



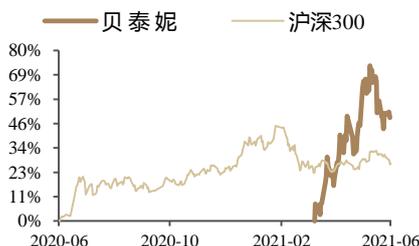
买入（首次）

所属行业：商业贸易
当前价格(元)：249.00

证券分析师

郑澄怀
资格编号：S0120521050001
邮箱：dengch@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	2.59	23.06	410.90
相对涨幅(%)	2.76	20.33	410.46

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

贝泰妮（300957.SZ）：敏感肌龙头，迎来黄金时代

投资要点

- 导语：**随着 Z 世代成为消费者主流，直播、抖音、微信私域等新渠道对消费者进行护肤教育及品牌营销，成分党崛起促进功能性护肤品高增长，预计 2024 年市场规模将达 431 亿，对应 2019 年 CAGR 为 26.0%。三大因素成就行业龙头地位：
 (1) 渠道端：坚持线上线下全链条布局，实现协同发展；(2) 产品端：以研发为核心，大单品战略巩固品牌力；(3) 营销端：线上营销提升知名度，学术会议增加专业性。预计未来将持续巩固三大优势，丰富产品品类、构筑品牌矩阵。
- 贝泰妮：敏感肌龙头，迎来黄金时代。**滇虹药业 2008 年孵化薇诺娜项目，2011 年分离，2021 年创业板上市。公司股权结构合理，实控人通过境外公司持有股权，在任高管多有医药背景，核心高管累计持股达 39.46%，与公司进行深度捆绑。2017-2020 年营收及归母净利润复合增速分别为 48.94%、52.37%，呈现高速增长；费用端：公司 2017-2020 年销售费用率保持在 40%-45% 区间中，持续营销投入，营收规模的迅速扩张有效摊平其他期间费用。收入结构来看，2020 年护肤品营收贡献达到 89.52%，2017-2019 年护肤品毛利率接近 80%，毛利率保持领先。渠道方面，公司积极把握电商发展红利，加大线上投入，巩固与大型电商平台合作，线下进行战略调整，集中资源发展线下分销渠道客户。与同行相比，公司盈利增速及盈利能力保持领先，背后是产品力（产品及品牌奠定高零售价格）、渠道力（聚焦自营渠道建设）及成本控制能力（包装简约降本增效）的体现。
- 渠道变革引领成分党崛起，行业未来保持高增。**2010-2019 年功能性护肤品行业市场规模 CAGR 为 19.29%，领先于护肤品行业的 10.35%，功能性护肤品赛道爆发式增长，景气度保持领先。全球功能性护肤品市场格局稳定，国内市场处于起步期，2019 年贝泰妮在国内市占率达 20.5%，位列行业第一，首超薇姿、雅漾等海外品牌。我们认为功能性护肤品行业快速发展的本质在于护肤的意识觉醒，护肤进阶之路带来对护肤品及彩妆需求增加，疫情爆发催化消费者对产品功效性及安全性的追求，成分党崛起提升购买力。随着消费者更趋于年轻化和专业化，Z 世代成为主流，消费群体的迭代映射至消费行为的转变，直播、抖音、微信私域等新兴渠道兴起，KOL 及 KOC 对消费者进行引导，有效打通对消费者教育及品牌营销渠道，护肤意识转变带来成分党的兴起。展望未来，自上而下看，2019 年中国皮肤科级护肤市场渗透率仅 5.5%，低于全球的 10.3%，成分党崛起，渠道及品牌对消费者教育效果显现，预计 2024 年渗透率提升至 10%，对应市场规模为 430.6 亿。自下而上看，医美普及带来的过度护理及其他环境因素将导致敏感肌发生率维持较高水平，预计 2024 年全国敏感肌群体为 1.72 亿；客单价方面，2019 年中国人均花费 103 元，低于美国的 72 美元，成分党多为高购买力人群，随着功效性护肤教育逐渐普及，预计人均花费将提升至 2024 年的 250 元，对应 2024 年国内市场规模为 430.6 亿（2019-2024 年 CAGR 为 26%）。
- 全渠道布局+大单品策略+全链路营销成就贝泰妮。**(1) **渠道端：**线上线下全渠道布局，通过派驻在终端网点的 BA 引导客户加入会员，实现渠道端的协同发展，优势在于：①线上布局较海外品牌更具先发优势，参与移动互联网快速崛起的“盛宴”，实现快速增长，天猫、京东引流，专柜平台深度绑定老客户；②积极向私域流量转型以对冲获客成本的增长，2019 年专柜服务平台的复购率达 52.5%，2020 年微信小程序用户数已达 2.2 万人，当前已取得积极成效，贝泰妮率先入局抖音，营销效果同行领先；③坚守线下药房及医院渠道推广，打造专业品牌形象。未来渠道端将坚守线下基本盘，巩固线上传统渠道，并向抖音等新渠道及私域流量拓展。(2) **产品端：**护肤品为公司核心品类，2020 年收入和毛利贡献接近 90%，打造以舒敏保湿系列为核心的 12 条产品线，产品优势在于：①研发能力突出，研发投入位于行业前列，深度绑定研发人员，聚焦青刺果、马齿苋、山茶花和重楼等四大



核心成分，掌握 11 项核心成分；②坚持舒敏保湿特护霜大单品发展，注重产品功效性并不断升级调整功效成分，有利于实现功能聚焦及品牌打造；③产品拥有定价权，多个品类的定价高于同行，公司较少进行促销活动，保持了价格的定力，价格锚定情况较好。未来将继续深耕敏感肌护肤领域，丰富抗衰、美白等产品系列。

(3) 营销端：积极参与营销环节，加大对各环节的投入，保持市场地位，营销端优质：①深耕天猫平台，加大京东、唯品会、微信小程序布局，打造全链路、多方位营销闭环；②积极参与多项高端学术会议，作为首个国产品牌参加世界皮肤科大会，组织召开中国敏感性皮肤高峰论坛，打造品牌专业度并提升知名度。预计未来公司将延续线上全链路营销环节打造，线下参与专业会议打造专业性及知名度。公司 2018-2021 年获得天猫金妆奖，获得多个平台认可，消费者高购买力及转化率展现品牌力，薇诺娜已经形成较强的品牌力。

- **贝泰妮兼具赛道β+品牌红利α收益，未来将多品牌、多品类发展。**引用章节二测算我国 2024 年皮肤学级市场规模将达到 430.6 亿元（2019-2024 年 CAGR 为 26%），市场将高速增长，贝泰妮得益于渠道、产品及营销三大优势成为敏感肌领域的龙头企业。展望未来，公司在薇诺娜基础上衍生，初步形成“1+4”的品牌矩阵，实现中台的共享与赋能，预计未来子品牌有望快速发展；薇诺娜清透防晒乳今年 618 预售达 10 万套，大促期间表现不俗，公司扎根敏感肌领域，以研发及渠道推广能力为支撑，向美白、抗衰、防晒等功效发展，进行全渠道推广，推出不同系列产品，实现多品类组合。
- **投资建议：**预计 2021-2023 年营收分别为 38.6 亿/52.0 亿/67.2 亿，EPS 分别为 1.87 元/2.67 元/3.61 元，6 月 17 日收盘价对应 2021-2023 年的 PE 分别为 133.0X/93.1X/68.9X，PEG 分别为 3.23X/2.26X/1.67X。考虑到贝泰妮为敏感肌领域龙头企业，品牌优势突出，线上线全渠道布局实现协同发展，持续研发投入带来产品竞争优势明显，通过向多重功效发展，逐渐扩充产品品类，未来将享受功能性护肤品行业快速崛起的赛道红利，因此我们认为应对贝泰妮给予一定估值溢价，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**（1）行业景气度下降风险；（2）行业竞争加剧风险；（3）品牌集中风险；（4）新品牌孵化不及预期风险。

股票数据		主要财务数据及预测					
总股本(百万股):	423.60	2019	2020	2021E	2022E	2023E	
流通 A 股(百万股):	53.74	营业收入(百万元)	1,944	2,636	3,857	5,200	6,722
52 周内股价区间(元):	157.21-285.00	(+/-)YOY(%)	56.7%	35.6%	46.3%	34.8%	29.3%
总市值(百万元):	105,476.40	净利润(百万元)	412	544	793	1,133	1,531
总资产(百万元):	4,483.43	(+/-)YOY(%)	58.1%	31.9%	45.9%	42.8%	35.1%
每股净资产(元):	9.82	全面摊薄 EPS(元)	0.97	1.28	1.87	2.67	3.61
资料来源：公司公告		毛利率(%)	80.2%	76.3%	80.1%	80.3%	80.4%
		净资产收益率(%)	54.5%	45.3%	16.6%	20.4%	23.1%
		资料来源：招股说明书、公司年报（2020），德邦研究所					

内容目录

1. 贝泰妮：迎来功效性护肤的黄金时代	7
1.1. 贝泰妮：敏感肌龙头，迎来黄金时代	7
1.2. 股权结构稳定，核心高管深度捆绑	7
1.3. 营收三年复合增速近 50%，盈利能力卓越	9
1.4. 行业比较：贝泰妮盈利增速及盈利能力领跑行业	11
2. 渠道变革引领成分党崛起，行业未来保持高增	13
2.1. 功能性护肤品行业爆发式增长，贝泰妮在国内占据主导地位	13
2.2. 成分党兴起的本质在于护肤意识觉醒	14
2.3. 预计 2024 年中国皮肤学级市场达 431 亿，对应 19 年复合增速 26%	21
3. 全渠道布局+大单品策略+全链路营销成就贝泰妮	23
3.1. 线上线下全渠道布局，实现协同发展	23
3.2. 高功效巩固产品力，经典大单品长盛不衰	29
3.3. 全链路营销提升知名度，学术会议增加专业性	34
3.4. 权威品牌认可叠加消费者高转化，彰显品牌力	37
3.5. 未来贝泰妮兼具赛道 β +品牌红利 α 收益	39
4. 盈利预测与投资建议	40
5. 风险提示	43

图表目录

图 1: 贝泰妮作为行业后起之秀, 赶超欧美品牌打造行业龙头	7
图 2: 公司股权结构合理	8
图 3: 2017-2020 营收及归母净利润 CAGR 为 48.94%、52.37%	9
图 4: 规模效应带来期间费用率逐年降低	9
图 5: 规模效应有效平抑毛利率降低, 净利率保持稳定	9
图 6: 护肤品营业收入贡献度近 90%	10
图 7: 三大业务毛利率略有分化, 医疗器械保持领先	10
图 8: 把握电商发展红利, 积极布局线上渠道	10
图 9: 线下渠道毛利率高于线上渠道	10
图 10: 产品端以护肤品为核心, 渠道端线上线下协同布局	11
图 11: 贝泰妮销售收入增速领先于同行	11
图 12: 贝泰妮归母净利润增速领先于同行	11
图 13: 贝泰妮盈利能力领先同行业可比公司	12
图 14: 2017 年至今化妆品市场规模增速超过 10%	13
图 15: 护肤品市场规模增速略高于化妆品市场	13
图 16: 全球皮肤学级市场增速在 10% 以内	13
图 17: 2019 年中国皮肤学级市场增速达 32.20%	13
图 18: 护肤进阶之路带来对护肤品及彩妆需求增加	15
图 19: 2020 年消费者对美妆护肤品的首要考量因素是成分与功效	15
图 20: 疫情后消费者对皮肤科医生及专家信任度明显提升	16
图 21: 疫情后对健康安全、权威专家讨论比例提升	16
图 22: 健康的皮肤屏障结构及受损的皮肤屏障结构	16
图 23: 护肤消费群体年轻化	17
图 24: 年轻消费群更考虑护肤专业度	17
图 25: 成分党消费能力强劲	17
图 26: 成分党对社交分享平台偏好度较高	17
图 27: 敏感肌群体画像: 高频化妆且支付能力强的都市女性	18
图 28: 90 后的成长伴随着传播渠道的变迁	18
图 29: 不同美妆人群做决策时存在链式跳跃	19
图 30: 各类美妆群体决策的主要时间分配在感知注意和交易咨询等环节	19
图 31: 电商平台仍为获取信息的主要来源	20

图 32: KOL 及 KOC 教育形成营销至销售的闭环	20
图 33: 成分党兴起的本质在于护肤意识觉醒	21
图 34: 敏感肌人群叠加入均花费增加, 预计 2024 年中国皮肤学级市场规模达 431 亿	22
图 35: 全渠道布局+大单品策略+全链路营销成就贝泰妮	23
图 36: 线上全渠道布局、线下追求渠道聚焦	23
图 37: 线下渠道为基础、线上渠道为主导	24
图 38: 毛利率端: 线下自营>线下分销>线上自营>线上分销	25
图 39: 行业中流量红利下降带来各渠道获客成本上升 (单位: 元)	27
图 40: 专柜服务平台复购率达 50%, 领先其他渠道	28
图 41: 专柜平台客单价集中在 500 元-5000 元区间	28
图 42: 抖音平台中薇诺娜直播互动率位于中游	28
图 43: 抖音直播效果显著, 场均销售额领先同行	28
图 44: 2020 年护肤品收入占比近 90%	29
图 45: 2020 年护肤品毛利占比近 90%	29
图 46: 医疗器械单价高于其他产品系列	29
图 47: 护肤品销量远高于其他产品	29
图 48: 薇诺娜网上商城打造 12 条产品线	30
图 49: 贝泰妮研发费用略低于可比公司	30
图 50: 贝泰妮研发费用率位于行业前列 (单位: %)	30
图 51: 贝泰妮研发人员数量位于行业中游 (单位: 人)	31
图 52: 贝泰妮研发人员占比位于行业中游	31
图 53: 采用大单品策略, 舒敏保湿特护霜收入占比 17%-19%	33
图 54: 签约明星代言人舒淇	35
图 55: 联合明星及 KOL 共同演绎“双 Q 特工”微电影	35
图 56: 营销端持续投入, 全链路、多方位布局	36
图 57: 天猫平台加大平台推广工具的应用	36
图 58: 天猫获客费用率逐年提升	36
图 59: 贝泰妮 2015 年出席世界皮肤科大会	37
图 60: 贝泰妮 2020 年主办首届中国敏感性皮肤高峰论坛	37
图 61: 初步形成“1+4”的产品矩阵	37
图 62: 收获平台认可, 斩获多项大奖	38
图 63: 薇诺娜 2020 年双十一 GMV 排名第九	38
图 64: 2020 年双十一转化率薇诺娜领先其他品牌	38

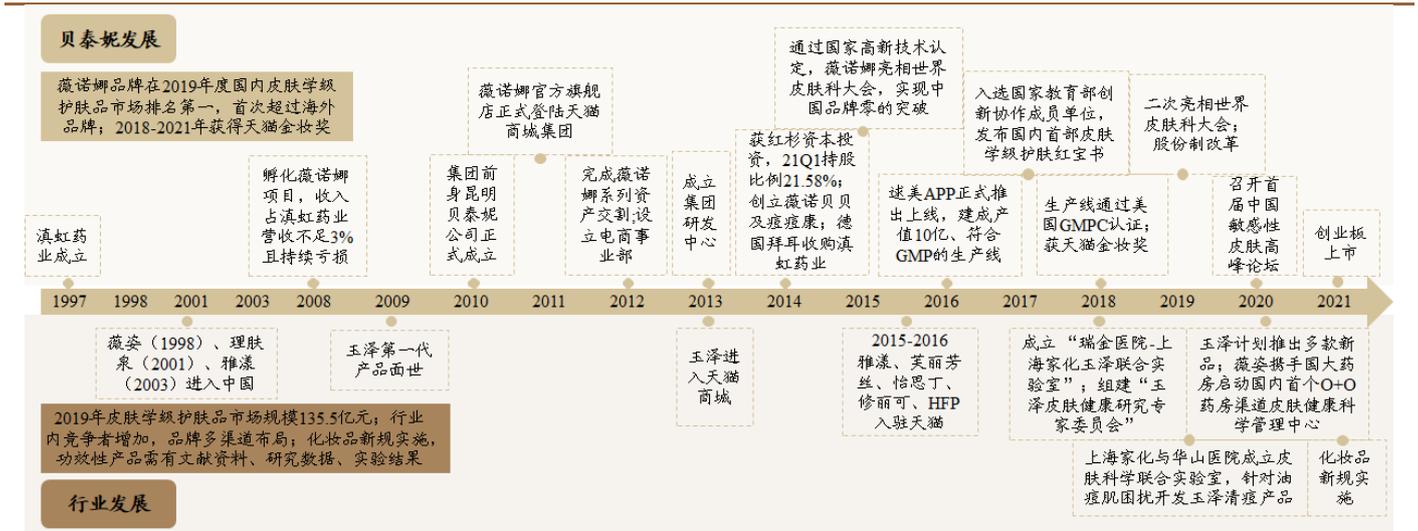
表 1: 公司在任高管介绍及工作内容.....	8
表 2: 全球皮肤级护肤品品牌市占率情况 (单位: %)	14
表 3: 中国皮肤级护肤品品牌市占率情况 (单位: %)	14
表 4: 中国皮肤学级市场渗透率有明显提升, 但较海外相比渗透率及人均消费仍较低..	21
表 5: 皮肤学级护肤品渗透率提升, 预计 2024 年中国皮肤学级市场规模达 431 亿.....	22
表 6: 线上渠道销售收入 2020 年占比达 82.9%, 较 2017 年提升 20.8pct.....	24
表 7: 渠道优势之一: 参与移动互联网快速崛起的“盛宴”, 线上布局具备先发优势.....	25
表 8: 线上渠道差异化定位, 天猫、京东引流, 专柜平台深度绑定老客户	26
表 9: 线上全渠道布局, 私域流量转型已有成效.....	27
表 10: 核心研发人员背景情况.....	31
表 11: 产品四大核心成分及应用情况	32
表 12: 核心技术及相关发明专利	32
表 13: 舒敏系列产品功效成分迭代情况	33
表 14: 竞争对手公司爆款产品销售情况	34
表 15: 渠道及广告宣传费的详细内容.....	35
表 16: 公司主营业务经营预测明细 (单位: 百万)	41
表 17: 可比公司盈利预测与估值 (截至 2021 年 6 月 17 日)	42

1. 贝泰妮：迎来功效性护肤的黄金时代

1.1. 贝泰妮：敏感肌龙头，迎来黄金时代

贝泰妮作为行业后起之秀，赶超欧美品牌打造行业龙头。公司主要产品为护肤品、彩妆系列、医疗器械，将贝泰妮的发展大致分为三个阶段：第一阶段为孵化期（2008年-2011年）：滇虹药业孵化薇诺娜项目，期间滇虹药业拟冲刺IPO，而早期的薇诺娜营收贡献较少且持续亏损，遂将其剥离；第二阶段为培育期（2012年-2014年）：设立电商事业部标志全面进入线上时代，同时获得红杉资本的股权投资；第三阶段为快速发展期（2015年至今）：薇诺娜产品多次亮相世界皮肤科大会，实现国产品牌零的突破，生产线通过了美国GMPC认证，并且牵头召开敏感性皮肤高峰论坛，在2021年成功实现创业板上市。功能性护肤品行业中不乏老牌选手，着眼于“修复肌肤屏障”的薇姿成立于1933年，成立时间远领先于薇诺娜，薇姿、理肤泉、雅漾海外成熟品牌于千禧年前后进入中国市场；行业中的新秀加速进入市场，上海家化旗下的玉泽2009年推出第一代产品，2014年成立的HFP秉持“以成分打动肌肤”，行业中竞争者众多，而贝泰妮在2019年首次超过海外品牌，位列国内皮肤学护肤品市场占有率第一名。本报告将着重探究，贝泰妮作为行业中的后起之秀，如何超越欧美成熟品牌成为行业龙头企业。

图1：贝泰妮作为行业后起之秀，赶超欧美品牌打造行业龙头

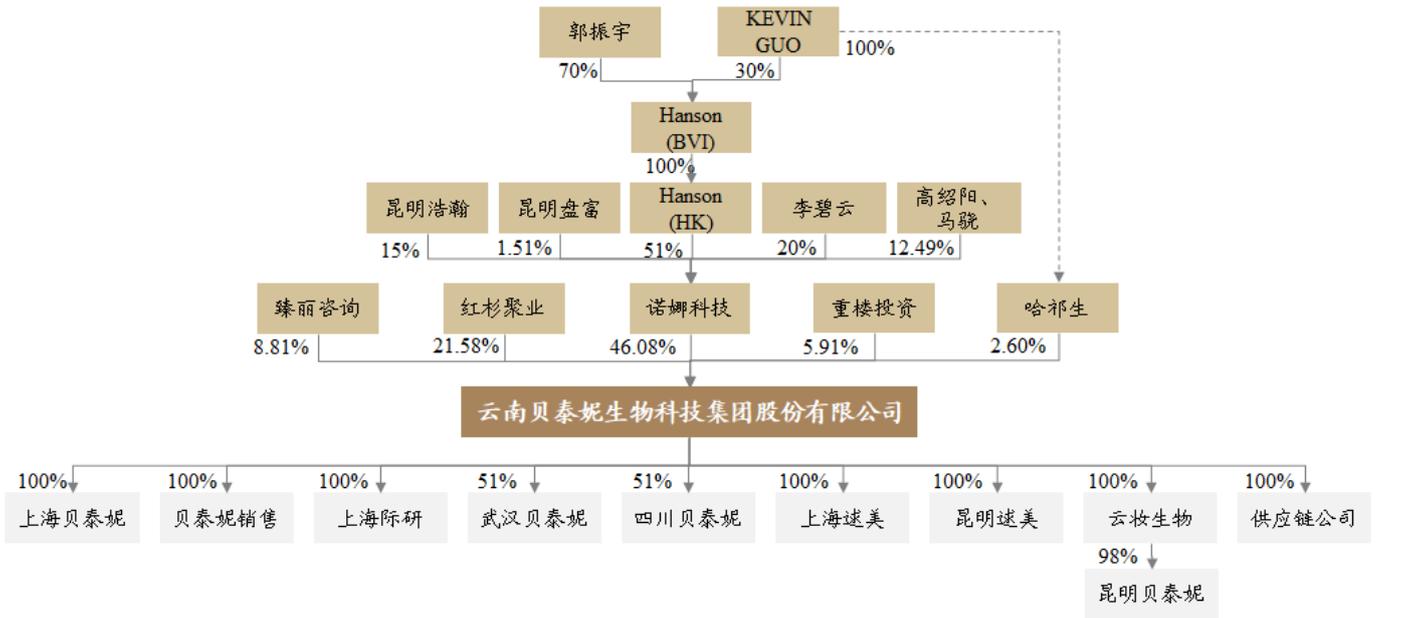


资料来源：公司招股说明书、德邦研究所

1.2. 股权结构稳定，核心高管深度捆绑

公司股权结构合理，实控人通过境外公司持有股权。截止至21Q1，公司实控人郭振宇及其子KEVIN GUO通过Hanson及哈祁生累计间接控股26.10%，第二股东红杉聚业持股21.58%，第三大股东臻丽咨询持股占比8.81%，另外，李碧云持股占比9.22%，何黎系其女儿。公司旗下拥有9家子公司，负责线上线下销售、营销运营及供应链等环节。

图 2: 公司股权结构合理



资料来源: 公司招股说明书、公司公告、德邦研究所
注: 数据截止至 2021 年 3 月 31 日

公司在任高管多有医药背景, 与公司进行股权上深度捆绑。根据招股说明书披露, 公司董事长郭振宇曾担任高校医学研究的研究员及大学教授, 现兼任国际自我保健基金理事长、非处方药物协会副会长、非公立医院机构协会皮肤专业委员会副会长; 副总经理高绍阳为化学制药出身, 曾担任技术员、部门经理并负责日化领域, 其与配偶累计间接持有公司总股本的 5.18%; 副总经理马骁负责研发及供应链, 持股占比 1.41%; 余仕汝负责生产工作, 持股 0.43%; 王飞飞负责研发工作, 曾任上海滇虹研发总监, 持股占比 0.92%, 公司核心高管多有相关医药背景, 与贝泰妮进行股权上的捆绑, 累计持股达到 39.46%。

表 1: 公司在任高管介绍及工作内容

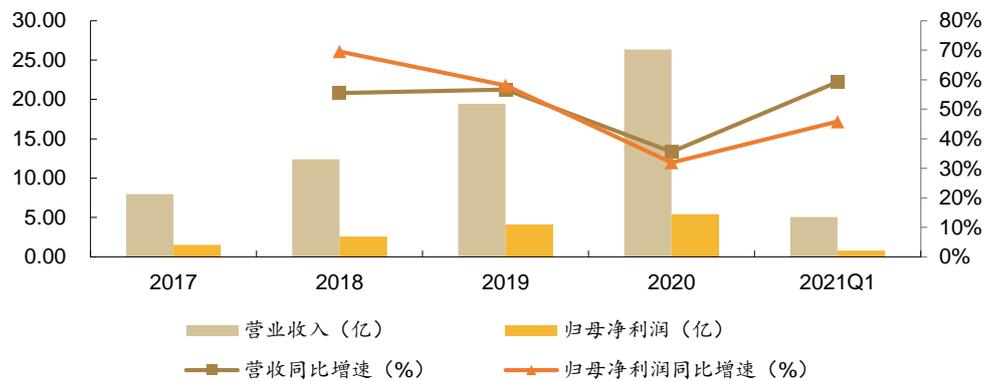
姓名	职位	详细介绍	加入时间	贝泰妮工作内容	曾在滇虹药业任职情况	间接持股数(万股)	间接持股比例
郭振宇	董事长、总经理	现兼任国际自我保健基金 (ISF) 理事长、中国非处方药物协会副会长、中国非公立医疗机构协会皮肤专业委员会副主任、云南省民营企业家协会常务副理事长, 曾任加拿大蒙特利尔大学医学院助理教授、加拿大蒙特利尔临床医学研究所高级研究员, 及美国乔治华盛顿大学工学院助理教授、副教授、终身教授	14/06	公司经营管理	董事长、总裁; 董事	11055.21 (含其子持股数量)	26.10%
周逵	董事	2005 年至今就职于红杉资本中国基金, 担任合伙人职务	16/11	公司经营管理	无		
高绍阳	董事、副总经理	化学制药专业本科学历; 曾担任昆明滇虹药业有限公司技术员、部门经理及上海康王日用化妆品有限公司副总经理	12/08	公司经营管理	薇诺娜项目总监	2,192.86 (含其配偶持股)	5.18%
董俊姿	董事、副总经理	曾任滇虹药业人事主管、人力资源部经理、人力资源总监、总裁办主任, 及阳光城集团股份有限公司人力资源部总经理	12/10	负责线上销售业务	人力资源总监兼总裁办主任	2,260.32	5.34%
马骁	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; 曾任滇虹药业研发主管、研发经理, 上海滇虹副总经理、总经理、贝泰妮有限研发与供应链负责人、监事	13/01	负责研发与供应链	研发主管、研发经理	596.29	1.41%
余仕汝	中央工厂厂长、监事会主席	有机化工专业本科学历, 执业药师, 高级工程师; 曾任昆明入达植物化工有限公司技术员, 滇虹药业技术副总裁, 公司中央工厂厂长及监事会主席。	15/07	负责生产工作	副总经理	183.6	0.43%
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; 曾任滇虹有限生产技术员、质量员、库管员、采购计划员、供应部副经理、经理, 昆明滇虹药业销售有限公司质量负责人, 滇虹药业投资部经理、总裁办副主任、总裁办主任、行政部经理	17/01	负责总经办公会议、法务等工作	行政部经理	25.63	0.06%
王飞飞	研发总监	化学工程专业硕士学历, 高级工程师, 执业药师; 曾任滇虹有限研发工程师、研发主管, 上海滇虹研发部经理、研发总监、研发中心主任	14/12	负责研发工作	上海滇虹研发总监	390.33	0.92%

资料来源: 公司招股说明书、公司公告、德邦研究所
注: 间接持股数来自招股说明书, 间接持股比例=相关股东间接持股数/公司上市后总股本

1.3. 营收三年复合增速近 50%，盈利能力卓越

公司 2017-2020 年营收及归母净利润 CAGR 近 50%，保持高速增长。公司 2017/2018/2019/2020 年的营收分别为 7.98/12.40/19.44/26.36 亿元，年化复合增速达 48.94%；归母净利润分别为 1.54/2.61/4.12/5.44 亿，年化复合增速为 52.37%，营收和归母净利润规模均翻三倍，21Q1 营收达 5.07 亿/YOY+59.32%，归母净利润 0.79 亿/YOY+45.83%。平均产品单价由 2017 年的 52.19 元降至 2020 年的 47.75 元，主因公司渠道由线下向线上进行转换，对经销商给予较大的支持力度及折扣活动。公司抓住了电商的发展机遇，加强与天猫、京东等大型平台进行合作，实现了销售量的快速增长，围绕核心产品推陈出新，不断的建立品牌知名度和消费者信任度，同时公司打通线下终端网点 BA，实现与消费者的深度交流，以期达成微信平台的销售收入增长。

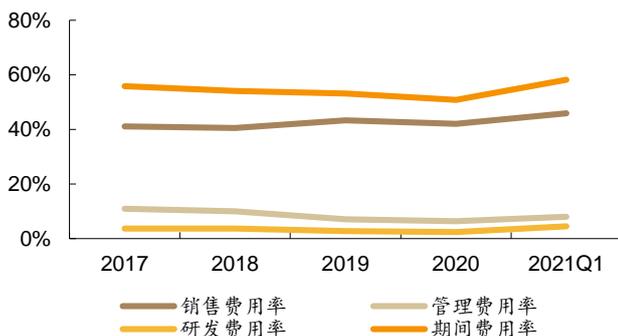
图 3：2017-2020 营收及归母净利润 CAGR 为 48.94%、52.37%



资料来源：公司招股说明书、公司公告、德邦研究所

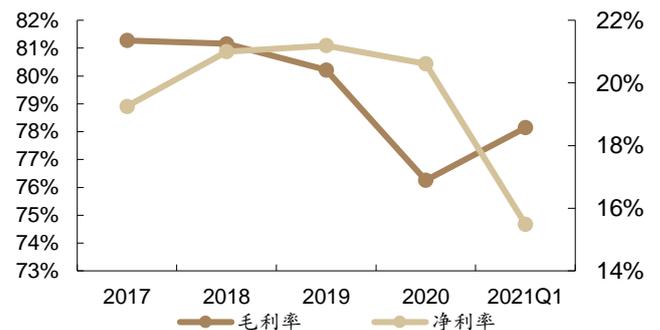
公司加大销售费用端投入，规模效应逐渐显现。公司 2017-2020 年销售费用率保持在 40%-45% 区间中，随着化妆品品牌方纷纷布局线上渠道，公司加大对线上推广的投入以支持线上渠道的发展，同时签约代言人、投放电梯广告等形式进行品牌塑造，公司的知名度持续提高。管理费用率由 2017 年的 10.92% 下降至 2020 年的 6.40%，研发端持续加大投入，但费用率由 2017 年的 3.62% 下降至 2020 年的 2.41%，营收规模的迅速扩张有效摊平费用的支出，整体期间费用率则降至 2020 年的 50.76%，较 2017 年下降 5.10pct，呈现逐年下降趋势。新收入准则调整后公司毛利率降低至 76.25%，若剔除准则影响则实现 80.46% 的毛利率，净利率稳定在 20%-22% 区间中。21Q1 的期间费用率达 58.23%，净利率降至 15.49%，受到 618 及双十一活动影响，公司的销售收入主要集中在第二及第四季度，季节效应带来期间费用率较高。

图 4：规模效应带来期间费用率逐年降低



资料来源：公司招股说明书、公司公告、德邦研究所

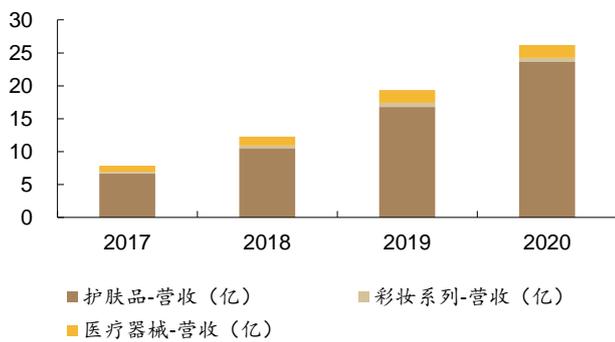
图 5：规模效应有效平抑毛利率降低，净利率保持稳定



资料来源：公司招股说明书、公司公告、德邦研究所

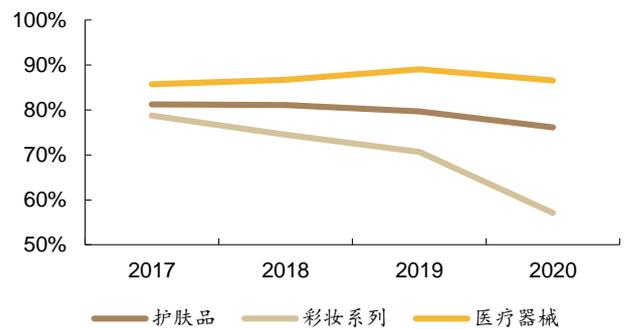
产品端：护肤品为核心，彩妆及医疗器械为辅。护肤类产品包括霜、护肤水、面膜、精华、乳液等，2020年营收贡献达到89.52%，2017-2019年护肤品毛利率接近80%，2020年毛利率略有下降，但仍高达76%，主因收入准则的调整，同时公司为了扩大市场，加大对线上自营平台的促销力度，部分产品的销售价格下降，同时与唯品会、京东、天猫超市等大型B2C客户合作加强，对平台客户给予的让利较高，拉低整体毛利率水平。医疗器械端产品包括透明质酸修护生物膜、透明质酸修护贴敷料等，主要用于微创术后屏障受损皮肤的保护和护理，从医疗器械端开始发展，逐步向使用频率更高的护肤产品延伸，医疗器械的营收占比下降至2020年的7.40%，该部分自主定价能力较强且较少参与促销活动，毛利率保持领先。彩妆系列上市隔离霜、BB霜、卸妆水等产品，该部分采用OEM模式进行生产，成本较高带来毛利率略低，同时彩妆销售尚未打开市场知名度，难以形成规模效应，但该部分的营收贡献度不足3%，对整体盈利情况影响有限。

图6：护肤品营业收入贡献度近90%



资料来源：公司招股说明书、公司公告、德邦研究所

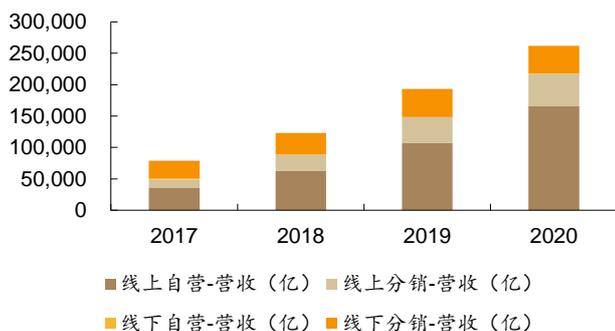
图7：三大业务毛利率略有分化，医疗器械保持领先



资料来源：公司招股说明书、公司公告、德邦研究所

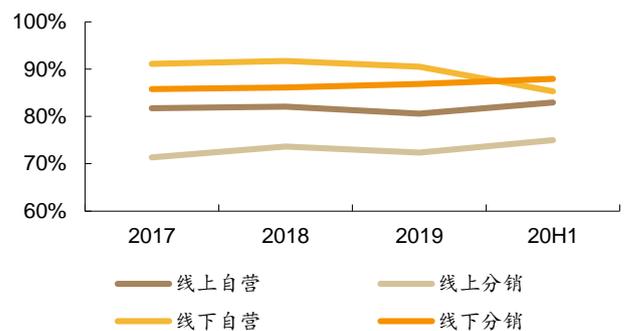
渠道端：积极把握电商发展红利，加大对线上渠道的建设。线上自营业收入占比由2017年的46.16%提升至2020年的63.28%，公司在天猫、京东等大型B2C平台开设自营店铺并建立薇诺娜网上商城进行商品的推广与销售，通过微信深耕私域流量，公司跟随行业趋势增加线上平台的促销力度，积极参与618、双11、双12等活动，部分产品的销售价格下降带来毛利率的降低。线上分销部分包括与唯品会、京东、天猫等B2C平台合作及经销商分销，公司加大与B2C平台合作并为其保留利润空间，经销商端为公司大力发展的目标，加大促销返利支持力度，使得毛利率低于其他渠道。线下自营毛利率较高，但公司渠道战略进行大幅调整，对线下自营渠道进行缩减，2020年营收贡献仅0.09%；公司集中资源发展线下分销渠道客户，线下分销渠道中医疗器械的占比较高且较少参与促销活动，单位售价、毛利率较高的商业公司渠道及直供客户渠道销售占比较高，带来线下渠道毛利率高于线上渠道。

图8：把握电商发展红利，积极布局线上渠道



资料来源：公司招股说明书、公司公告、德邦研究所

图9：线下渠道毛利率高于线上渠道



资料来源：公司招股说明书、公司公告、德邦研究所

图 10: 产品端以护肤品为核心, 渠道端线上线下协同布局

BTN 贝泰妮集团 BOTANEE GROUP		分类	收入及占比 (亿元/%)	毛利及毛利率 (亿元/%)	销售单价 (元)	销售量 (万)	主要生产模式/ 经销商数量	主要产品/核心厂家
产品	护肤品	护肤品	23.60/89.52%	17.97/76.12%	45.81	5,152.49	自产+委托加工+OEM	霜、护肤品、面膜、精华、乳液
		彩妆系列	0.65/2.48%	0.37/57.12%	38.09	171.50	自产+OEM	隔离霜、BB霜、卸妆水
		医疗器械	1.95/7.40%	1.69/86.58%	98.59	197.76	委托加工+OEM	透明质酸修护生物膜、透明质酸修护贴敷料
渠道	线上自营	天猫平台(含淘宝)	7.10/36.69%					
		京东	0.56/2.88%					
		薇诺娜网上商城	0.45/2.33%					
		微信	2.51/12.99%					
		线上自营合计	16.58/63.28%	4.75/82.97%	48.14	1189.00		
	线上分销	大型B2C平台分销	3.51/18.17%	1.28/74.67%	31.28	549.32	9家	唯品会、京东、天猫超市等(代销)
		线上经销商分销	0.57/2.96%	0.27/76.35%	34.01	103.00	23家	天猫等(买断经销)
		线上分销合计	5.14/19.60%	1.55/74.95%	31.71	652.32	32家	
	线下分销	线下自营	0.02/0.09%	0.01/85.33%	57.05	1.91		
		商业公司	2.07/10.69%	0.71/92.29%	135.78	56.83	56家	九州通、国药控股(买断经销)
		直供客户	1.90/9.84%	0.59/85.38%	74.09	93.18	556家	健之佳、老百姓、一心堂(代销+买断经销)
区域经销商		0.40/2.07%	0.08/72.21%	35.18	29.73	13家	(买断经销)	
线下分销合计		4.46/17.03%	1.39/87.90%	87.16	179.74	625家		
	合计	26.37	21.10/76.25%	47.75	5521.74			

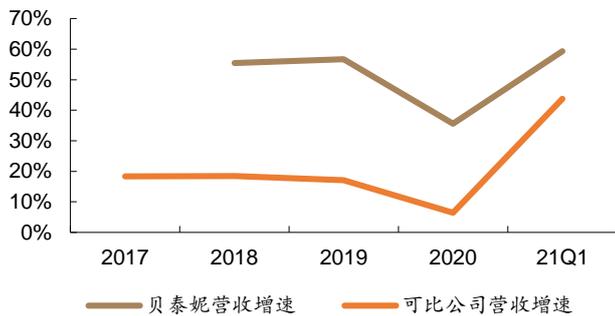
资料来源: 公司招股说明书、公司公告、德邦研究所

注: 二级渠道端收入及占比为 2019 年数据, 渠道端毛利及毛利率、单价、销售量、经销商数量均为 20H1 数据, 其余均为 2020 年底数据

1.4. 行业比较: 贝泰妮盈利增速及盈利能力领跑行业

行业红利叠加贝泰妮强 α 属性, 盈利增速领先同行。贝泰妮 2017-2020 年营收及归母净利润 CAGR 为 48.94%、52.37%, 选择华熙生物、珀莱雅、上海家化为可比公司, 三家可比公司营收及归母净利润 CAGR 均值分别为 13.86%、24.06%, 贝泰妮增速领先同行平均水平。贝泰妮乘上功效性护肤品行业发展的快车道, 随着成分党的兴起带来细分行业的红利, 贝泰妮深耕功效性护肤行业十余年, 在渠道端、产品端精选深耕, 打造敏感性护肤的领头军, 具备较强的 α 属性, 未来化妆品新规的出台将有利于行业出清, 贝泰妮作为行业中的先行者, 未来将持续保持领先。

