

# 贝泰妮 (300957.SZ): 24 年 Q3 费用大幅增加, 盈利能力短期承压

2024 年 10 月 30 日

推荐/维持

贝泰妮

公司报告

**事件:** 公司发布 2024 年三季报, 2024 年前三季度实现营业收入 40.18 亿元, 同比增长 17.09%, 实现归母净利润 4.15 亿元, 同比下降 28.39%。24 年 Q3 实现营业收入 12.13 亿元, 同比增长 14.04%, 实现归母净利润-6899 万元, 同比下降 153.41%。

**新品牌贡献新收入拉动营收增长, 原主要品牌表现稳健。** 公司 24 年前三季度营收同比增长 17.09%, 主要源于悦江投资于 23 年 10 月 31 日起纳入公司合并范围, 旗下的“姬芮 (Za)”和“泊美 (PURE&MILD)”品牌前三季度实现营收 3.8 亿元, 带来新的收入贡献, 为公司营收增长的主要拉动。24 年前三季度主品牌薇诺娜及其他主要品牌实现营收 36.4 亿元, 同比+5.98%, 与上半年增速基本持平, 在行业需求较为疲软的背景下稳健增长。

**新品牌收购导致毛利率下降, Q3 费用率的大幅上升导致单季度业绩承压。** 24 年前三季度公司毛利率同比-2.7pct.至 73.73%, 主要源于悦江投资纳入报表。24 年前三季度公司新收购品牌姬芮 (ZA) 和泊美的毛利率为 58.37%, 低于原品牌 70%+的毛利率水平, 由此拉低公司整体毛利率水平。原主要品牌前三季度毛利率 75.34%, 基本平稳。24 年前三季度公司销售、管理和研发费用率分别为 50.03%、8.45%和 4.97%, 分别同比+3.3pct.、+1.3pct.和-0.3pct., 公司前三季度净利率 10.07%, 同比-6.4pct., 毛利率的下行叠加费用率上行导致公司整体盈利能力有所下降。公司单 Q3 有小幅亏损, 主要源于公司为 Q4 全渠道大促活动预热, 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, 导致 Q3 销售费用率同比+12.78pct.至 60.43%; 公司在报告期内计提员工持股计划的股权激励费用导致 Q3 管理费用率同比+4.87pct.至 13.52%。Q3 费用端的大幅上行使得单季度利润表现承压, 一定程度上反映了市场竞争的加剧, 但考虑到大促预热投放和股权激励费用计提等均为一次性影响, 公司 Q4 盈利能力有望恢复。

**国际美妆大牌开始发力市场竞争加剧, 但公司品牌市场地位仍较为稳固。** 公司 23 年业绩承压, 在经过一段时间的变革调整后, 24 年上半年已得到改善。24 年 Q3 美妆消费需求疲软且市场竞争加剧, 公司盈利能力受到一定影响。2024 年双十一大促国际美妆大牌增加折扣和种草力度, 对国货品牌形成一定挤压, 尤其是 TOP10-20 区间的国货美妆品牌, 市场排名大幅下降。公司旗下品牌薇诺娜在天猫美妆抢先期的排名为 TOP10, 较去年双十一同期下降了 3 名, 但仍维持在前十名位置, 品牌市场地位相对较为稳固。AOXMED 在 24 年天猫抢先购新品牌首日排名中位列 TOP12, 在预售阶段排名 TOP3, 公司旗下新品牌获得了较好的市场表现。

**外延并购扩大品牌矩阵, 海外拓展打开增长天花板。** 近两年来公司通过内部孵化和外部并购持续搭建品牌矩阵, 目前已涵盖护肤、婴童、彩妆和轻医美等多个业务板块。立足贝泰妮生态圈, 横向扩张寻找优质品牌, 纵向延伸寻找新原料研产销一体化公司。与此同时公司逐渐布局海外市场, 在泰国曼谷建立东南亚业务总部, 助力品牌出海, 有望打开增长天花板。公司多维并举深耕美丽与健康大赛道, 为中长期发展奠基。

**盈利预测及投资评级:** 考虑到市场竞争加剧以及公司费用率有较大幅度上升,

## 公司简介:

云南贝泰妮生物科技集团股份有限公司的主营业务是应用纯天然的植物活性成分提供温和、专业的皮肤护理产品。公司产品主要包括霜、护肤水、面膜、精华、乳液等护肤品类产品及隔离霜、BB 霜、卸妆水等彩妆类产品。

资料来源: 公司公告、东兴证券研究所

## 未来 3-6 个月重大事项提示:

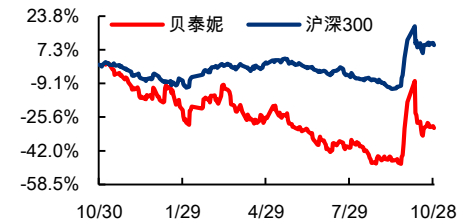
无

## 交易数据

|                 |               |
|-----------------|---------------|
| 52 周股价区间 (元)    | 78.94-39.35   |
| 总市值 (亿元)        | 223.49        |
| 流通市值 (亿元)       | 223.49        |
| 总股本/流通 A 股 (万股) | 42,360/42,360 |
| 流通 B 股/H 股 (万股) | -/-           |
| 52 周日均换手率       | 2.66          |

资料来源: 恒生聚源、东兴证券研究所

## 52 周股价走势图



资料来源: 恒生聚源、东兴证券研究所

## 分析师: 刘田田

010-66554038

liutt@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480521010001

## 分析师: 魏宇萌

010-66555446

weiy@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480522090004

影响短期利润表现, 我们调低公司 2024-2026 年净利润分别至 7.36、9.67 和 11.69 亿元, 对应 EPS 分别为 1.74、2.28 和 2.76 元。当前股价对应 2024-2026 年 PE 值分别为 30、23 和 19 倍, 维持“推荐”评级。

风险提示: 行业需求疲软, 品牌市场竞争加剧。

### 财务指标预测

| 指标          | 2022A    | 2023A    | 2024E    | 2025E    | 2026E    |
|-------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入 (百万元)  | 5,013.87 | 5,522.17 | 6,453.94 | 7,483.40 | 8,530.79 |
| 增长率 (%)     | 24.65%   | 10.14%   | 16.87%   | 15.95%   | 14.00%   |
| 归母净利润 (百万元) | 1,051.23 | 756.80   | 736.38   | 966.60   | 1,168.78 |
| 增长率 (%)     | 21.82%   | -28.01%  | -2.70%   | 31.26%   | 20.92%   |
| 净资产收益率 (%)  | 18.93%   | 12.91%   | 11.16%   | 13.08%   | 13.97%   |
| 每股收益 (元)    | 2.48     | 1.79     | 1.74     | 2.28     | 2.76     |
| PE          | 21.27    | 29.47    | 30.35    | 23.12    | 19.12    |
| PB          | 4.03     | 3.81     | 3.39     | 3.02     | 2.67     |

