



皮肤学级护肤品市场规模快速成长，敏感肌龙头市场份额有望进一步扩大 — 贝泰妮（300957.SZ）投资价值分析报告

● 敏感肌人群规模扩大及护肤理念提升带动皮肤学级护肤品高速增长

由于环境影响、季节变化以及工作生活压力加大等因素，我国敏感肌皮肤人群不断扩大，随着消费者对产品成分、配方的关注度提升，护肤理念的改变带动敏感肌市场渗透率不断提升，推动皮肤学级护肤品市场规模快速成长。同时，由于敏感肌人群更换护肤品成本较大，因此品牌忠诚度以及支付意愿较高。根据欧睿数据，过去 5 年皮肤学级护肤品以 26.48% 的复合增速快速增长，预计未来仍有望保持较高市场增速。

● 高研发壁垒保障产品优势及品牌优势

对比同行业化妆品上市公司，公司研发人员数量、研发支出等数据处于行业前列，构建了一定研发壁垒。同时，植萃成分热度下，公司地处云南，依托植物资源丰富，以及研发资源储备，有望持续强化产品优势以及品牌优势。

● 日资护肤品牌影响力下降，公司市场份额有望进一步提升

此前，受益于消费者护肤理念提升，贝泰妮作为敏感肌赛道龙头，市场份额从 2017 年的 0.6% 提升至 2022 年的 2.4%，位列 2022 年护肤品品牌第八名。受近日日本排废事件影响，日资护肤品牌影响力有所下降，公司作为本土品牌有望进一步扩大市场份额。

● 公司盈利预测与估值

预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 65.00、81.11、101.24 亿元，YOY 分别为 29.65%、24.78%、24.81%；EPS 分别为 3.15、4.00、5.08 元，根据合理估值测算，结合股价催化剂因素，给予公司六个月内目标价为 116.55 元/股，给予公司“**推荐（首次）**”投资评级。

● 投资风险提示

行业竞争加剧风险、销售平台相对集中风险、销售季节性波动风险、产品质量控制风险等。

● 核心业绩数据预测

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	5,013.87	6,500.45	8,111.03	10,123.62
YOY	24.65%	29.65%	24.78%	24.81%
归母净利润	1,051.23	1,335.44	1,695.63	2,153.18
EPS	2.48	3.15	4.00	5.08
P/E	38.96	30.67	24.15	19.02

数据来源：公司公告，华通证券研究部

公司投资评级

推荐（首次）

公司深度报告

华通证券研究部

美容护理行业组

SFC:AAK004

Email: research@waton.com

主要数据 2023.8.25

收盘价（元）	96.69
一年中最低/最高（元）	195.00/85.47
总市值（亿元）	409.6
ROE（加权）	2.81%
PE（TTM）	38.51

股价相对走势





目 录

一、公司所属主要行业情况分析	5
1.1 行业基本信息	5
1.2 行业竞争格局	7
1.3 行业成长空间	8
二、公司主要业务板块经营情况分析	9
2.1 公司主营业务及产品介绍	9
2.2 公司经营业绩情况	10
2.3 公司核心资源和竞争优势分析	11
2.3.1 品牌矩阵优势	11
2.3.2 研发能力	13
2.4 公司运营效率、管理效率、盈利能力与可比公司比较分析	15
三、2023-2025 年公司整体业绩预测	17
四、公司估值分析	18
4.1 P/E 模型估值	18
4.2 DCF 模型	19
五、公司未来六个月内投资建议	19
5.1 公司股价催化剂分析	19
5.2 公司六个月内的目标价	19
六、公司投资评级	20
七、风险提示	20



图表目录

图 1: 化妆品类商品零售累计值及增速.....	5
图 2: 敏感人群年龄分布.....	6
图 3: 每月愿意在敏感肌养护产品花费金额.....	7
图 4: 消费者更换敏感肌养护产品的频率.....	8
图 5: 2017 年国内皮肤护理主要品牌份额.....	8
图 6: 2022 年国内皮肤护理前十大品牌份额.....	8
图 7: 国内护肤品市场规模及增速.....	9
图 8: 国内化妆品市场规模及增速预测.....	9
图 9: 公司营收及增速.....	10
图 10: 公司归母净利润及增速.....	10
图 11: 公司毛利率及净利率走势.....	11
图 12: 公司费用率走势.....	11
图 13: 公司营收构成.....	11
图 14: 分业务毛利率走势.....	11
图 15: 各化妆品上市公司研发人员数量.....	14
图 16: 各化妆品上市公司研发人员数量占比.....	14
图 17: 各化妆品上市公司研发费用对比.....	14
图 18: 各化妆品上市公司研发费用率对比.....	14
图 19: 可比公司存货周转率对比.....	15
图 20: 可比公司应收账款周转率对比.....	15
图 21: 可比公司总资产周转率对比.....	15
图 22: 可比公司销售费用率对比.....	16
图 23: 可比公司管理费用率对比.....	16
图 24: 可比公司财务费用率对比.....	16
图 25: 可比公司毛利率对比.....	16
图 26: 可比公司净利率对比.....	16
图 27: 可比公司 ROE 对比.....	17
图 28: 可比公司 PE(TTM)对比.....	18
表 1: 功能性护肤品行业分类.....	5
表 2: 敏感肌发生原因.....	6



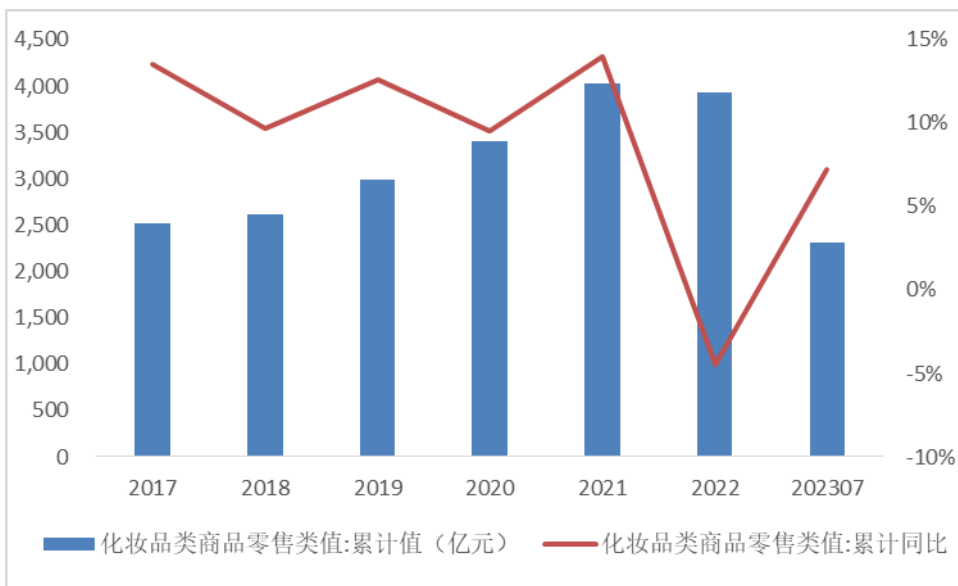
表 3: 公司主要品牌矩阵.....	9
表 4: 线上自营核心店铺 2022 年度经营数据.....	12
表 5: 2023-2025 年公司收入预测.....	17
表 6: 可比公司估值表 (截止 2023 年 8 月 25 日).....	18
表 7: DCF 模型估值.....	19

一、公司所属主要行业情况分析

1.1 行业基本信息

随着生活水平提高，消费者对自身健康及皮肤护理需求日益关注，带动我国化妆品市场规模不断增长。根据国家统计局数据显示，2017-2022年，我国化妆品商品零售总额从2,513.70亿元增长至3,935.60亿元，期间复合增速为9.38%。2022年受出行受阻等因素影响，我国化妆品零售额较上年下降4.50%。随着出行恢复，2023年1-7月化妆品类商品零售累计额为2,315.30亿元，同比增长7.20%。

图 1：化妆品类商品零售累计值及增速



数据来源：国家统计局、华通证券研究部

近几年，随着消费者对化妆品产品成分、配方更加关注，具备一定药理作用、可针对性解决肌肤问题的功能性护肤品逐步崛起，按照护肤品功能和功效划分，功能性护肤品可进一步分为皮肤学级护肤品、强功效性护肤品、医美级护肤品、中草药成分护肤品。其中，皮肤学级护肤品是一种介于传统护肤品与皮肤科用药之间，同时能兼顾皮肤健康与美丽的护肤品，适用于敏感肌的护肤品为主要产品形式，主要厂商包括薇诺娜、薇姿。

