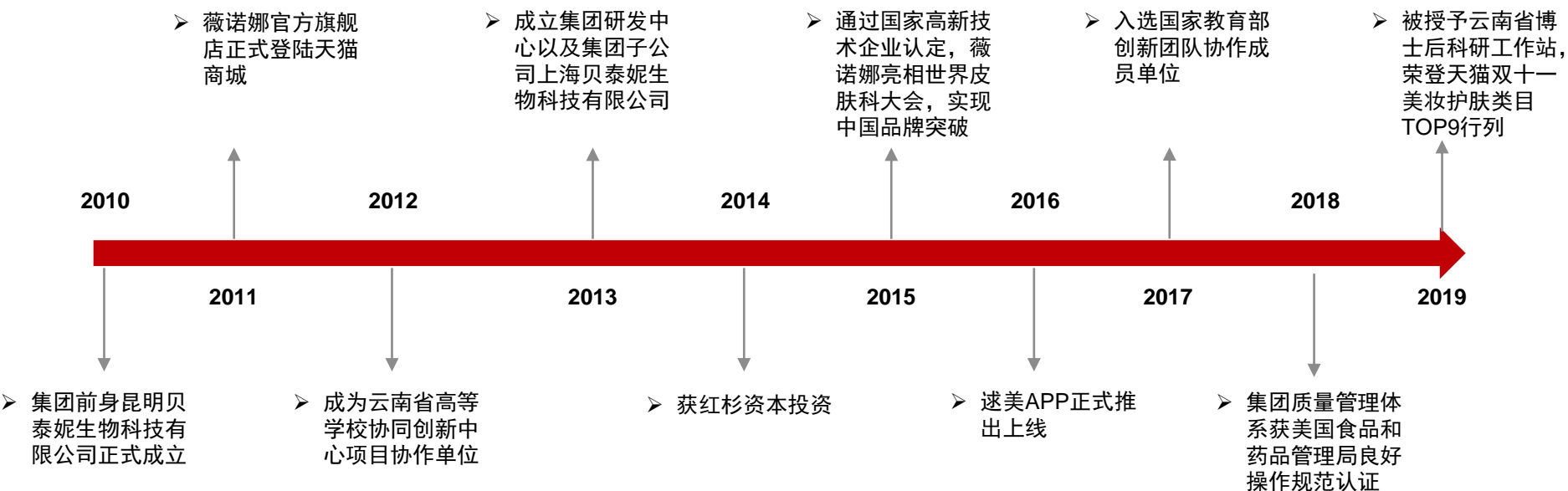

看懂贝泰妮

中信证券研究部
新材料组 袁健聪
石油化工组 王喆

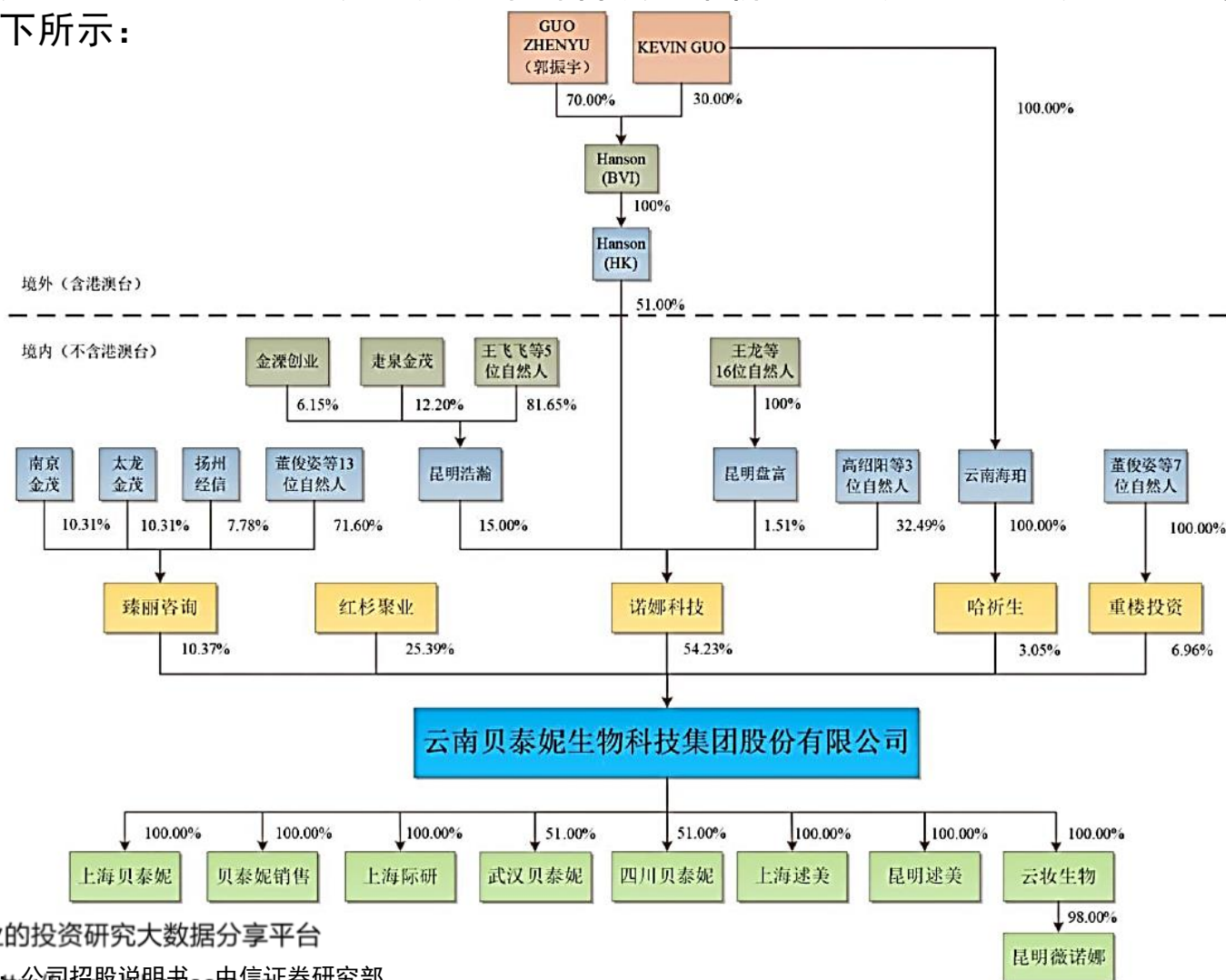
2020年8月17日

- 公司以“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。公司以“打造中国皮肤健康生态”为使命，深入洞察消费者需求，以皮肤学理论为基础，结合生物学、植物学等多学科技术，持续进行产品研发和技术创新，不断向消费者提供符合不同皮肤特性需求的专业型化妆品，目前公司已成为全国领先的化妆品生产企业之一。



公司股权结构

- 截至发行前，诺娜科技持有公司54.23%的股份，为公司控股股东；公司实际控制人为郭振宇先生和KEVIN GUO先生通过诺娜科技和哈祈生合计控制公司约57.28%股份，股权结构如下所示：



- 公司产品主要包括霜、护肤水、面膜、精华、乳液等护肤品类产品及隔离霜、BB霜、卸妆水等彩妆类产品。除化妆品外，公司还从事皮肤护理相关医疗器械产品的研发、生产及销售业务，相关产品主要包括透明质酸修护生物膜、透明质酸修护贴敷料等，主要用于微创术后屏障受损皮肤的保护和护理。
- 公司品牌定位清晰，具有优秀的品牌塑造能力，其中，“薇诺娜”品牌专注于敏感肌肤护理和修饰，是公司长期聚焦和深度打造的主要品牌，涵盖护肤品类、彩妆类、医疗器械类几个大类。同时，公司在此基础上不断衍生，目前已经构成包括婴幼儿护理“WINONA Baby”、皮肤护理的“痘痘康”、“Beauty Answers”、“资润”等的产品矩阵。

品牌	品牌定位	主要产品
	敏感肌肤护理和修饰	护肤品类：霜、护肤水、面膜、精华、乳液等 彩妆类：隔离霜、BB霜、卸妆水等 医疗器械类：透明质酸修护生物膜、透明质酸修护贴敷料等
	专业婴幼儿护理	霜
	痘痘肌肤护理	霜、面膜泥等
	高端皮肤修护	护肤水、面膜、精华等
	干燥性皮肤护理	护肤品类：霜 医疗器械类：透明质酸修护生物膜

- 公司的主要产品如下所示：

产品示例



霜



护肤水



面膜



精华

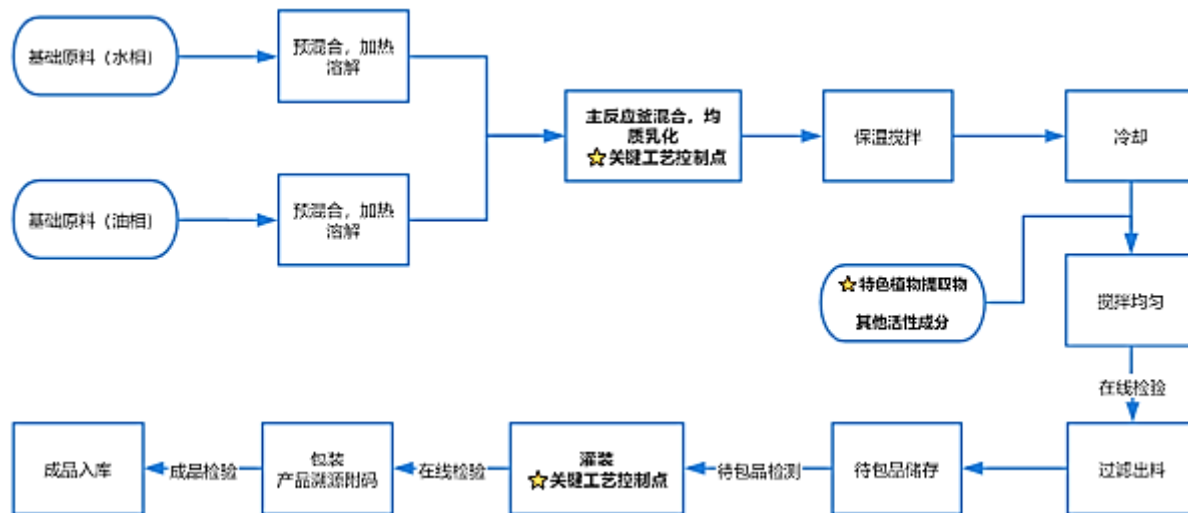


彩妆

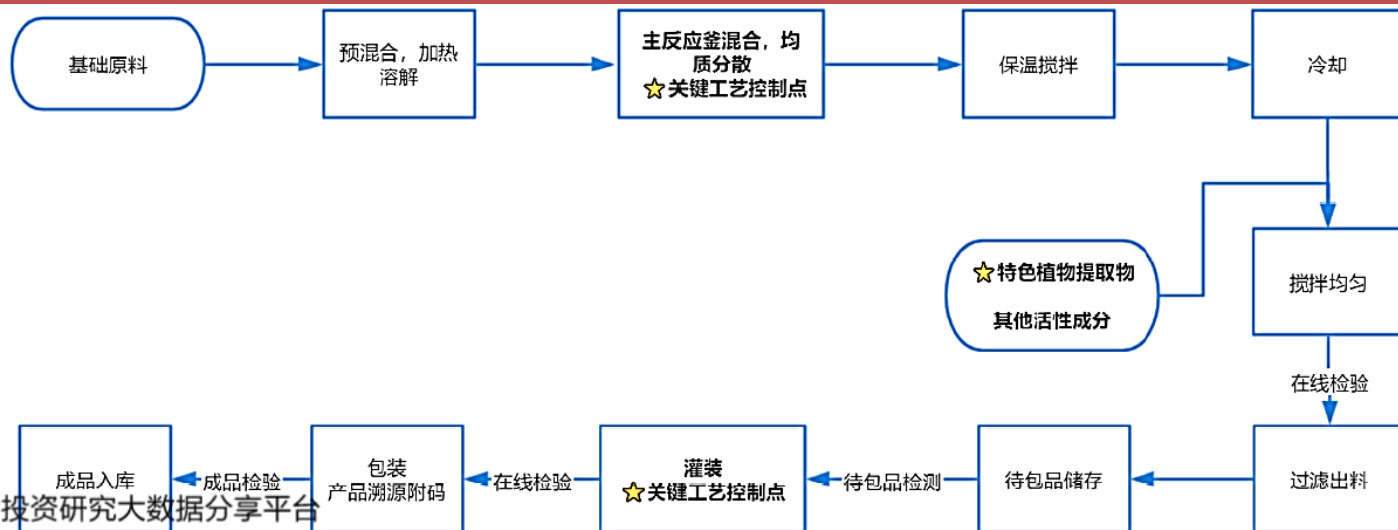


医疗器械

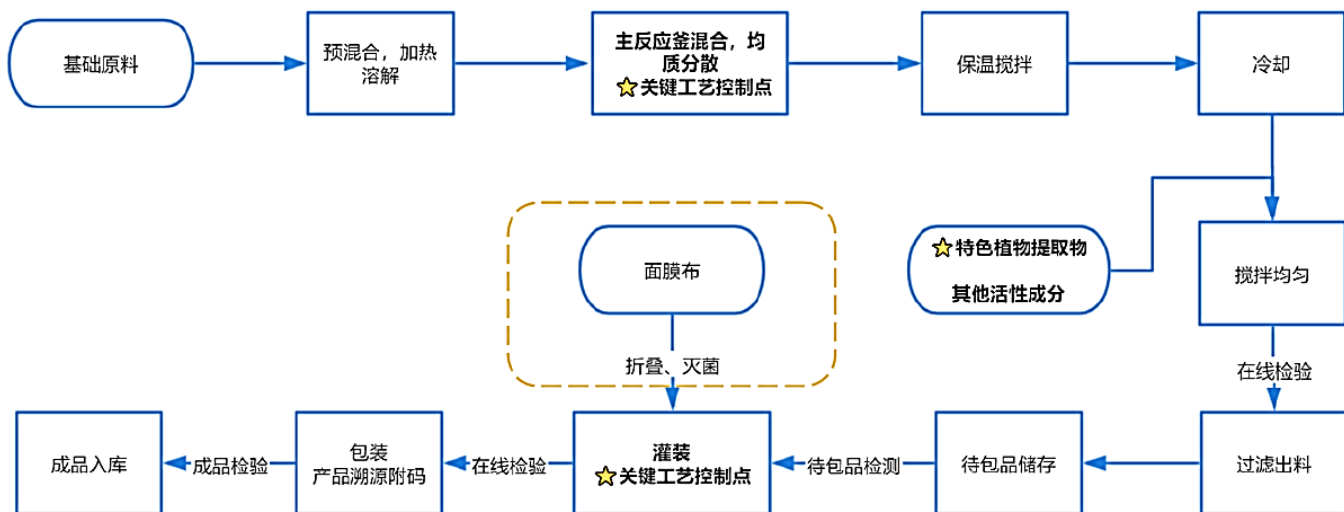
霜、乳液类



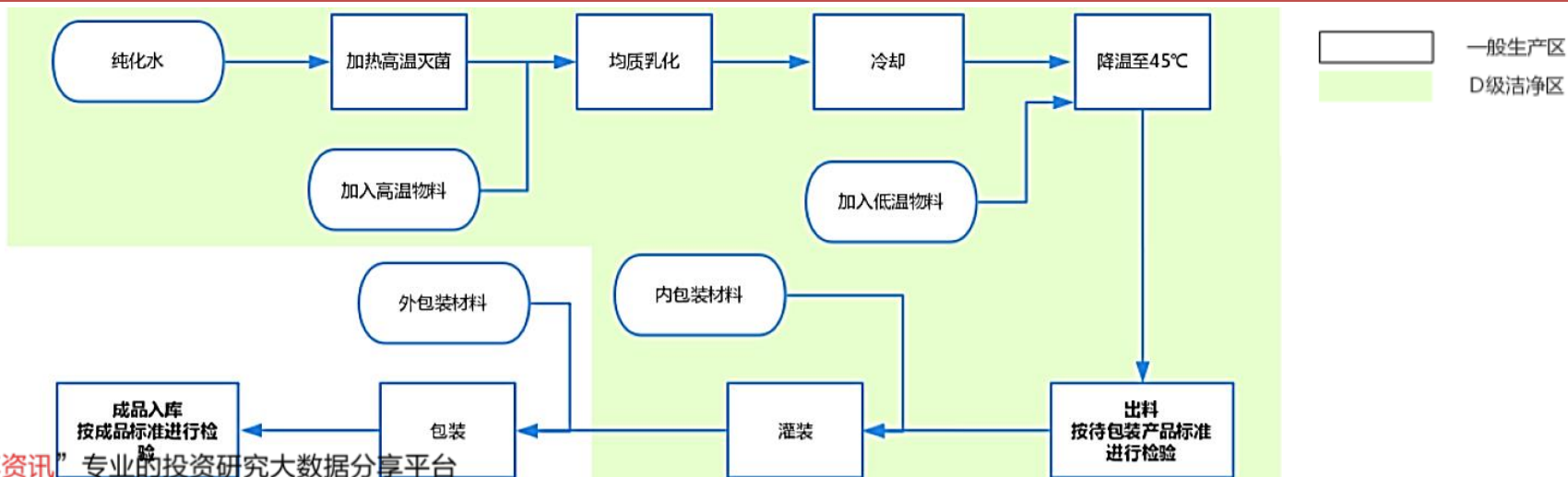
护肤水、精华类



面膜类



医疗器械类（以透明质酸修护生物膜产品为例）



- 截至2019年末，公司拥有境内有效专利41项，掌握11项核心技术，特别是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。在2017-2019年中，公司应用上述核心技术实现的销售收入占主营业务收入的比例均在95%以上，公司已完全具备将技术成果有效转化为经营成果的持续创造能力。

项目名称	研发方式
含马齿苋提取物的功效性护肤品及制备方法	自主研发
马齿苋提取物的腺嘌呤核苷定量方法	自主研发
马齿苋提取物的制备方法及用途	自主研发
马齿苋低温提取方法	自主研发
用于马齿苋植物提取的多段恒温提取设备	自主研发
马齿苋提取物的产业化制备方法	自主研发
含有马齿苋提取物的护肤品制备方法	自主研发

