

**公司点评**
**贝泰妮 (300957)**
**化工 | 化学制品**
**线上线下双轮驱动，敏感肌龙头高速增长**

2021年04月29日

**评级 推荐**

评级变动 首次

**合理区间 239.25-247.50 元**
**交易数据**

当前价格 (元)	224.10
52 周价格区间 (元)	157.21-236.88
总市值 (百万)	94928.76
流通市值 (百万)	12042.78
总股本 (万股)	42360.00
流通股 (万股)	5373.84

**涨跌幅比较**


%	1M	3M	12M
贝泰妮	28.04		
化学制品	2.76	1.85	59.66

**杨甫**

 执业证书编号: S0530517110001  
 yangfu@cfzq.com

**陈诗璐**

chensl2@cfzq.com

**分析师**

0731-84403345

**研究助理**

0731-89955711

预测指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入 (百万元)	1,943.75	2,636.49	3,872.82	5,477.80	7,179.09
归母净利润 (百万元)	411.95	543.51	816.63	1,166.40	1,555.21
每股收益 (元)	0.97	1.28	1.93	2.75	3.67
每股净资产 (元)	1.79	2.83	4.26	6.21	8.75
P/E	230.44	174.66	116.24	81.39	61.04
P/B	125.52	79.17	52.56	36.07	25.61

资料来源: 贝格数据, 财信证券

**投资要点:**

➤ **事件:** 近日, 公司发布 2020 年年报和 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%, 扣非后归母净利润 5.13 亿元/+31.05%, 其中 2020Q4 实现营收 12.10 亿元/+38.90%, 归母净利润 3.28 亿元, 扣非后归母净利润 3.17 亿元; 2021Q1 实现营收 5.07 亿元/+59.32%, 归母净利润 0.79 亿元/+45.83%, 扣非后归母净利润 0.77 亿元/+61.11%。

➤ **营收情况: 线上销售高增长, 护肤品贡献继续增强。** 1) 从渠道来看, 线上销售继续强势增长, 线下受疫情影响承压。公司线上包括自建平台 (薇诺娜专柜服务平台)、大型 B2C 平台自营店铺 (天猫、京东等) 以及线上经销代销, 线下包括自营门店和经销经销 (商业公司、直供客户、区域经销商)。2020 年公司线上实现营收 21.72 亿元/+46.38%, 占主营比例提升 6.18pct 至 82.97%, 其中线上自营渠道是收入主要来源, 实现营收 16.58 亿元/+54.28%, 占主营比例提升 7.72pct 至 63.28%。线上自营渠道分平台来看, 阿里系 2020 年实现营收 12.49 亿元/+59.98%, 而自建平台薇诺娜专柜服务平台通过线下方式引流, 成为了公司核心的私域流量池, 其借力较高的客户复购粘性在 2020 年实现营收 2.92 亿元/+19.78%。私域流量渠道获客成本较低, 且以微信为载体具有社交属性, 进一步增强了客户粘性, 未来收入贡献度有望增长。2020 年公司线下贡献收入 4.47 亿元/-0.44%, 线下受疫情影响冲击较大, 2021 年公司将进一步完善“线上线下相结合”的营销策略, 实现线上线下深度渗透, 我们预计 2021 年线下业务有望恢复增长; 2) 从品类来看, 护肤品是公司业绩增长主要贡献点。2020 年护肤品实现营收 23.60 亿元/+40.47%, 占主营比例提升 3.08pct 至 89.52%, 医疗器械类产品实现营收 1.9 亿元/+2.55%, 彩妆类产品实现营收 0.65 亿元/+2.37%。其中医疗器械类产品主要为用于微创手术后屏障皮肤修护的医用敷料, 包括主品牌薇诺娜旗下的“透明质酸修护生物膜”、“透明质酸修护贴敷料”等产品, 此外公司旗下 Beauty Answers 品牌主打功效属性, 定位医美术后的精准及强功效修护, 随着公司对医美机构渠道建设的稳步推行, 我们预计医疗器械类产品收入有望逐步放量。

➤ **盈利能力: 毛利率受新会计准则影响有所下降, 费用管控力保持良好。**

2020年公司毛利率同比下降3.97pct至76.25%，下降的主要原因是2020年执行新收入准则，物流费用1.0亿元计入营业成本，剔除运费后可比口径毛利率为80.46%，同比保持稳定，2021Q1公司毛利率维持较高水平在78.14%。2020年公司销售费用率、管理费用率（含研发）分别微降1.40pct、1.02pct，其中销售费用率下降与新会计准则中运输费用重分类有关，2021年公司加大品牌形象推广导致2021Q1公司销售费用率同比提升0.67pct至45.92%，但公司费用管控制力依然良好，2021Q1公司管理费用率（含研发）下降1.65pct至12.49%。2020年、2021Q1公司分别实现归母净利润5.44亿元/+31.6%、0.79/+46.5%亿元，受营销推广力度加大影响，净利率分别同比微降0.63pct、1.37pct至20.62%、15.57%。2020年公司顺应供应链数字化转型趋势，供应链体系得以完善，2020年存货周转天数同比下降85天至130天。

- **未来预期：线上线双轮驱动，品牌产品持续升级。**1) **渠道方面**，线上聚拢公域流量（加大与B2C大平台合作）+深化私域流量（提高客单价及复购率），助推线上业务快速且稳定增长，线下积极联动皮肤科专家进行宣传以提高专业度认知，且大力拓展连锁药店渠道加深线下产品市场覆盖率。此外，线下流量将由BA引导消费者至线上私域流量接口，公司已实现线上线双轮驱动，未来有望持续快速增长；2) **品牌方面**，公司将“聚焦主品牌，拓展子品牌”。公司以薇诺娜品牌成功切入敏感肌赛道，未来将继续聚焦主品牌，稳固“舒敏”系列在皮肤学级护肤品行业的龙头地位。子品牌方面以薇诺娜宝贝进入婴幼儿护肤赛道，以Beauty Answers进入医美赛道，进一步打造差异化品牌矩阵；3) **产品方面**，公司三大产品线共同发力，继续夯实公司的“舒敏”核心产品线，积极拓展“美白”、“防晒”等新品类丰富产品管线，加大研发探索高端双修赋活产品，以扩解决敏感肌抗老问题。
- **盈利预测与投资建议：皮肤学级护肤品龙头切入敏感肌细分赛道，充分享受行业红利，公司未来增长空间广阔，首次覆盖给予“推荐”评级。**公司是皮肤学级护肤品行业的龙头公司，专业化品牌形象深入人心，线上线渠道双赋能公司成长，产品以“械”字号为基础逐步过渡至“妆”字号放量增长。我们预计公司21-23年营业总收入分别为38.72/54.78/71.79亿元，归母净利润分别为8.17/11.66/15.55亿元，EPS分别为1.93/2.75/3.67元，净利润增速分别为42.75%/33.37%/37.42，归母净利润增速分别为50.25%/42.83%/33.33%，当前股价对应PE分别为116/81/61倍。短期来看，公司在敏感肌护肤赛道已抢占先机，薇诺娜以“舒敏”系列为核心，主品牌知名度将不断增强，公司其他品类产品亦仍有增长空间；中长期来看，公司将深耕敏感肌护肤的细分赛道，未来将积极培育自有品牌的大单品，布局差异化产品矩阵，同时进行外延式收购延伸品牌及品类，强化营销和渠道能力，公司有望长期稳固龙头地位。考虑到公司的成长性，且公司享有一定程度的龙头溢价，我们给予公司2022年87-90倍PE，合理价格区间在239.25-247.50元，首次覆盖给予“推荐”评级。
- **风险提示：行业竞争加剧风险；产品推广不及预期；消费需求整体疲软等。**

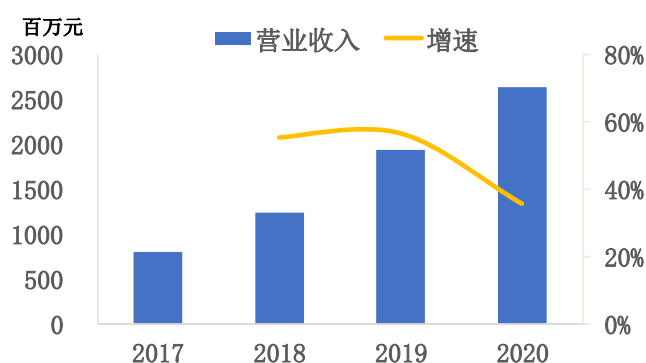
图 1：可比公司盈利及估值

日期	20210429	EPS			PE		总市值（亿元）
代码	公司	收盘价	2021E	2022E	2021E	2022E	
300957	贝泰妮	224.10	1.88	2.60	119.28	86.30	949
603605	珀莱雅	179.54	2.98	3.69	60.32	48.69	361
600315	上海家化	58.64	0.76	1.15	77.15	50.96	398
300740	水羊股份	25.94	0.59	0.91	44.33	28.63	107
603983	丸美股份	55.85	1.41	1.66	39.52	33.62	224

资料来源：Wind，财信证券

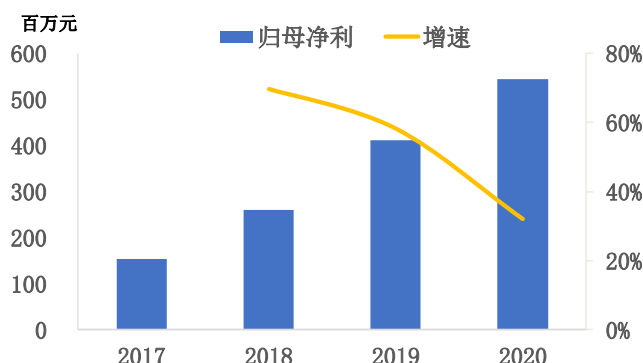
\*注：2021-2022 年 EPS、PE 均为 Wind 一致预期值

图 2：年度营收及增速



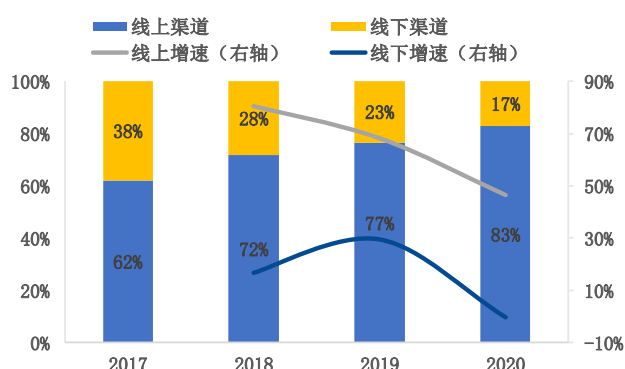
资料来源：Wind，财信证券

图 3：年度归母净利及增速



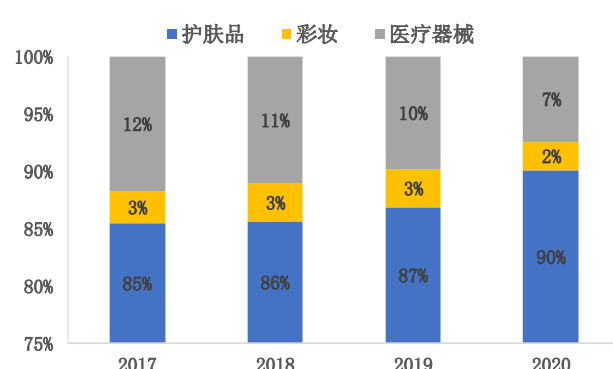
资料来源：Wind，财信证券

图 4：分渠道收入增速及占主营收入比例



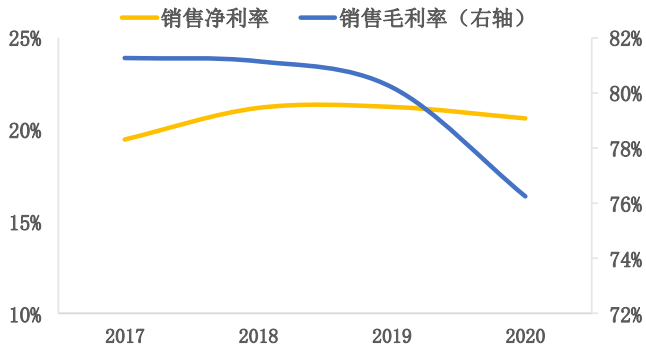
资料来源：Wind，财信证券

图 5：分品类收入增速及占主营收入比例



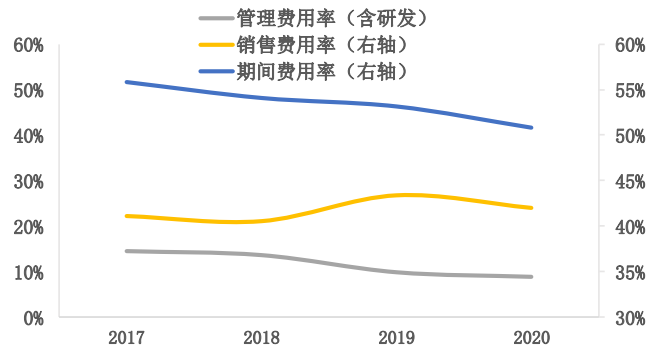
资料来源：Wind，财信证券

图 6：毛利率及净利率水平



资料来源：Wind，财信证券

图 7：期间费用率情况



资料来源：Wind，财信证券

**财务预测摘要**

利润表 (百万元)						财务指标					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>1944</b>	<b>2636</b>	<b>3873</b>	<b>5478</b>	<b>7179</b>	<b>成长性</b>					
减:营业成本	385	626	805	1139	1493	营业收入增长率	56.7%	35.6%	46.9%	41.4%	31.1%
营业税费	35	46	73	99	130	营业利润增长率			50.1%	42.8%	33.3%
销售费用	843	1107	1625	2325	3025	净利润增长率	58.1%	31.9%	50.3%	42.8%	33.3%
管理费用(含研发)	191	232	417	536	702	EBITDA 增长率	57.7%	25.8%	51.1%	43.1%	32.5%
财务费用	-1	-1	-4	-6	-9	EBIT 增长率	57.5%	26.0%	52.3%	43.7%	32.8%
加:资产减值损失	-13	-9	-10	-13	-10	NOPLAT 增长率	57.4%	32.3%	49.7%	42.7%	33.3%
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	投资资本增长率	22.5%	94.4%	45.7%	6.5%	65.6%
投资收益及其他	23	33	29	20	28	净资产增长率	68.8%	57.9%	50.6%	45.7%	40.9%
<b>营业利润</b>	<b>502</b>	<b>650</b>	<b>975</b>	<b>1392</b>	<b>1856</b>	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	0	-2	0	-1	-1	毛利率	80.2%	76.3%	79.2%	79.2%	79.2%
<b>利润总额</b>	<b>502</b>	<b>648</b>	<b>974</b>	<b>1391</b>	<b>1855</b>	营业利润率		24.6%	25.2%	25.4%	25.9%
减:所得税	89	104	157	223	298	净利润率	21.2%	20.6%	21.1%	21.3%	21.7%
<b>归母净利润</b>	<b>412</b>	<b>544</b>	<b>817</b>	<b>1166</b>	<b>1555</b>	EBITDA/营业收入	26.4%	24.5%	25.2%	25.5%	25.8%
						EBIT/营业收入	25.8%	24.0%	24.8%	25.2%	25.6%
						<b>运营效率</b>					
<b>资产负债表(百万元)</b>	<b>2019A</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	固定资产周转天数	11	9	6	4	2
货币资金	527	752	1194	1989	2656	<b>流动营业资本周转天数</b>	21	26	33	31	36
交易性金融资产	0	0	0	0	0	流动资产周转天数	147	159	163	167	180
应收账款	112	187	249	370	439	应收账款周转天数	20	20	20	20	20
应收票据	0	0	34	14	19	存货周转天数	42	31	36	31	34
预付账款	14	29	32	50	58	总资产周转天数	171	183	181	178	188
存货	199	254	517	440	902	投资资本周转天数	35	42	46	40	42
其他流动资产	84	169	89	114	124	<b>投资回报率</b>					
可供出售金融资产	0	0	0	0	0	ROE	54.5%	45.3%	45.2%	44.3%	42.0%
持有至到期投资	0	0	0	0	0	ROA	38.1%	33.9%	35.7%	37.2%	35.8%
长期股权投资	0	0	0	0	0	ROIC	243.0%	262.3%	201.9%	197.8%	247.5%
投资性房地产	0	0	0	0	0	<b>费用率</b>					
固定资产	59	69	59	49	40	销售费用率	43.4%	42.0%	42.0%	42.4%	42.1%
在建工程	2	41	41	41	41	管理费用率	9.8%	8.8%	10.8%	9.8%	9.8%
无形资产	46	55	52	48	44	财务费用率	-0.1%	0.0%	-0.1%	-0.1%	-0.1%
其他非流动资产	41	46	28	21	22	三费/营业收入	53.1%	50.8%	52.6%	52.1%	51.8%
<b>资产总额</b>	<b>1084</b>	<b>1602</b>	<b>2294</b>	<b>3135</b>	<b>4344</b>	<b>偿债能力</b>					
短期债务	15	0	0	0	0	资产负债率	29.8%	25.0%	21.1%	15.9%	14.5%
应付账款	88	117	196	228	313	负债权益比	42.4%	33.3%	26.7%	18.9%	17.0%
应付票据	0	18	4	11	15	流动比率	3.16	3.56	4.51	6.18	6.81
其他流动负债	193	256	269	243	288	速动比率	2.49	2.91	3.41	5.26	5.35
长期借款	0	0	0	0	0	利息保障倍数	-346.11	-718.97	-246.47	-216.53	-197.06
其他非流动负债	27	9	15	17	13	<b>分红指标</b>					
<b>负债总额</b>	<b>323</b>	<b>400</b>	<b>484</b>	<b>499</b>	<b>630</b>	DPS(元)	0.24	0.38	0.64	0.81	1.13
少数股东权益	5	3	4	5	7	分红比率	24.5%	29.8%	33.4%	29.2%	30.8%
股本	360	360	424	424	424	股息收益率	0.1%	0.2%	0.3%	0.4%	0.5%
留存收益	396	839	1383	2208	3284						
<b>股东权益</b>	<b>761</b>	<b>1202</b>	<b>1810</b>	<b>2637</b>	<b>3714</b>						
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2019A</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2019A</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
归母净利润	413	544	817	1166	1555	EPS(元)	0.97	1.28	1.93	2.75	3.67
加:折旧和摊销	21	25	13	13	13	BVPS(元)	1.79	2.83	4.26	6.21	8.75
资产减值准备	13	9	0	0	0	PE(X)	230.44	174.66	116.24	81.39	61.04
公允价值变动损失	0	0	-2	-9	-4	PB(X)	125.52	79.17	52.56	36.07	25.61
财务费用	0	1	-4	-6	-9	P/FCF	244.17	285.49	150.19	84.14	82.95
投资收益	0	-3	0	0	0	P/S	48.84	36.01	24.51	17.33	13.22
少数股东损益	1	0	1	1	2	EV/EBITDA	156.10	123.72	96.07	66.56	49.89
营运资金的变动	-23	-180	-180	-44	-425	CAGR(%)	41.4%	42.0%	46.0%	41.4%	42.0%
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>515</b>	<b>431</b>	<b>646</b>	<b>1122</b>	<b>1133</b>	PEG	5.57	4.16	2.53	1.97	1.45
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-61</b>	<b>-86</b>	<b>2</b>	<b>9</b>	<b>4</b>	ROIC/WACC	23.14	24.98	19.23	18.83	23.57
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>-178</b>	<b>-121</b>	<b>-206</b>	<b>-335</b>	<b>-470</b>	REP	16.68	7.92	8.28	7.88	3.77

资料来源: 贝格数据, 财信证券

## 投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 -10%—5%
	回避	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为 -5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

## 免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财信证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司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。

本报告中所指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。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财信证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

## 财信证券研究发展中心

网址：www.cfzq.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438