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

**附表: 公司盈利预测表**

| 资产负债表           | 单位: 百万元 |        |       |       |       | 利润表            | 单位: 百万元 |         |        |        |        |
|-----------------|---------|--------|-------|-------|-------|----------------|---------|---------|--------|--------|--------|
|                 | 2022A   | 2023A  | 2024E | 2025E | 2026E |                | 2022A   | 2023A   | 2024E  | 2025E  | 2026E  |
| <b>流动资产合计</b>   | 5715    | 5523   | 6283  | 7246  | 8407  | <b>营业收入</b>    | 5014    | 5522    | 6454   | 7483   | 8531   |
| 货币资金            | 2514    | 2091   | 3101  | 4227  | 5567  | <b>营业成本</b>    | 1243    | 1441    | 1743   | 1983   | 2261   |
| 应收账款            | 270     | 562    | 502   | 672   | 715   | 营业税金及附加        | 56      | 65      | 76     | 88     | 101    |
| 其他应收款           | 20      | 30     | 35    | 40    | 46    | 营业费用           | 2048    | 2610    | 3130   | 3592   | 4052   |
| 预付款项            | 42      | 69     | 69    | 88    | 99    | 管理费用           | 343     | 413     | 516    | 561    | 597    |
| 存货              | 671     | 904    | 1017  | 1201  | 1344  | 财务费用           | -14     | -21     | -23    | -36    | -49    |
| 其他流动资产          | 526     | 446    | -112  | -956  | -1699 | 研发费用           | 255     | 299     | 329    | 362    | 398    |
| <b>非流动资产合计</b>  | 1004    | 1984   | 1836  | 1728  | 1630  | 资产减值损失         | 18.99   | 20.20   | 0.00   | 0.00   | 0.00   |
| 长期股权投资          | 83      | 212    | 212   | 212   | 212   | 公允价值变动收益       | -5.52   | -17.24  | -11.38 | -14.31 | -12.84 |
| 固定资产            | 206     | 667    | 587   | 507   | 427   | 投资净收益          | 80.58   | 64.36   | 72.47  | 68.42  | 70.44  |
| 无形资产            | 78      | 193    | 187   | 182   | 176   | 加: 其他收益        | 71.88   | 149.42  | 110.65 | 130.04 | 120.34 |
| 其他非流动资产         | 50      | 75     | 0     | 0     | 0     | <b>营业利润</b>    | 1212    | 878     | 855    | 1118   | 1349   |
| <b>资产总计</b>     | 6719    | 7507   | 8119  | 8974  | 10037 | 营业外收入          | 8.95    | 2.14    | 2.14   | 2.14   | 2.14   |
| <b>流动负债合计</b>   | 992     | 1291   | 1276  | 1336  | 1418  | 营业外支出          | 7.19    | 11.29   | 11.29  | 11.29  | 11.29  |
| 短期借款            | 0       | 104    | 0     | 0     | 0     | <b>利润总额</b>    | 1214    | 869     | 845    | 1109   | 1340   |
| 应付账款            | 311     | 334    | 414   | 463   | 532   | 所得税            | 163     | 110     | 107    | 140    | 169    |
| 预收款项            | 0       | 0      | 0     | 0     | 0     | <b>净利润</b>     | 1050    | 759     | 739    | 969    | 1171   |
| 一年内到期的非流动负债     | 62      | 42     | 42    | 42    | 42    | 少数股东损益         | -1      | 2       | 2      | 2      | 2      |
| <b>非流动负债合计</b>  | 125     | 200    | 88    | 88    | 88    | 归属母公司净利润       | 1051    | 757     | 736    | 967    | 1169   |
| 长期借款            | 0       | 5      | 5     | 5     | 5     | <b>主要财务比率</b>  |         |         |        |        |        |
| 应付债券            | 0       | 0      | 0     | 0     | 0     |                | 2022A   | 2023A   | 2024E  | 2025E  | 2026E  |
| <b>负债合计</b>     | 1117    | 1491   | 1363  | 1423  | 1506  | <b>成长能力</b>    |         |         |        |        |        |
| 少数股东权益          | 50      | 155    | 157   | 160   | 162   | 营业收入增长         | 24.65%  | 10.14%  | 16.87% | 15.95% | 14.00% |
| 实收资本(或股本)       | 424     | 424    | 424   | 424   | 424   | 营业利润增长         | 19.34%  | -27.57% | -2.66% | 30.83% | 20.69% |
| 资本公积            | 2846    | 2846   | 2846  | 2846  | 2846  | 归属于母公司净利润增长    | 21.82%  | -28.01% | -2.70% | 31.26% | 20.92% |
| 未分配利润           | 2072    | 2490   | 3099  | 3879  | 4833  | <b>获利能力</b>    |         |         |        |        |        |
| 归属母公司股东权益合计     | 5552    | 5861   | 6598  | 7391  | 8369  | 毛利率(%)         | 75.21%  | 73.90%  | 73.00% | 73.50% | 73.50% |
| <b>负债和所有者权益</b> | 6719    | 7507   | 8119  | 8974  | 10037 | 净利率(%)         | 20.95%  | 13.75%  | 11.45% | 12.95% | 13.73% |
| <b>现金流量表</b>    |         |        |       |       |       | 总资产净利润率(%)     | 15.65%  | 10.08%  | 9.07%  | 10.77% | 11.64% |
|                 |         |        |       |       |       | ROE(%)         | 18.93%  | 12.91%  | 11.16% | 13.08% | 13.97% |
| <b>经营活动现金流</b>  | 769     | 610    | 1318  | 1520  | 1794  | <b>偿债能力</b>    |         |         |        |        |        |
| 净利润             | 1050    | 759    | 739   | 969   | 1171  | 资产负债率(%)       | 17%     | 20%     | 17%    | 16%    | 15%    |
| 折旧摊销            | 103.76  | 247.72 | 80.06 | 80.06 | 80.06 | 流动比率           | 5.76    | 4.28    | 4.92   | 5.43   | 5.93   |
| 财务费用            | -14     | -21    | -23   | -36   | -49   | 速动比率           | 5.09    | 3.58    | 4.13   | 4.53   | 4.98   |
| 应收帐款减少          | 0       | 0      | 60    | -170  | -43   | <b>营运能力</b>    |         |         |        |        |        |
| 预收帐款增加          | 0       | 0      | 0     | 0     | 0     | 总资产周转率         | 0.80    | 0.78    | 0.83   | 0.88   | 0.90   |
| <b>投资活动现金流</b>  | -18     | -518   | -220  | -256  | -312  | 应收账款周转率        | 19      | 13      | 12     | 13     | 12     |
| 公允价值变动收益        | -6      | -17    | -11   | -14   | -13   | 应付账款周转率        | 16.52   | 17.12   | 17.24  | 17.07  | 17.15  |
| 长期投资减少          | 0       | 0      | 0     | 0     | 0     | <b>每股指标(元)</b> |         |         |        |        |        |
| 投资收益            | 81      | 64     | 72    | 68    | 70    | 每股收益(最新摊薄)     | 2.48    | 1.79    | 1.74   | 2.28   | 2.76   |
| <b>筹资活动现金流</b>  | -320    | -458   | -89   | -137  | -142  | 每股净现金流(最新摊薄)   | 1.02    | -0.86   | 2.38   | 2.66   | 3.16   |
| 应付债券增加          | 0       | 0      | 0     | 0     | 0     | 每股净资产(最新摊薄)    | 13.11   | 13.84   | 15.58  | 17.45  | 19.76  |
| 长期借款增加          | 0       | 0      | 0     | 0     | 0     | <b>估值比率</b>    |         |         |        |        |        |
| 普通股增加           | 0       | 0      | 0     | 0     | 0     | P/E            | 21.27   | 29.47   | 30.35  | 23.12  | 19.12  |
| 资本公积增加          | 0       | 0      | 0     | 0     | 0     | P/B            | 4.03    | 3.81    | 3.39   | 3.02   | 2.67   |
| <b>现金净增加额</b>   | 431     | -366   | 1009  | 1127  | 1340  | EV/EBITDA      | 15.29   | 18.48   | 21.02  | 15.56  | 12.14  |

