

贝泰妮 (300957)

2025 年报&2026 一季报点评: 26Q1 收入利润高增, 经营改善趋势明确

2026 年 04 月 30 日

买入 (维持)

证券分析师 吴劲草

执业证书: S0600520090006

wujc@dwzq.com.cn

证券分析师 郝越

执业证书: S0600524080008

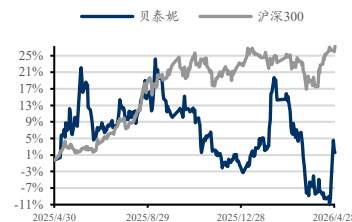
xiy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入 (百万元)	5,736	5,359	5,924	6,463	7,064
同比 (%)	3.87	(6.58)	10.54	9.11	9.30
归母净利润 (百万元)	503.05	505.72	626.37	722.43	831.79
同比 (%)	(33.53)	0.53	23.86	15.34	15.14
EPS-最新摊薄 (元/股)	1.19	1.19	1.48	1.71	1.96
P/E (现价&最新摊薄)	34.79	34.60	27.94	24.22	21.04

投资要点

- 公司公布 2025 年报及 2026Q1 业绩: 25 年实现营收 53.59 亿元(-6.58%, 表同比, 下同), 归母净利 5.06 亿元(+0.53%), 扣非归母净利 3.56 亿元(+48.22%)。26Q1 实现营收 11.18 亿元(+17.84%), 归母净利 0.66 亿元(+132.76%), 扣非归母净利 0.41 亿元(+94.81%)。此外, 公司公告新一轮回购方案, 拟以不超过 58.04 元/股回购 1-2 亿元股份用于股权激励或员工持股计划, 实控人承诺 12 个月内不减持。
- 分渠道看, 线下调整拖累整体收入, 线上抖音系表现亮眼: 25 年线上/OMO/线下分销渠道分别实现收入 39.51/4.63/9.18 亿元, 同比分别+1.00%/-11.20%/-27.91%, 线下滑主因经销渠道收缩。线上渠道中, 自营收入 29.88 亿元(+2.94%), 阿里系 17.14 亿元(-0.67%)基本持平, 抖音系 9.70 亿元(+17.25%)增长强劲, 京东系 4.42 亿元(-16.06%)有所承压。线上渠道毛利率 76.23%(+2.76pct), 货架电商毛利率显著提升。26Q1 收入同比+17.84%, 收入端拐点确认, 我们预计线上渠道继续贡献主要增量。
- 分品牌看, 薇诺娜宝贝及瑗科缙增长亮眼: 25 年护肤品/彩妆/医疗器械分别实现收入 45.75/4.72/2.65 亿元, 同比分别-4.71%/-14.35%/-25.39%。核心品牌薇诺娜在中国皮肤学级护肤品赛道市占率约 19.4%, 高端护肤品市场排名第四。子品牌方面, 薇诺娜宝贝实现收入 2.35 亿元(+17.02%), 抖音渠道大增约 110%; 瑗科缙收入同比增长超 100%, 覆盖全国超 600 家院线机构; 贝芙汀建立“分级祛痘”用户心智; 初普品牌完成收购, 高端家用射频美容仪市场排名从 TOP15 跃升至 TOP5。
- 盈利能力: 毛利率稳中有升, 费用率持续优化: ①毛利率: 25 年 74.46%(+0.72pct), 护肤品毛利率 76.65%(+2.04pct), 线上渠道毛利率 76.23%(+2.76pct)。26Q1 毛利率 73.35%(-4.12pct)。②期间费用率: 25 年 63.80%(-0.25pct)。26Q1 期间费用率 66.08%(-8.66pct), 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), 费用端明显改善。③归母净利率: 25 年 9.44%(+0.67pct), 扣非归母净利率同比+48.22%。26Q1 归母净利率 5.90%(+2.91pct), 叠加其他收益同比+359% (政府补助增加), 利润弹性充分释放。
- 盈利预测与投资评级: 贝泰妮是我国皮肤学级护肤龙头, 专业化品牌形象稳固, 线上线下多平台拓展顺利, 品牌矩阵逐步完善, 系列新品上新后有望贡献业绩增量。考虑到品牌焕新业绩逐渐释放, 我们将公司 2026-27 年归母净利润预测 8.1/9.4 亿元下调至 6.3/7.2 亿元, 新增 2028 年归母净利润预测 8.3 亿元, 对应 PE 分别为 28/24/21X, 考虑到公司敏感肌赛道龙头地位稳固且管理层经营改善趋势明确, 维持“买入”评级。
- 风险提示: 市场竞争加剧, 产品推广不及预期等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	41.31
一年最低/最高价	35.80/51.80
市净率(倍)	2.80
流通 A 股市值(百万元)	17,403.61
总市值(百万元)	17,498.92

基础数据

每股净资产(元,LF)	14.78
资产负债率(% LF)	24.71
总股本(百万股)	423.60
流通 A 股(百万股)	421.29

相关研究

- 《贝泰妮(300957): 2024 年报及 2025 年一季报点评: 短期业绩承压, 期待经营拐点》
2025-05-03
- 《贝泰妮(300957): 2024 年三季报点评: Q3 收入同增 14%, 期待业绩逐步回暖》
2024-10-25

贝泰妮三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	5,868	5,826	6,344	6,978	营业总收入	5,359	5,924	6,463	7,064
货币资金及交易性金融资产	4,308	4,092	4,432	4,879	营业成本(含金融类)	1,369	1,516	1,640	1,758
经营性应收款项	828	916	998	1,089	税金及附加	77	77	84	92
存货	528	580	623	669	销售费用	2,676	2,962	3,206	3,497
合同资产	0	0	0	0	管理费用	495	551	601	657
其他流动资产	203	237	290	342	研发费用	237	261	284	311
非流动资产	2,473	2,584	2,685	2,777	财务费用	11	(32)	(51)	(64)
长期股权投资	344	364	384	404	加:其他收益	68	89	90	92
固定资产及使用权资产	842	747	643	530	投资净收益	87	96	104	120
在建工程	13	23	33	43	公允价值变动	43	0	0	0
无形资产	552	638	724	810	减值损失	(66)	(9)	(14)	(14)
商誉	293	262	231	201	资产处置收益	3	1	1	1
长期待摊费用	107	127	147	167	营业利润	629	765	881	1,012
其他非流动资产	323	423	523	623	营业外净收支	(12)	(12)	(12)	(12)
资产总计	8,341	8,410	9,029	9,756	利润总额	617	753	869	1,000
流动负债	1,556	1,191	1,281	1,367	减:所得税	100	121	139	160
短期借款及一年内到期的非流动负债	552	71	71	71	净利润	517	633	730	840
经营性应付款项	447	495	536	574	减:少数股东损益	11	6	7	8
合同负债	80	89	96	103	归属母公司净利润	506	626	722	832
其他流动负债	476	536	577	619	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.19	1.48	1.71	1.96
非流动负债	481	481	481	481	EBIT	542	557	648	750
长期借款	207	207	207	207	EBITDA	810	742	842	953
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	74.46	74.41	74.62	75.11
租赁负债	76	76	76	76	归母净利率(%)	9.44	10.57	11.18	11.78
其他非流动负债	199	199	199	199	收入增长率(%)	(6.58)	10.54	9.11	9.30
负债合计	2,037	1,672	1,762	1,849	归母净利润增长率(%)	0.53	23.86	15.34	15.14
归属母公司股东权益	6,157	6,584	7,106	7,738					
少数股东权益	147	154	161	169					
所有者权益合计	6,305	6,737	7,267	7,907					
负债和股东权益	8,341	8,410	9,029	9,756					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	977	708	760	851	每股净资产(元)	14.92	15.93	17.16	18.65
投资活动现金流	(138)	(215)	(206)	(191)	最新发行在外股份(百万股)	424	424	424	424
筹资活动现金流	(297)	(709)	(214)	(214)	ROIC(%)	6.43	6.58	7.40	7.93
现金净增加额	539	(216)	340	446	ROE-摊薄(%)	8.21	9.51	10.17	10.75
折旧和摊销	268	185	194	203	资产负债率(%)	24.42	19.89	19.51	18.95
资本开支	(483)	(171)	(171)	(171)	P/E(现价&最新股本摊薄)	34.60	27.94	24.22	21.04
营运资本变动	255	(63)	(98)	(112)	P/B(现价)	2.77	2.59	2.41	2.21

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)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。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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。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。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的),北交所基准指数为北证 50 指数),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>