

公司研究 | 点评报告 | 贝泰妮（300957.SZ）

贝泰妮 2025 年中报点评：利润降幅大幅收窄，毛利显著改善

报告要点

公司发布 2025 年中报。2025H1，公司营收 23.7 亿元，同比下滑 15.4%；归母净利润 2.5 亿元，同比下滑 49%。单二季度，公司营收 14.2 亿元，同比下滑 16.7%；归母净利润 2.2 亿元，同比下滑 29%，环比 Q1（-84%）下滑幅度收窄。

分析师及联系人



李锦

SAC: S0490514080004

SFC: BUV258



罗祎

SAC: S0490520080019



曾维朵

贝泰妮（300957.SZ）

贝泰妮 2025 年中报点评：利润降幅大幅收窄，毛利显著改善

公司研究 | 点评报告

投资评级 买入 | 维持

事件描述

公司发布 2025 年中报。2025H1，公司营收 23.7 亿元，同比下滑 15.4%；归母净利润 2.5 亿元，同比下滑 49%。单二季度，公司营收 14.2 亿元，同比下滑 16.7%；归母净利润 2.2 亿元，同比下滑 29%，环比 Q1（-84%）下滑幅度收窄。

事件评论

- **主品牌阶段性承压，瑗科缙增速亮眼。**分品牌，2025H1 薇诺娜/薇诺娜宝贝/瑗科缙/姬芮/泊美分别实现营收 19.5/1.1/0.5/2.1/0.2 亿元，同比分别变动-18.4%/8.6%/93.9%/-11.5%/-4.7%，报告期内瑗科缙高速增长，推新“白月光”系列产品及“小金刚”院线级清透物理防晒乳；主品牌薇诺娜阶段性承压，报告期内针对抗老需求、推新银核霜及银核精华，有望延拓抗衰场景。分渠道，2025H1 线上/线下/OMO 渠道分别实现营收 17.4/4.2/1.9 亿元，同比变动-5.9%/-41.6%/-10.5%。
- **盈利端，毛利率持续改善，费率因收入下滑被动提升。**毛利率来看，2025H1 同比提升 3.4 个百分点至 76%，主因公司坚持渠道稳价维价，适当减少促销权益占比以及精简产品系列和商品数量；Q1-Q2 分别提升 5.4、2.1 个百分点。费用端，2025H1 销售/管理/研发/财务费率分别同比增长 8.6/1.9/0.8/0.4 个百分点，费率合计提升 11.8 个百分点，销售费用额度同比基本持平，费率扩大主因收入下滑导致的被动提升。管理费用率增加，主因人员薪酬、股权激励及办公物料支出增加所致。利润端，2025H1 归母净利率为 10.4%（同比下滑 6.9 个百分点），主因费率扩大所致。2025Q1-Q2，归母净利率分别为 3.0%/15.3%，同比分别下滑 13.1/2.6 个百分点，二季度环比 Q1 降幅有所收窄。
- **投资建议：**我们认为，线上投流费用依然居于高位、阶段性线下承压和线上产品聚焦等举措，使得公司收入和利润端有所承压，但是精简 SKU，存货持续优化，特护霜、防晒乳等核心大单品的价盘稳定，有望驱动全年维度利润率的回升；美白防晒抗衰产品的持续发力、叠加瑗科缙的高速增长，有望带动后续收入规模端的增长，预计公司 2025-2027 年 EPS 分别为 1.18、1.55、1.67 元，维持“买入”评级。

公司基础数据

当前股价(元)	48.90
总股本(万股)	42,360
流通A股/B股(万股)	42,360/0
每股净资产(元)	14.28
近12月最高/最低价(元)	74.00/37.46

注：股价为 2025 年 9 月 12 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究

- 《贝泰妮 2024 年报及 2025 一季报点评：产品渠道阶段性调整，库存持续消化》2025-05-26
- 《贝泰妮 2024 年三季报点评：收入增速稳健，利润阶段承压》2024-11-17
- 《贝泰妮 2024 年中报点评：主品牌经营稳健，多品牌协同发展》2024-09-10

