

贝泰妮 (300957.SZ)

功效护肤龙头优势深化，加速进军皮肤健康生态

买入

核心观点

功效护肤龙头企业，成长性及稳健性领先市场。公司主营功效护肤品的生产销售，通过专业化的产品研发实力、多元化的渠道布局及高效的营销投放推广，实现了领先行业的成长性及盈利水平。在行业近期存在疫情反弹以及消费大环境承压影响下，21 年营收/归母净利润仍取得分别同增 52.6%/58.8%的逆势表现，市占率牢牢占据行业第一且仍持续提升。

功效护肤行业空间广阔，头部化趋势突显。21 年化妆品社零增长 14.0%，虽有放缓但仍好于消费行业整体水平，其中公司所属的皮肤学级护肤市场增速 32.50%，赛道优势依旧。未来随着消费者理念成熟推动产品升级需求，以及政策监管和流量分散化提升运营成本和门槛，行业有望从渠道驱动逐步过渡至产品驱动时代，品牌间的分化也将持续加速，行业头部效应进一步显现。

主品牌沿着已有成熟方法论，持续打开成长天花板。公司主品牌已经形成了适应当前行业趋势的运营方法论：以独家研发推新体系为核心驱动，专业渠道运营为品牌口碑奠定基础，电商公域渠道放量为品牌破圈手段。未来公司将沿着该路径通过 1) 产品矩阵的丰富，打造防晒、美白等新大单品系列；2) 多元化渠道的拓展，占比近半的天猫渠道为基本盘，并发力抖快及微信私域打开增量，从而持续打开品牌成长天花板。

主业赋能叠加外脑协同，多品牌布局打造皮肤健康生态。公司目前已经储备了多个不同定位的子品牌，其中定位儿童护肤的“薇诺娜宝贝”经过前期产品储备与线下专业渠道铺垫，今年有望通过全渠道放量逐步进入快速成长期；此外公司今年即将推出的抗衰新品牌“AOMED”将成为未来重点培育项目，采用内部股权孵化形式，依托高科技配方技术，以线下高端医美渠道为突破口切入市场。长期来看，公司将持续通过内生外延并进的方式推进多品牌布局，搭建与主品牌形成协同互补的品牌矩阵，完善皮肤健康生态布局。

盈利预测与估值：公司依托主品牌通过产品及渠道实现持续破圈，以及新品牌的逐步落地贡献增量，未来 3-5 年仍将处于业绩快速成长期，维持预计 2022-2024 年归母净利润 11.9/16.1/21.8 亿元（+38%/+35%/+35%），对应 EPS 2.81/3.80/5.14 元。综合考虑绝对及相对估值情况，我们给予公司合理区间为 247.21 元/股-256.06 元/股，维持“买入”评级。

风险提示：消费大环境承压，新品推出不及预期，线下渠道推进不及预期等

公司研究 · 深度报告

美容护理 · 化妆品

证券分析师：张峻豪

021-60933168

zhang.jh@guosen.com.cn

S0980517070001

联系人：柳旭

0755-81981311

liuxu1@guosen.com.cn

联系人：王畅

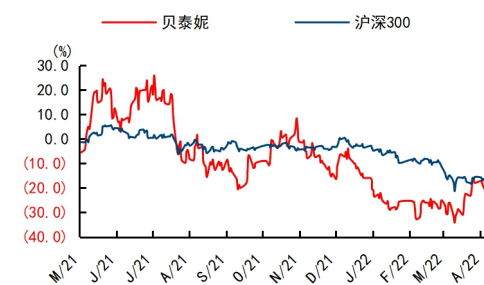
021-61761019

wangchang@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	247.21 - 256.06 元
收盘价	180.87 元
总市值/流通市值	76689/39249 百万元
52 周最高价/最低价	289.35/145.37 元
近 3 个月日均成交额	240.91 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《贝泰妮 (300957.SZ) - 利润同比增长 59%，持续夯实功效护肤龙头地位》——2022-03-23
- 《贝泰妮-300957-重大事件快评：2021 年净利润同比增长 51%-64%，功效护肤龙头行稳致远》——2022-01-27
- 《贝泰妮-300957-2021 年三季报点评：三季度业绩逆势高增，功效护肤龙头优势突显》——2021-10-27
- 《贝泰妮-300957-2021 年半年报点评：业绩超预期高增长，优质赛道龙头优势尽显》——2021-08-11
- 《贝泰妮-300957-重大事件快评：拟 H 股上市彰显发展雄心，优质消费龙头加速拓展业务边界》——2021-06-17
- 《贝泰妮-300957-首次覆盖报告：敏感肌护肤龙头，全方位构建品牌壁垒》——2021-06-13

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2,636.49	4,022.40	5,651.90	7,649.62	10,131.15
(+/-%)	35.64%	52.57%	40.51%	35.35%	32.44%
净利润(百万元)	543.51	862.92	1,190.44	1,611.51	2,178.64
(+/-%)	31.94%	58.77%	37.95%	35.37%	35.19%
每股收益(元)	1.51	2.04	2.81	3.80	5.14
EBIT Margin	26.12%	26.82%	23.58%	23.70%	24.24%
净资产收益率 (ROE)	45.33%	18.15%	20.86%	23.03%	24.93%
市盈率 (PE)	119.80	88.79	64.36	47.54	35.17
EV/EBITDA	93.28	70.69	57.07	41.94	31.23
市净率 (PB)	54.31	16.11	13.42	10.95	8.77

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

内容目录

公司概况：功效护肤龙头，品牌优势突显	6
公司介绍：国内领先功效护肤龙头企业	6
基本面情况：稳步经营，高速增长	7
经营优势：赛道优势叠加内功修炼，竞争壁垒日益强化	9
行业分析：步入产品驱动时代，分化趋势突显	13
行业成长：近半年整体增速有所放缓，头尾部品牌分化趋势突显	13
行业格局：行业竞争趋于理性，功效护肤市场龙头效应更为明显	14
行业趋势：行业步入高品质发展阶段，未来分化将持续加速	15
主品牌分析：产品及渠道驱动，推进品牌破圈	20
产品端：深耕大单品，配合爆品破圈	20
线上布局：全平台布局开拓增量，精细化运营提升效率	23
线下专业渠道：积极开拓专业连锁渠道，新零售推进正当时	26
主品牌收入空间测算：赛道红利叠加龙头优势，百亿空间可期	29
多品牌布局：主业方法论赋能，内生外延拓展	30
母婴品牌有望逐步为公司业绩端带来增量	31
抗衰品牌 AOXMED 有望贡献中长期成长新动力	33
盈利预测	36
假设前提	36
盈利预测结果	37
估值与投资建议	38
相对估值法：256.06 元/股	38
绝对估值法：237.91 元/股-256.94 元/股	39
投资建议：功效护肤龙头优势深化，加速进军皮肤健康生态	40
风险提示	41
财务预测与估值	43
免责声明	44

图表目录

图 1: 贝泰妮近年收入利润表现情况.....	6
图 2: 贝泰妮上市后股价复盘.....	7
图 3: 上市美妆企业营收及增长情况.....	8
图 4: 公司收入与化妆品社零增速对比情况.....	8
图 5: 可比公司毛利率.....	8
图 6: 公司毛利率及净利率变化情况.....	8
图 7: 可比公司存货周转天数对比.....	9
图 8: 可比公司经营现金流/营收对比.....	9
图 9: 公司研发费用及费率变化趋势.....	10
图 10: 21 年贝泰妮分品类营收拆分（单位：%）.....	10
图 11: 近一年公司上新的部分新品.....	10
图 12: 公司研发费用变化趋势.....	11
图 13: 公司产品均价变化情况.....	11
图 14: 公司线下渠道收入变化趋势.....	12
图 15: 贝泰妮分渠道营收拆分（单位：%）.....	12
图 16: 公司线上渠道收入变化趋势.....	12
图 17: 公司天猫渠道销售增速及占比情况.....	12
图 18: 化妆品行业年度增长表现.....	13
图 19: 化妆品月度社零增长情况.....	13
图 20: 国内化妆品市场未来仍具发展空间.....	13
图 21: 日本经济低速增长长期化妆品集团增速依旧亮眼.....	13
图 22: 皮肤学级护肤品增长情况.....	14
图 23: 21 年主流功效性护肤品天猫增速远高于行业平均水平.....	14
图 24: 2021 年美妆相关企业吊注销数量增长 18%.....	15
图 25: 薇诺娜品牌市占率持续提升.....	15
图 26: 化妆品行业的发展阶段.....	15
图 27: 消费者在购买化妆品时的关注点.....	16
图 28: 敏感肌搜索热度持续上升.....	16
图 29: 2021 年上半年 TOP10 广告投放行业.....	17
图 30: 2021 年美妆行业融资金额和次数.....	17
图 31: 化妆品监督管理条例.....	17
图 32: 化妆品监管新规对产业链各环节影响.....	18
图 33: 2022 年 1-2 月新品备案数量锐减.....	19
图 34: 部分电商平台美妆品类流通细则.....	19
图 35: 公司主品牌打造方法论.....	20
图 36: 公司对明星系列进行持续的品类衍生.....	21
图 37: 围绕“舒敏”不断推进新产品系列扩圈.....	21

图 38: 公司主品牌产品打造方向.....	21
图 39: 公司 21 年研发人员数量翻倍.....	22
图 40: 公司牵头设立云南特色植物提取实验室.....	22
图 41: 公司组织架构的调整适应新的渠道及业务变化.....	23
图 42: 公司线上增速表现.....	24
图 43: 美妆企业当前线上的全链路运营要求较高.....	24
图 44: 公司天猫渠道表现好于大盘.....	24
图 45: 过去四年天猫双 11 美妆类目排名.....	24
图 46: 公司抖音渠道的冷启动策略.....	25
图 47: 2021 年抖音电商美妆 TOP5 店铺.....	25
图 48: 贝泰妮的投放矩阵.....	25
图 49: 公司以专家+明星的方式保证传播的深度及广度.....	25
图 50: 公司连锁药房门店数量变化.....	26
图 51: 公司目前合作的主要连锁药房企业及覆盖区域.....	26
图 52: 薇诺娜与屈臣氏的专属合作款产品.....	27
图 53: 薇诺娜线下专柜.....	27
图 54: 薇诺娜品牌私域运营情况.....	28
图 55: 公司不同平台经营数据对比.....	28
图 56: 公司“速美”APP 提供服务内容.....	28
图 57: 公司与健之佳设立云南薇佳公司开展深入合作.....	28
图 58: 公司现有品牌矩阵.....	30
图 59: 公司布局多品牌的三大方式.....	30
图 60: 公司将逐步向外延伸打造皮肤健康生态.....	30
图 61: 国内母婴洗护市场规模.....	31
图 62: 母婴洗护由于适用人群特殊性产品需求层次更高.....	32
图 63: 我国母婴洗护市场历年市场集中度数据.....	32
图 64: 目前薇诺娜宝贝已积累了消费者口碑.....	32
图 65: 21 年双十一薇诺娜宝贝天猫母婴护肤类目 TOP9.....	32
图 66: 中国抗衰护肤品市场规模.....	33
图 67: 中国抗衰护肤品市场目前以外资品牌为主导.....	33
图 68: 修丽可产品研发历程.....	34
图 69: 修丽可与国内医美院线合作.....	34
图 70: 公司新品牌 AOXMED 的布局思路.....	34
图 71: 中国功能性食品销售规模增速.....	35
图 72: 公司设立的云南特色植物实验室两大产业方向.....	35

表1：公司核心高管履历.....	9
表2：公司主品牌 25 年终端零售规模测算分析.....	29
表3：公司业务分拆情况.....	37
表4：可比公司财务数据对比.....	38
表5：可比公司估值.....	39
表6：公司盈利预测假设条件.....	39
表7：资本成本假设.....	40
表8：绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析.....	40

公司概况：功效护肤龙头，品牌优势突显

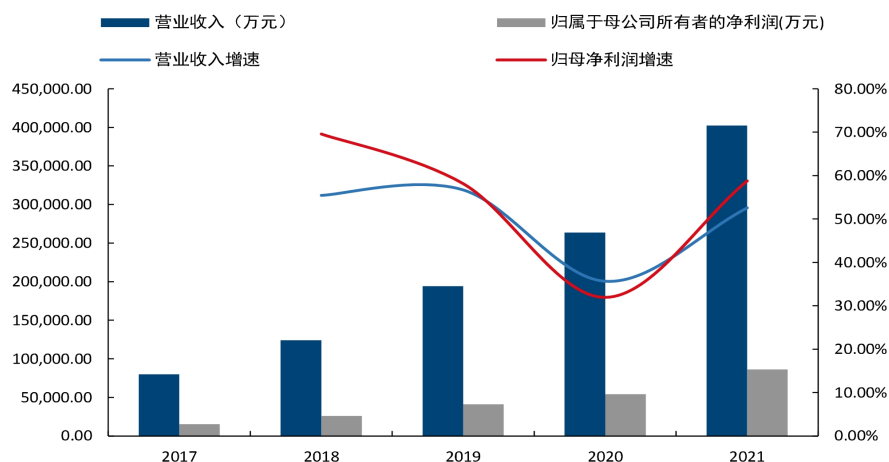
公司介绍：国内领先功效护肤龙头企业

公司是国内领先的功效护肤龙头企业。通过有效的产品布局以及多元化的渠道拓展,近年来取得了业绩高速增长。

贝泰妮有限公司成立于 2010 年 5 月。公司是国内领先的化妆品品牌运营集团,以“薇诺娜”品牌为核心,公司专注于化妆品行业中近年来呈现爆发式增长的皮肤学级护肤品(功效性护肤)细分赛道,产品以有效解决敏感性肌肤问题为突破口,并再通过线上线下差异化渠道运营布局,实现了业绩的快速成长。2021 年公司的营业收入/归母净利润分别同比增长 52.57%和 58.77%,过去三年复合增长分别为 48.01%/49.06%,在横向的行业比较中,保持了领先市场的业绩成长性。

作为功效性护肤品龙头企业,公司所处的赛道兼具高成长特征,以及行业头部化特征:一方面,功效护肤在受益于整个美妆消费渗透率快速提升的同时,也受益于消费者理念成熟后对于产品升级需求的爆发,成为了当前增速及发展空间最大的美妆细分赛道之一。据欧睿数据,皮肤学级护肤品市场过去六年复合增速达到约 32.50%,其中 2021 年仍实现了 32.38%的增长;另一方面,功效护肤具备较强的功效性特征因而能通过建立差异化的产品壁垒,更好地建立独占性的消费者品牌心智,并依托灵活应变的渠道和营销布局实现品牌的快速破圈。因此公司旗下“薇诺娜”品牌通过多年深耕,在 2021 年度国内皮肤学级护肤品市场占有率排名第 1,且市占率较 2020 年 21.6%提升约 2 个百分点,国内市场份额接近第二、三名的总和,头部效应显著。

图1：贝泰妮近年收入利润表现情况

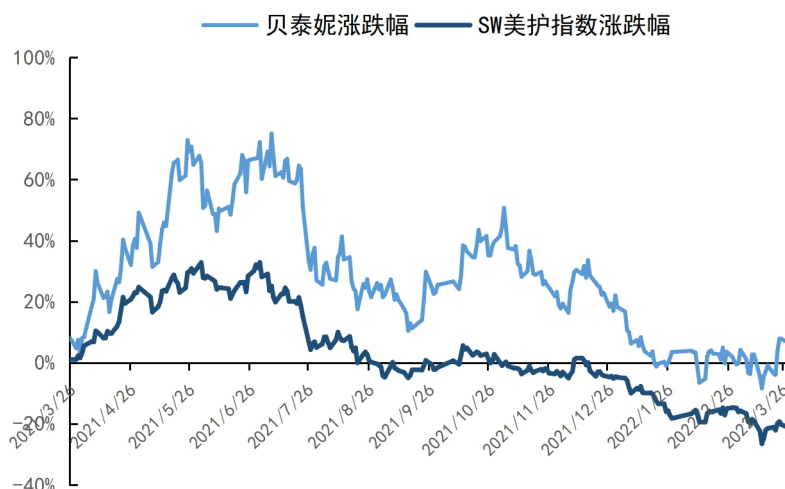


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司上市后股价复盘：基于上述分析，即公司在发展过程中同时具备高成长性和相对良好的竞争格局，在盈利能力极为突出的同时，中长期持续成长的确定性也较为明确。因此一经上市便得到了资本市场的高度关注，并且在去年市场对于包括医美板块在内的颜值经济消费高度看好的背景下，公司股价在上市后最高涨幅超过 75%。但在下半年，随着消费行业整体基本面承压，以及美护板块因监管政策担忧因素（主要为医美板块）导致的投资情绪走弱，公司股价也随板块整体出现一定程度回调；但是公司所处的功效护肤行业景气度以及自身的基本面未有任何变化，并在消费行业下行压力下的 21 年 Q4 收入实现了逆势环比加速增长。因此，公司前期的回调更多是在市场风格切换下的自身估值消化。而在今年，公司

