

信义山证 汇通天下

证券研究报告

零售&美妆

贝泰妮（300957.SZ）

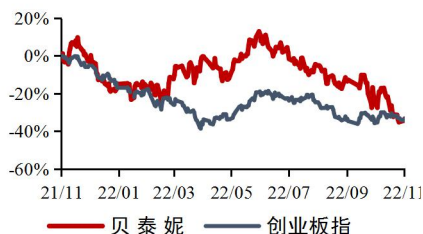
买入-B(维持)

成分技术支撑品牌优势，树立敏感肌护肤专业形象

2022 年 11 月 29 日

公司研究/深度分析

公司近一年市场表现



市场数据：2022 年 11 月 28 日

收盘价（元）：	129.42
总股本（亿股）：	4.24
流通股本（亿股）：	2.17
流通市值（亿元）：	285.31

基础数据：2022 年 9 月 30 日

每股净资产（元）：	11.90
每股资本公积（元）：	6.72
每股未分配利润（元）：	3.76

资料来源：最闻

分析师：

王冯

执业登记编码：S0760522030003

邮箱：wangfeng@sxzq.com

谷茜

执业登记编码：S0760518060001

电话：0351-8686775

邮箱：guqian@sxzq.com

投资要点：

➢ 深耕敏感肌专业护肤赛道，业绩增长较快。公司以“薇诺娜”品牌为核心，专注应用天然植物成分提供温和专业的皮肤护理产品，重点针对敏感性肌肤。公司品牌定位清晰，具有优秀的品牌塑造能力，品牌矩阵已基本成形。2017~2021 年，公司营业收入和归母净利润的复合增长率分别为 49.8% 和 54.0%，业绩增长较快，期间费率管控较好，毛利率水平同行居前。

➢ 国货美妆品牌市占率提升，功效护肤赛道长坡厚雪。对标日本我国化妆品行业景气度较高，行业快速增长，人均消费提升空间巨大。国货美妆品牌消费年轻化，电商新模式推动线上渗透率不断提升。国货美妆品牌多分布于中高端和大众化市场，在中高端市场的替代效应初步显现，品牌市场份额不断攀升。化妆品新规体系规范功效宣称评价，提高行业进入门槛，利好功效护肤赛道的发展，新锐国货品牌占据头部市场份额，持续带动行业快速增长。

➢ 独特成分+技术优势支撑，品牌份额保持领先。应用云南特色植物专注敏感肌肤护理，以市场为导向开展研发，植物基础研究、现代配方技术研发优势国内领先。产品以敏感肌护肤类为主，品牌市占率保持领先，两大单品特护霜、防晒乳引领销售。持续完善品牌矩阵，子品牌聚焦婴童专业护理、高端抗衰，开辟第二增长曲线。

➢ 线上头部平台直营为主，线下专业化渠道覆盖。线上直营为主，主营阿里系平台，自建平台客单价、复购率较高。公域引流、私域转化，二者结合吸引沉淀用户留存和复购。公司线下渠道专业化覆盖，聚焦于中部西南部的 OTC 连锁药房，门店超 2 万家，同时持续推进 CS 新型渠道布局，积极拓展与美妆集合店的合作，利用屈臣氏的 O+O 零售平台强化品牌线下体验。

➢ 新媒体投放矩阵+创新营销品宣，树立敏感肌护肤专业品牌形象。公司充分利用多元化的新媒体营销渠道，多层次覆盖目标消费群体。成熟的营销体系与较高的品牌知名度为产能消化提供保障。多种形式加码创新营销进行品牌宣传，树立敏感肌护肤专业品牌形象。

盈利预测、估值分析和投资建议：短期来看，公司在多元渠道创新营销的推动下，凭借线上自营平台的高增和线下 OTC+屈臣氏渠道的高效赋能，持续引领全渠道协同快速增长；长期来看，公司凭借敏感肌护肤赛道的专业品牌形象，通过独特成分和技术研发搭建的壁垒较强，品牌矩阵逐步搭建，助力公司进一步开拓国内外市场，不断提升品牌心智和市场占有率。预计 2022-2024 年 EPS 分别为 2.8/3.6/4.6 元，对应公司 11 月 28 日收盘价 129.4 元，2022-2024 年 PE 分别为 46.7X/36.3X/28.4X，维持“买入-B”评级。



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1

风险提示：市场竞争加剧风险；销售平台及品牌相对集中风险；委托加工的风险；新冠疫情带来不确定性风险。

财务数据与估值：

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2,636	4,022	5,570	7,491	9,664
YoY(%)	35.6	52.6	38.5	34.5	29.0
净利润(百万元)	544	863	1,174	1,512	1,931
YoY(%)	31.9	58.8	36.0	28.8	27.7
毛利率(%)	76.3	76.0	75.8	75.6	75.4
EPS(摊薄/元)	1.28	2.04	2.77	3.57	4.56
ROE(%)	45.2	18.1	20.7	21.3	21.7
P/E(倍)	100.9	63.5	46.7	36.3	28.4
P/B(倍)	45.7	11.5	9.7	7.7	6.2
净利率(%)	20.6	21.5	21.1	20.2	20.0

资料来源：最闻，山西证券研究所

目录

1. 公司情况概述：深耕敏感肌专业护肤赛道，业绩增长较快.....	7
1.1 公司简介：针对敏感肌的专业皮肤护理产品.....	7
1.2 公司品牌矩阵：品牌定位清晰，矩阵基本形成.....	7
1.3 股权结构相对分散.....	8
1.4 财务分析：营收业绩增长较快，费用管控整体有效.....	9
2. 国货美妆品牌市占率提升，功效护肤赛道长坡厚雪.....	11
2.1 需求端：化妆品行业景气高、空间足.....	11
2.2 需求端：国货美妆品牌消费年轻化，线上渗透率不断提升.....	13
2.3 供给端：国货替代效应持续显现，品牌市占率不断提升.....	14
2.4 政策端：新规体系监管升级，行业进入门槛提高.....	16
2.5 细分领域：功效护肤赛道长坡厚雪，新锐品牌头部优势明显.....	17
3. 公司护城河：成分技术支撑品牌优势，线上线下相互渗透协同发展.....	20
3.1 独特成分+技术优势支撑，品牌份额保持领先.....	20
3.1.1 成分以云南植物为主，品牌份额保持领先.....	20
3.1.2 以市场为导向开展研发，核心技术优势国内领先.....	24
3.1.3 完善品牌矩阵，开辟第二增长曲线.....	25
3.2 线上头部平台直营为主，线下专业化渠道覆盖.....	27
3.2.1 线上以头部平台直营为主，自建平台客单价、复购率较高.....	27
3.2.2 公域引流、私域沉淀，引导用户留存复购.....	29
3.2.3 专业化线下渠道覆盖，OTC 连锁药店网络为主.....	30
3.2.4 持续推进 CS 新型渠道，线下体验赋能品牌运营.....	31
3.3 新媒体投放矩阵+创新营销品宣，树立敏感肌护肤专业品牌形象.....	32
3.3.1 多元化新媒体营销策略，多层次覆盖目标消费群体.....	32
3.3.2 情感营销+跨界联名营销，树立专业品牌形象.....	34
4. 盈利预测、估值分析和投资建议.....	36

4.1 品牌成长空间：渠道拓展+完善品牌矩阵.....	36
4.2 盈利预测及估值分析.....	37
5. 风险提示.....	39

图表目录

图 1： 公司发展历程.....	7
图 2： 公司股权结构图.....	9
图 3： 营业收入（亿元）及同比增速%.....	10
图 4： 归母净利润（亿元）及同比增速%.....	10
图 5： 主营业务收入占比情况.....	10
图 6： 线上线下渠道占比（%）分布情况.....	10
图 7： 毛利率和净利率水平变化.....	11
图 8： 期间费用率变化情况.....	11
图 9： 1980-1993 年日本化妆品行业快速发展.....	12
图 10： 2000 年开始我国化妆品行业进入成长期.....	12
图 11： 2021 年全球化妆品行业消费国市场份额占比.....	12
图 12： 中国化妆品人均消费增长潜力.....	12
图 13： 新国货品牌切入点（颜色越深依赖程度越强）.....	13
图 14： 抖音不同年龄美妆兴趣用户的美妆品牌偏好.....	13
图 15： 渠道迁移，线上渠道新兴平台助推国货崛起.....	14
图 16： 国内外美妆品牌市场竞争格局（按产品均价分布划分）.....	14
图 17： 国货护肤品牌 Top20 市场份额.....	15
图 18： 国货彩妆品牌 Top20 市场份额.....	15

图 19: 化妆品新规体系覆盖产业链和经营主体.....	17
图 20: 化妆品类商品零售额规模（亿元）及增速.....	19
图 21: 皮肤学级护肤品行业规模（亿元）及增速.....	19
图 22: 2021 年中国皮肤学级护肤品品牌市场份额（%）.....	19
图 23: 2017-2021 中国皮肤学级护肤品市占率（%）变化情况.....	19
图 24: 薇诺娜皮肤学级护肤品销售额（亿元）、同比（%）及市占率（%）.....	21
图 25: 皮肤学级护肤品 2019-2021 年中国市场品牌市占率（%）前十情况.....	21
图 26: 2021 年公司产品品类占比（%）情况.....	21
图 27: 公司 2021 年科研创新情况.....	24
图 28: 公司 2021 年总获批知识产权情况.....	24
图 29: 研发费用在 A 股品牌化妆品中居前.....	25
图 30: 研发费用占比在 A 股品牌化妆品中居前.....	25
图 31: Winona Baby 赛道空间及产品优势.....	26
图 32: AOXMED 瑗科缦赛道空间及产品定位.....	27
图 33: 线上自营渠道销售增长较快.....	28
图 34: 线上自营模式占比（%）持续提升.....	28
图 35: 线上销售收入超过 10% 以上的平台占比情况.....	28
图 36: 往年公司主要线上自营店铺复购率情况.....	28
图 37: 薇诺娜公域、私域流量相结合的线上投放策略.....	29
图 38: 21 年线下渠道逆势反弹.....	30
图 39: 21 年线下分销模式占比有所扩大.....	30
图 40: 公司产品主要聚焦中部、西南部的 OTC 药房渠道覆盖.....	31
图 41: 屈臣氏 O+O 模式服务多元化，获得消费者青睐.....	31

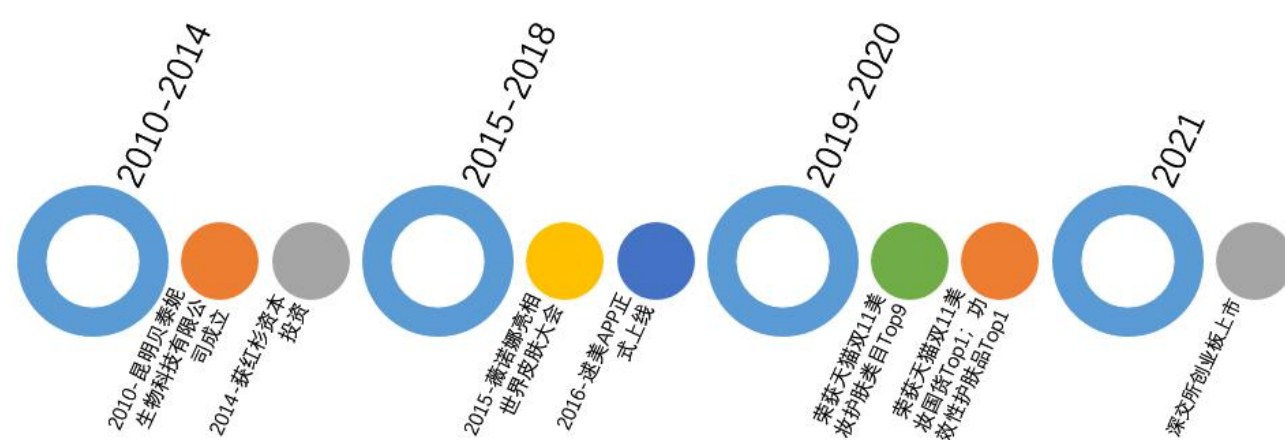
图 42: 屈臣氏 O+O 助力薇诺娜发力全渠道、屈臣氏与薇诺娜联名 IP 营销.....	32
图 43: 薇诺娜新媒体平台投放策略.....	33
图 44: 品牌矩阵持续完善, 助力集团可持续增长.....	37
表 1: 公司品牌矩阵.....	8
表 2: 化妆品行业主要监管政策.....	16
表 3: 薇诺娜主营产品情况.....	22
表 4: 薇诺娜双 11 期间的全域营销矩阵.....	34
表 5: 公司盈利预测-主营业务按渠道拆分(百万元)	38
表 6: 可比公司估值水平比较(截止 2022.11.28 收盘价)	38

1. 公司情况概述：深耕敏感肌专业护肤赛道，业绩增长较快

1.1 公司简介：针对敏感肌的专业皮肤护理产品

公司是一家致力于打造中国皮肤健康生态，集研发、生产、营销和服务于一体，定位于皮肤健康互联网+的大健康产业集团。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。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司公告，山西证券研究所

