



水羊股份 (300740.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

Q2 业绩超预期，多业务齐头起势、期待弯道超车

业绩简评

公司 7.27 公告 2023 营收 12.43 亿元、同比+7.58%，归母净利润 9032 万元、同比+119.05%，扣非归母净利润 1.11 亿元、同比+177.52%。利润端表现亮眼主要系业务/产品结构改善毛利率优化，成本费用管控效果显著，盈利能力提升，2023 毛利率/归母净利润率 59.6%/7.3%、同比+3.9/+3.7PCT，销售/管理/研发费用率 39.8%/5.8%/1.7%、同比-3.06/+1.2/-0.4PCT。

分品类，1H23 面膜/水乳膏霜收入同比-0.51%/+4.53%，毛利率同比+5.46%/+1.39%、预计系高毛利伊菲丹并表拉动；分渠道，1H23 抖音/淘系收入同比+137.43%/-12.62%，抖音渠道 2023 董事长带领下调整基本完成。

经营分析

发布限制性股票激励计划(草案)，业绩目标快增、彰显信心。拟以 7.87 元/股向不超 345 名激励对象授予 327 万股限制性股票(占比 0.84%)，分两期解锁、解锁比例为 50%、50%。业绩考核 23/24 年净利润不低于 3/4 亿元。

高端品牌伊菲丹势头强劲、中长期空间广阔，主品牌 Q3 进一步调整期待 Q4 旺季表现，代理业务下半年进入收获期。1H23 自有品牌贡献收入/利润 40%/+60%，大水滴/小迷糊扭亏为盈。1) **御泥坊**：3Q23 由董事长直接管理进行调整。2) **伊菲丹**：预计 Q2 翻倍增长(海外快于中国)，根据第三方爬虫平台，1H23 天猫+抖音 GMV 同增 98%，其中天猫同增 47%、抖音(取中值)同增 145%；产品端聚焦梯队打造，樱花线推广逐步加大，4Q23 高定价极致线中国市场上新望拉动进一步放量；渠道端重点加强高端百货布局，增加免税网点(全球年底增至 50 个网点)+高端酒店 SPA 合作；展望明后年，法国奥运会、全球高端渠道布局持续完善中长期广阔；3) **代理业务**：2H23 很多品牌陆续完成贸易备案、期待业绩释放。

盈利预测、估值与评级

2023 向好势头延续，伊菲丹放量望增厚利润，多业务齐头起势，期待弯道超车。考虑到 2023 业绩超预期，上调盈利预测，预计 23-25 年归母净利润为 3/4/4.62 亿元、对应 PE 分别为 20/15/13 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

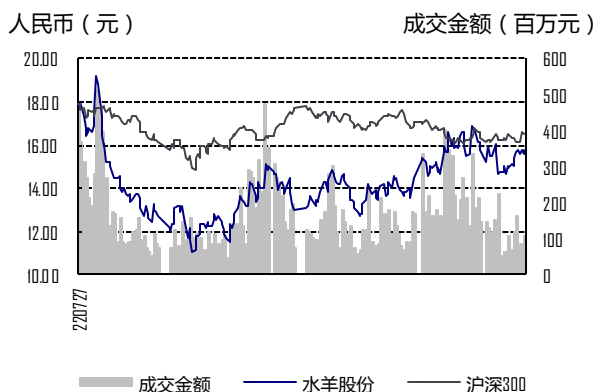
分析师：罗晓婷(执业 S1130520120001)

luoxiaoting@gjzq.com.cn

市价(人民币)：15.81 元

相关报告：

- 1.《水羊股份业绩点评：1Q23 归母净利润同比+25%，静待自有品牌升级开花》，2023.4.28
- 2.《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
- 3.《Q2 业绩承压，期待下半年边际改善-水羊股份 1H22 点评》，2022.8.13



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	5,224	5,738	6,265
营业收入增长率	34.86%	-5.74%	10.62%	9.83%	9.19%
归母净利润(百万元)	236	125	301	401	462
归母净利润增长率	68.54%	-47.22%	141.09%	33.13%	15.28%
摊薄每股收益(元)	0.574	0.321	0.772	1.028	1.186
每股经营性现金流净额	0.48	0.05	1.22	1.36	1.50
ROE(归属母公司)(摊薄)	14.78%	7.15%	14.93%	16.86%	16.54%
P/E	27.66	47.14	20.47	15.37	13.34
P/B	4.09	3.37	3.06	2.59	2.21

来源：公司年报、国金证券研究所(注：股价更新至 7 月 27 日)



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	5,224	5,738	6,265
增长率	54.0%	34.9%	-5.7%	10.6%	9.8%	9.2%
主营业务成本	-1,887	-2,402	-2,214	-2,205	-2,393	-2,594
%销售收入	50.8%	47.9%	46.9%	42.2%	41.7%	41.4%
毛利	1,828	2,609	2,508	3,020	3,345	3,671
%销售收入	49.2%	52.1%	53.1%	57.8%	58.3%	58.6%
营业税金及附加	-17	-20	-24	-24	-23	-25
%销售收入	0.5%	0.4%	0.5%	0.5%	0.4%	0.4%
销售费用	-1,438	-2,029	-2,033	-2,142	-2,352	-2,581
%销售收入	38.7%	40.5%	43.0%	41.0%	41.0%	41.2%
管理费用	-122	-193	-194	-324	-321	-345
%销售收入	3.3%	3.9%	4.1%	6.2%	5.6%	5.5%
研发费用	-48	-66	-89	-97	-103	-113
%销售收入	1.3%	1.3%	1.9%	1.9%	1.8%	1.8%
息税前利润 (EBIT)	203	300	169	434	545	608
%销售收入	5.5%	6.0%	3.6%	8.3%	9.5%	9.7%
财务费用	-34	-36	-38	-79	-73	-66
%销售收入	0.9%	0.7%	0.8%	1.5%	1.3%	1.0%
资产减值损失	-15	-11	-23	-16	-1	-1
公允价值变动收益	-2	0	25	15	0	0
投资收益	4	12	-3	5	5	8
%税前利润	2.4%	4.2%	n.a	1.4%	1.1%	1.5%
营业利润	159	279	146	358	476	549
营业利润率	4.3%	5.6%	3.1%	6.9%	8.3%	8.8%
营业外收支	0	1	-2	0	0	0
税前利润	159	280	144	358	476	549
利润率	4.3%	5.6%	3.1%	6.9%	8.3%	8.8%
所得税	-21	-45	-21	-54	-71	-82
所得税率	13.3%	16.0%	14.8%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	138	235	123	305	405	466
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	301	401	462
净利率	3.8%	4.7%	2.6%	5.8%	7.0%	7.4%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	138	235	123	305	405	466
少数股东损益	-2	-1	-2	4	4	5
非现金支出	36	42	74	86	92	103
非经营收益	6	4	-10	51	70	65
营运资金变动	-50	-82	-169	32	-36	-52
经营活动现金净流	131	199	18	474	530	582
资本开支	-210	-550	-290	-203	-150	-160
投资	30	46	-353	15	0	0
其他	5	12	-3	5	5	8
投资活动现金净流	-175	-493	-646	-183	-145	-152
股权募资	6	5	14	0	0	0
债权募资	80	391	555	-48	-72	33
其他	31	-42	-40	-108	-115	-119
筹资活动现金净流	116	355	528	-156	-187	-86
现金净流量	57	55	-91	135	198	344

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	460	440	346	477	673	1,015
应收款项	249	320	369	372	409	446
存货	696	728	899	769	835	905
其他流动资产	215	191	256	278	287	296
流动资产	1,620	1,680	1,870	1,898	2,203	2,663
%总资产	74.6%	61.2%	51.2%	49.9%	52.9%	56.8%
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%	29.6%	28.7%	26.9%
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%	50.1%	47.1%	43.2%
资产总计	2,173	2,745	3,649	3,803	4,169	4,686
短期借款	260	533	790	844	822	905
应付款项	455	318	502	393	426	463
其他流动负债	108	157	149	202	244	274
流动负债	822	1,008	1,441	1,438	1,492	1,641
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	1,790	1,791	1,888
普通股股东权益	1,353	1,599	1,744	2,015	2,376	2,791
其中：股本	411	412	389	389	389	389
未分配利润	517	750	873	1,144	1,504	1,920
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	3,803	4,169	4,686

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	0.341	0.574	0.321	0.772	1.028	1.186
每股净资产	3.292	3.886	4.483	5.174	6.100	7.167
每股经营现金净流	0.318	0.484	0.045	1.218	1.361	1.497
每股股利	0.000	0.000	0.100	0.077	0.103	0.119
回报率						
净资产收益率	10.37%	14.78%	7.15%	14.93%	16.86%	16.54%
总资产收益率	6.46%	8.61%	3.42%	7.91%	9.61%	9.85%
投入资本收益率	10.96%	11.18%	4.83%	11.52%	13.27%	13.09%
增长率						
主营业务收入增长率	54.02%	34.86%	-5.74%	10.62%	9.83%	9.19%
EBIT增长率	522.01%	47.67%	-43.75%	156.71%	25.71%	11.49%
净利润增长率	415.28%	68.54%	-47.22%	141.09%	33.13%	15.28%
总资产增长率	17.89%	26.37%	32.91%	4.22%	9.62%	12.41%
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	60.3	62.4	57.5
偿债能力						
净负债/股东权益	-18.53%	11.46%	45.26%	30.27%	14.39%	1.17%
EBIT利息保障倍数	6.0	8.3	4.4	5.5	7.5	9.3
资产负债率	37.87%	41.95%	52.36%	47.07%	42.96%	40.30%

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
6	2023-04-28	买入	14.54	N/A

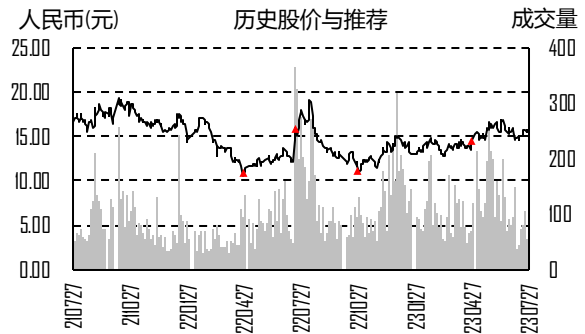
来源：国金证券研究所

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：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心
紫竹国际大厦7楼		18楼1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究