

# 贝泰妮 (300957.SZ)

## 一季度营收同比增长 27%，积极调整推动业绩逐步回暖

买入

### 核心观点

**贝泰妮作为国内功效护肤龙头 2023 年利润多因素影响承压。**公司 2023 年实现收入 55.22 亿/yoy+10.14%；归母净利润 7.57 亿/yoy-28.02%。其中 2023Q4 实现收入 20.91 亿/-1.31%；归母净利润 1.78 亿/yoy-66.74%。公司 2023 年利润出现下滑主要由于：1) 公司“双 11”销售表现较弱；2) 产品生产和外包装升级导致毛利率略有下降；3) 中央工厂项目建成投使长期资产折旧摊销成本增加；4) 线上获客成本上升。此外公司拟向全体股东每股派发现金红利 0.6 元（含税），合计占 2023 年度归母净利润 33.35%。

**2024Q1 公司业绩表现趋势向好。**2024Q1 公司实现营收 10.97 亿/yoy+27.06%；实现归母净利润 1.77 亿/yoy+11.74%；扣非归母净利润 1.54 亿/yoy+21.94%，其中非经常性损益主要为委托理财公允价值变动损益 1244 万和委托理财到期投资收益 1072 万，去年同期分别为 3145 万和 569 万。公司自 23Q4 收购悦江投资 51% 股权，旗下两大品牌 Za 和泊美为公司贡献收入增量，2024Q1 悦江投资约贡献 1.37 亿收入，剔除该影响，24Q1 营收同比口径增长 11.13%。

**一季度毛利率有所下行，费用端管控效果显著。**公司 2023 年毛利率为 73.90%/yoy-1.31pct，主要是由于公司产品升级影响。销售/管理/研发费用率分别同比+6.41pct/+0.64pct/+0.33pct，为进一步提升品牌知名度，公司增加市场营销和宣传推广带动销售费用率上行较多。2024Q1 公司毛利率/为 72.09%/yoy-4.02pct，由于并表悦江投资的毛利率整体较低，以及公司 Q1 加大促销力度带动整体毛利率下行，剔除悦江投资影响，可比口径公司一季度实现毛利率 74.20%/yoy-1.91pct；2024Q1 公司销售/管理/研发费用率分别同比-0.87pct/-0.82pct/-0.96pct，公司加大费用管控力度，降本增效效果显著，总体费用率下行。同时公司整体营运能力和现金流表现与营收匹配。

**风险提示：**宏观经济不及预期，销量增加不及预期，行业竞争加剧。

**投资建议：**2023 年公司内部进行较大管理层调整，并对旗下品牌产品和渠道不断梳理改进，导致整体业绩出现一定承压，但今年来看，一季度业绩整体趋势回暖，未来随着公司不断深耕功效护肤赛道，并持续完善自身多品牌矩阵，带动收入稳健增长，同时降本增效措施持续推进带动盈利水平进一步提升，而 2023Q4 开始并表的悦江投资也将会带来一定业绩增厚。考虑到公司为应对线上获客成本高企而加大促销和增加投流，我们下调公司 2024-2025 年归母净利润至 10.16/11.83（原值为 16.30/20.72）亿，并新增 2026 年预测 13.25 亿元，对应 PE 分别为 24/21/18x，维持“买入”评级。

### 盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	5,014	5,522	6,894	7,632	8,208
(+/-%)	24.6%	10.1%	24.9%	10.7%	7.5%
净利润(百万元)	1,051	757	1,016	1,183	1,325
(+/-%)	21.8%	-28.0%	34.3%	16.4%	12.0%
每股收益(元)	2.48	1.79	2.40	2.79	3.13
EBIT Margin	26.4%	18.0%	15.8%	16.7%	17.5%
净资产收益率 (ROE)	18.9%	12.9%	15.5%	16.0%	15.9%
市盈率 (PE)	23.17	32.19	23.97	20.60	18.39
EV/EBITDA	18.73	24.31	22.05	18.96	17.03
市净率 (PB)	4.39	4.16	3.71	3.29	2.93

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

021-60933168

zhangjh@guosen.com.cn

S0980517070001

证券分析师：孙乔容若

021-60375463

sunqiaorongruo@guosen.com.cn

S0980523090004

#### 基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	57.51 元
总市值/流通市值	24361/24361 百万元
52 周最高价/最低价	117.75/51.50 元
近 3 个月日均成交额	190.49 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) - 单三季度扣非归母净利润同比增长 40%，经营能力持续优化改善》——2023-10-30
- 《贝泰妮 (300957.SZ) - 拟收购悦江投资 51% 股权，强化多品牌布局及渠道经营能力》——2023-10-08
- 《贝泰妮 (300957.SZ) - 二季度营收同比增长 21%，夯实功效护肤龙头地位》——2023-08-29
- 《贝泰妮 (300957.SZ) - 一季度实现平稳复苏，多品类及多品牌迭代驱动长期成长》——2023-04-27
- 《贝泰妮 (300957.SZ) - 2022 年业绩平稳过渡，股权激励强化发展信心》——2023-03-30

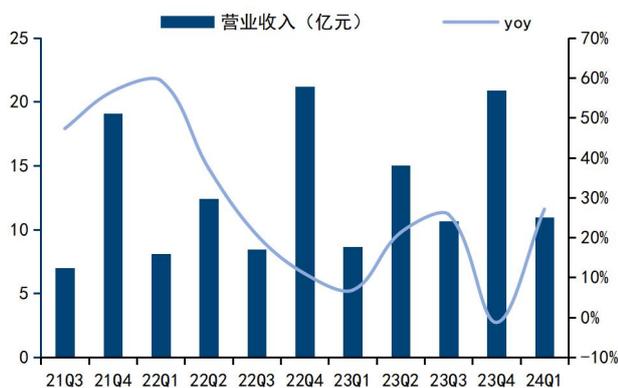
**公司 2023 年利润承压。**公司 2023 年实现收入 55.22 亿元，同比+10.14%；归母净利润 7.57 亿元，同比-28.02%；扣非归母净利润 6.18 亿元，同比-35.20%。2023Q4 实现收入 20.91 亿元，同比-1.31%；归母净利润 1.78 亿元，同比-66.74%；扣非归母净利润 1.10 亿元，同比-77.98%。公司 2023 年利润出现下滑主要由于：1) 公司未达成 2023 年“双 11”预期销售目标；2) 产品配方、生产工艺以及外包装升级导致毛利率略有下降；3) 中央工厂新基地项目建成投产致使长期资产折旧摊销成本增加；4) 主要线上自营店铺平均获客成本上升。此外，公司拟向全体股东每股派发现金红利 0.6 元（含税），合计派发 2.52 亿元（含税），占 2023 年度归母净利润的 33.35%。

**2024 年一季度公司趋势向好。**2024Q1 公司实现营收 10.97 亿元，同比+27.06%；实现归母净利润 1.77 亿元，同比+11.74%；扣非归母净利润 1.54 亿元，同比+21.94%。其中非经常性损益主要为委托理财公允价值变动损益 1244 万和委托理财到期投资收益 1072 万，去年同期分别为 3145 万和 569 万。公司自 23Q4 收购悦江投资 51% 股权，旗下两大主要品牌 Za 和泊美两大品牌收入实现快速增长，24Q1 悦江投资约贡献 1.37 亿收入，剔除该影响，24Q1 营收同比口径增长 11.13%。

**分品牌看，**2023 年主品牌薇诺娜实现收入 51.92 亿元，同比+6.3%；薇诺娜 baby 收入 1.5 亿元，同比+47.5%；AOXMED 收入 3619 万元，姬芮收入 8987 万元，泊美收入 1447 万元。

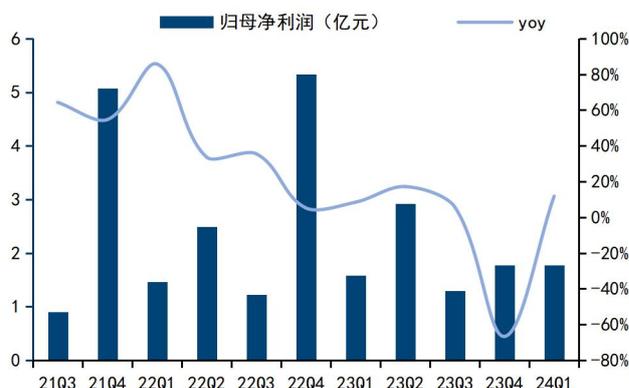
**分渠道来看，**2023 年线上实现收入 35.5 亿元，同比-0.37%，占主营业务收入比重下降 6.77pct 至 64.57%，其中阿里系/抖音系/唯品会/京东系分别同比-14.46%/+47.14%/+1.61%/+5.00%；新增 OMO 渠道实现收入 5.2 亿元，同比+10.30%，占比 9.50%；线下经销和代销实现收入 14.3 亿元，同比+48.87%，占比 25.93%，其中 OTC 同比增长 66.08%。

图1：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2：公司单季度归母净利润及增速（单位：亿元、%）



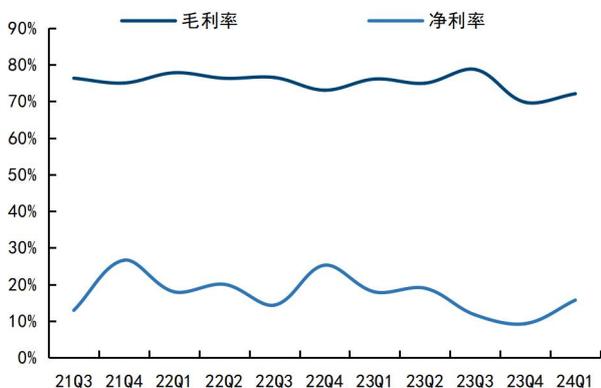
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**盈利能力方面，**公司 2023 年实现毛利率/净利率 73.90%/13.75%，分别同比-1.31pct/-7.20pct，毛利率下降主要是由于公司产品配方、生产工艺以及外包装升级影响。销售/管理/研发费用率 47.26%/7.48%/5.41%，分别同比+6.41pct/+0.64pct/+0.33pct，销售费用率增幅略高主要系公司为进一步提升各品牌知名度，增加市场营销、宣传推广以及引流费用，同时各线上渠道自营平台单位获客成本有所增加所致。

2024Q1 实现毛利率/净利率 72.09%/15.72%，分别同比-4.02pct/-2.24pct，Za 和泊美两大品牌合并毛利率为 57.37%，剔除该因素影响，2024Q1 实现毛利率 74.20%，

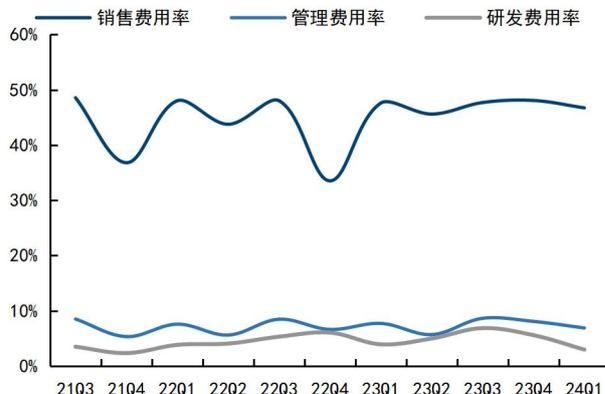
同比-1.91pct；销售/管理/研发费用率分别同比-0.87pct/-0.82pct/-0.96pct，公司加大费用管控力度，降本增效效果显著，总体费用率下行。

图3：公司单季度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

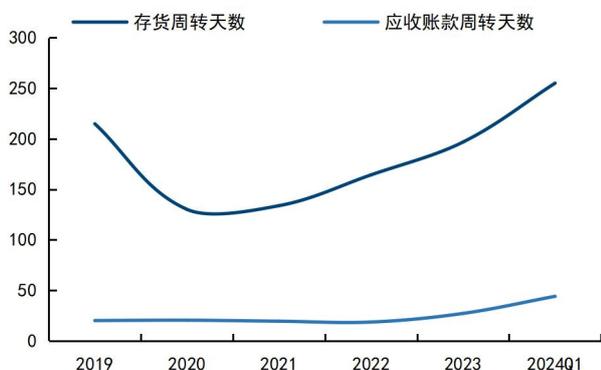
图4：公司单季度费用率情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

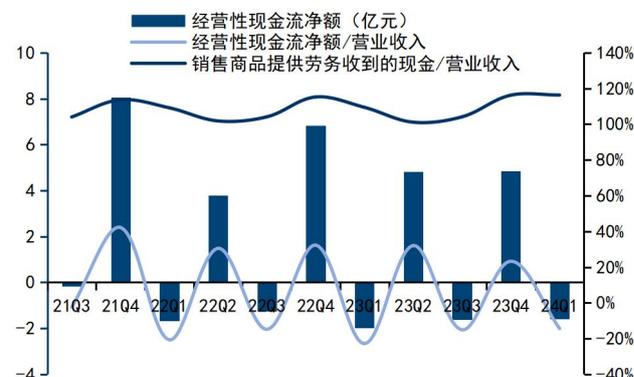
**营运能力及现金流方面**，公司 2023 年存货周转天数 197 天，同比上升 32 天；应收账款周转天数 28 天，同比增加 9 天；经营性现金流净额为 6.10 亿元，同比-20.67%。2024Q1 存货周转天数 255 天，同比下降 38 天；应收账款周转天数 45 天，同比上升 13 天。2024Q1 公司经营性现金流净额为-1.58 亿元，同比-19.85%。经营性现金流净额大幅下降主要系公司货款及品牌推广宣传费用、人员费用及电商渠道费用投入增加综合所致。

图5：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6：公司单季度现金流情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**公司推出员工持股计划，增强长期发展信心。**公司发布 2024 年员工持股计划，本次计划资金来源为公司专项激励基金及其他方式，拟筹集资金总额为不超过 4558.18 万，持有人包括张梅、周薇、王龙以及其他核心员工共 249 人，数量不超过 136.35 万股，占公司总股本的 0.32%，受让价格为 33.43 元/股。本员工持股计划将根据公司绩效考核相关制度对个人进行绩效考核，依据个人绩效考核结果确定最终解锁的持股计划份额所涉标的股票数量。

**表1：公司持股计划对象及份额**

姓名	职务	拟持有份额上限对应的标的股票数量（万份）	占持股计划总份额的比例
张梅	董事、副总经理	3	2.20%
周薇	董事	0.9	0.66%
王龙	副总经理、财务总监兼董事会秘书	3	2.20%
其他持有人（不超过246人）		129.45	94.94%
合计		136.35	100.00%

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

### 投资建议

2023年公司内部进行较大管理层调整，并对旗下品牌产品和渠道不断梳理改进，导致整体业绩出现较大承压，但今年来看，一季度业绩整体趋势回暖，未来随着公司不断深耕功效护肤赛道，并持续完善自身多品牌矩阵，带动收入稳健增长，同时降本增效措施持续推进带动盈利水平进一步提升，而2023Q4开始并表的悦江投资也将会带来一定业绩增厚。

考虑到公司整体2023年收入实现10.14%增速，归母净利润由于多方面因素下滑28.02%，因此在进行2024-2026年盈利预测时，考虑到公司主品牌方面目前在前期调整后预计实现平稳发展，但自23Q4的悦江投资的并表会带来一定收入和利润的双重增厚。因此在收入端预计2024年由于并表影响实现较快增速，2025年以后呈现正常趋势；盈利端来看，由于悦江投资旗下品牌毛利率远低于主品牌薇诺娜，不足60%，因此预计2024年公司毛利率同比将有所下滑但后续随着公司加大折扣促销管控，预计呈现上升趋势；而目前流量成本愈发高企，公司需维持一定投放宣传，因此销售费用率较原值提升较多，但随着公司今年加大渠道精细化运营和费用管控，预计2025年同比有所下降。因此我们下调公司2024-2025年归母净利润至10.16/11.83（原值为16.30/20.72）亿，并新增2026年预测13.25亿元，对应PE分别为24/21/18x，维持“买入”评级。

**表2：盈利预测主要调整项**

	2024		2025		原因
	现值	原值	现值	原值	
毛利率	73.13%	75.69%	73.53%	75.73%	悦江投资旗下品牌毛利率较低，拉低整体公司毛利率；同时促销力度加大带动整体毛利率有所下行。但随着公司后续对于折扣力度的控制，预计呈现上升趋势
销售费用率	44.21%	40.63%	43.89%	40.60%	由于整体线上获客成本提高，2023年销售费用率高达47.26%，预计整体仍保持高位，但公司加强费用管控，整体呈现下行趋势。

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

**表3：可比公司估值表**

代码	公司简称	股价 (2023-04-25)	总市值 亿元	EPS				PE				ROE (%)	PEG	投资 评级
				23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E	(23A)	(24E)	
300957.SZ	贝泰妮	57.51	244	1.79	2.40	2.79	3.13	38.16	23.97	20.60	18.39	12.91	0.70	买入
603605.SH	珀莱雅	110.12	437	3.01	3.77	4.57	5.39	33.03	29.21	24.11	20.44	27.45	1.16	买入
300740.SZ	水羊股份	17.75	69	0.75	1.04	1.27	1.47	22.08	17.09	13.97	12.03	22.08	0.46	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）					
2022	2023	2024E	2025E	2026E	2022	2023	2024E	2025E	2026E		
现金及现金等价物	2514	2091	1404	2033	2934	<b>营业收入</b>	<b>5014</b>	<b>5522</b>	<b>6894</b>	<b>7632</b>	<b>8208</b>
应收款项	290	616	472	523	562	营业成本	1243	1441	1853	2020	2142
存货净额	671	904	762	834	888	营业税金及附加	56	65	79	92	98
其他流动资产	806	672	2758	3053	3283	销售费用	2048	2610	3048	3350	3583
<b>流动资产合计</b>	<b>5715</b>	<b>5523</b>	<b>6196</b>	<b>7143</b>	<b>8318</b>	管理费用	343	413	826	894	950
固定资产	556	707	808	957	952	财务费用	(14)	(21)	(22)	(25)	(36)
无形资产及其他	78	193	186	180	173	投资收益	81	64	50	45	40
投资性房地产	287	872	872	872	872	资产减值及公允价值变动	13	3	20	20	20
长期股权投资	83	212	212	212	212	其他收入	(220)	(203)	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>6719</b>	<b>7507</b>	<b>8274</b>	<b>9364</b>	<b>10527</b>	营业利润	1212	878	1181	1367	1531
短期借款及交易性金融负债	62	146	16	16	16	营业外净收支	2	(9)	1	2	1
应付款项	372	402	406	442	468	利润总额	1214	869	1182	1368	1531
其他流动负债	557	743	772	844	899	<b>所得税费用</b>	<b>163</b>	<b>110</b>	<b>162</b>	<b>182</b>	<b>202</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>992</b>	<b>1291</b>	<b>1194</b>	<b>1302</b>	<b>1382</b>	少数股东损益	(1)	2	3	4	4
长期借款及应付债券	0	5	5	5	5	归属于母公司净利润	1051	757	1016	1183	1325
其他长期负债	125	195	345	496	648	<b>现金流量表（百万元）</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>125</b>	<b>200</b>	<b>350</b>	<b>501</b>	<b>653</b>	<b>净利润</b>	1051	757	1016	1183	1325
<b>负债合计</b>	<b>1117</b>	<b>1491</b>	<b>1544</b>	<b>1803</b>	<b>2035</b>	资产减值准备	7	1	141	25	8
少数股东权益	50	155	157	160	164	折旧摊销	36	71	86	103	115
股东权益	5552	5861	6572	7400	8328	公允价值变动损失	(13)	(3)	(20)	(20)	(20)
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>6719</b>	<b>7507</b>	<b>8274</b>	<b>9364</b>	<b>10527</b>	财务费用	(14)	(21)	(22)	(25)	(36)
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	营运资本变动	645	(723)	(1475)	(134)	(84)
每股收益	2.48	1.79	2.40	2.79	3.13	其它	(8)	0	(138)	(22)	(4)
每股红利	0.60	0.81	0.72	0.84	0.94	<b>经营活动现金流</b>	<b>1718</b>	<b>103</b>	<b>(390)</b>	<b>1135</b>	<b>1340</b>
每股净资产	13.11	13.84	15.52	17.47	19.66	资本开支	0	(210)	(301)	(251)	(91)
ROIC	28%	20%	19%	20%	22%	其它投资现金流	(652)	195	438	100	50
ROE	19%	13%	15%	16%	16%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(735)</b>	<b>(144)</b>	<b>137</b>	<b>(151)</b>	<b>(41)</b>
毛利率	75%	74%	73%	74%	74%	权益性融资	0	8	0	0	0
EBIT Margin	26%	18%	16%	17%	17%	负债净变化	0	5	0	0	0
EBITDA Margin	27%	19%	17%	18%	19%	支付股利、利息	(255)	(343)	(305)	(355)	(397)
收入增长	25%	10%	25%	11%	8%	其它融资现金流	7	289	(130)	0	0
净利润增长率	22%	-28%	34%	16%	12%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(503)</b>	<b>(381)</b>	<b>(435)</b>	<b>(355)</b>	<b>(397)</b>
资产负债率	17%	22%	21%	21%	21%	<b>现金净变动</b>	<b>480</b>	<b>(423)</b>	<b>(688)</b>	<b>629</b>	<b>901</b>
息率	1.0%	1.4%	1.3%	1.5%	1.6%	货币资金的期初余额	2035	2514	2091	1404	2033
P/E	23.2	32.2	24.0	20.6	18.4	货币资金的期末余额	2514	2091	1404	2033	2934
P/B	4.4	4.2	3.7	3.3	2.9	企业自由现金流	1826	5	(751)	826	1185
EV/EBITDA	18.7	24.3	22.1	19.0	17.0	权益自由现金流	1833	298	(862)	847	1217

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

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数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