

买入

贝泰妮（300957.SZ）

拟收购悦江投资 51%股权，强化多品牌布局及渠道经营能力

◆ 公司研究 · 公司快评

◆ 美容护理 · 化妆品

◆ 投资评级：买入（维持评级）

证券分析师： 张峻豪 021-60933168

zhangjh@guosen.com.cn

执证编码：S0980517070001

证券分析师： 孙乔容若

sunqiaorongruo@guosen.com.cn

执证编码：S0980523090004

事项：

9月28日公司公告拟通过全资子公司海南贝泰妮以自有资金4.86亿元收购运营Za姬芮、泊美品牌的悦江投资48.55%股权，同时以自有资金5000万元认购其新增注册资本12.43万元，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，并将其纳入公司合并报表范围。

国信零售观点：

自年初公司管理层调整优化以后，公司对旗下主要品牌的产品和渠道进行了有效的优化梳理，目前调整成效已有显现，收入端增速逐季环比持续改善。同时，公司在积极夯实主业基本盘的基础上，持续强化多品牌矩阵建设。本次对于悦江的投资收购，一方面，悦江旗下主要运营的Za姬芮和泊美品牌能够补充公司大众产品线，完善公司美妆品牌矩阵建设，进一步提升公司综合竞争力；而优秀管理团队的加入也有助于实现公司品牌及渠道经营能力的升级。另一方面通过外延收购并表能够增厚公司收入及利润，为公司业绩增长带来有效增量。考虑到悦江投资并表后带来业绩的增厚，我们略上调2023-2025年归母净利润至12.88/16.74/21.23亿元（原值为12.85/16.30/20.72亿元），对应PE为31/24/19倍，维持“买入”评级。

评论：

◆ 收购悦江投资 51%股权，核心运营团队经验丰富

公司9月28日公告拟通过全资子公司海南贝泰妮以自有资金48550万元收购悦江投资48.55%股权，同时以自有资金5000万元认购其新增注册资本12.43万元，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，并将其纳入公司合并报表范围，本次交易后对应悦江投资的投后估值为10.5亿元。

悦江投资核心团队拥有丰富运营经验及优异行业履历。据悦江集团官方公众号，悦江创始人郭亮曾于2009年创立广州百库，其主要商业模式为“品牌电子商务全网运营”，凭借丰富的电商运营经验，将美即面膜打造成2010-2015年天猫美容护肤类目贴式面膜TOP1。根据美即控股及欧莱雅公告显示，2013年5月美即以4亿人民币现金收购广州百库，3个月后欧莱雅以65亿港元全资收购美即及其全网运营团队，而郭亮也出任欧莱雅电商事业部副总经理，运营欧莱雅旗下美妆品牌线上渠道，助力欧莱雅集团实现中国市场的进一步开拓。据悦江官方公众号，2017年郭亮离开欧莱雅后，二次创业成立悦江投资，目前拥有悦江25.97%的股权，为第二大股东，而团队其他核心成员也均来自欧莱雅、宝洁、美国通用电气、阿里等知名公司。

表1：交易完成后悦江投资股权结构

股东	认缴注册资本（万元）	出资比例
海南贝泰妮	133.1026	51.00%
郭亮	67.7779	25.97%
李宏达	34.5284	13.23%
微卖通科技（广州）合伙企业（有限合伙）	25.5766	9.80%

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

◆ 悦江投资主营品牌运营，目前聚焦 Za 姬芮、泊美两大品牌

根据悦江官方公众号，悦江投资是一家国际品牌运营管理集团，目前聚焦自主品牌 Za 姬芮、泊美两大品牌，并计划收购或孵化更多的品牌，全面开展线上线下海内外全渠道销售。

- 根据 Za 姬芮官网，Za 姬芮最早为资生堂 1997 年创立，为年轻女性打造的平价彩妆品牌，产品目前主要涉及彩妆和护肤品两大类，其中彩妆类产品价格带在 0-100 元，护肤类 50-200 元，定位大众平价，主打高性价比。2004 年 Za 推出第一代美白隔离霜，深受消费者喜爱，目前已经迭代至第 5 代，为品牌核心大单品。
- 根据悦江官方公众号，泊美则为 2001 年资生堂推出，聚焦中国女性的植萃系护肤品牌，2021 年泊美往“植物+科技”方向全面升级，目前共有八大护肤系列，涉及几乎所有品类，价格带为 0-200 元。

