



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

买入（维持）

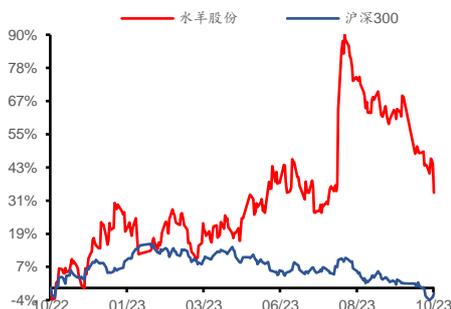
行业：美容护理
日期：2023年10月27日

分析师：王盼
Tel: 021-53686243
E-mail: wangpan@shzq.com
SAC 编号: S0870523030001

基本数据

最新收盘价（元）	15.50
12mth A 股价格区间（元）	11.16-22.02
总股本（百万股）	389.46
无限售 A 股/总股本	91.67%
流通市值（亿元）	55.34

最近一年股票与沪深 300 比较



相关报告：

- 《Q2 业绩超预期，股权激励彰显信心》
——2023 年 07 月 28 日
- 《23Q1 净利润同增 25%，品牌焕新蓄力成长》
——2023 年 04 月 28 日
- 《“品牌+代理”双轮驱动，焕新升级构建美妆全生态》
——2022 年 11 月 25 日

业绩符合预期，Q3 淡季公司主动优化升级品牌，关注伊菲丹双十一销售表现

■ 投资摘要

事件概述

10月26日，公司发布2023年三季报，23Q1-Q3公司营收33.77亿元，同增1.04%；归母净利润1.80亿元，同增51.36%；扣非后归母净利润1.95亿元，同增77.91%。其中，23Q3营收10.88亿元，同降4.68%；归母净利润0.38亿元，同增4.03%；扣非后归母净利润0.48亿元，同增30.21%。

分析与判断

Q3 淡季增速平稳，扣非净利同增30%。23Q1-Q3归母净利润同增51.36%，扣非后归母净利润同增77.91%；23Q3归母净利润同增4.03%，扣非后归母净利润同增30.21%。**利润端**，23Q1-Q3毛利率/净利率分别58.01%/5.51%，同比+2.80/+1.97pcts，其中23Q3毛利率/净利率分别60.32%/3.63%，同比+4.71/+0.45pcts，公司多层次品牌矩阵进一步完善，产品结构改善提升毛利率水平，推动盈利能力提升。**费用端**，费用管控良好，研发持续投入。23Q1-Q3销售/管理/研发费用率分别为43.32%/3.89%/1.91%，同比-0.23/-0.71/-0.25pcts。**研发方面**，23H1新建研发大楼开始使用，建立了多个实验室等。公司申请专利21项、获得授权32项，其中包括6项发明专利；已接收SCI文章1篇，发表论文3篇。公司在原料、产品上持续创新，在基础前沿研究、国际研发实验室搭建、核心原料研究、配方技术创新、包材研发、研发人才引进与培养等领域持续投入，全面推进研发赋能产品、产品赋能品牌战略。

自有品牌优化升级，代理业务稳步增长，自有+代理双轮驱动。公司自有+代理品牌矩阵初步形成，**自有品牌方面**，“御泥坊”23H1围绕品牌心智建设，稳步完善品牌触点体系与产品布局，形成以面膜为核心、高价精华、面霜、护肤套装等多品类发展的产品结构。“大水滴”品牌持续深耕熬夜心智，产品梯队持续补充。“小迷糊”品牌围绕“年轻肌精简护理”心智，持续进行品牌优化升级。**代理品牌方面**，公司已经形成1+5+n的层次结构，持续打造水羊国际平台多梯队品牌矩阵，在不同细分市场、细分品类孵化优势品牌。其中，EDB（伊菲丹）品牌23H1进一步深化品牌心智，梳理、传播品牌故事，聚焦产品梯队建设，打造超级面膜、抗光老精华防晒、胶原精粹水及超级CP多个核心产品；持续完善高端百货、高奢酒店、机场杂志等渠道布局。

■ 投资建议

消费者对于美护产品功效性诉求持续提升，对于小众品牌的关注度也在逐渐提高。水羊股份已逐渐形成自主+代理品牌双轮驱动格局，业绩重回增长快车道。高端品牌伊菲丹销售持续放量，公司产品线广度与深度不断丰富；自主品牌焕新升级，积极搭建自有平台渠道，发力私域运营。预计公司2023-2025年营收分别为58.68/68.93/80.16亿元，分别同增24.3%/17.5%/16.3%；归母净利润分别为2.96/3.88/4.82亿元，分别同增137.5%/31.1%/24.0%。对应EPS为0.76/1.00/1.24元/股，对应PE为20/16/13倍。维持“买入”评级。

■ 风险提示

收购整合风险，平台发展不及预期风险，品牌升级不及预期风险，产品需求不及预期风险，产品销售不及预期导致业绩不及预期风险，行业竞争加剧风险，投资收购品牌销售不及预期风险，宏观经济波动风险，消费者需求不及预期风险。

■ 数据预测与估值

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	4722	5868	6893	8016
年增长率	-5.7%	24.3%	17.5%	16.3%
归母净利润	125	296	388	482
年增长率	-47.2%	137.5%	31.1%	24.0%
每股收益（元）	0.32	0.76	1.00	1.24
市盈率（X）	48.38	20.37	15.54	12.53
市净率（X）	3.46	3.02	2.53	2.10

资料来源：Wind，上海证券研究所（2023年10月27日收盘价）

公司财务报表数据预测汇总
资产负债表 (单位: 百万元)

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	346	245	90	227
应收票据及应收账款	325	333	461	472
存货	899	971	1195	1338
其他流动资产	300	334	374	384
流动资产合计	1870	1884	2120	2420
长期股权投资	20	28	37	47
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	625	797	971	1122
在建工程	363	392	415	413
无形资产	256	348	455	571
其他非流动资产	515	671	852	1044
非流动资产合计	1779	2236	2730	3196
资产总计	3649	4119	4850	5617
短期借款	708	888	1084	1273
应付票据及应付账款	361	356	451	491
合同负债	33	29	37	43
其他流动负债	338	383	432	487
流动负债合计	1441	1657	2004	2294
长期借款	442	442	442	442
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	27	27	27	27
非流动负债合计	470	470	470	470
负债合计	1910	2127	2473	2764
股本	389	389	389	389
资本公积	496	496	496	496
留存收益	897	1154	1543	2024
归属母公司股东权益	1744	2002	2390	2872
少数股东权益	-6	-9	-14	-20
股东权益合计	1739	1993	2377	2852
负债和股东权益合计	3649	4119	4850	5617

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流量	18	345	321	642
净利润	123	293	384	476
折旧摊销	51	119	162	207
营运资金变动	-169	-79	-241	-61
其他	13	12	16	20
投资活动现金流量	-646	-572	-653	-670
资本支出	-290	-567	-648	-664
投资变动	-353	-8	-9	-10
其他	-3	4	4	3
筹资活动现金流量	528	125	176	165
债权融资	555	180	196	189
股权融资	14	0	0	0
其他	-40	-55	-20	-24
现金净流量	-91	-101	-156	137

利润表 (单位: 百万元)

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	4722	5868	6893	8016
营业成本	2214	2704	3141	3630
营业税金及附加	24	27	32	38
销售费用	2033	2450	2878	3337
管理费用	194	238	272	312
研发费用	89	109	122	143
财务费用	38	16	20	24
资产减值损失	-16	0	0	0
投资收益	-3	4	4	3
公允价值变动损益	25	0	0	0
营业利润	146	344	452	560
营业外收支净额	-2	0	0	0
利润总额	144	344	452	560
所得税	21	51	68	84
净利润	123	293	384	476
少数股东损益	-2	-3	-5	-6
归属母公司股东净利润	125	296	388	482

主要指标

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
盈利能力指标				
毛利率	53.1%	53.9%	54.4%	54.7%
净利率	2.6%	5.1%	5.6%	6.0%
净资产收益率	7.2%	14.8%	16.3%	16.8%
资产回报率	3.4%	7.2%	8.0%	8.6%
投资回报率	4.6%	8.9%	9.9%	10.6%
成长能力指标				
营业收入增长率	-5.7%	24.3%	17.5%	16.3%
EBIT 增长率	-46.9%	121.1%	31.3%	23.9%
归母净利润增长率	-47.2%	137.5%	31.1%	24.0%
每股指标 (元)				
每股收益	0.32	0.76	1.00	1.24
每股净资产	4.48	5.14	6.14	7.37
每股经营现金流	0.05	0.89	0.82	1.65
每股股利	0	0	0	0
营运能力指标				
总资产周转率	1.29	1.42	1.42	1.43
应收账款周转率	14.55	17.62	14.94	17.02
存货周转率	2.46	2.78	2.63	2.71
偿债能力指标				
资产负债率	52.4%	51.6%	51.0%	49.2%
流动比率	1.30	1.14	1.06	1.05
速动比率	0.57	0.43	0.36	0.37
估值指标				
P/E	48.38	20.37	15.54	12.53
P/B	3.46	3.02	2.53	2.10
EV/EBITDA	32.02	15.18	12.01	9.68

资料来源: Wind, 上海证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
无评级	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(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。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和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、价值或投资收入可升可跌。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、意见或推测不一致的报告。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。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断