

贝泰妮(300957)

报告日期: 2025年09月05日

业绩阶段性承压, 静待调整显效

——贝泰妮 2025 年中报点评

投资要点

□ 业绩阶段性承压, 25Q2 收入/归母净利润同比-16.7%/-28.9%

1) 公司 1H25 营收 23.72 亿元、同比-15.43%, 归母净利润 2.47 亿元、同比-49.01%, 扣非归母净利润 1.83 亿元、同比-56.48%; 单 Q2 营收 14.23 亿元、同比-16.7%, 归母净利 2.18 亿元、同比-28.9%, 扣非归母净利 1.62 亿元、同比-39%。

2) 收入拆分

✓ 分渠道, 1H25 线上营收 17.43 亿元、同比-5.89%, 其中阿里/抖音/京东/唯品会收入 7.7/4.1/1.6/1.2 亿元、分别同比-10.48%/+7.41%/-22.05%/-18.87%; OMO/线下渠道营收 1.91/4.24 亿元、同比-10.5%/-41.6%。

✓ 分品类, 1H25 护肤、彩妆产品收入 20、2.4 亿元, 同比-12%、-7%。

✓ 分品牌, 1H25 薇诺娜/薇诺娜宝贝/瑗科缙/姬芮/泊美品牌收入 19.5/1.1/0.51/2.1/0.24 亿元, 分别同比-18.4%/+8.6%/+93.9%/-11.5%/-4.7%。

3) Q2 盈利能力环比改善, 资源重新聚焦核心大单品、核心大爆品致毛利率持续优化。2Q25 毛利率 75.04%、同比+2.12PCT, 主要系坚持渠道稳价维价, 适当减少促销权益占比以及精简产品系列和商品数量; 销售费用率 52.92%、同比+8.15PCT、环比-3.11PCT; 管理费用率 5.22%、同比-0.61PCT、主动延续产品质量管理专项计划; 归母净利率 15.34%、同比-2.63PCT、环比+12.35PCT。

□ 研发为基、产品焕新升级、强化品牌力, 多品牌矩阵持续完善

1) 新原料备案: 截至 1H25 末, 已成功备案 16 款化妆品新原料, 上半年白刺花籽提取物、滇牡丹籽油、马兰提取物、长梗冬青苷通过备案。2) 产品重磅焕新: 2 月“瑗科缙 (AOXMED)”品牌全新“白月光”系列产品发布、薇诺娜清透防晒乳升级, 4 月薇诺娜品牌重磅推出抗老“银核 CP”银核霜和银核精华两大新品、院线级高倍物理防晒特证新品“小金刚”瑗科缙清透物理防晒乳全新上架。3) 强化品牌建设: 2 月薇诺娜官宣薇诺娜亚太区防晒代言人魏大勋、4 月官宣蒋欣、张康乐成为品牌银核大使。4) 品牌矩阵: 薇诺娜主品牌持续夯实敏感肌心智, 薇诺娜宝贝、瑗科缙、贝芙汀、泊美、初普等子品牌差异化发展。

□ 盈利预测与估值分析

预计 25-27 年归母净利润 5.63/6.57/7.50 亿元, 同比+11.87%/+16.79%/+14.18%, 当前市值对应 PE 35/30/26 倍。公司主品牌薇诺娜持续升级敏感肌 plus 产品矩阵, 子品牌梯队发展, Q2 盈利环比改善明显, 期待经营&组织调整显效带来利润释放, 维持“买入”评级。

□ 风险提示

营销投放效果不及预期, 新品拓展不及预期, 行业竞争加剧

投资评级: 买入(维持)

分析师: 马莉
执业证书号: S1230520070002
mali@stocke.com.cn

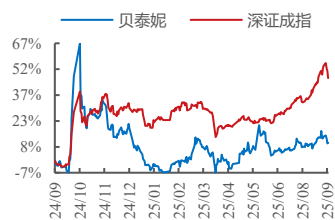
分析师: 罗晓婷
执业证书号: S1230525020003
luoxiaoting@stocke.com.cn

分析师: 周舒怡
执业证书号: S1230525060002
zhoushuyi@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 45.91
总市值(百万元)	19,447.48
总股本(百万股)	423.60

股票走势图



相关报告

- 《Q3 收入+14%, 销管费用增加致单季度利润承压》2024.10.31
- 《业绩有所承压, 主品牌迈向 2.0 时代&组织优化驱动经营改善》2024.05.06
- 《回购股份彰显信心, 静待下半年环比改善》2023.09.20

财务摘要

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	5735.87	5065.64	5561.56	6002.94
(+/-) (%)	3.87%	-11.68%	9.79%	7.94%
归母净利润	503.05	562.79	657.25	750.45
(+/-) (%)	-39.08%	11.87%	16.79%	14.18%
每股收益(元)	1.19	1.33	1.55	1.77
P/E	38.64	34.54	29.57	25.90

资料来源: 浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	6,133	6,278	6,363	6,803
现金	1,810	2,185	1,957	2,172
交易性金融资产	2,428	2,428	2,428	2,428
应收账款	720	629	897	1,092
其它应收款	37	27	32	35
预付账款	53	47	52	52
存货	612	489	523	551
其他	473	473	473	473
非流动资产	2,171	2,076	2,454	2,554
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	279	191	228	233
固定资产	707	869	1,052	1,148
无形资产	259	306	368	417
在建工程	51	57	61	65
其他	875	654	746	691
资产总计	8,304	8,353	8,817	9,357
流动负债	1,518	1,201	1,248	1,294
短期借款	315	315	315	315
应付款项	447	200	214	225
预收账款	0	0	0	0
其他	756	687	720	755
非流动负债	598	520	545	554
长期借款	322	322	322	322
其他	276	199	223	233
负债合计	2,116	1,721	1,793	1,848
少数股东权益	138	129	118	106
归属母公司股东权益	6,050	6,503	6,907	7,403
负债和股东权益	8,304	8,353	8,817	9,357

利润表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	5,736	5,066	5,562	6,003
营业成本	1,506	1,204	1,288	1,356
营业税金及附加	70	62	68	73
营业费用	2,866	2,735	2,981	3,182
管理费用	513	426	445	468
研发费用	295	261	286	309
财务费用	(1)	11	10	10
资产减值损失	187	30	33	36
公允价值变动损益	178	178	178	178
投资净收益	62	62	62	62
其他经营收益	86	86	86	86
营业利润	625	663	776	895
营业外收支	(16)	(16)	(16)	(16)
利润总额	608	647	760	879
所得税	114	94	114	141
净利润	495	554	646	738
少数股东损益	(8)	(9)	(11)	(12)
归属母公司净利润	503	563	657	750
EBITDA	777	760	891	1,025
EPS (最新摊薄)	1.19	1.33	1.55	1.77

主要财务比率

	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	3.87%	-11.68%	9.79%	7.94%
营业利润	-34.05%	6.22%	17.01%	15.33%
归属母公司净利润	-39.08%	11.87%	16.79%	14.18%
获利能力				
毛利率	73.74%	76.24%	76.84%	77.41%
净利率	8.63%	10.93%	11.62%	12.30%
ROE	8.24%	8.78%	9.63%	10.33%
ROIC	7.28%	7.70%	8.49%	9.08%
偿债能力				
资产负债率	25.48%	20.61%	20.33%	19.75%
净负债比率	33.06%	40.21%	38.48%	37.54%
流动比率	4.04	5.23	5.10	5.26
速动比率	3.64	4.82	4.68	4.83
营运能力				
总资产周转率	0.73	0.61	0.65	0.66
应收账款周转率	9.16	8.75	10.61	9.86
应付账款周转率	5.16	5.36	6.23	6.18
每股指标(元)				
每股收益	1.19	1.33	1.55	1.77
每股经营现金	1.64	1.40	1.11	1.60
每股净资产	14.28	15.36	16.31	17.49
估值比率				
P/E	38.64	34.54	29.57	25.90
P/B	3.21	2.99	2.81	2.63
EV/EBITDA	19.07	20.70	17.90	15.36

现金流量表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	695	591	469	677
净利润	495	554	646	738
折旧摊销	160	104	123	138
财务费用	(1)	11	10	10
投资损失	(62)	(62)	(62)	(62)
营运资金变动	34	(87)	(76)	(10)
其它	68	72	(173)	(137)
投资活动现金流	(1,084)	(90)	(430)	(202)
资本支出	(50)	(218)	(253)	(177)
长期投资	(70)	89	(36)	(6)
其他	(964)	39	(141)	(20)
筹资活动现金流	52	(127)	(266)	(260)
短期借款	211	0	0	0
长期借款	317	0	0	0
其他	(475)	(127)	(266)	(260)
现金净增加额	(337)	374	(227)	214

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。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。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>