

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

贝泰妮(300957)

投资评级 买入

上次评级 买入

刘嘉仁 社零&美护首席分析师

执业编号: S1500522110002

联系电话: 15000310173

邮箱: liujiaren@cindasc.com

周子莘 美护行业分析师

执业编号: S1500522110001

联系电话: 13276656366

邮箱: zhousixin@cindasc.com

李汶静 美护行业研究助理

联系电话: 17380152149

邮箱: liwenjing@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

贝泰妮系列之五：拟收购悦江投资控股权，集团化运营雏形形成

2023 年 10 月 08 日

事件：公司拟收购悦江投资 51% 股权，其核心团队具备的行业经验以及多渠道运营能力有助于强化公司竞争力：公司全资子公司海南贝泰妮投资有限公司以自有资金 4.855 亿元受让悦江（广州）投资有限公司 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，并纳入公司合并报表范围。

重点点评：公司有望进入强研发+强运营的集团化时代。我们在此前系列报告中有所提及，贝泰妮在研发、B 端资源把握、线下专业渠道销售上遥遥领先占领高地，今年公司重视并逐步加深 C 端消费属性的提升，悦江投资具备强线上运营能力团队的并入亦是今年改革重点的一环，有望推动公司在强研发的壁垒上继续进阶铸造强研发+强运营的壁垒，同时大众护肤品品牌系列、功能性护肤品品牌系列、高端化妆品品牌系列的搭建助力公司进入集团化运营时代。

- **悦江投资主营化妆品业务，具备优秀渠道运营团队。**悦江投资主营化妆品品牌产品销售与品牌运营等业务，团队方面，创始人郭亮曾于 2009 年创立百库（后被欧莱雅收购），公司核心创始团队来自欧莱雅、宝洁、百库、美国通用电气、阿里、唯品会等知名公司，其核心团队在化妆品领域具备丰富行业经验和国内外多渠道运营能力。品牌方面，悦江投资旗下品牌为 2021 年收购的源自资生堂集团的 Za 和泊美品牌，均定位大众美妆市场，核心单品价格带基本位于 50-200 元之间，其中 Za 品牌以大单品隔离霜为主，根据青眼，该单品在 2022 年位列抖音防晒美白隔离霜 TOP1、天猫美白隔离霜 TOP1，Za 品牌 2023 年 1-9 月抖音 GMV 达 1.26 亿元/yoy+677%、天猫旗舰店 GMV 达 0.93 亿元；泊美品牌更多聚焦基础清洁以及护肤水乳霜产品，品牌 2023 年 1-9 月抖音 GMV 为 0.03 亿元/yoy+19%、天猫旗舰店 GMV 为 0.16 亿元。
- **收购业绩承诺提升增长确定性。**悦江投资 2022/23H1 收入分别为 3.08/2.86 亿元，净利润分别为 0.14/0.18 亿元，本次收购的业绩承诺为：交易交割日当年起的连续三个会计年度，悦江投资净利润分别为不低于 0.5/0.8/1.05 亿元（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，业绩承诺提升增长确定性。
- **收购直接利好在于完善品牌矩阵&增厚公司营收、利润。**从完善品牌矩阵来看，定位大众市场的 Za、泊美与贝泰妮自有针对敏感肌赛道的功能性品牌薇诺娜、薇诺娜 baby 以及高端线 AOXMED 形成差异化布局，品牌矩阵进一步完善，或可帮助贝泰妮把握各个美妆市场细分赛道的成长机遇。从投资回报来看，若以（承诺净利润×持股比例 51%）/收购总金额计算回报率，则 2024-2025 年投资回报率分别为 7.6%、10.0%，显著高于现金委托理财的投资回报率，考虑到截止 23H1，贝泰妮货币资金余额为 16.33 亿元，本次收并购或将有助于提高资金利用率、在未来数年内持续增厚利润。
- **核心助益在于优秀团队加入增强公司 C 端运营能力。**我们在先前的贝泰妮系列报告中提及：公司已经具备较强的研发与 B 端资源把握能力，因此本次收购除直接带来收入利润端增厚外，核心助益在于优秀团队加入后加强公司 C 端运营能力、进一步巩固提升公司的整体竞争力，在主品牌具备较强品牌力的基础上，运营能力提升或推动主品牌实现更好销售表现，为公司提供更多收入业绩增量。参考欧莱雅收购百库的经验，亦可看到类似的收购逻辑：2013 年美即收购其线上运营商百库，2014 年欧莱雅完成对于美

即的收购，亦将百库纳入欧莱雅旗下。基于百库团队，欧莱雅自营电商渠道的能力不断提升，陆续将原本代运营的线上旗舰店收归自营，集团旗下绝大部分品牌电商业务都由百库负责。考虑到欧莱雅此前亦通过收购小护士品牌后借助品牌原有销售网络发展自有品牌的动作，或许具备优秀线上运营能力的百库方为欧莱雅的收购目标，而与百库“同出一门”的悦江有望基于其优秀的多渠道运营能力与贝泰妮产生协同效应，推动主品牌实现更优销售表现。

- **投资建议：**持续看好公司在皮肤学级护肤品β赛道通过稳步提升渗透率获得增长，在已具备较强研发以及B端教育能力的基础上，优秀团队加入有望继续加强消费者端运营能力，看好公司加速成长为兼具研发与运营能力的国货龙头。我们预测：不考虑并表因素，2023-2025年收入分别为64.18/81.90/102.43亿元，同比分别增长28.01%/27.60%/25.07%，归母净利润分别为13.05/16.89/21.60亿元，同比分别增长24.1%/29.4%/27.9%；考虑并表因素后，2023-2025年收入分别为66.68/91.31/113.48亿元，同比分别增长33.0%/36.9%/24.3%，归母净利润分别为13.13/17.30/22.27亿元，同比分别增长24.9%/31.7%/28.7%，对应PE分别为30/23/18X，维持“买入”评级。
- **风险因素：**团队磨合节奏不及预期、新品牌表现较弱、细分赛道竞争加剧。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	4,022	5,014	6,668	9,131	11,348
增长率 YoY %	52.6%	24.6%	33.0%	36.9%	24.3%
归属母公司净利润(百万元)	863	1,051	1,313	1,730	2,227
增长率 YoY%	58.8%	21.8%	24.9%	31.7%	28.7%
毛利率%	76.0%	75.2%	76.7%	77.9%	78.2%
净资产收益率ROE%	18.1%	18.9%	20.1%	21.8%	22.8%
EPS(摊薄)(元)	2.04	2.48	3.10	4.08	5.26
市盈率 P/E(倍)	45.80	37.60	30.10	22.85	17.75
市净率 P/B(倍)	8.31	7.12	6.06	4.97	4.05

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为2023年09月28日收盘价

图目录

图 1: 悦江以代理——收购模式布局自有品牌矩阵	4
图 2: 悦江投资三年累计净利润承诺数不低于 2.35 亿元	4
图 3: 大众线美妆品牌并入进一步完善公司产品矩阵	5
图 4: 百库负责运营欧莱雅旗下品牌旗舰店	5



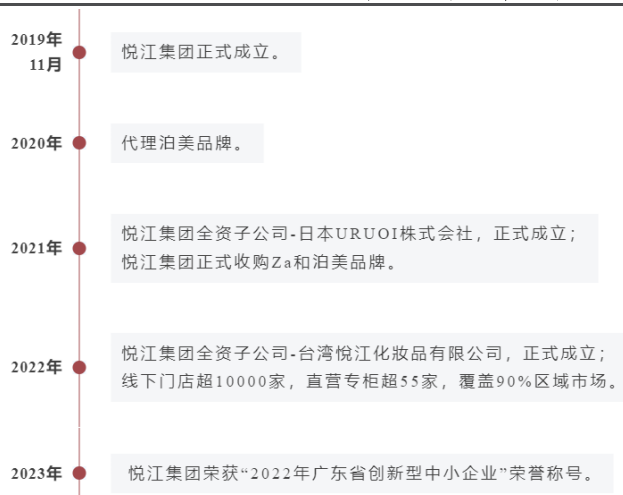
事件：公司拟收购悦江投资 51% 股权，其核心团队具备的行业经验以及多渠道运营能力有助于强化公司竞争力：公司全资子公司海南贝泰妮投资有限公司以自有资金 4.855 亿元受让悦江（广州）投资有限公司 48.55% 股权，同时以自有资金 5000 万元认购悦江投资新增注册资本 12.4279 万元。本次交易完成后，公司将通过海南贝泰妮持有悦江投资 51% 的股权、并纳入公司合并报表范围。

