

➤ **事件：公司披露 23 年三季度报**，23Q1-3 公司实现营收 33.77 亿元/yoy+1.04%，归母净利润 1.80 亿元/yoy+51.36%，扣非归母净利润 1.95 亿元/yoy+77.91%，经营活动现金流量净额-0.59 亿元，主要系本期支付货款减少所致。公司 23Q3 实现营业收入 10.88 亿元/yoy-4.68%，归母净利润 0.38 亿元/yoy+4.03%，扣非归母净利润 0.48 亿元/yoy+30.21%。

➤ **Q3 毛利率稳步提升至 60.32%，汇率波动、转债利息支付等影响短期业绩表现。** 1) **毛利率方面**，23Q1-3 毛利率 58.01%/同比+2.81pct，3Q23 毛利率 60.32%/同比+4.70pct，环比提升 0.71pct。2) **费用率方面**，23Q1-3 销售/管理/研发费用率分别为 43.31%/5.80%/1.91%，分别同比变化-0.23/-0.96/-0.25pct；3Q23 销售/管理/研发/财务费用率分别为 49.28%/1.52%/1.71%/2.03%，分别同比变化+4.86/-3.31/-0.84/+2.86pct，其中销售费用率环比+9.44pct，财务费用率主要因为可转债利息支出 3624 万元至 4067 万元。3) **净利率方面**，23Q1-3 净利率 5.33%/同比+1.79pct，3Q23 净利率 3.46%/同比+0.29pct，环比下降 3.81pct。除了费用率的影响外，23Q1-3 公允价值变动损益-2582 万元，比去年同期扩大损失 2434 万元，主要系外汇远期。

➤ **高奢品牌伊菲丹品牌资产建设持续加码，品牌势能持续强化，期待后续持续高增。** 1) **品牌建设方面**，10 月 14 日，伊菲丹品牌官宣超级面膜首位代言人杨紫，24 年法国巴黎奥运会召开，有望带动线下流量和品牌势能再升级。2) **渠道方面**，9 月 28 日，伊菲丹中国首家线下店落户杭州武林银泰，此外，在合肥银泰中心、成都 SKP 开启快闪店、限时店等，线下渠道不断完善。根据魔镜数据，3Q23 伊菲丹品牌天猫销售额为 1259 万元，同比+28.60%。3) **品类方面**，伊菲丹从 22 年的超级面膜出发，逐渐拓宽大单品矩阵，目前天猫旗舰店售有化妆水、乳液、面霜、精华等产品。

➤ **大水滴快速放量，御泥坊品牌持续调整。**根据魔镜数据，御泥坊/大水滴/小迷糊品牌天猫销售额分别为 1492/2757/1000 万元，分别同比变化-56.52%/+4.47%/-12.74%。御泥坊品牌中报后宣布由董事长/CEO 亲自管理，后续调整值得期待。

➤ **投资建议：**公司“四双战略”持续落地，收购高端品牌伊菲丹补齐品牌矩阵在中高端蓝海价格带的空缺，有望带动利润水平提升。主品牌御泥坊仍在调整阶段，期待后续的收入恢复以及盈利能力恢复提升业绩弹性。我们预计 23-25 年公司归母净利润分别为 3.02/4.01/4.95 亿元，同比增速分别为 141.9%/32.7%/23.6%，对应 PE 分别为 20X/15X/12X，维持“推荐”评级。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	4,722	5,401	6,211	7,179
增长率 (%)	-5.7	14.4	15.0	15.6
归属母公司股东净利润 (百万元)	125	302	401	495
增长率 (%)	-47.2	141.9	32.7	23.6
每股收益 (元)	0.32	0.78	1.03	1.27
PE	48	20	15	12
PB	3.5	3.0	2.5	2.1

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 10 月 27 日收盘价）

推荐

维持评级
当前价格：
15.50 元


分析师 刘文正

执业证书：S0100521100009

电话：13122831967

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 刘彦菁

执业证书：S0100122070036

邮箱：liuyanjing@mszq.com

相关研究

- 1.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
- 2.水羊股份 (300740.SZ) 2022 年年报及 2023 年一季报点评：业绩短期承压，23 年增长可期-2023/04/30
- 3.水羊股份 (300740.SZ) 2022 年三季度报点评：加码原料和产品研发，期待业绩拐点到来-2022/10/27
- 4.水羊股份 (300740.SZ) 2022 年中报点评：疫情扰动 Q2 表现，看好下半年业绩改善-2022/08/15
- 5.水羊股份 (300740.SZ) 动态报告：沧海遗珠，莹莹微光渐露-2022/08/02

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	4,722	5,401	6,211	7,179
营业成本	2,214	2,434	2,769	3,197
营业税金及附加	24	25	28	34
销售费用	2,033	2,236	2,546	2,915
管理费用	194	211	236	266
研发费用	89	97	124	151
EBIT	161	406	520	632
财务费用	38	50	48	47
资产减值损失	-16	-5	-5	-5
投资收益	-3	5	6	3
营业利润	146	356	472	584
营业外收支	-2	0	0	-1
利润总额	144	356	472	583
所得税	21	53	71	87
净利润	123	302	401	496
归属于母公司净利润	125	302	401	495
EBITDA	212	471	595	718

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	346	541	561	849
应收账款及票据	325	366	445	512
预付款项	76	106	115	128
存货	899	732	1,027	970
其他流动资产	225	203	250	219
流动资产合计	1,870	1,949	2,398	2,678
长期股权投资	20	20	20	20
固定资产	625	823	1,013	1,193
无形资产	256	254	253	251
非流动资产合计	1,779	1,980	2,176	2,372
资产合计	3,649	3,929	4,574	5,050
短期借款	708	708	558	358
应付账款及票据	361	267	463	380
其他流动负债	371	377	420	478
流动负债合计	1,441	1,352	1,442	1,217
长期借款	442	542	692	892
其他长期负债	27	27	27	27
非流动负债合计	470	570	720	920
负债合计	1,910	1,922	2,161	2,136
股本	389	389	389	389
少数股东权益	-6	-5	-5	-5
股东权益合计	1,739	2,007	2,413	2,913
负债和股东权益合计	3,649	3,929	4,574	5,050

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-5.74	14.36	15.00	15.58
EBIT 增长率	-46.89	151.91	27.98	21.69
净利润增长率	-47.22	141.94	32.71	23.56
盈利能力 (%)				
毛利率	53.12	54.93	55.42	55.47
净利润率	2.64	5.59	6.45	6.90
总资产收益率 ROA	3.42	7.68	8.76	9.80
净资产收益率 ROE	7.15	15.00	16.57	16.97
偿债能力				
流动比率	1.30	1.44	1.66	2.20
速动比率	0.57	0.76	0.82	1.23
现金比率	0.24	0.40	0.39	0.70
资产负债率 (%)	52.36	48.92	47.25	42.31
经营效率				
应收账款周转天数	23.05	23.00	23.50	24.00
存货周转天数	132.26	121.00	115.00	113.00
总资产周转率	1.48	1.43	1.46	1.49
每股指标 (元)				
每股收益	0.32	0.78	1.03	1.27
每股净资产	4.48	5.17	6.21	7.49
每股经营现金流	0.05	1.16	0.89	1.61
每股股利	0.10	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	48	20	15	12
PB	3.5	3.0	2.5	2.1
EV/EBITDA	34.30	15.41	12.20	10.12
股息收益率 (%)	0.65	0.00	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	123	302	401	496
折旧和摊销	51	65	76	86
营运资金变动	-169	23	-195	-21
经营活动现金流	18	453	345	626
资本开支	-290	-267	-272	-282
投资	-353	0	0	0
投资活动现金流	-646	-262	-266	-279
股权募资	14	0	0	0
债务募资	555	100	0	0
筹资活动现金流	528	4	-59	-58
现金净流量	-91	195	20	289

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