

## 贝泰妮 (300957.SZ)

## 买入 (首次评级)

### 线上渠道&新品牌表现突出，盈利显著修复

财务指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入 (百万元)	5,736	5,359	5,992	6,635	7,268
增长率 yoy (%)	3.9	-6.6	11.8	10.7	9.5
归母净利润 (百万元)	503	506	647	749	849
增长率 yoy (%)	-33.5	0.5	27.9	15.7	13.4
ROE (%)	8.0	8.2	9.7	10.3	10.6
EPS 最新摊薄 (元)	1.19	1.19	1.53	1.77	2.00
P/E (倍)	35.4	35.2	27.5	23.8	21.0
P/B (倍)	2.9	2.8	2.6	2.4	2.2

资料来源：聚源数据，公司财报，长城证券产业金融研究院

**公司发布 2025 年年报及 2026 年一季报：**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%；扣非后归母净利润 3.56 亿元，同比+48.22%。2025Q4 公司实现营业收入 18.94 亿元，同比+10.26%；归母净利润 2.34 亿元，同比+164.87%；扣非后归母净利润 1.72 亿元，同比+270.54%。2026Q1 公司实现营业收入 11.18 亿元，同比+17.84%；归母净利润 0.66 亿元，同比+132.76%；扣非后归母净利润 0.41 亿元，同比+94.81%。

#### 线上渠道实现增长，品牌矩阵搭建成效逐步释放。

1) 分渠道来看，根据贝泰妮 2025 年年报，2025 年公司线上渠道销售收入同比增长 1.00%至 39.51 亿元，其中自营线上渠道销售收入 29.88 亿元，同比+2.94%，其中内容电商表现更为亮眼，得益于商城定制化运营及达播体系搭建，实现销售收入同比增长约 17.25%；OMO 渠道销售收入 4.63 亿元，同比-11.20%；线下渠道销售收入 9.18 亿元，同比-27.91%。

2) 分品牌来看，根据贝泰妮 2025 年年报，2025 年“薇诺娜”核心大单品保持强势地位，“薇诺娜舒敏保湿特护霜”系列产品蝉联敏感肌面霜赛道销售榜首，“薇诺娜清透防晒乳”构建了覆盖日常通勤到户外活动的精细化场景矩阵，“薇诺娜修白瓶”系列中的“修白水乳”成为抖音水乳新品 TOP1，并且推出“银核系列”成功开辟敏感肌抗老新赛道。新品牌方面，2025 年“薇诺娜宝贝”实现收入 2.35 亿元，同比+17.02%，其中线上抖音渠道收入同比+109.56%，线下成功进驻山姆、屈臣氏等优质 KA 渠道；2025 年“瓊科缦”收入同比增长超 100.00%，线上渠道收入同比+140.90%，高端抗老品牌形象深入人心；分级祛痘品牌“贝芙汀”实现曝光量超 3.2 亿次，“药+妆”方案与互联网医疗服务有效提升复购率；“姬芮”及“泊美”品牌将坚持深化大单品战略，大力拓展海外市场，强化年轻化与温和抗老心智，实现品牌焕新与业绩增长；2025 年公司成功收购“初普”，完成在医疗器械及家用美容仪领域的布局。

**盈利水平修复，销售费用管控得当。**2025Q4、2026Q1 公司归母净利率为 12.34%、5.90%，同比+7.21pct、+2.91pct；毛利率为 74.70%、73.35%，同比+0.93pct、-4.12pct。费用端，2025Q4、2026Q1 公司销售费用率为 44.21%、53.03%，同比-5.63pct、-3.00pct，根据贝泰妮 2025 年年报，公司实施了有效的营销预算追踪、

#### 股票信息

行业	基础化工
2026 年 05 月 08 日收盘价(元)	42.07
总市值 (百万元)	17,820.85
流通市值 (百万元)	17,820.85
总股本 (百万股)	423.60
流通股本 (百万股)	423.60
近 3 月日均成交额(百万元)	253.66

#### 作者



分析师 郭庆龙

SAC: S1070525120002

邮箱: guoqinglong@cgws.com



分析师 吕科佳

SAC: S1070526010001

邮箱: lvkejia@cgws.com



分析师 黄淑妍

SAC: S1070514080003

邮箱: huangsy@cgws.com

#### 相关研究

管控策略,营销人员薪酬费用和渠道及广告宣传费有所节约,带动销售费用率回落。

**盈利预测及投资建议。**公司旗下主品牌经营持续修复、新品牌保持放量,线上渠道业务快速增长,同时盈利能力实现了显著修复,我们看好公司后续发展,预测公司2026-2028年实现归母净利润6.47亿元、7.49亿元、8.49亿元,对应PE 27.5X、23.8X、21.0X,首次覆盖给予“买入”评级。

**风险提示:**商誉减值超预期,新品推广不及预期,渠道优化不及预期,费用管控不及预期,市场竞争加剧,原材料价格大幅波动。

## 财务报表和主要财务比率

### 资产负债表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>流动资产</b>	6133	5868	6668	6878	7728
现金	1810	2458	2463	2999	3244
应收票据及应收账款	720	559	848	718	995
其他应收款	37	40	40	51	47
预付账款	53	88	58	108	72
存货	612	528	829	651	992
其他流动资产	2901	2194	2430	2351	2378
<b>非流动资产</b>	2171	2473	2556	2635	2748
长期股权投资	279	344	412	480	548
固定资产	707	699	690	686	680
无形资产	259	552	590	635	688
其他非流动资产	926	878	864	834	831
<b>资产总计</b>	8304	8341	9224	9513	10476
<b>流动负债</b>	1518	1556	1964	1678	1960
短期借款	315	481	627	444	438
应付票据及应付账款	447	447	506	572	610
其他流动负债	756	628	831	663	912
<b>非流动负债</b>	598	481	442	400	362
长期借款	322	207	167	126	88
其他非流动负债	276	274	275	275	275
<b>负债合计</b>	2116	2037	2406	2078	2322
少数股东权益	138	147	161	178	197
股本	424	424	424	424	424
资本公积	2817	2834	2834	2834	2834
留存收益	2952	3205	3672	4213	4826
归属母公司股东权益	6050	6157	6656	7256	7957
<b>负债和股东权益</b>	8304	8341	9224	9513	10476

### 现金流量表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>经营活动现金流</b>	695	977	405	987	600
净利润	495	517	661	765	868
折旧摊销	160	194	183	208	192
财务费用	-1	11	-23	-33	-52
投资损失	-62	-87	-69	-66	-69
营运资金变动	37	255	-364	112	-333
其他经营现金流	65	87	17	2	-6
<b>投资活动现金流</b>	-1084	-138	-353	-111	-216
资本支出	378	483	194	220	236
长期投资	-759	254	-68	-68	-68
其他投资现金流	53	91	-92	177	89
<b>筹资活动现金流</b>	52	-297	-248	-138	-140
短期借款	211	166	147	-184	-6
长期借款	317	-115	-40	-41	-38
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	-29	16	0	0	0
其他筹资现金流	-447	-365	-355	87	-95
<b>现金净增加额</b>	-338	539	-197	738	245

资料来源: 聚源数据, 公司财报, 长城证券产业金融研究院

### 利润表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>营业收入</b>	5736	5359	5992	6635	7268
营业成本	1506	1369	1535	1707	1883
营业税金及附加	70	77	86	95	104
销售费用	2866	2676	2936	3218	3489
管理费用	513	495	545	597	647
研发费用	295	237	264	289	313
财务费用	-1	11	-23	-33	-52
资产和信用减值损失	-187	-66	-54	-46	-36
其他收益	90	68	95	101	89
公允价值变动收益	178	43	40	40	40
投资净收益	62	87	69	66	69
资产处置收益	-4	3	3	3	3
<b>营业利润</b>	625	629	802	926	1049
营业外收入	3	3	3	3	3
营业外支出	19	15	16	16	16
<b>利润总额</b>	608	617	789	913	1035
所得税	114	100	128	148	167
<b>净利润</b>	495	517	661	765	868
少数股东损益	-8	11	14	16	19
<b>归属母公司净利润</b>	503	506	647	749	849
EBITDA	766	817	945	1083	1171
EPS (元/股)	1.19	1.19	1.53	1.77	2.00

### 主要财务比率

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>成长能力</b>					
营业收入 (%)	3.9	-6.6	11.8	10.7	9.5
营业利润 (%)	-28.9	0.7	27.6	15.4	13.3
归属母公司净利润 (%)	-33.5	0.5	27.9	15.7	13.4
<b>获利能力</b>					
毛利率 (%)	73.7	74.5	74.4	74.3	74.1
净利率 (%)	8.6	9.6	11.0	11.5	11.9
ROE (%)	8.0	8.2	9.7	10.3	10.6
ROIC (%)	7.2	7.4	8.4	9.1	9.5
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	25.5	24.4	26.1	21.8	22.2
净负债比率 (%)	-15.9	-24.4	-21.7	-30.0	-30.9
流动比率	4.0	3.8	3.4	4.1	3.9
速动比率	3.5	3.3	2.9	3.6	3.3
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.7	0.6	0.7	0.7	0.7
应收账款周转率	9.2	8.6	8.8	8.7	8.7
应付账款周转率	5.2	5.8	5.6	5.7	5.6
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	1.19	1.19	1.53	1.77	2.00
每股经营现金流 (最新摊薄)	1.64	2.31	0.95	2.33	1.42
每股净资产 (最新摊薄)	14.28	14.92	16.10	17.51	19.17
<b>估值比率</b>					
P/E	35.4	35.2	27.5	23.8	21.0
P/B	2.9	2.8	2.6	2.4	2.2
EV/EBITDA	19.0	17.8	15.3	12.7	11.5

## 免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。长城证券版权所有并保留一切权利。

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

## 投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅15%以上	强于大市	预期未来6个月内行业整体表现战胜市场
增持	预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于5%~15%之间	中性	预期未来6个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间	弱于大市	预期未来6个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来6个月内股价相对行业指数跌幅5%以上		
行业指中信一级行业，市场指沪深300指数			

## 长城证券产业金融研究院

### 深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路2026号能源大厦南塔楼16层  
邮编：518033  
传真：86-755-83516207

### 上海

地址：上海市浦东新区世博馆路200号A座8层  
邮编：200126  
传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>

### 北京

地址：北京市宣武门西大街129号金隅大厦B座27层  
邮编：100031  
传真：86-10-88366686