

贝泰妮 (300957.SZ)

强烈推荐 (维持)

战略调整成效显著，盈利能力持续改善

公司 2025 年战略调整成效显著，全年盈利企稳回升，25Q4 及 26Q1 业绩呈现加速复苏态势。2025 年核心品牌薇诺娜营收微降，新兴品牌快速增长，多品牌协同发力。同时费用优化提升净利率，验证了公司在品牌运营、渠道优化和费用管控方面的改革成效。预计 2026-2028 年归母净利润分别为 6.50 亿元、7.17 亿元、7.79 亿元，同比分别+28%、+10%、+9%，对应 26PE27.7X，维持“强烈推荐”评级。

□ 2025 全年盈利企稳，26Q1 加速复苏。1) 2025 年公司实现营业收入 53.59 亿元，同比-6.58%；归母净利润 5.06 亿元，同比+0.53%；扣非净利润 3.56 亿元，同比+48.22%。2) 2025Q4 收入 18.94 亿元，同比+10.3%；归母净利润 2.34 亿元，同比+164.9%；扣非净利润 1.72 亿元，同比+270.5%。3) 2026Q1 收入 11.18 亿元，同比+17.84%；归母净利润 0.66 亿元，同比+132.76%；扣非净利润 0.41 亿元，同比+94.81%。26Q1 延续了 25Q4 的良好势头，增长超预期。

□ 主品牌薇诺娜修复，薇诺娜宝贝/瑗科缙高增。2025 年核心品牌薇诺娜收入 44.32 亿元/-9.7%，核心单品特护霜地位稳固、清透防晒乳份额提升、修白瓶稳步成长。2025 年薇诺娜宝贝收入 2.35 亿元/+17.02%，其中抖音渠道同增 109.56%；瑗科缙 1.29 亿元/+115.1%，其中线上渠道销售同比增长 140.90%，线下则覆盖全国超 600 家专业院线机构。2025 年其他品牌收入：姬芮 4.52 亿元/-3.24%，泊美 0.47 亿元/-9.61%。

□ 线上自营具备韧性，线下渠道持续调整。2025 年线上渠道销售收入 39.51 亿元/+1.00%，其中线上自营 39.88 亿/+2.94%，线上经销 9.64 亿/-4.56%；OMO 渠道收入 4.63 亿元/-11.20%；线下渠道收入 9.18 亿元/-27.91%。线下渠道下滑幅度在下半年 (H2 同比-9.8%) 明显收窄，反映公司主动调整线下渠道发货，控制窜货和稳定价盘初见成效。

□ 盈利能力回升，费用率明显改善。1) 2025 年：毛利率 74.46%/+0.72pct；净利率 9.64%/+1.02pct。销售费用率 49.93%/-0.04pct；管理费用率 9.24%/+0.30pct；研发费用率 4.43%/-0.71pct。2) 2025Q4：毛利率 74.70%/+0.93pct，净利率 12.72%/+7.46pct。销售费用率 44.21%/-5.63pct，管理费用率 8.86%/-1.22pct；研发费用率 3.48%/-2.07pct。3) 2026Q1：毛利率 73.35%/-4.12pct，净利率 5.55%/+2.26pct。销售费用率 53.03%/-3.00pct，管理费用率 9.48%/-2.96pct，研发费用率 3.11%/-2.99pct。25Q4 及 26Q1 费用率优化显著，公司运营投放效率提升，综合影响下净利率持续改善。

□ 现金流表现良好。2025 年经营活动产生的现金流量净额为 9.77 亿元，同比 +40.54%，主要系公司应收账款回收工作有效实施，销售商品、提供劳务收到的现金较去年同期增加。此外，公司拟使用 1-2 亿资金以不超过 58.04 元/股的价格进行新一轮回购用于股权激励，实控人 4 月 23 日作出 12 个月内不以任何方式减持其间接持有的公司股份等不可撤销的承诺，彰显发展信心。

□ 盈利预测及投资建议。由于公司 2024 年起深度调整、业绩承压，2026 年改

消费品/轻工纺服

目标估值：NA

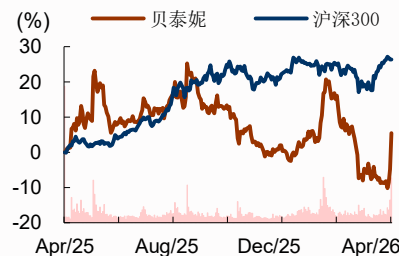
当前股价：42.5 元

基础数据

总股本 (百万股)	424
已上市流通股 (百万股)	424
总市值 (十亿元)	18.0
流通市值 (十亿元)	18.0
每股净资产 (MRQ)	14.4
ROE (TTM)	8.9
资产负债率	24.7%
主要股东	昆明诺娜科技有限公司
主要股东持股比例	45.97%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	15	-6	3
相对表现	9	-8	-22



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《贝泰妮 (300957) 一子品牌驱动收入稳健增长，盈利能力有所下降》2024-08-30

刘丽 S1090517080006

liuli14@cmschina.com.cn

王雪玉 S1090525070005

wangxueyu@cmschina.com.cn

改革效果持续体现，我们调整盈利预测，预计 2026-2028 年归母净利润分别为 6.50 亿元、7.17 亿元、7.79 亿元，同比分别+28%、+10%、+9%，对应 26PE27.7X，维持“强烈推荐”评级。

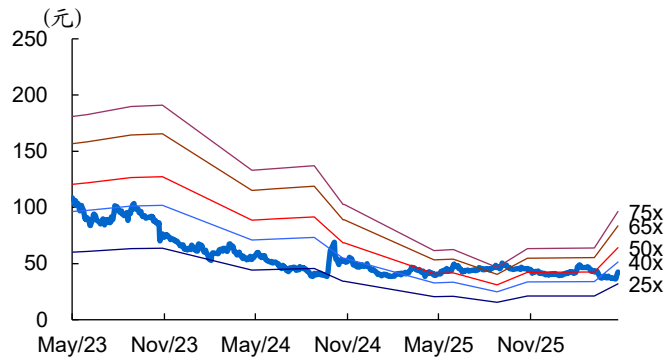
□ **风险提示：**改革效果不及预期的风险，行业消费需求不及预期的风险，新品推广和销售不及预期的风险，行业竞争加剧的风险。

会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	5736	5359	6033	6671	7172
同比增长	4%	-7%	13%	11%	8%
营业利润(百万元)	625	629	783	888	966
同比增长	-29%	1%	25%	13%	9%
归母净利润(百万元)	503	506	650	717	779
同比增长	-34%	1%	28%	10%	9%
每股收益(元)	1.19	1.19	1.53	1.69	1.84
PE	35.8	35.6	27.7	25.1	23.1
PB	3.0	2.9	2.7	2.5	2.3

