

专业性筑基，新国货升维

华泰研究

新股定价

2021年3月11日 | 中国内地

目标价(人民币): **181.90**

研究员	梅昕
SAC No. S0570516080001	meixin@htsc.com
SFC No. BQE385	+86-21-28972080
研究员	孙丹阳
SAC No. S0570519010001	sundanyang@htsc.com
SFC No. BQQ696	+86-21-28972038
研究员	沈晓峰
SAC No. S0570516110001	shenxiaofeng@htsc.com
SFC No. BCG366	+86-21-28972088
研究员	王莎莎
SAC No. S0570517090002	wangshasha@htsc.com
SFC No. BOR137	+86-10-56793922

发行上市资料

发行前总股本(万股)	36000
本次拟发行量(万股)	6360
发行日期	
发行方式	
保荐机构	国信证券
预计上市日期	

发行前财务数据

每股净资产(人民币)	2.10
净资产收益率(%)	19.17
资产负债率(%)	31.13

主要股东和持股比例

昆明诺娜科技有限公司(%)	54.2557
天津红杉聚业股权投资合伙(%)	25.3931
昆明臻丽咨询有限公司(%)	10.3697

专业性筑基，新品类、新品牌、新渠道带来发展新象限

抗敏修复等功能对于产品安全性、有效性要求高，品牌商更易铸就品牌/营销/渠道壁垒，沉淀品牌资产。贝泰妮定位抗敏修复，学术论文/临床验证加持，品牌认知度高，产品复购率高，发展路径难以模仿超越，市场地位易守难攻；较早布局电商，加速规模放量，流量红利中后期竞争者追赶成本高昂；持续沉淀专业内容，强化品牌形象。用户思维/数据驱动/组织升级夯实中长期增长动能。我们认为未来发展三驱动：新品类(彩妆等)、新品牌(WINONA Baby等)、新渠道(线上新平台及线下药店/屈臣氏等)。预计21-23年净利润为7.77/10.89/14.91亿元，若按6360万股发行，目标价181.90元。

功效为王时代，抗敏修复赛道更易铸就壁垒

社交媒体时代，美妆领域成分党崛起，消费者需求更具针对性/更细分化/更追本溯源。品牌商诉诸多种手段，围绕功效成分、作用机制来塑造产品内容、加强品牌记忆。因皮肤状态的特殊性，抗敏修复等功能的实现对于产品安全性、有效性要求更高，需要更明确的作用原理或作用于更深的皮肤层次，品牌商更易铸就品牌/营销/渠道壁垒，沉淀品牌资产，以专业性“镀金”成为品牌商重要发力点。据欧睿，19年我国皮肤级护肤品市场规模136亿元，15-19年GAGR23%，高于行业整体增速(10%)。环境刺激/生活习惯/微创无创医美等因素导致问题肌肤人群日益广泛，抗敏修复市场有望持续景气。

贝泰妮：专业起点优越、电商加速放量、长期动能十足

1) 起点优越，难以复制：公司旗下薇诺娜定位抗敏修复，获顶尖医院临床验证、学术硕果累累，被2400多家医院皮肤科用于临床辅助治疗，强品牌认知度带来高复购率，专业性好牌奠定高起点，发展路径对资源禀赋、时间积累要求高，竞争者难以模仿超越，市场地位易守难攻。2) 发力电商，先发制人：药店渠道基本盘巩固，较早布局线上，电商渠道成规模放大器，流量红利中后期竞争者追赶成本高。3) 内容沉淀，强化品牌：持续通过专业论坛/学术会议等打造专业内容，巩固专业形象。用户思维/数据驱动/组织升级夯实中长期增长动能。我们认为未来发展三驱动：新品类/新品牌/新渠道。

抗敏修复国货龙头，处快速成长期，目标市值770.54亿元

预计21-23年净利润为7.77/10.89/14.91亿元，可比公司21年平均Wind一致盈利预期PE56倍/PEG2.59倍，我们预计20-22年净利润复合增速为38.27%，按PEG估值法，给予21年2.59XPEG，对应21年PE99.11X，目标市值770.54亿元，若按6360万股上限发行，目标价181.90元。

风险提示：市场竞争加剧、新品推广速度较慢、关键人员流失。

经营预测指标与估值

会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(人民币百万)	1,944	2,692	3,781	5,186	6,956
+/-%	56.69	38.49	40.48	37.14	34.12
归属母公司净利润(人民币百万)	411.95	543.51	777.44	1,089	1,491
+/-%	58.12	31.94	43.04	40.07	36.88
EPS(人民币，最新摊薄)	0.97	1.28	1.84	2.57	3.52
ROE(%)	54.28	45.24	39.42	35.54	32.70
PE(倍)	-	-	-	-	-
PB(倍)	-	-	-	-	-
EV/EBITDA(倍)	-	-	-	-	-

资料来源：公司公告、华泰研究预测

正文目录

专注抗敏修复，打造中国皮肤健康生态	4
功效为王新时代，抗敏修复赛道更易铸就壁垒	6
需求升级+监管趋严，机制原理为功效宣称前提	6
敏感肌人群广泛，轻医美术后修复带动新需求	8
玩家纷纷入局，品牌、渠道、营销铸就壁垒	10
贝泰妮：专业起点优越、电商加速放量、长期动能十足	12
定位医研共创、抗敏修复，强品牌认知度	12
抢占流量红利、发力电商，线下基本盘稳固	14
形成内容沉淀、全域营销，立足专业根基	16
用户思维/数据驱动/组织升级夯实长期动能	17
用户：直面终端，积累用户资产	17
数据：搭建数据中台，智慧赋能	19
组织：高效组织架构，持续升级	19
驱动力：新品类、新品牌、新渠道	21
新品类：精华、彩妆、医美等发展可期	21
新品牌：内生+外延，新品牌孵化可期	22
新渠道：淘系之外，仍有更多增长引擎	24
盈利预测及估值	26
风险提示	29

图表目录

图表 1：贝泰妮发展历程	4
图表 2：贝泰妮发行前股权架构图（截至 2021 年 2 月）	4
图表 3：公司营业收入同比维持较快增长	5
图表 4：公司归母净利润同比维持较快增长	5
图表 5：公司毛利率优于同业水平	5
图表 6：公司净利率优于同业水平	5
图表 7：年轻消费者需求明确，追求功效成分（2019.2-2020.2）	6
图表 8：全球护肤品中功效成分的增长率及新产品样本量（2015-2019）	6
图表 9：代表性功效成分的作用原理	6
图表 10：化妆品功效宣称评价项目要求	7
图表 11：品牌商塑造产品内容的常见手段	7
图表 12：代表性抗敏修复产品	8
图表 13：我国皮肤医学级护肤市场规模快速增长	8
图表 14：我国皮肤医学级护肤市场细分品类	8
图表 15：面部护肤各细分市场测算	9
图表 16：常见医用敷料品牌	9
图表 17：医美术后用于创面修复的医用敷料市场规模测算	10

图表 18: 各类抗敏修复类品牌对比	11
图表 19: 代表性抗敏修复品牌 2020 年 1-12 月天猫旗舰店销售情况	11
图表 20: 薇诺娜产品系列全面, SKU 丰富	12
图表 21: 薇诺娜代表性明星产品与其他品牌产品对比	12
图表 22: 薇诺娜不同渠道复购率	13
图表 23: 相较进口品牌, 薇诺娜的线上支付转化率更高	13
图表 24: 薇诺娜舒敏保湿特护霜天猫旗舰店销售金额情况	14
图表 25: 薇诺娜舒敏保湿特护霜囊获行业多项专业大奖	14
图表 26: 公司各个细分渠道的细分构成	14
图表 27: 贝泰妮历年线上渠道销售额及同比增速	15
图表 28: 贝泰妮历年各平台自营及线上分销渠道销售额	15
图表 29: 贝泰妮历年线下渠道销售额及同比增长	15
图表 30: 直供客户和商业公司历年销售额变化	15
图表 31: 线下经销各渠道历年毛利率	15
图表 32: BA 历年月平均人数及人数和薪酬占比	15
图表 33: 薇诺娜部分营销案例	16
图表 34: 贝泰妮在阿里系平台历年推广工具支出	16
图表 35: 贝泰妮在阿里系平台历年服务费及佣金等支出	16
图表 36: 19 年和 20H1 贝泰妮与主要新媒体合作商的合作情况	17
图表 37: 各品牌社交平台账号运营情况 (取自各平台 2021 年 2 月 24 日数据)	17
图表 38: 各主要自营店铺历年新客户数量	18
图表 39: 薇诺娜在用户思维模式下的产品打造流程	18
图表 40: 公司募投项目中, 信息系统升级项目的投资预算	19
图表 41: 公司拟购买的软件明细	19
图表 42: 公司核心高管均有持股 (发行前)	20
图表 43: 委托加工模式下, 公司生产人员数量更低, 组织相对灵活	20
图表 44: 公司化妆品业务中, 各细分品类收入	21
图表 45: 近 12 个月薇诺娜天猫旗舰店主要产品销售额	22
图表 46: 公司其他品牌情况梳理	23
图表 47: 我国婴幼儿护肤市场规模较快增长	23
图表 48: 婴幼儿护理市场中, 护肤和洗漱类产品为主要构成	23
图表 49: 参考线上平台直播销售额前十情况 (2021 年 2 月 25 日数据), 公司在抖音、快手等平台有较大挖掘潜力	24
图表 50: 我国连锁药店历年数量、收入	25
图表 51: 薇诺娜在健之佳的销售额以及占健之佳的收入比重	25
图表 52: 公司直供客户中历年前五大客户	25
图表 53: 公司分项业务盈利预测明细	27
图表 54: 公司分渠道毛利率预测	27
图表 55: 可比公司估值对照表	28
图表 56: 报告涉及公司一览表	28

专注抗敏修复，打造中国皮肤健康生态

贝泰妮：以“薇诺娜”品牌为核心，树立敏感肌护肤标杆。公司以“薇诺娜”品牌为核心，重点针对敏感性肌肤，以皮肤学理论为基础，结合生物学、植物学等多学科技术。公司将“打造中国皮肤健康生态”视为使命，产品已覆盖护肤、彩妆、医疗器械等多个领域。在经营模式上，公司以委托加工为主要模式；以线下渠道为基础，以线上渠道销售为主导。旗下薇诺娜已树立敏感肌护肤品的行业标杆，据 Euromonitor，薇诺娜在 2019 年中国皮肤学级护肤品市场占据了 23.4% 的市场份额，排名国内第一。公司在薇诺娜主品牌基础上不断衍生，塑造了专注于专业婴幼儿护理的“WINONA Baby”、专注于痘痘肌肤护理的“痘痘康”、专注于高端皮肤修护的“Beauty Answers”等，以满足不同年龄、不同偏好的消费者需求。

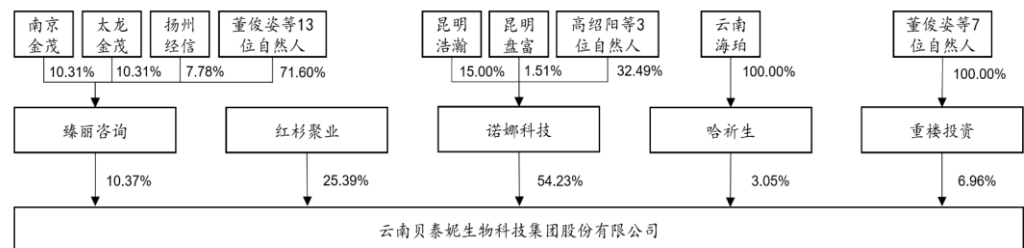
图表1：贝泰妮发展历程



资料来源：公司官网，华泰研究

创始人控股、管理层持股，激励体系完善。本次 IPO 发行前 GUO ZHENYU(郭振宇)、KEVIN GUO 父子通过诺娜科技和哈祈生合计控制公司 57.27953% 的股份，为公司的实际控制人。红杉资本通过红杉聚业持有 25.39% 的股份。昆明盘富、臻丽咨询、重楼投资、哈祈生等主要由公司高管团队、员工等控股。本次 IPO 公司高级管理人员及核心员工也将参与战略配售，公司激励体系完善，有助释放员工活力。

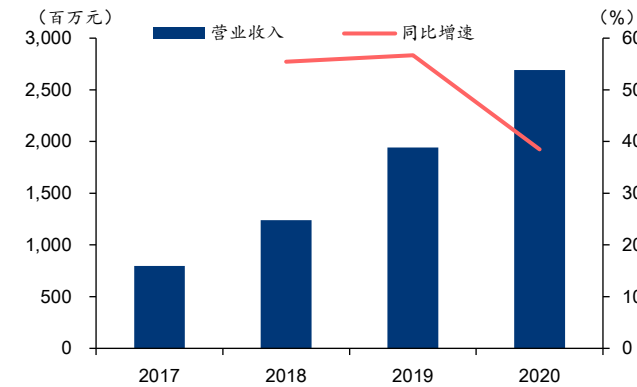
图表2：贝泰妮发行前股权架构图（截至 2021 年 2 月）



资料来源：公司公告，华泰研究

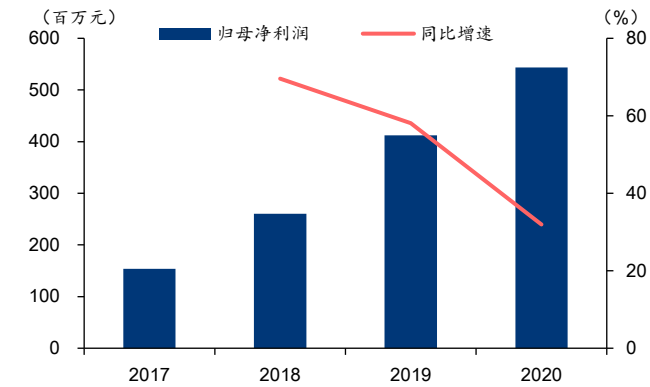
收入、利润高速增长，盈利能力领先同业。20 年公司收入 19.44 亿元，17-20 年复合增速 50.70%；净利润 5.44 亿元，17-20 年复合增速 52.37%，线上渠道提供主要增长动力。20 年疫情冲击线下渠道，公司加大线上渠道投入，收入同比增速 39.15%，高于行业平均水平（20 年化妆品社零 yoy9.5%）。17 年以来公司毛利率维持 80% 以上，净利率维持 17% 以上，因高毛利率的电商直销渠道占比高、品牌专业性较强，盈利能力明显高于同业水平。

图表3：公司营业收入同比维持较快增长



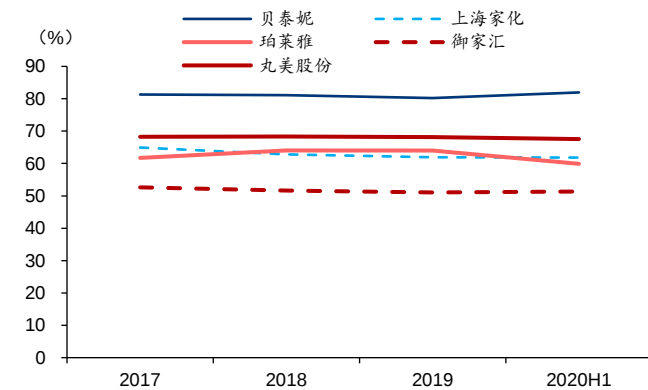
资料来源：Wind，华泰研究

图表4：公司归母净利润同比维持较快增长



资料来源：Wind，华泰研究

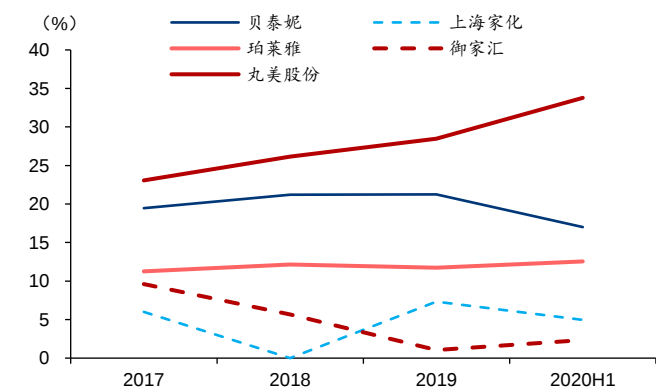
图表5：公司毛利率优于同业水平



注：因部分公司尚未披露20年年报、贝泰妮未披露20Q1-Q3数据，故均采用20H1数据；考虑到化妆品企业电商渠道占比提升，因双11促销等淡旺季明显，H1数据可能不代表全年趋势。

资料来源：Wind，华泰研究

图表6：公司净利率优于同业水平



注：因部分公司尚未披露20年年报、贝泰妮未披露20Q1-Q3数据，故均采用20H1数据；考虑到化妆品企业电商渠道占比提升，因双11促销等淡旺季明显，H1数据可能不代表全年趋势。

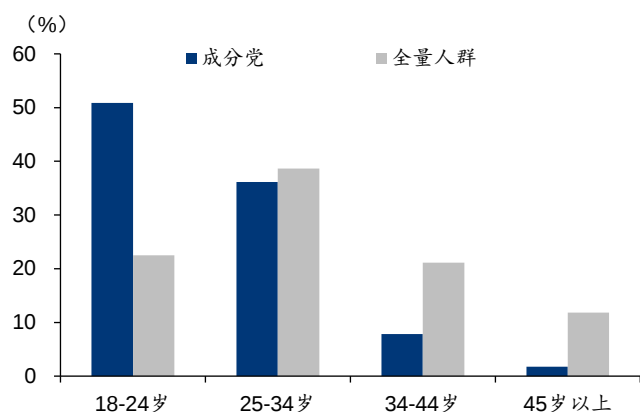
资料来源：Wind，华泰研究

功效为王新时代，抗敏修复赛道更易铸就壁垒

需求升级+监管趋严，机制原理为功效宣称前提

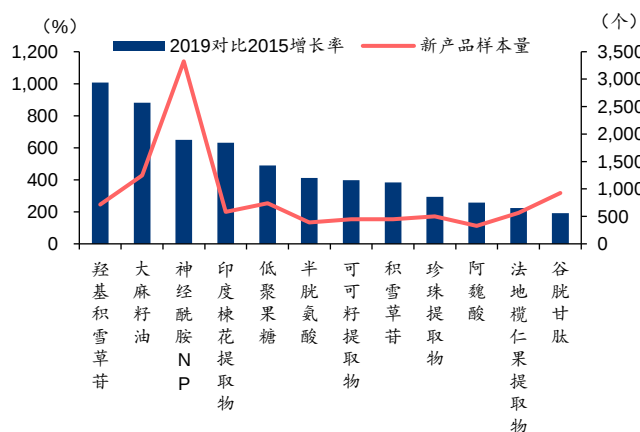
社交媒体时代，注意力资源变迁/消费观念升级/消费者行为模式重构，美妆领域成分党崛起，消费者需求更具针对性/更细分化/更追本溯源。1) 在决策依据上，消费者从知其然到知其所以然，以作用机制、功效成分作为决策依据，社交平台、各类 KOL、美妆 APP 等均为重要的信息参考来源；2) 在购买路径上，从通过广告/专柜 BA 等被动接收品牌传达信息，到购买到基于皮肤诊断测试形成特定需求——在小红书/知乎/微博等社交平台查看相关评测/分享——在各类美妆 APP 查询产品功效、成分——购买；3) 在消费习惯上，从品牌导向变为产品导向，不再单纯迷恋大品牌。

图表7：年轻消费者需求明确，追求功效成分（2019.2-2020.2）



资料来源：2020.4《“护肤品成分党”人群洞察》，个推大数据，华泰研究

图表8：全球护肤品中功效成分的增长率及新产品样本量（2015-2019）



资料来源：Mintel GNPD，华泰研究

图表9：代表性功效成分的作用原理

成分	作用原理
羟基积雪草苷	能抑制胶原纤维组织增生，可以促进皮肤生长，抗菌消炎
大麻籽油	包含大量不饱和脂肪酸、维生素和矿物质，具保湿、抗炎、抗氧化作用
神经酰胺 NP	角质层细胞间类脂体的主要成分，可防止水分散发、对外部刺激有防护功能
印度楝花提取物	消炎镇痛、抑制脂质过氧化反应，清除自由基，有效减缓肌肤衰老
低聚果糖	可用于面部及皮肤保护，抑制表面有害菌的生长
半胱氨酸	维持皮肤正常代谢，调节表皮下层色素细胞生成底层黑色素，具美白作用
可可籽提取物	能促进皮肤新陈代谢、抑制组胺的释放和金属蛋白酶的活性，具抗氧化、抗敏舒缓和抗炎性
积雪草苷	促进成纤维细胞生长，促进胶原合成和上皮细胞生长，具抗炎修复作用
珍珠提取物	最大限度恢复肌肤弹性、增加光泽，可明显减少皱纹、消除黑斑
阿魏酸	抑制或降低黑素细胞的增殖活性，清除氧自由基，具美白和抗氧化作用
法地榄仁果提取物	清除自由基、抑制酪氨酸酶的活性，具抗氧化、抗炎和美白作用
谷胱甘肽	抗氧化剂，能清除掉人体内的自由基，抑制酪氨酸酶的活性，具抗氧化、美白作用

资料来源：Mintel GNPD，华泰研究

市场监管趋严，针对功效宣传提供充分科学依据也成为品牌商的必须要求。据《化妆品监督管理条例》及《化妆品功效宣称评价指导原则》要求，化妆品的功效宣称应当有充分的科学依据，化妆品注册人、备案人应当在国务院药品监督管理部门规定的专门网站公布功效宣称所依据的文献资料、研究数据或者产品功效评价资料的摘要，接受社会监督。评价方法可选用国内外相关法规、标准、规范规定的方法，权威组织或技术机构及行业协会指南、专业学术杂志公开发表方法等，也可使用经验证的实验室自拟方法。《化妆品功效宣称评价指导原则》有利于保障消费者权益，也为品牌商包装宣传推广指引规范方向，单纯强调产品功效而无相应科学依据的产品可能难以通过市场监管和社会监督。

图表10： 化妆品功效宣称评价项目要求

功效宣称	人体功效评价试验	消费者使用测试	实验室试验	文献资料或研究数据
防脱发	√			
祛斑美白	√			
防晒	√			
祛痘	√			
滋养	√			
修护	√			
抗皱	*	*	*	△
紧致	*	*	*	△
舒缓	*	*	*	△
控油	*	*	*	△
去角质（非物理作用）	*	*	*	△
防断发	*	*	*	△
去屑	*	*	*	△
保湿	*	*	*	*
护发	*	*	*	*
宣称无泪配方	√			
宣称适用于敏感皮肤	*	*		
宣称温和（无刺激）	*	*	*	△
宣称量化指标的（时间、统计数据等）	*	*	*	△
宣称新功效				根据具体功效宣称选择合适的评价依据。

注：选项栏中画√的，为必做项目；画*的，为可选项目，但必须从中选择至少一项；画△的，为可搭配项目，但必须配合消费者使用测试或者实验室试验一起使用。

资料来源：《化妆品功效宣称评价规范（征求意见稿）》药监局，2020年11月5日发布，华泰研究

品牌商诉诸多种手段，围绕功效成分、作用机制来塑造产品内容、加强品牌记忆。1）品牌商更加突出产品的明星成分及含量以彰显其特定功效，如六胜肽（抗衰）、玻尿酸（补水）、熊果苷（美白）等。2）通过阐述产品的作用机制和科学原理来强调其产品的有效性，如玉泽的皮脂膜修复霜，主要通过神经酰胺、胆固醇、脂肪酸等成分补充脂质、重建皮肤屏障。3）修丽可、CeraVe、薇诺娜等专业性较强的品牌则通过皮肤科专家等权威领袖提供专业性加持。

图表11： 品牌商塑造产品内容的常见手段



资料来源：各品牌官网，华泰研究

因皮肤状态的特殊性，抗敏修复等功能的实现对于产品安全性、有效性要求更高，以专业性“镀金”成为品牌商重要发力点。年龄、性别、激素水平、精神因素等个体因素以及外界环境变化、化学因素刺激等外部因素均可能导致皮肤屏障功能受损——皮肤感觉神经功能失调——免疫及炎症反应，从而产生敏感性皮肤问题。据《中国敏感性皮肤整治专家共识》，我国有36.1%的女性为敏感性皮肤（2017年数据）。抗敏修复类产品则需要促进皮肤屏障修复、降低神经血管高反应性和控制炎症反应等，对其产品的安全性、有效性要求更高，消费者选择也更加慎重，因此临床验证、学术论文、医生推荐及医院认可等彰显产品专业度的重要方向。

敏感肌人群广泛，轻医美术后修复带动新需求

上班族生活压力增大、生活习惯不良、过度使用化妆品、空气污染/辐射等因素导致敏感肌人群越来越广泛。互联网信息发达、KOL 崛起等因素带动消费者护肤理念日益理性，对问题肌肤产生原理、功效成分作用机制等关注度提升，专注敏感肌修复的护肤品类异军突起，热度持续提升。据欧睿，19 年我国皮肤医学级护肤品市场规模 135.51 亿元，15-19 年 GAGR23.2%，增速高于化妆品行业整体（9.9%）。

图表12： 代表性抗敏修复产品

产品名称	所属公司	价格/规格	功效	核心成分
FAB 修护面霜	宝洁	249 元/113 克	修复发红发痒、干燥脱皮、过敏、湿疹皮炎等	胶体燕麦、乳木果油、桉树油、神经酰胺、尿囊素
理肤泉 B5	欧莱雅	278 元/100ml	修护、滋养、舒缓修护	维生素原 B5、积雪草苷、乳木果油+理肤泉温泉水
玉泽积雪草面膜	上海家化	168 元/6 片	舒缓修护、强韧肌肤、补水保湿	积雪草提取物、玻尿酸、益生元
薇诺娜精华乳	贝泰妮	288 元/50 克	美白保湿	熊果苷
雅漾活泉修护霜	皮尔法伯	129 元/40ml	修护	硫糖铝、硫酸锌+硫酸铜、雅漾泉水

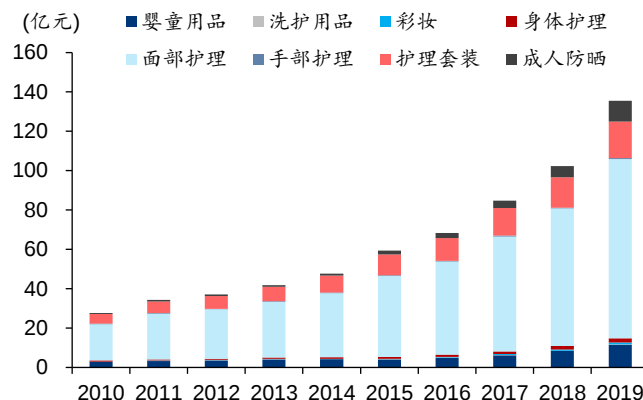
资料来源：各品牌官网，华泰研究

图表13： 我国皮肤医学级护肤市场规模快速增长



资料来源：欧睿，华泰研究

图表14： 我国皮肤医学级护肤市场细分品类



资料来源：欧睿，华泰研究

敏感肌人群渗透率与市场规模渗透率不匹配，后续市场规模提升空间可观。据欧睿，2019 年面部护肤市场规模为 2221 亿元，其中皮肤医学级占比为 4%，基础保湿/抗衰/清洁类产品占比分别为 38%/26%/9%。而据前文，我国有 36.1% 的女性为敏感性皮肤（2017 年数据）。相较人群渗透率，皮肤医学级市场规模占整体面部护肤市场的渗透率较低，表明消费者使用专门的抗敏修复产品解决皮肤问题的消费观念还有较大的进步空间。我们预计皮肤医学及市场规模有望维持较快增长，至 2025 年可达 457 亿元（仅考虑面部护肤），占面部护肤整体市场的比重可达到 8%。具体而言，19 年面部护肤市场中皮肤医学级产品规模为 91 亿元/yoy30%，疫情加速消费者对于专业产品需求，“口罩脸”等也使得抗敏修复需求提升，我们预计 20-22 年皮肤医学级产品将加速成长，此后增速自然回落。考虑到消费观念的长期提升，增速仍将持续高于行业整体。

此外，成分党需求有望从面部护肤向身体护理、头发洗护、彩妆、防晒等领域扩散，带来新的市场增长点。据 CBNDATA，MAT2018-2019 线上化学原料成分在身体护理、头发洗护、彩妆、沐浴品类中的占比均有明显提升。据欧睿，19 年头发洗护/彩妆/防晒/身体护理市场规模分别为 569/552/124/52 亿元（合计 1296 亿元），若不考虑后续市场增长，假设至 2025 年皮肤医学级产品在以上市场渗透率也达到 8%，则保守估计皮肤医学级产品在身体护理、洗护、彩妆等市场空间至少可达 103 亿元。

图表15：面部护肤各细分市场规模测算

单位：亿元	2016	2017	2018	2019	2020 E	2021 E	2022 E	2023 E	2024 E	2025 E	2026 E	2027 E	2028 E	2029 E	2030 E
基础保湿	641	688	749	839	965	1110	1265	1404	1545	1684	1818	1964	2121	2291	2474
yoy	2%	7%	9%	12%	15%	15%	14%	11%	10%	9%	8%	8%	8%	8%	8%
占比	42%	41%	39%	38%	37%	35%	34%	33%	31%	30%	29%	28%	27%	27%	27%
抗衰	356	404	472	575	736	943	1188	1461	1782	2138	2523	2902	3279	3607	3896
yoy	4%	13%	17%	22%	28%	28%	26%	23%	22%	20%	18%	15%	13%	10%	8%
占比	23%	24%	25%	26%	28%	30%	32%	34%	36%	38%	40%	41%	42%	43%	43%
面膜	181	210	253	290	334	377	419	461	497	532	559	587	616	647	679
yoy	14%	16%	21%	15%	15%	13%	11%	10%	8%	7%	5%	5%	5%	5%	5%
占比	12%	12%	13%	13%	13%	12%	11%	11%	10%	9%	9%	8%	8%	8%	7%
清洁	159	171	187	207	230	255	278	301	325	348	372	394	414	435	456
yoy	4%	8%	9%	11%	11%	11%	9%	8%	8%	7%	7%	6%	5%	5%	5%
占比	10%	10%	10%	9%	9%	8%	8%	7%	7%	6%	6%	6%	5%	5%	5%
喷雾	120	138	160	188	220	255	293	331	367	404	436	467	490	515	540
yoy	6%	14%	16%	17%	17%	16%	15%	13%	11%	10%	8%	7%	5%	5%	5%
占比	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	7%	7%	7%	7%	6%	6%	6%
皮肤医学级	47	58	70	91	121	164	218	283	362	457	562	674	795	923	1043
yoy	15%	23%	20%	30%	33%	35%	33%	30%	28%	26%	23%	20%	18%	16%	13%
占比	3%	3%	4%	4%	5%	5%	6%	7%	7%	8%	9%	10%	10%	11%	11%
唇部护理	17	18	19	20	21	22	23	24	26	27	28	30	31	33	34
yoy	5%	5%	5%	6%	6%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
占比	1.1%	1.1%	1.0%	0.9%	0.8%	0.7%	0.6%	0.6%	0.5%	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
整体	1530	1696	1921	2221	2639	3138	3697	4279	4920	5606	6316	7035	7766	8469	9143
yoy	5%	11%	13%	16%	19%	19%	18%	16%	15%	14%	13%	11%	10%	9%	8%

资料来源：欧睿，华泰研究预测

轻医美兴起，术后创面修复需求增加，抗敏修复产品的使用场景有望进一步延展。伴随医美市场繁荣，光电仪器、注射填充类医美项目受消费者追捧。医用敷料可以与创面直接或间接接触，具有吸收创面渗出液/支撑器官/防粘连或者为创面愈合提供适宜环境等医疗作用，可用于微创术后屏障受损皮肤的保护与护理。

图表16：常见医用敷料品牌

品牌名称	代表性产品	生产商	注册证号	产品成分	平均单价
敷尔佳	医用透明质酸钠修复贴	哈尔滨三联药业	黑械注准 20162640023	透明质酸钠、对羟基苯甲酸乙酯钠等	30 元/片
芙清	芙清抗菌功能性敷料（贴）	吉林省蓝鼎陆和科技有限公司	吉械注准 20162640287	抗菌十三肽（专利成分）、三相透明质酸（玻尿酸）	22 元/片
绽妍	绽妍皮肤修护敷料	陕西佰傲再生医学有限公司	陕械注准 20142640032	透明质酸溶液、医用纯化水、无纺布	30 元/1 片
可复美	类人胶原蛋白敷料	陕西巨子生物科技	陕械注准 20152640026	类人胶原蛋白原液、无纺布	40 元/片

资料来源：各品牌官网，华泰研究

医美术后用户创面修复的医用敷料市场规模测算过程：据艾瑞咨询《中国医疗美容行业洞察白皮书 2020》，2019 年我国医美用户 1367 万人，考虑各平台加大轻医美项目引流、医美产品供给扩容带动需求增长等，我们预计医美用户数有望维持较快增长，预计 20-25 年 GAGR 在 16%。参考新氧平台注射类项目的每疗程次数，我们假设单个用户年均医美频次为 3 次，后续随着消费观念的升级还将持续提升。考虑轻医美项目之后，可能需要 3 天左右的修复时间，我们假设消费者每天用一次医用敷料，即每次约消耗 3 片医用敷料，参考上文医用敷料单价，给予 30 元/片假设，考虑后续供给扩容，客单价每年下降。据此测算，仅术后医美修复场景中，医用敷料市场规模至 2025 年可达 94 亿元。

图表17： 医美术后用于创面修复的医用敷料市场规模测算

	2019 年	2020 年 E	2021 年 E	2022 年 E	2023 年 E	2024 年 E	2025 年 E
医美用户（万人）	1367	1668	2002	2362	2740	3123	3529
医美用户 yoy		22%	20%	18%	16%	14%	13%
年均医美频次	3.0	3.2	3.3	3.5	3.6	3.8	4.0
频次 yoy		5%	5%	5%	5%	5%	5%
术后医用敷料消费次数	3	3	3	3	3	3	3
医用敷料单价（元/片）	30	28.50	27.08	25.72	24.44	23.21	22.05
单价 yoy		-5%	-5%	-5%	-5%	-5%	-5%
市场规模（亿元）	36.91	44.92	53.77	63.29	73.24	83.28	93.87
市场规模 yoy		22%	20%	18%	16%	14%	13%

注：2019 年医美用户数参考艾瑞咨询《中国医疗美容行业洞察白皮书 2020》；年均医美频次参考新氧，对于改善皮肤状况的注射类项目往往需要 3-5 次每疗程；注射填充/光电仪器等轻医美项目术后修期一般在一周左右，按医用敷料一周使用 3 次估计；单价参考前文整理的常见医用敷料品牌销售单价。

资料来源：艾瑞咨询，天猫，新氧，华泰研究预测

玩家纷纷入局，品牌、渠道、营销铸就壁垒

市场上布局抗敏修复类品牌主要有三大阵营：1) 理肤泉、雅漾、薇姿、芙丽芳丝等欧美/日韩系海外化妆品牌；理肤泉、雅漾等代表性欧美品牌多主打“温泉水”等成分，相较“草本”、“自然植物提取物”等概念，消费者教育难度更大，且欧美人群肤质和亚洲人群有一定差异。日韩系产品更贴合国人肤质，但多主打温和护肤理念，强调安全无刺激，但修复功能相对不显著。2) 玉泽、薇诺娜、果本等国内化妆品牌；更契合国人护肤需求，但不同品牌发展路径差异较大，定位医研共创、专业性较强，且能够及时把握电商发展红利，依托线上高速增长的品牌较为稀缺。3) 依托医用敷料类械字号产品起家，妆字号协同发展的创尔美、敷尔佳等。此类品牌在医美机构、诊所等 B 端专业渠道可能有一定积累，C 端消费者认知仍正在逐渐培育。

因皮肤状态的特殊性，相较于补水、保湿、滋润等功能，抗敏修复等功能的实现对于产品安全性、有效性要求更高，需要更明确的作用原理或作用于更深的皮肤层次。因此品牌商也更易在对品牌、渠道、营销等关键维度铸就壁垒，以专业性“镀金”成为品牌商重要发力点。

1) 品牌资产：与医院、科研机构、高校等进行医研共创、合作开发有利于保障产品本身的安全性和有效性，品牌认知一旦形成，将有较强的消费者粘性和复购率，品牌难以被更替。医研共创对品牌本身专业级别的资源禀赋有较高要求，依托研发实力和产业资源所形成的研发成果和圈层积累（学术论文、临床数据、医院/医生推广认可等）也为专业营销内容的打造铸就根基，形成良性循环，不断加深品牌护城河。其他新进入者沉淀品牌资产需要时间。

2) 渠道基础：药店/诊所/医院等专业渠道的建立有助于加强品牌的专业形象、增强消费者信赖；电商等渠道则是品牌实现快速增长的加速器。我们认为线下专业渠道的建立对于海外品牌、依托电商发展的品牌具有较高难度，和医院科研合作较深、以及依托“械字号”起家的品牌更易有突破。线上渠道可迅速取得规模放量、新品牌弯道超车概率更高，但伴随流量红利弱化，后续跟进者的投入成本抬升，盈利能力可能承压，电商先发者具备规模优势。

3) 营销策略：抗敏修复类产品的营销核心在于立足研发实力、强调品牌专业性和功效性，发布行业报告、举办专业论坛、学术会议、专业 KOL 背书是常见手段，而普通护肤品牌若无相关产业资源及研发积累，难以进行医学专业性营销推广。

图表18： 各类抗敏修复类品牌对比

分类	品牌	品牌规模	20 年天猫旗舰店 GMV (亿元)	品牌定位	主渠道	主力产品价格带 (元)	电商平均客单价 (元)
海外专业品牌	雅漾	19 年终端零售额 19.6 亿元	3.82	敏感肌肤护理专家	电商、专柜等	100-300	149
	理肤泉	19 年全球收入超 10 亿欧元； 中国终端零售额 16.93 亿元	4.12	敏感肌肤护理专家	电商、专柜等	100-300	161
	薇姿	19 年终端零售额 9.61 亿元	1.19	敏感肌肤护理专家	电商、专柜等	100-300	94
	芙丽芳丝	19 年终端零售额 8.55 亿元	5.12	呵护易敏感的脆弱肌肤	电商、专柜等	100-300	115
	菲洛嘉	15 年全球收入 1 亿欧元	1.4	对抗肌肤衰老	旅游零售、电商、专柜、医美机构等	250-500	243
国内护肤品牌	薇诺娜	19 年母公司贝泰妮收入 19.43 亿元	11.81	专注敏感肌肤护理	药店、电商、专柜等	50-300	128
	玉泽	19 年收入 2-3 亿元	6.73	致力于皮肤屏障修复	电商等	50-300	199
	HFP	-	12.92	专注成分精研的功效护肤品牌	电商等	100-400	169
	润百颜	19 年母公司华熙生物功效护肤收入 6.34 亿元	3.85	主打玻尿酸的科技护肤品牌	电商等	100-400	284
国内妆、械并行品牌	可复美	-	2.19	依托类人胶原蛋白，专注敏感肌护理	电商、医美机构等	100-400	97
	敷尔佳	-	4.28	为受损肌肤和面部护理后肌肤提供修护和调理	电商、医美机构等	100-400	100

注：电商平均客单价依据各品牌 20 年 1-12 月天猫旗舰店销售额及销售量子计算；

资料来源：各品牌官网，欧睿，情报魔方，华泰研究

图表19： 代表性抗敏修复品牌 2020 年 1-12 月天猫旗舰店销售情况

分类	单位：百万	1 月	2 月	3 月	4 月	5 月	6 月	7 月	8 月	9 月	10 月	11 月	12 月	2020 年合计
海外专业品牌	雅漾 销售额	11.68	12.9	31.44	28.3	25.67	49.6	22.2	31.15	16.5	27.56	66.19	31.81	381.58
	同比 (%)	4%	47%	48%	96%	55%	13%	73%	58%	10%	159%	-37%	75%	28%
	理肤泉 销售额	20.88	21.5	48.64	14.8	27.44	60	21.7	28.37	25.5	46.72	47.47	23.42	411.96
	同比 (%)	13%	12%	74%	13%	32%	11%	7%	22%	0%	164%	-67%	35%	2%
	薇姿 销售额	5.98	8.41	7.15	5.17	6.24	18.8	2.99	7.46	8.31	6.97	32.27	9.577	119.31
	同比 (%)	-25%	-4%	-36%	18%	-10%	-13%	-44%	11%	68%	87%	-35%	125%	-12%
国内护肤品牌	薇诺娜 销售额	36.38	30.6	82.31	65.7	72	144	52.1	54.61	58.8	140.8	329.9	59.72	1181.05
	同比 (%)	33%	75%	45%	91%	86%	41%	29%	85%	22%	626%	-9%	-7%	40%
	玉泽 销售额	19.89	44.2	88.03	47	132.5	60.4	11.1	14.33	36	77.53	73.76	31.36	673.19
	同比 (%)	128%	841%	720%	664%	2228%	280%	104%	119%	452%	1765%	-12%	73%	283%
	HFP 销售额	70.7	73.3	138.7	108	134.9	153	78.7	79	64.2	94.43	185.2	56.59	1291.50
	同比 (%)	31%	22%	48%	120%	170%	26%	86%	16%	-7%	83%	-45%	-26%	20%
	润百颜 销售额	8.88	5.1	17.5	18.9	17.47	34	20.1	34.52	25.5	78.22	58.15	36.25	384.65
	同比 (%)	41%	7%	71%	319%	270%	59%	435%	278%	207%	2268%	3%	150%	160%
	颐莲 销售额	4.94	10.4	17.57	18.9	20.69	22.2	26.1	21.69	26.1	19.17	27.72	16.5	246.43
	同比 (%)	-16%	94%	95%	120%	126%	34%	148%	69%	80%	82%	-20%	174%	71%
国内妆、械并行品牌	可复美 销售额	5.96	7.87	12.22	12.8	18.29	26	19.1	13.23	17.3	15.19	22.07	17.8	219.35
	同比 (%)	35%	63%	20%	99%	251%	128%	169%	40%	50%	160%	-16%	29%	88%
	敷尔佳 销售额	15.34	6.28	16.15	11.5	17.54	37.4	53.3	43.92	45.5	39.45	70.29	38.5	427.83
	同比 (%)	268%	57%	117%	29%	-6%	74%	203%	87%	61%	94%	-9%	23%	63%

资料来源：情报魔方，华泰研究

贝泰妮：专业起点优越、电商加速放量、长期动能十足

定位医研共创、抗敏修复，强品牌认知度

针对国人敏感肌问题，依托植物提取核心成分，精准定位敏感肌修复，传递专业品牌理念。2005年6月薇诺娜科学护肤项目落地于云南，贝泰妮联合昆明医科大学第一附属医院皮肤科、中国科学院昆明植物研究所，通过医、产、学、研结合，从云南6000多种植物中，选出青刺果、马齿苋、滇重楼、滇山茶作为产品的四大核心成分，并进行12000次以上的肌肤实测验证，2008年薇诺娜首次于第四届中国皮肤科医师年会上亮相。基于舒敏药理理念，旗下产品涵盖舒敏保湿、舒缓控油、透白、极润、紧致，防晒等12个系列，69种单品。

图表20：薇诺娜产品系列全面，SKU丰富

系列	护肤类												彩妆类					
	润肤水	润肤乳	润肤霜	精华	面膜	保湿喷雾	洁面	防晒	祛痘	颈霜	眼霜	护手霜	润唇膏	隔离	BB霜	眉笔	卸妆	
舒敏保湿	■		■															
极润保湿	■						■											
舒缓控油	■				■		■											
防晒								■										
清痘净颜	■		■				■		■									
柔润			■									■						
美白保湿	■		■					■										
舒敏修红	■		■		■		■											
彩妆				■										■				
透明质酸			■					■										
紧致			■					■		■								
玻尿酸			■															

资料来源：薇诺娜官网，华泰研究

和其他品牌相比，薇诺娜主要通过马齿苋、青刺果油等自然植物提取物成分强调作用机制，草本天然的理念更契合国人消费观念，易于被广大消费者接受。

图表21：薇诺娜代表性明星产品与其他品牌产品对比

		核心功效成分	作用机制	价格	产品定位
薇诺娜舒敏保湿特护霜（50g）		天然马齿苋精粹、云南高原青刺果油、蘑菇葡聚糖、双分子透明质酸钠	天然马齿苋精粹焕活舒敏力，高原青刺果油修复皮肤屏障，蘑菇葡聚糖保湿锁水，双分子透明质酸钠双重补水	268元/50g	快速舒缓敏感，长期修护维稳
薇姿温泉矿物系列水活霜（50ml）		火山温泉水、牛油果树果脂、玻尿酸	玻尿酸补充敏感肌的易缺水，PCA钠对抗敏感肌的难锁水，植物甘露糖补充皮肤养分，减少皮肤水分流失	269元/50ml	48H保湿舒缓，修护敏感肌
玉泽皮肤屏障修护保湿霜（50g）		牛油果树果脂、霍霍巴酯类、油橄榄果油、向日葵籽油、神经酰胺、角鲨烷、半乳糖阿拉伯聚糖	4种植物油脂补充皮肤缺失脂质，神经酰胺与角鲨烷修护角质层，半乳糖阿拉伯聚糖深透保湿	198元/50g	修护保湿，强锁水
理肤泉K乳（40ml）		辛酸水杨酸、水杨酸、维生素E、肌肽、AIRLICILUM吸油因子（硅石成分）	专研复配水杨酸定向剥脱老废角质，抗氧化双星防止皮脂氧化，抵御黑头产生；吸油因子特效控油	278元/40ml	层层击退油痘肌，控油祛黑头粉刺
CeraVe全天候补水保湿面霜（340g）		神经酰胺I、神经酰胺III、神经酰胺6-II、透明质酸、维E、胆固醇	3重神经酰胺改善干燥保湿锁水，透明质酸提升肌肤锁水力，维E改善肌肤干燥干裂，胆固醇提升肌肤保湿力	178元/340g	修护锁水，平价大碗C霜

注：根据各品牌官网2021年2月20日资料整理；

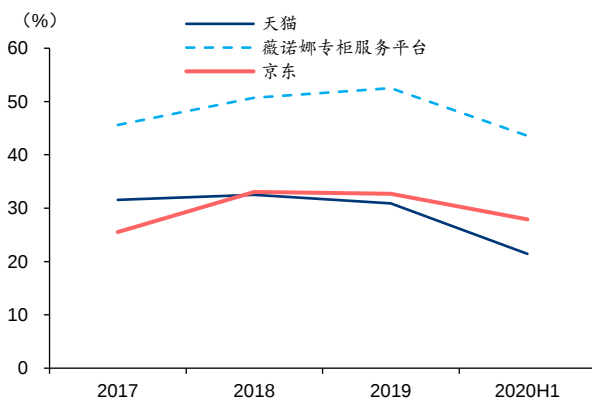
资料来源：各品牌官网，华泰研究

国内外核心期刊学术论文、顶尖机构临床验证奠定专业基础。薇诺娜一开始即致力于临床功效和基础研究。学术方面，2009 年至 2018 年共在国内外核心期刊上发表了学术论文 64 篇；临床方面，薇诺娜成为全国唯一功效性和安全性通过北京大学第一医院、复旦大学华山医院等 54 家国内著名三甲医院多中心临床观察一致验证的医学护肤品牌。2017 年 9 月，薇诺娜和全国顶尖皮肤科医生共同发布了《薇诺娜医学护肤品及其在临床中的应用》红宝书，推动建立了护肤品在皮肤科临床应用中的 11 项国家级指南，在业界学术底蕴、研究实力彰显。

皮肤科医生增强品牌信赖、线下专业渠道巩固产品形象。据薇诺娜官网，其产品被广泛应用在全国 2400 多家医院皮肤科的临床辅助治疗中，帮助超过 600 万人次的患者改善，积累首批受皮肤问题困扰的核心消费者，形成消费者对品牌信赖。公司产品已经进入健之佳、国药控股、一心堂等连锁药店渠道，巩固专业产品形象。

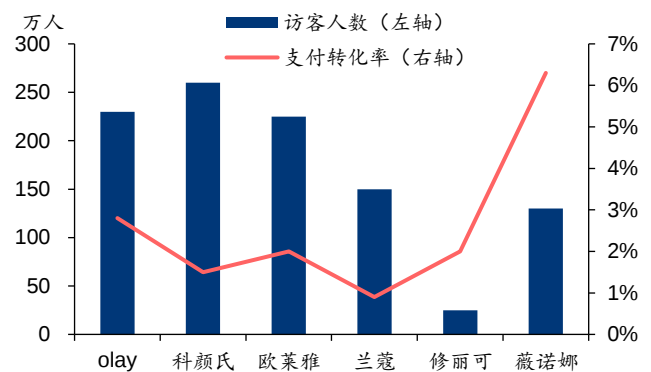
强品牌认知度带来更高转化率和复购率。薇诺娜立足于医研共创的抗敏修复品牌，通过前期大量的基础研究奠定其专业性基础，与科研机构广泛合作、临床验证完备、学术成果累累，率先建立时间先发优势，已形成较强品牌认知度，相应带来更高的转化率和复购率，新进入品牌短期难以模仿和超越。

图表22: 薇诺娜不同渠道复购率



资料来源：贝泰妮招股说明书，华泰研究

图表23: 相较进口品牌，薇诺娜的线上支付转化率更高

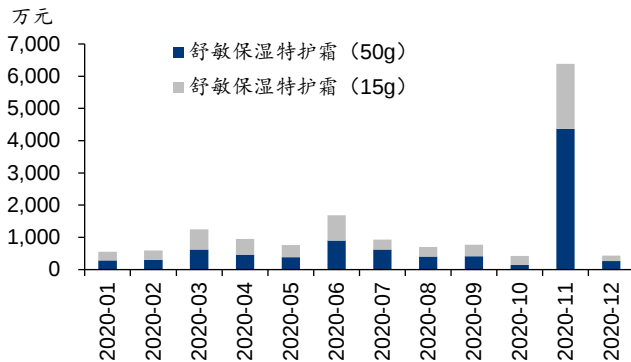


注：2020 年 10 月数据；

资料来源：隐马数据，华泰研究

明星产品舒敏保湿特护霜具有较高品牌认知度，获业内多个重磅奖项。公司明星产品薇诺娜舒敏保湿特护霜持续与与皮肤学专业人士合作进行效果观察，产品的功效得到诸多发表在核心期刊的专业科研文献的支持，据《中华皮肤科杂志》2018 年 4 月第 51 卷第 4 期发布的《含青刺果油和马齿苋的舒敏保湿特护霜修复敏感性皮肤的屏障功能评估》，舒敏保湿特护霜含有青刺果油和马齿苋，能加快皮肤屏障功能修护，增加皮肤水合，使 TEWL（经表皮水分流失）降低，提高皮肤对外界刺激耐受性，在短期内降低乳酸刺痛感，降低不同类型敏感肌肤的敏感性，效果优于普通保湿剂。该产品 2018-2019 年连续两年获得天猫金妆奖，彰显业内认可。据公司招股说明书，公司 17-19 年舒敏保湿特护霜收入占比达到 18.37%/17.77%/18.36%，明星产品结构稳定。

图表24：薇诺娜舒敏保湿特护霜天猫旗舰店销售金额情况



资料来源：淘数据，华泰研究

图表25：薇诺娜舒敏保湿特护霜囊获行业多项专业大奖



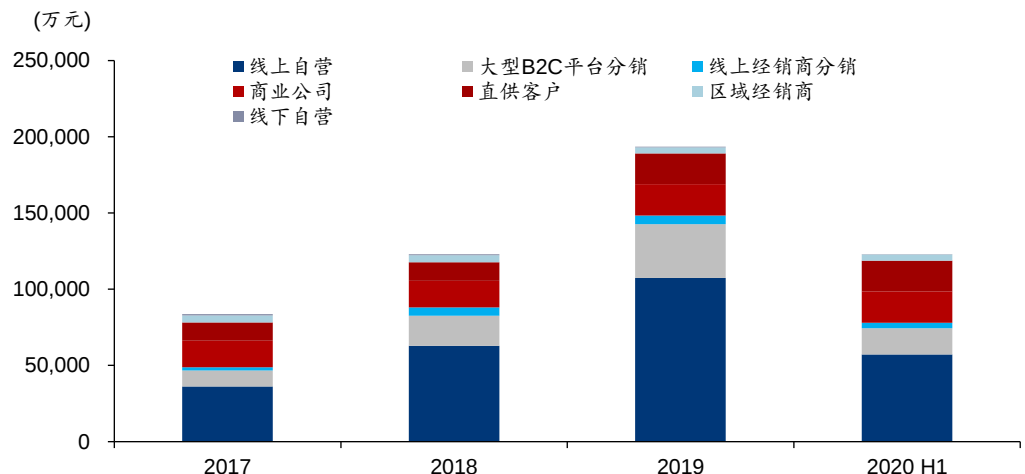
资料来源：薇诺娜官网，华泰研究

公司的发展路径难以被其他竞争对手模仿和超越。公司旗下薇诺娜定位抗敏修复，获顶尖医院临床验证、学术硕果累累，被 2400 多家医院皮肤科用于临床辅助治疗，强品牌认知度带来高复购率，我们认为公司的专业性好牌奠定高起点，发展路径对资源禀赋、时间积累要求高，竞争者难以模仿超越，市场地位易守难攻。

抢占流量红利、发力电商，线下基本盘稳固

公司以线上渠道为主，线下渠道为辅。1) 线上：分为线上自营和线上分销，线上自营包括在电商平台开设自营店铺或自建平台，线上分销包括与大型 B2C 平台或线上经销商签订商品购销协议；2) 线下：分为线下自营和线下分销，线下自营指公司开设的直营店，线下分销包括将产品直接提供给连锁药店、诊所等客户或与商业公司和区域经销商签订协议，由他们再将产品销售到药店、诊所等终端网点。

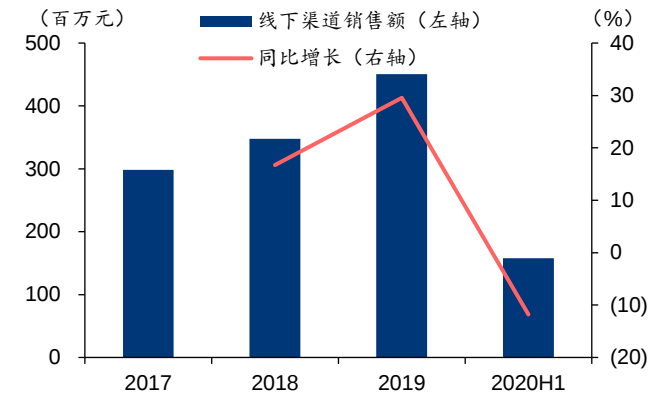
图表26：公司各个细分渠道的细分构成



资料来源：贝泰妮招股书，华泰研究

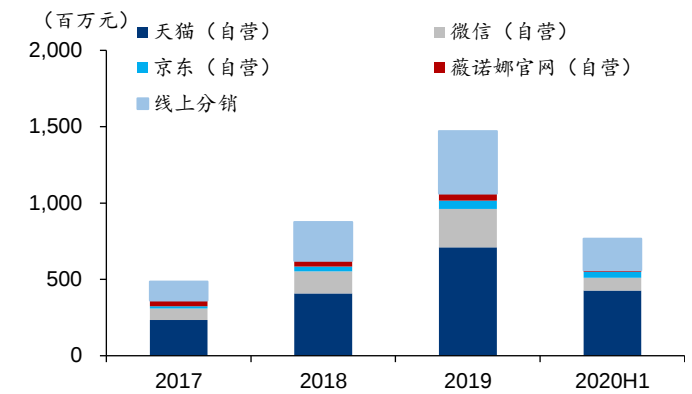
抢占线上流量红利先机，较早发力电商，线上渠道高速增长，多点开花。2019 年线上渠道销售额达 14.84 亿元/yoy68.25%，占营业收入比重达 76.70%。公司已在天猫、微信、京东等主流电商平台布局自营平台，19 年公司通过天猫/微信/京东平台自营收入比重分别为 66.03/23.39/5.19%。公司在线上自营渠道将持续通过平台推广（平台佣金、直通车、钻展等）、社交媒体、KOL、网络直播、IP 合作等形式进行宣传推广和引流，在营销方式上结合传统媒体、影视化媒体和新媒体多维度发展。

