

## 贝泰妮 (300957)

# 抢占敏感肌护理赛道，规模、业绩继续快速增长

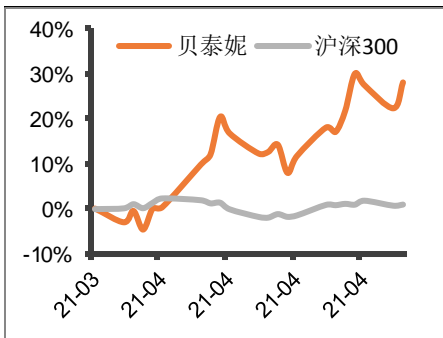
**推荐 (维持)**

**现价: 224.10 元**

### 主要数据

行业	商贸零售
公司网址	www.botanee.com.cn
大股东/持股	昆明诺娜科技有限公司/46.08%
实际控制人	GUO ZHENYU (郭振宇)
	KEVIN GUO
总股本(百万股)	424
流通 A 股(百万股)	54
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	949
流通 A 股市值(亿元)	120
每股净资产(元)	9.82
资产负债率(%)	7.11

### 行情走势图



### 相关研究报告

《贝泰妮\*300957\*敏感肌护理国货龙头，高营销投入抢占黄金赛道》 2021-04-15

### 证券分析师

**何沛滨** 投资咨询资格编号  
S1060520100001  
0755-33547155  
hepeibin951@pingan.com.cn



## 投资要点

### 事项:

贝泰妮披露年报:2020年实现收入26.36亿元,同比增长 35.6%;归母净利润5.44亿元,同比增长31.9%;每股收益1.51元,每股净资产3.33元。拟每10股派发现金股利4.5元(含税)。2021年一季度,公司营收5.07亿元,同比+59.3%;归母净利润0.79亿元,同比+45.8%,每股净资产9.82元。

### 平安观点:

- **黄金赛道中的龙头企业，规模维持快速增长。**公司年报引用 Euromonitor 的数据显示 2020 年皮肤学级护肤品市场容量为 161.3 亿元、同比+19.0%。其中公司旗下“薇诺娜”品牌在皮肤学级护肤品国内市场排名稳居第一，且市占率较 19 年再度提升 2.5 个百分点。行业高景气度与公司稳固的龙头地位，共同推动公司 2020 年营收达 26.36 亿元、同比增长 35.6%，其中护肤品业务的营收同比增长达 40.5%。1Q21 宏观消费环境持续复苏，推动公司营收同比+59.3%，仍维持高速增长。
- **线上销售高占比，品牌力塑造竞争优势。**2020 年公司线上营收占比近 83%，其中于阿里系电商的营收占比近 48%，仍为公司第一大渠道。2020 年薇诺娜品牌入驻天猫超级品牌日、连续三年跑入双十一美妆销售榜前十，验证公司品牌力优势，推动 2020 年公司在此渠道中取得了 60.0% 的高增速。2021 年公司将继续扩大宣传投入，充分发挥新媒体的作用，维持并继续提升品牌知名度、美誉度，巩固在线上渠道的竞争优势。
- **强品牌力推动护肤品售价提升，毛利率同口径下维持稳定。**在强品牌力的影响下，激烈的市场竞争对公司产品定价影响较低，公司 2H20 护肤品的平均售价较 1H20 提升 2.4 元。2020 年受新收入准则影响，公司毛利率达 76.3%，较 19 年有所下滑，但在同口径下 20 年毛利率约 80.5%，同比保持稳定。展望 2021 年，公司持续推进品牌力建设，预计毛利率水平将继续维持相对稳定，继续为公司后续营销投入提供空间。

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1944	2636	3943	5358	6868
YoY (%)	56.7	35.6	49.5	35.9	28.2
净利润(百万元)	412	544	782	1033	1386
YoY (%)	58.1	31.9	43.9	32.1	34.2
毛利率(%)	80.2	76.3	76.6	75.8	75.6
净利率(%)	21.3	20.6	19.9	19.4	20.3
ROE(%)	54.5	45.3	16.6	19.2	22.0
EPS(摊薄/元)	0.97	1.28	1.85	2.44	3.27
P/E(倍)	230.4	174.7	121.4	91.9	68.5
P/B(倍)	125.5	79.2	20.1	17.6	15.1

- **费用率有所下滑，但预计销售费用率将继续维持高位。**2020 年公司销售、管理和研发费用率均有所下滑，分别下滑约 1.4、0.6、0.4 个百分点，其中销售费用率的下滑，或也主因新收入准则将与销售商品相关的物流运输费用自“销售费用”重分类至“营业成本”的影响。展望未来 1-3 年，公司仍需通过维持高渠道建设和营销投入，抢占敏感肌护理的黄金赛道，我们预计公司销售费用率将维持 40%以上。
- 公司所处敏感肌护理为黄金赛道中的黄金赛道，且公司市占率仍在提升，因此我们略微上调公司 2021-2023 年营收预测至 39.43、53.58、68.68 亿元（原预测 39.10、52.62、68.49），归母净利润也随着上调至 7.82、10.33、13.86 亿元（原预测 7.64、10.22、13.53），对应 EPS 1.85、2.44、3.27 元、PE 121、92、69 倍。在产品、渠道均相对完善的条件下，公司以持续不间断的高营销投入与新营销手段继续开发敏感肌客群，作为黄金赛道上的国货龙头企业值得持续关注，我们维持“推荐”评级。
- **风险提示：**1) 护肤品行业竞争加剧的风险：化妆品行业进入壁垒不高，市场竞争充分，但过多的参与方可能恶化竞争形势，推动行业整体成本上升。2) 品牌相对集中、新产品推广不如预期的风险：公司高度依赖薇诺娜主品牌，特别是舒敏系列产品，也存在新拓展方向如彩妆、婴幼儿护肤等竞争更为激烈、新产品推广不如预期的风险。3) 委托加工的风险：公司超 70%产品生产源于委托加工，相对自有生产线而言生产数量和质量控制上的风险更高。

## 资产负债表

单位:百万元

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	1391.2	5360.5	6392.3	7656.1
现金	752.0	4243.4	4845.2	5659.6
应收票据及应收账款	326.5	406.5	552.4	708.1
其他应收款	9.6	17.6	24.0	30.7
预付账款	29.3	38.4	52.1	66.8
存货	253.7	624.6	877.8	1138.6
其他流动资产	20.1	30.0	40.8	52.3
<b>非流动资产</b>	210.7	179.5	147.3	124.2
长期投资	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	68.5	63.5	57.5	50.3
无形资产	55.2	46.0	36.8	27.6
其他非流动资产	87.0	70.0	53.0	46.3
<b>资产总计</b>	1601.9	5540.0	6539.6	7780.2
<b>流动负债</b>	391.2	808.1	1132.8	1468.1
短期借款	0.0	0.0	0.0	0.0
应付票据及应付账款	134.8	222.6	312.9	405.8
其他流动负债	256.4	585.4	820.0	1062.3
<b>非流动负债</b>	8.9	8.9	8.9	8.9
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0
其他非流动负债	8.9	8.9	8.9	8.9
<b>负债合计</b>	400.1	816.9	1141.7	1477.0
少数股东权益	2.8	6.0	10.3	16.0
股本	360.0	423.6	423.6	423.6
资本公积	25.7	2972.3	2972.3	2972.3
留存收益	813.3	1321.1	1991.7	2891.4
<b>归属母公司股东权益</b>	1199.0	4717.0	5387.6	6287.3
<b>负债和股东权益</b>	1601.9	5540.0	6539.6	7780.2

## 现金流量表

单位:百万元

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	425.6	750.8	952.2	1286.0
净利润	543.8	765.8	1017.5	1371.9
折旧摊销	24.9	31.2	32.2	23.1
财务费用	-0.9	-8.7	-15.9	-18.4
投资损失	-3.1	0.0	0.0	0.0
营运资金变动	-147.6	-61.0	-105.2	-114.1
其他经营现金流	8.6	23.5	23.5	23.5
<b>投资活动现金流</b>	-86.3	-4.0	-4.0	-4.0
资本支出	107.2	0.0	0.0	0.0
长期投资	0.0	0.0	0.0	0.0
其他投资现金流	-193.6	-4.0	-4.0	-4.0
<b>筹资活动现金流</b>	-121.0	2744.6	-346.3	-467.6
短期借款	-15.0	0.0	0.0	0.0
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0
其他筹资现金流	-106.1	2744.6	-346.3	-467.6
<b>现金净增加额</b>	218.2	3491.4	601.8	814.4

## 利润表

单位:百万元

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	2636.5	3942.6	5358.2	6867.8
营业成本	626.1	921.1	1294.5	1679.1
营业税金及附加	46.1	74.3	101.0	129.5
营业费用	1107.1	1675.6	2250.5	2747.1
管理费用	168.6	236.6	332.2	446.4
研发费用	63.4	98.6	139.3	192.3
财务费用	-0.9	-8.7	-15.9	-18.4
资产减值损失	-9.1	-23.1	-31.4	-40.3
其他收益	35.3	23.9	23.9	23.9
公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0
投资净收益	3.1	0.0	0.0	0.0
资产处置收益	-0.2	-0.1	-0.1	-0.1
<b>营业利润</b>	649.7	942.3	1244.3	1669.2
营业外收入	0.7	0.7	0.7	0.7
营业外支出	2.6	1.1	1.1	1.1
<b>利润总额</b>	647.8	941.9	1243.9	1668.8
所得税	104.1	156.6	206.8	277.4
<b>净利润</b>	543.8	785.3	1037.1	1391.4
少数股东损益	0.2	3.2	4.2	5.7
<b>归属母公司净利润</b>	543.5	782.1	1032.8	1385.7
EBITDA	671.8	964.4	1260.2	1673.6
EPS (元)	1.28	1.85	2.44	3.27

## 主要财务比率

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>				
营业收入(%)	35.6	49.5	35.9	28.2
营业利润(%)	29.4	45.0	32.0	34.2
归属于母公司净利润(%)	31.9	43.9	32.1	34.2
<b>获利能力</b>				
毛利率(%)	76.3	76.6	75.8	75.6
净利率(%)	20.6	19.9	19.4	20.3
ROE(%)	45.3	16.6	19.2	22.0
ROIC(%)	123.0	109.1	117.2	126.5
<b>偿债能力</b>				
资产负债率(%)	25.0	14.7	17.5	19.0
净负债比率(%)	-62.6	-89.8	-89.8	-89.8
流动比率	3.6	6.6	5.6	5.2
速动比率	2.8	5.8	4.8	4.4
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	1.6	0.7	0.8	0.9
应收账款周转率	8.1	10.0	10.0	10.0
应付账款周转率	5.4	4.3	4.3	4.3
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	1.28	1.85	2.44	3.27
每股经营现金流(最新摊薄)	1.00	1.77	2.25	3.04
每股净资产(最新摊薄)	2.83	11.14	12.72	14.84
<b>估值比率</b>				
P/E	174.7	121.4	91.9	68.5
P/B	79.2	20.1	17.6	15.1
EV/EBITDA	119.4	94.5	71.9	53.8

## 平安证券研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

### 行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

### 免责声明：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2021 版权所有。保留一切权利。

## 平安证券

### 平安证券研究所

电话：4008866338

#### 深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层  
邮编：518033

#### 上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼  
邮编：200120  
传真：( 021 ) 33830395

#### 北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层  
邮编：100033