

公司点评

贝泰妮(300957.SZ)

美容护理 | 化妆品

业绩暂时性承压，期待多品牌协同发力驱动增长

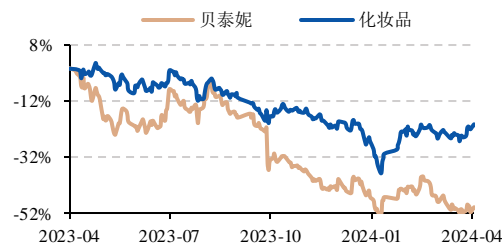
2024年04月30日

评级 买入
评级变动 维持

交易数据

当前价格(元)	57.16
52周价格区间(元)	54.58-112.93
总市值(百万)	24213.00
流通市值(百万)	24213.00
总股本(万股)	42360.00
流通股(万股)	42360.00

涨跌幅比较



%	1M	3M	12M
贝泰妮	-4.69	-0.92	-49.52
化妆品	4.09	16.23	-20.34

张曦月

分析师

执业证书编号:S0530522020001
zhangxiyue@hncasing.com

相关报告

- 1 贝泰妮(300957.SZ) 2023年半年报点评: 多品牌错位发展, 推动业绩稳步增长 2023-09-05

预测指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入(百万元)	5,013.87	5,522.17	6,703.38	7,838.81	9,016.98
归母净利润(百万元)	1,051.23	756.80	1,212.31	1,325.77	1,489.18
每股收益(元)	2.48	1.79	2.86	3.13	3.52
每股净资产(元)	13.11	13.84	16.11	18.60	21.39
P/E	23.03	31.99	19.97	18.26	16.26
P/B	4.36	4.13	3.55	3.07	2.67

资料来源: iFinD, 财信证券

投资要点:

- **业绩概览:** 1) 2023年全年, 公司实现营业收入 55.22 亿元/+10.14%; 归母净利润 7.57 亿元/-28.02%; 扣非归母净利润 6.18 亿元/-35.20%。2023 年第四季度, 公司实现营业收入 20.91 亿元/-1.31%; 归母净利润 1.78 亿元/-66.74%; 扣非归母净利润 1.1 亿元/-77.98%。2) 2024 年第一季度: 公司实现营业收入 10.97 亿元/+27.06%, 归母净利润 1.77 亿元/+11.74%, 扣非归母净利润 1.54 亿元/+21.94%。
- **营收及盈利情况:** 2023 年全年, 公司营收同比取得双位数增长, 但其他主营业务指标出现波动, 主要系四方面原因: 一是美妆行业 2023 年“双 11”等线上大促活动销售普遍不如预期, 公司未达成 2023 年“双 11”预期销售目标; 二是公司产品配方、生产工艺以及外包装升级导致毛利率略有下降; 三是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; 四是报告期内公司主要线上直营店铺平均获客成本有所上升, 线上渠道销售业绩受到一定程度影响。具体来看, **1) 收入端方面:** 分品类看, 护肤品增长稳健, 彩妆增速较为亮眼。2023 年全年公司护肤品实现营收 48.7 亿元/+6.86%, 主营业务收入占比为 88.52%。其中, 主品牌薇诺娜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; 医疗器械实现营业收入 4.63 亿元/+19.53%, 主营业务收入占比为 8.42%; 彩妆实现营业收入 1.69 亿元/+217.28%, 主营业务收入占比为 3.06%。彩妆增速亮眼主要系公司 2023 年并购悦江投资后所获得的大众品牌姬芮贡献的业绩增量。分渠道看, 线下&OMO 渠道增长相对较好。2023 年全年, 线上/线下/OMO 渠道分别实现营收 35.52/14.27/5.23 亿元, 同比增速对应为 -0.37%/+48.87%/+10.3%, 营收占比为 64.57%/25.93%/9.5%。**2) 利润端方面,** 2023 年公司毛利率、净利率分别为 73.9%和 13.75%, 较去年同期分别下滑 1.31/7.2pct。**3) 费用端方面,** 2023 年, 公司销售、管理和研发费用率为 47.26%/7.48%/5.41%, 较去年同期分别变动 +6.41pct/+0.64pct/+0.33pct。其中, 销售费率上涨主要系公司持续加大品牌形象推广宣传费用、人员费用以及电商渠道费用投入所致。
- **公司动态:** 1) 2024 年 3 月 1 日, 贝泰妮集团在薇诺娜 2.0 品牌战略发

布会上发布了第二代薇诺娜特护霜。2) 2023年“双11”，主品牌薇诺娜成功晋级天猫美妆护肤类目TOP5，成为唯一连续7年上榜天猫“双11”美妆护肤类目TOP10的国货品牌；子品牌薇诺娜宝贝销售排名位列天猫婴童护肤品类TOP3。3) 报告期内，品牌实现了从敏感肌修护进阶到了“敏感肌PLUS”。并在第25届世界皮肤病学大会期间发布了皮肤学级淡斑产品—薇诺娜修白瓶。4) 报告期内，公司成功并购了悦江投资，获得了姬芮(Za)和泊美两个品牌，补齐了公司大众线护肤及彩妆版图。5) 报告期内，公司新开OMO线下直营店50家，关店4家。截至2023年底，公司开设OMO线下直营店123家，直营店合同租赁面积为6368.76平方米。

- **盈利预测与投资建议:**截至目前，公司已形成了以薇诺娜为品牌核心，薇诺娜宝贝、瑗科缦、贝芙汀、姬芮和泊美等多品牌错位发展的品牌矩阵，品牌优势初步确定。其中，主品牌薇诺娜敏感肌护肤心智已深入人心，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。此外，公司还通过线下医药渠道打基础、线上全网覆盖的渠道策略，成功实现“OMO”跨界营销，实现了线下与线上的相互渗透、对消费群体的深度覆盖，成为中国大健康产业互联网+的领先企业。后续，我们将持续关注公司运营端改善情况，并将密切跟踪薇诺娜核心产品特护霜2.0、新品修白瓶，以及并表后姬芮和泊美等所带来的业绩增量，期待多品牌矩阵协同发力驱动增长。我们预计公司2024-2026年营业收入分别为67.03/78.39/90.17亿元（增速分别为21%/17%/15%），归母净利润分别为12.12/13.26/14.89亿元（增速分别为60%/9%/12%），EPS分别为2.86/3.13/3.52元，当前市值对应PE分别为20x/18x/16x。考虑到公司战略清晰，多品牌矩阵业务或将持续兑现，给予公司24年PE估值为23-27倍，目标价格为65.78-77.22元，维持公司“买入”评级。
- **风险提示:**宏观经济波动风险，行业政策变化风险，市场竞争度加剧，产品质量风险，产品研发和注册风险等。

