

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

贝泰妮(300957)

投资评级 买入

上次评级 买入

刘嘉仁 社零&美护行业首席分析师

执业编号: S1500522110002

联系电话: 15000310173

邮箱: liujiaren@cindasc.com

周子莘 美护行业分析师

执业编号: S1500522110001

联系电话: 13276656366

邮箱: zhousixin@cindasc.com

李汶静 美护行业研究助理

联系电话: 17380152149

邮箱: liwenjing@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

**贝泰妮(300957.SZ) 2023 年三季报点评: Q3 营收增速
继续环比提升, 扣非归母净利润表现超市场预期**

2023 年 10 月 30 日

事件: 公司发布 2023 年三季报: 公司 23 年 Q1-Q3 实现营业收入 34.31 亿元/yoy+18.51%, 归母净利润 5.79 亿元/yoy+11.96%, 扣非归母净利润 5.08 亿元/yoy+12.53%; 单季度来看, 23Q3 实现营业收入 10.64 亿元/yoy+25.77%, 归母净利润 1.29 亿元/yoy+5.66%, 扣非归母净利润 1.34 亿元/yoy+39.88%, 毛利率/净利率/扣非归母净利率分别为 78.73%/11.70%/12.63%, 同比分别+2.21/-2.65/+1.27pct。

- **收入端来看, 在行业增长承压背景下, 抖快渠道高增驱动增长, Q3 收入同比增长 26%。** Q3 公司积极把握抖音渠道红利推广美白系列产品, 通过品牌日活动推广修护白瓶并后续在开新日发布美白日霜/晚霜, 助力抖音渠道实现优异表现。
- **盈利端来看, 毛利率端显著优化, 非经常性因素影响净利率表现, 我们预计 Q4 该影响将明显缓解, Q3 归母净利/扣非归母净利分别增长 6%/40%。** (1) **毛利率端,** 23Q3 毛利率为 78.73%/yoy+2.21%, 或源于: 美白系列等高毛利产品占比提升带来的毛利率结构性优化; (2) **费用端,** 23Q3 期间费用率为 62.70%/yoy+1.33pct, 其中销售/管理/财务/研发费用率分别为 47.70%/8.64%/-0.50%/6.87%, 同比分别-0.33/+0.16/-0.07/+1.55pct, 期间费率提升主要源于研发相关费用增长, 为公司继续夯实研发壁垒, 销售费率优化体现公司宣传投放效率提升; (3) **净利率端,** 23Q3 净利率为 11.70%/yoy-2.65pct, 部分源于公允价值变动损失 0.36 亿元(投资美丽田园相关损失, 我们预计 Q4 影响将明显缓解), 扣非归母净利率为 12.63%/yoy+1.27pct, 盈利能力继续增强。
- **双十一预售节奏稳定向好。** 目前双十一预售表现来看, 天猫尚未增长主要源于 22 年同期李佳琦首日预售额较高, 后续受舆情影响, 基数呈现前高后低趋势, 后续有望重回正增长表现; 抖音渠道合作头部主播小杨哥, 有望提供部分 GMV 增量。
- **悦江战略并购项目成功落地, 有助于增强 2C 运营能力以及为品牌出海打下基础。** 公司以自有资金完成对于悦江投资控股权(51%), 有助于完善大众市场品牌矩阵、进一步增强 2C 运营能力; 悦江已在新加坡、马来西亚、泰国、越南等东南亚国家和地区搭建了销售网络和渠道, 有望为公司未来出海国际化布局打下基础。
- **投资建议:** 公司收入端逐季向好的趋势进一步兑现, 若剔除公允价值变动影响, 盈利能力亦有显著优化; 当前双十一预售稳步推进, 公司多渠道发力有望进一步提升达成股权激励的确定性, 我们预计 2023-2025 年归母净利润分别为 13.13/17.30/22.14 亿元, 同比分别增长 24.9%/31.7%/28.0%, 对应 PE 分别为 25/19/15X, 维持“买入”评级。
- **风险因素:** 消费力恢复不及预期、新品推广效果不及预期、渠道红利减退、细分赛道竞争加剧。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	4,022	5,014	6,668	9,131	11,348
增长率 YoY %	52.6%	24.6%	33.0%	36.9%	24.3%
归属母公司净利润(百万元)	863	1,051	1,313	1,730	2,214
增长率 YoY%	58.8%	21.8%	24.9%	31.7%	28.0%
毛利率%	76.0%	75.2%	76.7%	77.9%	78.2%
净资产收益率ROE%	18.1%	18.9%	20.1%	21.8%	22.7%
EPS(摊薄)(元)	2.04	2.48	3.10	4.08	5.23
市盈率 P/E(倍)	37.30	30.62	24.51	18.61	14.53
市净率 P/B(倍)	6.77	5.80	4.93	4.05	3.30

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2023 年 10 月 27 日收盘价

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	5,225	5,715	6,473	8,269	10,474
货币资金	2,035	2,514	2,684	3,911	4,652
应收票据	0	0	0	0	0
应收账款	247	270	582	433	828
预付账款	46	42	93	101	99
存货	463	671	792	824	1,065
其他	2,433	2,218	2,322	3,001	3,830
非流动资产	587	1,004	1,313	1,222	1,116
长期股权投资	0	83	153	153	153
固定资产(合计)	113	206	716	635	550
无形资产	65	78	77	86	95
其他	410	637	367	348	317
资产总计	5,812	6,719	7,787	9,491	11,590
流动负债	900	992	1,088	1,344	1,607
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据	65	62	50	96	83
应付账款	296	311	464	490	607
其他	538	619	573	758	917
非流动负债	134	125	115	105	95
长期借款	0	0	0	0	0
其他	134	125	115	105	95
负债合计	1,034	1,117	1,203	1,449	1,702
少数股东权益	23	50	57	96	147
归属母公司股东权	4,755	5,552	6,526	7,946	9,741
负债和股东权益	5,812	6,719	7,787	9,491	11,590

重要财务指标					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	4,022	5,014	6,668	9,131	11,348
同比(%)	52.6%	24.6%	33.0%	36.9%	24.3%
归属母公司净利润	863	1,051	1,313	1,730	2,214
同比(%)	58.8%	21.8%	24.9%	31.7%	28.0%
毛利率(%)	76.0%	75.2%	76.7%	77.9%	78.2%
ROE%	18.1%	18.9%	20.1%	21.8%	22.7%
EPS(摊薄)(元)	2.04	2.48	3.10	4.08	5.23
P/E	37.30	30.62	24.51	18.61	14.53
P/B	6.77	5.80	4.93	4.05	3.30
EV/EBITDA	75.83	49.03	17.80	12.66	9.76

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	4,022	5,014	6,668	9,131	11,348
营业成本	965	1,243	1,551	2,021	2,469
营业税金及附加	52	56	73	100	125
销售费用	1,681	2,048	2,801	3,917	4,868
管理费用	245	343	472	635	753
研发费用	113	255	309	423	525
财务费用	-10	-14	-13	-9	-17
减值损失合计	-12	-19	-2	-10	-21
投资净收益	19	81	43	30	30
其他	33	67	35	10	10
营业利润	1,016	1,212	1,552	2,073	2,643
营业外收支	2	2	-1	5	4
利润总额	1,018	1,214	1,551	2,078	2,647
所得税	154	163	231	309	381
净利润	864	1,050	1,320	1,769	2,266
少数股东损益	1	-1	7	39	51
归属母公司净利润	863	1,051	1,313	1,730	2,214
EBITDA	1,049	1,240	1,663	2,240	2,829
EPS(当年)(元)	2.12	2.48	3.10	4.08	5.23

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1,153	769	1,402	2,270	2,046
净利润	864	1,050	1,320	1,769	2,266
折旧摊销	73	118	165	196	212
财务费用	4	5	5	4	3
投资损失		-19	-81	-43	-30
营运资金变动	229	-318	-49	326	-421
其它	0	-5	3	5	17
投资活动现金流	-2,558	-18	-878	-720	-871
资本支出	-270	-353	-386	-80	-81
长期投资	-2,307	254	-515	-650	-800
其他	19	81	23	10	10
筹资活动现金流	2,664	-320	-354	-324	-433
吸收投资	2,925	0	0	0	0
借款	0	0	0	0	0
支付利息或股息	-191	-255	-344	-314	-423
现金流净增加额	1,258	431	170	1,226	742



研究团队简介

刘嘉仁，社零&美护首席分析师。曾供职于第一金证券、凯基证券、兴业证券。2016 年加入兴业证券社会服务团队，2019 年担任社会服务首席分析师，2020 年接管商贸零售团队，2021 年任现代服务业研究中心总经理。2022 年加入信达证券，任研究开发中心副总经理。2021 年获新财富批零与社服第 2 名、水晶球社服第 1 名/零售第 1 名、新浪财经金麒麟最佳分析师医美第 1 名/零售第 2 名/社服第 3 名、上证报最佳分析师批零社服第 3 名，2022 年获新浪财经金麒麟最佳分析师医美第 2 名/社服第 2 名/零售第 2 名、医美行业白金分析师。

王越，美护&社服高级分析师。上海交通大学金融学硕士，南京大学经济学学士，2018 年 7 月研究生毕业后加入兴业证券社会服务小组，2022 年 11 月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美、社会服务行业。

周子莘，美护分析师。南京大学经济学硕士，华中科技大学经济学学士，曾任兴业证券社会服务行业美护分析师，2022 年 11 月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美。

李汶静，伊利诺伊大学香槟分校理学硕士，西南财经大学经济学学士，2022 年 11 月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美。

林凌，厦门大学经济学院金融硕士，2023 年 1 月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券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。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。