



## 贝泰妮 (300957.CH): 业绩持续承压, 期待多品牌贡献提升

贝泰妮 4Q24 和 1Q25 收入增速进入负增长区间, 分别同比下降 17.8% 和 13.5%。我们认为这主要是护肤品的销售承压所致。如剔除悦江收入, 公司在 4Q24 仅同比负增长 19.2%, 薇诺娜品牌的调整效果尚未展现。我们下调贝泰妮 2025-2026E 盈利预测, 并新增 2027E 预测, 下调目标价至人民币 39.1 元, 维持贝泰妮“持有”评级。

• **主品牌增长失速, 品牌变革未展现:** 公司单季收入进入负增长通道, 我们认为这主要是因为主品牌薇诺娜的增长失速所致。从 2024 年分类来看, 自有护肤品品牌收入同比下跌 1.41%, 医疗器械品类收入同比下降 23.35%。尽管公司明星大单品(特护霜)在 2024 年完成了产品升级, 并且在 2024 年“双十一”期间蝉联销售榜首, 但是薇诺娜品牌的品牌销售动力下降。同时, 公司从 2024 年开始推进的组织变革, 对主品牌薇诺娜的收入推动作用尚未展现。

• **彩妆品类收入提升, 但悦江未完成业绩承诺:** 随着悦江的加入, 公司彩妆品类收入同比扩张。2024 年公司彩妆品类收入同比扩张超 200%, 达到 5.5 亿元, 彩妆收入占比达到 9.6%。但悦江未达成 2024 年对于公司的业绩承诺: 2024 年悦江投资取得收入人民币 5.2 亿元, 同比下降 4.9%, 归母净利润为人民币 2,757 万元, 同比下降 36.02%, 未完成承诺的人民币 8,000 万元业绩。这主要是由于: (1) 白牌带货在 2024 年盛行, 挤压了 Za 品牌所属大众彩妆赛道的空间; (2) 悦江海外拓展计划由于出口审批周期延长等因素, 落地较晚。因此, 公司也计提部分悦江造成的商誉减值损失。

• **毛利率改善, 但是销售费用率持续高企:** 4Q24 和 1Q25 毛利率分别同比增长 4ppt 和 5.4ppt, 达到 73.8% 和 77.5%。毛利率的大幅提升主要是由于公司聚焦核心品类, 全渠道严格维价, 适当减少促销并精简产品系列带动。但在收入增长承压下, 销售费用率和管理费用率提升比例较大, 抵消部分毛利率增长的正面影响, 4Q24 和 1Q25 经营利润率分别为 8.5% 和 2.1%, 同比下降 4.1ppt 和 12.6ppt。

• **下调盈利预测, 维持“持有”评级:** 考虑到贝泰妮自有品牌的增长恢复仍需时日, 以及大众品牌贡献不及预期, 我们适当下调盈利预测, 并给予贝泰妮 24x 2025E PE, 下调目标价至人民币 39.1 元, 维持“持有”。

• **投资风险:** 行业需求放缓; 线上竞争加剧; 子品牌增长不及预期。

图表 1: 盈利预测更新

人民币百万	2025E			2026E			2027E		
	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动
营业收入	6,228	7,294	-14.6%	6,868	8,277	-17.0%	7,466	n.a.	n.a.
毛利润	4,571	5,232	-12.6%	5,019	5,993	-16.3%	5,435	n.a.	n.a.
毛利率	73.4%	71.7%	1.7 pct	73.1%	72.4%	0.7 pct	72.8%	n.a.	n.a.
归母净利润	690	1,013	-31.8%	751	1,148	-34.6%	798	n.a.	n.a.
归母净利率	11.1%	13.9%	-2.8 pct	10.9%	13.9%	-2.9 pct	10.7%	n.a.	n.a.

E=浦银国际预测 资料来源: 公司公告、浦银国际

桑若楠, CFA

消费分析师

serena\_sang@spdbi.com

(852) 2808 6439

林闻嘉

首席消费分析师

richard\_lin@spdbi.com

(852) 2808 6433

2025 年 4 月 29 日

### 评级

### 持有

目标价(人民币)	39.1
潜在升幅/降幅	-3.0%
目前股价(人民币)	40.3
52 周内股价区间(人民币)	37.5-74.0
总市值(百万人民币)	17,262
近 3 月日均成交额(百万人民币)	219

注: 截至 2025 年 4 月 28 日收盘价

#### 市场预期区间



资料来源: Bloomberg、浦银国际

#### 股价表现



资料来源: Bloomberg、浦银国际



扫码关注浦银国际研究

## 财务报表分析与预测 - 贝泰妮

### 利润表

(百万人民币)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	<b>5,522</b>	<b>5,736</b>	<b>6,228</b>	<b>6,868</b>	<b>7,466</b>
同比	10.1%	3.9%	8.6%	10.3%	8.7%
销售成本	-1,441	-1,506	-1,581	-1,766	-1,941
税金及附加	-65	-70	-76	-83	-91
<b>毛利</b>	<b>4,016</b>	<b>4,160</b>	<b>4,571</b>	<b>5,019</b>	<b>5,435</b>
毛利率	72.7%	72.5%	73.4%	73.1%	72.8%
销售费用	-2,610	-2,866	-3,138	-3,429	-3,704
管理费用	-413	-513	-529	-602	-656
研发费用	-299	-295	-335	-366	-397
<b>核心经营溢利</b>	<b>694</b>	<b>486</b>	<b>569</b>	<b>622</b>	<b>679</b>
经营利润率	12.6%	8.5%	9.1%	9.1%	9.1%
净融资成本	21	1	-3	-1	3
<b>其他收益</b>	<b>149</b>	<b>90</b>	<b>100</b>	<b>120</b>	<b>120</b>
<b>投资净收益</b>	<b>64</b>	<b>62</b>	<b>62</b>	<b>62</b>	<b>62</b>
其他	-51	-14	100	100	100
<b>营业利润</b>	<b>878</b>	<b>625</b>	<b>828</b>	<b>903</b>	<b>964</b>
营业外收入	2	3	3	3	4
营业外支出	-11	-19	-20	-23	-24
<b>税前溢利</b>	<b>869</b>	<b>608</b>	<b>810</b>	<b>883</b>	<b>943</b>
所得税开支	-110	-114	-113	-124	-132
所得税率	12.6%	18.7%	14.0%	14.0%	14.0%
少数股东权益	-2	8	-7	-9	-12
<b>归母净利润</b>	<b>757</b>	<b>503</b>	<b>690</b>	<b>751</b>	<b>798</b>
归母净利率	13.7%	8.8%	11.1%	10.9%	10.7%
同比	-28.0%	-33.5%	37.2%	8.8%	6.3%

### 资产负债表

(百万人民币)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
物业、机器及设备	667	707	721	727	723
使用权资产	101	179	153	104	32
投资资产	221	291	291	291	291
在建工程	40	51	51	51	51
无形资产	193	259	304	337	355
长期待摊费用	93	114	114	114	114
其他	669	571	571	571	571
<b>非流动资产</b>	<b>1,984</b>	<b>2,171</b>	<b>2,205</b>	<b>2,194</b>	<b>2,137</b>
存货	904	612	780	871	957
应收贸易款项	743	1,047	1,036	1,109	1,177
预付款项	69	53	57	63	69
金融资产	1,238	2,428	2,428	2,428	2,428
现金及等同现金项目	2,091	1,810	1,833	2,083	2,420
其他	476	183	183	183	183
<b>流动资产</b>	<b>5,523</b>	<b>6,133</b>	<b>6,317</b>	<b>6,737</b>	<b>7,234</b>
应付贸易款项	402	447	433	484	532
合同负债	50	99	75	82	90
应付职工薪酬	106	118	118	118	118
应交税款	132	126	126	126	126
其他应付	449	334	334	334	334
其他	151	394	394	394	394
<b>流动负债</b>	<b>1,291</b>	<b>1,518</b>	<b>1,480</b>	<b>1,538</b>	<b>1,593</b>
租赁负债	63	118	118	118	118
长期应付款	9	12	12	12	12
递延收益	83	112	112	112	112
其他	45	355	305	305	305
<b>非流动负债</b>	<b>200</b>	<b>598</b>	<b>548</b>	<b>548</b>	<b>548</b>
股本	424	424	424	424	424
储备	5,437	5,626	5,927	6,268	6,641
非控制性权益	155	138	144	153	166
<b>权益</b>	<b>6,016</b>	<b>6,188</b>	<b>6,495</b>	<b>6,845</b>	<b>7,230</b>

### 现金流量表

(百万人民币)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	759	495	697	760	811
折旧	122	116	181	213	246
摊销	53	118	54	68	81
融资开支净额	-64	19	3	1	-3
存货减少 / (增加)	-349	255	-168	-91	-86
应收贸易款项 (增加) / 减少	163	-310	6	-79	-74
应付贸易款项 (减少) / 增加	0	92	-38	58	55
已付所得税	-89	-43	0	0	0
其他	16	-47	-162	-162	-162
<b>经营活动所得 (所用) 现金净额</b>	<b>610</b>	<b>695</b>	<b>573</b>	<b>768</b>	<b>868</b>
购入物业、机器及设备	-271	-375	-270	-270	-270
收回投资收到的现金	247	-709	0	0	0
其他	-493	0	0	0	0
<b>投资活动所用现金净额</b>	<b>-518</b>	<b>-1,084</b>	<b>-270</b>	<b>-270</b>	<b>-270</b>
吸收投资收到的先进	8	0	0	0	0
取得借款收到的现金	105	838	-50	0	0
已付股利和利息	-343	-264	-231	-249	-260
其他	-228	-521	0	0	0
<b>融资活动 (所用) 所得现金净额</b>	<b>-458</b>	<b>52</b>	<b>-281</b>	<b>-249</b>	<b>-260</b>
现金及现金等价物变动	-366	-337	23	249	338
于年初的现金及现金等价物	2,441	2,074	1,810	1,833	2,083
现金及现金等价物汇兑差额	-1	-1	0	0	0
于年末的现金及现金等价物	<b>2,074</b>	<b>1,736</b>	<b>1,833</b>	<b>2,083</b>	<b>2,420</b>

### 财务和估值比率

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>每股数据 (人民币)</b>					
摊薄每股收益	1.79	1.20	1.63	1.77	1.88
每股销售额	13.06	13.68	14.70	16.21	17.63
每股股息	0.60	0.60	0.54	0.58	0.62
<b>同比变动</b>					
收入	10.1%	3.9%	8.6%	10.3%	8.7%
经营溢利	-35.1%	-30.0%	17.1%	9.3%	9.2%
归母净利润	-28.0%	-33.5%	37.2%	8.8%	6.3%
<b>费用与利润率</b>					
毛利率	72.7%	72.5%	73.4%	73.1%	72.8%
经营利润率	12.6%	8.5%	9.1%	9.1%	9.1%
归母净利率	13.7%	8.8%	11.1%	10.9%	10.7%
<b>回报率</b>					
平均股本回报率	13.0%	8.2%	10.9%	11.3%	11.3%
平均资产回报率	10.1%	6.4%	8.2%	8.6%	8.7%
<b>资产效率</b>					
库存周转天数	199.4	183.7	180.0	180.0	180.0
应收账款周转天数	28.3	41.6	41.6	41.6	41.6
应付账款周转天数	98.0	102.9	100.0	100.0	100.0
<b>财务杠杆</b>					
流动比率 (x)	4.3	4.0	4.3	4.4	4.5
速动比率 (x)	1.3	1.1	1.3	1.3	1.4
现金比率 (x)	1.6	1.2	1.2	1.4	1.5
负债/权益 (%)	24.8%	34.2%	31.2%	30.5%	29.6%
<b>估值</b>					
市盈率 (x)	22.5	33.6	24.7	22.7	21.4
市销率 (x)	3.1	2.9	2.7	2.5	2.3
股息率	1.5%	1.5%	1.3%	1.5%	1.5%

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

图表 2: SPDBI 目标价: 贝泰妮 (300957.CH)



注: 截至 2025 年 4 月 28 日收盘价;