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

## 相关报告汇总

| 报告类型   | 标题  | 日期         |
|--------|---|------------|
| 公司普通报告 | 贝泰妮 (300957.SZ): 24 年上半年业绩改善, 重回增长通道      | 2024-09-03 |
| 行业深度报告 | 化工行业 2024 年半年度展望: 行业供需格局预期改善              | 2024-07-29 |
| 公司普通报告 | 贝泰妮 (300957.SZ): 23 年业绩表现偏弱, 24 年 Q1 边际改善 | 2024-05-07 |
| 行业深度报告 | 化工行业 2024 年投资展望: 行业景气预期改善, 聚焦三类投资机会       | 2023-11-30 |
| 行业深度报告 | 化工行业 2023 年中期策略报告 PPT                     | 2023-07-21 |
| 行业深度报告 | 化工行业 2023 年中期策略报告: 行业景气回落, 细分领域仍存投资机会     | 2023-07-04 |

资料来源: 东兴证券研究所

## 分析师简介

### 刘田田

对外经济贸易大学金融硕士, 2019 年 1 月加入东兴证券研究所, 现任大消费组组长、纺服&轻工行业首席分析师。2 年买方经验, 覆盖大消费行业研究, 具备买方研究思维。

### 魏宇萌

中国人民大学经济学学士, 金融硕士。2020 年 7 月加入东兴证券研究所, 商贸零售与社会服务行业研究员, 主要负责化妆品、免税、黄金珠宝、电商、传统零售等研究方向。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下, 本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议, 市场有风险, 投资者在决定投资前, 务必要审慎。投资者应自主作出投资决策, 自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内, 与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

## 行业评级体系

公司投资评级 (A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数, 美国市场基准为标普 500 指数):  
以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数, 美国市场基准为标普 500 指数):  
以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

## 东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编: 100033

电话: 010-66554070

传真: 010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 23 层

邮编: 200082

电话: 021-25102800

传真: 021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编: 518038

电话: 0755-83239601

传真: 0755-23824526