

贝泰妮 (300957.SZ)

2025H1 业绩承压，期待业务调整后利润释放

2025 年 08 月 31 日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

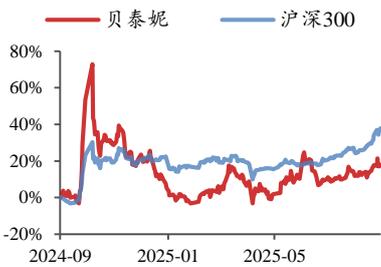
黄泽鹏（分析师）

huangzepeng@kysec.cn

证书编号：S0790519110001

日期	2025/8/29
当前股价(元)	47.30
一年最高最低(元)	74.00/37.46
总市值(亿元)	200.36
流通市值(亿元)	200.36
总股本(亿股)	4.24
流通股本(亿股)	4.24
近 3 个月换手率(%)	79.45

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《2025Q1 业绩承压，期待调整后利润弹性释放——公司信息更新报告》-2025.4.29

《2024Q3 营收稳健，备战大促加大营销力度利润承压——公司信息更新报告》-2024.10.26

● 2025H1 利润端承压，期待后续业绩调整修复

公司发布半年报：2025H1 实现营收 23.72 亿元（同比-15.4%，下同）、归母净利润 2.47 亿元（-49.0%）；单 2025Q2 实现营收 14.23 亿元（-16.7%）、归母净利润 2.18 亿元（-28.9%）。公司为敏感肌护肤龙头，品牌矩阵持续完善、调整完毕后增长可期。我们维持盈利预测不变，预计公司 2025-2027 年归母净利润为 6.72/8.03/9.27 亿元，对应 EPS 为 1.59/1.90/2.19 元，当前股价对应 PE 为 29.8/24.9/21.6 倍，维持“买入”评级。

● 2025H1 全品类销售承压，销售费用率提升较多

分品牌看，2025H1 薇诺娜/薇诺娜宝贝/瑗科缙/姬芮/泊美分别实现营收 19.50/1.10/0.51/2.12/0.24 亿元，同比分别-18.4%/+8.6%/+93.9%/-11.5%/-4.7%。分渠道看，2025H1 线上/线下/OMO 渠道分别实现营收 17.43/4.24/1.91 亿元，同比分别-5.9%/-41.7%/-10.0%；其中阿里系/抖音系分别实现营收 7.69（-10.5%）/4.08 亿元（+7.4%）。分品类看，护肤品/医疗器械/彩妆分别实现营收 20.01 亿元（-12.0%）/1.16 亿元（-55.8%）/2.39 亿元（-7.1%）。盈利能力方面，2025H1 公司毛利率分别为 76.0%（+3.4pct）。费用方面，2025H1 销售/管理/研发费用率分别为 54.2%/8.1%/4.9%，同比分别+8.6pct/+1.9pct/+0.8pct，销售费用率增加主要系公司加大营销人员配置、渠道拓展及广告宣传投放所致。

● 薇诺娜深耕敏感肌心智，产品迭代与研发并行

品牌：薇诺娜持续深耕敏感肌心智，构建覆盖修护、防晒、美白、抗老、术后护理的“敏感肌 PLUS”全场景解决方案；产品端持续推新，双特证“薇诺娜清透防晒乳”系列焕新升级，推出抗老“银核 cp”银核霜、银核精华，以及院线级高倍物理防晒特证产品“小金刚”，进一步丰富敏感肌产品矩阵。**研发：**公司持续加大研发投入，围绕云南特色植物提取物有效成分制备与敏感肌肤护理研究，2025 上半年已有 16 款中国特色植物原料通过国家药监局备案。**渠道：**线上线下渠道相互渗透，OMO 渠道 2025 上半年新增注册用户约 43.27 万户。

● **风险提示：**渠道拓展不及预期、新品不及预期、市场竞争加剧。

财务摘要和估值指标

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	5,522	5,736	6,277	7,023	7,962
YOY(%)	10.1	3.9	9.4	11.9	13.4
归母净利润(百万元)	757	503	672	803	927
YOY(%)	-28.0	-33.5	33.5	19.6	15.4
毛利率(%)	73.9	73.7	73.8	73.8	73.8
净利率(%)	13.7	8.6	10.5	11.3	11.5
ROE(%)	12.6	8.0	9.6	10.3	10.7
EPS(摊薄/元)	1.79	1.19	1.59	1.90	2.19
P/E(倍)	26.5	39.8	29.8	24.9	21.6
P/B(倍)	3.4	3.3	3.0	2.7	2.4

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	5523	6133	6846	7426	8413
现金	2091	1810	2549	2633	3622
应收票据及应收账款	586	720	237	969	453
其他应收款	30	37	36	45	47
预付账款	69	53	81	69	101
存货	904	612	1042	808	1289
其他流动资产	1841	2901	2901	2901	2901
非流动资产	1984	2171	2263	2378	2541
长期投资	212	279	373	469	555
固定资产	667	707	714	740	780
无形资产	193	259	275	293	315
其他非流动资产	912	926	901	875	891
资产总计	7507	8304	9109	9803	10954
流动负债	1291	1518	1727	1696	1998
短期借款	104	315	315	315	315
应付票据及应付账款	402	447	468	522	612
其他流动负债	785	756	944	859	1071
非流动负债	200	598	533	469	406
长期借款	5	322	257	193	129
其他非流动负债	195	276	276	276	276
负债合计	1491	2116	2260	2165	2403
少数股东权益	155	138	127	114	98
股本	424	424	424	424	424
资本公积	2846	2817	2817	2817	2817
留存收益	2701	2952	3455	4068	4798
归属母公司股东权益	5861	6050	6721	7525	8452
负债和股东权益	7507	8304	9109	9803	10954

现金流量表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	610	695	929	312	1227
净利润	759	495	661	790	912
折旧摊销	108	160	155	178	151
财务费用	-21	-1	-20	-20	-20
投资损失	-64	-62	-70	-80	-90
营运资金变动	-308	37	243	-517	314
其他经营现金流	136	65	-40	-40	-40
投资活动现金流	-518	-1084	-147	-183	-195
资本支出	274	378	154	196	229
长期投资	188	-759	-93	-97	-86
其他投资现金流	-432	53	100	110	120
筹资活动现金流	-458	52	-43	-44	-44
短期借款	104	211	0	0	0
长期借款	5	317	-64	-64	-64
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	-29	0	0	0
其他筹资现金流	-567	-447	21	20	20
现金净增加额	-367	-338	738	85	989

利润表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	5522	5736	6277	7023	7962
营业成本	1441	1506	1642	1838	2083
营业税金及附加	65	70	76	85	97
营业费用	2610	2866	3013	3329	3758
管理费用	413	513	534	576	645
研发费用	299	295	314	351	398
财务费用	-21	-1	-20	-20	-20
资产减值损失	-20	-175	-100	-100	-100
其他收益	149	90	100	100	100
公允价值变动收益	-17	178	30	30	30
投资净收益	64	62	70	80	90
资产处置收益	1	-4	0	0	0
营业利润	878	625	808	964	1111
营业外收入	2	3	3	3	3
营业外支出	11	19	15	15	15
利润总额	869	608	796	952	1099
所得税	110	114	135	162	187
净利润	759	495	661	790	912
少数股东损益	2	-8	-11	-13	-15
归属母公司净利润	757	503	672	803	927
EBITDA	921	755	915	1080	1182
EPS(元)	1.79	1.19	1.59	1.90	2.19

主要财务比率	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	10.1	3.9	9.4	11.9	13.4
营业利润(%)	-27.6	-28.9	29.3	19.3	15.2
归属于母公司净利润(%)	-28.0	-33.5	33.5	19.6	15.4
获利能力					
毛利率(%)	73.9	73.7	73.8	73.8	73.8
净利率(%)	13.7	8.6	10.5	11.3	11.5
ROE(%)	12.6	8.0	9.6	10.3	10.7
ROIC(%)	28.7	20.8	30.1	28.2	35.0
偿债能力					
资产负债率(%)	19.9	25.5	24.8	22.1	21.9
净负债比率(%)	-30.7	-15.9	-26.1	-25.4	-35.0
流动比率	4.3	4.0	4.0	4.4	4.2
速动比率	3.2	3.5	3.2	3.8	3.4
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.7	0.7	0.7	0.8
应收账款周转率	13.3	9.2	13.9	12.1	11.7
应付账款周转率	4.5	5.2	4.6	4.7	4.8
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.79	1.19	1.59	1.90	2.19
每股经营现金流(最新摊薄)	1.44	1.64	2.19	0.74	2.90
每股净资产(最新摊薄)	13.84	14.28	15.87	17.76	19.95
估值比率					
P/E	26.5	39.8	29.8	24.9	21.6
P/B	3.4	3.3	3.0	2.7	2.4
EV/EBITDA	18.6	22.2	17.4	14.6	12.5

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作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具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。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。

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。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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金融工具的邀请或向人做出邀请。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，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn