

## 贝泰妮: 药妆明珠, 引领国潮

优于大势

上次评级: 优于大势

### 报告摘要:

皮肤学级护肤市场成长潜力大, 本土龙头市占有望进一步提升。受气候环境恶化、工作压力增大、滥用化妆品等因素影响, 我国敏感肌发病率逐年提高。据统计亚洲女性敏感肌发病率达 40%-56%, 我国女性约为 36%, 敏感肌护肤需求在不断扩大。中国皮肤学级护肤市场起步晚 (目前渗透率 5.5%), 相比海外成熟市场渗透率 (西欧/美国为 23.0%/14.7%), 仍有较大提升空间。19 年市场规模 136 亿/11-19 年 CAGR+18.7%, 增速高于韩国 13.1%/美国 5.8%/护肤品大盘+9.9%。我国皮肤学级护肤品人均消费额仅 9.7 元, 相较法国/美国/日本人均消费额 120.8/65.1/43.2 元, 仍有较大提升空间。从市场竞争格局看, 欧/美/日敏感肌护肤市场 CR3 达 40%/54%/72%, 本土品牌占据前二/三。中国目前本土品牌薇诺娜/比度克/玉泽合计市占 27%, 龙头市占率有望进一步提升。

**贝泰妮竞争优势:** 主品牌薇诺娜拆分自滇虹药业, 深耕线下专业渠道。

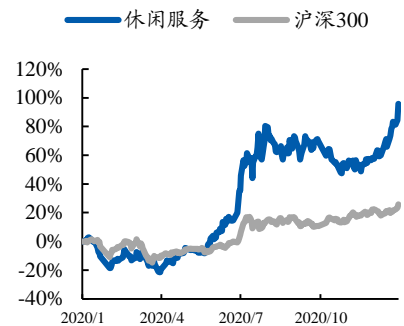
**产品:** 核心大单品引导全线产品发展, 以舒敏系列&大单品特护霜为基础, 推出多系列全品类产品。其中舒敏系列为公司贡献近 40% 营收, 核心大单品舒敏保湿特护霜贡献约 18% 营收。**渠道:** 公司发源于线下医院及药店渠道, 线下渠道为公司的蓬勃增长提供了质量保证 (临床验证有效) 和医生专业背书。同时公司较早成立电商团队, 占据线上渠道先发优势。**研发:** 公司依托滇虹药业的医药背景, 自主研发能力强大, 并建立起高效完善的研发创新组织体系, 拥有国际领先的专利萃取有效植物成分技术。**营销:** 公司以医生&临床数据为背书, 与皮肤科医生的紧密联系让薇诺娜产品在医院、药店渠道得到更多曝光, 使品牌更容易获得消费者信任, 同时利用社媒营销放大声量。

**贝泰妮未来看点:** 品牌&渠道拓展有望延续高成长性。**品牌孵化:** 2019 年韩国/美国/中国婴儿及儿童人均消费分别为 572/363/110 元, 中国儿童护肤品人均消费额仍处于较低水平。美国 CR2 达 27.3%, 中国 CR4 为 17%, 国内品牌集中度还有较大空间。国内婴儿药妆品牌稀缺, 薇诺娜宝贝有望以此为切入点抢占市场份额。**OTC 渠道拓展:** 目前公司药店渠道主要重心在云南地区, 合计覆盖连锁药店约 5000 家。公司连锁药店渠道处于拓展初期, 未来向其他省份布局空间巨大。

**投资建议:** 公司核心竞争力在于拥有庞大学术临床做支撑的产品力、深耕专业医院/药店的渠道力、以及学术大咖站台树立的专业形象。公司未来成长动力源自行业渗透率提升、渠道扩展、产品线/品牌扩充, 未来延续高成长确定性强, 建议密切关注。

**风险提示:** 市场竞争加剧; 品牌集中度风险; 线上流量见顶风险。

### 历史收益率曲线



涨跌幅 (%)	1M	3M	12M
绝对收益	25%	15%	99%
相对收益	20%	2%	72%

### 行业数据

成分股数量 (只)	36
总市值 (亿)	1244
流通市值 (亿)	1018
市盈率 (倍)	-54.17
市净率 (倍)	2.59
成分股总营收 (亿)	116
成分股总净利润 (亿)	-19
成分股资产负债率 (%)	237.49

### 相关报告

《酒店行业: 展望新周期, 龙头彰显“确定性+高弹性”》

--20201120

《社服 2021 年投资策略: 聚焦新消费、开启新周期》

--20201025

### 证券分析师: 李慧

执业证书编号: S0550517110003  
(021)20361142 lihui@nesc.cn

### 证券分析师: 李森蔓

执业证书编号: S0550520030003  
18521943685 lism@nesc.cn

## 目 录

1.	行业分析：化妆品大盘稳定增长，医学级护肤异军突起.....	5
1.1.	行业概况：市场空间不断扩大，线上红利突破行业增长瓶颈.....	5
1.2.	细分领域：健康护肤理念持续升级，医学级护肤大有可为.....	7
2.	贝泰妮：医研共创强背书，敏感肌护肤领军者.....	13
2.1.	发展历史：由医院渠道起家的敏感肌护肤龙头.....	13
2.2.	业绩概览：主品牌薇诺娜增势强劲，营收/利润高速增长.....	15
2.3.	募投项目：建设中央工厂提升产能及质量把控.....	19
3.	贝泰妮竞争优势：深耕线下专业渠道，专业形象深入人心.....	20
3.1.	产品：大单品引导全线产品发展.....	20
3.2.	渠道：以线下为根基，紧抓电商风口.....	21
3.3.	研发：研发体系完善，专利萃取有效植物成分技术国际领先.....	23
3.4.	营销：多元营销组合拳，塑造敏感肌护理专业形象.....	25
3.5.	团队：源于药企，多名高管具备医药专业背景.....	25
4.	成长看点：品牌&渠道拓展延续高成长性.....	26
4.1.	品牌拓展：WINONA Baby 有望成为第二大品牌.....	26
4.2.	渠道拓展：OTC 渠道开拓空间巨大.....	27
5.	同业对比：毛利率远高于同业，营销费用率有下降空间.....	29
6.	投资建议.....	33

## 图表目录

图 1：2014-2019 年我国各品类化妆品规模（亿元）.....	5
图 2：2009-2019 年 TOP10 化妆品消费国 CAGR.....	5
图 3：化妆品零售额增速持续高于全行业消费品.....	5
图 4：2019 年各品类消费品增速对比（%）.....	5
图 5：2014-2019 年我国化妆品各渠道规模（亿元）.....	6
图 6：2014-2019 年我国化妆品各渠道占比.....	6
图 7：2014-2019 年我国化妆品各渠道增速.....	6
图 8：敏感性皮肤屏障受损示意图.....	7
图 9：引起皮肤问题的原因分析.....	7
图 10：全球各区域敏感肌人群占比情况.....	8
图 11：2019 年我国敏感肌肤人群结构.....	8
图 12：2011-2019 年我国皮肤学级护肤品规模/增速.....	11
图 13：2019 年皮肤学级护肤品渗透率.....	11
图 14：2004-2019 年欧莱雅各类业务增速.....	12
图 15：国内皮肤学级护肤市场发展历程.....	12

图 16: 贝泰妮历史沿革 .....	14
图 17: 贝泰妮股权结构梳理 .....	15
图 18: 2017-2020H1 公司营收规模及增速 .....	15
图 19: 2017-2020H1 公司净利润及增速 .....	15
图 20: 2017-2020H1 薇诺娜品牌营收 (亿元) .....	16
图 21: 2017-2020H1 薇诺娜品牌营收占比 .....	16
图 22: 2017-2020H1 公司各品类营收 (亿元) .....	17
图 23: 2017-2020H1 公司各品类营收占比 .....	17
图 24: 2017-2020H1 年公司各品类毛利率 .....	17
图 25: 2017-2020H1 公司各渠道营收 (亿元) .....	18
图 26: 2017-2020H1 公司各渠道营收占比 .....	18
图 27: 2017-2020H1 线上自营渠道营收 (亿元) .....	18
图 28: 2017-2020H1 线上自营渠道营收占比 .....	18
图 29: 2020H1 公司各地区营收 (亿元) .....	18
图 30: 2020H1 公司各地区营收占比 .....	18
图 31: 公司现金流情况 (亿元) .....	19
图 32: 公司经营活动现金流占净利润比例 .....	19
图 33: 公司杜邦分析 .....	19
图 34: 薇诺娜产品系列 .....	20
图 35: 薇诺娜官网畅销 TOP10 产品 .....	20
图 36: 2017-2020H1 公司各渠道收入 .....	21
图 37: 2017-2020H1 各渠道收入占比 .....	21
图 38: 2017-2019 年主要线上自营店铺客单价 (元) .....	23
图 39: 2017-2019 年主要线上自营店铺复购率 .....	23
图 40: 贝泰妮研发机构设置 .....	24
图 41: 公司在研项目 .....	24
图 42: 可比公司品牌微博、小红书粉丝数对比 .....	25
图 43: 微博在线义诊&联合皮肤学权威专家直播 .....	25
图 44: 婴儿及儿童专用护肤品规模 (亿元)/增速 .....	27
图 45: 各国婴儿及儿童护肤人均消费 (元) .....	27
图 47: 2017-2020H1 可比公司综合毛利率情况 .....	30
图 48: 2017-2020H1 可比公司管理费用率对比 .....	30
图 49: 2017-2020H1 可比公司员工人数 .....	30
图 50: 2017-2020H1 可比公司人均创收 (万元) .....	30
图 51: 2017-2020H1 可比公司人均创利 (万元) .....	30
图 52: 2017-2020H1 可比公司销售费用率对比 .....	31
图 53: 2017-2020H1 可比公司广告宣传费用率 .....	31
图 54: 2019 年可比公司销售人员对比 (人) .....	31
图 55: 2019 年销售人员人均薪酬对比 (万元) .....	31
图 56: 2017-2020H1 可比公司研发费用率对比 .....	32
图 57: 2020H1 可比公司研发投入对比 .....	32
图 58: 2017-2020H1 存货周转天数 .....	32
图 59: 2017-2020H1 应收账款周转天数 .....	32
图 60: 2017-2020H1 可比公司净利率情况 .....	33
图 61: 2017-2020H1 可比公司 ROE(摊薄)情况 .....	33

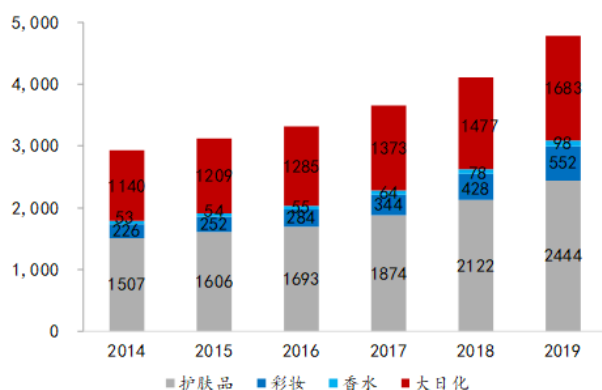
表 1: 化妆品行业市场空间测算 .....	7
表 2: 功能性护肤市场空间测算 .....	9
表 3: 我国功能性护肤品细分板块及对应品牌 .....	10
表 4: 皮肤学级护肤市场空间测算 .....	11
表 5: 我国皮肤学级护肤品市场竞争格局 .....	13
表 6: 公司品牌的基本情况 .....	16
表 7: 公司募投项目 .....	20
表 8: 公司品牌矩阵及主要产品 .....	21
表 9: 公司线下销售模式 .....	22
表 10: 公司线上销售模式 .....	23
表 11: 公司部分核心前沿技术及功效.....	24
表 12: 公司管理团队和研发团队部分核心成员 .....	26
表 13: 公司品牌矩阵及主要产品 .....	27
表 14: 国内各省份连锁药店情况梳理 .....	29

## 1. 行业分析：化妆品大盘稳定增长，医学级护肤异军突起

### 1.1. 行业概况：市场空间不断扩大，线上红利突破行业增长瓶颈

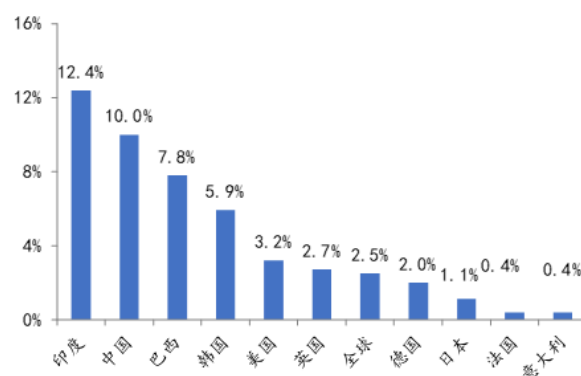
市场持续扩容，优质赛道属性不改。根据 Euromonitor 的统计，2019 年我国美护市场规模达 4777 亿元/+13.8%，2009-2019 年 CAGR 为 10.0%，预计未来 5 年 CAGR 达 11.6%，增速全球领先。其中护肤品 2019 年市场规模为 2444 亿元/+15.2%；彩妆市场规模达 552 亿元/+29.0%；大日化市场规模达 1683 亿元/+14.0%。根据国家统计局数据，过去 3 年限额以上化妆品零售增速持续高于社零增速。2019 年限额以上化妆品零售额达 2992 亿元/+12.6%，较 2018 年增速提升 3.0pct，增速在所有消费品中位列第二。

图 1：2014-2019 年我国各品类化妆品规模（亿元）



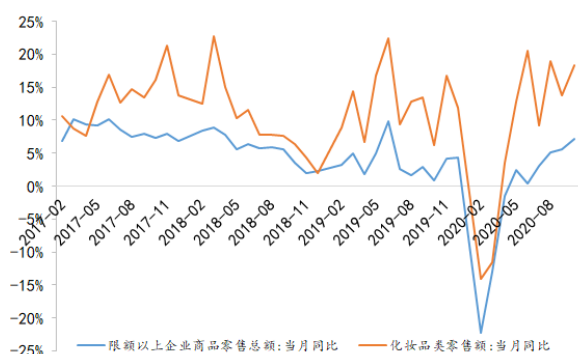
数据来源：Euromonitor，东北证券

图 2：2009-2019 年 TOP10 化妆品消费国 CAGR



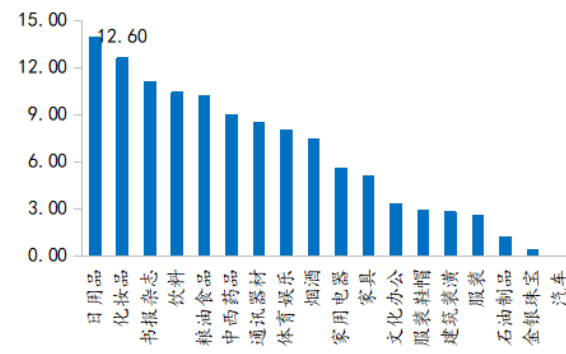
数据来源：Euromonitor，东北证券

图 3：化妆品零售额增速持续高于全行业消费品



数据来源：Wind，东北证券

图 4：2019 年各品类消费品增速对比（%）

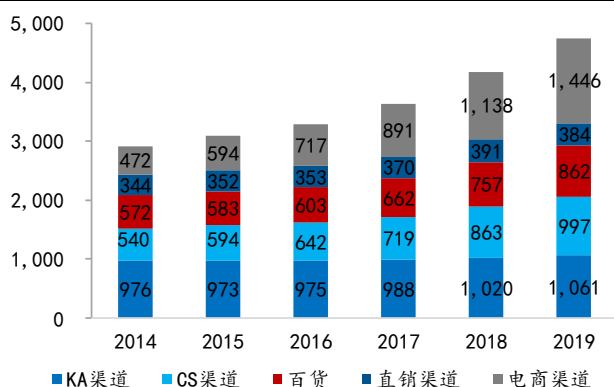


数据来源：Wind，东北证券

线上渠道红利带来行业二次增长曲线。2019 年电商渠道规模为 1446 亿/+27.1%，市占率进一步提升至 30%。KA 渠道承压，市场份额下降至 23%。CS 渠道是近年来唯一市占率稳中有升的线下渠道，2019 年规模达 997 亿元/+15.5%，市占率达 21%。2017 年以来，线上红利释放成为化妆品行业高速增长的重要驱动力。过去电商仅仅作为卖货渠道，随着小红书、抖音、快手等社媒营销的崛起，电商渠道被赋予了营销/展示/拉新等更多的职能。短视频、直播等新媒体营销方式可加速渗透低线城市客群，传递消费理念完成消费者教育，从而进一步刺激消费需求爆发。

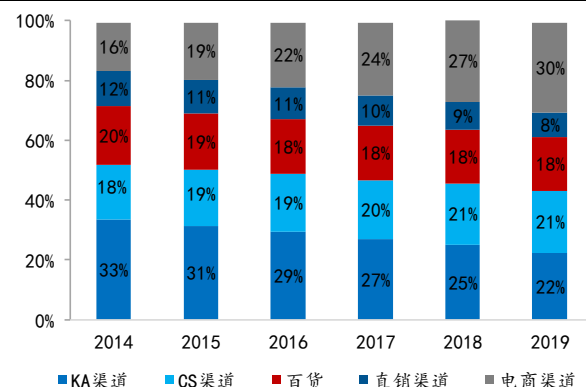


图 5：2014-2019 年我国化妆品各渠道规模（亿元）



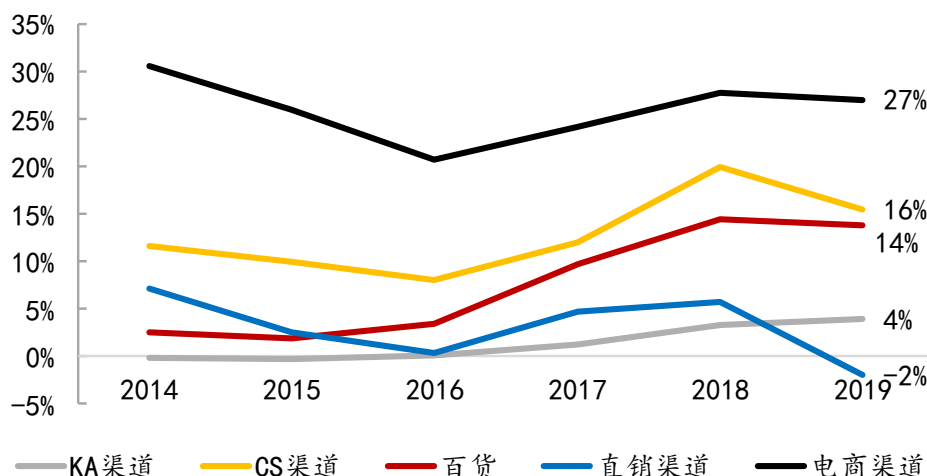
数据来源：Euromonitor，东北证券

图 6：2014-2019 年我国化妆品各渠道占比



数据来源：Euromonitor，东北证券

图 7：2014-2019 年我国化妆品各渠道增速



数据来源：Euromonitor，东北证券

### 化妆品行业空间测算：

**方法一：**参考美国、日韩美护市场渗透率（美护市场规模/GDP 比重），测算中国美护市场的天花板。2019 年美国/日本/韩国化妆品市场渗透率分别为 0.43%/0.77%/0.81%，由于韩国化妆品市场在国民经济中的特殊地位，最高渗透率达 0.89%，我国未来渗透率的天花板将低于韩国水平，假设在乐观/中性/悲观背景下，我国美护市场渗透率的天花板分别为 0.85%/0.70%/0.50%，未来的 GDP 增速维持在 6.5%左右，通过计算公式美护市场规模=GDP 规模\*渗透率，预计未来我国化妆品市场在乐观/中性/悲观假设下的规模为 14540 亿/11975 亿/8553 亿。

**方法二：**参考韩国人均消费金额，量化中国人均消费的天花板，从而测算中国美护市场的天花板。（1）消费人口假设条件：我们将化妆品消费人口定位于城镇的美妆人士。预计乐观/中性/悲观假设下，我国城镇化率天花板为 75%/72%/70%；城镇美妆人口占比天花板为 70%/65%/60%。

（2）人均消费假设条件：我国目前化妆品人口的消费水平与韩国 2004 年的水平相近，预计未来发展情况将与韩国过去 15 年的发展路径相似。横向比较美国、日本、

韩国化妆品人均消费水平，假设国内人均消费天花板在乐观/中性/悲观背景下为2200元/1800元/1400元。通过计算公式=我国人口数量\*城镇化率\*城镇美妆人口占比\*人均消费。预计未来我国化妆品市场在乐观/中性/悲观假设下的规模为16596亿/12104亿/8449亿。

表 1：化妆品行业市场空间测算

天花板测算一	2018年	2019年	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	天花板-乐观	天花板-中性	天花板-悲观
GDP规模	919,281	990,865	1,050,317	1,118,588	1,191,296	1,268,730	1,351,197	1,439,025	1,529,684	1,621,465	1,710,646	1,710,646	1,710,646	1,710,646
yoy	12.0%	7.8%	6.0%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	6.3%	6.0%	5.5%			
市场规模（亿元）	4,105	4,777	5,073	6,018	6,790	7,486	8,283	9,037	9,790	10,507	11,256	14,540	11,975	8,553
渗透率	0.447%	0.482%	0.483%	0.538%	0.570%	0.590%	0.613%	0.628%	0.640%	0.648%	0.658%	0.85%	0.70%	0.50%
增速	12%	16%	6%	19%	13%	10%	11%	9%	8%	7%	7%			
天花板测算二	2018年	2019年	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	天花板-乐观	天花板-中性	天花板-悲观
人口数量（万人）	139,538	140,005	140,425	140,846	141,269	141,693	142,118	142,544	142,972	143,401	143,827	143,827	143,827	143,827
yoy	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.2%			
城镇化率	59.6%	60.6%	60.0%	61.0%	62.0%	63.0%	64.0%	65.0%	66.0%	67.0%	68.0%	75.0%	72.0%	70.0%
城镇人口（万人）	83,137	84,843	84,255	85,916	87,587	89,266	90,955	92,654	94,361	96,078	97,707	107,766	103,455	100,581
美妆人口占比	50.0%	50.5%	51.0%	51.5%	52.0%	52.5%	52.5%	53.0%	53.0%	53.0%	53.0%	70.0%	65.0%	60.0%
化妆品人口	41,569	42,846	42,970	44,247	45,545	46,865	47,752	49,106	50,012	50,922	51,785	75,436	67,246	60,349
消费频次/年	3.0	3.0	3.0	3.2	3.3	3.4	3.5	3.6	3.6	3.7	3.7			
次均消费金额	329	372	394	425	451	474	496	518	541	564	588			
yoy		12.9%	6.0%	8.0%	6.0%	5.0%	4.7%	4.5%	4.4%	4.3%	4.2%			
人均消费	987.53	1,115	1,181.88	1,361.52	1,488.31	1,610.08	1,735.34	1,839.33	1,947.31	2,059.26	2,175.14	2,200	1,800	1,400
yoy		12.9%	6.0%	15.2%	9.3%	8.2%	7.8%	6.0%	5.9%	5.7%	5.6%			
市场规模（亿元）	4,105	4,777	5,079	6,024	6,779	7,546	8,287	9,032	9,739	10,486	11,264	16,596	12,104	8,449
yoy		12%	16%	6%	19%	13%	11%	10%	9%	8%	7%			

数据来源：Euromonitor，东北证券

## 1.2. 细分领域：健康护肤理念持续升级，医学级护肤大有可为

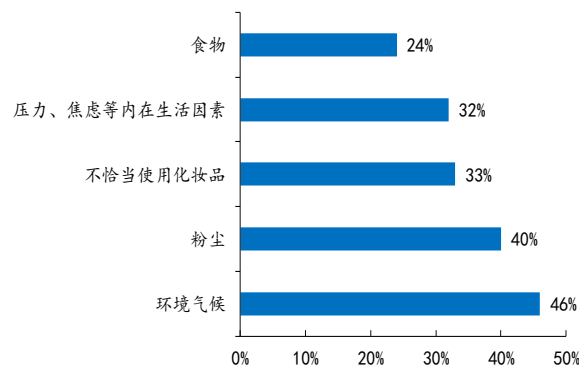
“问题肌肤”人群扩大，功能性护肤需求日益旺盛。皮肤问题产生的根源在于角质细胞或细胞间脂质受损。从皮肤结构看，皮肤的表皮及真皮细胞主要受角质层细胞及其间脂质保护（即皮肤屏障）；一旦皮肤屏障受损，外界真菌、病毒侵入，容易造成皮肤问题，如：发炎、红肿、脱皮、泛红、发痒、刺痛等。受空气、环境、压力、刺激性食物等多因素的影响，肌肤敏感等皮肤问题发生率也在逐渐提高，频繁化妆卸妆、滥用护肤品、微整医美等因素也为皮肤屏障带来一定压力，皮肤屏障修护需求预计仍将快速增加。据 CBNDATA 统计，46%皮肤问题由气候环境造成，40%由粉尘造成，33%由不恰当使用化妆品造成，32%由压力、焦虑等内在生活因素造成，24%由食物造成。

图 8：敏感性皮肤屏障受损示意图



数据来源：百度，东北证券

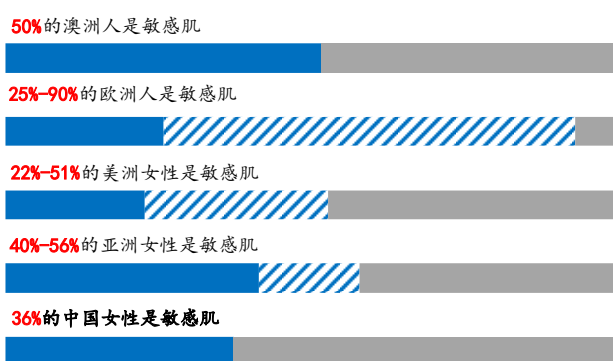
图 9：引起皮肤问题的原因分析



数据来源：CBNDATA，东北证券

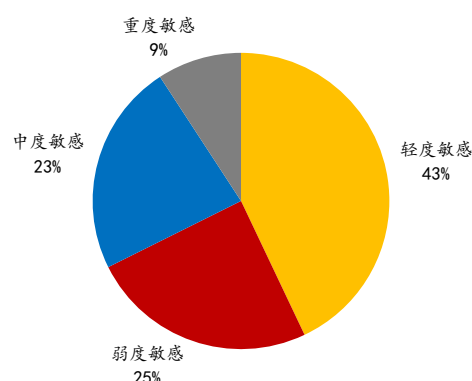
亚洲人肌肤亚健康状态占 70%，我国女性敏感肌人群占 36%。根据《中国敏感性皮肤整治专家共识》，敏感性皮肤在世界各国均有较高的发生率，由于调查方法不同，各地报道的发生率差异较大，欧洲为 25.4%-89.9%，澳洲约为 50%。女性发病率普遍高于男性，美洲女性为 22.3%-50.9%，亚洲女性为 40%-56%，我国女性约为 36.1%。其中 20~35 岁是易敏高发人群，占比超过七成。据艾瑞咨询统计，按皮肤问题严重程度分，女性问题肌肤人群中，25%为弱度（发痒、刺痛）、43%为轻度（发痒、刺痛、泛红、脱皮）、23%为中度（发痒、刺痛、泛红、脱皮、红肿）、9%为重度（发痒、刺痛、泛红、脱皮、红肿、发炎）。

图 10：全球各区域敏感肌人群占比情况



数据来源：《中国敏感性皮肤整治专家共识》，东北证券

图 11：2019 年我国敏感肌肤人群结构



数据来源：艾瑞咨询，东北证券

从国际化妆品发展趋势来看，化妆品市场在走向成熟的过程，都会经历由基础护肤向功能护肤过渡的过程。2018 年中国功能性护肤品行业规模达 738 亿元/+18%，但仅占化妆品整体规模 17.6%，远低于欧美 60%以上的市场占比。因此从市场渗透率角度，我国功能性护肤市场仍有 3 倍以上的发展空间。

我们测算 2030 年国内功能性护肤市场规模可达 3140 亿元，核心假设如下：

- 1) 我们将化妆品消费人口定位于城镇的美妆人士，当前我国城镇化率为 60.6%，假设城镇美妆人口占比 50.5%，随着人均可支配收入的提升和化妆品使用需求的提升，化妆品消费人口有望不断增长，预计 2030 年城镇化率/城镇美妆人口占比分别达 70%/55%；
- 2) 2018 年我国化妆品市场功能性护肤的渗透率为 17.6%，随着消费者偏好转向功能性产品，越发注重产品效果，这一比例有望在 2030 年上升至 28%；
- 3) 2018 年功能性护肤人均消费为 1010 元，随着消费链条的不断延伸以及向高端化升级的趋势，预计 2030 年功能性护肤人均消费可达 2058 元。



**表 2：功能性护肤市场空间测算**

功能性护肤空间测算	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
人口总数（亿人）	13.95	14.00	14.03	14.06	14.08	14.11	14.13	14.14	14.15	14.15	14.15	14.15	14.15
yoy	0.40%	0.33%	0.20%	0.20%	0.20%	0.20%	0.10%	0.10%	0.10%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
城镇化率	59.6%	60.6%	60.0%	61.0%	62.0%	63.0%	64.0%	65.0%	66.0%	67.0%	68.0%	69.0%	70.0%
城镇人口（亿人）	8.31	8.48	8.42	8.57	8.73	8.89	9.04	9.19	9.34	9.48	9.63	9.77	9.91
美妆人口占比	50.0%	50.5%	51.0%	51.5%	52.0%	52.5%	52.5%	53.0%	53.0%	53.0%	53.0%	54.0%	55.0%
化妆品人口	4.16	4.28	4.29	4.42	4.54	4.67	4.75	4.87	4.95	5.03	5.10	5.27	5.45
功能性护肤占比	17.6%	18.5%	19.0%	20.0%	21.0%	22.0%	23.0%	24.0%	25.0%	26.0%	27.0%	27.5%	28.0%
功能性护肤人口	0.73	0.79	0.82	0.88	0.95	1.03	1.09	1.17	1.24	1.31	1.38	1.45	1.53
功能性护肤人均消费	1010	1091	1178	1272	1368	1470	1573	1667	1751	1838	1921	1998	2058
yoy		8.00%	8.00%	8.00%	7.50%	7.50%	7.00%	6.00%	5.00%	5.00%	4.50%	4.00%	3.00%
市场空间（亿元）	738	864	961	1123	1304	1510	1717	1949	2167	2402	2646	2898	3140
yoy	18.10%	17.13%	11.13%	16.95%	16.07%	15.77%	13.75%	13.52%	11.17%	10.85%	10.14%	9.51%	8.36%

数据来源：Euromonitor，东北证券

功能性护肤品特指介于药品和化妆品之间的特殊化妆品，其在研发技术上对品牌的产品开发能力有着更高的要求。我们可将广义的功能性护肤品分为四类：皮肤学级护肤品（即“药妆”，为狭义功能性护肤品）、强功效性护肤品、“械字号”医美级护肤品、含核心中草药成分护肤品。







1) 皮肤学级护肤品（既“药妆”）：以治疗皮肤问题为主，拥有专业医学研究及临床数据为背书。品牌方大多有医院或生物实验室背景，且产品配方简单、安全，不含公认致敏原，通常含有天然活性物质。

2) 强功效性护肤品：主打添加对应功效的热门化学成分，如：透明质酸（补水）、烟酰胺（淡斑提亮）、神经酰胺（保湿抗衰）、水杨酸（控油祛痘）、虾青素（抗氧化）、寡肽（紧致）等。

3) 医美级护肤品（械字号为主）：多用于医疗美容术后修复，安全性较高，功效多以补水修护、舒缓皮肤、清痘抑菌为主。品牌方多有医疗器械生产背景，产品按“械字号”审批备案（近年开始增加“妆字号”产品）。

4) 含核心中草药成分护肤品：品牌方多为知名中药制剂企业，如：片仔癀、云南白药、马应龙等；产品中添加的核心中草药成分多与品牌主产品添加物相同，有相似功效，功效以舒缓肌肤、活血、祛痘消炎为主。

表 3：我国功能性护肤品细分板块及对应品牌

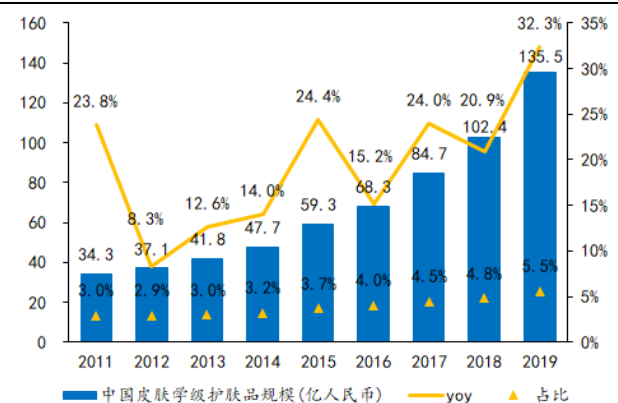
分类	特点	典型品牌名称	爆款产品	研究背景	主要成分/技术	主打功效
皮肤学级护肤品（“药妆”）	以专业医研及临床数据为背书，能缓解或根治皮肤问题，如：过敏、发炎、发痒、红肿、刺痛等。品牌方大多有医院或生物实验室背景，且产品配方简单、安全，不含公认致敏原，通常含有天然活性物质。	薇姿（法国）	 薇姿修护水活霜	薇姿温泉治疗中心进行活泉研究	奥维涅山区温泉水、强韧焕活分子、健康活性分子	舒缓皮肤、抗过敏、加强皮肤天然屏障
		理肤泉（法国）	 理肤泉舒缓喷雾	理肤泉制药公司进行活泉研究	理肤泉温泉水、独特成分“钙镁离子”	舒缓皮肤、抗炎、止痒、促进创伤愈合
		雅漾（法国）	 雅漾舒泉调理喷雾	皮尔法伯制药集团进行活泉研究	雅漾活泉水、矿物质、独特“钙镁离子”、活性分子	舒缓肌肤、补水、修护肌肤水脂膜
		珂润（日本）	 珂润润浸保湿滋养乳霜	花王集团皮肤科学研究	脂质“Ceramide”神经酰胺	针对干燥性敏感肌肤
		薇诺娜	 薇诺娜舒敏保湿特护霜	滇虹药业背景	青刺果、马齿苋、牛油果树等植物提取物	舒缓敏感肌、发红、发炎、发痒等皮肤不适
强功效性护肤品	产品多主打添加热门功效性化学成分，如：透明质酸、烟酰胺、神经酰胺、水杨酸、虾青素、寡肽等。产品主要追求主添加成分对应的功效，如：补水、抗衰、美白、紧致、提亮、淡斑等。	玉泽	 屏障修护神经酰胺调理乳	与瑞金医院共研PBS技术	PBS 皮肤屏障修护技术（植物仿生脂质技术）；积雪草、水杨酸、中草药	修护皮肤屏障、舒缓肌肤、抗敏、清痘、补水
		HFP	 HFP金盏花舒缓爽肤水	HFP实验室	寡肽、烟酰胺、神经酰胺、虾青素	美白、抗衰老、补水、祛痘、收缩毛孔
		the ordinary（加拿大）	 咖啡因眼部精华	DECIM 公司	维生素、烟酰胺、果酸、Buffet 多肽、熊果苷、透明质酸、视黄醇	美白、抗衰老、补水、祛痘、收缩毛孔
		修丽可（美国）	 修丽可紫米丰盈精华液	杜克大学 Sheldon Pinnell 教授发现精纯左旋维 C 配方参数	高浓度左旋维 C、阿魏酸、根皮素	修复、美白、淡斑
		润百颜	 润百颜菁透焕亮次抛原液	华熙生物研制	透明质酸、水杨酸、二裂酵母、神经酰胺	补水、紧致、提亮
医美级护肤品（械字号）	产品作为医疗器械上市，按“械字号”审批备案，多用于医疗美容术后修复。生产过程严格依照 GMP 制药标准，产品安全性较高。功效以舒缓皮肤、清痘抑菌、修复皮肤屏障为主。	夸迪	 5D玻尿酸焕肤次抛原液	华熙生物研制	5D 玻尿酸	补水、紧致、美白
		荣晟	 荣晟医用冷敷贴	广州拓科生物科技有限公司	医用敷料、透明质酸、植物提取物	冷敷理疗、舒缓屏障、修护
		敷尔佳	 医用透明质酸钠修复贴	哈尔滨敷尔佳科技发展有限公司（前身：黑龙江省华信药业有限公司）	医用敷料、透明质酸、积雪草提取物	针对敏感肌、干燥肌，缓解痤疮
		可复美	 可复美透明质酸钠修护贴	西安巨子生物基因技术股份有限公司	类人®胶原蛋白（高分子生物蛋白）	舒缓敏感肌、祛痘、消炎
		芙清	 芙清抗菌功能性敷料	北京安德普泰医疗科技有限公司	抗菌肽、植物提取物、透明质酸	抑菌祛痘、修复
含核心中草药成分护肤品	品牌方多为知名中药制剂企业，如：片仔癀、云南白药、马应龙等。产品中添加核心中草药成分多与品牌主产品添加物相同，有相似功效，如：片仔癀、马应龙八宝组方等。功效以舒缓肌肤、补水、祛痘消炎为主。	片仔癀珍珠霜/膏	 皇后牌片仔癀珍珠膏	漳州片仔癀药业股份有限公司	片仔癀、珍珠粉	提亮、淡斑、紧致、祛痘
		马应龙八宝眼霜	 马应龙八宝眼型眼霜	马应龙药业集团股份有限公司	马应龙八宝组方（八种中草药材）	淡化黑眼圈、紧致
		云南白药采之汲	 自然原鲜补水保湿面膜	云南白药集团股份有限公司	植物原浆提取物	舒缓敏感肌、补水

数据来源：各品牌官网，天猫旗舰店，东北证券

2019 年皮肤学级护肤品市场规模 136 亿，增速高于护肤品大盘。2019 年我国皮肤学级护肤品市场规模达 135.5 亿元/11-19 年 CAGR+18.7%，增速高于韩国 13.1%/台湾 8.4%/美国 5.8%/香港 5.3%/日本-1.6%，且增速高于护肤品大盘+9.9%。2011-2019

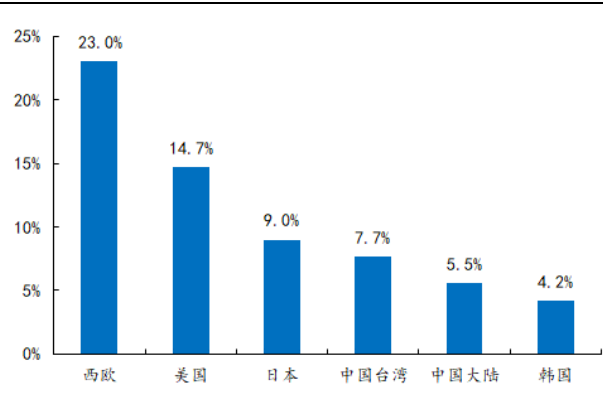
年我国皮肤学级护肤品市场占整体护肤市场比重从 3.0%稳步提升至 5.5%，渗透率远低于全球 10.3%的水平。2019 年欧洲/美国/日本/中国台湾皮肤学级护肤品渗透率分别为 23%/15%/9%/8%，伴随国人敏感肌群体护肤意识觉醒，我国皮肤学级护肤品市场渗透率有望继续提升。

图 12: 2011-2019 年我国皮肤学级护肤品规模/增速



数据来源: Euromonitor, 东北证券

图 13: 2019 年皮肤学级护肤品渗透率



数据来源: Euromonitor, 东北证券

我们测算 2030 年国内皮肤学级护肤市场规模可达 1087 亿元，核心假设如下：

- 1) 我们将化妆品消费人口定位于城镇的美妆人士，当前我国城镇化率为 60.6%，假设城镇美妆人口占比 50.5%，随着人均可支配收入的提升和化妆品使用需求的提升，化妆品消费人口有望不断增长，预计 2030 年城镇化率/城镇美妆人口占比分别达 70%/55%；
- 2) 当前化妆品人口中敏感肌人群占比约 38%，随着气候环境恶化、城镇人口压力增大，参照海外预计这一比例在 2030 年将上升至 56%；
- 3) 2019 年皮肤学级护肤人均消费为 83 元，随着消费品类和消费频次的不断叠加，预计 2030 年皮肤学级护肤人均消费可达 356 元。

表 4: 皮肤学级护肤市场空间测算

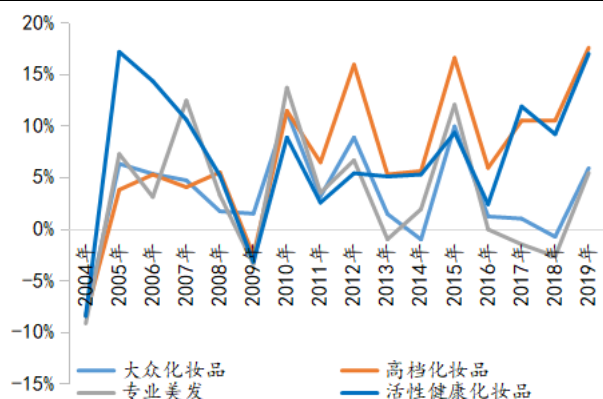
皮肤学级护肤空间测算	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
人口总数 (亿人)	13.95	14.00	14.03	14.06	14.08	14.11	14.13	14.14	14.15	14.15	14.15	14.15	14.15
yoy	0.40%	0.33%	0.20%	0.20%	0.20%	0.20%	0.10%	0.10%	0.10%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
城镇化率	59.6%	60.6%	60.0%	61.0%	62.0%	63.0%	64.0%	65.0%	66.0%	67.0%	68.0%	69.0%	70.0%
城镇人口 (亿人)	8.31	8.48	8.42	8.57	8.73	8.89	9.04	9.19	9.34	9.48	9.63	9.77	9.91
美妆人口占比	50.0%	50.5%	51.0%	51.5%	52.0%	52.5%	52.5%	53.0%	53.0%	53.0%	53.0%	54.0%	55.0%
化妆品人口	4.16	4.28	4.29	4.42	4.54	4.67	4.75	4.87	4.95	5.03	5.10	5.27	5.45
敏感肌人群 (亿人)	1.50	1.63	1.72	1.85	2.00	2.15	2.28	2.44	2.57	2.66	2.75	2.90	3.05
敏感肌人群占比	36.0%	38.0%	40.0%	42.0%	44.0%	46.0%	48.0%	50.0%	52.0%	53.0%	54.0%	55.0%	56.0%
yoy		5.6%	5.3%	5.0%	4.8%	4.5%	4.3%	4.2%	4.0%	1.9%	1.9%	1.9%	1.8%
皮肤学级人均消费 (元)	68	83	100	118	139	161	186	211	239	268	294	324	356
yoy		21.6%	20.00%	18.00%	18.00%	16.00%	15.00%	14.00%	13.00%	12.00%	10.00%	10.00%	10.00%
市场空间 (亿元)	102	136	171	219	278	346	423	515	615	713	811	939	1087
yoy		32.3%	26.6%	27.5%	27.1%	24.7%	22.0%	21.9%	19.4%	15.9%	13.7%	15.8%	15.7%

数据来源: Euromonitor, 东北证券 注: 该测算中我们将人口定位为美妆敏感肌人口，若以全国人口为基数，对应 2019 年及 2030 年客单价为 9.7 元/76.8 元。

目前市场主要有两类参与者：(1) 在中国布局较早的理肤泉、雅漾等国际大牌。从欧莱雅近年的各业务增速来看，活性成分业务和高端化妆品业务维持高增长。欧莱雅旗下皮肤学级护肤的代表性品牌有薇姿和理肤泉，1998 年薇姿成为第一家进驻中

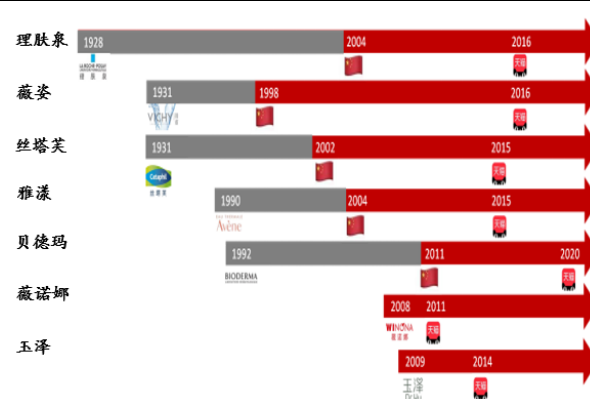
国药房的全球医学护肤领导品牌，目前国内已有近 1000 个大型药房专柜。2000 年后，丝塔芙/理肤泉/雅漾等海外品牌陆续进入中国市场，向国内消费者普及问题肌肤护理及药妆理念，完成消费者教育。（2）与医疗机构合作推出皮肤学级化妆品的本土公司，典型代表为贝泰妮、上海家化。前期海外大牌在皮肤学级护肤品领域完成消费者教育，占据主导地位，2008 年起，薇诺娜/玉泽为代表的国货品牌以差异化成分、医研共创切入市场，并通过电商渠道弯道超车。

图 14：2004-2019 年欧莱雅各类业务增速



数据来源：公司公告，东北证券

图 15：国内皮肤学级护肤市场发展历程



数据来源：公司公告，东北证券

中国市场目前本土品牌薇诺娜/比度克/玉泽合计市占率约 27.3%。欧洲敏感肌护肤 TOP3 品牌均为本土品牌（雅漾/理肤泉/薇姿）且 CR3 达 40%；美国敏感肌护肤市场 CR3 为 54%，TOP3 艾维诺/Proactiv/丝塔芙中前二为本土品牌；日本市场 TOP3 品牌城野医生/珂润/D program 均为本土品牌，CR3 为 72%。相较海外，中国市场本土品牌集中度仍有较大提升空间。



表 5：我国皮肤学级护肤品市场竞争格局

品牌销量（亿元）	所属国	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	11-19年CAGR
薇诺娜	中国		0.41	0.60	0.89	1.49	4.01	7.06	11.08	17.45	27.84	69.7%
yoy				49%	48%	67%	169%	76%	57%	58%	60%	
占比		0.0%	1.0%	1.4%	1.8%	2.7%	6.1%	9.5%	12.3%	16.4%	20.5%	
雅漾	法国	8.00	9.70	10.89	12.09	14.20	16.51	17.25	18.88	18.66	19.61	9.2%
yoy			21%	12%	11%	17%	16%	4%	9%	-1%	5%	
占比		22.5%	23.6%	24.7%	24.5%	25.7%	25.2%	23.2%	21.0%	17.5%	14.4%	
理肤泉	法国	3.06	4.13	4.45	5.23	5.92	7.75	8.91	10.60	12.50	16.93	19.3%
yoy			35%	8%	18%	13%	31%	15%	19%	18%	35%	
占比		8.6%	10.0%	10.1%	10.6%	10.7%	11.8%	12.0%	11.8%	11.7%	12.5%	
贝德玛	法国		0.10	0.17	0.35	0.94	2.13	4.67	7.86	9.64	12.10	82.6%
yoy				73%	106%	167%	128%	119%	68%	23%	26%	
占比		0.0%	0.2%	0.4%	0.7%	1.7%	3.3%	6.3%	8.7%	9.0%	8.9%	
芳珂	日本	8.00	9.75	9.36	8.94	8.56	8.13	8.65	9.30	9.99	10.70	1.2%
yoy			22%	-4%	-4%	-4%	-5%	6%	8%	7%	7%	
占比		22.5%	23.7%	21.3%	18.1%	15.5%	12.4%	11.6%	10.3%	9.4%	7.9%	
薇姿	法国	10.55	9.60	9.30	10.00	10.15	9.89	9.10	9.00	9.30	9.62	0.02%
yoy			-9%	-3%	8%	2%	-3%	-8%	-1%	3%	3%	
占比		29.6%	23.4%	21.1%	20.2%	18.4%	15.1%	12.2%	10.0%	8.7%	7.1%	
芙丽芳丝	日本	2.14	2.38	2.51	2.63	2.83	3.33	3.63	4.99	6.51	8.55	17.4%
yoy			11%	6%	5%	8%	18%	9%	37%	31%	31%	
占比		6.0%	5.8%	5.7%	5.3%	5.1%	5.1%	4.9%	5.5%	6.1%	6.3%	
修丽可	美国							0.83	1.22	2.34	6.27	
yoy									47%	91%	168%	
占比								1.1%	1.4%	2.2%	4.6%	
艾诺诺	美国							0.57	1.44	3.13	5.73	
yoy									155%	117%	83%	
占比		0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.8%	1.6%	2.9%	4.2%	
比度克	中国	0.34	0.79	1.58	2.24	3.01	4.15	3.63	4.48	4.99	5.43	27.3%
yoy			130%	101%	42%	34%	38%	-12%	23%	11%	9%	
占比		1.0%	1.9%	3.6%	4.5%	5.5%	6.3%	4.9%	5.0%	4.7%	4.0%	
施巴	德国	2.81	3.27	3.57	4.09	4.11	3.96	4.14	4.51	4.82	5.14	5.8%
yoy			16%	9%	14%	0%	-4%	5%	9%	7%	7%	
占比		7.9%	7.9%	8.1%	8.3%	7.4%	6.0%	5.6%	5.0%	4.5%	3.8%	
丝塔芙	法国	0.53	0.80	1.30	2.55	3.44	4.82	4.47	4.52	4.41	4.20	23.0%
yoy			50%	63%	96%	35%	40%	-7%	1%	-3%	-5%	
占比		1.5%	1.9%	3.0%	5.2%	6.2%	7.3%	6.0%	5.0%	4.1%	3.1%	
玉泽	中国	0.20	0.20	0.30	0.40	0.60	0.90	1.50	2.10	2.90	3.80	44.5%
yoy			0%	50%	33%	50%	50%	67%	40%	38%	31%	
占比		0.6%	0.5%	0.7%	0.8%	1.1%	1.4%	2.0%	2.3%	2.7%	2.8%	
合计		35.63	41.11	44.03	49.40	55.24	65.57	74.42	89.98	106.62	135.92	16.1%
yoy			15%	7%	12%	12%	19%	13%	21%	19%	27%	

数据来源：Euromonitor，东北证券

## 2. 贝泰妮：医研共创强背书，敏感肌护肤领军者

### 2.1. 发展历史：由医院渠道起家的敏感肌护肤龙头

主品牌薇诺娜拆分自滇虹药业，医院渠道资源优势突出。贝泰妮成立于2010年，前身是昆明贝泰妮生物科技有限公司，成立之初主要作为化妆品经销商从事化妆品销售业务；自2012年起开始独立运营自主品牌，从事化妆品的研发、生产和销售，在产品销售渠道上与互联网深度融合。公司主品牌“薇诺娜”拆分自滇虹药业，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，滇虹多年积累的药品经验、医院渠道资源也为薇诺娜品牌的第一步打下基础。2013年公司成立集团研发中心，并设立集团子公司上海贝泰妮生物科技有限公司。2014年公司获国际著名风投机构红杉资本投资。随着收入规模的扩大和实力的提升，公司已成为全国领先的化妆品生产企业之一，并树立了针对敏感性肌肤产品的行业标杆。



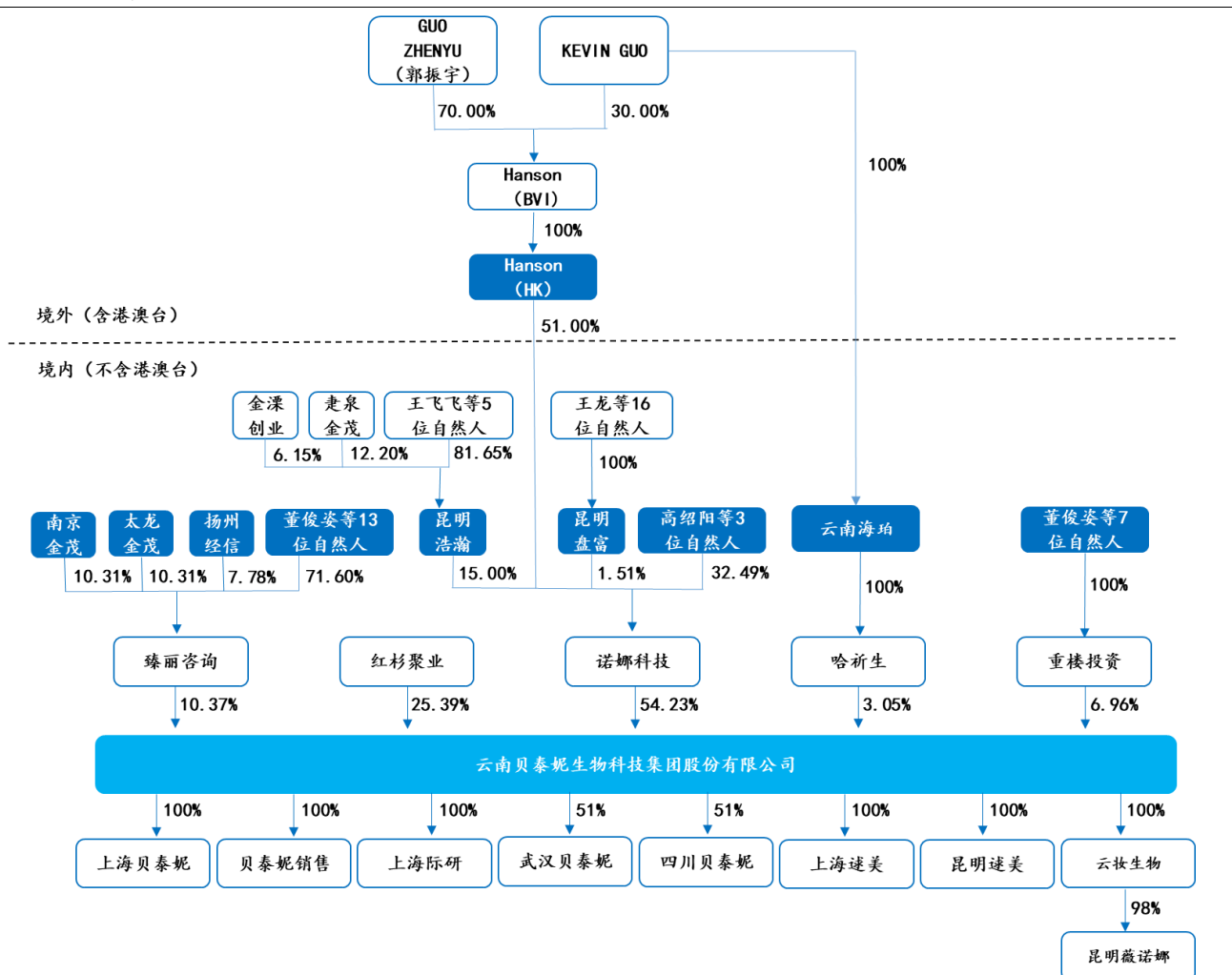
图 16: 贝泰妮历史沿革



数据来源：公司招股书，东北证券

公司实际控制人为 GUO ZHENYU (郭振宇) 和 KEVIN GUO 父子，通过诺娜科技和哈祈生控制公司 57.28% 股权。其他持有公司 5% 以上股份的股东分别为红杉聚业 (持股 25.39%)、臻丽咨询 (持股 10.37%) 和重楼投资 (持股 6.96%)。公司拥有 6 家全资子公司、2 家控股子公司和 1 家二级子公司。

图 17: 贝泰妮股权结构梳理

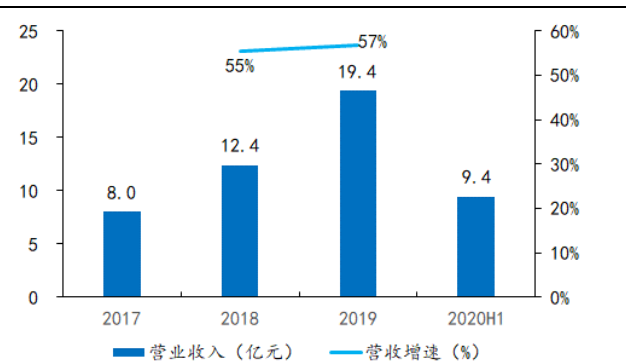


数据来源: 公司招股书, 东北证券

## 2.2. 业绩概览: 主品牌薇诺娜增势强劲, 营收/利润高速增长

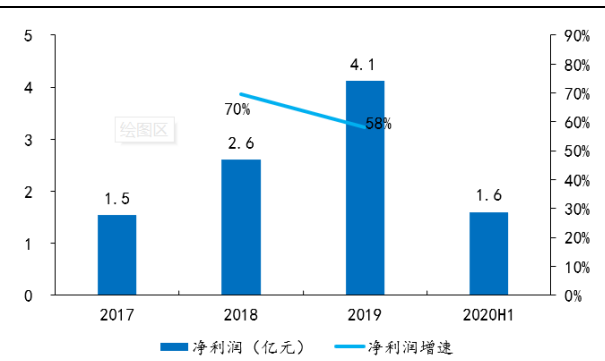
**营收高速增长, 盈利能力强劲。**公司 2019 年营业收入达到 19.44 亿元/+56.7%, 2017-2019 年 CAGR 为 56.1%。公司 2019 年净利润达 4.12 亿元/+58.1%, 2017-2019 年净利润 CAGR 为 63.7%。公司营收和净利润保持高速增长, 盈利能力突出。

图 18: 2017-2020H1 公司营收规模及增速



数据来源: 招股说明书, 东北证券






图 19: 2017-2020H1 公司净利润及增速



数据来源: 招股说明书, 东北证券

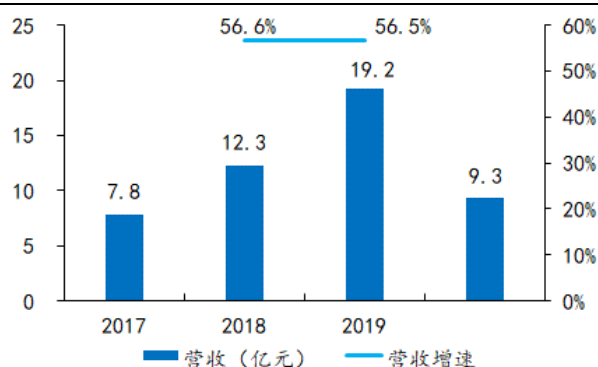
分品牌看，公司品牌集中度较高，主品牌“薇诺娜”为主要收入来源。2019 年薇诺娜实现营收 19.22 亿元/+56.5%/占比 99.4%，2020H1 实现营收 9.3 亿元/占比 99.1%。薇诺娜是公司长期聚焦和深度打造的主要品牌，品类涵盖护肤品类、彩妆类以及医疗器械类，明星单品包括舒敏保湿特护霜、柔润保湿霜、透明质酸生物膜等，为公司收入的核心来源。自 2018 年以来薇诺娜占比略有下滑，其他品牌包括“WINONA Baby”(婴幼儿护理)、“痘痘康”(痘痘肌肤护理)、“Beauty Answers”(高端皮肤修护)和“资润”(干燥性皮肤护理)蓄势待发，有望为公司拓展多层次的销售市场。

表 6：公司品牌的基本情况

品牌	品牌定位	品牌介绍	主要产品	单价区间
 薇诺娜	敏感肌肤护理和修饰	致力于在敏感肌肤问题领域不断研究，提供敏感肌肤正确修护及科学护理理念，通过探寻多种植物的珍贵天然成分，运用科技萃取，采用温和的科学配方，研发出适合敏感肌的护肤品，改善肌肤常见敏感问题，修护肌肤屏障。	护肤品类：霜、护肤水、面膜、精华、乳液等 彩妆类：隔离霜、BB霜、卸妆水等 医疗器械类：透明质酸修护生物膜、透明质酸修护贴敷料等	59-498 元
 WINONA Baby	专业婴幼儿护理	为不同阶段的婴幼儿皮肤进行针对性护理，拥有国内首家 0-12 岁临床测试数据支持和 6 大安全测试。现有产品包括三条产品线：0-2 岁产品线、2-12 岁产品线、针对性护理线。	0-2 岁：特安养护系列 2 岁以上：倍润防护系列 针对性护理：舒润滋养霜、特安养护护臀霜、复合紫草修护膏	15-258 元
 痘痘康	痘痘肌肤护理	借助国际学术前沿的痤疮研究成果，利用欧洲药典祛痘成分澳洲原生茶树精油，致力研发真正有效的战痘武器。	净痘控油洁面泡沫、茶树净痘精油、净痘精华霜、茶树魔力点痘笔	56-158 元
 BEAUTY ANSWERS	高端皮肤修护	专业精准修护，洞察专业美容项目全程肌肤需求，凝聚前沿皮肤学、生物学研究成果，从精准定位问题根源、精准活性物筛选、精准配方调制三个维度重新定义肌肤修护标准。	蓝铜胜肽修护精华液、蓝铜胜肽修护喷雾、蓝铜胜肽修护面膜	
 ZIRUN 资润	干燥性皮肤护理	专门针对非公开渠道研制开发的专属品牌。	护肤品类：霜 医疗器械类：透明质酸修护生物膜	

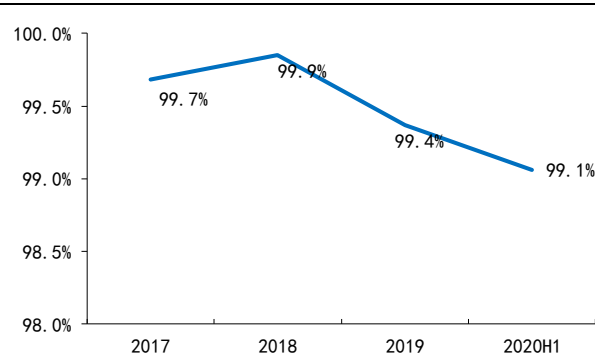
数据来源：公司招股书，品牌官网，东北证券

图 20：2017-2020H1 薇诺娜品牌营收（亿元）



数据来源：招股说明书，东北证券

图 21：2017-2020H1 薇诺娜品牌营收占比

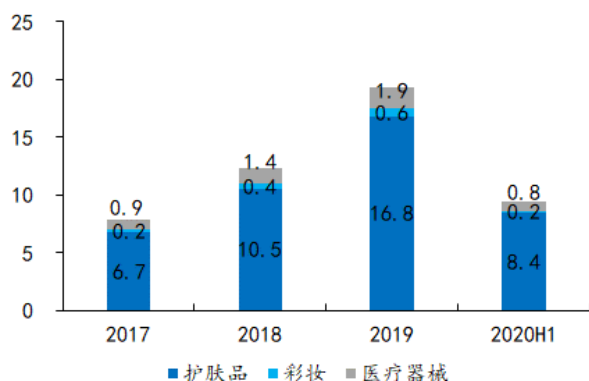


数据来源：招股说明书，东北证券

分品类看，护肤品类占主导地位，且占比呈上升趋势。公司产品主要包括护肤品类、彩妆类和医疗器械类。护肤品类 2019 年实现收入 16.8 亿元/+59.6%/占比 86.9%/毛利率 79.7%，2020H1 实现收入 8.4 亿元/占比 89.7%/毛利率 81.6%，2017-2019 年 CAGR 达 58%，为公司收入核心品类。2017-2019 年护肤品类毛利率有所下降，主要系：（1）市场竞争激烈促使公司加大线上促销力度，部分产品价格下降；（2）公司提高大型 B2C 平台的销售占比，而这一平台的毛利率低于其他渠道。医疗器械类 2019 年实现收入 1.9 亿元/39.5%/占比 9.9%/毛利率 89.0%，2020H1 实现收入 0.8 亿

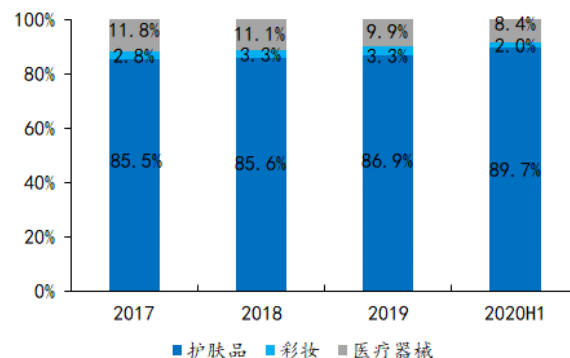
元/占比 8.4%/毛利率 89.6%，毛利率呈上升趋势。公司医疗器械类产品主要包括透明质酸修复生物膜和透明质酸修护贴敷料等，自主定价能力较强，且高毛利的商业公司销售占比提升至毛利率上升。**彩妆类** 2019 年实现收入 0.6 亿元/+58.7%/占比 3.3%/毛利率 70.7%，2020H1 实现收入 0.2 亿元/占比 2.0%/毛利率 69.4%，毛利大幅下滑主要系促销活动的赠品投入和 OEM 生产模式的较高成本导致。

图 22: 2017-2020H1 公司各品类营收 (亿元)



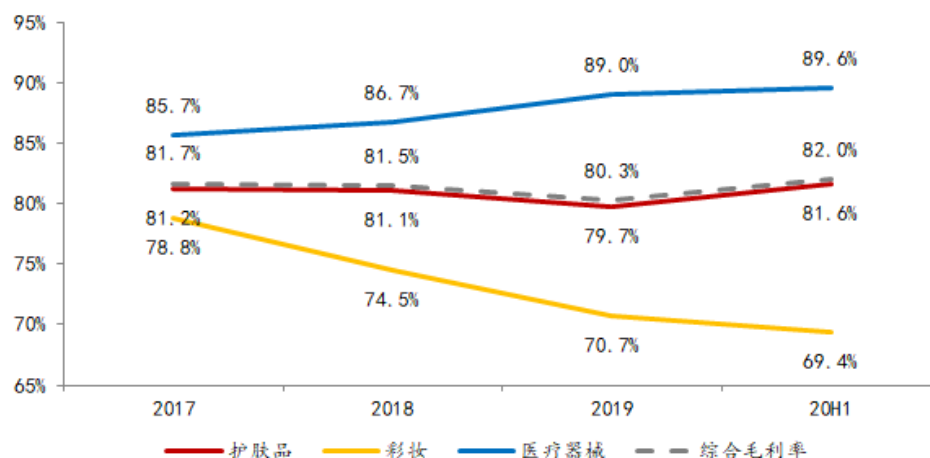
数据来源: 招股说明书, 东北证券

图 23: 2017-2020H1 公司各品类营收占比



数据来源: 招股说明书, 东北证券

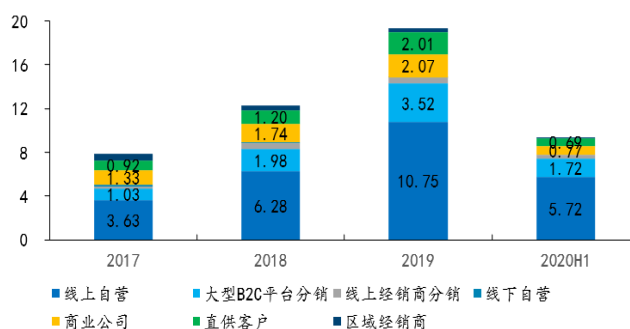
图 24: 2017-2020H1 年公司各品类毛利率



数据来源: 招股说明书, 东北证券

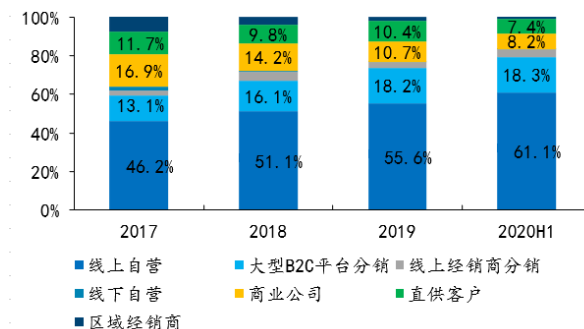
**分渠道看，线上自营为主，天猫平台发展正盛。**公司以线下渠道为基础，线上销售为主导。线上销售包括线上自营、大型 B2C 平台分销和线上经销商分销。公司线下渠道以经销为主，包括商业公司/直供客户/区域经销三种模式。公司线上销售收入占比由 2017 年的 62.09% 上升至 2020H1 的 83.17%，线上自营的销售收入占比由 46.2% 上升至 2020H1 的 61.1%，其中天猫平台发展迅速，2020H1 天猫平台（含淘宝）实现收入 4.3 亿元/占比线上自收入 74.7%。线上大型 B2C 平台分销收入也在不断增加，从 2017 年的 1.03 亿元/占比 13.1% 上升至 2019 年的 3.52 亿元/占比 18.2%，为线上收入第二大来源。线下渠道以商业公司和直供客户渠道为主，2020H1 受疫情影响及线上营销力度加大，两者收入占比分别下降至 8.2%/7.4%。

图 25: 2017-2020H1 公司各渠道营收 (亿元)



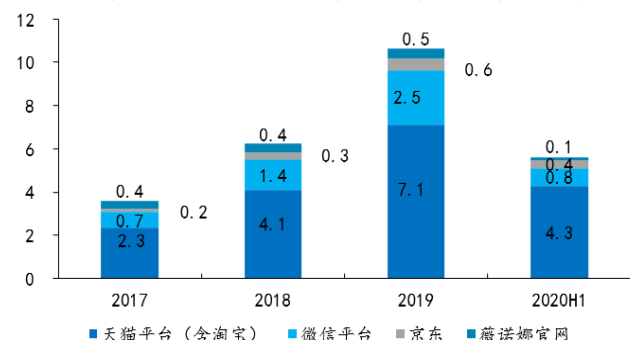
数据来源: 招股说明书, 东北证券

图 26: 2017-2020H1 公司各渠道营收占比



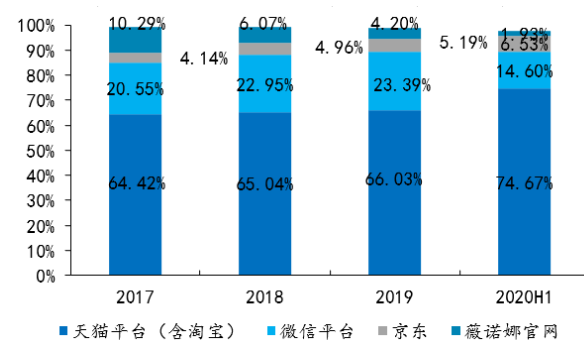
数据来源: 招股说明书, 东北证券

图 27: 2017-2020H1 线上自营渠道营收 (亿元)



数据来源: 招股说明书, 东北证券

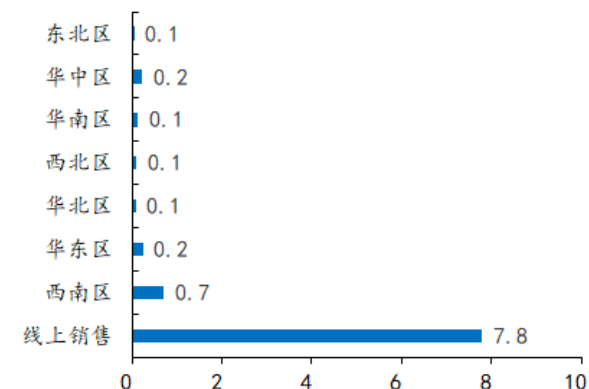
图 28: 2017-2020H1 线上自营渠道营收占比



数据来源: 招股说明书, 东北证券

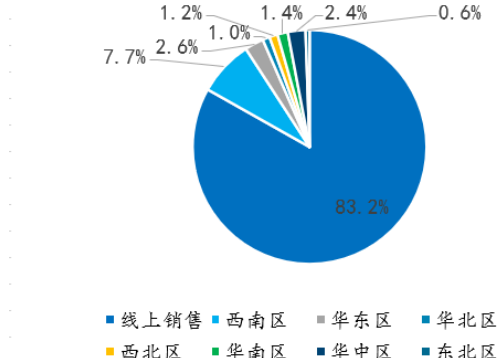
分区域看, 线下销售以西南区和华东区为主。2020H1 西南区为公司线下第一大销售区域, 实现销售收入 0.72 亿元/占比 7.7%, 主要系公司总部位于云南昆明, 便于在当地建立良好合作以及布局销售网点; 华东地区实现销售收入 0.25 亿元/占比 2.6%, 经济发展水平较高的华东地区的整体消费能力更强。

图 29: 2020H1 公司各地区营收 (亿元)



数据来源: 招股说明书, 东北证券

图 30: 2020H1 公司各地区营收占比



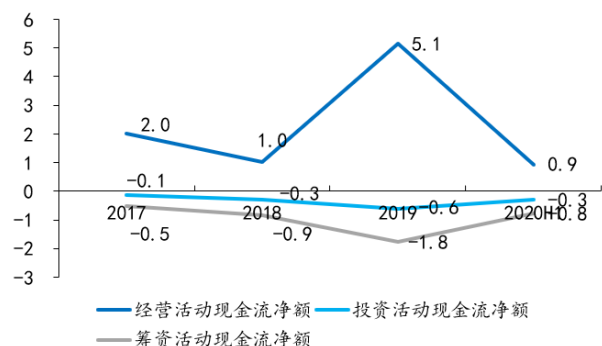
数据来源: 招股说明书, 东北证券

公司现金流波动较大。2017-2019 年, 公司经营活动产生的现金流净额分别为 2.0 亿元、1.0 亿元、5.1 亿元, 为公司主要现金构成, 占当期净利润的比例分别为 130%、



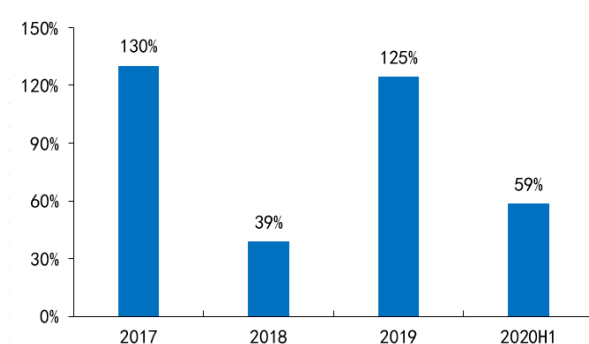
39%和 125%。2018 年经营活动产生的现金流净额下降幅度较大，主要是因为该年度公司的存货余额增加较多，占用了经营资金，以及公司对直供客户、商业公司及大型 B2C 平台的销售收入增加导致期末应收账款余额的增加。

图 31: 公司现金流情况 (亿元)



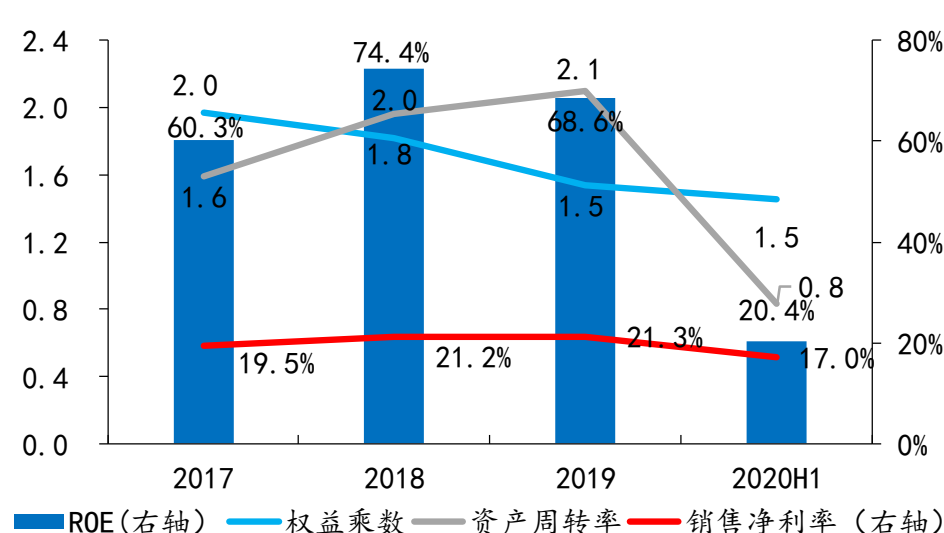
数据来源: 招股说明书, 东北证券

图 32: 公司经营活动现金流占净利润比例



数据来源: 招股说明书, 东北证券

图 33: 公司杜邦分析



数据来源: Wind, 招股说明书, 东北证券

注: 2017 年权益乘数为期末总资产/期末归属母公司股东权益, 2018 年和 2019 年为平均总资产/平均归属母公司股东权益

### 2.3. 募投项目: 建设中央工厂提升产能及质量把控

**中央工厂新基地建设项目:** 公司此前以委托生产为主, 17-19 年委托加工的产品成本占比约 70-75%。委托生产可以使公司集中资源专注于产品研发、渠道建设和品牌营销, 但是也存在生产成本较高、市场响应较缓, 备货周期拉长、质量管控不足等风险。因此公司计划投资 4.38 亿元于昆明新城高新技术产业基地建设中央工厂, 提高公司产能, 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 (万盒), 将有助于充分发挥公司规模优势, 提升市场竞争地位, 将加快市场响应速度, 保障产品质量, 降低生产成本, 增强公司盈利能力和

抗风险能力。

**营销渠道及品牌建设项目：**公司计划投资 6.91 亿元用于营销渠道及品牌建设项目。品牌建设投入将有助于提升公司品牌影响力，增强客户的品牌忠诚度，促进公司产品的销售；线上、线下营销渠道推广将有助于公司建立更高效、辐射范围更广的营销网络，增强品牌的盈利变现能力。

**信息系统升级项目：**公司计划投资 1.05 亿元用于信息系统升级项目。该项目拟通过购置软硬件、新增信息化人员的方式，重新规划公司信息化系统架构、升级改造 IT 基础架构，有助于提升公司信息化管理效率，满足公司未来随着生产销售规模迅速扩张而日益增长的信息化管理和数字化赋能需求。

表 7：公司募投项目

序号	募集资金投向	总投资金额 (万元)	预计使用募集资金投资金额 (万元)
1	中央工厂新基地建设项目	43,840.92	43,840.92
2	营销渠道及品牌建设项目	69,121.74	69,121.74
3	信息系统升级项目	10,506.35	10,506.35
4	补充营运资金	30,000.00	30,000.00
	合计	153,469.01	153,469.01

数据来源：招股说明书，东北证券

### 3. 贝泰妮竞争优势：深耕线下专业渠道，专业形象深入人心

#### 3.1. 产品：大单品引导全线产品发展

**仔细打磨核心单品。**公司背靠滇虹药业，依托云南高原植物差异化成分，产品功效获市场认可。主品牌薇诺娜已具备较高知名度，并积累了一批忠实用户，消费者粘性较高，2019 年薇诺娜官方旗舰店的复购率接近 30%。薇诺娜以舒敏系列&大单品特护霜为基础，推出针对控油清痘/保湿/防晒/美白/抗老等功效的多系列全品类产品。其中舒敏系列为公司王牌/贡献近 40%营收，核心大单品舒敏保湿特护霜贡献约 18% 营收。

图 34：薇诺娜产品系列

产品系列	产品数量	价格区间	明星产品
舒敏保湿系列	13	68-298 元	舒敏保湿特护霜
舒缓控油系列	5	158-198 元	舒缓控油洁面泡沫
清痘净颜系列	9	60-268 元	清痘修复精华液
美白保湿系列	9	108-398 元	熊果苷透白保湿面膜
柔彩幻颜系列	8	79-238 元	柔彩幻颜隔离霜
紧致系列	10	59-498 元	紧致眼霜
极润保湿系列	8	128-198 元	极润保湿面膜
防晒系列	3	188-238 元	清透防晒乳
柔润系列	5	88-198 元	柔润保湿霜
舒敏修红系列	4	59-268 元	舒敏保湿修红霜
透明质酸系列	7	78-230 元	透明质酸修护生物膜
玻尿酸系列	2	198-298 元	玻尿酸多效修护精华液

数据来源：薇诺娜官网，东北证券































图 35：薇诺娜官网畅销 TOP10 产品



数据来源：薇诺娜官网，东北证券

整体定价偏高，搭配小容量规格引流。薇诺娜不采用低价策略，各品类单价位于同类产品前列。洁面乳、爽肤水等高频消费产品远高于竞品，精华、面霜类等大单品系列单价略高于行业水平。其中明星产品“舒敏保湿特护霜”采用两种包装规格（15g/68元吸引新客，50g/268元满足老客需求），通过小包装、低标价的方式在保证高毛利的同时有效吸引新顾客尝试，并且便于携带的特点有助于延伸使用场景。

表 8：公司品牌矩阵及主要产品

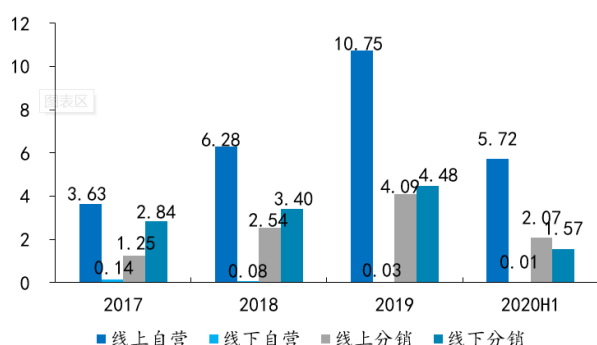
品牌	洁面	爽肤水	眼霜	精华	乳液	面霜	面膜
薇诺娜	 舒敏保湿洁面乳 158元 (80g) 1.98元/g	 舒敏保湿爽肤水 188元 (120ml) 1.57元/ml	 紧致眼霜 328元 (20g) 16.4元/g	 舒敏保湿精华液 298元 (30ml) 9.93元/ml	 极润保湿乳液 188元 (50g) 3.76元/g	 舒敏保湿特护霜 268元 (50g) 5.36元/g	 舒敏保湿面膜 28元 (1片) 28元/片
玉泽	 屏障修护洁面凝露 108元 (150ml) 0.72元/ml	 屏障修护保湿水 106元 (120ml) 0.88元/ml	 臻安修护眼霜 346元 (15g) 23.07元/g	 屏障修护精华乳 189元 (25ml) 7.56元/ml	 神经酰胺调理乳 180元 (50ml) 3.6元/ml	 屏障修护保湿霜 198元 (50g) 3.96元/g	 积雪草冻干面膜 33元 (1片) 33元/片
雅漾	 平衡洁肤凝胶 165元 (125ml) 1.32元/ml	 舒润调理爽肤水 195元 (200ml) 0.98元/ml	 舒护眼霜 215元 (10ml) 21.5元/ml	 恒润保湿精华液 208元 (200ml) 1.04元/ml	 舒缓特护保湿乳 272元 (50ml) 5.44元/ml	 舒缓特护保湿霜 272元 (50ml) 5.44元/ml	 舒缓保湿面膜 238元 (50ml) 4.76元/ml
薇安	 温泉纯净泡沫洁面霜 185元 (125ml) 1.48元/ml	 温泉矿物爽肤水 345元 (400ml) 0.86元/ml	 89眼霜 229元 (15ml) 15.27元/ml	 89面部精华露 400元 (75ml) 5.33元/ml	 温泉泉水乳液 319元 (75ml) 4.25元/ml	 修复水活霜 269元 (50ml) 5.38元/ml	 保湿晚安面膜 240元 (75ml) 3.2元/ml
理肤泉	 特安洁面泡沫 210元 (125ml) 1.68元/ml	 清痘微晶爽肤水 200元 (200ml) 1元/ml	 A醇眼霜精华 345元 (15ml) 23元/ml	 duo乳精华 245元 (40ml) 6.13元/ml	 特安舒护乳液 255元 (40ml) 6.38元/ml	 B5修复面霜 119元 (40ml) 2.98元/ml	 B5修复保湿面膜 165元 (5片) 33元/片

数据来源：品牌官网，东北证券

### 3.2. 渠道：以线下为根基，紧抓电商风口

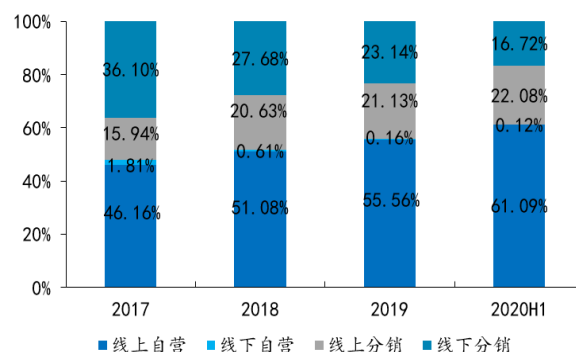
线上销售为主，线下切入药房渠道。早期基于专业化产品&功效性定位，借助创始人的医药背景和医院资源，公司主攻医院相关渠道，包括医药商业公司及直供的连锁药店/诊所等；电商兴起后公司迅速布局线上。20H1 公司线上/线下营收分别占比 83%/17%，17-19 年线上/线下收入 CAGR 分别 74%/23%；20H1 公司直营/分销营收分别占比 61%/39%，17-19 年直营/分销收入 CAGR 分别 69%/45%。线上以自营为主：20H1 线上自营/分销分别占线上营收 73%/27%，17-19 年线上自营/分销收入 CAGR 分别 72%/81%；线下以分销为主：20H1 线下自营/分销分别占线下营收 1%/99%，17-19 年线下自营/分销收入 CAGR 分别为-53%/+26%。

图 36：2017-2020H1 公司各渠道收入



数据来源：招股说明书，东北证券

图 37：2017-2020H1 各渠道收入占比



数据来源：招股说明书，东北证券

公司发源于线下医院及药店渠道，线下渠道为公司的蓬勃增长提供了质量保证（临床验证有效）和医生专业背书。公司线下渠道以经销为主，包括商业公司/直供客户/区域经销三种模式。商业公司模式下客户主要为九州通、国药控股等；直供客户模式下客户主要为连锁药店客户如健之佳，一心堂等，是公司重点打造的渠道；区域经销模式将会被淡化。20年6月入驻屈臣氏门店。公司核心团队于滇虹药业多年积累的医药经历及滇虹药业自身康王品牌、及医院渠道资源是其他竞品难以突破的核心壁垒，2019年公司线下分销中商业公司和直供客户分别有74家和855个。

表 9：公司线下销售模式

销售模式	销售类型	结算方式	销售模式介绍	20H1 收入占比	20H1 毛利占比	17-19年 收入CAGR	20H1 毛利率
线下自营	线下自营		开设线下直营店等终端零售点直接面向消费者进行产品销售	1%	1%	-53%	85%
	商业公司	买断经销	公司向九州通、国药控股等商业公司销售产品，商业公司再将产品销售给药店、诊所等终端网点，终端网点向消费者销售产品	49%	51%	25%	92%
线下分销	直供客户	买断经销/代销	公司主要与连锁药店、诊所等客户签署购销协议销售产品	44%	43%	48%	85%
	区域经销商	买断经销	公司与区域经销商签订经销协议，区域经销商在协议约定的区域市场内进行产品销售	7%	5%	-18%	72%

数据来源：公司公告，东北证券

较早成立电商团队，布局线上全渠道。公司于2011年开设天猫平台薇诺娜官方旗舰店(自营)，2012年成立电商事业部，充分把握近年来化妆品行业的电商红利。目前线上自营门店覆盖天猫/微信/京东/小红书/聚美优品/蘑菇街/考拉海购等全渠道。到2018年公司电商部门已超过100人，其中40%为90后，目前该部门同时设立在上海和杭州。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。20H1公司线上自营收入中约76%来自淘宝天猫，依托微信平台的社交电商销售占比15%且逐年扩大；17-19年天猫/微信平台/京东自营店铺营收CAGR分别为74%/84%/93%。

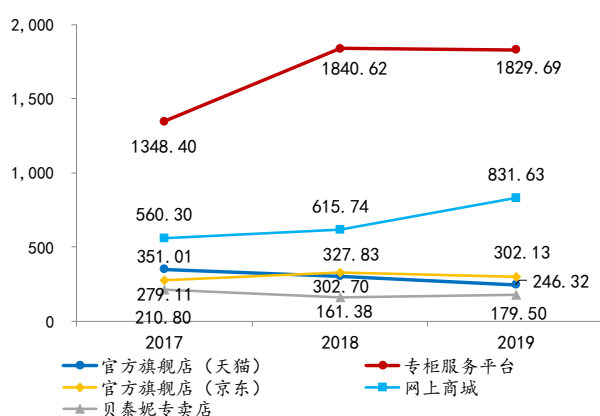
表 10: 公司线上销售模式

销售模式	销售类型	销售模式介绍	主要平台	20H1 收入占比	17-19年 CAGR	20H1 毛利率
线上自营	线上推广自营	主要通过在大中型B2C平台开设自营店铺、直接自建平台等形式进行产品的线上推广与销售	天猫/京东/薇诺娜网上商城等	63%	69%	83%
	线上线下相结合自营	主要通过线下推广的形式引导消费者在公司依托微信平台自主搭建的“薇诺娜专柜服务平台”进行产品购买	微信	11%	84%	
线上分销	大型B2C平台分销	公司与大型B2C平台签订商品购销协议，双方根据平台实际销售产品和其他约定方式进行结算	唯品会/京东/天猫超市等	22%	85%	75%
	线上经销商分销	公司与线上经销商签订商品购销协议，线上经销商通过在B2C平台等开设的自营店铺自主进行产品销售	天猫等	4%	60%	76%

数据来源：公司公告，东北证券

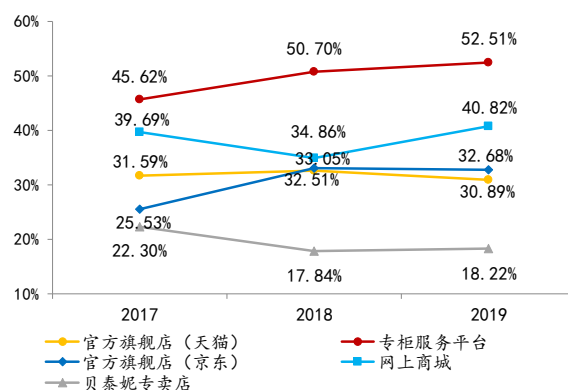
**高客单&高复购，产品力不断被认可。**客单价整体呈上升趋势，天猫/京东为新客户培养渠道。专柜服务平台及网上商城老客户占比较高，其对产品属性、使用周期以及产品搭配组合较为熟悉，产品认可度高，客单价不断提升。天猫、京东自营店铺客单价相对较低，主要系公司将其定位为拉新及提升知名度的重要途径，通过小规格单品及派样活动吸引新客，且新客倾向于购买试错成本较低的产品。复购率逐年提升，客户粘性不断加强。公司定位的敏感肌赛道具有高忠诚度、高复购的属性。随着公司 BA 人员配置的日益完善，线上线下相融合的销售模式日益成熟，专柜服务平台复购率逐年提高。天猫/京东旗舰店通过加强促销活动、流量推广、新媒体营销力度，提高品牌知名度，吸引新客户的同时提高客户忠诚度，复购率均超 30%。

图 38: 2017-2019 年主要线上自营店铺客单价(元)



数据来源：招股说明书，东北证券

图 39: 2017-2019 年主要线上自营店铺复购率



数据来源：招股说明书，东北证券

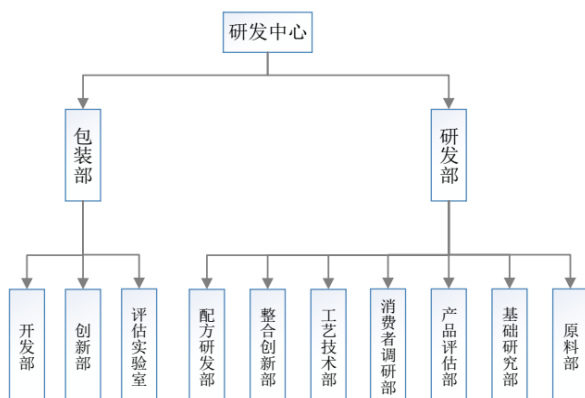
### 3.3. 研发：研发体系完善，专利萃取有效植物成分技术国际领先

依托滇虹药业的医药背景，公司自主研发能力强大，并建立起高效完善的研发创新组织体系。公司在上海建立研发中心，研发团队囊括药物制剂与分析、中药学、生



物制药、药理学、生物工程、高分子化学、精细化工、设计等不同学科的专业人才，其中核心研发人员来自滇虹药业。截止 20H1 公司拥有 100 人的研发团队/占员工总数 5.7%，拥有 11 项核心技术，境内有效专利 41 项（13 项发明专利/10 项实用新型专利/18 项外观设计专利）。公司研发费率在 3% 左右，处于行业较高水平。

图 40：贝泰妮研发机构设置



数据来源：招股说明书，东北证券

图 41：公司在研项目

在研项目名称	研发阶段	内容与目标
III类医疗器械开发	批文申报	研究不同生物材料对皮肤创面的修复效果，结合无菌制剂技术，开发多款III类医疗器械产品。
彩妆系列产品开发	配方研发	针对敏感肌肤人群对彩妆的需求，结合现有技术，开发敏感肌肤人群能够适用的彩妆产品。
儿童系列产品开发	配方研发	针对婴幼儿肌肤特点及易发皮肤问题，开发系列安全、温和、有效的产品，满足市场需求。
皮肤屏障分型护理产品开发	配方研发	将皮肤屏障受损进行分型，精准开发用于护理不同屏障受损问题的产品。
泊缇诗系列产品开发	配方验证	针对不同渠道消费者的诉求，利用新成分、新技术，开发全新品牌产品。
植物防腐成分开发及应用	中试阶段	攻克国内外技术难关，筛选植物抑菌、杀菌成分，用天然活性成分替代传统防腐成分，进一步提升产品安全性。

数据来源：招股说明书，东北证券

依托云南高原植物差异化成分，专利萃取有效植物成分技术国际领先。公司专注敏感肌研究，选取青刺果、马齿苋、云南重楼、云南山茶四大云南特色植物成分，结合专利萃取技术，提供温和专业的皮肤护理产品。公司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国际领先的技术优势，应用核心技术实现的收入占总营收 95% 以上。2019 年，薇诺娜品牌获得由《化妆品报》评选的“敏感肌护理品类第 1 名”。

表 11：公司部分核心前沿技术及功效

技术名称	功效
专利萃取科技	联合中科院昆明植物研究所、昆明医科大学第一附属医院共同研发，可有效分离出青刺果、云南重楼、云南山茶等特色植物活性成分
等渗亲肤科技	提升细胞膜渗透力，提升肌肤含水量
3D液晶层状科技	促进高含量天然活性保湿成分有效分散，降低黏腻感
Simfinity年轻焕活肌因	萃取天然抗老化浓缩提取物，协同小分子活性肽，提升抗氧化功效
WP660防水系统	提升防晒霜稳定性与亲肤性，保持防晒效果
脂质体包裹技术	将有效成分包裹在脂质体内，释放肌肤活性
专利雾化技术	通过物化组合物和保湿剂搭配，使喷雾效果更加细密轻柔

数据来源：招股说明书，东北证券

联合知名研究机构，以学术研究及临床数据做支撑。公司同中科院昆明植物研究所和昆明医科大学等国内知名研究机构合作研发最适合国人皮肤状况的医学护肤品，进行上千例临床验证。公司产品获得国内 54 家临床医院皮肤科安全性和功效性验证，入驻全国超过 2400 家医院用于临床辅助治疗。薇诺娜专家团队发表了 128 篇基础研究和临床验证方面的高质量学术论文，包括发表在《Nature communications》

等顶尖学术期刊上，并参与制定了 13 份指导中国皮肤科临床的专家共识及诊疗指南。

### 3.4. 营销：多元营销组合拳，塑造敏感肌护理专业形象

重视消费者教育，以医生&临床数据为背书。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，使品牌更容易获得消费者信任。公司重视对消费者的教育，通过邀请具有公信力的 KOL（如专业医师、皮肤专家等）在线义诊、联合直播、短视频等方式向消费者输出专业的护肤知识，传递正确的护肤理念，也有助于树立公司形象，让公司主打专业敏感肌护理的品牌定位深入人心。

社媒营销放大声量。公司充分利用新媒体时代多元化的营销渠道，在多个平台进行推广活动，通过知乎/小红书等垂直内容平台开展专业化的产品教育形成内容沉淀，并逐步树立专业的品牌形象，薇诺娜在微博和小红书平台账号的粉丝数超过同行业可比品牌。公司亦注重品牌宣传，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。

图 42：可比公司品牌微博、小红书粉丝数对比



数据来源：微博、小红书，东北证券

图 43：微博在线义诊&联合皮肤学权威专家直播



数据来源：薇诺娜官方微博，东北证券

### 3.5. 团队：源于药企，多名高管具备医药专业背景

公司核心管理团队来自滇虹药业，具备化工、制药、植物学、临床医学、药物化学等多个专业背景，综合实力强劲。公司董事长郭振宇曾担任滇虹药业集团股份有限公司董事长、总裁，2010年创立了集团前身昆明贝泰妮生物科技有限公司。董事长与各大医院有良好的合作关系，是中国三大皮肤科协会的战略合作伙伴，积累了长期的临床经验。公司研发团队汇集了各类专业人才、包括药物制剂、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，公司在配方开发、植物提取研究、产品开发和包装设计等方面处于行业领先地位。研发团队核心人员拥有多项发明专利，在国内外核心期刊发表多篇论文。

表 12: 公司管理团队和研发团队部分核心成员

团队	人员	简介
管理团队	GUO ZHENYU (郭振宇)	电机工程专业博士学位。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年-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年-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。曾任上海康王日用化妆品有限公司副总经理、滇虹药业集团项目总监。2012年8月加入贝泰妮有限，历任董事、总经理、副总经理。
	董俊姿	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月加入贝泰妮有限，担任副总经、董事。
	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，上海滇虹药业有限公司副总经理、总经理。2013年1月加入贝泰妮，历任研发与供应链负责人、监事、董事、副总经理。
	周薇	植物保护专业本科学历，研究员。曾任任贵州科学院生物研究所办公室主任，贵州大学植物保护系总支副书记、科研处副处长，“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，担任项目经理、董事。
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。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。
	苏溫柔	药物化学专业硕士学历，中级工程师。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。
	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，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。

数据来源：招股说明书，东北证券

## 4. 成长看点：品牌&渠道拓展延续高成长性

### 4.1. 品牌拓展：WINONA Baby 有望成为第二大品牌

主品牌具较高知名度，协同多品牌发展。公司依托薇诺娜品牌影响力（主品牌薇诺娜营收贡献超 99%），拓展专注于婴幼儿护理的“WINONA Baby”、痘痘肌肤护理“痘痘康”、高端皮肤修护“Beauty Answers”及干燥性皮肤护理“资润”品牌（子品牌目前还未投入主流渠道，有待公司的进一步拓展），已形成可解决不同肌肤问题的产品矩阵。



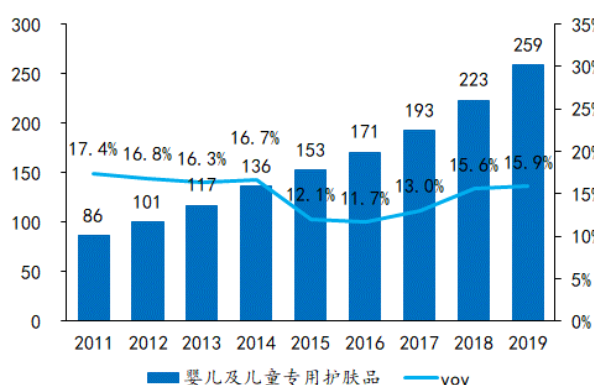
表 13: 公司品牌矩阵及主要产品

品牌	品牌定位	品牌介绍	主要产品	单价区间
<b>WINONA</b> 薇诺娜	敏感肌肤护理和修饰	致力于在敏感肌肤问题领域不断研究, 提供敏感肌肤正确修护及科学护理理念, 通过探寻多种植物的珍贵天然成分, 运用科技萃取, 采用温和的科学配方, 研发出适合敏感肌的护肤品, 改善肌肤常见敏感问题, 修护肌肤屏障。	护肤品类: 霜、护肤水、面膜、精华、乳液等 彩妆类: 隔离霜、BB霜、卸妆水等 医疗器械类: 透明质酸修护生物膜、透明质酸修护贴敷料等	59-498元
<b>WINONA Baby</b>	专业婴幼儿护理	为不同阶段的婴幼儿皮肤进行针对性护理, 拥有国内首家0-12岁临床测试数据支持和6大安全性测试。现有产品包括三条产品线: 0-2岁产品线、2-12岁产品线、针对性护理线。	0-2岁: 特安养护系列 2岁以上: 倍润防护系列 针对性护理: 舒润滋养霜、特安养护护臀霜、复合紫草修护膏	15-258元
<b>XX</b> 痘痘康	痘痘肌肤护理	借助国际学术前沿的痤疮研究成果, 利用欧洲药典祛痘成分澳洲原生茶树精油, 致力研发真正有效的战痘武器。	净痘控油洁面泡沫、茶树净痘精油、净痘精华霜、茶树魔力点痘笔	56-158元
<b>BEAUTY ANSWERS</b>	高端皮肤修护	专业精准修护, 洞察专业美容项目全程肌肤需求, 凝聚前沿皮肤学、生物学研究成果, 从精准定位问题根源、精准活性物筛选、精准配方调制三个维度重新定义肌肤修护标准。	蓝铜胜肽修护精华液、蓝铜胜肽修护喷雾、蓝铜胜肽修护面膜	
<b>ZIRUN</b> 资润	干燥性皮肤护理	专门针对非公开渠道研制开发的专属品牌。	护肤品类: 霜 医疗器械类: 透明质酸修护生物膜	

数据来源: 品牌官网, 东北证券

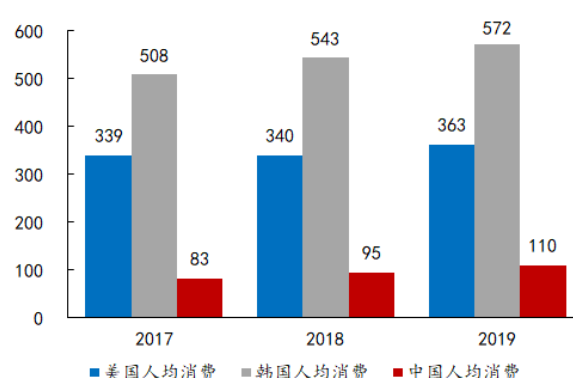
婴儿及儿童护肤市场存较大发展空间, “WINONA Baby”有望切入赛道成为公司第二大品牌。2019 年我国婴儿及儿童专用护肤品市场规模达 259 亿元/11-19 年 CAGR+15.0%, 增速高于韩国 11.2%/美国 2.5%。2019 年美国/韩国人均婴儿及儿童护肤品消费额分别为 363/572 元/人, 而中国大陆仅为 110 元/人, 相较于美国、韩国, 中国儿童护肤品人均消费额仍处于较低水平。从市场竞争格局看, 美国 CR2 达 27.3% (艾维诺 19.9%/强生 7.4%), 中国 CR4 为 17% (强生婴儿 6.8%/青蛙王子 4.6%/启初 3.2%/孩儿面 2.3%), 国内品牌集中度还有较大空间。考虑婴儿湿疹发病率较高, “WINONA Baby”有望以婴儿药妆护理为切入点, 成为公司第二大快速增长品牌。

图 44: 婴儿及儿童专用护肤品规模 (亿元) /增速



数据来源: Euromonitor, 东北证券

图 45: 各国婴儿及儿童护肤人均消费 (元)



数据来源: Euromonitor, 东北证券

## 4.2. 渠道拓展: OTC 渠道开拓空间巨大

公司自 2017 年起布局 OTC 药店渠道, 主要客户系健之佳、一心堂及老百姓大药房等规模较大、实力较强的医药连锁零售企业, 拥有广泛的终端网点。由于公司总部位于云南省昆明市, 与健之佳及一心堂同处西南地区, 公司在线下渠道开拓过程中

与其建立了良好的合作关系，通过健之佳、一心堂广泛的销售网点布局，迅速打开销售局面。目前公司 OTC 渠道业务主要集中在云南地区，合计覆盖连锁药店约 5000 家。已初步开拓湖南及四川地区。据统计，全国药店数量超 42 万家，其中连锁药店数量达 24 万家，公司药店渠道处于拓展初期，未来向其他省份布局空间巨大。

图 46: OTC 渠道区域布局



数据来源：公司公告，东北证券



表 14: 国内各省份连锁药店情况梳理

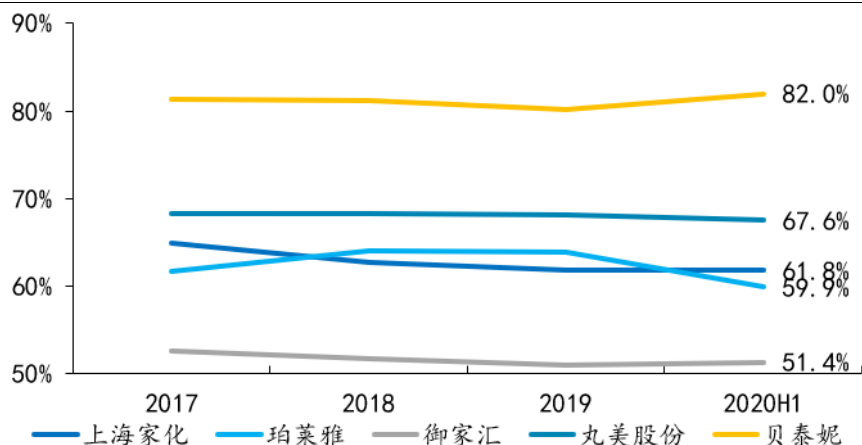
省份	人口数 (万人)	药店数	连锁率	连锁药店数	主要连锁药店
云南	4858	11864	44.09%	5231	一心堂、健之佳等
广东	11521	42536	38.90%	16546	大参林、国大药房、海王星辰、老百姓、益丰等
河南	9640	24370	48.14%	11732	张仲景、大参林、老百姓、一心堂等
广西	4960	13045	68.83%	8979	桂中、一心医药、大参林、老百姓、一心堂、益丰
河北	7592	19238	59.93%	11529	益丰、老百姓、大参林
黑龙江	3751	12102	57.59%	6969	金禾医药、人民同泰、哈尔滨宝丰、大参林等
浙江	5850	21791	61.79%	13465	瑞人堂、九洲、益丰、老百姓、大参林、国大药房等
江西	4666	10914	41.58%	4538	益丰、老百姓、大参林
陕西	38766	10002	30.57%	3058	怡康、众友、老百姓、大参林等
福建	3971	12652	39.10%	4947	大参林、老百姓等
山东	10070	35326	76.77%	27120	漱玉、燕喜堂、立健、老百姓
四川	8375	24480	87.86%	21508	一心堂、健之佳等
江苏	8070	32151	59.26%	19053	老百姓、益丰、大参林
辽宁	4352	15553	55.56%	8641	成大方圆 (被国药一致收购)、东北大药房、天士力等
湖南	6918	18638	59.17%	11028	老百姓、益丰、千金
安徽	6366	15800	54.88%	8671	国胜大药房、安徽丰原、老百姓
重庆	3124	11372	77.46%	8809	桐君阁、一心堂、健之佳等
内蒙古	2540	9196	54.04%	4969	惠丰堂、内蒙古国大、北域、通辽泽强 (被老百姓收购) 等
山西	3729	9330	44.35%	4138	山西国大、山西荣华、一心堂等
湖北	5927	16121	50.68%	8170	益丰、襄阳天济、老百姓等
贵州	3623	8097	45.98%	3723	贵州一树、一心堂等
吉林	2691	7900	50.01%	3951	吉林大药房、吉林益和等
新疆	2523	5980	43.71%	2614	新疆国大、众有、普济堂、百草堂等
甘肃	2647	5480	31.99%	1753	众友健康、德生堂、惠仁堂 (老百姓收购) 等
北京	2154	9777	44.96%	4396	金象 (国大)、同仁堂、好药师、老百姓等
天津	1562	5462	31.24%	1706	天士力、敬一堂、老百姓等
海南	945	3160	71.92%	2273	一心堂、养天和等
上海	2428	10856	91.43%	9926	华氏大药房、益丰、国大药房、老百姓等
宁夏	695	2006	57.49%	1153	本土小药店为主
青海	608	1686	72.82%	1228	本土连锁为主
西藏	351	597	30.50%	182	本土小药店为主

数据来源: 中国统计年鉴, 中国药店, 东北证券

## 5. 同业对比: 毛利率远高于同业, 营销费用率有下降空间

**毛利率:** 公司毛利率超过 80%, 远高于行业可比公司。2020H1 公司综合毛利率为 82%, 远高于同业。高毛利率的原因 (1) **品牌定位:** 主品牌“薇诺娜”在敏感肌肤护理领域表现出色, 消费者粘性较高, 从而拥有较高的零售价格, 且产品简约的风格也节约了包装材料成本; (2) **渠道:** 公司拥有完善的线上自营渠道, 省去层层加价的中间环节; 不同于同行业可比公司与经销商合作, 公司线下销售的商业公司、直供客户渠道的毛利率更高。

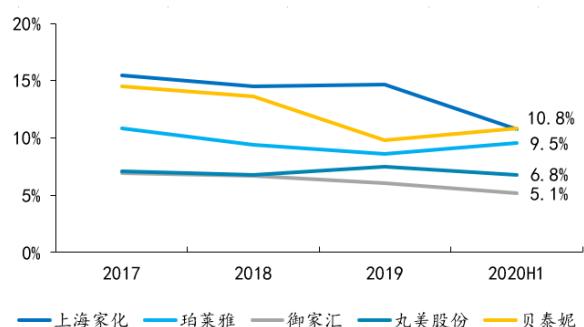
图 47: 2017-2020H1 可比公司综合毛利率情况



数据来源: Wind, 东北证券

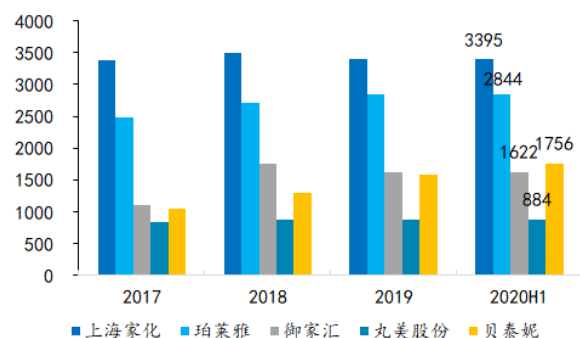
**管理费用率:** 公司管理费用率呈下降趋势, 人均创利高于行业平均水平。随着公司销售规模扩大, 管理费用率由 2017 年的 14.5% 下降至 2020H1 的 10.8%, 但仍高于行业平均水平, 主要是由于公司的咨询服务费 (中介机构服务费及软件服务费等) 逐年增加。2017-2019 年公司员工数量由 1048 人增至 1580 人, 人均创收由 76.2 万元增至 123.0 万元, 人均创利由 12.7 万元增至 26.1 万元, 超过行业平均水平。

图 48: 2017-2020H1 可比公司管理费用率对比



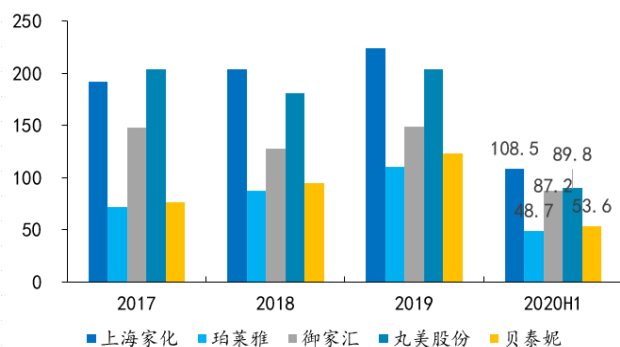
数据来源: Wind, 东北证券

图 49: 2017-2020H1 可比公司员工人数



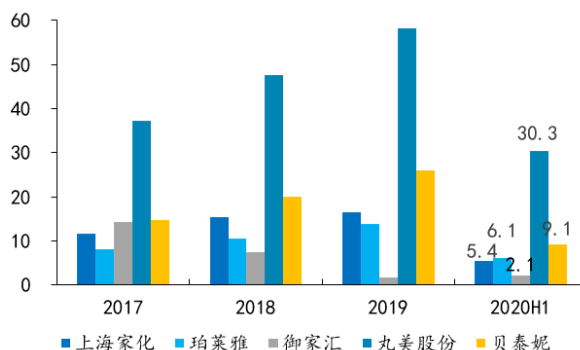
数据来源: Wind, 东北证券

图 50: 2017-2020H1 可比公司人均创收 (万元)



数据来源: Wind, 东北证券

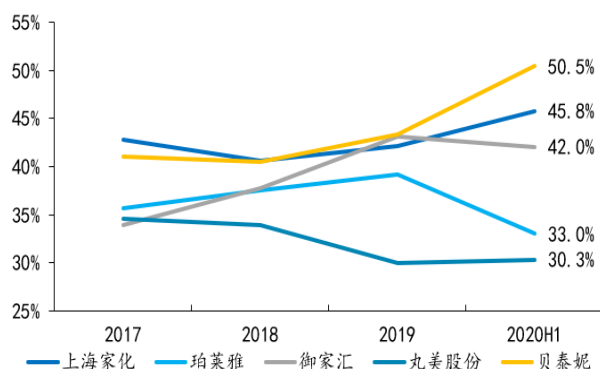
图 51: 2017-2020H1 可比公司人均创利 (万元)



数据来源: Wind, 东北证券

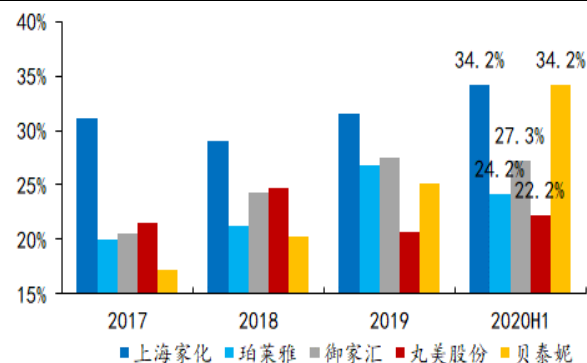
**销售费率：**公司销售费率持续高于 40%，2020H1 进一步提升至 50.5%。公司销售费用率逐年提升，主要系近年来化妆品市场竞争加剧，公司加大了渠道营销推广力度致广告宣传费用大幅增长。公司以传统经销模式销售的占比要低于丸美股份、珀莱雅，而线上以自营和为主，从而销售费用率会更高。

图 52：2017-2020H1 可比公司销售费用率对比



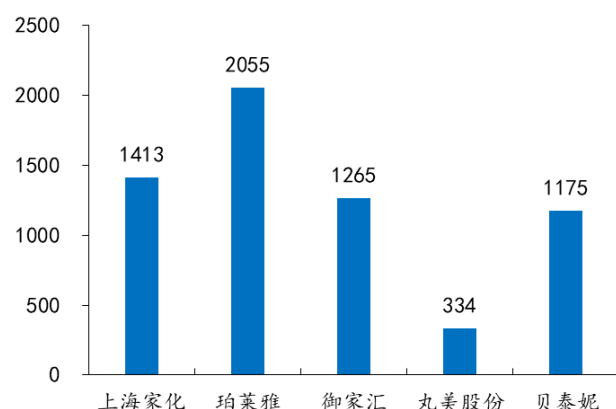
数据来源：Wind，东北证券

图 53：2017-2020H1 可比公司广告宣传费用率



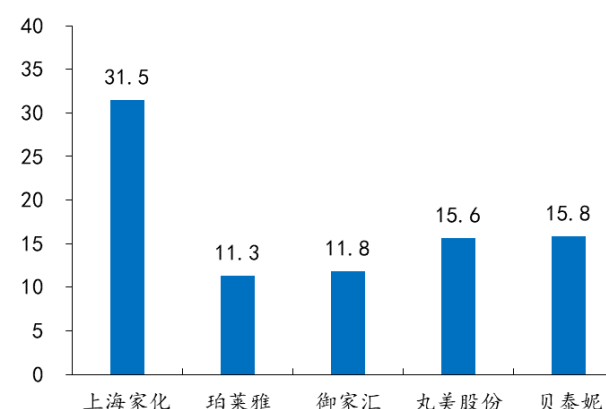
数据来源：Wind，东北证券

图 54：2019 年可比公司销售人员对比（人）



数据来源：Wind，东北证券

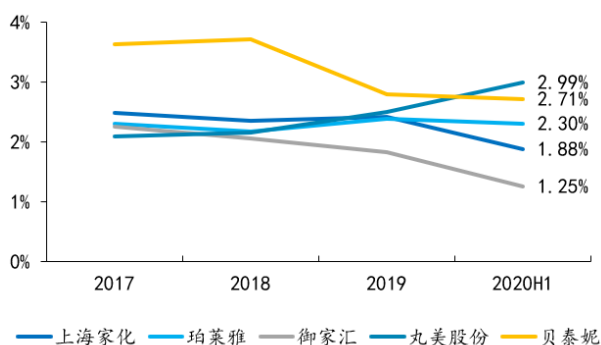
图 55：2019 年销售人员人均薪酬对比（万元）



数据来源：Wind，东北证券

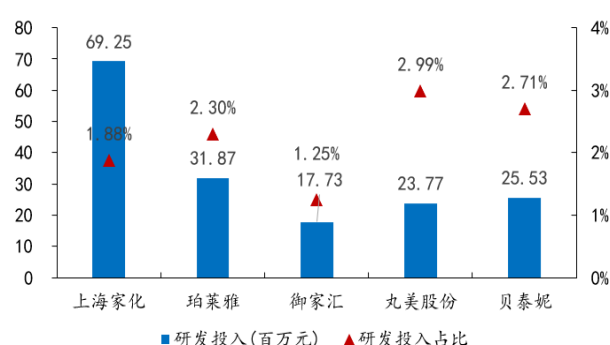
**研发费率：**研发费用率有所下降，但仍处于行业较高水平。2017-2019 年公司研发费用 CAGR 达 36.8%，2020H1 研发费用率为 2.71%，处于同业较高水平。2018 年研发费用率较高主要系多个研发项目结项，研发人员工资、奖金增加。多年来公司始终将提升研发实力置于战略发展的核心地位，在激烈的化妆品市场竞争中不断提升核心竞争力。

图 56: 2017-2020H1 可比公司研发费用率对比



数据来源: Wind, 东北证券

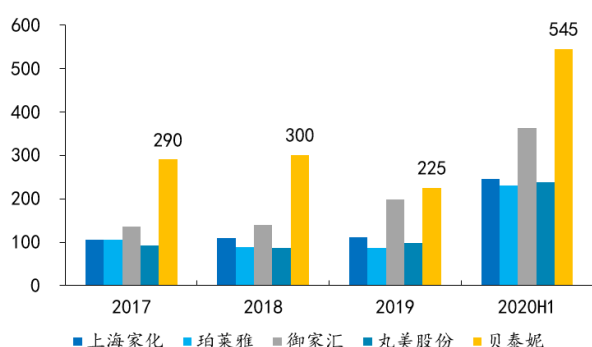
图 57: 2020H1 可比公司研发投入对比



数据来源: Wind, 东北证券

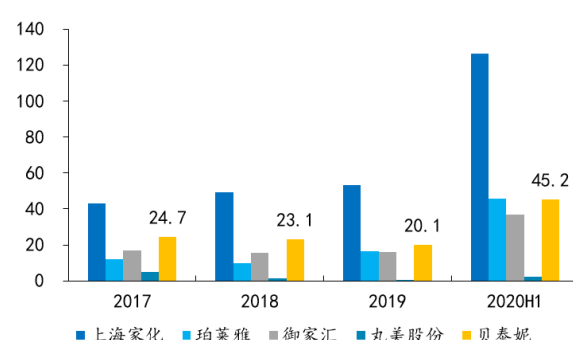
**存货&应收:** 由于业务结构特殊性, 周转能力弱于行业平均水平。公司存货周转天数超过同业, 主要系公司的生产方式以委托加工为主, 公司需要提前确定生产计划, 备货周期拉长, 需要储备的存货也更多; 同时线上销售占比不断扩大, 公司陆续在全国主要区域设立区域仓库, 以满足和提升线上消费者的购物体验, 这也使得产品的备货增加。此外, 公司应收账款周转天数较高, 主要原因为除自营销外, 公司还通过商业公司和直供客户进行销售, 会给予部分客户一定信用期。

图 58: 2017-2020H1 存货周转天数



数据来源: Wind, 东北证券

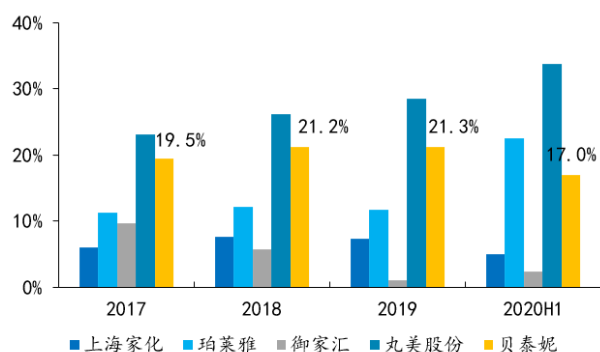
图 59: 2017-2020H1 应收账款周转天数



数据来源: Wind, 东北证券

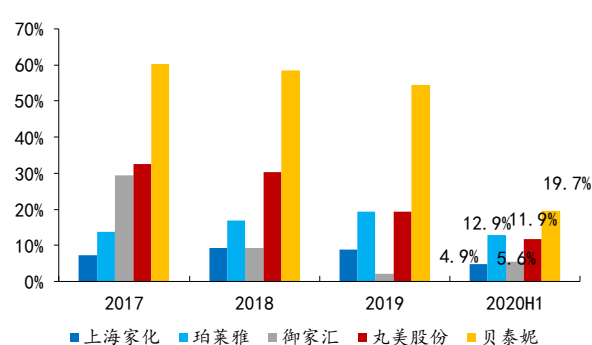
**盈利能力:** 公司净利率较高, ROE 远超行业平均水平。公司近年来净利率维持在 20% 左右, 2020H1 由于销售费用率大幅提升至净利率下滑至 17%, 但处于行业较高水平。由于公司主要以委托加工的方式生产, 轻资产运营, 资产周转率高, 净利率高于同行, 因此 ROE 远高于行业。

图 60: 2017-2020H1 可比公司净利率情况



数据来源: Wind, 东北证券

图 61: 2017-2020H1 可比公司 ROE(摊薄)情况



数据来源: Wind, 东北证券

## 6. 投资建议

受气候环境恶化、工作压力增大、滥用化妆品等因素影响,我国敏感肌发病率逐年提高。据统计亚洲女性敏感肌发病率达 40%-56%,我国女性约为 36%,敏感肌护肤需求在不断扩大。中国皮肤学级护肤市场起步晚(目前渗透率 5.5%),相比海外成熟市场渗透率(西欧/美国为 23.0%/14.7%),仍有较大提升空间。19 年市场规模 136 亿/11-19 年 CAGR+18.7%,增速高于韩国 13.1%/美国 5.8%/护肤品大盘+9.9%。我国皮肤学级护肤品人均消费额仅 9.7 元,相较法国/美国/日本人均消费额 120.8/65.1/43.2 元,仍有较大提升空间。从市场竞争格局看,欧/美/日敏感肌护肤市场 CR3 达 40%/54%/72%,本土品牌占据前二/三。中国目前本土品牌薇诺娜/比度克/玉泽合计市占 27%,龙头市占率有望进一步提升。

贝泰妮主品牌“薇诺娜”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,2019 年销量远超海外大牌雅漾、理肤泉、薇姿等,并连续两年位列“双十一”化妆品销量 TOP 10。公司核心竞争力在于拥有有庞大学术临床做支撑的产品力、深耕专业医院/药店的渠道力、以及学术大咖站台树立的专业形象。公司未来成长动力源自行业渗透率提升、渠道扩展、产品线/品牌扩充,未来延续高成长确定性强,建议密切关注。

**风险提示:** 市场竞争加剧; 行业监管风险; 新技术替代。



### 分析师简介:

**李慧:** CFA, 美国伊利诺伊大学香槟分校金融硕士, 厦门大学广告学/经济学双学士, 现任东北证券社服组组长。曾任美国芝加哥扎克斯投资管理公司量化分析师, 2015年加入东北证券, 深度覆盖社会服务行业, 2019年金牛奖研究团队第3名。

**李森蔓:** 香港大学硕士, 浙江大学本科, 现任东北证券社会服务组分析师。2018年以来具有2年证券研究从业经历, 2019年金牛奖研究团队第3名。

### 重要声明

本报告由东北证券股份有限公司(以下称“本公司”)制作并仅向本公司客户发布, 本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 在任何情况下, 我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 并在法律许可的情况下不进行披露; 可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 须在本公司允许的范围内使用, 并注明本报告的发布人和发布日期, 提示使用本报告的风险。

若本公司客户(以下称“该客户”)向第三方发送本报告, 则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意, 本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

### 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则, 所采用数据、资料的来源合法合规, 文字阐述反映了作者的真实观点, 报告结论未受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

### 投资评级说明

股票 投资 评级 说明	买入	未来 6 个月内, 股价涨幅超越市场基准 15%以上。	投资评级中所涉及的市场基准:  A 股市场以沪深 300 指数为市场基准, 新三板市场以三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)为市场基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为市场基准; 美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为市场基准。
	增持	未来 6 个月内, 股价涨幅超越市场基准 5%至 15%之间。	
	中性	未来 6 个月内, 股价涨幅介于市场基准-5%至 5%之间。	
	减持	未来 6 个月内, 股价涨幅落后市场基准 5%至 15%之间。	
	卖出	未来 6 个月内, 股价涨幅落后市场基准 15%以上。	
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来 6 个月内, 行业指数的收益超越市场基准。	
	同步大势	未来 6 个月内, 行业指数的收益与市场基准持平。	
	落后大势	未来 6 个月内, 行业指数的收益落后于市场基准。	

东北证券股份有限公司

 网址: <http://www.nesc.cn> 电话: 400-600-0686

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区三里河东路五号中商大厦 4 层	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 729 号	200127
中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 34D	518038
中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼	510630

**机构销售联系方式**

姓名	办公电话	手机	邮箱
<b>公募销售</b>			
<b>华东地区机构销售</b>			
阮敏 (副总监)	021-20361121	13636606340	ruanmin@nesc.cn
吴肖寅	021-20361229	17717370432	wuxiaoyin@nesc.cn
齐健	021-20361258	18221628116	qijian@nesc.cn
陈希豪	021-20361267	13262728598	chen_xh@nesc.cn
李流奇	021-20361258	13120758587	Lilq@nesc.cn
李瑞暄	021-20361112	18801903156	lirx@nesc.cn
周嘉茜	021-20361133	18516728369	zhoujq@nesc.cn
刘彦琪	021-20361133	13122617959	liuyq@nesc.cn
金悦	021-20361229	17521550996	jinyue@nesc.cn
周之斌	021-20361111	18054655039	zhouzb@nesc.cn
<b>华北地区机构销售</b>			
李航 (总监)	010-58034553	18515018255	lihang@nesc.cn
殷璐璐	010-58034557	18501954588	yinlulu@nesc.cn
温中朝	010-58034555	13701194494	wenzc@nesc.cn
曾彦戈	010-58034563	18501944669	zengyg@nesc.cn
周颖	010-63210813	19801271353	zhouying1@nesc.cn
过宗源	010-58034553	15010780605	guozy@nesc.cn
王动	010-58034555	18514201710	wang_dong@nesc.cn
<b>华南地区机构销售</b>			
刘璇 (副总监)	0755-33975865	18938029743	liu_xuan@nesc.cn
刘曼	0755-33975865	15989508876	liuman@nesc.cn
王泉	0755-33975865	18516772531	wangquan@nesc.cn
王谷雨	0755-33975865	13641400353	wanggy@nesc.cn
周金玉	0755-33975865	18620093160	zhoujy@nesc.cn
陈励	0755-33975865	18664323108	Chenli1@nesc.cn
张瀚波	0755-33975865	15906062728	zhang_hb@nesc.cn
姜青豆	0755-33975865	18561578188	jiangqd@nesc.cn
<b>非公募销售</b>			
<b>华东地区机构销售</b>			
李茵茵 (总监)	021-20361229	18616369028	liyinyin@nesc.cn
杜嘉琛	021-20361229	15618139803	dujiachen@nesc.cn
王天鸽	021-20361229	19512216027	wangtg@nesc.cn