

# 贝泰妮 (300957.SZ)

## 买入(维持评级)

当前价格: 97.72 元  
 目标价格: 127.40 元

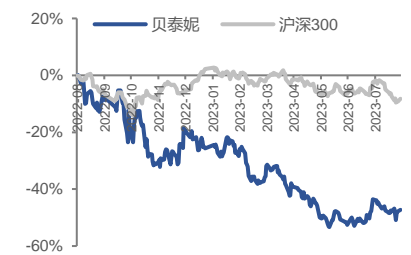
### Q2 营收同比+21%，看好下半年利润改善

#### 基本数据

|                |             |
|----------------|-------------|
| 总股本/流通股本 (百万股) | 424/217     |
| 总市值/流通市值 (百万元) | 41394/21244 |
| 每股净资产 (元)      | 13.37       |
| 资产负债率 (%)      | 14.08       |
| 一年内最高/最低 (元)   | 185.6/86.5  |

公司发布23年中报，23H1营收24亿元/yoy+15.5%，归母净利润4.5亿元/yoy+13.9%，扣非归母净利润3.7亿元/yoy+5.1%，非经常性损益主要包括政府补助；毛利率75.4%/yoy-1.5pct，预计为产品渠道结构影响，归母净利率19.0%/yoy-0.3%。23Q2营收15亿元/yoy+21.2%，归母净利润2.9亿元/yoy+17.1%，扣非归母净利润2.5亿元/yoy+7.0%；毛利率75.0%/yoy-1.3pct，归母净利率19.4%/yoy-0.7%。

#### 一年内股价相对走势



抖音及OTC表现亮眼。分渠道看，23H1线上自营/线上经销代销/线下自营/线下经销代销收入13.9/3.5/0.1/6.0亿元，同比+12%/-9%/+515%/+46%，占比59%/15%/1%/25%。线上平台中，23H1阿里/抖音/薇诺娜专柜服务平台/唯品会/京东营收7.9/2.7/1.6/1.6/1.3亿元，同比-3%/+32%/+15%/+8%/-5%，占比33%/11%/7%/7%/6%，抖音平台引领线上增长。23H1OTC渠道收入2.96亿元/yoy+60%/占线下48%/毛利率77%，贡献线下主要增量。

#### 团队成员

分析师 陈照林  
 执业证书编号: S0210522050006  
 邮箱: CZL3792@hfzq.com.cn

分析师 来舒楠  
 执业证书编号: S0210523040002  
 邮箱: LSN3916@hfzq.com.cn

护肤彩妆均价提升，期待子品牌增长。1) 分品类看，23H1护肤品/医疗器械/彩妆收入205/28/3亿元，占比87%/12%/1%，均价50/96/54元，均价yoy+5.6%/-5.4%/+4.9%。2) 分品牌看，薇诺娜/薇诺娜baby/AOXMED收入22.6亿元/7234万元/1609万元，主品牌仍贡献主力营收，看好婴童护理品牌薇诺娜baby、高端护肤品牌AOXMED、以及祛痘品牌贝芙汀的精准定位及长期空间。

Q2销售费用率有所增长。23H1销售/管理/研发费用率分别46%/6.4%/4.6%，同比分别+0.9/+0.04/+0.6pct，销售费用率中主要为差旅及交通费增长较快，人员费用和渠道及广告宣传费增长与规模相对匹配；23Q2销售/管理/研发费用率分别46%/5.7%/5.0%，同比分别+1.9/+0.08/+0.9pct。公司持续加大核心技术研发，累计获批发明专利50项，23H1获批发明专利14项。

#### 相关报告

《贝泰妮 23 年一季报点评: Q1 净利润+8.4%，期待 618 支撑 Q2 业绩增速修复》2023.4.26  
 《贝泰妮 22 年报点评: 股权激励目标 3 年增速 26%，营销驱动转向研发驱动》2023.3.30  
 《贝泰妮深度: 从“做窄路宽”到平台生态，敏感肌龙头行稳致远》2023.3.6

盈利预测与投资建议: 修白瓶超品日成绩验证推品能力优化及“敏感+”破圈思路。维持23-25年营收预测65/85/108亿元，归母净利润预测13.5/17.2/21.7亿元，给予23年PE40倍，目标127.40价元，维持“买入”评级。

风险提示: 新品/新品牌推广不及预期，销售费用侵蚀利润，竞争加剧。

| 财务数据和估值   | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E  |
|-----------|-------|-------|-------|-------|--------|
| 营业收入(百万元) | 4,022 | 5,014 | 6,523 | 8,464 | 10,798 |
| 增长率       | 53%   | 25%   | 30%   | 30%   | 28%    |
| 净利润(百万元)  | 863   | 1,051 | 1,349 | 1,720 | 2,168  |
| 增长率       | 59%   | 22%   | 28%   | 27%   | 26%    |
| EPS (元/股) | 2.04  | 2.48  | 3.19  | 4.06  | 5.12   |
| 市盈率 (P/E) | 48.0  | 39.4  | 30.7  | 24.1  | 19.1   |
| 市净率 (P/B) | 8.7   | 7.5   | 6.3   | 5.1   | 4.1    |

数据来源: 公司公告、华福证券研究所

**图表 1: 财务预测摘要**

| <b>资产负债表</b>   |              |              |              |               | <b>利润表</b>      |              |              |              |              |
|----------------|--------------|--------------|--------------|---------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 单位:百万元         | 2022A        | 2023E        | 2024E        | 2025E         | 单位:百万元          | 2022A        | 2023E        | 2024E        | 2025E        |
| 货币资金           | 2,514        | 3,032        | 4,176        | 5,670         | 营业收入            | 5,014        | 6,523        | 8,464        | 10,798       |
| 应收票据及账款        | 270          | 335          | 437          | 560           | 营业成本            | 1,243        | 1,557        | 1,968        | 2,494        |
| 预付账款           | 42           | 52           | 66           | 83            | 税金及附加           | 56           | 97           | 120          | 144          |
| 存货             | 671          | 840          | 1,062        | 1,346         | 销售费用            | 2,048        | 2,622        | 3,512        | 4,492        |
| 合同资产           | 0            | 0            | 0            | 0             | 管理费用            | 343          | 565          | 675          | 780          |
| 其他流动资产         | 2,218        | 2,455        | 2,758        | 3,123         | 研发费用            | 255          | 261          | 339          | 497          |
| 流动资产合计         | 5,715        | 6,714        | 8,498        | 10,783        | 财务费用            | -14          | -69          | -90          | -98          |
| 长期股权投资         | 83           | 83           | 83           | 83            | 信用减值损失          | 1            | 1            | 1            | 1            |
| 固定资产           | 206          | 233          | 245          | 256           | 资产减值损失          | -19          | -13          | -13          | -5           |
| 在建工程           | 349          | 344          | 339          | 329           | 公允价值变动收益        | -6           | 2            | 2            | 2            |
| 无形资产           | 78           | 87           | 97           | 107           | 投资收益            | 81           | 5            | 5            | 5            |
| 商誉             | 0            | 0            | 0            | 0             | 其他收益            | 72           | 72           | 50           | 10           |
| 其他非流动资产        | 287          | 300          | 315          | 332           | <b>营业利润</b>     | 1,212        | 1,556        | 1,984        | 2,501        |
| 非流动资产合计        | 1,004        | 1,048        | 1,079        | 1,107         | 营业外收入           | 9            | 9            | 9            | 9            |
| <b>资产合计</b>    | <b>6,719</b> | <b>7,762</b> | <b>9,578</b> | <b>11,890</b> | 营业外支出           | 7            | 7            | 7            | 7            |
| 短期借款           | 0            | 0            | 0            | 0             | <b>利润总额</b>     | 1,214        | 1,558        | 1,986        | 2,503        |
| 应付票据及账款        | 372          | 436          | 575          | 777           | 所得税             | 164          | 210          | 268          | 337          |
| 预收款项           | 0            | 13           | 4            | 7             | <b>净利润</b>      | 1,050        | 1,348        | 1,718        | 2,166        |
| 合同负债           | 58           | 117          | 152          | 194           | 少数股东损益          | -1           | -1           | -1           | -2           |
| 其他应付款          | 271          | 271          | 271          | 271           | <b>归属母公司净利润</b> | 1,051        | 1,349        | 1,719        | 2,168        |
| 其他流动负债         | 290          | 296          | 331          | 364           | EPS (按最新股本摊薄)   | 2.48         | 3.19         | 4.06         | 5.12         |
| 流动负债合计         | 992          | 1,133        | 1,333        | 1,613         | <b>主要财务比率</b>   |              |              |              |              |
| 长期借款           | 0            | 0            | 0            | 0             |                 | <b>2022A</b> | <b>2023E</b> | <b>2024E</b> | <b>2025E</b> |
| 应付债券           | 0            | 0            | 0            | 0             | <b>成长能力</b>     |              |              |              |              |
| 其他非流动负债        | 125          | 18           | 18           | 18            | 营业收入增长率         | 24.6%        | 30.1%        | 29.7%        | 27.6%        |
| 非流动负债合计        | 125          | 18           | 18           | 18            | EBIT 增长率        | 19.0%        | 24.1%        | 27.3%        | 26.9%        |
| <b>负债合计</b>    | <b>1,117</b> | <b>1,151</b> | <b>1,351</b> | <b>1,631</b>  | 归母公司净利润增长率      | 21.8%        | 28.3%        | 27.5%        | 26.1%        |
| 归属母公司所有者权益     | 5,552        | 6,563        | 8,179        | 10,213        | <b>获利能力</b>     |              |              |              |              |
| 少数股东权益         | 50           | 48           | 47           | 45            | 毛利率             | 75.2%        | 76.1%        | 76.8%        | 76.9%        |
| <b>所有者权益合计</b> | <b>5,602</b> | <b>6,611</b> | <b>8,226</b> | <b>10,259</b> | 净利率             | 21.0%        | 20.7%        | 20.3%        | 20.1%        |
| <b>负债和股东权益</b> | <b>6,719</b> | <b>7,762</b> | <b>9,578</b> | <b>11,890</b> | ROE             | 18.8%        | 20.4%        | 20.9%        | 21.1%        |
|                |              |              |              |               | ROIC            | 29.5%        | 30.4%        | 29.1%        | 28.1%        |
| <b>现金流量表</b>   |              |              |              |               | <b>偿债能力</b>     |              |              |              |              |
| 单位:百万元         | 2022A        | 2023E        | 2024E        | 2025E         | 资产负债率           | 16.6%        | 14.8%        | 14.1%        | 13.7%        |
| <b>经营活动现金流</b> | <b>769</b>   | <b>1,049</b> | <b>1,244</b> | <b>1,619</b>  | 流动比率            | 5.8          | 5.9          | 6.4          | 6.7          |
| 现金收益           | 1,097        | 1,334        | 1,691        | 2,137         | 速动比率            | 5.1          | 5.2          | 5.6          | 5.9          |
| 存货影响           | -207         | -169         | -222         | -284          | <b>营运能力</b>     |              |              |              |              |
| 经营性应收影响        | 1            | -62          | -102         | -136          | 总资产周转率          | 0.7          | 0.8          | 0.9          | 0.9          |
| 经营性应付影响        | 95           | 76           | 131          | 204           | 应收账款周转天数        | 19           | 17           | 16           | 17           |
| 其他影响           | -216         | -129         | -254         | -302          | 存货周转天数          | 164          | 175          | 174          | 174          |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>-18</b>   | <b>-92</b>   | <b>-87</b>   | <b>-89</b>    | <b>每股指标 (元)</b> |              |              |              |              |
| 资本支出           | -337         | -86          | -80          | -79           | 每股收益            | 2.48         | 3.19         | 4.06         | 5.12         |
| 股权投资           | -83          | 0            | 0            | 0             | 每股经营现金流         | 1.82         | 2.48         | 2.94         | 3.82         |
| 其他长期资产变化       | 402          | -6           | -7           | -10           | 每股净资产           | 13.11        | 15.49        | 19.31        | 24.11        |
| <b>融资活动现金流</b> | <b>-320</b>  | <b>-439</b>  | <b>-13</b>   | <b>-36</b>    | <b>估值比率</b>     |              |              |              |              |
| 借款增加           | 14           | -62          | 0            | 0             | P/E             | 39           | 31           | 24           | 19           |
| 股利及利息支付        | -255         | -103         | -134         | -164          | P/B             | 7            | 6            | 5            | 4            |
| 股东融资           | 0            | 0            | 0            | 0             | EV/EBITDA       | 17           | 14           | 11           | 9            |
| 其他影响           | -79          | -274         | 121          | 128           |                 |              |              |              |              |

数据来源: 公司报告、华福证券研究所

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

| 类别   | 评级   | 评级说明                               |
|------|------|------------------------------------|
| 公司评级 | 买入   | 未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上       |
|      | 持有   | 未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间 |
|      | 中性   | 未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间 |
|      | 回避   | 未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间 |
|      | 卖出   | 未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下       |
| 行业评级 | 强于大市 | 未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上       |
|      | 跟随大市 | 未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间   |
|      | 弱于大市 | 未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下       |

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

## 联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn