

300957.SZ
买入

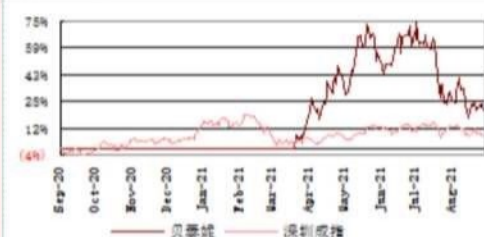
原评级: 未有评级

市场价格: 人民币 202.4

板块评级: 强于大市

本报告要点

■ 敏感肌护肤品龙头企业

股价表现


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	27.0	(0.2)	(18.8)	0.0
相对深证成指	28.9	1.7	(16.6)	(6.5)

发行股数(百万)	424
流通股(%)	13
总市值(人民币 百万)	87,626
3个月日均交易额(人民币 百万)	603
主要股东(%)	
昆明诺娜科技有限公司	46

 资料来源: 公司公告, 聚源, 中银证券
 以 2021 年 9 月 6 日 收市价为标准

**中银国际证券股份有限公司
 具备证券投资咨询业务资格**
化妆品
证券分析师: 郝帅

(8610)66229231

shuai.hao@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300521030002

联系人: 郑紫舟

zizhou.zheng@bocichina.com

一般证券业务证书编号: S1300121070001

贝泰妮

敏感肌护肤龙头, 打造健康皮肤生态

皮肤学级护肤品赛道处于增长黄金期且呈现国产品牌替代趋势, 同时公司为赛道龙头企业, 主品牌薇诺娜具备强品牌效应和高用户认可度, 随着公司未来持续渠道布局+生态打造, 预计将实现较高增长, 首次覆盖予以买入评级。

支撑评级的要点

- **中国皮肤学级护肤品市场: 黄金赛道, 国产突围。**皮肤学级护肤品定位敏感肌人群, 该人群国内基数大, 随着消费者对皮肤健康管理意识增强, 中国皮肤学级护肤品市场规模快速增长, 2020 年达到 27.43 亿美元 (规模世界第二), 10 年 CAGR 达到 16.4% (增速领跑全球)。渗透率角度看, 中国市场仍有较大空间, 未来 5 年市场规模有望保持 10% 以上增速。市场格局上, 因行业具有研发壁垒和较强用户黏性, 市场集中度较高, 2020 年品牌 CR5 55.4%。当前国产品牌快速崛起, 薇诺娜稳居市场第一, 未来有强研发实力和先发优势的品牌有望稳步向上。
- **三大因素铸就薇诺娜强品牌效应和产品高认可度:** 1) 高度重视研发, 贯穿理论基础研究到临床验证; 得天独厚的地理优势, 具备获得丰富植物原料的条件, 基于此公司能够针对消费者痛点逐一解决。2) 以线下布局为基础, 入驻线下医院和大药房, 奠定专业化的品牌基调; 参与皮肤行业论坛, 建立专家圈中口碑; 开展线下活动, 进行消费者皮肤健康教育。3) 线上布局为主 (收入占比 83%), 自营模式高效获取消费者反馈, 精准营销; 布局新营销, 增强品牌知名度, 加速品牌推广。
- **渠道布局+生态打造, 未来不断向上。**公司线下渠道持续强化, 同时加大私域流量布局, 实现降本增效、增强用户对品牌的忠诚度。此外, 公司致力于敏感肌生态圈的完善: 薇诺娜持续破圈, 推出“敏感肌护理+”产品; Winona Baby 和 Beauty Answer 不断强化, 打造完整品牌矩阵。

盈利预测与估值

- 预计公司 2021-2023 年营收分别为 38.40/52.23/67.70 亿元, 归母净利润 8.16/11.18/14.42 亿元, 对应 PE 分别为 105/77/60 倍。公司实力强劲, 同时高效享有黄金赛道高增长, 预计未来持续向上。首次覆盖给予**买入**评级。

风险提示

- 新品拓展不及预期; 私域流量转化受阻; 线下渠道合作受阻。

投资摘要

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售收入(人民币 百万)	1,944	2,636	3,840	5,223	6,770
变动(%)	57	36	46	36	30
净利润(人民币 百万)	412	542	816	1,118	1,442
全面摊薄每股收益(人民币)	1.145	1.505	1.926	2.638	3.404
变动(%)	(78.5)	31.4	28.0	37.0	29.0
全面摊薄市盈率(倍)	176.8	134.5	105.1	76.7	59.5
价格/每股现金流量(倍)	141.5	169.0	134.0	107.4	87.7
每股现金流量(人民币)	1.43	1.20	1.51	1.89	2.31
企业价值/息税折旧前利润(倍)	166.9	130.7	88.1	63.6	48.8
每股股息(人民币)	0.330	0.402	0.585	0.802	1.035
股息率(%)	0.2	0.2	0.3	0.4	0.5

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

目录

1. 专注敏感肌领域，打造中国皮肤健康生态	5
1.1 聚焦薇诺娜品牌，立足线下、拉动线上	5
1.2 三大阶段铸就“敏感肌肤护理缔造者”	6
1.3 股权集中，核心管理层经验丰富	8
2. 中国皮肤学级护肤品市场：黄金赛道，国产突围	10
2.1 产品介于药物与护肤品之间，锚定敏感肌人群	10
2.2 敏感肌人群众多，市场空间宽阔	10
2.3 国货后来居上，本土愈发优势显著	12
3. 产品为根基，渠道和营销多重加码	15
3.1 医研共创差异化产品，围绕痛点精准解决	15
3.2 以线下布局为基础，深度绑定“专业护肤”理念	18
3.3 把握线上增长趋势，加速消费群体的推广	19
4. 持续渠道布局+生态打造，未来不断向上	21
4.1 线上线下双融合，积极拥抱私域流量	21
4.2 致力于推动敏感肌生态圈的完善	22
5. 业绩高速增长，盈利能力较强	24
6. 盈利预测与投资建议	26
风险提示	28

图表目录

股价表现.....1

投资摘要.....1

图表 1. 公司收入、业绩快速增长 (亿元)5

图表 2. 公司品牌布局以薇诺娜为主线.....5

图表 3. 薇诺娜为公司核心品牌 (亿元)5

图表 4. 薇诺娜明星产品系列.....6

图表 5. 线上渠道为公司核心销售渠道.....6

图表 6. 公司三大发展阶段.....7

图表 7. 薇诺娜 2020 年度获得多项美妆大奖.....7

图表 8. 公司股权分布较为集中.....8

图表 9. 公司核心管理层.....9

图表 10. 皮肤学级护肤品介于传统护肤品和药物之间.....10

图表 11. 全球主要国家皮肤学级护肤品市场规模 (亿美元)10

图表 12. BA 认为敏感肌产生的多种原因.....11

图表 13. 消费者对护肤的理解.....11

图表 14. 我国化妆品高端化趋势显著 (亿美元).....11

图表 15. 中国皮肤学级护肤品渗透率显著低于美、德、法.....12

图表 16. 保守预计 2025 年中国皮肤学级护肤品市场规模达到 48.5 亿美元.....12

图表 17. 皮肤学级护肤品品牌集中度高于化妆品和护肤品.....12

图表 18. 外资品牌率先布局中国市场.....13

图表 19. 2015 年前雅漾、薇姿和理肤泉为市场主要品牌.....13

图表 20. 国牌快速崛起, 国牌 CR3 稳步上升.....13

图表 21. 皮肤学级护肤品市场 CR3 呈现下滑.....13

图表 22. 除产品成分和功效外, 品牌也是消费者看重的因素之一.....14

图表 23. 薇诺娜产品在新老客户中均表现较好.....15

图表 24. 薇诺娜热销单品舒敏修护霜定价高于大多其他品牌同类产品.....15

图表 25. 2011 年整体护肤品市场竞争强度显著高于皮肤学级护肤品市场 (%)15

图表 26. 薇诺娜针对各皮肤症状推出系列产品.....16

图表 27. 薇诺娜产品具前沿科技性.....17

图表 28. 与同行业公司相比, 贝泰妮研发费率较高.....17

图表 29. 薇诺娜产品主打植物提取, 与其他品牌同系列产品形成一定差异化.....17

图表 30. 薇诺娜线下布局以分销为主 (%)18

图表 31. 与专业渠道较长期的合作也体现了公司产品的高品质保障和专业性.....	18
图表 32. 论坛从敏感肌发生原因、精准修护和防护、特殊场景传导科学护肤理念	19
图表 33. 化妆品的线上销售加速.....	19
图表 34. 同业中，薇诺娜线上占比最高，且以自营模式为主 (%)	19
图表 35. 公司线上自营模式的成交客户数量快速增长 (万人)	20
图表 36. 公司布局多种多样的营销模式.....	20
图表 37. 用户获取化妆品信息的主要渠道为新媒体	20
图表 38. 公司加大新媒体营销和平台推广服务费用投放.....	20
图表 39. 网购用户规模增速趋缓 (万人)	21
图表 40. 薇诺娜公域流量平台收入/成本有所下滑 (万元)	21
图表 41. 公司采用公域流量与私域流量齐头并进模式.....	21
图表 42. 薇诺娜私域流量平台用户不断上升 (万人)	22
图表 43. 薇诺娜私域流量模式稳步推进 (万元)	22
图表 44. 私域流量平台 500 元以上的订单数量占比较高，对应拥有更高客单价....	22
图表 45. 2021 年薇诺娜品牌具有抗老和防晒的新品	23
图表 46. 婴儿护理类增速较高.....	23
图表 47. 公司营收与利润增速较快.....	24
图表 48. 护肤品占比较大，彩妆及医疗器械逐步布局	24
图表 49. 毛利率维持稳定，护肤品类盈利能力较强	24
图表 50. 公司费用率逐步下降.....	25
图表 51. 公司存货周转良好.....	25
图表 52. 公司收入拆分表	26
图表 53. 公司盈利预测的主要假设.....	27
图表 54. 公司 PE 估值表 (净利润单位: 亿元)	27

1. 专注敏感肌领域，打造中国皮肤健康生态

公司定位专业皮肤护理领域，多品类布局敏感肌护肤品市场。贝泰妮是一家专注于应用纯天然的植物活性成分，提供温和、专业皮肤护理产品的化妆品企业。主品牌薇诺娜围绕敏感肌肤问题进行产品布局，品类涵盖护肤品、彩妆和医疗器械等，主要通过线上、线下渠道销售；此外，公司也陆续推出 Winona Baby、资润、痘痘康、Beauty Answer 等子品牌。随着公司在品牌和品类的拓展、线上线下渠道的铺设，近几年公司收入实现快速增长：2017-2020 年公司收入 CAGR 达到 48.92%，净利润 CAGR 达到 51.97%，其中 2020 年在受疫情影响下，公司收入仍实现 26.36 亿元、净利润实现 5.44 亿元，同比增速分别为 35.60%/31.72%。

图表 1. 公司收入、业绩快速增长 (亿元)

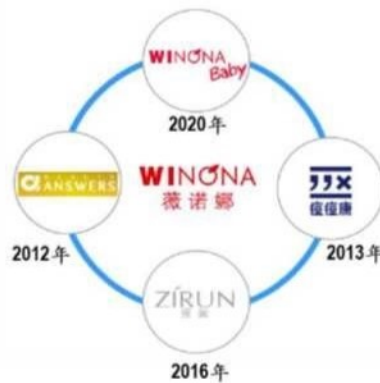
	2017	2018	2019	2020	2021H1
收入	7.98	12.40	19.44	26.36	14.12
Yoy(%)		55.39	56.77	35.60	49.94
净利润	1.55	2.63	4.13	5.44	2.65
Yoy(%)		69.68	57.03	31.72	65.56

资料来源：万得，中银证券

1.1 聚焦薇诺娜品牌，立足线下、拉动线上

公司以薇诺娜品牌为核心，逐步开拓其他品牌。2017 年-2020H1 薇诺娜品牌收入占比始终保持在 99% 以上。与此同时，公司也在不断推出其他品牌：2012 年推出专注于高端皮肤修护的 Beauty Answer、2013 年推出专注于痘痘肌护理的痘痘康、2016 年推出专注于干燥性肌肤护理的资润、2020 年推出专注于婴幼儿护理的 Winona Baby 品牌。

图表 2. 公司品牌布局以薇诺娜为主线



资料来源：公司招股书，中银证券

图表 3. 薇诺娜为公司核心品牌 (亿元)

分类	收入情况	2017	2018	2019
薇诺娜	收入规模	7.84	12.28	19.22
	占比(%)	99.68	99.85	99.37
	Yoy(%)		56.63	56.55
其他品牌	收入规模	0.03	0.02	0.12
	占比(%)	0.32	0.15	0.63
	Yoy(%)		(29.76)	576.19

资料来源：公司招股书，中银证券

薇诺娜以护肤品为主，品类各式各样。2017-2019 年公司护肤品收入占比始终维持在 85%以上，截至 2020 年公司护肤品收入实现 23.60 亿元，占比近 90%，其余品类分别为彩妆、医疗器械、服务类，对应收入 0.65/1.95/0.16 亿元，占比分别为 2.48%/7.4%/0.6%。其中，以解决敏感肌肤问题为主的护肤品类推出舒敏保湿系列、净痘清颜系列、舒缓控油系列和防晒系列等明星系列，内容涵盖水、精华、乳液、面霜等，产品呈现全套化布局。

图表 4. 薇诺娜明星产品系列

产品系列	产品名称	售价	成分
舒敏保湿系列	舒敏保湿润肤水	188 元/120ml	马齿苋提取物、透明酸钠、β-葡聚糖
	马齿苋舒缓保湿喷雾	198 元/150ml	马齿苋提取物
	舒敏保湿丝滑面膜	168 元/6 片	马齿苋、双分子透明质酸
	舒敏保湿特护霜	268 元/50g	马齿苋、青刺果油
净痘清颜系列	清痘修复精华液	98 元/12g	马齿苋、维生素 B3、天然榆绣线菊提取物、水杨酸衍生物和木瓜蛋白酶微胶囊、滇重楼提取物
	净痘清颜爽肤水	188 元/120ml	榆绣线菊提取物、马齿苋、透明质酸钠
	净痘清颜霜	68 元/15g	马齿苋、熊果苷、维生素 B3
舒缓控油系列	舒缓控油保湿水	188 元/120ml	榆绣线菊提取物、马齿苋
	舒缓控油凝露	198 元/50g	榆绣线菊提取物、马齿苋、透明质酸钠
	舒缓控油洁面	158 元/150ml	榆绣线菊提取物、马齿苋、透明质酸钠、红没药醇、天然烷基糖苷
	细致毛孔面膜	188 元/6 片	榆绣线菊提取物、马齿苋、海藻提取物、烟酰胺、肾茶提取物
防晒系列	清透防晒霜	218 元/50g	马齿苋
	清透水感防晒喷雾	118 元/75ml	马齿苋、红没药醇、姜根提取物

资料来源：薇诺娜官网，中银证券

渠道角度看，公司坚持以线下渠道为基础，线上渠道为主导的销售模式。公司线下渠道以经销模式为主，通过与医院和药房合作实现销售布局。基于线下销售模式奠定的专业化品牌形象，公司线上收入持续拓展，2017-2020 年线上渠道收入保持高增长，其中自营模式占比快速提升，由 2017 年的 46%提升至 2020 年的 63%。

图表 5. 线上渠道为公司核心销售渠道

分类(%)	2017	2018	2019	2020	2021H1
线上自营 yoy		73.03	71.11	54.28	35.04
线上自营占比	46.16	51.08	55.56	63.28	55.11
线上经销、代销 yoy		102.35	61.19	25.61	58.32
线上经销、代销占比	15.94	20.63	21.13	19.60	23.35
线上收入 yoy		80.55	68.26	46.38	41.22
线上占比合计	62.10	71.71	76.69	82.88	78.46
线下自营 yoy		(46.95)	(58.61)	(20.36)	(81.32)
线下自营占比	1.81	0.61	0.16	0.09	0.01
线下经销、代销		17.66	31.51	(0.30)	92.73
线下经销、代销占比	36.10	27.68	23.14	17.03	21.53
线下收入 yoy		14.63	29.55	(0.44)	91.53
线下占比合计	37.91	28.29	23.30	17.12	21.54

资料来源：公司年报，中银证券

1.2 三大阶段铸就“敏感肌肤护理缔造者”

从主品牌“薇诺娜”的创立至今已超过 15 年，期间经历了多次蜕变，回首公司发展历程可以分为三大阶段：即企业创立阶段、深耕研发阶段、品类拓展+品牌力提升阶段。在三大阶段驱动下，公司的收入稳步提升。

图表 6. 公司三大发展阶段



资料来源: 公司官网, 公司招股书, 中银证券

1) 缘起滇虹的企业创立 (2005-2012年): 2008年薇诺娜由滇虹有限(为滇虹药业前身)孵化推出, 滇虹药业主要产品包括“复方酮康唑发用洗剂”、“复方酮康唑软膏”、“糠酸莫米松乳膏”等皮肤病药物、药用去屑洗剂等。2011年滇虹有限拟改制设立股份公司、筹划A股上市, 并剥离薇诺娜项目, 2011年12月13日, 滇虹有限决议将薇诺娜系列无形资产转让给贝泰妮有限, 并于2012年12月24日完成交割。

2) 深耕研发, 强化产品实力 (2013-2016年): 2013年, 公司设立集团研发中心, 此后, 在敏感肌护肤品领域不断耕耘, 先后与不同的研究机构建立合作关系, 发表多篇SCI论文, 并申请相关专利。2015年, 薇诺娜亮相世界皮肤科大会, 实现中国品牌零突破。2016年在中国的皮肤学级护肤品市场上市占率跃居第四, 旗下的舒敏保湿特护霜荣获OnlyLady第九届美容天后“2015-2016年度最受欢迎乳液/面霜”。这些成就均体现了公司在敏感肌护肤品领域的强研发实力。

图表 7. 薇诺娜 2020 年度获得多项美妆大奖



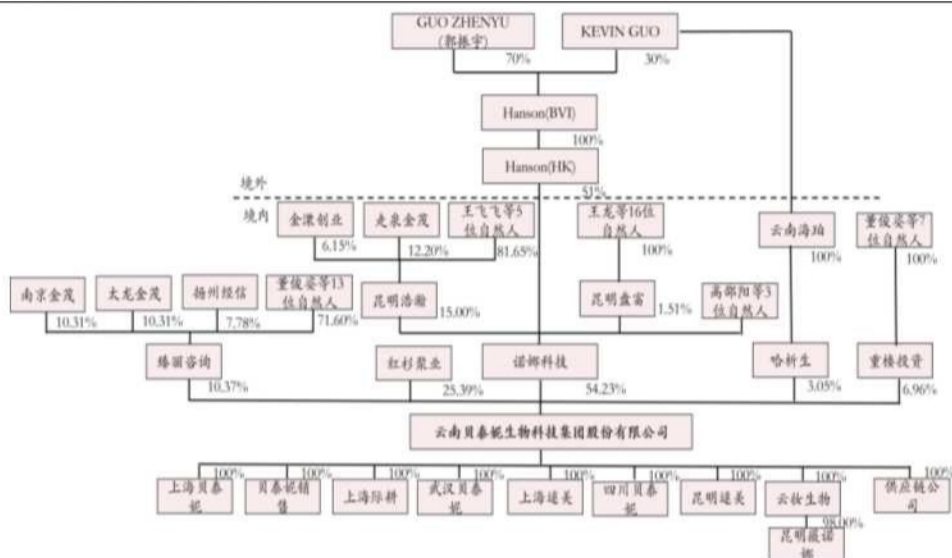
资料来源: 凤凰网, 中银证券

3) 品类拓展+品牌力提升 (2017年-至今)：公司围绕薇诺娜品牌陆续开发了舒敏保湿系列、净痘清颜系列、舒缓控油系列、防晒系列等；2018-2020年期间，薇诺娜品牌连续三年获得天猫金妆奖，品牌坐稳国产敏感肌护肤品首位。同时，公司积极举办和参与学术论坛、参加社会公益，扩大品牌在社会上的影响力。在品牌延伸方面，依托薇诺娜品牌的影响力，公司注册 Winona baby，专注于婴幼儿皮肤护理。

1.3 股权集中，核心管理层经验丰富

公司股权分布较为集中。公司控股股东为诺娜科技，郭振宇先生与其子 Kevin Guo 通过诺娜科技合计间接持股 54.23%；此外，Kevin Guo 通过哈析生持有公司 3.05% 股权。

