

商业贸易

贝泰妮：卡位敏感肌护理风口，强背书、高线上、稳线下

功能性护肤迎风口，敏感护理市场快速扩容。随着消费者认知升级和种草平台更加普及和便捷，年轻消费者购买决策周期更长、护肤更加理性科学，更加关注化妆品的成分和配方，“药妆”概念兴起。海外成熟药妆品牌收入体量可观，中国药妆品牌起步较晚。修复敏感肌作为药妆最主要的需求推动市场发展，2019 年中国皮肤学级护肤品市场约 135.5 亿元，2014 -2019 年复合增长率达到 23.2%。

强背书-产品力：敏感肌护理领导者，医药背景提供强背书，卡位植物性护肤成分，学术推广+明星单品开拓市场。公司主品牌“薇诺娜”自 2008 年品牌成立以来专注于敏感肌肤护理，为中国本土化妆品头部品牌之一。薇诺娜由滇虹药业孵化，公司股东和管理人员多数为滇虹药业高管成员，拥有强大的医药研发背景为品牌背书。公司依托云南丰富的自然资源，开辟了全新的植物性护肤成分，避开与海外成熟药妆品牌正面竞争，同时迎合年轻消费者对于天然成分的喜好。薇诺娜主打成分因受到了学术验证和皮肤科医生的推荐，在早期于 OTC 渠道和医院得到曝光，获得消费者信任。明星产品“舒敏保湿特护霜”采取了小容量、低标价、高单价的产品策略，在保障毛利的同时吸引消费者尝试，并为其其他单品引流。

财务：营收近三年复合增速 55%+，高毛利高净利率行业领先。公司 2019 年营收 19.3 亿，其中护肤品/彩妆/医疗器械占比约 87%/3%/10%。电商高速发展，2018/2019 年线上收入增速为 80.6%/68.3%，2019 年 77% 主营收入来自线上渠道。公司毛利率超过 80%，远高于行业平均水平，主要系定价较高，自营占比较高因素。

高线上-营销力：线上销售硕果累累，用户驱动+数据赋能打造营销能力。公司 2011 年开设天猫旗舰店，2012 年成立电商事业部，充分把握了电商红利。公司的互联网营销有以下特点：1) 联合皮肤科医生进行推广，深化品牌医药背书的形象；2) 在垂直平台针对注重皮肤护理专业性、安全性的人群推广；3) 与天猫合作紧密。公司同时在大促前通过梯媒和影院投入品牌宣传广告，线上线下多场景触达消费者。公司高度重视数据中台，自建数据仓库，精准把握消费者的喜好和诉求，以此驱动产品研发和营销方案。2019 年与阿里创新中心合作推出新品“青刺果喷雾”，数据赋能成功将新品开发周期由 18 个月缩短至 6 个月。

稳线下-渠道力：全国范围线下分销拉升毛利率，药房渠道占优势。薇诺娜线下专柜数超过 500 个，产品于健之佳、一心堂等连锁药店销售。公司给此类经销商的让利低于行业内其他公司给传统分销商的让利，拉升毛利率，且药房渠道可能成为国货药妆销售的热门渠道，有竞品较少、客流稳定的优势。

风险提示：行业竞争加剧风险、营销方式无法顺应市场变化的风险、品牌相对集中的风险等

证券研究报告

2020 年 11 月 02 日

投资评级

行业评级 强于大市(维持评级)

上次评级 强于大市

作者

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

方心诣 联系人
fangxinyi@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《商业贸易-行业点评:2021 国考报名呈小高峰，基层及中西部考试竞争加大》 2020-10-25
- 2 《商业贸易-行业点评:顶层发文力推青少体育美育，力争 2022 年实现美育中考加分全国覆盖，利好相关产业链公司》 2020-10-21
- 3 《商业贸易-行业点评:化妆品 8 月数据跟踪！线上稳增国货分化，新品增速环比改善》 2020-09-14

内容目录

1. 敏感肌护理引领者，电商驱动业绩高增	4
1.1. 敏感肌护理引领者，医药背景提供强背书	4
1.2. 线上高增驱动营收复合 50%+ 增长，高毛利高净利率行业领先	5
2. 功能性护肤迎风口，敏感护理市场快速扩容	9
3. 强背书、高线上、稳线下，产品力、营销力、渠道力造就公司核心竞争力	11
3.1. 卡位植物性护肤成分，学术推广+明星单品开拓市场	11
3.2. 线上销售硕果累累，用户驱动+数据赋能打造营销能力	15
3.3. 全国范围线下分销拉升毛利率，药房渠道占优势	18
4. 风险提示	21

图表目录

图 1：贝泰妮发展历程	4
图 2：贝泰妮品牌布局	4
图 3：贝泰妮股权结构	4
图 4：2017-2019 年主营业务收入（万元）	5
图 5：2019 年各产品收入比重	5
图 6：2017-2019 年各渠道销售收入比重	6
图 7：2017-2019 年线上自营模式的成交顾客数（万人）	6
图 8：2017-2019 年各生产模式下成本占主营业务成本的比重	6
图 9：同业可比公司库存周转率（次/每年）	6
图 10：同业可比公司毛利率	7
图 11：同业可比公司分销渠道占比	7
图 12：2017-2019 年各项费用率	7
图 13：2017-2019 年销售费用明细占比	7
图 14：同业可比公司销售费用率	8
图 15：2017-2019 年净利润（万元）	8
图 16：同业可比公司净利润率	8
图 17：2017-2019 年贝泰妮货币资金余额（万元）	8
图 18：2017-2019 年贝泰妮经营活动和投资活动现金流（万元）	8
图 19：消费者购买决策过程	9
图 20：欧莱雅集团旗下活性健康护肤品收入规模（亿欧元）	10
图 21：2020 年 6 月小红书平台护肤话题笔记数量（万篇）	10
图 22：中国皮肤学级护肤品市场规模（亿元）	10
图 23：主打抗敏化妆品品牌认知程度	11
图 24：2018 年双 11 美容护肤/美体/精油类天猫旗舰店销量 TOP10	12
图 25：2019 年双 11 美容护肤/美体/精油类天猫旗舰店销量 TOP10	12
图 26：理肤泉&薇姿产品主打泉水成分	13

图 27: 薇诺娜产品主打植物性成分	13
图 28: 薇诺娜四大植物性成分	13
图 29: 薇诺娜产品修护能力经学术认证	13
图 30: 雅漾大喷创下每三秒出售一支的销量	15
图 31: 2019.7-2020.7 舒敏保湿特护霜占全店 GMV 比例	15
图 32: 2017-2019 年线上自营销售收入 (万元)	15
图 33: 2019 年线上自营销售收入拆分	15
图 34: 薇诺娜微博在线义诊	16
图 35: 流量明星或美妆护肤 KOL × 皮肤学权威专家联合直播	16
图 36: 知乎和小红书垂直平台信息	16
图 37: 天猫超级品牌日连续七天大直播	16
图 38: 薇诺娜 × 天猫”联名定制礼盒	17
图 39: 薇诺娜投放分众影院映前广告	17
图 40: 薇诺娜与阿里创新中心联合打造青刺果喷雾	17
图 41: 数据赋能人群营销, 千人千面精确触达	17
图 42: 2019 年各客单价区间顾客数占比	18
图 43: 2019 年各客单价区间销售金额占比	18
图 44: 各公司客单价超过 500 元顾客数占比	18
图 45: 2017-2019 年单价超过 20000 元顾客数量 (人)	18
图 46: 薇诺娜线下服务网点分布	18
图 47: 2017-2019 年线下渠道收入 (万元)	19
图 48: 2019 年线下渠道各模式收入 (万元)	19
图 49: 2017-2019 年各品类毛利率	19
图 50: 2019 年各渠道毛利率	19
图 51: 2019 年 9 月 MAT 药妆热议用户提及渠道类型	20
图 52: 2020 年 6 月薇诺娜入驻屈臣氏门店	20
表 1: 药妆市场分类	9
表 2: 中国代表性药妆品牌	12
表 3: 同类面霜产品价格	13
表 4: 各品牌明星单品猫旗 GMV 占比	14

1. 敏感肌护理引领者，电商驱动业绩高增

1.1. 敏感肌护理引领者，医药背景提供强背书

贝泰妮成立于 2010 年，是以“薇诺娜”品牌为核心、以线上销售渠道为主导的企业，专注敏感肌肤护理的功能性品牌。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。经历十余年的发展，薇诺娜已经成为中国本土化妆品头部品牌之一。

图 1：贝泰妮发展历程



资料来源：招股说明书，公司官网，天风证券研究所

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% 以上。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。

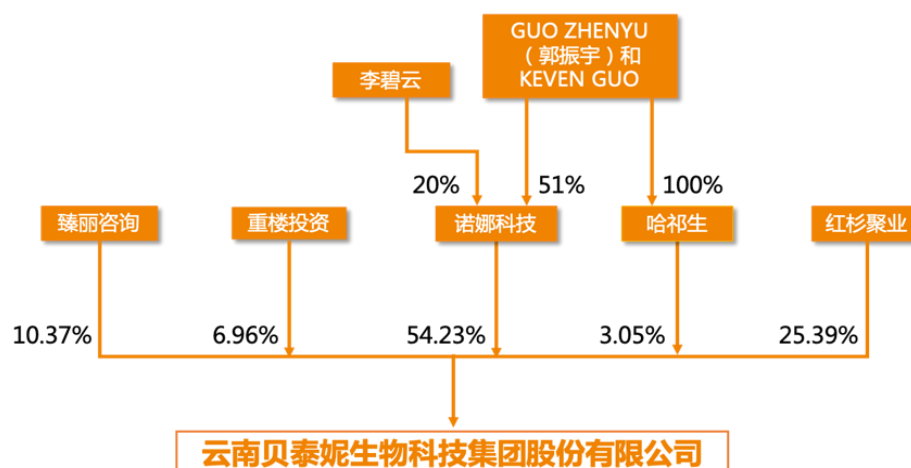
图 2：贝泰妮品牌布局



资料来源：招股说明书，公司官网，聚美丽，界面新闻，天风证券研究所

公司股权结构集中，股东和高管成员多数拥有医药背景。公司的实际控制人为 GUO ZHENYU（郭振宇）博士与其子 KEVIN GUO 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 3：贝泰妮股权结构



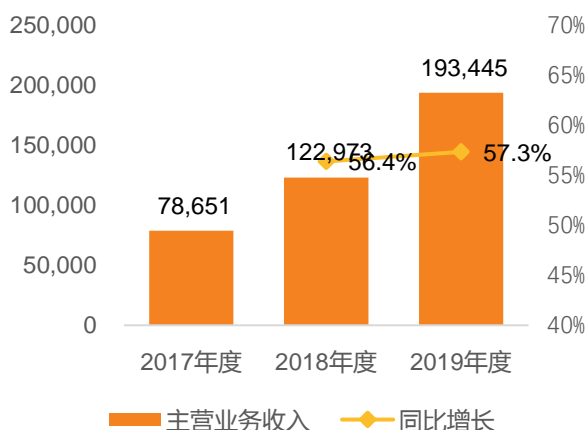
资料来源：招股说明书，天风证券研究所

依托公司的医药背景，公司拥有强大的自主研发能力，产品的安全性和有效性获得业内专家的认可。公司在上海建立了研发中心，拥有 95 人的研发团队。目前公司拥有境内有效专利 41 项和 11 项核心技术，通过该 11 项核心技术实现的销售收入占公司总收入的 95% 以上。强大的研发能力保证了公司产品安全性和有效性，近年内薇诺娜品牌受到了广大海内外皮肤科医生等专业人士的认可，于 2015 年和 2019 年两次亮相于世界皮肤科大会。2017 年 9 月，公司携手全国 21 位顶尖皮肤科专家共同发布《薇诺娜皮肤学护肤品及其在临床中的应用》红宝书。

1.2. 线上高增驱动营收复合 50%+ 增长，高毛利高净利率行业领先

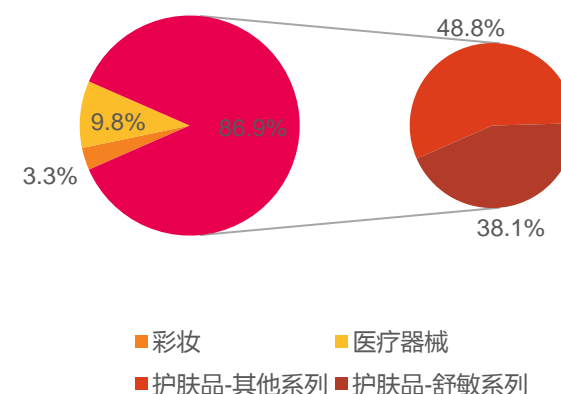
公司近三年营收保持 55%+ 的复合增长，收入集中来自于主打商品。2017/2018/2019 年营业收入分别为 7.98 亿/12.4 亿/19.4 亿，收入增速均在 55% 以上。主营业务收入中，各产品线收入占比稳定，约 90% 来自化妆品（包括 87% 的护肤品和 3% 的彩妆），10% 来自医疗器械（修护生物膜，修护贴辅料等）。薇诺娜的产品线中，“舒敏系列”占公司主营收入比例接近 40%，其中的畅销单品“舒敏保湿特护霜”约占主营收入的 18%。

图 4：2017-2019 年主营业务收入（万元）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 5：2019 年各产品收入比重

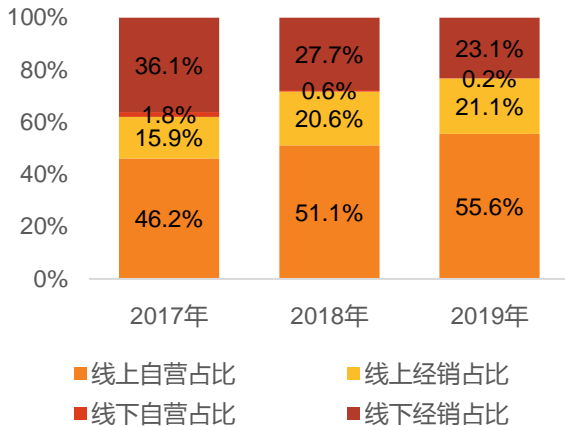


资料来源：招股说明书，天风证券研究所

公司电商快速发展，线上渠道占比提升至 77%，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 年线上渠道销售收入占比分别为 62.1%/71.7%/76.7%。2018 年度和 2019 年度线上收入增速为 80.6% 和

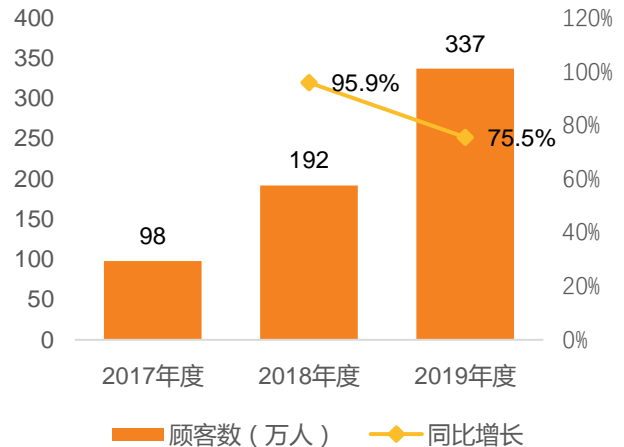
68.3%，远超整体增速，线上自营模式成交顾客数也高速增长。同时，公司线下以经销为主，布局了药房、诊所等非常规渠道，2017/2018/2019 年线下经销商数量为 1046/796/947 家。公司每年新增和退出经销商数量较多，主要由于公司覆盖的销售区域增加，且与销售和推广能力较差的经销商终止合作。

图 6：2017-2019 年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

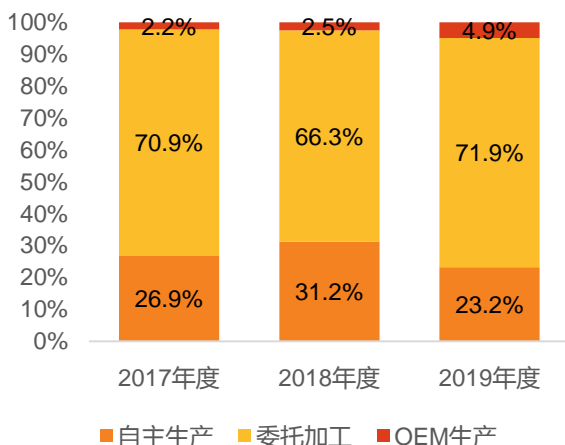
图 7：2017-2019 年线上自营模式的成交顾客数（万人）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

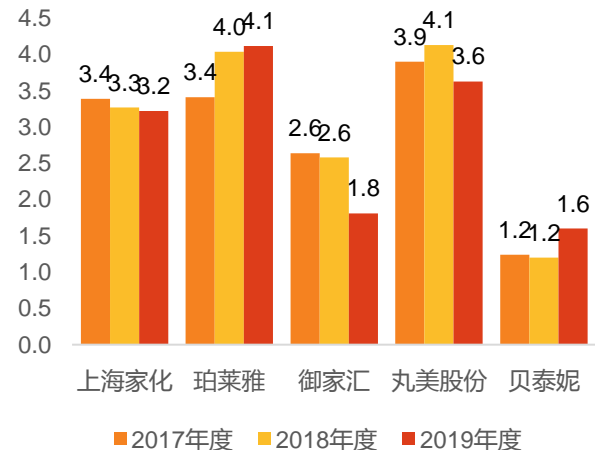
公司目前 72%来自于委托加工，未来计划提高自产比例。公司生产模式分为自主生产、委托加工、OEM 生产。自主生产以医疗器械为主、OEM 生产以彩妆为主。委托加工模式下，公司会将产品配方做加密处理，将关键物料的标签去除仅保留代码，加工商无法掌握产品配方。这种模式导致公司的备货周期较长，给公司的库存周转带来压力。公司的募投项目之一为自建工厂，提高自产能力，有利于品控和缓解库存压力。

图 8：2017-2019 年各生产模式下成本占主营业务成本的比重



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 9：同业可比公司库存周转率（次/每年）

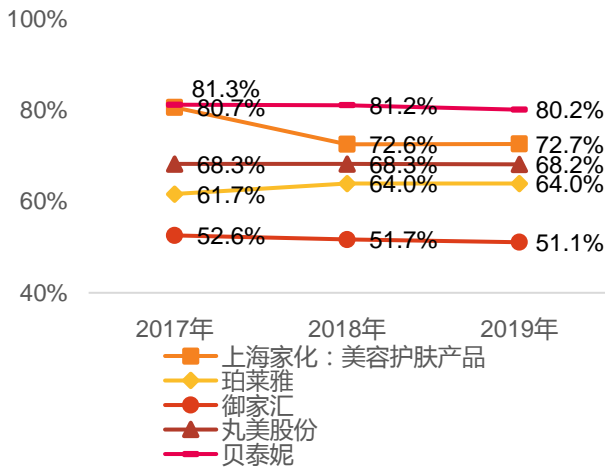


资料来源：招股说明书，天风证券研究所

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

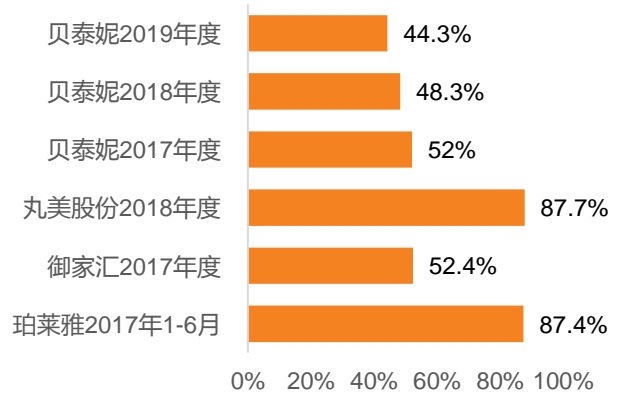
品容器多采用相同规格的真空瓶，可实现集中大量采购。

图 10：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

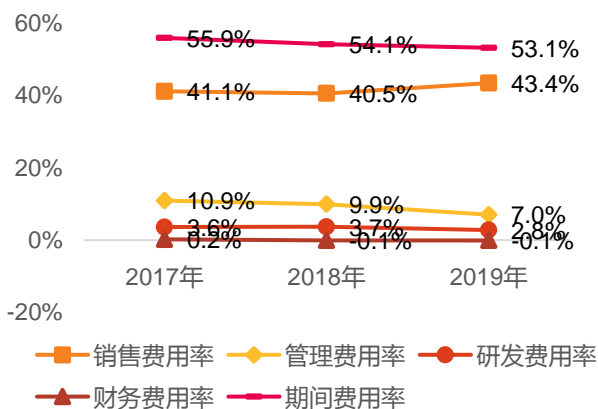
图 11：同业可比公司分销渠道占比



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

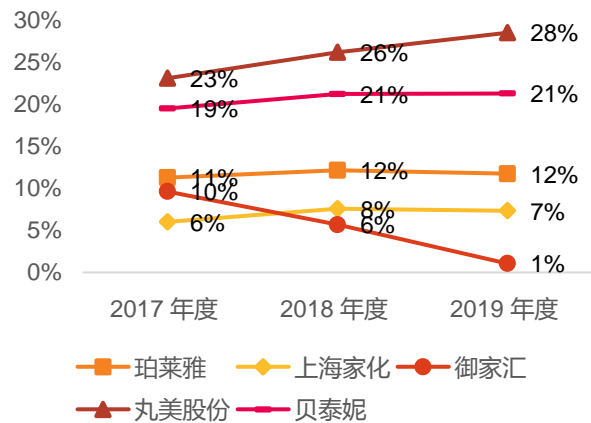
公司期间费用率有所下降，渠道及广告费率逐年提升。公司规模效应逐渐显现，管理、研发、财务费用率基本呈下降趋势。销售费用中人员费用占比缩小，主要是由于公司线上销售占比提高，而线上渠道需要配置的销售人员相比传统渠道较少。由于近年来化妆品行业竞争加剧，公司加大了在渠道和广告方面的投入，渠道及广告费在营销费用中占比提升。公司销售费用率维持在 41%-44%之间，在行业中处于较高水平。2019 年度销售费用率与御家汇、上海家化基本持平。

图 12：2017-2019 年各项费用率



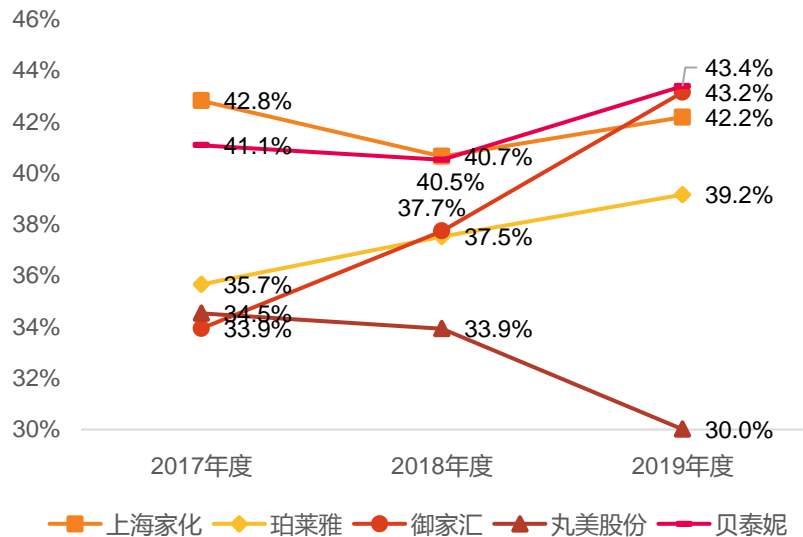
资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 13：2017-2019 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

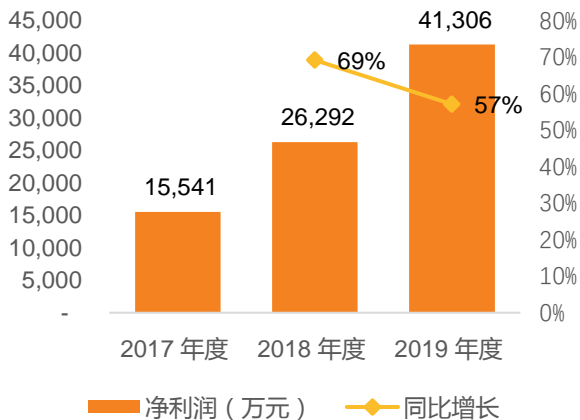
图 14：同业可比公司销售费用率



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

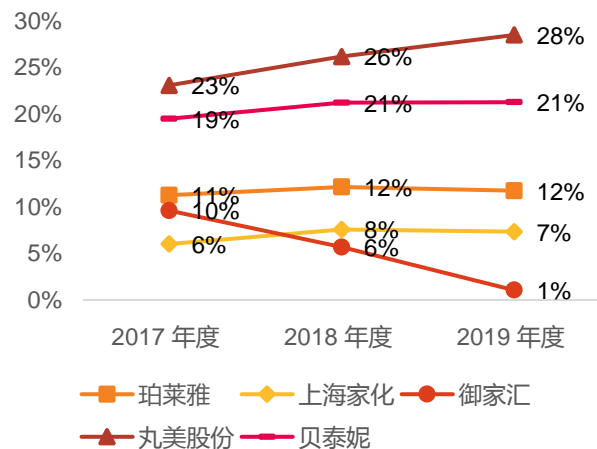
公司的净利润与营业收入保持同步高速增长，净利润率稳定在 20%左右，处于行业中较高水平。得益于公司毛利率较高，在销售费用率较高时保障了净利率水平。公司净利润率稳定在 20%左右的较高水平，同业可比公司中，仅丸美股份因销售费用率较低而净利率高于公司。

图 15：2017-2019 年净利润（万元）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 16：同业可比公司净利润率

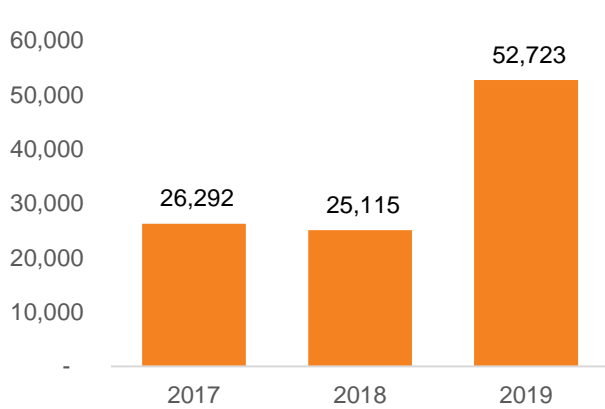


资料来源：招股说明书，天风证券研究所

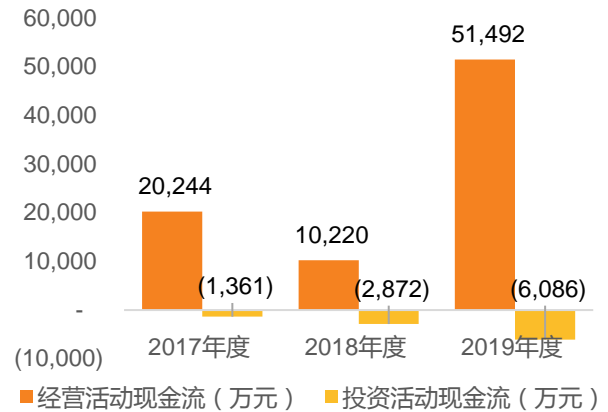
公司货币资金储备充足，经营活动现金流基本良好。由于 2018 年公司经营扩张需要，库存和应收账款增多，该年份经营活动现金流与当期净利润差距较大，导致 2018 年公司现金储备略微下降。2019 年公司净利润和经营活动现金流增加，货币资金余额超过 5 亿，可以满足日常运营需求。

图 17：2017-2019 年贝泰妮货币资金余额（万元）

图 18：2017-2019 年贝泰妮经营活动和投资活动现金流（万元）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

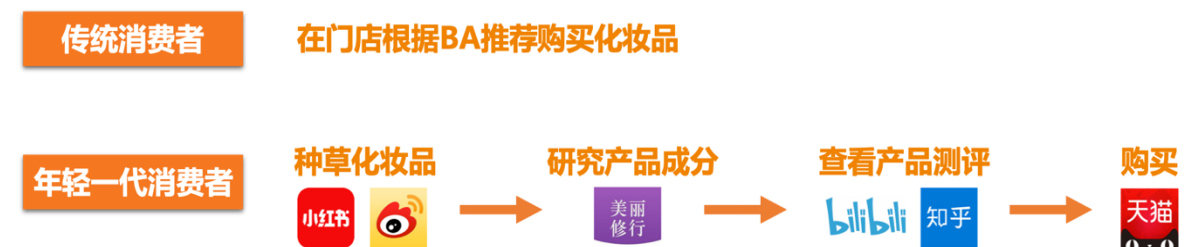


资料来源：招股说明书，天风证券研究所

2. 功能性护肤迎风口，敏感护理市场快速扩容

随着消费者认知升级和种草平台更加普及和便捷，年轻消费者购买决策周期更长、更加理性科学，更加关注化妆品的成分和配方。传统化妆品消费者多数习惯在于线下门店根据BA的推荐购买产品。随着消费者认知升级和种草平台的普及，年轻一代消费者获得专业信息的渠道迅速增多，开始有意识地通过互联网学习化妆知识和研究化妆品成分，如小红书等种草平台、美丽修行等化妆品成分查询平台。根据《95后美妆新势力报告》，选择在移动端美妆APP和美妆公众微信号获取美妆类信息的95后分别占75.6%和69.1%。电商的崛起为消费者提供了更多渠道选择，在线上收集信息后可同时在线上完成购买。与传统消费者相比，新一代消费者形成购买决策的周期更长，购买决策更加理性、科学。

图 19：消费者购买决策过程



资料来源：天风证券研究所

科学护肤的观念带来了“药妆”概念的崛起。在市场变得越来越透明时，普通护肤产品无法满足消费者的进一步需求，药妆产品在成分和配方上的安全性、专业性和针对性更容易引起消费者的关注。药妆常常指代介于普通化妆品和皮肤科外用药品之间的产品，在保留化妆品美容功能的同时附带某些药性。此类产品更加强调有效成分，并通过临床试验验证了产品的安全和功效，尽量避免香精、色素、酒精、致敏防腐剂等。根据药妆和普通护肤品的不同点，可以将药妆产品大致分为四类：功效性护肤品、成分型护肤品、OTC与“械”字号、药企品牌。

表 1：药妆市场分类

类型	代表品牌	产品特点
功效性护肤品	雅漾、理肤泉、薇姿、珂润、芙丽芳丝、ISDIN、薇诺娜、玉泽等	通常配方简单，有增加皮肤水合、降低皮肤敏感性、抑制局部炎症和色素生成的作用
成分型护肤品	The Ordinary、修丽可、MartiDerm 等	以消费者熟悉的成分作为功效识别标识

OTC 与“械”字号 敷尔佳、可复美、狮王祛痘膏等

OTC 作为药品管理；械字号作为医疗器械上市，有严格的灭菌消毒工艺要求，属于伤口辅料

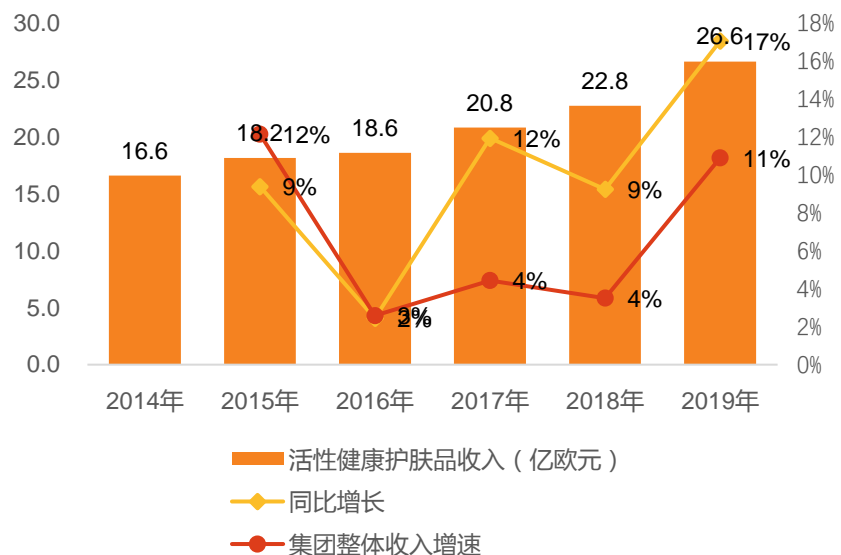
药企品牌 精心、标婷、优色林 Eucerin 等

最初为医生自制的临床制剂，后成立独立品牌

资料来源：用户说、天风证券研究所

海外成熟药妆品牌收入体量可观，增长快速。国际著名医学护肤品牌“雅漾”母公司 Pierre Fabre Group（法国知名制药集团）在 2018 年度药妆产品收入达到 14 亿欧元（约 115 亿人民币），其中超过 20% 来自中国地区。欧莱雅集团的活性健康护肤品（涵盖“理肤泉”、“薇姿”、“修丽可”、“适乐肤”等品牌，与众多皮肤学专家紧密合作）2019 年度销售收入达到 26.6 亿欧元（约 219 亿人民币），增速约 17%，远超过集团整体收入增速。其中理肤泉单品牌全球收入超过 10 亿欧元（约 82 亿人民币），为欧莱雅旗下第九个进入 10 亿欧元俱乐部的品牌。

图 20：欧莱雅集团旗下活性健康护肤品收入规模（亿欧元）



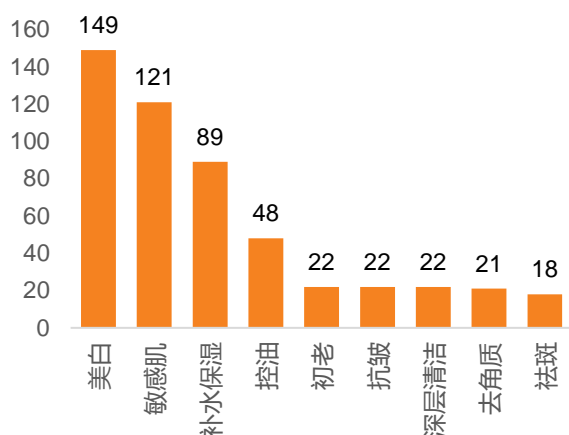
资料来源：公司公告，天风证券研究所

1998 年薇姿通过药房渠道进入中国，开启中国药妆市场。药妆在中国发展历史较短，由于其概念模糊，在法规上无法明确定义，2019 年年初国家药监局明确禁止化妆品产品宣称“药妆”“医学护肤品”，不得在广告中宣传产品有医疗作用。

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 年复合增长率达到 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，上述药妆品牌基本都有针对敏感肌修护的产品线。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 年复合增长率达到 23.2%。

图 21：2020 年 6 月小红书平台护肤话题笔记数量（万篇）

图 22：中国皮肤学级护肤品市场规模（亿元）



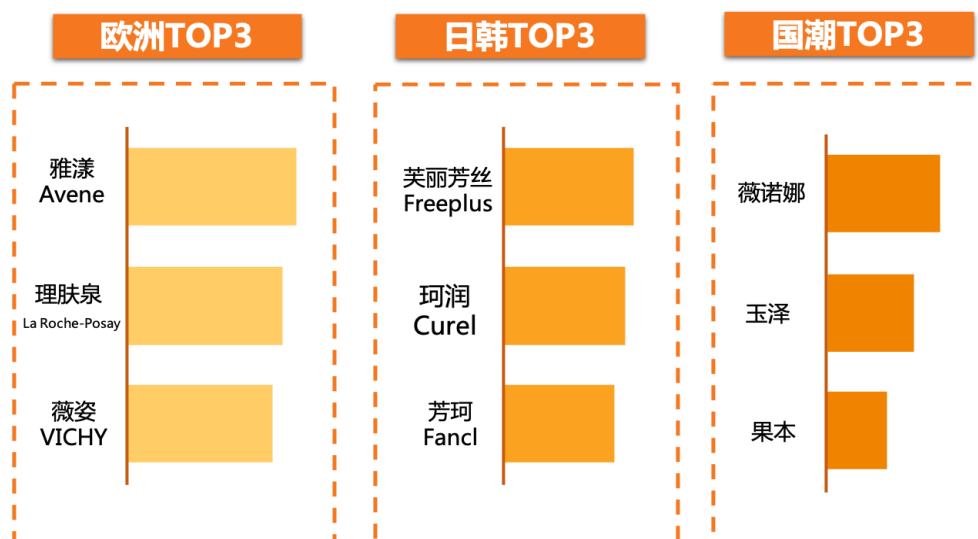
资料来源：艾瑞咨询，天风证券研究所



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

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。由于药妆品牌大多数都有医药研发背景为产品的功效背书，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 23：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

3. 强背书、高线上、稳线下，产品力、营销力、渠道力造就公司核心竞争力

3.1. 卡位植物性护肤成分，学术推广+明星单品开拓市场

历经十年的发展，薇诺娜在众多国产化妆品品牌中脱颖而出，在国内皮肤学级护肤品市场排名第一。天猫平台薇诺娜官方旗舰店在 2018 年和 2019 年双 11 主营类目店铺销量中均排名第九，国产品牌中分别排名第四、第三。根据欧睿国际统计，2019 年薇诺娜已经成为国内皮肤学级护肤品市场排名第一，占据了 23.4% 的市场份额，其他前五名品牌包括雅漾、理肤泉、贝德玛、薇姿。

图 24: 2018 年双 11 美容护肤/美体/精油类天猫旗舰店销量 TOP10

排名	店铺名称	国际/国产
1	Olay 官方旗舰店	国际品牌
2	Lancome 兰蔻官方旗舰店	国际品牌
3	SK-II 官方旗舰店	国际品牌
4	Estee Lauder 雅诗兰黛官方旗舰店	国际品牌
5	欧莱雅官方旗舰店	国际品牌
6	百雀羚旗舰店	国产品牌
7	Home Facial Pro 旗舰店	国产品牌
8	自然堂旗舰店	国产品牌
9	薇诺娜化妆品旗舰店	国产品牌
10	一叶子旗舰店	国产品牌









资料来源：天猫生意参谋，招股说明书，天风证券研究所

图 25: 2019 年双 11 美容护肤/美体/精油类天猫旗舰店销量 TOP10

排名	店铺名称	国际/国产
1	欧莱雅官方旗舰店	国际品牌
2	Lancome 兰蔻官方旗舰店	国际品牌
3	Estee Lauder 雅诗兰黛官方旗舰店	国际品牌
4	Olay 官方旗舰店	国际品牌
5	SK-II 官方旗舰店	国际品牌
6	百雀羚旗舰店	国产品牌
7	自然堂旗舰店	国产品牌
8	后官方旗舰店	国际品牌
9	薇诺娜官方旗舰店	国产品牌
10	修丽可官方旗舰店	国际品牌

资料来源：天猫生意参谋，招股说明书，天风证券研究所

表 2: 中国代表性药妆品牌

品牌名称	品牌介绍	成立时间
	上海家化与瑞金医院共研，致力于皮肤屏障修复，产品的无刺激及有效性经大量科学验证	2009 年
	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	2008 年
	主打以山茶花润肤油为代表的山茶花修复系列产品，全国拥有 300 多家直营门店	2003 年
	福瑞达旗下品牌，专注玻尿酸护肤产品	2003 年
	拥有国家专利成分类人胶原蛋白，主推产品为用于术后修复的“械”字号敷料	2009 年
	医疗器械品牌，主要产品为胶原贴敷料、胶原蛋白海绵、医用冷敷贴等	2004 年
	云南白药旗下大健康品牌，主打天然植物原浆成分面膜，成功开拓日本市场	2011 年
	华熙生物旗下功能型护肤品牌，适用敏感肌修护	2018 年
	暨南大学医药中心安全无添加美容产品，主打冻干粉系列	2010 年
	产品成分配方精简，主打原液系列	2014 年