财务数据与估值

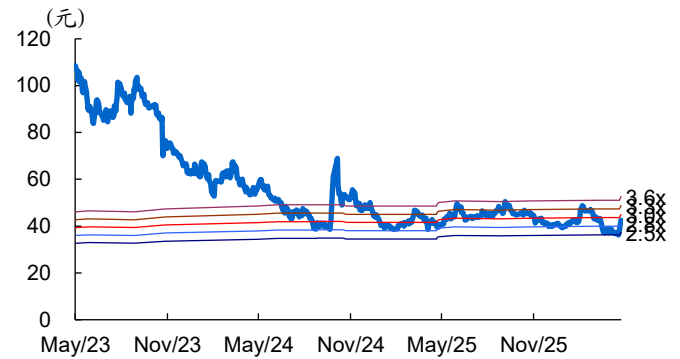
资料来源：公司数据、招商证券

图 1：贝泰妮历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 2：贝泰妮历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
流动资产	6133	5868	6488	7215	7953
现金	1810	2458	2804	3322	3896
交易性投资	2428	1850	1850	1850	1850
应收票据	29	0	0	0	0
应收款项	691	559	629	696	748
其它应收款	37	40	45	50	54
存货	612	528	661	744	809
其他	526	432	498	553	596
非流动资产	2171	2473	2361	2262	2175
长期股权投资	279	344	344	344	344
固定资产	707	699	692	687	682
无形资产商誉	582	844	760	684	615
其他	603	586	564	547	533
资产总计	8304	8341	8849	9477	10128
流动负债	1518	1556	1547	1637	1707
短期借款	315	481	400	400	400
应付账款	447	447	559	629	684
预收账款	99	80	101	113	123
其他	657	547	487	494	499
长期负债	598	481	481	481	481
长期借款	322	207	207	207	207
其他	276	274	274	274	274
负债合计	2116	2037	2029	2118	2188
股本	424	424	424	424	424
资本公积金	2672	2526	2526	2526	2526
留存收益	2954	3207	3709	4231	4795
少数股东权益	138	147	162	177	194
归属于母公司所有者权益	6050	6157	6659	7181	7745
负债及权益合计	8304	8341	8849	9477	10128

现金流量表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	695	977	557	615	688
净利润	495	517	664	733	796
折旧摊销	160	194	201	188	176
财务费用	19	20	20	12	8
投资收益	(62)	(87)	(198)	(198)	(198)
营运资金变动	126	350	(130)	(119)	(94)
其它	(43)	(18)	0	0	0
投资活动现金流	(1084)	(138)	109	109	109
资本支出	(378)	(483)	(89)	(89)	(89)
其他投资	(706)	345	198	198	198
筹资活动现金流	52	(297)	(320)	(207)	(223)
借款变动	282	117	(152)	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	(64)	(146)	0	0	0
股利分配	(254)	(254)	(148)	(195)	(215)
其他	89	(14)	(20)	(12)	(8)
现金净增加额	(337)	541	346	517	575

利润表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入	5736	5359	6033	6671	7172
营业成本	1506	1369	1713	1928	2095
营业税金及附加	70	77	86	95	103
营业费用	2866	2676	2922	3211	3438
管理费用	513	495	485	516	541
研发费用	295	237	207	209	210
财务费用	(1)	11	20	12	8
资产减值损失	(192)	(64)	(15)	(10)	(10)
公允价值变动收益	178	43	43	43	43
其他收益	90	68	68	68	68
投资收益	62	87	87	87	87
营业利润	625	629	783	888	966
营业外收入	3	3	30	10	10
营业外支出	19	15	15	15	15
利润总额	608	617	798	883	961
所得税	114	100	134	150	165
少数股东损益	(8)	11	14	16	17
归属于母公司净利润	503	506	650	717	779

主要财务比率

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
年成长率					
营业总收入	4%	-7%	13%	11%	8%
营业利润	-29%	1%	25%	13%	9%
归母净利润	-34%	1%	28%	10%	9%
获利能力					
毛利率	73.7%	74.5%	71.6%	71.1%	70.8%
净利率	8.8%	9.4%	10.8%	10.7%	10.9%
ROE	8.4%	8.3%	10.1%	10.4%	10.4%
ROIC	7.6%	7.4%	9.0%	9.5%	9.6%
偿债能力					
资产负债率	25.5%	24.4%	22.9%	22.4%	21.6%
净负债比率	8.4%	9.1%	6.9%	6.4%	6.0%
流动比率	4.0	3.8	4.2	4.4	4.7
速动比率	3.6	3.4	3.8	4.0	4.2
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.6	0.7	0.7	0.7
存货周转率	2.0	2.4	2.9	2.7	2.7
应收账款周转率	8.8	8.4	10.2	10.1	9.9
应付账款周转率	3.5	3.1	3.4	3.2	3.2
每股资料(元)					
EPS	1.19	1.19	1.53	1.69	1.84
每股经营净现金	1.64	2.31	1.32	1.45	1.63
每股净资产	14.28	14.54	15.72	16.95	18.28
每股股利	0.60	0.35	0.46	0.51	0.55
估值比率					
PE	35.8	35.6	27.7	25.1	23.1
PB	3.0	2.9	2.7	2.5	2.3
EV/EBITDA	23.7	23.0	16.9	15.6	14.7

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。