

# 贝泰妮 (300957)

## 2024 年半年报点评: 24H1 收入同增 18%, 子品牌快速成长

买入 (维持)

2024 年 08 月 28 日

证券分析师 吴劲草

执业证书: S0600520090006

wujc@dwzq.com.cn

证券分析师 张家璇

执业证书: S0600520120002

zhangjx@dwzq.com.cn

证券分析师 郝越

执业证书: S0600524080008

xiy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	5014	5522	6608	7751	8919
同比 (%)	24.65	10.14	19.67	17.29	15.07
归母净利润 (百万元)	1,051.33	756.80	1,002.72	1,278.08	1,555.58
同比 (%)	21.83	(28.02)	32.50	27.46	21.71
EPS-最新摊薄 (元/股)	2.48	1.79	2.37	3.02	3.67
P/E (现价&最新摊薄)	16.75	23.27	17.57	13.78	11.32

### 投资要点

- **公司披露 24H1 业绩:** 2024H1 营收 28.0 亿元, yoy+18.5%; 归母净利 4.8 亿元, yoy+7.5%; 扣非归母净利 4.2 亿元, yoy+12.3%, 公司利润增速略慢于收入增速, 主要系产品结构变动、悦江投资纳入报表等多因素影响致毛利率短期承压。24Q2 公司实现营收 17.1 亿元, yoy+13.5%; 归母净利 3.06 亿元, yoy+5.2%; 扣非归母净利 2.7 亿元, yoy+7.3%。
- **多品牌布局, 薇诺娜宝贝、瑗科缙快速增长。** 24H1 护肤品实现营收 22.7 亿元, 同比+10.7%, 占比 81.42%。医疗器械/彩妆分别实现营收 2.6/2.6 亿元, 分别同比-7.1%/+766.7%, 彩妆增速较为靓丽。分品牌看, 薇诺娜 (Winona) /薇诺娜宝贝 (Winona Baby) /瑗科缙 (AOXMED), 分别营收 23.9/1.0/0.3 亿元, 同比+5.7%/+39.7%/+65.0%, 毛利率分别为 74%/75%/73%, 薇诺娜宝贝、瑗科缙发展较为快速, 品牌矩阵已基本形成。公司 23 年收购的品牌姬芮 (Za) /泊美 (PURE&MILD) 分别营收 2.4/0.3 亿元, 毛利率分别为 59.1%/48.8%。
- **线上增速稳定, 线下快速拓展。** 24H1 公司线上/线下/OMO(线上专柜服务平台+线下自营)分别实现营收 18.5/7.3/2.1 亿元, 占比分别为 66.4%/26.1%/7.6%, 同比+16.8%/+21.0%/+23.6%, 线下增长更快。线上分平台, 阿里系/抖音系/京东系/唯品会, 营收同比分别+8.9%/+43.0%/+56.1%/-5.7%, 占总营收 30.8%/13.6%/7.5%/5.4%, 抖音系、京东系增速较为靓丽。线下渠道 24H1 公司在华东等地区净开店 105 家, 截至 24H1 线下直营门店数量达 228 家, 线下直营店数量增长显著。
- **期间费用率持续优化。** ①**毛利率:** 24H1 毛利率为 72.59%, 同比-2.8pct, 24Q2 毛利率为 72.9%, 同比-2.0pct。毛利率下降主因公司库存调整、产品结构变化、悦江投资纳入报表等因素摊薄。②**期间费用率:** 24H1 同比-1.2pct 至 55.7%, 主要系销售费用率同比-0.8pct。24Q2 同比-0.7pct 至 55.3%, 期间费用率持续优化。③**净利润率:** 24H1 净利润率为 17.0%, 同比-1.6pct, 24Q2 净利润率为 17.8%, 同比-1.2%。
- **盈利预测与投资评级:** 贝泰妮是我国皮肤学级护肤龙头, 专业化品牌形象稳固, 线上线下多平台拓展顺利, 品牌矩阵逐步完善, 美白/抗衰等系列新品上新后有望贡献业绩增量。由于短期产品结构变化等多因素致毛利率承压, 我们将公司 2024-26 年归母净利润预测 10.6/13.2/16.0 亿元略下调至 10.0/12.8/15.6 亿元, 对应 PE 分别为 18/14/11X, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 市场竞争加剧, 产品推广不及预期等。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	41.58
一年最低/最高价	39.50/107.90
市净率(倍)	2.95
流通 A 股市值(百万元)	17,613.29
总市值(百万元)	17,613.29

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	14.10
资产负债率(% ,LF)	20.94
总股本(百万股)	423.60
流通 A 股(百万股)	423.60

### 相关研究

《贝泰妮(300957): 2023 年及 2024Q1 业绩点评: 24Q1 扣非归母净利润同增 +22%, 员工持股计划保障长期发展》

2024-04-26

《贝泰妮(300957): 2023 年三季度报点评: Q3 业绩增速边际提升, 增加回购资金总额彰显长期信心》

2023-10-29

## 贝泰妮三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>5,523</b>	<b>5,776</b>	<b>6,282</b>	<b>7,080</b>	<b>营业总收入</b>	<b>5,522</b>	<b>6,608</b>	<b>7,751</b>	<b>8,919</b>
货币资金及交易性金融资产	3,330	3,240	3,401	3,841	营业成本(含金融类)	1,441	1,722	1,931	2,155
经营性应收款项	812	942	1,101	1,264	税金及附加	65	86	101	116
存货	904	1,070	1,202	1,342	销售费用	2,610	3,007	3,511	4,058
合同资产	0	0	0	0	管理费用	413	463	543	624
其他流动资产	476	524	578	633	研发费用	299	357	403	464
<b>非流动资产</b>	<b>1,984</b>	<b>2,730</b>	<b>3,472</b>	<b>4,209</b>	财务费用	(21)	(25)	(23)	(26)
长期股权投资	212	232	252	272	加:其他收益	149	99	116	134
固定资产及使用权资产	768	699	620	533	投资净收益	64	77	90	152
在建工程	40	190	340	490	公允价值变动	(17)	0	0	0
无形资产	193	314	436	557	减值损失	(34)	(10)	(10)	(10)
商誉	414	827	1,241	1,655	资产处置收益	1	1	1	1
长期待摊费用	93	113	133	153	<b>营业利润</b>	<b>878</b>	<b>1,166</b>	<b>1,483</b>	<b>1,804</b>
其他非流动资产	264	354	449	549	营业外净收支	(9)	(9)	(9)	(9)
<b>资产总计</b>	<b>7,507</b>	<b>8,506</b>	<b>9,753</b>	<b>11,290</b>	<b>利润总额</b>	<b>869</b>	<b>1,157</b>	<b>1,474</b>	<b>1,794</b>
<b>流动负债</b>	<b>1,291</b>	<b>1,488</b>	<b>1,657</b>	<b>1,838</b>	减:所得税	110	154	196	239
短期借款及一年内到期的非流动负债	146	146	146	146	<b>净利润</b>	<b>759</b>	<b>1,003</b>	<b>1,278</b>	<b>1,556</b>
经营性应付款项	402	480	538	601	减:少数股东损益	2	0	0	0
合同负债	50	60	67	75	<b>归属母公司净利润</b>	<b>757</b>	<b>1,003</b>	<b>1,278</b>	<b>1,556</b>
其他流动负债	693	802	906	1,016	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.79	2.37	3.02	3.67
非流动负债	200	200	200	200	EBIT	809	974	1,263	1,501
长期借款	5	5	5	5	EBITDA	984	1,143	1,436	1,679
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	73.90	73.94	75.09	75.83
租赁负债	63	63	63	63	归母净利率(%)	13.70	15.17	16.49	17.44
其他非流动负债	132	132	132	132	收入增长率(%)	10.14	19.67	17.29	15.07
<b>负债合计</b>	<b>1,491</b>	<b>1,688</b>	<b>1,857</b>	<b>2,038</b>	归母净利润增长率(%)	(28.02)	32.50	27.46	21.71
归属母公司股东权益	5,861	6,664	7,742	9,097					
少数股东权益	155	155	155	155					
<b>所有者权益合计</b>	<b>6,016</b>	<b>6,819</b>	<b>7,897</b>	<b>9,252</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>7,507</b>	<b>8,506</b>	<b>9,753</b>	<b>11,290</b>					

  

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	610	963	1,201	1,418	每股净资产(元)	13.84	15.73	18.28	21.48
投资活动现金流	(518)	(846)	(833)	(772)	最新发行在外股份(百万股)	424	424	424	424
筹资活动现金流	(458)	(207)	(207)	(207)	ROIC(%)	11.83	12.74	14.46	14.81
现金净增加额	(367)	(90)	161	440	ROE-摊薄(%)	12.91	15.05	16.51	17.10
折旧和摊销	175	169	173	177	资产负债率(%)	19.86	19.84	19.04	18.05
资本开支	(271)	(784)	(783)	(783)	P/E(现价&最新股本摊薄)	23.27	17.57	13.78	11.32
营运资本变动	(186)	(157)	(185)	(188)	P/B(现价)	3.01	2.64	2.28	1.94

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也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。

本报告的版权归本公司所有，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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（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，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>