

日用化学品

贝泰妮 (300957.SZ)

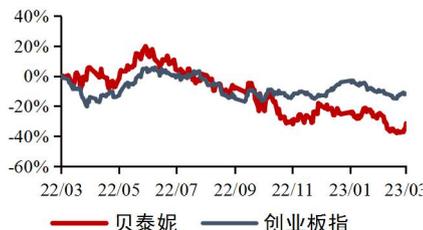
买入-B(维持)

Q4 收入增速有所放缓，股权激励彰显未来信心

2023 年 3 月 30 日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



市场数据：2023 年 3 月 30 日

收盘价 (元):	127.37
年内最高/最低 (元):	227.00/114.88
流通 A 股/总股本(亿):	2.17/4.24
流通 A 股市值 (亿):	276.89
总市值 (亿):	539.54

基础数据：2022 年 12 月 31 日

基本每股收益:	2.48
摊薄每股收益:	2.48
每股净资产(元):	13.22
净资产收益率:	18.75

资料来源：最闻

分析师:

王冯

执业登记编码: S0760522030003

邮箱: wangfeng@sxzq.com

张晓霖

执业登记编码: S0760521010001

邮箱: zhangxiaolin@sxzq.com

事件描述

- 公司发布 2022 年年报, 报告期内公司实现营业收入 50.14 亿元/+24.65%; 实现归母净利润 10.51 亿元/+21.82%; 实现扣非归母净利润 9.51 亿元/同比 +17.00%。EPS 为 2.48 元。拟每 10 股派 8 元 (含税)。
- 其中 22Q4, 公司实现营收 21.18 亿元/+10.93%; 实现归母净利润 5.34 亿元/+5.17%; EPS 为 1.26 元。

事件点评

- 22 年线上线下均保持快速增长, 分季度看 Q4 收入增速有所放缓。营收方面, 2022 年公司实现营收 50.14 亿元/+24.65%, 其中 Q1-Q4 分别实现收入 8.1/12.4/8.5/21.2 亿元, 同比分别+59.3%/+37.3%/+20.7%/10.93%, Q4 收入增速进一步放缓, 公司依托王牌单品和持续推新, 带动销售规模和收入持续增长; 业绩方面, 2022 年实现归母净利润 9.51 亿元/+21.8%, 其中 Q1-Q4 分别实现 1.5/2.5/1.2/5.34 亿元, 同比+85.7%/+33.6%/+35.5%/5.17%, Q4 业绩增速放缓明显, 整体表现符合预期。

- 分品类看, 2022 年公司护肤品/医疗器械/彩妆/服务及其他分别实现收入 45.6/3.87/0.53/0.16 亿元, 同比增长分别为 25.6%/18.9%/0.1%/10.1%, 护肤品仍然是公司收入的最大品类, 占比超过 90%。

- 分渠道看, 2022 年, 线上渠道销售收入 40.3 亿元/+22.1%, 占营收比重为 80.33%。线下渠道产品销售实现了 9.7 亿元收入+37.0%。

- 毛利率略有下降, 加大研发投入整体费用率上升, 备货增加影响经营性现金流。毛利率方面, 2022 年公司实现销售毛利率 75.2%/-0.8pct, 销售净利率 21%/-0.5pct。费用率方面, 2022 年期间费用率为 52.48%/+2.0pct, 其中销售/管理/财务费用率同比分别-0.9pct/+3pct/+0.04pct; 销售/管理/财务费用同比+22.8%/39.7%/-42.6%, 主要是随着销售规模快速增长, 公司持续加大品牌形象推广宣传费用、人员费用以及仓储物流投入所致, 随着公司规模增长, 公司边际销售费用率呈平缓下降趋势; 管理费用增长主要是管理人员薪酬成本和其他行政费用支出同向匹配增加所致; 财务费用进一步下降主要系报告期内公司取得商业银行活期存款利息。

- 公司持续加大研发投入, 研发人员数量达到 391 人/+66%, 公司依托云南省特色植物提取实验室平台的资源和优势, 有针对性地开展特色植物基础研究、创新原料研发、原料筛选研发、功效性化妆品研发、功能性食品研发、医疗器械研发以及包装开发研究等多维度深层次研发项目; 报告期内投入研发费用 2.55 亿元/+125%; 研发费用率 5.08%/2.27pct。



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1



2022 年公司经营性现金流 7.69 亿元/-33%，主要受到经营现金流出增长较多影响，公司为满足 23 年预期销售业务持续增长，配合供应链多层次备货物料需求，提高部分热销商品的备货。

➤ **皮肤学级护肤品 22 年逆势增长，“薇诺娜”品牌在皮肤学级护肤品赛道连续多年排名第一，公司积极孵化新品牌完善品牌矩阵。**2022 年，我国限额以上化妆品类零售总额约 3,935.60 亿元/-2.25%，但根据 Euromonitor 的数据统计及预期，我国化妆品行业整体市场容量 2017 -2022 年期间 CAGR 达 7.3%，2023-2027 年仍将保持 5.9%的复合增长，2023 年度我国化妆品行业整体市场容量预计将接近 5,800 亿元，预计同比增长约 8.9%；在皮肤学级护肤品的细分市场上，2022 年我国皮肤学级护肤品市场规模约 286 亿元，在 2022 年仍保持 6.8%的逆势增长，持续向好。公司“薇诺娜”品牌在护肤类排名第 8，在我国皮肤学级护肤品赛道连续多年排名第 1，在皮肤学级护肤品中市场份额约 23.2%，进一步提升。

➤ 报告期内，公司不断丰富“薇诺娜宝贝”品牌产品系列，满足婴幼儿洗浴、润肤、防晒等多种需求，品牌实现 2022 年天猫“双 11”婴童护肤行业排名 TOP4；内部孵化国货首个高端专业抗老科技品牌——“瑗科缦（AOXMED）”，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。公司多品牌矩阵初步形成。

➤ **发布股权激励计划，彰显长期增长信心：**公司拟授权限制性股票 635.40 万股，授予价格 62.10 元/股，激励考核目标是以 2022 年为基数，2023-2025 年营收&归母净利润均分别同增 28%/26%/24%（净利润为归母净利润且剔除计划股份支付费用）。本次股权激励对象包括董事、高管、核心技术&管理人员共 298 人，覆盖范围广。

投资建议

➤ 公司定位于敏感肌肤护理，品牌矩阵不断丰富，在巩固主品牌优势的同时，发力婴童护肤品牌，进军高端抗衰领域。公司坚持线上线下协同发展，优化公域、搭建私域，线上渠道保持快速增长。我们预计 2023-2025 年 EPS 分别为 3.17/4.00/4.95 元，对应公司 3 月 30 日收盘价 127.37 元，2023-2025 年 PE 分别为 40X/32X/26X，维持“买入-B”评级。

风险提示

➤ 高端外资品牌及本土新锐品牌带来市场竞争加剧风险；销售平台及品牌相对集中风险；委托加工的风险；疫情带来不确定性风险。

财务数据与估值：

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	4,022	5,014	6,461	8,161	10,138
YoY(%)	52.6	24.6	28.9	26.3	24.2
净利润(百万元)	863	1,051	1,342	1,693	2,097
YoY(%)	58.8	21.8	27.7	26.2	23.8

毛利率(%)	76.0	75.2	74.3	74.0	74.2
EPS(摊薄/元)	2.04	2.48	3.17	4.00	4.95
ROE(%)	18.1	18.8	20.3	20.9	21.1
P/E(倍)	62.5	51.3	40.2	31.9	25.7
P/B(倍)	11.3	9.7	8.2	6.7	5.4
净利率(%)	21.5	21.0	20.8	20.7	20.7

数据来源：最闻，山西证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	5225	5715	6886	8374	10458
现金	2035	2514	3678	4699	6461
应收票据及应收账款	247	270	397	445	601
预付账款	46	42	72	71	107
存货	463	671	845	1091	1300
其他流动资产	2433	2218	1895	2066	1989
非流动资产	587	1004	1138	1275	1447
长期投资	0	83	166	250	334
固定资产	113	206	303	387	465
无形资产	65	78	88	96	101
其他非流动资产	410	637	581	543	547
资产总计	5812	6719	8024	9648	11905
流动负债	900	992	1292	1419	1823
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	362	372	609	644	903
其他流动负债	538	619	684	775	920
非流动负债	134	125	125	125	125
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	134	125	125	125	125
负债合计	1034	1117	1418	1544	1948
少数股东权益	23	50	51	52	53
股本	424	424	424	424	424
资本公积	2846	2846	2846	2846	2846
留存收益	1486	2283	3223	4409	5877
归属母公司股东权益	4755	5552	6555	8053	9904
负债和股东权益	5812	6719	8024	9648	11905

现金流量表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1153	769	1350	1503	2062
净利润	864	1050	1343	1694	2098
折旧摊销	35	61	64	83	79
财务费用	-10	-14	-34	-46	-62
投资损失	-19	-81	-51	-51	-51
营运资金变动	224	-317	29	-176	-0
其他经营现金流	59	70	-1	-2	-2
投资活动现金流	-2558	-18	180	-331	-117
筹资活动现金流	2664	-320	-367	-150	-183
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	2.04	2.48	3.17	4.00	4.95
每股经营现金流(最新摊薄)	2.72	1.82	3.19	3.55	4.87
每股净资产(最新摊薄)	11.23	13.11	15.48	19.01	23.38

利润表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	4022	5014	6461	8161	10138
营业成本	965	1243	1661	2122	2621
营业税金及附加	52	56	74	90	114
营业费用	1681	2048	2520	3183	3954
管理费用	245	343	420	514	629
研发费用	113	255	323	408	507
财务费用	-10	-14	-34	-46	-62
资产减值损失	-17	-18	-33	-38	-45
公允价值变动收益	11	-6	1	2	2
投资净收益	19	81	51	51	51
营业利润	1016	1212	1565	1965	2440
营业外收入	11	9	9	9	9
营业外支出	9	7	7	7	7
利润总额	1018	1214	1567	1967	2442
所得税	154	163	224	273	344
税后利润	864	1050	1343	1694	2098
少数股东损益	1	-1	1	1	1
归属母公司净利润	863	1051	1342	1693	2097
EBITDA	991	1199	1538	1925	2354

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	52.6	24.6	28.9	26.3	24.2
营业利润(%)	56.3	19.3	29.1	25.5	24.2
归属于母公司净利润(%)	58.8	21.8	27.7	26.2	23.8
获利能力					
毛利率(%)	76.0	75.2	74.3	74.0	74.2
净利率(%)	21.5	21.0	20.8	20.7	20.7
ROE(%)	18.1	18.8	20.3	20.9	21.1
ROIC(%)	16.6	17.4	19.1	19.6	19.6
偿债能力					
资产负债率(%)	17.8	16.6	17.7	16.0	16.4
流动比率	5.8	5.8	5.3	5.9	5.7
速动比率	3.4	4.3	4.0	4.5	4.5
营运能力					
总资产周转率	1.1	0.8	0.9	0.9	0.9
应收账款周转率	18.5	19.4	19.4	19.4	19.4
应付账款周转率	3.9	3.4	3.4	3.4	3.4
估值比率					
P/E	62.5	51.3	40.2	31.9	25.7
P/B	11.3	9.7	8.2	6.7	5.4
EV/EBITDA	51.7	41.8	32.0	25.0	19.7

数据来源: 最闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。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直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任一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，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 6 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层
电话：010-83496336

