

贝泰妮 (300957.SZ)

上半年收入同比增长 18%，持续推进多品牌矩阵建设

核心观点

2024上半年业绩平稳发展。公司2024上半年实现收入28.05亿/yoy+18.45%；归母净利润4.84亿/yoy+7.50%。单Q2实现收入17.08亿/yoy+13.51%，归母净利润3.07亿/yoy+5.20%；扣非归母净利润2.65亿/yoy+7.34%。受益于悦江投资纳入公司合并范围，公司业绩整体稳健增长。

分品牌看，2024上半年主品牌薇诺娜实现收入23.89亿/yoy+5.69%；薇诺娜baby收入1.01亿/yoy+39.68%，凭借专业分阶抢占母婴市场心智，业绩大幅提升；AOXMED收入2655万/yoy+64.98%。悦江投资旗下姬芮/泊美分别实现收入2.39/0.25亿元。上半年剔除悦江投资营收25.41亿/yoy+7.3%，单Q2剔除悦江实现营收18.81亿/yoy+5.1%，较Q1主体营收增速11.13%有所放缓。

分渠道看，2024上半年线上实现收入18.52亿/yoy+16.83%，占主营业务收入比重达66.35%。OMO渠道实现收入2.12亿/yoy+23.64%；线下经销和代销实现收入7.27亿/yoy+20.99%。各渠道均保持平稳发展。

毛利率有所下滑，费用管控良好。2024Q2实现毛利率/净利率72.92%/17.75%，分别同比-2.04/-1.23pct。由于合并低毛利悦江投资，同时上半年加大对于修白瓶等产品促销力度，带动公司整体毛利率下行。若剔除悦江投资，单Q2毛利率为74.03%/yoy-0.93pct。24Q2销售/管理/研发费用率分别同比-0.85/+0.13/-0.20pct，公司加大费用管控力度，降本增效效果显著。

营运能力有所提升，经营性现金流受到外部因素而下滑。公司2024H1存货周转天数195天，同比减少10天，主要由于公司主动控制存货并通过促销和产品组合对存货进行清出。2024Q2公司经营性现金流净额2.99亿/yoy-37.95%，主要由于公司收到的政府补助和专项应付款有所减少。

风险提示：宏观经济不及预期，销量增加不及预期，行业竞争加剧。

投资建议：今年上半年公司主品牌薇诺娜稳健增长，薇诺娜baby和Aoxmed在小基数下快速成长，未来随着公司内部组织架构不断调整完善，公司将进一步深耕敏感肌功效护肤赛道，同时通过精细化运营降本增效带动盈利水平提升，此外公司也将积极通过外延扩张推动多品牌发展。考虑到并表的悦江投资毛利率较低，同时线上成本走高，叠加公司为适应当前消费环境加大促销力度，我们下调2024-2026年归母净利润至9.42/10.48/11.33（原值为10.16/11.83/13.25）亿，对应PE为26/23/22x，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	5,014	5,522	6,784	7,510	8,076
(+/-%)	24.6%	10.1%	22.9%	10.7%	7.5%
净利润(百万元)	1,051	757	942	1,048	1,133
(+/-%)	21.8%	-28.0%	24.4%	11.3%	8.1%
每股收益(元)	2.48	1.79	2.22	2.47	2.67
EBIT Margin	26.4%	18.0%	14.6%	14.8%	14.9%
净资产收益率 (ROE)	18.9%	12.9%	14.4%	14.4%	14.1%
市盈率 (PE)	23.17	32.19	25.87	23.25	21.51
EV/EBITDA	18.73	24.31	24.09	21.51	19.98
市净率 (PB)	4.39	4.16	3.74	3.36	3.03

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究 · 财报点评

美容护理 · 化妆品

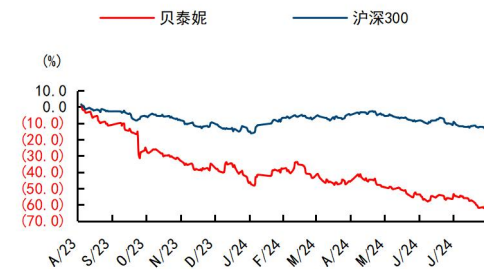
证券分析师：张峻豪
021-60933168
zhangjh@guosen.com.cn
S0980517070001

证券分析师：孙乔容若
021-60375463
sunqiaorongruo@guosen.com.cn
S0980523090004

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	41.58元
总市值/流通市值	17613/17613百万元
52周最高价/最低价	107.90/39.50元
近3个月日均成交额	101.93百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

