

# 贝泰妮 (300957.SZ)

## 21H1 业绩超预期，线上线下全面发展

### 核心观点:

- **事件:** 公司发布 2021 半年报, 2021H1 实现营收 14.12 亿元, 同比+49.94%; 归母净利润 2.65 亿元, 同比+65.28%; 扣非后归母净利润 2.53 亿元, 同比+68.46%。其中 21Q2 单季实现收入 9.04 亿元, 同比+45.14%, 归母净利润 1.86 亿元, 同比+75.13%, 业绩表现优异。
- **毛利率保持稳定, 期间费用率有所下降。** (1) 公司 21H1 毛利率为 77.19%, 同比-4.77%, 其中 21Q2 毛利率为 76.65%, 同比-7.21pp; 若剔除新收入准则影响, 21H1 毛利率为 81.62%, 同比-0.34pp, 保持稳定。(2) 公司 21H1 期间费用率为 53.67%, 同比-7.49pp, 其中销售费用率和管理费用率同比降幅较大, 研发费用率同比有所提升。(3) 公司 21H1 净利率为 18.78%, 同比+1.77pp; 21Q2 单季度净利率为 20.58%, 同比+3.54pp, 盈利能力持续提升。
- **线上线下全面发展, 线下渠道强劲复苏。** 公司 2021H1 线上渠道实现收入 11.0 亿元, 同比+41.2%, 占主营业务收入比重为 78.5%; 其中线上自营 7.7 亿元, 同比+35.0%, 线上经销代销 3.3 亿元, 同比+58.3%。线下渠道实现收入 3.0 亿元, 同比+91.5%, 其中线下自营 20.4 万元, 同比-81.3%, 线下经销代销 3.0 亿元, 同比+92.7%。
- **盈利预测与投资建议:** 公司坚持“聚焦主品牌、拓展子品牌”的发展策略, 继续巩固薇诺娜舒敏系列在皮肤学级护肤品的龙头地位, 同时推出双修赋活精华、高保湿水泵霜等其他功效性新品。营销方面, 公司举办敏感肌高峰论坛、官宣舒淇担任品牌代言人, 今年 618 活动中薇诺娜蝉联天猫美妆国货新锐第一, 充分彰显品牌实力。预计公司 21-23 年实现归母净利润 8.0、11.2、14.7 亿元, 我们维持公司合理价值 265.0 元/股的观点不变, 维持“买入”评级。
- **风险提示。** 行业景气度下降; 产品质量安全问题; 品牌较为单一。

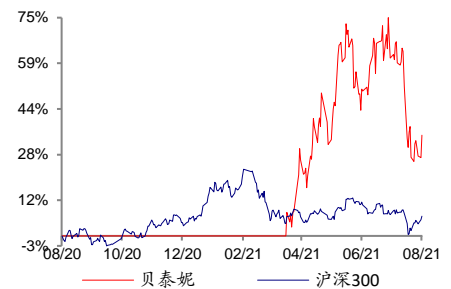
### 盈利预测:

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	1,944	2,636	3,825	5,333	6,828
增长率 (%)	56.7	35.6	45.1	39.4	28.0
EBITDA (百万元)	511	650	949	1,291	1,652
归母净利润 (百万元)	412	544	802	1,120	1,465
增长率 (%)	58.1	31.9	47.5	39.7	30.8
EPS (元/股)	1.14	1.51	1.89	2.64	3.46
市盈率 (P/E)	-	-	115.60	82.76	63.26
ROE (%)	54.5	45.3	16.0	18.3	19.3
EV/EBITDA	-	-	93.02	67.58	52.03

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级	买入
当前价格	218.77 元
合理价值	265.0 元
前次评级	买入
报告日期	2021-08-10

### 相对市场表现



### 分析师:

洪涛



SAC 执证号: S0260514050005

SFC CE No. BNV287



021-38003654



hongtao@gf.com.cn

### 分析师:

嵇文欣



SAC 执证号: S0260520050001

021-38003653



jiwenxin@gf.com.cn

请注意, 嵇文欣并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从事受监管活动。

### 相关研究:

贝泰妮 (300957.SZ): 筹备港股上市工作, 发力“并购+全球化” 2021-06-17

贝泰妮 (300957.SZ): 业绩高速增长, 加大研发投入丰富产品矩阵 2021-04-30

贝泰妮 (300957.SZ): 专业赛道高成长, 厚积薄发树标杆 2021-04-22

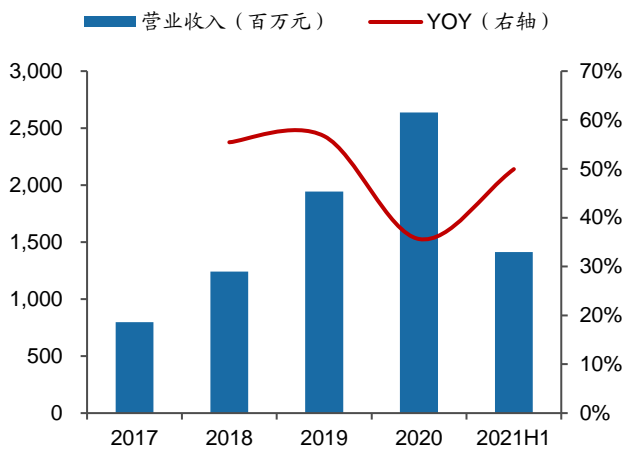
联系人: 王薇 021-38003648

gzwangw@gf.com.cn

## 一、业绩增速亮眼，线下渠道强劲复苏

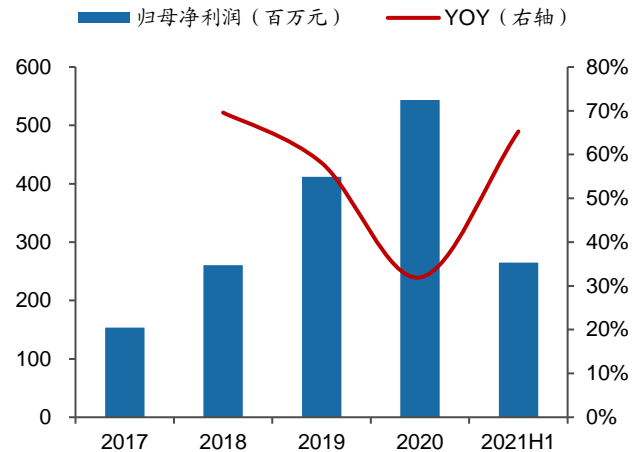
公司2021H1实现营收14.12亿元，同比增长49.94%；归母净利润2.65亿元，同比增长65.28%；扣非后归母净利润2.53亿元，同比增长68.46%。其中21Q2单季实现收入9.04亿元，同比增长45.14%；归母净利润1.86亿元，同比增长75.13%，二季度业绩表现超预期，整体经营情况优异。

图1：公司累计营收及增速



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图2：公司累计归母净利润及增速



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

**分产品看**，护肤品为公司核心主营和强势品类，2021H1护肤品业务实现营收12.57亿元，同比增长49.66%，占营收比重下降0.17pp至89.05%；彩妆实现营收0.22亿元，同比增长20.66%，占营收比重下降0.39pp至1.59%；医疗器械实现营收1.23亿元，同比增长56.91%，占营收比重上升0.39pp至8.71%。

**分渠道看**，公司销售以线上为主，2021H1线上实现收入11.0亿元，同比增长41.2%，占主营业务收入比重为78.5%；其中线上自营7.73亿元，同比增长35.0%，线上经销代销3.28亿元，同比增长58.3%。2021H1线下实现收入3.02亿，同比增长91.5%，占主营业务收入比重为21.5%；其中线下自营20.4万元，同比下降81.3%，线下经销代销3.02亿元，同比增长92.7%。

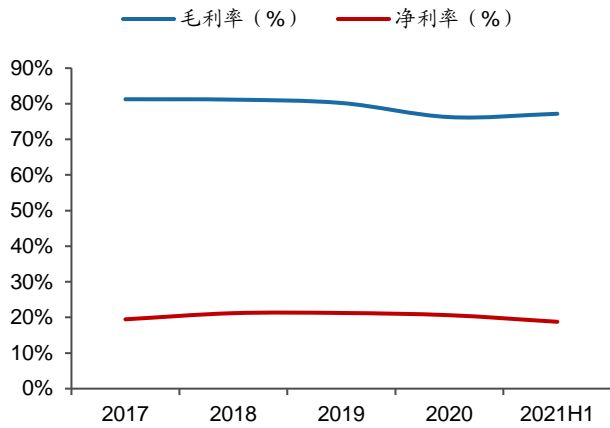
## 二、毛利率保持稳定，期间费用率有所下降

公司2021H1毛利率为77.19%，同比下降4.77%，其中21Q2毛利率为76.65%，同比下降7.21pp。若剔除新收入准则影响，21H1毛利率为81.62%，同比下降0.34pp，保持稳定。

公司21H1期间费用率为53.67%，同比下降7.49pp，波动较大主要受新收入准则影响。其中销售费用率为45.14%，同比下降5.31pp；管理费用率为5.95%，同比下降2.14pp；研发费用率为3.11%，同比上升0.4pp，若剔除新收入准则影响，预计

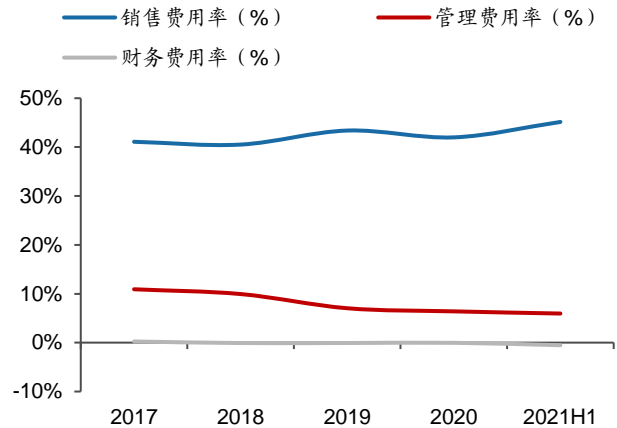
公司今年上半年销售费用率和管理费用率仍然同比有所下降。公司21H1净利率为18.78%，同比提升1.77pp；21Q2单季度净利率为20.58%，同比提升3.54pp，盈利能力进一步提升。

图3：公司毛利率净利率



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图4：公司三费率



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

### 三、积极开展新品营销，品牌破圈卓有成效

公司坚持“聚焦主品牌、拓展子品牌”的发展策略，2021年继续聚焦主品牌“薇诺娜”，巩固“舒敏”系列在皮肤学级护肤品的龙头地位，同时推出双修赋活精华、高保湿水泵霜等其他功效性新品。营销方面，公司举办敏感肌高峰论坛、官宣舒淇担任品牌代言人，推动品牌知名度持续提升，今年618活动中薇诺娜蝉联天猫美妆国货新锐第一，为天猫美妆类目TOP10中的唯一国货，充分彰显品牌实力。

图5：薇诺娜蝉联天猫美妆国货新锐NO.1



数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

图6：薇诺娜举办第二届敏感性皮肤高峰论坛



数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

预计公司21-23年归母净利润分别为8.0、11.2、14.7亿元，同比增长47.5%、39.7%、30.8%。公司业绩成长性高、品牌优势明显，我们维持公司合理价值265.0元/股的观点不变，维持“买入”评级。

#### 四、风险提示

1. 化妆品行业景气度下降;
2. 产品质量安全问题;
3. 品牌较为单一。

**资产负债表**

单位：百万元

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	<b>935</b>	<b>1,391</b>	<b>5,283</b>	<b>6,515</b>	<b>8,121</b>
货币资金	527	752	4,391	5,402	6,728
应收及预付	126	216	297	407	528
存货	199	254	421	527	680
其他流动资产	84	169	174	179	185
<b>非流动资产</b>	<b>148</b>	<b>211</b>	<b>318</b>	<b>405</b>	<b>477</b>
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	59	69	149	209	259
在建工程	2	41	56	71	81
无形资产	46	55	65	75	85
其他长期资产	41	46	48	50	52
<b>资产总计</b>	<b>1,084</b>	<b>1,602</b>	<b>5,600</b>	<b>6,920</b>	<b>8,597</b>
<b>流动负债</b>	<b>296</b>	<b>391</b>	<b>578</b>	<b>777</b>	<b>988</b>
短期借款	15	0	0	0	0
应付及预收	103	135	203	296	413
其他流动负债	178	256	374	481	575
<b>非流动负债</b>	<b>27</b>	<b>9</b>	<b>9</b>	<b>9</b>	<b>9</b>
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	27	9	9	9	9
<b>负债合计</b>	<b>323</b>	<b>400</b>	<b>586</b>	<b>786</b>	<b>997</b>
股本	360	360	424	424	424
资本公积	26	26	2,972	2,972	2,972
留存收益	371	813	1,615	2,735	4,200
归属母公司股东权益	756	1,199	5,011	6,131	7,596
少数股东权益	5	3	3	4	5
<b>负债和股东权益</b>	<b>1,084</b>	<b>1,602</b>	<b>5,600</b>	<b>6,920</b>	<b>8,597</b>

**现金流量表**

单位：百万元

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	<b>515</b>	<b>431</b>	<b>769</b>	<b>1,146</b>	<b>1,453</b>
净利润	413	544	802	1,120	1,466
折旧摊销	21	25	30	40	50
营运资金变动	71	-148	-116	-82	-108
其它	10	10	53	68	45
<b>投资活动现金流</b>	<b>-61</b>	<b>-86</b>	<b>-140</b>	<b>-135</b>	<b>-127</b>
资本支出	-61	-89	-135	-126	-121
投资变动	0	0	-5	-10	-10
其他	0	3	0	1	3
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-178</b>	<b>-121</b>	<b>3,010</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
银行借款	15	37	0	0	0
股权融资	0	0	64	0	0
其他	-193	-158	2,947	0	0
<b>现金净增加额</b>	<b>276</b>	<b>224</b>	<b>3,639</b>	<b>1,011</b>	<b>1,325</b>
期初现金余额	251	527	752	4,391	5,402
期末现金余额	527	751	4,391	5,402	6,728

**主要财务比率**

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入增长	56.7%	35.6%	45.1%	39.4%	28.0%
营业利润增长	60.6%	29.4%	47.1%	39.7%	30.8%
归母净利润增长	58.1%	31.9%	47.5%	39.7%	30.8%
<b>获利能力</b>					
毛利率	80.2%	76.3%	80.3%	80.3%	80.3%
净利率	21.3%	20.6%	21.0%	21.0%	21.5%
ROE	54.5%	45.3%	16.0%	18.3%	19.3%
ROIC	51.9%	43.7%	15.4%	17.1%	17.7%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	29.8%	25.0%	10.5%	11.4%	11.6%
净负债比率	42.4%	33.3%	11.7%	12.8%	13.1%
流动比率	3.16	3.56	9.15	8.39	8.22
速动比率	2.44	2.83	8.36	7.65	7.47
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.79	1.65	0.68	0.77	0.79
应收账款周转率	17.33	14.11	14.56	14.80	14.60
存货周转率	9.78	10.39	9.08	10.11	10.04
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益	1.14	1.51	1.89	2.64	3.46
每股经营现金流	1.43	1.20	1.82	2.71	3.43
每股净资产	2.10	3.33	11.83	14.47	17.93
<b>估值比率</b>					
P/E	-	-	115.60	82.76	63.26
P/B	-	-	18.49	15.12	12.20
EV/EBITDA	-	-	93.02	67.58	52.03

**利润表**

单位：百万元

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>1,944</b>	<b>2,636</b>	<b>3,825</b>	<b>5,333</b>	<b>6,828</b>
营业成本	385	626	752	1,052	1,347
营业税金及附加	35	46	65	91	117
销售费用	843	1,107	1,702	2,373	3,039
管理费用	137	169	287	427	546
研发费用	54	63	99	139	178
财务费用	-1	-1	-51	-98	-121
资产减值损失	-13	-9	-55	-70	-50
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	3	2	3	5
<b>营业利润</b>	<b>502</b>	<b>650</b>	<b>956</b>	<b>1,335</b>	<b>1,746</b>
营业外收支	0	-2	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>502</b>	<b>648</b>	<b>956</b>	<b>1,335</b>	<b>1,746</b>
所得税	89	104	154	214	281
<b>净利润</b>	<b>413</b>	<b>544</b>	<b>802</b>	<b>1,120</b>	<b>1,466</b>
少数股东损益	1	0	0	1	1
<b>归属母公司净利润</b>	<b>412</b>	<b>544</b>	<b>802</b>	<b>1,120</b>	<b>1,465</b>
EBITDA	511	650	949	1,291	1,652
EPS (元)	1.14	1.51	1.89	2.64	3.46

## 广发商贸零售行业研究小组

- 洪涛：首席分析师，浙江大学金融学硕士，2010年开始从事商贸零售行业研究，2014年加入广发证券发展研究中心，曾就职于华泰联合证券、平安证券。
- 嵇文欣：资深分析师，南京大学经济学硕士。曾任职于西南证券。2020年加入广发证券发展研究中心。
- 童若琰：研究助理，上海交通大学金融硕士，2019年加入广发证券发展研究中心。
- 包晗：英国伦敦玛丽女王大学财富管理硕士，2020年加入广发证券发展研究中心。
- 李靖：研究助理，美国西北大学项目管理硕士，2020年加入广发证券发展研究中心。
- 王薇：研究助理，武汉大学金融硕士，2021年加入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路26号广发证券大厦35楼	深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉北路429号泰康保险大厦37楼	香港德辅道中189号李宝椿大厦29及30楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部

分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。