

## 2021 三季度报点评：业绩持续印证，新兴渠道拓展较为顺利

2021 年 10 月 27 日

买入 (维持)

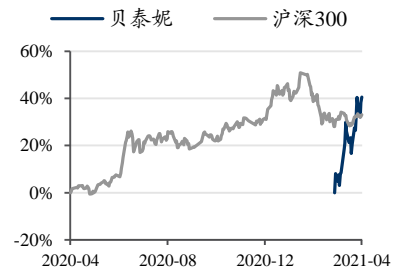
盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	2,636	3,891	5,364	7,144
同比 (%)	35.6%	47.6%	37.9%	33.2%
归母净利润 (百万元)	544	815	1,142	1,536
同比 (%)	31.9%	49.9%	40.1%	34.5%
每股收益 (元/股)	1.28	1.92	2.70	3.63
P/E (倍)	171	114	82	61

### 投资要点

- 2021 前三季度营收同增 49%，归母净利润同增 65%：**2021 前三季度，公司实现营业收入 21.13 亿元，同比增长 49.05%；实现归母净利润 3.55 亿元，同比增长 65.03%；实现扣非归母净利润 3.33 亿元，同比增长 70.18%。Q3 季度，公司实现营业收入 7.01 亿元，同比增长 47.29%；实现归母净利润 0.90 亿元，同比增长 64.29%；实现扣非归母净利润 0.80 亿元，同比增长 75.8%。收入、业绩基本符合此前市场预期。
- 费用控制较好，盈利能力有所提升：**从费用率看，2021Q1-Q3 销售/管理/研发/财务费用率分别同比下降 0.7pct/1.4pct/0.1pct/0.3pct，期间费用率由 58.5%下降至 55.9%，公司费用控制持续较好。2021Q1-Q3 公司毛利率/净利率分别为 76.90%/16.84%，分别同比提升 0.07pct/1.73pct。2021 年前三季度公司经营性现金流为 3.48 亿元，同增 499.9%。截至 2021Q3，公司存货金额同比提升 98.82%至 5.05 亿元，主要系为 Q4 大促提前生产和备货采购。
- 线上注重新兴渠道拓展，线下入驻屈臣氏、开设体验中心：**公司线上、线下多渠道拓展较为顺利。(1) 线上：除了立足于阿里系平台，积极拓展抖音、快手等新兴平台。例如，在 9 月份的“快手超品日”由高管、达人和产品研发人员携手连续五天直播，以及合作抖音带货主播朱瓜瓜销售表现亮眼。(2) 线下：年内设立现代渠道部覆盖连锁 CS 屈臣氏，另外在上海新开线下体验中心，通过产品、服务和场景带给消费者专业化的护肤体验。
- 线上占比较高，年末大促开局良好。**公司线上占比较高，2021H1 线上占比达 78%，因此线上年末大促值得关注。根据第三方跟踪数据，前几日预售额或已超去年整个“双 11”销售额，冻干面膜持续售罄，特护霜、防晒霜等超级大产品表现突出，看好“双 11”大促持续亮眼表现。
- 盈利预测与投资评级：**公司是皮肤学级护肤龙头，专业化品牌形象稳固，线上线下各渠道拓展顺利，功效性护肤品龙头地位持续稳固。我们维持 2021-23 年归母净利润预测 8.15、11.42、15.36 亿元，同增 50.0%、40.2%、34.4%，当前市值对应 PE 为 114x、82x、61x，维持“买入”评级。
- 风险提示：**行业竞争加剧风险、获客成本上升、消费需求整体疲软等。

**证券分析师 吴劲草**  
 执业证号：S0600520090006  
 wujc@dwzq.com.cn  
**证券分析师 张家璇**  
 执业证号：S0600520120002  
 zhangjx@dwzq.com.cn  
**证券分析师 汤军**  
 执业证号：S0600517050001  
 tangj@dwzq.com.cn

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元) 219.72  
 一年最低/最高价 156.95/289.35  
 市净率(倍) 22.39  
 流通 A 股市值(百万元) 12576.77