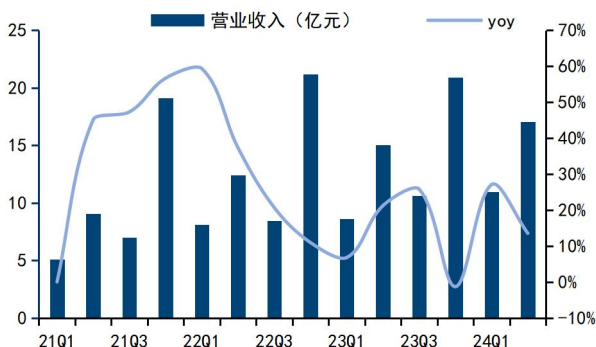
- 《贝泰妮 (300957.SZ) 一季报营收同比增长 27%，积极调整推动业绩逐步回暖》——2024-04-26
- 《贝泰妮 (300957.SZ) 一季报扣非归母净利润同比增长 40%，经营能力持续优化改善》——2023-10-30
- 《贝泰妮 (300957.SZ) 拟收购悦江投资 51% 股权，强化多品牌布局及渠道经营能力》——2023-10-08
- 《贝泰妮 (300957.SZ) 二季度营收同比增长 21%，夯实功效护肤龙头地位》——2023-08-29
- 《贝泰妮 (300957.SZ) 一季报实现平稳复苏，多品类及多品牌迭代驱动长期成长》——2023-04-27

2024 上半年业绩平稳发展。公司 2024 上半年实现收入 28.05 亿元，同比+18.45%；归母净利润 4.84 亿元，同比+7.50%；扣非归母净利润 4.20 亿元，同比+12.29%。单 Q2 实现收入 17.08 亿元，同比+13.51%，归母净利润 3.07 亿元，同比+5.20%；扣非归母净利润 2.65 亿元，同比+7.34%。受益于悦江投资纳入公司合并范围，公司业绩整体稳健增长。

分品牌看，2024 上半年主品牌薇诺娜实现收入 23.89 亿元，同比+5.69%；薇诺娜 baby 收入 1.01 亿元，同比+39.68%，凭借专业分阶抢占母婴市场心智，大幅提升业绩；AOXMED 收入 2655 万元，同比增长 64.98%。悦江投资旗下姬芮/泊美分别实现收入 2.39/0.25 亿元。上半年剔除悦江投资营收 25.41 亿，同比增长 7.3%，单 Q2 实现 18.81 亿，同比增长 5.1%，较 Q1 营收增速 11.13%有所放缓。

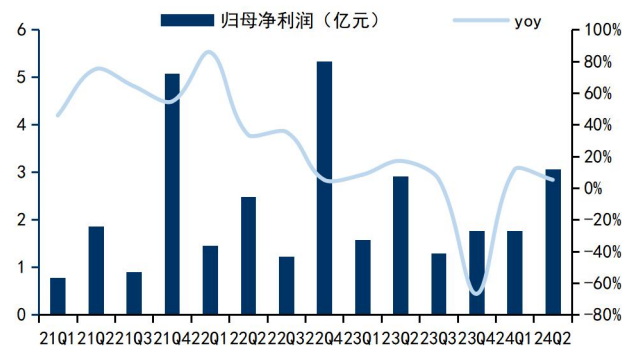
分渠道来看，2024 上半年线上实现收入 18.52 亿元，同比+16.83%，占主营业务收入比重达 66.35%。OMO 渠道实现收入 2.12 亿元，同比+23.64%；线下经销和代销实现收入 7.27 亿元，同比+20.99%。

图1: 公司单季度营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

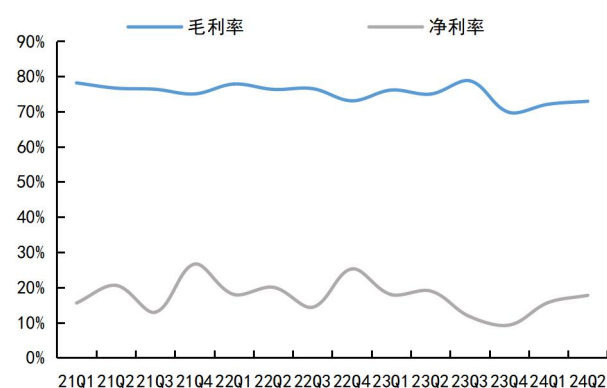
图2: 公司单季度归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

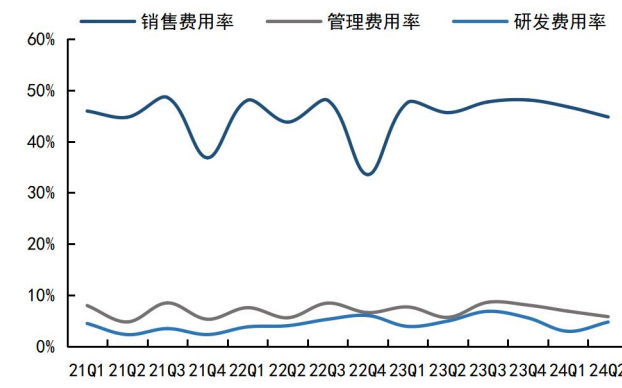
盈利能力方面，2024Q2 实现毛利率/净利率 72.92%/17.75%，分别同比-2.04/-1.23pct。由于合并低毛利悦江投资，同时上半年加大对于修白瓶等产品促销力度，带动公司整体毛利率下行。若剔除悦江投资，单 Q2 毛利率为 74.03%/yoy-0.93pct。24Q2 销售/管理/研发费用率分别为 44.77%/5.83%/4.78%，分别同比-0.85/+0.13/-0.20pct，公司加大费用管控力度，降本增效效果显著。

图3: 公司单季度毛利率及净利率情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

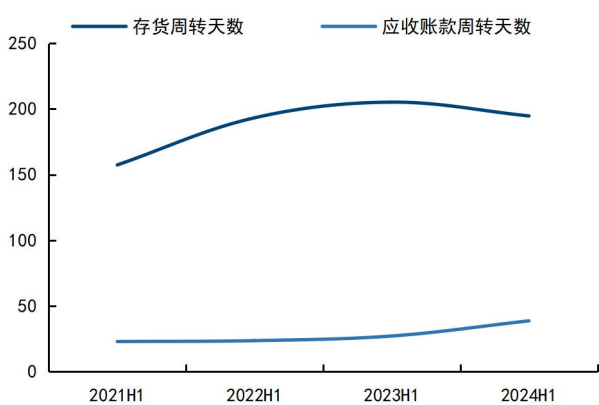
图4: 公司单季度费用率情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

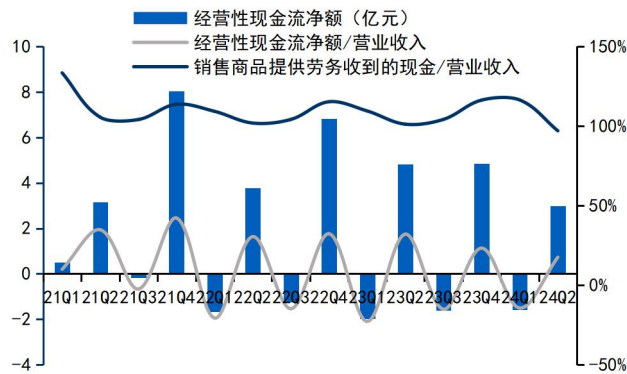
营运能力及现金流方面，公司 2024 上半年存货周转天数 195 天，同比减少 10 天，公司主动控制存货规模并通过促销策略和产品组合策略对在库存货进行了有效的动态清出；应收账款周转天数 39 天，同比增加 12 天。2024Q2 公司经营性现金流净额为 2.99 亿元，去年同期为 4.82 亿，同比减少 37.95%。主要原因是公司收到的各类政府补助和奖励和专项应付款同比减少较多。

图5: 公司存货周转天数及应收账款周转天数



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 公司单季度现金流情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议

今年上半年公司主品牌薇诺娜稳健增长，薇诺娜 baby 和 Aoxmed 在小基数下快速成长，未来随着公司内部组织架构不断调整完善，公司将进一步深耕敏感肌功效护肤赛道，同时通过精细化运营降本增效带动盈利水平提升，此外公司也将积极通过外延扩张推动多品牌发展。考虑到并表的悦江投资毛利率较低，同时线上流量成本走高，叠加公司为适应当前消费环境加大促销力度，我们下调公司 2024-2025 年归母净利润至 9.42 /10.48 /11.33（原值为 10.16/11.83/13.25）亿，对应 PE 分别为 26/23/22x，维持“优大于市”评级。

表1: 盈利预测主要调整项

	2024		2025		原因
	现值	原值	现值	原值	
毛利率	72.82%	73.13%	72.93%	73.53%	悦江投资旗下品牌毛利率较低，同时促销力度加大带动整体毛利率下行。
销售费用率	45.51%	44.21%	45.64%	43.89%	由于整体线上渠道费用整体提高，虽公司加强费用管控，仍预计呈现小幅上升趋势。

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

表2: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价 (2024-08-29)	总市值 亿元	EPS				PE				ROE (%)	PEG	投资评级
				23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E	(23A)	(24E)	
300957.SZ	贝泰妮	41.58	176	1.79	2.22	2.47	2.67	38.16	18.70	16.81	15.55	12.91	0.77	优大于市
603605.SH	珀莱雅	85.90	341	3.01	3.98	4.98	5.96	33.03	21.59	17.23	14.42	27.45	0.67	优大于市
300740.SZ	水羊股份	10.15	39	0.75	0.78	0.92	1.01	22.08	12.95	11.02	10.07	22.08	3.42	优大于市

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	2514	2091	1404	1947	2720	营业收入	5014	5522	6784	7510	8076
应收款项	290	616	465	514	553	营业成本	1243	1441	1844	2033	2181
存货净额	671	904	758	837	902	营业税金及附加	56	65	78	86	93
其他流动资产	806	672	2714	3004	3230	销售费用	2048	2610	3087	3428	3693
流动资产合计	5715	5523	6140	7003	8056	管理费用	343	413	786	850	903
固定资产	556	707	808	957	952	财务费用	(14)	(21)	(22)	(24)	(34)
无形资产及其他	78	193	186	180	173	投资收益	81	64	50	45	40
投资性房地产	287	872	872	872	872	资产减值及公允价值变动	13	3	20	20	20
长期股权投资	83	212	212	212	212	其他收入	(220)	(203)	0	0	0
资产总计	6719	7507	8218	9224	10265	营业利润	1212	878	1081	1203	1301
短期借款及交易性金融负债	62	146	16	16	16	营业外净收支	2	(9)	1	2	1
应付款项	372	402	404	444	475	利润总额	1214	869	1082	1204	1302
其他流动负债	557	743	771	850	912	所得税费用	163	110	137	153	165
流动负债合计	992	1291	1191	1309	1403	少数股东损益	(1)	2	3	3	4
长期借款及应付债券	0	5	5	5	5	归属于母公司净利润	1051	757	942	1048	1133
其他长期负债	125	195	345	496	648	现金流量表 (百万元)					
长期负债合计	125	200	350	501	653	净利润	1051	757	942	1048	1133
负债合计	1117	1491	1541	1810	2055	资产减值准备	7	1	141	25	8
少数股东权益	50	155	157	160	163	折旧摊销	36	71	86	103	115
股东权益	5552	5861	6520	7254	8047	公允价值变动损失	(13)	(3)	(20)	(20)	(20)
负债和股东权益总计	6719	7507	8218	9224	10265	财务费用	(14)	(21)	(22)	(24)	(34)
关键财务与估值指标						营运资本变动	645	(723)	(1423)	(125)	(77)
每股收益	2.48	1.79	2.22	2.47	2.67	其它	(8)	0	(138)	(23)	(5)
每股红利	0.60	0.81	0.67	0.74	0.80	经营活动现金流	1718	103	(413)	1009	1154
每股净资产	13.11	13.84	15.39	17.12	19.00	资本开支	0	(210)	(301)	(251)	(91)
ROIC	28%	20%	17%	18%	19%	其它投资现金流	(652)	195	438	100	50
ROE	19%	13%	14%	14%	14%	投资活动现金流	(735)	(144)	137	(151)	(41)
毛利率	75%	74%	73%	73%	73%	权益性融资	0	8	0	0	0
EBIT Margin	26%	18%	15%	15%	15%	负债净变化	0	5	0	0	0
EBITDA Margin	27%	19%	16%	16%	16%	支付股利、利息	(255)	(343)	(283)	(314)	(340)
收入增长	25%	10%	23%	11%	8%	其它融资现金流	7	289	(130)	0	0
净利润增长率	22%	-28%	24%	11%	8%	融资活动现金流	(503)	(381)	(412)	(314)	(340)
资产负债率	17%	22%	21%	21%	22%	现金净变动	480	(423)	(688)	544	773
息率	1.0%	1.4%	1.2%	1.3%	1.4%	货币资金的期初余额	2035	2514	2091	1404	1947
P/E	23.2	32.2	25.9	23.2	21.5	货币资金的期末余额	2514	2091	1404	1947	2720
P/B	4.4	4.2	3.7	3.4	3.0	企业自由现金流	1826	5	(775)	699	1001
EV/EBITDA	18.7	24.3	24.1	21.5	20.0	权益自由现金流	1833	298	(885)	721	1031

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者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，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）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 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（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。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本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，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布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。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032