

➤ **事件概述。**公司公布 2021 年业绩预告，预计 2021 全年实现归母净利 8.2-8.9 亿元，同比增长 50.87%-63.75%。扣非归母净利 7.7-8.4 亿元，同比增长 50.20%-63.85%，预计 Q4 单季实现净利润 4.65-5.35 亿元，同比+42%-63%，扣非归母净利润 4.37-5.35 亿元。

➤ **单品牌远未至天花板，多品牌孵化值得期待。**根据欧睿数据，“薇诺娜”作为功能性护肤品的重要品牌，市占率已超 20%，且在重要电商购物节销售额排名靠前，市场一度对单品牌的是否可以连续高速增长有担忧，然而根据公司披露的业绩以及行业的情况来看，在敏感肌护理产品、成分性护理产品、敷料面膜类产品共同教育下，功效护肤的“蛋糕”在快速扩大，薇诺娜旗下 14 条系列产品矩阵丰富，在此背景下，薇诺娜仍有较大渗透空间，预计 2022 年其在双修复活系列和修红系列将会有较大突破。**多品牌方面：**子品牌 1——薇诺娜 baby21 年通过月子会所线下专业渠道辐射特定人群，双十一进入天猫婴童护肤类目 TOP10，子品牌 2——AOXMED 定位高端，预计 5 月面市通过医美渠道切入。值得注意的是，两个品牌公司都是采用线下辐射线上模式，我们认为，这种模式一方面保证了其专业性的品牌调性，另一方面也可保证较高定价，公司整体盈利能力有望再提升。

➤ **提前做去中心化战略调整，线上线下一进一步开拓。****线上：**多平台组合同发力，策略上提前调整，去年 1-3 季度，线上平台去中心化效果明显，天猫 1-3 季度整体的占比预计降至整体收入的 50%以下，天猫抖音整个直播达人占比、包括头部中腰部一起不超过线上 30%。**线下：**1)除了进一步地开拓屈臣氏并提升单店产出外，公司逐步地开展美妆品牌的形象店，12 月，首家形象店于杭州银泰美妆店正式开业，预计 2022 年选取十个以内大的一二线城市开立品牌形象店，加强线上线下会员的互动 O2O 的闭环；2)OTC:再度携手健之佳，重点运营其西南地区线下会员，突破整个线下流量靠 500 个专柜添加流量入口端的局面。

➤ **成立海南贝泰妮私募基金管理有限公司，牵头云南省植物实验室。**公司将积极寻求上下游相关项目做延伸投资，关于云科的云南省的植物实验室，有望以产业为导向，重点地利用云南特色植物的资源，在功效性护肤品，功能性食品，以及未来的药品方面去做产业方面研发突破，去带动当地植物产业发展，未来公司有望把其打造成公司内部研发服务拓展平台。

➤ **投资建议：**卡位功效护肤&医美双景气赛道，产学研一体化，产品力+渠道力+运营能力综合能力强劲。我们预计，公司 21 年收入同比增长超 50%，预计 2021-2023 年公司 EPS 为 2.04、2.83 和 3.79 元，对应 PE 为 79、57 和 43X，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**品牌孵化不及预期

盈利预测与财务指标

项目/年度	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	2,636	4,007	5,559	7,364
增长率 (%)	35.6%	52.0%	38.7%	32.5%
归属母公司股东净利润 (百万元)	544	864	1,197	1,604
增长率 (%)	31.9%	58.9%	38.6%	34.0%
每股收益 (元)	1.28	2.04	2.83	3.79
PE	127	80	57	43
PB	59.19	13.57	10.98	8.74

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2022 年 1 月 26 日收盘价)

推荐
维持评级
当前价格：
162.46 元

分析师：刘文正

执业证号：S0100521100009

电话：13122831967

邮箱：liuwenzheng@mszq.com

相关研究

- 1.贝泰妮 (300957)公司深度：内部夯实和外部拓展并举，竞争力持续强化
- 2.贝泰妮 (300957) 三季报点评：业绩高质量增长延续，综合竞争力再强化
- 3.贝泰妮 (300957) 点评报告：拟赴港上市，加速打造中国皮肤健康生态
- 4.【民生商社交运】贝泰妮 2020 年年报 & 2021 年一季报点评：Q1 营收同增超 59%，市占率稳居皮肤学级第一

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	2,636	4,007	5,559	7,364
营业成本	626	879	1,171	1,541
营业税金及附加	46	48	72	96
销售费用	1,107	1,775	2,474	3,277
管理费用	169	232	361	501
研发费用	63	112	145	191
EBIT	625	960	1,336	1,757
财务费用	-1	-52	-99	-124
资产减值损失	-9	-55	-70	-50
投资收益	3	20	6	6
营业利润	650	1,017	1,426	1,910
营业外收支	-2	0	0	0
利润总额	648	1,017	1,426	1,910
所得税	104	153	228	306
净利润	544	864	1,198	1,605
归属于母公司净利润	544	864	1,197	1,604
EBITDA	650	990	1,376	1,807

资产负债表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	752	4,442	5,532	6,981
应收账款及票据	187	275	376	504
预付款项	29	40	52	69
存货	254	493	587	778
其他流动资产	169	174	180	187
流动资产合计	1,391	5,424	6,726	8,519
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	69	149	209	259
无形资产	55	65	75	85
非流动资产合计	211	318	405	477
资产合计	1,602	5,742	7,131	8,996
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	135	193	241	317
其他流动负债	256	464	607	792
流动负债合计	391	657	848	1,108
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	9	9	9	9
非流动负债合计	9	9	9	9
负债合计	400	666	857	1,117
股本	360	424	424	424
少数股东权益	3	3	4	5
股东权益合计	1,202	5,076	6,274	7,879
负债和股东权益合计	1,602	5,742	7,131	8,996

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	35.6%	52.0%	38.7%	32.5%
EBIT 增长率	27.6%	53.6%	39.2%	31.5%
净利润增长率	31.9%	58.9%	38.6%	34.0%
盈利能力 (%)				
毛利率	76.3%	78.1%	78.9%	79.1%
净利润率	20.6%	21.6%	21.5%	21.8%
总资产收益率 ROA	33.9%	15.0%	16.8%	17.8%
净资产收益率 ROE	45.3%	17.0%	19.1%	20.4%
偿债能力				
流动比率	3.56	8.26	7.93	7.69
速动比率	2.83	7.45	7.18	6.92
现金比率	1.92	6.76	6.52	6.30
资产负债率 (%)	25.0%	11.6%	12.0%	12.4%
经营效率				
应收账款周转天数	25.86	25.07	24.67	25.00
存货周转天数	147.94	204.51	183.02	184.33
总资产周转率	1.65	0.70	0.78	0.82
每股指标 (元)				
每股收益	1.28	2.04	2.83	3.79
每股净资产	2.83	11.98	14.80	18.59
每股经营现金流	1.02	1.89	2.88	3.72
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	127	80	57	43
PB	59.19	13.57	10.98	8.74
EV/EBITDA	91.63	65.03	45.99	34.21
股息收益率 (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	544	864	1,198	1,605
折旧和摊销	25	30	40	50
营运资金变动	-148	-127	-81	-124
经营活动现金流	431	802	1,222	1,576
资本开支	-89	-135	-126	-121
投资	0	-5	-10	-10
投资活动现金流	-86	-122	-132	-127
股权募资	0	64	0	0
债务募资	37	0	0	0
筹资活动现金流	-121	3,010	0	0
现金净流量	224	3,690	1,090	1,449

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（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。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001