

**公司点评**
**贝泰妮 (300957)**
**化工 | 化学制品**
**三季度表现优异，期待四季度旺季销量高增**

2021年10月27日

**评级 推荐**

评级变动 维持

**合理区间 248.4-262.2 元**
**交易数据**

当前价格 (元)	219.72
52周价格区间 (元)	0.00-284.50
总市值 (百万)	93073.39
流通市值 (百万)	12576.77
总股本 (万股)	42360.00
流通股 (万股)	5724.00

**涨跌幅比较**


%	1M	3M	12M
贝泰妮	8.34	3.64	
化学制品	1.82	16.07	62.06

**邹建军** 分析师  
 执业证书编号: S0530521080001 0731-84403452

**陈诗璐** 研究助理  
 chensl2@cfzq.com 0731-89955711

- 《贝泰妮：贝泰妮 (300957.SZ)：主品牌护航公司成长，盈利能力持续优化》 2021-08-12
- 《贝泰妮：贝泰妮 (300957.SZ) 公司点评：拟赴港上市，全力加速“国际化+多品牌布局”》 2021-06-18
- 《贝泰妮：线上线下双轮驱动，敏感肌龙头高速增长》 2021-05-01

预测指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入 (亿元)	19.44	26.36	38.73	54.78	71.79
归母净利润 (亿元)	4.12	5.44	8.18	11.67	15.57
每股收益 (元)	0.97	1.28	1.93	2.76	3.68
每股净资产 (元)	1.79	2.83	4.27	6.22	8.76
P/E	225.94	171.25	113.84	79.74	59.78
P/B	123.06	77.63	51.51	35.35	25.09

资料来源: Wind、财信证券

**投资要点:**

► **业绩概览：公司持续保持高速增长。**公司前三季度实现营收 21.12 亿元/+49.05%，归母净利润 3.55 亿元/+65.03%，扣非归母净利润 3.33 亿元/+70.18%。其中 Q3 单季实现营收 7.01 亿元/+47.29%，归母净利润 0.90 亿元/+64.29%，扣非归母净利润 0.80 亿元/+75.81%。此外，公司发布公告称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，终止筹划本次港股上市，未来将结合资本市场政策环境、业务需求等择机重新申报。

► **盈利能力：毛利率保持稳定，费用管控良好带动净利率提升**

1) **2021 年前三季度：**公司毛利率为 76.90%/+0.07pcts，较去年同期水平保持稳定。公司销售/管理/研发/财务费用率分别同比变化 -0.70pcts/-1.41pcts/-0.10pcts/-0.34pct 至 46.28%/6.80%/3.24%/-0.39%，公司费用管控良好。公司期间费用率优化，同比下降 2.55pcts 至 55.93%，带动公司 2021 前三季净利率同比提升 1.73pcts 至 16.84%；

2) **2021 年 Q3 单季度：**公司毛利率为 76.32%/+9.51pcts，期间费用率 60.46%/+8.30pcts，其中销售费用率同比提升 9.23pcts 至 48.57%，主要是公司积极采用多渠道营销推广所致，管理/研发/财务费用分别同比变化 0.22pcts/-1.01pcts/0.14pcts 至 8.51%/3.50%/-0.12%。

► **公司看点：产品、营销、渠道持续加码，品牌建设成效显著**

1) **产品端：坚守大单品，兼顾推陈出新。**公司的核心产品线“舒敏”系列拥有特护霜、防晒霜两大超级大单品，下半年公司将力推高保湿修护霜、冻干面膜等新品。未来公司将专注于皮肤健康领域，加大自研力度赋能薇诺娜“舒敏+”系列产品（包括美白、防晒等产品管线），解决敏感肌祛斑、祛痘印等问题，明年还将重磅推出高端品牌以拓展产品管线至抗衰领域；**营销端：立体式营销打通全网传播路径。**公司在微博、微信公众号、小红书、抖音等社媒平台上，借助 KOL 的传播力以长图文、短视频等方式进行多元化种草，全方位精准触达各层次受众消费者。在传统媒介上，十一期间品牌片《薇诺娜专注敏感肌肤》登录 CCTV-1《大国品牌养成记》栏目，公司营销力度日益深化；**渠道端：线上线下齐发力。**线上方面，抖音平台以日播+自播模式进行高

频传播，快手平台通过超品日活动实现品牌曝光和带货转化双丰收。线下方面，持续拓展 OTC 连锁药店渠道，基于 OTC 渠道的专业性，公司将会通过品类区隔减少 OTC 渠道与线上渠道的冲突，且公司今年首开新下体验中心，给予消费者深度体验。

**2) 双十一预售创新高，强劲品牌力得以验证。**一方面，公司主品牌薇诺娜双十一首战告捷，预售当天(10月20日)薇诺娜在天猫全网 GMV 破 7 亿元，超过去年双 11 全期水平，截至 10 月 25 日，薇诺娜在天猫护肤品预售榜单中排名第五，位列国货品牌第一名。其中，大单品舒敏特护霜、防晒霜，新品舒敏冻干面膜、高保湿修护霜等产品力持续获得消费者认可，薇诺娜整体品牌力得以持续提升。此外，公司价格管控体系较好，线下渠道折扣力度通常不低于线上，而在线上渠道公司全年仅双十一期间提供 5 折优惠，大单品在其余时间优惠力度较小，且公司此次将大单品特护霜以 4 支装的组合形式进行促销，“囤货式”消费的超预期表现进一步显现出消费者对产品的高粘性。薇诺娜品牌力凸显，大单品持续放量+新品推广成功，我们认为今年双十一后半段期间薇诺娜销量仍将继续高增，进而摊薄公司整体成本及费用，Q4 净利率水平有望进一步提升。另一方面，公司新品牌薇诺娜宝贝通过线下渠道已完成前期品牌建设工作，现已从线下转至线上公域渠道，今年 7 月份设立天猫和抖音品牌旗舰店，我们预计明年产品销售将进一步放量。

- **盈利预测与投资建议：皮肤学级护肤品龙头切入敏感肌细分赛道，充分享受行业红利，公司未来增长空间广阔，维持“推荐”评级。**公司是皮肤学级护肤品行业的龙头公司，专业化品牌形象深入人心，线上线下渠道双赋能公司成长，产品以“械”字号为基础逐步过渡至“妆”字号放量增长。我们维持公司 2021-2023 年营业总收入预测分别为 38.72/54.78/71.79 亿元，归母净利润预测分别为 8.18/11.67/15.57 亿元，EPS 分别为 1.93/2.76/3.68 元，营业收入增速分别为 46.89%/41.44%/31.06%，归母净利润增速分别为 50.43%/42.76%/33.38%，当前市值对应 PE 分别为 114/80/60 倍。公司在敏感肌护肤赛道已抢占先机，主品牌薇诺娜以“舒敏”系列为核心，叠加多品类管线的投放，知名度将不断增强，未来公司亦将积极孵化子品牌，打造差异化产品矩阵，进一步深化多品牌多品类布局，强化营销和渠道能力，公司有望长期稳固龙头地位。考虑到公司的成长性，且公司享有一定程度的龙头溢价，我们给予公司 2022 年 2 倍 PEG，合理价格区间在 248.4-262.2 元，维持“推荐”评级。
- **风险提示：行业竞争加剧风险；产品推广不及预期；消费需求整体疲软等。**

