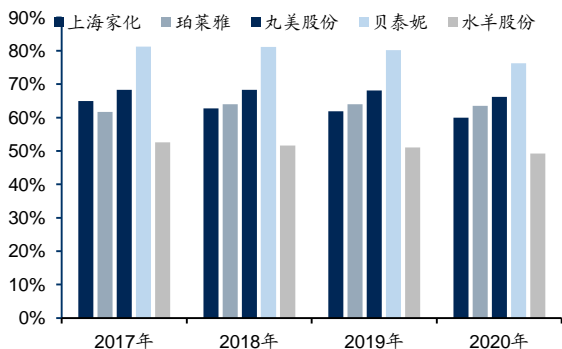
资料来源:Wind、公司公告、国信证券经济研究所整理

盈利能力比较分析

公司的毛利率水平处于可比公司最高水平。从产品的角度来看,公司经营医疗器械品类占比在 10%左右,其定位区别与化妆品,公司自主定价能力较强,因此,产品定价普遍较高;同时根据公司的营销策略,医疗器械类产品各渠道全年很少参与促销活动,从而使得其毛利率高于护肤品、彩妆。从渠道的角度来看,公司自营占比高,2020 年线上自营占比达到 63.28%,同比提升 7.72pct,高毛利率的电商自营拉升了公司整体的净利率水平;同时,在分销渠道中,公司通过商业公司(九州通、国药控股、柳州医药等)和直供客户(一心堂、老百姓等)两种模式销售给连锁药店和诊所。相对于一般化妆品的区域经销商,这类流通渠道需要公司提供的人员及促销方案的支持需求更高。因此,公司给予这两类分销渠道的供货折扣相对区域经销商较低,这两类这导致了这两类渠道的毛利率高于其他线下渠道。

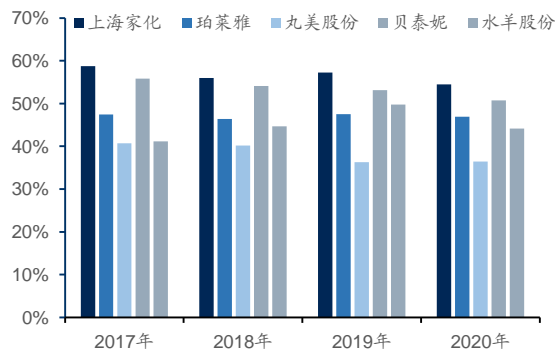
2017-2020 年公司综合毛利率分别为 81.28%、81.16%、80.22%和 76.25%,呈现下降的趋势,20 年毛利率下降 3.97pct,主要系公司采用新收入准则影响。按照新准则规定,公司将与销售商品相关的应付客户对价同时调减“营业收入”和“销售费用”;将与销售商品相关的物流运输费用自“销售费用”重分类至“营业成本”。若剔除上述适用新收入准则调整的影响,2020 年公司毛利率约为 80.46%,同比保持稳定。

图 68: 可比公司毛利率水平 (%)



资料来源:Wind、公司公告、国信证券经济研究所整理

图 69: 可比公司期间费用率水平 (%)