资料来源：用户说，公司官网，企查查，天眼查，36 氪，天风证券研究所

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 26：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 27：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 28：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 29：薇诺娜产品修护能力经学术认证

1. 修护敏肌力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《含青刺果等舒缓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酶表达的影响》[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

薇诺娜采取小容量、低价、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。市面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 3：同类面霜产品价格

商品名称	标价(元)	每克/每毫升单价(元)	猫旗 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%
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

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、持续复购的特点，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）自发售以来就在全中国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。

表 4：各品牌明星单品猫旗 GMV 占比

品牌名称	明星单品	历史一年猫旗 GMV	占全店 GMV 比例
薇诺娜	舒敏保湿特护霜	2.67 亿	20.6%
玉泽	积雪草修护干面膜	1.73 亿	24.7%
雅漾	舒泉调理喷雾	1.32 亿	30.9%
理肤泉	舒缓调理喷雾	0.83 亿	14.4%
理肤泉	清痘精华 k 乳	0.85 亿	14.7%
薇姿	89 精华火山能量瓶	0.37 亿	22.2%

资料来源：淘宝网，天猫商城，天风证券研究所

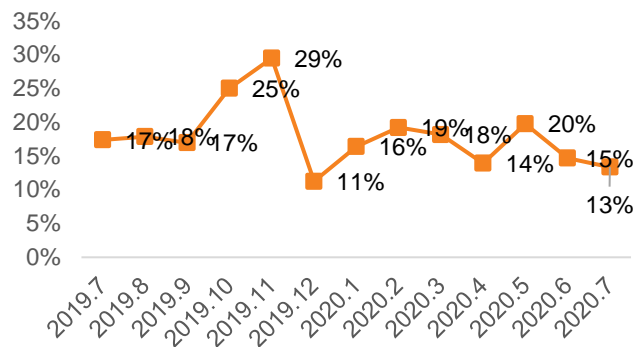
注：占全店 GMV 比例数据为 2019.8.5-2020.8.4 期间该商品所有宝贝链接 GMV 占期间全店 GMV 比例

图 30：雅漾大喷创下每三秒出售一支的销量



资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 31：2019.7-2020.7 舒敏保湿特护霜占全店 GMV 比例



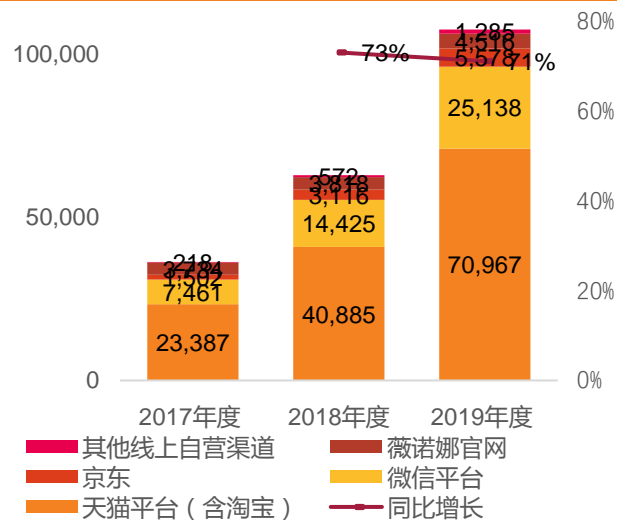
资料来源：淘宝网，天风证券研究所

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

3.2. 线上销售硕果累累，用户驱动+数据赋能打造营销能力

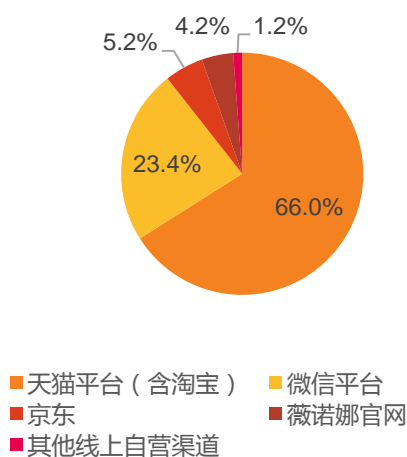
较早成立团队布局电商全渠道，成熟的销售团队线上销售表现亮眼。贝泰妮于 2011 年开设天猫平台薇诺娜官方旗舰店，2012 年成立电商事业部，充分把握了近年来化妆品行业的电商红利。到 2018 年电商部门已超过 100 人，其中 40% 为 90 后，目前该部门同时设立在上海和杭州。2018 年和 2019 年线上自营收入增速均超过 70%，远超公司整体增速，表明了电商部门的销售能力。2019 年线上自营销售收入中，约 66% 来自天猫，依托微信平台的社交电商销售占比 23.4% 且逐年扩大。

图 32：2017-2019 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 33：2019 年线上自营销售收入拆分



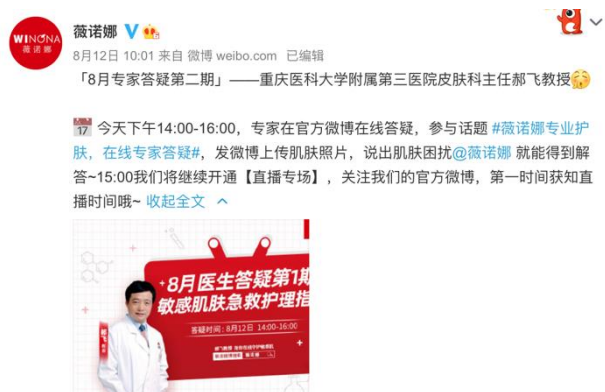
资料来源：招股说明书，天风证券研究所

在注重产品本身的专业性和安全性的同时，公司同时注重通过多元化的营销渠道对品牌进行推广。薇诺娜的消费者中有超过 60% 为 90 后，为了迎合增速最高的新一代消费者，公司在社交媒体、KOL 带货、网络直播、IP 合作等新媒体时代的营销渠道均有布局。薇诺娜的营销有以下特点：

1. 联合全国知名皮肤科医生进行推广，深化品牌的医药背书形象，对消费者开展护肤教育。公司定期邀请皮肤科医生通过微博平台进行在线义诊，迄今为止已经开展了数百

场，微博平台粉丝数超过 151 万。另一方面，除了常规地将产品投放到头部 KOL 直播间中，薇诺娜在品牌直播中多采用“流量明星或美妆护肤 KOL × 皮肤学权威专家”的组合，为消费者传达科学的护肤观念并为电商平台导流，兼顾专业、娱乐、带货。

图 34：薇诺娜微博在线义诊



资料来源：微博，天风证券研究所

图 35：流量明星或美妆护肤 KOL × 皮肤学权威专家联合直播



资料来源：微博，天风证券研究所

2. 在小红书、知乎等垂直内容平台面向对皮肤护理专业性、安全性较高的人群进行精准推广。2020 年 4 月 18 日，京东联合薇诺娜等护肤品牌在知乎发起关于敏感肌修复的话题，吸引了众多消费者讲述自己对抗敏感肌肤的经历，浏览量达到 90 万。小红书平台有关薇诺娜的笔记数量超过 5 万篇，尤其受到“成分党”KOL 的推荐。
3. 与天猫平台合作紧密。公司定期与天猫合作，发布数款“薇诺娜 × 天猫”联名定制礼盒，包装设计精美受到年轻消费者喜爱。2020 年 7 月，薇诺娜成为首个与“天猫超级品牌日”达成合作的国潮护肤品牌，在淘宝直播平台上开展了连续 7 天的“大咖嘉宾 × 皮肤学专家”联合直播。

公司于双 11、618 等大促活动前集中在线下投放品牌广告，占领消费者心智，覆盖超 5000 万消费者。除了在互联网平台投入内容营销外，公司同样注重品牌建设，携手分众传媒投放了楼宇电梯广告和影院映前广告，在线下多场景触达消费者。2019 年 10-11 月，薇诺娜实现了近 30 万分众楼宇智能屏连续覆盖；在 110 个城市、1124 家影院上万个大屏连续 4 周覆盖。

图 36：知乎和小红书垂直平台信息



资料来源：知乎，小红书，天风证券研究所

图 37：天猫超级品牌日连续七天直播



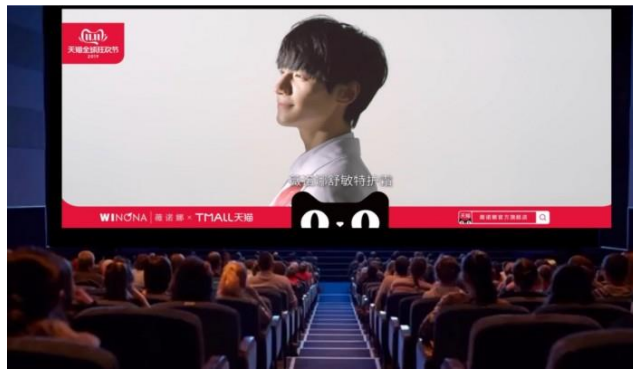
资料来源：微博，天风证券研究所

图 38：薇诺娜×天猫”联名定制礼盒



资料来源：微博，微信公众号，天风证券研究所

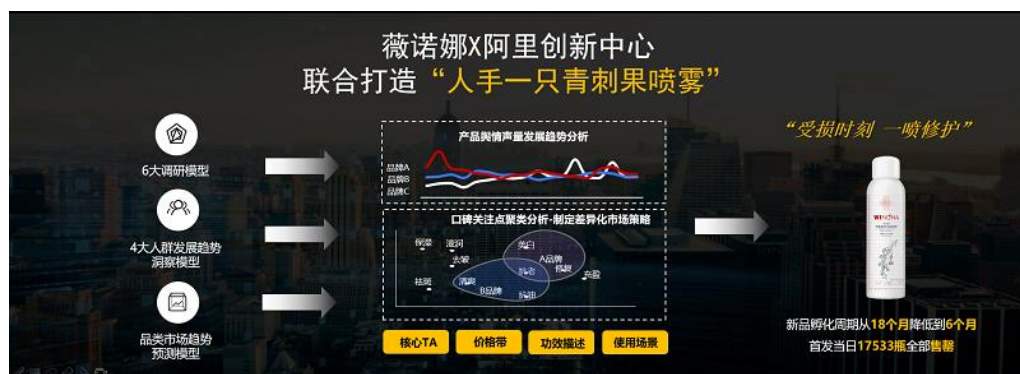
图 39：薇诺娜投放分众影院映前广告



资料来源：C2CC，天风证券研究所

公司出色的销售能力源自通过大数据准确地把握消费者的需求，以用户为导向。除了拥有成熟的电商团队，公司高度重视数据中台，成立之初数据部门就作为核心部门之一，自建数据仓库，且募投项目中也涵盖了信息系统的升级。高质量的用户数据挖掘和运营使公司可以准确地掌握消费者的喜好和诉求，驱动产品研发和营销方案。2019 年，公司与阿里创新中心合作推出新品“人手一只青刺果喷雾”，利用大数据模型探究消费者需求，成功将新品孵化周期由 18 个月缩短至 6 个月。同时，公司通过数据对客群进行聚类，使营销创意可以精确触达消费者，CTR 较之前提升了 200%。

图 40：薇诺娜与阿里创新中心联合打造青刺果喷雾



资料来源：聚美丽，2019 年中国化妆品新锐品牌大会，天风证券研究所

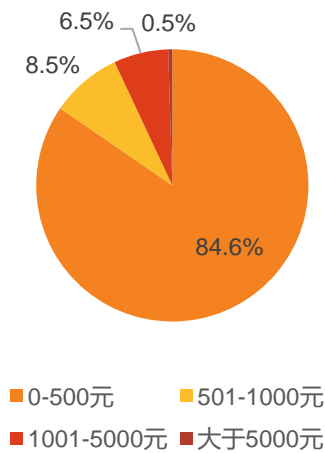
图 41：数据赋能人群营销，千人千面精确触达



资料来源：聚美丽，2019 年中国化妆品新锐品牌大会，天风证券研究所

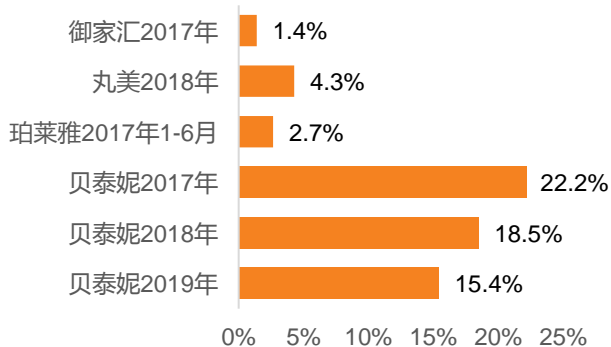
出色的产品力+营销力为薇诺娜收获了一批高客单价的忠实粉丝，2019 年薇诺娜天猫旗舰店复购率接近 30%。线上自营的成交顾客中，以客单价在 500 元以下的顾客为主，符合公司定价情况。然而，公司 2019 年客单价超过 500 元的顾客数占比为 15.4%，有近五百位客单价超过 20000 元的客户。同样是线上自营口径下，贝泰妮的高客单价客户比例超过其他公司。客单价在 1001-5000 元之间的顾客贡献了 38% 的线上自营销售金额，贡献比例大于客单价在 500 元以下的顾客。

图 42：2019 年各客单价区间顾客数占比



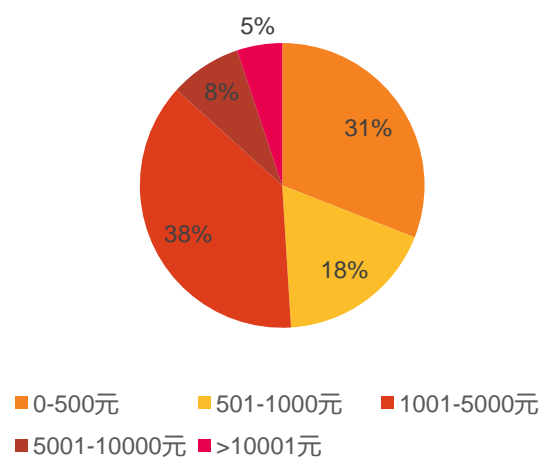
资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 44：各公司客单价超过 500 元顾客数占比



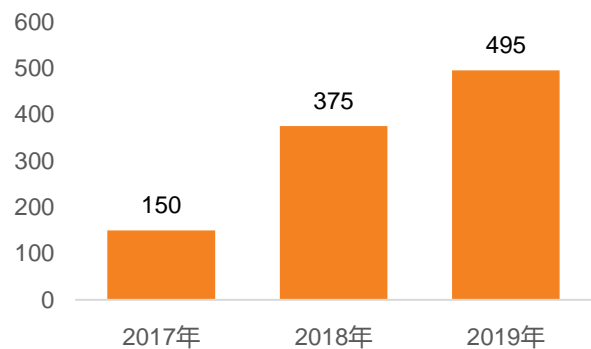
资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 43：2019 年各客单价区间销售金额占比



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 45：2017-2019 年单价超过 20000 元顾客数量（人）

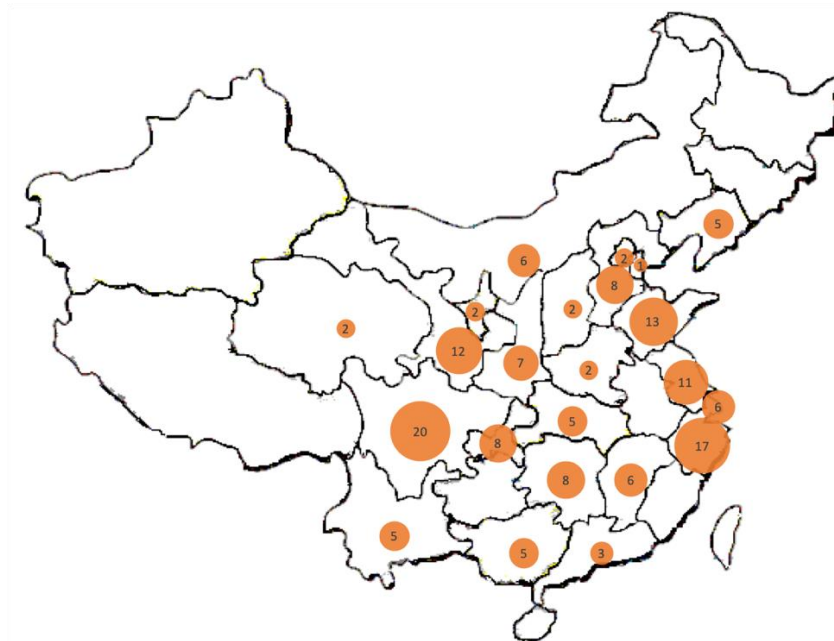


资料来源：招股说明书，天风证券研究所

3.3. 全国范围线下分销拉升毛利率，药房渠道占优势

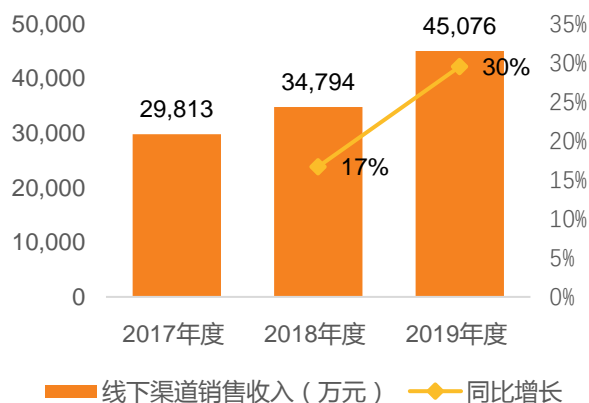
在积极开拓电商市场的同时，公司通过经销商在全国范围内建立了线下渠道。薇诺娜官网显示公司在全国各地线下布局了上百个服务网点，全国范围薇诺娜线下专柜数超过 500 家。2019 年线下销售收入达到 4.5 亿，主要来自于西南和华东地区，占主营收入比例分别为 9.49% 和 4.79%。公司线下经销包括商业公司、直供客户、区域经销三种模式。商业公司模式下，公司与九州通、国药控股等商业公司签署购销协议，再将产品销售给药店、诊所等终端网；直供客户模式下，公司主要与连锁药店客户如健之佳，一心堂等签署购销协议，是公司重点打造的渠道；区域经销模式下，公司与区域经销商签订经销协议，在协议约定区域内进行销售，该渠道将会被淡化。

图 46：薇诺娜线下服务网点分布



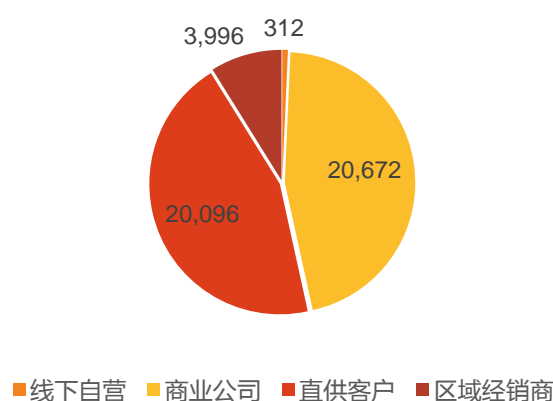
资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 47：2017-2019 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 48：2019 年线下渠道各模式收入（万元）

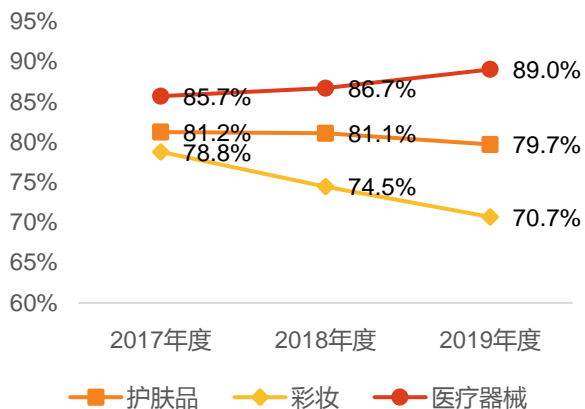


资料来源：招股说明书，天风证券研究所

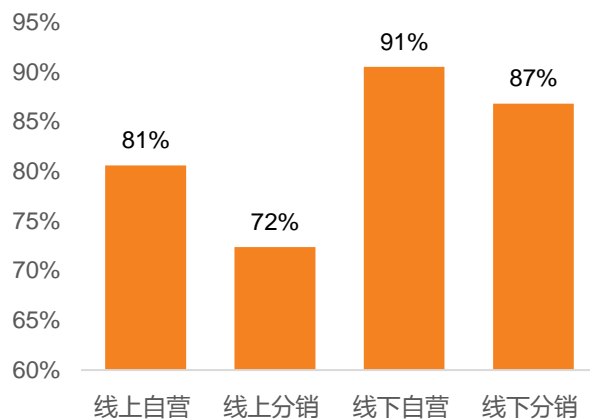
线下渠道销售毛利率高于线上，稳定在 86%左右，拉高了公司整体毛利率。一方面，通过线下药房销售的医疗器械占比较多，而医疗器械由于竞争较小，自主定价能力更强；另一方面，公司给商业公司和直供客户的提货折扣低于公司在线上渠道参与双 11、618 等活动的实际折扣（通常是五折），此类渠道下给分销商的让利低于行业内其他公司给传统分销公司的让利。公司的前五大客户中，健之佳（直供客户）毛利率约 35%，九州通（商业公司）毛利率约 9%。

图 49：2017-2019 年各品类毛利率

图 50：2019 年各渠道毛利率



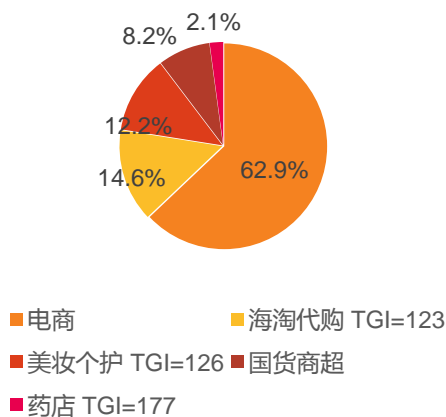
资料来源：招股说明书，天风证券研究所



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

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，OTC 药店可能是国货药妆销售的热门渠道。OTC 渠道的优势在于竞品较少、有客流稳定以及给消费者带来专业的品牌形象。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正式启动 O+O（线下与线上渠道融合）皮肤健康科学管理中心，消费者可以在线下获取专业的皮肤医生的咨询和建议后于线上平台下单。

图 51：2019 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 52：2020 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

除了药房渠道外，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。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。

4. 风险提示

①行业竞争加剧的风险

公司受益于近年来化妆品行业高速增长红利，但同时行业内越来越多国产品牌开始推出针对敏感肌护理的相关产品，与公司构成直接竞争国际品牌依托强大的产品力和资金实力在中国市场中也一直保持优势。若未来公司产品不能持续满足消费者需求，公司的收入增长可能放缓甚至出现下滑，盈利能力受到影响。

②营销方式无法顺应市场变化的风险

营销能力在化妆品公司的竞争中起到关键性作用，公司依托出色的互联网营销能力成功开拓市场。近年来市场营销方式发生较大变化，新兴媒体流量高速增长，网络流量入口碎片化，营销渠道多元化。若未来公司无法及时把握市场营销模式的变化，可能导致公司营销决策错误，影响公司业绩。

③品牌相对集中的风险

公司近年来集中资源支持薇诺娜品牌的发展，业绩超过 99%来自该品牌。薇诺娜主打敏感肌护理的细分领域，若未来公司无法顺利推出针对其他人群、需求的品牌，公司收入增长可能受到限制。如果未来薇诺娜品牌运营失败、遭受重大负面新闻、市场认可度降低等都将导致该品牌收入下滑，对公司业绩产生不利影响。

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	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com