

业绩稳健增长，线下积极拓店

——贝泰妮（300957）点评报告

买入（维持）

2023年09月05日

报告关键要素：

公司发布 2023 年半年报。2023H1，公司实现营收 23.68 亿元（同比+15.52%），归母净利润 4.50 亿元（同比+13.91%）。

投资要点：

业绩稳健增长，Q2 归母净利润同比+17%。2023H1，公司实现营收 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 3.74 亿元（同比+5.14%）。其中，Q1/Q2 分别实现营收同比+6.78%/+21.21%，归母净利润同比+8.41%/+17.14%。

毛利率同比下滑，期间费用率有所增长。2023H1，公司毛利率/净利率分别为 75.38%/18.61%，同比-1.52pct/-0.62 个 pct，盈利能力有所下滑。费用率方面，销售/管理/研发/财务费用率分别为 46.34%/6.43%/4.60%/-0.47%，同比分别+0.90/+0.04/+0.62/-0.11 个 pct。其中，销售费用率同比提升主因公司加大营销人员费用投入和仓储物流投入所致，研发费用提升主因公司注重基础研究，开展多项深层次研发项目。

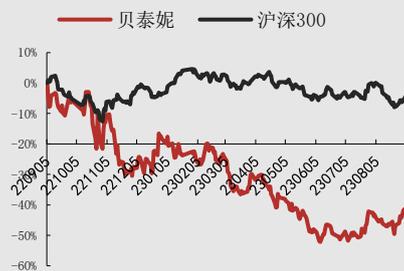
抖音渠道收入快速增长，线下积极拓展自营零售业务。1)线上：2023H1，公司线上渠道实现收入 17.43 亿元，同比+7.15%，收入占比下降至 73.61%。其中，线上自建平台收入同比+15.80%（占比 7.52%），第三方平台收入同比+6.25%，其中阿里系平台维持领先地位，收入占比达 33.31%，抖音系平台快速崛起，收入同比+32.47%（占比 11.21%），实现快速增长。2)线下：公司持续拓展线下自营零售业务，截止 2023 年 6 月末，直营店数量达 113 家，上半年净增 36 家。2023H1 公司线下渠道实现收入 6.15 亿元，同比+48.64%，收入占比提升至 25.97%。

主品牌薇诺娜不断升级迭代，新增子品牌完善多品牌矩阵。1)主品牌：主品牌薇诺娜持续放量，在 2023 年 618 大促中，“薇诺娜”品牌创下佳绩，位列天猫美妆行业 TOP9，唯品会国货美妆 TOP1，京东国货美妆品牌排行榜 TOP3。2)子品牌：公司打造多个子品牌，与主品牌协同发展。

基础数据

总股本（百万股）	423.60
流通股（百万股）	217.39
收盘价（元）	106.95
总市值（亿元）	453.04
流通股市值（亿元）	232.50

个股相对沪深 300 指数表现



数据来源：聚源，万联证券研究所

相关研究

Q1 增速有所放缓，中央工厂基地竣工将提高自产比例
疫情影响下保持较快增长，推股权激励计划彰显信心
疫情下业绩延续高增，盈利能力保持稳定

分析师：

李滢

执业证书编号：S0270522030002

电话：15521202580

邮箱：liyingsl@wlzq.com.cn

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	5013.87	6464.34	8165.15	10238.36
增长比率(%)	24.65	28.93	26.31	25.39
归母净利润(百万元)	1051.23	1349.89	1702.82	2132.47
增长比率(%)	21.82	28.41	26.14	25.23
每股收益(元)	2.48	3.19	4.02	5.03
市盈率(倍)	42.44	33.05	26.20	20.92
市净率(倍)	8.04	6.95	5.97	5.11

数据来源：携宁科技云估值，万联证券研究所

其中，薇诺娜 baby 主打婴幼儿敏感肌护理，在 2023 年 618 大促中获天猫婴童护肤类目 TOP4；2023 年上半年，贝泰妮旗下专业抗老科技品牌“瑗科缙 (AOXMED)”中国首家门店入驻北京汉光百货。贝芙汀 (Beforteen) 品牌通过顶级医研结合+AI 人工智能深度学习自主研发，独创整合性精准治痘解决方案。

盈利预测与投资建议：公司作为敏感肌护肤龙头企业，近年来积极推进品牌建设和新品营销，业务持续实现亮眼增长。尽管 23H1 增速较此前有所放缓，未来随着子品牌逐步放量以及皮肤大健康版图的延伸，有望在多领域开辟增长曲线。预计公司 2023-2025 年 EPS 分别为 3.19/4.02/5.03 元/股，对应 2023 年 9 月 1 日收盘价的 PE 分别为 33/26/21 倍，维持“买入”评级。

风险因素：宏观经济下行风险、市场竞争加剧风险、品牌拓展不达预期风险。

利润表 (百万元)

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	5014	6464	8165	10238
同比增速 (%)	24.65	28.93	26.31	25.39
营业成本	1243	1572	1982	2526
毛利	3771	4893	6183	7712
营业收入 (%)	75.21	75.68	75.72	75.33
税金及附加	56	83	100	126
营业收入 (%)	1.12	1.28	1.23	1.23
销售费用	2048	2586	3307	4177
营业收入 (%)	40.84	40.00	40.50	40.80
管理费用	343	517	653	768
营业收入 (%)	6.84	8.00	8.00	7.50
研发费用	255	259	327	410
营业收入 (%)	5.08	4.00	4.00	4.00
财务费用	-14	-15	-24	-31
营业收入 (%)	-0.29	-0.23	-0.29	-0.31
资产减值损失	-19	-18	-15	-15
信用减值损失	1	-5	-5	-5
其他收益	72	75	96	124
投资收益	81	63	90	117
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	-6	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0
营业利润	1212	1579	1986	2485
营业收入 (%)	24.18	24.42	24.32	24.27
营业外收支	2	-1	-1	-1
利润总额	1214	1578	1985	2484
营业收入 (%)	24.21	24.41	24.32	24.27
所得税费用	163	228	283	352
净利润	1050	1350	1703	2132
营业收入 (%)	20.95	20.88	20.86	20.83
归属于母公司的净利润	1051	1350	1703	2132
同比增速 (%)	21.82	28.41	26.14	25.23
少数股东损益	-1	0	0	0
EPS (元/股)	2.48	3.19	4.02	5.03

基本指标

	2022A	2023E	2024E	2025E
EPS	2.48	3.19	4.02	5.03
BVPS	13.11	15.16	17.65	20.63
PE	42.44	33.05	26.20	20.92
PEG	1.94	1.16	1.00	0.83
PB	8.04	6.95	5.97	5.11
EV/EBITDA	49.03	25.35	19.95	15.56
ROE	18.93%	21.02%	22.78%	24.41%
ROIC	17.00%	19.86%	21.30%	22.77%

资产负债表 (百万元)

	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	2514	3551	4667	6092
交易性金融资产	1434	1404	1424	1444
应收票据及应收账款	270	300	326	347
存货	671	708	855	939
预付款项	42	47	50	51
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	785	787	844	896
流动资产合计	5715	6797	8165	9768
长期股权投资	83	98	113	128
固定资产	206	318	315	300
在建工程	349	219	189	159
无形资产	78	80	82	84
商誉	0	0	0	0
递延所得税资产	51	51	51	51
其他非流动资产	236	234	232	230
资产总计	6719	7798	9147	10720
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	372	414	512	583
预收账款	0	0	0	0
合同负债	58	91	112	140
应付职工薪酬	104	155	189	239
应交税费	119	175	216	269
其他流动负债	338	367	467	578
流动负债合计	992	1201	1497	1808
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	8	8	8	8
其他非流动负债	117	117	117	117
负债合计	1117	1326	1622	1933
归属于母公司的所有者权益	5552	6422	7475	8737
少数股东权益	50	50	50	50
股东权益	5602	6472	7525	8787
负债及股东权益	6719	7798	9147	10720

现金流量表 (百万元)

	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流净额	769	1517	1788	2291
投资	254	15	-35	-35
资本性支出	-353	-80	-80	-80
其他	81	65	92	119
投资活动现金流净额	-18	0	-23	4
债权融资	0	0	0	0
股权融资	0	0	0	0
银行贷款增加 (减少)	0	0	0	0
筹资成本	-255	-480	-650	-870
其他	-65	0	0	0
筹资活动现金流净额	-320	-480	-650	-870
现金净流量	431	1037	1115	1425

数据来源: 携宁科技云估值, 万联证券研究所

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人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证券分析师，以勤勉的执业态度，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。

免责声明

万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可情况下，本公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司认为可靠且已公开的信息撰写，本公司力求但不保证这些信息的准确性及完整性，也不保证文中的观点或陈述不会发生任何变更。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。分析师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。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的引起法律后果和造成我公司经济损失的概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳福田区深南大道2007号金地中心

广州天河区珠江东路11号高德置地广场