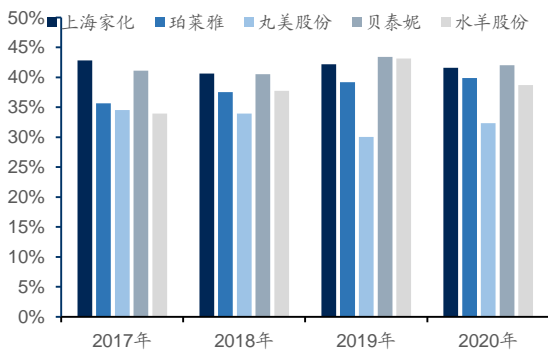


资料来源:Wind、公司公告、国信证券经济研究所整理

从期间费用率来看,2020 年公司的期间费用率水平为 50.76%,同比降低

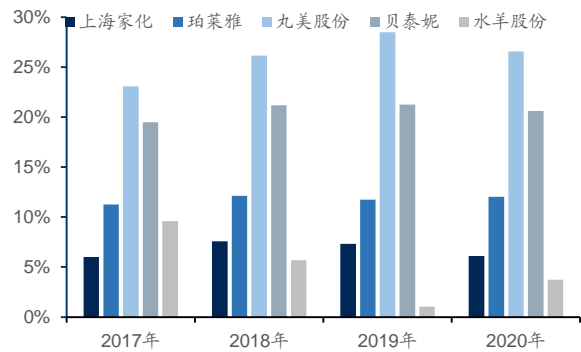
2.37pct，主要系会计准则调整所致。具体来看，公司 2020 年的销售费用率为 41.99%，处于可比公司相对较高位置，主要与其渠道销售模式有关；管理费用率（含研发）8.80%，而研发费用率为 2.41%，处于可比公司中的较高水平。纵向比较来看：随着公司营销力度的加大，渠道及广告宣传费占比逐年递增，公司的销售费用率整体呈现提升的趋势；同时，随着公司管理提效的持续，以及规模效应逐渐显现，公司的管理费用率和研发费用率呈现下降的趋势。整体来看，在高毛利率水平的支撑下，公司的净利率处于可比公司中较高水平，低于九美股份，高于上海家化、珀莱雅和水羊股份。

图 70：可比公司销售费用率水平（%）



资料来源:Wind、公司公告、国信证券经济研究所整理

图 71：可比公司净利率水平（%）



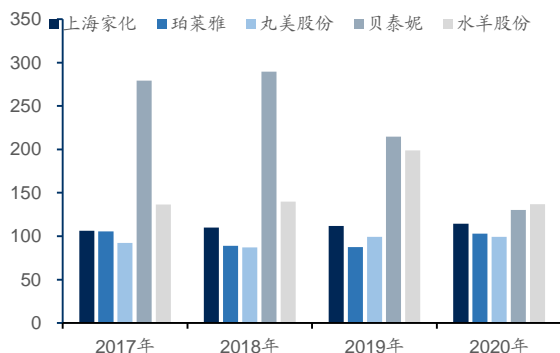
资料来源:Wind、公司公告、国信证券经济研究所整理

营运能力比较分析

从存货周转天数来看，公司的存货周转天数居于高位，主要原因有两个：（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，一般情况下，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，这种生产模式下拉长了公司的备货周期，公司需要储备更多的存货以满足日常销售的需要；（2）公司线上自营占比明显高于可比公司，线上自营销销售模式下，为了及时发货，提升消费者体验，公司需要备货较多。纵向比较来看，2020 年公司的存货周转天数同比 2019 年下降了 85 天，显示公司的存货运营效率显著提升。

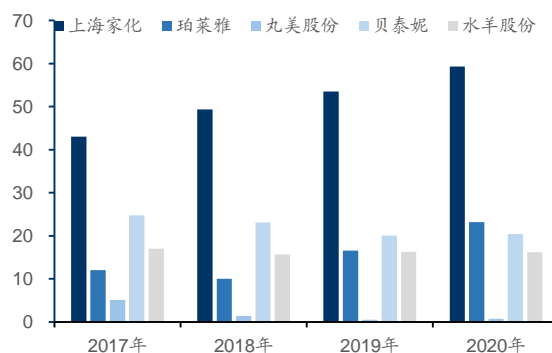
从应收账款周转来看，公司的应收账款周转天数处于可比公司中较高水平，低于上海家化和珀莱雅。主要系，公司除自营销销售外的客户主要系商业公司、直供客户等客户，部分客户会要求公司给予其一定的信用期，而同行业可比上市公司珀莱雅、九美股份以传统经销模式为主，在与传统经销商合作的过程中一般采用先款后货的结算形式，因此，其应收账款相对营业收入的规模较小，应收账款周转率较高。纵向比较来看，公司的应收账款周转天数在过去四年整体呈现下降的趋势，显示在合作的过程中，公司与下游客户的议价能力有所提升。

图 72: 可比公司存货周转天数比较 (天)



资料来源: Wind、公司公告、国信证券经济研究所整理

图 73: 可比公司应收账款周转天数比较 (天)

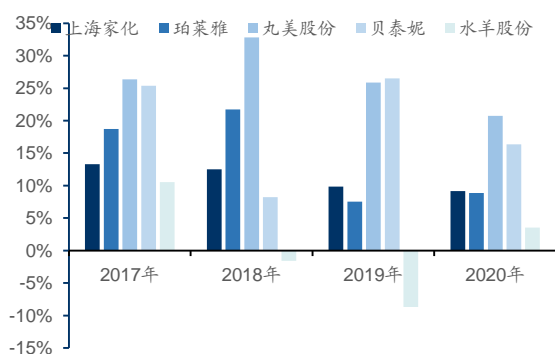


资料来源: Wind、公司公告、国信证券经济研究所整理

从现金流情况来看,公司经营性现金流净流入营收比处于可比公司中较高水平。其中,2018年经营性现金流净流入收入比较低,主要系:(1)为适应公司生产经营需要,公司存货余额较2017年末增加较多,占用了较多的经营资金;(2)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。2020上半年经营性现金流净流入收入较低为新冠疫情下行业普遍情况,其中公司一方面因为2019年末计提的企业所得税、员工年终奖金等已于2020年上半年支付;另一方面“双11”的备货计划提前,导致公司库存商品和原材料余额阶段性上升,公司购买商品支付的现金有所增加。

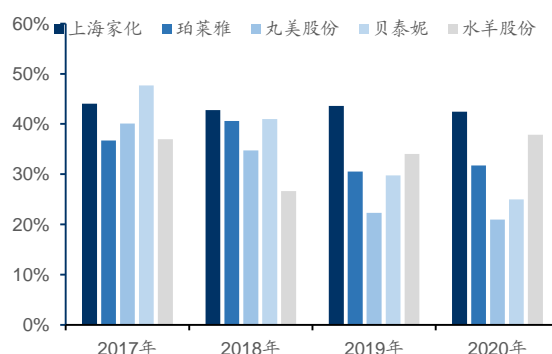
从资产负债率来看,公司2020年资产负债率为24.97%,同比降低4.81pct,低于上海家化、水羊股份和珀莱雅;纵向比较来看,随着公司经营积累的不断增加,公司的资产负债率不断降低,短期偿债能力不断增强。

图 74: 可比公司经营性现金流净额/营收比较 (%)



资料来源: Wind、公司公告、国信证券经济研究所整理

图 75: 可比公司资产负债率比较 (%)



资料来源: Wind、公司公告、国信证券经济研究所整理

盈利预测

我们分渠道对公司营收进行分拆预测，按照销售方式来划分，公司渠道可以划分为两大类：线上渠道和线下渠道，其中线上渠道可进一步细分为线上直营，线上分销以及线上经销，而由于线上直营渠道占比较高，我们再进行进一步将其按照平台进行进一步分拆为天猫、京东以及其他平台；线下渠道我们也进一步细分为线下直营、线下分销（商业公司），线下分销（直供客户），以及线下经销。

核心假设

1、行业保持快速增长：国内化妆品行业景气度仍处高位，且对比国际成熟市场，整体渗透率以及客单价消费水平未来仍有巨大的增长空间，而公司产品主要布局的皮肤学级护肤品市场又属于行业中增长最快的细分赛道。参考欧睿咨询数据，皮肤学级护肤品过去五年复合增速超过 25.24%，保持着相对整体美妆个护市场增速的 2.45 倍水平。而参考欧睿咨询的数据预测，其预测未来五年国内整体美妆个护市场的规模复合增速约为 11.47%（从 2021 年的 5879 亿元增长至 2025 年的 9076 亿元）。

具体来看，皮肤学级护肤品市场短期在当前国内居民疫情之后对于功效性护肤理念的不断重视，以及对应新渠道和新营销红利的不断释放，正处在爆发式增长的初期，我们认为未来三年增速有望进一步加速至 30%以上；中期三到五年受益于消费升级和消费者消费理念强化下的渗透率持续提升，仍可维持取得过往 2 倍以上于美妆个护行业整体的增速水平，对应未来五年复合增速可达到 28%左右；长期五到八年我们综合考虑行业规模基数扩大后增速放缓的可能，认为行业未来有望保持 20%左右增长水平。

2、公司主业稳定，营收持续稳健高增：公司未来主业仍将以皮肤学级护肤品业务为主，而作为行业龙头，通过领先的渠道布局、新品研发，以及营销强化，有望不断夯实公司品牌在行业中的领先地位，提升市占率，从而取得高于市场平均水平的增长。具体来看：

► **线上直营：**线上直营渠道虽然占比较高，但在功效性护肤消费需求不断提升，以及社交电商发展催化下仍有望保持快速增长，其中 1) 天猫平台作为公司深耕平台将继续实现优势巩固，本身天猫平台在美妆领域聚合效应明显，其用户结构也与公司客群较为匹配，近年来品牌化过程中将给予公司为代表的头部品牌更大资源扶持；2) 微信平台作为公司未来重点布局的私域流量主要渠道，将得到公司更大力度的投入，同时基数也相对较低，有望实现爆发式增长。渠道毛利率则综合受到线上流量整体推广成本上升影响和格式产品力升级下客单价提升影响，预计相对平稳。

► **线上 B2C 分销：**该渠道主要销售平台为唯品会、京东、天猫超市等需签订购销协议的 B2C 平台，预计随着唯品会以及京东近年内容化力度不断加强，平台在美妆等品类增长突出，同时公司也积极采用不同平台的差异化产品布局，有望维持稳定高增长。渠道毛利率则综合受到线上流量整体推广成本上升影响和格式产品力升级下客单价提升影响，预计相对平稳。

► **线下分销渠道：**公司线下分销渠道主要为依托商业公司和直供客户两种模式对接分别药店以及诊所等专业渠道。整体来看，虽然 2020 年线下分销渠道受到疫情影响较为严重，但进入 21 年，随着疫情得到有效防控，线下终端预计客流有望得到快速修复，整个线下分销渠道也有望在前一年度的低基数背景得到快速的复苏式增长。且从公司未来发展战略看，公司计划积极开发新的客户资源，拓展连锁药店渠道以增加线下产品的市场覆盖率。

据此，我们预测认为未来几年线下分销渠道客户数量和平均销售收入提升带来公司整体线下分销渠道收入提升。其中我们预计直供客户开拓数量增长更高，主要系该渠道公司直接对接连锁药房企业，近年来大型连锁药房企业在行业连锁化率不断提升背景下发展迅速，同时根据规划公司自身也在积极对接和开拓更多的类似客户。

此外，各渠道毛利率则在公司线下客群精细运营和产品升级推动的客单价水平稳步提升下，预计保持相对稳定。

► **其他渠道：**主要为经销模式下的线上以及线下渠道，近年来公司为了更好的实现产品把控以及直面消费者，实现销售数据积累，对于经销模式渠道整体处于收缩状态，去年在疫情下预计呈现加速下滑，未来预计维持平稳。

3、**公司费用率：**虽然短期公司在当前行业整体营销宣传成本上升，以及自身预计将加大客群拉新力度的情况下，销售费用率在短期预计将有所抬升，但长期随著公司业务扩张带来的规模效益逐渐体现，以及管理机制的改善，仍有望趋于稳定。

具体分拆数据如下表所示：

表 27：公司营收分拆及预测（万元、%）

	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
线上自营	62,816	107,484	165,843	249,740	354,296	470,886
YOY	73.03%	71.11%	54.30%	50.59%	41.87%	32.91%
占比	50.64%	55.30%	62.91%	62.63%	62.94%	62.81%
—天猫	40,885	70,967	114,967	170,151	234,808	300,554
YOY	74.82%	73.58%	62.00%	48.00%	38.00%	28.00%
—微信	14,425	25,138	33,182	53,755	83,320	123,314
YOY	93.32%	74.27%	32.00%	62.00%	55.00%	48.00%
—其他	7,506	11,379	17,694	25,834	36,167	47,017
YOY	37.62%	51.60%	55.50%	46.00%	40.00%	30.00%
线上自营毛利率	82.04%	80.60%	76.62%	76.82%	77.09%	77.29%
大型 B2C 平台分销	19,784	35,158	44,597	67,877	94,044	124,138
YOY	92.06%	77.71%	26.85%	52.20%	38.55%	32.00%
毛利率	72.69%	72.18%	69.60%	69.63%	69.75%	69.85%
线上经销商分销	5,579	5,727	6,735	6,735	6,802	6,938
毛利率	76.84%	73.55%	69.95%	70.19%	70.29%	70.39%
YOY	149.78%	2.64%	17.60%	0.00%	1.00%	2.00%
线上渠道合计	88,179	148,368	217,175	324,351	455,141	601,962
YOY	80.55%	68.26%	46.38%	49.35%	40.32%	32.26%
线下自营	754.85	312.47	248.46	288.21	317.03	348.74
YOY	-46.95%	-58.61%	-20.49%	16.00%	10.00%	10.00%
毛利率	91.69%	90.51%	87.60%	88.50%	88.50%	88.50%
线下分销：商业公司	17,427	20,672	17,261	23,562	26,507	29,375
YOY	30.78%	18.62%	-16.50%	36.50%	12.50%	10.82%
毛利率	91.06%	91.57%	88.10%	88.51%	88.65%	88.75%
线下分销：直供客户	11,997	20,096	24,477	45,535	75,376	111,972
YOY	30.86%	67.51%	21.80%	86.03%	65.54%	48.55%
毛利率	83.49%	84.38%	81.40%	81.79%	82.08%	82.14%
线下分销：区域经销商	4,615	3,996	2,877	3,811	4,326	4,694
YOY	-21.75%	-13.41%	-28.00%	32.48%	13.50%	8.52%
毛利率	74.19%	74.66%	71.02%	72.02%	72.02%	72.02%
线下渠道合计	34,794	45,076	44,864	73,196	106,526	146,390
YOY	16.71%	29.55%	-0.47%	63.15%	45.54%	37.42%
其他业务	1,076	930	1,591	1,199	1,240	1,343
营业收入总计	124,049	194,375	263,649	398,776	562,949	749,750
YOY	55.44%	56.69%	35.63%	51.25%	41.17%	33.18%
毛利率	81.16%	80.22%	76.25%	76.62%	76.90%	77.09%

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理预测

盈利预测结果

基于上述假设和预测，我们得出以下盈利预测结果：

表 28: 公司盈利预测简要结果

利润表 (百万元、%)	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	2636.49	3987.46	5629.49	7497.50
毛利率	76.25%	76.62%	76.90%	77.09%
销售费用率	41.99%	43.86%	43.90%	43.92%
管理费用率	6.27%	6.80%	6.88%	6.95%
归属于母公司净利润	543.51	833.94	1192.93	1605.05

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

综合来看，预计公司 21-23 年营业收入分别为 39.87/56.29/74.98 亿元，归母净利润分别为 8.34/11.93/16.05 亿元，对应 EPS1.97/2.82/3.79 元/股，对应 PE124/87/64 倍。

风险提示

盈利预测假设不成立的情况下对公司盈利预测、估值的影响:

1、行业发生不可预知的变化导致公司当前盈利预测分析不准确的风险

1) 行业竞争加剧的风险: 公司的产品专注敏感肌肤护理, 经过多年培育, 公司旗下“薇诺娜”品牌已在国内相应细分市场中占据了比较高的市场份额, 公司的产品已与知名国际化妆品品牌如薇姿 (Vichy)、理肤泉 (La Roche-posay)、雅漾 (AVENE) 等展开直接竞争; 同时, 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系列。在国际品牌、国内品牌纷纷加大投入的情况下, 公司所处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, 从而使得公司销售收入增长放缓甚至出现下滑, 公司的盈利能力可能会受到不利影响。

2) 公司营销模式无法顺应市场变化的风险: 化妆品企业的竞争一定程度上是营销模式的竞争, 对时尚的敏锐度和对热点的把握能力, 决定了企业能否灵活运用营销方式取得竞争先发优势, 而互联网的高效性也对营销模式变化响应的速度提出了更高的要求。近年来, 市场营销方式发生了巨大变化, 新兴媒体流量呈现爆发式增长, 网络流量入口呈现碎片化, 营销渠道更为多元化。如若未来公司不能及时把握市场营销模式的变化, 迅速捕捉符合市场偏好的营销模式, 则可能出现公司营销决策失误, 进而影响公司经营业绩。

3) 公司销售平台相对集中的风险。 2017-2020 上半年, 公司通过天猫 (包括天猫超市)、唯品会、京东、微信四大平台实现的销售收入占其主营收入比重分别为 55.85%、67.01%、73.18% 和 79.79%, 且占比逐年上升。目前这四大平台也是化妆品企业普遍布局电商的主要平台, 如果上述平台与公司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, 将有可能对公司在上述平台的业务开展产生不利影响。同时, 若公司未能及时发掘或拓展其他具有竞争力的平台, 也会对公司的经营业绩带来不利影响。

2、公司财务数据波动的风险

1) 获客成本快速增长带来净利率波动的风险: 公司获客成本支出主要分布于线上推广模式下的各平台店铺, 主要包括天猫、京东、唯品会等主要电商平台店铺。2017-2020 年上半年, 公司获客费用率分别为 5.73%、8.46%、9.99% 及 14.66%, 呈快速增长的趋势。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, 主要头部电商平台的商家竞争日趋激烈, 公域流量的获客边际效益有所下滑, 导致公司报告期内获客成本快速增长。

2) 税收优惠政策变动的风险: 公司分别在 2015 年以及 2018 年被云南省科学技术厅、云南省财政厅、云南省国家税务局、云南省地方税务局, 认定为高新技术企业, 根据《中华人民共和国企业所得税法》及相关法规规定, 公司 2017 年度以及 2018 年 1 月 1 日起三年内的企业所得税减按 15% 的税率征收。同时, 公司子公司上海贝泰妮被全国高新技术企业认定管理工作领导小组办公室, 认定为高新技术企业, 根据《中华人民共和国企业所得税法》及相关法规规定, 上海贝泰妮自 2018 年 1 月 1 日起三年内企业所得税减按 15% 的税率征收。

3) 销售季节性波动带来收入波动的风险: 报告期内, 公司营业收入季节性相对较强, 公司通过电子商务渠道实现的销售占比较高, 近年来由于电商大促活动不断升温, 因此相关企业收入变化也受“双 11”、“双 12”等主要的大型促销活动影响较大。公司的销售收入在大型促销期间爆发式增长, 导致公司第四季度销售收入占比较高, 2017-2019 年公司 Q4 收入占比分别 35.94%, 41.46%, 44.8%。因此, 若公司在当季的销售旺期经营策略出现失误, 或是行业出现突

发事件影响，则将对公司全年的销售收入及利润带来一定波动影响。

4) 公司库存周转天数相对较高的风险。报告期内，公司线上自营销售的占比较高，公司为应对“5·25”、“6·18”、“双11”、“双12”等大型促销活动带来的销售高峰，一般均会提前备货，以应对短期内大批量的销售需求，如果公司对于大型促销活动带来的销量预测不够准确，则可能出现备货较多，期末库存较大的情况；另外，化妆品行业的特性要求化妆品生产企业的仓储、发货等必须及时满足终端消费的需求，因此，化妆品生产企业必须保持一定库存量的产品；同时，公司化妆品的品类较多，且需要对化妆品的有效期进行严格管理，这也对公司的库存管理能力提出了较高要求。

3、产品质量控制的风险

公司“薇诺娜”品牌重点针对敏感肌护理，多适用于肌肤较为敏感的人群，产品适用人群的定位决定了公司对于产品的质量要求较其他化妆品更高。但若公司未来在采购、生产过程中未做到有效的质量控制，消费者使用公司产品产生过敏等不适现象，可能会引起消费者投诉，甚至有可能面临监管部门行政处罚的风险。此外，如若大批量的货品存在类似质量问题，且公司并未及时、妥善地进行处理，有可能会对公司“薇诺娜”品牌的客户信任度、忠诚度产生不利影响，进而影响公司整体经营业绩。

4、产品委托加工的风险

其次，报告期内，公司主要采用自主生产、委托加工、OEM生产相结合的生产模式。2017-2020上半年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%，委托加工模式是公司主要的生产模式。虽然委托加工是化妆品行业生产模式的常态，公司对委托加工厂商的开发、审核、质量控制等制定了一系列的管理制度，但若委托加工厂商出现主要设备无法正常运作、人员紧缺、生产质量控制不达标等情况，公司仍将面对供货不足、货品质量瑕疵等问题，进而影响公司正常经营。

5、品牌相对集中的风险

报告期内，公司集中优势资源支持“薇诺娜”品牌的发展，使得公司“薇诺娜”品牌的市场认可度逐年提高，同时公司基于“薇诺娜”品牌的影响力，不断衍生出针对不同需求、不同年龄段的其他品牌。但“薇诺娜”品牌仍是公司收入的主要来源。2017-2020上半年，公司旗下“薇诺娜”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%，“薇诺娜”品牌为公司最重要的产品品牌。因此，若未来“薇诺娜”品牌运营策略失败、遭受重大负面新闻、市场认可度降低，或者发生品牌被盗用、被侵权等情况，都可能导致该品牌产品的销售收入下滑，进而对公司经营业绩产生不利影响。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2022E	2022E	2023E		2020	2022E	2022E	2023E
现金及现金等价物	752	1522	2367	3652	营业收入	2636	3988	5629	7497
应收款项	196	273	386	514	营业成本	626	932	1300	1718
存货净额	254	329	459	505	营业税金及附加	46	80	113	150
其他流动资产	189	80	113	150	销售费用	1107	1749	2471	3293
流动资产合计	1391	2204	3323	4821	管理费用	169	273	390	523
固定资产	109	166	227	283	财务费用	(1)	(28)	(48)	(75)
无形资产及其他	55	54	53	52	投资收益	3	0	0	0
投资性房地产	46	46	46	46	资产减值及公允价值变动	9	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	(52)	0	0	0
资产总计	1602	2470	3650	5202	营业利润	650	982	1404	1889
短期借款及交易性金融负债	0	10	0	0	营业外净收支	(2)	0	0	0
应付款项	135	219	306	404	利润总额	648	982	1404	1889
其他流动负债	256	363	511	680	所得税费用	104	147	211	283
流动负债合计	391	592	817	1084	少数股东损益	0	0	1	1
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	544	834	1193	1605
其他长期负债	9	9	9	9					
长期负债合计	9	9	9	9	现金流量表 (百万元)				
负债合计	400	601	826	1093	净利润	544	834	1193	1605
少数股东权益	3	3	4	4	资产减值准备	(3)	22	11	11
股东权益	1199	1866	2820	4105	折旧摊销	14	14	20	26
负债和股东权益总计	1602	2470	3650	5202	公允价值变动损失	(9)	0	0	0
					财务费用	(1)	(28)	(48)	(75)
关键财务与估值指标					营运资本变动	(147)	170	(30)	66
每股收益	1.51	1.97	2.82	3.79	其它	4	(22)	(10)	(11)
每股红利	0.29	0.39	0.56	0.76	经营活动现金流	401	1018	1184	1698
每股净资产	3.33	4.41	6.66	9.69	资本开支	(64)	(91)	(91)	(91)
ROIC	59%	79%	127%	161%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	45%	45%	42%	39%	投资活动现金流	(64)	(91)	(91)	(91)
毛利率	76%	77%	77%	77%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	26%	24%	24%	24%	负债净变化	0	0	0	0
EBITDA Margin	27%	24%	24%	25%	支付股利、利息	(104)	(167)	(239)	(321)
收入增长	36%	51%	41%	33%	其它融资现金流	96	10	(10)	0
净利润增长率	32%	53%	43%	35%	融资活动现金流	(112)	(157)	(249)	(321)
资产负债率	25%	24%	23%	21%	现金净变动	225	771	844	1286
息率	0.1%	0.2%	0.3%	0.4%	货币资金的期初余额	527	752	1522	2367
P/E	161.5	123.9	86.6	64.4	货币资金的期末余额	752	1522	2367	3652
P/B	73.2	55.4	36.6	25.2	企业自由现金流	380	903	1052	1543
EV/EBITDA	125.6	107.5	75.7	56.8	权益自由现金流	477	937	1083	1607

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032