### 基础数据

每股净资产(元) 10.03  
 资产负债率(%) 14.19  
 总股本(百万股) 423.60  
 流通 A 股(百万股) 57.24

### 相关研究

- 《贝泰妮 (300957)：“线下为基，线上为翼，私域流量护城河”——贝泰妮渠道路径揭秘》2021-04-07
- 《贝泰妮 (300957)：从“药”到“妆”行业翘楚，功能护肤品龙头引领国牌崛起》2021-03-25

贝泰妮三大财务预测表

资产负债表 (百万 元)					利润表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	<b>1,391</b>	<b>5,105</b>	<b>6,094</b>	<b>7,552</b>	<b>营业收入</b>	<b>2,636</b>	<b>3,891</b>	<b>5,364</b>	<b>7,144</b>
现金	752	3,930	4,954	5,873	减:营业成本	626	913	1,264	1,691
应收账款	187	254	354	456	营业税金及附加	46	73	97	121
存货	254	709	555	967	营业费用	1,107	1,648	2,266	3,010
其他流动资产	199	211	232	255	管理费用	169	237	322	414
<b>非流动资产</b>	<b>211</b>	<b>263</b>	<b>313</b>	<b>367</b>	研发费用	63	107	148	189
长期股权投资	0	0	0	0	财务费用	-1	-26	-60	-80
固定资产	69	111	153	196	资产减值损失	9	0	0	0
在建工程	41	44	46	47	加:投资净收益	3	2	2	3
无形资产	55	69	82	92	其他收益	35	35	35	35
其他非流动资产	46	39	31	31	<b>营业利润</b>	<b>650</b>	<b>976</b>	<b>1,365</b>	<b>1,836</b>
<b>资产总计</b>	<b>1,602</b>	<b>5,368</b>	<b>6,407</b>	<b>7,919</b>	加:营业外净收支	-2	-1	-1	-2
<b>流动负债</b>	<b>391</b>	<b>491</b>	<b>548</b>	<b>748</b>	<b>利润总额</b>	<b>648</b>	<b>975</b>	<b>1,364</b>	<b>1,835</b>
短期借款	0	0	0	0	减:所得税费用	104	157	219	295
应付账款	135	241	260	393	少数股东损益	0	3	3	4
其他流动负债	256	250	288	355	<b>归属母公司净利润</b>	<b>544</b>	<b>815</b>	<b>1,142</b>	<b>1,536</b>
<b>非流动负债</b>	<b>9</b>	<b>9</b>	<b>9</b>	<b>9</b>	EBIT	633	928	1,275	1,726
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	658	951	1,305	1,758
其他非流动负债	9	9	9	9	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
<b>负债合计</b>	<b>400</b>	<b>500</b>	<b>557</b>	<b>757</b>	每股收益(元)	1.28	1.92	2.70	3.63
少数股东权益	3	6	9	12	每股净资产(元)	2.83	11.48	13.79	16.88
	1,199	4,862	5,841	7,149	发行在外股份(百万 股)	360	424	424	424
归属母公司股东权益					ROIC(%)	120.2%	84.1%	121.3%	114.1%
<b>负债和股东权益</b>	<b>1,602</b>	<b>5,368</b>	<b>6,407</b>	<b>7,919</b>	ROE(%)	45.2%	16.8%	19.6%	21.5%
						76.3%	76.5%	76.4%	76.3%
<b>现金流量表 (百万 元)</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	毛利率(%)				
经营活动现金流	431	378	1,204	1,151	销售净利率(%)	20.6%	20.9%	21.3%	21.5%
投资活动现金流	-86	-73	-77	-83	资产负债率(%)	25.0%	9.3%	8.7%	9.6%
筹资活动现金流	-121	2,874	-103	-149	收入增长率(%)	35.6%	47.6%	37.9%	33.2%
现金净增加额	224	3,179	1,023	920	净利润增长率(%)	31.9%	49.9%	40.1%	34.5%
折旧和摊销	25	23	30	32	P/E	171.25	114.22	81.51	60.58
资本开支	89	53	49	54	P/B	77.63	19.14	15.93	13.02
营运资本变动	-148	-435	91	-338	EV/EBITDA	140.39	93.79	67.52	49.61

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

### 东吴证券投资评级标准:

#### 公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

#### 行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>