

多因素致23年盈利承压，24Q1环比修复

——贝泰妮(300957)2023年年报及2024年一季报点评

买入|维持

事件:

公司发布2023年年报及2024年第一季度报告。

点评:

● 23年营收增长稳健，多重因素致盈利承压，24Q1业绩明显改善

23年公司实现营收55.22亿元，同比提升10.14%，归母净利润7.57亿元，同比下降28.02%，扣非归母净利润6.18亿元，同比下降35.2%，业绩波动系1)大促销售不及预期；2)配方、工艺及外包装升级导致毛利率略有下降；3)中央工厂新基地项目建成投产，长期资产折旧摊销成本、费用增加；4)主要线上自营店铺平均获客成本上升所致。23年公司毛利率73.9%，同比下降1.31pct，净利率13.75%，同比下降7.2pct。费用端来看，23年公司销售费率/管理费率/研发费率分别为47.27%/7.48%/5.41%，同比分别提升6.42/0.64/0.32pct。销售费率明显提升主要系渠道及广告宣传费同比增加3.88亿元。24Q1公司实现营收10.97亿元，同比增长27.06%，剔除收购悦江投资影响同比增幅约为11.13%；归母净利润1.77亿元，同比增长11.74%；毛利率72.09%，环比23Q4(69.76%)有明显回升。

● 积极打造多品牌矩阵，投资并购拓展生态版图

分品类来看，23年公司护肤品实现收入48.70亿元，同增6.86%；医疗器械实现收入4.63亿元，同增19.53%；彩妆实现收入1.69亿元，同比增长217.28%。公司坚持以薇诺娜为核心，多品牌共同发展。薇诺娜23年实现收入51.92亿元，同比增长6.28%，年内完成“敏感肌PLUS”的品牌升级，24年将精简产品线，以特护系列为基，打造敏感肌防晒、美白、抗老等核心品类，夯实敏感肌心智；婴童功效性护肤品牌薇诺娜宝贝实现收入1.50亿元，同比增长47.54%；竣科缦及贝芙汀分别定位高功效专业抗老护肤以及专业祛痘品牌持续深化。23年公司完成对于泊美、Za品牌母公司悦江投资控股，丰富大众线护肤及彩妆版图。23年悦江投资实现营收5.48亿元，同增76.66%，归母净利润4310万元，同增185.65%，受大促销售不及预期；原料缺货；外包装升级等因素影响略低于业绩承诺，贡献合并报表收入1.04亿元/净利润1633万元。

● 线上线下协同发展，海外业务持续布局

分渠道看，23年公司线上销售收入35.5亿元，同比基本持平。分平台看，阿里系/抖音系/唯品会/京东系分别同比-14.46%/+47.14%/+1.61%/+5%。线下销售收入14.27亿元，同比增长48.87%。23年公司各品牌积极发力线下渠道，其中OTC同比增长66%至8.16亿元。24年有望聚焦下沉市场拓展CS渠道。海外方面，23年公司在曼谷建立了东南亚业务总部，24年计划布局KA美妆连锁和本地知名医美诊所两类线下渠道。

● 投资建议与盈利预测

公司是国内皮肤学级护肤品头部企业，多品牌矩阵已基本形成。我们预计公司24-26年，EPS为2.40/3.99/3.60元，对应PE为25/20/17x，维持“买入”评级。

● 风险提示

新品牌孵化不及预期的风险；行业竞争加剧风险；新品不及预期的风险

基本数据

52周最高/最低价(元): 110.2 / 54.58

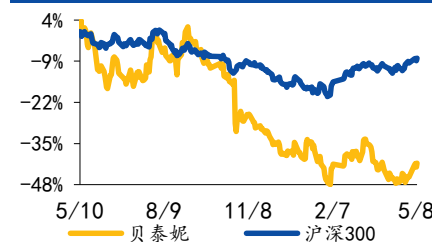
A股流通股(百万股): 423.60

A股总股本(百万股): 423.60

流通市值(百万元): 26174.24

总市值(百万元): 26174.24

过去一年股价走势



资料来源: Wind

相关研究报告

《国元证券公司研究-贝泰妮(300957)2023年三季报点评: Q3收入及扣非净利润增速改善,外延布局加速》2023.11.30

《国元证券公司研究-贝泰妮(300957)2023年半年报点评: 二季度增长提速,线下渠道表现亮眼》2023.08.30

报告作者

分析师 李典

执业证书编号 S0020516080001

电话 021-51097188-1866

邮箱 lidian@gyzq.com.cn

联系人 徐梓童

电话 021-51097188-1866

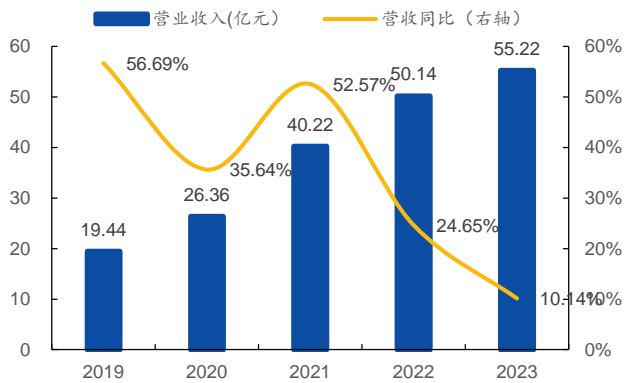
邮箱 xuzitong@gyzq.com.cn

附表：盈利预测

财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	5013.87	5522.17	6945.36	8001.27	9102.84
收入同比(%)	24.65	10.14	25.77	15.20	13.77
归母净利润(百万元)	1051.33	756.80	1017.75	1265.41	1523.35
归母净利润同比(%)	21.83	-28.02	34.48	24.33	20.38
ROE(%)	18.93	12.91	15.11	16.50	17.35
每股收益(元)	2.48	1.79	2.40	2.99	3.60
市盈率(P/E)	24.49	34.03	25.30	20.35	16.90

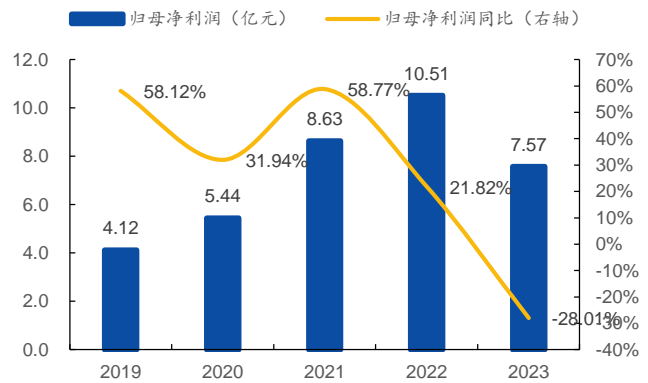
资料来源：Wind,国元证券研究所

图 1：2019-2023 公司收入及增速



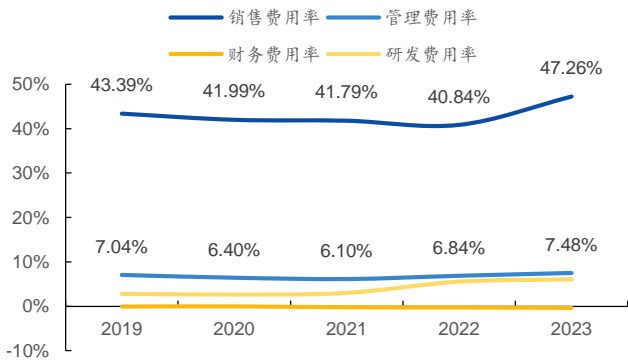
资料来源：iFind, 国元证券研究所

图 2：2019-2023 公司归母净利润及增速



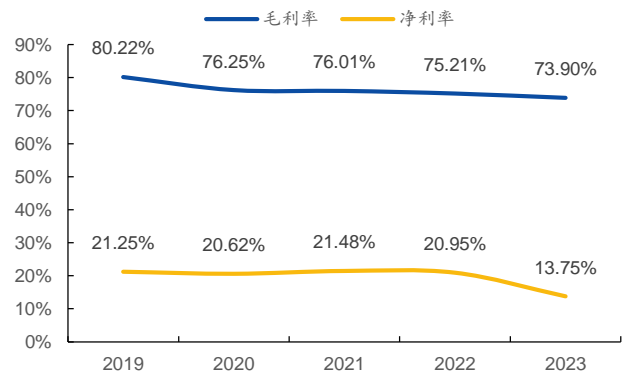
资料来源：iFind, 国元证券研究所

图 3：2019-2023 公司期间费用率



资料来源：iFind, 国元证券研究所

图 4：2019-2023 公司毛利率和净利率



资料来源：iFind, 国元证券研究所

财务预测表

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	5715.03	5522.58	6362.79	7323.60	8511.16
现金	2514.30	2091.46	2083.61	2964.39	3815.64
应收账款	270.09	561.76	708.71	809.03	922.14
其他应收款	20.10	29.75	46.75	53.86	61.28
预付账款	41.61	69.28	90.33	103.27	117.75
存货	670.75	904.41	1178.67	1347.56	1536.58
其他流动资产	2198.19	1865.91	2254.72	2045.49	2057.78
非流动资产	1004.57	1984.35	1974.74	2008.21	2010.91
长期投资	82.78	212.02	212.02	212.02	212.02
固定资产	206.37	667.20	652.43	643.22	630.74
无形资产	77.94	193.11	213.11	233.11	253.11
其他非流动资产	637.48	912.03	897.19	919.87	915.05
资产总计	6719.60	7506.93	8337.53	9331.81	10522.08
流动负债	991.87	1291.21	1286.97	1343.34	1419.41
短期借款	0.00	103.82	39.32	0.00	0.00
应付账款	310.82	334.37	435.96	498.42	568.29
其他流动负债	681.04	853.03	811.69	844.92	851.12
非流动负债	125.38	199.90	158.13	156.84	157.78
长期借款	0.00	4.70	4.70	4.70	4.70
其他非流动负债	125.38	195.20	153.43	152.14	153.08
负债合计	1117.25	1491.11	1445.10	1500.18	1577.19
少数股东权益	49.48	154.82	158.05	162.06	166.89
股本	423.60	423.60	423.60	423.60	423.60
资本公积	2846.00	2846.00	2846.00	2846.00	2846.00
留存收益	2283.27	2701.18	3464.77	4399.96	5508.39
归属母公司股东权益	5552.87	5860.99	6734.37	7669.57	8778.00
负债和股东权益	6719.60	7506.93	8337.53	9331.81	10522.08

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	769.45	610.44	270.69	1358.16	1314.40
净利润	1050.53	759.21	1020.97	1269.42	1528.18
折旧摊销	60.95	107.91	119.23	130.47	141.58
财务费用	-14.36	-21.30	-22.41	-29.36	-36.68
投资损失	-80.58	-64.36	-62.18	-65.97	-64.44
营运资金变动	-103.22	-186.09	-780.75	33.15	-277.34
其他经营现金流	-143.88	15.07	-4.18	20.45	23.10
投资活动现金流	-18.49	-518.06	-72.65	-145.76	-80.84
资本支出	353.42	274.28	100.00	100.00	100.00
长期投资	-261.69	-188.09	-28.67	9.56	-3.19
其他投资现金流	73.25	-431.86	-1.31	-36.20	15.98
筹资活动现金流	-319.66	-458.47	-205.89	-331.62	-382.31
短期借款	0.00	103.82	-64.50	-39.32	0.00
长期借款	0.00	4.70	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-319.66	-566.99	-141.39	-292.31	-382.31
现金净增加额	431.32	-366.81	-7.85	880.78	851.25

资料来源: wind, 国元证券研究所

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	5013.87	5522.17	6945.36	8001.27	9102.84
营业成本	1243.05	1441.39	1879.32	2148.57	2449.78
营业税金及附加	56.10	65.18	81.98	94.45	107.45
营业费用	2047.88	2609.68	3194.87	3600.57	4005.25
管理费用	343.04	413.20	486.18	544.09	591.68
研发费用	254.70	298.82	298.65	344.05	391.42
财务费用	-14.36	-21.30	-22.41	-29.36	-36.68
资产减值损失	-18.99	-20.20	-14.55	-14.95	-16.12
公允价值变动收益	-5.52	-17.24	-8.66	-11.00	-11.26
投资净收益	80.58	64.36	62.18	65.97	64.44
营业利润	1212.11	877.97	1161.58	1444.22	1738.23
营业外收入	8.95	2.14	4.66	5.47	6.42
营业外支出	7.19	11.29	6.05	7.17	8.08
利润总额	1213.86	868.82	1160.20	1442.52	1736.56
所得税	163.33	109.61	139.22	173.10	208.39
净利润	1050.53	759.21	1020.97	1269.42	1528.18
少数股东损益	-0.80	2.42	3.23	4.01	4.83
归属母公司净利润	1051.33	756.80	1017.75	1265.41	1523.35
EBITDA	1258.70	964.58	1258.41	1545.33	1843.13
EPS (元)	2.48	1.79	2.40	2.99	3.60

主要财务比率					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	24.65	10.14	25.77	15.20	13.77
营业利润(%)	19.34	-27.57	32.30	24.33	20.36
归属母公司净利润(%)	21.83	-28.02	34.48	24.33	20.38
获利能力					
毛利率(%)	75.21	73.90	72.94	73.15	73.09
净利率(%)	20.97	13.70	14.65	15.82	16.73
ROE(%)	18.93	12.91	15.11	16.50	17.35
ROIC(%)	73.26	30.77	30.95	38.80	42.96
偿债能力					
资产负债率(%)	16.63	19.86	17.33	16.08	14.99
净负债比率(%)	5.59	10.10	6.51	3.61	3.37
流动比率	5.76	4.28	4.94	5.45	6.00
速动比率	5.07	3.56	4.00	4.42	4.88
营运能力					
总资产周转率	0.80	0.78	0.88	0.91	0.92
应收账款周转率	18.32	12.64	10.44	10.04	9.98
应付账款周转率	4.09	4.47	4.88	4.60	4.59
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	2.48	1.79	2.40	2.99	3.60
每股经营现金流(最新摊薄)	1.82	1.44	0.00	0.00	0.00
每股净资产(最新摊薄)	13.11	13.84	15.90	18.11	20.72
估值比率					
P/E	24.49	34.03	25.30	20.35	16.90
P/B	4.64	4.39	3.82	3.36	2.93
EV/EBITDA	17.75	23.16	17.76	14.46	12.12

投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来6个月内, 股价涨跌幅优于上证指数20%以上	推荐	预计未来6个月内, 行业指数表现优于市场指数10%以上
增持	预计未来6个月内, 股价涨跌幅优于上证指数5-20%之间	中性	预计未来6个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来6个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来6个月内, 行业指数表现劣于市场指数10%以上
卖出	预计未来6个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数5%以上		

分析师声明

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, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺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操守和专业能力, 本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中国境内(香港、澳门、台湾除外)发布, 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客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、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投资建议或要约邀请。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。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下, 本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路18号安徽国际金融中心A座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路1199号证大五道口广场16楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188