图表27: 贝泰妮历年线上渠道销售额及同比增速



资料来源: 贝泰妮招股说明书, 华泰研究

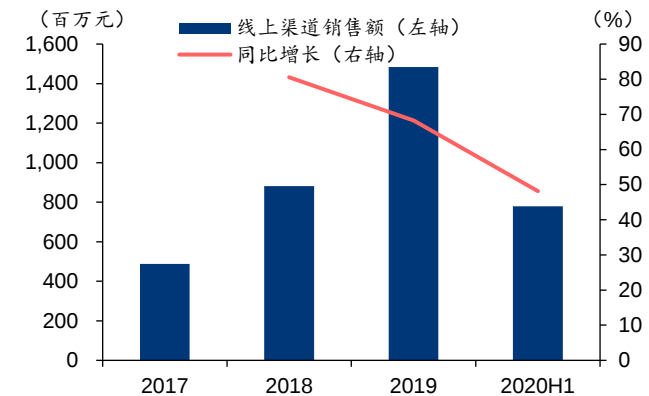
图表28: 贝泰妮历年各平台自营及线上分销渠道销售额



资料来源: 贝泰妮招股说明书, 华泰研究

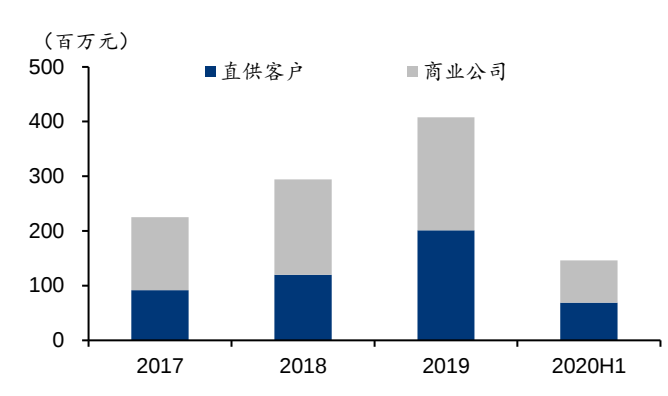
线下专业药店渠道奠基, 近年来集中发展直供客户模式。公司坚持以线下渠道销售为基础, 2019 年公司线下渠道销售额达 4.51 亿元/yoy29.55%, 占营业收入 23.30%。线下渠道中, 公司经过战略调整, 集中精力发展直供客户模式, 13 年以来陆续拓展一心堂、健之佳、老百姓等大客户, 前五大直供客户销售额三年内从 2522.21 万元增长至 1.10 亿元, 占营业收入比重从 3.16% 上升至 5.64%。

图表29: 贝泰妮历年线下渠道销售额及同比增长



资料来源: 贝泰妮招股说明书, 华泰研究

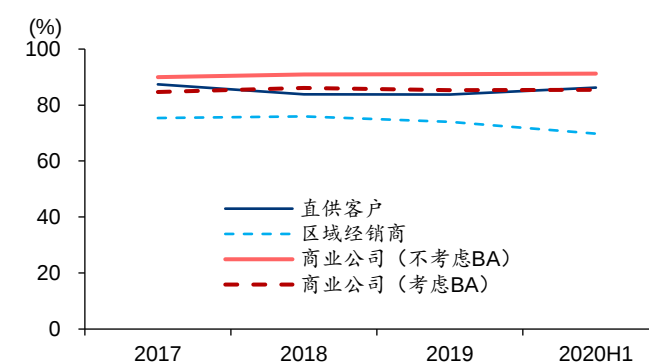
图表30: 直供客户和商业公司历年销售额变化



资料来源: 贝泰妮招股说明书, 华泰研究

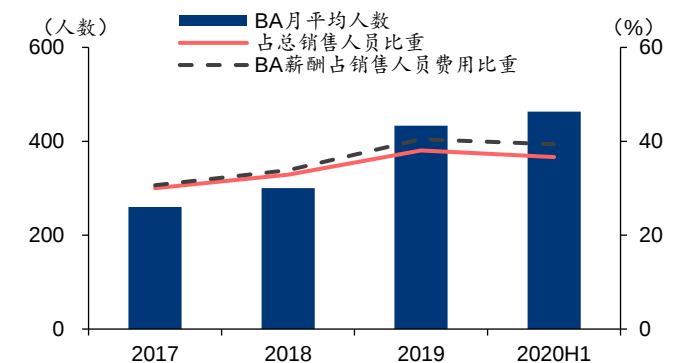
线下选择部分网点派驻 BA, 与顾客建立联系, 实现线下带动线上的协同效应。通过 BA 的推广, 实现线下向线上的引流, 公司微信平台的收入规模也实现快速增长, 19 年微信平台的客户复购率高达 52.52%, 居各渠道首位。公司根据商业公司渠道与薇诺娜专柜服务平台的销售收入比例对 BA 费用分摊, 给予商业公司供货价格及毛利率高于其他渠道。

图表31: 线下经销各渠道历年毛利率



资料来源: 贝泰妮招股说明书, 华泰研究

图表32: BA 历年月平均人数及人数和薪酬占比



资料来源: 贝泰妮招股说明书, 华泰研究

流量红利可能边际弱化，新进入者追赶成本较高。我们认为渠道、营销变革带来的流量红利后续可能边际弱化，流量成本的洼地正在逐渐被填平，短期内通过电商渠道加速规模扩张需要更高的销售费用投入，竞争对手的盈利能力和规模体量可能无法兼得。

形成内容沉淀、全域营销，立足专业根基

发布行业报告、举办专业论坛、学术会议等，以医学背景、科研实力打造专业内容，开展专业化产品教育，形成内容沉淀。薇诺娜充分发挥自身在产品研发方面的学术与专业优势，积极参与和举办各类专业论坛与学术会议，邀请领域内专家与同业交流探讨敏感肌研究方面的前沿成果，展望未来护肤品发展前景；其发布的《薇诺娜医学护肤品及其在临床中的应用》红宝书引领行业风向标，为同业提供参照与思路。

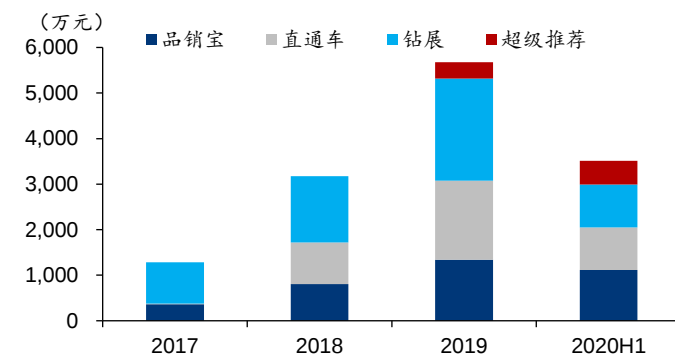
图表33：薇诺娜部分营销案例

活动名称	活动内容	时间	活动形式
首届“中国敏感性皮肤高峰论坛”	薇诺娜研究院携五大行业协会、中国皮肤性病学杂志及15位皮肤界泰斗级专家，从功效、数据、学术三大维度权威解读“科学防护，精准修护”敏感性皮肤	2020.04	论坛
双11合作李佳琦、薇娅	薇诺娜与头部主播李佳琦、薇娅达成战略合作，在双十一预售阶段即开展淘宝直播，传达产品舒敏信息点，达成深度种草	2019.11	KOL营销
第24届世界皮肤科大会	薇诺娜二度亮相世皮会，展示薇诺娜产品的舒敏功效和敏感性皮肤精准护理理念与实践成果，代表中国舒敏力荣获国际认可	2019.06	学术会议
@俊平大魔王&薇诺娜 短视频推荐	俊平大魔王微博发布《敏感肌救星！良心又好用的国货护肤品大推荐！》的产品推荐短视频，推荐品包括薇诺娜舒敏保湿特护霜等	2018.03	KOL营销
中泰皮肤科学术交流研讨会	深度交流中泰两国的护肤品市场现状，皮肤科学术发展，皮肤科学术成果与护肤品发展的融合等问题	2015.07	学术会议

资料来源：薇诺娜品牌官网，华泰研究

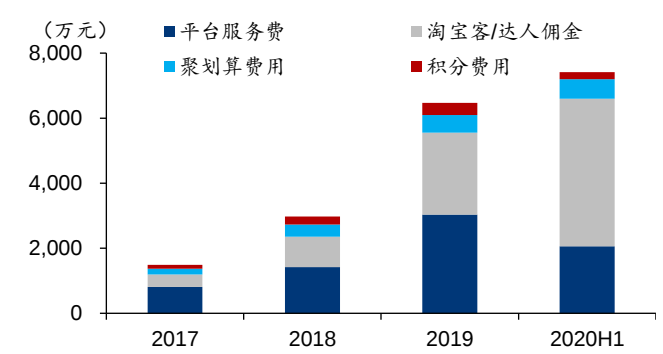
全域营销，倾向知乎/小红书等垂直内容平台，实现从广度到精度聚焦。公司紧跟时代发展的潮流，充分利用新媒体时点的营销多元化趋势，而非采用单一依靠电视广告等传统媒体进行无差别的大众化推广，2019年/2020H1新媒体服务商服务费用共支出4868/3048万元。公司更倾向于在知乎、小红书等垂直领域的内容平台，直接面向对皮肤护理专业性、安全性较高的人群，实现从广度到精度的聚焦，通过差异化营销策略树立专业品牌形象。

图表34：贝泰妮在阿里系平台历年推广工具支出



资料来源：贝泰妮招股说明书，华泰研究

图表35：贝泰妮在阿里系平台历年服务费及佣金等支出



资料来源：贝泰妮招股说明书，华泰研究

图表36： 19 年和 20H1 贝泰妮与主要新媒体合作商的合作情况

服务商名称	定价方式	服务内容	服务金额（2019，万元）	服务金额（2020H1，万元）
上海剧星传媒股份有限公司	抖音、公众号广告代理；合同约定和按点击量曝光率结算	服务商在指定平台（微博、抖音）对公司产品进行推广	412.03	1608.34
杭州聚结信息科技有限公司	合同约定和按指定的平台发布宣传内容	在微信微博等平台账号。完成撰文发稿及视频项目合作，对公司使用的品牌进行宣传	2241.46	595.10
众凌云互动（北京）科技有限公司	合同约定和按点击量曝光率结算	服务商为公司在今日头条系的平台上提供广告发布、链接推广	154.53	396.23
上海萃创信息科技有限公司	合同约定和按在指定的平台完成推广任务	服务商利用代理的网站为公司进行网络推广	816.66	279.09
美腕（上海）网络科技有限公司	合同约定和按销售金额结算	淘宝达人直播推广	183.97	169.46

资料来源：贝泰妮招股说明书，华泰研究

图表37： 各品牌社交平台账号运营情况（取自各平台 2021 年 2 月 24 日数据）

品牌名	天猫 粉丝数 (万人)	小红书 粉丝数 (万人)	抖音 笔记数 (篇)	获赞与收藏数 (万次)	快手 粉丝数 (万人)	作品数 (个)	获赞数 (万次)	粉丝数 (万人)	作品数 (个)	b 站 粉丝数 (万人)	视频数 (个)	播放数 (万次)	获赞数 (万次)
珀莱雅	1252	6.6	425	16.2	36.4	31	1.1	0.9	76	0.1	53	25.5	0.8
完美日记	1683	193	869	364	385	168	3021.7	609.1	799	7.4	132	209	21.9
薇诺娜	786.4	11.5	320	10.3	28.9	207	54.9	2	172	-	-	-	-
玉泽	298.2	1.1	56	1.3	0.5	9	2.8	-	-	0.5	28	2.7	1.5
花西子	959.3	13.9	695	21.6	116	387	388.5	122	274	1.5	147	102	7.9
丸美股份	637.3	13.4	196	19.1	18.9	285	86.8	0.04	2	0	22	6	0.05
理肤泉	442.4	10.5	170	1.5	15.8	115	20.6	-	-	-	-	-	-

资料来源：天猫、小红书、抖音、快手、B 站，华泰研究

用户思维/数据驱动/组织升级夯实长期动能

用户：直面终端，积累用户资产

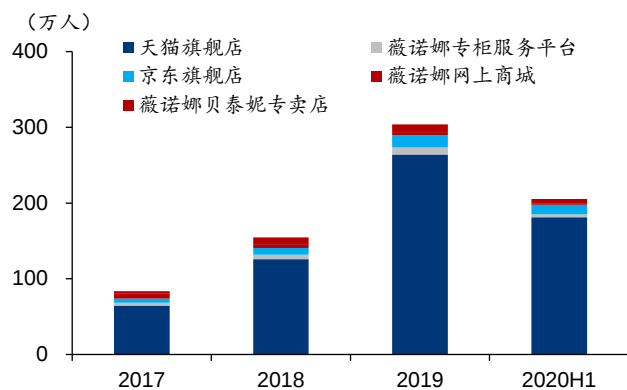
以用户思维在各社交平台和消费者沟通。品牌供给过剩而消费者需求日益细分，我们认为以消费者为中心的用户思维是消费品牌长期致胜的根本基础，公司在渠道建设、用户关系、品牌打造等层面体现了较强的用户思维。

渠道建设：线上自营模式下公司可直接获得终端消费者需求，并据此分析消费者偏好、购买频次，通过对客户实施消费画像进行精准营销，公司重视自营渠道建设，19 年线上自营模式的成交顾客数达到 377 万人，17-19 年复合增速达到 95.85%。

用户关系：公司以目标消费群体的内容偏好为基础，通过直播主播、网络达人等强互动的 IP 内容化营销方式，与消费者建立情感关联，传播和推广品牌理念与核心价值，提升消费者体验与认知程度，从而提高消费者粘性，逐渐转变为公司品牌的忠实用户，形成品牌口碑效应，再以忠实核心用户为渠道，通过社交裂变触达更多的消费者。

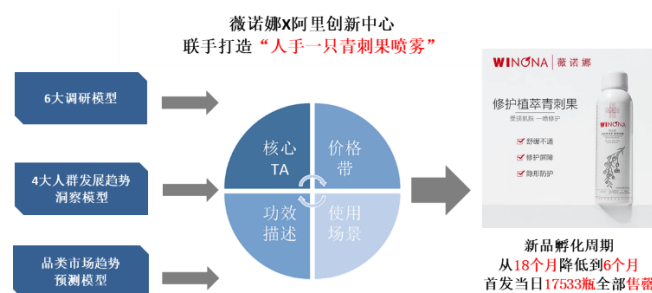
品牌打造：从消费者角度出发，DTC 模式打造产品。如 2019 年薇诺娜联手阿里创新中心，通过初期市场调研、消费者数据挖掘，从中挖掘出的信息有效的助力了产品研发，打造出明星产品青刺果喷雾，大数据赋能下该产品上市周期从 18 个月降低到 6 个月。