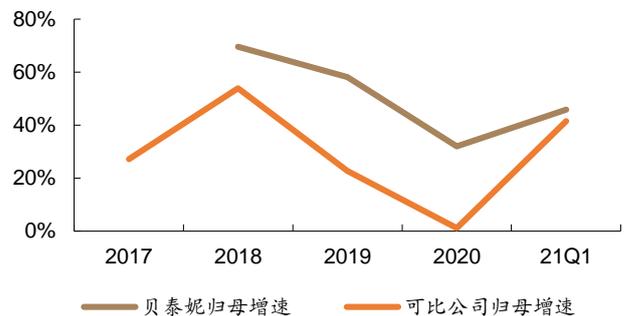
图 11: 贝泰妮销售收入增速领先于同行



资料来源: 贝泰妮招股说明书、各公司公告、德邦研究所

注: 选择华熙生物、珀莱雅、上海家化为可比公司, 先计算累计营收, 再计算其同比增速

图 12: 贝泰妮归母净利润增速领先于同行



资料来源: 贝泰妮招股说明书、各公司公告、德邦研究所

注: 选择华熙生物、珀莱雅、上海家化为可比公司, 先计算累计归母净利润, 再计算其同比增速

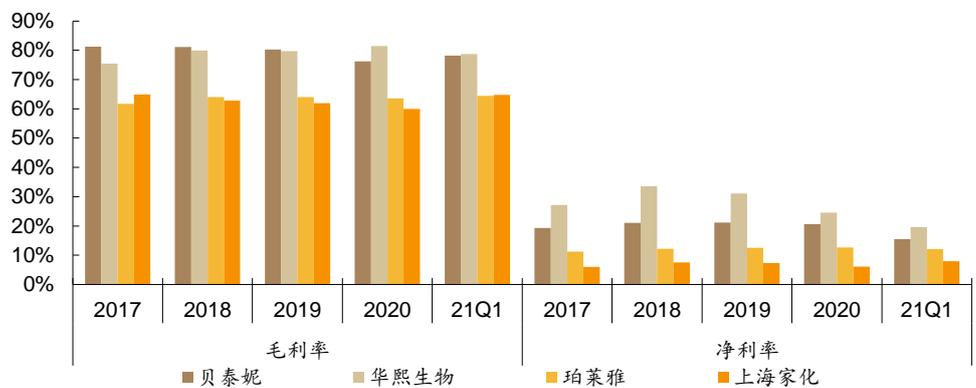
贝泰妮盈利能力明显领先与同行业可比公司, 背后是产品力、渠道力及成本控制能力的体现。贝泰妮 2020 年毛利率、净利率分别为 76.25%、20.61%, 领先于同行业中华熙生物、珀莱雅、上海家化三家可比公司均值的 68.31%、14.44%, 展现较强的盈利能力。

1) 产品打造: 专注敏感肌护理, 产品力及品牌力奠定高零售价格。公司专

注于敏感肌护理，功能性护肤品赛道中功效性为消费者首要考量，价格为相对次要因素，薇诺娜经过多年的深耕，已获得广大消费者认可，薇诺娜天猫旗舰店 2019 年的复购率达 30%，产品定价零售价格相对较高。

- 2) **渠道建设：线上为主、线下为辅，聚焦自营渠道建设。**线上渠道方面，贝泰妮 2012 年开始布局，搭建完善的线上自营渠道且收入占比高于同行；线下渠道方面，公司注重与高毛利的商业公司及直供客户合作，带来毛利率较高。
- 3) **成本管控：包装简约降本增效。**公司把握功效性为核心的原则，注重打造产品而非产品包装，整体外包装较为简约，避免过度包装，且通过真空瓶型实现大规模空白瓶生产，带来单位成本较低。
- 4) **期间费用：高于同行，逐步打造品牌力。**2020 年贝泰妮的销售费用率达 41.99%，三家可比公司均值为 41.08%，贝泰妮的销售费用率略高。高毛利为盈利能力留足安全垫，公司有足够的空间进行品牌端的打造及消费者的教育，在高毛利的基础上，公司投入较多的费用进行产品及品牌营销，净利率领先同行业可比公司。

图 13：贝泰妮盈利能力领先同行业可比公司



资料来源：贝泰妮招股说明书、各公司公告、德邦研究所

2. 渠道变革引领成分党崛起，行业未来保持高增

2.1. 功能性护肤品行业爆发式增长，贝泰妮在国内占据主导地位

渠道变革引领中国化妆品市场快速增长，护肤品市场占比逐渐提升。2019年化妆品市场规模达4777亿，2010-2019年复合增速达9.85%，2019年护肤品市场达2444亿，年化复合增速达10.35%，略超化妆品市场整体。2017年开始行业进入爆发期，市场规模增速超过10%且增速逐年增加，国内化妆品经历了电视及报纸营销、CS渠道销售的大众媒体时代，2012-2016年期间淘宝引领线上流量释放，流量红利持续释放，步入了电商时代，2017年随着短视频、小红书、直播等新兴平台的兴起，引领化妆品行业爆发，迈入直播、社交电商时代，预计未来化妆品市场将持续保持高复合增速。

图 14: 2017 年至今化妆品市场规模增速超过 10%



资料来源：Euromonitor、德邦研究所

图 15: 护肤品市场规模增速略高于化妆品市场



资料来源：Euromonitor、德邦研究所

中国功能性护肤品市场爆发式增长，远领先于全球市场增速。全球皮肤学级市场增速在10%以内，2019年市场规模达144亿美元；而中国2019年市场规模为135.5亿元/YOY+32.71%，2010-2019年CAGR为19.29%，远超全球市场的3.68%。欧莱雅旗下的理肤泉、薇姿成立于1928年、1931年，对全球市场进行长达半个世纪的消费者教育，同时针对欧美人的肤质不断的研制、优化产品，消费者充分接受市场教育，市场整体较为饱和，增速有限。反观国内市场，海外品牌在21世纪初期相继进入中国市场，2006年被称为药妆元年，日美健药品、英国品牌清妍、德国德丽芙及资生堂旗下的菲璐泽相继进入国内市场，国货品牌玉泽的第一款产品在2009年才刚刚面市。但海外品牌主要针对白种人的肤质，使用感较为厚重并且会闷痘，国内消费者对于中草药等植物成分更加信任，国内品牌的快速发展，品牌打造已有呈现叠加消费者教育的成果逐渐兑现，贡献国内功能性护肤品行业爆发式增长。

图 16: 全球皮肤学级市场增速在 10% 以内



资料来源：Euromonitor、德邦研究所

图 17: 2019 年中国皮肤学级市场增速达 32.20%



资料来源：Euromonitor、德邦研究所

全球功能性护肤品市场格局稳定,而中国市场内的竞争刚刚开始。全球来看,2019年CR10达58.7%,较2011年提升10.9pct,前十名基本保持稳定,理肤泉、雅漾、薇姿稳定在市场前三名,全球市场中市占率呈现逐渐提升,市场中小公司逐渐出清,整体较为稳定。反观中国市场,2019年CR10达87.8%,较2011年下降10.8pct,薇诺娜作为国产品牌在2019年首次超过雅漾、理肤泉等海外成熟品牌,中国品牌比杜克及玉泽2019年市占率分别位于第10名、第13名,国产新锐品牌兴起冲击国内市场,相比于全球红海竞争,国内蓝海市场刚刚起步。

表 2: 全球皮肤级护肤品品牌市占率情况 (单位: %)

所属公司	品牌	国家	成立时间	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2011-2019年变化
欧莱雅	理肤泉	法国	1928	10.4	10.5	10.9	11.0	10.9	11.1	11.6	11.7	11.8	1.4
皮尔法伯	雅漾	法国	1990	10.5	10.2	10.2	10.4	10.6	10.5	10.4	10.1	9.6	-0.9
欧莱雅	薇姿	法国	1931	11.6	11.2	11.3	11.0	10.3	9.9	9.7	9.4	9.0	-2.6
强生	艾维诺	美国	1945	4.9	4.8	4.8	5.0	5.4	5.5	5.5	5.4	5.5	0.6
雀巢	高伦雅芙	美国	1995	-	-	-	-	-	5.9	5.6	5.3	5.2	5.2
拜尔斯道夫	优色林	德国	1900	5.4	5.6	5.7	5.6	5.4	5.2	5.1	5.1	5.0	-0.4
高德美	丝塔芙	法国	1947	2.8	3.0	3.2	-	-	-	-	-	3.9	1.1
贝德玛	贝德玛	法国	1977	2.1	2.1	2.5	2.7	2.8	3.1	3.3	3.5	3.6	1.5
贝泰妮	薇诺娜	中国	2010	0.1	0.1	0.1	0.2	0.6	0.9	1.3	1.9	2.8	2.7
欧莱雅	适乐肤	美国	2006	-	-	-	-	-	-	1.8	2.1	2.3	2.3
CR10				47.8	47.5	48.7	45.9	46	52.1	54.3	54.5	58.7	10.9

资料来源: Euromonitor、各公司官网、德邦研究所

表 3: 中国皮肤级护肤品品牌市占率情况 (单位: %)

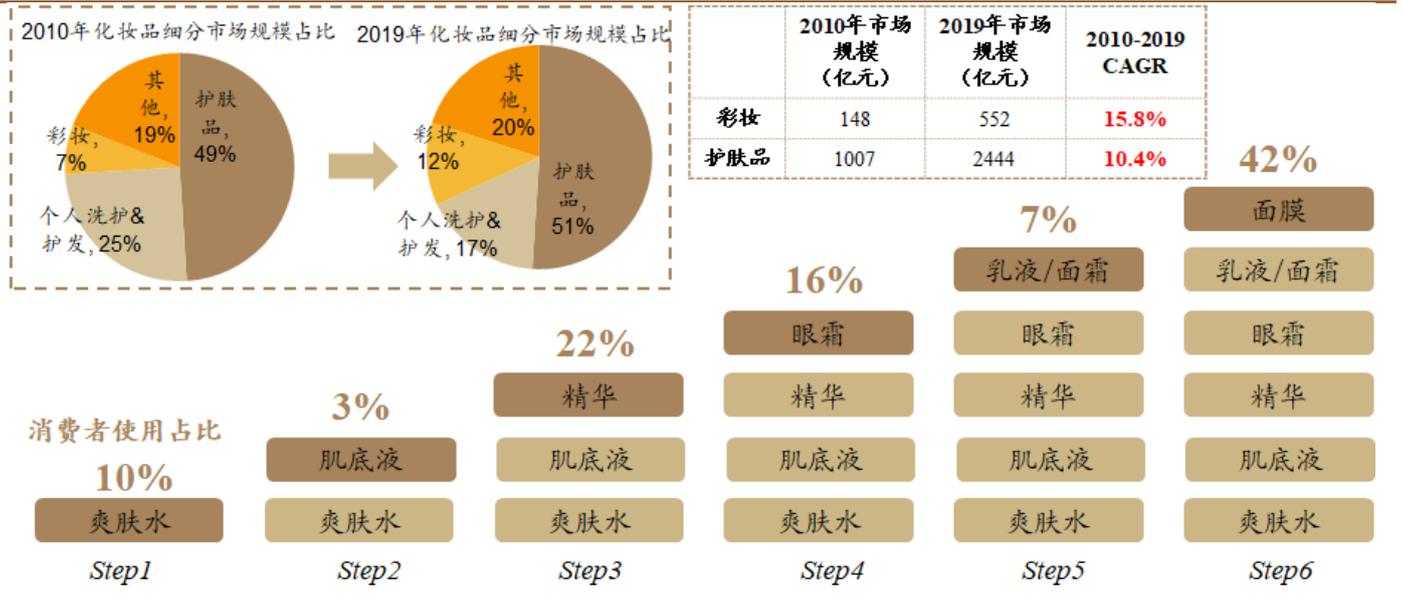
所属公司	品牌	国家	成立时间	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2011-2019年变化
贝泰妮	薇诺娜	中国	2010	1.2	1.6	2.1	3.1	6.8	10.3	13.1	17.0	20.5	19.3
皮尔法伯	雅漾	法国	1990	28.3	29.3	28.9	29.8	27.8	25.3	22.3	18.2	14.5	-13.8
欧莱雅	理肤泉	法国	1928	12.0	12.0	12.5	12.4	13.1	13.0	12.5	12.2	12.5	0.5
贝德玛	贝德玛	法国	1977	0.3	0.5	0.8	2.0	3.6	6.8	9.3	9.4	8.9	8.6
欧莱雅	薇姿	法国	1931	28.0	25.1	23.9	21.3	16.7	13.3	10.6	9.1	7.1	-20.9
花王	美丽芳丝	日本	2001	6.9	6.8	6.3	5.9	5.6	5.3	5.9	6.4	6.3	-0.6
怡思丁	怡思丁	西班牙	1975	-	-	-	-	1.0	1.3	1.9	3.0	5.2	5.2
欧莱雅	修丽可	美国	1997	-	-	-	-	-	1.2	1.4	2.3	4.6	4.6
强生	艾维诺	美国	1945	-	-	-	-	-	0.8	1.7	3.1	4.2	4.2
比杜克	比杜克	中国	2005	2.3	4.3	5.4	6.3	7.0	5.3	5.3	4.9	4.0	1.7
CR10				98.6	98.5	97.9	92.3	90.6	89.6	89.1	88	87.8	-10.8

资料来源: Euromonitor、各公司官网、德邦研究所

2.2. 成分党兴起的本质在于护肤意识觉醒

护肤进阶之路带来对护肤品及彩妆需求增加。消费者对护肤步骤处于不断进阶、学习过程中,当前已经有42%的消费者护肤通过爽肤水→肌底液→精华→眼霜→乳液/面霜→面膜六个步骤完成,护肤步骤逐渐进阶带来对面膜、精华、眼霜的关注增加,同时彩妆及护肤品行业2019年规模分别为552亿、2444亿,对应2010-2019年CAGR为15.8%、10.4%,占行业比重为12%/+5pct、51%/+2pct。精细护肤及彩妆产品将带动化妆品行业维持高增长。

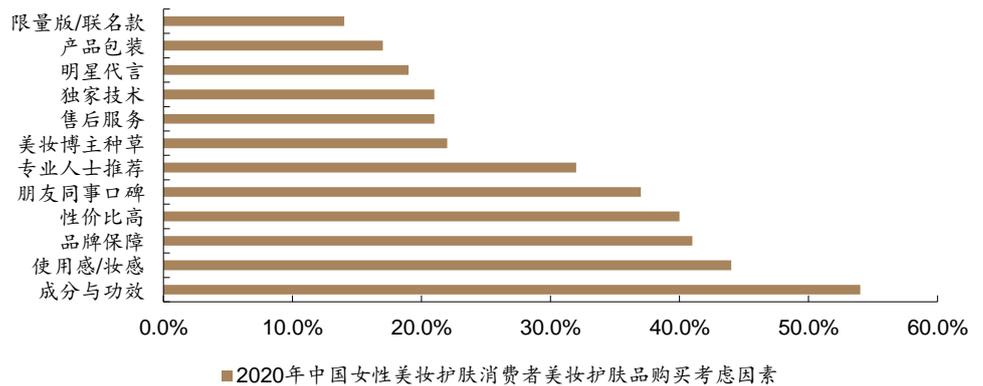
图 18: 护肤进阶之路带来对护肤品及彩妆需求增加



资料来源: Euromonitor、百度搜索大数据、德邦研究所

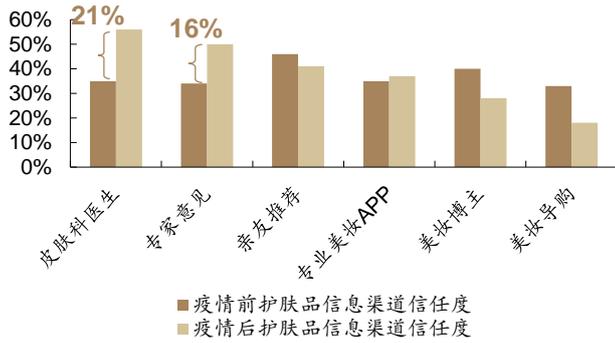
护肤需求升级的进一步演化为对产品功效性的追求,疫情爆发催化需求。(1) 消费者角度来看,随着成分党的兴起,消费者对产品的成分与功效性越发的注重,成为其购买护肤品时的首要考虑因素,疫情影响下让消费者对产品的安全性追求提升,同时变化的是对渠道的选择,疫情后消费者对亲友推荐、美妆博主及美妆导购提供信息的信任度有不同程度的下滑,对皮肤科医生及专家意见信任度明显提高,消费者对产品的选择愈发理性。(2) 公司角度来看,广告宣传对消费者的影响力在减弱,消费者追求产品具体功效,提升了公司配方师及相关皮肤科医生的地位,护肤品品牌从渠道驱动转变为产品驱动,消费者的认知转变催化功效性护肤品的发展。

图 19: 2020 年消费者对美妆护肤品的首要考量因素是成分与功效



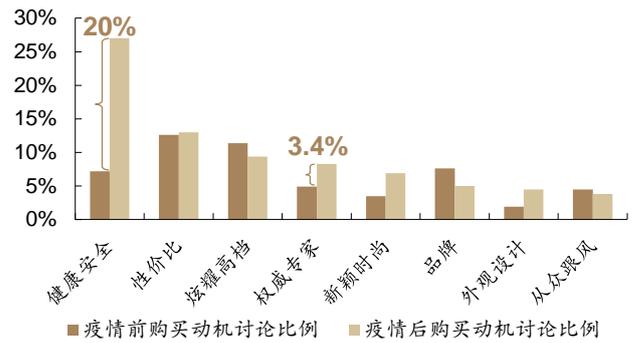
资料来源: 艾瑞咨询、德邦研究所

图 20: 疫情后消费者对皮肤科医生及专家信任度明显提升



资料来源: CBNDData、德邦研究所

图 21: 疫情后对健康安全、权威专家讨论比例提升



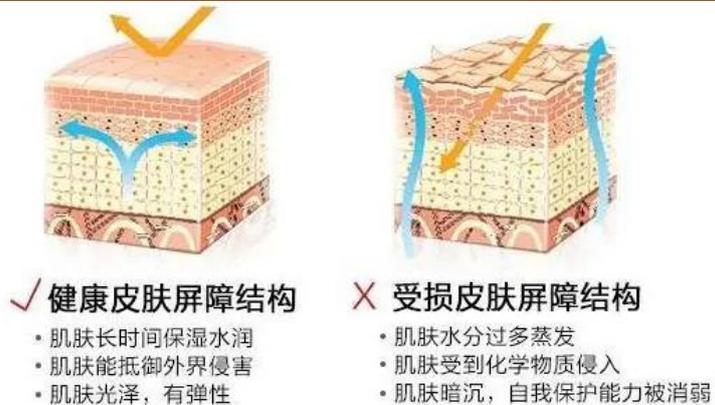
资料来源: 科尼尔、德邦研究所

功效性护肤品行业规模增速明显领先于整体行业, 若将其解释为成分党的崛起, 那么, 成分党崛起的背后驱动因素究竟是什么?

