

2025 年 05 月 05 日

贝泰妮 (300957)

——战略调整持续，护肤彩妆双轮助力复苏

报告原因：有业绩公布需要点评

买入 (维持)

投资要点：

- 公司发布 24 年年报及 25Q1 季报，业绩略低于市场预期。1) 24 年营收 57.36 亿元，同比增长 3.87%；归母净利润 5.03 亿元，同比下滑 33.53%；扣非净利润 2.4 亿元，同比下滑 61.12%；2) 25Q1 营收 9.49 亿元，同比下滑 13.51%，归母净利润 0.28 亿元，同比下滑 83.97%，扣非净利润 0.21 亿元，同比下滑 86.44%。25Q1 费用率增加影响利润释放。3) 每 10 股派发现金红利 6.00 元 (含税)。
- 费用端表现承压，运营端现金流改善。1) 盈利能力：24 年毛利率 73.74%，同比下降 0.16pct，归母净利率 8.63%，同比下降 5.12Pct。2) 费用率：销售费用率 49.97%，同比上升 2.71pct，主要系加大品牌形象推广宣传费用，线上渠道费用投入与人员费用增加所致；管理费用率 8.94%，同比上升 1.46pct，主要系公司长期资产折旧摊销成本与人员费用增加，升级实施新产品质量管理项目所致；研发费用率 5.15%，同比下滑 0.26pct。3) 运营能力：24 年末应收账款 6.91 亿元，同比增加 22.95%；经营活动现金流 6.95 亿元，同比增长 13.83%。
- 拆品类看，护肤稳健承压，彩妆持续放量增长。24 年护肤品类营收 48.01 亿元，同比下滑 1.42%，营收占比 83.70%；医疗器械营收 3.55 亿元，同比下滑 23.33%，占比 6.19%；彩妆营收 5.51 亿元，同比增长 226.51%，占比 9.60%。分渠道看，线上增长驱动整体韧性，抖音系平台表现亮眼。24 年线上渠道营收 39.12 亿元，同比增长 10.13%，阿里系平台 24 年营收 17.26 亿元，同比下滑 2.07%；抖音系平台 24 年营收 8.27 亿元，同比增长 30.96%。OMO 渠道营收 5.21 亿元，同比下滑 0.35%；线下渠道营收 12.74 亿元，同比下滑 10.72%。
- 深化“敏感肌 PLUS”主线，主品牌引领功效护肤全场景突破。24 年公司围绕“专研敏感肌”深化 2.0 品牌战略，核心大单品如舒敏保湿特护霜、修白瓶、清透防晒乳表现突出，带动销量增长与品牌价值双轮提升。25 年公司战略将聚焦“品牌建设+会员运营+全域协同增长”，主品牌薇诺娜通过搭建 NUTE 科学传播体系，进一步强化“科研可视化+内容情感化”双向赋能。多品牌矩阵加速突围，功效护肤细分赛道布局逐步完善。薇诺娜宝贝、瑗科缦与贝芙汀分别聚焦婴童皮肤管理、医研抗衰及祛痘修护，实现核心人群精准覆盖；Za 与泊美通过产品升级与品牌焕新，在国际化路径上持续突破。
- 公司深耕国内护肤市场，薇诺娜 2.0 时代聚焦打穿敏感肌品类，进阶敏感 PLUS 持续突破。品牌矩阵贯穿高端大众，品类布局纵横护肤彩妆，组织架构调整，预计将为公司带来积极变化。根据 25Q1 业绩，下调 25-26 年盈利预测并新增 27 年盈利预测，预计 25-27 年归母净利润为 6.67/7.69/8.99 亿元 (原预测为 24-26 年归母净利润 10.23/13.00 亿元)，对应 PE 为 26/23/20 倍。考虑到珀莱雅、丸美生物、若羽臣 3 家可比公司估值，维持“买入”评级。
- 风险提示：市场需求变动；行业竞争加剧；渠道费用高企；新品牌销售不及预期。

财务数据及盈利预测

	2024	2025Q1	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	5,736	949	6,281	7,114	8,243
同比增长率 (%)	3.9	-13.5	9.5	13.3	15.9
归母净利润 (百万元)	503	28	667	769	899
同比增长率 (%)	-33.5	-84.0	32.6	15.3	17.0
每股收益 (元/股)	1.20	0.07	1.57	1.81	2.12
毛利率 (%)	73.7	77.5	74.9	75.3	75.6
ROE (%)	8.3	0.5	10.3	10.8	11.5
市盈率	35		26	23	20

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

市场数据：	2025 年 04 月 30 日
收盘价 (元)	41.41
一年内最高/最低 (元)	74.00/37.46
市净率	2.9
股息率 (分红/股价)	1.45
流通 A 股市场 (百万元)	17,541
上证指数/深证成指	3,279.03/9,899.82
注：“股息率”以最近一年已公布分红计算	

基础数据：	2025 年 03 月 31 日
每股净资产 (元)	14.35
资产负债率%	18.39
总股本/流通 A 股 (百万)	424/424
流通 B 股/H 股 (百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

证券分析师

王立平 A0230511040052
wanglp@swsresearch.com
王盼 A0230523120001
wangpan@swsresearch.com
聂霜 A0230524120002
nieshuang@swsresearch.com

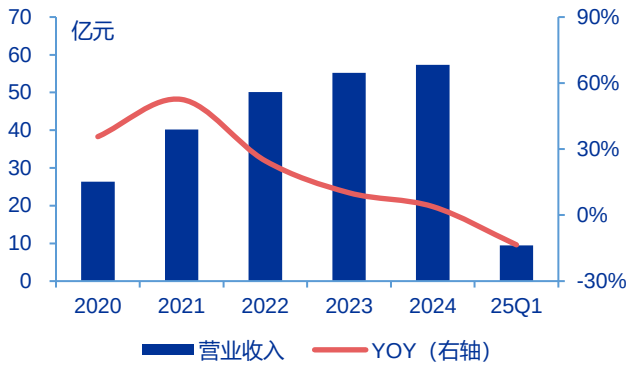
联系人

王立平
(8621)23297818x
wanglp@swsresearch.com



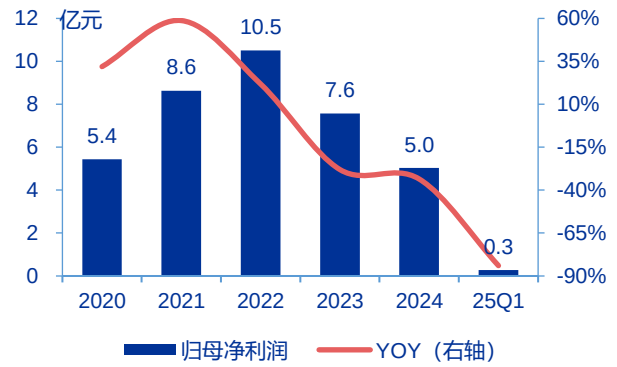
申万宏源研究微信服务号

图 1: 25Q1 营收 9.5 亿元, 同比下滑 13.5%



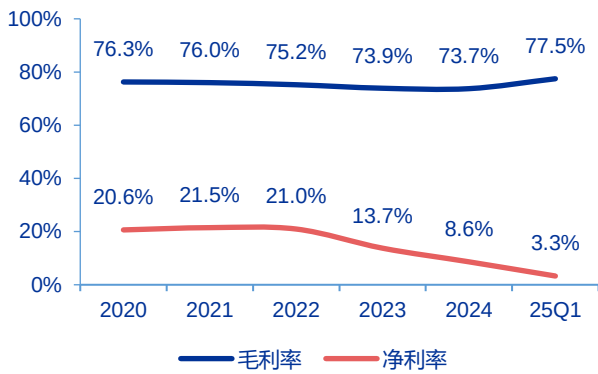
资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 2: 25Q1 归母净利润 0.3 亿元, 同比下滑 84.0%



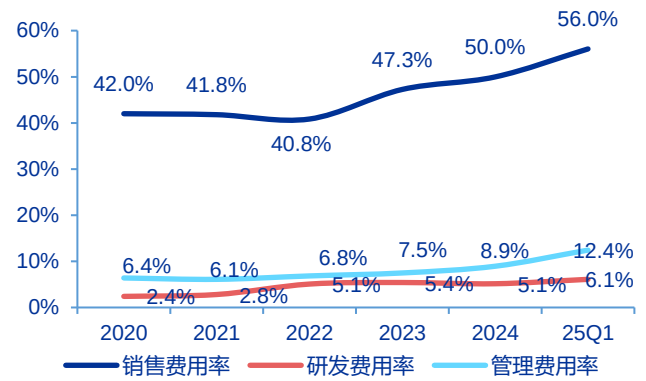
资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 3: 25Q1 毛利率 77.5%, 净利率 3.3%



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 4: 25Q1 销售费用率 56.0%, 研发费用率 6.1%, 管理费用率 12.4%



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

财务摘要

百万元, 百万股	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	5,522	5,736	6,281	7,114	8,243
其中: 营业收入	5,522	5,736	6,281	7,114	8,243
减: 营业成本	1,441	1,506	1,577	1,760	2,008
减: 税金及附加	65	70	76	86	100
主营业务利润	4,016	4,160	4,628	5,268	6,135
减: 销售费用	2,610	2,866	3,078	3,486	4,039
减: 管理费用	413	513	440	484	544
减: 研发费用	299	295	301	341	396
减: 财务费用	-21	-1	34	77	114
经营性利润	715	487	775	880	1,042
加: 信用减值损失 (损失以 "-" 填列)	-14	-13	0	0	0
加: 资产减值损失 (损失以 "-" 填列)	-20	-175	-25	0	0
加: 投资收益及其他	213	152	90	90	90
营业利润	878	625	836	966	1,128
加: 营业外净收入	-9	-16	-8	-11	-12
利润总额	869	608	828	955	1,116
减: 所得税	110	114	172	198	232
净利润	759	495	656	756	884
少数股东损益	2	-8	-11	-13	-15
归属于母公司所有者的净利润	757	503	667	769	899

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

证券分析师承诺

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。本人不曾因，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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swsresearch.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swsresearch.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swsresearch.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swsresearch.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swsresearch.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

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真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。