

## 贝泰妮 (300957.SZ)

## 2024Q3 营收稳健，备战大促加大营销力度利润承压

2024年10月26日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

黄泽鹏（分析师）

杨柏炜（分析师）

huangzepeng@kysec.cn

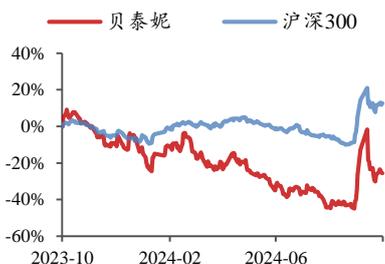
yangbowei@kysec.cn

证书编号：S0790519110001

证书编号：S0790524050001

日期	2024/10/25
当前股价(元)	53.15
一年最高最低(元)	79.51/39.30
总市值(亿元)	225.14
流通市值(亿元)	225.14
总股本(亿股)	4.24
流通股本(亿股)	4.24
近3个月换手率(%)	58.42

### 股价走势图



数据来源：聚源

### 相关研究报告

- 《2024H1 营收同增 18.5%，敏感肌龙头经营稳健—公司信息更新报告》  
-2024.8.28
- 《2024Q1 经营回暖，敏感肌龙头迈入 2.0 新时代—公司信息更新报告》  
-2024.4.27
- 《2023Q3 营收环比提速，扣非归母净利润较快增长—公司信息更新报告》  
-2023.11.14

### ● 事件：2024Q3 营收端稳中向好，备战大促加大营销力度利润端承压

公司发布三季报：2024Q1-Q3 实现营收 40.18 亿元（同比+17.1%，下同）、归母净利润 4.1 亿元（-28.4%）；单三季度实现营收 12.13 亿元（+14.0%）、归母净亏损 6900 万元，备战四季度大促加大营销力度导致三季度利润承压。考虑市场竞争激烈及流量成本上行，我们下调盈利预测，预计公司 2024-2026 年归母净利润为 8.36/10.34/12.66 亿元（原值 10.00/12.66/15.70 亿元），对应 EPS 为 1.97/2.44/2.99 元，当前股价对应 PE 为 26.9/21.8/17.8 倍。我们认为，公司旗下薇诺娜是敏感肌护肤龙头品牌，随着主品牌心智不断强化及整体品牌矩阵完善，未来恢复增长可期，估值合理，维持“买入”评级。

### ● 前三季度各品牌营收稳健，品牌结构、促销政策影响盈利能力

分品牌看，2024Q1-Q3 悦江投资旗下姬芮、泊美合计实现营收 3.81 亿元，毛利率约 58.37%；而公司旗下薇诺娜及其他主要品牌合计实现营收 36.37 亿元（+6.00%）实现稳步增长，毛利率约 75.34%。整体看，2024Q1-Q3 公司综合毛利率为 73.73%（-2.69pct），一方面受毛利率较低的品牌并表影响（2023 年 10 月 31 日起纳入合并范围），另一方面也受公司促销政策影响。分渠道看，根据久谦数据，主品牌薇诺娜 2024Q1-Q3 在抖音渠道增长较好。费用方面，2024Q1-Q3 销售费用率为 50.0%（+3.3pct），主要系公司加大种草及品牌宣传力度；管理费用率为 8.5%（+1.3pct），主要系因计提员工持股计划股权激励费用。

### ● 双十一阶段性战报跻身天猫美妆 TOP10，渠道、品牌多维发力赋能长期成长

双十一：天猫大美妆数据显示，薇诺娜在天猫美妆榜（10 月 21 日-23 日）排名第 10 名，后续表现可期。渠道：公司进一步发力抖音渠道有望带来增量；此外公司在曼谷建立东南亚海外市场业务总部，未来有望开启国际化新篇章。品牌：一方面发力薇诺娜品牌 2.0 建设稳固主品牌心智，另一方面也通过薇诺娜宝贝、瑗科缦、贝芙汀、姬芮、泊美等新品牌实现多元化发展。

### ● 风险提示：新品牌拓展不及预期、渠道拓展不及预期、行业竞争加剧。

### 财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	5,014	5,522	6,414	7,413	8,487
YOY(%)	24.6	10.1	16.2	15.6	14.5
归母净利润(百万元)	1,051	757	836	1,034	1,266
YOY(%)	21.8	-28.0	10.5	23.7	22.4
毛利率(%)	75.2	73.9	73.8	73.7	73.6
净利率(%)	21.0	13.7	13.1	14.0	15.0
ROE(%)	18.8	12.6	12.7	13.6	14.3
EPS(摊薄/元)	2.48	1.79	1.97	2.44	2.99
P/E(倍)	21.4	29.7	26.9	21.8	17.8
P/B(倍)	4.1	3.8	3.5	3.0	2.6

数据来源：聚源、开源证券研究所

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	5715	5523	5558	6739	7870
现金	2514	2091	2700	3570	4657
应收票据及应收账款	270	586	0	0	0
其他应收款	20	30	28	39	38
预付账款	42	69	60	89	81
存货	671	904	929	1200	1253
其他流动资产	2198	1841	1841	1841	1841
<b>非流动资产</b>	1005	1984	2031	2080	2172
长期投资	83	212	212	212	212
固定资产	206	667	713	763	811
无形资产	78	193	210	226	244
其他非流动资产	637	912	896	880	905
<b>资产总计</b>	6720	7507	7588	8819	10042
<b>流动负债</b>	992	1291	789	983	938
短期借款	0	104	104	104	104
应付票据及应付账款	372	402	0	0	0
其他流动负债	619	785	685	880	834
<b>非流动负债</b>	125	200	199	198	197
长期借款	0	5	4	3	2
其他非流动负债	125	195	195	195	195
<b>负债合计</b>	1117	1491	988	1181	1135
少数股东权益	49	155	157	161	165
股本	424	424	424	424	424
资本公积	2846	2846	2846	2846	2846
留存收益	2283	2701	3278	3987	4848
<b>归属母公司股东权益</b>	5553	5861	6443	7477	8742
<b>负债和股东权益</b>	6720	7507	7588	8819	10042

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	769	610	1018	1000	1233
净利润	1051	759	839	1038	1270
折旧摊销	61	108	136	160	143
财务费用	-14	-21	-20	-20	-20
投资损失	-81	-64	-50	-60	-70
营运资金变动	-103	-186	118	-112	-84
其他经营现金流	-144	15	-5	-5	-5
<b>投资活动现金流</b>	-18	-518	-133	-149	-164
资本支出	353	274	183	209	234
长期投资	262	188	0	0	0
其他投资现金流	73	-432	50	60	70
<b>筹资活动现金流</b>	-320	-458	-276	19	19
短期借款	0	104	0	0	0
长期借款	0	5	-1	-1	-1
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-320	-567	-276	20	20
<b>现金净增加额</b>	431	-367	609	870	1088

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	5014	5522	6414	7413	8487
营业成本	1243	1441	1677	1947	2244
营业税金及附加	56	65	76	88	100
营业费用	2048	2610	3104	3536	3989
管理费用	343	413	449	504	552
研发费用	255	299	231	245	255
财务费用	-14	-21	-20	-20	-20
资产减值损失	-19	-20	-20	-20	-20
其他收益	72	149	50	50	50
公允价值变动收益	-6	-17	0	0	0
投资净收益	81	64	50	60	70
资产处置收益	-0	1	0	0	0
<b>营业利润</b>	1212	878	972	1198	1463
营业外收入	9	2	3	4	5
营业外支出	7	11	15	15	15
<b>利润总额</b>	1214	869	960	1187	1453
所得税	163	110	121	150	183
<b>净利润</b>	1051	759	839	1038	1270
少数股东损益	-1	2	3	3	4
<b>归属母公司净利润</b>	1051	757	836	1034	1266
EBITDA	1199	921	1031	1260	1479
EPS(元)	2.48	1.79	1.97	2.44	2.99

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	24.6	10.1	16.2	15.6	14.5
营业利润(%)	19.3	-27.6	10.7	23.3	22.1
归属于母公司净利润(%)	21.8	-28.0	10.5	23.7	22.4
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	75.2	73.9	73.8	73.7	73.6
净利率(%)	21.0	13.7	13.1	14.0	15.0
ROE(%)	18.8	12.6	12.7	13.6	14.3
ROIC(%)	61.9	28.7	32.5	37.4	42.5
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	16.6	19.9	13.0	13.4	11.3
净负债比率(%)	-42.6	-30.7	-37.9	-44.1	-50.1
流动比率	5.8	4.3	7.0	6.9	8.4
速动比率	4.5	3.2	5.2	5.1	6.5
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.9	0.9
应收账款周转率	19.4	13.3	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	4.1	4.5	10.0	0.0	0.0
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	2.48	1.79	1.97	2.44	2.99
每股经营现金流(最新摊薄)	1.82	1.44	2.40	2.36	2.91
每股净资产(最新摊薄)	13.11	13.84	15.21	17.65	20.64
<b>估值比率</b>					
P/E	21.4	29.7	26.9	21.8	17.8
P/B	4.1	3.8	3.5	3.0	2.6
EV/EBITDA	15.6	21.3	18.4	14.3	11.5

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn