

# 贝泰妮 (300957)

证券研究报告

2021年08月12日

## Q2 归母净利 yoy+75.13%超预期，品牌力塑造规模化优势

### 事件

公司发布 2021 年中报，2021H1 实现营收 14.12 亿元，yoy+49.94%，实现归母净利润 2.65 亿元，yoy+65.28%，实现扣非后归母净利润 2.53 亿元，yoy+68.46%；其中 2021Q2 营业收入 9.04 亿元，yoy+45.14%，归母净利润 1.86 亿元，yoy+75.13%，扣非后归母净利润 1.76 亿元。

### 点评

**收入端：**分渠道看，2021 年 H1：分渠道看，2021 年上半年①线上销售收入 11.0 亿元，同比增加 41.2%，占总营收 78.5%。其中线上自营收入 7.7 亿元，同比增加 35.0%，占主营业务比 55.11%；线上经销、代销收入 3.3 亿元，同比增加 58.3%，占主营业务比 23.35%。②线下销售收入 3.0 亿元，同比增加 91.5%，占总营收 21.54%。其中线下自营收入 0.002 亿元，同比减少 81.3%，占主营业务比 0.01%；线下经销、代销收入 3.0 亿元，同比增加 92.7%，占主营业务比例 21.53%。

**费用端：**2021H1 期间费用率为 53.68%，追溯调整后为 58.11%，同比下降 3.04pct；其中销售费用 6.37 亿元，主要系持续加大品牌形象推广宣传费用、人员费用以及电商渠道费用投入所致，销售费用率为 45.14%，追溯调增后为 49.57%，同比降低 0.87pct；管理费用为 0.84 亿元，管理费用率为 5.95%，同比降低 2.13pct；研发费用为 0.44 亿元，主要系上年同期受疫情影响较大，研发费用率为 3.11%，同比增加 0.4pct；财务费用为-0.075 亿元，主要系银行活期存款利息收入增加较多所致。

分季度看，公司 2021Q2 期间费用率为 51.13%，同比降低 11.02pct，其中管理费用率为 4.81%，同比下降 1.99pct；销售费用率为 44.71%，同比下降 8.39pct；财务费用率为-0.72%，同比下降 0.68pct；研发费用率为 2.33%，同比增加 0.05pct。

**利润端：**毛销差的提升和管理费用率的下降体现出品牌力带来的规模化效应，盈利能力持续提升。2021H1 公司归母净利润同增 65.28%至 2.65 亿元，归母净利率 18.77%，同比上升 1.74pct；其中 2021Q2 归母净利润同增 75.13%至 1.86 亿元，归母净利率 20.62%，同比上升 3.53pct。

**投资建议：**我们一直认为品牌力是护肤品行业的核心壁垒，只有品牌力才是占领心智最持久、最稳定、最具粘性和拥有最强溢价的。贝泰妮长期精准定位并深耕敏感性肌肤，深入洞察消费者需求，以医学为基底沉淀产品力提供安全保证，逐步树立针对敏感性肌肤产品的行业标杆。公司逐步打造品牌矩阵，新品薇诺娜 Baby 专注于专业婴幼儿护理，Beauty Answers 定位高端皮肤修护，未来将在选圈一破圈一再造圈过程中培育皮肤健康消费生态闭环，围绕中国皮肤健康生态内生+外延打造产业生态版图。

**盈利预测：**预计 21/22 年净利润 8.1/11.7 亿元，维持“买入”评级！

**风险提示：**行业竞争加剧、获客成本快速增长、税收优惠政策变动

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,943.75	2,636.49	3,924.94	5,455.27	7,288.25
增长率(%)	56.69	35.64	48.87	38.99	33.60
EBITDA(百万元)	568.58	714.58	1,003.72	1,408.20	1,832.42
净利润(百万元)	411.95	543.51	813.55	1,172.59	1,527.27
增长率(%)	58.12	31.94	49.68	44.13	30.25
EPS(元/股)	0.97	1.28	1.92	2.77	3.61
市盈率(P/E)	227.26	172.25	115.08	79.84	61.30
市净率(P/B)	123.79	78.08	47.26	31.51	22.39
市销率(P/S)	48.16	35.51	23.85	17.16	12.85
EV/EBITDA	0.00	0.00	91.90	64.69	49.43

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	化工/化学制品
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	221.01 元
目标价格	元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	423.60
流通 A 股股本(百万股)	53.74
A 股总市值(百万元)	93,619.84
流通 A 股市值(百万元)	11,876.73
每股净资产(元)	9.81
资产负债率(%)	12.12
一年内最高/最低(元)	289.35/157.21

### 作者

**刘章明** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110516060001  
liuzhangming@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

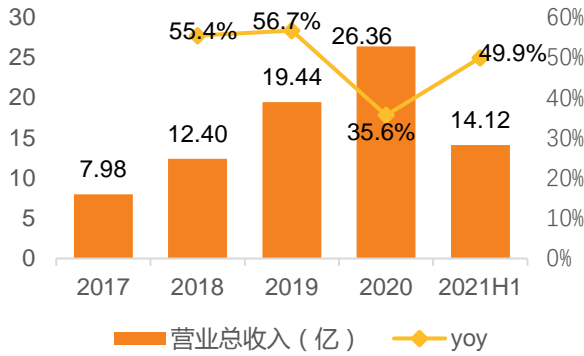
### 相关报告

- 1 《贝泰妮-季报点评:21Q1 营收净利润双超预期，产销研一体打造大健康产业集团》 2021-05-14
- 2 《贝泰妮-新股报告:卡位千亿黄金赛道，渠道营销研发三轮驱动铸就行业标杆》 2021-03-08

## 1. 事件

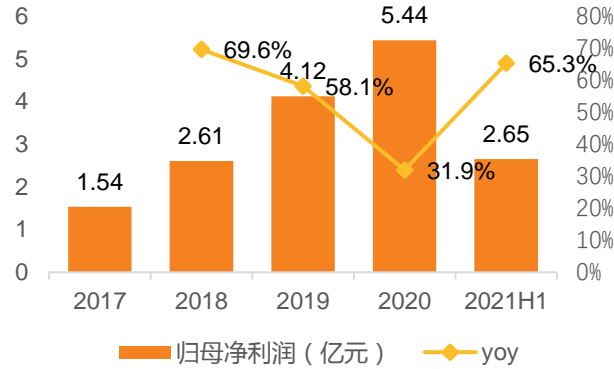
公司发布 2021 年中报，2021H1 实现营收 14.12 亿元，同比增长 49.9%，归母净利润 2.65 亿元，同比增长 65.3%，扣非后归母净利润 2.53 亿元，同比增长 68.5%；其中 2021Q2 营业收入 9.04 亿元，同比增长 45.1%，归母净利润 1.86 亿元，同比增长 75.1%，扣非后归母净利润 1.76 亿元。

图 1：2021H1 营收同比增长 49.9%



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：2021H1 归母净利润同比增长 65.3%



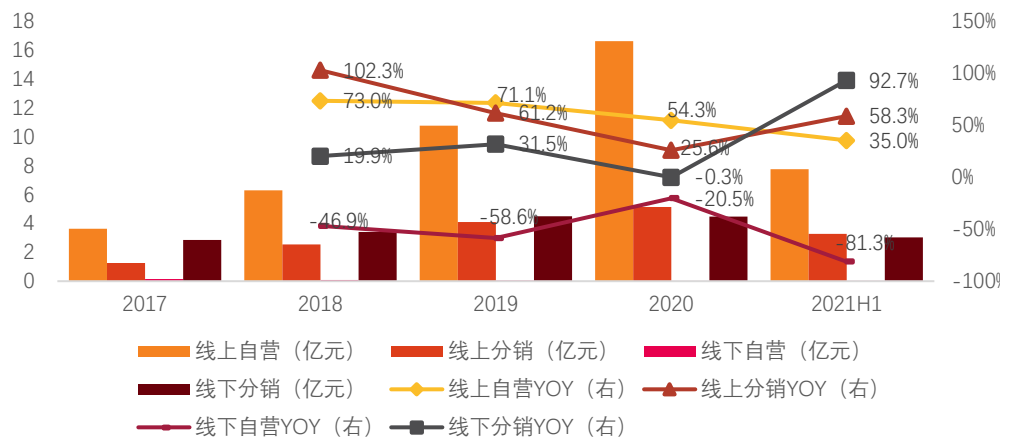
资料来源：Wind，天风证券研究所

## 2. 点评

### 2.1. 收入端

分渠道看，①2021H1 线上销售收入 11.0 亿元，同比增长 41.2%，占主营业务收入的 78.5%。其中线上自营收入 7.7 亿元，同比增长 35.0%，占主营业务收入的 55.11%；线上经销、代销收入 3.3 亿元，同比增长 58.3%，占主营业务收入的 23.35%。②2021H1 线下销售收入 3.0 亿元，同比增长 91.5%，占主营业务收入的 21.5%；其中线下经销、代销收入 3.0 亿元，同比增长 92.7%，占主营业务收入的 21.53%，相较于去年同期 21H1 线下占比提升 4.81pct，主要由于去年疫情基数较低导致。线上分销和线下分销占比分别提升 1.27pct 和 4.81pct；线上电商运营优势持续显现，淘系 yoy+29.78%，自建平台（微信小程序）yoy+36.66%，均保持快速增长。

图 3：2021H1 线上自营收入同比增长 35%

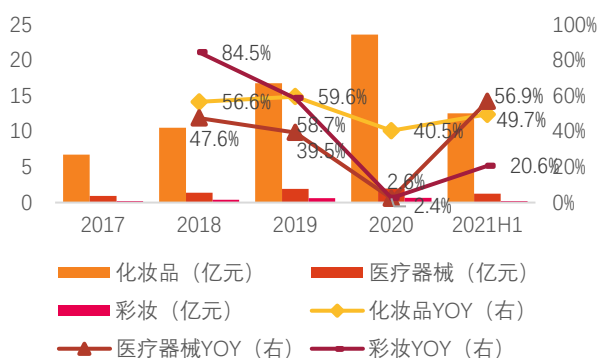


资料来源：Wind，天风证券研究所

分品类看，2021 年上半年化妆品销售收入 12.57 亿元，同比增长 49.7%，占主营收入的 89.05%，同比下降 0.6pct；医疗器械收入 1.23 亿元，同比增长 56.9%，占主营收入的 8.71%，同比上

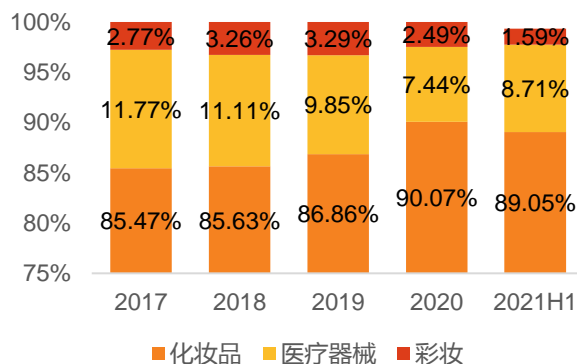
升 0.35pct；彩妆收入 0.22 亿元，同比增加 20.6%，占主营收入的 1.59%。

图 4：2021H1 化妆品同比增长 49.7%



资料来源：wind，天风证券研究所

图 5：2021H1 化妆品占比 89.05%

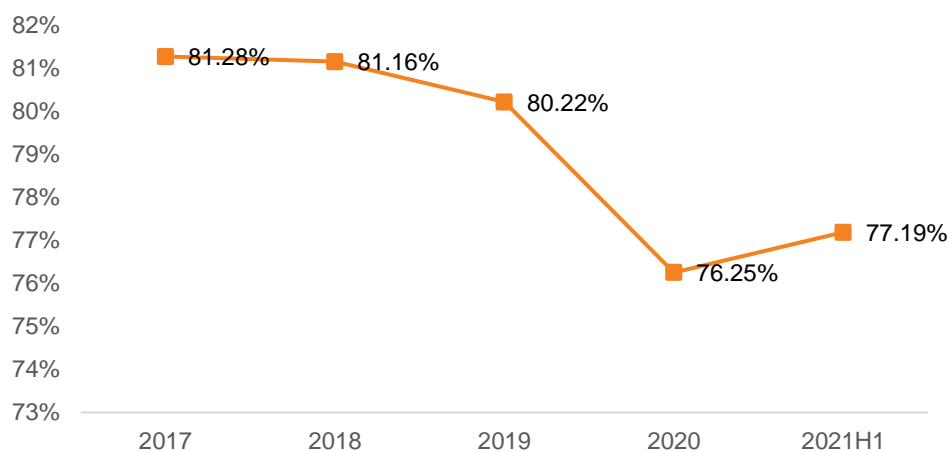


资料来源：wind，天风证券研究所

## 2.2. 成本端

2021H1 公司毛利率达 77.19%，同比降低 4.77pcts，按上年同期统计口径，2021H1 毛利率为 81.62%，毛利率总体保持稳定；其中 2021Q2 毛利率 76.65%，同比降低 7.21pcts，追溯调整后为 83.57%，同比下降 0.29pct，毛销差为 31.94%，同比提升 1pct+。

图 6：2021H1 毛利率为 77.19%

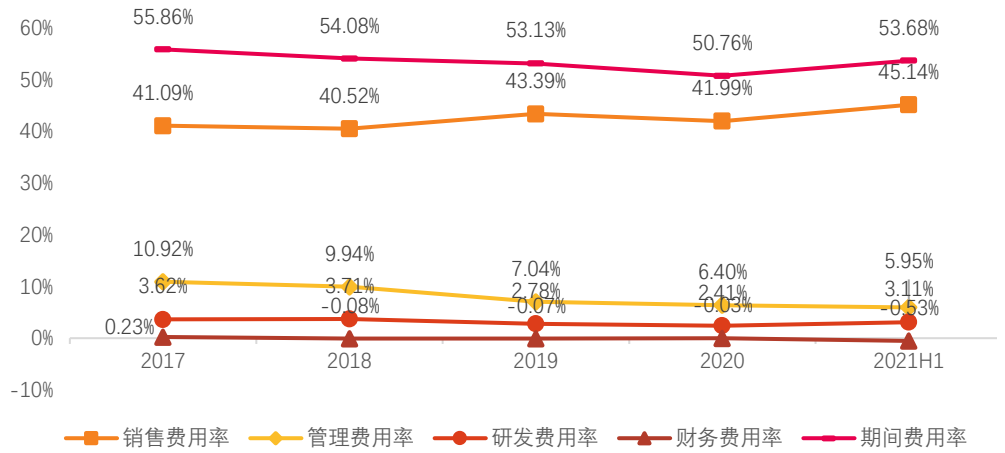


资料来源：Wind，天风证券研究所

## 2.3. 费用端

2021H1 期间费用率为 53.68%，追溯调整后为 58.11%，同比下降 3.04pct；其中销售费用 6.37 亿元，主要系持续加大品牌形象推广宣传费用、人员费用以及电商渠道费用投入所致，销售费用率为 45.14%，追溯调增后为 49.57%，同比降低 0.87pct；管理费用为 0.84 亿元，管理费用率为 5.95%，同比降低 2.13pct；研发费用为 0.44 亿元，主要系上年同期受疫情影响较大，研发费用率为 3.11%，同比增加 0.4pct；财务费用为 -0.075 亿元，主要系银行活期存款利息收入增加较多所致。

图 7：2021H1 期间费用率为 53.68%



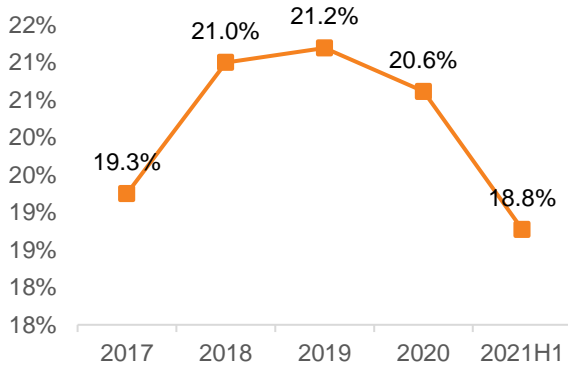
资料来源: Wind, 天风证券研究所

分季度看, 公司 2021Q2 期间费用率为 51.13%, 同比降低 11.02pct; 其中管理费用为 0.43 亿元, 同比增长 2.57%, 管理费用率为 4.81%, 同比下降 1.99pct; 销售费用为 4.04 亿元, 同比增长 22.21%, 销售费用率为 44.71%, 同比下降 8.39pct; 财务费用为 -0.07 亿元, 同比下降 770.42%, 财务费用率为 -0.72%, 同比下降 0.68pct; 研发费用为 0.21 亿元, 同比增长 48.1%, 研发费用率为 2.33%, 同比增加 0.05pct。

## 2.4. 利润端

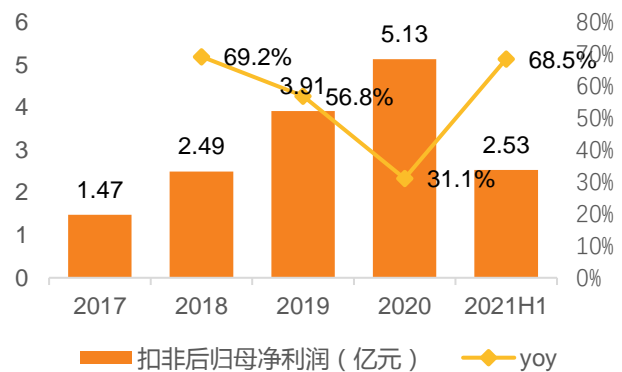
2021H1 公司归母净利润同比增长 65.3%至 2.65 亿元, 归母净利率 18.8%, 同比增加 1.7pct; 2021 年第二季度归母净利润同比增长 75.1%至 1.86 亿元, 归母净利率 20.62%, 同比增加 3.53pct。分季度看, 2020Q1 至 2021Q2 归母净利率分别为 16.92%/17.09%/11.31%/27.14%/15.49%/20.62%。

图 8: 2021H1 归母净利率为 18.8%



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 9: 2021H1 扣非后归母净利润达 2.53 亿元



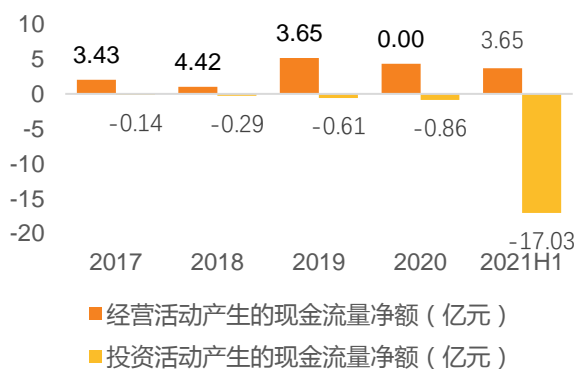
资料来源: Wind, 天风证券研究所

## 2.5. 现金流

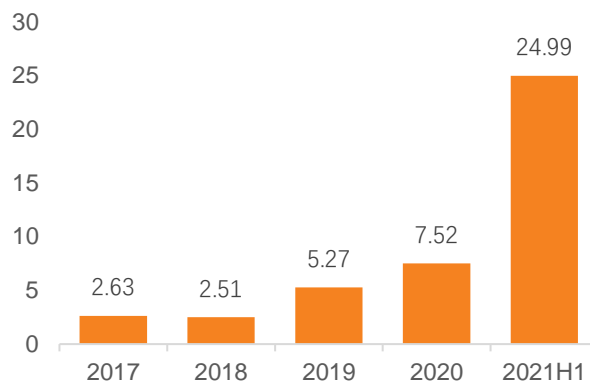
2021H1 公司经营活动产生的现金流量净额 3.65 亿元, 同比增加 2.71 亿元, 同比增长 289.7%, 主要系报告期内公司销售规模快速增长带来的现金流入增加所致; 分季度看, 2021Q2 公司经营活动产生的现金流量净额为 3.14 亿元, 同比增加 1.56 亿元, 同比增长 98.9%。公司投资活动产生的现金流金额 -17.03 亿元, 同比减少 16.74 亿元, 主要系公司支付的银行理财产品投资本金较上年同期增加较多以及公司对中央工厂新基地建设项目持续投资的综合影响所致。

图 10: 2021H1 经营活动产生的现金流净额 3.65 亿元

图 11: 2021H1 货币资金 24.99 亿元



资料来源: Wind, 天风证券研究所



资料来源: Wind, 天风证券研究所

### 3. 投资建议

**投资建议:** 我们一直认为品牌力是护肤品行业的核心壁垒, 只有品牌力才是占领心智最持久、最稳定、最具粘性和拥有最强溢价的。贝泰妮长期精准定位并深耕敏感性肌肤, 深入洞察消费者需求, 以医学为基底沉淀产品力提供安全保证, 逐步树立针对敏感性肌肤产品的行业标杆。公司逐步打造品牌矩阵, 新品薇诺娜 Baby 专注于专业婴幼儿护理, Beauty Answers 定位高端皮肤修护, 未来将在选圈—破圈—再造圈过程中培育皮肤健康消费生态闭环, 围绕中国皮肤健康生态内生+外延打造产业生态版图。

**盈利预测:** 预计 21/22 年净利润 8.1/11.7 亿元, 维持“买入”评级。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	527.23	751.95	1,352.32	2,506.69	3,038.58
应收票据及应收账款	112.14	186.80	309.70	38.42	426.66
预付账款	13.53	29.35	32.28	46.84	57.87
存货	198.77	253.75	694.05	438.82	1,221.10
其他	83.79	169.32	101.22	126.31	149.26
<b>流动资产合计</b>	<b>935.46</b>	<b>1,391.18</b>	<b>2,489.58</b>	<b>3,157.08</b>	<b>4,893.47</b>
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	59.40	68.55	103.86	152.25	195.48
在建工程	2.02	40.75	60.45	84.27	80.56
无形资产	45.82	55.16	51.53	47.90	44.27
其他	41.15	46.24	27.90	20.85	21.61
<b>非流动资产合计</b>	<b>148.38</b>	<b>210.69</b>	<b>243.75</b>	<b>305.27</b>	<b>341.92</b>
<b>资产总计</b>	<b>1,083.84</b>	<b>1,601.87</b>	<b>2,733.32</b>	<b>3,462.35</b>	<b>5,235.39</b>
短期借款	14.96	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	88.37	134.84	186.04	237.06	312.98
其他	192.83	256.35	545.53	228.98	716.15
<b>流动负债合计</b>	<b>296.16</b>	<b>391.19</b>	<b>731.57</b>	<b>466.05</b>	<b>1,029.12</b>
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	26.66	8.86	14.79	16.77	13.47
<b>非流动负债合计</b>	<b>26.66</b>	<b>8.86</b>	<b>14.79</b>	<b>16.77</b>	<b>13.47</b>
<b>负债合计</b>	<b>322.82</b>	<b>400.05</b>	<b>746.36</b>	<b>482.82</b>	<b>1,042.60</b>
少数股东权益	4.72	2.81	5.92	8.67	12.09
股本	360.00	360.00	423.60	423.60	423.60
资本公积	25.71	25.71	25.71	25.71	25.71
留存收益	396.30	839.00	1,557.44	2,547.26	3,757.10
其他	(25.71)	(25.71)	(25.71)	(25.71)	(25.71)
<b>股东权益合计</b>	<b>761.02</b>	<b>1,201.82</b>	<b>1,986.96</b>	<b>2,979.53</b>	<b>4,192.79</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1,083.84</b>	<b>1,601.87</b>	<b>2,733.32</b>	<b>3,462.35</b>	<b>5,235.39</b>

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	413.06	543.75	813.55	1,172.59	1,527.27
折旧摊销	20.60	24.88	8.61	11.42	14.11
财务费用	0.03	1.33	(1.16)	(3.20)	(5.00)
投资损失	(0.15)	(3.13)	(1.21)	(1.21)	(1.21)
营运资金变动	73.09	(207.73)	(133.39)	230.38	(645.48)
其它	8.29	71.92	3.27	2.80	3.49
<b>经营活动现金流</b>	<b>514.92</b>	<b>431.03</b>	<b>689.67</b>	<b>1,412.79</b>	<b>893.17</b>
资本支出	23.29	88.77	54.07	78.02	53.30
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(84.15)	(175.09)	(112.86)	(156.81)	(102.09)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(60.86)</b>	<b>(86.32)</b>	<b>(58.79)</b>	<b>(78.79)</b>	<b>(48.79)</b>
债权融资	14.96	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	289.25	0.88	64.76	3.20	5.00
其他	(482.18)	(121.93)	(95.27)	(182.83)	(317.50)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(177.98)</b>	<b>(121.05)</b>	<b>(30.51)</b>	<b>(179.63)</b>	<b>(312.50)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>276.09</b>	<b>223.66</b>	<b>600.37</b>	<b>1,154.37</b>	<b>531.89</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>1,943.75</b>	<b>2,636.49</b>	<b>3,924.94</b>	<b>5,455.27</b>	<b>7,288.25</b>
营业成本	384.51	626.06	806.97	1,099.78	1,448.90
营业税金及附加	34.94	46.06	62.80	93.55	122.97
营业费用	843.35	1,107.13	1,719.91	2,394.87	3,338.02
管理费用	136.79	168.65	227.65	316.41	349.84
研发费用	54.11	63.44	117.75	163.66	218.65
财务费用	(1.45)	(0.88)	(1.16)	(3.20)	(5.00)
资产减值损失	(12.52)	(9.11)	(4.03)	(8.55)	(7.23)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.15	3.13	1.21	1.21	1.21
其他	1.79	(17.69)	(2.42)	(2.42)	(2.42)
<b>营业利润</b>	<b>502.08</b>	<b>649.70</b>	<b>996.27</b>	<b>1,399.98</b>	<b>1,823.31</b>
营业外收入	0.62	0.71	0.68	0.67	0.69
营业外支出	0.46	2.58	1.07	1.37	1.67
<b>利润总额</b>	<b>502.24</b>	<b>647.84</b>	<b>995.87</b>	<b>1,399.28</b>	<b>1,822.33</b>
所得税	89.18	104.08	179.06	223.88	291.57
<b>净利润</b>	<b>413.06</b>	<b>543.75</b>	<b>816.82</b>	<b>1,175.40</b>	<b>1,530.76</b>
少数股东损益	1.12	0.25	3.27	2.80	3.49
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>411.95</b>	<b>543.51</b>	<b>813.55</b>	<b>1,172.59</b>	<b>1,527.27</b>
每股收益(元)	0.97	1.28	1.92	2.77	3.61

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入	56.69%	35.64%	48.87%	38.99%	33.60%
营业利润	60.58%	29.40%	53.34%	40.52%	30.24%
归属于母公司净利润	58.12%	31.94%	49.68%	44.13%	30.25%
<b>获利能力</b>					
毛利率	80.22%	76.25%	79.44%	79.84%	80.12%
净利率	21.19%	20.61%	20.73%	21.49%	20.96%
ROE	54.47%	45.33%	41.07%	39.47%	36.53%
ROIC	242.95%	262.33%	202.21%	193.38%	337.93%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	29.78%	24.97%	27.31%	13.94%	19.91%
净负债率	-67.31%	-62.57%	-68.06%	-84.13%	-72.47%
流动比率	3.16	3.56	3.40	6.77	4.75
速动比率	2.49	2.91	2.45	5.83	3.57
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	16.92	17.64	15.81	31.34	31.34
存货周转率	8.48	11.65	8.28	9.63	8.78
总资产周转率	2.10	1.96	1.81	1.76	1.68
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.97	1.28	1.92	2.77	3.61
每股经营现金流	1.22	1.02	1.63	3.34	2.11
每股净资产	1.79	2.83	4.68	7.01	9.87
<b>估值比率</b>					
市盈率	227.26	172.25	115.08	79.84	61.30
市净率	123.79	78.08	47.26	31.51	22.39
EV/EBITDA	0.00	0.00	91.90	64.69	49.43
EV/EBIT	0.00	0.00	92.70	65.22	49.81

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com