

➤ **事件：**23Q4 至今，伊菲丹持续推进高端百货、高端酒店渠道的布局，进一步触达国内高端客群。1) 高端百货：23 年 11 月，伊菲丹纯净之源快闪体验店首站登陆深圳老佛爷百货；24 年 1 月登陆北京三里屯太古里；2) 高端酒店：23 年 10 月及 12 月多次合作阿那亚 EOSO 雲頌酒店，提供品牌体验套装产品。

➤ **自有品牌之伊菲丹：定位高奢敏感肌抗衰细分赛道，Q4 线上持续高增，中长期看好公司“代运营→自营”带来的成长空间。**23Q4 伊菲丹持续深化品牌建设，1) 产品端，从核心单品超级面膜逐步外延，打造超级 CP、胶原精粹水等多个大单品，同时推广面向年轻客群的樱花线并引进高端极致线，深度触达细分领域的高奢敏感肌客群，进一步夯实高奢的品牌形象和品牌调性；2) 营销端，9 月品牌中国区首家专柜落地杭州武林银泰，10 月官宣杨紫为超级面膜代言人，合作高端酒店提供品牌产品体验装，持续增加品牌露出，扩大品牌声量，提升品牌势能。根据久谦数据，23Q4 伊菲丹品牌延续增长，天猫+抖音 GMV 同比+39%；单 12 月天猫+抖音 GMV 同比+19%。公司 2019 年开始代理运营伊菲丹品牌中国市场，2022 年以 4950 万欧元对价收购法国 EDB 公司的 90.05% 股权，将伊菲丹从代理转为自有品牌。22 年公司收购伊菲丹至今销售持续高增，一定程度彰显公司多年代运营经验已为公司积累深厚的品牌筛选、孵化与运作能力，看好公司中长期从“代运营→自营”模式探索下带来的收入与利润增长空间。此外，公司还储备有 PA (Pier Auge，22 年 7 月完成对中国业务的收购，PA 品牌创立于 1961 年，是拥有 62 年历史的法国小众轻奢护肤品牌) 等品牌，中长期来看，依托公司较强的品牌运作能力及伊菲丹较为成功的经验，PA 品牌有望复制伊菲丹的成长路线，看好 PA 品牌后续成长性。

➤ **自有品牌之御泥坊：23H2 起董事长亲自接手负责，品牌调整与升级有序推进，期待调整后再次出发。**御泥坊品牌成立于 2016 年，2021 年开始推进品牌调整与升级，1) 品牌方面，深耕盛唐文化，以“传盛唐、美东方”为品牌主张，构建全新“春江花月夜”产品体系，塑造更加年轻化的品牌形象触达新一代消费群体；2) 产品方面，持续升级大核心单品氨基酸泥膜（至今已升级至第八代），并推出微 800 玻尿酸次抛精华、微 400 抗衰精华、水飞泥浆精华等新品，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；3) 渠道方面，从淘宝拓宽至全渠道发展，截至目前销售网络覆盖天猫、抖音、快手、拼多多、唯品会、京东等线上渠道、屈臣氏、沃尔玛等线下卖场及其他分销渠道。23Q4 御泥坊品牌在天猫和抖音渠道下滑较明显（久谦数据显示，御泥坊 23Q4 天猫+抖音合计 GMV 同比-68%，单 12 月天猫+抖音合计 GMV 同比-42%），但考虑御泥坊还有拼多多、唯品会等线上渠道以及屈臣氏等线下渠道贡献销售收入，23H2 起公司董事长亲自接手负责御泥坊品牌有序推进品牌调整升级，看好品牌 24 年诞生 18 周年之际全新品牌体系与研究成果推出、品牌调整完成后的业绩表现。

➤ **代理品牌：“1+5+N”战略稳步推进，强生业务结构优化，其他代理业务稳定发展。**受强生集团战略阶段性规划调整（强生健康消费品公司独立上市）影响，公司代理业务收入略有波动，23Q3 公司积极推进并完成与强生消费品独立公司科赴中国的新一轮战略合作续约，未来也将长期保持稳定的合作关系，深度绑定强生大客户，巩固代理业务基本盘。此外，其他代理业务稳定发展，意大利彩妆品牌 KIKO、健康食品品牌西班牙专业医美院线品牌美蒂斯保持良好增长；23Q3 公司新签约瑞士顶尖科技抗衰品牌妮尚希，品牌客单价 2000 元+，进一步完善公司高端市场布局，代理品牌业务有望实现中长期稳健发展。

