

非金融公司|公司点评|贝泰妮 (300957)

2024H1 业绩稳健，期待调整成效逐步显现



报告要点

产品端：2024年2月公司正式推出第二代“薇诺娜舒敏保湿特护霜”，3月“薇诺娜（Winona）”品牌推“时光修护防晒乳”系列新品，5月“薇诺娜（Winona）”品牌首推“311次抛”精华，5月“薇诺娜宝贝”品牌针对儿童市场发布的“薇诺娜宝贝防晒小喷雾”。研发端：2024H1公司完成“短莲飞蓬提取物”等5款新原料备案、启用“贝泰妮X泊美抗衰联合实验室”、发布《中国敏感性皮肤临床诊疗指南（2024版）》、发布“四位一体美白机制”研究成果，多维度构建长期竞争壁垒。战略升级、组织调整，期待调整成效逐步显现。

分析师及联系人



邓文慧



李英

SAC: S0590522060001 SAC: S0590522110002

贝泰妮(300957)

2024H1 业绩稳健，期待调整成效逐步显现

行业：美容护理/化妆品
投资评级：买入（维持）
当前价格：41.58 元

基本数据

总股本/流通股本(百万股) 423.60/423.60
流通 A 股市值(百万元) 17,613.29
每股净资产(元) 14.10
资产负债率(%) 20.94
一年内最高/最低(元) 107.90/39.50

股价相对走势



相关报告

- 《贝泰妮 (300957): 战略升级/组织优化, 期待 24Q1 积极转变的延续》2024.04.29
- 《贝泰妮 (300957): Q3 业绩/盈利改善延续, 期待双十一积极表现》2023.10.29



扫码查看更多

事件

公司发布 2024 年中报：2024H1 营收 28.05 亿元（同比+18.5%），归母净利润 4.84 亿元（同比+7.5%），扣非归母净利润 4.2 亿元（同比+12.3%）。

➤ 产品推陈出新，加强科研合作与原料创新

分渠道：2024H1 线上/线下/OMO 渠道营收同比分别增长 16.83%/20.99%/23.64%；线上渠道中阿里系/京东系/抖音系/唯品会营收同比分别增长 8.94%/56.07%/43.03%/-5.68%。

产品端：2024 年 2 月公司正式推出第二代“薇诺娜舒敏保湿特护霜”，3 月“薇诺娜 (Winona)”品牌推“时光修护防晒乳”系列新品，5 月“薇诺娜 (Winona)”品牌首推“311 次抛”精华，5 月“薇诺娜宝贝”品牌针对儿童市场发布的“薇诺娜宝贝防晒小喷雾”。

研发端：2024H1 公司完成“短莲飞蓬提取物”等 5 款新原料备案、启用“贝泰妮 X 泊美抗衰联合实验室”、发布《中国敏感性皮肤临床诊疗指南 (2024 版)》、发布“四位一体美白机制”研究成果，多维度构建长期竞争壁垒。

➤ 战略升级、组织调整，期待调整成效逐步显现

战略：2024 年 3 月贝泰妮旗下品牌薇诺娜发布 2.0 战略，满足消费者“敏感肌 plus 需求”，打造 2.0 敏感肌护理的全功效系统解决方案。**组织：**通过强大的中后台体系赋能前台业务，激发一线员工的积极性和组织创新活力。**产品：**以特护系列为基，同时打造敏感肌防晒、敏感肌美白、敏感肌抗老等核心品类；梳理并精简产品线，做好全渠道控价。**渠道：**继续发力线下渠道，包括 OTC 连锁药房、院线等专业渠道以及线下 KA、免税商店等渠道，稳步探索线下直营店模式。**出海：**公司于 2023 年布局海外市场，在泰国曼谷建立东南亚业务总部，2024 年通过建设本地化运营团队，有望真正做到品牌出海。

➤ 皮肤学级护肤市场龙头，维持“买入”评级

鉴于公司仍处战略调整期，我们预计公司 2024-2026 年收入分别为 65.88/77.10/87.89 亿元，对应增速分别为 19.3%/17.0%/14.0%；归母净利润分别为 9.19/10.83/12.37 亿元，对应增速分别为 21.4%/17.9%/14.3%；EPS 分别为 2.17/2.56/2.92 元/股，以 8 月 28 日收盘价计，对应 2024-2026 年 PE 分别为 19.2x、16.3x、14.2x，维持“买入”评级。

风险提示：行业竞争加剧的风险；销售平台相对集中的风险；销售季节性波动的风险

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	5014	5522	6588	7710	8789
增长率 (%)	24.65%	10.14%	19.30%	17.04%	13.99%
EBITDA (百万元)	1260	955	1232	1396	1515
归母净利润 (百万元)	1051	757	919	1083	1237
增长率 (%)	21.83%	-28.02%	21.38%	17.85%	14.25%
EPS (元/股)	2.48	1.79	2.17	2.56	2.92
市盈率 (P/E)	16.8	23.3	19.2	16.3	14.2
市净率 (P/B)	3.2	3.0	2.7	2.4	2.2
EV/EBITDA	47.5	27.6	11.5	9.7	8.5

数据来源：公司公告、iFinD，国联证券研究所预测；股价为 2024 年 08 月 28 日收盘价

风险提示

行业竞争加剧的风险：近年来，化妆品行业企业通过线上渠道实现的销售占比逐年提升，国际知名化妆品品牌也开始重视线上渠道的建设，并逐步加大了线上渠道的营销力度。相较于本土化妆品品牌，国际知名化妆品品牌依托强势的品牌地位及强大的资金实力，在市场竞争中占据一定优势。国际化妆品品牌在线上渠道持续的营销投入，将会挤压本土化妆品品牌在线上渠道的销售份额。线上销售渠道仍将是公司 2024 年度及未来数年实现销售收入最重要的销售渠道，若公司未能及时应对上述变化，将会对公司的销售收入增长产生不利影响，甚至可能导致公司的销售收入出现下滑，进而可能会对公司整体经营业绩产生不利影响。

销售平台相对集中的风险：近年来，公司紧跟电子商务发展的趋势，快速拓展线上销售渠道，与天猫、抖音、唯品会、京东、快手等知名电商平台进行深度合作，并借助微信平台搭建进行产品销售。公司通过天猫（包括天猫超市）、抖音、薇诺娜专柜服务平台（腾讯生态微信平台）、京东等大平台实现的销售收入占其主营业务收入比重逐年上升，上述平台对公司的影响较大。如果公司未来出现与上述平台之间的合作关系发生变化、平台流量下滑、平台销售政策及收费标准出现调整等情况，将有可能对公司在上述平台的业务开展产生不利影响。同时，若公司未能及时拓展其他具有竞争力的平台，则上述情况将会对公司的经营业绩带来不利影响。

销售季节性波动的风险：公司通过电子商务渠道实现的销售占比较高，受经营业绩“6·18”、“双 11”等主要的大型促销活动影响较大，公司的销售收入可能在大型促销期间快速增长，导致公司第二、四季度销售收入占比相对较高，公司的销售收入及利润存在季节性波动，经营业绩存在一定季节性波动的风险。

财务预测摘要

资产负债表						单位:百万元					利润表						单位:百万元				
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E				
货币资金	2514	2091	2948	3735	4586	营业收入	5014	5522	6588	7710	8789	营业成本	1243	1441	1811	2100	2370				
应收账款+票据	509	743	698	816	931	营业税金及附加	56	65	46	54	62	营业费用	2048	2610	3063	3585	4087				
预付账款	42	69	71	83	95	管理费用	598	712	791	925	1055	财务费用	-14	-21	-32	-47	-59				
存货	671	904	994	1153	1301	资产减值损失	-19	-20	-17	-20	-23	公允价值变动收益	-6	-17	0	0	0				
其他	1980	1715	1878	1987	2092	投资净收益	81	64	59	59	59	其他	73	136	113	110	108				
流动资产合计	5715	5523	6589	7774	9004	营业利润	1212	878	1065	1242	1419	营业外净收益	2	-9	-2	-2	-2				
长期股权投资	83	212	216	220	224	利润总额	1214	869	1063	1240	1417	所得税	163	110	143	156	179				
固定资产	316	768	653	538	421	净利润	1051	759	920	1084	1238	少数股东损益	-1	2	1	1	2				
在建工程	349	40	34	27	20	归属于母公司净利润	1051	757	919	1083	1237										
无形资产	78	193	161	129	97																
其他非流动资产	178	771	723	675	674																
非流动资产合计	1005	1984	1787	1589	1436																
资产总计	6720	7507	8376	9363	10440																
短期借款	0	104	0	0	0																
应付账款+票据	372	402	575	667	753																
其他	619	785	956	1110	1255																
流动负债合计	992	1291	1531	1777	2007																
长期带息负债	51	68	68	68	68																
长期应付款	11	9	9	9	9																
其他	64	123	123	123	123																
非流动负债合计	125	200	200	200	200																
负债合计	1117	1491	1731	1977	2207																
少数股东权益	49	155	156	157	159																
股本	424	424	424	424	424																
资本公积	2846	2846	2846	2846	2846																
留存收益	2283	2591	3219	3959	4804																
股东权益合计	5602	6016	6645	7386	8232																
负债和股东权益总计	6720	7507	8376	9363	10440																

现金流量表						单位:百万元					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	1051	759	920	1084	1238	成长能力					
折旧摊销	61	108	201	202	157	营业收入	24.65%	10.14%	19.30%	17.04%	13.99%
财务费用	-14	-21	-32	-47	-59	EBIT	19.02%	-29.34%	21.59%	15.82%	13.78%
存货减少(增加为“-”)	-207	-234	-90	-159	-148	EBITDA	20.93%	-24.20%	28.94%	13.32%	8.52%
营运资金变动	-103	-186	134	-153	-148	归属于母公司净利润	21.83%	-28.02%	21.38%	17.85%	14.25%
其它	-74	117	56	123	113	获利能力					
经营活动现金流	713	543	1189	1051	1152	毛利率	75.21%	73.90%	72.51%	72.77%	73.04%
资本支出	-337	-217	0	0	0	净利率	20.95%	13.75%	13.96%	14.06%	14.09%
长期投资	254	-305	0	0	0	ROE	18.93%	12.91%	14.16%	14.98%	15.32%
其他	64	4	30	31	31	ROIC	42.68%	34.73%	26.88%	33.70%	37.54%
投资活动现金流	-18	-518	30	31	31	偿债能力					
债权融资	-25	121	-104	0	0	资产负债率	16.63%	19.86%	20.67%	21.12%	21.14%
股权融资	0	0	0	0	0	流动比率	5.8	4.3	4.3	4.4	4.5
其他	-294	-579	-259	-296	-333	速动比率	4.5	3.2	3.2	3.3	3.4
筹资活动现金流	-320	-458	-363	-296	-333	营运能力					
现金净增加额	375	-434	856	787	851	应收账款周转率	9.9	7.7	9.6	9.6	9.6
						存货周转率	1.9	1.6	1.8	1.8	1.8
						总资产周转率	0.7	0.7	0.8	0.8	0.8
						每股指标(元)					
						每股收益	2.5	1.8	2.2	2.6	2.9
						每股经营现金流	1.7	1.3	2.8	2.5	2.7
						每股净资产	13.1	13.8	15.3	17.1	19.1
						估值比率					
						市盈率	16.8	23.3	19.2	16.3	14.2
						市净率	3.2	3.0	2.7	2.4	2.2
						EV/EBITDA	47.5	27.6	11.5	9.7	8.5
						EV/EBIT	49.9	31.1	13.8	11.4	9.4

数据来源:公司公告、iFinD, 国联证券研究所预测; 股价为2024年08月28日收盘价

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
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6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6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，北交所市场以北证50指数为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于10%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~10%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
	行业评级	强于大市	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		弱于大市	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安外大街208号致安广场A座4层
 无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦16楼

上海：上海市虹口区杨树浦路188号星立方大厦8层
 深圳：广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