

# 贝泰妮 (300957.SZ)

## 三季度归母净利润扭亏为盈，期待后续业绩持续改善

优于大市

### 核心观点

**公司仍处于调整期致业绩短期承压。**公司前三季度实现营收 34.64 亿元，同比下降 13.78%；归母净利润 2.72 亿元，同比下降 34.45%；扣非归母净利润 1.84 亿元，同比下降 46.17%。单三季度公司实现营收 10.92 亿元，同比下降 9.95%，降幅较上半年有所收窄；归母净利润 0.25 亿元，同比扭亏为盈；扣非归母净利润 114.88 万元，同比扭亏为盈，其中 2407 万非经常性收益主要来自于现金利息以及委托理财到期投资收益。

目前公司仍处于产品及渠道业务的调整变革期，收入端短期仍有压力，核心业务盈利能力亦有待进一步修复。但从目前双 11 表现来看，主品牌在天猫美容榜（10 月 20 日-10 月 24 日）排名第 8 名，抖音美容护肤榜（10 月 9 日-10 月 19 日）国货排名第 9 名，四季度业绩有望在双 11 带动下进一步修复。

**盈利水平来看**，单 Q3 毛利率为 70.68%/yoy-5.67pct，毛利率下降主要由于清理去年之前的长尾货所致。Q3 销售/管理/研发费用率分别为 50.65%/12.34%/5.03%，分别下降 9.76/1.21/2.01pct，主要由于去年高额投放导致的高基数影响，同时相关经营效率进一步优化。**营运能力方面**，公司 2025 年前三季度存货周转天数 211 天，同比减少 21 天。应收账款周转天数为 55 天，同比增加 9 天。现金流方面，公司 2025Q3 经营性现金流净额为 0.95 亿，去年同期为-1.35 亿，主要由于公司利润改善所致。

**风险提示：**宏观环境风险，新品销量不及预期，行业竞争加剧。

**投资建议：**公司正处于战略调整关键时期，随着管理人员上半年调整到位，三季度已显现出利润企稳、经营质量优化的积极信号。后续随着公司主动优化经营策略，摒弃低效促销并聚焦核心价值，并通过费用管控、供应链优化夯实经营基础，且新品牌瑗科缦等的快速增长亦有望打开第二增长曲线。考虑公司目前在调整期，短期收入端可能仍有压力，同时相关品牌投放预计仍维持较高水平，我们下调 2025-2027 归母净利至 5.80/6.85/7.68 亿（原值为 6.87/8.22/9.08），对应 PE 分别为 34/28/25x，维持“优于大市”评级。

### 盈利预测和财务指标

|             | 2023   | 2024   | 2025E | 2026E | 2027E |
|-------------|--------|--------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元)   | 5,522  | 5,736  | 5,810 | 6,490 | 6,893 |
| (+/-%)      | 10.1%  | 3.9%   | 1.3%  | 11.7% | 6.2%  |
| 净利润(百万元)    | 757    | 503    | 580   | 685   | 768   |
| (+/-%)      | -28.0% | -33.5% | 15.3% | 18.2% | 12.0% |
| 每股收益(元)     | 1.79   | 1.19   | 1.37  | 1.62  | 1.81  |
| EBIT Margin | 18.0%  | 13.6%  | 10.0% | 10.7% | 11.4% |
| 净资产收益率(ROE) | 12.9%  | 8.3%   | 9.0%  | 9.9%  | 10.3% |
| 市盈率(PE)     | 25.75  | 38.74  | 33.61 | 28.45 | 25.39 |
| EV/EBITDA   | 19.73  | 24.09  | 30.80 | 26.23 | 23.51 |
| 市净率(PB)     | 3.33   | 3.22   | 3.02  | 2.81  | 2.61  |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

