

贝泰妮 (300957.SZ)

2023Q1 稳健增长，敏感肌龙头持续完善品牌矩阵

2023年04月26日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

黄泽鹏（分析师）

杨柏炜（联系人）

huangzepeng@kysec.cn

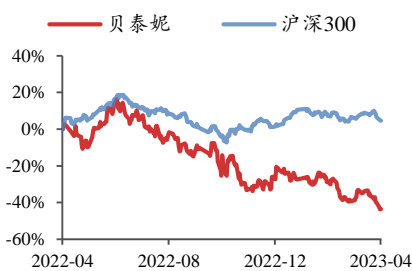
yangbowei@kysec.cn

证书编号：S0790519110001

证书编号：S0790122040052

日期	2023/4/26
当前股价(元)	108.02
一年最高最低(元)	227.00/106.78
总市值(亿元)	457.57
流通市值(亿元)	234.83
总股本(亿股)	4.24
流通股本(亿股)	2.17
近3个月换手率(%)	105.6

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《疫情影响2022年增长，股权激励计划彰显长期信心——公司信息更新报告》-2023.3.30

《2022Q3 营收保持稳健增长，关注双十一大促表现——公司信息更新报告》-2022.10.25

《2022H1 业绩延续较快增长，关注新品牌 AOXMED——公司信息更新报告》-2022.8.29

● 事件：2023Q1 营收 8.63 亿元 (+6.78%)、归母净利润 1.58 亿元 (+8.41%)

公司发布一季报：2023Q1 公司实现营收 8.63 亿元 (+6.78%)、归母净利润 1.58 亿元 (+8.41%)、扣非归母净利润 1.27 亿元 (+1.72%)，实现稳健增长。我们认为，公司是敏感肌护肤龙头，品牌矩阵不断完善，2023 年有望发挥线下优质资产优势。我们维持盈利预测不变，预计公司 2023-2025 年归母净利润为 13.59/17.49/22.82 亿元，对应 EPS 为 3.21/4.13/5.39 元，当前股价对应 PE 为 33.7/26.2/20.1 倍，维持“买入”评级。

● 预计线上渠道表现平平，线下渠道或稳定贡献增量

分渠道看，预计一季度线上受天猫渠道拖累表现平平，OTC 等线下渠道受益消费场景恢复或稳定贡献增量。分产品看，预计明星大单品舒敏保湿特护霜表现依旧稳健。盈利能力方面，2023Q1 公司毛利率为 76.1% (-1.7pct)。费用方面，2023Q1 公司期间费用率为 58.5% (-0.5pct)，略有下滑；其中，销售/管理/研发/财务费用率分别为 47.6%/7.7%/3.9%/-0.8%，同比分别-0.4pct/+0.1pct/+0.1pct/-0.3pct，预计公司一季度营销费用投放力度略有减小。整体看，公司费用控制良好，盈利能力仍维持较高水平。

● 敏感肌龙头品牌矩阵不断完善，2023 年着力线下渠道增长可期

品牌：(1) 主品牌“薇诺娜”深耕敏感肌构筑品牌心智，旗下明星大单品特护霜、冻干面膜、清透防晒乳分别荣获 2023 年度天猫金妆奖的年度乳液面霜奖、年度面膜奖和年度防晒奖，2023 年将贡献稳健增量；(2) 婴童护肤品牌“薇诺娜宝贝”2022 年营收规模已破亿元，并斩获天猫金婴年度新锐品牌奖，2023 年有望进一步壮大；(3) 高端抗衰品牌“AOXMED 瑗科缙”在专业医美渠道稳步推进，未来增量可期；(4) 专业祛痘品牌“贝芙汀”引入 AI 技术结合医生线上问诊，创新模式或将引领行业新潮流。渠道：2023 年围绕线下消费场景恢复主线，公司将重点发力 OTC、医院、免税等线下渠道，并将稳步探索线下直营店模式。

● 风险提示：新品牌拓展不及预期、渠道拓展不及预期、行业竞争加剧。

财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	4,022	5,014	6,561	8,388	10,582
YOY(%)	52.6	24.6	30.9	27.8	26.2
归母净利润(百万元)	863	1,051	1,359	1,749	2,282
YOY(%)	58.8	21.8	29.3	28.8	30.4
毛利率(%)	76.0	75.2	75.4	75.5	75.7
净利率(%)	21.5	21.0	20.7	20.9	21.6
ROE(%)	18.1	18.8	19.5	20.1	20.8
EPS(摊薄/元)	2.04	2.48	3.21	4.13	5.39
P/E(倍)	53.0	43.5	33.7	26.2	20.1
P/B(倍)	9.6	8.2	6.6	5.3	4.2

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	5225	5715	6624	8409	10653
现金	2035	2514	3527	5032	7029
应收票据及应收账款	247	270	0	0	0
其他应收款	13	20	23	32	38
预付账款	46	42	74	74	112
存货	463	671	802	1072	1276
其他流动资产	2420	2198	2198	2198	2198
非流动资产	587	1004	1071	1146	1264
长期投资	0	83	83	83	83
固定资产	113	206	317	420	522
无形资产	65	78	88	96	101
其他非流动资产	410	637	583	548	558
资产总计	5812	6719	7695	9555	11918
流动负债	900	992	609	720	801
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	362	372	0	0	0
其他流动负债	538	619	609	720	801
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	734	845	926
少数股东权益	23	50	50	50	50
股本	424	424	424	424	424
资本公积	2846	2846	2846	2846	2846
留存收益	1486	2283	3440	4866	6789
归属母公司股东权益	4755	5552	6911	8661	10942
负债和股东权益	5812	6719	7695	9555	11918

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1153	769	1137	1597	2131
净利润	864	1050	1359	1749	2282
折旧摊销	35	61	65	86	85
财务费用	-10	-14	-10	-10	-10
投资损失	-19	-81	-50	-50	-50
营运资金变动	224	-317	-212	-164	-161
其他经营现金流	59	70	-15	-15	-15
投资活动现金流	-2558	-18	-72	-102	-143
资本支出	271	353	132	162	203
长期投资	-2300	262	0	0	0
其他投资现金流	13	73	60	60	60
筹资活动现金流	2664	-320	-52	10	10
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	64	0	0	0	0
资本公积增加	2820	0	0	0	0
其他筹资现金流	-220	-320	-52	10	10
现金净增加额	1258	431	1012	1505	1997

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	4022	5014	6561	8388	10582
营业成本	965	1243	1614	2054	2574
营业税金及附加	52	56	73	94	118
营业费用	1681	2048	2624	3355	4233
管理费用	245	343	584	671	751
研发费用	113	255	197	294	370
财务费用	-10	-14	-10	-10	-10
资产减值损失	-12	-19	-15	-15	-15
其他收益	27	72	50	50	50
公允价值变动收益	11	-6	10	10	10
投资净收益	19	81	50	50	50
资产处置收益	1	-0	-0	-0	-0
营业利润	1016	1212	1568	2020	2635
营业外收入	11	9	10	10	10
营业外支出	9	7	8	8	8
利润总额	1018	1214	1570	2022	2637
所得税	154	163	211	272	355
净利润	864	1050	1359	1749	2282
少数股东损益	1	-1	0	0	0
归属母公司净利润	863	1051	1359	1749	2282
EBITDA	991	1199	1545	1980	2541
EPS(元)	2.04	2.48	3.21	4.13	5.39

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	52.6	24.6	30.9	27.8	26.2
营业利润(%)	56.3	19.3	29.4	28.8	30.5
归属于母公司净利润(%)	58.8	21.8	29.3	28.8	30.4
获利能力					
毛利率(%)	76.0	75.2	75.4	75.5	75.7
净利率(%)	21.5	21.0	20.7	20.9	21.6
ROE(%)	18.1	18.8	19.5	20.1	20.8
ROIC(%)	40.1	61.9	68.3	77.3	88.5
偿债能力					
资产负债率(%)	17.8	16.6	9.5	8.8	7.8
净负债比率(%)	-40.4	-42.6	-49.7	-57.0	-63.4
流动比率	5.8	5.8	10.9	11.7	13.3
速动比率	3.5	4.5	8.6	9.4	10.9
营运能力					
总资产周转率	1.1	0.8	0.9	1.0	1.0
应收账款周转率	18.5	19.4	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	4.7	4.1	10.4	0.0	0.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	2.04	2.48	3.21	4.13	5.39
每股经营现金流(最新摊薄)	2.72	1.82	2.68	3.77	5.03
每股净资产(最新摊薄)	11.23	13.11	16.31	20.45	25.83
估值比率					
P/E	53.0	43.5	33.7	26.2	20.1
P/B	9.6	8.2	6.6	5.3	4.2
EV/EBITDA	43.4	35.0	26.5	19.9	14.7

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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，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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。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。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn