

贝泰妮（300957.SZ）

二季度营收同比增长 21%，夯实功效护肤龙头地位

买入

核心观点

公司作为敏感肌护肤龙头，上半年业绩实现稳健增长。公司上半年实现营收 23.7 亿元/yoy+15.5%；归母净利润 4.5 亿元/yoy+13.9%，扣非归母净利润 3.7 亿元/yoy+5.1%，其中政府补助 5736 万元。公司依托自身深厚的研发实力，以专业皮肤护理产品，全渠道深入触达消费者，不断夯实敏感肌护肤龙头地位。

分品牌看，主品牌薇诺娜持续领跑，上半年实现营业收入 22.60 亿元，营收占比 95.46%，较去年同期超 98%的收入占比有所下降，新品修白瓶焕新升级，表现亮眼；同时公司积极开拓第二增长曲线，薇诺娜宝贝/Aoxmed 分别实现营收 7234/1609 万元，未来有望加速贡献增量。

分渠道看，线上渠道仍为主要营收来源，上半年公司实现营收 17.43 亿元/yoy+7.15%，其中淘系平台基数较大叠加其他平台分流略下滑 3.41%；抖音系增速显著，同比+32.47%；去年腾讯智慧零售助力私域运营升级，专柜平台同比增长 14.95%。线下渠道低基数快速增长，上半年收入提升 48.64%，主要来源于 OTC 渠道贡献，线下 OTC 渠道同比增长 60.1%至 2.96 亿元。

毛利率略有下降，费用率有所提升。上半年公司毛利率同比下滑 1.52pct，主要由于 618 期间公司促销力度加大，同时公司根据市场需求主动调整产品结构。费用率方面，上半年销售费用率/管理费用率/研发费用率分别同比+0.90pct/+0.04pct/+0.62pct，公司持续加大营销人员费用投入和仓储物流投入带动销售费用率上行，同时公司持续加大研发投入，夯实长期竞争优势，7 月公司成功申报舒缓保湿新原料“水龙”，实现自研原料再更新。

营运能力和现金流基本保持稳定。公司上半年存货周转天数同比上升 12 天，主要由于根据促销和产品组合策略动态调整产品库存；应收账款周转天数同比上升 4 天，主要由于线下分销客户营收增长较快，该部分款项仍处在商业信用周期。现金流方面，经营性现金流量净额为 2.85 亿元，同比+35.02%，主要为公司收到的各类政府补助奖励以及实验室专项资金增多。

风险提示：宏观环境风险，新产品推出不及预期，行业竞争加剧。

投资建议：自年初以来，公司积极进行内部管理调整，并对主品牌薇诺娜进行产品和渠道进行再次梳理，带动单二季度收入、归母净利润均实现双位数增长，调整成效初步显现。同时公司以循证医学为基础的产品研发思路，从“敏感肌”升级为“敏感 PLUS”，逐渐形成定位清晰四大品牌矩阵助力现皮肤大健康生态的布局。我们维持 2023-2025 年归母净利润至 12.85/16.30/20.72 亿元，对应 PE 为 32/25/20 倍，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	4,022.40	5,013.87	6,437.81	8,150.27	10,130.79
(+/-%)	52.57%	24.65%	28.40%	26.60%	24.30%
净利润(百万元)	862.92	1,051.23	1,284.66	1,629.62	2,071.51
(+/-%)	58.77%	21.82%	22.21%	26.85%	27.12%
每股收益(元)	2.04	2.48	3.03	3.85	4.89
EBIT Margin	0.27	26.40%	21.82%	22.21%	22.93%
净资产收益率 (ROE)	0.18	18.93%	19.52%	20.67%	21.71%
市盈率 (PE)	47.97	39.38	32.22	25.40	19.98
EV/EBITDA	38.62	31.26	29.48	22.92	18.10
市净率 (PB)	8.71	7.46	6.29	5.25	4.34

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

美容护理·化妆品

证券分析师：张峻豪 联系人：孙乔容若
021-60933168
zhangjh@guosen.com.cn sunqiaorongruo@guosen.com.cn
S0980517070001

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	97.72 元
总市值/流通市值	41394/21244 百万元
52 周最高价/最低价	195.00/85.47 元
近 3 个月日均成交额	303.50 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《贝泰妮（300957.SZ）——季度实现平稳复苏，多品类及多品牌迭代驱动长期成长》——2023-04-27
- 《贝泰妮（300957.SZ）-2022 年业绩平稳过渡，股权激励强化发展信心》——2023-03-30
- 《贝泰妮（300957.SZ）-三季度业绩表现稳健，功效护肤龙头稳步前行》——2022-10-26
- 《贝泰妮（300957.SZ）-业绩逆势依旧亮眼，新品战略布局有望加速推进》——2022-08-29
- 《贝泰妮（300957.SZ）-2022 年 一季度利润加速增长 85%，功效护肤龙头优势持续深化》——2022-04-28

公司业绩实现稳健增长。公司上半年实现营收 23.68 亿元，同比+15.52%；归母净利润 4.50 亿元，同比+13.91%，扣非归母净利润同比+5.14%，其中政府补助 5736 万元。单 Q2 营业收入 15.04 亿元，同比增长 21.21%，归母净利润 2.92 亿元，同比增长 17.14%。公司依托自身深厚的研发实力，以专业皮肤护理产品，线上线下全渠道覆盖，深入触达消费者，不断夯实自身敏感肌护肤龙头地位。

分品牌看，目前公司形成四大品牌矩阵：a) 主品牌薇诺娜：产品升级、持续领跑。薇诺娜上半年继续深耕敏感心智，继续更新产品矩阵，2023 年 H1 实现营业收入 22.60 亿元，营收占比 95.46%。“618”大促期间，薇诺娜位列唯品会国货美妆 TOP1、天猫美妆 TOP9、京东国货美妆 TOP3，全渠道销售额超 9 亿，抖快事业部同比增长 98%。薇诺娜继续贯彻大单品战略，舒敏保湿特护霜全渠道销售 62 万支，清透防晒乳 110 万支，冻干面膜 1200 万片，各大单品获多个奖项，产品龙头地位支撑业绩平稳增长。

b) 薇诺娜宝贝：分阶护理、增长亮眼。2023 年 H1 实现营业收入 7234 万元，营收占比 3.06%，凭借过硬的实力蝉联“金婴奖”，并获得“年度新锐品牌”奖项、618 天猫婴童护肤 TOP4。

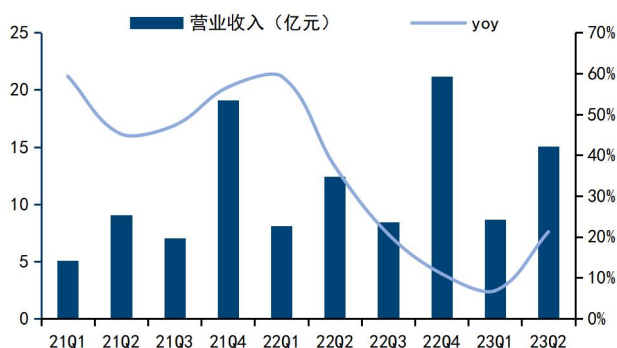
c) 瑗科缙：前沿科技，专业抗老，独有专属美雅安缙 MLYAAT-1002 多维抗老精萃。目前在天猫、抖音均有开设官方旗舰店，已入驻北京汉光百货、西安赛格国际购物中心开设门店，2023 年 H1 实现营业收入 1609 万元，预计未来进一步增长。

d) 贝芙汀：分级定制，精准抗痘，提供个性化定制方案。目前，该品牌全新抗痘系列已正式上线，预计能够在今年带来收入贡献。

分渠道看，公司线上渠道实现营收 17.43 亿元/yoy+7.15%，占主营业务收入的 73.92%，实现快速增长，主要受益于公司同步发展公域与私域流量。其中，阿里系仍为主要的线上营收渠道，上半年实现营收 7.89 亿元，增速同比微降 3.41%；抖音系增速显著，上半年实现营收 2.65 亿元，同比+32.47%；专柜平台实现营收 1.58 亿元，同比+14.95%，主要受益于去年腾讯智慧零售助力私域运营升级。唯品会/京东系分别实现营收 1.59/1.33 亿元，同比+8.32%/-4.91%。

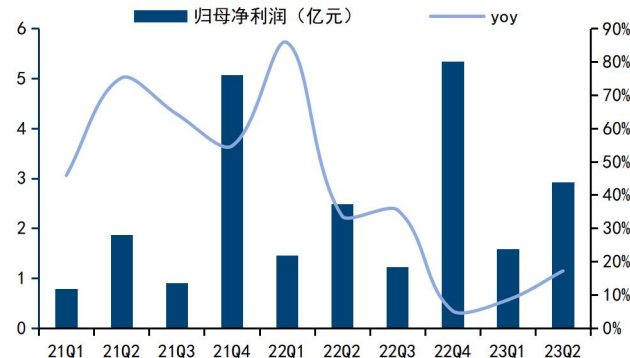
线下渠道营收 6.15 亿元，同比+48.64%，主要来源于 OTC 渠道贡献。上半年 OTC 模式实现营收 2.96 亿元，同比+60.13%，随着线下消费进一步回暖，线下渠道营收有望进一步增长。

图1：公司单季度营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司单季度归母净利润及增速（单位：亿元、%）

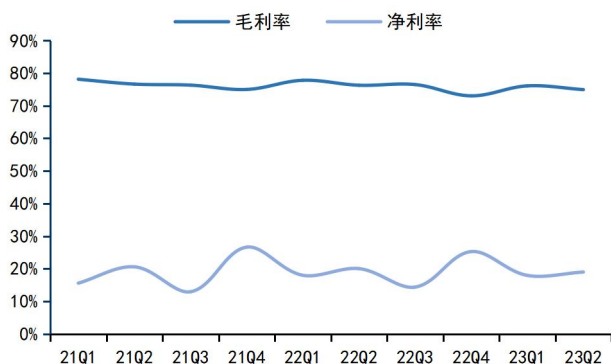


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

盈利能力方面，上半年公司毛利率/净利率分别为 75.38%/18.61%，同比

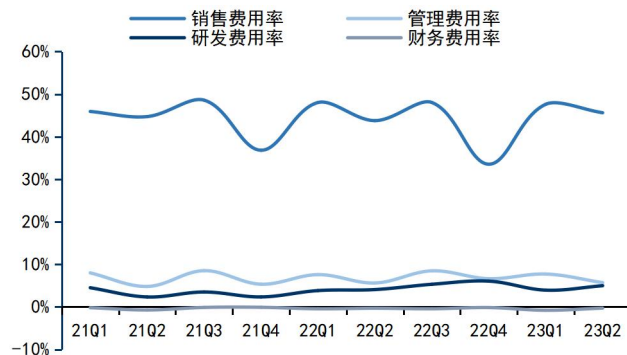
-1.52pct/-0.62pct，毛利率下滑主要由于618期间公司促销力度加大，同时公司根据市场需求主动调整产品结构。费用率方面，上半年销售费用率/管理费用率/研发费用率分别为46.35%/6.43%/4.60%，同比+0.90pct/+0.04pct/+0.62pct，公司持续加大营销人员费用投入和仓储物流投入带动销售费用率上行，同时公司持续加大研发投入，夯实长期竞争优势，3月昆明市“新中央工厂建设项目”正式竣工，是公司打造的集化妆品及医疗器械生产于一体的，年产值达约人民币50亿的生产基地，7月公司成功申报舒缓保湿新原料“水龙”，实现自研原料再更新。

图3：公司单季度毛利率及净利率情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

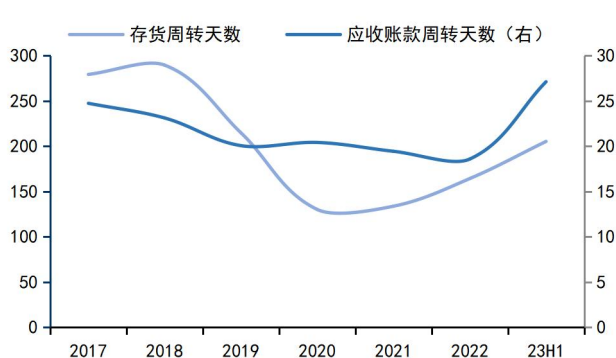
图4：公司单季度费用率情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

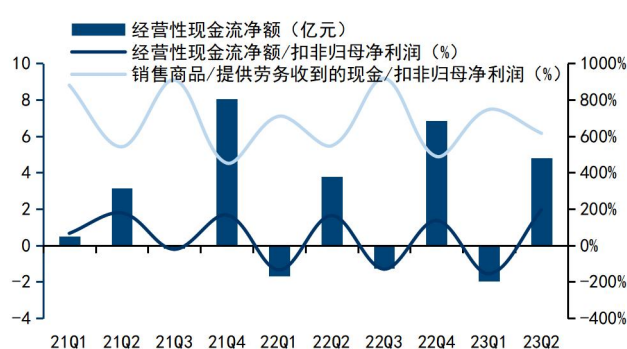
营运能力和现金流方面，公司上半年存货周转天数205天，同比上升12天，主要由于根据促销和产品组合策略动态调整产品库存；应收账款周转天数27天，同比上升4天，主要由于线下分销客户营收增长较快，该部分款项仍处在商业信用周期。公司2023H1经营性现金流量净额为2.85亿元，同比+35.02%，主要为公司收到的各类政府补助奖励以及实验室专项资金增多。

图5：公司存货周转天数及应收账款周转天数



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：公司现金流情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议：

自年初以来，公司积极进行内部管理调整，并对主品牌薇诺娜进行产品和渠道进行再次梳理，带动单二季度收入、归母净利润均实现双位数增长，调整成效初步显现。同时公司以循证医学为基础的产品研发思路，从“敏感肌”升级为“敏感PLUS”，逐渐形成定位清晰四大品牌矩阵助力现皮肤大健康生态的布局。我们维持2023-2025年归母净利润至12.85/16.30/20.72亿元，对应PE为32/25/20倍，维持“买入”评级。

表1：可比公司估值表

代码	公司简称	股价 (2023-08-28)	总市值 亿元	EPS				PE				ROE (%) (22A)	PEG (23E)	投资 评级
				22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E			
300957.SZ	贝泰妮	97.72	414	2.48	3.03	3.85	4.89	60.14	32.25	25.38	19.98	18.93	1.45	买入
603605.SH	珀莱雅	98.91	392	2.88	2.78	3.51	4.27	58.09	35.56	28.21	23.18	23.19	1.03	买入
300740.SZ	水羊股份	18.80	73	0.32	0.81	1.05	1.26	47.13	23.17	17.88	14.89	7.15	0.15	增持

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	2035	2514	2300	2978	3990	营业收入	4022	5014	6438	8150	10131
应收款项	261	290	441	558	694	营业成本	965	1243	1577	1981	2459
存货净额	463	671	663	832	1041	营业税金及附加	52	56	77	98	122
其他流动资产	1685	806	2575	3260	4052	销售费用	1681	2048	2620	3311	4113
流动资产合计	5225	5715	6779	8329	10427	管理费用	245	343	758	949	1114
固定资产	310	556	722	888	903	财务费用	(10)	(14)	(34)	(39)	(52)
无形资产及其他	65	78	76	74	72	投资收益	19	81	50	45	40
投资性房地产	213	287	287	287	287	资产减值及公允价值变动	23	13	20	20	20
长期股权投资	0	83	83	83	83	其他收入	(115)	(220)	0	0	0
资产总计	5812	6719	7947	9661	11772	营业利润	1016	1212	1509	1914	2434
短期借款及交易性金融负债	49	62	16	16	16	营业外净收支	2	2	1	2	1
应付款项	362	372	354	441	548	利润总额	1018	1214	1510	1916	2435
其他流动负债	489	557	673	846	1043	所得税费用	154	163	227	287	365
流动负债合计	900	992	1043	1303	1606	少数股东损益	1	(1)	(1)	(1)	(2)
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	863	1051	1285	1630	2072
其他长期负债	134	125	275	426	578						
长期负债合计	134	125	275	426	578	现金流量表（百万元）					
负债合计	1034	1117	1318	1729	2185	净利润	863	1051	1285	1630	2072
少数股东权益	23	50	49	48	46	资产减值准备	3	7	113	36	14
股东权益	4755	5552	6580	7884	9541	折旧摊销	20	36	44	71	84
负债和股东权益总计	5812	6719	7947	9661	11772	公允价值变动损失	(23)	(13)	(20)	(20)	(20)
						财务费用	(10)	(14)	(34)	(39)	(52)
关键财务与估值指标						营运资本变动	(1349)	645	(1551)	(524)	(667)
每股收益	2.04	2.48	3.03	3.85	4.89	其它	(2)	(8)	(114)	(37)	(15)
每股红利	0.45	0.60	0.61	0.77	0.98	经营活动现金流	(488)	1718	(243)	1155	1467
每股净资产	11.23	13.11	15.53	18.61	22.52	资本开支	0	(292)	(301)	(251)	(91)
ROIC	35%	28%	28%	32%	36%	其它投资现金流	(781)	(652)	634	100	50
ROE	18%	19%	20%	21%	22%	投资活动现金流	(781)	(1028)	333	(151)	(41)
毛利率	76%	75%	76%	76%	76%	权益性融资	2925	0	0	0	0
EBIT Margin	27%	26%	22%	22%	23%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	27%	27%	23%	23%	24%	支付股利、利息	(191)	(255)	(257)	(326)	(414)
收入增长	53%	25%	28%	27%	24%	其它融资现金流	9	299	(46)	0	0
净利润增长率	59%	22%	22%	27%	27%	融资活动现金流	2552	(211)	(303)	(326)	(414)
资产负债率	18%	17%	17%	18%	19%	现金净变动	1283	480	(214)	678	1012
息率	0.5%	0.6%	0.6%	0.8%	1.0%	货币资金的期初余额	752	2035	2514	2300	2978
P/E	48.0	39.4	32.2	25.4	20.0	货币资金的期末余额	2035	2514	2300	2978	3990
P/B	8.7	7.5	6.3	5.3	4.3	企业自由现金流	(413)	1534	(614)	834	1301
EV/EBITDA	38.6	31.3	29.5	22.9	18.1	权益自由现金流	(404)	1833	(631)	867	1344

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032