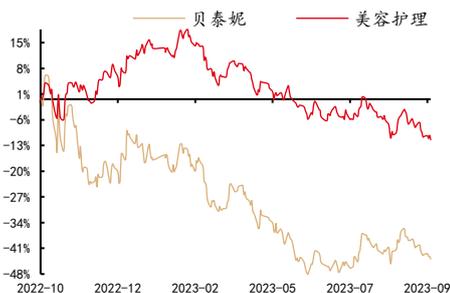


股票投资评级

买入 | 维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	93.31
总股本/流通股本(亿股)	4.24 / 2.17
总市值/流通市值(亿元)	395 / 203
52周内最高/最低价	177.10 / 86.50
资产负债率(%)	16.6%
市盈率	37.62
第一大股东	昆明诺娜科技有限公司

研究所

分析师: 李媛媛  
SAC 登记编号: S1340523020001  
Email: liyuanyuan@cnpsec.com

贝泰妮(300957)

拟收购悦江投资 51% 股权，丰富品牌矩阵，增强运营实力

事件回顾

公司旗下全资子公司海南贝泰妮投资有限公司拟以自有资金 4.86 亿收购郭亮、李宏达、钟思宇等人合计持有的广州悦江投资 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 12.43 万元。本次交易完成后，贝泰妮将通过海南贝泰妮持有悦江投资 51% 的股权，悦江投资将纳入贝泰妮合并报表范围，交易定价参照标的公司 10 亿元估值。

事件点评

悦江投资专注化妆品线上运营管理，打造 ZA、泊美等品牌。标的公司悦江投资专注于互联网化妆品品牌运营管理，旗下拥有收购品牌 Za 姬芮、泊美两大大众化妆品品牌。Za 姬芮、泊美曾为资生堂公司大众品牌，其中 Za 姬芮定位 18-21 岁年轻女性平价化妆品，泊美聚焦植物科技专注打造温和卓效护肤产品，标的公司 2021 年将其收购后负责线上线下全渠道销售；同时通过品牌营销、分销、渠道拓展等方式孵化落地自主品牌，涵盖彩妆、护肤、茶饮等类目，发展迅猛。标的公司创始人郭亮曾于 2009 年创立国内领先品牌电子商务运营公司广州百库，曾负责美即、西门子、曼秀雷敦、谢瑞麟、ABC 等数十个品牌线上运营，2013 年广州百库成功被欧莱雅收购，悦江投资系郭亮二次创业成果，创始团队拥有丰富线上运营管理经验。

标的公司承诺三年累计净利润不低于 2.35 亿元，将增厚公司业绩。标的公司 2022 年/23H1 实现收入 3.08 亿元/2.86 亿元，净利润 0.14 亿元/0.18 亿元，23H1 展现良好增长势头。根据标的公司业绩承诺，标的公司承诺本次交易交割日当年起第一个会计年度、第二个会计年度、第三个会计年归母净利润分别为不低于 5,000 万元/8,000 万元/1.05 亿元，三年累计净利润承诺数不低于 2.35 亿元人民币。若业绩承诺期间内标的公司三年累计净利润少于承诺数的 90%，则应当对标的公司进行估值调整，并且业绩承诺方应按照约定比例分别但不连带地对海南贝泰妮以无偿转让标的公司股权方式进行股权补偿；若业绩承诺期间内标的公司三年累计净利润实现数超过业绩承诺期间内累计净利润承诺数的 110%，则收购方应以现金方式对管理层股东进行追加管理层激励。

丰富品牌矩阵、增强运营能力，助力多品牌矩阵打造。我们认为，一方面，公司过去在专业品牌领域壁垒深厚，本次收购将补足公司在大众化妆品领域以及彩妆领域空白布局，有利于打造多品牌矩阵；另一方面，拟收购标的创始团队拥有丰富的线上运营管理经验，可进一步增强公司线上运营能力，实现强强结合。

**盈利预测及投资建议：**本次收购短期有望增厚业绩，中长期有利于公司多品牌矩阵打造以及线上运营能力的增强。我们维持盈利预测，预计 23 年-25 年公司归母净利润分别为 12.5 亿元/16.1 亿元/20.5 亿元，对应 PE 分别为 32 倍、25 倍、19 倍，公司下半年进入低基数阶段，23Q2 在主品牌不断推新、抖音等新渠道运营改善下加速增长，期待未来多品牌发力，维持“买入”评级。

**风险提示：**

流量成本上升带来净利率下降、线上增长不及预期、多品牌扩展不及预期。

■ **盈利预测和财务指标**

项目\年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	5,013.87	6,417.75	8,086.37	10,027.74
增长率 (%)	24.65	28.00	26.00	24.01
EBITDA (百万元)	1,240.35	1,425.74	1,795.32	2,267.80
归属母公司净利润 (百万元)	1,051.23	1,252.97	1,612.34	2,052.06
增长率 (%)	21.82	19.19	28.68	27.27
EPS (元/股)	2.48	2.96	3.81	4.84
市盈率 (P/E)	37.60	31.55	24.51	19.26
市净率 (P/B)	7.12	6.11	4.89	3.90
EV/EBITDA	49.03	25.42	19.42	14.46