资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 3: SPDBI 消费行业覆盖公司

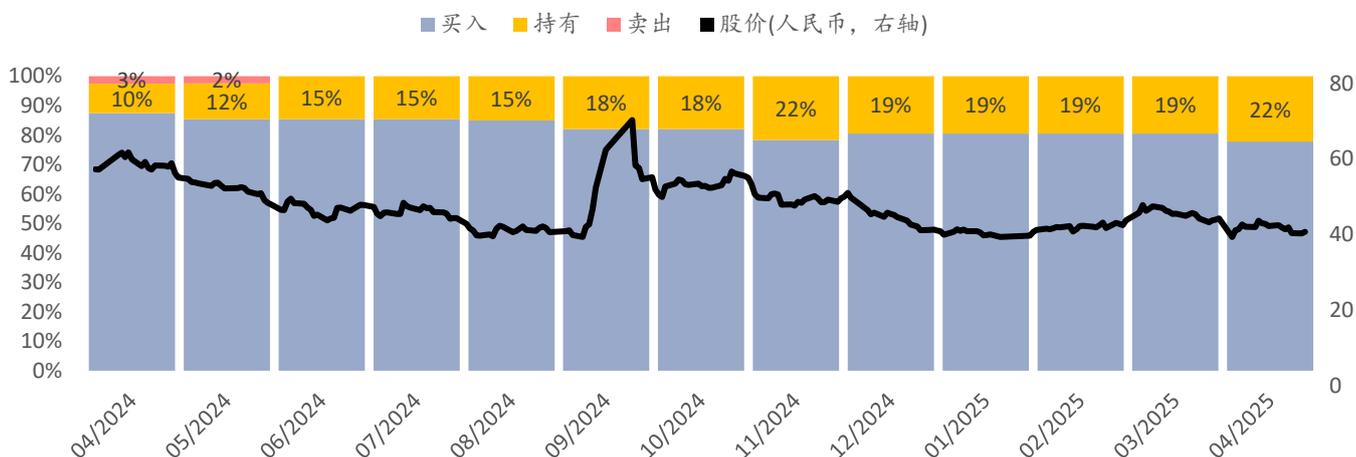
股票代码	公司	现价 (LC)	评级	目标价 (LC)	评级及目标价 发布日期	行业
2331 HK Equity	李宁	15.0	持有	17.66	2025年3月29日	运动服饰品牌
2020 HK Equity	安踏体育	91.5	买入	118.8	2025年4月10日	运动服饰品牌
3813 HK Equity	宝胜国际	0.5	买入	0.70	2025年3月13日	运动服饰零售
6110 HK Equity	滔搏	3.0	买入	3.34	2025年1月20日	运动服饰零售
YUMC.US Equity	百胜中国	46.7	买入	61.5	2025年2月10日	零售餐饮
9987.HK Equity	百胜中国	353.8	买入	479.7	2025年2月10日	零售餐饮
6862.HK Equity	海底捞	17.6	买入	20.3	2025年4月14日	零售餐饮
9658.HK Equity	特海国际	16.9	买入	16.6	2024年9月2日	零售餐饮
HDL.US Equity	特海国际	22.7	买入	21.3	2024年9月2日	零售餐饮
9922.HK Equity	九毛九	2.6	持有	2.81	2024年8月26日	零售餐饮
LKNCY.US Equity	瑞幸咖啡	35.1	买入	40.0	2025年2月25日	零售餐饮
291.HK Equity	华润啤酒	27.4	买入	34.3	2025年3月18日	啤酒
600132.CH Equity	重庆啤酒	56.2	买入	69.2	2025年4月7日	啤酒
1876.HK Equity	百威亚太	8.2	持有	9.36	2025年2月26日	啤酒
0168.HK Equity	青岛啤酒	56.6	买入	72.6	2025年4月1日	啤酒
600600.CH Equity	青岛啤酒	77.3	持有	81.4	2025年4月1日	啤酒
600887.CH Equity	伊利股份	28.6	持有	32.1	2024年10月31日	乳制品
2319.HK Equity	蒙牛乳业	19.1	买入	23.0	2025年3月27日	乳制品
600597.CH equity	光明乳业	8.2	持有	12.6	2022年8月1日	乳制品
6186.HK Equity	中国飞鹤	5.9	买入	6.65	2025年4月1日	乳制品
1717.HK Equity	澳优	2.0	持有	4.3	2023年5月2日	乳制品
600882.CH Equity	妙可蓝多	25.7	买入	19.8	2023年10月30日	乳制品
6683.HK Equity	巨星传奇	3.6	买入	13.9	2024年6月13日	新零售
9992.HK Equity	泡泡玛特	193.0	买入	205.7	2025年3月26日	新零售
603605.CH Equity	珀莱雅	93.2	买入	115.0	2025年4月28日	化妆品
2367.HK Equity	巨子生物	79.0	买入	82.2	2025年3月27日	化妆品
2145.HK Equity	上美股份	65.4	买入	55.0	2025年3月23日	化妆品
688363.CH Equity	华熙生物	47.5	持有	52.2	2025年2月4日	化妆品
300957.CH Equity	贝泰妮	40.3	持有	39.1	2025年4月29日	化妆品
ATAT.US Equity	亚朵集团	23.6	买入	37.2	2025年3月26日	酒店
1179.HK Equity	华住集团	26.2	买入	32.9	2024年11月27日	酒店
HTHT.US Equity	华住集团	34.1	买入	41.1	2024年11月27日	酒店
600754.CH Equity	锦江酒店	24.6	持有	28.1	2024年11月3日	酒店
600258.CH Equity	首旅酒店	14.8	持有	14.8	2025年3月31日	酒店

注: 截至 2025 年 4 月 28 日收盘价

资料来源: Bloomberg、浦银国际

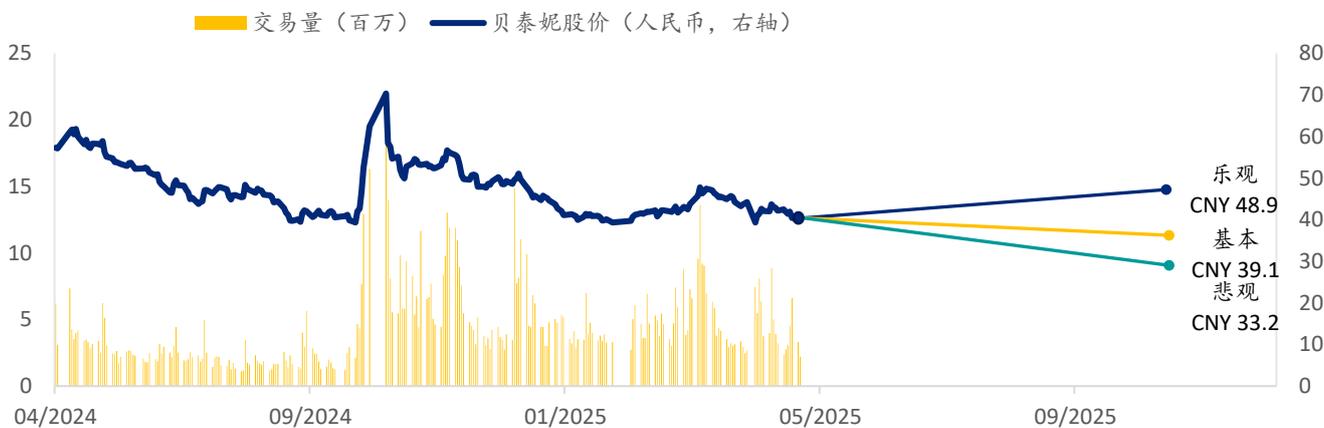
# SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 4: 贝泰妮市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 5: 贝泰妮 SPDBI 情景假设



**乐观情景: 公司收入和利润率增长好于预期**

**目标价: 人民币 48.9 元**

**概率: 25%**

- 护肤品品类 2025 年收入同比增长 20%;
- 线上收入 2025 年收入同比增长超 20%;
- 集团毛利率 2025 年同比增长 150bps;
- 销售费用率 2025 年同比降低 20bps。

**悲观情景: 公司收入和利润率增长不及预期**

**目标价: 人民币 33.2 元**

**概率: 20%**

- 护肤品品类 2025 年收入同比持平;
- 线上收入 2025 年收入同比增长 5% 以下;
- 集团毛利率 2025 年同比增长 50bps;
- 销售费用率 2025 年同比增长 80bps。

E=浦银国际预测

资料来源: 浦银国际

## 免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

### 美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

### 英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和人士不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

### 权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

## 评级定义

### 证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

### 行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

## 分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写; (ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

### 浦银国际证券机构销售团队

#### 杨增希

essie\_yang@spdbi.com

852-2808 6469

### 浦银国际证券财富管理团队

#### 王玥

emily\_wang@spdbi.com

852-2808 6468

### 浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: [www.spdbi.com](http://www.spdbi.com)

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

