

2025年09月08日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

业绩短期承压，关注新品培育放量

—贝泰妮（300957.SZ）公司事件点评报告

买入（首次）

事件

分析师：孙山山 S1050521110005
sunss@cfsc.com.cn
联系人：张倩 S1050124070037
zhangqian@cfsc.com.cn

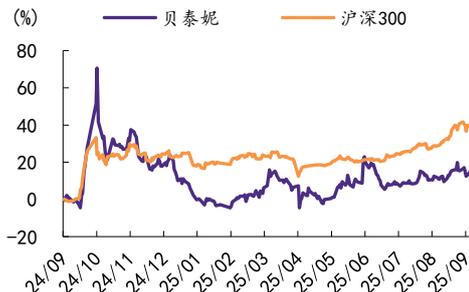
2025年8月27日，贝泰妮发布2025年半年报。2025H1 总营收 23.72 亿元（同减 15%），归母净利润 2.47 亿元（同减 49%），扣非净利润 1.83 亿元（同减 56%）；其中 2025Q2 总营收 14.23 亿元（同减 17%），归母净利润 2.18 亿元（同减 29%），扣非净利润 1.62 亿元（同减 39%）。

基本数据

2025-09-08

当前股价（元）	50.85
总市值（亿元）	215
总股本（百万股）	424
流通股本（百万股）	424
52 周价格范围（元）	39.34-70.3
日均成交额（百万元）	263.47

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

投资要点

■ 差异化运营策略见效，毛利率同比提升

2025Q2 公司毛利率同增 2pct 至 75.04%，主要系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及精简产品系列和商品数量，重新聚焦核心大单品等系列优化措施落地所致；销售费用率同增 8pct 至 52.92%，主要系营收减少所致，销售费用绝对值同比微降；管理费用率同减 1pct 至 5.22%；净利率同减 2pct 至 15.26%。

■ 产品销售短期承压，品牌矩阵定位清晰

分品牌来看，2025H1 公司薇诺娜 / 姬芮 / 泊美收入分别同减 18%/11%/5% 至 19.50/2.12/0.24 亿元，销售承压；瑷科缦 / 薇诺娜宝贝收入分别同增 94%/9% 至 0.51/1.10 亿元，瑷科缦迎来放量。公司构建起定位清晰的多品牌矩阵，覆盖敏感肌 / 婴幼儿护理、抗衰、祛痘、美妆、美容等赛道；据欧睿数据，薇诺娜品牌在国内皮肤学级护肤品赛道市场排名连续多年稳居第一，头部效应显著。分渠道看，2025H1 公司线上 / OMO / 线下渠道产品销售收入分别同减 6%/10%/41% 至 17.43/1.91/4.38 亿元。公司坚持线上线下渠道相互渗透，协同发展的销售策略，自建 OMO 渠道线上销售平台注册用户上半年新增约 43.27 万户。

■ 盈利预测

公司线上 OMO 自营平台建设顺利，品牌矩阵逐步完善，防晒 / 抗衰新品初步上市，瑷科缦开始放量，随着品牌培育与渠道拓展，未来有望贡献增量。根据 2025 年半年报，我们预计 2025-2027 年 EPS 分别为 1.36/1.58/1.78 元，当前股价对应 PE 分别为 38/32/29 倍，首次覆盖，给予“买入”投资评级。