1.2 公司品牌矩阵：品牌定位清晰，矩阵基本形成

公司品牌定位清晰，具有优秀的品牌塑造能力。其中，“薇诺娜”品牌专注于敏感肌肤护理和修饰，是公司长期聚焦和深度打造的主要品牌，该品牌旗下产品线齐全，涵盖护肤品类、彩妆类、医疗器械类几个大类。围绕着已成功塑造的“薇诺娜”品牌，公司在此基础上不断衍生，积极拓展多层次销售市场，塑造了专注于专业婴幼儿护理的“WINONA Baby”品牌、专注于痘肌护理的“痘痘康”品牌、专注于高端皮肤修护的“Beauty Answers”品牌、专注于干性皮肤护理的“资润”品牌，以及 22 年重点孵化的定位于高端抗衰的新品牌“AOXMED”，这些自有品牌具有不同的市场定位、能够覆盖不同的消费群体。公司品牌矩阵已基本形成，品牌梯队已初步构建，品牌优势已逐步建立。

表 1：公司品牌矩阵

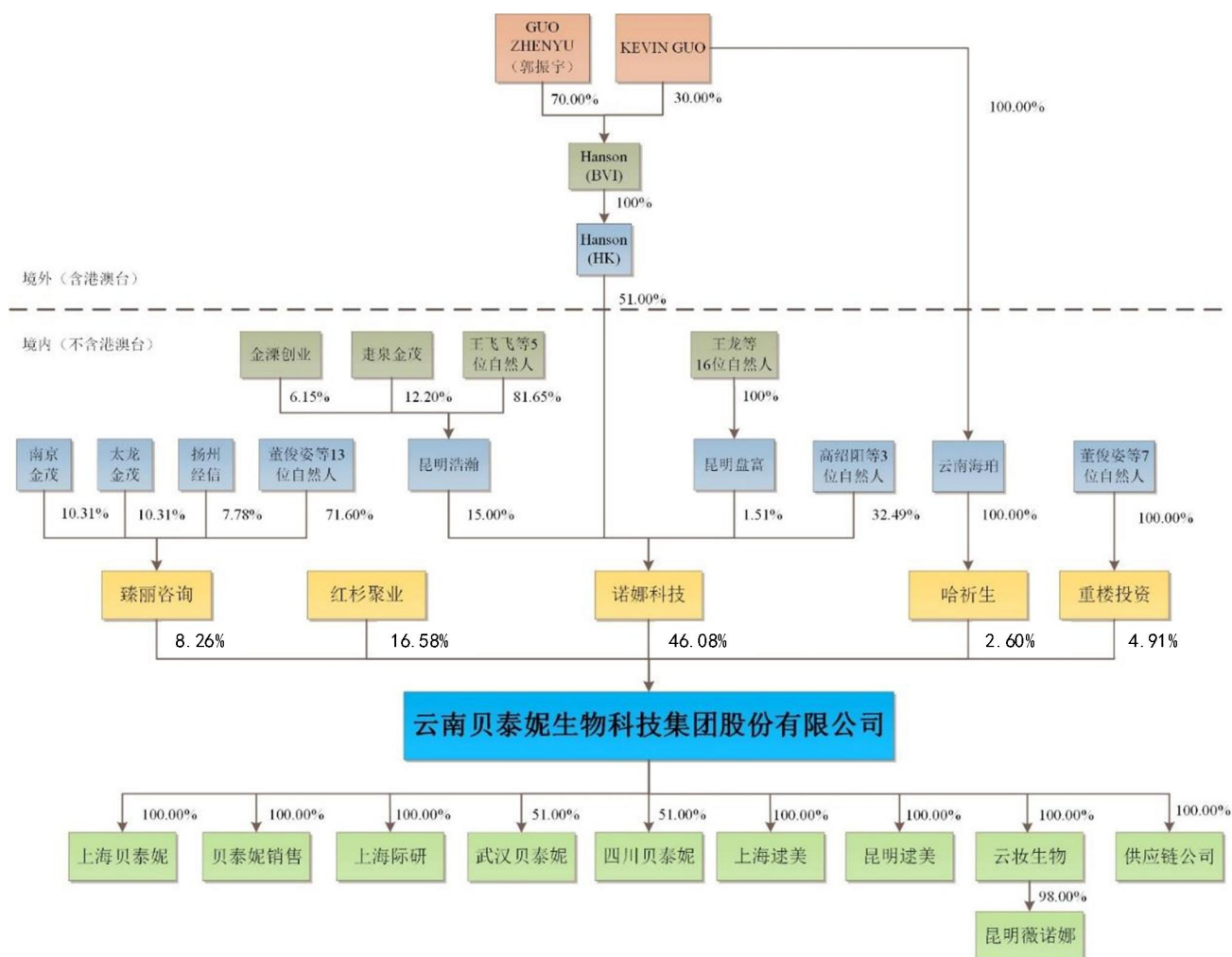
品牌	品牌定位	主要产品
	敏感肌肤护理和修饰	护肤品类：霜、护肤水、面膜、精华、乳液等 彩妆类：隔离霜、BB 霜、卸妆水等 医疗器械类：透明质酸修护生物膜、透明质酸修护贴敷料等
	专业婴幼儿功效性护理	霜
	痘痘肌肤护理	霜、面膜泥等
	高端专业精准修护	护肤水、面膜、精华等
	干燥性皮肤护理	护肤品类：霜 医疗器械类：透明质酸修护生物膜
	高端抗衰皮肤护理	精华、面霜、面膜等，功能性食品

资料来源：公司招股说明书、贝泰妮集团官网，山西证券研究所

1.3 股权结构相对分散

截止 2022 年 9 月，诺娜科技持有公司 46.08% 的股份，为公司控股股东。公司实际控制人为 GUO ZHENYU（郭振宇）先生和 KEVIN GUO 先生，两位实控人系父子关系，合计持有 Hanson (BVI) 100% 的股权，Hanson (BVI) 在香港设立全资子公司 Hanson (HK) 并通过其持有诺娜科技 51% 的股权，诺娜科技直接持有公司 46.08% 的股份。因此，公司实控人通过境外实体及多层股权架构控制公司 46.08% 的股份，合计控制公司 48.68% 的股权。

图 2：公司股权结构图

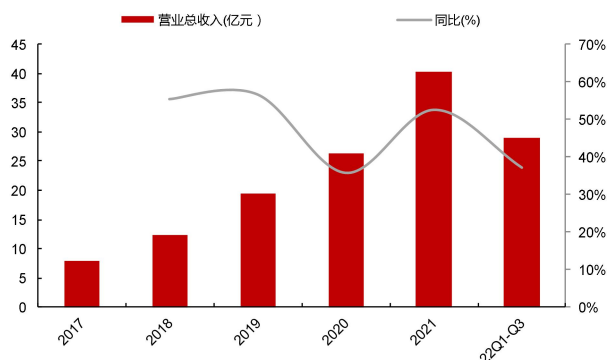


资料来源：公司招股说明书及年报中报，山西证券研究所

1.4 财务分析：营收业绩增长较快，费用管控整体有效

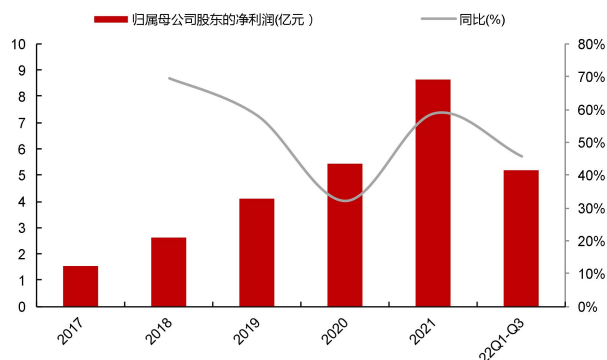
营收业绩增长较快，品牌知名度进一步提升。2017~2021 年，公司营业收入和归母净利润的复合增长率分别为 49.8%和 54.0%。2021 年实现营业收入 40.2 亿元/+52.6%，归母净利润 8.6 亿元/+58.8%，扣非归母净利润 8.1 亿元/+58.6%；22 年前三季度实现营收 29.0 亿元/+37.1%，归母净利润 5.2 亿元/+45.6%，扣非归母净利润 4.5 亿元/+35.5%。2021 年公司销售规模和销售收入增长较快，产品和品牌知名度进一步提升；22 年公司依托王牌单品和持续推出的新品，主营护肤品类和线上自营增速较好，持续带动销售增长，在 618 购物节的虹吸效应下，Q2 贡献了上半年六成以上的业绩；Q3 业绩增速略有提升，整体表现符合预期。

图 3：营业收入（亿元）及同比增速%



资料来源：Wind，山西证券研究所

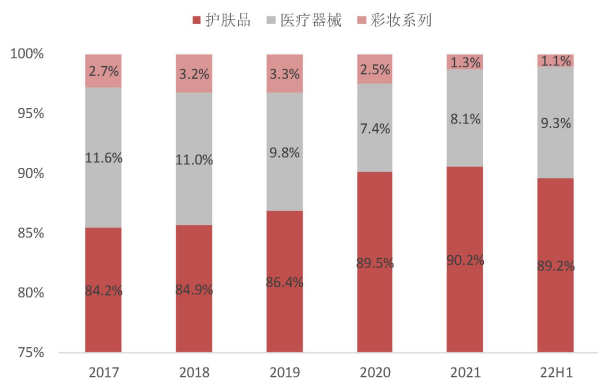
图 4：归母净利润（亿元）及同比增速%



资料来源：Wind，山西证券研究所

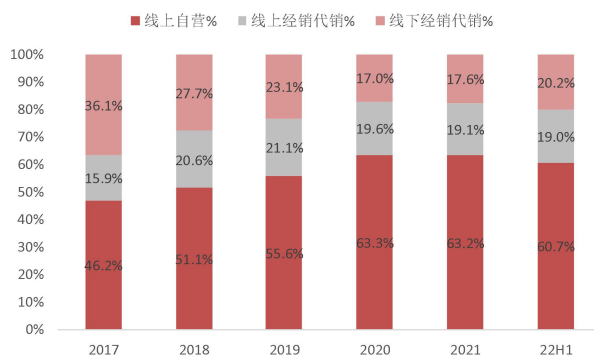
分品类看，22H1 公司主营构成中化妆品是最主要的部分，其中护肤品类占比超过 90%，医疗器械占到 9%。分品牌看，公司旗下“薇诺娜”品牌实现销售收入占主营业务收入的比重超过 98%。分渠道看，公司线上渠道销售占比约达 80%，其中 61%来自线上自营渠道；线下渠道通过经销模式与 OTC 客户深度合作，积极融入线下新零售模式，OTC 渠道累计覆盖 2 万余家，累计入驻 4000 余家屈臣氏店铺。

图 5：主营业务收入占比情况



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 6：线上线下渠道占比（%）分布情况

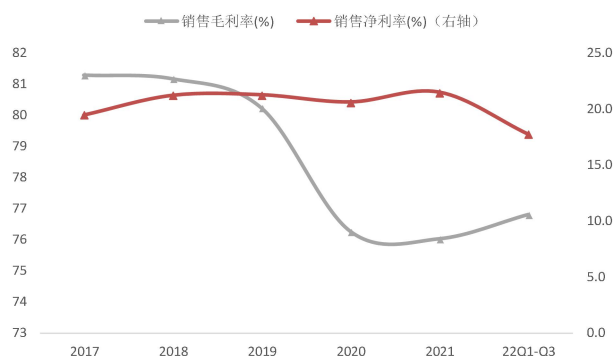


资料来源：Wind，山西证券研究所

公司费用管控整体有效，不过 22 前三季期间费率上涨。整体来看，公司近年来期间费率呈现下降，费用管控效率较高，不过 22 年前三季度期间费用率为 57.2%/+1.3pct，有所上涨，主要受到研发费率大幅提升的影响，销售费率有所下降。2019~2021 年公司销售费率呈现下降趋势，22 年前三季公司销售费用 13.4 亿元/+36.8%，投入规模处于行业中位水平；销售费率为 46.2%/-0.1pct，居于行业前列，仅次于华熙的 47%和丸美 46.8%。随着销售规模的快速增长，公司持续加大品牌形象推广宣传费用、人员费用以及仓储物流投入；近年来公司管理费持续下降，随着营收增长，管理人员薪酬成本和其他行政费用支出加大带来管理费用的持续增加，但是收入增速更高；公司研发支出呈现上升态势，尤其在 22 年持续加大研发投入，22Q3 研

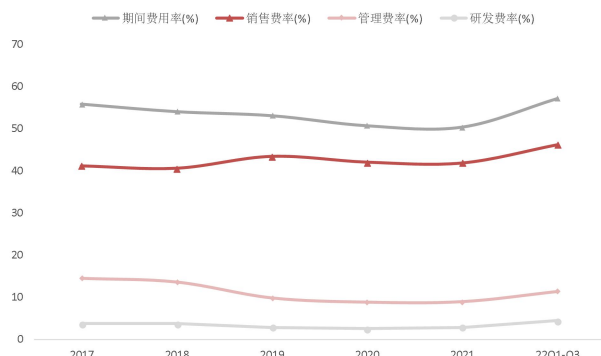
发费率达到 4.4%。

图 7：毛利率和净利率水平变化



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 8：期间费用率变化情况



资料来源：Wind，山西证券研究所

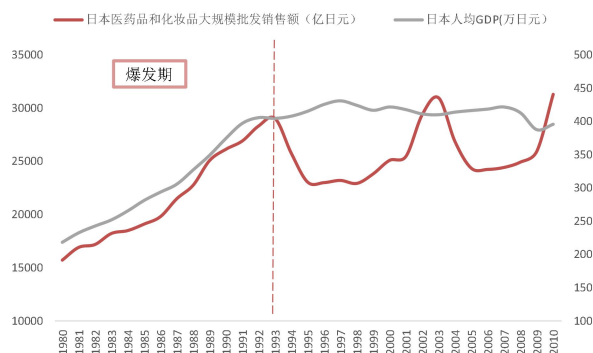
收入准则调整致毛利率下降，净利率基本稳定。2017 年以来公司销售毛利率呈现下降态势，20 年大幅下降主要受到新收入准则调整的影响，不过到 20 年基本保持稳定，21 年约为 76%；22H1 小幅回升至 76.9%，其中护肤品类毛利率 76.4%/+0.2pct，略有增长。公司毛利率水平相对较高，在行业 60%左右的平均水平下，22Q3 公司毛利率达到 76.8%，略低于华熙生物的 77%，高于珀莱雅的 69%、丸美股份的 68%、上海家化的 58%。公司近年来的归母净利率整体保持稳定，在 20%左右波动，21 年升至 21.5%，22 年前三季为 17.8%/+1pct。

2. 国货美妆品牌市占率提升，功效护肤赛道长坡厚雪

2.1 需求端：化妆品行业景气高、空间足

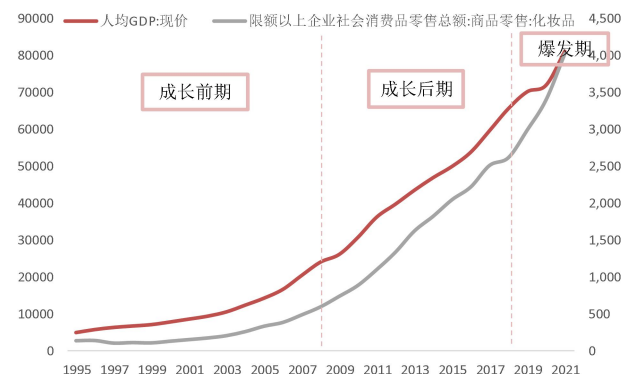
对标日本，我国化妆品行业景气度较高。化妆品的需求是经济发展到一定水平后的产物，伴随需求端的稳健增长，化妆品的消费属性正由享受型消费趋于刚需。由于日本的化妆品消费阶段和趋势同我国相似，日本化妆品行业在 1980 年后经历了黄金十年，在此期间日本国民的人均 GDP 从 1 万美元左右的水平增长了 281%。结合国际普遍对中等收入国家的定义，人均 GDP 达到 1 万美元左右，是化妆品行业迈入高速发展期的重要指标。根据对日本化妆品行业发展阶段的对标来看，我国化妆品行业景气度较高。从国内来看，2019 年我国人均 GDP 突破 1 万美元，接近日本化妆品行业进入黄金时代之初的状态，未来 5-10 年我国化妆品行业仍将保持快速增长。

图 9：1980-1993 年日本化妆品行业快速发展



资料来源：日本经济产业省，国际货币基金组织，山西证券研究所

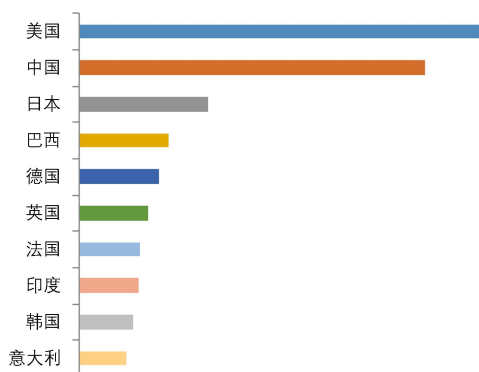
图 10：2000 年开始我国化妆品行业进入成长期



资料来源：国家统计局，山西证券研究所

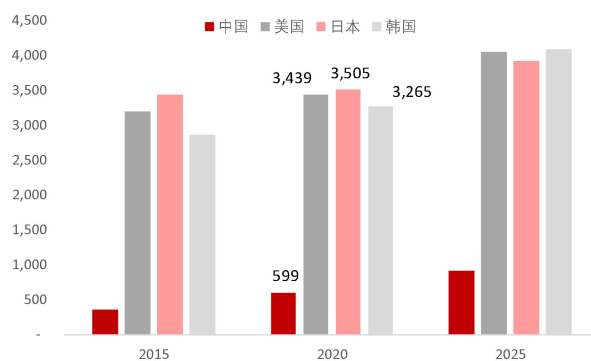
行业快速增长，人均消费提升空间巨大。中国拥有全球第二大化妆品消费市场，仅次于美国。在全球主要经济体中，中国化妆品行业发展的最快。过去五年中国化妆品市场复合增长率约 12%，而全球的增速为 1.5%。化妆品人均消费方面，受到经济稳定增长、人民生活水平改善、大众消费习惯转变等因素带动，中国化妆品人均开支在 2020 年达到人民币 599 元，过去五年的复合增长率为 11.4%。尽管在过去几年快速增长，但与发达国家相比，我国的化妆品消费水平仍然相对落后。2020 年同期，美国、日本及韩国的人均化妆品开支均超过 3000 元，中国人均化妆品开支只有发达国家的 18%，化妆品消费的增长潜力巨大。据预测未来五年的人均化妆品开支有望达到 1000 元水平，实现翻番。

图 11：2021 年全球化妆品行业消费国市场份额占比



资料来源：欧睿，前瞻产业研究院，山西证券研究所

图 12：中国化妆品人均消费增长潜力



资料来源：世界银行，弗若斯特沙利文，山西证券研究所

2.2 需求端：国货美妆品牌消费年轻化，线上渗透率不断提升

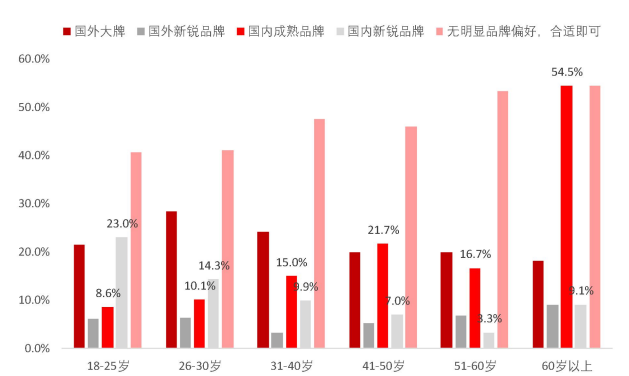
Z世代是国货美妆品牌主力消费群体。国货品牌多通过聚焦新人群、满足新需求、定位新市场、开拓新品类、尝试新渠道、构建新模式等方式切入市场，与国际品牌错位竞争，实现快速突破。新锐国货品牌的目标用户通常以三四线城市的95后女性消费者为主，抖音美妆用户调研数据显示，18-25岁的年轻用户对国货新锐品牌的接受度最高，远高于国外新锐品牌。从年龄结构来看，95后是国货美妆品牌的主力消费群体，他们更加热衷于时尚潮流、网红经济、彰显个性，更愿意尝试新品牌和新产品，高性价比、天然草本植物等成分配方、高颜值的包装等都成为吸引其消费的动力；从城市分布来看，国货美妆品牌的下沉趋势较为明显，且城市越低线增长越明显。三四线城市具有庞大的消费群体，随着化妆品专营店的下沉开店和电商物流的渠道拓展，国货品牌以其高性价比占据主要市场；从渠道拓展来看，国货美妆品牌借助社交电商内容种草，依托直播、短视频等新兴渠道的流量红利，以线上为主要销售渠道快速实现销售增长。

图 13：新国货品牌切入点（颜色越深依赖程度越强）



资料来源：易观，山西证券研究所

图 14：抖音不同年龄美妆兴趣用户的美妆品牌偏好

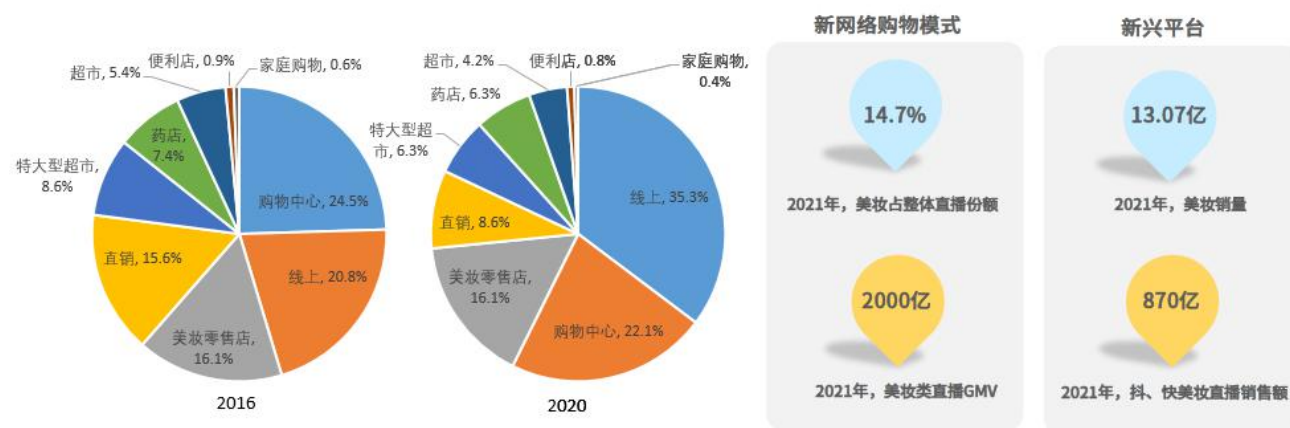


资料来源：算数电商研究院&36氪研究院，山西证券研究所

电商新模式推动美妆消费线上渗透率不断提升。互联网的普及带来了渠道变革，电商平台打通了品牌和消费者直接沟通的渠道，国内美妆品牌发展进入快速增长阶段。在社交电商、短视频和直播电商等新模式的推动下，品牌客群覆盖范围扩大、消费意愿不断增强，国内美妆消费的线上渗透率不断提升。对比2016年和2020年护肤品市场销售渠道情况来看，线上渠道由2016年的20.8%增长至2020年的35.3%，已成为现阶段美妆品牌销售的第一大渠道。2020年受到疫情影响，美妆护肤类消费进一步向线上渠道转移，伴随线上新型社交内容渠道的蓬勃发展，品牌商将进一步提升线上渠道渗透率，加速品牌营销数字化转型的步伐。线下渠道已基本处于成熟阶段，传统线下如直销、商超等份额下滑，不过购物中心和美妆零售店的占比相

对稳定，新型CS渠道如调色师、话梅、喜燃等美妆集合店带动线下渠道的增长。

图 15：渠道迁移，线上渠道新兴平台助推国货崛起

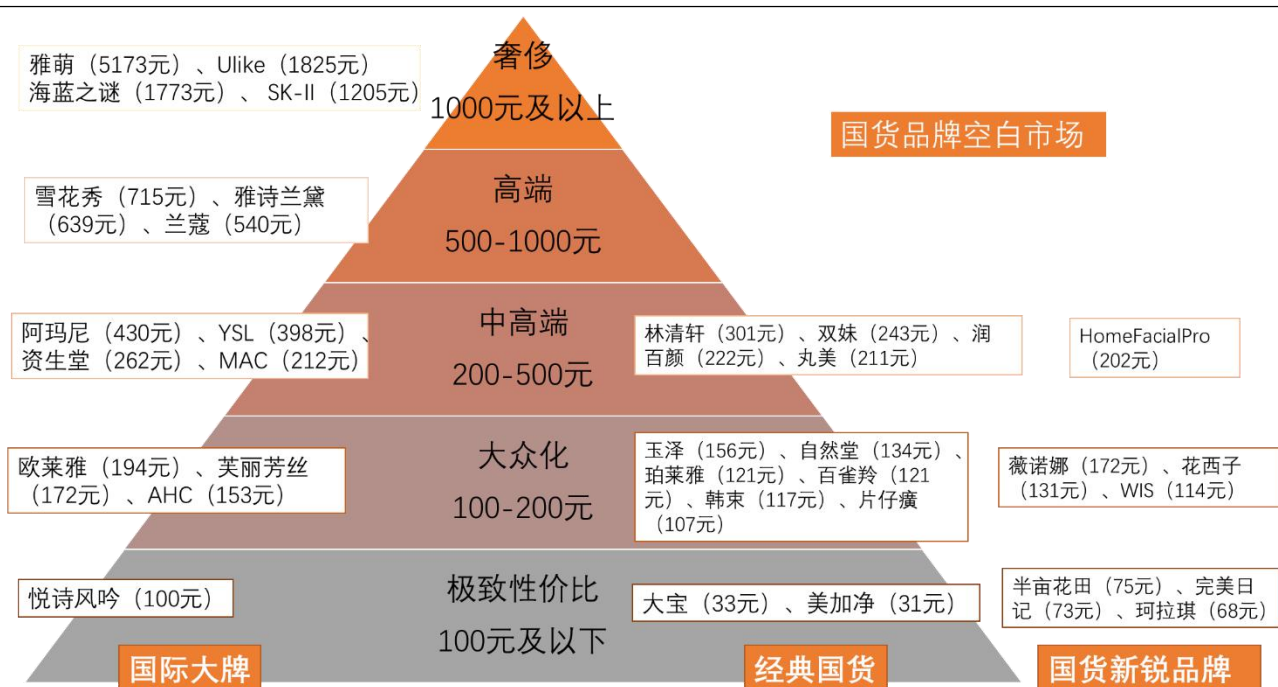


资料来源：艾瑞咨询、易观，山西证券研究所

2.3 供给端：国货替代效应持续显现，品牌市占率不断提升

国货美妆品牌多分布于中高端和大众化市场。按照我国美妆品牌市场产品均价分布来划分，可以分为五个细分市场，各阶层市场均处于完全竞争状态。其中，高端及以上市场竞争者多为欧美品牌，中高端市场欧美日韩品牌与经典国货分庭抗礼、竞争较为激烈，大众化及以下市场多为经典国货和新锐国货品牌，竞争十分激烈。分品牌看，国际品牌在奢侈到大众化四个阶层中均有布局，而国货品牌绝大多数分布在中高端和大众化阶层。

图 16：国内外美妆品牌市场竞争格局（按产品均价分布划分）



资料来源：魔镜市场情报，山西证券研究所

国货品牌在中高端市场的替代效应初步显现。整体来看，在高端市场中，国货品牌的布局相对空白。高端市场的品牌集中度和用户粘性相对较高，入局较难，消费者教育任重道远，国货品牌在高端以上市场相对稀缺。在中高端和大众化市场，国货品牌以价格和渠道优势，同国际品牌错位竞争，抢占市场份额。在大众化市场，年轻消费者对国货品牌的认知度逐渐提升，同时国货品牌在产品功效上更加贴合消费者需求，在大众化领域国货替代效应较强，已经具备一定的竞争优势；而在中高端市场，国产替代效应初步显现。在功效护肤赛道中，头部品牌的经典大单品在定价上已经同中高端品牌看齐，例如薇诺娜的特护霜和冻干面膜，以及珀莱雅的精华类大单品，功效上也深受年轻消费者青睐，产品复购率和忠诚度均较好，未来在中高端市场，国货品牌的替代效应将进一步显现。

图 17：国货护肤品牌 Top20 市场份额

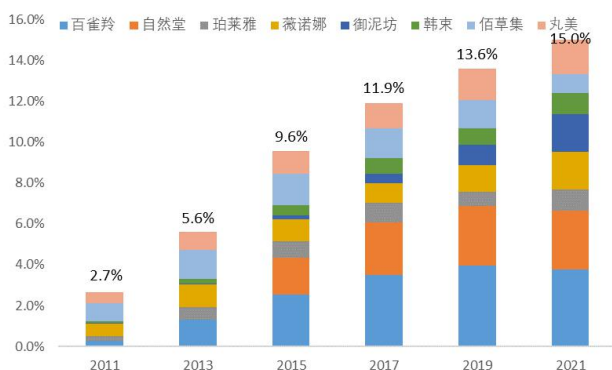
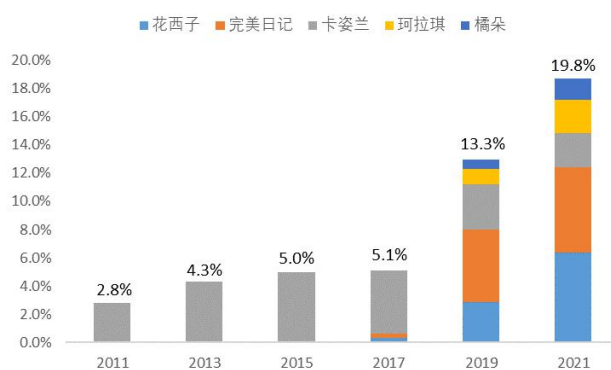


图 18：国货彩妆品牌 Top20 市场份额



资料来源：Datayes Pro!，欧睿，山西证券研究所

资料来源：Datayes Pro!，欧睿，山西证券研究所

国货品牌市场份额不断攀升。2021 年，护肤品牌市场份额跻身前 20 的国货品牌约有 8 个，合计市场份额由 2017 年 2.1% 增长至 2021 年 15.0%，彩妆品牌前 20 里国货品牌约有 5 个，合计市场份额由 2011 年 2.8% 增长至 2021 年 19.8%，崛起趋势明显。其中，护肤品牌百雀羚、自然堂近十年来市场份额分别提升了 3.5pct 和 2.9pct，彩妆品牌完美日记、花西子近五年来市场份额分别提升了 5.8pct 和 6.1pct，随着国货品牌竞争力不断增强，此前以国际品牌占主导的市场格局逐渐被打破。过去几年国货品牌在彩妆和护肤品类上增长强劲，护肤品类既有老牌国货，也有新锐品牌，而彩妆品类几乎都为新锐品牌。部分国货品牌初步具备了同国际品牌抗衡的基础规模，未来国产品牌的渗透率将持续提升。

2.4 政策端：新规体系监管升级，行业进入门槛提高

化妆品新规体系标志着行业进入监管 2.0 时代。伴随化妆品行业的众多参与者不断扩大布局，国家药监局单独设立化妆品监管司，并出台多项政策规范行业发展。2020 年 6 月，国务院发布《化妆品监督管理条例》，并于 21 年 1 月 1 日开始实施，这是行业监管依据的基本法规。随后相关部门相继发布十余部配套法规，重点涵盖化妆品新原料注册备案、功效宣称评价规范、生产管理规范等相关领域，化妆品新规体系标志着行业监管严格化、规范化，保障了化妆品质量安全，有利于促进行业健康发展。在鼓励国货自有品牌发展的利好环境下，化妆品原料创新也受到了国家支持，同时，对于化妆品的功效与安全的监管也更加严格。

表 2：化妆品行业主要监管政策

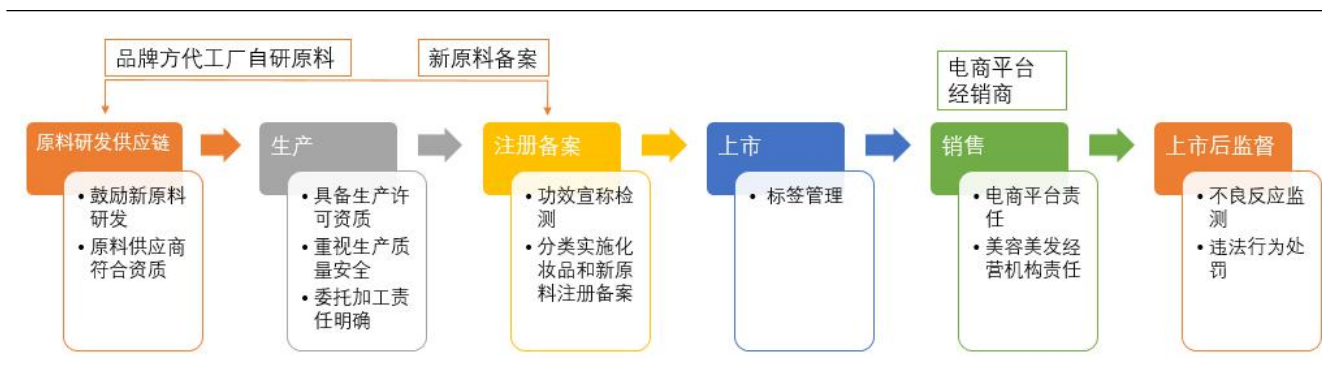
发布日期	实施日期	文件名称	主要内容
2020.6.29	2021.1.1	《化妆品监督管理条例》	完善化妆品行业监管体系，提出化妆品的功效宣称应当有充分的科学依据；完善化妆品原料的分类管理制度，简化注册和备案流程；明确化妆品注册人和备案人的主体责任，加强生产销售全过程质量安全管控。
2021.1.7	2021.5.1	《化妆品注册备案管理办法》	对化妆品、化妆品新原料注册和备案的程序、时限和要求进行了明确，细化落实了注册人、备案人和境内责任人的责任义务，加强对产品责任源头监管。
2021.2.26	2021.5.1	《化妆品新原料注册备案资料管理规定》	重点对化妆品注册和备案资料的格式要求和内容要求进行了明确，对新原料注册和备案资料要求进行细化，基于风险管理原则对新原料的情形进行细分，对新原料技术性相关资料的编制进行规范。
2021.4.8	2021.5.1	《化妆品功效宣称评价规范》	明确 20 种需要进行评价的功效宣称，并对特定宣称、宣称原料功效和新功效制定评价标准。化妆品的功效宣称应当有充分的科学依据，进行特定宣称的化妆品（如宣称适用敏感皮肤、宣称无泪配方），应当通过人体功效评价试验或消费者使用测试的方式进行功效宣称评价。
2021.4.8	2021.5.1	《化妆品分类规则和分类目录》	对制定依据、适用范围、分类规则、编码目录、实施时间等进行了具体规定，同时列出功效宣称、作用部位、使用人群、产品剂型和使用方法 5 组

发布日期	实施日期	文件名称	主要内容
			分类目录及相应说明。化妆品应当根据功效宣称分类目录所列的功效类别选择对应序号，功效宣称应当有充分的科学依据。
2021.8.2	2022.1.1	《化妆品生产经营监督管理办法》	对化妆品生产许可程序、化妆品生产管理要求及化妆品经营和监督管理等方面提出更高要求。在生产许可上细化申请条件，在生产管理上要求企业落实质量安全责任制，细化标签管理要求。
2021.9.30	2022.1.1	《儿童化妆品监督管理规定》	指适用于年龄在 12 岁以下（含 12 岁）儿童，具有清洁、保湿、爽身、防晒等功效的化妆品，内容涉及儿童化妆品的定义、标签要求、配方设计原则、安全评估、生产经营要求等。《规定》明确指出儿童化妆品配方设计应遵循的“安全优先、功效必需、配方极简”三大原则。

资料来源：国家药监局，山西证券研究所

新规提高行业进入门槛，有利于头部企业集中度提升。根据《化妆品监督管理条例》，在风险管理方面，对化妆品与化妆品原料进行了分类管理，对高风险原料及产品实行注册管理，普通化妆品则实施统一备案管理；在安全评估方面，由企业自行或委托第三方在备案或注册前开展，并在产品上市后持续开展不良反应监测与评价；在明确责任主体方面，规定化妆品注册人、备案人为新原料或产品的第一责任人；在重视产品的安全性与有效性方面，扩大监管范围，提高违规成本。新规的一系列举措提高了行业进入者门槛，加速尾部品牌和淘汰不合规企业，头部品牌市场集中度提升的趋势更加明显。对化妆品企业而言，短期内《规范》的实施增加了企业的研发成本和新品上市的备案流程；但长远来看，企业将更加注重产品的功效性和科学依据，研发创新能力得到加强，企业更加重视品牌建设，避免过度依赖包装和营销吸引消费者。

图 19：化妆品新规体系覆盖产业链和经营主体



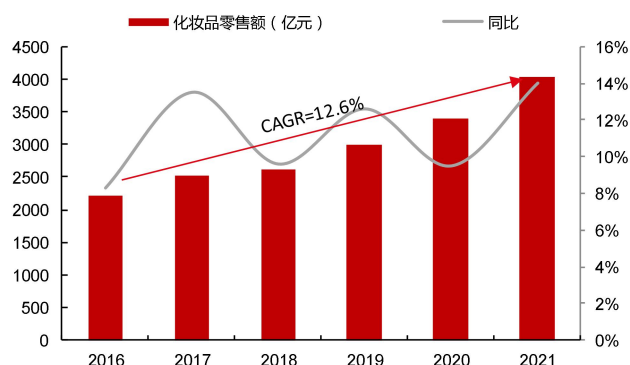
资料来源：用户说公众号，山西证券研究所

2.5 细分领域：功效护肤赛道长坡厚雪，新锐品牌头部优势明显

护肤观念进阶，功效性护肤品具有较强功能消费属性。新规对于功效宣称的评价规范直接利好功效护肤赛道的发展。随着消费理念趋于成熟，消费者对个性化、差异化的追求不断深入，更加关注产品的安全性、针对性和专业性，对产品成分的重视程度也不断提升。艾瑞的调研数据显示，近 80%的调研人群认

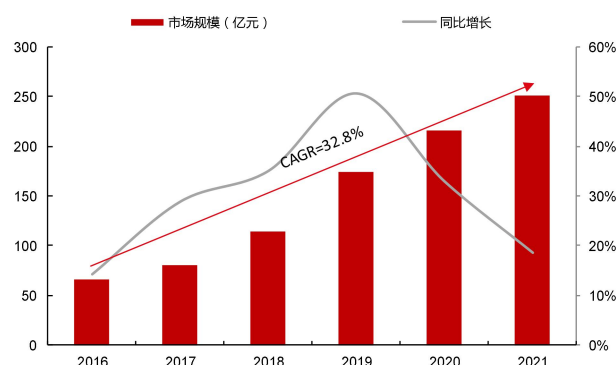
为自己的护肤观念较三年前有所转变，转变方向排名前三的分别是成分与功效、安全性和品牌知名度。消费者选择功效型护肤品的主要原因集中在解决肌肤问题、寻求成分安全和收效显著这三个方向。相较而言，功效型皮肤护理产品具有较强的功能消费属性，既能提供有针对性的护肤功效改善皮肤状况，同时也适用于正常皮肤状态消费者的一般用途。为了实现预期功效，功效型皮肤护理产品会添加胶原蛋白、透明质酸和植物提取物等成分，采用温和的配方和活性成分，有助于确保通过高性能成分解决一系列肌肤状况。相较于普通护肤产品，功效型皮肤护理产品通常有较强的研发壁垒和专业性优势，有利于树立专业的品牌形象，通过消费者的口碑发酵建立较强的客户粘性和市场竞争优势。

图 20：化妆品类商品零售额规模（亿元）及增速



资料来源：国家统计局，山西证券研究所

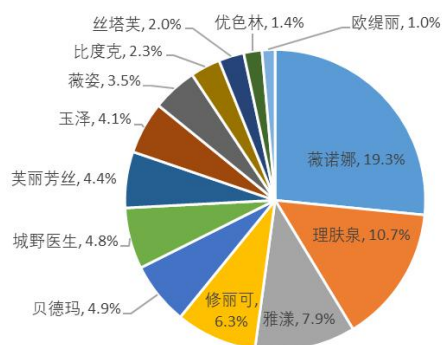
图 21：皮肤学级护肤品行业规模（亿元）及增速



资料来源：艾瑞咨询，山西证券研究所

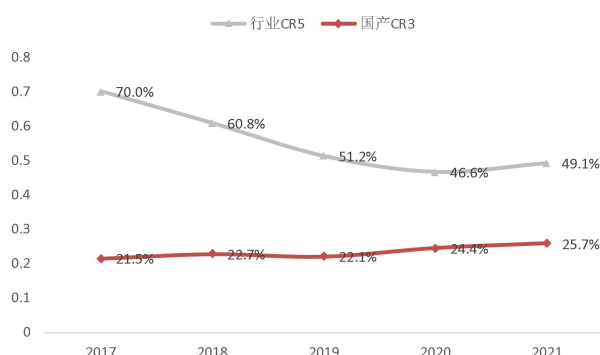
迎合消费者安全、有效、专业的需求，功效型护肤品行业持续快速增长。由于不健康的生活方式、逐渐增大的工作压力、日益严重的污染、以及长期佩戴口罩等因素影响，越来越多的人出现了皮肤敏感等一系列肌肤问题。在功效护肤赛道的细分领域中，皮肤学级护肤品主要针对敏感肌人群提供专业护肤解决方案。2021 年皮肤敏感人群总数超过 4 亿人，占我国总人口的 30% 以上，这部分群体将成为皮肤学级护肤品市场增长的重要驱动力。当前我国皮肤学级护肤品的使用者以护肤意识较高的 90、00 后女性为主导。随着消费者有效护肤和专业安全的需求不断增长，以及生物活性成分的逐渐研发应用，皮肤学级护肤品行业迎来了高速发展阶段，2018 年开始各大国货品牌积极布局，行业增速在 2019 年达到 50%；2020 年受到疫情影响线下渠道增速放缓，但各大品牌开始布局线上渠道，推动行业持续快速增长。Datayes 数据显示，功效型护肤品市场规模从 2016 年的 66 亿元增长至 2021 年的 251 亿元，年复合增长率为 32.8%，未来三年将以高于一般化妆品行业的增速持续高增，并与 2025 年突破 500 亿元。

图 22：2021 年中国皮肤学级护肤品品牌市场份额 (%)



资料来源：Datayes Pro!，欧睿，山西证券研究所

图 23：2017-2021 中国皮肤学级护肤品市占率 (%) 变化情况



资料来源：Datayes Pro!，欧睿，山西证券研究所

新锐国货品牌占据头部市场份额，持续带动行业快速增长。最早的功效型护肤品以皮肤学级护肤品为主，我国早期市场由以法国、美国为主的企业实现布局。90年代法国功效型护肤品品牌薇姿进入我国市场，引入了药房专销护肤品的概念，随后理肤泉、雅漾打入我国市场，完成了对消费者的初期教育。伴随抖音等新兴媒体渠道的逐渐兴起，新兴品牌借助流量红利不断涌入市场，持续带动行业快速增长。近五年来我国皮肤学级护肤品行业的市场集中度不断下降，CR5从70%下降至49.1%。随着国产品牌竞争力的不断增强，原本以国际品牌占主导的市场格局已经被打破，本土品牌市场份额迅速提升并超越国际品牌，近五年国产品牌CR3由21.5%上升至25.7%。从各个品牌在市场的占有率来看，目前法国品牌(雅漾、理肤泉、贝德玛等)的市占率仍然占有较高比重，为30.1%，五年前为65%；国产品牌（薇诺娜+玉泽+比度克）的市占率为25.7%，位居第二，但增长较快，其中薇诺娜以19.3%的市占率排名第一；美国和日本品牌市占率均为个位数。在监管新规提高行业进入者门槛的政策环境下，国货新锐品牌将依靠品牌优势、研发壁垒和渠道红利持续提升市场集中度。

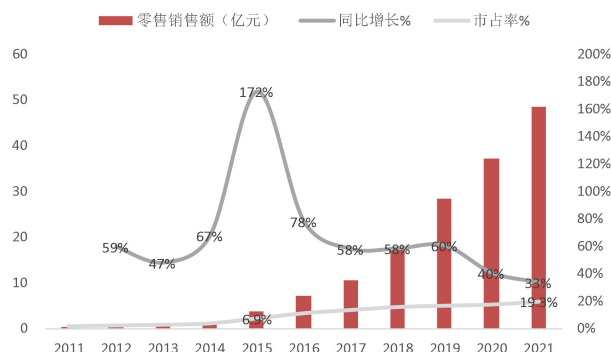
3. 公司护城河：成分技术支撑品牌优势，线上线下相互渗透协同发展

3.1 独特成分+技术优势支撑，品牌份额保持领先

3.1.1 成分以云南植物为主，品牌份额保持领先

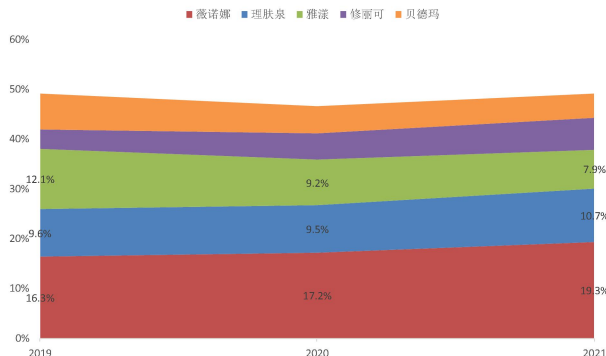
应用云南特色植物专注敏感肌肤护理，品牌份额保持领先。长期以来，公司针对敏感肌肤发生机理深入研究，以敏感肌适用的产品作为研发切入点，专注于应用纯天然植物活性成分提供温和、专业的皮肤学级护肤品。公司以“薇诺娜”品牌为核心，利用云南高原特色植物活性成分，促进皮肤屏障自我修复，实现对敏感肌肤的护理，核心技术为马齿苋提取物制备方法以及含马齿苋提取物的功效性护肤品的产业化制备方法，主要用于消炎抗敏、增强肌肤耐受性。根据Datayes数据测算，2021年薇诺娜品牌的零售销售额约为48.4亿元，同比增长33.1%，2020年开始的增速下降主要受到疫情影响。薇诺娜在中国市场的市占率由2015年的6.9%达到了2021年的19.3%，2019年开始市占率升至第一，至21年仍保持市场领先，较第二、第三的领先优势持续扩大，品牌国内市场份额接近第二三名的总和，在敏感肌护肤赛道的头部效应显著。

图 24：薇诺娜皮肤学级护肤品销售额（亿元）、同比（%）及市占率（%）



资料来源：Datayes Pro!，山西证券研究所

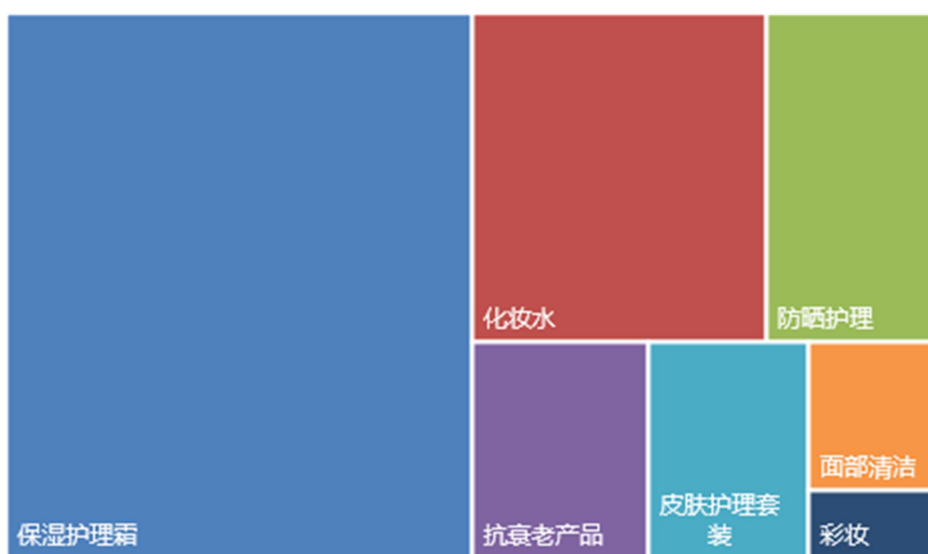
图 25：皮肤学级护肤品 2019-2021 年中国市场品牌市占率（%）前十情况



资料来源：Datayes Pro!，山西证券研究所

产品以护肤中的保湿护理霜为主，化妆水、防晒护理品类占比逐年上涨。公司产品主要包括霜、护肤水、面膜、精华、乳液等护肤品类产品及隔离霜、卸妆水等彩妆类产品，22H1 公司护肤类产品营收占比达 89.2%，彩妆类占比 1.1%。细分品类方面，据 Datayes 数据测算，21 年护肤品类中保湿护理霜类的占比在 51%左右，仍占据主要销售品类但占比逐年下降，而化妆水、防晒护理两大品类占比逐年上涨，21 年占比分别约为 19%和 11%。除护肤品和彩妆外，公司还从事皮肤护理相关医疗器械产品的研发、生产及销售业务，22H1 医疗器械类营收占比 9.3%，相关产品主要包括透明质酸修护生物膜、透明质酸修护贴敷料等，主要用于微创术后屏障受损皮肤的保护和护理。

图 26：2021 年公司产品品类占比（%）情况



资料来源：Datayes Pro!，山西证券研究所

两大单品特护霜、防晒乳销售成绩亮眼。薇诺娜舒敏保湿特护霜凭借强功效、医生背书成为王牌产品，

针对敏感性肌肤设计的高耐受精简配方，富含马齿苋精粹和青刺果油，具有补水保湿、舒缓敏感维稳及修护皮肤屏障三大功效，其修护敏肌力经过多家医院皮肤科验证，22 年双 11 大促期间单品销售 400 万瓶，同系列精华产品销售 100 万瓶，舒缓修护冻干面膜产品销售 500 万盒；除特护霜外，另一个大单品是清透防晒乳，运用专研 SSP 科技提供智慧高密光防护，产品添加马齿苋提取物、红没药醇、姜根提取物等多种特色成分，在精简配方、镇静舒缓的同时提供抵御全波段紫外线的防护功效，22 年双 11 期间防晒单品销售达 200 万支。凭借公司多品牌、全渠道的同时发力，双 11 期间薇诺娜成为连续 5 年蝉联天猫美容护肤榜前十的唯一国货品牌（Top10），京东、唯品会的国货美妆榜排名分别为 Top2 和 Top1，抖音、快手美妆行业榜排名均为 Top7。

表 3：薇诺娜主营产品情况

产品系列	明星单品	单品售价	主要成分及功效	产品图示
舒敏保湿系列 (护肤)	舒敏保湿特 护霜/修护精 华	¥268/50g、 ¥298/30ml	马齿苋精粹、青刺果油；快速舒缓敏感，长期修护维稳，告别泛红、灼热、刺痛等肌肤问题，修护皮肤屏障	<p>敏感肌修护家族·舒敏系列联合 强修护 特安心</p>  <p>舒缓敏感 修护屏障 镇静舒缓 安心有效 缓解泛红、干燥、刺痛等状况 修护皮肤水脂膜，锁住水分 缓解皮肤刺激，镇静补水 无香料、色素、酒精及致敏防腐剂</p>
极润保湿系列 (护肤)	极润保湿柔 肤水/乳液	¥178/120ml、 ¥188/50g	滇山茶、海藻提取物等 6 种精纯植萃；帮助增加皮肤内天然保湿因子含量，提高肌肤吸收力和保水力，延长保湿效果	 <p>肌肤“补水库”持久保湿</p>
清透防晒系列 (护肤)	清透防晒乳/ 霜	¥188/50g、 ¥218/50g	马齿苋、SSP 高密光防护；配方光稳定性，有效预防肌肤晒黑晒伤，同时具有镇定舒缓效果，缓解外界刺激，增强肌肤耐受性。质地轻薄，适合敏感肌肤	<p>敏感肌专研防晒套装 不惧阳光 放肆耀白</p> <p>☑ 高倍防晒 ☑ 稳定防护 ☑ 舒缓不适</p> 

产品系列	明星单品	单品售价	主要成分及功效	产品图示
美白淡斑系列 (护肤)	熊果苷美白 保湿精华液	¥388/30ml	高浓熊果苷、七叶树、假叶树精华；温和美白成分熊果苷，能够抑制酪氨酸酶的活性，从源头阻断黑色素生成，减少色素沉积、淡化斑点，同时改善微循环、均匀肤色	 打造4段式亮白补水方案
净痘清颜系列 (护肤)	清痘修复精 华液	¥98/12g	滇重楼提取精华、维生素 B3 等；消除致痘因素，疏通堵塞毛囊口，减少闭口粉刺痘痘反复，有效淡化痘印	 安全长效控油净痘淡印 净痘控油 焕亮肤色 清爽控油 精准净痘 舒缓保湿 临症安装 私人订制
透明质酸系列 (医疗器械)	透明质酸保 湿修护面贴 膜	¥248/25ml*6 片	纳豆精华、马齿苋提取物、透明质酸；3 种分子大小透明质酸形成创新 3D 多为锁水链，内外强化肌肤锁水屏障，加强循环锁水力，缓解敏感不适，修护肌肤屏障	 激光术后 敏感修护 层层「深入修护」强韧肌底 透明质酸生物膜修护套装 缓解皮炎 补水保湿 阻隔细菌 修护皮肤
彩妆系列	柔彩幻颜隔 离霜	¥138/30g	蒲公英、马齿苋、青刺果提取物；具有良好的抗污染功效，御防雾霾、粉状颗粒引起的皮肤屏障受损。对外阻隔敏感刺激，帮助肌肤隔离彩妆与环境污染，对内修护肌肤屏障，提升肌肤抵御力	 日常通勤 精致底妆 敏感肌也能安心化妆 轻薄服帖 外防护 内修护 敏肌遮瑕 轻妆养肤 柔彩幻颜隔离霜 柔彩幻颜气垫BB霜

资料来源：薇诺娜官方商城，山西证券研究所

3.1.2 以市场为导向开展研发，核心技术优势国内领先

专注云南特色植物研究，植物基础研究、现代配方技术研发优势国内领先。功效性护肤品具有较高的技术壁垒，其他护肤品很难超越或替代。公司持续专注于云南特色植物相关研究，包括基础研究、评估方法开发、配方制剂研究、原材料筛选评估以及工艺创新等，开展系统性的研发体系建设，持续完善研发体系各模块功能。经过多年的研发投入，公司已在植物基础研究、现代配方技术等方面处于国内领先地位，特别是在利用云南高原特色植物提取物有效成分制备和生产敏感肌肤护理产品方面具有较强的技术优势。公司利用产学研联合共建教育部创新团队、云南省高等学校协同创新中心、云南省工程研究中心、云南技术创新团队，拥有云南特色植物提取实验室、云南省博士后科研工作站、云南省企业技术中心等技术平台，拥有一支多学科交叉、专业结构合理的人才队伍，专注于功效性护肤品基础研究、配方开发、功效性安全性验证等科研工作。2021 年公司共有研发人员 236 人，占员工总人数 10%。

图 27：公司 2021 年科研创新情况

公司完成 63家 医院皮肤学科临床研究及效果观察	产品累计被收录到 154篇 SCI、核心期刊论文	参与制定中国功效护肤品 20项 团体标准
参与完成 15篇 国家级专家指南及共识	主持制定 11项 企业产品标准	拥有 80项 有效专利

资料来源：公司 2021 ESG 报告，山西证券研究所

图 28：公司 2021 年总获批知识产权情况

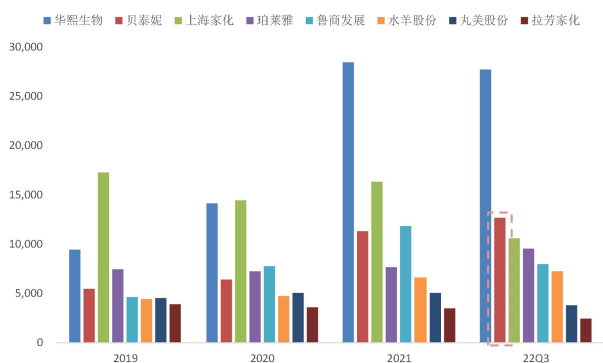
专利	发明	22
	外观设计	27
	实用新型	31
商标权		387
作品著作权		9
软件著作权		17

资料来源：公司 2021 ESG 报告，山西证券研究所

研发投入水平行业领先，应用核心技术实现收入占比持续高于 95%。公司坚持以市场为导向开展研发工作，深入挖掘敏感肌肤人群护肤需求，致力于开发满足市场需求的护肤产品。2021 年公司研发投入达 1.1 亿元，同比+78.5%，增速处于行业领先，仅次于华熙生物；截止 22Q3 公司研发投入 1.3 亿元/+84.7%，研发费率提升至 4.4%，居于行业前列。公司持续投入创新研发，主要用于建设特色植物、创新原料和合成生物三个研发中心，打造三位一体的研发体系。公司自主研发的多个护肤品配方技术及产品外观设计，截至 2021 年底累计申报获得授权发明专利 22 项，实用新型专利 31 项，外观设计专利 27 项；公司已累计完成 63 家医院皮肤学科临床研究和效果观察，累计发表 154 篇学术论文被 SCI 等核心期刊收录，已完成 15 篇国家级专家指南及共识，累计参与制定 20 项团体标准。公司围绕特色植物提取物有效成分制备与敏感肌肤护理领域研究的自主研发技术，拥有多项核心技术，应用核心技术实现的销售收入占公司主营业务收入的比

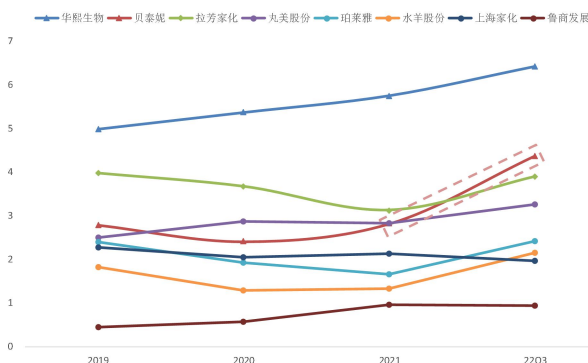
例持续高于 95%，树立了行业标杆。经过多年研发及市场验证，公司旗下明星单品在消费者中建立了较好的口碑，过硬的产品质量和不断推陈出新的升级速度给消费者带来了良好的客户体验，也进一步加强了客户粘性，并有效带动了产品销售增长。

图 29：研发费用在 A 股品牌化妆品中居前



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 30：研发费用占比在 A 股品牌化妆品中居前



资料来源：Wind，山西证券研究所

3.1.3 完善品牌矩阵，开辟第二增长曲线

聚焦宝宝脆弱肌护理专业需求，塑造婴童护肤品牌。公司持续丰富品牌矩阵，塑造了专注于婴幼儿肌肤护理的 WINONA Baby 品牌。欧睿数据显示 2020 年中国婴幼儿洗护用品规模为 284 亿元，预计未来 5 年 CAGR 为 9.5%，2025 年市场规模约为 447 亿元，同时中国新生儿湿疹发病率达 73%且复发率高，婴幼儿洗护市场空间大。此外，由于婴幼儿用品更加安全，未来的消费群体不仅限于婴幼儿。公司具备医药基因，拥有稳定的研发体系和临床积累，支撑产品的研发和推新。Winona Baby 拥有国内首家 0-12 岁临床数据支持，为宝宝皮肤在不同阶段进行针对性护理。护理产品主打专业、安全、高功效，拥有多项专利植萃成分，同时分阶适龄、专注精细化，聚焦宝宝脆弱肌专业护理进阶需求。Datayes 显示，2021 年 Winona Baby 在天猫淘宝的销售额达到 4,757 万元，22H1 销售额达 4332 万元/+817%，成功在婴童护肤品类站稳脚跟，延续自去年新锐刚增长品牌的亮眼表现；双 11 大促活动获得天猫婴童护肤榜 Top4 的成绩。

图 31：Winona Baby 赛道空间及产品优势



资料来源：公司业绩交流会公告，山西证券研究所

孵化新品牌进军高端抗衰领域，国货品牌高端布局相对稀缺。公司 22 年计划重点孵化高端抗衰品牌 AOXMED 瑗科缦，依托集团十年来的研发和资源优势，预计以线下辐射线上模式推广品牌。品牌主要分为三条产品线，其中专研和萃妍主要通过医美渠道开拓市场；而美妍主要针对大众渠道线上推广，品牌官网显示产品定价在 1000-3000 元价格区间。数据显示 2020 年中国抗衰市场规模达 685 亿元，过去五年的 CAGR 达 26.7%，高于一般护肤品的增速，且抗衰领域高端化趋势明显，2020 年高端抗衰占比达 61.7%。目前国内高端抗衰市场主要竞争者聚集在国际品牌，国货品牌在高端护肤领域布局相对稀缺，未来市场空间巨大。

图 32：AOXMED 瑗科缙赛道空间及产品定位



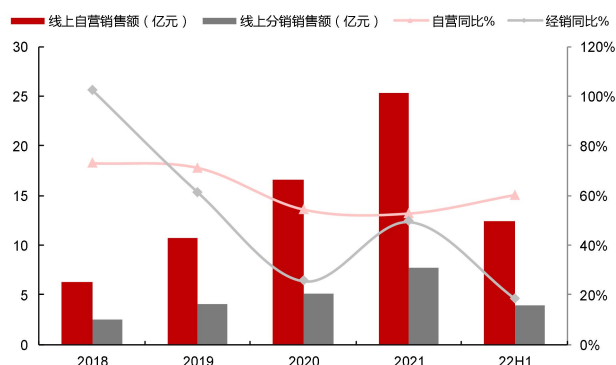
资料来源：公司业绩交流会公告、Aoxmed 官网，山西证券研究所

3.2 线上头部平台直营为主，线下专业化渠道覆盖

3.2.1 线上以头部平台直营为主，自建平台客单价、复购率较高

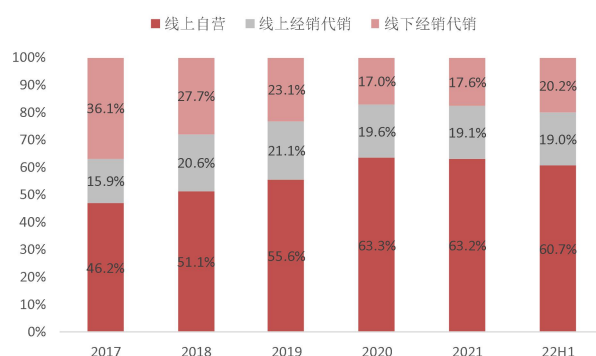
线上直营为主，主营阿里系平台，自建平台客单价较高。近年来，美妆行业不断挖掘线上渠道发展空间。公司坚持以线上渠道为主导，充分利用主流电商平台的稳定流量优势，持续发挥公司在电商运营上的优势。线上销售以自营业务为主，主要包括公司自建平台和阿里系、京东等主流传统电商平台开设自营的店铺，22H1 公司线上销售 16.3 亿元/+47.8%，占比约 80%，其中 60.7%为线上自营，销售额 12.4 亿元/+60.2%，以淘系自营店铺为主；经销、代销占比 19%，包括唯品会、京东、天猫超市等平台。线上分平台来看，淘系、京东等传统电商平台具备流量优势，一直以来是公司获取新客户和提升品牌知名度的重要途径，但由于新客比例高，其倾向于购买试错成本较低的产品，整体客单价相对较低（0-500 元）。21 年公司发力新兴线上渠道，结合自播+达播，在抖音持续高频直播销售，携手快手平台开展超级品牌日营销活动。截止 22H1，阿里系平台销售占比约为 40%，唯品会占比约为 10%；而公司自建的薇诺娜专柜服务平台通过布局在终端销售网点的 BA 进行销售推广，BA 向客户提供专业咨询服务后引导其搭配采购产品，产品组合销售占比较高，整体客单价相对较高（1000 元以上），截止 22H1，薇诺娜专柜服务平台销售占比约为 7.5%。

图 33：线上自营渠道销售增长较快



资料来源：招股说明书、年报中报，山西证券研究所

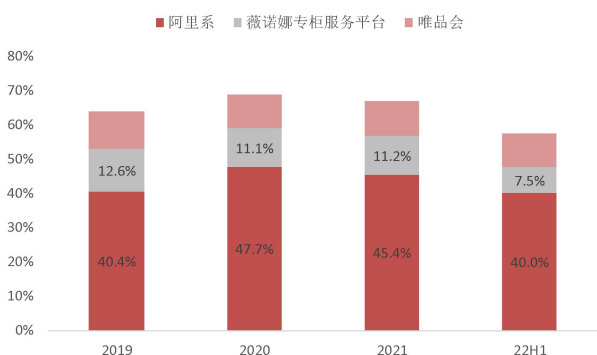
图 34：线上自营模式占比（%）持续提升



资料来源：招股说明书、年报中报，山西证券研究所

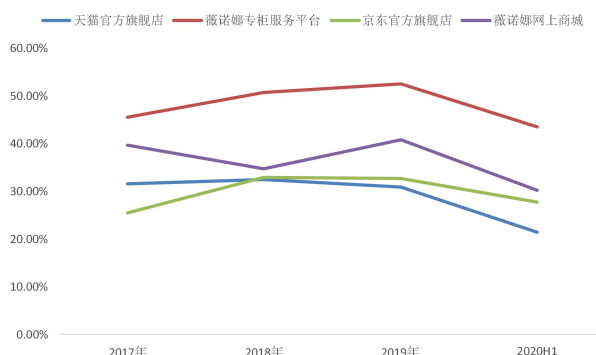
集中资源发展微信平台线上自营业务，自建平台复购率较高。天猫和京东官方旗舰店是公司主要的线上推广自营销售渠道，公司在主流渠道平台投入较多流量推广，维持品牌店铺曝光度，同时通过直播、短视频、内容种草等新媒体营销方式引流，推动天猫、京东自营店铺新客户增长。薇诺娜专柜服务平台作为公司线上线下融合的新型销售模式，产品复购率显著高于第三方渠道。公司在2017年基于微信平台自主搭建了“薇诺娜专柜服务平台”，近年来保持快速发展的态势，2019年开始公司调整经营战略，集中资源发展微信平台线上自营销售业务。薇诺娜专柜服务平台通过线上内容推送、线下BA会员维护以及各类会员活动等方式，实现对公司平台会员的差异化和精细化管理，为消费者提供专业的服务体验，有利于沉淀公司品牌私域流量池，增强品牌与消费者的情感关联，从而有效提高客户流量价值、复购率与客户粘性。

图 35：线上销售收入超过 10%以上的平台占比情况



资料来源：年报中报，山西证券研究所

图 36：往年公司主要线上自营店铺复购率情况



资料来源：招股说明书，山西证券研究所

3.2.2 公域引流、私域沉淀，引导用户留存复购

公域引流、私域转化，二者结合吸引沉淀用户留存和复购。从流量的来源看，公域流量是公司最重要的客户流量来源，来源于公域流量的销售额占比约有 60%（2020 年数据为根据招股书 20H1 数据的推测值）。随着潜在网购用户增量趋于稳定，公域流量的获客边际效益有所下滑，公司近年来不断深化私域流量建设，私域流量布局以薇诺娜专柜服务平台为代表。自 2018 年初开始，公司进一步丰富产品的销售渠道，通过微信小程序进行线上销售。公司通过与微盟团队合作进行社交广告投放，将目标人群定位于 20-45 岁的敏感肌女性、都市白领，针对潜在客群进行定向投放。借助微信朋友圈投放的广告和短视频等形式引流，以品牌主打产品吸引目标用户关注公众号“薇诺娜 WINONA”，再通过公众号定期文章及活动推送引导销售转化；与此同时，以“新人专享礼”的优惠活动吸引公众号粉丝添加护肤助手“官网小微”，并引导用户加入品牌社群，通过社群专享福利的优惠活动进行会员日常维护，吸引沉淀用户留存和复购，进行二次转化。这种销售模式有效实现了公域流量和私域流量的结合，其核心是引导用户加入品牌的私域流量池，使品牌顾客得以长期留存。

图 37：薇诺娜公域、私域流量相结合的线上投放策略

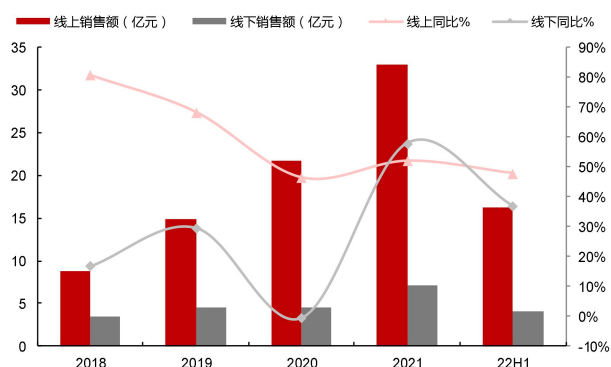


数据来源：薇诺娜公众号及微信客服，山西证券研究所

3.2.3 专业化线下渠道覆盖，OTC 连锁药店网络为主

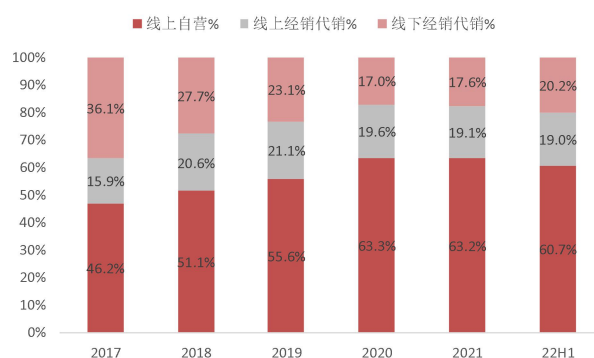
专业化线下渠道覆盖，主要通过 OTC 连锁药店渠道销售。公司坚持以线下渠道为基础，以线上渠道为主导的销售模式，运用互联网思维，成功打通线下与线上，实现了线下与线上的相互渗透和对消费群体的深度覆盖。公司采用专业化的线下渠道覆盖，聚焦敏感性肌肤护理，专注品牌专业化形象。线下销售多采用分销模式，截至 22H1 线下分销销售额 4.1 亿元/+20.2%，占比达 20%，已超过线上分销（19%）占比，主要通过商业公司和直供客户对外销售。2020 年受疫情影响，部分线下渠道的终端网点无法正常营业，特别是单位售价最高的商业公司渠道受疫情影响，带动线下渠道销售及占比均出现下滑。随着我国连锁药房转型升级，21 年公司与 OTC 客户深度合作，积极与山东、陕西等区域连锁龙头启动战略合作项目，同时抓住连锁药房互联网化、药房会员数字化转型机遇，积极融入线下新零售合作体系和模式，赢得 OTC 客户的认同和信任。

图 38：21 年线下渠道逆势反弹



资料来源：招股说明书、年报，山西证券研究所

图 39：21 年线下分销模式占比有所扩大



资料来源：招股说明书、年报，山西证券研究所

聚焦中部西南部 OTC 连锁药房渠道覆盖，门店超 2 万家。公司线下渠道的 OTC 客户主要包括大型连锁药店，如九州通、国药控股等代表性商业公司，以及健之佳、一心堂等规模较大、实力较强的直供客户。截至 22H1，OTC 连锁药店渠道已覆盖全国 21 个省级行政区，数量超过 2 万家，是我国药房渠道中影响力较强的功效护肤品牌。公司的 OTC 药房布局主要聚焦中部和西南部，以此向周边辐射。公司通过合理选择部分网点派驻 BA 的方式，优化消费者的产品体验，深入了解消费者的需求并进行精准营销，随着近年来公司品牌影响力不断提升，OTC 渠道销售收入稳定增长。

图 40：公司产品主要聚焦中部、西南部的 OTC 药房渠道覆盖



资料来源：公司业绩交流会公告，山西证券研究所

3.2.4 持续推进 CS 新型渠道，线下体验赋能品牌运营

持续推进 CS 新型渠道布局，试水线下直营店。由于线上流量成本高昂、营销推广费用持续增长，美妆品牌纷纷将拓展线下渠道、多维度触达消费者作为品牌增长的突破口。公司积极拓展新型线下销售渠道，以美妆集合店屈臣氏为主，22 年持续推进与屈臣氏的合作，完成屈臣氏门店铺设，并不断提升单店产出和效率，为公司业绩贡献增量。此外，公司还开始试水线下直营店，提供 1 对 1 的专业服务，与私域链接形成流量闭环，提供更好的会员体验。22H1 公司新开线下直营店 24 家，线下自营收入占主营比重为 0.11%，对公司经营业绩影响较小。

图 41：屈臣氏 O+O 模式服务多元化，获得消费者青睐



资料来源：屈臣氏&CBNData，山西证券研究所

线下体验赋能品牌运营，联名营销提升渗透力。贝泰妮集团公众号发布的中期业绩报告显示，截至 22H1，

公司已入驻超 4000 家屈臣氏店铺，覆盖近 500 个城市。屈臣氏创新提出 O+O 模式将实体店铺和线上平台无缝链接，为顾客提供更精细、更便捷的购物体验，有效赋能薇诺娜的线下品牌运营。店内设有专业肌肤分析仪器，通过体验促成用户购买。在屈臣氏渠道的加持下，21H1 为公司线下渠道带来了+92.7%的销售增量。同时，屈臣氏与薇诺娜合作，以 2021 中国航天年为契机，通过首席萌宠官「屈奇」与薇诺娜进行联名营销，推出屈奇限定礼盒款，满足 Z 世代云撸猫和重颜值的双重需求。通过优质 KOC 分享并引发 IP 话题发酵，进一步加速薇诺娜在 Z 世代消费者中的渗透力，助力品牌年轻化和营销转化。在屈奇限定礼盒的加持下，屈臣氏为薇诺娜带来了大量新增用户。

图 42：屈臣氏 O+O 助力薇诺娜发力全渠道、屈臣氏与薇诺娜联名 IP 营销



资料来源：百度图片、新浪网、小红书，山西证券研究所

3.3 新媒体投放矩阵+创新营销品宣，树立敏感肌护肤专业品牌形象

3.3.1 多元化新媒体营销策略，多层次覆盖目标消费群体

成熟的营销体系与较高的品牌知名度为产能消化提供保障。在功效护肤市场中，电商渠道红利和新媒体营销带动了国货品牌的崛起。在媒体和销售渠道去中心化时代，公司充分利用“皮肤学及专业渠道背书+跨界联名扩大声量+明星效应+持续发力直播带货”的一整套营销策略让品牌在多个渠道走红。在对营销方

式变化的把握方面，公司找到圈层的核心目标人群，主打具有代表性的 95 后和 00 后，充分利用多元化的新媒体营销渠道，通过微博、微信公众号、小红书、抖音、知乎等新型社交媒体，凭借 KOL 种草、公众号文章、短视频直播等方式进行产品内容营销推广，多渠道、多层次覆盖目标消费群体。成熟的营销体系和较高的品牌知名度保证了公司产品持续稳定的市场需求，同时也为公司未来新增产能的产能消化提供了有力保障。

图 43：薇诺娜新媒体平台投放策略



创新营销活动提高产品曝光。日常优选中腰部医护达人种草宣传提供声量基础，大促节点联动头部达人和明星提高品牌声量。





资料来源：百度图片、薇诺娜公众号&小程序、小红书、抖音快手等，山西证券研究所


3.3.2 情感营销+跨界联名营销，树立专业品牌形象

双 11 期间多元场景营销，树立敏感肌护肤专业的品牌形象。公司重视对消费者的教育，品牌宣传时通常以皮肤学专家形象为主，通过线上直播、短视频等形式密集输出专业护肤知识，转递正确的护肤理念，提高用户的护肤意识。公司倾向于通过知乎、小红书等垂直领域的内容平台，直接面向对皮肤护理专业性、安全性要求较高的人群，通过开展专业化的产品教育，形成内容沉淀，实现从广度到精度的聚焦。凭借差异化的创新营销策略，公司在市场中树立了专业的品牌形象，并在专注敏感肌肤护理领域拥有了较高的品牌知名度。在 22 年双 11 期间，薇诺娜围绕大促活动的各个节点，通过明星代言、线上综艺、直播专场、跨界联名等多元场景营销，让品牌多维度触达不同消费圈层，不断强化“专注敏感肌肤”的功效性护肤品牌理念，稳固国内功效性护肤领导者的市场地位；除了维持以往专业流量塑造的口碑营销，今年着重从情感营销和跨界联名营销两方面入手，持续强化消费者的购物心智和品牌认知。

表 4：薇诺娜双 11 期间的全域营销矩阵

时间	营销模式	营销实例
10 月 9 日	薇诺娜参与李佳琦团队推出的直播综艺《所有女生的 OFFER2》，作为首个与李佳琦谈 offer 的国货品牌代表，话题热度较高，为之后双 11 的产品奠定基础	
10 月 20 日	在薇诺娜 12 周年之际，品牌推出由 12 个薇诺娜会员真实故事改编的情感视频《无惧敏感 特护相伴》，以薇诺娜会员生活中遭遇的敏感肌问题为主线，展现薇诺娜作为品牌陪伴消费者走过 12 年的成长和实力	

时间	营销模式	营销实例
10月21日	薇诺娜与 WONDERLAB、苏菲、浪味仙、每日黑巧等 9 个知名品牌，在微博上进行蓝 V 联动，发布态度海报，进一步传递了品牌态度和价值。最终获得 87 万的整体曝光量，网络热议话题超 2 万。	
10月30日~11月3日	薇诺娜与中国青年报、五菱汽车、新世相四方联合跨界合作，打造主题大片《稳住，下一站》，同时在线下开展“特护行动”空降上海安福路活动，还邀请到复旦大学教授答疑解惑，希望能助力年轻人走出焦虑、迷茫等情绪困局，鼓励青年保持信心和希望。 截至 11 月 11 日 12 时数据，#稳住，下一站#整体曝光量超 3 亿，网络热议话题超 10 万。	
双 11 期间	专属品牌直播 IP：《敏感肌颜研究所》推出精准修护大师课专题，邀请 12 位皮肤学专家空降直播间，结合医学专业的多元化角度输出专业内容，助力消费者从皮肤医学、产品功效等多层次科学种草产品，为品牌双 11 活动不断蓄力。	

时间	营销模式	营销实例
双 11 期间	明星种草投放：双 11 前夕，薇诺娜携手品牌代言人舒淇，发布新品特护精华，通过明星声量与品牌热度相互协同，提升新品和品牌关注度；11 月 2 日，防晒品类代言人张钧甯上线天猫直播间，在线答疑粉丝群体敏感肌肤困扰，借助代言人流量输出专业内容，从而助力销售转化。	

资料来源：薇诺娜公众号、聚美丽、李佳琦微博等，山西证券研究所

4. 盈利预测、估值分析和投资建议

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，以及线上线下的双向配合，发挥渠道运营上的优势，凭借良好的产品质量和专业化的品牌口碑，在消费升级和国货热潮的带动下，成功把握住功效护肤赛道快速增长的发展机遇，主品牌薇诺娜在国内敏感肌护肤赛道的市占率保持领先。公司不断完善线上线下的相互渗透和营销链条的长线铺设，线上的产品销售结合线下的服务体验，形成了完整的用户销售闭环。短期来看，公司在多元渠道创新营销的推动下，凭借线上自营平台的高增和线下 OTC+屈臣氏渠道的高效赋能，持续引领全渠道协同快速增长；长期来看，公司凭借敏感肌护肤赛道的专业品牌形象，通过独特成分和技术研发搭建的壁垒较强，品牌矩阵逐步搭建，助力公司进一步开拓国内外市场，不断提升品牌心智和市场占有率。

4.1 品牌成长空间：渠道拓展+完善品牌矩阵

在独特成分和研发技术的支撑下，公司拥有清晰的品牌定位，具备优秀的品牌塑造能力。公司未来的成长空间主要来自于品牌矩阵的不断完善，从目前的战略方向来看，未来婴童护理薇诺娜 Baby 和高端抗衰 AXOMED 将是重点布局方向，有望成为公司的第二增长曲线，助力公司打造大健康生态的品牌集团。

薇诺娜：主品牌，主打敏感肌专业护理，产品线齐全，是公司长期聚焦和深度打造的主要品牌。品牌空间来自于 1) 行业：功效护肤赛道增速高于行业整体，品牌市场率 19.3%保持领先，品牌竞争力持续提升；2) 产品：主要大单品特护霜稳定功效销售，同时产品端不断丰富，系列新品持续推广；3) 渠道：线上渠道持续快速增长，线下覆盖 2 万余家 OTC 渠道和屈臣氏，未来 OTC 渠道持续拓展，屈臣氏单店产出提升，

叠加公私域结合的 O2O 销售模式持续带动销售和利润增长。

薇诺娜 Baby：继承薇诺娜品牌基因，是以儿童皮肤科学为基础的婴童皮肤专业护理品牌，主要用于修护婴儿湿疹，定价中高端。主打产品拥有新生儿临床试验基础，产品首席科学家是首都儿童医院的皮肤科主任马林教授。22 年品牌实现产品升级，规模持续扩大，以薇诺娜医研共创+植物精粹的品牌基因，未来 Baby 有望打造中国婴幼儿护肤第一品牌。

AOXMED 瑗科缦：22 年公司推出的自有品牌，主打高端抗衰。成分上运用公司研发多年的多维抗老精萃美雅安缦 MLYAAT-1002，目前有专妍、美妍、萃妍三大产品系列，推广方式将以线下医美院线渠道为主。国内高端抗衰领域还未出现成名品牌，市场主要以欧美高端品牌为主，国产品牌高端市场相对空白，布局 AOXMED 有望为公司带来中长期的持续增量。

图 44：品牌矩阵持续完善，助力集团可持续增长



资料来源：解数咨询、AXOMED 官网，山西证券研究所

4.2 盈利预测及估值分析

盈利预测依据：我们按照主营业务的渠道拆分进行盈利预测。公司主要通过线上渠道销售，2018-2021 年公司线上占比从 71%升至 82%。在当前市场环境中线上渠道销售仍然占据主流，公司线上经营优势明显，自营和分销渠道均保持快速增长，渠道占比在未来 1-2 年内有望保持稳定。预计公司 22-24 年线上渠道整体增速分别为+39.2%/+35.6%/+29.9%，营收分别达到 45.9/62.3/80.9 亿元；当前公司主要通过 OTC 渠道和进驻屈臣氏等 CS 渠道发力线下渠道分销，而线下自营占比较小。综合来看，线下渠道占比将逐步提升，不过由

于线下基数较小，且存在疫情影响的不确定性因素，未来 2 年渠道占比预计保持在 15%-20%之间。预计公司 22-24 年线下渠道整体增速分别为+36.2%/+30.1%/+25%，营收分别达到 9.6/12.5/15.7 亿元。

表 5：公司盈利预测-主营业务按渠道拆分（百万元）

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2,636.49	4,022.40	5,570.26	7,491.14	9,664.29
yoy	35.64%	52.57%	38.48%	34.48%	29.01%
毛利率	76.25%	76.01%	75.79%	75.58%	75.39%
线上渠道	2,171.80	3,299.79	4,592.86	6,227.43	8,086.90
yoy	46.38%	51.94%	39.19%	35.59%	29.86%
占比	82.37%	82.04%	82.45%	83.13%	83.68%
线上自营-官方旗舰店+自建平台	1,658.27	2,532.46	3,672.06	5,140.89	6,837.38
yoy	54.28%	52.72%	45%	40%	33%
线上经销、代销	513.53	767.33	920.79	1,086.54	1,249.52
yoy	25.61%	49.42%	20%	18%	15%
线下渠道	448.78	707.98	963.90	1,253.72	1,567.39
yoy	-0.44%	57.76%	36.15%	30.07%	25.02%
占比	17.02%	17.60%	17.30%	16.74%	16.22%
线下经销、代销	446.30	706.36	960.64	1,248.84	1,561.05
yoy	-0.30%	58.27%	36%	30%	25%
线下自营	2.48	1.63	3.25	4.88	6.34
yoy	-20.49%	-34.52%	100%	50%	30%
其他业务收入	15.91	14.63	13.50	10.00	10.00

资料来源：公司年报，山西证券研究所

表 6：可比公司估值水平比较（截止 2022.11.28 收盘价）

		收盘价	EPS				PE		
			2020A	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
603605.SH	珀莱雅	169.5	2.9	2.6	3.3	4.2	65.2	51.4	40.8
300957.SZ	贝泰妮	129.4	2.1	2.8	3.6	4.6	46.7	36.3	28.4
688363.SH	华熙生物	106.2	1.6	2.1	2.8	3.6	49.8	37.9	29.5
603983.SH	丸美股份	36.5	0.6	0.6	0.7	0.9	58.0	48.8	41.6
600315.SH	上海家化	28.4	1.0	0.9	1.1	1.3	33.0	26.5	22.2
300740.SZ	水羊股份	11.6	0.6	0.7	1.1	1.4	16.6	11.1	8.2
603630.SH	拉芳家化	14.0	0.3	0.3	0.4	0.4	41.5	37.1	32.5
可比公司均值			1.3	1.4	1.9	2.3	44.3	35.5	29.0

资料来源：Wind，山西证券研究所（其中珀莱雅、贝泰妮、上海家化为自行预测，其余为万得一致预期）

估值及投资建议：公司定位于敏感肌肤护理，品牌矩阵不断丰富，在巩固主品牌优势的同时，发力婴童护肤品牌，进军高端抗衰领域。公司坚持线上线下协同发展，优化公域、搭建私域，线上渠道实现快速增长。我们看好公司领先的品牌占有率优势、专业的产品品质和自主研发技术，以及精准的营销触觉，预计 2022-2024 年 EPS 分别为 2.8/3.6/4.6 元。横向对比，公司在 A 股品牌化妆品标的的中估值水平处于均值附近，位于自身历史低位，考虑到公司属于敏感肌护肤赛道稀缺标的，相比一般护肤赛道具有更高的估值溢价空间。对应公司 11 月 28 日收盘价 129.4 元，2022-2024 年 PE 分别为 46.7X/36.3X/28.4X，维持“买入-B”评级。

5. 风险提示

5.1 行业竞争加剧风险

相较于本土化妆品品牌，国际知名化妆品品牌依托强势的品牌地位及强大的资金实力，在市场竞争中占据一定优势。由于线上仍将是公司实现销售的重要渠道，国际化妆品品牌在线上渠道持续的营销投入，将会挤压本土化妆品品牌在线上渠道的销售份额。

5.2 营销模式无法顺应市场变化风险

近年来，市场营销方式发生巨大变化，小红书、抖音、微博、知乎等新兴媒体流量呈现爆发式增长，网络流量入口呈现碎片化的趋势，营销渠道更为多元化。若公司不能及时把握市场营销模式的变化，迅速捕捉符合市场偏好的营销模式，则营销决策失误、获客效率下降都将会影响公司经营业绩。

5.3 销售品牌、平台相对集中的风险

公司“薇诺娜”品牌市场认可度较高，仍是公司收入的主要来源，主品牌实现的销售收入占主营业务收入的比重超过 98%，存在单一品牌占比过高的风险；同时，公司通过天猫（包括天猫超市）、唯品会、京东、微信四大平台实现的销售收入占其主营业务收入比重逐年上升，若平台合作关系、销售政策及收费标准等出现调整，同时公司未能及时拓展新兴平台，将会对公司的经营业绩带来不利影响。

5.4 委托加工、产品质量控制的风险

委托加工模式是公司主要的生产模式，在该模式下公司向委托加工厂商提供生产所需的原料，委托加工厂商按照公司要求进行产品生产，且公司产品定位决定了公司产品质量管控要求高于其他护肤品牌。若委托加工厂商出现主要设备故障、人员紧缺、生产质量控制不达标等情况，公司将面对供货不足、货品质量瑕疵、品牌忠诚度下降等问题；此外，若消费者使用公司产品产生过敏等不适现象，可能会引起消费者投诉和监管处罚等，进而影响到公司整体经营。

5.5 消费市场环境偏弱，居民购买力减少

市场环境影晌居民消费预期减弱，购买力有所下降导致终端消费不及预期；物流受限影响线上订单、线下经营成本上涨、客流受到影响，业绩难达预期。

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	1391	5225	6051	7927	9721
现金	752	2035	2662	4125	5636
应收票据及应收账款	187	247	354	455	588
预付账款	29	46	59	83	99
存货	254	463	538	821	946
其他流动资产	169	2433	2439	2444	2451
非流动资产	211	587	589	590	604
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	69	113	138	153	161
无形资产	55	65	73	83	92
其他非流动资产	87	410	377	353	352
资产总计	1602	5812	6640	8517	10325
流动负债	391	900	804	1276	1289
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	135	362	332	609	614
其他流动负债	256	538	472	667	675
非流动负债	9	134	134	134	134
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	9	134	134	134	134
负债合计	400	1034	938	1411	1423
少数股东权益	3	23	27	30	34
股本	360	424	424	424	424
资本公积	26	2846	2846	2846	2846
留存收益	813	1486	2489	3724	5210
归属母公司股东权益	1199	4755	5675	7076	8868
负债和股东权益	1602	5812	6640	8517	10325

现金流量表(百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	431	1153	896	1588	1662
净利润	544	864	1178	1515	1935
折旧摊销	25	35	57	75	81
财务费用	-1	-10	-20	-39	-59
投资损失	-3	-19	-70	-20	-20
营运资金变动	-148	224	-246	60	-270
其他经营现金流	14	59	-3	-3	-4
投资活动现金流	-86	-2558	15	-53	-71
筹资活动现金流	-121	2664	-283	-72	-80
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.28	2.04	2.77	3.57	4.56
每股经营现金流(最新摊薄)	1.02	2.72	2.11	3.75	3.92
每股净资产(最新摊薄)	2.83	11.23	13.40	16.70	20.94

利润表(百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	2636	4022	5570	7491	9664
营业成本	626	965	1348	1829	2378
营业税金及附加	46	52	64	82	108
营业费用	1107	1681	2351	3164	4093
管理费用	169	245	337	457	592
研发费用	63	113	171	221	271
财务费用	-1	-10	-20	-39	-59
资产减值损失	-15	-17	-23	-39	-47
公允价值变动收益	0	11	3	3	4
投资净收益	3	19	70	20	20
营业利润	650	1016	1393	1788	2287
营业外收入	1	11	11	11	11
营业外支出	3	9	9	9	9
利润总额	648	1018	1395	1790	2289
所得税	104	154	218	275	354
税后利润	544	864	1178	1515	1935
少数股东损益	0	1	4	3	3
归属母公司净利润	544	863	1174	1512	1931
EBITDA	650	991	1381	1763	2223

主要财务比率

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	35.6	52.6	38.5	34.5	29.0
营业利润(%)	29.4	56.3	37.2	28.3	27.9
归属于母公司净利润(%)	31.9	58.8	36.0	28.8	27.7
获利能力					
毛利率(%)	76.3	76.0	75.8	75.6	75.4
净利率(%)	20.6	21.5	21.1	20.2	20.0
ROE(%)	45.2	18.1	20.7	21.3	21.7
ROIC(%)	43.8	16.6	19.4	20.0	20.2
偿债能力					
资产负债率(%)	25.0	17.8	14.1	16.6	13.8
流动比率	3.6	5.8	7.5	6.2	7.5
速动比率	2.4	3.4	4.7	4.2	5.5
营运能力					
总资产周转率	2.0	1.1	0.9	1.0	1.0
应收账款周转率	17.6	18.5	18.5	18.5	18.5
应付账款周转率	5.6	3.9	3.9	3.9	3.9
估值比率					
P/E	100.9	63.5	46.7	36.3	28.4
P/B	45.7	11.5	9.7	7.7	6.2
EV/EBITDA	83.2	52.6	37.3	28.4	21.8

资料来源：最闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：**——公司评级**

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：**上海**

上海市浦东新区杨高南路 799 号陆家嘴
世纪金融广场 3 号楼 802 室

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业
园 5 栋 17 层

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海
国际中心七层
电话：010-83496336

