

水羊股份(300740)

报告日期: 2023年07月31日

半年报超预期, 股权激励目标超预期

——水羊股份 2023 年中报点评报告

投资要点

- 业绩概览: 超预期, H1/Q2 归母净利同比+72%/119%**
 - 1) **23H1:** 收入 22.9 亿元 (+4%), 归母净利 1.42 亿元 (+72%), 扣非归母 1.47 亿元 (+102%);
 - 2) **23Q2:** 收入 12.4 亿元 (+8%), 归母净利 0.9 亿元 (+119%), 扣非归母 1.1 亿元 (+178%), 利润表现创公司上市以来单季度新高, 主要系多品牌矩阵完善+产品结构优化+控费效果显著。
- 盈利能力: 结构优化驱动毛利改善, 费用管控成效初显**

H1 毛利率为 56.9% (+1.9pp), 其中面膜/水乳膏霜产品毛利率分别为 68.8%/51.6%, 同比+5.5/1.4pp, 我们认为伊菲丹等高端管线增长靓丽+大众管线品类升级驱动公司产品结构优化, 带动盈利能力上行; 此外 H1 净利率为 6.4% (+2.7pp), 销售/管理/研发费用率为 40.5% (-2.6pp) /5.0% (+0.5pp) /2.0% (+0.1pp)。
- 股权激励落地, 目标指引超预期彰显信心**

授予数量: 限制性股票 327 万股, 约占股本总额 0.84%

授予对象: 董事张虎儿 (3.22 万股)、副总经理兼董秘吴小瑾 (3.22 万股)、副总经理黄晨泽 (3.22 万股) 及 342 名公司 (含子公司) 其他核心员工。

激励摊销: 总计 2602.44 万元, 23-25 年分别摊销 649/1517/436 万元。

业绩目标: 分 2 个归属期, 分别要求 2023/2024 年归母净利润 (剔除激励成本影响) 不低于 3.00/4.00 亿元, 同增 140%/33%; 对应 2023/2024 年表现归母净利润 2.94/3.85 亿元, 同增 135%/31%。

我们此前预测公司 23-24 年归母净利润为 2.74/3.47 亿元 (截至 23 年 7 月 27 日, wind 一致预期为 2.47/3.28 亿元); 实际股权激励目标指引分别为 3.0/4.0 亿元。
- 持续看好: 品牌重塑+渠道进阶, 业绩估值有望戴维斯双击**

历史上水羊业绩及估值承压主要系主品牌疲软叠加淘系流量趋顶, 而当前自有品牌成长+渠道端优化有望驱动公司业绩超预期。

品牌: 自有品牌形成“2+2+N”矩阵结构, 整体盈利能力持续改善。其中主品牌御泥坊推新第八代氨基酸泥膜, 客单价提升+品类升级有望带动降幅收窄企稳; 伊菲丹在超级面膜基础上开拓精粹水和防晒乳, 持续完善高端百货、高奢酒店等渠道布局强化品牌心智, 有望维持高增+强盈利; 大水滴深耕熬夜肌赛道, 全年有望高增且扭亏。

渠道: 据中报披露, H1 抖音渠道 4.97 亿元 (+137%), 淘系渠道营收 7.57 亿元 (-13%)。公司电商基因积淀深厚, 淘系出身积极转型, 今年新品投放多以抖音为切入点。此外 618 大促伊菲丹首次合作李佳琦, 市场认知度有望明显提振, 后续增长动能充沛。
- 盈利预测及估值:**

公司自有品牌持续升级、多元品牌矩阵夯实、驱动盈利能力提升, 代理品牌亦进入业务良性轨道, 且在持续新接品牌, 业绩多轮驱动。考虑到公司中报业绩超预期兑现, 各业务势头良好, 我们相应上调盈利预测, 预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 3.1/4.1/5.1 亿元, 同比增长 148%/32%/25%, 对应 PE 估值 23.9/18.1/14.5X, 当前仍处于美妆板块估值洼地, 维持买入评级。
- 风险因素:**

行业景气下行; 消费疲软; 新品牌不及预期; 新产品不及预期

投资评级: 买入(维持)

分析师: 马莉
 执业证书号: S1230520070002
 mali@stocke.com.cn

分析师: 汤秀洁
 执业证书号: S1230522070001
 tangxiujie@stocke.com.cn

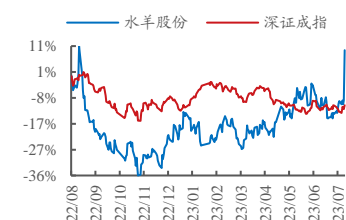
分析师: 王长龙
 执业证书号: S1230521020001
 wangchanglong@stocke.com.cn

