

➤ **事件:** 2024年5月9日，御泥坊召开“十八周年品牌升级发布会”，发布专属东方肌肤的“2+3东方肌肤方程式”和新品黑参胶原瓶。

➤ **御泥坊基于东方肌肤的差异化需求，提出全新护肤方法论“2+3东方肌肤方程式”，从根源上给出针对东方肌肤的护肤解决方案。**御泥坊品牌自2006年成立至今始终坚持传承东方文化；2024年5月9日，御泥坊召开“十八周年品牌升级发布会”，发布耗时6年、有针对性地打磨出的“2+3东方肌肤方程式”东方肌肤护肤解决方案，其中“2”指东方历史和东方肌肤，为御泥坊的根基；“+”指品牌在消费者需求、东方女性洞察等方面的多年探索；“3”指东方珍稀、东方匠心和东方美学，是御泥坊在提供东方解决方案时切实落地的三个方面。“2+3东方肌肤方程式”是源于东方历史，并基于东方肌肤特性及筛选东方珍稀，以传承东方匠心和传递东方美学为价值观的全新品牌体系，差异化定位御泥坊品牌特色，焕新品牌成长路径。此外，御泥坊还从中国传统的六大古法中精准提炼出护肤产品的四维关键要素（成分、香调、肤感与技术），打造全新的“东方肌肤四维配方体系”（4D-ESFS，即东方成分+东方香调+东方肤感+东方技术），构建出微流控技术、AI调香技术、肤感模块地图技术、表活与智能清洁技术、纳米制剂技术、创新乳化技术、创新包材以及绿色科技“八大创新技术”，使得“2+3东方肌肤方程式”从体系化研发到科学化配方，再到智能化生产赋能品牌和全方位服务于东方消费者。

➤ **御泥坊研发独有新原料，发布首瓶专为东方肌肤研发的抗衰精华“黑参胶原瓶”，品牌产品矩阵竞争力提升。**御泥坊原料研发团队13年前即开始布局东方珍稀原料，从37000+多种东方原材中选取22款进行研究，经过超1万多次实验，打造出新原料黑参精粹；23年10月黑参精粹正式获得国家药监局的新原料备案，为全球第一款黑参抗老原料，填补了全球国际原料市场对黑参抗老的研究空白。御泥坊实验室数据显示，对比西方抗老三巨头，黑参精粹与东方肌肤的胶原基因结合力平均高出42.24%，促生I型胶原的效果是玻色因的68.25倍，抗皱效果是玻色因的1.59倍，紧致效果是玻色因的1.31倍，原料抗衰性能强。此外，御泥坊基于黑参精粹原料，开发新品黑参胶原瓶抗衰精华；黑参胶原瓶添加30%浓度的黑参精粹，成分独有且深度契合东方肌肤需求，能够直接促生与东方肌肤抗老相关的6大胶原蛋白，从根源解决胶原流失的问题；同时复配重组III型胶原蛋白，能体外直接补充胶原，产品抗衰力高效精准，御泥坊产品矩阵竞争力得以优化提升。

➤ **品牌调整与升级有序推进，期待御泥坊调整后再出发。**23年来御泥坊终端销售承压，23H2起公司董事长亲自接手负责御泥坊品牌有序推进品牌调整升级，18周年之际品牌推出全新品牌体系与研究成果，品牌调整稳步推进，期待品牌调整升级带来业绩边际改善。

➤ **投资建议:** 公司“四双战略”持续落地，主品牌御泥坊品牌调整与升级有序推进，看好24年品牌调整升级完成后的业绩表现；收购高端品牌伊菲丹等进一步补充品牌矩阵有望带动收入与利润提升；代理业务“1+5+N”战略稳步推进，基本盘持续增长。我们预计24-26年公司归母净利润分别为4.01/4.77/5.44亿元，同比增速分别为36.3%/19.0%/13.9%，对应PE分别为19X/16X/14X，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示:** 行业竞争加剧风险；品牌调整不及预期；新品研发不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	4,493	4,634	4,906	5,296
增长率(%)	-4.9	3.1	5.9	8.0
归属母公司股东净利润(百万元)	294	401	477	544
增长率(%)	135.4	36.3	19.0	13.9
每股收益(元)	0.76	1.03	1.23	1.40
PE	25	19	16	14
PB	3.6	3.1	2.6	2.2

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为2024年5月10日收盘价)

推荐

维持评级

当前价格:

19.12元



分析师 刘文正

执业证书: S0100521100009

邮箱: liuwenzheng@mszq.com

分析师 解慧新

执业证书: S0100522100001

邮箱: xiehuixin@mszq.com

研究助理 杨颖

执业证书: S0100123070030

邮箱: yangying@mszq.com

相关研究

- 1.水羊股份(300740.SZ)2023年年报及2024年一季度点评: 盈利能力改善, 代理业务稳步推进, 伊菲丹高增未来可期-2024/04/24
- 2.水羊股份(300740.SZ)2023年业绩预告点评: 23年业绩超预期, 自主品牌发展成效显现, 看好公司“代运营→自营”成长空间-2024/01/19
- 3.水羊股份(300740.SZ)事件点评: 伊菲丹高增延续, 御泥坊品牌调整推进, 看好公司“代运营→自营”成长空间-2024/01/16
- 4.水羊股份(300740.SZ)2023年三季度点评: Q3扣非净利润同比高增30%, 伊菲丹增长势头强劲-2023/10/27
- 5.水羊股份(300740.SZ)2023年半年报点评: Q2业绩超预期, 股权激励彰显成长信心-2023/07/28

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	4,493	4,634	4,906	5,296
营业成本	1,868	1,889	1,976	2,121
营业税金及附加	23	22	25	26
销售费用	1,858	1,900	1,987	2,129
管理费用	235	222	221	228
研发费用	77	93	108	132
EBIT	406	519	602	674
财务费用	65	24	16	12
资产减值损失	-40	-39	-40	-41
投资收益	16	8	8	12
营业利润	347	466	555	635
营业外收支	0	0	0	0
利润总额	347	466	555	635
所得税	48	65	78	89
净利润	299	400	477	546
归属于母公司净利润	294	401	477	544
EBITDA	485	602	691	770

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	554	904	1,233	1,591
应收账款及票据	404	325	369	412
预付款项	121	94	98	116
存货	795	748	756	784
其他流动资产	441	343	350	358
流动资产合计	2,315	2,413	2,806	3,260
长期股权投资	20	20	20	20
固定资产	845	930	985	1,038
无形资产	260	265	270	275
非流动资产合计	1,800	1,892	1,945	1,998
资产合计	4,115	4,305	4,751	5,259
短期借款	232	184	184	184
应付账款及票据	280	289	291	295
其他流动负债	534	407	427	448
流动负债合计	1,046	880	902	927
长期借款	358	356	356	356
其他长期负债	637	637	637	637
非流动负债合计	994	993	993	993
负债合计	2,040	1,872	1,895	1,919
股本	390	389	389	389
少数股东权益	-1	-2	-2	1
股东权益合计	2,075	2,432	2,856	3,339
负债和股东权益合计	4,115	4,305	4,751	5,259

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-4.86	3.15	5.85	7.96
EBIT 增长率	151.79	27.87	15.94	11.96
净利润增长率	135.42	36.33	19.02	13.87
盈利能力 (%)				
毛利率	58.44	59.24	59.72	59.95
净利润率	6.55	8.65	9.73	10.26
总资产收益率 ROA	7.15	9.32	10.05	10.34
净资产收益率 ROE	14.17	16.48	16.70	16.28
偿债能力				
流动比率	2.21	2.74	3.11	3.52
速动比率	1.22	1.66	2.05	2.43
现金比率	0.53	1.03	1.37	1.72
资产负债率 (%)	49.58	43.50	39.88	36.50
经营效率				
应收账款周转天数	29.18	28.29	25.44	26.53
存货周转天数	163.24	146.99	136.98	130.67
总资产周转率	1.16	1.10	1.08	1.06
每股指标 (元)				
每股收益	0.76	1.03	1.23	1.40
每股净资产	5.34	6.26	7.35	8.59
每股经营现金流	0.67	1.72	1.40	1.50
每股股利	0.10	0.14	0.16	0.18
估值分析				
PE	25	19	16	14
PB	3.6	3.1	2.6	2.2
EV/EBITDA	17.38	14.00	12.19	10.95
股息收益率 (%)	0.52	0.71	0.85	0.97

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	299	400	477	546
折旧和摊销	79	83	90	96
营运资金变动	-202	127	-88	-121
经营活动现金流	262	669	544	583
资本开支	-112	-155	-130	-135
投资	-172	72	0	0
投资活动现金流	-281	-73	-122	-123
股权募资	693	0	0	0
债务募资	-412	-161	0	0
筹资活动现金流	192	-247	-92	-102
现金净流量	179	349	330	358

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，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，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026