

贝泰妮（300957.SZ）

优于大市

多因素致短期业绩承压，积极管理变革静待拐点出现

核心观点

多方原因致业绩承压。公司 2024 年实现营收 57.36 亿/yoy+3.87%；归母净利润 5.03 亿/yoy-33.53%；扣非归母净利润 2.40 亿/yoy-61.12%。归母净利润下滑主要由于：1）双十一等大促销售不及预期；2）抖音等平台营销费用较高；非经损失影响主要是 1）悦江业绩对赌未完成，计提 1.15 亿减值准备（其中商品 9000 万，无形资产 2500 万），同时预计将获得 1.4 亿股份补偿；2）政府补贴由费用端计入非经常性损益，2024 年预计 8300 万；3）投资理财收益减少预计近 8700 万。同时公司 2024 年现金分红每 10 股派 6 元，分红率 50%。2025Q1 实现营收 9.49 亿/yoy-13.51%；归母净利润 0.28 亿/yoy-83.97%，整体来看，公司仍处于产品及渠道业务调整变革期，因而业绩仍有一定承压。

分品牌看，2024 年薇诺娜主品牌收入 49.1 亿/yoy-2.8%，明星大单品特护霜完成 2.0 升级，在天猫双 11 大促活动期间的敏感肌面霜赛道中蝉联销售榜首，清透防晒乳系列产品在天猫防晒类目市场份额提升至 6.83%；薇诺娜宝贝收入 2 亿/yoy+34.03%；瑗科缦销售达 6000 万/yoy+65.59%。**分渠道看**，公司 2024 年线上销售渠道实现收入 39.12 亿/yoy+10.13%，阿里/抖音/京东平台分别实现 17.26 亿/8.27 亿/5.27 亿，同比 yoy-2.07%/+30.96%/+40.69%；线上销售毛利率提升 2.23pct 至 73.47%。OMO 渠道实现 5.21 亿/yoy-0.35%，线下渠道实现 12.74 亿/yoy-10.72%，毛利率下降 7.53pct 至 72.70%。

一季度毛利率提升，销售费用率持续高企。2024 年公司毛利率/净利率分别同比-0.16/-5.12pct。2025Q1 分别同比+5.39/-12.43pct，由于公司聚焦核心品类、打造核心大单品及全渠道严格维价，一季度毛利率提升。2024 年销售/管理/研发费用率分别同比+2.71/+1.46/-0.27pct，2025Q1 分别同比+9.30pct/+5.54pct/+3.13pct，收入压力导致费用率持续上行。**营运能力方面**，公司 2024 年/2025Q1 存货周转天数分别同比减少 15 天/9 天；主要由于新系统完善、自产比例增加及砍掉长尾产品。

风险提示：宏观环境风险，新品销量不及预期，行业竞争加剧。

投资建议：公司目前处于品牌矩阵打造以及渠道战略转型期，短期业绩承压明显，但主品牌薇诺娜在敏感肌护肤领域仍有深厚的消费者认可度。同时公司围绕中国皮肤健康生态，积极拓展医美及大健康领域布局，有望带动长期发展。考虑公司新品培育周期拉长，同时转型期各项费用率仍维持高位，我们下调 2025-2026 归母净利润至 6.87/8.22（原值为 8.26/9.42）亿，并新增 2027 年预测 9.08 亿元，对应 PE 分别为 25/21/19x，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

S0980517070001

证券分析师：孙乔容若

021-60375463

sunqiaorongruo@guosen.com.cn

S0980523090004

证券分析师：柳旭

0755-81981311

liuxu1@guosen.com.cn

S0980522120001

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	40.37 元
总市值/流通市值	17101/17101 百万元
52 周最高价/最低价	74.00/37.46 元
近 3 个月日均成交额	221.21 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）-三季度收入平稳增长 14%，高费用投放致利润阶段性亏损》——2024-10-27
- 《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

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	5,522	5,736	6,327	6,909	7,372
(+/-%)	10.1%	3.9%	10.3%	9.2%	6.7%
净利润(百万元)	757	503	687	822	908
(+/-%)	-28.0%	-33.5%	36.6%	19.7%	10.5%
每股收益(元)	1.79	1.19	1.62	1.94	2.14
EBIT Margin	18.0%	13.6%	11.1%	12.3%	12.8%
净资产收益率(ROE)	12.9%	8.3%	10.5%	11.6%	11.7%
市盈率(PE)	22.60	33.99	24.89	20.80	18.83
EV/EBITDA	17.48	21.43	23.33	19.65	17.93
市净率(PB)	2.92	2.83	2.62	2.41	2.21

