

AOXMED 作为贝泰妮聚焦抗衰的高端品牌，对比修丽可，我们发现两者在布局模式上存在异曲同工之妙，AOXMED 的实力更是不容小觑。此外，AOXMED 布局不仅对公司在财务上将

有显著拉动，对公司的长远战略布局更是具备重要意义。  
 > **修丽可起源于专业化人士的研究，产品矩阵完善，主打抗氧化抗衰功效。**修丽可创始人具备专业背景和研究成果，奠定专业化、科学化的品牌基调。修丽可发展已历经 25 年，布局国内超 10 载。国内布局上，修丽可前期布局专业医美机构，随着品牌逐步成熟，进军电商渠道，同时布局线下店铺，推行“O+O+O”模式，即专业诊所、线上旗舰店、线下精品店。在专业化品牌定位、差异化渠道铺设、持续锚定客户需求并迭代实现全系列的产品布局之下，修丽可在皮肤学级护肤市场中份额稳步上行，2016-2021 年由 1.2% 增至 5.7%，其中 2017-2021 年天猫旗舰店 GMV 由 0.41 亿增至 18.29 亿元，CAGR 为 157.73%。

> **定位抗衰市场，AOXMED 实力强劲。①主打成分美雅安缇，高效抗老。**AOXMED 核心成分美雅安缇作用多层次的皮肤抗老，实现差异化高效抗老。②**专攻医美渠道，匹配消费需求。**AOXMED 联合医美机构的轻医美项目，更敏锐的捕捉客群不同阶段的医美需求，制定个性化的长期皮肤管理方案，增强客户粘性，满足消费者的需求。③**从产品力角度，AOXMED 胜过同渠道/同价位外资品牌。**AOXMED 除了修护屏障以外，具备多层次抗老作用，效果更多元化，更高效抗老，呈现出强产品力。④**布局推广角度，AOXMED 优于修丽可。**AOXMED 作为专业化抗衰品牌，而其核心成分的功效作用机理也离不开专业化人士的教育和推广，这正是贝泰妮集团的优势所在，能够更好助力 AOXMED 打开客户口碑，做大市场，相比于修丽可所处的欧莱雅庞大体系，AOXMED 具备更高运营效率，进一步助力其品牌的快速拓展。

> **国内抗衰需求快速增长，AOXMED 未来增长可期。**行业角度，抗衰需求快速增长，据 Euromonitor 数据，2021 年中国抗衰市场规模达 722 亿元，其中护肤和医美为消费者选择抗衰的主要途径，且在热门的 30 个抗衰老护肤品牌中过半为高端品牌。在此需求大环境下，同时 AOXMED 具备较强产品力和较灵活的管理组织架构，我们看好其市场规模的快速拓展。①**短期看**，主要采用与医美专业渠道合作，当前渠道渗透率较低，后续将通过拓店方式扩大布局，完成品牌原始用户以及口碑的积累。②**中期看**，布局线上渠道，在兼具强产品力和强品牌力下，有望复刻修丽可线上发展之道。③**长期看**，全渠道布局助力品牌持续向上。线下：专业机构数量存在较大可拓展空间，二三线轻医美消费者渗透率上行趋势明显；线上：受益于品牌认知度提升，线上市场份额有望不断拓展。

> **助力集团打造健康皮肤生态，收入增长新驱动力浮现。①财务层面：**AOXMED 品牌前期拉动集团收入快速上升，但费用或有增长；随着 AOXMED 品牌影响力提升，推动品牌规模效应逐步显现，成为驱动贝泰妮的收入/业绩的新增长曲线。②**战略层面：**贝泰妮长期战略目标是**以科研创新为驱动力，打造中国皮肤健康生态。**为了实现这一目标，公司通过内部孵化、产业整合、体外孵化三个途径，进行皮肤健康生态版图建设。内部孵化上已有布局包括：薇诺娜产品管线持续丰富，完善布局功效性护肤大众市场；薇诺娜 Baby 持续精细化产品布局，持续开拓婴幼儿功效性护肤市场；薇诺娜 PRO，功效及价位升级，填充中高端市场空缺。当前集团在超高端功效性市场布局存在空缺，而 AOXMED 的推出完善布局了贝泰妮超高端品牌线，提升集团品牌附加值、升级了研发体系、弥补了公司渠道布局上的空缺。

> **投资建议：**预计 2022-2024 年公司分别实现营业收入 53/70/92 亿元，同比增长 33%/32%/30%；分别实现归母净利润 12/15/19 亿元，同比增长 33%/30%/28%，对应 PE 47/37/28 倍，维持“推荐”评级。

> **风险提示：**行业竞争加剧；营销模式无法顺应市场变化；疫情反复影响销售的风险

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	4022	5335	7034	9156
增长率 (%)	52.6	32.6	31.8	30.2
归属母公司股东净利润 (百万元)	863	1148	1491	1915
增长率 (%)	58.8	33.0	29.9	28.4
每股收益 (元)	2.04	2.71	3.52	4.52
PE	63	47	37	28
PB	11.4	9.5	8.1	6.9

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2022 年 12 月 12 日收盘价)

推荐

维持评级

当前价格：

128.51 元



分析师

刘文正

执业证书：S0100521100009

电话：13122831967

邮箱：liuwenzheng@mszq.com

分析师

郑紫舟

执业证书：S0100522080003

邮箱：zhengzizhou@mszq.com

相关研究

- 1.贝泰妮 (300957.SZ) 2022 年三季度点评：产品矩阵持续丰富，Q3 收入稳步上行-2022/10/26
- 2.贝泰妮 (300957.SZ) 2022 年半年报点评：逆境而行，敏感肌龙头再交优异答卷-2022/08/28
- 3.贝泰妮 (300957.SZ) 2022Q1 季报点评：渠道+品类拓展驱动业绩高增，归母净利 yoy +85.74%-2022/05/06
- 4.贝泰妮 (300957.SZ) 2021 年报点评：皮肤学级护肤龙头地位再稳固，高端护肤品牌价值期待-2022/03/23
- 5.【民生商社】贝泰妮：归母净利预增 51-64%，单品牌远未至天花板-2022/01/27

# 目录

<b>1 修丽可：起源于医美渠道的高端护肤品牌</b> .....	<b>3</b>
1.1 历史复盘：国内布局十载，产品矩阵完善.....	3
1.2 修丽可成功秘诀：专业化品牌定位和差异化渠道布局.....	6
<b>2 如何看 AOXMED 的成长空间？</b> .....	<b>11</b>
2.1 定位高端抗衰，AOXMED 实力强劲.....	11
2.2 AOXMED 未来将如何发展？ .....	18
<b>3 Aoxmed 的成功将为贝泰妮带来哪些增量？</b> .....	<b>22</b>
3.1 财务层面：集团增长新驱动力浮现 .....	22
3.2 战略层面：助力完善健康皮肤生态布局 .....	23
<b>4 盈利预测与投资建议</b> .....	<b>26</b>
<b>5 风险提示</b> .....	<b>27</b>
<b>插图目录</b> .....	<b>29</b>
<b>表格目录</b> .....	<b>29</b>

2022年7月，贝泰妮聚焦抗衰的高端品牌 AOXMED 官网正式上线，品牌专注于有效延缓老化进程、维持并延长年轻状态，秉承独特的 3R 护肤理念推出三大产品系列：修护 REPAIR、赋活 REJUVE、维持 RETAIN。公司以线下医美机构作为当下主要布局渠道进行品牌培育，通过功效性护肤和专业美容项目整合，打造专业的美容护肤体验。随着后续的产品逐渐成熟，AOXMED 也将进一步拓展渠道至线上，形成线上线下的全渠道布局。

**图1：AOXMED 新品**



资料来源：AOXMED 官网，民生证券研究院

我们认为，贝泰妮此次新品牌的定位和布局模式与欧莱雅旗下品牌修丽可存在异曲同工之妙。因此，我们通过对修丽可的发展路径，进一步分析 AOXMED 的未来发展以及对集团长远布局的意义。

## 1 修丽可：起源于医美渠道的高端护肤品牌

### 1.1 历史复盘：国内布局十载，产品矩阵完善

修丽可发展历经 25 年，布局国内市场超十载。修丽可 SkinCeuticals 为专业科学护肤品牌，其品牌名由“Skin（皮肤）”和“Pharmaceuticals（制药）”组成，1997 年于美国创立。2006 年，欧莱雅集团战略性收购了修丽可至活性健康化妆品部，产品定位高端人群的抗衰功效需求，2010 年品牌正式进入中国市场。

品牌创立起源于专业化人士的研究发现，产品主打抗氧抗衰功效。修丽可的发展起源于上世纪 80 年代末，创始人美国杜克大学的首席皮肤科学家 Dr. Sheldon Pinnell 在皮肤癌研究和抗氧化研究过程中发现了保持精纯维生素 C/L-抗坏血酸的配方参数以及多个抗氧化剂的发现。此后修丽可持续推出基于左旋维生素 C 原料的抗氧化明星系列产品，包括维生素 CE 复合修护精华液、CF 色斑抗氧瓶、SCF 油皮抗氧精华、A.G.E.面霜、紫米精华、色修精华。创始人的发现和后续产品的推出使得品牌基调始终围绕着专业化。

图2：修丽可品牌发展历史



资料来源：修丽可官网，天猫旗舰店，民生证券研究院

表1：修丽可主线产品

产品	推出时间	主要成分	主打功效	价位 (元)	容量
维生素 C 温和修护精华液	1996 年	左旋维 C, 阿魏酸	抗氧化, 紧致敏感肌	820	30ml
物理美白防晒霜 SPF30	2002 年	对苯二亚甲基二樟脑磺酸, 甲氧基肉桂酸乙基己酯, 甲酚曲唑三硅氧烷	防晒, 提亮肤色	310	30ml
维生素 CE 复合修护精华液	2005 年	左旋维生素 C, 维生素 E, 阿魏酸	抗初老, 紧致淡纹, 抗氧化	1520	30ml
紧致塑颜面霜 (A.G.E.面霜)	2009 年	玻色因溶液 (水, 羟丙基四氢吡喃三醇, 丙二醇), 蓝莓提取物, 植物鞘氨醇	淡纹紧致, 修护, 抗初老, 抗糖	1780	48ml
肌活修护夜间精华凝露 (REB 熬夜抗氧化瓶)	2014 年	白藜芦醇, 维生素 E, 黄岑苷	抗氧化, 紧致抗老, 肌活修护, 缓解熬夜皮肤症状	1520	30ml
臻白修护日间精华液 (CF 色斑抗氧化瓶)	2016 年	左旋维 C, 根皮素, 阿魏酸	抗氧化, 抗初老, 美白淡斑	1520	30ml
赋颜丰盈精华液 (紫米精华)	2017 年	玻色因溶液 (水, 羟丙基四氢吡喃三醇, 丙二醇), 紫米精华 (稻提取物, 糊精), 甘草酸二钾, 三重透明质酸	提拉紧致淡纹	980	30ml
臻白焕彩精华液 (发光瓶精华)	2019 年	氨甲环酸, 曲酸, 烟酰胺, 磺酸, 羟乙基尿素	美白淡斑, 淡化痘印, 提亮肤色	990	30ml
焕颜净透修护精华液 (SCF 油皮抗氧化精华)	2021 年	左旋维 C, 水飞蓟精粹, 阿魏酸	控油, 水油平衡, 提亮, 抗氧化	1520	30ml
植萃舒缓修复精华露 (色修精华)	2021 年	油橄榄叶提取物, 迷迭香叶提取物, 柚果提取物, 黄瓜果提取物, 桑根提取物	舒缓修护, 保湿补水, 修红提亮	595-1000	30ml-60ml

资料来源：NMPA，天猫，民生证券研究院

在国内市场的布局，修丽可前期布局专业医美机构，随着品牌的逐步成熟，进军电商渠道，同时布局线下店铺，推行“O+O+O”模式，即专业诊所 Office、线上旗舰店 Online、线下精品店铺 Offline 的三渠道模式：

### ①前期：专业医美院线布局

在进入中国市场后，修丽可深耕线下，布局专业医美院线渠道，包括医美机构、皮肤科诊所、医疗 Spa 等渠道，以及部分医美和专业皮肤护理零售经销商。在专业诊所渠道，修丽可主推修护类抗氧化精华及面霜，与非手术类医美，如光电项目术后修护关联。随着国内医美市场的不断发展，修丽可凭借积累的品牌口碑、优秀的成分功效、专业的护肤形象，实现品牌的迅速扩张。截至 2021 年，公司共布局约 1100 家医美机构。

**表2：2021 年修丽可精品店及合作专业机构情况（个）**

	全国	北京	上海	深圳	广州	其他城市
合作专业机构	1100	95	111	96	36	762

资料来源：公司官网，民生证券研究院

### ②后期：Online+Offline 布局

线上：2016 年修丽可入驻天猫，开拓线上渠道，在前期品牌口碑作为基础下，实现销售额和销量的快速增长。据魔镜数据，2017 年-2021 年，修丽可天猫官方旗舰店的销售额由 0.41 亿元增长至 18.29 亿元，CAGR 为 157.73%；2017 年-2021 年销量由 5.00 万件增长至 180.39 万件，CAGR 为 145.04%。按品类分类，2021 年修丽可天猫官方旗舰店中，面部精华销售额为 10.59 亿元，占比 57.87%、销量为 122.77 万件，占比 68.06%，为品牌线上收入贡献的第一大品类。

**表3：2017-2021 年修丽可天猫官方旗舰店销售额及销量**

年份	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
销售额 (亿元)	0.41	1.71	6.81	9.59	18.29
yoy	-	312.55%	298.22%	40.75%	90.80%
销量 (万件)	5.00	17.62	65.20	96.49	180.39
yoy	-	252.21%	269.97%	47.99%	86.96%

资料来源：魔镜数据，民生证券研究院

**表4：2021 年修丽可天猫官方旗舰店各品类销售额及销量**

类目	销售额 (亿元)	占比	销量 (万件)	占比
面部精华 (液态精华)	10.59	57.87%	122.77	68.06%
面部护理套装	3.34	18.25%	17.78	9.85%
乳液/面霜	1.89	10.33%	11.55	6.40%
眼部护理	0.15	0.81%	1.77	0.98%
其中：				
眼霜	0.13	0.74%	1.69	0.94%
眼部精华	0.01	0.07%	0.08	0.05%

防晒 (防晒霜)	0.06	0.33%	1.85	1.03%
面膜 (涂抹面膜)	0.04	0.21%	0.60	0.34%
洁面	0.04	0.21%	0.99	0.55%
化妆水/爽肤水	0.01	0.04%	0.17	0.09%
唇部护理 (唇部精华)	0.01	0.04%	0.19	0.10%
旅行装/体验装	0.08	0.46%	9.00	4.99%
购物金	2.07	11.33%	4.49	2.49%
兑换卡	0.01	0.07%	0.18	0.10%
其他	0.01	0.06%	9.06	5.02%
总计	18.29	100.00%	180.39	100.00%

资料来源：魔镜数据，民生证券研究院

**线下精品店拓展：**修丽可主要通过在一二线城市开设线下精品店，拓宽线下零售渠道。截至 2021 年 8 月，修丽可的线下精品店已开设 28 家，城市布局含上海、北京、成都、深圳、南京、西安等，选址多在知名商圈、百货商场，提供专业的产品体验以及独家研发的 DVANCED SKIN SCOPE 皮肤检测服务。

**表5：修丽可精品店及合作专业机构情况（个）**

	全国	北京	上海	深圳	广州	其他城市
修丽可精品店	28	2	3	3	1	19

资料来源：公司官网，民生证券研究院

**在线上与线下渠道的联动推动下，修丽可在国内市场销售呈现快速增长态势。**据欧睿数据统计的全国化妆品零售额及修丽可市场份额占比，2016 年-2021 年，修丽可零售额 5 年 CAGR 达到 81.06%，复合增速远超国内同期护肤品行业增速（2016-2021 年 CAGR 为 11%）。

**表6：2016-2021 年中国市场修丽可零售额（单位：亿元人民币）**

年份	2016	2017	2018	2019	2020	2021
国内化妆品零售额	1698.47	1881.37	2130.75	2448.98	2700.80	2938.06
yoy	-	10.77%	13.25%	14.94%	10.28%	8.78%
修丽可零售额	0.83	1.25	2.31	6.27	11.25	16.13
yoy	-	51.01%	84.43%	171.48%	79.53%	43.37%

资料来源：Euromonitor，民生证券研究院（注：因存在统计口径的差异，品牌零售额增速情况比绝对值更具可参考性）

## 1.2 修丽可成功秘诀：专业化品牌定位和差异化渠道布局

**修丽可在皮肤学级护肤市场中市场份额稳步上行。**据欧睿数据，2016 年-2021 年，修丽可在中国护肤品市场的份额由 1.2% 提升至 5.7%，市场地位快速提升，2021 年跃居皮肤学级护肤市场排名第五。

**表7：中国皮肤学级护肤品市场规模前十名品牌占比**

品牌	所属公司	2016	2017	2018	2019	2020	2021
薇诺娜	贝泰妮	10.4	12.6	14.7	15.6	16.8	19.5
理肤泉	欧莱雅	12.4	11.4	9.9	8.8	8.7	9.9
敷尔佳	哈尔滨敷尔佳	-	-	-	8.9	8.8	8.2
雅漾	Pierre Fabre	25	21.1	15.4	10.6	8.3	7.1
<b>修丽可</b>	<b>欧莱雅</b>	<b>1.2</b>	<b>1.4</b>	<b>1.9</b>	<b>3.4</b>	<b>4.7</b>	<b>5.7</b>
贝德玛	NAOS	6.8	8.8	7.9	6.6	5.1	4.6
芙丽芳丝	花王	5.3	5.6	5.4	4.6	4.6	4.3
城野医生	强生	-	-	-	5	4.3	4.3
玉泽	上海家化	2.1	2.4	2.4	2.1	4.1	3.7
珂润	花王	-	-	-	-	3.2	3.6
前十名总计		63.2	63.3	57.6	65.6	68.6	70.9

资料来源：Euromonitor，民生证券研究院

**我们认为，修丽可过往在国内的快速发展在于其专业化的品牌定位、差异化的渠道铺设、持续锚定客户需求并迭代实现全系列的产品布局。**

修丽可基于强大的研发能力，打造“专业+科学”的品牌定位。修丽可创始人杜克大学 Sheldon Pinnell 教授具备专业背景和研究成果，奠定了品牌专业化、科学化的品牌基调。2006 年被欧莱雅收购之后，修丽可也不断完善品牌的研发布局，包括通过与来自细胞和分子生物学、化学、生物物理学和医学领域的顶尖科学家建立了网络，采用多种学科合作方式了解皮肤老化过程和个人皮肤状况，进一步开发产品。此外，修丽可也背靠着欧莱雅强大的研发体系，其母公司欧莱雅 2021 年投入研究与创新的资金为 10.29 亿欧元，全球有超过 4000 名的科学家，2021 年注册专利 517 件。

