



买入(维持)

所属行业: 商业贸易
当前价格(元): 218.77

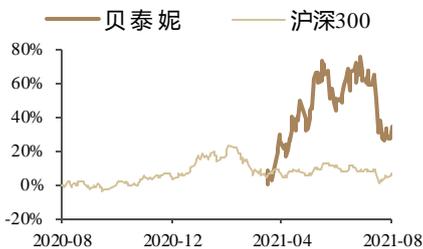
证券分析师

郑澄怀
资格编号: S0120521050001
邮箱: dengch@tebon.com.cn

研究助理

易丁依
邮箱: yidy@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-16.50	-5.99	2.40
相对涨幅(%)	-15.98	-2.30	1.46

资料来源: 德邦研究所, 聚源数据

相关研究

1. 《贝泰妮(300957.SZ): 敏感肌龙头, 迎来黄金时代》, 2021.6.17

中报业绩+65%超预期, 打造敏感肌护肤龙头

贝泰妮(300957) 2021H1 中报点评

投资要点

- **公司发布 2021 年中报, 盈利增速超预期。**2021H1 实现收入 14.12 亿元/yoy+49.94%, 归母净利润 2.65 亿元/yoy+65.28%, 扣非后的归母净利润为 2.53 亿元/yoy+68.46%; 分季度来看, 在去年同期基数逐步提升的基础上, 二季度实现 9.04 亿元收入, 同比增速 45.14%, 符合预期, 产品结构优化以及营销费用控制较好, 二季度实现 1.86 亿归母净利润, 同比增长 75.13%, 超市场预期。
- **产品端: 新品推出超预期, 坚守大单品战略。**(1) **结构方面, 医疗器械增速领先:** 护肤品 21H1 实现收入 12.57 亿元/yoy+49.66%, 修护膜及修护敷料为代表的医疗器械实现营收 1.23 亿元/yoy+56.91%, 在三大品类中增速领先, 营收占比提升至 8.71%, 械字号产品高毛利, 招股说明书披露公司拟投入 486.4 万元研发 III 类医疗器械, 项目已处于批文申报阶段, 未来将丰富医疗器械产品矩阵;(2) **平均售价均有所提高:** 护肤品/彩妆/医疗器械的平均售价分别较 2020H1 提升 6.06 元/9.27 元/13.38 元至 50.36 元/48.77 元/111.93 元, 提价趋势明显;(3) **新品推出效果超预期:** 2021 年 618 期间防晒乳预售超过 10 万套, 成为保湿特护霜之外的又一大单品, 冻干面膜及修护精华液推出效果良好, 新品的推出优化薇诺娜产品矩阵, 淘数据显示, 2021 年 1 月-7 月四大产品累计销售额占比达 32.09%, 并在 618 期间成为美妆国货新锐 No.1, 成为 top10 中的唯一国货, 人均购买频次为 1.62 次, 彰显薇诺娜的品牌力及消费者认可度。**未来将围绕敏感肌赛道, 打造敏感肌+美白、防晒、抗衰等功效, 推出不同系列产品, 实现多品类发展。**
- **渠道端: 线上线下全链条布局, 新兴渠道高速发展。**(1) **渠道布局战略兑现, 分销渠道高增:** 线下分销 21H1 实现 3.02 亿元收入, 以 92.73% 的增速实现细分渠道领先, 公司由区域经销商转为毛利率更高的商业公司及直供客户, 借助九州通、国药控股等商业公司的广泛布局网点, 派驻 BA 提高服务水平实现精准营销;(2) **线上多渠道稳定增长:** 线上渠道 21H1 实现营收 11.0 亿元/yoy+41.22%, 占营收比重达 78.46%, 其中线上自营实现营收 7.73 亿元/yoy+35.04%, 线上分销实现营收 3.28 亿元/yoy+58.32%;(3) **自建平台维持高客单:** 薇诺娜专柜平台的平均消费金额为 735 元/单, 针对私域流量持续巩固客户;(4) **抖音、微信私域等新兴渠道已有成效:** 阿里系 21H1 实现 5.87 亿营收/yoy+29.78%, 唯品会实现营收 1.42 亿/yoy+37.11%, 均低于线上渠道 41.22% 的增速, 或由于公司开拓抖音新兴渠道以及微信私域渠道所致, 新兴渠道逐渐兑现, 飞瓜数据显示最近 30 天抖音小店直播销售额为 1474 万元, 在互联网成本提升背景下, 抖音及微信等渠道成为流量新蓝海, 贝泰妮率先布局可保障营收高增长。**未来公司在渠道端将坚守线下基本盘, 巩固线上传统渠道, 并向抖音等新渠道及私域流量拓展。**
- **盈利能力整体保持稳定, 期间费用率明显降低。**21H1 实现销售毛利率约 77.19%, 若按上年同期统计口径, 则对应毛利率为 81.62%, 整体保持稳定, 净利率同比提升 1.74pcts 至 17.03%, 期间费用率降低 7.47pcts 至 53.68%。管理费用率下降 2.13pcts 至 5.95%, 销售费用率由 20H1 的 50.45% 下降至 21H1 的 45.14%/yoy-5.30%, 主因会计准则变更后将仓储物流费重分类至营业成本, 该项占营收比重由 6.46% 下降至 1.22%/yoy-5.23%。营销端持续投入, 公司与舒淇合作加大品牌形象推广宣传, 通过举办“中国第二届敏感性皮肤高峰论坛”并颁布《敏感肌肤精准防护指南》, 提升品牌专业度, 天猫小黑盒新品发布会上邀请 200 位皮肤科专家及媒体, 扩大影响力。
- **库存周转天数下降, 营运能力逐步提升。**存货周转天数由 20H1 的 258.7 天下降至 21H1 的 157.4 天, 公司通过提前规划产能、储备通用部件, 调配供应资源, 精准应对大促高峰, 并推行供应链多维度库存指标评价体系, 持续提升存货周转率。



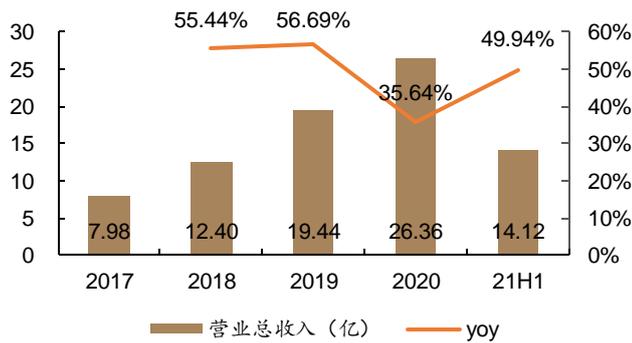
应收账款及应付账款周转率无明显改变，存货周转率变动促进净营业期由 20H1 的 141.1 天下降至 81.3 天，营运能力较好。公司销售规模快速增长，带来经营活动产生的现金流净额同比提升 289.67% 至 3.65 亿元。

- 在手现金充沛，公司拟港股 IPO，发力全球化。** 公司通过 A 股 IPO 募集资金 28.84 亿，拟将 15.34 亿元用于中央工厂建设、营销渠道及品牌建设、信息系统升级和补充营运资金，超募资金带来货币资金由 2020 年底的 7.52 亿元提升至 21H1 的 24.99 亿元，在手现金充沛。公司 6 月 16 日发布公告称，拟发行境外上市外资股 (H 股) 并在 H 股上市，董事会授权管理层启动 H 股上市的前期筹备工作，目前正与相关中介机构沟通相关事宜。我们认为此次赴港上市将带来两方面影响：(1) “A+H” 两地上市后，将提升贝泰妮在国际上的影响力；(2) 打通多渠道的融资平台，丰富在手资金，未来有望海外并购，推动多品牌矩阵布局。
- 投资建议：** 随着 Z 世代成为消费者主流，直播、抖音、微信私域等新渠道对消费者进行护肤教育及品牌营销，成分党崛起促进功能性护肤品高速增长，预计 2024 年市场规模将达 431 亿，对应 2019 年 CAGR 为 26.0%。三大因素成就贝泰妮行业龙头地位：(1) 渠道端：坚持线上线下全链条布局，实现协同发展；(2) 产品端：以研发为核心，大单品战略巩固品牌力；(3) 营销端：线上营销提升知名度，学术会议增加专业性。展望未来，公司在薇诺娜基础上衍生，初步形成 “1+4” 的品牌矩阵，实现中台的共享与赋能，预计未来子品牌有望快速发展；扎根敏感肌领域，以研发及渠道推广能力为支撑，向美白、抗衰、防晒等功效发展，进行全渠道推广，推出不同系列产品，实现多品类组合。预计 2021-2023 年营收分别为 38.6 亿/52.0 亿/67.2 亿，EPS 分别为 1.87 元/2.67 元/3.61 元，8 月 10 日收盘价对应 2021-2023 年的 PE 分别为 116.8X/81.8X/60.5X, PEG 分别为 2.83X/1.98X/1.47X, 维持 “买入” 评级。
- 风险提示：** (1) 行业景气度下降风险；(2) 行业竞争加剧风险；(3) 品牌集中风险；(4) 新品牌孵化不及预期风险。

股票数据		主要财务数据及预测					
		2019	2020	2021E	2022E	2023E	
总股本(百万股):	423.60	营业收入(百万元)	1,944	2,636	3,857	5,200	6,722
流通 A 股(百万股):	53.74	(+/-)YOY(%)	56.7%	35.6%	46.3%	34.8%	29.3%
52 周内股价区间(元):	162.55-284.50	净利润(百万元)	412	544	793	1,133	1,531
总市值(百万元):	92,670.97	(+/-)YOY(%)	58.1%	31.9%	45.9%	42.8%	35.1%
总资产(百万元):	4,744.65	全面摊薄 EPS(元)	0.97	1.28	1.87	2.67	3.61
每股净资产(元):	9.81	毛利率(%)	80.2%	76.3%	80.1%	80.3%	80.4%
资料来源: 公司公告		净资产收益率(%)	54.5%	45.3%	16.6%	20.4%	23.1%

资料来源: 公司年报 (2019-2020), 德邦研究所
 备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

图 1：2021H1 实现收入 14.12 亿元/yoy+49.94%，符合预期



资料来源：贝泰妮招股说明书、贝泰妮公告、德邦研究所

图 2：2021H1 归母净利润 2.65 亿元/yoy+65.28%，增速超预期



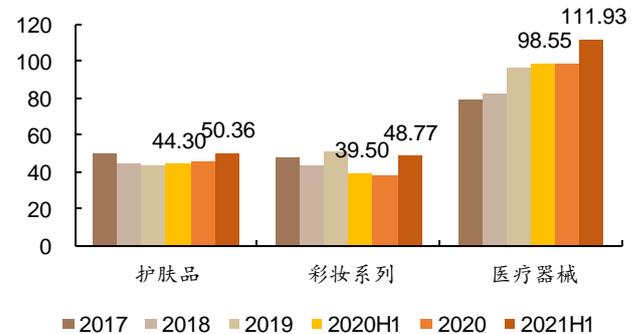
资料来源：贝泰妮招股说明书、贝泰妮公告、德邦研究所

图 3：三大品类中医疗器械增速领先（单位：亿）



资料来源：贝泰妮招股说明书、贝泰妮公告、德邦研究所

图 4：三大品类的平均售价有不同程度提升（单位：元）



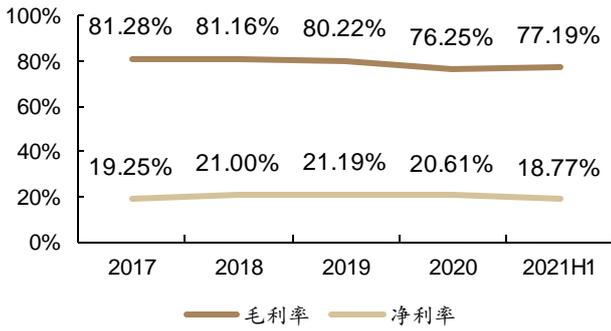
资料来源：贝泰妮招股说明书、贝泰妮公告、德邦研究所

表 1：贝泰妮 2017-2021H1 各渠道收入、同比增速及营收占比

	2017	2018	2019	2020	2021H1
线上自营 (万元)	36,303	62,816	107,484	165,827	77,295
同比增速 yoy (%)		73.03%	71.11%	54.28%	35.04%
营收占比 (%)	46.16%	51.08%	55.56%	63.28%	55.11%
线上分销 (万元)	12,535	25,363	40,884	51,353	32,750
同比增速 yoy (%)		102.35%	61.19%	25.61%	58.32%
营收占比 (%)	15.94%	20.63%	21.13%	19.60%	23.35%
线下自营 (万元)	1,423	755	312	248	20
同比增速 yoy (%)		-46.95%	-58.61%	-20.49%	-81.32%
营收占比 (%)	1.81%	0.61%	0.16%	0.09%	0.01%
线下分销 (万元)	28,390	34,039	44,764	44,630	30,192
同比增速 yoy (%)		19.90%	31.51%	-0.30%	92.73%
营收占比 (%)	36.10%	27.68%	23.14%	17.03%	21.53%