风险提示

- 1、公司子品牌整合进度不及预期；
- 2、电商流量成本持续高企。

请阅读最后评级说明和重要声明



更多研报请访问
长江研究小程序

风险提示

- 1、公司子品牌整合进度不及预期：公司投资品牌处于和主品牌不同赛道，商业模式存在一定差异，子品牌存在整合进度不及预期的风险；
- 2、电商流量成本持续高企：公司收入占比较大的部分仍为电商渠道，当前电商渠道的GMV 增速放缓背景下，对新兴电商渠道例如抖音电商的品牌参与仍在增加，获客成本可能会持续高企，构成公司费用端上行的风险。

财务报表及预测指标

利润表（百万元）					资产负债表（百万元）				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	5736	5449	5880	6439	货币资金	1810	2790	3496	4258
营业成本	1506	1308	1411	1545	交易性金融资产	2428	2428	2428	2428
毛利	4230	4141	4469	4894	应收账款	691	149	161	176
%营业收入	74%	76%	76%	76%	存货	612	573	619	677
营业税金及附加	70	57	62	68	预付账款	53	65	71	77
%营业收入	1%	1%	1%	1%	其他流动资产	538	488	489	491
销售费用	2866	2942	3058	3348	流动资产合计	6133	6494	7264	8107
%营业收入	50%	54%	52%	52%	长期股权投资	279	279	279	279
管理费用	513	436	441	483	投资性房地产	11	11	11	11
%营业收入	9%	8%	8%	8%	固定资产合计	707	687	667	647
研发费用	295	267	288	316	无形资产	259	269	279	289
%营业收入	5%	5%	5%	5%	商誉	323	323	323	323
财务费用	-1	-11	-12	-13	递延所得税资产	129	129	129	129
%营业收入	0%	0%	0%	0%	其他非流动资产	462	447	432	417
加：资产减值损失	-175	-15	-15	-15	资产总计	8304	8640	9384	10203
信用减值损失	-13	-10	-10	-10	短期贷款	315	315	315	315
公允价值变动收益	178	0	0	0	应付款项	250	394	425	466
投资收益	62	60	60	60	预收账款	0	0	0	0
营业利润	625	585	767	827	应付职工薪酬	118	144	155	170
%营业收入	11%	11%	13%	13%	应交税费	126	163	176	193
营业外收支	-16	2	2	2	其他流动负债	710	328	348	373
利润总额	608	587	769	829	流动负债合计	1518	1344	1419	1517
%营业收入	11%	11%	13%	13%	长期借款	322	322	322	322
所得税费用	114	76	100	108	应付债券	0	0	0	0
净利润	495	510	669	721	递延所得税负债	33	33	33	33
归属于母公司所有者的净利润	503	498	657	709	其他非流动负债	243	243	243	243
少数股东损益	-8	12	12	12	负债合计	2116	1942	2017	2114
EPS（元）	1.19	1.18	1.55	1.67	归属于母公司所有者权益	6050	6548	7205	7915
现金流量表（百万元）					少数股东权益	138	150	162	174
	2024A	2025E	2026E	2027E	股东权益	6188	6698	7367	8089
经营活动现金流净额	695	928	654	709	负债及股东权益	8304	8640	9384	10203
取得投资收益收回现金	50	60	60	60	基本指标				
长期股权投资	-67	0	0	0		2024A	2025E	2026E	2027E
资本性支出	-105	-10	-10	-10	每股收益	1.19	1.18	1.55	1.67
其他	-961	2	2	2	每股经营现金流	1.64	2.19	1.54	1.67
投资活动现金流净额	-1084	52	52	52	市盈率	35.95	41.57	31.52	29.20
债券融资	0	0	0	0	市净率	2.99	3.16	2.87	2.62
股权融资	0	0	0	0	EV/EBITDA	23.74	40.86	28.17	24.70
银行贷款增加（减少）	528	0	0	0	总资产收益率	6.1%	5.8%	7.0%	7.0%
筹资成本	-264	0	0	0	净资产收益率	8.3%	7.6%	9.1%	9.0%
其他	-211	0	0	0	净利率	8.8%	9.1%	11.2%	11.0%
筹资活动现金流净额	52	0	0	0	资产负债率	25.5%	22.5%	21.5%	20.7%
现金净流量（不含汇率变动影响）	-337	980	706	761	总资产周转率	0.69	0.63	0.63	0.63

资料来源：公司公告，长江证券研究所

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
看淡	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间
中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
无投资评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

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。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430023)

北京

Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层
P.C / (100020)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及/或其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江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，经营证券业务许可证编号为：10060000。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的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。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的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。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。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。