

贝泰妮 (300957)

证券研究报告

2021年05月14日

21Q1 营收净利润双超预期，产销研一体打造大健康产业集团

事件

公司 2020 年实现营业收入 26.36 亿元，同增 35.6%；实现归母净利润 5.44 亿元，同增 31.94%；实现扣非归母净利润 5.13 亿元，同增 31.05%。2021Q1 实现营业收入 5.07 亿元，同增 59.3%；实现归母净利润 0.79 亿元，同增 45.83%；实现扣非归母净利润 0.77 亿元，同增 61.11%。

收入端

分渠道看，2020 年：①线上销售收入 21.7 亿元，同增 46.4%，占总营收 82.4%。其中线上自营收入 16.6 亿元，同增 54.3%，占主营业务比 63.3%；线上经销、代销收入 5.1 亿元，同增 25.6%，占主营业务比 19.6%。②线下销售收入 4.5 亿元，同降 0.4%，占总营收 17.13%。其中线下自营收入 0.02 亿元，同减 20.49%，占主营业务比 0.1%；线下经销、代销收入 4.5 亿元，同降 0.3%，占主营业务比例 17.0%。

费用端

管理费用率：公司 2020 年管理费用为 1.69 亿元，同增 23.29%，管理费用率为 6.40%，同降 0.64pct。公司 2021Q1 管理费用为 0.41 亿元，同增 20.14%，管理费用率为 7.99%，同降 2.61pct。财务费用率：公司 2020 年财务费用为 -0.01 亿元，同降 39.35%，财务费用率 -0.03%，同增 0.04pct。公司 2021Q1 财务费用为 -0.01 亿元，同增 60.93%，财务费用率 -0.18%，保持稳定。

营销端

公司 2020 年销售费用为 11.07 亿元，同增 31.28%，销售费用率为 41.99%，同降 1.40pct，销售费用的减少主要由于新收入准则调整影响，回溯调整后销售费用率 44.85%，同增 1.46pct。公司 2021Q1 销售费用为 2.33 亿元，同增 61.67%，销售费用率为 45.92%，同增 0.67pct。

研发端

公司 2020 年研发费用为 0.63 亿元，同增 17.25%，研发费用率 2.41%，同减 0.38pct。公司 2021Q1 研发费用为 0.23 亿元，同增 102.56%，研发费用率 4.50%，同增 0.96pct。

投资建议

公司贝泰妮将在选圈—破圈—再造圈过程中培育皮肤健康消费生态闭环，围绕中国皮肤健康生态内生+外延打造产业生态版图，预计 21/22 年净利润 8/12 亿元，持续推荐！

风险提示：行业竞争加剧、获客成本快速增长、税收优惠政策变动。

投资评级

行业	化工/化学制品
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	237.69 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	423.60
流通 A 股股本(百万股)	53.74
A 股总市值(百万元)	100,685.48
流通 A 股市值(百万元)	12,773.08
每股净资产(元)	9.82
资产负债率(%)	7.11
一年内最高/最低(元)	250.00/157.21

作者

刘章明 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516060001
liuzhangming@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

1 《贝泰妮-新股报告:卡位千亿黄金赛道，渠道营销研发三轮驱动铸就行业标杆》 2021-03-08

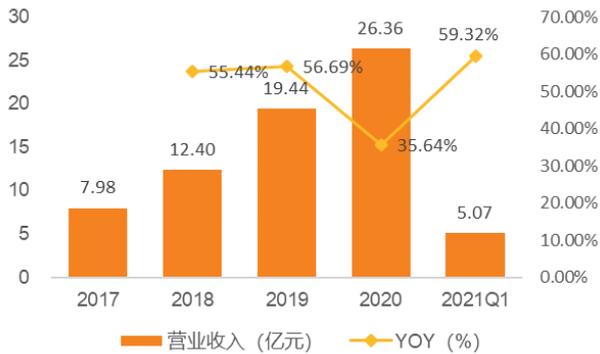
财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,943.75	2,636.49	3,924.94	5,455.27	7,288.25
增长率(%)	56.69	35.64	48.87	38.99	33.60
EBITDA(百万元)	568.58	714.58	1,003.72	1,408.20	1,832.42
净利润(百万元)	411.95	543.51	813.55	1,172.59	1,527.27
增长率(%)	58.12	31.94	49.68	44.13	30.25
EPS(元/股)	0.97	1.28	1.92	2.77	3.61
市盈率(P/E)	244.41	185.25	123.76	85.87	65.93
市净率(P/B)	133.13	83.97	48.50	30.99	21.08
市销率(P/S)	51.80	38.19	25.65	18.46	13.81
EV/EBITDA	0.00	0.00	98.85	69.51	52.96

资料来源：wind，天风证券研究所

1. 事件

公司发布 2020 年年报及 2021 年一季报，根据公司财报，公司 2020 年实现营业收入 26.36 亿元，同增 35.6%；实现归母净利润 5.44 亿元，同增 31.94%；实现扣非归母净利润 5.13 亿元，同增 31.05%。2021Q1 实现营业收入 5.07 亿元，同增 59.3%；实现归母净利润 0.79 亿元，同增 45.83%；实现扣非归母净利润 0.77 亿元，同增 61.11%。

图 1：2021Q1 营收 yoy 达 59.32%



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：2021Q1 归母净利 yoy 达 45.83%



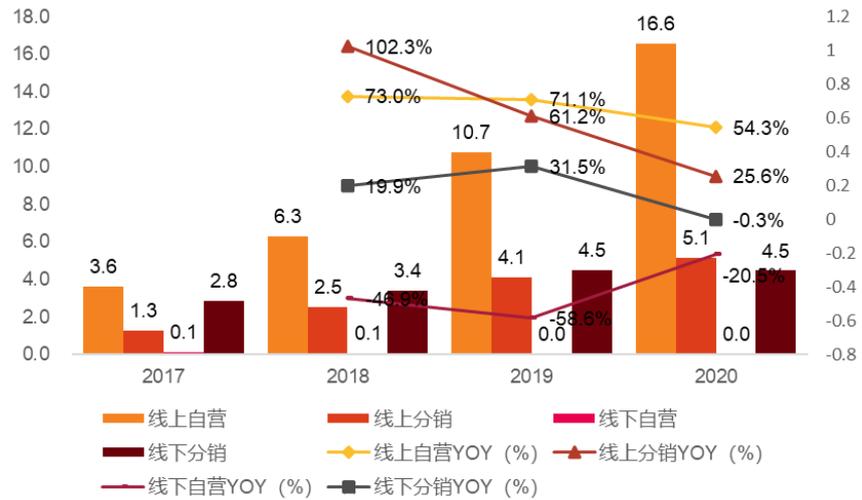
资料来源：Wind，天风证券研究所

2. 收入端

收入端：分渠道看，2020 年：①线上销售收入 21.7 亿元，同增 46.4%，占总营收 82.4%。其中线上自营收入 16.6 亿元，同增 54.3%，占主营业务比 63.3%；线上经销、代销收入 5.1 亿元，同增 25.6%，占主营业务比 19.6%。②线下销售收入 4.5 亿元，同降 0.4%，占总营收 17.13%。其中线下自营收入 0.02 亿元，同减 20.49%，占主营业务比 0.1%；线下经销、代销收入 4.5 亿元，同降 0.3%，占主营业务比例 17.0%。

线上线下渠道相互渗透，协同发展。公司以天猫、京东旗舰店及薇诺娜商城等为代表线上实现公域流量优化，以薇诺娜专柜服务平台为代表进行私域流量建设，以微信小程序为代表将公域流量和私域流量相结合，以医院线下封闭渠道为基础，线上多渠道+联动跨界不断延伸成为主导渠道，线上线下渠道相互渗透、协同发展。

图 3：线上自营收入 yoy 达 54.3%



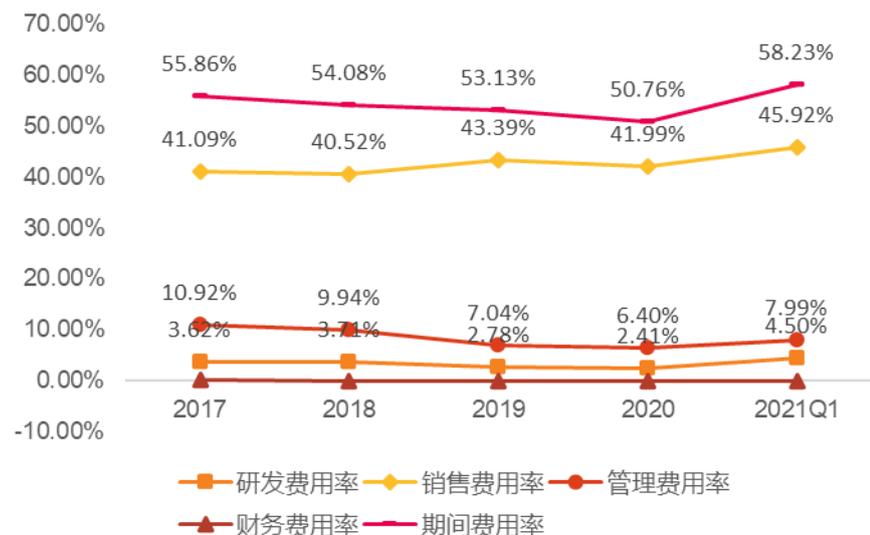
资料来源：Wind，天风证券研究所

3. 费用端

管理费用率：公司 2020 年管理费用为 1.69 亿元，同增 23.29%，管理费用率为 6.40%，同降 0.64pct。公司 2021Q1 管理费用为 0.41 亿元，同增 20.14%，管理费用率为 7.99%，同降 2.61pct。

财务费用率：公司 2020 年财务费用为 -0.01 亿元，同降 39.35%，财务费用率 -0.03%，同增 0.04pct。公司 2021Q1 财务费用为 -0.01 亿元，同增 60.93%，财务费用率 -0.18%，保持稳定。

图 4：2020 年期间费用率达 50.76%



资料来源：Wind，天风证券研究所

4. 营销端

公司 2020 年销售费用为 11.07 亿元，同增 31.28%，销售费用率为 41.99%，同降 1.40pct，销售费用的减少主要由于新收入准则调整影响，回溯调整后销售费用率 44.85%，同增 1.46pct。公司 2021Q1 销售费用为 2.33 亿元，同增 61.67%，销售费用率为 45.92%，同增 0.67pct。

把握市场营销风向，精准定位品牌形象。20 年公司树立一项首创和三大 IP，主办首届敏感肌高峰论坛，颁布《敏感肌精准防护指南》，薇诺娜作为第一个受邀国货品牌强势入驻天猫超级品牌日，“双十一”跨界迪士尼并取得天猫美妆销量第九、国产品牌第一佳绩。公司充分把握新媒体时代营销渠道多元化趋势，微博、微信、抖音、知乎、小红书等多平台传播建立与消费者强关系联动，通过大数据用户画像、渠道上找到圈层中心点突破、内容无限贴近用户等多种方式破圈。

5. 研发端

公司 2020 年研发费用为 0.63 亿元，同增 17.25%，研发费用率 2.41%，同减 0.38pct。公司 2021Q1 研发费用为 0.23 亿元，同增 102.56%，研发费用率 4.50%，同增 0.96pct。

①截至 2020 年，公司研发人员数量达 104 人，目前共有 50 个专利。②围绕特色植物提取物有效成分制备与敏感肌肤护理领域研究的自主研发技术已拥有 11 项核心技术，应用核心技术实现的销售收入占主营收入达 95%以上，树立行业标杆。③评定高新技术企业，承担社会责任。贝泰妮长期通过询证医学加强品牌科学性和严谨性，渠道上坚持线下医院渠道基础，与皮肤科医生深度合作，通过医学背书积淀产品力。

6. 利润端

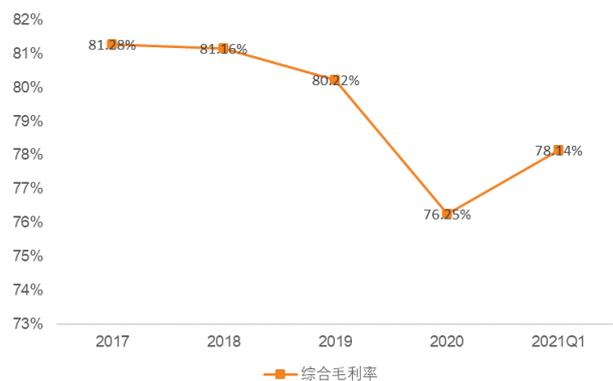
2020 年归母净利润上升 31.94%至 5.44 亿元，归母净利率 20.61%，同降 0.58pct。由于新收入准则调整影响，导致毛利率方面产生变化，回溯前 20 年度毛利率 76.25%，同减 3.96pct，回溯后 80.46%，基本与 19 年持平。公司 2021 年 Q1 归母净利润上升 45.83%至 0.79 亿元，归母净利率 15.49%，同降 1.43pct。毛利率 78.14%，同减 0.10pct。

图 5：2020 年归母净利率为 20.61%



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 6：2020 年毛利率（回溯后）达 80.46%



资料来源：Wind，天风证券研究所

7. 产品端

三大产品线齐头并进，重磅+新锐产品打造强劲产品线。①重磅产品持续突破：公司集中力度夯实“舒敏”产品作为核心产品线，巩固“薇诺娜舒敏特护霜”王牌单品地位；②潜

力产品持续迭代：持续突破科技创新，打造潜力产品“冻干面膜”；③新锐产品强势上线：探索高端双修赋活产品，推出新品双修精华，开创敏感肌抗老精华新领域。

贝泰妮将在选圈—破圈—再造圈过程中培育皮肤健康消费生态闭环，围绕中国皮肤健康生态内生+外延打造产业生态版图，预计 21/22 年净利润 8/12 亿元，持续推荐！

8. 风险提示

① 行业竞争加剧的风险

近年来，化妆品企业通过线上渠道实现的销售占比逐年提升，国际知名化妆品品牌也开始重视线上渠道的建设，并逐步加大了线上渠道的营销力度。相较于本土化妆品品牌，国际知名化妆品品牌依托强势的品牌地位及强大的资金实力，在市场竞争中占据一定优势。2020H1，公司线上渠道销售收入占比为 83.16%，线上销售渠道是公司实现销售收入最重要的销售渠道，若公司未能及时应对上述变化，将会对公司的销售收入增长产生不利影响，甚至可能导致公司的销售收入出现下滑，进而可能会对公司整体经营业绩产生不利影响。

② 获客成本快速增长的风险

公司获客成本支出主要分布于线上推广模式下的各平台店铺，主要包括天猫、京东、唯品会等主要电商平台店铺。公司 2017/2018/2019/2020H1 获客成本金额分别为 2333.62/5708.59/11718.85/9731.01 万元，获客费用率分别为 5.73%/8.46%/9.99%/14.66%，呈快速增长的趋势。随着潜在的网购用户增量趋于稳定，互联网流量红利效应逐渐减弱，主要头部电商平台的商家竞争日趋激烈，公域流量的获客边际效益有所下滑，导致公司报告期内获客成本快速增长。如果公司未来不能及时开拓低成本的获客渠道，制定高效的获客策略，不断开拓品牌私域流量池并提升客户的长期价值，同时各主要头部平台的营销推广收费标准出现较大不利调整，则可能导致公司的获客成本进一步提高，获客效率下降，进而对公司的经营业绩带来不利影响。

③ 税收优惠政策变动的风险

公司被认定为高新技术企业，享受高新技术企业所得税税收优惠，适用企业所得税税率为 15%，若公司因未能持续符合高新技术企业认定条件或者未能通过复审申请而不能继续享受国家对高新技术企业的相关税收政策，将会增加公司的税负，从而对公司的盈利情况造成不利影响。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	527.23	751.95	1,447.43	2,784.58	3,633.89	营业收入	1,943.75	2,636.49	3,924.94	5,455.27	7,288.25
应收票据及应收账款	112.14	186.80	309.70	38.42	426.66	营业成本	384.51	626.06	806.97	1,099.78	1,448.90
预付账款	13.53	29.35	32.28	46.84	57.87	营业税金及附加	34.94	46.06	62.80	93.55	122.97
存货	198.77	253.75	694.05	438.82	1,221.10	营业费用	843.35	1,107.13	1,719.91	2,394.87	3,338.02
其他	83.79	169.32	101.22	126.31	149.26	管理费用	136.79	168.65	227.65	316.41	349.84
流动资产合计	935.46	1,391.18	2,584.69	3,434.97	5,488.77	研发费用	54.11	63.44	117.75	163.66	218.65
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	(1.45)	(0.88)	(1.16)	(3.20)	(5.00)
固定资产	59.40	68.55	103.86	152.25	195.48	资产减值损失	(12.52)	(9.11)	(4.03)	(8.55)	(7.23)
在建工程	2.02	40.75	60.45	84.27	80.56	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	45.82	55.16	51.53	47.90	44.27	投资净收益	0.15	3.13	1.21	1.21	1.21
其他	41.15	46.24	27.90	20.85	21.61	其他	1.79	(17.69)	(2.42)	(2.42)	(2.42)
非流动资产合计	148.38	210.69	243.75	305.27	341.92	营业利润	502.08	649.70	996.27	1,399.98	1,823.31
资产总计	1,083.84	1,601.87	2,828.43	3,740.23	5,830.70	营业外收入	0.62	0.71	0.68	0.67	0.69
短期借款	14.96	0.00	0.00	0.00	0.00	营业外支出	0.46	2.58	1.07	1.37	1.67
应付票据及应付账款	88.37	134.84	186.04	237.06	312.98	利润总额	502.24	647.84	995.87	1,399.28	1,822.33
其他	192.83	256.35	545.53	228.98	716.15	所得税	89.18	104.08	179.06	223.88	291.57
流动负债合计	296.16	391.19	731.57	466.05	1,029.12	净利润	413.06	543.75	816.82	1,175.40	1,530.76
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	1.12	0.25	3.27	2.80	3.49
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	411.95	543.51	813.55	1,172.59	1,527.27
其他	26.66	8.86	14.79	16.77	13.47	每股收益(元)	0.97	1.28	1.92	2.77	3.61
非流动负债合计	26.66	8.86	14.79	16.77	13.47						
负债合计	322.82	400.05	746.36	482.82	1,042.60						
少数股东权益	4.72	2.81	5.92	8.67	12.09	主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
股本	360.00	360.00	423.60	423.60	423.60	成长能力					
资本公积	25.71	25.71	25.71	25.71	25.71	营业收入	56.69%	35.64%	48.87%	38.99%	33.60%
留存收益	396.30	839.00	1,652.55	2,825.15	4,352.41	营业利润	60.58%	29.40%	53.34%	40.52%	30.24%
其他	(25.71)	(25.71)	(25.71)	(25.71)	(25.71)	归属于母公司净利润	58.12%	31.94%	49.68%	44.13%	30.25%
股东权益合计	761.02	1,201.82	2,082.07	3,257.42	4,788.10	获利能力					
负债和股东权益总计	1,083.84	1,601.87	2,828.43	3,740.23	5,830.70	毛利率	80.22%	76.25%	79.44%	79.84%	80.12%
						净利率	21.19%	20.61%	20.73%	21.49%	20.96%
						ROE	54.47%	45.33%	39.19%	36.09%	31.98%
						ROIC	242.95%	262.33%	202.21%	193.38%	337.93%
						偿债能力					
现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E	资产负债率	29.78%	24.97%	26.39%	12.91%	17.88%
净利润	413.06	543.75	813.55	1,172.59	1,527.27	净负债率	-67.31%	-62.57%	-69.52%	-85.48%	-75.89%
折旧摊销	20.60	24.88	8.61	11.42	14.11	流动比率	3.16	3.56	3.53	7.37	5.33
财务费用	0.03	1.33	(1.16)	(3.20)	(5.00)	速动比率	2.49	2.91	2.58	6.43	4.15
投资损失	(0.15)	(3.13)	(1.21)	(1.21)	(1.21)	营运能力					
营运资金变动	73.09	(207.73)	(133.39)	230.38	(645.48)	应收账款周转率	16.92	17.64	15.81	31.34	31.34
其它	8.29	71.92	3.27	2.80	3.49	存货周转率	8.48	11.65	8.28	9.63	8.78
经营活动现金流	514.92	431.03	689.67	1,412.79	893.17	总资产周转率	2.10	1.96	1.77	1.66	1.52
资本支出	23.29	88.77	54.07	78.02	53.30	每股指标(元)					
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.97	1.28	1.92	2.77	3.61
其他	(84.15)	(175.09)	(112.86)	(156.81)	(102.09)	每股经营现金流	1.22	1.02	1.63	3.34	2.11
投资活动现金流	(60.86)	(86.32)	(58.79)	(78.79)	(48.79)	每股净资产	1.79	2.83	4.90	7.67	11.27
债权融资	14.96	0.00	0.00	0.00	0.00	估值比率					
股权融资	289.25	0.88	64.76	3.20	5.00	市盈率	244.41	185.25	123.76	85.87	65.93
其他	(482.18)	(121.93)	(0.16)	(0.05)	(0.08)	市净率	133.13	83.97	48.50	30.99	21.08
筹资活动现金流	(177.98)	(121.05)	64.60	3.15	4.92	EV/EBITDA	0.00	0.00	98.85	69.51	52.96
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	0.00	0.00	99.70	70.08	53.37
现金净增加额	276.09	223.66	695.48	1,337.15	849.31						

资料来源:公司公告, 天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com