表 1：功能性护肤品行业分类

分类	定义	主要厂商
皮肤学级护肤品	是一种介于传统护肤品与皮肤科用药之间，同时能兼顾皮肤健康与美丽的护肤品，适用于敏感肌的护肤品为主要产品形式	薇诺娜、薇姿
强功效性护肤品	主打功效性成分，主打美白，补水、淡斑、提亮、祛痘、紧致等功效	修丽可、润百颜
医美级护肤品	严格遵守“械字号”审核备案，用于	可复美、绽妍

	医疗美容术后修复，主要有舒缓、修护、补水、抑菌祛痘功能	
中草药成分护肤品	含有中草药成分，主要有舒缓、补水、淡斑、消炎祛痘功能	片仔癀、云南白药

资料来源：头豹研究院，华通证券研究部

敏感性皮肤，即高反应性、耐受性差或易过敏的皮肤，按照发生原因可分为内源性因素和外源性因素，内源性因素造成个体皮肤天生敏感性差异，外源性因素造成皮肤屏障受损产生敏感问题。根据《中国敏感性皮肤诊治专家共识》披露数据，亚洲女性由于皮肤屏障更容易受损、角质层更薄、面对刺激反应更强烈等因素，导致亚洲女性敏感肌发生率为 40%-56%，相比美洲女性（22.3%-50.9%）更易发生皮肤敏感问题，其中，中国女性敏感肌发生率为 36%-50%。

表 2：敏感肌发生原因

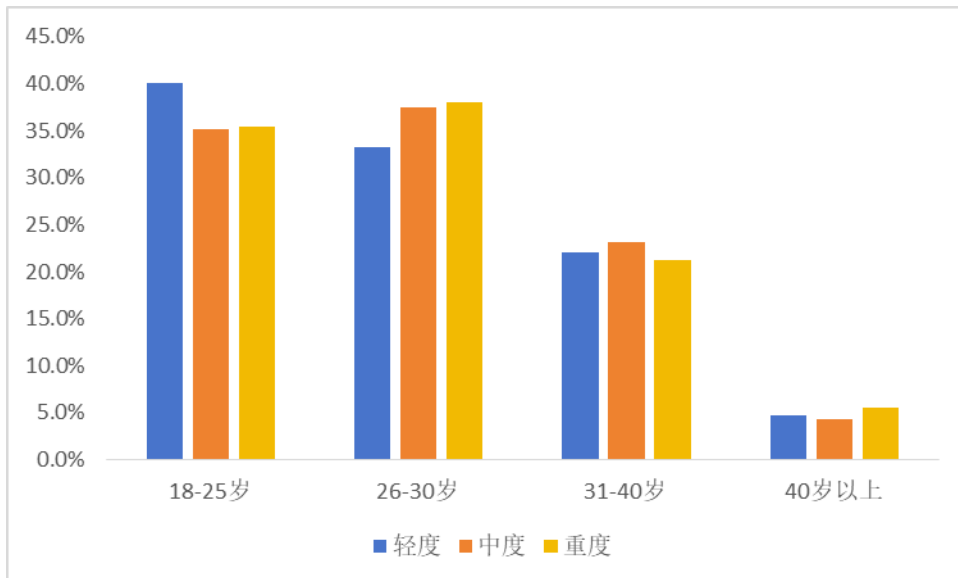
敏感肌发生原因	具体内容
内源性因素	遗传、年龄、性别、内分泌、压力等
外源性因素	环境影响、季节变化、日晒、护肤品使用不当、不良生活方式等

资料来源：亿欧智库、华通证券研究部

根据亿欧智库 2023 年 4 月调研数据，敏感肌人群会同时选择多种方式进行敏感肌养护。其中，有 94.6% 的人选择使用适合敏感肌的护肤产品，48.3% 的受调研人群会配合使用养颜类的食补品或保健品，43.2% 的人群会找医生问诊并进行药物治疗。

根据亿欧智库调研，按照调研对象出现的敏感症状个数划分，将敏感人群的轻重程度划分为三类人群，其中轻度代表 1-2 个敏感症状，中度、重度分别代表 3-4 个、5-7 个敏感症状。调研数据显示，轻度、中度、重度敏感人群占比分别是 30.7%、57.8%、11.5%。同时，敏感人群分布呈年轻化趋势。中度敏感人群中 26-30 岁人群占比 37.5%，重度敏感人群中 26-30 岁人群占比 38.0%。

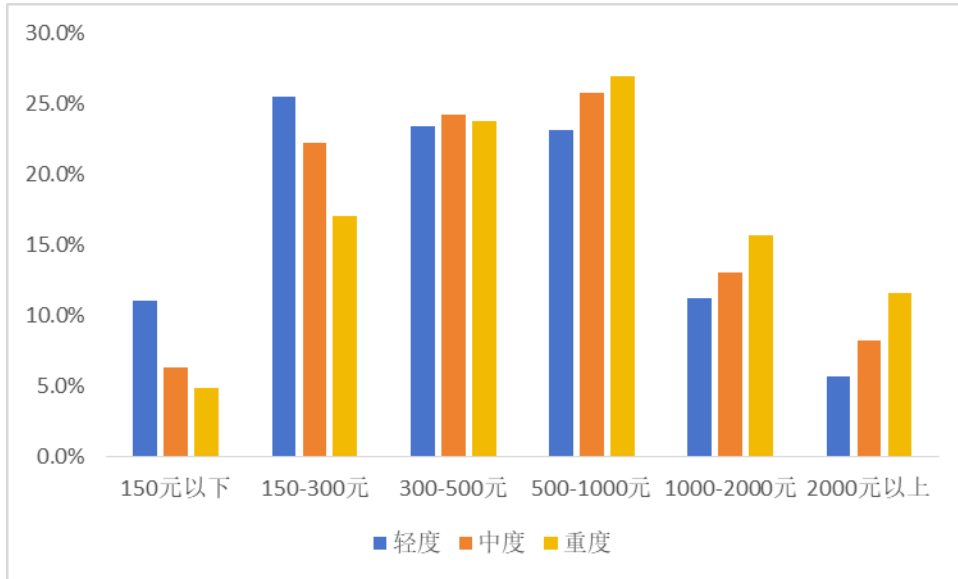
图 2：敏感人群年龄分布



数据来源：亿欧智库、华通证券研究部

根据调研数据显示，轻度敏感人群中 25.5% 人群每月愿意在敏感肌养护产品花费的金额是 150-300 元，中度敏感人群中 25.8% 人群的愿意支付金额是 500-1,000 元，重度敏感人群中 27.0% 人群愿意支付金额是 500-1,000 元。并且，重度敏感人群中有 11.6% 人群愿意支付 2,000 元以上用于敏感肌养护，轻度、中度敏感人群中有 5.7%、8.2% 人群愿意支付 2,000 元以上。可见，随着敏感程度加重，消费者愿意在敏感肌养护产品上的支付意愿逐渐增强。

图 3：每月愿意在敏感肌养护产品花费金额

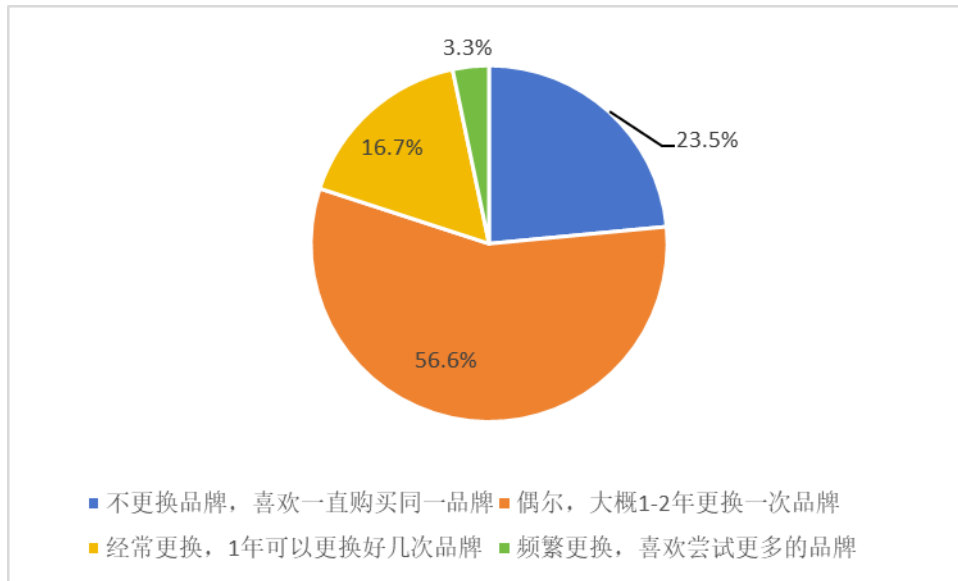


数据来源：亿欧智库、华通证券研究部

1.2 行业竞争格局

由于敏感肌问题带来的症状严重程度、成因难以辨别，在外界环境变化或者自身身体状态欠佳时容易复发，容易因为产品使用不当造成更严重的皮肤问题，因此敏感肌人群产品和服务的选择成本较高。对比消费者更换产品品牌的数据来看，敏感肌人群的品牌忠诚度较高，有 23.5% 受调研用户表示不更换品牌，喜欢一直购买同一品牌；56.6% 受调研用户表示偶尔更换，大概 1-2 年更换一次品牌。综合来看，敏感肌用户对于养护产品品牌更换频次不高，复购意愿强。

图 4：消费者更换敏感肌养护产品的频率



数据来源：亿欧智库、华通证券研究部

根据欧睿数据，国内皮肤护理市场主要由外资品牌占据，其中巴黎欧莱雅、兰蔻、雅诗兰黛市场份额逐年提升，巴黎欧莱雅市场份额从 2017 年的 4.1% 提升至 2022 年的 5.7%，兰蔻市场份额从 2017 年的 2.5% 提升至 5.6%。国内品牌如珀莱雅、薇诺娜等近几年市场份额逐步提升，珀莱雅市场份额从 2017 年的 1.1% 提升至 2022 年的 2.5%，薇诺娜市场份额从 2017 年的 0.6% 提升至 2022 年的 2.4%。

图 5：2017 年国内皮肤护理主要品牌份额

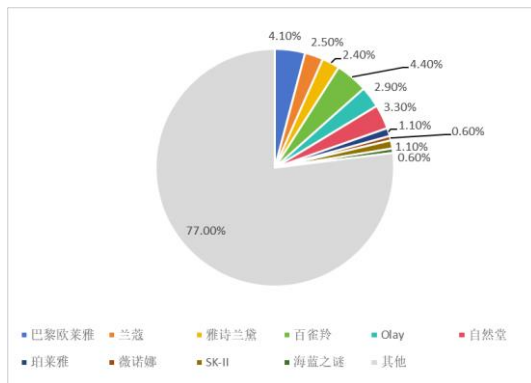
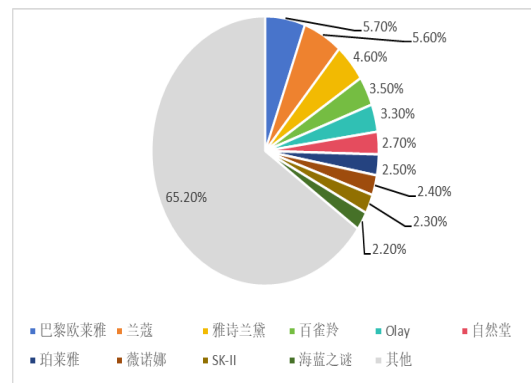


图 6：2022 年国内皮肤护理前十大品牌份额



数据来源：欧睿数据、华通证券研究部

1.3 行业成长空间

根据欧睿数据，随着消费者护肤观念提升，皮肤学级护肤品市场规模逐步增长，从 2017 年的 101.62 亿元增长至 2022 年的 328.96 亿元，5 年复合增长率为 26.48%，远高于护肤品整体规模增速。护肤品市场规模从 2017 年的 1,881.37 亿元增长至 2022 年的 2,762.67 亿元，5 年复合增长率为 7.99%。预计未来随着消费者教育持续推进，皮肤学级护肤品渗透率有望持续提升，皮肤学级护肤品仍有望保持较快速度增长。

根据欧睿数据，我国化妆品市场规模逐步增长，从 2017 年的 3,739.73 亿元增长至 2022

年的 5,318.13 亿元，5 年复合增长率为 7.30%。2023 年随着出行恢复，化妆品市场规模有望达到 5,791.66 亿元，较去年增长 8.90%。

图 7：国内护肤品市场规模及增速

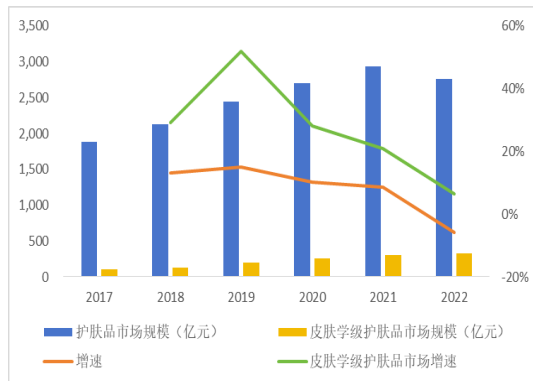
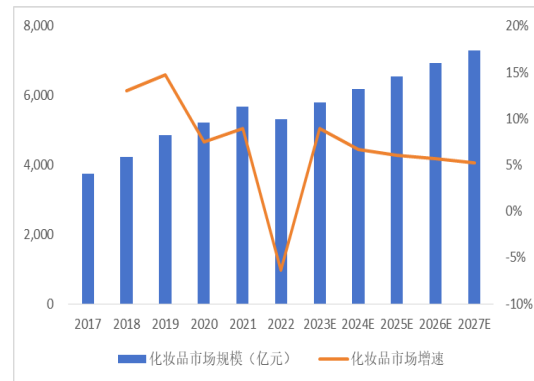


图 8：国内化妆品市场规模及增速预测



数据来源：欧睿数据、华通证券研究部

二、公司主要业务板块经营情况分析

2.1 公司主营业务及产品介绍

贝泰妮成立于 2010 年，公司产品主要包括面霜、护肤水、面膜、精华以及乳液等护肤品类产品和隔离霜、BB 霜以及卸妆水等彩妆类产品。除护肤品和彩妆外，公司还从事皮肤护理相关医疗器械产品的研发、生产以及销售业务，主要包括透明质酸修护生物膜、透明质酸修护贴敷料等专业用于微创术后屏障受损皮肤的保护和护理的医疗器械产品。

公司深入洞察消费者需求，以皮肤学理论为基础，结合生物学、植物学等多学科技术，持续进行产品研发和技术创新，不断向消费者提供符合不同皮肤特性需求的专业型化妆品。公司以“薇诺娜 (Winona)” 品牌为核心，多品牌共同发展，重点针对敏感性肌肤，应用纯天然的植物活性成分提供温和、专业的皮肤护理产品。

表 3：公司主要品牌矩阵

品牌名称	定位
薇诺娜 (Winona)	以皮肤学理论为基础，以生物学、植物学等科学研究和创新技术直击敏感肌肤根源，修护皮肤屏障，帮助用户获得健康美肌的专业皮肤学级护肤品牌
薇诺娜宝贝 (Winona Baby)	继承母品牌“薇诺娜”基因，以儿童皮肤科学为基础，依托云南丰富的资源提取植物精粹，匠心构筑“宝宝脆弱肌专业护理”理念，致力打造守护婴幼儿肌肤健康的专业皮肤学级护肤品牌
瑗科缦 (AOXMED)	致力于打造卓效安全的专业美容方案与致臻护肤体验，以前沿科学研发和先端配方科技作为品牌根本，聚焦皮肤多维年轻化，赋予肌肤年轻活力的专业抗老科技品牌
贝芙汀 (Beforteen)	以中国皮肤疾病大数据为研究基础，通过顶级医研结合+AI 人工智能深度学习自主研发，独创整合性精准祛痘解决方案的专业祛痘品牌

资料来源：公司年报，华通证券研究部

公司通过线下医药渠道打基础、线上全网覆盖的渠道策略，借助互联网和人工智能新技术，打造了新零售全触点系统，成功实现“OMO”跨界营销，实现了线下与线上的相互渗透、对消费群体的深度覆盖，成为中国大健康产业互联网+的领先企业。同时公司充分利用了互联网的高效性、主流电商平台汇集的巨大用户流量、灵活的新媒体营销手段，发挥公司在电商运营上的优势，凭借良好的产品质量，在消费升级、国货热潮的带动下，成功把握住化妆品行业快速增长的发展机遇。

2.2 公司经营业绩情况

2022 年，出行受阻等因素导致化妆品行业整体市场规模有所下降，公司实现营业收入 50.14 亿元，较去年同期增长 24.65%，公司营收 5 年复合增长率为 44.42%。2023 年第一季度，公司实现营业收入 8.63 亿元，较去年同期增长 6.78%。2022 年，公司实现归母净利润 10.51 亿元，较去年同期增长 21.82%，公司归母净利润近 5 年复合增长率为 46.91%。2023 年第一季度，公司实现归母净利润 1.58 亿元，较去年同期增长 8.41%。

图 9：公司营收及增速

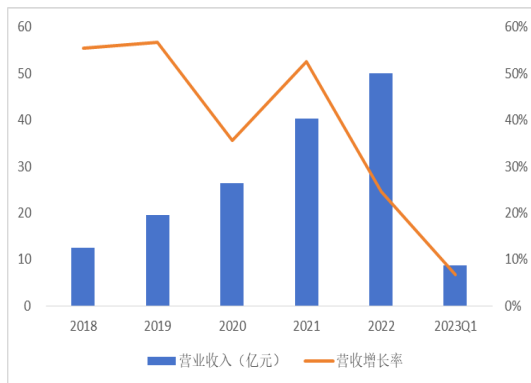
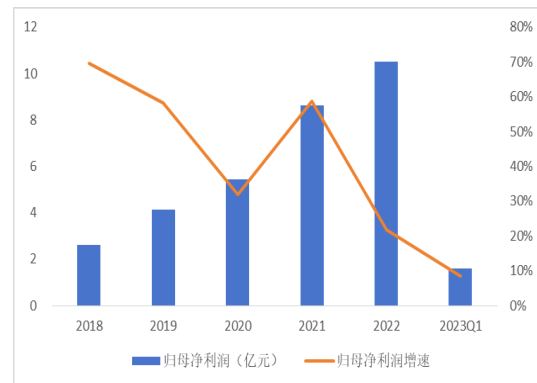


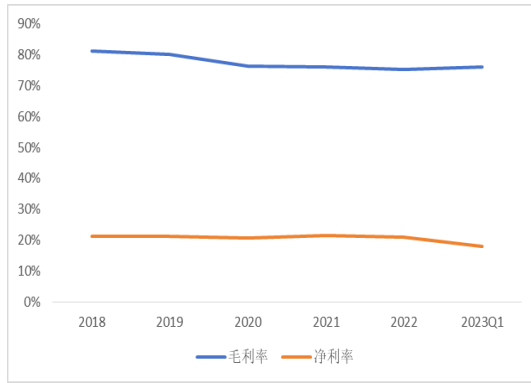
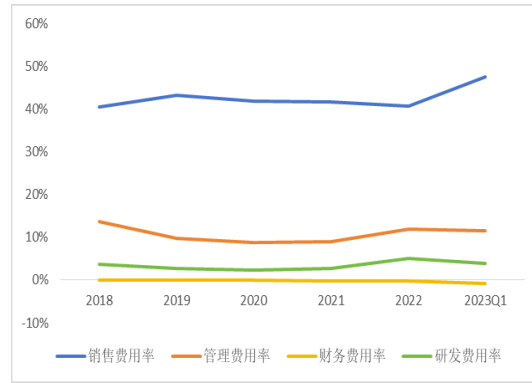
图 10：公司归母净利润及增速



数据来源：东方财富 Choice，华通证券研究部

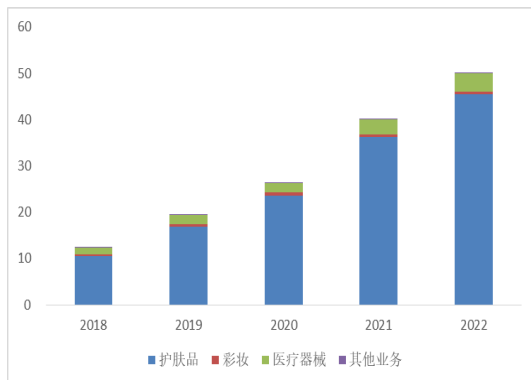
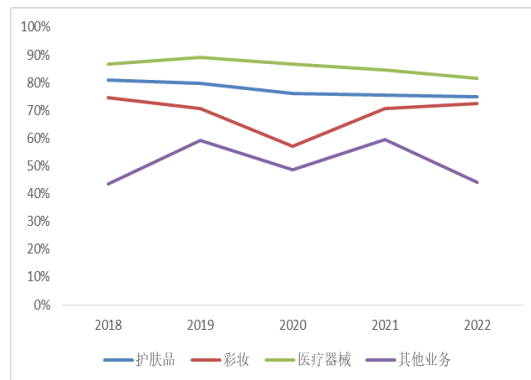
2022 年公司毛利率为 75.21%，公司费用管控能力较强，销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 40.84%、11.92%、-0.29%，分别较去年同期变动-0.94、3.00、-0.04 个百分点。随着消费者对成分、配方关注度提升，化妆品企业研发投入逐步加大，2022 年公司研发费用率为 5.08%，较去年同期增长 2.27 个百分点。2022 年公司净利率为 20.95%，较去年同期下降 0.53 个百分点。

2023 年第一季度，公司毛利率为 76.11%。销售费用率、管理费用率、财务费用率、研发费用率分别为 47.60%、11.65%、-0.79%、3.93%。公司净利率为 17.96%。

图 11：公司毛利率及净利率走势

图 12：公司费用率走势


数据来源：东方财富 Choice，华通证券研究部

公司主营业务包括护肤品、彩妆、医疗器械、其他业务，2022 年护肤品、彩妆、医疗器械、其他业务分别实现营业收入 45.57、0.53、3.87、0.16 亿元，护肤品及医疗器械分别占营业收入比重为 90.89%、7.73%。各业务 4 年复合增速分别为 44.23%、7.29%、29.64%、9.82%，护肤品及医疗器械业务保持快速增长状态。2022 年各业务毛利率分别为 74.81%、72.61%、81.53%、44.14%，护肤品及医疗器械毛利率相对较为稳定。

图 13：公司营收构成

图 14：分业务毛利率走势


数据来源：东方财富 Choice，华通证券研究部

2.3 公司核心资源和竞争优势分析

2.3.1 品牌矩阵优势

面对消费者需求多元化、差异化趋势，化妆品企业通过多品牌矩阵，满足消费群体的细分需求。贝泰妮品牌定位清晰，具有优秀的品牌塑造能力。公司专注于对敏感肌产品的开发，经过多年积累，已经拥有围绕“薇诺娜 (Winona)”为核心的多个品牌，生产、销售 19 个品类，48 个产品系列，逾 400 个 SKU 的产品，涵盖舒敏、防晒、美白、抗老、祛斑、祛痘等多个领域。

其中，“薇诺娜 (Winona)”品牌专注于敏感肌肤护理和修饰，是公司长期聚焦和深度打造的主要品牌，该品牌旗下产品线齐全，涵盖护肤品类、医疗器械类以及彩妆类几个大类。除此之外，公司还拥有“薇诺娜宝贝 (Winona Baby)”、“瑗科缦 (AOXMED)”、“贝芙汀

（Beforteen）”以及“泊缇诗（Beauty Answers）”等品牌，这些品牌具有不同的市场定位、能够覆盖不同的消费群体，公司品牌矩阵已基本形成。

根据 Euromonitor 统计数据显示，2022 年“薇诺娜（Winona）”品牌在护肤类产品市场份额为 2.4%，较上年提升 0.7 个百分点，公司市场份额排名第八，较 2021 年度爬升两位，而其在我国皮肤学级护肤品赛道市场排名连续多年稳居第一。2022 年，“薇诺娜（Winona）”品牌领先优势持续扩大，在国内皮肤学级护肤品赛道的市场份额较去年同期大幅提升，达到约 23.2%，头部效应显著。

公司不同类目的护肤产品在其各自细分市场领域上持续保持强势、亮眼表现。根据 Euromonitor 统计数据，2022 年，“薇诺娜（Winona）”品牌基础保湿类产品跻身市场排名前十，较去年同期上升两位；“薇诺娜（Winona）”品牌防晒护理类产品市场排名第六，较去年同期上升两位；“薇诺娜（Winona）”品牌爽肤水（护肤水）类产品和“薇诺娜（Winona）”品牌面膜类产品跻身市场排名前三。公司和“薇诺娜（Winona）”品牌在化妆品行业中具有明显的先发优势和领先地位。

2022 年内，公司专注于婴幼儿肌肤健康的专业皮肤学级护肤品牌——“薇诺娜宝贝（Winona Baby）”推出了“分阶护肤”产品理念，目前已形成 0-3 岁、3 岁+的产品分类，以“舒润滋养”系列产品为核心的产品矩阵，不断丰富“薇诺娜宝贝（Winona Baby）”品牌的产品系列，满足婴幼儿洗浴、润肤、防晒等多种需求。“薇诺娜宝贝（Winona Baby）”荣获 2022 年度天猫“双 11”婴童护肤行业排名 TOP4，其中品牌核心大单品“舒润霜”系列产品更勇夺天猫金婴奖“年度最专业洗护奖”、天猫“双 11”婴童乳液类目 TOP1；“温和倍护防晒乳”系列产品获得天猫“双 11”婴童防晒类目 TOP1，公司产品研发能力及品牌运营能力较强。

