



营收稳健增长，利润略有承压

2025 年 04 月 29 日

► **事件：贝泰妮发布 2024 年年度报告。**24 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%；扣非归母净利润 2.4 亿元，同比-61.12%。24Q4 公司实现营收 17.18 亿元，同比-17.82%；归母净利润 0.88 亿元，同比-50.29%；扣非归母净利润-1.01 亿元。25Q1 公司实现营收 9.49 亿元，同比-13.51%；归母净利润 2.83 亿元，同比-83.97%；扣非归母净利润 2.09 亿元，同比-86.44%。

► **薇诺娜为公司核心收入来源，薇诺娜宝贝与瑗科缦增长迅速。**24 年公司实现营收 57.36 亿元，同比+3.87%。分品牌看：**1) 薇诺娜**，实现营收 49.09 亿元，同比-5.45%。**2) 薇诺娜宝贝**，实现营收 2.01 亿元，同比+34.03%。**3) 瑗科缦**，实现营收 0.60 亿元，同比+65.59%。

► **24 年毛利率为 73.74%，销售及管理费用上涨，归母净利率同比-4.93pct 为 8.77%。****1) 毛利率方面**，24 年公司毛利率实现 73.74%，同比-0.16pct；24Q4 公司毛利率实现 73.77%，同比+4.01pct；25Q1 公司毛利率实现 77.47%，同比+5.39pct。**2) 费用率方面**，24 年公司销售/管理/研发费用率分别为 49.97%/8.94%/5.15%，同比变化+2.71pct/+1.46pct/-0.27pct，其中销售费用变动主要系公司宣传费用、线上渠道费用以及人员费用增加所致，管理费用变动主要系公司管理用途长期资产折旧摊销成本、人员费用以及新产品质量管理相关支出增加所致；24Q4 公司销售/管理/研发费用率分别为 49.84%/10.08%/5.55%，同比变化+1.76pct/+2pct/-0.04pct；25Q1 公司销售/管理/研发费用率分别为 56.04%/12.44%/6.10%，同比变化+9.30pct/+5.54pct/+3.13pct。**3) 净利率方面**，24 年公司归母净利率实现 8.77%，同比-4.93pct；扣非归母净利率实现 4.19%，同比-7pct。24Q4 公司归母净利率实现 5.14%，同比-3.36pct。25Q1 公司归母净利率实现 2.99%，同比-13.13pct；扣非归母净利率实现 2.21%，同比-11.87pct。

► **主品牌拓展市场版图，多品牌布局有望打造长期发展竞争优势。**24 年公司主品牌“薇诺娜”正式发布 2.0 战略，品牌围绕“敏感肌 PLUS”打造的三大核心大单品“薇诺娜舒敏保湿特护霜”、“薇诺娜修白瓶”、“薇诺娜清透防晒乳”，“薇诺娜宝贝”的核心大单品舒润霜和防晒乳持续发力，新品温和防晒喷雾和舒润护肤油表现亮眼。此外，公司布局抗衰领域品牌“瑗科缦”和祛痘领域品牌“贝芙汀”在差异化赛道实现突破，多品牌的业务布局有望给公司带来长期发展动能。

► **投资建议：**公司主品牌持续优化，多品牌矩阵陆续成型，我们预计 25-27 年公司归母净利润为 7.0/8.6/10.6 亿元，同比增速+39.2%/+22.2%/+23.7%，当前股价对应 25-27 年 PE 分别为 24x、20x、16x，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**行业竞争加剧、产品推广不及预期的风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	5,736	6,285	7,153	8,146
增长率 (%)	3.9	9.6	13.8	13.9
归属母公司股东净利润 (百万元)	503	700	856	1,059
增长率 (%)	-33.5	39.2	22.2	23.7
每股收益 (元)	1.19	1.65	2.02	2.50
PE	34	24	20	16
PB	2.8	2.6	2.5	2.2

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 4 月 28 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

40.29 元

分析师 解慧新

执业证书：S0100522100001

邮箱：xiehuixin@mszq.com

相关研究

1.贝泰妮 (300957.SZ) 2024 年三季报点评：Q3 营收同比+14%，持续推进业务多元化布局-2024/10/26

2.贝泰妮 (300957.SZ) 2023 年年报及 2024 年一季报点评：24Q1 收入与利润实现双位数增长，期待经营持续向好-2024/04/28

3.贝泰妮 (300957.SZ) 2023 年三季报点评：Q3 扣非归母净利同比增速达 40%，持续推进业务多元化布局-2023/10/30

4.贝泰妮 (300957.SZ) 事件点评：拟收购悦江投资 51%股权，有望推动大众护肤品牌布局-2023/09/29

5.贝泰妮 (300957.SZ) 2023 年中报点评：Q2 收入与归母净利增速符合预期，多品牌矩阵驱动成长-2023/08/29

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	5,736	6,285	7,153	8,146
营业成本	1,506	1,628	1,845	2,037
营业税金及附加	70	76	79	90
销售费用	2,866	2,985	3,326	3,747
管理费用	513	534	608	692
研发费用	295	314	358	407
EBIT	504	832	1,004	1,251
财务费用	-1	-4	-8	-14
资产减值损失	-175	-14	-13	-11
投资收益	62	62	66	62
营业利润	625	880	1,064	1,315
营业外收支	-16	-16	-8	-9
利润总额	608	864	1,056	1,306
所得税	114	161	197	244
净利润	495	703	859	1,062
归属于母公司净利润	503	700	856	1,059
EBITDA	739	1,103	1,286	1,556

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,810	2,095	2,487	2,935
应收账款及票据	720	693	790	900
预付款项	53	98	111	122
存货	612	809	918	1,013
其他流动资产	2,938	2,879	2,894	2,961
流动资产合计	6,133	6,574	7,199	7,932
长期股权投资	279	279	279	279
固定资产	707	711	734	744
无形资产	259	264	279	294
非流动资产合计	2,171	2,172	2,221	2,259
资产合计	8,304	8,746	9,420	10,191
短期借款	315	315	315	315
应付账款及票据	447	414	470	519
其他流动负债	756	816	916	1,008
流动负债合计	1,518	1,545	1,700	1,842
长期借款	322	322	322	322
其他长期负债	276	291	291	291
非流动负债合计	598	613	613	613
负债合计	2,116	2,157	2,312	2,455
股本	424	424	424	424
少数股东权益	138	140	143	146
股东权益合计	6,188	6,589	7,108	7,736
负债和股东权益合计	8,304	8,746	9,420	10,191

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	3.87	9.58	13.81	13.88
EBIT 增长率	-37.66	65.06	20.57	24.66
净利润增长率	-33.53	39.25	22.21	23.67
盈利能力 (%)				
毛利率	73.74	74.10	74.20	75.00
净利率	8.77	11.15	11.97	13.00
总资产收益率 ROA	6.06	8.01	9.09	10.39
净资产收益率 ROE	8.32	10.86	12.29	13.95
偿债能力				
流动比率	4.04	4.26	4.24	4.31
速动比率	3.51	3.57	3.54	3.61
现金比率	1.19	1.36	1.46	1.59
资产负债率 (%)	25.48	24.66	24.55	24.09
经营效率				
应收账款周转天数	39.32	40.00	40.00	40.00
存货周转天数	181.21	180.00	180.00	180.00
总资产周转率	0.73	0.74	0.79	0.83
每股指标 (元)				
每股收益	1.19	1.65	2.02	2.50
每股净资产	14.28	15.22	16.44	17.92
每股经营现金流	1.64	2.00	2.45	2.84
每股股利	0.60	0.83	1.01	1.25
估值分析				
PE	34	24	20	16
PB	2.8	2.6	2.5	2.2
EV/EBITDA	22.30	14.93	12.80	10.59
股息收益率 (%)	1.49	2.05	2.51	3.10

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	495	703	859	1,062
折旧和摊销	234	271	283	305
营运资金变动	37	-140	-88	-153
经营活动现金流	695	848	1,038	1,202
资本开支	-375	-250	-259	-260
投资	-759	0	0	0
投资活动现金流	-1,084	-190	-195	-200
股权募资	0	0	0	0
债务募资	527	0	0	0
筹资活动现金流	52	-374	-451	-553
现金净流量	-338	285	392	449

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（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。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048