

# 贝泰妮 (300957.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评  
证券研究报告

## 电商操盘团队变化,紧密跟踪边际改善带来的高弹性机会

### 事件简评

公司3月1日公告董事董俊姿(原电商负责人)因个人原因辞职、将不再担任公司任何职务,并聘任张梅女士、王龙先生和王飞飞先生担任公司副总经理。

### 经营分析

继任电商负责人为公司创业团队元老,熟悉业务、拥有丰富的品牌管理/电商经验。张梅总预计将分管电商业务,自2012年7月加入公司,一路伴随公司及薇诺娜品牌的成长,曾担任过商务经理、电商分销总监、电商事业部副总经理、品牌市场中心总经理等职位;王龙总和王飞飞总预计将分别分管财务和研发。

主品牌薇诺娜发力“敏感+”赛道、多品类拓展持续推进,高端抗衰品牌 AOXMED 或带来可观增量。薇诺娜功效护肤龙头地位稳固,特护霜/冻干面膜/清透防晒乳在面霜/面膜/防晒类目名列前茅,根据魔镜数据,22年薇诺娜品牌在淘系乳霜/面膜/防晒类目分别排名第4/第2/第4。22.9推出特护精华、23.2上新小氧泵眼霜,产品结构望更上一层楼。子品牌 AOXMED 牵手美丽田园(涵盖300家+门店),推出超活之星护理,定位多维精准抗老。

期待新负责人带领下电商改善,看好薇诺娜在“3.8”大促期间大单品的爆发能力。此次5款明星产品(保湿特护霜/保湿丝滑面膜/清透防晒乳/舒缓修护冻干面膜/舒缓保湿特护精华)参与3.1超头“美妆节”预售活动,去年2.27超头预售活动3款产品参与。

线下回暖,有望引流线上、贡献业绩弹性。线下渠道占比20%,截至6月底已入驻超过4000家屈臣氏店铺,OTC渠道已覆盖全国21省级行政区,23年疫情基本消除后线下望恢复快速增长,同时引流线上,进一步实现人群破圈渗透。

### 盈利预测、估值与评级

看好公司多品牌多品类集团化战略目标实现。我们认为目前股价已基本反映此前舆情、管理层变动传闻等悲观情绪,期待电商操盘团队变化后业绩端边际改善带来的高弹性机会。维持盈利预测,预计22-24年归母净利润11.85/16.02/20.66亿元,同增37%/35%/29%,3年CAGR为34%,对应22-24年PE49/36/28倍,维持“买入”评级。

### 风险提示

新品牌孵化/产品/渠道拓展不及预期

### 商贸零售组

分析师:罗晓婷(执业S1130520120001)

luoxiaoting@gjzq.com.cn

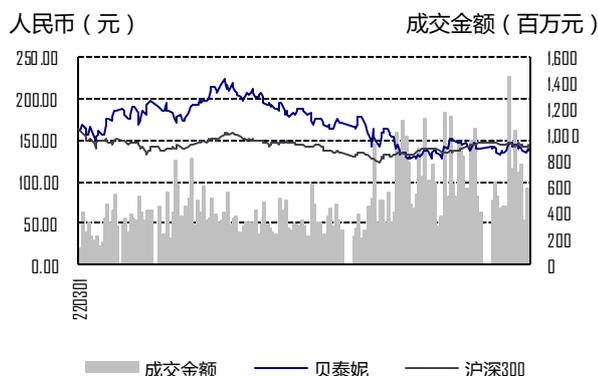
联系人:蔡昕妤

caixy@gjzq.com.cn

市价(人民币):137.88元

### 相关报告:

- 《淡季业绩平淡,期待“双11”靓丽表现-贝泰妮3Q22业绩点评》,2022.10.26
- 《业绩持续兑现高增,多品牌战略全面开花-贝泰妮1H22业绩点评》,2022.8.29
- 《投资新锐底妆品牌方里,增强彩妆基因-贝泰妮投资方里点评》,2022.6.15



### 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	5,492	7,374	9,529
营业收入增长率	35.64%	52.57%	36.52%	34.27%	29.23%
归母净利润(百万元)	544	863	1,185	1,602	2,066
归母净利润增长率	31.94%	58.77%	37.34%	35.15%	29.00%
摊薄每股收益(元)	1.510	2.037	2.798	3.781	4.878
每股经营性现金流净额	1.20	2.72	5.62	3.54	4.62
ROE(归属母公司)(摊薄)	45.33%	18.15%	21.22%	23.89%	25.35%
P/E	0.00	94.39	49.28	36.46	28.27
P/B	0.00	17.13	10.46	8.71	7.16

来源:公司年报、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	5,492	7,374	9,529
增长率	35.6%	52.6%	36.5%	34.3%	29.2%	
主营业务成本	-385	-626	-965	-1,268	-1,705	-2,243
%销售收入	19.8%	23.7%	24.0%	23.1%	23.1%	23.5%
毛利	1,559	2,010	3,057	4,224	5,669	7,286
%销售收入	80.2%	76.3%	76.0%	76.9%	76.9%	76.5%
营业税金及附加	-35	-46	-52	-60	-74	-95
%销售收入	1.8%	1.7%	1.3%	1.1%	1.0%	1.0%
销售费用	-843	-1,107	-1,681	-2,328	-3,082	-3,935
%销售收入	43.4%	42.0%	41.8%	42.4%	41.8%	41.3%
管理费用	-137	-169	-245	-357	-472	-600
%销售收入	7.0%	6.4%	6.1%	6.5%	6.4%	6.3%
研发费用	-54	-63	-113	-209	-265	-343
%销售收入	2.8%	2.4%	2.8%	3.8%	3.6%	3.6%
息税前利润 (EBIT)	490	625	966	1,270	1,775	2,312
%销售收入	25.2%	23.7%	24.0%	23.1%	24.1%	24.3%
财务费用	1	1	10	57	86	108
%销售收入	-0.1%	0.0%	-0.3%	-1.0%	-1.2%	-1.1%
资产减值损失	-14	-15	-17	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	11	0	0	0
投资收益	0	3	19	68	23	11
%税前利润	0.0%	0.5%	1.8%	4.9%	1.2%	0.5%
营业利润	502	650	1,016	1,394	1,884	2,431
%营业收入	25.8%	24.6%	25.3%	25.4%	25.6%	25.5%
营业外收支	0	-2	2	0	0	0
税前利润	502	648	1,018	1,394	1,884	2,431
利润率	25.8%	24.6%	25.3%	25.4%	25.6%	25.5%
所得税	-89	-104	-154	-209	-283	-365
所得税率	17.8%	16.1%	15.1%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	413	544	864	1,185	1,602	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	1,185	1,602	2,066
净利率	21.2%	20.6%	21.5%	21.6%	21.7%	21.7%

现金流量表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	413	544	864	1,185	1,602	2,066
少数股东损益	1	0	1	0	0	0
非现金支出	34	39	91	34	39	43
非经营收益	-3	-5	-26	-50	-20	-9
营运资金变动	71	-148	224	1,210	-120	-145
经营活动现金净流	515	431	1,153	2,380	1,501	1,956
资本开支	-61	-89	-270	-141	-175	-175
投资	0	0	-2,307	0	0	0
其他	0	3	19	68	23	11
投资活动现金净流	-61	-86	-2,558	-73	-152	-164
股权募资	0	0	2,925	0	0	0
债权募资	15	-15	0	-66	0	0
其他	-193	-106	-261	-360	-484	-622
筹资活动现金净流	-178	-121	2,664	-427	-484	-622
现金净流量	276	224	1,258	1,881	865	1,170

资产负债表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	527	752	2,035	3,895	4,745	5,903
应收款项	186	336	341	488	656	847
存货	199	254	463	521	701	922
其他流动资产	23	49	2,386	842	859	881
流动资产	935	1,391	5,225	5,746	6,960	8,553
%总资产	86.3%	86.8%	89.9%	89.4%	89.5%	90.0%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	61	109	310	413	512	607
%总资产	5.7%	6.8%	5.3%	6.4%	6.6%	6.4%
无形资产	68	76	106	149	192	235
非流动资产	148	211	587	678	815	947
%总资产	13.7%	13.2%	10.1%	10.6%	10.5%	10.0%
资产总计	1,084	1,602	5,812	6,424	7,775	9,500
短期借款	15	0	49	0	0	0
应付款项	123	197	549	392	524	685
其他流动负债	158	194	302	325	435	561
流动负债	296	391	900	716	959	1,246
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	27	9	134	100	86	78
负债	323	400	1,034	816	1,046	1,324
普通股股东权益	756	1,199	4,755	5,585	6,706	8,152
其中：股本	360	360	424	424	424	424
未分配利润	330	726	1,330	2,160	3,281	4,727
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	6,424	7,775	9,500

比率分析

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标						
每股收益	1.144	1.510	2.037	2.798	3.781	4.878
每股净资产	2.101	3.331	11.226	13.184	15.831	19.246
每股经营现金净流	1.430	1.197	2.721	5.619	3.543	4.617
每股股利	0.000	0.450	0.600	0.839	1.134	1.463
回报率						
净资产收益率	54.47%	45.33%	18.15%	21.22%	23.89%	25.35%
总资产收益率	38.01%	33.93%	14.85%	18.45%	20.60%	21.75%
投入资本收益率	51.94%	43.66%	16.97%	19.24%	22.42%	24.04%
增长率						
主营业务收入增长率	56.69%	35.64%	52.57%	36.52%	34.27%	29.23%
EBIT 增长率	58.78%	27.57%	54.46%	31.47%	39.84%	30.24%
净利润增长率	58.12%	31.94%	58.77%	37.34%	35.15%	29.00%
总资产增长率	41.87%	47.80%	262.86%	10.52%	21.03%	22.18%
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	10.0	9.2	8.2
偿债能力						
净负债/股东权益	-67.31%	-62.57%	-57.90%	-83.38%	-82.12%	-81.76%
EBIT 利息保障倍数	-338.2	-711.3	-95.9	-22.4	-20.6	-21.5
资产负债率	29.78%	24.97%	17.79%	12.70%	13.45%	13.94%

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

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2021-10-26	买入	229.99	N/A
2	2022-01-26	买入	161.07	N/A
3	2022-03-23	买入	156.23	N/A
4	2022-04-28	买入	196.38	N/A
5	2022-05-16	买入	186.00	N/A
6	2022-06-15	买入	199.04	N/A
7	2022-08-29	买入	188.45	N/A
8	2022-10-26	买入	142.99	N/A

来源：国金证券研究所

投资评级的说明：

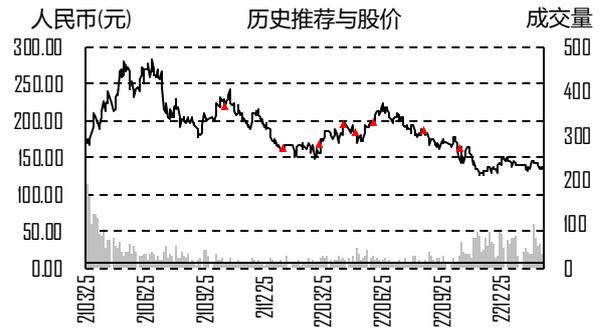
- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

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



**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。本报告反映撰写研究人员的不同设想、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，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

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。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。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；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。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。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402