2022 年，公司内部孵化了国货首个高端专业抗老科技品牌——“瑗科缦（AOXMED）”。“瑗科缦（AOXMED）”品牌以前沿科学研发和先端配方科技作为品牌根本，核心成分“美雅安缇 MLYAAT-1002@多维抗老精萃”，推出“专妍”、“美妍”以及“萃妍”三个系列，建立由水、乳、精华以及功能性食品等组成的产品矩阵雏形。“瑗科缦（AOXMED）”品牌官网已正式上线，并入驻线下专业机构进行销售。

公司通过专业的品牌形象建设与私域流量池的沉淀，打造高品牌忠诚度。凭借优秀的产品质量、精准化的营销策略、专业化品牌的口碑打造以及线下体验线上销售新模式的开拓，公司积累了一批品牌忠诚度较高的老客户。2022 年末，公司主要自建销售平台注册用户数量共计约 443.14 万户，报告期内新增注册用户共计约 144.79 万户。

表 4：线上自营核心店铺 2022 年度经营数据

自营店铺名	2022 年金	占线上渠道	2022 年订	2022 年人	2022 年客	两年复购率
-------	---------	-------	---------	---------	---------	-------



称	额 (万元)	收入比重	单数量 (万笔)	均消费频次 (次)	单价 (元)	(注)
薇诺娜天猫旗舰店	185,327.44	46.01%	1,224.85	1.87	331.36	31.11%
薇诺娜专柜服务平台	46,204.70	11.47%	78.07	2.45	1,720.87	57.81%
抖音薇诺娜官方旗舰店	39,354.24	9.77%	228.38	1.33	278.27	13.02%
薇诺娜京东自营官方旗舰店	9,117.33	2.26%	87.40	1.95	232.07	16.11%
薇诺娜快手美妆旗舰店	6,927.96	1.72%	34.17	1.21	331.81	13.47%

数据来源：公司年报，华通证券研究部

注：两年复购率系以 2021 年至 2022 年作为一个期间，期间内购买次数大于 1 次的顾客数量占当期总顾客数量的比例。

2.3.2 研发能力

随着消费者愈发关注产品的功效、成分及配方，化妆品企业通过加大研发投入，添加独特成分进行差异化竞争。2022 年，贝泰妮研究院以青刺果、马齿苋、滇山茶、云南重楼、酸浆、肾茶、栀子以及牡丹等特色植物为基础，开展大量涉及舒缓抗炎、抗衰老、屏障修复、植物防腐、植物祛痘以及植物防晒等功效方向的自主研发，初步实现植物筛选、提取产业化。同时，公司成功研发“升级版”马齿苋提取物、滇黄精提取物、栀子提取物、余甘子提取物以及扁核桃籽等创新植物原料提取物，并成功实现产业化应用，为今后产品技改、新产品创新赋能。

公司在原有功效性化妆品研发中心基础上，成立创新原料研发中心，聚焦创新原料自主研发，并进一步加强基础研究，开展问题皮肤机制研究、创新原料靶点研究等领域。独立的医疗器械研发部，重点开展注射填充类医疗器械的研发、生产转化和注册申报工作。

2022 年，云南特色植物提取实验室建立了系统的云南特色植物活性物筛选评估体系，开展了大量涉及舒缓抗炎、抗衰老、屏障修复等功效方向云南特色植物的自主研发，并成功实现植物产业化。公司创新开发小分子 RNA 提取技术，深共晶提取技术，累计成功实现功效性化妆品植物原料自主研发 40 项，输出技术标准 40 项，产业化已上市云南特色植物活性物 11 个。2022 年内，公司申报化妆品新原料 3 项，完成功能性食品植物原料自主研发 6 项，输出技术标准 6 项，开展抗衰、助眠、抗氧化、美白、体重控制、保湿、舒敏修复、护肝、肠道健康 9 个功效方向原料筛选，新建分析测试方法 17 种，累计完成 170 种活性物初筛，获得 75 种有效活性物。

同时，由于敏感肌养护行业具有一定医疗健康属性，在敏感肌养护相关产品成分、功能、治疗方式上，企业与权威机构的联合开发和合作更容易获得消费者信任。2022 年末，公司累

计完成了 63 家医院皮肤学科临床研究及效果观察；产品开发及相关基础研究、工艺技术研究方向累计被收录到 SCI、核心期刊论文 184 篇；累计参与制定中国功效护肤品团体标准 31 项，累计参与完成国家级专家指南及共识 15 篇，累计主持制定企业产品标准 11 项。报告期末，公司持有有效专利 133 项。

2022 年末，公司累计已获得普通化妆品备案凭证共 262 个，其中 2022 年新备案 67 个；累计已获得特殊化妆品注册证共 23 个，年内新增特殊化妆品检测及备案 25 个。公司累计已获批二类医疗器械注册证 3 个，获得二类医疗器械经营备案凭证共 7 项。2022 年末，公司另有 3 款三类医疗器械临床研究接近完成，2 款创新材料器械分类界定中；2 款二类医疗器械已完成体系考核待获证。

消费者愈发关注产品研发的背景下，对比各化妆品上市公司研发方面数据，2022 年贝泰妮研发人员 391 人，研发人员数量占比 12.81%，研发支出 2.55 亿元，研发支出占营收比重为 5.08%，在化妆品上市公司中处于前列。研发驱动下，2022 年，公司研发上市蓝铜胜肽修护精华液、赋活修护精华眼霜等 75 款产品。同时，植萃成分热度下，公司地处云南，依托植物资源丰富，以及研发资源储备，有望持续强化产品优势以及品牌优势。

图 15：各化妆品上市公司研发人员数量

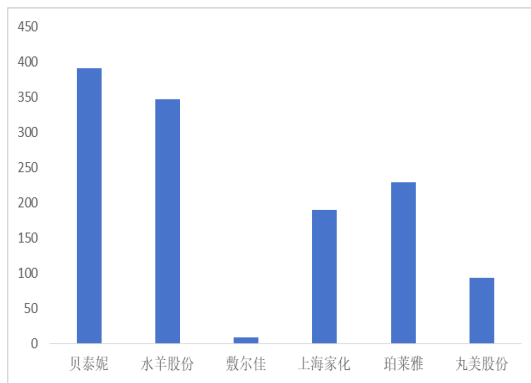
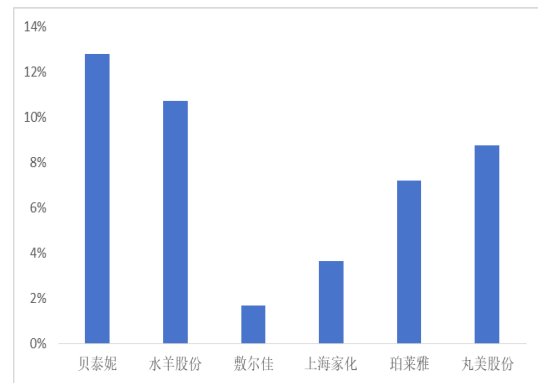


图 16：各化妆品上市公司研发人员数量占比



数据来源：东方财富 Choice，华通证券研究部

图 17：各化妆品上市公司研发费用对比

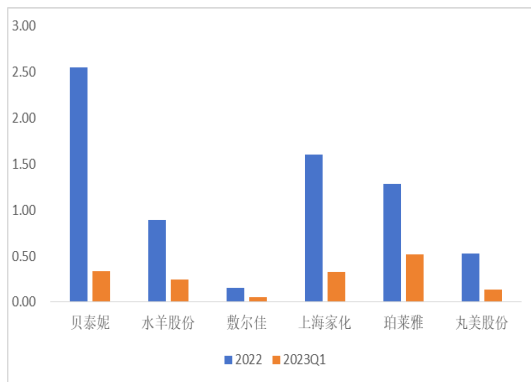
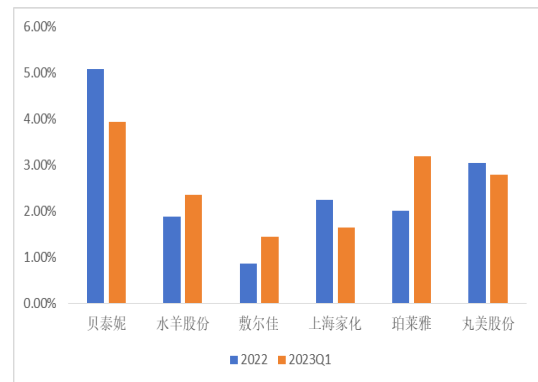


图 18：各化妆品上市公司研发费用率对比



数据来源：东方财富 Choice，华通证券研究部

2.4 公司运营效率、管理效率、盈利能力与可比公司比较分析

对比可比公司运营效率，选取品牌化妆品领域的珀莱雅、敷尔佳、上海家化、水羊股份为可比公司。存货周转率方面，贝泰妮相较可比公司较低，贝泰妮、珀莱雅、敷尔佳、上海家化、水羊股份 2022 年存货周转率依次为 2.19、3.46、2.67、3.38、2.72；应收账款周转率方面，由于敷尔佳与其他可比公司差距较大，因而此处剔除敷尔佳，贝泰妮在可比公司中处于第二位，上述公司 2022 年应收账款周转率依次为 19.38、53.04、5.84、15.62；总资产周转率方面，贝泰妮在可比公司中处于中等水平，上述公司 2022 年总资产周转率依次为 0.80、1.23、0.69、0.58、1.48。

图 19: 可比公司存货周转率对比

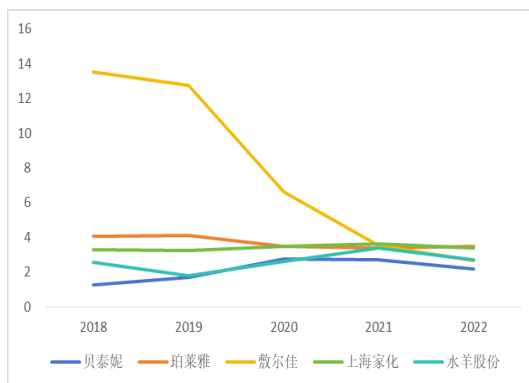


图 20: 可比公司应收账款周转率对比

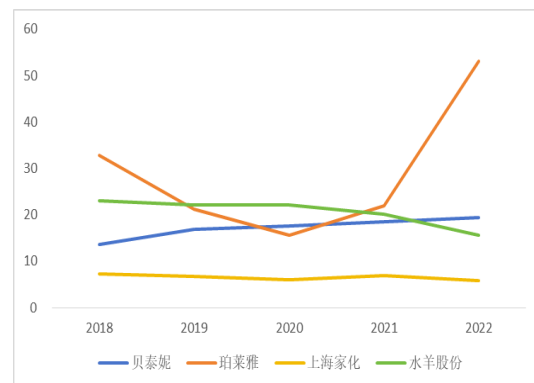
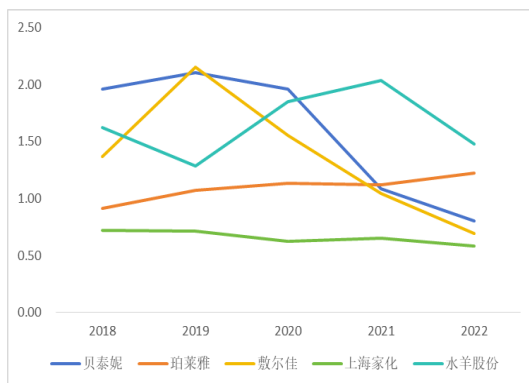


图 21: 可比公司总资产周转率对比



数据来源: 东方财富 Choice, 华通证券研究部

对比可比公司管理效率。销售费用率方面，品牌化妆品之间竞争较大，主要公司销售费用率差距较小，贝泰妮在可比公司中处于第三位，贝泰妮、珀莱雅、敷尔佳、上海家化、水羊股份 2022 年销售费用率依次为 40.84%、43.63%、22.06%、37.32%、43.05%；管理费用率方面，上述公司 2022 管理费用率依次为 11.92%、7.13%、3.56%、11.09%、5.99%；财务费用率方面，各公司均处于较低水平，上述公司 2022 年财务费用率依次为 -0.29%、-0.64%、-1.53%、-0.15%、0.81%。

图 22: 可比公司销售费用率对比

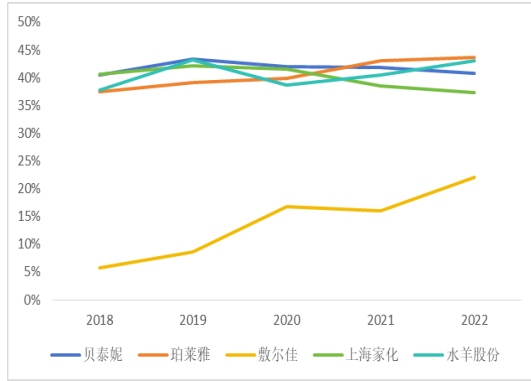


图 23: 可比公司管理费用率对比

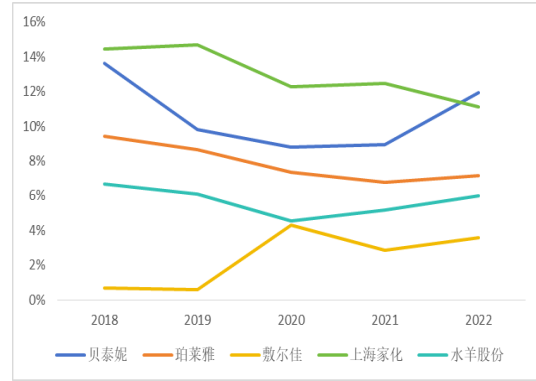
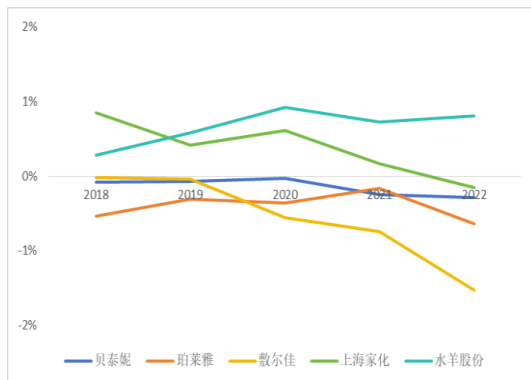


图 24: 可比公司财务费用率对比



数据来源: 东方财富 Choice, 华通证券研究部

对比可比公司盈利能力。毛利率方面, 贝泰妮所处的皮肤学级护肤品领域相较普通化妆品领域毛利率水平更高, 贝泰妮在可比公司中处于第二位, 贝泰妮、珀莱雅、敷尔佳、上海家化、水羊股份 2022 年毛利率依次为 75.21%、69.70%、83.07%、57.12%、53.12%; 净利率方面, 贝泰妮在可比公司中处于第二位, 上述公司 2022 年净利率依次为 20.95%、13.02%、47.89%、6.64%、2.60%; 净资产收益率方面, 贝泰妮在可比公司中处于第三位, 上述公司 2022 年 ROE 依次为 20.40%、25.54%、35.95%、6.64%、7.46%。

图 25: 可比公司毛利率对比

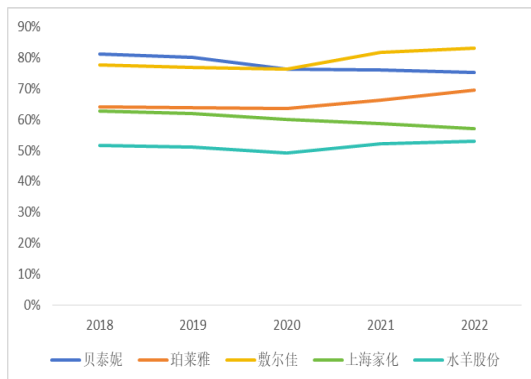


图 26: 可比公司净利率对比

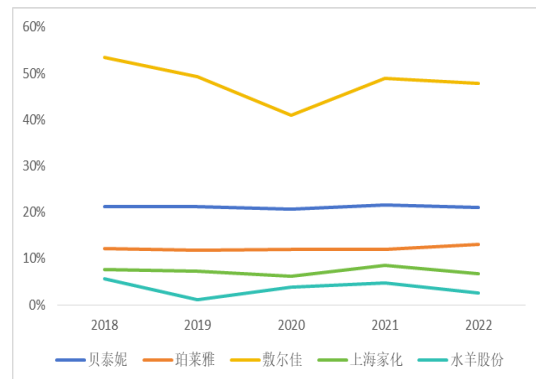
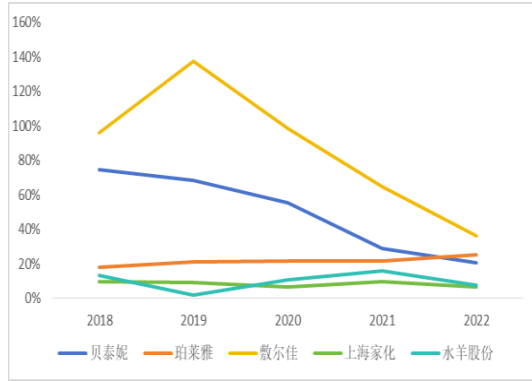


图 27: 可比公司 ROE 对比



数据来源: 东方财富 Choice, 华通证券研究部

三、2023-2025 年公司整体业绩预测

关键假设:

a. 由于人们工作生活压力加大以及外部环境等多种因素影响, 敏感肌人群不断扩大, 同时敏感肌人群支付意愿以及品牌忠诚度较高, 多种因素推动下皮肤学级护肤品保持快速增长。公司借助线上渠道以及药店等线下渠道, 不断强化品牌知名度, 市场份额逐步提升。相较于其他化妆品上市公司, 公司研发人员以及研发投入位于行业前列, 不断以研发积累推动产品创新, 植萃成分热度以及日资护肤品牌影响力下降等因素推动下, 公司市场份额有望进一步提升。

b. 由于敏感肌消费者更换护肤品成本较大, 皮肤学级护肤品行业呈现高客单价和高复购率等特征, 高研发壁垒有望保障公司维持较高的毛利率水平。

c. 结合往年数据, 将护肤品、彩妆、医疗器械、其他业务的 2023 年收入增长预测均设为 30%、5%、30%、10%; 参考往年数据进行预测, 将 2024 及 2025 年上述行业的收入增长设定为 25%、3%、25%、12%。

d. 结合往年数据, 将护肤品、彩妆、医疗器械、其他业务的 2023 年毛利率预测设为 76%、73%、85%、50%; 参考往年数据进行预测, 将 2024 及 2025 年上述行业的毛利率设定为 75%、72%、82%、47%。

表 5: 2023-2025 年公司收入预测

项目		2022A	2023E	2024E	2025E
护肤品	收入 (亿元)	45.57	59.24	74.05	92.56
	YOY	25.58%	30.00%	25.00%	25.00%
	成本 (亿元)	11.48	14.22	18.51	23.14
	毛利率	74.81%	76.00%	75.00%	75.00%
彩妆	收入 (亿元)	0.53	0.56	0.57	0.59
	YOY	0.14%	5.00%	3.00%	3.00%
	成本 (亿元)	0.15	0.15	0.16	0.17
	毛利率	72.61%	73.00%	72.00%	72.00%



医疗器械	收入 (亿元)	3.87	5.03	6.29	7.86
	YOY	18.91%	30.00%	25.00%	25.00%
	成本 (亿元)	0.72	0.75	1.13	1.41
	毛利率	81.53%	85.00%	82.00%	82.00%
其他业务	收入 (亿元)	0.16	0.18	0.20	0.22
	YOY	10.14%	10.00%	12.00%	12.00%
	成本 (亿元)	0.09	0.09	0.10	0.12
	毛利率	44.14%	50.00%	47.00%	47.00%
合计	收入 (亿元)	50.14	65.00	81.11	101.24
	YOY	24.65%	29.65%	24.78%	24.81%
	成本 (亿元)	12.43	15.21	19.91	24.84
	毛利率	75.21%	76.60%	75.45%	75.46%

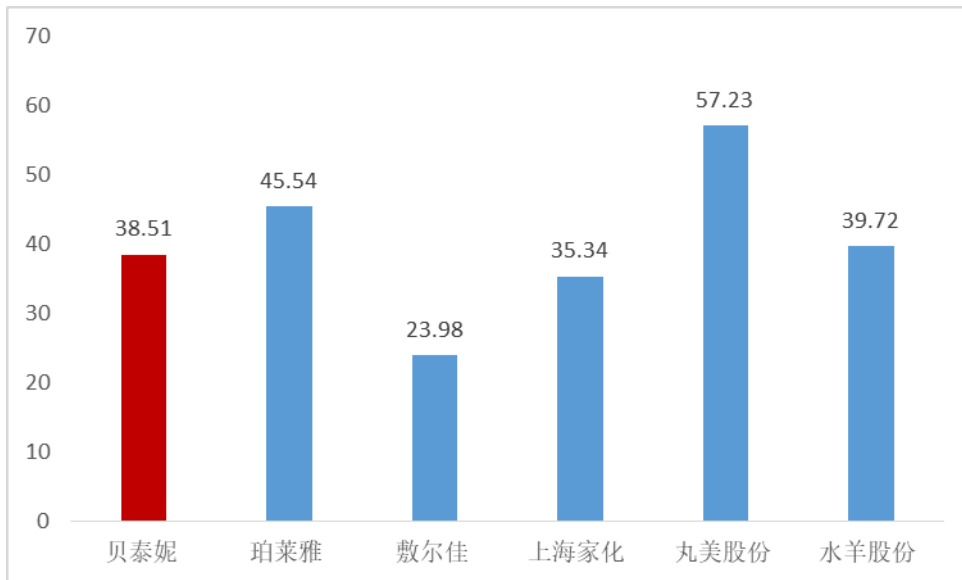
我们预计 2023-2025 年公司营业收入分别为 65.00、81.11、101.24 亿元，同比增长 29.65%、24.78%、24.81%，归属于母公司股东净利润分别为 13.35、16.96、21.53 亿元，对应 EPS 分别为每股 3.15、4.00、5.08 元。

四、公司估值分析

4.1 P/E 模型估值

选取品牌化妆品领域的珀莱雅、敷尔佳、上海家化、丸美股份、水羊股份为可比公司，以 2023 年 8 月 25 日数据为基准，可看出贝泰妮 PE (TTM) 处于较低水平。

图 28: 可比公司 PE(TTM)对比



数据来源: 同花顺 iFinD, 华通证券研究部

对比珀莱雅、敷尔佳、上海家化、丸美股份、水羊股份估值水平，综合考虑公司业绩成长性，我们给予公司 PE 估值 31X-37X，对应股价 97.65 元/股-116.55 元/股为合理估值区间。

表 6: 可比公司估值表 (截止 2023 年 8 月 25 日)

	最新收盘价	EPS				PE			
		2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
珀莱雅	99.51	2.90	3.18	4.00	5.00	71.90	36.84	29.22	23.49



敷尔佳	50.56	2.35	2.15	2.33	2.54	0.00	23.42	21.74	19.90
上海家化	26.19	0.70	1.13	1.35	1.56	51.77	23.10	19.40	16.86
丸美股份	26.74	0.43	0.77	0.97	1.17	84.65	34.64	27.57	22.86
水羊股份	18.81	0.32	0.77	1.03	1.25	37.07	24.24	18.32	15.09
平均值						49.08	28.45	23.25	19.64

数据来源：东方财富 Choice，华通证券研究部

4.2 DCF 模型

我们以预测的 2023-2025 年 EPS 分别为 3.15、4.00、5.08 元为基础，进行绝对估值测算，对应每股合理的内在价值为 **119.07 元**。

表 7: DCF 模型估值

模型	折现率	永续增长率	预测期现值	永续期现值	总现值
组合一	8.00%	3.50%	11.21	100.17	111.38
组合二	8.00%	4.00%	11.21	113.24	124.45
组合三	8.00%	5.00%	11.21	152.43	163.64
组合四	9.00%	3.50%	11.10	80.46	91.56
组合五	9.00%	4.00%	11.10	88.94	100.03
组合六	9.00%	5.00%	11.10	112.24	123.33
平均值					119.07

数据来源：东方财富 Choice，华通证券研究部

估值说明：（1）永续增长率采用略低于 GDP 增长率；

（2）DCF 模型中以 EPS 代替自由现金流量进行测算；

（3）预测期间为 2023-2025 年，永续期自 2026 年开始；

（4）考虑市场风险和企业自身风险因素，折现率包含了风险溢价。

五、公司未来六个月内投资建议

5.1 公司股价催化剂分析

对比同行业化妆品上市公司，公司研发人员数量、研发支出等数据处于行业前列，构建了一定研发壁垒。同时，植萃成分热度下，公司地处云南，依托植物资源丰富，以及研发资源储备，有望持续强化产品优势以及品牌优势。

此前，受益于消费者护肤理念提升，贝泰妮作为敏感肌赛道龙头，市场份额从 2017 年的 0.6% 提升至 2022 年的 2.4%，位列 2022 年护肤品品牌第八名。受近日日本排废事件影响，日资护肤品品牌影响力有所下降，公司作为本土品牌有望进一步扩大市场份额。

5.2 公司六个月内的目标价

根据前述对公司合理估值测算，结合股价催化剂因素，我们给予公司六个月内的目标价

为 116.55 元/股，对应 2023 年 PE 为 37 倍。以 2023 年 8 月 25 日收盘价 96.69 元/股为基准，公司股价距离六个月内的目标价仍有 20.54% 的上涨空间。

六、公司投资评级

根据公司业绩预测、合理估值水平、六个月内的目标价、基准指数的波动预期，我们给予公司“推荐（首次）”的投资评级。

华通证券国际投资评级说明

投资评级	说明
强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于基准指数 15%以上
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于基准指数 5%-15%
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于基准指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于基准指数 5%以上

基准指数说明：A 股一主板基准为沪深 300 指数、创业板基准为创业板指、科创板基准为科创 50 指数、北交所基准为北证 50 指数；港股基准为恒生指数；美股基准为标普 500 指数。

七、风险提示

1. 行业竞争加剧的风险

相较于本土化妆品品牌，国际知名化妆品品牌依托强势的品牌地位及强大的资金实力，在市场竞争中占据一定优势。国际化妆品品牌在线上渠道持续的营销投入，将会挤压本土化妆品品牌在线上渠道的销售份额。

2. 销售平台相对集中的风险

如果公司未来出现与主流电商平台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，若公司未能及时拓展其他具有竞争力的平台，则上述情况将会对公司的经营业绩带来不利影响。

3. 销售季节性波动的风险

公司通过电子商务渠道实现的销售占比较高，受经营业绩“6·18”、“双 11”等主要的大型促销活动影响较大，公司的销售收入可能在大型促销期间爆发式增长，导致公司第二、四季度销售收入占比相对较高，公司的销售收入及利润存在季节性波动，经营业绩存在一定季节性波动的风险。

4. 产品质量控制的风险

若公司未来在采购、生产过程中未做到有效的质量控制，消费者使用公司产品产生过敏等不适现象，可能会引起消费者投诉，甚至有可能面临监管部门行政处罚风险。

附表：财务报表预测与主要财务比率

资产负债表				
单位:百万元				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	2,276.98	3,159.31	3,962.12	5,747.31
应收和预付款项	331.80	489.89	541.97	745.85
存货	670.75	716.91	1,099.43	1,166.54
其他流动资产	2,198.19	2,373.64	2,600.75	2,390.90
长期股权投资	82.78	117.11	161.89	201.44
投资性房地产	9.48	9.48	9.48	9.48
固定资产和在建工程	555.83	521.57	485.89	787.10
无形资产和开发支出	77.94	67.81	57.68	47.54
其他非流动资产	226.42	65.70	38.78	40.37
资产总计	6,430.17	7,521.41	8,957.98	11,136.51
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	643.54	796.94	921.00	1,087.96
长期借款	10.50	10.50	10.50	10.50
其他负债	174.36	64.82	64.82	414.29
负债合计	828.39	872.26	996.32	1,512.75
股本	423.60	423.60	423.60	423.60
资本公积	2,846.00	2,846.00	2,846.00	2,846.00
留存收益	2,282.67	3,329.59	4,641.61	6,303.82
归属母公司股东权益	5,552.27	6,599.20	7,911.21	9,573.43
少数股东权益	49.50	49.95	50.44	50.34
股东权益合计	5,601.78	6,649.15	7,961.66	9,623.77
负债和股东权益合计	6,430.17	7,521.41	8,957.98	11,136.51
现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
税后经营利润	975.47	1,253.65	1,598.66	2,055.72
折旧摊销	60.95	64.43	64.43	42.71
净营运资金增加	-317.37	-226.30	-537.65	105.83
经营活动产生现金流量净额	712.76	1,075.34	1,079.02	2,139.83
投资活动产生现金流量净额	-18.49	65.72	46.25	56.21
融资活动产生现金流量净额	-319.66	-258.73	-322.46	-410.85
现金净增加额(减)	374.64	882.33	802.81	1,785.19
估值和财务指标汇总				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
EBIT	1,198.32	1,507.31	1,890.41	2,400.41
EBITDA	1,259.27	1,571.74	1,954.84	2,443.13
NOPLAT	908.32	1,233.65	1,553.08	1,992.95
税前经营利润	1,065.20	1,448.73	1,847.42	2,375.60
EPS	2.48	3.15	4.00	5.08
BPS	13.11	15.58	18.68	22.60
PE	38.96	30.67	24.15	19.02
PB	7.38	6.21	5.18	4.28
PS	8.17	6.30	5.05	4.05
PCF	57.46	38.09	37.96	19.14
EV/EBIT	32.36	25.15	19.64	14.73
EV/EBITDA	30.80	24.12	18.99	14.47
EV/NOPLAT	42.70	30.73	23.91	17.74
EV/IC	11.49	10.67	9.10	8.89
ROIC-WACC	19.11%	25.42%	32.55%	37.70%
股息率%	0.62	0.70	0.94	1.20

利润表				
单位:百万元				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	5,013.87	6,500.45	8,111.03	10,123.62
减: 营业成本	1,243.05	1,521.07	1,990.98	2,483.83
营业税金及附加	56.10	72.73	90.75	113.27
营业费用	2,047.88	2,697.69	3,284.97	4,069.69
管理费用	343.04	442.03	527.22	627.66
财务费用	-14.36	-28.69	-59.70	-78.15
研发费用	254.70	330.21	412.03	514.27
资产减值损失	18.99	13.34	14.75	15.69
加: 投资收益	80.58	34.33	44.78	39.56
公允价值变动损益	-5.52	8.50	9.75	9.13
其他经营损益	0.72	-3.34	-2.63	-1.75
营业利润	1,140.26	1,491.56	1,901.94	2,424.28
加: 其他非经营损益	73.61	45.53	49.62	56.25
利润总额	1,213.86	1,537.09	1,951.57	2,480.53
减: 所得税	163.45	201.20	255.44	327.45
净利润	1,050.42	1,335.89	1,696.13	2,153.08
减: 少数股东损益	-0.81	0.44	0.50	-0.11
归属母公司股东净利润	1,051.23	1,335.44	1,695.63	2,153.18
EBIT	1,198.32	1,507.31	1,890.41	2,400.41
EBITDA	1,259.27	1,571.74	1,954.84	2,443.13
主要财务比率				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
收益率				
毛利率	75.21%	76.60%	75.45%	75.46%
三费/营业收入	47.40%	47.86%	46.26%	45.63%
EBIT/营业收入	23.90%	23.19%	23.31%	23.71%
EBITDA/营业收入	25.12%	24.18%	24.10%	24.13%
销售净利率	20.95%	20.55%	20.91%	21.27%
资产获利率				
ROE	18.93%	20.24%	21.43%	22.49%
ROA	18.64%	20.04%	21.10%	21.55%
ROIC	30.24%	36.55%	43.69%	48.84%
增长率				
销售收入增长率	24.65%	29.65%	24.78%	24.81%
EBIT 增长率	18.97%	25.79%	25.42%	26.98%
EBITDA 增长率	20.88%	24.81%	24.37%	24.98%
净利润增长率	21.57%	27.18%	26.97%	26.94%
总资产增长率	15.29%	16.97%	19.10%	24.32%
股东权益增长率	16.76%	18.86%	19.88%	21.01%
经营营运资本增长率	-2.89%	9.71%	20.32%	-2.61%
资本结构				
资产负债率	12.88%	12.38%	11.78%	10.97%
投资资本/总资产	52.49%	47.26%	45.55%	35.72%
带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	7.14	7.32	7.86	8.30
速动比率	6.27	6.54	6.80	7.33
股利支付率	24.18%	21.60%	22.62%	22.80%
收益留存率	75.82%	78.40%	77.38%	77.20%
资产管理效率				
总资产周转率	0.84	0.93	0.98	1.01
固定资产周转率	31.44	17.86	16.10	15.91
应收账款周转率	19.38	19.38	19.38	19.38
存货周转率	2.19	2.19	2.19	2.19

数据来源：公司公告，华通证券研究部



法律声明及风险提示

1. 本报告由华通证券国际有限公司（以下简称“本公司”）在香港制作及发布。华通证券国际有限公司系33年老牌券商，拥有香港证监会颁发的1/4/5/9号牌照。
2. 本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。
3. 在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。
4. 本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。
5. 本公司会适时更新公司的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。
6. 本报告中的信息均来源于公司认为可靠的已公开资料，但本公司对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。
7. 在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。
8. 本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。
9. 本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华通证券研究部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。