



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

买入 (维持)

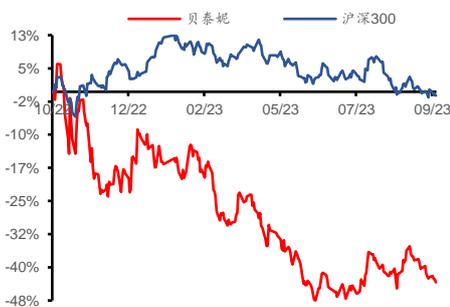
行业: 美容护理
日期: 2023年10月06日

分析师: 王盼
Tel: 021-53686243
E-mail: wangpan@shzq.com
SAC 编号: S0870523030001
联系人: 梁瑞
Tel: 021-53686409
E-mail: liangrui@shzq.com
SAC 编号: S0870123050017

基本数据

最新收盘价 (元)	93.31
12mth A 股价格区间 (元)	86.50-177.10
总股本 (百万股)	423.60
无限售 A 股/总股本	51.32%
流通市值 (亿元)	202.85

最近一年股票与沪深 300 比较



相关报告:

- 《Q2 业绩环比提速, 择高立向宽行》
——2023 年 08 月 29 日
- 《23Q1 业绩超预期, 关注新品培育进度》
——2023 年 04 月 27 日
- 《股权激励彰显信心, 破圈敏肌赛道进阶多品牌矩阵》
——2023 年 03 月 30 日

拟收购悦江投资, 有望增强品牌矩阵和运营能力

■ 投资摘要

事件概述

9月28日, 公司发布《关于对外投资收购股权及增资的公告》。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, 同时以自有资金5000万元认购悦江投资新增注册资本12.4279万元。本次交易完成后, 公司将通过海南贝泰妮持有悦江投资51%的股权, 悦江投资将纳入公司合并报表范围。

分析与判断

悦江投资对23-25年做出业绩承诺。悦江投资致力于相关化妆品品牌产品销售与品牌运营等业务, 2022年悦江投资营业收入为3.08亿元, 净利润为1429.49万元, 净利率约为4.6%; 2023H1营收为2.86亿元, 净利润为1845.13万元, 净利率为6.5%。**根据公司公告, 本次收购做出业绩承诺, 业绩承诺期间为本次交易交割日当年起的连续三个会计年度, 悦江投资(即管理层股东)承诺2023-2025年悦江投资所产生的净利润分别为不低于5000万元人民币、8000万元人民币和1.05亿元人民币, 同比增速分别不低于250%、60%、31%, 三年累计净利润承诺数不低于2.35亿元人民币。**本次交易定价参照悦江投资投前10亿元人民币的估值, 以及增资5000万元, 投后估值为10.5亿元, 根据2023年净利润5000万元, 对应PE为21倍。

悦江投资目前拥有Za姬芮、泊美两个自主品牌。泊美和Za姬芮是由资生堂创建。其中, **Za姬芮于1997年成立, 面向年轻女性的彩妆品牌, 以隔离、粉底等底妆产品为主。根据化妆品观察品观的数据, Za经典单品隔离霜在2022年取得了抖音防晒美白隔离霜TOP1, 天猫美白隔离霜TOP1。2023年重磅推出第五代“升级隔离家族”—Za新焕真皙隔离霜家族。**泊美成立于2001年, 是资生堂集团针对中国市场推出的本地化大众护肤品牌, 主打植物护肤, 在CS渠道培养了大量顾客群。公司主“薇诺娜(Winona)”品牌专注于敏感肌肤护理和修饰, 此外母婴品牌“薇诺娜宝贝(Winona Baby)”、专业抗老科技品牌“瑗科缙(AOXMED)”、专业祛痘品牌“贝芙汀(Beforteen)”等品牌, 具有不同的市场定位、能够覆盖不同的消费群体, 我们认为收购Za姬芮、泊美后有望进一步加强品牌矩阵建设。

悦江投资拥有强品牌运营能力, 有望赋能公司线上运营。悦江投资致力于相关化妆品品牌产品销售与品牌运营等业务, 核心团队在该领域具备丰富行业经验和国内外多渠道运营能力。悦江投资创始人郭亮曾创立了广州百库, 代理了美即面膜、ABC卫生巾等品牌的线上业务, 到2013年被欧莱雅收购, 承接欧莱雅内部全线品牌线上销售业务。我们认为收购后有望进一步增强公司的线上运营能力, 通过发挥公司与悦江投资各自的优势产业资源, 创造协同效应, 有助于进一步提升公司的整体竞争力。

■ 投资建议

公司前期股价回调幅度较大, 当下估值反应此前悲观预期。我们预计

2023-2025 年公司营收分别为 64.18、80.87、100.29 亿元，同比分别 +28%、+26%、+24%；归母净利润分别为 13.47、16.95、21.02 亿元，同比分别+28.1%、+25.9%、+24.0%，对应 EPS 分别为 3.18、4.00、4.96 元，对应 PE 分别为 29、23、19 倍，维持“买入”评级。

■ 风险提示

行业景气度下行风险；竞争加剧风险；产品质量事故风险；新品推广不及预期风险；消费复苏不及预期风险；渠道流量变革等。

■ 数据预测与估值

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	5014	6418	8087	10029
年增长率	24.6%	28.0%	26.0%	24.0%
归母净利润	1051	1347	1695	2102
年增长率	21.8%	28.1%	25.9%	24.0%
每股收益（元）	2.48	3.18	4.00	4.96
市盈率（X）	37.60	29.35	23.31	18.80
市净率（X）	7.12	6.03	4.79	3.82

资料来源：Wind，上海证券研究所（2023 年 09 月 28 日收盘价）

公司财务报表数据预测汇总
资产负债表 (单位: 百万元)

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	2514	3386	4651	6513
应收票据及应收账款	270	413	441	617
存货	671	638	1038	1051
其他流动资产	2260	2294	2384	2491
流动资产合计	5715	6731	8515	10672
长期股权投资	83	124	172	224
投资性房地产	9	14	20	26
固定资产	206	242	272	290
在建工程	349	475	615	752
无形资产	78	89	101	113
其他非流动资产	278	312	345	371
非流动资产合计	1004	1257	1525	1776
资产总计	6719	7988	10040	12448
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	372	463	626	723
合同负债	58	92	113	137
其他流动负债	561	698	871	1056
流动负债合计	992	1253	1610	1915
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	125	125	125	125
非流动负债合计	125	125	125	125
负债合计	1117	1378	1735	2041
股本	424	424	424	424
资本公积	2846	2846	2846	2846
留存收益	2283	3291	4986	7088
归属母公司股东权益	5552	6560	8256	10358
少数股东权益	50	50	50	50
股东权益合计	5602	6610	8305	10408
负债和股东权益合计	6719	7988	10040	12448

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流量	769	1492	1553	2121
净利润	1050	1347	1695	2102
折旧摊销	118	91	110	123
营运资金变动	-318	117	-162	11
其他	-81	-63	-90	-115
投资活动现金流量	-18	-281	-289	-259
资本支出	-353	-298	-324	-316
投资变动	254	-46	-54	-58
其他	81	63	89	115
筹资活动现金流量	-320	-339	0	0
债权融资	0	0	0	0
股权融资	0	0	0	0
其他	-320	-339	0	0
现金净流量	431	872	1265	1862

利润表 (单位: 百万元)

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	5014	6418	8087	10029
营业成本	1243	1588	1995	2467
营业税金及附加	56	82	99	123
销售费用	2048	2643	3337	4141
管理费用	343	419	530	665
研发费用	255	249	332	420
财务费用	-14	0	0	0
资产减值损失	-19	0	0	0
投资收益	81	63	89	115
公允价值变动损益	-6	0	0	0
营业利润	1212	1574	1977	2449
营业外收支净额	2	0	0	0
利润总额	1214	1574	1977	2449
所得税	163	227	281	347
净利润	1050	1347	1695	2102
少数股东损益	-1	0	0	0
归属母公司股东净利润	1051	1347	1695	2102

主要指标

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
盈利能力指标				
毛利率	75.2%	75.3%	75.3%	75.4%
净利率	21.0%	21.0%	21.0%	21.0%
净资产收益率	18.9%	20.5%	20.5%	20.3%
资产回报率	15.6%	16.9%	16.9%	16.9%
投资回报率	17.0%	19.2%	19.2%	19.0%
成长能力指标				
营业收入增长率	24.6%	28.0%	26.0%	24.0%
EBIT 增长率	15.1%	34.6%	24.9%	23.7%
归母净利润增长率	21.8%	28.1%	25.9%	24.0%
每股指标 (元)				
每股收益	2.48	3.18	4.00	4.96
每股净资产	13.11	15.49	19.49	24.45
每股经营现金流	1.82	3.52	3.67	5.01
每股股利	1	0	0	0
营运能力指标				
总资产周转率	0.75	0.80	0.81	0.81
应收账款周转率	18.56	15.53	18.34	16.25
存货周转率	1.85	2.49	1.92	2.35
偿债能力指标				
资产负债率	16.6%	17.3%	17.3%	16.4%
流动比率	5.76	5.37	5.29	5.57
速动比率	4.51	4.39	4.27	4.70
估值指标				
P/E	37.60	29.35	23.31	18.80
P/B	7.12	6.03	4.79	3.82
EV/EBITDA	49.03	22.63	17.52	13.48

资料来源: Wind, 上海证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数

相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和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、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断