

经营改善，盈利修复

贝泰妮 2025 年报及 26Q1 点评

核心观点

- **公司公布 2025 年报及 2026Q1 业绩，25Q4 /26Q1 呈现边际修复。**公司 2025 年实现营收 53.59 亿元/-6.58%，归母净利润 5.06 亿元/+0.53%，扣非归母净利 3.56 亿元 /+48.22%。其中 25Q4 营业收入/归母净利润分别为 18.94/2.34 亿元，同比 +10.3%/+164.9%；26Q1 现营业收入/归母净利润 11.18/0.66 亿元，同比 +17.8%/+132.8%，较 25 年前三季度呈现显著修复。1) 分品牌，2025 年薇诺娜/薇诺娜宝贝/瑗科缦实现收入 44.32/2.35/1.29 亿元，同比-9.7%/+17.0%/+115.1%；2) 分渠道看，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 +1.00%/-11.20%/-27.91%。其中线上渠道中抖音系收入 9.70 亿元(同比+17.25%)，表现强劲；线下降幅较大因经销渠道收缩所致。
- **费用率改善驱动盈利修复。**1)公司 2025 年销售毛利率 74.46%，同比+ 0.72pct，全年毛利率有所修复；2026Q1 毛利率 73.35%，同比- 4.12pct，预计主系短期控价调整影响。2) 2025 年销售费用率 49.93%，同比-0.04pct；管理费用率 9.24%/+0.30pct，研发费用率 4.43%/-0.72pct；2026Q1 销售/管理/研发费用率分别为 53.03%/9.48%/3.11%，同比分别变动-3.0/-2.96/-2.99pct，推动净利率改善，26Q1 归母净利率 5.90%(+2.91pct)，叠加因政府补助增加带来其他收益同比+359% (政府补助增加)，利润弹性充分释放。
- **展望 2026 年，重点看薇诺娜企稳和新品牌差异化突围。**核心主品牌薇诺娜持续巩固敏感肌龙头身位，依托特护与阳光方案双引擎，重点发力“妆械联合”产品矩阵；专业细分赛道上，薇诺娜宝贝深耕润肤乳、防晒、面霜三大核心品类并实施“3+3”策略，高端品牌瑗科缦精准卡位医美修护与抗老增效场景；同时，依托初普的双核心爆品首创“能量仪器+专属护肤”的妆械协同方案，配合姬芮与泊美深化大单品并重塑年轻化与温和抗老心智，多维合力驱动集团业绩的高质量增长。

盈利预测与投资建议

- 考虑到公司战略改善下，主品牌经营逐渐向好并持续围绕核心群体推新品，同时也在多品牌上相继发力，叠加公司强化费用管控，有望带动盈利向上。根据年报和一季报，我们调整盈利预测并引入 2028 年的盈利预测，预计 2026-28 年每股收益分别 1.53/1.75/1.87 亿元 (原 26-27 年为 1.63 和 1.87 元)，将可比公司 2026 年平均 30 倍 PE 作为 2026 年估值，目标价为 45.9 元，维持“增持评级”。
- **风险提示：**行业竞争加剧、终端消费需求持续减弱、新品上市及销售不及预期。

公司主要财务信息

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	5,736	5,359	5,993	6,562	7,155
同比增长(%)	3.9%	-6.6%	11.8%	9.5%	9.0%
营业利润(百万元)	625	629	767	876	937
同比增长(%)	-28.9%	0.7%	22.0%	14.2%	6.9%
归属母公司净利润(百万元)	503	506	647	742	793
同比增长(%)	-33.5%	0.5%	28.0%	14.6%	6.9%
每股收益(元)	1.19	1.19	1.53	1.75	1.87
毛利率(%)	73.7%	74.5%	70.0%	69.4%	69.0%
净利率(%)	8.8%	9.4%	10.8%	11.3%	11.1%
净资产收益率(%)	8.4%	8.3%	10.0%	10.6%	10.7%
市盈率	32.0	31.8	24.9	21.7	20.3
市净率	2.7	2.6	2.4	2.2	2.1

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级

增持 (维持)

股价 (2026年05月21日)	37.99 元
目标价格	45.9 元
52 周最高价/最低价	51.44/35.8 元
总股本/流通 A 股 (万股)	42,360/42,129
A 股市值 (百万元)	16,093
国家/地区	中国
行业	美容护理
报告发布日期	2026 年 05 月 22 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	-4.67	2.65	-18.26	-15.47
相对表现%	-1.99	2.33	-20.89	-37.6
沪深 300%	-2.68	0.32	2.63	22.13



证券分析师

陈笑	执业证书编号：S0860525100005 chenxiao2@orientsec.com.cn 021-63326320
郑紫舟	执业证书编号：S0860526050001 zhengzizhou@orientsec.com.cn 021-63326320

相关报告

短期业绩承压，期待变革后的效果	2025-05-06
盈利短期承压，期待业绩企稳修复	2024-10-28
业绩稳健增长，“薇诺娜”品牌进入 2.0 时代	2024-09-02

