

## 业绩增长亮眼，线上线下多渠道发力

买入 (维持)

——贝泰妮 (300957) 2021 年半年报点评

2021 年 08 月 11 日

### 报告关键要素:

2021 年 8 月 10 日，公司发布 2021 年半年报。

### 投资要点:

**业绩增长亮眼，Q2 收入利润环比大幅提升:** 2021H1，公司实现营收 14.12 亿元 (同比+49.94%)，归母净利润 2.65 亿元 (同比+65.28%)，扣非归母净利润 2.53 亿元 (同比+68.46%)。其中，Q2 实现营收同比+45.14%，环比+78.19%；归母净利润同比+75.13%，环比+137.20%。

**同口径下毛利率基本持平，净利率有所提升:** 2021H1，公司毛利率为 77.19% (若按照可比口径计算，则毛利率为 81.62%，与去年同期的 81.96% 基本持平)，净利率提升 1.77 个 pct 至 18.78%。销售/管理/研发/财务费用率分别为 45.14%/5.95%/3.11%/-0.53% (同比-5.31/-2.14/+0.40/-0.44 个 pct)，其中，销售费用率大幅下滑主因与销售商品相关的物流运输费用从销售费用重分类至营业成本所致，管理费用率下滑主因人员费用缩减。

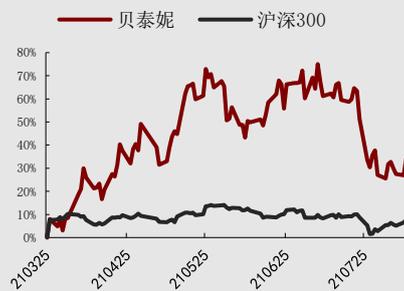
**线上多平台发力，线下收入大幅增长:** 1) **线上:** 2021H1，公司线上渠道实现收入 11.00 亿元，同比+41.22%，收入占比下滑 4.81 个 pct 至 77.95%，主因去年同期疫情致使线上基数较高。其中，线上自建平台收入同比+37% (占比 9%)，阿里系平台收入同比+30% (占比 42%)，唯品会收入同比+37% (占比 10%)，其余第三方平台收入同比+88% (占比 17%)。2) **线下:** 2021H1，公司线下渠道实现收入 3.02 亿元，同比大幅+91.53%，收入占比提升至 21.40%。

**护肤品与医疗器械收入高增，多品类均价上提:** 1) **护肤品:** 公司深耕功效护肤品赛道，旗下专注敏感肌护肤品牌薇诺娜在 2021 年 618 大促活动中蝉联天猫美妆国货新锐 No.1，天猫美妆类目 TOP10 中唯一国货。2021H1，公司护肤品收入 12.57 亿元 (同比+49.88%)，占比 89.05%，平均售价同比+13.68%，毛利率 76.20%；2) **医疗器械:** 公司生产经营的医疗器械主要包括透明质酸修护生物膜、透明质酸修护贴敷料等，主要应

### 基础数据

总股本 (百万股)	423.60
流通 A 股 (百万股)	53.74
收盘价 (元)	218.77
总市值 (亿元)	926.71
流通 A 股市值 (亿元)	117.56

### 个股相对沪深 300 指数表现



数据来源: 聚源, 万联证券研究所

### 相关研究

Q1 业绩超预期，品牌、品类、渠道拓展打开成长空间

专注敏感肌护理，医研结合的云南“国货之光”

### 分析师:

陈雯

执业证书编号: S0270519060001

电话: 18665372087

邮箱: chenwen@wlzq.com.cn

### 研究助理:

李滢

电话: 15521202580

邮箱: liying1@wlzq.com.cn

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	2636.49	3752.76	4948.96	6513.33
增长比率 (%)	36	42	32	32
净利润 (百万元)	543.51	806.26	1079.45	1419.34
增长比率 (%)	32	48	34	31
每股收益 (元)	1.28	1.90	2.55	3.35
市盈率 (倍)	144.88	114.94	85.85	65.29
市净率 (倍)	77.29	19.05	16.22	13.58

数据来源: 携宁科技云估值, 万联证券研究所

用于微创术后受损皮肤的保护和护理。在我国轻医美市场快速发展的背景下，术后皮肤修复和护理市场大有可为。2021H1，公司医疗器械实现收入 1.23 亿元(同比+56.91%)，占比 8.71%，平均售价同比+13.58%；

**3) 彩妆：**2021H1，公司彩妆收入 2243.09 万元(同比+20.63%)，占比 1.59%，平均售价同比+23.47%。

**盈利预测与投资建议：**公司作为敏感肌护肤龙头企业，近年来积极推进品牌建设和新品营销，业务持续实现亮眼增长。同时，公司拟赴港股上市，未来有望打开国际知名度以及推动国际化美妆集团布局。我们预计，公司 2021-2023 年 EPS 分别为 1.90/2.55/3.35 元/股，对应 2021 年 8 月 10 日收盘价的 PE 分别为 115/86/65 倍，维持“买入”评级。

**风险因素：**产品拓展不及预期、汇率大幅波动、竞争加剧风险。

利润表 (百万元)

	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>2636</b>	<b>3753</b>	<b>4949</b>	<b>6513</b>
%同比增速	36%	42%	32%	32%
营业成本	626	853	1111	1438
毛利	2010	2899	3838	5075
%营业收入	76%	77%	78%	78%
税金及附加	46	68	89	117
%营业收入	2%	2%	2%	2%
销售费用	1107	1576	2093	2768
%营业收入	42%	42%	42%	43%
管理费用	169	233	307	404
%营业收入	6%	6%	6%	6%
研发费用	63	113	148	195
%营业收入	2%	3%	3%	3%
财务费用	-1	-16	-30	-25
%营业收入	0%	0%	-1%	0%
资产减值损失	-9	-12	-10	-10
信用减值损失	-5	0	0	0
其他收益	35	47	63	83
投资收益	3	2	5	5
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>650</b>	<b>963</b>	<b>1288</b>	<b>1694</b>
%营业收入	25%	26%	26%	26%
营业外收支	-2	-1	-1	-1
<b>利润总额</b>	<b>648</b>	<b>962</b>	<b>1287</b>	<b>1693</b>
%营业收入	25%	26%	26%	26%
所得税费用	104	155	207	272
净利润	544	808	1081	1421
%营业收入	21%	22%	22%	22%
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>544</b>	<b>806</b>	<b>1079</b>	<b>1419</b>
%同比增速	32%	48%	34%	31%
少数股东损益	0	1	1	2
EPS (元/股)	1.28	1.90	2.55	3.35

基本指标

	2020A	2021E	2022E	2023E
EPS	1.28	1.90	2.55	3.35
BVPS	2.83	11.49	13.49	16.11
PE	144.88	114.94	85.85	65.29
PEG	0.00	2.38	2.53	2.07
PB	77.29	19.05	16.22	13.58
EV/EBITDA	-1.11	92.42	69.02	51.49
ROE	45%	17%	19%	21%
ROIC	45%	16%	18%	20%

资产负债表 (百万元)

	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	752	4459	5118	6058
交易性金融资产	0	0	0	0
应收票据及应收账款	187	258	334	446
存货	254	334	440	573
预付款项	29	38	49	64
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	169	182	258	338
流动资产合计	1391	5270	6200	7479
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	69	132	193	254
在建工程	41	61	91	116
无形资产	55	62	67	69
商誉	0	0	0	0
递延所得税资产	13	13	13	13
其他非流动资产	33	31	29	27
<b>资产总计</b>	<b>1602</b>	<b>5569</b>	<b>6594</b>	<b>7959</b>
短期借款	0	30	45	60
应付票据及应付账款	135	224	283	359
预收账款	0	38	49	65
合同负债	37	60	67	72
应付职工薪酬	77	131	153	209
应交税费	80	126	158	214
其他流动负债	63	112	154	200
流动负债合计	391	691	865	1118
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	0	0	0	0
其他非流动负债	9	9	9	9
<b>负债合计</b>	<b>400</b>	<b>700</b>	<b>874</b>	<b>1127</b>
归属于母公司的所有者权益	1199	4865	5715	6824
少数股东权益	3	4	5	7
<b>股东权益</b>	<b>1202</b>	<b>4870</b>	<b>5720</b>	<b>6831</b>
<b>负债及股东权益</b>	<b>1602</b>	<b>5569</b>	<b>6594</b>	<b>7959</b>

现金流量表 (百万元)

	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流净额</b>	<b>431</b>	<b>914</b>	<b>980</b>	<b>1336</b>
投资	0	0	0	0
资本性支出	-89	-51	-60	-56
其他	3	4	7	7
<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-86</b>	<b>-47</b>	<b>-54</b>	<b>-49</b>
债权融资	0	0	0	0
股权融资	0	3010	0	0
银行贷款增加(减少)	37	30	15	15
筹资成本	-104	-201	-282	-362
其他	-54	0	0	0
<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-121</b>	<b>2840</b>	<b>-267</b>	<b>-347</b>
<b>现金净流量</b>	<b>224</b>	<b>3707</b>	<b>660</b>	<b>940</b>

数据来源: 携宁科技云估值, 万联证券研究所

## 行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

## 公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

## 风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（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。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员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口头承诺均为无效。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

## 万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳福田区深南大道2007号金地中心

广州天河区珠江东路11号高德置地广场