

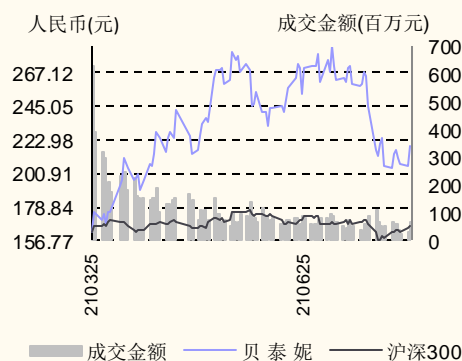
贝泰妮 (300957.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 218.77 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	4.24
已上市流通 A 股(亿股)	0.54
总市值(亿元)	926.71
年内股价最高最低(元)	284.50/162.55
沪深 300 指数	5043
创业板指	3469



相关报告

- 1.《业绩靓丽，功效性护肤品龙头高增长确定性-贝泰妮 20 年及 1Q...》，2021.4.30
- 2.《敏感肌护肤品牌专家，高景气细分赛道龙头-贝泰妮深度报告》，2021.3.27
- 3.《敏感肌专业护肤品，各渠道共同发力-贝泰妮深度报告》，2021.2.24

罗晓婷 分析师 SAC 执业编号: S1130520120001
luoxiaoting@gjzq.com.cn

业绩超预期，功效护肤龙头高成长持续性强

公司基本情况 (人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,944	2,636	3,793	5,187	6,922
营业收入增长率	56.69%	35.64%	43.85%	36.77%	33.44%
归母净利润(百万元)	412	544	802	1,113	1,473
归母净利润增长率	58.12%	31.94%	47.60%	38.68%	32.44%
摊薄每股收益(元)	0.97	1.28	1.89	2.63	3.48
每股经营性现金流净额	1.36	1.13	2.19	2.89	3.84
ROE(归属母公司)(摊薄)	54.47%	45.33%	47.74%	47.39%	45.59%
P/E	224.96	170.51	116	83	63
P/B	104.14	65.69	55.15	39.47	28.67

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 8.10 公司公告 1H21 营收 14.11 亿元、同增 49.94%，归母净利 2.65 亿元、同增 65.28%，扣非归母净利 2.53 亿元、同增 68.46%，业绩超预期。
- 分季度: 1Q21~2Q21 营收增 59.32%/45.14%，净利增 45.83%/75.13%。其中 2Q21 收入增速环比略有放缓，主要为 1Q 线下低基数效应减弱，Q2 净利增速高于收入主要为上一年同期费用率高基数。

经营分析

- 线上多平台均快速发展、抖音发力贡献新增量: 21H1 线上占比 78%、同增 41%。其中，阿里系占 42%、增 30%，唯品会占 10%、同增 37%，微信及网上商城占 9%、同增 37%，抖音占 4% (据飞瓜，按抖音美妆平均退货率 20%推算)，推算京东+其他平台营收 1.8 亿元 (其中京东近 1 亿元、其他约 0.8 亿元)、占 13%、同增 40%。线下疫情后恢复增长靓丽、同增 92%。
- 主品牌/品类贡献主要业绩，新品牌持续孵化打造梯度矩阵式发展。21H1 护肤品占比 89%、同增 45%；主品牌贡献主要营收，薇诺娜宝贝营收近 2000 万 (完成 20 年全年水平)、预计下半年全渠道铺开、发展加速，全年预计营收 5000~6000 万；beauty answer 拓展进度相对较慢；筹划港股上市拟收购海外品牌，明年拟推出抗衰功效性护肤品牌，形成多品牌梯度矩阵式发展。
- 毛利率水平基本稳定，费用率降带动净利率水平提升。1H21 毛利率 81.62% (同口径调整，-0.34PCT)。销售费用率 45.14% (-5.30PCT)、管理费用率 5.95% (-2.13PCT) 主要为上一年疫情终端零售受影响、费用刚性；净利率 18.77% (+1.74PCT)，下半年“双 11”电商旺季促费用率进一步下降，全年净利率有望进一步提升。

投资建议

- 公司为本土功效护肤龙头，品牌产品/营销/渠道能力出色，未来充分获益行业高成长，多品牌深耕功效护肤领域发展动力足。7 月淘数据同降个位数，主要为上一年同期参与天猫超品日造成高基数、致月份波动，展望下半年有望继续高成长。21~23 年 EPS 为 1.89/2.63/3.48 元，对应 21 年 PE 83 倍，维持“买入”评级。

风险提示

- 行业竞争加剧、营销投放不及预期等。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	1,240	1,944	2,636	3,793	5,187	6,922	货币资金	244	511	752	1,093	1,563	2,227
增长率		56.7%	35.6%	43.9%	36.8%	33.4%	应收款项	123	186	336	337	461	615
主营业务成本	-234	-385	-626	-900	-1,214	-1,628	存货	260	199	254	370	499	669
%销售收入	18.8%	19.8%	23.7%	23.7%	23.4%	23.5%	其他流动资产	22	23	49	56	69	85
毛利	1,007	1,559	2,010	2,893	3,973	5,294	流动资产	649	919	1,391	1,856	2,591	3,596
%销售收入	81.2%	80.2%	76.3%	76.3%	76.6%	76.5%	%总资产	84.9%	84.8%	86.8%	86.4%	86.9%	88.2%
营业税金及附加	-26	-35	-46	-19	-26	-35	长期投资	0	0	0	0	0	0
%销售收入	2.1%	1.8%	1.7%	0.5%	0.5%	0.5%	固定资产	62	77	109	196	274	343
销售费用	-503	-843	-1,107	-1,612	-2,230	-2,976	%总资产	8.1%	7.1%	6.8%	9.1%	9.2%	8.4%
%销售收入	40.5%	43.4%	42.0%	42.5%	43.0%	43.0%	无形资产	44	68	76	98	118	138
管理费用	-123	-137	-169	-231	-311	-422	非流动资产	115	164	211	293	392	481
%销售收入	9.9%	7.0%	6.4%	6.1%	6.0%	6.1%	%总资产	15.1%	15.2%	13.2%	13.6%	13.1%	11.8%
研发费用	-46	-54	-63	-106	-124	-166	资产总计	764	1,084	1,602	2,149	2,983	4,077
%销售收入	3.7%	2.8%	2.4%	2.8%	2.4%	2.4%	短期借款	0	15	0	0	0	0
息税前利润 (EBIT)	309	490	625	925	1,281	1,694	应付款项	191	123	197	233	316	423
%销售收入	24.9%	25.2%	23.7%	24.4%	24.7%	24.5%	其他流动负债	113	158	194	222	304	405
财务费用	1	1	1	19	27	39	流动负债	304	296	391	455	620	829
%销售收入	-0.1%	-0.1%	0.0%	-0.5%	-0.5%	-0.6%	长期贷款	0	0	0	0	0	0
资产减值损失	10	14	15	0	0	0	其他长期负债	9	27	9	11	12	14
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	负债	313	323	400	466	632	843
投资收益	0	0	3	0	0	0	普通股股东权益	445	756	1,199	1,680	2,348	3,232
%税前利润	0.1%	0.0%	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%	其中：股本	49	360	360	424	424	424
营业利润	313	502	650	944	1,309	1,733	未分配利润	332	330	726	1,208	1,875	2,759
营业利润率	25.2%	25.8%	24.6%	24.9%	25.2%	25.0%	少数股东权益	6	5	3	3	3	3
营业外收支	1	0	-2	0	0	0	负债股东权益合计	764	1,084	1,602	2,149	2,983	4,077
税前利润	313	502	648	944	1,309	1,733	比率分析						
利润率	25.2%	25.8%	24.6%	24.9%	25.2%	25.0%		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
所得税	-50	-89	-104	-142	-196	-260	每股指标						
所得税率	16.0%	17.8%	16.1%	15.0%	15.0%	15.0%	每股收益	-	0.972	1.283	1.894	2.626	3.478
净利润	263	413	544	802	1,113	1,473	每股净资产	-	2.101	3.331	3.967	5.543	7.630
少数股东损益	2	1	0	0	0	0	每股经营现金净流	-	1.358	1.131	2.187	2.894	3.836
归属于母公司的净利润	261	412	544	802	1,113	1,473	每股股利	-	-	-	0.891	1.236	1.637
净利率	21.0%	21.2%	20.6%	21.2%	21.4%	21.3%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	58.53%	54.47%	45.33%	47.74%	47.39%	45.59%
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	总资产收益率	34.10%	38.01%	33.93%	37.33%	37.30%	36.14%
净利润	263	413	544	802	1,113	1,473	投入资本收益率	57.46%	51.94%	43.66%	46.69%	46.33%	44.52%
少数股东损益	2	1	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	3	8	16	19	29	38	主营业务收入增长率	55.44%	56.69%	35.64%	43.85%	36.77%	33.44%
非经营收益	-1	-3	-5	13	0	0	EBIT增长率	67.51%	58.78%	27.57%	47.89%	38.58%	32.24%
营运资金变动	-181	71	-148	-48	-99	-131	净利润增长率	69.58%	58.12%	31.94%	47.60%	38.68%	32.44%
经营活动现金净流	83	489	407	787	1,042	1,381	总资产增长率	52.23%	41.87%	47.80%	34.15%	38.81%	36.69%
资本开支	-32	-61	-89	-115	-128	-128	资产管理能力						
投资	3	0	0	-10	0	0	应收账款周转天数	23.4	20.3	20.7	20.0	20.0	20.0
其他	0	0	3	0	0	0	存货周转天数	293.4	217.7	131.9	150.0	150.0	150.0
投资活动现金净流	-29	-61	-86	-125	-127	-128	应付账款周转天数	79.6	73.0	59.8	60.0	60.0	60.0
股权募资	0	0	0	2,966	0	0	固定资产周转天数	16.1	11.2	9.5	12.0	12.2	11.2
债权募资	-43	15	-15	0	0	0	偿债能力						
其他	-42	-193	-106	-321	-445	-589	净负债/股东权益	-55.70%	-67.31%	-62.57%	-64.94%	-66.47%	-68.83%
筹资活动现金净流	-85	-178	-121	-321	-445	-589	EBIT利息保障倍数	-297.4	-338.2	-711.3	-48.4	-46.6	-43.2
现金净流量	-31	250	200	341	470	664	资产负债率	40.98%	29.78%	24.97%	21.68%	21.20%	20.67%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	5	17	51	62	114
增持	1	6	14	17	1
中性	0	0	0	1	1
减持	0	0	0	0	0
评分	1.17	1.26	1.22	1.24	1.03

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

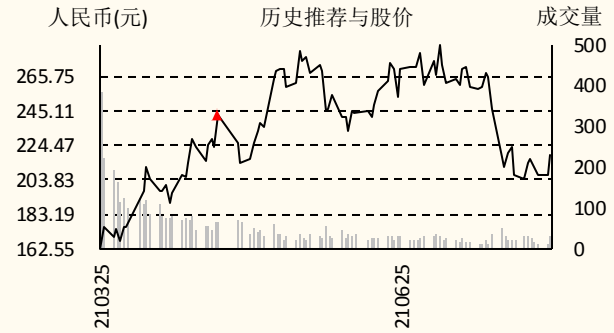
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2021-02-24	买入		N/A
2	2021-03-27	买入	175.97	200.00 ~ 220.00
3	2021-04-30	买入	224.10	N/A

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%；
 中性：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%；
 减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；非国金证券C3级以上（含C3级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402