核心人员占比

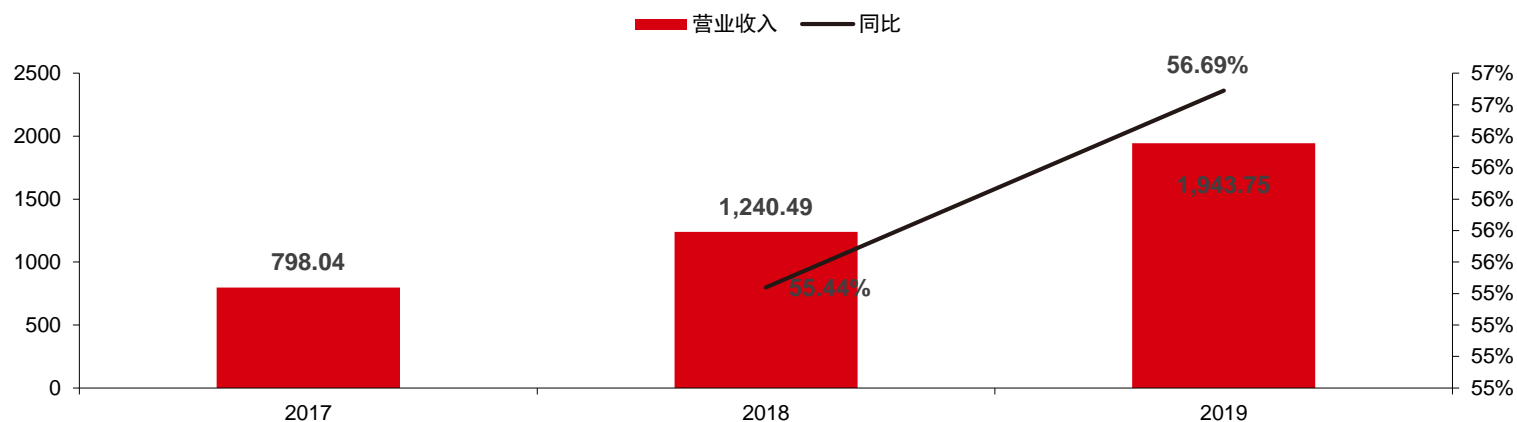
项目	2017	2018	2019
核心技术人员数量（人）	7	7	7
占研发人员总数比例（%）	10.94%	8.24%	7.37%
研发人员数量（人）	64	85	95
占员工总数的比例（%）	6.07%	6.48%	5.99%

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

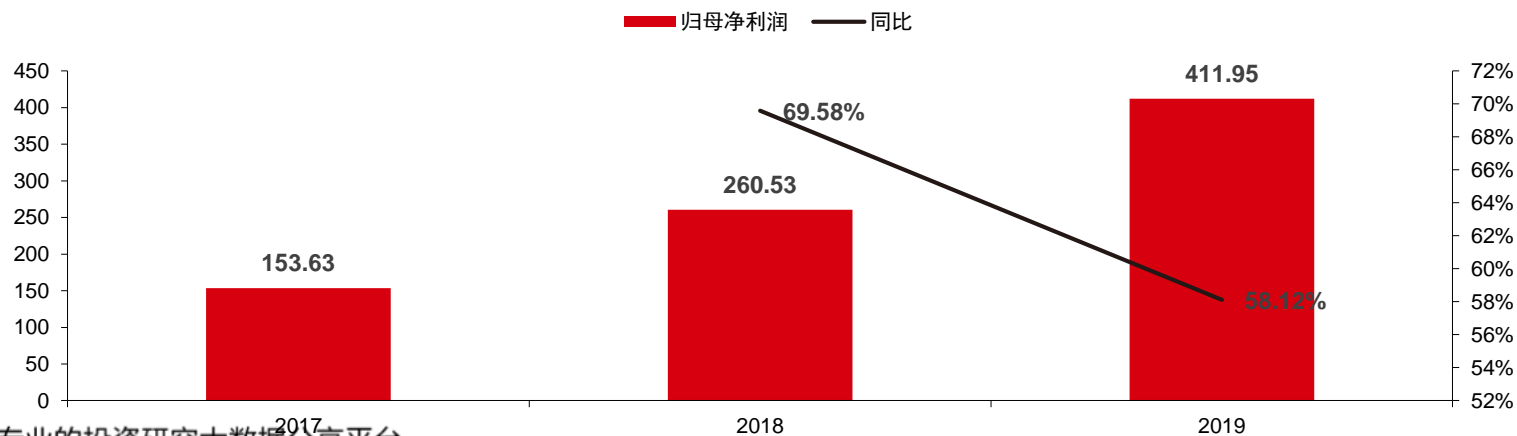
研发费用及占营业收入比例（单位：万元）

项目	2017	2018	2019
研发费用	2,891.75	4,601.27	5,410.91
营业收入	79,804.42	124,049.02	194,374.55
研发费用占比	3.62%	3.71%	2.78%

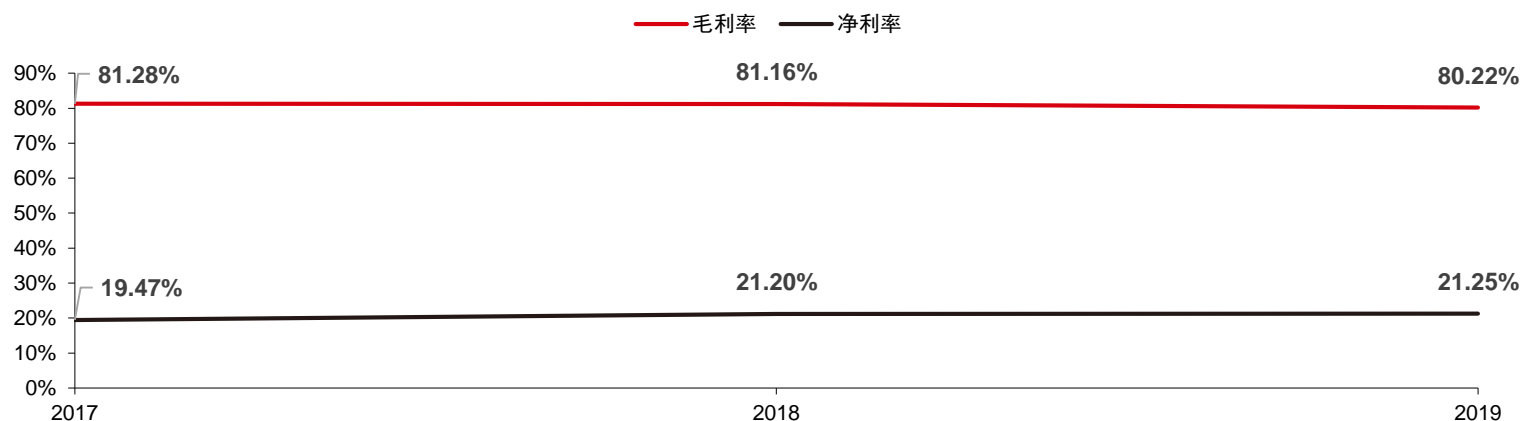
营业收入（百万元）



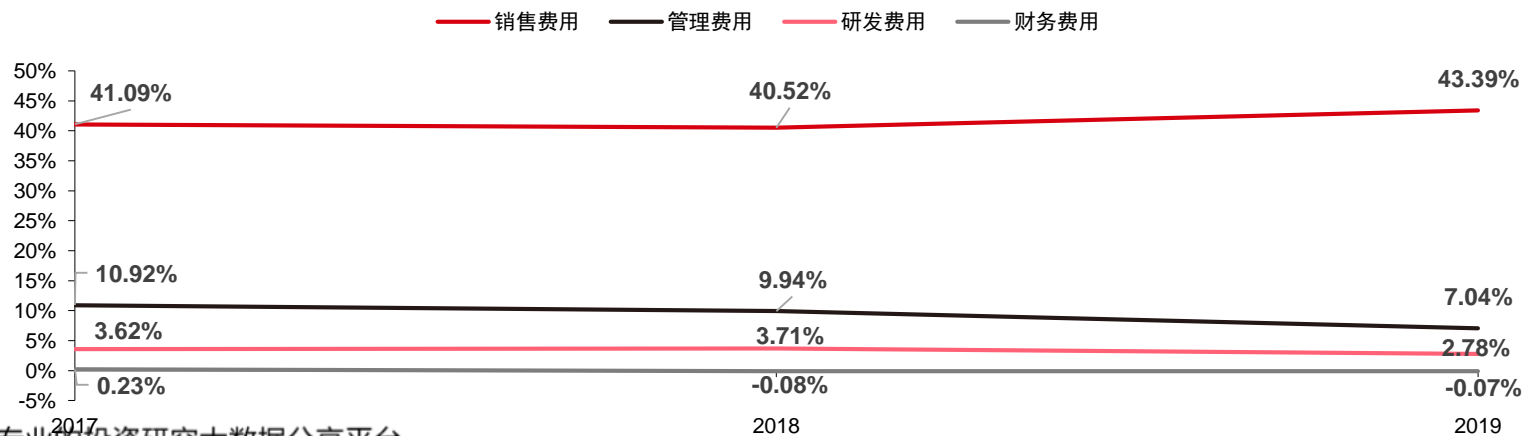
归母净利润（百万元）



毛利率与净利率



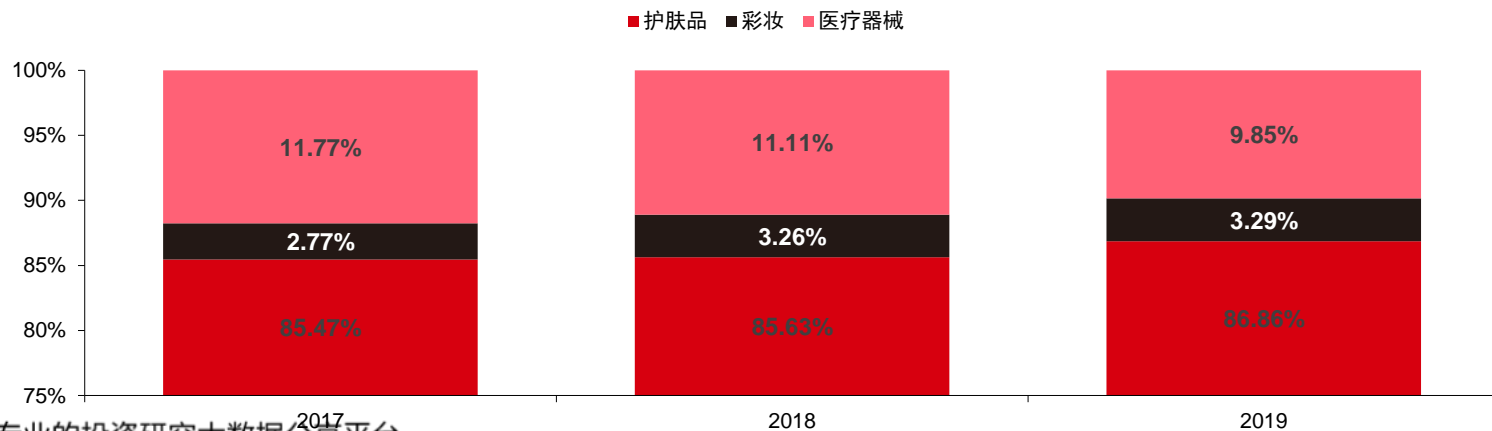
期间费率情况



公司主营业务收入构成

		2017	2018	同比 (%)	2019	同比 (%)
		金额	金额		金额	
护肤品	销售收入 (万元)	67,222.14	105,302.58	56.65%	168,028.60	59.57%
	销量 (万只、万盒)	1,345.26	2,351.53	74.80%	3,821.38	62.51%
	平均售价 (元/只、盒)	49.97	44.78	-10.38%	43.97	-1.81%
彩妆	销售收入 (万元)	2,175.69	4,013.18	84.46%	6,369.88	58.72%
	销量 (万只、万盒)	44.89	91.39	103.59%	123.48	35.11%
	平均售价 (元/只、盒)	48.47	43.91	-9.40%	51.59	17.47%
医疗器械	销售收入 (万元)	9,253.31	13,657.00	47.59%	19,046.17	39.46%
	销量 (万只、万盒)	116.98	166.65	42.46%	196.86	18.13%
	平均售价 (元/只、盒)	79.10	81.95	3.60%	96.75	18.06%

主营业务销售额占比



- 公司自主生产产品以护肤品和医疗器械为主，彩妆主要委托外部生产厂商进行定制化生产。

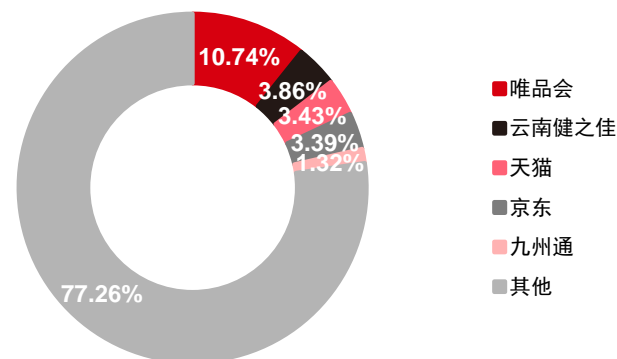
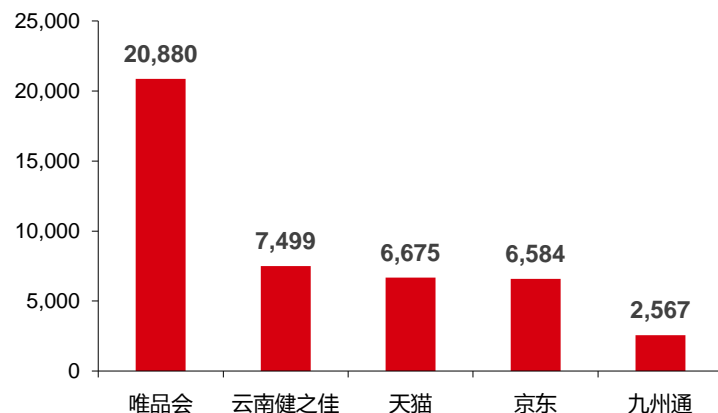
护肤品产能利用率

项目	2017	2018	2019
产能（万只、万盒）（A）	708.40	1,115.22	1,293.60
产量（万只、万盒）（B）	374.57	1,346.87	1,176.48
产能利用率（%）（B/A）	52.88%	120.77%	90.95%

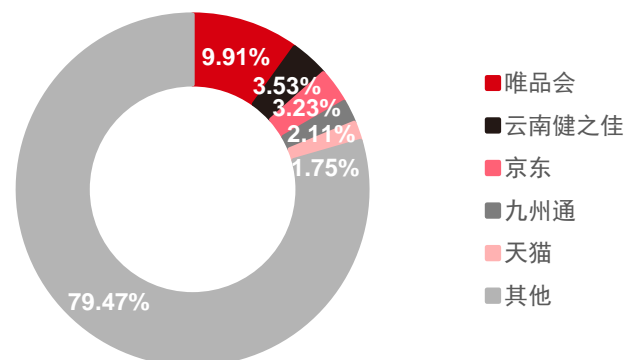
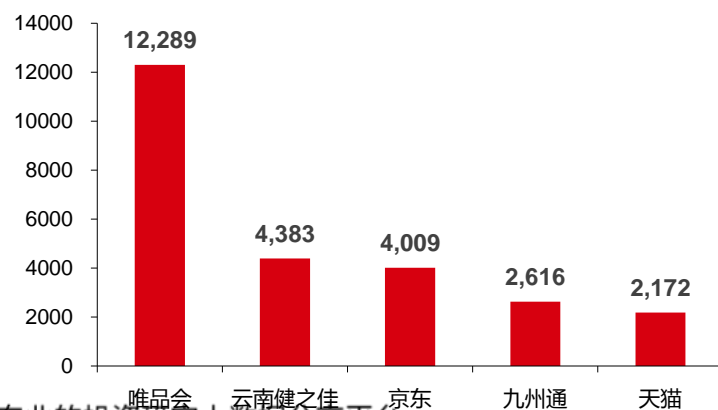
医疗器械产能利用率

项目	2017	2018	2019
产能（万只、万盒）（A）	492.80	539.00	539.00
产量（万只、万盒）（B）	207.59	284.30	355.09
产能利用率（%）（B/A）	42.12%	52.75%	65.88%

2019年前五大客户销售额（万元）及占比



2018年前五大客户销售额（万元）及占比



发行前
每股净资产
2.10元

不超过
6,360万股
占比15.02%

募集资金用途（单位：万元）

项目名称	投资规模	拟用募集资金投资 金额
中央工厂新基地建设项目	43,840.92	43,840.92
营销渠道及品牌建设项目	69,121.74	69,121.74
信息系统升级项目	10,506.35	10,506.35
补充营运资金	30,000.00	30,000.00
总计	153,469.01	153,469.01



感谢您的信任与支持！

THANK YOU

袁健聪（首席新材料分析师）

王喆（首席石油化工分析师）

执业证书编号：S1010517080005

执业证书编号：S1010513110001

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入  <http://www.hibor.com.cn>

免责声明

证券研究报告 2020年8月17日

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：（i）本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；（ii）该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
股票评级	报告投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，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）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%—20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上
行业评级		强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由CLSA Europe BV或CLSA（UK）分发；在印度由CLSA India Private Limited分发（地址：孟买（400021）Nariman Point的Dalal House 8层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的INZ000001735，作为商人银行的INM000010619，作为研究分析商的INH000001113）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd.分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd.分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由CLSA Securities (Thailand) Limited分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas除外）仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且CLSA Americas提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34及35条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 086/12/2019。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

欧盟与英国：本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由CLSA（UK）或CLSA Europe BV发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由CLSA（UK）与CLSA Europe BV制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及CHI-X的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由CAPL仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经CAPL事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第761G条的规定。CAPL研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门的管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

“慧博资讯”
除中信证券以外的任何机构均不得将本报告、其中所含资料及信息作为此等分发行为的依据或向任何第三方分发。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获取更详细信息。本研究报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工均不对（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券2020版权所有。保留一切权利。http://www.hibor.com.cn