

2025 年 04 月 27 日

业绩短暂承压，期待盈利修复

贝泰妮(300957)

评级：	买入	股票代码：	300957
上次评级：	买入	52 周最高价/最低价：	74.0/37.46
目标价格：		总市值(亿)	171.01
最新收盘价：	40.37	自由流通市值(亿)	171.01
		自由流通股数(百万)	423.60

事件概述

公司发布 2024 年年报，2024 年公司实现营收 57.36 亿元，同比+3.87%；归母净利润 5.03 亿元，同比-33.53%；扣非后归母净利为 2.40 亿元，同比-61.12%。现金流方面，经营活动产生的现金流量净额为 6.95 亿元，比去年同期+13.83%，主要系去年公司收到的各类政府补助和奖励和专项应付款增加较多所致。单季度看，2024Q4 公司实现营收 17.18 亿元，同比-17.82%；实现归母净利润 0.88 亿元，同比-50.29%。2025Q1 公司实现营收 9.49 亿元，同比-13.51%；实现归母净利润 0.28 亿元，同比-83.97%。

分析判断：

► 收入端：线下渠道承压，薇诺娜宝贝增长亮眼

以医研实力引领 OTC 渠道升级，重塑皮肤学级护肤市场格局。薇诺娜在 2024 年“中国医师协会皮肤科医师年会”上集中展示 40 项核心专利及科研成果，凸显其医研硬实力。这一举措不仅强化了品牌在敏感肌领域的专业形象，更增强了消费者对药店渠道功效性护肤品的信任。依托皮肤科医生背书，薇诺娜持续赋能 OTC 渠道，助力传统药店向“健康美丽新零售”转型，满足消费者对健康、功效与生活品质的双重需求，成为敏感肌护理赛道的标杆品牌。

研发创新驱动增长，母婴赛道表现亮眼。贝泰妮以“产学研医”协同创新为核心，构建了坚实的技术壁垒与品牌创新基石，始终坚持植物科技与产学研医并重的理念，在植物新原料的开发领域上持续深耕。2024 年 4 月，其主导发布的《中国敏感性皮肤临床诊疗指南》覆盖全国超 1.1 万家医院，为临床诊疗提供科学依据。品牌升级至 2.0 阶段，从“专注敏感肌”转向“专研敏感肌”，推出青刺果多糖等创新成分，并布局婴童赛道（子品牌“薇诺娜 Baby”）。“薇诺娜 Baby”2024 年度天猫“双 11”婴童护肤行业位列 TOP4，其中明星单品舒润霜累计销量达 27 万支，位列天猫润肤乳品类第三。

分渠道来看，2024 年公司线上渠道实现销售额 39.12 亿元，同比+10.13%，占主营业务收入比例为 68.21%。其中自营模式实现销售额 29.02 亿元，同比+7.01%，占主营业务收入比例为 50.87%。公司线下渠道实现销售额 12.74 亿元，同比-10.72%，占主营业务收入比例为 22.21%。OMO 渠道销售 5.21 亿元，同比-0.35%，占主营业务收入比例为 9.13%。其中自营实现销售额 34.23 亿元，同比+5.82%，占主营业务收入比例为 60.00%。

分产品看，自有品牌护肤品实现营收 48.01 亿元，同比-1.41%，占主营业务收入比例为 84.13%。自有品牌医疗器械实现营收 3.55 亿元，同比-23.35%，占主营业务收入比例为 6.22%。自有彩妆实现营收 5.51 亿元，占主营业务收入比例为 9.65%。分品牌看，公司薇诺娜、薇诺娜宝贝、瑷科缦等品牌分别同比-5.45%/+34.03%/+65.59%达 49.09/2.01/0.60 亿元。

► 利润端：盈利能力短期承压，线上占比增加带动费用率提升

盈利能力方面，公司 2024 年毛利率同比下滑 0.16pct 至 73.74%，净利率同比下滑 5.12pct 至 8.63%。2025Q1 公司毛利率同比上升 5.38pct 至 77.47%，净利率同比下滑 12.43pct 至 3.29%。

费用方面，2024 年公司费用率为 64.05%，同比上升 4.29pct。其中销售费用率为 49.97%，同比减少 2.71pct。管理费用率 8.94%，同比+1.46pct。财务费用率为-0.01%，同比上升了 0.38pct，主要系报告期内公司利息费用较上年同期增加较多所致。而研发费用率同比减少 0.27pct 至 5.15%。2025 年 Q1 公司费用率为 74.74%，同比上升 18.57pct。其中销售费用率为 56.04%，同比上升 9.30pct。管理费用率 12.44%，同比+5.54pct。财务费用

率为+0.17%，同比上升了 0.59pct，而研发费用率同比上升 3.13pct 至 6.11%。

投资建议

公司以“薇诺娜”品牌为核心，专注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。我们看好贝泰妮公司团队的研究能力和各平台的打法，公司深耕淘系，以线上电商渠道为主，线下药店渠道为辅，形成线上线下多渠道并进的良好发展局面；在新社交媒体崛起后，公司抓住小红书和抖音平台的红利，验证了公司优秀的运营能力；公司重视研发生产，基于市场研究多部门协同打造大单品，看好公司未来大单品矩阵的丰富和持续升级。我们下调盈利预测，预计公司 25-27 年的营收为 63.37/72.60/83.11（前值 78.31/89.81/-）亿元，EPS 为 1.81/2.18/2.46（前值 3.14/3.71/-）元，对应 2025 年 4 月 25 日 40.37 元/股收盘价，PE 分别为 22/18/16 倍，维持公司“买入”评级。

风险提示

新品推出效果不及预期，业务拓展不及预期，行业竞争加剧

盈利预测与估值

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	5,522	5,736	6,337	7,260	8,311
YoY (%)	10.1%	3.9%	10.5%	14.6%	14.5%
归母净利润(百万元)	757	503	765	925	1,043
YoY (%)	-28.0%	-33.5%	52.1%	20.9%	12.7%
毛利率 (%)	73.9%	73.7%	74.0%	74.3%	74.5%
每股收益 (元)	1.79	1.19	1.81	2.18	2.46
ROE	12.9%	8.3%	11.4%	12.3%	12.4%
市盈率	22.60	33.99	22.35	18.49	16.40

资料来源：wind，华西证券研究所

分析师：徐林锋

邮箱：xulf@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519080002

联系电话：

联系人：罗天啸

邮箱：luotx@hx168.com.cn

SAC NO:

联系电话：

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	5,736	6,337	7,260	8,311	净利润	495	757	914	1,031
YoY (%)	3.9%	10.5%	14.6%	14.5%	折旧和摊销	234	87	91	89
营业成本	1,506	1,645	1,868	2,116	营运资金变动	37	-469	-133	-100
营业税金及附加	70	51	56	65	经营活动现金流	695	346	825	973
销售费用	2,866	3,042	3,448	3,989	资本开支	-375	-267	-256	-262
管理费用	513	507	581	665	投资	-759	0	0	0
财务费用	-1	11	10	3	投资活动现金流	-1,084	-185	-155	-158
研发费用	295	317	363	416	股权募资	0	0	0	0
资产减值损失	-175	-17	-19	-19	债务募资	838	0	0	0
投资收益	62	81	101	104	筹资活动现金流	52	-125	-160	-198
营业利润	625	910	1,106	1,244	现金净流量	-338	36	509	616
营业外收支	-16	-1	-1	-1	主要财务指标				
利润总额	608	909	1,105	1,243	成长能力 (%)				
所得税	114	151	192	213	营业收入增长率	3.9%	10.5%	14.6%	14.5%
净利润	495	757	914	1,031	净利润增长率	-33.5%	52.1%	20.9%	12.7%
归属于母公司净利润	503	765	925	1,043	盈利能力 (%)				
YoY (%)	-33.5%	52.1%	20.9%	12.7%	毛利率	73.7%	74.0%	74.3%	74.5%
每股收益	1.19	1.81	2.18	2.46	净利率	8.6%	12.0%	12.6%	12.4%
资产负债表 (百万元)					总资产收益率 ROA	6.1%	8.8%	9.6%	9.8%
货币资金	1,810	1,846	2,356	2,972	净资产收益率 ROE	8.3%	11.4%	12.3%	12.4%
预付款项	53	64	73	82	偿债能力 (%)				
存货	612	826	917	1,017	流动比率	4.04	5.15	5.27	5.37
其他流动资产	3,658	3,616	3,765	3,891	速动比率	3.60	4.43	4.54	4.63
流动资产合计	6,133	6,353	7,111	7,961	现金比率	1.19	1.50	1.75	2.01
长期股权投资	279	279	279	279	资产负债率	25.5%	21.1%	20.3%	19.6%
固定资产	707	887	1,021	1,170	经营效率 (%)				
无形资产	259	341	417	495	总资产周转率	0.69	0.73	0.76	0.78
非流动资产合计	2,171	2,336	2,485	2,640	每股指标 (元)				
资产合计	8,304	8,689	9,596	10,601	每股收益	1.19	1.81	2.18	2.46
短期借款	315	315	315	315	每股净资产	14.28	15.88	17.78	19.86
应付账款及票据	447	479	544	618	每股经营现金流	1.64	0.82	1.95	2.30
其他流动负债	756	439	490	549	每股股利	0.00	0.20	0.29	0.38
流动负债合计	1,518	1,232	1,348	1,482	估值分析				
长期借款	322	322	322	322	PE	33.99	22.35	18.49	16.40
其他长期负债	276	276	276	276	PB	2.99	2.54	2.27	2.03
非流动负债合计	598	598	598	598					
负债合计	2,116	1,830	1,946	2,080					
股本	424	424	424	424					
少数股东权益	138	130	119	107					
股东权益合计	6,188	6,859	7,651	8,521					
负债和股东权益合计	8,304	8,689	9,596	10,601					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资 评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。