

水羊股份 (300740.SZ) EDB 持续放量前景广阔，美妆行业仍存机遇

2023 年 12 月 21 日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

黄泽鹏（分析师）

初敏（分析师）

huangzepeng@kysec.cn

chumin@kysec.cn

证书编号：S0790519110001

证书编号：S0790522080008

日期	2023/12/21
当前股价(元)	16.73
一年最高最低(元)	22.65/12.65
总市值(亿元)	65.16
流通市值(亿元)	59.73
总股本(亿股)	3.89
流通股本(亿股)	3.57
近 3 个月换手率(%)	153.96

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《Q3 扣非归母净利 yoy+30.21%，调整因素渐入佳境——公司信息更新报告》-2023.10.31

《2023H1 业绩超预期，股权激励目标提振信心——公司信息更新报告》-2023.7.28

《双轮驱动的领先美妆集团，品牌升级迎接经营拐点——公司首次覆盖报告》-2023.7.7

● 美妆超高端市场增速优于大盘，格局变化仍存机遇

根据久谦中台数据，2023Q1/Q2/Q3/10月/11月线上天猫+京东+抖音护肤品大盘 GMV yoy+1.5%/+7.4%/-4.2%/+0.8%/-6.4%，其中超高端品类（均价 >1000 元/件的品牌）yoy+8.7%/+53.8%/+26.8%/+5.2%/+13.5%，线上超高端销售占比由 2022Q1 的 6.7% 上升至 2023 年 11 月的 10.1%。公司核心品牌伊菲丹 2023 年 1-11 月公司线上平台 GMV4.4 亿元/yoy+90%，在超高端市场内部市占率由 2022Q1 的 1.7% 上涨至 2023Q3 的 4.3%，我们维持盈利预测不变，预计 2023-2025 年公司归母净利润为 3/4/4.8 亿元，yoy+141%/+33%/+20.3%，对应 EPS 为 0.77/1.03/1.24 元，当前股价对应 PE 为 21.7/16.3/13.5 倍，维持“买入”评级。

● SKU 有序接力，品牌势能提升助力持续放量

(1) 大单品 CP 组合模式跑通：2023 年 1-11 月大单品超级面膜+精粹水销售 3.2 亿元/yoy+83%/占比 74%，大单品 CP 组合模式跑通，客单价由 1800 元提升至 2600 元。(2) 积极补充同系列精华面霜、防晒霜等产品：精华面霜+防晒+隔离产品线 GMV 占比由 2022 年 12 月 5.2% 提升至 2023 年 11 月 14.9%，超级大单品 CP 组合同时期段从 76.9% 下降至 65.9%。对标高端品牌海蓝之谜 2023 年 1-11 月超级大单品 GMV 占比 52.8%，伊菲丹其它产品线扩充放量仍有较大空间。(3) 加快产品线引入：公司逐步引入樱花/美白肌肤亮泽/臻金系列适应更广泛客群。

● 全球化多渠道运营，客群渗透提升空间大

海外：多平台圣诞节推出折扣优惠活动，与哈罗德、老佛爷等高端渠道深度绑定，全年增速前景乐观。国内：EDB 抖音渠道 1-11 月 GMV3.1 亿元，自播账号当前粉丝数 21.4 万，低于 LAMER/HR/奥伦纳素等超过百万粉丝量，知名度仍有较大提升空间。且当前伊菲丹在粉丝基数较低时，抖音渠道 GMV 与科兰黎相近，是海蓝之谜的 1/4，我们认为是 EDB 营销转化率高，复购率高所致。同时公司加大自播场次和达人推广力度，近 6 月自播 295 场，发布视频数 89 个，高于海蓝之谜和赫莲娜投放频次。线下：预计 2024 年线下将覆盖更多 SKP 和免税渠道。

● 风险提示：品牌推广、渠道拓展、智慧工厂落地不及预期等。

财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	5,010	4,722	5,185	5,752	6,478
YOY(%)	34.9	-5.7	9.8	10.9	12.6
归母净利润(百万元)	236	125	301	400	481
YOY(%)	68.5	-47.2	141.0	33.0	20.3
毛利率(%)	52.1	53.1	54.8	55.6	55.8
净利率(%)	4.7	2.6	5.8	7.0	7.4
ROE(%)	14.8	7.1	14.9	16.6	16.7
EPS(摊薄/元)	0.61	0.32	0.77	1.03	1.24
P/E(倍)	27.6	52.2	21.7	16.3	13.5
P/B(倍)	4.1	3.7	3.2	2.7	2.3

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	1680	1870	1614	1875	2158
现金	440	346	423	486	696
应收票据及应收账款	280	325	0	0	0
其他应收款	40	44	49	55	62
预付账款	120	76	140	100	170
存货	728	899	822	1054	1050
其他流动资产	71	180	180	180	180
非流动资产	1065	1779	1842	1925	2022
长期投资	6	20	35	49	63
固定资产	106	625	682	730	778
无形资产	70	256	299	351	400
其他非流动资产	884	878	826	795	781
资产总计	2745	3649	3457	3800	4180
流动负债	1008	1441	1073	1113	1112
短期借款	523	708	708	708	708
应付票据及应付账款	206	361	0	0	0
其他流动负债	279	371	365	405	404
非流动负债	144	470	387	304	222
长期借款	129	442	359	277	195
其他非流动负债	15	27	27	27	27
负债合计	1152	1910	1460	1418	1335
少数股东权益	-6	-6	-9	-13	-19
股本	412	389	389	389	389
资本公积	669	496	496	496	496
留存收益	772	897	1171	1528	1945
归属母公司股东权益	1599	1744	2006	2396	2865
负债和股东权益	2745	3649	3457	3800	4180

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	199	18	397	387	558
净利润	235	123	297	396	475
折旧摊销	20	37	61	64	72
财务费用	36	38	82	87	87
投资损失	-12	3	0	0	0
营运资金变动	-184	-175	-48	-177	-93
其他经营现金流	104	-9	5	17	16
投资活动现金流	-493	-646	-124	-147	-170
资本支出	550	293	110	132	155
长期投资	46	-48	-14	-14	-14
其他投资现金流	12	-305	-0	-0	-0
筹资活动现金流	355	528	-196	-177	-179
短期借款	263	185	0	0	0
长期借款	129	313	-83	-82	-82
普通股增加	0	-22	0	0	0
资本公积增加	35	-173	0	0	0
其他筹资现金流	-73	225	-113	-94	-97
现金净增加额	55	-91	77	63	210

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	5010	4722	5185	5752	6478
营业成本	2402	2214	2343	2554	2864
营业税金及附加	20	24	26	28	32
营业费用	2029	2033	2079	2249	2526
管理费用	193	194	202	224	251
研发费用	66	89	88	109	117
财务费用	36	38	82	87	87
资产减值损失	-7	-16	-16	-20	-23
其他收益	14	16	10	10	11
公允价值变动收益	0	25	0	0	0
投资净收益	12	-3	-0	-0	-0
资产处置收益	-0	0	-0	-0	-0
营业利润	279	146	385	514	617
营业外收入	2	0	2	1	1
营业外支出	0	2	1	1	1
利润总额	280	144	386	514	617
所得税	45	21	89	118	142
净利润	235	123	297	396	475
少数股东损益	-1	-2	-3	-4	-6
归属母公司净利润	236	125	301	400	481
EBITDA	327	243	492	618	723
EPS(元)	0.61	0.32	0.77	1.03	1.24

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	34.9	-5.7	9.8	10.9	12.6
营业利润(%)	74.9	-47.7	164.1	33.4	20.1
归属于母公司净利润(%)	68.5	-47.2	141.0	33.0	20.3
获利能力					
毛利率(%)	52.1	53.1	54.8	55.6	55.8
净利率(%)	4.7	2.6	5.8	7.0	7.4
ROE(%)	14.8	7.1	14.9	16.6	16.7
ROIC(%)	11.4	5.9	10.5	12.3	13.0
偿债能力					
资产负债率(%)	41.9	52.4	42.2	37.3	31.9
净负债比率(%)	14.0	51.1	36.8	24.9	10.6
流动比率	1.7	1.3	1.5	1.7	1.9
速动比率	0.8	0.6	0.5	0.6	0.8
营运能力					
总资产周转率	2.0	1.5	1.5	1.6	1.6
应收账款周转率	20.2	15.6	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	12.7	9.5	14.2	0.0	0.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.61	0.32	0.77	1.03	1.24
每股经营现金流(最新摊薄)	0.51	0.05	1.02	0.99	1.43
每股净资产(最新摊薄)	4.11	4.48	5.15	6.15	7.36
估值比率					
P/E	27.6	52.2	21.7	16.3	13.5
P/B	4.1	3.7	3.2	2.7	2.3
EV/EBITDA	20.5	30.0	14.5	11.3	9.3

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn