

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 美护分析师

执业编号: S1500522110001

联系电话: 13276656366

邮箱: zhouzixin@cindasc.com

李文静 美护行业研究助理

联系电话: 17380152149

相关研究

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

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) 23 年&24Q1 财报点评: 23 年双十一未达目标致业绩承压, 期待 24 年组织架构&品牌策略调整效果

2024 年 04 月 28 日

事件: 公司发布 23 年&24Q1 财报, 2023 年公司实现营收 55.22 亿元/yoy+10.14%, 归母净利润 7.57 亿元/yoy-28.02%, 扣非归母净利润 6.18 亿元/yoy-35.20%; 单 Q4 来看, 23Q4 公司实现营收 20.91 亿元/yoy-1.31%, 归母净利润 1.78 亿元/yoy-66.74%, 扣非归母净利润 1.10 亿元/yoy-78.10%。24Q1 公司实现收入 10.97 亿元/yoy+27.1%, 归母净利润 1.77 亿元/yoy+11.7%, 扣非归母净利润 1.54 亿元/yoy+21.9%。

➤ **核心品牌薇诺娜依然保持细分赛道优势地位, 大促销售&生产成本等因素导致 23 年业绩端有所承压。**根据欧睿数据, 23 年薇诺娜在护肤/皮肤学级护肤市场分别排名第 9/1, 皮肤学级赛道市占率达 20.4%, 依然稳居首位。23 年公司收入业绩指标波动的原因包括: 1) 23 年双 11 等线上大促活动销售未达预期、主要线上自营店铺平均获客成本上升影响盈利水平; 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, 长期资产折旧摊销成本、费用增加。

➤ **23 年线上渠道增长略有压力, 期待 24 年增长继续向好。**(1) 23 年: 线上/线下/OMO 渠道分别实现收入 35.52/14.27/5.23 亿元, 同比分别-0.37%/+48.87%/+10.30%, 占比分别为 64.6%/25.9%/9.5%, 线下渠道&OMO 渠道增长相对较好。线上渠道中, 阿里/抖音/唯品/京东 23 年收入分别为 17.6/6.3/3.1/3.7 亿元, 同比分别-14.5%/+47.1%/+1.6%/+5.0%, 平台电商增长略有压力, 兴趣电商增长显著。线下渠道中, OTC 渠道 8.16 亿元/yoy+66%占线下渠道比重 57%。(2) 24Q1: 同口径实现营收 9.59 亿元/yoy+11.13%, 收购品牌 Za 和泊美贡献 1.38 亿元。

➤ **销售费率提升影响 23 年盈利表现。**(1) 23 年: 毛利率/期间费用率/净利率分别为 73.9%/59.8%/13.7%, 同比分别-1.3/+7.3/-7.2pct, 费用拆分来看, 销售/管理/财务/研发费率分别为 47.3%/7.5%/-0.4%/5.4%, 同比分别+6.4/+0.6/-0.1/+0.3pct, 销售费用率提升影响净利率表现。(2) 24Q1: 毛利率/期间费用率/净利率分别-4.0/-2.3/-2.2pct, 其中毛利率下滑源于: ① 上年同期品牌口径毛利率下降 1.9pct, 因公司促销政策、产品工艺&外包装升级等因素所致; ② 新并表品牌相较于公司原有品牌毛利率偏低带来的结构性调整; 期间费用率略有下降, 销售/管理/研发/财务费用率分别-0.9/-0.8/-1.0/+0.4pct。

➤ **盈利预测与投资评级:** 展望今年, 并表带来增量, 期待原有品牌持续改善。关注运营端改善, 期待主品牌薇诺娜在升级产品&新品帮助下走出谷底, 若收入有望回归正常轨道, 亦将推动业绩增长优于收入增速。Q2 可关注天猫超品日相关运营策略, 若 4 月有较好数据兑现, 有望推动主品牌 Q2 增速环比 Q1 提升。我们预计 24-26 年归母净利润分别为 11.5/13.9/16.3 亿元, 同比分别增长 52%/21%/17%, 对应 PE 为 20/17/14X, 维持“买入”评级。

➤ **风险因素:** 品牌调整效果不及预期、新品销售不及预期、赛道竞争加剧。

重要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	5,014	5,522	6,920	8,325	9,746
增长率 YoY %	24.6%	10.1%	25.3%	20.3%	17.1%
归属母公司净利润(百万元)	1,051	757	1,151	1,394	1,631
增长率 YoY%	21.8%	-28.0%	52.1%	21.1%	17.0%
毛利率%	75.2%	73.9%	72.6%	72.9%	73.2%
净资产收益率ROE%	18.9%	12.9%	16.4%	17.2%	17.5%
EPS(摊薄)(元)	2.48	1.79	2.72	3.29	3.85
市盈率 P/E(倍)	22.30	30.98	20.37	16.82	14.37
市净率 P/B(倍)	4.22	4.00	3.34	2.90	2.52

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测; 股价为2024年4月25日收盘价

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	5,715	5,523	6,710	7,809	9,472
货币资金	2,514	2,091	3,359	3,458	4,279
应收票据	0	25	0	0	0
应收账款	270	562	317	598	475
预付账款	42	69	114	113	105
存货	671	904	877	922	1,091
其他	2,218	1,871	2,043	2,719	3,523
非流动资产	1,005	1,984	2,083	2,067	1,989
长期股权投资	83	212	282	282	282
固定资产(合计)	206	667	668	656	594
无形资产	78	193	193	202	211
其他	637	912	940	927	902
资产总计	6,720	7,507	8,793	9,876	11,461
流动负债	992	1,291	1,428	1,429	1,805
短期借款	0	104	104	104	104
应付票据	62	68	69	94	95
应付账款	311	334	614	452	709
其他	619	785	641	779	897
非流动负债	125	200	190	180	170
长期借款	0	5	5	5	5
其他	125	195	185	175	165
负债合计	1,117	1,491	1,618	1,609	1,975
少数股东权益	49	155	164	172	179
归属母公司股东权益	5,553	5,861	7,012	8,096	9,307
负债和股东权益	6,720	7,507	8,793	9,876	11,461

重要财务指标					
单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	5,014	5,522	6,920	8,325	9,746
同比(%)	24.6%	10.1%	25.3%	20.3%	17.1%
归属母公司净利润	1,051	757	1,151	1,394	1,631
同比(%)	21.8%	-28.0%	52.1%	21.1%	17.0%
毛利率(%)	75.2%	73.9%	72.6%	72.9%	73.2%
ROE%	18.9%	12.9%	16.4%	17.2%	17.5%
EPS(摊薄)(元)	2.48	1.79	2.72	3.29	3.85
P/E	22.30	30.98	20.37	16.82	14.37
P/B	4.22	4.00	3.34	2.90	2.52
EV/EBITDA	49.03	27.44	13.73	11.50	9.46

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	5,014	5,522	6,920	8,325	9,746
营业成本	1,243	1,441	1,897	2,258	2,614
营业税金及附加	56	65	83	100	117
销售费用	2,048	2,610	2,927	3,530	4,142
管理费用	343	413	464	554	648
研发费用	255	299	353	425	497
财务费用	-14	-21	-20	-23	-27
减值损失合计	-19	-20	-10	-10	-10
投资净收益	81	64	50	60	60
其他	67	119	95	85	85
营业利润	1,212	878	1,351	1,617	1,890
营业外收支	2	-9	-7	-1	-2
利润总额	1,214	869	1,344	1,616	1,888
所得税	163	110	185	214	249
净利润	1,051	759	1,160	1,402	1,639
少数股东损益	-1	2	9	8	8
归属母公司净利润	1,051	757	1,151	1,394	1,631
EBITDA	1,240	984	1,478	1,755	2,046
EPS(当年)(元)	2.48	1.79	2.72	3.29	3.85

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	769	610	1,965	1,204	2,146
净利润	1,051	759	1,160	1,402	1,639
折旧摊销	118	175	176	202	223
财务费用	-81	-64	10	9	8
投资损失	53	-36	-41	-50	-60
营运资金变动	-103	-186	647	-365	320
其它	-179	-32	22	16	17
投资活动现金流	-18	-518	-677	-776	-887
资本支出	-353	-271	-192	-166	-127
长期投资	254	-305	-515	-650	-800
其他	81	59	30	40	40
筹资活动现金流	-320	-458	-20	-329	-438
吸收投资	0	8	0	0	0
借款	0	105	0	0	0
支付利息或股息	-255	-343	-10	-319	-428
现金流净增加额	431	-367	1,268	99	821

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。

涂佳妮，社服&零售分析师。新加坡南洋理工大学金融硕士，中国科学技术大学工学学士，曾任兴业证券社服&零售行业分析师，2022年11月加入信达新消费团队，主要覆盖免税、眼视光、隐形正畸、宠物、零售等行业。

李文静，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 15% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	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。