

贝泰妮（300957）：功效护肤龙头，国货强势突围

2022年1月24日

强烈推荐/首次

贝泰妮

公司报告

十年积淀遇渠道变革助力薇诺娜成为国内敏感肌第一品牌。公司核心品牌薇诺娜由医药集团孵化，注入贝泰妮并得到资本支持后获得快速发展，目前已超越众多国外品牌，成为国内皮肤学级护肤市场的龙头，2021年市占率达到21.3%。消费群体和消费者行为偏好的变化为国货崛起提供机遇，品牌长期积淀打造了较强的产品力，与此同时公司抓住渠道变革红利实现弯道超车。

行业扩容为公司提供充足发展空间。我国功能性护肤品行业进入快速发展期和国货品牌崛起期，2019年功能性护肤品和皮肤学级护肤品市场规模分别达到283.6和155.4亿元，分别同比+33.27%和+38.5%。皮肤问题的增多，敏感肌人群的扩大，以及消费者对功效性诉求的提升，将共同带动行业渗透率的提升。2020年我国皮肤学级护肤品渗透率为7.1%，而法国、德国和美国分别达到45%、20%和17%，增长空间巨大。与此同时，消费者对国货认可度增强的趋势将持续，功效护肤行业扩容为公司提供充足发展空间。

公司在技术、产品和渠道等方面持续巩固竞争优势，尽享行业增长红利乘风破浪。公司长期立足云南高原特色植物的研发，在成分功效方面形成差异化竞争优势，研发费用率高于行业整体水平，相关技术支撑深厚。云南云科特色植物提取实验室落地，有望赋能公司研发和新业务发展。品牌已培育出多款明星大单品，SKU有望继续扩充。品牌不采取国货传统低价竞争策略，更多依靠较强产品力实现市场占有，复购率高达约30%。公司已打通专业化程度较高的院线渠道，未来OTC和专卖店渠道将成为公司线下拓展的重点和营收增长拉动点。公司在传统电商渠道运营经验丰富，同时拥抱新渠道新营销快速破圈，积极开辟私域流量和线上线下融合打法，增长潜力望进一步释放。

盈利预测：功效护肤赛道持续高景气，行业扩容为公司提供发展空间。公司在产品、品牌、技术和渠道等方面均具备较强竞争力，且已得到市场验证，未来不断发力巩固竞争优势，享受行业增长红利。预计公司21-23年归母净利润为8.07、11.31和15.15亿元，EPS为2.24、3.14和4.21元。对应21-23年PE为72、51和38倍。首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

风险提示：新品牌孵化效果不及预期，行业新规和政策变化，市场竞争加剧。

财务指标预测

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	935.46	2,636.49	3,887.95	5,391.89	7,194.83
增长率(%)	56.69%	35.64%	47.47%	38.68%	33.44%
净利润(百万元)	411.95	543.51	807.13	1,131.46	1,515.04
增长率(%)	58.12%	31.94%	48.50%	40.18%	33.90%
净资产收益率(%)	54.47%	45.33%	44.80%	43.14%	40.53%
每股收益(元)	1.14	1.51	2.24	3.14	4.21
PE	140.88	106.36	71.63	51.10	38.16
PB	76.45	48.22	32.09	22.04	15.46

资料来源：公司财报，东兴证券研究所

公司简介：

公司是以“薇诺娜”品牌为核心，专注于应用纯天然的植物活性成分提供温和、专业的皮肤护理产品，重点针对敏感性肌肤，在产品销售渠道上与互联网深度融合的专业化妆品生产企业。公司以“打造中国皮肤健康生态”为使命，以皮肤学理论为基础，结合生物学、植物学等多学科技术，持续进行产品研发和技术创新，不断向消费者提供符合不同皮肤特性需求的专业型化妆品。

资料来源：公司公告、WIND

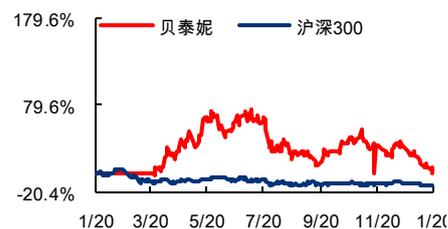
未来3-6个月重大事项提示：

2022-03-25 1.6亿首发股解禁

交易数据

52周股价区间(元)	284.5-160.6
总市值(亿元)	680.3
流通市值(亿元)	97.9
总股本/流通A股(万股)	42,360/42,360
流通B股/H股(万股)	-/-
52周日均换手率	6.01

52周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：王紫

010-66554104 wangzi@dxzq.net.cn
 执业证书编号：S1480520050002

研究助理：魏宇萌

010-66555446 weiyum@dxzq.net.cn
 执业证书编号：S1480120070031

研究助理：刘雪晴

010-66554026 liuxq@dxzq.net.cn
 执业证书编号：S1480120080007

目 录

1. 十年积淀遇渠道变革助力品牌腾飞	4
1.1 薇诺娜已发展成为国内皮肤学级护肤品类第一名	4
1.2 十年积淀遇渠道变革助力品牌弯道超车	7
2. 行业持续扩容为公司提供充足的发展空间	10
3. 竞争优势持续巩固助公司乘风破浪	13
3.1 深耕技术研发为品牌发展提供根基	13
3.2 强产品力构筑强品牌力	15
3.3 多细分渠道拓展潜力大	17
4. 盈利预测与风险提示	20
4.1 盈利预测与投资建议	20
4.2 风险提示	21
相关报告汇总	24

插图目录

图 1： 贝泰妮薇诺娜发展历程图	4
图 2： 贝泰妮股权结构图	4
图 3： 营业收入规模和增速	6
图 4： 归母净利润规模和增速	6
图 5： 各大品牌在国内皮肤学级护肤行业市场份额变化	6
图 6： 2019 年各行业新品牌消费人数代际分布	8
图 7： 2021 年 5 月综合电商 APP 各年龄段人群占比	8
图 8： 2016-2021 年中国品牌和境外品牌关注度	8
图 9： 2021 年消费者国货购买倾向	8
图 10： 各大品牌在国内皮肤学级护肤行业市场份额变化	9
图 11： 电商渠道销售占比持续提升	9
图 12： 公司线上销售占比高	9
图 13： 功能性护肤品占比提升	10
图 14： 功能性护肤品行业增速高于社零化妆品增速	10
图 15： 皮肤学级护肤品市场规模及增速	11
图 16： 国货功效护肤品牌市场份额大幅提升	11
图 17： 皮肤问题增多带来消费需求	11
图 18： 各地区和国家敏感肌发生率（2020 年）	12
图 19： 2020 年不同类型敏感肌人群消费情况	12
图 20： 皮肤学级护肤品销售占比	12
图 21： 公司核心技术和相关应用	13
图 22： 公司的研发人员数量和占比	14
图 23： 公司的研发费用投入	14

图 24： 公司营业收入构成	15
图 25： 公司各业务板块毛利率	15
图 26： 公司渠道布局情况	17
图 27： 线上线下渠道占比情况	18
图 28： 各细分渠道占比（2020 年上半年）	18
图 29： 专柜服务平台销售占比	19
图 30： 专柜服务平台新增注册用户数和复购率	19
图 31： 薇诺娜品牌入驻屈臣氏渠道	20
图 32： 薇诺娜品牌入驻 H.E.A.T 喜燃美妆集合店	20

表格目录

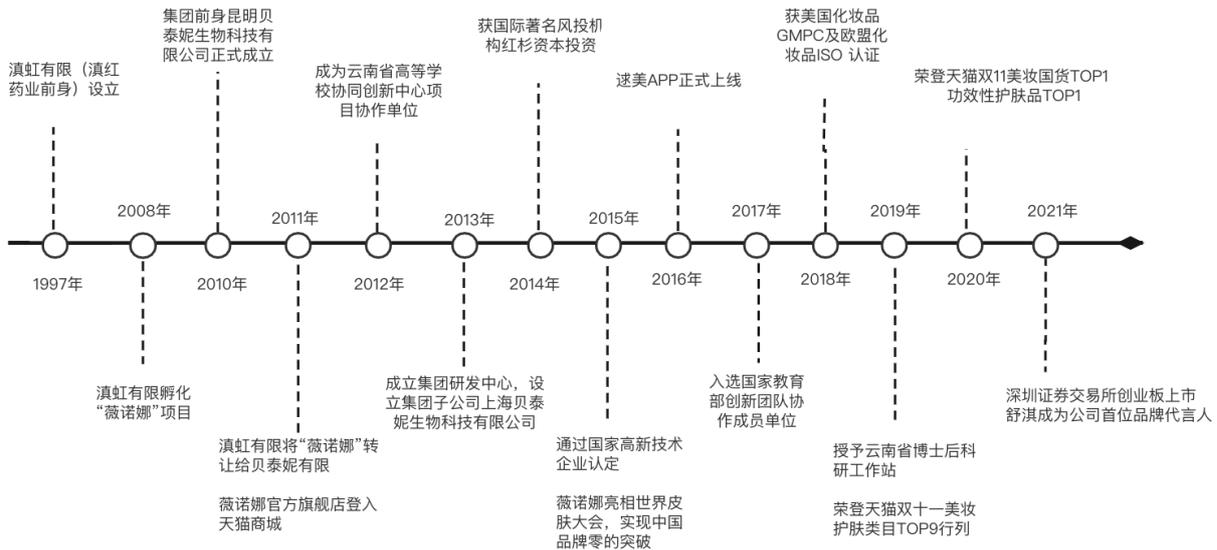
表 1： 贝泰妮品牌矩阵	5
表 2： 公司近年来获得的荣誉（部分）	7
表 3： 公司部分核心专利技术	14
表 4： 薇诺娜产品系列	16
表 5： 皮肤学级护肤品牌大单品对比——霜	16
表 6： 皮肤学级护肤品牌大单品对比——精华	17
表 7： 薇诺娜较早开始新平台运营	18