图表38: 各主要自营店铺历年新客户数量



资料来源: 贝泰妮招股说明书, 华泰研究

图表39: 薇诺娜在用户思维模式下的产品打造流程



资料来源: 薇诺娜品牌官网, 华泰研究

数据：搭建数据中台，智慧赋能

数据化运营体系触达消费者、分析用户行为、实现用户留存。公司联合创始人董俊姿在 2019 年 12 月中国化妆品新锐品牌大会中发表演讲《打造国货品牌的长期竞争力》，其中提到，公司在创立之初成立的核心部门之一即数据部门，并建立自有数据仓库。为应对如“双 11”、“双 12”等大促期间井喷式的成交量和个性化消费带来的大数据分析挑战，公司建立了相应的信息化管理体系，从数据抓取、系统开发、平台对接、数据分析、会员运营等方面更好的服务于公司电商销售业务。

以数据算法赋能人群营销，实现精准投放。为提升品牌与产品的精准化投放程度，降低获客成本，公司综合运用如人群扩散算法（Lookalike）等各类算法工具来实现买家用户的精准化投放，结合时间、地点、用户属性、兴趣爱好、历史行为信息等多个因素，对消费者进行画像分析，从而找到并扩展目标人群进行广告推荐，提升最终的流量用户转化率。

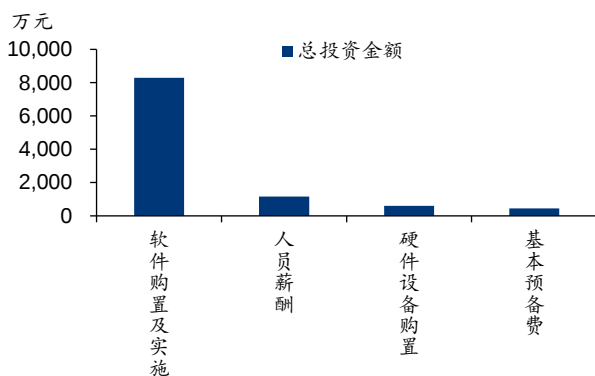
IPO 募投项目拟完善数据中台，实现体系化系统和业务重组。此次 IPO，公司拟投资 1.05 亿元用于信息系统升级，计划通过购置软件、新增信息化人员当时，重新规划公司信息化系统架构，建设将分成三大阶段：

第一阶段：公司将实现技术中台的搭建，改变传统数据处理方式，把获取到的外部数据通过技术中台业务逻辑变为各个相对独立服务体系，此举能够提升外部数据输入的效率，同时通过技术中台实现对公司数据进行统一管理和重新赋能，构建“小前台、大中台”系统格局。

第二阶段：公司将实现数据中台的搭建和智慧赋能。数据中台完成后公司的商品中心数据、库存中心数据、价格中心数据、会员中心数据、支付中心数据、营销中心数据、订单中心数据等均由数据中台统一归集、统计、管理和赋能，数据中台将根据自身逻辑和算法实现数据应用和预测，为公司业务拓展和决策提供技术支持。

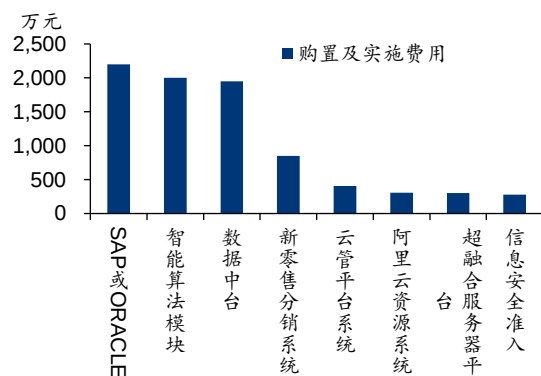
第三阶段：公司将以业务前端为驱动，通过实现 ERP 系统前、中、后台对接，实现体系化系统和业务重组。

图表40： 公司募投项目中，信息系统升级项目的投资预算



资料来源：贝泰妮招股说明书，华泰研究

图表41： 公司拟购买的软件明细



资料来源：贝泰妮招股说明书，华泰研究

组织：高效组织架构，持续升级

经营管理团队专业能力强、激励充分。公司拥有一支专业能力强、经验丰富、运营效率高的经营管理团队，并在化妆品产研发、生产和销售等领域积累了大量的实战管理经验。核心高管均有持股，与公司利益一致，有助更好的发挥主观能动性。

图表42： 公司核心高管均有持股（发行前）

姓名	年龄	学历	主要履历或任职经验	职位	持股比例
郭振宇	57	电机工程博士	1986年-2002年：加拿大蒙特利尔大学高级研究员，美国华盛顿乔治大学副教授、终身教授； 2003年-2014年：滇虹药业董事长、总裁； 2014年-2016年：贝泰妮有限董事长，2016年12月至今任公司董事长兼总经理。	董事长、 总经理	19.36%
高绍阳	44	化学制药学士	1999年-2005年：昆明滇虹药业有限公司技术员、部门经理； 2005年-2008年：上海康王日用化妆品有限公司副总经理； 2008年-2012年：滇虹药业项目总监； 2012年至今：贝泰妮有限董事，2018年10月至今任公司董事、副总经理。	董事、 副总经理	5.76%
董俊姿	39	工商管理硕士	2005年-2011年：滇虹药业人事主管、人力资源部经理、人力资源总监、总裁办主任； 2011年-2012年：某集团股份有限公司人力资源总经理； 2013年至今：贝泰妮有限副总经理，2014年6月至今任公司董事、副总经理。	董事、 副总经理	6.28%
马骁	38	化学工程硕士、 工商管理硕士	2004年-2010年：滇虹药业研发主管、研发经理，2010年-2013年：上海滇虹副总经理、总经理； 2013年-2017年：贝泰妮有限研发与供应链负责人，2017年12月至今：公司董事、副总经理。	董事、 副总经理	1.66%
王龙	37	会计学学士	2006年-2011年：江苏先声药业有限公司财务经理、财务总经理助理，2011年-2014年：江苏先声再康药业有限公司财务总监； 2014年-2016年：亿腾医药（中国）有限公司高级财务总监； 2016年12月至今任公司财务总监、董事会秘书。	财务总监、 董事会秘书	0.04%

资料来源：贝泰妮招股说明书，华泰研究

灵活生产模式提高组织效率，实现资源有效配置。公司目前以委托加工为主要生产模式，历年委托加工模式成本占比在70%以上。通过将生产环节委托给加工商，公司集中有限自研专注于产品的渠道建设、品牌营销与研发，伴随公司规模增加，公司会逐渐提高资产比例，此次IPO公司计划投资4.38亿元用于中央工厂新基地建设项目，建成后每年将新增产能4500万支（万盒）产品。公司前期以轻资产模式快速扩张、积累规模效应、储备实力，后期规模跟进，提高自主产能有助于提高供应链把控，在不同发展阶段侧重不同的生产模式体现公司资源配置效率最大化思路。

图表43： 委托加工模式下，公司生产人员数量更低，组织相对灵活

公司名称	销售人员		管理人员		研发人员		生产人员		合计
	人数	占比	人数	占比	人数	占比	人数	占比	
贝泰妮	1325	75.16%	242	13.73%	100	5.67%	96	5.45%	1763
珀莱雅	2055	72.26%	392	13.78%	172	6.05%	225	7.91%	2844
丸美股份	334	37.78%	175	19.80%	106	11.99%	269	30.43%	884
上海家化	3650	66.35%	381	6.93%	200	3.64%	1270	23.09%	5501

注：贝泰妮岗位数据取自招股说明书（截至2020年6月），珀莱雅、丸美股份岗位数据取自2019年报，上海家化岗位数据取自2020年报；

资料来源：各公司公告，华泰研究

组织升级+人员升级，在行业的迅速变化中保持长期致胜。据公司联合创始人董俊姿在2019年12月中国化妆品新锐品牌大会中发表演讲《打造国货品牌的长期竞争力》，组织的升级在于组织结构的升级和人员的升级。

组织升级：自2012年起薇诺娜即将品牌建设和推广的主阵地布局在电商平台，并建设自有电商团队，公司在店铺运营、营销策划、仓储物流、线上客户等方面均积累了强大的组织决策能力、开拓创新能力、沟通疏导能力和预见执行能力，公司在美妆行业线上渗透率提升及数字化转型浪潮中成为线上销售额增长迅速、细分领域地位领先的先行者。

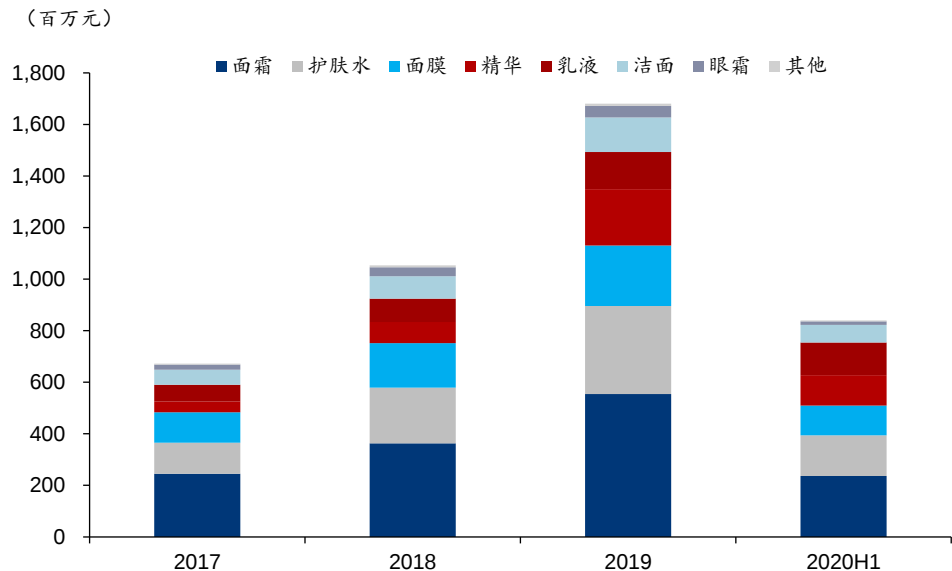
人员升级：为应对行业发展，公司持续在新零售、电商运营、会员数据等部分招聘细分领域人才，扩充人员队伍。

驱动力：新品类、新品牌、新渠道

新品类：精华、彩妆、医美等发展可期

面霜、水乳等传统品类占比偏高，精华、眼霜、彩妆等品类后续表现可期。面霜、水乳类产品为公司最大收入来源，自17年起收入占比始终保持在30%以上，精华、眼霜类产品占比持续提升，已经从17年的6%提高到20H1的14%，适用于敏感肌人群的彩妆类产品也在持续研发中，后续有望带来新亮点。

图表44： 公司化妆品业务中，各细分品类收入



资料来源：贝泰妮招股说明书，华泰研究

水乳膏霜：明星舒敏系列占比较高，彰显较强产品力。公司水乳膏霜类产品收入占比较高，核心产品系列舒敏系列17-19年收入占比达到39.23%/39.09%/38.11%，维持较高占比，彰显较强的生命周期和品牌力；其中舒敏保湿特护霜为舒敏系列最畅销产品，17-19年收入占比达到18.37%/17.77%/18.36%。

精华、眼霜：新品表现亮眼。公司精华收入占比已经从17年的6%提升至20H1的14%。公司精华产品主要包括薇诺娜舒敏保湿修护精华、薇诺娜清痘修复精华液等，其中，舒敏精华（天猫旗舰店折后定价298元，2021年2月22日数据）2020年1月-2021年2月累计销售额已达6418万元；清痘修复精华液（天猫旗舰店折后定价98元，2021年2月22日数据）2020年1月至2021年2月累计销售额已达966万元。精华、眼霜等产品有助拉升整体客单价、丰富品类、触达消费力更强的用户群体。

彩妆：基数仍低，发展潜力大。20H1公司彩妆收入仅1859万元，主要为隔离霜、BB霜、卸妆水等底妆产品；据公司招股书，公司正在研发敏感肌肤人群适用的彩妆产品，预算经费174万元，据公司招股书，该技术水平为国内先进级别。

图表45：近12个月薇诺娜天猫旗舰店主要产品销售额

产品名称	近12个月销售额（百万元）	销售量（万件）	客单价（元）
舒敏保湿特护霜 50g	90.97	37.98	239.52
舒敏保湿特护霜 15g	61.22	98.37	62.23
舒敏精华液 30ml	61.64	22.47	274.32
清透防晒乳 50g	48.84	27.53	177.41
多效补水修护膜	33.52	30.91	108.44
极润保湿柔肤水 120ml	20.03	18.99	105.48
极润保湿乳液 50g	20.53	18.56	110.61
柔润保湿霜 80g	27.85	35.65	78.12
柔润保湿霜 150g	18.08	12.26	147.47
马齿苋舒缓保湿喷雾 150ml	11.63	10.39	111.93
旗舰店整体	1884.51	1017.29	185.25

注：近12个月指2020年2月至2021年1月

资料来源：淘数据，华泰研究

医美：医疗美容、医疗器械业务有一定储备，业绩占比尚低，后续可提升空间较大。2010年公司旗下子公司昆明薇诺娜获得昆明市卫生局核发的《医疗机构执业许可证》，主要从事医疗美容业务，19年收入927万元，净利润145万元。据招股书，公司希望通过医疗美容服务项目为“薇诺娜”品牌系列产品的用户提供产品体验延伸，同时也可以通过医疗美容服务项目用户反馈的信息为公司品牌运营、技术研发及业务拓展提供思路。此外在产品端，公司亦有丰富储备，旗下医疗器械类产品有透明质酸修护贴敷料、透明质酸修护生物膜等，主要用于微创术后屏障受损皮肤的保护与护理。19年收入达到1.9亿元/yoy39.56%。

公司以“打造中国皮肤健康生态”为使命，产品已覆盖护肤、彩妆、医疗器械等多个领域，但过往受限于资金实力、人员储备、外部环境等客观原因，医疗美容、医疗器械等相关业务收入、利润占比较低。公司上市后资金实力增加、人员储备有望丰富，轻医美兴起风潮之下，医疗美容、医疗器械等业务。

资质方面：公司已经取得《医疗器械生产许可证》，公司及子公司已取得3项《医疗器械注册证》、5项《第二类医疗器械经营备案凭证》、2项《第一类医疗器械备案凭证》，相关资质、证书齐全。

研发方面：据招股说明书，公司还在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。已有多篇学术文献证明了公司产品与医美项目联合所起到的修复作用，也为公司后续开疆拓土夯实基础。

渠道方面：薇诺娜在化妆品条线已经通过医院等积累较深渠道基础，客观上能够为医疗器械类产品拓展提供协同。

人员方面：据猎聘，公司在招聘医美方向研发工程师、医美方向市场主管、医美线上商城主管等岗位，人员队伍就位将为公司医美业务发展提供源动力。

新品牌：内生+外延，新品牌孵化可期

主品牌薇诺娜仍为增长主力，WINONA Baby、痘痘康等品牌潜力可期。截至2020H1，薇诺娜品牌收入占比99.06%，为公司收入主要来源。在稳步发展主打品牌市场的同时，公司积极拓展多层次销售市场，塑造了专注于专业婴幼儿护理的“WINONA Baby”品牌、专注于痘痘肌肤护理的“痘痘康”品牌、专注于高端皮肤修护的“Beauty Answers”品牌、专注于干燥性皮肤护理的“资润”品牌。据公司招股书，公司实行“聚焦主品牌、拓展子品牌”发展战略，通过内涵式培育和外延式收购实施多品牌计划，在未来三年内，确保公司营业收入和净利润持续、稳定增长，继续巩固、提高“薇诺娜”品牌的市场影响力，同时不断提升“WINONA Baby”、“痘痘康”、“Beauty Answers”、“资润”等品牌的市场地位和市场占有率，有望带来新增长点。

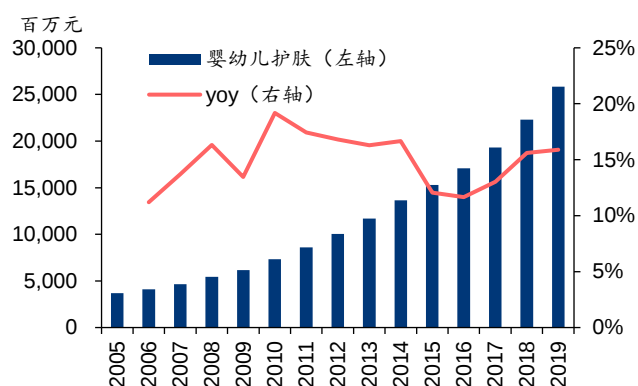
图表46： 公司其他品牌情况梳理

品牌名称	创立时间	品牌定位	主要产品
WINONA Baby		专业婴幼儿护理	霜
痘痘康	2014 年 10 月	痘痘肌肤护理	霜、面膜泥等
Beauty Answers		高端皮肤修护	护肤水、面膜、精华等
资润		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

资料来源：贝泰妮招股说明书，华泰研究

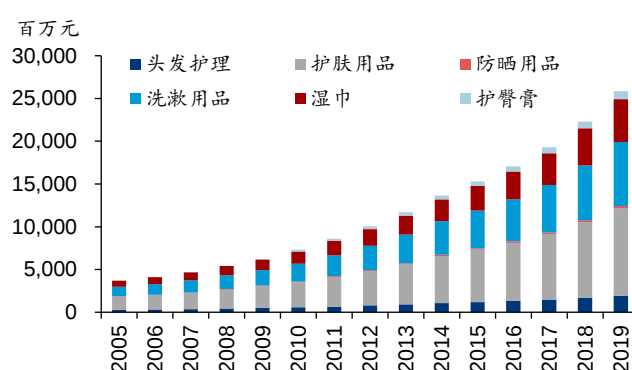
伴随年轻父母消费观念升级，婴幼儿护理市场有望不断增长，WINONA Baby 值得期待。据欧睿，19 年我国婴幼儿护肤市场规模 259 亿元/yoy15.90%，10-19 年 GAGR15.03%，增速较快。2021 年 1 月“宝宝激素面霜”引发公众关注，安全、健康将成为新一代年轻父母选择婴幼儿护肤品牌的重要参考依据，公司专业研发积累较深，薇诺娜品牌已经在抗敏修复领域建立较强品牌信任，拓展婴幼儿品牌水到渠成。

图表47： 我国婴幼儿护肤市场规模较快增长



资料来源：欧睿，华泰研究

图表48： 婴幼儿护理市场中，护肤和洗护类产品为主要构成



资料来源：欧睿，华泰研究

新渠道：淘系之外，仍有更多增长引擎

线上：除淘系平台外，京东/唯品会等电商平台、快手/抖音等短视频社交平台亦有较大挖潜空间。截至 20H1，公司线上收入主要集中在天猫、京东、唯品会、微信等平台，19 年公司在唯品会/京东平台收入（包括自营和分销）分别为 2.09 亿元/1.22 亿元，相较天猫平台的 7.76 亿元还有较大提升空间。此外，抖音、快手等短视频社交平台电商也在加速变现，有望成为化妆品类线上增长的新引擎，而公司正在持续加强对 KOL、社交媒体、短视频等新媒体的营销投入和布局，有望共享行业增长红利。

图表 49：参考线上平台直播销售额前十情况（2021 年 2 月 25 日数据），公司在抖音、快手等平台有较大挖掘潜力

商品信息	抖音		商品信息	快手		商品信息	淘宝	
	直播价 (元)	30 天销售额 (万元)		直播价 (元)	30 天销售额 (万元)		直播价 (元)	30 天销售额 (万元)
舒敏保湿修护红组合	228	32.64	舒敏保湿修护霜 50g	268	1.90	清透防晒乳 50g	168	567.84
净痘清颜护理套装	287	26.97	悠享夏日三件套	99	0.34	舒敏保湿修护精华液	278	122.90
舒敏保湿特护霜 50g	268	26.74	极润保湿乳液 15g	19.89	0.03	薇诺娜清透防晒乳 50g	188	63.84
悠享防晒三件套 60g	99	24.69	7 片舒缓绵柔净肤卸妆巾	9.9	0.01	敏肌多效补水修护膜	99	31.75
						盒		
极润保湿水肌套装	640	19.64	舒敏保湿修护霜	134	0.15	舒缓修护清爽防晒	59	11.45
舒敏保湿修护精华液	298	14.27	清痘控油淡印护肤套装	129	0.13	舒敏保湿特护霜 15g	68	11.44
多效修护精华面膜	99	10.87	青刺果修护保湿喷 I	108	0.10	敏感肌修护水乳套装	88	13.76
干燥肌水乳组合	249	10.60	舒敏保湿特护霜	88	0.07	舒敏保湿特护霜 50g	268	40.41
舒敏修护面膜 16 片	139	7.88	熊果苷莹亮透白套装	282	0.23	宝贝舒润滋养霜	138	16.97
透明质酸三件套	349	6.73	舒敏保湿丝滑面膜 6 片	168	0.13	柔润保湿霜 80g	88	10.18

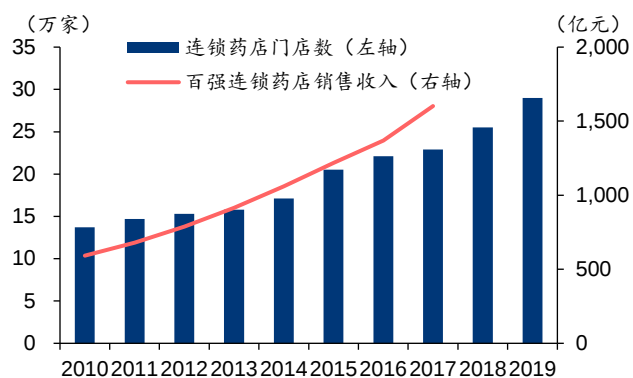
注：直播价单位为元，30 天销售额单位为万元，列举了近 30 天销售额排名前十的销售明细；

资料来源：胖球数据，华泰研究

线下：药店等专业渠道有望持续拓展，屈臣氏等日化专营店渠道发展潜力大。据 Euromonitor 数据，19 年我国专业渠道（包括 Chemists/Pharmacies/Drugstores 等）化妆品销售规模 371 亿元，占比 7.76%；19 年韩国/美国专业渠道分别占化妆品销售渠道的 9%/13%，日本专业渠道占比更是高达 32%。我国药店多元化经营成趋势，龙头探索产品线向保健养生、护肤美容等大健康领域拓展，化妆品在药店市场有待进一步深耕。公司在药店渠道已经拓展健之佳、一心堂、老百姓等客户，但除健之佳外其他渠道体量贡献尚有限，未来挖潜空间较大。

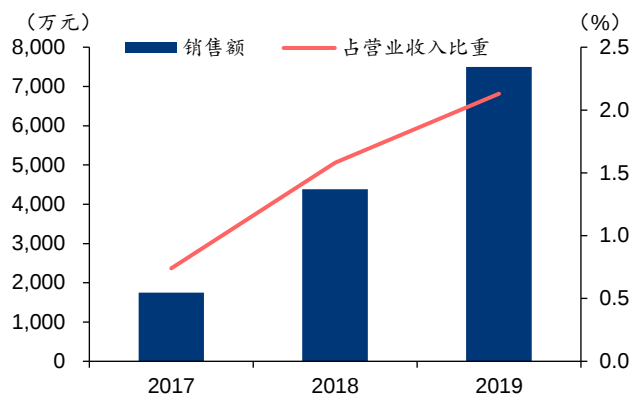
据薇诺娜品牌官网，20 年 6 月薇诺娜品牌已进入屈臣氏，首批进驻 574 家门店。据屈臣氏母公司长江和记实业 2019 年年报，屈臣氏在中国内地的门店数量为 3947 家。若后续薇诺娜与屈臣氏加深合作，其覆盖的门店数量有望进一步提升。

图表50: 我国连锁药店历年数量、收入



资料来源:《2019 年度药品监管统计年报》, 智研咨询, 华泰研究

图表51: 薇诺娜在健之佳的销售额以及占健之佳的收入比重



资料来源: 贝泰妮招股说明书, 华泰研究

图表52: 公司直供客户中历年前五大客户

前五大客户	2017		前五大客户	2018		前五大客户	2019	
	收入 (万元)	占比 (%)		收入 (万元)	占比 (%)		收入 (万元)	占比 (%)
云南健之佳	1748.21	2.19	云南健之佳	4383.2	3.53	云南健之佳	7499.46	3.86
一心堂	277.84	0.35	一心堂	934.12	0.75	一心堂	1573.38	0.81
成都利康	230.55	0.29	成都利康	350.49	0.28	老百姓	860.3	0.44
科莱医美肌肤诊所	152.99	0.19	老百姓	252.22	0.2	成都利康	640.99	0.33
柳州市妇幼保健院	112.61	0.14	重庆汇欣灵	230.83	0.19	成都盈通泰	382.81	0.2
合计	2522.21	3.16	合计	6150.85	4.96	合计	10956.94	5.64

资料来源: 贝泰妮招股书, 华泰研究

盈利预测及估值

我们预计 21-23 年公司营业收入分别为 37.81/51.86/69.56 亿元，归母净利润分别为 7.77/10.89/14.91 亿元。分项业务预测明细如下：

线上业务：预计 21-23 年营收 31.66/44.40/60.67 亿元，yoy44%/40%/37%。据欧睿，19 年化妆品线上渠道同比增速 27%，我们伴随着消费习惯的改变，预计此后行业整体线上渠道仍将维持 20%以上增长；公司品牌力突出，自有电商团队搭建成熟，历史情况来看，所处的皮肤医学级市场增速超越大盘，后续有望持续获得高于行业的增速，其中：1) 线上自营：21-23 年营收 23.38/33.43/46.80 亿元，yoy45%/43%/40%。公司 19/20H1 线上自营收入 yoy71%/62%，公司重视天猫、京东等自营渠道建设，线上自营有望延续高增长，增速超越行业整体；但随着规模增长，增速将边际下行。2) 线上分销：21-23 年营收 8.28/10.97/13.87 亿元，yoy41%/32%/26%。其中大型 B2C 平台 18/19 年同比增速 92%/78%，后续有望延续高增长，但随规模增长增速逐年边际下行，预计 21-23 年 yoy45%/35%/28%；线下分销业务 19 年收入仅 57 百万元/yoy3%，我们预计后续线下分销业务维持个位数低增长，占比将逐渐降低。

毛利率方面，我们认为伴随高客单价、高毛利率产品的占比不断提升，品类升级，线上自营及线上分销中的大型 B2C 平台毛利率均持续提升，线上分销业务体量扩张有限，毛利率维持相对稳定。综合来看，预计 21-23 年线上业务毛利率为 80.83%/81.40%/82.16%。

线下业务：预计 20-22 年营收 6.16/7.46/8.88 亿元，yoy25%/21%/19%。据欧睿，19 年化妆品药店渠道同比增速 12%，是少有的线下仍维持两位数增长的渠道。公司在药店渠道已经有了较高的品牌知名度，仍有较大拓展空间，预计 21-23 年将维持较快增长，增速亦将超过行业整体增速。其中：1) 我们预计公司后续仍将以发展商业公司、直供客户为主，商业公司渠道有完善物流配送体系，终端销售网点布局广泛，公司在九州通、国药控股等代表性客户销售额有望持续提升；商业公司渠道 19 年收入 2.07 亿元/yoy19%，增长较快，受疫情影响 20H1 收入规模为 77 百万元，我们预计 21 年在相对较低基数下将恢复较快增长，22/23 年维持 20%左右增速，预计 21-23 年营收 2.93/3.51/4.22 亿元，yoy27%/20%/20%。直供客户渠道 19 年收入 2.01 亿元/yoy68%，公司后续有望继续加大健之佳、一心堂、老百姓等客户的合作力度，以上客户对公司采购量有望持续提升，预计直供客户 21-23 年营收 2.86/3.57/4.29 亿元，yoy27%/25%/20%，2) 线下自营、线下区域经销商渠道 17-19 年已逐渐萎缩，非公司线下渠道重点布局方向，我们预计 20-22 年营收增长有限。

毛利率方面，考虑到渠道伙伴的利益维护，我们预计公司进销差价将维持基本稳定，商业公司、直供客户、区域经销商以及线下自营渠道的毛利率将各自维持基本稳定，但因高毛利率的商业公司、直供客户渠道收入增长更快，占比增加，预计 21-23 年线下渠道毛利率 87.18%/87.27%/87.38%，呈小幅提升态势。

销售费用率：18-20 年销售费用率 40.52%/43.39%/46.90%，流量成本抬升带来销售费用率上行，20 年疫情致各大品牌加大线上投入力度，销售费用率提升幅度较快，我们预计后续伴随行业整体流量成本区域稳定，公司销售费用率将维持在 45%-46%左右。

管理费用率：18-20 年管理费用率 9.94%/7.04%/6.27%，伴随规模效应显现，管理费用率持续优化，20 年疫情也可能带来公司差旅等成本降低，综合考虑公司后续的规模效应持续显现及人员扩张，我们预计 21-23 年公司管理费用率将维持疫情前水平，与 2019 年保持一致。

财务费用率及研发费用率：18-20 年财务费用率维持低位，我们预计后续仍将维持基本稳定；公司 18-20 年研发费用率 3.71%/2.78%/2.36%，逐年降低，公司上市首年有望加大研发力度推出更多新产品，我们预计研发费用率将提升至 2.95%，此后维持稳定。

图表53： 公司分项业务盈利预测明细

RMB 百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
收入						
线上自营	363.0	628.2	1,612.3	2,337.8	3,343.0	4,680.2
yoy		73%	50%	45%	43%	40%
线上分销	125.3	253.6	587.5	827.8	1,096.7	1,387.0
yoy		102%	44%	41%	32%	26%
大型 B2C 平台	103.0	197.8	527.4	764.7	1,032.3	1,321.4
yoy		92%	50%	45%	35%	28%
线上经销商	22.3	55.8	60.1	63.1	64.4	65.7
yoy		150%	5%	5%	2%	2%
线上合计	488.4	881.8	2,199.8	3,165.6	4,439.7	6,067.3
yoy		81%	48%	44%	40%	37%
线下自营	14.2	6.9	2.2	2.2	2.3	2.3
yoy		-47%	-20%	2%	2%	2%
线下分销	283.9	340.4	489.5	613.2	743.6	885.6
yoy		20%	9%	25%	21%	19%
商业公司	133.3	174.3	230.5	292.7	351.3	421.5
yoy		31%	12%	27%	20%	20%
直供客户	91.7	120.0	225.1	285.8	357.3	428.8
yoy		31%	12%	27%	25%	20%
区域经销商	59.0	46.1	34.0	34.6	35.0	35.3
yoy		-22%	-15%	2%	1%	1%
线下合计	298.1	347.3	491.7	615.4	745.8	888.0
yoy		17%	9%	25%	21%	19%
收入合计	786.5	1,229.1	2,691.5	3,781.0	5,185.6	6,955.2
yoy		56%	39%	40%	37%	34%
成本	143.9	227.6	506.3	685.8	920.8	1,194.5
毛利率	82%	81%	81%	82%	82%	83%
销售费用	42%	41%	46%	45%	46%	46%
管理费用	10%	11%	7%	7%	9%	9%
研发费用	4%	4%	3%	3%	3%	3%
财务费用	0.2%	-0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
费用合计	55%	56%	55%	55%	57%	57%

注：公司披露了 20 年整体收入、利润等报表数据，而未披露 20 年分项业务明细数据，故 20 年分渠道业务为我们预测值，非公司实际披露值；

资料来源：公司公告，华泰研究预测

图表54： 公司分渠道毛利率预测

分项毛利率预测	2018	2019	1H2020	2020E	2021E	2022E	2023E
线上自营	82.04%	80.60%	82.97%	82.00%	83.00%	83.50%	84.00%
线上分销							
大型 B2C 平台	72.69%	72.18%	74.67%	74.00%	74.67%	75.00%	76.00%
线上经销商	76.84%	73.55%	76.35%	75.00%	75.00%	75.00%	75.00%
线上合计	79.62%	78.33%	80.84%	79.89%	80.83%	81.40%	82.16%
线下自营	91.69%	90.51%	85.33%	88.00%	86.00%	86.50%	87.00%
线下分销							
商业公司	91.06%	91.57%	92.29%	91.00%	91.00%	91.00%	91.00%
直供客户	83.49%	84.38%	85.38%	85.00%	85.00%	85.00%	85.00%
区域经销商	74.19%	74.66%	72.21%	73.00%	73.00%	73.00%	73.00%
线下合计	86.22%	86.85%	87.88%	87.00%	87.18%	87.27%	87.38%
合计	81.49%	80.32%	82.03%	81.19%	81.86%	82.24%	82.83%

资料来源：公司公告，华泰研究预测

可比公司 21 年平均 Wind 一致盈利预期 PE56 倍/PEG2.59 倍，我们预计 20-22 年净利润复合增速为 38.27%，按 PEG 估值法，给予 21 年 2.59XPEG，对应 21 年 PE99.11X，目标市值 770.54 亿元，若按 6360 万股上限发行，目标价 181.90 元。

图表55: 可比公司估值对照表

证券代码	证券简称	市值 (亿元)	PE(TTM)	预测 PE		预测 ROE (%)		预测 PEG	预测净利润 GAGR
		2021/3/10	2021/3/10	2021	2022	2021	2022	2021	20-22
603605 CH	珀莱雅	341.70	78.07	55.93	45.04	19.74	20.85	2.28	25%
603983 CH	丸美股份	191.59	38.80	30.57	26.02	17.23	17.29	2.40	13%
688363 CH	华熙生物	664.75	102.73	77.50	57.97	14.67	16.81	3.09	25%
	平均值	399.35	73.20	54.67	43.01	17.22	18.31	2.59	21%

注: 交易日期截至 2021 年 3 月 10 日, 预测 PE、预测净利润复合增速皆为 Wind 一致盈利预测, 预测 PEG 根据预测 PE/预测净利润复合增速计算;

资料来源: Wind, 华泰研究

图表56: 报告涉及公司一览表

公司名称	股票代码	公司名称	股票代码
哈尔滨三联药业	002900 CH	创尔生物	未上市
老百姓	603883 CH	博乐达	未上市
大参林	603233 CH	绽妍	未上市
一心堂	002727 CH	蛋壳科技	未上市
益丰药房	603939 CH	吉林省蓝鼎陆和科技有限公司	未上市
健之佳	605266 CH	陕西佰傲再生医学有限公司	未上市
御家汇	300740 CH	广州市美晟美容化妆品有限公司	未上市
上海家化	600315 CH	上海璞萃生物科技有限公司	未上市
珀莱雅	603605 CH	颜术医生集团(深圳)有限公司	未上市
丸美股份	603983 CH	成都利康实业有限责任公司	未上市
雅莎股份	872767 CH	杭州聚结信息科技有限公司	未上市
华熙生物	688363 CH	众凌云互动(北京)科技有限公司	未上市
鲁商发展	600223 CH	上海萃创信息科技有限公司	未上市
爱美客	300896 CH	美腕(上海)网络科技有限公司	未上市
上海医药	601607 CH	杭州高浪控股股份有限公司	未上市
剧星传媒	833153 CH	乐敦制药	未上市
WELCIA	3141 JP	上海外高桥医药分销中心有限公司	未上市
鹤羽	3391 JP	上药控股有限公司	未上市
COSMOS 药品	3349 JP	上海市外高桥国际贸易营运中心有限公司	未上市
SUNDRUG	9989 JP	Murad	未上市
松本清	3088 JP	SESDERMA	未上市
杉 DRUG	7649 JP	Prairie Capital	未上市
Cocokara Fine	3098 JP	Filorga	未上市
CREATE SD	3024 JP	Ci:z Holdings	未上市
欧莱雅	OR FR	PCA Skin	未上市
高露洁	CL US	Philosophy	未上市
逸仙电商	YSG US	Prima-Derm	未上市
雅诗兰黛	EL US	SkinMedica	未上市
Coty	COTY US	Allergan	未上市
Blackstone	BS US	Thayers Natural Remedies	未上市
强生集团	JNJ US	Deciem	未上市
阿里巴巴	BABA US	Zo skin care	未上市
SNP Genetics	086460 KR	Upsher-Smith Laboratories	未上市
Valeant	VRX CAN	Sandoz	未上市
贝泰妮	未上市	Functionalab Group	未上市
巨子生物	未上市	ModiFace	未上市

资料来源: 彭博, Wind, 华泰证券研究所

风险提示

市场竞争加剧。行业流量红利正在边际递减，新品牌仍在持续涌入，行业竞争加剧将可能导致获客成本提升、复购率下降，不利于公司盈利能力提升。

新品推广速度较慢。新品是公司增长的重要疫情，若因研发进度较慢、新产品难以精准把握消费人群喜好等导致新品推广速度较慢将不利于公司业绩增长。

关键人员流失。人才梯队是企业发展的核心力量，若公司在薪酬待遇、晋升空间等方面和同业相比吸引力不足，将造成人员流失，不利于企业后续业务的开展。

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	935.46	1,391	2,221	3,301	4,831
现金	527.23	751.95	1,418	2,296	3,595
应收账款	112.14	186.80	258.06	318.15	414.02
其他应收账款	10.29	9.58	18.34	19.95	31.40
预付账款	13.53	29.35	30.88	51.72	59.07
存货	198.77	253.75	336.33	455.90	571.85
其他流动资产	73.50	159.74	159.74	159.74	159.74
非流动资产	148.38	210.69	207.82	241.24	280.25
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定投资	59.40	68.55	67.70	96.65	130.12
无形资产	45.82	55.16	62.99	72.39	83.14
其他非流动资产	43.16	86.98	77.13	72.20	67.00
资产总计	1,084	1,602	2,429	3,543	5,111
流动负债	296.16	391.19	435.96	455.92	528.92
短期借款	14.96	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	88.37	116.68	157.65	149.28	192.02
其他流动负债	192.83	274.51	278.31	306.64	336.90
非流动负债	26.66	8.86	8.86	8.86	8.86
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	26.66	8.86	8.86	8.86	8.86
负债合计	322.82	400.05	444.83	464.78	537.78
少数股东权益	4.72	2.81	7.44	12.42	17.52
股本	360.00	360.00	423.60	423.60	423.60
资本公积	25.71	25.71	(37.89)	(37.89)	(37.89)
留存公积	370.59	813.30	1,595	2,689	4,185
归属母公司股东权益	756.30	1,199	1,976	3,065	4,556
负债和股东权益	1,084	1,602	2,429	3,543	5,111

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金	514.92	431.03	672.79	915.37	1,329
净利润	413.06	543.75	782.07	1,094	1,496
折旧摊销	20.60	24.88	17.98	22.82	29.95
财务费用	(1.45)	(0.88)	(7.06)	(18.16)	(37.28)
投资损失	(0.15)	(3.13)	(0.91)	(1.13)	(1.33)
营运资金变动	71.04	(147.63)	(119.36)	(179.41)	(153.23)
其他经营现金	11.83	14.03	0.07	(2.65)	(4.29)
投资活动现金	(60.86)	(86.32)	(14.27)	(55.19)	(67.74)
资本支出	61.01	89.45	15.10	56.23	68.96
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	0.15	3.13	0.84	1.05	1.22
筹资活动现金	(177.98)	(121.05)	7.06	18.16	37.28
短期借款	14.96	(14.96)	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	310.99	0.00	63.60	0.00	0.00
资本公积增加	(23.20)	0.00	(63.60)	0.00	0.00
其他筹资现金	(480.73)	(106.09)	7.06	18.16	37.28
现金净增加额	276.09	223.66	665.58	878.34	1,299

利润表

会计年度 (人民币百万)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	1,944	2,692	3,781	5,186	6,956
营业成本	384.51	525.94	685.83	920.79	1,195
营业税金及附加	34.94	46.06	68.06	93.35	125.20
营业费用	843.35	1,263	1,717	2,355	3,170
管理费用	136.79	168.65	266.21	365.09	489.67
财务费用	(1.45)	(0.88)	(7.06)	(18.16)	(37.28)
资产减值损失	(12.52)	(9.11)	(22.10)	(27.09)	(33.51)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.15	3.13	0.91	1.13	1.33
营业利润	502.08	649.70	938.25	1,312	1,797
营业外收入	0.62	0.71	0.60	0.66	0.65
营业外支出	0.46	2.58	0.82	1.01	1.21
利润总额	502.24	647.84	938.04	1,312	1,797
所得税	89.18	104.08	155.97	218.12	301.32
净利润	413.06	543.75	782.07	1,094	1,496
少数股东损益	1.12	0.25	4.63	4.98	5.10
归属母公司净利润	411.95	543.51	777.44	1,089	1,491
EBITDA	507.93	650.16	923.48	1,279	1,739
EPS (人民币, 基本)	0.97	1.28	1.84	2.57	3.52

主要财务比率

会计年度 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	56.69	38.49	40.48	37.14	34.12
营业利润	60.58	29.40	44.41	39.87	36.96
归属母公司净利润	58.12	31.94	43.04	40.07	36.88
获利能力 (%)					
毛利率	80.22	80.46	81.86	82.24	82.83
净利率	21.25	20.20	20.68	21.09	21.50
ROE	54.28	45.24	39.42	35.54	32.70
ROIC	153.92	118.75	136.32	137.03	148.76
偿债能力					
资产负债率 (%)	29.78	24.97	18.32	13.12	10.52
净负债比率 (%)	(64.09)	(61.95)	(71.08)	(74.35)	(78.44)
流动比率	3.16	3.56	5.09	7.24	9.13
速动比率	2.41	2.78	4.21	6.08	7.90
营运能力					
总资产周转率	2.10	2.00	1.88	1.74	1.61
应收账款周转率	17.95	18.01	17.00	18.00	19.00
应付账款周转率	5.00	5.13	5.00	6.00	7.00
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	0.97	1.28	1.84	2.57	3.52
每股经营现金流(最新摊薄)	1.22	1.02	1.59	2.16	3.14
每股净资产(最新摊薄)	1.79	2.83	4.67	7.24	10.76
估值比率					
PE (倍)	-	-	-	-	-
PB (倍)	-	-	-	-	-
EV EBITDA (倍)	-	-	-	-	-

资料来源：公司公告、华泰研究预测

免责声明

分析师声明

本人，梅昕、孙丹阳、沈晓峰、王莎莎，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。更多信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师梅昕、孙丹阳、沈晓峰、王莎莎本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数），具体如下：

行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
中性：预计行业股票指数基本与基准持平
减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：**预计股价超越基准15%以上
增持：预计股价超越基准5%~15%
持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
卖出：预计股价弱于基准15%以上
暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/
邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约哈德逊城市广场10号41楼(纽约10001)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2021年华泰证券股份有限公司