

贝泰妮(300957.SZ) / 美护

证券研究报告/公司点评

2024 年 9 月 11 日

评级：买入（维持）

公司盈利预测及估值

市场价格：42.11 元

分析师：郑澄怀

执业证书编号：S0740524040004

Email: zhengch@zts.com.cn

分析师：张前

执业证书编号：S0740524080002

Email: zhangqian08@zts.com.cn

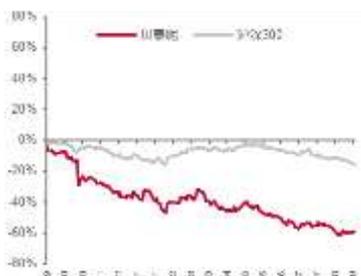
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	5,014	5,522	6,634	7,769	8,813
增长率 yoy%	25%	10%	20%	17%	13%
净利润(百万元)	1,051	757	912	1,079	1,243
增长率 yoy%	22%	-28%	21%	18%	15%
每股收益(元)	2.48	1.79	2.15	2.55	2.93
每股现金流量	1.82	1.44	1.93	1.92	2.36
净资产收益率	19%	13%	13%	14%	14%
P/E	17.0	23.6	19.6	16.5	14.4
PEG	0.8	-	1.0	0.9	0.9
P/B	3.2	3.0	2.7	2.3	2.0

备注：股价选取日期为 24 年 9 月 11 日。

基本状况

总股本(百万股)	424
流通股本(百万股)	424
市价(元)	42.11
市值(百万元)	17,838
流通市值(百万元)	17,838

股价与行业-市场走势对比



相关报告

投资要点

- **公司发布 24H1 业绩报告：**1) 24H1：公司实现营收 28 亿/YOY+18.5%，归母净利润 4.8 亿/YOY+7.5%；扣非归母净利润 4.2 亿/YOY+12.3%。2) 24Q2：公司二季度实现营收 17 亿/YOY+13.5%，归母净利润 3.1 亿/YOY+5.2%，扣非归母净利润 2.65 亿/YOY+7.3%。收入同比增加，主要系 23 年 10 月悦江投资并表。
- **主品牌薇诺娜上半年营收增长 5.7%，营收占比 85%。**分品牌来看，24 上半年，主品牌薇诺娜实现营收 23.9 亿，YOY+5.7%，占比 85%；薇诺娜宝贝、AOXMED 分别实现营收 1.0、0.3 亿元，YOY+40%、65%。23 年 10 月收购悦江投资，旗下姬芮、泊美在 24H1 分别实现营收 2.4、0.25 亿元。
- **线上渠道 24H1 同比增长 17%，其中阿里系实现正增长，抖音提速。**分渠道，1) 线上渠道：营收 18.5 亿元，YOY+16.8%，占比为 66.4%。其中阿里系/抖音系/京东系/唯品会营收 YOY+9%/+43%/+56%/-5.7%，占比 30.8%/13.6%/7.5%/5.4%，阿里系营收增速转正(23H1 阿里系增速为-3.4%)，抖音渠道加速发展。2) OMO：实现营收 2.1 亿，占比 7.6%、YOY+23.6%。3) 线下渠道 7.3 亿元，占比 26%、YOY+21%。
- **姬芮、泊美定位大众美妆，毛利率较低；费用管控效果良好。**公司 24H1 销售毛利率 72.6%，同比下滑 2.8pct，我们认为主要系姬芮、泊美相比于公司主品牌毛利率更低所致(薇诺娜、姬芮、泊美 24H1 毛利率分别为 74%、59%、49%)。其中 24Q1-Q2 毛利率分别为 72%、73%。24Q2 销售/管理/研发费用率分别为 44.8%/5.8%/4.8%，同比-0.84/+0.1/-0.2pct，费用把控效果较好。
- **品牌进入 2.0 时代，产品推陈出新，逐步走向海外。**24 年 3 月，薇诺娜品牌进入 2.0 时代，从专注敏感肌升级到专研敏感肌 PLUS，上半年特护系列升级优化，并发布时光防晒系列新品、“311 次抛”精华新品、“宝贝防晒小喷雾”新品等。研发方面，积极不急全球研发中心，23 年成立法国研究中心，今年将建设瑞士研究中心进行抗衰领域的研究。此外，公司 24 年将在泰国设立分公司，辐射东南亚，未来将计划向欧美市场进军。
- **投资建议：**考虑到宏观不确定性、行业竞争激烈以及公司并表的姬芮、泊美毛利率低于公司主品牌，我们下调此前盈利预测，预计 24-25 年归母净利润为 9.1/10.8 亿元(此前 23 年 10 月预测值为 17/21 亿元)，并新增 26 年预测 12.4 亿元。目前公司仍处于调整期，期待后续经营持续优化，维持“买入”评级。
- **风险提示：**行业竞争加剧、渠道结构变革带来的转型挑战，行业增速放缓，战略执行未达预期、并购整合不及预期等

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，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，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。