

评级： 买入

核心观点

于那
首席分析师
SAC 执证编号：S0110522070001
yuna3@sczq.com.cn
电话：021-58820297

张露
研究助理
SAC 执证编号：S0110123070042
zhanglu001@sczq.com.cn
电话：010-8115 2631

市场指数走势（最近 1 年）



资料来源：聚源数据

公司基本数据

最新收盘价(元)	15.50
一年内最高/最低价(元)	22.65/10.82
市盈率(当前)	139.01
市净率(当前)	3.22
总股本(亿股)	3.89
总市值(亿元)	60.37

资料来源：聚源数据

相关研究

- 23H1 半年报点评：Q2 业绩增长超预期，盈利能力显著提升
- 22H1 中报业绩点评：疫情影响业绩承压，进军高端美护提升盈利能力

- **事件：**公司发布 2023 年三季度报，2023 前三季度实现收入 33.77 亿元，同比+1.04%；归母净利 1.80 亿元，同比+51.36%，扣非归母净利 1.95 亿元，同比+77.91%；23Q3 单季度实现收入 10.88 亿元，同比-4.68%，归母净利 0.38 亿元，同比+4.03%，扣非归母净利 0.48 亿元，同比+30.21%，Q3 业绩符合预期。
- **伊菲丹发展势头强劲，御泥坊、小迷糊持续调整。**公司持续加大品牌伊菲丹投入，官宣杨紫为核心单品超级面膜首位代言人，9 月首家专柜在杭州武林银泰落地，产品矩阵逐步延申，发展势头强劲；大水滴早晚安洁面慕斯新品接力，御泥坊、小迷糊持续调整，后续有望贡献收入增量。
- **高毛利产品占比提升带动公司盈利能力提高。**1-9 月公司销售/管理/研发费用/财务费用率分别为 43.32%/3.89%/1.91%/1.20，同比-0.22/-0.71/-0.25/+1.07pct，财务费用率增加源于可转债利息费用增加。1-9 月公司毛利率/净利率为 58.01%/5.51%，同比+2.80/1.97pct，单三季度毛利率 60.32%，同比+4.71pct，高毛利品牌伊菲丹收入占比提升盈利能力。
- **强调研发赋能，优化品牌矩阵。**长期来看，公司全面推进研发赋能产品、产品赋能品牌战略，持续优化品牌矩阵。伊菲丹持续发力，官宣品牌代言人杨紫，扩大品牌声量；大水滴关注熬夜肌肤，22 点、0 点、3 点系列产品持续补充；小迷糊、御泥坊不断调整，有望强化公司业绩增长动力。
- **投资建议：**我们预计 23-25 年 EPS 分别为 0.78/1.04/1.30 元，当前价格对应 PE 为 20/15/12 倍，维持公司“买入”评级。

- **风险提示：**市场需求不及预期；行业竞争加剧；新品推广不及预期。

盈利预测

	2022	2023E	2024E	2025E
营收(亿元)	47.22	52.79	59.68	68.53
同比增速(%)	-5.7	11.8	13.0	14.8
归母净利润(亿元)	1.25	3.02	4.05	5.06
同比增速(%)	-47.2	142.0	34.1	24.9
EPS(元/股)	0.32	0.78	1.04	1.30
PE(倍)	48.4	20.0	14.9	11.9

资料来源：Wind，首创证券

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2022	2023E	2024E	2025E		2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	1870	4128	4618	5280	经营活动现金流	4	361	627	549
现金	346	2640	2984	3426	净利润	123	298	400	500
应收账款	325	322	364	418	折旧摊销	37	93	97	95
其它应收款	44	46	52	60	财务费用	38	92	130	128
预付账款	76	112	127	146	投资损失	3	0	0	0
存货	899	831	905	1030	营运资金变动	-175	-124	-2	-175
其他	180	177	187	200	其它	-22	2	2	2
非流动资产	1779	1686	1589	1494	投资活动现金流	-646	-2	-2	-2
长期投资	20	20	20	20	资本支出	280	0	0	0
固定资产	651	667	679	687	长期投资	-353	0	0	0
无形资产	256	213	170	128	其他	-573	-2	-2	-2
其他	852	786	720	659	筹资活动现金流	528	1934	-281	-105
资产总计	3649	5814	6208	6774	短期借款	185	2058	-108	75
流动负债	1441	3339	3374	3493	长期借款	313	0	0	0
短期借款	708	2766	2657	2733	其他	30	-124	-172	-181
应付账款	361	259	337	350	现金净增加额	-104	2293	344	443
其他	371	314	380	411					
非流动负债	470	470	470	470	主要财务比率	2022	2023E	2024E	2025E
长期借款	455	455	455	455	成长能力				
其他	14	14	14	14	营业收入	-5.7%	11.8%	13.0%	14.8%
负债合计	1910	3809	3844	3963	营业利润	-47.7%	140.0%	34.1%	24.9%
少数股东权益	-6	-9	-14	-20	归属母公司净利润	-47.2%	142.0%	34.1%	24.9%
归属母公司股东权益	1744	2015	2378	2831	获利能力				
负债和股东权益	3649	5814	6208	6774	毛利率	53.1%	56.2%	57.8%	58.2%
					净利率	2.6%	5.7%	6.8%	7.4%
					ROE	7.2%	15.0%	17.0%	17.9%
					ROIC	6.4%	13.9%	10.2%	11.5%
利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E	偿债能力				
营业收入	4722	5279	5968	6853	资产负债率	52.4%	65.5%	61.9%	58.5%
营业成本	2214	2315	2518	2866	净负债比率	47.0%	29.0%	5.5%	-8.5%
营业税金及附加	24	24	27	31	流动比率	1.3	1.2	1.4	1.5
营业费用	2033	2158	2446	2815	速动比率	0.6	0.9	1.0	1.1
研发费用	194	240	258	290	营运能力				
管理费用	89	92	108	121	总资产周转率	1.3	0.9	1.0	1.0
财务费用	38	92	130	128	应收账款周转率	14.6	16.4	16.4	16.4
资产减值损失	-16	-12	-14	-16	应付账款周转率	6.7	10.9	8.6	9.7
公允价值变动收益	25	0	0	0	每股指标(元)				
投资净收益	-3	0	0	0	每股收益	0.3	0.8	1.0	1.3
营业利润	146	350	469	586	每股经营现金	0.0	0.9	1.6	1.4
营业外收入	0	1	1	1	每股净资产	4.5	5.2	6.1	7.3
营业外支出	2	1	1	1	估值比率				
利润总额	144	350	469	586	P/E	48.4	20.0	14.9	11.9
所得税	21	51	69	86	P/B	3.5	3.0	2.5	2.1
净利润	123	298	400	500					
少数股东损益	-2	-4	-5	-6					
归属母公司净利润	125	302	405	506					
EBITDA	220	535	696	809					
EPS (元)	0.32	0.78	1.04	1.30					

分析师简介

于那，社服行业首席分析师，毕业于剑桥大学，曾就职于方正证券、东方财富证券、德邦证券等，团队曾获 2017-2018 年新财富中小盘第四、第二名。2022 年 7 月加入首创证券。

分析师声明

本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者将对报告的内容和观点负责。

免责声明

本报告由首创证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，首创证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

首创证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。首创证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。首创证券的自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

在法律许可的情况下，首创证券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，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准	股票投资评级	买入 相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
		增持 相对沪深 300 指数涨幅 5%-15%之间
		中性 相对沪深 300 指数涨幅 -5%-5%之间
		减持 相对沪深 300 指数跌幅 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准	行业投资评级	看好 行业超越整体市场表现
		中性 行业与整体市场表现基本持平
		看淡 行业弱于整体市场表现