表 1：可比公司估值

公司名称	公司代码	最新股价	EPS(元/股)				PE 估值			
		(元人民币)	2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E
珀莱雅	603605	55.4	3.78	4.09	4.50	4.88	15	14	12	11
丸美生物	603983	24.3	0.62	0.83	1.02	1.19	39	29	24	20
上海家化	600315	18.0	0.40	0.58	0.74	0.86	45	31	25	21
水羊股份	300740	25.5	0.38	0.56	0.72	0.84	67	45	35	30
敷尔佳	301371	31.5	0.83	1.05	1.24	1.42	38	30	25	22
平均值							40	30	24	21

数据来源：wind，东方证券研究所

备注：最新市值取自 2026 年 5 月 21 日收盘价。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	单位:百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	1,810	2,458	3,904	4,198	4,805	营业收入	5,736	5,359	5,993	6,562	7,155
应收票据、账款及款项融资	1,047	740	625	684	746	营业成本	1,506	1,369	1,795	2,005	2,221
预付账款	53	88	60	66	72	销售费用	2,866	2,676	2,865	3,084	3,349
存货	612	528	539	1,003	1,111	管理费用	513	495	455	472	501
其他	2,611	2,053	2,058	2,062	2,067	研发费用	295	237	150	164	179
流动资产合计	6,133	5,868	7,186	8,013	8,800	财务费用	(1)	11	1	(8)	(12)
长期股权投资	279	344	344	344	344	资产、信用减值损失	187	66	10	15	20
固定资产	707	699	506	306	99	公允价值变动收益	178	43	10	10	10
在建工程	51	13	19	22	24	投资净收益	62	87	55	60	60
无形资产	259	552	441	331	221	其他	16	(6)	(15)	(23)	(31)
其他	875	866	671	618	618	营业利润	625	629	767	876	937
非流动资产合计	2,171	2,473	1,982	1,622	1,305	营业外收入	3	3	10	10	10
资产总计	8,304	8,341	9,167	9,635	10,106	营业外支出	19	15	5	5	5
短期借款	315	481	481	481	481	利润总额	608	617	772	881	942
应付票据及应付账款	447	447	586	655	725	所得税	114	100	125	139	149
其他	756	628	637	646	655	净利润	495	517	647	742	793
流动负债合计	1,518	1,556	1,704	1,782	1,861	少数股东损益	(8)	11	0	0	0
长期借款	322	207	207	207	207	归属于母公司净利润	503	506	647	742	793
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益 (元)	1.19	1.19	1.53	1.75	1.87
其他	276	274	274	274	274						
非流动负债合计	598	481	481	481	481	主要财务比率					
负债合计	2,116	2,037	2,186	2,263	2,342		2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
少数股东权益	138	147	147	147	147	成长能力					
实收资本 (或股本)	424	424	424	424	424	营业收入	3.9%	-6.6%	11.8%	9.5%	9.0%
资本公积	2,672	2,689	2,834	2,834	2,834	营业利润	-28.9%	0.7%	22.0%	14.2%	6.9%
留存收益	2,952	3,205	3,577	3,968	4,359	归属于母公司净利润	-33.5%	0.5%	28.0%	14.6%	6.9%
其他	2	(160)	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	6,188	6,305	6,982	7,373	7,764	毛利率	73.7%	74.5%	70.0%	69.4%	69.0%
负债和股东权益总计	8,304	8,341	9,167	9,635	10,106	净利率	8.8%	9.4%	10.8%	11.3%	11.1%
						ROE	8.4%	8.3%	10.0%	10.6%	10.7%
						ROIC	7.8%	7.7%	8.7%	9.2%	9.3%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	资产负债率	25.5%	24.4%	23.8%	23.5%	23.2%
净利润	495	517	647	742	793	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	143	191	401	410	367	流动比率	4.04	3.77	4.22	4.50	4.73
财务费用	(1)	11	1	(8)	(12)	速动比率	3.64	3.43	3.90	3.94	4.13
投资损失	(62)	(87)	(55)	(60)	(60)	营运能力					
营运资金变动	320	198	277	(456)	(101)	应收账款周转率	9.2	8.6	10.1	10.0	10.0
其它	(200)	147	129	(10)	(10)	存货周转率	2.0	2.4	3.4	2.6	2.1
经营活动现金流	695	977	1,400	618	977	总资产周转率	0.7	0.6	0.7	0.7	0.7
资本支出	(209)	(335)	(50)	(50)	(50)	每股指标 (元)					
长期投资	(70)	(63)	0	0	0	每股收益	1.19	1.19	1.53	1.75	1.87
其他	(806)	259	227	70	70	每股经营现金流	1.64	2.31	3.30	1.46	2.31
投资活动现金流	(1,084)	(138)	177	20	20	每股净资产	14.28	14.54	16.13	17.06	17.98
债权融资	342	(117)	0	0	0	估值比率					
股权融资	(64)	16	145	0	0	市盈率	32.0	31.8	24.9	21.7	20.3
其他	(226)	(196)	(276)	(343)	(389)	市净率	2.7	2.6	2.4	2.2	2.1
筹资活动现金流	52	(297)	(131)	(343)	(389)	EV/EBITDA	16.4	15.1	10.7	9.8	9.7
汇率变动影响	(1)	(2)	-0	-0	-0	EV/EBIT	20.1	19.6	16.3	14.4	13.6
现金净增加额	(338)	539	1,446	294	607						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或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（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）；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。