图表 8. 公司股权分布较为集中



资料来源：公司招股书，中银证券

核心管理团队稳定，医学研究经验丰富。公司实际控制人郭振宇先生曾先后任职于新布伦瑞克大学、蒙特利尔大学医学院和乔治华盛顿大学工学院，长期从事医学研究工作，为公司产品的发展奠定基础。公司董事及项目经理周薇也曾长期研究草本植物提取及微生物发酵，与公司核心产品关联紧密。高绍阳、董俊姿、马骁任公司副总经理，长期任职于公司。**公司核心管理团队经验丰富且稳定，有利于公司治理和长期战略发展。**

图表 9. 公司核心管理层

姓名	职务	出生年月	主要履历
郭振宇	董事长、总经理	1963 年 11 月	<p>1986 年 9 月至 1988 年 7 月任云南大学无线电系讲师</p> <p>1988 年 8 月至 1989 年 8 月任加拿大新布伦瑞克大学助教</p> <p>1995 年 7 月至 1996 年 7 月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</p> <p>1996 年 9 月至 2002 年 7 月任美国乔治华盛顿大学工学院助理教授、副教授、终身教授</p> <p>2003 年 1 月至 2014 年 11 月任滇虹药业董事长、总裁</p> <p>2014 年 6 月至 2016 年 12 月任贝泰妮有限董事长</p> <p>2016 年 12 月至 2019 年 2 月任贝泰妮有限董事长兼总经理</p> <p>2019 年 3 月至今任公司董事长兼总经理</p> <p>清华大学经管学院 MBA</p>
周迺	董事	1968 年	<p>2005 年至今就职于红杉资本中国基金</p> <p>2016 年 11 月至 2019 年 2 月任贝泰妮有限董事</p> <p>2019 年 3 月至今任董事</p>
高绍阳	董事、副总经理	1976 年 11 月	<p>1997 年 7 月至 2005 年 2 月任公司前身技术员、部门经理</p> <p>2005 年 2 月至 2008 年 8 月任上海康王日用化妆品有限公司副总经理</p> <p>2008 年 8 月至 2012 年 8 月任滇虹药业项目总监</p> <p>2012 年 11 月至 2014 年 6 月任公司有限执行董事、总经理</p> <p>2016 年 2 月至 2017 年 2 月任公司有限董事</p> <p>2018 年 10 月至 2019 年 2 月任公司有限董事、副总经理</p> <p>2019 年 3 月至今任公司董事、副总经理</p> <p>工商那管理专业硕士学历</p>
董俊姿	董事、副总经理	1981 年 2 月	<p>2005 年 3 月至 2011 年 5 月任公司前身人事主管、人力资源部经理、人力资源部总监、总裁办主任</p> <p>2011 年 5 月至 2012 年 10 月任阳光城集团股份有限公司人力资源总经理</p> <p>2013 年 7 月至 2014 年 6 月任公司副总经理</p> <p>2014 年 6 月至 2019 年 2 月任公司有限董事、副总经理</p> <p>2019 年 3 月至今任公司董事、副总经理</p>
马骁	董事、副总经理	1982 年 9 月	<p>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</p> <p>2004 年 7 月至 2010 年 6 月任滇虹药业研发主管、研发经理</p> <p>2010 年 6 月至 2013 年 1 月任上海滇虹副总经理、总经理</p> <p>2013 年 7 月至 2014 年 6 月任贝泰妮有限研发与供应链负责人</p> <p>2014 年 6 月至 2017 年 12 月任贝泰妮有限研发与供应链负责人、监事</p> <p>2017 年 12 月至 2019 年 2 月任贝泰妮有限董事、副总经理</p> <p>2019 年 3 月至今任公司董事、副总经理</p> <p>植物保护专业本科学历，研究员</p>
周薇	公司董事、项目经理	1957 年 4 月	<p>1982 年 1 月至 1988 年 10 月任贵州科学院生物研究所办公室主任</p> <p>1988 年 10 月至 1993 年 3 月任贵州大学植物保护系总支副书记、科研处副处长</p> <p>1993 年 3 月至 1995 年 12 月任海南省农业综合开发总公司投资部经理、副总经理、海南富海食品工业有限公司董事长</p> <p>1995 年 12 月至 1998 年 7 月任贵州大学校办产业总公司副总经理</p> <p>1998 年 7 月至 2016 年 12 月任云南大学微生物发酵工程重点实验室科研主管、“211”办公室副主任、生物资源保护与利用国家重点实验室研究员</p> <p>2016 年 12 月至 2019 年 6 月任公司及公司前身项目经理</p> <p>2019 年 6 月至今任公司董事、项目经理</p>

资料来源：公司招股书，中银证券

2. 中国皮肤学级护肤品市场：黄金赛道，国产突围

2.1 产品介于药物与护肤品之间，锚定敏感肌人群

护肤品可划分为传统护肤品、功能性护肤品与皮肤药物三个类别：传统护肤品面向广泛的消费群体，具有清洁、保湿、防晒、美白等基础功能，适用于日常的皮肤保养；功能性护肤品包括皮肤学级护肤品、强功效性护肤品和医美级护肤品，适用于针对性的皮肤保养，如抗氧化、抗皱、舒敏等；皮肤药物作为医药产品，适用于治疗皮肤病。

图表 10. 皮肤学级护肤品介于传统护肤品和药物之间

	产品划分	批准字号	宣传特征	功效	使用性质
传统护肤品	大众护肤品	妆字号	禁止宣传医疗作用、禁称药妆	基础清洁、保湿、防晒	日常保养
	高端护肤品	妆字号	禁止宣传医疗作用、禁称药妆	抗衰、紧致、美白等	日常保养
	强功效型护肤品	妆字号	禁止宣传医疗作用、禁称药妆，宣传时通常强调产品成分和功效	美白、抗氧、抗糖等	针对性保养
功能性护肤品	皮肤学级护肤品	妆字号	禁止宣传医疗作用、禁称药妆，通常用皮肤科医生推荐等作为背书	舒敏、祛痘、祛斑等	针对性保养
	医美级护肤品	械字号	禁含“美容、保健”宣传字样，常用于医美项目术后修复	修护等	治疗/保养
皮肤药物	医药产品	药字号	禁含“美容、保健”宣传字样	治疗皮肤病	治疗/保养

资料来源：Euromonitor，华经产业研究，中银证券

功能性护肤品中的皮肤学级护肤品主要面向敏感肌消费者。皮肤学级护肤品主要指采用温和科学的配方，强调产品安全性和专业性，结合了传统护肤品与皮肤科药品的特性，具备“医学专业机构认可”、“皮肤科医生验证”、“重点关注活性成分、临床支持和安全性”等特点，通常起到舒敏、修护皮肤屏障、祛痘等作用。而肌肤敏感主要因局部皮肤的屏障功能受损或者破坏，起不到正常的保护屏障功能，因此当皮肤接触少量或微量的刺激物或过敏物，都会出现不耐受、不适应，呈现红斑、水肿、瘙痒、疼痛、脱屑等现象。结合皮肤学级护肤品的配方和功效，可以界定其主要消费群为敏感肌人群。

2.2 敏感肌人群众多，市场空间宽阔

中国皮肤学级护肤品市场快速崛起，为列全球规模第二。规模方面，美国的皮肤学级市场目前为全球最大市场，2020年市场规模达到35.2亿美元，中国为第二大市场，规模为27.43亿美元；增速方面，中国超全球各国增速，10年CAGR达到16.4%，相比之下，美国市场规模10年CAGR为3.8%。中国皮肤学级护肤品市场规模发展领跑全球趋势较为显著。

图表 11. 全球主要国家皮肤学级护肤品市场规模（亿美元）

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	10年CAGR
美国	25.25	25.69	26.85	27.72	28.71	29.38	31.02	32.13	32.64	35.17	3.80
Yoy(%)		1.80	4.50	3.30	3.60	2.30	5.60	3.60	1.60	7.80	
中国	6.982	6.509	7.239	8.126	9.969	11.29	14.14	17.21	23.00	27.43	16.40
Yoy(%)		(6.80)	11.20	12.30	22.70	13.30	25.20	21.70	33.60	19.30	
法国	16.83	16.75	17.08	17.67	18.31	18.10	17.96	17.66	17.44	16.23	(0.40)
Yoy(%)		(0.50)	2.00	3.50	3.60	(1.20)	(0.70)	(1.70)	(1.30)	(6.90)	
德国	7.52	7.572	7.74	8.175	8.732	9.141	9.402	9.589	9.847	10.14	3.40
Yoy(%)		0.70	2.20	5.60	6.80	4.70	2.90	2.00	2.70	3.00	

资料来源：Euromonitor，中银证券

我们认为中国皮肤学级护肤品市场的兴起由以下两个因素驱动：

- 1) 多种外部环境因素以及自身护肤存在问题引起肌肤敏感问题，对应敏感肌人群基数较大：敏感肌的产生原因多样：外部因素如气候干燥、高温、长时间暴晒会刺激面部使皮肤屏障更加脆弱；自身原因如过度美容光电治疗、频繁去角质、清洁过度、长期使用激素类药物会导致皮肤基底膜的功能形态发生改变，进而引起皮肤屏障受损。据《中国皮肤性病杂志》所公布的《中国敏感性皮肤诊治专家共识》描述，中国女性的敏感性皮肤发生率约为 36.1%。推算得到，我国敏感肌女性人数约为 2.46 亿，国内较大的敏感肌人群规模是皮肤学级护肤品市场快速增长的前提与基础。

图表 12. BA 认为敏感肌产生的多种原因

	季节性皮 肤敏感	使用了含激 素的产 品	遗传性皮 肤敏感	过度去角 质	清洁过度	生活环 境	角质层缺 水	卸妆不 彻 底	防晒不 当	季节性皮 肤敏感
占比(%)	88	76	32	25	20	17	17	14	7	88

资料来源：《敏感肌护肤品市场调研报告》，中银证券

- 2) 消费者对皮肤健康管理的意识加速增强，敏感肌人群加速转化为用户，推动皮肤学级护肤品市场快速发展：随着经济的增长和人均可支配收入的稳步向上，消费者在生活品质和健康管理意识上逐步增强。对于护肤产品的选择上，消费者逐渐变得愈加客观理性，相较于单纯的改善外观，维持肌肤健康、解决肌肤问题成为了主要诉求。消费者对于肌肤问题更加重视，也促进了皮肤学级护肤品消费者群体快速扩张。

图表 13. 消费者对护肤的理解

	维持肌肤健康	解决肌肤问题	保持年轻状态	让生活更加 自在轻松	提升自信	提升颜值	可节省化妆的 投入
占比(%)	68	55	50	47	45	35	20

资料来源：《后疫情时代理性护肤白皮书》，中银证券

未来随着消费升级驱动产品结构的改善，有望实现均价上涨带动行业规模向上。随着中国市场消费升级、城市化进程的深化、以及居民护肤消费理念的进步，产品结构逐步改善，对应消费者在中高端护肤品的购买上占比逐步提升，由 2011 年的 20.8% 提升至 2020 年的 38.5%。预计未来在高端化趋势持续下我国皮肤学级护肤品均价将有所提升，推动行业规模增长。

图表 14. 我国化妆品高端化趋势显著(亿美元)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
化妆品高端市场	66.5	75.7	85.8	96.4	103.8	108.3	133.3	175.6	221.0	260.7
yoy (%)	23.6	13.9	13.3	12.4	7.6	4.4	23.0	31.8	25.9	18.0
占比(%)	20.8	21.1	21.5	22.2	22.7	23.9	27.1	30.8	35.1	38.5
化妆品大众市场	253.2	283.8	314.2	338.4	353.1	345.7	359.2	394.8	408.3	417.1
yoy (%)	16.9	12.1	10.7	7.7	4.3	(2.1)	3.9	9.9	3.4	2.2
占比(%)	79.2	78.9	78.5	77.8	77.3	76.1	72.9	69.2	64.9	61.5

资料来源：Euromonitor，中银证券

此外，皮肤学级护肤品市场渗透率也有望持续提升。2020 年美国皮肤学级化妆品渗透率为 16.6%，法国为 44.8%，德国为 20.1%，中国为 7.0%，相较之下，中国皮肤学级化妆品市场存在较大增长空间。随着功能性护肤品市场营销持续推进，消费者皮肤管理意识逐渐提升，对应产品渗透率未来有望持续提升。

图表 15. 中国皮肤学级护肤品渗透率显著低于美、德、法

(%)	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
中国	3.9	3.2	3.2	3.3	3.9	4.4	5.1	5.3	6.5	7.0
美国	17.2	16.8	17.0	17.1	17.1	16.5	16.5	15.9	15.3	16.6
法国	36.1	38.3	37.2	37.8	46.2	46.8	46.0	43.6	45.2	44.8
德国	15.7	17.1	16.7	17.1	20.9	21.2	20.4	19.2	20.2	20.1

资料来源: Euromonitor, 中银证券

保守预计未来 5 年中国皮肤学级护肤品市场规模有望保持 10% 以上增速。中国皮肤学级护肤品市场规模=总人口数*女性比例*敏感肌女性占比*用户占比*人均消费金额, 我们假设未来 5 年中国总人口数、女性比例以及用户转化率保持不变; 参考《中国敏感性皮肤诊治专家共识》中敏感性皮肤在亚洲女性中发生率 40%-55.98%, 假设至 2025 年我国敏感肌女性比例提升至 50%; 参考 2015-2020 年国内人均 GDP 的 5 年年复合增速在 5%-8%, 保守假设人均消费金额每年提升 5%, 对应当得到未来 5 年中国皮肤学级护肤品市场规模有望每年增长 12%, 至 2025 年规模达到 48.5 亿美元。

图表 16. 保守预计 2025 年中国皮肤学级护肤品市场规模达到 48.5 亿美元

	总人口数 (亿人)	女性占比 (%)	敏感肌人群渗透率 (%)	用户占比增速	人均消费金额增速 (%)
2020 年	1.41	48.70	36.10	-	-
2021 E	1.41	48.70	38.53	0	5
2022 E	1.41	48.70	41.12	0	5
2023 E	1.41	48.70	43.89	0	5
2024 E	1.41	48.70	46.85	0	5
2025 E	1.41	48.70	50.00	0	5

资料来源: 《中国敏感性皮肤诊治专家共识》, 国家统计局, 中银证券预测

2.3 国货后来居上, 本土愈发优势显著

皮肤学级护肤品市场的品牌集中度较高, 主要因其具有较高壁垒。对比化妆品行业和护肤品行业, 皮肤学级护肤品市场的品牌 CR5 更高, 2020 年为 55%, 而化妆品 CR5 为 13%, 护肤品 CR5 为 22%。主要系: 1) 产品的研发周期较长 (约 2-3 年), 存在一定研发壁垒; 2) 因消费对象为敏感肌, 若频繁换产品会对肌肤有一定刺激, 因此用户黏性较高 (据品域美发布的《敏感肌护肤品市场调研报告》, 92% 的消费者会回购敏感肌产品)。

图表 17. 皮肤学级护肤品品牌集中度高于化妆品和护肤品

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
化妆品 CR5	15.0	15.0	15.0	14.5	13.4	12.2	11.7	11.3	12.3	13.4
护肤品 CR5	21.7	21.3	21.4	20.8	20.0	18.8	18.3	18.1	19.7	21.5
皮肤学级护肤品 CR5	80.9	80.6	78.3	76.1	69.7	66.0	63.4	60.1	55.9	55.4

资料来源: Euromonitor, 中银证券

细分品牌, 存在两大现象:

1) 外资品牌率先进入国内市场, 一度呈现双寡头局面。法国品牌薇姿于 1998 年率先布局国内皮肤学级护肤品市场; 理肤泉紧随其后, 在 2001 年进入市场; 紧接着雅漾在 2003 年布局; 国产品牌则在 2008 年开始布局。因此在 2015 年以前, 该市场一度被外资品牌占领, 且雅漾和薇姿两大品牌市占率一度超过 50%。

图表 18. 外资品牌率先布局中国市场

品牌	所属国家	布局时间
薇姿	法国	1998
理肤泉	法国	2001
雅漾	法国	2003
薇诺娜	中国	2008
比度克	中国	2008
玉泽	中国	2009

资料来源: Euromonitor, 中银证券

图表 19. 2015 年前雅漾、薇姿和理肤泉为市场主要品牌

(%)	2011	2012	2013	2014	2015
雅漾	24.6	28.8	28.0	28.8	26.9
薇姿	24.3	24.6	23.2	20.6	16.1
理肤泉	9.9	11.2	11.5	11.4	12.1

资料来源: Euromonitor, 中银证券

2) 国牌 CR3 快速提升, 薇诺娜领先国货崛起。在多年研发技术水平的积淀下, 同时基于新消费大环境的兴起, 国牌快速崛起。2011-2020 年国牌 CR3 由 3.6% 提升至 29.8%。其中薇诺娜表现突出, 2019 年市占率为 18.7%, 首次超越常年保持榜首的雅漾, 并于 2020 年市占率达到 21.6%。国牌红利逐步释放, 侵占外资品牌份额, 同时薇诺娜成为国货领军者。

图表 20. 国牌快速崛起, 国牌 CR3 稳步上升

(%)	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
薇诺娜	1.00	1.60	2.10	3.00	6.50	10.20	12.50	15.90	18.70	21.60
比度克	2.00	4.20	5.20	6.10	6.80	5.10	5.00	4.40	3.50	3.00
玉泽	0.60	0.80	1.00	1.20	1.50	2.10	2.40	2.60	2.50	5.20
国牌 CR3	3.60	6.60	8.30	10.30	14.80	17.40	19.90	22.90	24.70	29.80
雅漾	24.60	28.80	28.00	28.80	26.90	24.30	20.90	16.60	12.70	10.50
薇姿	24.30	24.60	23.20	20.60	16.10	12.80	10.00	8.30	6.20	5.30
理肤泉	9.90	11.20	11.50	11.40	12.10	12.10	11.30	10.70	10.50	10.90

资料来源: Euromonitor, 中银证券

随着线上化销售趋势显著, 品牌进入壁垒有所降低, 内外资品牌加速布局, 市场竞争加剧。2011-2020 年化妆品行业线上销售占比由 2.6% 提升至 38%, 增速较快。国产品牌通过与天猫、唯品会、京东等知名电商平台进行深度合作, 同时借助小红书、抖音、微博、知乎等新兴媒体获取流量, 有效地推动了品牌宣传与业绩增长。外资品牌则也迅速成立中国市场部, 把握线上销售趋势、布局市场。在国产品牌和外资品牌的加速布局中, 整体市场竞争有一定程度加剧, 对应品牌 CR3 出现下滑(由 2011 年的 63% 下滑至 2020 年的 43%)。

图表 21. 皮肤学级护肤品市场 CR3 呈现下滑

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
CR3(%)	62.70	64.60	62.70	60.80	55.10	49.20	44.70	43.20	41.90	43.00

资料来源: Euromonitor, 中银证券

具有较强研发实力且有先发优势的品牌未来有望稳步向上。皮肤学级护肤品介于药品和护肤品之间, 具备较高专业性要求, 因此品牌能够持续发展的根基是能及时了解中国敏感肌人群需求, 同时基于自身强研发能力推出产品。此外, 专业性产品消费者也十分看重品牌的积淀, 因此更早布局市场的品牌将更有优势。

图表 22. 除产品成分和功效外，品牌也是消费者看重的因素之一

	产品功效	产品成分	产品类型	价格	品牌	促销
促成消费者购买皮肤学级护肤品的因素	96	92	43	30	28	2

资料来源：《敏感肌护肤品市场调研报告》，中银证券

3. 产品为根基，渠道和营销多重加码

薇诺娜产品在消费者中认可度高，收入呈现稳步向上。2017年至2019年薇诺娜收入由7.8亿元上升至19.2亿元，CAGR达到56.6%。其中，老客户复购率较高，如2017年-2019年薇诺娜天猫官方旗舰店复购率始终在30%以上；新客户数量也在快速增长，2017年-2019年薇诺娜天猫官方旗舰店新客户数量由64.46万人上升至264.27万人，CAGR达到102%。

图表 23. 薇诺娜产品在新老客户中均表现较好

数据指标	线上自营平台	2017年	2018年	2019年
老客户 复购率(%)	薇诺娜官方旗舰店(天猫)	31.59	32.51	30.89
	薇诺娜专柜服务平台	45.62	50.70	52.51
	薇诺娜官方旗舰店(京东)	25.53	33.05	32.68
	薇诺娜网上商城	39.69	34.86	40.82
新客户数量 (万人)	薇诺娜贝泰妮专卖店	22.30	17.84	18.22
	薇诺娜官方旗舰店(天猫)	64.46	125.88	264.27
	薇诺娜专柜服务平台	4.04	5.81	9.17
	薇诺娜官方旗舰店(京东)	5.38	9.00	16.57
	薇诺娜网上商城	6.26	4.87	3.64
	薇诺娜贝泰妮专卖店	3.53	8.90	10.11

资料来源：公司招股书，中银证券

此外，薇诺娜产品存在一定的溢价，体现较强的品牌效应。对比中外品牌同类产品，发现薇诺娜产品存在一定溢价，以修护霜为例，薇诺娜和薇姿品牌同类产品单价接近，但高于其他品牌同类产品，具有一定品牌效应带来的溢价。

图表 24. 薇诺娜热销单品舒敏修护霜定价高于大多其他品牌同类产品

品牌	薇诺娜	薇姿	理肤泉	雅漾	玉泽
产品名	舒敏保湿特护霜	修护水活霜	B5 修护霜	SOS 修护霜	皮肤屏障修护保湿霜
单价(元/ml(g))	5.36	5.38	2.98	3.23	3.36

资料来源：天猫，中银证券

我们认为公司主品牌薇诺娜的成功是离不开自身医研结合的差异化产品，专业化的品牌打造以及紧跟趋势的市场推广。

3.1 医研共创差异化产品，围绕痛点精准解决

公司错位布局敏感肌护肤品市场，卡位更优质赛道。国内护肤品市场竞争较为激烈，2011年前10品牌份额占比之和约26%，集中度较低。公司则选取当时竞争格局相对缓和的皮肤学级护肤品赛道(2011年薇姿和雅漾为该市场龙头占比之和达到近50%)，锁定敏感肌人群，形成错位竞争。公司选择了一个更优质的赛道，是其成功的开始。

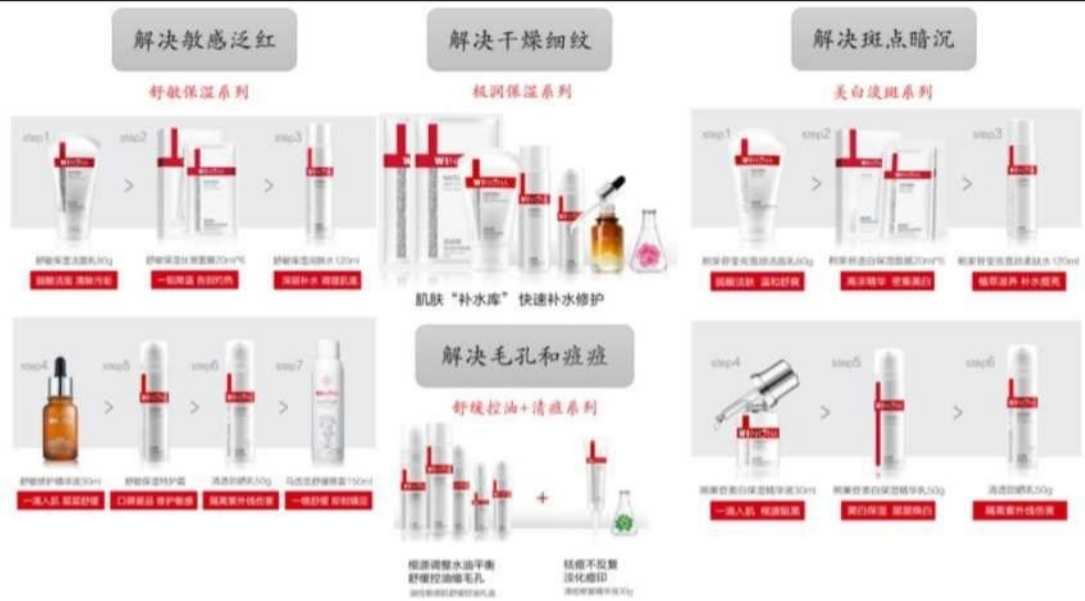
图表 25. 2011年整体护肤品市场竞争强度显著高于皮肤学级护肤品市场(%)

护肤品市场		皮肤学级护肤品市场	
品牌	市占率	品牌	市占率
Olay	6.1	雅漾	24.6
巴黎欧莱雅	5.8	薇姿	24.3
枚琳凯	4.3	CNP	13.8

资料来源：欧睿数据，中银证券

敏感肌人群的需求在于解决肌肤问题，薇诺娜产品能够精准定位问题并实现逐一解决。敏感肌的问题包括易出现肌肤泛红，发热，瘙痒，刺痛；皮肤薄、质层不全；保水能力差，皮肤紧绷干燥；易长痘。针对敏感肌问题，薇诺娜推出不同系列产品逐一解决，例如推出解决敏感泛红问题的舒敏保湿系列（该系列产品含有快速舒敏效果的马齿苋提取物和有效修护皮肤屏障的云南高原青刺果油）、解决干燥细纹的极润保湿系列（产品含有能够起到保湿锁水效果的滇山茶、海藻提取物）等。2020年薇诺娜收集的270万条消费者评价中，有90%以上是正面评价，产品效果具有较高消费者认可度。

图表 26. 薇诺娜针对各皮肤症状推出系列产品



资料来源：公司官网，中银证券

较高的产品效果的认可度源于以下两个方面因素：

1) 公司研发实力强劲，研发过程实现从理论基础研究到临床验证的全链条贯通。截至2021年上半年公司拥有46项境内有效专利、掌握11项核心技术，包括萃取技术、等渗制剂技术、3S液晶层状科技、脂质体包裹技术、专利雾化技术等。**成功研发的成果与公司基于理论、进行持续的临床观察验证密不可分：**公司针对获取的消费者皮肤需求，与专业学术及医疗机构（包括昆明医科大学第一附属医院、昆明医科大学等）进行学术理论基础研究（截至2020Q1已在学术期刊发表论文128篇），找到消费者皮肤问题的解决方案；在扎实的基础研究之上，公司的产品和技术还会经历数十家知名医院皮肤科的效果观察与追踪，以充分验证产品的安全性及有效性。

图表 27. 薇诺娜产品具前沿科技性



资料来源：公司官网，中银证券

严谨的研发过程反映了公司对研发的重视，也充分体现在研发的费用投入和团队人才布局方面：在研发投入方面，贝泰妮的研发费率均处于较高水平，其中2018年、2019年均高于同行业其他公司。在研发团队方面，截至2020Q1公司拥有100人的研发团队，专业背景涵盖药物制剂、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，其中本科57人、硕士24人、博士3人；核心技术人员7人，均有丰富的研发创新经验。**公司对研发人才的严选和研发费用的投入，进一步彰显了公司以皮肤学理论为基础，通过生物学、植物学等科学研究和新技术解决敏感肌肤根源，修护皮肤屏障，帮助中国女性获得健康美肌的品牌理念。**

图表 28. 与同行业公司相比，贝泰妮研发费率较高

公司(%)	2018年	2019年	2020年
贝泰妮	3.70	2.80	2.41
上海家化	2.09	2.27	2.05
珀莱雅	2.17	2.39	1.92
丸美股份	2.15	2.49	2.87

资料来源：万得，中银证券

3) 公司有得天独厚的地理优势，具备获得丰富多样植物原料的条件。公司所处地云南，因其地形地貌和气候特点，为全国植物种类最多的省份，被誉为“植物王国”。公司能够就地取材，从当地特色植物中（如青刺果、马齿苋、云南山茶、云南重楼等）提取有效物质，作为原料满足产品的功效性。**在与外资品牌同类产品竞争中，以植物提取物为原料的产品成分也帮助薇诺娜实现差异化竞争：**雅漾、薇姿等品牌产品的目标人群也为敏感肌消费者，而其多围绕温泉水的成分概念推出产品解决肌肤问题。

图表 29. 薇诺娜产品主打植物提取，与其他品牌同系列产品形成一定差异化

品牌	产品名	成分
薇诺娜	舒敏特护霜	马齿苋提取物、青刺果油、透明质酸钠
	舒敏精华	马齿苋提取物、青刺果油、透明质酸钠、角鲨烷
雅漾	舒护调理喷雾	雅漾活泉水
薇姿	活泉水玻尿酸精华	火山温泉水、玻尿酸
理肤泉	特安舒缓修护乳	理肤泉温泉水、乳木果油、神经胜肽

资料来源：天猫，中银证券

3.2 以线下布局为基础，深度绑定“专业护肤”理念

在线下销售布局中，公司主要进行专业渠道的分销。截至 2020H1，公司线下渠道的销售占比为 16.84%，以分销模式中供货给商业公司和直供客户为主，占比分别为 8.23% 和 7.37%。在商业公司模式下，公司与九州通、国药控股等医药公司签署协议形成长期稳定的合作关系；在直供客户模式下，公司主要与连锁药店、诊所等客户签署协议，截至 2020 年底公司产品已覆盖全国逾万所连锁药店渠道。公司基于医研共创的优质产品，入驻线下医院和大药房等渠道，奠定薇诺娜专业化的品牌基调。

图表 30. 薇诺娜线下布局以分销为主 (%)

销售模式	销售类型	2017 年	2018 年	2019 年	2020H1
线下自营	自营	1.81	0.61	0.16	0.12
	商业公司	16.94	14.17	10.69	8.23
线下分销	直供客户	11.66	9.76	10.39	7.37
	区域经销商	7.50	3.75	2.07	1.12
合计		37.91	28.29	23.30	16.84

