

**贝泰妮 (300957.SZ)**
**2023Q2 修复边际提速，敏感肌龙头稳健增长可期**

2023年08月29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）**

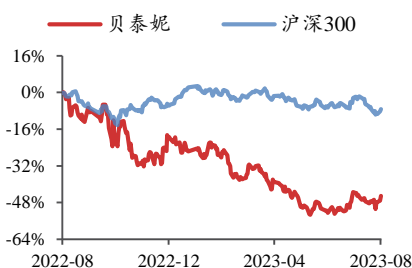
huangzepeng@kysec.cn

yangbowei@kysec.cn

证书编号：S0790519110001

证书编号：S0790122040052

日期	2023/8/29
当前股价(元)	101.80
一年最高最低(元)	195.00/85.47
总市值(亿元)	431.22
流通市值(亿元)	221.31
总股本(亿股)	4.24
流通股本(亿股)	2.17
近3个月换手率(%)	96.04

**股价走势图**


数据来源：聚源

**相关研究报告**

《2023Q1 稳健增长，敏感肌龙头持续完善品牌矩阵——公司信息更新报告》  
-2023.4.26

《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

**● 事件：2023H1 营收+15.52%、归母净利润+13.91%**

公司发布半年报：2023H1 实现营收 23.68 亿元 (+15.5%)、归母净利润 4.50 亿元 (+13.9%)；其中单 2023Q2 实现营收 15.04 亿元 (+21.2%)、归母净利润 2.92 亿元 (+17.1%)，单季增速边际提升明显。考虑行业竞争加剧、流量成本提升，我们下调盈利预测，预计公司 2023-2025 年归母净利润为 13.32 (-0.27) /16.81 (-0.68) /21.06 (-1.76) 亿元，对应 EPS 为 3.14 (-0.07) /3.97 (-0.16) /4.97 (-0.42) 元，当前股价对应 PE 为 32.4/25.7/20.5 倍。我们认为，公司是敏感肌护肤龙头，品牌矩阵持续完善、未来稳健增长可期，估值合理，维持“买入”评级。

**● 线上抖音渠道增长较快，线下 OTC 渠道显著放量**

线上渠道整体同比+7.2%，其中自营/经销代销分别实现营收 13.89 亿元 (+12.2%) /3.54 亿元 (-8.9%)；线上自建平台、第三方平台分别实现营收 1.77 亿元 (+15.8%) /15.66 亿元 (+6.3%)，抖音 (+32.5%) 与腾讯生态自建平台 (+15.0%) 较快增长。线下渠道整体同比+48.6%，自营/经销代销分别实现营收 0.14 亿元 (+515.5%) /6.01 亿元 (+46.1%)，其中 OTC 渠道实现营收 2.96 亿元 (+60.1%)，显著放量。盈利能力方面，2023H1 毛利率为 76.7% (-0.2pct)。费用方面，2023H1 销售/管理/研发费用率分别为 46.3%/6.4%/4.6%，同比分别+1.1pct/+0.0pct/+0.6pct。

**● 大单品战略稳扎稳打、品牌矩阵持续完善，敏感肌龙头未来可期**

**产品：**大单品策略持续推进，2023H1 明星产品舒敏保湿特护霜、清透防晒乳销售额均超 2 亿元；此外，7 月上线“修白瓶”在抖音超级品牌日活动表现亮眼，8 月上新针对干敏肌肤的“特润霜”有望在秋冬季放量。**渠道：**展望下半年，抖音、OTC 渠道有望继续贡献增量。**品牌：**坚持窄路做宽，从“敏感肌”升级为“敏感 PLUS”，逐渐形成薇诺娜（产品升级、持续领跑）、薇诺娜宝贝（分阶护理、增长亮眼）、瑗科缙（前沿科技，专业抗老）、贝芙汀（人工智能诊断、精准分级祛痘）四大品牌，持续强化核心竞争力，未来增长可期。

**● 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	6,419	8,102	10,065
YOY(%)	52.6	24.6	28.0	26.2	24.2
归母净利润(百万元)	863	1,051	1,332	1,681	2,106
YOY(%)	58.8	21.8	26.7	26.2	25.3
毛利率(%)	76.0	75.2	75.6	75.5	75.3
净利率(%)	21.5	21.0	20.7	20.7	20.9
ROE(%)	18.1	18.8	20.2	20.3	20.3
EPS(摊薄/元)	2.04	2.48	3.14	3.97	4.97
P/E(倍)	50.0	41.0	32.4	25.7	20.5
P/B(倍)	9.1	7.8	6.6	5.2	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
<b>流动资产</b>	5225	5715	6270	7985	10052
现金	2035	2514	3219	4632	6500
应收票据及应收账款	247	270	0	0	0
其他应收款	13	20	22	31	35
预付账款	46	42	71	71	106
存货	463	671	759	1052	1213
其他流动资产	2420	2198	2198	2198	2198
<b>非流动资产</b>	587	1004	1062	1127	1229
长期投资	0	83	83	83	83
固定资产	113	206	311	407	499
无形资产	65	78	88	96	101
其他非流动资产	410	637	580	541	546
<b>资产总计</b>	5812	6719	7331	9112	11281
<b>流动负债</b>	900	992	612	712	776
短期借款	0	0	20	0	0
应付票据及应付账款	362	372	0	0	0
其他流动负债	538	619	592	712	776
<b>非流动负债</b>	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
<b>负债合计</b>	1034	1117	737	837	901
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	3310	4510	6020
<b>归属母公司股东权益</b>	4755	5552	6545	8226	10331
<b>负债和股东权益</b>	5812	6719	7331	9112	11281

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	1153	769	1138	1514	1983
净利润	864	1050	1332	1681	2106
折旧摊销	35	61	65	85	83
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	-183	-177	-131
其他经营现金流	59	70	-15	-15	-15
<b>投资活动现金流</b>	-2558	-18	-62	-91	-125
资本支出	271	353	122	151	185
长期投资	-2300	262	0	0	0
其他投资现金流	13	73	60	60	60
<b>筹资活动现金流</b>	2664	-320	-391	10	10
短期借款	0	0	20	-20	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	-411	30	10
<b>现金净增加额</b>	1258	431	684	1433	1868

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	4022	5014	6419	8102	10065
营业成本	965	1243	1568	1986	2483
营业税金及附加	52	56	72	91	113
营业费用	1681	2048	2568	3241	4026
管理费用	245	343	546	656	755
研发费用	113	255	225	284	352
财务费用	-10	-14	-10	-10	-10
资产减值损失	-12	-19	-20	-20	-20
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
<b>营业利润</b>	1016	1212	1537	1940	2431
营业外收入	11	9	10	10	10
营业外支出	9	7	8	8	8
<b>利润总额</b>	1018	1214	1539	1942	2433
所得税	154	163	207	262	328
<b>净利润</b>	864	1050	1332	1681	2106
少数股东损益	1	-1	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	863	1051	1332	1681	2106
EBITDA	991	1199	1518	1910	2349
EPS(元)	2.04	2.48	3.14	3.97	4.97

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	52.6	24.6	28.0	26.2	24.2
营业利润(%)	56.3	19.3	26.8	26.3	25.3
归属于母公司净利润(%)	58.8	21.8	26.7	26.2	25.3
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	76.0	75.2	75.6	75.5	75.3
净利率(%)	21.5	21.0	20.7	20.7	20.9
ROE(%)	18.1	18.8	20.2	20.3	20.3
ROIC(%)	40.1	61.9	68.5	75.8	84.5
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	17.8	16.6	10.1	9.2	8.0
净负债比率(%)	-40.4	-42.6	-47.5	-55.2	-62.0
流动比率	5.8	5.8	10.2	11.2	13.0
速动比率	3.5	4.5	8.0	8.9	10.6
<b>营运能力</b>					
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	10.1	0.0	0.0
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	2.04	2.48	3.14	3.97	4.97
每股经营现金流(最新摊薄)	2.72	1.82	2.69	3.57	4.68
每股净资产(最新摊薄)	11.23	13.11	15.45	19.42	24.39
<b>估值比率</b>					
P/E	50.0	41.0	32.4	25.7	20.5
P/B	9.1	7.8	6.6	5.2	4.2
EV/EBITDA	40.8	32.8	25.4	19.5	15.0

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