

## 持续创新打造多品牌矩阵，股权激励健全奖励机制

2023 年 03 月 30 日

➤ **事件概述：**公司于 3 月 29 日发布 2022 年年报，公司实现营业收入 50.14 亿元，同比+24.65%，实现归母净利润 10.51 亿元，同比+21.82%。其中，Q4 实现营收 21.18 亿元，同比+10.93%；Q4 归母净利润为 5.34 亿元，同比+5.17%。

➤ **收入与利润稳步上行，经营情况较为稳健。**2022 年公司实现营业收入 50.14 亿元，同比+24.65%，Q4 实现 21.18 亿元，同比+10.93%；2022 年实现归母净利润 10.51 亿元，同比+21.82%，Q4 实现 5.34 亿元，同比+5.17%。①**分产品看**，护肤品、医疗器械、彩妆收入分别为 45.57、3.87、0.53 亿元，分别同比+25.58%、+18.91%、+0.14%。②**分销售模式看**，线上渠道营收为 40.28 亿元，同比+22.06%，其中线上自营业收入同比+24.66%至 31.57 亿元，占总营收的 63.17%；线下渠道销售收入 9.70 亿元，同比+37.04%，其中，公司的线下自营店净增长 73 家，实现线下自营业收入 0.12 亿元，同比+628.18%。

➤ **毛利率同比微降，研发投入不断增强。**①**毛利率端**，2022 年公司毛利率为 75.21%，同比微降 0.80 个百分点；其中 Q4 毛利率为 73.05%，同比-1.96 PCT。②**费率端**，2022 年销售费率/管理费率/研发费率分别为 40.85%/6.84%/5.09%，分别同比-0.95/+0.75/+2.28 PCT；22Q4 销售费率/管理费率/研发费率分别为 33.52%/6.61%/6.04%，同比-3.28/+1.27/+3.69 PCT。2022 年公司在原有功效性化妆品研发中心基础上，成立创新材料研发中心，持续加大研发投入，截至 2022 年末，研发人员数量达 391 人，同比+65.68%。基于毛利率和费率情况，2022 年公司净利率为 20.95%，同比-0.53 PCT，基本保持稳定；22Q4 净利率为 25.25%，同比-1.37 PCT。

➤ **主品牌聚焦核心系列和大单品，新品牌丰富产品品类。**①**薇诺娜：**持续聚焦敏感肌产品开发，升级原有经典产品“舒敏保湿特护霜”，持续拓宽产品矩阵，增强品牌向上新动能；新品方面，薇诺娜推出的“赋活修护精华液”系列产品，首创提出敏感肌衰老肌理；在抖音渠道布局了新品“蓝铜胜肽修护精华液”系列产品，首发单日销售额突破 800 万元；在“6·18”期间推出了“舒缓保湿特护精华液”，首发当月即登天猫修护精华 TOP4，显示出公司对大单品打造丰富的经验和强硬的实力；②**薇诺娜 BABY：**深耕婴童功效性护肤品赛道，丰富产品矩阵，重点打造“舒润霜”大单品，并以此为核心推动相关产品线的成长；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，有望享有医美需求高增的品牌增长红利。④**Beforteen：**独创整合性精准治痘的专业祛痘品牌，将于今年首发问世。

➤ **股权激励健全奖励机制，公司层面设置考核目标。**为进一步完善公司法人治理结构，形成良好均衡的价值分配体系，激励公司董事、高级管理人员、核心管理人员及核心技术人员，公司发布 2023 年限制性股票激励计划，拟向公司董事周薇、副总经理兼财务总监兼董事会秘书王龙、副总经理张梅及核心管理人员、核心技术人员（295 人）授予限制性股票 635.40 万股，占目前总股本的 1.50%。并在公司层面设置业绩考核目标，2023-2025 年，公司营业收入同比增速不低于 28%、26%与 24%；2023-2025 年净利润同比增速不低于 28%、26%、24%。

➤ **投资建议：**预计 2023-2025 年公司实现营收 64.20、81.09、100.67 亿元，同比+28.1%、+26.3%、+24.1%；实现归母净利润 13.58、17.21、21.57 亿元，同比+29.2%、+26.7%与+25.3%，对应 PE 38/30/24 倍，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**行业竞争加剧；营销模式无法顺应市场变化；新品推广不及预期。

### 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  | 2157  |
| 增长率 (%)          | 21.8  | 29.2  | 26.7  | 25.3  |
| 每股收益 (元)         | 2.48  | 3.21  | 4.06  | 5.09  |
| PE               | 49    | 38    | 30    | 24    |
| PB               | 9.2   | 7.7   | 6.3   | 5.3   |

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 3 月 29 日收盘价）

## 推荐

维持评级

当前价格：

120.60 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

### 相关研究

- 1.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
- 2.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
- 3.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
- 4.贝泰妮 (300957.SZ) 2022Q1 季报点评：渠道+品类拓展驱动业绩高增，归母净利 yoy +85.74%-2022/05/06
- 5.贝泰妮 (300957.SZ) 2021 年报点评：皮肤学级护肤龙头地位再稳固，高端护肤品牌价值期待-2022/03/23

**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      | 1142  | 1493  | 1898  | 2387  |
| 财务费用      | -14   | -50   | -72   | -90   |
| 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  | 2538  |
| 营业外收支     | 2     | 0     | 0     | 1     |
| 利润总额      | 1214  | 1598  | 2025  | 2539  |
| 所得税       | 163   | 240   | 304   | 381   |
| 净利润       | 1050  | 1359  | 1721  | 2158  |
| 归属于母公司净利润 | 1051  | 1358  | 1721  | 2157  |
| EBITDA    | 1259  | 1638  | 2050  | 2549  |

| 资产负债表 (百万元) | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|
| 货币资金        | 2514  | 3594  | 4475  | 5910  |
| 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  | 8243  | 9892  |
| 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  | 9704  | 11558 |
| 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  | 8114  | 9644  |
| 负债和股东权益合计   | 6719  | 8052  | 9704  | 11558 |

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  |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|
| <b>成长能力 (%)</b> |        |        |        |        |
| 营业收入增长率         | 24.65  | 28.05  | 26.30  | 24.15  |
| EBIT 增长率        | 17.04  | 30.76  | 27.17  | 25.76  |
| 净利润增长率          | 21.82  | 29.18  | 26.71  | 25.35  |
| <b>盈利能力 (%)</b> |        |        |        |        |
| 毛利率             | 75.21  | 75.63  | 75.73  | 76.20  |
| 净利率             | 20.97  | 21.15  | 21.22  | 21.42  |
| 总资产收益率 ROA      | 15.65  | 16.86  | 17.73  | 18.66  |
| 净资产收益率 ROE      | 18.93  | 20.48  | 21.34  | 22.48  |
| <b>偿债能力</b>     |        |        |        |        |
| 流动比率            | 5.76   | 5.46   | 5.63   | 5.53   |
| 速动比率            | 4.51   | 4.35   | 4.50   | 4.50   |
| 现金比率            | 2.53   | 2.89   | 3.06   | 3.30   |
| 资产负债率 (%)       | 16.62  | 17.02  | 16.38  | 16.56  |
| <b>经营效率</b>     |        |        |        |        |
| 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   | 0.91   | 0.95   |
| <b>每股指标 (元)</b> |        |        |        |        |
| 每股收益            | 2.48   | 3.21   | 4.06   | 5.09   |
| 每股净资产           | 13.11  | 15.65  | 19.03  | 22.64  |
| 每股经营现金流         | 1.82   | 4.00   | 3.50   | 5.60   |
| 每股股利            | 0.80   | 0.80   | 0.80   | 0.60   |
| <b>估值分析</b>     |        |        |        |        |
| PE              | 49     | 38     | 30     | 24     |
| PB              | 9.2    | 7.7    | 6.3    | 5.3    |
| EV/EBITDA       | 38.57  | 29.00  | 22.74  | 17.72  |
| 股息收益率 (%)       | 0.66   | 0.66   | 0.66   | 0.50   |

| 现金流量表 (百万元) | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|
| 净利润         | 1050  | 1359  | 1721  | 2158  |
| 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  | 2373  |
| 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  | -339  | -678  |
| 现金净流量       | 431   | 1079  | 882   | 1435  |

## 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