图1: Za 明星大单品美白隔离霜



资料来源：Za 天猫官网、国信证券经济研究所整理

图2: 泊美八大系列护肤产品



资料来源：泊美官方商城、国信证券经济研究所整理

由于 Za 和泊美进驻中国市场时间较早，因此两大品牌早期均以线下传统百货、CS、KA 店为主，而随着中国化妆品市场竞争加剧，平价国货崛起，叠加 Za 和泊美未能抓住线上渠道流量爆发期，因而后期销售情况有所承压。根据悦江官方公众号及青眼官方公众号，2021 年资生堂由于集团整体高端化战略的布局，因此将该两大品牌出售给悦江投资。目前悦江投资通过旗下公司的控股子公司泊美化妆品科技（广州）有限公司、姬芮化妆品科技（广州）有限公司，运营所收购的泊美与 Za 姬芮两大品牌，通过其专业核心团队在该领域的丰富行业经验和国内外多渠道运营能力，不断给予其新的经营活力。而在此基础上，悦江公司预期也有望收购或孵化更多品牌。

◆ 整体估值较为合理，业绩承诺绑定标的公司管理层利益

根据公司公告显示，悦江投资 2022 年实现营收/净利润为 3.08 亿元/1429 万元，23H1 营收/净利润分别为 2.86 亿元/1845 万元，净利率为 6.45%，较 2022 年上升 1.82pct。同时悦江投资承诺 2023/2024/2025 年公司归母净利润将分别不低于 0.5/0.8/1.05 亿元，三年累计归母净利润不低于 2.35 亿元。按标的公司投后 10.5 亿估值计算，对应标的公司 23-25 年 PE 为 21/13/10 倍，整体估值较为合理，且预计实现并表后将上市公司的收入与利润带来增厚。此外，公司也针对标的公司未完成以及超额完成业绩给予相对应的补偿以及奖励措施：

- 若三年累计归母净利润<承诺数的 90%，即 2.61 亿元，则进行估值调整，并对海南贝泰妮无偿进行股权补偿；且股权补偿比例=管理层股东出售价款及增资认购价款÷本次交易的投后估值（即人民币 10.5 亿元）×（1-净利润实现数÷净利润承诺数）；
- 若三年累计归母净利润>承诺数的 110%，即 2.59 亿元，则海南贝泰妮将以现金对悦江投资管理层追加激励，且追加激励=三年累计净利润实现数-三年累计净利润承诺数，且不得超过收购方支付的转股价款及增资价款总和的 20%。

◆ 投资建议：拟收购悦江投资 51%股权，持续深化大健康生态战略布局

自年初公司管理层调整优化以后，公司对旗下主要品牌的产品和渠道进行了有效的优化梳理，目前调整成效已有显现，收入端增速逐季环比持续改善。同时，公司在积极夯实主业基本盘的基础上，持续强化多品牌矩阵建设。本次对于悦江的投资收购，一方面，悦江旗下主要运营的 Za 姬芮和泊美品牌能够补充公司大众产品线，完善公司美妆品牌矩阵建设，进一步提升公司综合竞争力；而优秀管理团队的加入也有助于实现公司品牌及渠道经营能力的升级。另一方面通过外延收购并表能够增厚公司收入及利润，为公司业绩增长带来有效增量。考虑到悦江投资并表后带来业绩的增厚，我们略上调 2023-2025 年归母净利润至 12.88/16.74/21.23 亿元(原值为 12.85/16.30/20.72 亿元)，对应 PE 为 31/24/19 倍,维持“买入”评级。

◆ 风险提示

宏观经济下行导致居民消费支出水平承压的风险，新品推出不及预期的风险，新进入者竞争加剧等风险。

表2: 可比公司盈利预测及估值

公司	公司	投资	收盘价			EPS			PE	总市值（亿元）
代码	名称	评级	2023/9/28	2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E	2023/9/28
300957.SZ	贝泰妮	买入	93.31	2.48	3.04	3.95	60.14	30.68	23.62	395
603605.SH	珀莱雅	买入	101.60	2.88	2.78	3.51	58.09	36.52	28.97	403
600223.SH	福瑞达	买入	8.90	0.04	0.40	0.51	236.84	22.26	17.58	90

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理预测

相关研究报告：

- 《贝泰妮（300957.SZ）-二季度营收同比增长 21%，夯实功效护肤龙头地位》——2023-08-29
- 《贝泰妮（300957.SZ）-一季度实现平稳复苏，多品类及多品牌迭代驱动长期成长》——2023-04-27
- 《贝泰妮（300957.SZ）-2022 年业绩平稳过渡，股权激励强化发展信心》——2023-03-30
- 《贝泰妮（300957.SZ）-三季度业绩表现稳健，功效护肤龙头稳步前行》——2022-10-26
- 《贝泰妮（300957.SZ）-业绩逆势依旧亮眼，新品牌布局有望加速推进》——2022-08-29

财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E	
现金及现金等价物	2035	2514	2245	2623	3525	营业收入	4022	5014	6600	9186	11632
应收款项	261	290	452	629	797	营业成本	965	1243	1621	2315	2912
存货净额	463	671	682	975	1237	营业税金及附加	52	56	79	110	140
其他流动资产	1685	806	2640	3674	4653	销售费用	1681	2048	2705	3782	4784
流动资产合计	5225	5715	6819	8602	10862	管理费用	245	343	776	1076	1358
固定资产	310	556	722	888	903	财务费用	(10)	(14)	(34)	(36)	(45)
无形资产及其他	65	78	76	74	72	投资收益	19	81	50	45	40
投资性房地产	213	287	287	287	287	资产减值及公允价值变动	23	13	20	20	20
长期股权投资	0	83	83	83	83	其他收入	(115)	(220)	0	0	0
资产总计	5812	6719	7986	9934	12206	营业利润	1016	1212	1523	2004	2543
短期借款及交易性金融负债	49	62	16	16	16	营业外净收支	2	2	1	2	1
应付款项	362	372	364	517	651	利润总额	1018	1214	1524	2005	2544
其他流动负债	489	557	693	974	1230	所得税费用	154	163	229	301	382
流动负债合计	900	992	1073	1506	1897	少数股东损益	1	(1)	7	31	39
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	863	1051	1288	1674	2123
其他长期负债	134	125	275	426	578						
长期负债合计	134	125	275	426	578	现金流量表（百万元）					
负债合计	1034	1117	1348	1932	2475	2021	2022	2023E	2024E	2025E	
少数股东权益	23	50	55	80	111	净利润	863	1051	1288	1674	2123
股东权益	4755	5552	6583	7922	9620	资产减值准备	3	7	113	36	14
负债和股东权益总计	5812	6719	7986	9934	12206	折旧摊销	20	36	44	71	84
关键财务与估值指标						公允价值变动损失	(23)	(13)	(20)	(20)	(20)
2021	2022	2023E	2024E	2025E		财务费用	(10)	(14)	(34)	(36)	(45)
每股收益	2.04	2.48	3.04	3.95	5.01	营运资本变动	(1349)	645	(1616)	(885)	(851)
每股红利	0.45	0.60	0.61	0.79	1.00	其它	(2)	(8)	(107)	(11)	17
每股净资产	11.23	13.11	15.54	18.70	22.71	经营活动现金流	(488)	1718	(298)	864	1368
ROIC	35%	28%	28%	32%	34%	资本开支	0	(292)	(301)	(251)	(91)
ROE	18%	19%	20%	21%	22%	其它投资现金流	(781)	(652)	634	100	50
毛利率	76%	75%	75%	75%	75%	投资活动现金流	(781)	(1028)	333	(151)	(41)
EBIT Margin	27%	26%	21%	21%	21%	权益性融资	2925	0	0	0	0
EBITDA Margin	27%	27%	22%	21%	22%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	53%	25%	32%	39%	27%	支付股利、利息	(191)	(255)	(258)	(335)	(425)
净利润增长率	59%	22%	23%	30%	27%	其它融资现金流	9	299	(46)	0	0
资产负债率	18%	17%	18%	20%	21%	融资活动现金流	2552	(211)	(304)	(335)	(425)
息率	0.5%	0.6%	0.7%	0.8%	1.1%	现金净变动	1283	480	(269)	378	902
P/E	45.8	37.6	30.7	23.6	18.6	货币资金的期初余额	752	2035	2514	2245	2623
P/B	8.3	7.1	6.0	5.0	4.1	货币资金的期末余额	2035	2514	2245	2623	3525
EV/EBITDA	36.9	29.9	27.9	21.0	16.7	企业自由现金流	(413)	1534	(667)	552	1214
						权益自由现金流	(404)	1833	(684)	583	1253

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	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	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±10%之间
		低配	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（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有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所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