

贝泰妮 (300957.SZ)

24Q1 扣非归母净利润+22%，期待敏感肌龙头 2.0 经营优化

公司发布 23 年报及 24 年一季报:

23 年营收 55.2 亿元/yoy+10%，归母净利润 7.6 亿元/yoy -28%，扣非归母净利润 6.2 亿元/yoy -35%，主要系双 11 线上销售不及预期、产品升级致毛利率下降、中央工厂投产折旧摊销增加、线上自营获客成本上升。毛利率 73.9%/yoy -1.3pct，归母净利率 13.7%/yoy -7.3pct。销售/管理/研发费用率 47.3%/7.5%/5.4%，yoy +6.4/+0.6/+0.3pct。

24Q1 营收 11.0 亿元/yoy +27%/ 若剔除新收购的姬芮和泊美则增长 11.1%，归母净利润 1.8 亿元/yoy +12%，扣非归母净利润 1.5 亿元/yoy +21.9%。毛利率 72.1%/yoy -4.0pct，归母净利率 16.1%/yoy -2.2pct，毛利率下降主要系促销政策、产品销售结构根据市场需求动态响应。销售/管理/研发费用率 46.7%/6.9%/3.0%，yoy -0.9/-0.8/-1.0pct。

品牌矩阵日臻完善，继续向集团化迈进。持续拓展从敏肌修护到敏肌 PLUS 的功效护肤，主品牌薇诺娜 23 年营收 51.9 亿元/yoy +6.3%/占比 94%/毛利率 74.5%，皮肤学级护肤品龙一地位稳固；薇诺娜宝贝 23 年营收 1.5 亿元/yoy +47.5%实现亮眼增速；贝芙汀聚焦敏肌祛痘打入差异化赛道。高端线 AOXMED 瑗科缙 23 年营收 3619 万元，串联医美+家美。大众线战略并购悦江集团承接大众市场美护需求，Za 姬芮 23 年营收 8987 万元，获天猫美白隔离霜热销榜第一；泊美 23 年营收 1447 万元，胶原绿钻霜获天猫抗皱热销榜第一、抖音抗老面霜人气榜第四。

抖音和 OTC 渠道贡献主要增长。23 年线上/OMO/ 线下渠道营收 35.5/5.2/14.3 亿元，yoy -0.4%/+10.3%/+48.9%，占比 65%/9.5%/26%，其中阿里/抖音/唯品会/京东营收分别 17.6/6.3/3.1/3.7 亿元，增速分别-14%/+47%/+1.6%/+5%，占比分别 32%/11.5%/5.6%/6.8%。重点平台复购率提升，薇诺娜天猫官旗/薇诺娜抖音官旗复购率分别提升 4pct 至 35%和 17%。OMO 结合用户体验和购买及社交分享需求，深耕私域流量增强用户粘性。线下渠道组中 OTC 分销渠道收入 8.2 亿元，同比增长 66.1%，贡献主要增长来源。

盈利预测与投资建议：公司由敏感肌龙头向“敏感+”持续拓展，多品牌矩阵打造皮肤健康生态，组织理顺后经营拐点可期。由于 2023 年业绩低于此前预期，下调 2024-2025 年盈利预测，我们预计公司 2024-2026 年营收为 67/80/93 亿元(24-25 年前值为 85/108 亿元)，归母净利润为 10.0/12.7/15.5 亿元(24-25 年前值为 17.2/21.7 亿元)。采用可比公司估值法，给予公司 2024 年 30 倍 PE，对应目标市值 298 亿元，对应目标价 71.06 元，维持“买入”评级。

风险提示：新品/新品牌推广不及预期，销售费用侵蚀利润，竞争加剧。

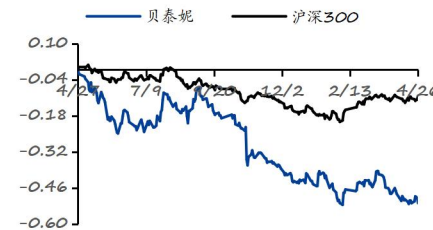
买入 (维持评级)

当前价格: 55.35 元
目标价格: 71.06 元

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	423.60/423.60
流通 A 股市值(百万元)	23,446.26
每股净资产(元)	14.07
资产负债率(%)	13.47
一年内最高/最低价(元)	116.00/51.50

一年内股价相对走势



团队成员

分析师: 来舒楠(S0210523040002)
LSN3916@hfzq.com.cn

相关报告

- 1、贝泰妮 23Q3 点评: 单 Q3 扣非归母净利润 +40%，上调回购金额凸显管理层信心——2023.10.30
- 2、贝泰妮 23H1 点评: Q2 营收同比+21%，看好下半年利润改善——2023.08.29
- 3、贝泰妮 23 年一季报点评: Q1 净利润+8.4%，期待 618 支撑 Q2 业绩增速修复——2023.04.26

财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	5,014	5,522	6,707	8,005	9,317
增长率	25%	10%	21%	19%	16%
净利润(百万元)	1,051	757	1,004	1,272	1,553
增长率	22%	-28%	33%	27%	22%
EPS(元/股)	2.48	1.79	2.37	3.00	3.67
市盈率(P/E)	22.3	31.0	23.4	18.4	15.1
市净率(P/B)	4.2	4.0	3.5	3.1	2.6

数据来源: 公司公告、华福证券研究所

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

一般声明

华福证券有限责任公司（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，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfjys@hfzq.com.cn