

贝泰妮 (300957.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 199.04 元

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) | 843.13 |
| 年内股价最高最低(元) | 283.51/148.48 |
| 沪深 300 指数 | 4222 |
| 创业板指 | 2548 |



相关报告

- 《线下年度大促“5.25”预热开启-贝泰妮点评》，2022.5.16
- 《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 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

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

投资新锐底妆品牌方里，增强彩妆基因

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 | 155.13 | 97.71 | 70 | 53 | 41 |
| P/B | 59.76 | 17.73 | 9.99 | 8.97 | 7.93 |

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件

- 据青眼 6.14 报道，贝泰妮通过子公司海南贝泰妮投资有限公司领投国货彩妆品牌方里 FUNNY ELVES A 轮融资 (数千万元)。

点评

- 新锐专业底妆品牌方里深度绑定头部主播、21 年线上爆发式增长，大单品蜜粉饼月销过 10 万件。1) 产品: 卡位专业底妆，目标 20 岁左右女性，价格带 80-100 元。主推粉底液和定妆粉饼，爆品“柔焦蜜粉饼”淘系 21 年销量 150 万+。2) 渠道: 进入天猫/抖音/京东等主流平台、其中天猫占比较高; 线下入驻 1000+ 网点、23 年计划达 3000 个并加速扩张海外。据魔镜，19-21 年淘系 GMV 1759 万元/1051 万元/1.46 亿元，分别同增 11%/降 40%/增 1285%。天猫+京东+抖音近一年 (6M21-5M22) GMV 1.7 亿元。3) 营销: 深度绑定头部美妆博主程十安内容营销及淘宝分销 (抖音粉丝 2830 万/小红书 650 万/微博 189 万，全网粉丝 3500 万+)，小红书笔记数 3700+，品牌抖音官方号粉丝 10.7 万。4) 团队: 运营经验丰富，品牌创始人拥有 10 年进口化妆品贸易从业经验，首席市场官曾是小红书电商核心成员。
- 主品牌高成长下未雨绸缪，体内外同步孵化加速多品牌战略、增强彩妆基因。21 年加码专业婴幼儿护理品牌薇诺娜宝贝、22Q3 拟上市贵妇抗衰品牌 AOXMED、22 年底拟推出功能性食品品牌。本次投资增强彩妆基因。
- 行业成长，国货品牌崛起。21 年中国彩妆零售 705 亿元、近 5 年复合增 20%，本土品牌崛起，其中专业彩妆品牌主打壁垒最深/空间更大/成长更强的底妆、具有更出色的消费者粘性/盈利水平，不同于时尚快消品牌 (主打色彩彩妆、推新快、单价低、营销高)、国风品牌 (以传统元素为营销点)。(详见 21 年 11 月我们发布的彩妆深度《行业高景气、国货崛起正当时》)。

投资建议

- 看好公司多品牌多品类集团化战略布局实现。展望 Q2，疫情下 4/5 月线上保持快速增长，“6.18”销售靓丽，Q2 (截至 6.12) 淘系+抖音 GMV 同增 35%-40%。预计 22-24 年净利 11.97/15.93/20.66 亿元，3 年 CAGR 34%，对应 22-24 年 PE 70/53/41 倍，维持“买入”评级。

风险提示

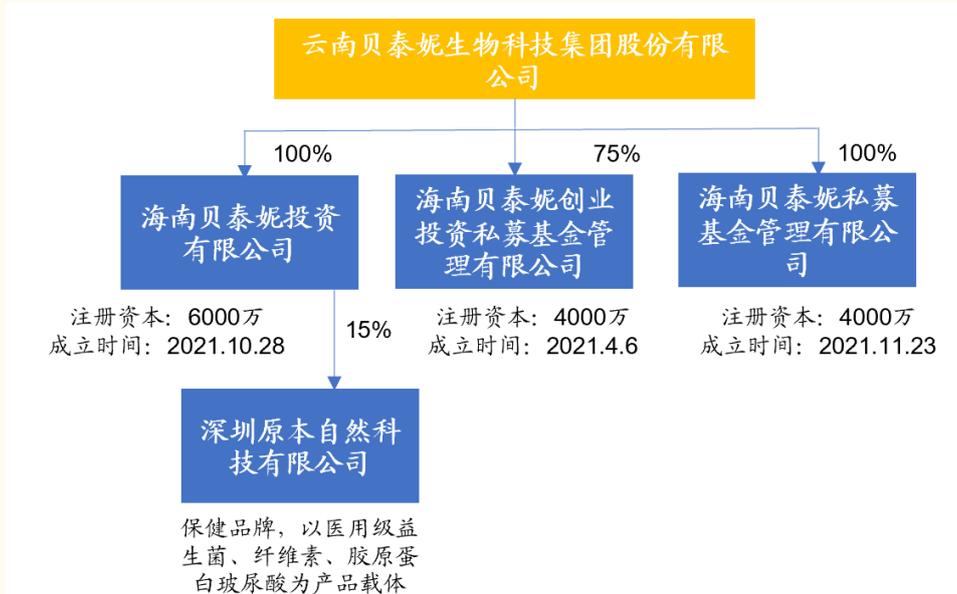
- 限售股解禁; 新品牌孵化/产品/渠道拓展不及预期。

图表 1: 方里各电商平台运营情况

| 平台 | 小红书官方账号 | 天猫旗舰店 | 抖音官方旗舰店 | 京东旗舰店 |
|--------|---------|-----------------|---------|--------|
| 粉丝数 | 1511 | 29 万 | 10.7 万 | 13.8 万 |
| SKU 数量 | - | 15 | 30 | 5 |
| 销量 | - | 21 年销量 177.38 万 | 46.2 万 | - |

来源: 抖音, 小红书, 魔镜, 京东, 淘宝国金证券研究所 (注: 统计时间为 2022 年 6 月 15 日)

图表 2: 贝泰妮旗下投资基金



来源: 企查查, 淘宝国金证券研究所

图表 3: 方里各电商平台销售情况 (单位: 百万元)

| 平台 | 近一年 GMV | 2021 | | 2020 | | 2019 |
|----|---------|------|-------|------|------|------|
| | | GMV | yoy | GMV | yoy | |
| 淘系 | 159 | 146 | 1285% | 11 | -40% | 18 |
| 京东 | 8.77 | 7.15 | 2705% | 0.25 | 103% | 0.13 |
| 抖音 | 0.99 | - | - | - | - | - |
| 合计 | 169 | - | - | - | - | - |

来源: 魔镜数据, 飞瓜数据, 淘宝国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

| | 2019 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|--------------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 主营业务收入 | 1,944 | 2,636 | 4,022 | 5,676 | 7,628 | 9,957 |
| 增长率 | | 35.6% | 52.6% | 41.1% | 34.4% | 30.5% |
| 主营业务成本 | -385 | -626 | -965 | -1,374 | -1,831 | -2,390 |
| %销售收入 | 19.8% | 23.7% | 24.0% | 24.2% | 24.0% | 24.0% |
| 毛利 | 1,559 | 2,010 | 3,057 | 4,303 | 5,797 | 7,567 |
| %销售收入 | 80.2% | 76.3% | 76.0% | 75.8% | 76.0% | 76.0% |
| 营业税金及附加 | -35 | -46 | -52 | -28 | -38 | -50 |
| %销售收入 | 1.8% | 1.7% | 1.3% | 0.5% | 0.5% | 0.5% |
| 销售费用 | -843 | -1,107 | -1,681 | -2,412 | -3,280 | -4,281 |
| %销售收入 | 43.4% | 42.0% | 41.8% | 42.5% | 43.0% | 43.0% |
| 管理费用 | -137 | -169 | -245 | -375 | -496 | -637 |
| %销售收入 | 7.0% | 6.4% | 6.1% | 6.6% | 6.5% | 6.4% |
| 研发费用 | -54 | -63 | -113 | -165 | -252 | -329 |
| %销售收入 | 2.8% | 2.4% | 2.8% | 2.9% | 3.3% | 3.3% |
| 息税前利润 (EBIT) | 490 | 625 | 966 | 1,323 | 1,732 | 2,270 |
| %销售收入 | 25.2% | 23.7% | 24.0% | 23.3% | 22.7% | 22.8% |
| 财务费用 | 1 | 1 | 10 | 86 | 142 | 161 |
| %销售收入 | -0.1% | 0.0% | -0.3% | -1.5% | -1.9% | -1.6% |
| 资产减值损失 | 14 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 11 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 0 | 3 | 19 | 0 | 0 | 0 |
| %税前利润 | 0.0% | 0.5% | 1.8% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| 营业利润 | 502 | 650 | 1,016 | 1,408 | 1,874 | 2,431 |
| 营业利润率 | 25.8% | 24.6% | 25.3% | 24.8% | 24.6% | 24.4% |
| 营业外收支 | 0 | -2 | 2 | 0 | 0 | 0 |
| 税前利润 | 502 | 648 | 1,018 | 1,408 | 1,874 | 2,431 |
| 利润率 | 25.8% | 24.6% | 25.3% | 24.8% | 24.6% | 24.4% |
| 所得税 | -89 | -104 | -154 | -211 | -281 | -365 |
| 所得税率 | 17.8% | 16.1% | 15.1% | 15.0% | 15.0% | 15.0% |
| 净利润 | 413 | 544 | 864 | 1,197 | 1,593 | 2,066 |
| 少数股东损益 | 1 | 0 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| 归属于母公司的净利润 | 412 | 544 | 863 | 1,197 | 1,593 | 2,066 |
| 净利率 | 21.2% | 20.6% | 21.5% | 21.1% | 20.9% | 20.8% |

现金流量表 (人民币百万元)

| | 2019 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|----------|------|------|--------|-------|-------|-------|
| 净利润 | 413 | 544 | 864 | 1,197 | 1,593 | 2,066 |
| 少数股东损益 | 1 | 0 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| 非现金支出 | 8 | 25 | 35 | 35 | 44 | 52 |
| 非经营收益 | -3 | -5 | -26 | 18 | 3 | 2 |
| 营运资金变动 | 71 | -148 | 224 | 1,119 | -142 | -176 |
| 经营活动现金净流 | 489 | 416 | 1,097 | 2,370 | 1,498 | 1,944 |
| 资本开支 | -61 | -89 | -270 | -76 | -128 | -128 |
| 投资 | 0 | 0 | -2,307 | -10 | 0 | 0 |
| 其他 | 0 | 3 | 19 | 0 | 0 | 0 |
| 投资活动现金净流 | -61 | -86 | -2,558 | -86 | -127 | -128 |
| 股权募资 | 0 | 0 | 2,925 | 2,966 | 0 | 0 |
| 债权募资 | 15 | -15 | 0 | -98 | 0 | 0 |
| 其他 | -193 | -106 | -261 | -483 | -641 | -829 |
| 筹资活动现金净流 | -178 | -121 | 2,664 | 2,384 | -641 | -829 |
| 现金净流量 | 250 | 209 | 1,202 | 4,668 | 730 | 988 |

资产负债表 (人民币百万元)

| | 2019 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|----------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|
| 货币资金 | 520 | 736 | 2,035 | 6,682 | 7,397 | 8,374 |
| 应收款项 | 186 | 336 | 341 | 505 | 678 | 885 |
| 存货 | 199 | 254 | 463 | 565 | 752 | 982 |
| 其他流动资产 | 23 | 49 | 2,386 | 856 | 874 | 897 |
| 流动资产 | 929 | 1,375 | 5,225 | 8,607 | 9,702 | 11,138 |
| %总资产 | 85.7% | 85.8% | 89.9% | 93.4% | 93.3% | 93.5% |
| 长期投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 62 | 109 | 310 | 374 | 447 | 511 |
| %总资产 | 5.7% | 6.8% | 5.3% | 4.1% | 4.3% | 4.3% |
| 无形资产 | 68 | 76 | 106 | 123 | 140 | 157 |
| 非流动资产 | 149 | 211 | 587 | 613 | 697 | 773 |
| %总资产 | 13.7% | 13.2% | 10.1% | 6.6% | 6.7% | 6.5% |
| 资产总计 | 1,084 | 1,602 | 5,812 | 9,220 | 10,399 | 11,910 |
| 短期借款 | 15 | 0 | 49 | 0 | 0 | 0 |
| 应付款项 | 123 | 197 | 549 | 356 | 477 | 622 |
| 其他流动负债 | 158 | 194 | 302 | 334 | 449 | 584 |
| 流动负债 | 296 | 391 | 900 | 689 | 925 | 1,206 |
| 长期贷款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他长期负债 | 27 | 9 | 134 | 68 | 55 | 46 |
| 负债 | 323 | 400 | 1,034 | 758 | 980 | 1,252 |
| 普通股股东权益 | 756 | 1,199 | 4,755 | 8,439 | 9,395 | 10,635 |
| 其中：股本 | 360 | 360 | 424 | 487 | 487 | 487 |
| 未分配利润 | 330 | 726 | 1,330 | 2,048 | 3,004 | 4,244 |
| 少数股东权益 | 5 | 3 | 23 | 23 | 23 | 23 |
| 负债股东权益合计 | 1,084 | 1,602 | 5,812 | 9,220 | 10,399 | 11,910 |

比率分析

| | 2019 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 每股指标 | | | | | | |
| 每股收益 | 0.000 | 1.283 | 2.037 | 2.826 | 3.761 | 4.878 |
| 每股净资产 | 2.101 | 3.331 | 11.226 | 19.923 | 22.180 | 25.106 |
| 每股经营现金净流 | 1.358 | 1.157 | 2.589 | 4.864 | 3.075 | 3.991 |
| 每股股利 | 0.000 | 0.000 | 0.000 | 0.983 | 1.308 | 1.696 |
| 回报率 | | | | | | |
| 净资产收益率 | 54.47% | 45.33% | 18.15% | 14.19% | 16.96% | 19.43% |
| 总资产收益率 | 38.01% | 33.93% | 14.85% | 12.98% | 15.32% | 17.35% |
| 投入资本收益率 | 51.94% | 43.66% | 16.97% | 13.28% | 15.63% | 18.10% |
| 增长率 | | | | | | |
| 主营业务收入增长率 | 56.69% | 35.64% | 52.57% | 41.12% | 34.38% | 30.53% |
| EBIT增长率 | 58.78% | 27.57% | 54.46% | 36.97% | 30.92% | 31.10% |
| 净利润增长率 | 58.12% | 31.94% | 58.77% | 38.73% | 33.07% | 29.71% |
| 总资产增长率 | 41.87% | 47.80% | 262.86% | 58.63% | 12.78% | 14.54% |
| 资产管理能力 | | | | | | |
| 应收账款周转天数 | 20.3 | 20.7 | 19.7 | 20.0 | 20.0 | 20.0 |
| 存货周转天数 | 217.7 | 131.9 | 135.6 | 150.0 | 150.0 | 150.0 |
| 应付账款周转天数 | 73.0 | 59.8 | 78.1 | 60.0 | 60.0 | 60.0 |
| 固定资产周转天数 | 11.2 | 9.5 | 10.2 | 10.5 | 9.9 | 8.8 |
| 偿债能力 | | | | | | |
| 净负债/股东权益 | -67.31% | -62.57% | -57.90% | -88.19% | -86.83% | -85.89% |
| EBIT利息保障倍数 | -338.2 | -711.3 | -95.9 | -15.4 | -12.2 | -14.1 |
| 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 | 4 | 29 | 98 | 155 | 239 |
| 增持 | 3 | 4 | 15 | 23 | 2 |
| 中性 | 0 | 0 | 1 | 2 | 2 |
| 减持 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 评分 | 1.43 | 1.12 | 1.15 | 1.15 | 1.02 |

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 | 2021-03-27 | 买入 | 175.97 | 200.00 ~ 220.00 |
| 2 | 2021-04-30 | 买入 | 224.10 | N/A |
| 3 | 2021-08-11 | 买入 | 218.77 | N/A |
| 4 | 2021-10-26 | 买入 | 229.99 | N/A |
| 5 | 2022-01-26 | 买入 | 161.07 | N/A |
| 6 | 2022-03-23 | 买入 | 156.23 | N/A |
| 7 | 2022-04-28 | 买入 | 196.38 | N/A |
| 8 | 2022-05-16 | 买入 | 186.00 | 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