



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

国货功效护肤龙头，医研、运营多维优势彰显

买入 (首次)

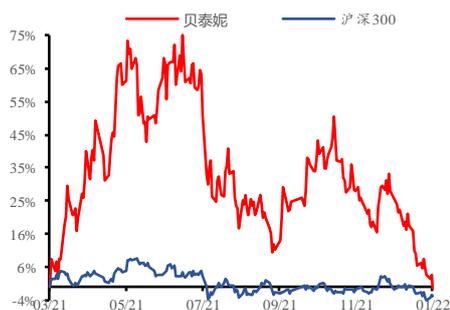
行业：美容护理
日期：2022年2月25日

分析师：彭毅
Tel: 021-53686136
E-mail: pengyi@shzq.com
SAC 编号: S0870521100001
联系人：王盼
Tel: 021-53686243
E-mail: wangpan@shzq.com
SAC 编号: S0870121120007

基本数据

最新收盘价 (元)	162.30
12mth A 股价格区间 (元)	284.50-152.01
总股本 (百万股)	423.60
无限售 A 股/总股本	13.51%
流通市值 (亿元)	92.90

最近一年股票与沪深 300 比较



相关报告:

■ 投资摘要

敏感肌功效护肤龙头，品类矩阵丰富

医研赋能，敏感肌护理赛道龙头。药企研发背景浓厚，聚焦纯天然植物护肤，致力于解决敏感肌护肤问题。主品牌薇诺娜以“舒敏系列”为核心产品，公司着手打造防晒、高保湿和抗初老产品线，推出“舒缓控油”、“清痘净颜”、“光透皙白”等13个系列，不断丰富品类矩阵。在产品、渠道、营销运营及公司管理等多方面，公司综合优势凸显。根据业绩预告，2021年公司预计实现归母净利润8.2-8.9亿元，同比+50.9%~63.8%。

功效护肤盛行，赛道壁垒高、格局优

皮肤学级护肤品渗透率低增速高，市场发展潜力较大。根据欧睿国际显示，2020年我国皮肤学级护肤品市场规模达到168亿元，同比增长23.5%。2020年我国皮肤学级护肤品渗透率仅有7%，在该细分赛道薇诺娜的市占率约为21.6%。2015-2020年我国皮肤学级护肤品市场CAGR达26.13%，高于化妆品行业整体增速。伴随敏感肌护理需求的提升，皮肤学级护肤品市场渗透率未来有望将延续高速增长态势。

医研共创，多维度构筑品牌壁垒

多维度构建护城河壁垒，新品类开启又一增长曲线。**产品**：舒敏保湿特护霜为薇诺娜明星大单品，占公司主营业务收入的比重较高，稳定在30%以上。**品牌**：薇诺娜瞄准敏感肌护肤定位清晰，副线品牌差异化定位拓展婴幼儿强功效护肤抗衰、美白、防晒等赛道。**渠道**：渠道布局完善，线上自营占比最大。线下OTC渠道稳健放量，CS等其他渠道全国范围内布局有序推进中。**营销**：深谙年轻消费群体心理，全方位高效多样化营销，以医学背书，学术营销，与各大医院专家联系密切，增强品牌专业性。**研发**：研发投入居于行业前列，药企基因浓厚。核心技术实现的销售收入占主营业务收入的比例维持在95%以上，研发成果转化显著。

■ 投资建议

我们预计2021-2023年公司实现营业收入39.27、54.79、71.42亿元，同比增长48.9%、39.5%、30.4%，对应归母净利润8.48、11.77、15.04亿元，同比分别增长55.9%、38.9%、27.7%，对应EPS分别为2.00、2.78、3.55元，对应当前股价PE分别为81、58、46倍。贝泰妮专注于敏感肌护肤，赛道红利显著，相较于普通化妆品增速更快，用户粘性更高，公司大单品已在消费者心中构成较强品牌认知，伴随公司产品矩阵的进一步完善，未来成长性可期。首次覆盖，“买入”评级。

■ 风险提示

产品品类结构单一；新产品销售不及预期；行业竞争加剧；线上销售成本上升；疫情反复；核心技术人员流动。

■ 数据预测与估值

单位：百万元	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	2636	3927	5479	7142
年增长率	35.6%	48.9%	39.5%	30.4%
归母净利润	544	848	1177	1504
年增长率	31.9%	55.9%	38.9%	27.7%
每股收益（元）	1.51	2.00	2.78	3.55
市盈率（X）	0.00	81.19	58.46	45.76
市净率（X）	0.00	34.99	22.95	16.48

资料来源：Wind，上海证券研究所（2022年02月24日收盘价）

目 录

1 敏感肌功效护肤龙头，品类矩阵丰富	6
1.1 医研为基，主品牌薇诺娜国货敏感肌第一品牌.....	6
1.2 股权结构集中，管理层医学背景深厚.....	6
1.3 业绩持续高增长，盈利能力突出.....	7
2 功效护肤盛行，赛道壁垒高、格局优	9
2.1 皮肤健康意识增强，功效护肤市场崛起.....	9
2.2 赛道优质，渗透低、空间大、复购高.....	10
2.3 监管趋严，功效宣称需“宣有所依”.....	13
3 医研共创，多维度构筑品牌壁垒	15
3.1 明星单品为基，持续丰富产品线.....	15
3.2 薇诺娜主品牌定位清晰，副线品牌差异化布局.....	17
3.3 渠道布局完善，线上自营占比最大.....	20
3.4 医学背书，全方位高效多样化营销.....	23
3.5 注重研发投入，核心技术转化能力较强.....	25
4 公司治理优异，或并购+出海打造新增长曲线	29
5 盈利预测&投资建议	32
5.1 盈利预测.....	32
5.2 投资建议.....	33
6 风险提示：	34

图

图 1 贝泰妮发展历程	6
图 2 董事长介绍	7
图 3 贝泰妮股权结构	7
图 4 贝泰妮 2017-2021Q3 营收及同比	8
图 5 贝泰妮 2017-2021Q3 归母净利润及同比	8
图 6 贝泰妮 2017-2021Q3 毛利润及毛利率	8
图 7 贝泰妮 2017-2021Q3 净利润及净利率	8
图 8 薇诺娜销售额占主营业务收入的比例, %	9
图 9 2014-2019 年薇诺娜与玉泽品牌销售额, 百万元	9
图 10 功效性护肤品分类	10
图 11 2020 年中国女性敏感肌严重程度占比, %	10
图 12 2019 年全球化妆品市场构成, %	10
图 13 2020 各国化妆品市场规模, 亿美元	11
图 14 2020 人均化妆品消费额对比, 美元	11
图 15 2019-2020 主要国家皮肤学级护肤品人均消费情况, 美元	11
图 16 2010-2020 中国皮肤学级产品市场规模及增速	11
图 17 2020 年中国美妆护肤消费者购买美妆护肤品主要考虑因素, %	12
图 18 2020 年中国敏感肌女性选择化妆品的顾虑, %	12
图 19 2017-2020H1 薇诺娜官方旗舰店客单价情况, %	12
图 20 2017-2019 薇诺娜整体复购率, %	12
图 21 2020 年皮肤学级护肤品与全部个护美妆护肤品市场集中度, %	13
图 22 2017-2019 年功能性护肤品行业中游市场集中度, %	13
图 23 2015 及 2019 年本土品牌市占率情况, %	13
图 24 薇诺娜主要产品系列	15
图 25 舒敏系列和特护霜收入占比, %	16
图 26 舒敏系列和特护霜收入及增速	16
图 27 公司各品牌营业收入, 亿元	16
图 28 公司各品牌营业收入占比, %	16
图 29 薇诺娜主要系列产品及定位	17
图 30 薇诺娜产品主要成分	17
图 31 贝泰妮旗下品牌矩阵	18
图 32 WINONA Baby 产品	19
图 33 Beauty Answers 产品	19
图 34 薇诺娜产品获多项大奖	20
图 35 贝泰妮渠道、产品、营销模式	20
图 36 2021H1 公司线上线下渠道收入情况, 亿元	21
图 37 2021H1 公司线上线下渠道收入占比, %	21
图 38 贝泰妮线上渠道分布情况	21
图 39 2020 年功能性护肤品淘系客单价比较, 元/件	22

图 40 2017-2020H1 薇诺娜天猫、专柜、京东复购率情况， %	22
图 41 皮肤科专家在线答疑	23
图 42 出席第 23 届世界皮肤科大会	24
图 43 主办 2020 年中国首届敏感性皮肤高峰论坛	24
图 44 公司品牌代言	24
图 45 同行业品牌社交平台粉丝数，万人	25
图 46 薇诺娜会员年龄分布， %	25
图 47 薇诺娜凌空体验中心	25
图 48 薇诺娜 X 中国邮政、迪士尼联名	25
图 49 薇诺娜 X 中国邮政推出线上邮局	25
图 50 2017-2021H1 贝泰妮研发费用及占比	26
图 51 2021Q3 同行业公司研发费用占营业收入比例， %	26
图 52 薇诺娜在海外销售	30
图 53 欧莱雅发展历程	31

表

表 1 2021 年来国家药监局对于化妆品的行政法规梳理	14
表 2 2017-2020H1 薇诺娜品牌护肤品销量，万支	16
表 3 线上营销渠道及广告宣传费	22
表 4 2020H1 直供客户模式下前五大客户	23
表 5 公司管理及科研人员介绍	27
表 6 公司在研项目情况	29
表 7 2020 年管理层薪酬情况，万元	30
表 8 公司关键业务拆分与毛利预测（单位：百万元人民币）	32
表 9 贝泰妮相关可比公司估值对照表	33

1 敏感肌功效护肤龙头，品类矩阵丰富

1.1 医研为基，主品牌薇诺娜国货敏感肌第一品牌

医研赋能，敏感肌护理赛道龙头。贝泰妮孵化自滇虹药业，药企研发背景浓厚，聚焦纯天然植物护肤，致力于解决敏感肌护肤问题。主品牌薇诺娜以“舒敏系列”为核心产品，2018~2020年连续三年获得天猫金妆奖。公司着手打造防晒、高保湿和抗初老产品线，推出“舒缓控油”、“清痘净颜”、“光透皙白”等13个系列，不断丰富品类矩阵。在产品、渠道、营销运营及公司管理等多方面，公司综合优势凸显。

2005年，滇虹药业董事长郭振宇与国内皮肤科权威专家何黎等依托云南丰富植物资源优势，携手中科院昆明植物研究所、昆明医科大学第一附属医院等机构联合从事“薇诺娜”相关产品研发。2010年，贝泰妮生物科技有限公司成立，薇诺娜从滇虹药业剥离至贝泰妮，后获红杉资本投资。2011年，薇诺娜成立天猫官方旗舰店，开启电商时代。2015年后，薇诺娜迎来快速发展，亮相世界皮肤科大会。2021年，成功登陆创业板。

图1 贝泰妮发展历程



资料来源：公司官网，微博，上海证券研究所

品牌定位清晰，全渠道发力。公司应用云南纯天然植物活性成分提供温和、专业的皮肤护理产品，涵盖舒敏、美白、祛斑、抗衰、防晒等多个领域，坚持研发导向的专业化产品路线，专注于敏感肌肤护理和修饰，围绕“薇诺娜”品牌不断衍生发展以满足消费者差异化需求。此外，公司还从事皮肤护理相关医疗器械如透明质酸修护生物膜、透明质酸修护贴敷料产品研发、生产及销售。公司线下以药店销售为基础，同时开设薇诺娜专柜，并合作商业公司和区域经销商，线上全域布局占比约80%。

1.2 股权结构集中，管理层医学背景深厚

创始人郭振宇父子控股，核心高管来自滇虹药业。截至21Q3，公司前5大股东分别为诺娜科技、红杉聚业、臻丽咨询、重楼投资及哈祈生，占比分别为46.08%、21.58%、8.81%、5.91%及2.60%。其中诺娜科技持股比例最高，为公司控股股东。郭振宇及

请务必阅读尾页重要声明

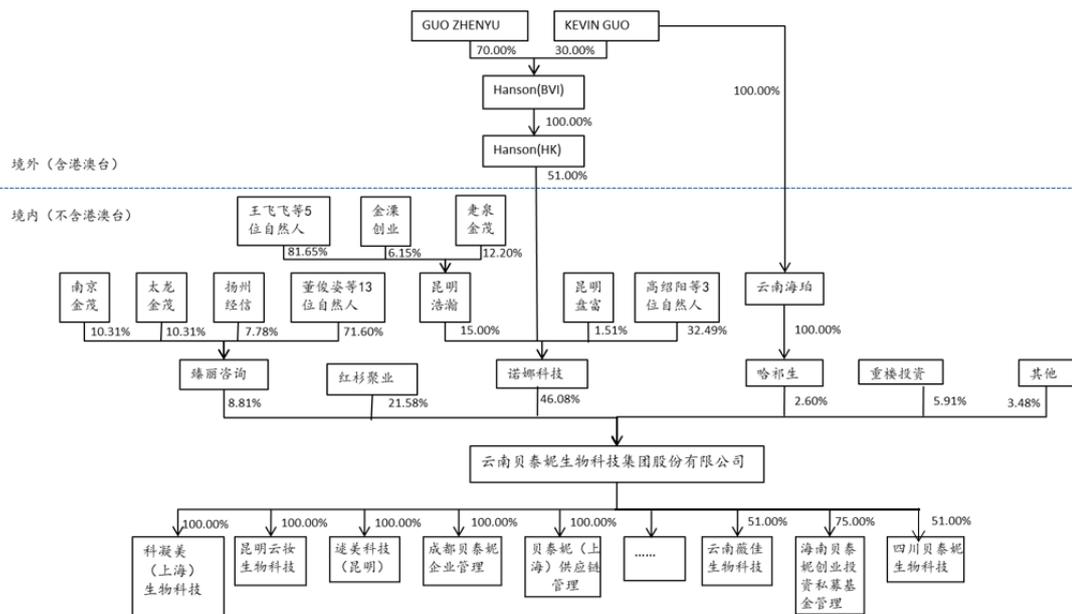
KEVIN GUO 父子作为公司实控人，通过 Hanson(HK)持有诺娜科技 51% 股份，KEVIN GUO 还持有哈祈生 100% 股份。

图 2 董事长介绍



资料来源：招股说明书，上海证券研究所

图 3 贝泰妮股权结构



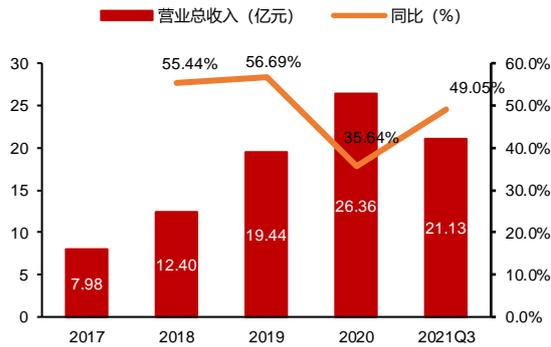
资料来源：招股说明书，Wind，上海证券研究所

1.3 业绩持续高增长，盈利能力突出

公司业绩保持高速增长，盈利能力突出。公司发布业绩预告，预计 2021 年实现归母净利润 8.2-8.9 亿元，同增 50.87%-63.75%，扣非净利润 7.7-8.4 亿元，同增 50.2%-63.85%，品牌势能进一步提升。单 Q4 实现归母净利润 4.6-5.3 亿元，Q1-Q4 同比分别增长 45.8%、75.1%、64.3%、41.6%-62.9%。2017~2020 年，公司营收由 7.98 亿元增长至 26.36 亿元，CAGR 为 48.93%；归母净利润

润由 1.54 亿元增长至 5.44 亿元，CAGR 为 52.30%。随着营收持续增长，公司也不断增加品牌营销宣传、电商渠道和销售费用的投入，但凭借品牌和产品优势，毛利率仍稳定在 75%以上，盈利能力高于行业平均。2017~2020 年公司毛利率分别为 81.28%、81.16%、80.22%、76.25%，净利率分别为 19.42%、21.21%、21.24%、20.64%，均保持稳定增长。借助核心品牌“薇诺娜”，通过产品差异化定位、专业医师背书、流量平台全覆盖等方式，公司实现营收和净利润的高速增长。

图 4 贝泰妮 2017-2021Q3 营收及同比



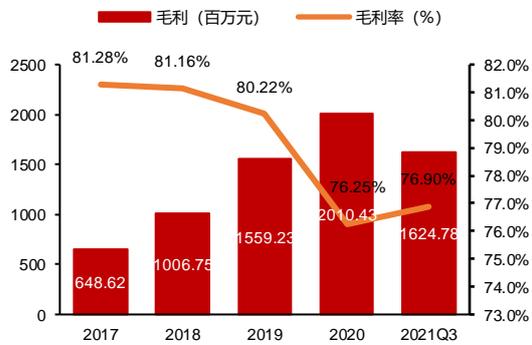
资料来源: Wind, 上海证券研究所

图 5 贝泰妮 2017-2021Q3 归母净利润及同比



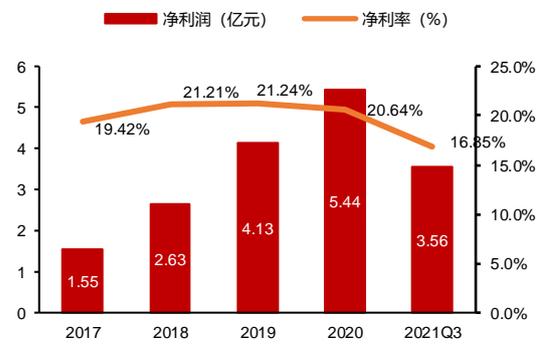
资料来源: Wind, 上海证券研究所

图 6 贝泰妮 2017-2021Q3 毛利润及毛利率



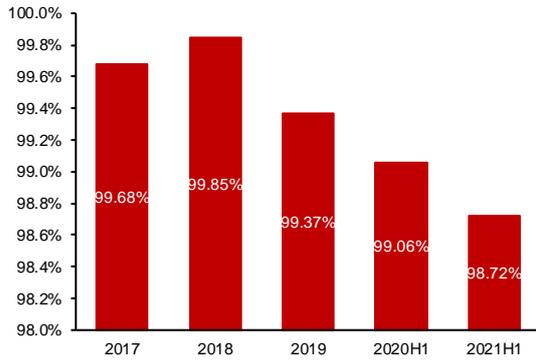
资料来源: Wind, 上海证券研究所

图 7 贝泰妮 2017-2021Q3 净利润及净利率



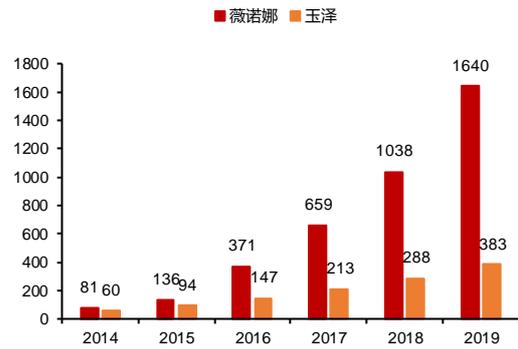
资料来源: Wind, 上海证券研究所

图 8 薇诺娜销售额占主营业务收入的比例，%



资料来源：招股说明书，公司公告，上海证券研究所

图 9 2014-2019 年薇诺娜与玉泽品牌销售额，百万元



资料来源：智研咨询，上海证券研究所

2 功效护肤盛行，赛道壁垒高、格局优

2.1 皮肤健康意识增强，功效护肤市场崛起

功效性护肤品是指专门缓解或辅助治疗问题性皮肤的一类化妆品（妆字号）或医疗器械（械字号），属性介于普通化妆品和药品之间，此前曾被称为“药妆”，后因相关规定改为功能性/功效性化妆品。品牌入局功效型护肤行业主要有皮肤学级（敏感肌护理）护肤品、成分功效（针对性改善皮肤问题）护肤品和械字号医用辅料（医美术后修复）三大路径。其中，皮肤学级护肤品是狭义的功能性护肤品，代表品牌包括薇姿、薇诺娜、玉泽、雅漾、理肤泉、修丽可等，主要针对皮肤敏感及屏障受损等问题；成分功效护肤代表品牌包括 The Ordinary、润百颜、芳珂等，主要通过添加经广泛验证认可的的功效性成分来改善皮肤问题；械字号医用辅料代表品牌有敷尔佳、可复美、创福康等，主要用于医美术后修复。

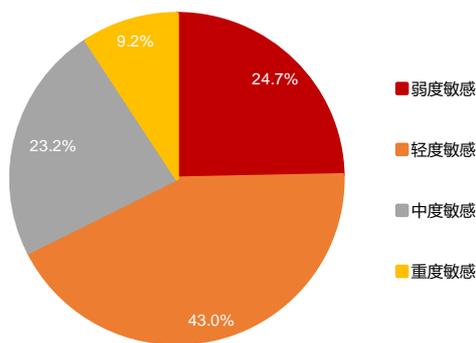
图 10 功效性护肤品分类



资料来源：头豹研究院，上海证券研究所

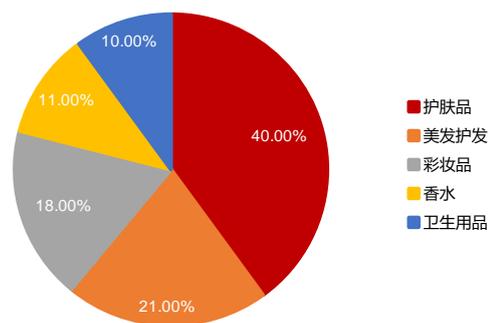
受季节变化、饮食情况、生活方式等多种因素影响，肌肤敏感等皮肤问题发生率持续提高，肌肤护理及皮肤改善需求大。根据艾瑞咨询，女性敏感肌人群中，弱度或轻度敏感占比达到 67.7%，而其中大部分症状如瘙痒、刺痛、泛红可通过使用日常保养护理得到缓解和改善，敏感肌人群对功效型护肤品的需求越来越高。1998 年，薇姿进入国内药房销售，“药妆”概念在国内兴起，国内消费者逐渐接受在药店销售的功能性护肤品。随后，雅漾、理肤泉等国际品牌开始大规模进入国内市场。伴随电商渠道红利，草本护肤概念，与医研营销方式，功效型护肤品越来越受到敏感肌人群及“成分党”的认可，皮肤学级护肤品市场规模不断扩大。

图 11 2020 年中国女性敏感肌严重程度占比，%



资料来源：艾瑞咨询，上海证券研究所

图 12 2019 年全球化妆品市场构成，%



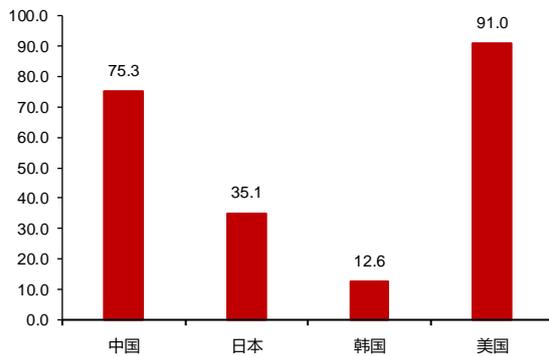
资料来源：前瞻产业研究院，上海证券研究所

2.2 赛道优质，渗透低、空间大、复购高

皮肤学级护肤品渗透率低增速高，市场发展潜力较大。根据欧睿国际显示，2020 年我国皮肤学级护肤品市场规模达到 168 亿元，同比增长 23.5%。薇诺娜在皮肤学级护肤品的市占率约 21.3%，未来 5 年有望提升至 25%~30%。2015-2020 年我国皮肤学级护肤品市场规模从 59 亿元逐年提升至 168 亿元，年均复合增长率达

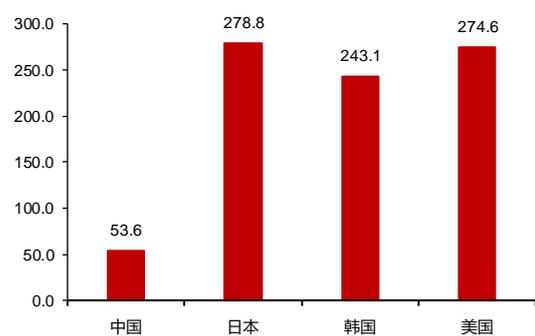
26.13%，增速远高于化妆品行业的整体增速。根据欧睿国际显示，2020年我国的皮肤学级护肤品渗透率仅有7.09%，而法国、美国2020年皮肤学级护肤品渗透率分别达到了44.98%、17.44%，具备较大发展空间。2019年人均消费皮肤学级护肤品类世界平均水平为2.1美元，而中国人均消费皮肤学级护肤品类仅为1.6美元，相较日本、欧美国国家差距较大。根据欧睿国际显示，预计中国功能性护肤品市场规模将在2024年达1010亿元，占整体护肤品市场22.9%。我们认为，伴随敏感肌护理需求的提升，皮肤学级护肤品市场渗透率未来有望将延续高速增长态势。

图 13 2020 各国化妆品市场规模，亿美元



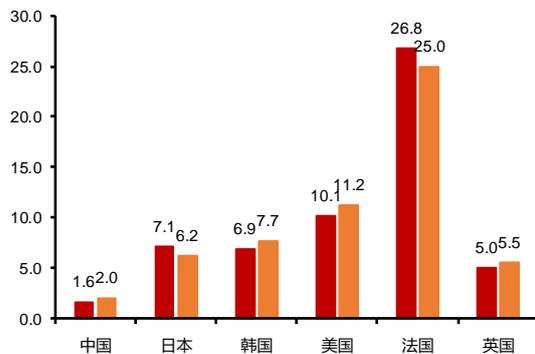
资料来源：欧睿国际，上海证券研究所

图 14 2020 人均化妆品消费额对比，美元



资料来源：欧睿国际，上海证券研究所

图 15 2019-2020 主要国家皮肤学级护肤品人均消费情况，美元



资料来源：欧睿国际，上海证券研究所

图 16 2010-2020 中国皮肤学级产品市场规模及增速

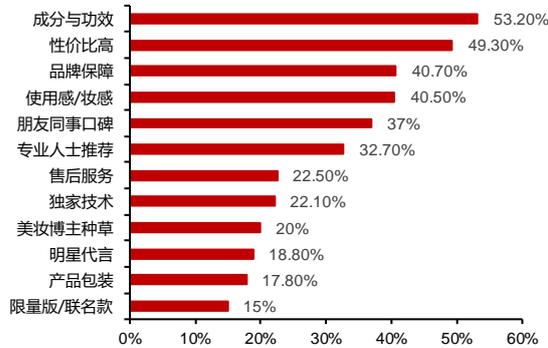


资料来源：智研咨询，上海证券研究所

敏感肌人群不断壮大，对皮肤问题的认知不断趋于理性。中国医师协会《国人皮肤现状调研报告》显示，近4万网民样本中认为自己有皮肤亚健康情况的人群占比达72.1%，健康皮肤人群仅为14.2%，敏感肌占比较高。此外，敏感肌讨论度也不断提升。根据艾瑞咨询，2020年6月小红书护肤话题中，有关敏感肌的话题笔记达到121万篇，比补水保湿、控油、初老等话题都要高。敏感肌人群在选择护肤品时，对产品成分、安全性、专业性关注度较高，消费皮肤学级护肤品的意识不断增强。根据艾瑞咨询，2020年约

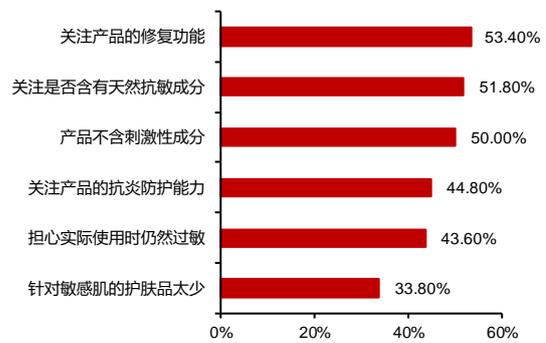
53.2%的女性在选择护肤品时会更加关注产品的成分与功效。由于敏感肌发生时通常会伴随瘙痒、面部潮红等症状，因此敏感肌女性选择护肤品时更加关注是否具有抗敏成分，更加倾向于购买具有修复功能、含有天然成分及不含刺激的性成分的护肤品。

图 17 2020 年中国美妆护肤消费者购买美妆护肤品主要考虑因素，%



资料来源：艾瑞咨询，上海证券研究所

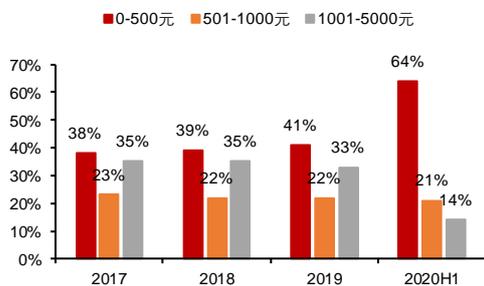
图 18 2020 年中国敏感肌女性选择化妆品的顾虑，%



资料来源：艾瑞咨询，上海证券研究所

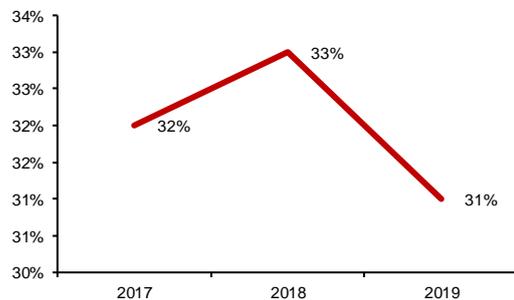
功效性护肤品具备更高的复购率、客单价和更强的消费粘性。功效护肤品多采取与科研院所及实验室联合开发，医研共创特点明显。另外，由于普通护肤品成分复杂，敏感肌用户致敏的风险较难控制，更换护肤产品的成本较高。因此一旦使用某款成分安全效果良好的功效性护肤产品后，用户更换可能性低，产品忠诚度较高，品牌粘性较强，复购率高。以薇诺娜为例，2020H1 天猫旗舰店、专柜服务平台、京东旗舰店、网上商城四大渠道公司产品复购率分别达到 21%、44%、28%和 30%。问题肌消费者改善肌肤状态的心理较为迫切，对于功能性护肤品的支付意愿相比其他护肤品更为强烈，且功效型护肤品品牌商具备核心研发技术，相较于普通护肤品，功效型护肤品客单价更高。

图 19 2017-2020H1 薇诺娜官方旗舰店客单价情况，%



资料来源：招股说明书，上海证券研究所

图 20 2017-2019 薇诺娜整体复购率，%

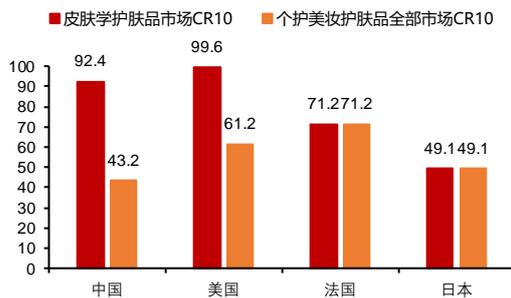


资料来源：头豹研究院，上海证券研究所

功效护肤品行业集中度较高，贝泰妮市占率第一。2015 年，中国皮肤学级护肤品牌 CR3/CR5/CR10 分别为 55.1%/69.7%/95.5%，2020 年，CR3/CR5/CR10 分别为

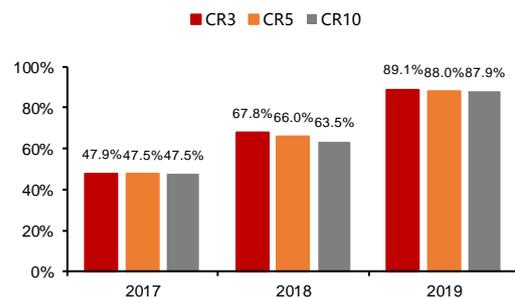
42.4%/54.7%/81.4%，总体保持平稳。其中国产品牌 CR3 份额显著提升，从 2015 年的 15.3% 提升至 2020 年的 29.8%；国际品牌 CR3 份额逐年下滑，从 2015 年的 57.6% 下滑至 2020 年的 27.8%。国货品牌中，薇诺娜提升最快。2011-2016 年，我国皮肤学级护肤品牌 TOP3 由雅漾、理肤泉、薇姿三大国际品牌包揽。2017 年，国产品牌薇诺娜以 13.1% 的市占率超越薇姿、理肤泉，2019 年薇诺娜以 20.5% 的市占率超越雅漾，位列第一。2020 年，薇诺娜市占率稳步提升，达 21.3%。

图 21 2020 年皮肤学级护肤品与全部个护美妆护肤品市场集中度，%



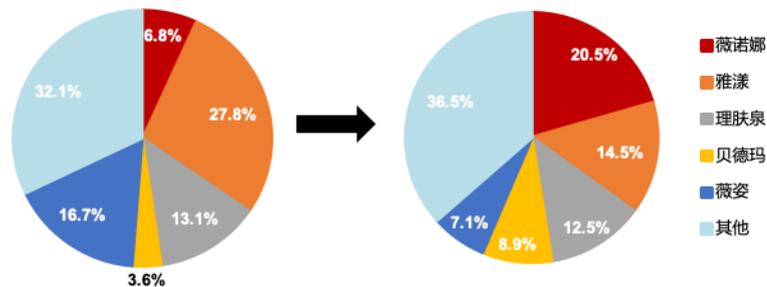
资料来源：欧睿国际，上海证券研究所

图 22 2017-2019 年功能性护肤品行业中游市场集中度，%



资料来源：头豹研究院，上海证券研究所

图 23 2015 及 2019 年本土品牌市占率情况，%



资料来源：头豹研究院，上海证券研究所

2.3 监管趋严，功效宣称需“宣有所依”

社媒平台加速信息透明化，“成分党”兴起。根据《美国美妆行业透明度感知评估报告》，72% 的消费者希望品牌向消费者主动解释产品成分的功效情况，而超过 60% 的消费者希望品牌说明产品成分的来源，化妆品“成分党”崛起。美丽修行数据显示，自 2015 年上线以来，已经有 2000 多万用户在平台展开超过 22 亿次化妆品的安全性、功效成分、肤质匹配度等信息查询服务，成分宣称成为化妆品品牌商新的营销方式与主打卖点。

表 1 2021 年来国家药监局对于化妆品的行政法规梳理

政策文件	发布时间	实施时间	主要内容
《化妆品生产质量管理规范》	2022 年 1 月 7 日	2022 年 7 月 1 日	明确了化妆品生产企业质量管理机构与人员、质量保证与控制、厂房设施与设备管理、物料与产品管理、生产过程管理、产品销售管理等要求。聚焦关键环节和重点产品，督促企业落实主体责任，全面加强全过程质量监管。
《化妆品生产经营监督管理办法》	2021 年 8 月 6 日	2022 年 1 月 1 日	对化妆品生产经营者在生产许可、化妆品生产、化妆品经营、监督管理、法律责任进行监督管理。
《化妆品标签管理办法》	2021 年 6 月 3 日	2022 年 5 月 1 日	适用于我国境内生产经营的化妆品的标签管理。
《化妆品功效宣称评价规范》	2021 年 4 月 9 日	2021 年 5 月 1 日	自 2022 年 1 月 1 日起，化妆品注册人、备案人申请特殊化妆品注册或者进行普通化妆品备案的，应当依据要求对化妆品的功效宣称进行评价，并在国家药监局指定的专门网站上传产品功效宣称依据的摘要。
《化妆品安全评估技术导则（2021 年版）》	2021 年 4 月 19 日	2021 年 5 月 1 日	对化妆品注册人、备案人申请特殊化妆品注册或者进行普通化妆品备案前，必须依据《技术导则》的要求开展化妆品安全评估，提交产品安全评估资料。
《化妆品分类规则和分类目录》	2021 年 4 月 9 日	2021 年 5 月 1 日	对化妆品注册人、备案人申请化妆品备案填报产品分类进行规范。
《化妆品新原料注册备案资料管理规定》	2021 年 3 月 4 日	2021 年 5 月 1 日	化妆品新原料注册人、备案人申请化妆品新原料注册或者进行备案时提交的资料，应当符合本规定要求。
《化妆品注册备案资料管理规定》	2021 年 3 月 4 日	2021 年 5 月 1 日	化妆品注册人、备案人申请化妆品注册或办理备案时，应当按照本管理规定要求提交资料。
《化妆品注册备案管理办法》	2021 年 1 月 12 日	2021 年 5 月 1 日	对化妆品和化妆品新原料的经营者在化妆品新原料注册和备案、化妆品注册和备案、监督管理、法律责任进行办法规定。

资料来源：国家药品监督管理局，上海证券研究所

监管政策强调化妆品功效宣称应有依据，利好头部合规企业。2021 年以来，国家药监局发布了多项监管政策，化妆品行业监管趋严。2022 年 1 月 7 日，国家药监局发布《化妆品生产质量管理规范》，自 2022 年 7 月 1 日施行，贯彻落实 2021 年 1 月 1 日起施

请务必阅读尾页重要声明

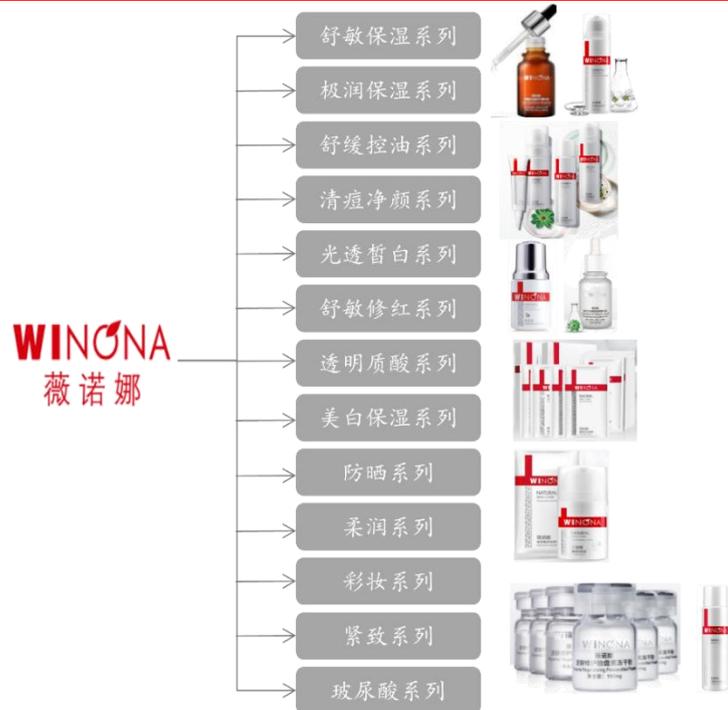
行的《化妆品监督管理条例》及 2022 年 1 月 1 日起施行的《化妆品生产经营监督管理办法》，进一步规范化妆品生产质量管理。化妆品功效监管政策的密集出台，加速中小非合规化妆品生产商快速出清。前期依赖资本投入、营销包装、流量运营等获得快速发展的商业模式将成过去时，具备研发基础和产品供应链综合优势的**功效型护肤品品牌**更具优势。

3 医研共创，多维度构筑品牌壁垒

3.1 明星单品为基，持续丰富产品线

舒敏保湿特护霜为薇诺娜明星大单品。薇诺娜共有 13 个产品系列，其中 6 个明星产品系列。舒敏系列产品的销售收入占公司主营业务收入的比重较高，2018-2021H1 稳定在 30% 以上，是公司的**主打系列**，该系列营业收入增长迅速，2019 年同比增长 53.3% 至 7.37 亿元。其中，薇诺娜明星大单品舒敏保湿特护霜近 3 年销售额占比最大，且增速较快。2019 年，该产品营业收入同比+62.5% 至 3.55 亿元，占营收比重 18.4%。2020 年“双 11”当天，该产品薇诺娜天猫旗舰店销售额破 1.8 亿元，同比+75%。2021 年“双 11”预售首日薇诺娜预售额破 7 亿元，特护霜销售破 2 亿元，全网销售 400 万多瓶。

图 24 薇诺娜主要产品系列



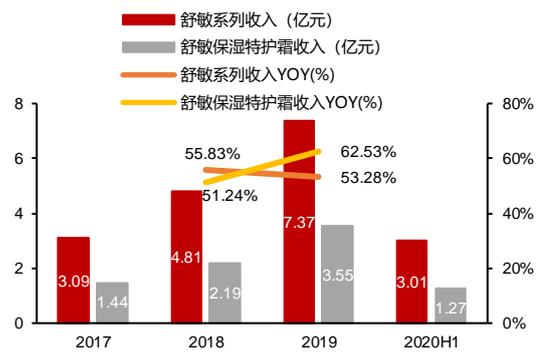
资料来源：公司官网，上海证券研究所

图 25 舒敏系列和特护霜收入占比, %



资料来源: 招股说明书, 上海证券研究所

图 26 舒敏系列和特护霜收入及增速



资料来源: 招股说明书, 上海证券研究所

图 27 公司各品牌营业收入, 亿元



资料来源: 招股说明书, 公司年度报告, 上海证券研究所

图 28 公司各品牌营业收入占比, %



资料来源: 招股说明书, 公司年度报告, 上海证券研究所

表 2 2017-2020H1 薇诺娜品牌护肤品销量, 万支

年份	面霜	护肤水	面膜	精华	乳液	洁面乳	眼霜	其他
2017	414.85	263.6	202.3	74.58	176.28	182.82	17.4	13.44
2018	662.49	485.96	345.9	140.88	341.96	323.81	25.88	24.65
2019	1021.84	832.05	525.12	301.05	583.42	492.87	37.24	27.79
2020H1	373.76	408.91	246.03	166.67	442.11	233.61	10.12	15.22

资料来源: 智研咨询, 上海证券研究所

围绕“敏感+”，持续拓展产品品类。薇诺娜推新速度快，平均每年推出新品 36 款，其中 2018 年到 2020H1 年分别推出 54/32/21 款新品，相较于同类其他可比品牌的推新强度明显更大。公司依托薇诺娜高客户粘性、高复购率的品牌特性，集中优势资源打造“薇诺娜”单一品牌，同时围绕核心产品系列不断推陈出新，丰富产品种类。借助已建立的品牌知名度和消费者信任度，新推出产品可以快速得到消费者的认可。以舒敏系列和大单品舒敏保湿特护霜为基础，通过以大单品为引领，结合小包装、低标价的营销引流的方式，实现明星单品对同系列其他产品的连带强化作用。陆续推出针对控油清痘、防晒、美白、保湿、抗初老等不同功效的多系列全品类产品，从多种功效上全面布局，积极延伸产品线，全品类扩充产品矩阵，持续性满足敏感肌消费者的护

肤需求。2021年双11预售首日薇诺娜舒敏保湿特护霜突破2亿，未来将在抗初老和祛痘方面努力打造明星单品。

图 29 薇诺娜主要系列产品及定位

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	净痘清颜系列	柔润保湿系列
品类	洁面、霜、精华液、面膜、润肤水	洁面、乳液、润肤水、精华液、面膜	精华水、面膜、生物膜	防晒乳、防晒霜	洁面、爽肤水、精华液、霜	霜、唇膏、护手霜、身体乳
定位	敏感肌	干性肌肤 敏感肌	医美术后皮肤 敏感肌	所有肤质 尤其敏感肌	油痘肌 混合性皮肤	干性肌肤 敏感肌
功效	舒缓敏感 修复皮肤屏障	补水保湿（西部）	激光、光子嫩肤等术后 修护，敏感肌屏障护理	防晒	控油祛痘 淡化痘印	滋养保湿、舒缓敏感（西部+身体）

资料来源：薇诺娜官方商城，上海证券研究所

图 30 薇诺娜产品主要成分

主要成分	成分特性	技术分析	应用	相关产品
	青刺菜又名阿那刺菜，生长在海拔约3200米的香格里拉雪山上，据说当地摩梭族、纳西族女性在使用青刺菜油涂抹肌肤后，能有效防止恶劣天气、强烈阳光造成的干燥过敏等问题，肌肤更柔嫩	技术采用特殊制备工艺，使产品质地温和、安全性好，无毒副作用、无过敏反应，可修复受损的皮肤屏障，具有舒缓皮肤、抗皮肤老化等效果	青刺菜油含人体所需要的不饱和脂肪酸，促进皮肤角质形成细胞合成神经酰胺及透明质酸，帮助修护皮肤屏障，保持皮肤健康。	舒敏保湿特护霜 柔润保湿霜
	马齿苋是一种生草本植物，耐涝耐旱、生命力顽强，也被称作长命苋，早在明代马齿苋就被当做中药：“马齿苋可整株入药清热解毒，杀虫”	技术可最大程度的保证马齿苋中化学成分不被破坏，其主要成分多糖和有机酸在不同批次间稳定性高，且不含去甲基肾上腺素和多巴胺等违禁物质，无皮肤光毒性，起到抗炎抗刺激、舒缓等作用	用专利萃取技术提取马齿苋精萃，利用其消炎抗敏的作用，有效缓解肌肤受到的刺激，增强肌肤耐受性，降低敏感度。	舒敏保湿修护面膜 舒敏保湿润肤水
	云南山茶特有空石胞量，生长在海拔约2800米的滇中高原山地，对生长环境要求苛刻，被列为国家二级保护植物。云南山茶花萃取物可使皮肤润白亮泽，富含维生素、不饱和脂肪酸，可以深层滋养皮肤。	技术采用高酸显色法对重楼总皂苷含量进行测定，确保植物活性成分批次间稳定性，大幅提升重楼提取物得率	以专利科技萃取云南山茶精粹，尽可能释放其美肤功效，能够深层滋养皮肤	极润保湿面膜 极润保湿BB霜
	云南重楼生长于海拔3100米的潮湿阴蔽深山中，具有重要的药用价值，《滇南本草》中记载：重楼一名常河车，一名独角莲。味平、苦、性微寒。		从云南重楼提取到的甾体皂苷可以解决痘痘问题，阻隔致痘源，对抗诱发因素	清痘修复精华 净痘清颜洁面霜

资料来源：招股说明书，公司官网，上海证券研究所

3.2 薇诺娜主品牌定位清晰，副线品牌差异化布局

薇诺娜瞄准敏感肌护肤，副线品牌差异化定位。薇诺娜以“解决中国人常见的问题肌肤”为初心，重点针对敏感肌护理，较早切入功能性护肤细分赛道，不断进行口碑积累，在敏感肌护理方面品牌知名度较高。公司主打“薇诺娜”品牌，积极拓展其他差异化品牌切入婴幼儿、痘痘肌、抗衰护理等细分赛道。公司集中优势资源打造“薇诺娜”，坚持聚焦主品牌，拓展子品牌发展战略，不断推出“WINONA Baby”、“痘痘康”、“资润”、“Beauty Answers”等多个聚焦不同功效的子品牌。

图 31 贝泰妮旗下品牌矩阵

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

资料来源：公司招股书，上海证券研究所

“WINONA Baby”系中高端婴幼儿专业护理品牌。根据欧睿国际显示，2020 年，婴儿美妆市场规模达 284 亿元，2011-2020 年市场 CAGR 达 14.2%，预计到 2025 年市场规模可达 500 亿元。2021 年，公司正式上线“WINONA Baby”品牌，产品通过 6 大安全性测试，拥有丰富 0-12 岁儿童临床数据支持。2021 年“双 11”期间“WINONA Baby”进入天猫婴童护肤类目 TOP10。“WINONA Baby”婴儿线专供 0-3 岁人群，产品包括倍护高保湿霜、洗发沐浴泡等；儿童线适用于 3-12 岁人群，代表产品包括倍润防护沐浴乳、倍润防护洗发露等；专业线针对儿童“干、痒、红”等症状的特殊针对性护理。“WINONA Baby”产品线有望进一步丰富，已对 0-3 岁婴儿进行了临床实验，预计 2022 年推出针对性产品，持续践行“专业”品牌理念。

图 32 WINONA Baby 产品

	倍润滋养霜200g	特安养护身体乳150ml	特安养护洗发沐浴泡260ml	特安养护按摩油100ml
0岁+				
2岁+	倍润防护洗发露150ml		倍润防护沐浴乳150ml	

资料来源：天猫，上海证券研究所

“Beauty Answers”定位高端专业精准修复，深耕线下医美渠道。“Beauty Answers”品牌产品成分富含蓝铜胜肽，能够对皮肤进行根源修护，同时促进胶原蛋白合成，该品牌产品既满足多种医美项目中的阶段性修复，也能作为进阶日常护理产品使用。

“Beauty Answers”共有修复精华液、修护喷雾、修复面膜 3 款产品，价格定价更为高端，约是薇诺娜品牌单价的 2-3 倍。目前，医美院线修复品牌以修丽可、敷尔佳等品牌为主，凭借着较强的研发实力，“Beauty Answers”有望占据一定市场份额。

图 33 Beauty Answers 产品

Beauty Answers 产品			
产品			
通用肌肤	特殊美容后皮肤问题修护及日常肤色修正		
核心成分	蓝铜胜肽：三肽-1铜 GT Restoring Complex：陆地棉提取物，水飞蓟果提取物，圣罗勒叶提取物		
产品介绍	针对特殊美容后的多种皮肤问题进行精准护理，有效修护同时修正肤色。内含高纯度蓝铜胜肽，能精准深入皮肤问题区域进行修护，整体改善皮肤状态。	针对特殊美容后的皮肤问题进行快速修护，深层注入修护成分的同时，快速缓解皮肤干燥不适，提升肌肤保水力。内含高纯度蓝铜胜肽，能精准深入皮肤问题区域进行修护，整体改善皮肤状态。	
主要功能	精准修护：蓝铜胜肽能将自身承载的修护成分及微量元素运送至皮肤问题区域，进行根源修护，同时促进胶原蛋白合成，焕活皮肤年轻态。 修正肤色：GT Restoring Complex 专研复合修护植萃，从皮肤问题肌理入手，多维度启动发肤修护系统，有效修正肤色同时增强皮肤耐受性。 悦弹焕颜：透明质酸钠协同蓝铜胜肽，共同作用于肌肤底层，唤醒肌肤自我修护力，从源头提升肌肤弹性，焕活肌肤。	精准修护：蓝铜胜肽能将自身承载的修护成分及微量元素运送至皮肤问题区域，进行根源修护，同时促进胶原蛋白合成，焕活皮肤年轻态。 深层润泽：双效保湿成分泛醇协同甜菜碱，深层保湿同时，改善发肤屏障功能，润泽焕活肌肤。 修正肤色：GT Restoring Complex 专研复合修护植萃，从皮肤问题肌理入手，多维度启动发肤修护系统，有效修正肤色同时增强皮肤耐受性。	

资料来源：Beauty Answers，上海证券研究所

公司其他品牌“资润”关注干燥性皮肤护理，“痘痘康”针对痘痘肌肤护理。此外，公司未来还将在抗衰领域布局强功效品牌产品，品牌延续公司专业理念，并以高于“Beauty Answers”的价格推广。依托医研结合的皮肤科级护肤壁垒优势，公司在多维度构建品牌矩阵，增设线下品牌形象店和医美体验中心，提升品牌覆盖率，强化品牌优势，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。

图 34 薇诺娜产品获多项大奖

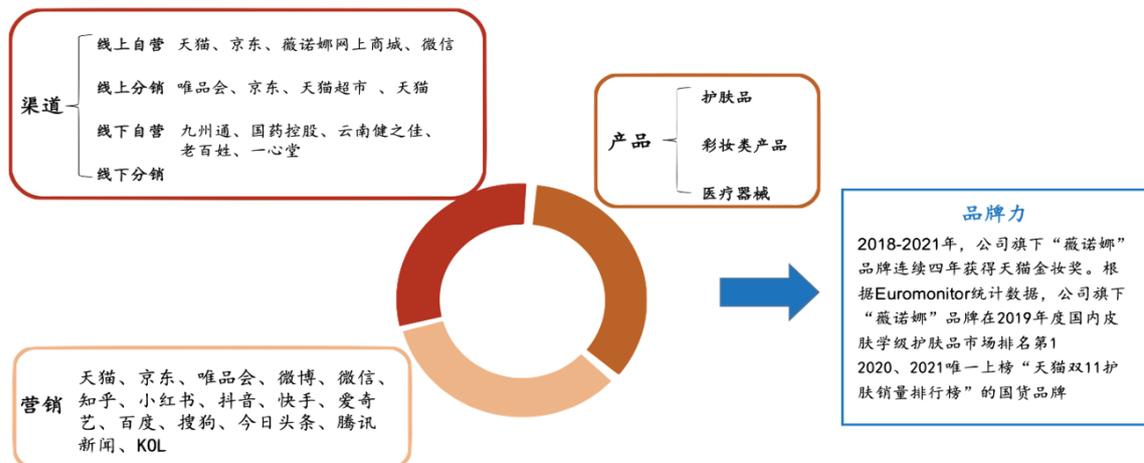


资料来源: 薇诺娜官网, 贝泰妮官网, 淘宝, 新浪时尚, 太平洋时尚网, 金评媒, 今报网, 河北网络广播电视台, 上海证券研究所

3.3 渠道布局完善, 线上自营占比最大

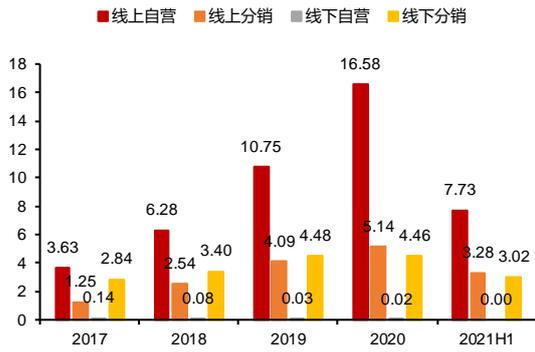
线上渠道持续增长, 线下分销增速显著, 多渠道蓬勃发展。公司紧抓电商风口, 持续发力线上渠道, 2017-2020年线上渠道营收由 4.88 亿元逐年提升至 21.72 亿元, 营收占比由 62%提升至 83%, 2021H1 线上渠道共实现营收 11 亿元, 其中线上自营/经销及代销收入占主营业务收入 55.11%/23.35%。线下渠道也不断拓展, 2021H1 共实现营收 3 亿元, 线下自营/经销及代销收入占主营业务收入 0.01%/21.53%, 分销渠道同比+92.73%。

图 35 贝泰妮渠道、产品、营销模式



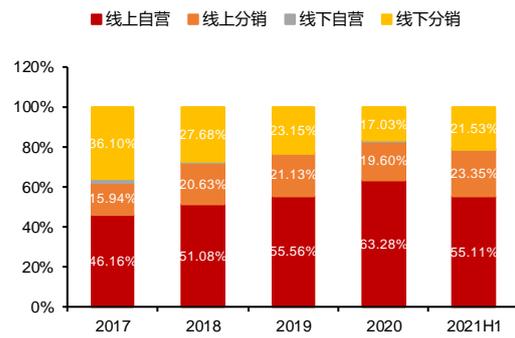
资料来源: 钛媒体, 微博, 招股说明书, 上海证券研究所

图 36 2021H1 公司线上线下渠道收入情况, 亿元



资料来源: 招股说明书, 公司 2021 半年报, 上海证券研究所

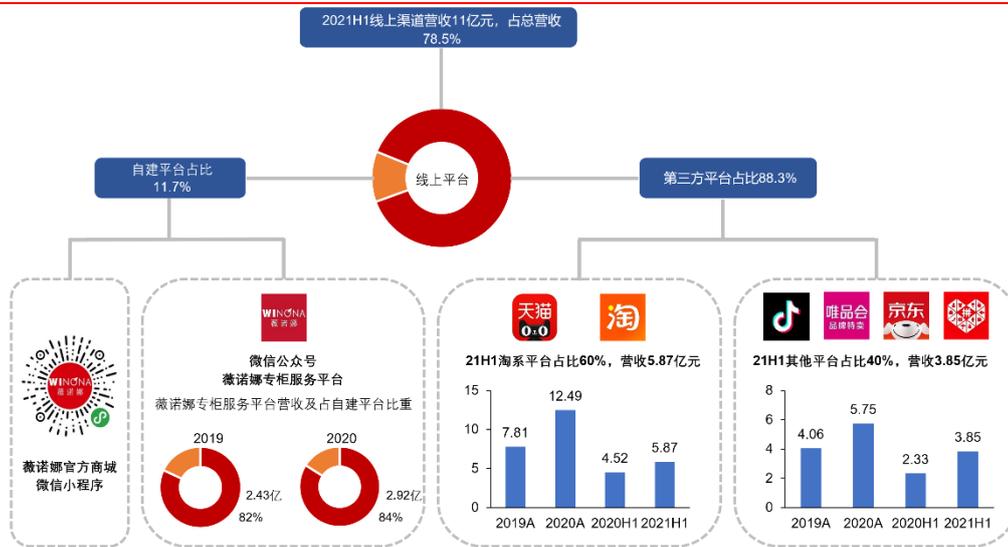
图 37 2021H1 公司线上线下渠道收入占比, %



资料来源: 招股说明书, 公司 2021 半年报, 上海证券研究所

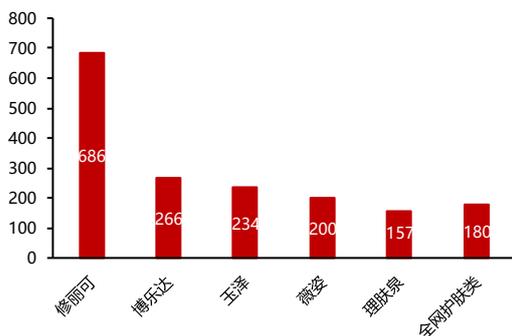
线上布局重运营, 紧抓流量红利。线上渠道主要分为自建平台和第三方平台, 销售模式分别为自营和自营、经销及代销。公司通过创建微信公众号、小程序商城等自建平台, 为消费者提供专注、聚焦的护肤指南, 私域运营增强客户粘性, 2021H1 自建平台实现营收 1.29 亿元, 占线上渠道收入 11.70%。公司持续发力第三方平台销售, 坚持多平台运营, 2021H1 第三方平台实现营收 9.72 亿元, 占比 88.30%。在淘系护肤品销售额负增速的环境下, 及时把握唯品会、抖音等线上平台的流量红利, 同时积极与 KOL 展开合作, 多维度布局线上销售渠道。

图 38 贝泰妮线上渠道分布情况



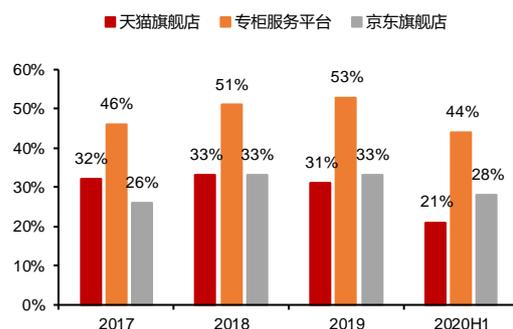
资料来源: 招股说明书, 公司 2021 半年报, 公司 2020 年报, 上海证券研究所

图 39 2020 年功能性护肤品淘系客单价比较, 元/件



资料来源: 头豹研究院, 上海证券研究所

图 40 2017-2020H1 薇诺娜天猫、专柜、京东复购率情况, %



资料来源: 招股说明书, 上海证券研究所

表 3 线上营销渠道及广告宣传费

推广渠道	推广类型	详细内容	2017 年		2018 年		2019 年		2020H1	
			金额 (万)	收入占比 (%)						
线上推广	平台推广服务费	平台推广工具支出、平台服务费	5,869	7.46	11,695	9.51	18,834	9.74	16,172	17.26
		佣金支出、平台的优惠折扣使用费								
	新媒体营销	视频平台、搜索引擎、资讯平台内容营销、品牌宣传广告投放	628	0.8	2,806	2.28	6,880	3.56	4,329	4.62
		KOL 产品推广和入店引流								
其他		408	0.52	484	0.39	980	0.51	280	0.3	
	小计		6,905	8.78	14,985	12.19	26,694	13.8	20,780	22.18
形象宣传及渠道推广费用	形象宣传推广费	明星代言、赞助“双 11”天猫晚会、影视剧广告植入、户外或楼宇广告等	1,476	1.88	1,663	1.35	8,380	4.33	3,576	3.82
	终端促销费	宣传物料支出、自产产品促销领用等	4,728	6.01	7,637	6.21	12,267	6.34	7,334	7.83
	会议费	与皮肤学相关的学术交流分享会议 相应的会议费支出	185	0.24	331	0.27	815	0.42	25	0.03
	其他		412	0.52	535	0.43	613	0.32	483	0.52
	小计		6,802	8.65	10,165	8.27	22,075	11.41	11,419	12.19
合计			13,707	17.43	25,150	20.45	48,769	25.21	32,199	34.36

资料来源: 招股说明书, 上海证券研究所

线下销售为基础, 积极开拓新渠道。线下渠道分为自营和分销两类, 公司以线下分销为主, 其中包括了商业公司、直供客户、区域经销商三种销售类型。为便于减少渠道间的冲突, 公司对不同渠道有不同重点货品布局。公司品牌成立之初以药店渠道为开端, 产品深度绑定医生资源, 目前公司全国范围内药店覆盖数量接近 2 万家, 公司未来将在全国其他区域持续 OTC 渠道增量。公司在与九州通、国药控股等积极开展商业公司合作, 并派驻 BA 提

高服务水平以实现精准营销。与此同时，公司加强与健之佳、一心堂等连锁药店的合作，打造直供客户的销售模式。CS 方面全面拓展线下新零售渠道，2020 年 6 月薇诺娜宣布入驻屈臣氏，首次入驻 574 家，计划 2021 年拓展至 2000 家，3 年内覆盖屈臣氏所有门店。除屈臣氏外，公司也积极布局美妆集合店，如 H.E.A.T 等。

表 4 2020H1 直供客户模式下前五大客户

客户名称	收入 (万元)	收入占分销收入比例 (%)	收入占营业收入的比例 (%)
云南健之佳健康连锁店股份有限公司	2599.26	7.15%	2.76%
老百姓大药房连锁股份有限公司	972.06	2.67%	1.03%
一心堂药业集团股份有限公司	660.58	1.82%	0.70%
湖南怀仁药业有限公司	185.48	0.51%	0.20%
成都利康实业有限责任公司	175.20	0.48%	0.19%

资料来源：招股说明书，上海证券研究所

3.4 医学背书，全方位高效多样化营销

医学背书，学术营销，增强品牌专业性。薇诺娜与各大医院合作密切，薇诺娜作为全国 2400 多家医院临床辅助治疗的产品，共计 600 万人次得到帮助。邀请皮肤科专家每个月为消费者提供免费直播答疑 2-4 次，科普敏感肌护肤知识，开展线上精准问诊；公司积极支持、参与国内皮肤科大型学术交流和医院皮科患者公益护肤活动逾三百场，超过八百万次的媒体曝光，包括参与“525 科学护肤周”等会议，积极推动行业建立科学护肤理念，帮助中国皮肤科的转型升级；同时邀请皮肤界专家教授参与公司新品发布，提升品牌专业度。

图 41 皮肤科专家在线答疑



资料来源：新浪微博，小红书，上海证券研究所

薇诺娜注重学术营销，自 2010 年以来，参与制定 15 份国家级专家指南及共识，6 项团体标准，同时也通过了全国 54 家三甲医院的皮肤科临床验证，科研基础获得国家级认可，打造了专业可靠的品牌形象。薇诺娜团队已先后在国内外重要学术期刊上发表 128 篇论文，发表在包括《Nature communications》在内的顶尖学术期刊上。2020 年，公司在国内皮肤科医学期刊中持续发表了 16 篇相关产品临床观察文献

图 42 出席第 23 届世界皮肤科大会



资料来源：贝泰妮官网，上海证券研究所

图 43 主办 2020 年中国首届敏感性皮肤高峰论坛



资料来源：环球网，上海证券研究所

深谙年轻消费群体心理，多种营销方式高效结合。我们认为公司深谙当下年轻消费群体不盲目追求国际大牌、注重产品品质功效的消费特性，主打功效型护肤卖点，宣传产品成分和敏感肌修护功效，在微博、微信、小红书、抖音等内容垂直平台上对用户进行全方位“种草”营销，公司结合明星、网红、皮肤科专家、直播达人等特点，实施多种营销打法占领用户心智。公司在全国近 500 家专柜、专卖店中增设了皮肤检测设备和问题肌肤解决的产品方案，举办百余场线下“美丽沙龙课堂”活动，消费者可以通过公司的线上直播参与活动，累计覆盖、服务了 20 多万产品用户。公司聘请罗云熙、吴宣仪、舒淇为薇诺娜品牌代言人，熊梓淇成为品牌防晒大使，白举纲、李响、齐思钧为品牌挚友，丰富品牌代言矩阵，扩大品牌影响力。公司也邀请达人进行直播带货，提高品牌营销的渗透度，拉近产品与消费者的距离。

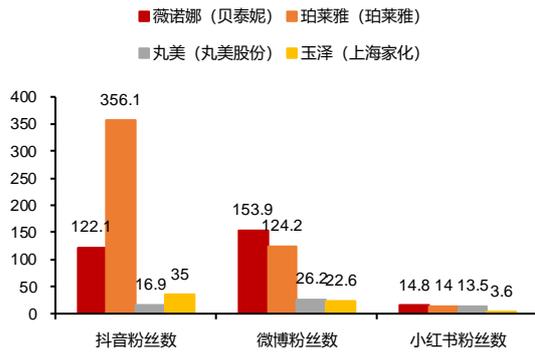
图 44 公司品牌代言



资料来源：小红书，上海证券研究所

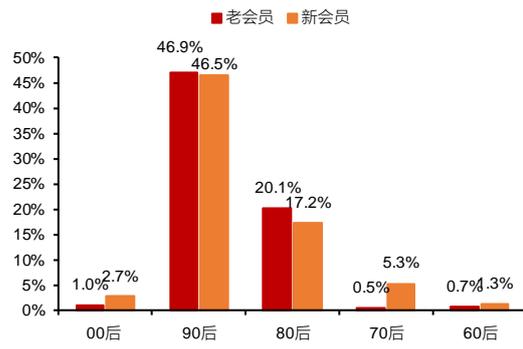
结合流量趋势，积极调整营销方式。在淘系流量趋弱的情况下，公司适时调整布局淘外新媒体运营，在各大内容电商平台拥有广泛粉丝，截至 2 月 22 日，薇诺娜在抖音/微博/小红书平台的粉丝分别为 122.9/153.8/14.9 万，均已达到行业前列水平。公司也在商场布局线下形象店，丰富目标人群年龄层次，提升品牌形象和渗透率。公司进行跨界 IP 联名，扩大品牌声量，推出薇诺娜×中国邮政 ICON 联名款 618 限量定制礼盒、迪士尼联名魔法米奇燃梦精华礼盒和魔法米奇柔润保湿霜等系列产品，在专业性和年轻化的基础上，增加营销维度，增添娱乐性和颜值度。

图 45 同行业品牌社交平台粉丝数，万人



资料来源：新浪微博，抖音，小红书，上海证券研究所

图 46 薇诺娜会员年龄分布，%



资料来源：调皮电商，上海证券研究所

图 47 薇诺娜凌空体验中心



资料来源：和讯新闻，上海证券研究所

图 48 薇诺娜 X 中国邮政、迪士尼联名



资料来源：新浪微博，上海证券研究所

图 49 薇诺娜 X 中国邮政推出线上邮局



资料来源：中国邮政报，上海证券研究所

3.5 注重研发投入，核心技术转化能力较强

研发投入居于行业前列，药企基因浓厚。母公司 2017-2020 研发费用分别为 0.21/0.33/0.53/0.63 亿元，占当期母公司营业收入的比例分别为 3.23%/3.11%/3.97%/2.39%。截止到 2021Q3，公司累计研发投入 0.68 亿元，同比增长 85%。截至 2021 年 3 月公司研发团队共有 100 人，占总员工的比重为 5.67%，员工教育程度本科以上学历以上 718 名，处于行业中游水平。研发团队专业背景交叉，涵盖

了药物制剂、药物分析、中药学、生物制药、药理学、生物工程、高分子化学、精细化工、设计等不同的学科。公司董事会由 9 名董事组成，其中 5 名拥有医药生物相关背景。管理人员复合背景将商业和学术深度结合和转化。

图 50 2017-2021H1 贝泰妮研发费用及占比



资料来源：招股说明书，公司年报，上海证券研究所

图 51 2021Q3 同行业公司研发费用占营业收入比例，%



资料来源：各公司 2021 第三季度报告，上海证券研究所

表 5 公司管理及科研人员介绍

人员	简介
郭振宇	1963年11月出生，电机工程博士。曾任世界自我医疗产业联盟主席，中国非处方药物协会会长。现兼任国际自我保健基金（ISF）理事长，中国非处方药物协会副会长，中国非公立医疗机构协会皮肤专业委员会副主任，云南省民营企业家协会常务副理事长。曾任云南大学无线电系讲师，加拿大新不伦瑞克大学助教，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，美国乔治华盛顿大学工学院助理教授、副教授、终身教授。2003年1月至2014年11月任滇虹药业董事长、总裁。2014年6月至2016年12月任贝泰妮有限董事长，2016年12月至2019年2月任贝泰妮有限董事长兼总经理，2019年3月至今任公司董事长兼总经理。
周逵	1968年出生，2000年毕业于清华大学经管学院，MBA。2005年至今，就职于红杉资本中国基金，担任合伙人职务。2016年11月至2019年2月任贝泰妮有限董事，2019年3月至今任公司董事。
高绍阳	1976年11月出生，化学制药专业本科学历。1999年7月至2005年2月任昆明滇虹药业有限公司技术员、部门经理，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，2008年8月至2012年8月任滇虹药业项目总监。2012年8月加入贝泰妮有限，历任贝泰妮有限执行董事、总经理、副总经理、公司董事。
董俊姿	1981年2月出生，工商管理专业硕士学历。2005年3月至2011年5月任滇虹药业人事主管、人力资源部经理、人力资源总监、总裁办主任，后于阳光城集团股份有限公司任人力资源总经理。2012年10月加入贝泰妮有限，历任公司董事、副总经理。
马骁	1982年9月出生，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。2004年7月至2010年6月任滇虹药业研发主管、研发经理，后任上海滇虹副总经理、总经理。2013年1月加入贝泰妮有限，历任贝泰妮有限研发与供应链负责人、监事、公司董事、副总经理。
周薇	1957年4月出生，植物保护专业本科学历，研究员。曾任贵州科学院生物研究所办公室主任，贵州大学植物保护系总支副书记、科研处副处长，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，贵州大学校办产业总公司副总经理，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。2016年12月至加入贝泰妮，历任任公司董事、项目经理。
姚荣辉	1964年7月出生，会计专业硕士学历，教授。1986年7月至今任云南财经大学及其前身云南财贸学院教师，2014年12月至2020年7月兼任大理药业股份有限公司独立董事。2019年3月至今任公司独立董事。
李宁	1962年12月出生，法学专业硕士学历，专职律师。曾任云南省高级人民法院助理审判员，云泰律师事务所兼职律师，云南千和律师事务所高级合伙人、副主任律师，云南治国律师事务所高级合伙人、主任律师。2019年3月至今任公司独立董事。
汪鳌	1970年10月出生，药学专业本科学历。曾任卫生部医院管理研究所干部，深圳三九医药贸易有限公司浙江办事处主管，现兼任中国非处方药物协会秘书长。2019年3月至今任公司独立董事。
余仕汝	1971年3月出生，有机化工专业本科学历，执业药师，高级工程师。曾任昆明八达植物化工有限公司技术员，滇虹药业技术副总裁。2012年8月至2016年12月任贝泰妮有限中央工厂厂长，2019年3月至今任公司中央工厂厂长，2019年6月至今任公司监事会主席。

	李磊	1979年7月出生，EMBA。曾任天音通信有限公司财务主管、财务经理，云南龙润药业有限公司、云南龙润集团有限公司财务经理。2012年8月加入贝泰妮有限，历任贝泰妮有限财务总监、审计总监、监事。2019年3月至今任公司审计总监、监事。
研发人员	王飞飞	1984年6月出生，化学工程专业硕士学历，高级工程师，执业药师。2006年7月至2011年4月任滇虹有限研发工程师、研发主管，2011年4月至2014年12月任上海滇虹研发部经理、研发总监、研发中心主任。2014年12月至2020年3月任上海贝泰妮研发总监。2020年3月至今任上海际研研发总监。
	苏温柔	1987年11月出生，药物化学专业硕士学历，中级工程师。2013年6月至2020年2月任上海贝泰妮研发经理，2020年3月至今任上海际研研发经理，目前主要负责原料的评估及准入，负责立项产品的研发工作，已累计申请发明专利12项，实用新型专利1项，其中获得授权发明专利4项，实用新型专利1项。
	唐杰	1986年9月出生，环境工程专业本科学历，中级工程师。2016年2月至2020年3月任上海贝泰妮工艺主管、经理，2020年3月至今任上海际研工艺经理，目前主要负责产品产业化实施，为公司全品系产品产业化项目主要参与人，已累计申请发明专利4项，实用新型专利15项，其中获得授权实用新型专利11项。
	方伟	1989年10月出生，精细合成化学与分子工程专业硕士学历，中级工程师。2015年7月起历任上海贝泰妮研发工程师、研发主管，2020年3月至今任上海贝泰妮助理研发经理，目前主要负责项目跟进，把控产品上市进度，负责多款新品项目的开发工作，已累计申请发明专利1项，实用新型专利1项。
	莫隽颖	1985年12月出生，发酵工程专业硕士学历，中级工程师。2011年7月起历任上海东洋之花化妆品有限公司配方工程师、东方风行（上海）生活多媒体有限公司配方工程师、上海瑞慈化妆品有限公司配方师。2014年9月至今任上海贝泰妮研发主管，目前主要负责感官评估及消费者调研，负责彩妆类产品配方研发，已累计申请发明专利4项，实用新型专利2项，其中获得授权发明专利3项，实用新型专利2项，在国内外学术期刊发表5篇论文。
	袁永雷	1988年4月出生，药学专业硕士学历，中级工程师。2013年3月至2017年2月任上海上药第一生化药业有限公司研发工程师。2017年2月至2020年3月任上海贝泰妮资深研发工程师，2020年3月至今任上海际研研发主管，目前主要负责公司核心植物活性成分研发产业化相关工作，是公司植物活性成分研发项目的实施人、主要参与人，已累计申请发明专利7项，实用新型专利1项，其中获得授权实用新型专利1项，发表3篇中文核心期刊。
	周焱富	1987年3月出生，生物化学与分子生物专业硕士学历，中级工程师。2013年8月至2014年5月任科诗美丝（中国）化妆品有限公司研究员。2014年5月至今任上海贝泰妮研发主管，目前主要负责公司新品配方研发工作，累计申请发明专利7项，实用新型专利2项，其中获得授权发明专利4项，实用新型专利2项。

资料来源：招股说明书，上海证券研究所

技术壁垒深厚，转化率成果显著。公司基于皮肤学理论，聚焦植物活性成分，依靠云南地理资源优势，利用高原特殊植物提取抗敏成分，充分结合专利成分萃取技术，在产品研制中围绕马齿苋、青刺果、云南山茶、云南重楼等植物活性成分进行制备；同时关注敏感肌肤护理领域的研究，形成并掌握了“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”等11项核心技术。此外，公司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。总体上，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，研发成果转化显著。

表 6 公司在研项目情况

序号	项目名称	预算(万元)	研发阶段	项目主要成员	内容与目标	技术水平
1	III 类医疗器械开发	486.40	批文申报	王飞、张超、吴巧霞等	研究不同生物材料对皮肤创面的修复效果，结合无菌制剂技术，开发多款 III 类医疗器械产品。	国内先进
2	彩妆系列产品开发	174.40	配方开发	王飞、方伟、程党党等	针对敏感肌肤人群对彩妆的需求，结合现有技术，开发敏感肌肤人群能够适用的彩妆产品。	国内先进
3	儿童系列产品开发	331.32	配方开发	王飞、方伟、邢晓平等	针对婴幼儿肌肤特点及易发皮肤问题，开发系列安全、温和、有效的产品，满足市场需求。	国内先进
4	皮肤屏障分型护理产品开发	179.27	配方开发	王飞、周焱富、邢晓平等	将皮肤屏障受损进行分型，精准开发用于护理不同屏障受损问题的产品。	国内先进
5	泊缇诗系列产品开发	409.76	配方验证	王飞、方伟、苏温柔等	针对不同渠道消费者的诉求，利用新成分，新技术，开发全新品牌产品。	国内先进
6	植物防腐成分开发及应用	293.29	中试阶段	王飞、吴信浪	攻克国内外技术难关，筛选植物抑菌、杀菌成分，用天然活性成分替代传统防腐成分，进一步提升产品安全性。	国内先进
7	云南特色植物青刺果活性成分开发及应用	270.52	基础研究	王飞、袁永雷、吴信浪	针对云南特色植物青刺果，展开升级研究，筛选不同活性部位，研究其不同功效表达，探索对应作用机制，制定质量标准并产业化。	国内先进
8	植物抗炎活性成分开发及应用	291.62	中试阶段	袁永雷、邓亚雷	持续筛选云南特色抗炎、抗刺激活性植物，开发下一代抗炎活性植物成分，研究其作用机制，制定质量标准，产业化应用于产品中。	国内先进

资料来源：招股说明书，上海证券研究所

4 公司治理优异，或并购+出海打造新增长曲线

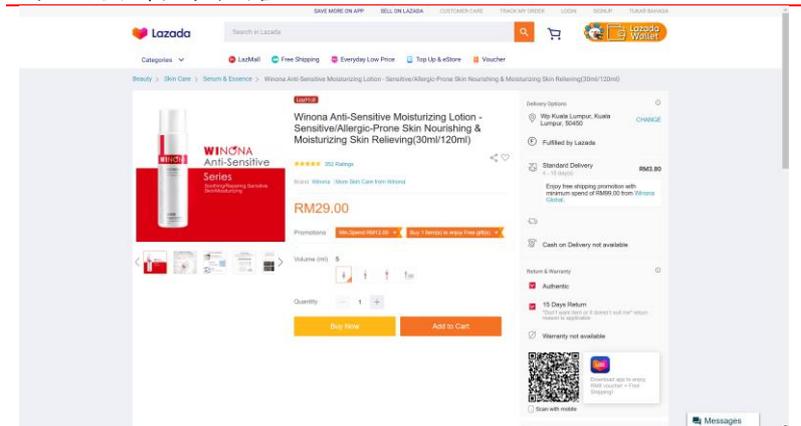
公司治理优异，激励培训制度完善。公司对核心员工进行股权激励，人员组织架构稳定，高管薪酬水平位于行业前列。在 2020 年，除 5 位高管外，另有 90 位核心员工得到股权分配。此外，公司设立贝泰妮学院设立岗位专业能力培训体系覆盖入职员工到核心骨干，注重员工综合素养的培养与提升。对于内部孵化的新品牌 Beauty Answer 等，公司以创业公司形式发展，投资、运营管理团队占股。

表 7 2020 年管理层薪酬情况，万元

公司名称	管理层年度薪酬总额	金额前三的高管薪酬合计
贝泰妮	2009	1170
上海家化	1767.6	1417.5
珀莱雅	734.87	450.63
丸美股份	552.17	374.66
水羊股份	683.99	297.37

资料来源：Wind，上海证券研究所

立足本土，着手国际化。公司在深耕“自有品牌+本国市场”的同时，有望发力“并购+全球化”开拓新成长曲线。公司以自有资金 4000 万元成立海南子公司为可持续发展提供项目储备，拓展公司产业结构，夯实公司综合竞争力和行业影响力。参照国际成熟化妆品品牌成长路径，其在采取多品牌矩阵覆盖不同品类，进行细分赛道产品定位来满足用户需求，扩大收入体量的同时，也通过并购及出海获取更多新用户基础，如欧莱雅收购美国美宝莲，LG 收购雅芳等。公司已在东南亚、南亚部分国家拥有 25 项境外商标权，未来我们认为公司有望在国际化进程中更进一步。

图 52 薇诺娜在海外销售


资料来源：Lazada 官网，上海证券研究所

图 53 欧莱雅发展历程



资料来源：品观 APP，欧莱雅官网，凤凰网，上海证券研究所

5 盈利预测&投资建议

5.1 盈利预测

作为本土国货功能性护肤品龙头企业，公司在产品、营销、渠道、品牌与公司治理等多维角度具备综合性优势。我们假设公司护肤品以舒敏特护系列为基本盘，儿童护肤产品为副线，发力强功效产品抗衰、美白、防晒等新品，未来护肤品收入仍将维持较高增速，该板块预计 21、22、23 年销售额增速为 49.06%、39.49%和 30.16%；公司彩妆业务主要涉及隔离霜、BB 霜、卸妆水等，该部分我们依据彩妆市场行业增速进行预测，彩妆预计预计 21、22、23 年销售额增速为 60%、55%和 50%；公司医疗器械部分主要销售透明质酸修护贴敷料等，参考轻医美板块情况，公司医疗器械业务预计 21、22、23 年销售额增速为 45%、35%和 25%；其他业务占比较小，假设未来将保持稳定增速，预计 21、22、23 年销售额增速为 35%、30%和 25%。

表 8 公司关键业务拆分与毛利预测（单位：百万元人民币）

护肤品	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	1,053.01	1,680.31	2,360.10	3,517.99	4,907.08	6,387.05
YOY		59.57%	40.46%	49.06%	39.49%	30.16%
营业成本	199.24	341.16	563.69	822.51	1,147.28	1,557.16
毛利	853.78	1,339.12	1,796.58	2,695.48	3,759.81	4,829.89
毛利率 (%)	81.08%	79.70%	76.12%	76.62%	76.62%	75.62%
彩妆系列						
营业收入	40.13	63.70	65.33	104.53	162.02	243.03
YOY		58.73%	2.56%	60.00%	55.00%	50.00%
营业成本	10.25	18.67	28.01	39.60	62.99	89.63
毛利	29.89	45.03	37.31	64.93	99.03	153.40
毛利率 (%)	74.47%	70.69%	57.12%	62.12%	61.12%	63.12%
医疗器械						
营业收入	136.57	190.46	194.98	282.72	381.67	477.09
YOY		39.46%	2.37%	45.00%	35.00%	25.00%
营业成本	18.18	20.89	26.16	32.29	45.50	52.10
毛利	118.39	169.57	168.82	250.43	336.18	424.99
毛利率 (%)	86.69%	89.03%	86.58%	88.58%	88.08%	89.08%
其他业务						
营业收入	10.76	9.30	15.91	21.48	27.92	34.90
YOY		-13.57%	71.08%	35.00%	30.00%	25.00%
营业成本	6.08	3.79	8.19	9.99	13.82	17.63
毛利	4.68	5.51	7.72	11.49	14.10	17.28
毛利率 (%)	43.52%	59.24%	48.50%	53.50%	50.50%	49.50%

资料来源：Wind，上海证券研究所

5.2 投资建议

对比国货其他化妆品公司，贝泰妮专注于敏感肌护肤，赛道红利显著，相较于普通化妆品增速更快，用户粘性更高，我们认为其应享受更高估值溢价。公司薇诺娜大单品已在消费者心中构成较强品牌认知，伴随公司产品矩阵的进一步完善，叠加渠道综合运营及公司治理优势，未来成长性可期。我们预计 2021-2023 年公司实现主营业务收入 39.27、54.79、71.42 亿元，同比增长 48.9%、39.5%、30.4%，对应归母净利润 8.48、11.77、15.04 亿元，同比分别增长 55.9%、38.9%、27.7%，对应 EPS 分别为 2.00、2.78、3.55 元/股，对应当前股价 PE 分别为 81、58、46 倍。首次覆盖，“买入”评级。

表 9 贝泰妮相关可比公司估值对照表

公司	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	每股收益 EPS (摊薄)				市盈率 PE			
			2019A	2020A	2021E	2022E	2019A	2020A	2021E	2022E
贝泰妮	687.5	162.3	1.51	1.96	2.73	3.65	-	85.7	61.59	45.97
爱美客	980.11	453	3.66	4.29	6.59	9.44	179.04	106.78	69.57	48.56
华熙生物	565.54	117.82	1.35	1.69	2.38	3.21	108.83	72.53	51.47	38.12
珀莱雅	365.24	181.7	2.37	2.94	3.65	4.5	75.21	58.16	46.89	38.06
上海家化	263.9	38.83	0.63	0.89	1.18	1.54	54.73	46.87	35.04	26.87
水羊股份	68.15	16.58	0.34	0.6	0.91	1.37	53.04	26.51	17.3	11.53
平均	488.41	161.71	1.64	2.06	2.91	3.95	94.17	66.09	46.98	34.85

资料来源：Wind，上海证券研究所（备注：Wind 一致预测，股价为 2022 年 2 月 24 日收盘价）

6 风险提示：

1. **产品品类结构单一风险。**公司主要经营“薇诺娜”品牌产品，该单一品牌贡献了公司主要营收。若“薇诺娜”品牌出现负面新闻等情况，品牌信誉将会受损，进而影响公司长期经营。
2. **新产品销售不及预期风险。**公司重视新品牌运营，但新产品推广可能存在市场开拓不及预期等不确定因素带来的风险，影响公司营业收入。
3. **行业竞争加剧风险。**经公司团队多年深耕发展，“薇诺娜”品牌在功能性护肤品细分赛道市占率稳步提升，位于榜首。但随着该行业景气度持续高涨，外资功能性护肤品牌加速拓展中国市场以及国内竞争者的不断涌入，公司可能面临营收下滑，市占率下降的风险。
4. **线上销售成本上升风险。**近年来，公司线上营收占总营收的比例维持在 80%左右。随着电商平台流量红利逐年下降，公司销售费用增加。若公司不能及时拓展其他成本较低的获客渠道，未来收益恐不及预期。
5. **疫情反复风险。**国内疫情复燃可能会严重影响公司线下销售情况。
6. **核心技术人员流动风险。**公司重视研发，不断加大研发投入。目前，公司拥有多项敏感肌肤护理领域核心技术及专利，但同时公司也面临着技术人员流动以及核心技术外泄等风险。

公司财务报表数据预测汇总
资产负债表 (单位: 百万元)

指标	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	752	1472	2307	3232
应收票据及应收账款	187	309	448	604
存货	254	367	512	700
其他流动资产	199	189	312	470
流动资产合计	1391	2336	3578	5007
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	69	70	98	128
在建工程	41	41	41	41
无形资产	55	53	59	66
其他非流动资产	46	48	50	52
非流动资产合计	211	212	248	288
资产总计	1602	2548	3826	5294
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	135	193	271	357
合同负债	37	45	63	86
其他流动负债	220	327	471	645
流动负债合计	391	566	806	1089
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	9	9	9	9
非流动负债合计	9	9	9	9
负债合计	400	575	814	1097
股本	360	424	424	424
资本公积	26	-38	-38	-38
留存收益	813	1661	2838	4342
归属母公司股东权益	1199	1967	2999	4176
少数股东权益	3	7	13	21
股东权益合计	1202	1974	3012	4197
负债和股东权益合计	1602	2548	3826	5294

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流量	431	798	1012	1284
净利润	544	852	1183	1511
折旧摊销	25	9	12	14
营运资金变动	-148	-58	-178	-225
其他	10	-5	-5	-16
投资活动现金流量	-86	2	-32	-33
资本支出	-89	-8	-46	-52
投资变动	0	0	0	0
其他	3	10	14	19
筹资活动现金流量	-121	-80	-145	-326
债权融资	-15	-60	63	-72
股权融资	0	0	0	0
其他	-106	-20	-208	-254
现金净流量	224	720	835	926

利润表 (单位: 百万元)

指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	2636	3927	5479	7142
营业成本	626	904	1270	1717
营业税金及附加	46	78	108	129
销售费用	1107	1590	2219	2893
管理费用	169	275	384	500
研发费用	63	98	137	179
财务费用	-1	-5	-9	-14
资产减值损失	-9	-5	-10	-5
投资收益	3	12	16	21
公允价值变动损益	0	0	0	0
营业利润	650	1014	1408	1799
营业外收支净额	-2	0	0	0
利润总额	648	1014	1408	1799
所得税	104	162	225	288
净利润	544	852	1183	1511
少数股东损益	0	4	6	8
归属母公司股东净利润	544	848	1177	1504

主要指标

指标	2020A	2021E	2022E	2023E
盈利能力指标				
毛利率	76.3%	77.0%	76.8%	76.0%
净利率	20.6%	21.6%	21.5%	21.1%
净资产收益率	45.3%	43.1%	39.3%	36.0%
资产回报率	33.9%	33.3%	30.8%	28.4%
投资回报率	45.2%	41.8%	38.0%	34.5%
成长能力指标				
营业收入增长率	35.6%	48.9%	39.5%	30.4%
EBIT 增长率	28.9%	51.6%	38.7%	26.8%
归母净利润增长率	31.9%	55.9%	38.9%	27.7%
每股指标 (元)				
每股收益	1.51	2.00	2.78	3.55
每股净资产	3.33	4.64	7.07	9.85
每股经营现金流	1.20	1.88	2.39	3.03
每股股利				
营运能力指标				
总资产周转率	1.65	1.54	1.43	1.35
应收账款周转率	14.11	14.71	14.07	13.52
存货周转率	2.47	2.47	2.48	2.45
偿债能力指标				
资产负债率	25.0%	22.5%	21.3%	20.7%
流动比率	3.56	4.13	4.44	4.60
速动比率	2.83	3.43	3.76	3.91
估值指标				
P/E	0.00	81.19	58.46	45.76
P/B	0.00	34.99	22.95	16.48
EV/EBITDA	-1.12	68.02	48.43	37.69

资料来源: Wind, 上海证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。	
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上	
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%	
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间	
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上	
无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级	
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。	
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数	
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平	
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数	
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。		

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。