1. 十年积淀遇渠道变革助力品牌腾飞

1.1 薇诺娜已发展成为国内皮肤学级护肤品类第一名

核心品牌薇诺娜出身药企, 注入贝泰妮并得到资本支持后获得快速发展。薇诺娜品牌由滇虹药业于 2008 年孵化并运营, 主业是化妆品的研发和销售。2011 年滇虹药业将薇诺娜转让给贝泰妮, 贝泰妮至此拥有了薇诺娜产品的技术、配方等全部权利。随着薇诺娜天猫官方旗舰店的设立、集团研发中心的建设, 风投资本的资本注入等多方面加持, 品牌迅速走进大众视野并持续获得市场认可。2015 年薇诺娜品牌亮相世界皮肤大会, 实现了世界皮肤大会中国品牌零的突破; 2019 年荣登天猫双十一美妆护肤类目 TOP9 行列; 2020 年荣登天猫双十一美妆国货 TPO1 和功效性护肤品 TOP1, 实现了跨越式发展。

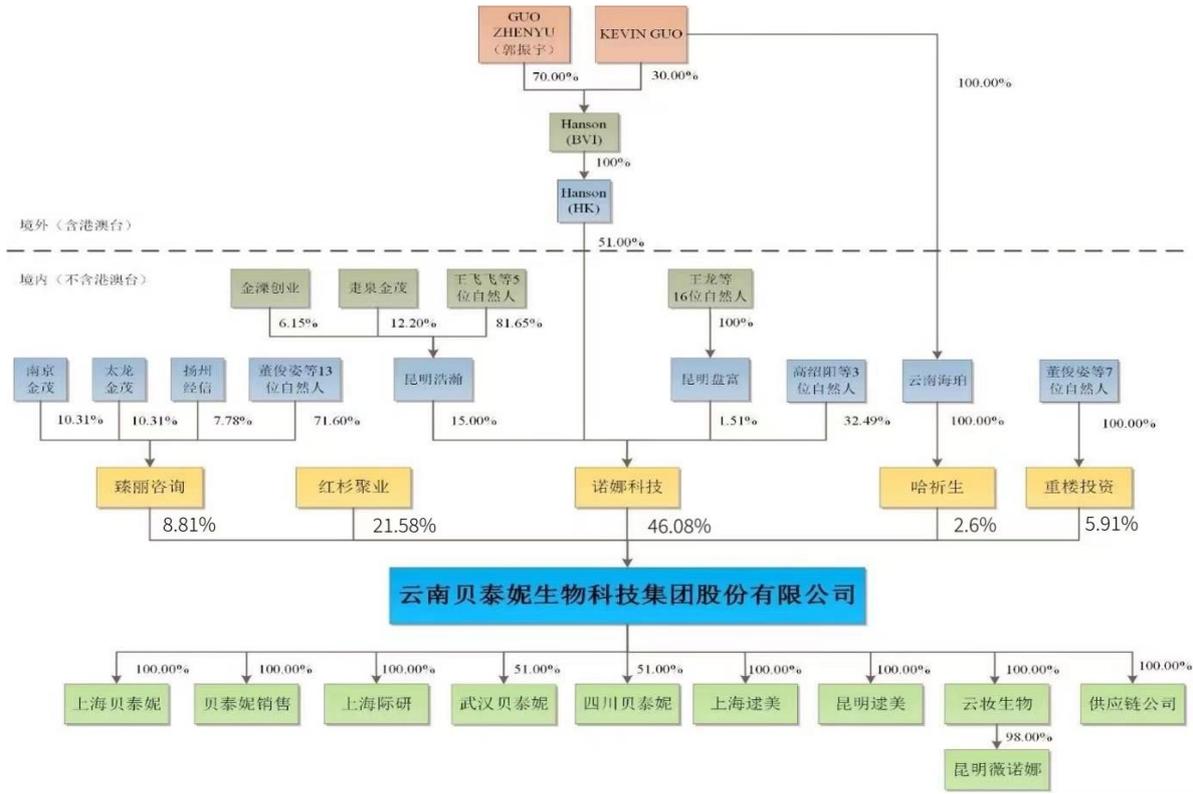
图1: 贝泰妮薇诺娜发展历程图



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

公司股权集中, 管理层强医药背景、经验丰富。公司股权结构清晰, 截至 2021 年三季报, 公司第一大股东诺娜科技持股 46.08%, 后者为公司董事长郭振宇和其子共同控股, 郭振宇为公司实际控制人。董事长郭振宇曾担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, 为美国乔治华盛顿大学终身教授, 且于 03 年-14 年担任滇虹药业董事长、总裁, 具有较硬的医疗背景和丰富管理经验。其余多位高管均有医药化工背景, 具有较高的专业素养。管理层较强的专业背景和管理经验为公司的长期发展提供了保障。

图2: 贝泰妮股权结构图



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

公司以“薇诺娜”品牌为核心，并孵化了多个子品牌构建品牌矩阵。“薇诺娜”品牌专注于敏感肌的护理和修饰，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。品牌旗下的产品涵盖了护肤、彩妆和医疗器械等几大类，2021年上半年品牌实现营收13.94亿元，占总营收的98.72%，是公司长期聚焦和深度打造的品牌。除“薇诺娜”品牌外，公司近年来陆续孵化了专注于婴幼儿护理的“WINONA Baby”品牌、专注于痘痘肌护理的“痘痘康”品牌，专注于高端皮肤修护的“Beauty Answers”品牌和专注于干燥性皮肤护理的“资润”品牌等。公司目前已初步形成多品牌多品类矩阵，满足不同肤质客群的不同消费需求。

表1：贝泰妮品牌矩阵

品牌	品牌定位	创立时间	主要产品
	敏感肌肤护理和修饰	2008年	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
	专业婴幼儿护理	2018年	霜、身体乳、沐浴泡等
	痘痘肌肤护理	2014年	霜、面膜泥等
	高端皮肤修护	2017年	护肤水、面膜、精华等



干燥性皮肤护理

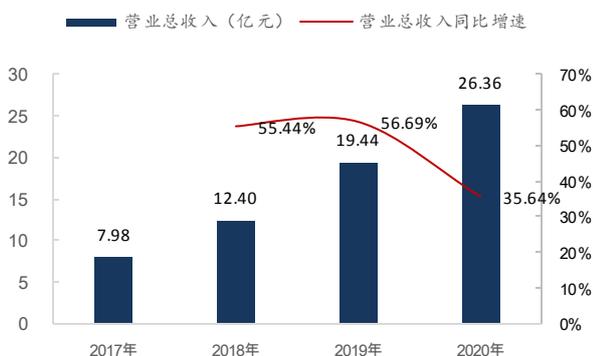
2019 注册商标

护肤品类: 霜

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

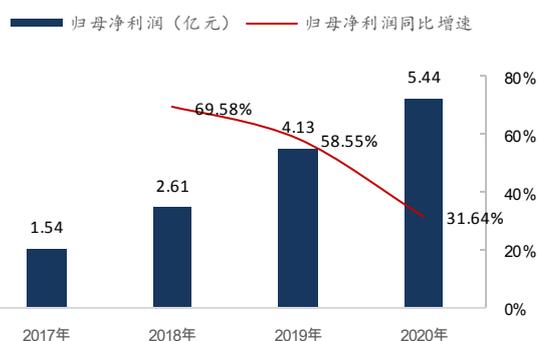
随着品牌市场认可度的不断提升, 公司近年来实现了营收利润双高增。2018-2020 年公司营收和归母净利润年复合增速分别达到 45.79% 和 44.44%, 2020 年公司实现营收 29.36 亿元, 实现归母净利润 5.44 亿元。公司 2021 年三季度实现营收和归母净利润分别为 4.21 亿元和 3.56 亿元, 分别同比增长 65.75% 和 66.36%。

图3: 营业收入规模和增速



资料来源: WIND, 东兴证券研究所

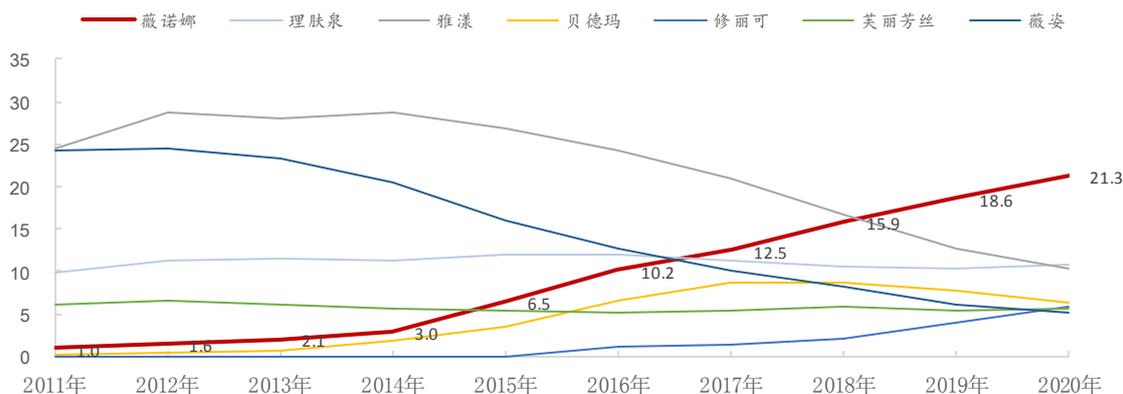
图4: 归母净利润规模和增速



资料来源: WIND, 东兴证券研究所

核心品牌薇诺娜超越了众多国外品牌, 成为国内皮肤学级护肤品的龙头。按照 Euromonitor 对于功效护肤行业的分类和统计标准, 在薇诺娜快速成长之前我国皮肤学级护肤市场一直以国外品牌为主导, 包括理肤泉、薇姿、雅漾等在内的国际敏感肌护肤品牌长期占据领先地位, 2011 年前五大皮肤学级护肤品牌均为国际品牌, CR5 高达 80.9%。近年来多数主打功效护肤的国际品牌在国内市场的市占率逐年下降, 薇诺娜品牌市占率直线上升, 2017 年超越了理肤泉和薇姿, 2019 年超越了雅漾, 成为了国内皮肤学级护肤市场市占率第一的品牌, 2020 年市占率进一步提升至 21.3%。

图5: 各大品牌在国内皮肤学级护肤行业市场份额变化



资料来源：Euromonitor，东兴证券研究所

公司树立了针对敏感性肌肤的行业标杆，市场地位持续提升。2019 年公司旗下“薇诺娜”品牌被行业权威杂志《化妆品报》评为“敏感肌护理类第一名”。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，品牌市场地位持续提升。2021 年天猫双十一护肤类 TOP10 排行榜中，薇诺娜位列第 5，为唯一上榜的国货品牌。

表2：公司近年来获得的荣誉（部分）

颁发单位	时间	授予对象	奖项名称
天猫	2019 年	“薇诺娜”品牌	年度数据营销品牌、年度新零售引领品牌
天猫	2019 年	“薇诺娜”品牌舒敏保湿特护霜产品	年度乳液面霜
化妆品报社	2019 年	“薇诺娜”品牌	敏感肌护理品类第一名、中国化妆品电商品牌 100 强
化妆品报社	2018 年	“薇诺娜”品牌、贝泰妮	2018 年中国化妆品G20品牌、G20公司
云南省实施品牌和质量强省战略领导小组	2017 年	“薇诺娜”柔润保湿霜产品、透明质酸修护生物膜产品、舒敏保湿特护霜产品	云南名牌产品
中国美容博览会	2019 年	“薇诺娜”舒敏保湿润肤水产品	护肤类敏感肌化妆水大奖
瑞丽	2019 年	“薇诺娜”舒敏保湿修护精华液产品	年度舒敏精华液大奖
第一财经	2019 年	“薇诺娜”品牌	年度国货之光
亚洲品牌盛典组委会	2017 年	“薇诺娜”品牌	亚洲（行业）十大创新力品牌
时尚芭莎	2018 年	“薇诺娜”极润保湿乳液产品	2018 年度最佳乳液（高效类）人气奖
时尚芭莎	2018 年	“薇诺娜”舒敏保湿特护霜产品	2018 年度最佳面霜（保湿类）人气奖
云南省人力资源和社会保障厅	2019 年	贝泰妮	省级博士后科研工作站

资料来源：公司招股说明书、东兴证券研究所

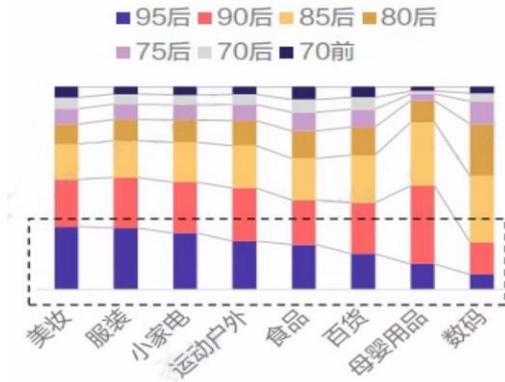
1.2 十年积淀遇渠道变革助力品牌弯道超车

薇诺娜品牌如何在国内功效护肤市场上超越一众国际大牌实现弯道超车？通过复盘我国美妆产业近年来的发展和公司的成长历程，我们总结了以下几点核心因素：

第一，消费群体和消费者行为偏好的变化为国货崛起提供机遇。

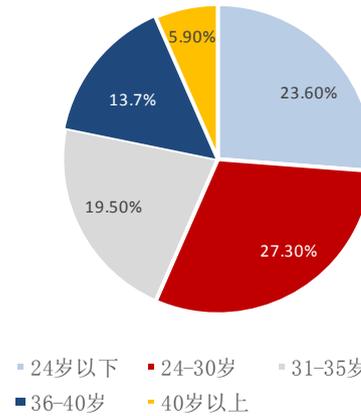
消费群体的年龄结构发生变化，80 后成为主流消费群体，90 后、95 后在整个消费群体中的话语权越来越重，该趋势在电商渠道表现更为明显。中国银联和京东金融统计的消费数据显示，90 后消费金额增速达到 73.2%，远超 80 后的 49.5%和 70 后的 37.2%，作为新生代群体消费力量正逐渐增强。CBNData 数据显示，2019 年美妆和服装行业 90 后和 95 后的消费者占比已接近一半。京东大数据研究院 90 后人群消费白皮书数据显示，90 后的网民已然成为中国互联网第一大用户群体，占比达 21.5%，且 90 后热爱线上消费，在移动互联网空间中占据着极大的网络话语权与流量高地，其线上消费增速显著高于其他人群。根据易观千帆统计数据，截至 2021 年 5 月综合电商 APP30 岁以下用户占比已超过 50%，90 后已成长为绝对的消费主力。

图6: 2019年各行业新品牌消费人数代际分布



资料来源: CBNDATA 消费大数据, 东兴证券研究所

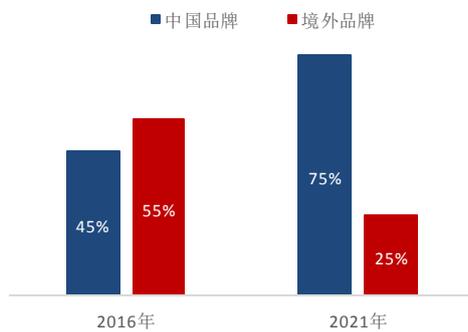
图7: 2021年5月综合电商APP各年龄段人群占比



资料来源: 易观千帆, 京东大数据, 东兴证券研究所

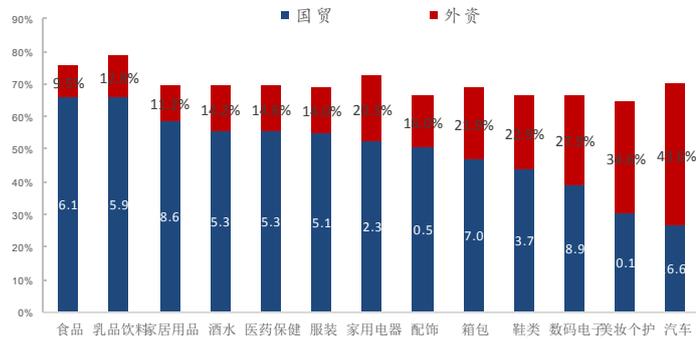
当前主力消费群体对国货的认可度增强, 为国货品牌提供了良好的发展机遇。80、90后消费者成长在社会商品快速丰富, 互联网快速发展且中国文化逐渐复兴的年代, 相较于盲目追求国际大牌, 更加注重性价比和个性化, 且对于国货的认可度也更高。易观统计数据显示, 国货品牌的关注度从2016年的45%提升至2021年的75%, 已经全面超过境外品牌。其中针对美妆个护品类, 倾向购买国货品牌和国际品牌的消费者比例基本持平。消费者消费行为偏好的变化为国货品牌的崛起提供了良好的机遇, 薇诺娜作为领先的国货美妆品牌, 同时拥有较强产品力和较高性价比, 逐渐获得年轻消费者认可。

图8: 2016-2021年中国品牌 and 境外品牌关注度



资料来源: 人民网, 环球舆情调查中心, 东兴证券研究所

图9: 2021年消费者国货购买倾向



资料来源: 易观分析, 东兴证券研究所

第二, 品牌长期积淀打造了较强的产品力。

长达十年的技术积淀帮助打造强产品力, 助力品牌实现厚积薄发。医研背景的薇诺娜品牌成立于2008年, 并从2010年起开始做生物研究, 公司始终坚持自主创新并专注基础研究, 十余年来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, 长达10年的技术积淀为产品力的提升提供了根基。贝泰妮研发中心拥有全球领先的研发条件和仪器设备, 强大的研发团队和科学严谨的研发模式助力品牌实现厚积薄发。

薇诺娜能够提供与国际大牌具有相同功效和产品力的产品, 使其能够与国际品牌竞争。薇诺娜经过较长时间的研发生产, 已开发出多品类产品, 且具有较好的功效。对于敏感肌来说, 其主要诉求包括抗敏、舒缓、补水保湿等, 薇诺娜现有产品能够满足消费者肌肤护理的核心诉求, 且国际大牌拥有的核心产品品类和能够实现的功效薇诺娜均能够实现, 因此能够在一定程度上实现替代。