➤ **投资建议：**公司“四双战略”持续落地，主品牌御泥坊品牌调整与升级有序推进，期待 24 年品牌调整升级完成后的业绩表现；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；代理业务“1+5+N”战略稳步推进，基本盘持续增长。我们预计 23-25 年公司归母净利润分别为 2.79/4.05/5.31 亿元，同比增速分别为 123.9%/44.9%/31.3%，对应 PE 分别为 25X/17X/13X，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**行业竞争加剧风险；品牌拓展不及预期；新品研发不及预期。

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	5,325	5,985	6,675
增长率 (%)	-5.7	12.8	12.4	11.5
归属母公司股东净利润 (百万元)	125	279	405	531
增长率 (%)	-47.2	123.9	44.9	31.2
每股收益 (元)	0.32	0.72	1.04	1.36
PE	56	25	17	13
PB	4.0	3.5	2.9	2.4

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 1 月 15 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

17.84 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 杨颖

执业证书：S0100123070030

邮箱：yangying@mszq.com

相关研究

- 1.水羊股份 (300740.SZ) 事件点评：伊菲丹高增延续，御泥坊品牌调整推进，看好公司“代运营→自营”成长空间-2024/01/16
- 2.水羊股份 (300740.SZ) 2023 年三季报点评：Q3 扣非净利润同比高增 30%，伊菲丹增长势头强劲-2023/10/27
- 3.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
- 4.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
- 5.水羊股份 (300740.SZ) 2022 年三季报点评：加码原料和产品研发，期待业绩拐点到来-2022/10/27

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	5,325	5,985	6,675
营业成本	2,214	2,399	2,677	2,959
营业税金及附加	24	24	27	31
销售费用	2,033	2,226	2,424	2,637
管理费用	194	208	224	240
研发费用	89	96	120	147
EBIT	161	380	525	675
财务费用	38	50	48	47
资产减值损失	-16	-5	-5	-5
投资收益	-3	5	5	3
营业利润	146	329	477	626
营业外收支	-2	-0	-0	-1
利润总额	144	329	477	626
所得税	21	49	72	94
净利润	123	280	405	532
归属于母公司净利润	125	279	405	531
EBITDA	212	445	600	761

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	346	541	578	968
应收账款及票据	325	356	425	465
预付款项	76	105	112	118
存货	899	709	991	856
其他流动资产	225	202	248	214
流动资产合计	1,870	1,913	2,354	2,620
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	3,893	4,530	4,992
短期借款	708	708	558	358
应付账款及票据	361	258	448	333
其他流动负债	371	373	409	450
流动负债合计	1,441	1,339	1,415	1,141
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	1,909	2,135	2,061
股本	389	389	389	389
少数股东权益	-6	-6	-5	-5
股东权益合计	1,739	1,984	2,395	2,931
负债和股东权益合计	3,649	3,893	4,530	4,992

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	12.76	12.39	11.53
EBIT 增长率	-46.89	135.53	38.25	28.57
净利润增长率	-47.22	123.92	44.91	31.19
盈利能力 (%)				
毛利率	53.12	54.94	55.27	55.67
净利润率	2.64	5.25	6.77	7.96
总资产收益率 ROA	3.42	7.18	8.94	10.64
净资产收益率 ROE	7.15	14.04	16.87	18.09
偿债能力				
流动比率	1.30	1.43	1.66	2.30
速动比率	0.57	0.76	0.83	1.37
现金比率	0.24	0.40	0.41	0.85
资产负债率 (%)	52.36	49.03	47.13	41.28
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	1.41	1.42	1.40
每股指标 (元)				
每股收益	0.32	0.72	1.04	1.36
每股净资产	4.48	5.11	6.16	7.53
每股经营现金流	0.05	1.16	0.93	1.87
每股股利	0.10	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	56	25	17	13
PB	4.0	3.5	2.9	2.4
EV/EBITDA	38.62	18.38	13.62	10.75
股息收益率 (%)	0.56	0.00	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	123	280	405	532
折旧和摊销	51	65	76	86
营运资金变动	-169	45	-183	44
经营活动现金流	18	453	362	727
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	37	390

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