

公司研究

短期利润承压，积极进行业务变革优化

——贝泰妮（300957.SZ）2024 年年报及 2025 年一季报点评

增持（维持）

当前价：40.29 元

作者

分析师：姜浩

执业证书编号：S0930522010001

021-52523680

jianghao@ebscn.com

分析师：孙未未

执业证书编号：S0930517080001

021-52523672

sunww@ebscn.com

分析师：朱洁宇

执业证书编号：S0930523070004

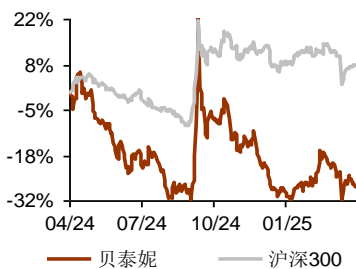
021-52523842

zhujieyu@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	4.24
总市值(亿元):	170.67
一年最低/最高(元):	37.46/74.00
近3月换手率:	69.85%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-5.56	1.89	-33.22
绝对	-8.97	1.54	-28.87

资料来源：Wind

相关研报

利润阶段性承压，业务多元化探索中——贝泰妮（300957.SZ）2024 年三季报点评（2024-10-25）

要点

事件：

24 年收入/归母净利润同比+4%/-34%，25Q1 同比-14%/-84%承压

贝泰妮发布 2024 年年报及 2025 年一季报。公司 2024 年实现营业收入 57.4 亿元，同比增长 3.9%，归母净利润 5.0 亿元、同比下降 33.5%，扣非净利润 2.4 亿元，同比下降 61.1%，EPS（基本）为 1.20 元，拟每股派发现金红利 0.6 元（含税）、派息率 50%。

24 年公司归母净利润同比下降，主要为费用率上升以及计提资产减值损失增加（针对悦江投资计提了商誉减值损失 0.91 亿元+无形资产减值损失 0.25 亿元）等影响。分季度来看，24Q1~Q4 公司单季度收入同比+27.1%/+13.5%/+14.0%/-17.8%，归母净利润同比+11.7%/+5.2%/-153.4%/-50.3%。

25 年一季度公司实现收入 9.5 亿元，同比下降 13.5%，归母净利润 2834 万元，同比下降 84.0%，扣非归母净利润同比下降 86.4%至 2092 万元。净利润降幅明显超过收入，主要为费用率上升所致。

点评：

24 年线上渠道实现增长、线下渠道下滑

分渠道来看：24 年线上渠道、OMO 渠道（线上线下结合的自营渠道）、线下渠道、线下服务及其他收入分别占比为 68%/9%/22%/0.5%，收入分别同比+10.1%/-0.4%/-10.7%/+41.7%。其中，线上渠道拆分来看，阿里系、抖音系、京东系、唯品会、自建平台占主营业务收入比例分别为 30%/14%/9%/5%/2%，收入分别同比-2.1%/+31.0%/+40.7%/-6.8%/+80.9%。

分品类来看：护肤品、医疗器械、彩妆、服务及其他 24 年收入占比分别为 84%/6%/10%/0.5%，收入分别同比-1.4%/-23.4%/+226.5%/+41.7%。

费用率同比上升，毛利率 24Q4 以来现同比回升

毛利率：24 年毛利率同比下降 0.2PCT 至 73.7%。分品类来看，24 年护肤品毛利率为 74.6%、同比上升 1.0PCT；分渠道来看，24 年线上渠道、线下渠道产品销售毛利率分别为 73.5%/72.7%，分别同比+2.3/-7.5PCT。分季度来看，24Q1~25Q1 单季度毛利率分别同比-4.0/-2.0/-2.4/+4.0/+5.4PCT，24Q4 以来公司毛利率同比回升。

费用率：24 年期间费用率同比提升 4.3PCT 至 64.0%，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 50.0%/8.9%/5.1%/0%，同比+2.7/+1.5/-0.3/+0.4PCT，销售费用率提升主要为加大品牌形象推广宣传费用和线上渠道费用投入，人员费用增加等影响所致；管理费用率上升主要系管理用途长期资产的折旧摊销成本增加，人员费用增加，以及公司升级实施了新的产品质量管理项目导致相关物料支出增加所致。

24Q1~25Q1 单季度期间费用率同比-2.3/-0.7/+18.5/+4.1/+18.6PCT，其中 25Q1 销售/管理/研发/财务费用率同比+9.3/+5.5/+3.1/+0.6PCT，销售费用率提升明显主要为公司为二季度多个大促活动和会员活动预热的各项品牌形象推广宣传费用和会员运营费用加大投入所致，管理费用率提升主要为人员薪酬支出增加，以及公司延续 24 年产品质量管理项目所致。

其他财务指标: 1) **存货** 24 年末同比减少 32.3%至 6.1 亿元, 25 年 3 月末较年初减少 9.1%、同比减少 33.0%, 存货周转天数 24 年/25Q1 分别为 181/246 天, 同比-15/-9 天。2) **应收账款** 24 年末同比增加 22.8%至 7.2 亿元, 25 年 3 月末较年初减少 13.2%、同比增加 22.0%, 应收账款周转天数 24 年/25Q1 分别为 39/62 天, 同比+12/+18 天。3) **资产减值损失** 24 年同比大幅增加 766%至 1.7 亿元, 净增加 1.5 亿元对利润影响较大, 其中包括新增计提收购悦江投资商誉 0.9 亿元、无形资产减值损失 0.25 亿元, 以及存货跌价损失计提增加 0.4 亿元。25Q1 资产减值收益 1384 万元、系存货跌价准备金净冲回所致。4) **经营净现金流** 24 年为 6.9 亿元, 同比增加 13.8%, 25Q1 为-6865 万元, 净流出幅度同比有所减小。

积极推进业务变革优化, 维持“增持”评级

24 年公司收入表现平稳但利润承压, 公司将以“一个中心 (品牌运营)、两个基本点 (会员运营+全域协同增长)”为指引, 巩固主品牌薇诺娜敏感肌功效护肤市场领导地位, 推进大单品建设、精简产品线, 同时渠道予以精准分层。24 年公司已对线下渠道进行了收缩调整, 虽然影响总体业绩表现, 但从单季度毛利率来看, 24 年四季度以来单季毛利率现同比回升, 显示公司更加坚持渠道价格管控, 适当减少促销权益占比以及精简产品系列和商品数量, 公司资源重新聚焦核心大单品、核心大爆品等一系列优化的经营策略有效落地。另外, 小品牌方面, 薇诺娜宝贝、贝芙汀、AOXMED、Za、泊美等品牌各自强化品牌差异化优势, 打造新增长曲线。

考虑到终端需求存不确定性, 且公司正在进行一系列业务优化措施尚待显效, 我们下调 25~26 年归母净利润预测 (较前次预测分别下调 29%/23%)、新增 27 年预测, 预计 25~27 年归母净利润分别为 6.9/8.3/10.0 亿元, EPS 分别为 1.62/1.97/2.36 元, 对应 25 年 PE 为 25 倍, 维持“增持”评级。

风险提示: 国内消费疲软; 线上渠道整体增长放缓, 流量见顶; 新产品推出或者平台拓展不及预期; 费用投入不当或者效果不及预期; 行业竞争加剧; 并购整合不当。

表 1: 公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	5,522	5,736	6,177	6,771	7,313
营业收入增长率	10.1%	3.9%	7.7%	9.6%	8.0%
归母净利润 (百万元)	757	503	687	833	999
归母净利润增长率	-28.0%	-33.5%	36.6%	21.2%	19.9%
EPS (元)	1.79	1.19	1.62	1.97	2.36
ROE (归属母公司) (摊薄)	12.9%	8.3%	10.6%	11.9%	13.2%
P/E	23	34	25	20	17
P/B	2.9	2.8	2.6	2.4	2.3

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2025-04-28

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	5,522	5,736	6,177	6,771	7,313
营业成本	1,441	1,506	1,584	1,723	1,847
折旧和摊销	71	116	135	141	146
税金及附加	65	70	74	81	88
销售费用	2,610	2,866	2,999	3,237	3,422
管理费用	413	513	494	508	508
研发费用	299	295	318	347	375
财务费用	-21	-1	21	15	11
投资收益	64	62	50	50	50
营业利润	878	625	822	999	1,209
利润总额	869	608	810	987	1,196
所得税	110	114	121	152	195
净利润	759	495	689	835	1,001
少数股东损益	2	-8	2	2	2
归属母公司净利润	757	503	687	833	999
EPS(元)	1.79	1.19	1.62	1.97	2.36

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	610	695	855	883	1,058
净利润	757	503	687	833	999
折旧摊销	71	116	135	141	146
净营运资金增加	413	-208	116	295	632
其他	-630	284	-83	-386	-719
投资活动产生现金流	-518	-1,084	-50	-50	-50
净资本支出	-271	-375	-100	-100	-100
长期投资变化	212	279	0	0	0
其他资产变化	-459	-988	50	50	50
融资活动现金流	-458	52	-145	-596	-425
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	88	549	131	-236	3
无息负债变化	286	76	40	65	58
净现金流	-367	-338	660	238	582

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	73.9%	73.7%	74.4%	74.6%	74.7%
EBITDA 率	17.6%	15.9%	15.4%	16.8%	18.4%
EBIT 率	15.6%	13.1%	13.2%	14.7%	16.4%
税前净利润率	15.7%	10.6%	13.1%	14.6%	16.4%
归母净利润率	13.7%	8.8%	11.1%	12.3%	13.7%
ROA	10.1%	6.0%	7.7%	9.0%	10.1%
ROE (摊薄)	12.9%	8.3%	10.6%	11.9%	13.2%
经营性 ROIC	15.9%	13.4%	15.0%	17.2%	18.4%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	20%	25%	26%	23%	22%
流动比率	4.28	4.04	4.01	4.70	4.95
速动比率	3.58	3.64	3.67	4.29	4.54
归母权益/有息债务	38.91	8.65	7.80	11.72	12.63
有形资产/有息债务	44.57	10.69	9.77	14.21	15.26

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	7,507	8,304	8,909	9,229	9,874
货币资金	2,091	1,810	2,471	2,708	3,291
交易性金融资产	1,238	2,428	2,428	2,428	2,428
应收账款	562	691	703	770	832
应收票据	25	29	31	34	37
其他应收款 (合计)	30	37	32	35	38
存货	904	612	573	616	653
其他流动资产	672	526	536	542	547
流动资产合计	5,523	6,133	6,773	7,134	7,825
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	212	279	279	279	279
固定资产	667	707	731	730	713
在建工程	40	51	25	15	11
无形资产	193	259	233	209	188
商誉	414	323	323	323	323
其他非流动资产	458	552	544	538	533
非流动资产合计	1,984	2,171	2,136	2,095	2,049
总负债	1,491	2,116	2,287	2,117	2,178
短期借款	104	315	446	210	213
应付账款	334	250	269	293	314
应付票据	68	197	206	224	240
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	785	756	769	792	813
流动负债合计	1,291	1,518	1,689	1,519	1,580
长期借款	5	322	322	322	322
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	195	276	276	276	276
非流动负债合计	200	598	598	598	598
股东权益	6,016	6,188	6,622	7,112	7,696
股本	424	424	424	424	424
公积金	3,057	3,028	3,029	3,029	3,029
未分配利润	2,490	2,741	3,174	3,663	4,244
归属母公司权益	5,861	6,050	6,482	6,971	7,552
少数股东权益	155	138	140	142	144

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	47.3%	50.0%	48.6%	47.8%	46.8%
管理费用率	7.5%	8.9%	8.0%	7.5%	7.0%
财务费用率	-0.4%	0.0%	0.3%	0.2%	0.1%
研发费用率	5.4%	5.1%	5.2%	5.1%	5.1%
所得税率	12.6%	18.7%	14.9%	15.4%	16.3%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	0.60	0.60	0.81	0.99	1.18
每股经营现金流	1.44	1.64	2.02	2.09	2.50
每股净资产	13.84	14.28	15.30	16.46	17.83
每股销售收入	13.04	13.54	14.58	15.98	17.26

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	23	34	25	20	17
PB	2.9	2.8	2.6	2.4	2.3
EV/EBITDA	17.3	18.2	16.2	13.4	11.3
股息率	1.5%	1.5%	2.0%	2.4%	2.9%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因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，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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注册为证券分析师，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、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

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、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP