

贝泰妮 (300957)

战略升级/组织优化，期待 24Q1 积极转变的延续

行业：美容护理/化妆品
 投资评级：买入（维持）
 当前价格：55.35 元
 目标价格：67.45 元

事件：

公司发布 2023 年年报与 2024 年 1 季报：2023 年营收 55.22 亿元（同比+10.1%），归母净利润 7.57 亿元（同比-28.0%），扣非归母净利润 6.18 亿元（同比-35.0%）；2024Q1 营收 10.97 亿元（同比+27.1%），归母净利润 1.77 亿元（同比+11.7%），扣非归母净利润 1.54 亿元（同比+21.9%）。

2023 年多重因素导致利润波动，2024Q1 业绩增长恢复

2023 年营收稳健而利润波动，主要源于：1) 美妆行业 2023 年“双 11”等线上大促活动销售普遍不如预期，公司未达成“双 11”预期销售目标；2) 2023 年公司产品配方、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，公司长期资产折旧摊销成本、费用增加；4) 2023 年公司主要线上自营店铺平均获客成本上升，公司线上渠道销售业绩受到一定程度影响。2024Q1 业绩增长恢复，主要源于：1) 公司产品与品牌知名度进一步提升；2) 合并 2023 年 10 月收购的“姬芮 (Za)”和“泊美 (PURE&MILD)”两大品牌，若按上年同期的品牌范围，2024Q1 营收增幅约为 11.13%、毛利率约为 74.2%。

战略升级、组织调整，期待 2024Q1 积极转变的延续

战略：2024 年 3 月贝泰妮旗下品牌薇诺娜发布 2.0 战略，满足消费者“敏感肌 plus 需求”，打造 2.0 敏感肌护理的全功效系统解决方案。**组织：**通过强大的中后台体系赋能前台业务，激发一线员工的积极性和组织创新活力。**产品：**以特护系列为基，同时打造敏感肌防晒、敏感肌美白、敏感肌抗老等核心品类；梳理并精简产品线，做好全渠道控价。**渠道：**继续发力线下渠道，包括 OTC 连锁药房、院线等专业渠道以及线下 KA、免税商店等渠道，稳步探索线下直营店模式。**出海：**公司于 2023 年布局海外市场，在泰国曼谷建立东南亚业务总部，2024 年通过建设本地化运营团队，有望真正做到品牌出海。

盈利预测、估值与评级

考虑到公司 2023 年业绩波动与 2024 年战略/组织等多维度调整，预计公司 2024-2026 年收入分别为 68.89/83.20/95.70 亿元，对应增速分别为 24.7%/20.8%/15.0%；归母净利润分别为 10.20/12.50/14.72 亿元，对应增速分别为 34.8%/22.5%/17.8%；EPS 分别为 2.41/2.95/3.48 元/股。考虑到公司作为皮肤学级护肤龙头，薇诺娜品牌份额持续领先，参考可比公司估值，给予公司 2024 年 28x 目标 PE，对应目标价 67.45 元人民币，维持“买入”评级。

风险提示：市场竞争加剧；新品推广不及预期；新品牌发展不及预期；线下复苏不及预期；销售费率大幅上行

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(元)	117.75/51.50

股价相对走势



作者

分析师：邓文慧
 执业证书编号：S0590522060001
 邮箱：dengwh@glsc.com.cn
 分析师：李英
 执业证书编号：S0590522110002
 邮箱：liy@glsc.com.cn

相关报告

- 1、《贝泰妮 (300957)：Q3 业绩/盈利改善延续，期待双十一积极表现》2023.10.29
- 2、《贝泰妮 (300957)：2023Q2 业绩加速修复，子品牌多元发展》2023.08.29

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	5014	5522	6889	8320	9570
增长率 (%)	24.65%	10.14%	24.74%	20.78%	15.02%
EBITDA (百万元)	1260	955	1348	1583	1775
归母净利润 (百万元)	1051	757	1020	1250	1472
增长率 (%)	21.83%	-28.02%	34.83%	22.49%	17.80%
EPS (元/股)	2.48	1.79	2.41	2.95	3.48
市盈率 (P/E)	22.3	31.0	23.0	18.8	15.9
市净率 (P/B)	4.2	4.0	3.5	3.1	2.7
EV/EBITDA	47.5	27.6	14.8	12.1	10.2

数据来源：公司公告、iFinD，国联证券研究所预测；股价为 2024 年 04 月 26 日收盘价

财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	2514	2091	3045	4013	5142	营业收入	5014	5522	6889	8320	9570
应收账款+票据	509	743	729	881	1013	营业成本	1243	1441	1810	2162	2457
预付账款	42	69	74	90	103	营业税金及附加	56	65	69	83	96
存货	671	904	993	1187	1349	营业费用	2048	2610	3238	3910	4498
其他	1980	1715	1907	2046	2167	管理费用	598	712	820	973	1101
流动资产合计	5715	5523	6749	8217	9775	财务费用	-14	-21	-34	-52	-68
长期股权投资	83	212	216	220	224	资产减值损失	-19	-20	-18	-21	-25
固定资产	316	768	653	538	421	公允价值变动收益	-6	-17	0	0	0
在建工程	349	40	34	27	20	投资净收益	81	64	59	59	59
无形资产	78	193	161	129	97	其他	73	136	155	154	167
其他非流动资产	178	771	723	675	674	营业利润	1212	878	1182	1434	1689
非流动资产合计	1005	1984	1787	1589	1436	营业外净收益	2	-9	-2	-2	-2
资产总计	6720	7507	8536	9805	11211	利润总额	1214	869	1181	1432	1687
短期借款	0	104	0	0	0	所得税	163	110	159	181	213
应付账款+票据	372	402	575	687	781	净利润	1051	759	1022	1251	1474
其他	619	785	962	1151	1310	少数股东损益	-1	2	1	2	2
流动负债合计	992	1291	1537	1838	2091	归属于母公司净利润	1051	757	1020	1250	1472
长期带息负债	51	68	39	14	-6	财务比率					
长期应付款	11	9	9	9	9		2022	2023	2024E	2025E	2026E
其他	64	123	123	123	123	成长能力					
非流动负债合计	125	200	171	145	126	营业收入	24.65%	10.14%	24.74%	20.78%	15.02%
负债合计	1117	1491	1708	1983	2217	EBIT	19.02%	-29.34%	35.32%	20.37%	17.24%
少数股东权益	49	155	156	158	159	EBITDA	20.93%	-24.20%	41.12%	17.40%	12.16%
股本	424	424	424	424	424	归属于母公司净利润	21.83%	-28.02%	34.83%	22.49%	17.80%
资本公积	2846	2846	2846	2846	2846	获利能力					
留存收益	2283	2591	3402	4395	5564	毛利率	75.21%	73.90%	73.73%	74.02%	74.33%
股东权益合计	5602	6016	6828	7822	8994	净利率	20.95%	13.75%	14.83%	15.04%	15.40%
负债和股东权益总计	6720	7507	8536	9805	11211	ROE	18.93%	12.91%	15.29%	16.31%	16.67%
现金流量表						ROIC	42.68%	34.73%	29.90%	37.90%	42.52%
单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E	偿债能力					
净利润	1051	759	1022	1251	1474	资产负债率	16.63%	19.86%	20.01%	20.23%	19.78%
折旧摊销	61	108	201	202	157	流动比率	5.8	4.3	4.4	4.5	4.7
财务费用	-14	-21	-34	-52	-68	速动比率	4.5	3.2	3.3	3.4	3.6
存货减少(增加为“-”)	-207	-234	-89	-193	-162	营运能力					
营运资金变动	-103	-186	77	-198	-176	应收账款周转率	9.9	7.7	9.6	9.6	9.6
其它	-74	117	61	164	134	存货周转率	1.9	1.6	1.8	1.8	1.8
经营活动现金流	713	543	1238	1174	1359	总资产周转率	0.7	0.7	0.8	0.8	0.9
资本支出	-337	-217	0	0	0	每股指标(元)					
长期投资	254	-305	0	0	0	每股收益	2.5	1.8	2.4	3.0	3.5
其他	64	4	24	26	24	每股经营现金流	1.7	1.3	2.9	2.8	3.2
投资活动现金流	-18	-518	24	26	24	每股净资产	13.1	13.8	15.7	18.1	20.9
债权融资	-25	121	-133	-26	-19	估值比率					
股权融资	0	0	0	0	0	市盈率	22.3	31.0	23.0	18.8	15.9
其他	-294	-579	-176	-205	-234	市净率	4.2	4.0	3.5	3.1	2.7
筹资活动现金流	-320	-458	-309	-231	-254	EV/EBITDA	47.5	27.6	14.8	12.1	10.2
现金净增加额	375	-434	953	969	1129	EV/EBIT	49.9	31.1	17.4	13.8	11.2

数据来源: 公司公告、iFinD, 国联证券研究所预测; 股价为 2024 年 04 月 26 日收盘价

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（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。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于 5%-20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%-5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅 10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到国联证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，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。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安定门外大街 208 号中粮置地广场 A 塔 4 楼

无锡：江苏省无锡市金融一街 8 号国联金融大厦 12 楼

电话：0510-85187583

上海：上海市浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇二座 25 楼

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6009 号新世界中心大厦 45 楼