

贝泰妮（300957）2023年报&2024年一季报点评

组织架构调整初见成效，期待薇诺娜及品牌出海表现

2024年05月07日

【投资要点】

- ◆ 公司发布 2023 及 2024 年一季报。2023 年公司实现收入 55.2 亿元（+10.1%），归母净利 7.6 亿元（-28.0%），扣非后 6.2 亿元（-35.0%）。24Q1 收入 11.0 亿（+27.1%），归母净利 1.8 亿元（+11.7%），扣非后 1.5 亿元（+21.9%），盈利能力边际改善。
- ◆ 品牌升级影响毛利率，24Q1 费用率呈现同比优化。①毛利率：23/24Q1 分别为 73.90%/72.09%，同比各-1.31/-4.02pct，主要系产品配方、生产工艺以及包装升级。②费率：销售/管理/研发费率分别为 47.26%/7.48%/5.41%，分别各+6.41/+0.64/+0.33pct，主要系线上获客成本增加，双 11 线上大促销售不如预期，叠加中央工厂新基地项目投产、长期资产折摊成本增加，回看 24Q1 整体费率同比下行。③销售净利率：23/24Q1 分别为 13.75%/15.72%，各-7.20/-2.24pct。
- ◆ 聚焦敏感肌基本盘，舒敏霜、防晒成功出圈，美白、抗衰线稳健扩充“敏感肌 PLUS”。23 年公司护肤品/医疗器械/彩妆实现收入分别 48.7/4.6/1.7 亿元，同比+7%/+20%/+217%。①薇诺娜：收入 52 亿元（+6%），连续 7 年上榜天猫双 11 美护类 TOP10；核心爆品“面霜乳液+防晒”势能依旧，由敏感肌修护向“敏感肌 PLUS”进阶的功效单品“修白瓶”表现良好。②薇诺娜宝贝：收入 1.5 亿元（+48%），23 年线下门店终端覆盖超 5000 家，其中终端医院 985 家；屈臣氏近 4000 家。③AOXMED：收入 3619 万元，医美/生美机构合作提供专业背书，线上触达，线下头部百货及院线转化。
- ◆ 抖音渠道提速，药房和专柜是线下重点。23 年线上/OMO/线下收入占比各 64.6%/9.5%/25.9%，收入同比各-0.4%/+10%/+49%。分拆线上，淘系收入 17.6 亿元（-14.5%），占主营收入比 32%，其中薇诺娜官旗同比-18%，复购率提升至 35%；抖音系 6.3 亿元（+47%），其中薇诺娜官旗占比 80%，同比增长 29%；京东系 3.74 亿元（+5%）。线下方面，24 年将发力 OTC 药房、院线等专业渠道以及 KA、免税商店等。
- ◆ 悦江投资赋能出海运营，东盟及欧美稳步推进。公司在泰国曼谷建立了东南亚业务总部，2024 年预计成立本地化运营团队。23 年公司通过收购悦江投资获得姬芮 Za 和泊美 PURE&MILD，补齐大众线护肤及彩妆版图，前中后台与国内进行整合打通，并对薇诺娜在新马泰地区的出海有效赋能。欧美主要依托跨境电商进行销售。


东方财富证券
Eastmoney Securities

挖掘价值 投资成长

买入（维持）

东方财富证券研究所

证券分析师：高博文

证书编号：S1160521080001

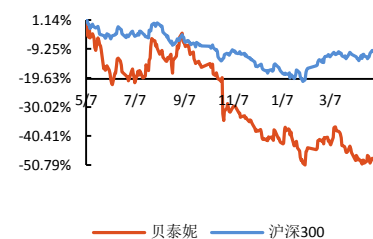
证券分析师：陈子怡

证书编号：S1160522070002

联系人：班红敏

电话：021-23586475

相对指数表现



基本数据

总市值（百万元）	26123.41
流通市值（百万元）	26123.41
52 周最高/最低（元）	112.60/51.50
52 周最高/最低（PE）	43.96/20.77
52 周最高/最低（PB）	8.42/3.94
52 周涨幅（%）	-43.64
52 周换手率（%）	177.62

相关研究

- 《单 Q3 扣非归母净利+40%，悦江战略投资项目落地》
2023.10.30
- 《23H1 业绩符合预期，线下渠道恢复显著》
2023.09.01
- 《23Q1 归母净利+8.4%，期待二季度大促表现》
2023.04.28
- 《股权激励彰显信心，敏感肌 Plus 打造皮肤生态》
2023.03.30

【投资建议】

- ◆ 公司组织架构调整目标明确,前中后台部分战略落地已于 24Q1 初显成效;悦江项目落地有效补位大众市场,海外将与国内协同发力提供业绩增量。考虑到 23 年受 Q4 大促及流量成本提升、悦江投资并表影响,我们下调 24-25 年并新增 26 年盈利预测,预计 24-26 年归母净利润各 11.3/13.2/15.3 亿元,增速 49.3%/17.2%/15.8%;EPS 各 2.67/3.12/3.62 元;当前股价对应 PE 分别为 23/20/17 倍,维持“买入”评级。

盈利预测

项目\年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	5522.17	7109.15	8210.16	9266.62
增长率(%)	10.14%	28.74%	15.49%	12.87%
EBITDA(百万元)	983.94	1521.87	1712.80	1960.63
归属母公司净利润(百万元)	756.80	1129.52	1323.40	1532.97
增长率(%)	-28.02%	49.25%	17.17%	15.84%
EPS(元/股)	1.79	2.67	3.12	3.62
市盈率(P/E)	38.08	22.90	19.54	16.87
市净率(P/B)	4.93	4.00	3.61	3.24
EV/EBITDA	36.90	15.25	13.22	11.10

资料来源:Choice, 东方财富证券研究所

【风险提示】

- ◆ 新品推广和新品牌孵化不及预期;
- ◆ 品牌相对集中;
- ◆ 敏感肌赛道竞争加剧;
- ◆ 获客成本快速增长。

资产负债表（百万元）

至 12 月 31 日	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	5522.58	6444.20	7355.38	8490.30
货币资金	2091.46	2844.97	3347.25	4217.96
应收及预付	655.54	757.79	859.95	970.23
存货	904.41	1125.23	1294.74	1414.43
其他流动资产	1871.16	1716.21	1853.44	1887.68
非流动资产	1984.35	1897.08	1804.98	1617.35
长期股权投资	212.02	222.07	229.92	240.58
固定资产	667.20	523.80	380.91	225.68
在建工程	40.22	50.72	61.22	68.22
无形资产	193.11	203.11	213.11	223.11
其他长期资产	871.80	897.38	919.82	859.76
资产总计	7506.93	8341.28	9160.36	10107.65
流动负债	1291.21	1462.54	1637.71	1760.98
短期借款	103.82	5.98	10.59	2.59
应付及预收	401.93	477.40	538.97	583.57
其他流动负债	785.46	979.16	1088.15	1174.81
非流动负债	199.90	269.90	201.36	206.94
长期借款	4.70	4.70	4.70	4.70
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	195.20	265.20	196.66	202.24
负债合计	1491.11	1732.44	1839.07	1967.92
实收资本	423.60	423.60	423.60	423.60
资本公积	2846.00	2846.00	2846.00	2846.00
留存收益	2701.18	3299.83	4001.23	4813.70
归属母公司股东权益	5860.99	6459.64	7161.04	7973.52
少数股东权益	154.82	149.20	145.25	140.66
负债和股东权益	7506.93	8341.28	9145.36	10082.09

利润表（百万元）

至 12 月 31 日	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	5522.17	7109.15	8210.16	9266.62
营业成本	1441.39	1980.14	2235.49	2420.51
税金及附加	65.18	85.31	98.52	111.20
销售费用	2609.68	3241.77	3776.67	4346.04
管理费用	413.20	462.09	521.35	602.33
研发费用	298.82	383.89	431.03	528.20
财务费用	-21.30	-58.60	-81.16	-104.82
资产减值损失	-20.20	-21.17	-24.60	-18.46
公允价值变动收益	-17.24	0.00	0.00	0.00
投资净收益	64.36	85.31	98.52	111.20
资产处置收益	0.69	7.11	0.82	0.93
其他收益	149.42	177.73	164.20	278.00
营业利润	877.97	1262.44	1467.50	1739.77
营业外收入	2.14	7.50	5.00	6.78
营业外支出	11.29	0.00	6.45	19.56
利润总额	868.82	1269.94	1466.05	1726.99
所得税	109.61	146.04	146.60	198.60
净利润	759.21	1123.90	1319.44	1528.38
少数股东损益	2.42	-5.62	-3.96	-4.59
归属母公司净利润	756.80	1129.52	1323.40	1532.97
EBITDA	983.94	1521.87	1712.80	1960.63

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

现金流量表（百万元）

至 12 月 31 日	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	610.44	1273.42	1369.25	1619.26
净利润	759.21	1123.90	1319.44	1528.38
折旧摊销	175.09	304.90	323.95	333.88
营运资金变动	-186.09	-79.59	-201.03	-157.61
其它	-137.78	-75.80	-73.11	-85.39
投资活动现金流	-518.06	40.69	-180.56	-25.20
资本支出	-271.39	-185.97	-217.63	-145.44
投资变动	-305.41	143.35	-59.45	11.04
其他	58.75	83.31	96.52	109.20
筹资活动现金流	-458.47	-560.59	-686.41	-723.35
银行借款	105.45	-97.84	4.61	-8.00
债券融资	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	7.50	0.00	0.00	0.00
其他	-571.42	-462.76	-691.02	-715.35
现金净增加额	-366.81	753.51	502.28	870.71
期初现金余额	2440.69	2091.46	2844.97	3347.25
期末现金余额	2073.88	2844.97	3347.25	4217.96

主要财务比率

至 12 月 31 日	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长	10.14%	28.74%	15.49%	12.87%
营业利润增长	-27.57%	43.79%	16.24%	18.55%
归属母公司净利润增长	-28.02%	49.25%	17.17%	15.84%
获利能力 (%)				
毛利率	73.90%	72.15%	72.77%	73.88%
净利率	13.75%	15.81%	16.07%	16.49%
ROE	12.91%	17.49%	18.48%	19.23%
ROIC	11.35%	15.85%	16.83%	17.48%
偿债能力				
资产负债率 (%)	19.86%	20.77%	20.08%	19.47%
净负债比率	-	-	-	-
流动比率	4.28	4.41	4.49	4.82
速动比率	3.52	3.58	3.64	3.96
营运能力				
总资产周转率	0.74	0.85	0.90	0.92
应收账款周转率	9.83	11.23	11.43	11.40
存货周转率	6.11	6.32	6.34	6.55
每股指标 (元)				
每股收益	1.79	2.67	3.12	3.62
每股经营现金流	1.44	3.01	3.23	3.82
每股净资产	13.84	15.25	16.91	18.82
估值比率				
P/E	38.08	22.90	19.54	16.87
P/B	4.93	4.00	3.61	3.24
EV/EBITDA	36.90	15.25	13.22	11.10

东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师申明：

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资建议的评级标准：

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3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。

股票评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上；
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

行业评级

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

免责声明：

本研究报告由东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别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、意见及推测只提供给客户作参考之用，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作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。