分析师: 周明蕊
 执业证书号: S1230523060002
 zhoumingrui@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 18.97
总市值(百万元)	7,388.15
总股本(百万股)	389.46

股票走势图



相关报告

- 1 《23Q1 经营拐点已现, 业绩多轮驱动》2023.05.26
- 2 《布局迈向头部美妆集团, 短期调整不改长期趋势——水羊股份三季报点评报告》2022.11.03
- 3 《水羊股份点评: 低估值收购高端品牌伊菲丹, 品牌逻辑继续确认》2022.07.18

财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	4,722	5,495	6,324	7,265
(+/-) (%)	-5.7%	16.4%	15.1%	14.9%
归母净利润	125	310	407	508
(+/-) (%)	-47.2%	148.1%	31.6%	24.7%
每股收益(元)	0.32	0.79	1.05	1.30
P/E	59.2	23.9	18.1	14.5

资料来源：浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	1,870	2,396	2,571	2,913
现金	346	846	799	858
交易性金融资产	99	69	84	77
应收账款	325	368	456	528
其它应收款	44	48	55	65
预付账款	76	109	120	128
存货	899	893	998	1,190
其他	81	63	58	67
非流动资产	1,779	1,624	1,698	1,762
金融资产类	-	-	-	-
长期投资	20	11	12	14
固定资产	625	994	989	980
无形资产	256	314	393	499
在建工程	363	42	21	21
其他	515	263	283	247
资产总计	3,649	4,020	4,268	4,675
流动负债	1,441	983	1,036	1,186
短期借款	708	300	300	300
应付款项	361	361	368	467
预收账款	-	-	-	-
其他	371	322	368	419
非流动负债	470	1,057	961	862
长期借款	442	1,042	942	842
其他	27	14	19	20
负债合计	1,910	2,040	1,998	2,049
少数股东权益	(6)	(7)	(7)	(5)
归属母公司股东权益	1,744	1,988	2,278	2,630
负债和股东权益	3,649	4,020	4,268	4,675

现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	18	301	348	518
净利润	123	308	407	511
折旧摊销	37	61	74	78
财务费用	38	48	49	46
投资损失	3	(4)	(4)	(2)
营运资金变动	124	(36)	(42)	63
其它	(307)	(76)	(137)	(177)
投资活动现金流	(646)	172	(139)	(168)
资本支出	(382)	(100)	(40)	(60)
长期投资	(14)	9	(1)	(2)
其他	(249)	262	(98)	(106)
筹资活动现金流	528	27	(256)	(291)
短期借款	185	(408)	-	-
长期借款	313	600	(100)	(100)
其他	30	(165)	(156)	(191)
现金净增加额	(100)	500	(47)	59

利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	4,722	5,495	6,324	7,265
营业成本	2,214	2,486	2,803	3,184
营业税金及附加	24	25	29	34
营业费用	2,033	2,267	2,561	2,906
管理费用	194	220	253	283
研发费用	89	102	117	134
财务费用	38	48	49	46
资产减值损失	(23)	(11)	(16)	(22)
公允价值变动损益	25	15	-	-
投资净收益	(3)	4	4	2
其他经营收益	16	15	15	15
营业利润	146	371	516	672
营业外收支	(2)	(0)	(0)	(1)
利润总额	144	371	516	672
所得税	21	63	108	161
净利润	123	308	407	511
少数股东损益	(2)	(2)	-	3
归属母公司净利润	125	310	407	508
EBITDA	225	480	639	796
EPS (最新摊薄)	0.32	0.79	1.05	1.30

主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	-5.74%	16.37%	15.07%	14.88%
营业利润	-47.69%	154.63%	38.95%	30.35%
归属母公司净利润	-47.22%	148.10%	31.60%	24.69%
获利能力				
毛利率	53.12%	54.76%	55.67%	56.17%
净利率	2.60%	5.61%	6.44%	7.03%
ROE	7.49%	16.65%	19.17%	20.75%
ROIC	5.35%	10.32%	12.48%	14.22%
偿债能力				
资产负债率	52.36%	50.74%	46.80%	43.83%
净负债比率	64.50%	67.33%	64.25%	58.26%
流动比率	1.30	2.44	2.48	2.46
速动比率	0.67	1.53	1.52	1.45
营运能力				
总资产周转率	1.48	1.43	1.53	1.62
应收账款周转率	15.62	16.48	16.71	16.54
应付账款周转率	9.54	8.19	9.79	9.31
每股指标(元)				
每股收益	0.32	0.79	1.05	1.30
每股经营现金	0.05	0.77	0.89	1.33
每股净资产	4.48	5.10	5.85	6.75
估值比率				
P/E	59.21	23.86	18.13	14.54
P/B	4.23	3.72	3.24	2.81
EV/EBITDA	29.68	16.35	12.20	9.62

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>