

贝泰妮 (300957)

2023 年及 2024Q1 业绩点评: 24Q1 扣非归母净利同增+22%, 员工持股计划保障长期发展买入 (维持)

2024 年 04 月 26 日

证券分析师 吴劲草

执业证书: S0600520090006

wujc@dwzq.com.cn

证券分析师 张家璇

执业证书: S0600520120002

zhangjx@dwzq.com.cn

研究助理 郝越

执业证书: S0600122080022

xiy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	5,014	5,522	6,612	7,757	8,927
同比 (%)	24.65	10.14	19.74	17.31	15.09
归母净利润 (百万元)	1,051.33	756.80	1,059.06	1,319.72	1,595.11
同比 (%)	21.83	(28.02)	39.94	24.61	20.87
EPS-最新摊薄 (元/股)	2.48	1.79	2.50	3.12	3.77
P/E (现价&最新摊薄)	23.17	32.19	23.00	18.46	15.27

投资要点

■ **23 年多因素影响业绩承压, 24Q1 恢复增长。**2023 年公司实现营收 55.2 亿元 (同比+10.1%, 下同), 归母净利 7.6 亿元 (-28.0%), 扣非归母净利 6.2 亿元 (-35.2%), 其中 2023Q4 实现营收 20.9 亿元 (-1.31%), 归母净利 1.8 亿元 (-66.7%), 扣非归母净利 1.1 亿元 (-78.0%), 23Q4 业绩下降较多主要系双十一不及预期、新基地投产增加折旧摊销、获客成本增加等影响。2024Q1 公司实现营收 11.0 亿元 (+27.1%), 归母净利 1.8 亿元 (+11.7%), 扣非归母净利 1.5 亿元 (+21.9%), 24Q1 恢复较快增长。

■ **薇诺娜头部效应显著, 彩妆增速较为靓丽。**2023 年护肤品实现营收 48.7 亿元 (+6.9%)、占比 88.5%。医疗器械/彩妆分别实现营收 4.6/1.7 亿元, 分别同比+19.5%/+217.3%, 彩妆增速较为靓丽。公司旗下“薇诺娜 (Winona)”品牌在我国皮肤学级护肤品赛道市场排名连续多年稳居第一, 头部效应显著。

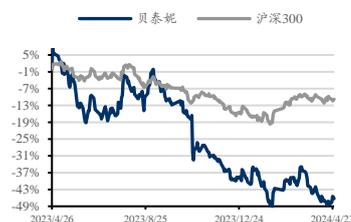
■ **线下自营维持高增, 开店数量持续增长。**2023 年公司线上/线下/OMO(线上专柜服务平台+线下自营)分别实现营收 35.5/14.3/5.2 亿元, 占比分别为 64.6%/25.9%/9.5%, 同比-0.4%/+48.9%/+10.3%。线上分平台, 阿里系/抖音系/京东系/唯品会/OMO 营收同比分别 -14.5%/+47.1%/+5.0%/+1.6%/+4.9%, 占总营收 32%/11%/7%/6%/9%。线下 OMO, 2023 年公司在西南等地区净开店 46 家, 年末数量达 123 家。

■ **24Q1 期间费用率有所优化。**①**盈利能力:**2023 年公司毛利率/净利率分别为 73.9%/13.7%, 分别同比-1.3pct/-7.3pct。2024Q1 公司毛利率/净利率分别为 72.1%/15.7%, 分别同比-4.0pct/-2.2pct。公司产品配方、生产工艺以及外包装升级导致 23 年毛利率略有下降, 净利率下降较多主要系毛利率下滑叠加期间费用率提升。2024Q1 毛利率降低主要系并表悦江投资+加大促销力度拖累; ②**期间费用率:**2023 年公司期间费用率为 59.8%、同比+7.3pct, 主要系销售费用率提升 6.4pct (公司加大宣传推广、引流费用增加、双十一获客不及预期导致单位获客成本增加)。2024Q1 期间费用率为 56.2%、同比-2.3pct, 期间费用率有所优化。

■ **盈利预测与投资评级:**贝泰妮是我国皮肤学级护肤龙头, 专业化品牌形象稳固, 线上线下多平台拓展顺利, 品牌矩阵逐步完善。24/4/25 公司发布员工持股计划, 深度绑定公司人才, 彰显未来发展信心。由于 2023 年业绩受多因素扰动, 我们将公司 2024-25 年归母净利润由 17.0/21.0 亿元下调至 10.6/13.2 亿元, 新增 26 年归母净利预测 16.0 亿元, 分别同比 +40%/+25%/+21%, 当前市值对应 2024-26 年 PE 为 23/18/15X, 维持“买入”评级。

■ **风险提示:**新品推广不及预期, 行业竞争加剧等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	57.51
一年最低/最高价	51.50/117.75
市净率(倍)	4.09
流通 A 股市值(百万元)	24,361.24
总市值(百万元)	24,361.24

基础数据

每股净资产(元,LF)	14.07
资产负债率(%,LF)	13.47
总股本(百万股)	423.60
流通 A 股(百万股)	423.60

相关研究

《贝泰妮(300957): 2023 年三季度报点评: Q3 业绩增速边际提升, 增加回购资金总额彰显长期信心》

2023-10-29

《贝泰妮(300957): 拟获取悦江投资控股权, 有望赋能品牌管理&线上运营》

2023-09-29

贝泰妮三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	5,523	5,788	6,348	7,190	营业总收入	5,522	6,612	7,757	8,927
货币资金及交易性金融资产	3,330	3,294	3,497	3,977	营业成本(含金融类)	1,441	1,659	1,886	2,115
经营性应收款项	812	940	1,100	1,263	税金及附加	65	86	101	116
存货	904	1,031	1,173	1,317	销售费用	2,610	3,009	3,514	4,062
合同资产	0	0	0	0	管理费用	413	463	543	625
其他流动资产	476	524	578	633	研发费用	299	357	403	464
非流动资产	1,984	2,730	3,472	4,209	财务费用	(21)	(25)	(24)	(27)
长期股权投资	212	232	252	272	加:其他收益	149	99	116	134
固定资产及使用权资产	768	699	620	533	投资净收益	64	77	90	152
在建工程	40	190	340	490	公允价值变动	(17)	0	0	0
无形资产	193	314	436	557	减值损失	(34)	(10)	(10)	(10)
商誉	414	827	1,241	1,655	资产处置收益	1	1	1	1
长期待摊费用	93	113	133	153	营业利润	878	1,231	1,532	1,849
其他非流动资产	264	354	449	549	营业外净收支	(9)	(9)	(9)	(9)
资产总计	7,507	8,518	9,820	11,399	利润总额	869	1,222	1,522	1,840
流动负债	1,291	1,444	1,626	1,809	减:所得税	110	163	203	245
短期借款及一年内到期的非流动负债	146	146	146	146	净利润	759	1,059	1,320	1,595
经营性应付款项	402	463	526	590	减:少数股东损益	2	0	0	0
合同负债	50	58	65	73	归属母公司净利润	757	1,059	1,320	1,595
其他流动负债	693	778	888	1,000	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.79	2.50	3.12	3.77
非流动负债	200	200	200	200	EBIT	809	1,039	1,310	1,545
长期借款	5	5	5	5	EBITDA	984	1,208	1,483	1,723
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	73.90	74.91	75.68	76.31
租赁负债	63	63	63	63	归母净利率(%)	13.70	16.02	17.01	17.87
其他非流动负债	132	132	132	132	收入增长率(%)	10.14	19.74	17.31	15.09
负债合计	1,491	1,643	1,826	2,009	归母净利润增长率(%)	(28.02)	39.94	24.61	20.87
归属母公司股东权益	5,861	6,720	7,840	9,235					
少数股东权益	155	155	155	155					
所有者权益合计	6,016	6,875	7,995	9,390					
负债和股东权益	7,507	8,518	9,820	11,399					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	610	1,017	1,243	1,458	每股净资产(元)	13.84	15.86	18.51	21.80
投资活动现金流	(518)	(846)	(833)	(772)	最新发行在外股份(百万股)	424	424	424	424
筹资活动现金流	(458)	(207)	(207)	(207)	ROIC(%)	11.83	13.53	14.84	15.04
现金净增加额	(367)	(36)	203	480	ROE-摊薄(%)	12.91	15.76	16.83	17.27
折旧和摊销	175	169	173	177	资产负债率(%)	19.86	19.29	18.59	17.63
资本开支	(271)	(784)	(783)	(783)	P/E (现价&最新股本摊薄)	32.19	23.00	18.46	15.27
营运资本变动	(186)	(159)	(185)	(188)	P/B (现价)	4.16	3.63	3.11	2.64

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的),北交所基准指数为北证 50 指数),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>