

水羊股份 (300740.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

1Q23 归母净利润同比+25%，静待自

有品牌升级花开

业绩简评

- 公司4月27日公告4Q22营收13.8亿元、同比-18.72%，归母净利润581万元、同比-93.52%。22年业绩有所承压主要系自有品牌升级暂未实现充分效益+疫情影响。1Q23营收/归母净利润/扣非净利润10.46/0.52/0.37亿元、同比持平/+25.4%/+11%，归母净利润增速高于扣非净利润主要系公允价值变动收益增多1461万元。
- 1Q23毛利率53.71%（同比-0.55PCT），期间费用率49.42%、同比-0.66PCT，其中销售/管理/研发费用率41.25%/4.13%/2.35%、同比-2.09%/-0.19%/+0.57PCT。

经营分析

- 水乳膏霜高个位数增长、占比持续提升。22年面膜/水乳膏霜/品牌管理服务营收9.05/35.12/2.74亿元、同比-36.32%/+8.45%/-16.97%，占比19.17%/74.37%/5.80%、同比-9.2%/+9.7%/-0.8PCT。
- 自有品牌焕新升级&梯度发展，代理业务稳步前行。1) 自有品牌：御泥坊聚焦优化产品体系，主打盛唐文化，推出微800玻尿酸次抛精华、微400抗衰精华拓展高价格带；大水滴品牌焕新效果显著，打造22点基础护理+0点密集护理+3点紧急护理三大产品系列，初步站稳熬夜护肤细分赛道，22年品牌增速1400%，大单品祛痘精华销售量超200万瓶；男士护肤品牌全线升级为“御”，客单提升180%；2H22伊菲丹并表，同时成功投资法国敏感肌院线品牌Pier Augé。2) 代理品牌：与强生系合作模型基本跑通、稳健增长，城野医生（377美白精华）/露得清（A醇晚霜）/大宝（SOD蜜）明星单品表现突出；其他代理品牌方面，侧重孵化细分赛道优势品牌，LORD & BERRY中国市场规模增长近500%，美斯蒂克营收同增300%，LUMENE单品极地面霜出圈、销量大幅增长。

盈利预测、估值与评级

- 自有品牌积极焕新升级中，收购伊菲丹增厚利润；代理业务整体增长平稳。预计23-25年归母净利润为2.22/3.02/3.86亿元、对应PE分别为25/19/15倍，维持“买入”评级。

风险提示

- 品牌升级/渠道拓展/营销投放/代理业务发展不及预期。

商贸零售组

分析师：罗晓婷（执业S1130520120001）

luoxiaoting@gjzq.com.cn

市价（人民币）：14.54元

相关报告：

1. 《淡季业绩承压，期待Q4旺季边际改善-水羊股份3Q22业绩点评》，2022.10.28
2. 《Q2业绩承压，期待下半年边际改善-水羊股份1H22点评》，2022.8.13
3. 《入主国际高端护肤品牌，品牌资产更上一层楼-水羊股份收购点评》，2022.7.20



公司基本情况（人民币）

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	5,010	4,722	5,800	6,892	8,074
营业收入增长率	34.86%	-5.74%	22.83%	18.82%	17.15%
归母净利润(百万元)	236	125	222	302	386
归母净利润增长率	68.54%	-47.22%	77.97%	35.95%	27.93%
摊薄每股收益(元)	0.574	0.321	0.570	0.775	0.992
每股经营性现金流净额	0.48	0.05	0.58	0.90	1.15
ROE(归属母公司)(摊薄)	14.78%	7.15%	11.42%	13.63%	15.07%
P/E	27.66	47.14	25.49	18.75	14.66
P/B	4.09	3.37	2.91	2.55	2.21

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	3,715	5,010	4,722	5,800	6,892	8,074
增长率	54.0%	34.9%	-5.7%	22.8%	18.8%	17.1%
主营业务成本	-1,887	-2,402	-2,214	-2,671	-3,156	-3,686
%销售收入	50.8%	47.9%	46.9%	46.1%	45.8%	45.7%
毛利	1,828	2,609	2,508	3,129	3,736	4,387
%销售收入	49.2%	52.1%	53.1%	53.9%	54.2%	54.3%
营业税金及附加	-17	-20	-24	-23	-28	-32
%销售收入	0.5%	0.4%	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%
销售费用	-1,438	-2,029	-2,033	-2,425	-2,860	-3,310
%销售收入	38.7%	40.5%	43.0%	41.8%	41.5%	41.0%
管理费用	-122	-193	-194	-232	-276	-323
%销售收入	3.3%	3.9%	4.1%	4.0%	4.0%	4.0%
研发费用	-48	-66	-89	-104	-124	-161
%销售收入	1.3%	1.3%	1.9%	1.8%	1.8%	2.0%
息税前利润 (EBIT)	203	300	169	345	448	560
%销售收入	5.5%	6.0%	3.6%	5.9%	6.5%	6.9%
财务费用	-34	-36	-38	-89	-100	-111
%销售收入	0.9%	0.7%	0.8%	1.5%	1.5%	1.4%
资产减值损失	-15	-11	-23	-19	-3	-4
公允价值变动收益	-2	0	25	15	0	0
投资收益	4	12	-3	12	15	14
%税前利润	2.4%	4.2%	n.a	4.5%	4.2%	3.0%
营业利润	159	279	146	264	360	460
%营业收入	4.3%	5.6%	3.1%	4.6%	5.2%	5.7%
营业外收支	0	1	-2	0	0	0
税前利润	159	280	144	264	360	460
利润率	4.3%	5.6%	3.1%	4.6%	5.2%	5.7%
所得税	-21	-45	-21	-38	-54	-69
所得税率	13.3%	16.0%	14.8%	14.5%	15.0%	15.0%
净利润	138	235	123	226	306	391
少数股东损益	-2	-1	-2	4	4	5
归属于母公司的净利润	140	236	125	222	302	386
净利率	3.8%	4.7%	2.6%	3.8%	4.4%	4.8%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	138	235	123	226	306	391
少数股东损益	-2	-1	-2	4	4	5
非现金支出	36	42	74	90	94	105
非经营收益	6	4	-10	54	89	109
营运资金变动	-50	-82	-169	-143	-140	-157
经营活动现金净流	131	199	18	227	349	449
资本开支	-210	-550	-290	-203	-150	-160
投资	30	46	-353	15	0	0
其他	5	12	-3	12	15	14
投资活动现金净流	-175	-493	-646	-176	-135	-146
股权募资	6	5	14	0	0	0
债权募资	80	391	555	259	214	375
其他	31	-42	-40	-110	-134	-162
筹资活动现金净流	116	355	528	149	79	213
现金净流量	57	55	-91	200	293	516

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	460	440	346	542	833	1,347
应收款项	249	320	369	413	491	575
存货	696	728	899	932	1,102	1,287
其他流动资产	215	191	256	299	321	345
流动资产	1,620	1,680	1,870	2,187	2,747	3,554
%总资产	74.6%	61.2%	51.2%	53.4%	58.3%	63.7%
长期投资	144	111	111	111	111	111
固定资产	279	606	988	1,126	1,194	1,260
%总资产	12.8%	22.1%	27.1%	27.5%	25.3%	22.6%
无形资产	84	79	562	560	553	546
非流动资产	553	1,065	1,779	1,905	1,965	2,024
%总资产	25.4%	38.8%	48.8%	46.6%	41.7%	36.3%
资产总计	2,173	2,745	3,649	4,093	4,712	5,577
短期借款	260	533	790	1,151	1,414	1,839
应付款项	455	318	502	467	552	645
其他流动负债	108	157	149	181	229	276
流动负债	822	1,008	1,441	1,799	2,195	2,760
长期贷款	0	129	442	342	292	242
其他长期负债	0	15	27	10	7	5
负债	823	1,152	1,910	2,151	2,494	3,007
普通股股东权益	1,353	1,599	1,744	1,944	2,216	2,564
其中：股本	411	412	389	389	389	389
未分配利润	517	750	873	1,073	1,344	1,692
少数股东权益	-4	-6	-6	-2	2	7
负债股东权益合计	2,173	2,745	3,649	4,093	4,712	5,577

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	0.341	0.574	0.321	0.570	0.775	0.992
每股净资产	3.292	3.886	4.483	4.993	5.691	6.584
每股经营现金净流	0.318	0.484	0.045	0.584	0.897	1.153
每股股利	0.000	0.000	0.100	0.057	0.078	0.099
回报率						
净资产收益率	10.37%	14.78%	7.15%	11.42%	13.63%	15.07%
总资产收益率	6.46%	8.61%	3.42%	5.43%	6.41%	6.93%
投入资本收益率	10.96%	11.18%	4.83%	8.59%	9.71%	10.24%
增长率						
主营业务收入增长率	54.02%	34.86%	-5.74%	22.83%	18.82%	17.15%
EBIT 增长率	522.01%	47.67%	-43.75%	104.32%	29.93%	24.95%
净利润增长率	415.28%	68.54%	-47.22%	77.97%	35.95%	27.93%
总资产增长率	17.89%	26.37%	32.91%	12.16%	15.13%	18.36%
资产管理能力						
应收账款周转天数	16.4	18.1	23.4	23.0	23.0	23.0
存货周转天数	138.6	108.2	134.1	130.0	130.0	130.0
应付账款周转天数	43.6	28.8	38.3	38.0	38.0	38.0
固定资产周转天数	10.3	7.7	48.3	54.3	52.0	44.6
偿债能力						
净负债/股东权益	-18.53%	11.46%	45.26%	43.83%	34.91%	24.71%
EBIT 利息保障倍数	6.0	8.3	4.4	3.9	4.5	5.1
资产负债率	37.87%	41.95%	52.36%	52.55%	52.93%	53.92%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2021-08-29	买入	16.90	N/A
2	2022-04-28	买入	11.14	N/A
3	2022-07-20	买入	14.86	N/A
4	2022-08-13	买入	18.95	N/A
5	2022-10-28	买入	11.65	N/A

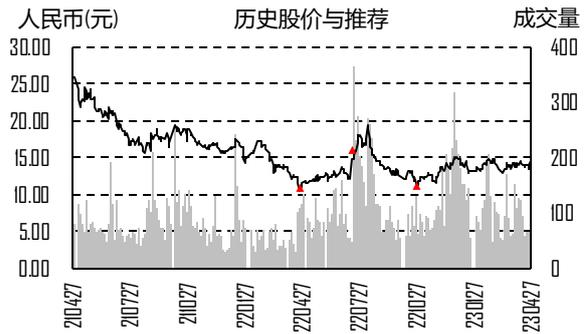
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402