**表8：Sheldon Pinnell 教授专业背景和研究成果**

详情	
简介	Sheldon R. Pinnell (2013 年 7 月 4 日去世) 是美国皮肤科医生，曾担任杜克大学 J. Lamar Callaway 皮肤病学教授。他的研究涉及防晒、光老化、胶原蛋白化学、和抗氧化剂的局部经皮吸收。2013 年，他被任命为研究性皮肤病学会的荣誉会员。
教育背景	在杜克大学获得化学学士学位，在耶鲁大学获得医学博士学位。在明尼苏达大学医学院进行了住院医师培训，并在哈佛大学和马斯诸塞州总医院进行了皮肤病学住院医师培训。
专利	用酶预防疤痕的方法- 发布日期：1985 年 6 月 18 日。专利号：4524065 稳定的抗坏血酸组合物- 发布日期：1992 年 8 月 18 日。专利号：5140043 米诺地尔类似物作为细胞增殖和赖氨酰羟化酶抑制剂- 发布日期：1994 年 7 月 12 日。专利号：5328913 抑制纤维化的方法- 发布日期：1994 年 12 月 20 日。专利号：5374660 乳蓟提取物在护肤组合物中的应用- 发布日期：2003 年 2 月 25 日。专利号：6524599 治疗真菌感染的方法- 申请日期：2003 年 8 月 14 日美国分类 514723000；424061000 包含橄榄叶提取物的局部组合物- 发布日期：2004 年 6 月 1 日。专利号：6743449 护肤组合物- 发布日期：2007 年 1 月 9 日。国际分类 A61K007/06；A61K035/78 稳定的抗坏血酸组合物和方法- 发布日期：2007 年 2 月 20 日。专利号：7179841 专利申请中：含有根皮素的抗衰老组合物- 申请日期：2007 年 3 月 20 日。美国分类：514/456；514/458；514/474；514/569；514/733；514/725

资料来源：维基百科，民生证券研究院

品牌发展初期，基于自身产品功效性，瞄准医美消费者需求，布局具备专业性的线下渠道差异化竞争，同时推出专业完备的护肤方案。对轻医美消费者而言，项目术后需求主要聚焦在促进表皮愈合、促进痂皮脱落、防止色素沉着、补水等方面。修丽可产品特性聚焦在高端抗衰及修护，选择线下医美渠道布局。**一方面，推出方案适配消费需求：**公司于 2012 年推出了“整全护肤方案”，以专业机构为核心，配合使用修丽可科学护肤方案，将“科学护理方案”、“进阶家庭护理”及“专业美容项目”三者结合；**另一方面，公司选择医美渠道布局也与其他品牌形成错位竞争：**薇姿、理肤泉先布局药房等渠道，后转战百货商场等，修丽可则线下定位医美/生美渠道进行推广。

表9：医美术后需求及对应需求下的修丽可产品

项目	术后需求	产品
皮秒	促进表皮愈合，防止色素沉着，加速色素代谢	维生素 CE 复合修护精华液，发光瓶精华
点阵激光	促进痂皮脱落，防止色素沉着，舒缓皮肤修护屏障	维生素 CE 复合修护精华液，色修精华
光子嫩肤	美白，补水，抗氧化，紧致	维生素 CE 复合修护精华液，B5 保湿精华
水光针	皮肤退红，舒缓，保湿	色修精华，紫米精华
微针美塑	保湿，收缩毛孔	B5 保湿凝胶
黄金射频微针	促进伤口愈合，紧致，抗氧化，抗衰，退红，修护屏障	维生素 CE 复合修护精华液，色修精华
超声炮、热玛吉、热提拉	淡化细纹，抗氧化	紫米精华，紧致塑颜面霜，RBE 熬夜抗氧瓶
玻尿酸注射	延长玻尿酸吸收时间，紧致	紫米精华

资料来源：小红书 app，新氧，修丽可官网，民生证券研究院整理

图3：整全护肤方案



资料来源：修丽可官网，民生证券研究院

清晰定位消费人群，在强研发实力助力下持续推新，全方位满足核心消费群体需求。修丽可的消费者定位集中在高收入、高要求的 25-35 岁都市女性，并主打专业抗氧化、修护老化迹象、预防未来损伤。以强大的研发能力为基础，修丽可不断捕捉消费者的新需求，短时间、高质量地推出新的“爆品”，从抗氧化、淡斑、美白、抗老、抗油皮等不同角度全方位进行功效性护肤。

表10: 修丽可产品系列矩阵

产品系列	预防	修护	防晒/防护	保湿	清洁与调理
产品图					
明星单品	维生素 CE 复合修护精华液、维生素 C 温和修护精华液、肌活修护夜间精华液 (REB 熬夜抗氧化瓶)、臻白修护日间精华液 (CF 色斑抗氧化瓶)、抗氧化眼精华眼霜、SCF 油皮抗氧化精华液	臻白焕彩精华液 (发光瓶精华)、赋颜丰盈精华液 (紫米精华)、植萃舒缓修复精华露 (色修精华)、植萃舒缓修复精华面膜、果酸焕活复颜精华液、紧致塑颜面霜 (A.G.E.面霜)、焕采无瑕精华乳、烟酰胺多效修护乳、舒颜修护霜、净化清洁面膜、紧致塑颜眼霜、紧致丰润眼霜、2:4:2 皮脂膜修护霜、唇部精华乳、色修精华密雾	焕彩亮白日光防护霜 SPF35、菁致容颜日光防晒乳 SPF50+ PA++++、臻薄物理日光防护乳 SPF50+ PA++++	维生素 B5 保湿凝胶、海洋菁萃保湿霜、丰润保湿霜、维生素 B5 保湿面膜	净透毛孔洁面啫喱、清润温和洁面乳、果酸焕活清透爽肤水、舒缓洁面泡沫
功效	预防自由基损伤, 保护皮肤, 预防老化, 改善老化迹象	提亮、抗氧化/抗衰、舒敏修护	广谱 UVA/UVB 防晒霜, 在多个波段提供防护, 抵御紫外线伤害	保湿补水	去除皮肤表面杂质污垢和多余的油脂, 软化角质, 平衡 pH 值, 保湿
天猫旗舰店					
GMV 占比	17.0%	68.1%	8.7%	5.3%	1.0%

资料来源: 修丽可天猫旗舰店, 魔镜数据, 民生证券研究院

除此之外, 修丽可十分重视新消费模式, 并创建新销售场景, 贡献品牌增长新路径。一方面欧莱雅紧跟数字化转型热潮, 增设独立的数字化营销部门, 推动修丽可探索新的消费交互模式, 并于 2021 年推出中国首个运用裸眼 3D VR 技术的沉浸式交互消费空间。另一方面, 修丽可通过专业的皮肤科医生、医学美容诊所和高档 SPA 中心的皮肤专家进行产品推广, 也同步运用社交媒体, 例如, 通过医生和专家们在春雨医生等社交平台, 获取粉丝和流量、取得消费者的信任, 放大品牌声量, 助力品牌产品后续多元化渠道的销售, 从而实现从相对小众的轻医美消费群体拓展至更广的受众人群。

图4: 修丽可裸眼 3D VR 超级实验室



资料来源: 腾讯网, 民生证券研究院

**结合行业未来增速情况，我们认为修丽可零售终端销售规模具较大拓展空间。**

修丽可随着品牌知名度提升，核心消费群体逐步由皮肤学级消费群体拓展至追求功效性的消费者。当下消费者对功效性需求提升，驱动功效性护肤市场规模持续上行，据弗若斯特沙利文，预计到 2027 年，中国功效性护肤市场规模有望达到 2118 亿元，2021-2027 年 CAGR 为 37.9%。拆分不同原料需求看，重组胶原蛋白为主要原料 21-27 年 CAGR 为 55.3%，动物源胶原蛋白为主要原料 21-27 年 CAGR 为 41.7%，玻尿酸为主要原料 21-27 年 CAGR 为 41.2%，其他类为主要原料的护肤品市场规模 21-27 年 CAGR 为 27.6%。修丽可主打原料属于非玻尿酸和胶原蛋白系列，作为行业的功效性护肤品牌佼佼者，同时基于其历史增速表现，我们认为其未来修丽可至少能够保持和行业整体增速一致，仍有较大拓展空间。

**表 11：2021 年至 2027 年按零售额计中国功效性护肤品市场的市场规模（单位：亿元）**

	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
重组胶原蛋白	46	72	112	174	269	416	645
动物源胶原蛋白	16	22	30	41	59	87	130
<b>胶原蛋白合计</b>	<b>62</b>	<b>94</b>	<b>142</b>	<b>215</b>	<b>328</b>	<b>503</b>	<b>775</b>
玻尿酸	78	109	154	217	306	434	617
其他	168	208	259	328	420	547	726
<b>合计</b>	<b>308</b>	<b>411</b>	<b>555</b>	<b>760</b>	<b>1054</b>	<b>1484</b>	<b>2118</b>

资料来源：弗若斯特沙利文，民生证券研究院

## 2 如何看 AOXMED 的成长空间？

### 2.1 定位高端抗衰，AOXMED 实力强劲

#### 2.1.1 AOXMED 主打成分美雅安缇，高效抗老

AOXMED 在护肤与饮品角度布局，以美容项目后修护与抗衰为核心需求方向，打造套系化抗衰，多产品矩阵可期。当前，AOXMED 系列产品分为专妍系列、美妍系列与萃妍系列，将功效护肤产品与专业美容项目相整合。其中，专妍系列定位为医美，具体分为 REJUVE 赋活系列与 REPAIR 修复系列，目前共 10 款产品；美妍系列定位于生美，分为紧致凝时系列与多层修护系列；而萃妍系列产品共两款，针对睡眠质量改善与皮肤美白，搭配专妍系列产品套餐销售。

推出基于独有专属美雅安缇 MLYAAT-1002<sup>®</sup> 的多维抗老精萃产品。全新品牌 AOXMED 研发时间长达 5 年之久，核心成分美雅安缇 MLYAAT-1002<sup>®</sup> 是团队从云南香格里拉高原珍稀植物及现代科技成果中发现抗老活性物，正交实验筛选 200 余种抗老活性物并萃炼 5000 余项配方组合，运用数十种体内外评价模型累计完成了 10 万次以上的活性筛选。该成分被应用于 AOXMED 的专妍系列产品之中，其中旗下的 REJUVE 赋活系列与 REPAIR 修护系列主打赋活修护功效；萃妍系列主推功能性饮品；美妍则在美雅安缇浓度稍有降低。

表12：当前 AOXMED 系列产品及对应价格

系列	产品名称	产品图片	主要成分	功效	价格
专妍系列	密集赋活修护精华组合		美雅安缇 MLYAAT-1002 <sup>®</sup> 、多肽及胶原	深入密集修护，丰盈赋活，紧致淡纹，强韧屏障，令肌肤柔嫩平滑，弹润紧实，赋活年轻状态	1320 元/（溶媒液 0.07g+3ml）
	密集赋活特护精华组合		美雅安缇 MLYAAT-1002 <sup>®</sup> 、多种多肽（谷胱甘肽、肌肽、棕榈酰六肽-12）及植物精萃	深入密集修护，丰润提亮，紧致淡纹，强韧屏障，令肌肤匀亮细腻，弹润紧实，赋活年轻状态	1680 元/（溶媒液 0.12g+3ml）
	REJUVE 密集赋活多效精华液		美雅安缇 MLYAAT-1002 <sup>®</sup> 及多种修护抗老成分（植物甾醇类、胶原、法国腊菊及大果越桔果提取物）	帮助肌肤自我修护，延缓老化进程，充盈滋养，紧致淡纹，强韧屏障，多效抗老，令肌肤柔滑细腻，弹润紧实，焕启年轻肌肤	6800 元/60ml 1800 元/15ml
	密集赋活精华面霜		美雅安缇 MLYAAT-1002 <sup>®</sup> 、植物甾醇类及胶原，科学配比神经酰胺、胆甾醇及游离脂肪酸	帮助肌肤自我修护，舒润滋养，紧致淡纹，强韧屏障，多效抗老，肌肤柔滑细腻，饱满紧致，重现年轻光采	4800 元/60g 1280 元/15g
	密集赋活晚安面膜		美雅安缇 MLYAAT-1002 <sup>®</sup> 、协同多种植物精萃及保湿成分	彻夜修护，舒缓滋润，紧致淡纹，强韧屏障，多效抗老，使肌肤柔嫩平滑，弹润紧致，重现年轻活力	2580 元/10g*6

REPAIR 修护系列	密集舒缓 修护精华露		美雅安缇 MLYAAT-1002®及紫 球藻、丹参根等多种植物精萃	有效舒缓刺激不适，密集修 护，紧致淡纹，强韧屏障， 令肌肤稳定舒适，柔滑润泽	2080 元/2ml*12 2580 元/30ml
	壳聚糖修护喷雾		美雅安缇 MLYAAT-1002®及壳 聚糖（羧甲基脱乙酰壳多糖）	促进肌肤自我修护，密集保 湿，强韧肌肤，肌肤稳定舒 适，沁透柔润	300 元/50ml
	舒缓洁面泡沫		美雅安缇 MLYAAT-1002®	弱酸性绵密泡沫，减少摩 擦，去除肌肤表面杂质，温 和清洁，舒缓保湿，令肌肤 稳定舒适，柔软润泽	380 元/80ml
	酵母重组胶原蛋 白凝胶		由胶原蛋白、凝胶剂、保湿剂和 少量医用防腐剂组成	促进创面愈合与皮肤修复，缩 短病程，减轻炎症后色素沉着 与瘢痕形成的风险	300 元/15g
	酵母重组胶原蛋 白贴敷料		由胶原蛋白溶液、少量医用防腐 剂和无纺布基材组成	促进创面愈合与皮肤修复，缩 短病程，减轻炎症后色素沉着 与瘢痕形成的风险	80 元/25ml -
紧致凝时 系列	瑗科缙紧致凝时 臻颜精华水		多维抗老精萃美雅安缇 MLYAAT- 1002®*及多种修护抗老成分**	沁透保湿，修护强韧，提升 紧致，缓减细纹，令肌肤柔 润紧实，重现年轻精致轮廓	-
	瑗科缙紧致凝时 臻颜精华液		多维抗老精萃美雅安缇 MLYAAT- 1002®*及多种修护抗老成分**	帮助促进胶原蛋白生成，有 效延缓老化进程，提升紧 致，盈润滋养，缓减细纹， 强韧屏障，令肌肤弹润紧 实，重现年轻精致轮廓	-
	瑗科缙紧致凝时 臻颜日霜		维抗老精萃美雅安缇 MLYAAT- 1002®*及多种修护抗老成分**	帮助促进胶原蛋白生成，有 效延缓老化进程，提升紧 致，凝润滋养，缓减细纹， 强韧屏障，令肌肤柔润紧 实，重现年轻精致轮廓	-
美妍系列	瑗科缙多层修护 舒颜精华露		多维抗老精萃美雅安缇 MLYAAT- 1002®*及丹参根等植物精萃	有效提升肌肤防御力，舒润 维稳，强韧紧致，修护屏障， 令肌肤稳定舒适，盈润饱 满，重现年轻活力	-
	瑗科缙多层修护 舒颜面霜		多维抗老精萃美雅安缇 MLYAAT- 1002®*及丹参根等植物精萃，科学 配比神经酰胺**、胆甾醇及游离脂肪 酸***	有效提升肌肤防御力，舒润 滋养，强韧紧致，修护屏障， 令肌肤稳定舒适，柔润紧 实，重现年轻活力	-
	瑗科缙舒润 温和洁面膏		美雅安缇 MLYAAT-1002®*，同时 科学配比神经酰胺**、胆甾醇及游离 脂肪酸***	温和清洁，舒缓保湿，强韧 屏障，令肌肤稳定舒适，净 透水润	-

萃妍系列	茯苓γ-氨基丁酸饮品		酸枣仁茯苓复合酵素、水、γ-氨基丁酸、浓缩苹果汁、赤藓糖醇、木糖醇、刺梨粉、柠檬酸、DL-苹果酸、果胶、甜菊糖苷、三氯蔗糖、食用香精	-	-
	刺梨石榴饮品		石榴酵素、水、赤藓糖醇、浓缩苹果汁、浓缩综合莓果汁、木糖醇、重瓣红玫瑰粉、刺梨粉、混合浓缩汁、蔓越莓浓缩汁、果胶、柠檬酸等	-	-

资料来源：公司官网，民生证券研究院

### 核心成分美雅安缇推出的思路：

#### 1) 分析皮肤老化原因

内源性的皮肤老化以及外源性的皮肤老化是导致皮肤衰老的两大诱因。其中，**①内源性肌肤老化**，指的是伴随着年龄增长，皮肤新陈代谢能力下降，导致皮肤真皮内弹力纤维和胶原纤维出现衰退，胶原蛋白流失，皮肤弹力减弱容易产生皱纹，而活性酶逐渐减少，大量自由基则会损害人体组织和细胞；**②外源性肌肤老化**，包括过量紫外线照射、恶劣气候和环境污染、不良生活习惯及过度工作压力等外界因素造成肌肤生理形态和功能的改变，其中，长期暴露于紫外线下，产生过量的自由基将造成皮肤氧化，是最主要的外源性老化。

#### 2) 从皮肤老化的原理出发，挖掘市场现有抗老产品有待优化之处，打造更高效且具备差异化成分的产品矩阵

**针对内源性肌肤老化，保证胶原蛋白与弹性纤维含量是其重点，而针对外源性外界刺激，需要通过抗氧化等手段解决肌肤老化的问题。**目前，市面上推出的具备抗老成分的护肤品种类丰富，一类针对内源性肌肤老化的问题，有效成分是视黄醇（A 醇）、胜肽和玻色因，可以促进胶原蛋白的生成，以露得清 a 醇面霜、修丽可 AGE 面霜、赫莲娜黑绷带等产品为代表；另一类为解决外源性肌肤老化的产品，如珀莱雅双抗精华等抗氧化类产品、防晒产品等。

表13：针对内源性肌肤老化的相关产品

主成分	具体成分	产品名称	价格区间	作用功效
A 醇	视黄醇+腺苷+辛酰水杨酸	理肤泉 A 醇精华	305/30ml	提拉紧致、补水润泽
	三重 A 醇+透明质酸+印度獐牙菜提取物	Murad a 醇精华	698 元/30ml	皮肤紧致、锁水保湿
	A 醇+水解香桃木叶+透明质酸	露得清 a 醇面霜	500 元/58ml	抗皱修复
玻色因	玻色因+蓝莓精华+植物鞣氨酸	修丽可 AGE 面霜	819/48ml	紧致肌肤、缓解干燥、
	玻色因	赫莲娜黑绷带	1380 元/15ml	夜间除皱紧实
	玻色因+玻尿酸+B5	理肤泉 B5 精华乳	390 元/40ml	紧实弹润、淡化纹路、改善暗沉
胜肽	六胜肽	珀莱雅红宝石面霜	339 元/50g	抗氧+提亮+舒缓
	胜肽+乙酰化透明质酸钠+麦角硫因	谷雨山参面霜	319 元/50g	抗老+抗氧
	胜肽+VC 衍生物	Olay 新生塑颜金纯面霜	259 元/50g	改善皱纹、提升紧致度与水润度

资料来源：天猫官方旗舰店，民生证券研究院整理

**核心成分美雅安缇作用于多层次的皮肤抗老，实现差异化高效抗老。**消费者对抗衰的需求逐渐精准化、深入化和全面化，医美手段结合功效性护肤品的术后修护&护理成为抗衰的新思路。核心成分美雅安缇可以修复皮肤屏障、舒缓抗炎和抗氧化，从深部对抗老，把营养送达至真皮层，起到全面抗老的功效。**1) 针对表皮层**，细胞裂解滤液，提高角化细胞角化套膜蛋白种丝聚蛋白和兜甲蛋白数量，坚固角质细胞，修护表皮屏障，**提升屏障强韧程度**；**2) 针对真皮层**，丹皮提取物和麦角硫因逆转衰老蛋白，保护细胞、避免其较早凋亡，长心卡帕藻提取物有效抑制成纤维细胞染色体端粒酶 POT1 和 TPP1 减少、减少端粒缩短，维持细胞复制增殖功能。桑根提取物和棕榈酰里六肽 - 12 则促进 1 型和 3 型胶原蛋白生成，**通过“开源”+“节流”方式最终增加基质的净含量**；**3) 对于皮下**，β-丙氨酰羟脯氨酰二氨基丁酰苜蓿基肽竞争抑制肌肉中乙酰胆碱与乙酰胆碱受体结合。干日菊提取物可以阻断 Na<sup>+</sup> 离子内流通道，减少神经冲动信号传递，**从而协同到达减少皮下表情肌收缩，起到平滑表情纹的作用。**

图5：AOXMED 多维抗老精华



资料来源：AOXMED 瓊科纓学院微信公众号，民生证券研究院

**核心成分的高效抗老功效离不开公司强劲研发实力。公司实际控制人郭博士**具有丰富的科研背景，曾任国内外多所高校讲师、教授，曾任世界自我药疗产业联盟主席、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。**公司首席顾问何黎女士**现为昆明医大第一附属医院皮肤科主任，在损容性皮肤病及皮肤美容方面具备丰富的理论基础与临床经验，提出了恢复皮肤屏障学的重要理论，并且开创了我国皮肤学痤疮研究领域的先河。**在研发团队方面**，贝泰妮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，拥有一支多学科交叉、专业结构合理的人才队伍。截至 2021 年，贝泰妮共有研发人员 236 人，占员工总人数 10%；在研发投入方面，2021 年贝泰妮研发费用达 1.1 亿元，占营业收入 2.81%，研发费用占营业收入比率处于行业前列。**此外，2022H1 公司完成了整个研发体系的重构，强化了活性原料的研发，主要涉及三个方面：①建立云南特色植**

**物筛选研发中心**，5 年之内对 2000 个以上的药用植物进行筛选，找到更多适合的云南植物做化妆品原料。**②创新原料研发中心**，聚焦生物发酵，化学合成多肽、胶原蛋白等。**③发力合成生物学**，通过该模式，规模化生产原本植物体内含量较小的成分，把握核心技术，同时实现成本管控。

**表14：何黎教授专业背景和研究成果**

详情	
简介	何黎教授是现任昆明医科大学第一附属医院云南省皮肤病医院执行院长，任国家教育部“高原光损伤性皮肤病发病机制及防治研究”创新团队的学科带头人、国家临床医学重点专科负责人、全国痤疮研究中心首席专家、全国光医学及皮肤屏障研究中心负责人、国家化妆品不良反应诊断机构负责人、云南省协同创新中心负责人、云南省科技领军人才，曾获得国家及省内多项科研大奖，2019 年当选国之名医。
教育背景	1985 年毕业于昆明医学院临床医学专业，2006 年毕业于云南大学，获博士学位。1993 年——1995 年留学泰国朱拉隆功大学，专修皮肤美容。职业生涯中代表中国皮肤医学界多次赴美、英、法、日、韩等国际最前沿的皮肤医学研究地区进行学术交流。
曾主持的重大科研项目	国家自然科学基金 日光性角化病中 TGF-β/Smad 信号传导通作用机理的研究 2008 年-2011 年 国家自然科学基金 高原地区痤疮与雄激素调控酶基因相关性的研究 2010 年-2013 年 云南省科技厅 专项攻关含主要皮肤附属器人工皮肤的制备 2007 年-2011 年 云南省科技厅应用基础研究计划重点项目 应用人皮肤模型进行紫外线致皮肤光损伤机理的研究 2007 年-2011 年 云南省科技厅应用基础研究计划重点项目 云南省汉族重型痤疮遗传库建立及易感基因的研究 2010 年-2013 年 云南省创新团队-光线性皮肤病云南省省院省校合作项目 薇诺娜医学护肤品系列产品研制及产业化 2009 年-2012 年
申请并受理专利	含重楼提取物的治疗痤疮的功效性护肤品及制备方法 一种含有青刺果油的功效性护肤品及制备方法 一种含马齿苋提取物的功效性护肤品及制备方法 用于特应性皮炎辅助治疗的功能性制剂及制备方法 一种用于激光术后皮肤修复的功能性制剂及制备方法

资料来源：百度百科，民生证券研究院

## 2.1.2 专攻医美渠道，匹配消费需求

**AOXMED 布局产品与需求的匹配：AOXMED 产品终端定价千元以上，锚定人群年龄 25 岁+，主打抗衰功效性，适用于医美项目后、有年轻化需求的肌肤。**  
**AOXMED 联合医美机构的轻医美项目，更敏锐的捕捉客群不同阶段的医美需求，制定个性化的长期皮肤管理方案，增强客户粘性，满足消费者的需求。**

借助集团强线下实力，专攻医美渠道，同时产品价位/功效与核心消费者能力和需求完全匹配。贝泰妮的快速发展起源于其较强的线下布局实力，而在 AOXMED 布局方面，公司的思路为借助已有线下实力，专攻医美渠道，实现集团层面线下渠道更加完善的布局。近几年消费者对医美的认识不断提升，拉动医美行业持续向上发展，轻医美凭借其恢复期短、效果显著等特点市场规模呈现快速增长，

其中轻医美规模由 2018 年的 500 亿元增长至 2021 年的 977 亿元，3 年 CAGR 达 25%；轻医美的用户规模由 2018 年的 740 万人增长至 2021 年的 1813 万人，3 年 CAGR 为 34.8%。**①对应医美用户画像：**多为具有稳定收入的企业白领，家庭月收入在 1.5 万元-5 万元的占比较高，呈现较高的消费能力；**②年龄结构上：**25 岁-40 岁以上占比达 80%。这类型的人群也与高端护肤品的人群画像存在重合（以赫莲娜的消费画像为例，赫莲娜官微粉丝人群画像中 90 后和 95 后占整体人群的 58.63%；其中，87.53% 的人拥有高学历，37.94% 为高净值人士）。**我们认为，该渠道有较大部分消费者既是医美消费者又是高端护肤消费者。**

**表15：轻医美市场规模及用户规模**

	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E
轻医美规模 (亿元)	500	600	773	977	1207	1461
yoy	25%	20%	29%	26%	24%	21%
用户规模 (万人)	740	1120	1520	1813	2093	2354
yoy	85%	51%	36%	19%	15%	12%

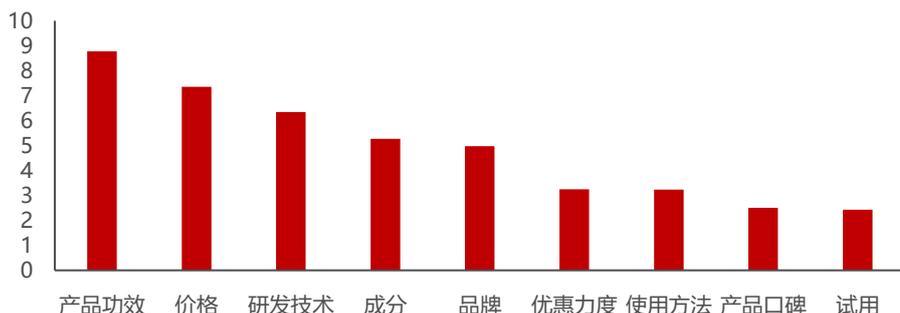
资料来源：弗若斯特沙利文，民生证券研究院

**表16：2020 年中国医美用户画像**

职业	占比	家庭月收入	占比	年龄	占比
企业一般管理人员	32.3%	10000 元及以下	1.3%	18-25 岁	8.9%
企业中层管理人员	18.9%	10001-15000 元	8.7%	25-30 岁	30.6%
企业普通员工	14.9%	15001-20000 元	27.7%	30-35 岁	31.6%
		20001-50000 元	52.0%	35-40 岁	19.0%
		50000 元以上	10.3%	40 岁及以上	10.0%

资料来源：艾瑞咨询，民生证券研究院

**对此类人群，我们认为医美+高端护肤消费群体在购买抗衰功效产品时，会更加看重是否符合自身肤质、产品成分与功效性，以及是否专注抗老功效，而且随着年龄上升，对于护肤概念更加专业与明确，对于产品功效的关注度不断提升。**相对而言，高端护肤品的用户更为看重的是产品功效性。而 AOXMED 从医美渠道切入，推出的美雅安缇成分从功效性护肤视角可以高效满足医美消费者的多层次抗衰需求，产品价格范围也与需求人群的消费能力相匹配。

**图6：选购抗衰老护肤品的关注点热度指数**


资料来源：微热点研究院，民生证券研究院

### 2.1.3 产品力角度：胜过同渠道/同价位外资品牌

我们以面霜产品为例，对比 AOXMED 生机霜与同类或同价位段外资产品修丽可 242 面霜、赫莲娜黑绷带面霜：

①修丽可 242 面霜：销售价格为 1580 元/48ml，其中，神经酰胺、胆固醇和脂肪酸三种脂质比为 2:4:2，是模拟人体皮肤屏障结构的黄金比例，可以加速受损皮肤屏障修复，稳定角质层结构，加速皮肤自我修复，起到重建脂质屏障作用。

②AOXMED 生机霜：价格为 1280 元/15g，主要成分为美雅安缇，突破性作用于皮肤老化的不同层面，长期持续性从内源抗老，抵御老化损伤，起到屏障修复与强化、多层次抗老、预防早衰的功效性作用。

③赫莲娜黑绷带面霜：售价为 1380 元/15ml，主要成分为玻色因，主要功效包括促进受损肌肤组织的修复，增强肌肤的屏障保护、促进胶原蛋白再生。

表17：AOXMED 面霜产品与修丽可、赫莲娜对比

产品	修丽可 242 面霜	AOXMED 生机霜	赫莲娜黑绷带面霜
图例			
价格	1580 元/48ml	1280 元/15g	1380 元/15ml
主打成分	神经酰胺 1&3、胆固醇、脂肪酸	美雅安缇	高浓度玻色因
主要功效	修护缺水屏障、修护老化屏障、重建脂质屏障	屏障修护与强化、多层次抗老、预防早衰	促进受损肌肤组织的修复，增强肌肤的屏障保护、促进胶原蛋白再生

资料来源：公司官网，民生证券研究院

我们认为，AOXMED 与修丽可相比，修丽可 242 面霜主打修护屏障作用，而 AOXMED 生机霜除修护屏障之外，还具备多层次抗老的作用，效果更具备多样化；与同价位端的产品赫莲娜黑绷带相比，体现在其作用效果的发挥效率更高，其中赫莲娜的抗老作用主要是通过玻色因刺激再生胶原蛋白，而 AOXMED 则为不仅能够刺激再生胶原蛋白，还能够实现保护细胞、避免其较早凋亡以及维持细胞的复制繁殖能力，更高效抗老，呈现出强产品力。

### 2.1.4 布局推广角度：AOXMED 优于修丽可

组织架构角度上，贝泰妮灵活性更强，AOXMED 发展速度将有望超过修丽可。贝泰妮以创业团队的模式进行品牌的拓展延伸，即员工组建创业团队，上市公司投资、创业团队持股的形式。在该模式下，对团队的激励效果更直接、团队的运作更灵活，相比于修丽可所处的欧莱雅庞大体系，AOXMED 有望具备更高运营效率，进一步助力其品牌的快速拓展。

以产品力为基础，借助集团已有专业人士资源，AOXMED 品牌口碑有望快速提升。消费者在选购抗衰护肤品时，产品的功效和研发技术对消费决策有直接影响，而在前期对消费者关于产品的功效性和研发技术的教育，多源自专业化人士的分析，**AOXMED 作为专业化抗衰品牌，而其核心成分的功效作用机理也离不开专业化人士的教育和推广，而这恰好是贝泰妮集团的优势所在，能够更好助力 AOXMED 打开客户口碑，做大市场。**

AOXMED 采用在不同渠道上进行产品区分布局的方式，可以较好避免修丽可后期在线上线下同步发展过程中存在价格不一致的问题。首先修丽可在出货时给线上渠道和线下医美机构方面本身并未存在产品线的区分，随着国内化妆品行业竞争加剧，线上活动的促销力度逐年增强，修丽可产品在线上价格优惠力度远大于线下医美机构，致使消费者直接线上购买，线下医美机构端更难持续进货推广销售。而 AOXMED 在渠道布局上，产品分系列进行区隔，较好的避免了修丽可过往发展中出现的问题。

## 2.2 AOXMED 未来将如何发展？

从行业角度看，抗衰需求快速增长，其中护肤和医美为消费者选择抗衰的主要途径。近年来，全球抗衰市场火热，全球市场从 2015 年 1395 亿美元增至 2021 年 2160 亿美元，2015 年至 2021 年 CAGR 达 7.6%。同时，国内抗衰市场在国民可支配收入持续增长以及抗衰市场消费者逐渐低龄化的趋势下进入发展快车道。据 Euromonitor 数据显示，2021 年中国抗衰市场规模达 722 亿元人民币。目前主流的抗衰老途径中，护肤品和医美成为最受公众关注的两大途径。

**表18：2015 年-2021 年全球抗衰老市场规模（亿美元）**

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
市场规模	1395	1500	1640	1770	1917	1944	2160
yoy	5.70%	7.53%	9.33%	7.93%	8.31%	1.41%	11.11%

资料来源：艾媒咨询，民生证券研究院

**表19：抗衰老途径网络传播热度指数**

抗衰老途径	网络传播热度指数
护肤品	58.3
医美	28.72
健身	22.18
药物或保健品	10.03
注重饮食	2.99

资料来源：微热点研究院，民生证券研究院

**表20：2022 年中国消费者进行抗衰老的途径**

抗衰老途径	占比
健身	68.2%
护肤品	62.4%
注重饮食	49.9%
保健品	48.4%
医美	42.8%
其他	0.2%

资料来源：艾媒咨询，民生证券研究院

**具体看两大抗衰方式的市场情况：①在医美市场中，抗衰用户规模数量较大。**

参考新氧数据颜究院与新华财经的联合调研样本，医美抗衰用户约占医美总用户规模的 64.36%，根据 Mob 研究院数据测算，2021 年中国医美抗衰市场用户数量为 1163 万人。

**表21：医美项目意愿占比**

项目	占比
提拉紧致	48.16%
嫩肤	15.38%
美体塑型	10.70%
脂肪填充	8.03%
瘦脸	5.35%
植发养发	3.68%
牙齿美容	3.34%
激光脱毛	1.00%
其他	4.35%

资料来源：新氧，民生证券研究院

**②在护肤市场中，面部抗衰护肤市场规模呈现快速增长，其中高端抗衰品牌消费者中热度更高。**据美修大数据，我国面部抗衰护肤市场由 2018 年的 430 亿元将增长至 2022 年的 907 亿元，4 年 CAGR 达到 20.5%。其中，据微热点研究，热门的 30 个抗衰老护肤品牌中有 18 个品牌为高端品牌。从市场规模角度，据欧睿数据，2021 年中国高端抗衰护肤市场规模达到 549 亿元，4 年 CAGR 达 33.0%，高于中国抗衰市场的 4 年 CAGR 9.4%。

**表22：抗衰老护肤品品牌热度（2021 年）**

中高端品牌		大众品牌	
品牌	品牌热度	品牌	品牌热度
雅诗兰黛	6.94	欧莱雅	5.58
兰蔻	5.14	OLAY	2.93
资生堂	4.50	兰芝	1.86
SK-II	4.18	LAN 兰	1.69
海蓝之谜	3.42	薇诺娜	1.37
赫莲娜	2.85	丸美	1.36
悦目之源	2.46	珀莱雅	1.19
科颜氏	2.18	悦诗风吟	1.17
娇韵诗	1.98	百雀羚	1.16
馥蕾诗	1.84		
迪奥	1.81		
香奈儿	1.65		
雅顿	1.64		
娇兰	1.48		
CPB	1.43		
修丽可	1.41	-	-
菲洛嘉	1.39	-	-

雪花秀	1.37	-	-
黛珂	1.27	-	-
希思黎	1.21	-	-
阿玛尼	1.19	-	-

资料来源：微热点研究，民生证券研究院

**我们认为，不仅 AOXMED 所处行业当下具备高需求高增长趋势，给予了品牌高速发展的基础，同时其自身实力较修丽可更为突出，品牌向上动能强劲：**

**①短期维度：AOXMED 主要通过结合医美项目提供疗程化服务，其增长将受益于渠道的不断拓宽。** AOXMED 的品牌前期拓展主要采用与医美专业渠道合作，通过拓店的方式持续扩大市场布局，进而完成品牌原始用户以及口碑的积累。基于 AOXMED 较高的产品定价，适合具备较高收入水平和消费能力的消费者，且其采用与同城医美机构联合，达到双赢效果的商业模式，也让 AXOMED 前期倾向于主要布局一线以及新一线城市的医美机构。截至 2022 年 8 月，一线及新一线的正规医美机构数共计 1212 家，公司可拓展空间较大。

**表23：一线及新一线城市的医美渠道布局就 AOXMED 渗透率情况**

	2020	2021	2022
正规医美机构数量	864	1126	1212
yoy	-	30%	8%

资料来源：企查查，民生证券研究院

**②中长期维度：线上渠道发力，品牌力+产品力助推线上市场拓展。** AOXMED 在线下专业渠道的拓展和专业化人士的背书，为其打下了扎实的品牌力基，兼具强产品力和强品牌力的 AOXMED 有望复刻修丽可线上发展之道：修丽可在线下品牌力逐步建立后，于 2016 年接入线上公域流量，据魔镜数据，2017 年修丽可天猫旗舰店销售额约为 0.5 亿元人民币，2021 年修丽可天猫旗舰店销售额约为 18.2 亿元人民币，2017 年至 2021 年 CAGR 达 151%。

**表24：2017-2021 年修丽可天猫旗舰店销售情况**

	2017	2018	2019	2020	2021
GMV (亿元)	0.5	1.8	6.8	9.6	18.2
yoy	-	283%	288%	41%	90%
销量 (万件)	-	17.6	65.2	96.5	180.4
yoy	-	-	270%	48%	87%

资料来源：魔镜数据，民生证券研究院

**③长期维度：竞争力持续强化，全渠道布局助力品牌向上。** 线下渠道方面，二三线医美消费人群渗透率的提升和 AOXMED 医美机构数量的拓展均对 AOXMED 的拓展有直接拉动作用，其中，根据新氧数据颜究院，尽管受到疫情的影响，我国

的一线城市以及新一线城市的近三年的医美消费人群依旧保持在人口数量的 30% 以上。同时，二线城市的医美消费人群占比连续三年保持增长，至 2021 年，二线城市医美消费人群占比增长至 18.3%，二三线城市医美消费者渗透率呈上升趋势。

**线上渠道角度**，天猫渠道在消费需求驱动下持续向上，此外国内企业更懂多样化的线上渠道布局，也将有望成为未来的一大驱动力。

**表25：2019-2021 年城市医美消费人群占比**

城市类型	2019	2020	2021
一线城市	37.0%	33.6%	36.2%
新一线城市	41.3%	40.9%	38.8%
二线城市	15.3%	18.0%	18.3%
三线城市	4.2%	5.4%	5.2%
四线城市	1.0%	1.3%	1.2%
其他	1.2%	0.7%	0.3%

资料来源：新氧数据颜究院，民生证券研究院



## 3.2 战略层面：助力完善健康皮肤生态布局

贝泰妮的终期战略目标是**以科研创新为驱动力，打造中国皮肤健康生态**。为了实现这一多元化的目标，公司通过内部孵化、积极进行产业整合、以及体外孵化三个途径，进行皮肤健康生态版图的建设。**积极产业整合和体外孵化体现在对外投资方面**：2021年，贝泰妮分别成立投资公司海南贝泰妮创业投资私募基金管理有限公司、海南贝泰妮投资有限公司、海南贝泰妮私募基金管理有限公司。2022年公司先后投资彩妆品牌方里 FUNNY ELVES 和使用自有资金认缴出资 1 亿元投资杭州红杉晟恒股权投资合伙企业（有限合伙）。红杉基金深度布局消费领域美业赛道投资，国货美妆是其重点关注品类，投资经验丰富，曾是贝泰妮天使投资人。公司有望通过投资红杉基金接触更多行业资源，稳固公司主业并布局产业链上下游，拓宽品类生态，加强公司抗风险能力并助推公司整体战略发展。内部孵化角度，主要体现在持续完善功效性护肤品牌矩阵。

**表27：贝泰妮对外投资概述**

时间	相关事件
2021年4月	4月6日，海南贝泰妮创业投资私募基金管理有限公司注册成立，注册资本为3000万元。4月30日，为促进海南贝泰妮创投未来业务发展，充实资本实力，红杉文德股权投资管理（北京）有限公司以1000万元认缴海南贝泰妮创投新增注册资本1000万元。本次增资完成后，贝泰妮公司持有海南贝泰妮创投的股权比例由100%变更为75%，海南贝泰妮创投仍属于公司合并报表范围内的控股子公司。
2021年10月	10月28日，海南贝泰妮投资有限公司注册成立，注册资本为6000万元。
2021年10月-11月	10月25日，贝泰妮生物科技集团股份有限公司第一届董事会第二十一次会议审议通过了《关于设立全资子公司的议案》，同意公司以自有资金人民币4000万元出资设立全资子公司海南贝泰妮私募基金管理有限公司，并授权公司经营管理层办理新设子公司的工商注册登记等相关事宜。11月23日，海南贝泰妮私募基金管理有限公司正式注册成立。
2022年6月	6月中旬，国货彩妆品牌方里 FUNNY ELVES 于近日完成数千万元A轮融资，由贝泰妮集团通过子公司海南贝泰妮投资有限公司领投、青锐跟投。
2022年6月	6月30日，为了进一步提升公司综合竞争力和盈利能力、把握战略合作机会，公司拟投资于红杉资本股权投资管理（天津）有限公司作为管理人、杭州红杉坤鹏管理咨询合伙企业（有限合伙）作为普通合伙人设立的杭州红杉晟恒股权投资合伙企业（有限合伙），并拟签署《杭州红杉晟恒股权投资合伙企业（有限合伙）有限合伙协议》。其中，公司作为红杉基金的有限合伙人之一，使用自有资金认缴出资10000万元，公司本次投资所占红杉基金份额将根据基金最终实际募集情况确认。

资料来源：公司官网，民生证券研究院

### 内部孵化角度，体现在持续完善功效性护肤品牌矩阵布局：

**薇诺娜产品管线持续丰富，完善布局功效性护肤大众市场。**自品牌创立以来，薇诺娜团队以“解决中国人常见的问题肌肤”为初心，深耕功效型护肤品的研究开发。截至2022年8月份，品牌已具有包括舒敏保湿系列、舒缓控油系列、清痘净颜系列等多达13个产品系列以面对消费者不同需求。核心大单品由特护霜逐步拓展至防晒乳、冻干面膜，2022年以来，公司也在加大精华家族系列的推广，1-3Q22，

薇诺娜面部精华 GMV 合计占薇诺娜天猫淘宝 GMV 的比重为 12.7%，从产品的布局拓展也可以看出，公司逐步由敏感肌人群逐步拓展至非敏感肌、并对产品有效性需求的人群，不断完善其薇诺娜所定位的中端市场产品矩阵搭建。

图7：薇诺娜产品系列

产品类型	产品系列	肌肤问题解决方案
洁面	舒敏保湿 <b>HOT</b>	敏感泛红 <b>HOT</b>
面膜	极润保湿	干燥细纹 <b>HOT</b>
润肤水/喷雾	舒缓控油	斑点暗沉 <b>HOT</b>
精华	清透防晒	毛孔粗大 痘痘 <b>HOT</b>
乳液面霜	清痘净颜	
眼部护理	玻尿酸保湿	
彩妆 <b>NEW</b>	美白淡斑	
特殊护理	舒敏修红	
护肤套装 <b>HOT</b>	紧致淡纹	
	柔润保湿	

图8：薇诺娜 TOP10 产品



资料来源：公司官网，民生证券研究院

资料来源：公司官网，民生证券研究院

表28：薇诺娜明星产品系列

系列	系列产品数量	价格区间	畅销产品	产品功效	畅销产品价格
舒敏保湿系列	7	88-298 元	舒敏保湿特护霜	快速舒缓敏感，提升肌肤耐受力	88 元/15g
极润保湿系列	7	168-298 元	极润保湿柔肤水	精纯补水，打造水嫩鲜肌	178 元/120ml
透明质酸系列	7	78-288 元	透明质酸修护生物膜	用于敏感皮肤、皮炎湿疹、依赖性皮炎等屏障功能受损皮肤	78 元/30g
清透防晒系列	2	218-238 元	清透防晒霜	舒缓肌肤、防晒	218 元/50g
净痘清颜系列	9	68-268 元	清痘修复精华液	收缩毛孔、淡化痘印、减少闭口粉刺痘痘反复	98 元/12g
柔润保湿系列	4	78-168 元	柔润保湿霜	舒缓敏感、泛红、灼热、刺痛、起皮、紧绷等敏感肌问题	88 元/80g

资料来源：公司官网，民生证券研究院

**薇诺娜 Baby 持续精细化产品布局，婴幼儿功效性护肤市场持续开拓。**薇诺娜 Baby 定位大众婴幼儿皮肤护理，自 2020 年品牌推出以来，公司加速渠道和产品端布局：**①渠道端**：2021 年上半年主打线下专业渠道，下半年开始拓展线上渠道，天猫旗舰店正式运营，当年荣登年度排名 TOP20。**②产品端**：当前产品种类丰富度持续提升（当前 SKU 约 20 款左右），同时针对不同年龄阶段用户产品精细化程度在持续强化，近期推出新品舒润倍安心面霜、倍护轻盈面霜（定位 0+ 婴幼儿）、两款新生儿护肤、洗沐产品等。

图9：薇诺娜宝贝倍护轻盈面霜



资料来源：薇诺娜宝贝微信公众号，民生证券研究院

**推出薇诺娜 PRO, 填充中高端市场空缺。**公司于9月推出新品牌薇诺娜 PRO, 在产品功效上较薇诺娜有一定提升, 当前臻研御龄系列产品, 包括有臻研御龄赋活精华液 (主打日间抗氧)、臻研御龄夜修精华液 (主打夜间焕新) 以及臻研御龄抚纹精华霜 (主打全天淡纹), 定价 2454 元, 从产品定价可以看出, 公司欲基于薇诺娜品牌力拓展至中高端人群, 进一步补充薇诺娜现有的品牌价格矩阵, 填补贝泰妮中高端价位空缺。

图10：臻研御龄系列产品



资料来源：薇诺娜专柜服务微信公众号，民生证券研究院

**从公司已有产品线看, 在功效性超高端市场布局存在空缺, 而 AOXMED 的推出完善布局了贝泰妮超高端品牌线, 升级了研发体系、提升了集团品牌附加值, 弥补了公司渠道布局的空缺。**贝泰妮深耕于功效性护肤品赛道, 先后推出了薇诺娜、薇诺娜 Baby 等品牌, 薇诺娜定位于大众敏感肌肤护理, 薇诺娜 Baby 是专业婴幼儿肌肤功效性护理品牌, 两个品牌均为大众功效性护肤品牌。而随着护肤品消费的升级, 且高端客户具备受大环境影响较小、更强抗风险能力的特点, 提升对高端客户的服务势在必行。因此, 一方面, AOXMED 卡位高端赛道, 弥补了公司对高端人群上产品布局的空缺, 完善贝泰妮产品布局, 提升贝泰妮整体的品牌附加值; 同时, AOXMED 是通过世界一流的研发体系, 经过 12 年的深入研究得到的成果, 从皮肤衰老机理出发, 不论是皮肤生理学、病理学, 还是从活性原料的研发、制剂工艺、透皮吸收工艺等方面都进行了突破性研究, 对整个研发实现升级, 助力贝泰妮搭建皮肤学级护肤生态; 此外, AOXMED 布局医美渠道也是对集团已有产品渠道布局的空白区域的补充, 助力集团实现全域布局。

## 4 盈利预测与投资建议

主品牌产品矩阵持续拓宽，新品牌加速发力，多样化战略布局，看好公司长期发展。①薇诺娜，公司发力精华家族，在原有大单品上持续拓宽产品矩阵，增加品牌向上新动能；②薇诺娜 Baby，聚焦“宝宝脆弱肌专业护理”进阶需求，成功在婴童护肤品类站稳脚跟，期待产品管线丰富下对品牌增长拉动；③AOXMED，7月新品牌官网上线，专注于有效延缓老化进程、维持并延长年轻状态，聚焦高端抗衰需求，主打线下医美渠道，有望享有医美需求高增下的品牌增长红利。④Beauty Answers，定位医美术后精准修复，在医美机构中拓展市场；⑤战略布局，公司通过内部及体外基金孵化和并购方式布局皮肤大健康领域。

**投资建议：**预计 2022-2024 年公司收入 53/70/92 亿元，同比增长 33%/32%/30%；归母净利润 12/15/19 亿元，同比增长 33%/30%/28%，对应 PE 47/37/28 倍，维持“推荐”评级。

## 5 风险提示

**1) 行业竞争加剧的风险。**在国际品牌、国内品牌纷纷加大投入的情况下，功效性护肤品市场竞争变得越来越激烈。若公司不能及时开发出适应市场需求的新产品，可能会影响公司在细分市场的领先地位，从而使得公司销售收入增长放缓甚至出现下滑，公司的盈利能力可能会受到不利影响。

**2) 营销模式无法顺应市场变化的风险。**化妆品企业的竞争一定程度上是营销模式的竞争，对时尚的敏锐度和对热点的把握能力，决定了企业能否灵活运用营销方式，进而拥有先发优势。而互联网的高效性也对响应的速度提出了更高的要求。

**3) 疫情反复影响销售。**AOXMED 的布局主要在线下医美渠道，若疫情反复影响线下正常活动，一方面会对渠道布局进展有一点影响；另一方面，消费者在线下终端销售也将受到影响，进一步影响新品牌的拓展。

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	4022	5335	7034	9156
营业成本	965	1259	1636	2097
营业税金及附加	52	59	77	137
销售费用	1681	2310	3053	3926
管理费用	245	278	376	592
研发费用	113	148	181	238
EBIT	975	1346	1789	2256
财务费用	-10	-31	-41	-52
资产减值损失	-12	-30	-30	-20
投资收益	19	54	5	6
营业利润	1016	1351	1755	2253
营业外收支	2	0	0	0
利润总额	1018	1351	1755	2254
所得税	154	203	263	338
净利润	864	1148	1492	1916
归属于母公司净利润	863	1148	1491	1915
EBITDA	1049	1469	1931	2410

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	2035	2713	3490	4433
应收账款及票据	247	266	593	588
预付款项	46	57	76	98
存货	463	684	776	1143
其他流动资产	2433	2361	2364	2375
流动资产合计	5225	6082	7298	8637
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	113	211	289	357
无形资产	65	75	85	95
非流动资产合计	587	748	888	1008
资产合计	5812	6830	8186	9645
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	362	263	418	455
其他流动负债	538	700	867	1086
流动负债合计	900	963	1286	1541
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	134	134	134	134
非流动负债合计	134	134	134	134
负债合计	1034	1097	1420	1676
股本	424	424	424	424
少数股东权益	23	24	25	26
股东权益合计	4778	5733	6766	7969
负债和股东权益合计	5812	6830	8186	9645

资料来源:公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	52.57	32.64	31.84	30.16
EBIT 增长率	51.04	38.01	32.88	26.11
净利润增长率	58.77	33.02	29.87	28.43
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	76.01	76.40	76.74	77.09
净利润率	21.45	21.51	21.19	20.91
总资产收益率 ROA	14.85	16.81	18.21	19.85
净资产收益率 ROE	18.15	20.11	22.11	24.10
<b>偿债能力</b>				
流动比率	5.81	6.31	5.68	5.60
速动比率	3.51	3.93	3.80	3.79
现金比率	2.26	2.82	2.71	2.88
资产负债率 (%)	17.79	16.07	17.35	17.37
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	19.43	18.00	23.00	24.00
存货周转天数	133.72	168.36	167.23	168.94
总资产周转率	1.09	0.84	0.94	1.03
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	2.04	2.71	3.52	4.52
每股净资产	11.23	13.48	15.91	18.75
每股经营现金流	2.72	2.61	3.58	4.54
每股股利	0.45	0.60	0.60	0.60
<b>估值分析</b>				
PE	63	47	37	28
PB	11.4	9.5	8.1	6.9
EV/EBITDA	50.08	35.29	26.45	20.80
股息收益率 (%)	0.35	0.47	0.47	0.47

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	864	1148	1492	1916
折旧和摊销	73	123	142	154
营运资金变动	224	-165	-166	-180
经营活动现金流	1153	1106	1517	1924
资本开支	-270	-226	-230	-217
投资	-2307	0	-5	-5
投资活动现金流	-2558	-174	-232	-218
股权募资	2925	0	0	0
债务募资	0	0	0	0
筹资活动现金流	2664	-254	-508	-762
现金净流量	1258	678	777	943

## 插图目录

图 1: AOXMED 新品	3
图 2: 修丽可品牌发展历史	4
图 3: 整全护肤方案	8
图 4: 修丽可裸眼 3D VR 超级实验室	9
图 5: AOXMED 多维抗老精华	14
图 6: 选购抗衰老护肤品的关注点热度指数	16
图 7: 薇诺娜产品系列	24
图 8: 薇诺娜 TOP10 产品	24
图 9: 薇诺娜宝贝倍护轻盈面霜	25
图 10: 臻研御龄系列产品	25

## 表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 修丽可主线产品	4
表 2: 2021 年修丽可精品店及合作专业机构情况 (个)	5
表 3: 2017-2021 年修丽可天猫官方旗舰店销售额及销量	5
表 4: 2021 年修丽可天猫官方旗舰店各品类销售额及销量	5
表 5: 修丽可精品店及合作专业机构情况 (个)	6
表 6: 2016-2021 年中国市场修丽可零售额 (单位: 亿元人民币)	6
表 7: 中国皮肤学级护肤品市场规模前十名品牌占比	7
表 8: Sheldon Pinnell 教授专业背景和研究成果	7
表 9: 医美术后需求及对应需求下的修丽可产品	8
表 10: 修丽可产品系列矩阵	9
表 11: 2021 年至 2027 年按零售额计中国功效性护肤品市场的市场规模 (单位: 亿元)	10
表 12: 当前 AOXMED 系列产品及对应价格	11
表 13: 针对内源性肌肤老化的相关产品	13
表 14: 何黎教授专业背景和研究成果	15
表 15: 轻医美市场规模及用户规模	16
表 16: 2020 年中国医美用户画像	16
表 17: AOXMED 面霜产品与修丽可、赫莲娜对比	17
表 18: 2015 年-2021 年全球抗衰老市场规模 (亿美元)	18
表 19: 抗衰老途径网络传播热度指数	18
表 20: 2022 年中国消费者进行抗衰老的途径	18
表 21: 医美项目意愿占比	19
表 22: 抗衰老护肤品品牌热度 (2021 年)	19
表 23: 一线及新一线城市的医美渠道布局就 AOXMED 渗透率情况	20
表 24: 2017-2021 年修丽可天猫旗舰店销售情况	20
表 25: 2019-2021 年城市医美消费人群占比	21
表 26: 2018-2022H1 薇诺娜大单品天猫渠道销售以及公司毛利率	22
表 27: 贝泰妮对外投资概述	23
表 28: 薇诺娜明星产品系列	24
公司财务报表数据预测汇总	28

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 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。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026