

贝泰妮 (300957.SZ) 买入 (维持评级)

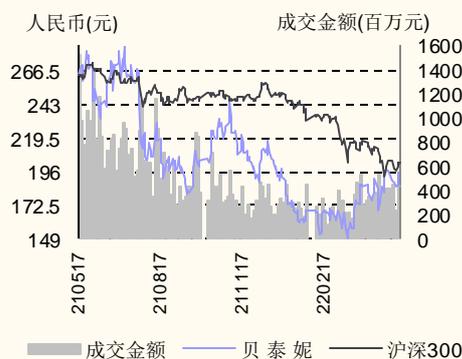
公司点评

市场价格 (人民币): 186.00 元

线下年度大促 “5.25” 预热开启

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	4.24
已上市流通 A 股(亿股)	2.17
总市值(亿元)	787.90
年内股价最高最低(元)	284.50/149.00
沪深 300 指数	3989
创业板指	2358



公司基本情况 (人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2,636	4,022	5,676	7,628	9,957
营业收入增长率	35.64%	52.57%	41.12%	34.38%	30.53%
归母净利润(百万元)	544	863	1,197	1,593	2,066
归母净利润增长率	31.94%	58.77%	38.73%	33.07%	29.71%
摊薄每股收益(元)	1.28	2.04	2.83	3.76	4.88
每股经营性现金流净额	1.16	2.59	4.86	3.07	3.99
ROE(归属母公司)(摊薄)	45.33%	18.15%	14.19%	16.96%	19.43%
P/E	144.96	91.31	66	49	38
P/B	55.85	16.57	9.34	8.39	7.41

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件简评

- 薇诺娜专柜服务平台 “5.25” 活动预热开始, 5.7 0:00 -5.22 22: 00, 支付 99 元可在活动期抵扣 120 元、相当于整单 (优惠价基础上) 83 折, 活动期 5.23 0: 00-5.25 23:59。

经营分析

- 专柜服务平台 “5.25”:** 1) 选品聚焦大单品+新品+修护/美白套组: 22 年 “5.25” 上新清痘净颜面膜、5 折促销, 在大单品屏障特护霜的基础上增加修护套组 (特护霜+修护保湿水) 和美白套组 (淡斑精华液+晶粹水+洁面乳+淡斑面膜)。2) 较去年 “5.25”, 产品更丰富, 改为主推屏障特护霜、其他同款产品折扣力度加大: 不同于去年主推舒敏特护霜, 22 年主推屏障特护霜、50g/298 元, 赠品为 2 片屏障特护面膜。屏障修护精华液今年 298 元到手 70ml, 去年同期相同价格到手舒敏保湿修护精华液 50ml; 清透防晒乳在去年 188 元到手 80g 的基础上、再加赠光皙透白淡斑面膜 2 片, 折扣力度加大。3) 较往年线上大促, 大单品差异化、产品丰富度堪比 “双 11”、活动力度相对线上较小: “5.25” 促销屏障特护霜/屏障修护精华液, 区别于天猫官旗的保湿特护霜/舒敏保湿修护精华液。
- 历史大促回顾:** 1) 选品不断丰富、在大单品基础上增加季节性产品和新品。2021 “6.18” 李佳琦直播间仅特护霜参与, 2021 “11.11” & 2022 “3.8” 新增冻干面膜&防晒乳, 2022 “5.25” 新增清痘面膜。2) 大单品特护霜折扣力度略有减小。舒敏保湿特护霜 2021 “3.8” 和 2021 “6.18” 活动力度最大, 赠同款小样 20g 和极润水柔面膜等; 2021 “11.11” 力度有所减小, 50g 舒敏保湿特护霜 4 支装的赠品包括同款 10g、舒敏保湿修护精华液小样和极润水柔面膜; 2022 “3.8” 力度与去年同期持平。

投资建议

- 据国金数字 Lab, 疫情下 4 月公司线上销售增速略有放缓, 对比同业仍维持较快速增长。5.25 为公司线下年度大促, 公司积极备货应对 “5.25”、“6.18”, Q2 业绩望继续靓丽, 预计 22~24 年 EPS 2.83/3.76/4.88 元, 对应 22 年 PE 66 倍, 维持 “买入” 评级。

风险提示

- 限售股解禁; 新品牌孵化/新产品推广/线上线下渠道拓展不及预期。

相关报告

- 《业绩再超预期, 多系列/渠道发力-贝泰妮一季报点评》, 2022.4.28
- 《4Q21 大促季业绩靓丽, 22 年多品牌发力-贝泰妮 21 年业绩点评》, 2022.3.23
- 《4Q21 预告净利高增, 全球多品牌功效龙头显现-贝泰妮 21Q4 业绩点评》, 2022.1.26
- 《Q3 业绩再超预期, “双 11” 预售表现靓丽-贝泰妮 3Q21 业绩点评》, 2021.10.26
- 《业绩超预期, 功效护肤龙头高成长持续性-贝泰妮 1H21 业绩点评》, 2021.8.11