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

**财务报表和主要财务比率**

财务报表(百万元)					主要财务比率				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
<b>利润表</b>					<b>成长能力</b>				
营业收入	5,013.87	6,417.75	8,086.37	10,027.74	营业收入	24.65%	28.00%	26.00%	24.01%
营业成本	1,243.05	1,594.43	2,005.74	2,488.31	营业利润	19.34%	19.31%	28.72%	27.30%
税金及附加	56.10	71.88	90.57	112.31	归属于母公司净利润	21.82%	19.19%	28.68%	27.27%
销售费用	2,047.88	2,682.62	3,380.10	4,191.60	<b>获利能力</b>				
管理费用	343.04	436.41	541.79	651.80	毛利率	75.21%	75.16%	75.20%	75.19%
研发费用	254.70	352.98	436.66	501.39	净利率	20.97%	19.52%	19.94%	20.46%
财务费用	-14.36	-37.71	-50.88	-71.63	ROE	18.93%	19.38%	19.96%	20.26%
资产减值损失	-18.99	-15.00	-15.00	-15.00	ROIC	17.00%	18.00%	18.32%	18.60%
<b>营业利润</b>	<b>1,212.11</b>	<b>1,446.18</b>	<b>1,861.46</b>	<b>2,369.61</b>	<b>偿债能力</b>				
营业外收入	8.95	8.95	8.95	8.95	资产负债率	16.62%	18.06%	17.03%	17.13%
营业外支出	7.19	7.19	7.19	7.19	流动比率	5.76	5.23	5.63	5.64
<b>利润总额</b>	<b>1,213.86</b>	<b>1,447.94</b>	<b>1,863.22</b>	<b>2,371.36</b>	<b>营运能力</b>				
所得税	163.45	194.97	250.88	319.31	应收账款周转率	19.38	20.32	20.25	20.00
<b>净利润</b>	<b>1,050.42</b>	<b>1,252.97</b>	<b>1,612.34</b>	<b>2,052.06</b>	存货周转率	8.84	8.93	9.00	8.96
<b>归母净利润</b>	<b>1,051.23</b>	<b>1,252.97</b>	<b>1,612.34</b>	<b>2,052.06</b>	总资产周转率	0.80	0.87	0.91	0.91
<b>每股收益(元)</b>	<b>2.48</b>	<b>2.96</b>	<b>3.81</b>	<b>4.84</b>	<b>每股指标(元)</b>				
<b>资产负债表</b>					每股收益	2.48	2.96	3.81	4.84
货币资金	2,514.30	3,392.30	4,775.56	6,840.83	每股净资产	13.11	15.27	19.07	23.92
交易性金融资产	1,433.64	1,433.64	1,433.64	1,433.64	<b>估值比率</b>				
应收票据及应收账款	270.09	361.69	436.95	565.82	PE	37.60	31.55	24.51	19.26
预付款项	41.61	55.80	70.20	87.09	PB	7.12	6.11	4.89	3.90
存货	670.75	766.95	1,030.50	1,206.62	<b>现金流量表</b>				
<b>流动资产合计</b>	<b>5,715.03</b>	<b>6,859.88</b>	<b>8,690.25</b>	<b>11,167.56</b>	净利润	1,050.42	1,252.97	1,612.34	2,052.06
固定资产	206.37	289.91	299.31	304.21	折旧和摊销	117.64	46.45	50.60	55.10
在建工程	349.47	349.47	349.47	349.47	营运资本变动	-318.09	27.46	-229.68	8.11
无形资产	77.94	82.94	87.94	92.94	其他	-80.51	-40.93	-67.62	-87.03
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,003.68</b>	<b>1,092.23</b>	<b>1,106.63</b>	<b>1,116.53</b>	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>769.45</b>	<b>1,285.95</b>	<b>1,365.64</b>	<b>2,028.24</b>
<b>资产总计</b>	<b>6,718.72</b>	<b>7,952.11</b>	<b>9,796.88</b>	<b>12,284.09</b>	资本开支	-353.41	-133.24	-63.24	-63.24
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	334.92	64.18	80.86	100.28
应付票据及应付账款	372.37	557.71	612.31	839.20	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-18.49</b>	<b>-69.07</b>	<b>17.62</b>	<b>37.03</b>
其他流动负债	619.49	753.46	931.29	1,139.54	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>流动负债合计</b>	<b>991.87</b>	<b>1,311.17</b>	<b>1,543.60</b>	<b>1,978.75</b>	债务融资	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	125.07	125.07	125.07	125.07	其他	-319.66	-338.88	0.00	0.00
<b>非流动负债合计</b>	<b>125.07</b>	<b>125.07</b>	<b>125.07</b>	<b>125.07</b>	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-319.66</b>	<b>-338.88</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>
<b>负债合计</b>	<b>1,116.94</b>	<b>1,436.24</b>	<b>1,668.68</b>	<b>2,103.82</b>	<b>现金及现金等价物净增加额</b>	<b>431.32</b>	<b>878.01</b>	<b>1,383.26</b>	<b>2,065.27</b>
股本	423.60	423.60	423.60	423.60	<b>负债和所有者权益总计</b>				
资本公积金	2,846.00	2,846.00	2,846.00	2,846.00					
未分配利润	2,071.59	2,797.73	4,168.22	5,912.47					
少数股东权益	49.50	49.50	49.50	49.50					
其他	211.08	399.03	640.88	948.69					
<b>所有者权益合计</b>	<b>5,601.78</b>	<b>6,515.87</b>	<b>8,128.20</b>	<b>10,180.26</b>					
	6,718.72	7,952.11	9,796.88	12,284.09					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所



## 中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

## 分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

## 免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

---

## 公司简介

---

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

---

## 中邮证券研究所

---

### 北京

电话：010-67017788

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

### 上海

电话：18717767929

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

### 深圳

电话：15800181922

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048