

贝泰妮（300957.SZ）

经营拐点逐步显现，多品牌矩阵加速成长

优于大市

核心观点

收入实现稳健增长，扣非归母净利润较快提升。公司 2026H1 实现营收 25.92 亿元/yoy+9.27%，归母净利润 2.92 亿元/yoy+18.30%，扣非归母净利润 2.46 亿元/yoy+34.85%。其中 2026Q2 实现营收 14.74 亿元/yoy+3.55%，归母净利润 2.26 亿元/yoy+3.44%，扣非归母净利润 2.05 亿元/yoy+27.09%。上半年非经常性收益约 0.46 亿元，主要来自政府补助及委托理财收益。

分品牌看，2026H1 薇诺娜实现收入 19.99 亿/yoy+2.54%，主品牌基本盘逐步企稳；薇诺娜宝贝实现收入 1.69 亿元/yoy+54.04%，婴童功效护肤业务加速放量；瑗科缙实现收入 0.75 亿元/yoy+46.00%，姬芮/和泊美分别实现增速 +22.48%/-12.92%，泊美仍处于品牌调整阶段；初普实现收入 0.41 亿元，围绕家用美容仪和配套护肤品推进“仪器+护肤”布局。

分渠道看，2026H1 线上渠道实现收入 20.17 亿/yoy+15.71%，收入占比提升至 78.33%，线上自营实现收入 16.23 亿/yoy+22.49%，其中阿里系实现收入 7.76 亿/yoy+0.96%，抖音系实现收入 6.42 亿/yoy+57.38%，拼多多实现收入 1.59 亿/yoy+55.87%，京东系实现收入 1.45 亿/yoy-10.98%，抖音及拼多多成为线上业务增长的主要驱动力。OMO 渠道实现收入 1.55 亿元/yoy-18.74%，其中线下直营收入同比增长 29.53%，但自建线上平台收入仍有压力；线下经销及代销渠道实现收入 4.03 亿元/yoy-5.05%，降幅较此前有所收窄。

毛利率同环比改善，营销效率提升推动扣非利润较快增长。2026Q2 公司毛利率为 75.59%/yoy+0.55pct，环比 Q1 提升 2.24pct。核心护肤产品及渠道结构有所改善，带动毛利率同比转升。销售/管理/研发费用率为 48.63%/6.23%/5.17%，同比分别-4.29%/+1.01%/+1.06pct。销售费用率下降主要系公司动态调整营销人员、渠道及广告宣传投入，营销效率改善；管理费用率提升主要系人员薪酬及咨询服务费用增加；研发费用率提升主要与研发项目推进节奏有关，Q2 研发投入较一季度明显提升。

风险提示：宏观环境风险，新品销量不及预期，行业竞争加剧。

投资建议：公司主品牌薇诺娜恢复正增长，特护、防晒等核心品类保持稳定，并持续向美白、抗老及医美修护等细分需求延伸；薇诺娜宝贝、瑗科缙及姬芮增长提速，初普进一步补充美容仪及妆械协同布局，多品牌收入结构逐步完善。渠道端，抖音及拼多多延续较快增长，线上自营占比提升带动渠道结构优化，营销费用增速低于收入增速，推动扣非盈利能力明显修复。我们维持公司 2026-2027 年归母净利润至 6.49/7.34/8.10 亿，对应 PE 分别为 22/19/17x，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	5,736	5,359	6,048	6,642	7,096
(+/-%)	3.9%	-6.6%	12.9%	9.8%	6.8%
净利润(百万元)	503	506	649	734	810
(+/-%)	-33.5%	0.5%	28.3%	13.1%	10.4%
每股收益(元)	1.19	1.19	1.53	1.73	1.91
EBIT Margin	13.6%	13.9%	9.8%	10.7%	11.2%
净资产收益率(ROE)	8.3%	8.2%	9.8%	10.3%	10.5%
市盈率(PE)	27.87	27.73	21.60	19.11	17.30
EV/EBITDA	17.99	18.18	24.30	20.55	18.29
市净率(PB)	2.32	2.28	2.12	1.97	1.82

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

美容护理·化妆品

证券分析师：张峻豪

021-60933168

zhangjh@guosen.com.cn

S0980517070001

证券分析师：孙乔容若

021-60375463

sunqiaorongruo@guosen.com.cn

S0980523090004

证券分析师：柳旭

0755-81981311

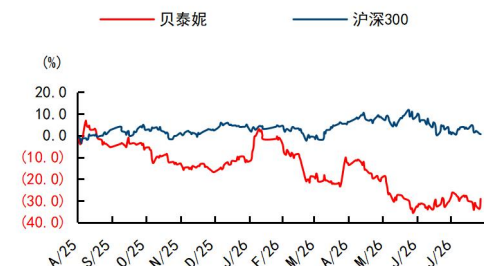
liuxu1@guosen.com.cn

S0980522120001

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	33.20 元
总市值/流通市值	14064/14064 百万元
52 周最高价/最低价	51.80/29.48 元
近 3 个月日均成交额	253.41 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《贝泰妮（300957.SZ）-整体业绩企稳回升，多品牌矩阵贡献新增量》——2026-04-27

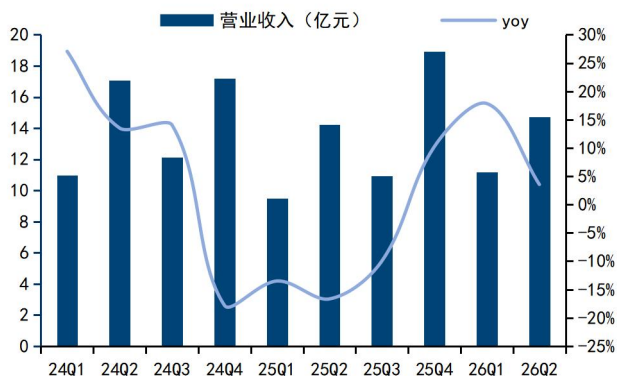
《贝泰妮（300957.SZ）-三季度归母净利润扭亏为盈，期待后续业绩持续改善》——2025-10-28

《贝泰妮（300957.SZ）-多因素致短期业绩承压，积极管理变革静待拐点出现》——2025-04-28

《贝泰妮（300957.SZ）-三季度收入平稳增长 14%，高费用投放致利润阶段性亏损》——2024-10-27

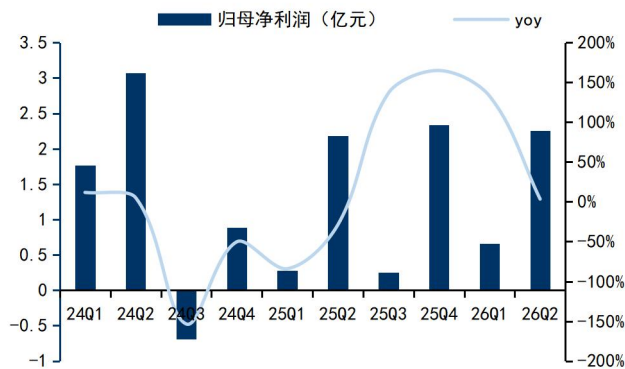
《贝泰妮（300957.SZ）-上半年收入同比增长 18%，持续推进多品牌矩阵建设》——2024-08-29

图1：公司营业收入及增速（单位：亿元、%）



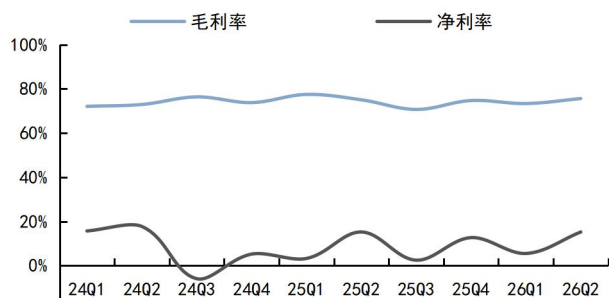
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司归母净利润及增速（单位：亿元、%）



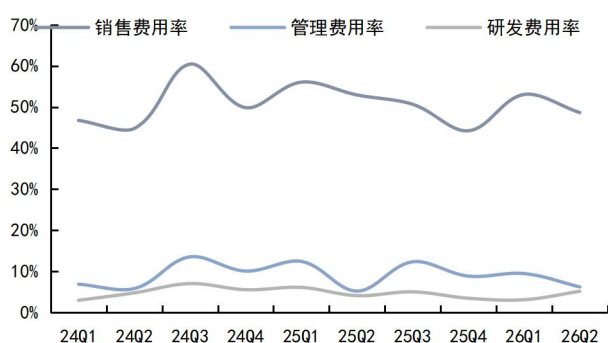
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司毛利率及净利率情况



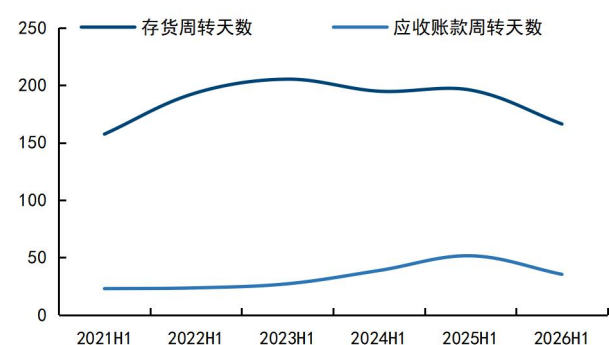
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司费用率情况



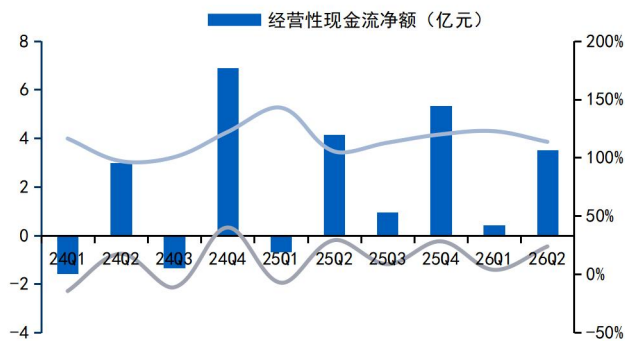
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5：公司存货周转天数及应收账款周转天数



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：公司现金流情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

表1：可比公司估值表

代码	公司简称	股价 (2026-8-26)	总市值 亿元	EPS				PE				ROE (%) (25A)	PEG (26E)	投资评级
				25A	26E	27E	28E	25A	26E	27E	28E			
300957.SZ	贝泰妮	33.10	140	1.19	1.53	1.73	1.91	33.18	21.60	19.11	17.30	8.21	0.76	优于大市
603605.SH	珀莱雅	63.26	250	3.78	4.17	4.68	4.94	18.10	15.18	13.52	12.81	24.39	1.49	优于大市

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

风险提示：宏观环境风险，新品销量不及预期，行业竞争加剧。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E	利润表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	1810	2458	2000	2000	2000	营业收入	5736	5359	6048	6642	7096
应收款项	757	599	414	455	486	营业成本	1506	1369	1474	1581	1641
存货净额	612	528	599	643	670	营业税金及附加	70	77	70	76	82
其他流动资产	526	432	2419	2657	2838	销售费用	2866	2676	3127	3487	3761
流动资产合计	6133	5868	7133	7555	7994	管理费用	513	495	784	787	815
固定资产	758	712	928	1167	1231	财务费用	(1)	11	21	39	30
无形资产及其他	259	552	531	510	489	投资收益	62	87	65	50	70
投资性房地产	875	866	866	866	866	资产减值及公允价值变动	352	112	120	135	110
长期股权投资	279	344	344	344	344	其他收入	(571)	(302)	0	0	0
资产总计	8304	8341	9802	10441	10923	营业利润	625	629	758	857	947
短期借款及交易性金融负债	378	552	1359	1239	928	营业外净收支	(16)	(12)	1	2	1
应付款项	447	447	319	341	353	利润总额	608	617	759	858	948
其他流动负债	693	557	722	784	832	所得税费用	114	100	96	109	120
流动负债合计	1518	1556	2400	2363	2112	少数股东损益	(8)	11	14	15	17
长期借款及应付债券	322	207	207	207	207	归属于母公司净利润	503	506	649	734	810
其他长期负债	276	274	424	575	727						
长期负债合计	598	481	631	782	934	现金流量表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
负债合计	2116	2037	3032	3145	3047	净利润	503	506	649	734	810
少数股东权益	138	147	158	171	184	资产减值准备	155	(105)	117	44	22
股东权益	6050	6157	6612	7125	7692	折旧摊销	116	140	108	124	136
负债和股东权益总计	8304	8341	9802	10441	10923	公允价值变动损失	(352)	(112)	(120)	(135)	(110)
						财务费用	(1)	11	21	39	30
关键财务与估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E	营运资本变动	526	100	(1568)	(44)	(5)
每股收益	1.19	1.19	1.53	1.73	1.91	其它	(159)	110	(106)	(32)	(9)
每股红利	0.62	0.63	0.46	0.52	0.57	经营活动现金流	788	639	(920)	692	845
每股净资产	14.28	14.54	15.61	16.82	18.16	资本开支	0	(58)	(301)	(251)	(91)
ROIC	15%	15%	10%	10%	11%	其它投资现金流	(1190)	578	150	(100)	(200)
ROE	8%	8%	10%	10%	11%	投资活动现金流	(1257)	456	(151)	(351)	(291)
毛利率	74%	74%	76%	76%	77%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	14%	14%	10%	11%	11%	负债净变化	317	(115)	0	0	0
EBITDA Margin	16%	16%	12%	13%	13%	支付股利、利息	(264)	(267)	(195)	(220)	(243)
收入增长	4%	-7%	13%	10%	7%	其它融资现金流	82	315	807	(121)	(311)
净利润增长率	-34%	1%	28%	13%	10%	融资活动现金流	188	(447)	613	(341)	(554)
资产负债率	27%	26%	33%	32%	30%	现金净变动	(281)	648	(458)	0	0
息率	1.9%	1.9%	1.4%	1.6%	1.7%	货币资金的期初余额	2091	1810	2458	2000	2000
P/E	27.9	27.7	21.6	19.1	17.3	货币资金的期末余额	1810	2458	2000	2000	2000
P/B	2.3	2.3	2.1	2.0	1.8	企业自由现金流	1277	806	(1243)	450	736
EV/EBITDA	18.0	18.2	24.3	20.5	18.3	权益自由现金流	1676	1006	(453)	295	399

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032