资料来源：公司招股书，中银证券

图表 31. 与专业渠道较长期的合作也体现了公司产品的高品质保障和专业性

商业公司模式			直供客户模式		
客户名称	开始合作时间	背景及原因	客户名称	开始合作时间	背景及原因
九州通医药集团	2015 年	公司主动拜访寻求合作	云南健之佳健康连锁店	2015 年	基于公司当地的品牌影响力，与公司接洽并达成合作意向
广西柳州医药	2014 年	公司主动拜访寻求合作	一心堂药业集团	2013 年	公司主动拜访寻求合作
国药控股	2014 年	公司主动拜访寻求合作	成都利康实	2013 年	公司主动拜访寻求合作
昆明芙美佳生物技术	2010 年	公司主动拜访寻求合作	建水县科莱伊美肌肤诊所	2015 年	基于公司当地的品牌影响力，与公司接洽并达成合作意向
陕西医药控股集团派昂医疗器械	2016 年	公司主动拜访寻求合作	柳州市妇幼保健院	2013 年	基于公司当地的品牌影响力，与公司接洽并达成合作意向
华东医药有限公司	2015 年	公司主动拜访寻求合作	老百姓大药房连锁	2016 年	公司主动拜访寻求合作
华润医药集团	2014 年	公司主动拜访寻求合作	重庆汇欣灵生物科技	2017 年	通过行业信息了解公司产品后，与公司接洽，建立合作
云南省医药有限公司	2014 年	基于该客户的终端网点优势，公司主动联系合作	成都盈通泰医疗科技	2019 年	公司主动拜访寻求合作

资料来源：公司招股书，中银证券

公司积极参与和举办皮肤行业论坛，建立专家圈中口碑；同时推动线下活动，对消费者进行皮肤健康教育。2015 年，薇诺娜亮相世界皮肤科大会；2020 年 4 月 19 日以薇诺娜研究院为主办方的“中国敏感性皮肤高峰论坛”汇聚了中国皮肤学界泰斗郑志忠、朱学骏、顾军、李利、刘玮、何黎、温海、项蕾红、高天文、郝飞等教授，有效提升了薇诺娜品牌在专家圈中的口碑与地位。除此以外，公司也积极开展公益活动：2013 年起，每年 5 月 25 日薇诺娜都会携手中国医师协会举办“5.25 全民护肤日”公益活动，对消费者进行科学的护肤教育，不仅让消费者对于护肤有了更正确的认识，还通过携手专业机构的模式进一步强化薇诺娜品牌在消费者心中的专业形象。

图表 32. 论坛从敏感肌发生原因、精准修护和防护、特殊场景传导科学护肤理念



资料来源：百度图片，中银证券

3.3 把握线上增长趋势，加速消费群体的推广

化妆品行业线上销售增速加快。2011-2020 年，我国化妆品线上销售额从 7.9 亿美元增长至 286.3 亿美元，10 年 CAGR 43.2%；2011 年至 2020 年化妆品行业线上销售占比由 5.3% 提升至 38%。

图表 33. 化妆品的线上销售加速

(%)	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
线下占比	94.7	89.8	86.9	84.2	81.3	78.6	75.9	72.6	68.7	62.0
线上占比	5.3	10.2	13.1	15.8	18.7	21.4	24.1	27.4	31.3	38.0

资料来源：Euromonitor，中银证券

公司对渠道变化反应灵敏，线上渠道布局的先发优势显著，享有渠道增长红利。公司早在 2011 年设立了电商事业部，并积极开拓电商渠道，线上销售占比由 2017 年的 62% 提升至 2020 年的 83%，均高于同行业其他公司。公司尤其重视以线上自营模式销售。一直以来，公司的自营模式贡献主要线上收入，2017-2020 年贡献比重分别为 74%/71%/72%/74%。其自营模式为薇诺娜品牌在天猫、微信、京东、薇诺娜网上商城、小红书、聚美优品、蘑菇街、考拉海购进行自有店铺铺设，截至 2021Q1 已有 12 家店铺。

图表 34. 同业中，薇诺娜线上占比最高，且以自营模式为主 (%)

同行业线上销售占比对比					
公司	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	
贝泰妮	62.09	71.71	76.70	82.88	
珀莱雅	36.08	43.57	53.09	70.01	
上海家化	21.85	22.49	34.03	57.65	
丸美股份	-	-	44.89	54.49	

贝泰妮线上销售额占比						
销售模式	销售类型	销售平台	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
线上自营	线上自营	天猫、京东、薇诺娜网上商城、微信等	46.16	51.08	55.56	63.28
线上分销	大型 B2C 平台分销	唯品会、京东、天猫超市等	13.1	16.09	18.17	19.60
	线上经销商分销	天猫等	2.84	4.54	2.96	
	合计		62.09	71.71	76.70	82.88

资料来源：公司招股书，中银证券

自营线上销售能够帮助公司直接获取消费者反馈与需求，实施精准营销。在线上自营模式下，公司能够直接获得终端消费者的反馈，对反馈及时进行产品的调整；此外也能够基于消费者的需求，分析消费者购买偏好、购买频次，对客户进行“消费画像”，精准营销，能够促进产品研发、营销和销售的正向循环：2017年-2020H1线上自营模式的成交顾客数量分别为98、192、377、290万人，3年CAGR为95.84%，增速较快。

图表 35. 公司线上自营模式的成交客户数量快速增长（万人）

	2017年	2018年	2019年	2020H1
成交客户数	98	192	377	290

资料来源：公司招股书，中银证券

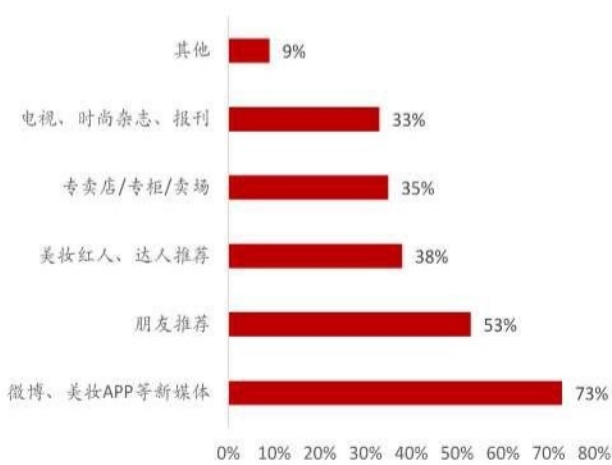
除传统营销模式外，公司紧跟新媒体营销趋势，布局新营销模式，增强品牌知名度。当前消费者获取化妆品信息的主要渠道为微博及美妆APP等新媒体（该渠道模式占比为73%）。公司除了延续过去的形象宣传外（如明星代言等），加大在平台推广服务和新兴媒体上费用投放（2017-2020H1平台推广服务费率由7.46%提升至17.26%；新媒体营销费率由0.8%提升至4.62%），通过KOL种草、公众号文章、直播等各类方式进行产品内容营销推广，快速提升品牌知名度。基于自身的功效性产品，同时随着品牌知名度的不断提升，快速提升薇诺娜在消费群体中的认知，加速产品的推广。

图表 36. 公司布局多种多样的营销模式



资料来源：公司招股书，中银证券

图表 37. 用户获取化妆品信息的主要渠道为新媒体



资料来源：公司招股书，中银证券

图表 38. 公司加大新媒体营销和平台推广服务费用投放



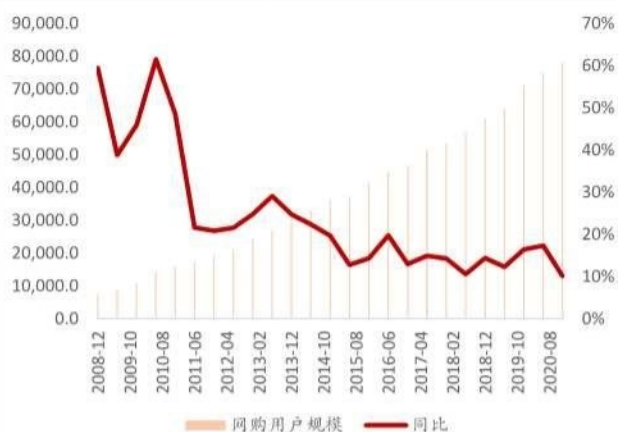
资料来源：公司招股书，中银证券

4.持续渠道布局+生态打造，未来不断向上

4.1 线上线下双融合，积极拥抱私域流量

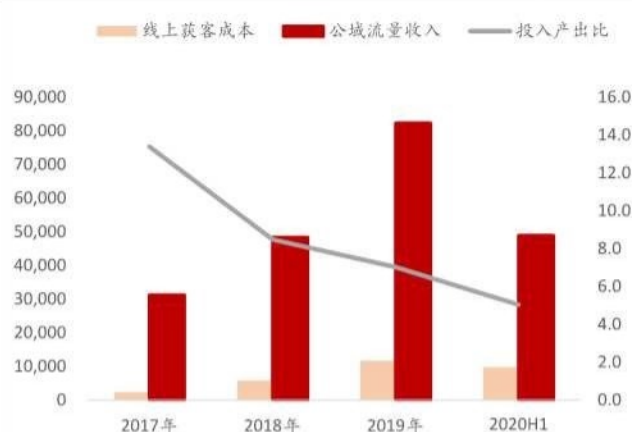
当下公域流量的获客效用有所下滑，私域流量价值愈加凸显。随着潜在的网购用户增量趋于稳定，而平台投放费用仍在不断上涨，对应公域流量的获客边际效益有所下滑，2017年-2020H1 贝泰妮线上获客投入与产出比由 13.39 下滑至 5.03。相比之下，私域流量的优势凸显，不仅推广费用投入相对较低，且私域流量更便于企业进行客户关系维护和管理，保持较高的用户质量。

图表 39. 网购用户规模增速趋缓（万人）



资料来源：万得，中银证券

图表 40. 薇诺娜公域流量平台收入/成本有所下滑（万元）



资料来源：公司招股书，中银证券

公司积极拥抱私域流量，搭建私域流量平台并不断引流。2017年3月，公司基于微信平台搭建“薇诺娜专柜服务平台”，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，成立公司的私域流量平台。公司通过平台的运营、内容推送、线下BA的会员维护等，实现对平台会员的精细化管理，增强用户对品牌的忠诚度和黏性（对应复购率由2017年的45.62%提升至2019年的52.51%）。2018年3月，公司上线微信小程序自营平台，通过在微信平台投放广告、短视频等方式吸引公域流量客户，并通过公众号定期文章及活动推送、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，实现公域流量向私域流量的转化，截至2020年末，公司超级用户部维护的微信小程序会员社群142个，社群用户数量达到2.22万人。

图表 41. 公司采用公域流量与私域流量齐头并进模式

模式	主要平台	流量模式
线上推广自营	天猫、京东、唯品会、小红书、抖音、考拉等	公域流量
线上线下相结合的自营模式	薇诺娜网上商城 微信小程序等	公域流量和私域流量结合
	薇诺娜专柜服务平台	私域流量

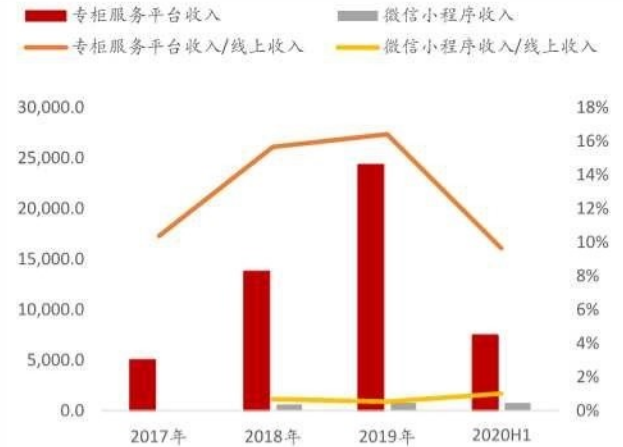
资料来源：公司招股书，中银证券

图表 42. 薇诺娜私域流量平台用户不断上升 (万人)



资料来源: 公司招股书, 中银证券

图表 43. 薇诺娜私域流量模式稳步推进 (万元)



资料来源: 公司招股书, 中银证券

在未来的渠道布局中, 一方面公司将不断强化原有线上、线下布局: 1) 拓展线上渠道, 加大对于优势电商平台的合作力度; 2) 拓展连锁药店渠道以增加线下产品的市场覆盖率。另外, 公司也将持续发力私域流量的布局与转化, 如加大薇诺娜专柜服务平台的建设。随着未来线上线下融合, 公司将得益于更强用户黏性, 推动客单价的提升和消费频次的增加, 进一步实现规模的不断增长。

图表 44. 私域流量平台 500 元以上的订单数量占比较高, 对应拥有更高客单价

自营店铺	2019 年薇诺娜线上自营店铺不同购买金额区间的订单分布情况						500 元以上之和
	<200 元	200-500 元	500-1000 元	1000-2500 元	2500-5000 元	>5000	
薇诺娜官方旗舰店 (天猫) (%)	74.22	21.19	3.85	0.69	0.05	0.01	4.60
薇诺娜专柜服务平台 (%)	27.70	28.57	20.57	16.90	5.90	0.36	43.73
薇诺娜官方旗舰店 (京东) (%)	70.79	23.91	4.61	0.64	0.03	0.01	5.29
薇诺娜网上商城 (%)	46.69	30.89	16.25	5.32	0.51	0.35	22.43
薇诺娜贝泰妮专卖店 (%)	82.78	14.11	2.52	0.52	0.05	0.02	3.11

资料来源: 公司招股书, 中银证券

4.2 致力于推动敏感肌生态圈的完善

公司聚焦主品牌“薇诺娜”, 深化产品布局。1) 公司通过线下宣传等方式持续提升品牌力, 巩固“舒敏系列”在功效性护肤品上的龙头地位: 2021Q2 以来公司积极参与国内大型皮肤科交流活动, 同时积极支持、参与国内皮肤科大型学术交流和医院皮肤科患者公益护肤活动逾三百场, 超过八百万次的媒体曝光。2) 公司也在敏感肌护理的需求上不断升级, 以实现逐步破圈: 薇诺娜由基础的皮肤修护、舒敏、补水保湿等功能逐步延伸至美白、抗老、防晒等, 如 2021 年 3 月 25 日首发薇诺娜双修赋活精华液, 为敏感肌专研抗初老精华。随着品牌力持续提升以及满足敏感肌人群更多需求的产品不断推出, 薇诺娜品牌有望实现多样化产品矩阵布局, 收入持续上涨。

图表 45. 2021 年薇诺娜品牌具有抗老和防晒的新品



资料来源：天猫，中银证券

子品牌不断强化，品牌矩阵持续打造。目前贝泰妮旗下除薇诺娜主品牌外，还包括薇诺娜宝贝、痘痘康、Beauty Answer 和资润。其中，薇诺娜宝贝为专注于专业婴幼儿肌肤功效性护理品牌，所处市场规模增速较快（5 年 CAGR 为 10.9%），公司将通过人员优化等方式提升品牌运作能力，通过新媒体的持续宣传打造品牌的知名度、美誉度，以享有行业高增速红利；Beauty Answer 定位于在皮肤的精准修护、抗氧化、抗衰老等领域，公司提前布局线上线下的 SAAS 云诊疗系统，并加速渠道铺设，同时基于自身强大研发基因，有望实现该品牌的快速发展。此外，在品牌矩阵式布局方面，公司也将通过内涵式培育和外延式收购实施，打造完整品牌矩阵。

图表 46. 婴儿护理类增速较高

品类(%)	护肤品	彩妆	护发类	口腔护理	婴儿护理	洗浴产品	男士护肤美容	防晒品	香水
市场规模占比	51.9	11.5	11.3	7.7	5.5	4.7	3.0	2.8	2.1
5 年 CAGR	8.7	16.3	2.0	3.3	10.9	1.8	3.4	8.9	12.6

资料来源：Euromonitor，中银证券

随着主品牌纵向不断深化发展和横向多领域的布局与拓展，公司有望成为敏感肌生态圈的创建者，持续稳定向上增长。

5. 业绩高速增长，盈利能力较强

收入、业绩稳步高速增长。2017年-2020年，公司营业收入由7.98亿增长到26.36亿元，CAGR为48.9%；净利润由1.55亿增长到5.44亿元，CAGR为52.0%。2020年疫情对公司线下销售有一定影响，收入增速稍有放缓。随着行业规模的稳步向上和公司竞争力的不断强化，预计未来公司的收入、业绩仍将有望保持较快速增长。

图表 47. 公司营收与利润增速较快

	2017	2018	2019	2020	2021H1
收入 (亿元)	7.98	12.40	19.44	26.36	14.12
Yoy(%)		55.39	56.77	35.60	49.94
净利润 (亿元)	1.55	2.63	4.13	5.44	2.65
Yoy(%)		69.68	57.03	31.72	65.56

资料来源：公司年报，中银证券

护肤品占据主导地位，彩妆、医疗器械稳步拓展。公司产品品类可为护肤品、彩妆、医疗器械。从占比上看，护肤品为主，近几年来占贝泰妮收入80%以上，且呈现逐渐上升的趋势。此外，公司在彩妆和医疗器械也稳步拓展，2018-2019年收入均实现双位数增长。

图表 48. 护肤品占比较大，彩妆及医疗器械逐步布局

	2017	2018	2019	2020	2021H1
护肤品收入 (亿元)	6.72	10.53	16.80	23.60	12.57
Yoy(%)		56.70	59.54	40.48	49.88
占比(%)	84.21	84.92	86.42	89.53	89.02
彩妆收入 (亿元)	0.22	0.40	0.64	0.65	0.22
Yoy(%)		81.82	60.00	1.56	20.63
占比(%)	2.76	3.23	3.29	2.47	1.59
医疗器械收入 (亿元)	0.93	1.37	1.90	1.95	1.23
Yoy(%)		47.31	38.69	2.63	56.91
占比(%)	11.65	11.05	9.77	7.40	8.71
服务及其他收入 (亿元)	0.12	0.11	0.09	0.16	0.09
Yoy(%)		(8.33)	(18.18)	77.78	101.49
占比(%)	1.45	0.87	0.48	0.60	0.68

资料来源：公司招股书，中银证券

公司毛利率较高，且维持在较稳定水平。2017年-2020H1公司主营业务毛利率较为稳定，维持在80%左右，2020年毛利率下降至76.25%，主要系2020年销售费用中的物流运输费用划分入营业成本所致。分品类看，护肤品毛利率一直维持在80%左右；医疗器械类产品自主定价能力较强，对应毛利率较高。随着公司未来不断产品升级，以及线上线下不断拓展，盈利能力有望稳中有升。

图表 49. 毛利率维持稳定，护肤品类盈利能力较强

(%)	2017	2018	2019	2020H1
综合毛利率	81.28	81.16	80.22	81.34
护肤品	81.24	81.08	79.70	81.61
彩妆	78.78	74.47	70.69	69.36
化妆品小计	81.17	80.84	79.37	81.34
医疗器械	85.71	86.69	89.03	89.55

资料来源：公司招股书，中银证券

管理效率提升，费率有所控制。2017-2020年公司的总费用率呈现下降趋势，其中销售费率波动比较稳定，管理费率下降明显（从2017年的10.90%下降至2020年的6.41%），主要得益于公司日渐完善的培训制度。从净利率角度看，公司近几年净利率稳定在21%左右。**预计未来公司为夯实产品力和品牌力，将加大研发投入和营销力度，对应研发费率和销售费率将有一定程度提升。**

图表 50. 公司费用率逐步下降

(%)	2017	2018	2019	2020	2021H1
净利率	19.42	21.21	21.24	20.64	18.77
Yoy		1.79	0.04	(0.61)	(1.87)
销售费率	41.09	40.52	43.39	41.99	45.14
研发费率	3.62	3.71	2.78	2.41	3.35
管理费率	10.92	9.94	7.04	6.40	5.95
总费用率	55.86	54.08	53.13	50.76	53.92
Yoy		(1.78)	(0.95)	(2.37)	(7.24)

资料来源：公司年报，中银证券

存货周转良好，周转天数持续下降。公司通过研究历史数据规律，搭建预测模型，科学预测年需求量，实行精准可靠的供应链计划，实现存货周转天数持续改善，周转情况良好。周转天数由2017年的553天下降至2020年的132天。

图表 51. 公司存货周转良好

	2017	2018	2019	2020	2021H1
存货	1.16	2.60	1.99	2.54	3.10
Yoy(%)		124.14	(23.46)	27.64	21.98
存货周转率	0.66	1.80	1.68	2.76	1.14
存货周转天数	553.0	202.8	217.6	132.1	211.42

资料来源：公司年报，中银证券

6. 盈利预测与投资建议

(1) 盈利预测

护肤品业务：公司在薇诺娜等品牌的护肤品上持续发力，大单品不断推出，线上有望延续过往高增长态势，线下渠道增速也将在加速布局下实现较高增长，对应得到 2021-2023 年护肤品收入为 34.74/47.52/61.71 亿元，同比增速分别为 47%/37%/30%。

医疗器械：2020 年因疫情公司线下业务拓展受到一定影响，该部分业务增速有所压制，随着疫情影响逐步减弱，医疗器械业务将有望逐步恢复，预计 2021-2023 年收入分别为 2.53/3.17/3.96 亿元，同比增速为 30%/25%/25%。

彩妆：随着公司围绕敏感肌人群进行业务拓展，未来彩妆业务将快速增长，预计 2021-2023 年收入分别为 0.95/1.33/1.79 亿元，同比增速分别为 45%/40%/35%。

图表 52. 公司收入拆分表

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总收入 (百万元)	1943.75	2636.49	3840.20	5222.58	6769.87
Yoy(%)	57	36	46	36	30
护肤品	1,680.29	2,360.28	3,473.70	4,752.08	6,170.59
Yoy(%)	59.57	40.47	47.17	36.80	29.85
医疗器械 (百万元)	190.46	194.98	253.47	316.84	396.05
Yoy(%)	39.46	2.37	30.00	25.00	25.00
彩妆 (百万元)	63.70	65.33	94.72	132.61	179.03
Yoy(%)	58.72	2.55	45.00	40.00	35.00
服务及其他 (百万元)	9.30	15.91	18.30	21.05	24.21
Yoy(%)	(13.56)	71.00	15.03	15.01	15.01

资料来源：万得，中银证券

毛利率：随着公司产品逐步拓展和升级，未来毛利率将呈现稳中有升的趋势，预计 2021-2023 年公司毛利率分别为 78.16%/78.41%/78.42%。

费用率：预计公司的整体营销力度将有所加强，研发投入将有一定程度增加，预计 2021-2023 年公司销售费用率将达到 42.52%/42.42%/42.42%，管理费用率将达到 6.59%/6.55%/6.50%，研发费率为 2.50%/2.51%/2.52%。

综合，预计公司 2021-2023 年营收分别为 38.40/52.23/67.70 亿元，同比增长为 46%/36%/30%；归母净利润为 8.16/11.18/14.42 亿元，同比增长 50%/37%/29.02%。

图表 53. 公司盈利预测的主要假设

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总收入(单位:百万元)	1943.75	2636.49	3840.20	5222.58	6769.87
Yoy(%)	57	36	46	36	30
毛利率(%)	80.22	76.25	78.16	78.41	78.42
费用率(%)	53.13	50.76	51.60	51.46	51.43
销售费用(%)	43.39	41.99	42.52	42.42	42.42
管理费用(%)	7.04	6.40	6.59	6.55	6.50
研发费用(%)	2.78	2.41	2.50	2.51	2.52
财务费用(%)	(0.07)	(0.03)	(0.01)	(0.02)	(0.01)
营业利润率(%)	25.83	24.64	25.46	25.69	25.63
所得税率(%)	17.76	16.07	16.50	16.60	16.80
净利润	411.94	543.50	815.91	1,117.96	1,442.36
yoy(%)	58.12	31.94	50.12	37.02	29.02
净利润率(%)	21.19	20.61	21.25	21.41	21.31
基本 EPS	1.14	1.51	1.93	2.64	3.41

资料来源:万得,中银证券

(2) 估值与投资建议

贝泰妮作为皮肤学级护肤品市场龙头,旗下产品在传统化妆品基础上兼具较强的功能属性,因此我们选取爱美客、华熙生物、上海家化、珀莱雅作为对标标的,对比当前市值下公司 21 年估值为 107 倍。综合公司所处行业成长性和公司本身的较高壁垒和未来增速,同时考虑到公司为该高增速赛道中的 A 股稀缺标的,首次覆盖予以“买入”评级。

图表 54. 公司 PE 估值表 (净利润单位:亿元)

公司名称	公司代码	收盘价	净利润				净利润同增速(%)				PE			
			20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E
贝泰妮	300957.SZ	206.86	5.44	8.16	11.18	14.42	31.94	50.12	37.02	29.02	-	107.40	78.38	60.75
上海家化	600315.SH	46.5	4.30	5.27	8.06	10.84	(22.78)	22.47	52.90	34.61	54.73	59.80	39.11	29.06
珀莱雅	603605.SH	174.7	4.76	5.92	7.32	8.98	21.22	24.34	23.67	22.72	75.21	55.79	45.11	36.76
爱美客	300896.SZ	565.3	4.40	8.41	12.68	17.84	43.93	91.29	50.76	40.70	179.04	144.93	96.13	68.32
华熙生物	688363.SZ	182.35	6.46	8.33	11.57	15.36	10.29	28.91	38.99	32.71	108.83	105.97	76.24	57.45

资料来源:万得,中银证券,贝泰妮采用预测数据,其余公司盈利预测皆来自万得一致预期

风险提示

新品拓展不及预期：公司通过不断推出新品的方式拓展自身业务版图，若新品研发受阻，新品推出速度放缓，将对公司的业务增长有一定影响。

私域流量转化受阻：因公域流量的投入与产出比例有所下滑，公司开始不断拓展自身私域流量，若未来私域流量的拓展存在一定问题，则未来公司将在投入与产出效率上受到影响，进一步影响公司业绩增长。

线下渠道合作受阻：公司通过入驻线下的医药公司和大药房等渠道强化品牌专业化的形象，若未来线下合作无法推进，对品牌专业化的形象有一定负面影响，进而影响公司产品的销售。

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售收入	1,944	2,636	3,840	5,223	6,770
销售成本	(385)	(626)	(839)	(1,127)	(1,461)
经营费用	(1,049)	(1,360)	(2,040)	(2,769)	(3,589)
息税折旧前利润	511	650	962	1,326	1,720
折旧及摊销	(21)	(25)	(8)	(9)	(9)
经营利润(息税前利润)	490	625	954	1,317	1,711
净利息收入/(费用)	(1)	0	1	0	0
其他收益/(损失)	25	37	38	38	38
税前利润	502	646	977	1,341	1,734
所得税	(89)	(104)	(161)	(223)	(291)
少数股东权益	(1)	(0)	(0)	(1)	(1)
净利润	412	542	816	1,118	1,442
核心净利润	412	540	815	1,117	1,441
每股收益(人民币)	1.145	1.505	1.926	2.638	3.404
核心每股收益(人民币)	1.145	1.499	1.925	2.638	3.402
每股股息(人民币)	0.330	0.402	0.585	0.802	1.035
收入增长(%)	57	36	46	36	30
息税前利润增长(%)	59	28	53	38	30
息税折旧前利润增长(%)	59	27	48	38	30
每股收益增长(%)	(79)	31	28	37	29
核心每股收益增长(%)	(79)	31	28	37	29

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
税前利润	502	646	977	1,341	1,734
折旧与摊销	21	25	8	9	9
净利息费用	1	1	0	1	1
运营资本变动	0	0	0	0	0
税金	(89)	(104)	(161)	(223)	(291)
其他经营现金流	80	(137)	(184)	(330)	(475)
经营活动产生的现金流	515	431	640	799	978
购买固定资产净值	(61)	(89)	(90)	(95)	(101)
投资减少/增加	0	3	3	3	3
其他投资现金流	0	0	0	0	0
投资活动产生的现金流	(61)	(86)	(87)	(92)	(97)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	15	(15)	45	81	85
支付股息	(193)	(104)	(245)	(391)	(577)
其他融资现金流	(0)	(2)	(40)	(40)	(40)
融资活动产生的现金流	(178)	(121)	(240)	(350)	(532)
现金变动	276	224	312	356	349
期初现金	251	527	751	1,063	1,419
公司自由现金流	454	346	554	708	882
权益自由现金流	467	329	596	786	965

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	527	752	1,063	1,419	1,768
应收帐款	136	226	267	353	366
库存	199	254	486	802	1,330
其他流动资产	73	160	136	115	98
流动资产总计	935	1,391	1,952	2,690	3,562
固定资产	0	69	71	73	74
无形资产	105	55	54	55	55
其他长期资产	10	53	226	298	369
长期资产总计	148	211	386	461	535
总资产	1,084	1,602	2,339	3,151	4,097
应付帐款	281	354	454	538	616
短期债务	15	0	0	0	0
其他流动负债	0	37	39	41	43
流动负债总计	296	391	493	579	660
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	27	9	9	9	9
股本	360	360	424	424	424
储备	396	839	1,410	2,137	3,002
股东权益	756	1,199	1,834	2,560	3,426
少数股东权益	5	3	3	3	3
总负债及权益	1,084	1,602	2,339	3,151	4,097
每股帐面价值(人民币)	2.10	3.33	4.33	6.04	8.09
每股有形资产(人民币)	1.80	3.15	4.16	5.85	7.85
每股净负债/(现金)(人民币)	(1.42)	(2.09)	(2.51)	(3.35)	(4.17)

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	26.3	24.7	25.0	25.4	25.4
息税前利润率(%)	25.2	36.2	34.3	25.2	25.3
税前利润率(%)	25.8	24.5	25.5	25.7	25.6
净利率(%)	21.2	20.5	21.2	21.4	21.3
流动性					
流动比率(倍)	3.2	3.6	4.0	4.6	5.4
利息覆盖率(倍)	300.1	371.8	513.3	513.3	666.8
速动比率(倍)	2.5	2.9	3.0	3.3	3.4
估值					
市盈率(倍)	176.8	134.5	105.1	76.7	59.5
核心业务市盈率(倍)	176.7	135.0	105.1	76.7	59.5
市净率(倍)	96.4	60.8	46.7	33.5	25.0
价格/现金流(倍)	141.5	169.0	134.0	107.4	87.7
企业价值/息税折旧前利润(倍)	166.9	130.7	88.1	63.6	48.8
周转率					
存货周转天数	238.8	155.9	182.8	203.3	233.4
应收帐款周转天数	12.8	15.6	14.5	13.7	11.0
应付帐款周转天数	26.4	24.5	21.6	18.8	16.6
回报率					
股息支付率(%)	28.8	26.7	30.4	30.4	30.4
净资产收益率(%)	109.1	90.4	89.0	87.3	84.2
资产收益率(%)	74.4	65.5	68.1	69.7	69.5
已运用资本收益率(%)	26.5	22.5	22.2	21.8	21.0

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不得以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371