

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

贝泰妮 (300957)

投资评级 买入

上次评级 买入

刘嘉仁 社零&美护首席分析师

执业编号: S1500522110002

联系电话: 15000310173

邮箱: liujiaren@cindasc.com

周子莘 美护分析师

执业编号: S1500522110001

联系电话: 13276656366

邮箱: zhousixin@cindasc.com

相关研究

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

贝泰妮系列之三：618 预售表现逐步验证线上改善逻辑，依然看好全年股权激励目标达成

2023 年 06 月 05 日

- **主品牌在人员调整逐渐磨合完毕后，618 预售依然取得优异表现。**2023 年天猫 618 大促第一波预售活动已经画上句号，在天猫美妆行业增速放缓、众多外资头部品牌销售额下滑的背景下，薇诺娜依然维持增长趋势，根据青眼数据，薇诺娜天猫（5.26-5.30）预售额同比增长 6%（我们预估青眼数据统计偏低，实际增速有望达 10%+），并在 5 月 31 日开售 4 小时取得天猫美妆护肤品牌 TOP7 的成绩；在渠道红利依旧相对可观的抖音渠道，薇诺娜（5.26-5.30）取得 337% 的亮眼增速，于 5 月 31 日达到抖音美妆行业国货 TOP2，并分别取得京东国货美妆行业第二名、唯品会美妆行业第五名的优异表现。
- **我们测算 Q2 天猫+抖音渠道同比增速有望超 20%，增速逐季改善趋势下依然看好股权激励目标完成。**考虑到 5 月 26 日-30 日薇诺娜天猫增速约 6%，我们预估青眼统计数据偏低，实际增速有望达 10%+，我们假设①：薇诺娜在天猫渠道 618 全期增速约为 6%-10%；22 年全年抖音销售额/阿里系销售额之比约为 0.21，考虑到 22 年抖音渠道仍处于逐月增长放量的过程中，我们预计 22 年上半年的抖音销售额/阿里系销售额之比会较全年偏低，因此假设②：薇诺娜抖音渠道 22 年 618 销售额约为天猫渠道的 1/10；参考 5 月 26 日-30 日薇诺娜抖音增速约 337%，假设③：薇诺娜在抖音渠道 618、以及 6 月整月增速约为 200%。据此测算 2023 年薇诺娜天猫+抖音渠道 618 增速达 23.6%-27.3%。由于 618 大促 6 月 20 日结束，大促作用之下 6 月末日销表现或较弱，假设④：23 年 6 月 21 日-30 日天猫日销与 22 年同期水平保持一致。据此测算 2023 年 Q2 天猫+抖音渠道增速约为 22-25%。考虑到线下增速或快于线上、22H2 相对低基数等因素影响，我们预计 Q2 有机会实现 20%+ 增长，增速逐季改善的趋势或可部分得到验证，公司有望完成 23 年收入同比增长 28% 的股权激励目标。
- 先前市场担忧品牌 618 新品推广力度较弱，营销能力尚有提升空间，但我们除了在数据端看到有所改善外，也观察到公司在延续学术端的严谨性的同时，不断增加品牌营销的探索尝试：

线上下联名、快闪活动触达消费者，多维度提升品牌影响力。5 月末薇诺娜官宣与迪士尼合作，推出“迪士尼 100 周年限定款”的特护霜、特护精华以及特护水乳限定包装礼盒，有助于在大促期间吸引消费者关注，同时公司也在线下举办了多场快闪活动，使消费者可以在线下直接体验产品，如：①6 月 1 日-7 日在上海长宁区举办的“奇愈研究所”主题快闪活动，场地充满米奇元素，便于打卡拍照，并且可以免费体验肌肤检测与皮肤科专家一对一面诊，使消费者深度理解体验薇诺娜皮肤学专家品牌的定位；②5 月末薇诺娜联合 Morning Lab 发起“夏日向光城市快闪”以及“夏日向光百人露营”活动，通过举办当前关注度较高户外活动（露营、瑜伽、陆冲），对品牌明星产品清透防晒乳进行宣传推广，将防晒产品与户外使用场景深度链接，或有助于提升消费者认同感。线上联名、线下快闪活动无不体现出公司对于产品与品牌的营销宣传方式有了更多的思考和探索，在公司较为强势的学术属性之外，公司通过增强品牌消费属性、以更加多元的品宣渗透更多的年轻消费者。

- **盈利预测与投资评级：**持续看好公司作为皮肤学级护肤品β赛道的龙头公司，通过稳步提升渗透率获得增长，在主品牌线上天猫渠道逐月改善、抖音渠道高速增长，搭配线下渠道持续贡献增量、增速有望逐季改善的情况下，依然看好公司达成全年股权激励目标，我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 12.44/16.56/21.75 亿元，分别同比增长 18.3%/33.1%/31.3%，对应 PE 分别为 32/24/18x，维持“买入”评级。
- **风险因素：**线下渠道获客不及预期、线上渠道竞争激烈、新产品/新品牌市场反馈不及预期，假设数据与实际表现存在偏差。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	4,022	5,014	6,492	8,331	10,448
增长率 YoY %	52.6%	24.6%	29.5%	28.3%	25.4%
归属母公司净利润(百万元)	863	1,051	1,244	1,656	2,175
增长率 YoY%	58.8%	21.8%	18.3%	33.1%	31.3%
毛利率%	76.0%	75.2%	76.0%	76.4%	76.6%
净资产收益率ROE%	18.1%	18.9%	19.3%	21.2%	22.8%
EPS(摊薄)(元)	2.04	2.48	2.94	3.91	5.13
市盈率 P/E(倍)	46.14	37.87	32.01	24.04	18.31
市净率 P/B(倍)	8.37	7.17	6.17	5.10	4.17

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2023 年 06 月 02 日收盘价

618 预售表现部分验证改善逻辑，看好股权激励目标达成

主品牌在人员调整逐渐磨合完毕后，618 预售依然取得优异表现。2023 年天猫 618 大促第一波预售活动已经画上句号，在天猫美妆行业增速放缓、众多外资头部品牌销售额下滑的背景下，薇诺娜依然维持增长趋势，根据青眼数据，薇诺娜天猫（5.26-5.30）预售额同比增长 6%，并在 5 月 31 日开售 4 小时取得天猫美妆护肤品牌 TOP7 的成绩；在渠道红利依旧相对可观的抖音渠道，薇诺娜（5.26-5.30）取得 337% 的亮眼增速，于 5 月 31 日达到抖音美妆行业国货 TOP2，并分别取得京东国货美妆行业第二名、唯品会美妆行业第五名的优异表现。

图1：薇诺娜 618 各个渠道依然取得优异表现



资料来源：亿邦动力网，信达证券研发中心

我们测算 Q2 天猫+抖音渠道同比增速有望超 20%，增速逐季改善趋势下依然看好股权激励目标完成。

- 考虑到 5 月 26 日-30 日薇诺娜天猫增速约 6%，我们预估青眼统计数据偏低，假设①：薇诺娜在天猫渠道 618 全期增速约为 6%-10%；
- 22 年全年抖音销售额/阿里系销售额之比约为 0.21，考虑到 22 年抖音渠道仍处于逐月增长放量的过程中，我们预计 22 年上半年的抖音销售额/阿里系销售额之比会较全年偏低，因此假设②：薇诺娜抖音渠道 22 年 618 销售额约为天猫渠道的 1/10；
- 参考 5 月 26 日-30 日薇诺娜抖音增速约 337%，假设③：薇诺娜在抖音渠道 618、以及 6 月整月增速约为 200%。

据此测算 2023 年薇诺娜天猫+抖音渠道 618 增速达 23.6%-27.3%。

- 由于 618 大促 6 月 20 日结束，大促作用之下 6 月末日销表现或较弱，假设④：23 年 6 月 21 日-30 日天猫日销与 22 年同期水平保持一致。

据此测算 2023 年 Q2 天猫+抖音渠道增速约为 22-25%。考虑到线下增速或快于线上、22H2 相对低基数等因素影响，我们预计 Q2 有机会实现 20%+增长，增速逐季改善的趋势或部分得到验证，公司有望完成 23 年收入增长 28% 的股权激励目标。

先前市场担忧品牌 618 新品推广力度较弱，营销能力尚有提升空间，但我们除了在数据端看到有所改善外，也观察到公司在延续学术端的严谨性的同时，不断增加品牌营销的探索尝试：

线上线下联名、快闪活动触达消费者，提升品牌影响力。5 月末薇诺娜官宣与迪士尼合作，推出“迪士尼 100 周年限定款”的特护霜、特护精华以及特护水乳限定包装礼盒，有助于在大促期间吸引消费者关注，同时公司也在线下举办了多场快闪活动，使消费者可以在线下直接体验产品：

①薇诺娜：6 月 1 日-7 日在上海长宁区举办的“奇愈研究所”主题快闪活动，场地充满米奇元素，便于打卡拍照，并且可以免费体验肌肤检测与皮肤学专家一对一面诊，使消费者深度理解体验薇诺娜皮肤学级专家品牌的定位；

图2：“奇愈研究所”主题快闪活动现场



资料来源：薇诺娜官方微博，信达证券研发中心

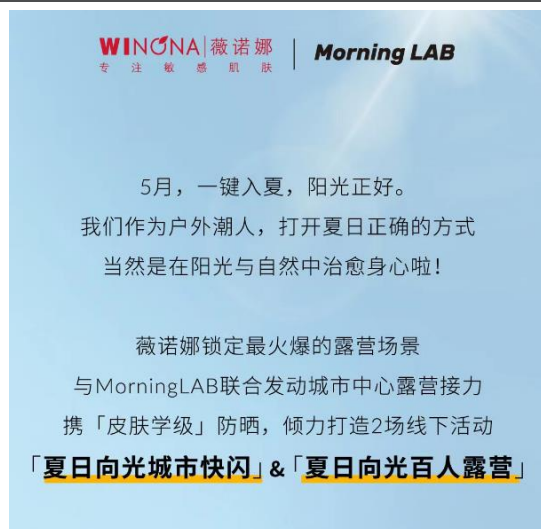
图3：提供免费皮肤检测与专家体验



资料来源：薇诺娜官方微博，信达证券研发中心

②薇诺娜：5 月末薇诺娜联合 Morning Lab 发起“夏日向光城市快闪”以及“夏日向光百人露营”活动，通过举办当前关注度较高户外活动（露营、瑜伽、陆冲），对品牌明星产品清透防晒乳进行宣传推广，将防晒产品与户外使用场景深度链接，或有助于提升消费者认同感。

图4：薇诺娜联合 Morning Lab 发起户外活动快闪



WINONA | 薇诺娜 | **Morning LAB**
 专注敏感肌肤

5月，一键入夏，阳光正好。
 我们作为户外潮人，打开夏日正确的方式
 当然是在阳光与自然中治愈身心啦！

薇诺娜锁定最火爆的露营场景
 与MorningLAB联合发动城市中心露营接力
 携「皮肤学级」防晒，倾力打造2场线下活动
「夏日向光城市快闪」&「夏日向光百人露营」

图5：在活动中宣传薇诺娜清透防晒乳



皮肤学级防晒

清透防晒乳随时补涂

全程高倍防护 一键解锁美好夏天
 户外达人闪现 阳光也变成了最美的打光板

资料来源：薇诺娜官方微博，信达证券研发中心

资料来源：薇诺娜官方微博，信达证券研发中心

③**薇诺娜宝贝**：通过举办冠名青少年棒球邀请赛的形式触达更多的目标消费者（具备一定消费力、关注青少年身体健康的家长），提升品牌知名度。

图6：薇诺娜宝贝冠名棒球邀请赛



资料来源：薇诺娜宝贝官方微博，信达证券研发中心

图7：在活动中宣传薇诺娜宝贝防晒、舒润霜等产品



资料来源：薇诺娜宝贝官方微博，信达证券研发中心

线上联名、线下快闪等活动无不体现出公司对于产品与品牌的营销宣传方式有了更多的思考和探索，在学术属性之外，通过增强品牌的消费属性、以更加多元的品宣渗透更多的年轻消费者。

盈利预测与投资评级：持续看好公司作为皮肤学级护肤品β赛道的龙头公司，通过稳步提升渗透率获得增长，在主品牌线上天猫渠道逐月改善、抖音渠道高速增长，搭配线下渠道持续贡献增量、增速有望逐季改善的情况下，依然看好公司达成全年股权激励目标，我们预计公司2023-2025年归母净利润分别为12.44/16.56/21.75亿元，分别同比增长18.3%/33.1%/31.3%，对应PE分别为37/28/21x，维持“买入”评级。

风险因素：线下渠道获客不及预期、线上渠道竞争激烈、新产品/新品牌市场反馈不及预期、假设数据与实际表现存在偏差。

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
流动资产	5,225	5,715	7,041	8,654	10,913	
货币资金	2,035	2,514	3,406	4,358	5,186	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	247	270	559	366	795	
预付账款	46	42	67	83	98	
存货	463	671	710	862	1,026	
其他	2,433	2,218	2,299	2,985	3,809	
非流动资产	587	1,004	1,023	992	942	
长期股权投资	0	83	83	83	83	
固定资产(合计)	113	206	239	255	257	
无形资产	65	78	87	96	105	
其他	410	637	615	558	496	
资产总计	5,812	6,719	8,065	9,646	11,855	
流动负债	900	992	1,442	1,687	2,151	
短期借款	0	0	0	0	0	
应付票据	65	62	103	116	156	
应付账款	296	311	467	462	626	
其他	538	619	873	1,110	1,368	
非流动负债	134	125	115	105	95	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他	134	125	115	105	95	
负债合计	1,034	1,117	1,557	1,793	2,246	
少数股东权益	23	50	50	50	51	
归属母公司股	4,755	5,552	6,457	7,803	9,558	
负债和股东权益	5,812	6,719	8,065	9,646	11,855	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	4,022	5,014	6,492	8,331	10,448	
同比(%)	52.6%	24.6%	29.5%	28.3%	25.4%	
归属母公司净利润	863	1,051	1,244	1,656	2,175	
同比(%)	58.8%	21.8%	18.3%	33.1%	31.3%	
毛利率(%)	76.0%	75.2%	76.0%	76.4%	76.6%	
ROE%	18.1%	18.9%	19.3%	21.2%	22.8%	
EPS(摊薄)(元)	2.04	2.48	2.94	3.91	5.13	
P/E	46.14	37.87	32.01	24.04	18.31	
P/B	8.37	7.17	6.17	5.10	4.17	
EV/EBITDA	75.83	49.03	24.82	18.20	13.59	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2021	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	4,022	5,014	6,492	8,331	10,448	
营业成本	965	1,243	1,556	1,967	2,448	
营业税金及附加	52	56	71	92	115	
销售费用	1,681	2,048	2,681	3,457	4,336	
管理费用	245	343	563	650	705	
研发费用	113	255	301	383	481	
财务费用	-10	-14	-20	-25	-31	
减值损失合计	-12	-19	-2	-10	-6	
投资净收益	19	81	90	100	110	
其他	33	67	35	35	35	
营业利润	1,016	1,212	1,463	1,932	2,534	
营业外收支	2	2	-1	5	4	
利润总额	1,018	1,214	1,462	1,937	2,537	
所得税	154	163	218	281	362	
净利润	864	1,050	1,245	1,656	2,175	
少数股东损益	1	-1	1	0	0	
归属母公司净利	863	1,051	1,244	1,656	2,175	
EBITDA	1,049	1,240	1,471	1,953	2,554	
EPS(当年)(元)	2.12	2.48	2.94	3.91	5.13	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
经营活动现金流	1,153	769	1,737	1,926	2,052	
净利润	864	1,050	1,245	1,656	2,175	
折旧摊销	73	118	115	136	156	
财务费用	4	5	5	4	3	
投资损失	-3	-19	-19	-81	-90	
营运资金变动	-148	224	67	336	-311	
其它	12	6	17	3	4	
投资活动现金流	-86	-2,558	-506	-666	-802	
资本支出	-89	-270	-116	-86	-82	
长期投资	0	-2,307	-445	-650	-800	
其他	3	19	55	70	80	
筹资活动现金流	-121	2,664	-272	-327	-436	
吸收投资	0	2,925	0	0	0	
借款	37	0	0	0	0	
支付利息或股息	-104	-191	-262	-317	-426	
现金流净增加额	224	1,258	371	771	383	

研究团队简介

刘嘉仁，社零&美护首席分析师。曾供职于第一金证券、凯基证券、兴业证券。2016年加入兴业证券社会服务团队，2019年担任社会服务首席分析师，2020年接管商贸零售团队，2021年任现代服务业研究中心总经理。2022年加入信达证券，任研究开发中心副总经理。2021年获新财富批零与社服第2名、水晶球社服第1名/零售第1名、新浪财经金麒麟最佳分析师医美第1名/零售第2名/社服第3名、上证报最佳分析师批零社服第3名，2022年获新浪财经金麒麟最佳分析师医美第2名/社服第2名/零售第2名、医美行业白金分析师。

王越，美护&社服高级分析师。上海交通大学金融学硕士，南京大学经济学学士，2018年7月研究生毕业后加入兴业证券社会服务小组，2022年11月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美、社会服务行业。

周子莘，美护分析师。南京大学经济学硕士，华中科技大学经济学学士，曾任兴业证券社会服务行业美护分析师，2022年11月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美。

涂佳妮，社服&零售分析师。新加坡南洋理工大学金融硕士，中国科学技术大学工学学士，曾任兴业证券社服&零售行业分析师，2022年11月加入信达新消费团队，主要覆盖免税、眼视光、隐形正畸、宠物、零售等行业。

李文静，伊利诺伊大学香槟分校理学硕士，西南财经大学经济学学士，2022年11月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美。

林凌，厦门大学经济学院金融硕士，2023年2月加入信达证券研究所。主要覆盖化妆品、医美板块。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	赵岚琦	15690170171	zhaolanqi@cindasc.com
华北区销售	张斓夕	18810718214	zhanglanxi@cindasc.com
华北区销售	王哲毓	18735667112	wangzheyu@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com



华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suncong@cindasc.com
华东区销售	王爽	18217448943	wangshuang3@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	粟琳	18810582709	sulin@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华东区销售	王赫然	15942898375	wangheran@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	caijing1@cindasc.com
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com
华南区销售	张佳琳	13923488778	zhangjialin@cindasc.com
华南区销售	宋王飞逸	15308134748	songwangfeiyi@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，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。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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。