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

公司 2024 年实现营收 57.36 亿/yoy+3.87%；归母净利润 5.03 亿/yoy-33.53%；扣非归母净利润 2.40 亿/yoy-61.12%。单 Q4 实现营收 17.18 亿/yoy-17.82%；归母净利润 0.88 亿/yoy-50.29%；扣非归母净利润-1.01 亿/yoy-191.87%。

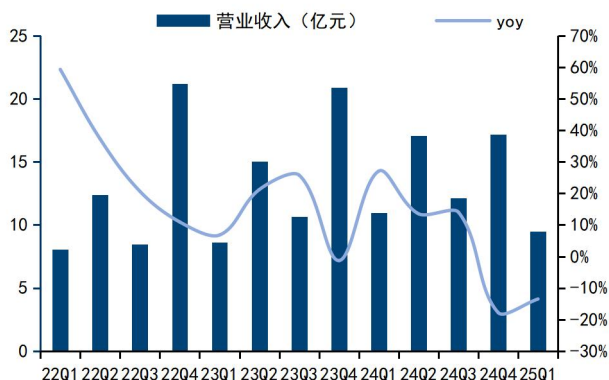
归母净利润下滑主要由于 1) 双十一等大促销售不及预期；2) 抖音平台营销费用较高；此外，非经损失主要是：1) 悦江业绩对赌未完成，计提 1.15 亿减值准备（其中商誉 9000 万，无形资产 2500 万），同时预计将获得 1.4 亿股份补偿；2) 政府补贴计入非经常性损益，2024 年预计 8300 万；3) 投资理财收益减少预计近 8700 万。从季度看，四季度占比逐年下降，2024 年 Q1-Q4 收入占比分别为 19%、30%、21%、30%。同时公司 2024 年现金分红每 10 股派 6 元（含税），占归母净利润 50.25%。

2025Q1 实现营收 9.49 亿/yoy-13.51%；归母净利润 0.28 亿/yoy-83.97%；扣非归母净利润 0.21 亿/yoy-86.44%，延续下滑态势，业绩持续承压。

分品牌看，2024 年薇诺娜主品牌收入 49.1 亿元，同比下降 2.8%，明星大单品特护霜完成 2.0 升级，在天猫双 11 大促活动期间的敏感肌面霜赛道中蝉联销售榜首，清透防晒乳系列产品在天猫防晒类目市场份额提升至 6.83%；薇诺娜宝贝收入 2 亿元，同比增长 34.03%；瑗科缦销售达 6000 万，同比增长 65.59%。

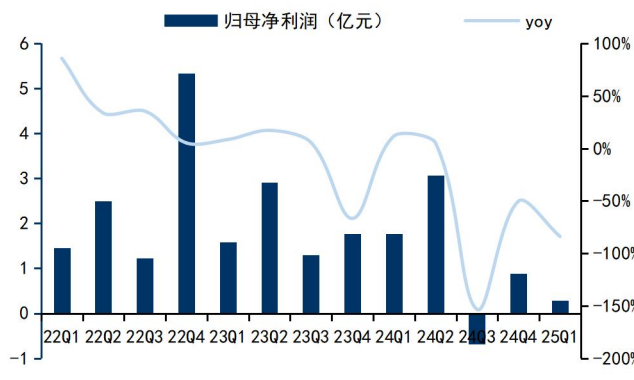
分渠道看，公司 2024 年线上销售渠道实现收入 39.12 亿/yoy+10.13%，其中自营 29.02 亿/yoy+7.01%，经销、代销 10.10 亿/yoy+20.23%；线上阿里/抖音/京东平台分别实现 17.26 亿/8.27 亿/5.27 亿，同比 yoy-2.07%/+30.96%/+40.69%；线上销售毛利率提升 2.23pct 至 73.47%。OMO 渠道实现 5.21 亿/yoy-0.35%，其中薇诺娜专柜服务平台实现收入 4.12 亿，客单价为 1592.85 元，两年复购率达到 49.96%。线下渠道实现 12.74 亿/yoy-10.72%，收入占比 22%/yoy-4pct，毛利率下降 7.53pct 至 72.70%。

图1：公司营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

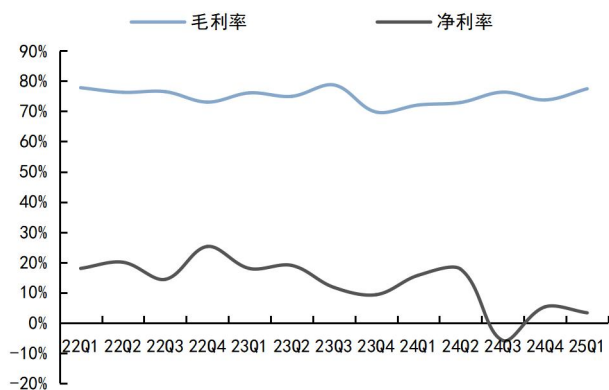
图2：公司归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

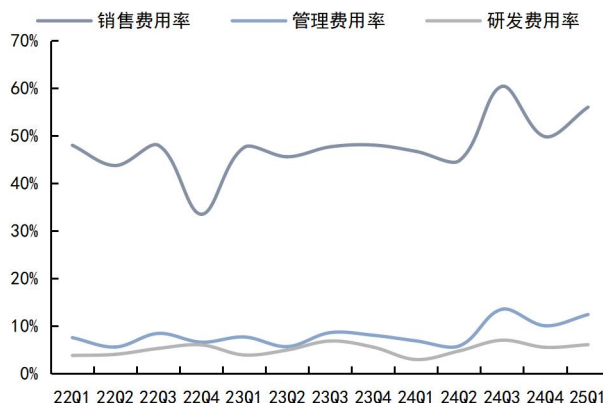
盈利能力方面，2024 年公司毛利率/净利率分别为 73.74%/8.63%，同比 -0.16pct/-5.12pct。2025Q1 公司毛利率/净利率分别为 77.47%/3.29%，同比 +5.39pct/-12.43pct，主要由于公司聚焦核心品类、打造核心大单品及全渠道严格维价。**费用率方面**，2024 年销售费用率/管理费用率/研发费用率分别为 49.97%/8.94%/5.15%，同比分别+2.71pct/+1.46pct/-0.27pct。2025Q1 公司销售费用率/管理费用率/研发费用率分别为 56.04%/12.44%/6.10%，同比分别+9.30pct/+5.54pct/+3.13pct，毛销差 21.44%/yoy-3.92pct，主要系高费率线上渠道投入增加以及加大推广营销投放等带动销售费用率上行，管理费用率主要系折旧摊销增加、股权激励上升及新的产品质量管理项目投入加大影响。

图3：公司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

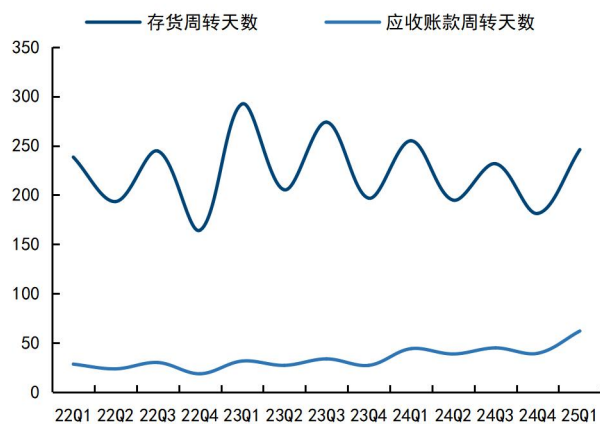
图4：公司费用率情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

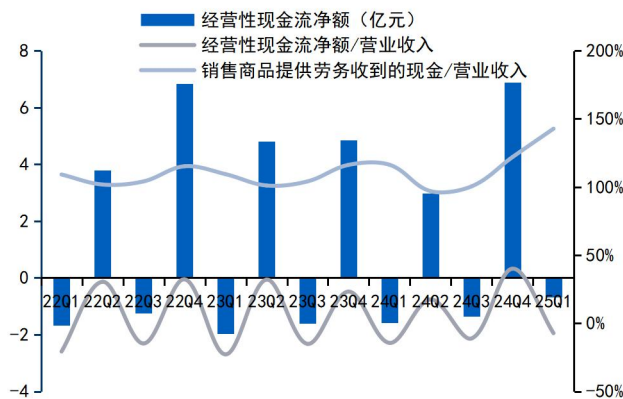
营运能力方面，公司 2024 年存货周转天数为 181 天，同比减少 15 天；应收账款周转天数为 39 天，同比增加 12 天。25Q1 存货周转天数为 246 天，同比减少 9 天；应收账款周转天数为 62 天，同比增加 18 天。存货周转天数减少主要由于新系统完善、自产比例增加及砍掉长尾产品。**现金流方面**，公司 2024 年经营性现金流净额为 6.95 亿/yoy+13.83%，2025Q1 经营性现金流净额为-0.69 亿/yoy+56.47%，与营收水平保持基本稳定。

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：

公司目前处于品牌矩阵打造以及渠道战略转型期，短期业绩承压明显，但主品牌薇诺娜在敏感肌护肤领域仍有着深厚的消费者认可度。同时公司围绕中国皮肤健康生态，积极拓展医美及大健康领域布局，有望带动长期发展。考虑公司新品培育周期拉长，同时转型期各项费用率仍维持高位，我们下调 2025-2026 归母净利润预测至 6.87/8.22（原值为 8.26/9.42）亿元，并新增 2027 年预测 9.08 亿元，对应 PE 分别为 25/21/19x，维持“优于大市”评级。

表1：可比公司估值表

代码	公司简称	股价 (2025-04-25)	总市值 亿元	EPS				PE				ROE (%) (24A)	PEG (25E)	投资评级
				24A	25E	26E	27E	24A	25E	26E	27E			
300957.SZ	贝泰妮	40.37	171	1.19	1.62	1.94	2.14	35.95	24.89	20.80	18.83	8.32	0.68	优于大市
600223.SH	福瑞达	7.55	77	0.24	0.29	0.32	0.35	31.56	26.22	23.78	21.67	5.93	1.30	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）					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	2091	1810	1750	2205	2871	营业收入	5522	5736	6327	6909	7372
应收款项	616	757	433	473	505	营业成本	1441	1506	1535	1644	1749
存货净额	904	612	621	665	711	营业税金及附加	65	70	73	79	85
其他流动资产	672	526	2531	2763	2949	销售费用	2610	2866	3208	3530	3760
流动资产合计	5523	6133	6135	6807	7685	管理费用	413	513	807	806	834
固定资产	707	758	961	1093	1071	财务费用	(21)	(1)	(1)	(12)	(20)
无形资产及其他	193	259	249	240	230	投资收益	64	62	50	45	40
投资性房地产	872	875	875	875	875	资产减值及公允价值变动	3	352	20	20	20
长期股权投资	212	279	279	279	279	其他收入	(203)	(571)	0	0	0
资产总计	7507	8304	8500	9294	10141	营业利润	878	625	774	926	1024
短期借款及交易性金融负债	146	378	16	16	16	营业外净收支	(9)	(16)	1	2	1
应付款项	402	447	331	352	374	利润总额	869	608	775	928	1025
其他流动负债	743	693	744	801	849	所得税费用	110	114	98	118	130
流动负债合计	1291	1518	1091	1169	1239	少数股东损益	2	(8)	(11)	(13)	(14)
长期借款及应付债券	5	322	322	322	322	归属于母公司净利润	757	503	687	822	908
其他长期负债	195	276	426	577	729						
长期负债合计	200	598	748	899	1051	现金流量表（百万元）					
负债合计	1491	2116	1839	2068	2290	净利润	757	503	687	822	908
少数股东权益	155	138	130	119	108	资产减值准备	1	155	18	22	4
股东权益	5861	6050	6531	7107	7742	折旧摊销	71	116	109	126	138
负债和股东权益总计	7507	8304	8500	9294	10141	公允价值变动损失	(3)	(352)	(20)	(20)	(20)
						财务费用	(21)	(1)	(1)	(12)	(20)
关键财务与估值指标						营运资本变动	(723)	526	(1587)	(66)	(36)
每股收益	1.79	1.19	1.62	1.94	2.14	其它	0	(159)	(27)	(32)	(15)
每股红利	0.81	0.62	0.49	0.58	0.64	经营活动现金流	103	788	(819)	852	979
每股净资产	13.84	14.28	15.42	16.78	18.28	资本开支	0	(647)	(301)	(251)	(91)
ROIC	20%	15%	13%	14%	15%	其它投资现金流	195	(1190)	1628	100	50
ROE	13%	8%	11%	12%	12%	投资活动现金流	66	(1905)	1327	(151)	(41)
毛利率	74%	74%	76%	76%	76%	权益性融资	8	0	0	0	0
EBIT Margin	18%	14%	11%	12%	13%	负债净变化	5	317	0	0	0
EBITDA Margin	19%	16%	13%	14%	15%	支付股利、利息	(343)	(264)	(206)	(247)	(273)
收入增长	10%	4%	10%	9%	7%	其它融资现金流	78	730	(362)	0	0
净利润增长率	-28%	-34%	37%	20%	10%	融资活动现金流	(592)	835	(568)	(247)	(273)
资产负债率	22%	27%	23%	24%	24%	现金净变动	(423)	(281)	(60)	455	666
息率	2.0%	1.5%	1.2%	1.4%	1.6%	货币资金的期初余额	2514	2091	1810	1750	2205
P/E	22.6	34.0	24.9	20.8	18.8	货币资金的期末余额	2091	1810	1750	2205	2871
P/B	2.9	2.8	2.6	2.4	2.2	企业自由现金流	215	629	(1165)	550	835
EV/EBITDA	17.5	21.4	23.3	19.7	17.9	权益自由现金流	298	1676	(1526)	561	852

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