

Q2 业绩回暖，回购彰显长期信心

贝泰妮(300957)

评级:	买入	股票代码:	300957
上次评级:	买入	52 周最高价/最低价:	195.0/85.47
目标价格:		总市值(亿)	413.94
最新收盘价:	97.72	自由流通市值(亿)	55.93
		自由流通股数(百万)	57.24

事件概述

公司发布 2023 年半年报，2023 年 H1 公司实现营收 23.68 亿元，同比+15.52%；归母净利润 4.5 亿元，同比+13.91%；扣非后归母净利为 3.74 亿元，同比+5.14%。现金流方面，经营活动产生的现金流量净额为 2.85 亿元，比去年同期+35.02%，主要系公司收到的各类政府补助和奖励和专项应付款增加较多所致。单季度看，2023 年 Q2 公司实现营收 15.04 亿元，同比+21.21%；实现归母净利润 2.92 亿元，同比+17.14%。

分析判断：

► 收入端：线下渠道增速靓丽。

报告期内，公司销售规模较上年同期有所增加。2023 年 5 月，正值迪士尼 100 周年，公司薇诺娜 (Winona) 品牌与迪士尼品牌跨界联名，推出两款迪士尼限定礼盒，该礼盒开售 4 小时便已售罄。2023 年“6·18”大促期间，公司凭借“唯品会国货美妆 TOP1”、“京东国货美妆品牌排行榜 TOP3”、“薇诺娜宝贝获天猫婴童护肤 TOP4”等销售佳绩在功效护肤赛道全面开花。其中，薇诺娜 (Winona) 品牌从众多国际大牌与国货品牌中脱颖而出，再创佳绩，位列天猫美妆行业 TOP9。

分渠道来看，公司线上渠道实现销售额 17.43 亿元，同比+7.15%，占主营业务收入比例为 73.92%。其中自营模式实现销售额 13.89 亿元，同比+12.18%，占主营业务收入比例为 58.91%。公司线下渠道实现销售额 6.15 亿元，同比+48.64%，占主营业务收入比例为 26.08%。其中经销和代销模式实现销售额 6.01 亿元，同比+46.09%，占主营业务收入比例为 25.49%。

分具体产品看，自有品牌护肤品实现营收 20.5 亿元，同比+12.13%，占主营业务收入比例为 86.93%。自有品牌医疗器械实现营收 2.78 亿元，同比+45.92%，占主营业务收入比例为 11.78%。自有彩妆实现营收 0.3 亿元，占主营业务收入比例为 1.29%。

► 利润端：Q2 净利率环比提升。

盈利能力方面，公司 2023 年 H1 毛利率同比下滑了 1.52pct 至 75.38%，净利率同比下滑了 0.62pct 至 18.61%。单季度看，2023 年 Q2 公司毛利率同比下滑了 1.34pct 至 74.96%，环比则下滑了 1.14pct。净利率同比下滑了 1.05pct 至 18.98%，环比则提升了 1.03pct。分产品看，公司护肤品的毛利率为 74.73%，同比-1.66pct；医疗器械的毛利率为 82.19%，同比-1.03pct。

费用方面，2023 年 H1 公司费用率为 56.9%，同比提升了 1.46pct。其中销售费用率为 46.34%，同比提升了 0.9pct，主要原因是随着公司销售规模增长，公司持续加大营销人员费用投入和仓储物流投入所致。管理费用率为 6.43%，同比提升了 0.04pct。财务费用率为-0.47%，同比下滑了 0.1pct。而研发费用率同比提升了 0.62pct 至 4.6%，主要系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。

► 回购彰显长期信心。

根据公司公告，公司于 8 月 23 日收到董事长郭振宇先生提交的回购股份提议函，基于对公司未来发展的信心和

对公司价值的认可，为有效维护广大股东利益，增强投资者信心，同时完善公司长效激励机制，充分调动公司员工的积极性，有效地将股东利益、公司利益和员工利益紧密结合在一起。公司拟以集中竞价交易方式回购公司股份，回购的股份将全部用于实施股权激励计划或员工持股计划。回购股份的价格区间为不超过人民币 130 元/股（含）。按照本次回购金额下限人民币 1 亿元，回购价格上限人民币 130 元/股进行测算，回购数量约为 76.92 万股，回购股份比例约占公司总股本的 0.18%；按照本次回购金额上限人民币 2 亿元，回购价格上限人民币 130 元/股进行测算，回购数量约为 153.85 万股，回购股份比例约占公司总股本的 0.36%。

投资建议

公司以“薇诺娜”品牌为核心，专注于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，重点针对敏感性肌肤。我们看好贝泰妮公司团队的研发能力和各平台的打法，公司深耕淘系，以线上电商渠道为主，线下药店渠道为辅，形成线上线下多渠道并进的良好发展局面；在新社交媒体崛起后，公司抓住小红书和抖音平台的红利，验证了公司优秀的运营能力；公司重视研发生产，基于市场研究多部门协同打造大单品，看好公司未来大单品矩阵的丰富和持续升级。我们维持公司的盈利预测不变，预计公司 23-25 年的营收为 64.23/81.23/100.92 亿元，EPS 为 3.18/4.01/4.97 元，对应 2023 年 8 月 28 日 97.72 元/股收盘价，PE 分别为 30.73/24.36/19.67 倍，维持公司“买入”评级。

风险提示

1) 行业竞争加剧。2) 营销模式跟不上市场的风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	4,022	5,014	6,423	8,123	10,092
YoY (%)	52.6%	24.6%	28.1%	26.5%	24.2%
归母净利润(百万元)	863	1,051	1,347	1,699	2,105
YoY (%)	58.8%	21.8%	28.1%	26.1%	23.9%
毛利率 (%)	76.0%	75.2%	75.8%	76.5%	76.9%
每股收益 (元)	2.04	2.48	3.18	4.01	4.97
ROE	18.1%	18.9%	19.8%	20.3%	20.4%
市盈率	47.97	39.38	30.73	24.36	19.67

资料来源：wind，华西证券研究所

分析师：徐林锋

邮箱：xulf@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519080002

联系电话：

分析师：戚志圣

邮箱：qizs@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519100001

联系电话：

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	5,014	6,423	8,123	10,092	净利润	1,050	1,347	1,698	2,104
YoY (%)	24.6%	28.1%	26.5%	24.2%	折旧和摊销	118	30	32	32
营业成本	1,243	1,552	1,907	2,328	营运资金变动	-318	-265	-93	-123
营业税金及附加	56	76	94	118	经营活动现金流	769	1,031	1,520	1,884
销售费用	2,048	2,748	3,542	4,438	资本开支	-353	-271	-272	-281
管理费用	343	398	508	634	投资	254	0	0	0
财务费用	-14	-38	-49	-68	投资活动现金流	-18	-192	-162	-148
研发费用	255	278	372	453	股权募资	0	0	0	0
资产减值损失	-19	0	0	0	债务募资	0	0	0	0
投资收益	81	79	110	132	筹资活动现金流	-320	-87	-122	-160
营业利润	1,212	1,564	1,963	2,447	现金净流量	431	753	1,235	1,575
营业外收支	2	2	8	-3					
利润总额	1,214	1,566	1,971	2,444	主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
所得税	163	219	273	339	成长能力 (%)				
净利润	1,050	1,347	1,698	2,104	营业收入增长率	24.6%	28.1%	26.5%	24.2%
归属于母公司净利润	1,051	1,347	1,699	2,105	净利润增长率	21.8%	28.1%	26.1%	23.9%
YoY (%)	21.8%	28.1%	26.1%	23.9%	盈利能力 (%)				
每股收益	2.48	3.18	4.01	4.97	毛利率	75.2%	75.8%	76.5%	76.9%
					净利率	21.0%	21.0%	20.9%	20.9%
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	总资产收益率 ROA	15.6%	16.9%	17.4%	17.7%
货币资金	2,514	3,267	4,502	6,077	净资产收益率 ROE	18.9%	19.8%	20.3%	20.4%
预付款项	42	63	75	90	偿债能力 (%)				
存货	671	772	970	1,187	流动比率	5.76	6.96	7.01	7.23
其他流动资产	2,488	2,602	2,698	2,818	速动比率	5.04	6.09	6.12	6.33
流动资产合计	5,715	6,704	8,245	10,173	现金比率	2.53	3.39	3.83	4.32
长期股权投资	83	83	83	83	资产负债率	16.6%	13.7%	13.4%	12.9%
固定资产	206	284	366	447	经营效率 (%)				
无形资产	78	90	102	115	总资产周转率	0.75	0.81	0.83	0.85
非流动资产合计	1,004	1,247	1,495	1,741	每股指标 (元)				
资产合计	6,719	7,951	9,740	11,914	每股收益	2.48	3.18	4.01	4.97
短期借款	0	0	0	0	每股净资产	13.11	16.08	19.81	24.40
应付账款及票据	372	482	605	727	每股经营现金流	1.82	2.43	3.59	4.45
其他流动负债	619	482	571	679	每股股利	0.00	0.20	0.29	0.38
流动负债合计	992	964	1,176	1,406	估值分析				
长期借款	0	0	0	0	PE	39.38	30.73	24.36	19.67
其他长期负债	125	125	125	125	PB	11.39	6.08	4.93	4.01
非流动负债合计	125	125	125	125					
负债合计	1,117	1,089	1,301	1,531					
股本	424	424	424	424					
少数股东权益	50	49	49	48					
股东权益合计	5,602	6,862	8,438	10,383					
负债和股东权益合计	6,719	7,951	9,740	11,914					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师与研究助理简介

徐林锋：轻工行业首席分析师。2019年7月加盟华西证券，9年从业经验。浙江大学金融学硕士，南开大学管理学学士。曾就职于中金公司等券商研究所，所在团队获2015年新财富第5名。

戚志圣：轻工行业分析师。2019年9月加盟华西证券，5年从业经验。英国克兰菲尔德大学金融学硕士。曾就职于东海证券、太平洋证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有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、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。