

业绩超市场预期，股权激励彰显发展信心

投资要点

- 事件:** 公司发布2023年半年报，上半年实现营业收入22.9亿元，同比+4%，实现归母净利润1.4亿元，同比+72%，实现扣非归母净利润1.5亿元，同比+101.8%；其中单Q2实现收入12.4亿元，同比+7.6%，实现归母净利润9032.1万元，同比+119.1%，业绩端高弹性修复趋势明显。
- 抖音渠道高增，水乳膏霜贡献主要营收。** 公司产品主要在线上销售，其中自有平台收入1.9亿元(+1.5%)，第三方平台收入18.3亿元(-4.6%)。线上分渠道来看，抖音渠道收入5亿元(+137.4%)，淘系渠道收入7.6亿元(-12.6%)，淘系增长承压，抖音渠道实现高速增长，符合美妆行业整体趋势发展。分品类来看，面膜收入4.5亿元(-0.5%)，水乳膏霜收入17.2亿元(+4.5%)，水乳膏霜品类为主要营收贡献来源。
- 费用率改善，盈利能力提升。** 上半年毛利率56.9%(+1.9pp)，分品类来看，面膜毛利率68.8%(+5.5pp)，水乳膏霜毛利率51.6%(+1.4pp)。费用率方面，上半年销售/管理/研发费用率分别为40.5%/5%/2%，分别同比变动-2.6pp/+0.5pp/+0.1pp，费用率有所优化。上半年净利率6.4%(+2.7pp)，盈利能力提升，主要因为收购品牌伊菲丹定位高端护肤，附加值高利润空间较大，另外主品牌御泥坊持续品牌升级调整，宣传投放有所精简。
- 发布股权激励计划，坚定双业务驱动发展战略。** 公司发布限制性股票激励计划，拟向包括公司董事、高级管理人员及其他核心员工不超过345人授予限制性股票合计326.9万股，占公司总股本的0.8%，分为两个归属期，分别对应业绩考核指标为2023年净利润不低于3亿元、2024年净利润不低于4亿元。股权激励计划设置目标同比2023年净利润增速达140%，表现出公司高速发展信心，同时深度绑定核心骨干，促进公司长远发展。公司坚定自有品牌与代理品牌双业务驱动的发展战略，目前自有品牌板块已经形成了2+2+n的矩阵结构，御泥坊和伊菲丹两大品牌作为第一梯队，贡献主要营收。伊菲丹作为公司重要的战略收购品牌，表现优异，精准定位的品牌调性和公司强大的运营能力结合，在国内和全球市场均实现了快速增长，已成为公司重要的成长驱动力，有望持续为公司带来业绩增量，看好公司长期发展。
- 盈利预测与投资建议。** 预计2023-2025年EPS分别为0.79、1.03、1.31元，对应PE分别为20倍、15倍、12倍。公司23年业绩规划目标积极，新品牌市场表现亮眼，看好全年业绩维持高弹性修复，给予2023年30倍PE，对应目标价23.7元，上调至“买入”评级。
- 风险提示:** 国内美妆消费需求疲软、新品推出不及预期、代运营品牌出现变动等风险。

指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	4722.39	5031.42	5646.25	6255.81
增长率	-5.74%	6.54%	12.22%	10.80%
归属母公司净利润(百万元)	124.79	308.91	402.79	509.24
增长率	-47.22%	147.55%	30.39%	26.43%
每股收益EPS(元)	0.32	0.79	1.03	1.31
净资产收益率ROE	7.07%	14.88%	5.68%	17.91%
PE	49	20	15	12
PB	3.53	3.00	2.57	2.18

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 龚梦泓
执业证号: S1250518090001
电话: 023-63786049
邮箱: gmh@swsc.com.cn

分析师: 谭陈渝
执业证号: S1250523030003
电话: 17782333081
邮箱: tchy@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	3.89
流通A股(亿股)	3.57
52周内股价区间(元)	11.16-19.36
总市值(亿元)	61.57
总资产(亿元)	33.59
每股净资产(元)	4.12

相关研究

- 水羊股份(300740): 外部环境+内部调整22年承压,期待品牌升级重回增长轨道(2023-05-05)
- 水羊股份(300740): Q2业绩短期承压,长期坚定双业务驱动战略(2022-08-15)

盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：公司代理业务保持稳定，与重要的合作品牌商如强生、KIKO、露得清等保持良好且稳定合作关系；

假设 2：伊菲丹品牌维持高客单价和高利润空间，毛利率维持在 85% 以上，净利率维持在 20-25% 区间；

假设 3：伊菲丹新产品系列按预期引入国内市场，并稳步推进品牌宣传和市场竞争节奏，预计 2023-2025 年伊菲丹品牌营收增速分别为 65%、30%、15%。

基于以上假设，我们预测公司 2023-2025 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2022A	2023E	2024E	2025E
面膜	收入	905.15	923.26	1015.58	1106.99
	增速	-36.32%	2.00%	10.00%	9.00%
	毛利率	57.86%	67.30%	68.00%	69.00%
水乳膏霜	收入	3512.22	3722.95	4206.94	4627.63
	增速	8.45%	6.00%	13.00%	10.00%
	毛利率	48.84%	51.50%	52.60%	53.00%
品牌管理及其他	收入	305.01	385.21	423.73	521.19
	增速	-12.90%	10.00%	10.00%	23.00%
	毛利率	88.27%	80.00%	80.00%	80.00%
合计	收入	4722.4	5031.42	5646.25	6255.81
	增速	-5.7%	6.54%	12.22%	10.80%
	毛利率	53.1%	56.58%	57.43%	58.08%

数据来源：Wind, 西南证券

综合考虑业务范围，选取了 3 家上市公司作为估值参考，三家公司均为国货美妆品牌商，其中珀莱雅为国货美妆龙头，护肤品牌珀莱雅和彩妆品牌彩棠合计营收占比超 95%；贝泰妮深耕敏感肌护肤赛道，主品牌薇诺娜营收占比超 90%；丸美股份同样以美妆产品销售为主营业务，护肤品牌丸美和彩妆品牌恋火合计营收占比超 90%。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	总市值 (亿元)	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
				22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E
603605.SH	珀莱雅	460	111.62	2.88	2.70	3.40	4.23	58.09	41.35	32.80	26.38
300740.SZ	贝泰妮	444	101.58	2.48	3.13	3.99	5.00	60.14	32.39	25.45	20.29
605983.SH	丸美股份	121	29.20	0.43	0.78	0.97	1.17	77.76	37.67	30.08	25.02
平均值								65.33	37.14	29.44	23.90

数据来源：Wind, 西南证券整理 (2023 年 7 月 27 日)

从 PE 角度看，公司 2023 年估值为 20 倍，行业平均值为 37 倍，显著低于行业平均估值水平。随着公司将伊菲丹品牌作为战略性较高的第一梯队品牌进行运营，预计将在高端护肤赛道实现快速增长，同时高附加值和较大利润空间有助于公司业绩实现高弹性修复，给予 2023 年 30 倍 PE，对应目标价 23.7 元，上调至“买入”评级。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	4722.39	5031.42	5646.25	6255.81	净利润	122.93	304.31	396.79	501.66
营业成本	2214.01	2184.58	2403.82	2622.39	折旧与摊销	37.18	58.50	58.50	58.50
营业税金及附加	23.90	23.23	26.26	29.46	财务费用	38.15	82.48	96.70	104.09
销售费用	2032.84	2062.88	2303.67	2533.60	资产减值损失	-15.59	-2.00	-2.00	-2.00
管理费用	193.89	347.17	378.30	406.63	经营营运资本变动	-67.74	-70.19	-104.92	-92.62
财务费用	38.15	82.48	96.70	104.09	其他	-97.23	-30.07	-34.93	-15.34
资产减值损失	-15.59	-2.00	-2.00	-2.00	经营活动现金流净额	17.70	343.03	410.14	554.28
投资收益	-2.69	12.00	12.00	12.00	资本支出	-678.41	-331.95	-303.74	-151.87
公允价值变动损益	25.13	12.31	14.53	15.56	其他	32.64	24.31	26.53	27.56
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-645.76	-307.65	-277.21	-124.31
营业利润	145.80	357.39	466.03	589.20	短期借款	185.17	284.44	87.03	-184.37
其他非经营损益	-1.57	-0.35	-0.47	-0.61	长期借款	313.24	0.00	0.00	0.00
利润总额	144.23	357.05	465.55	588.59	股权融资	-195.00	0.00	0.00	0.00
所得税	21.30	52.73	68.76	86.93	支付股利	0.00	-24.96	-61.78	-80.56
净利润	122.93	304.31	396.79	501.66	其他	224.97	-137.87	-96.70	-104.09
少数股东损益	-1.86	-4.60	-6.00	-7.58	筹资活动现金流净额	528.38	121.61	-71.45	-369.01
归属母公司股东净利润	124.79	308.91	402.79	509.24	现金流量净额	-91.01	157.00	61.48	60.96
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	346.15	503.14	564.63	625.58	成长能力				
应收和预付款项	444.96	446.58	500.27	558.23	销售收入增长率	-5.74%	6.54%	12.22%	10.80%
存货	898.87	892.94	997.28	1080.49	营业利润增长率	-47.69%	145.13%	30.40%	26.43%
其他流动资产	180.06	185.35	195.87	206.29	净利润增长率	-47.74%	147.55%	30.39%	26.43%
长期股权投资	20.22	20.22	20.22	20.22	EBITDA 增长率	-33.93%	125.37%	24.65%	21.02%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	988.46	1288.76	1560.84	1681.05	毛利率	53.12%	56.58%	57.43%	58.08%
无形资产和开发支出	550.79	525.10	499.40	473.70	三费率	47.96%	49.54%	49.21%	48.66%
其他非流动资产	219.53	218.38	217.23	216.09	净利率	2.60%	6.05%	7.03%	8.02%
资产总计	3649.04	4080.46	4555.73	4861.65	ROE	7.07%	14.88%	16.68%	17.91%
短期借款	708.05	992.49	1079.52	895.15	ROA	3.37%	7.46%	8.71%	10.32%
应付和预收款项	465.12	423.01	461.11	515.22	ROIC	6.72%	12.66%	14.26%	15.99%
长期借款	442.34	442.34	442.34	442.34	EBITDA/销售收入	4.68%	9.91%	11.00%	12.02%
其他负债	294.98	178.16	193.30	208.38	营运能力				
负债合计	1910.49	2036.01	2176.27	2061.09	总资产周转率	1.48	1.30	1.31	1.33
股本	389.08	389.46	389.46	389.46	固定资产周转率	12.92	8.25	9.77	11.45
资本公积	496.27	495.88	495.88	495.88	应收账款周转率	14.74	14.83	15.80	15.53
留存收益	896.71	1180.67	1521.68	1950.36	存货周转率	2.67	2.39	2.52	2.51
归属母公司股东权益	1744.34	2054.84	2395.85	2824.53	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	96.37%	—	—	—
少数股东权益	-5.79	-10.39	-16.39	-23.97	资本结构				
股东权益合计	1738.55	2044.45	2379.46	2800.56	资产负债率	52.36%	49.90%	47.77%	42.39%
负债和股东权益合计	3649.04	4080.46	4555.73	4861.65	带息债务/总负债	60.21%	70.47%	69.93%	64.89%
					流动比率	1.30	1.29	1.32	1.55
					速动比率	0.67	0.72	0.74	0.87
					股利支付率	0.00%	8.08%	15.34%	15.82%
					每股指标				
					每股收益	0.32	0.79	1.03	1.31
					每股净资产	4.48	5.28	6.15	7.25
					每股经营现金	0.05	0.88	1.05	1.42
					每股股利	0.00	0.06	0.16	0.21
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E					
EBITDA	221.13	498.37	621.23	751.79					
PE	49.34	19.93	15.29	12.09					
PB	3.53	3.00	2.57	2.18					
PS	1.30	1.22	1.09	0.98					
EV/EBITDA	30.44	13.61	10.96	8.73					
股息率	0.00%	0.41%	1.00%	1.31%					

数据来源: Wind, 西南证券

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注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 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。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《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，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，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。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及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、价值及投资收入可升可跌，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、意见及推测不一致的报告，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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	刘中一	销售经理	19821158911	19821158911	lzhongy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrif@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyif@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旸	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	田婧雯	销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	阚钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	徐铭婉	销售经理	15204539291	15204539291	xumw@swsc.com.cn
	姚航	销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn

	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
