



买入(维持)

所属行业: 商业贸易
当前价格(元): 219.72

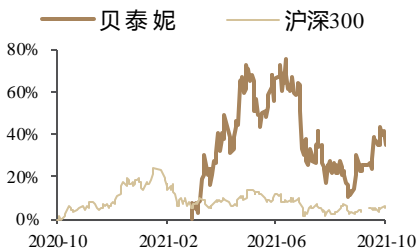
证券分析师

郑澄怀
资格编号: S0120521050001
邮箱: dengch@tebon.com.cn

研究助理

易丁依
邮箱: yidy@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	4.13	6.14	-10.60
相对涨幅(%)	1.79	4.81	-8.12

资料来源: 德邦研究所, 聚源数据

相关研究

- 《贝泰妮(300957) 2021H1 中报点评-中报业绩+65%超预期, 打造敏感肌护肤龙头》, 2021.8.10
- 《贝泰妮(300957.SZ): 敏感肌龙头, 迎来黄金时代》, 2021.6.17

Q3 高增长符合预期, 蓄势待发迎双十一

贝泰妮(300957.SZ) 2021年三季报点评

投资要点

● **公司发布 2021 年三季报:** (1) **整体来看:** 2021Q1-Q3 实现收入 21.13 亿元/yoy+49.1%, 归母净利润 3.55 亿元/yoy+65.3%, 扣非后的归母净利润为 3.33 亿元/yoy+70.2%, 高增长符合预期; (2) **单季度来看:** 2021Q3 实现收入 7.01 亿元/yoy+47.3%, 归母净利润 0.90 亿元/yoy+64.3%, 扣非后的归母净利润为 0.80 亿元/yoy+75.8%; (3) **H 股终止发行:** 主要或系目前港股融资的整体估值环境与上市公司主业景气度有所不匹配, 因此拟终止 H 股上市计划; 公司作为功能护肤国内龙头企业, 研发实力强劲且现金充沛 (2021Q3 末货币资金 24.53 亿元), 因此中长期在境内外的护肤品扩张逻辑并无影响。

21Q3 费用控制良好, 季节效应下净利率环比波动, 但同比提升。 (1) **盈利能力:** 2021Q1-Q3 毛利率 76.9%/yoy+0.1pcts; 归母净利率 16.8%/yoy+1.6pcts; 盈利能力同比继续实现向好。 (2) **费用投放:** 2021Q1-Q3 期间费用率 55.9%/yoy-2.6pcts, 费用有效管控, 其中管理费用率降低 1.4pcts 至 6.8%, 销售费用率下降 0.7pcts 至 46.3%, 研发费用持续提升至 0.68 亿元, 研发费率为 3.2%, 基本保持稳定。 (3) **2021Q3 归母净利率为 12.9%/yoy+1.6pcts,** 主要或系去年三季度公司首登天猫超级品牌日等多个线上带货促销活动下, 毛利率形成低基数 (20Q3/21Q3 毛利率分别为 66.7%/76.3%); 公司今年 8 月官宣 Sunnee 杨芸晴为品牌薇力合伙人, 10 月白举纲、李响、齐思钧成为品牌挚友, 三季度高投放蓄力双十一。

● **产品端: 坚守大单品战略, 多款爆品推出打造多元矩阵。** 2021 年 618 期间防晒乳预售超过 10 万套, 成为特护霜之外的又一超级大单品, 双十一预售首日 GMV 破亿元; 冻干面膜为下半年力推单品之一, 双十一预售首日销售 200 万盒, 上架即售罄; 舒敏精华及舒敏保湿面膜推出效果较好且均为双十一李佳琦直播间中的合作商品; 八月底推出高保湿面霜, 产品矩阵完善。未来将围绕敏感肌赛道, 打造敏感肌+美白、防晒、抗衰等功效, 推出不同系列产品, 实现多品类发展。

● **双十一表现亮眼, 预售期间稳居护肤品类国货第一。** 薇诺娜除了 618 及双十一等大促期间打折, 平日基本维持原价水平, 价格体系整体较为稳定, 电商直播今年迎来高速发展, 海外品牌加大折扣力度, 薇诺娜以核心产品舒敏特护霜为基础, 通过加大折扣吸引消费者, 提升整体品牌力。**薇诺娜预售首日便实现了 7 亿 GMV, 超过去年双 11 全期, 为今年四季度收入和业绩打下良好保障;** 此外, 2018-2020 年薇诺娜双十一排名 9、10 名左右, 而截止至 10 月 25 日, 护肤品类预售排名第五、国货第一, 排名表现同样亮眼。**考虑 Q4 为化妆品行业旺季, 公司凭借产品力及渠道力取得领先, 销售高增将有效摊薄期间费用, 预计 Q4 将取得高净利率。**

● **投资建议:** 新渠道对消费者进行护肤教育及品牌营销, 成分党崛起促进功能性护肤品高增长, 预计 2024 年市场规模将达 431 亿, 对应 2019 年的复合增速为 26%。三大因素成就贝泰妮行业龙头地位: (1) **渠道端:** 坚持线上线下全链条布局, 实现协同发展; (2) **产品端:** 以研发为核心, 大单品战略巩固品牌力; (3) **营销端:** 线上营销提升知名度, 学术会议增加专业性。公司在薇诺娜基础上衍生, 初步形成“1+4”的品牌矩阵, 实现中台的共享与赋能, 公司资金实力充足, H 股终止上市对新品牌推出影响有限, 预计抗衰新品有望在明年上半年发布; 扎根敏感肌领域, 以研发及渠道推广能力为支撑, 向美白、抗衰、防晒等功效发展, 进行全渠道推广, 推出不同系列产品, 实现多品类组合。预计 2021-2023 年营收分别为 38.6 亿/52.0 亿/67.2 亿, EPS 分别为 1.87 元/2.67 元/3.61 元, 10 月 26 日收盘价对应 2021-2023 年的 PE 分别为 117.35X/82.15X/60.81X, 维持“买入”评级。

● **风险提示:** (1) 行业景气度下降风险; (2) 行业竞争加剧风险; (3) 品牌集中风险; (4) 新品牌孵化不及预期风险。

股票数据		主要财务数据及预测					
总股本(百万股):	423.60		2019	2020	2021E	2022E	2023E
流通 A 股(百万股):	60.96	营业收入(百万元)	1,944	2,636	3,857	5,200	6,722
52 周内股价区间(元):	162.55-284.50	(+/-)YOY(%)	56.7%	35.6%	46.3%	34.8%	29.3%
总市值(百万元):	93,073.39	净利润(百万元)	412	544	793	1,133	1,531
总资产(百万元):	4,965.16	(+/-)YOY(%)	58.1%	31.9%	45.9%	42.8%	35.1%
每股净资产(元):	10.03	全面摊薄 EPS(元)	0.97	1.28	1.87	2.67	3.61
资料来源: 公司公告		毛利率(%)	80.2%	76.3%	80.1%	80.3%	80.4%
		净资产收益率(%)	54.5%	45.3%	16.6%	20.4%	23.1%

资料来源: 公司年报 (2019-2020), 德邦研究所
 备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

财务报表分析和预测

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标(元)				
每股收益	1.28	1.87	2.67	3.61
每股净资产	2.83	11.25	13.13	15.65
每股经营现金流	1.02	1.94	2.61	3.51
每股股利	0.45	0.55	0.80	1.09
价值评估(倍)				
P/E	203.01	117.35	82.15	60.81
P/B	92.03	19.52	16.74	14.04
P/S	33.59	27.02	20.04	15.50
EV/EBITDA	143.10	113.67	79.54	58.80
股息率%	0.2%	0.2%	0.3%	0.4%
盈利能力指标(%)				
毛利率	76.3%	80.1%	80.3%	80.4%
净利润率	20.6%	20.6%	21.8%	22.8%
净资产收益率	45.3%	16.6%	20.4%	23.1%
资产回报率	33.9%	15.0%	18.2%	20.5%
投资回报率	43.7%	15.8%	19.4%	22.0%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	35.6%	46.3%	34.8%	29.3%
EBIT 增长率	27.6%	44.7%	43.2%	34.8%
净利润增长率	31.9%	45.9%	42.8%	35.1%
偿债能力指标				
资产负债率	25.0%	9.8%	10.7%	11.1%
流动比率	3.6	9.8	8.9	8.6
速动比率	2.8	9.2	8.3	7.9
现金比率	1.9	8.3	7.5	7.1
经营效率指标				
应收帐款周转天数	25.9	25.9	24.3	25.3
存货周转天数	147.9	130.0	140.0	135.0
总资产周转率	1.6	0.7	0.8	0.9
固定资产周转率	38.5	37.2	39.2	41.9

现金流量表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	544	793	1,133	1,531
少数股东损益	0	1	1	2
非现金支出	39	29	31	32
非经营收益	-5	-2	-3	-5
营运资金变动	-148	-1	-57	-72
经营活动现金流	431	820	1,105	1,486
资产	-89	-100	-93	-90
投资	0	0	0	0
其他	3	2	3	5
投资活动现金流	-86	-98	-90	-85
债权募资	37	0	0	0
股权募资	0	64	0	0
其他	-158	2,712	-340	-460
融资活动现金流	-121	2,775	-340	-460
现金净流量	224	3,497	675	942

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 10 月 26 日
 资料来源：公司年报 (2019-2020)，德邦研究所

利润表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	2,636	3,857	5,200	6,722
营业成本	626	769	1,026	1,317
毛利率%	76.3%	80.1%	80.3%	80.4%
营业税金及附加	46	73	94	122
营业税金率%	1.7%	1.9%	1.8%	1.8%
营业费用	1,107	1,736	2,288	2,890
营业费用率%	42.0%	45.0%	44.0%	43.0%
管理费用	169	259	341	446
管理费用率%	6.4%	6.7%	6.6%	6.6%
研发费用	63	116	156	202
研发费用率%	2.4%	3.0%	3.0%	3.0%
EBIT	625	904	1,295	1,745
财务费用	-1	0	0	0
财务费用率%	-0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
资产减值损失	-9	0	0	0
投资收益	3	2	3	5
营业利润	650	952	1,363	1,835
营业外收支	-2	0	0	0
利润总额	648	952	1,363	1,835
EBITDA	650	933	1,325	1,777
所得税	104	158	229	303
有效所得税率%	16.1%	16.6%	16.8%	16.5%
少数股东损益	0	1	1	2
归属母公司所有者净利润	544	793	1,133	1,531

资产负债表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	752	4,249	4,924	5,866
应收账款及应收票据	187	273	346	467
存货	254	274	394	487
其它流动资产	199	213	227	248
流动资产合计	1,391	5,010	5,891	7,067
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	69	104	133	161
在建工程	41	61	81	101
无形资产	55	71	85	95
非流动资产合计	211	282	344	402
资产总计	1,602	5,291	6,235	7,470
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	135	179	222	278
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	256	333	439	545
流动负债合计	391	512	661	824
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	9	9	9	9
非流动负债合计	9	9	9	9
负债总计	400	520	670	832
实收资本	360	424	424	424
普通股股东权益	1,199	4,767	5,560	6,631
少数股东权益	3	4	5	6
负债和所有者权益合计	1,602	5,291	6,235	7,470

信息披露

分析师与研究助理简介

郑澄怀，德邦证券研究所商贸零售&社会服务首席分析师，伦敦政治经济学院金融学，杜伦大学计算机学双硕士，曾任安信证券商社团队高级分析师。2020年新财富商社第六名&最具潜力奖核心成员，第二届新浪金麒麟新锐分析师第一名核心成员。2021年加入德邦证券研究所。擅长消费产业趋势分析及公司和行业的深度基本面研究，核心覆盖：免税、医美、化妆品、植发、月子中心、酒店、人力资源、餐饮、茶饮、旅游、零售等多个板块。

易丁依，德邦证券研究所商贸零售&社会服务助理研究员，上海财经大学金融硕士，擅长基本面研究、行业趋势分析及大数据研究，2021年加入德邦证券研究所商社团队，核心覆盖医美、化妆品、胶原蛋白、植发等领域。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准：	类别	评级	说明
以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	买入	相对强于市场表现20%以上；
		增持	相对强于市场表现5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现5%以下。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。