

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

贝泰妮 (300957. SZ)

投资评级 买入

上次评级 买入

蔡昕妤 商贸零售分析师

执业编号: S1500523060001

联系电话: 13921189535

邮箱: caixinyu@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦
B座

邮编: 100031

贝泰妮 (300957. SZ) 24H1 点评: 自有品牌稳健增长, 费用率优化

2024年8月30日

事件: 公司发布 24H1 业绩, 实现营收 28.05 亿元/yoy+18.45%, 实现归母净利润 4.84 亿元/yoy+7.50%, 扣非归母净利润 4.2 亿元/yoy+12.29%。24Q1/24Q2 分别实现营收 10.97/17.08 亿元, 同比+27.06%/+13.51%, 归母净利润 1.77/3.07 亿元, 同比+11.74%/+5.20%, 扣非归母净利润 1.54/2.65 亿元, 同比+21.94%/+7.34%。

点评:

主品牌薇诺娜稳健增长, Za 并表带动彩妆类目收入高增。 24H1 护肤品实现收入 22.73 亿元/yoy+10.9%, 占主营业务收入 81.42%, 医疗器械/彩妆品类分别实现收入 2.62/2.57 亿元, 同比分别-5.88%/+743.6%。分品牌来看, 自有品牌 24H1 合计实现收入 25.16 亿元, 同增 7%, 其中薇诺娜/薇诺娜宝贝/瑗科缙分别实现收入 23.89/1.01/0.27 亿元, 同增 6%/40%/65%; 2023.10.31 悦江投资旗下彩妆品牌 Za 和护肤品牌泊美并表, 24H1 分别实现收入 2.39/0.25 亿元。

多渠道实现较好增长。 24H1 线上/线下/OMO 渠道分别实现收入 18.52/7.27/2.12 亿元, 同比分别+16.83%/+20.99%/+23.64%, 占比分别为 66.35%/26.06%/7.59%。1) 线上渠道: 阿里/抖音/唯品/京东 24H1 收入分别为 8.6/3.8/1.5/2.1 亿元, 同比分别+8.94%/+43.03%/-5.68%/+56.07%, 阿里稳健增长, 抖音、京东平台增长较快。2) 线下渠道: OTC 渠道实现收入 3.55 亿元/yoy+20.01%, 占线下渠道比重 48.77%, 占主营业务收入的 12.71%。OTC 分销渠道前五大客户实现营业收入 1.76 亿元, 约占 OTC 分销渠道 49.60%。3) OMO 线上自营零售业务主要来自公司自建的“薇诺娜专柜服务平台”店铺, 24H1 营收 1.82 亿元, 同增 15.3%, 占主营业务收入的 6.5%; OMO 线下自营零售业务主要系公司通过自有、租赁铺面等方式开设的线下直营店实现产品销售, 24H1 净开 OMO 线下直营店 105 家, 截至 2024.6.30 为 228 家, 24H1 实现收入 0.3 亿元, 占主营业务收入的 1.08%, 同比低基数高增长。

并购带来的品牌收入结构变化影响毛利率, 费用率总体优化。 24H1 毛利率/期间费用率/归母净利率分别为 72.59%/55.67%/17.25%, 同比分别-2.79/-1.23/-1.76pct。毛利率同比下滑主要系 Za 和泊美并表带来的收入结构变化, 其毛利率低于公司自有品牌。24H1 薇诺娜/薇诺娜宝贝/瑗科缙毛利率分别为 74.1%/74.9%/72.8%, Za 和泊美分别为 59.2%/48.8%。费用分项来看, 销售/管理/财务/研发费率分别为 45.54%/6.25%/-

0.19%/4.08%，同比分别-0.80/-0.19/+0.28/-0.52pct。24H1 归母净利率 17.25%，同比-1.76pct，毛销差收窄，费用率同比下降。

盈利预测与投资评级： 公司通过自主孵化&并购逐步搭建覆盖多个细分赛道、定位由大众至高端的丰富品牌矩阵，24H1 实现多品牌、多渠道的稳健增长。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润 10.02/11.79/13.71 亿元，同增 32.5%/17.6%/16.4%，对应 8 月 29 日收盘价 PE 分别为 18/15/13X，维持“买入”评级。

风险因素： 品牌调整效果不及预期、新品销售不及预期、渠道&品类&品牌竞争加剧。

重要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	5,014	5,522	6,628	7,676	8,835
增长率 YoY %	24.6%	10.1%	20.0%	15.8%	15.1%
归属母公司净利润 (百万元)	1,051	757	1,002	1,179	1,371
增长率 YoY%	21.8%	-28.0%	32.5%	17.6%	16.4%
毛利率%	75.2%	73.9%	72.5%	72.0%	72.2%
净资产收益率ROE%	18.9%	12.9%	15.7%	16.7%	17.6%
EPS(摊薄)(元)	2.48	1.79	2.37	2.78	3.24
市盈率 P/E(倍)	17.04	23.67	17.87	15.19	13.06
市净率 P/B(倍)	3.23	3.06	2.80	2.54	2.30

资料来源：Wind，信达证券研发中心预测；股价为 2024 年 8 月 29 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
流动资产	5,715	5,523	5,910	6,702	7,515	
货币资金	2,514	2,091	1,851	1,651	1,376	
应收票据	0	25	0	0	0	
应收账款	270	562	685	755	904	
预付账款	42	69	109	129	148	
存货	671	904	926	1,147	1,225	
其他	2,218	1,871	2,339	3,020	3,862	
非流动资产	1,005	1,984	2,196	2,250	2,257	
长期股权投资	83	212	262	262	262	
固定资产	206	667	685	681	628	
无形资产	78	193	227	226	225	
其他	637	912	1,021	1,081	1,142	
资产总计	6,720	7,507	8,105	8,952	9,772	
流动负债	992	1,291	1,355	1,556	1,643	
短期借款	0	104	104	104	104	
应付票据	62	68	104	99	133	
应付账款	311	334	323	454	434	
其他	619	785	824	898	972	
非流动负债	125	200	190	180	170	
长期借款	0	5	5	5	5	
其他	125	195	185	175	165	
负债合计	1,117	1,491	1,545	1,735	1,813	
少数股东权益	49	155	163	169	176	
归属母公司股东权益	5,553	5,861	6,397	7,047	7,783	
负债和股东权益	6,720	7,507	8,105	8,952	9,772	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业总收入	5,014	5,522	6,628	7,676	8,835	
同比 (%)	24.6%	10.1%	20.0%	15.8%	15.1%	
归属母公司净利润	1,051	757	1,002	1,179	1,371	
同比	21.8%	-28.0%	32.5%	17.6%	16.4%	
毛利率 (%)	75.2%	73.9%	72.5%	72.0%	72.2%	
ROE%	18.9%	12.9%	15.7%	16.7%	17.6%	
EPS (摊薄)(元)	2.48	1.79	2.37	2.78	3.24	
P/E	17.04	23.67	17.87	15.19	13.06	
P/B	3.23	3.06	2.80	2.54	2.30	
EV/EBITDA	49.03	27.44	13.04	11.46	10.07	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业总收入	5,014	5,522	6,628	7,676	8,835	
营业成本	1,243	1,441	1,820	2,152	2,460	
营业税金及附加	56	65	80	92	106	
销售费用	2,048	2,610	2,936	3,347	3,843	
管理费用	343	413	431	484	548	
研发费用	255	299	338	391	451	
财务费用	-14	-21	-20	-23	-27	
减值损失合计	-19	-20	-10	-10	-10	
投资净收益	81	64	50	60	60	
其他	67	119	95	85	85	
营业利润	1,212	878	1,178	1,368	1,590	
营业外收支	2	-9	-7	-1	-2	
利润总额	1,214	869	1,171	1,367	1,588	
所得税	163	110	161	181	210	
净利润	1,051	759	1,010	1,186	1,378	
少数股东损益	-1	2	8	7	6	
归属母公司净利润	1,051	757	1,002	1,179	1,371	
EBITDA	1,240	984	1,247	1,435	1,661	
EPS (当年)(元)	2.48	1.79	2.37	2.78	3.24	

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	610	983	1,124	1,266	
净利润	1,051	759	1,010	1,186	1,378	
折旧摊销	118	175	119	131	138	
财务费用	-81	-64	10	9	8	
投资损失	-36	-41	-50	-60	-60	
营运资金变动	-103	-186	-129	-157	-216	
其它	-179	-32	22	16	17	
投资活动现金流	-18	-518	-737	-776	-887	
资本支出	-353	-271	-267	-166	-127	
长期投资	254	-305	-500	-650	-800	
其他	81	59	30	40	40	
筹资活动现金流	-320	-458	-486	-549	-653	
吸收投资	0	8	0	0	0	
借款	0	109	0	0	0	
支付利息或股息	-255	-343	-476	-539	-643	
现金流净增加额	431	-367	-241	-200	-275	

研究团队简介

涂佳妮，社服&零售分析师。新加坡南洋理工大学金融硕士，中国科学技术大学工学学士，曾任兴业证券社服&零售行业分析师，2022年11月加入信达新消费团队，主要覆盖免税、眼视光、隐形正畸、宠物、零售等行业。

蔡昕妤，商贸零售分析师。圣路易斯华盛顿大学金融硕士，曾任国金证券商贸零售研究员，2023年3月加入信达新消费团队，主要覆盖黄金珠宝、零售、潮玩板块。

宿一赫，社服行业研究助理。南安普顿大学金融硕士，同济大学工学学士，CFA三级，曾任西南证券交运与社服行业分析师，2022年12月加入信达新消费团队，覆盖出行链、酒旅餐饮、博彩等行业。

李汶静，伊利诺伊大学香槟分校理学硕士，西南财经大学经济学学士，2022年11月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美。

张洪滨，复旦大学金融学院硕士，复旦大学经济学院学士，2023年7月加入信达新消费团队，主要覆盖酒店、景区、免税。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 15% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。