



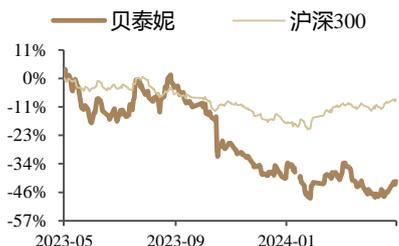
买入（维持）

所属行业：美容护理/化妆品
当前价格(元)：61.79

证券分析师

易丁依
资格编号：S0120523070004
邮箱：yidy@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	5.73	-1.22	0.55
相对涨幅(%)	2.02	-4.59	-8.35

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

- 《贝泰妮：23Q3 扣非利润超预期，期待双十一旺季销售表现》，2023.10.30
- 《贝泰妮：拟收购悦江投资 51% 股权，进军大众线完善品牌矩阵》，2023.10.9
- 《贝泰妮：23H1 业绩符合预期，搭建“1+3”品牌矩阵》，2023.8.29

贝泰妮：24Q1 扣非+22%、展现拐点，组织调整或将逐步现成效

投资要点

- 23 年业绩受到双十一大促预期影响，24Q1 收入、利润均展现拐点。(1) 2023 全年：实现营收 55.22 亿/+10.14%，归母净利润 7.57 亿/-28.02%，扣非归母净利润 6.18 亿/-35.20%，出现波动主要系公司未达成“双 11”预期销售目标。毛利率为 73.90%/-1.31pcts，公司双十一促销力度大、且产品配方工艺及外包装升级导致毛利率略有下降。研发费用持续高投入达 2.99 亿/+17.3%；销售费用结构性微升，销售费用率达 47.3%/+6.5pcts，归母净利率为 13.7%/-7.26pcts。(2) 24Q1：营收 10.97 亿/+27.06%，增速环比提升，归母净利润 1.77 亿/+11.74%，扣非归母净利润 1.54 亿/+21.94%。销售毛利率约为 74.20%，销售/管理费用率分别为 46.73%/6.90%，较 23Q1 略有下降。
- 线上渠道收入稳定，线下收入贡献突显。1) 线上渠道表现稳定，2023 年总营收达 30.75 亿/-2.32%，阿里系营收 17.62 亿/-14.5%、双十一期间销售低于预期，我们预估阿里系有望在 24 年重回增长，抖音系+47%、且占比提升至 11.5%，唯品会与京东系占比维持稳定；2) OMO 渠道稳中有升，营收达 5.23 亿/+10.30%，OMO 渠道线上销售平台新增注册用户约 78.48 万户；3) 线下 OTC 分销渠道收入贡献显著，营收达 8.16 亿元/+66.08%，销售毛利率维持高水平 79.54%/+1.04pcts。
- 薇诺娜 2.0 聚焦敏感肌提升品牌势能，品牌矩阵强化差异。1) 薇诺娜：2023 年实现营收 51.92 亿/+6.3%，占比超过 94%；在国内皮肤学级护肤品赛道市场份额约 20.40%，连续多年稳居第一；24 年推出了第二代特护霜，宣布进入 2.0 时代，未来围绕特护系列、防晒、美白、抗衰、祛痘等品类推新；2) 薇诺娜宝贝：实现营收 1.50 亿/+47.5%，深耕婴童功效性护肤品赛道；3) 其他子品牌：瑗科缙实现营收 0.36 亿，开启市场元年；姬芮实现营收 0.90 亿，品牌聚焦亚洲女性肌肤，主打功效底妆，提供高性价比的彩妆产品；泊美实现营收 0.14 亿；新推出祛痘品牌贝芙汀，开启“AI+护肤”新时代。
- 悦江投资净利润未达预期，未来着力拓展皮肤大健康生态版图。1) 悦江投资 23 年净利润为 4319.22 万，略低于业绩承诺目标人民币 5000 万元，完成率 86.20%，受美妆行业 2023 年“双 11”等线上大促活动销售普遍不如预期。2) 立足皮肤科学，放大医研共创基因，通过“聚焦主品牌，拓展子品牌”品牌矩阵策略，提升用户粘性和品牌美誉度，未来通过悦江完善贝泰妮布局版图，且强化运营协同。
- 投资建议：贝泰妮在渠道和产品端龙头地位持续巩固，在薇诺娜基础逐步打造多品牌矩阵，实现中台的共享与赋能。我们预计 24-26 年营收为 70.2 亿/79.9 亿/89.2 亿，归母净利润为 11.1 亿/13.7 亿/16.1 亿，分别同增+46.6%/+23.3%/+17.8%，对应 PE 分别为 23.6X/19.1X/16.2X，维持“买入”评级。
- 风险提示：行业景气度下降风险；行业竞争加剧风险；品牌集中风险；新品牌孵化不及预期风险；大股东减持风险。

股票数据

总股本(百万股):	423.60
流通 A 股(百万股):	423.60
52 周内股价区间(元):	54.58-109.26
总市值(百万元):	26,174.24
总资产(百万元):	7,060.40
每股净资产(元):	14.07

资料来源：公司公告

主要财务数据及预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	5,014	5,522	7,019	7,990	8,923
(+/-)YOY(%)	24.6%	10.1%	27.1%	13.8%	11.7%
净利润(百万元)	1,051	757	1,109	1,368	1,611
(+/-)YOY(%)	21.8%	-28.0%	46.6%	23.3%	17.8%
全面摊薄 EPS(元)	2.48	1.79	2.62	3.23	3.80
毛利率(%)	75.2%	73.9%	73.8%	73.9%	74.0%
净资产收益率(%)	18.9%	12.9%	16.8%	18.3%	18.9%

