

主品牌战略调整进行时，子品牌增速亮眼(更新)

核心观点

25Q1 公司实现营业收入 9.49 亿元，同比下降 13.51%；扣非净利润 0.21 亿元，同比下降 86.44%。公司主动调整经营策略，营收阶段性下滑，Q1 毛利率达 77.47%，同比显著提升约 5.38pct，公司聚焦核心大单品及渠道稳价，费用端一方面收入下降对费用率影响明显，另一方面公司加大形象推广宣传费用和会员运营费用并存在 Q2 活动投放前置影响；同时公司主动延续去年末已成功实施的产品质量管理专项计划，物料报废、耗用增加。公司在加大投放的同时对折扣还是有所管控收紧，并非降价换量模式。本身公司产品 and 品牌的消费者心智已建立，线上流量成本高企下投放对短期影响较为明显，长期来看有望盈利逐步回升。

事件

公司披露 2024 年年报及 2025 年一季报：24Q4 营收 17.18 亿元，同比-17.82%，归母净利润 0.88 亿/-50.29%，扣非净利润-1.01 亿，24 年全年营收 57.36 亿/+3.87%，归母净利润 5.03 亿/-33.53%，扣非净利润 2.40 亿/-61.12%。

25Q1 营收 9.49 亿/-13.51%，归母净利润 0.28 亿/-83.97%，扣非净利润 0.21 亿/-86.44%。

简评

计提减值影响利润，毛利率已有效提升

25Q1 营收 9.49 亿/-13.51%，归母净利润 0.28 亿/-83.97%，扣非净利润 0.21 亿/-86.44%。24Q4 毛利率为 73.77%，+4.01pct，25Q1 毛利率 77.47%，+5.39pct，主要由于公司实施差异化会员运营和品牌运营策略：适当减少促销权益占比以及精简 SKU；重新聚焦核心大单品、核心大爆品。24Q4 销售费用率为 49.84%，+1.76pct；管理费用率为 10.08%，+2.00pct；研发费用率为 5.55%，-0.04pct。25Q1 销售费用率为 56.04%，+9.30pct，收入下降对费用率的影响较大，销售费用绝对值+4%，公司加大形象推广宣传费用和会员运营费用并存在 Q2 活动投放前置影响；管理费用率为 12.44%，+5.54pct，公司主动延续去年末已成功实施的产品质量管理专项计划，物料报废、耗用增加。

贝泰妮(300957.SZ)

维持

买入

于佳琪

yujiaqibj@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521110003

刘乐文

liulewen@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521080003

SFC 编号:BPC301

发布日期：2025 年 05 月 08 日

当前股价：41.64 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现(%)

1 个月	3 个月	12 个月
-5.83/-5.85	2.28/0.08	-31.80/-38.23
12 月最高/最低价(元)		70.30/39.34
总股本(万股)		42,360.00
流通 A 股(万股)		42,360.00
总市值(亿元)		176.39
流通市值(亿元)		176.39
近 3 月日均成交量(万)		502.12
主要股东		
昆明诺娜科技有限公司		45.97%

股价表现



相关研究报告

- 24.08.28 【中信建投社服商贸】贝泰妮(300957): 加强推新速度及效率，渠道端线上线下多点增长
- 24.04.28 【中信建投社服商贸】贝泰妮(300957): 一季度营收利润已现改善趋势，降本增效预计贯穿全年

抖音渠道增速亮眼，线下承压

2024 年公司线上渠道实现收入 39.12 亿元/+10.13%，占比提升至 69%，OMO 渠道-0.35%至 5.2 亿，线下-10.72%至 12.74 亿，线下主动提质 24H2 下滑较大，全年线下毛利率-7.53pct，线上则优化+2.23pct。2024 年公司阿里系实现收入 17.26 亿元，占主营业务收入比重 30.24%，仍为最大渠道，抖音系实现收入 8.27 亿元，占比 14.49%，同比+30.96%，增速显著。公司在抖音渠道持续发力，修白瓶系列产品在“双 11”期间登顶抖音美白精华 TOP1。

部分子品牌展现出优异增速，产品持续创新升级

分品牌来看，主品牌薇诺娜 2024 年营收 49.09 亿/-5.5%，毛利率 75.5%，+1.0pct，薇诺娜宝贝 2.01 亿/+34.0%，毛利率 73.4%，-0.5pct，瑗科缦 0.60 亿/+65.6%，毛利率 65.4%，-10.8%，销售放量期折扣有所提升。公司持续进行产品创新和升级，“薇诺娜舒敏保湿特护霜”完成 2.0 升级，“薇诺娜宝贝”推出温和防晒喷雾等新品。公司在加大投放的同时对折扣还是有所管控收紧，并非降价换量模式，而线上投放存在较明显前置。本身公司产品 and 品牌的消费者心智已建立，线上流量成本高企下投放对短期影响较为明显，长期来看有望盈利逐步回升。

盈利预测与投资建议：公司在 2024 年正式发布品牌 2.0 战略，聚焦“专研敏感肌”，致力于打造中国皮肤健康生态。尽管面临市场竞争加剧和费用投入增加的挑战，公司仍在积极调整，抖音等新兴渠道增长迅速，产品推新和升级步伐加快。公司计划在 2025 年以品牌建设为中心，以会员运营及全域协同增长为基本点，聚焦优势赛道，强化全渠道协同，实现品牌健康发展与利润质量双提升。我们预计 25-27 年 EPS 为 1.56/1.81/2.12 元，对应 PE 为 27/23/20 倍，维持买入评级。

重要财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	5,522.17	5,735.87	6,177.18	6,901.59	7,729.27
YOY(%)	10.14	3.87	7.69	11.73	11.99
净利润(百万元)	756.80	503.05	659.94	768.56	896.31
YOY(%)	-28.01	-33.53	31.19	16.46	16.62
毛利率(%)	73.90	73.74	73.87	74.11	74.35
净利率(%)	13.70	8.77	10.68	11.14	11.60
ROE(%)	12.91	8.32	10.19	11.01	11.85
EPS(摊薄/元)	1.79	1.19	1.56	1.81	2.12
P/E(倍)	23.31	35.06	26.73	22.95	19.68
P/B(倍)	3.01	2.92	2.72	2.53	2.33

资料来源：iFinD，中信建投证券

风险分析

1、行业竞争加剧的风险：公司的产品专注敏感肌肤护理，近年来，越来越多化妆品品牌积极推出针对敏感肌肤护理相关的产品；若公司不能及时开发出适应市场需求的新产品，可能会影响公司在细分市场的领先地位。

2、产品质量控制的风险：若公司未来未做到有效的质量控制，消费者使用公司产品产生过敏等不适现象，可能会引起消费者投诉，同时有可能会对公司“薇诺娜”品牌的客户信任度、忠诚度产生不利影响。

3、销售季节性波动的风险：公司通过电子商务渠道实现的销售占比较高，受“双 11”、“双 12”等主要的大型促销活动影响较大，第四季度销售收入占比较高，销售收入及利润存在季节性波动，经营业绩存在一定季节性波动的风险。

分析师介绍

于佳琪

上海财经大学统计学学士、硕士，现任中信建投社服商贸行业分析师。拥有六年证券研究从业经验，主要覆盖方向有免税、酒店、旅游、化妆品等多个服务类板块。

刘乐文

中信建投证券社服商贸行业首席分析师。本科毕业于西安交通大学，研究生毕业于美国约翰霍普金斯大学，从事社会服务行业研究八年，对于免税、酒店、餐饮、平台经济等行业拥有深度研究见解和丰富行业积累，曾获得水晶球社会服务行业最佳分析师第一名，新浪最佳分析师，新财富最佳海外研究等评选。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 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 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）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，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，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证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
电话：（8610）56135088
联系人：李祉瑶
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室
电话：（8621）6882-1600
联系人：翁起帆
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心 35 楼
电话：（86755）8252-1369
联系人：曹莹
邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
中环交易广场 2 期 18 楼
电话：（852）3465-5600
联系人：刘泓麟
邮箱：charleneliu@csci.hk