图10: 各大品牌在国内皮肤学级护肤行业市场份额变化



资料来源: 公司官网, 东兴证券研究所

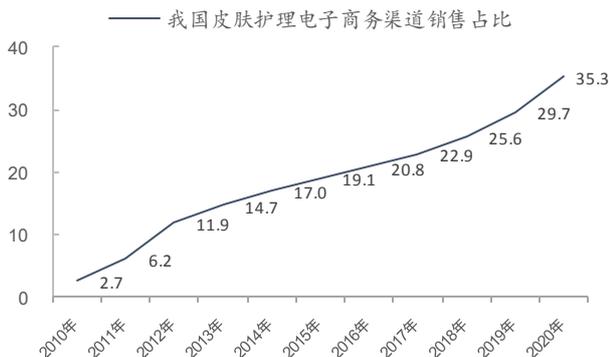
第三, 品牌抓住渠道变革红利实现快速崛起。

美妆线上渠道快速崛起, 为国货美妆品牌提供了全新发展机遇。互联网的普及带来消费者消费行为习惯的变化, 美妆品类具有消费频率高、带有一定的流量聚集效应和社交属性等特点, 天然适合通过线上渠道进行宣传和销售。多种因素共同作用下国内美妆护肤品线上渠道销售占比逐年攀升, Euromonitor 统计数据显示, 我国皮肤护理类产品电子商务渠道销售额占比从 2013 年的 14.7% 上升到 2020 年的 35.3%。我国美妆产业起步相对较晚, 国际化妆品品牌长期占据主导地位, 其专注于线下渠道的铺建, 并依托强大的品牌力、资金实力和营销经验快速建立行业壁垒。电商渠道的兴起带来了新的销售渠道和营销思路, 国货美妆品牌凭借其较为快速的反映能力和本土优势, 快速抢占电商渠道, 打破了固有的竞争格局, 获得了新的发展机遇。

公司充分利用电商红利实现弯道超车。公司于 2012 年就设立了电商事业部, 是国货美妆品牌中较早拓展电商渠道的品牌。公司充分利用互联网的高效性、主流电商平台汇集的巨大用户流量、灵活的新媒体营销手段, 不断拓展线上渠道, 发挥公司在电商运营上的先发优势。近年来公司线上渠道销售收入占比逐年提高, 2021 年上半年达到 78.46%, 2018-2020 年公司线上渠道销售收入分别同比增长 80.55%、68.26% 和 178.7%, 高于行业平均水平。公司充分享受电商美妆行业高速增长的红利, 并凭借较强的产品力和精准营销的能力, 实现了国内功效护肤市场的快速抢占, 成功实现弯道超车。

图11: 电商渠道销售占比持续提升

图12: 公司线上销售占比高



资料来源：Euromonitor，东兴证券研究所



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

2. 行业持续扩容为公司提供充足的发展空间

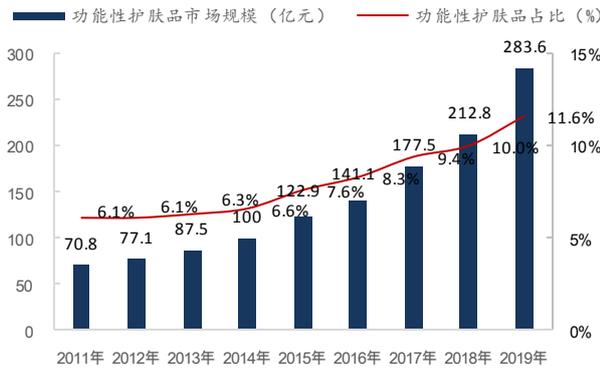
公司核心品牌薇诺娜所处的赛道为功能性护肤品类中的皮肤学级护肤品类，功能性护肤品指具备一定药理作用，可针对性解决肌肤问题的护肤品，具体包括皮肤学级护肤品、强功效性护肤品、医美级护肤品类等。根据 Euromonitor 划分标准来看，皮肤学级护肤品（Dermocosmetics）主要指采用温和、科学配方，强调产品的安全性和专业性，适用于肌肤敏感问题的肌肤护理产品。

我国功能性护肤品行业起步相对较晚，近年来进入快速发展期和国货品牌崛起期。

- 1998 年薇姿品牌率先进入中国市场开启了我国功能性护肤品的发展之路，随后雅漾、理肤泉等国际品牌纷纷进入中国市场，引领着行业发展，并以药房为主要销售渠道。
- 2010 年前后行业进入转型期，更多国际品牌进入中国市场且国货品牌不断涌现，行业市场参与者逐渐增多，销售渠道也从药房渠道逐步扩大到商超、百货、医疗诊所等等，渠道更加多元化。
- 近年来受益于消费者精细化护肤需求的增加以及相关品牌市场教育的推进，行业进入快速发展期。头豹研究院统计数据显示，2019 年我国功能性护肤品市场规模已达到 283.6 亿元，占整个化妆品市场的份额从 2011 年的 6.1% 提升至 2019 年的 11.6%。2013 年后功能性护肤品行业增速大幅提高并超过整个化妆品行业增速，其中的皮肤学级护肤品类增长更为迅猛。Euromonitor 数据显示 2019 年我国皮肤学级护肤品市场规模达到 155.4 亿元，同比增速达 38.5%，远超社零化妆品 12.6% 的同比增速。与此同时行业线上渠道占比大幅提高（从 2013 年的 14.7% 上升到 2020 年的 35.3%），为国产品牌弯道超车提供了良好机遇，国产品牌市场份额逐年攀升，聚焦功效护肤的国产品牌也进入了黄金发展期。

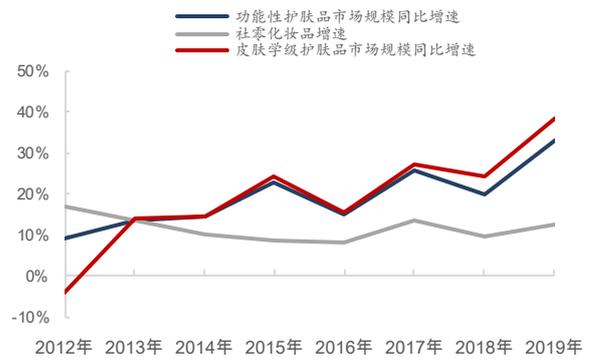
图13：功能性护肤品占比提升

图14：功能性护肤品行业增速高于社零化妆品增速



资料来源：头豹研究院，东兴证券研究所

图15：皮肤学级护肤品市场规模及增速



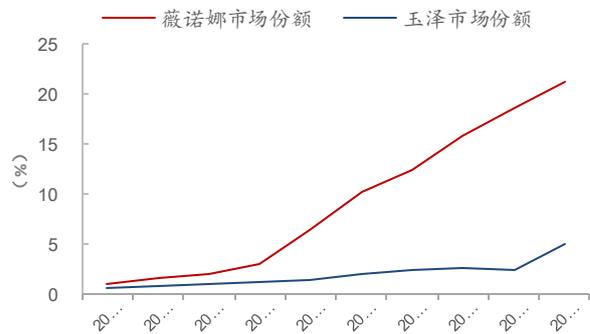
资料来源：WIND, Euromonitor, 东兴证券研究所

图16：国货功效护肤品牌市场份额大幅提升



资料来源：Euromonitor, 东兴证券研究所

图17：皮肤问题增多带来消费需求



资料来源：Euromonitor, 东兴证券研究所

皮肤问题的增多，敏感肌人群的扩大，消费者对皮肤的关注度提高，将共同促进功能性护肤品相关消费需求的不断释放，以及行业渗透率的提升，其中最主要的细分赛道皮肤学级护肤行业有望延续高速增长趋势，未来空间广阔。

消费者皮肤问题增多带来皮肤学级护肤品需求增加。环境空气等外界环境的变化及生活作息等方面的影响使得消费者皮肤问题多发。中国医师协会皮肤科分会统计数据显示，有超过70%的人存在皮肤问题，其中有约42%的人会选择用药或护肤品进行治疗，具有治疗需求的问题肌肤消费者为皮肤学级护肤品提供了需求支撑，且随着现代人生活压力加大以及生存环境污染趋严，有肌肤治疗需求的消费群体或进一步扩大，带来相关功能性护肤品的需求增长。

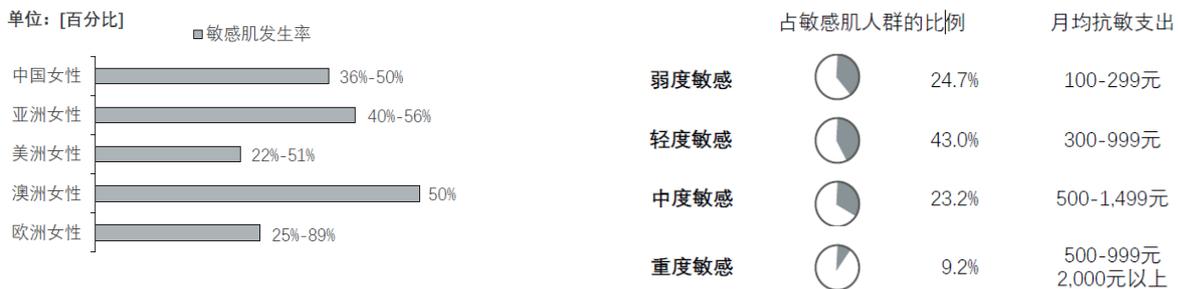


资料来源：中国医师协会皮肤科分会，头豹研究院，东兴证券研究所

规模较大的敏感肌人群为皮肤学级护肤品的增长提供最基本需求。敏感肌问题高发且消费群体使用护肤品的频率高消费意愿强，驱动功能性护肤品行业增长。中国皮肤科医师协会统计数据显示，我国女性敏感肌发生率达 30%-50%，功能性护肤品潜在消费群体巨大。与此同时，敏感肌人群具有较强的护肤意愿，护肤品使用频率高，且支出费用与皮肤问题的严重程度呈正相关关系，中度和重度敏感人群占比敏感肌人群超过 30%，月均抗敏支出超过 500 元。

图18：各地区和国家敏感肌发生率（2020年）

图19：2020年不同类型敏感肌人群消费情况

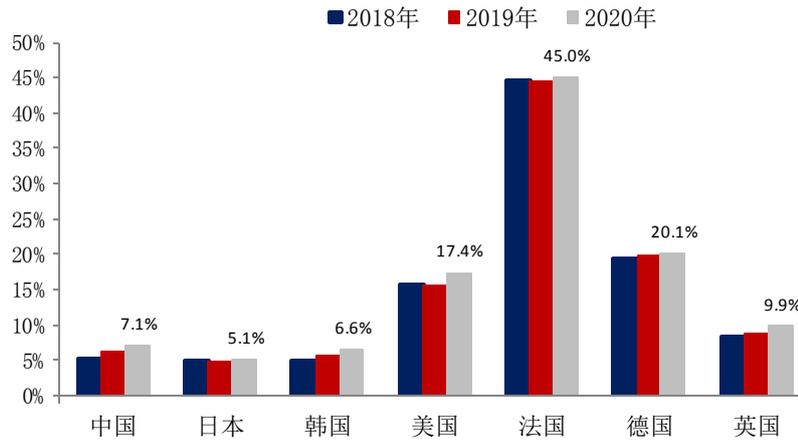


资料来源：头豹研究院，东兴证券研究所

资料来源：头豹研究院，东兴证券研究所

我国皮肤学级护肤品行业渗透率仍有较大提升空间。我国皮肤学级护肤品在整个化妆品市场中的占比近年来有所提升，但与欧美等发达国家相比仍有较大差距，2020年我国的皮肤学级护肤品销售额占比为 7.1%，而法国、德国和美国分别达到 45%、20%和 17%。近年来我国的美妆消费者不再一味追求美白、保湿等基础功效，而是更关注产品的针对性和专业性，将带动皮肤学级护肤品需求的增长，带来行业渗透率的提升。

图20：皮肤学级护肤品销售占比



资料来源：Euromonitor，东兴证券研究所

3. 竞争优势持续巩固助公司乘风破浪

3.1 深耕技术研发为品牌发展提供根基

皮肤学级护肤品生产需要较强大的研发支持。功能性护肤产品对研发技术的要求较高，研发周期较长，核心成分的研发周期可能长达 4-7 年；研发壁垒较高，对研发团队的专业素养和资金投入也有较高要求。这决定了聚焦皮肤学级护肤品的公司研发成本相对较高，具有更强研发技术实力的公司具有更强的市场竞争力，与此同时普通美妆公司较难快速进入该赛道，也形成了一定的竞争壁垒。

公司以皮肤学理论为基础，立足云南高原特色植物优势，相关技术支撑较为深厚。公司立足云南植物王国的地域优势，采用独特的萃取科技，对云南植物成分进行筛选，提取出高原特色植物的有效成分，建立质量标准的同时进行产业化生产，采用温和科学的配方，以GMPC标准生产，研发出适合敏感肌的护肤品。青刺果、马齿苋、云南重楼、云南山茶等均为公司萃取的核心植物成分。截至目前，公司围绕高原特色植物提取物有效成分进行研究开发掌握了13项核心技术，同时具备将研发创意转化为技术成果的能力，在功效护肤市场上形成了较为独特的竞争优势。

图21：公司核心技术和相关应用



刺青果, 又名阿那斯果, 生长在3200米的香格里拉雪山上。薇诺娜实验室研究证明, 青刺果油含有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, 主动修护皮肤屏障, 保持肌肤健康状态。



马齿苋, 是一年生草本植物, 耐涝耐旱, 生命力顽强。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。



云南山茶, 生长在海拔约2800米的滇中高原和云南西部山地, 特有保湿能量, 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。



云南重楼, 生长于海拔约3100米的潮湿隐蔽深山中, 具有重要的药用价值。薇诺娜实验室研究发现, 从云南重楼提取到的体皂苷, 直击痘痘根源, 阻隔治痘污染源, 对抗各种诱发因素。



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

表3: 公司部分核心专利技术

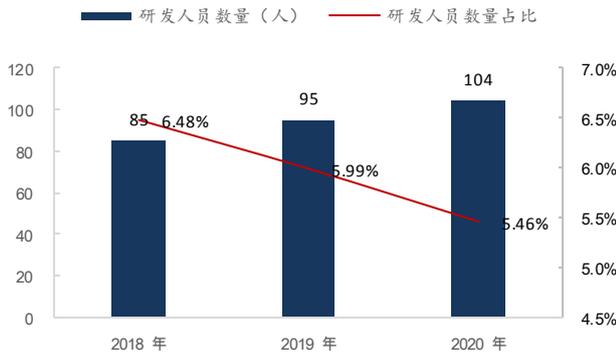
专利技术	
1	马齿苋提取物制备方法以及含马齿苋提取物的功效性护肤品的产业化制备方法
2	青刺果提取物制备方法以及含有青刺果油的功效性护肤品的产业化制备方法
3	滇重楼提取物的产业化制备方法
4	等渗制剂技术
5	含页岩油的复合祛痘制剂及其制备方法
6	皮肤屏障修复制剂及其制备方法

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

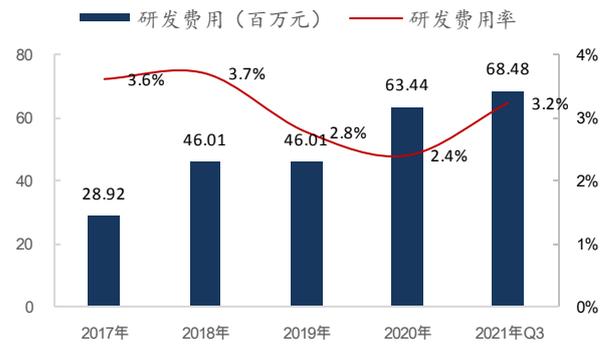
人才储备丰富, 研发投入较高, 尚有进一步提升空间。公司汇集了药物制剂、药物分析、中药学、生物制药、药理学、生物工程、高分子化学、精细化工等不同学科的各类专业人才, 科技人才储备较为丰富。2020年末, 公司研发人员数量达到104人, 占比员工总数的5.46%。与此同时, 公司通过不断完善各项研发制度鼓励自主创新, 建立了研发创新组织体系, 促进研发创新工作。在研发费用投入方面, 公司研发费用支出逐年增加, 2020年Q3研发费用率达到了3.2%, 高于普通化妆品公司的研发费用率。

图22: 公司的研发人员数量和占比

图23: 公司的研发费用投入



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所



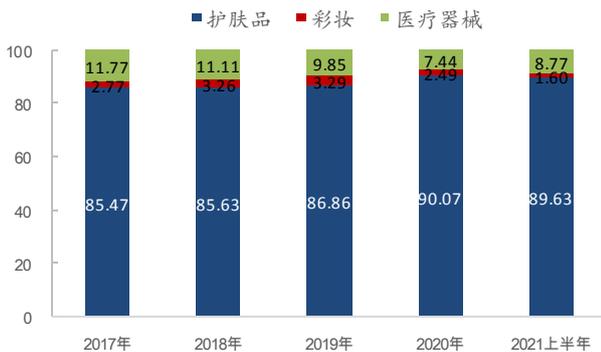
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

云南云科特色植物提取实验室落地, 有望赋能公司研发和新业务发展。云南省地理位置独特, 气候条件优越, 有超过6500种药用植物, 是天然的植物王国。为进一步挖掘云南特色植物的经济价值, 云南省政府联合公司成立了云南云科特色植物提取实验室, 深入研究开发功效性产品, 并在很深的基础研究之上进行产业化, 成为了公司新型研发基地。2021年9月23日, 云南贝泰妮特色植物提取实验室有限公司注册成立, 由贝泰妮公司100%控股。该实验室以开发云南特色植物为核心, 但同时还涉及医美化妆品相关的生物材料的研究、生物发酵材料、现代生物工程研究等, 面向全球合作, 计划打造世界一流实验室, 有望赋能公司新材料新产品的研发和新业务的开展。

3.2 强产品力构筑强品牌力

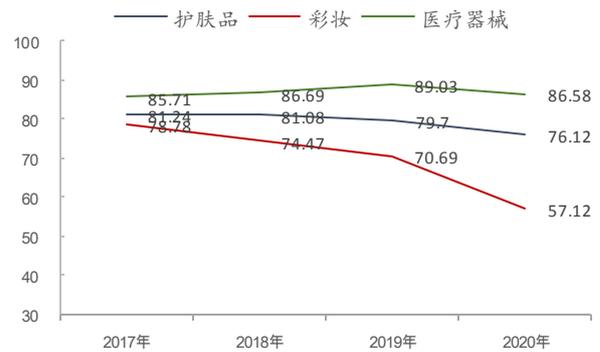
护肤品类占比最高, 医疗器械品类毛利率最高。公司的主要产品包括霜、护肤水、面膜、精华、乳液等护肤品, 以及隔离霜、BB霜、卸妆水等彩妆类产品, 同时还包括小部分与皮肤护理相关的医疗器械产品, 如透明质酸生物膜、修护贴敷料等。护肤品类是公司最为核心的产品类别, 2021年上半年营收占比达89.6%。医疗器械品类毛利率最高且最为平稳, 彩妆品类毛利率较低, 且呈现走低态势。

图24: 公司营业收入构成



资料来源: WIND, 东兴证券研究所

图25: 公司各业务板块毛利率



资料来源: WIND, 东兴证券研究所

聚焦舒敏修护, 产品品类和SKU仍有扩充空间。目前公司核心品牌薇诺娜共有11条产品系列, 产品线较为丰富, 主要聚焦舒敏、补水保湿和修复功效, 但每个系列的SKU数量相对较少, 主要聚焦在明星大单品上。

