

贝泰妮 (300957.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

2Q23 归母净利同比+17%，期待经营

数据逐季改善

业绩简评

- 公司8月28日公告2023营收15.04亿元、同增21.21%，归母净利润2.92亿元、同增17.14%，扣非归母净利润2.47亿元、同增7%，Q2收入端增速环比提升。

经营分析

- 线下增速靓丽，线上高个位数增长、持续发力抖音。分渠道看，1H23线上收入17.4亿元、同增7.15%、占比73.92%（同比-5.8PCT），其中阿里系/抖音系/薇诺娜专柜收入同比-3.41%/+32.5%/15%，阿里系占比同降6.57PCT至33.45%，抖音系占比11.26%（同比+1.44PCT）；线下收入6.15亿元、同增48.6%、占比升至26%，其中OTC收入2.96亿元、同增60%。
- 毛利率下降，净利率波动。2Q23毛利率75%（同比-1.3PCT）、预计系品类结构变化；销售费用率同比+1.8PCT至45.6%，预计系发力抖音、费用投入增加；管理费用率5.7%、同比持平，持续加大研发投入、研发费用率同比+0.9PCT至5%（领先行业）；扣非归母净利率16.4%、同比-2.2PCT。
- 薇诺娜聚焦“敏感+”拓展，贝芙汀卡位精准/分级科学祛痘细分赛道、2H重点培育。
- 薇诺娜持续发力敏感肌Plus（品类&功效），修白瓶焕然一新、定位先修后白+升级次抛形式，合作抖音超品日重点宣传，7月上新即崭露头角、抖音渠道GMV超1200万元、且成交主要在薇诺娜自播间完成；8月特润霜联合天猫小黑盒重磅上新，定位解决皮肤干、敏、屑频发（干敏肌），截至8.28月销4000+。
- 贝芙汀定位AI分级诊疗、精准祛痘，主打“食药妆组合包”祛痘方案，2H侧重打通“产品种草”-“口碑塑造”-“拉新+销售转化”链路。

盈利预测、估值与评级

- 董事长提议回购用于锁定人才、彰显发展信心，期待经营逐季改善。预计23-25年归母净利润13.33/16.72/20.66亿元，同增27%/25%/24%，对应23-25年PE31/25/20倍，维持“买入”评级。

风险提示

- 新品牌孵化/产品/渠道拓展不及预期

商贸零售组

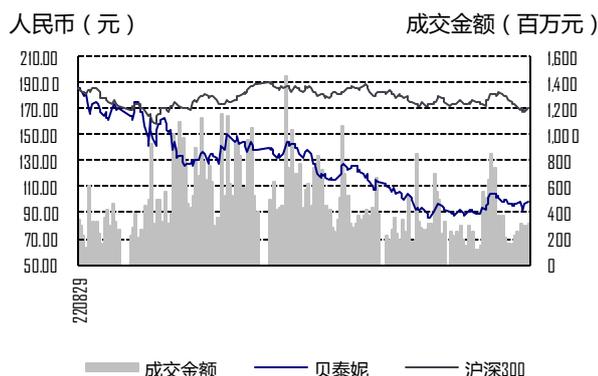
分析师：罗晓婷（执业S1130520120001）

luoxiaoting@gjzq.com.cn

市价（人民币）：97.72元

相关报告：

- 《贝泰妮1Q23业绩点评：1Q23归母净利润同比+8.4%，期...》，2023.4.26
- 《贝泰妮22年年报点评：22Q4业绩同比+5%，股权激励目标快...》，2023.3.30
- 《贝泰妮事件点评：电商操盘团队变化，紧密跟踪边际改善带来的高弹...》，2023.3.2



公司基本情况（人民币）

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	4,022	5,014	6,423	8,097	10,060
营业收入增长率	52.57%	24.65%	28.10%	26.07%	24.24%
归母净利润(百万元)	863	1,051	1,333	1,672	2,066
归母净利润增长率	58.77%	21.82%	26.80%	25.44%	23.58%
摊薄每股收益(元)	2.037	2.482	3.147	3.948	4.878
每股经营性现金流净额	2.72	1.82	2.85	3.71	4.75
ROE(归属母公司)(摊薄)	18.15%	18.93%	20.55%	21.84%	22.70%
P/E	94.39	60.14	31.05	24.75	20.03
P/B	17.13	11.39	6.38	5.41	4.55

来源：公司年报、国金证券研究所（注：股价更新至8月28日）

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	2,636	4,022	5,014	6,423	8,097	10,060
增长率		52.6%	24.6%	28.1%	26.1%	24.2%
主营业务成本	-626	-965	-1,243	-1,580	-1,976	-2,414
%销售收入	23.7%	24.0%	24.8%	24.6%	24.4%	24.0%
毛利	2,010	3,057	3,771	4,843	6,121	7,646
%销售收入	76.3%	76.0%	75.2%	75.4%	75.6%	76.0%
营业税金及附加	-46	-52	-56	-64	-81	-101
%销售收入	1.7%	1.3%	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%
销售费用	-1,107	-1,681	-2,048	-2,633	-3,336	-4,185
%销售收入	42.0%	41.8%	40.8%	41.0%	41.2%	41.6%
管理费用	-169	-245	-343	-405	-486	-604
%销售收入	6.4%	6.1%	6.8%	6.3%	6.0%	6.0%
研发费用	-63	-113	-255	-308	-405	-503
%销售收入	2.4%	2.8%	5.1%	4.8%	5.0%	5.0%
息税前利润 (EBIT)	625	966	1,069	1,432	1,814	2,254
%销售收入	23.7%	24.0%	21.3%	22.3%	22.4%	22.4%
财务费用	1	10	14	56	74	98
%销售收入	0.0%	-0.3%	-0.3%	-0.9%	-0.9%	-1.0%
资产减值损失	-15	-17	-18	0	0	0
公允价值变动收益	0	11	-6	0	0	0
投资收益	3	19	81	80	80	80
%税前利润	0.5%	1.8%	6.6%	5.1%	4.1%	3.3%
营业利润	650	1,016	1,212	1,568	1,967	2,431
营业利润率	24.6%	25.3%	24.2%	24.4%	24.3%	24.2%
营业外收支	-2	2	2	0	0	0
税前利润	648	1,018	1,214	1,568	1,967	2,431
利润率	24.6%	25.3%	24.2%	24.4%	24.3%	24.2%
所得税	-104	-154	-163	-235	-295	-365
所得税率	16.1%	15.1%	13.5%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	544	864	1,050	1,333	1,672	2,066
少数股东损益	0	1	-1	0	0	0
归属于母公司的净利润	544	863	1,051	1,333	1,672	2,066
净利率	20.6%	21.5%	21.0%	20.8%	20.7%	20.5%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	544	864	1,050	1,333	1,672	2,066
少数股东损益	0	1	-1	0	0	0
非现金支出	39	91	137	65	81	84
非经营收益	-5	-26	-100	-94	-78	-78
营运资金变动	-148	224	-318	-97	-104	-62
经营活动现金净流	431	1,153	769	1,206	1,572	2,010
资本开支	-89	-270	-353	-160	-175	-175
投资	0	-2,307	254	0	0	0
其他	3	19	81	80	80	80
投资活动现金净流	-86	-2,558	-18	-80	-95	-95
股权募资	0	2,925	0	0	0	0
债权募资	-15	0	0	-40	0	0
其他	-106	-261	-320	-403	-504	-622
筹资活动现金净流	-121	2,664	-320	-443	-504	-622
现金净流量	224	1,258	431	684	973	1,294

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	752	2,035	2,514	3,184	4,147	5,434
应收款项	336	341	529	443	558	693
存货	254	463	671	779	947	1,125
其他流动资产	49	2,386	2,001	2,097	2,113	2,130
流动资产	1,391	5,225	5,715	6,503	7,765	9,382
%总资产	86.8%	89.9%	85.1%	85.4%	86.6%	87.9%
长期投资	0	0	92	92	92	92
固定资产	109	310	556	621	683	740
%总资产	6.8%	5.3%	8.3%	8.2%	7.6%	6.9%
无形资产	76	106	145	180	218	256
非流动资产	211	587	1,004	1,108	1,201	1,292
%总资产	13.2%	10.1%	14.9%	14.6%	13.4%	12.1%
资产总计	1,602	5,812	6,719	7,611	8,967	10,673
短期借款	0	49	62	50	50	50
应付款项	197	549	645	630	760	935
其他流动负债	194	302	285	313	378	468
流动负债	391	900	992	994	1,187	1,453
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	9	134	125	82	74	68
负债	400	1,034	1,117	1,076	1,261	1,522
普通股股东权益	1,199	4,755	5,552	6,485	7,656	9,102
其中：股本	360	424	424	424	424	424
未分配利润	726	1,330	2,072	3,005	4,175	5,622
少数股东权益	3	23	50	50	50	50
负债股东权益合计	1,602	5,812	6,719	7,611	8,967	10,673

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	1.510	2.037	2.482	3.147	3.948	4.878
每股净资产	3.331	11.226	13.107	15.310	18.073	21.488
每股经营现金净流	1.197	2.721	1.816	2.848	3.711	4.746
每股股利	0.450	0.600	0.800	0.944	1.184	1.463
回报率						
净资产收益率	45.33%	18.15%	18.93%	20.55%	21.84%	22.70%
总资产收益率	33.93%	14.85%	15.65%	17.51%	18.65%	19.36%
投入资本收益率	43.66%	16.97%	16.31%	18.49%	19.88%	20.82%
增长率						
主营业务收入增长率	35.64%	52.57%	24.65%	28.10%	26.07%	24.24%
EBIT 增长率	27.57%	54.46%	10.72%	33.97%	26.62%	24.26%
净利润增长率	31.94%	58.77%	21.82%	26.80%	25.44%	23.58%
总资产增长率	47.80%	262.86%	15.59%	13.28%	17.82%	19.04%
资产管理能力						
应收账款周转天数	20.7	19.7	18.8	20.0	20.0	20.0
存货周转天数	131.9	135.6	166.5	180.0	175.0	170.0
应付账款周转天数	59.8	78.1	89.1	70.0	70.0	70.0
固定资产周转天数	9.5	10.2	15.0	32.5	25.6	20.3
偿债能力						
净负债/股东权益	-62.57%	-57.90%	-69.36%	-69.90%	-71.78%	-74.49%
EBIT 利息保障倍数	-711.3	-95.9	-74.4	-25.6	-24.6	-23.1
资产负债率	24.97%	17.79%	16.62%	14.13%	14.06%	14.26%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-04-28	买入	196.38	N/A
2	2022-05-16	买入	186.00	N/A
3	2022-06-15	买入	199.04	N/A
4	2022-08-29	买入	188.45	N/A
5	2022-10-26	买入	142.99	N/A
6	2023-03-02	买入	137.88	N/A
7	2023-03-30	买入	120.60	N/A
8	2023-04-26	买入	107.91	N/A

来源：国金证券研究所

投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心
紫竹国际大厦 7 楼		18 楼 1806