资料来源：公司招股说明书、公司公告、德邦研究所

图 5：盈利能力整体保持稳定



资料来源：贝泰妮招股说明书、贝泰妮公告、德邦研究所

图 6：销售费用率略有增长，管理费用率下降



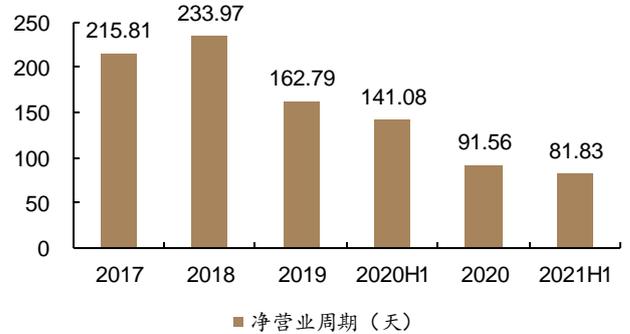
资料来源：贝泰妮招股说明书、贝泰妮公告、德邦研究所

图 7：存货周转天数下降至 21H1 的 157 天



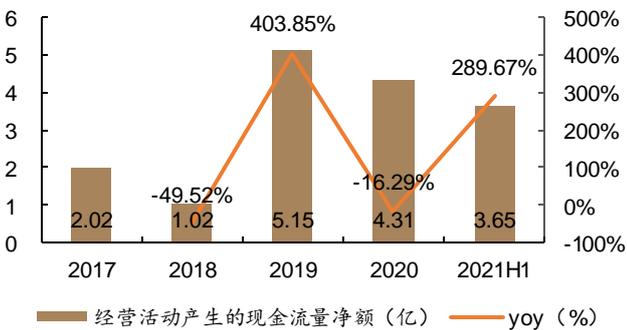
资料来源：贝泰妮招股说明书、贝泰妮公告、德邦研究所

图 8：净营业周期下降至 21H1 的 82 天，营运能力提升



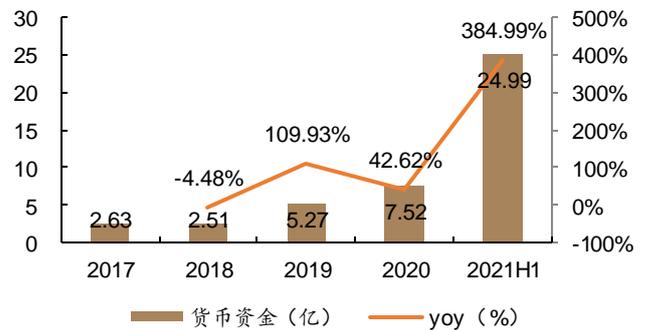
资料来源：贝泰妮招股说明书、贝泰妮公告、德邦研究所

图 9：经营活动现金流快速增长



资料来源：贝泰妮招股说明书、贝泰妮公告、德邦研究所

图 10：货币资金充沛，21H1 高速增长



资料来源：贝泰妮招股说明书、贝泰妮公告、德邦研究所

财务报表分析和预测

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标(元)				
每股收益	1.28	1.87	2.67	3.61
每股净资产	2.83	11.25	13.13	15.65
每股经营现金流	1.02	1.94	2.61	3.51
每股股利	0.45	0.55	0.80	1.09
价值评估(倍)				
P/E	170.51	116.84	81.79	60.55
P/B	77.29	19.44	16.67	13.98
P/S	33.59	27.02	20.04	15.50
EV/EBITDA	143.10	113.67	79.54	58.80
股息率%	0.2%	0.2%	0.3%	0.4%
盈利能力指标(%)				
毛利率	76.3%	80.1%	80.3%	80.4%
净利润率	20.6%	20.6%	21.8%	22.8%
净资产收益率	45.3%	16.6%	20.4%	23.1%
资产回报率	33.9%	15.0%	18.2%	20.5%
投资回报率	43.7%	15.8%	19.4%	22.0%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	35.6%	46.3%	34.8%	29.3%
EBIT 增长率	27.6%	44.7%	43.2%	34.8%
净利润增长率	31.9%	45.9%	42.8%	35.1%
偿债能力指标				
资产负债率	25.0%	9.8%	10.7%	11.1%
流动比率	3.6	9.8	8.9	8.6
速动比率	2.8	9.2	8.3	7.9
现金比率	1.9	8.3	7.5	7.1
经营效率指标				
应收帐款周转天数	25.9	25.9	24.3	25.3
存货周转天数	147.9	130.0	140.0	135.0
总资产周转率	1.6	0.7	0.8	0.9
固定资产周转率	38.5	37.2	39.2	41.9

现金流量表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	544	793	1,133	1,531
少数股东损益	0	1	1	2
非现金支出	39	29	31	32
非经营收益	-5	-2	-3	-5
营运资金变动	-148	-1	-57	-72
经营活动现金流	431	820	1,105	1,486
资产	-89	-100	-93	-90
投资	0	0	0	0
其他	3	2	3	5
投资活动现金流	-86	-98	-90	-85
债权募资	37	0	0	0
股权募资	0	64	0	0
其他	-158	2,712	-340	-460
融资活动现金流	-121	2,775	-340	-460
现金净流量	224	3,497	675	942

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 8 月 10 日
 资料来源：公司年报 (2019-2020)，德邦研究所

利润表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	2,636	3,857	5,200	6,722
营业成本	626	769	1,026	1,317
毛利率%	76.3%	80.1%	80.3%	80.4%
营业税金及附加	46	73	94	122
营业税金率%	1.7%	1.9%	1.8%	1.8%
营业费用	1,107	1,736	2,288	2,890
营业费用率%	42.0%	45.0%	44.0%	43.0%
管理费用	169	259	341	446
管理费用率%	6.4%	6.7%	6.6%	6.6%
研发费用	63	116	156	202
研发费用率%	2.4%	3.0%	3.0%	3.0%
EBIT	625	904	1,295	1,745
财务费用	-1	0	0	0
财务费用率%	-0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
资产减值损失	-9	0	0	0
投资收益	3	2	3	5
营业利润	650	952	1,363	1,835
营业外收支	-2	0	0	0
利润总额	648	952	1,363	1,835
EBITDA	650	933	1,325	1,777
所得税	104	158	229	303
有效所得税率%	16.1%	16.6%	16.8%	16.5%
少数股东损益	0	1	1	2
归属母公司所有者净利润	544	793	1,133	1,531

资产负债表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	752	4,249	4,924	5,866
应收账款及应收票据	187	273	346	467
存货	254	274	394	487
其它流动资产	199	213	227	248
流动资产合计	1,391	5,010	5,891	7,067
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	69	104	133	161
在建工程	41	61	81	101
无形资产	55	71	85	95
非流动资产合计	211	282	344	402
资产总计	1,602	5,291	6,235	7,470
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	135	179	222	278
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	256	333	439	545
流动负债合计	391	512	661	824
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	9	9	9	9
非流动负债合计	9	9	9	9
负债总计	400	520	670	832
实收资本	360	424	424	424
普通股股东权益	1,199	4,767	5,560	6,631
少数股东权益	3	4	5	6
负债和所有者权益合计	1,602	5,291	6,235	7,470

信息披露

分析师与研究助理简介

郑澄怀，德邦证券研究所商贸零售&社会服务首席分析师，伦敦政治经济学院金融学，杜伦大学计算机学双硕士，曾任安信证券商社团队高级分析师。2020年新财富商社第六名&最具潜力奖核心成员，第二届新浪金麒麟新锐分析师第一名核心成员。2021年加入德邦证券研究所。擅长消费产业趋势分析及公司和行业的深度基本面研究，核心覆盖：免税、医美、化妆品、植发、月子中心、酒店、人力资源、餐饮、茶饮、旅游、零售等多个板块。

易丁依，德邦证券研究所商贸零售&社会服务助理研究员，上海财经大学金融硕士，擅长基本面研究、行业趋势分析及大数据研究，2021年加入德邦证券研究所商社团队，核心覆盖化妆品、植发、景区等领域。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准：	类别	评级	说明
以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现20%以上；
		增持	相对强于市场表现5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。在任何情况下，本公司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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦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。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。