**财务预测摘要**

利润表 (百万元)						财务指标					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>1944</b>	<b>2636</b>	<b>3873</b>	<b>5478</b>	<b>7179</b>	<b>成长性</b>					
减:营业成本	385	626	805	1139	1493	营业收入增长率	56.7%	35.6%	46.9%	41.4%	31.1%
营业税费	35	46	73	99	130	营业利润增长率			50.1%	42.8%	33.3%
销售费用	843	1107	1625	2325	3025	净利润增长率	58.1%	31.9%	50.3%	42.8%	33.3%
管理费用(含研发)	191	232	417	536	702	EBITDA 增长率	57.7%	25.8%	51.1%	43.1%	32.5%
财务费用	-1	-1	-4	-6	-9	EBIT 增长率	57.5%	26.0%	52.3%	43.7%	32.8%
加:资产减值损失	-13	-9	-10	-13	-10	NOPLAT 增长率	57.4%	32.3%	49.7%	42.7%	33.3%
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	投资资本增长率	22.5%	94.4%	45.7%	6.5%	65.6%
投资收益及其他	23	33	29	20	28	净资产增长率	68.8%	57.9%	50.6%	45.7%	40.9%
<b>营业利润</b>	<b>502</b>	<b>650</b>	<b>975</b>	<b>1392</b>	<b>1856</b>	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	0	-2	0	-1	-1	毛利率	80.2%	76.3%	79.2%	79.2%	79.2%
<b>利润总额</b>	<b>502</b>	<b>648</b>	<b>974</b>	<b>1391</b>	<b>1855</b>	营业利润率		24.6%	25.2%	25.4%	25.9%
减:所得税	89	104	157	223	298	净利率	21.2%	20.6%	21.1%	21.3%	21.7%
<b>归母净利润</b>	<b>412</b>	<b>544</b>	<b>817</b>	<b>1166</b>	<b>1555</b>	EBITDA/营业收入	26.4%	24.5%	25.2%	25.5%	25.8%
						EBIT/营业收入	25.8%	24.0%	24.8%	25.2%	25.6%
						<b>运营效率</b>					
<b>资产负债表(百万元)</b>	<b>2019A</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	固定资产周转天数	11	9	6	4	2
货币资金	527	752	1194	1989	2656	<b>流动营业资本周转天数</b>	21	26	33	31	36
交易性金融资产	0	0	0	0	0	流动资产周转天数	147	159	163	167	180
应收账款	112	187	249	370	439	应收账款周转天数	20	20	20	20	20
应收票据	0	0	34	14	19	存货周转天数	42	31	36	31	34
预付账款	14	29	32	50	58	总资产周转天数	171	183	181	178	188
存货	199	254	517	440	902	投资资本周转天数	35	42	46	40	42
其他流动资产	84	169	89	114	124	<b>投资回报率</b>					
可供出售金融资产	0	0	0	0	0	ROE	54.5%	45.3%	45.2%	44.3%	42.0%
持有至到期投资	0	0	0	0	0	ROA	38.1%	33.9%	35.7%	37.2%	35.8%
长期股权投资	0	0	0	0	0	ROIC	243.0%	262.3%	201.9%	197.8%	247.5%
投资性房地产	0	0	0	0	0	<b>费用率</b>					
固定资产	59	69	59	49	40	销售费用率	43.4%	42.0%	42.0%	42.4%	42.1%
在建工程	2	41	41	41	41	管理费用率	9.8%	8.8%	10.8%	9.8%	9.8%
无形资产	46	55	52	48	44	财务费用率	-0.1%	0.0%	-0.1%	-0.1%	-0.1%
其他非流动资产	41	46	28	21	22	三费/营业收入	53.1%	50.8%	52.6%	52.1%	51.8%
<b>资产总额</b>	<b>1084</b>	<b>1602</b>	<b>2294</b>	<b>3135</b>	<b>4344</b>	<b>偿债能力</b>					
短期债务	15	0	0	0	0	资产负债率	29.8%	25.0%	21.1%	15.9%	14.5%
应付账款	88	117	196	228	313	负债权益比	42.4%	33.3%	26.7%	18.9%	17.0%
应付票据	0	18	4	11	15	流动比率	3.16	3.56	4.51	6.18	6.81
其他流动负债	193	256	269	243	288	速动比率	2.49	2.91	3.41	5.26	5.35
长期借款	0	0	0	0	0	利息保障倍数	-346.11	-718.97	-246.47	-216.53	-197.06
其他非流动负债	27	9	15	17	13	<b>分红指标</b>					
<b>负债总额</b>	<b>323</b>	<b>400</b>	<b>484</b>	<b>499</b>	<b>630</b>	DPS(元)	0.24	0.38	0.64	0.81	1.13
少数股东权益	5	3	4	5	7	分红比率	24.5%	29.8%	33.4%	29.2%	30.8%
股本	360	360	424	424	424	股息收益率	0.1%	0.2%	0.3%	0.4%	0.5%
留存收益	396	839	1383	2208	3284						
<b>股东权益</b>	<b>761</b>	<b>1202</b>	<b>1810</b>	<b>2637</b>	<b>3714</b>						
						<b>业绩和估值指标</b>	<b>2019A</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2019A</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	EPS(元)	<b>0.97</b>	<b>1.28</b>	<b>1.93</b>	<b>2.76</b>	<b>3.68</b>
归母净利润	413	544	817	1166	1555	BVPS(元)	<b>1.79</b>	<b>2.83</b>	<b>4.27</b>	<b>6.22</b>	<b>8.76</b>
加:折旧和摊销	21	25	13	13	13	PE(X)	<b>225.94</b>	<b>171.25</b>	<b>113.84</b>	<b>79.74</b>	<b>59.78</b>
资产减值准备	13	9	0	0	0	PB(X)	<b>123.06</b>	<b>77.63</b>	<b>51.51</b>	<b>35.35</b>	<b>25.09</b>
公允价值变动损失	0	0	-2	-9	-4	P/FCF	239.40	279.91	147.03	82.44	81.21
财务费用	0	1	-4	-6	-9	P/S	47.88	35.30	24.03	16.99	12.96
投资收益	0	-3	0	0	0	EV/EBITDA	184.08	145.96	94.17	65.23	48.88
少数股东损益	1	0	1	1	2	CAGR(%)	41.4%	42.0%	46.0%	41.4%	42.0%
营运资金的变动	-23	-180	-180	-44	-425	PEG	5.46	4.08	2.48	1.93	1.42
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>515</b>	<b>431</b>	<b>646</b>	<b>1122</b>	<b>1133</b>	ROIC/WACC	23.14	24.98	19.23	18.83	23.57
投资活动产生现金流量	-61	-86	2	9	4	REP	19.67	9.35	8.12	7.72	3.70
融资活动产生现金流量	-178	-121	-206	-335	-470						

资料来源: Wind、财信证券

## 投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 -10%—5%
	回避	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为 -5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

## 免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财信证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司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。

本报告中所指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。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为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。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财信证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

## 财信证券研究发展中心

网址：www.cfzq.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438