



贝泰妮（300957.SZ）：六大驱动因子，助推敏感肌护肤国货龙头的高增长

公司评级：买入

- 驱动1：【市场端】功能性护肤市场空间大，用户渗透率有待提升
- 驱动2：【用户端】敏感肌用户群体扩大，使用粘性强、复购率高
- 驱动3：【产品端】明星大单品表现优异，新品类拓展稳步推进
- 驱动4：【渠道端】“线上+线下”双轮驱动，深度融合协同并进
- 驱动5：【营销端】发力私域流量运营，精准提升用户转化率
- 驱动6：【研发端】天然植物提取，医研共创研发基础深厚

分析师：裴伊凡
证券执业证书号：S0640516120002

□ **行业层面：公司处于高速成长的黄金赛道—皮肤学级护肤品+彩妆+医疗器械+医美+婴幼儿**

➤ **皮肤学级（敏感肌）护品市场增速快：**

- 近年来，随着国民人均国民收入水平的提升，对精致生活的需求愈加旺盛，而国内以医美和美妆为代表的颜值经济行业景气度高企。
- **2015年-2020年，中国护肤品市场规模持续高增长，年均复合增长率为10.4%，截至2020年，中国护肤品市场规模达2630亿元。**2020年，虽然受到疫情影响，仍保持7.6%的增速。
- **公司主营业务所处的皮肤学级（敏感肌）护肤品市场，2015年-2020年，中国皮肤学级（敏感肌）护肤品年均复合增长率为24.0%，远高于护肤品市场整体增速。截至2020年，中国皮肤学级护肤品市场规模达161.3亿元。**

➤ **国内用户渗透率低：**

- 对比海外，国内的化妆品市场渗透率依然很低，中国功能性护肤品市场渗透率仍然较低，未来有待提升。
- **近年来，虽然中国功能性护肤品市场渗透率有大幅提升，但仍低于欧美成熟市场水平。根据观研天下计算，2019年中国功能性护肤品市场渗透率仅为5.5%，低于法国（43.01%）、美国（14.71%）以及全球平均水平（10.28%）。**

➤ **国内敏感肌用户群体扩大：**

- **2017年《中国敏感性皮肤整治专家共识》报告显示，我国女性敏感肌比例为36.1%。**受空气污染（主要为雾霾）、熬夜加班、生活压力、焦虑、过度护肤、整容、过度彩妆等因素影响，导致起防御作用的健康颗粒细胞活性减弱，重视敏感肌修复人群越来越多，皮肤学级护肤品市场潜在需求旺盛。
- 通过社交媒体的影响和电商渠道的推广，国人对护肤品成分的认知程度越来越高，当前敏感肌话题在护肤领域已具有较高话题热度。

➤ **皮肤学级护肤品行业护城河高：**公司的产品能够具备介于医美和美妆之间的一个属性，技术护城河高于美妆，技术壁垒相对较强。

□ 公司层面：树立敏感肌标杆

- **盈利能力突出**：公司虽然目前收入和利润规模绝对额与同业公司相比不算高，**公司毛利率在80%左右的水平，均处于领先水平。**
- **产品端：市场占有率**：2015年到2019年，薇诺娜品牌的市占率逐年攀升，从2015年的6.76%上升到2019年的20.54%，超过常年保持领先的法国品牌雅漾，跃居第一位，2020年薇诺娜市场份额较2019年度提升2.5个百分点，较第二、第三名的领先优势继续扩大；**成分壁垒**：公司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。公司产品成分以云南特有马齿苋和青刺果为主，具备较强地域特征，具备强护城河；**生产方式**：公司目前生产以外包为主，未来公司将提高自产比例，有望进一步提升毛利率水平，改善现金流水平；**明星单品**：跨周期明星单品“薇诺娜”表现优异，利用云南高原特色植物活性成分促进皮肤屏障的自我修复，具有会员生命周期长、用户粘性强、复购率高等特性；**拓品类**：公司积极推进多品牌路线，2020年公司创立“薇诺娜宝贝”子品牌，拓展儿童、彩妆和男士护肤产品线；此外，公司通过开设医美中心切入医美赛道，有望通过收并购与公司的客户、渠道、研发资源协同并进，打开新的增长极。
- **渠道端**：线上渠道：重点打造自营平台，B2C平台销量逐年攀升，以阿里系渠道销售为主，2018年-2020年，公司旗下“薇诺娜”品牌已连续三年获得天猫金妆奖。薇诺娜官方旗舰店（天猫）的数据显示，近三年公司产品复购率已经接近30%；**线下渠道**：以OTC为主，走高中端定价策略，整体单位售价、毛利率高于线上渠道；**“线上+线下”相互融合**：公域和实体专柜向私域流量导流，实现O2O营销，精准触达核心高质量用户群体。
- **营销端**：乘新媒体营销之风，树立专业的品牌形象，通过在微博、微信公众号、小红书、抖音、知乎等新兴媒体上凭借 KOL 种草、公众号文章、网络直播、短视频等各类方式进行产品内容营销推广，多渠道、多层次覆盖目标消费者群体，实现“品效合一”，打通全域流量赋能，进一步提升销售转化率。
- **拓品类，布局未来**：未来，公司还将拓展儿童、彩妆和男士护肤产品线，逐步切入医美赛道，与公司的客户、渠道、研发资源协同并进，打开新的增长极，坐享行业增长红利。
- **投资建议**：**我们预计公司2021-2023年的营业收入分别为为38.81亿元、53.65亿元和71.45亿元，归母净利润分别为8.04亿元、11.08亿元和14.79亿元，EPS分别为1.90元、2.62元和3.49元，对应PE分别为137.30、99.59和74.62。**



1、公司概况：功能性护肤龙头

2、业务拆解：六大驱动因子，助力公司高成长

3、盈利预测与投资建议

4、风险提示



1. 公司简介：国内功能性护肤行业龙头

1.1 发展历程

1.2 股权结构

1.3 主营业务

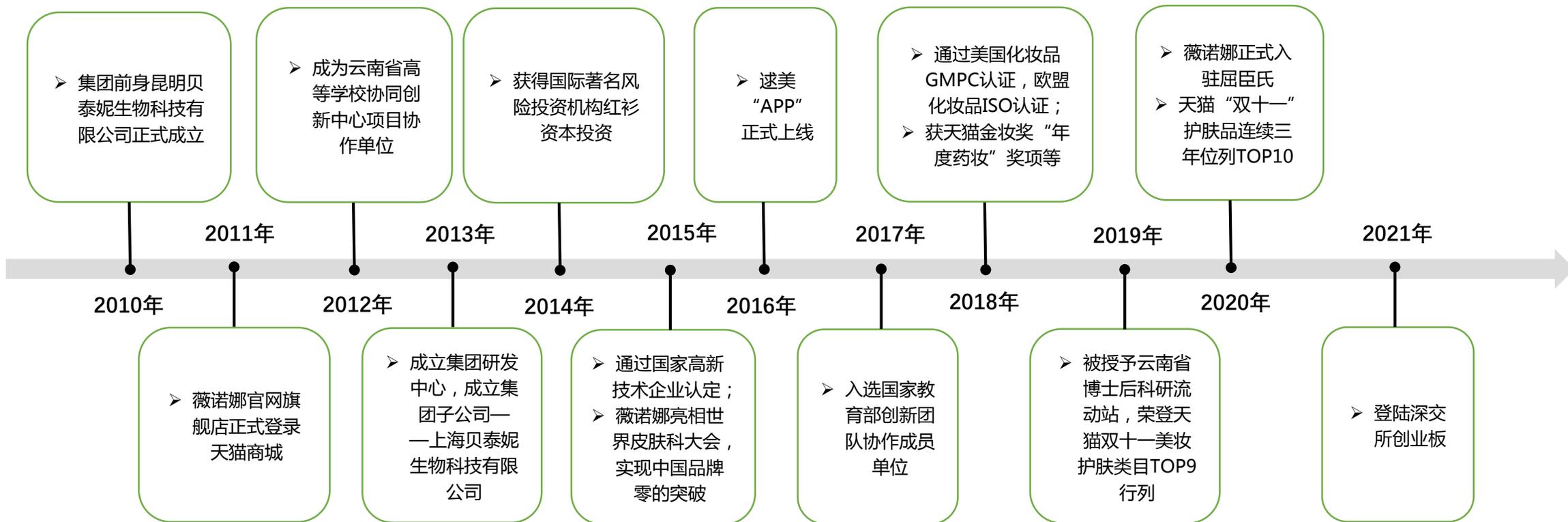
1.4 财务情况

1.5 IPO融资项目

1.1 历史沿革：聚焦功能性护肤的龙头，打造国人皮肤健康生态

- **中国功效性护肤品第一股**：云南贝泰妮生物科技集团股份有限公司成立于2010年，于2021年3月25日登陆深交所创业板，致力于“打造中国皮肤健康生态”；
- **“研发+生产+营销”三位一体**：定位于“皮肤健康互联网+”的大健康产业集团，致力于打造中国皮肤健康生态，推动中国皮肤护理大健康事业的发展；
- **以“薇诺娜”品牌为核心**：公司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，核心品牌“薇诺娜”是利用云南高原特色植物活性成分、促进皮肤屏障自我修复的皮肤学级护肤品牌。

图表1：贝泰妮的历史沿革



1.1 历史沿革：剥离于滇虹药业，高认可度的医药背景

- “薇诺娜”项目是滇虹有限 2008 年孵化的多个项目之一：贝泰妮的前身滇虹药业为一家主要从事药品生产和销售业务的企业，自设立以来主要经营药品，主要产品包括“复方酮康唑发用洗剂”、“复方酮康唑软膏”、“糠酸莫米松乳膏”、“尿素维 E 乳膏”等皮肤病药物、药用去屑洗剂产品。早期，“薇诺娜”只是滇虹药业孵化的一个项目，主要为化妆品的研发和销售，但是一直未能盈利，而2011年滇虹准备A股上市，此项目因并非主营业务被剥离开来，被转让至贝泰妮有限公司。
- 贝泰妮部分董事、监事、高级管理人员、其他核心人员中曾在滇虹药业任职的情况如下：

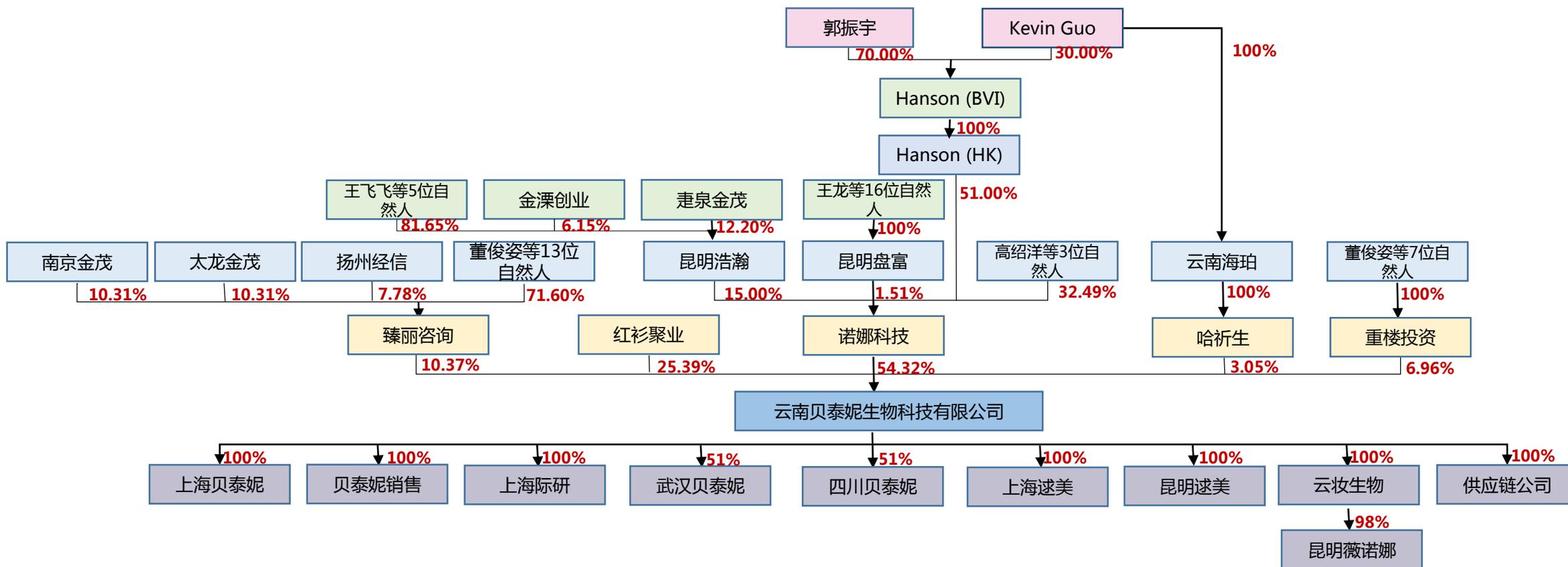
图表2：贝泰妮核心人员的任职情况

姓名	在贝泰妮任职情况	曾在滇虹药业任职情况	从滇虹药业离职的时间	加入贝泰妮的时间	在贝泰妮的工作内容
GUO ZHENYU (郭振宇)	董事长、总经理	董事长、总裁；董事	2014年10月卸任董事长、总裁并担任董事至2020年5月	2014年6月	公司经营管理
高绍阳	董事、副总经理	薇诺娜项目总监	2012年8月	2012年8月	公司经营管理
董俊姿	董事、副总经理	人力资源总监兼总裁办主任	2011年5月	2012年10月（加入贝泰妮前任职于阳光城集团股份有限公司，股票代码000671）	负责线上销售业务
马骁	董事、副总经理	研发主管、研发经理	2013年1月	2013年1月	负责研发与供应链
余仕汝	中央工厂厂长、监事	副总经理	2015年6月	2015年7月	负责生产工作
杨祖荣	总经办主任、职工代表监事	行政部经理	2016年12月	2017年1月	负责总经办公会会议、法务等工作
王飞飞	研发总监	上海滇虹研发总监	2014年12月	2014年12月	负责研发工作

1.2 股权结构：控股股东为诺娜科技；实控人为郭振宇、Kevin Guo父子

- 公司**控股股东**为诺娜科技，持有公司 54.23% 股份；公司**实际控制人**为GUO ZHENYU（郭振宇）和 KEVIN GUO 父子，发行前两人合计持有诺娜科技51%的股权。此外，KEVIN GUO 通过哈祈生持有公司 3.05% 的股权。因此，二人共通过诺娜科技和哈祈生间接持有公司 30.71% 股份，合计控制公司 57.28% 的股权。
- 公司**第二大股东**为红杉资本旗下的天津红杉聚业股权投资合伙企业，持股 25.39%；公司是红杉投资的第一家本土日化企业。
- 公司**核心高管**通过**间接持股**实现利益绑定，如：董事、副总经理高绍阳间接持股5.76%；董事、副总经理董俊姿间接持股6.28%。

图表3：贝泰妮的股权结构



1.3 主营业务：聚焦功能性护肤的龙头，“线上+线下”并驾齐驱

□ 贝泰妮以“薇诺娜”品牌为核心，专注于应用纯天然的植物活性成分，重点针对敏感性肌肤，提供温和、专业的皮肤护理产品。

- **主营业务**：护肤品、彩妆类产品以及皮肤护理相关医疗器械产品的研发、生产及销售业务，其中，护肤品为公司主要产品类型，2020年占主营业务收入90%以上。
- **主要产品**：①彩妆类产品包括霜、护肤水、面膜、精华、乳液等护肤品类产品及隔离霜、BB霜、卸妆水等；②皮肤护理相关医疗器械产品的研发、生产及销售业务相关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。
- **品牌矩阵**：以“薇诺娜”为核心，衍生出针对不同偏好的品牌，如：WINONA Baby、痘痘康、Beauty Answers、资润等一系列品牌及与之相关 333 项境内注册商标及三百余款化妆品产品，主要畅销产品为“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
- **销售渠道**：以线下渠道为基础，以线上渠道为主导的销售模式；直销与分销两种方式对外销售，以直销为主。

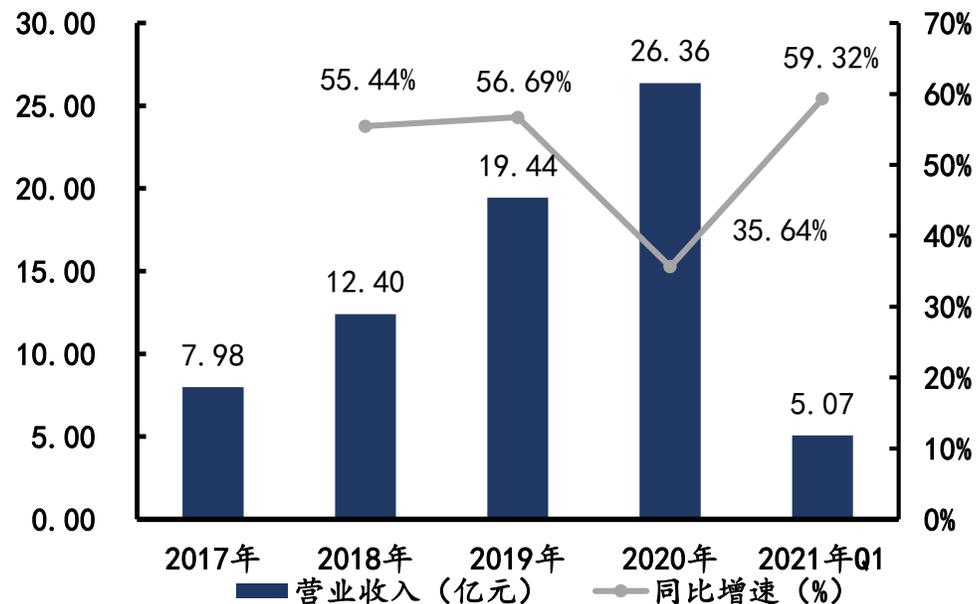
图表4：贝泰妮的品牌矩阵



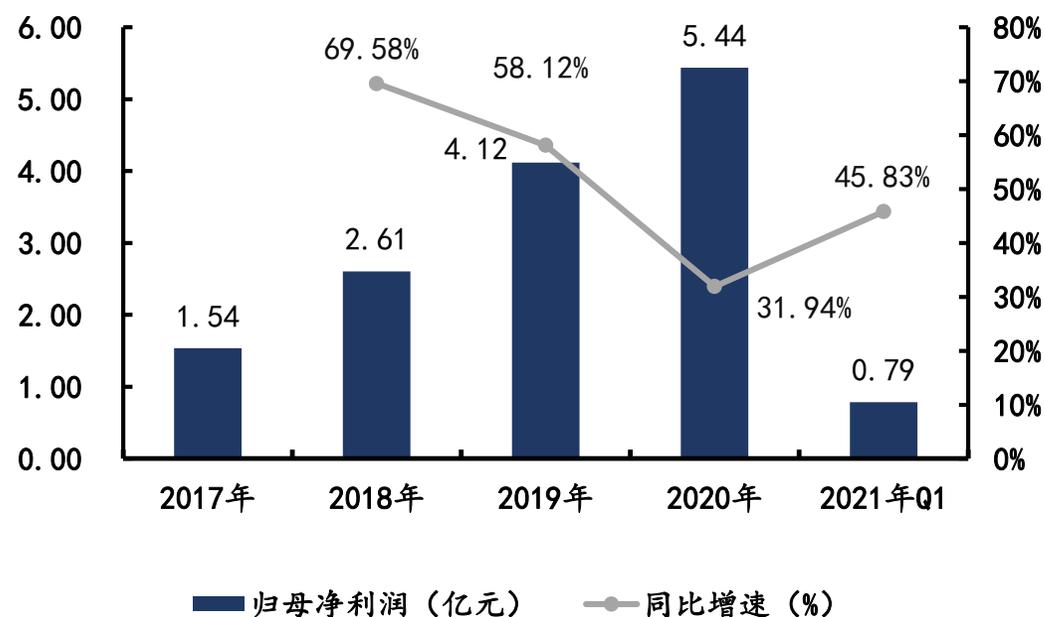
1.4 财务情况：卡位千亿黄金赛道，营收及净利润增速快

- 2017-2020年，公司业绩保持快速增长。** 2018年、2019年、2020年公司营业收入分别实现营收12.4亿元（YOY+55.54%）、19.4亿元（YOY+56.69%）、26.4亿元（YOY+35.64%），公司归母净利润增速亦保持高位，分别同比增长69.58%、58.12%和31.94%，增速较快。2021年Q1公司实现营收5.1亿元，同比增长59.3%；归母净利润7859.4万元，同比增长45.8%，逐渐恢复到疫情前的高增长水平。
- 主要原因如下：**（1）**行业：**化妆品行业整体进入爆发期，且重视敏感肌修复的人群不断扩大；（2）**定位：**公司结合自身优势选择差异化赛道，精准聚焦敏感肌人群；（3）**渠道：**公司充分利用电商红利，采用互联网营销手段进行精准营销，在各种新兴互联网媒体进行内容营销推广，从而带来线上渠道销售的优异表现；（4）**研发：**公司注重研发，明星产品口碑较好；（5）**产品：**公司集中优势资源打造主品牌，品牌影响力持续提升。2018年-2020年，公司旗下“薇诺娜”品牌连续三年获得天猫金妆奖。

图表5：2017-2021Q1营业收入及增速



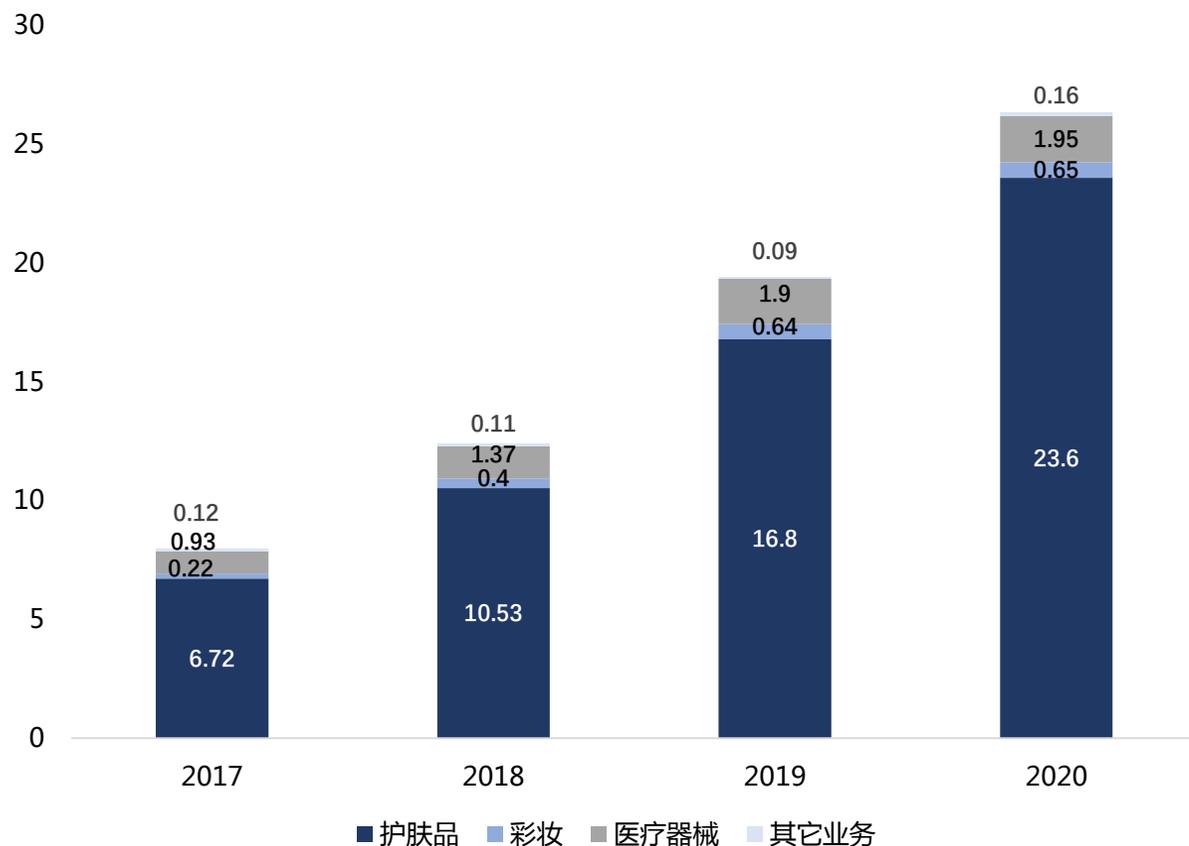
图表6：2017至2021Q1归母净利润及增速



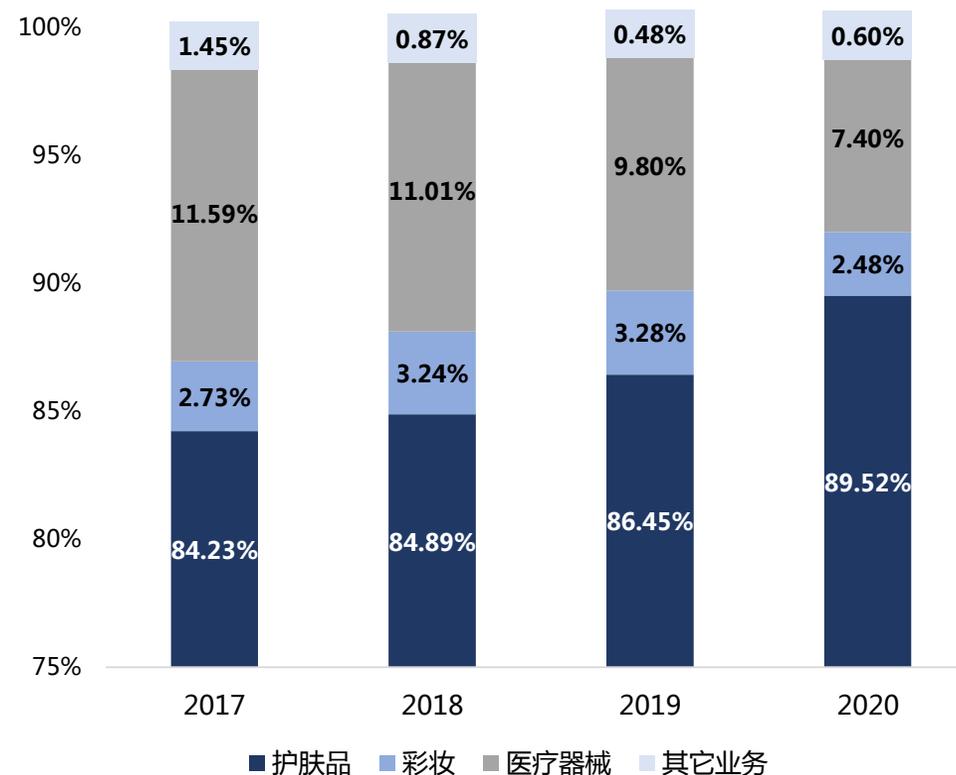
1.4 收入结构：护肤品业务贡献了大部分营收和利润

- **从品类上来看，护肤品业务占比高。**公司护肤品业务、彩妆业务和医疗器械业务均保持增长，护肤品业务增速最为突出；
- **业务机构：**截至2020年末，公司护肤品业务营收占比达89.52%，彩妆业务/医疗器械业务营收分别占比 2.48%/7.40%。

图表7：2017-2020年公司分产品收入结构（亿元）



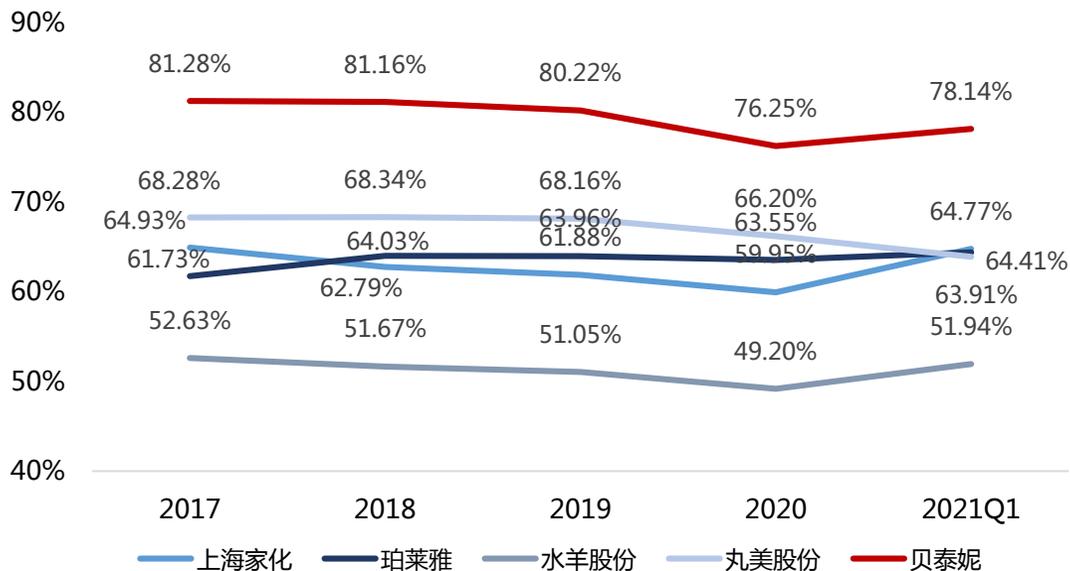
图表8：2017-2020年公司各业务占比（%）



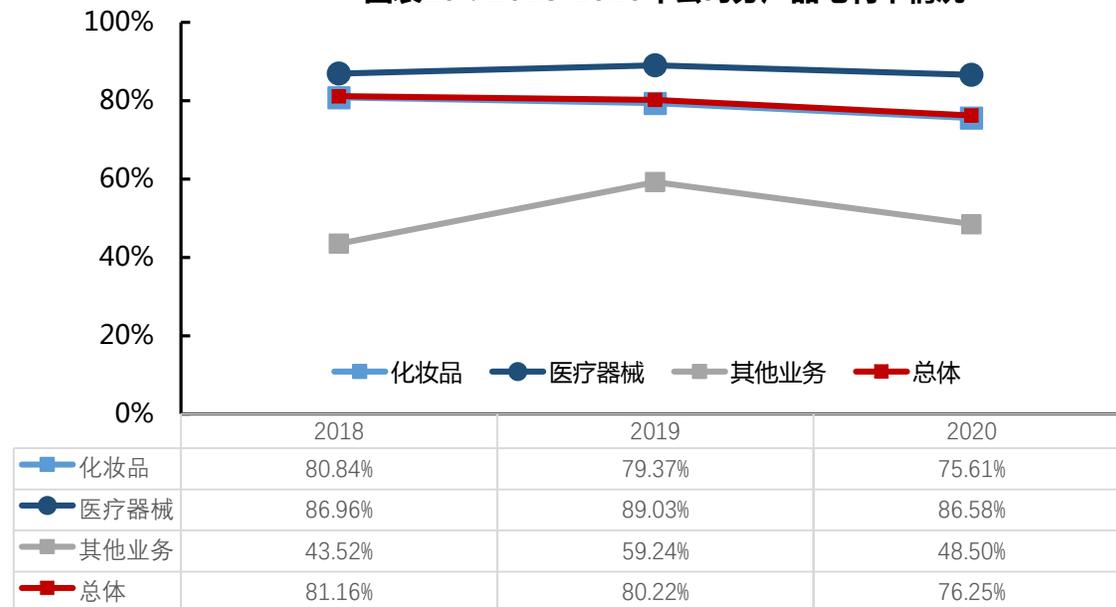
1.4 盈利能力：毛利稳定在80%左右的高水平，高于同行其他可比上市公司

- 整体毛利率：**2020年，公司整体毛利率为76.25%，同比下降3.97%，主要原因是公司采用新收入准则编制2020年度财务报表，导致营业收入计算减少、营业成本计算增加，若剔除上述影响，2020年公司销售毛利率约为80.46%，同比保持稳定。从2017年至今，公司毛利率长期稳定在80%左右，高于同行其他可比上市公司。
- 高毛利率主要得益于两方面因素：**一方面，敏感肌的精细化市场定位和产品的高质量决定了用户的忠诚度和高议价能力；另一方面，公司线上自营和线下商业公司、直供客户的经营渠道占比较高，这些渠道的毛利率较传统经销商渠道更高。
- 分业务毛利率：**①**护肤品：**2019年度略有下降，一方面，各大化妆品品牌竞争加大，公司为了扩大市场占有率，加大了促销力度，另一方面，公司加强B2C平台的合作，该渠道毛利低于其他渠道；②**彩妆：**2019年度略有下降，主要系：公司在大促期间派发部分彩妆产品作为促销品，彩妆的成本增加，且公司彩妆的品类较多，主要采用OEM的模式进行生产，其成本相对较高；③**医疗器械：**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；且很少参与促销活动，因此毛利率高于护肤品、彩妆。

图表9：2017-2021Q1同业可比上市公司毛利率



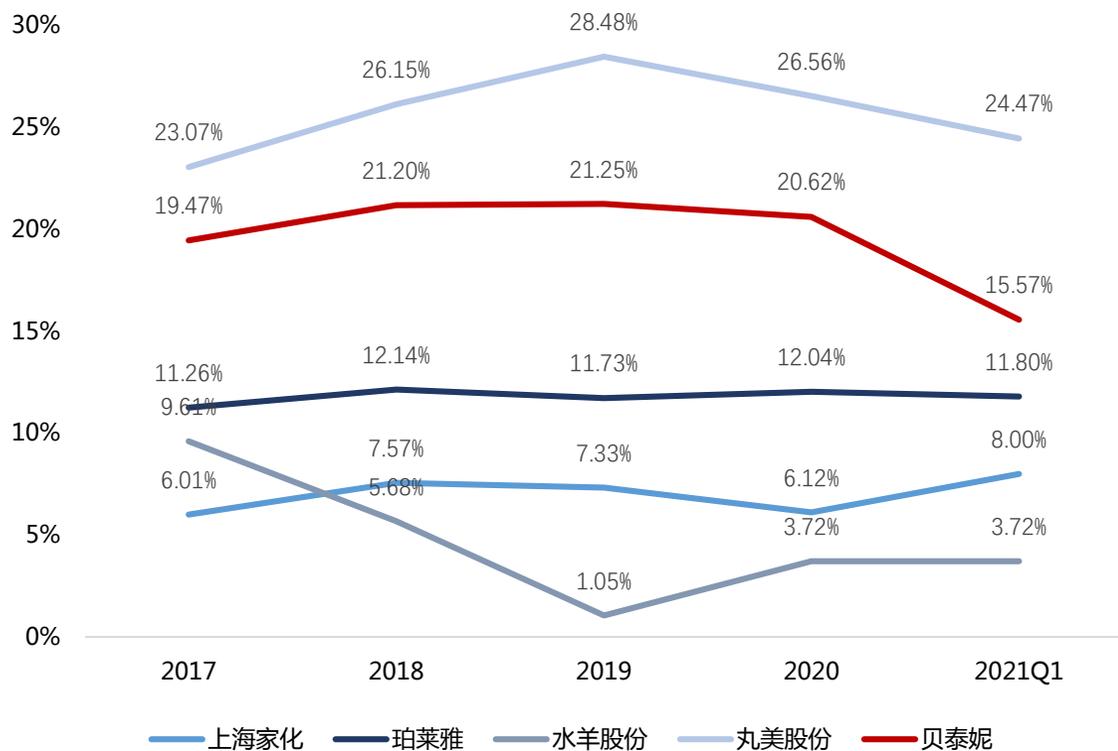
图表10：2018-2020年公司分产品毛利率情况



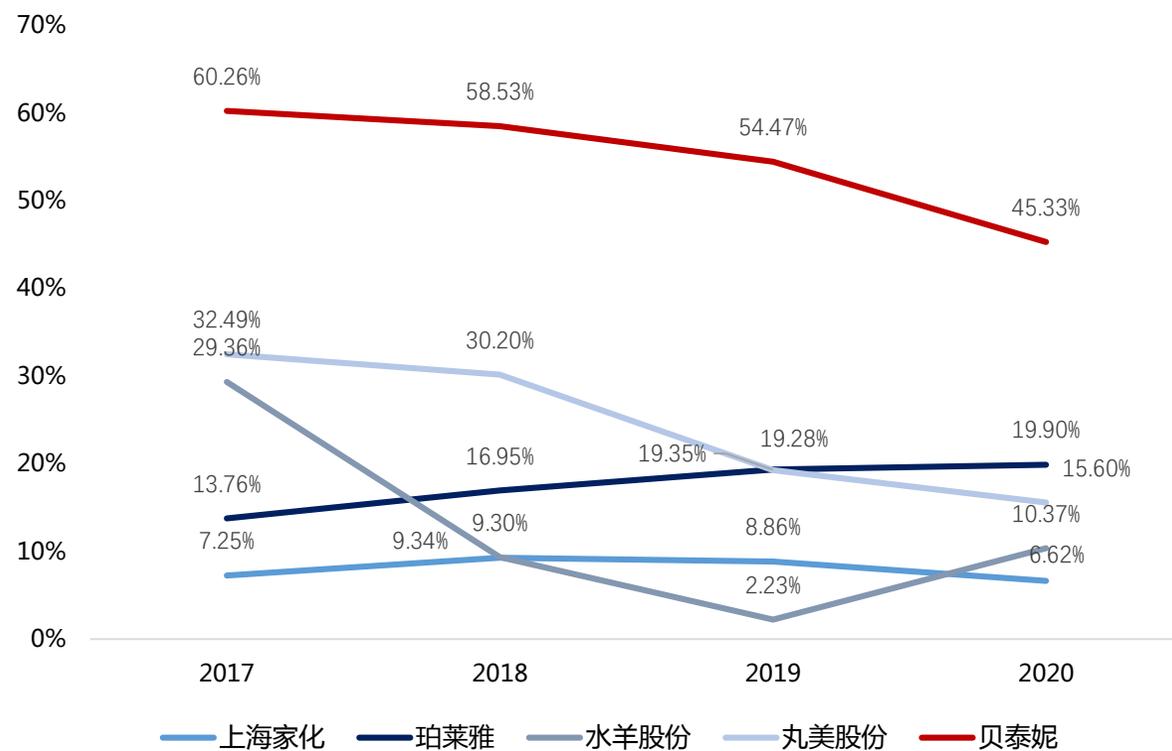
1.4 盈利能力：净利率保持在20%的行业较高水平，ROE稳定在40%以上的高水平

- 净利率：受益于高毛利率，整体净利率水平稳定在20%左右的行业较高水平，公司整体净利润保持高速增长。** 2020年受疫情影响，公司销售净利率为20.62%，同比下降0.63%，原因主要是：公司因持续加大各渠道品牌形象推广宣传费用、人员费用以及电商渠道费用投入，销售费用增加较多；2021年第一季度营业成本较去年同期增加4,160.51万元，增幅约为60.03%，主要系随销售规模和销售收入增长，营业成本同向增加所致。
- ROE：公司ROE稳定在40%以上的高水平**，可以看出公司目前成长性非常好，融资上市后ROE会有所下降，具体看募资之后的投产情况，但是今年一季度的ROE与去年同期基本持平，说明业绩依然保持高增长。

图表11：2017-2021Q1同业可比上市公司净利率（%）



图表12：2017-2020同业可比上市公司ROE（摊薄）（%）



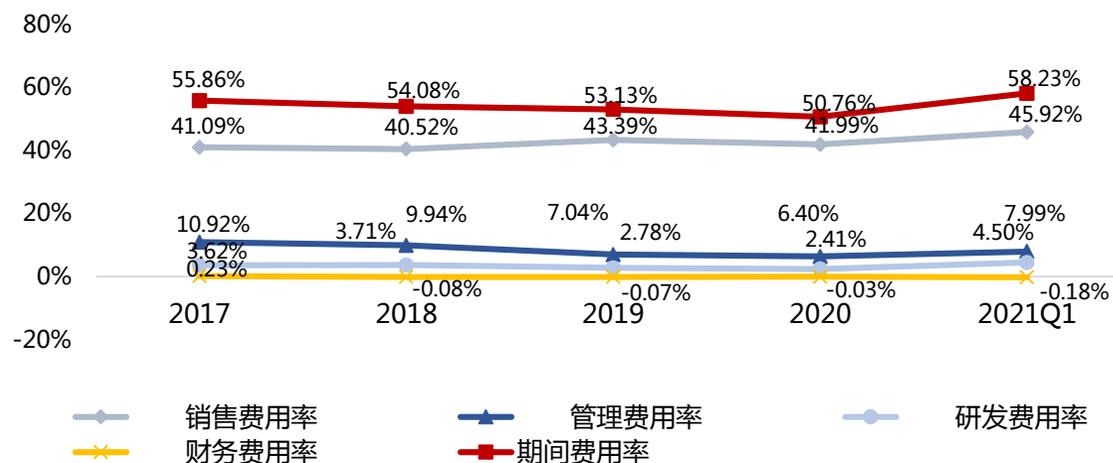
1.4 费用情况：管理费用率控制得当，规模效应逐渐显现

- 销售费用**：公司销售费用率相对较高，从2017年到2020年均都在40%以上，体现出公司在品牌形象推广宣传、电商渠道等较大的投入力度。**美妆类产品销售费率高企是这个行业的常态，功能性护肤品行业作为一个景气度高涨的快速成长赛道，在国内还是一个相对蓝海的市场，通过高广告投入能够换来高的营收增长。**2021年Q1，公司销售费用率进一步升高，达到45.92%，主要原因是公司应对疫情的影响，品牌形象推广和部分电商渠道费用的投入增加、公司部分线下营销推广活动得到恢复；在品牌宣传方面，公司聘请国际影后舒淇为首位品牌代言人。
- 管理费用**：虽然公司管理费用不断上升，但管理费用率有明显的下降趋势，说明公司在规模快速增长的过程中表现出良好的费用控制能力。
- 财务费用**：财务费用近两三年都是负数，资金压力较小。
- 研发费用**：护肤品行业是需要持续的研发投入的，公司研发费用率在3%上下浮动，经过多年的研发投入，公司已在植物基础研究、现代配方技术等方面处于国内领先地位，截至2020年末，公司已累计申报获得授权发明专利15项，实用新型专利17项，外观设计专利18项。特别是在利用高原特色植物提取物有效成分制备和生产敏感肌肤护理产品方面具有较强的技术优势，拥有11项核心技术，应用核心技术实现的销售收入占公司主营业务收入的比例达到95%以上。

图表13：2017-2021年公司费用情况（亿元）



图表14：2017-2021年公司费用率情况（%）



1.5 IPO融资项目：自建产能+营销推广+渠道铺设+信息化建设+资金支持

□ 本次IPO募集资金15亿，分别投向以下项目：

- ① **中央工厂新基地建设项目**：2019年度，公司化妆品、医疗器械产量为6,787.93万支（万盒），其中：自有产量为1,531.57万支（万盒）、委托加工产量为5,149.36万支（万盒）、OEM生产产量为107.01万支（万盒）；化妆品、医疗器械销量为7,601.33万支（万盒）。而新建项目建设完成并全部达产后，每年将新增产能4,500万支（万盒）。公司计划通过本项目的实施扩大产能，逐步降低委托加工的比例，提高自产比例，有助于充分发挥公司规模经济优势，降低成本、提升毛利，提升行业竞争实力。
- ② **营销渠道和品牌建设**：首先，加大品牌推广投入，包括硬广投入、IP合作、代言人合作等手段；其次，加大线上推广力度，打造更立体、更高效的品牌宣传推广策略，提升品牌认知度，增加消费者粘性；加大线下渠道推广力度，有助于在全国范围内构造起辐射范围更广的线下营销渠道；再次，同时新增线下品牌形象店、线下智慧零售店以及线下售后服务点，促进产品的销售，不断增强公司品牌的盈利变现能力。
- ③ **信息系统升级**：公司将通过购置软硬件、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，提升公司的整体运营效率，有利于降低管理费率。
- ④ **补充营运资金**：该部分资金将全部用于公司的主营业务，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。

图表15：本次IPO募集资金具体投向

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	43840.92	43840.92
2	营销渠道及品牌建设项目	69121.74	69121.74
3	信息系统升级项目	10506.35	10506.35
4	补充营运资金	30000.00	30000.00
	合计	153469.01	153469.01

2. 业务拆解：六大驱动因子，助力公司高成长

- 2.1 **市场端**：功能性护肤市场空间大，用户渗透率有待提升
- 2.2 **用户端**：敏感肌用户群体扩大，使用粘性强、复购率高
- 2.3 **产品端**：明星大单品表现优异，新品类拓展稳步推进
- 2.4 **渠道端**：“线上+线下”双轮驱动，深度融合协同并进
- 2.5 **营销端**：发力私域流量运营，精准提升用户转化率
- 2.6 **研发端**：天然植物提取，医研共创研发基础深厚

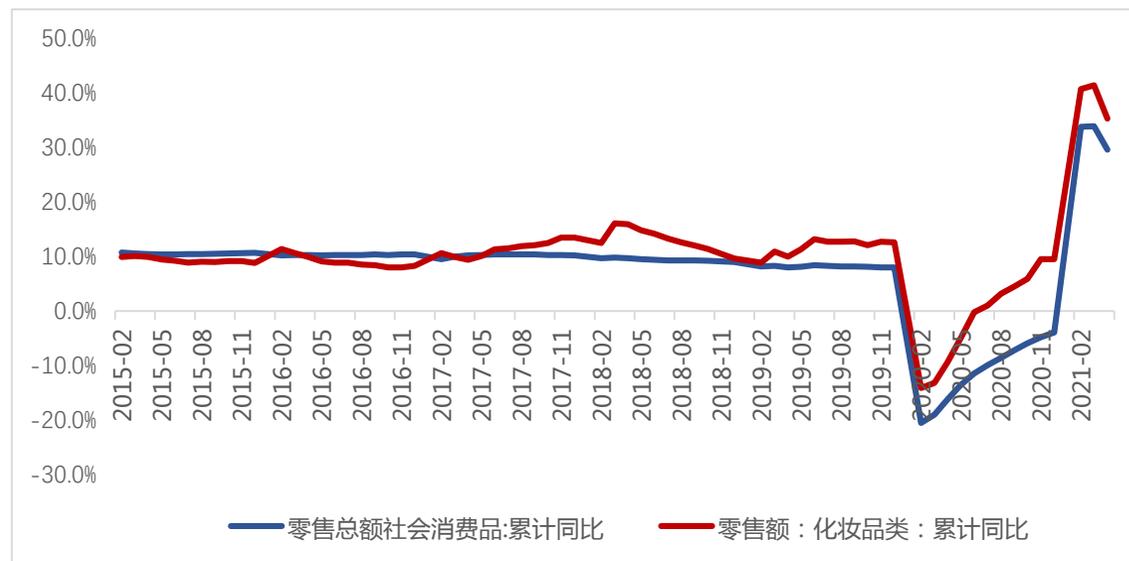
2.1 我国化妆品行业景气度高，增速高于社会消费品零售总体

- 中国化妆品行业市场规模**：受疫情影响宅家影响，2020年2月，社会消费品零售总额和化妆品零售总额都经历了断崖式下跌，但是很快都有所回升，化妆品行业增速高于社会消费品零售总体，需求回升更加明显。**Euromonitor**数据显示，2009-2019年间，中国化妆品市场规模实现翻倍，由1845亿元激增至2019年的4777亿元，CAGR接近10%。前瞻产业院预计，历经疫情之后，2021年行业景气度回升，到2025年，中国化妆品市场规模有望达到近9000亿元。
- 化妆品行业的高景气度主要得益于三方面**：①**消费升级**：国家经济快速发展，居民的人均可支配收入显著提升，生活品质的要求变高，对精致生活的消费需求旺盛，“颜值经济”扶摇直上，而化妆品行业是最直接表现对美追求的行业之一；②**社交媒体和电商红利**：通过社交媒体的影响和电商渠道的推广，国人对化妆品的认知程度越来越高，化妆品消费渗透率不断提升、消费人群不断扩大；③**国潮崛起**：以花西子、百雀羚等为代表的国民品牌充分享受社交电商的增长红利，在化妆品行业悄然崛起。品质的提升和社交媒体的精细化运营助力品牌快速吸引了大批的粉丝，粉丝通过图文、短视频、直播等形式的体验分享再进行裂变传播，颠覆了传统的营销模式，销售转化率高。

图表16：2009-2025年中国化妆品市场规模及增速



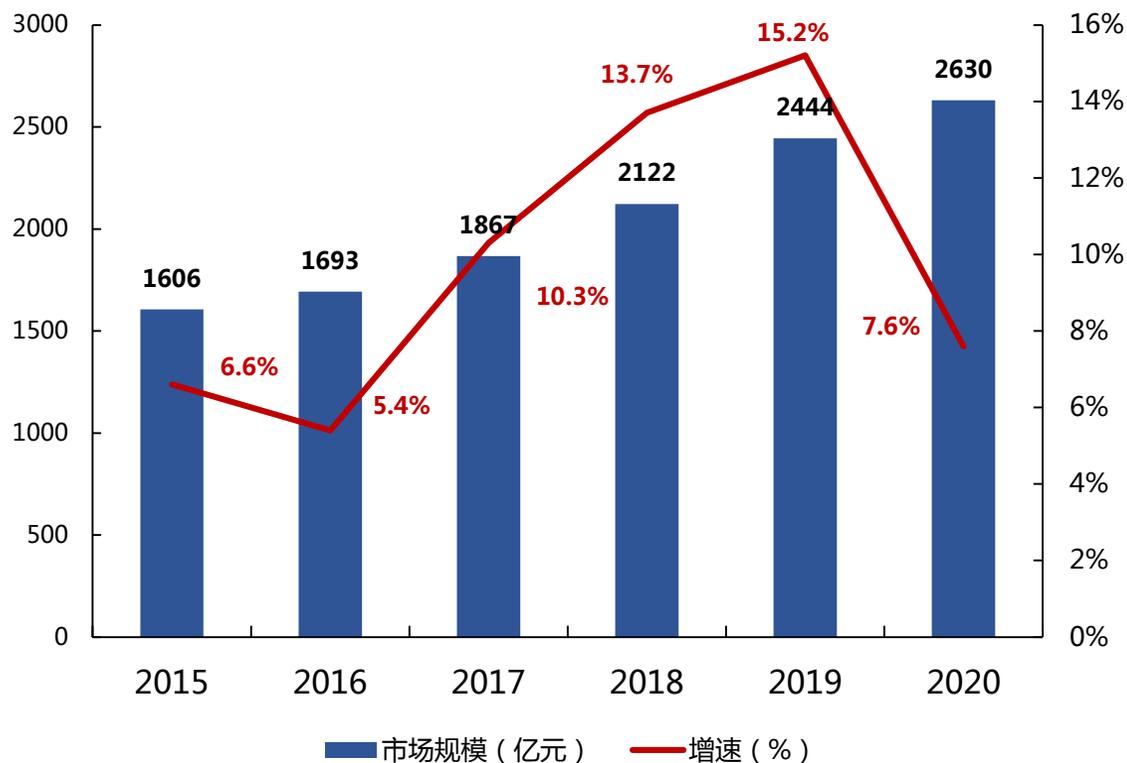
图表17：2015-2020年我国社会消费品零售总额和化妆品零售额月度累计同比增速 (%)



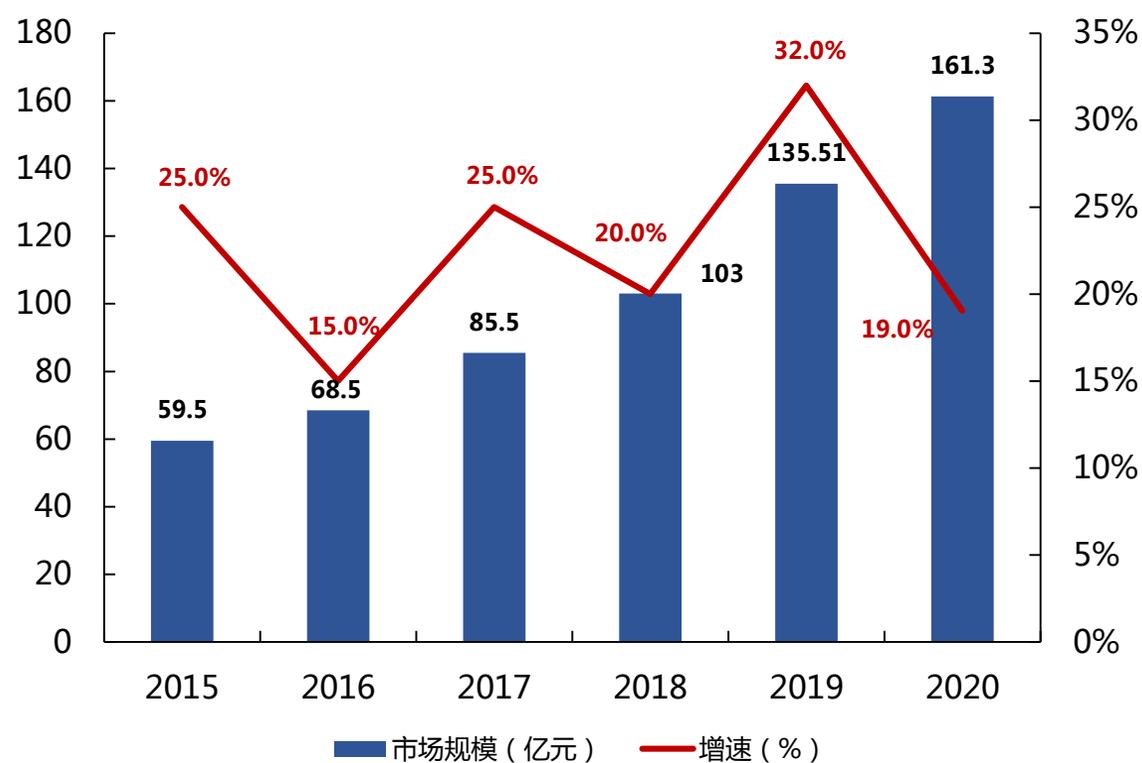
2.1.1 市场规模：国内功能性护肤品市场景气度高，皮肤学级护肤品市场增速快

- **中国护肤品市场处于高速增长期**：2015年-2020年，中国护肤品市场规模持续高增长，年均复合增长率为10.4%，**截至2020年，中国护肤品市场规模达2630亿元；增速上涨趋势明显，从2015年的6.6%增长到2019年的15.2%。2020年，虽然受到疫情影响，仍保持7.6%的增速。**
- **皮肤学级（敏感肌）护肤品市场蓬勃发展**：**2015年-2020年，中国皮肤学级（敏感肌）护肤品年均复合增长率为24.0%，远高于护肤品市场整体增速。**截至2020年，中国皮肤学级护肤品市场规模达161.3亿元。

图表18：2014-2020年中国护肤品市场规模及增速



图表19：2014-2020年中国皮肤学级（敏感肌）护肤品市场规模及增速



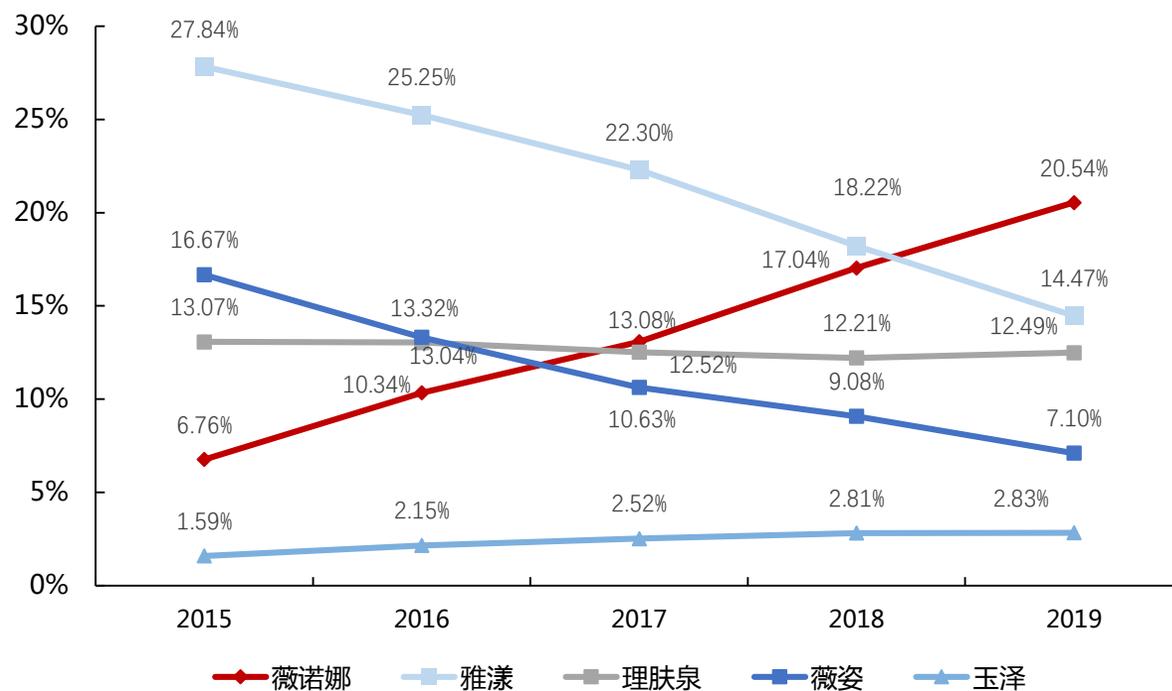
2.1.2 市场格局：国外品牌布局功能性护肤市场较早，本土品牌强势追赶

- **国外品牌布局较早，2015年以前，中国功能性护肤品市场是国外品牌的天下。**2015年，中国功能性护肤品市场市占率最高的三个品牌分别是雅漾、薇姿和理肤泉，均来自法国，三个品牌市占率合计57.6%，当时薇诺娜品牌的市占率只有6.76%。
- **薇诺娜市占率逐年攀升，成为国货担当。**2015年到2019年，薇诺娜品牌的市占率逐年攀升，从2015年的6.76%上升到2019年的20.54%，超过常年保持领先的法国品牌雅漾，跃居第一位。2019年，与同样专注于敏感肌的国产品牌玉泽（2.83%）相比，薇诺娜品牌在市占率方面具有明显的优势，成为国货领军品牌。**根据贝泰妮公司年报，2020年薇诺娜市场份额较2019年度提升2.5个百分点；较第二、第三名的领先优势继续扩大。**

图表20：中国功能性护肤品市场主要品牌

品牌	国家	布局中国市场/创立时间	概况	2019年中国市场销售额（亿元）
薇诺娜	中国	2008	重塑东方功能草本护肤概念，专注于敏感肌肤产品开发，改善刺痛、泛红、干痒、灼热等问题。	27.84
理肤泉	法国	2001	最初由几位皮肤科医生联合创立，拥有极强的医药背景；极简成分，并深入青春痘、异位性皮炎，耐受性差等皮肤病辅助治疗的领域，适合敏感痘肌。	19.63
雅漾	法国	2003	法国知名药妆品牌，主打雅漾活泉水，专为敏感肌肤研发护肤品，帮助脆弱的受损皮肤修护，并重建天然保护屏障。	19.61
薇姿	法国	1998	法国三大药妆品牌，主打温泉水，舒缓、抗过敏，加强皮肤天然保护功能。	9.62
玉泽	中国	2009	由上海家化协同上海交通大学医学院附属瑞金医院皮肤科联合研制，致力于从根源解决皮肤屏障受损引起的脱屑、干痒、刺痛、泛红等各种肌肤问题。	3.83

图表21：2015-2019年中国功能性护肤品市场主要品牌市场占有率变化情况

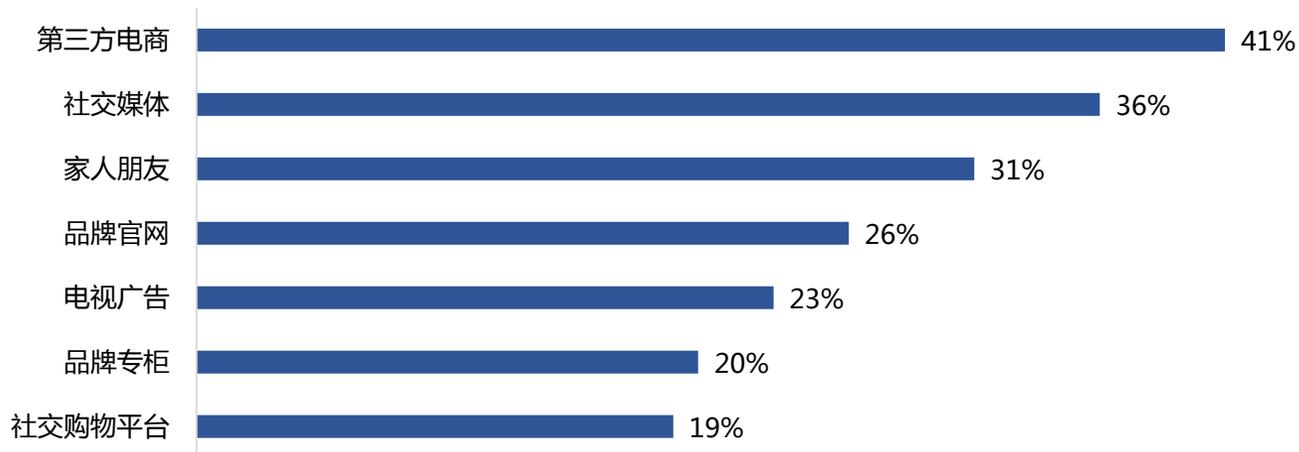


2.1.3 市场营销：社交媒体+电商新业态，激活更多消费潜能

□ 社交电商对“人、货、场”的重构：

- **人**：通过社交网络实现裂变式传播，人人参与，用户既是购买者也是推广者；
- **货**：基于用户个体的去中心化传播网络，激活更多长尾商品的购买需求；
- **场**：社交网络下从主动搜索式购物到非计划性发现式购物，降本增效，转化率高。

图表22：社交媒体是消费者获取美妆信息的重要渠道



图表23：电商模式的演进

- 中心化
- 传统电商
- 流量驱动
- 千人一面
- 主动搜索，计划性需求
- 以货为中心
- **“人”找“货”**

电商1.0

- 数据驱动
- 移动电商
- 数据驱动
- 千人千面营销
- 根据用户基础信息和行为数据推荐
- 根据商品的被动销售级属性推荐
- **“货”找“人”**

电商2.0

- 去中心化
- 社交/直播电商
- 以人为中心
- 非计划性需求，发现式购买
- 基于信任关系/内容推荐选择
- 精准营销、零库存分
- 社交裂变、降低引流成本
- 交互式产业链、C2B定制提升供应率效率
- **重构“人、货、场”**

电商3.0

2.1.3 市场营销：社交媒体+电商新业态，激活更多消费潜能

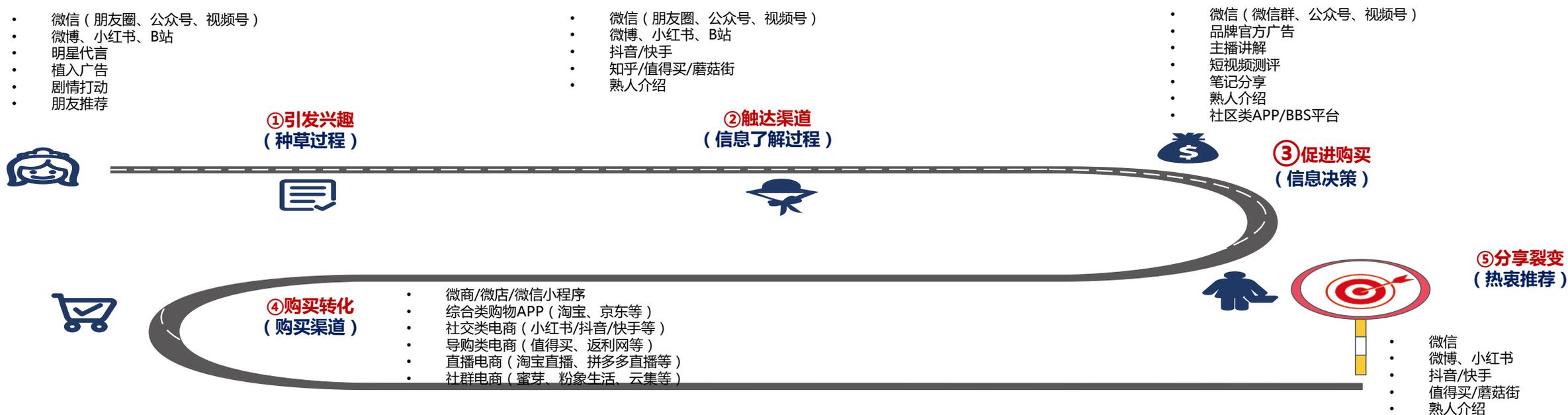
□ **社交媒体**：本质在于依托社交链条的裂变式效应扩大用户规模和转化机会。

① **新渠道**：以微博、微信、小红书、抖音为代表的社交媒体对消费者购物决策的影响也越来越大；社交电商以人为中心，是社交关系形成的电商形态，用户分享传播，形成口碑效应，从而激发消费需求。

② **新营销**：KOL、网红、博主等在社交媒体分享的“种草”内容，红人营销更容易激发粉丝受众的潜在非计划性购物需求；当代消费者购买链路：①引发兴趣--②触达渠道--③促进购买--④购买转化--⑤分享裂变。

③ **新零售**：新的电商业态是依托新型社交媒体对于“人、货、场”的重构，以优质内容为驱动，挖掘更多的消费潜能。

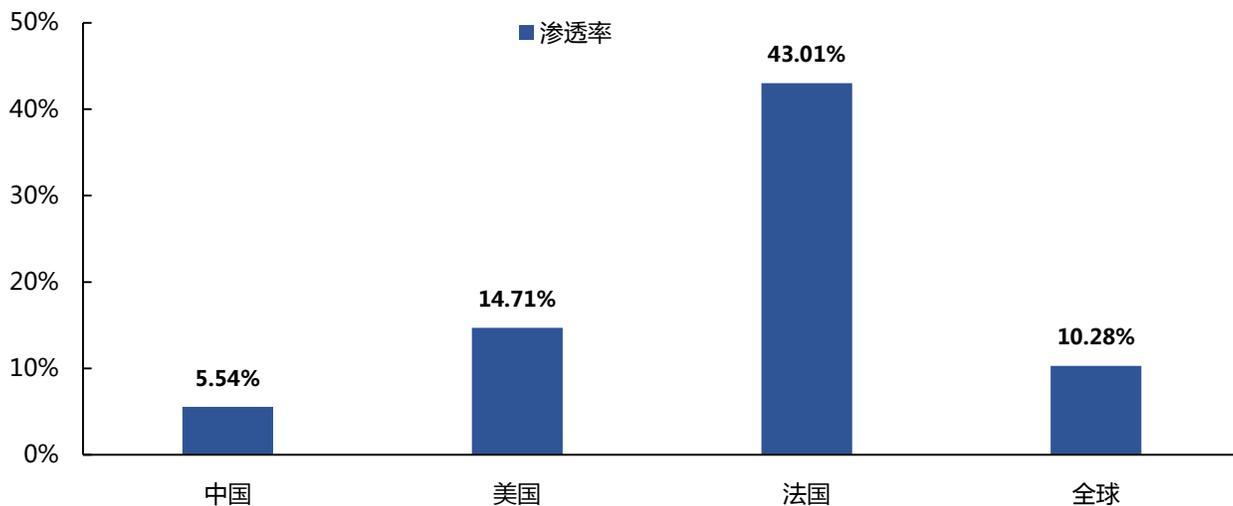
图表24：社交电商生态下的消费者购买链路



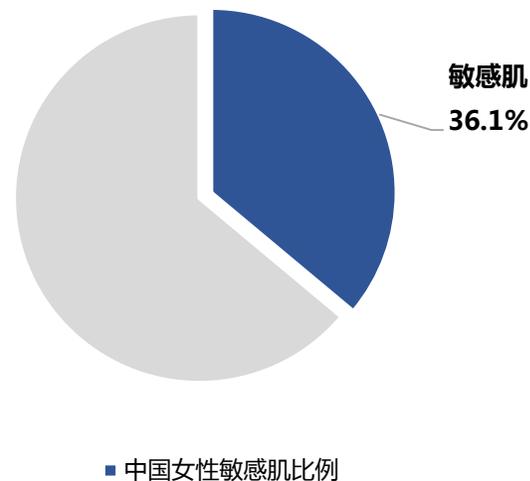
2.2 用户端：中国功能性护肤品市场渗透率低，未来成长空间大

- **对标海外：中国人均化妆品消费不及日、韩、美三国的20%。** 2019年，美国、日本、韩国、中国人均化妆品消费金额为282/309/256/50美元/人，随着消费理念的培育、消费品类的增加和频次的增加，国内市场化妆品市场规模依然有较大的增长空间。
- **对标海外：中国功能性护肤品市场渗透率仍然较低。** 近年来，虽然中国功能性护肤品市场渗透率有大幅提升，但仍低于欧美成熟市场水平。根据观研天下计算，2019年中国功能性护肤品市场渗透率仅为5.5%，低于法国（43.01%）、美国（14.71%）以及全球平均水平（10.28%）。
- **敏感肌客户群体持续扩大，皮肤学级护肤品市场潜在需求旺盛。** 受空气污染（主要为雾霾）、熬夜加班、生活压力、焦虑、防晒不到位、过度护肤、整容、过度彩妆、刺激性食物、电磁辐射等因素影响，导致起防御作用的健康颗粒细胞活性减弱，失去防御能力，无法正常的抵抗外界带来的刺激，从而脸部不断地产生反应，导致敏感肌肤人群越来越多。根据世界卫生组织调查，40%-56%的亚洲女性是敏感肌。2017年《中国敏感性皮肤整治专家共识》报告显示，我国女性敏感肌比例为36.1%。如果将因熬夜、防晒不到位而脸部充满红血丝的人群涵盖，中国接近三分之二的人群皮肤处于亚健康状态。

图表25：2019年全球主要国家皮肤学级护肤品渗透率



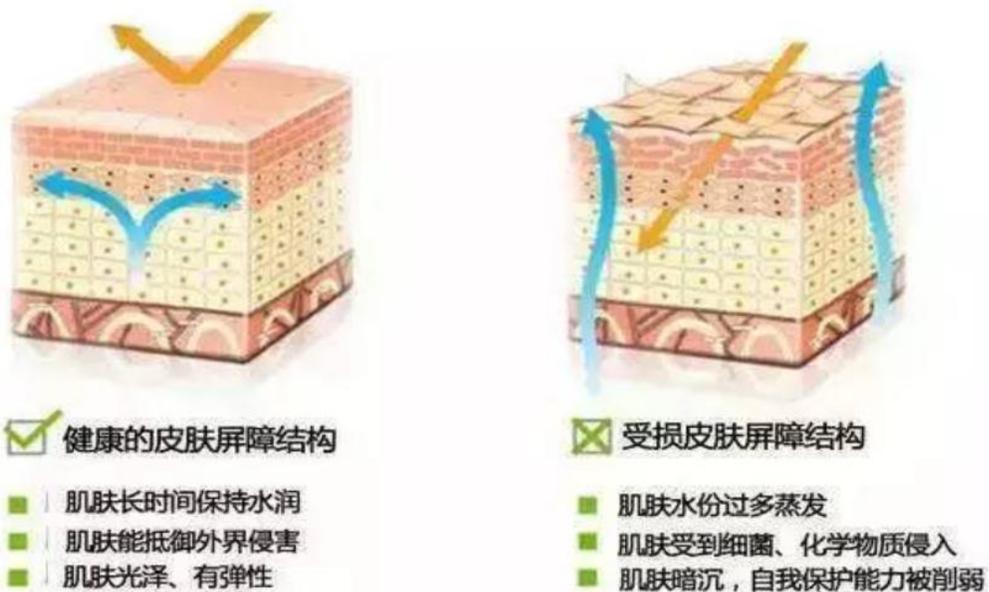
图表26：中国女性敏感肌比例



2.2 用户端：个体因素+外在因素，引发敏感性皮肤

- 什么是敏感肌肤？**根据《中国敏感性皮肤诊治专家共识》中对敏感肌肤的定义敏感性皮肤(sensitive skin, SS)特指皮肤在生理或病理条件下发生的一种高反应状态，主要发生于面部，临床表现为受到物理、化学、精神等因素刺激时皮肤易出现灼热、刺痛、瘙痒及紧绷感等主观症状，伴或不伴红斑、鳞屑、毛细血管扩张等客观体征。
- 敏感肌的诱发条件：**研究认为敏感性皮肤的发生是一种累及皮肤屏障-神经血管-免疫炎症的复杂过程。敏感性皮肤原因复杂，个体因素主要包括遗传、年龄、性别、激素水平和精神因素等。近年的研究表明**敏感性皮肤与遗传相关，年轻人发病率高于老年人，女性高于男性。精神压力可反射性地引起神经降压肽释放，引发敏感性皮肤。**

图表27：皮肤屏障功能损伤



图表28：引发或加重敏感型皮肤的因素

物理因素

- 如季节交替、温度变化、日晒等

化学因素

- 如化妆品、清洁用品、空气污染等

医源因素

- 如外用刺激性药物、局部长期大量外用糖皮质激素看，某些激光医疗术后等

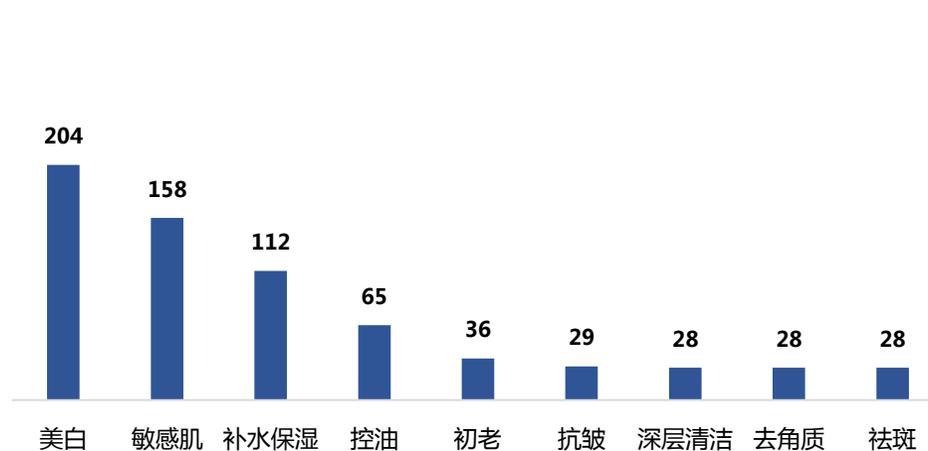
2.2 用户端：国内重视敏感肌修复人群扩大，专业级美容服务需求突出

- 国内敏感肌人群现状：**当前敏感肌话题在护肤领域已具有较高话题热度，敏感肌肤表现特征跨度广泛，从皮肤瘙痒的轻微症状到丘疹发炎等严重症状均属于敏感肌范畴，问题一旦出现就需要用户谨慎对待积极维护避免恶化。
- 国内敏感肌用户特征：**敏感肌用户中处于轻度敏感（瘙痒，刺痛，泛红）的人数占比最多，有43.0%；26-30岁是敏感肌用户最为集中的年龄段，其中熬夜、压力大、化妆品使用不当是造成肌肤问题的主要因素，南方地区用户敏感肌表现更为突出。
- 中国消费者对敏感肌关注度越来越高，敏感肌识别度与护理意识增强：**2021年5月，小红书中“敏感肌”相关笔记数高达158万，在护肤相关话题中排名靠前；而微博“敏感肌”话题的阅读量为3.3亿，敏感肌问题日益受到重视，颜值经济背景催生庞大的消费需求，成为化妆品行业的新的快速成长赛道。
- 敏感肌人群需求特征：**天然抗炎成分+抗敏功效突出。

图表29：2020年中国女性敏感肌人群分布和特征

	弱度敏感表现	轻度敏感表现	中度敏感表现	重度敏感表现
表现	瘙痒、刺痛	瘙痒、刺痛、泛红	瘙痒、刺痛、泛红、红肿	瘙痒、刺痛、泛红、红肿、发炎
人群占比	24.7%	43.0%	23.2%	9.2%
特征	突出分布于三四线城市，每天化妆，消费以基础洁面为主，抗敏护肤品月均花费100-299元的18-30岁女性	突出分布于新一线/二线城市，坚持工作日常化妆，当前面部潮红问题较突出，抗敏护肤品月均花费300-999元的31-40岁女性。	突出分布于二线城市，工作日多化妆，因化妆不当而造成粗糙敏感等肌肤问题，月均抗敏护肤花费多在500-1499元的31-35岁女性，当前红斑、脱皮等问题较严重。	突出分布于一线城市，主要因熬夜造成皮肤问题，主要表现在丘疹、脱皮、多用精华类产品，月均抗敏护肤消费突出分布在500-999，2000元以上两个区间的31-35岁女性。

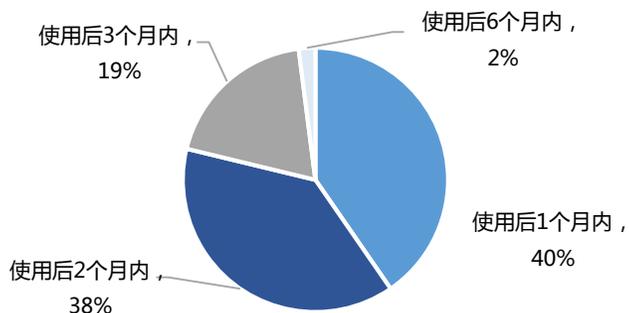
图表30：2021年5月小红书平台护肤话题笔记数量（篇）



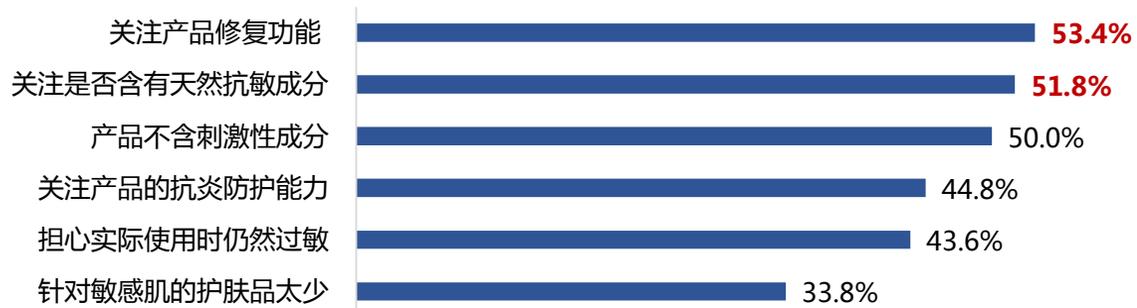
2.2 用户端：产品有效性为敏感肌人群的核心需求，有效产品复购率高

- 产品有效性为核心需求。** 艾瑞咨询的问卷调查数据显示，**从选择产品时顾虑因素看**，受访用户在选择敏感肌护肤品时关注产品修复功能的比例最高，达53.4%；**从期待见效时间看**，78%的受访者期待使用后2个月内有效，说明敏感肌用户对护肤产品有效性的迫切需求；**从复购理由看**，“确实有抗敏感效果”是用户最重要的复购理由。总结得出产品有效性为敏感肌护肤品用户最重要的需求。
- 敏感肌护理为持续性需求，有效产品复购率高。** 根据《中国敏感肌市场现状和产品趋势洞察》数据，在购买了敏感肌产品的消费者中，92%的人会选择回购敏感肌产品，其中76%的人是为了巩固治疗效果。与此同时，65%的消费者表示接受新的敏感肌产品，说明产品有效性仍旧是主要考虑因素。

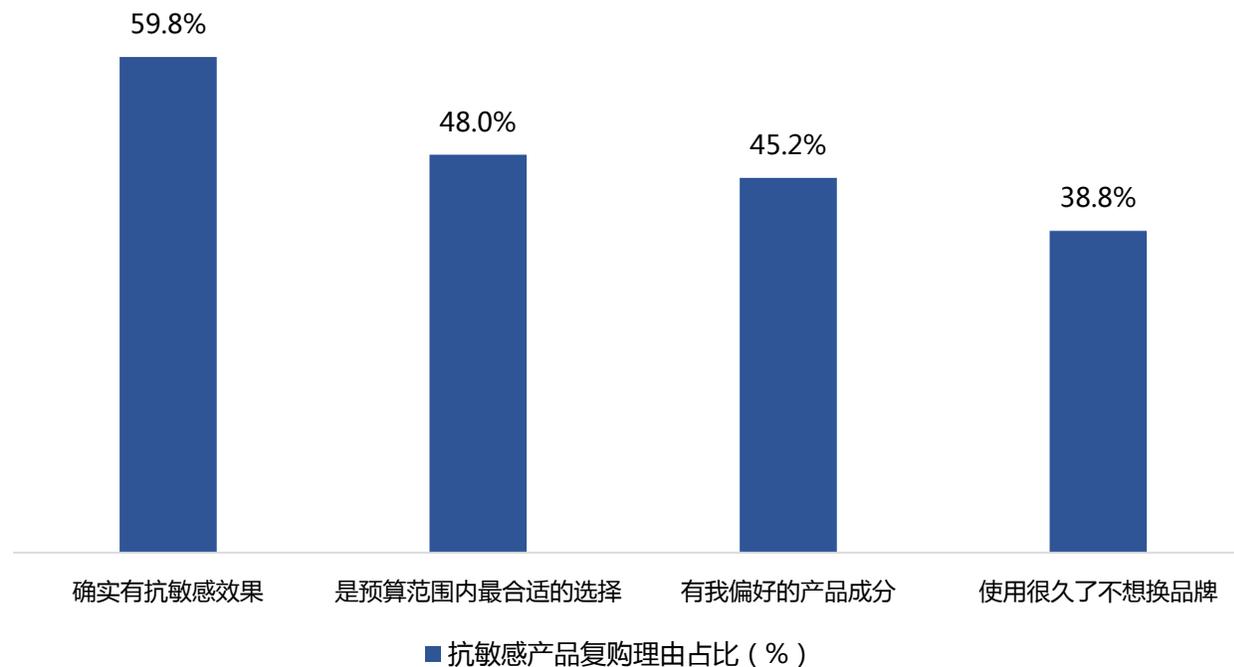
图表31：2020年中国敏感肌人群对护肤品起效时间期望



图表32：2020年中国敏感肌女性化妆品选择顾虑



图表33：2020年中国敏感肌人群护肤品复购理由占比（%）



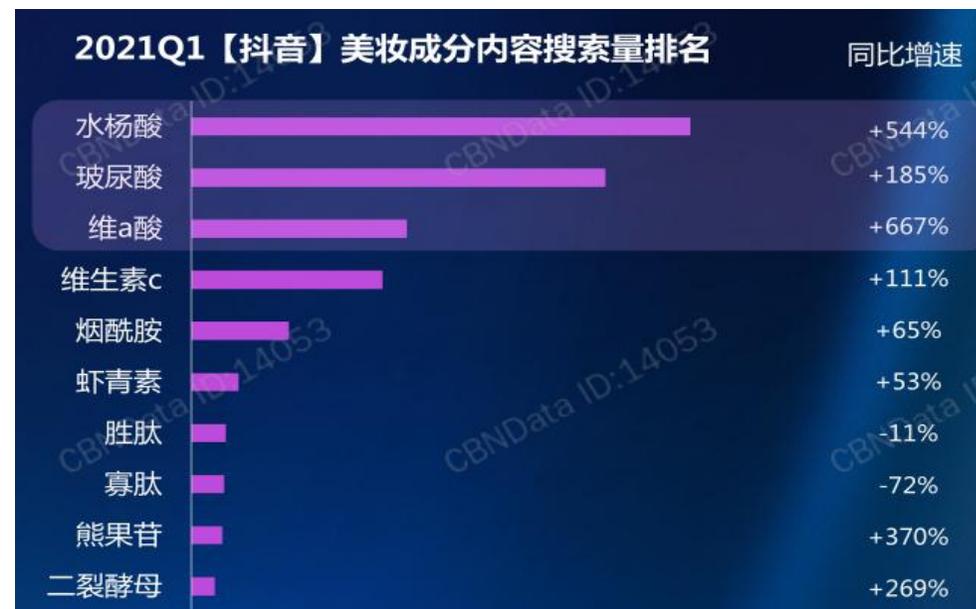
2.2 用户端：“成分党”“尝新族”“国货控”消费群体迅速崛起，功能性护肤品牌迎发展机遇

- **美妆消费行为变化**：从种草到研究，从被动到主动，从看品牌到看成分，消费者更加青睐主打成分的美妆品牌。
- **美妆行业新趋势**：随着信息透明度和美容知识科普率的普遍提高，越来越多的人对功效和成分尤为重视。
- **“成分党”**：越来越多的年轻消费群体关心化妆品的成分构成，根据自己的皮肤状态，选择对应的成份彩妆和护肤品；光甘草定、玻色因、神经酰胺、二裂酵母等化妆品成分相继被成分党捧红、抖音搜索关键词“刷酸”，会刷出几十万条相关短视频，水杨酸、玻尿酸、维a酸成分内容的搜索量增长迅猛；
- **“尝新族”**：伴随着社交媒体的崛起，KOL对于消费者的决策影响力越来越大，很多年轻人愿意听从自己信任的博主尝试不一样的产品，而不只是盲目相信大品牌；
- **“国货控”**：越来越多的国产彩妆护肤品受到国人的追捧，一方面，越来越精良的品质是前提；另一方面，国货更加符合本国人的的人群特质和皮肤共性。

图表34：不同成份的功效和代表产品

成分	代表产品	实质	功效
光甘草定	谷雨“小花”、LA MER	一种黄酮类物质，提取自一种叫光果甘草的珍贵植物	其强大的美白作用被人们誉称为“美白黄金”，可消除自由基与肌底黑色素，是皮肤的美白和抗衰老圣物。
酵母萃取精华 Pitera™	SK-II“神仙水”	是一种特殊酵母在发酵过程中所提炼出来的一种液体。内含健康肤质不可或缺的游离氨基酸、矿物质、有机酸、无机酸等自然成分	抑制黑色素沉淀、改善肌肤生理、促进血液循环、皱纹修复、细胞赋活、具有优异的滋润及特殊保湿等功能。
烟酰胺	OLAY小白瓶	又称尼克酰胺，是烟酸的酰胺化合物	美白：减少环境刺激、阻止黑素细胞活化、抑制黑素扩散、促进黑素脱落
透明质酸钠	薇诺娜	人体内一种固有的成分，是一种葡聚糖醛酸	保湿作用是透明质酸钠在化妆品中最重要的作用，小分子透明质酸能渗透到真皮层，促进血液微循环，有利于皮肤对营养物质的吸收，起到美容抗皱的保健作用。

图表35：2021Q1抖音美妆成分内容搜索量排名



2.3 产品端—成分：坐享云南配方壁垒，医学级基因护肤优势

- 蕴含云南特色成分：马齿苋、青刺果和滇重楼。**薇诺娜立足于云南特殊的功能草本地缘优势，产品属性属于药妆，注重产品有针对性的功能疗效。公司在植物提取技术方面拥有较强的研发优势经过多年的研发投入，特别是在利用高原特色植物提取物有效成分制备方面具有较强的技术优势，**目前已掌握了包括马齿苋提取物、青刺果提取物、滇重楼提取物在内的多种植物提取物的产业化制备办法。**
- 功能性护肤产品客户粘性高，产品复购率高。**根据《中国皮肤性病学期刊》敏感肌人群有巨大的皮肤改善需求，不仅消费动力大，而且消费者对功效的强依赖性决定了客户的高粘性，**以公司薇诺娜官方旗舰店（天猫）为例，近三年公司产品复购率已经接近 30%。**

图表36：薇诺娜的产品成份特色

天然成份	成份说明	相关产品
	<p>青刺果又名阿那斯果，生长在海拔约3200米的香格里拉雪山上，凌寒而花，迎旱而果，拥有非凡生命力。据说当地摩梭族、纳西族女性在使用青刺果油涂抹肌肤后，发现有效防止恶劣天气、强烈阳光造成的肌肤干燥、皴裂等问题，会比其他女性的肌肤更柔嫩健康。这个古老的美容秘密验证了青刺果能修护肌肤，柔滑细腻肌肤，保持肌肤健康状态。</p>	<p>薇诺娜实验室研究证明，青刺果油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，保持肌肤健康状态。</p>
	<p>马齿苋是一年生草本植物，耐涝耐旱，生命力顽强，所以也被称作“长命苋”。早在明代，马齿苋就被当做一味中药，《本草经疏》记载：马齿苋可整株入药，清热解毒，止渴，杀虫。同时马齿苋也是一种营养丰富的蔬菜。</p>	<p>薇诺娜利用专利萃取技术提取马齿苋精华，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。</p>
	<p>特有保湿能量——云南山茶，生长在海拔约2800米的滇中高原和云南西部山地，对生长环境要求苛刻，被列为国家二级保护植物。云南山茶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。</p>	<p>2009年，薇诺娜研究院联合中科院昆明研究所、昆明大学第一附属医院皮肤科对云南山茶进行深入研究，以专利科技萃取云南山茶精萃，尽可能释放其美肤功效，能够深层滋养，润泽肌肤，令肌肤光滑细腻。</p>
	<p>云南重楼生长于海拔约3100米的潮湿荫蔽深山中，具有重要的药用价值，《滇南草本》载：“重楼一名紫河车，一名独角莲。味辛、苦、性微寒。”</p>	<p>薇诺娜实验室研究发现，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。</p>



2.3 产品端—品类：全护肤流程产品齐发力，抢占国内功能性护肤品市场

- 产品矩阵：**集中优势资源打造“薇诺娜”单一品牌，旗下“薇诺娜”品牌已连续三年获得天猫金妆奖。不断发力“WINONA Baby”、“痘痘康”、“Beauty Answers”、“资润”等其他系列品牌，拥有与之相关 333 项境内注册商标。**三百余款化妆品产品，主要包括霜、护肤水、面膜、精华、乳液等护肤品类产品及隔离霜、BB霜、卸妆水等彩妆类产品。除化妆品外，公司还从事皮肤护理相关医疗器械产品的研发、生产及销售业务，相关产品主要包括透明质酸修护生物膜、透明质酸修护贴敷料等，主要用于微创术后屏障受损皮肤的保护和护理。**
- 公司产品占据国内皮肤学级护肤品市场 23.4% 市场份额：**根据 Euromonitor (LBN Brand Shares) 的统计，2019 年度贝泰妮旗下“薇诺娜”品牌在国内皮肤学级护肤品市场排名第1，排名前5的其他品牌包括雅漾、理肤泉、贝德玛、薇姿等知名化妆品品牌。**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 23.4% 的市场份额。**
- 坚持产品专业化路线，树立敏感肌行业标杆。**根据Euromonitor 的统计数据，2019 年度，公司爽肤水（护肤水）产品市场排名第 12，其中本土企业排名第 2；面膜产品市场排名第 16，其中本土企业排名第 7。

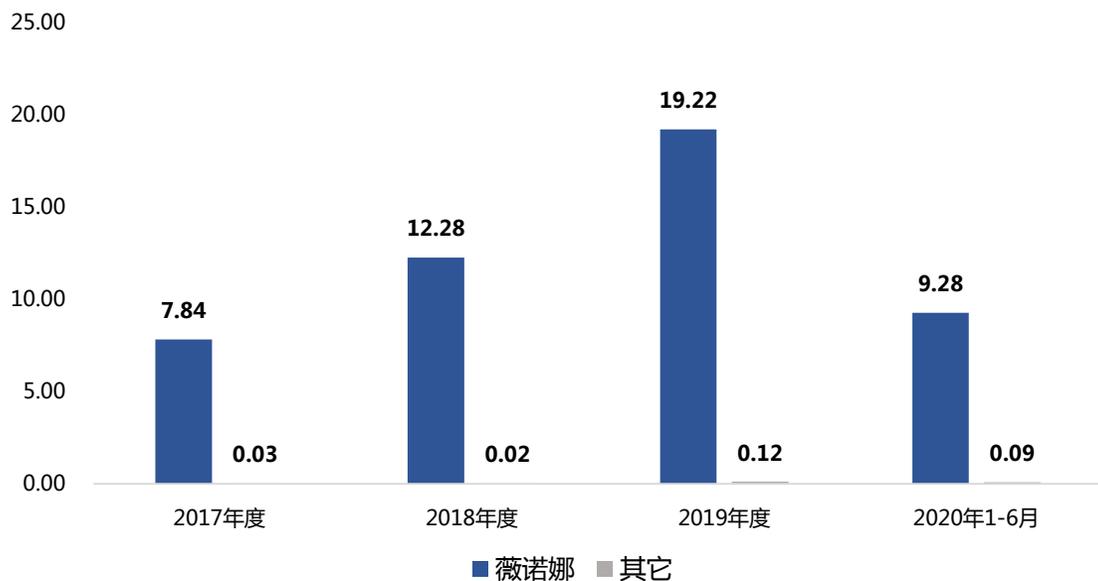
图表37：公司具体产品情况列表

化妆品	护肤品	霜	
		护肤水	
		面膜	
		精华	
		乳液	
		隔离霜、BB霜、卸妆水	
	医疗器械	透明质酸修护生物膜、透明质酸修护贴敷料等	

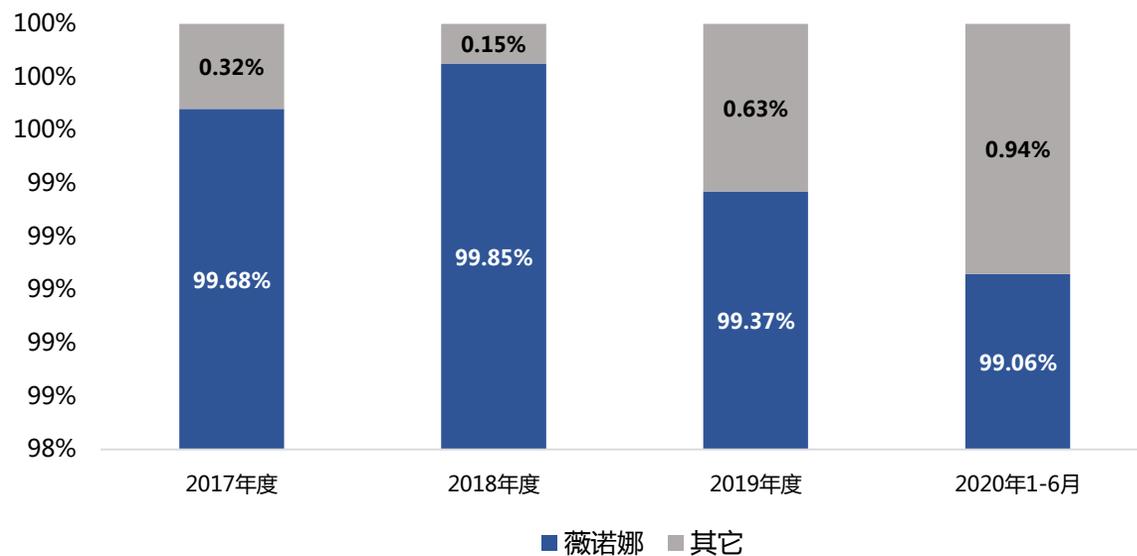
2.3 产品端—明星产品：“薇诺娜”主品牌表现优异，贡献公司大部分收入

- 从细分产品来看，公司精准把握敏感肌人群需求，集中优势资源打造“薇诺娜”单一品牌，“1+N”策略稳步提升品牌知名度和品牌影响力。“薇诺娜”品牌是公司收入的主要来源，2017-2020H1，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”品牌六大明星系列：“舒敏保湿系列”“极润保湿系列”“透明质酸系列”“清透防晒系列”“净痘轻颜系列”“柔润保湿系列”
 - 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。2017-2020H1，公司“舒敏系列”产品的销售收入占主营业务收入比重分别为 39.23%、39.09%、38.11%和 32.06%，占比较高。
 - “舒敏系列”中的**穿越周期大单品“舒敏保湿特护霜”**（主要包含 15g、50g 等规格），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%。

图表38：公司2017-2020H1各品牌营收（亿元）



图表39：公司2017-2020H1各品牌收入占比（%）



2.3 产品端—生产方式：自主生产、委托加工、OEM 生产相结合，未来提高自产比例降低成本

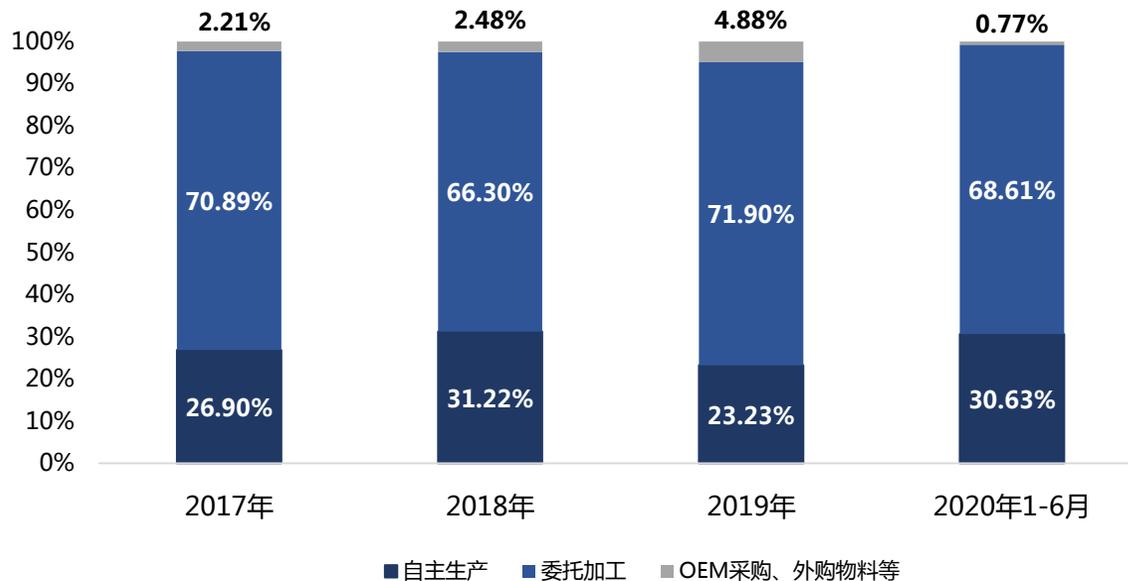
□ **公司主要采用自主生产、委托加工、OEM 生产相结合的生产模式，公司的化妆品主要以委托加工的生产模式为主，医疗器械产品以自主生产为主。** 2017-2020H1，公司通过委托加工模式生产产品的成本占主营成本的比例分别为 70.89%、66.30%、71.90%和 68.61%。

- **自主生产**：自主生产模式下，公司依靠自有生产设备、技术和工人组织生产。
- **委托加工**：公司向委托加工厂商提供生产所需的原料和包装材料，委托加工厂商按照公司要求进行产品生产，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。
- **OEM生产**：公司向生产厂商提出产品设计、规格、功能等方面的要求，生产厂商按照公司要求进行产品定制化生产，产品生产完成后交付给公司。

图表40：2017-2020H1公司成本支出（亿元）



图表41：2017-2020H1公司主营业务成本占比（%）



2.3 产品端—品牌矩阵：聚焦“薇诺娜”主品牌，拓展多元化品牌矩阵

- **“1+N”战略，拓展多品类。**除主品牌“薇诺娜”外，公司还拥有“WINONA Baby”、“痘痘康”、“Beauty Answers”、“资润”等品牌，并仍将通过内涵式培育和外延式收购实施多品牌计划，实行“聚焦主品牌、拓展子品牌”发展战略来满足不同类型消费者的护肤需求。

图表42：以“薇诺娜”为核心的品牌矩阵

品牌	定位	产品
薇诺娜	敏感肌护理修饰	<ul style="list-style-type: none"> • 护肤类（水乳霜、精华等） • 彩妆类（隔离霜等） • 医疗器械类（透明质酸修护生物膜、透明质酸修护贴敷料）
WINONA Baby	专业婴幼儿护理	<ul style="list-style-type: none"> • 护肤类（霜、身体乳等）
痘痘康	痘痘肌肤护理	<ul style="list-style-type: none"> • 护肤类（霜、面膜泥等）
Beauty Answers	高端皮肤修护，主打医美术后的精准修护、抗氧化和抗衰老等领域	<ul style="list-style-type: none"> • 护肤类（护肤水、面膜、精华等）
资润	干燥性皮肤护理	<ul style="list-style-type: none"> • 护肤类（霜等） • 医疗器械类（透明质酸修护生物膜）

2.4 渠道端：以线下渠道为基础，以线上渠道销售为主导

- **销售模式**：公司打通线上与线下，相互渗透、协同促进，运用互联网思维实现了电商平台销售收入的高增长。
- **线上渠道收入占比最大**：2018年、2019年和2020年，公司线上渠道收入占主营业务收入之比分别为56.35%、57.31%和82.88%。

图表43：贝泰妮的销售模式（占比为2020年年度数据）

	2020年度		2019年度		YOY		
	金额 (亿元)	占主营业 务收入 比重	金额 (亿元)	占主营业 务收入 比重			
线上销售	线上自营	线上推广自营	16.58	63.28%	54.28%		
		线上线下载结合	10.75	55.56%			
	线上分销	大型B2C平台 分销	5.14	19.60%			
		线上经销商 分销	4.09	21.13%			
线下销售	线下自营	0.02	0.09%	0.03	0.16%	-20.49%	
	线下分销	商业公司	4.46	17.03%	4.48	23.14%	-0.30%
		直供客户					
		区域经销商					

2.4 渠道端：以线下渠道为基，线上渠道持续发力

- **2020年渠道的收入数据**：2020年，公司销售渠道进一步向线上倾斜，线上销售收入共计21.72亿元，同比增长54.28%，占公司主营业务收入的82.88%；线上自营收入同比增长54.28%，经销、代销收入同比增长25.61%；线下自营销售收入同比下降20.49%，线下分销渠道收入与上年基本持平，同比下降0.3%。

图表44：按渠道--贝泰妮的收入拆分

单位：百万元人民币			2017	2018	2019	2020H1
总计			786.50	1229.70	1934.40	937.00
线上销售	线上自营	天猫平台（含淘宝）	233.9	408.8	709.7	427.4
		微信平台（薇诺娜专柜服务平台、微信小程序）	74.6	144.2	251.4	83.6
		京东平台	15.0	31.2	55.8	37.4
		薇诺娜网上商城	37.3	38.2	45.2	11.0
		其它	2.2	5.7	12.9	13.0
	线上分销	大型B2C平台分销	103.0	197.8	351.6	171.8
		其中：唯品会分销	71.3	122.9	208.8	103.8
		其中：京东分销	19.0	40.1	65.8	37.8
		其中：天猫分销	4.9	21.7	66.7	25.0
		其它	7.8	13.1	10.2	5.1
线下销售	线下自营	14.2	7.5	3.1	1.1	
	线下分销	商业公司	133.3	174.3	206.7	77.2
		直供客户	91.7	120.0	201.0	69.0
		区域经销商	59.0	46.1	40.0	10.5

2.4.1 线上渠道：重点打造自营平台，B2C平台销量逐年攀升

- **线上营销高度依赖大型B2C电商平台**：2017-2020年H1，公司通过天猫、唯品会、京东、微信四大平台实现的销售收入占主营业务收入之比逐年攀升，分别为55.85%、67.01%、73.18%和79.79%。尤其在“双11”、“6·18”等线上大促期间，公司实现销量爆发，帮助公司业绩提升。
- **线上渠道以阿里系渠道销售为主**：线上自营零售业务是公司销售渠道的重要组成部分，线上自营业务以第三方平台为主，尤以阿里系平台为主。2018年、2019年，公司薇诺娜官方旗舰店（天猫）在天猫“双11”主营类目（美容护肤/美体/精油类）店铺销量排名中均位列第9名，其中国货类排名分别为第4名、第3名。2018年-2020年，公司旗下“薇诺娜”品牌已连续三年获得天猫金妆奖。薇诺娜官方旗舰店（天猫）的数据显示，近三年公司产品复购率已经接近30%。

图表45：线上渠道销售业务收入确认及成本结转方法

	销售模式	模式介绍	销售模式与退换货义务与风险	收入和成本的确认政策
线上自营	自营	公司主要通过在大中型B2C平台开设自营店铺，或直接自建平台等形式进行产品的线上推广与销售。例如：天猫、京东、薇诺娜网上商城等；或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”专柜服务平台进行销售。	基于各平台退换货规则，一般为7天无理由退换货政策：确认收货后一般无质量问题不予退换货。报告期内，公司遵守各平台的退换货政策一致执行。	客户在线上下单并付款，公司发货后，消费者收到货物后点击确认收货，或达到平台约定的收货期限，自动确认收货后，确认收入并结转成本。
	经销	公司与线上经销商签订产品购销协议，线上经销商通过在大中型B2C平台等开设的自营店铺自主进行产品销售。	无质量问题不予退换货。报告期内，公司退换货政策一致执行。	公司根据合同约定将产品交付给购货方并经购货方验收合格，签署物流签收单后，确认销售收入并结转成本。
线上分销	代销	公司与大型B2C平台签订商品购销协议，双方根据平台实际销售产品和其它约定方式进行结算，例如：唯品会、京东超市、天猫超市等。	无质量问题不予退换货。报告期内，公司退换货政策一致执行。	公司根据合同约定将产品交付给受托方，待受托方对外实现销售后向公司开出代销清单时确认销售收入并结转成本。

2.4.2 线下渠道：毛利率高于线上渠道，医生权威背书强化品牌专业力

□ 公司线下渠道的单位售价、毛利率高于线上渠道：

- 2017年-2020年H1，线下渠道中的商业公司渠道、直供客户渠道单位售价、毛利率高，销售占比较高，两者合计占比分别达到 75.45%、84.57%、90.44%和92.68%；
- 线上渠道中，一般情况下，线上自营的单位售价、毛利率最高，公司直接面向终端消费者销售，减少了中间流通环节；线上经销商分销渠道次之，大型 B2C 平台分销的销售单价、毛利率最低，线上经销商需要自主负责其线上店铺的推广且保持一定的利润空间。

□ **加强学术推广，扩大品牌研发影响力。**公司为更好地贴近皮肤学实际案例与临床经验，聘请了医疗机构的部分专家学者作为公司专家顾问，为产品研发提供学术指导与知识分享；公司邀请了多名医疗机构的专家学者参与各类学术分享及护理知识宣传活动，分享近期科研、临床诊疗等方面的经验和成果；参与公司以线上直播等形式举办的皮肤学、皮肤护理知识宣传、分享活动，介绍和讲解皮肤学专业知识及实践经验。

图表46：公司主营业务收入按销售渠道及销售模式的单位售价、毛利率情况

		单位：单位售价（元/支、元/盒）								
销售渠道	销售模式	销售类型	2020年1-6月		2019年度		2018年度		2017年度	
			单位售价	毛利率（%）	单位售价	毛利率（%）	单位售价	毛利率（%）	单位售价	毛利率（%）
线上销售	线上自营	线上自营	48.14	82.97	49.85	80.60	48.30	82.04	51.87	81.70
	线上分销	大型 B2C 平台分销	31.28	74.67	27.59	72.18	27.46	72.69	27.17	69.71
		线上经销商分销	34.01	76.35	37.00	73.55	37.07	76.84	52.10	78.96
	小计		42.32	80.84	41.38	78.33	40.61	79.62	43.53	79.05
线下销售	线下自营	线下自营	57.05	85.33	97.10	90.51	112.78	91.69	114.69	91.08
	线下分销	商业公司	135.78	92.29	126.08	91.57	113.46	91.06	109.92	90.07
		直供客户	74.09	85.38	68.71	84.38	70.17	83.49	81.51	87.05
		区域经销商	35.18	72.21	41.25	74.66	43.23	74.19	42.37	74.19
小计		86.84	87.88	81.00	86.85	79.44	86.22	77.38	86.05	
总计		46.32	82.03	46.71	80.32	47.12	81.49	52.19	81.70	

2.5 营销端：全域流量赋能，广度到精度的聚焦

- **公域流量成本高企**：以天猫、京东等平台开设的自营店铺的公域流量成本日益攀升，平台商家竞争日益激烈，对于品牌而言的成本压力越来越大；
- **公域流量到私域流量的转化**：公司线下零售渠道的BA（促销人员）在做服务过程中，引导客户扫二维码进入APP、小程序和微信群，与客户建立长期的联系，为其提供产品的售后和增值服务，实现线下带动线上的协同效应，精准触达目标用户群体，大大提升销售转化率。

图表47：公司的私域流量矩阵

私域流量平台	引流方式	2017-2020H1收入	会员数
“薇诺娜专柜服务平台”	2017年3月开始，通过派驻在终端销售网点的BA（促销人员）引导顾客扫码等方式注册成为平台会员。	分别为5,065.43万元、13,807.50万元、24,344.84万元和7,511.10万元，占同期线上销售收入金额比例分别为10.37%、15.66%、16.41%和9.64%（2020年1-6月较低，系受到新冠疫情影响所致）。	公司薇诺娜专柜服务平台的新增注册用户数分别为8.36万人、11.89万人、19.00万人和8.85万人。2017-2020H1复购率：分别为45.62%、50.70%、52.51%和43.58%
微信小程序和微信社群	2018年3月上线微信小程序自营平台，通过在微信平台投放广告、短视频等方式获取公域流量客户，并通过公众号定期文章及活动推送、买家消费后附赠的微信群二维码、提供入群买赠奖励等方式，引导消费者加入公司品牌微信社群。	2018年度上线以来，报告期各期的销售收入分别为606.57万元、793.17万元和795.93万元	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
优化线上公域流量获取方式	<ul style="list-style-type: none"> 与第三方服务商合作，优化平台推广工具组合，降低点击成本； 利用各类算法工具，实现精准化投放； 加强新媒体营销布局，利用直播带货等方式，提升品牌知名度，提高流量价值。 		



2.5 营销端：公域流量向下，私域流量向上

图表48：公域流量与私域流量的运营路径

公域流量池

被动的关注

- 高频刺激
- 兴趣契合

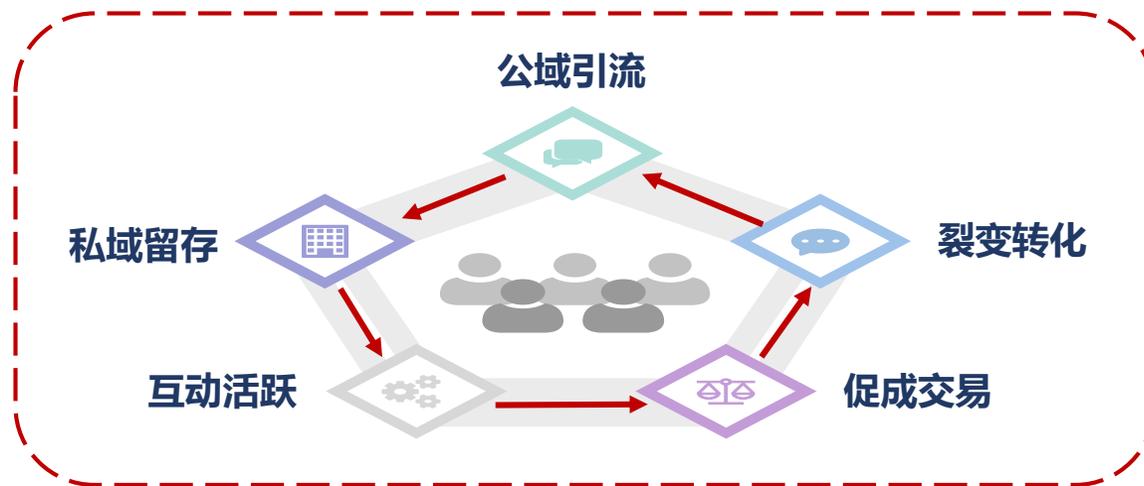
买

私域流量池

主动的关注

- 粉丝价值
- 内容价值

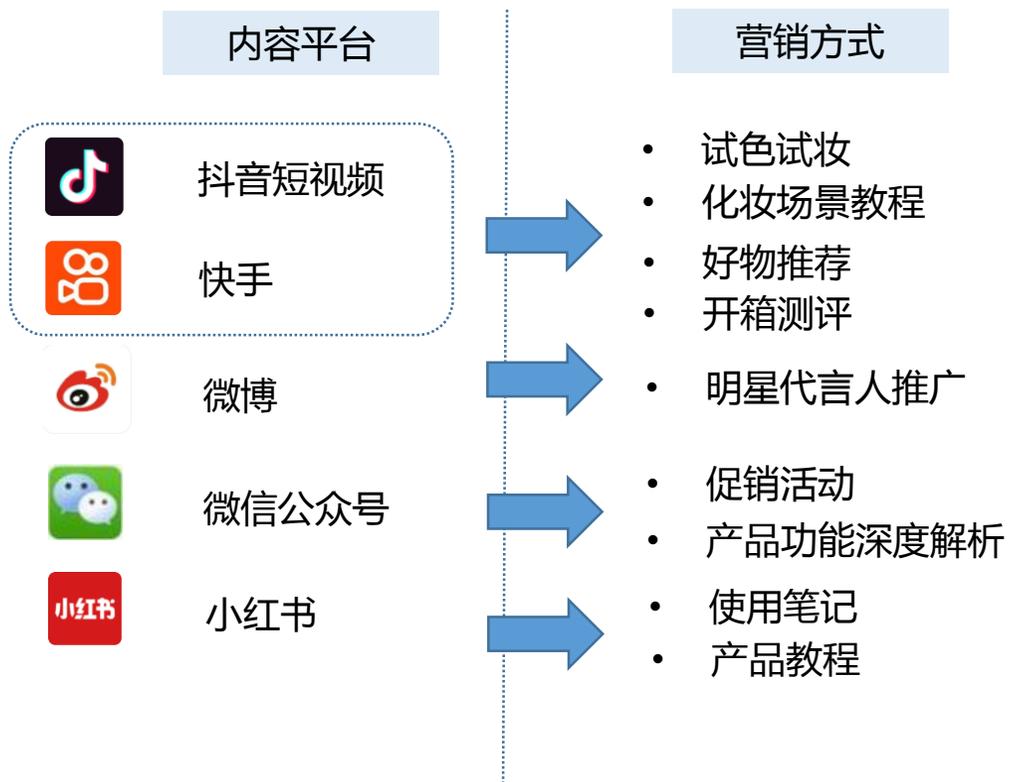
养



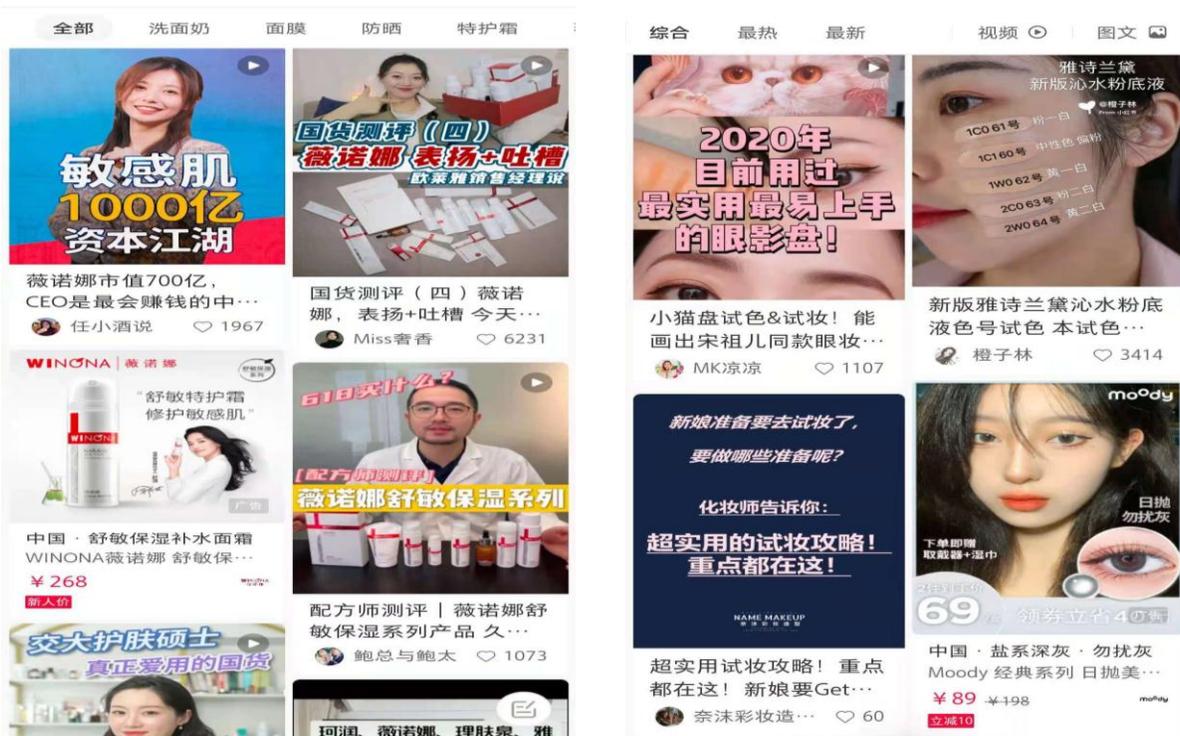
2.5 营销端：乘新媒体营销之风，树立专业的品牌形象

- 新媒体营销：**“去中心化”趋势之下，新型社交媒体流量呈现爆发式增长，成为品牌主不容忽视的营销阵地。公司通过在微博、微信公众号、小红书、抖音、知乎等新兴媒体上凭借 KOL 种草、公众号文章、网络直播、短视频等各类方式进行产品内容营销推广，多渠道、多层次覆盖目标消费者群体，实现“品效合一”，进一步提升销售转化率。

图表49：公司的新媒体营销矩阵



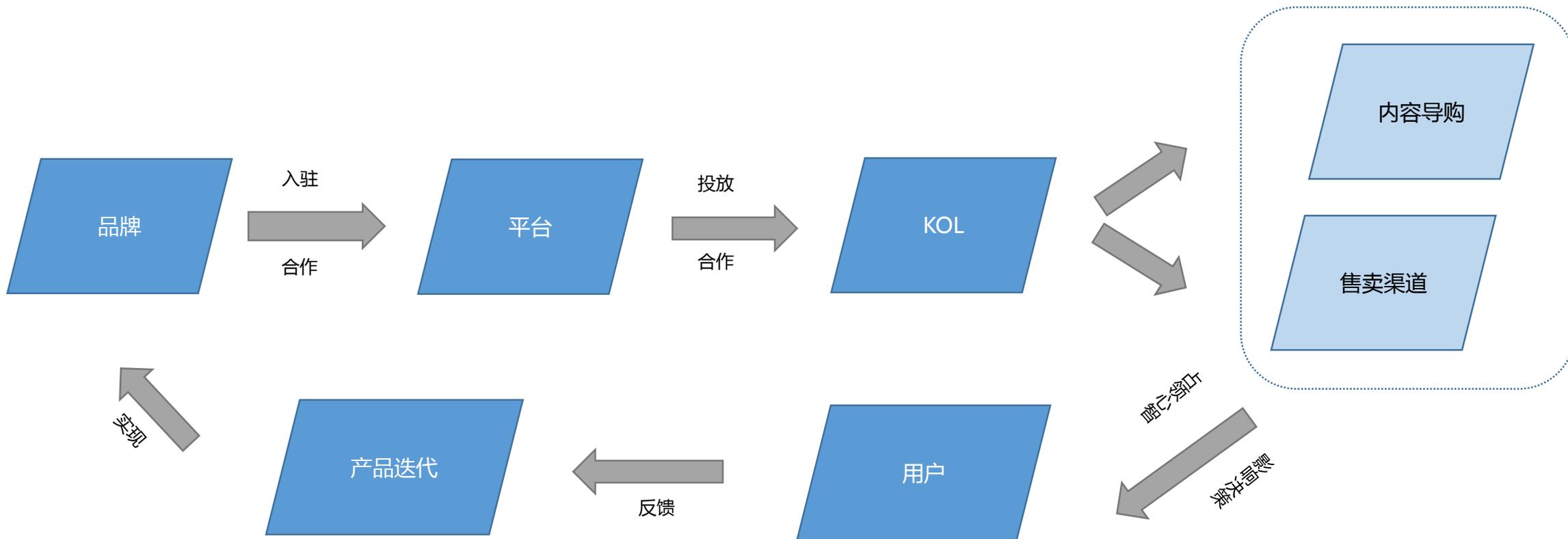
图表50：新媒体营销内容形式的多样化



2.5 营销端：KOL影响用户消费决策，反哺产品端改善升级

- 与KOL合作：**KOL对用户的消费决策影响力越来越强，与不同平台KOL的合作是美妆品牌营销策略中重要的一环。KOL发布优质的内容分享，通过开展专业化的产品教育，逐渐树立品牌的专业形象，精准触达更多消费者群体，同时将最真实的用户体验反馈给产品线，促进产品的换代升级，实现品牌的精准定位。

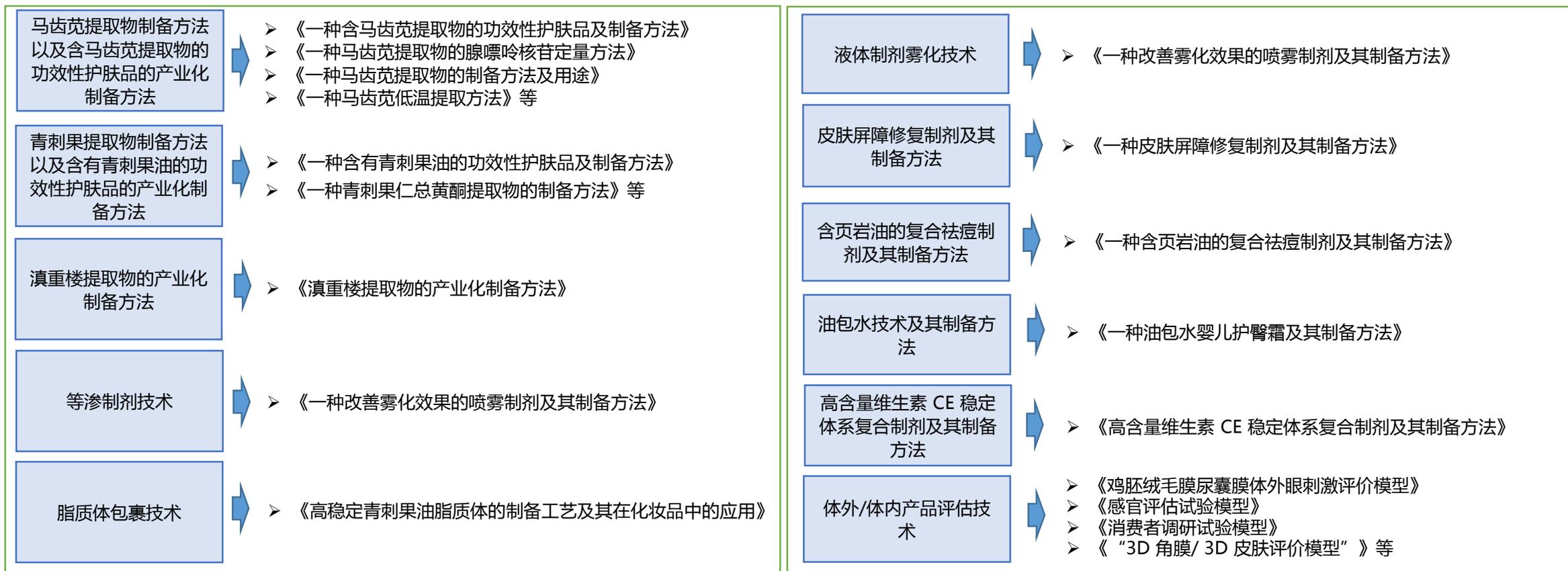
图表51：与KOL合作的营销方式



2.6 研发端：有效专利+核心技术，具备较强的学术优势

□ 在细分领域技术优势明显，持续创造能力强，实现技术与产业深度融合。公司拥有境内有效专利46项，并掌握11项核心技术，特别是在利用马齿苋、青刺果等高原特色植物提取物有效成分制备和生产敏感肌肤护理产品方面具有较强的技术优势。此外，公司将技术成果有效转化为经营成果，应用核心技术实现的销售收入占主营业务收入的比例均在95%以上。

图表52. 公司11项核心技术领域以及代表性专利或非专利技术



2.6 研发端：“自主+外部”研发，合力构筑核心技术壁垒

□ **研发模式自主+合作，构建核心技术壁垒。** 公司拥有多个自主研发项目，包括针对敏感肌人群的彩妆产品、儿童系列产品等开发，这些自主研发项目均达到国内先进的技术水平。除自主研发外，公司还和多所机构开展合作研发，包括：昆明医科大学第一附属医院、昆明医科大学、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等机构，借助多方学术资源，构建核心技术壁垒。

图表53. 公司自主研发项目情况

项目名称	所处研发阶段	内容与目标
III类医疗器械开发	批文申报	研究不同生物材料对皮肤创面的修复效果，结合无菌制剂技术，开发多款 III 类医疗器械产品。
彩妆系列产品开发	配方研发	针对敏感肌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。
儿童系列产品开发	配方研发	针对婴幼儿肌肤特点及易发皮肤问题，开发系列安全、温和、有效的产品，满足市场需求。
皮肤屏障分型护理产品开发	配方开发	将皮肤屏障受损进行分型，精准开发用于护理不同屏障受损问题的产品。
泊缇诗系列产品开发	配方验证	针对不同渠道消费者的诉求，利用新成分，新技术，开发全新品牌产品。
植物防腐成分开发及应用	中试阶段	攻克国内外技术难关，筛选植物抑菌、杀菌成分，用天然活性成分替代传统防腐成分，进一步提升产品安全性。
云南特色植物青刺果活性成分开发及应用	基础研究	针对云南特色植物青刺果，展开升级研究，筛选不同活性部位，研究其不同功效表达，探索对应作用机制，制定质量标准并产业化。
植物抗炎活性成分开发及应用	中试阶段	持续筛选云南特色抗炎、抗刺激活性植物，开发下一代抗炎活性植物成分，研究其作用机制，制定质量标准，产业化应用于产品中。

图表54. 公司合作研发项目情况

合作方	主要内容	权利义务划分约定
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新科技成果的完整、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。
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。
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。

2.6 研发端：医研共创优势凸显，研发投入保障专业性

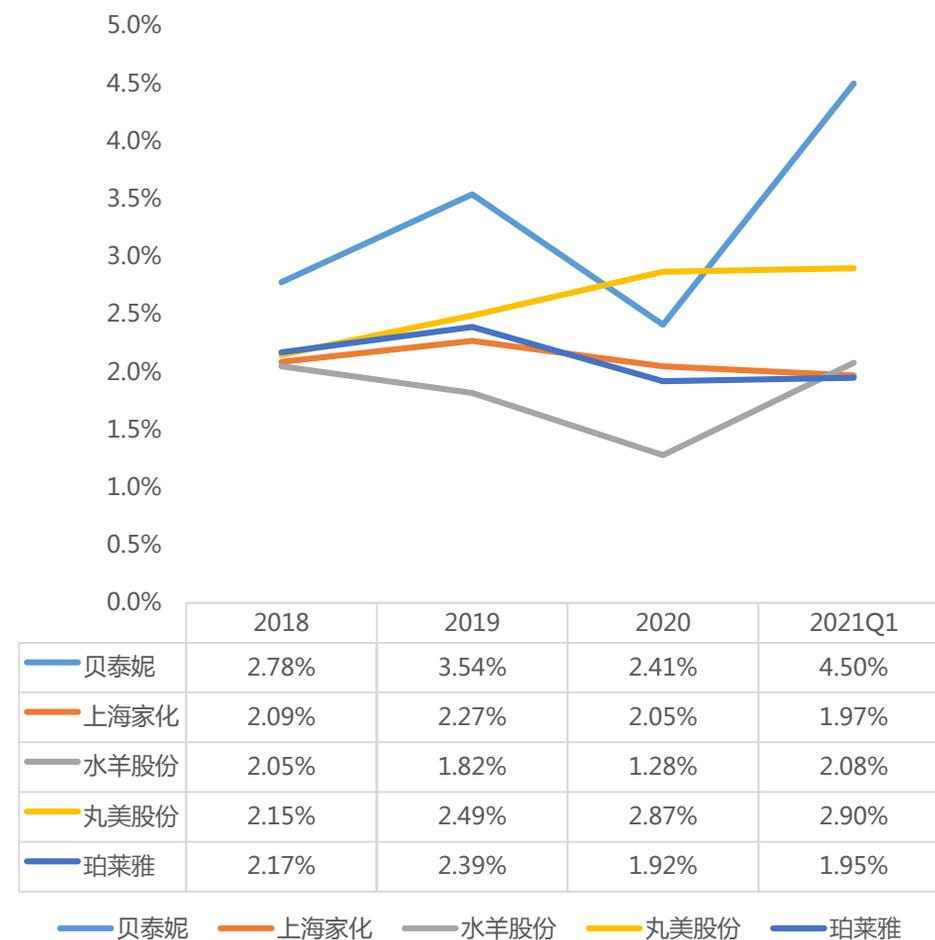
□ 研发投入在同业可比公司中排名居上，彰显研发在公司战略中的核心地位。

2018年至2021年Q1，公司研发支出分别为0.46/0.54/0.63/0.2亿元，研发费用率分别为2.78%、3.54%、2.41%以及4.50%，整体上超过同业可比公司。公司高度重视研发投入和研发体系建设，持续完善研发中心各模块功能并升级为贝泰妮研究院，成立特色植物研发中心，功效性护肤品研发中心以及医疗器械研发中心。

□ **多学科背景研发团队实力雄厚。**公司拥有超过100人的研发团队。**学历层次方面**，研发团队包括博士3人，硕士24人，本科57人，整体学历层次较高；**学科背景方面**，公司涵盖药物制剂、药物分析、中药学、生物制药、药理学、生物工程、高分子化学、精细化工、设计等多个方面，多学科背景优势明显。除此之外，研发团队获得过云南省科学技术进步一等奖、云南省创新团队一等奖等多个荣誉奖项。

□ **医研共创模式奠定专业地位，产品有效性经多家医院皮肤科验证并获得应用。**公司与中国皮肤科三大协会、全国顶尖皮肤科专家建立学术联系，成果颇丰。其中，公司于2017年发布的《薇诺娜皮肤学级护肤品及其在临床中的应用》是中国首部皮肤学护肤红宝书，囊括了15篇皮肤学级护肤指南以及128篇薇诺娜的基础研究和临床验证方面论文。产品方面，贝泰妮特护霜经过昆明医科大学第一附属医院、四川大学华西医院、中南大学湘雅二院、解放军404医院等十余家知名医院观察验证，并被应用在全国2400多家医院皮肤科的临床辅助治疗中。

图表55. 2018 - 2021Q1公司与同业可比上市公司研发费率情况（%）





3. 投资建议

3.1 可比上市公司核心指标

图表56. 可比上市公司核心经营数据和盈利预测及估值情况

代码	公司简称	主营业务	总市值 (亿元)	毛利率 (%)	净利率 (%)	ROE (摊薄) (%)	营业收入 (亿元)	YOY (%)	归母净利润 (亿元)	YOY (%)	EPS			PE 按2021年6月28日股价		
											20A	21E	22E	20A	21E	22E
300957.SZ	贝泰妮	主要针对敏感肌的护理产品、彩妆、医疗器械	1148.72	76.25%	20.62%	45.33%	26.36	35.64%	5.44	31.94%	1.51	1.88	2.61	210.59	144.27	103.80
600315.SH	*上海家化	美妆、个护家清、母婴	394.24	6.62%	70.32%	-7.43%	4.30	-22.78%	6.62	70.32%	0.63	0.76	1.15	54.73	76.49	50.50
603983.SH	*丸美股份	各类化妆品，专注眼部护理	210.19	66.20%	26.56%	15.60%	17.45	-3.10%	4.64	-9.81%	1.16	1.38	1.62	45.08	37.92	32.24
603605.SH	*珀莱雅	护肤品、彩妆、清洁洗护，香薰等	388.76	63.55%	12.04%	19.90%	37.52	20.13%	4.76	21.22%	2.37	2.97	3.68	75.21	65.04	52.25
300740.SZ	*水羊股份	非贴式面膜、水乳膏霜、贴式面膜	86.20	49.20%	3.72%	10.37%	37.15	54.02%	1.40	415.28%	0.34	0.59	0.90	53.04	35.84	23.14
688363.SH	*华熙生物	以透明质酸为核心的功能性护肤品、原料产品及医疗终端	1287.98	81.41%	24.50%	12.87%	26.33	39.63%	6.46	10.29%	1.35	1.69	2.29	108.83	158.48	117.07
300896.SZ	爱美客	溶液类注射产品，凝胶类注射产品、化妆品及面部埋线	1674.63	92.17%	61.10%	9.70%	7.09	27.18%	4.40	43.93%	3.66	3.37	4.99	179.04	229.81	155.05

3.2 盈利预测及投资建议

□ 通过以上分析，贝泰妮的核心推荐逻辑如下：

1) 黄金赛道：公司主营业务所处的皮肤学级（敏感肌）护肤品市场，2015年-2020年，中国皮肤学级（敏感肌）护肤品年均复合增长率为24.0%，远高于护肤品市场整体增速。截至2020年，中国皮肤学级护肤品市场规模达161.3亿元。对比海外，国内的化妆品市场渗透率依然很低，中国功能性护肤品市场渗透率仍然较低，未来有待提升。受空气污染（主要为雾霾）、熬夜加班、生活压力、焦虑、过度护肤、整容、过度彩妆等因素影响，导致起防御作用的健康颗粒细胞活性减弱，敏感肌肤人群越来越多，皮肤学级护肤品市场潜在需求旺盛，通过社交媒体的影响和电商渠道的推广，国人对护肤品成分的认知程度越来越高。

2) 核心竞争力：公司依托“产品+渠道+营销+研发”优势，跨周期明星单品“薇诺娜”表现优异，市占率逐年攀升，国货敏感肌龙头地位稳固。公司虽然目前收入和利润规模绝对额与同业公司相比不算高，公司毛利率在80%左右的水平，均处于领先水平。公司的产品能够具备介于医美和美妆之间的一个属性，技术护城河高于美妆，技术壁垒相对较强，且敏感肌客户具有会员生命周期长、用户粘性强、复购率高等特性。

3) 未来增长：未来，公司还将拓展儿童、彩妆和男士护肤产品线，逐步切入医美赛道，与公司的客户、渠道、研发资源协同并进，打开新的增长极，坐享行业增长红利。

□ **我们预计公司2021-2023年的营业收入分别为为38.81亿元、53.65亿元和71.45亿元，归母净利润分别为8.04亿元、11.08亿元和14.79亿元，EPS分别为1.90元、2.62元和3.49元，对应PE分别为137.30、99.59和74.62。**

图表57. 公司盈利预测和估值

单位/百万	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	1943.75	2636.49	3881.17	5364.95	7144.50
增长率(%)	56.69%	35.64%	47.21%	38.23%	33.17%
归属母公司股东净利润	411.95	543.51	803.62	1107.94	1478.70
增长率(%)	58.12%	31.94%	47.86%	37.87%	33.46%
每股收益EPS(元)	1.14	1.51	1.90	2.62	3.49
PE	267.85	203.01	137.30	99.59	74.62

图58. 财务和估值数据摘要

单位:百万元	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	1240.49	1943.75	2636.49	3881.17	5364.95	7144.50
增长率(%)	55.44%	56.69%	35.64%	47.21%	38.23%	33.17%
归属母公司股东净利润	260.53	411.95	543.51	803.62	1107.94	1478.70
增长率(%)	74.96%	58.12%	31.94%	47.86%	37.87%	33.46%
每股收益(EPS)	0.000	1.140	1.510	1.897	2.616	3.491
每股股利(DPS)	0.000	0.238	0.238	0.352	0.485	0.647
每股经营现金流	0.242	1.213	1.005	1.556	2.164	2.905
销售毛利率	81.16%	80.22%	76.25%	76.91%	77.11%	77.26%
销售净利率	20.53%	20.45%	19.72%	20.79%	20.74%	20.79%
净资产收益率(ROE)	58.53%	54.47%	45.33%	43.36%	40.20%	37.34%
投入资本回报率(ROIC)	223.82%	102.47%	122.47%	126.15%	142.19%	154.14%
市盈率(P/E)	423.52	267.85	203.01	137.30	99.59	74.62
市净率(P/B)	247.88	145.89	92.03	59.53	40.04	27.86
股息率(分红/股价)	0.000	0.001	0.001	0.001	0.002	0.002

3.2 盈利预测及投资建议

报表预测	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
利润表						
营业收入	1240.49	1943.75	2636.49	3881.17	5364.95	7144.50
减: 营业成本	233.74	384.51	626.06	896.16	1228.04	1624.66
营业税金及附加	26.20	34.94	46.06	73.18	101.16	134.71
营业费用	502.63	843.35	1107.13	1640.96	2318.19	3108.57
管理费用	136.79	168.79	168.65	279.83	381.45	522.26
财务费用	-1.04	-1.45	-0.88	-19.31	-33.77	-53.64
资产减值损失	9.56	12.52	9.11	-4.03	-4.03	-4.03
加: 投资收益	0.35	0.15	3.13	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	-46.01	-80.33	-87.14	-71.16	-71.16	-71.16
营业利润	312.67	502.08	649.70	943.21	1302.75	1740.80
加: 其他非经营损益	0.52	0.16	-1.86	-0.39	-0.39	-0.39
利润总额	313.19	502.24	647.84	942.82	1302.35	1740.41
减: 所得税	50.27	89.18	104.08	135.78	189.71	255.42
净利润	262.92	413.06	543.75	807.04	1112.64	1484.99
减: 少数股东损益	2.40	1.12	0.25	3.41	4.71	6.28
归属母公司股东净利润	260.53	411.95	543.51	803.62	1107.94	1478.70
资产负债表	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	251.15	527.23	751.95	1136.20	1886.72	2902.39
应收和预付款项	137.00	135.96	225.73	356.17	447.38	621.91
存货	259.93	198.77	253.75	394.00	493.63	680.67
其他流动资产	7.74	9.47	20.06	20.06	20.06	20.06
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	54.76	61.41	109.29	104.36	99.43	94.50
无形资产和开发支出	23.15	45.82	55.16	53.91	52.66	51.41
其他非流动资产	2.91	8.15	12.53	22.70	12.53	12.53
资产总计	582.67	852.61	1298.25	2087.42	3012.41	4383.48
短期借款	0.00	14.96	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	130.26	138.53	197.25	328.43	346.26	506.58
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	182.84	169.34	202.80	2.35	2.35	2.35
负债合计	313.11	322.82	400.05	330.78	348.61	508.93
股本	49.01	360.00	360.00	360.00	360.00	360.00
资本公积	48.90	25.71	25.71	25.71	25.71	25.71
留存收益	252.23	295.58	418.87	1467.88	2370.34	3574.80
归属母公司股东权益	445.14	756.30	1199.00	1853.59	2756.04	3960.50
少数股东权益	5.73	4.72	2.81	6.23	10.94	17.22
股东权益合计	450.87	761.02	1201.82	1859.81	2766.98	3977.72
负债和股东权益合计	582.67	916.64	1401.42	2190.59	3115.59	4486.66
现金流量表	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营性现金净流量	102.40	513.91	425.91	659.02	916.68	1230.73
投资性现金净流量	-28.72	-60.86	-86.32	5.31	5.31	5.31
筹资性现金净流量	-85.25	-177.98	-121.05	-129.49	-171.47	-220.37
现金流量净额	-11.57	275.07	218.54	534.84	750.52	1015.68



4. 风险提示

- **行业竞争加剧**：越来越多的品牌积极推出针对敏感肌护理相关的产品，功能性护肤赛道的市场竞争越来越激烈，有挤压公司市场份额的可能性；更多国际化妆品品牌注重线上渠道的营销，不断加大线上渠道的营销力度，国际品牌资金实力更雄厚，在营销投入上更有优势。
- **销售平台相对集中的风险**：公司向来重视线上渠道的营销，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比较高且逐年攀升，未来平台流量下滑和转化率的下降、平台监管等风险将对公司的业绩带来不利影响；
- **产品和技术迭代升级不及预期**：目前公司集中优势资源发展明星单品“薇诺娜”品牌，是收入占比最高的品牌，如果未来“薇诺娜”品牌运营策略失败、遭受重大负面新闻、市场认可度降低等情况，都将对公司整体业绩带来一定的打击；
- **产品质量管控风险**：公司的“薇诺娜”品牌重点针对敏感肌护理，多适用于皮肤较为敏感的人群，如消费者在使用过程中有严重的过敏等不适现象，容易对公司产品的品牌形象和口碑带来连带性的不良影响，可能会进而影响客户对公司产品的忠诚度和信任度，影响公司后期产品的整体销售情况；
- **新品上线不及预期**：公司未来将针对不同人群，不断拓展新的产品品类，如彩妆、婴幼儿护肤等方向，这些行业的存量竞争已经非常激烈，公司推出的新产品推广有不如预期的不确定性。

分析师简介

裴伊凡（证券执业证书号：S0640516120002），英国格拉斯哥大学经济学硕士，中航证券社会服务行业分析师，覆盖互联网传媒、教育、医美、免税、餐饮、旅游等行业。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示：投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

我们设定的上市公司投资评级如下：

买入：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅10%以上。
持有：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅-10%-10%之间
卖出：未来六个月的投资收益相对沪深300指数跌幅10%以上。

我们设定的行业投资评级如下：

增持：未来六个月行业增长水平高于同期沪深300指数。
中性：未来六个月行业增长水平与同期沪深300指数相若。
减持：未来六个月行业增长水平低于同期沪深300指数。

免责声明

本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代替行使独立判断。在不同时期，中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。