

零售

贝泰妮 (300957.SZ)

维持评级

报告原因：季报点评

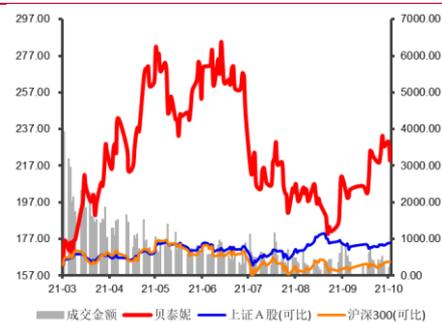
营收净利双高增，费用管控效率较高

买入

2021年10月27日

公司研究/点评报告

公司近一年市场表现



市场数据：2021年10月26日

| | |
|--------------|---------------|
| 收盘价(元): | 219.72 |
| 年内最高/最低(元): | 289.35/156.95 |
| 流通A股/总股本(亿): | 0.57/4.24 |
| 流通A股市值(亿): | 126 |
| 总市值(亿): | 931 |

基础数据：2021年9月30日

| | |
|-----------|--------|
| 基本每股收益 | 0.88 |
| 每股净资产(元): | 10.03 |
| 净资产收益率: | 13.05% |

分析师：谷茜

执业登记编码：S0760518060001

Tel: 0351-8686775

Email: guqian@sxzq.com

太原市府西街69号国贸中心A座28层

北京市西城区平安里西大街28号中海国际中心七层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

事件描述

- 公司于近日发布2021年三季度报告,前三季度公司实现营业收入21.13亿元,同比增长49.05%;实现归属于上市公司股东的净利润3.55亿元,同比增长65.03%。

事件点评

- 收入净利高速增长,期间费率持续下调。**前三季度公司的产品和品牌知名度进一步提升,销售规模和销售收入增长较快,扣非后归母净利润同比增长70.18%。分季度看, Q1-Q3 营收同比分别增长59.32%/45.14%/47.29%,归母净利润同比分别增长45.83%/75.13%/64.29%。受618影响,单Q2贡献业绩增长最多, Q3受淡季影响销售环比有所下降。前三季度公司实现销售毛利率约76.90%,同比增长0.07pct,同比保持稳定。公司期间费用率约为55.93%,同比下降2.55pct。虽然公司加大品牌形象推广宣传费用、人员费用以及电商渠道费用的精准投入,导致销售费用同比+46.83%,但与营收增长相匹配,销售/管理费率同比分别下降0.7pct/1.41pct,影响期间费率持续下降,费用管控效率较高。
- 护肤品贡献九成销售额,新媒体营销带动增长。**公司以“薇诺娜”品牌为核心,重点针对敏感性肌肤,在产品销售渠道上与互联网深度融合,持续深耕功效护肤品赛道。公司销售产品约90%为护肤品,充分利用互联网的高效性、主流电商平台汇集的巨大用户流量、灵活的新媒体营销手段,建立立体式营销矩阵,打造全网传播链路。凭借电商运营上的优势和良好的产品质量,在消费升级、国货热潮的带动下,成功把握住功能性护肤行业快速增长的发展机遇。三季度快手超品日活动期间品牌曝光和带货转化双丰收,抖音日播+自播的高频模式传播也取得优异成绩。主品牌薇诺娜荣登“HWB年度必试闪耀品牌-年度必试敏肌挚爱品牌”;舒敏特护霜屈奇限定版荣获“HWB年度人气美肤产品”奖;下半年力推单品之一冻干面膜获瑞丽潮流大番榜的“年度修护面膜”奖。
- 线上自营为主经销代销为辅,阿里系为主要销售平台。**公司坚持以线下渠道为基础、线上渠道为主导的模式进行销售,实现了线下与线上的相互渗透、对消费群体的深度覆盖。销售渠道方面,公司上半年约80%的销售来自线上渠道,其中线上自营渠道销售额同比增长35.04%,渠道

