

Q3 持续高速增长，敏感肌护理龙头积极拓展成长新曲线

贝泰妮(300957)

评级:	买入	股票代码:	300957
上次评级:	买入	52 周最高价/最低价:	289.35/157.21
目标价格:		总市值(亿)	930.73
最新收盘价:	219.72	自由流通市值(亿)	125.77
		自由流通股数(百万)	57.24

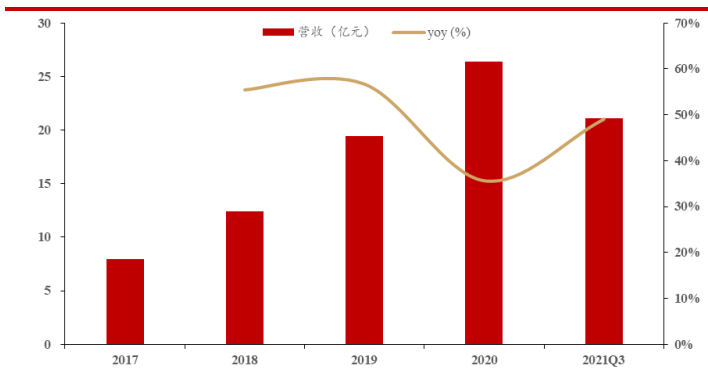
事件概述

贝泰妮发布2021年三季报，2021Q3公司实现营收21.13亿元，同比增长49.05%；归母净利润3.55亿元，同比增长65.03%；扣非后净利润为3.33亿元，同比增长70.18%。分季度看，公司2021年Q1/Q2/Q3分别实现营收5.07/9.04/7.01亿元，同比增长59.32%/45.14%/47.29%，分别实现归母净利润0.79/1.86/0.90亿元，同比增长45.83%/75.13%/64.29%。

收入端：Q3 维持快速增长。

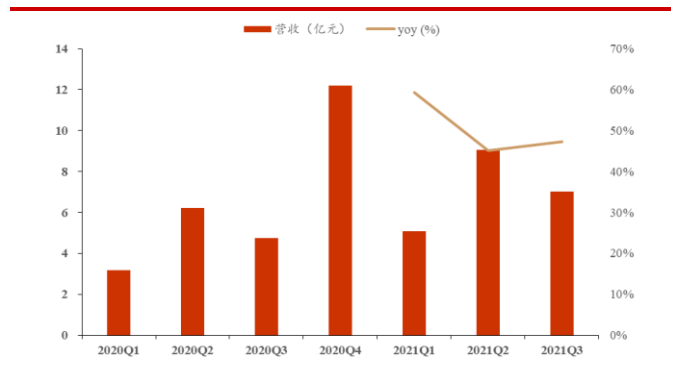
公司作为国内功能性护肤品龙头企业，产品和品牌知名度进一步提升，新推出的防晒霜和特护霜等超级大单品以及冻干面膜等力推单品均取得了不错的成绩，助推公司营收快速增长。在品牌建设方面，薇诺娜斩获了“HWB年度必试闪耀品牌-年度必试敏肌挚爱品牌”奖，同时还凭借薇诺娜舒敏保湿特护霜屈奇限定版，成功将“HWB年度人气美肤产品”奖项收入囊中。前三季度，公司共实现营业收入21.13亿元，同比增长了49.05%。单三季度，公司实现营收7.01亿元，同比增长了47.29%，增速相对于Q2有所提升。

图1 公司营业收入



资料来源：Wind，华西证券研究所

图2 公司单季度营业收入



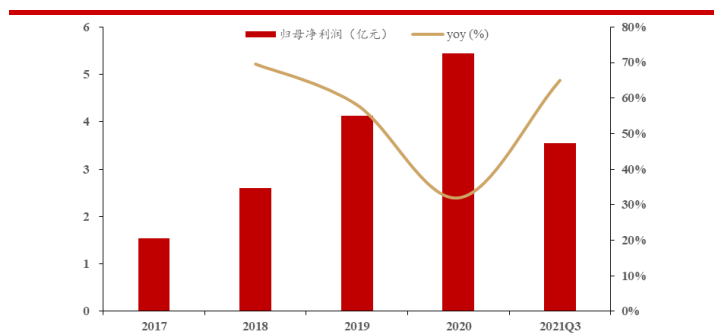
资料来源：Wind，华西证券研究所

利润端：费用有效管控，利润率持续提升。

利润端，2021前三季度公司实现毛利率76.90%，同比提升0.07pct。单季度看，Q3实现毛利率76.33%，同比提升了9.64pct，环比下降0.32pct。2021前三季度，公司实现净利率16.84%，同比提升1.73pct。单季度看，Q3实现净利率12.93%，同比提升1.58pct，环比下滑了7.64pct。费用端，2021前三季度公司期间费用率为52.69%，同比下滑2.45pct。其中销售/管理/财务费用率分别为46.28%/6.80%/-0.39%，同比变动-0.70/-1.41/-0.34pct。公司在加大品牌形象宣传费用的同时，销售费用率还有所下滑，展现出公司卓有成效的费用管控能力。此外，2021年前三季度，公司经营活动现金流入约为24亿元，较去年同期增幅约为

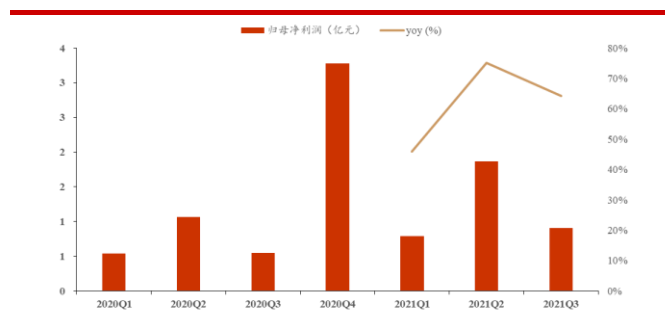
54.64%，主要系公司销售规模和销售收入快速增长带来现金流入增加所致。

图3 公司归母净利润



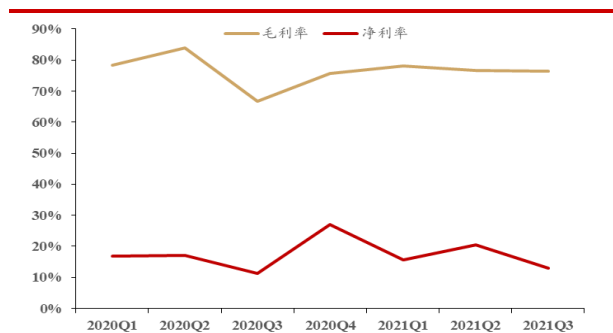
资料来源：Wind，华西证券研究所

图4 公司单季度归母净利润



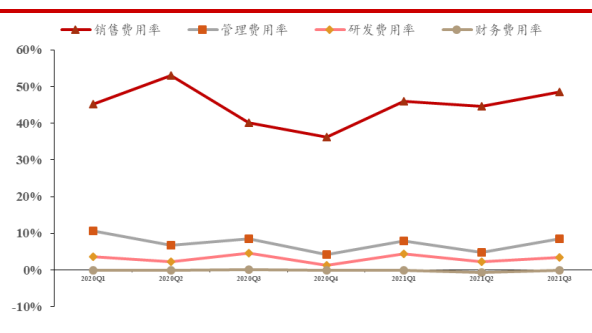
资料来源：Wind，华西证券研究所

图5 公司毛利率/净利率



资料来源：Wind，华西证券研究所

图6 公司单季度期间费用率



资料来源：Wind，华西证券研究所

终止筹划发行H股不影响公司长远发展。

2021年8月16日，公司向中国证券监督管理委员会递交了公司首次公开发行境外上市外资股（H股）并在香港联合交易所有限公司主板上市的应用报告及相关申请文件。自公司发行H股票方案公布以来，公司董事会、管理层与相关中介机构一直共同积极推进各项工作。但是鉴于目前资本市场环境变化并综合考虑公司实际情况、融资环境等因素，经公司审慎分析与中介机构反复沟通论证，公司决定终止本次筹划发行H股股票事项并向中国证监会申请撤回相关申请文件。我们认为，公司经营状况稳定良好，终止本次筹划发行H股股票事项不会对公司的经营以及财务状况产生重大影响。同时，公司也将结合资本市场政策环境、未来业务发展需求等因素择机重新申报。

投资建议

公司以“薇诺娜”品牌为核心，专注于应用纯天然的植物活性成分提供温和、专业的皮肤护理产品，重点针对敏感性肌肤。依托公司的医药背景，众多医院皮肤科将薇诺娜应用在临床辅助治疗上。近年来公司已成为全国领先的化妆品生产企业之一，并树立了针对敏感性肌肤产品的行业标杆。未来公司还将积极拓展自己的品牌与产品矩阵，进一步完善公司“线上线下相结合”的营销策略。我们维持公司的盈利预测不变，预计2021-2023年公司将实现营业收入38.56/53.82/70.42亿元，EPS分别为1.87/2.61/3.44元，对应2021年10月26日219.72元/股收盘价，PE分别为117.47/84.08/63.95倍，考虑到公司所处行业高速增长，而公司作为皮肤学级化妆品龙头，未来增速将快于行业增速，维持公司“买入”评级。

风险提示

1) 行业竞争加剧。2) 营销模式跟不上市场的风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,944	2,636	3,856	5,382	7,042
YoY (%)	56.7%	35.6%	46.3%	39.5%	30.9%
归母净利润(百万元)	412	544	792	1,107	1,455
YoY (%)	58.1%	31.9%	45.8%	39.7%	31.5%
毛利率 (%)	80.2%	76.3%	77.1%	77.1%	77.1%
每股收益 (元)	0.97	1.28	1.87	2.61	3.44
ROE	54.5%	45.3%	40.3%	37.5%	34.3%
市盈率	225.94	171.25	117.47	84.08	63.95

资料来源: wind, 华西证券研究所

分析师: 徐林锋

邮箱: xulf@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519080002

联系电话:

分析师: 戚志圣

邮箱: qizs@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519100001

联系电话:

分析师: 杨维维

邮箱: yangww@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520080001

联系电话:

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	2,636	3,856	5,382	7,042	净利润	544	793	1,108	1,457
YoY (%)	35.6%	46.3%	39.5%	30.9%	折旧和摊销	25	18	16	16
营业成本	626	883	1,235	1,612	营运资金变动	-148	-216	-55	-128
营业税金及附加	46	68	95	124	经营活动现金流	431	592	1,064	1,340
销售费用	1,107	1,658	2,325	3,049	资本开支	-89	-92	-85	-88
管理费用	169	262	361	465	投资	0	0	0	0
财务费用	-1	-11	-18	-31	投资活动现金流	-86	-89	-80	-81
资产减值损失	-9	0	0	0	股权募资	0	64	0	0
投资收益	3	3	5	6	债务募资	37	0	0	0
营业利润	650	952	1,327	1,746	筹资活动现金流	-121	-23	-122	-160
营业外收支	-2	0	-1	-1	现金净流量	224	480	862	1,099
利润总额	648	952	1,326	1,745	主要财务指标				
所得税	104	158	218	288	成长能力 (%)				
净利润	544	793	1,108	1,457	营业收入增长率	35.6%	46.3%	39.5%	30.9%
归属于母公司净利润	544	792	1,107	1,455	净利润增长率	31.9%	45.8%	39.7%	31.5%
YoY (%)	31.9%	45.8%	39.7%	31.5%	盈利能力 (%)				
每股收益	1.28	1.87	2.61	3.44	毛利率	76.3%	77.1%	77.1%	77.1%
资产负债表 (百万元)					净利率率	20.6%	20.6%	20.6%	20.7%
货币资金	752	1,232	2,095	3,194	总资产收益率 ROA	33.9%	31.7%	30.1%	28.1%
预付款项	29	40	54	72	净资产收益率 ROE	45.3%	40.3%	37.5%	34.3%
存货	254	495	619	814	偿债能力 (%)				
其他流动资产	356	448	551	679	流动比率	3.56	4.27	4.71	5.18
流动资产合计	1,391	2,215	3,320	4,759	速动比率	2.83	3.24	3.75	4.22
长期股权投资	0	0	0	0	现金比率	1.92	2.38	2.97	3.48
固定资产	69	94	115	137	资产负债率	25.0%	21.1%	19.5%	17.9%
无形资产	55	77	94	113	经营效率 (%)				
非流动资产合计	211	285	353	423	总资产周转率	1.65	1.54	1.47	1.36
资产合计	1,602	2,500	3,672	5,182	每股指标 (元)				
短期借款	0	0	0	0	每股收益	1.28	1.87	2.61	3.44
应付账款及票据	135	204	279	364	每股净资产	2.83	4.65	6.97	10.03
其他流动负债	256	315	427	554	每股经营现金流	1.02	1.40	2.51	3.16
流动负债合计	391	519	706	918	每股股利	0.00	0.20	0.29	0.38
长期借款	0	0	0	0	估值分析				
其他长期负债	9	9	9	9	PE	171.25	117.47	84.08	63.95
非流动负债合计	9	9	9	9	PB	0.00	47.28	31.52	21.91
负债合计	400	528	714	927					
股本	360	424	424	424					
少数股东权益	3	4	5	6					
股东权益合计	1,202	1,972	2,958	4,255					
负债和股东权益合计	1,602	2,500	3,672	5,182					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师与研究助理简介

徐林锋：轻工行业首席分析师。2019年7月加盟华西证券，9年从业经验。浙江大学金融学硕士，南开大学管理学学士。曾就职于中金公司等券商研究所，所在团队获2015年新财富第5名。

戚志圣：轻工行业分析师。2019年9月加盟华西证券，5年从业经验。英国克兰菲尔德大学金融学硕士。曾就职于东海证券、太平洋证券。

杨维维：轻工行业分析师。2020年7月加盟华西证券，3年从业经验。厦门大学资产评估硕士，重庆大学管理学学士。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。