首先, 我们需要了解敏感性肌肤的定义、诱因、表现等环节。

我国敏感肌肤女性发生率达 36%。敏感性皮肤指皮肤在生理或病理条件下发生的一种高反应状态, 皮肤受到物理、化学、精神等因素刺激时产生灼热、刺痛、瘙痒及紧绷感, 最重要的特征是皮肤屏障受损, 加剧皮肤早衰。在群体方面, 《中国敏感性皮肤诊治专家共识》数据显示, 欧洲敏感肌发生率为 25.4%-89.9%, 澳洲为 50%, 且女性敏感肌发生率大于男性, 美洲女性为 22.3%-50.9%, 亚洲女性为 40%-55.98%, 其中我国女性为 36%。

图 22: 健康的皮肤屏障结构及受损的皮肤屏障结构



资料来源: 《中国敏感性皮肤诊治专家共识》、德邦研究所

诱发因素: 原因多样化, 滥用化妆品为首要原因。敏感性肌肤诱发原因包括: 年龄、性别、遗传等内在因素, 同时会受到环境、过度护肤、饮食习惯及心理状态等因素影响。研究表明, 化妆品是引起敏感的首要原因, 深度、彻底清洁理念会导致毛孔变大、角质层变薄, 严重者皮肤会疼痛、红烫、瘙痒、起逆光疹, 引起皮肤敏感。另外不合理的治疗、美容院的抗衰老套餐、外用激素也是引起敏感性皮肤的重要原因, 面部皮肤承受了过度护肤、过度美容所带来的“不应有之痛”。

临床表现: 皮肤在对常规刺激 (正常状态下不会出现异常感觉) 出现不适感, 干燥、紧绷、发红、灼热、刺痛、瘙痒及紧绷感等主观症状, 伴或不伴有红斑、鳞屑、毛细血管扩张等客观体征。

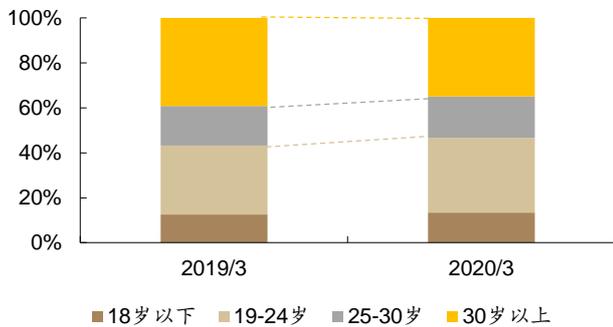
治疗方法: (1) 温和清洁、舒缓保湿: 禁用碱性肥皂、去角质产品、洗脸仪, 加强保湿, 建议采用经过临床验证的、安全性好的敏感肌专用、尤其是有屏障修复作用的医学护肤品, 外用产品尽量精简。(2) 避免防晒: 避免香精、酒精等刺激, 选用针对敏感肌肤专用产品。(3) 远离激素产品并选择舒敏治疗: 长期使用

激素易损害皮肤屏障，出现激素依赖性皮炎，选择舒敏治疗，减轻炎症反应，修复皮肤屏障。

紧接着，对人群进行定位及敏感肌肤人群进行画像。

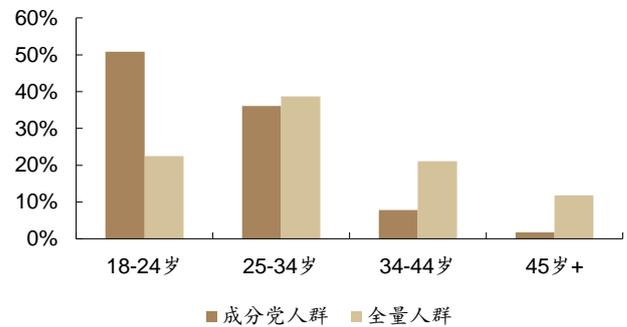
护肤市场消费群更显年轻化，成分党崛起也提升购买力。QuestMobile 数据统计，截止至 2020 年 3 月，30 岁以下消费者占比达 65.1%，较去年同期增长 4.3pct，其中 19-24 岁占比提升 2.7%，消费者结构年轻化趋势明显。CBNData 数据显示，在年轻消费者当中，更注重成分的考量，成分党中 18-24 岁群体逾 5 成，年轻消费者拥有更多获取、接收信息的渠道，对护肤成分的认知度较高，34 岁以上的女性中成分党占比不足 10%，功效性市场由年轻消费者为主导的特征愈发明显。背后有更强的购买力为支撑，与全量人群相比，成分党消费能力强劲，高消费者水平占比高达 52.00%，品牌不再是高消费水平群体购物的唯一选择标准，消费者更关注产品的成分配方和实际功效。成分党对豆瓣、小红书、什么值得买等分享平台的偏好度较高。

图 23：护肤消费群体年轻化



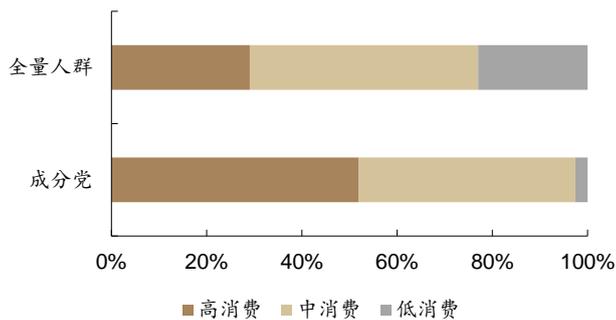
资料来源：QuestMobile、德邦研究所

图 24：年轻消费群更考虑护肤专业度



资料来源：CBNData、个推大数据、德邦研究所

图 25：成分党消费能力强劲



资料来源：CBNData、个推大数据、德邦研究所

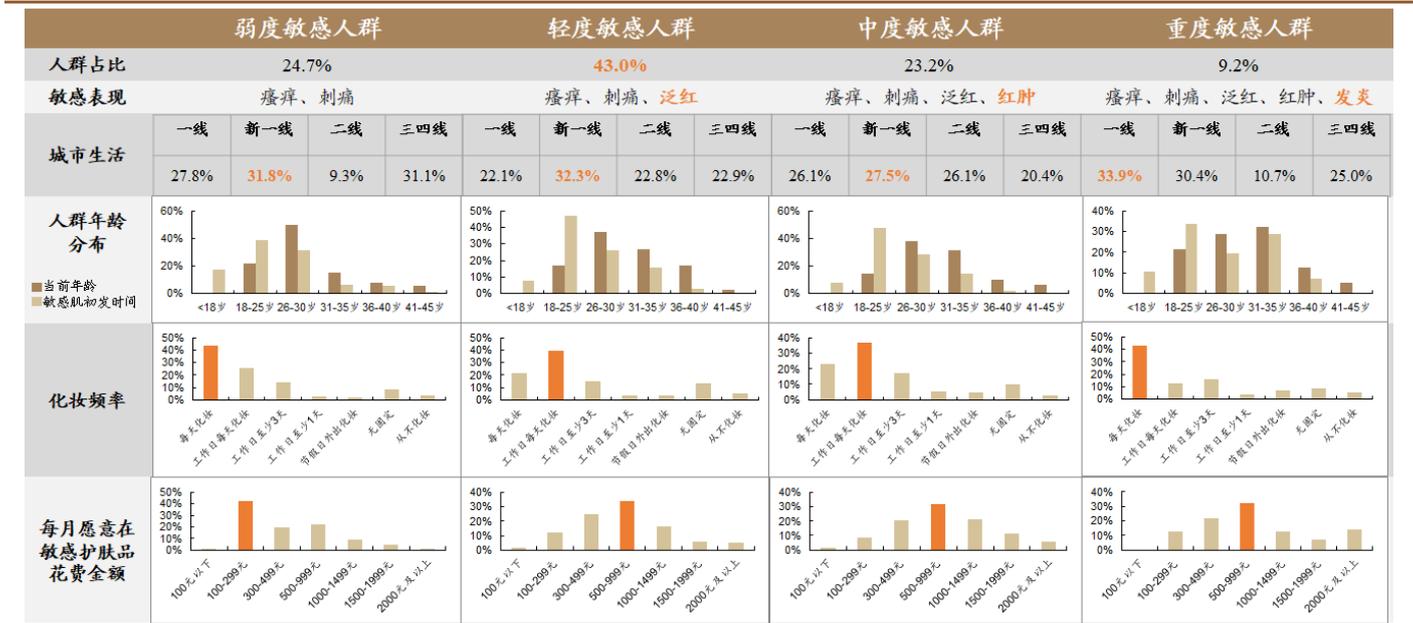
图 26：成分党对社交分享平台偏好度较高



资料来源：CBNData、个推大数据、德邦研究所

敏感肌群体画像：高频化妆且支付能力强的都市女性。根据艾瑞咨询数据统计，敏感人群中以轻度型为主，肌肤表现多为瘙痒、刺痛、泛红、红肿、发炎等，从所属城市来看，轻度敏感人群多承受较大都市生活压力，生活习惯等外部因素造成皮肤问题。敏感肌肤群体化妆普遍高频，大部分群体坚持工作日每天化妆，消费能力角度来看，轻度敏感人群月均花费位于 100-299 区间中，其他群体花费金额则处于 500-999 元区间，重度敏感人群花费在 2000 元以上的比例高达 14.3%，肌肤状态的好坏影响人群的购买力，同时敏感肌群体会坚持使用相关修复产品，超五成的敏感肌客户会因产品的效力而复购，40%消费者为品牌而进行复购，敏感肌群体对产品的粘性大且专一性强。

图 27: 敏感肌群体画像: 高频化妆且支付能力强的都市女性



资料来源: 艾瑞咨询、德邦研究所

2017年后化妆品市场增速 10.77%，较 2016 年环比提升 5.26pct，2017-2019 年市场增速逐年提升；国内皮肤学级市场规模 2017 年增速超过 20%，2019 年同比增速高达 32.7%，在市场规模基数逐渐提升的基础上，规模增速反而逐年增长。我们认为，市场加速度扩张的本质在于渠道变革。多品牌推出核心大单品多年，产品的成分及配比变化并不明显，新产品的诞生对短期内的消费行为产生影响，考虑各个品牌的渗透率和影响力，产品的更迭对市场的影响偏短期且局部。全局来看，我们认为背后更深层次的原因在于渠道端的变革，背后承载着信息技术的运用，包括人工智能、大数据、云计算等。

全局来看，90 后作为互联网的原住民，其成长伴随着渠道的变迁。我们认为信息传播渠道的变迁大致可以分为三个阶段，早期以纸质、电视等传统媒体为主要营销方式；随着淘宝的进场及双十一推出标志着进入移动互联网、电商时代，多个淘品牌应运而生；当抖音、快手、小红书等平台兴起，标志着直播及社交电商的时代来临，销售端运用至各个环节，2020 年开始从公域流量往私域流量转型，注重打造微信社群平台。与渠道发展相对应的是 90 后的发展，大学及工作期间经历了移动互联网时代及直播、社交电商时代，90 后成为了渠道变更的既得利益者，同时 90 后甚至 00 后也影响着渠道的变迁。

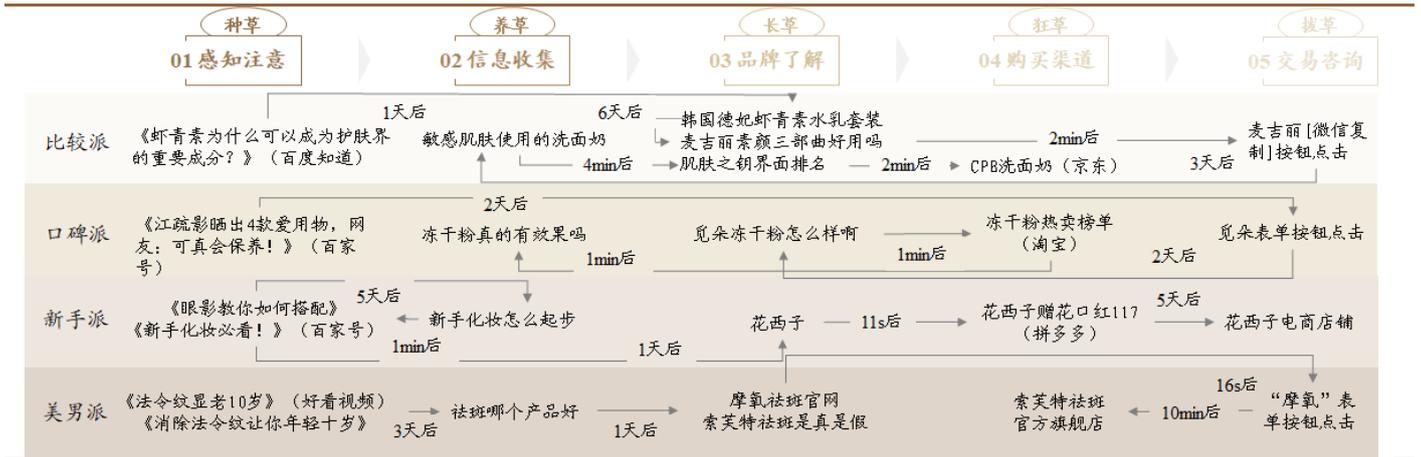
图 28: 90 后的成长伴随着传播渠道的变迁



资料来源: 京东大数据研究院、德邦研究所

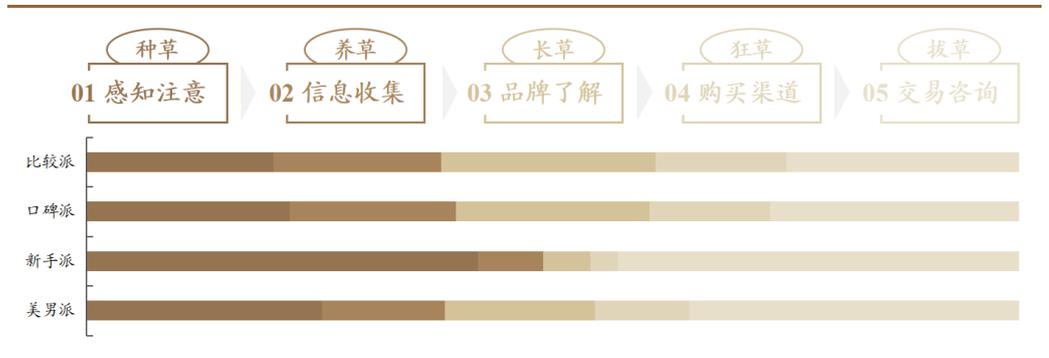
消费者决策时存在明显差异，感知注意和交易咨询环节占据主导。将消费者了解产品到最后达成交易分为五个环节：种草（感知注意）→养草（信息收集）→长草（品牌了解）→狂草（购买渠道）→拔草（交易咨询）。不同的消费者群体对每个环节的表现及停留时间存在差异，消费者决策存在一定跳跃；相同的是，不论何种类型的消费者，感知注意和交易咨询占据整个环节的重点，百度搜索大数据统计发现种草阶段平均每2周搜看44次，其次是长草的21次，高于养草和狂草的14次和6次。种草阶段为贯穿全链条流程的重点，也就是消费者所能触达的渠道教育端。

图 29：不同美妆人群做决策时存在链式跳跃



资料来源：百度搜索大数据、百度信息流大数据、德邦研究所

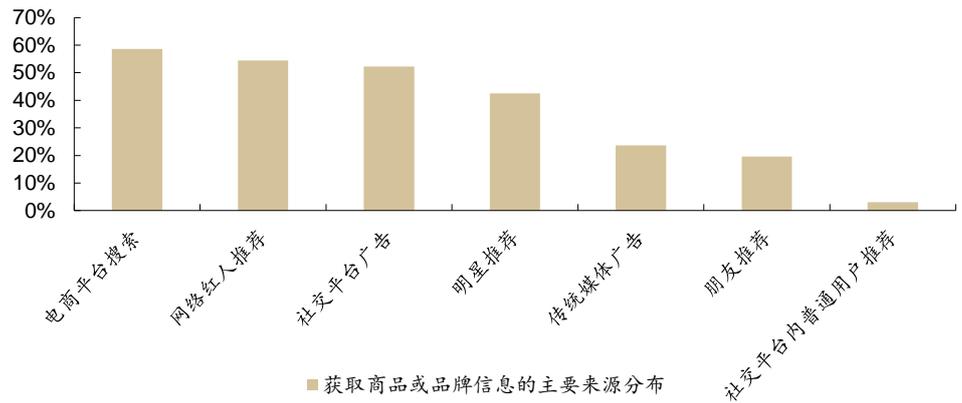
图 30：各类美妆群体决策的主要时间分配在感知注意和交易咨询等环节



资料来源：百度搜索大数据、百度信息流大数据、德邦研究所

就种草环节的渠道而言，电商平台搜索仍为获取信息的主要来源，网络红人及明星影响着消费者的决策和需求，传统渠道的优势不再。种草环节作为交易链路中最重要的一环，需注重对渠道端的研究，当前渠道端的改变在于直播兴起及圈层文化盛行，改变了人、物、场三者关系。

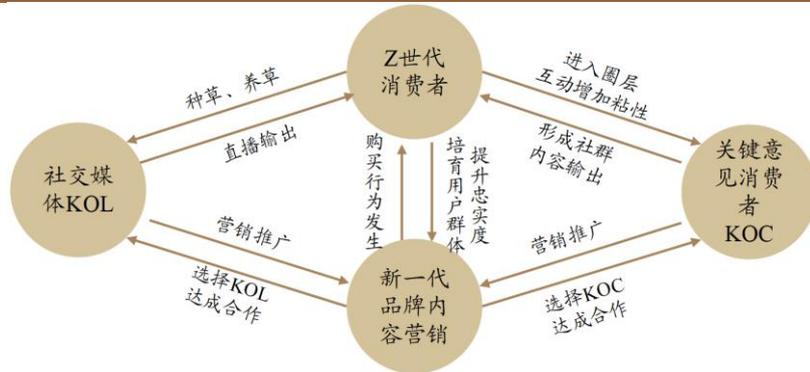
图 31: 电商平台仍为获取信息的主要来源



资料来源: 克劳锐、德邦研究所

KOL 及 KOC 有效提升决策效率，贯穿营销至销售的闭环。传统的营销方式面临决策成本高以及信息不对称的鸿沟，对于某种类型产品的认知仅局限于少数品牌，而互联网一定程度上减少了信息不对称，但也会面临信息纷繁复杂带来的鉴别成本高的问题。应运而生的是 KOL，他们通过掌握更多的信息指导客户选择合适的产品，有效降低决策成本，KOL 对消费者进行教育，新品牌依托线上内容营销打造品牌路径，KOL 作为品牌传播中的重要角色，品牌、KOL 及消费者组成的黄金三角构成了成分党的生态。随着 KOL 不断的细化，社群经济逐渐兴起，KOC 入场参与到产品营销环节，通过形成小的圈层，与消费者产生更强的互动以及更深的文化交流，提高消费者的粘性。

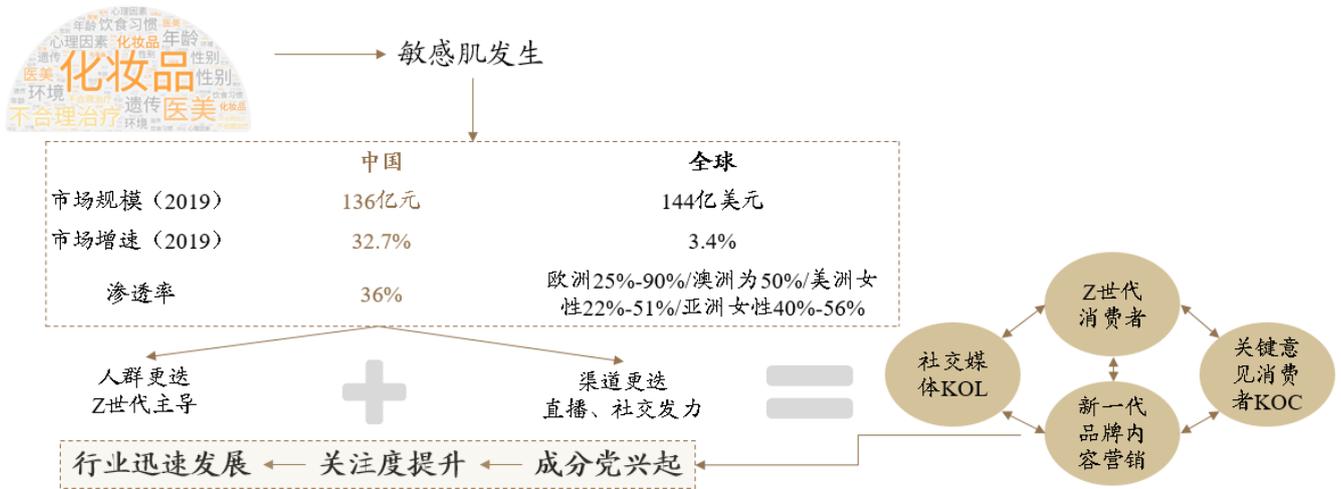
图 32: KOL 及 KOC 教育形成营销至销售的闭环



资料来源: 德邦研究所

我们认为本质在于护肤的意识觉醒，随着 Z 世代成为消费者的主流，消费群体的改变直接映射至消费行为的转变，直播、抖音、微信私域等新兴渠道兴起，对消费者进行教育及品牌营销，护肤意识转变带来成分党的兴起。

图 33: 成分党兴起的本质在于护肤意识觉醒



资料来源: Euromonitor、《中国敏感性皮肤诊治专家共识》、德邦研究所

2.3. 预计 2024 年中国皮肤学级市场达 431 亿，对应 19 年复合增速 26%

我国皮肤学级市场渗透率及人均消费仍有提升空间。从渗透率来看，皮肤学级市场占比从 2010 年的 2.7% 提升至 2019 年的 5.5%，提升 2.8pct，增速领先于全球平均水平及主要国家，但从数值来看，渗透率远低于全球的 10.3% 及西欧、美国的 22.9%、14.7%。人均消费角度，中国的消费额从 2010 年的 0.4 美元提升至 2019 年的 1.4 美元，低于美国/日本/法国的 9.4 美元/6.3 美元/25.0 美元，与国外相比，中国的皮肤学级市场仍有较大的提升空间。

表 4: 中国皮肤学级市场渗透率有明显提升，但较海外相比渗透率及人均消费仍较低

	皮肤学级市场占护肤品市场比重						皮肤学级护肤品人均消费 (美元)					
	全球市场	西欧	美国	中国	日本	韩国	全球市场	法国	美国	中国	日本	韩国
2010	9.9%	21.7%	14.0%	2.7%	4.5%	2.0%	1.5	26.7	7.4	0.4	5.7	1.9
2011	9.9%	21.5%	14.4%	3.0%	4.7%	2.2%	1.5	25.0	7.7	0.4	5.8	2.2
2012	9.6%	21.5%	14.4%	2.9%	4.7%	2.4%	1.5	24.6	7.7	0.5	6.0	2.5
2013	9.9%	22.0%	14.7%	3.0%	4.7%	2.7%	1.6	25.0	8.0	0.5	6.0	2.9
2014	10.1%	22.2%	15.1%	3.2%	4.6%	2.9%	1.6	25.8	8.3	0.6	5.9	3.3
2015	10.0%	22.2%	15.1%	3.7%	4.5%	3.0%	1.7	26.6	8.5	0.7	5.8	3.6
2016	10.1%	22.6%	14.8%	4.0%	4.5%	3.1%	1.7	26.2	8.7	0.8	5.9	4.0
2017	10.2%	22.9%	15.1%	4.5%	4.4%	3.5%	1.8	25.9	9.1	0.9	6.0	4.4
2018	10.3%	22.9%	14.9%	4.8%	4.4%	3.9%	1.8	25.4	9.4	1.1	6.2	4.8
2019	10.3%	22.9%	14.7%	5.5%	4.4%	4.2%	1.9	25.0	9.4	1.4	6.3	5.1
2010-2019 年变化	0.4%	1.2%	0.7%	2.8%	-0.1%	2.2%	0.4	-1.7	2.0	1.0	0.6	3.2

资料来源: Euromonitor、德邦研究所

预计未来敏感肌发生率仍将维持较高水平。随着功能性护肤品的市场教育持续推进，消费者对敏感肌的重视程度及护理专业度逐渐提升，但我们认为未来敏感肌肤的发生率仍有提升空间。一是来自于生活环境的影响，包括雾霾等环境因素，同时都市生活带来的熬夜加班等影响。二是过度护肤带来的“物极必反”，2020 年不合规和假冒化妆品的通告超过 400 批次，随着 5 月 1 日化妆品新规的出台，将对化妆品行业起到规范作用，有效规避不合规化妆品对皮肤的伤害，不可避免的是轻医美项目蓬勃发展，过度护肤、频繁去角质易损害消费者的皮肤屏障，相比于亚洲女性为 40%-55.98% 的敏感肌发生率，我国女性的敏感肌发生率达 36%，预计未来仍将维持较高的水平。

测算方法一：国内护肤品市场规模 X 皮肤学级护肤品渗透率

皮肤学级护肤品渗透率提升, 预计 2024 年中国皮肤学级市场规模达 431 亿。护肤品市场持续增长, 越来越多的消费者转为成分党, 对皮肤专业护理的需求提升, 渠道及品牌对消费者的教育效果逐渐显现, 预计皮肤学级市场将持续高速增长。2019 年中国细分市场渗透率仅 5.5%, 低于全球的 10.3%, 全球市场渗透率稳定在 10% 左右, 美国的市场占比则稳定在 14%, 预计 2024 年中国市场渗透率达到 10%, 对应着 2024 年皮肤学级市场规模为 431 亿, 年化复合增速达 26.0%。

表 5: 皮肤学级护肤品渗透率提升, 预计 2024 年中国皮肤学级市场规模达 431 亿

	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2019-2024 复合增速
护肤品市场规模 (亿元)	2444	2613	3114	3482	3887	4306	12.0%
yoy		6.9%	19.2%	11.8%	11.6%	10.8%	
皮肤学级市场规模 (亿元)	136	166	229	287	355	431	26.0%
yoy	32.7%	22.3%	38.0%	25.5%	23.8%	21.1%	
市场渗透率	5.5%	6.3%	7.3%	8.2%	9.1%	10.0%	

资料来源: Euromonitor、德邦研究所

测算方法二：敏感肌人群数量 X 人均年花费

敏感肌人群叠加入均花费增加, 预计 2024 年中国皮肤学级市场规模达 431 亿。若将药妆的使用人群圈定在城镇的美妆人口, 以 2019 年数据推算我国敏感肌人群共 1.31 亿, 人均花费额为 103 元; 测算 2019 年美国皮肤学级市场规模为 30.85 亿美元, 敏感肌发生人口约 0.43 亿人, 对应的人均消费为 72 美元。假设 2024 年全国人口、敏感肌主要消费群体 15-59 岁年龄占比及性别占比与 2020 年人口普查数据维持一致, 预计城镇化率提升至 65%, 考虑环境及社会因素的影响, 预计 2024 年女性敏感肌发生率达到 45%, 对应全国敏感肌群体为 1.72 亿。客单价方面, 预计客单价为 250 元, 较 2019 年客单价提升 142%, 但也仅为 2019 年美国客单价的一半, 客单价的提升来自于功效性产品的单价提升, 同时也有敏感肌群体的渗透率提升, 也即随着功效性护肤的教育普及, 敏感肌人群逐渐意识到自我皮肤问题并针对性的进行购买产品。另一维度佐证客单价提升的合理性, 艾瑞咨询对 612 名敏感肌人群的采访调研结果显示, 99% 的受访者每月愿意在敏感肌护肤品花费 100 元, 则一年为 1200 元, 考虑爽肤水、精华、面霜等多产品的运用, 一年的花费远超 250 元, 考虑平均情况预计对应人均 250 的花费较为合理。综合测算, 预计 2024 年我国皮肤学级市场规模将达到 430.60 亿元, 对应 2019 年的复合增速达 26.0%。

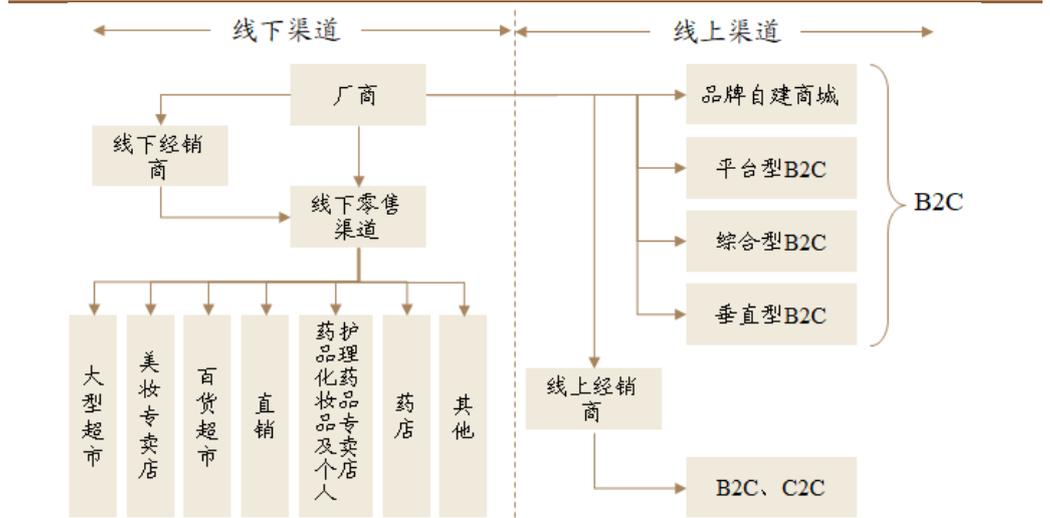
图 34: 敏感肌人群叠加入均花费增加, 预计 2024 年中国皮肤学级市场规模达 431 亿

	全国人口 (万人)	城镇化率	15-59 岁占比	性别	女性占比	敏感肌发生率	敏感肌人群	人均花费 (元)	市场规模 (亿)
2019 年	140005	60.60%	65.09%	女性	48.91%	36%	9,723	103.36	135.50
				男性	51.09%	12%	3,385		
假设条件	预计 2024 年总人口与 2020 年普查数据一致	2020 年城镇化率为 63.89%, 预计 2024 年提升至 65%	预计 2024 年总人口与 2020 年普查数据一致	预计 2024 年总人口与 2020 年普查数据一致	对比亚洲女性发生率, 预计 2024 年提升至 45%, 男性: 女性=1:3 测算			该方法测算 2019 年美国敏感肌人群人均花费 72 美元, 预计 2024 年我国人均花费 250 元	
2024 年	141178	65.00%	63.35%	女性	48.76%	45%	12,756	250.00	430.60
				男性	51.24%	15%	4,468		

资料来源: 国家统计局、德邦研究所

综合两种方法测算, 预计 2024 年皮肤学级市场规模将达到 431 亿元, 对应 2019 年的年化复合增速达 26.0%, 未来国内市场将呈现高速增长。

图 37: 线下渠道为基础、线上渠道为主导



资料来源: 公司招股说明书、德邦研究所

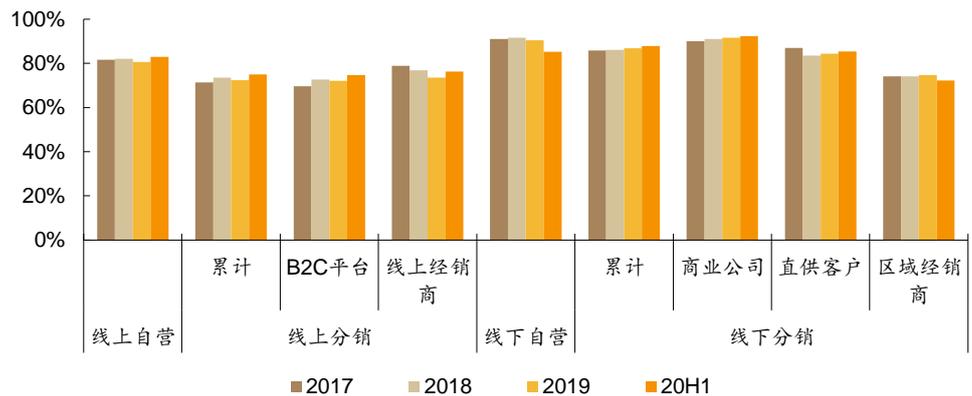
线上渠道销售收入实现快速增长, 线下渠道盈利能力领先。公司加强与天猫、京东等平台合作, 把握电商发展机遇, 同时通过 BA 实现线下对线上的引流, 线上自营收入占比从 2017 年的 46.2% 提升至 2020 年的 63.3%。线上分销渠道的收入表现较为稳定, 考虑到与唯品会、京东等平台合作时需要让渡部分利润空间, 2019 年 B2C 平台及线上经销商分销的毛利率分别为 72.2%、73.6%, 略低于 80.2% 的综合毛利率, 公司未来的线上将以自营店铺为主。公司资源由线下转为线上, 由区域经销商转为毛利率更高的商业公司及直供客户, 借助九州通、国药控股等商业公司的广泛布局网点, 公司派驻 BA 提高服务水平以实现精准营销; 同时作为从云南发展的公司, 与健之佳药房展开合作, 线下毛利率高于线上渠道。

表 6: 线上渠道销售收入 2020 年占比达 82.9%, 较 2017 年提升 20.8pct

销售渠道	销售模式	销售类型	销售模式介绍	主要平台	2017 年		2018 年		2019 年		20H1		2020 年		
					销售收入-亿	占比-%	销售收入-亿	占比-%	销售收入-亿	占比-%	销售收入-亿	占比-%	销售收入-亿	占比-%	
线上销售	线上自营	线上自营	大型 B2C 平台开设自营店铺	天猫-含淘宝	2.34	29.7	4.09	33.2	7.10	36.7	4.27	45.6			
				京东	0.15	1.9	0.31	2.5	0.56	2.9	0.37	4.0			
				薇诺娜网上商城	0.37	4.7	0.38	3.1	0.45	2.3	0.11	1.2			
		线下推广引导在微信平台购买	微信	0.75	9.5	1.44	11.7	2.51	13.0	0.84	8.9				
	小计					3.63	46.2	6.28	51.1	10.75	55.6	5.72	61.1	16.58	63.3
	线上分销	线上分销	大型 B2C 平台分销	与 B2C 合作, 由平台负责分销	唯品会、京东、天猫超市等	1.03	13.1	1.98	16.1	3.52	18.2	1.72	18.3		
线上经销商分销			经销商通过在 B2C 开设的自营店进行销售	天猫等	0.22	2.8	0.56	4.5	0.57	3.0	0.35	3.7			
小计					1.25	15.9	2.54	20.6	4.09	21.1	2.07	22.1	5.14	19.6	
小计					4.88	62.1	8.82	71.7	14.84	76.7	7.79	83.2	21.72	82.9	
线下销售	线下自营	线下自营	开设线下终端零售网点	线下自营店铺	0.14	1.8	0.08	0.6	0.03	0.2	0.01	0.1	0.02	0.1	
	线下分销	商业公司	贝泰妮→商业公司→药店、诊所, 销售情况好的网点派驻 BA	九州通、国药控股	1.33	16.9	1.74	14.2	2.07	10.7	0.77	8.2			
		直供客户	面向连锁药店、诊所等客户	健之佳、老百姓、一心堂	0.92	11.7	1.20	9.8	2.01	10.4	0.69	7.4			
		区域经销商	赋予经销权, 协议区域内销售	福州宇潮等	0.59	7.5	0.46	3.8	0.40	2.1	0.10	1.1			
	小计					2.84	36.1	3.40	27.7	4.48	23.1	1.57	16.7	4.46	17.0
小计					2.98	37.9	3.48	28.3	4.51	23.3	1.58	16.8	4.49	17.1	
合计					7.87	100	12.30	100	19.34	100	9.37	100	26.21	100	

资料来源: 公司招股说明书、公司公告、德邦研究所

图 38: 毛利率端: 线下自营>线下分销>线上自营>线上分销



资料来源: 公司招股说明书、公司公告、德邦研究所

渠道优势之一: 参与移动互联网快速崛起的“盛宴”, 线上布局具备先发优势

把握移动互联网快速发展时期, 线上布局具备先发优势。2012 年前后进入移动互联网时代, 从传统的渠道转为线上销售, 2009 淘宝双十一销售额仅 0.5 亿元, 而 2012 年则达 191 亿元, 淘宝全年 GMV 达 0.66 万亿, 2012-2015 年复合增速达 54.4%, 薇诺娜 2011 年便开设天猫旗舰店, 充分把握移动互联网快速发展的红利期。而随着流量红利的充分释放、移动互联网覆盖率几近饱和, 淘宝 2016-2021 财年 GMV 复合增速放缓至 21.3%, 彼时薇姿、雅漾、理肤泉、修丽可等海外品牌开始布局线上渠道, 薇诺娜极具先发优势, 且天猫旗舰店粉丝数量达 815 万人, 远领先其他品牌。

表 7: 渠道优势之一: 参与移动互联网快速崛起的“盛宴”, 线上布局具备先发优势

品牌	渠道布局	天猫旗舰店 开设时间	粉丝数量 (万人)	京东旗舰店 开设时间	粉丝数量 (万人)
薇诺娜	线上布局天猫、京东、抖音、唯品会、小红书、聚美优品、蘑菇街、考拉海购等平台, 率先进入微信渠道; 线下布局连锁药店、诊所、日化店等	2011/04	814.9	2015/08	240.6
玉泽	成立初期专攻药房, 2014 年前后进入天猫、京东, 药房+电商协同发展	2014/01	306.2	2015/04	74.1
薇姿	进入以线下药店进入中国市场; 2008 年, 从药房转为百货、屈臣氏、电商等多渠道; 2016 年进入天猫; 2020 年 8 月与国大药房合作 O+O 模式, 未来将不进入百货	2016/04	193	2016/04	43.7
雅漾	初期以药房为主渠道进入中国, 2008 年转型百货模式, 2015 年进入天猫, 以百货、药房、电商三个渠道为主	2015/07	471.1	2015/08	271.9
理肤泉	早期是药房渠道, 后期在电商、CS、商超、百货布局	2016/04	453.3	2015/03	239.9
修丽可	医生诊所、天猫(线上)、商场(线下)三个渠道的“O+O+O”模式。	2016/08	437.9	2019/05	3.9

资料来源: 公司招股说明书、天猫、京东、德邦研究所
注: 粉丝数量时间截止至 2021 年 5 月 14 日

线上渠道差异化定位, 天猫、京东引流, 专柜平台深度绑定老客户。线上自营平台包括天猫旗舰店、京东旗舰店、专柜服务平台、网上商城、贝泰妮专卖店。

- **流量指标:** 公司在天猫拥有巨大的用户流量优势, 同时促销活动较为多样和频繁, 2019 全年访问量达 6847 万个, DAU 达 19.51 万, 高度活跃流量有助于实现销售转换; 公司进入京东渠道较晚, 2019 年通过“种豆得豆”等活动实现了社交裂变增长, DAU 达 4.93 万/YOY+645%。
- **客户指标:** 天猫、京东及贝泰妮专卖店以 0-500 元的低价位段消费为主, 对新客户进行引流, 畅销产品主要为 15g 的舒敏特护霜, 满足新客户的尝新需求; 薇诺娜网上商城价格段为 500-1000 元; 薇诺娜专柜服务平台

消费价格段为 500-5000 元，平台中老年客户占比 38.3%，领先于其他渠道，客户具有线下实体店试用的经验以及得到过 BA 的皮肤管理咨询服务，对产品及品牌已有充分认知，购买产品以 50g 大规格产品为主，叠加大促期间更大的优惠力度，消费者倾向于选择囤货或多人拼单购买，新客户、老客户的平均交易金额分别为 673 元、831 元，领先于其平台，专柜服务平台针对私域流量，客户忠诚度高。

- **销售转化指标：**天猫凭借销售量的优势，2019 年订单金额达 7.93 亿，下单转化率为 4.7%，成交额排名 21；而专柜服务平台的客单价领先，实现 2.72 亿销售金额，下单转化率达 4.9%；京东旗舰店在 2019 下半年的成交排名第 5，行业领先。

表 8：线上渠道差异化定位，天猫、京东引流，专柜平台深度绑定老客户

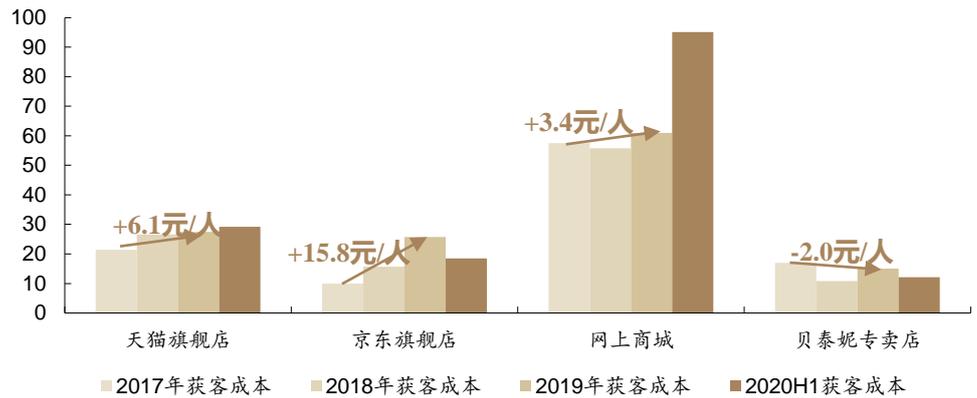
运营数据类型	运营数据名称	天猫旗舰店	专柜服务平台	京东旗舰店	网上商城	贝泰妮专卖店
流量指标	访问量 (万个)	6,847.27	303.38	1,802.61	353.35	364.2
	访问量 (万个)	53,191.99	8,963.46	4,304.50	2,310.39	1,949.26
	日账户活跃度 (人)	195,079	8,312	49,386	9,681	9,978
	平均停留时间 (秒)	15.08	308.85	90.92	212.62	16.74
	平均获客成本 (元/人)	27.5		25.74	60.93	14.99
	客户平均购买次数 (次)	1.69	2.45	1.78	2.11	1.33
	复购率	30.89%	52.51%	32.68%	40.82%	18.22%
客户指标	累计购买用户数 (万人)	475.2	20.2	34.84	17.73	26.12
	新客户 (万人)	264.27	9.17	16.57	3.64	10.11
	老客户 (万人)	57.78	5.69	4.59	2.61	2.76
	客单价 (元)	246.32	1,829.69	302.13	831.63	179.5
	新客户客单价 (元)	192.03	1,423.34	252.21	566.45	146.38
	老客户客单价 (元)	494.56	2,484.04	482.34	1,201.15	301.07
	老客户购买频次	2.44	2.99	2.33	2.51	1.58
	新客户单次平均交易金额 (元)	126.17	673.34	154.56	311.53	116.38
老客户单次平均交易金额 (元)	202.35	831.47	206.79	478.86	190.29	
产品数量	SKU (个)	324	134	230	266	200
销售转化指标	订单数量 (万笔)	543.42	36.39	37.75	13.17	17.08
	订单金额 (万元)	79,323.22	27,193.41	6,393.34	5,197.53	2,310.08
	订单买家数 (万人)	322.05	14.86	21.16	6.25	12.87
	浏览-下单转化率 (%)	4.7	4.9	1.17	1.77	3.53
市场竞争、情况指标	成交额排名	21	无	5	无	无

