

## Q1 收入与业绩超预期，新品布局稳步推进

买入|维持

——贝泰妮(300957) 2020 年报及 2021 一季报点评

### 事件:

公司发布 2020 年年报与 2021 年一季报。

### 点评:

#### ● 全年收入与利润维持高增长，一季度表现超预期

2020 年公司实现营业收入 26.36 亿元 (yoy+35.64%)，归母净利润 5.44 亿元 (+31.94%)，扣非后归母净利润 5.13 亿元 (yoy+31.05%)。全年毛利率 76.25%，同口径下毛利率约为 80.46%，同比保持稳定；净利率 20.62%，同比微降 0.63pct。2021 年一季度，公司实现营业收入 5.07 亿元 (yoy+59.32%)，归母净利润 0.79 亿元 (yoy+45.83%)，扣非后归母净利润 0.77 亿元 (yoy+61.11%)，一季报收入与业绩超预期。一季度公司毛利率 78.14%，同比保持稳定，净利率 15.57%，同比下降 1.37pct，主要受到研发费用与销售费用增长影响。

#### ● 线上销售表现强劲，稳步推进新品布局

分渠道看，全年公司线上渠道收入 21.72 亿，同比增长 46.36%，占比 82.88%。其中阿里系收入 12.49 亿，同比增长 59.98%，推动线上收入高增，薇诺娜专柜服务平台收入 2.92 亿，同比增长 19.78%，私域稳健增长。全年线下渠道收入 4.48 亿，同比基本持平。2021 年一季度线上销售表现依然强劲，线下随疫情因素消退逐步恢复活力。产品侧，主品牌“薇诺娜”在巩固“舒敏”系列在皮肤学级护肤品的龙头地位的同时，积极拓展“美白”、“防晒”、“抗衰”等其他功效性品类。2021 年一季度公司推出新产品双修赋活精华液，解决敏感肌群体的抗衰老需求，进一步延伸功效场景，自 3 月底天猫小黑盒上新以来，首月销量已接近 2 万。营销侧，公司多层次发力品牌建设与形象推广，一季度牵头举办第二届中国敏感性皮肤高峰论坛，同时官宣国际影后舒淇作为品牌代言人，进一步拓宽消费者端品牌知名度。

#### ● 投资建议与盈利预测

公司是国内皮肤学级护肤细分赛道的绝对龙头，兼具高壁垒与高成长性。除主品牌薇诺娜外，公司发挥医研共创体系优势，持续孵化“WINONA Baby”“Beauty Answers”等定位母婴、医美赛道的子品牌，未来通过内涵+外延模式逐步构建“健康美丽”大集团生态。我们预计公司 2021-2023 年 EPS 为 1.84/2.58/3.40 元/股，对应 PE 为 122/87/66x，维持“买入”评级。

#### ● 风险提示

行业景气度下滑；行业竞争加剧；品牌与渠道相对集中的风险

### 附表：盈利预测

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1943.75	2636.49	3807.48	5304.70	7043.67
收入同比 (%)	56.69	35.64	44.41	39.32	32.78
归母净利润(百万元)	411.95	543.51	780.65	1093.03	1440.02
归母净利润同比 (%)	58.12	31.94	43.63	40.02	31.74
ROE (%)	54.47	45.33	16.13	18.42	19.53
每股收益 (元)	0.97	1.28	1.84	2.58	3.40
市盈率(P/E)	231.88	175.75	122.36	87.39	66.33

资料来源：Wind, 国元证券研究所

### 基本数据

52 周最高/最低价 (元) : 228.79 / 162.82

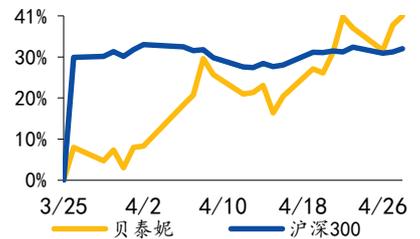
A 股流通股 (百万股) : 53.74

A 股总股本 (百万股) : 423.60

流通市值 (百万元) : 12294.81

总市值 (百万元) : 96915.44

### 过去一年股价走势



资料来源：Wind

### 相关研究报告

《国元证券行业研究-化妆品行业 2021 年 3 月数据跟踪：淘系增长略有承压，直播带动华熙生物表现亮眼》  
2021.04.08

《国元证券公司研究-贝泰妮(300957.SZ)首次覆盖报告：皮肤学级护肤龙头，打造美丽健康大集团》  
2021.03.20

### 报告作者

分析师 李典

执业证书编号 S0020516080001

电话 021-51097188-1866

邮箱 lidian@gyzq.com.cn

联系人 徐熠雯

邮箱 xuyiwen@gyzq.com.cn

## 目 录

1.财务与业务分析.....	3
2.投资建议.....	8
3.风险提示.....	8

## 图表目录

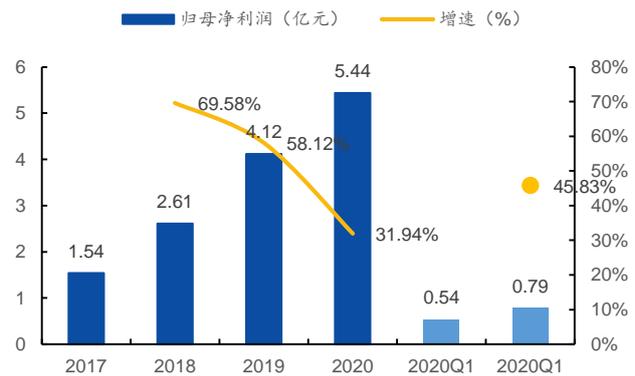
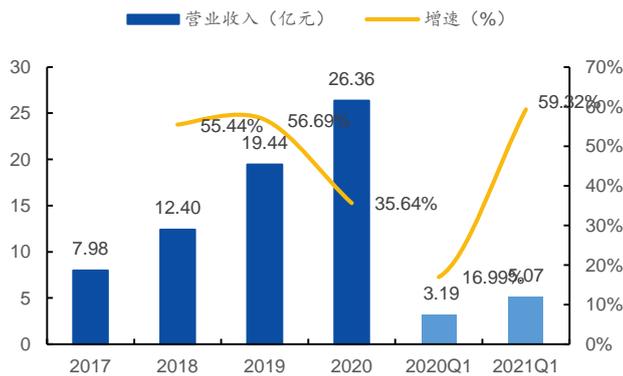
图 1: 贝泰妮营业收入 (亿元) 及增速.....	3
图 2: 贝泰妮归母净利润 (亿元) 及增速.....	3
图 3: 贝泰妮单季度收入 (亿元) 及增速.....	3
图 4: 贝泰妮分季度收入占比情况 (%).....	3
图 5: 贝泰妮毛利率与净利率情况.....	4
图 6: 贝泰妮期间费用率情况.....	4
图 7: 贝泰妮存货周转天数.....	4
图 8: 贝泰妮应收账款周转天数.....	4
图 9: 贝泰妮现金流情况 (亿元).....	5
图 10: 2020 年贝泰妮分渠道收入 (亿元) 及增速.....	6
图 11: 贝泰妮分渠道收入占比 (%).....	6
图 12: 薇诺娜明星产品线及明星单品收入占比.....	6
图 13: 薇诺娜新品“双修赋活精华液”.....	6
图 14: 薇诺娜研究院牵头举办中国敏感性皮肤高峰论坛.....	7
图 15: 薇诺娜首位品牌代言人舒淇.....	7
图 16: 2020 年中国皮肤学级化妆品市场占有率前十公司.....	7
图 17: 2020 年中国皮肤学级化妆品市场占有率前十品牌.....	7

## 1. 财务与业务分析

2020 年公司实现营业收入 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%；扣非后归母净利润 5.13 亿元，同比增长 31.05%。2021 年一季度，公司实现营业收入 5.07 亿元，同比增长 59.32%；归母净利润 0.79 亿元，同比增长 45.83%；扣非后归母净利润 0.77 亿元，同比增长 61.11%，一季报收入与业绩超预期。

图 1：贝泰妮营业收入（亿元）及增速

图 2：贝泰妮归母净利润（亿元）及增速



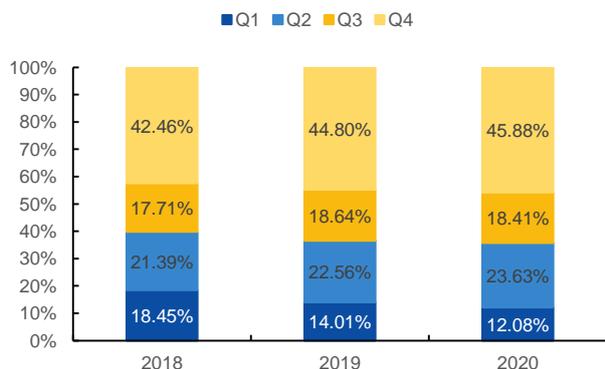
资料来源：Wind，国元证券研究所

资料来源：Wind，国元证券研究所

分季度看，2020 年 Q1 受疫情影响增速有所下滑，Q2 后增速重回增长快轨。2020 年公司 Q1-Q4 分别实现收入 3.19/6.23/4.85/12.10 亿，同比增长 16.99%/42.09%/34.02%/38.90%，占比 12.08%/23.63%/18.41%/45.88%。受疫情影响，公司 Q1 收入增速有所下滑至 16.99%，Q2 随着国内疫情受控、经济活动逐步恢复，公司积极重开品牌营销推广，收入增长重回快轨，Q4 单季度收入创历史新高，达到 12.10 亿元，占全年销售比重进一步提升至 45.88%。

图 3：贝泰妮单季度收入（亿元）及增速

图 4：贝泰妮分季度收入占比情况（%）



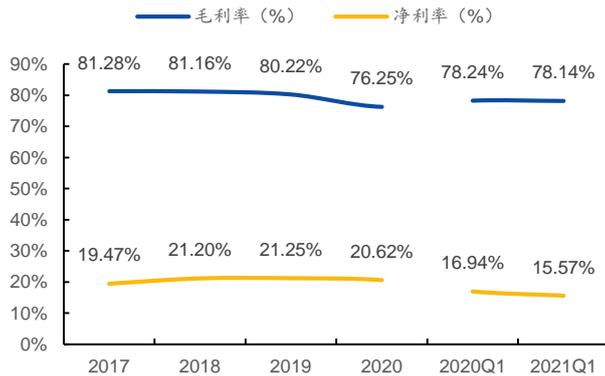
资料来源：公司公告，国元证券研究所

资料来源：公司公告，国元证券研究所

2020 年公司毛利率 76.25%，同比下降 3.97pct；剔除新收入准则影响同口径下毛利率约为 80.46%，同比保持稳定；净利率 20.62%，同比下降 0.63pct。2020 年公司

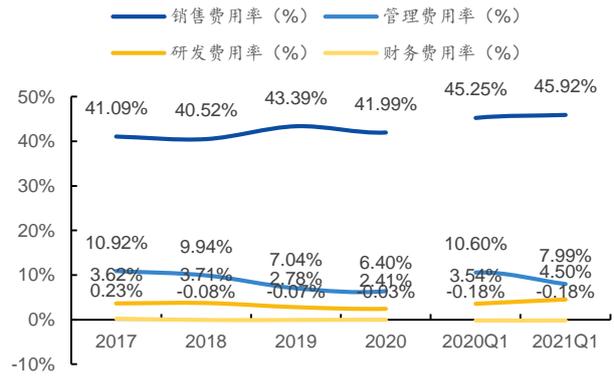
录得毛利率 76.25%，同比下降 3.97pct，主要受到新收入准则下部分运费自销售费用重分类至营业成本影响，同口径下 2020 年毛利率约为 80.46%，同比保持稳定。全年公司净利率 20.62%，同比微降 0.63%。2021 年一季度，公司毛利率 78.14%，同比保持稳定，销售费用率 45.92%，同比略升 0.67pct；管理费用率 7.99%，同比下降 2.61pct；研发费用率 4.50%，同比提升 0.96pct；财务费用率-0.18%，同比持平；净利率 15.57%，同比下降 1.37pct。

图 5：贝泰妮毛利率与净利率情况



资料来源：公司公告，国元证券研究所

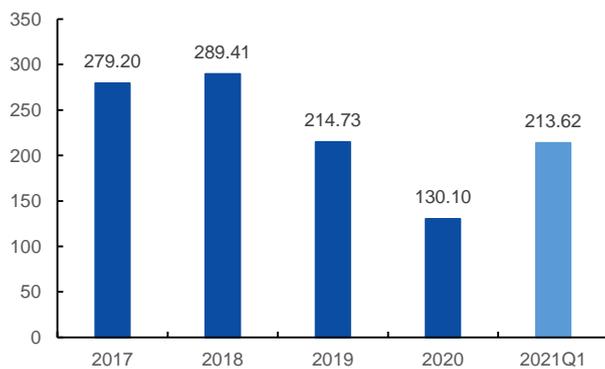
图 6：贝泰妮期间费用率情况



资料来源：公司公告，国元证券研究所

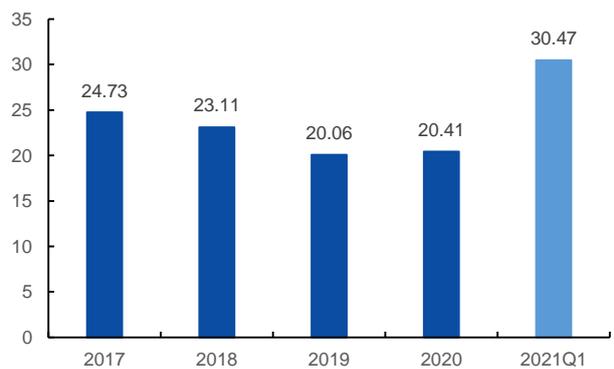
营运能力上，2020 年公司存货周转天数 130 天，同比大幅下降近 85 天，主要得益于对原材料、产品及库存的精准预测和科学调配，结合端到端的数字化供应链管理系统，全年存货周转效率明显提升；全年应收账款周转天数 20 天，同比基本持平，疫情压力下仍保持较好表现。

图 7：贝泰妮存货周转天数



资料来源：公司公告，国元证券研究所

图 8：贝泰妮应收账款周转天数

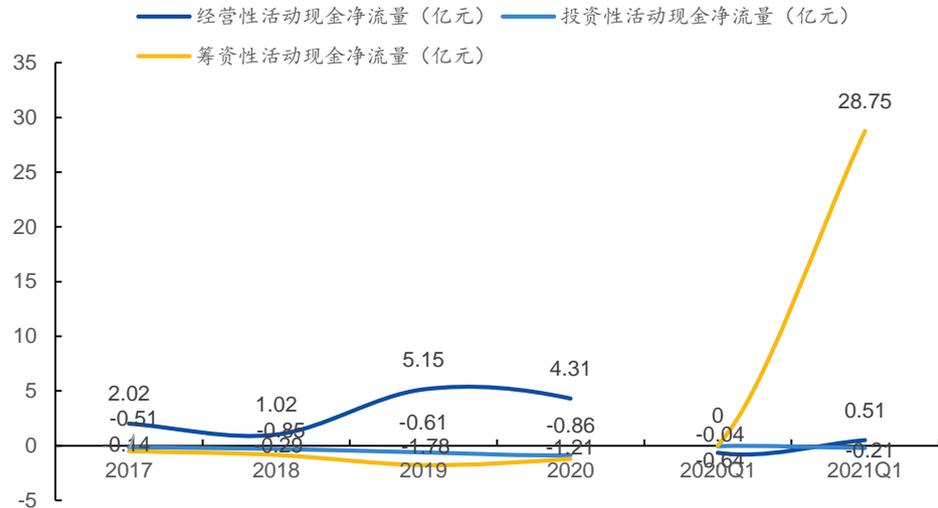


资料来源：公司公告，国元证券研究所

现金流情况，2020 年公司经营活动现金净流量 4.31 亿元，同比有所下降，主要系公司采购需求随销售规模增长而上升，购买商品所支付的现金增加所致；投资活动现金净流量为-0.86 亿元，主要系昆明中央工厂新基地项目工程投入增加所致；筹资活动现金净流量为-1.21 亿元，主要系公司 2020 年度支付的股利减少所致。2021 年一季度，公司经营/投资/筹资性活动现金净流量为 0.51/-0.21/28.75 亿元，经营性现金

净流量同比增幅约为 87.04%，主要系销售规模及收入增长与加强应收账款回款所致；投资活动现金净流量-0.21 亿，主要系购买理财产品所致；筹资活动现金净流量 28.75 亿，主要系上市取得募集资金净额所致。2021 年一季度末，公司账上货币资金 36.55 亿，现金储备充足。

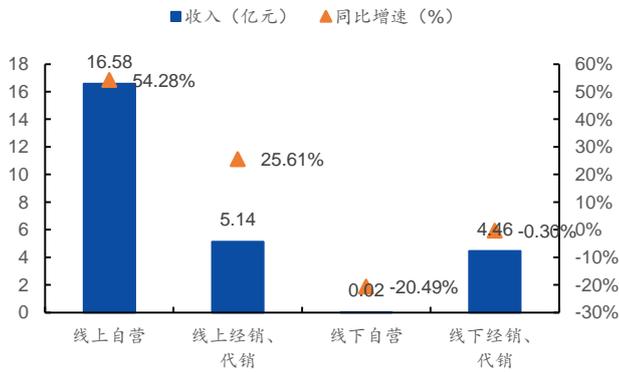
图 9：贝泰妮现金流情况（亿元）



资料来源：wind，国元证券研究所

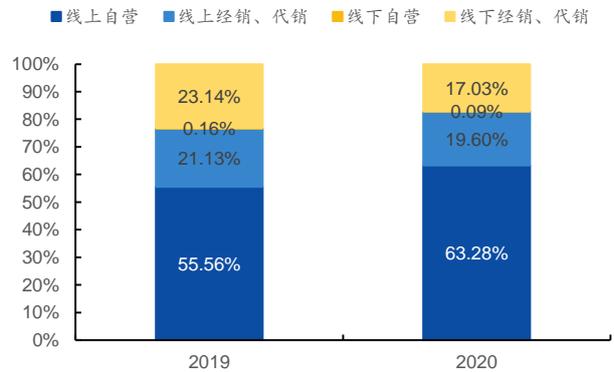
渠道上，2020 年线上自营高增长，线下经销、代销受疫情影响微降。2020 年公司线上/线下渠道收入 21.72/4.48 亿，同比+46.36%/-0.67%，整体线上占比达到 82.88%。线上渠道中，阿里系平台（含自营、经销和代销）收入 12.49 亿，同比增长 59.98%，占总收入比重为 47.66%；薇诺娜专柜服务平台收入 2.92 亿，同比增长 19.78%，占比 11.13%，公司通过在线上渠道开展有针对性的推广，整体保持高增长，此外还通过线下门店向线上私域引流的方式，引导用户线上复购，薇诺娜专柜服务平台收入稳健增长。线下来看，公司线下经销、代销收入 4.46 亿，同比略降 0.30%，线下自营 0.02 亿元。公司线下销售主要通过商业医药公司、大型连锁药店等渠道进行分销，截止 2020 年末，公司已覆盖全国 10000+ 连锁药店，未来计划加强东部沿海、南部、华东地区连锁药店覆盖。

图 10：2020 年贝泰妮分渠道收入（亿元）及增速



资料来源：公司公告，国元证券研究所

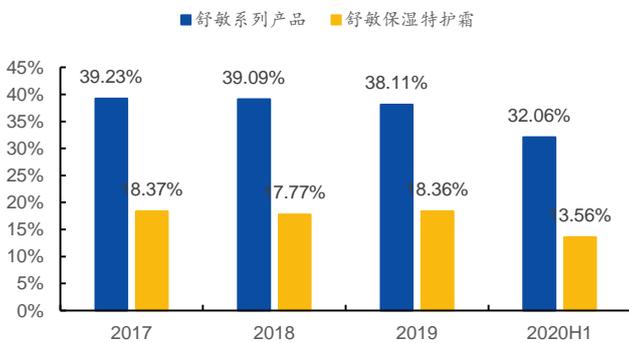
图 11：贝泰妮分渠道收入占比 (%)



资料来源：公司公告，国元证券研究所

产品侧，薇诺娜明星系列产品销售额维持高增长，一季度上新双修赋活精华液，聚焦敏感肌抗衰需求，进一步拓宽产品线。主品牌“薇诺娜”在巩固“舒敏”系列在皮肤学级护肤品的龙头地位的同时，积极拓展“美白”、“防晒”、“抗衰”等其他功效性品类。2021 年一季度，公司推出双修赋活精华液，针对敏感肌人群提供具有抗初老、熬夜修护功能的护肤品，进一步延伸主品牌产品线，自 3 月底天猫小黑盒上新以来，首月销量已经接近 2 万。

图 12：薇诺娜明星产品线及明星单品收入占比



资料来源：招股说明书，国元证券研究所

图 13：薇诺娜新品“双修赋活精华液”



资料来源：国元证券研究所

品牌建设上，公司一方面牵头举办皮肤科医学峰会，稳固学术届、医学界影响力，一方面从消费者层面出发，通过签约明星代言人舒淇，持续提升市场知名度。2021 年公司牵头举办第二届中国敏感性皮肤高峰论坛、中国首届皮肤科学百人论坛。2021 年 3 月底，公司官宣国际影后舒淇作为史上首位品牌代言人，多层次发力品牌建设与形象推广，品牌认知持续提升。

图 14：薇诺娜研究院牵头举办中国敏感性皮肤高峰论坛 图 15：薇诺娜首位品牌代言人舒淇



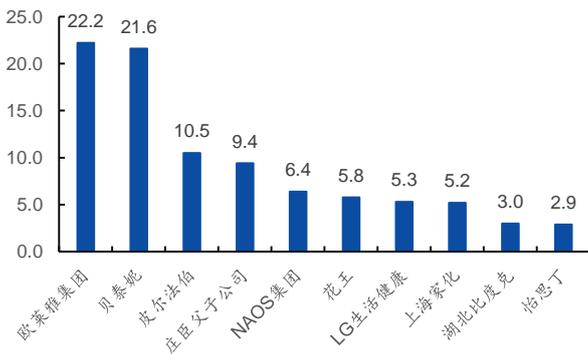
资料来源：国元证券研究所



资料来源：薇诺娜公众号，国元证券研究所

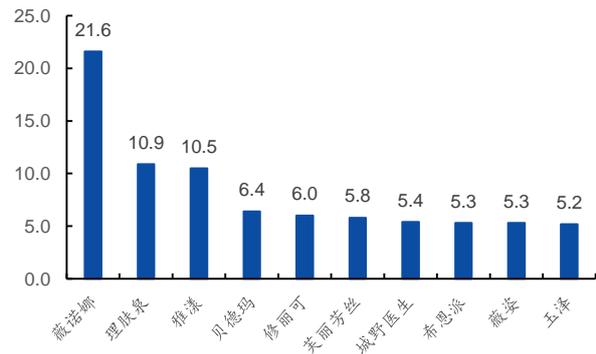
市场地位来看，据欧睿，2020 年公司在 中国皮肤学级化妆品市场份额达到 21.6%，同比提升 2.9pct，市占率排名第二，仅次于欧莱雅集团（22.2%）；公司主品牌薇诺娜市场份额 21.6%，同比提升 2.9pct，市占率维持第一，国内市场龙头地位稳固，市场份额稳中有进。

图 5：2020 年中国皮肤学级化妆品市场占有率前十公司



资料来源：欧睿，国元证券研究所

图 6：2020 年中国皮肤学级化妆品市场占有率前十品牌



资料来源：欧睿，国元证券研究所

## 2. 投资建议

公司是国内皮肤学级护肤细分赛道的绝对龙头，兼具高壁垒与高成长性。除主品牌薇诺娜外，公司发挥医研共创体系优势，持续孵化“WINONA Baby”“Beauty Answers”等定位母婴、医美赛道的子品牌，未来通过内涵+外延模式逐步构建“健康美丽”大集团生态。我们预计公司 2021-2023 年 EPS 为 1.84/2.58/3.40 元/股，对应 PE 为 122/87/66x，维持“买入”评级。

## 3. 风险提示

行业景气度下滑；行业竞争加剧；品牌和销售平台相对集中风险。

**财务预测表**

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	935.46	1391.18	4957.40	6044.93	7500.54
现金	527.23	751.95	4214.86	5044.40	6206.70
应收账款	112.14	186.80	269.77	375.85	499.06
其他应收款	10.29	9.58	13.83	19.27	25.59
预付账款	13.53	29.35	34.42	48.57	65.68
存货	198.77	253.75	297.62	419.98	567.95
其他流动资产	73.50	159.74	126.89	136.86	135.56
<b>非流动资产</b>	148.38	210.69	293.84	369.43	431.59
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	59.40	68.55	124.51	184.47	239.50
无形资产	45.82	55.16	55.16	55.16	55.16
其他非流动资产	43.16	86.98	114.17	129.80	136.93
<b>资产总计</b>	1083.84	1601.87	5251.24	6414.36	7932.14
<b>流动负债</b>	296.16	391.19	399.88	469.47	546.57
短期借款	14.96	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	88.37	116.68	136.86	193.12	261.16
其他流动负债	192.83	274.51	263.02	276.35	285.41
<b>非流动负债</b>	26.66	8.86	8.86	8.86	8.86
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	26.66	8.86	8.86	8.86	8.86
<b>负债合计</b>	322.82	400.05	408.74	478.33	555.43
少数股东权益	4.72	2.81	3.17	3.66	4.32
股本	360.00	360.00	423.60	423.60	423.60
资本公积	25.71	25.71	2821.79	2821.79	2821.79
留存收益	370.59	813.30	1593.95	2686.98	4127.00
归属母公司股东权益	756.30	1199.00	4839.34	5932.37	7372.39
<b>负债和股东权益</b>	1083.84	1601.87	5251.24	6414.36	7932.14

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	514.92	431.03	673.65	924.50	1224.71
净利润	413.06	543.75	781.01	1093.53	1440.67
折旧摊销	20.60	24.88	14.41	25.22	37.57
财务费用	-1.45	-0.88	-2.81	-11.67	-32.90
投资损失	-0.15	-3.13	-1.67	-1.90	-2.03
营运资金变动	71.04	-147.63	-119.85	-180.00	-219.01
其他经营现金流	11.83	14.03	2.56	-0.68	0.41
<b>投资活动现金流</b>	-60.86	-86.32	-98.45	-98.23	-98.10
资本支出	61.01	89.45	100.00	100.00	100.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	0.15	3.13	1.55	1.77	1.90
<b>筹资活动现金流</b>	-177.98	-121.05	2887.71	3.26	35.70
短期借款	14.96	-14.96	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	310.99	0.00	63.60	0.00	0.00
资本公积增加	-23.20	0.00	2796.08	0.00	0.00
其他筹资现金流	-480.73	-106.09	28.03	3.26	35.70
<b>现金净增加额</b>	276.09	223.66	3462.91	829.53	1162.30

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	1943.75	2636.49	3807.48	5304.70	7043.67
营业成本	384.51	626.06	734.31	1036.19	1401.26
营业税金及附加	34.94	46.06	66.51	92.67	123.05
营业费用	843.35	1107.13	1713.37	2387.12	3169.65
管理费用	136.79	168.65	285.56	371.33	493.06
研发费用	54.11	63.44	95.19	143.23	190.18
财务费用	-1.45	-0.88	-2.81	-11.67	-32.90
资产减值损失	-12.52	-9.11	-10.25	-9.87	-10.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.15	3.13	1.67	1.90	2.03
<b>营业利润</b>	502.08	649.70	931.30	1303.84	1717.51
营业外收入	0.62	0.71	0.68	0.68	0.69
营业外支出	0.46	2.58	1.47	1.67	1.75
<b>利润总额</b>	502.24	647.84	930.50	1302.85	1716.44
所得税	89.18	104.08	149.50	209.32	275.77
<b>净利润</b>	413.06	543.75	781.01	1093.53	1440.67
少数股东损益	1.12	0.25	0.35	0.50	0.65
<b>归属母公司净利润</b>	411.95	543.51	780.65	1093.03	1440.02
EBITDA	521.22	673.70	942.90	1317.39	1722.18
EPS (元)	1.14	1.51	1.84	2.58	3.40

**主要财务比率**

会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	56.69	35.64	44.41	39.32	32.78
营业利润(%)	60.58	29.40	43.34	40.00	31.73
归属母公司净利润(%)	58.12	31.94	43.63	40.02	31.74
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	80.22	76.25	80.71	80.47	80.11
净利率(%)	21.19	20.61	20.50	20.61	20.44
ROE(%)	54.47	45.33	16.13	18.42	19.53
ROIC(%)	193.06	156.23	140.67	134.10	129.69
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	29.78	24.97	7.78	7.46	7.00
净负债比率(%)	4.63	0.00	0.00	0.00	0.00
流动比率	3.16	3.56	12.40	12.88	13.72
速动比率	2.49	2.91	11.65	11.98	12.68
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	2.10	1.96	1.11	0.91	0.98
应收账款周转率	17.95	17.64	16.68	16.43	16.10
应付账款周转率	5.00	6.11	5.79	6.28	6.17
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.97	1.28	1.84	2.58	3.40
每股经营现金流(最新摊薄)	1.22	1.02	0.00	0.00	0.00
每股净资产(最新摊薄)	1.79	2.83	11.42	14.00	17.40
<b>估值比率</b>					
P/E	231.88	175.75	122.36	87.39	66.33
P/B	126.30	79.67	19.74	16.10	12.96
EV/EBITDA	181.80	140.66	100.50	71.93	55.02

## 投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来6个月内, 股价涨跌幅优于上证指数20%以上	推荐	预计未来6个月内, 行业指数表现优于市场指数10%以上
增持	预计未来6个月内, 股价涨跌幅优于上证指数5-20%之间	中性	预计未来6个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来6个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来6个月内, 行业指数表现劣于市场指数10%以上
卖出	预计未来6个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数5%以上		

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力, 本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

## 证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行为。

## 一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中国人民共和国内地(香港、澳门、台湾除外)发布, 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。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。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。本报告所载的信息、资料、分析工具、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投资标的的投资建议或要约邀请。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。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。在法律许可的情况下, 本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

## 免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

## 国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路18号安徽国际金融中心A座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路1199号证大五道口广场16楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188