

# 贝泰妮 (300957.SZ)

## 买入(维持评级)

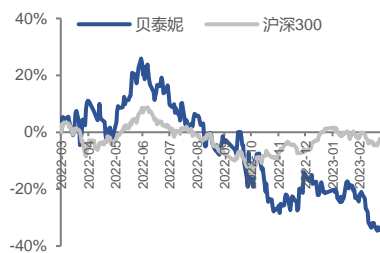
### 股权激励目标 3 年增速 26%，营销驱动转向研发驱动

当前价格: 120.60 元  
 目标价格: 175.20 元

#### 基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	424/217
总市值/流通市值 (百万元)	51086/26218
每股净资产 (元)	13.11
资产负债率 (%)	16.62
一年内最高/最低 (元)	222.83/115.7

#### 一年内股价相对走势



► **事项:** 公司发布 2022 年报, 实现营业收入 50.1 亿元, yoy+24.6%; 归母净利润 10.5 亿元, yoy+21.8%。单 Q4 实现营收 21.2 亿元, yoy+10.9%, 归母净利润 5.3 亿元, yoy+5.2%。同时发布股权激励草案。

► **线上全域布局抖音高增, 线下紧抓红利拓展规模。** 22 年线上/线下营收 40.3/9.7 亿元, yoy+22.1%/+37.0%, 占比 80.6%/19.4%; 毛利率 73.8%/81.4%, 同比-0.52pct/-2.55pct。线上淘系稳健增长, 抖音渠道高增, 阿里/薇诺娜专柜/抖音/京东/唯品会营收 20.6/4.6/4.3/3.6/3.0 亿元, yoy 增长 13.1%/21.6%/86.2%/36.3%/1.6%, 占比 41.2%/9.3%/8.6%/7.1%/6.0%。线下经销代销营收 9.6 亿元, yoy+35.7%, 预计 OTC 渠道拓展贡献主要增量。

► **主品牌营收 49 亿元, 新品牌有望贡献多元增长。** 22 年主品牌薇诺娜/薇诺娜 baby 营收 48.85/1.01 亿元, 占比 97.7%/2.0%, 分列 22 年天猫双 11 美妆第 6/婴童护肤第 4。高端抗衰新品牌 AOXMED 入驻北京、西安专柜, 与美丽田园达成战略合作。专业祛痘新品牌贝芙汀亮相, 结合 AI 独创整合性精准祛痘解决方案。

► **盈利能力稳健, 由营销驱动转向研发驱动。** 22 年毛利率 75.2%, yoy-0.8pct; 归母净利率 21.0%, yoy-0.5pct; 销售/管理/研发费用率 40.8%/6.8%/5.1%, yoy-0.9pct/+0.7pct/+2.3pct。单 Q4 毛利率 73.1%, yoy-2.0pct; 归母净利率 25.2%, yoy-1.4pct; 销售/管理/研发费用率 33.5%/6.6%/6.1%, yoy-3.3pct/+1.3pct/+3.7pct。22 年新增专利 53 个至 133 个, 其中新增发明专利 12 个至 34 个, 以研发支撑长期竞争力。

► **股权激励绑定核心人才, 彰显长期发展信心。** 拟授予 635 万股, 对象包含董事周薇 (0.47%), 副总、CFO、董秘王龙 (1.57%), 副总、新任线上业务总负责人张梅 (1.57%), 295 名核心管理及技术人员。业绩考核目标为以 22 年为基数 23-25 年营收和净利润均不低于 28%/61.28%/100%, 折算每年增速不低于 28%/26%/24%, 3 年 CAGR 为 26%。

► **盈利预测与投资建议:** 基于三八大促行业需求复苏较慢、公司研发费用率提升、股权激励费用摊销, 我们下调 23-24 年营收、净利润预测, 预计 23-25 年营收分别为 65.2/84.6/108.0 亿元 (前次 23-24 分别为 67/89 亿元), 归母净利润分别为 13.5/17.2/21.7 亿元 (前次 23-24 分别为 15/20 亿元)。维持 23 年目标 PE55 倍, 对应目标价 175.20 元, 维持“买入”评级。

► **风险提示:** 新品/新品牌推广不及预期, 销售费用侵蚀利润, 竞争加剧。

#### 团队成员

分析师 陈照林  
 执业证书编号: S0210522050006  
 邮箱: czl3792@hfzq.com.cn

分析师 高兴  
 执业证书编号: S0210522110002  
 邮箱: gx3970@hfzq.com.cn

研究助理 来舒楠  
 邮箱: lsl3916@hfzq.com.cn

#### 相关报告

《贝泰妮 (300957.SZ) 深度: 从“做窄路宽”到平台生态, 敏感肌龙头行稳致远》2023.3.6

财务数据和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	4,022	5,014	6,523	8,464	10,798
增长率	53%	25%	30%	30%	28%
净利润 (百万元)	863	1,051	1,349	1,720	2,168
增长率	59%	22%	28%	27%	26%
EPS (元/股)	2.04	2.48	3.19	4.06	5.12
市盈率 (P/E)	59.2	48.6	37.9	29.7	23.6
市净率 (P/B)	10.7	9.2	7.8	6.2	5.0

数据来源: 公司公告、华福证券研究所

图表 1: 财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2022A	2023E	2024E	2025E	单位:百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	2,514	3,032	4,176	5,670	营业收入	5,014	6,523	8,464	10,798
应收票据及账款	270	335	437	560	营业成本	1,243	1,557	1,968	2,494
预付账款	42	52	66	83	税金及附加	56	97	120	144
存货	671	840	1,062	1,346	销售费用	2,048	2,622	3,512	4,492
合同资产	0	0	0	0	管理费用	343	565	675	780
其他流动资产	2,218	2,455	2,758	3,123	研发费用	255	261	339	497
流动资产合计	5,715	6,714	8,499	10,784	财务费用	-14	-69	-90	-98
长期股权投资	83	83	83	83	信用减值损失	1	1	1	1
固定资产	206	233	245	256	资产减值损失	-19	-13	-13	-5
在建工程	349	344	339	329	公允价值变动收益	-6	2	2	2
无形资产	78	87	97	107	投资收益	81	5	5	5
商誉	0	0	0	0	其他收益	72	72	50	10
其他非流动资产	287	300	315	332	营业利润	1,212	1,556	1,984	2,502
非流动资产合计	1,004	1,048	1,079	1,107	营业外收入	9	9	9	9
资产合计	6,719	7,762	9,578	11,890	营业外支出	7	7	7	7
短期借款	0	0	0	0	利润总额	1,214	1,558	1,986	2,504
应付票据及账款	372	436	575	777	所得税	164	210	267	337
预收款项	0	13	4	7	净利润	1,050	1,348	1,719	2,167
合同负债	58	117	152	194	少数股东损益	-1	-1	-1	-2
其他应付款	271	271	271	271	归属母公司净利润	1,051	1,349	1,720	2,169
其他流动负债	290	296	331	364	EPS (按最新股本摊薄)	2.48	3.19	4.06	5.12
流动负债合计	992	1,133	1,333	1,613					
长期借款	0	0	0	0	主要财务比率				
应付债券	0	0	0	0		2022A	2023E	2024E	2025E
其他非流动负债	125	18	18	18	成长能力				
非流动负债合计	125	18	18	18	营业收入增长率	24.6%	30.1%	29.7%	27.6%
负债合计	1,117	1,151	1,351	1,631	EBIT 增长率	19.0%	24.1%	27.3%	26.9%
归属母公司所有者权益	5,552	6,563	8,180	10,214	归母公司净利润增长率	21.8%	28.4%	27.5%	26.1%
少数股东权益	50	48	47	45	获利能力				
所有者权益合计	5,602	6,611	8,227	10,259	毛利率	75.2%	76.1%	76.8%	76.9%
负债和股东权益	6,719	7,762	9,578	11,890	净利率	21.0%	20.7%	20.3%	20.1%
					ROE	18.8%	20.4%	20.9%	21.1%
					ROIC	29.5%	30.4%	29.1%	28.1%
					偿债能力				
现金流量表					资产负债率	16.6%	14.8%	14.1%	13.7%
单位:百万元	2022A	2023E	2024E	2025E	流动比率	5.8	5.9	6.4	6.7
经营活动现金流	769	1,049	1,244	1,619	速动比率	5.1	5.2	5.6	5.9
现金收益	1,097	1,334	1,691	2,137	营运能力				
存货影响	-207	-169	-222	-284	总资产周转率	0.7	0.8	0.9	0.9
经营性应收影响	1	-62	-102	-136	应收账款周转天数	19	17	16	17
经营性应付影响	95	76	131	204	存货周转天数	164	175	174	174
其他影响	-216	-129	-254	-302	每股指标 (元)				
投资活动现金流	-18	-92	-87	-89	每股收益	2.48	3.19	4.06	5.12
资本支出	-337	-86	-80	-79	每股经营现金流	1.82	2.48	2.94	3.82
股权投资	-83	0	0	0	每股净资产	13.11	15.49	19.31	24.11
其他长期资产变化	402	-6	-7	-10	估值比率				
融资活动现金流	-320	-439	-13	-36	P/E	49	38	30	24
借款增加	14	-62	0	0	P/B	9	8	6	5
股利及利息支付	-255	-103	-134	-164	EV/EBITDA	17	14	11	9
股东融资	0	0	0	0					
其他影响	-79	-274	121	128					

数据来源: 公司报告、华福证券研究所

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本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客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

## 联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn