

贝泰妮 (300957)

2024 年报及 2025 年一季报点评: 短期业绩承压, 期待经营拐点

2025 年 05 月 03 日

买入 (维持)

证券分析师 吴劲草

执业证书: S0600520090006

wujc@dwzq.com.cn

证券分析师 张家璇

执业证书: S0600520120002

zhangjx@dwzq.com.cn

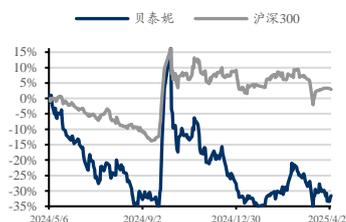
证券分析师 郝越

执业证书: S0600524080008

xiy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	5,522	5,736	6,214	6,718	7,284
同比 (%)	10.14	3.87	8.33	8.11	8.43
归母净利润 (百万元)	756.80	503.05	660.45	808.77	935.70
同比 (%)	(28.02)	(33.53)	31.29	22.46	15.69
EPS-最新摊薄 (元/股)	1.79	1.19	1.56	1.91	2.21
P/E (现价&最新摊薄)	23.18	34.87	26.56	21.69	18.75

股价走势



投资要点

- **公司披露 2024 年年报及 2025Q1 业绩:** 2024 全年营收 57.36 亿元 (+3.87%, 代表同比增速, 下同), 归母净利润 5 亿元 (-33.5%), 扣非归母净利润 2.4 亿元 (-61%), 下滑主要系计提悦江投资商誉减值及无形资产减值等原因。2025Q1 营收 9.5 亿元 (-13.5%), 归母净利润 0.28 亿元 (-84%), 扣非归母净利润 0.21 亿元 (-86%)。
- **24 年线上渠道及彩妆品类实现增长。** 分产品看, 24 年护肤品/医疗器械/彩妆营收分别为 48/3.5/5.5 亿, 同比分别-1.4%/-23%/+226%, 占比 84%/6%/10%。分区域看, 24 年境内/境外营收分别为 57/0.78 亿元, 同比分别+2.7%/+552%, 占比 98.6%/1.4%。分渠道看, 24 年线上/OMO 渠道/线下收入同比分别+10.1%/-0.4%/-10.7%, 占比 68%/9%/22%。
- **25Q1 毛利率回升, 费用率压力较大。** ①**毛利率:** 2024 年达 73.7%, 同比-0.16pct。2025Q1 毛利率 77.5%, 同比+5.4pct; ②**期间费用率:** 2024 年销售费用率 50%, 同比+2.7pct, 主要系品牌建设投入加大; 2025Q1 销售费用率 56%, 同比+9.3pct; ③**归母净利率:** 结合毛利率及费用率, 2024 年归母净利率为 8.8%, 同比-5pct。2025Q1 归母净利率同比-13pct 至 3%。
- **积极推进品牌矩阵建设, 巩固主品牌薇诺娜敏感肌市场领导地位。** 品牌矩阵建设上, 公司以“薇诺娜 (Winona)”品牌为核心, 形成了“薇诺娜宝贝 (Winona Baby)”、“瑗科缙 (AOXMED)”、“贝芙汀 (Beforteen)”、“姬芮 (Za)”以及“泊美 (PURE&MILD)”等多品牌共同发展。其中, “薇诺娜 (Winona)”品牌在护肤类产品市场排名第八, 较 23 年同期上升一位, 尤其在皮肤学级护肤品赛道市场排名连续多年稳居第一, 市场份额达到约 20.70%, 头部效应显著。分品牌看, 薇诺娜宝贝/瑗科缙营收分别为 2/0.6 亿元, 同比分别为+34%/+66%。
- **盈利预测与投资评级:** 贝泰妮是我国皮肤学级护肤龙头, 专业化品牌形象稳固, 线上线下多平台拓展顺利, 品牌矩阵逐步完善, 美白/抗衰等系列新品上新后有望贡献业绩增量。由于短期费用率大幅提升, 我们将公司 2025-26 年归母净利润预测 10.4/13.4 亿元下调至 6.6/8.1 亿元, 新增 2027 年归母净利润预测 9.4 亿元, 对应 PE 分别为 27/22/19X, 考虑到公司敏感肌赛道龙头地位稳固, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 市场竞争加剧, 产品推广不及预期等。

市场数据

收盘价(元)	41.41
一年最低/最高价	37.46/74.00
市净率(倍)	2.89
流通 A 股市值(百万元)	17,541.28
总市值(百万元)	17,541.28

基础数据

每股净资产(元,LF)	14.35
资产负债率(% ,LF)	18.39
总股本(百万股)	423.60
流通 A 股(百万股)	423.60

相关研究

《贝泰妮(300957): 2024 年三季报点评: Q3 收入同增 14%, 期待业绩逐步回暖》

2024-10-25

《贝泰妮(300957): 2024 年半年报点评: 24H1 收入同增 18%, 子品牌快速增长》

2024-08-29

贝泰妮三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	6,133	6,451	6,948	7,608	营业总收入	5,736	6,214	6,718	7,284
货币资金及交易性金融资产	4,239	4,437	4,758	5,205	营业成本(含金融类)	1,506	1,573	1,662	1,798
经营性应收款项	1,100	1,158	1,251	1,356	税金及附加	70	81	87	95
存货	612	634	665	720	销售费用	2,866	3,045	3,225	3,496
合同资产	0	0	0	0	管理费用	513	534	578	626
其他流动资产	183	221	273	326	研发费用	295	329	356	379
非流动资产	2,171	2,356	2,538	2,715	财务费用	(1)	13	10	5
长期股权投资	279	299	319	339	加:其他收益	90	93	101	109
固定资产及使用权资产	886	802	709	607	投资净收益	62	67	73	124
在建工程	51	201	351	501	公允价值变动	178	0	0	0
无形资产	259	339	419	499	减值损失	(187)	(30)	(35)	(35)
商誉	323	232	142	51	资产处置收益	(4)	1	1	1
长期待摊费用	114	134	154	174	营业利润	625	770	939	1,084
其他非流动资产	259	349	444	544	营业外净收支	(16)	(16)	(16)	(16)
资产总计	8,304	8,807	9,485	10,323	利润总额	608	754	923	1,068
流动负债	1,518	1,561	1,631	1,732	减:所得税	114	93	114	132
短期借款及一年内到期的非流动负债	378	378	378	378	净利润	495	660	809	936
经营性应付款项	447	467	493	534	减:少数股东损益	(8)	0	0	0
合同负债	99	103	109	118	归属母公司净利润	503	660	809	936
其他流动负债	594	613	650	702	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.19	1.56	1.91	2.21
非流动负债	598	598	598	598	EBIT	504	652	810	890
长期借款	322	322	322	322	EBITDA	739	836	998	1,082
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	73.74	74.69	75.26	75.32
租赁负债	118	118	118	118	归母净利率(%)	8.77	10.63	12.04	12.85
其他非流动负债	158	158	158	158	收入增长率(%)	3.87	8.33	8.11	8.43
负债合计	2,116	2,159	2,228	2,330	归母净利润增长率(%)	(33.53)	31.29	22.46	15.69
归属母公司股东权益	6,050	6,510	7,119	7,855					
少数股东权益	138	138	138	138					
所有者权益合计	6,188	6,648	7,257	7,993					
负债和股东权益	8,304	8,807	9,485	10,323					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	695	781	898	973	每股净资产(元)	14.28	15.37	16.81	18.54
投资活动现金流	(1,084)	(343)	(337)	(286)	最新发行在外股份(百万股)	424	424	424	424
筹资活动现金流	52	(240)	(240)	(240)	ROIC(%)	6.20	7.89	9.13	9.24
现金净增加额	(338)	199	321	447	ROE-摊薄(%)	8.32	10.14	11.36	11.91
折旧和摊销	234	184	188	192	资产负债率(%)	25.48	24.51	23.49	22.57
资本开支	(375)	(270)	(270)	(270)	P/E(现价&最新股本摊薄)	34.87	26.56	21.69	18.75
营运资本变动	37	(81)	(116)	(121)	P/B(现价)	2.90	2.69	2.46	2.23

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>