■ 风险提示

宏观经济下行风险、行业竞争加剧、产品质量控制风险、新品推广不及预期、渠道拓展不及预期等。

预测指标	2024A	2025E	2026E	2027E
主营收入（百万元）	5,736	5,855	6,326	6,959
增长率（%）	3.9%	2.1%	8.0%	10.0%
归母净利润（百万元）	503	574	670	753
增长率（%）	-33.5%	14.2%	16.6%	12.4%
摊薄每股收益（元）	1.19	1.36	1.58	1.78
ROE（%）	8.1%	8.8%	9.7%	10.2%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产:					营业收入	5,736	5,855	6,326	6,959
现金及现金等价物	1,810	2,163	2,520	2,889	营业成本	1,506	1,507	1,597	1,736
应收款	757	802	901	1,030	营业税金及附加	70	70	76	84
存货	612	648	710	798	销售费用	2,866	2,928	3,144	3,445
其他流动资产	2,954	2,970	2,991	3,015	管理费用	513	515	550	598
流动资产合计	6,133	6,584	7,123	7,731	财务费用	-1	-31	-39	-47
非流动资产:					研发费用	295	299	316	341
金融类资产	2,428	2,443	2,453	2,458	费用合计	3,674	3,710	3,972	4,337
固定资产	707	690	656	618	资产减值损失	-175	-50	-30	-10
在建工程	51	20	8	3	公允价值变动	178	40	40	30
无形资产	259	246	233	220	投资收益	62	60	58	50
长期股权投资	279	279	279	279	营业利润	625	688	801	906
其他非流动资产	875	875	875	875	加:营业外收入	3	4	4	4
非流动资产合计	2,171	2,111	2,052	1,996	减:营业外支出	19	18	16	14
资产总计	8,304	8,694	9,175	9,727	利润总额	608	674	789	896
流动负债:					所得税费用	114	108	126	143
短期借款	315	437	537	617	净利润	495	566	663	753
应付账款、票据	447	458	477	508	少数股东损益	-8	-8	-7	0
其他流动负债	657	657	657	657	归母净利润	503	574	670	753
流动负债合计	1,518	1,633	1,758	1,878					
非流动负债:					主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
长期借款	322	262	222	202	成长性				
其他非流动负债	276	276	276	276	营业收入增长率	3.9%	2.1%	8.0%	10.0%
非流动负债合计	598	538	498	478	归母净利润增长率	-33.5%	14.2%	16.6%	12.4%
负债合计	2,116	2,170	2,255	2,356	盈利能力				
所有者权益					毛利率	73.7%	74.3%	74.8%	75.1%
股本	424	424	424	424	四项费用/营收	64.0%	63.4%	62.8%	62.3%
股东权益	6,188	6,524	6,919	7,371	净利率	8.6%	9.7%	10.5%	10.8%
负债和所有者权益	8,304	8,694	9,175	9,727	ROE	8.1%	8.8%	9.7%	10.2%
					偿债能力				
现金流量表	2024A	2025E	2026E	2027E	资产负债率	25.5%	25.0%	24.6%	24.2%
净利润	495	566	663	753	营运能力				
少数股东权益	-8	-8	-7	0	总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.7
折旧摊销	116	60	58	55	应收账款周转率	7.6	7.3	7.0	6.8
公允价值变动	178	40	40	30	存货周转率	2.5	2.4	2.4	2.3
营运资金变动	-85	-91	-147	-194	每股数据(元/股)				
经营活动现金净流量	695	566	608	644	EPS	1.19	1.36	1.58	1.78
投资活动现金净流量	-1084	32	36	39	P/E	42.8	37.5	32.2	28.6
筹资活动现金净流量	742	-167	-208	-241	P/S	3.8	3.7	3.4	3.1
现金流量净额	353	431	436	442	P/B	3.6	3.4	3.2	3.0

资料来源: Wind、华鑫证券研究

食品饮料组介绍

孙山山：经济学硕士，8年食品饮料卖方研究经验，全面覆盖食品饮料行业，聚焦饮料子板块，深度研究白酒行业等。曾就职于国信证券、新时代证券、国海证券，于2021年11月加盟华鑫证券研究所担任食品饮料首席分析师，负责食品饮料行业研究工作。获得2021年东方财富百强分析师食品饮料行业第一名、2021年第九届东方财富行业最佳分析师食品饮料组第一名和2021年金麒麟新锐分析师称号，2023年东方财富行业最佳分析师第六名。注重研究行业和个股基本面，寻求中长期个股机会，擅长把握中短期潜力个股；勤于思考白酒板块，对苏酒有深入市场的思考和深刻见解。

张倩：厦门大学金融学硕士，于2024年7月加入华鑫证券研究所，研究方向是调味品、速冻品以及休闲食品。

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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。