

贝泰妮 (300957.SZ)

三季度增长势能强劲，产品研发推陈出新

收入端稳步增长，利润端超预期。公司2021年前三季度实现总营收21.13亿元(YOY+49.05%)，归母净利3.55亿元(YOY+65.03%)，扣非净利3.33亿元(YOY+70.18%)；其中单三季度收入7.01亿元(YOY+47.29%)，归母净利0.90亿元(YOY+64.29%)。单三季度毛利率同增9.64pcts至76.33%，销售费用率同增8.44pcts至48.57%，管理费用率同增0.05pcts至8.51%，研发费用率同降1.10pcts至3.50%，归母净利率同增1.33pcts至12.87%；前三季度整体毛利率持平，销售费用率同降0.7pcts，管理费用率同降1.4pcts，带动归母扣非净利率同增2.0pcts至15.8%

薇诺娜增长势能强劲，产品研发推陈出新。公司以特护霜、防晒霜等超级单品切入敏感肌市场，主SKU贡献显著，以天猫官旗销量统计口径测算，舒敏系列2021年前三季度收入占比40%+，防晒单品收入占比10%+，累计收入贡献过半。双十一期间，主品牌薇诺娜预售额快速突破7亿，超去年双11全期，连续三年蝉联天猫美妆销售榜TOP10，为唯一上榜国货品牌。此外，公司持续推出高保湿修护霜，冻干面膜、保湿喷雾等新品，并持续拓展祛痘淡印、祛斑、口碑抗老等产品功效，不断扩展护肤品消费受众。依赖于线上、线下渠道的成熟运营，公司整体折扣率稳定，据测算，线上折扣率维持在5折以上，线下折扣率不低于线上折扣率，预计全年毛利率保持稳定。

主品牌营销持续加码，新品牌贡献第二增长极。薇诺娜作为国货美妆佼佼者，品牌力日益加强，十一期间品牌片《薇诺娜专注敏感肌肤》登陆CCTV-1《大国品牌养成记》栏目，双十一官宣全新品牌挚友白举纲、李响、齐思钧，星级代言矩阵再度进阶。“薇诺娜宝贝”作为公司第二增长品牌，定位0-12岁的婴幼儿及青少年护肤，今年7月份天猫和抖音单品牌旗舰店设立，从线下渠道逐渐走向线上公域，产品SKU从保湿霜拓展至身体乳、护臀霜、洗发沐浴等品类，预计明年产品线销售额将持续放量。同时，公司以自研及投资模式并行，积极孵化多品牌战略，倾向强功效、高客单价等功能性护肤品定位，围绕皮肤健康生态领域打造集团化多品牌布局。

盈利预测&投资建议。基于公司三季报表现，我们维持原有预测2021-2023年收入38.39/53.80/74.19亿元(CAGR40%)，归母净利润8.00/11.68/16.71亿元(CAGR45%)。公司作为皮肤级护肤品赛道龙头，主品牌持续享受赛道的高成长性，自研及投资多品牌战略蓄势待发、贡献第二增长极。当前股价对应2022年PE为80倍，维持“买入”评级。

风险提示：行业竞争加剧；产品推广不及预期；产品质量管理风险。

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,944	2,692	3,839	5,380	7,419
增长率 yoy (%)	56.7	38.5	42.6	40.1	37.9
归母净利润(百万元)	412	544	800	1,168	1,671
增长率 yoy (%)	58.1	31.9	47.2	45.9	43.2
EPS 最新摊薄(元/股)	0.97	1.28	1.89	2.76	3.95
净资产收益率(%)	54.3	45.2	16.0	19.9	23.2
P/E(倍)	225.9	171.2	116.3	79.7	55.7
P/B(倍)	123.1	77.6	18.6	15.8	12.9

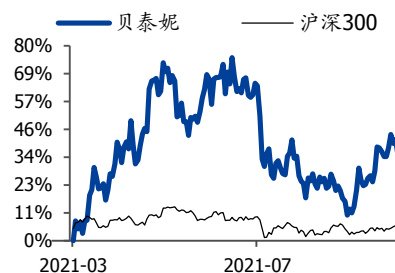
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为2021年10月26日收盘价

买入(维持)

股票信息

行业	化学制品
前次评级	买入
10月26日收盘价(元)	219.72
总市值(百万元)	93,073.39
总股本(百万股)	423.60
其中自由流通股(%)	13.51
30日日均成交量(百万股)	2.03

股价走势



作者

分析师 鞠兴海

执业证书编号: S0680518030002

邮箱: juxinghai@gszq.com

分析师 赵雅楠

执业证书编号: S0680521030001

邮箱: zyn@gszq.com

研究助理 萧灵

邮箱: xiaoling@gszq.com

相关研究

- 《贝泰妮(300957.SZ): 半年报业绩亮眼, 不断夯实功能性护肤龙头地位》2021-08-11
- 《贝泰妮(300957.SZ): 三大产线齐头并进, 线上线下一相互渗透》2021-04-29
- 《贝泰妮(300957.SZ): “皮肤健康生态”的缔造者》2021-03-25

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	935	1391	4997	5843	7176	营业收入	1944	2692	3839	5380	7419
现金	527	752	4193	4759	5792	营业成本	385	526	706	982	1338
应收票据及应收账款	112	187	240	358	466	营业税金及附加	35	46	79	108	148
其他应收款	10	10	19	21	34	营业费用	843	1263	1862	2556	3450
预付账款	14	29	32	54	64	管理费用	137	169	234	317	423
存货	199	254	354	491	660	研发费用	54	63	92	129	178
其他流动资产	73	160	160	160	160	财务费用	-1	-1	-62	-83	-99
非流动资产	148	211	476	635	724	资产减值损失	-13	-9	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0	其他收益	24	35	40	40	40
固定资产	59	69	256	366	432	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	46	55	63	72	83	投资净收益	0	3	1	1	1
其他非流动资产	43	87	157	197	209	资产处置收益	0	0	0	0	0
资产总计	1084	1602	5473	6477	7901	营业利润	502	650	969	1412	2022
流动负债	296	391	447	568	675	营业外收入	1	1	1	1	1
短期借款	15	0	0	0	0	营业外支出	0	3	4	6	8
应付票据及应付账款	88	135	165	252	316	利润总额	502	648	966	1407	2015
其他流动负债	193	256	283	315	359	所得税	89	104	161	234	338
非流动负债	27	9	9	9	9	净利润	413	544	805	1173	1677
长期借款	0	0	0	0	0	少数股东损益	1	0	5	5	6
其他非流动负债	27	9	9	9	9	归属母公司净利润	412	544	800	1168	1671
负债合计	323	400	456	576	684	EBITDA	511	654	934	1350	1957
少数股东权益	5	3	8	13	19	EPS (元)	0.97	1.28	1.89	2.76	3.95
股本	360	360	424	424	424						
资本公积	26	26	2972	2972	2972						
留存收益	371	813	1476	2391	3799						
归属母公司股东权益	756	1199	5009	5888	7198						
负债和股东权益	1084	1602	5473	6477	7901						

现金流量表 (百万元)					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	515	431	665	983	1457
净利润	413	544	805	1173	1677
折旧摊销	21	25	30	55	74
财务费用	-1	-1	-62	-83	-99
投资损失	0	-3	-1	-1	-1
营运资金变动	71	-148	-108	-160	-193
其他经营现金流	12	14	0	0	0
投资活动现金流	-61	-86	-295	-212	-162
资本支出	61	89	266	158	90
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	0	3	-30	-54	-72
筹资活动现金流	-178	-121	3072	-206	-262
短期借款	15	-15	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	311	0	64	0	0
资本公积增加	-23	0	2947	0	0
其他筹资现金流	-481	-106	62	-206	-262
现金净增加额	276	224	3441	565	1033

主要财务比率					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	56.7	38.5	42.6	40.1	37.9
营业利润(%)	60.6	29.4	49.1	45.7	43.2
归属于母公司净利润(%)	58.1	31.9	47.2	45.9	43.2
获利能力					
毛利率(%)	80.2	80.5	81.6	81.7	82.0
净利率(%)	21.2	20.2	20.8	21.7	22.5
ROE(%)	54.3	45.2	16.0	19.9	23.2
ROIC(%)	50.6	43.8	15.0	18.3	21.8
偿债能力					
资产负债率(%)	29.8	25.0	8.3	8.9	8.7
净负债比率(%)	-64.1	-62.0	-83.4	-80.5	-80.2
流动比率	3.2	3.6	11.2	10.3	10.6
速动比率	2.2	2.4	9.9	9.1	9.3
营运能力					
总资产周转率	2.1	2.0	1.1	0.9	1.0
应收账款周转率	16.9	18.0	18.0	18.0	18.0
应付账款周转率	5.0	4.7	4.7	4.7	4.7
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.97	1.28	1.89	2.76	3.95
每股经营现金流(最新摊薄)	1.22	1.02	1.57	2.32	3.44
每股净资产(最新摊薄)	1.79	2.83	11.83	13.90	16.99
估值比率					
P/E	225.9	171.2	116.3	79.7	55.7
P/B	123.1	77.6	18.6	15.8	12.9
EV/EBITDA	181.3	141.2	95.2	65.5	44.6

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 10 月 26 日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com