

2022年09月08日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

敏感肌先发优势 持续打造中国皮肤健康生态

—贝泰妮（300957.SZ）公司动态研究报告

买入（首次）

投资要点

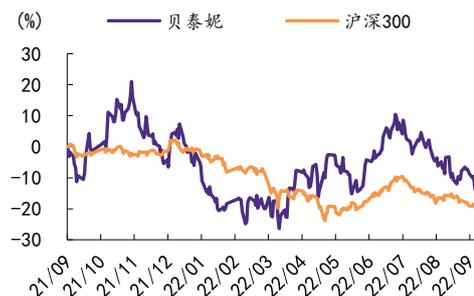
分析师：朱珠 S1050521110001
zhuzhu@cfsc.com.cn

基本数据

2022-09-07

当前股价（元）	168.2
总市值（亿元）	712
总股本（百万股）	424
流通股本（百万股）	217
52周价格范围（元）	149-245.01
日均成交额（百万元）	310.08

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

疫情压力测试 主业韧性尽显

2022 年上半年疫情压力测试，公司财务数据逆势取得喜人增长，2022 年上半年公司总营收、归母、扣非利润分别为 20.5 亿元、3.95 亿元、3.55 亿元（同比增速分别为 45.19%、49.06%、40.5%）；销售毛利率、净利率分别为 76.9%、19.23%，在疫情影响下公司营收与利润均保持双位数增长，同时毛利率净利率相对稳健，均凸显其主业韧性。费用端，公司三费中研发费用在 2022 年上半年同比增加 85.47%，远超销售、管理费用的 46%、56%的增速，凸显公司重研发，研发技术也是公司核心竞争力之一，销售费用上伴随公司规模增长，其边际销售费用率有望呈平缓下降趋势；渠道端，线上渠道销售以自营为主，公司线上自营收入占比从 2021 年中期的 55.11%提升至 2022 年中期的 60.69%，其中线上第三方平台主要为阿里系（2022 上半年阿里系销售金额 8.16 亿元，占主营收 40%）；产品端，自有品牌中护肤品、医疗器械、彩妆收入 18.28 亿元、1.9 亿元、0.22 亿元（占主营收 89.59%、9.33%、1.08%），其中护肤品主要线上渠道为主，2022 上半年护肤品线上收入 11.1 亿元（占线上渠道收入 89.63%），护肤品中舒敏保湿特护霜仍是 TOP1 大单品，防晒产品强势出圈，成为第二大单品。

贝泰妮以打造中国皮肤健康生态为使命 践行产品功效与国货品牌建设的双轮驱动

公司专注细分领域并树立了针对敏感性肌肤产品的行业标杆，完善品牌矩阵并孵化差异化品牌以不同成分为特色获得细分领域一席之地，公司在十年敏感性皮肤修护研究上提出以“薇诺娜”品牌为核心逐步向敏感性皮肤的防晒、美白、抗老及敏感性皮肤的功效底妆等“敏感性皮肤 PLUS”产品线发展，多品牌集聚发力。成人端，以薇诺娜为主品牌推出赋活修护精华获 C 端认可，儿童端，以“WINONA Baby”品牌为核心聚焦宝宝脆弱肌专业护理。中长期看，未来五年公司有望建成贝泰妮皮肤健康生态，把薇诺娜打造成全球皮肤学级护肤的前端品牌（渠道端，抖音以自播为主、中腰部为辅的方式，快手与头部主播合作并培养自有主播；2022 年以天猫为基本盘，抖快为新增点持续发力），公司拟从三维度出发打造皮肤健康生态，第一，孵化潜力项目；第二，与公司自身基因相似的并购（以内孵化为主，并购为辅，外延主要填补产业版图）；第三，体外基金孵化，通过海南贝泰妮私募基金对产业内优秀的项目进行投资孵化。

我们认为企业竞争力的下限是产品力（即研发投入与重视人才），企业竞争力的上限是迭代能力（即对 C 端新需求满足

及新媒介的跟进)，公司在两端均已显现。

■ 盈利预测

预测公司 2022-2024 年收入分别为 55.2、74.6、95.9 亿元，EPS 分别为 2.79、3.75、4.96 元，当前股价对应 PE 分别为 60.4 倍、44.9 倍、33.9 倍，上半年 618 下半年双十一电商节日驱动公司在第二季度及第四季度收入占比相对较高，下半年仍可期。短期看，减持事件（2022 年 8 月 23 日公告股东拟大宗减持 1270.8 万股）带来阶段性承压，中长期可关注核心主业针对敏感肌肤的产品打造与新渠道的共振（如薇诺娜 Baby2022 年拟上的针对 0-3 岁、3-12 岁产品线），以及结合生物学植物学等研发出不同皮肤特性需求的新供给（如云科实验室，针对云南 6700+ 药用植物进行成药性研究），首次覆盖，给予“买入”投资评级。

■ 风险提示

研发投入不能产生预期效果的风险、新技术发展不及预期的风险、产品审批进展不及预期的风险、疫情波动致线上物流及线下销售不及预期的风险、行业竞争的风险、线上红利流量红利效应逐渐减弱致公司公域流量获客边际效益下滑的风险、委托加工的风险，销售季节波动的风险，产品质控的风险、宏观经济波动风险行业竞争风险。

预测指标	2021A	2022E	2023E	2024E
主营业务收入（百万元）	4,022	5,522	7,463	9,592
增长率（%）	52.6%	37.3%	35.2%	28.5%
归母净利润（百万元）	863	1,180	1,587	2,099
增长率（%）	58.8%	36.8%	34.5%	32.3%
摊薄每股收益（元）	2.04	2.79	3.75	4.96
ROE（%）	18.1%	20.7%	22.9%	24.5%

资料来源：Wind、华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产:				
现金及现金等价物	2,035	2,098	2,153	2,406
应收款	261	358	483	621
存货	463	679	916	1,133
其他流动资产	2,467	3,115	4,058	5,201
流动资产合计	5,225	6,249	7,611	9,361
非流动资产:				
金融类资产	781	801	931	1,182
固定资产	113	213	242	243
在建工程	180	72	29	12
无形资产	65	61	58	55
长期股权投资	0	0	0	0
其他非流动资产	230	250	378	499
非流动资产合计	587	597	707	809
资产总计	5,812	6,846	8,318	10,170
流动负债:				
短期借款	0	0	0	0
应付账款、票据	362	530	715	884
其他流动负债	467	467	467	467
流动负债合计	900	1,095	1,314	1,521
非流动负债:				
长期借款	0	2	7	8
其他非流动负债	134	50	60	67
非流动负债合计	134	52	67	75
负债合计	1,034	1,147	1,381	1,596
所有者权益				
股本	424	424	424	424
股东权益	4,778	5,699	6,937	8,574
负债和所有者权益	5,812	6,846	8,318	10,170

现金流量表	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	864	1182	1589	2102
少数股东权益	1	1.6	2.1	2.8
折旧摊销	20	11	17	19
公允价值变动	11	9	12	15
营运资金变动	257	-746	-957	-1039
经营活动现金净流量	1153	457	664	1099
投资活动现金净流量	-2558	-32	-244	-356
筹资活动现金净流量	1469	-259	-347	-464
现金流量净额	63	165	73	280

资料来源: Wind、华鑫证券研究

利润表	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	4,022	5,522	7,463	9,592
营业成本	965	1,343	1,812	2,236
营业税金及附加	52	72	97	124
销售费用	1,681	2,307	3,119	4,008
管理费用	245	337	456	585
财务费用	-10	-59	-60	-67
研发费用	113	155	210	270
费用合计	2,029	2,741	3,724	4,796
资产减值损失	-5	-6	-2	-1
公允价值变动	11	9	12	15
投资收益	19	12	15	13
营业利润	1,016	1,394	1,870	2,482
加: 营业外收入	11	9	8	7
减: 营业外支出	9	11	6	13
利润总额	1,018	1,392	1,872	2,476
所得税费用	154	210	283	374
净利润	864	1,182	1,589	2,102
少数股东损益	1	2	2	3
归母净利润	863	1,180	1,587	2,099

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长性				
营业收入增长率	52.6%	37.3%	35.2%	28.5%
归母净利润增长率	58.8%	36.8%	34.5%	32.3%
盈利能力				
毛利率	76.0%	75.7%	75.7%	76.7%
四项费用/营收	50.5%	49.6%	49.9%	50.0%
净利率	21.5%	21.4%	21.3%	21.9%
ROE	18.1%	20.7%	22.9%	24.5%
偿债能力				
资产负债率	17.8%	16.8%	16.6%	15.7%
营运能力				
总资产周转率	0.7	0.8	0.9	0.9
应收账款周转率	15.4	15.4	15.4	15.4
存货周转率	2.1	2.1	2.1	2.1
每股数据(元/股)				
EPS	2.04	2.79	3.75	4.96
P/E	82.6	60.4	44.9	33.9
P/S	17.7	12.9	9.5	7.4
P/B	15.0	12.6	10.3	8.3

■ 传媒新消费组介绍

朱珠：会计学士、商科硕士，拥有实业经验，wind 第八届金牌分析师，2021 年 11 月加盟华鑫证券研究所，主要覆盖传媒互联网新消费等。

于越：理学学士、金融硕士，拥有实业经验，2021 年 11 月加盟华鑫证券研究所，主要覆盖传媒游戏互联网板块等。

■ 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，以勤勉的职业态度，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。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫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，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，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。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。