舒敏保湿系列产品线是薇诺娜品牌的主打系列,也是产品品类覆盖最全的系列。但其他系列 SKU 数量较少,尚未实现全部品类的覆盖,未来有望继续拓展。

表4: 薇诺娜产品系列

产品系列	系列定位	代表产品	SKU	涵盖品类	定价区间
舒敏保湿系列	舒敏+修护	舒敏保湿特护霜、舒敏保湿修护精华液	10	洁面、水、乳、精华、喷雾、霜、面膜	88-268 元/件
极润保湿系列	补水+保湿	极润保湿乳液、极润保湿柔肤水	6	水、乳、精华液、面膜	128-298 元/件
舒缓控油系列	舒缓+控油	舒缓控油洁面泡沫、舒缓控油爽肤水	6	洁面、水、凝露、面膜	68-214 元/件
清透防晒系列	舒缓+防晒	清透防晒霜、清透水感防晒喷雾	5	防晒霜、乳、喷雾	118-238 元/件
清痘净颜系列	淡印+抑痘	净痘清颜霜、清痘修复精华液	8	洁面、水、精华、消痘贴、霜	68-268 元/件
柔润保湿系列	滋润+修护	柔润保湿霜、柔润修护唇膏	4	霜、护手霜、唇膏	62-168 元/件
美白保湿系列	美白+保湿	熊果苷莹亮保湿柔肤水、熊果苷美白保湿精华液	8	洁面、水、精华、面膜	188-388 元/件
舒敏修红系列	舒缓+修红	舒敏保湿修红霜、舒敏安肤修红水	6	洁面、水、霜、面膜	68-268 元/件
透明质酸系列	保湿+舒缓+修护	透明质酸修护生物膜、透明质酸保湿修护精华水	5	水、霜、面膜	158-288 元/件
紧致系列	抗皱+淡纹	紧致抗皱精华、焕亮淡纹修护眼霜	7	水、精华霜、颈霜、眼霜、冻干粉、面膜	214-498 元/件
彩妆系列		柔彩幻颜隔离霜、安心舒缓保湿精华粉底液	5	洁面、精华、霜、BB霜、卸妆水	138-298 元/件

资料来源: 公司官网, 东兴证券研究所

薇诺娜不采取国货低价竞争策略,更多依靠较强产品力实现市场占有。面对国际美妆大牌在国内市场长期占优的挑战,国货品牌大多采取低价竞争策略,通过绝对低价或较高性价比实现破圈。而薇诺娜品牌没有采取传统的低价竞争策略,而是依靠较强产品力参与竞争。我们选取了多个皮肤学级护肤品牌相似品类的核心大单品进行对比发现,薇诺娜添加的核心成分均有别于其他国际品牌,在成分和功效方面形成了较为独特的竞争优势;而在价格方面,薇诺娜核心大单品的售价相较于国际品牌的类似产品并没有价格优势,甚至平均单价要高于部分国际大牌。在此背景下,薇诺娜的市场份额仍能够实现持续提升并超越众多国际美妆品牌,反映了品牌的产品力得到市场认可,产品力和品牌力得到市场验证。

表5: 皮肤学级护肤品牌大单品对比——霜

品牌	产品	核心成分	主要功效	价格
薇诺娜	舒敏保湿特护霜	天然马齿苋精粹,云南高原青刺果油、蘑菇葡聚糖、双分子透明质酸钠	快速舒缓敏感问题、告别泛红干痒、维稳	268/50g
理肤泉	B5 修复乳霜	维生素原 B5 (泛醇)、积雪草苷、微量元素铜锌锰、乳木果油、理肤泉泉水	舒缓肌肤不适,加速肌肤修复	119/40ml 238/80ml
雅漾	雅漾修护舒缓保湿霜	雅漾泉水、角鲨烷	舒缓保湿 滋养润肤	252/50ml 288/100ml

薇姿	水活霜	玻尿酸、牛油果树果脂、火山温泉水	保湿舒缓, 长效锁水, 修护敏感肌	185/50ml
----	-----	------------------	-------------------	----------

资料来源: 各品牌官网, 东兴证券研究所

表6: 皮肤学级护肤品牌大单品对比——精华

品牌	产品	核心成分	主要功效	价格
薇诺娜	舒敏保湿精华液	云南高原青刺果油、天然马齿苋精粹、五大高保湿成分	高浓植萃, 舒缓敏感干、痒、红; 修护脆弱肌底, 深层补水保湿	298/30ml
理肤泉	三酸精华	0.45%辛酰水杨酸、1.5%水杨酸、4.5%果酸、2.0%烟酰胺	7天 细毛孔、淡红印、嫩肤质	298/30ml
薇姿	89 精华	玻尿酸+89%火山温泉水	强韧屏障 改善干痒红 修护敏感肌	289/50ml 390/75ml
修丽可	维生素 CE 复合修护精华液	15%左旋维生素 C、1%α-生育酚、0.5%阿魏酸	久抗氧化保护, 预防光老化, 促进胶原合成, 淡化细纹	1490/30ml

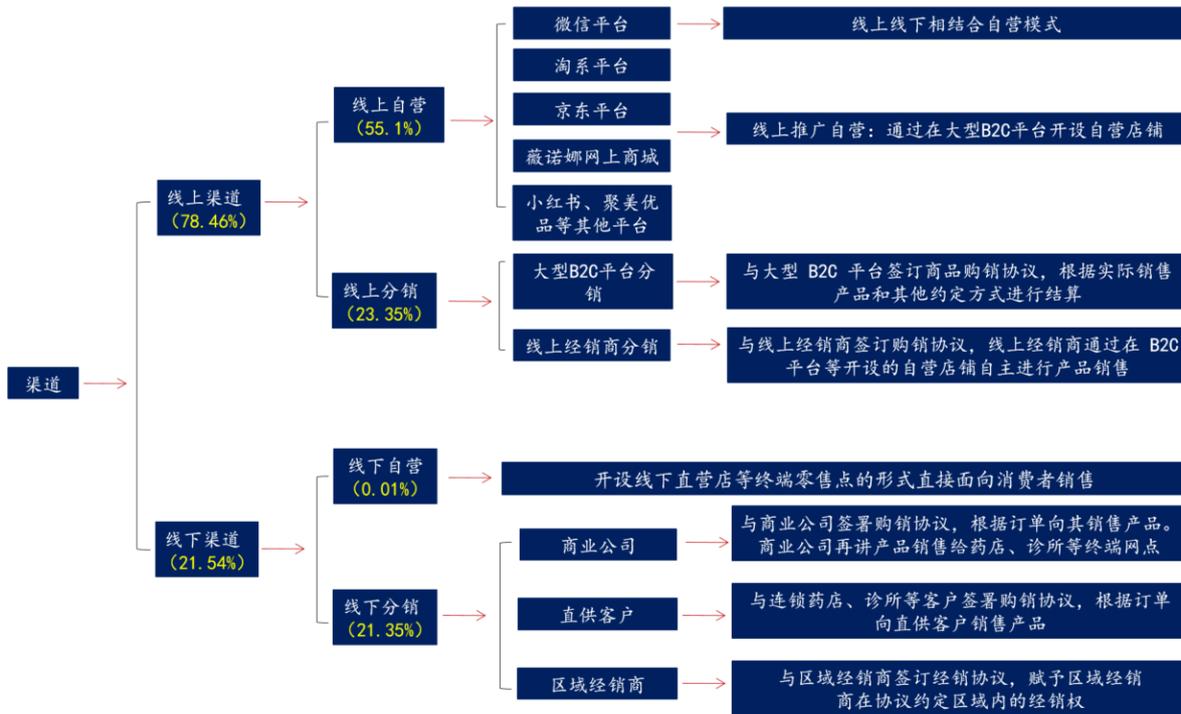
资料来源: 各品牌官网, 东兴证券研究所

较强产品力帮助塑造品牌形象, 而较高的转换成本为品牌提供了稳定增长的条件。薇诺娜天猫旗舰店近几年的复购率均在 30%左右, 高于同行业的 20%-30%, 薇诺娜品牌复购率高反映了消费者对其产品力的认可和肯定。较强的产品力帮助塑造品牌形象, 薇诺娜专门针对敏感肌修复的品牌定位已经深入人心。而对于敏感肌消费群体来说, 其产品更换成本较高, 往往更偏向找到一款适合自己肌肤的产品之后持续使用, 以防止更换产品带来的过敏和受损。在此背景下, 公司有望持续享受强品牌力带来的高复购率下的稳定增长红利。

3.3 多细分渠道拓展潜力大

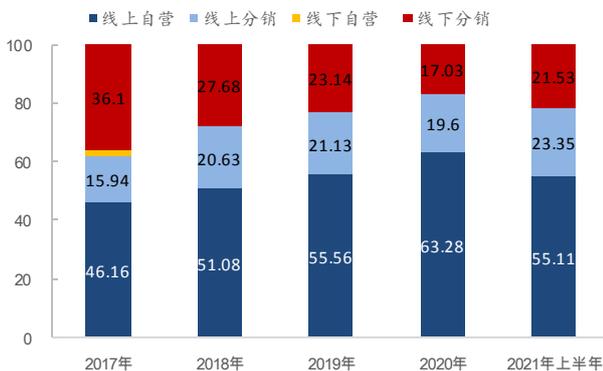
公司坚持以线下渠道销售为基础, 以线上销售渠道为主导的销售模式, 实现了全渠道覆盖。公司渠道覆盖广泛, 已搭建了全渠道销售体系, 其中线上渠道占比 78.46%, 线下渠道占比 21.54%。线上、线下渠道具体又可划分为自营和分销两种途径, 整体来看, 自营渠道占比略高于分销渠道, 2021 年上半年自营渠道加总占比达 55.12%。线上自营渠道是公司最主要的销售渠道, 其中淘系平台占比最高, 除此之外公司还积极搭建品牌网上商城和微信平台等拓展销售渠道, 并通过分销商增加线上渠道销售额。线下渠道主要依靠分销, 商业公司和直供客户是较为主要的两大渠道, 借此公司能够将产品销售至药店、诊所等场景。

图26: 公司渠道布局情况



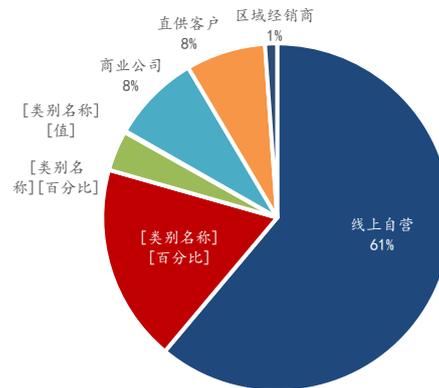
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图27: 线上线下渠道占比情况



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图28: 各细分渠道占比 (2020年上半年)



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

传统线上渠道运营经验丰富, 同时拥抱新渠道新营销帮助快速破圈。公司早在 2011 年就开设了薇诺娜天猫旗舰店, 积累了较为丰富的运营经验。近年来随着新媒体兴起, 以及社交和内容平台向电商平台延伸, 销售渠道越来越多样化, 淘系平台在电商渠道中的占比也逐渐下降。公司较早在微博、小红书、抖音、知乎等平台布局, 通过网红直播、明星种草、短视频等形式进行品牌理念输出, 积极拥抱新媒体营销。公司已建立了成熟的直播团队, 形成了店内主播自播+达人直播相结合模式, 充分享受新渠道红利。

表7: 薇诺娜较早开始新平台运营

平台名称	运营开始时间
微博	较早
小红书	较早
抖音	较早
知乎	较早

薇诺娜	注册时间	2011/10/11	2018/4/10	2018/5/25	2018/7/19
	粉丝数量（万）	154	14.6	114.3	0.2
	笔记数量	15213	544	452	61
玉泽	注册时间	2017/1/1	2019/5/21	2019/10/21	2018/11/30
	粉丝数量（万）	22.5	3.5	25.1	0.08
	笔记数量	1077	281	272	39
理肤泉	注册时间	2011/3/31	2020/4/1	2020/6/10	
	粉丝数量（万）	41.3	11.4	61.4	无官方账号
	笔记数量	7802	281	32	
薇姿	注册时间	2011/2/11	2018/3/1	2019/10/24	
	粉丝数量（万）	158.2	6	4.6	无官方账号
	笔记数量	5988	423	52	
雅漾	注册时间	2010/12/31	2019/6/12	2020/2/10	
	粉丝数量（万）	747.6	7.1	50.8	无官方账号
	笔记数量	11029	419	447	

资料来源：公司公告，各平台网站，东兴证券研究所

对于线上公域流量成本增加，公司积极开辟私域流量和线上线下融合打法，增长潜力有望进一步释放。公司于2017年就基于微信平台自主搭建了“薇诺娜专柜服务平台”，通过驻派在线下终端网点的BA对线下客户进行线上引流，实现会员注册，推动线上线下渠道融合。公司于2018年3月上线了微信小程序自营平台，并建立微信社群，推动各平台公域流量向私域流量转化，并通过平台运营与内容推送、线下BA会员维护等形式沉淀品牌私域流量池，提升客户黏性。2017年-2019年公司来源于私域流量的销售金额占同期线上销售收入的比例从10.37%提升至16.41%。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2.22万人。公司已积累了较强私域运营能力和较丰厚私域流量，增长潜力有望持续释放。

图29：专柜服务平台销售占比



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图30：专柜服务平台新增注册用户数和复购率



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

线下渠道尚有较大拓展空间，尤其是OTC渠道和专卖店渠道将成为公司未来线下拓展的重点和营收增长拉动点。线下渠道方面主要通过商业公司和直供客户两种方式销售，公司核心直供客户包括云南健之佳健康连锁店、老百姓大药房、一心堂药业集团、湖南怀仁药业等，核心商业公司客户包括九州通医药集团、国药控股、广西柳州医药股份、云南省医药等，并通过商业公司触达医院、基层医疗机构、连锁药店等终端零售实体。

OTC 渠道：截至目前公司覆盖的药店数量不到 2 万家，核心集中在西南地区，2021 年拓展了华南、山东等地，但截至 2020 年末，全国共有《药品经营许可证》持证企业 57.33 万家，线下 OTC 渠道尚存在巨大的扩展空间。与此同时，医药改革进入深水区进一步压缩药店的利润空间，使得药店有较强的意愿来拓展高毛利高利润率的美妆护肤产品销售业务，为公司拓展 OTC 渠道提供了较好条件。OTC 渠道的消费者通常对产品选择的主观判断性较弱，更愿意采纳医生或相关销售人员的意见，公司线下 OTC 渠道开拓空间巨大，随着销售网络的铺开营收有望持续增长。与此同时，医院和药房渠道的销售有助于帮助建立并巩固品牌形象，反过来促进多渠道销售表现。

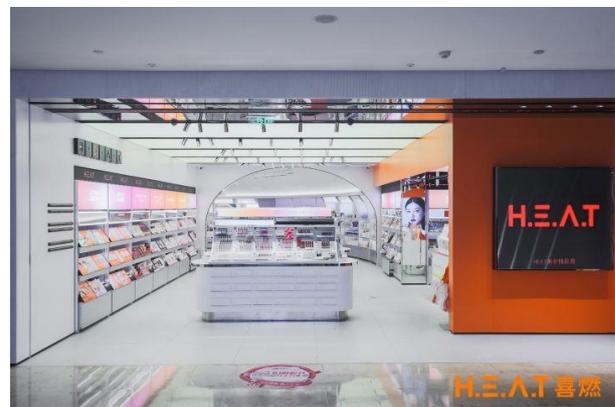
专卖店渠道：以屈臣氏、喜燃等为代表的美妆连锁专卖店仍有较大拓展空间。公司 2020 年开始进入屈臣氏渠道，并作为唯一国货品牌进驻超过 280 家屈臣氏药妆专柜 Dream Wall，2021 年上半年实现销售额超 5000 万；进驻美妆店 H.E.A.T 喜燃超过 12 家，凸显品牌形象。屈臣氏在中国内地 490 多个城市拥有超过 4100 家店铺和 6300 名会员，是在国内有较大声誉的保健及美妆产品零售连锁店。H.E.A.T 喜燃为面向 Z 世代的潮流美妆集合店，目前在全国共有 15 家分店。而行业内除了喜燃外，还有 HARMAY 话梅、THE COLORIST 调色师、WOW COLOUR 和 ONLY WRITE 等一众新型美妆集合店，拓展空间巨大。公司积极开拓美妆零售新渠道，待运营模式成熟后有望持续拉动业绩增长。

图31：薇诺娜品牌入驻屈臣氏渠道



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图32：薇诺娜品牌入驻 H.E.A.T 喜燃美妆集合店



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

公司坚持医研共创，较高的研发投入和较强的技术实力将为产品力的持续增强提供核心支持，较强的产品力帮助树立良好的品牌形象，在全渠道营销的加持下品牌的市占率不断提升。皮肤问题的高发，敏感肌人群的高基数以及渗透率还有很大提升空间的背景下，我国皮肤学级护肤行业仍有巨大增长空间，公司在研发技术、产品品牌和渠道营销等几大核心领域拥有较强竞争优势，且未来持续推进，将充分享受行业增长红利，获得高速发展。

4. 盈利预测与风险提示

4.1 盈利预测与投资建议

共同富裕目标下中等收入群体比重扩大，核心美妆人口扩容，带来美妆行业高增长的长期驱动。居民可支配收入水平的提高和中产阶级消费群体的快速扩张为消费升级提供了最基础的土壤，从而带动了可选消费的快速增长，美妆消费作为可选消费的重要组成部分，受益于消费者爱美意识的持续增强，核心美妆人口扩容，

呈现高增长高景气局势。我们认为，新媒介传播下大众的爱美意识将进一步培养，消费升级将为美妆消费需求的释放和行业增长提供驱动，共同为美妆行业的持续增长提供长期支撑。

功效护肤尤其是皮肤学级护肤行业相较于整个美妆行业景气度更高，未来有望持续扩容，保持高速增长。2019年功能性护肤品市场规模达到 283.6 亿元，皮肤学级护肤品市场规模达到 155.4 亿元，同比增速分别达 33.27% 和 38.5%，均高于社零化妆品类 12.6% 的增速，赛道景气度高。随着我国消费者皮肤问题的增多，敏感肌人群的扩大，以及消费者对美妆产品成分和功效的重视度提升，功效护肤行业渗透率将进一步提升，推动行业持续扩容。

公司凭借较深积淀，同时抓住消费群体和消费渠道的变革红利实现弯道超车。公司持续在产品、技术、品牌、渠道等领域发力巩固竞争优势，市场份额有望进一步提升。

- 公司已经进行了长达十余年的基础研究，积淀深厚，使其在一定程度上能够与国际知名品牌竞争。但与此同时，公司在研发投入、专利数量和技术实力方面仍存在较大提升空间。公司较为注重基础研究，落地云南云科特色植物提取实验室落地，面向全球合作，计划打造世界一流实验室，有望赋能公司新材料新产品的研发和新业务的开展。
- 品牌不依赖低价或高性价比参与市场竞争，主要依靠较强产品力获得市场认可，2020 年在我国皮肤学级护肤品市场的市占率已达到 21.3%。公司持续巩固强产品力，并塑造专业、安全的品牌形象，在敏感肌护肤赛道高客户黏性的特性加持下，品牌力有望进一步增强，带来公司销售的稳定持续增长。
- 公司已搭建全渠道销售体系，在电商渠道快速崛起的几年抓住渠道变革红利实现弯道超车，而后在近年来线上流量成本增高的背景下，公司积极拓展新渠道，拥抱新营销，并开拓多个线下消费场景，如 OTC、美妆专卖店等，多个细分渠道拓展潜力大，有望成为未来拉动销售额增长的新亮点。

长期看，公司的总体定位和发展战略符合国家方针指引，有望在政策支持下获得长效发展。十四五规划和 2035 年远景目标的第四篇“形成国内强大市场，构建新发展格局”中明确指出：开展中国品牌创建行动，保护发展中华老字号，提升自主品牌影响力和竞争力，率先在化妆品、服装、家纺、电子产品等消费品领域培育一批高端品牌。在此背景下，全国多省市制定了一些列配套政策，促进美妆相关行业发展。政策支持为美妆产业发展提供了良好环境，有利于增强我国美妆产业的技术水平和研发生产能力，增强市场对于国产美妆的认可度。中高端美妆赛道作为国家重点支持方向，有望获得更多政策倾斜，更具增长潜力。公司旗下核心品牌聚焦功效护肤赛道，具有较强技术加持，产品和品牌定位均偏向中高端，我们坚定看好公司和旗下品牌的长期发展。

盈利预测及投资评级：功效护肤赛道持续高景气，行业扩容为公司提供发展空间。公司在产品、品牌、技术和渠道等方面均具备较强竞争力，且已得到市场验证，未来不断发力巩固竞争优势将尽享行业增长红利。预计公司 21-23 年营收为 38.9、53.9 和 71.9 亿元，同比增长 47.5%、38.7%和 33.4%；归母净利润为 8.07、11.31 和 15.15 亿元，同比增长 48.5%、40.2%和 33.9%，EPS 为 2.24、3.14 和 4.21 元。对应 21-23 年 PE 为 72、51 和 38 倍。首次覆盖，给予“强烈推荐”评级。

4.2 风险提示

新品牌孵化效果不及预期。公司近年来陆续孵化了多个新品牌，如专注于婴幼儿护理的“WINONA Baby”品牌、专注于痘痘肌护理的“痘痘康”品牌，专注于高端皮肤修护的“Beauty Answers”品牌和专注于干燥

性皮肤护理的“资润”品牌等，这些品牌均处于培育期或发展初期，尚未形成较强的市场竞争力和品牌知名度，且可能需要一定的费用投入，新品牌表现也将影响市场对公司的整体预期。

行业新规和政策变化。近年来整个美妆产业的监管政策趋严，2020年1月3日国务院审议通过《化妆品监督管理条例（草案）》，并于2021年1月起正式实施。与之相配套的一系列二级法规也陆续出台，如《化妆品分类规则和分类目录》、《化妆品安全评估技术导则》、《化妆品功效宣称评价规范》等。未来可能会有更多行业新规或监管细则出台，或对公司的业务开展产生一定影响。

市场竞争加剧风险。目前我国的功效护肤市场上除了薇诺娜品牌之外，还有很多已经发展的较为成熟的国际品牌，以及不断涌现的国货美妆品牌，若未来市场竞争加剧，公司或投入更多的销售费用，且会影响到品牌的市场份额和毛利率水平，或影响公司整体的业绩表现。

附表: 公司盈利预测表

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产合计	935	1391	2049	2952	4164	营业收入	1944	2636	3888	5392	7195
货币资金	527	752	1176	1803	2700	营业成本	385	626	887	1228	1567
应收账款	112	187	250	364	474	营业税金及附加	35	46	68	94	126
其他应收款	10	10	14	20	26	营业费用	843	1107	1633	2265	3094
预付款项	14	29	29	45	55	管理费用	137	169	311	431	576
存货	199	254	409	532	701	财务费用	-1	-1	-10	-15	-23
其他流动资产	9	20	31	49	68	研发费用	54	63	67	73	81
非流动资产合计	148	211	227	211	200	资产减值损失	-12.52	-9.11	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	0	0	0	0	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	59	69	60	52	44	投资净收益	0.15	3.13	1.64	2.39	2.01
无形资产	46	55	54	52	50	加: 其他收益	24.24	35.29	29.77	32.53	31.15
其他非流动资产	8	13	0	0	0	营业利润	502	650	964	1350	1807
资产总计	1084	1602	2275	3164	4364	营业外收入	0.62	0.71	0.71	0.71	0.71
流动负债合计	296	391	463	530	614	营业外支出	0.46	2.58	2.58	2.58	2.58
短期借款	15	0	0	0	0	利润总额	502	648	962	1348	1805
应付账款	88	117	182	239	313	所得税	89	104	155	217	290
预收款项	15	0	0	0	0	净利润	413	544	807	1132	1515
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	0	少数股东损益	1	0	0	0	0
非流动负债合计	27	9	7	7	7	归属母公司净利润	412	544	807	1131	1515
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
负债合计	323	400	471	537	622	成长能力					
少数股东权益	5	3	3	3	4	营业收入增长	56.69%	35.64%	47.47%	38.68%	33.44%
实收资本(或股本)	360	360	360	360	360	营业利润增长	60.58%	29.40%	48.34%	40.09%	33.85%
资本公积	26	26	26	26	26	归属于母公司净利润增长	58.12%	31.94%	48.50%	40.18%	33.90%
未分配利润	330	726	1270	2001	3000	获利能力					
归属母公司股东权益合计	756	1199	1802	2623	3739	毛利率(%)	80.22%	76.25%	77.20%	77.23%	78.21%
负债和所有者权益	1084	1602	2275	3164	4364	净利率(%)	21.25%	20.62%	20.77%	20.99%	21.06%
现金流量表						总资产周转率	38.01%	33.93%	35.47%	35.76%	34.72%
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	ROE(%)	54.47%	45.33%	44.80%	43.14%	40.53%
经营活动现金流	515	431	651	933	1285	偿债能力					
净利润	413	544	807	1132	1515	资产负债率(%)	30%	25%	21%	17%	14%
折旧摊销	55.03	65.59	8.23	8.23	8.23	流动比率	3.16	3.56	4.42	5.57	6.78
财务费用	-1	-1	-10	-15	-23	速动比率	2.49	2.91	3.54	4.57	5.64
应收账款减少	0	0	-63	-114	-110	营运能力					
预收帐款增加	0	0	0	0	0	总资产周转率	2.10	1.96	2.01	1.98	1.91
投资活动现金流	-61	-86	-31	-11	-11	应收账款周转率	18	18	18	18	17
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	25.28	25.72	26.04	25.62	26.06
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	0	3	2	2	2	每股收益(最新摊薄)	1.14	1.51	2.24	3.14	4.21
筹资活动现金流	-178	-121	-196	-295	-377	每股净现金流(最新摊薄)	0.77	0.62	1.18	1.74	2.49
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	2.10	3.33	5.00	7.29	10.38
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	311	0	0	0	0	P/E	140.88	106.36	71.63	51.10	38.16
资本公积增加	-23	0	0	0	0	P/B	76.45	48.22	32.09	22.04	15.46
现金净增加额	276	224	424	627	897	EV/EBITDA	103.13	79.88	58.75	41.64	30.71

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业普通报告	化妆品行业：核心国货美妆品牌表现持续亮眼，多平台竞争望激发市场活力	2022-01-05
行业普通报告	化妆品行业：双 11 大考下国货美妆品牌成绩斐然，淘系平台销售进一步被分割	2021-12-06
行业普通报告	化妆品行业：淘系 10 月美妆品牌分化，双 11 首轮开启多品牌表现亮眼	2021-11-03
行业普通报告	化妆品行业：淘系美妆 9 月承压，关注新品与双 11 预售表现	2021-10-11
行业普通报告	十一数据：本地游与中高端仍是当前旅游消费的重要支撑	2021-10-08

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

王紫

对外经济贸易大学管理学学士, 法国诺欧高等商学院管理学硕士。2018年5月加入东兴证券研究所, 一年港股消费及策略研究经验, 目前全面负责商贸零售与社会服务行业研究。2020年度 Wind 金牌分析师“餐饮旅游行业第三名”、《财经》研究今榜“最佳选股分析师”, 2021年度 Wind 金牌分析师“餐饮旅游行业第二名”。

研究助理简介

魏宇萌

中国人民大学经济学学士, 金融硕士。2020年7月加入东兴证券研究所, 商贸零售与社会服务行业研究助理, 主要负责化妆品、免税、电商、传统零售、珠宝等研究方向。

刘雪晴

中央财经大学经济学硕士。2020年8月加入东兴证券研究所, 商贸零售与社会服务行业研究助理, 主要负责旅游酒店、餐饮、教育人服、本地生活、医美等研究方向。

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, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映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

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下, 本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议, 市场有风险, 投资者在决定投资前, 务必要审慎。投资者应自主作出投资决策, 自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内, 与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 我公司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头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级 (A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编: 100033

电话: 010-66554070

传真: 010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编: 200082

电话: 021-25102800

传真: 021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编: 518038

电话: 0755-83239601

传真: 0755-23824526