

➤ **事件概述。** 24Q1-Q3，实现营收 40.18 亿元，同比+17.09%，实现归母净利润 4.15 亿元，同比-28.39%，实现扣非归母净利润 3.41 亿元，同比-32.81%。其中，24Q3，实现营收 12.13 亿元，同比+14.04%，归母净利润为-0.69 亿元，同比-153.41%，扣非归母净利润为-0.78 亿元，同比-158.23%。

➤ **收入拆分。** 24Q1-Q3，公司实现营收 40.18 亿元，同比+17.09%，主要系公司销售规模同比增加及悦江投资于 23 年 10 月 31 日纳入公司合并报表综合影响所致。24Q1-Q3，悦江投资旗下“姬芮”和“泊美”品牌收入 3.81 亿元，按 23 年同期统计范围，薇诺娜及其他主要品牌实现收入 36.37 亿元，同比+6.0%。其中，24Q3，“姬芮”和“泊美”品牌实现营收 1.17 亿元，薇诺娜及其他主要品牌收入 10.96 亿元，同比+3.1%（按照总收入减去“姬芮”和“泊美”计算）。

➤ **毛利率同比下滑，Q3 销售费率明显上行，造成净利率同比缩减。** 1) **毛利率端：** 24Q1-Q3，毛利率为 73.73%，同比-2.69 pct，其中，悦江投资旗下“姬芮”和“泊美”品牌毛利率为 58.37%，薇诺娜及其他主要品牌毛利率为 75.34%；24Q3，毛利率为 76.35%，同比-2.37 pct。2) **费用率端：** 24Q1-Q3，销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为 50.03%、8.45%、4.97%、-0.07%，分别同比+3.27、+1.33、-0.33、+0.41 pct；24Q3，销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为 60.41%、13.55%、7.04%、0.21%，分别同比+12.71、+4.91、+0.18、+0.72 pct。24Q1-Q3，公司销售费用为 20.1 亿元，同比+25.3%，主要系随公司销售规模增长，公司持续加大品牌形象推广宣传费用、人员费用及仓储费用所致，销售费用增速快于销售规模增速，主要系为带动公司与品牌声量提升并为 2024Q4 全渠道大促活动预热，主要加大抖音渠道“种草”、引流等宣传投入及增加品牌代言、联名活动等广告营销投入所致；24Q1-Q3，管理费用 3.40 亿元，同比+39.04%，管理费用增速快于收入增幅，主要系公司计提员工持股计划的股权激励费用所致，行政人员费用、管理用途长期资产的折旧摊销成本以及其他行政费用等管理支出与销售规模增长基本匹配。3) **净利率端：** 基于毛利率及费用率情况，24Q1-Q3，净利率为 10.07%，同比-6.40 pct；24Q3，净利率为-5.86%，同比-17.56 pct。

➤ **专注敏感肌产品开发，多产品战略驱动成长。** 公司已拥有围绕“薇诺娜”为核心的多品牌，涵盖舒敏、防晒、美白、抗老、祛斑以及祛痘等多领域，拥有薇诺娜宝贝、AOXMED、Beforteen、姬芮以及泊美等品牌，品牌优势已逐步确立。1) **薇诺娜：** 坚持以“舒敏”为基点，拓展“敏感 PLUS”产品策略。24 年 5 月，“薇诺娜”首推新型次抛精华，强化肌肤屏障，促进健康肤质；2) **薇诺娜 Baby：** 深耕婴童功效性护肤品赛道，24 年 5 月，针对儿童市场发布新品“薇诺娜宝贝防晒小喷雾”；3) **AOXMED：** 聚焦高端抗衰需求，打造从医美到家美所需的全渠道产品矩阵。4) **Beforteen：** 定位“分级定制 精准抗痘”的先进理念，通过 AI 技术与痤疮治疗的创新聚合，实现千人千面的分级定制痤疮诊疗方案；5) **大众护肤品与彩妆：** 2023 年，成功并购了悦江投资，获得“姬芮”和“泊美”两个品牌，补齐公司大众线护肤及彩妆版图。

➤ **投资建议：** 公司以薇诺娜品牌为核心，优化完善产品矩阵，驱动长期增长。预计 2024-2026 年公司实现营业收入 64.07、71.75、78.99 亿元，分别同比+16.0%、+12.0%、+10.1%；归母净利润分别为 6.45、9.32 与 10.53 亿元，分别同比-14.8%、+44.5%与+13.0%，10 月 25 日收盘价对应 PE 为 35/24/21 倍，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：** 渠道拓展不达预期；新品推出不达预期；应收账款回收风险等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	5,522	6,407	7,175	7,899
增长率 (%)	10.1	16.0	12.0	10.1
归属母公司股东净利润 (百万元)	757	645	932	1,053
增长率 (%)	-28.0	-14.8	44.5	13.0
每股收益 (元)	1.79	1.52	2.20	2.49
PE	30	35	24	21
PB	3.8	3.7	3.3	3.0

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 10 月 25 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

53.15 元


分析师 刘文正

执业证书：S0100521100009

邮箱：liuwenzheng@mszq.com

分析师 郑紫舟

执业证书：S0100522080003

邮箱：zhengzizhou@mszq.com

研究助理 褚菁菁

执业证书：S0100123060038

邮箱：zhujingjing@mszq.com

相关研究

1. 贝泰妮 (300957.SZ) 2023 年年报及 2024 年一季报点评：24Q1 收入与利润实现双位数增长，期待经营持续向好-2024/04/28
2. 贝泰妮 (300957.SZ) 2023 年三季报点评：Q3 扣非归母净利润同比增速达 40%，持续推进业务多元化布局-2023/10/30
3. 贝泰妮 (300957.SZ) 事件点评：拟收购悦江投资 51% 股权，有望推动大众护肤品牌布局-2023/09/29
4. 贝泰妮 (300957.SZ) 2023 年中报点评：Q2 收入与归母净利润增速符合预期，多品牌矩阵驱动成长-2023/08/29
5. 贝泰妮 (300957.SZ) 2023 年一季报点评：收入与利润增长稳健，推出新品丰富产品品类-2023/04/26

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	5,522	6,407	7,175	7,899
营业成本	1,441	1,663	1,848	2,025
营业税金及附加	65	70	79	87
销售费用	2,610	3,213	3,420	3,749
管理费用	413	509	539	590
研发费用	299	327	359	395
EBIT	809	666	987	1,121
财务费用	-21	-30	-32	-39
资产减值损失	-20	-14	-13	-11
投资收益	64	60	66	62
营业利润	878	742	1,072	1,211
营业外收支	-9	-1	-2	-2
利润总额	869	740	1,070	1,209
所得税	110	93	135	153
净利润	759	647	935	1,056
归属于母公司净利润	757	645	932	1,053
EBITDA	984	847	1,178	1,331

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	2,091	2,248	2,686	3,336
应收账款及票据	586	788	800	992
预付款项	69	100	111	122
存货	904	901	1,100	1,083
其他流动资产	1,871	1,914	1,905	1,967
流动资产合计	5,523	5,951	6,601	7,500
长期股权投资	212	212	212	212
固定资产	667	691	714	729
无形资产	193	198	213	228
非流动资产合计	1,984	2,046	2,161	2,259
资产合计	7,507	7,997	8,762	9,759
短期借款	104	104	104	104
应付账款及票据	402	508	494	629
其他流动负债	785	866	950	1,027
流动负债合计	1,291	1,478	1,547	1,760
长期借款	5	5	5	5
其他长期负债	195	203	203	203
非流动负债合计	200	207	207	207
负债合计	1,491	1,686	1,755	1,967
股本	424	424	424	424
少数股东权益	155	157	160	163
股东权益合计	6,016	6,311	7,008	7,792
负债和股东权益合计	7,507	7,997	8,762	9,759

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	10.14	16.03	11.99	10.08
EBIT 增长率	-27.96	-17.61	48.11	13.59
净利润增长率	-28.02	-14.79	44.53	12.99
盈利能力 (%)				
毛利率	73.90	74.05	74.25	74.36
净利润率	13.70	10.06	12.99	13.33
总资产收益率 ROA	10.08	8.06	10.64	10.79
净资产收益率 ROE	12.91	10.48	13.61	13.80
偿债能力				
流动比率	4.28	4.03	4.27	4.26
速动比率	3.18	3.05	3.20	3.32
现金比率	1.62	1.52	1.74	1.90
资产负债率 (%)	19.86	21.08	20.02	20.16
经营效率				
应收账款周转天数	27.11	38.00	40.00	41.00
存货周转天数	196.70	196.00	196.00	195.00
总资产周转率	0.78	0.83	0.86	0.85
每股指标 (元)				
每股收益	1.79	1.52	2.20	2.49
每股净资产	13.84	14.53	16.17	18.01
每股经营现金流	1.44	1.70	2.21	2.80
每股股利	0.80	0.53	0.77	0.87
估值分析				
PE	30	35	24	21
PB	3.8	3.7	3.3	3.0
EV/EBITDA	22.46	26.09	18.76	16.61
股息收益率 (%)	1.51	1.00	1.45	1.64

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	759	647	935	1,056
折旧和摊销	175	180	191	209
营运资金变动	-186	-93	-159	-50
经营活动现金流	610	720	936	1,186
资本开支	-271	-217	-217	-218
投资	-305	0	-15	-6
投资活动现金流	-518	-159	-168	-164
股权募资	8	0	0	0
债务募资	81	0	0	0
筹资活动现金流	-458	-404	-330	-372
现金净流量	-367	157	438	650

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，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，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026