

## 主品牌持续发力，营收业绩高速增长

### 投资要点

- **事件:** 公司发布2021年度报告, 2021年全年实现营业收入40.2亿元, 同比增长52.3%; 实现归母净利润8.6亿元, 同比增长58.8%; 实现扣非归母净利润8.1亿元, 同比增长58.6%。2021Q4实现营收19.1亿元, 同比增长56.7%; 实现归母净利润5.1亿元, 同比增长54.7%。
- **线上线下齐发力, 主营业务增长亮眼。** 2021年公司营收实现大幅增长, 线上渠道持续加大多平台投放, 联合多种营销方式扩大品牌知名度; 线下疫情影响减弱, 入驻OTC头部连锁加速起量。分渠道来看, 2021年线上渠道实现营收33亿元, 同比增长51.9%, 营收占比为82.3%; 线下渠道实现营收7.1亿元, 同比增长57.8%, 营收占比为17.7%。分产品来看, 护肤品业务实现营收36.3亿元, 同比增长53.8%, 营收占比为90.2%; 医疗器械实现营收3.3亿元, 同比增长67.1%, 营收占比为8.1%。护肤品为公司占比最大的主营业务, 作为功效型产品国货龙头, 继续维持稳定的高增长态势。
- **盈利结构稳定, 业绩持续增长。** 2021年公司利润增长高于营收, 盈利能力稳中有升。报告期内公司毛利率为76%, 主营业务护肤品毛利率为75.4%, 同比表现相对稳定。费用端, 2021年公司销售费用率、管理费用率分别为41.8%、6.1%, 同比下降0.21pp、0.29pp, 费用率有所优化。公司实现净利率21.5%, 同比上升0.9pp, 盈利能力得到改善。
- **大单品策略持续生效, 子品牌贡献第二增长曲线。** 公司主打敏感肌维稳修复, 主品牌“薇诺娜”已成为功能性护肤品国货龙头, 2021年双十一期间是唯一上榜天猫美妆类目TOP10的国货品牌, 拥有“面霜乳液+防晒”两大爆款单品, 牢牢稳固“舒敏”产品市场霸主地位。此外, 公司积极推进子品牌孵化, 聚焦婴幼儿护理的子品牌“WINONA Baby”已于2021年正式开设天猫旗舰店, 双十一实现同比超10倍增长, 未来将成为公司第二成长曲线。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司2022-2024年EPS分别为2.84元、3.95元、5.28元, 未来三年归母净利润将保持37.4%的复合增长率。考虑到公司功能性护肤品国货龙头地位, 子品牌贡献新的营收增长动力, 维持“持有”评级。
- **风险提示:** 行业竞争加剧风险、新品拓展不及预期风险。

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	4022.40	5612.58	7673.44	10096.67
增长率	52.57%	39.53%	36.72%	31.58%
归属母公司净利润(百万元)	862.92	1203.41	1671.64	2236.84
增长率	58.77%	39.46%	38.91%	33.81%
每股收益EPS(元)	2.04	2.84	3.95	5.28
净资产收益率ROE	18.08%	20.74%	23.11%	24.48%
PE	83	60	43	32
PB	15.07	12.38	9.93	7.86

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 龚梦泓  
执业证号: S1250518090001  
电话: 023-63786049  
邮箱: gmh@swsc.com.cn  
联系人: 夏勤  
电话: 023-63786049  
邮箱: xiaqin@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	4.24
流通A股(亿股)	2.17
52周内股价区间(元)	149.0-284.5
总市值(亿元)	716.52
总资产(亿元)	58.12
每股净资产(元)	11.23

### 相关研究

1. 贝泰妮(300957): 21年业绩高增, 静待新品牌孵化 (2022-01-27)
2. 贝泰妮(300957): Q3增长势头不减, 期待双十一再创新高 (2021-10-27)
3. 贝泰妮(300957): 功能护肤龙头, 营收业绩高增 (2021-08-10)
4. 贝泰妮(300957): 主品牌发展迅速, Q1业绩快速增长 (2021-05-10)

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	4022.40	5612.58	7673.44	10096.67	净利润	864.06	1204.99	1673.85	2239.80
营业成本	965.17	1369.28	1874.74	2470.73	折旧与摊销	34.52	18.61	18.61	18.61
营业税金及附加	52.12	85.86	114.17	148.40	财务费用	-10.07	-3.72	-5.05	-7.51
销售费用	1680.77	2261.87	3069.38	3988.19	资产减值损失	-11.91	-3.00	-8.00	-7.00
管理费用	245.50	477.07	652.24	858.22	经营营运资本变动	-1334.50	-696.83	-827.64	-953.14
财务费用	-10.07	-3.72	-5.05	-7.51	其他	1610.62	-7.01	-7.93	3.28
资产减值损失	-11.91	-3.00	-8.00	-7.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>1152.72</b>	<b>513.05</b>	<b>843.85</b>	<b>1294.05</b>
投资收益	18.83	1.20	1.50	1.60	资本支出	-196.27	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	10.80	5.40	6.30	6.75	其他	-2362.21	6.60	7.80	8.35
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-2558.48</b>	<b>6.60</b>	<b>7.80</b>	<b>8.35</b>
<b>营业利润</b>	<b>1015.71</b>	<b>1431.82</b>	<b>1983.75</b>	<b>2654.00</b>	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	2.17	0.49	0.66	0.85	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>1017.88</b>	<b>1432.31</b>	<b>1984.41</b>	<b>2654.85</b>	股权融资	2883.90	0.00	0.00	0.00
所得税	153.81	227.31	310.56	415.05	支付股利	-254.16	-172.58	-240.68	-334.33
净利润	864.06	1204.99	1673.85	2239.80	其他	34.50	-45.19	5.05	7.51
少数股东损益	1.14	1.59	2.21	2.95	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>2664.24</b>	<b>-217.77</b>	<b>-235.63</b>	<b>-326.82</b>
归属母公司股东净利润	862.92	1203.41	1671.64	2236.84	<b>现金流量净额</b>	<b>1258.48</b>	<b>301.87</b>	<b>616.02</b>	<b>975.58</b>
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	2034.63	2336.51	2952.52	3928.10	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	306.93	445.32	610.35	797.47	销售收入增长率	52.57%	39.53%	36.72%	31.58%
存货	463.27	666.32	924.16	1213.95	营业利润增长率	56.33%	40.97%	38.55%	33.79%
其他流动资产	2420.20	2955.28	3753.60	4692.28	净利润增长率	58.91%	39.46%	38.91%	33.81%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	54.39%	39.08%	38.06%	33.43%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	292.89	285.76	278.63	271.50	毛利率	76.01%	75.60%	75.57%	75.53%
无形资产和开发支出	64.59	57.21	49.83	42.45	三费率	47.64%	48.73%	48.43%	47.93%
其他非流动资产	229.99	225.88	221.78	217.68	净利率	21.48%	21.47%	21.81%	22.18%
<b>资产总计</b>	<b>5812.49</b>	<b>6972.28</b>	<b>8790.86</b>	<b>11163.43</b>	ROE	18.08%	20.74%	23.11%	24.48%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	14.87%	17.28%	19.04%	20.06%
应付和预收款项	588.50	755.93	1041.24	1390.30	ROIC	58.62%	45.39%	46.58%	47.66%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	25.86%	25.78%	26.03%	26.40%
其他负债	445.53	405.47	505.58	623.62	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>1034.02</b>	<b>1161.40</b>	<b>1546.82</b>	<b>2013.92</b>	总资产周转率	1.09	0.88	0.97	1.01
股本	423.60	423.60	423.60	423.60	固定资产周转率	44.42	51.50	75.34	106.59
资本公积	2846.00	2846.00	2846.00	2846.00	应收账款周转率	18.53	18.51	18.00	17.76
留存收益	1485.60	2516.42	3947.38	5849.90	存货周转率	2.61	2.37	2.34	2.30
归属母公司股东权益	4755.20	5786.02	7216.99	9119.50	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	112.62%	—	—	—
少数股东权益	23.26	24.85	27.06	30.01	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>4778.47</b>	<b>5810.88</b>	<b>7244.05</b>	<b>9149.52</b>	资产负债率	17.79%	16.66%	17.60%	18.04%
负债和股东权益合计	5812.49	6972.28	8790.86	11163.43	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	5.81	6.23	5.83	5.66
					速动比率	5.29	5.59	5.18	5.01
					股利支付率	29.45%	14.34%	14.40%	14.95%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	2.04	2.84	3.95	5.28
					每股净资产	11.23	13.66	17.04	21.53
					每股经营现金	2.72	1.21	1.99	3.05
					每股股利	0.60	0.41	0.57	0.79
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E					
EBITDA	1040.16	1446.71	1997.32	2665.10					
PE	83.03	59.54	42.86	32.03					
PB	15.07	12.38	9.93	7.86					
PS	17.81	12.77	9.34	7.10					
EV/EBITDA	66.04	47.24	33.91	25.05					
股息率	0.35%	0.24%	0.34%	0.47%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 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注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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保持在最新状态。同时，本公司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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路166号中国保险大厦20楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街35号国际企业大厦A座8楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道6023号创建大厦4楼

邮编：518040

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路32号西南证券总部大楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理 销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	陈含月	销售经理	13021201616	13021201616	chhy@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
广深	郑龔	广州销售负责人 销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn