

# 疫情下业绩延续高增，盈利能力保持稳定

买入 (维持)

——贝泰妮 (300957) 2022 年中报点评

2022 年 08 月 29 日

## 报告关键要素:

2022 年 8 月 28 日晚间，公司发布 2022 年半年报。

## 投资要点:

**上半年业绩表现喜人，Q2 延续高增。** 2022H1，公司实现营收 20.50 亿元 (同比+45.19%)，归母净利润 3.95 亿元 (同比+49.06%)，扣非归母净利润 3.55 亿元 (同比+40.50%)。其中，Q2 实现营收/归母净利润同比 +37.26%/+33.60%，尽管 Q2 受疫情影响，业绩仍然延续高增。

**线上高速发展，线下积极拓展屈臣氏和 OTC 渠道。** 1) **线上:** 2022H1，公司线上渠道实现收入 16.27 亿元，同比+47.82%，收入占比上升 1.41 个 pct 至 79.36%。其中，线上自建平台收入同比+18.90% (占比 7.47%)，第三方平台收入同比+51.65%，其中阿里系平台收入同比+39.05% (占比 39.83%)，实现稳健增长，抖音快手新兴平台快速崛起。2) **线下:** 公司持续拓展屈臣氏和 OTC 渠道，截止 2022 年 6 月末，累计入驻 4000 余家屈臣氏店铺，OTC 渠道已覆盖全国 21 个省级行政区。2022H1，公司线下渠道实现收入 4.14 亿元，同比+36.93%，收入占比为 20.18%。

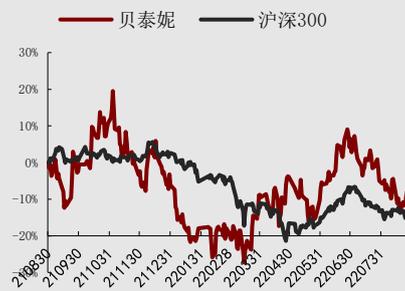
**护肤品与医疗器械收入高增，彩妆占比下滑。** 1) **护肤品:** 2022H1，公司护肤品收入 18.28 亿元 (同比+45.40%)，占比微升至 89.18%，毛利率 76.35% (同比+0.15 个 pct)；2) **医疗器械:** 公司生产经营的医疗器械主要包括透明质酸修护生物膜、透明质酸修护贴敷料等，主要应用于微创术后受损皮肤的保护和护理。在我国轻医美市场快速发展的背景下，术后皮肤修复和护理市场大有可为。2022H1，公司医疗器械实现收入 1.90 亿元 (同比+54.85%)，占比提升 0.58 个 pct 至 9.29%；3) **彩妆:** 2022H1，公司彩妆收入 2201.28 万元 (同比-1.86%)，占比从 2021H1 的 1.59% 下滑至 1.07%。

**主品牌薇诺娜不断升级迭代，新增子品牌扩大皮肤大健康版图。** 1) **主品牌:** 主品牌薇诺娜持续放量，在“6·18”系列大促活动突出重围，“薇诺娜”品牌自营旗舰店荣登 618 天猫美妆榜 TOP8；在京东平台攀

## 基础数据

总股本 (百万股)	423.60
流通 A 股 (百万股)	217.39
收盘价 (元)	188.45
总市值 (亿元)	798.27
流通 A 股市值 (亿元)	409.68

## 个股相对沪深 300 指数表现



数据来源: 聚源, 万联证券研究所

## 相关研究

<b>分析师:</b>	<b>陈雯</b>
执业证书编号:	S0270519060001
电话:	18665372087
邮箱:	chenwen@wlzq.com.cn
<b>分析师:</b>	<b>李滢</b>
执业证书编号:	S0270522030002
电话:	15521202580
邮箱:	liyings1@wlzq.com.cn

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	4022.40	5496.27	7303.05	9497.85
增长比率 (%)	53	37	33	30
净利润 (百万元)	862.92	1179.70	1611.97	2143.83
增长比率 (%)	59	37	37	33
每股收益 (元)	2.04	2.78	3.81	5.06
市盈率 (倍)	92.51	67.67	49.52	37.24
市净率 (倍)	16.79	14.04	11.49	9.35

数据来源: 携宁科技云估值, 万联证券研究所

至国货美妆品牌排行榜 TOP2；抖音平台国货美妆店铺排行榜 TOP3；唯品会、快手等霸榜前列。2) **子品牌**：公司打造多个子品牌，与主品牌协同发展。其中，薇诺娜 baby 主打婴幼儿敏感肌护理，其延续自去年首秀一鸣惊人的表现，“6·18”系列大促活动一举斩获天猫婴童护肤类目 TOP5；上半年上线高端抗衰品牌 AOXMED，专注皮肤抗衰老；通过内部孵化、体外基金孵化、并购三种主要方式，扩大皮肤大健康版图。

**盈利能力保持稳定，费用率管控良好。**2022H1，公司毛利率为 76.90%（同比-0.29 个 pct），净利率提升 0.45 个 pct 至 19.23%。销售/管理/研发/财务费用率分别为 45.44%/6.39%/3.98%/-0.36%（同比+0.30/+0.44/+0.87/+0.17 个 pct）。报告期内，公司持续加大品牌形象推广宣传费用、人员费用以及仓储物流等销售费用，并加大研发投入，提升研发实力。

**盈利预测与投资建议**：公司作为敏感肌护肤龙头企业，近年来积极推进品牌建设和新品营销，业务持续实现亮眼增长。未来随着皮肤大健康版图的延伸，有望在多领域开辟增长曲线。我们预计，公司 2022-2024 年 EPS 分别为 2.78/3.81/5.06 元/股，对应 2022 年 8 月 26 日收盘价 PE 分别为 68/50/37 倍，维持“买入”评级。

**风险因素**：产品拓展不及预期风险、行业竞争加剧风险。

利润表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	<b>4022</b>	<b>5496</b>	<b>7303</b>	<b>9498</b>
%同比增速	53%	37%	33%	30%
营业成本	965	1278	1673	2148
毛利	3057	4218	5630	7350
%营业收入	76%	77%	77%	77%
税金及附加	52	84	109	140
%营业收入	1%	2%	1%	1%
销售费用	1681	2308	3053	3942
%营业收入	42%	42%	42%	42%
管理费用	245	335	445	579
%营业收入	6%	6%	6%	6%
研发费用	113	165	219	285
%营业收入	3%	3%	3%	3%
财务费用	-10	-12	-16	-20
%营业收入	0%	0%	0%	0%
资产减值损失	-12	-12	-10	-10
信用减值损失	-5	-5	-5	-6
其他收益	27	54	69	87
投资收益	19	16	28	32
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	11	0	0	0
资产处置收益	1	0	1	1
<b>营业利润</b>	<b>1016</b>	<b>1391</b>	<b>1902</b>	<b>2528</b>
%营业收入	25%	25%	26%	27%
营业外收支	2	-1	-1	-1
<b>利润总额</b>	<b>1018</b>	<b>1391</b>	<b>1901</b>	<b>2528</b>
%营业收入	25%	25%	26%	27%
所得税费用	154	210	287	382
净利润	864	1181	1614	2146
%营业收入	21%	21%	22%	23%
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>863</b>	<b>1180</b>	<b>1612</b>	<b>2144</b>
%同比增速	59%	37%	37%	33%
少数股东损益	1	1	2	2
EPS (元/股)	2.04	2.78	3.81	5.06

基本指标

	2021A	2022E	2023E	2024E
EPS	2.04	2.78	3.81	5.06
BVPS	11.23	13.42	16.40	20.16
PE	92.51	67.67	49.52	37.24
PEG	1.57	1.84	1.35	1.13
PB	16.79	14.04	11.49	9.35
EV/EBITDA	75.83	54.42	39.55	29.36
ROE	18%	21%	23%	25%
ROIC	17%	20%	22%	24%

资产负债表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	2035	2692	3688	4980
交易性金融资产	781	751	771	791
应收票据及应收账款	247	347	465	599
存货	463	602	793	1021
预付款项	46	58	78	100
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	1652	1741	1829	1922
流动资产合计	5225	6191	7623	9413
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	113	173	232	290
在建工程	197	295	422	534
无形资产	65	72	77	79
商誉	0	0	0	0
递延所得税资产	16	16	16	16
其他非流动资产	197	165	133	101
<b>资产总计</b>	<b>5812</b>	<b>6911</b>	<b>8503</b>	<b>10433</b>
短期借款	0	30	45	60
应付票据及应付账款	362	336	426	535
预收账款	0	55	73	95
合同负债	71	89	100	107
应付职工薪酬	105	148	188	245
应交税费	122	166	221	287
其他流动负债	240	273	387	459
流动负债合计	900	1068	1396	1730
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	2	2	2	2
其他非流动负债	133	133	133	133
<b>负债合计</b>	<b>1034</b>	<b>1202</b>	<b>1530</b>	<b>1864</b>
归属于母公司的所有者权益	4755	5685	6947	8541
少数股东权益	23	24	26	28
<b>股东权益</b>	<b>4778</b>	<b>5709</b>	<b>6973</b>	<b>8569</b>
<b>负债及股东权益</b>	<b>5812</b>	<b>6911</b>	<b>8503</b>	<b>10433</b>

现金流量表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流净额</b>	<b>1153</b>	<b>1008</b>	<b>1530</b>	<b>2008</b>
投资	-2307	30	-20	-20
资本性支出	-270	-128	-157	-142
其他	19	18	30	34
<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-2558</b>	<b>-80</b>	<b>-147</b>	<b>-128</b>
债权融资	0	0	0	0
股权融资	2925	0	0	0
银行贷款增加(减少)	0	30	15	15
筹资成本	-191	-301	-402	-602
其他	-70	0	0	0
<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>2664</b>	<b>-271</b>	<b>-387</b>	<b>-587</b>
<b>现金净流量</b>	<b>1258</b>	<b>657</b>	<b>996</b>	<b>1292</b>

数据来源: 携宁科技云估值, 万联证券研究所

## 行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

## 公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

## 风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 证券分析师承诺

本人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，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

## 免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

## 万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳福田区深南大道2007号金地中心

广州天河区珠江东路11号高德置地广场