资料来源：公司招股说明书、德邦研究所

注：选择 2019 年经营数据

不可忽视的是，行业中流量红利下降带来的获客成本上升。公司 2017-2020H1 的获客费用率分别为 5.73%、8.46%、9.99% 及 14.66%，呈持续上升的趋势。随着移动互联网的覆盖率趋于饱和，流量红利逐步消失，流量有效性不断下降，同时社交媒体平台更加多样化，获客渠道的集中度下降，互联网的流量转为存量竞争，不同平台之间的竞争日益激烈。为了获取消费者流量而提升销售规模，公司投入的获客成本略有增长，加大天猫直通车、钻展、品销宝、京东的京准通等渠道的投放力度，并优化推广工具组合，新增超级推荐推广工具，打造购前、购中、购后的消费全链路，天猫旗舰店的获客成本从 2017 年的 21.36 元/人增至 2019 年的 27.5 元/人，京东旗舰店从 9.97 元/人增至 25.74 元/人。网上商城获客成本高企主因该平台为公司自主搭建，缺少天猫、京东等平台的客流优势，该渠道的获客难度较大。

图 39：行业中流量红利下降带来各渠道获客成本上升（单位：元/人）



资料来源：公司招股说明书、公司公告、德邦研究所

在获客成本提高、流量红利减少的背景下，如何增加存量消费者的复购率成为经营重点，也即增加与存量消费者的粘性。

渠道优势之二：私域流量转型，新兴渠道取得成效

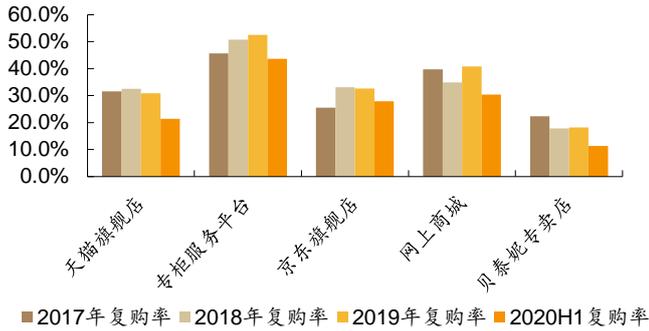
积极向私域流量转型以对冲获客成本上升掣肘，当前已取得积极成效。公域流量的获客成本上升，带来边际收益下降，公司 2017 年 3 月在微信平台搭建专柜服务平台，主要面向私域浏览量，通过 BA 引导线下消费者成为平台会员，对会员实现差异化和精细化运营，提高客户流量价值、复购率及客户粘性，渠道收入占比从 2017 年的 6.35% 提升至 2019 年的 12.52%，2019 年新增客户达 19 万人，流量规模不断扩大，复购率达 52.5%，领先于其他渠道。微信小程序以广告及短视频获取公域流量，多种方式引导消费者进入社群，实现公域流量向私域流量的转化，2020 年底社群已达 142 个，用户数达 2.2 万人，渠道收入取得稳定增长。

表 9：线上全渠道布局，私域流量转型已有成效

销售模式	销售类型	主要平台	流量来源	2017 年		2018 年		2019 年		2020H1	
				营收 (万元)	占比 (%)						
线上自营	线上推广自营模式	天猫、京东、唯品会、小红书、抖音、考拉等	公域流量	31,238	39.14	48,402	39.02	82,346	42.36	48,931	51.97
		薇诺娜网上商城	公域流量	-	-	607	0.49	793	0.41	796	0.85
	微信小程序等	和私域流量相结合	-	-	607	0.49	793	0.41	796	0.85	
	线上线下相结合的自营模式	薇诺娜专柜服务平台	私域流量	5,065	6.35	13,808	11.13	24,345	12.52	7,511	7.98
		合计		36,303	45.49	62,816	50.64	107,484	55.3	57,238	60.79

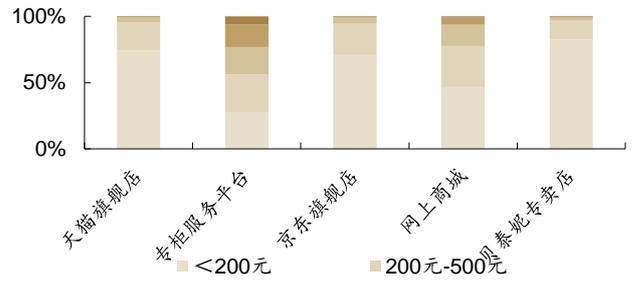
资料来源：公司招股说明书、德邦研究所

图 40: 专柜服务平台复购率达 50%, 领先其他渠道



资料来源: 公司招股说明书、德邦研究所

图 41: 专柜平台客单价集中在 500 元-5000 元区间

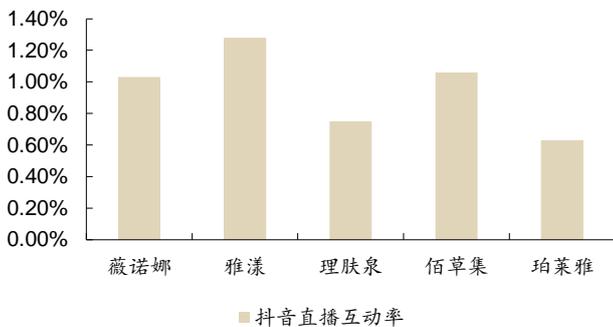


资料来源: 公司招股说明书、公司公告、德邦研究所

基于庞大的用户基础及营销链路整合, 未来市场的增量机会在于抖音。第一, 抖音拥有庞大的客户基础: 2020 年 11 月抖音企业号生态大会上表示, 抖音日活达 6 亿, 30 分钟以上用户使用时长占比达到 35%, 企业号数量为 500 万, 企业号每天能够被看到 200 亿次, 平均 1 个企业号视频能带来 18 个商机。第二, 打造“流量+内容+电商”完整闭环: 营销方式以传统的品牌广告为主, 旨在提高曝光和渗透情况, 后转为基于人群标签投放和成交 GMV 优化的效果广告, 当下消费者注重内容, 通过互动数据的流量池着重关注完播率和互动数据。抖音已经通过达人矩阵、信息流投放、品牌广告的投放打造成成熟的营销平台, 打造品效合一。

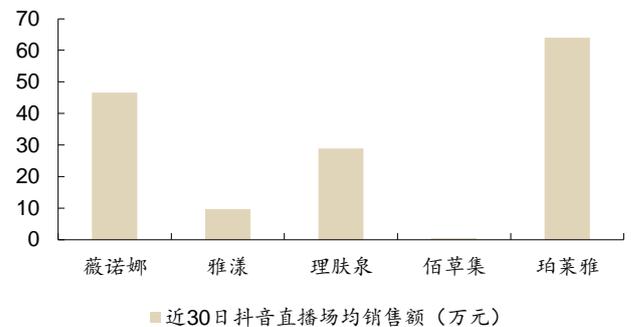
贝泰妮率先入局抖音, 营销效果同行领先。旗下品牌薇诺娜在抖音已有 55.2 万粉丝, 抖音直播互动率为 1.03%, 略次于雅漾的 1.28% 及佰草集的 1.06%; 从场均销售额角度来看, 薇诺娜在可比公司中实现领先, 场均销售额达到 46.6 万, 仅次于珀莱雅的 64 万。

图 42: 抖音平台中薇诺娜直播互动率位于中游



资料来源: 蝉妈妈、德邦研究所
注: 数据截止至 2021 年 5 月 14 日

图 43: 抖音直播效果显著, 场均销售额领先同行



资料来源: 蝉妈妈、德邦研究所
注: 数据截止至 2021 年 5 月 14 日

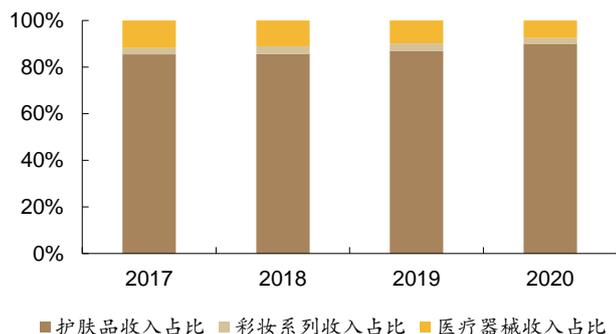
渠道优势之三: 坚守线下渠道, 打造专业品牌形象

坚守线下渠道阵地, 打造专业品牌形象。薇姿以“药房专销护肤品”的形象进入中国, 巅峰时期在中国药店的专柜数量达 3000 个, 年销售额突破 15 亿元, 但海外品牌面临利润考核因素, 药店渠道的铺设要经历长时期的消费者教育, 需要度过低投入回报的阵痛期, 不符合国际品牌 KPI 要求, 于是在 2008 年逐渐退出药房渠道转为百货、屈臣氏, 2020 年与国大药房合作重回 OTC 渠道。贝泰妮大量投入资源, 2016 年便已通过 1000 家公立医院功效型和安全性临床观察, 形成了以头部三甲医院为核心, 通过药店辐射全国。公司出生于滇虹药业, 带有医药背景, 在医生中获得较高认可度, 通过维护医生关系及学术推广工作以打造“医研共创”模式, 随着疫情提高消费者对医生的信任度及产品成分安全性和功效性的考量, 与医生建立深厚合作关系的贝泰妮将从消费行为转变中受益。

3.2. 高功效巩固产品力，经典大单品长盛不衰

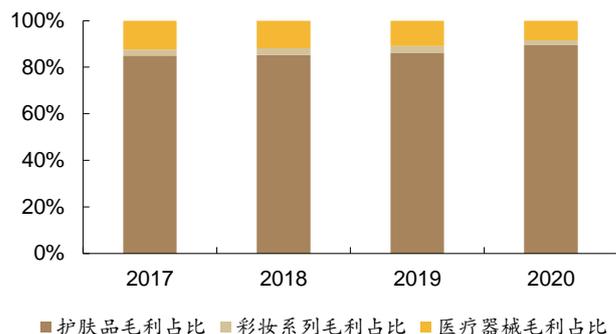
护肤品为公司核心品类，2020 年收入和毛利贡献接近 90%。护肤品系列始终为公司核心，2020 年收入占比达 89.52%，较 2017 年提升 5.29pct，医疗器械产品为透明质酸修护生物膜、透明质酸修护贴敷料等，主要用于微创术后屏障受损皮肤的保护和护理，面向商业客户和直供客户保留较高的定价权，毛利率接近 90%，高于其他品类。公司加大线上渠道铺设，对 B2C 平台给予一定折扣，产品单价由 2017 年的 49.97 元降至 2020 年的 45.81 元，带来 2020 年销量达 5152 万支/盒，较 2017 年增长 283%。

图 44：2020 年护肤品收入占比近 90%



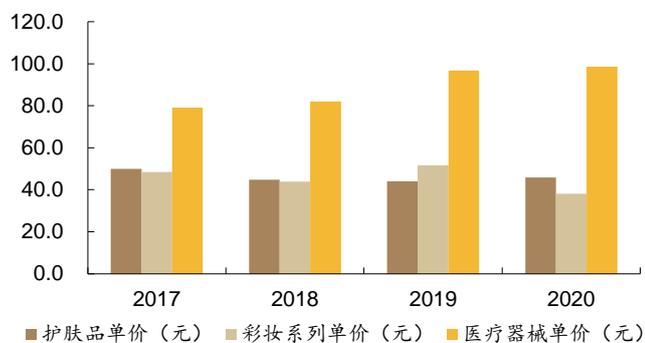
资料来源：公司招股说明书、公司公告、德邦研究所

图 45：2020 年护肤品毛利占比近 90%



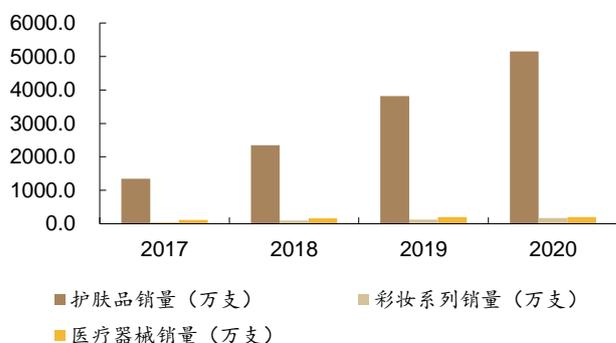
资料来源：公司招股说明书、公司公告、德邦研究所

图 46：医疗器械单价高于其他产品系列



资料来源：公司招股说明书、公司公告、德邦研究所

图 47：护肤品销量远高于其他产品



资料来源：公司招股说明书、公司公告、德邦研究所

打造 12 条产品线，舒敏保湿系列为核心。在薇诺娜网上商城共推出舒敏保湿、极润保湿、舒缓控油等 12 个系列产品线，涵盖面霜、护肤品、面膜等多个类目，SKU 达 82 个，价格区间较为分散，多个类目进行搭配推出多个套装组合，当前已推出 9 个套装，舒敏保湿系列为核心。

图 48: 薇诺娜网上商城打造 12 条产品线

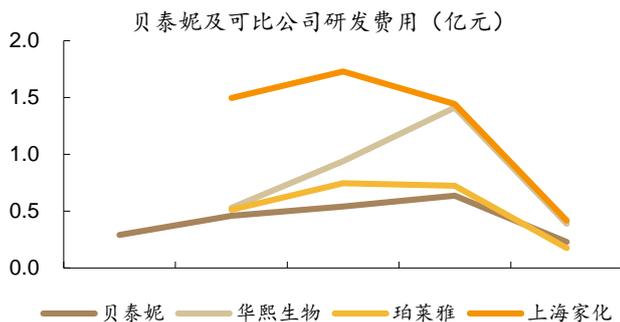
sku数量	面霜	护肤水	面膜	精华	乳液	洁面	套装	其他	SKU	单价
舒敏保湿系列									17	88-734
极润保湿系列									9	128-640
舒缓控油系列									7	158-209
防晒系列									1	188
清痘净颜系列									8	68-674
柔润系列									4	78-168
美白保湿系列									9	188-542
舒敏修红系列									6	68-750
彩妆系列									5	138-298
透明质酸系列									7	78-288
紧致系列									7	238-498
玻尿酸系列									2	198-298
合计	14	12	14	11	3	8	9	11		

资料来源: 薇诺娜网上商城、德邦研究所

产品优势之一: 研发能力突出、聚焦四大植物成分

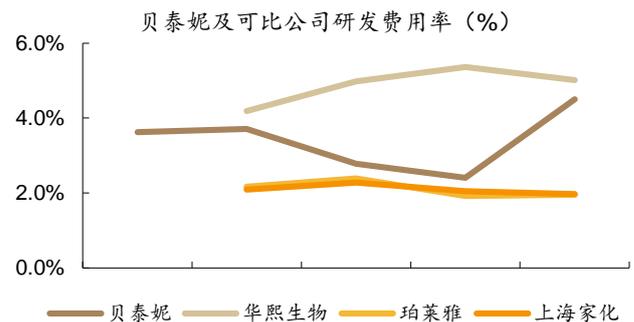
研发端持续投入。2017-2020 年研发费用为 0.29 亿/0.46 亿/0.54 亿/0.63 亿, 研发费用率为 3.62%/3.71%/2.78%/2.41%, 相比于国内可比公司, 贝泰妮的研发费用率位于行业前列。

图 49: 贝泰妮研发费用略低于可比公司



资料来源: 贝泰妮招股说明书、各公司公告、德邦研究所

图 50: 贝泰妮研发费用率位于行业前列 (单位: %)



资料来源: 贝泰妮招股说明书、各公司公告、德邦研究所

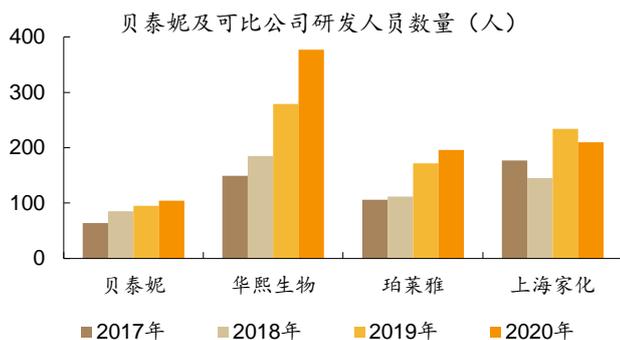
深度绑定七位核心研发人员。七大核心研发人员均具备相关化学、药学、生物学的背景, 均为硕士学历毕业, 参与多项发明专利及新型专利, 招股说明书披露, 研发总监王飞飞间接持有公司总股本 390.33 万股, 研发经理苏温柔通过鼎信 8 号资管计划战略配售持股 2.62 万股, 工艺经理及助理研发经理均通过战配持有 1.75 万股。截止至 2020H1, 公司 100 人研发团队中包括博士学历 3 人, 硕士学历 24 人, 本科学历 57 人, 专业背景系统涵盖药学、中药学、生物制药、药理学等多个方面。2020 年底共有研发人员 104 人, 占总员工的比重为 5.46%, 位于行业中游。

表 10: 核心研发人员背景情况

姓名	职务	学历背景	工作职责	申请发明专利	申请实用新型专利	获得授权发明专利	获得实用新型专利	论文发表数量	间接持股数量-万股
王飞飞	研发总监	化学工程专业硕士学历, 高级工程师, 执业药师	负责公司研发体系建设, 主持并参与公司全品系产品的研发工作	23	15	7	11	6	390.33
苏溫柔	研发经理	药物化学专业硕士学历, 中级工程师	负责原料的评估及准入, 负责立项产品的研发工作	12	1	4	1		2.62
唐杰	工艺经理	环境工程专业本科学历, 中级工程师	负责产品产业化实施, 为公司全品系产品产业化项目主要参与人	4	15		11		1.75
方伟	助理研发经理	精细合成化学与分子工程专业硕士学历, 中级工程师	负责项目跟进, 把控产品上市进度, 负责多款新品项目的开发工作	1	1				1.75
莫隽颖	研发主管	发酵工程专业硕士学历, 中级工程师	负责感官评估及消费者调研, 负责彩妆类产品配方研发	4	2	3	2	5	
袁永雷	研发主管	药学专业硕士学历, 中级工程师	负责公司核心植物活性成分研发产业化相关工作	7	1		1	3	
周焱富	研发主管	生物化学与分子生物学专业硕士学历, 中级工程师	负责公司新品配方研发工作	7	2	4	2		

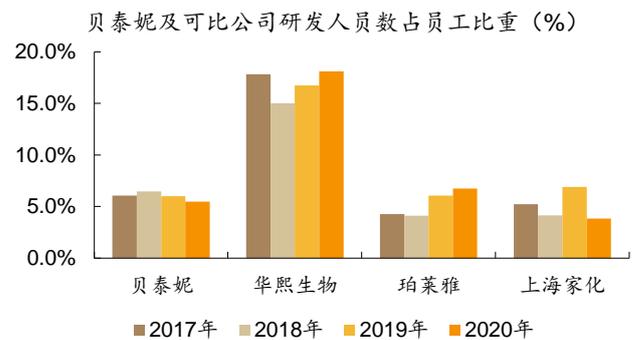
资料来源: 公司招股说明书、德邦研究所

图 51: 贝泰妮研发人员数量位于行业中游 (单位: 人)



资料来源: 贝泰妮招股说明书、各公司公告、德邦研究所

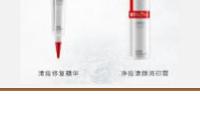
图 52: 贝泰妮研发人员占比位于行业中游



资料来源: 贝泰妮招股说明书、各公司公告、德邦研究所

聚焦四大植物成分, 掌握 11 项核心成分。公司基于皮肤学理论, 糅合前沿科研力, 产品主要围绕天然植物的活性成分, 例如青刺果、马齿苋、山茶花和重楼, 青刺果主要用于修护受损皮肤屏障, 是舒敏保湿系列中的核心成分, 主要用于特护霜; 马齿苋有效缓解肌肤受到的刺激; 云南山茶可深层滋养水润肌肤; 云南重楼可阻隔致痘源污染, 成分用于清痘系列中。公司挖掘四大核心成分, 更为重要的是制备方法及其护肤品产业化的制备方法, 根据招股说明书披露, 公司拥有境内有效专利 46 项, 11 项自主研发的核心技术, 在敏感肌肤护理领域保持领先。

表 11：产品四大核心成分及应用情况

成分名	生长环境	功效	成分图片	应用产品名	产品应用
青刺果	生长在3200米海拔的香格里拉雪山上	含人体所需的不饱和脂肪酸，能促进皮肤角质形成细胞合成神经酰胺及透明质酸，主动修护受损皮肤屏障		舒敏保湿特护霜 柔润保湿霜	
马齿苋	一年生草本植物、耐涝耐旱	薇诺娜利用专利萃取提取马齿苋精华，利用其消炎、抗敏的作用，有效缓解肌肤受到的刺激，增强肌肤耐受性、降低敏感度		舒敏保湿丝滑面膜 舒敏保湿润肤水	
云南山茶	生长在2800米滇中草原和云南西部山地	花瓣萃取物可润白亮泽肌肤、籽富含维生素、不饱和脂肪酸，可以深层滋养水润肌肤		极润保湿面膜 极润保湿BB霜	
云南重楼	生长在3100海拔的潮湿荫蔽深山中	从云南重楼提取到的甾体皂苷，直击痘痘根源，阻隔致痘源污染，对抗各种诱发因素		清痘修复精华 净痘清颜消印霜	

资料来源：薇诺娜网上商城、德邦研究所

表 12：核心技术及相关发明专利

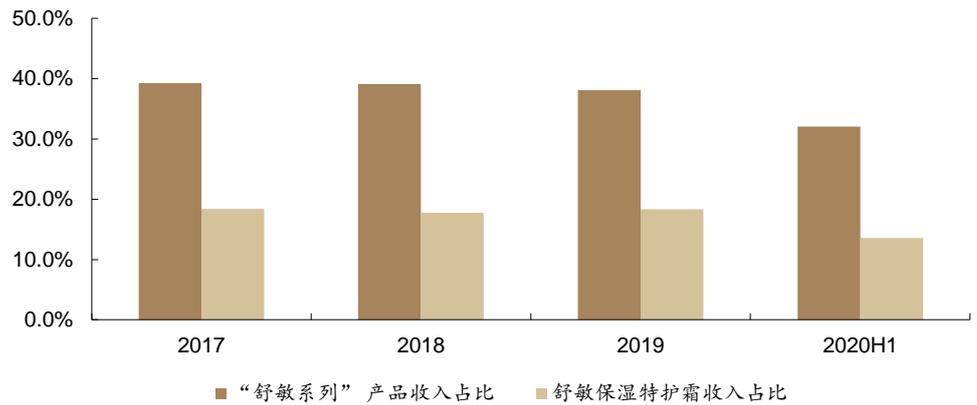
核心技术	相关发明专利
马齿苋提取物制备方法以及含马齿苋提取物的功效性护肤品的产业化制备方法	《一种含马齿苋提取物的功效性护肤品及制备方法》 《一种马齿苋提取物的腺嘌呤核苷定量方法》 《一种马齿苋提取物的制备方法及应用》 《一种马齿苋低温提取方法》 《一种用于马齿苋植物提取的多段恒温提取设备》
青刺果提取物制备方法以及含有青刺果油的功效性护肤品的产业化制备方法	《一种含有青刺果油的功效性护肤品及制备方法》 《一种青刺果仁总黄酮提取物的制备方法》
滇重楼提取物的产业化制备方法	
等渗制剂技术	《一种改善雾化效果的喷雾制剂及其制备方法》
脂质体包裹技术	《高稳定青刺果油脂质体的制备工艺及其在化妆品中的应用》
液体制剂雾化技术	《一种改善雾化效果的喷雾制剂及其制备方法》
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》
含页岩油的复合祛痘制剂及其制备方法	《一种含页岩油的复合祛痘制剂及其制备方法》
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》
高含量维生素 CE 稳定体系复合制剂及其制备方法	《高含量维生素 CE 稳定体系复合制剂及其制备方法》
体外/体内产品评估技术	

资料来源：公司招股说明书、德邦研究所

产品优势之二：推行大单品策略，实现功能聚焦

坚持舒敏保湿特护霜大单品发展。2017-2020H1“舒敏系列”产品的销售收入占比为 39.23%/39.09%/38.11%/32.06%，其中系列中的畅销单品“舒敏保湿特护霜”销售收入占比为 18.37%/17.77%/18.36%/13.56%，2019 年单产品的营收超 3 亿元，与雅诗兰黛小棕瓶、SK-II 神仙水的大单品战略趋同。

图 53: 采用大单品策略, 舒敏保湿特护霜收入占比 17%-19%



资料来源: 公司招股说明书、德邦研究所

大单品战略的核心在于不断升级调整功效成分。雅诗兰黛的核心大单品“小棕瓶”已迭代至第七代, 推出即时修护眼部精华霜、特润修复精华眼霜、高能小棕瓶等系列产品, 雅诗兰黛极致的推出小棕瓶大单品, 每一代产品的背后在于功效成分的调整与升级。对贝泰妮也同样适用, 舒敏保湿特护霜于 2014 年进行备案, 同年润肤水及丝滑面膜贴备案, 三款产品的核心功效成分的区别仅在于 β -葡萄糖及甘油聚醚-26, 成分差异度较小。2016 年推出保湿喷雾采用库拉索芦荟叶提取物, 2017 年修护精华液则在特护霜功效成分的基础上添加聚谷氨酸钠, 新产品的推出是在原有产品基础上进行升级及功能细化。

表 13: 舒敏系列产品功效成分迭代情况

产品名称	备案时间	主要功效	共有成分	甘油	透明质酸钠	β -葡聚糖	甘油聚醚-26	特有成分
舒敏保湿特护霜	2014	舒缓敏感、坚韧皮肤屏障	1,2-戊二醇、丁二醇、马齿苋提取物	√	√	√		
舒敏保湿润肤水	2014	舒缓肌肤、温和润泽、滋润保湿		√	√	√	√	
舒敏保湿丝滑面膜贴	2014	舒缓敏感、密集补水、滋润保湿		√	√		√	
舒敏保湿喷雾	2016	舒缓肌肤、清爽补水、滋润保湿						库拉索芦荟叶提取物
舒敏保湿修护精华液	2017	舒缓敏感、修复肌底、锁水保湿		√	√	√		聚谷氨酸钠
马齿苋舒缓保湿喷雾	2018	保湿补水、舒缓敏感						甜菜碱、泛醇
青刺果修护保湿喷雾	2018	修复屏障、补水保湿		√				青刺果油、莲提取物、卵磷脂、柠檬酸

资料来源: 美丽修行 APP、德邦研究所

实施大单品战略核心在于产品功效性, 推新诉求并不高。公司主打敏感肌肤修复, 产品拥有核心技术支撑, 化妆品新规指出对功效性护肤品需要经过临床验证及消费者使用评价, 相同类型的产品难以被同行超越, 公司拥有较强的产品力。通过核心产品巩固消费者对公司品牌及定位的认知, 有利于消费者教育的推广, 加强品牌打造。国内可比公司大多需要通过每年推新, 打造爆品才能延续品牌的持续增长, 而贝泰妮依靠特护霜大单品, 无较强的推新诉求。未来公司将延续大单品战略, 以核心成分为依托, 切入美白、抗衰等赛道, 持续大单品的打造升级。

产品优势之三: 产品拥有定价权, 价格锚定情况好

大单品战略的体现在于产品拥有定价权, 价格锚定情况较好。贝泰妮在精华及眼霜品类产品的价格略低于内资品牌均值, 面霜、乳液及眼霜等品类略低于外资品牌, 在其他品类中均实现单价的领先, 体现了公司产品力所赋予的定价权。价格管控方面展现更强的管控力, 对于线下专业渠道的促销较少, 线上渠道除了

618、双 11、双 12 等年度大促活动外，公司较少进行促销活动，保持了价格的定力。贝泰妮与薇姿及雅漾的营销方式一致，以零售价出售商品，而国内化妆品公司天猫价格大多为零售价格的八折左右，且全年多次参与促销宣传活动，贝泰妮的调价频率远低于可比公司，价格锚定效果较好。

表 14：竞争对手公司爆款产品销售情况

品牌	天猫店铺	面霜		护肤水		面膜		精华		乳液		洁面		眼霜	
		实际	零售	实际	零售	实际	零售	实际	零售	实际	零售	实际	零售	实际	零售
上海家化	佰草集官方旗舰店	4.98	5.38	1.19	1.20	20.00	25.00	13.30	10.00	2.98	3.20	0.66	1.00	38.67	40.00
	玉泽官方旗舰店	3.16	3.96	0.64	0.81	26.33	36.33	8.72	9.68	2.96	3.60	0.59	0.72	12.53	23.07
珀莱雅	珀莱雅官方旗舰店	1.44	1.78	0.50	0.66	5.95	15.00	13.45	14.00	0.68	0.89	0.70	0.75	13.45	14.50
御家汇	御泥坊旗舰店	1.98	3.18	0.39	0.53	4.95	14.90	9.90	15.90	0.66	0.74	0.59	0.89	9.27	19.93
丸美股份	丸美旗舰店	5.74	6.76	2.21	2.58	1.82	5.47	5.45	9.90	4.21	4.60	1.18	1.40	13.27	13.27
内资品牌平均值		3.46	4.21	0.99	1.16	11.81	19.34	10.16	11.90	2.30	2.61	0.74	0.95	17.44	22.15
薇姿	薇姿旗舰店	5.38	5.38	1.18	1.18	29.00	30.00	8.30	8.30	4.25	4.25	1.48	1.48	25.27	25.27
雅漾	雅漾旗舰店	5.44	5.44	0.62	0.62	4.76	4.76	1.04	1.04	5.44	5.44	1.10	1.10	10.75	10.75
外资品牌平均值		5.41	5.41	0.90	0.90	16.88	17.38	4.67	4.67	4.85	4.85	1.29	1.29	18.01	18.01
公司	薇诺娜官方旗舰店	5.36	5.36	1.48	1.48	28.00	28.00	9.92	9.92	3.76	3.76	1.60	1.60	16.40	16.40

资料来源：天猫、德邦研究所

注：选择品牌同类中销售量最大的产品为代表产品，实际销售价格为打折后价格/数量（毫升/片/克），零售价为建议零售价格/数量（毫升/片/克），数据统计时间为 5 月 14 日

展望未来，我们认为凭借强大的产品力为依托，公司将继续保持中高端定位，随着抗衰、美白等产品系列逐渐丰富，未来产品价格仍有提升的空间。

3.3. 全链路营销提升知名度，学术会议增加专业性

积极参与营销环节，保持市场地位。2019 年线上推广投入占营收比重达 13.80%，较 2017 年的 8.78% 略有提升，公司加大对平台推广工具、佣金及优惠折扣方面的支出，以加大线上平台推广力度，同时在微博、微信等新媒体渠道进行推广。形象宣传及渠道推广方面，2019 年形象宣传推广费增加至 8380 万元，公司签约舒淇代言产品、赞助“双 11”天猫晚会、对户外及楼宇加大广告投入，通过形象宣传提升曝光度，在终端促销及学术会议方面持续投入，打造专业化品牌形象。

表 15: 渠道及广告宣传费的详细内容

推广渠道	推广类型	详细内容	2017年		2018年		2019年		2020H1	
			金额(万)	收入占比(%)	金额(万)	收入占比(%)	金额(万)	收入占比(%)	金额(万)	收入占比(%)
线上推广	平台推广服务费	平台推广工具支出	5,869	7.46	11,695	9.51	18,834	9.74	16,172	17.26
		佣金支出、平台的优惠折扣使用费								
	新媒体营销	628	0.8	2,806	2.28	6,880	3.56	4,329	4.62	
	其他	408	0.52	484	0.39	980	0.51	280	0.3	
	小计	6,905	8.78	14,985	12.19	26,694	13.80	20,780	22.18	
形象宣传及渠道推广费	形象宣传推广费	明星代言、赞助“双11”天猫晚会、影视剧广告植入、户外或楼宇广告	1,476	1.88	1,663	1.35	8,380	4.33	3,576	3.82
	终端促销费	终端网点促销活动产生的费用	4,728	6.01	7,637	6.21	12,267	6.34	7,334	7.83
	会议费	与皮肤学相关的学术交流分享会议相应的会议费支出	185	0.24	331	0.27	815	0.42	25	0.03
	其他		412	0.52	535	0.43	613	0.32	483	0.52
	小计	6,802	8.65	10,165	8.27	22,075	11.41	11,419	12.19	
合计			13,707	17.43	25,150	20.45	48,769	25.21	32,199	34.36

资料来源: 公司招股说明书、德邦研究所

图 54: 签约明星代言人舒淇



资料来源: 薇诺娜官网、德邦研究所

图 55: 联合明星及 KOL 共同演绎“双 Q 特工”微电影

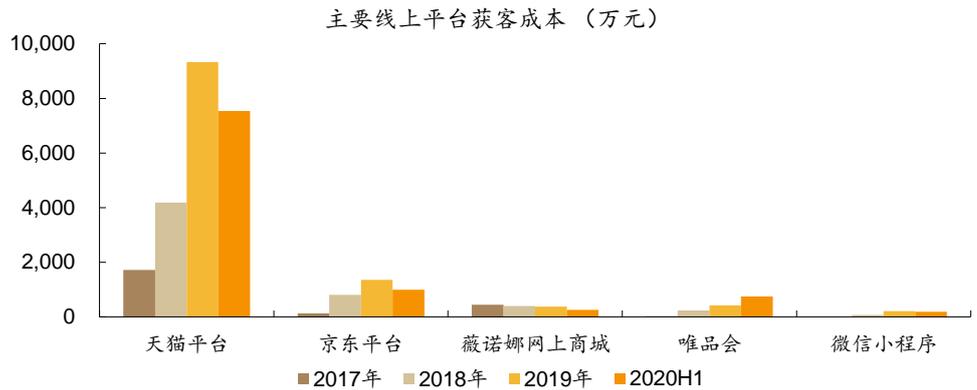


资料来源: 薇诺娜官网、德邦研究所

营销优势之一: 全链路、多方位布局营销, 提升品牌曝光度

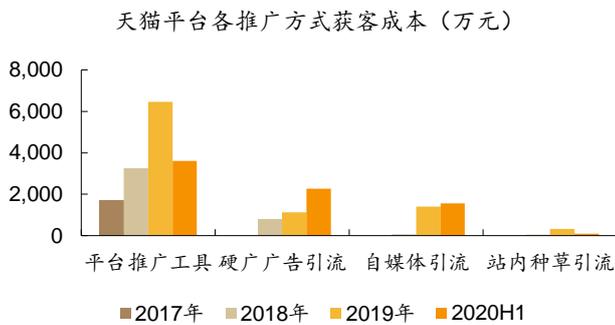
深耕天猫平台, 加大京东、唯品会布局, 打造全链路、多方位营销闭环。公司持续深耕天猫平台投入, 2019 年投入金额达 0.93 亿, 占渠道端投入占比为 79.8%, 较 2017 年提升 6.0pct, 天猫平台创收达 7.75 亿元, 占线上渠道比重达 66.07%, 较 2017 年提升 58.07%。天猫平台中, 公司持续通过品销宝、直通车、钻展、超级推荐等增加曝光度, 但平台推广费用占天猫推广费比例呈现下降趋势, 主因新渠道的拓展, 2019 年加强与头部主播李佳琦、薇娅合作, 2020 上半年与烈儿宝贝、叶璇、柳岩等多位网红主播及明星展开合作, 参与天猫超级品牌日活动, 联合明星与皮肤科专家开展直播活动, 提高品牌声量。但不可避免的是流量红利消失背景下的获客成本高企, 天猫平台获客费用率由 2017 年的 7.09% 提升至 2019 年的 12.04%。公司逐渐加大对京东、唯品会、微信小程序等平台的投入, 打造全方位营销链条, 有效控制成本费用率。

图 56: 营销端持续投入, 全链路、多方位布局



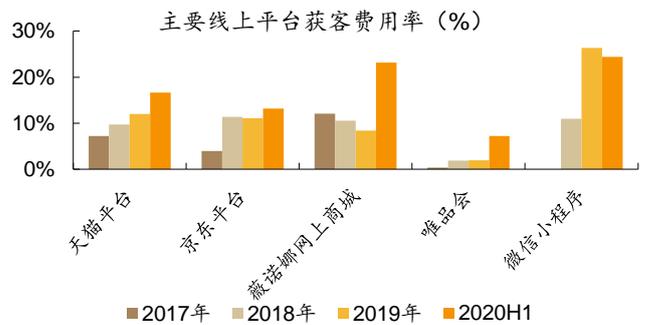
资料来源: 公司招股说明书、德邦研究所

图 57: 天猫平台加大平台推广工具的应用



资料来源: 公司招股说明书、德邦研究所

图 58: 天猫获客费用率逐年提升



资料来源: 公司招股说明书、德邦研究所

营销优势之二: 积极参与学术会议, 打造专业度

积极参与多项高端学术会议, 打造品牌专业度。2015 年薇诺娜参加第 23 届世界皮肤科大会, 成为会议上首个亮相的中国品牌, 2019 年会议上法国贝桑松大学 Philippe Humbert 教授发布《中国品牌·国际验证》——薇诺娜产品临床观察结果, 验证薇诺娜舒敏保湿特护霜可显著改善对敏感性皮肤, 主要活性成分马齿苋、云南独有青刺果及蘑菇葡聚糖的“舒缓、修护、保湿”三大功效, 对薇诺娜的产品力进行权威背书。2017 年薇诺娜携手 19 位顶尖皮肤科专家, 共同发布《薇诺娜医学护肤品及其在临床中的应用》红宝书, 红宝书聚焦修复皮肤屏障的解决方案, 由多个真实病例总结而成, 在化妆品公司甚至科研机构中做到了研究的领先, 极致的专业性获得全国多个三甲医院及知名专家的认可。薇诺娜联合中国非处方药物协会、中国医师协会皮肤科医师分会等五大协会召开“中国敏感性皮肤高峰论坛”, 聚集众多皮肤科权威专家, 在敏感皮肤学术领域建立里程碑, 一年一度的高峰论坛有助于提升曝光度及品牌专业度, 以论坛为契机加大与医院及医生的交流合作。

图 59: 贝泰妮 2015 年出席世界皮肤科大会



资料来源: 薇诺娜官网、德邦研究所

图 60: 贝泰妮 2020 年主办首届中国敏感性皮肤高峰论坛



资料来源: 薇诺娜官网、德邦研究所

3.4. 权威品牌认可叠加消费者高转化，彰显品牌力

在薇诺娜基础上衍生，初步形成“1+4”的品牌矩阵。2017-2020H1 期间，薇诺娜品牌占公司营收比例超过 99%，对核心品牌的依赖度较高，通过在薇诺娜的基础上，积极拓展多层次市场，薇诺娜宝贝专注于专业婴幼儿护理、痘痘康针对痘痘肌肤护理、Beauty Answers 针对高端皮肤修护、资润专注于干燥性皮肤，多维度的产品矩阵有利于满足不同偏好的消费者需求。

- 薇诺娜宝贝：0-2 岁产品线：特安养护洗发沐浴泡、特安养护身体乳、特安养护按摩油、特安养护手口湿巾和特安养护婴儿柔湿巾；2-12 岁产品线：倍润防护洗发露、倍润防护沐浴乳和倍润防护润唇膏；针对性护理线：复合修护紫草膏、特安养护护臀霜和舒润滋养霜。
- 痘痘康：借助国际学术前沿的痤疮研究成果，利用欧洲药典祛痘成分澳洲原生茶树精油，致力研发真正有效的战痘武器。
- Beauty Answers：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定义肌肤修复标准，基于 4.6 万份光损伤性皮肤样本，针对 12 种常见皮肤问题的发生原因、治疗、护理机理进行基础研究与深探索。
- 资润：历时 3 年潜心研究，专门针对非公渠道研制开发的专属品牌。

图 61: 初步形成“1+4”的产品矩阵

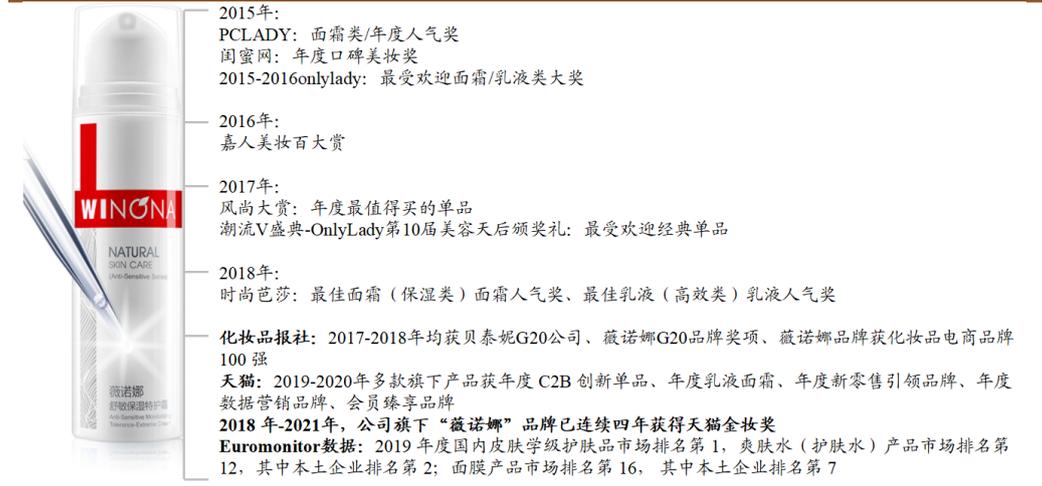
品牌	定位	主要产品
 WINGONA 薇诺娜	敏感肌肤护理和修饰	护肤品类：霜、护肤水、面膜、精华、乳液等 彩妆类：隔离霜、BB 霜、卸妆水等 医疗器械类：透明质酸修护生物膜、透明质酸修护贴敷料等
 WINGONA Baby	专业婴幼儿护理	霜
 痘痘康	痘痘肌肤护理	霜、面膜泥等
 BEAUTY ANSWERS	高端皮肤修护	护肤水、面膜、精华等
 ZIRUN 资润	干燥性皮肤护理	护肤品类：霜 医疗器械类：透明质酸修护生物膜

资料来源: 公司招股说明书、德邦研究所

品牌力之一：收获权威平台认可，斩获多项大奖

公司产品收获多个权威平台认可，斩获多项大奖。2019年，薇诺娜品牌被《化妆品报》评为“敏感肌护理品类第1名”；2018年-2021年，薇诺娜品牌已连续四年获得天猫金妆奖；根据Euromonitor的统计数据，2019年度在国内皮肤学级护肤品市场排名第1。同时，公司在护肤品细分市场领域，爽肤水（护肤水）排名第12，本土企业第2，面膜产品市场排名第16，本土企业第7。薇诺娜品牌及产品获得多个权威机构的认可，彰显品牌价值。

图 62：收获平台认可，斩获多项大奖

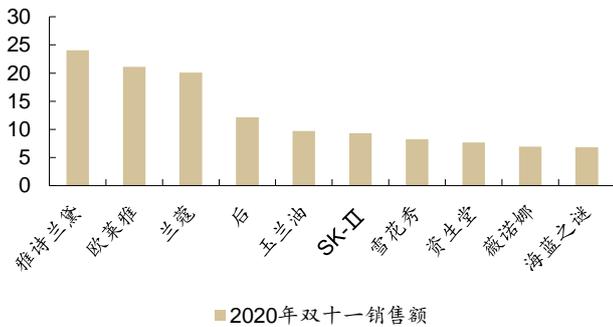


资料来源：公司招股说明书、德邦研究所

品牌力之二：消费者高购买力及转化率展现品牌认可度

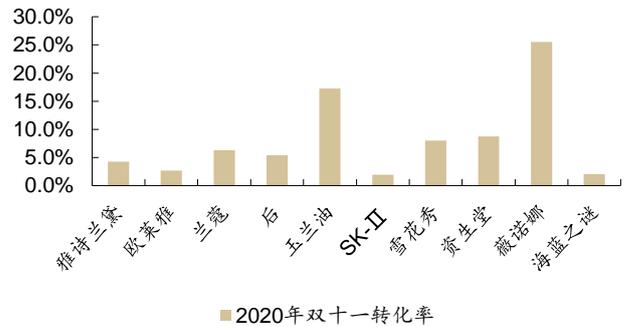
消费者高购买力及转化率展现品牌认可度。化妆品榜数据显示，在大型促销活动双十一中，2017年基本以国内品牌占据主导，百雀羚、自然堂销售额排名前二；2018年市场格局发生变化，传统强势国产品牌百雀羚及自然堂GMV跌出前三名，薇诺娜排名第十，首次上榜；2019年薇诺娜排名第九，在前十名品牌中仅次于百雀羚及自然堂；而在2020年双十一活动中，薇诺娜以6.94亿GMV保持第九，成为唯一一个上榜的国产品牌，转化率则高达25.56%，领先于其他品牌。我们认为双十一活动为化妆品企业全年经营的重点，是品牌产品推广、资源投放、营销效果等多维度的综合体现，最根本在于消费者对品牌的认可度，薇诺娜品牌凭借过去三年在双十一的优秀表现，与海外品牌竞争时销售业绩较佳，彰显市场认可度。

图 63：薇诺娜 2020 年双十一 GMV 排名第九



资料来源：亿邦动力网、德邦研究所

图 64：2020 年双十一转化率薇诺娜领先其他品牌



资料来源：亿邦动力网、德邦研究所

3.5. 未来贝泰妮兼具赛道 β +品牌红利 α 收益

预计 2024 年皮肤学级市场规模为 431 亿，年化复合增速达 26.0%。当前我国女性的敏感肌发生率达 36%，亚洲女性发生率为 40%-56%，我们认为受到生活环境的影响以及过度护肤带来的负面影响，未来我国敏感肌发生率将维持较高的水平。护肤品市场持续增长，越来越多的消费者转为成分党，对皮肤专业护理的需求提升，渠道及品牌对消费者的教育效果逐渐显现，我们采用两种方式测算市场规模及增速：

- 通过国内护肤品市场规模 X 皮肤学级护肤品渗透率方法测算，2019 年我国功能性护肤品市场渗透率为 5.5%，低于全球的 10.3% 和美国的 14%，若 2024 年中国市场渗透率达到 10%，对应市场规模 431 亿元。
- 通过敏感肌人群数量 X 人均年花费的方法测算，2019 年我国敏感肌人群测算约 1.31 亿，人均花费额为 103 元，低于美国的 72 美元，成分党接受更多的信息来源及教育，对护肤成分更加熟悉，对应购买力更强，随着消费者教育的逐渐推进，若 2024 年全国敏感肌群体为 1.72 亿，预计客单价将提升至 250 元，预计 2024 年我国皮肤学级市场规模将达到 430.60 亿元，对应 2019 年的复合增速达 26.0%。

贝泰妮成立时间晚于海外品牌，但 2019 年贝泰妮市占率已达到 20.5%，位列国内第一，我们认为贝泰妮成为细分市场龙头得益于渠道、产品及营销三大优势：

- 渠道端：①参与移动互联网快速崛起的“盛宴”，线上布局具备先发优势；②私域流量转型，新兴渠道取得成效；③坚守线下渠道，打造专业品牌形象；
- 产品端：①研发能力突出、绑定核心成分；②推行大单品策略，实现功能聚焦；③产品拥有定价权，价格锚定情况好；
- 营销端：①全链路、多方位布局营销，提升品牌曝光度；②积极参与学术会议，打造专业度。

我们认为贝泰妮未来将围绕敏感肌从两条路径进行发展：

- 打造品牌矩阵，薇诺娜宝贝将成为第二增长极：公司在薇诺娜品牌的基础上，薇诺娜宝贝专注于专业婴幼儿护理、痘痘康针对痘痘肌肤护理、Beauty Answers 针对高端皮肤修护、资润专注于干燥性皮，满足不同人群的消费需求。预计薇诺娜宝贝将有望成为公司第二品牌，Euromonitor 数据显示 2019 我国婴幼儿护肤市场规模达 102 亿元，市场格局尚未稳固，2014-2019 年市场 CR5 从 41.6% 下降到 27.6%，国内 0-2 岁婴儿的湿疹发病率较高，但国内缺少专门针对婴儿肌肤的护理品牌，同时我国人均消费低于韩国及美国。预计薇诺娜宝贝有望延续薇诺娜主品牌发展路径，从医院向线上渠道推进，薇诺娜宝贝凭借其产品力和专家背书优势，未来发展空间较大。
- 围绕敏感肌修复，坚持大单品战略，逐渐丰富品类。公司的舒敏保湿特护霜成为核心单品，背后是公司的研发能力及渠道推广能力，今年 618 预售首日，薇诺娜清透防晒乳预售达 10 万套，产品在大促期间表现不俗。公司将扎根敏感肌赛道，未来将向美白、抗衰、防晒等多领域发展，推出不同系列产品，借助学术会议及专家渠道进行背书，以线上线下渠道进行全方位推广，将打造多个核心产品。

4. 盈利预测与投资建议

预计未来公司重点发展线上自营渠道及线下分销渠道，产品力及营销能力为支撑，公司的品牌力优势逐渐显现，我们对主要渠道业务假设如下：

- 线上自营渠道：未来将维持公司的发展重心，细分结构或加大对微信小程序及网上商城端的投入，引导公域流量向私域流量转化，预计 2021-2023 年营收增速为 45.1%/37.7%/32.3%，对应毛利率为 80.8%/81.0%/81.2%。
- 线上分销渠道：预计未来将加强与头部 B2C 平台合作，该部分预计将快速增长，区域经销商的平台资源略逊色于头部平台，预计增速略慢，整体预计线上分销 2021-2023 年营收增速为 49.8%/32.9%/28.6%，对应毛利率为 72.3%/72.4%/72.5%。
- 线下自营渠道：公司战略调整，过往削减线下自营渠道，预计 2021-2023 年营收与 2020 年一致为 248 万，毛利率为 91.09%。
- 线下分销渠道：重点发力直供客户渠道及商业客户，减少对经销商的资源投入，其中直供客户将由西南地区走向全国，市场空间广阔，专业渠道的粘度及盈利能力较强，较少参与促销折扣活动，渠道结构的调整将带动毛利率提升，预计线下分销渠道 2021-2023 年营收增速分别为 48.6%/27.6%/18.8%，毛利率为 87.0%/87.4%/87.8%。

预计 2021-2023 年营收分别为 38.6 亿/52.0 亿/67.2 亿，对应营收增速分别为 46.3%/34.8%/29.3%，毛利率为 80.05%/80.27%/80.41%，随着营收规模的增加，研发能力及品牌力为产品定价提供支撑，预计毛利率将稳中有升。

费用率方面，预计为了应对流量红利消失，公司未来将在营销端持续高投入，但公司规模增长，预计销售费用率将有降低，整体维持在 42%-45% 区间中，研发费用及管理费用整体保持稳定。

表 16: 公司主营业务经营预测明细 (单位: 百万)

	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
线上自营渠道营收	363.0	628.2	1074.8	1658.3	2406.4	3314.3	4384.6
YoY		73.03%	71.11%	54.28%	45.12%	37.73%	32.29%
毛利	296.60	515.3	866.3	0.0	1944.4	2684.6	3560.3
毛利率	81.70%	82.04%	80.60%		80.80%	81.00%	81.20%
线上分销渠道营收	125.3	253.6	408.8	513.5	769.0	1021.7	1313.7
其中: 大型 B2C 平台	103.0	197.8	351.6		703.2	949.3	1234.0
其中: 线上经销商	22.3	55.8	57.3		65.9	72.4	79.7
YoY		102.35%	61.19%	25.61%	49.75%	32.86%	28.58%
毛利	89.4	186.7	295.9		556.0	739.5	952.0
毛利率	71.35%	73.61%	72.37%		72.30%	72.38%	72.47%
线下自营渠道营收	14.2	7.5	3.1	2.5	2.5	2.5	2.5
YoY		-46.95%	-58.61%	-20.49%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利	13.0	6.9	2.8	0.0	2.3	2.3	2.3
毛利率	91.08%	91.69%	90.51%		91.09%	91.09%	91.09%
线下分销渠道营收	283.9	340.4	447.6	446.3	663.0	845.9	1004.9
其中: 商业公司	133.3	174.3	206.7		289.4	376.2	451.5
其中: 直供客户	91.7	120.0	201.0		341.6	444.1	532.9
其中: 区域经销商	59.0	46.1	40.0		32.0	25.6	20.5
YoY		19.90%	31.51%	-0.30%	48.56%	27.59%	18.79%
毛利	243.6	293.1	388.7		576.5	739.5	882.0
毛利率	85.80%	86.10%	86.83%		86.95%	87.42%	87.77%
主营业务收入	786.5	1229.7	1934.4	2620.6	3840.9	5184.4	6705.7
YoY		56.35%	57.31%	35.47%	46.57%	34.98%	29.34%
其他业务收入	11.5	10.8	9.3	15.9	15.9	15.9	15.9
其他业务毛利	6.0	4.7	5.5		8.2	8.2	8.2
总营业收入	798.0	1240.5	1943.7	2636.5	3856.9	5200.3	6721.6
YoY		55.44%	56.69%	35.64%	46.29%	34.83%	29.25%
总毛利	648.6	1006.7	1559.2	2010.4	3087.4	4174.1	5404.8
毛利率	81.28%	81.15%	80.22%	76.25%	80.05%	80.27%	80.41%

资料来源: 贝泰妮招股说明书、公司公告、德邦研究所

注: 2020 年会计准则发生调整, 2021-2023 年营收、营业成本及期间费用的预测以调整前的会计准则为基础

贝泰妮核心主营为护肤品业务, 截止至 6 月 17 日收盘价, 对应 2021-2023 年的 PE 分别为 133.0X/93.1X/68.9X, 对应的 PEG 分别为 3.23X/2.26X/1.67X。我们选择上海家化、珀莱雅、华熙生物为可比公司, 三家公司 2021 年 PEG 均值为 3.05 倍, 我们认为贝泰妮应享受更高估值溢价, 理由如下: (1) 赛道红利: 贝泰妮专注于敏感肌肤修复, 2015-2019 年皮肤学级市场复合增速为 22.95%, 高于护肤品市场的 11.00%, 随着成分党兴起, 消费者对护肤重视度逐渐提升, 预计 2024 年皮肤学级市场规模将达到 431 亿元, 对应复合增速 26%, 相较普通化妆品, 功能性化妆品将会保持较高增速; (2) 品牌优势: 公司大单品战略强化品牌打造, 在消费者中的认可度较高, 未来将通过品牌矩阵的完善及品类的拓展, 增加盈利维度; (3) 盈利能力: 贝泰妮 2020 年毛利率、净利率分别为 76.25%、20.61%, 领先于行业竞争对手的 68.31%、14.44%, 展现较强的盈利能力。我们认为贝泰妮作为敏感肌领域龙头企业, 参考可比公司平均估值应给予贝泰妮一定溢价, 首次覆盖给予“买入”评级。

表 17: 可比公司盈利预测与估值 (截至 2021 年 6 月 17 日)

代码	简称	股价	EPS				年化 复合增速	PEG		
			2020	2021E	2022E	2023E		2021E	2022E	2023E
600315	上海家化	53.75	0.63	0.76	1.15	1.54	34.7%	2.04	1.35	1.01
603605	珀莱雅	173.66	2.37	2.97	3.68	4.48	23.6%	2.47	2.00	1.64
688363	华熙生物	233.00	1.35	1.69	2.29	2.95	29.8%	4.63	3.42	2.65
均值			1.45	1.81	2.37	2.99		3.05	2.25	1.77
300957	贝泰妮	249.00	1.28	1.87	2.67	3.61	41.2%			

资料来源: wind、德邦研究所

注: 可比公司 EPS 来自 wind 一致预测中值, 时间截止至 2021 年 6 月 17 日

5. 风险提示

(1) 行业景气度下降风险

借助化妆品行业红利公司快速发展，若经济下滑、投资者需求下降，将对整体经营环境带来不利影响。

(2) 行业竞争加剧风险

化妆品竞争越发激烈，尤其是线上渠道，多个化妆品品牌积极推进敏感肌护理细分领域的相关产品，行业竞争格局趋于恶化。若公司不能针对市场需求推出产品或者及时调整经营策略，将会影响经营情况。

(3) 品牌集中风险

2017-2020H1 期间，公司薇诺娜品牌创收占比在 99%以上，品牌高度集中，若主品牌经营策略失效、认可度降低或其他不利影响，会导致该品牌销售收入下滑，对公司业绩产生不利影响。

(4) 新品牌孵化不及预期风险

公司着力孵化薇诺娜宝贝等多品牌，首次进入其他领域，对新领域市场了解有限，推出产品无法适应市场需求，带来新品牌孵化情况不及预期。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标(元)				
每股收益	1.28	1.87	2.67	3.61
每股净资产	2.83	11.25	13.13	15.65
每股经营现金流	1.02	1.94	2.61	3.51
每股股利	0.45	0.55	0.80	1.09
价值评估(倍)				
P/E	194.07	132.99	93.10	68.91
P/B	87.97	22.12	18.97	15.91
P/S	33.59	27.02	20.04	15.50
EV/EBITDA	136.74	108.46	75.87	56.07
股息率%	0.2%	0.2%	0.3%	0.4%
盈利能力指标(%)				
毛利率	76.3%	80.1%	80.3%	80.4%
净利润率	20.6%	20.6%	21.8%	22.8%
净资产收益率	45.3%	16.6%	20.4%	23.1%
资产回报率	33.9%	15.0%	18.2%	20.5%
投资回报率	43.7%	15.8%	19.4%	22.0%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	35.6%	46.3%	34.8%	29.3%
EBIT 增长率	27.6%	44.7%	43.2%	34.8%
净利润增长率	31.9%	45.9%	42.8%	35.1%
偿债能力指标				
资产负债率	25.0%	9.8%	10.7%	11.1%
流动比率	3.6	9.8	8.9	8.6
速动比率	2.8	9.2	8.3	7.9
现金比率	1.9	8.3	7.5	7.1
经营效率指标				
应收帐款周转天数	25.9	25.9	24.3	25.3
存货周转天数	147.9	130.0	140.0	135.0
总资产周转率	1.6	0.7	0.8	0.9
固定资产周转率	38.5	37.2	39.2	41.9

现金流量表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	544	793	1,133	1,531
少数股东损益	0	1	1	2
非现金支出	39	29	31	32
非经营收益	-5	-2	-3	-5
营运资金变动	-148	-1	-57	-72
经营活动现金流	431	820	1,105	1,486
资产	-89	-100	-93	-90
投资	0	0	0	0
其他	3	2	3	5
投资活动现金流	-86	-98	-90	-85
债权募资	37	0	0	0
股权募资	0	64	0	0
其他	-158	2,712	-340	-460
融资活动现金流	-121	2,775	-340	-460
现金净流量	224	3,497	675	942

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 6 月 17 日
 资料来源：招股说明书、公司年报（2020），德邦研究所

利润表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	2,636	3,857	5,200	6,722
营业成本	626	769	1,026	1,317
毛利率%	76.3%	80.1%	80.3%	80.4%
营业税金及附加	46	73	94	122
营业税金率%	1.7%	1.9%	1.8%	1.8%
营业费用	1,107	1,736	2,288	2,890
营业费用率%	42.0%	45.0%	44.0%	43.0%
管理费用	169	259	341	446
管理费用率%	6.4%	6.7%	6.6%	6.6%
研发费用	63	116	156	202
研发费用率%	2.4%	3.0%	3.0%	3.0%
EBIT	625	904	1,295	1,745
财务费用	-1	0	0	0
财务费用率%	-0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
资产减值损失	-9	0	0	0
投资收益	3	2	3	5
营业利润	650	952	1,363	1,835
营业外收支	-2	0	0	0
利润总额	648	952	1,363	1,835
EBITDA	650	933	1,325	1,777
所得税	104	158	229	303
有效所得税率%	16.1%	16.6%	16.8%	16.5%
少数股东损益	0	1	1	2
归属母公司所有者净利润	544	793	1,133	1,531

资产负债表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	752	4,249	4,924	5,866
应收账款及应收票据	187	273	346	467
存货	254	274	394	487
其它流动资产	199	213	227	248
流动资产合计	1,391	5,010	5,891	7,067
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	69	104	133	161
在建工程	41	61	81	101
无形资产	55	71	85	95
非流动资产合计	211	282	344	402
资产总计	1,602	5,291	6,235	7,470
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	135	179	222	278
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	256	333	439	545
流动负债合计	391	512	661	824
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	9	9	9	9
非流动负债合计	9	9	9	9
负债总计	400	520	670	832
实收资本	360	424	424	424
普通股股东权益	1,199	4,767	5,560	6,631
少数股东权益	3	4	5	6
负债和所有者权益合计	1,602	5,291	6,235	7,470

信息披露

分析师与研究助理简介

郑澄怀，德邦证券研究所商贸零售&社会服务首席分析师，伦敦政治经济学院金融学，杜伦大学计算机学双硕士，曾任安信证券商社团队高级分析师。2020年新财富商社第六名&最具潜力奖核心成员，第二届新浪金麒麟新锐分析师第一名核心成员。2021年加入德邦证券研究所。擅长消费产业趋势分析及公司和行业的深度基本面研究，核心覆盖：酒店、免税、人力资源、餐饮、旅游、医美、化妆品、茶饮、零售等多个板块。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，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，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准：	类别	评级	说明
以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦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，未经德邦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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。