

2024年11月21日

## 贝泰妮(300957.SZ)

投资评级：增持（首次）

——敏感肌赛道优质国货龙头，期待业绩企稳修复

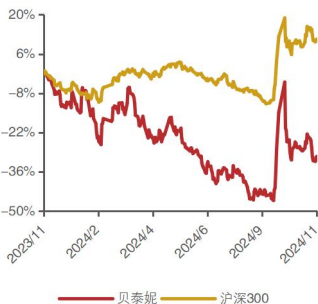
## 证券分析师

丁一  
SAC: S1350524040003  
dingyi@huayuanstock.com

## 联系人

王悦  
wangyue03@huayuanstock.com

## 市场表现：



## 基本数据 2024年11月20日

|             |             |
|-------------|-------------|
| 收盘价(元)      | 50.86       |
| 一年内最高/最低(元) | 74.16/39.30 |
| 总市值(百万元)    | 21,544.30   |
| 流通市值(百万元)   | 21,544.30   |
| 总股本(百万股)    | 423.60      |
| 资产负债率(%)    | 22.52       |
| 每股净资产(元/股)  | 13.94       |

资料来源：聚源数据

## 投资要点：

- **敏感肌赛道优质国货龙头。**公司以“薇诺娜”品牌为核心，致力于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，重点针对敏感性肌肤，持续进行产品研发和技术创新，向消费者提供符合不同皮肤特性需求的专业型化妆品。2011年，薇诺娜正式入驻天猫商城，2018-2024年连续入围天猫双十一美妆品类排名TOP10，2020年推出薇诺娜宝贝，随后推出高端品牌 AOXMED 切入抗衰老赛道。此外，公司还拥有贝芙汀、姬芮及泊美等品牌。
- **“产品+研发+渠道”构筑核心竞争优势。**1) **产品：主品牌势能稳健，积极孵化新品牌打造多品牌矩阵。**主品牌薇诺娜深耕敏感肌护肤细分赛道，坚持以“舒敏”为基点，持续拓展“敏感 PLUS”的产品策略，其核心大单品品牌势能强势，“面霜乳液+防晒”两大超级爆款表现较为稳定。此外，公司旗下专业皮肤学级护肤品牌薇诺娜宝贝及高端专业抗老科技品牌瑗科缦逐步展现第二增长曲线潜力。公司坚持“聚焦主品牌、拓展子品牌”品牌矩阵策略，积极迭代升级主品牌产品配方及功效的同时逐步提升子品牌的品牌影响力和市场地位，成功搭建多品牌护肤产品矩阵；2) **研发：以自主研发为主，产学研相结合模式构筑科研壁垒。**公司拥有完整的研发体系及强大的研发团队，截至 2024H1，公司累计获批发明专利 60 项，累计获批实用新型专利 95 项。公司在敏感性皮肤领域的专业实力及创新水平居于行业前列；3) **渠道：以线下渠道为基础，线上渠道为主导，通过 OMO 深度私域运营成功带动串联线上线下融和，实现协同发展。**线上方面，公司 2011 年入驻天猫，2012 年成立电商事业部，敏锐抓住线上渠道红利，同时公司十分重视消费者教育，与公信力较高的 KOL 展开深度合作，并聘请个人形象与品牌定位高度契合的明星代言；线下方面，公司与健之佳、九州通、一心堂、国药控股等规模较大、实力较强的直供客户合作，同时通过投放药房渠道建立品牌专业度。
- **盈利预测与评级：**我们预计公司 24-26 年实现营收 66.0/75.9/85.9 亿元，同比增速分别为 19.6%/15.0%/13.2%，实现归母净利润 7.0/9.1/10.8 亿元，同比增速分别为 -6.9%/29.2%/18.8%，当前股价对应 PE 分别为 31/24/20 倍。我们选取同为国货龙头的珀莱雅、上海家化及医美化妆品龙头之一华熙生物作为可比公司，根据 wind 一致预期，可比公司 2024 年 PE 均值为 35 倍，考虑到公司为敏感肌护肤优质国货龙头，产品竞争壁垒较高，消费者粘性强，随着公司持续扩展品牌矩阵、优化产品组合及全渠道深化布局，我们认为中长期公司业绩乐观可期，首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示：**化妆品行业景气度下降风险；化妆品行业竞争加剧风险；新品牌投入市场不及预期风险。

## 盈利预测与估值(人民币)

|            | 2022   | 2023    | 2024E  | 2025E  | 2026E  |
|------------|--------|---------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元)  | 5,014  | 5,522   | 6,602  | 7,593  | 8,593  |
| 同比增长率(%)   | 24.65% | 10.14%  | 19.56% | 15.00% | 13.17% |
| 归母净利润(百万元) | 1,051  | 757     | 705    | 911    | 1,082  |
| 同比增长率(%)   | 21.82% | -28.01% | -6.88% | 29.21% | 18.78% |
| 每股收益(元/股)  | 2.48   | 1.79    | 1.66   | 2.15   | 2.55   |
| ROE(%)     | 18.93% | 12.91%  | 11.11% | 13.07% | 14.04% |
| 市盈率(P/E)   | 20.49  | 28.47   | 30.57  | 23.66  | 19.92  |

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

## 投资案件

### 投资评级与估值

我们预计公司 24-26 年实现营收 66.0/75.9/85.9 亿元，同比增速分别为 19.6%/15.0%/13.2%，实现归母净利润 7.0/9.1/10.8 亿元，同比增速分别为 -6.9%/29.2%/18.8%，当前股价对应 PE 分别为 31/24/20 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

### 关键假设

公司 23 年业绩承压，经历变革调整后 24 年上半年开始逐步改善，24Q3 整体美妆市场竞争加剧叠加消费需求较疲软，公司盈利水平受到一定影响。随着市场环境逐步回暖叠加公司持续扩展品牌矩阵及优化产品组合，我们认为公司盈利水平有望修复，我们预计护肤品营收 2024-2026 年收入增速分别为 20%/15%/13%，医疗器械营收 2024-2026 年收入增速分别为 15%/15%/15%。

### 投资逻辑要点

考虑到公司为敏感肌护肤优质国货龙头，产品竞争壁垒较高，消费者粘性强，随着公司持续扩展品牌矩阵、优化产品组合及全渠道深化布局，我们认为中长期公司业绩乐观可期。

### 核心风险提示

化妆品行业景气度下降风险；化妆品行业竞争加剧风险；新品牌投入市场不及预期风险。

## 内容目录

---

|                             |    |
|-----------------------------|----|
| 1. 敏感肌赛道优质国货龙头，深耕行业十余载..... | 5  |
| 2. “产品+研发+渠道”构筑核心竞争优势.....  | 6  |
| 3. 盈利预测与评级.....             | 9  |
| 3.1. 盈利预测.....              | 10 |
| 3.2. 相对估值.....              | 10 |
| 4. 风险提示.....                | 10 |

## 图表目录

|   |    |
|---|----|
| 图表 1: 公司发展历程.....                       | 5  |
| 图表 2: 2017-2024Q3 公司营收(亿元)及 yoy.....    | 6  |
| 图表 3: 2017-2024Q3 公司归母净利润(亿元)及 yoy..... | 6  |
| 图表 4: 2017-2024Q3 公司毛利率及净利率情况.....      | 6  |
| 图表 5: 2017-2024Q3 公司期间费用率情况.....        | 6  |
| 图表 6: 公司产品梳理.....                       | 7  |
| 图表 7: 天猫美妆大促 GMV 排行榜.....               | 7  |
| 图表 8: 2017-2024Q3 公司研发费用(亿元)及同比情况.....  | 8  |
| 图表 9: 2017-2023 公司研发人员及占整体员工比重(人).....  | 8  |
| 图表 10: 公司聚焦云南特色植物成分研发.....              | 8  |
| 图表 11: 2022-2024H1 公司拆分渠道占营收比重(%).....  | 9  |
| 图表 12: 2024H1 线上自营渠道核心店铺收入比重.....       | 9  |
| 图表 13: 截至 24H1 公司 OMO 线下直营店变动情况(家)..... | 9  |
| 图表 14: 公司盈利预测(百万元).....                 | 10 |
| 图表 15: 可比公司估值表.....                     | 10 |

## 1. 敏感肌赛道优质国货龙头，深耕行业十余载

**定位敏感肌赛道优质国货龙头。**公司致力于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，重点针对敏感性肌肤，以“打造中国皮肤健康生态”为使命，深入洞察消费者需求，持续进行产品研发和技术创新，向消费者提供符合不同皮肤特性需求的专业型化妆品，经多年积累，打造以“薇诺娜（Winona）”为核心的多个品牌，涵盖护肤品类、医疗器械类及彩妆类三个大类。2011年，薇诺娜正式入驻天猫商城，2018-2024年连续入围天猫双十一美妆品类排名TOP10，2020年推出“薇诺娜宝贝（Winona Baby）”，随后推出高端品牌“瑗科缦（AOXMED）”切入抗衰赛道，此外，公司还拥有“贝芙汀（Beforteen）”、“姬芮（Za）”以及“泊美（PURE & MILD）”等品牌。

图表 1：公司发展历程

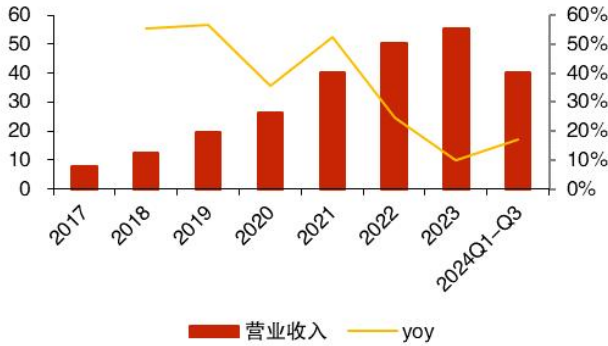
|      |   |
|------|---|
| 2010 | • 公司前身昆明贝泰妮生物科技有限公司正式成立                   |
| 2011 | • 薇诺娜官方旗舰店正式登入天猫商城                        |
| 2013 | • 成立集团研发中心，设立集团子公司-上海贝泰妮生物科技有限公司          |
| 2014 | • 获国际著名风投机构红杉资本投资                         |
| 2016 | • 速美APP正式上线                               |
| 2018 | • 集团质量管理体系获GMPC及ISO22716:2007(E)认证        |
| 2019 | • 授予云南省博士后科研工作站；荣登天猫双十一美妆护肤类目TOP9行列       |
| 2020 | • 位于昆明马金铺的贝泰妮中央工厂新基地建设项目启动建设；薇诺娜宝贝登录天猫旗舰店 |
| 2021 | • 正式登陆深交所创业板                              |
| 2022 | • 牵头建设云南特色植物提取实验室；推出抗衰新品牌AOXMED           |
| 2023 | • 贝泰妮集团中央工厂正式投产                           |

资料来源：公司官网，华源证券研究所

**营收端维持稳健态势，利润端短暂承压。**2017-2022年公司营收及归母净利润均维持高速增长态势，CAGR分别为44.4%/46.9%，显著超过行业平均增长水平，2023年收入维持稳健但利润出现波动，主要原因系：1）美妆行业23年双11等大促活动销售普遍不如预期，公司未达成双11预期销售目标；2）23年公司产品配方、生产工艺及外包装升级导致毛利率略有下降；3）中央工厂新基地项目建成投产，公司长期资产折旧摊销成本、费用增加；4）公司主要线上自营店铺平均获客成本上升致使线上渠道销售受到一定影响。24年前三季度实现营收40.2亿，同比+17.1%，归母净利润4.1亿，同比-28.4%，主因系期间费用率大幅提升，前三季度销售费用率同比+3.3pct至50%，其中24Q3同比大幅提升12.7pct至60.4%，

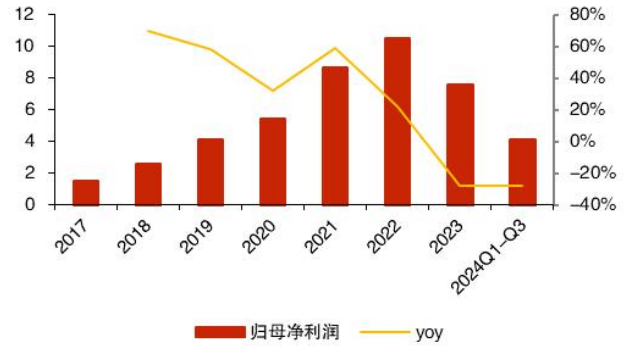
系为带动公司与品牌声量提升并为双十一全渠道大促活动预热，公司主动加大抖音渠道种草、引流等宣传投入及增加品牌代言、联名活动等广告营销投入的综合影响所致。

图表 2：2017-2024Q3 公司营收(亿元)及 yoy



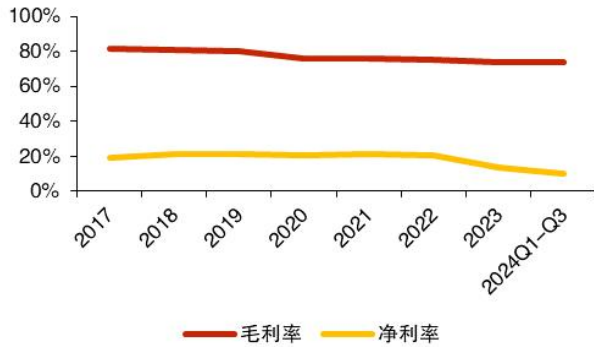
资料来源：wind, 华源证券研究所

图表 3：2017-2024Q3 公司归母净利润(亿元)及 yoy



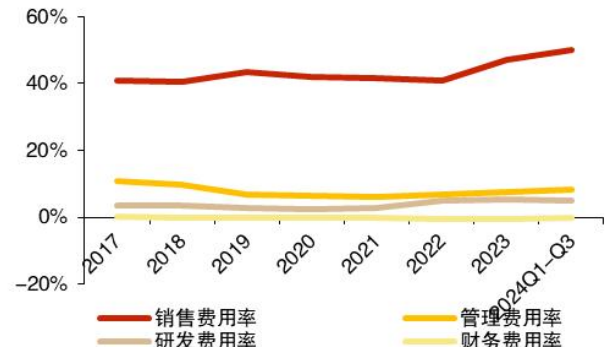
资料来源：wind, 华源证券研究所

图表 4：2017-2024Q3 公司毛利率及净利率情况



资料来源：wind, 华源证券研究所

图表 5：2017-2024Q3 公司期间费用率情况



资料来源：wind, 华源证券研究所

## 2. “产品+研发+渠道” 构筑核心竞争优势

我们认为公司核心竞争优势包括产品、研发及渠道三方面，具体而言：

**产品：**主品牌势能稳健，积极孵化新品牌打造多品牌矩阵。主品牌薇诺娜深耕敏感肌护肤细分赛道，始终维持标杆品牌形象，坚持以“舒敏”为基点，持续拓展“敏感 PLUS”的产品策略。其核心大单品品牌势能强势，“面霜乳液+防晒”两大超级爆款表现较为稳定。公司旗下专业皮肤学级护肤品牌薇诺娜宝贝及高端专业抗老科技品牌瑗科缙逐步展现第二增长曲线潜力，24 年双十一薇诺娜宝贝位居天猫婴童护肤全周期榜单 TOP4，瑗科缙则在双十一预售首日斩获天猫美妆国货新品牌 TOP2，并在大促期间 GMV 同比增长 579%。公司坚持“聚焦主品牌、拓展子品牌”品牌矩阵策略，积极迭代升级主品牌产品配方及功效的同时逐步提升子品牌的品牌影响力和市场地位，成功搭建多品牌护肤产品矩阵，提升用户粘性 & 品牌美誉度。



**图表 6：公司产品梳理**

| 品牌                  | 简介  |
|---------------------|---|
| 薇诺娜 (Winona)        | 以皮肤学理论为基础，生物学、植物学等科学研究和新技术直击敏感肌肤根源，修护皮肤屏障，帮助用户获得健康美肌的专业皮肤学级护肤品牌                             |
| 薇诺娜宝贝 (Winona Baby) | 继承母品牌“薇诺娜 (Winona)”基因，以儿童皮肤科学为基础，依托云南丰富的资源提取植物精粹，匠心构筑「宝宝脆弱肌专业护理」理念，致力打造守护婴幼儿肌肤健康的专业皮肤学级护肤品牌 |
| 璦科缦 (AOXMED)        | 致力于打造卓效安全的专业美容方案与致臻护肤体验，以前沿科学研发和先端配方科技作为品牌根本，聚焦皮肤多维年轻化，赋予肌肤年轻活力的专业抗老科技品牌                    |
| 贝芙汀 (Beforteen)     | 以中国皮肤疾病大数据为研究基础，通过顶级医研结合+AI 人工智能深度学习自主研发，独创整合性精准治痘解决方案的专业祛痘品牌                               |
| 姬芮 (Za)             | 聚焦亚洲女性肌肤特质，打造功效底妆，为消费者提供多效合一且轻松使用的高性价比彩妆解决方案，让用户轻松享受美丽日常的国际轻妆品牌                             |
| 泊美 (PURE & MILD)    | 拥有 22 年品牌历史并专为中国女性设计，以科技赋能植物力量，严选全球珍稀植物和功效成分，实现肌肤年轻鲜活改变的温和抗老品牌                              |

资料来源：公司年报，华源证券研究所

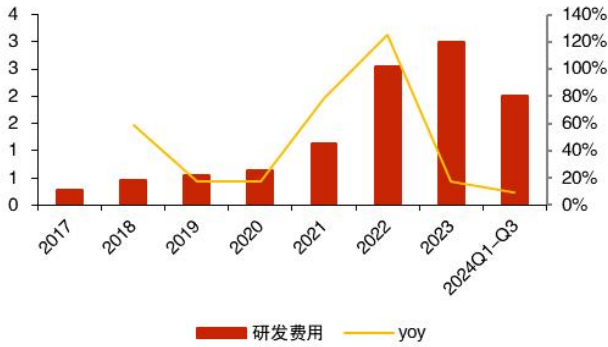
**图表 7：天猫美妆大促 GMV 排行榜**

| 排名 | 23 年双 11 | 24 年 618 | 24 年双 11 |
|----|----------|----------|----------|
| 1  | 珀莱雅      | 珀莱雅      | 珀莱雅      |
| 2  | 欧莱雅      | 欧莱雅      | 欧莱雅      |
| 3  | 兰蔻       | 兰蔻       | 兰蔻       |
| 4  | 雅诗兰黛     | 雅诗兰黛     | 雅诗兰黛     |
| 5  | 薇诺娜      | 海蓝之谜     | 海蓝之谜     |
| 6  | 海蓝之谜     | 修丽可      | 赫莲娜      |
| 7  | OLAY     | 赫莲娜      | 修丽可      |
| 8  | 修丽可      | SK-II    | SK-II    |
| 9  | 赫莲娜      | OLAY     | OLAY     |
| 10 | 娇兰       | 薇诺娜      | 薇诺娜      |

资料来源：青眼情报，华源证券研究所（注：取数时间范围为 2024/10/8-11/10;2024/5/20-6/20;2023/10/22-11/11）

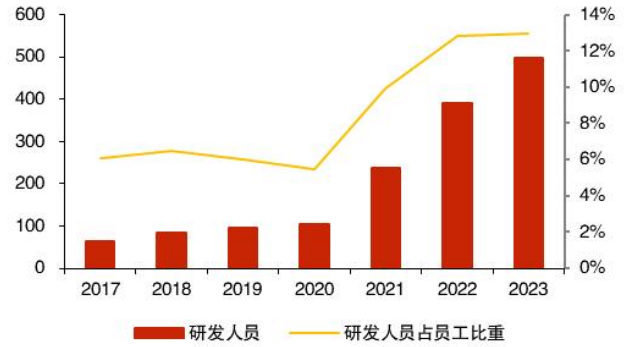
**研发：秉持“小切口、深研究、真管用”研发理念，以自主研发为主，产学研相结合模式构筑科研壁垒。**公司深入挖掘皮肤学靶点及机理，高度重视产品研发，拥有完整的研发体系及强大的研发团队，先后在云南省昆明市、上海市建立研发中心，投资设立贝泰妮研究院，并于法国及日本开设研究院及前沿联合实验室。**研究团队方面**，截止 2023 年底，公司拥有 498 名研发人员，涵盖基础研究、产品和原料评估筛选、消费者调研、包装开发、配方研发、工艺技术研究及整合创新等多学科部门，占整体员工比重达 13%；**研究专利方面**，公司依托云南省特色植物提取实验室平台的资源和优势，围绕云南特色植物提取物有效成分制备与敏感肌肤护理领域研究的自主研发技术，截至 2024H1，公司累计获批发明专利 60 项，累计获批实用新型专利 95 项。整体而言，公司在科研创新方面成果丰硕，在敏感性皮肤领域的专业实力及创新水平居于行业前列。

图表 8：2017-2024Q3 公司研发费用（亿元）及同比情况



资料来源：wind, 华源证券研究所

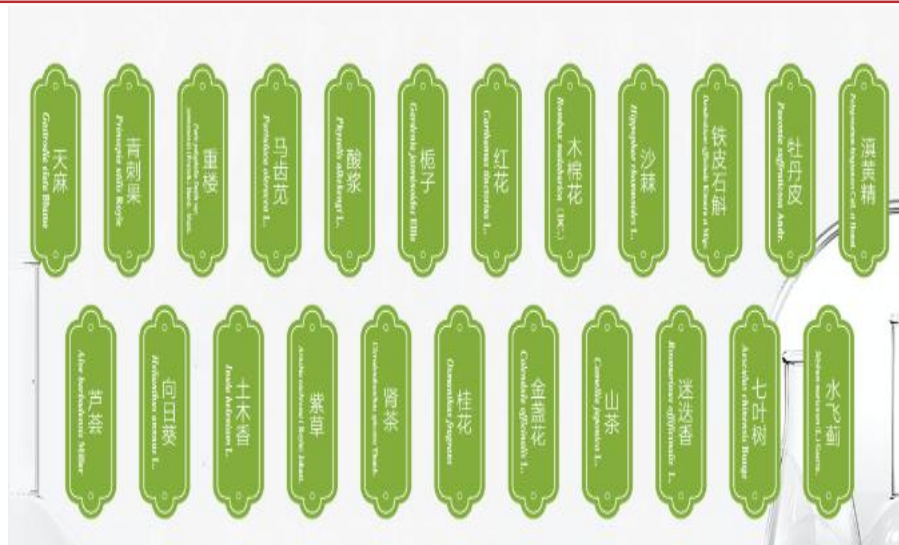
图表 9：2017-2023 公司研发人员及占整体员工比重(人)



资料来源：wind, 华源证券研究所

**聚焦云南特色植物成分研发，建立领先行业的原料筛选评估体系。**公司聚焦云南特色植物产业，组建了云南特色植物提取实验室，在开展云南特色植物的功效性化妆品和功能性食品产品开发及产业化项目研究的基础上，整合相关产业链优质产业要素优质资源，打造产品集群并形成销售贡献。该实验室成功建立具备云南特色植物活性物筛选评估体系，以青刺果、马齿苋、滇山茶及云南重楼等特色植物成分为基础，开展涉及舒缓抗炎、屏障修复、抗衰、植物祛痘、植物防晒等多种功效方向的研究，并成功实现植物产业化。

图表 10：公司聚焦云南特色植物成分研发



资料来源：公司官网，华源证券研究所

**渠道：以线下渠道为基础，线上渠道为主导，通过 OMO 深度私域运营成功带动串联线上线下融和，实现协同发展。**

1) **线上渠道方面**，公司 2011 年入驻天猫，2012 年成立电商事业部，敏锐抓住线上渠道红利，随后入驻京东、抖音及小红书等平台。同时公司十分重视消费者教育，与公信力较高的 KOL 展开深度合作，并聘请个人形象与品牌定位高度契合的明星代言，以实现品牌宣传



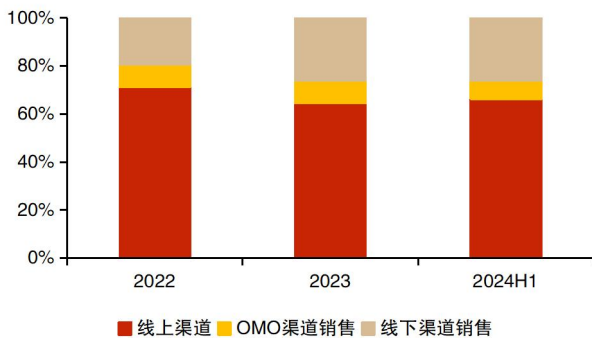
及产品销售双向结合。截至 24H1，公司前五大线上自营店铺销售占线上渠道销售收入比例约为 60.3%，占线上自营渠道销售收入比重为 79.3%；

2) 线下渠道方面，公司与健之佳、九州通、一心堂、国药控股等规模较大、实力较强的直供客户合作，同时通过投放药房渠道建立品牌专业度；

3) OMO 方面，OMO 销售渠道线上自营零售业务主要系公司通过自建线上平台实现产品销售。24H1 公司自建“薇诺娜专柜服务平台”店铺营收 1.8 亿元，同比+15.3%，占主营业务收入 6.5%，同期公司自建 OMO 渠道线上销售平台注册用户数量共约 270.07 万户；OMO 销售渠道线下自营零售业务主要系公司通过自有、租赁铺面等方式开设的线下直营店实现产品销售，截至 24H1，公司 OMO 线下直营店 228 家，该业务条线贡献营收体量较小，当前仍处于快速发展阶段。

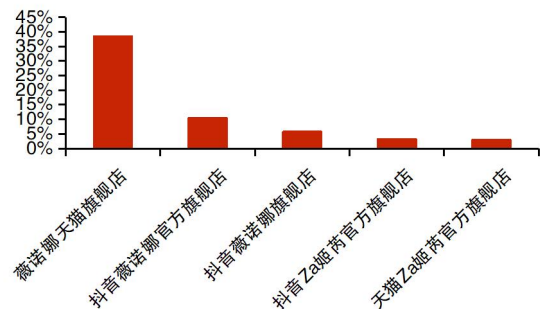
整体而言，公司通过整合线上线下渠道，成功实现线上互动及线下体验、线上下单及线下服务的结合，优化产品给予客户的全方位体验，建立线上线下的协同优势，提升市场竞争力及品牌影响力。

图表 11：2022-2024H1 公司拆分渠道占营收比重 (%)



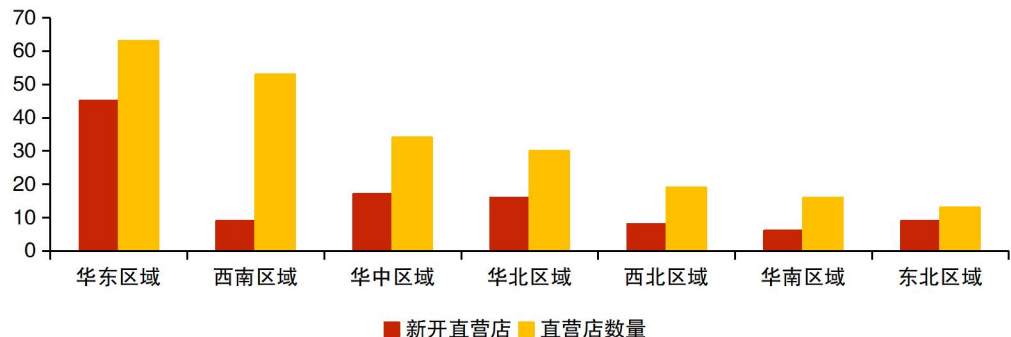
资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 12：2024H1 线上自营渠道核心店铺收入比重



资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 13：截至 24H1 公司 OMO 线下直营店变动情况 (家)



资料来源：公司公告，华源证券研究所

### 3. 盈利预测与评级

### 3.1. 盈利预测

**关键假设：**公司 23 年业绩承压，经历变革调整后 24 年上半年开始逐步改善，24Q3 整体美妆市场竞争加剧叠加消费需求较疲软，公司盈利水平受到一定影响。随着市场环境逐步回暖叠加公司持续扩展品牌矩阵及优化产品组合，我们认为公司盈利水平有望修复，我们预计护肤品营收 2024–2026 年收入增速分别为 20%/15%/13%，医疗器械营收 2024–2026 年收入增速分别为 15%/15%/15%。

**盈利预测：**我们预计公司 24–26 年实现营收 66.0/75.9/85.9 亿元，同比增速分别为 19.6%/15.0%/13.2%，实现归母净利润 7.0/9.1/10.8 亿元，同比增速分别为 -6.9%/29.2%/18.8%，当前股价对应 PE 分别为 31/24/20 倍。

图表 14：公司盈利预测（百万元）

|           | 2022   | 2023   | 2024E  | 2025E  | 2026E  |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入      | 5013.9 | 5522.2 | 6602.4 | 7592.8 | 8592.6 |
| 营业收入 yoy  | 24.6%  | 10.1%  | 19.6%  | 15.0%  | 13.2%  |
| 毛利        | 3770.8 | 4080.8 | 4859.7 | 5603.1 | 6349.7 |
| 毛利 yoy    | 23.3%  | 8.2%   | 19.1%  | 15.3%  | 13.3%  |
| 归母净利润     | 1051.2 | 756.8  | 704.7  | 910.6  | 1081.6 |
| 归母净利润 yoy | 21.8%  | -28.0% | -6.9%  | 29.2%  | 18.8%  |

资料来源：wind, 华源证券研究所

### 3.2. 相对估值

我们选取同为国货龙头的珀莱雅、上海家化及医美化妆品龙头之一华熙生物作为可比公司，根据 wind 一致预期，可比公司 2024 年 PE 均值为 35 倍，考虑到公司为敏感肌护肤优质国货龙头，产品竞争壁垒较高，消费者粘性强，随着公司持续扩展品牌矩阵、优化产品组合及全渠道深化布局，我们认为中长期公司业绩乐观可期，首次覆盖，给予“增持”评级。

图表 15：可比公司估值表

| 股票代码       | 公司简称 | 收盘价        |      | EPS  |      |             | PE          |             |  |
|------------|------|------------|------|------|------|-------------|-------------|-------------|--|
|            |      | 2024-11-20 | 24E  | 25E  | 26E  | 24E         | 25E         | 26E         |  |
| 603605.SH  | 珀莱雅  | 92.71      | 3.92 | 4.86 | 5.88 | 23.64       | 19.07       | 15.76       |  |
| 600315.SH  | 上海家化 | 17.18      | 0.54 | 0.69 | 0.82 | 31.85       | 24.78       | 20.95       |  |
| 688363.SH  | 华熙生物 | 60.82      | 1.22 | 1.60 | 1.95 | 49.98       | 38.04       | 31.23       |  |
| <b>平均值</b> |      |            |      |      |      | <b>35.2</b> | <b>27.3</b> | <b>22.6</b> |  |
| 300957.SZ  | 贝泰妮  | 49.76      | 1.66 | 2.15 | 2.55 | 30.57       | 23.66       | 19.92       |  |

资料来源：wind、ifind，华源证券研究所。注：收盘价为人民币，可比公司盈利预测来自 wind 一致预期，其他公司盈利预测来自华源证券研究所（截至 2024 年 11 月 20 日收盘价）

### 4. 风险提示

1) **化妆品行业景气度下降风险：**化妆品属于可选消费，若经济环境不景气，则对整体经营环境产生不利影响；

2) **化妆品行业竞争加剧风险**: 化妆品行业竞争较为激烈, 尤其是线上平台, 多个国货切入敏感肌赛道, 若竞争对手研发出新品抢占消费者心智且公司未能及时应对, 或将对公司业绩产生较大影响;

3) **新品牌投入市场不及预期风险**: 公司推新受渠道、产品及营销等多重因素影响, 若新品投入市场效果不及预期, 或将对公司业绩产生较大影响。

**附录：财务预测摘要**
**资产负债表 (百万元)**

| 会计年度             | 2023         | 2024E        | 2025E        | 2026E         |
|------------------|--------------|--------------|--------------|---------------|
| 货币资金             | 2,091        | 2,889        | 3,585        | 4,394         |
| 应收票据及账款          | 743          | 699          | 804          | 910           |
| 预付账款             | 69           | 71           | 82           | 93            |
| 其他应收款            | 30           | 28           | 32           | 36            |
| 存货               | 904          | 955          | 981          | 1,045         |
| 其他流动资产           | 1,685        | 1,724        | 1,724        | 1,724         |
| <b>流动资产总计</b>    | <b>5,523</b> | <b>6,367</b> | <b>7,209</b> | <b>8,202</b>  |
| 长期股权投资           | 212          | 236          | 260          | 284           |
| 固定资产             | 768          | 777          | 829          | 854           |
| 在建工程             | 40           | 80           | 60           | 60            |
| 无形资产             | 193          | 205          | 240          | 272           |
| 长期待摊费用           | 93           | 96           | 81           | 50            |
| 其他非流动资产          | 678          | 624          | 638          | 651           |
| <b>非流动资产合计</b>   | <b>1,984</b> | <b>2,018</b> | <b>2,109</b> | <b>2,171</b>  |
| <b>资产总计</b>      | <b>7,507</b> | <b>8,385</b> | <b>9,318</b> | <b>10,373</b> |
| 短期借款             | 104          | 184          | 264          | 344           |
| 应付票据及账款          | 402          | 554          | 632          | 713           |
| 其他流动负债           | 785          | 929          | 1,060        | 1,195         |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>1,291</b> | <b>1,667</b> | <b>1,956</b> | <b>2,251</b>  |
| 长期借款             | 68           | 88           | 108          | 128           |
| 其他非流动负债          | 132          | 132          | 132          | 132           |
| <b>非流动负债合计</b>   | <b>200</b>   | <b>220</b>   | <b>240</b>   | <b>260</b>    |
| <b>负债合计</b>      | <b>1,491</b> | <b>1,886</b> | <b>2,196</b> | <b>2,511</b>  |
| 股本               | 424          | 424          | 424          | 424           |
| 资本公积             | 2,846        | 2,846        | 2,846        | 2,846         |
| 留存收益             | 2,591        | 3,073        | 3,695        | 4,434         |
| 归属母公司权益          | 5,861        | 6,342        | 6,965        | 7,704         |
| 少数股东权益           | 155          | 156          | 157          | 158           |
| <b>股东权益合计</b>    | <b>6,016</b> | <b>6,498</b> | <b>7,121</b> | <b>7,862</b>  |
| <b>负债和股东权益合计</b> | <b>7,507</b> | <b>8,385</b> | <b>9,318</b> | <b>10,373</b> |

**现金流量表 (百万元)**

| 会计年度            | 2023        | 2024E        | 2025E        | 2026E        |
|-----------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 税后经营利润          | 759         | 586          | 792          | 963          |
| 折旧与摊销           | 175         | 124          | 153          | 182          |
| 财务费用            | -21         | 1            | 3            | 5            |
| 投资损失            | -64         | -55          | -55          | -55          |
| 营运资金变动          | -186        | 249          | 64           | 31           |
| 其他经营现金流         | -52         | 136          | 136          | 136          |
| <b>经营性现金净流量</b> | <b>610</b>  | <b>1,041</b> | <b>1,093</b> | <b>1,261</b> |
| <b>投资性现金净流量</b> | <b>-518</b> | <b>-119</b>  | <b>-205</b>  | <b>-205</b>  |
| <b>筹资性现金净流量</b> | <b>-458</b> | <b>-125</b>  | <b>-192</b>  | <b>-248</b>  |
| <b>现金流量净额</b>   | <b>-367</b> | <b>798</b>   | <b>696</b>   | <b>808</b>   |

**利润表 (百万元)**

| 会计年度              | 2023         | 2024E        | 2025E        | 2026E        |
|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>营业收入</b>       | <b>5,522</b> | <b>6,602</b> | <b>7,593</b> | <b>8,593</b> |
| <b>营业成本</b>       | <b>1,441</b> | <b>1,743</b> | <b>1,990</b> | <b>2,243</b> |
| 税金及附加             | 65           | 79           | 76           | 103          |
| 销售费用              | 2,610        | 3,235        | 3,614        | 4,039        |
| 管理费用              | 413          | 528          | 607          | 653          |
| 研发费用              | 299          | 330          | 380          | 430          |
| 财务费用              | -21          | 1            | 3            | 5            |
| 资产减值损失            | -20          | -20          | -23          | -26          |
| 信用减值损失            | -14          | 0            | 0            | 0            |
| 其他经营损益            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 投资收益              | 64           | 55           | 55           | 55           |
| 公允价值变动损益          | -17          | 0            | 0            | 0            |
| 资产处置收益            | 1            | 0            | 0            | 0            |
| 其他收益              | 149          | 83           | 83           | 83           |
| <b>营业利润</b>       | <b>878</b>   | <b>804</b>   | <b>1,038</b> | <b>1,232</b> |
| 营业外收入             | 2            | 7            | 7            | 7            |
| 营业外支出             | 11           | 9            | 9            | 9            |
| 其他非经营损益           | 0            | 0            | 0            | 0            |
| <b>利润总额</b>       | <b>869</b>   | <b>802</b>   | <b>1,036</b> | <b>1,231</b> |
| 所得税               | 110          | 96           | 124          | 148          |
| <b>净利润</b>        | <b>759</b>   | <b>706</b>   | <b>912</b>   | <b>1,083</b> |
| 少数股东损益            | 2            | 1            | 1            | 1            |
| <b>归属母公司股东净利润</b> | <b>757</b>   | <b>705</b>   | <b>911</b>   | <b>1,082</b> |
| EPS(元)            | 2            | 2            | 2            | 3            |

**主要财务比率**

| 会计年度        | 2023    | 2024E  | 2025E  | 2026E  |
|-------------|---------|--------|--------|--------|
| <b>成长能力</b> |         |        |        |        |
| 营收增长率       | 10.14%  | 19.56% | 15.00% | 13.17% |
| 营业利润增长率     | -27.57% | -8.48% | 29.15% | 18.75% |
| 归母净利润增长率    | -28.01% | -6.88% | 29.21% | 18.78% |
| 经营现金流增长率    | -20.67% | 70.55% | 5.02%  | 15.37% |
| <b>盈利能力</b> |         |        |        |        |
| 毛利率         | 73.90%  | 73.60% | 73.80% | 73.90% |
| 净利率         | 13.75%  | 10.69% | 12.01% | 12.60% |
| ROE         | 12.91%  | 11.11% | 13.07% | 14.04% |
| ROA         | 10.08%  | 8.41%  | 9.77%  | 10.43% |
| <b>估值倍数</b> |         |        |        |        |
| P/E         | 28.47   | 30.57  | 23.66  | 19.92  |
| P/S         | 3.90    | 3.26   | 2.84   | 2.51   |
| P/B         | 3.68    | 3.40   | 3.09   | 2.80   |
| 股息率         | 1.17%   | 1.04%  | 1.34%  | 1.59%  |
| EV/EBITDA   | 26      | 20     | 15     | 12     |

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

## 证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

华源证券股份有限公司（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。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，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、工具、意见及推测等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投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应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、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。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修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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的意见或建议不一致的投资决策。

## 信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级说明

**证券的投资评级：**以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

**行业的投资评级：**以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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。

**本报告采用的基准指数：**A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数。