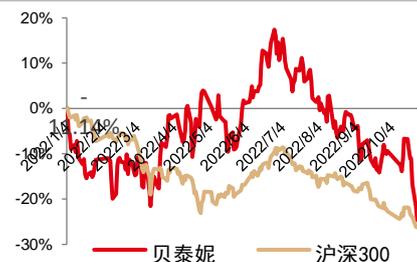


股票投资评级

推荐|首次覆盖

个股表现



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	142.99
总股本/流通股本(亿股)	4.24/2.17
总市值/流通市值(亿元)	605.71/310.85
52周内最高/最低价	249.99/142.20
资产负债率	16.33%
市盈率(TTM)	61.00
第一大股东	昆明诺娜科技有限公司
持股比例	46.08%

研究所

分析师：杨维维

SAC 登记编号：S1340522090007

Email: yangweiwei@cnpsec.com

贝泰妮 (300957.SZ):
Q3 业绩稳步增长，双十一预售表现亮眼
● 事件概述：

公司发布 2022 年三季度报：

2022 年前三季度公司收入 28.95 亿元，同比+37.05%；归母净利润 5.17 亿元，同比+45.62%；扣非后归母净利润 4.51 亿元，同比+35.48%。

 分季度看，2022Q3 公司收入 8.46 亿元，同比+20.65%；归母净利润 1.22 亿元，同比+35.49%；扣非后归母净利润 0.96 亿元，同比+19.69%。**Q3 淡季下，公司业绩增长仍较为稳健。**
● 收入端：Q3 淡季稳步增长，双十一预售表现亮眼

公司 Q3 单季度收入增速略有放缓（22Q1/Q2/Q3 收入分别+59.32%/+37.26%/+20.65%），我们预计主要为在上年同期高基数背景下，Q3 为行业消费淡季，疫情反复以及消费需求放缓等影响。但对标化妆品行业 Q3 表现，据国家统计局，2022 年 7 月/8 月/9 月化妆品类限额以上商品零售额分别同比+0.7%/-6.4%/-3.1%，公司 Q3 仍保持领先增长，我们认为得益于皮肤级护肤品赛道景气发展，公司核心品牌薇诺娜影响力持续提升，WINONA Baby 等新品牌逐步放量。此外，公司重视 Q4 大促活动，提前安排生产和备货采购，截至 2022 年 9 月底公司存货 7.54 亿元，同比+49.53%，从目前预售情况看，公司表现出色，据天猫官方，10 月 24 日天猫双十一预售首日，薇诺娜是预售成交额破 10 亿的唯一国货品牌，其中，“薇诺娜冻干面膜”破 4 亿，率先卫冕天猫预售商品 No. 1，其他大单品舒敏保湿特护霜、舒缓保湿特护精华液、清透防晒乳、高保湿修护面霜等均表现出色，进一步彰显薇诺娜品牌市场影响力和发展潜力。

● 盈利端：盈利能力同比提升，期间费用率略有增加

公司 2022 年前三季度毛利率、净利率分别为 76.79%、17.80%，同比分别-0.12pct、+0.97pct，其中 Q3 单季度毛利率、净利率分别为 76.51%、14.36%，同比分别+0.18pct、+1.42pct，盈利水平同比略有提升，其中净利率水平提升高于毛利率，主要得益于公司理财收益增加。期间费用率方面，2022 年前三季度公司期间费用率为 57.18%，同比+1.25pct，其中，销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费

用率分别为 46.20%、7.00%、4.37%、-0.39%，同比分别-0.08pct、+0.20pct、+1.13pct、+0.01pct，其中，Q3 单季度公司期间费用率为 61.37%，同比+0.91pct，其中，销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为 48.03%、8.47%、5.31%、-0.44%，同比分别-0.54pct、-0.04pct、+1.81pct、-0.32pct，销售费用率同比略有下降，研发费用率同比有所提升。

● 投资建议：

持续看好功效护肤品赛道景气发展以及公司品牌力、产品力、渠道力等发力。我们预计公司 2022-2024 年收入分别为 55.31/73.94/96.35 亿元，同比分别+37.51%/+33.68%/+30.31%；归母净利润分别为 12.05/16.22/21.20 亿元，同比分别+39.58%/+34.67%/+30.67%，对应 10 月 25 日市值，PE 分别为 50/37/29X，首次覆盖，给予“推荐”投资评级。

● 风险提示

线上渠道增速放缓或获客成本快速增长等风险；销售平台相对集中风险；新产品放量不及预期风险；疫情反复等影响风险；行业竞争加剧风险。

■ 盈利预测与估值

财务摘要	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	2636.49	4022.40	5531.22	7394.31	9635.29
YOY	35.64%	52.57%	37.51%	33.68%	30.31%
归母净利润（百万元）	543.51	862.92	1204.50	1622.15	2119.64
YOY	31.94%	58.77%	39.58%	34.67%	30.67%
每股收益（元）	1.28	2.04	2.84	3.83	5.00
毛利率	76.25%	76.01%	76.70%	76.72%	76.72%
净利率	20.62%	21.48%	21.80%	21.97%	22.03%
市盈率	111.44	70.19	50.29	37.34	28.58

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

利润表	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	资产负债表	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	2636.49	4022.40	5531.22	7394.31	9635.29	货币资金	751.95	2034.63	2615.10	3630.93	5041.81
减：营业成本	626.06	965.17	1288.85	1721.05	2242.65	应收和预付款项	225.73	306.93	479.45	558.22	783.25
营业税金及附加	46.06	52.12	89.24	119.30	155.45	其他应收款	9.58	13.11	5.58	10.29	9.58
营业费用	1107.13	1680.77	2289.92	3046.46	3950.47	存货	253.75	463.27	610.77	766.07	835.83
管理费用	168.65	245.50	334.64	443.66	578.12	其他	20.06	1558.15	1308.00	1308.00	1308.00
研发费用	63.44	113.22	165.94	214.44	279.42	固定资产和在建工程	109.29	309.84	672.61	948.90	1155.18
财务费用	-0.88	-10.07	-15.49	-20.70	-26.98	无形资产和开发支出	55.16	64.59	61.32	57.55	53.29
减值损失	14.58	17.18	0.00	0.00	0.00	资产总计	1601.87	5812.49	6688.35	8145.69	9987.79
加：投资收益	3.13	18.83	0.00	0.00	0.00	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	10.80	10.00	10.00	10.00	交易性金融负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	应付和预收款项	390.29	846.77	945.82	1137.23	1325.17
营业利润	678.02	1101.37	1388.12	1880.12	2466.16	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
加：其他非经营损益	33.26	29.73	29.02	29.02	29.02	其他负债	9.77	187.25	24.07	24.07	24.07
利润总额	711.28	1131.10	1417.13	1909.13	2495.17	负债合计	400.05	1034.02	969.89	1161.30	1349.24
减：所得税	104.08	153.81	211.07	284.87	372.78	股本	360.00	423.60	423.60	423.60	423.60
净利润	607.20	977.28	1206.06	1624.26	2122.40	资本公积	25.71	2846.00	2846.00	2846.00	2846.00
减：少数股东损益	0.25	1.14	1.57	2.11	2.76	留存收益	813.30	1485.60	2424.02	3687.84	5339.25
归母净利润	606.95	976.14	1204.50	1622.15	2119.64	归属母公司股东权益	1199.00	4755.20	5693.63	6957.44	8608.85
						少数股东权益	2.81	23.26	24.83	26.94	29.70
现金流量表	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	股东权益合计	1201.82	4778.47	5718.46	6984.39	8638.55
经营性现金净流量	431.03	1152.72	1291.10	1714.23	2151.88	负债和股东权益合计	1601.87	5812.49	6688.35	8145.69	9987.79
投资性现金净流量	-86.32	-2558.48	-466.88	-410.34	-370.34						
筹资性现金净流量	-121.05	2664.24	-243.76	-288.07	-370.66						
现金流量净额	223.66	1258.48	580.46	1015.83	1410.89						

资料来源：iFinD，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的6个月内的相对市场表现，即报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取： A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	推荐	预期个股相对同期基准指数涨幅在20%以上
		谨慎推荐	预期个股相对同期基准指数涨幅在10%与20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在5%与10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属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，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

业务简介

■ 证券经纪业务

公司经中国证监会批准，开展证券经纪业务。业务内容包括：证券的代理买卖；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户；

公司为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网、手机等多种委托通道。公司开展网上交易业务已经中国证监会核准。

公司全面实行客户交易资金第三方存管。目前存管银行有：中国邮政储蓄银行、中国工商银行、中国农业银行、中国银行、中国建设银行、交通银行、民生银行、兴业银行、招商银行、北京银行、华夏银行。

■ 证券自营业务

公司经中国证监会批准，开展证券自营业务。使用自有资金和依法筹集的资金，以公司的名义开设证券账户买卖依法公开发行或中国证监会认可的其他有价证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

■ 证券投资咨询业务

公司经中国证监会批准开展证券投资咨询业务。为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议。

■ 证券投资基金销售业务：公司经中国证监会批准开展证券投资基金销售业务。代理发售各类基金产品，办理基金份额申购、赎回等业务。

■ 证券资产管理业务：公司经中国证监会批准开展证券资产管理业务。

■ 证券承销与保荐业务：公司经中国证监会批准开展证券承销与保荐业务。

■ 财务顾问业务：公司经中国证监会批准开展财务顾问业务。