



贝泰妮 (300957.CH): 低谷或已过去, 但利润率回归仍需时间

贝泰妮 4Q23 收入同比录得负增长, 导致 2023 年收入和净利润表现低于市场预期。但在公司薇诺娜 2.0 战略对产品、渠道和组织架构的调整后, 1Q24 收入重回快速增长渠道, 但大促和营销投放仍令利润率承压。我们维持贝泰妮“持有”评级, 下调目标价至人民币 60.6 元。

• **收入增长失速或已成过去式:** 贝泰妮 4Q23 收入同比下跌 1.3%, 令 2023 年收入仅同比增长 10.1%, 这主要是由于尽管 2023 年线下 OTC 渠道收入同比快速增长 66%, 但去年“双十一”大促期间的投入未达预期, 造成线上收入同比持平 (抖音同比+47%, 天猫同比-14%)。我们欣喜地看到, 贝泰妮 1Q24 收入重回快速正增长通道, 同比增长 27.1%。管理层表示, 公司 2024 年将在线上渠道共同发力, 在稳定天猫平台收入的同时拉动新兴平台收入提升, 并深化线下渠道的拓展。基于管理层渠道拓展的决心, 我们认为 2024 年贝泰妮收入增速有望回到近 20% 的水平。

• **营销力度加大, 利润率仍承压:** 公司 2023 年“双十一”的投入成效不及预期以及负经营杠杆造成贝泰妮销售费用率同比大幅提升 6.5pct 至 47.3%。尽管 1Q24 收入增速恢复令费用率下降, 但在大促的推动下, 1Q24 毛利率同比下降 4pct (剔除悦江投资影响仍下跌 1.9pct)。我们认为随着 2024 年公司线上、线下渠道的拓展, 促销活动会令毛利率同比降低。虽然正向经营杠杆效应将会弥补部分利润率下滑的负面影响, 但仍难以将归母净利率拉回至往年超 20% 的水平。

• **丰富产品矩阵和品牌矩阵为贝泰妮注入新动力:** 贝泰妮在 2024 年初公布薇诺娜 2.0 战略, 拓展敏感肌 PLUS, 围绕敏感肌的美白、抗初老等叠加需求拓展产品矩阵, 并对爆款特护霜进行产品升级。同时, 公司在 2023 年末收购悦江投资, 新增泊美以及 ZA 两个大众护肤和彩妆品牌, 丰富了品牌矩阵。我们相信贝泰妮主品牌薇诺娜自身的拓展与升级将为业绩增长带来新的动力, 两个中端品牌拓展的品牌矩阵对贝泰妮业绩也有一定的增厚作用。

• **下调盈利预测, 维持“持有”评级:** 考虑到贝泰妮在拓展线上、线下渠道时需加大投放和促销力度, 我们适当下调盈利预测, 并给予贝泰妮 26x 2024E PE (相较珀莱雅 20% 的折价), 下调目标价至人民币 60.6 元, 维持“持有”评级。

• **投资风险:** 行业需求放缓; 线上竞争加剧; 子品牌增长不及预期。

图表 1: 盈利预测和财务指标

百万人民币	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	5,014	5,522	6,617	7,771	9,039
同比变动 (%)	24.6%	10.1%	19.8%	17.5%	16.3%
归母净利润	1,051	757	987	1,216	1,473
同比变动 (%)	21.8%	-28.0%	30.5%	23.1%	21.2%
PE (X)	22.3	30.9	23.7	19.3	15.9
ROE (%)	20.3%	13.0%	15.5%	17.1%	18.2%

E=浦银国际预测 资料来源: 公司公告、浦银国际

桑若楠, CFA

消费分析师

serena_sang@spdbi.com

(852) 2808 6439

林闻嘉

首席消费分析师

richard_lin@spdbi.com

(852) 2808 6433

2024 年 4 月 29 日

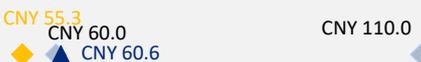
评级

持有

目标价 (人民币)	60.6
潜在升幅/降幅	+9.5%
目前股价 (人民币)	55.3
52 周内股价区间 (人民币)	51.5-117.8
总市值 (百万人民币)	23,446
近 3 月日均成交额 (百万人民币)	193.5

注: 截至 2024 年 4 月 26 日收盘价

市场预期区间



资料来源: Bloomberg、浦银国际

股价表现



资料来源: Bloomberg、浦银国际



扫码关注浦银国际研究

财务报表分析与预测 - 贝泰妮

利润表

(百万人民币)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	5,014	5,522	6,617	7,771	9,039
同比	24.6%	10.1%	19.8%	17.5%	16.3%
销售成本	-1,243	-1,441	-1,807	-2,083	-2,396
税金及附加	-56	-65	-78	-92	-107
毛利	3,715	4,016	4,732	5,596	6,536
毛利率	74.1%	72.7%	71.5%	72.0%	72.3%
销售费用	-2,048	-2,610	-2,927	-3,398	-3,912
管理费用	-343	-413	-455	-511	-567
研发费用	-255	-299	-348	-408	-475
核心经营溢利	1,069	694	1,002	1,280	1,581
经营利润率	21.3%	12.6%	15.1%	16.5%	17.5%
净融资成本	14	21	20	26	35
其他收益	72	149	80	80	80
投资净收益	81	64	64	64	64
其他	-24	-51	0	0	0
营业利润	1,212	878	1,166	1,450	1,760
营业外收入	9	2	3	3	4
营业外支出	-7	-11	-14	-16	-18
税前溢利	1,214	869	1,155	1,437	1,745
所得税开支	-163	-110	-146	-181	-220
所得税率	13.5%	12.6%	12.6%	12.6%	12.6%
少数股东权益	1	-2	-22	-40	-52
归母净利润	1,051	757	987	1,216	1,473
归母净利率	21.0%	13.7%	14.9%	15.6%	16.3%
同比	21.8%	-28.0%	30.5%	23.1%	21.2%

资产负债表

(百万人民币)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
物业、机器及设备	206	206	667	883	976
使用权资产	110	110	101	107	104
投资资产	92	92	221	221	221
在建工程	349	349	40	40	40
无形资产	78	78	193	179	162
长期待摊费用	67	67	93	93	93
其他	101	101	669	669	669
非流动资产	1,004	1,004	1,984	2,192	2,265
存货	671	671	904	987	1,138
应收贸易款项	509	509	743	670	759
预付款项	42	42	69	83	97
金融资产	1,434	1,434	1,238	1,238	1,238
现金及等同现金项目	2,514	2,514	2,091	2,699	3,310
其他	546	546	476	476	476
流动资产	5,715	5,715	5,523	6,154	7,020
应付贸易款项	372	372	402	485	560
合同负债	58	58	50	60	70
应付职工薪资	104	104	106	106	106
应交税款	119	119	132	132	132
其他应付	272	272	449	449	449
其他	65	65	151	218	218
流动负债	992	992	1,291	1,451	1,535
租赁负债	51	51	63	63	63
长期应付款	11	11	9	9	9
递延收益	56	56	83	83	83
其他	8	8	45	41	41
非流动负债	125	125	200	196	196
股本	424	424	424	424	424
储备	5,129	5,129	5,437	6,099	6,914
非控制性权益	50	50	155	176	216
权益	5,602	5,602	6,016	6,699	7,553

现金流量表

(百万人民币)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	1,050	759	1,009	1,256	1,525
折旧	83	122	158	210	263
摊销	35	53	34	37	40
融资开支净额	5	-64	-20	-26	-35
存货减少 / (增加)	-214	-349	-83	-151	-171
应收贸易款项 (增加) / 减少	-223	163	59	-104	-114
应付贸易款项 (减少) / 增加	119	0	93	85	96
已付所得税	-29	-89	0	0	0
其他	-57	16	0	0	0
经营活动所得 (所用) 现金净额	769	610	1,251	1,307	1,604
购入物业、机器及设备	-353	-271	-400	-320	-260
收回投资收到的现金	342	247	0	0	0
其他	-7	-493	0	0	0
投资活动所用现金净额	-18	-518	-400	-320	-260
吸收投资收到的先进	0	8	0	0	0
取得借款收到的现金	0	105	62	0	0
已付股利和利息	-255	-343	-306	-376	-451
其他	-65	-228	0	0	0
融资活动 (所用) 所得现金净额	-320	-458	-244	-376	-451
现金及现金等价物变动	431	-366	608	611	892
于年初的现金及现金等价物	2,009	2,441	2,091	2,699	3,310
现金及现金等价物汇兑差额	0	-1	0	0	0
于年末的现金及现金等价物	2,441	2,074	2,699	3,310	4,203

财务和估值比率

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
每股数据 (人民币)					
摊薄每股收益	2.48	1.79	2.33	2.87	3.48
每股销售额	11.83	13.06	15.62	18.35	21.34
每股股息	0.80	0.60	0.77	0.95	1.15
同比变动					
收入	24.6%	10.1%	19.8%	17.5%	16.3%
经营溢利	10.7%	10.7%	-35.1%	44.4%	27.8%
归母净利润	21.8%	-28.0%	30.5%	23.1%	21.2%
费用与利润率					
毛利率	74.1%	72.7%	71.5%	72.0%	72.3%
经营利润率	21.3%	12.6%	15.1%	16.5%	17.5%
归母净利率	21.0%	13.7%	14.9%	15.6%	16.3%
回报率					
平均股本回报率	20.3%	13.0%	15.5%	17.1%	18.2%
平均资产回报率	15.6%	11.3%	13.9%	15.3%	16.7%
资产效率					
库存周转天数	166.5	199.4	199.4	199.4	199.4
应收账款周转天数	18.8	28.3	28.3	28.3	28.3
应付账款周转天数	107.8	98.0	98.0	98.0	98.0
财务杠杆					
流动比率 (x)	5.8	5.8	4.3	4.2	4.6
速动比率 (x)	1.2	1.2	1.3	1.2	1.3
现金比率 (x)	2.5	2.5	1.6	1.9	2.2
负债/权益 (%)	19.9%	19.9%	24.8%	24.6%	22.9%
估值					
市盈率 (x)	22.3	30.9	23.7	19.3	15.9
市销率 (x)	4.7	4.2	3.5	3.0	2.6
股息率	1.4%	1.1%	1.4%	1.7%	2.1%

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

图表 2: 贝泰妮 2023 年全年及 1Q24 经营情况

(百万人民币)	2022	2023	YoY	1Q23	1Q24	YoY
营业收入	5,014	5,522	10.1%	863	1,097	27.1%
营业成本	-1,243	-1,441	16.0%	-206	-306	48.4%
毛利润	3,771	4,081	8.2%	657	791	20.4%
毛利率	75.2%	73.9%		76.1%	72.1%	
税金及附加	-56	-65	16.2%	-8	-9	10.4%
毛利润(含税金)	3,715	4,016	8.1%	649	782	20.5%
毛利率(含税金)	74.1%	72.7%		75.2%	71.3%	
销售费用	-2,048	-2,610	27.4%	-411	-513	24.8%
销售费用率	40.8%	47.3%		47.6%	46.7%	
管理费用	-343	-413	20.5%	-67	-76	13.5%
管理费用率	6.8%	7.5%		7.7%	6.9%	
研发费用	-255	-299	17.3%	-34	-33	-3.9%
研发费用率	5.1%	5.4%		3.9%	3.0%	
经营利润	1,069	694	-35.1%	138	161	17.0%
经营利润率	21.3%	12.6%		16.0%	14.7%	
财务费用	14	21	48.3%	7	5	-33.1%
其他收益	72	149	107.9%	5	8	65.5%
投资净收益	81	64	-20.1%	6	11	85.9%
公允价值变动收益	-6	-17	212.3%	31	12	-60.4%
资产减值损失	-19	-20	6.4%	-4	2	n.m.
信用减值损失	1	-14	n.m.	-3	-1	-72.5%
资产处置收益	0	1	n.m.	1	3	n.m.
营业利润	1,212	878	-27.6%	180	201	11.4%
营业外收入	9	2	-76.1%	0	0	-33.0%
营业外支出	-7	-11	57.0%	-7	-6	-9.0%
利润总额	1,214	869	-28.4%	174	195	12.1%
所得税	-163	-110	-32.9%	-19	-23	18.7%
净利润	1,051	759	-27.7%	155	172	11.2%
净利率	21.0%	13.7%		18.0%	15.7%	
少数股东损益	1	-2	n.m.	3	4	35.6%
归母净利润	1,051	757	-28.0%	158	177	11.7%
归母净利率	21.0%	13.7%		18.3%	16.1%	

资料来源: 公司资料、浦银国际

图表 3: SPDBI 财务预测变动: 贝泰妮 (300957.CH)

(人民币百万)	2024E	2025E	2026E
营业收入			
旧预测	7,684	8,835	n.a
新预测	6,617	7,771	9,039
变动	-13.9%	-12.0%	n.a.
归母净利润			
旧预测	1,322	1,498	n.a
新预测	987	1,216	1,473
变动	-25.3%	-18.8%	n.a.

E=浦银国际预测

资料来源: 浦银国际

图表 4: SPDBI 目标价: 贝泰妮 (300957.CH)



注: 截至 2024 年 4 月 26 日收盘价;

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

图表 5: SPDBI 消费行业覆盖公司

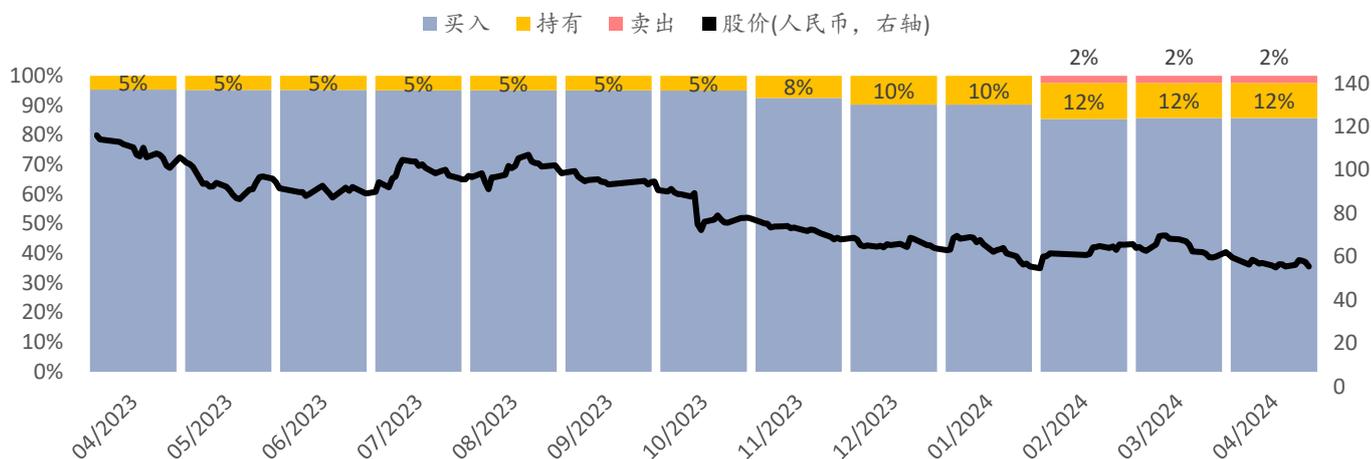
股票代码	公司	现价 (LC)	评级	目标价 (LC)	评级及目标价 发布日期	行业
2331 HK Equity	李宁	21.1	买入	24.8	2024 年 3 月 20 日	运动服饰品牌
2020 HK Equity	安踏体育	90.0	买入	101.0	2024 年 3 月 27 日	运动服饰品牌
3813 HK Equity	宝胜国际	0.7	买入	0.8	2024 年 3 月 14 日	运动服饰零售
6110 HK Equity	滔搏	5.4	买入	7.0	2024 年 4 月 12 日	运动服饰零售
2150.HK Equity	奈雪的茶	2.7	买入	10.0	2023 年 4 月 3 日	零售餐饮
YUMC.US Equity	百胜中国	39.0	买入	67.7	2024 年 2 月 7 日	零售餐饮
9987.HK Equity	百胜中国	312.2	买入	528.2	2024 年 2 月 7 日	零售餐饮
6862.HK Equity	海底捞	18.0	持有	14.0	2023 年 1 月 30 日	零售餐饮
9658.HK Equity	特海国际	14.6	买入	18.6	2024 年 4 月 9 日	零售餐饮
9922.HK Equity	九毛九	5.0	买入	6.8	2024 年 3 月 25 日	零售餐饮
LKNCY.US Equity	瑞幸咖啡	21.1	买入	23.7	2024 年 3 月 14 日	零售餐饮
291.HK Equity	华润啤酒	36.4	买入	47.0	2024 年 3 月 19 日	啤酒
600132.CH Equity	重庆啤酒	66.5	买入	115.9	2023 年 8 月 17 日	啤酒
1876.HK Equity	百威亚太	10.9	买入	16.7	2024 年 3 月 4 日	啤酒
0168.HK Equity	青岛啤酒	55.8	买入	46.4	2024 年 1 月 24 日	啤酒
600600.CH Equity	青岛啤酒	79.0	持有	71.1	2024 年 1 月 24 日	啤酒
000729.CH Equity	燕京啤酒	9.8	卖出	7.6	2022 年 1 月 26 日	啤酒
600887.CH Equity	伊利股份	28.0	买入	31.3	2024 年 1 月 16 日	乳制品
2319.HK Equity	蒙牛乳业	16.1	买入	21.1	2024 年 3 月 27 日	乳制品
600597.CH equity	光明乳业	9.3	持有	12.6	2022 年 8 月 1 日	乳制品
6186.HK Equity	中国飞鹤	4.3	买入	4.65	2024 年 4 月 19 日	乳制品
1717.HK Equity	澳优	2.3	持有	4.3	2023 年 5 月 2 日	乳制品
600882.CH Equity	妙可蓝多	12.7	买入	19.8	2023 年 10 月 30 日	乳制品
9858.HK Equity	优然牧业	1.2	买入	3.7	2022 年 8 月 1 日	乳制品
1117.HK Equity	现代牧业	0.6	买入	1.3	2022 年 8 月 1 日	乳制品
6683.HK Equity	巨星传奇	9.3	买入	7.8	2023 年 9 月 13 日	新零售
603605.CH Equity	珀莱雅	109.1	买入	129.1	2024 年 4 月 21 日	化妆品
2367.HK Equity	巨子生物	48.1	买入	52.0	2024 年 3 月 27 日	化妆品
688363.CH Equity	华熙生物	59.9	持有	70.1	2023 年 12 月 11 日	化妆品
300957.CH Equity	贝泰妮	55.3	持有	60.6	2024 年 4 月 29 日	化妆品

注：截至 2024 年 4 月 26 日收盘价。

资料来源：Bloomberg、浦银国际

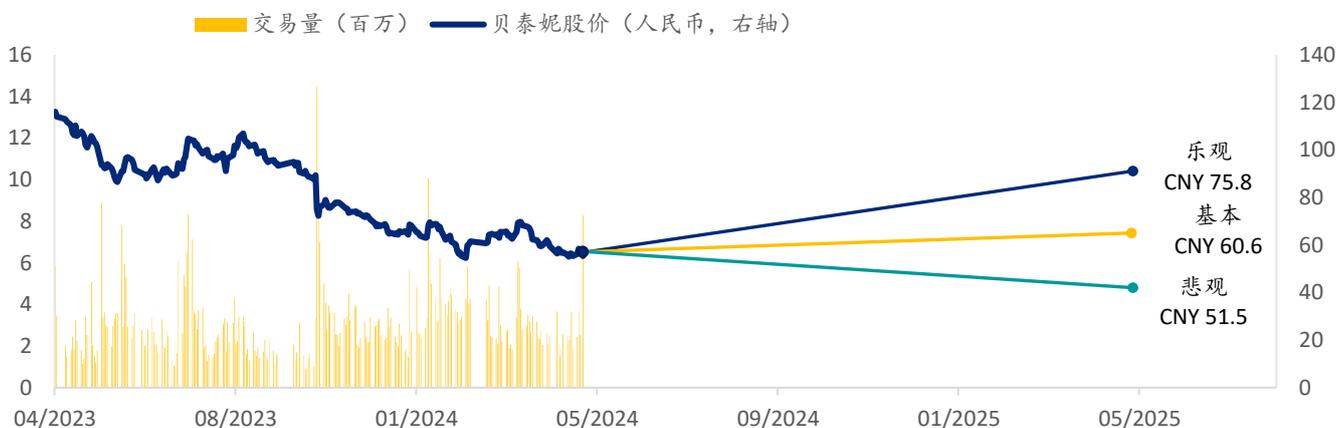
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 6: 贝泰妮市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 7: 贝泰妮 SPDBI 情景假设



乐观情景: 公司收入和利润率增长好于预期

目标价: 人民币 75.8 元

概率: 25%

- 护肤品品类 2024 年收入同比增长 30%;
- 线上收入 2024 年收入同比增长超 30%;
- 集团毛利率 2024 年同比持平;
- 市场营销费用占比 2024 年同比降低 350bps。

悲观情景: 公司收入和利润率增长不及预期

目标价: 人民币 51.5 元

概率: 20%

- 护肤品品类 2024 年收入同比增长 10%左右;
- 线上收入 2024 年收入同比增长 5%以下;
- 集团毛利率 2024 年下跌 2pct;
- 市场营销费用占比 2024 年同比下降 140bps。

E=浦银国际预测

资料来源: 浦银国际

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和人士不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和人士不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司(巨星传奇 6683.HK)在过去 12 个月内有投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写; (ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券财富管理团队

王玥

emily_wang@spdbi.com

852-2808 6468

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

