证券研究报告

公司研究

点评报告

贝泰妮（300957.SZ）

投资评级　　买入

上次评级　　买入

汲肖飞　纺服&化妆品行业分析师
执业编号：S1500520080003
邮　箱：jixiaofei@cindasc.com

李媛媛　研究助理
邮　箱：liyuanyuan@cindasc.com

相关研究

《品牌矩阵不断完善，构筑长期增长曲线》2022.3

《全年业绩预计高增超预期，线上线下齐发力》2022.1

《Q3 收入持续高增，费率优化带动净利率提升》2021.10

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编：100031

单品出圈全渠打通，Q1 业绩增长超预期

2022 年 4 月 29 日

事件：公司 2022Q1 实现收入 8.09 亿元、同增 59.32%，归母净利润 1.46 亿元、同增 85.74%，扣非净利 1.24 亿元、同增 61.82%，EPS 为 0.34 元。受化妆品核心单品驱动，Q1 业绩增长超预期。

点评：

- **化妆品业务驱动收入高增，核心大单品成功出圈。**2022Q1 公司化妆品业务贡献主要营收，核心单品表现亮眼。分品类看，2022Q1 特护霜、防晒霜和舒敏精华收入实现高速增长；公司预计冻干系列产品在一季度非大促活动期间取得较快增长，有望成为全年支撑面膜品类的核心大单品。此外，受较强的科研产品力驱动，我们预计一季度修红系列和以美白淡斑精华为支撑的美白系列收入增速较高。

- **毛利率维持高位，各项投入稳步推进。**在产品和渠道结构的综合影响下，2022Q1 公司毛利率为 77.82%，基本保持稳定。费用方面，受公司持续投入品牌形象推广宣传费用、营销人员薪酬费用增加等因素影响，公司销售费用率同增 2.10PCT 至 48.02%；2022Q1 公司管理费用、研发费用同增 51.17%、35.71%至 6130.97 万元、3099.67 万元，主要系随着公司规模增长，管理人员成本等行政费用支出、研发活动投入增加所致。预计随着植物实验室的开拓和对外合作研发的持续深入，全年研发费用将同收入保持相对稳定的增长。受益于规模效应，2022Q1 公司管理费用率、研发费用率同降 0.41PCT、0.67PCT 至 7.58%、3.83%。2022Q1 公司取得存款利息收入同比增长推动财务收入同比增长 283.44%至 359.69 万元。综合而言，2022Q1 公司归母净利润率同增 2.57PCT 至 18.06%，高盈利能力持续。2022Q1 公司经营性现金流阶段性为-1.67 亿元，主要系公司拉长账期，付款结算周期延长所致。

- **新品牌持续孵化，拓展新兴细分领域，有望打造公司第二增长曲线。**2021 年公司新品牌“WINONA Baby”成为行业新锐高增长品牌，2022Q1 品牌贡献营收近 3000 万元，预计全年将延续收入高速增长态势。公司将长期布局专注于皮肤修护的“Beauty Answer”品牌，以进一步实现细分市场的扩展，有望带来新的业绩增长点。公司赋予新品牌“AOXMED”重要战略意义，公司将持续深耕，品牌定位高端，未来有望实现量价齐升，构筑公司新的业绩增长曲线。

盈利预测与投资评级：

- 功能性化妆品行业高景气度持续，公司新品牌进展顺利，产品矩阵不断丰富，线下渠道布局持续扩展，未来成长空间大。我们上调 2022-24 年 EPS 为 2.86/3.77/4.84 元（原值为 2.70/3.55/4.39 元），目前股价对应 22 年 68.76 倍 PE，我们长期看好公司注重研发创新，不断完善护肤品品类矩阵，打造皮肤健康生态，子品牌成长性强有望为公司带来第二业绩增长曲线，长期竞争力有望进一步提升，维持“买入”

评级。

风险因素：行业政策变化风险、产品研发和注册风险、市场竞争加剧、产品安全风险等。

重要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	2,636	4,022	5,592	7,520	9,927
同比(%)	35.6%	52.6%	39.0%	34.5%	32.0%
归属母公司净利润	544	863	1,213	1,598	2,051
同比(%)	31.9%	58.8%	40.6%	31.7%	28.3%
毛利率(%)	76.3%	76.0%	77.4%	77.5%	78.2%
ROE(%)	45.3%	18.1%	16.2%	17.6%	18.4%
EPS（摊薄）（元）	1.28	2.04	2.86	3.77	4.84
P/E	—	94.39	68.76	52.19	40.67
P/B	—	17.13	11.12	9.16	7.48

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2022 年 4 月 29 日收盘价

资产负债表					单位:百万元
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	**1,391**	**5,225**	**7,937**	**9,951**	**12,291**
货币资金	752	2,035	4,520	6,222	8,178
应收票据	0	0	0	0	0
应收账款	187	247	398	536	707
预付账款	29	46	59	51	61
存货	254	463	519	695	889
其他	169	2,433	2,440	2,447	2,456
非流动资产	**211**	**587**	**597**	**607**	**617**
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	69	113	113	113	113
无形资产	55	65	72	79	86
其他	87	410	413	416	419
资产总计	**1,602**	**5,812**	**8,534**	**10,559**	**12,908**
流动负债	**391**	**900**	**874**	**1,300**	**1,599**
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据	18	65	61	98	63
应付账款	117	296	235	371	474
其他	256	538	577	831	1,062
非流动负债	**9**	**134**	**134**	**134**	**134**
长期借款	0	0	0	0	0
其他	9	134	134	134	134
负债合计	**400**	**1,034**	**1,008**	**1,435**	**1,734**
少数股东权益	3	23	23	23	23
归属母公司股东权益	1,199	4,755	7,503	9,101	11,151
负债和股东权益	**1,602**	**5,812**	**8,534**	**10,559**	**12,908**

重要财务指标					单位:百万元
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	2,636	4,022	5,592	7,520	9,927
同比（%）	35.6%	52.6%	39.0%	34.5%	32.0%
归属母公司净利润	544	863	1,213	1,598	2,051
同比	31.9%	58.8%	40.6%	31.7%	28.3%
毛利率（%）	76.3%	76.0%	77.4%	77.5%	78.2%
ROE%	45.3%	18.1%	16.2%	17.6%	18.4%
EPS (摊薄)(元)	1.28	2.04	2.86	3.77	4.84
P/E	—	94.39	68.76	52.19	40.67
P/B	—	17.13	11.12	9.16	7.48
EV/EBITDA	-1.16	76.55	57.78	42.76	32.40

利润表					单位:百万元
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	**2,636**	**4,022**	**5,592**	**7,520**	**9,927**
营业成本	626	965	1,264	1,692	2,164
营业税金及附加	46	52	67	90	119
销售费用	1,107	1,681	2,433	3,294	4,417
管理费用	169	245	336	466	635
研发费用	63	113	129	173	268
财务费用	-1	-10	-11	-19	-26
减值损失合计	-9	-12	-10	-10	-10
投资净收益	3	19	22	23	25
其他	30	33	59	68	79
营业利润	**650**	**1,016**	**1,447**	**1,904**	**2,443**
营业外收支	-2	2	-2	0	0
利润总额	**648**	**1,018**	**1,445**	**1,904**	**2,443**
所得税	104	154	232	306	392
净利润	**544**	**864**	**1,213**	**1,598**	**2,051**
少数股东损益	0	1	0	0	0
归属母公司净利润	**544**	**863**	**1,213**	**1,598**	**2,051**
EBITDA	650	1,039	1,367	1,808	2,326
EPS (当年)(元)	1.28	2.04	2.86	3.77	4.84

现金流量表					单位:百万元
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	**431**	**1,153**	**943**	**1,693**	**1,944**
净利润	544	864	1,213	1,598	2,051
折旧摊销	25	73	3	3	3
财务费用	1	4	0	0	0
投资损失	-3	-19	-22	-23	-25
营运资金变	-148	224	-263	105	-95
其它	12	6	12	10	10
投资活动现金流	**-86**	**-2,558**	**7**	**10**	**12**
资本支出	-89	-270	-12	-10	-10
长期投资	0	-2,307	0	0	0
其他	3	19	19	20	22
筹资活动现金流	**-121**	**2,664**	**1,535**	**0**	**0**
吸收投资	0	2,925	64	0	0
借款	-15	0	0	0	0
支付利息或股息	-104	-191	0	0	0
现金流净增加额	**224**	**1,258**	**2,485**	**1,703**	**1,956**

研究团队简介

汲肖飞，北京大学金融学硕士，七年证券研究经验，2016 年 9 月入职光大证券研究所纺织服装团队，作为团队核心成员获得 2016/17/19 年新财富纺织服装行业最佳分析师第 3 名/第 2 名/第 5 名，并多次获得水晶球、金牛奖等最佳分析师奖项，2020 年 8 月加入信达证券，2020 年获得《财经》研究今榜行业盈利预测最准确分析师、行业最佳选股分析师等称号。

李媛媛，复旦大学金融硕士，四年消费品行业研究经验，2020 年加入信达证券，从事纺织轻工行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	许锦川	13699765009	xujinchuan@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数 ：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	**买入：**股价相对强于基准 20%以上；	**看好：**行业指数超越基准；
	增持：股价相对强于基准 5%～20%；	**中性：**行业指数与基准基本持平；
	持有：股价相对基准波动在±5% 之间；	**看淡：**行业指数弱于基准。
	卖出：股价相对弱于基准 5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。