

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) 24Q3 点评: 销售费用率提升致 24Q3 盈利承压

2024 年 10 月 28 日

事件: 公司发布 24Q3 业绩, 实现营收 12.13 亿元/yoy+14.04%, 归母净亏损 0.69 亿元/同比由盈转亏, 扣非归母净亏损 0.78 亿元/同比由盈转亏。24Q1-3 实现营收 40.18 亿元, 同比+17.09%, 归母净利润 4.15 亿元, 同比-29.39%, 扣非归母净利润 3.41 亿元, 同比-32.81%。

点评:

悦江并表贡献主要销售收入增长, 品牌结构变化致毛利率同比变动。 24Q1-3 公司自有品牌薇诺娜等合计实现收入 36.37 亿元, 同增 5.98%, 销售毛利率为 75.34%; 2023.10.31 开始悦江投资旗下 Za、泊美并表, 24Q1-3 实现收入 3.81 亿元, 销售毛利率为 58.37%。新并入品牌贡献公司收入主要增量, 同时新品牌毛利率低于薇诺娜等公司主品牌, 使得公司销售毛利率同比有所下降。24Q3 毛利率 76.35%, 同比-2.37pct, 环比+3.44pct。

销售费用增长较多为 24Q3 净亏损的主要原因。 24Q3 销售/管理/研发/财务费用率 60.41%/13.55%/7.04%/0.21%, 同比 +12.71%/+4.91%/+0.18%/+0.72pct, 环比+15.64%/+7.72%/+2.26%/+0.25pct; 归母净利率-5.69%, 同比-17.83pct, 环比-23.66pct。24Q3 销售费用率同环比均有明显提升, 主要系为带动品牌声量提升并为 24Q4 全渠道大促活动预热, 24Q3 公司主动加大了抖音渠道种草、引流等宣传投入和增加品牌代言、联名活动等广告营销投入。24Q3 管理费用率的同环比提升主要系公司计提了员工持股计划的股权激励费用。

盈利预测与投资评级: 24Q1-3 公司实现多品牌、多渠道的稳健增长, 但盈利端由于费用投放加大致净亏损。下调盈利预测, 我们预计公司 2024-2026 年归母净利润 7.35/10.11/11.79 亿元, 同比-2.9%/37.6%/16.7%, 对应 10 月 28 日收盘价 PE 分别为 31/22/19X。中长期来看, 我们仍然看好公司通过自主孵化&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, 延续稳健增长趋势, 维持“买入”评级。

风险因素: 品牌调整效果不及预期, 线上流量竞争加剧致毛销差持续收窄, 新品推广效果不及预期、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	6,511	7,539	8,620
增长率 YoY %	24.6%	10.1%	17.9%	15.8%	14.4%
归属母公司净利润 (百万元)	1,051	757	735	1,011	1,179
增长率 YoY%	21.8%	-28.0%	-2.9%	37.6%	16.7%
毛利率%	75.2%	73.9%	72.6%	72.7%	72.7%
净资产收益率ROE%	18.9%	12.9%	12.0%	15.3%	16.5%
EPS(摊薄)(元)	2.48	1.79	1.73	2.39	2.78
市盈率 P/E(倍)	21.53	29.91	30.81	22.39	19.19
市净率 P/B(倍)	4.08	3.86	3.69	3.42	3.16

资料来源: Wind, 信达证券研发中心预测;股价为 2024 年 10 月 28 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	5,611	6,204	6,823	
货币资金	2,514	2,091	1,614	1,222	785	
应收票据	0	25	0	0	0	
应收账款	270	562	663	751	867	
预付账款	42	69	107	124	141	
存货	671	904	893	1,091	1,175	
其他	2,218	1,871	2,334	3,016	3,854	
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	7,807	8,454	9,080	
流动负债	992	1,291	1,326	1,497	1,583	
短期借款	0	104	104	104	104	
应付票据	62	68	101	93	129	
应付账款	311	334	311	433	416	
其他	619	785	810	866	935	
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	1,516	1,677	1,753	
少数股东权益	49	155	160	166	172	
归属母公司股东权益	5,553	5,861	6,130	6,611	7,155	
负债和股东权益	6,720	7,507	7,807	8,454	9,080	

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	6,511	7,539	8,620	
同比 (%)	24.6%	10.1%	17.9%	15.8%	14.4%	
归属母公司净利润	1,051	757	735	1,011	1,179	
同比	21.8%	-28.0%	-2.9%	37.6%	16.7%	
毛利率 (%)	75.2%	73.9%	72.6%	72.7%	72.7%	
ROE%	18.9%	12.9%	12.0%	15.3%	16.5%	
EPS (摊薄)(元)	2.48	1.79	1.73	2.39	2.78	
P/E	21.53	29.91	30.81	22.39	19.19	
P/B	4.08	3.86	3.69	3.42	3.16	
EV/EBITDA	49.03	27.44	22.71	17.42	15.32	

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	6,511	7,539	8,620	
营业成本	1,243	1,441	1,787	2,061	2,352	
营业税金及附加	56	65	78	90	103	
销售费用	2,048	2,610	3,112	3,483	3,965	
管理费用	343	413	521	565	638	
研发费用	255	299	332	384	440	
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	125	146	168	
营业利润	1,212	878	865	1,173	1,368	
营业外收支	2	-9	-7	-1	-2	
利润总额	1,214	869	858	1,172	1,365	
所得税	163	110	118	156	180	
净利润	1,051	759	740	1,017	1,185	
少数股东损益	-1	2	6	6	6	
归属母公司净利润	1,051	757	735	1,011	1,179	
EBITDA	1,240	984	934	1,241	1,438	
EPS (当年)(元)	2.48	1.79	1.73	2.39	2.78	

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	746	933	1,104	
净利润	1,051	759	740	1,017	1,185	
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	-96	-180	-184	
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	-477	-392	-437	

研究团队简介

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，主要覆盖零售、潮玩、美护、宠物板块。

宿一赫，社服行业分析师。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。

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。

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。