

外部环境+内部调整 22年承压，期待品牌升级重回增长轨道

投资要点

- **事件:** 公司发布 2022 年报和 2023 年一季报，2022 年公司实现营业收入 47.2 亿元，同比下降 5.7%，实现归母净利润 1.2 亿元，同比下降 47.2%，实现扣非归母净利润 9669.1 万元，同比下降 55.1%；2022Q4 实现营业收入 13.8 亿元，同比下降 18.7%，实现归母净利润 581.2 万元，同比下降 93.5%；2023Q1 实现营业收入 10.5 亿元，同比增长 0.1%，实现归母净利润 5213.8 万元，同比增长 25.4%。
- **外部环境影响叠加内部品牌调整，经营承压。** 分品类来看，水乳膏霜收入 35.1 亿元(+8.5%)，占比 74.4%，面膜收入 9.1 亿元(-36.3%)，占比 19.2%，品牌管理服务收入 2.7 亿元(-17%)，占比 5.8%。分地区来看，境内收入 33.8 亿元(-8.9%)，境外收入 13.4 亿元(+3.2%)。受宏观经济及外部环境的影响，叠加公司内部品牌升级及产品调整，公司经营情况有所承压。但随着品牌升级进入收获期、外部不利因素逐渐消退，23Q1 收入同比微增，经营拐点已现。
- **费用投放加码，23Q1 净利率回升。** 2022 年公司销售/管理/研发费用率分别为 43.1%/4.1%/1.9%，分别同比变动+2.6pp/+0.3pp/+0.6pp，公司进一步推进品牌升级，构建全新产品体系，加大市场推广力度，同时为长远发展储备人才，人力成本增加，并持续加码研发投入，在原料创新和产学研方面均有重要进展，因此三费率表现为全面提升态势。2022 年公司毛利率为 53.1%(+1.1pp)，净利率为 2.6%(-2.1pp)，净利率有一定幅度下滑，主要因为收入规模下降以及自有品牌升级暂未实现充分效益。23Q1 毛利率为 53.7%(-0.6pp)，净利率为 5.2%(+1.3pp)，产品提效以及 EDB 并表影响，盈利能力有所修复。
- **长期坚持“四双”战略，打造集团化美妆企业。** 公司始终坚持“四双”发展战略。品牌方面，自有品牌与代理品牌双业务驱动，自有品牌御泥坊迭代升级，构建全新“春江花月夜”产品体系，持续打造国风化妆品概念，收购品牌伊菲丹定位高奢护肤，在全球范围均有良好表现；代理品牌形成“1+5+N”格局，与强生集团进入良性合作轨道，另外在护肤、彩妆、个护、香水、食品五大领域持续拓展合作品牌矩阵，向大型美妆集团迈进。渠道方面，实行全渠道、全平台运营，线上方面淘系收入 19 亿元(-17.3%)，抖音收入 7 亿元(+113.7%)，抖快等兴趣电商平台增长亮眼，线下渠道预计受影响较大，随着伊菲丹逐步往高端专柜渠道铺设推进，线下有望逐步修复。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2023-2025 年 EPS 分别为 0.55、0.75、0.94 元，对应 PE 分别为 27、19 倍、16 倍。公司自有品牌升级逐步完成，期待自有品牌业绩修复、代理品牌推动战略发展，下调至“持有”评级。
- **风险提示:** 行业竞争加剧、品牌升级效果不及预期、线下渠道复苏不及预期。

| 指标/年度 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|---------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元) | 4722.39 | 5913.61 | 6967.20 | 7926.46 |
| 增长率 | -5.74% | 25.22% | 17.82% | 13.77% |
| 归属母公司净利润(百万元) | 124.79 | 213.57 | 292.30 | 365.14 |
| 增长率 | -47.22% | 71.15% | 36.86% | 24.92% |
| 每股收益 EPS(元) | 0.32 | 0.55 | 0.75 | 0.94 |
| 净资产收益率 ROE | 7.07% | 10.79% | 13.11% | 14.41% |
| PE | 45 | 27 | 19 | 16 |
| PB | 3.25 | 2.89 | 2.56 | 2.25 |

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 龚梦涵
执业证号: S1250518090001
电话: 023-63786049
邮箱: gmh@swsc.com.cn

分析师: 谭陈渝
执业证号: S1250523030003
电话: 17782333081
邮箱: tchy@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

| | |
|--------------|------------|
| 总股本(亿股) | 3.89 |
| 流通 A 股(亿股) | 3.56 |
| 52 周内股价区间(元) | 11.0-19.36 |
| 总市值(亿元) | 56.62 |
| 总资产(亿元) | 28.97 |
| 每股净资产(元) | 4.00 |

相关研究

1. 水羊股份(300740): Q2 业绩短期承压, 长期坚定双业务驱动战略 (2022-08-15)
2. 水羊股份(300740): 接连收购海外品牌, 资源嫁接实现战略闭环 (2022-07-20)

盈利预测

关键假设：

假设 1：EDB 公司经营稳健，伊菲丹品牌继续铺设高端百货、免税及酒店等渠道，定位高奢护肤品牌调性，2023-2025 年销售收入增速分别为 60%、30%、20%；

假设 2：公司与强生、露得清、李施德林等海外头部品牌保持良好合作关系，代理品牌矩阵稳定，签约情况稳定；

假设 3：业务模式及产品结构保持稳定，水乳膏霜类产品占比 70%左右，面膜类产品占比 17%左右，其余为品牌服务收入。

基于以上假设，我们预测公司 2023-2025 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

| 单位：百万元 | | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------|-----|---------|---------|---------|---------|
| 面膜 | 收入 | 905.15 | 1068.1 | 1217.6 | 1315.0 |
| | 增速 | -36.32% | 18.00% | 14.00% | 8.00% |
| | 毛利率 | 57.86% | 58.00% | 60.00% | 61.00% |
| 水乳膏霜 | 收入 | 3512.22 | 4390.3 | 5180.5 | 5905.8 |
| | 增速 | 8.45% | 25.00% | 18.00% | 14.00% |
| | 毛利率 | 48.84% | 49.00% | 49.20% | 49.30% |
| 品牌管理服务及其他 | 收入 | 305.01 | 455.2 | 569.1 | 705.6 |
| | 增速 | -12.90% | 30.0% | 25.0% | 24.0% |
| | 毛利率 | 88.27% | 85.00% | 85.00% | 84.00% |
| 合计 | 收入 | 4722.39 | 5913.61 | 6967.20 | 7926.46 |
| | 增速 | -5.74% | 25.22% | 17.82% | 13.77% |
| | 毛利率 | 53.12% | 53.40% | 54.01% | 54.33% |