占比 55.11%；线上经销、代销渠道同比增长 58.32%，渠道占比 23.35%；线下经销和代销渠道虽然占比只有 21.53%，但销售同比增长 92.73%。线上渠道中，公司自建平台占营收比重为 9.12%，占比相对较小，销售额同比增长 36.66%；第三方平台占比 68.83%，销售额同比增长 41.85%，带动整体销售增长，其中阿里系平台销售额占营收比重 41.95%，为主要销售平台，营收同比增长 29.78%；唯品会销售额占比 10.08%，销售增长较快，同比增长 37.11%。

投资建议

- 公司定位于敏感肌肤护理，品牌定位清晰，品牌矩阵基本形成，品牌优势逐步建立，主品牌忠诚度较高。公司坚持线上线下渠道相互渗透，协同发展的销售策略。线上通过多元化渠道覆盖，优化公域流量、建设私域流量，线上渠道销售收入快速增长。经过多年的内部培养和外部引援，公司电商运营团队模式成熟、营销经验丰富，具有敏锐的市场热点捕捉能力。我们看好公司的品牌矩阵优势、私域流量沉淀、经营管理经验以及完善的供应链管理体系，预计 2021-2023 年 EPS 分别为 1.87/2.61/3.50 元，对应公司 8 月 10 日收盘价 218.77 元，2021-2023 年 PE 分别为 117.53X/84.18X/62.81X，维持“买入”评级。

存在风险

- 高端外资品牌及本土新锐品牌带来市场竞争加剧风险；销售平台及品牌相对集中风险；委托加工的风险；新冠疫情带来不确定性风险。

表 1 公司盈利能力变化情况

| | 2020-9-30 | 2020-12-31 | 2021-3-31 | 2021-6-30 | 2021-9-30 |
|-----------|-----------|------------|-----------|-----------|-----------|
| 营业总收入（亿元） | 14.17 | 26.36 | 5.07 | 14.12 | 21.13 |
| 同比（%） | 0.00% | 35.64% | 59.32% | 49.94% | 49.05% |
| 营业成本 | 3.28 | 6.26 | 1.11 | 3.22 | 4.88 |
| 毛利率（%） | 76.83% | 76.25% | 78.14% | 77.19% | 76.90% |
| 销售费用 | 6.66 | 11.07 | 2.33 | 6.37 | 9.78 |
| 管理费用 | 1.16 | 1.69 | 0.41 | 0.84 | 1.44 |
| 研发费用 | 0.47 | 0.63 | 0.23 | 0.44 | 0.68 |
| 财务费用 | -0.01 | -0.01 | -0.01 | -0.07 | -0.08 |
| 期间费用率 | 58.48% | 50.76% | 58.23% | 53.68% | 55.93% |
| 净利润 | 2.14 | 5.44 | 0.79 | 2.65 | 3.56 |
| 归母净利润 | 2.15 | 5.44 | 0.79 | 2.65 | 3.55 |
| 同比（%） | 0.00% | 31.94% | 45.83% | 65.28% | 65.03% |
| 扣非后归母净利润 | 0.00 | 5.13 | 0.77 | 2.53 | 3.33 |
| 同比（%） | 0.00 | 31.05 | 61.11 | 68.46 | 70.18 |
| 每股收益： | | | | | |
| 基本每股收益 | 0.6000 | 1.5100 | 0.2200 | 0.6800 | 0.8800 |
| 稀释每股收益 | 0.6000 | 1.5100 | 0.2200 | 0.6800 | 0.8800 |

数据来源：Wind, 山西证券研究所

表 2 公司主营业务构成及渠道布局情况

| | 营业收入（亿元） | 收入占比 | 收入同比增减 | 毛利率 | 毛利率同比增减% |
|---------|----------|--------|---------|--------|----------|
| 主营业务收入 | 14.03 | 99.35% | 49.69% | 77.19% | -4.77% |
| 分产品 | | | | | |
| 护肤品 | 12.57 | 89.05% | 49.88% | 76.20% | -5.41% |
| 医疗器械 | 1.23 | 8.71% | 56.91% | | |
| 彩妆 | 0.22 | 1.59% | 20.66% | | |
| 分渠道 | | | | | |
| 线上自营 | 7.73 | 55.11% | 35.04% | | |
| 线上经销、代销 | 3.28 | 23.35% | 58.32% | | |
| 线下自营 | 0.00 | 0.01% | -81.32% | | |
| 线下经销、代销 | 3.02 | 21.53% | 92.73% | | |

数据来源：公司中报, 山西证券研究所

表 3 线上渠道销售情况

| 平台 | 销售模式 | 2021 年半年度销售金额（万元） | 占线上渠道收入比重 | 占主营业务收入比重 | 收入增减 |
|-------|----------|-------------------|-----------|-----------|--------|
| 自建平台 | 自营 | 12,873.52 | 11.70% | 9.12% | 36.66% |
| 第三方平台 | 自营、经销、代销 | 97,171.33 | 88.30% | 68.83% | 41.85% |

数据来源：公司中报, 山西证券研究所

| 资产负债表 | | | | | 利润表 | | | | |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-----------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 单位:百万元 | | | | | 单位:百万元 | | | | |
| 会计年度 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E | 会计年度 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
| 流动资产 | 1,391 | 2,231 | 3,162 | 4,468 | 营业收入 | 2,636 | 3,891 | 5,497 | 7,153 |
| 现金 | 752 | 1,023 | 1,637 | 2,422 | 营业成本 | 626 | 889 | 1,230 | 1,564 |
| 应收账款 | 196 | 293 | 390 | 527 | 营业税金及附加 | 46 | 72 | 101 | 130 |
| 其他应收款 | 10 | 17 | 25 | 30 | 销售费用 | 1,107 | 1,671 | 2,356 | 3,043 |
| 预付账款 | 29 | 45 | 62 | 92 | 管理费用 | 169 | 329 | 509 | 669 |
| 存货 | 264 | 608 | 665 | 858 | 财务费用 | (1) | (3) | (5) | (7) |
| 其他流动资产 | 140 | 244 | 383 | 539 | 资产减值损失 | (9) | (2) | 4 | 8 |
| 非流动资产 | 211 | 206 | 210 | 212 | 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 投资净收益 | 3 | 1 | 1 | 2 |
| 固定资产 | 69 | 64 | 60 | 56 | 营业利润 | 650 | 936 | 1,305 | 1,748 |
| 无形资产 | 55 | 51 | 48 | 45 | 营业外收入 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 其他非流动资产 | 87 | 91 | 102 | 111 | 营业外支出 | 3 | 1 | 1 | 2 |
| 资产总计 | 1,602 | 2,437 | 3,372 | 4,679 | 利润总额 | 648 | 936 | 1,304 | 1,747 |
| 流动负债 | 391 | 535 | 599 | 737 | 所得税 | 104 | 140 | 196 | 262 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 净利润 | 544 | 795 | 1,108 | 1,485 |
| 应付账款 | 117 | 206 | 266 | 331 | 少数股东损益 | 0 | 3 | 3 | 3 |
| 其他流动负债 | 275 | 329 | 333 | 406 | 归属母公司净利润 | 544 | 792 | 1,106 | 1,482 |
| 非流动负债 | 9 | 12 | 13 | (0) | EBITDA | 715 | 941 | 1,308 | 1,749 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | EPS (元) | 1.28 | 1.87 | 2.61 | 3.50 |
| 其他非流动负债 | 9 | 12 | 13 | (0) | | | | | |
| 负债合计 | 400 | 547 | 611 | 737 | | | | | |
| 少数股东权益 | 3 | 6 | 9 | 12 | 主要财务比率 | | | | |
| 股本 | 360 | 424 | 424 | 424 | 会计年度 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
| 资本公积 | 26 | 26 | 26 | 26 | 成长能力 | | | | |
| 留存收益 | 813 | 1,435 | 2,303 | 3,480 | 营业收入 | 35.64% | 47.58% | 41.29% | 30.12% |
| 归属母公司股东权益 | 1,199 | 1,884 | 2,752 | 3,930 | 营业利润 | 29.40% | 44.05% | 39.39% | 34.01% |
| 负债和股东权益 | 1,602 | 2,437 | 3,372 | 4,679 | 归属于母公司净利润 | 31.94% | 45.71% | 39.61% | 34.02% |
| | | | | | 获利能力 | | | | |
| | | | | | 毛利率(%) | 76.25% | 77.14% | 77.62% | 78.13% |
| | | | | | 净利率(%) | 20.61% | 20.35% | 20.11% | 20.71% |
| | | | | | ROE(%) | 45.24% | 42.07% | 40.14% | 37.68% |
| | | | | | ROIC(%) | 249.02% | 190.05% | 68.78% | 68.06% |
| | | | | | 偿债能力 | | | | |
| | | | | | 资产负债率(%) | 24.97% | 22.43% | 18.13% | 15.76% |
| | | | | | 净负债比率(%) | -36.95% | -32.98% | -39.51% | -45.94% |
| | | | | | 流动比率 | 3.56 | 4.17 | 5.28 | 6.06 |
| | | | | | 速动比率 | 2.88 | 3.03 | 4.17 | 4.90 |
| | | | | | 营运能力 | | | | |
| | | | | | 总资产周转率 | 1.96 | 1.93 | 1.89 | 1.78 |

| 现金流量表 | | | | |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| 单位:百万元 | | | | |
| 会计年度 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
| 经营活动现金流 | 431 | 374 | 846 | 1,080 |
| 净利润 | 544 | 792 | 1,106 | 1,482 |
| 折旧摊销 | 25 | 8 | 8 | 8 |
| 财务费用 | 1 | (3) | (5) | (7) |
| 投资损失 | (3) | (1) | (1) | (2) |
| 营运资金变动 | (222) | (423) | (268) | (412) |
| 其他经营现金流 | 86 | 1 | 6 | 12 |
| 投资活动现金流 | (86) | 1 | 1 | 2 |



| | | | | | | | | | |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| 资本支出 | 0 | 0 | 0 | 0 | 应收账款周转率 | 17.64 | 16.82 | 17.14 | 16.60 |
| 长期投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 应付账款周转率 | 25.72 | 24.09 | 23.28 | 23.98 |
| 其他投资现金 | | | | | | | | | |
| 流 | (86) | 1 | 1 | 2 | 每股指标 (元) | | | | |
| 筹资活动现金流 | (121) | (104) | (233) | (297) | 每股收益(最新摊薄) | 1.28 | 1.87 | 2.61 | 3.50 |
| 短期借款 | (15) | 0 | 0 | 0 | 每股经营现金流(最新摊薄) | 1.02 | 0.88 | 2.00 | 2.55 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 每股净资产(最新摊薄) | 2.83 | 4.45 | 6.50 | 9.28 |
| 普通股增加 | 0 | 64 | 0 | 0 | 估值比率 | | | | |
| 资本公积增加 | 0 | 0 | 0 | 0 | P/E | 171.2 | 117.5 | 84.2 | 62.8 |
| 其他筹资现金 | | | | | | | | | |
| 流 | (106) | (167) | (233) | (297) | P/B | 77.6 | 49.4 | 33.8 | 23.7 |
| 现金净增加额 | 224 | 271 | 614 | 785 | EV/EBITDA | 0.00 | 98.64 | 70.74 | 52.64 |

数据来源：Wind, 山西证券研究所

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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准。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。

——股票投资评级标准：

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

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本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，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海
国际中心七层
电话：010-83496336

