



# 贝泰妮 (300957.SZ): 23 年业绩表现偏弱, 24 年 Q1 边际改善

2024 年 5 月 7 日

推荐/调低

贝泰妮

公司报告

**事件:** 公司发布 2023 年年报和 2024 年一季报, 全年实现营业收入 55.2 亿元, 同比+10.1%; 实现归母净利润 7.6 亿元, 同比-28%; 2024 年 Q1 实现营业收入 10.97 亿元, 同比+27.1%, 实现归母净利润 1.8 亿元, 同比+11.7%。

**主品牌稳健增长子品牌逐步放量, 兴趣电商渠道和线下渠道为收入增长主要贡献。** 分品牌看, 2023 年主品牌薇诺娜实现营收 51.92 亿元, 同比+9%, 在行业需求较为疲软的背景下增速放缓; 子品牌薇诺娜 baby 实现营收 1.5 亿元, 同比+47.5%, 随着品牌培育成熟逐渐放量; AOXMED 实现营收 0.36 亿元, 为品牌贡献收入的第一年。分渠道看, 2023 年线上渠道偏弱, 营收同比基本持平, 占比下降 6.7pct. 至 64.6%, 淘系表现较弱 s 形成拖累, 抖音渠道同比高增 47.1%; 线下渠道同比+48.9%, 营收占比提升至 25.9%, 尤其是 OTC 渠道增长迅猛, 同比+66.1%。截至目前, 公司已经与线下超过 9.4 万家终端 OTC 药房合作, 该渠道作为公司的特色渠道有望持续贡献业绩增长。

**毛利率的下降和费用率的上升导致净利率下降。** 产品配方、生产工艺以及外包装升级导致 2023 年毛利率下降 1.31pct. 至 73.9%; 销售和管理费用率分别为 47.3% 和 7.48%, 分别同比+6.42 和 +0.64pct., 销售费用率增长较多源于公司加大品牌宣传推广费用, 但“双 11”线上渠道大促活动销售不及预期, 各平台获客成本增加; 同时叠加中央工厂建成投产带来折旧摊销费用增加, 公司整体净利率同比下降 7.26pct. 至 13.71%, 盈利能力有所下降。

**2024 年 Q1 业绩表现和盈利能力边际好转, 整体恢复至上升通道。** 24 年 Q1 营收同比+27.1%, 实现远超社零化妆品同比+3.4% 的增速, 在去年同期低基数下表现较好。销售毛利率同比下降 4.02pct. 至 72.09%, 销售费用率和管理费用率同比小幅下降, 净利率 15.72% 相较于去年同期的 17.96% 仍有所下滑, 但相较 23 年底实现了环比 1.97pct. 的增长, 盈利能力边际恢复。

**研发加大大单品巩固竞争优势, 外延并购扩大品牌矩阵。** 2023 年公司推出以青刺果多糖为代表的新原料, 推出渗流新技术, 赋能产品开发, 巩固主品牌竞争优势。2023 年公司并购悦江集团, 获得“姬芮 (Za)”和“泊美 (PURE & MILD)”两大品牌, 在原有的功效线和高端线的基础上扩充大众美护条线, 持续搭建品牌矩阵。公司立足贝泰妮生态圈, 横向扩张寻找优质品牌, 纵向延伸寻找新原料研产销一体化公司, 同时开始布局海外市场, 在泰国曼谷建立东南亚业务总部, 助力品牌出海。公司多维并举深耕美丽与健康大赛道, 为中长期发展奠基。

**盈利预测及投资评级:** 我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 10.55、12.65 和 14.88 亿元, 对应 EPS 分别为 2.49、2.99 和 3.51 元。当前股价对应 2024-2026 年 PE 值分别为 23、19 和 16 倍。美护行业需求仍在恢复通道, 公司处于调整周期短期业绩或承压, 调低评级至“推荐”评级。

**风险提示:** 行业需求疲软, 品牌市场竞争加剧。

## 财务指标预测

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
----	-------	-------	-------	-------	-------

## 公司简介:

云南贝泰妮生物科技集团股份有限公司的主营业务是应用纯天然的植物活性成分提供温和、专业的皮肤护理产品。公司产品主要包括霜、护肤水、面膜、精华、乳液等护肤品类产品及隔离霜、BB 霜、卸妆水等彩妆类产品。

资料来源: 公司公告、东兴证券研究所

## 未来 3-6 个月重大事项提示:

2024-05-22 年度股东大会

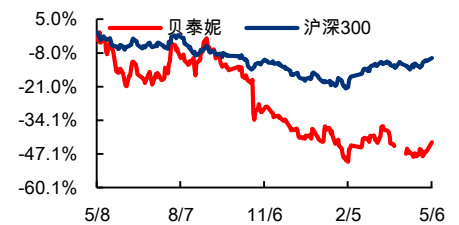
资料来源: 公司公告、东兴证券研究所

## 交易数据

52 周股价区间 (元)	110.36-54.58
总市值 (亿元)	258.65
流通市值 (亿元)	258.65
总股本/流通 A 股 (万股)	42,360/42,360
流通 B 股/H 股 (万股)	-/-
52 周日均换手率	2.44

资料来源: 恒生聚源、东兴证券研究所

## 52 周股价走势图



资料来源: 恒生聚源、东兴证券研究所

## 分析师: 刘田田

010-66554038

liutt@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480521010001

## 分析师: 魏宇萌

010-66555446

weiyu@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480522090004

## 分析师: 刘雪晴

010-66554026

liuxq@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480522090005

营业收入 (百万元)	5,715.03	5,522.17	6,777.78	8,147.08	9,554.23
增长率 (%)	24.65%	10.14%	22.74%	20.20%	17.27%
归母净利润 (百万元)	1,051.23	756.80	1,055.14	1,264.96	1,487.61
增长率 (%)	21.82%	-28.01%	39.42%	19.89%	17.60%
净资产收益率 (%)	18.93%	12.91%	15.36%	16.00%	16.25%
每股收益 (元)	2.48	1.79	2.49	2.99	3.51
PE	23.10	32.01	23.00	19.19	16.32
PB	4.37	4.14	3.53	3.07	2.65

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

**附表: 公司盈利预测表**

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产合计</b>	5715	5523	6561	7789	9226	<b>营业收入</b>	5014	5522	6778	8147	9554
货币资金	2514	2091	3532	5119	6941	<b>营业成本</b>	1243	1441	1762	2078	2389
应收账款	270	562	527	731	800	营业税金及附加	56	65	80	96	113
其他应收款	20	30	37	44	51	营业费用	2048	2610	3050	3666	4252
预付款项	42	69	69	89	101	管理费用	343	413	474	570	669
存货	671	904	1028	1258	1420	财务费用	-14	-21	-25	-43	-60
其他流动资产	526	446	-305	-1428	-2426	研发费用	255	299	388	505	657
<b>非流动资产合计</b>	1004	1984	1836	1728	1630	资产减值损失	18.99	20.20	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	83	212	212	212	212	公允价值变动收益	-5.52	-17.24	-11.38	-14.31	-12.84
固定资产	206	667	587	507	427	投资净收益	80.58	64.36	72.47	68.42	70.44
无形资产	78	193	187	182	176	加: 其他收益	71.88	149.42	110.65	130.04	120.34
其他非流动资产	50	75	0	0	0	<b>营业利润</b>	1212	878	1219	1460	1714
<b>资产总计</b>	6719	7507	8397	9517	10856	营业外收入	8.95	2.14	2.14	2.14	2.14
<b>流动负债合计</b>	992	1291	1282	1362	1454	营业外支出	7.19	11.29	11.29	11.29	11.29
短期借款	0	104	0	0	0	<b>利润总额</b>	1214	869	1210	1450	1705
应付账款	311	334	419	485	562	所得税	163	110	153	183	215
预收款项	0	0	0	0	0	<b>净利润</b>	1050	759	1058	1267	1490
一年内到期的非流动负债	62	42	42	42	42	少数股东损益	-1	2	2	2	2
<b>非流动负债合计</b>	125	200	88	88	88	归属母公司净利润	1051	757	1055	1265	1488
长期借款	0	5	5	5	5	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	0	0	0	0	0		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>负债合计</b>	1117	1491	1369	1450	1542	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	50	155	157	160	162	营业收入增长	24.65%	10.14%	22.74%	20.20%	17.27%
实收资本 (或股本)	424	424	424	424	424	营业利润增长	19.34%	-27.57%	38.89%	19.69%	17.46%
资本公积	2846	2846	2846	2846	2846	归属于母公司净利润增长	21.82%	-28.01%	39.42%	19.89%	17.60%
未分配利润	2072	2490	3362	4383	5598	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东权益合计	5552	5861	6870	7908	9152	毛利率 (%)	75.21%	73.90%	74.00%	74.50%	75.00%
<b>负债和所有者权益</b>	6719	7507	8397	9517	10856	净利率 (%)	20.95%	13.75%	15.60%	15.56%	15.60%
<b>现金流量表</b>						<b>偿债能力</b>					
单位: 百万元						总资产净利润 (%)	15.65%	10.08%	12.57%	13.29%	13.70%
						ROE (%)	18.93%	12.91%	15.36%	16.00%	16.25%
<b>经营活动现金流</b>	769	610	1794	2027	2317	<b>运营能力</b>					
净利润	1050	759	1058	1267	1490	总资产周转率	0.80	0.78	0.85	0.91	0.94
折旧摊销	103.76	247.72	80.06	80.06	80.06	应收账款周转率	19	13	12	13	12
财务费用	-14	-21	-25	-43	-60	应付账款周转率	16.52	17.12	18.00	18.03	18.25
应收帐款减少	0	0	34	-204	-69	<b>每股指标 (元)</b>					
预收帐款增加	0	0	0	0	0	每股收益 (最新摊薄)	2.48	1.79	2.49	2.99	3.51
<b>投资活动现金流</b>	-18	-518	-220	-256	-312	每股净现金流 (最新摊薄)	1.02	-0.86	3.40	3.75	4.30
公允价值变动收益	-6	-17	-11	-14	-13	每股净资产 (最新摊薄)	13.11	13.84	16.22	18.67	21.61
长期投资减少	0	0	0	0	0	<b>估值比率</b>					
投资收益	81	64	72	68	70	P/E	23.10	32.01	23.00	19.19	16.32
<b>筹资活动现金流</b>	-320	-458	-133	-184	-183	P/B	4.37	4.14	3.53	3.07	2.65
应付债券增加	0	0	0	0	0	EV/EBITDA	16.77	20.22	16.23	12.78	9.99
长期借款增加	0	0	0	0	0						
普通股增加	0	0	0	0	0						
资本公积增加	0	0	0	0	0						
<b>现金净增加额</b>	431	-366	1441	1587	1822						

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

## 相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业深度报告	化工行业 2024 年投资展望: 行业景气预期改善, 聚焦三类投资机会	2023-11-30
行业深度报告	化工行业 2023 年中期策略报告 PPT	2023-07-21
行业深度报告	化工行业 2023 年中期策略报告: 行业景气回落, 细分领域仍存投资机会	2023-07-04
公司普通报告	贝泰妮 (300957): 22 年业绩平稳增长, 股权激励彰显信心	2023-03-31
行业深度报告	化工行业 2023 年策略报告: 行业景气回落, 细分领域迎来机遇期	2022-11-28

资料来源: 东兴证券研究所

## 分析师简介

### 刘田田

对外经济贸易大学金融硕士，2019 年 1 月加入东兴证券研究所，现任大消费组组长、纺服&轻工行业首席分析师。2 年买方经验，覆盖大消费行业研究，具备买方研究思维。

### 魏宇萌

中国人民大学经济学学士，金融硕士。2020 年 7 月加入东兴证券研究所，商贸零售与社会服务行业研究助理，主要负责化妆品、免税、黄金珠宝、电商、传统零售等研究方向。

### 刘雪晴

中央财经大学经济学硕士。2020 年 8 月加入东兴证券研究所，商贸零售与社会服务行业研究助理，主要负责旅游酒店、餐饮、教育人服、本地生活、医美等研究方向。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内, 与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

## 行业评级体系

公司投资评级 (A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数, 美国市场基准为标普 500 指数):  
以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数, 美国市场基准为标普 500 指数):  
以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

## 东兴证券研究所

北京	上海	深圳
西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层	虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层	福田区益田路 6009 号新世界中心 46F
邮编: 100033	邮编: 200082	邮编: 518038
电话: 010-66554070	电话: 021-25102800	电话: 0755-83239601
传真: 010-66554008	传真: 021-25102881	传真: 0755-23824526