

首次（增持）

自主+代理品牌双管齐下，期待伊菲丹双11表现

水羊股份（300740）2023年三季报点评

2023年10月27日

投资要点：

分析师：谭欣欣

SAC 执业证书编号：

S0340523030001

电话：0769-22119410

邮箱：

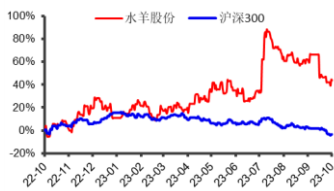
tanxinxin@dgzq.com.cn

主要数据

2023年10月26日

收盘价(元)	16.83
总市值(亿元)	65.55
总股本(亿股)	3.89
流通股本(亿股)	3.57
ROE(TTM)	9.25%
12月最高价(元)	22.02
12月最低价(元)	10.85

股价走势



资料来源：东莞证券研究所，iFind

相关报告

事件：公司发布2023年三季报，实现营业收入33.77亿元，同比增长1.04%；归母净利润1.80亿元，同比增长51.36%。

点评：

■ **公司业绩增长符合市场预期。**分季度看，2023年Q1-Q3，公司分别实现营业收入10.46亿元、12.43亿元和10.88亿元，分别同比增长0.05%、7.58%和-4.68%；分别实现归母净利润0.52亿元、0.90亿元和0.38亿元，分别同比增长25.38%、119.05%和4.03%。其中，第二季度受益于618电商节的拉动，业绩亮眼，而由于第三季度是化妆品销售淡季，公司营业收入出现小幅下降。

■ **公司盈利能力持续提升，费用率有所优化。**2023年Q1-Q3，公司销售毛利率分别为53.71%、59.61%和60.32%，环比持续提升，其中三季度毛利率同比大幅提升4.71个百分点。2023年前三季度，公司销售净利率5.51%，同比提升2.91个百分点，季度净利率波动较大。公司盈利能力改善，主要得益于品牌结构不断完善，产品结构持续优化。费用率方面，公司今年前三季度的销售费用率为43.32%，同比微升0.27个百分点，主要是为四季度蓄力，对伊菲丹和大水滴等品牌加大投入；前三季度公司的管理费用率为3.89%，同比优化0.22个百分点，主要得益于公司坚持精细化管理。整体来看，公司的控费能力相对较优。

■ **公司自主品牌+代理品牌共同发力。**自主品牌方面：目前，公司主品牌御泥坊的调整升级已进入尾声，预计在明年品牌18周年时，将会推出升级后新品。近年公司新引进的高端品牌伊菲丹，定位轻奢敏感肌抗衰，客单价呈上升趋势，品牌收入在国内外都保持高速增长，公司计划未来将持续完善高端渠道全面布局。大水滴方面，专注熬夜肌赛道，熬夜精华等大单品广受欢迎，品牌当前处于造势和创量阶段，未来逐步成熟后有望对公司利润端产生贡献。代理品牌方面，公司三季度业绩受到强生中国业务调整的一定影响，但目前已完成与强生公司的续约，合作关系稳定；同时，其他品牌的占比持续提升，代理KIKO、城野医生等品牌销售良好。公司预计，四季度在双11等因素刺激下，伊菲丹等品牌的表现值得期待。

■ **投资建议：**公司自主品牌和代理品牌双管齐下。主品牌御泥坊升级调整进入尾声，有望逐步走出阵痛期；伊菲丹和大水滴品牌的销量走势向好，尤其是高端品牌伊菲丹的发力明显拉动公司业绩增长。随着主品牌复苏和新品牌崛起，以及代理品牌矩阵持续完善，公司未来发展可期。预计公司2023年/2024年的每股收益分别为0.78元/1.02元，当前对应PE分别为22倍/16倍，首次覆盖，给予增持评级。

本报告的风险等级为中高风险。

本报告的信息均来自已公开信息，关于信息的准确性与完整性，建议投资者谨慎判断，据此入市，风险自担。

请务必阅读末页声明。

- **风险提示：**市场竞争加剧风险；公司品牌渠道策略不达预期；新产品研发和注册风险；新产品推广不及预期等。

表 1：公司盈利预测简表（截至 2023 年 10 月 26 日）

科目（百万元）	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	4,722	5,457	6,251	7,085
营业总成本	4,592	5,105	5,785	6,517
营业成本	2,214	2,363	2,707	3,068
营业税金及附加	24	28	32	36
销售费用	2,033	2,292	2,600	2,933
管理费用	194	273	281	305
财务费用	38	41	41	37
研发费用	89	109	124	138
公允价值变动净收益	25	0	0	0
资产减值损失	-16	-13	-14	-16
营业利润	146	349	461	560
加 营业外收入	0	1	1	1
减 营业外支出	2	1	1	1
利润总额	144	349	461	560
减 所得税	21	51	68	82
净利润	123	298	393	478
减 少数股东损益	-2	-5	-6	-7
归母公司所有者的净利润	125	302	399	485
摊薄每股收益(元)	0.32	0.78	1.02	1.25
PE（倍）	53	22	16	14

数据来源：iFind，东莞证券研究所

东莞证券研究报告评级体系：

公司投资评级	
买入	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
减持	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%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，导致无法给出明确的投资评级；股票不在常规研究覆盖范围之内

行业投资评级	
超配	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
标配	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
低配	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

说明：本评级体系的“市场指数”，A 股参照标的为沪深 300 指数；新三板参照标的为三板成指。

证券研究报告风险等级及适当性匹配关系	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	主板股票及基金、可转债等方面的研究报告，市场策略研究报告
中高风险	创业板、科创板、北京证券交易所、新三板（含退市整理期）等板块的股票、基金、可转债等方面的研究报告，港股股票、基金研究报告以及非上市公司的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

投资者与证券研究报告的适当性匹配关系：“保守型”投资者仅适合使用“低风险”级别的研报，“谨慎型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中低风险”的研报，“稳健型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中风险”的研报，“积极型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中高风险”的研报，“激进型”投资者适合使用我司各类风险级别的研报。

证券分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券股份有限公司为全国综合性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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所引致的任何损失负任何责任，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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告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证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券股份有限公司研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：(0769) 22115843

网址：www.dgzq.com.cn