罗晓婷 分析师 SAC 执业编号: S1130520120001
luoxiaoting@gjzq.com.cn蔡昕好 联系人
caixy@gjzq.com.cn

图表 1: 薇诺娜品牌购物节预售活动对比

时间	活动来源	产品	活动 (赠品)
2022 “5.25”	薇诺娜专柜服务平台	复合酸清痘净颜面膜 60g/109 元 (标价 5 折)	玻尿酸面膜 25g*2
		屏障特护霜 50g/298 元	屏障特护面膜*2
		屏障修护精华液 30ml/298 元	买一赠一, 再赠屏障修护精华液 5ml*2
		清透防晒乳 50g/188 元	赠防晒乳 30g+光透皙白淡斑面膜 2 片
		修护套组: 屏障特护霜 50g+屏障修护保湿水 120ml (397 元, 53 折)	屏障精华液 5ml+屏障洁面乳 15g+屏特面膜 25ml*2+防晒乳 15g
		美白套组: 淡斑精华液 30ml+晶粹水 120ml+洁面乳 80g+淡斑面膜 25ml*6 (720 元, 54 折)	清透防晒乳 15g+淡斑面膜 25ml*2+透明质酸原液 5ml*2
2022 “3.8”	李佳琦直播间	保湿特护霜 50g	舒敏保湿特护霜 5g *4+极润水柔隐形面膜 6 片
		清透防晒乳 50g	同款 60g
		冻干面膜+溶媒液 (12 片)	冻干面膜 8 片+溶媒液 6 个
2021 “11.11”	李佳琦直播间	保湿特护霜 50g*4	舒敏保湿特护霜 5g*2+舒敏修护精华液 10ml*1+极润水柔隐形面膜 6 片
		舒缓保湿补水面膜 30 片	买 30 片送 30 片
		冻干面膜 36 片	直接降价
		清透防晒乳 50g*2	同款 30g
2021 “6.18”	李佳琦直播间	保湿特护霜 50g*2	赠特护霜 20g+极润水柔隐形面膜 2 盒+保湿润肤水 60ml 到手 446 元
2021 “3.8”	李佳琦直播间	保湿特护霜 50g	舒敏保湿特护霜 5g*4+极润水柔隐形面膜 6 片
		清透防晒乳 50g	同款 60g
		修复精华液 30ml	赠舒敏精华液 30ml
2021 “5.25”	薇诺娜专柜服务平台	保湿特护霜 50g/268 元	赠冻干面膜 1 片/舒敏保湿修护精华液 5ml +清透防晒乳 15g
		舒敏保湿修护精华液 30ml/298 元	赠舒敏保湿修护精华液 5ml*4
		清透防晒乳 50g /188 元	赠清透防晒乳 30g

来源: 薇诺娜专柜服务平台, 李佳琦直播间, 国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	1,944	2,636	4,022	5,676	7,628	9,957	货币资金	520	736	2,035	6,682	7,397	8,374
增长率		35.6%	52.6%	41.1%	34.4%	30.5%	应收款项	186	336	341	505	678	885
主营业务成本	-385	-626	-965	-1,374	-1,831	-2,390	存货	199	254	463	565	752	982
%销售收入	19.8%	23.7%	24.0%	24.2%	24.0%	24.0%	其他流动资产	23	49	2,386	856	874	897
毛利	1,559	2,010	3,057	4,303	5,797	7,567	流动资产	929	1,375	5,225	8,607	9,702	11,138
%销售收入	80.2%	76.3%	76.0%	75.8%	76.0%	76.0%	%总资产	85.7%	85.8%	89.9%	93.4%	93.3%	93.5%
营业税金及附加	-35	-46	-52	-28	-38	-50	长期投资	0	0	0	0	0	0
%销售收入	1.8%	1.7%	1.3%	0.5%	0.5%	0.5%	固定资产	62	109	310	374	447	511
销售费用	-843	-1,107	-1,681	-2,412	-3,280	-4,281	%总资产	5.7%	6.8%	5.3%	4.1%	4.3%	4.3%
%销售收入	43.4%	42.0%	41.8%	42.5%	43.0%	43.0%	无形资产	68	76	106	123	140	157
管理费用	-137	-169	-245	-375	-496	-637	非流动资产	149	211	587	613	697	773
%销售收入	7.0%	6.4%	6.1%	6.6%	6.5%	6.4%	%总资产	13.7%	13.2%	10.1%	6.6%	6.7%	6.5%
研发费用	-54	-63	-113	-165	-252	-329	资产总计	1,084	1,602	5,812	9,220	10,399	11,910
%销售收入	2.8%	2.4%	2.8%	2.9%	3.3%	3.3%	短期借款	15	0	49	0	0	0
息税前利润 (EBIT)	490	625	966	1,323	1,732	2,270	应付款项	123	197	549	356	477	622
%销售收入	25.2%	23.7%	24.0%	23.3%	22.7%	22.8%	其他流动负债	158	194	302	334	449	584
财务费用	1	1	10	86	142	161	流动负债	296	391	900	689	925	1,206
%销售收入	-0.1%	0.0%	-0.3%	-1.5%	-1.9%	-1.6%	长期贷款	0	0	0	0	0	0
资产减值损失	14	0	0	0	0	0	其他长期负债	27	9	134	68	55	46
公允价值变动收益	0	0	11	0	0	0	负债	323	400	1,034	758	980	1,252
投资收益	0	3	19	0	0	0	普通股股东权益	756	1,199	4,755	8,439	9,395	10,635
%税前利润	0.0%	0.5%	1.8%	0.0%	0.0%	0.0%	其中：股本	360	360	424	487	487	487
营业利润	502	650	1,016	1,408	1,874	2,431	未分配利润	330	726	1,330	2,048	3,004	4,244
营业利润率	25.8%	24.6%	25.3%	24.8%	24.6%	24.4%	少数股东权益	5	3	23	23	23	23
营业外收支	0	-2	2	0	0	0	负债股东权益合计	1,084	1,602	5,812	9,220	10,399	11,910
税前利润	502	648	1,018	1,408	1,874	2,431	比率分析						
利润率	25.8%	24.6%	25.3%	24.8%	24.6%	24.4%		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
所得税	-89	-104	-154	-211	-281	-365	每股指标						
所得税率	17.8%	16.1%	15.1%	15.0%	15.0%	15.0%	每股收益	0.000	1.283	2.037	2.826	3.761	4.878
净利润	413	544	864	1,197	1,593	2,066	每股净资产	2.101	3.331	11.226	19.923	22.180	25.106
少数股东损益	1	0	1	0	0	0	每股经营现金净流	1.358	1.157	2.589	4.864	3.075	3.991
归属于母公司的净利润	412	544	863	1,197	1,593	2,066	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.983	1.308	1.696
净利率	21.2%	20.6%	21.5%	21.1%	20.9%	20.8%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	54.47%	45.33%	18.15%	14.19%	16.96%	19.43%
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	总资产收益率	38.01%	33.93%	14.85%	12.98%	15.32%	17.35%
净利润	413	544	864	1,197	1,593	2,066	投入资本收益率	51.94%	43.66%	16.97%	13.28%	15.63%	18.10%
少数股东损益	1	0	1	0	0	0	增长率						
非现金支出	8	25	35	35	44	52	主营业务收入增长率	56.69%	35.64%	52.57%	41.12%	34.38%	30.53%
非经营收益	-3	-5	-26	18	3	2	EBIT增长率	58.78%	27.57%	54.46%	36.97%	30.92%	31.10%
营运资金变动	71	-148	224	1,119	-142	-176	净利润增长率	58.12%	31.94%	58.77%	38.73%	33.07%	29.71%
经营活动现金净流	489	416	1,097	2,370	1,498	1,944	总资产增长率	41.87%	47.80%	262.86%	58.63%	12.78%	14.54%
资本开支	-61	-89	-270	-76	-128	-128	资产管理能力						
投资	0	0	-2,307	-10	0	0	应收账款周转天数	20.3	20.7	19.7	20.0	20.0	20.0
其他	0	3	19	0	0	0	存货周转天数	217.7	131.9	135.6	150.0	150.0	150.0
投资活动现金净流	-61	-86	-2,558	-86	-127	-128	应付账款周转天数	73.0	59.8	78.1	60.0	60.0	60.0
股权募资	0	0	2,925	2,966	0	0	固定资产周转天数	11.2	9.5	10.2	10.5	9.9	8.8
债权募资	15	-15	0	-98	0	0	偿债能力						
其他	-193	-106	-261	-483	-641	-829	净负债/股东权益	-67.31%	-62.57%	-57.90%	-88.19%	-86.83%	-85.89%
筹资活动现金净流	-178	-121	2,664	2,384	-641	-829	EBIT利息保障倍数	-338.2	-711.3	-95.9	-15.4	-12.2	-14.1
现金净流量	250	209	1,202	4,668	730	988	资产负债率	29.78%	24.97%	17.79%	8.22%	9.43%	10.51%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	7	67	121	138	230
增持	4	11	19	20	2
中性	0	1	2	2	2
减持	0	0	0	0	0
评分	1.36	1.16	1.16	1.15	1.03

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2021-02-24	买入		N/A
2	2021-03-27	买入	175.97	200.00 ~ 220.00
3	2021-04-30	买入	224.10	N/A
4	2021-08-11	买入	218.77	N/A
5	2021-10-26	买入	229.99	N/A
6	2022-01-26	买入	161.07	N/A
7	2022-03-23	买入	156.23	N/A
8	2022-04-28	买入	196.38	N/A

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%；
 中性：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%；
 减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；非国金证券C3级以上（含C3级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402