自身业务战略布局也预计出现较多的积极变化，整体发展增量空间有望逐步打开。

图2：贝泰妮上市后股价复盘



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

注：区间涨跌幅以公司上市首日收盘价为基数

基本情况：稳步经营，高速成长

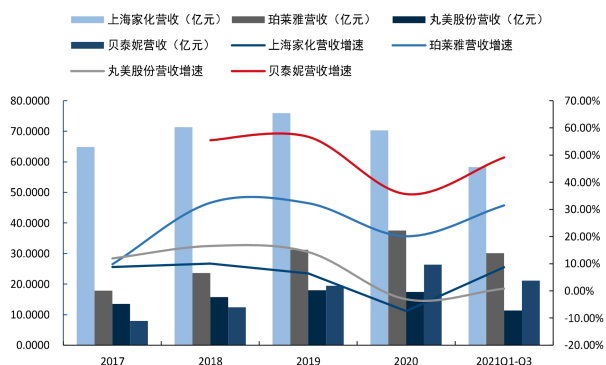
尽管公司过去两年历经疫情反弹、消费承压以及流量变迁等多重行业变化影响，公司基本面一直处于积极向好的趋势中，且无论是成长性、运营水平以及盈利水平，均远好于行业水平。

业绩成长情况：21 年逆势高增长，成长性领先行业

2021 年公司营收和归母净利润分别为 40.22 亿元/ 8.63 亿元，分别同比增长 52.57%和 58.77%。虽有疫情反弹以及流量变迁和消费大环境承压影响，但公司在积极把握功能性护肤品行业高增长趋势中，通过自身产品研发实力提升，并积极抓住线上渠道和社媒营销红利，其收入和利润依旧实现高速增长。

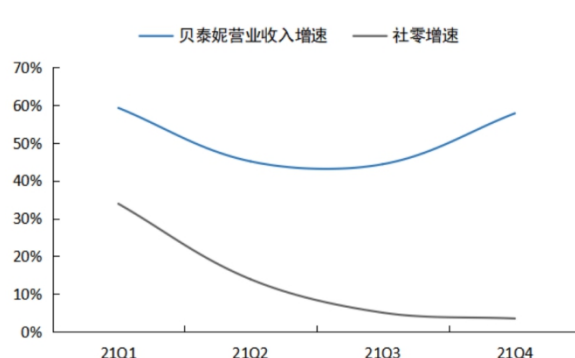
与行业相比，公司的成长性领先可比公司和行业平均水平，收入增速长期位居可比公司中第一位，同时我们从季度表现来看，公司去年下半年无论是收入还是利润均表现优于行业，在 Q4 行业增速下行趋势下公司实现了逆势加速增长，第四季度营收和归母净利润增速分别达 56.66%/54.67%。

图3：上市美妆企业营收及增长情况



资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司收入与化妆品社零增速对比情况

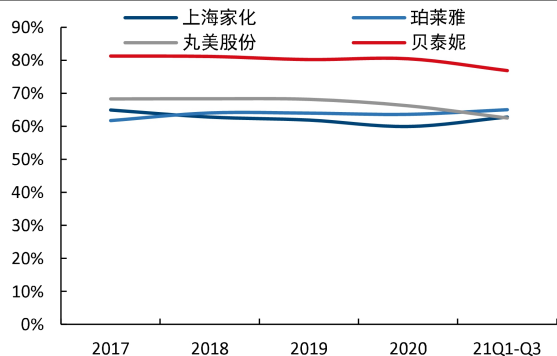


资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

盈利能力：盈利水平积极稳健，横向比较领先行业

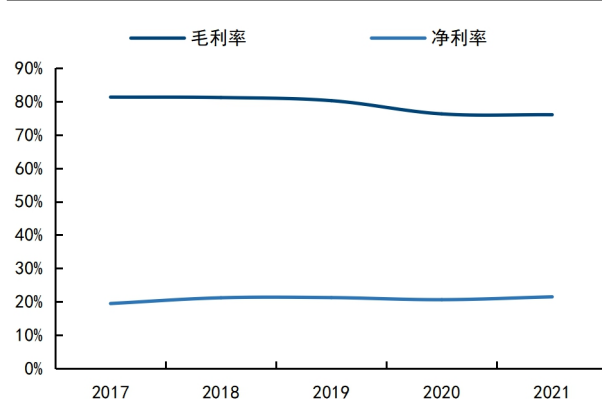
在保持收入端高速增长的同时，公司依旧保持较高的盈利能力。在去年原材料成本以及线上流量推广费用上升背景下，公司2021年实现毛利率76.01%，净利率21.48%，较去年同期基本持平。如下图所示，公司盈利能力均处于行业领先地位。一方面得益于公司基于研发实力持续进行产品品类升级和推新，通过产品结构的不断升级调整实现客单价的提升以应对成本波动，从而保持毛利率稳定；另一方面，基于精细化的渠道营销运营能力对费用进行良好把控，并伴随规模效应逐步凸显，保持费用率的相对稳定。

图5：可比公司毛利率



资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

图6：公司毛利率及净利率变化情况

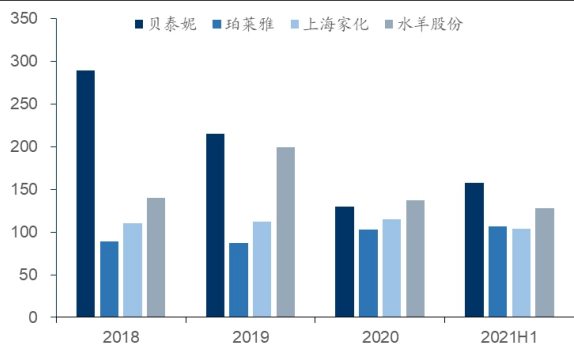


资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

经营效率：周转良好，现金流充沛

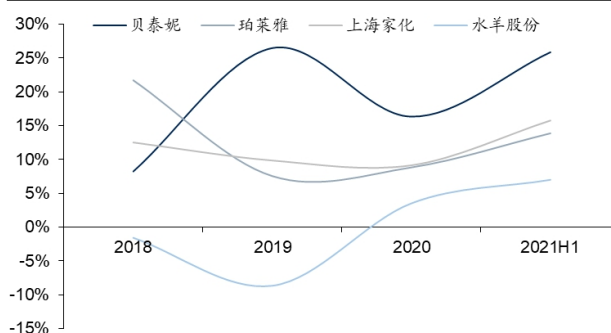
经营效率方面，公司21年存货周转天数同比增加4天至134天，应收账款周转天数同比下降1天至19天，总体保持较为稳定；公司21年经营性现金流量净额11.53亿元，同比+167.44%，现金流持续向好，为公司未来多元化业务升级布局提供有力支撑，在可比公司中也处于较优水平。

图7：可比公司存货周转天数对比



资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

图8：可比公司经营性现金流/营收对比



资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

经营优势：赛道优势叠加内功修炼，竞争壁垒日益强化

如前文所述，公司各项财务数据在去年特别是下半年以来，在消费板块整体表现承压的情况下，依旧取得了亮眼增长。而这离不开公司在近年来在经营层面的深耕细作，树立起了强有力的竞争壁垒。一方面经过研发实力的不断夯实，强化了明星产品的打造能力；另一方面，通过持续完善渠道布局、强化营销破圈，进一步夯实公司品牌在行业中的领导地位。

优势一：不断进化的管理机制，为公司持续成长打下基础

如下表所述，从公司的管理团队背景来看，公司原有管理层团队为药企出身，后期积极拥抱电商积累了丰富的线上线下渠道运营经验，这些独有的成长基因保障了公司：一方面在产品的研发能力领先国内同行企业，同时依托管理层与医学界的合作关系基础，也保障产品的专业化背书能力；另一方面，公司较早地推进自营电商布局，运营多年后目前线上团队成熟，已积累了丰富的运营经验，和较强的渠道应变能力。

表1：公司核心高管履历

高管名称	职位	履历
郭振宇	董事长、总经理	电机工程博士。曾任世界自我药疗产业联盟主席、中国非处方药物协会会长，现兼任国际自我保健基金（ISF）理事长，中国非处方药物协会副会长，中国非公立医疗机构协会皮肤专业委员会副主任，云南省民营企业家协会常务副理事长。曾任美国乔治华盛顿大学工学院助理教授、副教授、终身教授，滇虹药业董事长、总裁。
董俊姿	董事、副总经理	工商管理专业硕士学历。2005年3月至2011年5月任滇虹药业集团人力资源部经理、人力资源总监、总裁办主任，2013年至今任公司董事、副总经理，主管电商团队运营。
高绍阳	董事、副总经理	化学制药专业本科学历。2008年8月至2012年8月任滇虹药业集团股份有限公司项目总监。2014年6月至2016年12月任贝泰妮有限董事、总经理，现任公司董事、副总经理。
马晓	董事、副总经理	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。2010年6月至2013年1月上海滇虹药业有限公司副总经理、总经理。2019年3月至今任公司董事、副总经理。
周薇	董事、公司项目经理	植物保护专业本科学历，研究员。2013年4月至2016年12月任云南大学生物资源保护与利用国家重点实验室研究员。2019年6月至今任公司董事、政府事务经理。
余仕汝	监事会主席，中央工厂厂长	有机化工专业本科学历，执业药师，高级工程师。1997年至2015年任滇虹药业技术副总裁。2019年6月至今任公司监事会主席。现任公司中央工厂厂长、监事会主席。
王龙	财务总监、董事会秘书	会计学专业本科学历，澳洲注册会计师。2006年至2014年任江苏先声药业有限公司会计、财务经理、财务总经理助理、财务总监，2014年至2016年任亿腾医药（中国）有限公司高级财务总监。2016年至今任公司财务总监、董事会秘书。

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

而上市一年后，随着公司各项业务的升级，组织层面也在不断升级进化。一方面，公司进行了事业部的细化和改组，针对公司目前发展要求，将原有的线上线下事

业部，细分成了六大事业部，确保资源能够更有效地在新渠道和新品牌等领域里做出专项投入，保障新业务开拓的成功率。而针对新业务中的短板项，公司也将积极通过外延吸纳和股权绑定的方式，积极打通研发和渠道的人才资源补充；此外在中后台建设方面，公司还通过对大数据和人工智能等数字化投资实现更加智能化的系统赋能，细化公司管理流程的颗粒度，提升供应链和渠道效率；通过多方位提升组织层面效能，有望帮助公司积极适应未来的快速多元化发展。

图9：公司研发费用及费率变化趋势

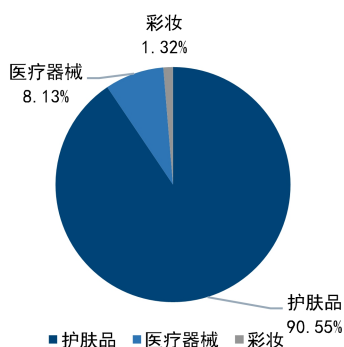


资料来源：公司公告，公司官网，国信证券经济研究所整理

优势二：产品端强化研发优势，深化大单品模式

公司始终将专业功效贯彻产品推广的始终。首先从品类上看，公司品类主要以具备专业功效特点的功效护肤品，以及以贴敷料和修护生物膜为主的医疗器械产品为主，2021年收入占比分别为90.55%和8.13%；公司彩妆产品占比仅为1.32%，且均以能够突出公司产品屏障修复理念和效果的隔离霜、BB霜、卸妆水等为主。

图10：21年贝泰妮分品类营收拆分（单位：%）



资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

图11：近一年公司上新的部分新品



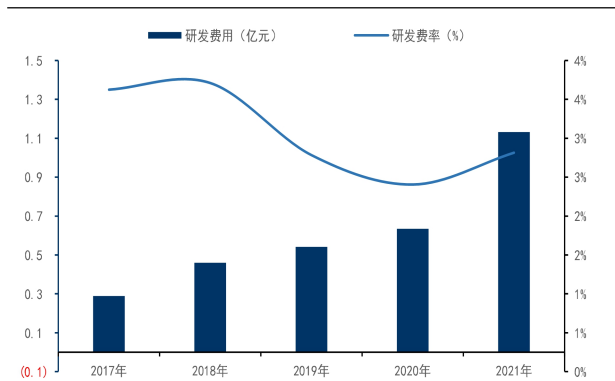
资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

此外，从产品系列来看，不同于多数国产美妆品牌，“薇诺娜”品牌一直以来以大单品打造为公司特色。公司的明星单品“舒敏保湿特护霜”2017-2021均实现了公司收入17%以上的占比，成为公司业绩成长的稳定基本盘。而在去年公司又成功打造出“清透防晒霜”，以及“舒缓修复冻干面膜”两款新明星产品，其中防晒霜品类在去年上半年占比一度超过特护霜。此外，公司在21年还成功研发上

市了“屏障修护”、“紧致修护”等系列 40 余款新品。通过成功的新品推广实现了产品端的新增量贡献，并助力提升核心目标客群的消费粘性。

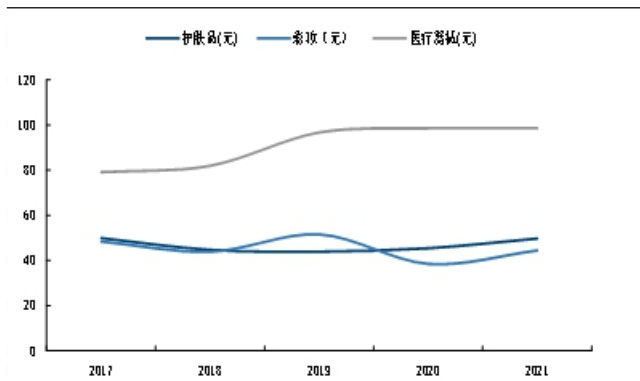
而受益于公司明星单品打造下带来的产品结构的优化，公司贡献营收主力的护肤品类均价水平进一步提升。主要营收品类护肤品平均售价自 19 年起逐步提升，21 年平均售价升至 49.8 元，而客单价的提升也帮助公司在原材料和促销推广成本上升的背景下实现了毛利率水平的稳定。

图 12: 公司研发费用变化趋势



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

图 13: 公司产品均价变化情况



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

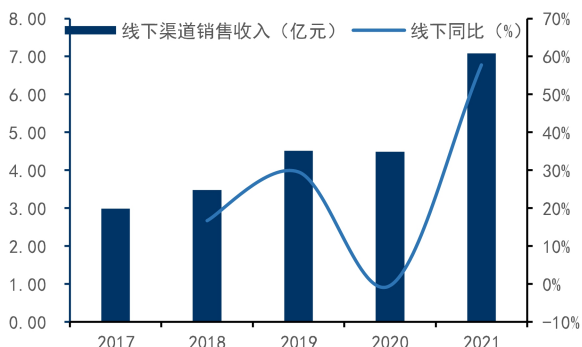
公司成功的产品推广主要立足于差异化的研究优势之上，目前公司搭建了一支强大的研发团队，从而有力地保障了公司未来实现研发技术的持续迭代发展，21 年研发费用 1.13 亿元，同比+78.47%，全年公司新获专利 23 项。同时，截至 21 年末，公司已累计完成 63 家医院皮肤学科临床研究和效果观察，累计发表 154 篇学术论文被 SCI 等核心期刊收录，已完成 15 篇国家级专家指南及共识，累计参与制定 20 项团体标准。

优势二：持续深耕专业渠道，品牌背书得到有效保障

与传统化妆品企业不同的是，公司线下渠道主要通过商业公司对接医院诊所以及连锁药房渠道直供业务进行开展，而非传统化妆品的 CS 或 KA 渠道区域经销商。虽然整体线下渠道的占比仍相对较低，但扎根线下专业渠道对公司在进行差异化的品牌运营意义非凡。普通消费者出现较为严重的皮肤问题的第一反应还是寻求专业渠道的帮助，公司在品牌创立之初，就通过专业渠道深耕积累了大量的品牌“原点”用户，这部分客群粘性强、复购率高，是品牌成长的基础。

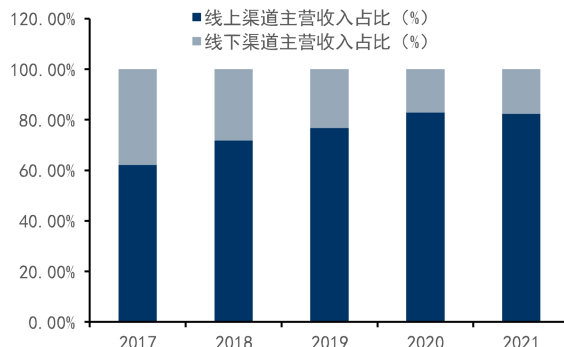
公司 2021 年线下渠道增速为 57.76%，高于线上渠道的增长。一方面受到 20 年线下渠道受疫情影响的低基数效应；另一方面，公司通过加强与新的连锁药房渠道，以及屈臣氏渠道的合作推广，实现销售终端的全国范围加速扩张。

图 14：公司线下渠道收入变化趋势



资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

图 15：贝泰妮分渠道营收拆分（单位：%）

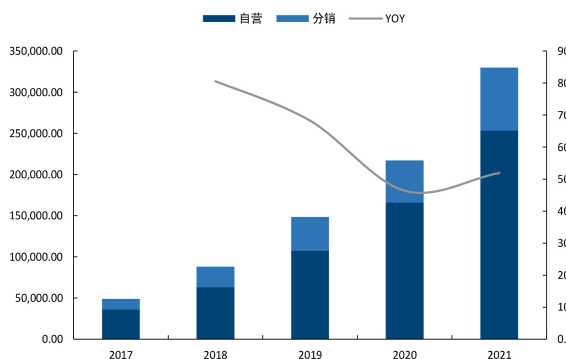


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

优势三：线上全平台打开渠道增量，精细化运营成效显著

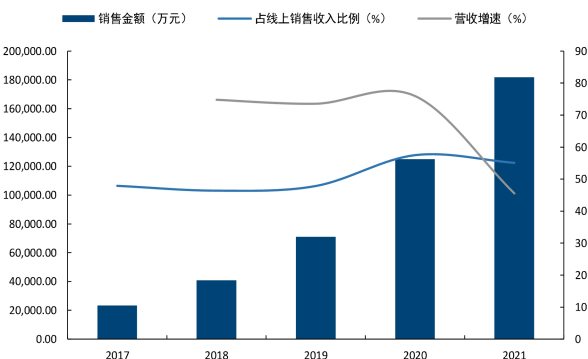
公司于 2012 年设立电商事业部，开始积极拓展电商渠道。公司线上布局主要以自营模式为主，经过多年布局，公司已经建立了极为成熟的线上运营团队，在去年行业线上流量趋势发生变化情况下，公司积极调整布局，主流平台提升精细化运营的同时，积极开拓新兴平台，从而保障公司电商渠道继续实现远好于行业平均水平的增长表现。21 年公司线上销售收入比上年增长 51.92%，占收入比重 82.34%。

图 16：公司线上渠道收入变化趋势



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 17：公司天猫渠道销售增速及占比情况



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

具体来看，天猫平台一直是公司重点布局渠道，2017-2021 年天猫渠道销售收入占线上销售收入比例稳定在 50% 以上，公司 21 年天猫平台营收增速仍达到 45.6%，且在 2021 年“双 11”促销节中取得天猫美容护肤类目 TOP6，是 TOP10 中唯一国货品牌，整体在渠道层面为公司增长贡献了稳定的基本盘。但同时，公司也积极顺应当前流量去中心化趋势，进行了平台多元化布局，21 年积极进军抖音、快手等新兴平台，取得良好成绩。

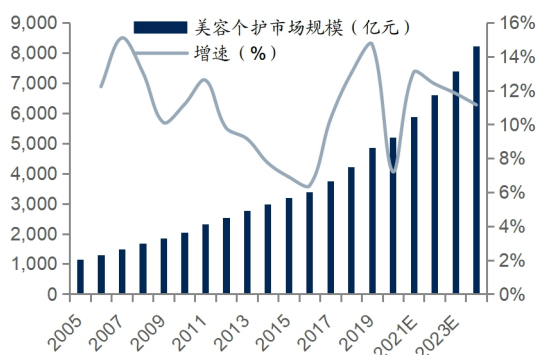
行业分析：步入产品驱动时代，分化趋势突显

行业成长：近半年整体增速有所放缓，头尾部品牌分化趋势突显

化妆品行业整体仍具较高景气度。21年全年化妆品零售额 4026 亿元，同比+14.0%。同时企业间经营分化日益显著。

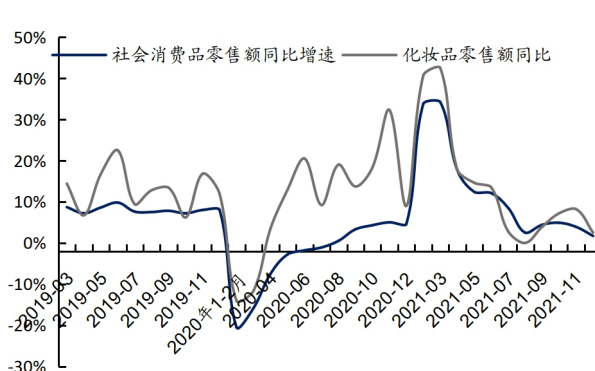
化妆品行业自 2017 年以来持续处于景气度高位，在居民消费升级，以及社交电商红利驱动下，整体行业渗透率以及客单价水平持续提升。但进入 2021 年后化妆品行业迎来行业震荡，从社零数据表现来看 21 年全年化妆品零售额 4026 亿元，同比+14.0%，整体增速超出社零增速 1.5pct，但是从趋势来看，虽然 21 年上半年化妆品零售额在去年较低基数背景下迎来快速恢复，但进入下半年随着消费大环境的承压，叠加政策监管影响和流量趋势变化下，行业增速在下半年出现一定放缓。

图 18：化妆品行业年度增长表现



资料来源：欧睿咨询，国信证券经济研究所整理

图 19：化妆品月度社零增长情况

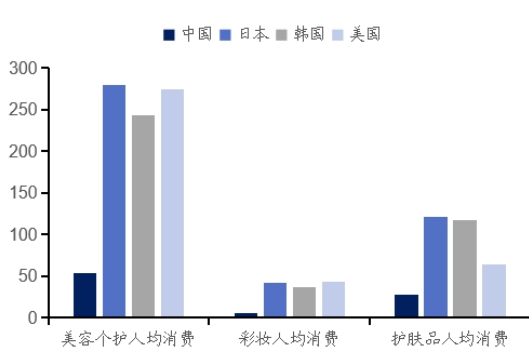


资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

长期来看，化妆品市场依旧有着巨大的发展空间。根据欧睿咨询数据测算，2020 年中国美容个护/彩妆/护肤品人均消费分别为 54/6/28 美元，均显著低于美日韩，从这一角度看，我国对标成熟市场仍有 5 倍以上的发展空间。

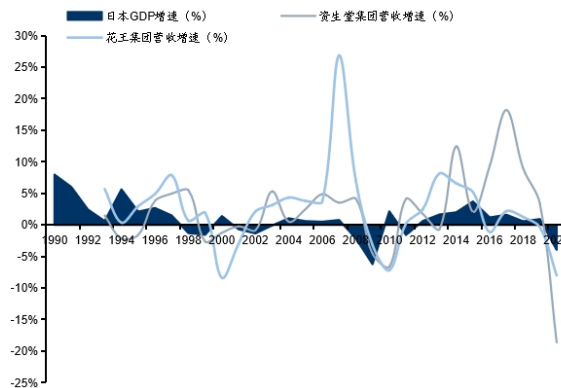
且参考日本化妆品市场发展历程来看，在日本进入 90 年代 GDP 增速持续低位，以及社会老龄化程度加速的过程中，日本的头部化妆品企业规模增速依旧保持了相对较高的成长。在产品本身的高用户粘性特点下，伴随消费者的需求持续升级驱动量价提升，化妆品行业长期来看具备一定抗周期的发展韧性。

图 20：国内化妆品市场未来仍具发展空间



资料来源：欧睿咨询，国信证券经济研究所整理

图 21：日本经济低速增长长期化妆品集团增速依旧亮眼

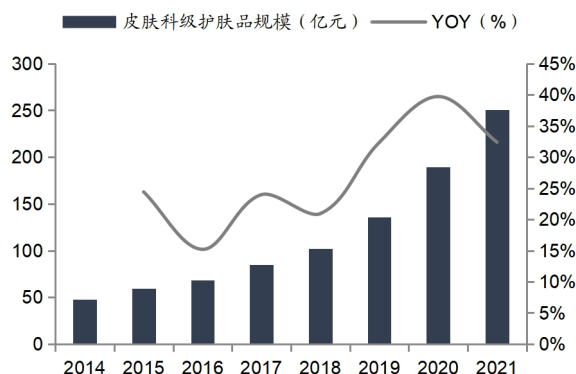


资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

而从贝泰妮公司所处的皮肤学级护肤品这一细分赛道来看，近年来一直保持着远好于大盘的表现。根据 Euromonitor 的统计数据显示，2021 年我国皮肤学级护肤品市场容量约为 250.60 亿元，2016 年至 2021 年皮肤学级护肤品市场的年均复合增长率约 32.50%，增速远高于化妆品行业的整体水平。

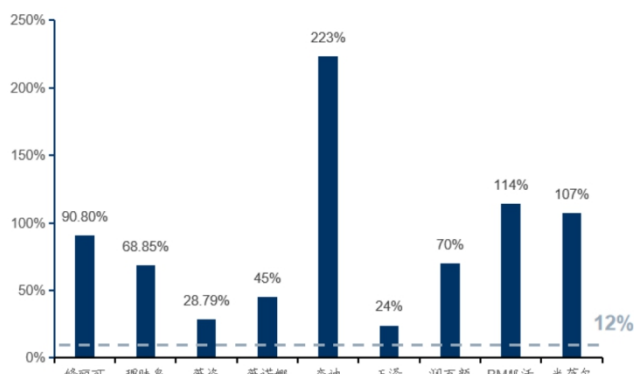
同时在去年行业整体出现波动的情况下，功效护肤的需求热度依旧未减，据魔镜数据，21 年天猫护肤行业增速为 12%，而头部的功效性护肤品品牌增速远高于大盘平均水平。

图 22：皮肤学级护肤品增长情况



资料来源：欧睿咨询，国信证券经济研究所整理

图 23：21 年主流功效性护肤品天猫增速远高于行业平均水平



资料来源：魔镜数据，国信证券经济研究所整理

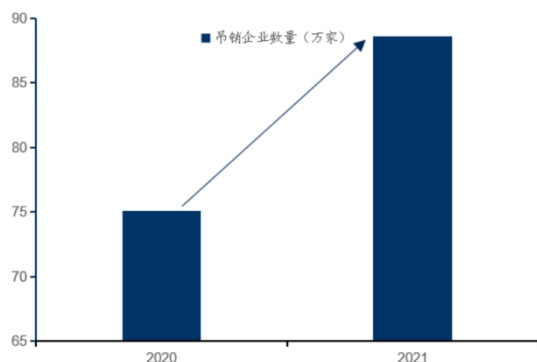
整体来看，我国功效护肤品市场正步入黄金发展期，预计未来将继续保持高速增长：一方面后疫情时代居民对于个人护理越发重视，“口罩脸”等问题的出现也强化了美妆对于皮肤问题的深层次解决诉求；另一方面本身随着消费升级趋势下，**消费者正在追求更安全、更健康和更高效的生活方式**。这不仅反映在化妆品的消费上，也反映在食品、服装等消费。而我国护肤品市场在经历了高速发展期后，消费者消费理念正在不断地趋于成熟，用户越来越关注护肤品的具体成分，以及其实际的功效。

行业格局：行业竞争趋于理性，功效护肤市场龙头效应更为明显

如前文所述，行业正逐步从野蛮生长时代步入健康稳健增长期，这一过程中，部分中小企业正被逐渐从市场出清。受去年以来行业监管全方位影响，不合规中小企业面临成本上涨、停产、甚至直接吊销的局面，据企查查最新数据，2021 年美妆相关企业（企业名称、经营范围、品牌名含化妆品的企业）共吊销 88.6 万余家，同比增长 18%。其中，5、6 月份相关企业吊销销量出现高峰，突破 10 万家；另外从化妆品投融资数据方面，伴随化妆品大盘增速的放缓，美妆行业投融资也有所遇冷，在下半年主要也以中后期项目为主，新锐品牌融资热潮降温。

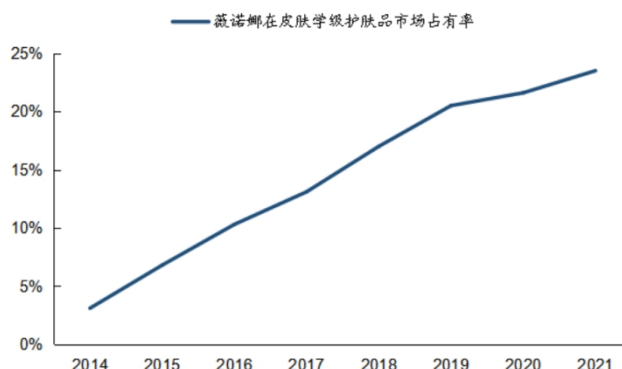
而另一方面，头部化妆品企业多重外部因素影响下依然取得收入稳健正增长；包括国际品牌如欧莱雅、雅诗兰黛、宝洁、资生堂等均在 21 年在中国市场均取得了至少双位数以上的增长，已发布年报的国内头部化妆品企业中贝泰妮、上海家化、水羊股份等均预计 21 年利润涨幅在 50% 以上。整体来看，行业中头尾部品牌的分化趋势正在不断加大。

图24：2021年美妆相关企业吊注销数量增长18%



资料来源：企查查，国信证券经济研究所整理

图25：薇诺娜品牌市占率持续提升



资料来源：欧睿咨询，国信证券经济研究所整理

此外，贝泰妮所处的皮肤学级护肤品赛道竞争格局相对更优。行业 CR5 市占率近 60%，且近三年来处于持续提升状态。其中，根据 Euromonitor 的统计数据显示，21 年公司旗下“薇诺娜”品牌在皮肤学级护肤品国内市场排名稳居第一，市场份额较 2020 年度提升约 2 个百分点，相较 2020 年度，“薇诺娜”品牌较第二、第三名的理肤泉、雅漾等国际品牌领先优势继续扩大，“薇诺娜”国内市场份额接近第二、三名的总和，头部效应显著。

行业趋势：行业步入高品质发展阶段，未来分化将持续加速

如下图所示，纵观中国化妆品市场商业化发展历史，我们认为总共可以分为五个推动阶段，对于国产品牌而言前四个阶段的驱动主要来自于渠道切换下红利释放。但 21 年之后，随着行业渗透率的提升达到一定阶段，渠道流量红利的逐步消退，同质化的渠道竞争加剧，在对企业大幅提高了成本费用的同时，也已经很难取得相对应的收入增长，不少品牌出现了明显的增长乏力情况。

图26：化妆品行业的发展阶段



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

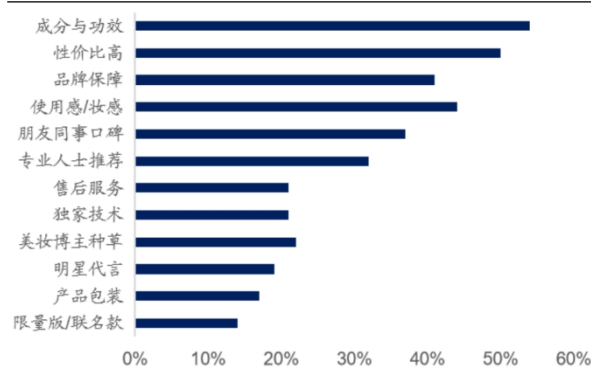
我们认为，一个消费品市场以渠道作为驱动力时，解决的问题是如何更有效率的去实现最大范围的消费者触达，本质上是帮助行业发展前期实现渗透率的快速提升，从企业经营层面，实现的更多是销售端“量”的增长。但当行业逐步发展成熟，消费者渗透率已经达到一定程度的时候，就需要更优质的产品和更丰富的服务，去满足消费者升级后的需求，因此在销售端更多的是实现“价”的提升。而我国化妆品市场在过去三十多年的高速发展之下，已经逐步从渠道驱动向产品驱动的阶段进行切换。

但在这一过程中，并不是所有的企业都具备切换条件的，产品力的升级和品牌力的打磨都需要企业长时间的运营积累和深耕，特别是在当前信息透明以及监管趋严的背景下。而这也是企业真正拉开差距的核心壁垒。因此未来一段时间内，行业中企业之间的加速分化也将是必然。

需求层面：消费者消费理念日益成熟，“专业”化品牌背书日显重要

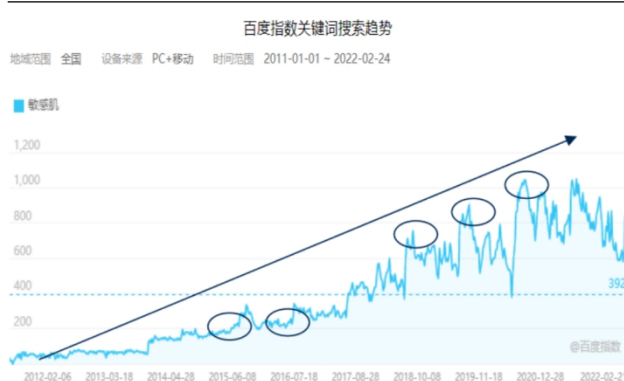
当前国内消费者正在不断地趋于成熟与专业，越来越关注护肤品的具体成分与功效，追本溯源，且追求功效的趋势本质上是消费升级，具备不可逆性。据艾瑞咨询，目前产品成分与功效是消费者在购买美妆护肤品时考虑的第一因素。此外，消费者对于肌肤修护的日益重视，也带动了贝泰妮产品所重点布局的敏感肌问题的关注度持续提升。从 2011 年至今，百度平台搜索“敏感肌”相关内容的指数逐步上升，并且在每年 2-5 月春季干燥过敏高发季节，呈现出明显的阶段性搜索高峰。敏感肌的高发生率带动护肤品修护功效的高诉求。

图 27：消费者在购买化妆品时的关注点



资料来源：艾瑞咨询，国信证券经济研究所整理

图 28：敏感肌搜索热度持续上升



资料来源：百度搜索，国信证券经济研究所整理

这也是现阶段功效概念产品日益火爆的根本原因。产品的推广都是围绕消费者需求变化的，而当前的新一代消费者的美妆消费理念在新媒体时代的消费教育下已经极为成熟，品牌建立信任感的难度也在提升。因此对于品牌来说，当前树立产品功效的大旗，能够有效帮助自身产品实现较为完善和权威的品牌专业背书，并在日益红海的竞争市场中建立差异化消费者认知。

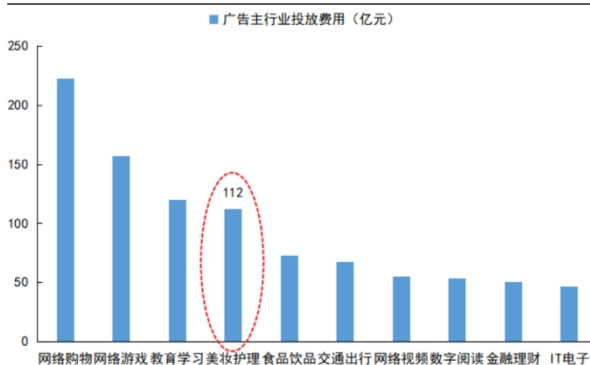
营销投放面：流量洼地已逐步填平，中小品牌面临投放效率下降及资本退潮压力

在疫情催化下，品牌主们纷纷拥抱线上营销方式后，竞争不断加剧，平台费用也越发高企，优质 KOL 头部化正不断加速，相应的投放成本也水涨船高。蓝海的社媒营销正在逐步进入红海市场，多数美妆企业的收入/平台推广费用比正在不断攀升，流量获客成本正在提升，在去年 ROI<1 成为部分中小品牌的投放常态。且传统平台流量被分流严重，品牌通过押宝某个平台的红利取得爆发增长的时代已经过去，品牌打造爆品的周期和耗散也被加剧。

而从化妆品投融资数据方面，伴随化妆品大盘增速的放缓，美妆行业投融资也有所遇冷，在下半年主要也以中后期项目为主，新锐品牌融资热潮降温。

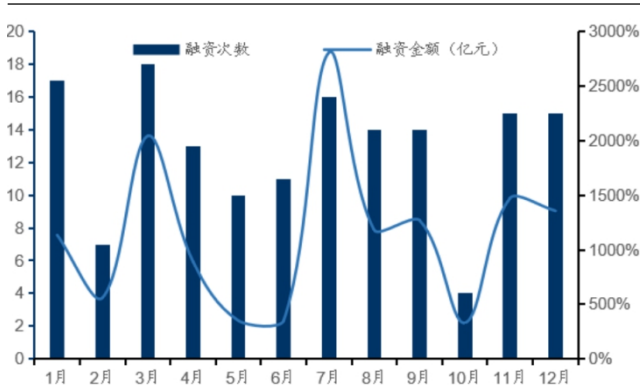
因此，对于短期不具备平台全链路的运营能力，又没有资本帮助实现大规模投放的新锐品牌来说，销售的大幅下滑也就成了必然。

图29：2021 年上半年 TOP10 广告投放行业



资料来源：Quest mobile，国信证券经济研究所整理

图30：2021 年美妆行业融资金额和次数



资料来源：青眼，国信证券经济研究所整理

监管层面：新规强调功效合规标准，为行业设立门槛

虽然上文中我们提到功效是未来品牌在产品以及营销层面需要着力布局的方向。但现阶段新的政策监管对于品牌“功效”给出了明确的标准，门槛的建立出清了一批以“功效”为旗号打擦边球的中小品牌，为头部品牌提供良性发展的环境。

2021 年是中国化妆品法规变革元年，伴随新条例及配套法规逐步落地，行业进入全面严监管时代。自 2021 年 1 月 1 日起，《化妆品监督管理条例》正式实施，这是自 1989 年之后首次对化妆品相关行业监管规章制度进行的改革；2022 年，伴随多部法规的过渡期行将结束，行业将进入科学、严谨、高效的监管新时代。

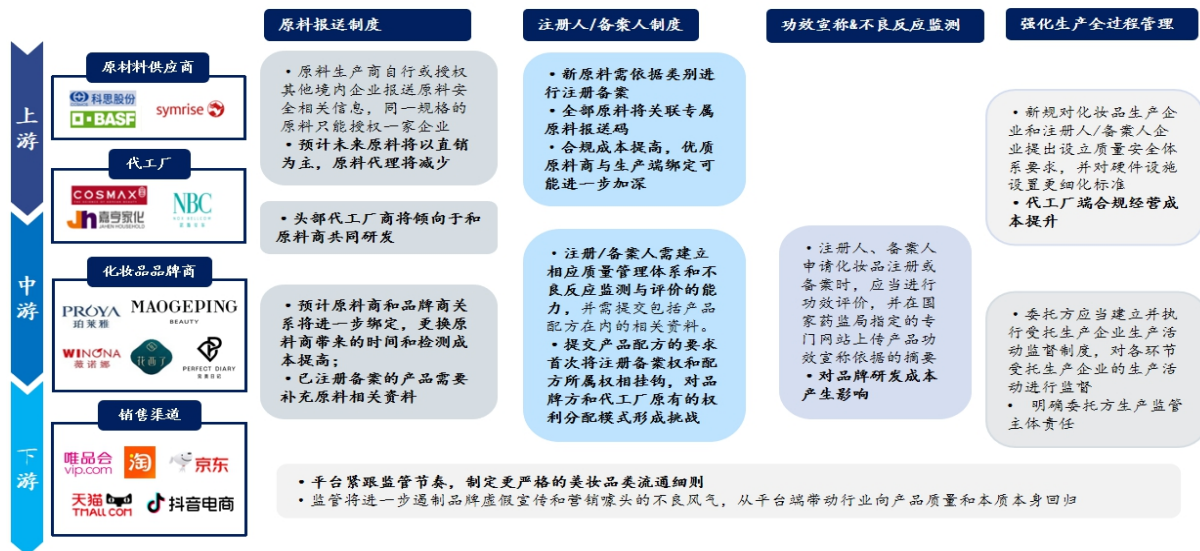
图31：化妆品监督管理条例



资料来源：国家药监局官网，国信证券经济研究所整理

整体来看，法规对产品从原料溯源、功效评价、合规质量经营多个角度提出多项要求，从法规梳理来看，监督措施也倾向于支持具备研发基础、创新实力、合规经营和质量管理体系的国产化妆品企业，未来产品力的打造将成为美妆企业的关键竞争要素。

图 32：化妆品监管新规对产业链各环节影响

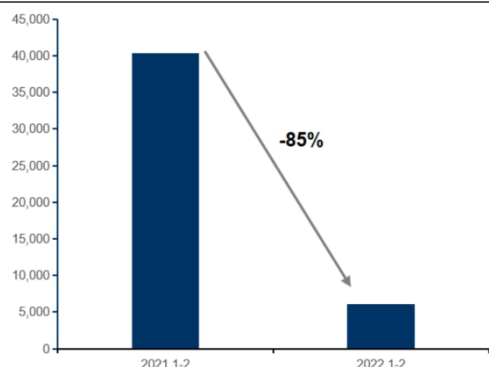


资料来源：青眼、国家药监局官网、国信证券经济研究所整理

具体从监管影响来看，新规将从产业链的每个环节共同助力实现行业的竞争优化：

- 1) 原料监管趋严：**新条例对原料实行双重分类管理制度，重视原料使用安全性。实施全部原料关联专属原料报送码，化妆品原料进入“身份证”时代，基于企业效益角度，头部的品牌商与原料商的合作将更加稳定、紧密，整体粘性更强。
- 2) 生产合规成本：**对以代工为主的品牌而言，新规要求品牌方，即生产委托方，需对各环节受托生产企业生产活动进行监督，确保受托生产企业按照法定要求进行生产。新规改变了部分品牌委托方只负责宣传和销售的问题，未来品牌方需建立严格质量管理体系和相关部门，重营销轻产品的企业未来被处罚风险增大。
- 3) 产品上新门槛：**新规要求化妆品申请注册/备案时需提交产品功效宣称评价材料，以表明其功效宣称具有科学依据。而伴随化妆品备案资料提交门槛变高、难度加大，新品备案数量减少明显。国家药监局官网显示，2022 年至今新品备案数量同比去年同期减少约 85%；另外从主流代工厂科思美诗（中国）备案数量来看，2022 年 1 月备案数量为 135 款，去年同期约为 235 款。

图 33: 2022 年 1-2 月新品备案数量锐减



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 34: 部分电商平台美妆品类流通细则

抖音	《【儿童化妆品发布及宣传】实施细则》(2022/1/21)	京东	《美妆护肤类目质量标准》(2022/2/2)
	《【美妆行业商品质量要求】实施细则》(2022/1/21)		《京东开放平台化妆品类商品一致性抽检规范》(2022/1/11)
小红书	《【美妆】行业管理规范》(2022/1/21)	快手	《京东开放平台化妆品商品信息合规规范》(2022/1/11)
	《【化妆品类商品】品质抽检规范及违规处理》(2022/1/21)		《京东开放平台儿童化妆品商品信息合规规范》(2021/12/24)
	《含37种特殊用途化妆品专项治理公告》(2021/12/24)		《京东国际开放平台化妆品类商品一致性抽检规范》(2021/7/13)
	《美妆行业低质低效商品治理专项公告》(2021/12/16)		《关于美妆护肤类目商品上架审核管控通知》(2022/1/27)
			《京东开放平台化妆品类商品品质抽检规范》(2021/1/12)
			《美妆个护行业管理规范》(2021/12/17)
			《美妆/个护清洁类目商品发布规范》(2021/12/15)
			《快手平台化妆品类商品一致性抽检规范》(2021/5/20)

资料来源: 聚美丽、抖音, 国信证券经济研究所整理

同时, 一些不合规宣称的产品将逐步退出市场, 合规成本进一步提高。自 2019 年 1 月以来, “药妆” “械字号面膜” “大麻化妆品” “食品级化妆品” “377 普通化妆品” 等共 10 类产品及宣称相继被禁或严管。对于部分采用以上成分或是概念作为卖点的中小品牌产品销售带来了较大影响。

4) 平台营销更为良性: 平台紧跟监管部门节奏, 进一步遏制品牌虚假宣传等不良风气。新规明确规定电商平台对平台内化妆品销售承担管理责任。如发现平台内销售者存在违法行为应及时制止并报告监管部门; 发现严重违法行为的, 要立即停止提供平台服务。为响应监管部门号召, 近日抖音、小红书电商销售平台均已出台更严格的美妆品类流通细则。据青眼统计, 2021 年 1 月至今, 抖音电商已先后发布了 13 个与化妆品经营相关的管理细则, 基本与药监部门保持同步。京东、小红书、快手等平台也均已发布相关美妆品类管理规范。

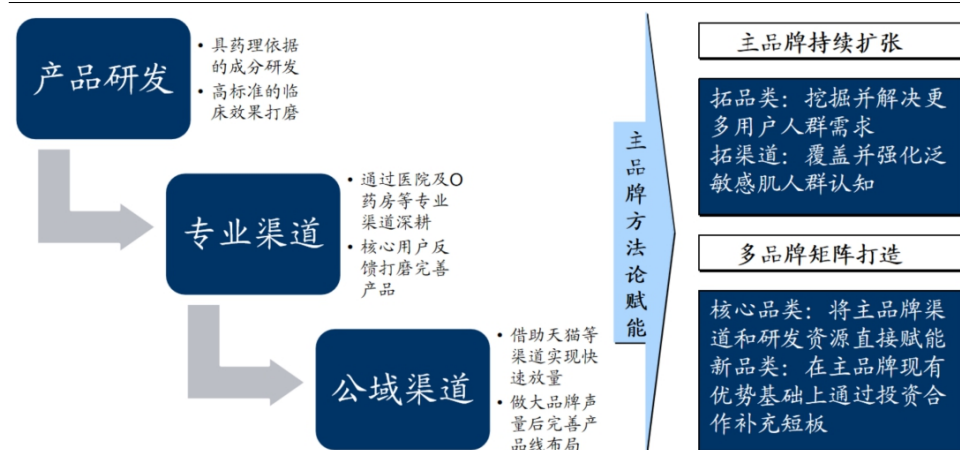
主品牌分析：产品及渠道驱动，推进品牌破圈

公司主品牌已经形成了适应当前行业趋势下并被验证成功有效的运营方法论，未来公司将继续通过产品矩阵的丰富，以及多元化渠道的拓展，持续打开主品牌业务的成长天花板。

参考我们在公司首篇深度报告《贝泰妮—敏感肌护肤龙头，全方位构建品牌壁垒》中的分析，我们认为公司主品牌的成功：首先是以专业化的研发为核心驱动，依托云南特色植物研发优势，以及临床研究资源，在产品开发打磨过程中就解决了日后品牌差异化营销的锚点和有效性背书的难点；其次是依托产品优势和企业渠道基因打入医院药房等专业渠道进行深耕，并在此过程中通过核心用户的反馈反复打磨产品，做实公司的口碑和品牌力；最后在公司将“专业舒敏”浸润于品牌形象并深入人心后，再通过电商等公域渠道和营销将已建立的品牌力进行进一步传播和放大，最终实现企业的业绩爆发。

而在后续业务的开展上，公司针对主品牌将沿着现有的成熟方法论，从产品开发以及渠道拓展维度持续做大主品牌收入体量，同时在未来的多品牌布局上，也将继续基于此方法论的赋能，从而保证新品类以及新赛道拓展的成功率。

图 35：公司主品牌打造方法论



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

产品端：深耕大单品，配合爆品破圈

如前文所述，公司已经在功效护肤赛道积累了行之有效的品牌运营方法论。主品牌已经已经在所处赛道建立了较为深厚的差异化运营壁垒。未来在分享功效护肤赛道的高速成长红利的时候，主品牌自身将继续从：一是加强产品品类衍生，积极开发新品系列满足目标用户的多元化需求，二是开拓渠道增量，挖掘并触达增量用户人群，打开品牌发展的天花板，并不断强化自身的功效护肤龙头地位。

首先在产品端，公司通过多年的深耕，以大单品舒敏特护霜占领“敏感肌”心智，并积极推进新品拓展。公司王牌单品为舒敏保湿特护霜，占营收比重持续超过15%，近年公司在不断巩固特护霜的王牌单品地位的同时，通过品类丰富+功效拓展两种方式实现产品持续扩圈：

1) 系列品类拓展方面，围绕成熟的明星单品系列，不断丰富其系列下的品类衍生，拓展包括精华液、面霜、面膜等，以满足消费者的不同护肤场景需求，从而深化并拉长原有大单品系列的生命周期；

2) 功效需求拓展方面，公司紧紧围绕“舒敏”这一品牌核心用户群需求为原点，积极挖掘用户新需求，通过开辟“敏感+”拓展，逐步打造出防晒、修红、美白等

多个新的单品系列。

图 36: 公司对明星系列进行持续的品类衍生



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图 37: 围绕“舒敏”不断推进新产品系列扩圈



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

➤ 产品拓展方式：大单品及爆品模式双轮驱动，保障品牌成长稳健性及爆发力

我们综合品牌推新案例，总结出美妆产品的打造主要有两个路径：一种是大单品模式，另一种是网红爆品模式。首先，大单品一般指的是，在较长一段时间内，能够给单一品牌贡献稳定且较高比例的单个产品系列。其往往对于一个品牌能够带来标签意义，在用户心中形成独占性的产品认知，其成功的打造能够提升品牌用户的忠诚度，并在业绩上贡献稳定的收入基本盘，强化品牌发展的长期稳定性。其次，网红爆品一般指的是，企业凭借对用户偏好跟踪下的快速反应能力，通过产品的包装、概念等层面的创意打造，借助新媒体营销下的快速裂变，打造出具具备极具爆发力的新品。其特点在于短期销售爆发力强，且往往具备较强的话题性，从而能够帮助品牌实现拉新破圈，但缺点在于产品生命周期往往较短。

我们认为一个具有长期持续发展能力的品牌需要具备“守正出奇”的能力：既要打造大单品实现业绩稳定常青，也要通过“爆品”实现客群拉新拓展增量空间。而公司的薇诺娜品牌即具备这种能力，公司去年表现亮眼的“防晒”系列以及“冻干”面膜系列就是较为典型两种案例：

图 38: 公司主品牌产品打造方向



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

1) **防晒系列**：公司去年的防晒产品成为了仅次于特护霜的第二大单品，且在上半年的防晒品销售旺季期间，占比一度超过特护霜。其成长路径也类似舒敏特护霜系列，产品在去年销售额爆发之前已经迭代 8 代以上，公司在产品推广的过程中会不断收集用户反馈问题（如搓泥现象等）并通过研发端创新进行产品的持续迭代升级和打磨，因此经历了较为漫长产品口碑积累过程，最终从量变引发质变。

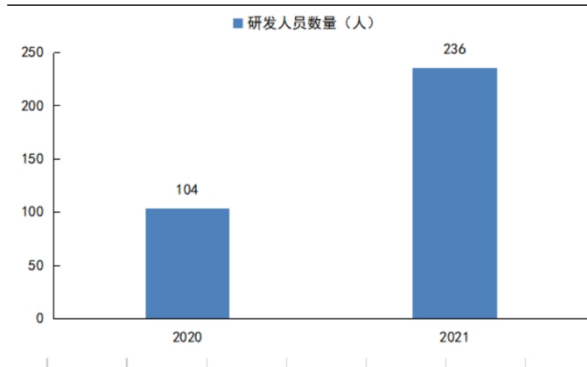
2) **冻干面膜**：公司推出的舒缓修复冻干面膜，在去年双 11 期间成为全网爆款。其产品本身研发壁垒相对于公司其他单品并不算高，但公司在挖掘客户需求的基础上，针对市面上较多冻干面膜没有配无菌水的痛点，在产品包材设计方面创新后进行了加载，这一创新点带来了极好的用户体验，配合公司与头部 KOL 之间的合作，在去年快速成为爆款。产品成功的背后考验的则是公司的供应链能力，包括产品包材加工的复杂性，以及成为爆品后的快速补货高要求。

➤ 产品研发基础：不断提升的研发实力，为产品升级提供有力基础

在行业介绍中，我们提到，目前全球知名的功效性化妆品品牌均有一定来自专业级或医学界的背景。专业功效性化妆品领域的研发壁垒本身相对普通化妆品品牌较高，这些品牌一般需要更强的技术加成，包括核心活性成分和提取技术的研发创新等，在这一过程中，对于本土企业而言研发已经不能仅仅是快速模仿他人产品，而是需要树立实实在在的技术壁垒，从而告别同质化的产品竞争。

从公司情况来看，公司的主品牌脱胎于药企，注重产学研一体化。在立足差异化的研究优势之上，公司搭建了一支强大的研发团队，实现研发技术的迭代发展。公司先后在云南省昆明市、上海市建立了研发中心，2021 年公司拥有综合研发人员逾 200 人，涵盖基础研究、产品和原料评估、消费者调研、工艺技术研究、配方研发以及整合创新等多个学科研究部门。整体研发人员较 20 年末扩充了一倍以上。同时也取得了积极的成果，公司自主研发的多个护肤品配方技术及产品外观设计，累计申报获得授权发明专利 22 项，实用新型专利 31 项，外观设计专利 27 项。公司应用核心技术实现的销售收入占公司主营业务收入的比重持续高于 95%，树立了行业标杆。

图 39：公司 21 年研发人员数量翻倍



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 40：公司牵头设立云南特色植物提取实验室



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

同时，公司的研发特色在于，立足于云南植物王国的地域优势，采用独特萃取科技，对云南植物成分进行筛选，提取分离出高原特色植物的有效部位，建立质量标准，进行产业化并应用于自身核心产品中。而在去年底公司获云南省委、省政府以及云南省科技厅联合授予牵头建立“云南特色植物提取实验室”，该实验室将以产业化为导向，聚焦基于云南特色植物的功效性化妆品、功能性食品以及药品研发。首期研发团队规模预计达 100 人，公司未来将采用“柔性+双聘”的机制

引进国内外高层次科研人才,5年后实验室研发团队规模预计达300人。通过5-10年建设,围绕研究及产业化方向,加速突破一批产业关键核心技术,为公司丰富新的产品管线,并培育公司新的规模化增长点。

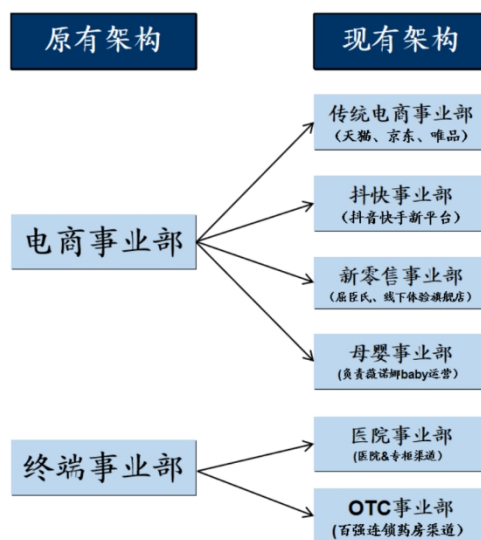
线上布局：全平台布局开拓增量，精细化运营提升效率

公司近年来的快速发展离不开渠道端的大力拓展布局,而随着公司的快速扩张,也为了适应目前更为复杂的渠道流量环境,公司在依托已有运营经验优势的基础上,积极调整并细化了组织架构,以保障企业更好地适应流量去中心化的趋势,通过更为精细化的渠道运营,保障企业长期持续发展。

如下图所示,公司将原有的线上、线下两个事业部拆成6个事业部,从而将资源更有效地在新的细分领域做专项投入。其中原有电商事业部1拆4—分成传统电商部(天猫、唯品会、京东)、抖快事业部、新零售事业部(屈臣氏等专业CS渠道、线下体验店、品牌旗舰店)、薇诺娜baby事业部。终端事业部1拆2—医院事业部(医院和专柜渠道)、OTC事业部(独立运营OTC渠道)。

从而保证原有优势渠道如天猫为主的传统电商平台稳健发展的同时,更加积极地发力新渠道如抖音、快手等兴趣电商以及私域等新零售业态,以此实现更为精准的用户服务和拉新获客。

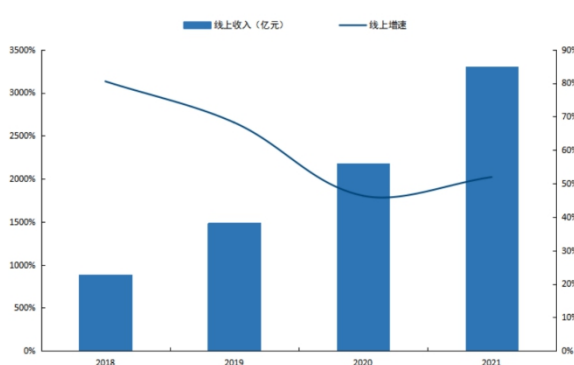
图41：公司组织架构的调整适应新的渠道及业务变化



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

整体来看,电商渠道是公司近年来增长的主要驱动力。最近两年线上占比已超过80%。虽然基数逐步走高,但公司去年线上渠道依旧取得了51.94%增长的亮眼成绩,且远高于行业平均水平。而在未来,公司有望继续通过扎实的平台运营能力,保障传统电商平台稳步增长,并积极发力新兴平台,同时将灵活应对线上变革趋势,通过精细化和多元化的投放布局,实现品牌的广泛拉新获客。

图 42: 公司线上增速表现



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 43: 美妆企业当前线上的全链路运营要求较高

效果内容策略	核心指标	关键举措
step-1 停留 宣告关联, 留驻 观看	吸引力 ATTRACT	流失率
step-2 相信 破除戒备, 铺垫 信赖	信任力 TRUST	点赞率 新增关注数
step-3 动心 承诺利益, 激发 欲望	诱惑力 TEMPT	点击数 评论分享数
step-4 尝试 明示路径, 引导 转化	行动力 ACT	点击数

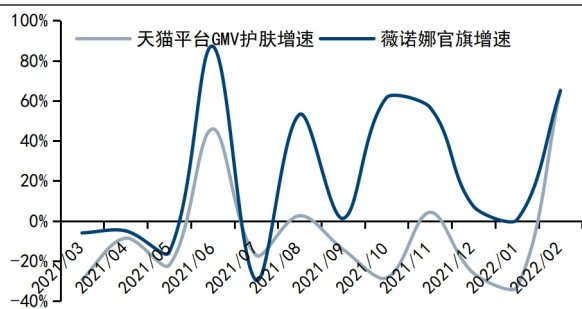
资料来源: 聚美丽、国信证券经济研究所整理

➤ 销售层面: 传统电商稳定基本盘, 新兴平台积极突围

首先, 天猫等传统电商平台作为公司线上基本盘, 未来仍将是实现高增长的基础。公司前期的线上快速爆发, 离不开以天猫为主的阿里系渠道布局, 公司 2013 年成立天猫旗舰店, 通过自建团队领先行业积极布局, 乘着天猫美妆爆发的红利取得了跨越式增长, 过去五年天猫平台复合增速近 70%。去年公司阿里系渠道仍实现增长 45.56%, 占公司主营收入的 45.36%。且在平台上已积累较高的品牌影响力, 连续四年位列天猫美妆双十一排行榜前十品牌。此外, 在京东以及唯品会平台中, 公司也表现优异, 京东平台上薇诺娜年度品牌增速超过 30%。

虽然近年来看, 行业的去中心化下原有天猫平台的流量有所分流, 同时公司自身在该渠道的收入基数也日益增高。但凭借着公司品牌这几年在平台中所积累的品牌影响力, 以及团队成熟丰富的运营经验, 公司依旧有望实现好于平台整体的增长水平, 从而保障整体高速成长的稳定性。

图 44: 公司天猫渠道表现好于大盘



资料来源: 第三方淘数据, 国信证券经济研究所整理

图 45: 过去四年天猫双 11 美妆类目排名

排名	2018	2019	2020	2021
1	兰蔻	欧莱雅	雅诗兰黛	雅诗兰黛
2	OLAY	兰蔻	欧莱雅	欧莱雅
3	欧莱雅	雅诗兰黛	兰蔻	兰蔻
4	雅诗兰黛	OLAY	后	后
5	SK-II	SK-II	OLAY	资生堂
6	百雀羚	自然堂	SK-II	薇诺娜
7	自然堂	百雀羚	雪花秀	OLAY
8	HFP	后	资生堂	SK-II
9	薇诺娜	完美日记	薇诺娜	海蓝之谜
10	悦风诗吟	薇诺娜	海蓝之谜	赫莲娜

资料来源: 天猫, 国信证券经济研究所整理

其次, 抖音快手等兴趣电商渠道, 有望为公司收销售增长带来增量贡献

抖音及快手等直播电商渠道作为近年来的新兴渠道, 去年开始公司也在积极试水布局, 并取得了亮眼成绩。21 年双 11 期间公司薇诺娜品牌拿下抖音美妆自播 TOP1, 快手美妆 TOP6 的成绩。

而与多数品牌不同的是, 公司在布局抖音时主要是以自播核心, 达人播为辅, 主要基于保持稳健盈利水平以及产品的价格体系维护角度考虑, 实现增收的同时保

障增利，从而更有利于品牌的长期健康发展。

图 46：公司抖音渠道的冷启动策略



资料来源：《2021 抖音电商生态白皮书》，国信证券经济研究所整理

图 47：2021 年抖音电商美妆 TOP5 店铺



资料来源：飞瓜数据，国信证券经济研究所整理

➤ 营销层面：阶梯式布局，精细化投放，确保实现稳健投产效率

美妆线上化发展至今，线上已经不仅仅是销售渠道，同时也是非常重要营销推广通道。过去几年，公司通过精细化的运营模式已经建立起了完善的阶梯式的新媒体营销布局矩阵。每个类型的推广方式都有其明确的职责功能，并且公司会根据渠道 ROI 等效率指标变化及时的作出调整，从而保证公司在线上行业整体流量成本费用上升的背景下，继续保障收入快速成长的同时，也实现了盈利能力的稳定。

图 48：贝泰妮的投放矩阵



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 49：公司以专家+明星的方式保证传播的深度及广度



资料来源：薇诺娜官方公众号，国信证券经济研究所整理

➤ 国际化出海布局正当时，为企业远期发展作出准备

此外，公司也在积极通过跨境电商等方式进行出海发展。目前公司主要在东南亚地区随当地电商产业的快速发展，通过天猫淘宝海外、Lazada、亚马逊等电商平台的布局，并依托自身本就较为成熟线上运营经验，实现了一定突破。根据 Lazada 官方数据显示，在平台去年的 9.9 大促当天，主打舒敏保湿的国货品牌薇诺娜订单量较日均提升 4000%。

近两年，国货美妆出海提速。据海关总署数据，2020 年国货美妆出海爆发，美容化妆品及护肤品累计出口数量 99.90 万吨，同比增长 375.46%，出口金额 42.44 亿美元，同比增长 52.97%；21 年虽然受到运费提升等不利因素，但 1-10 月出口

金额同比仍+12.20%。2020 年国货美妆借助中国风、高性价比加速出海，天猫淘宝海外 2020 年双 11 国货美妆出海增长超 10 倍。

istara 平台数据显示, 2020 年东南亚美容和化妆品市场的收入达 254.49 亿美元, 东南亚也被列入全球化妆品行业重点开发的“未来市场”、而美白祛痘, 保湿控油、防晒以及抗敏修护既是东南亚市场快速提升的美妆需求, 也是公司产品的优势项目, 未来公司凭借优质的产品力以及成熟线上运营能力, 有望继续开拓海外市场, 为打开远期主品牌业务天花板做进一步准备。

线下专业渠道：积极开拓专业连锁渠道，新零售推进正当时

如前文所述, 公司线下渠道是品牌立足的根本, 虽然近年来随着电商的快速增长, 占比不断下降, 但仍能为公司贡献持续的业务增量。公司 21 年线下收入同比 +57.76% 至 7.08 亿元, 占主营收入 17.66%。一方面受 20 年疫情低基数影响, 另一方面也与加大了连锁渠道拓展有关。从贝泰妮的线下渠道运营来看, 线下渠道虽然已经不是公司主要的销售来源, 但是公司打下品牌力的根基。而且随着当前线下渠道格局的变化, 未来公司的线下渠道也将实现一定的增量开拓。

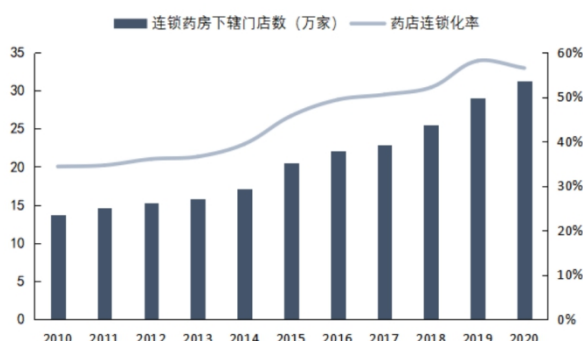
➤ 线下增量主力仍将是百强连锁药房为主的 OTC 渠道

未来在公司持续开拓与跨区域的药房连锁机构的合作下, 公司 OTC 药房业务预计仍有较大发展空间。从连锁药房企业角度来看, 药店行业自身连锁化率也在不断提升, 根据国家药监局数据显示, 21 年全国药店总数突破 55 万, 连锁率超 56.50%, 一定程度上有利于品牌方通过绑定大型连锁企业实现稳步发展;

同时, 从药店自身的需求看, 也在积极寻求经营品类的多元化, 商品组合逐步向非处方药和非药品商品进行延伸, 主要基于集采降价冲击部分药品毛利考虑和顺应目前居民向“以健康管理为中心”转移的消费趋势, 推出了更多保健食品、日化品及功能性护肤品等。

从公司的布局情况来看, 预计至 21 年底, 公司覆盖连锁渠道约 2 万个网点, 已经成为 OTC 药房渠道中的功效护肤第一品牌。但从区域上来看, 公司目前主要的合作药房更多集中于中部及西南部为主, 去年开始公司也在积极和华南及华北等地区的连锁药房开展合作, 未来有望逐步填补空白省份, 实现每个省都有当地强势连锁合作的布局。

图 50: 公司连锁药房门店数量变化



资料来源：国家药监局，国信证券经济研究所整理

图 51: 公司目前合作的主要连锁药房企业及覆盖区域

连锁药房企业	核心区域
健之佳	云南、重庆、四川等
一心堂	云南、贵州、广西等
老百姓	湖南、湖北、陕西等
漱玉平民	山东等
大参林	河南、广东等

资料来源：各公司官网，国信证券经济研究所整理

➤ 积极开拓新专业化渠道，如屈臣氏以及直营百货

屈臣氏及直营百货渠道的客户画像与公司品牌目标人群较为匹配，同时中高端的店铺形象，以及良好的渠道管控水平，也有利于公司把控并体现公司的专业化特征并提升高端化的品牌形象。

20 年开始公司积极开展与屈臣氏渠道的合作，2021 年屈臣氏中国市场全年营收为 227.7 亿港元（约合人民币 185 亿元），同比增长 14%，创下近五年最大增幅。截至 2021 年底，屈臣氏在中国超过 500 个城市，拥有超过 4179 家门店。在开启合作后，公司一方面实现了覆盖门店数量的快速提升，公司凭借着优异的品牌形象及客户认可度，快速实现了渠道的充分覆盖，截至 21 年末公司已经入驻屈臣氏门店约 4000 家左右。另一方面也实现了差异化品牌形象提升，公司与屈臣氏推出了渠道专属合作产品吸引客流，而屈臣氏门店中薇诺娜也往往占据较为核心的柜位，有助为品牌带来高质量客流并强化品牌认知度。

图 52：薇诺娜与屈臣氏的专属合作款产品



资料来源：屈臣氏公众号，国信证券经济研究所整理

图 53：薇诺娜线下专柜



资料来源：银泰百货公众号，国信证券经济研究所整理

此外，公司去年也积极进驻直营百货和体验店，以及机场店等。公司的体验店以及线下专柜还设有专属服务区，可通过专业的肌肤检测仪给顾客做皮肤分析，帮助顾客了解肌肤状态选择更合适自己的护肤品，通过更为专业服务提升消费者的用户体验，一方面有助于公司开辟新的线下渠道增量，另一方面也有助于建立和提升消费者粘性。

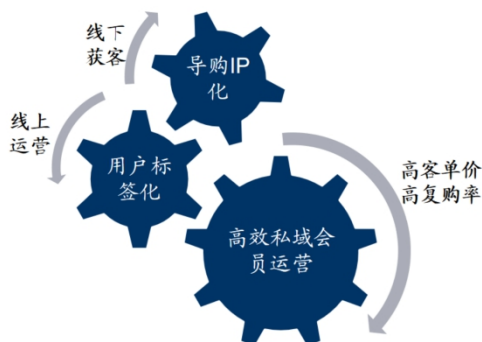
私域运营：运用 O2O 经验进行存量需求挖掘，高效推进私域建设

公司经营的一大亮点在于私域的运营，这是公司 O2O 运营能力的体现，公司的私域运营分为两步：1) 线下精准获客：公司通过派驻在终端销售网点的 BA（促销人员）引导顾客以扫码等方式关注公司在微信平台自主搭建的“薇诺娜专柜服务平台”，从而实现将线下流量引流到该线上自营店铺；2) 线上高效留存：通过建立微信群进行会员维护，通过定期或不定期推送文章或产品信息等方式，进行老客户的留存及复购。

我们认为，公司私域的建设核心在于线下导购的 IP 化和线上用户的标签化：一方面，公司通过线下专柜的导购 IP 化成为私域流量重要入口，公司一线导购员工大多为专业皮肤顾问，不仅会卖产品，还能用专业的皮肤学知识服务顾客；另一方面，公司总部会将取得的会员进行深入的分析，建立用户标签分类消费偏好，并提供给前端员工通过微信等方式进一步对客户的个性化需求进行服务，有效提升用户的粘性，并通过满足用户的不同需求，实现产品的有效推广。实现渠道用

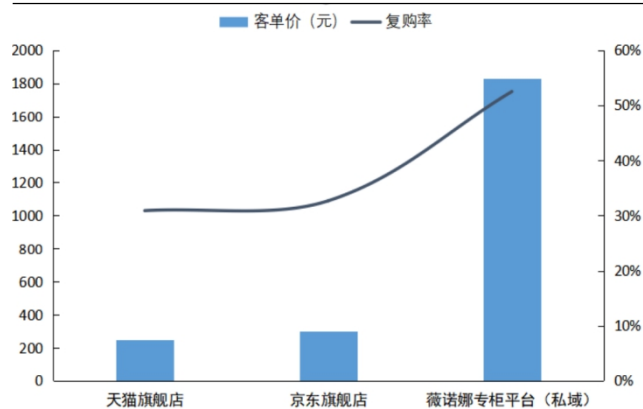
户客单价以及复购率显著提升，目前公司私域渠道用户客单价近 2000 元，复购率超过 50%，远高于公司其他渠道的对应数据。

图 54：薇诺娜品牌私域运营情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 55：公司不同平台经营数据对比



资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

如我们前文行业分析布局所述，随着行业整体渗透率的不断提升，流量红利效应逐渐减弱，主流获客渠道的商家竞争日趋激烈，获客边际效益有所下滑。因此未来，预计公司将继续加强私域的建设将渠道“流量”真正转变为品牌“留量”：

1) 增量私域流量导入：如前文所述，公司的私域会员前期主要依靠线下院边药房专柜的 BA（导购）导入，并通过 BA 的个性化服务实现复购用户的激活。但整体来看，单个 BA 承接的用户数量存在上限，因此，公司未来预计将继续开辟配备 BA 的社区及院边店专柜，从而实现新的私域流量引流。

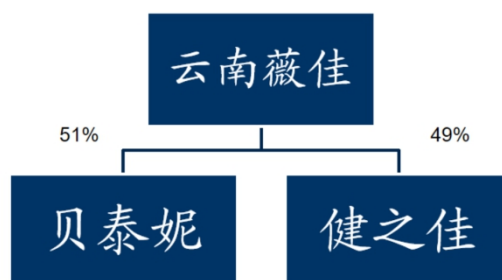
此外，公司未来也将依托大数据及人工智能的手段，积极发力线上诊疗的服务，实现新的客流导入和服务升级。公司目前已上线“述美”APP，该业务主要基于公司深耕皮肤学市场多年积累下的用户皮肤问题大数据，结合深厚的皮肤专家资源，打造全新在线皮肤咨询顾问，构建完整解决皮肤问题方案。从而有望以轻资产的方式实现更好的用户体验服务，并为公司私域带来更多的高价值客流。

图 56：公司“述美”APP 提供服务内容



资料来源：公司 APP，国信证券经济研究所整理

图 57：公司与健之佳设立云南薇佳公司开展深度合作



资料来源：天眼查，国信证券经济研究所整理

2) 在合作药房渠道中，公司也在积极探索与头部连锁药店企业在用户需求再挖掘上实现合作共赢的新路径：去年公司与云南本地龙头连锁药房公司健之佳合作成立了云南薇佳生物科技有限公司，经营业务包括化妆品、医疗器械产品销售等，据天眼查数据，云南薇佳由贝泰妮持股 51%，健之佳持股 49%。我们认为本次的合

作主要基于双方之间的资源优势互补，头部连锁药房企业具有较高质量的客户流量资源，如健之佳拥有会员人数超过 1100 万，但较为传统的业务模式缺乏对用户消费数据进行更进一步处理、沉淀和变现的手段；而贝泰妮公司具备丰富的用户数据处理、精准化、标签化的经验和能力，以及后续进行复购变现的线上途径。两者的优势互补将有助于实现对线下存量高质量客户资源的再开发，对于公司而言，有望实现低成本的精准客户引流，贡献销售增量，并加强提升品牌粘性。

主品牌收入空间测算：赛道红利叠加龙头优势，百亿空间可期

首先，从赛道成长性维度来看，公司所处的皮肤学级护肤品市场规模 2021 年为 250.60 亿元，2016 年至 2021 年皮肤学级护肤品市场的年均复合增长率约 32.50%，一直保持着相对整体美妆个护市场增速的 2.5 倍水平，未来皮肤学级护肤品在功效性护肤受益消费升级和消费者消费理念强化下的渗透率加速提升，以及对应新渠道和新营销红利的不断释放，仍处于爆发式增长的初期，未来有较大且较确定的增长空间。因此，我们认为公司所处的皮肤学级护肤品市场仍可维持过往高于美妆个护整体行业的增速水平，未来四年仍有望保持 20%左右的复合增长水平。

其次，从赛道格局来看，公司在皮肤学级护肤品领域的品牌市占率 2021 年超过 23%，排名第一，且超过第二名和第三名的总和，展现了不断强化的消费者认知和品牌影响力。且随着公司登陆资本市场在资金与品牌背书下有望进一步提升其市占率水平。同时，从海外成熟市场来看，功效性护肤品牌市场的头部企业通常都有 30%左右的市占率水平（详细分析见我们前期行业分析报告）因此我们认为未来五年公司有望进一步将其市占率提升至 30%左右。

如下图所示，在上述假设下，我们预计公司在 2025 年有望实现终端零售规模 131-172 亿元，中值 150 亿元左右规模，我们假设 80%的终端折扣率测算，预计公司主品牌收入端在 120 亿元左右。

表2：公司主品牌 25 年终端零售规模测算分析

公司 25 年行业市占率	功效护肤行业 22-25 年复合增速				
	16%	18%	20%	22%	24%
25%	113.44	121.46	129.91	138.79	148.12
27%	122.51	131.18	140.30	149.89	159.97
29%	131.59	140.90	150.70	161.00	171.82
31%	140.66	150.62	161.09	172.10	183.67
33%	149.74	160.33	171.48	183.20	195.52

资料来源：欧睿咨询、国信证券经济研究所测算

多品牌布局：主业方法论赋能，内生外延拓展

公司目前已经储备了多个不同定位的子品牌，包括儿童护肤品牌“薇诺娜宝贝”、医美术后修复品牌“Beauty Answers”、痘痘肌肤护理品牌“痘痘康”、干燥性皮肤护理品牌“资润”，以及即将推出的高端抗衰品牌“AoxMed”等。其中“薇诺娜宝贝”经过较长时间的产品储备与线下专业渠道铺垫后，有望逐步进入快速成长期。此外公司计划孵化抗衰新品牌“AoxMed”预计为公司 2022 年重点培育项目，品牌定位高端抗衰，采用内部股权孵化形式，有望为公司贡献新增长极。未来依托集团公司的研发、资源优势，公司子品牌有望复制薇诺娜成功之路，与主品牌形成协同互补、共同发展的品牌矩阵。

图 58：公司现有品牌矩阵



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图 59：公司布局多品牌的三大方式

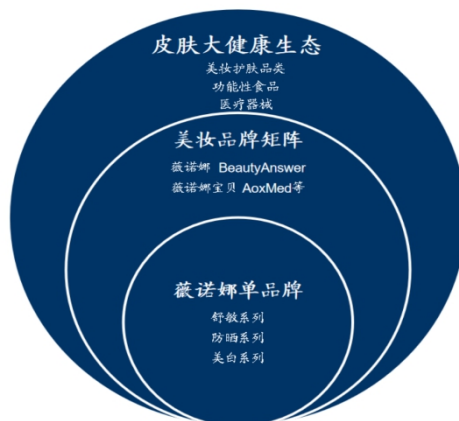


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

从公司布局方式来看，主要将通过内生外延并进的方式推进多品牌布局，一方面鼓励内部团队创业的形式进行新项目开拓，另一方面也积极寻找合适的外部成熟项目，通过直接并购或是体外基金孵化方式进行布局。

而从长期来看，除了美妆赛道外，公司也将积极在皮肤大健康的范畴内，进行业务探索布局，包括帮助皮肤保养内服调理的功效食品等，从而真正完善公司在皮肤大健康生态圈的搭建。

图 60：公司将逐步向外延伸打造皮肤健康生态

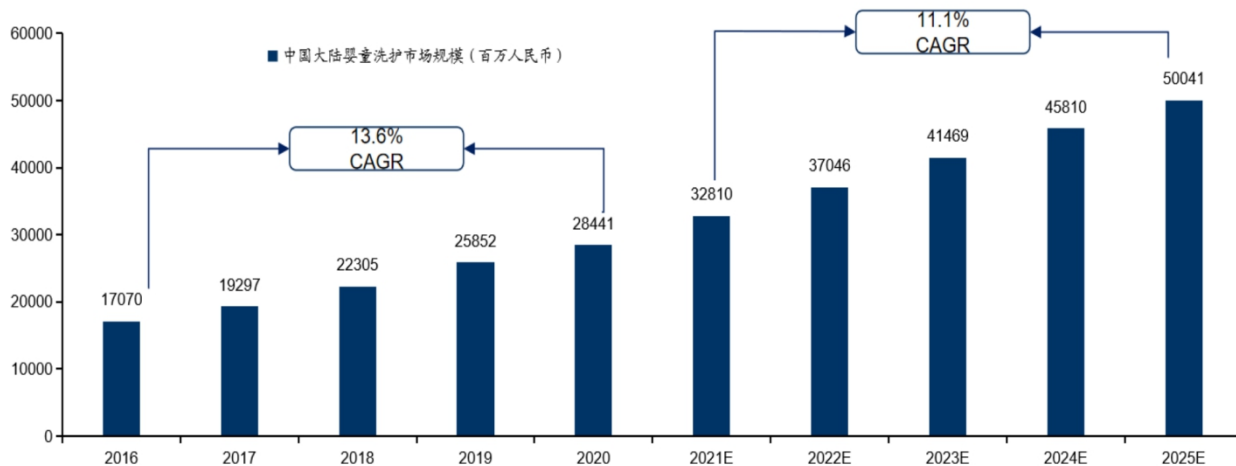


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

母婴品牌有望逐步为公司业绩端带来增量

受益于母婴电商发展、品类创新升级，我国婴童洗护市场规模稳健增长。据欧睿数据显示，2020 年我国母婴洗护品市场规模达 284.4 亿元，同比增长 10.0%，2016-2020 年 CAGR 为 13.61%，包括婴童和孕产妇护发、护肤、防晒、洗漱用品；由于近年来家长对母婴洗护品安全性、功能性等方面的要求不断增强，母婴洗护品的产品种类不断丰富，市场持续吸引新品牌入局；同时受益于线上渠道爆发带来的增量需求，以及消费力持续升级下客单价的提升，婴童洗护品市场规模有望持续扩大，预计 2021 年市场规模为 328.1 亿元，2025 年有望达到 500.41 亿元，2021E-2025E CAGR 约 11.1%。

图 61：国内母婴洗护市场规模



资料来源：欧睿咨询，国信证券经济研究所整理

我国母婴洗护市场中海外、本土品牌共存，整体市场竞争仍较为激烈。受新兴母婴洗护品牌加速入局的影响，近几年我国母婴洗护市场市占率整体趋向分散化，2020CR10 市场集中度为 30.1%，相较于 2011 年的 59.2%下降较为明显，但相对于护肤品市场整体的集中度仍处于相对较高水平。从发达国家市场集中度数据来看，除日本外，韩、英、美市场集中度在历史上均有一段时期出现不同程度的下降，但在之后逐步企稳回升，此外发达国家市场集中度整体仍高于我国，2020 年日韩英美 CR10 分别为 68.7%/ 55.3%/ 68.3%/ 46.9%。

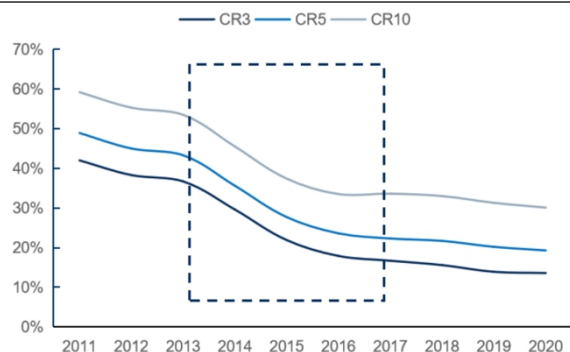
我们认为，目前我国母婴洗护市场起步较晚，目前尚处于发展前期，市场集中度下降趋势为短期，长期随着头部品牌建立更为深厚的研发壁垒和消费者心智，优势壁垒仍将逐步扩大，未来随着更多的优秀本土品牌通过产品、渠道、营销等层面积极布局发展，有望诞生出头部国产母婴洗护龙头。

图 62：母婴洗护由于适用人群特殊性产品需求层次更高

适用人群	肌肤需求	产品需求
婴幼儿 (0-3岁)	婴幼儿的皮肤更脆弱，角质层比成人薄30%，汗腺比较密集，容易流失水分，更易干燥。需注重保湿；婴幼儿皮肤对紫外线更敏感，需采取防晒措施及避免紫外线的伤害。	- 抗过敏的面部及身体保湿产品 - 专为宝宝娇嫩肌肤打造的婴幼儿防晒 - 细化婴幼儿局部护理产品
儿童 (3岁及以上)	- 儿童肌肤逐年成熟，至六岁左右，儿童的皮肤结构完全成熟 - 学龄期儿童可增强护肤习惯，养成日常护肤程序，为健康的皮肤打下良好基础	- 日常护肤产品，如洗面奶和保湿面霜 - 可抗室外紫外线的防晒 - 针对个别问题肌肤的护理产品，如皮肤红肿、皮肤干裂
孕妇	- 怀孕后，孕妇可能会出现肌肤敏感、面部干燥、色素沉着、黄褐斑、妊娠纹等问题 - 护肤品可能会让宝宝产生刺激，安全性要求较高	- 纯天然、刺激性小、足够安全的日常护肤产品 - 功效更基础，成分更简单的产品

资料来源：青眼、国信证券经济研究所整理

图 63：我国母婴洗护市场历年市场集中度数据



资料来源：欧睿咨询，国信证券经济研究所整理

从贝泰妮的情况来看，公司在成功塑造“薇诺娜”品牌的基础上，衍生布局了“Winona Baby”品牌，目前已设立单独的事业部进行运营。品牌定位于专业婴幼儿肌肤功效性护理，已推出了包含 0-2 岁产品线及 2-12 岁产品线。品牌前期主要在医院和月子会所等专业渠道积累口碑，今年随着产品线的不断丰富拓展，品牌有望在公域全网进行上新推广，有望年内实现过亿的销售规模，逐步对公司实现实质性的业绩贡献。

具体来看薇诺娜 baby 竞争优势包括：

1) 受认可的药效型产品，获医生推荐：薇诺娜 baby 专注婴幼儿肌肤功效性护理，目前主要产品有舒润滋养霜、沐浴泡、身体乳、按摩油等，主打功效针对宝宝湿疹、干燥，帮助增强肌肤屏障功能，调节宝贝皮肤微生态。公司当前主要产品在此前通过临床表现认可，且在用户群中已经形成了一定的良好口碑。在渠道布局上，薇诺娜 baby 产品前期通过高端月子中心等专业渠道进行销售，通过专业化的品牌形象建立了口碑传播的基础。

2) 沿用主品牌渠道优势，发挥协同效应：公司在自营渠道模式成熟，电商渠道覆盖广泛，包括天猫、京东、唯品会等，互联网电商营销经验丰富；在线下分销渠道中，公司专业化渠道运营能力成熟，在公司提供的人员配置及促销方案的支持需求方面具备完善的配套机制。薇诺娜 baby 借助主品牌号召力，在渠道方面沿用主品牌成熟模式，有望发挥协同效应。

图 64：目前薇诺娜宝贝已积累了消费者口碑



资料来源：小红书 APP，国信证券经济研究所整理

图 65：21 年双十一薇诺娜宝贝天猫母婴护肤类目 TOP9



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

3) 薇诺娜 baby 客群与主品牌用户较为匹配, 具备优质用户资产导流效应, 配合私域流量灵活运用迅速锁定目标消费者。主品牌用户画像以一二线年轻女性客群为主, 消费习惯良好且消费能力强, 注重产品品质, 薇诺娜主品牌已通过口碑建立品牌效应, 而薇诺娜 baby 客群同样主要为一二线城市具备一定消费能力的年轻妈妈, 二者客群高度重合, 因此主品牌也将为 baby 系列提供坚实的引流基础。

抗衰老品牌 AOXMED 有望贡献中长期成长新动力

近年来我国抗衰老产品市场稳健增长。90 后人群逐步成为我国抗衰老产品市场的主力军, 抗衰老意识的增强催生抗衰老护肤品需求的扩张。据欧睿数据 2020 年我国抗衰老美妆市场规模达 685.16 亿元, 同比增长 19.1%, 2016-2020 年 CAGR 为 17.8%, 预计 2021 年达 833.15 亿元。目前国内抗衰老产品品类不断丰富, 全面全身抗衰老成为趋势, 消费者也在不断扩容, 推动抗衰老产品需求在持续提升。

从竞争格局来看, 国内抗衰老市场基本被国际品牌所统治。一方面, 抗衰老品牌多数定位高端, 对于品牌形象要求较高, 另一方面, 抗衰老品牌对于产品研发技术要求也相对较高, 此前外资品牌在这两方面确实占据一定优势。但是随着年轻一代消费者对国产品牌的认可度提升, 以及国产品牌自身产品力的崛起, 未来国货品牌中诞生出头部的高端品牌的条件也已经逐步具备。

图 66: 中国抗衰老护肤品市场规模



资料来源: 欧睿咨询, 国信证券经济研究所整理

图 67: 中国抗衰老护肤品市场目前以外资品牌为主导



资料来源: 微热点 WRD, 国信证券经济研究所整理

目前来看, 我们认为当前新品牌要在这样一个竞争压力相对更大的市场获得成功, 需要满足两个层面的前提条件: 一是拥有受到客户认可的强功效产品, 主要考虑到高端产品一般价格带相对较高, 客户对于产品有效性的期待值也会更高; 二是渠道端能够先期通过进入专业渠道积累品牌口碑, 主要考虑目前的竞争环境下, 直接进入 C 端与国际大牌同台竞争, 前期投入成本以及试错成本均较高。

从近年来势头迅猛的成熟品牌“修丽可”案例来看, 这两点也均是成功要点:

作为欧莱雅旗下的品牌, 2016 年修丽可进入中国市场, 现已连续多年加速增长, 成为欧莱雅集团中的黑马品牌。其成功主要依托于两点:

1) **产品端:** 专利加持, 打造成分先河。修丽可植根于抗氧化, 上世纪 80 年代末, 创始人 Sheldon Pinnell 教授发现了世界第一个稳定的水剂左旋 VC 配方, 后续发展为杜克抗氧化剂专利。先后推出抗皱、淡斑、抗氧化、舒敏等多种功效性护肤产品, 奠定了品牌在抗氧化和抗衰老领域的地位, 也建立了品牌在消费者中的高认知度。

图 68: 修丽可产品研发历程



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图 69: 修丽可与国内医美院线合作



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

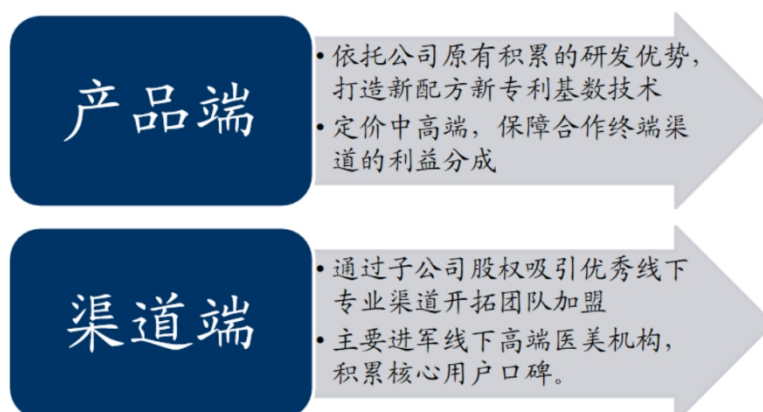
2) 渠道端：在美国修丽可采取医疗诊所专业渠道销售策略，而在中国市场修丽可采取“0+0+0”全渠道策略，实现专业诊所+电商+线下精品店铺的全覆盖。初期修丽可在中国主要与近千家专业诊所、美容 SPA 网点合作，根据公开报道，2018 年品牌在中国一半以上收入由线下专业诊所渠道贡献。而通过专业渠道积累了足够的用户口碑，公司近年来积极发力线上，取得了爆发式增长，目前其天猫旗舰店粉丝数量已达 520 万人。

从贝泰妮公司的角度来看，公司将从产品及渠道两端赋能发力确保新品牌成功率公司即将推出的新品牌 AOXMED 主要定位高端抗衰护肤，整体打造思路上主要借鉴主品牌的成功经验，通过子公司合伙人制进行孵化，将成为公司今年打造重点。

1) 首先在产品端：依托公司原有的研发优势，从皮肤生理学病理学、活性原料萃取、透皮吸收等方面作出深入研究，开发独特的专利配方技术，从打造出真正有效且具备差异化亮点的高科技产品。

2) 其次在渠道端：在医美及美容院线等封闭的专业渠道先行布局，积累足够的产品口碑，然后在时机成熟之时再进入电商等公域渠道，将品牌销售进行放大。

图 70: 公司新品牌 AOXMED 的布局思路



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

整个布局过程中，公司原有业务优势能给予的赋能点主要在于产品的研发，以及未来进入公域布局后的电商运营能力，而原有业务的短板则在于高端医美渠道的

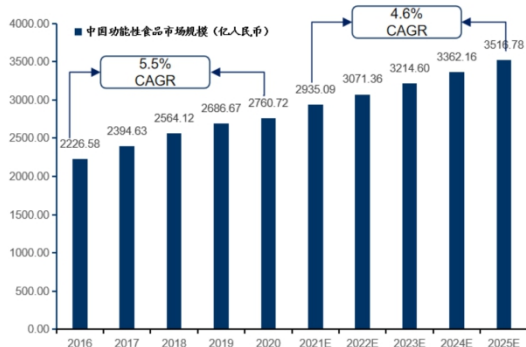
运营能力，这一渠道是公司此前未曾涉及的。未来预计公司主要将从两个方面解决：首先，预计公司将通过股权合作的方式，吸引市场上的具备高端医美院线渠道资源的优秀团队加盟，确保前期线下网点铺设的顺利推进。其次，公司去年也推出了“薇伊美”平台，主要为线下机构提供专业培训、机构运营、会员管理、产品系统等支持与赋能。能够更有效的绑定专业机构，助力公司品牌的销售推广。

功能性食品，打开远期生态圈布局想象空间

据欧睿数据，2020 年我国功能性食品市场规模达 2760.72 亿元，同比增长 2.8%。未来人口老龄化下，中国消费者对养生、保健的需求不断提升，市场规模具备持续稳定扩张的趋势，预计 2025 年达到 3516.78 亿元。

皮肤护理既需要外敷也需要内理，从国际知名护肤及保健品牌 FANCL 的案例来看，其最早在 1982 年，针对消费者使用化妆品中出现的敏感问题，通过无添加的小包装护肤产品，迅速赢得市场口碑。而在 1994 年公司基于护肤品业务积累的品牌口碑，根据消费者需求的变化，推出营养补充剂产品，顺利切入功能性食品赛道，目前已经建立了化妆品和营养补充剂两大产品线。

图 71：中国功能性食品销售规模增速



资料来源：欧睿数据，国信证券经济研究所整理

图 72：公司设立的云南特色植物实验室两大产业方向



资料来源：新华网，国信证券经济研究所整理

而目前随着国内消费者消费理念的培养，以及国内相关政策的放支持，公司布局功能性食品业务时机越发成熟。且从公司经营层面来看，功能性食品在产品需求端能够与公司的护肤业务形成很好的产品协同互补，作为套餐式的组合向市场进行推广，从而帮助公司真正完善皮肤大健康生态圈建设。

具体来看，预计公司在功能性食品上的布局将从产品研发作为原点驱动：一方面，侧重于公司擅长的云南中草药植物提取技术的应用，从而确立公司产品的差异化独特性。如前文介绍，公司牵头设立的云南特色植物提取实验室中，功能性食品是其三大重点研究方向之一；另一方面，基于原有的“医学”基因，公司拥有着较为稳定的研发体系和临床资源，确保公司产品有效性和专业背书，能够得到消费者的高认可度。

盈利预测

假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件：

按假设前提，我们预计公司 22-24 年实现归母净利润为 11.9/16.1/21.8 亿元，分别同比增长 38.0%/35.4%/35.2%；对应 EPS 2.81/3.80/5.14 元/股。

我们分渠道对公司主品牌营收进行分拆预测，按照销售方式来划分，公司渠道可以划分为两大类：线上渠道和线下渠道，其中线上渠道可进一步细分为线上直营，线上分销及经销，而由于线上直营渠道占比较高，我们再进行进一步分拆为天猫、微信以及其他平台；线下渠道我们也进一步细分为线下直营和线下分销及代销。

核心假设

1、行业保持快速增长：国内化妆品行业对比国际成熟市场，整体渗透率以及客单价消费水平未来仍有巨大的增长空间，而公司产品主要布局的皮肤学级护肤品市场又属于行业中增长最快的细分赛道。参考欧睿咨询数据，皮肤学级护肤品过去五年复合增速超过 30%，保持着相对整体美妆个护市场增速的 2.5 倍水平。

具体来看，参考欧睿咨询的数据预测，预计未来三年美护行业整体仍将保持双位数以上增长水平。而皮肤学级护肤品市场短期在当前国内居民疫情之后对于功效性护肤理念的不断重视，以及对新渠道和新营销红利的不断释放，正处在爆发式增长的初期，我们认为未来三年增速有望保持 20%以上的增长水平。

2、公司主品牌经营稳定，营收持续稳健高增：公司未来主业仍将以皮肤学级护肤品业务为主，而作为行业龙头，通过领先的渠道布局、新品研发，以及营销强化，有望不断夯实公司品牌在行业中的领先地位，提升市占率，从而取得高于市场平均水平的增长。具体来看：

- 线上直营：线上直营渠道虽然占比较高，但在公司品牌力提升，以及新电商发展催化下仍有望保持快速增长，其中 1) 天猫平台作为公司深耕平台将继续实现优势巩固，本身天猫平台在美妆领域聚合效应明显，其用户结构也与公司客群较为匹配，近年来品牌化过程中将给予公司为代表的头部品牌更大资源扶持；2) 微信平台作为公司未来重点布局的私域流量主要渠道，随着今年新增线下流量导入，有望实现加速增长；3) 抖音等平台自播渠道，本身渠道基数相对较低，同时符合当前流量变迁趋势，有望带动公司实现加速增长。
- 线上分销及代销：该渠道主要销售平台为唯品会、京东、天猫超市等需签订购销协议的 B2C 平台，预计随着唯品会以及京东近年内容化力度不断加强，平台在美妆等品类增长突出，同时公司也积极采用不同平台的差异化产品布局，有望维持稳定高增长。
- 线下分销渠道：公司线下分销渠道主要为依托商业公司和直供客户两种模式，分别对接药店以及诊所等专业渠道。整体来看，线下直供客户渠道将是公司增长的着力点，通过开辟新的连锁渠道合作商，公司有望实现增量成长；此外商业公司随着公司新增院边药房门店，实现稳健增长变现。

此外，各渠道毛利率则在公司线下客群精细运营和产品升级推动的客单价水平稳步提升下，预计保持相对稳定。

3、新品牌有望逐步贡献收入增量：薇诺娜宝贝在经过线下深耕，以及产品调整后，今年有望开启公域渠道的放量增长，从而实现过亿销售；而其他新品牌中，今年中旬推出的 AOXMED 品牌作为公司发展重点，将通过未来三年的线下高端医美院线

渠道网点铺设，为公司带来较为扎实的增量收入。

4、公司费用率：虽然短期公司在当前行业整体流量投放成本上升，以及自身预计在加大新品牌培育的情况下，销售费用率在短期将有所抬升，但长期随著公司业务扩张带来的规模效益逐渐体现，以及管理机制的改善，仍有望趋于稳定。

盈利预测结果

具体分拆数据如下表所示：

表3：公司业务分拆情况

	2021	2022E	2023E	2024E
营收合计（万元）	402,240.34	565,189.82	764,961.52	1,013,114.94
YOY	52.5779%	40.51%	35.35%	32.44%
主品牌营收（万元）	400443.62	547189.82	721961.52	928114.94
主品牌线上渠道合计	329645.04	446711.75	585135.93	746319.36
YOY	51.79%	35.51%	30.99%	27.55%
线上自营	252913.96	349148.73	464034.87	602357.92
YOY	52.50%	38.05%	32.90%	29.81%
占比	62.88%	61.45%	59.72%	58.31%
一天猫	167311.18	218341.09	276203.67	339785.75
YOY	45.53%	30.50%	26.50%	23.02%
一微信	46786.86	69478.49	100743.82	144063.66
YOY	41.00%	48.50%	45.00%	43.00%
一其他（抖音等）	38815.91	61329.14	87087.38	118508.51
YOY	119.37%	58.00%	42.00%	36.08%
线上分销及代销	76731.08	97563.02	121101.06	143961.44
yoy	49.48%	27.15%	24.13%	18.88%
主品牌线下渠道合计	70,798.58	100,478.06	136,825.59	181,795.59
YOY	57.81%	41.92%	36.17%	32.87%
线下自营	162.69	211.50	232.65	248.93
YOY	-34.52%	30.00%	10.00%	7.00%
线下分销及代销	70635.89	97123.65	133418.60	178340.57
YOY	69.24%	37.50%	37.37%	33.67%
薇诺娜宝贝（万元）	-	12000.0	23000.0	40000.0
其他新品牌（AoxMed等）	-	6000.0	20000.0	45000.0
公司毛利率	75.97%	76.03%	76.20%	77.00%
销售费用率	41.79%	42.08%	42.15%	42.02%
管理及研发费用率	8.92%	8.26%	8.15%	7.92%
归母净利润（万元）	86292.29	119043.81	161150.80	217863.67
YOY	58.77%	37.95%	35.37%	35.19%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理预测

综合来看，预计公司 22-24 年营业收入分别为 56.52/76.50/101.31 亿元，分别同比增长 40.5%/35.4%/32.4%；实现归母净利润分别为 11.90/16.12/21.79 亿元，分别同比 38%/35.4%/35.2%；对应 EPS 2.81/3.80/5.14 元/股。

估值与投资建议

我们认为公司股票合理估值区间在 247.21 元/股-256.06 元/股，维持“买入”评级。

相对估值法：256.06 元/股

在可比公司的选择上，我们主要从三个方面进行考虑：

1) 首先，我们将选取美容护理板块中主业为化妆品的企业，T0 C 销售的化妆品行业属于充分竞争的居民日常消费领域，偏大众消费且行业成熟度高，与医疗美容行业等消费水平要求高，且处于发展早期仍存一定行业乱象的产业相比，较少存在当前市场所担心的政策监管风险和受经济下行压力影响；

2) 其次，我们将兼顾企业的行业地位以及基本面成长性，选取行业内市占率领先且在过去一年消费承压背景下，依旧具备较高成长性的龙头标的，我们在前文中已经强调，行业未来发展将进入加速分化阶段，企业间的经营差距也将逐步拉大，从去年的行情走势中可以看出，虽然板块整体回调明显，但具备强基本面成长性的龙头标的，如珀莱雅等，依旧维持着较高的估值水平。

因此 A 股公司中，我们将主要选取**珀莱雅**作为可比公司，其主营业务为护肤化妆品，与公司类似渠道上积极布局电商渠道，并在近年产品上积极开拓大单品的布局，推动业绩实现高速增长，公司前期公告今年 Q1 预计归母净利润增长 35%到 45%，与贝泰妮一样成为为数不多的在行业大环境承压背景下，仍能逆势保持加速增长的美妆头部品牌。

表 4: 可比公司财务数据对比

	603605.SH	300957.SZ
指标	珀莱雅	贝泰妮
20 年营业收入（亿元）	37.52	26.36
yoy	20.13%	35.64%
18-20 年复合增速	26.06%	45.79%
20 年归母净利润（亿元）	4.76	5.44
yoy	21.22%	31.94%
18-20 年复合增速	28.74%	44.44%
20 年毛利率（%）	63.55%	76.25%
20 年净利率（%）	12.04%	20.62%
20 年 ROE（%）	21.82%	56.57%
21 年营业收入（亿元）	-	40.22
yoy	-	52.57%
21 年归母净利润（亿元）	-	8.63
yoy	-	58.77%

资料来源：wind、各公司公告、国信证券经济研究所整理

3) 最后，如前文行业部分分析所述，当前本土美妆企业逐步崛起，消费者对于国货的认知和购买意愿亦不断提升，而贝泰妮作为国货代表，在功效护肤领域建立了较强壁垒，以超 20%的市占率排名第一，领先一众国际品牌。同时公司正积极推进多品牌战略，建设领先的美妆集团，在市场上正与国际美妆品牌开展竞争，未来发展也将进一步对标国际美妆品牌。故我们也考虑国际头部美妆企业的估值水平作为公司估值的参考，主要选取**欧莱雅、雅诗兰黛、资生堂及芳珂（FANCL）**。

综合考虑美容护理行业处于渗透率和消费水平快速提升阶段，已上市相关公司均有成熟可比的商业模式，未来仍有望持续分享美容护理行业成长红利，并作为龙头企业享有更高速增长，因此兼顾企业成长性考虑，我们采用 PEG 估值法。

表5：可比公司估值

	总市值（亿美元）	EPS			PE			PEG	GROWTH
公司简称	2022/4/13	21A/E	22E	23E	21A/E	22E	23E	22E	rate
珀莱雅（人民币）	58.14	2.94	3.67	4.54	62.65	50.26	40.63	2.30	21.83%
资生堂（日元）	196.36	106.24	126.38	190.57	57.99	47.99	31.83	1.13	42.32%
欧莱雅（欧元）	2,106.44	8.21	9.86	10.72	44.39	36.12	33.14	4.27	8.47%
雅诗兰黛（美元）	942.22	7.79	7.47	8.48	33.67	34.60	30.42	2.79	12.41%
芳珂（日元）	27.17	66.18	68.09	78.51	39.09	38.08	33.15	2.50	15.24%
平均					49.68	41.41	33.83	2.60	
贝泰妮（人民币）	120.179	2.04	2.81	3.81	88.79	64.36	47.52	1.84	35.07%

资料来源：Wind、Bloomberg、国信证券经济研究所整理 注：珀莱雅 2021 年为预测值，其余均为实际值

根据 Wind 及 Bloomberg 一致预测，参考上述可比公司 22 年平均 PEG，并综合考虑公司作为国货美妆龙头，拥有领先同行的成长性以及在细分领域的品牌市占率，拥有与国际品牌竞争的实质，我们给予公司 22 年 PEG2.6，对应 PE91.12 倍，对应股价 256.06 元/股。

绝对估值法：237.91 元/股-256.94 元/股

我们采用 FCFF 估值法对公司进行绝对估值，首先分别对公司的盈利预测和资本成本要素进行假设：

- 1、从行业层面看：如前文所述，国内美妆行业景气度仍处高位，且对比国际成熟市场，整体渗透率以及客单价消费水平未来仍有巨大的增长空间，而公司主要布局的功效护肤市场又属于其中增长最快的细分赛道，整体市场规模有望持续扩容。
- 2、从公司层面看：1）营收角度，公司作为行业龙头，通过领先的渠道布局，新品研发，以及营销强化，有望不断夯实公司品牌在行业中的领先地位，提升市占率，从而取得高于市场平均水平的增长。具体来看：主品牌方面，公司线上渠道在保障传统电商基本盘稳健的前提下，通过加大新兴平台的多元化布局，有望实现增量成长；线下专业连锁渠道有望通过加大与新的区域连锁商合作，拓展销售网点；新品牌方面，公司今年将通过内生外延积极加大多品牌布局，母婴品牌及抗衰品牌有望在今年为公司贡献收入增量，并为公司未来持续增长打下基础。
- 2）毛利率角度，长期来看随着公司品牌力提升，以及积极的产品结构升级优化带来的客单价稳固提升，整体毛利率仍将保持相对稳定；
- 3）费用率角度，虽然短期近两年预计公司在行业营销流量成本上升过程中销售费用将有所提升，但随着规模扩张带来的议价能力逐渐体现，以及管理机制的改善，长期公司管理和销售费用率仍有望呈现稳定趋势。

表6：公司盈利预测假设条件

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
营业收入增长率	56.69%	35.64%	52.57%	40.51%	35.35%	32.44%	28.00%	25.00%
营业成本/营业收入	19.78%	23.75%	23.99%	24.03%	23.97%	23.80%	23.00%	22.50%
管理费用/营业收入	6.91%	6.27%	5.96%	8.26%	8.15%	7.92%	7.50%	7.20%
销售费用/销售收入	43.39%	41.99%	41.79%	42.08%	42.15%	42.02%	41.60%	41.20%
营业税及附加/营业收入	1.80%	1.75%	1.30%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%
所得税税率	17.76%	16.07%	15.11%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%
股利分配比率	46.79%	19.19%	22.15%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%

资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所预测

资本成本要素假设方面：无杠杆beta系数采用SW美容护理板块过去100周的beta算术平均数0.95；无风险利率取10年期国债收益率2.85%；股票风险溢价取沪深300指数过去5年年化收益率与无风险利率之间的差值；债务成本采用5年以上人民币贷款基准利率4.90%，由此计算得出公司的WACC为8.06%。

表7：资本成本假设

无杠杆 Beta	0.95	T	15%
无风险利率	2.85	Ka	8.06%
股票风险溢价	5.50%	有杠杆 Beta	0.95
公司股价（港元）	175.76	Ke	8.06%
发行在外股数（百万）	424	E/(D+E)	100%
股票市值（E，百万）	74829	D/(D+E)	0%
债务总额（D，百万）	0	WACC	8.06%
Kd	4.90%	永续增长率（10年后）	3.0%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所假设

按以上分析，并采用FCFF估值法对公司进行绝对估值及对应敏感性分析，我们最终得出公司合理估值区间为237.91元/股-256.94元/股，中值为247.21元/股。

表8：绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析

		WACC 变化				
		7.1%	7.6%	8.06%	8.6%	9.1%
永续 增长 率变 化	4.0%	406.73	343.24	295.59	258.57	229.02
	3.5%	357.11	307.38	268.75	237.91	212.76
	3.0%	319.72	279.39	247.21	220.97	199.19
	2.5%	290.53	256.94	229.55	206.82	187.68
	2.0%	267.12	238.52	214.80	194.83	177.81

资料来源：Wind、国信证券经济研究所分析

投资建议：功效护肤龙头优势深化，加速进军皮肤健康生态

整体来看，公司多年深耕已建立了坚实的品牌壁垒，未来通过有效研发支持下的产品升级推新，以及渠道端的全平台加速拓展，有望继续夯实主品牌功效性护肤龙头地位；并在此基础上持续开拓多品牌多品类布局，实现长期稳定高增长。我们维持公司22-24年EPS预测为2.81元/3.80元/5.14元/股，综合考虑绝对及相对估值情况，我们给予公司合理区间为247.21元/股-256.06元/股，较当前股价具有37%-42%的上涨空间，维持“买入”评级。

风险提示

估值的风险

公司估值和盈利预测是基于一定的假设基础上的,可能对相关参数估计偏乐观,从而导致该估值偏高的风险;以及对收入增长预期偏乐观而导致盈利预测值高于实际值的风险。请谨慎使用!

我们采取了绝对估值和相对估值方法,多角度综合得出公司的合理估值在 247.21 元/股-256.06 元/股之间,但该估值是建立在相关假设前提基础上的,特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权平均资本成本(WACC)的计算、TV 的假定和可比公司的估值参数的选定,都融入了很多个人的判断,进而导致估值出现偏差的风险,具体来说:

- 1) 可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长率估计偏乐观,导致未来 10 年自由现金流计算值偏高,从而导致估值偏乐观的风险;
- 2) 加权平均资本成本(WACC)对公司绝对估值影响非常大,我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 2.85%、风险溢价 5.5%,可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值偏低,从而导致公司估值高估的风险;
- 3) 我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 3%,公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化,公司持续成长性实际很低或负增长,从而导致公司估值高估的风险;
- 4) 相对估值方面:我们选取了 A 股美妆一线龙头企业珀莱雅及考虑公司正积极推进多品牌战略,建设领先的美妆集团,在市场上正与国际美妆品牌开展竞争,未来发展也将进一步对标国际美妆品牌,故我们也考虑国际头部美妆企业的估值水平作为公司估值的参考,主要选取欧莱雅、雅诗兰黛、资生堂及芳珂等。最终给予公司 22 年 PEG2.6,对应 PE91.12 倍,对应股价 256.06 元/股,可能未充分考虑市场及该行业整体估值偏高的风险。

盈利预测的风险

- 1) 我们假设公司未来 3 年收入增长 41%/35%/32%,可能存在对公司产品销量及价格预计偏乐观、进而高估未来 3 年业绩的风险。
- 2) 我们预计公司未来 3 年毛利分别为 75.97%/76.03%/76.2%,可能存在对公司成本估计偏低、毛利高估,从而导致对公司未来 3 年盈利预测值高于实际值的风险。
- 3) 我们预计公司主品牌薇诺娜仍经营稳健,同时新品牌逐步贡献增量,若主品牌经营不及预期,同时新品牌成长速度较慢,存在未来 3 年业绩预期高估的风险。
- 4) 渠道角度,我们预计公司主品牌线上渠道 22-24 年收入增速分别为 36%/31%/28%,主品牌线下渠道 22-24 年收入增速分别为 42%/36%/33%,可能存在预测过高,从而存在高估未来 3 年业绩的风险。

经营及行业风险

- 1) **销售平台相对集中的风险:**2019-2021 年,公司通过天猫、京东、薇诺娜网上商城等自营线上渠道实现的销售收入 10.75 亿元、16.58 亿元、25.32 亿元,占主营业务收入比重分别为 55.56%、63.28%、63.19%,如果上述平台与公司之间的合作关系发生变化、平台流量下滑、平台销售政策及收费标准出现调整等情况,将有可能对公司在上述平台的业务开展产生不利影响。同时,若公司未能及时发掘或拓展其他具有竞争力的平台,也会对公司的经营业绩带来不利影响。
- 2) **品牌相对集中的风险:**公司“薇诺娜”品牌的市场认可度逐年提高,同时公

司基于“薇诺娜”品牌的影响力，不断衍生出针对不同需求、不同年龄段的其他品牌。但“薇诺娜”品牌仍是公司收入的主要来源，2021 年仍超过 98%。因此，若未来“薇诺娜”品牌运营策略失败、遭受重大负面新闻、市场认可度降低，或者发生品牌被盗用、被侵权等情况，都可能导致该品牌产品的销售收入下滑，进而对公司经营业绩产生不利影响。

3) 公司营销模式无法顺应市场变化的风险：化妆品企业的竞争一定程度上是营销模式的竞争，对时尚的敏锐度和对热点的把握能力，决定了企业能否灵活运用营销方式取得竞争先发优势，而互联网的高效性也对营销模式变化响应的速度提出了更高的要求。近年来，市场营销方式发生了巨大变化，新兴媒体流量呈现爆发式增长，网络流量入口呈现碎片化，营销渠道更为多元化。如若未来公司不能及时把握市场营销模式的变化，迅速捕捉符合市场偏好的营销模式，则可能出现公司营销决策失误，进而影响公司经营业绩。

4) 行业竞争加剧的风险：公司的产品专注敏感肌肤护理，经过多年培育，公司旗下“薇诺娜”品牌已在国内相应细分市场中占据了比较高的市场份额，公司的产品已与知名国际化妆品品牌如薇姿（Vichy）、理肤泉（La Roche-posay）、雅漾（AVENE）等展开直接竞争；同时，越来越多的国内化妆品品牌也在积极推出针对敏感肌肤护理相关的产品系列。在国际品牌、国内品牌纷纷加大投入的情况下，公司所处细分市场的竞争变得越来越激烈。若公司不能及时开发出适应市场需求的新产品，可能会影响公司在细分市场的领先地位，从而使得公司销售收入增长放缓甚至出现下滑，公司的盈利能力可能会受到不利影响。

财务风险

1) 公司库存周转天数相对较高的风险：公司线上自营销销售的占比较高，为应对“6.18”、“11.11”等大型促销活动带来的销售高峰，一般均会提前备货，以应对短期内大批量的销售需求，如果公司对于大型促销活动带来的销量预测不够准确，则可能出现备货较多，期末库存较大的情况；另外，化妆品行业的特性要求化妆品生产企业的仓储、发货等必须及时满足终端消费的需求，因此，化妆品生产企业必须保持一定库存量的产品；同时，公司化妆品的品类较多，且需要对化妆品的有效期进行严格管理，这也对公司的库存管理能力提出了较高要求。

2) 原材料价格上涨的风险：公司生产所需的主要原材料包括活性物、保湿剂、面膜布、防晒剂、油脂及相关礼盒等，未来如果原材料价格出现大幅度波动，且公司未建立较强的产业链溢价能力，可能对公司盈利能力造成不利影响。

技术风险

公司拥有的原材料配方、生产技术、生产工艺是企业持续保持市场竞争力的重要因素。公司一直以来都非常重视专利和非专利技术保护，并在制度、人员、专利保护等方面做了较为详尽的安排。此外，在委托加工模式下，公司对部分关键原材料进行了代码化加密处理，同时在双方签署的委托加工合同中对于货品信息、货品配方、工艺文件等进行了保密义务约定，确保公司主要技术的安全性。但如果公司保密制度执行不当、核心技术泄密，将会对公司利益产生重大不利影响。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E	
现金及现金等价物	752	2035	2818	3228	4025	营业收入	2636	4022	5652	7650	10131
应收款项	196	261	387	524	694	营业成本	626	965	1358	1834	2411
存货净额	254	463	594	802	1063	营业税金及附加	46	52	113	153	203
其他流动资产	189	1685	2261	3060	4052	销售费用	1107	1681	2378	3224	4257
流动资产合计	1391	5225	6060	7614	9834	管理费用	169	245	470	626	805
固定资产	109	310	513	690	723	财务费用	(1)	(10)	(60)	(76)	(91)
无形资产及其他	55	65	63	61	60	投资收益	3	19	0	0	0
投资性房地产	46	213	213	213	213	资产减值及公允价值变动	9	23	10	10	20
长期股权投资	0	0	0	0	0	其他收入	(52)	(115)	0	0	0
资产总计	1602	5812	6849	8578	10830	营业利润	650	1016	1402	1898	2566
短期借款及交易性金融负债	0	49	0	0	0	营业外净收支	(2)	2	0	0	0
应付款项	135	362	317	425	560	利润总额	648	1018	1402	1898	2566
其他流动负债	256	489	516	695	915	所得税费用	104	154	210	285	385
流动负债合计	391	900	832	1120	1474	少数股东损益	0	1	2	2	3
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	544	863	1190	1612	2179
其他长期负债	9	134	284	435	587						
长期负债合计	9	134	284	435	587	现金流量表（百万元）					
负债合计	400	1034	1116	1555	2062	2020	2021	2022E	2023E	2024E	
少数股东权益	3	23	25	26	29	净利润	544	863	1190	1612	2179
股东权益	1199	4755	5708	6997	8740	资产减值准备	(3)	3	81	34	17
负债和股东权益总计	1602	5812	6849	8578	10830	折旧摊销	14	20	29	51	63
						公允价值变动损失	(9)	(23)	(10)	(10)	(20)
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	财务费用	(1)	(10)	(60)	(76)	(91)
每股收益	1.51	2.04	2.81	3.80	5.14	营运资本变动	(147)	(1349)	(620)	(671)	(901)
每股红利	0.29	0.45	0.56	0.76	1.03	其它	4	(2)	(79)	(32)	(14)
每股净资产	3.33	11.23	13.47	16.52	20.63	经营活动现金流	401	(488)	591	983	1323
ROIC	59%	35%	30%	40%	44%	资本开支	0	(240)	(301)	(251)	(91)
ROE	45%	18%	21%	23%	25%	其它投资现金流	0	(781)	781	0	0
毛利率	76%	76%	76%	76%	76%	投资活动现金流	0	(1021)	480	(251)	(91)
EBIT Margin	26%	27%	24%	24%	24%	权益性融资	0	2925	0	0	0
EBITDA Margin	27%	27%	24%	24%	25%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	36%	53%	41%	35%	32%	支付股利、利息	(104)	(191)	(238)	(322)	(436)
净利润增长率	32%	59%	38%	35%	35%	其它融资现金流	32	249	(49)	0	0
资产负债率	25%	18%	17%	18%	19%	融资活动现金流	(176)	2792	(287)	(322)	(436)
息率	0.2%	0.2%	0.3%	0.4%	0.6%	现金净变动	225	1283	784	410	797
P/E	119.8	88.8	64.4	47.5	35.2	货币资金的期初余额	527	752	2035	2818	3228
P/B	54.3	16.1	13.4	11.0	8.8	货币资金的期末余额	752	2035	2818	3228	4025
EV/EBITDA	93.3	70.7	57.1	41.9	31.2	企业自由现金流	444	(653)	241	670	1159
						权益自由现金流	477	(404)	242	734	1236

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032