报表预测(单位:百万元)						财务和估值数据摘要					
利润表						主要指标					
营业收入	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	营业收入	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	5,013.87	5,522.17	6,703.38	7,838.81	9,016.98	营业收入	5,013.87	5,522.17	6,703.38	7,838.81	9,016.98
减:营业成本	1,243.05	1,441.39	1,669.86	1,984.89	2,223.26	增长率(%)	24.65	10.14	21.39	16.94	15.03
营业税金及附加	56.10	65.18	80.33	93.94	108.05	归属母公司股东净利润	1,051.23	756.80	1,212.31	1,325.77	1,489.18
营业费用	2,047.88	2,609.68	2,902.56	3,433.40	4,038.71	增长率(%)	21.82	-28.01	60.19	9.36	12.33
管理费用	343.04	413.20	456.50	551.85	641.11	每股收益(EPS)	2.48	1.79	2.86	3.13	3.52
研发费用	254.70	298.82	351.93	417.81	477.00	每股股利(DPS)	0.80	0.00	0.59	0.64	0.72
财务费用	-14.36	-21.30	-17.77	-22.27	-28.41	每股经营现金流	1.68	1.28	1.54	2.64	3.05
减值损失	-18.26	-34.46	-13.20	-15.97	-17.02	销售毛利率	0.75	0.74	0.75	0.75	0.75
加:投资收益	80.58	64.36	94.09	104.09	114.09	销售净利率	0.21	0.14	0.18	0.17	0.17
公允价值变动损益	-5.52	-17.24	0.00	0.00	0.00	净资产收益率(ROE)	0.19	0.13	0.18	0.17	0.16
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	投入资本回报率(ROIC)	0.43	0.35	0.36	0.30	0.29
营业利润	1,212.11	877.97	1,424.04	1,515.60	1,709.57	市盈率(P/E)	23.03	31.99	19.97	18.26	16.26
加:其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	市净率(P/B)	4.36	4.13	3.55	3.07	2.67
利润总额	1,213.86	868.82	1,426.01	1,517.47	1,711.49	股息率(分红/股价)	0.01	0.00	0.01	0.01	0.01
减:所得税	163.45	109.61	212.19	224.94	248.39	主要财务指标					
净利润	1,050.42	759.21	1,213.82	1,292.53	1,463.10	收益率					
减:少数股东损益	-0.81	2.42	1.51	1.65	1.85	毛利率	75.21%	73.90%	75.09%	74.68%	75.34%
归属母公司股东净利润	1,051.23	756.80	1,212.31	1,290.88	1,461.24	三费/销售收入	47.97%	55.13%	50.38%	51.12%	52.22%
资产负债表						EBIT/销售收入					
货币资金	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	EBIT/销售收入	23.92%	15.35%	21.01%	19.52%	18.98%
货币资金	2,514.30	2,091.46	2,003.35	2,510.43	3,051.26	EBITDA/销售收入	25.14%	17.30%	22.59%	21.45%	21.27%
交易性金融资产	1,433.64	1,238.36	1,238.36	1,238.36	1,238.36	销售净利率	20.95%	13.75%	18.11%	16.93%	16.54%
应收和预付款项	550.37	812.20	782.08	914.54	1,052.00	资产获利率					
其他应收款(合计)	20.10	29.75	28.28	33.07	38.04	ROE	18.93%	12.91%	17.77%	16.83%	16.44%
存货	670.75	904.41	916.78	1,089.74	1,220.61	ROA	15.65%	10.08%	14.08%	13.35%	13.15%
其他流动资产	525.89	446.40	1,280.55	1,497.45	1,722.52	ROIC	42.67%	34.73%	36.01%	29.69%	28.95%
长期股权投资	82.78	212.02	216.11	220.20	224.29	资本结构					
金融资产投资	0.00	86.45	86.45	86.45	86.45	资产负债率	16.62%	19.86%	18.94%	19.09%	18.57%
投资性房地产	9.48	9.02	7.82	6.62	5.43	投资资本/总资产	32.84%	44.27%	51.09%	50.94%	51.38%
固定资产和在建工程	665.36	808.14	954.31	1,097.64	1,325.79	带息债务/总负债	4.56%	11.52%	4.72%	3.95%	3.44%
无形资产和开发支出	77.94	606.85	751.68	899.73	1,030.40	流动比率	5.76	4.28	4.39	4.31	4.38
其他非流动资产	168.12	261.88	345.87	336.54	327.20	速动比率	4.51	3.18	2.80	2.73	2.78
资产总计	6,718.72	7,506.93	8,611.64	9,930.77	11,322.3	股利支付率	32.24%	0.00%	20.56%	20.56%	20.56%
短期借款	0.00	103.82	0.00	0.00	0.00	收益留存率	67.76%	100.00%	79.44%	79.44%	79.44%
交易性金融负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资产管理效率					
应付和预收款项	868.45	1,089.79	1,257.01	1,494.16	1,673.59	总资产周转率	0.75	0.74	0.78	0.79	0.80
长期借款	50.95	67.98	77.02	74.78	72.37	固定资产周转率	15.87	7.19	7.28	7.32	6.91
其他负债	197.54	229.53	297.26	326.69	356.43	应收账款周转率	9.86	7.69	9.58	9.58	9.58
负债合计	1,116.94	1,491.11	1,631.29	1,895.62	2,102.39	存货周转率	1.85	1.59	1.82	1.82	1.82
股本	423.60	423.60	423.60	423.60	423.60	估值指标					
资本公积	2,846.00	2,846.00	2,846.00	2,846.00	2,846.00	EBIT	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
留存收益	2,282.67	2,591.39	3,554.41	4,607.56	5,790.52	EBIT	1,199.50	847.51	1,408.24	1,530.09	1,711.02
归属母公司股东权益	5,552.27	5,860.99	6,824.01	7,877.16	9,060.12	EBITDA	1,260.46	955.43	1,513.98	1,681.27	1,917.63
少数股东权益	49.50	154.82	156.33	157.98	159.83	NOPLAT	1,041.78	766.30	1,196.68	1,306.44	1,464.70
股东权益合计	5,601.78	6,015.82	6,980.34	8,035.14	9,219.96	归母净利润	1,051.23	756.80	1,212.31	1,325.77	1,489.18
负债和股东权益合计	6,718.72	7,506.93	8,611.64	9,930.77	11,322.3	EPS	2.48	1.79	2.86	3.13	3.52
现金流量表						BPS	13.11	13.84	16.11	18.60	21.39
经营性现金净流量	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	PE	23.03	31.99	19.97	18.26	16.26
经营性现金净流量	712.76	543.26	654.01	1,118.71	1,294.02	PEG	1.06	-1.14	0.33	1.95	1.32
投资性现金净流量	-18.49	-518.06	-415.82	-359.04	-472.96	PB	4.36	4.13	3.55	3.07	2.67
筹资性现金净流量	-319.66	-458.47	-326.30	-252.58	-280.23	PS	4.83	4.38	3.61	3.09	2.69
现金流量净额	374.64	-433.99	-88.11	507.08	540.83	PCF	33.97	44.57	37.02	21.64	18.71

资料来源: 财信证券, iFinD

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	买入	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	增持	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	持有	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为-10%—5%
	卖出	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为-5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财信证券股份有限公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司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。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财信证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财信证券研究发展中心

网址：stock.hnchasing.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438