

## 贝泰妮 (300957.SZ)

2021年04月29日

## 一季报超出业绩预告上限, 敏感肌龙头扬帆起航

——公司信息更新报告

投资评级: 买入 (维持)

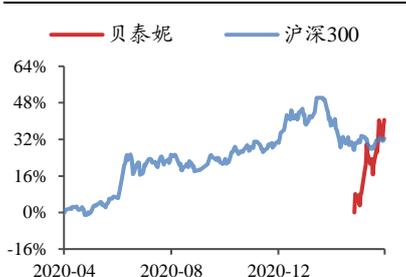
黄泽鹏 (分析师)

huangzepeng@kysec.cn

证书编号: S0790519110001

日期	2021/4/28
当前股价(元)	228.79
一年最高最低(元)	236.88/157.21
总市值(亿元)	969.15
流通市值(亿元)	122.95
总股本(亿股)	4.24
流通股本(亿股)	0.54
近3个月换手率(%)	498.42

### 股价走势图



数据来源: 贝格数据

### 相关研究报告

《公司首次覆盖报告-敏感肌修护黄金赛道, “医研赋能”成就国货王者》  
-2021.3.25

### ● 事件: 年报业绩高速增长, Q1 利润超出预告上限

公司发布 2020 年报及 2021 年一季报: 2020 年实现营收 26.36 亿元 (+35.64%), 归母净利润 5.44 亿元 (+31.94%); 2021Q1 实现营收 5.07 亿元 (+59.32%), 归母净利润 0.79 亿元 (+45.83%), 超出业绩预告上限。我们认为, 公司作为敏感肌护肤黄金赛道冠军, 已在产品研发、品牌形象和明星大单品等方面构筑优势, 未来品牌、渠道、品类延伸还将带来新增长。我们维持盈利预测不变, 预计公司 2021-2023 年归母净利润为 7.98/11.13/15.04 亿元, 对应 EPS 为 1.88/2.63/3.55 元, 当前股价对应 PE 为 121.4/87.1/64.4 倍, 维持“买入”评级。

### ● 线上渠道高速增长, 注重研发投入加深护城河

分渠道看, 线上渠道同比+46.4% (其中自营同比+54.3%, 经销代销同比+25.6%; 阿里系同比+60.0%, 薇诺娜专柜服务平台同比+19.8%), 实现高速增长, 占总收入比重已达 82.9%; 线下渠道同比-0.4% (2020H1/H2 分别同比-11.8%/+7.0%), 疫情影响减弱后明显恢复。分品类看, 护肤、彩妆、医疗器械品类同比+40.5%/+2.6%/+2.4%。盈利能力方面, 2020/2021Q1 毛利率分别为 76.25%/78.14% (若剔除新收入准则调整影响, 还原后 2020 年毛利率为 80.46%), 保持高水平。费用方面, 2020/2021Q1 期间费用率分别合计 50.8%/58.2%, 同比分别-2.5pct/-1.0pct, 规模效应已经逐渐体现, 但销售费用和研发费用仍保持较高投入。

### ● 线上+线下双重发力, 新品牌、新品类、新产品有望持续贡献增量

渠道方面, 未来公司直供客户 (OTC、屈臣氏) 渠道不断延伸有望贡献增量。营销方面, 公司主办敏感肌高峰论坛, 旗下品牌薇诺娜作为第一个受邀国货品牌入驻天猫品牌日, 2021 年 3 月官宣舒淇为品牌代言人。产品方面, 公司在夯实核心舒敏产品线的同时, 打造了销量黑马“冻干面膜”, 并在近期推出了主打抗初老的新品双修赋活精华液, 销售额 4 月位居旗舰店第一。我们认为, 公司作为敏感肌细分领域龙头, 品牌形象深入人心, 未来, 随着 WINONA Baby 等新品牌孵化、彩妆等新品类拓展, 公司有望保持较高速增长。

### ● 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	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,944	2,636	3,842	5,228	6,917
YOY(%)	56.7	35.6	45.7	36.1	32.3
归母净利润(百万元)	412	544	798	1,113	1,504
YOY(%)	58.1	31.9	46.9	39.4	35.1
毛利率(%)	80.2	76.3	77.0	76.8	76.7
净利率(%)	21.2	20.6	20.8	21.3	21.7
ROE(%)	54.3	45.2	43.4	37.7	33.8
EPS(摊薄/元)	0.97	1.28	1.88	2.63	3.55
P/E(倍)	235.3	178.3	121.4	87.1	64.4
P/B(倍)	128.1	80.8	52.8	32.9	21.8

数据来源: 贝格数据、开源证券研究所

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	935	1391	2144	3321	4910
现金	527	752	1298	2256	3541
应收票据及应收账款	112	187	249	344	440
其他应收款	10	10	19	20	32
预付账款	14	29	33	52	61
存货	199	254	385	490	676
其他流动资产	73	160	160	160	160
<b>非流动资产</b>	148	211	237	269	304
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	59	69	97	124	154
无形资产	46	55	63	72	83
其他非流动资产	43	87	77	72	67
<b>资产总计</b>	1084	1602	2381	3590	5214
<b>流动负债</b>	296	391	471	566	687
短期借款	15	0	0	0	0
应付票据及应付账款	88	135	180	251	324
其他流动负债	193	256	290	315	363
<b>非流动负债</b>	27	9	9	9	9
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	27	9	9	9	9
<b>负债合计</b>	323	400	480	575	695
少数股东权益	5	3	3	3	3
股本	360	360	424	424	424
资本公积	26	26	26	26	26
留存收益	371	813	1411	2175	3263
<b>归属母公司股东权益</b>	756	1199	1899	3012	4516
负债和股东权益	1084	1602	2381	3590	5214

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	515	431	687	1013	1351
净利润	413	544	798	1113	1504
折旧摊销	21	25	20	27	34
财务费用	-1	-1	-1	-0	0
投资损失	-0	-3	-3	-3	-3
营运资金变动	71	-148	-127	-123	-183
其他经营现金流	12	14	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	-61	-86	-43	-56	-66
资本支出	61	89	46	59	69
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	0	3	3	3	3
<b>筹资活动现金流</b>	-178	-121	-98	0	-0
短期借款	15	-15	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	311	0	64	0	0
资本公积增加	-23	0	0	0	0
其他筹资现金流	-481	-106	-161	0	-0
<b>现金净增加额</b>	276	224	546	958	1286

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	1944	2636	3842	5228	6917
营业成本	385	626	884	1210	1613
营业税金及附加	35	46	67	91	121
营业费用	843	1107	1652	2222	2905
管理费用	137	169	231	288	353
研发费用	54	63	96	131	173
财务费用	-1	-1	-1	-0	0
资产减值损失	-13	-9	-9	-9	-9
其他收益	24	35	37	43	47
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	3	3	3	3
资产处置收益	-0	-0	0	0	0
<b>营业利润</b>	502	650	963	1342	1812
营业外收入	1	1	1	1	1
营业外支出	0	3	3	3	3
<b>利润总额</b>	502	648	961	1340	1810
所得税	89	104	162	227	306
<b>净利润</b>	413	544	798	1113	1504
少数股东损益	1	0	0	0	0
<b>归母净利润</b>	412	544	798	1113	1504
EBITDA	508	650	950	1313	1757
EPS(元)	0.97	1.28	1.88	2.63	3.55

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	56.7	35.6	45.7	36.1	32.3
营业利润(%)	60.6	29.4	48.2	39.4	35.1
归属于母公司净利润(%)	58.1	31.9	46.9	39.4	35.1
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	80.2	76.3	77.0	76.8	76.7
净利率(%)	21.2	20.6	20.8	21.3	21.7
ROE(%)	54.3	45.2	43.4	37.7	33.8
ROIC(%)	50.4	43.5	41.9	36.2	32.1
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	29.8	25.0	20.1	16.0	13.3
净负债比率(%)	-64.1	-62.0	-70.2	-76.2	-79.3
流动比率	3.2	3.6	4.6	5.9	7.2
速动比率	2.2	2.4	3.3	4.6	5.8
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	2.1	2.0	1.9	1.8	1.6
应收账款周转率	16.9	17.6	17.6	17.6	17.6
应付账款周转率	5.0	5.6	5.6	5.6	5.6
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.97	1.28	1.88	2.63	3.55
每股经营现金流(最新摊薄)	1.22	1.02	1.62	2.39	3.19
每股净资产(最新摊薄)	1.79	2.83	4.33	6.96	10.51
<b>估值比率</b>					
P/E	235.3	178.3	121.4	87.1	64.4
P/B	128.1	80.8	52.8	32.9	21.8
EV/EBITDA	189.9	147.9	100.7	72.1	53.1

数据来源：贝格数据、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的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	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	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，属于机密材料，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16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