

2021H1 中报点评：归母净利同增 65%+，新规下
功能性护肤赛道壁垒持续加深
买入（维持）

2021 年 08 月 10 日

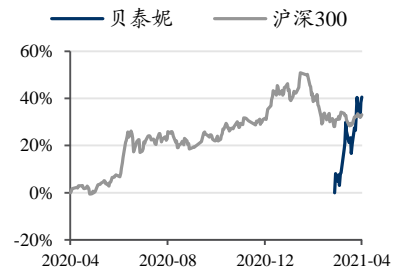
证券分析师 吴劲草
执业证号：S0600520090006
wujc@dwzq.com.cn
证券分析师 张家璇
执业证号：S0600520120002
zhangjx@dwzq.com.cn
证券分析师 汤军
执业证号：S0600517050001
tangj@dwzq.com.cn

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)	171	114	81	60

投资要点

- **2021H1 营收同增约 50%，归母净利同增 65%+。**公司发布 2021 年半年报。2021H1 年实现营收 14.12 亿元 (+49.9%，均为同比)，归母净利 2.65 亿元 (+65.3%)，扣非归母净利 2.53 亿元 (+68.5%)，营收符合我们预期，业绩增速超出我们预期。2021Q2 实现营收 9.04 亿元 (+45.1%)，归母净利 1.86 亿元 (+75.1%)，扣非归母净利 1.76 亿元 (+71.9%)。
- **同口径下毛利率基本稳定，期间费用控制较好：**2021H1 公司毛利率为 77.19% (-4.77pct)，同口径毛利率约为 81.62%，较去年同期基本保持稳定。2021H1 公司销售/管理/研发/财务费用率分别同比变化-5.31pct/-2.14pct/+0.40pct/-0.44pct。销售费用率同比下降，我们预计与新口径下仓储物流费用重分类有关；管理费用率同比下降，我们预计主要系人员费用率和业务招待费率有所下降。2021H1 公司净利率为 18.78%，同比增加 1.77pct。
- **线上增速持续较快，线下低基数下同增 90%+：分渠道看，**2021H1 线上/线下分别实现营收 11/3 亿元，主营业务收入占比分别为 78.5%/21.5%，线下占比提升 4.8pct。(1) **线上：**实现营收 11 亿元 (+41.3%)，其中自营 7.73 亿元 (+35.2%)，代销经销 3.27 亿元 (+58.3%)。(2) **线下：**实现营收 3.02 亿元 (+91.5%)，其中自营 20.4 万元 (-81.3%)，代销经销 3.02 亿元 (+92.7%)。线下去年受疫情影响相对较大，相对低基数下增速更快。**分品类看，**护肤/彩妆/医疗器械分别实现营收 12.57/0.22/1.23 亿元，分别同增 49.7%/20.6%/56.9%，主营业务收入占比分别为 89.6%/1.6%/8.8%。
- **国际化和多品牌布局持续落地，化妆品新规利好功效性龙头。**2021 年 6 月，公司公告启动赴港上市，利于推动品牌国际影响力的增强和多品牌矩阵的构建，分别定位婴儿护肤的 Winona Baby 和医美术后修复的 Beauty Answers 也以独立团队加快产品梳理和渠道铺设。另外，2021 年 8 月，《化妆品生产经营监督管理办法》出台，推动贯彻落实 2020 年 6 月推出的《化妆品监督管理条例》，新规对功效性产品的审批较为严格，宣称新功效的产品必须通过人体功效评价试验，提升功效性品牌进入壁垒，利好已有的功效性护肤龙头。
- **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。我们维持 2021-23 年归母净利润预测 8.15、11.42、15.36 亿元，同增 50.0%、40.2%、34.4%，当前市值对应 PE 为 114x、81x、60x，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。

股价走势



市场数据

收盘价(元) 218.77
一年最低/最高价 156.95/289.35
市净率(倍) 23.34
流通 A 股市值(百万元) 11756.35

基础数据

每股净资产(元) 9.81
资产负债率(%) 12.12
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
流动资产	1,391	5,113	6,095	7,558	营业收入	2,636	3,891	5,364	7,144
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
非流动资产	211	263	313	367	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	营业利润	650	976	1,366	1,836
资产总计	1,602	5,376	6,407	7,925	加:营业外净收支	-2	-1	-1	-2
流动负债	391	499	548	755	利润总额	648	975	1,364	1,834
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	归属母公司净利润	544	815	1,142	1,536
非流动负债	9	9	9	9	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	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
负债合计	400	508	557	763	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
	1,199	4,862	5,842	7,149	发行在外股份(百万 股)	360	424	424	424
归属母公司股东权益					ROIC(%)	120.2%	83.6%	121.5%	113.7%
负债和股东权益	1,602	5,376	6,407	7,925	ROE(%)	45.2%	16.8%	19.6%	21.5%
						76.3%	76.2%	76.2%	76.2%
					毛利率(%)				
现金流量表 (百万 元)	2020A	2021E	2022E	2023E	销售净利率(%)	20.6%	20.9%	21.3%	21.5%
经营活动现金流	431	372	1,211	1,146	资产负债率(%)	25.0%	9.4%	8.7%	9.6%
投资活动现金流	-86	-73	-77	-83	收入增长率(%)	35.6%	47.6%	37.9%	33.2%
筹资活动现金流	-121	2,874	-103	-149	净利润增长率(%)	31.9%	50.0%	40.2%	34.4%
现金净增加额	224	3,173	1,031	914	P/E	170.51	113.68	81.12	60.34
折旧和摊销	25	23	30	32	P/B	77.29	19.06	15.86	12.96
资本开支	89	53	49	54	EV/EBITDA	139.78	93.33	67.17	49.40
营运资本变动	-148	-441	98	-343					

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>