

## 公司研究

## 业绩持续高增长，立足和巩固敏感肌龙头优势、延伸品类中

## ——贝泰妮（300957.SZ）2020 年年报及 2021 年一季报点评

## 买入（维持）

当前价：224.10 元

## 作者

分析师：孙未未

执业证书编号：S0930517080001

021-52523672

sunww@ebscn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	4.24
总市值(亿元):	949.29
一年最低/最高(元):	157.21/236.88
近3月换手率:	64.79%

## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	26.33	35.92	35.92
绝对	28.04	37.64	37.64

资料来源：Wind

## 相关研报

专注敏感肌的国产化妆品龙头——贝泰妮  
(300957.SZ) 投资价值分析报告  
(2021-04-17)

## 要点

## 20 年收入和利润均增长 30%+, 21 年一季度业绩增速较高、超预期

公司 2020 年实现营业收入 26.36 亿元、同比增长 35.64%，归母净利润 5.44 亿元、同比增长 31.94%。扣非净利润 5.13 亿元、同比增长 31.05%，EPS1.51 元（按发行前股本），拟每股派息 0.45 元（含税）。

21Q1 公司实现营业收入 5.07 亿元、同比增 59.32%，归母净利润 7859 万元、同比增 45.83%，扣非归母净利润 7690 万元、同比增 61.11%，EPS0.22 元，业绩表现超预期，收入和利润增速超过前次预告上限。

## 20 年线上渠道高增长、线下持平，护肤品类继续强势

1) 分渠道来看，20 年线上、线下收入分别为 21.72 亿元、4.49 亿元，占总收入比例为 82%、17%，线上渠道占比自 19 年的 76% 进一步提升；线上、线下渠道收入分别同比+46.38%、-0.44%。线上渠道中，自营、经销+代销模式占总收入比例分别为 63%、19%，收入分别同比+54.28%、+25.61%；线下渠道中，自营、经销+代销模式占总收入比例分别为 0.1%、17%，分别同比-20.49%、-0.30%。

2) 分品类来看，20 年护肤品、医疗器械、彩妆、服务及其他收入占比分别为 90%、7%、2%、1%，收入分别同比+40.47%、+2.37%、+2.55%、+71.07%，占主导的护肤品品类表现继续强势，增速领先、占比提升。

3) 分平台来看，线上渠道中自建平台、第三方平台 20 年收入占总收入比例分别为 13%、69%，收入分别同比+17.26%、+53.64%。其中，公司自建平台注册用户约 214.28 万户、20 年新增 72.45 万户；自建平台客单价为 1220.44 元。

公司占比较大的平台主要为阿里系（第三方平台，业务模式涵盖自营、经销、代销）、薇诺娜专柜服务平台（自建，业务模式为自营），20 年收入占比分别为 47%、11%，收入分别同比+59.98%、+19.78%。

## 毛利率基本稳定、费用率持续同比下降

**毛利率：**20 年毛利率同比下降 3.96PCT 至 76.25%，若考虑准则调整、同口径下毛利率为 80.46%、同比 19 年略提升 0.24PCT。

21Q1 公司毛利率为 78.14%、同比下降 0.10PCT 基本平稳。

**费用率：**20 年公司期间费用率为 50.76%，同比下降 2.37PCT；其中销售、管理、研发、财务费用率分别为 41.99% (-1.40PCT)、6.40% (-0.64PCT)、2.41% (-0.38PCT)、-0.03% (+0.04PCT)。

21Q1 公司期间费用率同比下降 0.98PCT 至 58.23%，其中销售、管理、研发、财务费用率分别同比+0.67、-2.61、+0.96、+0PCT。

**其他财务指标：**1) 存货 20 年末较 20 年初增加 27.66%至 2.54 亿元，21 年 3 月末较 20 年末增加 7.50%至 2.73 亿元。

20 年、21Q1 存货周转天数分别为 130 天（同比减少 85 天）、214 天。

2) 应收账款 20 年末较 20 年初增加 66.58%至 1.87 亿元, 21 年 3 月末较 20 年末减少 16.03%至 1.57 亿元。

20 年、21Q1 应收账款周转天数分别为 20 天 (同比持平)、30 天。

3) 经营活动净现金流 20 年同比下降 16.29%至 4.31 亿元, 主要为平台回款节奏影响; 21Q1 同比增 178.95%至 5080 万元、同比转正。

### 继续巩固薇诺娜主品牌敏感肌龙头优势、延伸品类、线上线下协同发展

公司坚持“聚焦主品牌、拓展子品牌”的发展策略。主品牌“薇诺娜”继续聚焦、巩固“舒敏”系列在皮肤学级护肤品的龙头地位, 同时积极拓展“美白”、“防晒”、“抗衰”等其他功效性品类。子品牌方面, 公司将拓展“WINONA Baby”、“痘痘康”、“Beauty Answers”、“资润”等品牌, 扩大覆盖客群和定位。

产品方面, 2020 年公司推进三条产品线齐头并进: 一是加大力度夯实“舒敏”产品作为公司核心产品线, 继续巩固“薇诺娜舒敏特护霜”的王牌单品地位; 二是不断突破科技创新, 新品“冻干面膜”成为销量领先的黑马; 三是探索高端双修赋活产品, 以解决市场敏感肌抗老痛点为目标。公司以医研共创为基因, 不断加强研发创新, 20 年研发设计“光透皙白”“特安养护”系列等 50 余款新品。

渠道方面, 公司进一步完善“线上线下相结合”的营销策略, 继续拓展目前占主导的线上渠道, 加大与优势电商平台的合作力度, 做到全网营销; 私域流量方面加大薇诺娜专柜服务平台的建设, 进一步强化新零售营销; 拓展连锁药店渠道以增加线下产品的市场覆盖率; 升级信息化管理平台, 为第三方终端应用公司服务、销售公司产品打好基础。同时, 公司将逐步拓展东南亚海外市场。

品牌建设方面, 公司继续扩大宣传投入、2021 年 3 月公司官宣舒淇为薇诺娜品牌代言人, 同时充分发挥新媒体的作用, 提升品牌知名度、美誉度, 提升品牌形象。

我们持续看好公司在敏感肌领域突出的产品力和品牌力, 线上线下渠道协同发展, 长期增长可期, 维持 21~23 年 EPS 为 1.87/2.55/3.43 元, 对应 21 年 PE120 倍, 维持“买入”评级。

**风险提示:** 线上渠道增速放缓, 或者行业竞争加剧; 销售平台相对集中; 获客成本快速提升; 主品牌、产品系列相对集中; 新品牌拓展不及预期; 新股股价波动风险。

表 1: 公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	1,944	2,636	3,834	5,261	7,074
营业收入增长率	56.69%	35.64%	45.42%	37.23%	34.45%
净利润 (百万元)	412	544	791	1,081	1,454
净利润增长率	58.12%	31.94%	45.52%	36.62%	34.56%
EPS (元)	0.97	1.28	1.87	2.55	3.43
ROE (归属母公司) (摊薄)	54.47%	45.33%	16.79%	19.45%	21.75%
P/E	230	175	120	88	65
P/B	106.7	67.3	20.1	17.1	14.2

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2021-04-29

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	1,944	2,636	3,834	5,261	7,074
营业成本	385	626	904	1,244	1,676
折旧和摊销	12	14	21	33	42
税金及附加	35	46	77	105	141
销售费用	843	1,107	1,668	2,247	2,999
管理费用	137	169	249	342	460
研发费用	54	63	96	132	177
财务费用	-1	-1	-72	-56	-51
投资收益	0	3	2	2	2
营业利润	502	650	948	1,301	1,743
利润总额	502	648	949	1,300	1,742
所得税	89	104	158	219	287
净利润	413	544	792	1,081	1,455
少数股东损益	1	0	1	1	1
归属母公司净利润	412	544	791	1,081	1,454
EPS(按最新股本计)	0.97	1.28	1.87	2.55	3.43

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	515	431	698	972	1,338
净利润	412	544	791	1,081	1,454
折旧摊销	12	14	21	33	42
净营运资金增加	224	315	375	483	613
其他	-132	-441	-489	-624	-771
投资活动产生现金流	-61	-86	-221	-148	-93
净资本支出	-61	-89	-191	-125	-95
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	0	3	-30	-23	2
融资活动现金流	-178	-121	2,794	-181	-273
股本变化	311	0	64	0	0
债务净变化	15	-15	0	0	0
无息负债变化	-5	92	242	200	254
净现金流	276	224	3,271	643	972

## 主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	80.2%	76.3%	76.4%	76.4%	76.3%
EBITDA 率	28.2%	26.3%	24.0%	24.8%	25.0%
EBIT 率	27.1%	25.4%	23.5%	24.2%	24.4%
税前净利润率	25.8%	24.6%	24.8%	24.7%	24.6%
归母净利润率	21.2%	20.6%	20.6%	20.5%	20.6%
ROA	38.1%	33.9%	14.8%	16.9%	18.7%
ROE (摊薄)	54.5%	45.3%	16.8%	19.5%	21.8%
经营性 ROIC	54.6%	47.3%	42.5%	45.2%	47.9%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	30%	25%	12%	13%	14%
流动比率	3.16	3.56	7.81	7.05	6.63
速动比率	2.49	2.91	7.12	6.32	5.88
归母权益/有息债务	50.57	-	-	-	-
有形资产/有息债务	67.20	-	-	-	-

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	1,084	1,602	5,357	6,401	7,785
货币资金	527	752	4,023	4,666	5,638
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	112	187	251	346	465
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	10	10	15	21	28
存货	199	254	441	603	810
其他流动资产	87	189	214	234	260
流动资产合计	935	1,391	4,944	5,871	7,202
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	59	69	127	172	203
在建工程	2	41	126	155	161
无形资产	46	55	64	73	81
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	41	46	96	130	137
非流动资产合计	148	211	412	530	583
总负债	323	400	642	842	1,096
短期借款	15	0	0	0	0
应付账款	88	117	208	286	385
应付票据	0	18	27	37	50
预收账款	15	0	38	53	71
其他流动负债	178	256	359	457	580
流动负债合计	296	391	633	833	1,087
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	27	9	9	9	9
非流动负债合计	27	9	9	9	9
股东权益	761	1,202	4,715	5,559	6,689
股本	360	360	424	424	424
公积金	66	113	3,012	3,058	3,058
未分配利润	330	726	1,276	2,073	3,203
归属母公司权益	756	1,199	4,712	5,555	6,684
少数股东权益	5	3	3	4	5

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	43.39%	41.99%	43.50%	42.70%	42.40%
管理费用率	7.04%	6.40%	6.50%	6.50%	6.50%
财务费用率	-0.07%	-0.03%	-1.88%	-1.07%	-0.73%
研发费用率	2.78%	2.41%	2.50%	2.50%	2.50%
所得税率	18%	16%	17%	17%	17%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.00	0.45	0.56	0.77	1.03
每股经营现金流	1.43	1.20	1.65	2.30	3.16
每股净资产	2.10	3.33	11.12	13.11	15.78
每股销售收入	5.40	7.32	9.05	12.42	16.70

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	230	175	120	88	65
PB	106.7	67.3	20.1	17.1	14.2
EV/EBITDA	149.9	118.1	99.8	70.3	51.6
股息率	0.0%	0.2%	0.3%	0.3%	0.5%

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 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。

## 分析师声明

本报告署名分析师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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、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。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区南京西路 1266 号  
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

光大新鸿基有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited  
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE