

# 贝泰妮 (300957.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评  
证券研究报告

## 拟收购悦江投资 51% 股权，多品牌布局再下一城、进军大众线

### 事件简评

■ 公司 9 月 28 日公告全资子公司海南贝泰妮拟以自有资金 4.855 亿元收购悦江投资 48.55% 股权+5000 万元认购新增注册资本 12.4279 万元。本次交易完成后，公司将持有悦江投资 51% 股权、创始人郭亮持股 25.97%，悦江投资将纳入公司合并报表范围。业绩承诺：23/24/25 年净利润分别不低于 0.5/0.8/1.05 亿元、三年累计净利润不低于 2.35 亿元。

### 经营分析

- 悦江投资具备国内外多渠道运营能力，此次收购有利于结合双方优势创造协同效应，从而强化公司国际布局和提高经营业绩。悦江投资 22 年/1H23 营收 3.08/2.86 亿元，净利润 1429/1845 万元、净利率 4.6%/6.5%。
- 悦江投资创始人郭亮曾创立广州百库、以运营美即面膜起家，后被美即收购（美即后被欧莱雅收购）。悦江投资目前聚焦于 Za 姬芮、泊美双品牌（22 年被资生堂出售）。1) Za 姬芮：多合一妆前隔离销售亮眼，猫旗近一年（22.09-23.08，下同）GMV 1.25 亿元、抖音近 180 天（23.4.1-23.9.27，下同）GMV 0.75-1 亿元，成功打造明星单品美白防晒妆前隔离（价格 59 元/支）、贡献猫旗 GMV 80%+。2) 泊美：定位植萃科技护肤，猫旗近一年 GMV 3307 万元，抖音近 180 天 GMV 250-500 万元。
- 公司 23 年来多管齐下、积极求变，1) 渠道：发力抖音、持续精细化运营天猫；2) 产品：7 月合作抖音超品日上新修白瓶、8 月联合天猫小黑盒推出特润霜；3) 品牌矩阵：初具雏形、薇诺娜聚焦“敏感+”拓展+贝芙汀卡位精准/分级科学祛痘+AOXMED 进军高端抗衰+薇诺娜 baby 专注婴童敏感肌护肤；4) 组织端：9.5 通过回购议案，回购股份用于股权激励。

### 盈利预测、估值与评级

■ 本次收购助力公司向大众护肤品延伸、进一步完善品牌矩阵。考虑到暂未完成交割、维持盈利预测，预计 23-25 年归母净利润 13.33/16.72/20.66 亿元，同增 27%/25%/24%，对应 23-25 年 PE 30/24/19 倍，维持“买入”评级。

### 风险提示

■ 新品牌孵化/产品/渠道拓展不及预期

商贸零售组

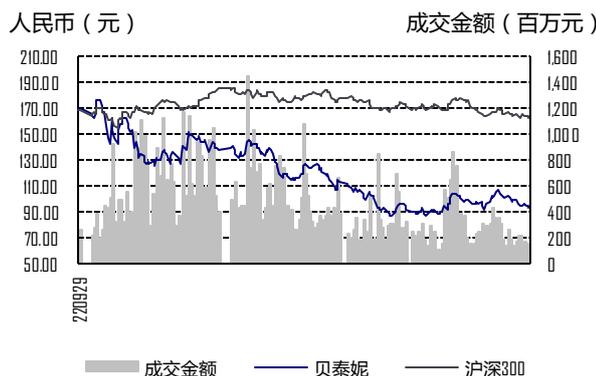
分析师：罗晓婷（执业 S1130520120001）

luoxiaoting@gjzq.com.cn

市价（人民币）：93.31 元

相关报告：

- 1.《贝泰妮点评：股份回购带来短期催化，用于股权激励、激发组织活力》，2023.9.6
- 2.《贝泰妮点评：2Q23 归母净利润同比+17%，期待经营数据逐季改...》，2023.8.29
- 3.《贝泰妮 1Q23 业绩点评：1Q23 归母净利润同比+8.4%，期...》，2023.4.26



### 公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	4,022	5,014	6,423	8,097	10,060
营业收入增长率	52.57%	24.65%	28.10%	26.07%	24.24%
归母净利润(百万元)	863	1,051	1,333	1,672	2,066
归母净利润增长率	58.77%	21.82%	26.80%	25.44%	23.58%
摊薄每股收益(元)	2.037	2.482	3.147	3.948	4.878
每股经营性现金流净额	2.72	1.82	2.85	3.71	4.75
ROE(归属母公司)(摊薄)	18.15%	18.93%	20.55%	21.84%	22.70%
P/E	94.39	60.14	29.65	23.64	19.13
P/B	17.13	11.39	6.09	5.16	4.34

来源：公司年报、国金证券研究所（注：股价更新至 9 月 28 日）

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	2,636	4,022	5,014	6,423	8,097	10,060	货币资金	752	2,035	2,514	3,184	4,147	5,434
增长率	52.6%	24.6%	24.6%	28.1%	26.1%	24.2%	应收账款	336	341	529	443	558	693
主营业务成本	-626	-965	-1,243	-1,580	-1,976	-2,414	存货	254	463	671	779	947	1,125
%销售收入	23.7%	24.0%	24.8%	24.6%	24.4%	24.0%	其他流动资产	49	2,386	2,001	2,097	2,113	2,130
毛利	2,010	3,057	3,771	4,843	6,121	7,646	流动资产	1,391	5,225	5,715	6,503	7,765	9,382
%销售收入	76.3%	76.0%	75.2%	75.4%	75.6%	76.0%	%总资产	86.8%	89.9%	85.1%	85.4%	86.6%	87.9%
营业税金及附加	-46	-52	-56	-64	-81	-101	长期投资	0	0	92	92	92	92
%销售收入	1.7%	1.3%	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%	固定资产	109	310	556	621	683	740
销售费用	-1,107	-1,681	-2,048	-2,633	-3,336	-4,185	%总资产	6.8%	5.3%	8.3%	8.2%	7.6%	6.9%
%销售收入	42.0%	41.8%	40.8%	41.0%	41.2%	41.6%	无形资产	76	106	145	180	218	256
管理费用	-169	-245	-343	-405	-486	-604	非流动资产	211	587	1,004	1,108	1,201	1,292
%销售收入	6.4%	6.1%	6.8%	6.3%	6.0%	6.0%	%总资产	13.2%	10.1%	14.9%	14.6%	13.4%	12.1%
研发费用	-63	-113	-255	-308	-405	-503	<b>资产总计</b>	<b>1,602</b>	<b>5,812</b>	<b>6,719</b>	<b>7,611</b>	<b>8,967</b>	<b>10,673</b>
%销售收入	2.4%	2.8%	5.1%	4.8%	5.0%	5.0%	短期借款	0	49	62	50	50	50
息税前利润 (EBIT)	625	966	1,069	1,432	1,814	2,254	应付款项	197	549	645	630	760	935
%销售收入	23.7%	24.0%	21.3%	22.3%	22.4%	22.4%	其他流动负债	194	302	285	313	378	468
财务费用	1	10	14	56	74	98	流动负债	391	900	992	994	1,187	1,453
%销售收入	0.0%	-0.3%	-0.3%	-0.9%	-0.9%	-1.0%	长期贷款	0	0	0	0	0	0
资产减值损失	-15	-17	-18	0	0	0	其他长期负债	9	134	125	82	74	68
公允价值变动收益	0	11	-6	0	0	0	负债	400	1,034	1,117	1,076	1,261	1,522
投资收益	3	19	81	80	80	80	<b>普通股股东权益</b>	<b>1,199</b>	<b>4,755</b>	<b>5,552</b>	<b>6,485</b>	<b>7,656</b>	<b>9,102</b>
%税前利润	0.5%	1.8%	6.6%	5.1%	4.1%	3.3%	其中：股本	360	424	424	424	424	424
营业利润	650	1,016	1,212	1,568	1,967	2,431	未分配利润	726	1,330	2,072	3,005	4,175	5,622
营业利润率	24.6%	25.3%	24.2%	24.4%	24.3%	24.2%	少数股东权益	3	23	50	50	50	50
营业外收支	-2	2	2	0	0	0	<b>负债股东权益合计</b>	<b>1,602</b>	<b>5,812</b>	<b>6,719</b>	<b>7,611</b>	<b>8,967</b>	<b>10,673</b>
税前利润	648	1,018	1,214	1,568	1,967	2,431	<b>比率分析</b>						
利润率	24.6%	25.3%	24.2%	24.4%	24.3%	24.2%		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
所得税	-104	-154	-163	-235	-295	-365	<b>每股指标</b>						
所得税率	16.1%	15.1%	13.5%	15.0%	15.0%	15.0%	每股收益	1.510	2.037	2.482	3.147	3.948	4.878
净利润	544	864	1,050	1,333	1,672	2,066	每股净资产	3.331	11.226	13.107	15.310	18.073	21.488
少数股东损益	0	1	-1	0	0	0	每股经营现金净流	1.197	2.721	1.816	2.848	3.711	4.746
归属于母公司的净利润	544	863	1,051	1,333	1,672	2,066	每股股利	0.450	0.600	0.800	0.944	1.184	1.463
净利率	20.6%	21.5%	21.0%	20.8%	20.7%	20.5%	<b>回报率</b>						
							净资产收益率	45.33%	18.15%	18.93%	20.55%	21.84%	22.70%
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							总资产收益率	33.93%	14.85%	15.65%	17.51%	18.65%	19.36%
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	投入资本收益率	43.66%	16.97%	16.31%	18.49%	19.88%	20.82%
净利润	544	864	1,050	1,333	1,672	2,066	<b>增长率</b>						
少数股东损益	0	1	-1	0	0	0	主营业务收入增长率	35.64%	52.57%	24.65%	28.10%	26.07%	24.24%
非现金支出	39	91	137	65	81	84	EBIT增长率	27.57%	54.46%	10.72%	33.97%	26.62%	24.26%
非经营收益	-5	-26	-100	-94	-78	-78	净利润增长率	31.94%	58.77%	21.82%	26.80%	25.44%	23.58%
营运资金变动	-148	224	-318	-97	-104	-62	总资产增长率	47.80%	262.86%	15.59%	13.28%	17.82%	19.04%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>431</b>	<b>1,153</b>	<b>769</b>	<b>1,206</b>	<b>1,572</b>	<b>2,010</b>	<b>资产管理能力</b>						
资本开支	-89	-270	-353	-160	-175	-175	应收账款周转天数	20.7	19.7	18.8	20.0	20.0	20.0
投资	0	-2,307	254	0	0	0	存货周转天数	131.9	135.6	166.5	180.0	175.0	170.0
其他	3	19	81	80	80	80	应付账款周转天数	59.8	78.1	89.1	70.0	70.0	70.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-86</b>	<b>-2,558</b>	<b>-18</b>	<b>-80</b>	<b>-95</b>	<b>-95</b>	固定资产周转天数	9.5	10.2	15.0	32.5	25.6	20.3
股权募资	0	2,925	0	0	0	0	<b>偿债能力</b>						
债权募资	-15	0	0	-40	0	0	净负债/股东权益	-62.57%	-57.90%	-69.36%	-69.90%	-71.78%	-74.49%
其他	-106	-261	-320	-403	-504	-622	EBIT利息保障倍数	-711.3	-95.9	-74.4	-25.6	-24.6	-23.1
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-121</b>	<b>2,664</b>	<b>-320</b>	<b>-443</b>	<b>-504</b>	<b>-622</b>	资产负债率	24.97%	17.79%	16.62%	14.13%	14.06%	14.26%
<b>现金净流量</b>	<b>224</b>	<b>1,258</b>	<b>431</b>	<b>684</b>	<b>973</b>	<b>1,294</b>							

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-06-15	买入	199.04	N/A
2	2022-08-29	买入	188.45	N/A
3	2022-10-26	买入	142.99	N/A
4	2023-03-02	买入	137.88	N/A
5	2023-03-30	买入	120.60	N/A
6	2023-04-26	买入	107.91	N/A
7	2023-08-29	买入	97.72	N/A
8	2023-09-06	买入	103.88	N/A

来源：国金证券研究所

投资评级的说明：

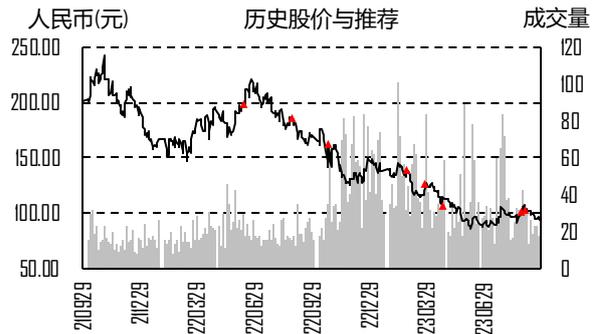
- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持



**特别声明：**

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

---

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮编：201204	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	邮编：518000 地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806

---