数据来源：Wind, 西南证券

附表：财务预测与估值

| 利润表 (百万元) | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | 现金流量表 (百万元) | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 营业收入 | 4722.39 | 5913.61 | 6967.20 | 7926.46 | 净利润 | 122.93 | 210.39 | 287.94 | 359.71 |
| 营业成本 | 2214.01 | 2755.92 | 3204.11 | 3620.00 | 折旧与摊销 | 37.18 | 58.50 | 58.50 | 58.50 |
| 营业税金及附加 | 23.90 | 27.31 | 32.41 | 37.32 | 财务费用 | 38.15 | 23.65 | 34.84 | 47.56 |
| 销售费用 | 2032.84 | 2536.94 | 2981.96 | 3384.60 | 资产减值损失 | -15.59 | -2.00 | -2.00 | -2.00 |
| 管理费用 | 193.89 | 348.90 | 404.10 | 443.88 | 经营营运资本变动 | -46.24 | -261.55 | -187.97 | -158.05 |
| 财务费用 | 38.15 | 23.65 | 34.84 | 47.56 | 其他 | -118.74 | -16.07 | -22.44 | -21.12 |
| 资产减值损失 | -15.59 | -2.00 | -2.00 | -2.00 | 经营活动现金流净额 | 17.70 | 12.92 | 168.87 | 284.60 |
| 投资收益 | -2.69 | 12.00 | 12.00 | 12.00 | 资本支出 | -678.41 | -331.95 | -303.74 | -151.87 |
| 公允价值变动损益 | 25.13 | 12.31 | 14.53 | 15.56 | 其他 | 32.64 | 24.31 | 26.53 | 27.56 |
| 其他经营损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 投资活动现金流净额 | -645.76 | -307.65 | -277.21 | -124.31 |
| 营业利润 | 145.80 | 247.19 | 338.32 | 422.66 | 短期借款 | 185.17 | 643.94 | 291.24 | 41.66 |
| 其他非经营损益 | -1.57 | -0.35 | -0.47 | -0.61 | 长期借款 | 313.24 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 利润总额 | 144.23 | 246.85 | 337.84 | 422.04 | 股权融资 | -195.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 所得税 | 21.30 | 36.46 | 49.90 | 62.33 | 支付股利 | 0.00 | -24.96 | -42.71 | -58.46 |
| 净利润 | 122.93 | 210.39 | 287.94 | 359.71 | 其他 | 224.97 | -79.05 | -34.84 | -47.56 |
| 少数股东损益 | -1.86 | -3.18 | -4.35 | -5.44 | 筹资活动现金流净额 | 528.38 | 539.94 | 213.69 | -64.36 |
| 归属母公司股东净利润 | 124.79 | 213.57 | 292.30 | 365.14 | 现金流量净额 | -91.01 | 245.21 | 105.36 | 95.93 |
| | | | | | | | | | |
| 资产负债表 (百万元) | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | 财务分析指标 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 货币资金 | 346.15 | 591.36 | 696.72 | 792.65 | 成长能力 | | | | |
| 应收和预付款项 | 444.96 | 532.33 | 626.31 | 718.73 | 销售收入增长率 | -5.74% | 25.22% | 17.82% | 13.77% |
| 存货 | 898.87 | 1114.43 | 1298.84 | 1467.21 | 营业利润增长率 | -47.69% | 69.54% | 36.86% | 24.93% |
| 其他流动资产 | 180.06 | 200.44 | 218.46 | 234.88 | 净利润增长率 | -47.74% | 71.15% | 36.86% | 24.92% |
| 长期股权投资 | 20.22 | 20.22 | 20.22 | 20.22 | EBITDA 增长率 | -33.93% | 48.94% | 31.06% | 22.49% |
| 投资性房地产 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 获利能力 | | | | |
| 固定资产和在建工程 | 988.46 | 1288.76 | 1560.84 | 1681.05 | 毛利率 | 53.12% | 53.40% | 54.01% | 54.33% |
| 无形资产和开发支出 | 550.79 | 525.10 | 499.40 | 473.70 | 三费率 | 47.96% | 49.20% | 49.10% | 48.90% |
| 其他非流动资产 | 219.53 | 218.38 | 217.23 | 216.09 | 净利率 | 2.60% | 3.56% | 4.13% | 4.54% |
| 资产总计 | 3649.04 | 4491.02 | 5138.03 | 5604.52 | ROE | 7.07% | 10.79% | 13.11% | 14.41% |
| 短期借款 | 708.05 | 1351.99 | 1643.23 | 1684.89 | ROA | 3.37% | 4.68% | 5.60% | 6.42% |
| 应付和预收款项 | 465.12 | 528.56 | 608.16 | 703.04 | ROIC | 6.72% | 7.46% | 8.63% | 9.71% |
| 长期借款 | 442.34 | 442.34 | 442.34 | 442.34 | EBITDA/销售收入 | 4.68% | 5.57% | 6.20% | 6.67% |
| 其他负债 | 294.98 | 217.60 | 248.54 | 277.24 | 营运能力 | | | | |
| 负债合计 | 1910.49 | 2540.49 | 2942.27 | 3107.51 | 总资产周转率 | 1.48 | 1.45 | 1.45 | 1.48 |
| 股本 | 389.08 | 389.38 | 389.38 | 389.38 | 固定资产周转率 | 12.92 | 9.70 | 12.05 | 14.51 |
| 资本公积 | 496.27 | 495.96 | 495.96 | 495.96 | 应收账款周转率 | 14.74 | 16.04 | 16.16 | 15.72 |
| 留存收益 | 896.71 | 1085.33 | 1334.91 | 1641.59 | 存货周转率 | 2.71 | 2.73 | 2.65 | 2.61 |
| 归属母公司股东权益 | 1744.34 | 1959.50 | 2209.08 | 2515.76 | 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 96.37% | — | — | — |
| 少数股东权益 | -5.79 | -8.97 | -13.32 | -18.76 | 资本结构 | | | | |
| 股东权益合计 | 1738.55 | 1950.53 | 2195.76 | 2497.01 | 资产负债率 | 52.36% | 56.57% | 57.26% | 55.45% |
| 负债和股东权益合计 | 3649.04 | 4491.02 | 5138.03 | 5604.52 | 带息债务/总负债 | 60.21% | 70.63% | 70.88% | 68.45% |
| | | | | | 流动比率 | 1.30 | 1.18 | 1.15 | 1.22 |
| | | | | | 速动比率 | 0.67 | 0.64 | 0.62 | 0.66 |
| | | | | | 股利支付率 | 0.00% | 11.69% | 14.61% | 16.01% |
| 业绩和估值指标 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | 每股指标 | | | | |
| EBITDA | 221.13 | 329.35 | 431.65 | 528.71 | 每股收益 | 0.32 | 0.55 | 0.75 | 0.94 |
| PE | 45.37 | 26.51 | 19.37 | 15.51 | 每股净资产 | 4.48 | 5.03 | 5.67 | 6.46 |
| PB | 3.25 | 2.89 | 2.56 | 2.25 | 每股经营现金 | 0.05 | 0.03 | 0.43 | 0.73 |
| PS | 1.20 | 0.96 | 0.81 | 0.71 | 每股股利 | 0.00 | 0.06 | 0.11 | 0.15 |
| EV/EBITDA | 28.20 | 19.91 | 15.62 | 12.65 | | | | | |
| 股息率 | 0.00% | 0.44% | 0.75% | 1.03% | | | | | |

数据来源: Wind, 西南证券

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注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

| | |
|------|--|
| 公司评级 | 买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上 |
| | 持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间 |
| | 中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间 |
| | 回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间 |
| | 卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下 |
| 行业评级 | 强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上 |
| | 跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间 |
| | 弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下 |

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、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、意见及推测不一致的报告，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

| 区域 | 姓名 | 职务 | 座机 | 手机 | 邮箱 |
|-----|------|-------------|--------------|-----------------|----------------------|
| 上海 | 蒋诗烽 | 总经理助理、销售总监 | 021-68415309 | 18621310081 | jsf@swsc.com.cn |
| | 崔露文 | 销售经理 | 15642960315 | 15642960315 | clw@swsc.com.cn |
| | 薛世宇 | 销售经理 | 18502146429 | 18502146429 | xsy@swsc.com.cn |
| | 汪艺 | 销售经理 | 13127920536 | 13127920536 | wyfy@swsc.com.cn |
| | 岑宇婷 | 销售经理 | 18616243268 | 18616243268 | cyryf@swsc.com.cn |
| | 张玉梅 | 销售经理 | 18957157330 | 18957157330 | zymyf@swsc.com.cn |
| | 陈阳阳 | 销售经理 | 17863111858 | 17863111858 | cyyfy@swsc.com.cn |
| | 李煜 | 销售经理 | 18801732511 | 18801732511 | yfliyu@swsc.com.cn |
| | 谭世泽 | 销售经理 | 13122900886 | 13122900886 | tsz@swsc.com.cn |
| 卞黎旻 | 销售经理 | 13262983309 | 13262983309 | bly@swsc.com.cn | |
| 北京 | 李杨 | 销售总监 | 18601139362 | 18601139362 | yfly@swsc.com.cn |
| | 张岚 | 销售副总监 | 18601241803 | 18601241803 | zhanglan@swsc.com.cn |
| | 杜小双 | 高级销售经理 | 18810922935 | 18810922935 | dxsyf@swsc.com.cn |
| | 杨薇 | 高级销售经理 | 15652285702 | 15652285702 | yangwei@swsc.com.cn |
| | 胡青璇 | 销售经理 | 18800123955 | 18800123955 | hqx@swsc.com.cn |
| | 王一菲 | 销售经理 | 18040060359 | 18040060359 | wyf@swsc.com.cn |
| | 王宇飞 | 销售经理 | 18500981866 | 18500981866 | wangyuf@swsc.com.cn |
| | 巢语欢 | 销售经理 | 13667084989 | 13667084989 | cyh@swsc.com.cn |
| 广深 | 郑龔 | 广深销售负责人 | 18825189744 | 18825189744 | zhengyan@swsc.com.cn |
| | 杨新意 | 销售经理 | 17628609919 | 17628609919 | yxy@swsc.com.cn |
| | 张文锋 | 销售经理 | 13642639789 | 13642639789 | zwf@swsc.com.cn |
| | 陈韵然 | 销售经理 | 18208801355 | 18208801355 | cyryf@swsc.com.cn |
| | 龚之涵 | 销售经理 | 15808001926 | 15808001926 | gongzh@swsc.com.cn |
| | 丁凡 | 销售经理 | 15559989681 | 15559989681 | dingfyf@swsc.com.cn |