

Q2 收入与归母净利润增速符合预期，多品牌矩阵驱动成长

2023 年 08 月 29 日

➤ **事件概述：**公司于 8 月 28 日发布 2023 年中报。23H1，实现营业收入 23.68 亿元，同比+15.52%；实现归母净利润 4.50 亿元，同比+13.91%；扣非归母净利润为 3.74 亿元，同比+5.14%。单 Q2 实现营业收入 15.04 亿元，同比+21.21%；归母净利润为 2.92 亿元，同比+17.14%；扣非归母净利润为 2.47 亿元，同比+6.98%。

➤ **收入稳健增长，线下渠道增速较快。**23H1，公司收入为 23.68 亿元，同比+15.52%。①**分产品/服务看：**23H1，护肤品收入 20.50 亿元，同比+12.14%，占收入的 86.93%；医疗器械收入 2.78 亿元，同比+45.92%，占比 11.78%；彩妆收入 0.30 亿元，同比+38.35%，占比 1.29%。②**分品牌看：**薇诺娜/薇诺娜宝贝/瑗科缙收入分别为 22.6/0.72/0.16 亿元，占营收比例为 95.4%/3.1%/0.7%。③**分渠道看：**线上渠道：实现收入 17.43 亿元，同比+7.15%，占营收的 73.92%。按销售模式划分，自营渠道收入 13.89 亿元，同比+12.18%；经销、代销渠道收入 3.54 亿元，同比-8.89%。按平台划分，阿里系、抖音系、薇诺娜专柜服务平台、唯品会、京东系收入为 7.89、2.65、1.58、1.59、1.33 亿元，分别同比-3.41%、+32.47%、+14.95%、+8.32%、-4.91%，占主营业务收入的 33.45%、11.26%、6.68%、6.76%、5.66%。线下渠道：实现营收 6.15 亿元，同比+48.64%，占营收 26.08%（同比+5.80pct）。经销、代销收入 6.01 亿元，同比+46.09%，占营收的比例增至 25.49%；自营收入 0.14 亿元，占营收的 0.59%，23H1，净增加直营店 36 家，期末直营店为 113 家。

➤ **实施促销策略有效清库存使毛利率承压，渠道及广告宣传投放拉高费用率水平。**①**毛利率：**23H1，公司毛利率为 75.38%，同比-1.42pct，其中，护肤品毛利率为 74.73%（同比-1.66pct），医疗器械毛利率为 82.19%（同比-1.03pct）；23Q2，公司毛利率为 74.96%，同比-1.34pct。主要因为公司控制库存规模并通过促销策略和产品组合策略对在库存货进行动态清出。②**费用率：**23H1，公司的销售费率/管理费/研发费率/财务费率分别为 46.34%/6.43%/4.60%/-0.47%，分别同比+0.90%/+0.04%/+0.62%/-0.11pct。23Q2，公司的销售费率/管理费/研发费率/财务费率分别为 45.61%/5.70%/4.98%/-0.28%，分别同比+1.85%/+0.09%/+0.91%/+0.03pct，销售费率上行主要因渠道与广告宣传投放增加较多所致，23H1，公司加大研发投入促进创新发展，研发费用达 1.09 亿元，同比+33.58%。③**利润端：**23H1，实现归母净利润 4.50 亿元，同比+13.91%；扣非归母净利润为 3.74 亿元，同比+5.14%。单 Q2 实现营业收入 15.04 亿元，同比+21.21%；归母净利为 2.92 亿元，同比+17.14%；扣非归母净利润为 2.47 亿元，同比+6.98%。非经常性损益主要来源于 23H1 公司计入当期损益的政府补助达 0.57 亿元（22H1 为 0.11 亿元）。23H1，公司净利率为 18.61%，同比-0.62pct；23Q2，公司净利率为 18.98%，同比-1.05pct。23H1，扣非归母净利率为 15.78%，同比-1.56pct；23Q2，扣非归母净利率为 16.43%，同比-2.18pct。

➤ **专注敏感肌产品开发，多产品战略驱动成长。**①**薇诺娜：**持续聚焦敏感肌产品开发，增强品牌向上动能。“618”大促期间，全渠道销售额超 9 亿，薇诺娜位居天猫美妆行业 TOP9（按 GMV 算），京东国货美妆品牌 TOP3，唯品会国货美妆 TOP1，抖快事业部同比+98%，在功效性护肤赛道具备领先实力。其中，王牌产品舒敏保湿特护霜全渠道销售 62 万支，皮肤学级防晒清透防晒乳全渠道销售 110 万支，舒缓冻干面膜全渠道销售 1200 万片。产品方面，推出薇诺娜“光透皙白淡斑精华液”（修白瓶），截至 7 月 11 日，在抖音超级品牌日实现近千万销售额；推出针对干敏肌的薇诺娜“特护滋润霜”，截至 8 月 29 日 12:00，薇诺娜天猫旗舰店销量超 5000 件；②**薇诺娜宝贝：**深耕婴童功效性护肤赛道，重点打造“舒润霜”大单品，“618”大促期间，“薇诺娜宝贝获天猫婴童护肤 TOP4”的销售佳绩；③**AOXMED：**聚焦高端抗衰需求，线下渠道以“专妍系列”为核心，持续扩张线下机构的合作规模。线上渠道积极推进“美妍系列”销售。④**Beforteen：**通过顶级医研结合+AI 人工智能深度学习自主研发，独创整合性精准治疗痘解决方案的专业祛痘品牌。

➤ **投资建议：**预计 2023-2025 年公司实现营业收入 64.20、81.09、100.67 亿元，分别同比+28.1%、+26.3%、+24.1%；归母净利润分别为 13.58、17.21 与 21.51 亿元，同比+29.2%、+26.7%与+25.0%，对应 PE 为 30/24/19 倍，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**渠道拓展不达预期；新品推出不达预期；终端需求不及预期等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	5014	6420	8109	10067
增长率 (%)	24.6	28.1	26.3	24.1
归属母公司股东净利润 (百万元)	1051	1358	1721	2151
增长率 (%)	21.8	29.2	26.7	25.0
每股收益 (元)	2.48	3.21	4.06	5.08
PE	39	30	24	19
PB	7.5	6.2	5.4	4.6

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 8 月 28 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

97.72 元


分析师 刘文正

执业证书：S0100521100009

电话：13122831967

邮箱：liuwenzheng@mszq.com

分析师 郑紫舟

执业证书：S0100522080003

邮箱：zhengzizhou@mszq.com

研究助理 褚菁菁

执业证书：S0100123060038

邮箱：zhujingjing@mszq.com

相关研究

1. 贝泰妮 (300957.SZ) 2023 年一季报点评：收入与利润增长稳健，推出新品丰富产品品类-2023/04/26
2. 贝泰妮 (300957.SZ) 2022 年年报点评：持续创新打造多品牌矩阵，股权激励健全奖励机制-2023/03/30
3. 贝泰妮 (300957.SZ) 深度报告：聚焦抗衰的高端品牌，打造健康皮肤生态-2022/12/13
4. 贝泰妮 (300957.SZ) 2022 年三季报点评：产品矩阵持续丰富，Q3 收入稳步上行-2022/10/26
5. 贝泰妮 (300957.SZ) 2022 年半年报点评：逆风而行，敏感肌龙头再交优异答卷-2022/08/28

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	5014	6420	8109	10067
营业成本	1243	1564	1968	2396
营业税金及附加	56	77	89	111
销售费用	2048	2575	3252	4037
管理费用	343	428	520	644
研发费用	255	334	422	544
EBIT	1123	1493	1898	2387
财务费用	-14	-50	-72	-83
资产减值损失	-19	-5	-5	-5
投资收益	81	60	60	67
营业利润	1212	1598	2025	2531
营业外收支	2	0	0	1
利润总额	1214	1598	2025	2532
所得税	163	240	304	380
净利润	1050	1359	1721	2152
归属于母公司净利润	1051	1358	1721	2151
EBITDA	1240	1638	2050	2549

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	2514	3594	4136	5226
应收账款及票据	270	367	654	668
预付款项	42	71	92	111
存货	671	788	1031	1207
其他流动资产	2218	1982	1991	1995
流动资产合计	5715	6801	7904	9208
长期股权投资	83	83	83	83
固定资产	206	292	335	369
无形资产	78	83	88	93
非流动资产合计	1004	1251	1461	1666
资产合计	6719	8052	9365	10874
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	372	385	436	563
其他流动负债	619	861	1029	1226
流动负债合计	992	1245	1465	1788
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	125	125	125	125
非流动负债合计	125	125	125	125
负债合计	1117	1370	1590	1914
股本	424	424	424	424
少数股东权益	50	50	51	52
股东权益合计	5602	6682	7775	8961
负债和股东权益合计	6719	8052	9365	10874

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	24.65	28.05	26.30	24.15
EBIT 增长率	15.09	32.97	27.17	25.76
净利润增长率	21.82	29.18	26.71	25.01
盈利能力 (%)				
毛利率	75.21	75.63	75.73	76.20
净利率	20.97	21.15	21.22	21.37
总资产收益率 ROA	15.65	16.86	18.37	19.78
净资产收益率 ROE	18.93	20.48	22.28	24.15
偿债能力				
流动比率	5.76	5.46	5.40	5.15
速动比率	4.51	4.35	4.27	4.12
现金比率	2.53	2.89	2.82	2.92
资产负债率 (%)	16.62	17.02	16.98	17.60
经营效率				
应收账款周转天数	18.58	18.00	23.00	24.00
存货周转天数	164.21	168.36	167.23	168.94
总资产周转率	0.80	0.87	0.93	0.99
每股指标 (元)				
每股收益	2.48	3.21	4.06	5.08
每股净资产	13.11	15.65	18.23	21.03
每股经营现金流	1.82	4.00	3.50	5.59
每股股利	0.80	0.80	0.80	0.60
估值分析				
PE	39	30	24	19
PB	7.5	6.2	5.4	4.6
EV/EBITDA	32.15	24.35	19.45	15.64
股息收益率 (%)	0.82	0.82	0.82	0.61

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	1050	1359	1721	2152
折旧和摊销	118	145	152	162
营运资金变动	-318	237	-356	95
经营活动现金流	769	1695	1483	2367
资本开支	-353	-335	-315	-315
投资	254	0	-5	-10
投资活动现金流	-18	-277	-262	-260
股权募资	0	0	0	0
债务募资	0	0	0	0
筹资活动现金流	-320	-339	-678	-1017
现金净流量	431	1079	543	1090

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，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，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026