重点点评：公司有望进入强研发+强运营的集团化时代。我们在此前系列报告中有所提及，贝泰妮在研发、B 端资源把握、线下专业渠道销售上遥遥领先占领高地，今年公司重视并逐步加深 C 端消费属性的提升，悦江投资具备强线上运营能力团队的并入亦是今年改革重点的一环，有望推动公司在强研发的壁垒上继续进阶铸造强研发+强运营的壁垒，同时大众护肤品品牌系列、功能性护肤品品牌系列、高端化妆品品牌系列的搭建助力公司进入集团化运营时代。

悦江投资主营化妆品业务，具备优秀渠道运营团队。悦江投资主营化妆品品牌产品销售与品牌运营等业务，团队方面，创始人郭亮曾于 2009 年创立百库（后被欧莱雅收购），公司核心创始团队来自欧莱雅、宝洁、百库、美国通用电气、阿里、唯品会等知名公司，其核心团队在化妆品领域具备丰富行业经验和国内外多渠道运营能力。品牌方面，悦江投资旗下品牌为 2021 年收购的源自资生堂集团的 Za 和泊美品牌，均定位大众美妆市场，核心单品价格带基本位于 50-200 元之间，其中 Za 品牌以大单品隔离霜为主（单品在抖音渠道近一年 GMV 占比达 97%），根据青眼，该单品在 2022 年位列抖音防晒美白隔离霜 TOP1、天猫美白隔离霜 TOP1，Za 品牌 2023 年 1-9 月抖音 GMV 达 1.26 亿元/yoy+677%、天猫旗舰店 GMV 达 0.93 亿元，泊美品牌更多聚焦基础清洁以及护肤水乳霜产品，品牌 2023 年 1-9 月抖音 GMV 为 0.03 亿元/yoy+19%、天猫旗舰店 GMV 为 0.16 亿元。

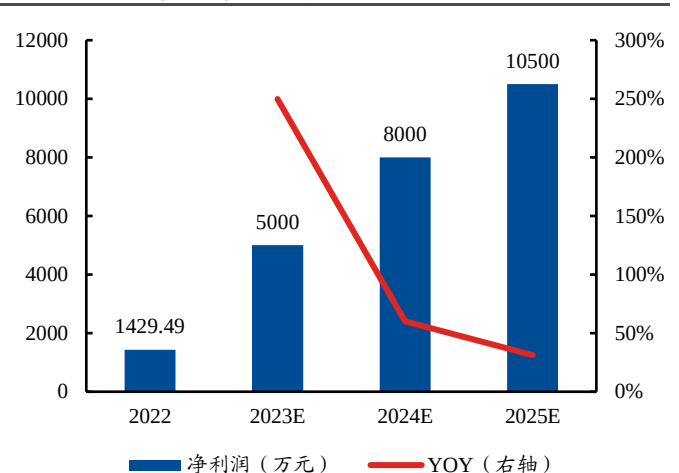
收购业绩承诺提升增长确定性。悦江投资 2022/23H1 收入分别为 3.08/2.86 亿元，净利润分别为 0.14/0.18 亿元，本次收购的业绩承诺为：交易交割日当年起的连续三个会计年度，悦江投资净利润分别为不低于 0.5/0.8/1.05 亿元（同比增速分别不低于 250%/60%/31%），三年累计净利润承诺数不低于 2.35 亿元，业绩承诺提升增长确定性。

图1：悦江以代理——收购模式布局自有品牌矩阵



资料来源：悦江集团微信公众号，信达证券研发中心

图2：悦江投资三年累计净利润承诺数不低于 2.35 亿元



资料来源：wind，信达证券研发中心

收购直接利好在于完善品牌矩阵&增厚公司营收、利润。从完善品牌矩阵来看，定位大众市场的 Za、泊美与贝泰妮自有针对敏感肌赛道的功能性品牌薇诺娜、薇诺娜 baby 以及高端线 AOXMED 形成差异化布局，品牌矩阵进一步完善，或可帮助贝泰妮把握各个美妆市场细分赛道的成长机遇。**从投资回报来看，**若以(承诺净利润×持股比例 51%)/收购总金额计算回报率，则

2024-2025 年投资回报率分别为 7.6%、10.0%，显著高于现金委托理财的投资回报率，考虑到截止 23H1，贝泰妮货币资金余额为 16.33 亿元，本次收并购或将有助于提高资金利用率、在未来数年内持续增厚利润。

图3：大众线美妆品牌并入进一步完善公司产品矩阵



资料来源：信达证券研发中心

核心助益在于优秀团队加入增强公司 C 端运营能力。我们在先前的贝泰妮系列报告中提及：公司已经具备较强的研发与 B 端资源把握能力，因此本次收购除直接带来收入利润端增厚外，核心助益在于优秀团队加入后加强公司 C 端运营能力、进一步巩固提升公司的整体竞争力，在主品牌具备较强品牌力的基础上，运营能力提升或推动主品牌实现更好销售表现，为公司提供更多收入业绩增量。

- **参考欧莱雅收购百库的经验，亦可看到类似的收购逻辑：**2013 年美即收购其线上运营商百库，2014 年欧莱雅完成对于美即的收购，亦将百库纳入欧莱雅旗下。基于百库团队，欧莱雅自营电商渠道的能力不断提升，陆续将原本代运营的线上旗舰店收归自营，集团旗下绝大部分品牌电商业务都由百库负责。考虑到欧莱雅此前亦通过收购小护士品牌后借助品牌原有销售网络发展自有品牌的动作，或许具备优秀线上运营能力的百库方为欧莱雅的收购目标，而与百库“同出一门”的悦江有望基于其优秀的多渠道运营能力与贝泰妮产生协同效应，推动主品牌实现更优销售表现。

图4：百库负责运营欧莱雅旗下品牌旗舰店

网站或网店信息

序号	类型	名称	网址
1	网店	HR赫莲娜官方旗舰店	https://helenarubinstein.tmall.com
2	网店	欧莱雅美发官方旗舰店	https://lorealhair.tmall.com
3	网店	巴黎欧莱雅沙龙专属旗舰店	https://lorealprofessionnelparis.tmall.com
4	网店	Lancome兰蔻官方旗舰店	https://lancome.tmall.com
5	网店	CeraVe适乐肤官方旗舰店	https://cerave.tmall.com
6	网店	YSL圣罗兰美妆官方旗舰店	https://yslbeauty.tmall.com
7	网店	欧莱雅官方旗舰店	https://loreal.tmall.com
8	网店	美即官方旗舰店	https://mgbk.tmall.com

资料来源：天眼查，信达证券研发中心绘制

盈利预测与投资建议：持续看好公司在皮肤学级护肤品 β 赛道通过稳步提升渗透率获得增长，在阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 5

已具备较强研发以及 B 端教育能力的基础上，优秀团队加入有望继续加强消费者端运营能力，看好公司加速成长为兼具研发与运营能力的国货龙头。我们预测：不考虑并表因素，2023-2025 年收入分别为 64.18/81.90/102.43 亿元，同比分别增长 28.01%/27.60%/25.07%，归母净利润分别为 13.05/16.89/21.60 亿元，同比分别增长 24.1%/29.4%/27.9%；考虑并表因素后，2023-2025 年收入分别为 66.68/91.31/113.48 亿元，同比分别增长 33.0%/36.9%/24.3%，归母净利润分别为 13.13/17.30/22.27 亿元，同比分别增长 24.9%/31.7%/28.7%，对应 PE 分别为 30/23/18X，维持“买入”评级。

风险提示：团队磨合节奏不及预期、新品牌表现较弱、细分赛道竞争加剧。

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	5,225	5,715	6,582	8,388	10,681
货币资金	2,035	2,514	2,925	3,962	4,940
应收票据	0	0	0	0	0
应收账款	247	270	582	433	828
预付账款	46	42	67	85	99
存货	463	671	706	910	993
其他	2,433	2,218	2,302	2,998	3,821
非流动资产	587	1,004	1,559	1,528	1,477
长期股权投资	0	83	618	618	618
固定资产(合计)	113	206	239	255	257
无形资产	65	78	87	96	105
其他	410	637	615	558	496
资产总计	5,812	6,719	8,141	9,916	12,159
流动负债	900	992	1,442	1,768	2,163
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据	65	62	102	122	152
应付账款	296	311	464	490	607
其他	538	619	876	1,156	1,404
非流动负债	134	125	115	105	95
长期借款	0	0	0	0	0
其他	134	125	115	105	95
负债合计	1,034	1,117	1,558	1,874	2,258
少数股东权益	23	50	57	96	148
归属母公司股东权益	4,755	5,552	6,526	7,946	9,753
负债和股东权益	5,812	6,719	8,141	9,916	12,159

重要财务指标					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	4,022	5,014	6,668	9,131	11,348
同比(%)	52.6%	24.6%	33.0%	36.9%	24.3%
归属母公司净利润	863	1,051	1,313	1,730	2,227
同比(%)	58.8%	21.8%	24.9%	31.7%	28.7%
毛利率(%)	76.0%	75.2%	76.7%	77.9%	78.2%
ROE%	18.1%	18.9%	20.1%	21.8%	22.8%
EPS(摊薄)(元)	2.04	2.48	3.10	4.08	5.26
P/E	45.80	37.60	30.10	22.85	17.75
P/B	8.31	7.12	6.06	4.97	4.05
EV/EBITDA	75.83	49.03	22.75	16.35	12.50

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	4,022	5,014	6,668	9,131	11,348
营业成本	965	1,243	1,551	2,021	2,469
营业税金及附加	52	56	73	100	125
销售费用	1,681	2,048	2,801	3,917	4,868
管理费用	245	343	472	635	753
研发费用	113	255	309	423	525
财务费用	-10	-14	-13	-9	-17
减值损失合计	-12	-19	-2	-10	-6
投资净收益	19	81	43	30	30
其他	33	67	35	10	10
营业利润	1,016	1,212	1,552	2,073	2,658
营业外收支	2	2	-1	5	4
利润总额	1,018	1,214	1,551	2,078	2,662
所得税	154	163	231	309	384
净利润	864	1,050	1,320	1,769	2,278
少数股东损益	1	-1	7	39	51
归属母公司净利润	863	1,051	1,313	1,730	2,227
EBITDA	1,049	1,240	1,613	2,181	2,773
EPS(当年)(元)	2.12	2.48	3.10	4.08	5.26

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1,153	769	1,839	2,081	2,282
净利润	864	1,050	1,320	1,769	2,278
折旧摊销	73	118	115	136	156
财务费用	4	5	5	4	3
投资损失		-19	-81	-43	-30
营运资金变动	229	-318	438	196	-127
其它	0	-5	3	5	3
投资活动现金流	-2,558	-18	-1,074	-720	-871
资本支出	-270	-353	-116	-80	-81
长期投资	-2,307	254	-981	-650	-800
其他	19	81	23	10	10
筹资活动现金流	2,664	-320	-354	-324	-433
吸收投资	2,925	0	0	0	0
借款	0	0	0	0	0
支付利息或股息	-191	-255	-344	-314	-423
现金流净增加额	1,258	431	411	1,037	978



研究团队简介

刘嘉仁，社零&美护首席分析师。曾供职于第一金证券、凯基证券、兴业证券。2016 年加入兴业证券社会服务团队，2019 年担任社会服务首席分析师，2020 年接管商贸零售团队，2021 年任现代服务业研究中心总经理。2022 年加入信达证券，任研究开发中心副总经理。2021 年获新财富批零与社服第 2 名、水晶球社服第 1 名/零售第 1 名、新浪财经金麒麟最佳分析师医美第 1 名/零售第 2 名/社服第 3 名、上证报最佳分析师批零社服第 3 名，2022 年获新浪财经金麒麟最佳分析师医美第 2 名/社服第 2 名/零售第 2 名、医美行业白金分析师。

王越，美护&社服高级分析师。上海交通大学金融学硕士，南京大学经济学学士，2018 年 7 月研究生毕业后加入兴业证券社会服务小组，2022 年 11 月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美、社会服务行业。

周子莘，美护分析师。南京大学经济学硕士，华中科技大学经济学学士，曾任兴业证券社会服务行业美护分析师，2022 年 11 月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美。

涂佳妮，社服&零售分析师。新加坡南洋理工大学金融硕士，中国科学技术大学工学学士，曾任兴业证券社服&零售行业分析师，2022 年 11 月加入信达新消费团队，主要覆盖免税、眼视光、隐形正畸、宠物、零售等行业。

李汶静，伊利诺伊大学香槟分校理学硕士，西南财经大学经济学学士，2022 年 11 月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美。

林凌，厦门大学经济学院金融硕士，2023 年 1 月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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、意见及推测仅供参考，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做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券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并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。