

贝泰妮 (300957.SZ)

2022 年业绩平稳过渡，股权激励强化发展信心

买入

核心观点

公司业绩稳定增长彰显品牌韧性。公司 2022 年实现营收 50.14 亿元，同比增加 24.65%；归母净利润 10.51 亿元，同比增加 21.82%。其中单四季度实现营收 21.18 亿元，同比增加 10.93%，归母净利润 5.34 亿元，同比增加 5.17%。公司 Q4 业绩增速受到疫情的反复，以及双十一期间舆情事件影响，有所放缓。但相对于行业整体仍体现了企业作为功效护肤龙头的经营韧性。

护肤品稳健增长，抖音渠道增速显著。分品类看，2022 年公司护肤/医疗器械/彩妆类收入分别为 45.57/3.87/0.53 亿元，主品牌薇诺娜深耕敏感肌护肤领域，2022 年“双 11”荣登天猫美妆类目排名第 6，唯一连续 5 年上榜天猫美容护肤类目 TOP10 的国货品牌。分渠道看，线上实现收入 40.28 亿元，同比+22.1%，其中阿里系平台增长 13.3%，占比略降至 41%，仍是收入贡献第一大来源，抖音平台同比增长 86.23%，占比提升至 8.6%，表现最为亮眼。

盈利水平保持稳定，研发持续加码打造产品长期竞争力。公司 2022 年毛利率/净利率分别为 75.21%/20.95%，同比略有下滑；销售费用率/管理费用率/研发费用率为 40.84%/6.84%/5.08%，同比-0.94pcts/+0.74pcts/+2.27pcts，公司不断加大研发投入，带动研发费用率上升。存货周转天数同比上升 30 天，主要系公司主动为 2023 年提前规划备货所致，经营性现金流净额为 7.69 亿元，同比下滑 33.25%，主要由于宣传渠道费用带动其他经营性支出增加。

公司推出股权激励，绑定核心管理层。本激励计划拟授予 635.40 万股，占公司股本 1.50%。首次授予的激励对象共 298 人，包括负责电商业务的副总经理张梅、CFO 兼董秘王龙等。从考核目标来看，首次授予部分以 2022 年营业收入/归母净利润（剔除股权激励支付费用影响）为基数，2023-2025 年同比增速分别均不得低于 28%/26%/24%。

风险提示：疫情反复，销量增加不及预期，行业竞争加剧。

投资建议：全年来看，公司在内部管理调整到位后，主品牌有望通过渠道的清晰梳理和产品的迭代升级，重回增长轨道。同时公司仍在积极开拓第二增长曲线，薇诺娜宝贝今年将继续重点发力推新，同时去年新推出的高端抗衰品牌瑗科缙 (AOXMED)，以及专业祛痘品牌贝芙汀，也将在今年带来收入贡献。此外公司仍将积极利用资本市场手段实现外延的加速落地，从而最终实现皮肤大健康生态的布局。短期我们考虑到公司内外部环境变化导致收入有所承压，以及股权激励支付费用摊销所带来的影响，我们下调公司 2023-2024 年并新增 2025 归母净利润至 12.85/16.30/20.72 亿元（23-24 年原值为 16.12/21.79 亿元），对应 PE 为 40/31/25 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)	59.20	48.60	39.77	31.35	24.66
EV/EBITDA	47.45	38.39	36.17	28.07	22.13
市净率 (PB)	10.74	9.20	7.76	6.48	5.35

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

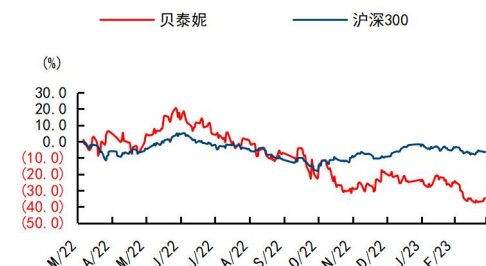
sunqiaorongruo@guosen.com.cn

S0980517070001

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	120.60 元
总市值/流通市值	51086/26218 百万元
52 周最高价/最低价	227.00/114.88 元
近 3 个月日均成交额	555.47 百万元

市场走势



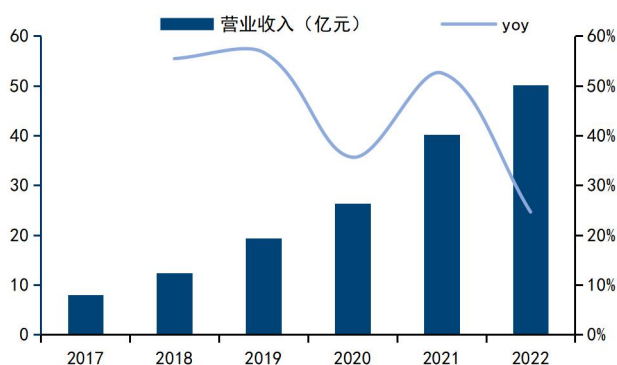
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《贝泰妮 (300957.SZ) - 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
- 《贝泰妮 (300957.SZ) - 功效护肤龙头优势深化，加速进军皮肤健康生态》——2022-04-13
- 《贝泰妮 (300957.SZ) - 利润同比增长 59%，持续夯实功效护肤龙头地位》——2022-03-23

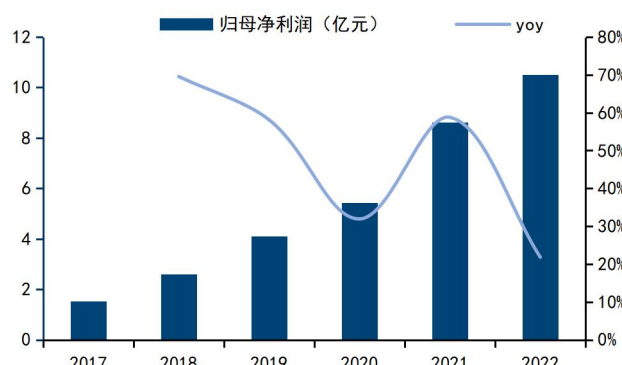
公司业绩稳定增长彰显品牌韧性。公司 2022 年实现营收 50.14 亿元，同比增加 24.65%；归母净利润 10.51 亿元，同比增加 21.82%。其中 Q4 实现营收 21.18 亿元，同比增加 10.93%，归母净利润 5.34 亿元，同比增加 5.17%。单四季度收入增速在疫情反复，消费环境承压，以及双十一期间公司舆情事件影响下有所放缓。但整体来看，公司在 2022 年继续以主品牌“薇诺娜”为核心，同时积极孵化新品品牌，并通过精细化内容运营，不断刻画品牌专业形象，深度触达消费目标人群，强化公司作为国内化妆品行业龙头企业的影响力和凝聚力。

图1：公司营业收入及增速（单位：亿元、%）



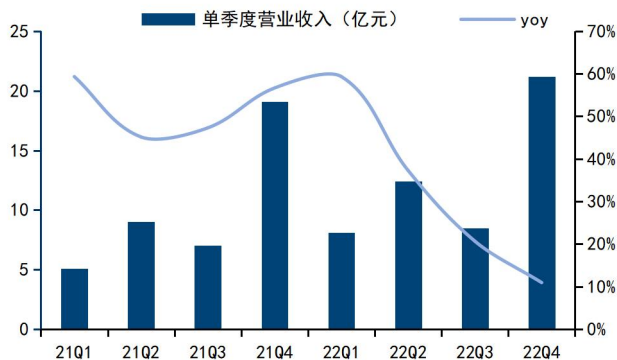
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司归母净利润及增速（单位：亿元、%）



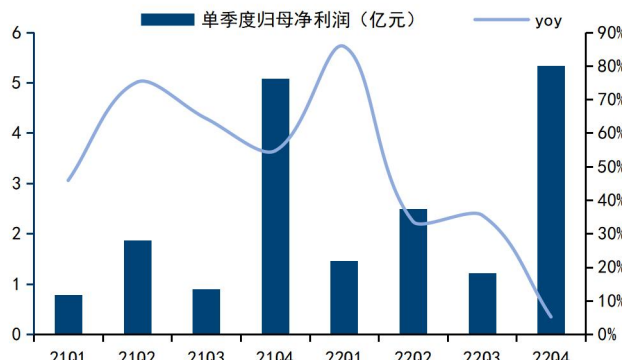
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：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4：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

营收拆分：护肤品稳健增长，抖音渠道增速显著

分品类：2022 年公司护肤/医疗器械/彩妆类收入分别为 45.57/3.87/0.53 亿元，护肤品类仍是主要收入来源，占比高达 91.2%。

分品牌：主品牌薇诺娜依旧深耕敏感肌护肤领域，2022 年“双 11”荣登天猫美妆类目排名第 6，是唯一连续 5 年上榜天猫美容护肤类目 TOP10 的国货品牌。未来公司仍将重点发力核心单品系列，同时将在小红书、抖音平台采取区隔化的平台策略组合打法，实现广域渠道种草。

WINONA Baby 将持续发力婴童功效性护肤品赛道，重点打造“舒润霜”大单品，

并将以此为核心推动相关产品线增长。2023 年预计大力开拓线下渠道，实现线上线下双联动推动业绩发展。

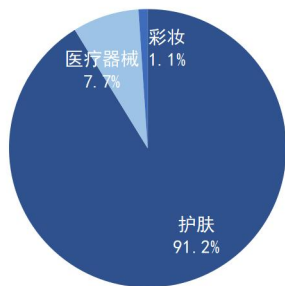
AOXMED 未来也将不断丰富产品线，完善产品矩阵，同时维持线下、线上渠道分别以“专妍”、“美妍”为主要销售系列，不断抢占高端护肤市场份额。

专业祛痘品牌“贝芙汀”系列产品将于 2023 年首发问世。公司依托中国皮肤疾病大数据为研究基础，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。

分渠道：线上实现收入 40.28 亿元，同比增长 22.1%，占主营业务收入比重 80.59%。分平台来看，阿里平台/微信专柜/抖音/京东/唯品会渠道分别实现收入 20.60/4.62/4.29/3.56/3.02 亿元，分别增长 13.3%/21.6%/86.2%/36.3%/1.6%。

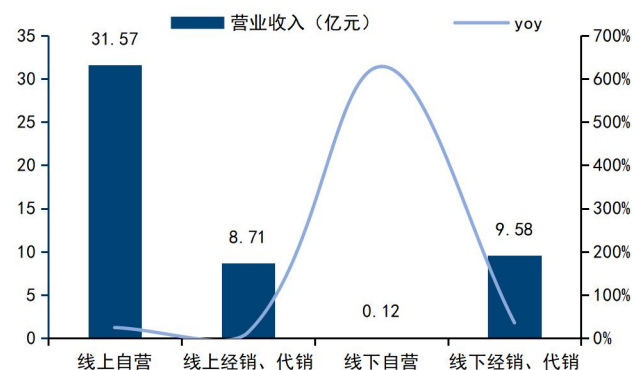
线下实现收入 9.70 亿元，同比+37.0%，目前线下仍以经销为主，实现 9.6 亿元收入，同比+35.68%，但自营渠道迅速起量，同比高增 628.18%至 0.12 亿元。

图5：公司收入按品类划分



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

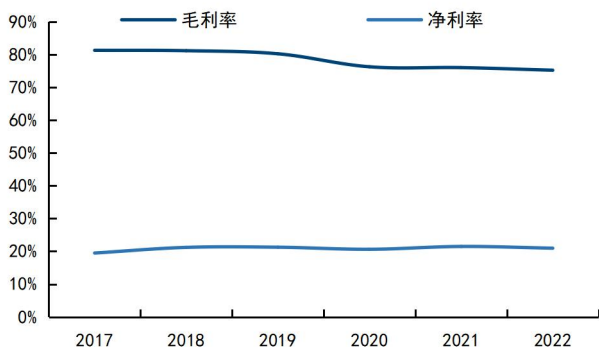
图6：公司收入按渠道划分



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

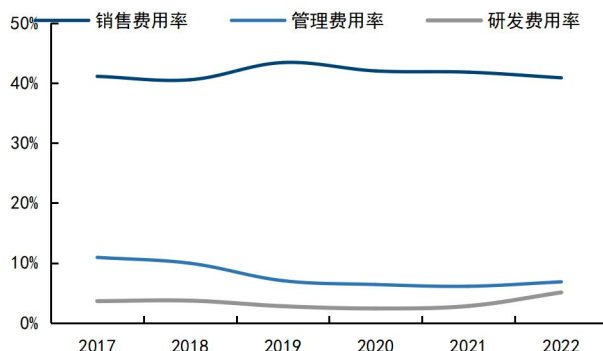
盈利水平保持稳定，研发持续加码打造长期竞争力。盈利能力方面，公司 2022 年毛利率、净利率分别为 75.21%、20.95%，同比均微有下滑 0.80pcts、0.53pcts，整体保持稳定。**费用率方面**，公司销售费用率/管理费用率/研发费用率为 40.84%/6.84%/5.08%，分别同比-0.94pcts/+0.74pcts/+2.27pcts，公司始终坚持以自主研发为主导，产学研相结合的研发模式，借助云南省特色植物提取实验室平台的资源和优势，不断加码自身研发实力。截至 2022 年末，公司拥有综合研发人员 391 人，专利数量 133 个，应用核心技术实现的销售收入占公司主营业务收入的比例持续高于 95%。

图7：公司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

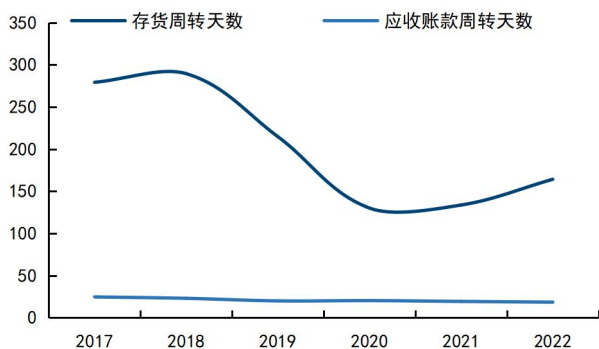
图8：公司费用率情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

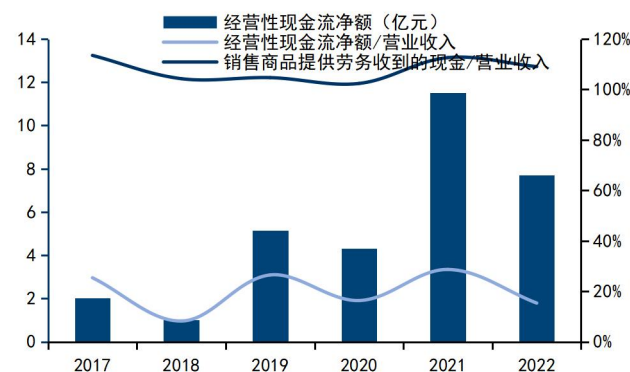
营运能力及现金流方面，公司2022年存货周转天数164天，同比上升30天；应收账款周转天数19天，同比下降1天，主要由于公司为2023年上半年多个大促活动提前规划备货，致使“存货”项目各类别所有物料的结存数量较上年末增长约73.72%；公司2022年经营性现金流净额为7.69亿元，同比下滑33.25%，主要由于公司加大投入宣传渠道相关费用，导致其他经营性支出增加所致。

图9：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10：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

公司推出股权激励，绑定核心管理层。公司公告了2023年限制性股票激励计划（草案），本激励计划拟授予635.40万股，占公司股本1.50%。其中首次授予539.00万股，约占总股本的1.27%，约占拟授予权益总额的84.83%；预留授予96.40万股，约占拟授予权益总额的15.17%。授予对象方面，首次授予的激励对象共298人，包括董事周薇总、负责电商业务的副总经理张梅总、CFO兼董秘王龙总，以及核心管理人员及核心技术人员295人。

表1：公司股权激励授予对象

姓名	职务	获授的限制性股票数量（万股）	占授予限制性股票总数的比例	占公司总股本的比例
周薇	董事	3	0.47%	0.01%
王龙	副总经理，财务总监，董事会秘书	10	1.57%	0.02%
张梅	副总经理	10	1.57%	0.02%
核心管理人员及核心技术（业务）人员（295人）		516	81.21%	1.22%
预留权益		96.4	15.17%	0.23%
合计		635.4	100.00%	1.50%

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

本激励计划首次及预留授予的限制性股票归属对应的考核年度为2023年-2025年三个会计年度，每个会计年度考核一次，以达到业绩考核目标作为激励对象当年度的归属条件之一。首次授予的限制性股票各年度业绩以2022年营业收入/净利润为基数，2023-2025年增长率不低于28%/61.28%/100%；计算得出2023-2025年同比增速分别不得低于28%/26%/24%，且净利润剔除本次激励计划股份支付费用的影响。

表2：公司股权激励考核目标

归属期	考核年度	业绩考核目标
第一个归属期	2023年	以2022年营业收入为基数，2023年营业收入增长率不低于28%；且以2022年净利润为基数，2023年净利润增长率不低于28%。
第二个归属期	2024年	以2022年营业收入为基数，2024年营业收入增长率不低于61.28%；且以2022年净利润为基数，2024年净利润增长率不低于61.28%。
第三个归属期	2025年	以2022年营业收入为基数，2025年营业收入增长率不低于100%；且以2022年净利润为基数，2025年净利润增长率不低于100%。

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理，注：“净利润”指归属于上市公司股东的净利润，且剔除本次激励计划股份支付费用的影响

投资建议：2022年业绩平稳过渡，推出高标准股权激励强化信心，维持“买入”

全年来看，公司在积极的内部管理调整后，主品牌有望在渠道梳理清晰，以及产品迭代升级下重回增长轨道。同时公司仍在积极开拓第二增长曲线，薇诺娜宝贝今年将继续重点发力推新，同时新推出的高端抗衰品牌瑗科缙（AOXMED），以及专业祛痘品牌贝芙汀，也将在今年带来收入贡献。此外公司仍将积极利用资本市场手段实现外延的加速落地，从而最终实现皮肤大健康生态的布局。短期我们考虑到公司内外部环境变化导致收入有所承压，以及股权激励支付费用摊销所带来的影响，我们下调公司2023-2024年并新增2025归母净利润至12.85/16.30/20.72亿元（23-24年原值为16.12/21.79亿元），对应PE为40/31/25倍，维持“买入”评级。

表3：盈利预测主要调整项

		现值	2023 原值	现值	2024 原值	原因
收入端	天猫渠道增速	16.7%	26.5%	15.4%	23.02%	由于目前公司天猫平台收入基数较大，叠加流量红利弱化，同时由于公司内部管理调整，天猫平台增速放缓
	研发费用率	5.12%	2.50%	5.37%	2.56%	公司借助云南省特色植物提取实验室平台的资源和优势，不断增加研发开支
费用端	管理费用率	7.56%	5.65%	6.67%	5.36%	一方面随着规模效应导致管理费用率有所降低，但同时考虑到股权激励支付费用带来的影响，整体管理费用率提升显著

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

表4: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价 (2023-03-29)	总市值 亿元	EPS				PE				ROE (21A)	PEG (22E)	投资 评级
				21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E			
300957.SZ	贝泰妮	120.60	511	2.04	2.48	3.03	3.85	94.39	48.63	39.80	31.32	18.15	1.28	买入
603605.SH	珀莱雅	184.70	524	2.87	2.78	3.49	4.24	72.68	66.36	52.93	43.59	20.03	2.45	买入
688363.SH	华熙生物	111.95	539	1.63	2.02	2.70	3.50	95.28	55.42	41.46	31.99	13.73	1.54	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	0.4%	0.5%	0.5%	0.6%	0.8%	货币资金的期初余额	752	2035	2514	2300	2978
P/E	59.2	48.6	39.8	31.3	24.7	货币资金的期末余额	2035	2514	2300	2978	3990
P/B	10.7	9.2	7.8	6.5	5.4	企业自由现金流	(413)	1534	(614)	834	1301
EV/EBITDA	47.4	38.4	36.2	28.1	22.1	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

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 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所提及的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