

2021年04月29日

## 20 年报&21Q1: 21Q1 营收+59%，功能性护肤品黄金赛道，龙头乘风破浪 买入 (维持)

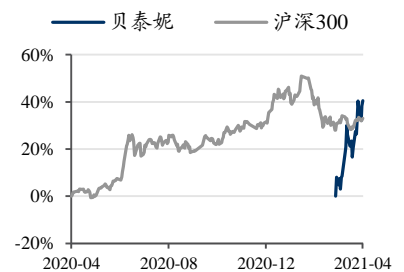
盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	2,636	3,891	5,364	7,144
同比 (%)	35.6%	47.6%	37.9%	33.2%
归母净利润 (百万元)	544	815	1,142	1,536
同比 (%)	31.9%	50.0%	40.2%	34.4%
每股收益 (元/股)	1.28	1.92	2.70	3.63
P/E (倍)	174.66	116.45	83.09	61.81

### 投资要点

- 2020 年营收、业绩均同增 30%+, 2021Q1 业绩超预期增长。**公司发布 2020 年报&2021Q1 季报。2020 年实现营收 26.36 亿元 (+35.6%)，归母净利 5.44 亿元 (+31.9%)，扣非归母净利 5.13 亿元 (+31.1%)。2021Q1 实现营收 5.07 亿元 (+59.3%)，归母净利 0.79 亿元 (+45.8%)，扣非归母净利 0.77 亿元 (+61.1%)。2021Q1 公司营收、业绩增速均超出此前公司预期 (预计营收范围为 3.8-4.18 亿元，归母净利范围为 0.64-0.72 亿元，扣非归母净利范围为 0.63-0.71 亿元)。
- 新会计准则下毛利率有所下调，费用管控较为良好：**2020 年公司毛利率为 76.25% (-3.97pct)，主要系新会计准则调整物流费用至营业成本，2021Q1 毛利率为 78.14%，较 2020 年略有提升。2020 年公司销售/管理/研发/财务费用率分别同比变化-1.40pct/-0.64pct/-0.37pct/+0.04pct。销售费用率有所下降，我们预计与新会计准则重分类有关；管理费用率同比下降，我们预计主要系管理人员薪酬和其他行政费用增加。21Q1，公司销售/管理/研发费用率同比分别提升+0.67pct/-2.61pct/+0.96pct，在今年同比增加品牌推广投入的情况下，费用率依然管控较好。2020 年/2021Q1 公司净利率分别为 20.62%/15.57%，分别同比略降 0.63pct/1.37pct。
- 线上增速超 40%，线下受疫情影响基本持平，私域专柜服务平台保持较快增长：**2020 年线上/线下分别实现营收 21.72/4.49 亿元，营收占比分别 82%/17%，线上占比同比提升 6pct。(1) **线上：**包括自建自营平台 (微信专柜服务平台、品牌官网等)、第三方自营平台 (天猫、京东、唯品会等) 和线上代销经销。2020 年分别实现营收 3.48/13.1/5.14 亿元，增速分别为 17.3%/68.4%/25.6%，其中自建平台的微信专柜服务平台实现营收 2.92 亿元 (+19.8%)；(2) **线下：**包括线下自营 (门店) 和线下代销经销 (商业公司、直供客户、区域经销商)，2020 年分别实现营收 0.02/4.46 亿元，增速分别为-20.5%/-0.3%。线下去年受疫情影响相对较大，我们预计今年将逐步恢复，商业公司和直供客户是重点发展方向。
- 持续打造大单品和系列，“专业化+破圈”营销提升品牌影响力。**产品上持续打造“舒敏特护霜”大单品。营销上一方面强调专业化，包括举办“敏感肌高峰论坛”、颁布《敏感肌肤精准防护指南》等，另一方面力图“破圈”，例如“双 11”跨界“迪士尼”，与皮肤医生、KOL 联合带货。
- 盈利预测与投资评级：**公司是皮肤学级护肤龙头，专业化品牌形象稳固，线上线下各渠道拓展顺利，产品上由“械”到“妆”持续放量。考虑最新渠道变化，我们将 2021-22 年归母净利润由 8.14、11.41 调整为 8.15、11.42 亿元，预计 2023 年归母净利润为 15.36 亿元，同增 50.0%、40.2%、34.4%，当前市值对应 PE 为 116x、83x、62x，维持“买入”评级。
- 风险提示：**行业竞争加剧风险、获客成本上升、消费需求整体疲软等。

**证券分析师 吴劲草**  
 执业证号：S0600520090006  
 wujc@dwzq.com.cn  
**证券分析师 张家璇**  
 执业证号：S0600520120002  
 zhangjx@dwzq.com.cn  
**证券分析师 汤军**  
 执业证号：S0600517050001  
 tangj@dwzq.com.cn  
**研究助理 樊荣**  
 fanr@dwzq.com.cn

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	224.10
一年最低/最高价	157.21/236.88
市净率(倍)	22.81
流通 A 股市值(百万元)	12042.78

### 基础数据

每股净资产(元)	9.82
资产负债率(%)	7.11
总股本(百万股)	423.60
流通 A 股(百万股)	53.74

### 相关研究

- 1、《贝泰妮 (300957)：“线下为基，线上为翼，私域流量护城河”——贝泰妮渠道路径揭秘》2021-04-07
- 2、《贝泰妮 (300957)：从“药”到“妆”行业翘楚，功能护肤品龙头引领国牌崛起》2021-03-25

贝泰妮三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	<b>1,391</b>	<b>5,113</b>	<b>6,095</b>	<b>7,558</b>	<b>营业收入</b>	<b>2,636</b>	<b>3,891</b>	<b>5,364</b>	<b>7,144</b>
现金	752	3,925	4,955	5,870	减:营业成本	626	926	1,277	1,701
应收账款	187	254	354	456	营业税金及附加	46	73	97	121
存货	254	723	554	978	营业费用	1,107	1,634	2,253	3,001
其他流动资产	199	211	232	255	管理费用	169	237	322	414
<b>非流动资产</b>	<b>211</b>	<b>263</b>	<b>313</b>	<b>367</b>	研发费用	63	107	148	189
长期股权投资	0	0	0	0	财务费用	-1	-26	-60	-80
固定资产	69	111	153	196	资产减值损失	9	0	0	0
在建工程	41	44	46	47	加:投资净收益	3	2	2	3
无形资产	55	69	82	92	其他收益	35	35	35	35
其他非流动资产	46	39	31	31	<b>营业利润</b>	<b>650</b>	<b>976</b>	<b>1,366</b>	<b>1,836</b>
<b>资产总计</b>	<b>1,602</b>	<b>5,376</b>	<b>6,407</b>	<b>7,925</b>	加:营业外净收支	-2	-1	-1	-2
<b>流动负债</b>	<b>391</b>	<b>499</b>	<b>548</b>	<b>755</b>	<b>利润总额</b>	<b>648</b>	<b>975</b>	<b>1,364</b>	<b>1,834</b>
短期借款	0	0	0	0	减:所得税费用	104	157	219	295
应付账款	135	246	260	397	少数股东损益	0	3	3	4
其他流动负债	256	253	288	357	<b>归属母公司净利润</b>	<b>544</b>	<b>815</b>	<b>1,142</b>	<b>1,536</b>
<b>非流动负债</b>	<b>9</b>	<b>9</b>	<b>9</b>	<b>9</b>	EBIT	633	928	1,276	1,726
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	658	951	1,306	1,757
其他非流动负债	9	9	9	9	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
<b>负债合计</b>	<b>400</b>	<b>508</b>	<b>557</b>	<b>763</b>	每股收益(元)	1.28	1.92	2.70	3.63
少数股东权益	3	6	9	12	每股净资产(元)	2.83	11.48	13.79	16.88
归属母公司股东权益	1,199	4,862	5,842	7,149	发行在外股份(百万股)	360	424	424	424
<b>负债和股东权益</b>	<b>1,602</b>	<b>5,376</b>	<b>6,407</b>	<b>7,925</b>	ROIC(%)	120.2%	83.6%	121.5%	113.7%
					ROE(%)	45.2%	16.8%	19.6%	21.5%
					毛利率(%)	76.3%	76.2%	76.2%	76.2%
					销售净利率(%)	20.6%	20.9%	21.3%	21.5%
					资产负债率(%)	25.0%	9.4%	8.7%	9.6%
					收入增长率(%)	35.6%	47.6%	37.9%	33.2%
					净利润增长率(%)	31.9%	50.0%	40.2%	34.4%
					P/E	174.66	116.45	83.09	61.81
					P/B	79.17	19.52	16.25	13.28
					EV/EBITDA	143.21	95.71	68.90	50.69

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

## 免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准:

### 公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

### 行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

