

# 贝泰妮 (300957.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评  
证券研究报告

## 1H24 业绩总体稳健, 主品牌 2.0 战略 升级、品牌梯队建设雏形初现

### 业绩简评

■ 公司 8 月 27 日公告, 1H24 营收/归母净利润/扣非净利润 28/4.8/4.2 亿元、同比+18%/+7.5%/+12%。单 Q2 营收 17.1 亿元、同比+13.5%, 归母净利润 3.07 亿元、同比+5.2%, 扣非净利润 2.65 亿元、同比+7.3%, 业绩表现总体平稳。

### 经营分析

■ 主品牌薇诺娜积极破圈、增长平稳, 子品牌增速亮眼, 持续推进品牌矩阵建设。薇诺娜持续强化敏感 PLUS 心智, 1H24 营收 23.89 亿元、同比+5.7%, 大单品特护霜升级 2.0、上新时光防晒+311 次抛精华; 薇诺娜宝贝营收 1 亿元、同比+39.7%, 上新宝贝防晒小喷雾; AOXMED 营收 2655 万元、同比+65%; 姬芮&泊美营收 2.4/0.25 亿元, 承接大众美护需求。

■ 抖音增速延续靓丽, 线下增长稳健。分渠道看, 1H24 线下收入 7.27 亿元 (同比+21%)、占主营比例 26.06% (+0.57PCT), 其中 OTC 营收 3.55 亿元、同增 20%; 线上营收同增 16.83%, 其中阿里系同比+8.94%、占比 30.78% (-2.7PCT), 抖音系同比+43.03%、占比 13.6% (+2.34PCT); OMO 渠道同增 23.6%、占比 7.6% (+0.32PCT)。

■ 2Q24 控费效果逐步显现, 毛销差同比-1.2PCT (降幅环比 Q1 收窄)。2Q24 毛利率 72.9%、同比-2PCT, 主要系品牌结构变化所致 (纳入的收购品牌姬芮&泊美毛利率低于主品牌); 销售费用率 44.8%、同比-0.8PCT、环比-2PCT; 管理费用率 5.8%、同比持平, 扣非净利率 15.5%、同比-0.9PCT。

### 盈利预测、估值与评级

■ 品牌矩阵逐步完善, 覆盖“高端 (AOXMED)+功效线 (薇诺娜、薇诺娜宝贝、贝芙汀)+大众 (姬芮&泊美)”, 主品牌薇诺娜 2.0 战略迈入建设敏感肌皮肤健康新时代, 子品牌定位不同细分赛道, 期待产品/组织结构逐步理顺后业绩持续改善。

■ 考虑线上流量成本上升&行业竞争激烈, 下调盈利预测, 预计 24-26 年归母净利润 9.7/11.9/14 亿元 (前值 10.1/12.6/15.1 亿元), 同增 28.2%/22.6%/17.3%, 对应 PE 分别为 17/14/12 倍, 维持“买入”评级。

### 风险提示

■ 子品牌孵化/产品推广/渠道拓展不及预期, 行业竞争加剧

国金证券研究所

分析师: 罗晓婷 (执业 S1130520120001)

luoxiaoting@gjzq.com.cn

分析师: 赵中平 (执业 S1130524050003)

zhaozhongping@gjzq.com.cn

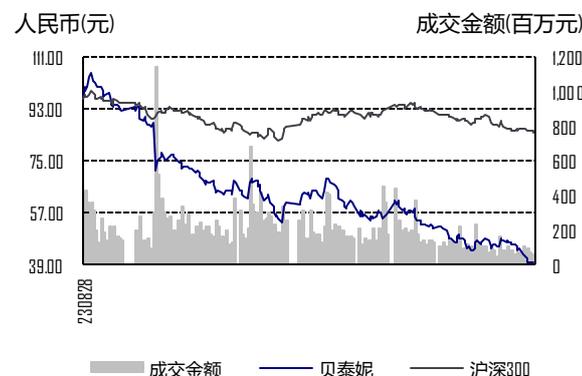
市价 (人民币): 39.50 元

相关报告:

1. 《贝泰妮点评: 1Q24 业绩环比改善, 持续推进产品&运营&组织优化》, 2024.4.29

2. 《贝泰妮点评: Q3 淡季营收环比提速、扣非净利表现亮眼, 期待双十一继续改善》, 2023.10.29

3. 《贝泰妮点评: 拟收购悦江投资 51% 股权, 多品牌布局再下一城、进军大众线》, 2023.9.29



### 公司基本情况 (人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	5,014	5,522	6,447	7,574	8,801
营业收入增长率	24.65%	10.14%	16.75%	17.47%	16.20%
归母净利润(百万元)	1,051	757	970	1,190	1,395
归母净利润增长率	21.82%	-28.01%	28.22%	22.60%	17.27%
摊薄每股收益(元)	2.482	1.787	2.291	2.808	3.293
每股经营性现金流净额	1.82	1.44	1.65	2.76	3.11
ROE(归属母公司)(摊薄)	18.93%	12.91%	14.84%	16.14%	16.71%
P/E	60.14	38.16	17.24	14.06	11.99
P/B	11.39	4.93	2.56	2.27	2.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)							
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	
<b>主营业务收入</b>	<b>4,022</b>	<b>5,014</b>	<b>5,522</b>	<b>6,447</b>	<b>7,574</b>	<b>8,801</b>	货币资金	2,035	2,514	2,091	2,400	3,105	3,902	
增长率	52.6%	24.6%	10.1%	16.8%	17.5%	16.2%	应收账款	341	529	773	803	922	1,048	
<b>主营业务成本</b>	<b>-965</b>	<b>-1,243</b>	<b>-1,441</b>	<b>-1,733</b>	<b>-2,046</b>	<b>-2,375</b>	存货	463	671	904	950	1,009	1,171	
%销售收入	24.0%	24.8%	26.1%	26.9%	27.0%	27.0%	其他流动资产	2,386	2,001	1,754	1,808	1,820	1,833	
<b>毛利</b>	<b>3,057</b>	<b>3,771</b>	<b>4,081</b>	<b>4,714</b>	<b>5,527</b>	<b>6,426</b>	流动资产	5,225	5,715	5,523	5,960	6,856	7,954	
%销售收入	76.0%	75.2%	73.9%	73.1%	73.0%	73.0%	%总资产	89.9%	85.1%	73.6%	74.2%	76.1%	78.1%	
<b>营业税金及附加</b>	<b>-52</b>	<b>-56</b>	<b>-65</b>	<b>-64</b>	<b>-76</b>	<b>-79</b>	长期投资	0	92	307	307	307	307	
%销售收入	1.3%	1.1%	1.2%	1.0%	1.0%	0.9%	固定资产	310	556	707	749	800	848	
<b>销售费用</b>	<b>-1,681</b>	<b>-2,048</b>	<b>-2,610</b>	<b>-2,998</b>	<b>-3,522</b>	<b>-4,092</b>	%总资产	5.3%	8.3%	9.4%	9.3%	8.9%	8.3%	
%销售收入	41.8%	40.8%	47.3%	46.5%	46.5%	46.5%	无形资产	106	145	700	724	753	784	
<b>管理费用</b>	<b>-245</b>	<b>-343</b>	<b>-413</b>	<b>-406</b>	<b>-454</b>	<b>-510</b>	非流动资产	587	1,004	1,984	2,074	2,150	2,224	
%销售收入	6.1%	6.8%	7.5%	6.3%	6.0%	5.8%	%总资产	10.1%	14.9%	26.4%	25.8%	23.9%	21.9%	
<b>研发费用</b>	<b>-113</b>	<b>-255</b>	<b>-299</b>	<b>-284</b>	<b>-303</b>	<b>-352</b>	<b>资产总计</b>	<b>5,812</b>	<b>6,719</b>	<b>7,507</b>	<b>8,034</b>	<b>9,006</b>	<b>10,178</b>	
%销售收入	2.8%	5.1%	5.4%	4.4%	4.0%	4.0%	短期借款	49	62	146	239	265	294	
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>966</b>	<b>1,069</b>	<b>694</b>	<b>962</b>	<b>1,173</b>	<b>1,392</b>	应付款项	549	645	851	692	781	906	
%销售收入	24.0%	21.3%	12.6%	14.9%	15.5%	15.8%	其他流动负债	302	285	294	258	291	339	
<b>财务费用</b>	<b>10</b>	<b>14</b>	<b>21</b>	<b>33</b>	<b>41</b>	<b>56</b>	流动负债	900	992	1,291	1,189	1,337	1,539	
%销售收入	-0.3%	-0.3%	-0.4%	-0.5%	-0.5%	-0.6%	长期贷款	0	0	5	5	5	5	
<b>资产减值损失</b>	<b>-17</b>	<b>-18</b>	<b>-34</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	其他长期负债	134	125	195	144	132	124	
<b>公允价值变动收益</b>	<b>11</b>	<b>-6</b>	<b>-17</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	负债	1,034	1,117	1,491	1,337	1,474	1,668	
<b>投资收益</b>	<b>19</b>	<b>81</b>	<b>64</b>	<b>70</b>	<b>80</b>	<b>80</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>4,755</b>	<b>5,552</b>	<b>5,861</b>	<b>6,540</b>	<b>7,373</b>	<b>8,350</b>	
%税前利润	1.8%	6.6%	7.4%	6.3%	5.9%	5.0%	其中：股本	424	424	424	424	424	424	
<b>营业利润</b>	<b>1,016</b>	<b>1,212</b>	<b>878</b>	<b>1,115</b>	<b>1,364</b>	<b>1,598</b>	未分配利润	1,330	2,072	2,490	3,169	4,002	4,979	
营业利润率	25.3%	24.2%	15.9%	17.3%	18.0%	18.2%	少数股东权益	23	50	155	157	159	161	
<b>营业外收支</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>-9</b>	<b>-10</b>	<b>-10</b>	<b>-10</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>5,812</b>	<b>6,719</b>	<b>7,507</b>	<b>8,034</b>	<b>9,006</b>	<b>10,178</b>	
<b>税前利润</b>	<b>1,018</b>	<b>1,214</b>	<b>869</b>	<b>1,105</b>	<b>1,354</b>	<b>1,588</b>	<b>比率分析</b>		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
利润率	25.3%	24.2%	15.7%	17.1%	17.9%	18.0%	<b>每股指标</b>							
<b>所得税</b>	<b>-154</b>	<b>-163</b>	<b>-110</b>	<b>-133</b>	<b>-162</b>	<b>-191</b>	每股收益	2.037	2.482	1.787	2.291	2.808	3.293	
所得税率	15.1%	13.5%	12.6%	12.0%	12.0%	12.0%	每股净资产	11.226	13.107	13.836	15.440	17.406	19.711	
<b>净利润</b>	<b>864</b>	<b>1,050</b>	<b>759</b>	<b>972</b>	<b>1,192</b>	<b>1,397</b>	每股经营现金净流	2.721	1.816	1.441	1.654	2.759	3.110	
少数股东损益	1	-1	2	2	2	2	每股股利	0.600	0.800	0.600	0.687	0.843	0.988	
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>863</b>	<b>1,051</b>	<b>757</b>	<b>970</b>	<b>1,190</b>	<b>1,395</b>	<b>回报率</b>							
净利率	21.5%	21.0%	13.7%	15.1%	15.7%	15.9%	净资产收益率	18.15%	18.93%	12.91%	14.84%	16.14%	16.71%	
							总资产收益率	14.85%	15.65%	10.08%	12.08%	13.21%	13.71%	
							投入资本收益率	16.97%	16.31%	9.77%	12.10%	13.14%	13.82%	
							<b>增长率</b>							
							主营业务收入增长率	52.57%	24.65%	10.14%	16.75%	17.47%	16.20%	
							EBIT增长率	54.46%	10.72%	-35.10%	38.61%	21.93%	18.67%	
							净利润增长率	58.77%	21.82%	-28.01%	28.22%	22.60%	17.27%	
							总资产增长率	262.86%	15.59%	11.73%	7.02%	12.10%	13.01%	
							<b>资产管理能力</b>							
							应收账款周转天数	19.7	18.8	27.5	33.0	32.0	31.0	
							存货周转天数	135.6	166.5	199.4	200.0	180.0	180.0	
							应付账款周转天数	78.1	89.1	81.7	70.0	70.0	70.0	
							固定资产周转天数	10.2	15.0	44.1	37.3	31.1	26.0	
							<b>偿债能力</b>							
							净负债/股东权益	-57.90%	-69.36%	-52.85%	-50.69%	-54.08%	-56.89%	
							EBIT利息保障倍数	-95.9	-74.4	-32.6	-29.0	-28.3	-24.9	
							资产负债率	17.79%	16.62%	19.86%	16.64%	16.37%	16.39%	

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	2	5	14	24	91
增持	0	3	6	9	5
中性	0	0	2	4	5
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.38	1.45	1.46	1.15

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2023-03-02	买入	137.88	N/A
2	2023-03-30	买入	120.60	N/A
3	2023-04-26	买入	107.91	N/A
4	2023-08-29	买入	97.72	N/A
5	2023-09-06	买入	103.88	N/A
6	2023-09-29	买入	93.31	N/A
7	2023-10-29	买入	75.98	N/A
8	2024-04-29	买入	55.35	N/A

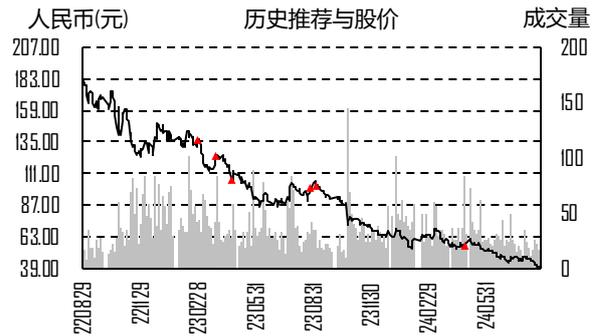
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

**特别声明：**

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806