

贝泰妮 (300957)

证券研究报告

2021年03月08日

卡位千亿黄金赛道，渠道营销研发三轮驱动铸就行业标杆

行业	一级行业/二级行业
发行价格	发行价格元
合理估值区间	193.6-232.3元

纵向上看贝泰妮的内功发展：聚焦功能性护肤的龙头

贝泰妮以“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，衍生品牌包括“WINONA Baby”、“痘痘康”、“Beauty Answers”、“资润”等4大品牌。公司起步晚于欧美品牌如薇姿近80年，成立9年成为国内皮肤学级护肤品市占率第一的公司。2020年公司营收26.9亿元，yoy+38.5%，近4年CAGR达50%，净利润达5.4亿元，yoy+31.9%，19年毛利率/净利率达80.2%/21%。

从行业上看贝泰妮的发展空间：千亿市场空间，国货龙头乘势而起

中国19年功能性护肤市场达740亿元，25年有望破千亿（假设CAGR=10%）。作为国内皮肤学级护肤品市占率第一+行业标准制定者的贝泰妮，凭借主打草本概念+小容量低标价高单价+具备打造爆款的核心能力，实现产品差异化竞争，有望持续受益于化妆品高景气+成分党崛起+品牌塑造模式重塑带来的功能护肤市场红利。

横向上看贝泰妮的对比发展：耕渠道+精营销+强研发三轮驱动

渠道亮点：线上线下载营销体系联通，线上持续发力+线下CS渠道赋能。从线上渠道看，公司较早进行布局，依靠成熟团队支撑+多元化线上渠道深耕持续迭代；从线下渠道看，积极布局全国范围线下渠道+差异性布局低线城市，创新线下发展。

营销亮点：医学背书患者教育+跨界联名扩大声量+持续发力直播营销。公司主打医院精准“营销”+医生“权威代言”，打造颜究所教育生态，持续进行患者教育；两度跨界联名，加速品牌出圈扩粉，聚焦双十一扩大声量促进品牌再升级；聚焦直播营销，回归淘内成交。

研发亮点：聚焦研发人才+持续研发投入。公司19年研发投入5410.9万元，yoy+17.8%。截至2020年上半年，公司拥有境内有效专利46项，并掌握11项核心技术，19年研发费用率达2.8%，高于同行，研发力量处于行业前列。

盈利预测：预计公司2020-2022年营业收入分别为26.9/39.3/55.8亿元，净利润分别为5.4/8.2/11.7亿元。我们预计公司发行PE在70-80倍，根据20年5.4亿净利润预期，对应发行市值在378亿到432亿之间。鉴于公司所处赛道景气，国内皮肤学级护肤品市占率第一+功能性护肤行业标准制定者双重壁垒铸就高护城河，我们预计上市后公司估值有望超过100-120倍，根据21年8.2亿盈利预期，给予公司上市后目标市值820-984亿。

投资建议：公司成立以来，以研发创新为先导，聚焦于功能性护肤行业领域，重点针对敏感肌肌肤，已经在消费者中树立了专业+高品质的产品形象。公司具备持续打造爆品的核心产品力，凭借线上线下渠道深耕的渠道力+医院医生学术背书的营销力+处于行业研发前列的研发力，成长性高，给予“买入”评级。

风险提示：行业竞争加剧、获客成本快速增长、税收优惠政策变动

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,240.49	1,943.75	2,691.80	3,930.03	5,580.65
增长率(%)	55.44	56.69	38.49	46.00	42.00
EBITDA(百万元)	352.48	568.58	648.13	981.45	1,398.79
净利润(百万元)	260.53	411.95	543.80	824.61	1,178.43
增长率(%)	69.58	58.12	32.01	51.64	42.91
EPS(元/股)	0.62	0.97	1.51	1.95	2.78
市盈率(P/E)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
市净率(P/B)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
市销率(P/S)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

资料来源：wind，天风证券研究所

发行数据

总股本(万股)	42,360
发行数量(万股)	6,360
网下发行(万股)	4,325
网上发行(万股)	1,081
保荐机构	国信证券股份有限公司
发行日期	2021/3/16
发行方式	网上发行,网下配售,战略投资者配售

作者

刘章明 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516060001
liuzhangming@tfzq.com

股东信息

昆明诺娜科技有限公司	54.23%
天津红杉聚业股权投资合伙企业(有限合伙)	25.39%
昆明诺娜科技有限公司	10.37%
昆明臻丽咨询有限公司	6.96%
云南哈祈生企业管理有限公司	3.05%

内容目录

1. 纵向上看贝泰妮的内功发展：聚焦功能性护肤的龙头	5
1.1. 发展历史：扎根功能性护肤基因，厚积薄发引领国潮	5
1.2. 股权架构+人员架构：医药背景+皮肤科认证加持	7
1.3. 业务布局：聚焦薇诺娜主品牌，突出功能性护肤属性	8
1.4. 财务情况：3 年营收翻 3 倍，净利率处于行业较高水平	9
1.4.1. 营收情况：近 4 年营收保持 50%+CAGR，主打产品贡献大	9
1.4.2. 毛利率：保持在 80%以上的较高水平，主要因质量好定价高+线上自营和线下商业公司占比较高	10
1.4.3. 盈利能力：净利率稳定在约 20%的行业较高水平，得益于较高的毛利率	10
1.4.4. 费用率：公司规模效应逐渐显现，期间费用率有所下降	11
1.4.5. 现金流与货币情况：银行存款稳定，货币资金储备充足	12
2. 从行业上看贝泰妮的发展空间：千亿市场空间，国货龙头乘势而起	12
2.1. 行业现状：功效性护肤行业有望破千亿，国产品牌迎来黄金时代	12
2.1.1. 国产&外资品牌发展历史：外资品牌占据优势，国产品牌厚积薄发有望实现弯道超车	12
2.1.2. 功效性护肤行业驱动因子：化妆品行业高景气度+成分党崛起+护肤品牌塑造模式重塑	14
2.1.3. 行业规模：中国 19 年功能性护肤市场达 740 亿元，随着功能性护肤产品渗透率加强，2025 年有望破千亿	16
2.2. 贝泰妮在行业中的地位：国内皮肤学级护肤市占率第一+行业标准制定者	17
2.3. 产品力亮点：主打草本概念+小容量低价高单价+具备打造爆款的核心能力	18
2.3.1. 主打植物活性成分+草本概念，医生推荐打造产品核心竞争力	18
2.3.2. 小容量+低价+高单价形式，保持高毛利+对新客户吸引力	19
2.3.3. 公司具备打造爆款的能力，叠加敏感肌赛道高忠诚度+高复购，爆款单品生命周期长于其他类型护肤品	20
3. 横向上看贝泰妮的对比发展：耕渠道+精营销+强研发三轮驱动	21
3.1. 渠道亮点：覆盖线上线下的成熟营销体系，线上持续发力+线下 CS 渠道赋能	21
3.1.1. 较早布局线上渠道，依靠成熟团队+线上渠道多元化深耕持续迭代	22
3.1.2. 积极布局全国范围线下渠道+差异化布局低线城市，创新线下渠道发展	23
3.2. 营销亮点：医学背书患者教育+跨界联名扩大声量+持续发力直播营销	26
3.2.1. 专家义诊持续深化，医学背书患者教育	27
3.2.2. 两度跨界联名，扩大声量促进品牌再升级	28
3.2.3. 发力直播营销，回归淘内成交	29
3.3. 研发亮点：聚焦研发人才+持续研发投入	29
4. 盈利预测与估值	33
5. 风险提示	34

图表目录

图 1：贝泰妮作为国内功能性护肤先行者，赶超欧美引领国潮	5
------------------------------	---

图 2: 薇诺娜双十一获天猫美妆类目排名 Top9	6
图 3: 薇诺娜双十一天猫官方旗舰店破 7 亿, 同比增长 105%.....	6
图 4: 公司所获荣誉	6
图 5: 公司股权结构	7
图 6: 公司管理团队和研发团队部分核心成员	7
图 7: 聚焦主品牌, 拓展子品牌	8
图 8: 公司 2017-2020H1 各品牌营收 (亿元)	8
图 9: 公司 2017-2020H1 各品牌收入占比 (%)	8
图 10: 公司 2017-2020H1 主营业务构成 (亿元)	9
图 11: 公司 2017-2020H1 各业务占比 (%)	9
图 12: 2017-2020 年营收 (亿元)	9
图 13: 2019 年各产品收入比重 (%)	9
图 14: 2017-2020H1 各渠道销售收入比重 (%)	10
图 15: 2017-2019 年线上自营模式的成交顾客数 (万人)	10
图 16: 同业可比公司毛利率 (%)	10
图 17: 同业可比公司分销渠道占比 (%)	10
图 18: 2017-2020 年净利润 (亿元)	11
图 19: 同业可比公司净利润率 (%)	11
图 20: 2017-2019 年各项费用率 (%)	11
图 21: 2017-2020H1 年销售费用明细占比 (%)	11
图 22: 2017-2020H1 年管理费用明细占比 (%)	12
图 23: 同业可比公司销售费用率 (%)	12
图 24: 2017-2020H1 年贝泰妮货币资金余额 (亿元)	12
图 25: 2017-2020H1 年贝泰妮经营活动和投资活动现金流 (亿元)	12
图 26: 国产品牌 VS 外资品牌=本土化优势+草本概念 VS 研发、品牌优势+逐渐本土化.....	13
图 27: 主打抗敏化妆品品牌认知程度	14
图 28: 2012-2020 年中国化妆品市场规模 (亿元) 及增速 (%)	14
图 29: 2010-2019 年中国护肤品市场规模 (亿元) 及增速 (%)	14
图 30: 疫情前/后选择护肤品的关键考虑因素	15
图 31: 潜在消费者购买护肤品主要关注点热度指数对比	15
图 32: 疫情前/后护肤品信息渠道信任度	15
图 33: 2010-2023E 年全球功能护肤行业市场规模 (亿美元)	16
图 34: 2015-2019 年中国功能护肤行业市场规模 (亿元)	16
图 35: 2020 年 6 月小红书平台护肤话题笔记数量 (万篇)	16
图 36: 中国皮肤学级护肤品市场规模 (亿元)	16
图 37: 2015-2019 年中国 CR3/5/10 功能性护肤品牌市占率 (%)	17
图 38: 2015-2019 年国产与国际皮肤学级护肤品牌 CR3 情况 (%)	17
图 39: 皮肤学级护肤品牌市占率: 薇诺娜跃升第一	17
图 40: 2019 年全球主要国家皮肤学级护肤品渗透率情况 (%)	17
图 41: 薇诺娜联合 5 大协会举办中国敏感性皮肤高峰论坛	18
图 42: 薇诺娜发布功效性护肤品临床应用精粹	18

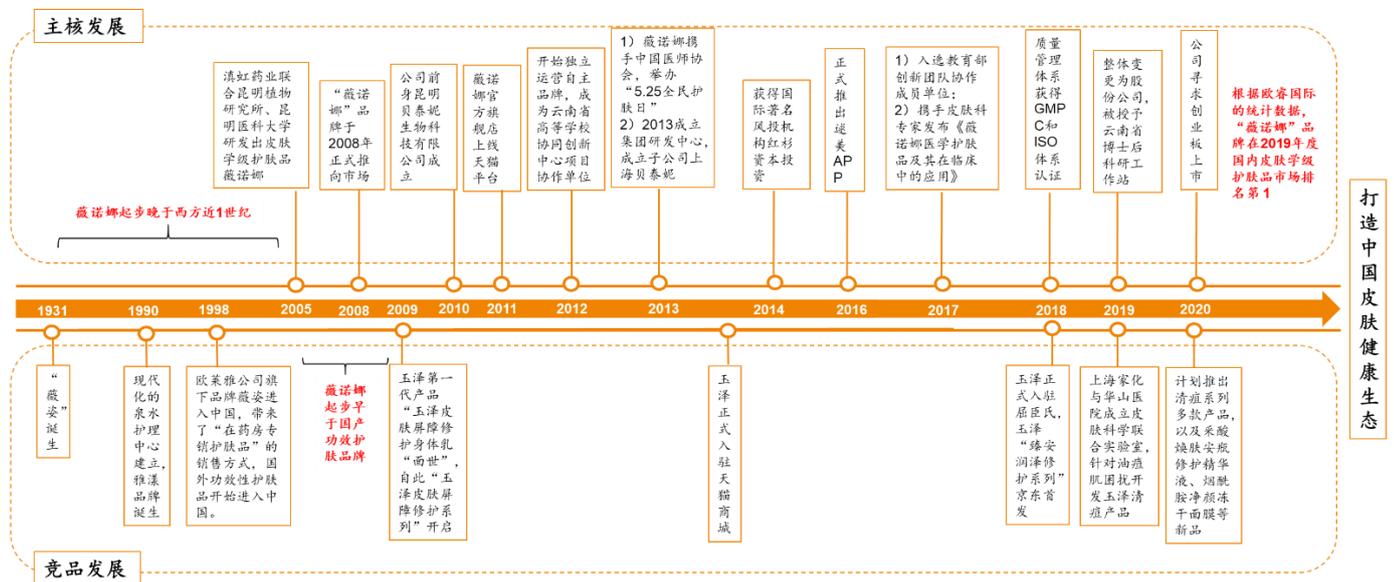
图 43: 理肤泉&薇姿产品主打泉水成分	18
图 44: 薇诺娜产品主打植物性成分	18
图 45: 薇诺娜四大植物性成分	19
图 46: 薇诺娜产品修护能力经学术认证	19
图 47: 各品牌明星单品猫旗 GMV 占比	21
图 48: 2019.7-2020.7 舒敏保湿特护霜占全店 GMV 比例	21
图 49: 贝泰妮不同销售渠道销售收入 (亿元) 及占比 (%)	22
图 50: 2017-2019 年线上自营销售收入 (万元)	23
图 51: 2019 年线上自营销售收入拆分 (%)	23
图 52: 贝泰妮线上渠道营收占比 (%) 处于可比公司高位	23
图 53: 薇诺娜线下服务网点分布	24
图 54: 2017-2019 年线下渠道收入 (万元)	24
图 55: 2019 年线下渠道各模式收入 (万元)	24
图 56: 2019 年 9 月 MAT 药妆热议用户提及渠道类型	25
图 57: 2020 年 6 月薇诺娜入驻屈臣氏门店	25
图 58: 2017-2019 年各品类毛利率 (%)	26
图 59: 2019 年各渠道毛利率 (%)	26
图 60: 薇诺娜近 1 年营销打法拆解: 打法精准注重全平台	26
图 61: 薇诺娜借助医院+医生实现学术营销	27
图 62: 薇诺娜邀请专家全年不间断义诊进行医学背书	27
图 63: 薇诺娜微博义诊次数月增长数据	28
图 64: 薇诺娜通过直播开展护肤教育	28
图 65: 薇诺娜+中国邮政跨界联名	28
图 66: 明星流量造势和首次联名破圈, 吸引大量粉丝	28
图 67: 薇诺娜迪士尼合作系列	29
图 68: 张予曦魔法米奇燃梦精华礼盒抖音视频数据	29
图 69: 薇诺娜天猫双 11 直播 GMV 数据	29
图 70: 公司研发人员占比 5.7%	30
图 71: 公司研发人员逐年增长 (个)	30
图 72: 公司研发投入不断增加 (万元)	30
图 73: 公司拥有的发明专利占知识产权体系内 31.7% (截至 2020H1)	30
图 74: 公司资质	31
图 75: 贝泰妮研发费用率高于同行 (%)	31
图 76: 公司研发中心体系	32
图 77: 公司募集资金投入中央工厂新基地建设	32
表 1: 同类面霜产品价格	19
表 2: 从客户的效用需求角度出发, 研发出舒敏保湿特护霜	20
表 3: 公司与国内主要连锁大药房建立了合作关系	25
表 4: 公司盈利预测 (万元)	33
表 5: A 股化妆品相关公司估值对比表	34

1. 纵向上看贝泰妮的内功发展：聚焦功能性护肤的龙头

1.1. 发展历史：扎根功能性护肤基因，厚积薄发引领国潮

起源于老牌药企，深耕功能性护肤领域。贝泰妮成立于 2010 年，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。主品牌薇诺娜于 2008 年由打造了著名 OTC 品牌“康王”的昆明滇虹药业推出，后因滇虹药业被德国拜耳集团收购而独立发展。2010 年公司前身昆明贝泰妮生物科技有限公司成立，2011 年天猫官方旗舰店上线，2017 年携手皮肤科专家发布《薇诺娜医学护肤品及其在临床中的应用》，2020 年公司寻求创业板上市。

图 1：贝泰妮作为国内功能性护肤先行者，赶超欧美引领国潮



资料来源：公司官网，公司招股说明书，《知识经济》，欧睿国际，天风证券研究所

国内功能性护肤先行者，厚积薄发引领国潮。薇诺娜起步晚于欧美品牌如薇姿近 80 年，晚于早期国产功效性护肤品牌雏形如相宜本草、同仁堂等，但早于新兴国产功能性护肤品牌如玉泽等。公司积极开拓创新，从研发皮肤学级护肤品，再到率先将感官评估环节纳入产品研发体系，最终成为起草国家标准《化妆品感官评价方法总则》的八家单位之一。经历十余年的发展，薇诺娜已成为中国国产化化妆品头部品牌之一。根据欧睿国际的统计数据，薇诺娜品牌在 2019 年度国内皮肤学级护肤品市场排名第 1。

图 2：薇诺娜双十一获天猫美妆类目排名 9



资料来源：《化妆品报》微信公众号，天风证券研究所

图 3：薇诺娜双十一天猫官方旗舰店破 7 亿，同比增长 105%



资料来源：《化妆品报》微信公众号，天风证券研究所

功效性护肤领域国货之光，荣誉加持拔得行业头筹。凭借卓越的品牌实力，薇诺娜已经成为敏感肌群体的优质之选，公司多年积攒了各类荣誉，连续三年入围和荣获金妆奖，是行业对品牌实力和口碑的最佳认证，不仅奠定了薇诺娜的行业地位，更是用实力印证了产品的高品质。借助每一次专业的认可，薇诺娜用过硬的产品实力在国内的每一位目标消费者的心中，建立起了优质的品牌形象，为薇诺娜平台的销售转化起到了奠定作用。公司及其下属品牌获得的主要荣誉如下：

图 4：公司所获荣誉

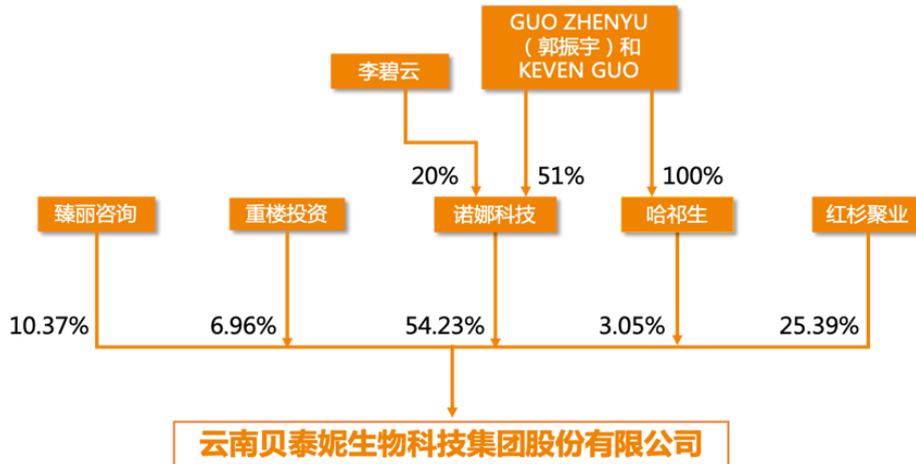
序号	颁发单位	时间	授予对象	奖项名称
1	天猫	2020年	“薇诺娜”品牌清透防晒乳产品	会员臻享品牌
2	天猫	2019年	“薇诺娜”品牌	年度数据营销品牌
3	天猫	2019年	“薇诺娜”品牌	年度新零售引领品牌
4	天猫	2019年	“薇诺娜”品牌舒敏保湿特护霜产品	年度乳液面霜
5	天猫	2019年	“薇诺娜”品牌马齿苋舒缓保湿喷雾产品	年度C2B创新单品
6	化妆品报社	2019年	“薇诺娜”品牌	敏感肌护理品类第一名
7	化妆品报社	2019年	“薇诺娜”品牌	中国化妆品电商品牌100强
8	化妆品报社	2018年	“薇诺娜”品牌	2018年中国化妆品G20品牌
9	化妆品报社	2018年	贝泰妮	2018年中国化妆品G20公司
10	化妆品报社	2017年	“薇诺娜”品牌	2017年中国化妆品G20品牌
11	化妆品报社	2017年	贝泰妮	2017年中国化妆品G20公司
12	云南省实施品牌和质量强省战略领导小组	2017年	“薇诺娜”舒敏保湿特护霜产品	云南名牌产品
13	云南省实施品牌和质量强省战略领导小组	2017年	“薇诺娜”柔润保湿霜产品	云南名牌产品
14	云南省实施品牌和质量强省战略领导小组	2017年	“薇诺娜”透明质酸修护生物膜产品	云南名牌产品
15	中国美容博览会、C2CC传媒、化妆品资讯	2019年	“薇诺娜”舒敏保湿润肤水产品	护肤类敏感肌化妆品大奖
16	瑞丽	2019年	“薇诺娜”舒敏保湿修护精华液产品	年度舒敏精华液大奖
17	第一财经	2019年	“薇诺娜”品牌	年度国货之光
18	云南百县云品出滇组委会、云南信息报等	2018年	“薇诺娜”品牌	2018年度云南匠心品牌
19	亚洲品牌盛典组委会	2017年	“薇诺娜”品牌	亚洲（行业）十大创新力品牌
20	时尚芭莎	2018年	“薇诺娜”极润保湿乳液产品	2018年度最佳乳液（高效类）乳液人气奖
21	时尚芭莎	2018年	“薇诺娜”舒敏保湿特护霜产品	2018年度最佳面霜（保湿类）面霜人气奖
22	云南省人力资源和社会保障厅	2019年	贝泰妮	省级博士后科研工作站

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

1.2. 股权架构+人员架构：医药背景+皮肤科认证加持

公司股权结构集中，股东和高管成员多数出自滇虹药业，拥有医药背景。公司的实际控制人为 GUO ZHENYU (郭振宇) 博士与其子 KEVINGUO 先生，通过控制公司最大股东诺娜科技和哈祈生控制了公司 57.28% 的股权。董事长、总经理郭振宇博士于 1996 年至 2002 年间任美国乔治华盛顿大学生物医学工程教授，2003 年至 2014 年间任滇虹药业董事长、总裁，为康王品牌的创始人，其他核心管理人员也多数曾经为滇虹药业的高管成员。公司现有外部股东李碧云的女儿何黎教授是全国著名皮肤科医生，现任昆明医大第一附属医院皮肤科主任。何黎教授多次参与由公司举办的网络科普讲座并为薇诺娜产品背书，同时也为公司提供有关皮肤护理的医学学术指导。

图 5：公司股权结构



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 6：公司管理团队和研发团队部分核心成员

公司团队	人员	简介
管理团队	郭振宇	电机工程专业博士学历。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。1996-2002 年任美国乔治华盛顿大学工学院助理教授、副教授、终身教授。2003-2014 年任滇虹药业集团股份有限公司董事长、总裁。2019 年 3 月至今任公司董事长兼总经理。
	高绍阳	化学制药专业本科学历。曾任昆明滇虹药业有限公司技术员、部门经理、上海康王日用化妆品有限公司副总经理、滇虹药业项目总监。2012 年加入贝泰妮，2019 年 3 月至今任公司董事、副总经理。
	董俊安	工商管理专业硕士学历。曾任滇虹药业集团人事主管、人力资源部经理、人力资源总监、总裁办主任，阳光城集团人力资源总经理。2012 年 10 月加入贝泰妮，2019 年 3 月至今任公司董事、副总经理。
	马骁	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。曾任滇虹药业集团研发主管、研发经理，上海滇虹副总经理、总经理。2013 年 1 月加入贝泰妮，历任研发与供应链负责人，2019 年 3 月至今任公司董事、副总经理。
	周薇	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、科研处处副处长，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 月加入贝泰妮，2019 年 6 月至今任公司董事、项目经理。
研发团队	王飞飞	化学工程专业硕士学历，高级工程师，执业药师。2020 年 3 月至今任上海际研研发总监。目前主要负责公司研发体系建设，主持并参与公司全品系产品的研发工作，获得授权发明专利 7 项，实用新型专利 11 项，发表 4 篇核心期刊学术论文，2 篇国家级期刊学术论文。
	苏温柔	药物化学专业硕士学历，中级工程师。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，获得授权发明专利 4 项，实用新型专利 1 项。
	方伟	精细合成化学与分子工程专业硕士学历，中级工程师。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	发酵工程专业硕士学历，中级工程师。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。

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

1.3. 业务布局：聚焦薇诺娜主品牌，突出功能性护肤属性

从品牌上看，公司主打薇诺娜品牌，逐步拓展其他品牌。凭借云南地区丰富的植物资源，薇诺娜产品主打纯天然植物活性成分的应用，重点针对敏感肌肤的护理和修饰，占公司主营业务收入的 99%+。其他衍生品牌包括：主打专业婴幼儿护理的“WINONA Baby”、针对痘痘肌肤护理的“痘痘康”、主打高端皮肤修护的“Beauty Answers”、针对干燥性皮肤护理的“资润”。各品牌定位不同的细分市场，满足不同年龄段、不同肤质的消费者需求。子品牌目前基本还未投入主流销售渠道，有待公司的进一步拓展。

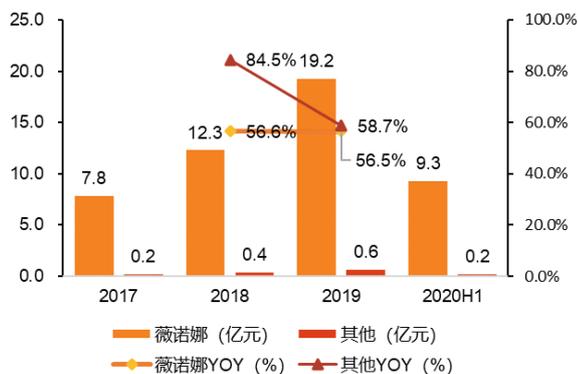
图 7：聚焦主品牌，拓展子品牌



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

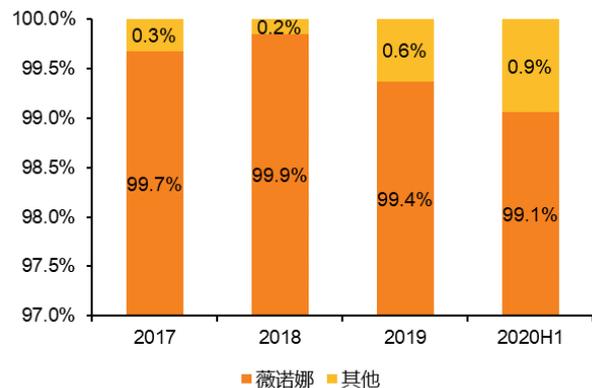
公司薇诺娜/其他品牌业务保持高速增长，2017-2019 年营业收入 CAGR 分别为 56.6%/71.1%。2020H1 年公司薇诺娜/其他品牌营收占比分别达 99.1%/0.9%，薇诺娜品牌营收仍旧占主导地位，其他品牌营收占比逐步扩大。

图 8：公司 2017-2020H1 各品牌营收（亿元）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

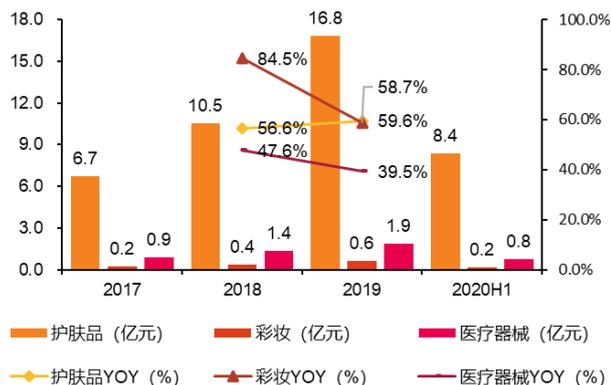
图 9：公司 2017-2020H1 各品牌收入占比 (%)



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

从品类上看，公司聚焦护肤品业务，逐步拓展其他品类。公司护肤品业务、彩妆业务和医疗器械业务均保持增长，2017-2019 年营收 CAGR 分别为 58%/71%/43%。2020H1 年公司护肤品业务营收占比达 89.65%，彩妆业务/医疗器械业务营收分别占比 2.0%/8.4%。

图 10：公司 2017-2020H1 主营业务构成（亿元）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 11：公司 2017-2020H1 各业务占比 (%)



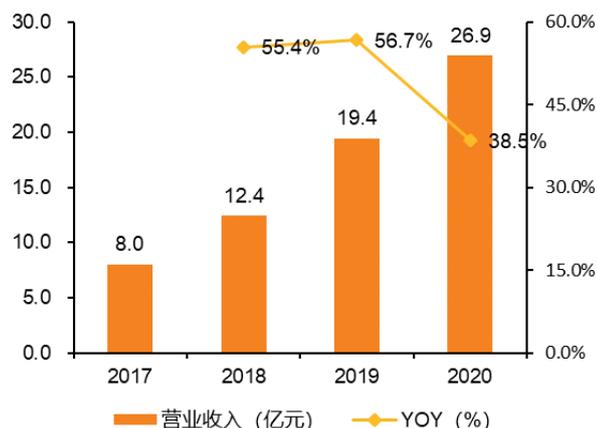
资料来源：招股说明书，天风证券研究所

1.4. 财务情况：3 年营收翻 3 倍，净利率处于行业较高水平

1.4.1. 营收情况：近 4 年营收保持 50%+CAGR，主打产品贡献大

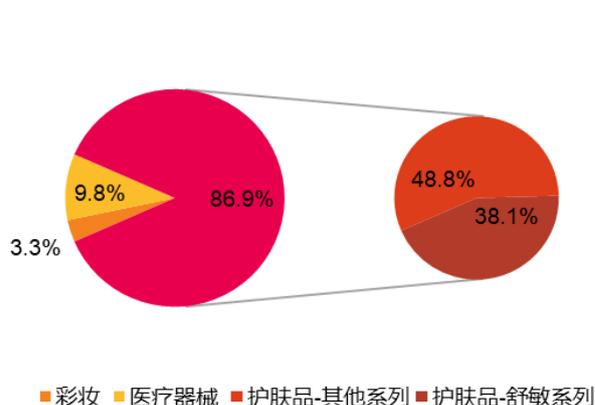
公司近 4 年营收保持 50%+CAGR，收入集中来自于主打商品。2017/2018/2019/2020 年营业收入分别为 7.98/12.4/19.4/26.9 亿元，CAGR 达 50%。公司预计 2021Q1 营收达 3.8-4.2 亿元，同比增长 19.3%-31.2%。主营业务收入中，各产品线收入占比稳定，约 90%来自化妆品（包括 87%的护肤品和 3%的彩妆），10%来自医疗器械（修护生物膜，修护贴辅料等）。薇诺娜的产品线中，“舒敏系列”占公司主营收入近 40%，其中的畅销单品“舒敏保湿特护霜”约占主营收入的 18%。

图 12：2017-2020 年营收（亿元）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

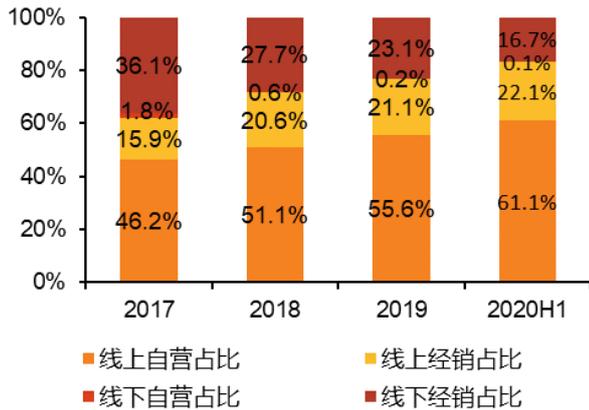
图 13：2019 年各产品收入比重 (%)



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

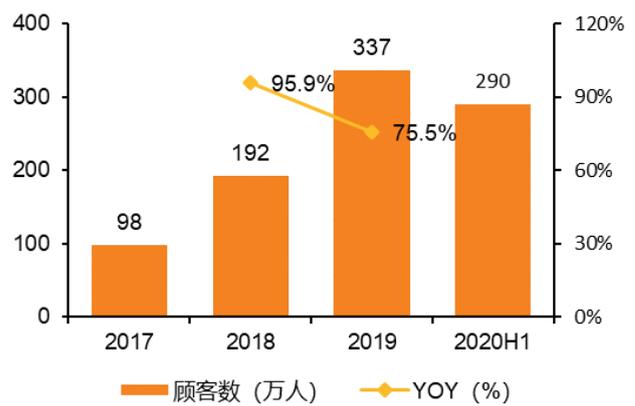
公司电商快速发展，线上渠道占比提升至 83%，线下渠道稳固。公司积极拓展天猫、京东、微信小程序、官网等线上销售平台，以自营为主，2017/2018/2019/2020H1 线上渠道销售收入占比分别为 62.1%/71.7%/76.7%/83.1%。2018 年度和 2019 年度线上收入增速为 80.6%和 68.3%，远超整体增速，线上自营模式成交顾客数也保持高速增长。同时，公司线下以经销为主，布局了药房、诊所等非常规渠道，2017/2018/2019 年线下经销商数量为 1046/796/947 家。公司每年新增和退出经销商数量较多，主要由于公司覆盖的销售区域增加，且与销售和推广能力较差的经销商终止合作。

图 14：2017-2020H1 各渠道销售收入比重 (%)



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 15：2017-2019 年线上自营模式的成交顾客数 (万人)

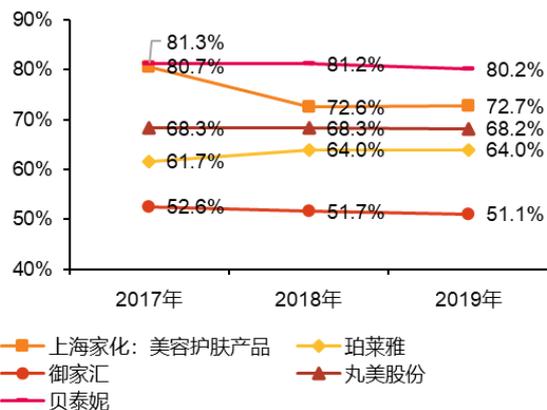


资料来源：招股说明书，天风证券研究所

1.4.2. 毛利率：保持在 80% 以上的较高水平，主要因质量好定价高+线上自营和线下商业公司占比较高

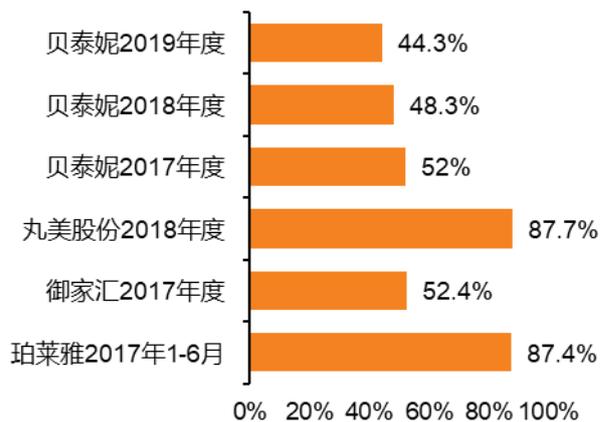
贝泰妮毛利率维持在 80% 以上的较高水平，主要系产品定价较高、线上自营占比高、线下部分分销渠道毛利高于传统渠道等因素：(1) 公司产品定位专注敏感肌肤护理，品牌客户忠实度高，因此公司产品的零售价格更高；(2) 线上渠道多由公司自营，省去经销商环节；(3) 公司线下经销渠道主要与商业公司、直供客户合作，这些经销渠道的毛利率高于其他公司使用的传统经销商渠道；(4) 公司在产品包装上风格简洁，节约了包装材料成本，同时公司产品容器多采用相同规格的真空瓶，可实现集中大量采购。

图 16：同业可比公司毛利率 (%)



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 17：同业可比公司分销渠道占比 (%)

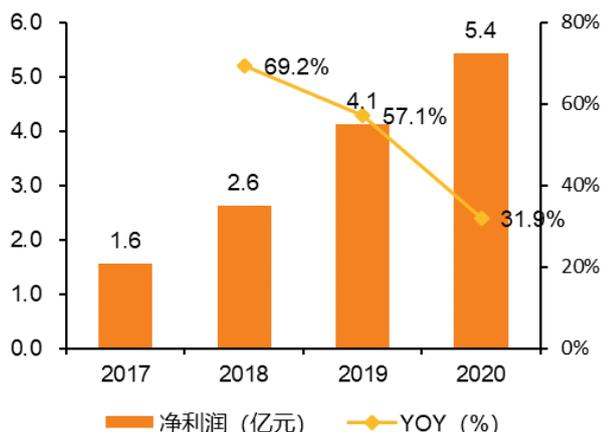


资料来源：招股说明书，天风证券研究所

1.4.3. 盈利能力：净利率稳定在约 20% 的行业较高水平，得益于较高的毛利率

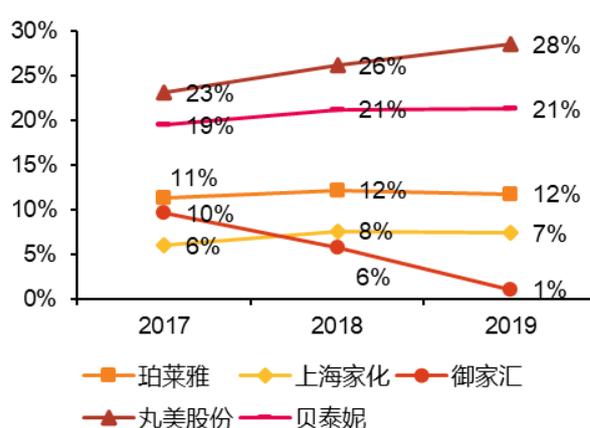
公司的净利润与营业收入保持同步高速增长，净利润率稳定在 20% 左右，处于行业中较高水平。2017/2018/2019/2020 年归母净利润分别为 1.6/2.6/4.1/5.4 亿元。公司预计 2021Q1 净利润为 0.64-0.72 亿元，同比增长 18.8%-33.6%。得益于公司毛利率较高，在销售费用率较高时保障了净利率水平。公司净利润率稳定在 20% 左右的较高水平，同业可比公司中，仅丸美股份因销售费用率较低而净利率高于公司。

图 18：2017-2020 年净利润（亿元）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 19：同业可比公司净利润率（%）

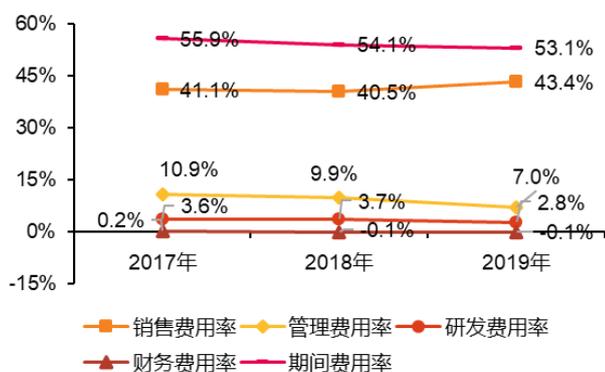


资料来源：招股说明书，Wind，天风证券研究所

1.4.4. 费用率：公司规模效应逐渐显现，期间费用率有所下降

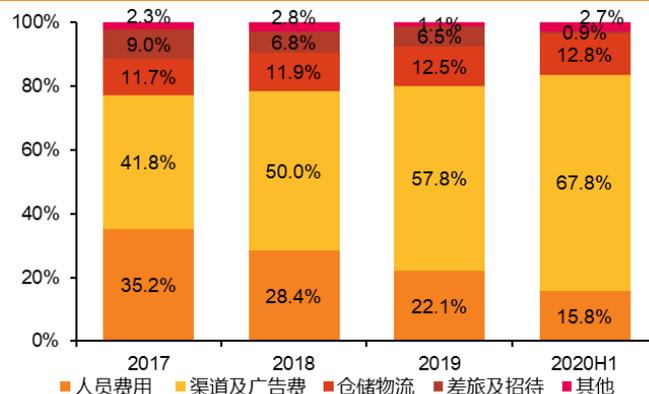
公司期间费用率有所下降，渠道及广告费率逐年提升。公司规模效应逐渐显现，管理、研发、财务费用率基本呈下降趋势。销售费用中人员费用占比缩小，主要是由于公司线上销售占比提高，而线上渠道需要配置的销售人员相比传统渠道较少。由于近年来化妆品行业竞争加剧，公司加大了在渠道和广告方面的投入，渠道及广告费在营销费用中占比提升。公司销售费用率维持在 41%-44% 之间，在行业中处于较高水平。2019 年度销售费用率与御家汇、上海家化基本持平。

图 20：2017-2019 年各项费用率（%）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

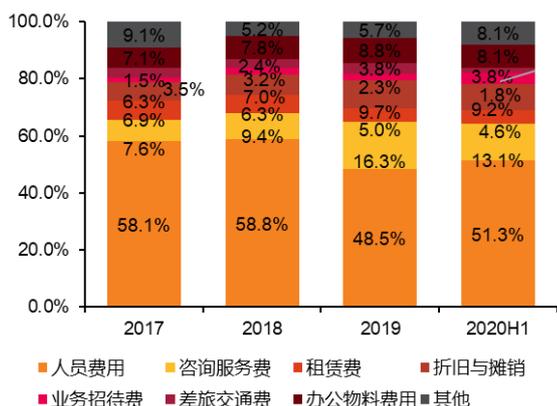
图 21：2017-2020H1 年销售费用明细占比（%）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

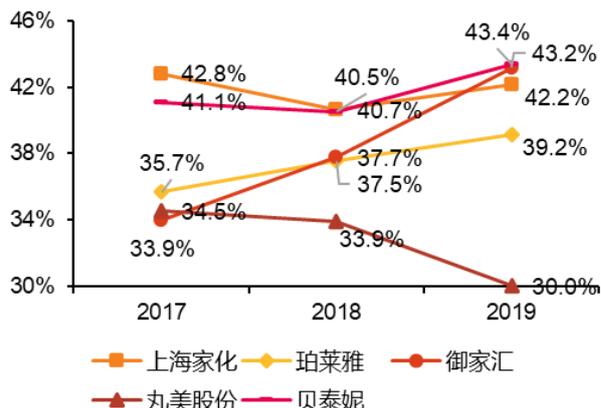
报告期内，随着公司销售规模的增长，管理费用金额逐年增加，同时随着公司规模的扩大，规模效应逐渐显现，公司的管理费用率逐年下降。公司销售费用率维持在 41%-44% 之间，在行业中处于较高水平。2019 年度销售费用率与御家汇、上海家化基本持平。

图 22：2017-2020H1 年管理费用明细占比 (%)



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 23：同业可比公司销售费用率 (%)

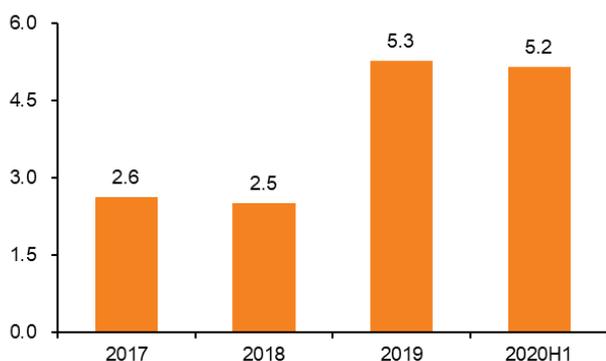


资料来源：招股说明书，天风证券研究所

1.4.5. 现金流与货币情况：银行存款稳定，货币资金储备充足

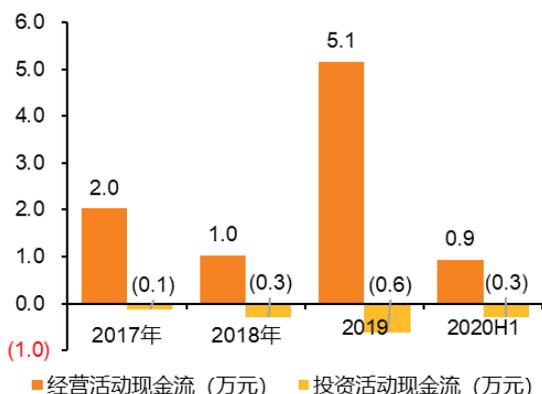
公司货币资金储备充足，因作为其主要构成的银行存款稳定；经营活动现金流基本良好。由于 2018 年公司经营扩张需要，库存和应收账款增多，该年份经营活动现金流与当期净利润差距较大，导致 2018 年公司现金储备略微下降。2020H1 公司经营活动产生的现金流量净额与当期净利润差异较大，主要系：（1）公司 2019 年末计提的企业所得税、员工年终奖等已于 2020 年上半年支付所致；（2）因新冠疫情及其影响可能存在不确认性，公司将“双 11”的备货计划提前，导致公司库存商品和原材料余额阶段性上升，公司购买商品支付的现金有所增加。

图 24：2017-2020H1 年贝泰妮货币资金余额 (亿元)



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 25：2017-2020H1 年贝泰妮经营活动和投资活动现金流 (亿元)



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

2. 从行业上看贝泰妮的发展空间：千亿市场空间，国货龙头乘势而起

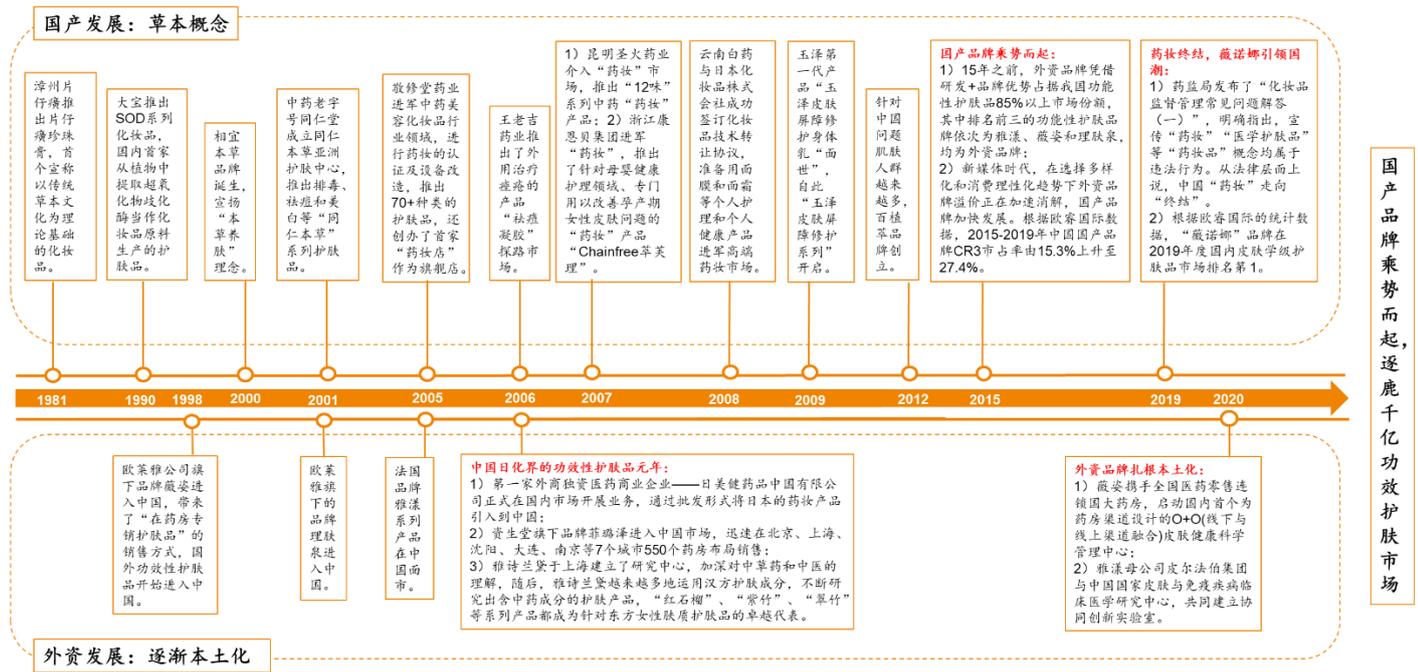
2.1. 行业现状：功效性护肤行业有望破千亿，国产品牌迎来黄金时代

2.1.1. 国产&外资品牌发展历史：外资品牌占据优势，国产品牌厚积薄发有望实现弯道超车

外资功效性护肤品牌凭借产品力+品牌力占据先发优势，国产品牌凭借本土优势厚积薄发有望实现弯道超车。1998 年 7 月，薇姿进入我国药房，将“药妆”概念带到中国，2 年内，

薇姿通过代理商和药店合作，在全国 200+家大型药房设立了薇姿护肤专柜，薇姿的快速拓展，让国人逐渐接受了这种放在药房销售的护肤品，也拉开了国际“药妆”品牌入驻中国市场的序幕。随后各大国际大牌理肤泉、雅漾等品牌纷纷进入中国市场，凭借研发+品牌优势占据我国功能性护肤品大部分市场份额，2015 年排名前三的功能性护肤品牌依次为雅漾、薇姿和理肤泉，均为外资品牌。新媒体时代，在选择多样化和消费理性化趋势下外资品牌溢价正在加速消解，国产新品牌凭借新渠道+新营销+草本概念顺势发展。根据欧睿国际数据，2015-2019 年中国国产品牌 CR3 市占率由 15.3%上升至 27.4%。2017 年起，国产品牌薇诺娜迅速崛起，以 13.08%的市占率超越薇姿、理肤泉，成为第二名，打破了国外品牌主导的市场格局。2018-2019 年中，薇诺娜市占率稳步提升，于 2019 年超过雅漾升至第一，市占率达 20.54%。

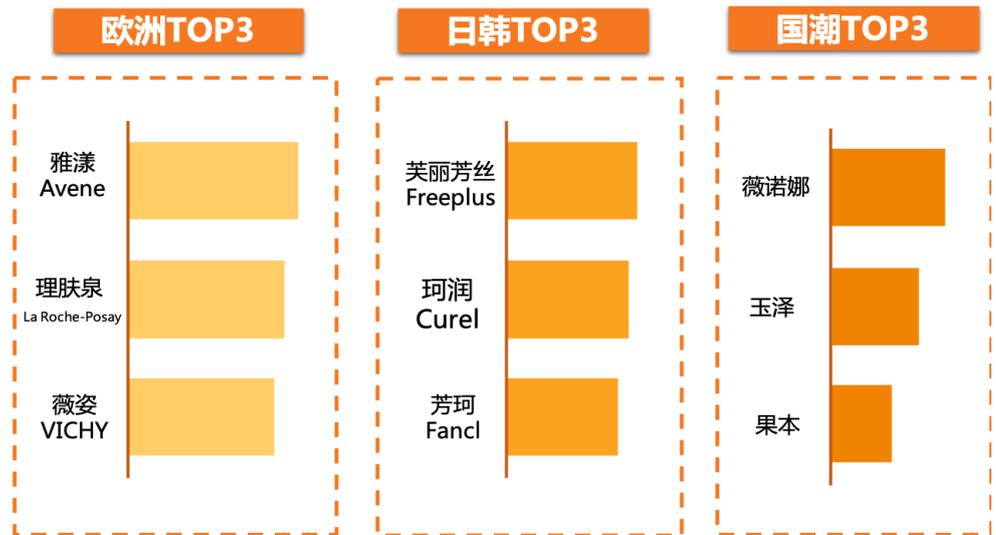
图 26：国产品牌 VS 外资品牌=本土化优势+草本概念 VS 研发、品牌优势+逐渐本土化



资料来源：百植萃官网，《知识经济》，欧睿国际，药监局，《聚美丽》微信公众号，《C2CC 新传媒》微信公众号，天风证券研究所

国潮趋势下，国产功效性护肤品牌逐渐获得消费者认可，迎来发展的黄金时代。由于有医药研发背景为产品的功效背书，消费者对主打抗敏的国潮品牌的认知程度正在逐渐靠近源自欧洲、日韩的成熟品牌。药妆品牌大多数都有医药研发背景为产品功效背书，在此细分赛道上，国产品牌已经逐渐有能力与海外品牌一争高下。同时，敏感肌人群因为皮肤敏感的特点，一旦寻找到适合自己的产品后不会轻易更换护肤品，品牌忠诚度和复购率更高，医药背书和较好的用户粘性为药妆品牌建立了壁垒。

图 27：主打抗敏化妆品品牌认知程度

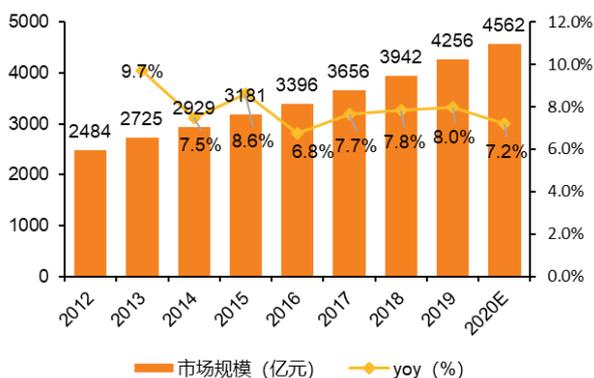


资料来源：艾瑞咨询，天风证券研究所

2.1.2. 功效性护肤行业驱动因子：化妆品行业高景气度+成分党崛起+护肤品牌塑造模式重塑

颜值经济主线驱动，化妆品行业维持高景气度。化妆品市场规模持续增长，8年CAGR为7.9%，后疫情时代之下可选消费属性增长弹性更大。2012年到2019年中国化妆品市场规模从2484亿元增长到4256亿元，CAGR为7.9%。2020年由于疫情的影响行业受到了一定的冲击，预计增速略有下滑，但相比于社会零售总额同比增速，化妆品行业增速持续领先，2020年10月限额以上化妆品当月同比增速为18.3%，社零总额同期为4.3%，后疫情时代之下化妆品行业的增长弹性更为明显。

图 28：2012-2020 年中国化妆品市场规模（亿元）及增速（%）



资料来源：艾媒咨询，天风证券研究所

图 29：2014-2019 年中国护肤品市场规模（亿元）及增速（%）

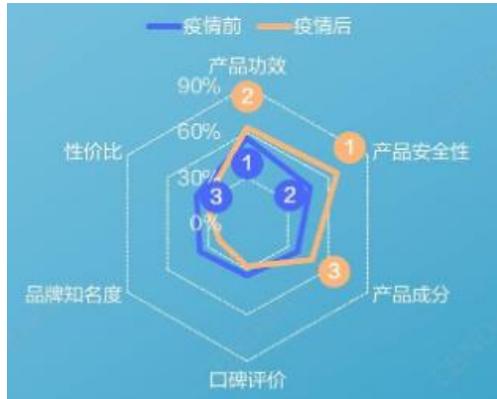


资料来源：中商产业研究院，天风证券研究所

成分党兴起，追求功能护肤品牌的高效安全性。护肤品成分及价格、品牌是否值得信赖、口碑如何以及购买渠道等，决定或者影响着潜在消费者的购买意向。同时为有更好的感觉体验，消费者往往会听取多方面的意见和了解多维度的产品信息。随着护肤教育日益普及+护肤理性化趋势日益显著，消费者对产品成分、具体功效的关注日益增强，根据CBNData&欧莱雅中国《后疫情时代理性护肤白皮书》数据，在消费者选购产品的考虑因素中，产品安全性、产品功效等要素在疫情后明显提升，而品牌知名度等因素的关注度则有所下降。根据潜在消费者对护肤品主要关注点进行统计，2020年第一季度，产品功效以35.37的热度指数位于首位，而品牌、价格和成分分别以28.46、25.82、24.12的热度指数

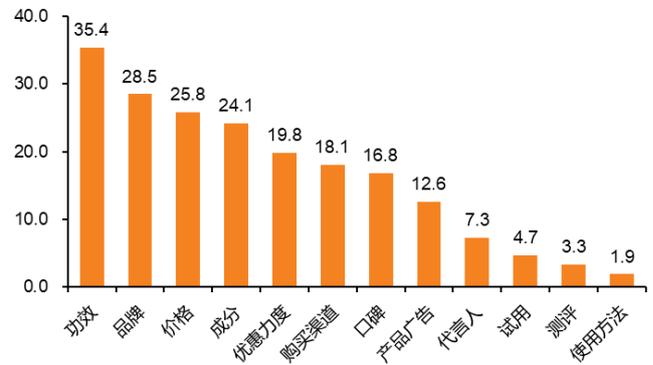
位于第二至四位。功能护肤作为功效性化妆品类，其成分越来越受到消费者关注。而功能护肤品牌在进行营销宣传时，也往往会将产品主要成分作为卖点。

图 30：疫情前/后选择护肤品的关键考虑因素



资料来源：CBNData，天风证券研究所

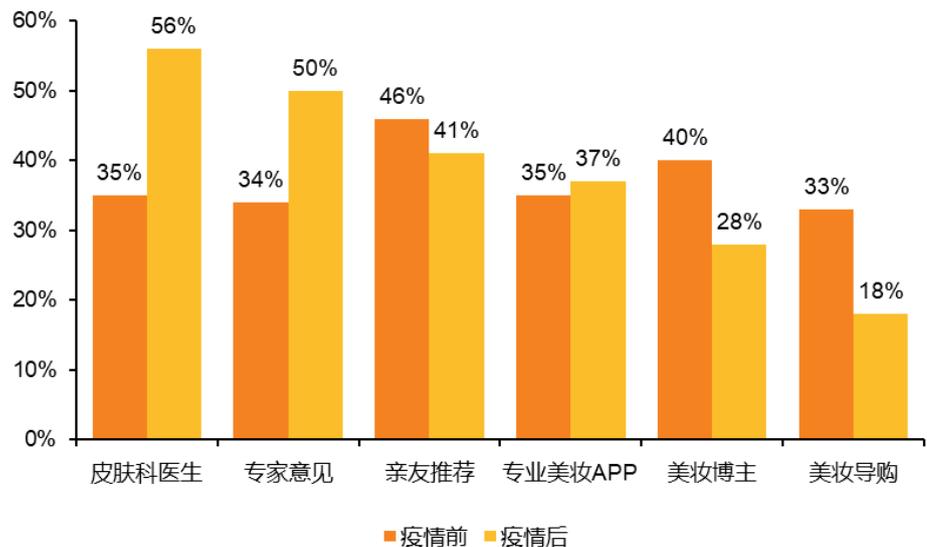
图 31：潜在消费者购买护肤品主要关注点热度指数对比



资料来源：CBNData，天风证券研究所

品牌塑造模式重构，皮肤科医生/专业人士的地位提高，功能性护肤产品发展潜力有望释放。①从消费者的角度，对皮肤科医生/专业人士的信任得到增强。根据 CBNData&欧莱雅中国《后疫情时代理性护肤白皮书》数据，经历了疫情后的消费者，对安心感的追求显著提升，如今选择护肤品时更理性，专业人士的意见成为了最主流、最信任的信息渠道。②从公司的角度，以往产品定位对市场人员的依赖性更大，因为消费者受广告宣传影响较大，很多产品的功效宣称和成分无法匹配。随着品牌信息的日益透明，消费者可以通过网站/APP 很方便地查询产品的成分，通过 KOL 去做研究型购买，即消费者可以通过“社会化大脑”去弥补个体大脑存储信息和分析信息的缺陷，反向推动对产品具体功效的追捧，使得从公司角度配方师/皮肤科医生的地位日益提升，不仅会承担更多的品牌功效基础研发和作用，并且促使他们在市场沟通中扮演越来越重要的角色。皮肤科医生/专业人士在消费者+公司角度地位的提高，促使护肤品品牌塑造模式进行重构，进一步释放了功效性护肤产品的发展潜力。

图 32：疫情前/后护肤品信息渠道信任度

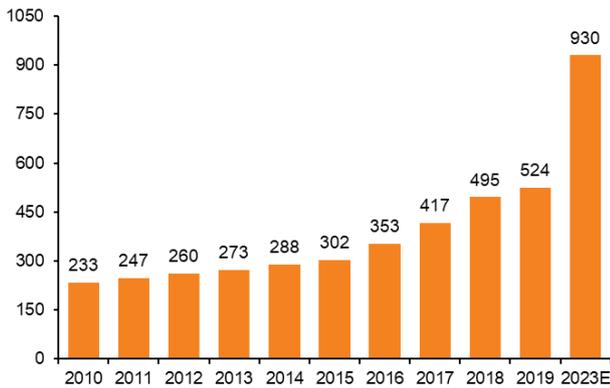


资料来源：CBNData，天风证券研究所

2.1.3. 行业规模：中国 19 年功能性护肤市场达 740 亿元，随着功能性护肤产品渗透率加强，2025 年有望破千亿

19 年全球功能性护肤市场规模达 524 亿美元，中国达 740 亿元。随着人们消费水平的不断提高，在护肤品的选择上也逐渐从关注其功效性到更注重其安全性。相比添加很多化学类成分的护肤化妆品，人们更倾向于选取中草药来源的天然护肤品，在崇尚自然的现代社会，中草药化妆品已被越来越多的消费者认可和喜爱。2019 年全球功能性护肤行业市场规模达 524 亿美元，预计 2023 年市场规模达 930 亿美元。2019 年中国功能性护肤市场规模为 740 亿元，同比增长 9.8%，假设保持 10% CAGR，2023 年有望达 1093 亿元。

图 33：2010-2023E 年全球功能护肤行业市场规模（亿美元）



资料来源：前瞻经济学人，华经情报网，天风证券研究所

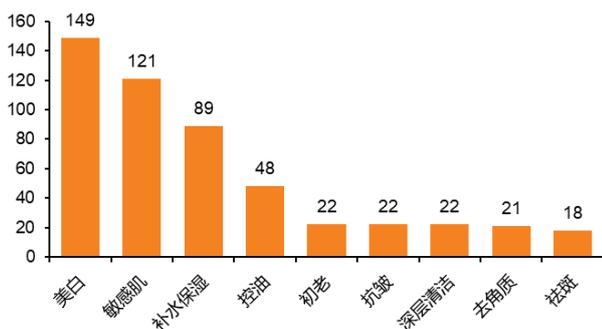
图 34：2015-2019 年中国功能护肤行业市场规模（亿元）



资料来源：智研咨询，天风证券研究所

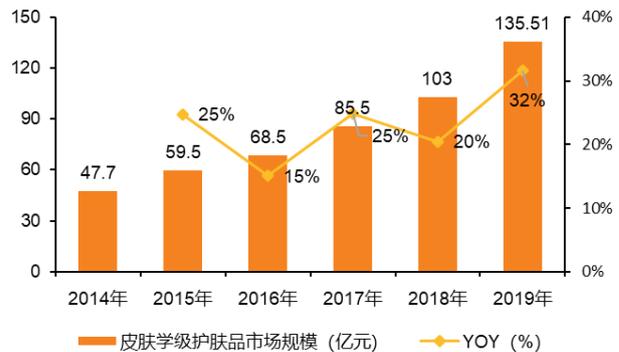
修复敏感肌肤作为药妆最主要需求推动市场发展，中国皮肤学级护肤品市场约 135.5 亿元，2014-2019 年 CAGR 达到 23.2%，远高于护肤品行业整体增速。中国敏感肌肤群体庞大，对于安全有效的护肤品需求快速增长。敏感肌肤容易出现皮肤泛红、刺痛的问题，药妆产品专业和安全的的特点受到该人群青睐。由于空气、环境、压力等因素的影响，中国有 35% 以上女性属于敏感肌人群（根据《中国皮肤性病学杂志》）。同时，敏感肌肤话题在网络中被热议，2020 年 6 月关于敏感肌的小红书笔记数量超过了补水保湿。“皮肤学级护肤品”主要采用温和和科学的配方，强调产品安全性和专业性，适用于肌肤敏感等问题，该类目市场容量增速远高于护肤品行业整体。2019 年中国皮肤学级护肤品市场约 135.5 亿元，2014-2019 年 CAGR 达到 23.2%。

图 35：2020 年 6 月小红书平台护肤话题笔记数量（万篇）



资料来源：艾瑞咨询，天风证券研究所

图 36：中国皮肤学级护肤品市场规模（亿元）

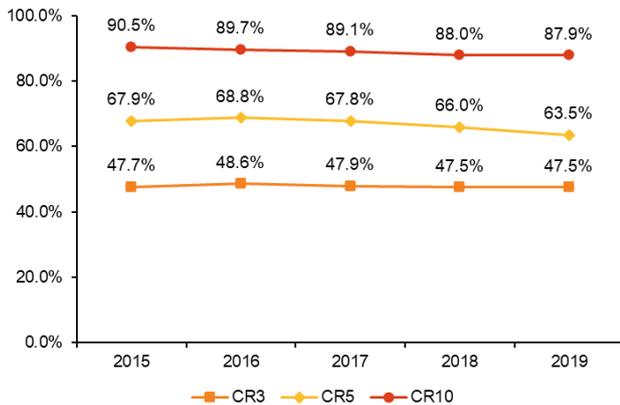


资料来源：招股说明书，天风证券研究所

2.2. 贝泰妮在行业中的地位：国内皮肤学级护肤市占率第一+行业标准制定者

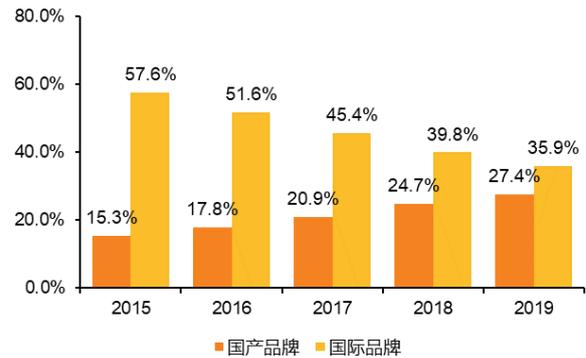
从市场占有率上看：①功效性护肤市场集中度总体保持平稳，集中度较高，国产品牌市场份额持续提高，贝泰妮作为国货之光有望持续突围。2015年，中国功能性护肤品牌CR3/CR5/CR10分别为47.7%/67.9%/90.5%，2019年，CR3/CR5/CR10分别为47.5%/63.5%/87.9%，总体保持平稳。其中国产品牌CR3份额快速提升，从2015年的15.34%提升至2019年的27.38%；国际品牌CR3份额逐年下滑，从2015年的57.58%下滑至2019年的35.89%。

图 37：2015-2019 年中国 CR3/5/10 功能性护肤品牌市占率 (%)



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

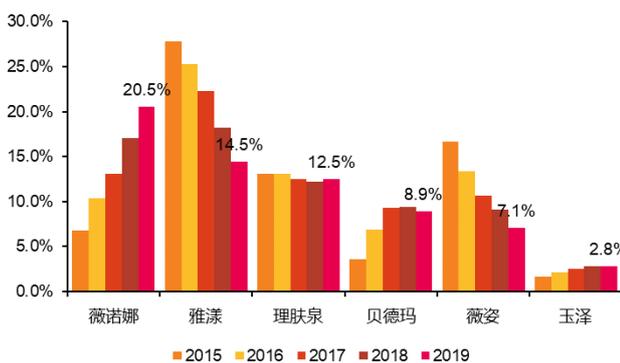
图 38：2015-2019 年国产与国际皮肤学级护肤品牌 CR3 情况 (%)



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

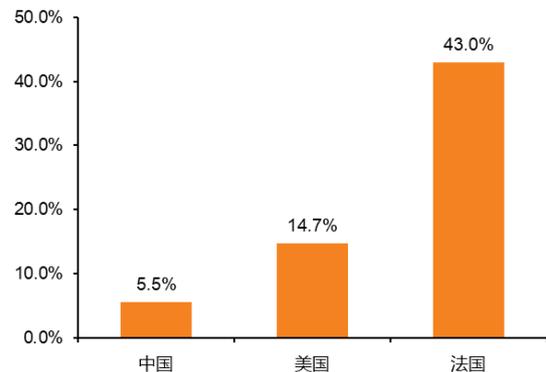
②贝泰妮跃居国内功能性护肤品牌龙头，市占率达 20.54%，随着中国功效性护肤品品牌渗透率持续增加，作为龙头有望持续享受市场扩容红利。2016 年以前 TOP3 功能性护肤品牌由雅漾、理肤泉和薇姿三大国际品牌包揽，CR3 总体市占率超 50%。2017 年起，国产品牌薇诺娜迅速崛起，以 13.08% 的市占率超越薇姿、理肤泉，成为第二名，打破了国外品牌主导的市场格局。后续的两年中，薇诺娜市占率稳步提升，至 2019 年超过雅漾升至第一，市占率达 20.54%。

图 39：皮肤学级护肤品牌市占率：薇诺娜跃升第一



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

图 40：2019 年全球主要国家皮肤学级护肤品渗透率情况 (%)



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

从行业标准角度看：功能性护肤行业标准制定者，深耕基础研究助推全民科学护肤。自薇诺娜品牌诞生以来，薇诺娜皮肤学专家团队针对问题肌肤的根源、活性物筛选完成了大量的基础研究，深入敏感皮肤的发生原因和机理开展专业化科学研究，先后共产出 128 篇高质量学术论文，发表在包括《Nature communications》在内的顶尖学术期刊上，并参与制定了 15 份指导中国皮肤科临床的专家共识及诊疗指南。2020 年，薇诺娜研究院联合中国

非处方药物协会等 5 大行业协会，发布“中国敏感性皮肤高峰论坛”，打造全国首场敏感性皮肤高峰论坛，会上薇诺娜研究院联合发布《功效性护肤品在慢性光化性皮炎中的应用指南》、《抗粉刺类护肤品在痤疮中的应用指南》、《舒敏保湿类护肤品在敏感性皮肤中的应用指南》及《中国敏感型皮肤诊治专家共识》等具有高度科学规范和奠基意义的 3 大行业指南及 1 个共识，是薇诺娜品牌作为中国功效型护肤行业先行者，践行“引领全民科学护肤”的社会责任、践行“智愈国人敏感皮肤”的使命的重要一步，也是薇诺娜品牌在功效性护肤品领域的权威话语权的的有效彰显。

图 41：薇诺娜联合 5 大协会举办中国敏感性皮肤高峰论坛



资料来源：《C2CC 新传媒》微信公众号，天风证券研究所

图 42：薇诺娜发布功效性护肤品临床应用精粹



资料来源：《薇诺娜》微信公众号，天风证券研究所

2.3. 产品力亮点：主打草本概念+小容量低标价高单价+具备打造爆款的核心能力

2.3.1. 主打植物活性成分+草本概念，医生推荐打造产品核心竞争力

利用植物活性成分占领消费者心智，与竞品错位竞争。据 CBNDATA 显示，天然成分的产品为当下护肤品消费主流，其中以植物成分为核心的产品占比最大且连年上升。90 后、95 后的年轻消费者作为化妆品消费增长最快的人群，更加偏好选择主打植物成分的天然护肤品。法国三大药妆雅漾、理肤泉、薇姿主要以天然矿泉水或温泉水成分为产品卖点，而薇诺娜则以植物提取物成分切入市场，迎合消费热度。常规的植物性护肤成分有芦荟提取物、积雪草苷等，而贝泰妮开辟了新成分如青刺果油、马齿苋提取物等，抢先占领市场并避开了与其他抗敏产品在成分卖点上进行正面竞争

图 43：理肤泉&薇姿产品主打泉水成分



资料来源：天猫商城，天风证券研究所

图 44：薇诺娜产品主打植物性成分



资料来源：天猫商城，天风证券研究所

植物性成分的功效获得了学术验证和医生推荐，依托医药背景为产品背书。依托公司的医药背景，薇诺娜植物性成分的修护能力经过了众多国内知名医院的临床观察，其效果在学术期刊中得到论证，于 2017 年 9 月发布的薇诺娜红宝书中包括了 64 篇高质量研究论文。薇诺娜的产品在皮肤科医生中获得良好口碑，国内超过 2400 家医院皮肤科将薇诺娜应用在临床辅助治疗上。与皮肤科医生的紧密联系让薇诺娜产品在医院、药店渠道得到更多曝光，在互联网营销还未成为主流的时期为薇诺娜收获了第一批顾客。医生天然代表了专业、权威，使品牌更容易获得消费者信任，从而转化为购买意愿。

图 45：薇诺娜四大植物性成分



资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 46：薇诺娜产品修护能力经学术认证

1. 修护敏肌经多家医院皮肤科验证：特护霜产品经由昆明医科大学第一附属医院、贵阳医学院附属医院、四川大学华西医院、成都市第二人民医院、中南大学湘雅二院、普洱市人民医院、云南省曲靖市第一人民医院、山西省阳泉市第一人民医院、广东省佛山市高明区慢性病防治站、安徽中医药大学附属六安市中医院、湖南中医药大学附属宁乡市人民医院、河南科技大学第二附属医院、解放军404医院、陕西省渭南市富平县医院，观察验证并发表《含青刺果等舒敏保湿特护霜联合他克莫司序贯治疗激素依赖性皮炎64例临床观察》等11篇论文。2. 双11“天猫乳液面霜类目TOP1”：取自2017年11月11日0-24点阿里生意参谋里所有特护霜销量

* 舒缓的研究结论：《云南马齿苋提取物抗炎机制研究》[J]. 中华皮肤科杂志, 2013, 46(1):58-60

* 修护屏障的研究结论：《青刺果油对神经酰胺合成及神经酰胺表达的影响》[J]. 中华皮肤科杂志, 2012, 45(10):718-722

* 多年科研确定马齿苋、青刺果提取物活性成分：马齿苋、青刺果提取物进行植物活性成分筛选、提取，并进行功效研究，结论发表于《含青刺果及马齿苋的医学护肤品对湿疹屏障修复作用的观察》[J]. 中华皮肤科杂志, 2013, 46(10):753-755; 《含青刺果护肤品抗皮肤老化临床观察》[J]. 临床皮肤科杂志. 2009, 38(6):361-363

资料来源：天猫商城，天风证券研究所

2.3.2. 小容量+低标价+高单价形式，保持高毛利+对新客户吸引力

薇诺娜采取小容量、低标价、高单价的方式，保持毛利的同时有利于吸引新顾客尝试薇诺娜的产品。定价方面，薇诺娜没有采取低价策略，以薇诺娜爆款单品“舒敏保湿特护霜”为例，单 g 价格位列同类产品前列。市上面霜类产品普遍容量为 50ml，但薇诺娜推出 15g 和 50g 两款包装，由于商品容量较小所以标价远低于其他品牌的产品，15g 容量在天猫旗舰店正价仅 68 元。小包装、低标价、高单价的商品在保证毛利的同时有利于吸引顾客尝试，便于携带的特点有助于延伸使用场景。

表 1：同类面霜产品价格

商品名称	标价(元)	每克/每毫升单价(元)	天猫旗舰店 GMV 占比
薇诺娜舒敏保湿特护霜 15g 	68	4.53	4.6%
薇诺娜舒敏保湿特护霜 50g 	268	5.36	5.0%
玉泽皮肤屏障修护保湿霜 50g 	158	3.16	6.5%

玉泽皮肤屏障修护调理乳 50ml		148	2.96	8.3%
雅漾修护舒缓保湿霜 50ml		272	5.44	5.5%
理肤泉 B5 多效修复面霜 40ml		119	2.89	5.6%
薇姿温泉矿物水活霜 50ml		269	5.58	9.2%
米蓓尔角质重构保湿乳霜 50ml		188	3.76	2.6%

资料来源：淘宝网，天猫商城，天风证券研究所

注：猫旗 GMV 占比数据为在 2019.8.5-2020.8.4 期间该商品长期宝贝链接 GMV 占期间全店 GMV 比例

2.3.3. 公司具备打造爆款的能力，叠加敏感肌赛道高忠诚度+高复购，爆款单品生命周期长于其他类型护肤品

目前薇诺娜已打造出专注敏感肌的 3 大王牌单品：被称为“舒敏 CP”的舒敏保湿特护霜+舒敏保湿修护精华液+清透防晒乳，具备持续打造爆款单品的能力，其中科学严谨的研发是打造爆款单品的核心。以品牌核心产品“舒敏保湿特护霜”的开发为例，对于皮肤敏感的消费者而言，感受到的是干燥、瘙痒、泛红、刺痛等皮肤不适。从皮肤学专业人士的角度，需要解决的问题是修护受损的皮肤屏障（减少经皮水分丢失、强化对外界刺激的防御力），舒缓刺激，补充水分。薇诺娜从以上三个护理需求入手，在云南丰富的植物资源中进行活性物筛选，通过大量的研究确定能够发挥上述作用的植物萃取，并阐明其作用原理及有效浓度，在产品配方完成后，薇诺娜与多家皮肤学专业机构合作进行产品的效果观察，并发表了多篇文献报道。薇诺娜打造的舒敏保湿特护霜爆款单品不仅多次蝉联天猫金妆奖、年度乳液面霜奖等奖项，还连续三年霸占细分类目冠军。

表 2：从客户的效用需求角度出发，研发出舒敏保湿特护霜

效用需求	研发角度
修护皮肤屏障的需求	发现青刺果油能够促进角质形成细胞分泌神经酰胺，并上调神经酰胺酶 ASH1 的表达，从而帮助修护皮肤屏障
舒缓刺激的需求	研究了云南马齿苋提取物，相关文献指出，马齿苋提取物能下调肿瘤坏死因子 α、白细胞介素 4 等炎症因子，也能协助清除氧自由基，具有较强的舒缓敏感效果
补水的需求	运用了大、小两种分子的透明质酸这一知名的保湿成分

资料来源：《商学院》，天风证券研究所

敏感肌赛道高忠诚度+高复购，爆款单品持续保持高速增长，并为其他产品引流，2019年薇诺娜天猫旗舰店复购率接近30%。敏感肌赛道有较明显的忠实度高，复购率高的特点，明星产品生命周期被显著延长，例如雅漾“大喷”（舒泉调理喷雾）自发售以来就在全球范围内创下惊人销量。薇诺娜特护霜在2017-2019年间稳定贡献了公司约18%的销售收入，爆款热度未随时间消退。在过去一年中，特护霜约占薇诺娜天猫旗舰店全年GMV的20.6%，单品集中度与行业保持一致。拆分到月度看，2019年7月至2020年7月间特护霜占全店GMV比例呈轻微向下趋势，爆款商品为其他产品引流，实现同步增长。玉泽主打的屏障修护系列则占天猫旗舰店超过80%的GMV，而薇诺娜舒敏系列产品约占天猫旗舰店GMV的30%，各系列收入结构更加平衡。

图 47：各品牌明星单品猫旗 GMV 占比

	明星单品	历史一年天猫旗舰店GMV (亿元)	占全店GMV比例
薇诺娜	舒敏保湿特护霜	2.67	20.6%
玉泽	积雪草修护干面膜	1.73	24.7%
雅漾	舒泉调理喷雾	1.32	30.9%
理肤泉	舒缓调理喷雾	0.83	14.4%
理肤泉	清痘精华k乳	0.85	14.7%
薇姿	89精华火山能量瓶	0.37	22.2%

资料来源：淘宝网，天猫商城，天风证券研究所

注：占全店 GMV 比例数据为 2019.8.5-2020.8.4 期间该商品所有宝贝链接 GMV 占期间全店 GMV 比例

图 48：2019.7-2020.7 舒敏保湿特护霜占全店 GMV 比例



资料来源：淘宝网，天风证券研究所

注：数据为 2019.7-2020.7 期间每月薇诺娜舒敏特护霜所有宝贝链接 GMV 占期间全店 GMV 比例

3. 横向上看贝泰妮的对比发展：耕渠道+精营销+强研发三轮驱动

3.1. 渠道亮点：覆盖线上线下的成熟营销体系，线上持续发力+线下 CS 渠道赋能

从销售模式来看，公司主要通过线下和线上两种渠道对外销售。其中公司线下销售主要通过商业公司、直供客户以及区域经销对外销售，线上销售主要包括线上直营和大型 B2C 平台分销。随着电商平台的快速发展，公司持续完善线上渠道建设，线上销售占比呈现上升趋势。2017-2019 年，公司线上销售占比从 62.1% 上升至 76.8%。2020H1，公司线上销售规模为 7.8 亿元，销售占比为 83.1%。

图 49：贝泰妮不同销售渠道销售收入（亿元）及占比（%）

销售渠道	销售模式	销售类型	2017		2018			2019			2020H1	
			营收(亿元)	占比(%)	营收(亿元)	占比(%)	YOY (%)	营收(亿元)	占比(%)	YOY (%)	营收(亿元)	占比(%)
线上销售	线上自营	线上自营	3.6	46.2	6.3	51.1	73.0%	10.8	55.6	71.1%	5.7	61.1
	线上分销	大型B2C平台分销	1	13.1	2	16.1	92.1%	3.5	18.2	77.7%	1.7	18.3
		线上经销商分销	0.2	2.8	0.6	4.5	149.8%	0.6	3	2.6%	0.4	3.7
		小计	1.3	15.9	2.5	20.6	102.3%	4.1	21.2	61.2%	2.1	22
	小计	4.9	62.1	8.8	71.7	80.6%	14.8	76.8	68.3%	7.8	83.1	
线下销售	线下自营	线下自营	0.1	1.8	0.1	0.6	-47.0%	0.0	0.2	-58.6%	0	0.1
	线下分销	商业公司	1.3	16.9	1.7	14.2	30.8%	2.1	10.7	18.6%	0.8	8.2
		直供客户	0.9	11.7	1.2	9.8	30.9%	2	10.4	67.5%	0.7	7.4
		区域经销	0.6	7.5	0.5	3.8	-21.7%	0.4	2.1	-13.4%	0.1	1.1
		小计	2.8	36.1	3.4	27.8	19.9%	4.5	23.1	31.5%	1.6	16.7
	小计	3	37.9	3.5	28.4	16.7%	4.5	23.3	29.6%	1.6	16.8	

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

作为功能性护肤行业的龙头，贝泰妮始终紧跟行业发展趋势，已建立起较完善的线上线下营销体系。我们认为贝泰妮的渠道亮点体现在 2 个方面：

（1）与其他功能性护肤品牌相比，公司较早对线上渠道进行布局，未来依靠成熟团队支撑+多元化线上渠道深耕，线上渠道有望持续迭代。线上渠道是过去五年化妆品行业增长最快的销售渠道，未来也将是化妆品最重要的销售渠道。公司从药店、医院渠道逐步发展，紧跟行业发展趋势，积极拓展线上渠道，经过多年发展，线上渠道已成为公司最重要的销售渠道，2020 年 H1 占比约为 83.1%。经过多年的内部培养，公司管理团队经验丰富，汇聚大批优秀的电商运营人才，在店铺运营、营销策划、仓储物流、线上客服等方面具备较丰富的经验，此外，公司积极拓展私域流量，对线上渠道进行多元化深耕，有助于公司适应线上销售不断变化的趋势。

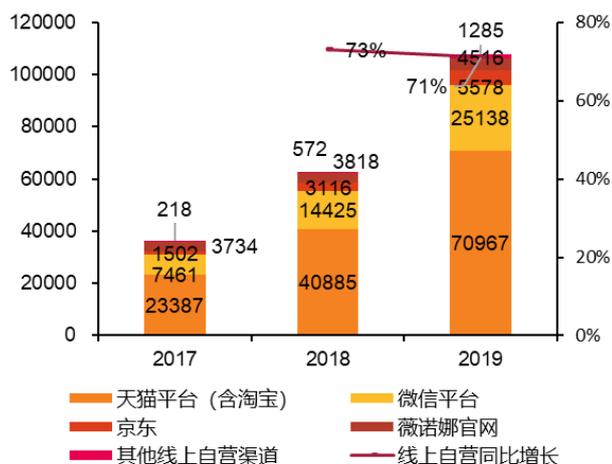
（2）积极布局全国范围线下渠道+差异性布局低线城市，创新线下渠道发展。公司通过商业公司、直供客户、区域经销 3 种模式打造线下渠道。与薇姿等国外功效性护肤品牌相比，薇诺娜入驻药房、诊所的时间更晚，但薇诺娜在药房和诊所入驻方面主打差异化策略，对三四线城市的药房和乡镇卫生院重点发力，一方面借助药房的终端形象可以让部分消费者感觉可以买到更放心的产品，更容易获得消费者信赖，促进了消费者对公司品牌的选择，另一方面对三四线渠道深耕，享受低线城市消费能力+敏感肌人群崛起的红利。此外，公司入驻屈臣氏门店，发力新零售完成渠道闭环，完成薇诺娜全局化布局“功效性护肤”品牌，拓展阶段性品牌增量的重要一步。

具体分析如下：

3.1.1. 较早布局线上渠道，依靠成熟团队+线上渠道多元化深耕持续迭代

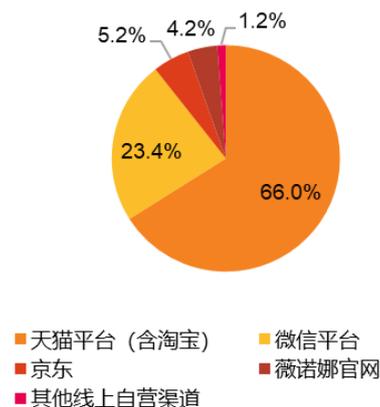
纵向上看，公司较早成立团队布局电商全渠道，成熟的销售团队线上销售表现亮眼。贝泰妮于 2011 年开设天猫平台薇诺娜官方旗舰店，2012 年成立电商事业部，充分把握了近年来化妆品行业的电商红利。2018 年电商部门已超过 100 人，其中 40%为 90 后，目前该部门同时设立在上海和杭州。2018 年和 2019 年线上自营收入增速均超过 70%，远超公司整体增速，表明了电商部门的销售能力。2019 年线上自营销售收入中，约 66%来自天猫，依托微信平台的社交电商销售占比 23.4%且逐年扩大。

图 50：2017-2019 年线上自营销售收入（万元）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

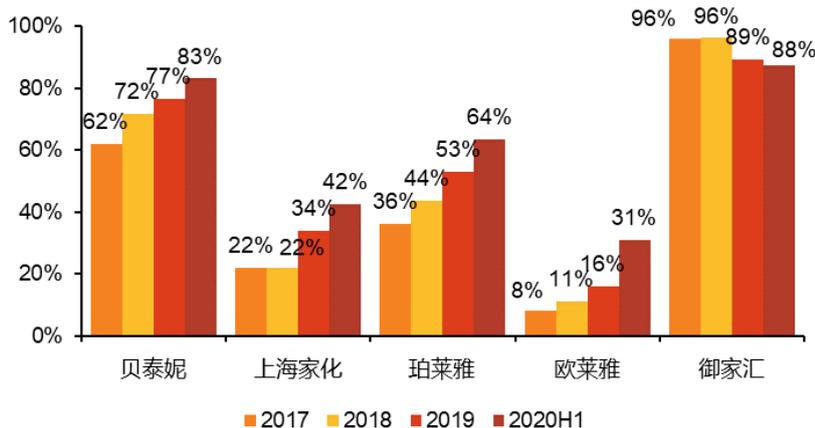
图 51：2019 年线上自营销售收入拆分（%）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

横向对比来看，公司线上布局较为完善，线上渠道营收占比位于可比公司前列。2020H1，贝泰妮线上销售占比为 83.1%，高于上海家化和珀莱雅，略低于同为新兴国货品牌的御家汇。

图 52：贝泰妮线上渠道营收占比（%）处于可比公司高位

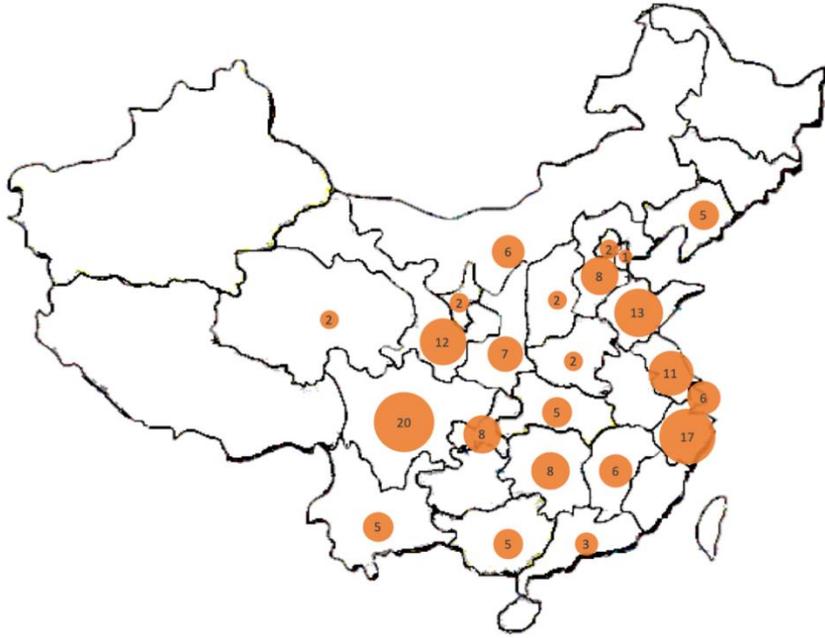


资料来源：Wind，天风证券研究所

3.1.2. 积极布局全国范围线下渠道+差异化布局低线城市，创新线下渠道发展

在积极开拓电商市场的同时，公司通过经销商在全国范围内建立了线下渠道。薇诺娜官网显示公司在全国各地线下布局了上百个服务网点，全国范围薇诺娜线下专柜数超过 500 家。2019 年线下销售收入达到 4.5 亿，主要来自于西南和华东地区，占主营收入比例分别为 9.49%和 4.79%。

图 53：薇诺娜线下服务网点分布



资料来源：公司官网，天风证券研究所

公司线下经销包括商业公司、直供客户、区域经销三种模式。商业公司模式下，公司与九州通、国药控股等商业公司签署购销协议，再将产品销售给药店、诊所等终端网；直供客户模式下，公司主要与连锁药店客户如健之佳，一心堂等签署购销协议，是公司重点打造的渠道；区域经销模式下，公司与区域经销商签订经销协议，在协议约定区域内进行销售，该渠道将会被淡化。

图 54：2017-2019 年线下渠道收入（万元）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 55：2019 年线下渠道各模式收入（万元）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

深耕线下药店诊所渠道，建立良好合作关系。药店是功能性护肤产品的重要线下渠道，相关品牌纷纷对线下药店进行发力，1998 年薇姿进入中国药房，在中国消费者中打造了“在药房里选购护肤品”的认知，2020 年 8 月薇姿重返药店渠道，与国大药房联手打造线上线下融合的销售渠道。从 2 个角度看公司对线下药店诊所渠道的布局：（1）从连锁化药房来看：目前，公司已与国内健之佳、一心堂、老百姓等连锁药店建立了良好的合作关系。2017 年，薇诺娜首次与云南健之佳连锁药店合作，在短短一年的时间内，薇诺娜在健之佳做到 3000 万元的销售，成为健之佳非药第一品牌。（2）从单体药房来看：公司直供客户中除健之佳等连锁大药房之外，多以单体药店、诊所等客户为主，规模较小，数量较多，但同时黏性会更高，公司对单体药房的布局有望占据先发优势。

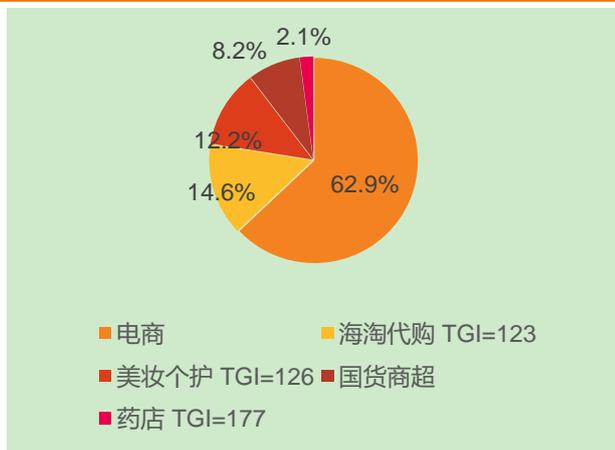
表 3：公司与国内主要连锁大药房建立了合作关系

客户名称	开始合作时间	主营业务	行业地位
健之佳	2015 年	从事药品、保健食品、个人护理品、家庭健康用品、便利食品、日用消耗品等健康产品的连锁零售业务	2019 年全国药品零售企业销售总额中排定第 12
一心堂	2013 年	主营业务为药品零售连锁和药品批发业务，其中医药零售连锁是一心堂的核心业务。	2018 年全国药品零售企业销售总额中排名第 4
老百姓	2016 年	主营业务为通过构建营销网络从事药品及其他健康相关商品的销售	2018 年全国药品零售企业销售总额中排名第 5

资料来源：贝泰妮招股说明书，健之佳招股说明书，天风证券研究所

入驻屈臣氏门店，发力新零售完成渠道闭环。2020 年 6 月薇诺娜正式入驻全国 574 家屈臣氏门店，预计 2021 年将拓展至 2000 家，3 年内覆盖屈臣氏所有门店。根据用户说数据，药妆用户整体的购买习惯与普通美妆用户基本一致，但不同点在于药妆用户更倾向通过海淘 (TGI=123)、CS 渠道 (TGI=126)、药店渠道 (TGI=177) 购买化妆品。海外市场在一些同时销售药品和化妆品的 Health&Beauty 商店购买药妆较为普遍，国内用户受到海外的购物习惯影响，CS 渠道、OTC 药店可能是国货药妆销售的热门渠道。公司入驻实体名店，加速线下布局，是薇诺娜全局化布局“功效性护肤”品牌，拓展阶段性品牌增量的重要一步。此外，公司还计划开设新增线下品牌形象店、线下智慧零售店和线下售后服务点，为募投项目之一。

图 56：2019 年 9 月 MAT 药妆热议用户提及渠道类型



资料来源：用户说，天风证券研究所

注：TGI=100*药妆用户提及该渠道类型的声量占比/所有美妆用户提及该渠道类型的声量占比

图 57：2020 年 6 月薇诺娜入驻屈臣氏门店



资料来源：界面新闻，天风证券研究所

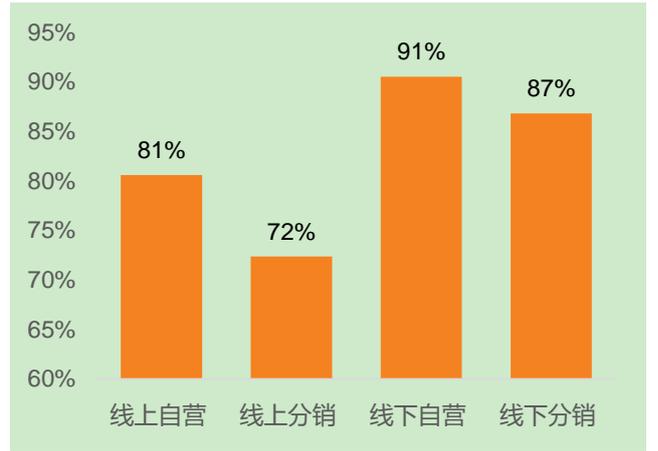
线下渠道销售毛利率高于线上，稳定在 86%左右，拉高了公司整体毛利率。一方面，通过线下药房销售的医疗器械占比较多，而医疗器械由于竞争较小，自主定价能力更强；另一方面，公司给商业公司和直供客户的提货折扣低于公司在线上渠道参与双 11、618 等活动的实际折扣（通常是五折），此类渠道下给分销商的让利低于行业内其他公司给传统分销公司的让利。公司的前五大客户中，健之佳（直供客户）毛利率约 35%，九州通（商业公司）毛利率约 9%。

图 58：2017-2019 年各品类毛利率（%）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 59：2019 年各渠道毛利率（%）

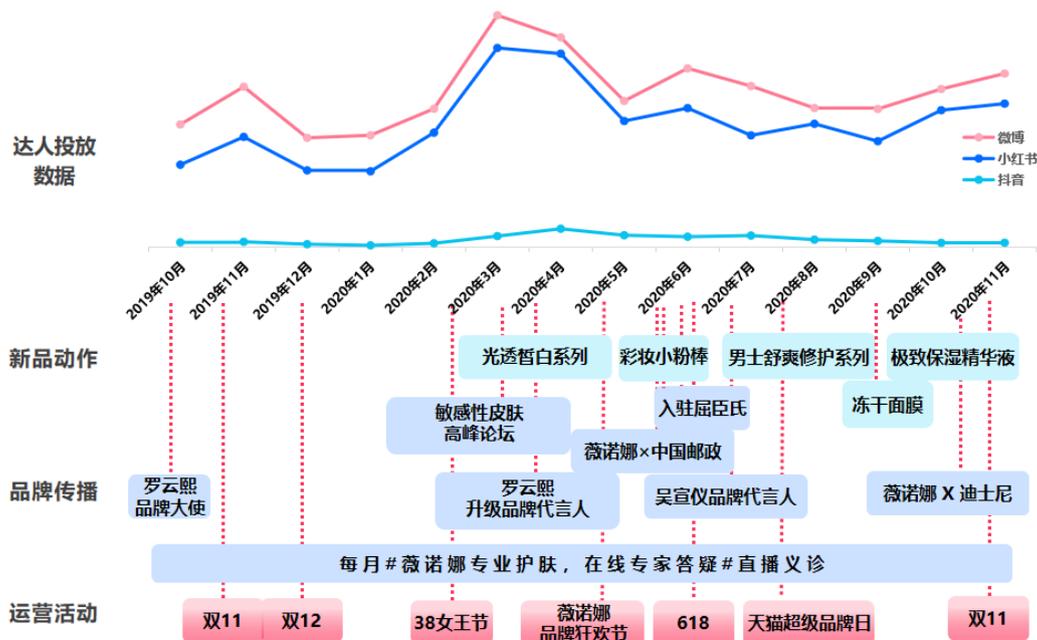


资料来源：招股说明书，天风证券研究所

3.2. 营销亮点：医学背书患者教育+跨界联名扩大声量+持续发力直播营销

近年来国潮品牌的崛起，与国货品牌营销能力不断成熟有很大关系，薇诺娜作为其中佼佼者，不断创新营销方式。薇诺娜之所以能从初露头角到迅速跃居国货护肤前列，成功的秘诀除了专注的产品研发，还有其成熟的营销打法。薇诺娜的营销打法包括：通过代言人、明星矩阵进行品牌营销+在 20 年 618 和双 11 之前进行了两次跨界联名+铺设大量研发科学说理、产品概念梳理、为消费者解惑答疑、营销话题等内容的输出，深化薇诺娜敏感肌专家形象，持续在小红书、抖音、微博等多平台上全力布局此营销活动，发力用户运营。

图 60：薇诺娜近 1 年营销打法拆解：打法精准注重全平台



资料来源：集瓜，天风证券研究所

3.2.1. 专家义诊持续深化，医学背书患者教育

医院精准“营销”+医生“权威代言”，持续深化用户心智。根据化妆品报数据，全国有超2400家医院皮肤科推荐薇诺娜作为问题皮肤辅助治疗的产品，薇诺娜帮助超过600万的患者改善或解决了皮肤屏障损伤问题。自薇诺娜品牌诞生以来，薇诺娜皮肤学专家团队先后共产出128篇高质量学术论文，发表在包括《Nature communications》在内的顶尖学术期刊上，并参与制定了15份指导中国皮肤科临床的专家共识及诊疗指南。借助医院+医生模式，公司打造学术营销“KOL”模式，聚焦消费闭环链条：患者去医院挂号看病——医生推荐使用薇诺娜产品——患者通过渠道购买薇诺娜产品。

图 61：薇诺娜借助医院+医生实现学术营销



资料来源：《E 药经理人》微信公众号，天风证券研究所

以皮肤科专家问诊为特色，打造颜究所教育生态。从薇诺娜创办以来，该品牌就一直深耕抗敏领域研究。薇诺娜能够成为药妆界明星品牌中的佼佼者，究其原因，除了强硬的产品功效实力，同样离不开薇诺娜近年来铺设的差异化营销，其深知医学背书优势，充分利用皮肤科专家问诊的方式进行推广。薇诺娜善于在微博和直播领域进行专业化营销，该品牌于2013年就开始在官微开展护肤义诊。2013年5月，薇诺娜开启了第一期公益性质的“薇诺娜专业护肤，在线专家问诊”，于微博进行专家答疑话题互动，将原本要去医院挂号才能咨询到的专家，请来薇诺娜微博直播间，免费为用户答疑解惑。

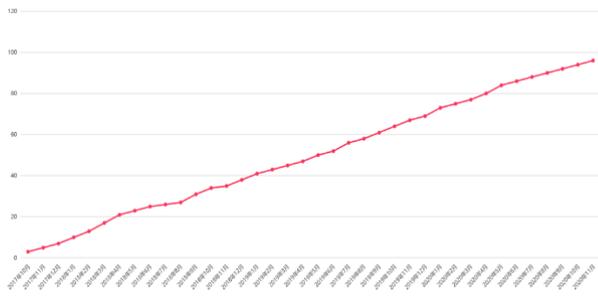
图 62：薇诺娜邀请专家全年不间断义诊进行医学背书



资料来源：集瓜，新浪微博，天风证券研究所

13 年至今每个月 2-4 期，打造专业敏感肌护肤品牌形象。从 2013 到现在近 7 年，薇诺娜将义诊完善到每个月会进行 2 到 4 期薇诺娜专业护肤、在线专家答疑或直播义诊。义诊不需要面对面沟通，降低沟通压力，省去就医挂号的时间，让不少上班的年轻一族倾向接受此方式，同时使得消费者更加相信薇诺娜的专业度，为旗舰店引流，实现销售转化。薇诺娜的直播义诊到现在已经进行了几百场，从微博拓展到各平台直播，薇诺娜不断更新营销模式，整合资源，通过“网红×明星×播主×医学专家”的创新直播模式，进行不间断的连日直播。20 年双 11，从 11 月 1 日到 11 月 11 日，薇诺娜进行了十天的直播。医学专家与播主、明星进行互动，为敏感肌人群提供专业解决方案，同时配合品牌多渠道的宣发引爆，使得薇诺娜专业敏感肌护肤品牌的形象深入人心，通过 KOL 引流带来流量，专家专业解答以此留量，实现短链路营销闭环。

图 63：薇诺娜微博义诊次数月增长数据



资料来源：集瓜，天风证券研究所

图 64：薇诺娜通过直播开展护肤教育



资料来源：集瓜，薇诺娜官网，天风证券研究所

3.2.2. 两度跨界联名，扩大声量促进品牌再升级

中国邮政+迪士尼联名，加速品牌出圈扩粉。20 年 618，薇诺娜与中国邮政跨界联名，以“敏感”和“守护”为主题打造联名款 618 限量定制礼盒进行发售，在网上掀起了一波国货热潮。根据近一年的薇诺娜官方品牌小红书账号粉丝趋势可以看出，618 前后，薇诺娜的粉丝增量峰值变化明显，通过明星流量造势和首次联名破圈，短时间内吸引了大波粉丝。

图 65：薇诺娜+中国邮政跨界联名



资料来源：集瓜，天风证券研究所

图 66：明星流量造势和首次联名破圈，吸引大量粉丝



资料来源：集瓜，薇诺娜官网，天风证券研究所

双 11 节点，薇诺娜与迪士尼合作推出系列产品。该系列单品反响火爆，在双 11 期间大卖 10 万支。在正式推出联名产品后，善于营销的薇诺娜“娴熟”地于小红书、抖音、微博全力布局进行了推广。此外，相比首次联名，薇诺娜进一步进行明星联动扩大联名品牌声量。双 11 前夕，薇诺娜于抖音进行了迪士尼联名商品推广，为了增加品牌热度，这些视频基本带上了“薇诺娜双 11”的话题。其中，热度最高的视频为 11 月 5 日明星张予曦发布的视频「横店在逃公主“靠脸吃饭”的秘籍是...」，该视频点赞数高达 57.8w，视频热词中有

米奇、联名、精华等词，可见本条视频带来的品牌话题热度较高。除此之外，薇诺娜还选了几位粉丝量级五百万以内的腰部达人进行该系列产品的推广。

图 67：薇诺娜迪士尼合作系列



资料来源：集瓜，公司官网，天风证券研究所

图 68：张予曦魔法米奇燃梦精华礼盒抖音视频数据

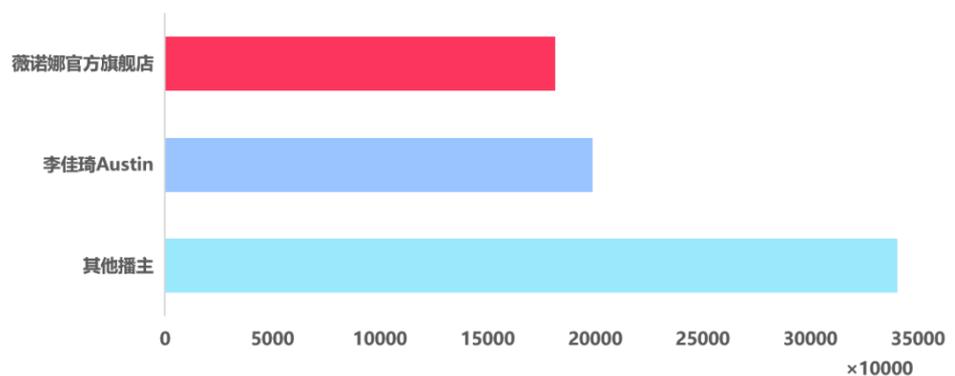


资料来源：集瓜，天风证券研究所

3.2.3. 发力直播营销，回归淘内成交

直播不断，淘内收割，双十一收获 7 亿销售额。正是由于在营销手段上的层层递进，薇诺娜最终将营销效果在双 11 放到了最大，才得以与外资品牌一较高下，而最终的淘内收割，其主要的销售来源自然与直播分不开关系。从顶流主播到中小商家，直播正在影响电商全链路。20 年双十一预售第一天，李佳琦、薇娅二人直播间共创造超 90 亿元 GMV，直播带货早已成为常态的时代。双 11 期间，薇诺娜进行了大量的直播投放，其中李佳琦直播间仅占 6 场，就为薇诺娜带来了近 2 亿的 GMV。顶流主播带来巨大流量+店铺直播进行品牌产品转化，使得薇诺娜引爆双十一成交效果。双 11 期间，薇诺娜官方旗舰店进行了八十多场直播，最终同样获得了近 2 亿的 GMV。李佳琦直播和薇诺娜的官方店播，就已经为薇诺娜的双 11 带来了一半以上的销售额，再加上其他热门直播间与各渠道的引流，薇诺娜最终收获 7 亿销售额。

图 69：薇诺娜天猫双 11 直播 GMV 数据



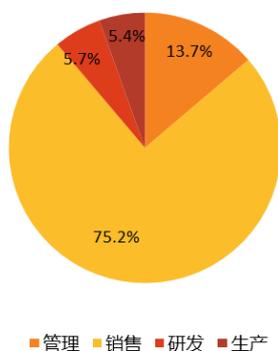
资料来源：集瓜，天风证券研究所

3.3. 研发亮点：聚焦研发人才+持续研发投入

公司自有研发团队多方面人才汇集，多领域处于行业前列。公司拥有 100 人规模的自有研发团队，占公司员工总数的 6.0%，研发团队中具有硕士以上学历的 24 人，占公司研发人员总数的 24%。公司共有核心技术人员 7 人，占公司研发人员总数的 7%。公司目前的研发团队汇集了药物制剂、药物分析、中药学、生物制药、药理学、生物工程、高分子化、学、精细化工、设计等不同学科的各类专业人才，使公司在配方开发、植物提取研究、产品开发 and 评估技术、包装设计等方面处于行业领先地位，先后获得云南省科学技术进步一等奖、

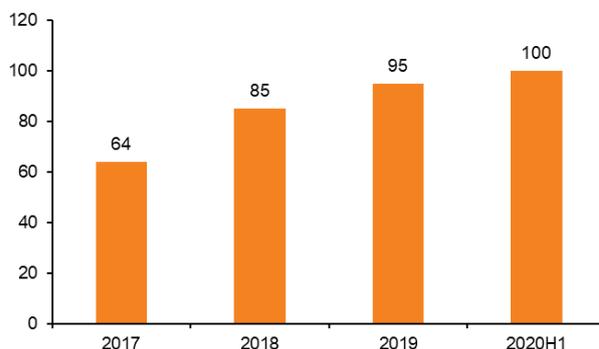
云南省创新团队一等奖等荣誉。2019年，公司被云南省人力资源和社会保障厅批准为省级博士后科研工作站。

图 70：公司研发人员占比 5.7%



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 71：公司研发人员逐年增长（个）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

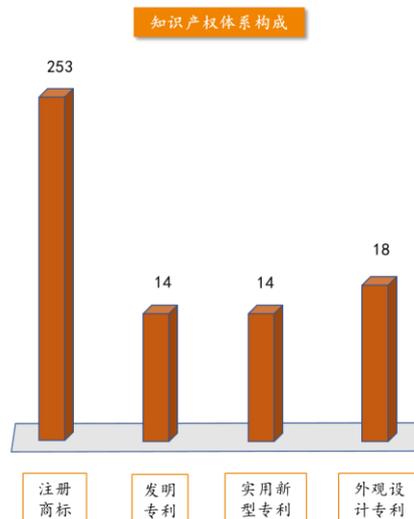
研发投入成果丰富，核心技术转化能力强。公司重视研发投入，2019年研发投入 5254.7 万元，较 2018 年增加 61.3%。经过多年的研发积淀，在利用高原特色植物提取物有效成分制备和生产敏感肌肤护理产品方面具有较强的技术优势。公司具备将技术成果有效转化为经营成果的持续创造能力，近 3 年应用核心技术实现的销售收入占主营业务收入的比例均达到 95%以上。

图 72：公司研发投入不断增加（万元）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 73：公司拥有的发明专利占知识产权体系内 31.7% (截至 2020H1)



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

截至 2020 年上半年，公司拥有境内有效专利 46 项，并掌握 11 项核心技术。公司在利用马齿苋、青刺果、滇山茶等高原特色植物进行植物提取物的有效成分制备，以及生产含有高原特色植物活性成分的敏感肌肤护理产品方面具有较强的技术优势。截至 2020H1，公司已取得了 2 项《I 类医疗器械备案凭证》、3 项《医疗器械注册证》。

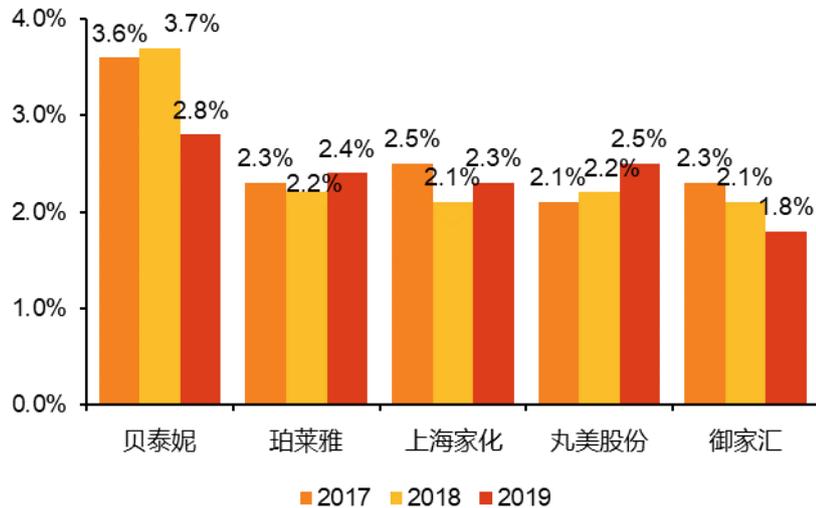
图 74：公司资质

国产特殊用途化妆品行政许可				
产品类别	产品			
祛斑类	14项:泊缇诗净皙美白多维淡斑精华乳、泊缇诗净皙美白淡斑精华乳、薇诺娜熊果苷美白保湿精华乳、薇诺娜维生素CE淡纹亮肤精华液、薇诺娜熊果			
防晒类	薇诺娜清透防晒乳SPF48PA+1+、薇诺娜清透防晒霜SPF50+PA+14、薇诺娜清透水感防晒乳			
祛斑类、防晒类	薇诺娜光透皙白隔离日霜、薇诺娜光透皙白BB霜			
3类《医疗器械注册证》				
序号	权利人	产品名称	注册证编号	发证机关
1	贝泰妮	透明质酸修护贴敷料	滇械注准20192140006	云南省药监局
2	贝泰妮	透明质酸修护生物膜	滇械注准20192140007	云南省药监局
3	贝泰妮	化学换肤术护理包	滇械注准20192140008	云南省药监局
2项I类医疗器械备案凭证				
序号	权利人	备案编号	产品名称	发证机关
1	贝泰妮	滇昆械备20180014号	医用冷敷贴	昆明市市场监督管理局
2	贝泰妮	滇昆械备20190023号	伤口护理软膏	昆明市市场监督管理局
6项已取得专利				
序号	核心技术名称		对应已取得专利名称	
1	马齿苋提取物制备方法以及含马齿苋提取物的功效性护肤品的产业化制备方法		一种含马齿苋提取物的功效性护肤品及制备方法(专利号2012102637778)	
2	青刺果提取物制备方法以及含有青刺果油的功效性护肤品的产业化制备方法		一种含有青刺果油的功效性护肤品及制备方法(专利号2011103726399)	
3	皮肤屏障修复制剂及其制备方法		一种皮肤屏障修复制剂及其制备方法(专利号:2014103920621)	
4	含页岩油的复合祛痘制剂及其制备方法		一种含页岩油的复合祛痘制剂及其制备方法(专利号:2014103930074)	
5	油包水技术及其制备方法		一种油包水婴儿护臀霜及其制备方法(专利号:2015104015975)	
6	高含量维生素CE稳定体系复合制剂及其制备方法		高含量维生素CE稳定体系复合制剂及其制备方法(专利号:2014103932436)	
5项申请中专利				
序号	申请中专利名称	申请号	申请进度情况	
1	一种马齿苋提取物的腺嘌呤核苷定量方法	2019106662183	等待实审提案	
2	一种马齿苋提取物的制备方法及应用	2019106658046	进入实审	
3	一种马齿苋低温提取方法	2019106658031	进入实审	
4	一种用于马齿苋植物提取的多段恒温提取设备	2019106657946	等待实审提案	
5	一种青刺果仁总黄酮提取物的制备方法	2018106629161	一通出案待答复	

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

研发费用率高于同行，研发基因浓厚。相比其他类型护肤品，功能性护肤领域对研发力和品牌力更为看重，科研实力能为产品创新研发赋予更多的可能性，也能给消费者更强的信任感。贝泰妮 2017/2018/2019 年研发费用率分别为 3.6%/3.7%/2.8%，显著高于同行，研发基因浓厚。

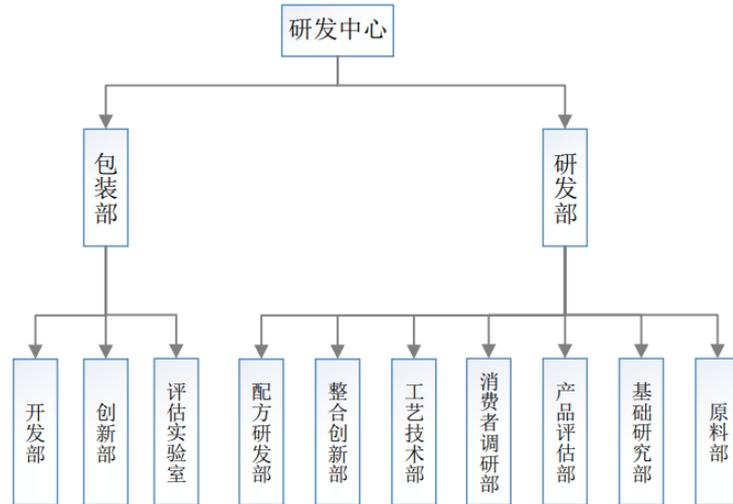
图 75：贝泰妮研发费用率高于同行 (%)



资料来源：Wind，招股说明书，天风证券研究所

研发体系设置完善，全面协调研发创新工作。公司坚持自主研发的发展道路，通过不断完善各项研发制度鼓励自主创新，并建立了高效、完善的研发创新组织体系，全面协调、促进公司的各项研发创新工作。研究中心下设包装部与研发部，其中包装部下设开发部、创新部、评估实验室，研发部下设 7 部门，分别是配方研发部、整合创新部、工艺技术部、消费者调研部、产品评估部、基础研究部和原料部。

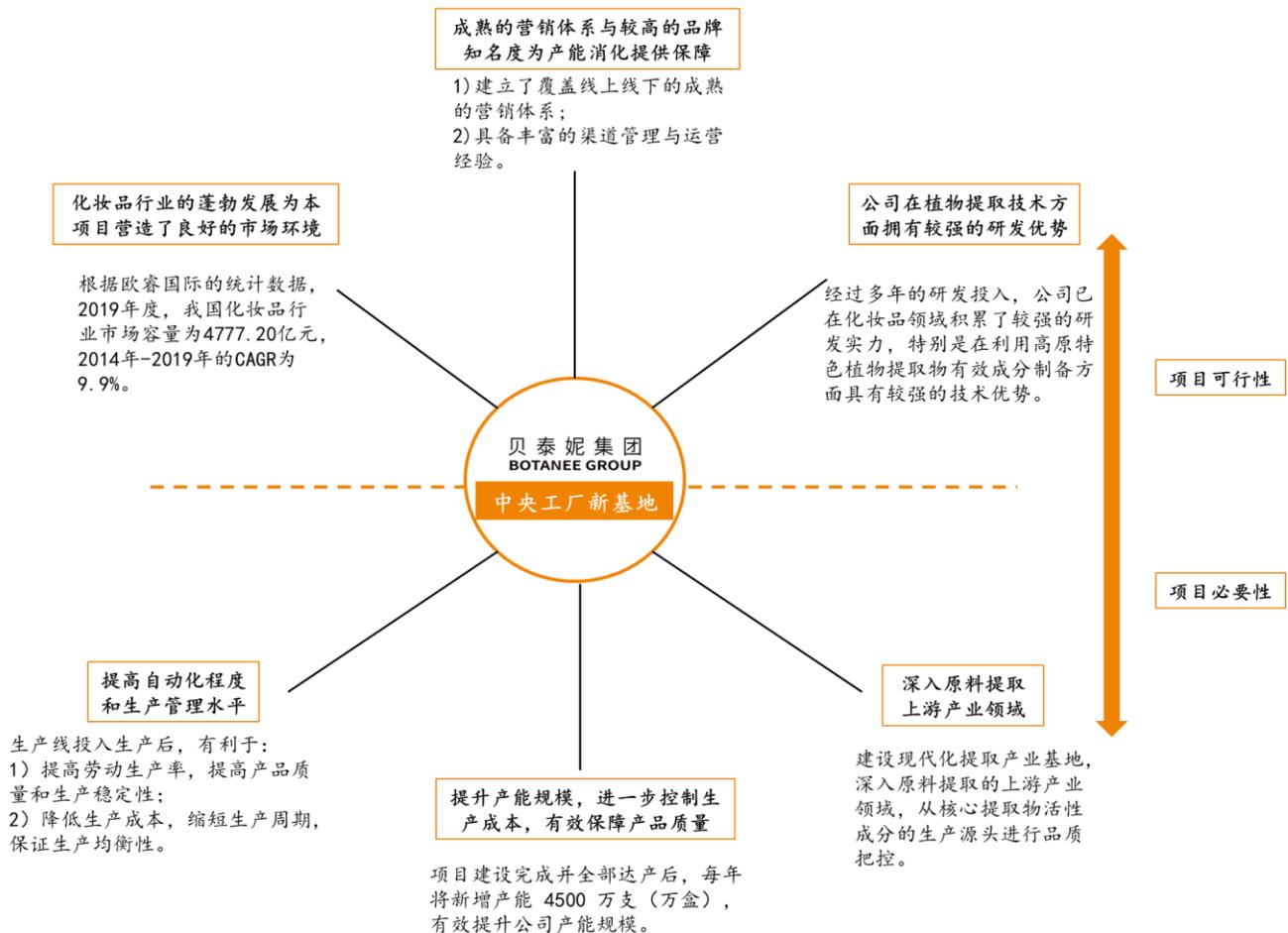
图 76：公司研发中心体系



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

公司计划投资 4.4 亿元用于中央工厂新基地建设项目。中央工厂新基地建设项目的建设目标为提高公司产能规模，满足销售增长对于产能扩张的需求。项目建设完成并全部达产后，每年将新增产能 4500 万支。项目建设将有助于充分发挥公司规模经济优势，提高公司在化妆品市场上的竞争地位，增强公司盈利能力和抗风险能力。

图 77：公司募集资金投入中央工厂新基地建设



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

4. 盈利预测与估值

核心假设：

- 1) 预计公司线上占比持续得到提升，2020E-2022E 线上收入占比为 84%/85%/87%。
- 2) 预计公司线上和线下毛利率趋于稳定。
- 3) 公司 2020H1 销售费用率为 50%，下半年随着疫情缓和，公司线下渠道呈现修复趋势，预计 2020 年整体销售费用率较上半年有所下降，2021/2022 年随着公司规模扩大，规模效应逐渐体现，销售费用率略微下降，分别为 46%/46%。
- 4) 预计公司管理费用率和研发费用率趋于稳定，分别维持在 7%和 3%左右。
- 5) 预计公司可持续获得高新技术企业认定，所得税率为 15%。

表 4：公司盈利预测（万元）

	2017 年	2018 年	2019 年	2020E	2021E	2022E
营业收入	79,804	124,049	194,375	269,180	393,003	558,065
其他收入	1,153	1,076	930	1,003	966	984
销售收入（按销售模式分类）	78,651	122,973	193,445	268,178	392,037	557,080
YOY		56%	57%	38%	46%	42%
1、线上销售收入	48,838	88,179	148,369	225,269	334,111	484,672
YOY		81%	68%	52%	48%	45%
占比	61%	71%	76%	84%	85%	87%
线上毛利	38,605	70,206	116,221	182,468	270,630	392,585
线上毛利率	79%	80%	78%	81%	81%	81%
2、线下销售收入	29,813	34,794	45,076	42,908	57,926	72,408
YOY		17%	30%	-5%	35%	25%
占比	37%	28%	23%	16%	15%	13%
线下毛利	25,654	30,001	39,151	37,759	50,975	63,719
线下毛利率	86%	86%	87%	88%	88%	88%
综合毛利	64,259	100,206	155,372	220,227	321,605	456,304
综合毛利率	82%	82%	80%	82%	82%	82%
销售费用率	41%	41%	43%	47%	46%	46%
管理费用率	11%	10%	7%	7%	7%	7%
研发费用率	4%	4%	3%	3%	3%	3%

资料来源：Wind，天风证券研究所

我们预计公司 2020-2022 年营业收入分别为 26.9/39.3/55.8 亿元，净利润分别为 5.4/8.2/11.7 亿元。参照 A 股化妆品行业相关公司 2020/2021 年平均 PE95.2X/PE72.6X，鉴于公司属皮肤学级护肤品行业的绝对龙头，壁垒高成长性强，我们预计公司发行 PE 略高于行业均值，在 70-80 倍之间，根据 20 年 5.4 亿净利润预期，对应发行市值在 378 亿到 432 亿之间。由于公司所处赛道景气，国内皮肤学级护肤品市占率第一+功能性护肤行业标准制定者双重壁垒铸就高护城河，市场有望给予较高估值溢价，我们预计上市后公司估值有望达 100-120 倍，根据 21 年 8.2 亿盈利预期，给予公司上市后目标市值 820-984 亿。

表 5：A 股化妆品相关公司估值对比表

		市值(亿元) 以 2021/3/5 为准	净利润 (亿元)			PE		
			2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
华熙生物	688363.SH	721	6.6	8.0	11.6	108.8	89.8	62.2
爱美客	300896.SZ	948	4.1	6.2	9.4	99.9	66.9	43.7
珀莱雅	603605.SH	363	4.7	5.9	7.6	76.8	61.2	47.8

资料来源：Wind，天风证券研究所

5. 风险提示

① 行业竞争加剧的风险

近年来，化妆品企业通过线上渠道实现的销售占比逐年提升，国际知名化妆品品牌也开始重视线上渠道的建设，并逐步加大了线上渠道的营销力度。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。2020H1，公司线上渠道销售收入占比为 83.16%，线上销售渠道是公司实现销售收入最重要的销售渠道，若公司未能及时应对上述变化，将会对公司的销售收入增长产生不利影响，甚至可能导致公司的销售收入出现下滑，进而可能会对公司整体经营业绩产生不利影响。

② 获客成本快速增长的风险

公司获客成本支出主要分布于线上推广模式下的各平台店铺，主要包括天猫、京东、唯品会等主要电商平台店铺。公司 2017/2018/2019/2020H1 获客成本金额分别为 2333.62/5708.59/11718.85/9731.01 万元，获客费用率分别为 5.73%/8.46%/9.99%/14.66%，呈快速增长的趋势。随着潜在的网购用户增量趋于稳定，互联网流量红利效应逐渐减弱，主要头部电商平台的商家竞争日趋激烈，公域流量的获客边际效益有所下滑，导致公司报告期内获客成本快速增长。如果公司未来不能及时开拓低成本的获客渠道，制定高效的获客策略，不断开拓品牌私域流量池并提升客户的长期价值，同时各主要头部平台的营销推广收费标准出现较大不利调整，则可能导致公司的获客成本进一步提高，获客效率下降，进而对公司的经营业绩带来不利影响。

③ 税收优惠政策变动的风险

公司被认定为高新技术企业，享受高新技术企业所得税税收优惠，适用企业所得税税率为 15%，若公司因未能持续符合高新技术企业认定条件或者未能通过复审申请而不能继续享受国家对高新技术企业的相关税收政策，将会增加公司的税负，从而对公司的盈利情况造成不利影响。

财务预测摘要

资产负债表(百万)						利润表(百万元)					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	251.15	527.23	1,001.74	1,784.12	2,789.76	营业收入	1,240.49	1,943.75	2,691.80	3,930.03	5,580.65
应收票据及应收账款	117.65	112.14	200.62	81.86	319.26	营业成本	233.74	384.51	481.29	706.06	1,009.55
预付账款	13.77	13.53	19.96	34.22	38.91	营业税金及附加	26.20	34.94	43.07	72.18	97.36
存货	259.93	198.77	374.99	564.74	666.79	营业费用	502.63	843.35	1,262.92	1,803.89	2,555.94
其他	13.32	83.79	36.41	57.96	66.57	管理费用	123.28	136.79	183.04	259.38	368.32
流动资产合计	655.82	935.46	1,633.72	2,522.91	3,881.29	研发费用	46.01	54.11	80.75	117.90	167.42
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	(1.04)	(1.45)	(1.24)	(3.20)	(5.00)
固定资产	54.76	59.40	80.23	120.79	160.19	资产减值损失	9.56	(12.52)	0.14	(0.94)	(4.44)
在建工程	0.00	2.02	37.21	70.33	72.20	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	23.15	45.82	42.42	39.03	35.63	投资净收益	0.35	0.15	0.17	0.17	0.17
其他	30.25	41.15	25.91	17.69	14.95	其他	(12.92)	1.79	(0.33)	(0.33)	(0.33)
非流动资产合计	108.15	148.38	185.77	247.83	282.97	营业利润	312.67	502.08	642.00	974.94	1,391.66
资产总计	763.97	1,083.84	1,819.50	2,770.74	4,164.26	营业外收入	0.70	0.62	0.57	0.63	0.61
短期借款	0.00	14.96	0.00	0.00	0.00	营业外支出	0.18	0.46	0.23	0.29	0.33
应付票据及应付账款	65.43	88.37	85.08	196.58	193.54	利润总额	313.19	502.24	642.33	975.28	1,391.95
其他	238.83	192.83	413.76	358.33	569.32	所得税	50.27	89.18	96.35	146.29	208.79
流动负债合计	304.25	296.16	498.84	554.91	762.86	净利润	262.92	413.06	545.98	828.98	1,183.15
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	2.40	1.12	2.18	4.37	4.72
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	260.53	411.95	543.80	824.61	1,178.43
其他	8.86	26.66	13.76	16.42	18.95	每股收益(元)	0.62	0.97	1.51	1.95	2.78
非流动负债合计	8.86	26.66	13.76	16.42	18.95						
负债合计	313.11	322.82	512.60	571.34	781.81						
少数股东权益	5.73	4.72	6.80	11.09	15.71	主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
股本	49.01	360.00	360.00	423.60	423.60	成长能力					
资本公积	48.90	25.71	25.71	25.71	25.71	营业收入	55.44%	56.69%	38.49%	46.00%	42.00%
留存收益	396.13	396.30	940.09	1,764.71	2,943.14	营业利润	68.02%	60.58%	27.87%	51.86%	42.74%
其他	(48.90)	(25.71)	(25.71)	(25.71)	(25.71)	归属于母公司净利润	69.58%	58.12%	32.01%	51.64%	42.91%
股东权益合计	450.87	761.02	1,306.89	2,199.40	3,382.45	获利能力					
负债和股东权益总计	763.97	1,083.84	1,819.50	2,770.74	4,164.26	毛利率	81.16%	80.22%	82.12%	82.03%	81.91%
						净利率	21.00%	21.19%	20.20%	20.98%	21.12%
						ROE	58.53%	54.47%	41.83%	37.68%	35.00%
						ROIC	-1046.70%	242.95%	262.36%	295.80%	296.45%
						偿债能力					
						资产负债率	40.98%	29.78%	28.17%	20.62%	18.77%
						净负债率	-55.70%	-67.31%	-76.65%	-81.12%	-82.48%
						流动比率	2.16	3.16	3.28	4.55	5.09
						速动比率	1.30	2.49	2.52	3.53	4.21
						营运能力					
						应收账款周转率	13.52	16.92	17.21	27.83	27.83
						存货周转率	6.60	8.48	9.38	8.36	9.06
						总资产周转率	1.96	2.10	1.85	1.71	1.61
						每股指标(元)					
						每股收益	0.62	0.97	1.51	1.95	2.78
						每股经营现金流	0.24	1.22	1.29	1.88	2.48
						每股净资产	1.05	1.79	3.61	5.17	7.95
						估值比率					
						市盈率	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
						市净率	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
						EV/EBITDA	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
						EV/EBIT	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

资料来源:公司公告, 天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 3 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 10 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-50165671 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼 邮编：518017 电话：(86755)-82566970 传真：(86755)-23913441 邮箱：research@tfzq.com