

# 贝泰妮 (300957.SZ)

## 三季度收入平稳增长 14%，高费用投放致利润阶段性亏损

优于大市

### 核心观点

**单三季度利润在高投放下导致利润出现亏损。**前三季度公司实现营收 40.18 亿/yoy+17.09%，实现归母净利润 4.15 亿/yoy-28.39%。单 Q3 公司实现营收 12.13 亿/yoy+14.04%，实现归母净利润-0.69 亿元，为公司上市以来首次单季度亏损。公司收入端保持平稳增长，但为实现品牌进一步破圈，在抖音等低利润率渠道加大投放，导致阶段性利润承压。从目前双 11 的表现来看，根据各平台官方战报，目前主品牌薇诺娜在天猫平台稳定前 10，抖音平台 10.18-10.20 日名列第 4，前期 Q3 高投放带来的品牌宣传效果也对四季度大促产生一定正向影响。

**分品牌看，**前三季度悦江投资旗下“姬芮”和“泊美”实现营收 3.81 亿；剔除悦江投资公司前三季度实现营业收入 36.37 亿/yoy+5.98%。单三季度悦江投资实现营收 1.17 亿，剔除悦江投资公司实现营收 10.96 亿/yoy+3.1%。

**高额抖音推广费用投放及一次性员工持股费用计提导致费用率大幅提升。**2024Q3 实现毛利率/净利率 76.35%/-5.86%，分别同比-2.4/-17.6pct。毛利率下降主要由于合并低毛利悦江投资，若剔除悦江投资，单 Q3 毛利率为 78.24%/yoy-0.49pct，保持平稳。24Q3 销售/管理/研发费用率分别同比+12.7/+4.9/+0.2pct，销售费用率大幅增加主要是公司为提高品牌声量同时为双 11 预热，主动加大抖音渠道宣传投入，并增加品牌代言、联名活动等投放。管理费用率提升主要由于一次性计提约 5000 万员工持股计划费用。

**营运能力及现金流基本稳定。**公司前三季度存货周转天数 232 天，同比减少 42 天；应收账款周转天数 45 天，同比增加 11 天，主要由于公司主动赊销客户为双 11 大促积极备货。2024Q3 公司经营性现金流净额为-1.35 亿元，去年同期为-1.61 亿，主要为双 11 大促备货影响。

**风险提示：**宏观经济不及预期，销量增加不及预期，行业竞争加剧。

**投资建议：**三季度公司主品牌薇诺娜保持稳定，叠加并表的悦江投资整体收入维持平稳增长，但同时公司为提高品牌声量，主动在低利润率抖音渠道加大投放，导致利润端阶段性承压。往后看，目前公司双 11 受到前置的营销投放影响表现良好，同时预计高费用投放不会延续至 Q4，叠加修白瓶等产品在全渠道推广，有望带动 Q4 利润端环比改善。考虑到传统渠道受内部调整及外部监管因素影响压力较大，同时为适应当前消费环境公司加大促销和投放力度，我们下调公司 2024-2026 年归母净利至 6.49/8.26/9.42（原值为 9.42/10.48 /11.33）亿，对应 PE 为 35/27/24x，维持“优于大市”评级。

### 公司研究 · 财报点评

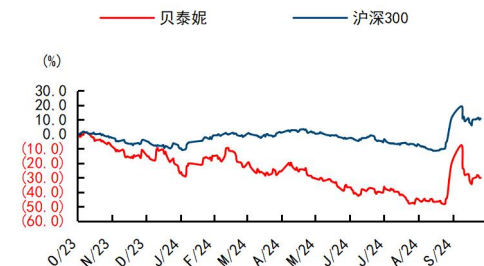
#### 美容护理 · 化妆品

证券分析师：张峻豪 021-60933168 zhangjh@guosen.com.cn  
 证券分析师：孙乔容若 021-60375463 sunqiaorongruo@guosen.com.cn  
 S0980517070001 S0980523090004

#### 基础数据

投资评级 优于大市(维持)  
 合理估值  
 收盘价 53.15 元  
 总市值/流通市值 22514/22514 百万元  
 52 周最高价/最低价 79.51/39.30 元  
 近 3 个月日均成交额 218.13 百万元

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

《贝泰妮 (300957.SZ) - 上半年收入同比增长 18%，持续推进多品牌矩阵建设》——2024-08-29  
 《贝泰妮 (300957.SZ) - 一季度营收同比增长 27%，积极调整推动业绩逐步回暖》——2024-04-26  
 《贝泰妮 (300957.SZ) - 单三季度扣非归母净利润同比增长 40%，经营能力持续优化改善》——2023-10-30  
 《贝泰妮 (300957.SZ) - 拟收购悦江投资 51% 股权，强化多品牌布局及渠道经营能力》——2023-10-08  
 《贝泰妮 (300957.SZ) - 二季度营收同比增长 21%，夯实功效护肤龙头地位》——2023-08-29

### 盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	5,014	5,522	6,362	6,839	7,187
(+/-%)	24.6%	10.1%	15.2%	7.5%	5.1%
净利润(百万元)	1,051	757	649	826	942
(+/-%)	21.8%	-28.0%	-14.3%	27.3%	14.1%
每股收益(元)	2.48	1.79	1.53	1.95	2.22
EBIT Margin	26.4%	18.0%	10.2%	12.6%	13.8%
净资产收益率 (ROE)	18.9%	12.9%	10.3%	12.0%	12.5%
市盈率 (PE)	21.42	29.75	34.71	27.26	23.90
EV/EBITDA	17.38	22.57	32.53	25.18	22.12
市净率 (PB)	4.05	3.84	3.57	3.27	2.98

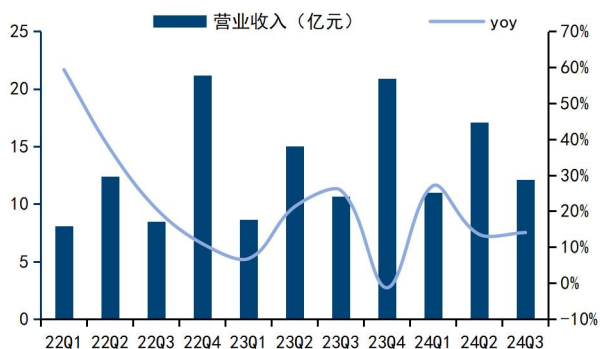
资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

**单三季度利润在高投放下导致上市后首次亏损。**前三季度公司实现营收 40.18 亿，同比增长 17.09%，实现归母净利润 4.15 亿元，同比下降 28.39%。单 Q3 公司实现营业收入 12.13 亿元，同比增长 14.04%，实现归母净利润-0.69 亿元，为公司上市以来首次亏损。公司自 2023Q4 收购悦江投资 51% 股权并纳入公司合并范围，带动收入持续平稳增长，但 Q3 为实现品牌进一步破圈在抖音等低利润率渠道端加大投放，导致阶段性利润承压。从目前双 11 的表现来看，根据各平台官方战报，目前主品牌薇诺娜在天猫平台稳定前 10，抖音 10.18-10.20 日名列第 4，前期高投放带来的品牌宣传效果也对大促产生一定正向延续影响。

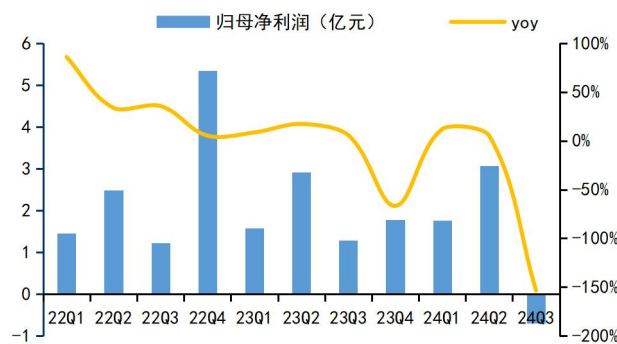
**分品牌看，**前三季度悦江投资旗下“姬芮”和“泊美”实现营业收入 3.81 亿元，毛利率约 58.37%；剔除悦江投资公司主品牌前三季度实现营业收入 36.37 亿元，同比增长 5.98%，毛利率约 75.34%。单三季度悦江投资实现营收 1.17 亿，剔除悦江投资公司实现营收 10.96 亿/yoy+3.1%，毛利率约为 78.24%，同比下降 0.49pct。

图1: 公司单季度营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

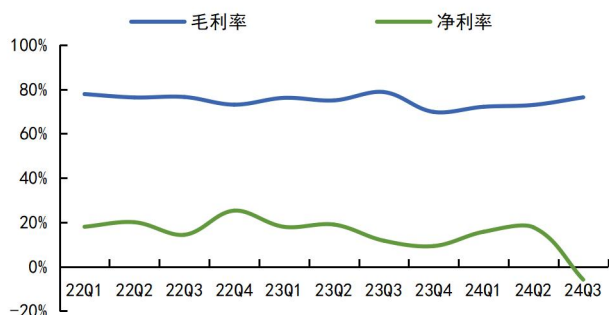
图2: 公司单季度归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

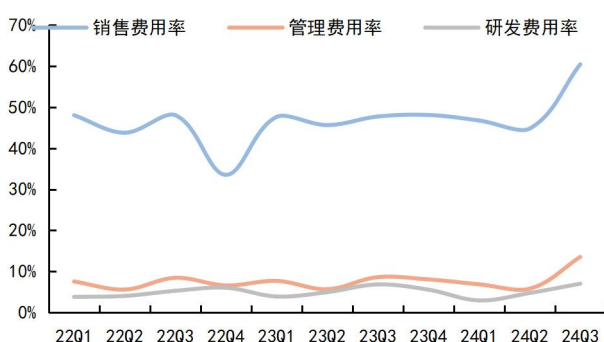
**盈利能力方面，**2024Q3 实现毛利率/净利率 76.35%/-5.86%，分别同比 -2.4/-17.6pct。主要由于合并低毛利悦江投资，若剔除悦江投资，单 Q3 毛利率为 78.24%/yoy-0.49pct。24Q3 销售/管理/研发费用率分别为 60.41%/13.55%/7.04%，分别同比+12.7/+4.9/+0.2pct，销售费用率大幅增加主要是公司为提高品牌声量同时为双 11 大促预热，主动加大抖音渠道宣传投入，并增加品牌代言、联名活动等营销投放。管理费用率提升由于一次性计提约 5000 万员工持股计划费用。

图3: 公司单季度毛利率及净利率情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

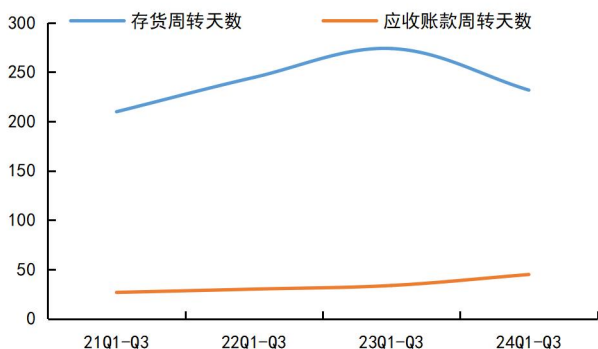
图4: 公司单季度费用率情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

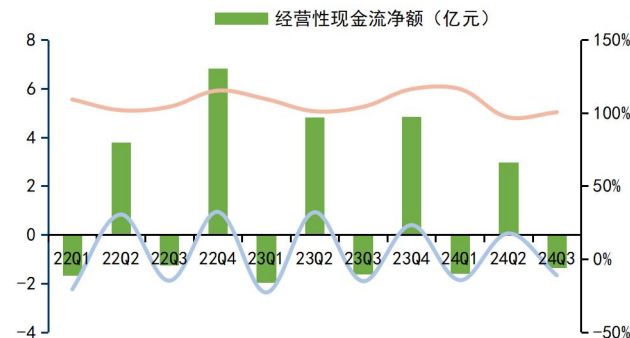
**营运能力及现金流方面**，公司前三季度存货周转天数 232 天，同比减少 42 天；应收账款周转天数 45 天，同比增加 11 天，主要由于公司主动赊销客户为双 11 大促积极备货。2024Q3 公司经营性现金流净额为-1.35 亿元，去年同期为-1.61 亿，基本维持稳定。

图5: 公司存货周转天数及应收账款周转天数



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 公司单季度现金流情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

### 投资建议

三季度公司主品牌薇诺娜保持平稳表现，叠加并表的悦江投资，整体收入维持稳定双位数增长，但同时公司为提高品牌声量，主动在低利润率抖音渠道加大投放，导致利润端阶段性承压。往后看，目前公司双 11 受到前置投放影响表现良好，同时预计高费用投放不会延续至 Q4，叠加修白瓶等产品在全渠道推广，有望带动 Q4 利润端环比改善。考虑到传统渠道受内部调整及外部监管因素影响压力较大，同时为适应当前消费环境公司加大促销和投放力度，我们下调公司 2024-2026 年归母净利润至 6.49/8.26/9.42(原值为 9.42/10.48/11.33)亿, 对应 PE 为 35/27/24x, 维持“优于大市”评级。

表1: 盈利预测主要调整项

	现值	2024	现值	2025	原因
		原值		原值	
营业收入增速	15.2%	22.9%	7.5%	10.7%	主品牌薇诺娜由于新品推出较少，同时在以往优势渠道如天猫、OTC 传统利润率较高的天猫及 OTC 受到自身渠道组织调整以及医保行业监管等因素压力较大，但在悦江投资并表加持下，今年收入增速仍能保持双位数表现，后续将增速下降。
销售费用率	48.7%	45.5%	47.6%	45.6%	由于整体线上渠道费用整体提高，公司在低利润率渠道抖音加大投放，并增强代言、联名等营销带动销售费用率上行。

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

表2: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价 (2024-10-25)	总市值 亿元	EPS				PE				ROE (%)	PEG	投资评级
				23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E	(23A)	(24E)	
300957.SZ	贝泰妮	53.15	225	1.79	1.53	1.95	2.22	38.16	34.71	27.26	23.90	12.91	-2.43	优于大市
603605.SH	珀莱雅	95.27	378	3.01	3.98	4.98	5.96	33.03	23.95	19.11	15.99	27.45	0.74	优于大市
603983.SH	丸美股份	30.06	121	0.65	0.92	1.15	1.39	39.06	32.74	26.10	21.65	7.75	0.78	优于大市

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

## 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	2514	2091	1407	1880	2599	营业收入	5014	5522	6362	6839	7187
应收款项	290	616	436	468	492	营业成本	1243	1441	1729	1851	1941
存货净额	671	904	708	759	798	营业税金及附加	56	65	73	79	83
其他流动资产	806	672	2545	2735	2875	销售费用	2048	2610	3098	3255	3364
<b>流动资产合计</b>	<b>5715</b>	<b>5523</b>	<b>5896</b>	<b>6543</b>	<b>7415</b>	管理费用	343	413	809	795	811
固定资产	556	707	808	957	952	财务费用	(14)	(21)	(22)	(24)	(33)
无形资产及其他	78	193	186	180	173	投资收益	81	64	50	45	40
投资性房地产	287	872	872	872	872	资产减值及公允价值变动	13	3	20	20	20
长期股权投资	83	212	212	212	212	其他收入	(220)	(203)	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>6719</b>	<b>7507</b>	<b>7974</b>	<b>8764</b>	<b>9623</b>	营业利润	1212	878	744	947	1082
短期借款及交易性金融负债	62	146	16	16	16	营业外净收支	2	(9)	1	2	1
应付款项	372	402	378	402	420	利润总额	1214	869	745	949	1083
其他流动负债	557	743	759	793	821	<b>所得税费用</b>	<b>163</b>	<b>110</b>	<b>95</b>	<b>121</b>	<b>137</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>992</b>	<b>1291</b>	<b>1153</b>	<b>1211</b>	<b>1257</b>	少数股东损益	(1)	2	2	3	3
长期借款及应付债券	0	5	5	5	5	归属于母公司净利润	1051	757	649	826	942
其他长期负债	125	195	345	496	648						
<b>长期负债合计</b>	<b>125</b>	<b>200</b>	<b>350</b>	<b>501</b>	<b>653</b>	现金流量表 (百万元)					
<b>负债合计</b>	<b>1117</b>	<b>1491</b>	<b>1503</b>	<b>1712</b>	<b>1910</b>	<b>净利润</b>	1051	757	649	826	942
少数股东权益	50	155	156	159	161	资产减值准备	7	1	141	25	8
股东权益	5552	5861	6315	6893	7552	折旧摊销	36	71	86	103	115
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>6719</b>	<b>7507</b>	<b>7974</b>	<b>8764</b>	<b>9623</b>	公允价值变动损失	(13)	(3)	(20)	(20)	(20)
						财务费用	(14)	(21)	(22)	(24)	(33)
关键财务与估值指标						营运资本变动	645	(723)	(1214)	(39)	3
每股收益	2.48	1.79	1.53	1.95	2.22	其它	(8)	0	(139)	(23)	(5)
每股红利	0.60	0.81	0.46	0.58	0.67	<b>经营活动现金流</b>	<b>1718</b>	<b>103</b>	<b>(497)</b>	<b>872</b>	<b>1043</b>
每股净资产	13.11	13.84	14.91	16.27	17.83	资本开支	0	(210)	(301)	(251)	(91)
ROIC	28%	20%	12%	15%	16%	其它投资现金流	(652)	195	438	100	50
ROE	19%	13%	10%	12%	12%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(735)</b>	<b>(144)</b>	<b>137</b>	<b>(151)</b>	<b>(41)</b>
毛利率	75%	74%	73%	73%	73%	权益性融资	0	8	0	0	0
EBIT Margin	26%	18%	10%	13%	14%	负债净变化	0	5	0	0	0
EBITDA Margin	27%	19%	12%	14%	15%	支付股利、利息	(255)	(343)	(195)	(248)	(283)
收入增长	25%	10%	15%	8%	5%	其它融资现金流	7	289	(130)	0	0
净利润增长率	22%	-28%	-14%	27%	14%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(503)</b>	<b>(381)</b>	<b>(324)</b>	<b>(248)</b>	<b>(283)</b>
资产负债率	17%	22%	21%	21%	22%	<b>现金净变动</b>	<b>480</b>	<b>(423)</b>	<b>(684)</b>	<b>473</b>	<b>719</b>
息率	1.1%	1.5%	0.9%	1.1%	1.3%	货币资金的期初余额	2035	2514	2091	1407	1880
P/E	21.4	29.7	34.7	27.3	23.9	货币资金的期末余额	2514	2091	1407	1880	2599
P/B	4.1	3.8	3.6	3.3	3.0	企业自由现金流	1826	5	(859)	563	891
EV/EBITDA	17.4	22.6	32.5	25.2	22.1	权益自由现金流	1833	298	(970)	584	919

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032