### 公司研究·财报点评

#### 美容护理·化妆品

证券分析师：张峻豪

021-60933168

zhangjh@guosen.com.cn

S0980517070001

证券分析师：柳旭

0755-81981311

liuxu1@guosen.com.cn

S0980522120001

证券分析师：孙乔容若

021-60375463

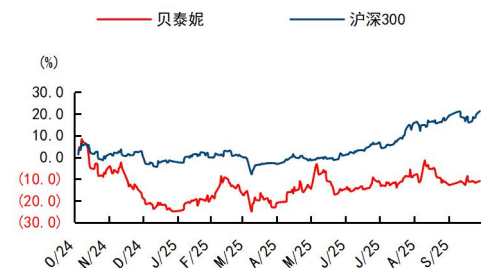
sunqiaorongruo@guosen.com.cn

S0980523090004

#### 基础数据

|             |                 |
|-------------|-----------------|
| 投资评级        | 优于大市(维持)        |
| 合理估值        |                 |
| 收盘价         | 46.01 元         |
| 总市值/流通市值    | 19490/19490 百万元 |
| 52 周最高价/最低价 | 57.30/37.46 元   |
| 近 3 个月日均成交额 | 233.82 百万元      |

#### 市场走势

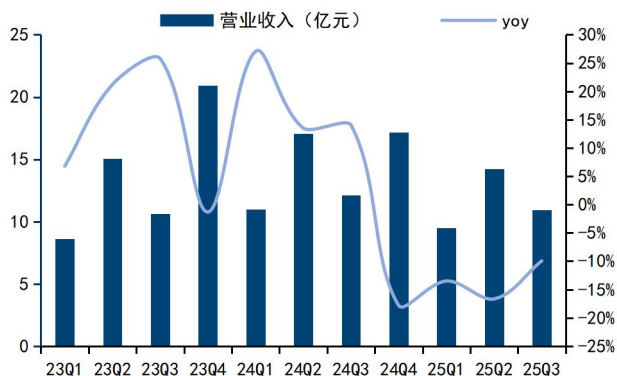


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

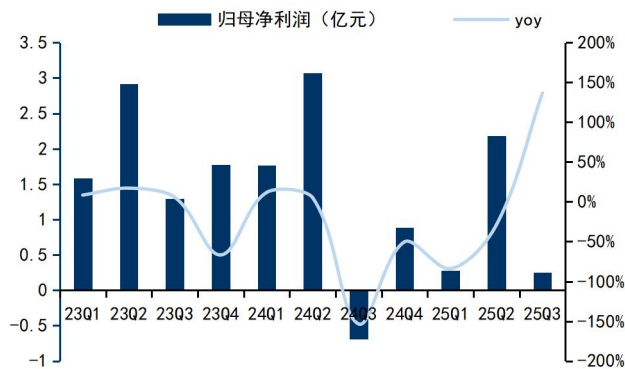
- 《贝泰妮 (300957.SZ) - 多因素致短期业绩承压，积极管理变革静待拐点出现》——2025-04-28
- 《贝泰妮 (300957.SZ) - 三季度收入平稳增长 14%，高费用投放致利润阶段性亏损》——2024-10-27
- 《贝泰妮 (300957.SZ) - 上半年收入同比增长 18%，持续推进多品牌矩阵建设》——2024-08-29
- 《贝泰妮 (300957.SZ) - 一季度营收同比增长 27%，积极调整推动业绩逐步回暖》——2024-04-26
- 《贝泰妮 (300957.SZ) - 单三季度扣非归母净利润同比增长 40%，经营能力持续优化改善》——2023-10-30

图1: 公司营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



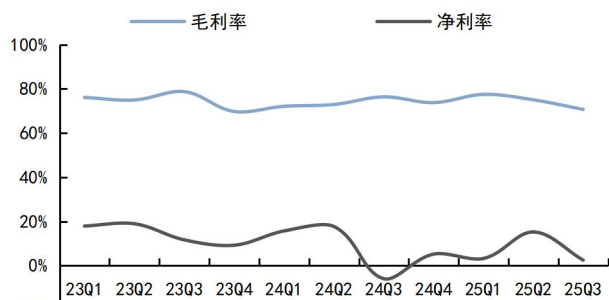
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 公司归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



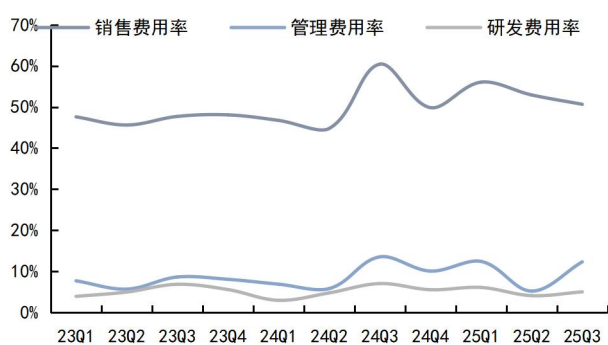
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 公司毛利率及净利率情况



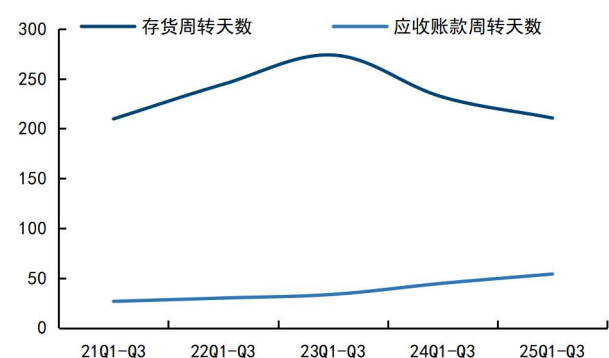
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 公司费用率情况



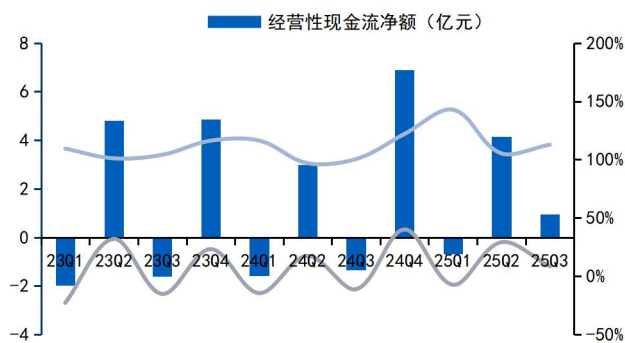
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 公司存货周转天数及应收账款周转天数



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 公司现金流情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

表1：可比公司估值表

| 代码        | 公司简称 | 股价<br>(2025-04-25) | 总市值<br>亿元 | EPS  |      |      |      | PE    |       |       |       | ROE (%)<br>(24A) | PEG<br>(25E) | 投资评级 |
|-----------|------|--------------------|-----------|------|------|------|------|-------|-------|-------|-------|------------------|--------------|------|
|           |      |                    |           | 24A  | 25E  | 26E  | 27E  | 24A   | 25E   | 26E   | 27E   |                  |              |      |
| 300957.SZ | 贝泰妮  | 46.01              | 195       | 1.19 | 1.37 | 1.62 | 1.81 | 35.95 | 33.61 | 28.45 | 25.39 | 8.32             | 2.20         | 优于大市 |
| 603605.SH | 珀莱雅  | 76.48              | 303       | 3.92 | 4.45 | 4.87 | 5.20 | 21.63 | 17.19 | 15.70 | 14.70 | 28.73            | 1.26         | 优于大市 |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

# 财务预测与估值

| 资产负债表（百万元）       |             |             |             |             |             | 利润表（百万元）       |              |               |              |              |              |
|------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|----------------|--------------|---------------|--------------|--------------|--------------|
|                  | 2023        | 2024        | 2025E       | 2026E       | 2027E       |                | 2023         | 2024          | 2025E        | 2026E        | 2027E        |
| 现金及现金等价物         | 2091        | 1810        | 1889        | 2218        | 2818        | 营业收入           | 5522         | 5736          | 5810         | 6490         | 6893         |
| 应收款项             | 616         | 757         | 398         | 445         | 472         | 营业成本           | 1441         | 1506          | 1416         | 1545         | 1594         |
| 存货净额             | 904         | 612         | 569         | 622         | 644         | 营业税金及附加        | 65           | 70            | 67           | 75           | 79           |
| 其他流动资产           | 672         | 526         | 2324        | 2596        | 2757        | 销售费用           | 2610         | 2866          | 3004         | 3420         | 3653         |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>5523</b> | <b>6133</b> | <b>5980</b> | <b>6580</b> | <b>7341</b> | 管理费用           | 413          | 513           | 742          | 757          | 781          |
| 固定资产             | 707         | 758         | 961         | 1093        | 1071        | 财务费用           | (21)         | (1)           | (2)          | (13)         | (20)         |
| 无形资产及其他          | 193         | 259         | 249         | 240         | 230         | 投资收益           | 64           | 62            | 50           | 45           | 40           |
| 投资性房地产           | 872         | 875         | 875         | 875         | 875         | 资产减值及公允价值变动    | 3            | 352           | 20           | 20           | 20           |
| 长期股权投资           | 212         | 279         | 279         | 279         | 279         | 其他收入           | (203)        | (571)         | 0            | 0            | 0            |
| <b>资产总计</b>      | <b>7507</b> | <b>8304</b> | <b>8345</b> | <b>9068</b> | <b>9797</b> | 营业利润           | 878          | 625           | 653          | 771          | 865          |
| 短期借款及交易性金融负债     | 146         | 378         | 16          | 16          | 16          | 营业外净收支         | (9)          | (16)          | 1            | 2            | 1            |
| 应付款项             | 402         | 447         | 303         | 330         | 339         | 利润总额           | 869          | 608           | 654          | 773          | 866          |
| 其他流动负债           | 743         | 693         | 691         | 766         | 806         | <b>所得税费用</b>   | <b>110</b>   | <b>114</b>    | <b>83</b>    | <b>98</b>    | <b>110</b>   |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>1291</b> | <b>1518</b> | <b>1011</b> | <b>1111</b> | <b>1161</b> | 少数股东损益         | 2            | (8)           | (9)          | (10)         | (12)         |
| 长期借款及应付债券        | 5           | 322         | 322         | 322         | 322         | 归属于母公司净利润      | 757          | 503           | 580          | 685          | 768          |
| 其他长期负债           | 195         | 276         | 426         | 577         | 729         |                |              |               |              |              |              |
| <b>长期负债合计</b>    | <b>200</b>  | <b>598</b>  | <b>748</b>  | <b>899</b>  | <b>1051</b> | 现金流量表（百万元）     |              |               |              |              |              |
| <b>负债合计</b>      | <b>1491</b> | <b>2116</b> | <b>1759</b> | <b>2010</b> | <b>2211</b> | 净利润            | 757          | 503           | 580          | 685          | 768          |
| 少数股东权益           | 155         | 138         | 131         | 122         | 113         | 资产减值准备         | 1            | 155           | 18           | 22           | 4            |
| 股东权益             | 5861        | 6050        | 6456        | 6935        | 7473        | 折旧摊销           | 71           | 116           | 109          | 126          | 138          |
| <b>负债和股东权益总计</b> | <b>7507</b> | <b>8304</b> | <b>8345</b> | <b>9068</b> | <b>9797</b> | 公允价值变动损失       | (3)          | (352)         | (20)         | (20)         | (20)         |
| 关键财务与估值指标        |             |             |             |             |             | 财务费用           | (21)         | (1)           | (2)          | (13)         | (20)         |
|                  | 2023        | 2024        | 2025E       | 2026E       | 2027E       | 营运资本变动         | (723)        | 526           | (1374)       | (98)         | (4)          |
| 每股收益             | 1.79        | 1.19        | 1.37        | 1.62        | 1.81        | 其它             | 0            | (159)         | (25)         | (31)         | (14)         |
| 每股红利             | 0.81        | 0.62        | 0.41        | 0.49        | 0.54        | <b>经营活动现金流</b> | <b>103</b>   | <b>788</b>    | <b>(713)</b> | <b>685</b>   | <b>872</b>   |
| 每股净资产            | 13.84       | 14.28       | 15.24       | 16.37       | 17.64       | 资本开支           | 0            | (647)         | (301)        | (251)        | (91)         |
| ROIC             | 20%         | 15%         | 11%         | 12%         | 13%         | 其它投资现金流        | 195          | (1190)        | 1628         | 100          | 50           |
| ROE              | 13%         | 8%          | 9%          | 10%         | 10%         | <b>投资活动现金流</b> | <b>66</b>    | <b>(1905)</b> | <b>1327</b>  | <b>(151)</b> | <b>(41)</b>  |
| 毛利率              | 74%         | 74%         | 76%         | 76%         | 77%         | 权益性融资          | 8            | 0             | 0            | 0            | 0            |
| EBIT Margin      | 18%         | 14%         | 10%         | 11%         | 11%         | 负债净变化          | 5            | 317           | 0            | 0            | 0            |
| EBITDA Margin    | 19%         | 16%         | 12%         | 13%         | 13%         | 支付股利、利息        | (343)        | (264)         | (174)        | (206)        | (230)        |
| 收入增长             | 10%         | 4%          | 1%          | 12%         | 6%          | 其它融资现金流        | 78           | 730           | (362)        | 0            | 0            |
| 净利润增长率           | -28%        | -34%        | 15%         | 18%         | 12%         | <b>融资活动现金流</b> | <b>(592)</b> | <b>835</b>    | <b>(536)</b> | <b>(206)</b> | <b>(230)</b> |
| 资产负债率            | 22%         | 27%         | 23%         | 24%         | 24%         | <b>现金净变动</b>   | <b>(423)</b> | <b>(281)</b>  | <b>79</b>    | <b>329</b>   | <b>601</b>   |
| 息率               | 1.8%        | 1.4%        | 0.9%        | 1.1%        | 1.2%        | 货币资金的期初余额      | 2514         | 2091          | 1810         | 1889         | 2218         |
| P/E              | 25.8        | 38.7        | 33.6        | 28.4        | 25.4        | 货币资金的期末余额      | 2091         | 1810          | 1889         | 2218         | 2818         |
| P/B              | 3.3         | 3.2         | 3.0         | 2.8         | 2.6         | 企业自由现金流        | 215          | 629           | (1059)       | 383          | 728          |
| EV/EBITDA        | 19.7        | 24.1        | 30.8        | 26.2        | 23.5        | 权益自由现金流        | 298          | 1676          | (1419)       | 394          | 746          |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

| 投资评级标准                                                                                                                                                                                                                                               | 类别         | 级别   | 说明                            |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------|------|-------------------------------|
| 报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。 | 股票<br>投资评级 | 优于大市 | 股价表现优于市场代表性指数 10%以上           |
|                                                                                                                                                                                                                                                      |            | 中性   | 股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间   |
|                                                                                                                                                                                                                                                      |            | 弱于大市 | 股价表现弱于市场代表性指数 10%以上           |
|                                                                                                                                                                                                                                                      |            | 无评级  | 股价与市场代表性指数相比无明确观点             |
|                                                                                                                                                                                                                                                      | 行业<br>投资评级 | 优于大市 | 行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上         |
|                                                                                                                                                                                                                                                      |            | 中性   | 行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间 |
|                                                                                                                                                                                                                                                      |            | 弱于大市 | 行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上         |

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032