资料来源：公司年报(2022-2023)，德邦研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

财务报表分析和预测

主要财务指标	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(元)				
每股收益	1.79	2.62	3.23	3.80
每股净资产	13.84	15.56	17.64	20.08
每股经营现金流	1.44	2.34	3.20	3.73
每股股利	0.60	0.90	1.14	1.37
价值评估(倍)				
P/E	38.16	23.60	19.13	16.24
P/B	4.93	3.97	3.50	3.08
P/S	4.74	3.73	3.28	2.93
EV/EBITDA	31.07	21.34	16.94	13.68
股息率%	0.9%	1.5%	1.9%	2.2%
盈利能力指标(%)				
毛利率	73.9%	73.8%	73.9%	74.0%
净利润率	13.7%	15.8%	17.1%	18.1%
净资产收益率	12.9%	16.8%	18.3%	18.9%
资产回报率	10.1%	13.4%	14.7%	15.4%
投资回报率	9.7%	13.5%	14.5%	15.2%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	10.1%	27.1%	13.8%	11.7%
EBIT 增长率	-35.1%	56.0%	21.8%	18.6%
净利润增长率	-28.0%	46.6%	23.3%	17.8%
偿债能力指标				
资产负债率	19.9%	18.4%	17.5%	16.4%
流动比率	4.3	4.7	5.0	5.5
速动比率	3.5	3.9	4.2	4.7
现金比率	1.6	2.0	2.5	3.0
经营效率指标				
应收帐款周转天数	37.1	32.0	30.0	28.0
存货周转天数	229.0	200.0	180.0	165.0
总资产周转率	0.7	0.8	0.9	0.9
固定资产周转率	8.3	10.0	10.9	11.8

现金流量表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	757	1,109	1,368	1,611
少数股东损益	2	23	28	33
非现金支出	210	59	31	32
非经营收益	-172	-87	-100	-112
营运资金变动	-186	-111	30	16
经营活动现金流	610	993	1,357	1,580
资产	-271	-130	-93	-90
投资	-305	0	0	0
其他	59	91	104	116
投资活动现金流	-518	-39	11	26
债权募资	105	0	0	0
股权募资	8	0	0	0
其他	-571	-384	-489	-584
融资活动现金流	-458	-384	-489	-584
现金净流量	-367	570	879	1,022

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 5 月 9 日
 资料来源：公司年报 (2022-2023)，德邦研究所

利润表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	5,522	7,019	7,990	8,923
营业成本	1,441	1,837	2,085	2,317
毛利率%	73.9%	73.8%	73.9%	74.0%
营业税金及附加	65	84	96	107
营业税金率%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%
营业费用	2,610	3,193	3,596	3,971
营业费用率%	47.3%	45.5%	45.0%	44.5%
管理费用	413	505	559	607
管理费用率%	7.5%	7.2%	7.0%	6.8%
研发费用	299	316	336	357
研发费用率%	5.4%	4.5%	4.2%	4.0%
EBIT	694	1,083	1,319	1,564
财务费用	-21	-17	-22	-31
财务费用率%	-0.4%	-0.2%	-0.3%	-0.4%
资产减值损失	-20	-30	0	0
投资收益	64	91	104	116
营业利润	878	1,301	1,605	1,890
营业外收支	-9	0	0	0
利润总额	869	1,301	1,605	1,890
EBITDA	869	1,112	1,349	1,596
所得税	110	169	209	246
有效所得税率%	12.6%	13.0%	13.0%	13.0%
少数股东损益	2	23	28	33
归属母公司所有者净利润	757	1,109	1,368	1,611

资产负债表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	2,091	2,662	3,540	4,562
应收账款及应收票据	586	615	657	684
存货	904	1,007	1,028	1,048
其它流动资产	1,940	1,955	1,966	1,989
流动资产合计	5,523	6,239	7,192	8,283
长期股权投资	212	212	212	212
固定资产	667	702	731	759
在建工程	40	60	80	100
无形资产	193	209	223	233
非流动资产合计	1,984	2,055	2,118	2,176
资产总计	7,507	8,294	9,309	10,459
短期借款	104	104	104	104
应付票据及应付账款	402	377	400	413
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	785	845	927	1,000
流动负债合计	1,291	1,327	1,431	1,517
长期借款	5	5	5	5
其它长期负债	195	195	195	195
非流动负债合计	200	200	200	200
负债总计	1,491	1,527	1,631	1,717
实收资本	424	424	424	424
普通股股东权益	5,861	6,590	7,473	8,505
少数股东权益	155	177	205	238
负债和所有者权益合计	7,507	8,294	9,309	10,459

信息披露

分析师与研究助理简介

易丁依，上海财经大学金融硕士，21年6月加入德邦证券，负责医美、化妆品领域研究，把握颜值经济行业趋势、分析用户画像、研究终端产品、高频跟踪渠道动销，深挖公司基本面型选手，挖掘胶原蛋白等前沿细分市场。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	买入	相对强于市场表现 20%以上；
	增持	相对强于市场表现 5%~20%；
	中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持	相对弱于市场表现 5%以下。
行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
	中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
	弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“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客户。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。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，德邦证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。