

## 美容护理

2026年04月27日

# 贝泰妮 (300957)

——品牌矩阵焕新进阶协同共进，迈入高质量增长新阶段

报告原因：有业绩公布需要点评

**买入** (上调)

投资要点：

市场数据：2026年04月27日

收盘价(元)	42.50
一年内最高/最低(元)	51.80/35.80
市净率	2.9
股息率%(分红/股价)	2.12
流通A股市值(百万元)	18,003
上证指数/深证成指	4,086.34/14,995.75

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2026年03月31日

每股净资产(元)	14.78
资产负债率%	24.71
总股本/流通A股(百万)	424/424
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

证券分析师

王立平 A0230511040052  
wanglp@swsresearch.com  
王盼 A0230523120001  
wangpan@swsresearch.com  
聂霜 A0230524120002  
nieshuang@swsresearch.com

联系人

王盼 A0230523120001  
wangpan@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

- **公司发布 25 年年报及 26 年一季度报告，业绩表现超预期。** 25 年营收 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%。其中，25Q4 营收 18.94 亿元，同比+10.26%，已重回正增长轨道。26Q1 营收 11.18 亿元，同比+17.84%；归母净利润 0.66 亿元，同比+132.76%。
- **盈利能力方面。** 1) 25 年毛利率 74.46% (同比+0.72pct)；2) 归母净利率 9.44% (同比+0.67pct)；3) 销售费用率 49.93% (同比-0.04pct)，主因公司实施有效的营销预算追踪与管控策略，营销人员薪酬及渠道广告宣传费有所节约；4) 管理费用率 9.24% (同比+0.30pct)；5) 研发费用率 4.43% (同比-0.72pct)，主因公司阶段性调整研发投入，研发人员薪酬等支出同比减少。
- **主品牌壁垒持续加固，多品牌矩阵势能全面释放。** 1) 主品牌薇诺娜：稳居国内皮肤学级护肤品龙头，市占率 19.4% 位列行业第一，特护霜、防晒乳等经典大单品保持领先优势，银核系列、311 次抛精华等新品顺利放量，依托专业医学背书深度参与行业学术活动，持续强化敏感肌用户心智与专业壁垒。2) 多品牌协同发展：薇诺娜宝贝营收稳步增长，实现收入 2.35 亿元、同比+17.02%，稳居婴童功效护肤第一梯队；瑗科缙院线渠道快速扩张、营收同比翻倍增长，高端抗衰品牌定位清晰；初普稳居家用美容仪行业前列，仪器搭配护肤形成协同效应；姬芮、泊美等成熟品牌完成产品焕新，海外业务稳步推进，矩阵成长动力充足。
- **全渠道精细化运营落地，线上渠道势能持续强化。** 25 年线上渠道销售营收 39.51 亿元，同比+1.00%，占比大幅提升至 74.10%，其中自营收入同比+2.94%、占比进一步提升；OMO 渠道 25 年营收 4.63 亿元，同比-11.20%，占比下降至 8.67%；线下渠道 25 年营收 9.18 亿元，同比-27.91%，占比 17.23%，渠道收缩影响逐步出清，整体渠道结构更趋健康，为后续盈利释放奠定坚实基础。公司全面投入即时零售渠道布局，借助 KA 渠道客户成熟的分销网络与公司自营专柜网点。海外市场稳步拓展，通过自营，品牌国际化步伐持续加码。
- **多品牌成长逻辑明确，长期发展动能充足。** 公司深耕敏感肌功效护肤主业，薇诺娜筑牢核心基本盘，薇诺娜宝贝、瑗科缙、初普等新品牌快速突破。未来依托产品迭代、渠道优化与运营提效，持续打开第二增长曲线，驱动业绩稳步上行。根据公司业绩及新品孵化情况，我们上调 26-27 年并新增 28 年盈利预测，预计 26-28 年归母净利润为 6.7/8.4/9.5 亿元（原预测 26-27 年为 4.8/5.8 亿元），对应 PE 为 27/21/19 倍。考虑到华熙生物、水羊股份、上海家化 3 家可比公司 26 年平均 PE 为 40 倍，我们上调原有评级至“**买入**”评级。
- **风险提示：** 行业竞争加剧风险，主品牌依赖风险，新品推广放量不及预期等风险。

财务数据及盈利预测

	2025	2026Q1	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	5,359	1,118	6,035	6,679	7,291
同比增长率(%)	-6.6	17.8	12.6	10.7	9.2
归母净利润(百万元)	506	66	669	841	951
同比增长率(%)	0.5	132.8	32.2	25.8	13.1
每股收益(元/股)	1.20	0.16	1.58	1.99	2.25
毛利率(%)	74.5	73.3	75.7	76.3	75.2
ROE(%)	8.2	1.1	9.7	11.3	11.7
市盈率	36		27	21	19

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

## 财务摘要

百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	5,736	5,359	6,035	6,679	7,291
其中：营业收入	5,736	5,359	6,035	6,679	7,291
减：营业成本	1,506	1,369	1,469	1,586	1,812
减：税金及附加	70	77	86	96	104
主营业务利润	4,160	3,913	4,480	4,997	5,375
减：销售费用	2,866	2,676	2,957	3,206	3,427
减：管理费用	513	495	483	468	532
减：研发费用	295	237	241	334	292
减：财务费用	-1	11	-9	-11	-15
经营性利润	487	494	808	1,000	1,139
加：信用减值损失（损失以“-”填列）	-13	4	0	0	0
加：资产减值损失（损失以“-”填列）	-175	-70	-25	0	0
加：投资收益及其他	152	155	68	68	68
营业利润	625	629	854	1,072	1,210
加：营业外净收入	-16	-12	-13	-14	-13
利润总额	608	617	842	1,059	1,197
减：所得税	114	100	158	199	225
净利润	495	517	683	859	972
少数股东损益	-8	11	15	18	21
归属于母公司所有者的净利润	503	506	669	841	951

资料来源：公司公告，申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

华东团队	茅炯	021-33388488	maojiong@swhysc.com
华北团队	肖霞	15724767486	xiaoxia@swhysc.com
华南团队	王维宇	0755-82990590	wangweiyu@swhysc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhysc.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swhysc.com

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数 (A 股)、恒生中国企业指数 (H 股)、纳斯达克指数 (美股)

### 法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司 (隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”) 在中华人民共和国境内 (香港、澳门、台湾除外) 发布，仅供本公司的客户 (包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户) 使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及 (若有必要) 咨询独立投资顾问。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。