

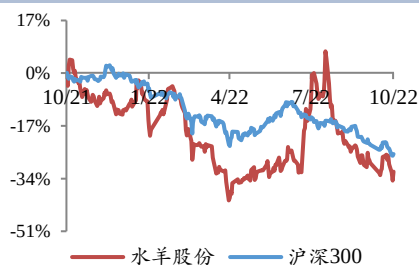
短期利润承压，收购伊菲丹完善品牌矩阵

投资评级：买入（维持）

报告日期：2022-10-26

收盘价（元）	12.29
近 12 个月最高/最低（元）	19.36/10.61
总股本（百万股）	388
流通股本（百万股）	354
流通股比例（%）	91.39
总市值（亿元）	48
流通市值（亿元）	44

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：王洪岩

执业证书号：S0010521010001

邮箱：wanghy@hazq.com

联系人：梁瑞

执业证书号：S0010121110043

邮箱：liangrui@hazq.com

相关报告

1. 【华安新消费】水羊股份：自有+代理品牌双轮驱动，争做中国美妆领头羊 2022-08-18

主要观点：

● 事件

公司发布三季度报告，前三季度实现营收 33.43 亿元 (+0.91%)，归母净利润为 1.19 亿元 (-18.88%)，基本每股收益 0.31 元。Q3 单季度营收为 11.41 亿元 (-4.38%)，归母净利润为 0.36 亿元 (-37.37%)。

● 品牌升级和原料研发投入增加，短期利润承压

1、公司毛利率为 55.21% (+0.46pct)，可能是因为公司品牌升级后产品价格带上行。2、费用端，销售费用率为 43.52% (+1.46pct)，主要是由于公司进行品牌升级，加大品牌营销力度；管理费用率为 4.61% (-0.44pct)，公司控费能力提升；研发费用率 2.15% (+0.70pct)，公司加大基础研究和原料开发，持续对超小分子量透明质酸进行深入研究，今年 9 月成功发布 Super 800HA (800Da 透明质酸) 和 Anti-time 400HA (400Da 透明质酸) 两款全球最小分子量透明质酸原料。3、公司净利率为 3.53% (-0.86pct)，主要是受销售和研发费用率提升影响。

● 大水滴品牌升级后快速起量，收购伊菲丹进军高端护肤市场

公司对大水滴进行品牌升级，明星单品 3 点祛痘精华、潜力单品 22:00 面膜等发展态势较好。根据魔镜数据，1-9 月大水滴天猫平台 GMV 超 1 亿元，同比增长超 1000%。公司 7 月公告收购高端抗衰品牌伊菲丹。该品牌明星产品超级面膜单品价格超 1000 元，与现有品牌形成较好的协同作用，补足公司高端产品矩阵。根据公司公告，2021 年伊菲丹实现营收约 1973 万欧元，净利润 549 万欧元，净利率约为 28%，期待公司高端护肤市场的增长。

● 投资建议

护肤市场长期高景气趋势不改，而代运营是国际品牌进入国内市场的重要途径。公司已经逐渐形成自主品牌+代理双轮驱动的业务格局，业绩重回增长快车道。低估值收购伊菲丹后，产品矩阵进一步完善，高端市场布局有望带来业绩的又一增长点。我们预计公司 2022~2024 年 EPS 分别为 0.86/1.29/1.78，对应 PE 为 14/10/7。维持“买入”评级。

● 风险提示

收购品牌整合进展不及预期；品牌增长不及预期；行业竞争加剧等。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	5010	6014	7673	9575
收入同比 (%)	34.9%	20.0%	27.6%	24.8%
归属母公司净利润	236	335	500	689
净利润同比 (%)	68.5%	41.8%	49.1%	37.8%
毛利率 (%)	52.1%	52.4%	52.6%	52.7%
ROE (%)	14.8%	17.3%	20.5%	22.1%
每股收益 (元)	0.62	0.86	1.29	1.78
P/E	25.63	14.21	9.53	6.92
P/B	4.09	2.46	1.96	1.53
EV/EBITDA	20.29	11.96	7.57	4.99

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	1680	2889	3408	5143	营业收入	5010	6014	7673	9575
现金	440	968	1509	2320	营业成本	2402	2864	3634	4530
应收账款	280	289	443	474	营业税金及附加	20	26	33	40
其他应收款	40	40	66	66	销售费用	2029	2445	3053	3746
预付账款	120	146	182	228	管理费用	193	224	284	358
存货	728	1374	1137	1983	财务费用	36	26	30	34
其他流动资产	71	71	71	72	资产减值损失	-7	-7	-7	-7
非流动资产	1065	1064	1057	1051	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	6	5	4	3	投资净收益	12	15	17	22
固定资产	106	102	98	94	营业利润	279	365	563	775
无形资产	70	80	84	89	营业外收入	2	2	2	2
其他非流动资产	884	878	872	866	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	2745	3953	4465	6194	利润总额	280	367	565	777
流动负债	1008	1754	1655	2580	所得税	45	39	72	98
短期借款	523	690	880	1074	净利润	235	329	493	679
应付账款	135	539	224	725	少数股东损益	-1	-6	-7	-10
其他流动负债	350	525	551	780	归属母公司净利润	236	335	500	689
非流动负债	144	276	395	520	EBITDA	334	399	600	811
长期借款	129	261	380	505	EPS (元)	0.62	0.86	1.29	1.78
其他非流动负债	15	15	15	15					
负债合计	1152	2030	2050	3099	主要财务比率				
少数股东权益	-6	-12	-19	-29	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
股本	412	412	412	412	成长能力				
资本公积	669	669	669	669	营业收入	34.9%	20.0%	27.6%	24.8%
留存收益	519	854	1354	2043	营业利润	74.9%	31.1%	54.2%	37.5%
归属母公司股东权益	1599	1935	2435	3124	归属于母公司净利润	68.5%	41.8%	49.1%	37.8%
负债和股东权益	2745	3953	4465	6194	获利能力				
					毛利率 (%)	52.1%	52.4%	52.6%	52.7%
					净利率 (%)	4.7%	5.6%	6.5%	7.2%
					ROE (%)	14.8%	17.3%	20.5%	22.1%
					ROIC (%)	11.2%	11.9%	13.8%	14.8%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	41.9%	51.4%	45.9%	50.0%
					净负债比率 (%)	72.3%	105.6%	84.8%	100.2%
					流动比率	1.67	1.65	2.06	1.99
					速动比率	0.79	0.76	1.24	1.12
					营运能力				
					总资产周转率	2.04	1.80	1.82	1.80
					应收账款周转率	20.17	21.13	20.97	20.89
					应付账款周转率	12.67	8.51	9.53	9.54
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.62	0.86	1.29	1.78
					每股经营现金流 (摊)	0.51	0.68	0.70	1.38
					每股净资产	3.89	4.99	6.28	8.06
					估值比率				
					P/E	25.63	14.21	9.53	6.92
					P/B	4.09	2.46	1.96	1.53
					EV/EBITDA	20.29	11.96	7.57	4.99

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 以上；

中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 以上；

公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。